

买入

全球化布局跨境支付服务商，稳定币技术赋能生态化升级

连连数字 (2598.HK)

2025-07-28 星期一

【投资要点】

➤ 全球牌照与技术构筑核心壁垒，业务具备稳定币生态发展土壤：

公司是一家从境内第三方支付切入全球跨境电商场景的数字支付科技企业，目前向全球商户与企业提供综合数字支付及交易科技平台服务，且公司的数字支付解决方案处于市场领先地位。公司围绕“支付+科技+服务”构建三大业务板块，已经形成“一体两翼”架构。近期稳定币概念火热，我们认为公司是当前市场上同时拥有稳定币支付场景生态和稳定币技术储备的稀缺标的，同时旗下还拥有虚拟资产交易的平台，未来也有较大概率获得香港稳定币的发行牌照，因此业绩成长空间较大。

➤ 跨境电商红利持续释放，交易规模快速增长：

2024 年公司全球支付业务 TPV 达 2,815 亿元，同比增长 63.1%；收入 8.08 亿元，同比增长 23.1%，占总营收 61.4%。境内支付业务 TPV 突破 3 万亿元，同比增长 64.9%，体现“内外联动”战略成效，未来规模效应将显现。根据弗若斯特沙利文报告测算，我国跨境电商零售市场规模从 2018 年的 2010 亿美元增至 2022 年的 4425 亿美元，18-22 年 CAGR 达 21.8%。在政策利好跨境电商业务、电商平台与海外品牌建立合作以及国际快递服务发展的推动下，预计跨境电商零售市场规模将于 2027 年增长至 11019 亿美元，23-27 年 CAGR 为 19.5%。连连数字作为国内最大独立跨境支付供应商，持续受益于行业扩容。

➤ 看好公司未来业务增长潜力，首次覆盖给予买入评级：

连连数字作为中国领先的跨境支付服务商，凭借其在全球七大核心市场的牌照布局和技术创新能力，持续推动业务增长。未来公司的收入增长将受到多重因素的共同驱动，包括跨境电商出海的加速发展、人民币国际化的持续推进，以及稳定币技术在支付和金融科技领域的广泛应用。我们采用分部估值法，分别给予公司对应 2025 年支付业务 8 倍 PS、增值服务业务 20 倍 PS 目标估值，约 160 亿港币市值目标，对应目标价 15.0 港元，相较于现价预计有 20.0% 的升幅，首次覆盖给予“买入”评级。

百万元 (人民币)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2026E
主营业务收入	1,028	1,315	1,587	1,928	2,322
同比增长 (%)	38.4%	27.9%	20.7%	21.5%	20.4%
毛利率	56.1%	51.9%	51.8%	51.6%	51.4%
归母净利润	(656)	(168)	1,722	(14)	117
同比增长 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
归母净利润率	-63.8%	-12.8%	108.5%	-0.7%	5.1%
每 ADS 盈利 (元)	-0.61	-0.16	1.60	-0.01	0.11
PS	14.11	11.03	9.14	7.52	6.25

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测

目标价：**15.0 港元**
现价：**12.5 港元**
预计升幅：**20.0%**

重要数据

日期	2025.07.25
收盘价 (港元)	12.50
总股本 (亿股)	10.79
总市值 (亿港元)	132.72
净资产 (亿港元)	13.6
总资产 (亿港元)	159.81
52 周高低 (港元)	18.00/5.50
每股净资产 (港元)	1.26

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

章征宇	27.05%
吕钟霖	8.62%
光大创新投资中心	7.46%
博裕景泰资本	5.68%

相关报告

研究部

姓名：李承儒
SFC: BLN914
电话：0755-21519182
Email: licr@gyzq.com.hk

目录

1.公司基本情况	4
1.1 公司简介	4
1.2 股权结构和管理团队	5
1.3 公司业务模式	6
1.4 经营业绩回顾	7
2.行业分析	9
2.1 跨境电商高景气驱动跨境数字支付加速放量	9
2.2 全球牌照布局与银行卡清算网络重塑竞争格局	10
2.3 稳定币市场规模显著增长，未来发展空间较大	11
2.4 应对全球支付结算格局竞争，中国将推进稳定币应用落地	12
3.公司亮点及核心竞争力	13
3.1 全球牌照矩阵叠加清算网络构成核心竞争力	13
3.2 自研引擎与 AI 风控构建强大技术底座	14
3.3 开放生态与增值服务的协同放大效应	14
3.4 公司发展稳定币业务具备天然优势与土壤	15
4.盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测	16
4.2 行业估值及目标价	17
5.风险提示	18
【财务报表摘要】	19
投资评级定义及免责条款	20

图目录

图 1：连连数字发展历程	5
图 2：连连数字的核心盈利模式	7
图 3：公司 2024 年收入结构	8
图 4：公司净利率水平逐年提升	8
图 5：公司近年收入及毛利润（百万元）	9
图 6：公司近年业务分部收入（百万元）	9
图 7 中国数字支付解决方案市场拥有较大增长潜力	10
图 8：稳定币市场规模在过去几年中经历了显著的增长	11
图 9：稳定币技术将加速推动人民币国际化	12
图 10：连连数字全球牌照布局与监管合规框架	14
图 11：广泛的生态合作伙伴，形成全球网络效应	15
图 12：发展稳定币业务的竞争优势与业务闭环	16

表目录

表 1：公司股权结构（截至 2024 年 12 月）	5
表 2：公司管理团队简介	6
表 3：中国跨境电商行业发展历程	9
表 4：中国近 5 年进出口总额持续提升，对于稳定币技术存在较大潜在需求	13
表 5：公司未来业绩预测	18
表 6：信息科技服务行业相关标的估值表	18

