

首次覆盖：跨境支付国内先行者，受益跨境电商出海

连连数字(2598)
计算机2598 HK
Lianlian DigiTech
Rating: OUTPERFORM
Target Price: HK\$14.04Lin Yang
lin.yang@htisec.comLiang Song
l.song@htisec.com

本报告导读：

公司是跨境支付行业国内先行者，向中国及全球客户提供广泛的数字支付服务，已获全球 65 张支付牌照，并具备银行卡清算业务和中国香港虚拟资产交易业务资质。

投资要点：

- 首次覆盖，给予“优于大市”评级。考虑公司跨境支付业务增长空间广阔，我们预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.38、-0.07、0.03 元（2025 年预期存在大额投资收益）。由于公司 2025 年大额投资收益为一次性交付，预期 2025-2027 年利润存在较大幅度波动，我们选择结合 PB 和 PS 方法对公司进行估值，最终给予目标价 14.04 港元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 公司是跨境支付行业国内先行者，牌照储备广泛深厚。公司成立于 2009 年，于 2013 年率先进入跨境电商支付服务市场，截止 2024 年底，公司已获全球 65 张支付牌照，深度覆盖中国内地、中国香港、新加坡、欧洲、美国、英国、泰国、印度尼西亚等核心市场。此外，公司与美国运通合资成立连连公司，具备银行卡清算业务资质。2024 年 12 月，公司旗下公司 DFX Labs Comapany Limited 还成功获得中国香港 VATP 牌照，可从事虚拟资产交易平台业务。
- 跨境电商出口为跨境支付市场打开想象空间。近年来，受强劲的海外市场需求以及日益完善的数字基础设施和全球物流网络所推动，中国跨境电商和出口贸易市场规模持续扩张，根据公司招股说明书援引弗若斯特沙利文数据，预计中国 2027 年出口总额将接近 47 万亿元。并且，随着传统线下外贸加速拥抱数字化和线上运营，跨境电商和企业对跨境支付解决方案的需求大增。
- 全球支付为公司构筑护城河，增值服务协同发展。依托全球牌照布局、专有技术平台及广泛的合作方网络，公司已建立全球支付网络。2024 年，公司支付服务（全球支付+境内支付）的总 TPV 达到人民币 3.3 万亿元，其中全球支付 TPV 为 0.28 万亿，境内支付 TPV 为 3.01 万亿，支付业务累计服务的客户数量达到 590 万家。在支付服务的基础上，公司还提供包含商业服务和技术服务在内的增值服务，持续开发数字化营销、企业钱包等产品，并为跨境商家打造 AI 大模型智能体服务平台 LOOP AI，助力商户降本提效。
- 风险提示。技术迭代与市场演化过快风险，行业竞争加剧风险，政策波动导致的合规风险。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。（Please see appendix for English translation of the disclaimer）

财务摘要（百万人民币）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1315	1652	2089	2577
(+/-)%	28%	26%	26%	23%
净利润	-168	1485	-73	27
(+/-)%	74%	983%	-105%	137%
EPS	-0.16	1.38	-0.07	0.03
PE	-59.31	7.63	-155.52	419.05

财务预测表

资产负债表(百万人民币)					利润表(百万人民币)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,664	16,479	18,095	20,583	营业收入	1,315	1,652	2,089	2,577
现金	522	1,990	1,442	1,638	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	93	113	145	177	营业成本	632	784	953	1,126
存货	0	1	1	2	销售费用	248	289	345	399
其他	13,049	14,375	16,506	18,766	管理费用	561	595	627	696
非流动资产	875	967	959	952	研发费用	319	330	376	412
固定资产	120	112	105	98	财务费用	12	11	-17	-5
无形资产	46	45	45	45	除税前溢利	-572	1,509	-71	27
其他	709	809	809	809	所得税	-405	30	1	1
资产总计	14,539	17,446	19,054	21,535	净利润	-167	1,478	-72	27
流动负债	13,139	14,563	16,238	18,687	少数股东损益	2	-6	0	0
短期借款	342	372	414	450	归属母公司净利润	-168	1,485	-73	27
应付账款及票据	75	112	125	154					
其他	12,722	14,078	15,699	18,083	EBIT	-560	1,519	-88	23
非流动负债	164	164	164	164	EBITDA	-525	1,528	-80	30
长期债务	137	137	137	137	EPS（元）	-0.16	1.38	-0.07	0.03
其他	27	27	27	27					
负债合计	13,303	14,727	16,402	18,851					
普通股股本	1,079	1,079	1,079	1,079	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
储备	149	1,639	1,572	1,604	成长能力				
归属母公司股东权益	1,228	2,718	2,651	2,683	营业收入	27.88%	25.67%	26.41%	23.36%
少数股东权益	7	1	1	1	归属母公司净利润	74.36%	982.54%	-104.91%	137.11%
股东权益合计	1,236	2,719	2,652	2,684	获利能力				
负债和股东权益	14,539	17,446	19,054	21,535	毛利率	51.90%	52.56%	54.39%	56.32%
					销售净利率	-12.79%	89.84%	-3.49%	1.05%
					ROE	-13.69%	54.61%	-2.75%	1.01%
现金流量表(百万人民币)	2024	2025E	2026E	2027E	ROIC	-9.51%	46.12%	-2.81%	0.68%
经营活动现金流	-111	-263	-625	159	偿债能力				
净利润	-168	1,485	-73	27	资产负债率	91.50%	84.41%	86.08%	87.53%
少数股东权益	2	-6	0	0	净负债比率	-3.48%	-54.47%	-33.62%	-39.18%
折旧摊销	35	8	8	8	流动比率	1.04	1.13	1.11	1.10
营运资金变动及其他	21	-1,750	-561	125	速动比率	0.08	0.18	0.14	0.14
投资活动现金流	-131	1,717	53	20	营运能力				
资本支出	-21	-1	-1	-1	总资产周转率	0.11	0.10	0.11	0.13
其他投资	-110	1,718	54	20	应收账款周转率	16.38	16.06	16.20	15.98
					应付账款周转率	8.39	8.38	8.04	8.07
筹资活动现金流	569	9	19	12	每股指标（元）				
借款增加	28	30	41	36	每股收益	-0.16	1.38	-0.07	0.03
普通股增加	563	0	0	0	每股经营现金流	-0.10	-0.24	-0.58	0.15
已付股利	0	0	0	0	每股净资产	1.15	2.52	2.46	2.49
其他	-22	-21	-23	-24	估值比率				
现金净增加额	332	1,468	-548	196	P/E	-59.31	7.33	-149.30	402.29
					P/B	8.27	4.00	4.10	4.05
					EV/EBITDA	-19.25	6.15	-124.24	325.41

