

快速增长的独立跨境支付服务商

华泰研究

2026年1月16日 | 中国香港

首次覆盖

其他多元金融

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

10.20

李健, PhD

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

研究员

lijian@htsc.com
+(852) 3658 6112

陈宇轩*

SAC No. S0570524070010
chenyuxuan020827@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

首次覆盖连连数字(连连)并给予“买入”评级,目标价10.2港币,对应26E PS 5x。连连主要为中国商户出海提供跨境支付解决方案,帮助中国商户在境外收取外币,再经汇兑后回笼境内。公司优势在于遍布全球的牌照和合作网络,让连连能够支持超130个币种的交易。全球贸易规模和电商渗透率提升打造了有增长潜力的跨境支付市场,连连在其中不断拓宽市场范围和业务边界,实现了收入的快速增长。1H25调整后净盈利约0.6亿元,盈亏几乎持平,我们预计公司有望基于自身优势实现跨境支付TPV的增长并产生规模效应,进而带动盈利改善。

支付额(TPV)快速增长驱动收入提升

1H25年连连的合计TPV达2.1万亿元(同比:+32%),其中跨境支付TPV 1,985亿元(同比:+94%),基于0.24%的服务费率,跨境支付收入达到4.73亿元(同比:+27%),占总收入的60%。中国商户旺盛的出海需求以及不断提升的跨境电商渗透率有望支撑跨境支付市场增长,弗若斯特沙利文预测28年中国跨境支付TPV将达到17.1万亿元,25-28年CAGR约22.1%。不断增长的市场为连连提供了广阔的发展空间,2024年公司在跨境支付行业中的市占率提升至3.8%(2023年:2.9%)。

全球持牌和合作网络是优势,静待盈利改善

扣除非经营性和非主营因素,22/23/24/1H25调整后净利为-0.4/0.2/-0.3/0.6亿元,盈亏几乎持平。1H25年公司的费用率(营销开支、一般及行政开支、研发开支合计占收入的比例)为79%,超过毛利率的52%。我们预计短期内公司可能仍然需要费用投放以支撑业务扩张,包括获客、申请牌照、新业务开发等,费用率或难以快速降低,但公司的优势在于全球持牌的合规壁垒和遍布全球的合作网络,同时对支付技术的研发亦走在前列。我们认为公司的优势将呵护其发展并产生规模效应,净利润有望在长期实现增长。

支付技术的升级迭代有望增加业务长期韧性

随着分布式账本等技术的普及,支付的底层技术亦在发生转变。公司长期以来重视研发投入,长期以来的研发费用率约20-30%。同时公司在25年7月完成了3.9亿港币的H股配售,所得款项中的50%将用于下一代支付技术在全球支付领域的创新及应用。另外连连的牌照优势也将助力其构建下一代支付链路。我们认为连连能够通过支付技术的迭代升级优化其跨境支付服务,为其客户提供效率更高、成本更低、合规的下一代跨境支付体验。

与市场观点的不同之处

公司股价表现可能尚未完全反映其竞争优势,包括全球牌照壁垒、合作伙伴生态优势、以及对下一代支付技术的探索和研发投入。我们对公司长期的TPV增长前景保持乐观,同时我们拆解了公司现行跨境支付的资金流和现金流,并展示了支付链路未来可能的优化方向,便于投资者理解其中差异,这在市场上较少讨论。

盈利预测与估值

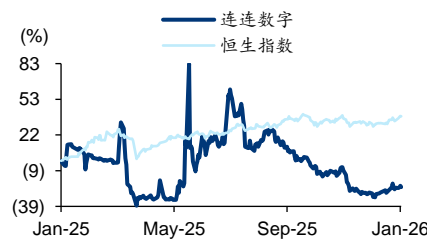
我们预计2025/26/27年归母净利润为14.42/-0.48/1.01亿元,25年盈利主要来自处置连连股权的收益和美运增资导致的摊薄收益。同时我们预计公司2025/26/27年总收入为16.7/20.6/25.3亿元。考虑到扣非盈利仍然相对微薄,我们采用PS估值法,可比公司26年平均预期PS约5x,我们给予连连26年5x目标PS,基于26年营收预测,对应目标价10.2港币。

风险提示:全球贸易摩擦影响,监管波动,规模效应显现不及预期。

基本数据

收盘价(港币 截至1月15日)	6.99
市值(港币百万)	7,845
6个月平均日成交额(港币百万)	58.65
52周价格范围(港币)	5.50-18.00

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
收入及其他收益(百万)	1,499	4,021	2,364	2,772
+/-%	5.82	168.26	(41.21)	17.27
归属母公司净利润(百万)	(168.22)	1,442	(48.36)	101.46
+/-%	74.36	957.50	(103.35)	309.81
EPS(最新摊薄)	(0.16)	1.36	(0.05)	0.10
PE(倍)	(54.93)	4.39	(138.07)	65.81
PB(倍)	7.68	2.31	2.47	2.38
ROE(%)	(18.51)	70.17	(1.69)	3.51
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源:公司公告、华泰研究预测



盈利预测

损益表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
核心业务收入	1,028	1,315	1,668	2,058	2,528
投资收益净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入	388.31	184.09	2,353	305.88	244.90
收入及其他收益	1,417	1,499	4,021	2,364	2,772
雇员及相关费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资讯技术支出	(268.17)	(319.06)	(364.12)	(370.50)	(404.41)
其他运营支出	(1,093)	(1,413)	(1,641)	(1,862)	(2,126)
EBITDA	55.03	(232.97)	2,017	132.17	242.41
折旧及摊销	(31.57)	(34.85)	(34.85)	(34.85)	(34.85)
营运利润	23.46	(267.82)	1,982	97.32	207.57
融资成本	(10.03)	(11.67)	(7.04)	(10.00)	(10.00)
其他成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所占合资公司溢利	(665.18)	(292.52)	(131.21)	(140.00)	(80.00)
税前利润	(651.76)	(572.01)	1,844	(52.68)	117.57
税项	(2.46)	405.47	(399.65)	6.32	(14.11)
净利润	(654.22)	(166.54)	1,444	(46.36)	103.46
少数股东应占净利润	(1.85)	(1.68)	(1.51)	(2.00)	(2.00)
归母净利润	(656.06)	(168.22)	1,442	(48.36)	101.46

每股数据

会计年度 (人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS	(0.65)	(0.16)	1.36	(0.05)	0.10
EPS (最新摊薄)	(0.65)	(0.16)	1.36	(0.05)	0.10
每股净资产	0.59	1.14	2.58	2.54	2.64

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9,374	13,129	18,695	21,198	23,352
金融资产	313.77	403.84	411.92	424.28	445.49
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	17.19	19.36	19.36	19.36	19.36
于合资公司的权益	292.52	0.00	320.97	180.97	100.97
其他资产	470.27	986.46	608.68	942.85	1,340
总资产	10,467	14,539	20,056	22,766	25,258
保证金	9,312	12,692	16,532	19,260	21,616
金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
结算所基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	437.55	479.31	479.31	479.31	479.31
其他负债	124.38	132.49	152.57	174.72	201.38
总负债	9,874	13,303	17,164	19,914	22,297
股东股本权益	589.30	1,228	2,883	2,841	2,948
少数股东权益	4.34	7.17	8.83	10.83	12.83
股本权益总额	593.64	1,236	2,892	2,852	2,961

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	0.00	(54.93)	4.39	(138.07)	65.81
PB (倍)	0.00	7.68	2.31	2.47	2.38
ROE	(79.63)	(18.51)	70.17	(1.69)	3.51
ROA	(6.35)	(1.33)	8.35	(0.22)	0.43
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测



正文目录

核心观点	4
跨境支付市场空间广阔	5
为中国商户出海构建支付基础设施	7
全球支付为主，境内支付&增值服务为辅的业务生态	7
以跨境支付为主的数字支付业务	7
增值服务增加业务厚度	12
连连在跨境支付市场中具备竞争优势	13
在跨境支付领域，公司优势在于牌照壁垒和全球合作网络	14
收入快速扩张，静待盈利收获	18
全球支付贡献主要的收入和盈利	18
全球支付服务费率高，催生较高的毛利率	19
静待盈利改善	20
连通亏损对公司业绩的拖累减少	22
财务分析和预测	23
股权结构	25
估值方法和风险提示	26
风险提示	26

核心观点

连连数字（连连）是国内领先的独立数字支付服务提供商，主要为中国商户出海提供跨境支付解决方案，帮助中国商户在境外收取外币，再经汇兑后回笼境内。2024 年公司在中国跨境支付行业中的市占率约 3.8%，相比 2023 年的 2.9% 有所增长。

跨境支付市场发展空间广阔。全球贸易规模和电商渗透率提升打造了有增长潜力的跨境支付市场，弗若斯特沙利文预计全球贸易市场总规模将在 2027 年达到 95.4 万亿美元，全球跨境电商 GMV 达到 5.8 万亿美元，跨境电商渗透率从 2022 年的 7.5% 提升至 12.2%。我们认为中国商户的出海需求增多与电商渗透率提升将带动我国跨境支付市场规模增长，根据弗若斯特沙利文，24 年我国跨境支付 TPV 为 7.5 万亿元，预计 28 年将达到 17.1 万亿元。

连连的优势在于遍布全球的合规牌照和合作网络。支付属于金融业务，在大部分国家和地区都需要接受监管并持牌。截至 2025 年 6 月，连连持有 65 张全球支付牌照，经营网络覆盖 100 多个国家和地区，支持超 130 个币种的交易。另外连连拥有覆盖跨境支付全业务链的合作伙伴生态，已经与 100 多家跨境电商平台以及多家大型银行合作，同时与物流公司、第三方服务商和清结算机构亦有良好的关系，能够为商户提供一站式的出海和跨境支付服务。最后，支付技术的更新迭代亦有望在未来优化连连的跨境支付服务。

连连的收入有望保持高速增长。基于自身优势和广阔的市场空间，1H25 连连 TPV 达到 2.1 万亿元（同比：+32%），其中跨境支付 TPV 1,985 亿元（同比：+94%），基于 0.24% 的服务费率，跨境支付收入 4.73 亿元（同比：+27%），占总收入的 60%。展望未来，我们认为，以自身优势为基础，连连有望实现业务规模的扩张。我们预计 2025/26/27 年全球支付业务（跨境支付）收入分别为 10.4/13.5/17.6 亿元，全球支付业务 TPV 分别为 4,315/5,609/7,292 亿元，服务费率分别为 0.24/0.24/0.24%。

静待盈利改善。若将非经营性和非主营业务因素扣除，2022/23/24/1H25 公司调整后净利润为 -0.4/0.2/-0.3/0.6 亿元，盈亏几乎打平。1H25 公司的费用率（营销开支、一般及行政开支、研发开支合计占收入的比例）达到 79%，而毛利率为 52%，毛利暂时难以覆盖费用开支。未来短期内连连可能仍需费用投放以扩张业务，例如营销获客、基础支付技术系统完善升级、获取新牌照、开发包括区块链在内的新业务等。但凭借自身优势与对下一代支付技术的布局，我们认为连连有望在长期实现规模效应，并推动盈利改善。另外，25 年公司出售了部分连连的股权，同时美运（另一股东）增资，连连的持股比例由 45.2% 降至 17.63%。我们预计未来与连连相关的亏损将下降。

我们预计公司 25-27 年归母净利润为 14.42/-0.48/1.01 亿元，25 年盈利主要来自处置连连股权的收益以及美运增资的摊薄收益。由于 25 年的扣非利润可能仍然为负，并且 26-27 年连连业务仍然处于扩张期，需要持续投入，财务利润扭亏存在不确定性，因此我们选取 PS 可比估值法。

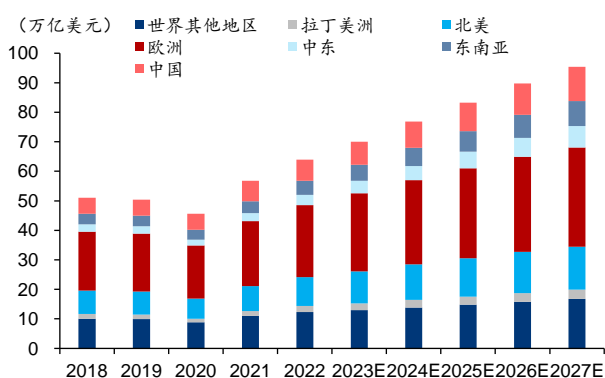
截至 2026 年 1 月 15 日，可比公司 2026 年平均预期 PS 约 5x，我们给予连连 26 年 5x 目标 PS，基于 2026 年营收 20.6 亿元的预测，对应目标价 10.2 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

跨境支付市场空间广阔

全球贸易体量和跨境电商规模或快速增长。尽管特朗普政府的关税政策不可避免地增加了全球贸易的不确定性，导致跨境电商行业面临成本、合规等诸多方面的挑战，但从长期看全球贸易规模以及跨境电商体量或仍将保持增长。根据世界贸易组织、弗若斯特沙利文测算，预计全球贸易市场总规模将在 2027 年达到 95.4 万亿美元，全球跨境电商 GMV 达到 5.8 万亿美元，跨境电商渗透率从 2022 年的 7.5% 提升至 2027 年的 12.2%。

