



连连数字 (02598.HK)

买入 (首次评级)
港股公司深度研究
证券研究报告

跨境支付先行者，前瞻布局虚拟资产

核心内容

- 公司概况：十年全球扩张，数字支付先行者**
公司主要业务为数字支付，已在全球多个国家和地区获得 65 张支付牌照及相关资质。公司 2024 年实现收入 13.15 亿元，但受联营企业投资亏损拖累，公司归母净利润为负。收入结构方面，2024 年全球支付、境内支付、增值服务占比分别为 61%/26%/11%。
- 行业概况：规模持续扩张，集中度有望提高**
 - ①行业规模：**有望受益于跨境电商渗透率提高而持续扩大。弗若斯特沙利文预测，2027 年全球跨境电商商品交易总额 (GMV) 将达 5.8 万亿美元，将对数字支付行业支付额高速增长起到强劲支撑作用。
 - ②竞争格局：**《非银行支付机构监督管理条例》实施后，行业准入门槛进一步提高。截至 2025 年 6 月，央行累计注销牌照 102 张，体现出行业存量整合的趋势，集中度有望加强。2022 年中国数字支付解决方案的供应商里，连连数字市占率为 0.6%，排名第 7。
- 公司主业：支付额高增，前瞻布局虚拟资产**
 - ①主营业务：**受益于公司全球支付牌照布局深化以及支付额增长，2024 年公司全球支付、境内支付收入分别同比增长 23%/57%。服务费率方面，全球支付 23-24 费率为 0.38%/0.29%，竞争加剧导致费率下降，但公司牌照优势也在强化，因此预计 25-27 年费率为 0.28%/0.27%/0.26%；境内支付 23-24 费率为 0.012%/0.011%，因费率本就较低且这两年变动不大，预计 25-27 年费率稳定在 0.011%。在公司的牌照资源、科技投入、广泛的合作网络等核心优势驱动下，预计 25-27 年公司全球支付、境内支付、增值服务业务的同比增速分别为 30%/25%/20%、30%/25%/20%、15%/10%/10%。
 - ②公司亮点：**附属公司 DFX Labs 已获得虚拟资产交易牌照，附属公司连连国际与入选首批沙盒测试的圆币科技开展合作，布局稳定币领域有望为公司打开支付业务的长期想象空间。

盈利预测、估值和评级

预计 25-27 年公司营收为 17/21/25 亿元，同比增长 28%/23%/19%；归母净利润 17/-0.4/0.6 亿元，同比增长 1101%/-102%/250%，25 年利润大幅增长主要是因为公司出售连连公司股权至 17.63%，产生的一次性收益会记在 25 年；SPS 为 1.58/1.95/2.33 元。考虑到公司尚未稳定盈利，采用 PS 法进行估值，25E 可比公司平均 PS 为 9.6 倍，给予公司 25 年 9xPS，对应目标价 15.28 港元 (汇率 0.93)，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

全球经济大幅下行；监管趋严；加征关税；减持风险；声誉风险。

国金证券研究所

分析师：舒思勤 (执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：洪希柠 (执业 S1130525050001)

hongxingning@gjzq.com.cn

分析师：夏昌盛 (执业 S1130524020003)

xiachangsheng@gjzq.com.cn

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

yiyongjian@gjzq.com.cn

联系人：方丽

fangli@gjzq.com.cn

市价 (港币)：12.460 元

目标价 (港币)：15.28 元



主要财务指标

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万元)	1,028	1,315	1,683	2,077	2,474
营业收入增长率	38%	28%	28%	23%	19%
归母净利润(百万元)	(656)	(168)	1,684	(39)	58
归母净利润增长率	28%	74%	1101%	-102%	250%
每股收益(元)	(0.65)	(0.16)	1.58	(0.04)	0.05
每股净资产(元)	0.58	1.15	2.25	2.45	2.76
每股营业收入(元)	1.01	1.24	1.58	1.95	2.33
P/S	11.46	9.39	7.34	5.95	4.99

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司概况：十年全球扩张，数字支付先行者	4
1.1 发展历程：境内外双轮驱动，全球牌照数量领先	4
1.2 股权结构：核心高管持股比例高、股权集中	4
1.3 业绩概况：收入稳增，对联营企业的投资导致亏损	5
二、行业概况：规模持续扩张，集中度有望提高	6
2.1 行业规模：受益于跨境电商渗透率提高而持续扩大	6
2.2 竞争格局：行业准入门槛提高，集中度有望加强	7
三、公司经营：支付额高增，前瞻布局虚拟资产	8
3.1 主营业务：境内外支付额高速增长	8
3.2 核心亮点：前瞻布局虚拟资产业务	11
四、盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 投资建议及估值	14
五、风险提示	15

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司股权结构（截至 2024 年末）	5
图表 3：公司营业总收入及同比增速	5
图表 4：公司归母净利润变化	5
图表 5：连通公司的亏损及对连连造成的亏损	6
图表 6：剔除对连连投资亏损后的归母净利润	6
图表 7：公司毛利润及毛利率	6
图表 8：公司主要费率变化	6
图表 9：全球跨境电商商品交易总额（GMV）	7
图表 10：中国跨境电商进出口规模	7
图表 11：中国数字支付服务市场总支付额（TPV）	7
图表 12：公司与竞争对手营收比较	8
图表 13：公司与竞争对手营收增速比较	8
图表 14：公司为商户和企业提供一系列支付相关服务	8
图表 15：公司全球支付业务流程示例	9
图表 16：公司境内支付业务流程示例	9



图表 17: 公司收入结构	10
图表 18: 公司各项业务收入同比增速	10
图表 19: 全球支付业务服务费率	10
图表 20: 境内支付业务服务费率	10
图表 21: 公司全球支付业务 TPV	10
图表 22: 公司全球支付业务收入及同比增速	10
图表 23: 公司境内支付业务 TPV	11
图表 24: 公司境内支付业务收入及同比增速	11
图表 25: 公司增值服务收入及同比增速	11
图表 26: 香港证券及期货事务监察委员会颁发的虚拟资产交易牌照	11
图表 27: 中国前十大独立数字支付解决方案提供商的牌照对比 (2022 年)	12
图表 28: 公司广泛、多元的全球合作网络	13
图表 29: 公司研发费用及研发费率	13
图表 30: 公司研发人员数量变化	13
图表 31: 公司主要收入项目预测及核心假设	14
图表 32: 可比公司估值表	14