数据来源: Wind, 公司公告, HTI

目录

1. 盈利预测与估值	4
1.1. 公司业务拆分	4
1.2. 盈利预测与可比估值	4
2. 跨境支付行业国内先行者	6
2.1. 深耕数字支付十余载，已实现全球化服务触达	6
2.2. 全球支付构筑护城河，牌照储备广泛深厚	7
2.3. 增值服务赋能商户降本提效，与支付业务协同发展	9
2.4. 收入规模快速增长，利润已步入减亏通道	10
3. 跨境电商出口为跨境支付市场打开想象空间	11
4. 风险提示	14

1. 盈利预测与估值

1.1. 公司业务拆分

基本假设:

1) 数字支付服务业务: 公司数字支付业务包括全球支付和国内支付, 全球支付面向跨境电商提供收款服务, 国内支付面向境内企业提供线上收款服务。受益于跨境电商和出口贸易市场的持续扩张, 以及国内企业的数字化转型, 公司全球和国内支付服务商户数和交易流水规模均处在快速增长阶段。我们预计 2025-2027 年公司数字支付服务业务收入增速分别为 23.1%/25.5%/22.5%。

2) 增值服务业务: 公司依托数字支付服务基础, 为客户提供包含商业服务和技术服务在内的增值服务。受益于支付主业规模增长, 且公司持续开发数字化营销、企业钱包等新产品, 增值服务收入有望实现高增。我们预计 2025-2027 年公司增值服务业务收入增速分别为 50%/35%/30%。随着增值服务相关产品的规模化推广, 边际成本下行将推升毛利率, 因此我们预计 2025-2027 年公司增值服务业务毛利率分别为 18%/26%/36%。

表1: 公司业务拆分 (亿元人民币)

		2024	2025E	2026E	2027E
数字支付服务	营收	11.51	14.16	17.77	21.76
	yoy	31.6%	23.1%	25.5%	22.5%
	毛利率	56.4%	58.2%	59.3%	60.1%
增值服务	营收	1.46	2.19	2.96	3.85
	yoy	9.5%	50.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	19.2%	18.0%	26.0%	36.0%
其他业务	营收	0.18	0.17	0.16	0.16
	yoy	-11.6%	-5.0%	-5.0%	0.0%
	毛利率	30.7%	30.7%	30.7%	30.7%
总收入	营收	13.15	16.52	20.89	25.77
	yoy	27.9%	25.7%	26.4%	23.4%
	毛利率	51.9%	52.6%	54.4%	56.3%

数据来源: Wind, HTI

1.2. 盈利预测与可比估值

由于公司已于 2024 年 12 月订立协议将连连公司 (公司与美国运通合资联营) 部分股权出售给美国运通旗下公司 Amex TRS 和 AEMD, 交易对价总计为 16 亿元, 预计将在 2025 年进行交割, 交割后公司和 Amex TRS、AEMD 将分别持有连连公司 17.63%、80.72%、1.65% 股权, 因此公司 2025 年预期存在大额投资收益, 且为一次性交付, 不具备可持续性; 此外公司主营业务尚处在盈利修复阶段使得利润基数较小, 因此预期 2025-2027 年公司利润存在较大波动, 故采用 PB 和 PS 两种估值方法对公司进行估值。

选择拉卡拉、新国都、新大陆作为可比公司, 可比公司主营业务均为数字支付解决方案, 且积极拓展跨境支付业务, 与公司业务相似度较高。

1) PB 估值

我们预测公司 2025-2026 年每股净资产分别为 2.52/2.46 元。参考可比公司，考虑公司公司是跨境支付行业国内先行者，具备身位优势，有望优先受益跨境支付市场扩张，因此给予公司一定的估值溢价，给予公司 2025 年 5.6 倍 PB，对应每股合理估值为 14.11 元人民币，对应 15.48 港元（按 1 港元=0.91 元人民币汇率换算）。

