

2025 年 07 月 24 日

连连数字(2598.HK)

首次覆盖

证券研究报告

软件服务

2B 数字支付服务商，看好份额提升前景

我们首次覆盖连连数字，看好公司在跨境支付领域的商户积累、品牌心智和份额提升潜力。此外，公司已获 VATP 牌照，未来在虚拟资产交易及稳定币领域或有业务机会。SOTP 目标价 17.3 港元，较最新收盘价潜在涨幅 40%，首予买入。

报告摘要

第一梯队 2B 数字支付服务商：公司数字支付业务分为，1) 全球支付：主要服务跨境电商卖家，帮助其高效将境外各电商平台销售收款并汇回境内。2) 境内支付：服务企业客户的收单、收付款、聚合支付等。2024 年公司 TPV（交易额）为 3.3 万亿元，其中全球/境内支付 TPV 为 2,815 亿元/3.0 万亿元，同比增 63%/65%，占比 9%/91%。财务表现看，2024 年总收入 13.1 亿元，同比增 28%，全球支付贡献数字支付/总收入的 70%/61%，全球支付净利润 1.4 亿元，境内支付尚未盈利。从行业竞争看，跨境支付服务商行业份额相对分散，其他主要玩家包括 Payoneer（美国公司 PAYO.US）、PingPong、空中云汇、万里汇（蚂蚁全资收购）等。2024 年连连全球支付 TPV 约占中国跨境电商出口额（2.2 万亿元，商务部数据）的 13.1%，对比 2023 年为 9.4%。我们看好公司未来份额提升潜力，主要考虑全球牌照网络布局、服务商户规模均在第一梯队，且具备一定的品牌心智和用户粘性。

未来稳定币相关业务机会：2024 年获中国香港虚拟资产交易所牌照（VATP），目前共 11 家公司获该牌照，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。未来业务机会包括：1) 虚拟资产交易所平台运营；2) 未来或发行稳定币。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，主要考虑当前小币种结算周期长，费率较高，同时汇率波动风险较高，稳定币或是较好替代方案。考虑中国香港的稳定币发展仍在早期，政策细则、产品运营落地仍需时间，未来的商业化模式也仍待探索。

财务预测：我们预计 2025 年整体 TPV 同比增 27%，其中全球支付/境内支付同比增 45%/25%，全球支付受益于服务贸易客户拓展、海外区域拓展等，境内支付受益于企业用户的数字化转型、商户数量增长等。我们预计 2025 年数字支付收入同比增 26%，全球支付及境内支付的费率维持稳定。预计 2025 年总收入同比增 24%至 16.3 亿元，预计毛利率 52%，同比稳定。考虑出售部分连通股权确认 16 亿元现金及应占连通公司亏损，预计 2025 年归母净利润 17.4 亿元。

估值：我们采用 SOTP 估值，目标价 17.3 港元，包括：1) 主营业务：考虑公司“港股跨境支付第一股”地位、市场份额第一梯队、全球牌照壁垒及未来潜在的稳定币相关业务机会，我们给予 10 倍 2025 年市销率，贡献目标价 16.0 港元；2) 连通公司股权价值：我们参考出售连通交易的估值（75 亿元），当前持有的 17.63%对应的股权价为约 13.2 亿元，贡献目标价 1.3 港元。我们看好公司 TPV 增长带动收入增长、利润改善前景、跨境支付技术革新带来新业务机会。首次覆盖，给予买入评级。

风险提示：关税政策变化影响跨境贸易及支付；竞争加剧，支付费率下降；连通公司扭亏仍需较长时间；虚拟资产交易相关业务落地不确定因素。

财务及估值摘要

财年截止12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	1,028	1,315	1,633	1,963	2,367
同比增长（%）	38%	28%	24%	20%	21%
归母净利润（百万元）	-656	-168	1,740	-225	-100
净利率（%）	-64%	-13%	107%	-11%	-4%
经调整归母净利润（百万元）	-403	79	108	91	257
经调整归母净利润率（%）	-39%	6%	7%	5%	11%
市销率（倍）	12.3	9.6	7.7	6.4	5.3

数据来源：公司资料，国证国际预测

投资评级：

买入

首次评级

6 个月目标价

17.3 港元

股价(2025-07-23)

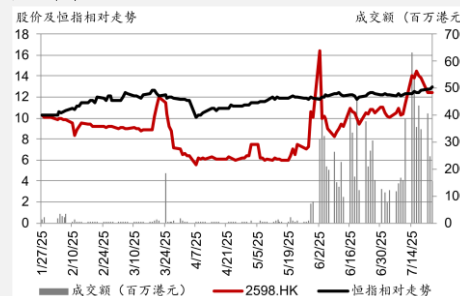
12.42 港元

总市值(百万港元)	13,924
H 股市值(百万港元)	5,695
总股本(百万股)	1,117
H 股股本(百万股)	457
12 个月低/高(港元)	5.5/18.0
平均成交(百万港元)	162

股东结构

章征宇	25.92%
吕钟霖	8.26%
其他	65.82%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	23.46	85.59	-13.65
绝对收益	31.99	101.29	31.16

数据来源：公司资料，彭博，Wind，国证国际

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

目录

一、公司概况.....	3
主要业务：数字支付解决方案	3
发展历程：全球化网络初具规模	4
财务概览：全球支付是收入核心来源，已实现扭亏为盈.....	5
在资本市场的表现：2025 年市场关注度提升明显.....	6
股权结构	8
二、数字支付.....	8
牌照体系：全球牌照布局	8
全球支付：贡献主要收入及利润	9
境内支付：助力企业数字化升级	13
三、行业竞争格局：当前分散，未来或有头部集中趋势	15
四、连通公司.....	18
五、虚拟资产交易业务	20
连连数字的业务机遇	20
海外稳定币发展现状参考	21
香港稳定币发行沙盒试验	25
六、财务预测.....	26
七、估值.....	27
八、风险提示.....	28

一、公司概况

主要业务：数字支付解决方案

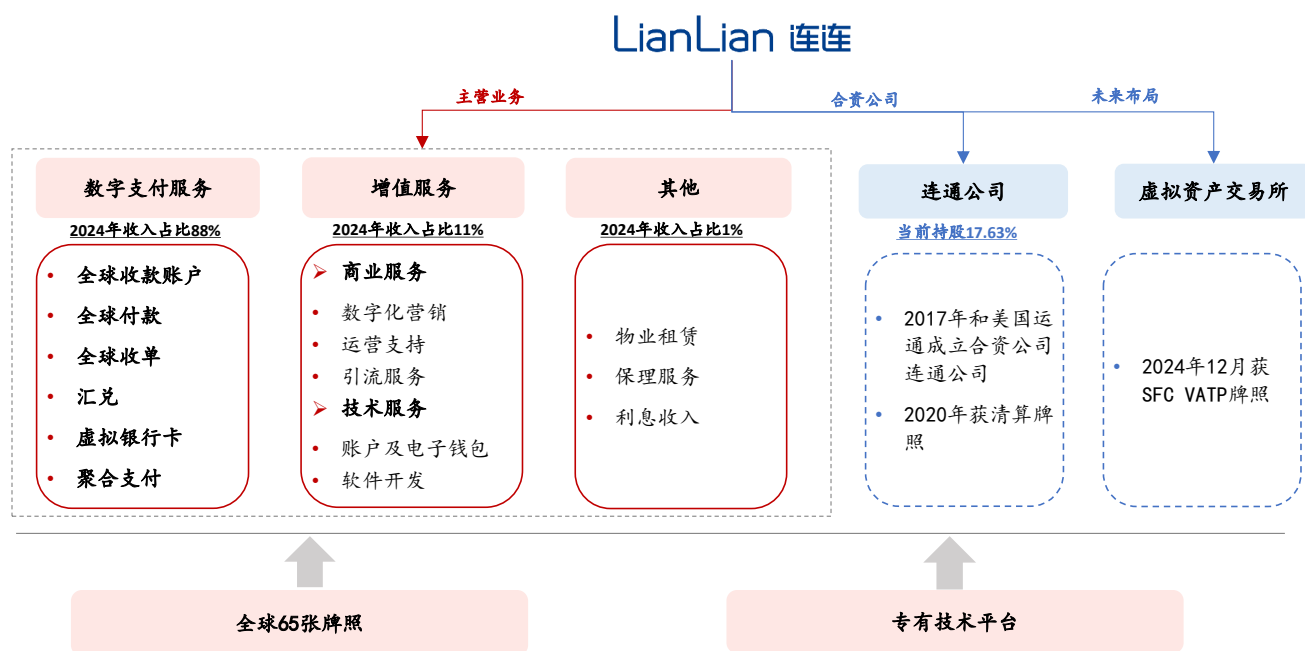
中国跨境支付解决方案服务商第一梯队。公司主要业务为数字支付解决方案，服务涵盖全球收单、汇兑、虚拟银行卡及聚合支付等。按业务区域可分为全球支付、境内支付。全球支付主要为跨境电商商户提供收款服务，帮助其高效快捷地将全球其他地区的B2C电商平台上的销售所得款项转回境内。境内支付主要服务境内企业客户，为其提供数字化平台，整合线上线下的支付信息，优化收款流程。截至2024年12月，公司累计服务商户数达590万，2024年支付交易总额（TPV）突破3万亿元。公司在全球牌照网络布局、总支付额服务商户规模等方面，处于中国跨境支付解决方案服务商的第一梯队。

增值服务满足商户多元需求。数字支付之外，公司围绕支付场景的商户需求，提供多元增值服务，如数字营销、运营支持、技术服务等，增值服务2024年的收入占比约为14%。此外，公司其他收入来自物业租赁、利息收入等，2024年占比已降至1.4%。

持有国内三张清算牌照之一。2017年与美国运通公司成立合资公司连连公司，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，牌照具备稀缺性。连连数字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%连连股权给美运，交易对价为16亿元现金，交易完成后对连连的持股比例降至17.63%。

已获虚拟资产交易 VATP 牌照。2024年12月，公司获香港SFC颁布的虚拟资产交易平台（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11家公司获VATP牌照，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。

图表 1：连连数字当前主要业务及收入来源、及未来业务布局



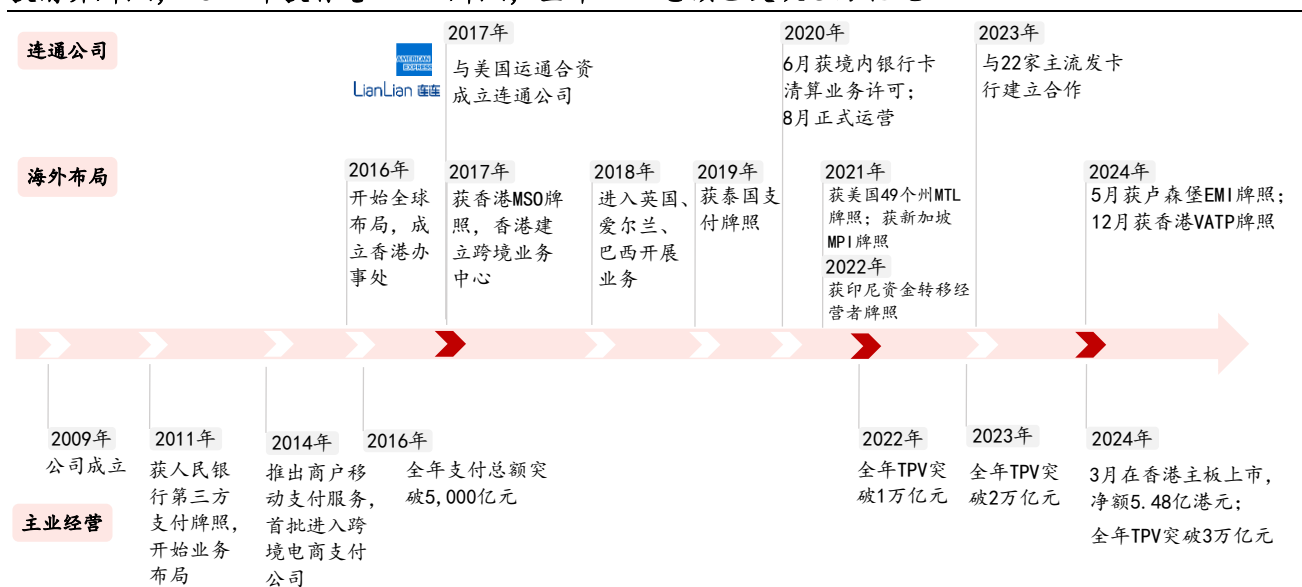
资料来源：公司资料，国证国际

发展历程：全球化网络初具规模

复盘公司发展历程，我们认为关键节点包括：

- 1) **获境内第三方支付牌照。**连连数字成立于 2009 年，2011 年 8 月获人民银行颁发的移动及互联网支付业务许可证，开始在境内从事第三方支付业务。2014 年推出商户移动支付服务。
- 2) **较早布局跨境支付。**2015 年获电子商务跨境人民币结算业务备案资质、国家外汇管理局支付机构外汇业务许可、国家外汇管理局跨境外汇支付试点，是国内首批跨境电商支付服务公司之一。
- 3) **与美国运通公司成立合资清算公司连通公司。**连通公司已于 2020 年获境内清算牌照，为首家合资清算机构，境内三张清算牌照之一。
- 4) **开始全球化布局。**2016 年公司开始探索数字支付业务的全球化布局，目前公司业务覆盖超 100 个国家/地区，支持超 130 种货币交易。在 65 项牌照布局中，有 59 项在牌照在中国大陆境外，包括中国香港经营金钱服务牌照（MSO）、美国 50 个州货币转移牌照（MTL）、新加坡大型支付机构牌照（MPI）等、卢森堡电子货币机构牌照（EMI）等。

图表 2：连连数字发展历程：2011 年开始境内支付业务，2016 年开始全球化，2020 年与美运合资公司获清算牌照，2024 年获香港 VATP 牌照，全年 TPV 总额已突破 3 万亿元