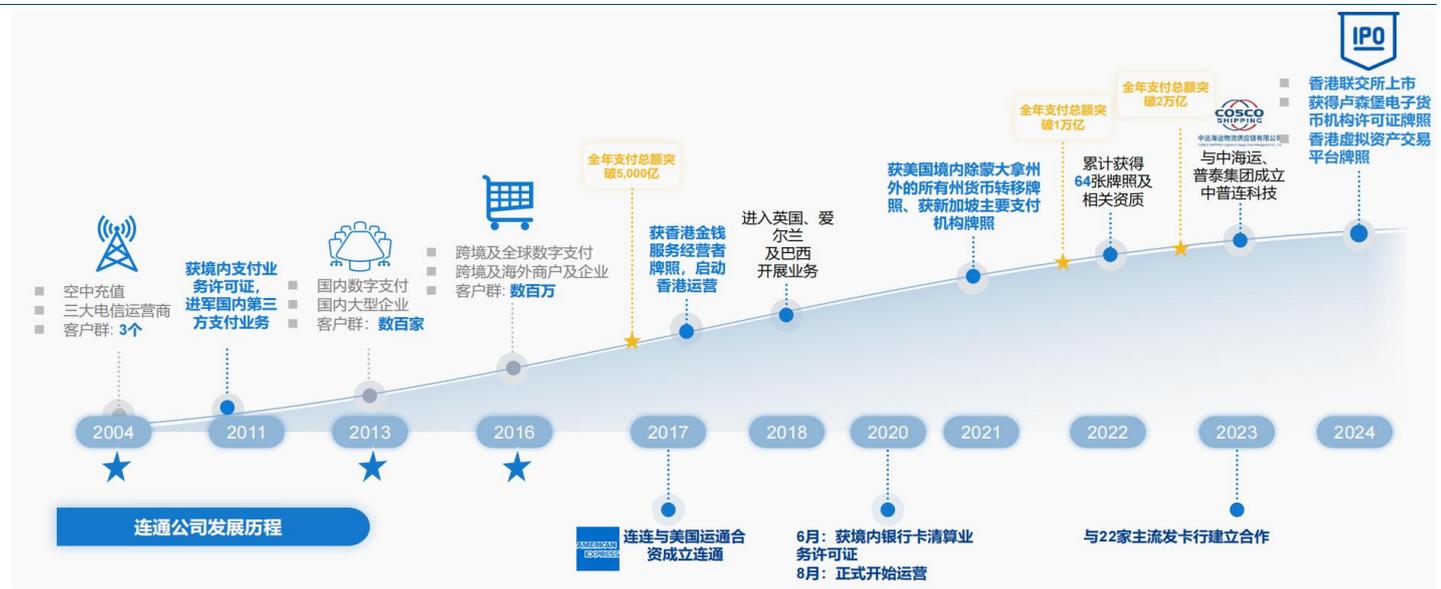
一、公司概况：十年全球扩张，数字支付先行者

1.1 发展历程：境内外双轮驱动，全球牌照数量领先

公司成立于2009年，是中国数字支付解决方案市场的领导者。2011年公司获得境内支付业务许可证，进军国内第三方支付业务。2016年开始全球扩张，在香港设立第一家境外办事处。2017年与美国运通合资成立连连公司。2021年获新加坡主要支付机构牌照，并获得美国所有州的货币转移牌照。2023年与中海运、普泰集团成立中普连科技。2024年在港交所上市，获得卢森堡电子货币机构许可证牌照及香港虚拟资产交易牌照。

经过十余年的发展，连连数字先后在多个国家和地区获得60余张支付牌照及相关资质。截至2024年12月31日，累计为电商、零售、旅行、物流、教育、房地产和制造业等全球各行业的590万家商户和企业提供服务，覆盖全球100多个国家和地区。依托全球牌照布局、专有技术平台及广泛的合作方网络，连连数字建立了全球支付网络，向中国及全球客户提供综合数字支付解决方案，涵盖包括收款、付款、收单、汇兑、虚拟银行卡及聚合支付的数字支付服务，以及数字化营销、运营支持、引流服务、账户及电子钱包、软件开发服务等增值服务。

图表1：公司发展历程



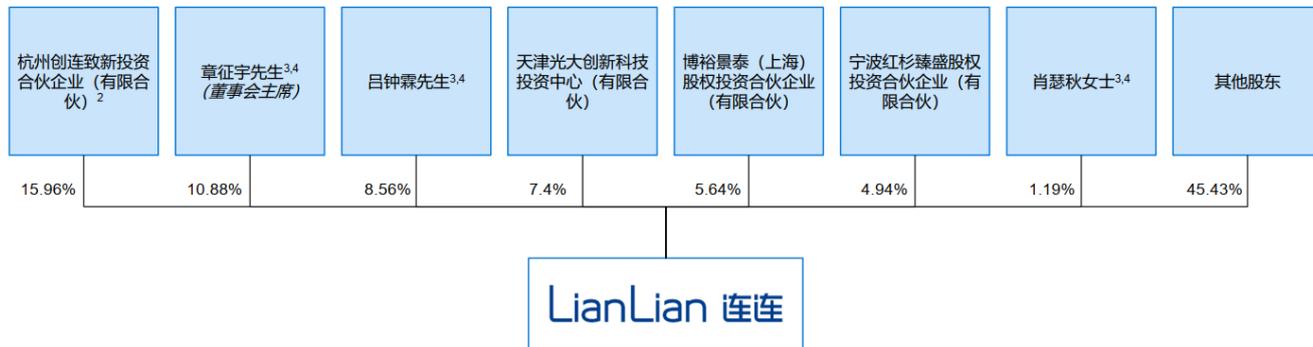
来源：公司业务推介材料，国金证券研究所

1.2 股权结构：核心高管持股比例高、股权集中

公司股权结构较集中，前三大股东创连致新（董事长章征宇被视为对创连致新持有的股份拥有权益）、章征宇、吕钟霖分别持股15.96%、10.88%、8.56%。于2021年1月1日，章征宇、吕钟霖及肖瑟秋订立一致行动协议，根据公司2024年业绩推介材料，章先生、吕先生及肖女士合共拥有公司已发行股本总额约36.59%的权益。



图表2: 公司股权结构 (截至 2024 年末)

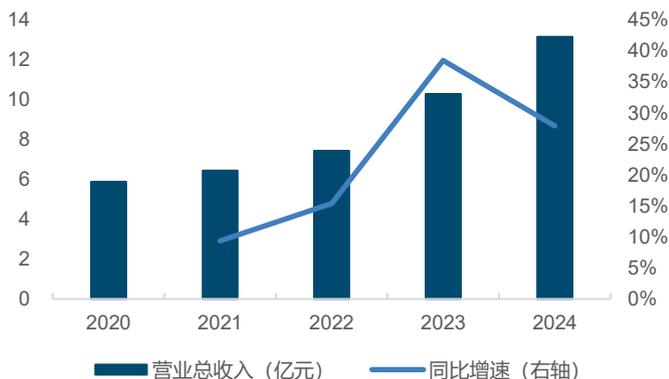


来源: 公司业绩推介材料, 国金证券研究所

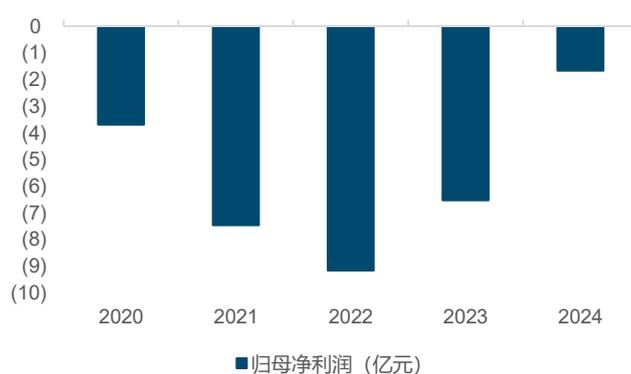
1.3 业绩概况: 收入稳增长, 对联营企业的投资导致亏损

公司营业总收入稳步增长, 从 2020 年的 5.89 亿提高至 2024 年的 13.15 亿元, 2024 年同比增速为 28%。归母净利润方面, 公司持续亏损, 但 2022 年以来亏损规模持续收缩。公司亏损主要是对连通的投资所产生的按权益法核算的应占投资亏损 (联营企业亏损) 导致, 连通公司的清算系统较复杂, 且系统建立的初期以及维护需要大量初始投入资金。