表2：可比公司 PB 估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	每股净资产 (元)			PB		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
300773.SZ	拉卡拉	234.61	4.24	4.71	5.27	7.0	6.3	5.6
300130.SZ	新国都	187.95	7.40	7.92	8.57	4.5	4.2	3.9
000997.SZ	新大陆	328.30	7.03	7.76	8.82	4.5	4.1	3.6
	均值		6.22	6.79	7.55	5.3	4.9	4.4
2598.HK	连连数字	99.14	1.15	2.52	2.46	8.0	3.6	3.7

数据来源：Wind，HTI

注：股价为 2025/7/4 收盘价，可比公司和连连数字每股净资产预测值均来自 HTI。表中单位均为人民币，港股公司已按 1 港元=0.91 元人民币汇率换算。

2) PS 估值

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 16.52/20.89/25.77 亿元，SPS 分别为 1.53/1.94/2.39 元。参考可比公司估值，考虑公司牌照储备广泛深厚，在全球核心市场均有领先布局，因此给予公司一定的估值溢价，给予公司 2025 年 7.5 倍 PS，对应每股合理估值为 11.48 元，对应 12.60 港元（按 1 港元=0.91 元人民币汇率换算）。

表3：可比公司 PS 估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	SPS (元)			PS		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
300773.SZ	拉卡拉	234.61	7.20	7.53	8.14	4.1	4.0	3.7
300130.SZ	新国都	187.95	5.55	5.59	6.14	6.0	5.9	5.4
000997.SZ	新大陆	328.30	7.51	8.38	9.59	4.2	3.8	3.3
	均值		6.75	7.17	7.96	4.8	4.6	4.1
2598.HK	连连数字	99.14	1.23	1.53	1.94	7.5	6.0	4.7

数据来源：Wind，HTI

注：股价为 2025/7/4 收盘价，可比公司和连连数字 SPS 预测值均来自 HTI。表中单位均为人民币，港股公司已按 1 港元=0.91 元人民币汇率换算。

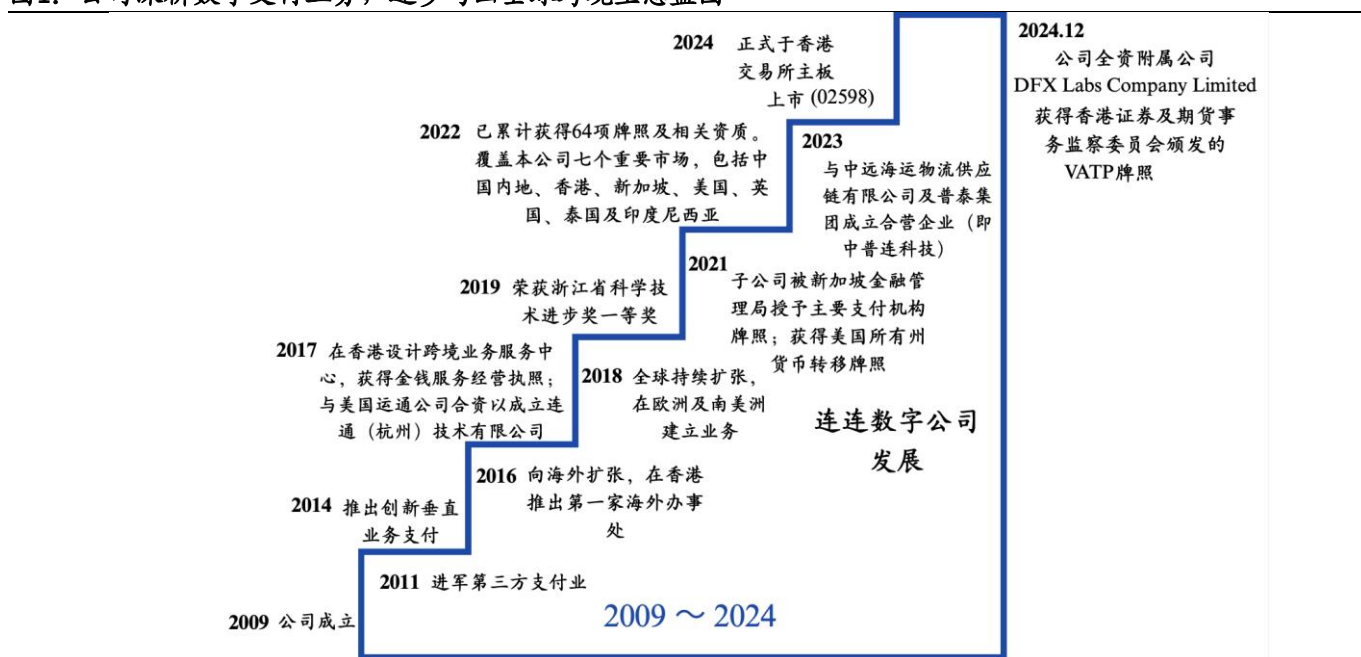
综合来看，我们结合 PB 和 PS 的方法对公司进行估值，并取两种方法合理估值平均值，最终给予公司目标价为 14.04 港元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

2. 跨境支付行业国内先行者

2.1. 深耕数字支付十余载，已实现全球化服务触达

公司是国内跨境支付行业先行者，逐步勾画全球化跨境生态蓝图。公司作为聚焦跨境支付与数字金融服务的创新企业，自 2009 年成立起，便以支付科技为引擎驱动发展；公司于 2013 年率先布局跨境电商支付，成为行业首批“吃螃蟹者”。随后在 2016 年启动全球化，中国香港首设海外办事处；2017 年到 2021 年先后在中国香港建立跨境业务中心、与美国运通合资、获得美国全州货币转移牌照并将业务延伸到欧洲、南美洲以及东南亚地区；2022 年公司已累计获得 64 项支付牌照，覆盖七个核心市场；2024 年公司正式在香港交易所主板上市。一路迭代支付技术、拓宽业务边界，构建起跨境支付生态蓝图。

