

金融出海之跨境支付 ——竞争格局与案例分析

行业研究 · 深度报告

商业银行

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：张绪政

021-60875166

zhangxuzheng@guosen.com.cn

S0980525040003

证券分析师：刘睿玲

021-60375484

liuruilin@guosen.com.cn

S0980525040002

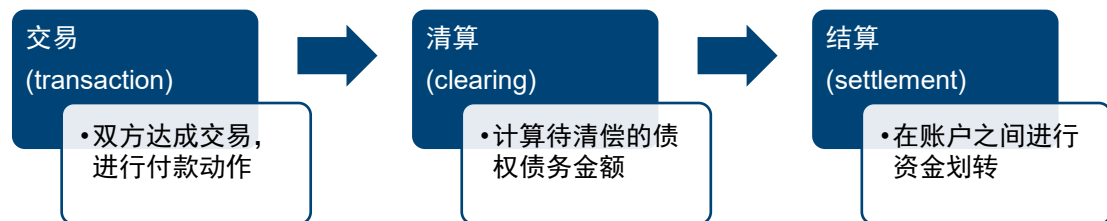
- [01] 理解支付与跨境支付
- [02] 从支付服务组织看支付行业
- [03] 跨境支付案例：蚂蚁国际
- [04] 跨境支付案例：连连数字
- [05] 风险提示

支付的三个环节



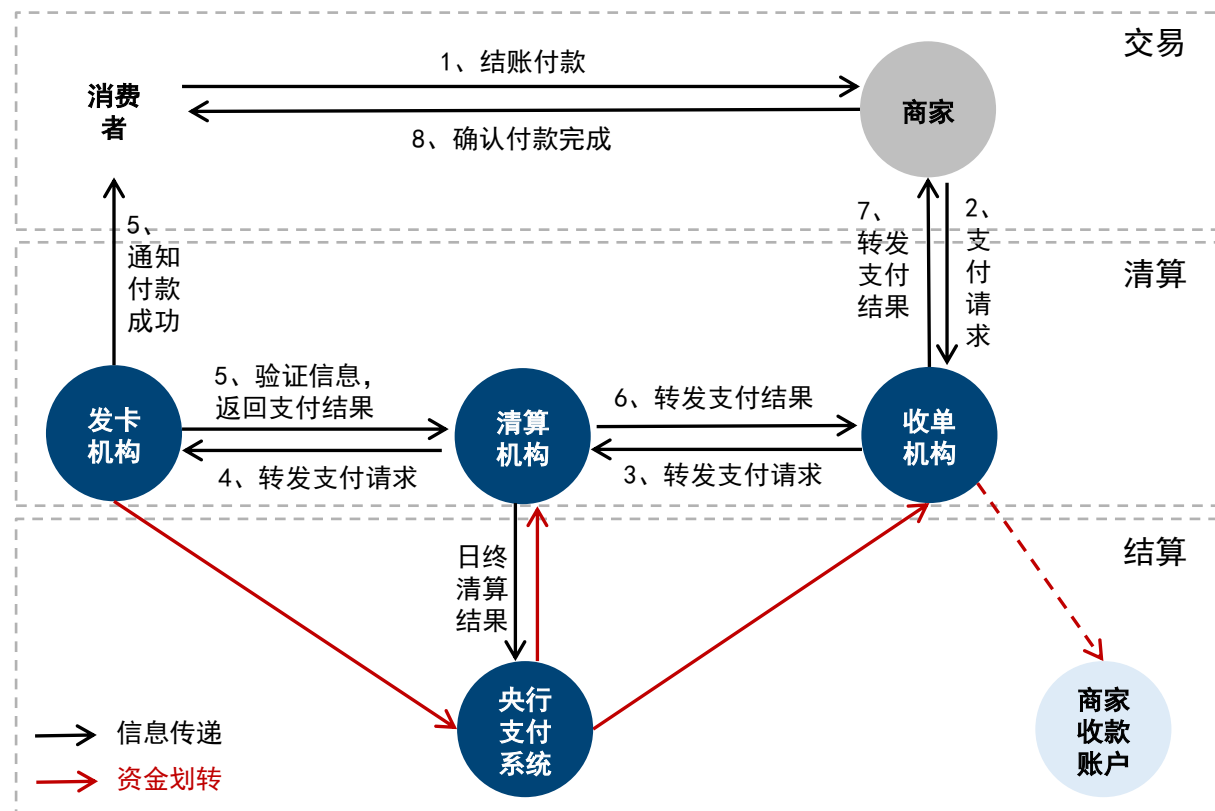
- 支付可以简单理解为进行货币转移的活动，分为交易、清算、结算三个环节
- 我们作为消费者一般仅感知到交易环节，对后面的环节没有感知，所以通常仅将交易环节称为“支付”

图：支付的三个环节



资料来源：中国支付清算协会，央行《支付业务统计指标》，国信证券经济研究所整理

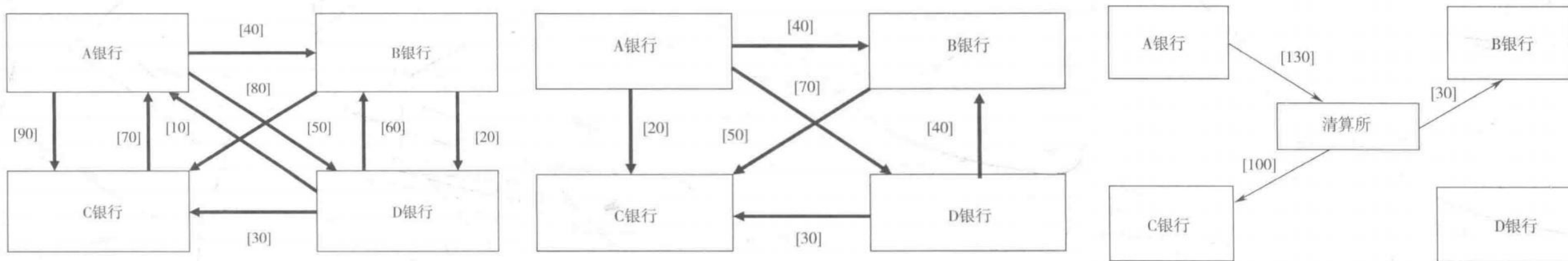
图：以银行卡跨行支付为例的三个环节示意图



资料来源：中国支付清算协会，国信证券经济研究所整理

- 清算的目的是减少结算过程中的货币使用，提高资金使用效率
- 清算不涉及资金划转，因此清算机构一般不持有成员的银行账户。有些所谓的清算银行持有成员的银行账户，他们严格来讲应该叫做代理行或者结算银行
- 不同的清算方式影响结算方式。全额清算模式下，结算方式为实时结算，资金实时到账；净额清算模式下，结算方式为延时结算，资金到账相对缓慢