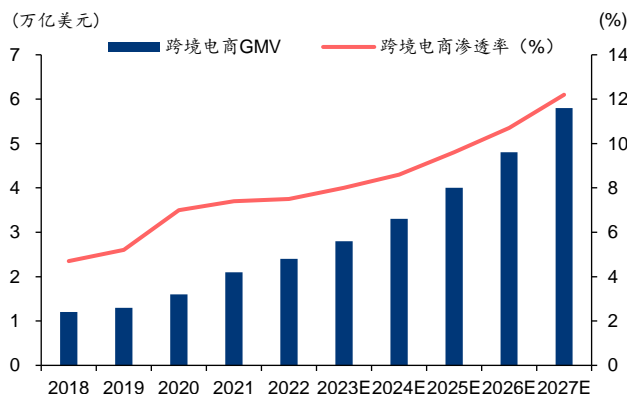
跨境支付市场保持强劲增长趋势。随着国内产业不断发展成熟，竞争愈发激烈，大量中国企业寻求开拓海外市场，推动跨境支付需求不断提升。目前我国跨境支付便利化进程加速，人民币国际化政策持续发力，人民币跨境支付系统（CIPS）建设不断推进。我们认为，受益于出海需求增长和政策的大力支持，跨境支付行业具备广阔的市场空间。

图表1：全球贸易市场规模持续提升



注：全球贸易的市场规模以全球进出口总额衡量，包括商品及服务
资料来源：连连数字招股书，世界贸易组织，弗若斯特沙利文，华泰研究

图表2：全球跨境电商的 GMV 及渗透率提升

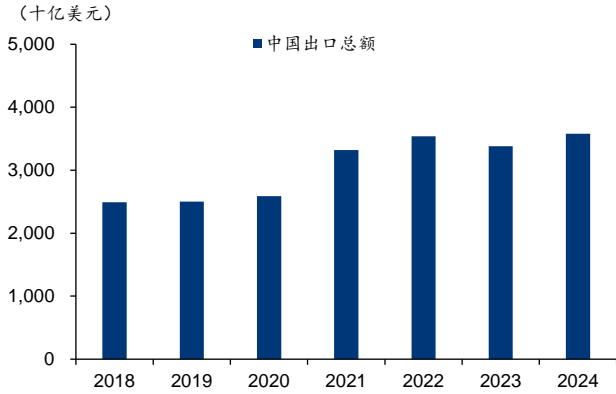


注：跨境电商渗透率 = 跨境电商 GMV / 全球出口贸易总额
资料来源：连连数字招股书，弗若斯特沙利文，华泰研究

中国企业加速出海以及跨境电商的普及推升跨境支付需求，我国跨境数字支付市场前景广阔。国内市场的贸易和竞争环境演变导致中国企业将目光投向海外。24 年我国出口贸易额已达到 3.58 万亿美元。此外，海外强劲的需求以及数字化基础设施及全球物流网络的发展亦推动了跨境电商市场逐步扩大。弗若斯特沙利文测算，中国跨境电商渗透率预计将从 22 年的 14.3% 提升至 27 年的 27.7%，远高于 12.2% 的全球平均水平。跨境支付机构作为连接国内产能与国际需求的桥梁，未来或将为更多出海的中资企业提供跨境支付服务。

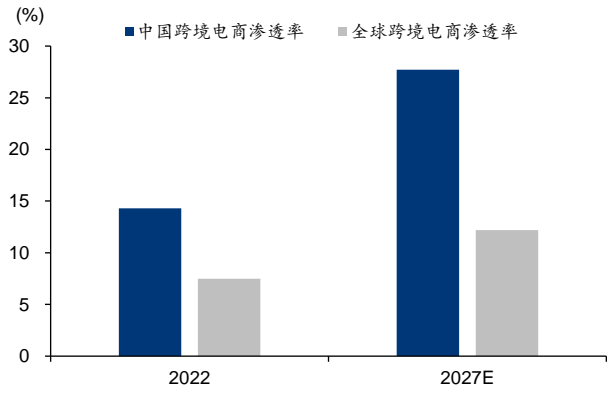
根据弗若斯特沙利文的相关数据，2024 年我国综合数字支付服务市场 TPV 约 268.6 万亿元，其中跨境支付 TPV 约 7.5 万亿元。弗若斯特沙利文预测，2028 年我国综合数字支付 TPV 将达到 485.2 万亿元，其中跨境支付 TPV 达到 17.1 万亿元，跨境支付 TPV 2025-28 年 CAGR 约 22.1%。若进一步拆分，2024 年我国 B2B/B2C 跨境支付规模约 5.7/1.8 万亿元，弗若斯特沙利文预计 2028 年将达到 13.1/4.0 万亿元，2025-28 年 CAGR 约 22.2/21.7%。

图表3: 2018-2024年中国企业出口贸易额



资料来源: 海关总署, 华泰研究

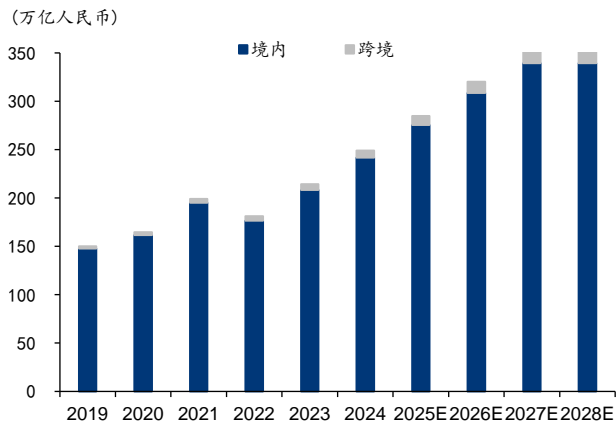
图表4: 跨境电商渗透率有望增长



注: 中国跨境电商渗透率是指中国跨境电商规模占中国总出口规模的比例, 计算方法是跨境电商的GMV除以中国出口贸易总额。

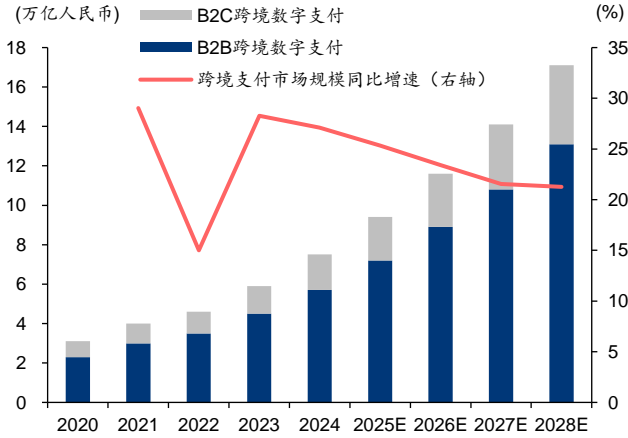
资料来源: 连连数字招股书, 弗若斯特沙利文, 华泰研究

图表5: 我国综合数字支付服务市场TPV规模提升



资料来源: 连连数字招股书, 富友支付招股书, 弗若斯特沙利文, 华泰研究

图表6: 我国跨境支付服务市场TPV提升



资料来源: 连连数字招股书, 富友支付招股书, 弗若斯特沙利文, 华泰研究

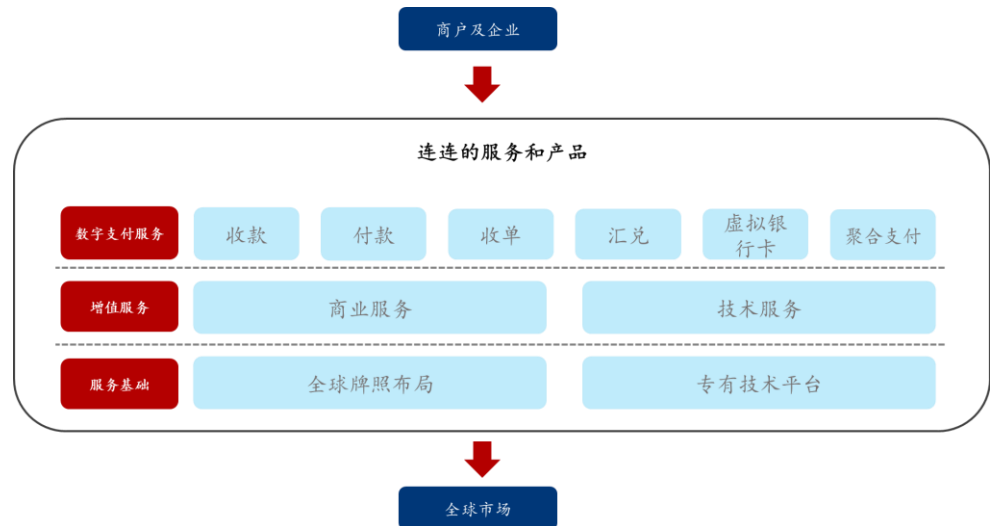
为中国商户出海构建支付基础设施

连连数字（连连）是中国头部的独立跨境支付方案提供商，解决小微外贸商户资金难以归集和转回境内的痛点。主要的方式是为小微商户提供境外虚拟资金账户，并协助其从付款方或电商平台处将资金收款至虚拟账户，同时还为商户提供汇兑和回笼境内的服务。公司的主要优势在于全球持牌和全业务链生态。截至 2025 年 6 月，连连数字持有 65 张全球支付牌照，经营网络覆盖 100 多个国家和地区，并支持超过 130 个币种的交易。连连还在境内为中国企业提供收单服务，协助大型企业接纳多种支付方式。全球支付 TPV 占比低，但贡献了大部分收入。1H25 全球支付业务的 TPV 为 1,985 亿元，约占整体支付 TPV 的 9.6%，但能够贡献当年收入的 60%。

全球支付为主，境内支付&增值服务为辅的业务生态

连连是中国数字支付解决方案提供商，具备全球支付能力。连连主要服务于从事出口贸易的中国小微商户及中国企业，帮助其收取销售资金并转回境内，主要提供收单、收款、付款和汇兑服务。除跨境业务外，公司还在境内从事收单业务，尽管 TPV 占比高，但收入占比相对小。在主营的数字支付（包括跨境和境内支付）之外，公司还为客户提供增值服务，主要包括获客引流、运营支持、账户/钱包管理和软件开发服务等。

图表7：连连数字：各类服务和产品



资料来源：公司公告，华泰研究

以跨境支付为主的数字支付业务

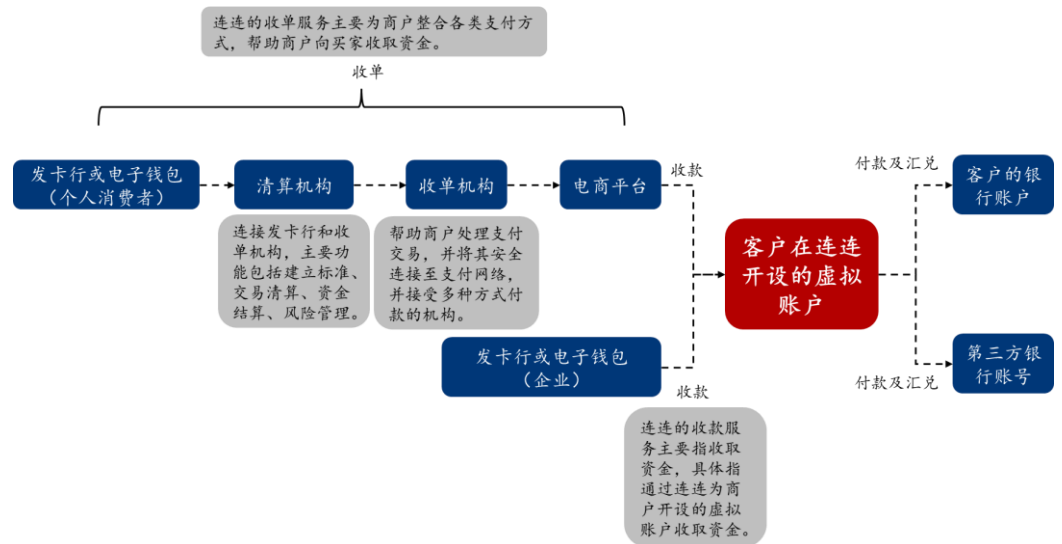
数字支付业务可以分为全球支付和境内支付两部分。在全球支付业务中，公司主要为出海的中国小微商户提供境外银行的虚拟账户，帮助小微企业从海外电商平台（如 Amazon）归集、收取销售资金，将收到的外币兑换为境内人民币，并存入商户的境内银行账户。除上述主要场景外，公司还为境外的企业或商户提供支付服务，这一场景可能不涉及资金的兑换。对于境内支付，公司主要为企业（to B）提供支持多种付款方式的收单服务。

