

2026 年 04 月 27 日

连连数字 (02598. HK)

——全球支付 TPV 高速增长，“AI 原生”战略升级

投资评级：买入（维持）

投资要点：

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchen@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 04 月 24 日

收盘价 (港元)	5.98
一年内最高/最低 (港元)	18.00/5.22
总市值 (百万港元)	6,577.26
流通市值 (百万港元)	2,628.12
资产负债率 (%)	86.61

资料来源：聚源数据

- **事件：**连连数字公布 2025 年年报，全年实现收入 17.34 亿元，同比增长 31.9%；实现归母净利润 16.64 亿元，同比增加 18.32 亿元实现扭亏。2025 年公司净利润的变化主要系：1) 2025 年完成与美国运通订立股权转让及增资协议，产生出售收益人民币 16.0 亿元；同时对连连的股权摊薄到 17.63%，对应确认人民币 4.52 亿元的摊薄收益；2) 集团附属公司 DFX 于 2025 年 12 月的股权融资交易导致持股比例下降，产生摊薄收益人民币 3.48 亿元。公司经营端也显著改善，2025 年经营性利润为 8226 万元，同比增长 105.9%；2025 年公司经营性现金流量净额 1.12 亿元，同比 +2.23 亿元。

➤ **点评：**

1、公司「技术+本地化」双轮驱动全球支付 TPV 高速增长。

1) 全球支付：25 年公司实现全球支付 TPV4524 亿元，同比+60.7%；实现全球支付业务收入 10.45 亿元，同比+29.3%，表现优秀；全球支付费率为 0.23%，同比 -0.06pct，预计主要系单笔交易金额更高的 B2B 和服贸业务占比提升，但全球支付毛利率为 72.3%，同比+0.3pct，体现出公司良好的成本控制能力。公司全球化战略布局正不断加速，25 年 11 月，公司海外总部落户中国香港；牌照方面，截至 25 年末，公司已在全球建立由 66 项支付牌照及相关资质组成的牌照体系，且为唯一一家在美国所有州均持有货币转移牌照的中国数字支付解决方案提供商。我们认为，未来随着中资企业“走出去”步伐不断加快以及海外本地客户群体的拓展，全球支付业务有望继续维持较快增长，预计 26 年全球支付 TPV 仍将实现 30%的同比增速。

2) 境内支付：境内支付 TPV 预计为 3 万亿元；境内支付收入为 4.05 亿元，同比 +18.3%；我们测算境内支付费率为 0.013%，同比微增；毛利率为 23.0%，同比 +3.3pct。境内支付增速相对较低，我们预计主要系业务结构优化，因此支付费率和毛利率也同比优化。我们认为，未来公司将更加聚焦服务中资企业全球化出海的高价值需求，境内支付业务可能呈现 TPV 收缩但营收和毛利增长的态势。

3) 增值服务：增值服务收入为 2.65 亿元，同比+81.2%，毛利率为 7.2%，同比 -11.9pct，主要系虚拟银行卡业务收入占比提高且该业务毛利率较低。我们认为，随着智能营销 Agent 体系产品不断推广，客户增值服务或持续丰富，预计增值服务 26 年有望实现约 80%的较高增速。

2、规模效应带来盈利能力提升，经调整三费占收入比重同比-5.2pct 至 62.1%。公司 25 年经调整销售费用率/研发费用率/管理费用率分别为 14.8%/18.3%/29.0%，同比-3.0pct/-2.2pct/持平，三费占收入比重整体下降 5.2pct。我们预计，未来随 TPV 不断增长，规模效应将继续发挥作用，公司盈利能力保持稳中向好。

3、战略跃迁：从“跨境支付专家”全面升级为“AI 原生的全球智能金融新基建”。我们认为，AI 技术创新或有望在以下三方面利好公司经营：1) 降本方面，AI Agent

可实现全球合规秒级审查，带来实时风控、交易能力及合规效率提升，进而带来人力成本下降。2) 增效方面，通过为客户提供自动化营销获客、品牌推广等智能营销 Agent 体系，公司能够为客户增加新的交易成交机会，最终实现 TPV 的增长。3) 公司即将推出 Agent Wallet 智付底座，AI Agent 支付可应用于多种商业场景，有望带来支付形态重构，形成公司的第三增长曲线。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026–2028 年营业收入分别为 20.50/26.33/33.22 亿元，同比分别+18.2%/+28.4%/+26.2%，预计 2026–2028 年归母净利润分别为 -1.7/0.15/1.14 亿元，同比分别-110%/扭亏/+651%，当前股价对应市销率（P/S）估值为 2.9/2.2/1.8 倍。连连数字为中国领先的数字支付解决方案供应商，全球支付和增值业务预计有望实现较快增长，且今年公司实现“AI 原生”战略跃迁有望带来进一步降本增效，维持“买入”评级。
- **风险提示。全球贸易摩擦风险，行业竞争加剧，电商平台终止合作风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1315	1734	2050	2633	3322
同比增长率（%）	27.9%	31.9%	18.2%	28.4%	26.2%
归母净利润（百万元）	-168	1664	-170	15	114
同比增长率（%）	-74.4%	1089.0%	-110.2%	108.9%	650.6%
每股收益（元/股）	-0.16	1.51	-0.15	0.01	0.10
ROE（%）	-18.5%	77.3%	-5.5%	0.5%	3.3%
市销率（P/S）	6.7	3.4	2.9	2.2	1.8

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）。