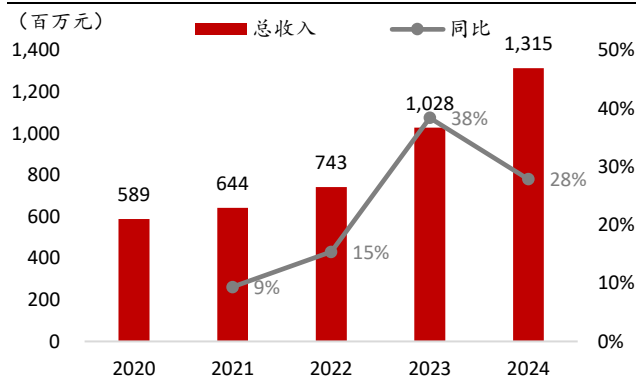


资料来源：公司资料，国证国际

财务概览：全球支付是收入核心来源，已实现扭亏为盈

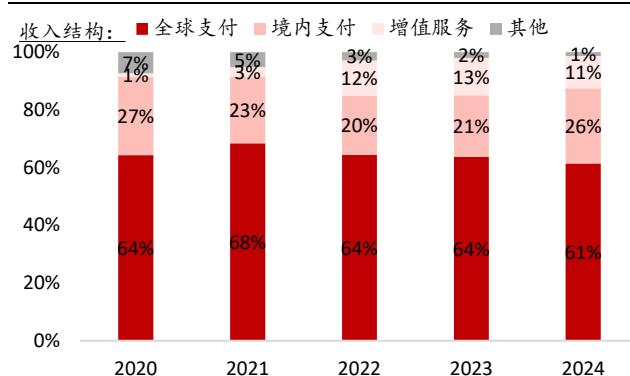
2024 年数字支付对总收入的贡献为 88%。2024 年总收入 13.1 亿元，同比增 28%，2020-2024 年复合增速 22%。收入结构看，2024 年数字支付收入为 11.5 亿元，同比增 32%，占总收入的 88%，在过去 5 年对总收入的贡献比例维持在 85%-91% 区间。其中，全球支付约占数字支付的 70%，对总收入的贡献占比维持在 61%-68%。增值服务、其他服务 2024 年的总收入占比为 11%、1%。

图表 3：2024 年总收入 13 亿元，同比增 28%



资料来源：公司财报，国证国际

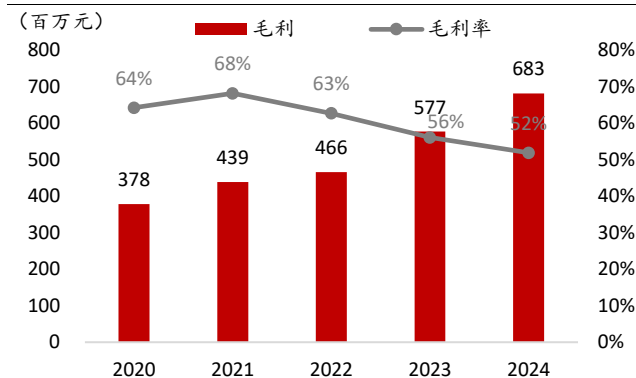
图表 4：2024 年全球支付占总收入的 61%



资料来源：公司财报，国证国际

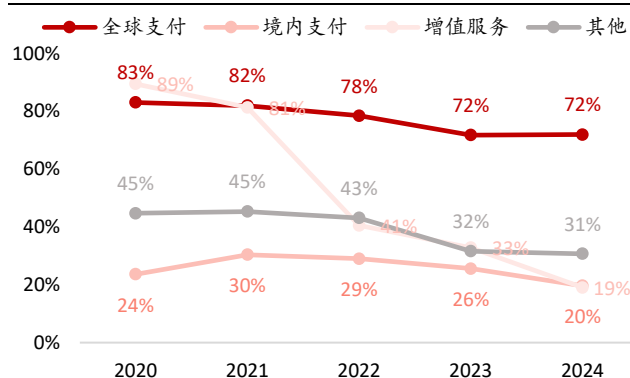
2024 年数字支付对总毛利的贡献 95%。毛利层面，2024 年公司总体毛利为 6.8 亿元，同比增 18%，其中全球支付、境内支付毛利为 5.8 亿元、6,800 万元，分别贡献总体毛利的 85%、10%，合计贡献为 95%。全球支付是公司收入及毛利的主要来源。

图表 5：2024 年整体毛利率为 52%



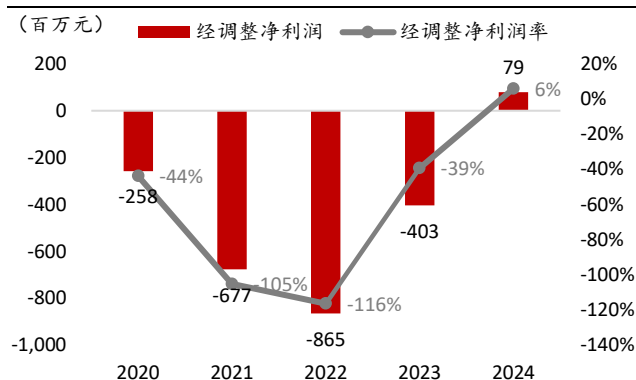
资料来源：公司财报，国证国际

图表 6：分部毛利率：全球支付毛利率 72%

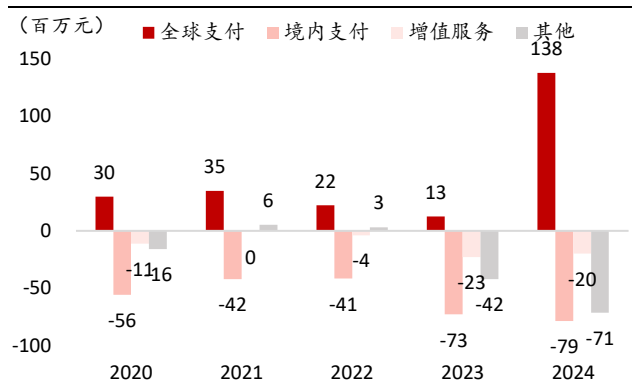


资料来源：公司财报，国证国际

已实现经调整净利润层面扭亏为盈。公司对连连公司的投资损益反映在“按权益法核算的应占联营公司净亏损”科目，从而影响整体净利润表现。2024 年确认所得税抵免额度 4.1 亿元，其中 2.9 亿元为连连公司累计亏损（11.8 亿元）所产生的递延所得税抵免。受此影响，2024 年公司经调整净利润为 7,900 万元，首次扭亏为盈。2025 年出售连连公司股权，将确认现金 16 亿元投资收益及 4.454 亿摊薄收益。从业务分部看，2024 年，全球支付的净利润为 1.4 亿元，净利润率为 17%；境内支付的净亏损为 7900 万元，对应亏损率为 23%。

图表 7：经调整净利润已实现扭亏为盈


资料来源：公司财报，国证国际（注：2020-2022 年经调整净利润未披露，我们基于净利润加股份支付计算所得）

图表 8：分部净利润表现


资料来源：公司财报，国证国际

在资本市场的表现：2025 年市场关注度提升明显

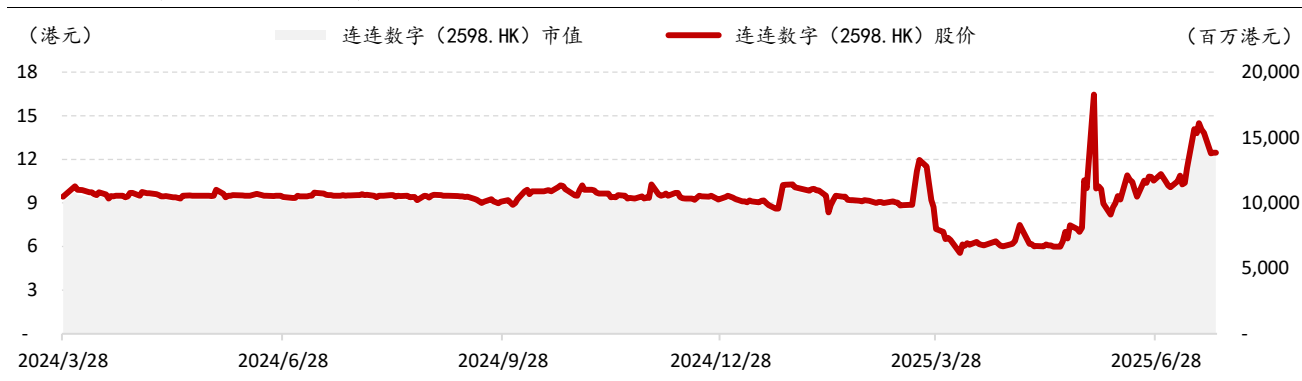
IPO 募集资金：2024 年 3 月 28 日在香港主板上市交易，作为跨境支付第一股上市。IPO 发行价 10.22 港元，募集资金净额为 5.48 亿港元，实际发售 6430 万股，约占总股本的 6%。募集资金使用规划上，60%用于提升技术能力、30%用于全球业务运营（包含市场拓展和牌照申请）、5%用于战略投资、5%用于补充运营资金。截至 2024 年底，已使用资金 1.83 亿港元，剩余金额 3.65 亿港元。

2025 年 7 月 H 股配售：2025 年 7 月 13 日，公司公告拟配售 H 股 3,840 万股，占配售后 H 股/总股本的 8.4%/3.4%。配售价 10.25 港元，较最新 1 个/5 个/10 个交易日平均收盘价折价 10%/1.7%/2.5%。预计募集资金总额 3.9 亿港元，其中 50%（约 1.94 亿港元）拟用于区块链等新技术，30%（约 1.16 亿港元）用于全球业务及牌照扩展，20%用于一般用途。2025 年 7 月 21 日，公司公告配售完成。公司股价在配售公告后的第一个交易日（2025/7/14）涨幅 24%，我们认为反映市场对公司在稳定币相关领域投入的看好。

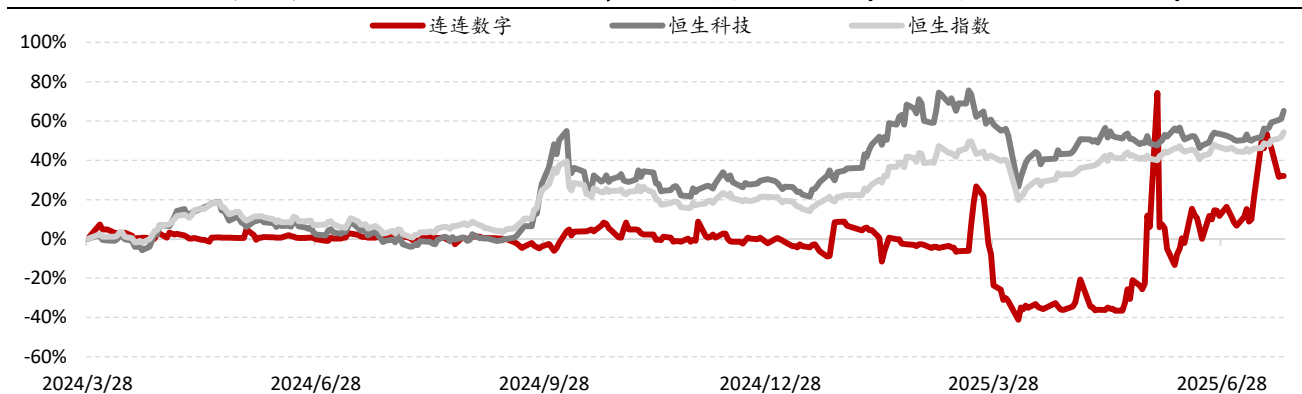
股本结构：配售完成后，公司总股本 11.17 亿股，其中包括：1) 上市公开发售的 6,430 万股，2) 由未上市股份转换的 H 股 3,544 万股，3) 已发行未上市股 6,604 万股，4) H 股配售 3,840 万股，H 股占比为 41%。公司已于 2024 年 4 月 26 日向中国证监会申请 H 股全流通，拟将未上市股份转换为 H 股。

股价&交易量表现：截至 2025 年 7 月 23 日，公司收盘价 12.42 港元，上市以来累计涨幅 32%，2025 年初至今涨幅 31%。2025 年 5 月 21 日，中国香港立法会通过《稳定币条例》，市场关注度提升，6 月至今的日均成交量为 2,340 万，对应日均成交额为 2.64 亿港元。

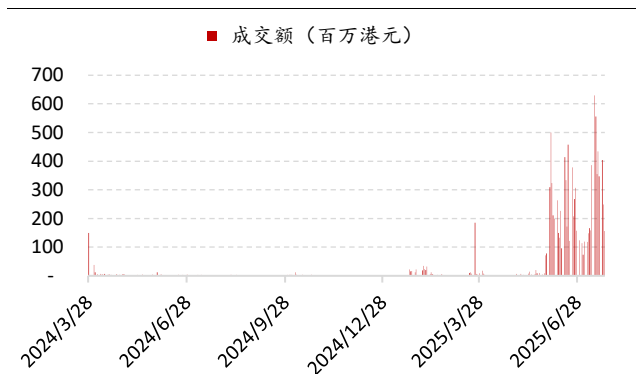
图表 9：上市以来的股价&市值表现



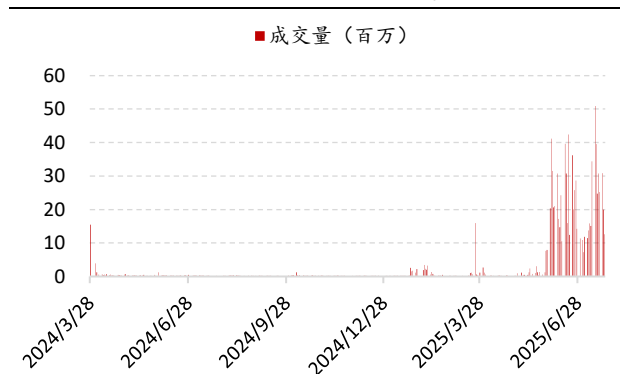
图表 10：连连数字上市以来股价累计涨幅 32%，对比同期恒生指数/恒生科技指数涨幅 54%/65%