连连主要解决小商户难以取得海外银行账户的痛点。连连主要面向中国小微商户，这类小微企业主通常没有境外住所或境外身份，因而难以开设境外银行账户。但境外银行账户至关重要。小商户的交易具有小额、高频的特点，并不适用传统高成本的电汇转账，并且目前越来越多的电商平台要求使用当地的银行账户完成交易。针对这一痛点，连连将自身境外银行账户下设置的虚拟账户分配给商户，帮助其开展跨境贸易。在连连主要的业务应用场景中，公司的收款和付款服务均需借助连连分配的银行虚拟账户。凭借此账户，商户能够收取外币，并向第三方支付广告及物流费，连连能够将账户中的外币兑换为人民币并转回给商户的中国内地银行账户。截止 1H25 末，公司累计服务的客户数量达到 790 万。

按功能分，公司的数字支付业务主要包括收款、付款、收单、汇兑、虚拟银行卡及聚合支付。收款业务指的是资金转入商户账户的过程，是一种资金的归集。对于全球支付，这个账户是由连连开设的虚拟账户；对于境内支付，账户指的是连连的备付金账户。收单发生在收款前，连连支持处理多种支付方式，与收款的差异在于是否需要公司使用其收单牌照。收单的重点在资金的“收”，收款重点在资金的“落”（“落”于商户账户）。付款与收款相反，是资金转出商户账户的过程，是一种资金的分配。资金可以转至商户自身的账户或第三方账户，如供应商和合作方的账户等。在付款的过程中，根据商户的需要，连连亦可以提供汇兑和虚拟银行卡服务，资金的跨境通常即发生在付款环节。公司的聚合支付主要应用于境内支付，帮助中国境内商户接受多种支付方式。

公司的盈利模式和 TPV 强挂钩。对于收款、付款、收单、聚合支付业务，连连基于 TPV 的一定比例，作为收入。对于汇兑业务，公司赚取金融机构对公司报价和公司对客户报价之间的差额，本质上亦与 TPV 强相关。

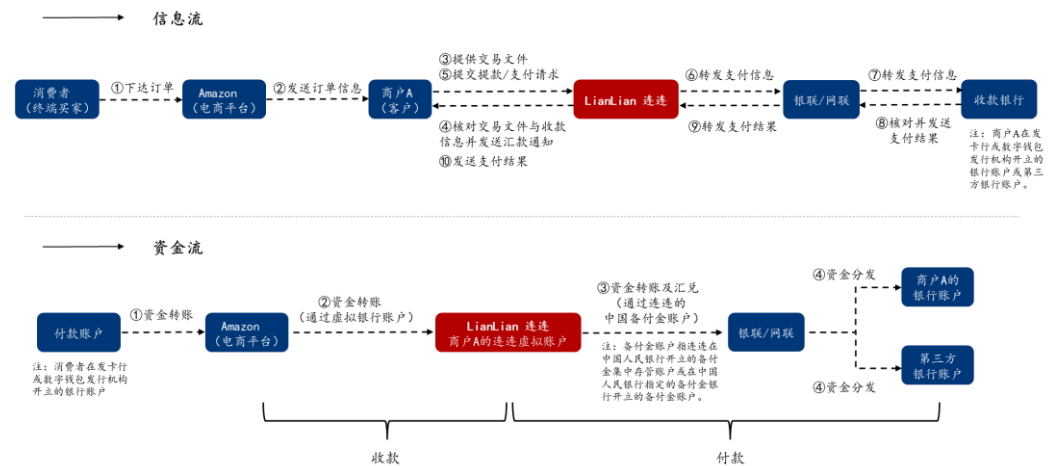
图表8：连连数字：典型交易流程



资料来源：公司公告，华泰研究

场景 1 是连连全球支付业务中最常见的模式，服务的对象是在海外电商平台上销售商品的中国跨境商户。连连为商户分配银行虚拟账户，帮助商户从电商平台处收取、归集销售资金，并能够将销售资金汇兑后转回境内，或转给第三方用以支付广告及物流费。

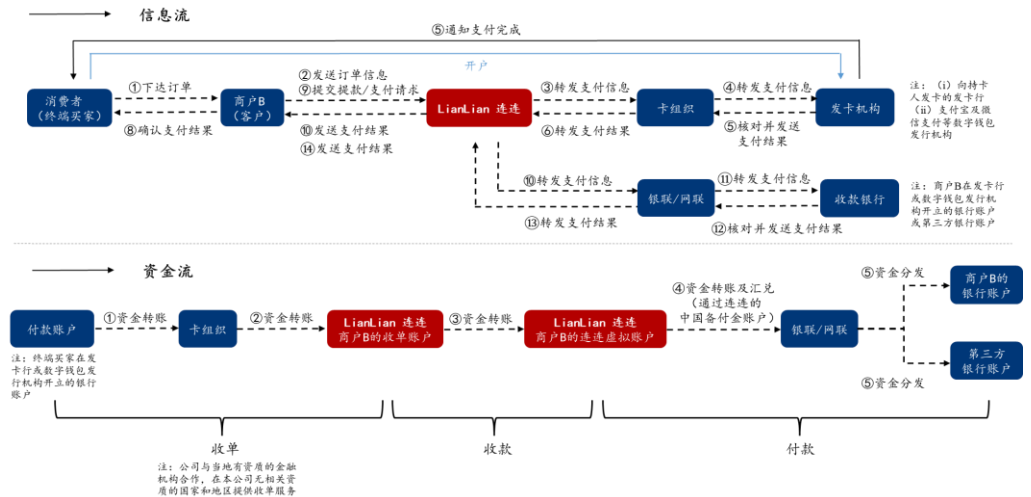
图表9：连连数字的业务应用场景 1：中国跨境商户



注：连连提供收款及付款服务
资料来源：公司公告，华泰研究

场景 2 与场景 1 类似，最大的不同在于服务的对象并不依靠海外电商，而是以独立站形式出海，因此除了场景 1 中的收款、付款、汇兑服务外，公司还提供收单服务，帮助独立站商户接受多种付款方式。场景 1 中的收单环节由电商平台完成。

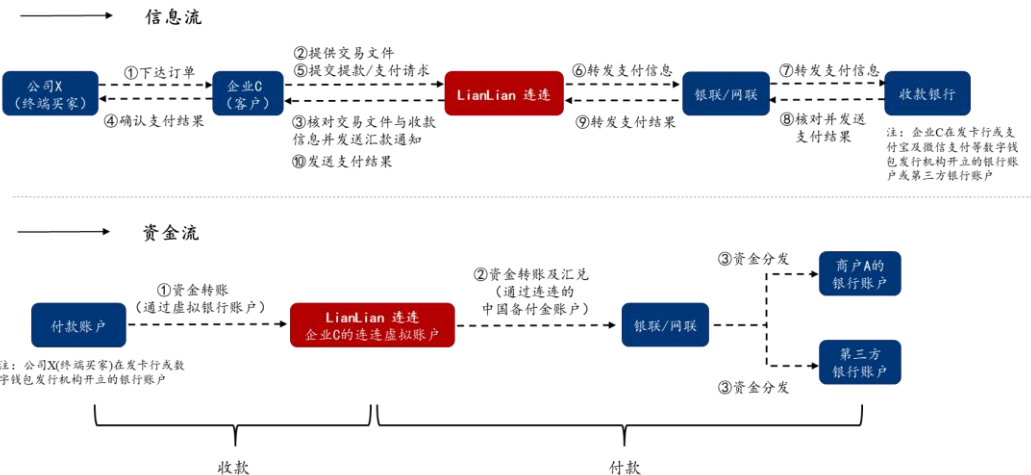
图表10：连连数字的业务应用场景 2：中国跨境商户（独立站）



注：公司提供收单、收款及付款服务
资料来源：公司公告，华泰研究

场景 3 中，公司的服务对象不再是经营 to C 业务的小商户，而是经营 to B 业务的跨境企业，场景 3 的信息流和资金流与场景 1 十分相似，主要区别在于没有了海外电商平台，资金是直接由 B 端买家转至连连分配的虚拟账户的。

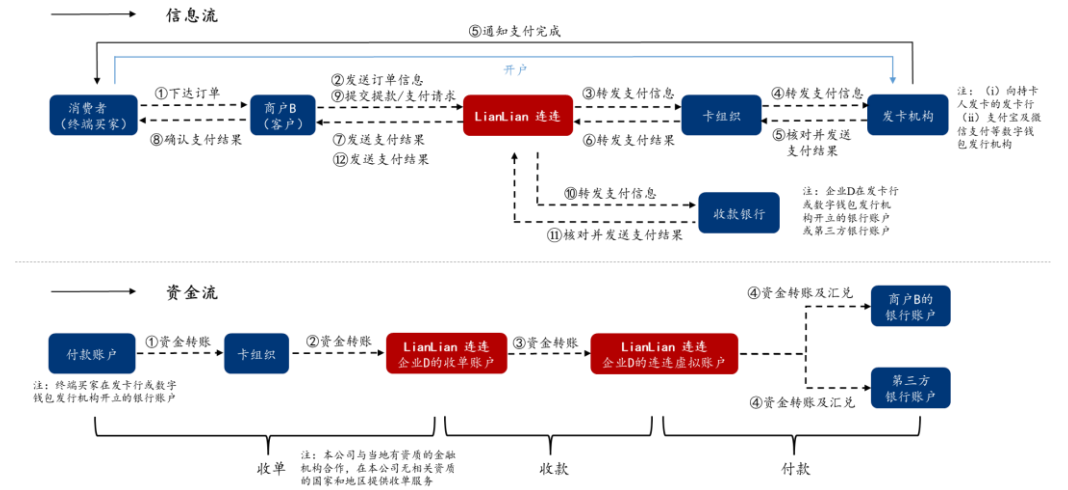
图表11：连连数字的业务应用场景 3：中国跨境企业



注：公司提供收款及付款服务
资料来源：公司公告，华泰研究

场景 4 中，连连服务于境外商务，而非中国商户。境外商户并非在电商平台上展业，因此需要连连的收单服务以处理多种支付方式。另外，由于是境外商户，因此资金最终可能不会换成人民币。

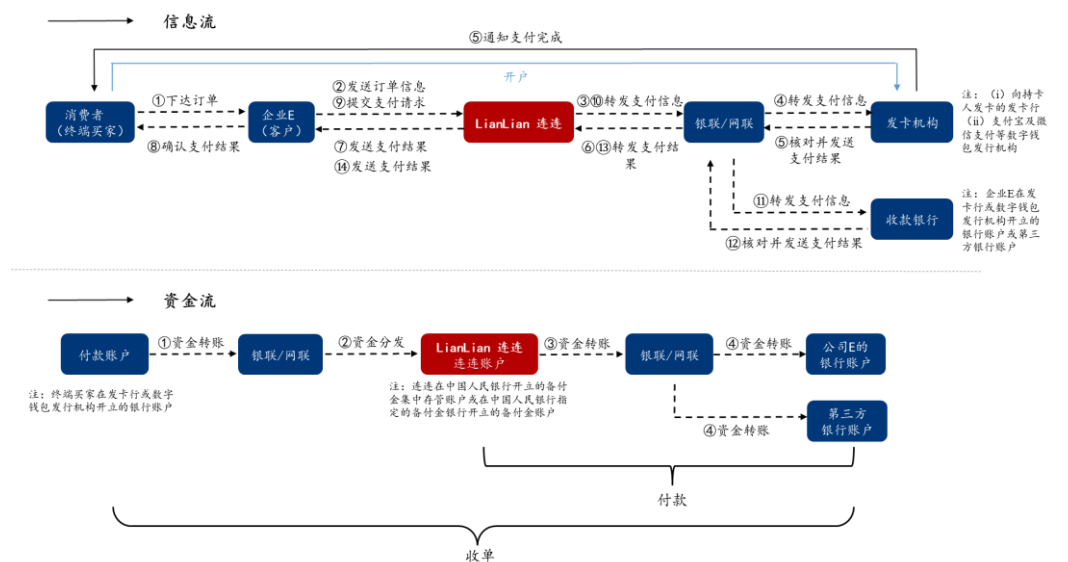
图表12: 连连数字的业务应用场景 4: 境外商户及企业



注: 公司提供收单、收款及付款服务
资料来源: 公司公告, 华泰研究

场景 5 是境内支付业务的典型场景, 连连主要为中国的企业提供收单、收款和付款服务。

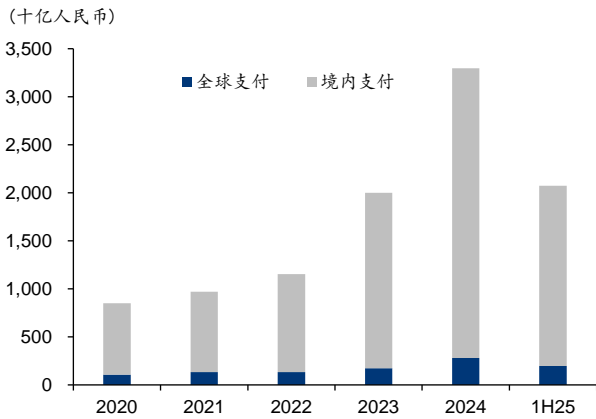
图表13: 连连数字的业务应用场景 5: 境内企业



注: 公司提供收单、收款及付款服务
资料来源: 公司公告, 华泰研究

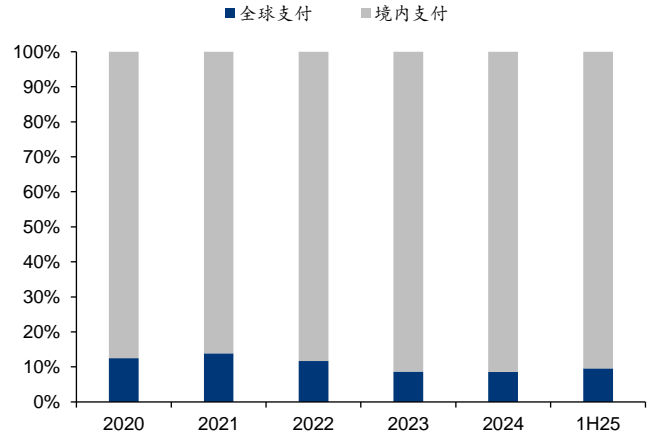
全球支付 TPV 占比低, 但贡献了大部分收入。上述 5 个场景中的场景 1-场景 4 是全球支付, 场景 5 是境内支付, 1H25 全球支付 TPV 同比增长 94.0% 达到 1,985 亿元, 在整体支付 TPV 中的占比约 9.6%, 境内支付 TPV 约 19 万亿元, 占比 90.4%。尽管 TPV 占比低, 但全球支付业务仍然是公司主要的收入来源, 1H25 占比约 60.4%。

