

2025 年 10 月 13 日

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 10 月 10 日
收盘价（港元）	8.67
一年内最高/最低（港元）	18.00/5.50
总市值（百万港元）	9,693.03
流通市值（百万港元）	3,967.44
资产负债率（%）	86.32

资料来源：聚源数据

连连数字 (02598. HK)

——懂支付、懂贸易、前瞻布局 VATP 的数字支付科技公司

投资要点：

- **公司是国内最大的独立数字支付解决方案供应商，为全球贸易商提供数字支付和增值服务。**截至 2025 年 6 月 30 日，公司已累计获得全球 65 项牌照及相关资质，覆盖包括中国内地、中国香港、新加坡、美国、英国、泰国、卢森堡及印度尼西亚八大核心市场，且是唯一一家拿到美国 50 个州支付牌照的中国企业，并预计会进一步申请中东、拉美等新兴增长地区的牌照。公司创始人章征宇先生曾参与上市公司天融信的创立并担任其董事长职位多年，章先生和吕钟霖先生和肖瑟秋女士为一致行动人，截至 7 月 21 日三者合计持有公司约 32.8% 的股份。
- **贸易全球化和电商出海行业趋势下，数字支付市场快速增长。**全球贸易和跨境电商市场持续扩张，中国 20-24 年跨境电商进出口复合增速达到 13.7%，24 年总额为 2.7 万元，随之而来跨境商户和企业对数字支付解决方案的需求增强。目前跨境支付服务商行业呈现出明显的寡头格局，市场集中度较高，连连是中国最大的独立数字支付解决方案供应商（以 2022TPV 口径计），跨境支付业务涉及开户、收款、结汇、报税等多个系统集成，头部企业拥有先发优势、合规能力、产品组合能力以及深厚的渠道资源，且客户粘性天然较高，转移成本较高因此客户切换意愿低。
- **公司收入主要来源于全球支付业务。**公司基本盘业务为跨境支付，贡献约 6 成收入，主要帮助跨境商户在电商平台完成收款付款服务，帮客户解决了银行跨境汇款成本高且复杂、跨境支付合规风险高的痛点，境内支付业务 TPV 贡献最高。公司的数字支付业务收费费率基本保持平稳，跨境支付费率 2020-2024 年期间处于 2.8%-3.8% 之间，25H1 受 B2B 业务占比提升的影响，费率有所下行，境内支付费率基本在 0.1-0.2% 左右，境内支付由于竞争激烈费率较低，但长期来看有以下利好：1）有利于吸引大量客户拿到客户长约，形成较高境内支付 TPV；2）境内支付牌照可用于跨境支付业务的境内分发和支付，形成业务闭环；3）境内业务可与增值服务共同丰富公司产品体系、相互引流，丰富收入来源。
- **增值服务体量逐年增加，形成一体化解决方案平台。**公司的增值服务分为商业服务和技术服务，商业服务包括数字化营销、运营支持和引流服务，技术服务包括账户、电子钱包和软件开发。数字化营销业务近年来迅速扩张，2021-2023 年前三季度，数字化营销业务分别实现收入 376、5358 和 7908 万元，成为增值服务收入的主要贡献。增值服务与公司的基本业务已形成了良好的协同效果，截至 2023Q3 过去的 12 个月，有超过一半的中国跨境商户在使用连连的数字支付服务时，同时购买了公司的增值服务。
- **联通股权出售贡献上半年业绩，后续减值计提或将大幅减少。**25H1 美国运通对联通的股权认购和增资事项完成，公司对联通的持股比例从 45.22% 降低至 17.63%，此次股权出售带来出售和摊薄收益合计约 20 亿元，在 25H1 业绩有所体现。联通的银行卡清算业务属于金融领域的基建类业务，建立与维护的前期投入较大，对联通计提投资损失影响公司过去几年的财务表现。但 25 年 6 月末对联通投资的账面价值已

经下降为 4 亿，且公司对其的持股比例已经下降至 17.63%，未来的投资损失计提或将大幅减少。

- **收获中国香港 VATP（虚拟资产交易平台）牌照，突破性拓展公司业务边界和服务。**
 2024 年底公司正式拿到中国香港 VATP 牌照，预计最快今年四季度 DFX 交易所平台可投入使用。VATP 牌照稀缺性较强，且连连为目前 11 家持牌机构中少数有贸易支付场景的公司，未来或将首先应用于连连的小币种结算贸易支付。我们认为，未来连连的 WEB3 生态应用布局有以下可能性：1）WEB3 模式可大幅提高跨境支付结算效率，实现降本增效；2）交易所业务与主业相互协同，实现客户留存；3）连连可进一步拓展独立交易所盈利模式。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年营收为 17.0/22.0/27.0 亿元，同比增速分别为 29.3%/29.6%/22.7%，归母净利润为 14.6/0.18/1.26 亿元，境内外可比公司包括拉卡拉、Payoneer Global、Adyen 和 Visa，当前连连数字股价对应的 PS 分别为 5.2/4.0/3.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。中美贸易摩擦风险，行业竞争加剧风险，电商平台终止合作风险**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1028	1315	1700	2203	2704
同比增长率（%）	38.4%	27.9%	29.3%	29.6%	22.7%
归母净利润（百万元）	-656	-168	1456	18	126
同比增长率（%）	-28.4%	-74.4%	-965.6%	-98.7%	590.4%
每股收益（元/股）	-0.65	-0.16	1.33	0.02	0.11
ROE（%）	-79.6%	-18.5%	68.0%	0.6%	3.4%
市盈率（P/E）	-13.5	-52.6	6.1	486.5	70.5
市销率（P/S）	8.6	6.7	5.2	4.0	3.3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

Adyen、Payoneer Global、拉卡拉和 Visa 24 年和 25 年的平均 PS 值为 10.9 倍和 9.3 倍，连连数字 24 年和 25 年 PS 估值为 6.7 和 5.2 倍，且连连数字具有跨境电商渗透率提升，VATP 潜在业务增量的成长性逻辑，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

公司 23-24 年全球支付的实际 TPV 的增速明显快于海关总署公布的中国跨境电商进出口金额增速，且 B2B 和服务贸易业务贡献新增量，我们认为未来 3 年其仍将保持对行业的“超额增速”，假设 25-27 年全球 TPV 增速为 60%、35%和 30%，受 B2B 和服务贸易业务较低的费率影响，我们预计全球支付的收费率将下降至 0.24%，毛利率随着规模效应或将稳中有升，假设为 72%、73%和 73%；境内业务继续深耕大 B 客户，假设 25-27 年 TPV 分别实现 30%、25%和 20%的较快增长，费率基本维持至 0.01%的水平，境内的毛利率在业务结构微变和竞争较激烈情况下小幅下降为 19.5%、19.5%和 19%。

费用端方面，公司的获客大部分来自于客户介绍，成本可控，假设随着客户口碑和市占率的进一步稳固，公司 25-27 年的营销成本占营收的比例微幅优化至 17.5%、17%和 16.5%，行政开支占营收的比重在规模效应下优化为 35%、33%和 32%，研发费用占营收的比例依旧保持 25%左右的较高水平。

非经常损益项中，25 年上半年已经确认转让连通股权的 16 亿投资收益和 4.5 亿的摊薄收益，且由于 25 年 6 月末公司投资连通股权的账面净值已经减少为 4 亿，且持股比例已经下降至 17.6%，后续的权益法投资损失或将明显变小，连连持有的趣链科技、Queen Bee Capital 和茶百道股票或将每年带来小额其他收益波动。

在上述假设下，我们预测连连数字 25-27 年的营收为 17.0、22.0 和 27.0 亿元，归母净利润为 14.6、0.18 和 1.26 亿元。

投资逻辑要点

公司是中国最大的独立数字支付解决方案供应商（2022 年 TPV 口径计），其投资价值需置于跨境电商生态繁荣及虚拟资产合规化的宏观背景下进行审视。公司凭借其稀缺的全球牌照网络，已构建起合规壁垒和先发优势。当前公司正处于价值重估的关键阶段：传统跨境电商支付基本盘业务持续稳健贡献现金流，B2B、服务贸易业务和增值服务高速增长形成新增量；而对连通股权的出售，意味着利润端修复弹性显著。更具战略意义的是，VATP 牌照布局使其率先切入虚拟资产与传统支付融合的新兴价值高地。

核心风险提示

中美贸易摩擦风险，行业竞争加剧风险，电商平台终止合作风险

内容目录

1. 公司是国内最大的独立数字支付解决方案供应商	7
1.1. 历史沿革：专注数字支付业务，自建牌照体系覆盖全球关键市场	7
1.2. 股权结构：实控人和一致行动人合计持有 32.8%股份	7
1.3. 管理层：创始人具有创业成功背景	8
1.4. 连通：战略出售部分股权，出售收益拉动业绩表现	10
2. 增长红利 vs 高壁垒：跨境支付寡头竞合	12
2.1. 全球贸易市场扩张，跨境支付潜力较大	12
2.2. 跨境支付寡头主导，牌照口碑筑高壁垒	13
3. 公司为全球贸易商提供安全高效的支付基础设施	15
3.1. 跨境支付：公司业务基本盘，以跨境电商客户为主	16
3.2. 境内支付：TPV 贡献最高，服务约三千家客户	18
3.3. 增值服务：为客户提供一体化解决方案	20
3.4. 盈利表现：营收保持增长，盈利稳中向好	21
4. 懂支付，懂客户，勤研发	22
5. 虚拟资产业务布局，金融科技领域迈向新高度	26
6. 盈利预测与评级	28
7. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 连连数字历史沿革	7
图表 2: 连连数字股权结构情况	8
图表 3: 连连数字配股前后股东持股比例变化	8
图表 4: 管理层和投资者情况	9
图表 5: 公司管理层学术背景优异, 从业经验丰富	9
图表 6: 仅有三家公司获银行卡清算业务许可证	10
图表 7: 连连与美运合资成立连通	10
图表 8: 收购及增资事项对连通股权架构的影响	11
图表 9: 公司投资连通带来的净亏损	11
图表 10: 全球贸易市场规模及中国占比: 万亿美元, %	12
图表 11: 全球跨境电商 GMV 及渗透率: 万亿美元, %	12
图表 12: 中国跨境电商进出口交易量: 亿元	13
图表 13: 2017-2025 年中国跨境出口电商 B2B&B2C 分布	13
图表 14: 中国数字支付服务市场的 TPV (万亿元)	13
图表 15: 中国数字支付解决方案提供商的增值服务收入 (十亿元)	13
图表 16: 五大跨境支付服务商构成竞争格局	15
图表 17: 公司主营业务分类	16
图表 18: 全球支付业务模式	16
图表 19: 为中国跨境商户提供收单、收款及付款服务	17
图表 20: 为中国跨境企业提供收款及付款服务	18
图表 21: 为境外商户和企业提供收单、收款和付款服务	18
图表 22: 为境内企业提供收单、收款及付款服务	19
图表 23: 2020-2025H1 公司营业收入构成 (百万元)	20
图表 24: 2020-2025H1 数字支付费率变化情况	20
图表 25: 2020-2023 前三季度数字支付 TPV 构成 (百万元)	20
图表 26: 2020-2023 前三季度公司增值服务收入变动 (单位: 万元)	21
图表 27: 2020-2025H1 公司营业收入和归母净利润变化情况	21
图表 28: 25H1 公司净利率大幅改善	22
图表 29: 2020-2025H1 年公司三费变动情况	22