图1：公司深耕数字支付业务，逐步勾画全球跨境生态蓝图



数据来源：公司招股说明书，HTI

根据公司招股说明书援引弗若斯特沙利文报告，公司是国内率先在全球范围内提供广泛支付解决方案的数字科技公司之一，按 2022 年的 TPV（交易流水）计算，公司是中国最大的数字支付解决方案提供商，市场份额达到 9.1%。截止 2024 年底，公司支付服务业务已深度覆盖中国内地、中国香港、新加坡、美国、英国、泰国、印度尼西亚等核心市场，服务触达超过 100 个国家和地区。

图2: 公司支付服务触达超过 100 个国家和地区



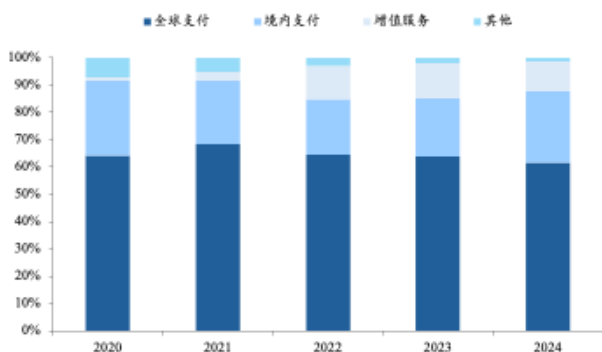
数据来源: 连连官网

2.2. 全球支付构筑护城河，牌照储备广泛深厚

数字支付服务为公司业务基本盘。依托全球牌照布局、专有技术平台及广泛的合作方网络，公司已建立全球支付网络，向中国及全球客户提供广泛的数字支付服务，包括收款、付款、收单、汇兑、虚拟银行卡及聚合支付。

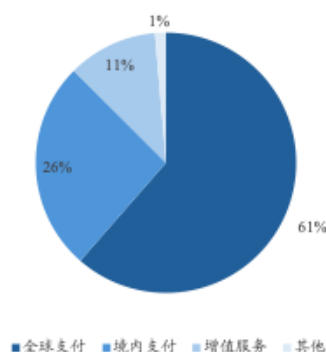
支付服务包括全球支付和国内支付两大板块。近五年公司全球支付业务收入占总收入比重维持在 60% 附近，境内支付业务收入占比在 25% 左右，两者构成了公司主营基本盘。2024 年，公司支付服务（全球支付+境内支付）的总 TPV 达到人民币 3.3 万亿元，其中全球支付 TPV 为 0.28 万亿，境内支付 TPV 为 3.01 万亿，支付业务累计服务的客户数量达到 590 万家。

图3: 以全球支付为主的支付服务业务为公司主营收入基本盘



数据来源: Wind, HTI

图4: 2024 年公司全球支付和境内支付收入占比分别为 61%和 26%



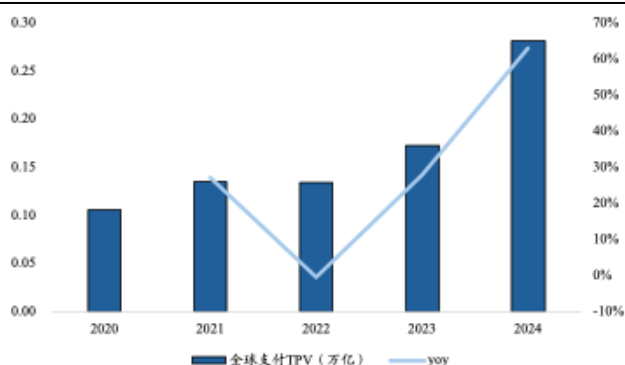
数据来源: Wind, HTI

全球支付：提供跨境支付服务，公司护城河业务。全球支付的客户主要是跨境电商平台的零售商户，公司帮助商户将境外销售商品及服务取得的资金转回境内，并通过公司在全球商业银行开设的账户分配给客户的虚拟账户，实现快捷、可靠的支付。此外，公司还针对服务贸易和 B2B 外贸企业，提供跨境支付解决方案。

国内支付：面向国内企业客户提供收款服务。公司通过为企业客户提供数字化平台，整合终端买家在购买商品时发起的各种线上及线下支付方式的支付信息，帮助企业客户简化其收款流程并降低运营成本。

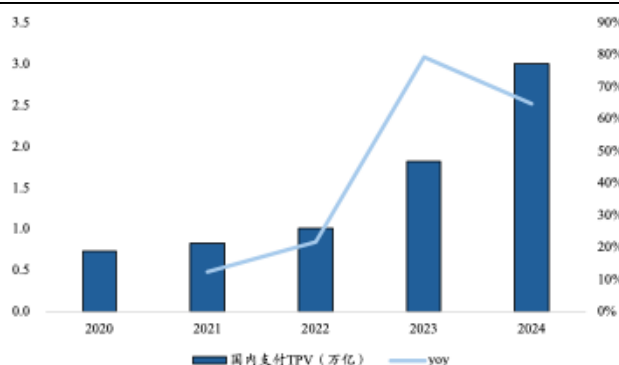
近年来，受益于跨境支付和国内收款服务市场的持续扩张，以及公司加速拓展全球市场，公司全球支付和国内支付 TPV（交易流水）均实现快速增长。2020-2024 年两者 CAGR 分别达到 28%和 42%。