图表 11：6 月至今日均成交额 2.64 亿港元



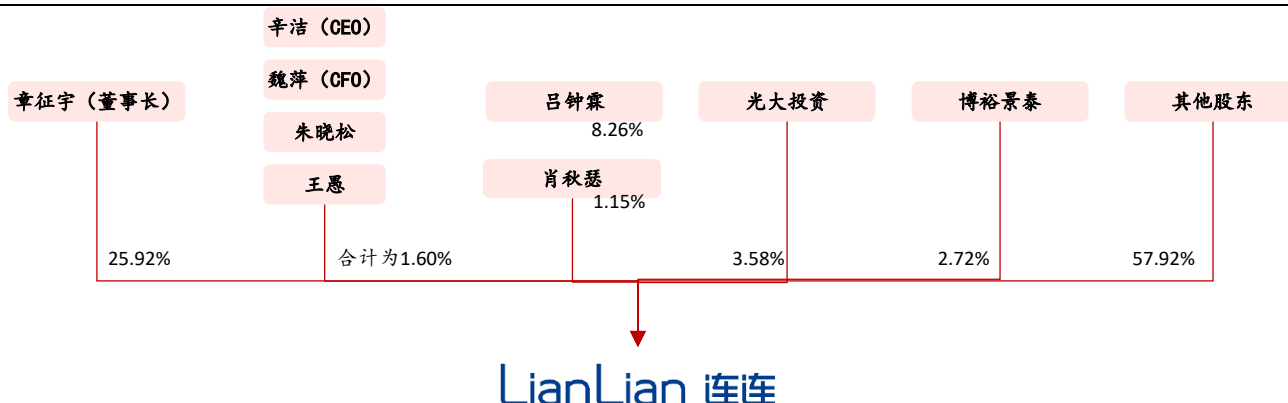
图表 12：6 月至今日均成交量 2,340 万



股权结构

股权结构：根据 2024 年报及配售完成后持股披露，我们计算，目前公司第一大股东为创始人及董事长章征宇，持股比例为 25.92%，包括直接持股 10.51%以及通过创连致新闻持有的 15.41%。章征宇、吕钟霖、肖瑟秋为一致行动人，吕钟霖持股 8.26%，肖瑟秋持股 1.15%。其他管理层合计持股 1.60%（CEO 辛洁 0.89%、CFO 魏萍 0.27%、朱晓松 0.24%、王愚 0.20%）。外部股东方面，光大投资持股 3.58%，博裕景泰持股 2.72%。

图表 13：H 股配售完成后公司股权结构



资料来源：公司公告，彭博，国证国际

二、数字支付

牌照体系：全球牌照布局

数字支付业务开展依托于全球牌照网络、自建技术平台、广泛渠道合作发，其中牌照是业务拓展及合规运营的基石，广泛的牌照布局形成一定的壁垒优势。**目前公司已构建 65 项支付牌照组成，对比同业，连连的牌照布局特点包括：**1) 牌照数量位于第一梯队；2) 唯一拥有美国所有州的 MTL 牌照的中国公司；3) 中国大陆的支付牌照获取时间早，境外的牌照布局也相对较早及广泛，已在牌照资源基础上，积累和沉淀了运营经验。除现有牌照外，根据招股书及财报会披露信息，公司在积极申请中东、拉美地区的牌照，我们认为符合跨境电商区域发展趋势，同时能持续丰富全球牌照网络布局，支撑跨境业务增量发展机会。以下为现有牌照的详细情况：

- 1) 中国内地：**2011 年 8 月，获第三方支付牌照，当前有效期至 2026 年 8 月，到期可续。同时，公司在 2015 年获外汇管理局支付机构外汇业务许可及电子商务跨境人民币结算业务备案。此外，与美运的合资公司连通公司 2020 年 6 月获银行卡清算牌照。
- 2) 中国香港：**经营金钱服务的牌照（MSO）。此外，2024 年 12 月，全资子公司 DFX Labs 获 SFC 颁发的虚拟资产交易平台牌照（VATP）。
- 3) 美国：**美国境内除蒙大拿州外的所有州（49 个州）及哥伦比亚特区的货币转移牌照（MTL）。目前蒙大拿州并未要求货币转移牌照。
- 4) 东南亚：**2019 年获泰国指定支付服务许可证，可开展收单业务。2021 年获新加坡大型支付机构牌照（MPI），2022 年获印度尼西亚资金转移经营者牌照。
- 5) 欧洲：**2018 年，获英国授权支付机构牌照（API）。2024 年 5 月，获卢森堡电子货币机构牌照（EMI），在原有向欧洲电商客户提供收付款服务外，还可提供资金存储和出金服务。

图表 14：牌照网络：目前有全球 65 张牌照/许可，覆盖美国所有州、中国香港、东南亚等

获牌/许可时间	国家	获牌照/许可实体	牌照/许可证	对应相关业务
中国大陆				
2011年8月		连连银通电子支付有限公司	中华人民共和国支付业务许可证	收款、付款、收单
2015年1月		连连银通电子支付有限公司	电子商务跨境人民币结算业务备案	收款、付款
2015年2月		连连银通电子支付有限公司	国家外汇管理局支付机构外汇业务许可	收款、付款、汇兑
2015年2月		连连银通电子支付有限公司	国家外汇管理局跨境外汇支付试点	收款、付款、汇兑
2015年7月		连连银通电子支付有限公司	中国证监会基金销售支付结算机构备案	收款、付款、收单
2020年6月		连通（杭州）技术服务有限公司	中华人民共和国银行卡清算业务许可证	银行卡清算
中国香港				
2017年		连连国际支付有限公司	香港海关经营金钱服务的牌照(MSO)	收款、付款、汇兑
2017年		利达支付有限公司	香港海关经营金钱服务的牌照(MSO)	收款、付款、汇兑
2024年12月		DFX Labs Company Limited	虚拟资产交易平台的(VATP)牌照	虚拟资产交易
全球其他国家				
2021年	美国	LL Pay U.S.,LLC	货币转移牌照	收款、付款
2018年	英国	LL Pay UK Limited	授权支付机构(API)	收款、付款
2019年8月	泰国	Lianlian Pay Electronics Payment	指定支付服务许可证（电子收款服务—支付促成服务）	收单
2019年8月	泰国	Lianlian Pay Electronics Payment (TI)	指定支付服务许可证（电子收款服务—代收服务）	收单
2021年9月	新加坡	Starlink Financial Technologies Pte. l	大型支付机构牌照(MPI)	收款、付款、收单
2022年6月	印度尼西亚	PT Internasional Sukses Remiten	资金转移经营者牌照	收款、付款
2024年5月	卢森堡	LianLian Europe S.A.	电子货币机构牌照(EMI)	收款、付款

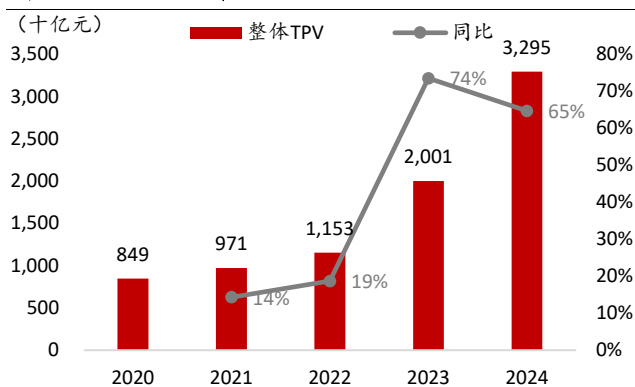
资料来源：招股书，连连国际官网，人民银行，国证国际

全球支付：贡献主要收入及利润

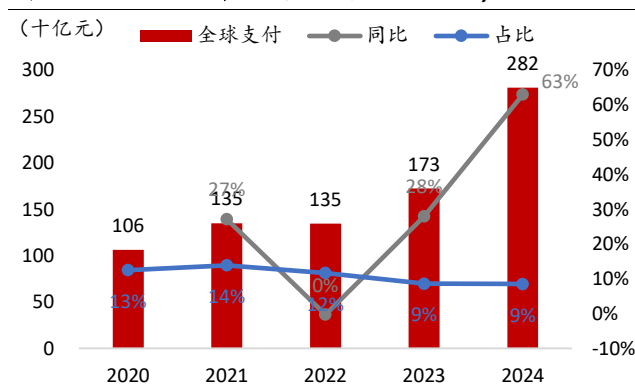
2024 年全球支付 TPV 近 3,000 亿元。2024 年公司整体支付交易额 (TPV) 为 3.3 万亿元，同比增 65%，2020-2024 年复合增速为 40%，呈高速增长态势。从区域结构看，2024 年全球支付 TPV 为 2,820 亿元，同比增 63%，2020-2024 年复合增速为 28%。

2024 年全球支付 TPV 约为中国跨境电商出口额的 13%。据商务部数据，2024 年中国跨境电商出口额为 2.2 万亿元，同比增 17%，连连全球支付 TPV 增速远高于跨境电商增速，反映其业务扩张及份额增长。若以全球支付 TPV 除以跨境电商出口额估算公司在跨境电商市场的份额，该比例 2024 年为 13.1%，对比 2023 年为 9.4%，2022 年为 8.8%，份额逐年攀升，我们认为主要受益于公司的品牌心智、口碑效应、较高的用户粘性。

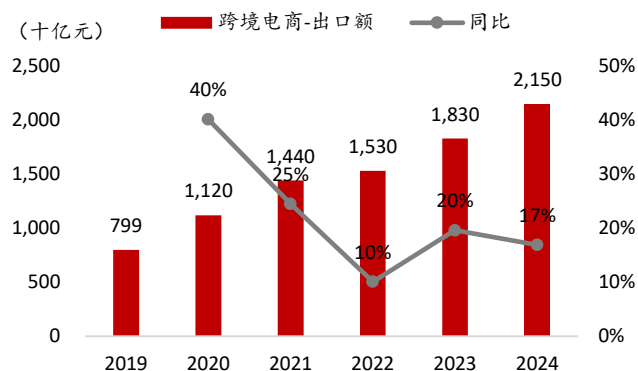
从业务长期前景看，除中国出海电商商户之外，我们认为公司有望依全球托牌照布局，长期可渗透的商户为全球跨境电商玩家。据 ecommerceDB.com 数据，2024 年全球 B2C 跨境电商市场规模为 1.2 万亿美元（约 8.1 万亿元），长期可渗透空间大。

图表 15：2024 年 TPV 突破 3 万亿元


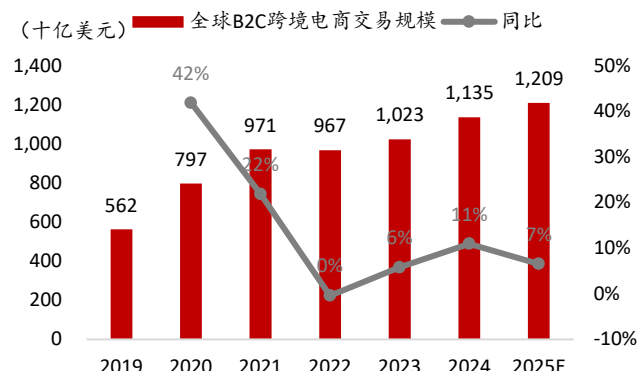
资料来源：公司财报，国证国际

图表 16：2024 年全球支付 TPV 近 3,000 亿元


资料来源：公司财报，国证国际

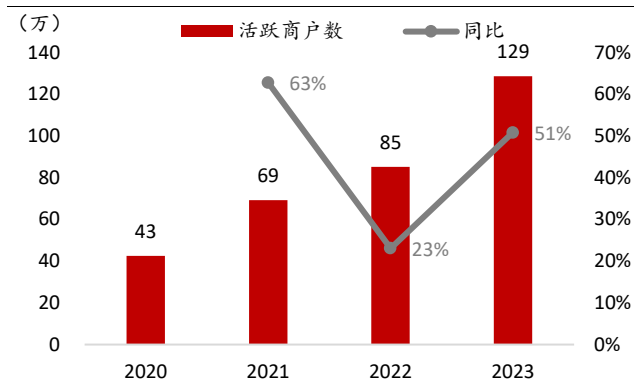
图表 17：2024 年跨境电商出口额为 2.2 万亿元，同比增 17%


资料来源：商务部，中国海关，国证国际

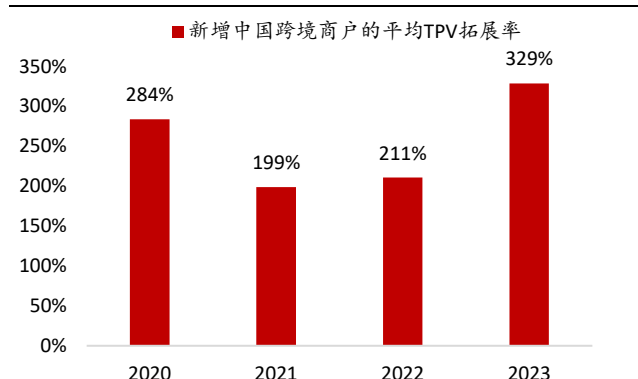
图表 18：2024 年全球 B2C 跨境电商规模为 1.2 万亿美元


资料来源：ecommerceDB.com，国证国际

累计服务商户超 590 万，新用户留存及粘性表现较好。据公司披露数据，2023 年，公司的活跃商户数为 129 万，同比增 52%，2020-2023 年的 CAGR 为 45%，客户增长迅速。截至 2024 年底，累计服务商户数超 590 万。平均 TPV 扩张率反应当年新增客户在下一年的 TPV 增长情况（对比口径是同一组客户），2023 年的 TPV 拓展率为 329%，意味着在 2022 年接入连连平台的新增客户在 2023 年实现了同比增 2.29 倍。在 2019-2022 年的新增客户，在下一个年度均有实现高速增长，我们认为反映跨境电商的增长、及公司产品的竞争力。

图表 19：活跃商户数持续增长


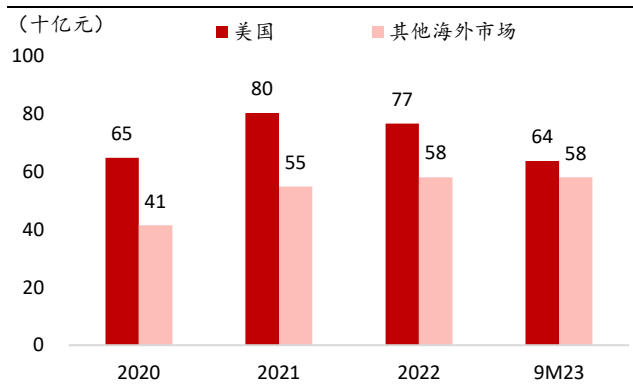
资料来源：招股书，公司财报，国证国际

图表 20：新增中国跨境商户的平均 TPV 拓展率


资料来源：招股书，公司财报，国证国际

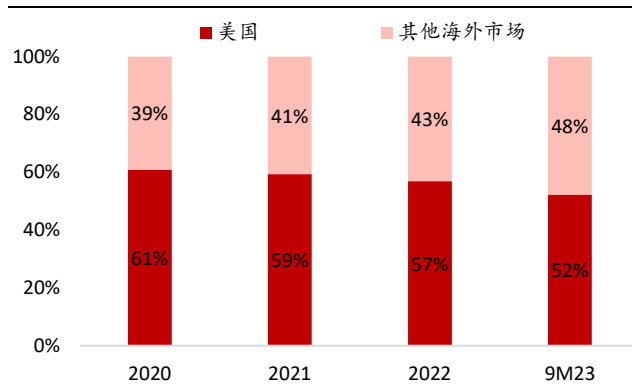
美国市场的 TPV 占比呈下降趋势。2023 年前 9 个月，在全球支付 TPV 中，美国市场 TPV 占比为 52%，对比 2020 年/2021 年/2022 年为 61%/59%/57%，呈逐年下降趋势。公司未披露 2024 年及之后美国市场占比情况，我们认为下降趋势持续，主要考虑：1) 支付牌照持续丰富，全球多区域市场拓展，其他海外市场业务逐渐起量；2) 2025 年，跨境电商受美国关税政策影响而主动布局其他区域。