1. 公司基本概况

1.1 公司简介

公司是一家从境内第三方支付切入全球跨境电商场景的数字支付科技企业，于2009年成立。目前已完成从移动收单服务，向全球商户与企业提供综合数字支付及交易科技平台的升级，公司稳居中国数字支付解决方案市场领先地位。公司围绕“支付+科技+服务”构建三大业务板块，已经形成“一体两翼”架构。其核心数字支付服务覆盖全球及境内的收款、付款、收单、汇兑及虚拟银行卡全场景，而增值服务延伸至数字营销、流量引入和企业钱包等领域，同时与美国运通合资成立的子公司则提供人民币银行卡清算服务（已合作22家主流发卡行），这一架构使公司能为跨境电商、制造、物流等多元行业客户提供端到端解决方案。

在合规与全球化布局上，公司累计取得65项支付及相关金融牌照，业务覆盖100多个国家和地区，且是目前中国唯一在美国全部50个州均持有支付牌照的中资支付机构，“全球多牌照+全美MTL”的稀缺组合使其能为590万家跨境电商、零售、旅游等行业客户提供本地化清结算和资金合规服务，在准入门槛、风控标准与币种覆盖度上与市场其他同类型服务商形成差异化壁垒。同时公司自研的支付与风控平台，已将AI深度应用于合规监测，并正探索Web3数字资产结算以提升全球清算效率及拓展新收入曲线，综合“多牌照合规、一体化技术平台、生态网络”三重优势，公司正加速从支付服务商升级为全球贸易数字化的综合基础设施提供者。

近期稳定币概念火热，公司目前与BVNK合作为其商户推出稳定币支付。此次整合将使公司遍布100多个国家的国际商户能够使用主流稳定币在几分钟内完成跨境交易。通过合作，BVNK自动将商户的稳定币存款转换为美元，然后LianLianGlobal通过其全球网络进行转账。同时全资附属公司DFX Labs已获得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（VATP）牌照，可以提供虚拟资产交易服务。因此我们认为公司是目前市场上同时拥有稳定币支付场景生态和稳定币技术储备的稀缺标的，未来也有较大概率获得香港稳定币的发行牌照，因此业绩有较大成长空间。

图 1：连连数字发展历程



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

1.2 股权结构和管理团队

根据 WIND 数据显示，截止 2024 年 12 月，连连数字创始人兼董事长章征宇直接持股 10.97%，并通过其控制的杭州创连致新有限合伙企业间接持股 16.08%，共计 27.05%为第一大股东，且为内资股。公司共同创始人吕钟霖持股比例达 8.62%，同样为内资股。天津光大创新科技投资中心有限合伙企业和上海博裕景泰股权投资合伙企业则各持股 7.46%和 5.68%。

表 1：公司股权结构（截至 2024 年 12 月）

股东名称	占已发行普通股比例（%）
章征宇（及杭州创连致新有限合伙企业）	27.05%
吕钟霖	8.62%
天津光大创新科技投资中心有限合伙企业	7.46%
上海博裕景泰股权投资合伙企业	5.68%

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

连连数字核心成员在金融科技和支付领域拥有深厚积累，有助于推动公司全球化战略和业务创新。创始人章征宇深耕数字支付与资本运作，首席执行官与财务总监拥有跨境合规与上市治理背景，技术与运营高管曾任职于蚂蚁金服、国际银行等专业金融机构，整体团队在全球化支付技术、AI 风控、全球牌照拓展和商户增长等方面拥有丰富的管理经验。而通过公司高管团队结构可以看出，公司对支付科技和全球化业务的双重侧重，公司始终将自身定位为“全球贸易数字化赋能者”，通过多元职能来协同应对跨境支付中面临的合规挑战和技术难题，为公司在全球化支付科技赛道持续扩张奠定基础。

表 2：公司管理团队简介

姓名	职位	行业经历
章征宇	创始人、董事长兼 执行董事	章先生主要负责公司的整体战略规划、业务方向及运营管理。章先生于 2004 年创办浙江连连科技有限公司。曾任天融信董事长，深耕网络安全与跨境支付布局。
辛洁	首席执行官兼执 行董事	主要负责公司的整体战略规划及日常运营。曾任 SunMicrosystems、渣打直投高管及中金公司 CFO；拥有 20+ 年投行与跨境合规运营经验，负责全球经营与监管沟通。
魏萍	财务总监兼执行 董事	主要负责集团财务规划、财务管理及财务报告。曾历任 Lazada、红黄蓝、达内教育等中外企业 CFO；擅长上市公司财务治理与 IR 管理，强化集团财务合规与融资能力。
王愚	副总经理兼 CTO、 执行董事	主要负责公司整体技术管理及提供技术方向。曾担任众安在线技术副总裁，以及在蚂蚁科技集团股份有限公司担任高级技术专家职位。
朱晓松	全球业务负责人 兼执行董事	主要负责集团全球业务的整体运营管理，曾在贝恩与壳牌从事战略与并购，现负责海外投资及市场拓展，推动多牌照网络落地。

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

1.3 公司业务模式

作为一家领先的数字支付服务提供商，其业务模式涵盖了数字支付和增值服务两大核心领域。数字支付业务是公司的主要收入来源，通过为商户和企业提供跨境和境内的支付解决方案，帮助其顺利完成交易。在数字支付业务中，连连数字通过收取基于交易支付价值（TPV）的服务费或每笔交易的固定费用来实现盈利。而增值服务则是在数字支付的基础上延伸出的综合服务，旨在提升客户粘性和平台价值，增值服务的收入来源主要包括订阅费和增值服务费。

➤ 全球支付服务业务

公司全球支付服务业务主要通过跨境结算机制和国际合作伙伴的支持来实现其商业目标，通过自建的全球支付技术平台，为外贸企业和跨境电商提供高效的跨境支付解决方案。该平台支持多币种、多语言和多地区的支付需求，使得客户能够在不同的市场环境中无缝进行交易。这种灵活性不仅提高了用户体验，也降低了交易成本，从而吸引了更多的国际商家选择连连数字的服务。该业务目标客户主要聚焦于外贸企业和跨境电商，这些客户通常面临复杂的支付需求和资金流动的压力，而连连数字的解决方案正好能够满足他们的需求。通过提供高效的支付服务和灵活的资金管理工具，公司在竞争激烈的国际支付服务市场中脱颖而出。此外，连连数字还针对不同行业的特点，推出了定制化的支付解决方案，进一步增强客户粘性力。在跨境结算过程中，公司利用大数据和人工智能技术，实时监控交易行为，识别潜在的风险并及时采取措施。在保障客户资金安全的同时，提升交易的处理速度。对于外贸企业而言，快速的资金到账和低风险的交易环境是其