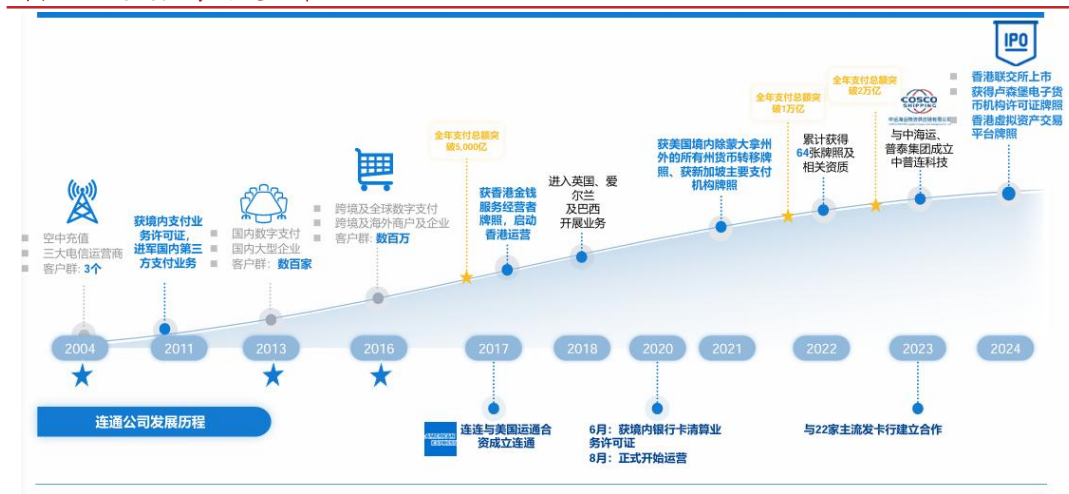
图表 30: 2020-2025H1 各分部业务毛利率变动情况	22
图表 31: 公司向金融机构、支付网络机构支付的手续费率呈下降趋势	22
图表 32: 连连数字全球牌照布局与监管合规框架	23
图表 33: 连连数字生态合作伙伴	24
图表 34: 连连一站式服务体系	25
图表 35: 2020-2024 年研发费用逐年上升	25
图表 36: 公司研发人员数量	25
图表 37: 获得 VATP 牌照的公司大多具有较深的科技基因	26
图表 38: Web3 支付实现资金直达、节省中间环节费用	27
图表 39: 盈利预测主要假设: %	28
图表 40: 可比公司主要情况: 亿元, 亿美元, 倍	29

1. 公司是国内最大的独立数字支付解决方案供应商

1.1. 历史沿革：专注数字支付业务，自建牌照体系覆盖全球关键市场

公司是国内最大的独立数字支付解决方案供应商（以 2022 年 TPV 口径计），为全球贸易商提供数字支付和增值服务。公司成立于 2009 年，2011 年获得中国人民银行颁发的移动支付及互联网支付业务许可证，进军国内第三方支付业务，2013 年公司推出商户移动支付服务，覆盖数百家客户群。2016 年，公司开始全球扩张，在中国香港设立了第一个海外办事处，并于次年获得了中国香港金钱服务经营者（MSO）牌照，正式启动在港业务。此后，公司加速布局境外业务，进入英国、爱尔兰、巴西、新加坡、美国和卢森堡开展业务，早在 2021 年，公司即拥有美国境内除蒙大拿州外的所有州货币转移牌照。截至 2025 年 6 月 30 日，公司已累计获得全球 65 项牌照及相关资质，覆盖包括中国内地、中国香港、新加坡、美国、英国、泰国、卢森堡及印度尼西亚八大核心市场，并预计会进一步申请中东、拉美等新兴增长地区的牌照。

图表 1：连连数字历史沿革

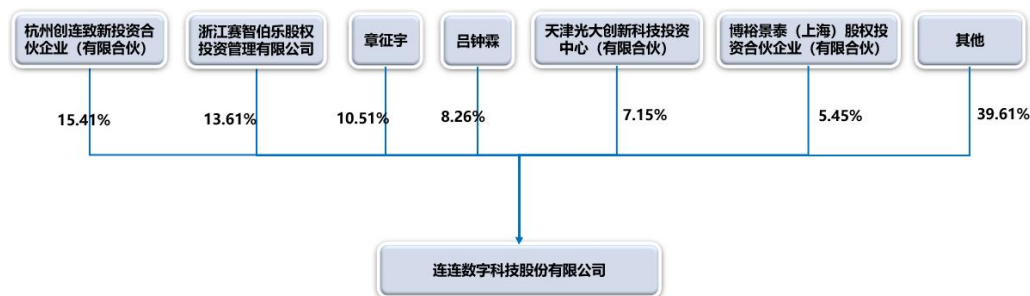


资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 股权结构：实控人和一致行动人合计持有 32.8%股份

2025 年 7 月 21 日，公司成功配售 3840 万新股，占配发及发行配售股份扩大后已发行股份总数的约 3.44%。配售完成后公司大股东持股比例略微下降。公司前四大股东分别为杭州创连致新投资合伙企业（有限合伙）、浙江赛智伯乐股权投资管理有限公司、章征宇、吕钟霖，截至 2025 年 7 月 21 日，四者分别直接持有公司 15.41%、13.61%、10.51%、8.26% 的股份。其中，创始人章征宇先生为公司实际控制人，章征宇先生、吕钟霖先生和肖瑟秋女士为一致行动人，合计持有公司约 32.8% 的股份。

图表 2：连连数字股权结构情况



资料来源：企查查，华源证券研究所

备注：持股比例数据截至 2025 年 7 月 21 日

图表 3：连连数字配股前后股东持股比例变化

股東	緊接完成前		緊隨完成後	
	股份數目	估已發行 股份 (包括 庫存股) 總數 的百分比	股份數目	估已發行 股份 (包括 庫存股) 總數 的百分比
非上市股份				
章徵宇先生 (「章先生」) ⁽¹⁾	117,428,375	10.88	117,428,375	10.51
呂鐘霖先生 (「呂先生」) ⁽¹⁾⁽²⁾	92,316,555	8.56	92,316,555	8.26
杭州創連致新投資合夥企業 (有限合夥) (「創連致新」) ⁽¹⁾	172,217,799	15.96	172,217,799	15.41
肖瑟秋女士 (「肖女士」) ⁽¹⁾	12,871,987	1.19	12,871,987	1.15
其他非上市股份持有人	265,556,520	24.61	265,556,520	23.76
已發行非上市股份總數	660,391,236	61.20	660,391,236	59.10
H 股				
承配人	—	—	38,400,000	3.44
其他 H 股股東 ⁽³⁾	418,668,764	38.80	418,668,764	37.47
已發行 H 股總數	418,668,764	38.80	457,068,764	40.90
已發行股份總數	1,079,060,000	100.00	1,117,460,000	100.00

资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. 管理层：创始人具有创业成功背景

公司管理层金融和科技行业经验丰富。董事长章征宇先生拥有浙大计算机学士学位和美国南加州大学公共政策及管理硕士学位，此前曾参与创立老牌网络安全上市公司——天融信，并长期担任天融信董事长，2024 年连连数字上市为章征宇先生参与的第二次上市。公司上市前获四轮融资，得到了光大投资、博裕景泰、红杉臻盛、中金佳泰和泰康保险等多家资深战略和财务投资者支持。

图表 4：管理层和投资者情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：公司管理层学术背景优异，从业经验丰富

姓名	职位	个人履历
章征宇	董事长	硕士研究生学历，2006 年 6 月至今任浙江杭州君宝科技有限公司执行董事；2006 年 9 月至今任广东众连通信科技有限公司执行董事；2007 年 6 月至今历任广州连连通信科技有限公司董事长及经理、执行董事及经理；2008 年 4 月至今任杭州连欣通信科技有限公司执行董事；2010 年 6 月至今任浙江东翰股权投资管理有限公司董事长；2011 年至今任连连（杭州）信息技术有限公司董事长；2003 年至 2011 年 12 月至今历任天融信有限、天融信科技、天融信股份执行董事、董事长。现为连连数字科技股份有限公司董事长。
辛洁	首席执行官	于金融行业有着近 30 年的从业经验，1996 年 10 月至 1998 年 4 月任 Sun Microsystems Ltd.公司市场专员；1998 年 5 月至 2000 年 7 月任中国国际金融股份有限公司投资银行部经理；2000 年 8 月至 2003 年 3 月任古德投资有限公司北京分公司总经理；2003 年 3 月至 2005 年 3 月任法国威立雅水务集团北中国区副首代；2005 年 4 月至 2007 年 6 月任渣打银行直接投资部董事。2007 年 7 月至 2021 年任职于中国国际金融股份有限公司，2014 年 1 月及 2015 年 4 月分别担任中金公司的首席财务官及管理委员会成员，负责整体财务和会计管理、重大决策和战略发展。2023 年 1 月辛先生获委任为连连数字科技股份有限公司公司董事，2023 年 3 月获委任为公司首席执行官，同年 6 月调任为公司执行董事，负责本公司的整体战略规划及日常运营。
朱晓松	执行董事	于 2018 年 1 月获委任为公司董事，并于 2023 年 6 月调任为公司执行董事。朱先生自 2018 年 1 月至 2023 年 6 月亦担任公司副总经理。朱先生主要负责集团全球业务的整体运营管理。除在集团担任的职位外，朱先生于 2015 年 7 月至 2021 年 1 月担任杭州东翰派富投资管理有限公司（现称为杭州东翰派富私募基金管理有限公司）执行董事。朱先生还于 2008 年 2 月至 2011 年 2 月担任广州连欣通信科技有限公司杭州分公司副总裁，于 2012 年 11 月至 2013 年 5 月任总裁。在此之前，朱先生亦于 2004 年 1 月至 2007 年 12 月担任上海格雷特投资管理有限公司董事及总经理。
孙大利	总裁	于 2011 年 3 月取得浙江大学运筹学与控制论博士学位。曾于 2005 年 11 月至 2012 年 4 月担任中国银联股份有限公司的风险管理部高级主管；2012 年 4 月至 2014 年 1 月担任通联支付网络服务股份有限公司的风险管理部总经理；2014 年 1 月至 2020 年 12 月担任上海通华金科投资控股有限公司的高级副总裁。孙先生 2020 年 12 月加入连连数字科技股份有限公司并担任高级副总裁、国内业务首席执行官，并于 2024 年 4 月 25 日获委任为连连数字科技股份有限公司总裁。
魏萍	财务总监	于 1994 年 10 月至 2008 年 3 月在新东方教育科技集团有限公司、Lorus Therapeutics Inc.、Deloitte Touche Tohmatsu Limited 和 Arthur Andersen Huaqiang 担任多个职位，2008 年至 2017 年担任多家公司的首席财务官。2024 年 4 月 25 日魏女士获委任为连连数字科技股份有限公司财务总监，2024 年 6 月 7 日获委任为连连数字科技股份有限公司执行董事。
吕蔚嫒	首席运营官	吕女士于 2006 年 4 月至 2018 年 10 月期间于阿里巴巴集团控股有限公司及蚂蚁科技

集团股份有限公司的若干附属公司任职高级运营专家等职务。自 2018 年 11 月加入集团并担任连连国际的副总裁，并于 2023 年 2 月获委任为连连国际的联席首席执行官。吕女士于 2024 年 4 月 25 日获委任为连连数字科技股份有限公司的副总经理，主要负责全球业务的整体运营管理。