图表 21：美国是全球支付 TPV 贡献最大的市场



资料来源：招股书，国证国际

图表 22：美国市场 TPV 占比呈下降趋势



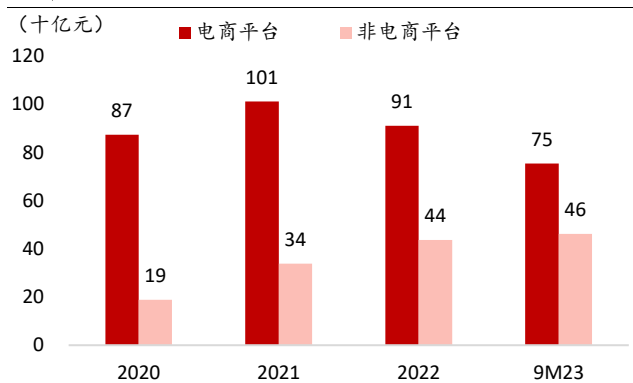
资料来源：招股书，国证国际

电商平台是服务商户的主要 TPV 来源。连连目前已接入超 130 家电商平台，全球性电商平台基本全覆盖，包括 Amazon、Shopee、Shopify、coupang、Lazada、AliExpress、TikTok、TEMU 等。据招股书数据，2020、2021、2022、9M23 全球支付 TPV 分布中电商平台的贡献为 82%、75%、68%、62%，是最主要来源。连连与电商平台的协议期限通常为 1 年，到期后自动续期。

与电商平台是合作关系体现在：1) 连连为跨境商户提供收款服务，使得商户能在电商平台高效运营，助力电商生态的繁荣，而商户销售额的增长带动连连支付额及取得的手续费增长。2) 连连向部分电商平台支付服务费，2020、2021、2022、9M23 支付服务费为 130 万元、350 万元、310 万元、250 万元，占营业成本比为 0.6%-1.7%，金额较小。

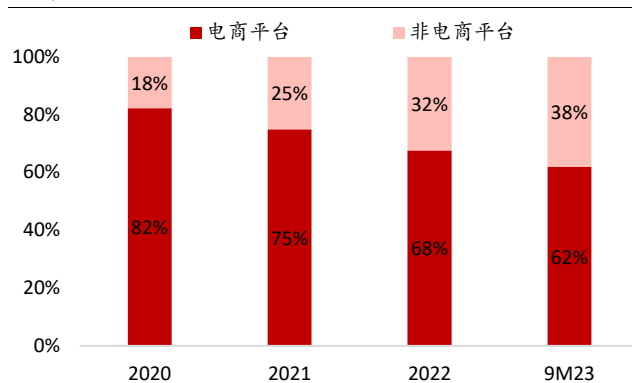
非电商平台的 TPV 主要来自：1) 跨境电商独立站；2) 服务贸易及 B2B 领域的跨境企业；3) 境外商户及企业。

图表 23：全球支付 TPV 分布：最大贡献来自电商平台



资料来源：招股书，国证国际

图表 24：9M23 全球支付 TPV 中的 62%来自电商平台

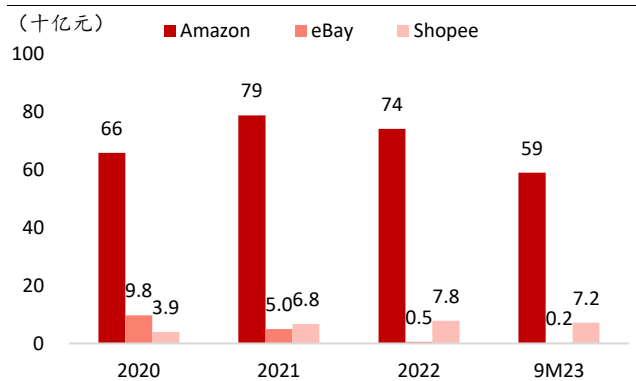


资料来源：招股书，国证国际

服务的跨境商户在亚马逊的交易额显著高于其他电商平台。从服务的跨境商户的成交额平台分布看，Amazon 占比最高，2020 年/2021 年/2022 年来自 Amazon 的 TPV 占连连全球支付 TPV 的 62%/58%/55%，2023 年前 9 个月为 49%，占比呈下降趋势，主要反映合作电商平台增加影响。

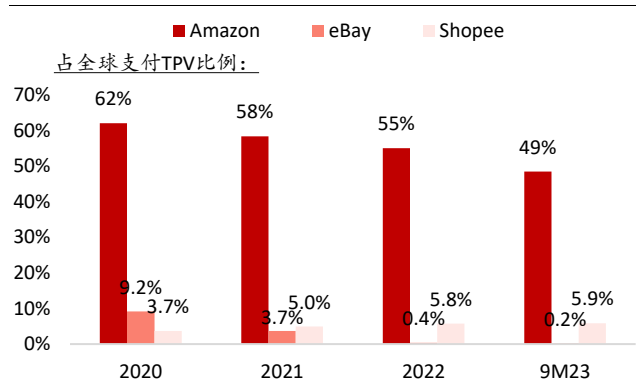
公司自 2017 年开始为 Amazon 平台商户提供服务。2021 年 2 月，Amazon 推出官方支付服务提供商计划，公司是第一批加入的支付服务商。据 Amazon 官网数据显示，Amazon 目前有 35 家支付服务商，除连连外，其他支付服务商包括：Payoneer、WorldFirst（万里汇，蚂蚁集团子公司）、PingPong、Skyee、iPayLinks（艾贝盈）、GoGoLinks（结行国际）、智汇鹅（腾讯子公司）等。我们在第三部分行业竞争格局中详细讨论行业其他竞争对手的情况。

图表 25：来自亚马逊的 TPV 为全球支付 TPV 第一大贡献者



资料来源：招股书，国证国际

图表 26：来自亚马逊的 TPV 占全球 TPV 比例呈下降趋势

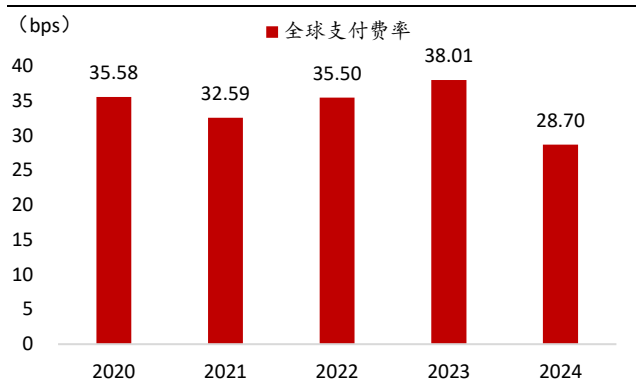


资料来源：招股书，国证国际

全球支付费率呈稳定趋势。按全球支付收入/全球支付 TPV 计算该业务的平均费率，2024 年为 0.287%，较 2023 年下降 9.3bps，主要反映费率更低的 B2B 及服务贸易客户拓展、B2B TPV 占比提升影响。我们预计电商商户的费率将保持平稳。对比其他跨境支付服务商的刊例价费率，多数为 0.3%-1.2%，根据收款地区、商户流水规模、是否包含换汇等增值服务而有所差异。

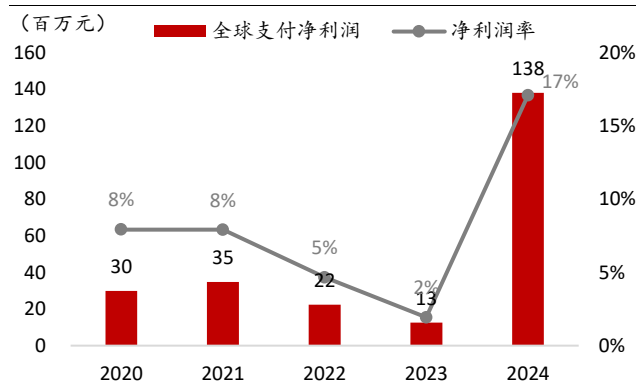
财务表现看，2024 年全球支付收入 8.08 亿元，同比增 23%，占数字支付/总收入的 70%/61%；2024 年全球支付毛利为 5.8 亿元，同比增 23%，毛利率为 72%，同比稳定，净利润 1.38 亿元，对应利润率为 17%，全球支付是公司收入及利润的核心来源。

图表 27：全球支付费率



资料来源：公司财报，国证国际

图表 28：全球支付贡献公司主要利润



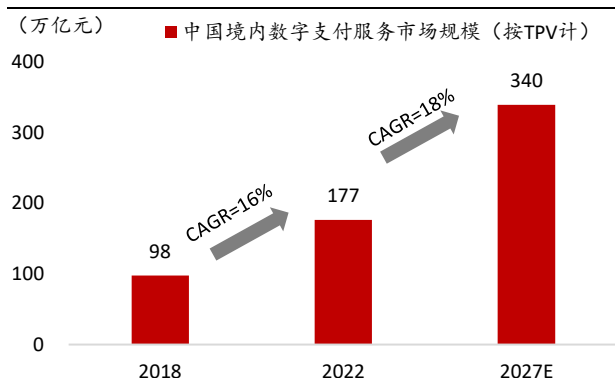
资料来源：公司财报，国证国际

境内支付：助力企业数字化升级

境内支付业务主要为境内企业客户提供收单、收款、付款、虚拟银行卡、聚合支付、及增值服务，其中收单服务业务规模占比最高。就收单服务而言，公司整合终端买家购买商品时发起的线上、线下支付方式的支付信息，帮助企业简化收款流程，提高运营效率。增值服务方面，主要包括数字营销、企业钱包的服务，提供覆盖商旅、餐饮、回收、物流等多行业的解决方案，助力企业数字化转型。

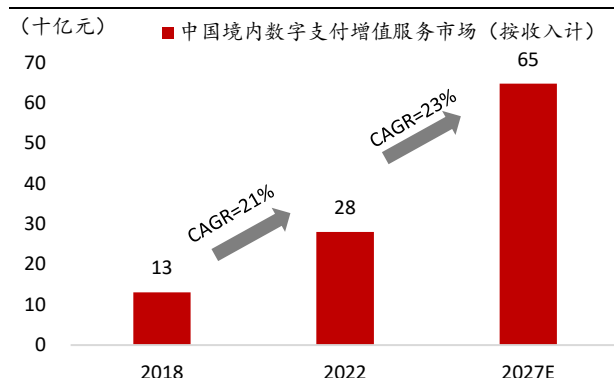
从未来的可渗透市场空间看，据 Frost & Sullivan 数据，预计 2027 年境内数字支付服务市场规模（按 TPV 计）为 340 万亿元，2022-2027E CAGR 为 18%。同此，预计 2027 年境内数字支付增值服务市场规模达 650 亿元，2022-2027E CAGR 为 23%，快于支付增速。

图表 29：中国境内数字支付服务市场规模大



资料来源：招股书，Frost & Sullivan，国证国际

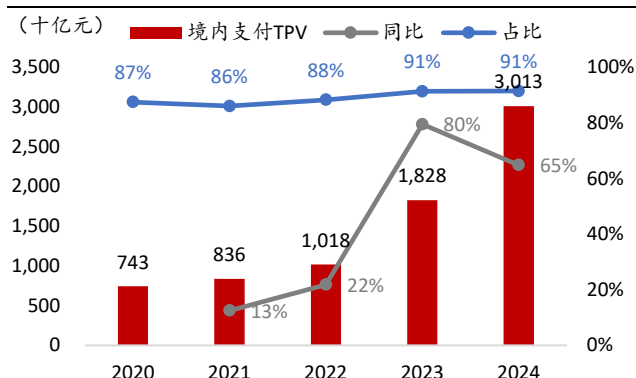
图表 30：境内数字支付增值服务市场增速更快



资料来源：招股书，Frost & Sullivan，国证国际

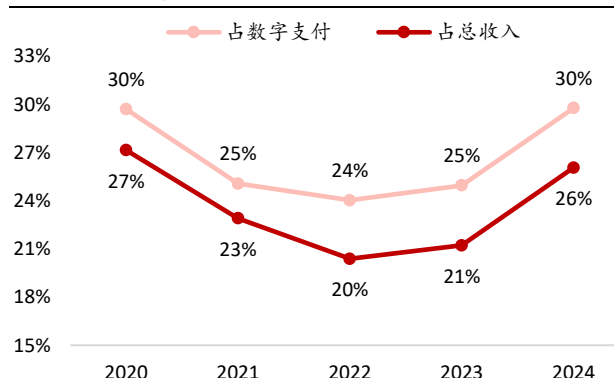
2024 年境内支付 TPV/收入占数字支付的 91%/30%。2024 年连连境内支付 TPV 为 3.0 万亿元，同比增 65%，受益于服务贸易领域的企业客户拓展，2020-2024 年复合增速为 42%，境内支付占整体 TPV 的比例为 91%。收入角度，2024 年，境内支付收入占数字支付收入的 30%，2021-2023 年约为 25%，对总收入的占比约 26%。

