

2025年06月20日

连连数字(2598.HK)

公司探访

证券研究报告

## 数字支付服务商，有望受益于稳定币业务落地

中国香港《稳定币条例》将于今年8月1日生效，我们预计稳定币或最先在跨境支付场景落地，目前在数字支付领域布局较深厚的公司或有业务机会。连连数字2024年在全球支付的TPV(交易额)近3,000亿元，已获香港VATP牌照，预计将在今年4季度启动申请稳定币发行业务。建议投资人持续关注。

### 报告摘要

**2B 数字支付服务商：**公司主业为数字支付解决方案，服务包含收付款、收单、汇兑、虚拟银行卡及聚合支付等。公司主要服务中小商户，尤其是跨境电商领域的中国出海商家。截至2024年12月，累计服务商户数590万。在支付领域，公司持有65项支付牌照及相关资质，包括美国所有州MTL货币转移牌照，卢森堡EMI电子货币机构牌照等，已建立较高牌照壁垒。公司在超100个国家/地区提供服务，支持超130种货币交易。

**2024年全球支付TPV近3,000亿元：**从收入角度，2024年数字支付服务收入占总收入比88%，过去五年维持在85%-91%区间，其中，全球支付贡献数字支付收入的70%，占总收入比为61%。从TPV规模看，2024年公司整体TPV为3.3万亿元，同比增65%，2020-2024 CAGR为40%。其中，全球支付TPV为2,820亿元，同比增63%，TPV占比为9%；境内支付TPV为3.0万亿元，同比增65%。全球支付费率水平远高于境内支付。过去五年详细经营数据见图表1。

**已实现扭亏为盈：**2024年公司总收入为13.1亿元，同比增28%，其中数字支付服务收入为11.5亿元(+32%)。毛利6.8亿元，同比增18%，毛利率为52%。经调整净利润为7,900万，对应净利润率为6%，对比2023年为亏损4.0亿元。

**已获VATP牌照：**2024年12月，公司宣布全资子公司DFX Labs获香港SFC颁布的虚拟资产交易平台的(VATP)牌照，公司可依据《证券及期货条例》进行第1类(证券交易)及第7类(提供自动化交易服务)受规管活动。目前共有10家公司获VATP牌照(图表3)，对比其他获牌公司，连连的优势在于已有成熟且规模化的跨境支付生态。

**稳定币业务规划：**根据我们与公司交流所反馈的信息，公司拟在今年4季度开始申请稳定币发行，获批后将发行稳定币。预计稳定币将首先在跨境贸易的小币种支付和结算场景落地，主要考虑当前银行支付系统中，小币种结算周期长(5-7天)，费率更高，同时汇率波动风险较高，稳定币或是较好替代方案。更长期维度看，连连发行的稳定币或可拓展至其他第三方贸易生态，同时，连连的稳定币交易平台可承接第三方稳定币交易需求。虚拟资产交易业务未来或寻求独立融资。

**清算业务：**公司2017年与美国运通合资成立连通公司，2020年6月获银行卡清算业务许可证(长期有效)，是首家中外合资清算机构，目前国内仅有三张清算牌照。连连负责中国基础设施网络搭建及本地商业，并通过权益法核算应占联营公司损益确认亏损。2024年12月，公司公告拟出售14.56%连通股权给美运，交易对价为16亿现金，交易完成后对连通的持股比例降至17.63%。

**估值：**根据彭博一致预期，公司现价对应2025E/2026E市销率为6.2x/5.1x，对比海外数字支付公司市销率均值为7.5x/6.1x，清算公司市销率均值16.2x/14.6x，稳定币相关公司市销率均值13.9x/6.5x(图表4)。

**风险：**关税摩擦对跨境电商及支付的影响较大；稳定币落地仍需反洗钱等细则出台，进度或慢于预期，相关业务收入贡献起量仍需较长时间。

支付

投资评级：未有

6个月目标价：未有

股价(2025-06-19) 9.95 港元

|             |        |
|-------------|--------|
| 总市值(百万港元)   | 10,737 |
| 流通市值(百万港元)  | 4,897  |
| 总股本(百万股)    | 1,079  |
| 流通股本(百万股)   | 191    |
| 12个月低/高(港元) | 5.5/18 |
| 平均成交(百万港元)  | 71.9   |

### 股东结构

|     |        |
|-----|--------|
| 章征宇 | 26.84% |
| 吕钟霖 | 8.56%  |
| 其他  | 64.60% |

### 股价表现



| %    | 一个月   | 三个月    | 十二个月   |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | 56.61 | -12.75 | -25.41 |
| 绝对收益 | 56.20 | -16.81 | 4.30   |