资料来源：Ifind，公司公告，华源证券研究所

1.4. 连通：战略出售部分股权，出售收益拉动业绩表现

战略投资连通，银行卡清算业务与数字支付形成业务协同。2017 年公司与美国运通成立合资公司连通（杭州）技术服务有限公司（以下简称“连通”），2020 年获稀缺的境内银行卡清算业务许可证，为其网络内的卡发行和商户收单机构提供银行卡清算及结算服务，为中国消费者提供持卡人权益。截至 2023 年 Q3，连通已与 22 家主流发卡行建立合作。连通为中国发卡行发行的带有「美国运通」品牌名称的银行卡提供结算、清算及相关功能，为其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，为中国消费者在中国及全球各地提供持卡人权益。

连连与运通合资成立连通，主要有三方面利好因素：1）根据人民银行官网信息，目前仅有万事网联、连通、中国银联三家公司获得银行卡清算业务许可证，稀缺性较强，运通的银行卡清算业务许可证具有重大战略价值，银行卡清算作为中国金融基础设施的重要一环，对于支付行业价值链极为重要；2）连连在数字支付领域具有成熟技术和丰富场景，公司将帮助连通建立其本地网络、基础设施和系统，并在监管沟通方面向其提供支持，在发展连通的本地网络、产品及服务、电商用户场景、规模经济过程中，连连可以不断提升与连通的业务协同；3）美国运通成立于 1850 年，是全球支付行业的领导者。连通可以利用美国运通的优势，尤其是全球网络、产品开发及运营支持（包括技术领域）方面，有利于公司全球布局。

图表 6：仅有三家公司获银行卡清算业务许可证

已获银行卡清算业务许可证的机构	
万事网联信息技术（北京）有限...	2023-11-20
连通（杭州）技术服务有限公司	2020-06-13
中国银联股份有限公司	2019-06-18

资料来源：中国人民银行官网，华源证券研究所

图表 7：连连与美运合资成立连通

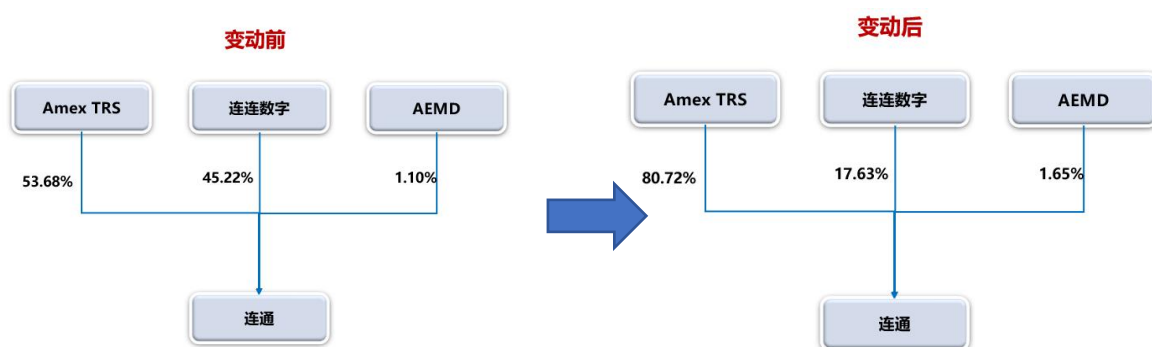


资料来源：公司公告，华源证券研究所

出售连通部分股权，大幅提升 25 上半年业绩。连通成立时，美国运通和连连分别对其持有 50% 的股份，2023 年 12 月，双方对连通增资 7 亿元（连连增资 0.746 亿元）后，公司对连通持股比例减少至 45.2%，确认 2.4 亿元摊薄收益。2024 年 12 月，连连和美国运通主要

运营主体 Amex TRS 和 AEMD 及连通订立股权转让及增资协议。买方 Amex TRS 向公司购买注册资本 11.55 亿元，占紧随增资完成后连通股权的 14.27%，AEMD 向公司购买注册资本 0.24 亿元，占紧随增资完成后连通股权的 0.29%。在出售股权同时，连通增加注册资本至 90.9 亿元，Amex TRS 和 AEMD 又分别认购连通增加的注册资本 22.8 亿元和 0.47 亿元。出售和增资事项已于 25 年 2 月、3 月陆续完成，完成后，公司对连通的持股比例从 45.22% 降低至 17.63%，此次股权出售给公司带来 16 亿元的处置收益和 4.5 亿元的摊薄收益，已经在公司 25H1 的业绩有所体现。

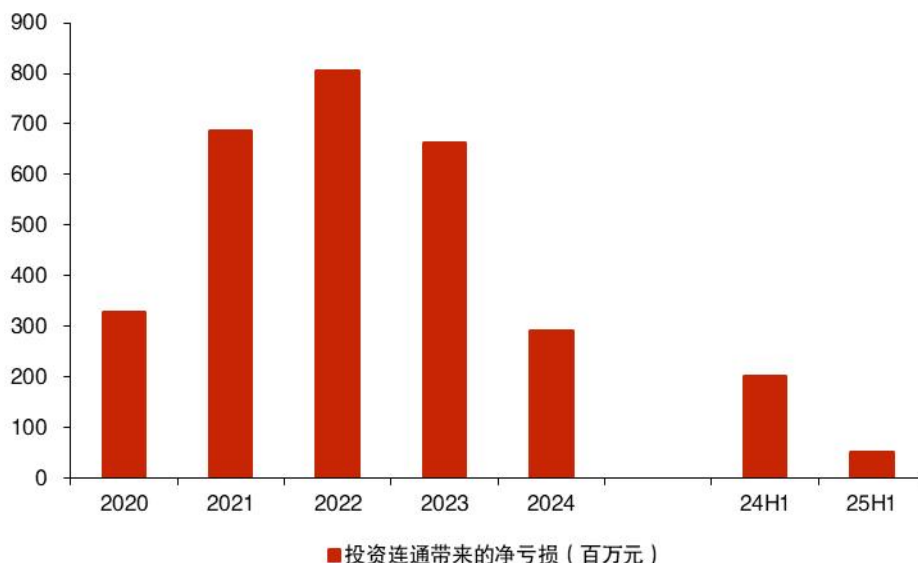
图表 8：收购及增资事项对连通股权架构的影响



资料来源：公司公告，华源证券研究所

连通多年亏损影响公司业绩表现，25 年开始有所好转。连通的银行卡清算业务属于金融领域的基建类业务，基础设施投资包括清算系统、风险控制及管理平台、IDC 设施和运营支持系统，建立与维护的前期投入较大，根据弗若斯特沙利文的资料，连通这样的新参与者通常需要花费数年才能实现盈亏平衡。过去几年，受公共卫生事件、行业监管等因素影响，连通销售额及收入表现不佳，2020–2024 年，投资连通给公司带来亏损 3.29、6.87、8.05、6.64、2.91 亿元。25H1，按权益法核算的应占联营公司净亏损为人民币 0.5 亿元，较去年同期减幅 74.6%，主要系公司于连通的股权从 45.2% 减少至 17.6%，亏损份额收窄。

图表 9：公司投资连通带来的净亏损



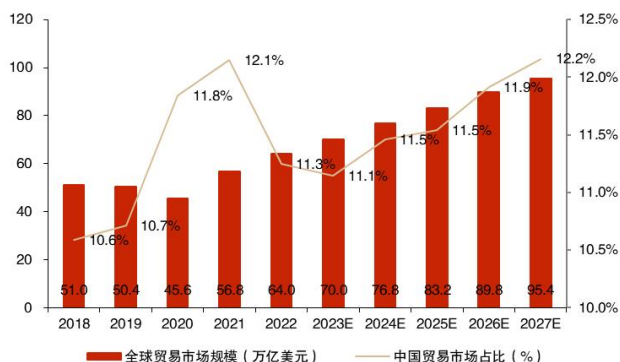
资料来源：公司招股书，公司公告，华源证券研究所

2. 增长红利 vs 高壁垒：跨境支付寡头竞合

2.1. 全球贸易市场扩张，跨境支付潜力较大

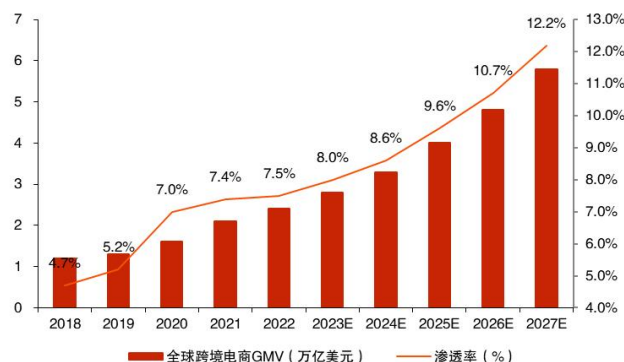
全球贸易与跨境电商市场持续扩张。根据弗若斯特沙利文数据，全球贸易市场规模稳步增长，中国市场占比亦逐年提升。2018年至2022年，全球贸易总额由51万亿美元增至64万亿美元，预计至2027年将达到95.4万亿美元；同期中国贸易规模将增至11.6万亿美元，市场占比预计上升至12.2%，2022-2027年复合年均增长率（CAGR）约10.0%。与此同时，信息技术进步和互联网基础设施完善推动全球贸易数字化转型加速，价值链上的企业正从传统线下跨境贸易逐步转向跨境电商模式，全球跨境电商市场也由此快速发展。全球跨境电商GMV（商品交易总额）从2018年的1.2万亿美元增长至2022年的2.4万亿美元，预计2027年将达到5.8万亿美元，渗透率将由2022年的7.5%提升至12.2%，2022-2027年跨境电商GMV的CAGR约为19.3%。

图表 10：全球贸易市场规模及中国占比：万亿美元，%



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

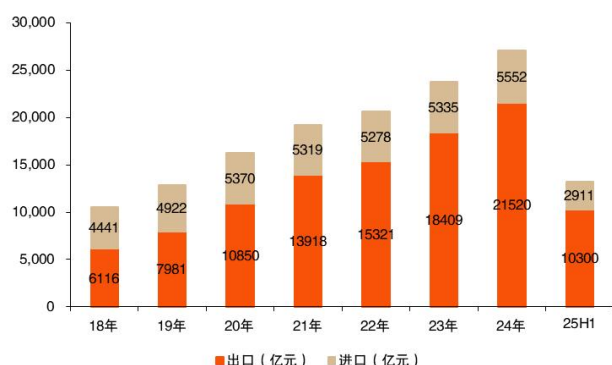
图表 11：全球跨境电商 GMV 及渗透率：万亿美元，%



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

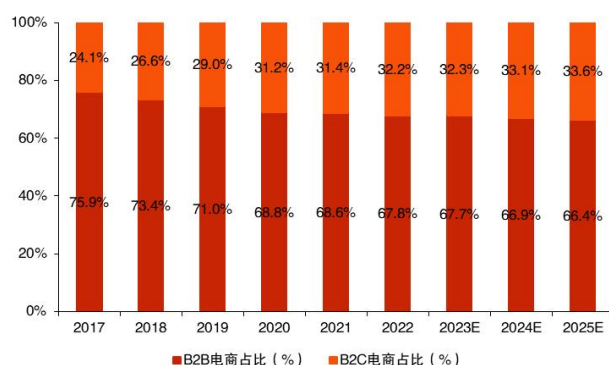
中国跨境电商市场持续扩张，B2C 增速更快。根据海关总署数据，中国跨境电商进出口交易额由2018年的10,557亿元提升至2024年的27,072亿元，2025年上半年已达13,200亿元，出口业务长期占据主导，2024年出口规模达21,520亿元，占整体交易额近八成。从出口电商结构看，根据艾瑞咨询，B2C即直面海外零售消费额的比例由17年的24.1%增长至22年的32.2%，预计到25年进一步增长至33.6%。