图表 31：2024 年境内支付 TPV3.0 万亿元，同比增 65%



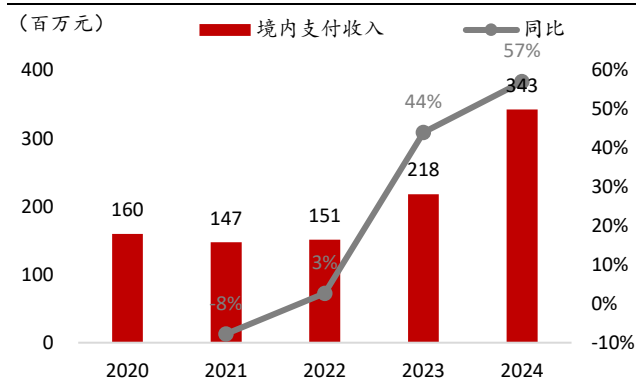
资料来源：公司财报，国证国际

图表 32：2024 年全球支付占总收入/数字支付收入的 26%/30%

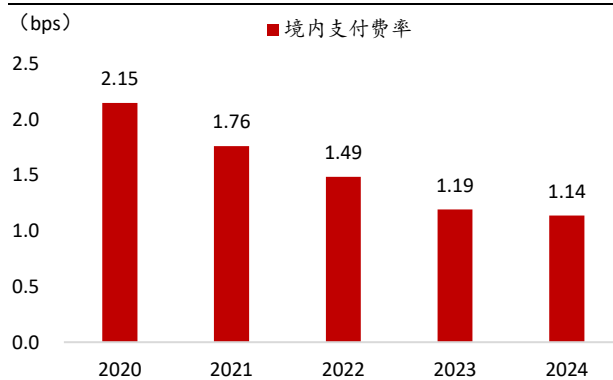


资料来源：公司财报，国证国际

费率维持在万分之一左右。国内支付服务市场的费率竞争激烈，连连的平均费率维持在万分之一水平。我们预计未来费率或随行业费率变动、大客户占比情况等因素有小幅波动，但整体呈稳定趋势。

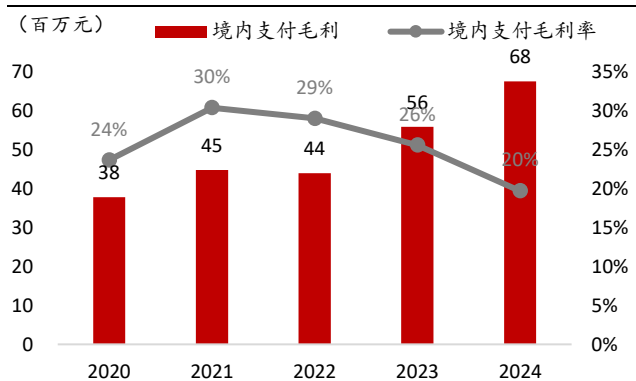
图表 33：2024 年境内支付收入同比增 57%


资料来源：公司财报，国证国际

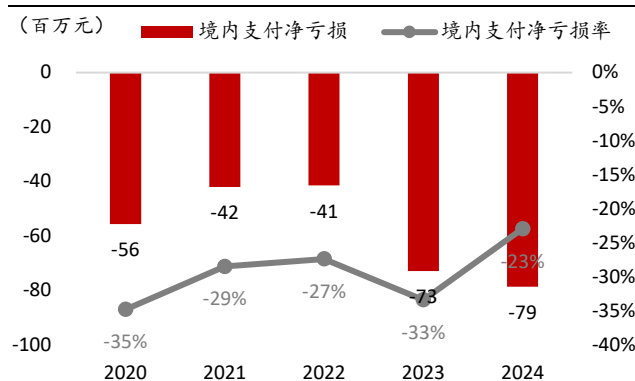
图表 34：2024 年境内支付费率为 1.14bps


资料来源：公司财报，国证国际

境内支付利润表现：2020-2024 年，境内支付的毛利率在 20%-30% 区间波动，主要影响因素包括平均费率、渠道合作方费用、基础设施摊销等。从净利润层面，2024 年境内支付净亏损 7,900 万元，亏损率收窄至 23%。我们预计未来的盈利改善动力主要来自规模经济，TPV 增长带动收入增长，从而覆盖运营成本。

图表 35：2024 年境内支付毛利率为 20%


资料来源：公司财报，国证国际

图表 36：2024 年境内支付净亏损 7,900 万


资料来源：公司财报，国证国际

三、行业竞争格局：当前分散，未来或有头部集中趋势

从独立第三方跨境支付行业竞争格局看，当前市场份额相对分散，连连数字、Payoneer、PingPong、万里汇、空中云汇的用户及交易规模处于第一梯队。我们观察到，各跨境支付公司均在持续布局境外牌照，如中国香港、卢森堡、巴西、美国、新加坡等。我们预计未来行业竞争格局有向头部玩家集中的趋势，主要考虑头部玩家的境外收款区域拓展、技术能力、口碑、一站式服务能力增强等。

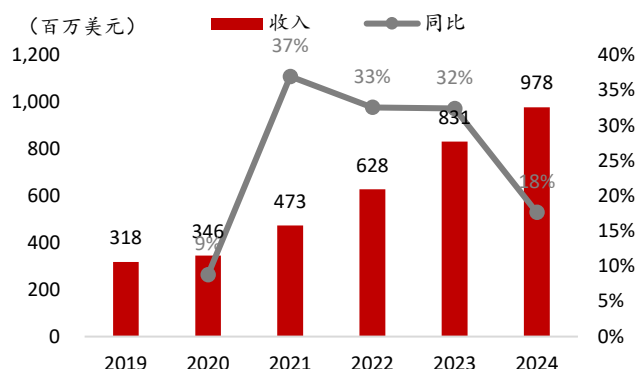
图表 37：其他独立第三方跨境支付公司概况

公司	成立时间	简介
 Payoneer/派安盈	2005年	成立于2005年，总部位于纽约的美国公司，2021年纳斯达克上市（PAYO.US），目前市值约24亿美元。2024年大中华区的交易额达280亿美元
 PingPong/乒乓智能	2015年	总部位于杭州的中国企业，2019年D轮融资后估值超10亿美元。截至2024年12月底，PingPong累计促成交易规模近2万亿元
 Airwallex/空中云汇	2015年	由4位澳籍华裔联合创立，总部早期位于墨尔本，当前位于新加坡。公司业务覆盖全球180多个国家，拥有员工1,800名，在全球设有26个办公室。截至2024年，年处理交易额达1,000亿美元（对比2022年为500亿美元），服务企业客户超10万家，年收入近5亿美元
 iPayLinks/艾贝盈	2015年	2015年创立于香港，以成就客户为使命，通过打造全球一站式跨境支付与资金清结算平台，为跨境企业解决全球业务拓展中的资金收付痛点，帮助跨境企业安全高效地进行全球资金收付、货币兑换和结汇分发等业务。目前业务覆盖150个国家和地区、支持18+主流结算币种，在香港、新加坡、马来西亚、英国、美国等地有14个分支机构
 CoGoLinks/结行国际	2002年	CoGoLinks结行国际是结行科技集团的子品牌，截至2025年6月，服务中小微企业超1500万家，年支付交易规模近2万亿元，日均交易笔数5500万
 汇付国际	2016年	一站式跨境支付和增值服务提供商，业务覆盖150+国家与地区，支持全球超25个币种本地银行账户收款&离岸人民币跨境结算，全方位覆盖跨境电商、独立站、航旅出行、出国留学等各类场景
 联动优势	2003年	2016年成为深交所上市公司海联金汇（股票代码：002537）全资子公司。服务国内超过100万家中小企业和11万家跨境电商企业。公司重点布局新零售、线下收单、跨境支付、数字人民币以及支付生态海外输出等业务，以数字化能力服务实体经济
 Skyee	2016年	总部位于广州，Skyee已构建覆盖超过100个国家的全球本地支付结算业务，业务范围遍及亚洲、北美、欧洲等主要地区，并已在美国、英国、日本、香港、新加坡等多地成立分部机构。累计为24万+企业用户提供跨境结算服务。2021年，Skyee成为拉卡拉成员企业
 CoralGlobal/珊瑚跨境	2016年	目前，珊瑚跨境在中国香港、东南亚、北美、欧洲、非洲等设有分支机构，业务覆盖100+国家和地区，为跨境企业提供出口结算、进出口结汇/付汇、外贸收款、供应链金融、全球收单等跨境全链条服务
 SUNRATE/寻汇	2016年	寻汇SUNRATE的核心团队来自于花旗银行、渣打银行、汇丰银行、苹果公司等名企。致力于为全球企业提供安全、高效的全球支付与财务管理解决方案。依托自主研发的强大技术引擎、广泛的支付网络与定制化API方案，寻汇SUNRATE助力企业在190+国家及地区开展业务。
 XTransfer	2017年	总部设立在中国上海，已在中国香港地区、英国、美国、加拿大、澳大利亚、新加坡获得当地支付牌照。XTransfer由央企招商局集团领投，中国B2B外贸金融平台，覆盖全球200多个国际，服务超60万客户，每月处理交易额100亿美元
 WindPayer	2018年	WindPayer隶属于风付科技有限公司，分布香港、深圳，拥有香港MSO、美国MSB资质，致力于专为跨境卖家定制一站式金融科技服务，解决跨境卖家在跨境收付款上的难题
 Pyvio/湃沃	2022年	致力于通过金融科技创新赋能企业，打造集全球收付款、收单、虚拟信用卡、货币汇兑等服务为一体的一站式跨境支付解决方案。业务覆盖超100个国家和地区，单月TPV超2亿美元
 Flyway/飞来汇	2020年	飞来汇（Flyway）是骆驼数科针对跨境交易资金流痛点，打造的全栈式跨境金融数字科技平台，累计服务中小微企业超100万家，覆盖全球200多个国家

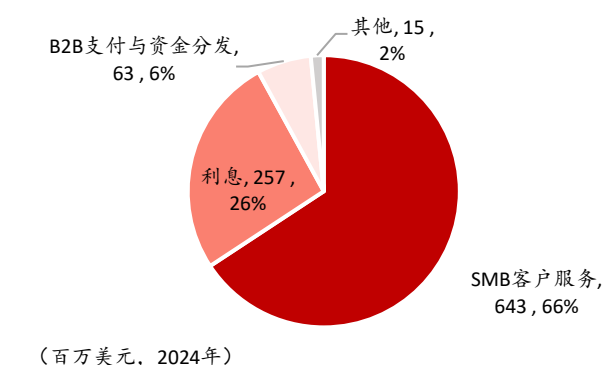
资料来源：各家公司官方网站/官方公众号，国证国际（注：排名不分先后，不完全统计）

我们认为，从同业对比角度，派安盈（PAYO.US）、PingPong、空中云汇、万里汇的经营表现更具参考性。以下为更详细同业公司介绍。

派安盈/Payoneer (PAYO.US)：成立于2005年，总部位于纽约的美国公司，2021年纳斯达克上市，目前市值约25亿美元。公司核心业务是为全球中小企业提供跨境支付、多币种账户、B2B/B2C资金管理等一系列一站式金融服务，业务覆盖大中华区、北美、亚太、拉美、EMEA等地区。2024年，整体成交额为801亿美元，其中SMB客户（中小企业）的交易额为589亿美元，占比74%，B2B支付与资金分发交易额为212亿美元，占比26%。2024年总收入为9.8亿美元，同比增18%，其中SMB客户服务收入6.4亿美元，占比66%。从收入区域分部看，大中华区收入（主要为中国跨境电商商户）为3.4亿美元，占总收入的35%，是公司最大市场。截至1Q25，Payoneer活跃账户（月交易额超500美元）中，来自中国商户的数量为11.2万，占比20%。公司未披露交易额的地区分布，假设交易额区域占比与收入占比一致，2024年大中华区的交易额为280亿美元（1,988亿人民币）。

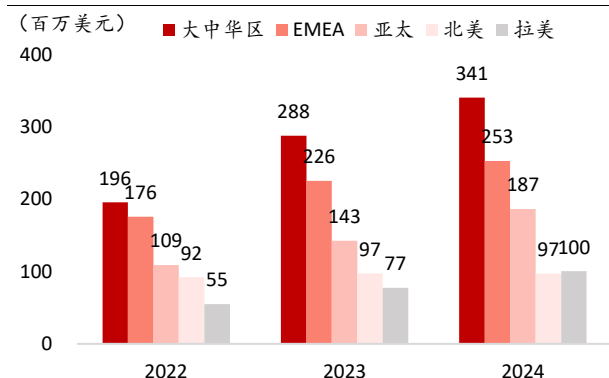
图表 38: Payoneer 2024 年总收入 9.8 亿美元


资料来源: Payoneer 财报, 国证国际

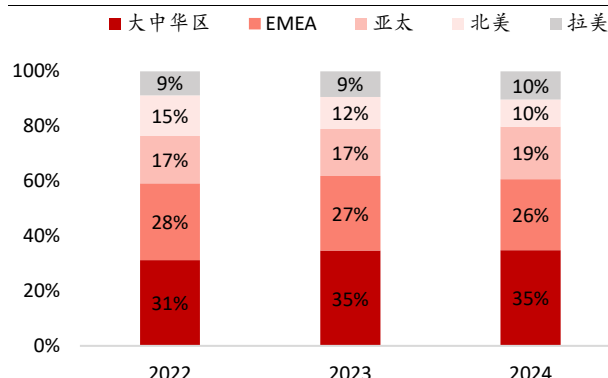
图表 39: SMB 客户服务收入贡献总收入近 70%


(百万美元, 2024年)

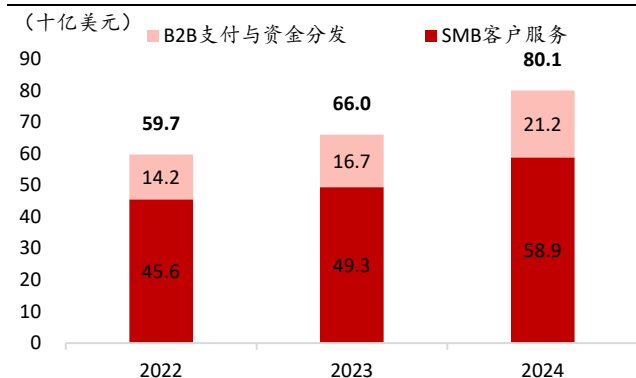
资料来源: Payoneer 财报, 国证国际

图表 40: Payoneer 收入地区分布


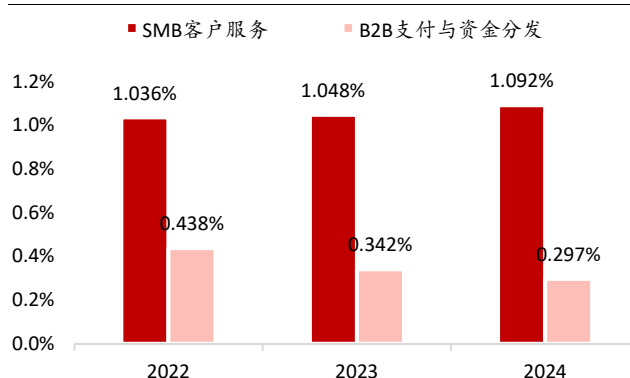
资料来源: Payoneer 财报, 国证国际

图表 41: 2024 年大中华区收入占比 35%


资料来源: Payoneer 财报, 国证国际

图表 42: 2024 年交易额 801 亿美元


资料来源: Payoneer 财报, 国证国际

图表 43: SMB 客户服务费率约为 1.09%


资料来源: Payoneer 财报, 国证国际

PingPong/乒乓智能：

- 成立于 2015 年，总部位于杭州的中国企业（未上市），2019 年 D 轮融资投后估值超 10 亿美元（官网数据）。公司主要提供跨境收款、外贸收款、全球收单、外汇、VAT 服务等。
- 据官网数据，截至 2024 年 12 月 31 日，业务覆盖全球超 200 个国家和地区，日交易峰值为超 10 亿美元，支持超 130 种币种，全球分支机构超 30 家，合作超 140 家金融机构，员工人数超 1,500 人。
- 牌照布局方面，公司拥有全球超 60 项支付牌照和许可，包括中国大陆互联网支付牌照、中国香港 MSO 牌照、美国 MSB 牌照及多个州的 MTL 牌照、加拿大 MSB 牌照、新加坡 MPI 牌照、马来西亚 MSB 牌照、卢森堡 EMI 牌照、阿联酋第三方支付牌照等。
- 2024 年 11 月，正式宣布成为环球银行金融电信协会 Swift 的成员。
- 据弗若斯特沙利文数据，PingPong 2022 年 TPV 为 2,310 亿元。据官网数据，截至 2024 年 12 月底，PingPong 累计促成交易规模近 2 万亿元。