图5：2020-2024 年公司全球支付 TPV 的 CAGR 达到 28%



数据来源：公司招股书，公司 2023-2024 年报，HTI

图6：2020-2024 年公司国内支付 TPV 的 CAGR 达到 42%



数据来源：公司招股书，公司 2023-2024 年报，HTI

牌照布局深厚，已获全球 65 张支付牌照，并具备银行卡清算业务和中国香港虚拟资产交易平台的业务资质。

早在 2022 年，公司便已累计获得 64 张支付牌照，覆盖中国内地、中国香港、新加坡、美国、英国、泰国、印度尼西亚等七个核心市场。2024 年 5 月，公司获得卢森堡 EMI 牌照，成功进入欧洲市场。此外，公司是唯一一家在美国所有州均持有货币转移牌照的中国支付公司。

与美国运通合资成立连通公司，具备银行卡清算业务资质。2017 年，公司与美国运通在我国境内发起设立连通（杭州）技术服务有限公司，是中国首家中外合资银行卡清算机构。2020 年 6 月，连通公司成功获得银行卡清算业务许可证，自此连通公司可在我国境内拓展发卡机构和收单机构作为其会员机构，授权发行和受理“美国运通”品牌的银行卡。

子公司获中国香港虚拟资产交易平台牌照。2024 年 12 月，公司旗下公司 DFX Labs Company Limited 获得香港证券及期货事务监察委员会颁发的 VATP 牌照，可从事虚拟资产交易平台业务。

图7：公司子公司已获得中国香港虚拟资产交易平台的运营（VATP）牌照

中央編號	虛擬資產交易平台營運者的公司名稱		虛擬資產交易平台	發牌日期
	英文	中文		
BPJ213	OSL Digital Securities Limited	OSL數字證券有限公司	OSL Exchange	15/12/2020
BPL992	Hash Blockchain Limited	Hash Blockchain Limited	HashKey Exchange	09/11/2022
BPW549	Hong Kong Virtual Asset Exchange Limited	香港虛擬資產交易所有限公司	HKVAX	03/10/2024
BPO721	Hong Kong Digital Asset EX Limited	香港數字資產交易集團有限公司	HKbitEX	18/12/2024
BUA970	Accumulus GBA Technology (Hongkong) Co., Limited	雲賬戶大灣區科技(香港)有限公司	Accumulus	18/12/2024
BUN619	DFX Labs Company Limited	不適用	DFX Labs	18/12/2024
BUT670	EXIO Limited	不適用	EX.IO	18/12/2024
BUY578	Panthertrade (Hong Kong) Limited	獵豹交易（香港）有限公司	PantherTrade	27/01/2025
BUT913	YAX (Hong Kong) Limited	不適用	YAX	27/01/2025
BUQ956	Bullish HK Markets Limited	不適用	Bullish	18/02/2025
BSI739	Hong Kong BGE Limited	不適用	BGE	17/06/2025

数据来源：香港证监会官网，HTI

2.3. 增值服务赋能商户降本提效，与支付业务协同发展

在支付服务的基础上，公司还为商户和企业客户提供包含商业服务和技术服务在内的增值服务，其中商业服务包括数字化营销、运营支持（例如在电商平台开设店铺及安排发货）及引流服务，技术服务包括账户及电子钱包服务以及软件开发服务。2024 年公司增值服务收入 1.46 亿元，占总收入比重为 11%，虽当前规模相对较小，但我们认为围绕支付场景延伸金融、营销等增值服务，是业务生态拓展的重要方向，与支付主业协同，共同构建差异化竞争壁垒，助力公司在数字支付赛道持续深耕。

持续开发数字化营销、企业钱包等产品。公司数字化营销产品致力于向多场景、多平台延伸线上线下营销服务能力；企业钱包产品致力于从单一的支付工具扩展为涵盖丰富生态场景、形成覆盖商旅、餐饮、回收、物流等多行业解决方案，通过提供因公收付、员工差旅支付及报销、财务费控及资金管理等服务，帮助客户实现业务模式的变革和经营管理的升级。

目前公司支付解决方案已渗透多个行业。1）房地产行业：公司打造一站式智能解决方案，串联业务与财务数据，解决销售、回款、开票等流程中的问题；2）电商领域：公司为电商平台提供完善的资金管理解决方案，一站式解决资金合规、多样化支付、多角色分账问题；3）连锁零售行业：公司基于连锁零售行业特性，联合产业服务商，为其提供完整的支付、账户，对账等多方面增值业务服务整合方案；

4）物流行业：公司为货运类平台打造安全/高效的智能资金交通管理枢纽，

构建金融服务闭环场景，为网络货运平台提供智能化服务解决方案。

图8：公司面向连锁零售行业提供一体化支付解决方案



数据来源：连连支付官网

LOOP AI 赋能，助力跨境商户降本提效。近年来，公司重视 AI 在支付服务中的应用，融入前沿 AI 技术，以推进产品建设和更新迭代，提升用户体验和运营效率。公司专为跨境商家打造新一代 AI 大模型智能体服务平台 LOOP AI，快速捕捉商家需求、产出高质量运营产品，例如通过 AI 分析最新的市场趋势帮助商家生成最新的优质软文以吸引顾客，或对视频产品进行多语种配音、画面特效处理、精准字幕匹配、智能配乐等。