选择支付服务的重要因素。此外，连连数字还通过与国际银行和金融机构的合作，同时公司旗下拥有的支付牌照覆盖范围名列市场前茅，确保了跨境支付的合规性和安全性，进一步增强了客户信任度。

➤ 境内支付服务业务

公司全境内支付服务业务主要通过为中小企业和电商平台提供支付解决方案来实现其商业目标。公司境内支付平台支持多种支付方式，包括信用卡、银行转账和电子钱包等，使得商户能够灵活选择最适合自己的支付手段。客户主要聚焦于中小企业和电商平台，针对不同行业的特点，推出了定制化的支付解决方案。

➤ 增值服务

公司增值服务业务主要通过提供风险管理工具和 API 集成等服务来增强客户粘性和平台价值。连连数字利用先进的数据分析和人工智能技术，开发了一系列风险管理解决方案，帮助客户识别和应对各种交易风险。通过开放的 API 接口，帮助客户现有系统与电商平台无缝对接。这种集成方式使得客户可以轻松地在其业务流程中嵌入连连数字的支付功能，从而提升了整体的运营效率。增值服务主要面向金融机构和大型企业，这些客户通常对支付解决方案有着更高的要求，尤其是在风险管理和数据安全方面。

图 2：连连数字的核心盈利模式



资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

1.4 经营业绩回顾

根据公司披露的业绩数据显示，2024 财年连连数字实现收入 13.15 亿元，同比增长 27.9%，主要受益于数字支付业务的强劲扩张。在剔除上市开支及股份支付等一次性因素后，非会计准则下的净利润为 7869 万元，成功扭亏为盈，利润拐点的出现主要得益于数字支付规模的快速放大和费用率持续下行，以及公司在成本控制和收入增长之间取得了良好的平衡，增长主因包括：

➤ 跨境电商红利：首先中国跨境电商市场规模持续扩张，公司作为跨境支付服

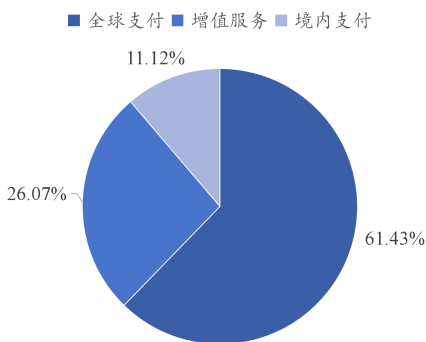
务商，通过 65 项全球支付牌照深化合规能力，赋能客户全球贸易，在部分地区市场渗透率不断提升。

- **产品创新：**公司目前已经推出聚合支付、虚拟银行卡等解决方案，满足中小微企业需求；同时与电商平台深度技术合作，提升 TPV 转化率。
- **客户拓展：**公司完成了新兴市场（如东南亚、中东）本地化团队建设，当地客户数量同比增长超 50%。

从公司运营规模来看，2024 年公司实现全球支付规模 TPV 约 2,815 亿元、境内支付规模 TPV 约 3.0 万亿元，分别增长 63.1%与 64.9%，带动全球支付收入 8.08 亿元（+23.1%YoY）、增值服务收入 3.43 亿元（+57.1%YoY）和境内支付收入 1.46 亿元（+9.5%YoY）齐头并进，收入结构向毛利率更高的增值服务进一步倾斜。

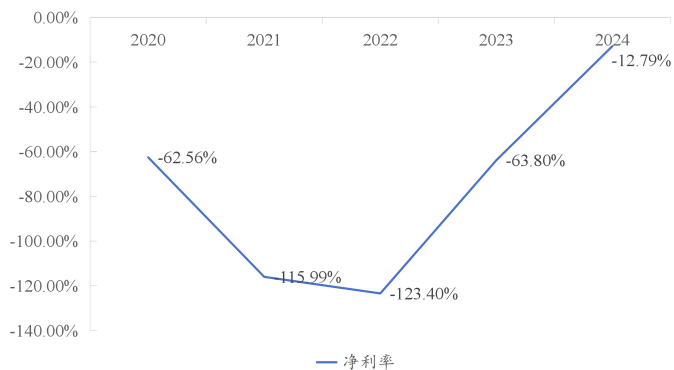
成本端，公司通过 AI 风控和精细化管理压降费用，销售、行政及研发综合费用率（剔除股份支付股权激励费用）合计同比下降约 3 个百分点，使得毛利率维持在 51.9%的高位，其中全球支付业务毛利率 72%保持高位，体现跨境业务护城河，境内支付毛利率下降（同比降 5.9 个百分点）主要是因低毛利虚拟卡业务的扩张。整体来看，公司目前 TPV 高速增长、收入结构稳定与充足的现金储备，将共同奠定公司未来三年盈利持续释放与业务向稳定币生态升级的坚实基础。

图 3：公司 2024 年收入结构



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 4：公司净利率水平逐年提升



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 5：公司近年收入及毛利润（百万元）

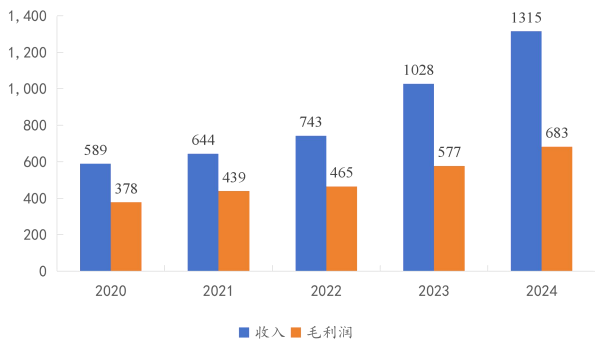
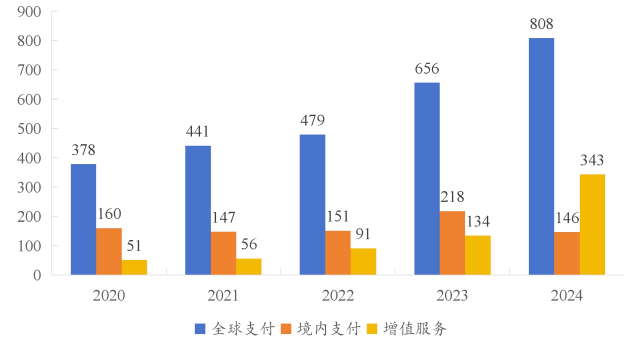