Airwallex/空中云汇：

- 成立于 2015 年，由 4 位澳籍华裔联合创立，总部早期位于墨尔本，当前位于新加坡。公司业务定位为全球金融基础设施提供商，包括全球支出管理、收单、换汇等业务。
- 2022 年 E2 轮融资后估值 56 亿美元，2025 年 5 月宣布完成 F 轮融资，投后估值升至 62 亿美元。
- 牌照布局方面，在全球持有超 60 个牌照，包括中国大陆互联网支付牌照（通过收购广州商物通获得）、澳大利亚（AFSL）、新加坡（MPI）、中国香港（MSO）、美国（MSB 及多州 MTL）、英国（支付机构许可）、欧盟（卢森堡 EMI 牌照）、越南（收购 CTIN Pay）、墨西哥（收购 MexPago）、巴西（央行支付牌照）等。
- 截至 2024 年，年处理交易额达 1,000 亿美元（对比 2022 年为 500 亿美元），服务企业客户超 10 万家，年收入近 5 亿美元。据 2025 年 3 月披露数据，年化交易额超 1,300 亿美元，年化收入超 7.2 亿美元，预计 2025 年收入有望超过 10 亿美元。
- 公司业务覆盖全球 180 多个国家，拥有员工 1,800 名，在全球设有 26 个办公室。从收入的区域分布看，2024 年中国业务占比已降至 50% 以下（36Kr 数据），美洲、欧洲、中东增长迅速。
- 自建全球清算网络，95% 的跨境支付处理时间缩短至数小时内到账，其中 68% 实现实时处理。

World First/万里汇：

- 2004 年，成立于英国伦敦，2019 年 2 月，蚂蚁集团宣布完成对万里汇的 100% 股权收购。公司业务包括跨境电商及外贸 B2B 场景下的收付款服务、汇兑、收单、及多元增值服务。
- 据官网数据，公司在全球拥有超 60 张牌照，覆盖 210 个国家和地区，在全球 14 个国家设立超 30 个办事处。
- 据蚂蚁 ESG 报告披露，万里汇累计交易额超 3,000 亿美元，服务超 120 万家中小企业，直连电商平台超 130 个。

四、连连公司

公司 2017 年与美国运通合资成立连连公司，2020 年 6 月获银行卡清算业务许可证（长期有效，未规定到期日），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、本地商业支持、境内监管沟通等，美运负责提供在全球网络、产品开发、运营支持等领域行业洞察和经验。连连公司为中国发卡行发行的带有“美国运通”品牌的银行卡提供结算、清算等服务，为网络内的发卡行和商户收单机构提供银行卡清算及结算服务。

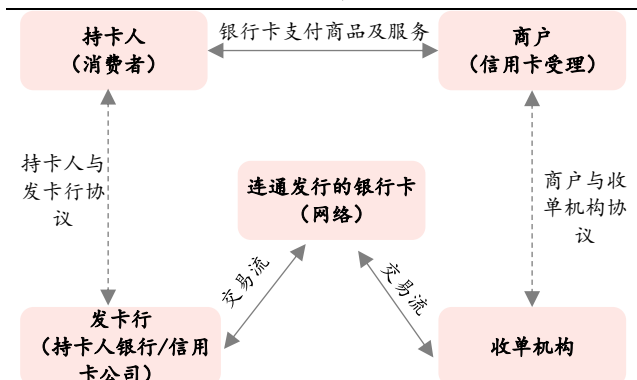
投资连连公司的战略投资价值体现在：1) 银行卡清算业务是支付基础设施的重要一环，同时牌照稀缺性极高；2) 作为首家合资清算机构，在交易、银行卡相关服务市场有较大长期增长潜力；3) 在发展连连的本地网络、产品及服务、电商用户场景，可增加与现有支付业务的协同。

连连对连连公司持股比例已降至 17.63%。连连公司成立时，美国运通、连连数字各持股 50%。2023 年 12 月，连连数字、美国运通分别注资 7,460 万元、6.254 亿元，连连持股比例降至 45.2%，美国运通持股比例升至 54.8%。2024 年 12 月 25 日，公司宣布与美国运通旗下两个子公司（Amex TRS 及 AEMD）签订协议，1) Amex TRS/AEMD 购买连连数字持有的连连公司的总注册资本 11.55 亿元/2,356 万元，交易对价 15.69 亿元/3203 万元（合计 16.0 亿元）；2) 增加注册资本 23.3 亿元，增资后注册资本 81.0 亿元，Amex TRS/AEMD 认购 22.84 亿元/4,660 万元。3) 出售及增资交易完成后，连连对连连的持股比例降至 17.63%，Amex TRS 持有 80.72%、AEMD 持股 1.65%。交易在 2025 年 2 月完成。

连连通过董事会席位对连连公司有重大影响（目前持有 4 个董事会席位之中的 1 个），根据与美运的协议，公司对连连运营无控制权，因而通过权益法核算应占联营公司损益确认亏损。截至 2024 年，应占连连的亏损累计额为 27.8 亿元。出售部分股权交易完成后，公司将在 2025 年确认 16 亿元现金及 4.454 亿元摊薄收益。

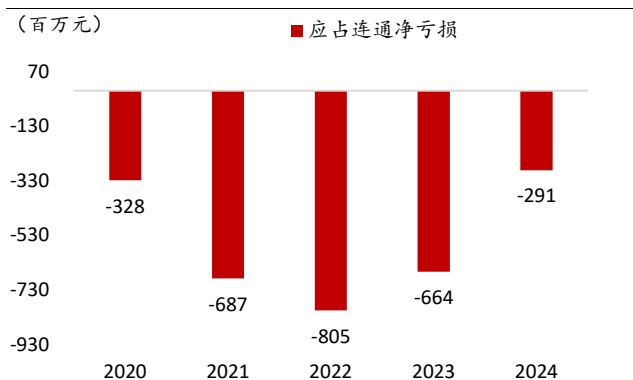
连连公司自 2020 年 8 月开始运营，前期布局包括：1) 清算网络、基础设施搭建、产品开发；2) 营销投入，获取新用户。从收入及亏损表现看，2024 年，连连收入为 4.23 亿元，同比增 29%，净亏损为 1.1 亿元，对比 2021-2023 年的净亏损为 1.4 亿元、1.6 亿元、1.3 亿元。拆解利润表，连连的收入来源主要包括：a) 交易费用，包括发卡行及收单机构的网络清算费、品牌费及跨境交易服务费；b) 发卡行的银行卡相关品牌特许权使用费。收入的会计确认上，银行卡收入一般在银行卡的生命周期内确认（通常为 5 年）。看成本端，主要包括：a) 基础设施开支，包括清算系统、风险控制及管理平台、IDC 设施和运营支持系统；b) 向发卡行、收单银行/机构支付激励成本。

图表 44：连连四方模式清算网络



资料来源：招股书，国证国际

图表 45：应占连连公司累计净亏损 27.8 亿元



资料来源：公司财报，国证国际

图表 46: 对连通的投资变动情况

百万元	2020	2021	2022	2023	2024
年初账面值	426	98	391	206	291
添置	-	980	620	505	-
按权益法核算的 应占净亏损	-328	-687	-805	-664	-291
摊薄收益	-	-	-	244	-
年末账面值	98	391	206	291	-

资料来源: 招股书, 年报, 国证国际

图表 47: 连通经营数据概览

	2020	2021	2022	9M23
交易总额 (十亿元)	3	48	116	139
同比		1577%	139%	
交易笔数 (百万)	11	178	378	421
同比		1458%	112%	
单笔交易金额 (元)	252	271	306	331
同比		8%	13%	
累计发卡数量 (百万)	1	8	14	19
单张卡累计交易金额 (元)	2,650	6,319	8,325	7,251

资料来源: 招股书, 国证国际

图表 48: 连通公司利润表及资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023	2024
连通资产负债表					
流动资产总额	391	745	1,182	908	738
现金及现金等价	301	579	977	663	517
其他流动资产	90	166	205	245	221
非流动资产	389	629	544	402	297
流动负债	-566	-548	-1,280	-633	-1,433
非流动负债	-19	-45	-35	-34	-50
资产净额	196	781	411	644	-448
连通利润表					
收入	68	82	105	329	423
利息收入	14	18	20	11	8
折旧及摊销	-42	-69	-79	-78	-62
利息开支	-5	-8	-10	-13	-13
所得税费用	-	-	-	-	-
年内亏损	-657	-1,375	-1,610	-1,327	-1,092
年内综合亏损总额	-657	-1,375	-1,610	-1,327	-1,092

资料来源: 招股书, 年报, 国证国际

五、虚拟资产交易业务

连连数字的业务机遇

中国香港立法会 2025 年 5 月 21 日通过《稳定币条例》，将于 2025 年 8 月 1 日生效。条例主要内容包括：1) 明确在中国香港发行法币稳定币，或在中国香港或以外发行锚定港元的法币稳定币，须向金融管理局申领牌照。明确申请资格、核心门槛（2,500 万港元实缴资本等）、许可证条件及持续合规要求。2) 明确储备资产管理及赎回等方面的规定，储备资产管理要求 100% 优质高流动性资产支撑，且市值始终不低于流通面值。此外，相关场外交易细则、托管服务细则、许可证指引等将逐步落地。

连连全资子公司已获 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（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 11 家公司获 VATP 牌照，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。

图表 49：目前共有 11 家公司获 VATP 牌照

VATP 获牌主体	对应交易平台名称	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
香港虚拟资产交易有限公司	HKVAX	03/10/2024	香港虚拟资产交易有限公司
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) Limited	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
Hong Kong BGE Limited	BGE	17/06/2025	HKE Holdings（1726.HK）

资料来源：SFC，公开资料，国证国际

未来潜在业务机会：公司在虚拟资产的业务机会包括：1) 虚拟资产交易所平台运营；2) 未来或发行稳定币。公司拟在《稳定币条例》生效后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，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。

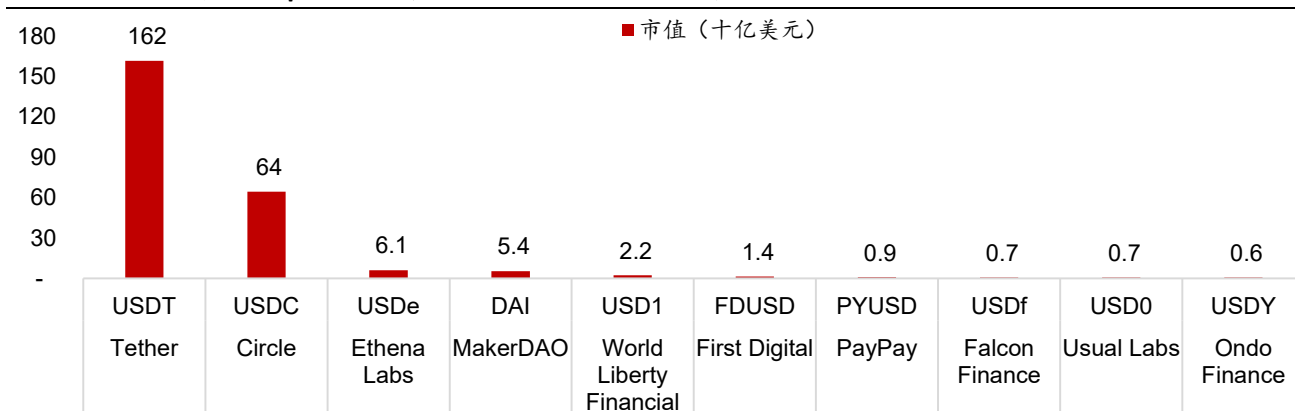
稳定币发行方的商业化：参考 Circle（CRCL.US，USDC 发行方），当前稳定币发行方的主要收入来自利息收入，即储备资产投资于流动性好的资产（如短期国债、银行存款等）所取得的收益，受利率周期影响。其他收入来源包括：交易服务收入、集成服务收入（稳定币部署至公链等）、其他收入。考虑中国香港的稳定币发展仍在早期，技术、产品、运营落地仍需时间，商业化模式也仍待探索。

海外稳定币发展现状参考

海外稳定币可分类为：1) 锚定法币的稳定币：与法币锚定 1:1，100% 储备金形式维持币值稳定，储备金投资于高流动性资产，如 Tether 发行的 USDT、Circle 发行的 USDC；2) 加密资产超额抵押的稳定币：运行依赖智能合约，通过去中心化的抵押品实现价值稳定，抵押率通常不低于 150%，如 MakerDAO 发行的 DAI；3) 算法稳定币：无实物抵押，通过算法动态调节供应和需求，维持价值稳定，如 Ethena Labs 发行的 USDe、Terra 发行的 Luna（已于 2022 年 5 月崩盘）。4) 商品抵押稳定币：锚定黄金、石油等大宗商品，如 Tether 发行的 Tether Gold。从当前稳定币市值看（CoinMarketCap 数据），USDT 约为 1,620 亿美元、USDC 约为 640 亿美元，是海外稳定币主导者。

