

买入

核心业务稳健增长，稳定币布局开启新篇章

连连数字 (2598.HK)

2025-08-29 星期五

【投资要点】

➤ 出售连通股权实现利润高增，核心经营利润彰显韧性

连连数字上半年总收入达 7.83 亿元，同比增长 26.8%。公司的毛利率从去年同期的水平提升至 51.8%，公司在成本控制、规模效应或高毛利业务占比提升方面取得了显著成效。上半年实现净利润达 15.1 亿元，上半年公司数字支付业务总支付额达到 2.1 万亿元，同比增长 32.0%。

➤ 国内支付业务规模稳步扩张，国际支付业务 TPV 高增

2025 年上半年，公司境内支付业务的支付交易总额达到了 1.87 万亿元，同比增长 27.6%。境内支付业务总收入为 2.1 亿元，同比增长 24.6%。公司全球支付业务的总支付额达到 1,985 亿元，同比增长 94.0%。全球支付业务总收入为 4.7 亿元，同比增长 27.0%。

➤ 增值服务业务生态协同效应显现，数字货币技术打开想象空间

2025 年上半年，公司增值服务业务总收入达到 8,959 万元，同比增长 34.2%。公司成功围绕其核心支付客户，构建一个更丰富的服务生态系统。同时公司计划加强区块链技术在跨境支付领域的创新及应用、提升跨境支付效率和安全性，公司当前已获批 VATP 虚拟资产交易平台牌照、具备跨境支付落地场景。

➤ 全球化与技术创新双轮驱动，维持买入评级

我们预计 2025-2027 财年营业收入分别实现 16.1/19.6/23.7 亿元，同比增长 22.4%/21.9%/20.8%。预计 2025-2027 财年归母净利润分别达到 15.3/-0.99/0.85 亿元。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 16 倍 PS 目标估值，对应约 153 亿港币市值目标，目标价 13.9 港元，相较于现价预计有 23.6% 的升幅，维持“买入”评级。

百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2026E
主营业务收入	1,028	1,315	1,609	1,961	2,369
同比增长 (%)	38.4%	27.9%	22.4%	21.9%	20.8%
毛利率	56.1%	51.9%	51.3%	51.1%	50.7%
归母净利润	(656)	(168)	1,530	(99)	85
归母净利润率	-63.8%	-12.8%	95.1%	-5.1%	3.6%
每股盈利 (元)	-0.59	-0.15	1.37	-0.09	0.08
PS	13.36	10.45	8.54	7.01	5.80

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价：13.90 港元

现价：11.25 港元

预计升幅：23.6%

重要数据

日期	2025-08-28
收盘价 (港元)	11.25
总股本 (亿股)	11.17
总市值 (亿港元)	125.71
净资产 (亿港元)	28.70
总资产 (亿港元)	209.79
52 周高低 (港元)	18.00/5.50
每股净资产 (港元)	2.65

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

创连致新	15.41%
章征宇	10.51%
吕钟霖	8.26%

相关报告

连连数字 (2598.HK) - 首发报告-2
20250724

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 出售连通股权实现利润高增，核心经营利润彰显韧性

连连数字上半年总收入达 7.83 亿元，同比增长 26.8%。公司的毛利率从去年同期的水平提升至 51.8%，公司在成本控制、规模效应或高毛利业务占比提升方面取得了显著成效。上半年实现净利润达 15.1 亿元，这主要得益于公司经营性利润同比大增 85%至 6300 万元以及连通公司近 16 亿元的股权处置收益，公司的核心业务运营效率和盈利能力持续改善。公司运营数据方面，上半年公司数字支付业务总支付额（TPV）达到 2.1 万亿元，同比增长 32.0%，累计服务客户数量达 790 万家，用户基础持续扩大。

➤ 国内支付业务规模稳步扩张，市场地位巩固

2025 年上半年，公司境内支付业务的支付交易总额达到了 1.87 万亿元，同比增长 27.6%；该业务板块的总收入为 2.1 亿元，同比增长 24.6%。国内支付市场已进入成熟竞争阶段，公司凭借其技术平台和服务网络，依然能在庞大的市场中获取稳定的份额增长。收入增速与交易额增速基本匹配，显示出公司业务的定价策略保持稳定。该业务是公司的基本盘，为其提供了稳定的现金流和庞大的客户基础，为其他业务的交叉销售奠定了坚实基础。

➤ 国际支付业务 TPV 近乎翻倍

国际支付业务是本报告期内最大的亮点。2025 年上半年，公司全球支付业务的总支付额达到 1,985 亿元，同比增长 94.0%。全球支付业务总收入为 4.7 亿元，同比增长 27.0%。其中全球支付业务费率下降至 0.24%，而费率降低的原因主要是由于费率较低服务贸易和 B2B 领域 TPV 增速较高导致。值得注意的是，上半年公司的全球支付业务 TPV 取得大幅增长，主要原因在于公司在原有 B2C 业务（主要服务跨境平台电商）的基础上，通过更个性化、更低成本服务，重点拓展了 B2B 及服贸业务，并不断开拓全球支付业务边界。