图9：LOOP AI 助力跨境商家显著降本提效

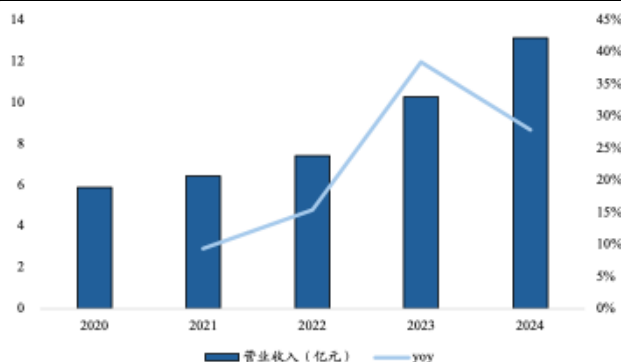


数据来源：LianLian Global 官网

2.4. 收入规模快速增长，利润已步入减亏通道

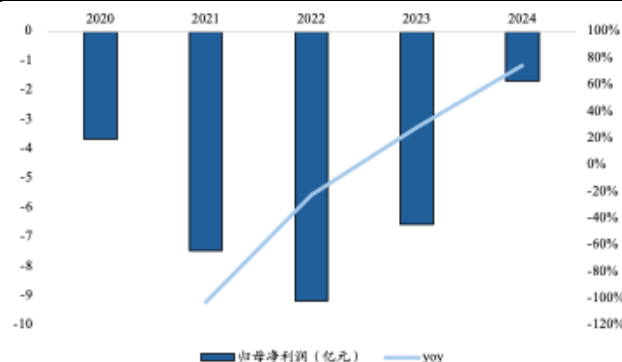
收入规模加速扩张，利润步入减亏通道，盈利拐点或将到来。2020-2024 年公司营业总收入 CAGR 为 22%，主要得益于公司全球支付和国内支付业务规模持续扩张带来 TPV 的高速增长。从归母利润来看，公司近年亏损多来自于持有连连公司（与美国运通合资成立）股权带来的权益投资亏损，2022 年以来，随着连连公司经营逐步改善使得亏损收窄，以及公司主营业务业绩增长，公司整体归母利润已进入减亏通道，盈利拐点或将加速到来。

图10: 近三年公司收入规模加速增长



数据来源: Wind, HTI

图11: 2022 年以来公司归母净利润持续减亏



数据来源: Wind, HTI

3. 跨境电商出口为跨境支付市场打开想象空间

我国跨境电商和出口贸易持续扩张，为跨境支付市场打开想象空间。近年来，受强劲的海外市场需求以及日益完善的数字基础设施和全球物流网络所推动，作为全球制造业中心和最大出口方，中国跨境电商和出口贸易市场规模持续扩张，根据公司招股说明书援引弗若斯特沙利文数据，预计中国 2027 年出口总额将接近 47 万亿元，2022 年至 2027 年的年均复合增速为 10.9%。此外，移动互联网、AI、云服务等基础设施和技术的发展和完善为跨境商户和外贸企业提供了便捷的全球化平台，加速了传统线下外贸拥抱数字化和线上运营的进程，使得供应商、制造商、批发商和零售商等对跨境支付解决方案的需求大增。

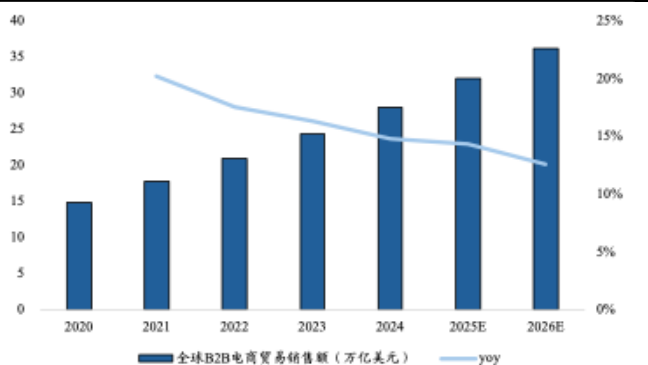
表4: 多因素驱动跨境支付市场加速发展

驱动因素	主要内容
全球贸易的增长	作为全球制造业中心和最大出口方，预计中国 2027 年出口总额将接近 47 万亿元；另一方面，我国境内个人收入正不断提升，中国有望成为全球贸易市场主要需求方，尤其在商业服务领域，如海外教育、旅游、娱乐服务。
数字基础设施和技术的发展与普及	数字基础设施（移动互联网等）为全球数字商务奠定基础，中国商户和企业可通过全球电商平台进行全球销售；此外，AI、云服务、大数据等技术进步，让商户和企业能便捷、低成本地实现业务数字化（如采用 OCR、对话机器人和知识图谱等工具，能够使 KYC、合规流程时长从数天减至数小时）。
传统线下贸易的数字化转型	传统线下贸易拥抱数字化、线上运营，加速企业间跨境支付数字化渗透，供应商、制造商、批发商和零售商等对跨境支付解决方案的需求大增。