数据来源：彭博、港交所、公司

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

## 支付业务经营概览

图表 1: 2024 年全球支付 GPV 为 2,820 亿元 (+63%)，全球支付贡献 70%/61% 支付收入/总收入

| 连连数字支付业务       | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 整体TPV (十亿元)    | 849     | 971     | 1,153   | 2,001   | 3,295   |
| 同比             |         | 14%     | 19%     | 74%     | 65%     |
| 数字支付服务收入 (百万元) | 538     | 588     | 630     | 874     | 1,151   |
| 同比             |         | 9%      | 7%      | 39%     | 32%     |
| 占总收入           | 91%     | 91%     | 85%     | 85%     | 88%     |
| <b>1 全球支付</b>  |         |         |         |         |         |
| 全球支付TPV (十亿元)  | 106     | 135     | 135     | 173     | 282     |
| 同比             |         | 27%     | 0%      | 28%     | 63%     |
| 占TPV比          | 13%     | 14%     | 12%     | 9%      | 9%      |
| 全球支付收入 (百万元)   | 378     | 441     | 479     | 656     | 808     |
| 同比             |         | 17%     | 9%      | 37%     | 23%     |
| 占数字支付服务收入      | 70%     | 75%     | 76%     | 75%     | 70%     |
| 占总收入比          | 64%     | 68%     | 64%     | 64%     | 61%     |
| 平均费率 (%)       | 0.3558% | 0.3259% | 0.3550% | 0.3801% | 0.2870% |
| 同比 (bps)       |         | -2.99   | 2.91    | 2.50    | -9.31   |
| <b>2 境内支付</b>  |         |         |         |         |         |
| 境内支付TPV (十亿元)  | 743     | 836     | 1,018   | 1,828   | 3,013   |
| 同比             |         | 13%     | 22%     | 80%     | 65%     |
| 占TPV比          | 87%     | 86%     | 88%     | 91%     | 91%     |
| 境内支付收入 (百万元)   | 160     | 147     | 151     | 218     | 343     |
| 同比             |         | -8%     | 3%      | 44%     | 57%     |
| 占数字支付服务收入      | 30%     | 25%     | 24%     | 25%     | 30%     |
| 占总收入比          | 27%     | 23%     | 20%     | 21%     | 26%     |
| 平均费率 (%)       | 0.0215% | 0.0176% | 0.0149% | 0.0119% | 0.0114% |
| 同比 (bps)       |         | -0.39   | -0.28   | -0.29   | -0.06   |

资料来源：公司财报，国证国际

## 财务数据概览

**图表 2：连连数字财务数据概览**

| 百万人民币            | 2020 | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 收入               | 589  | 644   | 743   | 1,028 | 1,315 |
| 同比               |      | 9%    | 15%   | 38%   | 28%   |
| 营业成本             | -210 | -204  | -277  | -451  | -632  |
| 毛利               | 378  | 439   | 466   | 577   | 683   |
| 毛利率              | 64%  | 68%   | 63%   | 56%   | 52%   |
| 销售及营销费           | -69  | -90   | -139  | -192  | -248  |
| 同比               |      | 30%   | 55%   | 38%   | 29%   |
| 一般及行政开支          | -290 | -263  | -258  | -480  | -561  |
| 同比               |      | -9%   | -2%   | 86%   | 17%   |
| 研发费用             | -124 | -174  | -210  | -268  | -319  |
| 同比               |      | 40%   | 21%   | 27%   | 19%   |
| 经营利润             | -20  | -66   | -100  | 23    | -268  |
| 经营利润率            | -3%  | -10%  | -13%  | 2%    | -20%  |
| 按权益法核算的应占联营公司净亏损 | -328 | -687  | -805  | -665  | -293  |
| 归母净亏损            | -368 | -747  | -917  | -656  | -168  |
| 归母净亏损率           | -63% | -116% | -123% | -64%  | -13%  |
| 经调整EBITDA        | -203 | -657  | -822  | -359  | -280  |
| 经调整EBITDA利润率     | -34% | -102% | -111% | -35%  | -21%  |
| 经调整净利润           | 未披露  |       |       | -403  | 79    |
| 经调整净利润率          |      |       |       | -39%  | 6%    |
| 收入分部：            |      |       |       |       |       |
| 数字支付服务           | 538  | 588   | 630   | 874   | 1,151 |
| 同比               |      | 9%    | 7%    | 39%   | 32%   |
| 全球支付             | 378  | 441   | 479   | 656   | 808   |
| 同比               |      | 17%   | 9%    | 37%   | 23%   |
| 境内支付             | 160  | 147   | 151   | 218   | 343   |
| 同比               |      | -8%   | 3%    | 44%   | 57%   |
| 增值服务             | 8    | 22    | 91    | 134   | 146   |
| 其他               | 43   | 34    | 22    | 21    | 18    |