图表3: 公司营业总收入及同比增速



图表4: 公司归母净利润变化



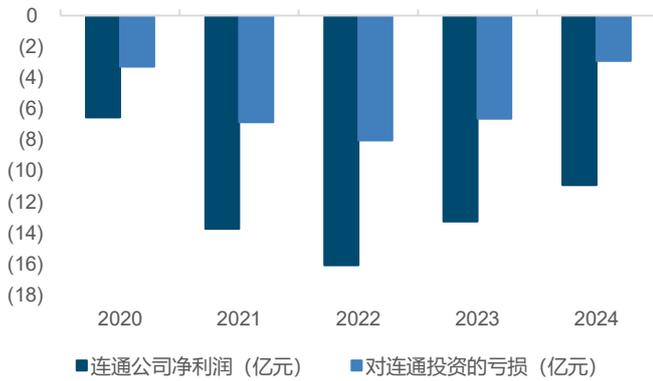
来源: 公司财报, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所

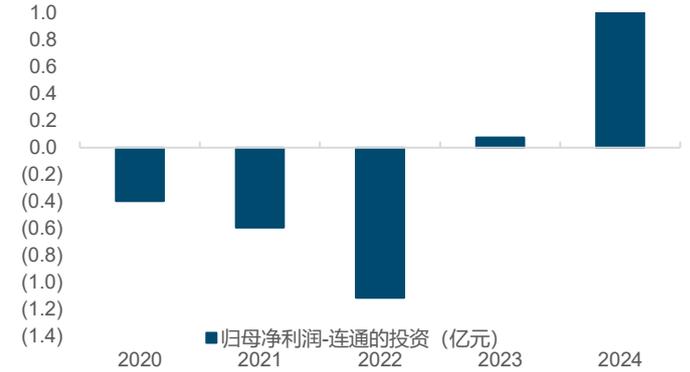
2020-2024 年, 连通公司的亏损分别为 6.6/13.7/16.1/13.3/10.9 亿元, 连连对连通投资产生的联营企业亏损分别为 3.3/6.9/8.1/6.6/2.9 亿元。公司对连通的初始持股比例为 50%, 经历过几次增资 (没有美国运通增资多) 后股权稀释至 45.2%。2024 年 12 月, 公司发布公告称, 公司与买方及目标公司 (连通) 签订协议: (1) 买方 Amex TRS 同意向公司购买总注册资本人民币 (下同) 11.55 亿元, 占紧随增资完成后目标公司股权的 14.27%, 对价为人民币 15.69 亿元, (2) 买方 AEMD 同意向公司购买总注册资本 2,356 万元, 占紧随增资完成后目标公司股权的 0.29%, 对价为 3,203 万元。公司除出售连通公司股权外, 对连通增资 23.30 亿元, Amex TRS 及 AEMD 各自同意以对价 31.04 亿元及 6,335 万元, 分别认购增加的注册资本 22.84 亿元及 4,660 万元。出售及增资事项完成后, Amex TRS、连连及 AEMD 分别持有连通 80.72%、17.63% 及 1.65% 的股权, 后续连通公司亏损对连连数字的拖累有望显著降低。出售股权产生的收益以及非经常性股权摊薄收益将记在 2025 年。



图表5: 连通公司的亏损及对连连造成的亏损



图表6: 剔除对连连投资亏损后的归母净利润

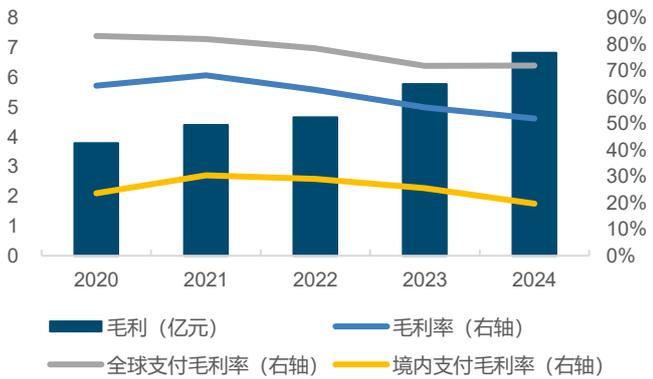


来源: 公司财报, 国金证券研究所

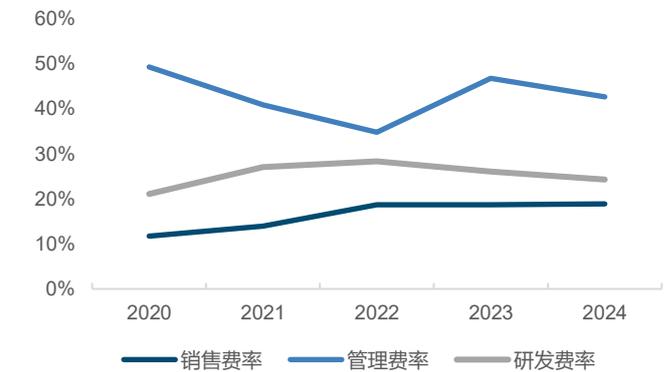
来源: 公司财报, 国金证券研究所

公司毛利润从2020年的3.8亿元增长至2024年的6.8亿元, 体现出公司主营业务较强的稳健性。毛利率有所下滑, 主要是业务费率下调以及费率、毛利率更低的境内支付业务收入占比提高所致, 当前毛利率逐步保持稳定, 2024年毛利率为51.9%。公司主要费用包括销售费用、管理费用以及研发费用, 2024年三费率合计86%, 同比下降。销售费用主要受业务拓展、销售员工增加而增长, 费率基本保持稳定。研发费用主要用于技术创新领域, 2024年研发费率较23年小幅下降。管理费用方面, 2023年管理费率大幅增长主要是因为IPO前股权激励计划下的员工福利和上市开支增加, 2024年管理费率已下降至43%。

图表7: 公司毛利润及毛利率



图表8: 公司主要费率变化



来源: 公司财报, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所

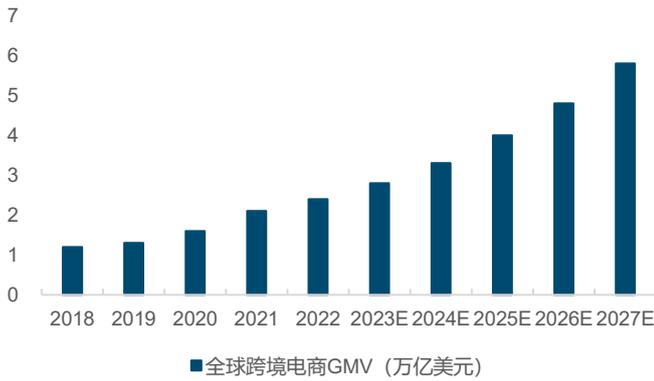
二、行业概况: 规模持续扩张, 集中度有望提高

2.1 行业规模: 受益于跨境电商渗透率提高而持续扩大

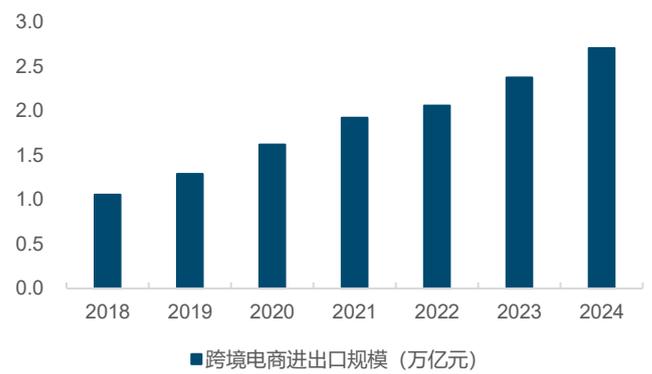
随着信息技术发展、线上消费习惯深化, 全球贸易持续向数字化转型, 也推动了相关商户及企业从跨境线下贸易向跨境电商转型。根据弗若斯特沙利文的统计及预测, 2027年全球跨境电商GMV将达到5.8万亿美元; 预计到2027年, 全球跨境电商渗透率(跨境电商的GMV除以出口贸易总额)将增长到约12.2%, 中国跨境电商渗透率将达到27.7%。根据我国海关总署数据显示, 2024年我国跨境电商进出口规模达到约2.71万亿元, 同比增长14%, 比2024年我国货物贸易增速高9pct, 数据表明我国跨境电商行业还在高速增长。