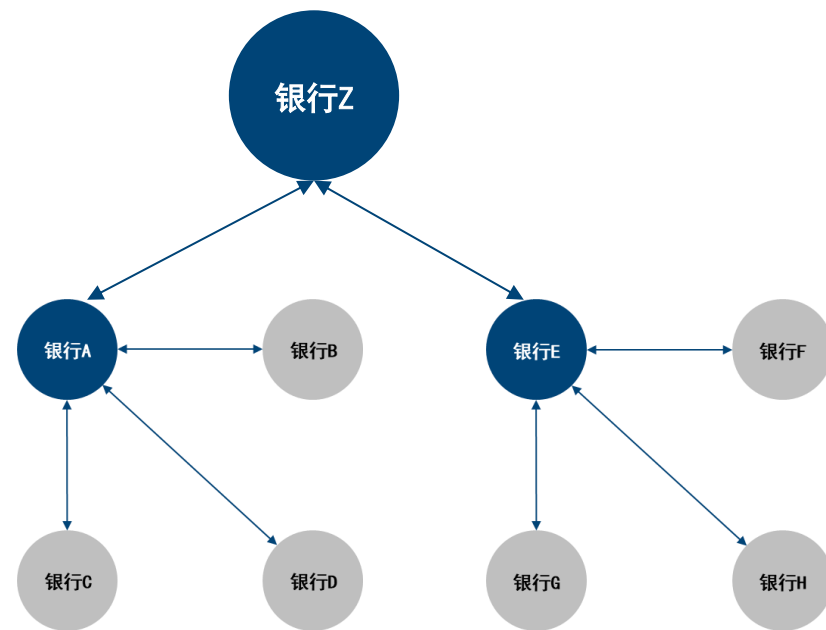
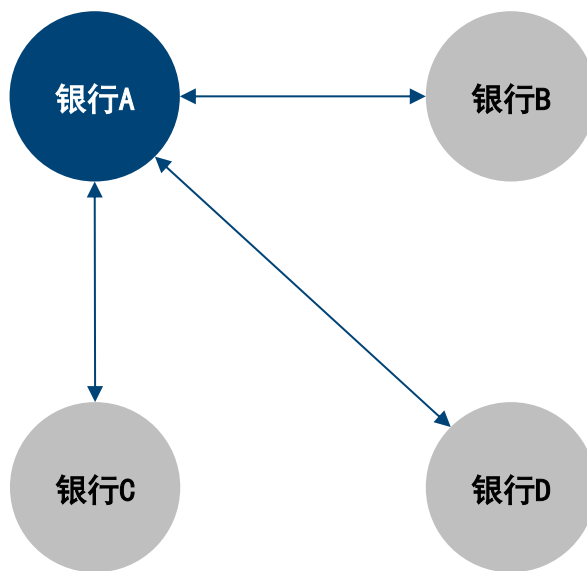
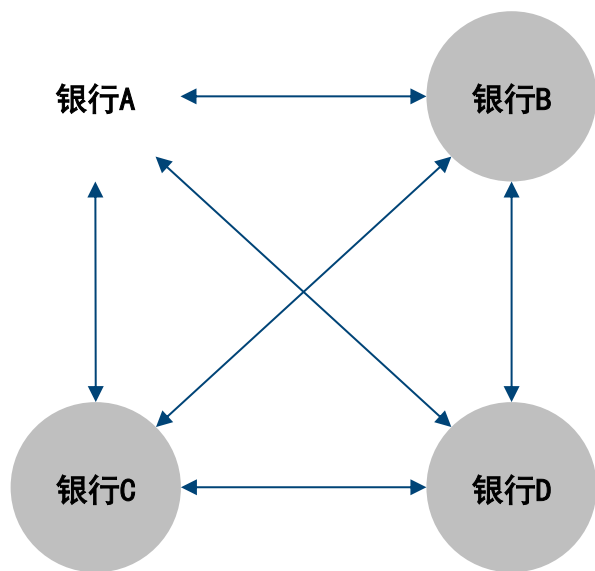
图：全额清算、双边净额清算和多边净额清算示意图



资料来源：中国支付清算协会，国信证券经济研究所整理。注：图中箭头表示待支付金额

- 支付的最后一步是结算，即资金在不同账户之间的划转。银行内账户间的结算比较简单，银行间账户间的结算相对困难，主要是通过相互开立往来账户或者通过代理行来实现

图：相互开立往来账户、代理行及多层次代理示意图



资料来源：中国支付清算协会，国信证券经济研究所整理

- 支付的完成需要支付体系的支持。支付体系由支付服务组织、支付系统、支付工具、支付监管构成
- 其中支付工具是支付服务使用者用于发起支付指令的设备或机制

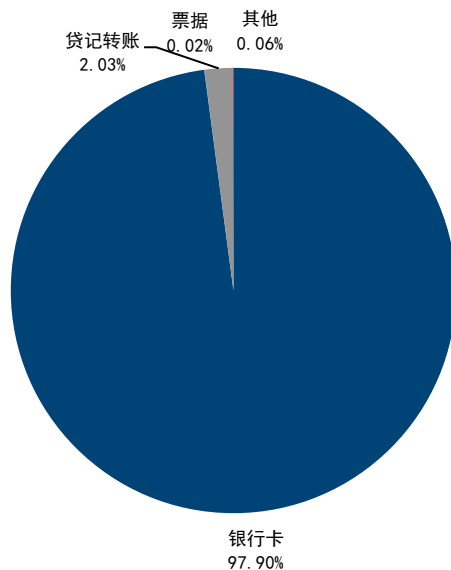
图：我国的支付体系构成

支付服务组织	支付系统	支付工具	支付监管
• 央行 • 银行 • 清算机构 • 第三方支付机构 • 其他组织（交易所、登记结算公司等）	• 人民银行清算总中心系统 • 商业银行行内业务系统 • 银联跨行支付系统 • 城银清算支付清算系统 • 农信银支付清算系统 • 人民币跨境支付系统 • 网联清算平台	• 现金 • 票据 • 银行卡 • 贷记转账 • 直接借记 • 托收承付 • 国内信用证 • 其他支付工具（如虚拟账户）	• 法律法规 • 行业标准

资料来源：中国支付清算协会，央行《支付业务统计指标》，国信证券经济研究所整理

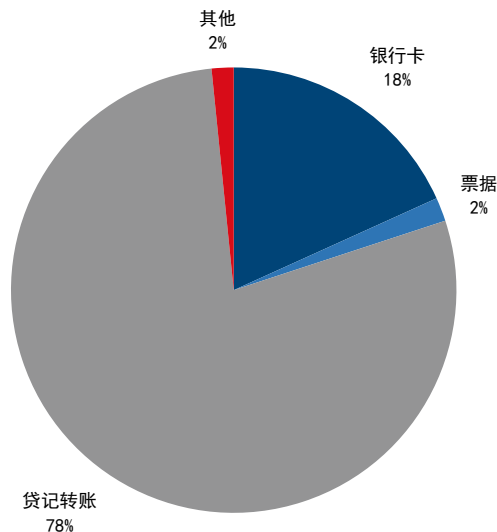
- 根据央行统计，2024年我国银行共办理非现金支付5763亿笔，金额5443万亿元。其中银行卡在支付数量上占据98%的份额；银行卡与贷记转账在金额上占据96%的份额

