

2025年09月01日

连连数字(2598.HK)

SDIOSI

公司动态分析

证券研究报告

软件服务

上半年 TPV 增速好于预期，全球支付稳健前景不变

连连数字上半年收入同比增 27%，受益于全球/境内支付 TPV 同比增 94%/28%。我们微调全年收入及经调整 EBITDA 利润预测，微调 SOTP 目标价，维持买入评级。数字支付主业稳健增长趋势不变，财务上的规模效应有望持续显现。

报告摘要

上半年主业稳健，确认出售连通部分股权收益：1H25 总收入为 7.8 亿元（人民币，下同，列明除外），同比增 27%，略高于我们的预期 2%，其中全球/境内支付收入同比增 27%/25%，分别贡献总收入的 65%/24%，主要受 TPV 增长带动。毛利 4.1 亿元，同比增 25%，毛利率 52%，数字支付毛利率同比稳定。经营利润 19.7 亿元，包含出售连通公司部分股份的现金及摊薄收益 20.5 亿元，连连日常业务产生的经营利润为 6,300 万元，同比扭亏为盈，主要受益于全球支付的盈利显著改善。

数字支付业务稳健趋势不变：1) **全球支付：**上半年 TPV 同比增 94%至 1,985 亿元，同比增速较 2H24 加速，主要受益于 B2B 及服务贸易 TPV 高速增长，以及公司服务的 B2C 跨境电商 TPV 维持远高于行业的增速。支付费率为 23.8bps，同比下降 12.6bps，环比稳定，同比下降主要反映费率更低的 B2B 及服务贸易更快的增速及占比提升，我们认为是健康水平。全球支付毛利同比增 27%，贡献整体毛利的 85%，毛利率（73%）同比稳定，分部利润为 1.27 亿元，利润率 27%，较 1H24/2H24 的 13%/20%显著提升。2) **境内支付：**TPV 同比增 28%至 1.87 万亿元，费率为 1.13bps，同比及环比保持稳定。毛利率稳定在 20%，分部净亏损收窄至 2,700 万元。

已获杠杆式外汇交易牌照：8 月 21 日公告已取得 SFC 3 号牌（杠杆式外汇交易），据业绩会信息，该业务主要为帮助全球支付商户管理汇兑风险，有利于提升用户粘性 & 业务壁垒。

财务预测及估值：我们将上半年全球数字支付超预期表现纳入全年预测，上调 2025 年全球支付 TPV 9%至 4,420 亿元（同比增 57%），维持境内支付 TPV（同比增 26%）预测，总 TPV 上调 1%（同比增 28%），预计下半年全球支付费率环比稳定。略微上调全年数字支付收入/总收入 1%/2%，相应上调经调整 EBITDA 利润 2%。基于收入微调，SOTP 目标价（图表 4）调整至 17.7 港元（前值：17.3 港元），维持买入评级。公司的数字支付主业稳健增长趋势不变，市场份额持续提升，财务上的规模效应有望持续释放。同时，公司坚定投入 Web3 领域，有望在未来跨境支付中占据先发优势。

风险：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	1,672	2,003	2,408
同比增长(%)	38%	28%	27%	20%	20%
归母净利润(百万元)	-656	-168	1,346	-144	-27
净利润率(%)	-64%	-13%	81%	-7%	-1%
经调整归母净利润(百万元)	-403	79	1,653	178	336
经调整归母净利润率(%)	-39%	6%	99%	9%	14%
市销率(倍)	11.4	8.9	7.0	5.9	4.9

数据来源：公司财报，国证国际预

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

17.3 港元

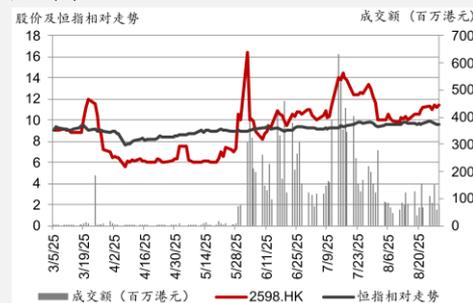
股价(2025-08-29)

11.48 港元

总市值(百万港元)	12,828
H 股市值(百万港元)	5,322
总股本(百万股)	1,117
H 股股本(百万股)	189
12 个月低/高(港元)	5.5/18
平均成交(百万港元)	199.9

股东结构

章征宇	25.92%
吕钟霖	8.26%
其他	65.82%
总共	100.0%

股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-9.81	6.89	-19.09
绝对收益	-11.56	14.57	22.65