数据来源: 公司招股说明书, HTI

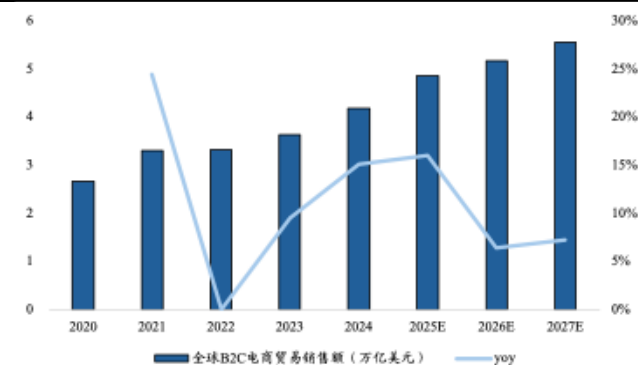
根据国际贸易管理局美国商务部数据，过去十年全球 B2C 和 B2B 电商贸易规模均在稳步扩张，且预期未来将延续扩张趋势，预计 2022 年至 2026 年全球 B2B 电商贸易规模 CAGR 有望达到 15%，2022 年至 2027 年全球 B2C 电商贸易规模 CAGR 有望达到 11%。

图12: 2022 年至 2026 年全球 B2B 电商贸易规模 CAGR 有望达到 15%



数据来源: 国际贸易管理局美国商务部, HTI

图13: 2022 年至 2027 年全球 B2C 电商贸易规模 CAGR 有望达到 11%



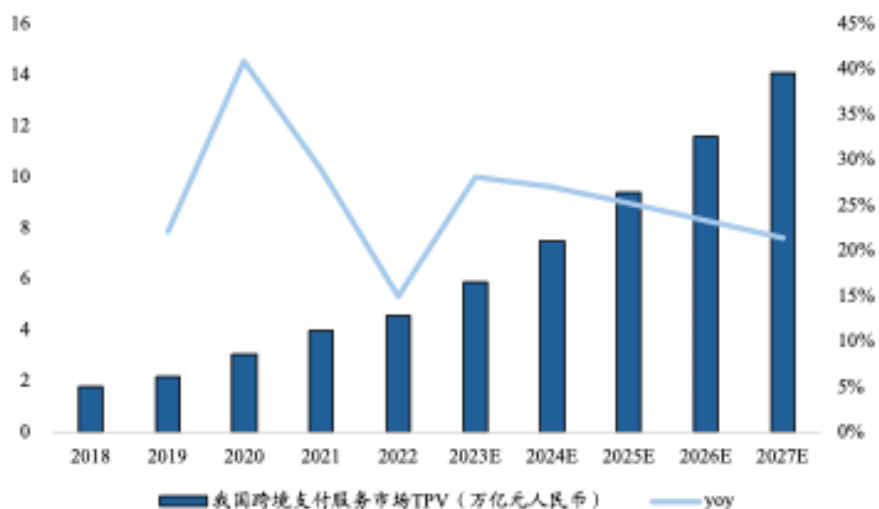
数据来源: 国际贸易管理局美国商务部, HTI

跨境数字支付解决方案提供商可以提供安全、高效、低成本支付产品和服务，解决跨境电商和企业跨境交易过程中的痛点。

中小跨境企业在收付款和结算过程中往往面临以下痛点：**1）开户门槛高：**小型商户及企业如果没有在当地注册法人实体，往往在海外市场开立公司银行账户方面面临困难，而开户过程通常很耗时，平均可能需要一至三个月，此外，银行通常要求小型商户及企业有一定的年度交易量才能保持银行账户的活跃状态；**2）相关支付服务缺失：**银行主要为交易量大的大型企业服务，小型商户及企业通常得不到充分的服务，且面临一系列挑战，包括结算期长、汇率不透明、交易过程不透明以及缺乏客户支持；**3）银行服务成本高昂：**银行通常没有与全球的市场平台连接，部分流程仍然是手工作，这使得其难以以低成本处理跨境交易，部分银行还会收取年度服务费以支付其维护成本，银行收取的费用率通常高达交易额的 3%至 5%。

鉴于跨境商户和企业对数字支付解决方案的需求不断增加，根据公司招股说明书援引弗若斯特沙利文的数据，中国跨境支付服务市场 TPV 从 2018 年的人民币 1.8 万亿元增加到 2022 年的人民币 4.6 万亿元，2018 年至 2022 年的复合年均增长率为 26.4%，预计 2027 年将达到人民币 14.1 万亿元，2022 年至 2027 年的复合年均增长率为 25.2%。

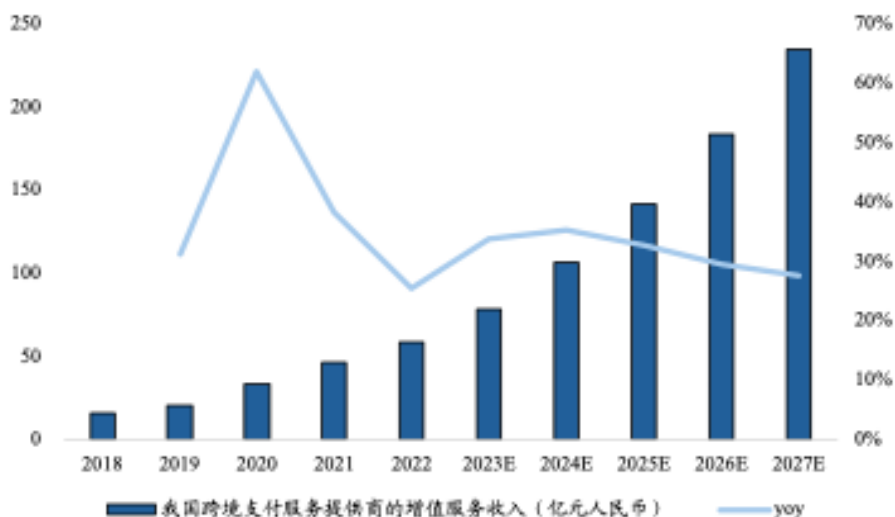
图14: 预计 2022 年至 2027 年中国跨境支付服务市场 TPV 的年均复合增长率为 25.2%