图表14: 连连数字: TPV 保持高增长



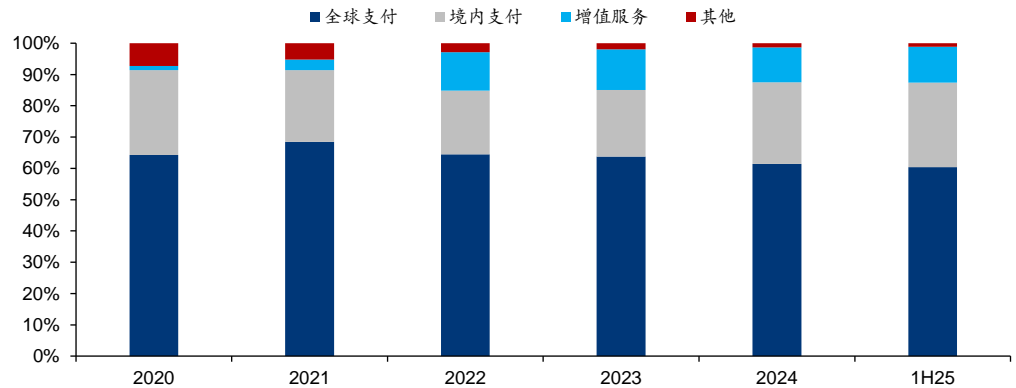
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表15: 连连数字: 境内支付 TPV 占比高



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表16: 连连数字: 全球支付贡献大部分收入

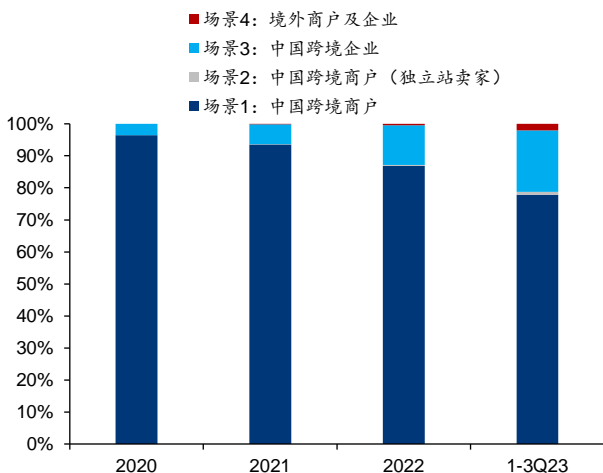


资料来源: 公司公告, 华泰研究

在全球支付业务中, 公司主要服务于在海外电商平台销售货物的中国小微商户, 因此场景1的TPV占比最多, 23年1-3季度, 场景1贡献了公司78%的全球支付业务TPV。另外一个趋势是, 连连正增加对to B的中国跨境企业的服务, 场景3贡献的TPV占比由2020年的3.6%提升至1-3Q23的19.2%。

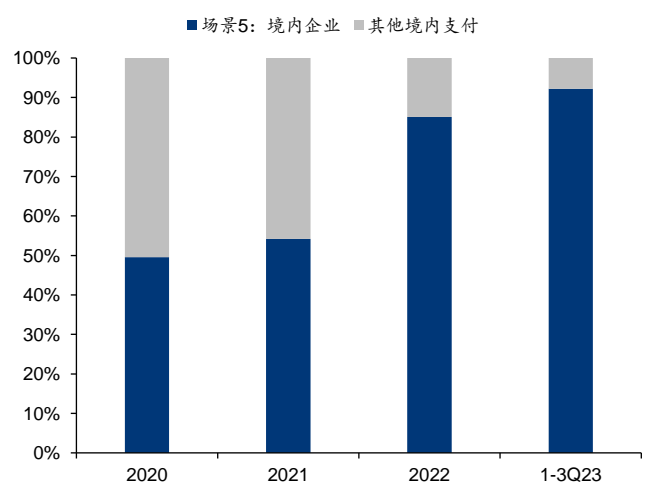
对于境内支付业务, 主要的场景是场景5, 公司主要作为收单机构为企业提供收单、收款和付款业务。23年1-3季度, 连连境内支付TPV中的92.2%产生于场景5。

图表17: 连连数字: 全球支付 TPV 主要由场景1贡献



资料来源: 公司招股书, 华泰研究

图表18: 连连数字: 境内支付 TPV 主要包括场景5



资料来源: 公司招股书, 华泰研究

增值服务增加业务厚度

除数字支付业务外，连连还为客户提供增值服务，以满足客户的多样化需求，同时增加客户粘性，并增加收入来源。截至 3Q23，51.4% 的全球支付客户使用了公司的增值服务，同时所有的增值服务客户均来自数字支付的现有客户。

增值服务主要包括商业服务和技术服务两类。商业服务主要包括数字营销、运营支持和融资撮合。公司的商业服务业务能够提升商户开店的效率，并增加商户曝光。举例来说，连连能够与第三方合作，协助商户设计权益包来精准获客（数字营销）；帮助商户完成在海外电商平台开店的申请和审核，并提供定制化的物流解决方案（运营支持）；帮助商户更便捷高效地获取融资，并且连连不承担任何信用风险（融资撮合）。连连的商业服务的盈利模式主要是根据商户的 TPV 收取一定比例的服务费。**技术服务主要包括账户级电子钱包，以及软件开发服务。**公司的技术服务主要帮助商户完成线上化转型，协助商户实现线上资金监控和开支管理。技术服务的定价取决于多项因素，包括业务范围及类型、业务复杂程度、项目持续时间以及行业同行定价标准。增值服务的收入占比呈现出上升的趋势，由 2020 年的 1.3% 提升至 1H25 的 11.4%。

连连在跨境支付市场中具备竞争优势

中国的数字支付解决方案提供商可以分为独立和非独立数字支付解决方案提供商。独立数字支付解决方案提供商是指不属于或不受控于金融机构、不高度依赖关联方（如大型电商平台）贡献的业务提供商。在境内支付领域，独立支付商以收单机构为主。在跨境支付领域，这些独立支付机构多专注于跨境电商收款和 B2B 贸易支付等领域，如连连和 PingPong 等。它们通常自主获取多国支付牌照，提供面向广泛商户的中立支付服务，满足跨境小微企业、多元场景的个性化需求。非独立数字支付解决方案提供商主要为生态系统中与自身有关联的客户提供服务。由于存在上述目标客户群及服务性质上的差异，大部分非独立数字支付解决方案提供商不会在同一市场上与独立数字支付解决方案提供商直接竞争。

我国数字支付市场呈现高度集中特征，非独立支付商市占率占比大。根据弗若斯特沙利文的数据，2022 年中国数字支付市场前两名（支付宝和腾讯）的份额高达 77%，前六名均为非独立数字支付解决方案提供商。表明非独立支付平台依托场景优势，仍处于市场主导地位。其中，连连数字的市场份额达到 0.6%，在所有支付平台中排名第七位，在独立支付商中位居首位。

图表19：中国头部数字支付解决方案提供商排名（2022 年）

排名	公司	性质	TPV (十亿元)	数字支付市场份额
1	公司 A	非独立	85,000	46.9%
2	公司 B	非独立	54,600	30.1%
3	公司 C	非独立	8,600	4.7%
4	公司 D	非独立	3,200	1.7%
5	公司 E	非独立	2,100	1.2%
6	公司 F	非独立	2,000	1.1%
7	连连数字	独立	1,150	0.6%
8	公司 G	独立	1,020	0.6%
9	公司 H	独立	600	0.3%

注：中国头部的支付公司有蚂蚁集团、腾讯、中国银联、中国平安、京东、拼多多、易宝支付、汇付天下等公司。

公司 A 是一家成立于 2004 年的私营公司。其为一家领先的开放式互联网平台，主要为中国境内客户提供数字支付服务及数字金融服务。其注册资本为人民币 350 亿元。

公司 B 是一家成立于 1998 年并在香港联交所上市的公众公司。其为一家领先的互联网及科技公司，主要为中国境内客户提供数字支付服务，同时亦有许多其他业务。其注册资本超过人民币 65 百万元，于 2022 年其收入超过人民币 5,540 亿元。

公司 C 是一家成立于 2002 年的国有企业。其主要为中国境内客户提供银行卡及各种支付服务。其注册资本超过人民币 90 亿元。截至 2022 年，其拥有超过 36 家子公司及 50 多家海外分支机构。

公司 D 是一家成立于 1988 年并在香港联交所上市的公众公司。其为中国内地领先的综合金融及医疗保健服务提供商。其注册资本超过人民币 180 亿元，于 2022 年其收入超过人民币 1 万亿元。

公司 E 是一家成立于 1998 年的公众公司，在纳斯达克及香港联交所双重上市。其为中国领先的互联网公司及线上零售商。其注册资本为人民币 10 亿元，于 2022 年其收入超过人民币 1 万亿元。

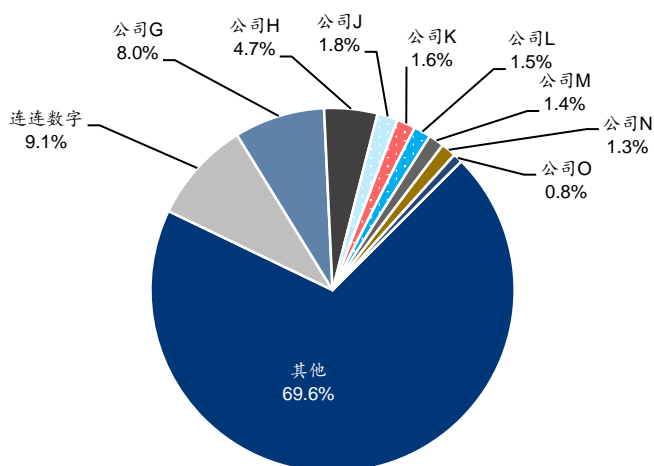
公司 F 是一家成立于 2015 年并在纳斯达克上市的公众公司。其为领先的电商平台，为消费者提供各种各样的商品。其注册资本超过人民币 10 百万元，于 2022 年其收入超过人民币 1,000 亿元。

公司 G 是一家成立于 2003 年的私营公司，主要为航空、旅游及零售等多个行业的中国境内客户提供数字支付服务及行业特定的支付解决方案。其注册资本为人民币 1 亿元。其与超过 1 百万家商户及企业客户合作。

公司 H 是一家成立于 2006 年的私营公司，主要为教育、零售及航空等多个行业的中国境内客户提供定制数字支付解决方案。其注册资本超过人民币 1 亿元。其服务超过 10 百万家中小商户。

资料来源：连连数字招股书，弗若斯特沙利文，华泰研究

独立支付商的市场则相对分散，连连数字（连连）是国内最大的独立数字支付解决方案提供商。根据弗若斯特沙利文的数据，2022 年国内独立数字支付解决方案总支付额规模为 12.68 万亿元，其中连连数字的 TPV 达到 1.15 万亿元，市场份额占比 9%，位居第一。第三方支付平台易宝支付的 TPV 为 1.02 万亿元，仅次于连连数字。整体来看，国内独立数字支付解决方案市场格局分散，凭借专业化的服务仍有机会拓展更大的市场空间。

图表20：国内独立数字支付解决方案提供商的 TPV 份额（2022 年）


注：独立数字支付解决方案提供商是指不属于或不受控与金融机构，不高度依赖关联方（如大型电商平台）贡献业务提供商。

我国独立的数字支付公司包括易宝支付、汇付天下、拉卡拉、乒乓、派安盈、通联支付、贝宝、富友支付、空中云汇等公司。

公司 J 是一家成立于 2015 年的私营公司，主要为中国跨境电商商户提供数字支付服务及定制金融服务。其注册资本超过人民币 1 亿元。其于全球拥有逾 30 家分支机构。