图表 12：中国跨境电商进出口交易量:亿元



资料来源：海关总署，华源证券研究所

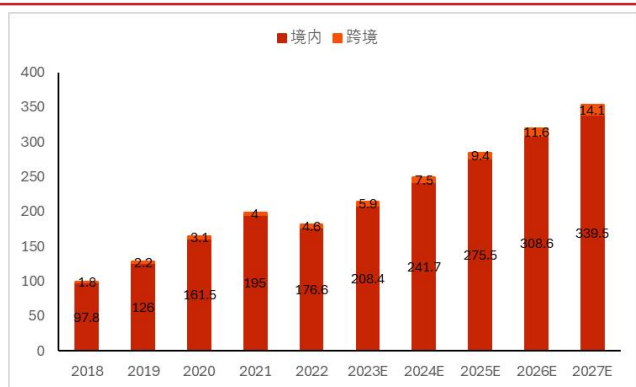
图表 13：2017-2025 年中国跨境出口电商 B2B&B2C 分布



资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究所

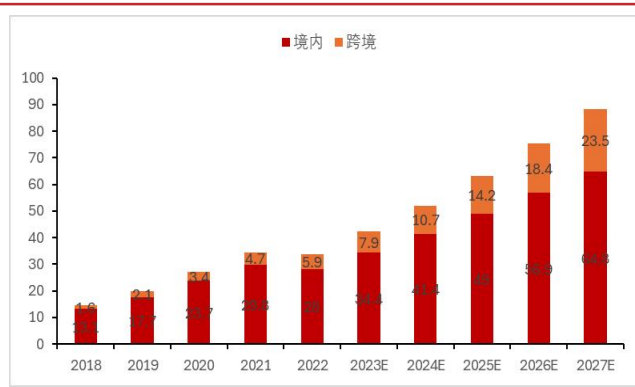
伴随商户和企业对支付系统效率与服务深度的要求不断提升，对数字支付解决方案中增值服务（如数字化营销、电子钱包等技术服务）的需求也日益增强。根据弗若斯特沙利文的数据，中国数字支付解决方案提供商的增值服务收入由 2018 年的人民币 147 亿元（其中境内 131 亿元、跨境 16 亿元）增长至 2022 年的 339 亿元（其中境内 280 亿元、跨境 59 亿元），预计到 2027 年，该收入将进一步增长至人民币 883 亿元，其中境内收入将达 648 亿元，跨境收入达 235 亿元。从结构上来看，跨境增值服务收入增长尤为显著，2022 至 2027 年 CAGR 预计将超过 30%，其在整体增值服务收入中的占比也将从 2022 年的 17.4% 提升至 2027 年的 26.6%。这充分反映出在全球化和电商出海趋势推动下，跨境支付服务正成为行业发展的重要驱动力之一。

图表 14：中国数字支付服务市场的 TPV（万亿元）



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 15：中国数字支付解决方案提供商的增值服务收入（十亿元）



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

2.2. 跨境支付寡头主导，牌照口碑筑高壁垒

跨境支付服务商行业呈现出明显的寡头格局，市场集中度较高。头部企业凭借先发优势、合规能力以及深厚的渠道资源，构筑起较强的行业壁垒。与消费级支付市场高度依赖广告投放和线上流量不同，跨境支付服务商的客户群体多为中小微型外贸企业、跨境电商平台和出口商，客户获取方式更多依赖于“口口相传”的方式，即通过老客户推荐、行业人脉介绍、展会或产业链上下游渠道扩展。由于跨境支付本身涉及较高的信任门槛与合规要求，企业用

户在选择服务商时更倾向于优先考虑已有成功合作经验的同行推荐，进一步加强了头部企业的品牌粘性和网络效应。

此外，跨境支付行业具有显著的客户粘性。一旦企业在某一服务商体系中完成开户、收款、结汇与报税等系统集成后，转移成本较高，因此客户切换（即“切户”）意愿较低，行业竞争更集中于新客户的争夺。对于新进入者而言，若要具备行业基本竞争力，通常需在全球范围内申请多张支付牌照，并在此基础上逐步建立客户基础，形成较高的准入门槛与发展壁垒。

当前，行业内的竞争格局主要由五大服务商构成，各具竞争力。五大服务商分别为连连数字、乒乓（PingPong）、派安盈（Payoneer）、空中云汇（Airwallex）和万里汇（WorldFirst）。其中，派安盈、乒乓和连连凭借较早的市场布局、较强的全球合规资质以及覆盖广泛的服务网络，占据了较大的市场份额。连连数字是唯一一家在美国所有州均持有货币转移牌照的中国企业，已服务超 790 万卖家；乒乓在新兴市场的合规拓展较为领先，并在中东、东南亚等地区实现快速增长；派安盈则依托其美股上市背景和全球网络，覆盖超 190 个国家和地区，服务网络高度国际化。

相较之下，空中云汇与万里汇的市场份额相对较小，但也在特定领域展现出差异化竞争力。空中云汇聚焦于构建企业级全球金融基础设施，通过技术与 AI 赋能提升运营效率；万里汇则依托蚂蚁集团生态，强化与阿里系平台的协同优势，支持外币账户直接于国内平台采购，并可实时提现至支付宝。

图表 16：五大跨境支付服务商构成竞争格局

公司名字	公司概况
连连数字 (Lianlian)	成立于 2009 年，拥有全球范围内 65 项支付牌照及相关资质，是目前唯一一家在美国所有州均持有货币转移牌照的中国企业。其服务覆盖全球 100 多个国家和地区，支持 130 余种货币，累计服务跨境电商卖家超过 790 万，提现费率通常为 0.5% 至 1%。核心优势在于提供一站式跨境服务，涵盖一键开店、退税管理、融资服务等，助力商户提升全球运营效率。除跨境电商和外贸 B2B 业务外，连连亦积极拓展至留学教育、跨境旅游等场景，覆盖国际、国内以及清算业务。
乒乓 (PingPong)	2015 年成立，现已持有全球 60 余项支付牌照及相关资质，合规网络覆盖东南亚、中东等重点跨境市场，并率先获得阿联酋和马来西亚的支付牌照。公司服务范围覆盖全球 200 多个国家和地区，打通近 200 家平台，提款费率约为 1%。乒乓以跨境电商为核心业务方向，围绕商户全球化需求，提供涵盖跨境收款、跨境 B2B 收付款、VAT 税务服务等在内的多元化产品体系与一体化解决方案。
派安盈 (Payoneer)	2005 年成立于美国，于 2021 年在纳斯达克上市（代码：PAYO），并于 2025 年 2 月获批以收购的方式获得中国支付牌照。公司持有全球 58 项合规运营资质，服务覆盖 190 多个国家和地区，已连接超过 2000 个跨境电商平台与网络，支持 70 个币种。客户涵盖跨境平台卖家、独立站卖家及 B2B 外贸商家。
空中云汇 (Airwallex)	成立于 2015 年，通过收购方式获得中国境内的互联网支付牌照。目前已支持 60 多个国家和地区的本地收款，覆盖 120 多个国家和地区的本地付款网络，全球客户数量超过 15 万家。其业务核心在于将自建的金融基础设施、自研的软件和人工智能技术深度融合，打造面向全球企业的一站式金融运营平台，推动嵌入式金融解决方案落地。提供企业级 VISA 卡服务，既可申请企业卡，也支持发放员工卡，便于全球资金统一管理与支出控制。
万里汇 (WorldFirst)	成立于 2004 年，并于 2019 年正式加入蚂蚁集团体系。目前业务已覆盖全球 210 多个国家和地区，持有超过 60 项全球支付相关牌照，累计服务商户数量超过 120 万家。平台支持账户外币资金直接用于 1688、天猫国际（TaoWorld 跨境供货平台）等平台消费，无需结汇转换。同时，支持外币资金 7x24h 实时提现至支付宝账户。

资料来源：各公司官网等，华源证券研究所

3. 公司为全球贸易商提供安全高效的支付基础设施

依托全球牌照布局、专有技术平台和广泛的合作方网络，公司建立了全球支付网络。公司业务分为数字支付服务（收款、付款、收单、汇兑、虚拟银行卡和聚合支付）与增值服务（商业服务和技术服务）。其中，商业服务包括数字化营销、运营支持（例如在电商平台开设店铺及安排发货）及引流服务，技术服务包括账户、电子钱包服务和软件开发服务。

图表 17：公司主营业务分类



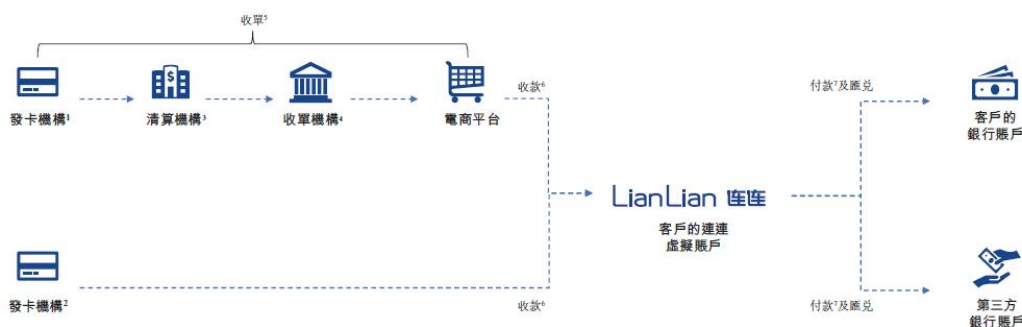
资料来源：投资者交流材料，华源证券研究所

3.1. 跨境支付：公司业务基本盘，以跨境电商客户为主

就跨境支付而言，公司为电商平台的商户转回其资金，主要提供收款、付款服务。具体来说，公司通过将自身当地银行账户下设置的虚拟账户分配给商户（这些商户一般由于没有当地住所而难以开立境外银行账户），公司让商户能够在当地从电商平台收取资金并将资金跨境转回其境内的银行账户。为方便理解，可将资金流分为两个阶段，即收款及付款。收款指收取资金的过程，而付款指分发资金的过程，通常是将资金转入客户境内的银行账户或支付给第三方。

跨境支付服务帮客户解决了银行跨境汇款成本高且复杂、跨境支付合规风险高的痛点。对于中国跨境商户在电商平台做业务，主要面临两项挑战：其一，交易频率高以及单一交易价值较低令较为昂贵的传统电汇对其不具吸引力，且越来越多的跨境电商平台要求使用当地银行账户完成交易。许多商户为并无当地运营实体的中小型商户及企业，在开立境外银行账户上面临困难，可能会耗费大量时间或无法成功开立账户。其二，不同国家及地区间的跨境支付法规大不相同。这对商户在了解及遵守其中各项法规方面造成负担，从而令其产生合规风险。公司能够协助小 B 客户在数小时内完成跨境转账，而根据弗若斯特沙利文的资料，在 2022 年即使商户能够顺利在传统银行开立境外银行账户，相同的一套跨境转账通常也需耗费一两个星期左右才能完成。