图表9: 全球跨境电商商品交易总额 (GMV)



图表10: 中国跨境电商进出口规模

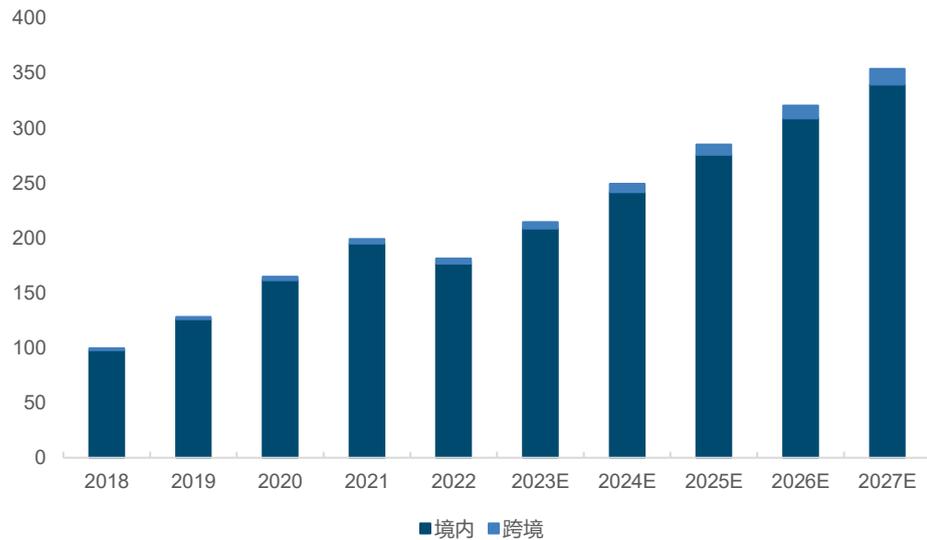


来源: 公司招股书, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

来源: 海关总署, 国金证券研究所

跨境电商交易规模的扩张驱动了数字支付行业规模的增长。数字支付服务是指由非银行支付服务提供商提供的网络支付服务,使商务和企业能够通过互联网或者移动互联网接收或分发资金。跨境电商交易规模增长促使商户和企业对数字支付的需求不断增长,根据弗若斯特沙利文统计与预测,中国数字支付服务市场的总支付额将于2027年达到354万亿元,2022-2027年的复合增速约14%。当前,中国数字支付以境内市场为主,但是跨境市场增速较高,预计2022-2027年复合增速为25.2%。

图表11: 中国数字支付服务市场总支付额 (TPV)



来源: 公司招股书, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

2.2 竞争格局: 行业准入门槛提高, 集中度有望加强

2024年5月,《非银行支付机构监督管理条例》正式实施,注册资本不得低于1亿元,且应为实缴资本,行业准入门槛进一步提高。截至2025年6月,我国持牌机构总数缩减至169家,央行累计注销牌照102张,体现出行业存量整合的趋势。新增牌照难度加大,叠加存量劣质公司出清,行业集中度有望加强。

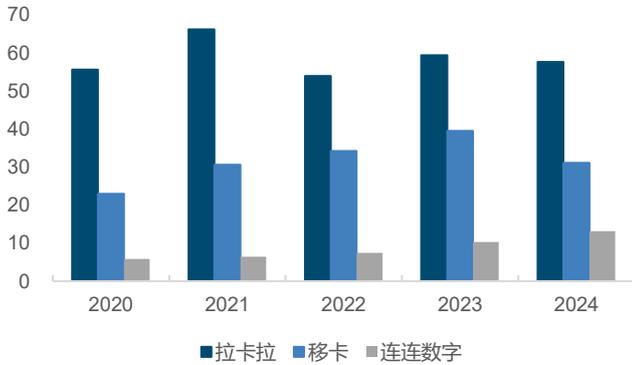
我国有两类数字支付解决方案提供商,即独立和非独立两类。独立提供商不属于或不受控于金融机构、不高度依赖关联方(如大型电商平台),主要专注于提供个性化的支付解决方案,满足客户多样化的需求,连连属于独立提供商。非独立提供商专注于为现有商业生态系统中的商户提供一站式体验,如蚂蚁和腾讯旗下的支付宝、财富通。根据弗若斯特沙利文的资料,2022年中国数字支付解决方案供应商里,前十大市场份额合计87.4%,以非独立提供商为主,连连数字排名第7,市占率为0.6%。在独立提供商里,连连数字排名第一,市占率为9.1%。

在数字支付解决方案供应商中,公司与移卡、拉卡拉等公司可比。从收入规模来看,拉卡

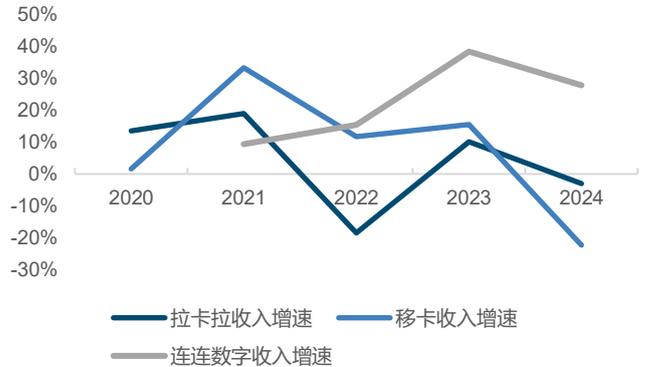


拉卡量最大，2024 年营收 58 亿，移卡收入 31 亿元，连连数字收入规模最低，为 13 亿元。但是从收入增速来看，连连数字增速最高，尤其是 2024 年，拉卡拉和移卡收入增速为负，但公司收入增速高达 28%。

图表12：公司与竞争对手营收比较



图表13：公司与竞争对手营收增速比较



来源：wind，公司财报，国金证券研究所

来源：wind，公司财报，国金证券研究所

三、公司经营：支付额高增，前瞻布局虚拟资产

3.1 主营业务：境内外支付额高速增长

公司主要提供数字支付服务及增值服务。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等。增值服务多与支付相关，包括商业服务及技术服务，如数字化营销、运营支持、软件开发等。数字支付服务的收费模式是基于 TPV 按一定费率收取费用，增值服务主要是基于交易额按一定费率收取费用，以及部分按客户数和单客收入来收取。全球支付的费率一般高于境内支付费率，主要是因为全球支付服务范围更广泛，以及因产品所在市场不同而带来的结构性差异。