图：2024年按支付工具划分的非现金支付业务笔数结构



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

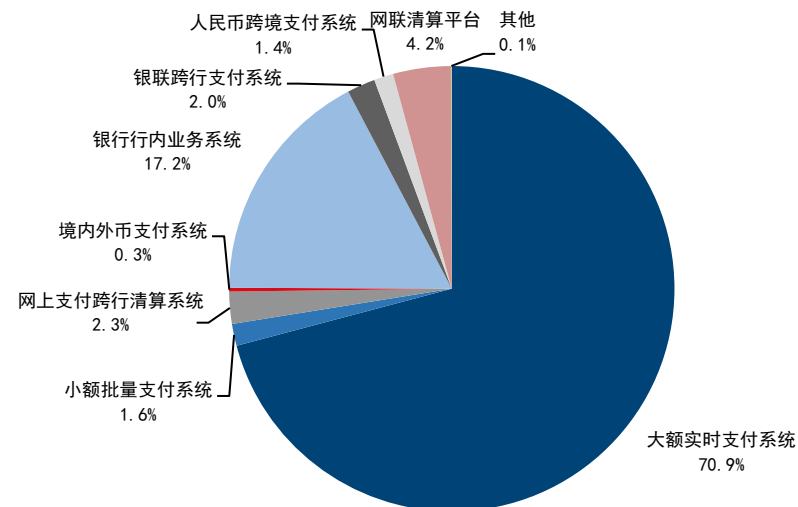
图：2024年按支付工具划分的非现金支付业务金额结构



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

➤ 根据央行统计，2024年我国支付系统共处理支付业务1.42万亿笔，金额12451万亿元。

图：2024年按支付系统划分的支付业务金额结构



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

➤ 美国的支付体系同样由支付服务组织、支付系统、支付工具、支付监管构成

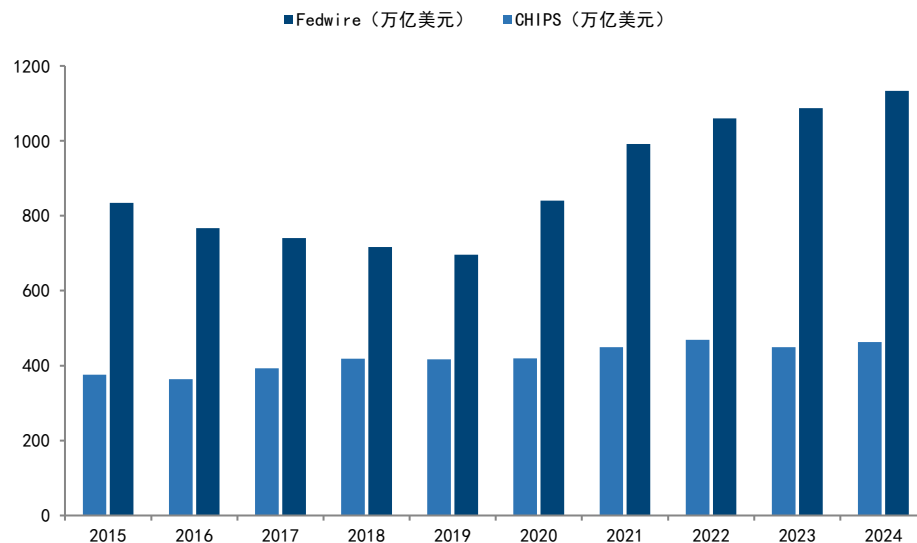
图：美国的支付体系构成



资料来源：BIS: *Payment, clearing and settlement systems in the United States*, 2012，国信证券经济研究所整理

- 美国有多个支付系统，但对全球影响最大的主要是两个，一个是Fedwire，一个是CHIPS
- Fedwire由美联储管理，主要用于美国国内支付（类似我国的大额实时支付系统）。其在2024年处理了2.1亿笔交易，金额为1133万亿美元
- CHIPS由私人机构运营，主要用于美元国际支付，其资金转移需要借助Fedwire 来实现（类似我国的CIPS）。其在2024年处理了1.4亿笔交易，金额为463万亿美元。CHIPS目前仅有42个成员银行，其他银行想通过该系统进行美元结算需要由成员银行代理

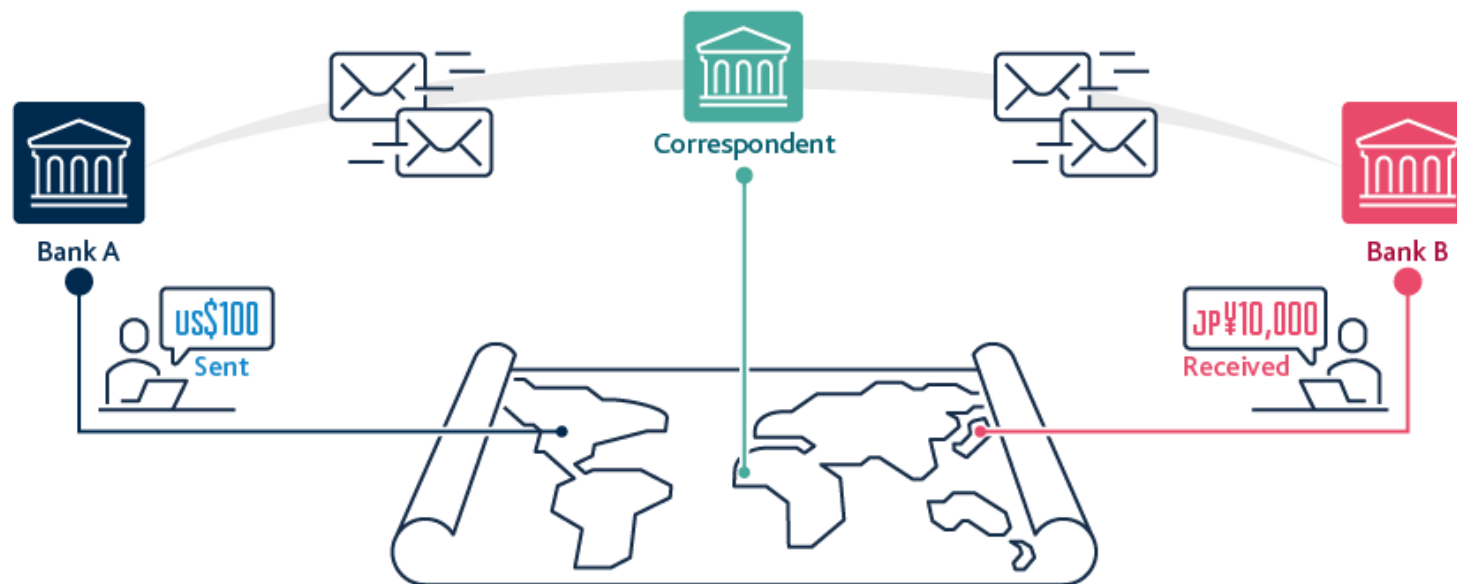
图：Fedwire与CHIPS交易金额对比



资料来源：Federal Reserve Bank Services, The Clearing House, 国信证券经济研究所整理

- 支付即货币转移活动，而跨境支付即跨境货币转移活动。跨境支付涉及到不同国家和地区之间的银行，这些银行相互之间可能并没有直接的业务往来，因此需要借助代理行来实现不同银行之间的连接