图 6：公司近年业务分部收入（百万元）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

2.行业分析

2.1 跨境电商高景气驱动跨境数字支付加速放量

近年中国卖家“出海”趋势明显，根据弗若斯特沙利文测算，我国跨境电商零售市场规模从 2018 年的 2010 亿美元增至 2022 年的 4425 亿美元，18-22 年 CAGR 达 21.8%。在政策利好跨境电商业务、电商平台与海外品牌建立合作以及国际快递服务发展的推动下，预计跨境电商零售市场规模将于 2027 年增长至 11019 亿美元，23-27 年 CAGR 为 19.5%。对应的跨境数字支付 TPV 将以 25.2% 的 CAGR 从 4.6 万亿元扩大到 14.1 万亿元，同期跨境增值服务收入 CAGR 达 31.8%。规模扩张、费率相对更高的全球支付份额上升，将成为连连数字收入与毛利率持续提升的核心外部驱动力。

表 3：中国跨境电商行业发展历程

发展阶段	显著特征	阶段描述
萌芽探索阶段（1998 - 2005 年）	以B2B“融网”尝试为主。阿里巴巴等平台帮助外贸工厂对接海外买家；交易以信息撮合与邮件洽单为主，支付和物流体系缺位，交易规模有限，行业仍属“小众试验田”。	跨境电商的雏形出现在1998 - 1999年，外贸公司和工厂借助互联网发布产品目录；此阶段缺乏标准化通关、仓储和支付配套，信任成本高，交易频次低，更多起到“线上黄页”作用。
快速起步阶段（2006 - 2013 年）	“海淘”与代购消费崛起，B2C模式兴起；支付宝、顺丰、EMS等支付物流基础设施逐步完善；2012年起郑州、上海等城市开展跨境电商服务试点，为行业“放水养鱼”。	随乳制品等国内信任危机，个人直邮海淘需求高速增长，促成以淘宝海外、京东海外购等平台的尝试；2012年首批试点城市启动，解决了报关、清关、退税等痛点，为后续零售进口模式奠定政策基础。
规范化与平台化（2014 - 2019年）	综合试验区复制推广；保税仓备货与“先放行后审单”监管模式确立；天猫国际、考拉海购、京东国际等大型平台占据主导；进口关税、行邮税多轮调整，引导行业合规成长。	2015年首个杭州跨境电商综试区获批，随后综试区扩容至100+城市，“六体系两平台”经验全国推广；保税仓模式大幅缩短配送时效，推动进口零售渗透率提升；平台通过自营+第三方模式完善选品与售后，行业年交易额突破4万亿元。
品牌出海与数字化深化（2020 - 2023年）	新冠疫情使全球电商渗透率跃升，出口端“独立站+海外仓”迅速普及；Shein、Anker、安克创新等中国品牌在欧美市场爆发；亚马逊、Shopee、Lazada等多平台运营成为卖家标配；跨境电商进出口额年均增速保持30%以上。	2020年起海关总署数据显示跨境电商进出口连续三年年增逾30%，出口额增速尤为突出；在“柔性供应链+数字营销”驱动下，快时尚与3C数码类中国品牌占据App下载榜前列；卖家加速布局海外仓与本地化团队，以提升履约效率并降低退货成本。
新质生产力与合规全球化（2024年至今）	国家层面出台《跨境电商海外仓建设指引》《数据跨境流动管理办法（征求意见稿）》等新规，强调供应链出海与数据合规；Shein、Temu、TikTok Shop“三小虎”带动流量新格局；AI与SaaS工具渗透运营链路，行业从“高速增长”转向“高质量”。	2024年国务院草案提出优化海外仓金融支持、完善跨境电商监管，标志跨境电商迈入“合规精细化”阶段；2025年行业报告指出跨境电商正由单纯商品出口升级为供应链、品牌与数字技术一体化出海，交易规模仍保持双位数增长但竞争转向效率与合规。

资料来源：商务部、国元证券经纪（香港）整理

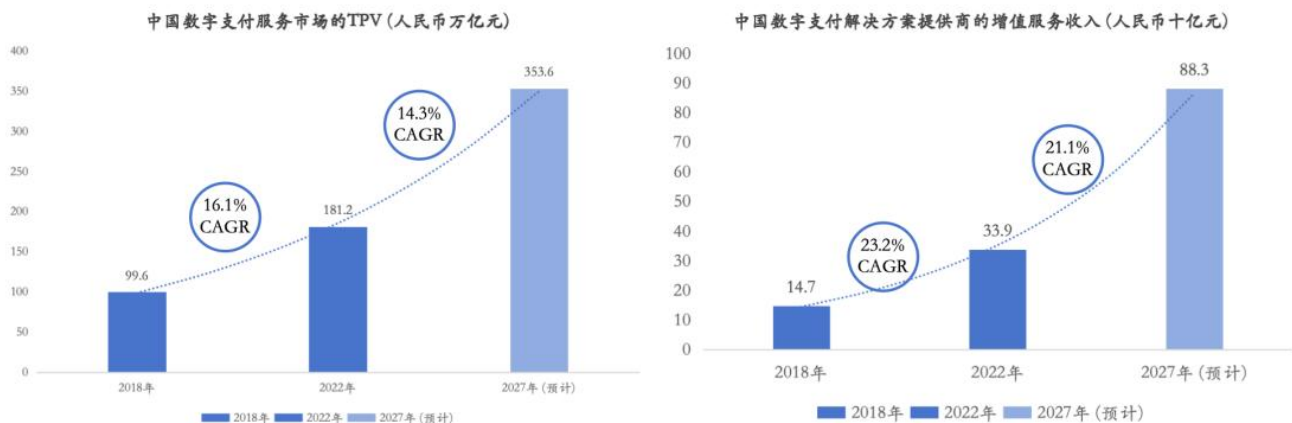
2.2 全球牌照布局与银行卡清算网络重塑竞争格局

跨境支付行业面临高度碎片化的合规门槛：除欧盟“电子货币机构”及英国“授权支付机构”等区域执照外，美国仍维持 50 州+华盛顿特区均需单独 Money Transmitter License (MTL) 的制度，且各州对净资产、保证金、虚拟货币活动的要求差异显著。