图表14：公司为商户和企业提供一系列支付相关服务

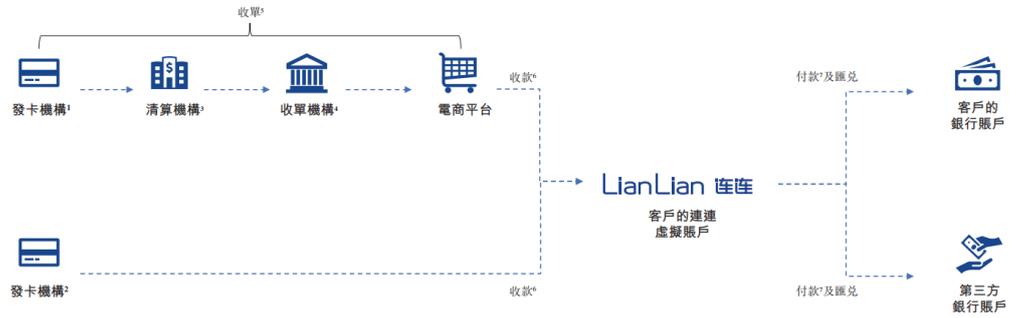


来源：公司业绩推介材料，国金证券研究所

全球支付业务方面，公司主要帮助在全球及地区性电商平台上销售商品的商户转回资金。通过将连连在当地银行账户下设置的虚拟账户分配给商户，让商户能够在当地从电商平台收取资金。



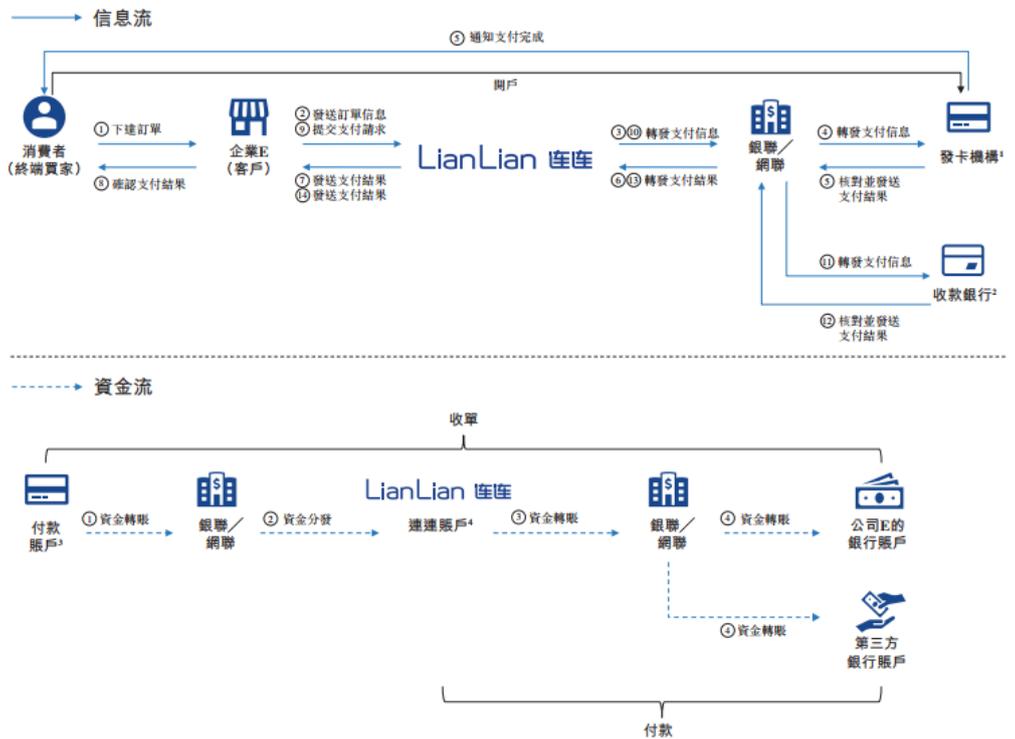
图表15: 公司全球支付业务流程示例



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

境内支付方面, 公司主要作为支付服务提供商, 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信息, 帮助企业客户简化收款流程、降低运营成本。

图表16: 公司境内支付业务流程示例

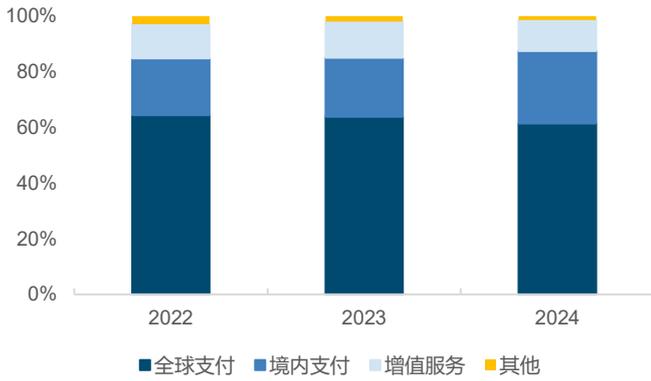


来源: 公司招股书, 国金证券研究所

从收入结构来看, 数字支付是核心业务, 数字支付分为全球支付及境内支付。全球支付业务收入占比较高, 长期保持在 60%以上, 境内支付收入占比在 20%-30%。从收入增速来看, 2024 年境内支付收入增速为 57%, 高于全球支付的 23%及增值服务的 9%。

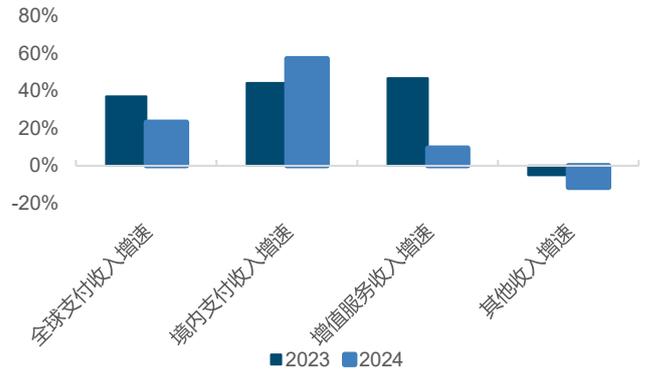


图表17: 公司收入结构



来源: 公司财报, 国金证券研究所

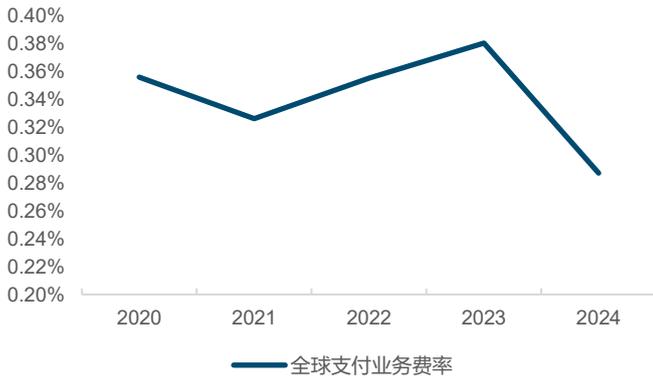
图表18: 公司各项业务收入同比增速



来源: 公司财报, 国金证券研究所

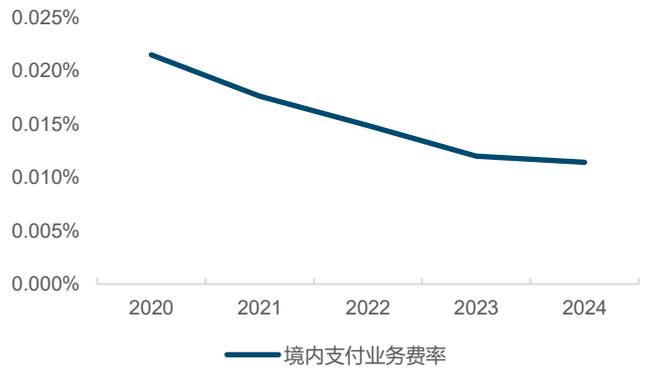
公司全球支付与境内支付 TPV 均保持高速增长, 24 年同比增速分别为 23%/57%。全球支付业务收入增速大幅低于 TPV 增速 (63%), 主要是因为费率下降 0.09pct 至 0.29%。境内支付业务的费率也微降至 0.011%。服务费由公司自己定价, 因此存在公司在竞争中降低费率的情况。考虑到部分牌照注销、新进门槛提高, 竞争程度有降低的可能, 公司持续深化全球牌照布局、积极布局新产品, 预计未来全球支付服务费率小幅下降、境内支付服务费率保持稳定, TPV 的高速扩张将驱动公司业绩增长。