图表 18：全球支付业务模式

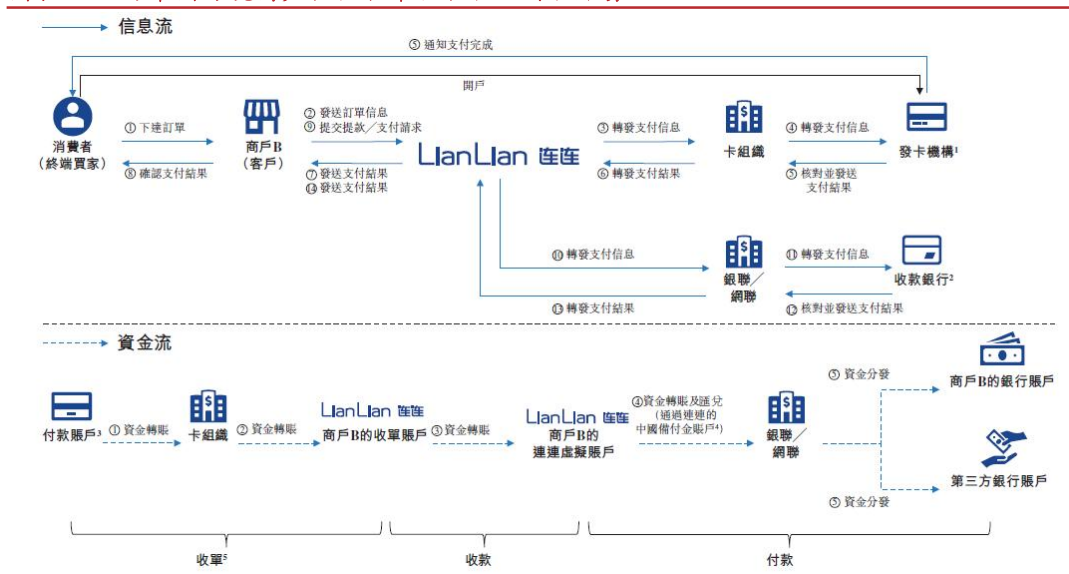


资料来源：公司招股书，华源证券研究所

跨境支付主要有三種應用場景：

1) 為中國跨境商戶提供收單、收款及付款服務（2023 年前三季度 TPV 在全球支付占比 78.7%）：當消費者在跨境商戶所在的電商平台訂購產品時，公司幫助商戶提供主流付款方式（包括國際信用卡、本地支付、銀行卡支付、電子錢包），向消費者完成收款後，公司將資金轉入跨境商戶在连连的收單賬戶（收單服務），並將資金從其收單賬戶轉入在连连的虛擬賬戶（收款服務），將外幣資金兌換為人民幣（匯兌服務）並將人民幣轉回商戶的中國內地銀行賬戶（付款服務）。商戶還可使用其虛擬賬戶的資金向第三方支付廣告及物流服務費用（付款服務）。

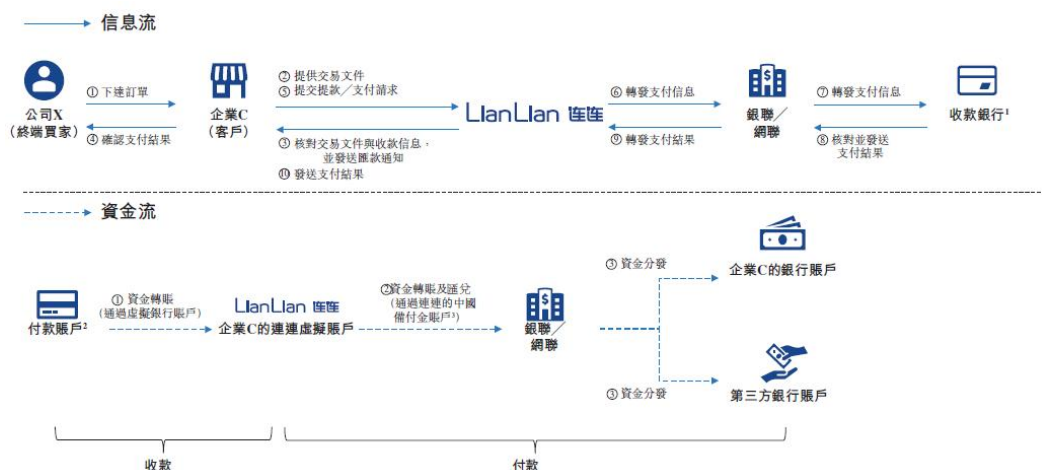
圖表 19：為中國跨境商戶提供收單、收款及付款服務



資料來源：公司招股書，華源證券研究所

2) 為中國跨境企業提供收款及付款服務(2023 年前三季度 TPV 在全球支付占比 19.2%)：當終端買家購買企業產品時，公司幫助企業通過虛擬賬戶向其終端買家收取外幣資金，將資金跨境匯至中國香港，轉入企業 C 在公司中國香港銀行賬戶下的虛擬賬戶（收款服務），將外幣資金兌換為人民幣（匯兌服務）並將兌換所得資金轉回企業的中国內地銀行賬戶（付款服務）。企業還使用其虛擬賬戶的資金向第三方支付廣告及物流服務費用（付款服務）。

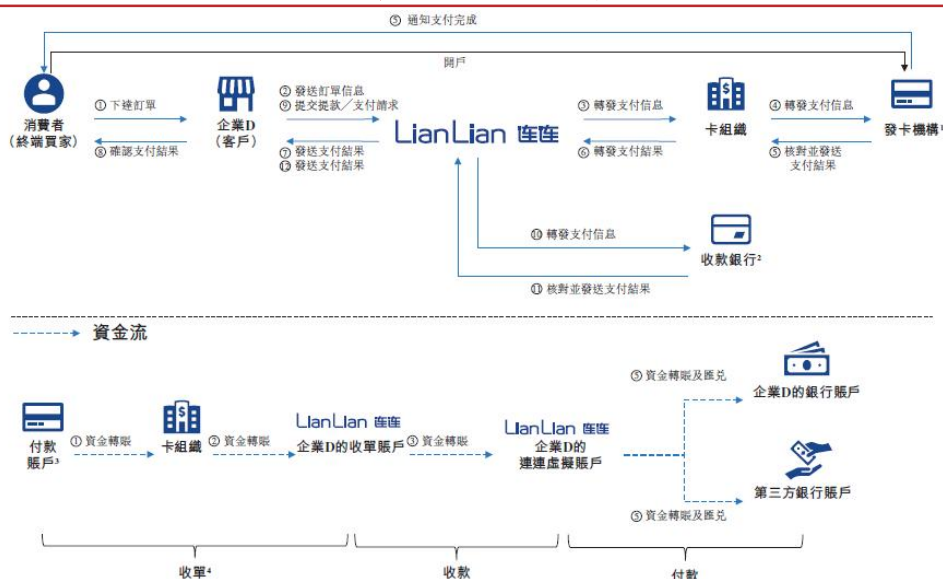
图表 20：为中国跨境企业提供收款及付款服务



资料来源：公司招股书，华源证券研究所

3) 为境外商户和企业提供收单、收款和付款服务 (2023 年前三季度 TPV 在全球支付占比 2.1%)：公司主要为境外企业提供收单服务，为企业整合国际信用卡、本地支付、银行卡支付和电子钱包的整合服务。具体来说，就是将资金从终端买家的付款账户转入卡组织，之后再转入企业在连连的收单账户。

图表 21：为境外商户和企业提供收单、收款和付款服务

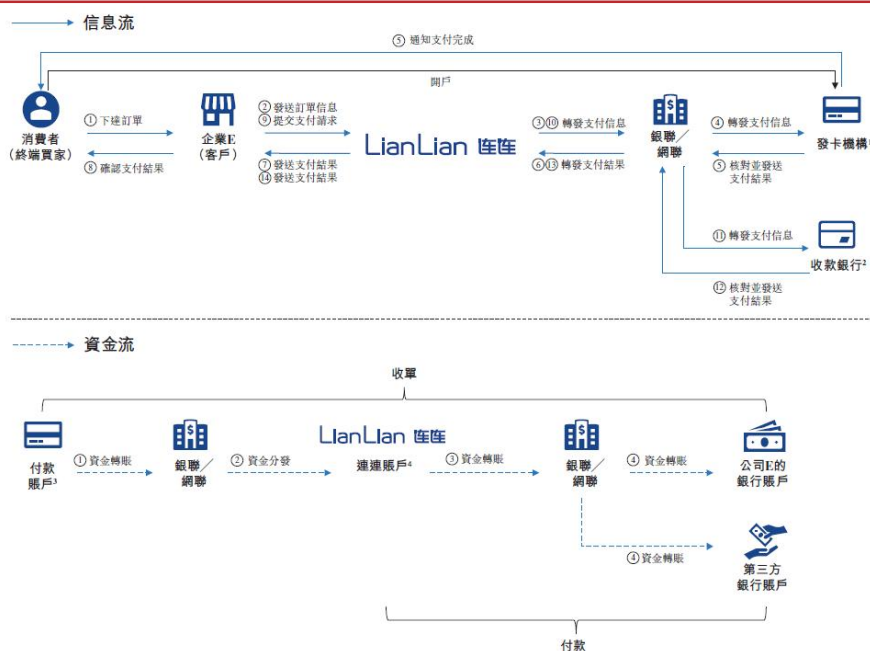


资料来源：公司招股书，华源证券研究所

3.2. 境内支付：TPV 贡献最高，服务约三千家客户

就境内支付而言，公司在商户和银行之间发挥通道作用。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在线及线下支付方式的支付信息，帮助企业客户简化其收款流程并降低运营成本。

图表 22：为境内企业提供收单、收款及付款服务



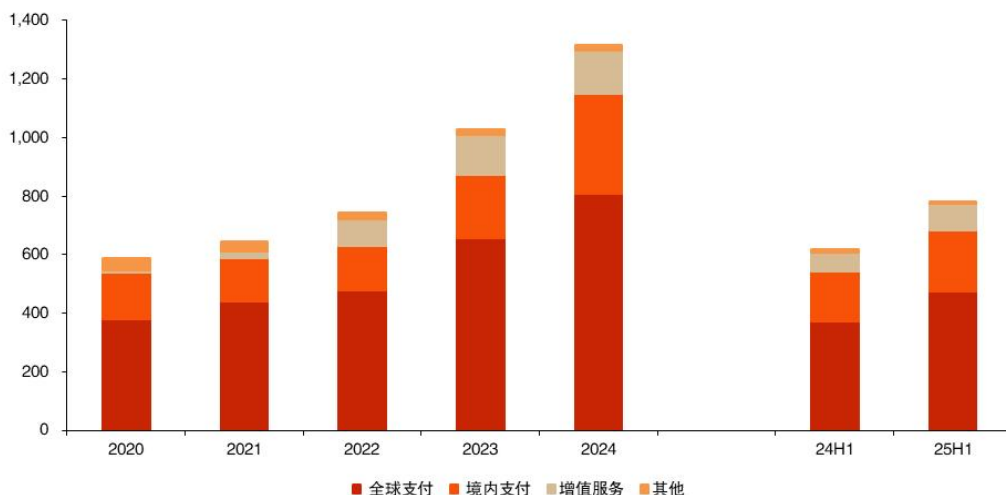
资料来源：公司招股书，华源证券研究所

公司 TPV 主要由境内支付贡献，但收入主要来源于全球支付业务。从公司的 TPV 构成来看，境内支付占比最高为 90%左右，2020–2024 年，境内支付 TPV 分别达到 7431、8360、10182、18274、30133 亿元，CAGR 达到 42%，全球支付 TPV 分别达到 1063、1352、1348、1726、2815 亿元，CAGR 达 28%。2020–2024 年，全球支付业务实现收入 3.78、4.41、4.79、6.56、8.08 亿元，CAGR 达 20.9%，在总收入占比稳定在 65%左右，在数字支付业务收入占比约 73%。境内支付贡献了公司绝大部分 TPV 但收入贡献较低，主要是因为跨境支付费率更高。