在中国，本土银行卡清算长期由银联垄断。自 2020 年央行放开市场后，AmericanExpress 与中方合资公司拿下首张外资清算牌照，2020-2023 年已与 16+ 家商业银行和三大移动支付平台对接；Mastercard 与网联的合资公司亦于 2024 年上线首笔人民币清算交易。随着更多国际卡组织获批，本土与外资清算网络并行，境内外资金流和费率结构正被重新塑造。

综合来看，“多牌照合规+本地清算网络”已成为跨境支付玩家的护城河核心：一方面，全球执照组合决定了企业能否快速为商户开通本地收款和资金回流通道；另一方面，自有或合资清算网络带来的 interchange 与通道成本优势，正在把上游牌照壁垒转化为下游定价能力，重塑行业竞争秩序和利润分配格局。

图 7 中国数字支付解决方案市场拥有较大增长潜力



资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

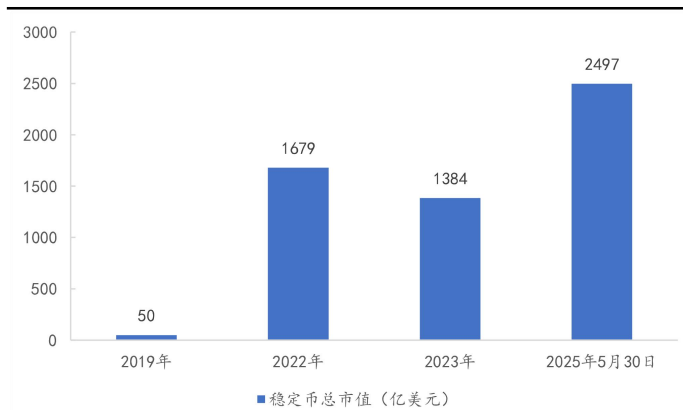
2.3 稳定币市场规模显著增长，未来发展空间较大

稳定币市场规模在过去几年中经历了显著的增长，尤其是在 2020 年以来，这种增长更加明显。截至 2025 年 7 月，全球稳定币总市值已突破 2500 亿美元，占加密货币总市值的 7%。过去 5 年市场规模增长超 1100%，年交易额突破 35 万亿美元。而在全球贸易体系中，占主导货币地位的国家掌握较大话语权和价值分配权。随着中国在全球供应链中的地位不断提升，外贸规模稳步提升，人民币国际化进程持续推进，对于稳定币技术落地的需求也尤为迫切。稳定币在设计之初主要用于加密资产领域，但近年来快速进入支付等传统金融领域。从全球来看，随着多地区稳定币法案落地，稳定币作为连接传统金融和加密生态的核心组件，其战略地位和市场规模不断攀升。当前美国《GENIUS 法案》（2025 年 7 月生效）、香港《稳定币条例》（2025 年 8 月生效）、欧盟 MiCA 法规即将落地，为稳定币流通及合规发行提供有力支撑。我们认为未来稳定币的增长主要受到以下几个因素的推动：

- 支付结算需求：稳定币在支付结算中相较于传统法币和其他加密货币具有高效即时、节约成本和规避风险的优势。
- 加密货币市场扩容：稳定币作为底层计价和结算工具，随着加密货币市场的扩容，其需求自然增加。
- 地缘政治与经济动荡：在新兴市场，由于地缘政治风险加剧和区域经济持续动荡，稳定币作为一种替代性货币，其需求显著上升。

根据最新数据，2024 年全球商品贸易总额为 24.43 万亿美元，较 2023 年增长 3.7%。目前稳定币规模占全球贸易比重 1.02%，我们预计未来 5 年有望达到 5% 以上水平，全球稳定币总市值有望超过 1.25 万亿美元。

图 8：稳定币市场规模在过去几年中经历了显著的增长



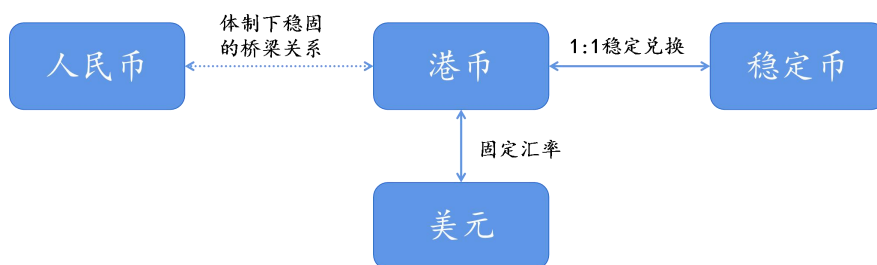
资料来源：Wind，国元证券经纪（香港）整理

2.4 应对全球支付结算格局竞争，中国将推进稳定币应用落地

当前全球稳定币市场还是由锚定美元的币种主导，随着美国通过《GENIUS 法案》将稳定币纳入美元数字化体系，强化其在区块链生态的统治地位。若中国不发展自主稳定币，可能面临美元在跨境支付、资产定价等领域进一步垄断的风险。因此推行中国自己的稳定币势在必行。随着香港《稳定币条例》通过，中国将设立首个法币稳定币发牌制度，要求发行人持有 100% 储备资产并且接受金管局监管。此举为未来推出与人民币锚定的稳定币建立提供合规框架，避免在发行初期就被境外稳定币侵蚀本地金融体系。另外由于全球离岸人民币市场规模有将近 1.62 万亿元，而香港地区是主要流通地，因此未来通过稳定币技术将会更加有利于境外人民币市场规管及流通效率。虽然短期中国大陆地区暂未开放稳定币发行，但通过香港试点积累监管经验，将有效降低跨境贸易成本并扩大人民币使用场景，等技术运用成熟后，长期将构建新数字人民币货币体系。未来随着场景深化，稳定币或成为人民币国际化突破的关键载体。