图表19: 全球支付业务服务费率



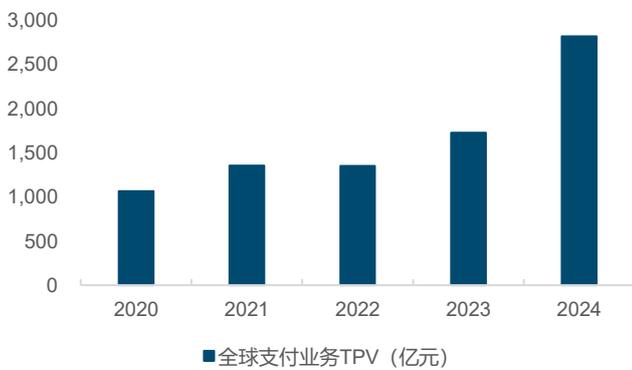
来源: 根据公司财报披露数据测算, 国金证券研究所

图表20: 境内支付业务服务费率



来源: 根据公司财报披露数据测算, 国金证券研究所

图表21: 公司全球支付业务 TPV



来源: 公司财报, 国金证券研究所

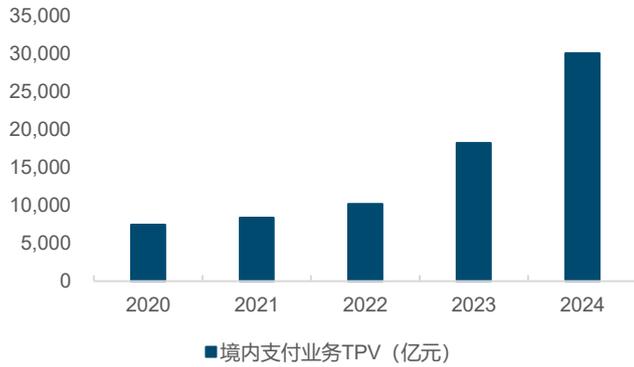
图表22: 公司全球支付业务收入及同比增速



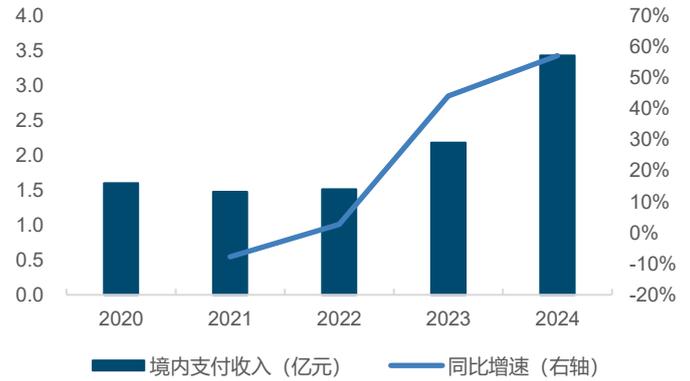
来源: 公司财报, 国金证券研究所



图表23: 公司境内支付业务 TPV



图表24: 公司境内支付业务收入及同比增速

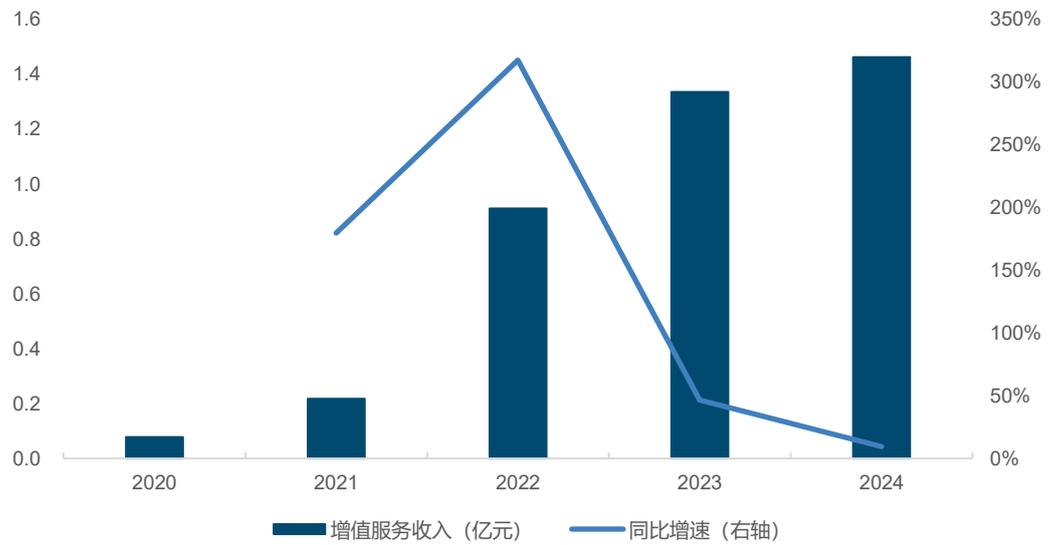


来源: 公司财报, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所

增值服务与支付业务有较高关联度, 是公司进一步提升对客户群渗透率的一个补充抓手。公司预计未来通过提供分层定价机制、提升增值服务的实用性来吸引更多客户并提高盈利能力。增值服务体量较小, 因此 2020-2024 年复合增速达 108%。

图表25: 公司增值服务收入及同比增速



来源: 公司财报, 国金证券研究所

3.2 核心亮点: 前瞻布局虚拟资产业务

公司前瞻布局虚拟资产相关业务。2025 年 5 月 21 日, 中国香港特别行政区立法会通过《稳定币条例草案》, 将于 8 月 1 日正式生效。稳定币具有点对点支付、支付效率高而成本低、币值相对稳定等特点, 非常适合在跨境支付场景中应用。2024 年 12 月, 公司全资附属公司 DFX Labs Company Limited 成功获得香港证券及期货事务监察委员会 (SFC) 颁发的虚拟资产交易平台 (VATP) 牌照, 标志着公司在虚拟资产领域迈出重要一步, 当前共 11 家公司有 VATP 牌照。

图表26: 香港证券及期货事务监察委员会颁发的虚拟资产交易平台牌照

中央编号	公司名称		虚拟资产交易平台	发证日期
	英文	中文		
BPJ213	OSL Digital Securities Limited	OSL 数字证券有限公司	OSL Exchange	2020/12/15
BPL992	Hash Blockchain Limited	Hash Blockchain Limited	HashKey Exchange	2022/11/9
BPW549	Hong Kong Virtual Asset Exchange Limited	香港虚拟资产交易所有限公司	HKVAX	2024/10/3
BP0721	Hong Kong Digital Asset EX Limited	香港数字资产交易集团有限公司	HKbitEX	2024/12/18



BUA970	Accumulus GBA Technology (Hongkong) Co., Limited	云账户大湾区科技(香港)有限公司	Accumulus	2024/12/18
BUN619	DFX Labs Company Limited (连连附属)	不适用	DFX Labs	2024/12/18
BUT670	EX10 Limited	不适用	EX. 10	2024/12/18
BUY578	Panthertrade (Hong Kong) Limited	猎豹交易(香港)有限公司	PantherTrade	2025/01/27
BUT913	YAX (Hong Kong) Limited	不适用	YAX	2025/01/27
BUQ956	Bullish HK Markets Limited	不适用	Bullish	2025/02/18
BS1739	Hong Kong BGE Limited	不适用	BGE	2025/06/17