数据来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股说明书, HTI

随着跨境商户和企业支付服务规模的不断扩大,其对营销、获客、数据分析、税务管理和财务管理等增值服务的需求也在持续增加。根据公司招股说明书援引弗若斯特沙利文数据,我国跨境支付解决方案提供商的跨境增值服务收入由 2018 年的人民币 16 亿元增至 2022 年的人民币 59 亿元,2018 年至 2022 年的复合年均增长率为 38.6%,且预计将于 2027 年达到人民币 235 亿元,2022 年至 2027 年的复合年均增长率为 31.8%。

图15: 预计 2022 年至 2027 年中国跨境支付服务提供商的增值服务收入年均复合增长率为 31.8%



数据来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股说明书, HTI

4. 风险提示

技术迭代与市场演化过快风险。公司所处行业的商业模式特点是行业整体技术迭代迅速、市场不断演化、行业标准以及客户需求度不断提高。若公司技术或服务迭代不及预期，可能导致公司竞争力下降。

行业竞争加剧风险。公司面临行业新进竞争者增加，以及原有竞争者降价抢夺客户等带来的行业竞争加剧的风险。

政策波动导致的合规风险。公司面临高度复杂且不断演化的合规风险。公司需遵守全球及中国在电子商务、数字支付等多领域法律法规，需取得并保留相关资质。法规解释、实施变化或新法规生效可能导致合规问题，还可能面临多国政府机构审查。

本公司提供数字支付服务及增值服务，以赋能全球贸易活动，提高资金与信息的流动效率。本公司相信支付是全球贸易的关键支柱之一，对商业活动数字化至关重要。凭藉全球支付网络，本公司致力于通过数字化转型，帮助本地商户及企业接入全球市场，从而提升交易及运营效率。同时，公司致力于利用广泛的技术能力，发展全球商业的数字未来。根据弗若斯特沙利文的资料，本公司是中国率先在全球范围内提供全面支付解决方案的数字科技公司之一。本公司的综合数字解决方案包括数字支付服务及增值服务。数字支付服务主要包括收款、付款、收单、汇兑、虚拟银行卡及聚合支付。增值服务包括商业服务及技术服务，其中，商业服务包括数字化营销、运营支持及引流服务；技术服务包括账户及电子钱包以及软件开发服务。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
杭州创连致新投资合伙企业（有限合伙）	15.96%
章征宇	10.88%
吕钟霖	8.56%
光大投资	7.41%
博裕景泰（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）	5.64%
宁波红杉臻盛股权投资合伙企业（有限合伙）	4.95%
赛智伯乐	14.09%
星渚投资	3.69%
麓连投资	3.52%
中金实体	2.79%
合 计	74.73%

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Initiating coverage with an ‘Outperform’ rating. Given the vast growth potential in cross-border payments, we project EPS for 2025-2027 at RMB 1.38, -0.07, 0.03 (2025 includes significant investment profit). Due to expected profit volatility from one-time investment profit in 2025, we use PB and PS methods for valuation, setting a target price of HKD 14.04, initiating with ‘Outperform’.

The Company is a pioneer in domestic cross-border payments with extensive licenses. Founded in 2009, it entered the cross-border E-commerce payment market in 2013. By end-2024, it holds 65 global payment licenses, covering key markets like Mainland China, Hong Kong, Singapore, Europe, USA, UK, Thailand, Indonesia. It also formed a joint venture with American Express for card clearing. In December 2024, its subsidiary DFX Labs Company Limited obtained a Hong Kong VATP license for virtual asset trading.

Cross-border E-commerce exports expand the market potential. Driven by strong overseas demand and improved digital infrastructure and logistics, China’s cross-border E-commerce and export trade market is growing. According to Sullivan data in the Company’s prospectus, China’s exports are expected to reach RMB 47 trillion by 2027. As traditional offline trade embraces digitalization, demand for cross-border payment solutions surges.

Global payments build a moat, with value added services (VAS) developing in synergy. Leveraging global licenses, proprietary platforms, and partner networks, the Company has established a global payment network. In 2024, total TPV for payment services (global + domestic) reached RMB 3.3 trillion, with global TPV at 0.28 trillion and domestic at 3.01 trillion, serving 5.9 million clients. Beyond payments, it offers VAS including business and tech services, developing digital marketing, enterprise wallets, and the LOOP AI platform for cross-border merchants to enhance efficiency.

Risk Warning: Rapid tech iteration and market evolution risk, intensified industry competition risk, compliance risk from policy changes.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，杨林，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Lin Yang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，宋亮，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Liang Song, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

	截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布			截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

	Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA)

Inc. ("HTI USA"), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”) 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

（条款链接：<https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>）

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

Lianlian DigiTech - 2598 HK