图：跨境支付中的代理行

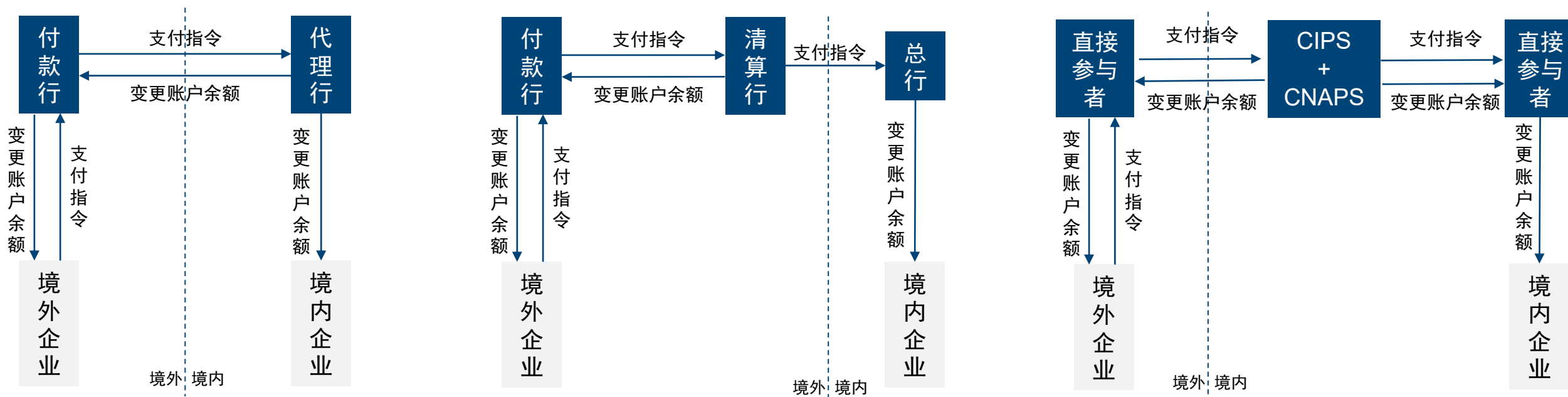


资料来源：Bank of England，国信证券经济研究所整理

跨境支付：代理机制

- 以人民币结算为例，目前人民币跨境支付主要包括代理行模式、清算行模式和CIPS模式三种
- 代理行模式：境外银行在境内代理行开立人民币同业往来账户并存入资金
- 清算行模式：境外银行在境外清算行开立人民币同业往来账户并存入资金
- CIPS模式：境外银行和境内银行均加入CIPS，通过CIPS+央行的现代化支付系统（CNAPS）进行结算。截至2025年6月末，CIPS系统共有直接参与者176家，间接参与者1514家
- 除此之外，还有一种NRA账户模式，即境外企业直接在境内银行开立结算账户，但这种方式用得很少

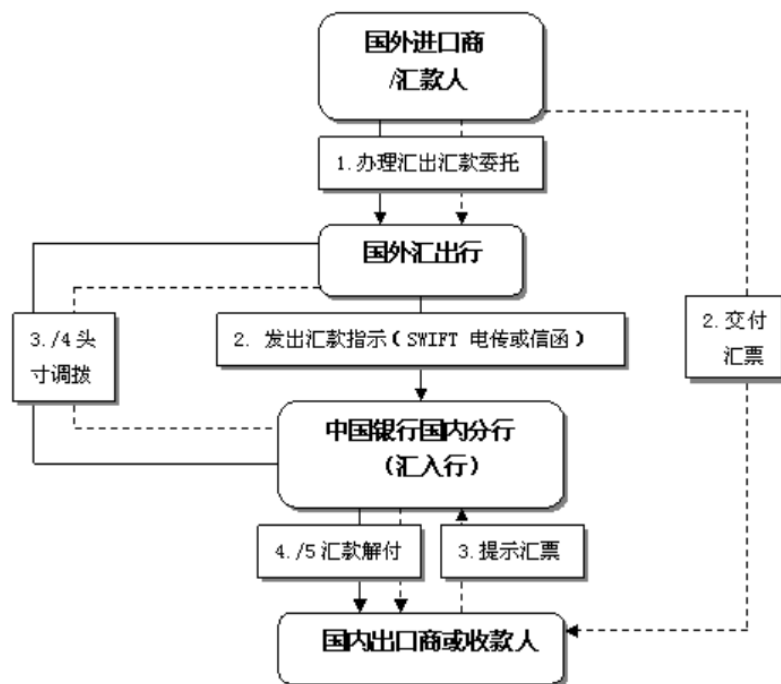
图：代理行模式、清算行模式和CIPS模式示意图



资料来源：杨文尧天，《人民币跨境结算风险与法律规制》，法律与新金融，2016，(3):54，国信证券经济研究所整理

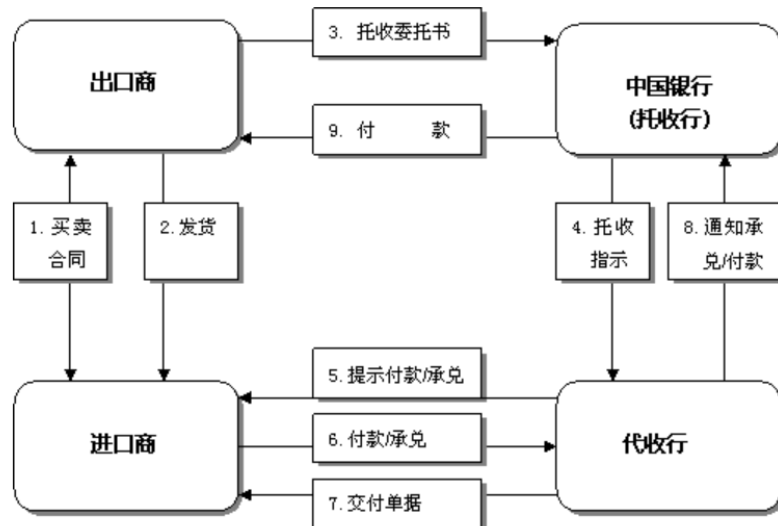
- 跨境支付即进行跨境货币转移的过程。跨境支付中常用的支付工具包括汇款（Remittance）、托收（Collection）、信用证（L/C）等
- 跨境支付涉及的参与方较多，业务流程相对复杂，它实际上是多个支付体系的结合。以汇款为例，整个支付实际上包含了我国国内支付、国外本国内支付、汇出行与汇入行的跨境结算三个子支付过程，而且可能涉及到不同货币之间的兑换