美国 Genius 法案、香港稳定币法案等仅针对锚定法币的稳定币的立法规范，预计锚定法币的稳定币未来仍是主流，且份额会持续提升。

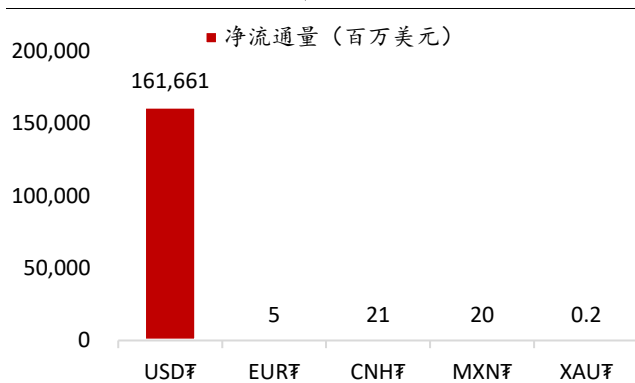
图表 50：当前市值 Top10 稳定币：USDT 及 USDC 为主导



资料来源：CoinMarketCap，国证国际（注：截至 2025 年 7 月 20 日）

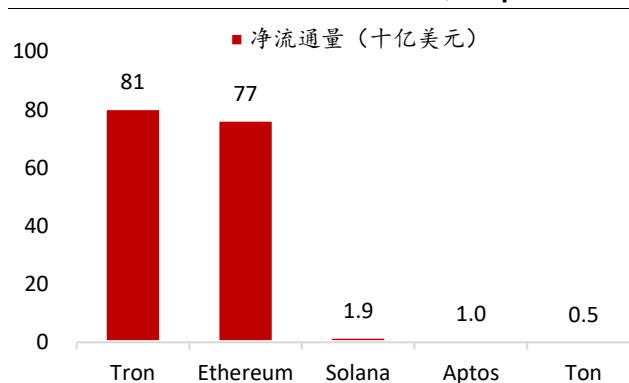
Tether USDT：2014 年 Tether 发行 USDT，与法币 1:1 锚定，服务于加密货币的交易结算、资产避险和跨平台转账。2021 年开始披露储备报告，流通量开始显著增加。Tether 当前已发行锚定美元、欧元、人民币、墨西哥比索、黄金的稳定币，但仍以锚定美元的 USDT 为主。从 USDT 的流通量分布看，主要分布在 Tron（波场）、以太坊区块链。

图表 51：Tether 稳定币以 USDT 为主



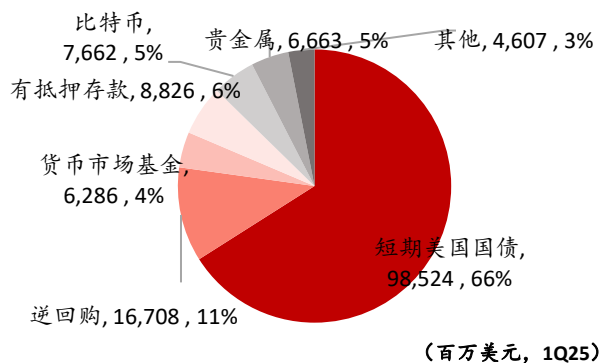
资料来源：Tether 官网，国证国际（注：截至 2025 年 7 月）

图表 52：USDT 流通的区块链分布 Top5

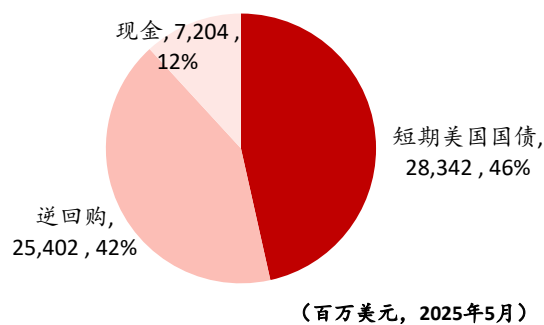


资料来源：Tether 官网，国证国际（注：截至 2025 年 7 月）

Circle USDC: 2018 年于 Coinbase 联合推出, 已发行锚定美元及欧元的稳定币, 目前可在 23 个区块链上使用。Circle 每月公布储备资金审计报告, Circle Reserve Fund 投资组合由贝莱德管理, 组合收益每日公布, 合规措施领先于其他稳定币发行方。财务表现看, 2024 年收入为 16.8 亿美元, 其中 99% 来自储备金利息收入, 分销&交易成本为 10.1 亿美元, 占收入比 61%, 净利润 1.56 亿美元。

图表 53: USDT 储备资产结构 (1Q25)


资料来源: Tether 官网, 国证国际

图表 54: Circle 储备资产结构 (2025 年 5 月)


资料来源: Circle 官网, 国证国际

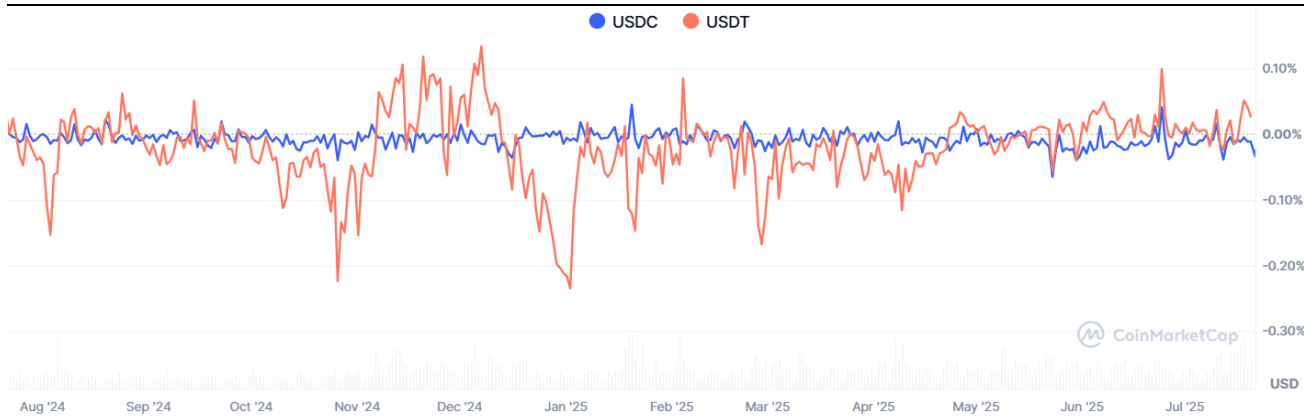
图表 55: Circle 利润表: 2024 年 99% 收入来自储备金利息收入, 分销及交易成本占收入比在 60%+

百万美元	1Q24	1Q25	2022	2023	2024
总收入	365	579	772	1,450	1,676
同比		58%		88%	16%
储备利息收入	360	558	736	1,431	1,661
占收入比	99%	96%	95%	99%	99%
其他收入	5	21	36	20	15
分销、交易及其他成本	-207	-348	-309	-728	-1,017
占收入比	57%	60%	40%	50%	61%
薪酬成本	-61	-76	-213	-296	-263
行政开支	-31	-31	-82	-100	-137
折旧及摊销	-12	-14	-13	-35	-51
IT 技术设施费用	-6	-8	-12	-21	-27
市场营销费用	-1	-4	-79	-37	-17
其他	4	-6	-102	35	4
运营费用合计	-106	-138	-501	-453	-492
占收入比	29%	24%	65%	31%	29%
经营利润	52	93	-38	270	167
OPM	14%	16%	-5%	19%	10%
净利润	49	65	-769	268	156
NPM	13%	11%	-100%	18%	9%
经调整 EBITDA	76	122	96	395	285
经调整 EBITDA 利润率	21%	21%	12%	27%	17%

资料来源: Circle 招股书, 国证国际

稳定币价格走势：过去一年 USDT 的价格波动在 $\pm 0.2\%$ ，USDC 在 $\pm 0.05\%$ ，价格的小幅度波动主要因流动性、跨区块链套利等因素。当前的稳定币是否纳入存款保险制度尚不明确，USDC 在“硅谷银行事件”中（USDC 33 亿美元现金储备存放于硅谷银行，约占总储备的 8%）短暂脱钩，跌至 0.87 美元，但迅速恢复。100%抵押和储备投资于高流动性资产，很大程度维持价格稳定，但仍不排除黑天鹅事件中集中抛售导致的极端价格波动。

图表 56：过去一年 USDT 及 USDC 的价格波动：USDT 在 $\pm 0.2\%$ ，USDC 在 $\pm 0.05\%$



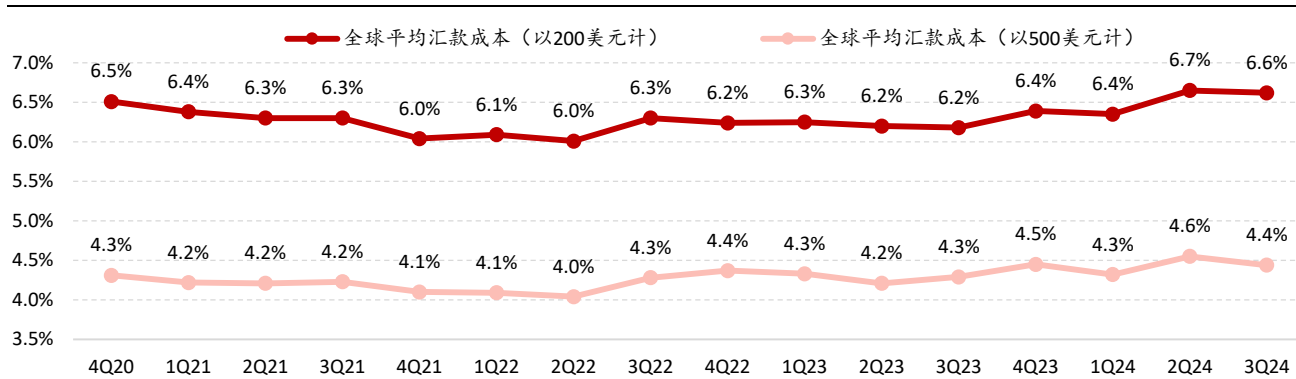
资料来源：CoinMarketCap，国证国际（注：截至 2025 年 7 月 20 日）

跨境支付领域的运用：降低跨境支付费率是稳定币的核心优势。

据世界银行 Remittance Prices Worldwide 数据，2024 年 3 季度，以 200 美元汇款计，全球平均汇款成本为 6.62%（含汇兑成本），其中 G20、G7 国家间平均汇款为 6.67%、6.14%；若以 500 美元计，全球平均汇款成本为 4.44%（含汇兑成本），在 4Q20-3Q24 期间，维持在 4.0%-4.6% 区间。

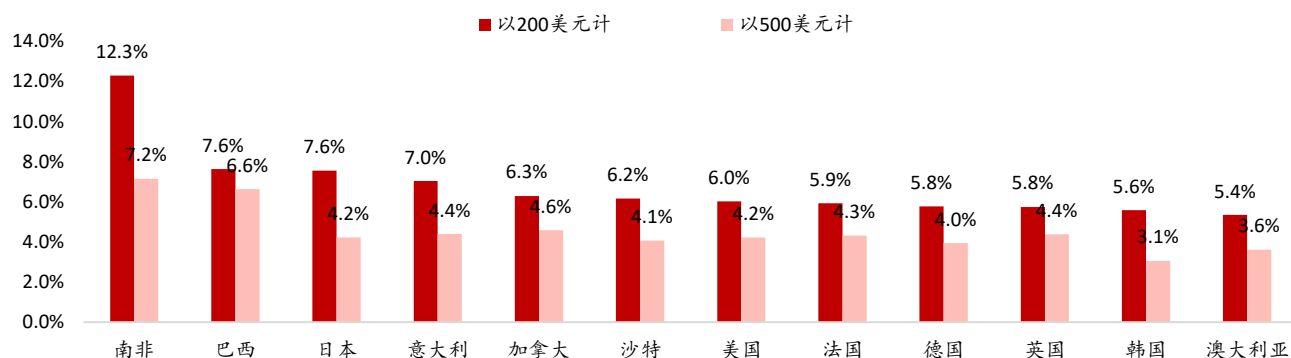
稳定币跨境支付费率：USDT 和 USDC 的费率，取决于具体支付场景、使用的区块链平台等。以 USDC 为例，1）基于 Solana 网络的跨境支付，单笔网络费为 0.00025 美元（费率约为 1.25bps）。2）基于 Coinbase Base L2 的手续费约为 0.007-0.009 美元，费率约在 0.02% 以下。3）通过 Stripe Crypto Payouts，单笔手续费约为 0.1 美元。

图表 57：全球平均汇款成本



资料来源：世界银行 Remittance Prices Worldwide，国证国际（注：包含汇兑成本）

图表 58：从部分 G20 国家汇款成本对比



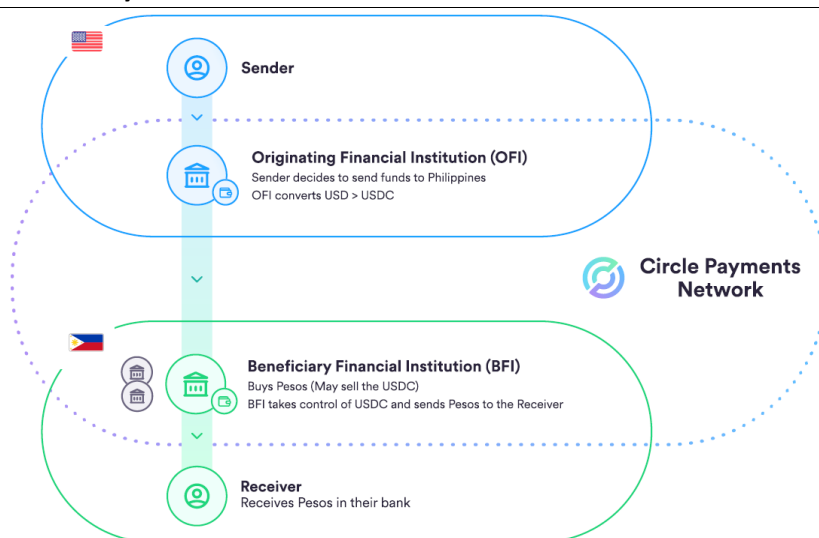
资料来源：世界银行 Remittance Prices Worldwide，国证国际（注：包含汇兑成本）

海外数字支付服务商的布局：1) **PayPal**：2023 年 8 月，与 Paxos Trust 合作推出 PYUSD，1:1 锚定美元，目前市值 8.6 亿美元（市值规模第 7）。美国用户可在 Paypal 内，将 PYUSD 发送至兼容钱包，在支付时可选择 PYUSD 支付。PayPal 已上线 PYUSD 的全球支付功能，拟在 2025 年底为全球超 2000 万中小商户提供 PYUSD 支付选项。2) **Stripe**：2024 年 10 月，开始支持商户接受 USDC 支付，2025 年 5 月推出稳定币账户（Stablecoin Financial Accounts），企业可在账户内直接将法币兑换为 USDC/USDB。