中国作为全球最大贸易国，稳定币可解决中小企业跨境支付成本高、效率低的问题。稳定币技术通常能够使外贸企业结算周期从 7 天缩短至 1 天甚至更短。整个交收过程更加流程且高效。利用稳定币技术将降低支付体系成本和提升支付效率。目前 SWIFT 的费用体系包含多重中间环节：代理行收取 0.1%-0.3% 的跨境手续费，中间行额外扣除 0.2%-0.5%，加上 1%-3% 的汇率损失，综合成本可达 5%-7%。而稳定币如 USDT 仅需支付链上 Gas 费（约 0.01-0.1 美元）和 0.1%-0.5% 的兑换费，成本降幅超过 90%。在资金效率上 SWIFT 系统跨境转账平均耗时 2-3 天，稳定币通过区块链技术实现点对点即时结算，耗时非常短。中国作为全球贸易大国，对于稳定币技术存在较大潜在需求。

图 9：稳定币技术将加速推动人民币国际化



资料来源：国元证券经纪（香港）整理

表 4：中国近 5 年进出口总额持续提升，对于稳定币技术存在较大潜在需求

年份	进出口总额（人民币）	同比增速	出口额（人民币）	进口额（人民币）
2020	32.16万亿元	1.90%	17.93万亿元	14.23万亿元
2021	39.10万亿元	21.40%	21.73万亿元	17.37万亿元
2022	42.07万亿元	7.70%	23.97万亿元	18.10万亿元
2023	41.76万亿元	-0.70%	23.77万亿元	17.99万亿元
2024	43.85万亿元	5.00%	25.45万亿元	18.39万亿元

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

3. 公司亮点及核心竞争力

3.1 全球牌照矩阵叠加清算网络构成核心竞争力

连连数字在跨境支付最难攻克的“合规及清算”环节已构筑双重壁垒。首先，在牌照层面，公司自 2011 年取得央行《支付业务许可证》以来，持续向境外延伸，迄今共拥有 65 张支付及相关金融牌照，覆盖中国、香港、美国、新加坡、英国、卢森堡、泰国、印尼等七大司法辖区。在欧美高门槛市场中，公司不仅拿下英国 API、卢森堡 EMI 和新加坡 MPI，更实现美国“50 州+华盛顿特区”Money Transmitter License 全贯通，这意味着其可直接为卖家提供全球化的结算账户，无需依赖第三方中转，大幅压缩资金在途时间与备用金占用。与此同时，公司在东南亚与拉美多国亦有布局，由于当地对跨境支付机构有设立最低实收资本、当地董事席位及数据本地化等额外要求，公司通过与当地银行及财税机构合资或收购的方式完成“落地”，将合规与市场准入同步推进，保证未来业务快速放量。

其次，在清算层面，公司凭借与美国运通的合资企业进入中国市场银行卡清算网络。连通 2020 年获批牌照后，已在陆续开展全国网络铺设，并与 22 家主要发卡行与三大移动支付渠道实现直连，累计发行银行卡数量超过 1921.8 万张。公司一方面可向大型跨境商户提供“一口价”低费率方案，锁定高频、大额支付流水；另一方面通过自有路由算法在银联、AmEx 及境外多条通道间动态比价，进一步摊薄跨境结算成本。综上，“全球牌照+清算”不仅形成了公司核心竞争力，同时也把合规优势直接转化为费率、时效与现金周转优势，为公司在跨境支付市场中锁定高质量客户群体推波助澜。

图 10：连连数字全球牌照布局与监管合规框架



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

3.2 自研引擎与 AI 风控构建强大技术底座

连连数字将技术铸成穿越牌照壁垒的第二护城河。公司自研的支付引擎采用微服务架构，把收单、路由、换汇、清算拆分为可独立扩缩的容器；系统已在美东、新加坡、法兰克福等地部署多活节点，支持 130 多种货币与毫秒级动态费率路由，全年可用率稳定在 99.995% 以上。这一高并发、低延迟框架预留了链上资产接口，既能满足传统清算监管要求，又为未来在链上发行、结算稳定币打好“可插拔”底座。

在风险控制层，公司用 70TB 历史交易训练出的 Graph ML 与 Transformer 融合模型实时扫描 180 多个特征，为跨境交易的高频小额特性提供精准守门人。模型与 OFAC、欧盟 AML 黑名单 API 分钟级同步，自动生成可回溯的审计报告，帮助公司在多地监管审查中一次性通过。

因此强大的底层技术相互协作，让公司综合费率比行业均值低，同时跨境到账时效保持在第一梯队，强大的技术研发能力和技术底座为公司未来收入增长持续赋能。

3.3 开放生态与增值服务的协同放大效应

公司通过全球化支付服务底座，把业务嵌入跨境商户的全生命周期，从而衍生出各类增值服务。公司通过开放 API 与 SDK，已接入 Amazon、eBay、Shopee 等 100 多个全球电商平台，同时与菜鸟、顺丰及 22 家发卡行建立订单、物流、资金三流对接，形成网络外部性：每新增一家平台节点，都会在链路中引入上游卖家与下游买家，从而推高收单流水并沉淀运营数据。依托这些数据，公司向商户推出营销自动化、智能店铺诊断、企业钱包及合规税务申报等“支付+”增值服务。2024 年该板块实现收入 3.43 亿元，同比增长 57.1%，毛利率维持 70%+ 的高位，已成为带动集团利润率提升的主引擎。