公司 K 是一家成立于 2005 年并在纳斯达克上市的公众公司，主要为全球中小型企业提供数字支付服务及增值服务。其注册资本为 10,000 百万美元。于 2022 年其收入超过 600 百万美元。

公司 L 是一家成立于 2008 年的私营公司，主要为中国商户及企业提供线下及线上场景的支付服务及增值服务。其注册资本超过人民币 10 亿元及拥有逾 1,000 名雇员。

公司 M 是一家成立于 1998 年并在纳斯达克上市的公众公司，主要为全球消费者及商户提供数字支付服务及增值服务。其注册资本超过人民币 40 亿元。于 2022 年其收入超过 200 亿美元。

公司 N 是一家成立于 2011 年的私营公司，主要为中国境内客户提供多场景的数字支付服务及增值服务。其注册资本超过人民币 3 亿元。其目前与逾 600,000 家企业建立合作关系。

公司 O 是一家成立于 2015 年的私营公司，主要为旅游、教育及金融等多个行业的全球客户提供跨境支付解决方案。其注册资本为人民币 50 百万元。其于全球拥有逾 15 处办公地点，员工超过 1,200 名。

资料来源：连连数字招股书，弗若斯特沙利文，华泰研究

在跨境支付领域，公司优势在于牌照壁垒和全球合作网络

在跨境支付领域，非独立机构往往技术投入巨大，支付系统强健，用户基础广泛，具有规模效应和品牌信任背书，其服务通常标准化程度高、覆盖场景全面。随着母公司国际化，它们在海外市场的拓展也十分迅猛，如蚂蚁国际旗下三大产品（Alipay+、安通 Antom、万里汇）覆盖了 C 端支付、B 端收款、跨境电商等跨境支付链条。

独立支付机构则不依赖单一平台流量，而是面向分散的广大商户提供中立服务。独立机构的客户涵盖各类跨境电商卖家、独立站商户、中小外贸企业等，这些客户往往出于数据安全和利益冲突考虑，不愿完全依赖大型平台自有支付工具，更倾向选择独立第三方作为合作伙伴。因此，独立支付商在费率、结算周期、个性化支持等方面提供差异化优势。在合规方面，独立机构往往投入大量资源获取海外牌照与资质，以弥补自身网络的覆盖短板，并通过强大的风控技术赢得商户信任。

非独立机构如蚂蚁国际的 Alipay+ 依托用户基础在 to C 钱包端具备显著优势，但在独立机构凭灵活创新在跨境电商 B2C 收款、中小企业 B2B 支付等专业领域建立了自己的领先地位，二者共同构成了当前中国跨境支付市场的“双轮驱动”格局。

在跨境支付领域，连连具备合规优势和牌照壁垒。在国内的独立数字支付解决方案提供商中，连连数字拥有最齐全的业务牌照，而且是仅有的一家在美国所有州均持有货币转移牌照的中国支付公司。另外连连旗下的子公司 DFX Labs Company 还在香港获取了虚拟资产交易平台的牌照（目前已发 11 张），为连连在下一代跨境支付的探索奠定了基础。截至 25 年 6 月，连连持有全球支付牌照 65 张，经营网络覆盖 100 多个国家和地区的支付业务。国内前 10 家独立数字支付解决方案提供商中，除 Paypal 之外，连连数字在支付牌照数量、境内外业务资质方面均有一定优势。另外在多币种处理能力上，凭借自身牌照或与当地支付机构建立联系，连连支持使用超过 130 个币种进行交易。相比之下，Pingpong 目前能够覆盖 50 种以上的主流货币，Payoneer 支持 70 种。

合规能力在跨境支付业务中至关重要。在现行跨境支付的体系下，一笔资金由海外国家或地区流入境内，中间可能需要经历多个中心化的金融机构，每一个金融机构都需要审核支付信息。审核需要时间和成本，并且一旦链路上的任何一家金融机构认为一笔支付有风险，即需要返回上一级金融机构确认，这又将大幅提升资金在途时间。因此，一家有良好合规记录、熟悉各国监管环境、拥有当地牌照的支付机构往往在各个国家和地区的金融机构中享有更好的信誉，从而能够提供更顺畅的跨境支付服务。这正是连连合规能力的价值所在。

图表21：国内独立数字支付解决方案提供商的持有牌照情况（连连数字截至1H25年，其余公司截至2022年）

公司	网络支付	跨境人民币结算服务	跨境外汇支付业务	海外支付牌照及相关资质	跨境电商业备案	支付牌照及相关资质的数目
连连数字	✓	✓	✓	✓	✓	65
公司 G	✓	✓	✓			3
公司 H	✓	✓	✓	✓	✓	5
公司 I	✓	✓	✓	✓	✓	4
公司 J	✓	✓	✓	✓		52
公司 K				✓		54
公司 L	✓	✓	✓	✓	✓	5
公司 M	✓	✓	✓	✓		74
公司 N	✓	✓	✓		✓	3
公司 O	✓	✓	✓	✓	✓	49

注：独立数字支付解决方案提供商是指不属于或不受控与金融机构，不高度依赖关联方（如大型电商平台）贡献业务提供商。我国独立的数字支付公司包括易宝支付、汇付天下、拉卡拉、乒乓、派安盈、通联支付、贝宝、富友支付、空中云汇等公司。公司 I 是一家成立于 2005 年并在深圳证券交易所上市的公众公司。其主要为中国商户提供线下及线上场景的支付服务及数字技术解决方案。其注册资本超过人民币 8 亿元，于 2022 年其收入超过人民币 50 亿元。
资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华泰研究

图表22：连连数字：全球牌照与监管合规框架



资料来源：公司公告，华泰研究

连连的另一大优势在于跨境支付全业务链的合作生态网络，能够大幅降低中国商户的出海难度。目前公司已经与 100 多家跨境电商平台以及多家大型银行合作，同时与物流公司、第三方服务商和清结算机构亦有良好的合作关系。基于贯穿跨境支付全业务链的合作伙伴生态，公司能够为跨境商户提供一站式的服务，优化商户的交易流程并降低交易壁垒，让商户轻松完成跨境贸易。依托连连生态，商户能够快速地在全球各地开设店铺、筛选产品、营销、交易、安排货运及收款。优质的服务让连连积累了大量忠实的客户，2020-23 年 9 月，公司的 12 个月内的活跃跨境商户数量由 421,885 家快速增长至超过 110 万家；截至 1H25 末，公司已经累计服务了超过 790 万个客户。

图表23：连连数字：广泛的生态合作伙伴



资料来源：公司公告，华泰研究

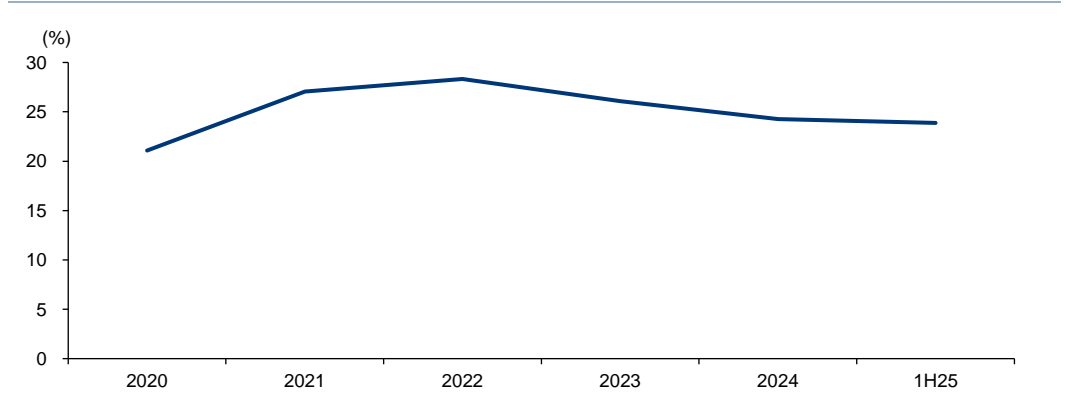
支付技术的更新迭代或在未来优化连连的跨境支付服务。随着区块链技术逐渐被传统金融体系认可，支付的底层技术正在发生变化，基于分布式账本和智能合约的支付链路正逐渐被设计和应用。目前连连已经拥有 VATP 牌照，有望在下一代支付工具的应用落地上占据领先地位。长期以来，连连十分重视研发投入，研发费用率维持在 20-30%之间，同时公司已于 2025 年 7 月完成 3.9 亿港币的 H 股配售，所得款项中的 50%将用于区块链等技术在支付领域的创新及应用，30%用于全球业务牌照扩展，20%用于一般用途。我们认为随着支付技术升级，连连的跨境支付服务效率有望进一步提升，支付成本有望降低。

图表24：连连基于 VATP 牌照可能的支付链路



资料来源：华泰研究

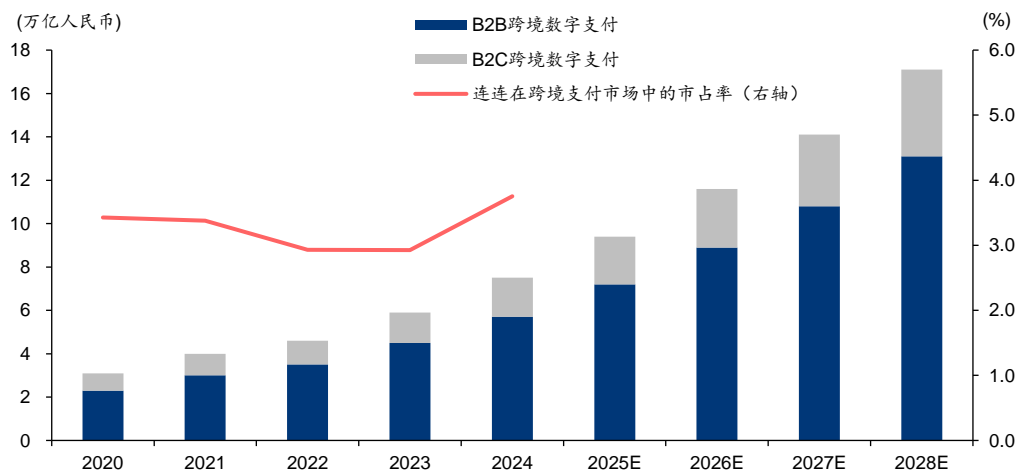
图表25：连连数字：研发费用率



资料来源：公司公告，华泰研究

凭借自身优势，连连在跨境支付市场中的市占率有所提升。根据弗若斯特沙利文数据，2024年跨境支付市场 TPV 达到 5.7 万亿元，同年连连的全球支付 TPV 达到 2,815 亿元，同比增长 63.1%，在中国跨境支付 TPV 中的占比为 3.8%，相比 2023 年的 2.9% 有明显提升。我们预计 2027 年公司的市占率将进一步提升至 5.2%。

图表26：连连数字：在跨境支付市场中的市占率



资料来源：连连数字招股书，富友支付，弗若斯特沙利文，公司公告，华泰研究

收入快速扩张，静待盈利收获

连连的全球支付业务是公司的核心盈利的板块。受益于中国企业出海需求上升及公司在全球支付牌照与服务能力方面的深厚积累，1H25 全球支付 TPV 同比增 94.0% 至 1,985 亿元，带动全球支付收入同比增长 27% 至 4.7 亿元，占总收入的 60%，并成为唯一盈利的业务线（不考虑出售连通股权的收益），录得 1.3 亿元净利润。相比之下，境内支付与增值服务业务盈利能力较弱，整体仍处亏损状态。高定价是全球支付高毛利率的关键，其服务费率为境内支付的 20-30 倍，使得全球支付业务的毛利率保持在 70-80%，远高于境内的 20-30%。

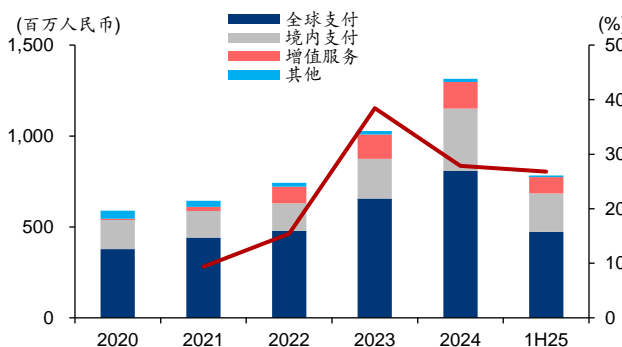
静待盈利改善。2020-1H25，由于低毛利率业务占比提升以及国内激烈的竞争，连连的毛利率由 68% 降低至 52%。而公司为了实现业务扩张又需要在费用上有较大投放，2020-1H25 合计费用率约 80%，毛利率暂时难以覆盖费用开支。如果将非经营性和非主营的因素扣除，1H25 调整后的净盈利约 0.6 亿元，盈亏大致打平。我们预计短期内公司仍然需要维持较大规模的费用开支以支撑增长，但连连的牌照优势、全球生态网络以及对下一代支付技术的布局有望呵护公司成长并产生规模效应，预计公司的长期盈利能力有望提升。