图：汇款示意图（汇入汇款）



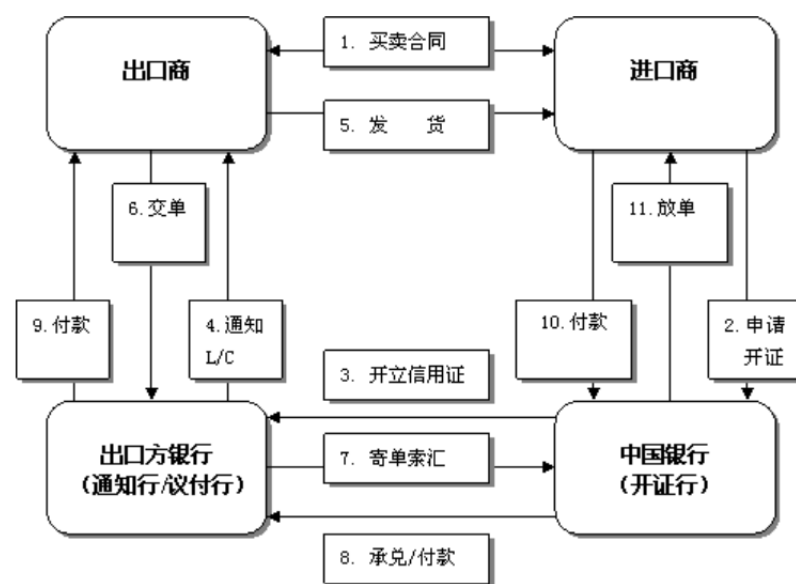
资料来源：中国银行，国信证券经济研究所整理
注：实线为电汇和信汇，虚线为票汇

图：托收示意图（出口跟单托收）



资料来源：中国银行，国信证券经济研究所整理

图：进口信用证示意图



资料来源：中国银行，国信证券经济研究所整理

➤ 除汇款、托收、信用证外，还有一些其他形式的跨境支付工具，如国际银行卡或兑换外币进行现金支付等

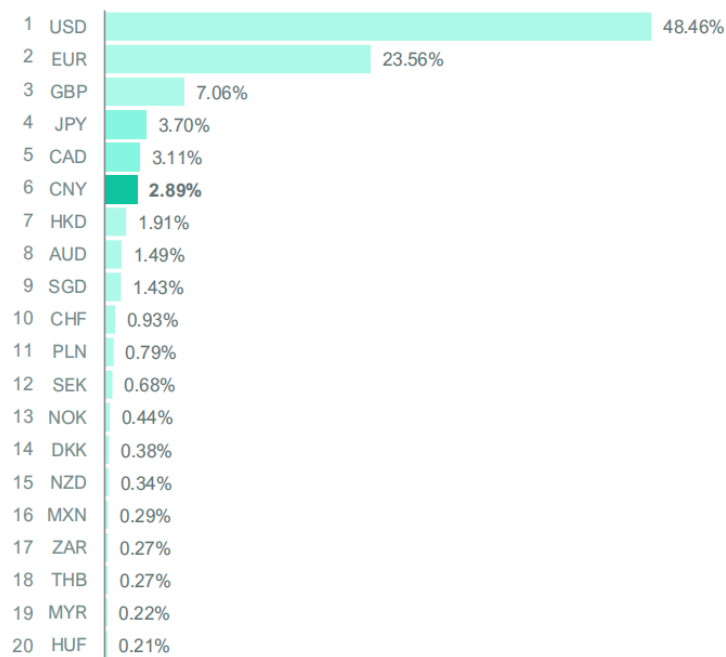
图：中国银行发行的长城环球通信用卡是全球首款支持人民币自动购汇的信用卡产品



资料来源：中国银行，国信证券经济研究所整理

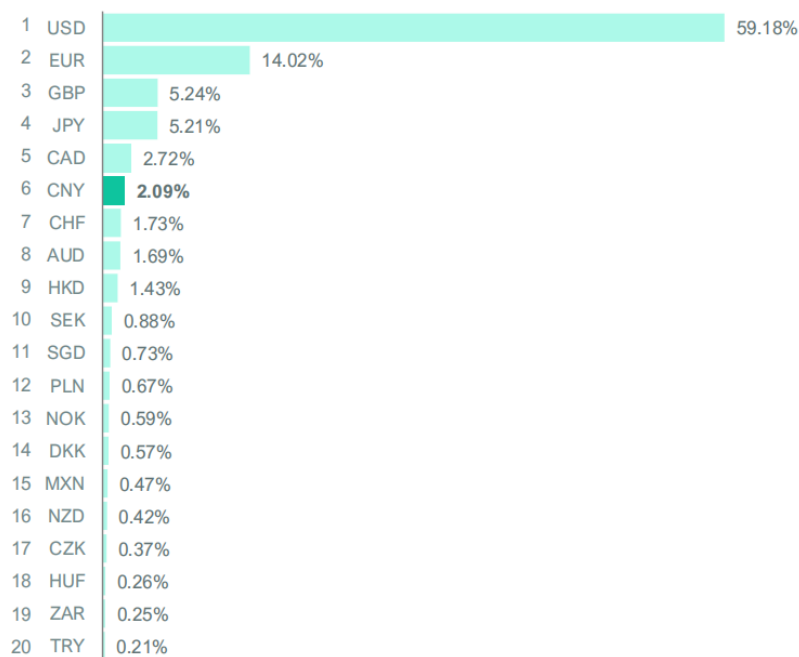
- 跨境货币转移中所说的货币，最多的就是美元
- 在跨境支付时还可能涉及到不同币种之间的转换。不同机构给出的货币兑换价格有差异，批发与零售价格也有差别，汇差也是支付服务组织的盈利来源之一

图：国际结算货币市场份额排名



资料来源：Swift RMB Tracker，国信证券经济研究所整理

图：国际结算货币市场份额排名（不含欧元区内部支付）



资料来源：Swift RMB Tracker，国信证券经济研究所整理

图：不同机构的外汇牌价有一定差异

银行	货币	买外币	卖外币
农业银行	美元-人民币	719.5230	716.6520
工商银行	美元-人民币	719.6200	716.6800
中国银行	美元-人民币	719.7500	716.7400
建设银行	美元-人民币	719.7900	716.7100
交通银行	美元-人民币	719.8100	716.7300
招商银行	美元-人民币	719.8400	716.7100

资料来源：汇率网，国信证券经济研究所整理
注：数据采集时间为2025-07-10 23:50:03

- 与境内支付相比，跨境支付因涉及不同国家和地区的机构以及不同的数据标准、合规要求、营业时间等，面临诸多挑战，这导致跨境支付相比之下显得又慢又贵
- 从Swift披露的数据来看，影响跨境支付效率的主要是“最后一公里”问题。Swift在2024年披露，86%的跨境支付不借助于代理行或仅需一个代理行，而且得益于技术进步，增加代理行数量对支付效率影响并不是很大。90%的跨境支付可以在一小时以内达到收款行。不过，收款行与收款人之间的结算效率较低，因此最终仅有43%的跨境支付能够在小时内进入款人账户
- “最后一公里”问题产生的原因包括：基础设施的营业时间、监管要求、市场惯例（如结算前需与客户核实信息）等