资料来源：公司财报，国证国际

## VATP 牌照概览

图表 3：目前共有 10 家公司获 VATP 牌照

| VATP获牌主体                         | 交易平台             | 获牌时间       | 对应公司主体                  |
|----------------------------------|------------------|------------|-------------------------|
| OSL数字证券有限公司                      | OSL Exchange     | 15/12/2020 | OSL (863. HK)           |
| Hash Blockchain Limited          | HashKey Exchange | 09/11/2022 | Hash Blockchain Limited |
| 香港虚拟资产交易所有有限公司                   | HKVAX            | 03/10/2024 | 香港虚拟资产交易所有有限公司          |
| 香港数字资产交易集团有限公司                   | HKbitEX          | 18/12/2024 | 香港数字资产交易集团有限公司          |
| 云账户大湾区科技(香港)有限公司                 | Accumulus        | 18/12/2024 | 云账户（网上人力资源服务企业）         |
| DFX Labs Company Limited         | DFX Labs         | 18/12/2024 | 连连数字（2598. HK）          |
| Thousand Whales Technology (BVI) | EX.IO            | 18/12/2024 | 新浪旗下互联网券商华盛资本为主要投资者     |
| 猎豹交易（香港）有限公司                     | PantherTrade     | 27/01/2025 | 富途控股（FUTU. US）          |
| YAX (Hong Kong) Limited          | YAX              | 27/01/2025 | 老虎证券（TIGR. US）          |
| Bullish HK Markets Limited       | Bullish          | 18/02/2025 | 区块链软件公司 Block.one 的子公司  |

资料来源：SFC，公开资料，国证国际

## 估值表参考

图表 4：估值表

| 公司              | 股票代码     | 交易货币 | 收盘价   | 年初至今 | 最近1月 | 最新市值   | P/E          |             | P/S         |             |
|-----------------|----------|------|-------|------|------|--------|--------------|-------------|-------------|-------------|
|                 |          |      |       |      |      | (十亿美元) | 1FY          | 2FY         | 1FY         | 2FY         |
| <b>数字支付</b>     |          |      |       |      |      |        |              |             |             |             |
| 连连数字            | 2598 HK  | HKD  | 10    | 3%   | 54%  | 1.3    | NM           | NM          | 6.2         | 5.1         |
| Adyen公众有限公司     | ADYEN NA | EUR  | 1,548 | 8%   | -4%  | 56.2   | 43.3         | 34.5        | 19.9        | 16.0        |
| Shift4 Payments | FOUR US  | USD  | 92    | -12% | 2%   | 8.1    | 18.6         | 15.0        | 4.8         | 4.0         |
| 乌拉圭Dlocal       | DLO US   | USD  | 10    | -7%  | -11% | 2.8    | 16.7         | 13.1        | 3.0         | 2.4         |
| 飞汇公司            | FLYW US  | USD  | 11    | -47% | -7%  | 1.3    | 45.0         | 21.2        | 2.4         | 2.0         |
| <b>平均</b>       |          |      |       |      |      |        | <b>30.9</b>  | <b>20.9</b> | <b>7.3</b>  | <b>5.9</b>  |
| <b>清算公司</b>     |          |      |       |      |      |        |              |             |             |             |
| 维萨公司            | V US     | USD  | 340   | 8%   | -7%  | 674.7  | 30.1         | 26.6        | 17.1        | 15.4        |
| 万事达             | MA US    | USD  | 539   | 2%   | -7%  | 489.2  | 33.8         | 28.9        | 15.3        | 13.7        |
| <b>平均</b>       |          |      |       |      |      |        | <b>31.9</b>  | <b>27.8</b> | <b>16.2</b> | <b>14.6</b> |
| <b>稳定币相关</b>    |          |      |       |      |      |        |              |             |             |             |
| Coinbase        | COIN US  | USD  | 295   | 19%  | 13%  | 75.2   | 57.9         | 40.8        | 10.2        | 9.3         |
| Circle          | CRCL US  | USD  | 200   | 544% | 544% | 44.4   | 128.8        | NA          | 17.8        | NA          |
| OSL             | 863 HK   | HKD  | 12    | 45%  | 1%   | 0.9    | 119.2        | 61.3        | 10.0        | 6.5         |
| <b>平均</b>       |          |      |       |      |      |        | <b>124.0</b> | <b>61.3</b> | <b>13.9</b> | <b>6.5</b>  |

资料来源：彭博，国证国际（截至 2025 年 6 月 19 日）

**客户服务热线**

香港：2213 1888

国内：40086 95517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司（国证国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系**

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

**国证国际证券（香港）有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010