

连连数字(02598)

报告日期: 2025 年 07 月 23 日

稳定币浪潮中的潜在核心标的

——连连数字推荐报告

投资要点

- **一句话逻辑:** 作为持续深耕 web3 以及唯一获取 VATP 牌照的全球跨境支付服务商龙头,有望在稳定币颠覆全球跨境支付格局的浪潮中脱颖而出。
- **超预期点分析**
 1. **超预期点:** 稳定币正在以前所未有的速度与广度颠覆并重塑全球跨境支付体系与格局;
 2. **超预期驱动因素与机理**
 - 1) 美国方面,以特朗普为首的新领导阶层正在加力加速推进稳定币立法落地,在此带动下,稳定币发行商、加密货币交易所、web3 公司、大型互联网电商平台、传统金融机构如银行与支付公司正在争先恐后加速布局稳定币与推动场景落地;
 - 2) 中国方面,推动人民币国际化、提高人民币国际影响力是重中之重,也是战略目标,而为了实现这一目标,推行稳定币在跨境支付场景中的加速落地与渗透是重要的实现路径之一,并将大概率采用香港先行、大陆适时跟进的策略;
 - 3) 全球方面,在中美两国的主导之下,其他国家尤其是第三世界(如亚、非、拉)汇困国家也将“八仙过海、各显神通”,以不同的方式和节奏推进稳定币支付的场景落地,进而推动稳定币在全球跨境支付中渗透率的快速且超预期提升。
 3. **催化剂**
 - 1) 美国《Genius Act》或加速落地,USDe、USD1、USDG 等稳定币群币并起,与 USDC 一道推动美元稳定币发展;
 - 2) 香港稳定币法案 8 月 1 日落地,第一批牌照年内发出,第一批稳定币也有望年内问世,并在第一时间进入跨境支付场景。
 - 3) 随着大中华区 RWA 规模的提升,RWA 进入二级市场交易之后,对稳定币的需求也将水涨船高。
 - 4) 连连数字在经历了近期的行情演绎之后,市值提升明显,已满足入通的门槛,或进一步增加“入通”的概率。
 4. **检验与跟踪依据**
 - 1) 美股和香港法案落地情况;
 - 2) 中美稳定币规模变化;
 - 3) 稳定币在跨境支付场景下的渗透率与规模变化。
- **股价兑现度分析**
 1. 自 5 月底首次覆盖以来,股价上涨幅度 77%;
 2. 目前只反映了部分预期,原因如下:
 - 1) 本次稳定币行情级别和扩散度都很大,呈现出非常分散且主要受益标的的不清晰的状态;A 股与港股通中缺乏核心受益标的,分散了极大的关注度与资金,其中不乏一些纯主题炒作标的涨幅超过一倍甚至几倍;
 - 2) 三月公司上市后解禁,股价短时间出现较大抛压,以去年上市之后到解禁前平均价格看,当前股价涨幅并不是很高。
 - 3) 公司若进入港股通,则有望享受接下来增量资金带来的补涨行情。
 - 4) 随着主题行情的尾声来临,下一阶段稳定币行情将更多落地基本面与实际兑现情况,届时资金将更加集中于核心受益标的。
- **财务预测及估值**
 - 1) 在不考虑稳定币增量贡献的前提下,公司 24-27 年间营收 CAGR 超 30%,26-27 年利润有望加速释放;未来,Web3 有望将营收增速增至 50% 以上水平,毛利率有望从 70% 增至 80-90%,这将是最大的超预期点。
 - 2) 现价对应今年 PS 为 7.7x,2026 年为 5.7x。全球稳定币相关标的估值区间在 10-15x 区间。

投资评级: 买入(维持)

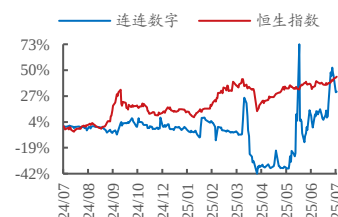
分析师: 孙嘉康
 执业证书号: S1230525010004
 sunjiageng@stocke.com.cn

分析师: 胡强
 执业证书号: S1230523100004
 huqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$12.46
总市值(百万港元)	13,913.94
总股本(百万股)	1,116.69

股票走势图



相关报告

1 《跨境支付第一股,乘时代东风启航》 2025.05.29

3) 目标价及空间: 按 2026 年 10xPS 进行估值, 对应目标市值 236 亿港元, 目标价 21.85 港元, 空间 75.4%。

□ 风险提示

1. 稳定币法案落地及牌照发放不及预期;
2. 稳定币在跨境支付行业中渗透不及预期;
3. 中美对稳定币政策超预期收紧, 推动力度不及预期。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,315	1,604	2,170	3,135
(+/-) (%)	28%	22.0%	35.3%	44.5%
归母净利润	-168	1,846	14	278
(+/-) (%)	/	/	/	/
每股营收(元)	1.22	1.49	2.01	2.91
PS	9.41	7.71	5.70	3.95

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表附录：报表预测值

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
物业,厂房及设备	120	120	120	120	营业收入	1,315	1,604	2,170	3,135
投资性房地产	161	161	161	161	营业成本	(632)	(778)	(1,031)	(1,413)
递延所得税资产	425	420	420	420	毛利	683	826	1,139	1,722
投资于联营公司	0	0	0	0	销售费用	(248)	(239)	(279)	(341)
应收账款	93	112	134	161	管理费用	(561)	(476)	(622)	(836)
客户保留存款及受限的现金	12,607	14,498	17,398	20,877	研发费用	(319)	(325)	(396)	(510)
货币资金	522	2,022	2,063	2,104	其他收入-经营	212	234	257	296
其他资产	611	633	674	718	其他经营净收益	(28)	2,000	0	0
总资产	14,539	17,967	20,970	24,561	金融及合约资产减值 亏损拨回/(减值亏损)	(6)	(6)	(6)	(6)
长期借款	137	127	118	110	营业利润	(268)	2,014	93	325
应付账款	75	75	75	75	财务收入/(费用)净额	(12)	24	23	25
短期借款	343	316	329	323	应占一家联营公司之 亏损	(293)	(180)	(80)	(30)
应计负债及其他应付款项	12,692	14,175	17,098	20,409	除税前溢利	(572)	1,858	36	320
其他负债	58	64	72	83	所得税	406	(10)	(20)	(40)
负债合计	13,303	14,758	17,693	21,000	净利润	(167)	1,848	16	280
股本	1,079	1,079	1,079	1,079	少数股东损益	2	2	2	2
少数股东权益	7	10	13	16	归母净利润	(168)	1,846	14	278
归母股东权益	1,228	3,198	3,264	3,545					
股东权益合计	1,236	3,209	3,277	3,561					
负债和股东权益	14,539	17,967	20,970	24,561					

核心指标(元)	2024A	2025E	2026E	2027E
每股营收	1.22	1.49	2.01	2.91
每股收益	(0.16)	1.71	0.01	0.26
每股净资产	1.14	2.96	3.02	3.29
PS (倍)	9.41	7.71	5.70	3.95
PE (倍)	(73.54)	6.70	868.00	44.51
PB (倍)	10.07	3.87	3.79	3.49

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>