2020–2024 年公司跨境支付费率处于 2.8‰–3.8‰之间，24 年降到 3‰以下，25H1，公司跨境支付费率为 2.38‰，同比下降 0.126pct，费率下降系 B2B（跨境企业）和服务贸易（留学、旅游等）客群规模大单笔交易金额高，在全球支付 TPV 占比提升所致，但电商跨境支付费率基本平稳。

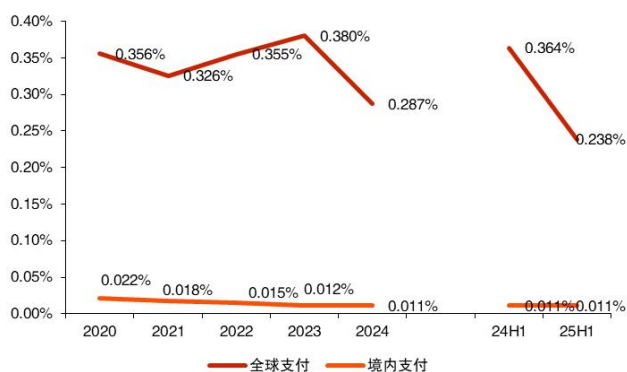
近五年境内支付费率基本在万 1–2 左右，境内支付费率相比跨境支付显著更低，主要是因为公司大力拓展境内支付业务提供更有竞争力的报价。我们认为，境内支付赛道拥有牌照的公司较多、竞争较为激烈，但公司为客户提供万 1–2 左右的费率报价，长期来看有以下利好：1）有利于吸引大量客户拿到客户长约，形成较高境内支付 TPV；2）境内支付牌照可用于跨境支付业务的境内分发和支付，形成业务闭环；3）境内业务可与增值服务共同丰富公司产品体系、相互引流，丰富收入来源。

图表 23：2020-2025H1 公司营业收入构成（百万元）



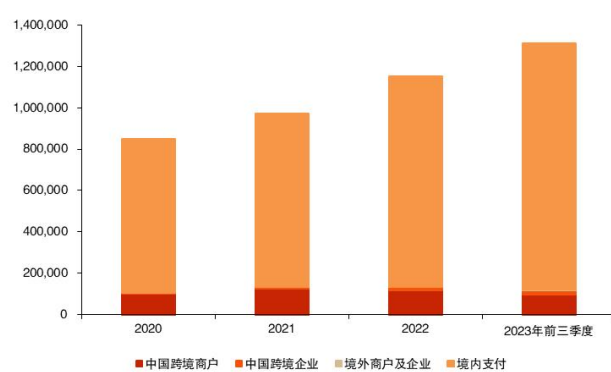
资料来源：公司招股书，公司年报，华源证券研究所

图表 24：2020-2025H1 数字支付费率变化情况



资料来源：公司招股书，公司年报，华源证券研究所

图表 25：2020-2023 前三季度数字支付 TPV 构成(百万元)



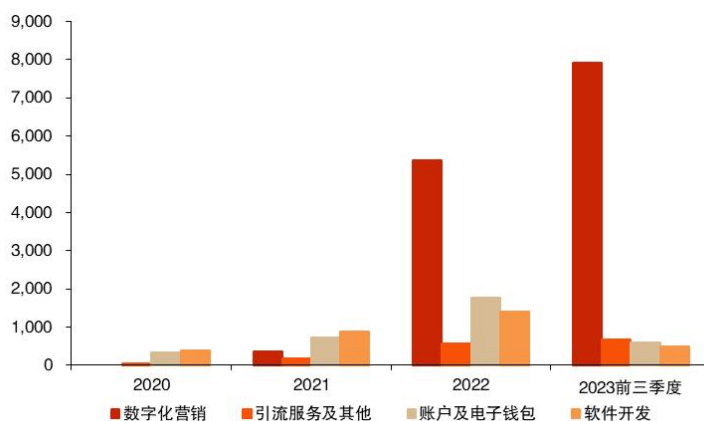
资料来源：公司招股书，华源证券研究所

3.3. 增值服务：为客户提供一体化解决方案

增值服务与支付协同，形成一体化解决方案。公司的增值服务分为商业服务和技术服务，与公司的基本业务已形成了良好的补充协同效果。截至 2023Q3 过去的 12 个月，有超过一半的中国跨境商户在使用连连的数字支付服务后，购买了公司的增值服务。

商业服务包括数字化营销、运营支持和引流服务，技术服务包括账户及电子钱包和软件开发。其中，数字化营销业务近年来迅速扩张，2021-2023 年前三季度，数字化营销业务分别实现收入 376、5358 和 7908 万元，成为增值服务收入的主要贡献。具体来说，数字化营销业务模式类似于：通过将商业银行信用卡业务的营销资源与连连客户支付的业务场景相结合，同时配合第三方服务商（如广告公司），公司为商户提供营销解决方案，促进 C 端消费。

图表 26：2020-2023 前三季度公司增值服务收入变动（单位：万元）



资料来源：公司招股书，华源证券研究所

3.4. 盈利表现：营收保持增长，盈利稳中向好

公司营收连续增长，25H1 业绩同比大幅扭亏。过去五年，公司营业收入随 TPV 增加持续增长，于 2024 年达到 13.15 亿元，同比增加 27.9%，2020-2024 年 CAGR 达到 22.3%。2024 年公司归母净利润为-1.68 亿元，同比大幅减亏，经调整净利润（去除上市费用和股份支付费用）为 0.79 亿元，显示出盈利修复趋势。我们认为，公司前期处于盈利亏损主要由于公司持续产生的战略性投入，随着公司业务体系不断成熟、规模效应凸显、连通亏损计提完成，公司业绩表现有望持续好转。25H1，公司实现归母净利润 15.11 亿元，同比大幅扭亏，主要为连通股权出售收益拉动整体业绩表现好转。

图表 27：2020-2025H1 公司营业收入和归母净利润变化情况

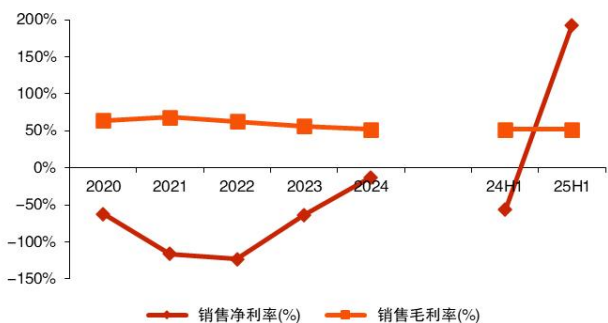


资料来源：公司公告，华源证券研究所

盈利能力稳中向好。过去五年，公司毛利率基本保持在 50-60%左右，近两年有所下降主要系：1）公司大力拓展新平台和新业务形成较多投入成本；2）低毛利的境内支付业务占比增加；3）数字化营销服务迅速扩张使得渠道费用增加，增值服务毛利率明显下滑。从成本

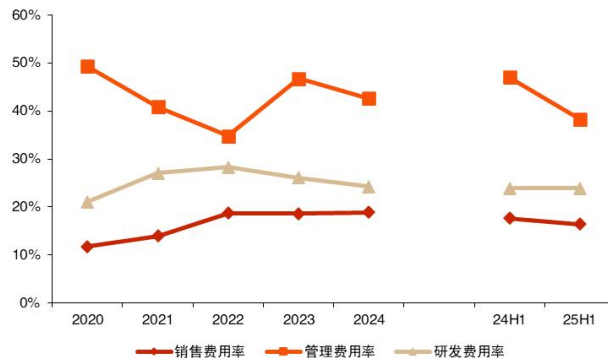
端来看,手续费为公司营业成本的主要项,近年来随 TPV 增加不断增长,但支付给金融机构、清算等支付网络机构的手续费率持续呈现下降趋势。截至 2024 年,公司渠道手续费率为 0.011%,相比 2020 年的 0.019%降低了 0.8bp,反映出公司成本端的良好控制能力和议价能力。从费用端来看,2020-2024 年,公司销售费用率、管理费用率和研发费用率合计为 82.1%、81.9%、81.8%、91.5%、85.8%,基本保持稳定。25H1,公司三费率合计 78.7%,同比-9.9pct,主要系去年同期产生较多一次性上市费用。

图表 28: 25H1 公司净利率大幅改善



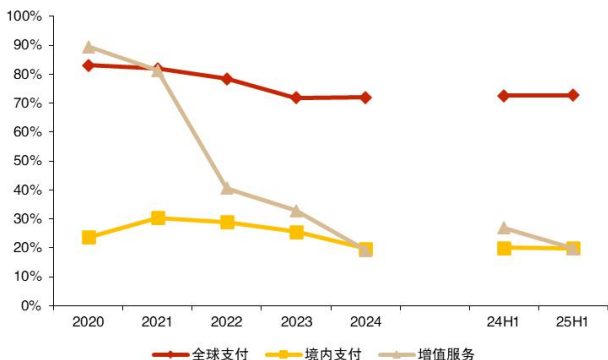
资料来源: 公司招股书, 公司年报, 华源证券研究所

图表 29: 2020-2025H1 年公司三费变动情况



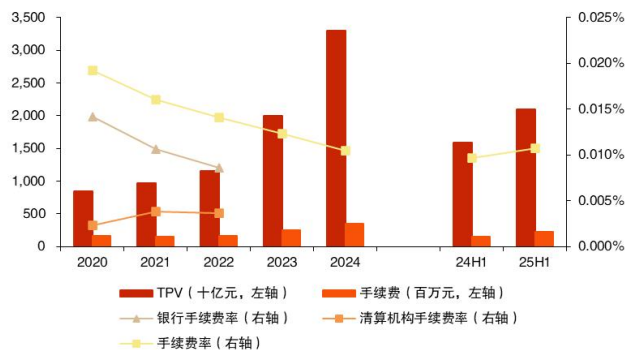
资料来源: 公司招股书, 公司年报, 华源证券研究所

图表 30: 2020-2025H1 各分部业务毛利率变动情况



资料来源: 公司招股书, 公司年报, 华源证券研究所

图表 31: 公司向金融机构、支付网络机构支付的手续费率呈下降趋势



资料来源: 公司招股书, 公司公告, 华源证券研究所

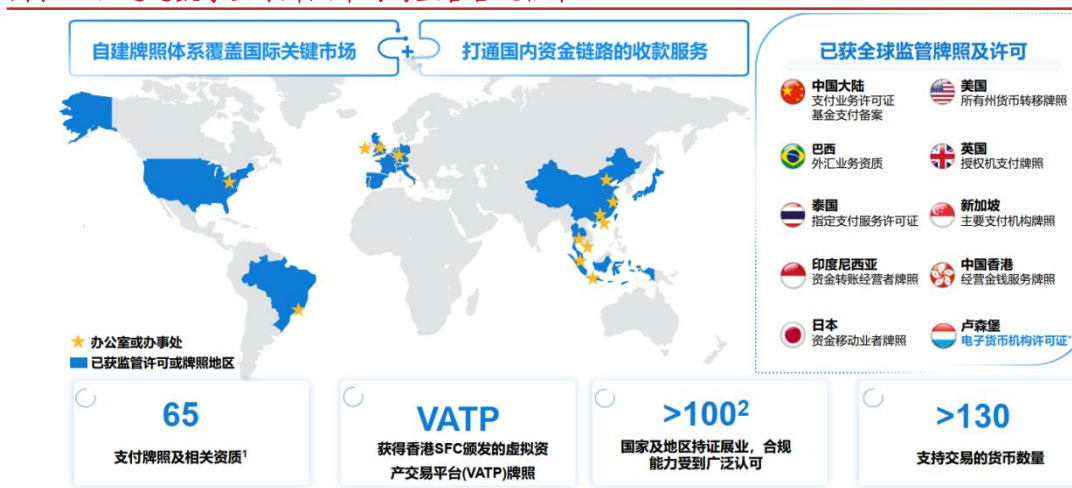
4. 懂支付, 懂客户, 勤研发

连连数字在全球牌照布局方面建立了显著的行业壁垒,是当前跨境支付领域合规能力最强的企业之一。自 2015 年起,连连持续推进全球合规体系建设,截至 2025 年中报,已取得全球范围内 65 张支付及相关金融牌照,覆盖中国内地、中国香港、美国、英国、新加坡、泰国、印尼等主要市场。其中,连连是唯一一家获得美国全部 50 个州货币转移牌照的非美国企业,也是首家以纯外资身份在泰国申牌成功的中国企业。2024 年,连连又成功获得卢森堡 EMI (电子货币机构) 牌照。相较于普通支付机构 (PI), EMI 牌照不仅可开展支付服务,更具备发行电子货币、提供资金存储、预付卡、电子钱包等服务能力,其含金量和稀缺性在