来源: SFC, 国金证券研究所

2024年3月,香港金融管理局宣布推出稳定币发行人“沙盒”机制。2024年7月,香港金融管理局公布了首批稳定币发行人“沙盒”参与者名单,包括京东币链科技(香港)有限公司、圆币创新科技有限公司、渣打银行(香港)有限公司。2023年,公司附属公司连连国际宣布与圆币科技达成合作意向,用好“易信连”(RD ezLink)企业身份认证解决方案和香港持牌的储值支付工具“圆币钱包”的服务。企业可以通过连连国际搭建的综合跨境贸易服务平台实现品牌出海,再通过“易信连”和“圆币钱包”服务提升商业支付和跨境贸易服务效益。

作为中国最大的独立数字支付解决方案提供商,公司拥有全球牌照布局,累计服务590万家客户、2024年TPV达3万亿人民币,支持130+种货币。公司拥有广泛的全球支付牌照网络,覆盖100多个国家和地区,拥有65个(最新)存续或正在申请续期的支付牌照及相关资质,拥有香港SFC颁发的VATP牌照。

图表27: 中国前十大独立数字支付解决方案提供商的牌照对比 (2022年)

排名	公司	TPV (人民币十亿元)	市场份额	网络支付	跨境人民币结算服务	跨境外区支付业务	海外支付牌照及相关资质	跨境电商业务备案	支付牌照及相关资质的数目
1	连连数字	1,150	9.1%	√	√	√	√	√	64
2	公司G	1,020	8.0%	√	√	√	x	x	3
3	公司H	600	4.7%	√	√	√	√	√	5
4	公司I	400	3.2%	√	√	√	√	√	4
5	公司J	231	1.8%	√	√	√	√	x	52
6	公司K	209	1.6%	x	x	x	√	x	54
7	公司L	192	1.5%	√	√	√	√	√	5
8	公司M	175	1.4%	√	√	√	√	x	74
9	公司N	168	1.3%	√	√	√	x	√	3
10	公司O	105	0.8%	√	√	√	√	√	49

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

公司拥有广泛的合作伙伴,并形成了全球网络效应。截止2024年末,公司与超100家跨境电商平台(包括亚马逊等全球头部跨境电商平台)进行合作,与花旗、摩根大通等多家大型国际商业银行进行合作,与四家海内外清算机构进行合作,参股的连连公司有22家合作的发卡行,在全球与广泛、多元的机构保持密切合作关系。



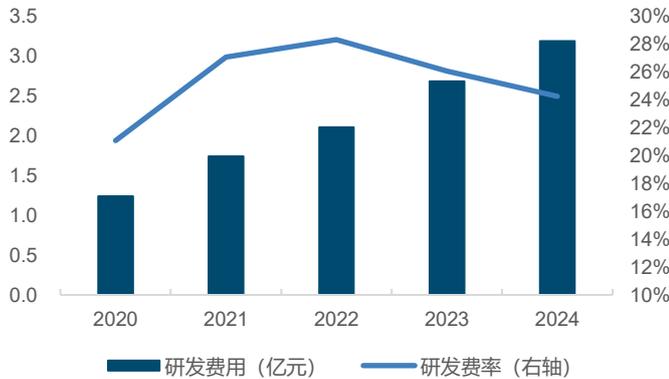
图表28：公司广泛、多元的全球合作网络



来源：公司业绩推介材料，国金证券研究所

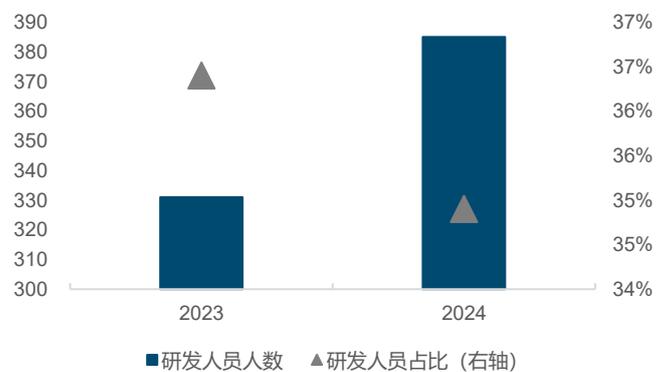
公司重视技术驱动业绩增长，研发费用投入较大。研发费用率常年保持在 20%以上，研发费用额从 2020 年的 1.24 亿元持续增长至 2024 年的 3.19 亿元，复合增速 27%，研发人员数量占比超 30%。得益于较高的研发投入，公司的技术平台强大，底层基础架构包括分布式区块链及支付平台技术、数据处理及分析、技术及软件开发、一体化资金流转体系、全球合规及风控等，能够充分适应全球贸易的复杂性以及监管的需求。

图表29：公司研发费用及研发费率



来源：公司财报，国金证券研究所

图表30：公司研发人员数量变化



来源：公司财报，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 17/21/25 亿元，同比增长 28%/23%/19%；归母净利润 17/-0.4/0.6 亿元，同比增长 1101%/-102%/250%，2025 年归母净利大幅增长主要系公司出售连连公司股权带来一次性收益所致，下文会详细描述。主要收入项目预测如下：

- (1) 全球支付业务：量方面，公司持续深化全球牌照布局，预计 25-27 年 TPV 分别为 3,800/4,940/6,175 亿元，同比增长 35%/30%/25%；价方面，全球支付面临较大竞争，但公司的牌照优势在持续强化，预计 25-27 年费率小幅下降至 0.28%/0.27%/0.26%。预计 25-27 年全球支付业务收入分别为 10.5/13.2/15.9 亿元，同比增长 30%/25%/20%。



- (2) 境内支付业务：量方面，公司持续布局数字化营销、企业钱包等新产品，有望促进支付额增长，预计 25-27 年 TPV 分别为 3.9/4.9/5.9 万亿元，同比增长 30%/25%/20%；价方面，费率一直较低且 23-24 年变动幅度不大，当前非银行支付行业准入门槛提高，也有部分牌照注销，对存量公司来说竞争压力降低，服务费率有望保持稳定，预计 25-27 年服务费率为 0.011%/0.011%/0.011%。预计 25-27 年境内支付业务收入分别为 4.5/5.6/6.7 亿元，同比增长 30%/25%/20%。
- (3) 增值服务方面：考虑到数字化营销服务进一步拓展，以及虚拟银行卡业务已经开始助力收入增长，预计 25-27 年增值服务收入分别为 1.68/1.85/2.03 亿元，同比增长 15%/10%/10%。

图表31：公司主要收入项目预测及核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
全球支付业务收入（百万元）	656	808	1,052	1,319	1,587
YoY	37%	23%	30%	25%	20%
全球支付 TPV（亿元）	1,726	2,815	3,800	4,940	6,175
YoY	28%	63%	35%	30%	25%
全球支付服务费率	0.38%	0.29%	0.28%	0.27%	0.26%
境内支付业务收入（百万元）	218	343	446	557	669
YoY	44%	57%	30%	25%	20%
境内支付 TPV（亿元）	18,193	30,000	39,000	48,750	58,500
YoY	79%	65%	30%	25%	20%
境内支付服务费率	0.012%	0.011%	0.011%	0.011%	0.011%
增值服务收入（百万元）	134	146	168	185	203
YoY	47%	9%	15%	10%	10%
其他收入（百万元）	21	18	17	16	15
营业总收入（百万元）	1,028	1,315	1,683	2,077	2,474
YoY	38%	28%	28%	23%	19%