同时增值服务的壮大能够反哺支付服务业务，一方面，商户在使用营销及流量产品后，其店铺 GMV 较接入前平均提升 18%，直接推高支付 TPV；另一方面，企业钱包与多币种虚拟卡锁定结算资金留存，使公司单笔交易综合收益率提升约 12 个基点。同时，连连数字已在英、德两国上线一键 VAT 申报，并计划 2025 年把该模块与香港 VATP 数字资产托管打通，用链上报税凭证替代传统人工审核，进一步提升黏性。由此，公司在支付佣金之外叠加高毛利 SaaS 订阅与手续费分成，形成“TPV 规模×服务 ARPU”双轮驱动。

图 11：广泛的生态合作伙伴，形成全球网络效应



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

3.4 公司发展稳定币业务具备天然优势与土壤

作为中国领先的跨境数字支付解决方案提供商，在稳定币业务领域具备显著优势，未来做大做强的概率较高。通过政府背书、业务协同及自带交易所的三重优势，已经在稳定币领域构建业务闭环，未来将环释放强大竞争力。

首先是政府背书，公司与美国运通合资成立连连（杭州）技术服务有限公司，这是在中国央行主导下设立的首家中外合资银行卡清算机构，成为国内唯一获此牌照的中外合资企业。这一资质不仅体现了监管层对连连数字合规能力的认可，更强化了其政府背书优势。

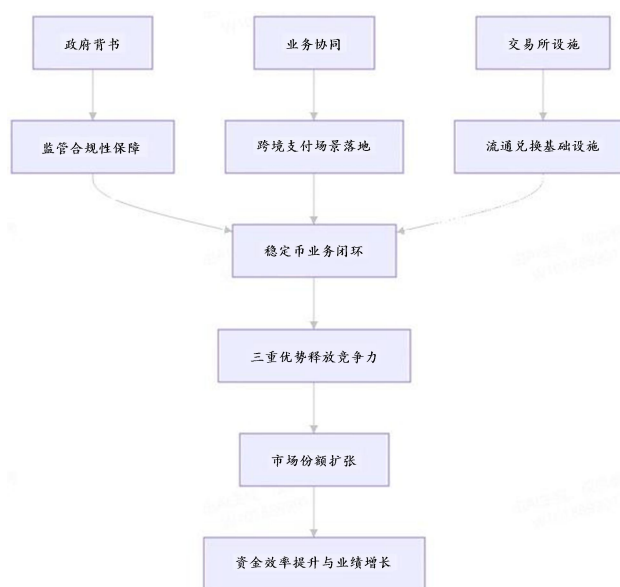
其次是业务协同，连连数字的核心业务聚焦全球支付与结算，服务覆盖 100 多个国家和地区。稳定币技术与其现有业务的融合具备天然适配性，是国际支付与结算场景的自然延伸。传统跨境支付依赖 SWIFT 系统，结算周期长、成本高，而稳定币基于区块链实现“交易即结算”，可将时间缩短至分钟级、成本大幅降低。

最后是交易所优势，公司通过子公司 DFX Labs 于 2024 年 12 月获得香港证监会颁发的虚拟资产交易平台的牌照（香港仅 11 家持牌机构），这为其稳定币

的流通与兑换提供了关键基础设施。VATP 牌照允许公司合法开展虚拟资产交易、托管及结算服务，确保稳定币可在合规市场自由流通。2025 年香港稳定币监管框架要求发行人提供“无条件赎回承诺”，DFX Labs 的牌照资质可直接支持这一机制，降低脱锚风险。

未来公司如果能够拿到稳定币发行牌照，在自身拥有虚拟货币交易所牌照的背景下，通过生态协同能够保证自身发行的稳定币能够在市场顺利流通和兑换，为日后市场认可度提高打下坚实基础。综上，公司有望通过发展稳定币相关业务进一步扩大市场份额，推动资金流动效率提升及业绩持续增长。

图 12：发展稳定币业务的竞争优势与业务闭环



资料来源：国元证券经纪（香港）整理

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

连连数字作为中国领先的跨境支付服务商，凭借其在全球七大核心市场的牌照布局和技术创新能力，持续推动业务增长。未来公司的收入增长将受到多重因素的共同驱动，包括跨境电商出海的加速发展、人民币国际化的持续推进，以及稳定币技术在支付和金融科技领域的广泛应用。首先，连连数字在全球范围内持有 65 项支付牌照，这一合规优势使其能够在多个司法管辖区提供本地化支付服务，公司的牌照壁垒凸显，有助于其在竞争激烈的支付市场中保持领先地位。其次，中国跨境电商交易规模的持续扩张将成为公司全球支付业务的重要推动力，跨境电商交易规模持续增长这一趋势将直接带动连连数字的 TPV 增长，从而提升其支付业务的收入。最后，未来随着稳定币生态的落地，将进一步提升公司的运营效率

和服务能力，尽管目前尚未产生显著收入，但一旦相关政策落地，将为其打开新的增长曲线。

综上，我们预计 2025-2027 财年营业收入分别实现 15.9/19.3/23.2 亿元，同比增长 20.7%/21.5%/20.4%；预计 2025-2027 财年归母净利润分别达到 17.2/-0.14/1.2 亿元，2025 年盈利大幅提升主要是由于公司出售部分与美国运通成立的合资子公司连通的股权所致。

- 全球支付服务：全球支付服务是连连数字的核心业务之一，尽管支付费率有所下降，但由于 TPV 的高增长，收入规模依然保持稳定。随着跨境电商贸易的持续增长将带动 TPV 的上升，尤其是在东南亚等新兴市场，未来增长可期。其次公司的支付牌照优势为其提供了稳定的合规基础，使其能够在多个市场快速扩展业务，因此预计该业务能够贡献稳定的现金流收入。我们预计 2025 年-2027 年该业务收入年复合增长率为 21.0%。
- 境内支付业务：目前国内对于支付费率的仍然激烈，未来仍然有下降的趋势，但公司通过“财智”企业钱包等创新场景，拓展了更多 B 端客户，增加了支付频次和交易金额。因此我们预计该业务规模保持低增速，随着规模效应的持续，业务分部利润率有望实现扭亏，预计 2025 年-2027 年年复合增长率约 19.9%。
- 增值服务业务：增值服务是公司近年来重点发展的业务方向，涵盖数字化营销、企业钱包、虚拟资产交易等多个领域，尤其是虚拟资产交易领域，是公司未来增长的重要方向之一，但其发展受到政策法规的制约。若《稳定币条例》的推进延迟，虚拟资产交易业务的收入增长将受到抑制。随着法案落地，公司与虚拟货币交易生态的融合将提升服务能力和客户粘性，从而推动收入增长。预计 2025 年-2027 年该业务收入年复合增长率为 24.8%。