图：跨境支付中的问题

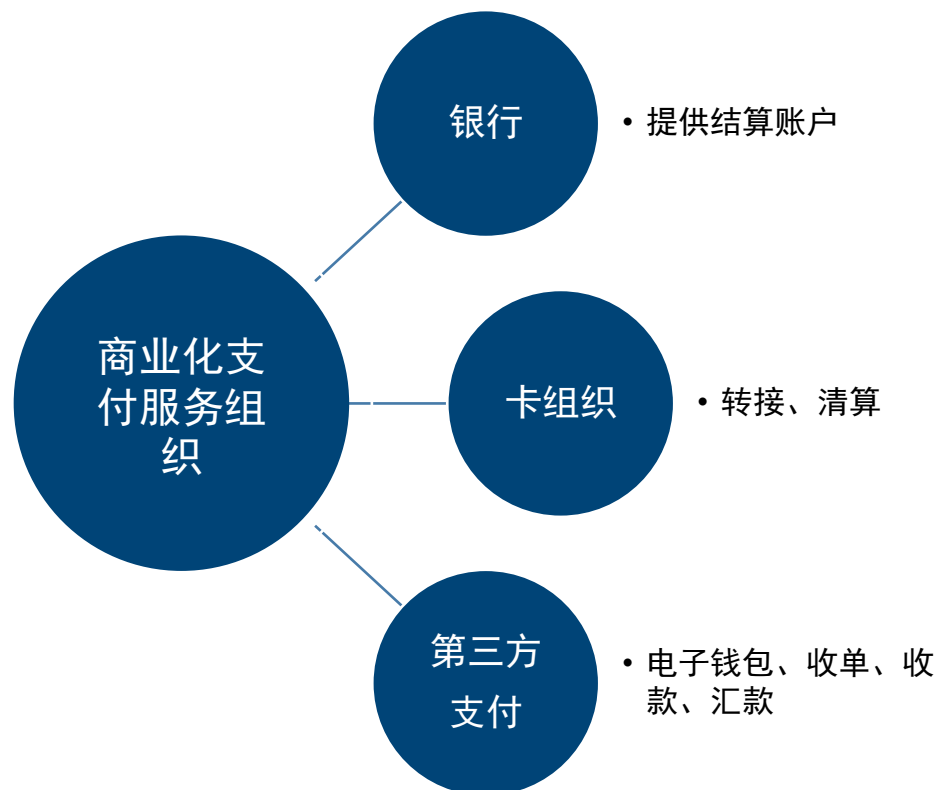


资料来源：FSB, *Enhancing Cross-border Payments*, 2020, 国信证券经济研究所整理

- [01] 理解支付与跨境支付
- [02] 从支付服务组织看支付行业
- [03] 跨境支付案例：蚂蚁国际
- [04] 跨境支付案例：连连数字
- [05] 风险提示

- 商业化的支付服务组织一般包括银行、卡组织、第三方支付机构：（1）银行在支付中扮演的角色多种多样，主要是因为我们一般会将银行账户作为常用的资金结算账户。在支付业务中，银行除了清算结算手续费和银行卡手续费外，还可以获得客户沉淀下来的活期存款；（2）卡组织主要在银行卡支付过程中提供授权、清算等服务并收取手续费；（3）第三方支付机构多种多样，包括电子钱包、银行卡收单机构、跨境收款机构、跨境汇款机构等
- 此外，还有一些机构不直接参与支付但为支付服务组织提供服务，比如聚合支付机构等
- 美股上市的支付机构类型比较多样化，我们通过这些上市支付服务组织来观察行业情况

图：商业化支付服务组织

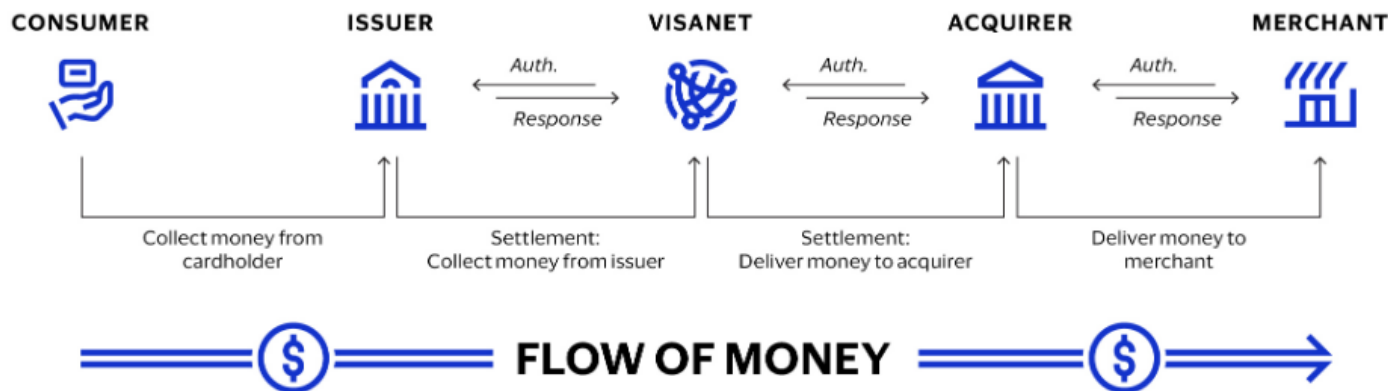


资料来源：中国支付清算协会，国信证券经济研究所整理

商业化支付服务组织：卡组织（以Visa为例）

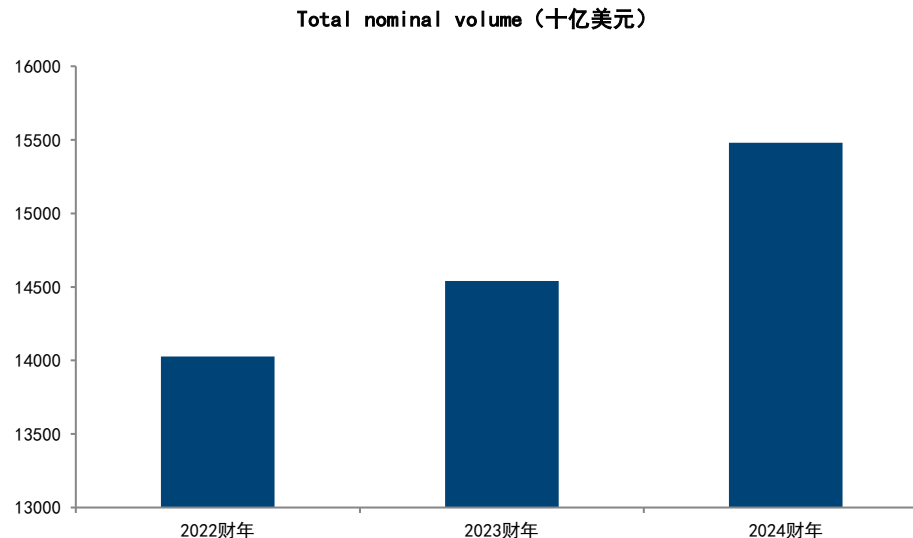
- Visa在全球200多个国家和地区为消费者、商户、金融机构和政府实体提供服务，连接了1.45万家金融机构、1.5亿家商户，支持160多种货币、46亿个Visa卡账户
- Visa向Visa卡和非Visa卡提供服务。对于非Visa卡，主要通过向其他支付网络提供网关路由服务获得data processing revenue；对于Visa卡，则通过提供品牌服务或清算结算服务获得Service revenue（无论是否通过VISA网络进行支付）、Data processing revenue或International transaction revenue（通过VISA网络进行支付）等。Visa在2024财年共发生Total nominal volume 15.5万亿美元，按照Net revenue/Total nominal volume粗略估计的整体费率为0.23%
- Visa过去主要提供C2B服务，目前通过Visa Commercial Solutions拓展B2B业务，通过Visa Direct Platform拓展B2C、P2P、G2C业务