数据来源：彭博、港交所、公司

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

2025 年上半年业绩概览

图表 1: 分部业务表现: 全球支付净利润率同比显著改善

分部表现, 百万元	2020	2021	2022	2023	2024	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25
收入										
全球支付	378	441	479	656	808	305	351	372	435	473
境内支付	160	147	151	218	343	78	140	170	173	211
增值服务	8	22	91	134	146	47	86	67	79	90
其他	43	34	22	21	18	10	10	9	9	9
同比										
全球支付		17%	9%	37%	23%			22%	24%	27%
境内支付		-8%	3%	44%	57%			118%	23%	25%
增值服务		180%	317%	47%	9%			41%	-8%	34%
其他		-21%	-36%	-5%	-12%			-13%	-10%	5%
毛利										
全球支付	314	361	376	471	581	226	245	270	311	344
境内支付	38	45	44	56	68	25	31	34	34	42
增值服务	7	18	37	44	28	15	29	18	10	18
其他	19	15	9	6	6	4	2	3	3	3
毛利率										
全球支付	83%	82%	78%	72%	72%	84%	80%	83%	87%	85%
境内支付	24%	30%	29%	26%	20%	9%	10%	10%	9%	10%
增值服务	89%	81%	41%	33%	19%	6%	9%	6%	3%	4%
其他	45%	45%	43%	32%	31%	2%	1%	1%	1%	1%
净利润										
全球支付	30	35	22	13	138	20	-8	49	89	127
境内支付	-56	-42	-41	-73	-79	-33	-40	-39	-40	-27
增值服务	-11	0	-4	-23	-20	-0.4	-22	-6	-14	-9
其他	-16	6	3	-42	-71	0.2	-42	-24	-47	-34
净利润率										
全球支付	7.9%	7.9%	4.7%	1.9%	17.1%	6.7%	-2.2%	13.1%	20.5%	26.9%
境内支付	-35%	-29%	-27%	-33%	-23%	-42%	-29%	-23%	-23%	-13%
增值服务	-141%	-1%	-4%	-13%	-13%	-1%	-26%	-8%	-18%	-11%
其他	-37%	16%	15%	-205%	-394%	2%	-404%	-280%	-500%	-367%

资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 2: 连连数字支付: 全球/境内支付 TPV 同比增 94%/28%, 全球支付费率因 TPV 结构变化而下降

连连数字支付业务	2020	2021	2022	2023	2024	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25
整体TPV (十亿元)	849	971	1,153	2,001	3,295	713	1,287	1,570	1,725	2,071
同比		14%	19%	74%	65%			120%	34%	32%
数字支付服务收入 (百万元)	538	588	630	874	1,151	383	491	542	609	684
同比		9%	7%	39%	32%			41%	24%	26%
占总收入	91%	91%	85%	85%	88%	87%	84%	88%	87%	87%
1 全球支付										
全球支付TPV (十亿元)	106	135	135	173	282	76	97	102	179	198
同比		27%	0%	28%	63%			35%	85%	94%
占TPV比	13%	14%	12%	9%	9%	11%	8%	7%	10%	10%
全球支付收入 (百万元)	378	441	479	656	808	305	351	372	435	473
同比		17%	9%	37%	23%			22%	24%	27%
占数字支付服务收入	70%	75%	76%	75%	70%	80%	71%	69%	72%	69%
占总收入比	64%	68%	64%	64%	61%	69%	60%	60%	62%	60%
平均费率 (%)	0.3558%	0.3259%	0.3550%	0.3801%	0.2870%	0.4042%	0.3613%	0.3640%	0.2430%	0.2382%
同比 (bps)		-2.99	2.91	2.50	-9.31			-4.02	-11.83	-12.58
2 境内支付										
境内支付TPV (十亿元)	743	836	1,018	1,828	3,013	638	1,190	1,468	1,546	1,873
同比		13%	22%	80%	65%			130%	30%	28%
占TPV比	87%	86%	88%	91%	91%	89%	92%	93%	90%	90%
境内支付收入 (百万元)	160	147	151	218	343	78	140	170	173	211
同比		-8%	3%	44%	57%			118%	23%	25%
占数字支付服务收入	30%	25%	24%	25%	30%	20%	29%	31%	28%	31%
占总收入比	27%	23%	20%	21%	26%	18%	24%	27%	25%	27%
平均费率 (%)	0.0215%	0.0176%	0.0149%	0.0119%	0.0114%	0.0122%	0.0118%	0.0115%	0.0112%	0.0113%
同比 (bps)		-0.39	-0.28	-0.29	-0.06			-0.07	-0.06	-0.03