全球范围内广受认可。卢森堡作为欧盟金融枢纽、全球第二大基金管理中心，其支付牌照监管标准极为严苛，对申请企业在反洗钱、信息安全、IT 架构、人员资质、资本实力等方面均有高标准要求。连连此次获得 EMI 牌照，不仅体现其在技术、风控、合规等方面的全面实力，也为其在欧洲市场的业务拓展创造了更大空间。未来，连连计划对中东、拉丁美洲、非洲等新兴市场进行深度辐射。

依托这一全球化的合规体系与本地化的服务网络，连连支付切实帮助中小型跨境商户解决了进入国际市场过程中的一系列核心痛点。例如在美国市场，商户若想开设本地银行账户，通常需提供美国常住地址、税务编号、法人身份等一系列合规材料，不仅流程复杂、开户周期长，还需承担较高的维护成本及合规风险。连连则凭借其在美国全境的牌照覆盖，为商户提供本地收款账户功能，客户无需在美设立实体公司，即可完成与 Amazon、eBay 等主流平台的收款结算，显著降低了合规门槛与运营成本，加速了中国商户“出海”进程。类似的服务能力也正通过其在欧洲、东南亚等地区的合规基础和业务布局不断复制扩展，助力更多跨境企业实现全球化发展。

图表 32：连连数字全球牌照布局与监管合规框架



资料来源：公司业绩说明材料，华源证券研究所

备注：截至 2024 年数据

连连支付持续构建全球化、立体化的生态合作网络，形成强大而稳固的行业协同体系。连连已与 100 多家全球主流跨境电商平台建立合作关系，包括 Amazon、Shopee、Shopify、AliExpress、Lazada、TikTok、SHEIN 等，实现高效对接，助力商户在全球主要市场顺利开展业务。在金融体系层面，连连与多个国际主流商业银行（如花旗银行、摩根大通、渣打银行、德意志银行等）保持长期合作，同时与四家海内外清算机构进行合作，保障全球资金流转的安全与合规。通过与美国运通合资设立的清算机构「连通」，连连接入美国连通的全球银行卡网络，截至 2023Q3 已与 22 家发卡行建立合作关系，进一步拓展了银行卡支付和清算能力。

图表 33：连连数字生态合作伙伴



资料来源：公司业绩说明材料，华源证券研究所
备注：时间截至 2024 年

连连致力于以一站式服务体系，解决跨境商户和企业在全球运营中的核心痛点。当前，跨境业务普遍面临支付体系割裂、账户管理复杂等挑战。由于各国支付环境差异显著，商户通常需要在多个市场开设和维护本地支付账户，依赖多家服务商，导致管理成本上升、流程不稳定、数据不互通，进而影响整体运营效率。同时，随着跨境业务的不断扩展，商户对运营支持、技术集成、合规服务等增值能力的需求日益增长。然而，市面上的多数服务商缺乏一站式闭环能力，系统孤岛和信息碎片化问题愈发严重，限制了企业的可持续增长。

针对上述痛点，连连为全球跨境商户及中小企业提供一站式综合服务解决方案。通过统一的接入入口、技术平台与合规体系，显著降低企业开展国际业务的门槛与复杂度。客户仅需提交一套资料、完成一次开户，即可快速获得覆盖全球 100 多个国家的本地银行账户，支持 130 种币种的全球收付功能，并实现与主流跨境电商平台的一键对接，助力商户高效完成商品上架、收款及资金流转。

在增值服务方面，连连整合了物流、数字营销、VAT 税务申报、供应链金融等多类资源，为客户打造从资金流到业务运营的全流程闭环。例如，连连与中远海运合资成立物流公司，联动海运资源，提升跨境商户的履约效率；同时，连连依托自主研发的技术平台，助力客户应对全球贸易中的复杂合规要求，涵盖反洗钱、贸易真实性、外汇监管等多方面，保障业务合规稳健发展。

图表 34：连连一站式服务体系

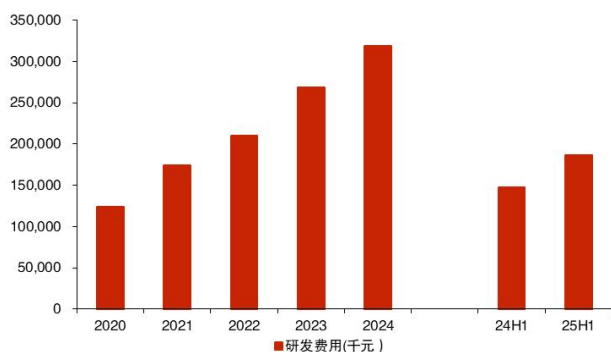


资料来源：公司业绩说明材料，华源证券研究所

连连始终将技术研发作为核心竞争力之一，持续构建自主可控、可扩展的技术平台体系，覆盖支付、资金转账、全球资金分发、汇兑处理、风控管理、反洗钱识别与交易真实性核查等关键模块，并可灵活适配多行业场景。作为数字化战略的一部分，公司于 2021 年成立数据智能中心，搭建以交易识别引擎和路由决策引擎为核心的全球资金分发系统，广泛支持人民币提现、外币支付、税务缴纳等跨境场景，显著提升了资金调度效率与合规性。同时，公司构建了自动化、智能化的风控系统与多维度反洗钱体系，具备 KYC 审核、风险评级、实时交易监测等能力，并通过交易真实性识别系统，有效提升审核效率与合规覆盖。

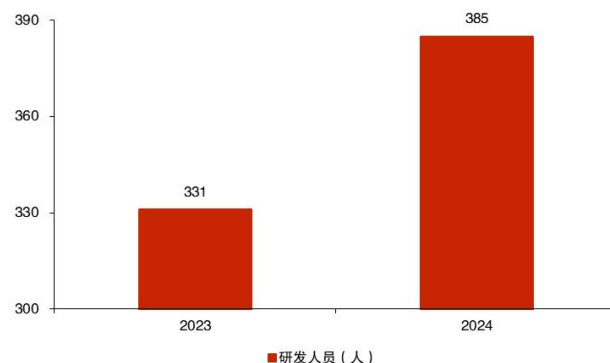
在研发投入方面，公司持续加大资源投入，研发费用五年增长超 1.5 倍；同时，研发人员规模也从 2023 年的 331 人增加至 2024 年的 385 人，构成其核心壁垒之一。随着模块化架构和平台能力的不断成熟，产品迭代的效率稳步提升，研发投入的边际成本持续下降，规模效应有望加快显现。

图表 35：2020-2024 年研发费用逐年上升



资料来源：公司招股书，公司年报，华源证券研究所

图表 36：公司研发人员数量



资料来源：公司年报，华源证券研究所

5. 虚拟资产业务布局，金融科技领域迈向新高度

连连数字已获得中国香港 VATP（虚拟资产交易平台）牌照，突破性拓展公司业务边界和服务。公司先发性地于 2023 年开始申请中国香港的 VATP 牌照，初衷是为解决跨境支付中小币种转法币时间长、手续费高的问题，并于 2024 年底正式拿牌。目前公司处于监管检查阶段，预计最快四季度 DFX 交易所平台可以获得认可。

VATP 牌照稀缺性较强，连连为唯一有贸易支付场景的公司。VATP 牌照申请流程难度较高，机构需同时持有 1 号牌、7 号牌和 VASP 牌照，才可进行虚拟资产交易所运营。目前仅有 11 家机构获得 SFC 正式发放的 VATP 牌照，包括加密货币集团 BGX 旗下的 OSL、连连数字的 DFX、富途旗下的 PantherTrade 等，而连连作为国内最大的独立数字支付公司（以 2022 年 TPV 口径计），是其中少数拥有贸易支付场景的持牌机构。我们预测，待 DFX 平台正式投入使用，其或将首先应用到连连涉及到小币种结算的贸易支付流水，但未来仍有可能发展为独立的交易所平台。

图表 37：获得 VATP 牌照的公司大多具有较深的科技基因

公司名称	交易平台	发牌日期	股东/高管背景
OSL 数字证券有限公司	OSL Exchange	2020/12/15	实际控制人为加密货币集团 BGX，与 Bitget（世界领先的加密货币交易所）同一投资人
Hash Blockchain Limited	Hashkey Exchange	2022/11/9	创始人为万向区块链肖风
中国香港虚拟资产交易所有限公司	HKVAX	2024/10/3	创始人之一行政总裁吴炜樑曾任中信期货国际部的董事总经理，目前是中国香港总商会（HKGCC）金融及财资服务委员会的副主席
中国香港数字资产交易集团有限公司	HKbitEX	2024/12/18	太极资本集团
云账户大湾区科技（中国香港）有限公司	Accumulus	2024/12/18	云账户集团
DFX Labs Company Limited	DFX Labs	2024/12/18	连连数字
EXIO Limited	EX.IO	2024/12/18	新浪旗下的互联网券商华盛资本集团为主要投资者
猎豹交易（中国香港）有限公司	PantherTrade	2025/1/27	富途集团
YAX（HongKong）Limited	YAX	2025/1/27	老虎证券
Bullish HK Markets Limited	Bullish	2025/2/18	区块链公司 Black.One
HongKong BGE Limited	BGE	2025/6/17	中国香港上市公司 HKE Holdings Limited（“HKE”）