全球支付贡献主要的收入和盈利

依托快速提升的全球支付 TPV，公司收入快速增长。近年中国商户和企业的外贸需求迅速增长，而连连基于自身的全球支付牌照体系、全球关系网络覆盖和深刻的用户需求洞察，能够为这些商户提供出海展业所必需支付服务。1H25 公司的全球支付 TPV 同比增长 94% 达到 1,985 亿元，带动 1H25 公司全球支付业务收入和总收入分别同比增长 27% 和 27% 至 4.7 亿元和 7.8 亿元。

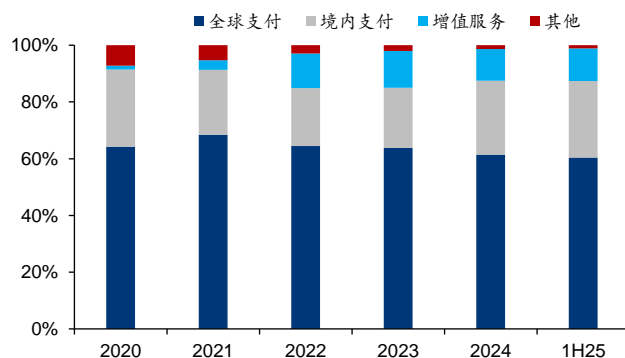
增值服务收入贡献提升。面向使用公司支付业务的商户，公司积极扩展业务边界，为这些商户提供包括获客、运营支持、融资、数字化升级等服务。连连经营跨境业务多年，能够清楚地洞察客户需求，因此所提供的增值服务受到支付客户青睐。增值服务贡献的收入占比由 2020 年的 1.3% 提升至 1H25 的 11.4%。

图表27：连连数字：收入快速增长



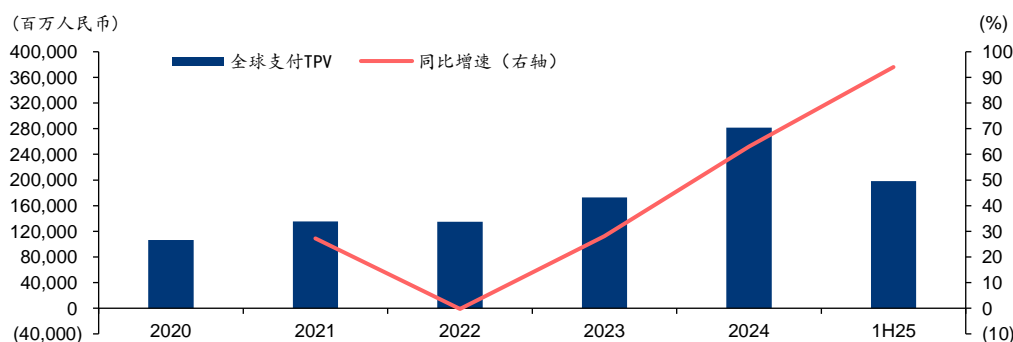
资料来源：公司公告，华泰研究

图表28：连连数字：全球支付贡献大部分收入



资料来源：公司公告，华泰研究

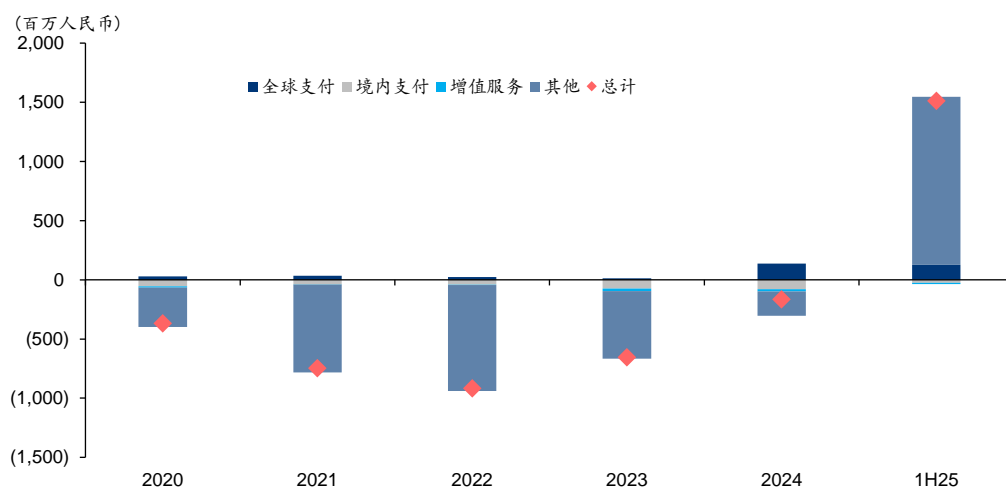
图表29：连连数字：全球支付 TPV 快速增长



资料来源：公司公告，华泰研究

全球支付业务贡献了大部分的收入和利润。全球支付是公司的核心业务，1H25 贡献了 60% 的收入，同时是过去 5 年唯一正利润的业务线（不考虑出售连连股权的收益），1H25 公司全球支付、境内支付、和增值服务业务这三条主要业务线的税后净盈利为 0.9 亿元，其中全球支付业务能够盈利 1.3 亿元。与全球业务对比，境内支付业务和增值服务业务的盈利能力较弱，1H25 的税后净亏损分别为 0.27 亿元和 0.09 亿元。过去几年主要的亏损来自连连投资连通（连连（杭州）技术服务有限公司，是连连与美国运通的合资公司，拥有中国银行卡清算业务牌照）的亏损，被包含在下图的“其他”中。需要注意的是，连连于 1H25 出售了连通的部分股权，产生了 16 亿元的处置收入，同时又因美国运通向连连注资产生了约 4.5 亿元的摊薄收益，二者推高了连连 1H25 的利润表现，同样被记入下图的“其他”中。

图表30：连连数字：全球支付业务贡献了大部分经营利润



资料来源：公司公告，华泰研究

全球支付服务费率高，催生较高的毛利率

全球支付业务对客定价高。全球支付业务凭借 8.5% 的 TPV 贡献了公司 61% 的利润，正得益于境外更高的对客定价。过去 3 年全球支付的服务费率（收入/TPV）介于 0.28% 至 0.4% 之间，显著大于境内支付的 0.011%-0.015%，是境内支付的 20-30 倍。服务费率的差距来自定价的差距，对于收款及付款服务，公司向全球支付客户收取 TPV 的 0-2.0%，向境内客户收取 0-0.03% 或每笔 0-10 人民币；对于收单业务，对全球支付客户的定价为 TPV 的 3.2%-5.5%，对境内客户的定价则为 0.05%-1.1%。

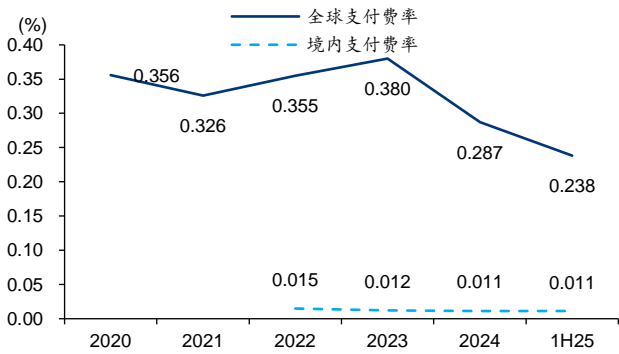
在高服务费率下，全球支付业务的毛利率较高。公司的主要成本包括支付给金融机构和支付网络的手续费，以及支付给渠道合作方的费用（主要用以获客推广）。1H25 手续费和渠道费合计占公司成本的 95% 以上。这类开支的定价在海外较高，全球支付业务成本占 TPV 的比例约是境内支付业务的 10 倍，但由于全球支付收入端的费率更丰厚，导致全球支付业务的毛利率高于国内支付业务。全球支付业务的毛利率约 70-80%，境内支付业务的毛利率约 20-30%，全球支付业务能够贡献 80% 以上的毛利。

图表31：连连数字：收款及付款&收单业务定价，全球支付业务定价高

	全球支付业务定价	境内支付业务定价
收款及付款	0-2.0% * TPV	0-0.03% * TPV 或固定费用每笔交易 0-10 人民币
收单	3.2%-5.5% * TPV	0.05%-1.1% * TPV

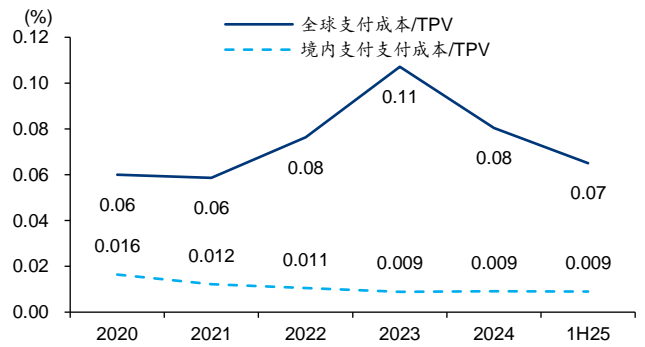
资料来源：公司公告，华泰研究

图表32: 连连数字: 全球支付和境内支付费率对比, 全球支付费率高



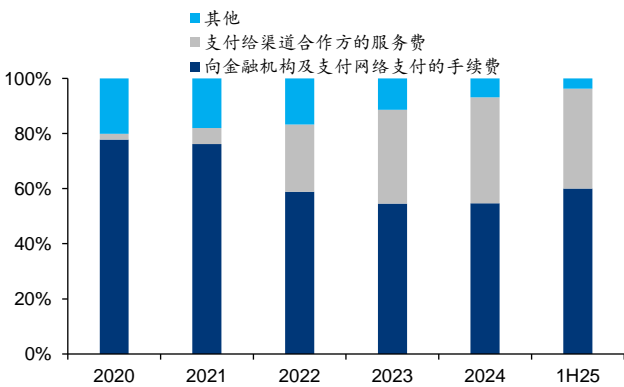
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表33: 连连数字: 全球和境内支付成本占 TPV 比例, 全球支付高



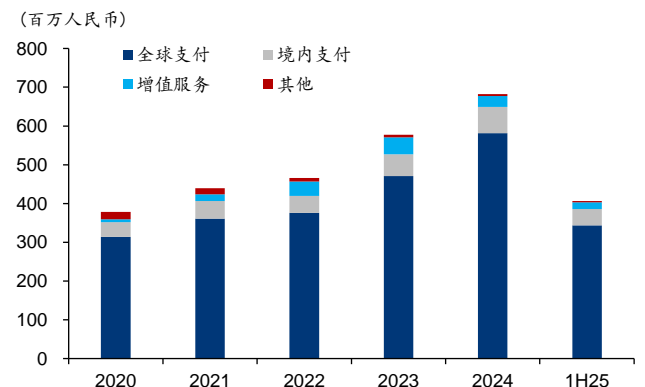
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表34: 连连数字: 成本主要包括网络支付手续费和渠道费



资料来源: 公司公告, 华泰研究

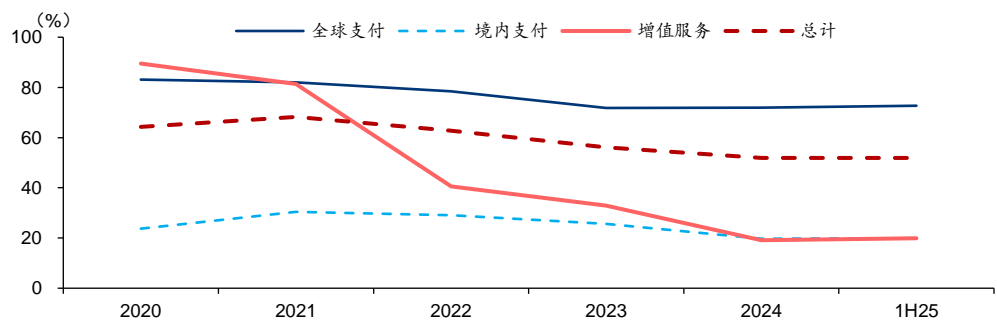
图表35: 连连数字: 毛利主要由全球支付业务贡献



资料来源: 公司公告, 华泰研究

毛利率的下滑有企稳迹象。2020-2024 年公司各业务线的毛利率呈现出下滑趋势, 总体毛利率由高点的 68%下降至约 52%, 其中全球业务毛利率下滑主因成本提升, 底层原因是毛利率更低的收单业务占比升高 (尽管对客户费率高, 但成本同样较高)。境内支付业务毛利率下滑则因境内激烈的竞争导致服务费率不断降低。增值服务毛利率同样下降, 这也由业务结构所致, 低毛利率的数字化营销服务和虚拟卡业务占比增多。但是值得强调的是, 1H25 各业务条线的毛利率均有企稳迹象。