来源：公司财报，国金证券研究所 注：服务费率基于公开披露了的支付收入及支付额（TPV）测算所得。

- (4) 其他收益：23-24 年其他收益为 2.8/-0.28 亿元。2024 年末公司出售连通公司股权预计将在 2025 年产生 16 亿收益以及部分非经常性股权摊薄收益，因此 25 年其他收益会大幅增长。公司看好连通公司银行卡清算业务的长期发展，因此预计公司暂无继续减持连通的计划，持有连通公司股权有望保持在 17.63%。假设 26、27 年其他收益保持平稳，预计 25-27 年其他收益为 20/0.3/0.4 亿元。
- (5) 主要费率：销售费率方面，23-24 年费率为 19%/19%，预计在品牌持续深化、牌照优势加强的情况下销售费率小幅下降，预计 25-27 年销售费率为 18%/17%/16%；管理费率方面，23-24 年费率为 47%/43%，呈下降趋势，预计 25-27 年管理费率分别为 37%/32%/30%；研发费率方面，23-24 年为 24%/24%，公司始终重视研发投入，预计 25-27 年研发费率为 24%/24%/24%。

4.2 投资建议及估值

考虑到公司尚未有长期稳定的盈利，故采用市销率法进行估值，选取拉卡拉、移卡、VISA、万事达等做支付业务的公司作为可比公司。可比公司 2025 年平均 PS 为 9.6 倍，考虑到公司收入体量小于可比公司，但未来收入有望受益于跨境电商渗透率提升、规模扩大以及虚拟资产的逐步应用而增长，给予公司 2025 年 9 倍 PS，对应目标价 15.28 港元（汇率 0.93 港元），首次覆盖给予“买入”评级。

图表32：可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价	SPS (23A)	SPS (24A)	SPS (25E)	SPS (26E)	SPS (27E)	PS (23A)	PS (24A)	PS (25E)	PS (26E)	PS (27E)
300773.SZ	拉卡拉	27.80	7.42	7.20	7.62	8.10	8.62	3.75	3.86	3.65	3.43	3.23
9923.HK	移卡	14.78	8.86	7.02	7.20	7.72	8.25	1.56	1.96	1.91	1.78	1.67
V.N	VISA	350.94	17.66	19.34	20.86	23.14	25.72	19.87	18.15	16.82	15.16	13.65



公司代码	公司名称	收盘价	SPS (23A)	SPS (24A)	SPS (25E)	SPS (26E)	SPS (27E)	PS (23A)	PS (24A)	PS (25E)	PS (26E)	PS (27E)
MA.N	万事达卡	554.65	26.87	30.82	34.20	38.52	NA	20.64	18.00	16.22	14.40	NA
	平均值									9.65	8.69	6.18
2598.HK	连连数字	12.46	1.01	1.24	1.58	1.95	2.33	11.46	9.39	7.34	5.95	4.99

来源: wind, 国金证券研究所 注: 采用的港币兑人民币汇率为 0.93; 连连数字 SPS 为国金证券研究所预测值, 其余均为 wind 一致性预期, 股价等数据截至 2025 年 7 月 22 日。拉卡拉收盘价单位为人民币, 移卡、连连数字为港元, VISA、万事达为美元。拉卡拉、移卡、连连数字 SPS 单位为元, VISA、万事达为美元。

五、风险提示

- 1、全球经济大幅下行: 跨境支付与国内外贸易景气度相关, 若经济下行, 或导致贸易额以及线上支付额降低, 影响公司经营。
- 2、监管显著趋严: 跨境支付以及虚拟资产业务均涉及全球多区域的监管与合规, 若监管显著变严格, 公司部分业务的开展或扩张可能会受到限制。
- 3、美国加征关税: 若美国大幅加征关税, 可能导致涉及跨境贸易的企业贸易额减少, 从而降低相关支付额, 对公司收入产生负面影响。
- 4、减持风险: 根据公司 IPO 材料, 于上市日期起 12 个月内, 所有现有股东 (包括首次公开发售前投资者) 不得出售其持有的任何股份。公司于 2024 年 3 月 28 日在港交所上市, 现 12 个月限售期已过, 存在减持风险。
- 5、声誉风险: 2025 年 5 月 20 日, 公司发布公告称股东之一吕钟霖所持的 7212 万股非上市股份 (占公司已发行股份总数约 6.68%) 被司法冻结, 冻结由杭州市西湖区人民法院执行, 期限最长至 2028 年 4 月 27 日。本次冻结是由于吕钟霖本人所涉民事案件纠纷所致。本事件可能会对公司产生声誉风险, 从而对股价有负面影响。若事件情况严重, 或存在影响公司经营的可能。


附录：报表预测摘要

资产负债表 (人民币百万元)						利润表 (人民币百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	121	120	122	124	126	营业收入	1,028	1,315	1,683	2,077	2,474
投资物业	165	161	164	168	171	营业成本	(451)	(632)	(744)	(947)	(1,106)
递延所得税资产	18	425	434	442	451	毛利	577	683	939	1,130	1,368
非流动资产合总额	754	875	896	917	936	销售及营销费用	(192)	(248)	(301)	(351)	(385)
客户资金及受限用途资金	9,184	12,607	15,128	17,398	20,007	一般及行政开支	(480)	(561)	(617)	(657)	(731)
现金及现金等价物	190	522	533	543	554	研发费用	(268)	(319)	(402)	(491)	(582)
流动资产总额	9,713	13,664	16,231	18,548	21,203	其他收益	280	(28)	2,017	30	35
资产总额	10,467	14,539	17,127	19,465	22,139	除税前利润	(652)	(572)	1,874	(41)	67
长期借款	148	137	130	126	124	所得税	(2)	405	(187)	4	(7)
非流动负债总额	165	164	158	154	152	净利润 (含少数股东权益)	(654)	(167)	1,686	(37)	60
贸易应付账款	76	75	82	89	96	少数股东权益	2	2	2	2	2
短期借款	290	342	332	322	316	净利润 (不含少数股东权益)	(656)	(168)	1,684	(39)	58
应付费用及其他应付款项	9,312	12,692	13,326	14,392	15,112						
流动负债总额	9,709	13,139	14,565	16,696	19,040	主要比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债总额	9,874	13,303	14,723	16,851	19,192	营业收入同比增速	38%	28%	28%	23%	19%
股本	1,015	1,079	1,079	1,079	1,079	归母净利润同比增速	28%	74%	1101%	-102%	250%
归属于母公司股东权益	589	1,228	2,395	2,605	2,936	每股收益 (元)	(0.65)	(0.16)	1.58	(0.04)	0.05
非控股权益	4	7	9	10	11	每股净资产 (元)	0.58	1.15	2.25	2.45	2.76
权益总额	594	1,236	2,404	2,615	2,947	每股营业收入 (元)	1.01	1.24	1.58	1.95	2.33
负债及权益总额	10,467	14,539	17,127	19,465	22,139						

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
 电话: 021-80234211
 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
 邮编: 201204
 地址: 上海浦东新区芳甸路1088号
 紫竹国际大厦5楼

北京
 电话: 010-85950438
 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
 邮编: 100005
 地址: 北京市东城区建内大街26号
 新闻大厦8层南侧

深圳
 电话: 0755-86695353
 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
 邮编: 518000
 地址: 深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
 18楼1806



【小程序】
 国金证券研究服务



【公众号】
 国金证券研究