资料来源：SFC 官网，华源证券研究所

备注：持牌名单统计截至 2025 年 8 月 28 日

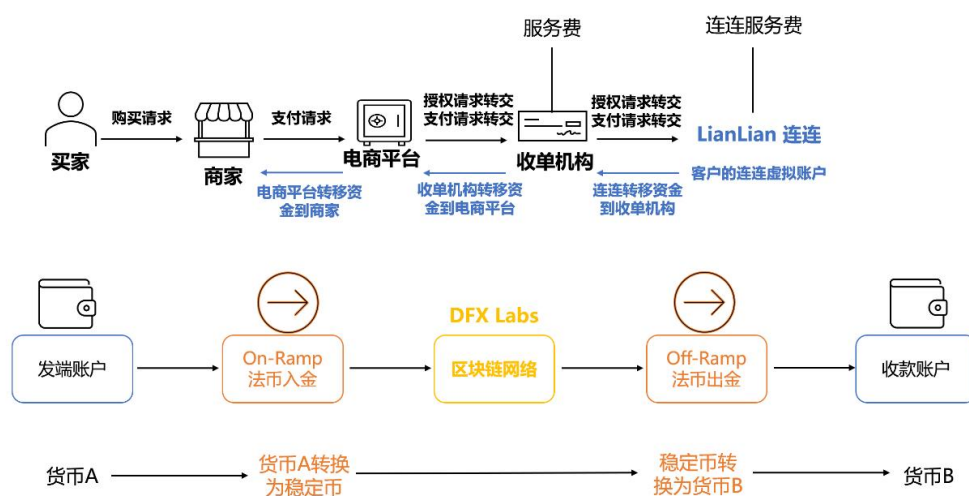
我们认为，未来连连的 WEB3 生态应用布局有以下可能性：

WEB3 模式可大幅提高跨境支付结算效率，实现降本增效。传统四方清算支付模式基于卡组织的分层架构，以跨境电商为例，当消费者通过银行卡（Visa/Mastercard）在亚马逊完成支付时，触发卡组织主导的多方清算体系。资金流经发卡行→卡组织→收单机构→亚马逊四层主体，资金再通过 SWIFT 网络跨境结算至卖家账户，在 SWIFT 网络体系下的传统代理行模式中，跨境支付需通过本地银行—国际银行—收款本地银行，并在途中完成货币兑换，最终形成“消费者支付—平台清算—跨境转账”三段式链路。费用结构中涉及支付清算费、平

台佣金、跨境汇款成本、汇兑损失，支付清算费中由发卡行收取占比最大的交换费，卡组织收取转换费，收单机构收取服务费，合计从交易额中扣除，电商平台按品类收取佣金，跨境汇款成本中由于涉及多家中间银行，每家银行都会因手续费、KYC/AML 审核、节假日等因素造成延迟，另外在银行兑付时在实时汇率基础上加点差，最终导致整个跨境支付分润层级冗余（四方分润）、跨境链路叠加（SWIFT 代理行）、成本转嫁末端（中小卖家承担隐性汇损）。此种模式下，客户收到小币种（指非美元、欧元、日元等贸易结算量大，且汇率相对稳定的币种）转成美元到中国香港账户需 3-5 天，长则一星期，且汇率波动大，资金到账金额不确定且机会成本较大。

连连数字通过现有的本地化账户直通架构，依托 65 个全球支付牌照的合规优势，直接布局境外本地银行账户，使平台方将资金直接支付至其本地账户（属 B2B 银行账户），绕开卡组织及发卡行，支付清算费大幅降低。我们判断，待未来 DFX 交易所平台投入使用后，连连依托平台区块链网络进行法币与稳定币的汇兑，效率上有望提升到分钟级到账，成本上仅需链上燃料费，有望形成“平台付款-本地归集-点对点结算”单链路闭环。同时，连连的客户多为中小企业，高频小额交易为主，稳定币跳过了一些传统跨境支付方式的中间环节，实现资金直达，去中介化的特点使得稳定币支付手续费基本仅为 SWIFT 的 1%-10%，我们认为，这或将有利于连连支付业务的毛利率提升。

图表 38：Web3 支付实现资金直达、节省中间环节费用



资料来源：《FXC Intelligence：稳定币跨境支付现状 2025》，Will 阿望，华源证券研究所绘制

交易所业务与主业相互协同，有望实现客户留存。一方面，跨境电商卖家通过连连支付收款后，直接接入交易所兑换为稳定币或本地货币，减少中间清算等环节损耗，且客户体验提升或将有效提高客户粘性。另一方面，可向跨境电商客户推广交易所服务，两类业务相互引流，有望降低获客成本。

连连有望进一步拓展交易所盈利模式。交易所收入通常包括：1）交易手续费收入，由交易量和手续费率决定；2）托管服务收取托管费/账户管理费；3）挂单或通过 OTC 业务赚取交易价差。布局交易所平台，可进一步丰富公司业务矩阵，有望多元化收入来源。

6. 盈利预测与评级

我们对公司 25-27 年盈利预测如下：

公司 23-24 年全球支付的实际 TPV 的增速明显快于海关总署公布的中国跨境电商进出口金额增速，且 B2B 和服务贸易业务有新增量，我们认为未来 3 年其仍将保持对行业的“超额增速”，假设 25-27 年全球 TPV 增速为 60%、35%和 30%，受 B2B 和服务贸易业务较低的费率影响，我们预计全球支付的收费率将下降至 0.24%，毛利率随着规模效应或将稳中有升，假设为 72%、73%和 73%；境内业务继续深耕大 B 客户，假设 25-27 年 TPV 分别实现 30%、25%和 20%的较快增长，费率基本维持至 0.01%的水平，境内的毛利率在业务结构微变和竞争较激烈情况下小幅下降为 19.5%、19.5%和 19%。

费用端方面，公司的获客大部分来自于客户介绍，成本可控，假设随着客户口碑和市占率的进一步稳固，公司 25-27 年的营销成本占营收的比例优化至 17.5%、17%和 16.5%，行政开支占营收的比重在规模效应下优化为 35%、33%和 32%，研发费用占营收的比例依旧保持 25%左右的较高水平。

非经常损益项中，25 年上半年已经确认转让连连股权的 16 亿投资收益和 4.5 亿的摊薄收益，且由于 25 年 6 月末公司投资连连股权的账面净值已经减少为 4 亿，且持股比例已经下降至 17.6%，后续的权益法投资损失或将明显变小，连连持有的趣链科技、Queen Bee Capital 和茶百道股票或将每年带来小额其他收益波动。

在上述假设下，我们预测连连数字 25-27 年的营收为 17.0、22.0 和 27.0 亿元，归母净利润为 14.6、0.18 和 1.26 亿元。

图表 39：盈利预测主要假设：%

	22A	23A	24A	25E	26E	27E
全球 TPV 增速	-0.27%	28.02%	63.10%	60%	35%	30%
境内 TPV 增速	21.79%	78.67%	64.90%	30%	25%	20%
全球 TPV 费率	0.36%	0.38%	0.29%	0.24%	0.24%	0.24%
境内 TPV 费率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
全球支付毛利率	78.50%	71.81%	71.97%	72.00%	73.00%	73.00%
境内支付毛利率	29.04%	25.61%	19.72%	19.50%	19.50%	19.00%
销售营销费用/收入	-18.71%	-18.65%	-18.88%	-17.50%	-17.00%	-16.50%
行政开支/收入	-34.78%	-46.73%	-42.65%	-35.00%	-33.00%	-32.00%
研发费用/收入	-28.33%	-26.08%	-24.26%	-24.50%	-25.00%	-25.00%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

连连数字尚未盈利，因此主要采用市销率（P/S）估值方法。境外可比公司为 Adyen、Payoneer Global，它们和连连一样均为聚焦商户和企业的支付公司，境内上市的公司中和连连数字较为相似的是拉卡拉，但拉卡拉业务更偏商户侧的收单，此外连连数字也有卡组织业务，我们把全球卡组织清算龙头 Visa 也纳入可比公司，可以看到 Adyen、Payoneer Global、拉卡拉和 Visa 24 年和 25 年的平均 PS 值为 10.9 倍和 9.3 倍，连连数字 24 年和 25 年 PS 估值为 6.7 和 5.2 倍，且连连数字具有跨境电商渗透率提升，VATP 潜在业务增量的成长性逻辑，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 40：可比公司主要情况：亿元，亿美元，倍

代码	简称	主营业务	24 年实际 营收	25 年预 期营收	当前 市值	24 年 PS	25 年预测 PS
300773.SZ	拉卡拉	境内收单为主的第三方支付公司	57.6	60.5	191	3.3	3.2
ADYEY.OO	adyen-adr	主要面向大型跨国企业和平台型客户的一站式支付解决公司。	26.2	33.8	537	20.5	16.3
PAYO.O	PAYONEER Global	跨境电商收付款业务	9.8	10.6	21	2.2	2.0
V.N	Visa	全球领先的银行卡清算组织	359.3	397.5	6,298	17.5	15.8
平均值						10.9	9.3
2598.HK	连连数字	赋能全球贸易的数字支付公司	13.1	17.0	89	6.7	5.2

资料来源：wind, 华源证券研究所

备注：拉卡拉和连连数字的营收和市值单位是亿人民币，Adyen、派安盈和 Visa 的营收和市值单位是亿美元，其中 VISA 的 24 年营收为截至 24Q3 的 12 个月的营收数据；所有市值选取 2025 年 10 月 10 日收盘数据；可比公司 25 年营收预期采用 wind 一致预期，连连数字营收预期来自华源证券研究。

7. 风险提示

中美贸易摩擦风险：中国对美出口占总出口比重较大，美国的政治经济政策可能会对公司的现有业务、未来扩张计划产生不利影响。

行业竞争加剧风险：数字支付行业竞争激烈，若未来行业开始进行价格战，公司的盈利能力将受到不利影响。

电商平台终止合作风险：公司的客户交易大部分 TPV 集中在少数几个主要电商平台，来自 Amazon 的 TPV 占公司全球支付 TPV 的 50% 左右。若相关电商平台终止合作或协议，公司业务将受到不利影响。

附录：财务预测摘要：百万元
利润表

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	1028	1315	1700	2203	2704
成本	-451	-632	-801	-994	-1166
毛利	577	683	898	1209	1538
销售及营销费用	-192	-248	-297	-375	-446
一般及行政开支	-480	-561	-595	-727	-865
研发费用	-268	-319	-416	-551	-676
其他收入	108	212	319	446	557
其他（亏损）/ 收益	280	-28	2047	30	50
金融资产减值准备	-2	-6	-7	-2	-2
经营 利润/(亏损)	23	-268	1949	31	156
财务费用净额	-10	-12	3	-8	-7
按权益法核算的应占联营公司净亏损	-665	-293	-60	-2	-2
除所得税前利润/(亏损)	-652	-572	1892	21	148
所得税抵免/(费用)	-2	405	-435	-3	-22
期内利润/(亏损)	-654	-167	1457	18	126
本公司权益持有人占年内损益	-656	-168	1456	18	126
非控股权益占年内损益	2	2	0	0	0

资产负债表

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	121	120	120	123	125
使用权资产	19	29	34	38	41
投资物业	165	161	160	162	165
无形资产	17	19	20	22	25
递延所得税资产	18	425	20	25	30
按权益法核算的投资	293	0	350	250	150
按公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	39	51	51	51	53
按公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	82	69	70	75	80
资产 - 非流动资产总额	754	875	824	866	799
预付款项、其他应收款和流动资金	80	158	206	243	279
贸易应收款项	68	93	121	145	167
按公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	192	284	280	300	350
客户资金及受限现金	9184	12607	17019	22125	28320
现金及现金等价物	190	522	2108	1451	1164
流动资产总额	9713	13664	19734	24265	30280
资产总额	10467	14539	20558	25130	31080
借款	148	137	120	120	130
租赁负债	8	15	10	12	12

递延收入	9	13	12	12	12
非流动负债总额	165	164	142	144	154
贸易应付款项	76	75	75	8	83
合同负债	13	10	10	12	12
应付所得税	9	7	8	9	9
借款	290	342	100	110	121
租赁负债	10	13	13	13	15
应计费用及其他应付款项	9312	12692	17134	21417	26771
流动负债总额	9709	13139	17340	21568	27011
负债总额	9874	13303	17482	21712	27165
股本	1015	1079	1119	1119	1119
其他储备	2255	2998	3611	3932	4300
累计亏损	-2681	-2849	-1393	-1375	-1249
本公司权益持有人应占权益	589	1228	3058	3397	3891
非控股权益	4	7	18	20	23
权益总额	594	1236	3076	3418	3914
权益和负债总额	10467	14539	20558	25130	31080

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。