4.2 行业估值及目标价

目前我们采用分部估值法，分别给予公司对应 2025 年支付业务 8 倍 PS、增值服务业务 20 倍 PS 目标估值，约 160 亿港币市值目标，对应目标价 15.0 港元，相较于现价预计有 20.0% 的升幅，给予“买入”评级。

表 5：公司未来业绩预测

百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2026E
主营业务收入	1,028	1,315	1,587	1,928	2,322
同比增长 (%)	38.4%	27.9%	20.7%	21.5%	20.4%
毛利率	56.1%	51.9%	51.8%	51.6%	51.4%
归母净利润	(656)	(168)	1,722	(14)	117
同比增长 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
归母净利润率	-63.8%	-12.8%	108.5%	-0.7%	5.1%
每 ADS 盈利 (元)	-0.61	-0.16	1.60	-0.01	0.11
PS	14.11	11.03	9.14	7.52	6.25
PE	-20.2	-78.9	7.7	-983.0	113.0

资料来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测

表 6：其他信息科技服务行业相关标的估值表

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE				市净率 PB	市销率 PS
			TTM	25E	26E			
0354.HK	中国软件国际	150.54	27.18	18.70	14.96	1.22	0.82	
6069.HK	盛业	144.24	35.13	25.79	20.51	3.28	14.53	
2391.HK	涂鸦智能-W	125.26	82.34	33.74	25.17	1.63	5.17	
9878.HK	汇通达网络	81.24	27.89	18.80	14.69	0.97	0.13	
9923.HK	移卡	68.49	76.93	61.70	55.64	2.38	2.05	
2531.HK	广联科技控股	68.48	142.70			9.62	9.05	
6608.HK	百融云-W	42.78	14.88	14.69	11.79	0.88	1.35	

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)整理

5.风险提示

支付业务受宏观经济影响、支付市场竞争加剧导致费率下行、中美贸易摩擦加剧。

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	1,028	1,315	1,587	1,928	2,322
成本	(451)	(632)	(766)	(933)	(1,129)
毛利	577	683	821	995	1,193
销售费用	(192)	(248)	(251)	(268)	(287)
管理费用	(480)	(561)	(477)	(548)	(603)
研发费用	(268)	(319)	(325)	(347)	(395)
其他净收入	387	178	2,224	234	246
营业利润	23	(268)	1,993	66	154
净利息收入	(10)	(12)	2	2	2
联营公司亏损	(665)	(293)	(180)	(80)	(30)
所得税	(2)	405	(91)	1	(6)
净利润	(654)	(167)	1,724	(11)	120
少数股东权益	2	2	2	2	2
归母净利润	(656)	(168)	1,722	(14)	117
增长					
总收入 (%)	38.4%	27.9%	20.7%	21.5%	20.4%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
固定资产	121	120	119	118	118
有使用权资产	19	29	29	29	29
投资性房地产	165	161	161	161	161
无形资产	17	19	19	19	19
递延所得税资产	18	425	425	425	425
其他非流动资产	414	120	120	120	120
固定资产合计	754	875	874	873	873
应收账款	68	93	112	136	164
交易性金融资产	192	284	284	284	284
客户保留存款	9,184	12,607	15,280	18,634	22,578
货币资金	190	522	2,211	2,154	2,223
预付款项及其它应收款项	79	158	191	232	280
存货	1	0	0	0	0
流动资产合计	9,713	13,664	18,078	21,441	25,529
应付账款	76	75	90	110	133
合同负债	13	10	10	10	10
应交所得税	9	7	7	7	7
短期借款	290	342	342	342	342
租赁	10	13	13	13	13
应计负债及其他应付款项	9,312	12,692	15,365	18,719	22,663
流动负债合计	9,709	13,139	15,829	19,202	23,169
长期负债合计	165	164	164	164	164
股东权益合计	594	1,236	2,960	2,948	3,068

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	56.1%	51.9%	51.8%	51.6%	51.4%
经营利润率 (%)	2.3%	-20.4%	125.5%	3.4%	6.6%
归母净利率 (%)	-63.8%	-12.8%	108.5%	-0.7%	5.1%
ROE	-110.2%	-13.5%	58.3%	-0.4%	3.9%
营运表现					
费用/收入 (%)	91.5%	85.8%	66.3%	60.4%	55.3%
实际税率 (%)	10.5%	151.4%	4.6%	-0.9%	4.1%
应收账款天数	67	78	64	53	44
应付账款天数	61	43	43	43	43
财务状况					
负债/权益	16.63	10.77	5.40	6.57	7.61
收入/总资产	0.10	0.09	0.08	0.09	0.09
总资产/权益	17.63	11.77	6.40	7.57	8.61

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	(652)	(572)	1,815	(12)	126
非现金调整	549	432	12	12	11
资本变动	197	29	(119)	(37)	(50)
经营活动现金流	95	(111)	1,707	(37)	87
投资固定资产	(5)	(21)	(13)	(13)	(13)
其他资产变动	(197)	(110)	0	0	0
投资活动现金流	(202)	(131)	(13)	(13)	(13)
融资活动	172	602	0	0	0
其他融资活动	(23)	(33)	(6)	(6)	(6)
融资活动现金流	149	569	(6)	(6)	(6)
现金变化	42	327	1,688	(56)	68
期初持有现金	146	190	522	2,211	2,154
汇兑变化	2	5	0	0	0
期末持有现金	190	522	2,211	2,154	2,223

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>