Circle Payments Networks (CPN) 运作逻辑：据 Circle 官网信息，Circle 推出 CPN 网络，推动跨境支付革新。CPN 网络内涉及主体包括付款人、收款人，Circle，持牌金融机构（如银行、支付服务商、汇款公司等）、各类服务商（合规服务、风险管理服务等）。具体流程看，1) 付款方通过金融机构（OFI，Originating Financial Institution）发起支付请求，2) OFI 将法币转换为 USDC，3) 通过 Circle CPN 网络传输至收款方的接收金融机构（BFI，Beneficiary Financial Institution），4) BFI 收到 USDC 后，可买入相应法币（实时换汇），最终结算至收款方账户（实时结算）。交易时间可压缩至数秒，支持 24/7 全天候交易。

交易流程涉及的费用包括：1) Payout Fees：持牌金融机构法币的支付及处理，2) 汇兑费用：法币与稳定币的兑换，金融机构可能收取 0.1%-0.5% 的汇率差价。3) CPN 网络服务费，4) 各类服务商服务，5) 其他：部分金融机构或收取接入费或合规审查费用。

图表 59：Circle Payments Networks 运作逻辑



资料来源：Circle，国证国际

香港稳定币发行沙盒试验

2024 年 7 月，香港金融管理局（HKMA）推出稳定币发行人沙盒计划，允许符合条件的机构在可控环境中测试稳定币发行及应用，同时收集监管反馈以完善后续牌照制度。沙盒计划企业包括：圆币创新科技、京东币链科技、渣打银行+安拟集团+香港电讯。沙盒实验场景包括：跨境贸易、跨境支付、参与虚拟资产交易所交易、RWA（现实世界资产代币化）、NFT 支付等。

图表 60：中国香港金管局沙盒计划具体项目

	圆币创新科技 RD InnoTech	京东币链科技 JINGDONG Coinlink	渣打银行+安拟集团+香港电讯 /Standard Chartered Bank +Animoca Brands+HKT
稳定币	港元稳定币 HKDR	多币种稳定币 JD-HKD/JD-USD	港元稳定币 HKDG
技术	基于以太坊公链计划发行的港元稳定币 HKDR，与港元 1:1 锚定	基于公链并与港元 (HKD) 1:1 挂钩的稳定币，旨在为全球企业和个人提供高效、经济、安全的支付解决方案	基于联盟链开发港元稳定币，整合银行清算系统与数字钱包，支持即时跨行结算
测试内容	数字资产交易、跨境贸易支付、Web3 应用等多个方向进行测试： 1) 虚拟资产交易：HKDR 可作为交易对手币，为投资者在不同交易所之间转移资金提供稳定锚定工具 2) 跨境贸易：用于企业之间的支付结算，结合“圆币钱包”所支持的多币种账户，降低企业换汇成本和汇率风险 3) Web 3& DeFi：链上游戏、NFT 交易市场中引入港元计价的稳定币	测试场景主要包括跨境支付、投资交易、零售支付等，比如跨境电商支付：与东南亚电商平台测试，支付成本降至传统银行体系的 1/20	游戏与 NFT 支付：利用 Animoca Brands 的 GameFi 生态测试游戏内资产交易与 NFT 购买 零售支付：香港电讯主导手机钱包集成，实现线下商户秒级结算（测试阶段手续费降至 0.0001%）
最新动态	2025 年第三季度完成沙盒测试，计划在《稳定币条例》生效后提交牌照申请	2025 年 6 月完成沙盒第二阶段测试，计划第四季度初申请牌照	2025 年 7 月进入沙盒测试后期，重点验证大湾区跨境汇兑场景的合规性与稳定性

资料来源：圆币创新科技官网，京东币链科技官网，渣打银行，香港金融管理局，国证国际

六、财务预测

数字支付收入预测：我们预计 2025 年整体 TPV 同比增 27%，有望突破 4 万亿元水平，其中全球支付/境内支付同比增 45%/25%，全球支付受益于服务贸易客户拓展、海外区域拓展等，境内支付受益于企业用户的数字化转型、商户数量增长等。我们预计 2025 年数字支付收入同比增 26%，全球支付及境内支付的费率维持稳定。

公司整体预测：预计 2025 年总收入同比增 24%至 16.3 亿元，预计毛利率 52%，同比稳定。考虑出售部分连通股权确认 16 亿元现金及应占连通公司亏损，预计 2025 年归母净利润 17.4 亿元。

图表 61：财务预测（年度）

百万人民币	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	589	644	743	1,028	1,315	1,633	1,963	2,367
同比		9%	15%	38%	28%	24%	20%	21%
营业成本	-210	-204	-277	-451	-632	-791	-939	-1,121
毛利	378	439	466	577	683	842	1,024	1,245
毛利率	64%	68%	63%	56%	52%	52%	52%	53%
销售及营销费	-69	-90	-139	-192	-248	-270	-304	-374
同比		30%	55%	38%	29%	9%	13%	23%
一般及行政开支	-290	-263	-258	-480	-561	-618	-687	-757
同比		-9%	-2%	86%	17%	10%	11%	10%
研发费用	-124	-174	-210	-268	-319	-358	-412	-473
同比		40%	21%	27%	19%	12%	15%	15%
经营利润	-20	-66	-100	23	-268	-169	-131	-52
经营利润率	-3%	-10%	-13%	2%	-20%	-10%	-7%	-2%
按权益法核算的应占联营公司净亏损	-328	-687	-805	-665	-293	-158	-79	-40
投资收益						2,045		
归母净亏损	-368	-747	-917	-656	-168	1,740	-225	-100
归母净亏损率	-63%	-116%	-123%	-64%	-13%	107%	-11%	-4%
经调整EBITDA	-203	-657	-822	-359	-280	2,038	138	298
经调整EBITDA利润率	-34%	-102%	-111%	-35%	-21%	125%	7%	13%
经调整净利润	-258	-677	-865	-403	79	108	91	257
经调整净利润率	-44%	-105%	-116%	-39%	6%	7%	5%	11%
收入分部：								
数字支付服务	538	588	630	874	1,151	1,455	1,772	2,166
同比		9%	7%	39%	32%	26%	22%	22%
全球支付	378	441	479	656	808	1,047	1,297	1,619
同比		17%	9%	37%	23%	30%	24%	25%
境内支付	160	147	151	218	343	409	475	546
同比		-8%	3%	44%	57%	19%	16%	15%
增值服务	8	22	91	134	146	159	171	180
其他	43	34	22	21	18	19	20	21
经营数据：								
总TPV（十亿元）	849	971	1,153	2,001	3,295	4,179	4,905	5,710
同比		14%	19%	74%	65%	27%	17%	16%
全球支付TPV（十亿元）	106	135	135	173	282	407	530	678
同比		27%	0%	28%	63%	45%	30%	28%
平均费率（bps）	35.6	32.6	35.5	38.0	28.7	25.7	24.5	23.9
境内支付TPV（十亿元）	743	836	1,018	1,828	3,013	3,772	4,376	5,032
同比		13%	22%	80%	65%	25%	16%	15%
平均费率（bps）	2.2	1.8	1.5	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1

资料来源：公司资料，国证国际预测

七、估值

我们采用 SOTP 估值，目标价 17.3 港元，其中包括：

- 1) 主营业务：**考虑公司支付业务仍在 TPV 及收入爬坡阶段，全球支付盈利水平仍有提升空间，境内支付尚未盈利，我们采用可比市销率估值。参考目前数字支付平均市销率 5.9x、清算公司等公司市销率 16.9x，稳定币相关公司市销率 15.8x，考虑公司“港股跨境支付第一股”地位、市场份额第一梯队、全球牌照壁垒、及未来潜在的稳定币相关业务机会，我们给予 10 倍 2025 年市销率，贡献目标价 16.0 港元。
- 2) 连通公司股权价值：**我们参考出售连通交易的定价（2025 年 1 月 3 日公告），连通公司估值 75 亿元，当前持有的 17.63% 对应的股权价为约 13.2 亿元/14.5 亿港元，对应目标价贡献为 1.3 港元。

我们看好公司 TPV 增长带动收入增长、利润改善前景、跨境支付技术革新带来新的业务机会。首次覆盖，给予买入评级。

图表 62：SOTP 目标价 17.3 港元，首予买入评级

主业估值				连通公司估值			
2025 年收入预测（百万元）	1,633			连通公司估值（百万元）	7,500		
市销率	10.0			连通公司估值（百万港元）	8,230		
主业估值（百万人民币）	16,326			持股比例	17.63%		
主业估值（百万港元）	17,915			持有股份估值（百万港元）	1,451		
股数（百万）	1,117			股数（百万元）	1,117		
贡献目标价（港元）	16.0			贡献目标价（港元）	1.3		
				目标价（港元）			
				收盘价（港元）			
				潜在涨幅			

资料来源：公司资料，港交所，国证国际预测（收盘价为 2025/7/22；连连估值为 2025 年 1 月 3 日公告的出售连通交易的定价）

图表 63：可比公司估值表

公司	股票代码	报表	交易	收盘价	年初至今	最新市值	P/E		P/S		收入（报表货币，百万）		净利润（报表货币，百万）	
		货币	货币	(交易货币)		(十亿美元)	1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	1FY(YoY)	1FY	1FY(YoY)
数字支付														
Adyen公众有限公司	ADYEN NA	EUR	EUR	1,533	7%	56.9	43.3	34.5	19.9	15.9	2,430	22%	1,109	20%
Block	XYZ US	USD	USD	80	-6%	49.0	29.0	21.7	1.9	1.8	25,207	5%	1,743	-19%
Paypal	PYPL US	USD	USD	77	-10%	74.6	15.1	13.6	2.3	2.2	32,711	3%	4,966	3%
Shift4 Payments	FOUR US	USD	USD	107	3%	9.5	21.9	17.6	5.6	4.2	1,702	26%	451	26%
乌拉圭Dlocal	DLO US	USD	USD	11	4%	3.2	19.5	14.9	3.3	2.7	965	29%	168	8%
Payoneer	PAYO US	USD	USD	7	-32%	2.5	28.4	24.8	2.4	2.3	1,006	3%	84	-31%
平均							32.0	22.7	5.9	4.8				
清算公司														
维萨公司	V US	USD	USD	355	12%	704.2	31.3	27.7	17.8	16.1	39,588	10%	22,209	9%
万事达	MA US	USD	USD	562	7%	510.4	35.2	30.1	16.0	14.3	31,910	13%	14,537	7%
平均							33.3	28.9	16.9	15.2				
稳定币相关														
Coinbase	COIN US	USD	USD	398	60%	101.3	77.3	54.1	13.9	12.6	7,280	11%	1,374	-47%
Circle	CRCL US	USD	USD	202	553%	46.1	NM	NM	18.0	14.5	2,561	53%	16	-90%
OSL	863 HK	CNY	HKD	17	117%	1.4	NM	NM	15.5	10.0	640	71%	57	1%
平均							77.3	54.1	15.8	12.3				

资料来源：公司资料，彭博，国证国际（注：截至 2025 年 7 月 23 日）

八、风险提示

1. 全球支付受跨境电商、跨境贸易的发展影响，而关税政策变化等贸易摩擦或限制跨境电商及跨境贸易在部分市场的表现。美国市场仍是公司全球支付的交易额重要来源市场，若中美贸易摩擦进一步升级，或影响未来全球支付交易额增长。
2. 跨境支付服务商市场分散度较高，若竞争加剧，费率或有下降压力，影响收入表现。
3. 持股公司连通公司的清算业务仍在早期发展阶段，预计短期仍是亏损状态，扭亏为盈需待较长时间建立规模经济。
4. 虚拟资产交易及稳定币相关业务，仍在早期，若技术迭代发生范式转移，或全球其他地区政策变化等，业务落地及运营或有面临压力。

附表：财务报表预测

利润表					
(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,028	1,315	1,633	1,963	2,367
营业成本	-451	-632	-791	-939	-1,121
毛利润	577	683	842	1,024	1,245
销售费用	-192	-248	-270	-304	-374
研发费用	-268	-319	-358	-412	-473
行政费用	-480	-561	-618	-687	-757
经营利润	23	-268	-169	-131	-52
按权益法核算的应占联营公司净亏损	-665	-293	-158	-79	-40
投资收益	-	-	2,045	-	-
税前利润	-652	-572	1,707	-216	-94
所得税	-2	405	35	-7	-4
净利润	-654	-167	1,742	-223	-98
经调整净利润	-403	79	108	91	257
<u>资产负债表</u>					
(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
客户资金及受限制现金	9,184	12,607	15,652	18,820	22,691
现金及现金等价物	190	522	2,795	3,243	3,360
按公允价值计量且其变动	192	284	352	423	511
预付款项、其他应收款项	80	158	180	212	251
其他流动资产	68	93	107	129	156
流动资产总额	9,713	13,664	19,087	22,828	26,968
物业、厂房及设备	121	120	132	139	144
使用权资产	19	29	36	42	48
投资物业	165	161	167	172	183
按权益法核算的投资	293	-	-	-	-
递延所得税资	18	425	28	34	41
其他非流动资产	139	140	145	147	151
总资产	10,467	14,539	19,596	23,362	27,535
贸易应付款	76	75	113	123	154
合同负债	13	10	18	18	23
借款	290	342	327	373	426
应计费用及其他应付款	9,312	12,692	15,271	18,654	22,315
其他应付账款	18	20	25	30	37
流动负债总额	9,709	13,139	15,754	19,199	22,955
借款	148	137	130	124	117
租赁负债	8	15	15	16	16
其他非流动负债	10	13	13	14	14
总负债	9,874	13,303	15,912	19,351	23,102
股本	1,015	1,079	1,117	1,117	1,117
其他储备	2,255	2,998	2,708	3,291	3,698
累计亏损	-2,681	-2,849	-1,107	-1,330	-1,429
本公司权益持有人应占权	589	1,228	959	925	1,037
股东权益总额	594	1,236	3,684	4,010	4,432
负债及权益总额	10,467	14,539	19,596	23,362	27,535
<u>现金流量简表</u>					
(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	95	-111	93	261	-159
投资活动现金流	-202	-131	1,651	75	-1
融资活动现金流	149	569	524	107	272
期初现金	146	190	522	2,795	3,243
期末现金	190	522	2,795	3,243	3,360

数据来源：公司财报，国证国际预测

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至日本、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