➤ 增值服务业务生态协同效应显现，数字货币技术打开想象空间

2025 年上半年，公司增值服务业务总收入达到 8,959 万元，同比增长 34.2%。增值服务包括数字化营销、运营支持、引流服务、软件开发等，公司成功围绕其核心支付客户，构建一个更丰富的服务生态系统。同时公司计划加强区块链技术在跨境支付领域的创新及应用、提升跨境支付效率和安全性，公司当前已获批 VATP 虚拟资产交易平台的牌照，具备跨境支付落地场景，除了赋能支付主

业，稳定币业务本身，包括发行、兑换、托管等，都将成为新的收入来源。未来更有可能拓展至 NFT、DeFi 等更广阔的 .0 金融服务领域、探索更多变现方式、打开长期增长及想象空间。因此通过提供支付以外的增值服务及虚拟数字资产交易技术，公司不仅能开辟新的收入来源，更能极大地增强客户粘性，将自身从一个单纯的支付通道，升级为商户全球化经营的综合服务伙伴。这一业务板块的快速发展，对于提升公司整体估值具有重要意义。

➤ 全球化与技术创新双轮驱动，维持买入评级

公司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、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。公司在全球范围内持有 65 项支付牌照，公司牌照壁垒凸显，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，稳定币业务的成功落地将是公司市值重估的核心催化剂。我们预计 2025-2027 财年营业收入分别实现 16.1/19.6/23.7 亿元，同比增长 22.4%/21.9%/20.8%；预计 2025-2027 财年归母净利润分别达到 15.3/-0.99/0.85 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。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 16 倍 PS 目标估值，对应约 153 亿港元市值目标，对应目标价 13.9 港元，相较于现价预计有 23.6% 的升幅，维持“买入”评级。

表 1：信息科技服务行业相关标的估值表（20250828）

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS 2026E	市盈率PE			市净率PB		市销率PS
				2024A	2025E	2026E	2025TTM	2025TTM	
0354.HK	中国软件国际	134.7	0.5	22.8	12.3	10.7	1.1	0.7	
6069.HK	盛业	125.7	3.1	28.1	4.2	4.0	2.9	12.7	
2391.HK	涂鸦智能-W	119.0	1.0	251.5	20.8	19.1	1.5	4.9	
9878.HK	汇通达网络	82.9	2.6	27.9	6.8	5.7	1.0	0.1	
9923.HK	移卡	65.5	22.4	59.7	0.8	0.6	2.3	2.0	
2531.HK	广联科技控股	62.1	3.4	120.7	6.2	5.0	8.7	8.2	
6608.HK	百融云-W	42.0	3.4	14.4	3.3	2.7	0.9	1.3	

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 支付业务受宏观经济影响；
2. 支付市场竞争加剧导致费率下行；
3. 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	1,609	1,961	2,369
成本	(451)	(632)	(783)	(959)	(1,167)
毛利	577	683	826	1,002	1,202
销售费用	(192)	(248)	(276)	(295)	(310)
管理费用	(480)	(561)	(533)	(559)	(587)
研发费用	(268)	(319)	(362)	(412)	(426)
其他净收入	387	178	2,224	234	246
营业利润	23	(268)	1,879	(30)	124
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	(170)	11	(10)
净利润	(654)	(167)	1,531	(97)	87
少数股东权益	2	2	2	2	2
归母净利润	(656)	(168)	1,530	(99)	85
增长					
总收入 (%)	38.4%	27.9%	22.4%	21.9%	20.8%

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	114	139	168
交易性金融资产	192	284	284	284	284
客户保留存款	9,184	12,607	15,632	19,160	23,337
货币资金	190	522	2,016	1,873	1,907
预付款项及其它应收款项	79	158	194	236	285
存货	1	0	0	0	0
流动资产合计	9,713	13,664	18,240	21,692	25,981
应付账款	76	75	93	113	138
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	15,717	19,245	23,422
流动负债合计	9,709	13,139	16,183	19,731	23,933
长期负债合计	165	164	164	164	164
股东权益合计	594	1,236	2,767	2,670	2,757

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	56.1%	51.9%	51.3%	51.1%	50.7%
经营利润率 (%)	2.3%	-20.4%	116.8%	-1.5%	5.3%
归母净利率 (%)	-63.8%	-12.8%	95.1%	-5.1%	3.6%
ROE	-110.2%	-13.5%	55.3%	-3.6%	3.2%
营运表现					
费用/收入 (%)	91.5%	85.8%	72.7%	64.6%	55.9%
实际税率 (%)	10.5%	151.4%	9.1%	35.7%	7.8%
应收账款天数	67	78	63	52	43
应付账款天数	61	43	43	43	43
财务状况					
负债/权益	16.63	10.77	5.91	7.45	8.74
收入/总资产	0.10	0.09	0.08	0.09	0.09
总资产/权益	17.63	11.77	6.91	8.45	9.74

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)	1,702	(108)	97
非现金调整	549	432	12	12	11
资本变动	197	29	(201)	(28)	(55)
经营活动现金流	95	(111)	1,513	(124)	53
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	1,494	(143)	34
期初持有现金	146	190	522	2,016	1,873
汇兑变化	2	5	0	0	0
期末持有现金	190	522	2,016	1,873	1,907

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>