图表36: 连连数字: 毛利率呈下滑趋势

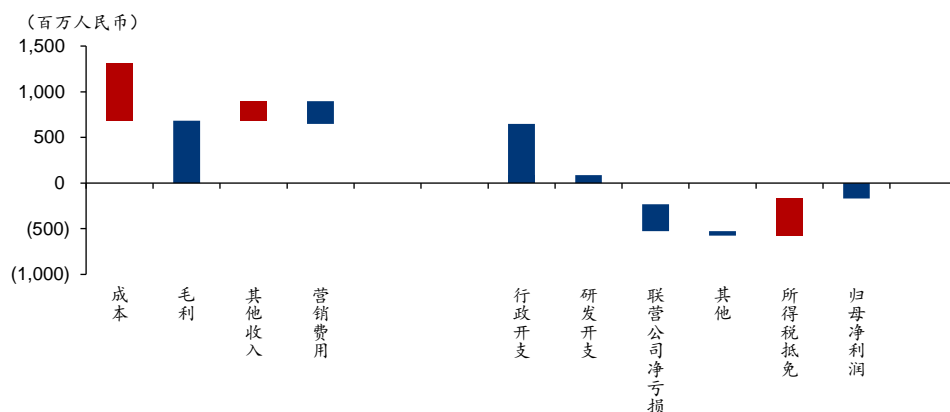


资料来源: 公司公告, 华泰研究

静待盈利改善

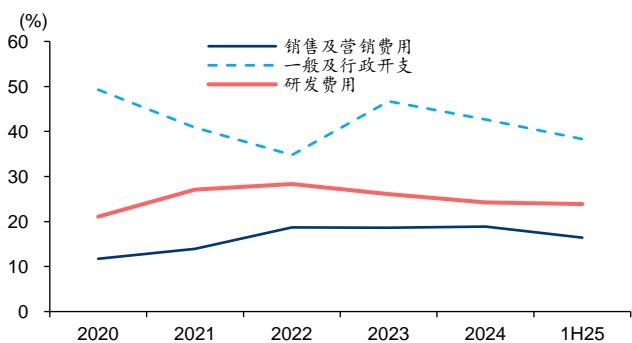
毛利暂不能覆盖费用开支。过去几年, 连连业务快速增长的背后是高额的费用投放。公司既需要营销获客, 又需要底层技术研发以保证支付系统的稳健, 还需要获取牌照以构建合规壁垒并扩张展业范围。2020 后公司的销售及营销费用和研发费用占收入的比例分别约 10-20%和 20-30%。一般及行政开支占收入的比例约 30-50%(其中 23 年受上市开支的影响), 三项费用合计约占收入的 80%。而公司的毛利率约 52%, 较难覆盖费用开支。

图表37: 连连数字: 2024 年盈利拆解



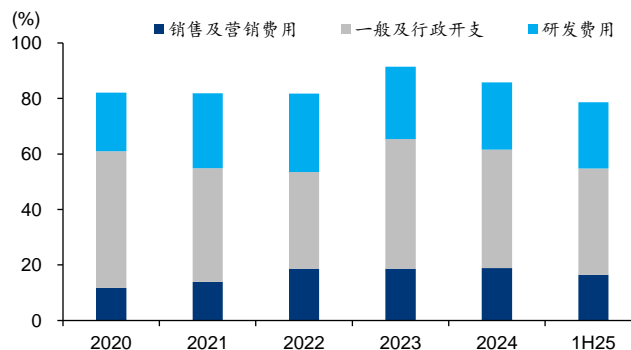
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表38: 连连数字: 费用率较高



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表39: 连连数字: 费用率合计约占收入的 80%

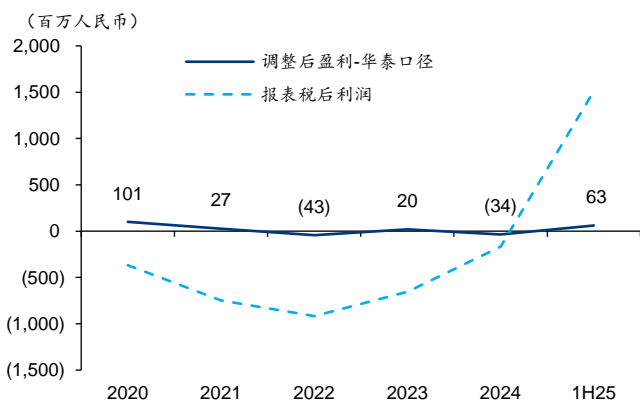


资料来源: 公司公告, 华泰研究

调整后盈亏几乎持平。公司报表口径的利润中包含大量非经常性或者非主营业务的因素, 比如长期股权投资的亏损 (主要和连通有关)、股份薪酬开支、上市开支和所得税费用 (24 年出售连通股权导致了暂时性的所得税抵免)、以及处置连通部分股权和连通股东注资产生的一次性收益。如果将这些因素剔除, 1H25 的调整后净盈利约 0.6 亿元, 盈亏大致持平。

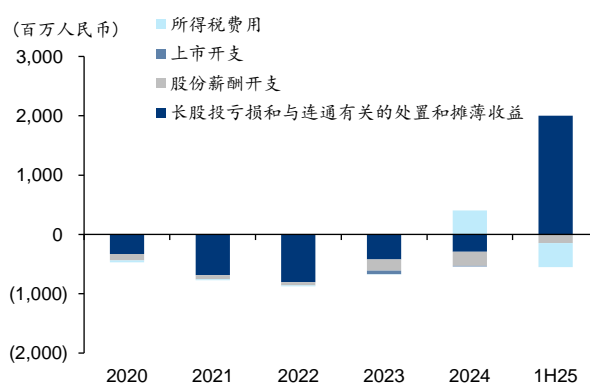
规模效应值得期待。短期内, 由于连连的业务仍然在扩张期, 新业务的探索和牌照的获取仍然需要费用的投入。但从长期看, 连连的牌照合规壁垒、全球合作生态网络以及在对下一代支付技术的不断探索或能够助力公司实现规模效应, 支付业务规模的增长有望压降边际成本, 经营杠杆加持下公司的长期盈利能力有望提升。

图表40: 连连数字: 调整后盈亏几乎持平



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表41: 连连数字: 非经营性和非主营业务的调整项



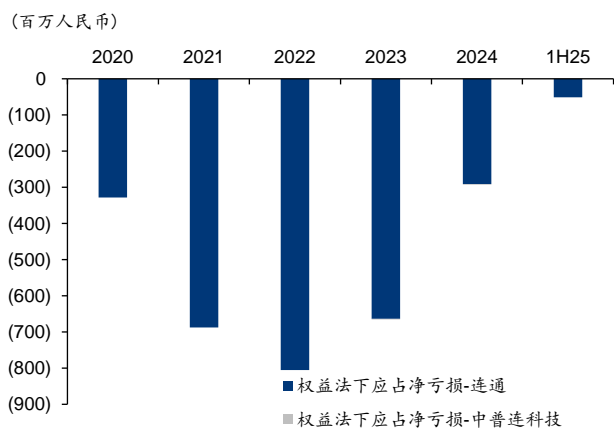
资料来源: 公司公告, 华泰研究

连连亏损对公司业绩的拖累减少

与连连相关的长期股权投资亏损收窄。拆解公司利润表，我们发现长期股权投资的亏损侵蚀了公司的大量盈利，是导致公司归母净利润迟迟无法转正的主要因素之一。公司的长期股权投资主要涉及连连在2017年与美国运通成立的合资公司——连连。2020-24年期间平均每年导致连连产生约5.6亿元的账面亏损。但是由于公司出售了部分股权导致持股比例下降，与连连有关的权益法下应记亏损已经逐渐收窄，1H25仅为0.5亿元。

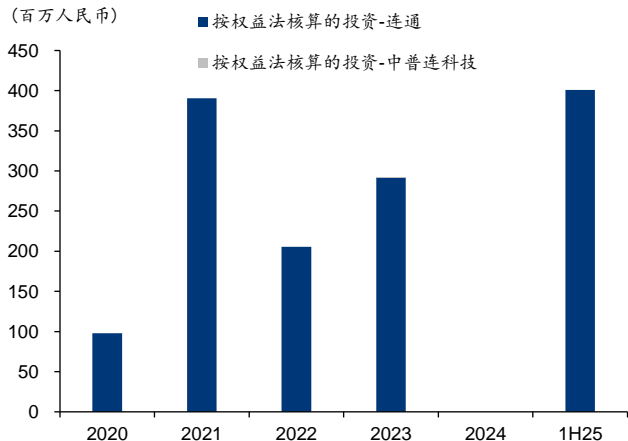
出售连连股份&其他股东增资增厚了2025年利润。2025年2月，连连以16亿元的交易对价，完成出售连连的部分股权，同时连连的其他股东完成对连连的增资。在股权出售和增资完成后，连连在连连的持股比例由45.2%降至17.63%，美国运通的持股比例约82.37%。该交易完成后，公司将确认出售收益16.015亿元，同时将针对增资确认摊薄收益4.522亿元。另外，交易完成后公司将拥有连连4位董事会席位中的1席，并仍然具有对连连的重大影响力。

图表42: 连连数字: 权益法下应占净亏损



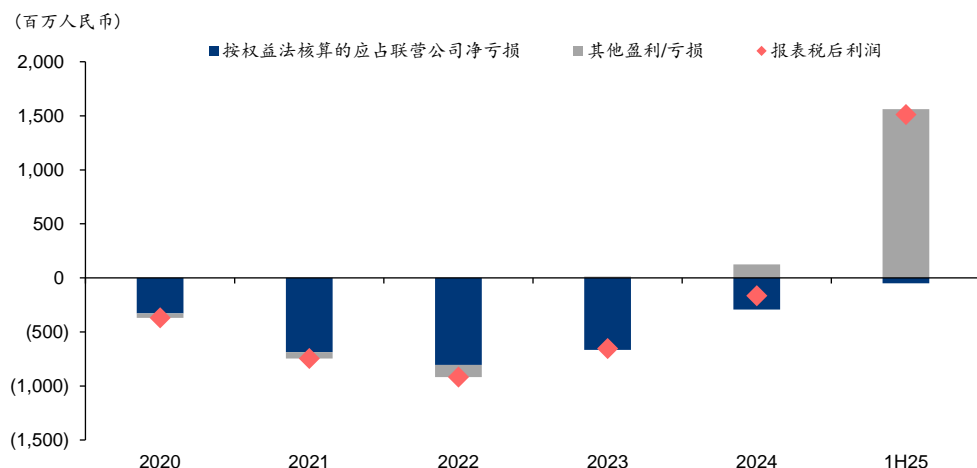
注: 中普连相关的亏损较少, 2023和2024年分别为164万和136万元, 在图中不明显
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表43: 连连数字: 资产负债表中按权益法核算的投资



注: 中普连相关的权益法投资金额较小, 2023年为136万, 在图中不明显
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表44: 连连数字: 长期股权投资亏损影响利润



资料来源: 公司公告, 华泰研究

财务分析和预测

我们预计中国商户旺盛的出海需求以及不断提升的全球跨境电商渗透率或推动我国跨境支付市场规模提升，2024年中国跨境支付规模约5.7万亿元，弗若斯特沙利文预计2028年将达到13.1万亿元，2025-28年CAGR约22.2%。连连的全球支付TPV在过去几年保持了高速增长，2022/23/24年分别为1,348/1,726/2,815亿元，同比增速为-0.3/28.0/63.1%。以TPV计算，2024年连连的市占率约3.8%，我们预计，连连的全球持牌的合规壁垒以及遍布全球的合作网络将助力公司跨境支付TPV保持高速增长，同时连连对下一代支付技术的探索亦将扩充自身能力边界并优化自身服务，我们预计2027年公司的市占率将进一步提升至5.2%。另外我们预计全球支付业务的服务费率有望稳于当前水平。我们预计2025/26/27年全球支付业务收入分别为10.4/13.5/17.6亿元，全球支付业务TPV分别为4,315/5,609/7,292亿元，服务费率分别为0.24/0.24/0.24%。

公司境内支付业务主要为B端企业提供收单服务，2022/23/24年境内支付TPV保持高速增长，同比增速达到21.8/79.5/64.9%。未来境内支付TPV增长的主要驱动力可能是产品生态的提升，基数效应下增速可能放缓。支付费率方面，2022-24年呈现下降趋势，但降幅逐步收窄。由于24年境内支付费率已经相对较低，同时国内支付严监管环境下，支付商之间的竞争可能趋缓，未来费率可能相对稳定。我们预计2025/26/27年连连境内支付业务TPV分别为3.9/4.5/4.9万亿元，收入为4.3/5.0/5.4亿元，支付费率为0.011/0.011/0.011%。另外我们预计增值服务收入在产品不断多元化升级的背景下温和增长，2025/26/27年增值服务收入为1.8/1.9/2.1亿元。

综上，预计公司2025/26/27年总收入为16.7/20.6/25.3亿元，同比增长26.9/23.4/22.8%。

在成本方面，公司成本主要包括支付网络费的手续费和渠道费。全球支付成本占TPV的比例从历史上看有一定波动，未来在全球支付基础设施降费以及公司引入下一代基于区块链的支付系统后，全球支付成本占TPV的比例可能逐渐下降，预计2025/26/27年为0.067/0.060/0.055%。境内支付方面，成本占TPV的比在过去几年不断下滑，但随着国内支付行业的发展逐渐趋稳，行业整体竞争格局优化，预计境内支付成本占TPV的比应相对平稳，预计2025/26/27年为0.009/0.009/0.009%。