图：Visa的商业模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Visa的Total nominal volume

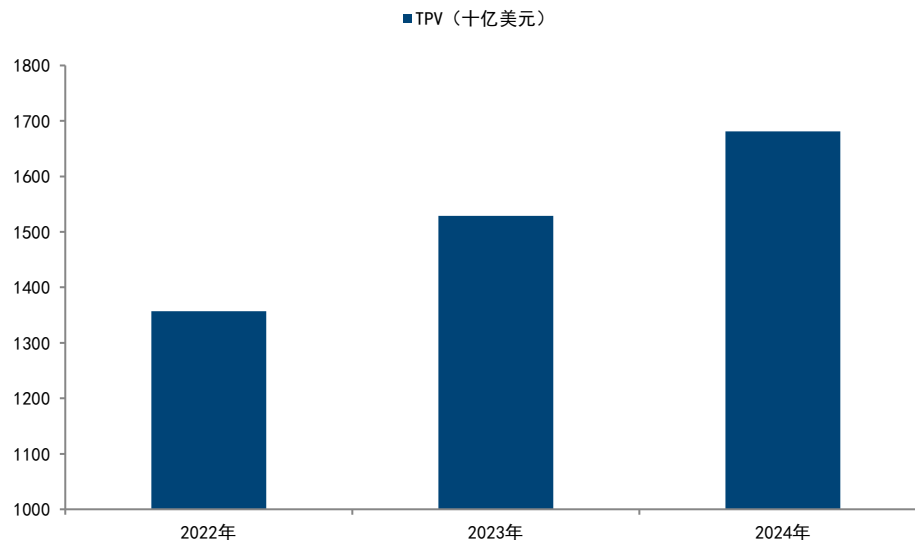


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

商业化支付服务组织：电子钱包（以PayPal为例）

- PayPal 在全球范围内为消费者和商户提供数字支付服务，支持近140种货币进行支付、57种货币进行提款，2024年末拥有4.34亿年活跃账户
- PayPal 主要通过向商户和消费者提供付款和转账服务获得收入。PayPal的收入包括两类，一是基于TPV获得Transaction revenues（包括交易手续费以及由货币兑换、提款至银行账户或银行卡、买卖加密货币等产生的收入），二是Revenues from other value added services（如网关手续费、贷款利息、备付金利息等）。PayPal还需要支付与交易有关的成本，包括Transaction expense（主要是客户通过银行账户或银行卡等付款而产生的费用）和Transaction losses（欺诈、拒付等产生的损失）。
- PayPal在2024年共发生TPV1.68万亿美元（其中12%是跨境支付）。按照Transaction revenues/TPV粗略估计的整体费率为1.72%，扣除Transaction expense和Transaction losses后的费率为0.72%

图：PayPal的TPV

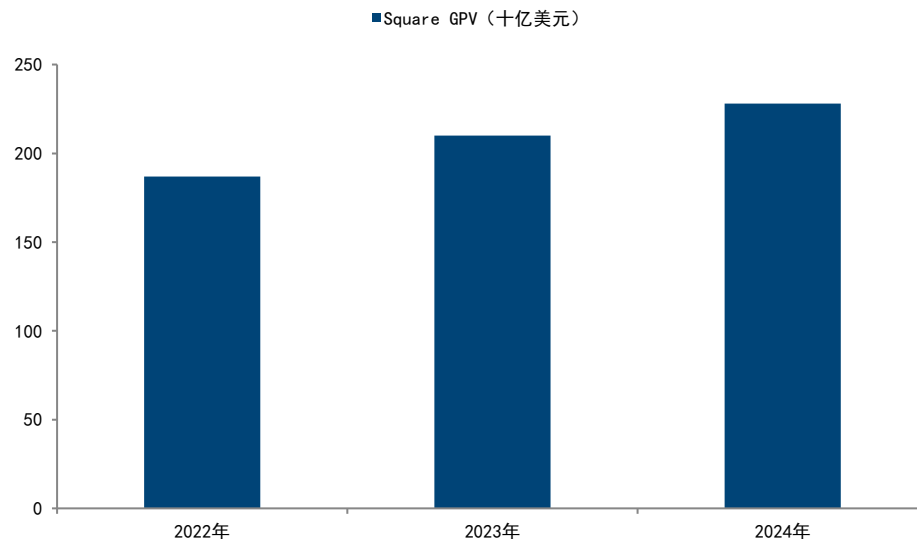


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

商业化支付服务组织：收单机构（以Square为例）

- Square是上市公司Block下面的一个业务部门。Square在全球多个国家为卖家提供银行卡收单服务，2024年有400多万个卖家使用Square进行了52亿笔收单业务，总额达2280亿美元
- Square的收入主要是银行卡收单手续费（Transaction-based revenue）和一些增值服务收入（Subscription and services-based revenue），成本是对卡组织和金融机构的分润
- Square在2024年共发生GPV2280亿美元，按照分部收入中的Transaction-based revenue/Square GPV粗略估计的整体费率为2.75%，扣除估计的分部Transaction-based costs后的费率为1.13%

图：Square GPV

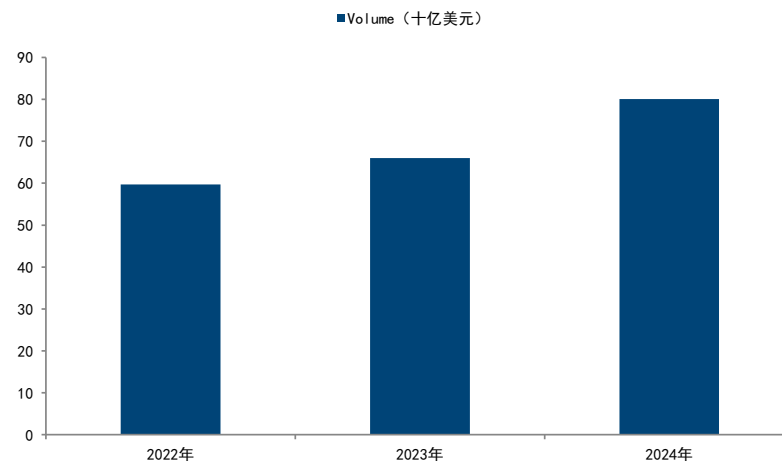


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

商业化支付服务组织：收款机构（以派安盈为例）

- 与境内支付不同，跨境支付由于涉及资金跨境流动、外汇管制、合规问题等，需要专门的收款机构
- 派安盈（Payoneer）为全球190多个国家和地区的中小企业提供一站式、全球化、多币种账户来满足他们的收付款需求，连接了近100家银行和支付机构，在150多个国家支持当日结算或实时结算。公司目前有约200万个年活跃客户。通过派安盈账户，中小企业能够让买家以当地货币付款，然后可以选择将资金提取到当地银行账户、向供应商付款或转换为其他货币进行汇款。其收付款服务包括电商平台、B2B、独立站等
- 派安盈的收入主要来自两部分：大部分是客户提款或支付产生的手续费和特定情况下的收款（如向客户开发票或通过他们自己的网店收款等）产生的手续费，称为“Revenue from contracts with customers”，还有一部分是客户备付金产生的利息。派安盈还需要支付Transaction costs，主要是付给银行及卡组织的手续费等
- 派安盈在2024年共发生交易额801美元，按照Revenue from contracts with customers/Volume粗略估计的整体费率为0.89%，扣除Transaction costs后的费率为0.70%