资料来源: 公司财报, 国证国际

财务预测更新

图表 3：利润表预测更新

连连数字 百万人民币	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	589	644	743	1,028	1,315	1,672	2,003	2,408
同比		9%	15%	38%	28%	27%	20%	20%
营业成本	-210	-204	-277	-451	-632	-813	-958	-1,141
毛利	378	439	466	577	683	859	1,045	1,267
毛利率	64%	68%	63%	56%	52%	51%	52%	53%
销售及营销费	-69	-90	-139	-192	-248	-280	-310	-380
同比		30%	55%	38%	29%	13%	11%	23%
一般及行政开支	-290	-263	-258	-480	-561	-620	-701	-771
同比		-9%	-2%	86%	17%	11%	13%	10%
研发费用	-124	-174	-210	-268	-319	-399	-421	-482
同比		40%	21%	27%	19%	25%	5%	15%
经营利润	-20	-66	-100	23	-268	1,858	-73	10
经营利润率	-3%	-10%	-13%	2%	-20%	111%	-4%	0%
其他收益	58	4	15	280	-28	2,016	34	35
按权益法核算的应占联营公司净亏损	-328	-687	-805	-665	-293	-113	-56	-28
归母净亏损	-368	-747	-917	-656	-168	1,346	-144	-27
归母净亏损率	-63%	-116%	-123%	-64%	-13%	81%	-7%	-1%
经调整EBITDA	-203	-657	-822	-359	-280	2,083	225	377
经调整EBITDA利润率	-34%	-102%	-111%	-35%	-21%	125%	11%	16%
经调整净利润	-258	-677	-865	-403	79	1,653	178	336
经调整净利润率	-44%	-105%	-116%	-39%	6%	99%	9%	14%
收入分部：								
数字支付服务	538	588	630	874	1,151	1,477	1,792	2,187
同比		9%	7%	39%	32%	28%	21%	22%
全球支付	378	441	479	656	808	1,056	1,304	1,624
同比		17%	9%	37%	23%	31%	23%	25%
境内支付	160	147	151	218	343	421	489	563
同比		-8%	3%	44%	57%	23%	16%	15%
增值服务	8	22	91	134	146	176	190	200
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	4,232	4,971	5,791
同比		14%	19%	74%	65%	28%	17%	17%
全球支付TPV (十亿元)	106	135	135	173	282	442	575	736
同比		27%	0%	28%	63%	57%	30%	28%
平均费率 (bps)	35.6	32.6	35.5	38.0	28.7	23.9	22.7	22.1
境内支付TPV (十亿元)	743	836	1,018	1,828	3,013	3,789	4,396	5,055
同比		13%	22%	80%	65%	26%	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：公司财报，国证国际预测

估值

图表 4: SOTP 目标价 17.7 港元

1) 主业估值		2) 连连公司估值	
2025年收入预测 (百万元)	1,672	连连公司估值 (百万元)	7,500
市销率	10.0	连连公司估值 (百万港元)	8,230
主业估值 (百万人民币)	16,717	持股比例	17.63%
主业估值 (百万港元)	18,345	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)	16.4	贡献目标价 (港元)	1.3
		目标价 (港元)	17.7
		收盘价 (港元)	11.48
		潜在涨幅	54%

资料来源: 公司资料, 港交所, 国证国际预测 (收盘价为 2025/8/29; 连连估值为 2025 年 1 月 3 日公告的出售连连交易的定价)

图表 5: 可比公司估值表

公司	股票代码	报表货币	交易货币	收盘价 (交易货币)	年初至今 (%)	最新市值 (十亿美元)	P/E		P/S		收入 (报表货币, 百万)		净利润 (报表货币, 百万)	
							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	1,434	0%	52.8	42.4	34.3	18.9	15.4	2,386	20%	1,054	14%
Block	XYZ US	USD	USD	80	-6%	48.5	29.9	21.3	1.9	1.8	24,962	3%	1,650	-23%
Paypal	PYPL US	USD	USD	70	-18%	67.1	13.4	12.1	2.0	1.9	33,079	4%	5,097	5%
Shift4 Payments	FOUR US	USD	USD	90	-13%	8.0	18.0	14.0	4.1	3.0	1,966	45%	446	24%
乌拉圭Dlocal	DLO US	USD	USD	14	35%	4.1	22.6	17.5	4.1	3.2	1,004	35%	191	23%
Payoneer	PAYO US	USD	USD	7	-31%	2.5	29.8	25.6	2.4	2.2	1,046	7%	87	-28%
平均							32.0	22.7	5.6	4.6				
清算公司														
维萨公司	V US	USD	USD	352	11%	692.9	30.8	27.4	17.4	15.7	39,890	11%	22,358	10%
万事达	MA US	USD	USD	595	13%	538.1	36.4	31.4	16.5	14.7	32,532	15%	14,881	10%
平均							33.6	29.4	17.0	15.2				
稳定币相关														
Coinbase	COIN US	USD	USD	305	23%	81.6	57.6	44.6	11.1	9.6	7,345	12%	2,177	-16%
Circle	CRCL US	USD	USD	132	326%	30.4	NM	NM	11.8	9.3	2,580	54%	-204	-230%
OSL	863 HK	CNY	HKD	17	112%	1.6	NM	NM	17.4	10.7	655	75%	51	-9%
平均							57.6	44.6	13.4	9.9				

资料来源: 公司资料, 彭博, 国证国际 (注: 截至 2025 年 8 月 29 日)

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,其母公司或任何其他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