综上，全球支付业务的成本优化有望带动该业务板块的毛利率上涨，境内支付的毛利率或相对稳定。我们预计随着全球支付业务收入占比提升，总体毛利率将进一步改善，预计2025/26/27年毛利率为52.4/55.3/58.8%。

公司的销售及营销费用率、行政费用率以及研发费用率有望在规模效应下下降，但由于公司业务仍然在扩张阶段，在海外牌照获取、获客营销、支付技术研发等方面仍然需要投入，因此短期内费率的下降可能并不迅速，预计2025/26/27年合计费率为74.1/65.0/60.0%。

另外考虑到1H25的一次性收益20.54亿元(公司公告的处置连通股权收益以及连通其他股东增资导致的摊薄收益)，我们预计公司2025/26/27年的归母净利润为14.42/-0.48/1.01亿元。

图表45：连连数字：利润表&资产负债简表

(百万人民币)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润表						
收入	743	1,028	1,315	1,668	2,058	2,528
成本	(277)	(451)	(632)	(794)	(921)	(1,040)
毛利	466	577	683	875	1,137	1,487
销售及营销费用	(139)	(192)	(248)	(279)	(350)	(404)
一般及行政开支	(258)	(480)	(561)	(592)	(618)	(708)
研发费用	(210)	(268)	(319)	(364)	(371)	(404)
其他收入	27	108	212	306	308	247
其他	(1)	(2)	(6)	(10)	(8)	(8)
经营利润/(亏损)	(100)	(221)	(268)	1,982	97	208
财务(费用)/收入净额	4	(10)	(12)	(7)	(10)	(10)
按权益法核算的应占联营公司净亏损	(805)	(665)	(293)	(131)	(140)	(80)
处理连通的收益	-	244	-	-	-	-
除所得税前亏损	(901)	(652)	(572)	1,844	(53)	118
所得税费用	(16)	(2)	405	(400)	6	(14)
期内亏损	(917)	(654)	(167)	1,444	(46)	103
本公司权益持有人	(917)	(656)	(168)	1,442	(48)	101
非控股权益	(0)	2	2	2	2	2
资产负债简表						
现金及现金等价物	2022	2023	2024	2025	2026	2027
客户资金及受限制现金	146	190	522	2,195	1,975	1,778
权益法投资	8,757	9,184	12,607	16,500	19,223	21,574
金融资产 (FVTPL+FVOCI)	206	293	-	321	181	101
资产总额	315	314	404	412	424	445
应计费用及其他应付款项	10,146	10,467	14,539	20,056	22,766	25,258
负债总额	8,742	9,312	12,692	16,532	19,260	21,616
权益总额	9,086	9,874	13,303	17,164	19,914	22,297

资料来源：公司公告，华泰研究预测

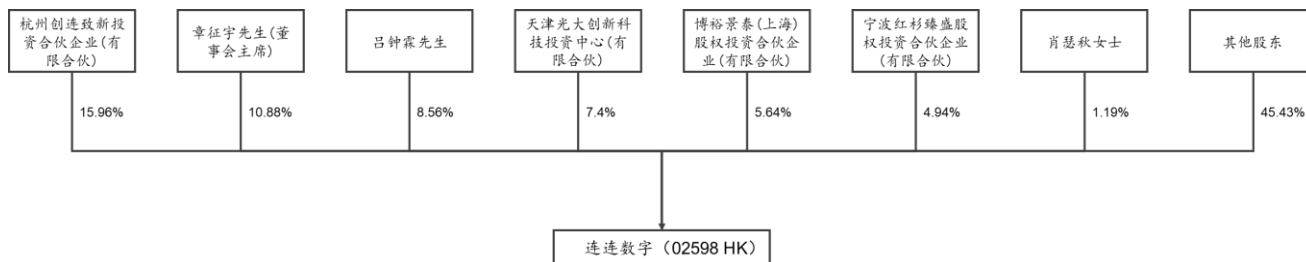
图表46：连连数字：核心指标

(百万人民币)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
数字支付						
全球支付						
收入	479	656	808	1,039	1,350	1,756
全球支付 TPV	134,813	172,622	281,500	431,460	560,898	729,167
- yoy	-0.3%	28.0%	63.1%	53.3%	30.0%	30.0%
全球支付费率	0.36%	0.38%	0.29%	0.24%	0.24%	0.24%
- yoy (bps)	2.91	2.50	-9.30	-4.62	0.00	0.00
成本	(103)	(185)	(226)	(288)	(338)	(404)
- as % of TPV	0.076%	0.107%	0.080%	0.067%	0.060%	0.055%
分部毛利	376	471	581	751	1,013	1,352
毛利率	78%	72%	72%	72%	75%	77%
境内支付						
收入	151	218	343	435	495	540
境内支付 TPV	1,018,219	1,828,208	3,014,770	3,882,801	4,465,221	4,911,743
- yoy	21.8%	79.5%	64.9%	28.8%	15.0%	10.0%
境内支付费率	0.0149%	0.0119%	0.0114%	0.0111%	0.0111%	0.0111%
- yoy (bps)	-0.28	-0.29	-0.06	-0.02	-0.01	-0.01
成本	(107)	(162)	(275)	(348)	(396)	(432)
- as % of TPV	0.0111%	0.009%	0.009%	0.009%	0.009%	0.009%
分部毛利	44	56	68	87	99	108
毛利率	29.0%	25.6%	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%
增值服务						
收入	91	134	146	177	195	214
- yoy	317%	47%	9%	21%	10%	10%
成本	(54)	(90)	(118)	(146)	(175)	(193)
分部毛利	37	44	28	31	19	21
毛利率	41%	33%	19%	17%	10%	10%
核心指标						
销售及营销费用	18.7%	18.7%	18.9%	16.7%	17.0%	16.0%
一般及行政开支	34.8%	46.7%	42.7%	35.5%	30.0%	28.0%
研发费用	28.3%	26.1%	24.3%	21.8%	18.0%	16.0%
ROE	-61.6%	-79.6%	-18.5%	70.2%	-1.7%	3.5%
ROA	-9.8%	-6.3%	-1.3%	8.3%	-0.2%	0.4%
毛利率	62.7%	56.1%	51.9%	52.4%	55.3%	58.8%
经营利润率	-13.4%	-21.5%	-20.4%	118.8%	4.7%	8.2%
净利润率	-123.4%	-63.8%	-12.8%	86.5%	-2.3%	4.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

股权结构

图表47：连连数字：公司股权结构



注：数据截至 2025 年 3 月 18 日；杭州创连致新投资合伙企业（有限合伙）为一家于 2017 年 12 月 11 日在中国成立的有限合伙企业。创连致新的普通合伙人为杭州宇道投资管理有限公司，杭州宇道投资管理有限公司由章先生最终控制。创连致新有两名有限合伙人，持有创连致新超过三分之一合伙权益的有限合伙人为杭州福宇投资管理有限公司，该公司由章先生全资拥有，并持有创连致新 82.67% 的合伙权益

资料来源：公司公告，华泰研究

估值方法和风险提示

由于公司 25 年的盈利大部分由出售连连的股权贡献，扣非利润或仍为负，并且 26-27 年连连业务仍然处于扩张期，需要持续投入，总体利润扭亏节奏存在不确定性，因此我们采用 PS 估值法。在可比公司的选择上，我们选取四类，第一类是中资的支付公司，包括拉卡拉、新大陆、新国都；第二类是海外跨境支付公司，包括 PAYONEER、Paypal 和 BLOCK；第三类是全球卡组机构，包括 Visa 和美国运通；第四类是香港持牌的虚拟资产交易所，包括 OSL 集团。即便 Visa 的市值和 PS 估值明显高于其他同业公司，我们仍然将其纳入可比公司池的原因有三个，第一连连持股的连连具有我国的清算牌照，可以从事和 Visa 类似的业务；第二公司在下一代支付技术生态中扮演了类似清结算机构的角色；第三 Visa 是全球支付生态的标杆企业。

截至 26 年 1 月 15 日，可比公司 26 年平均预期 PS 约 5x，我们给予连连 26 年 5x 目标 PS，基于 26 年营收 20.6 亿元的预测，对应目标价 10.2 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

图表48：连连数字：可比公司估值表

公司	股票代码	总市值 (十亿美元)	EPS (报告货币)			总收入 (报告货币, 百万元)			收入同比增速 (%)			PE (x)			PS (x)		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
中资支付公司																	
拉卡拉	300773 CH	3.3	0.45	0.71	0.74	5,754	5,889	6,156	-2.9%	2.3%	4.5%	40.3	42.4	40.7	2.5	4.0	3.8
新大陆	000997 CH	4.4	1.00	1.25	1.52	7,222	8,671	9,848	-4.6%	20.1%	13.6%	20.4	24.3	20.1	2.7	3.6	3.1
新国都	300130 CH	2.4	0.42	1.13	1.34	3,146	3,267	3,591	-17.2%	3.9%	9.9%	52.4	26.0	21.7	3.9	5.1	4.6
海外支付公司																	
PAYONEER	PAYO US	1.9	0.310	0.201	0.283	978	1,060	1,127	17.6%	8.4%	6.3%	29.8	26.4	18.7	3.7	1.8	1.7
BLOCK	XYZ.N	39.9	4.56	2.67	3.76	24,121	23,716	26,061	10.1%	-1.7%	9.9%	18.2	24.6	17.4	2.2	1.7	1.5
贝宝	PYPL US	53.9	3.99	5.25	5.76	31,797	33,235	35,173	6.8%	4.5%	5.8%	20.4	11.0	10.0	2.7	1.6	1.5
全球卡组																	
VISA	V US	599.1	10.20	12.88	14.46	40,000	44,167	48,533	11.3%	10.4%	9.9%	32.3	25.6	22.8	17.8	13.6	12.3
美国运通	AXP US	246.8	14.01	15.51	17.57	65,949	72,142	78,601	9.0%	9.4%	9.0%	20.6	23.2	20.9	3.4	3.4	3.1
虚拟资产交易所																	
OSL 集团	0863 HK	1.9	0.08	-0.04	0.01	375	644	1,119	78.6%	71.8%	73.7%	105.2	-514.0	2,331.7	13.4	23.6	13.6
均值									12.1%	14.4%	15.8%	37.7	(34.5)	278.2	6	6	5
连连数字	2598 HK	1.0	-0.16	1.36	-0.05	1,315	1,668	2,058	27.9%	26.9%	23.4%	(54.9)	4.4	(138.1)	7.2	4.2	3.4

注：数据截至 2026 年 1 月 15 日；美国运通和 PAYONEER 的预测来自 Bloomberg，其余来自 Wind
资料来源：Bloomberg, Wind, 公司公告, 华泰研究预测

图表49：连连数字：估值表

总收入	2,058
PS (2026E)	5.0
HKD/CNY	0.90
预计市值 (百万人民币)	10,292
预计市值 (百万港币)	11,440
目标价 (港币)	10.2

资料来源：公司公告, 华泰研究预测

风险提示

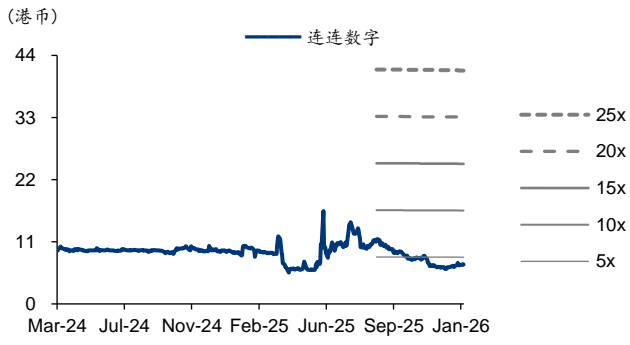
全球贸易摩擦影响：近期美国关税政策摇摆，对全球贸易可能产生影响，可能进一步影响对跨境支付的需求。

监管波动：支付业务属于金融业务，在大部分国家或地区需要持牌经营，若各国或各地区的监管出现变动，可能影响公司的业绩。

规模效应显现不及预期：公司依然处在业务扩张阶段，海外市场的扩张和新业务的扩张仍然需要投入，规模效应的显现在这个过程中如果不及预期，可能影响公司的盈利

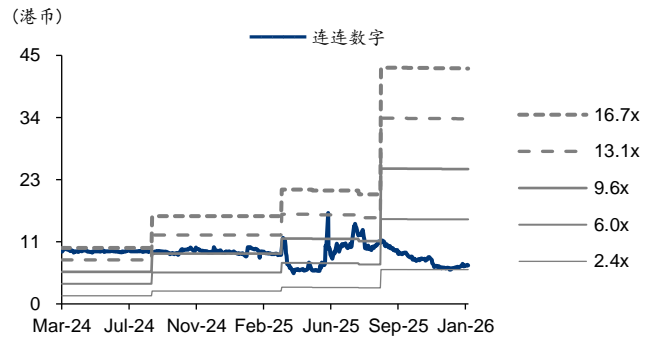


图表50: 连连数字 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表51: 连连数字 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人, 李健、陈宇轩, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券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。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健、陈宇轩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司