图：派安盈的Volume（十亿美元）

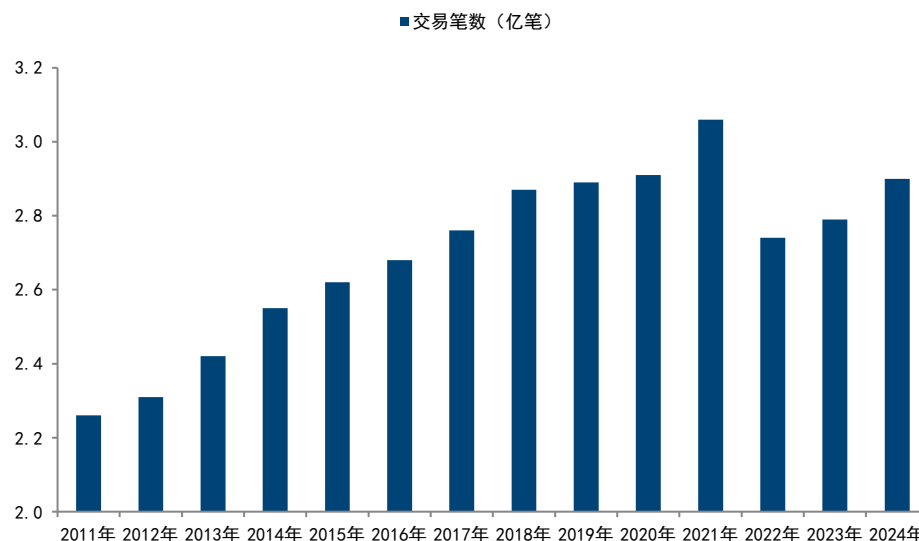


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

商业化支付服务组织：汇款机构（以西联汇款为例）

- 西联汇款（Western Union）通过全球200多个国家和地区的约38万个代理网点和网站、App提供130多种货币的跨境汇款服务，其汇款通常在几分钟之内到账
- 西联汇款的收入中有约90%是汇款人支付的汇款手续费收入（记入Consumer Money Transfer分部），这些汇款大部分都发生在线下。公司剩下的收入来自汇票业务、零售货币兑换、预付卡等其他业务。
- 西联汇款一般按笔收费，在2024年共发生Consumer Money Transfer transactions 2.90亿笔，Consumer Money Transfer收入37.98亿美元，平均每笔汇款的收费约为13.1美元。从金额来看，2024年西联汇款的消费者共汇款1029亿美元，按照Consumer Money Transfer收入/汇款金额计算的费率为3.69%。
- 西联汇款还需要支付Cost of Services，主要是支付给代理商的佣金（占Cost of Services的60%）以及结算、IT等跟汇款有关的成本。剔除Cost of Services后，2024年西联汇款平均每笔汇款的净收入为4.1美元，按汇款金额计算的净费率为1.14%

图：西联汇款的交易笔数（百万笔）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

商业化支付服务组织： A、H上市支付公司

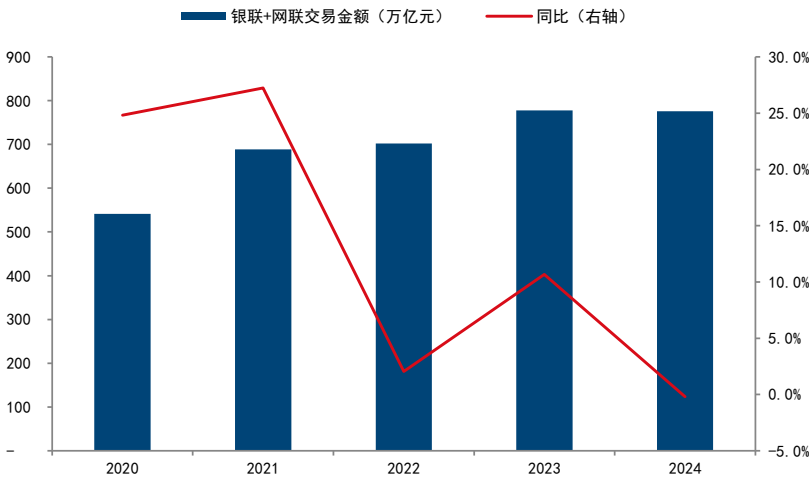
➤ 目前A股和H股上市的支付公司以收单机构为主。由于我国互联网支付的渗透率已经很高，收单市场发展成熟、竞争激烈，因此目前不少机构把目光投向跨境收款业务

表：主要的 支付品牌及涉及到的上市公司

	许可证类型	常见企业或品牌（涉及上市公司）
卡组织	银行卡清算业务	银联
电子钱包	支付业务（储值账户运营 I 类）	支付宝（阿里巴巴）、微信支付（腾讯控股）、云闪付
收单	支付业务（支付交易处理 I 类，储值账户运营 I 类）	银联商务、拉卡拉（拉卡拉）、国通星驿（新大陆）、嘉联支付（新国都）、乐刷（移卡）、合利宝（*ST 仁东）、海科融通（翠微股份）、随行付（高阳科技），连连支付（连连数字）
跨境收款	支付业务（储值账户运营 I 类）、境外牌照	连连支付（连连数字）、万里汇（阿里巴巴）、PingPong
跨境汇款	与银行合作	熊猫速汇

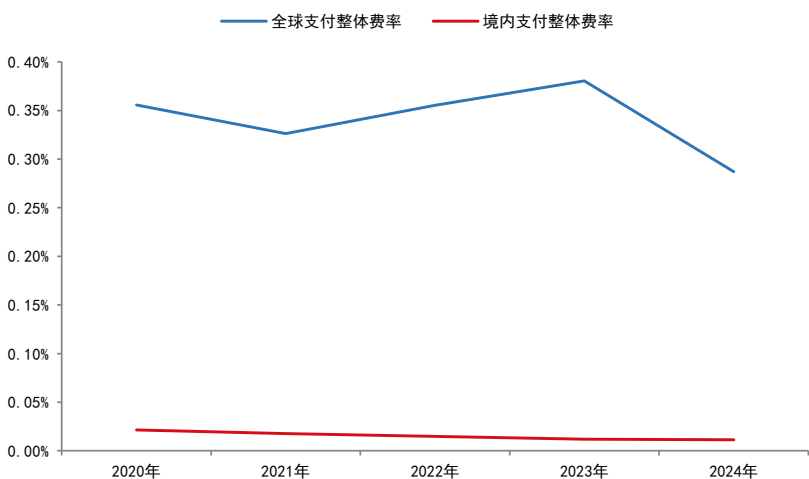
资料来源：Wind，公司官网，央行，国信证券经济研究所整理

图：银联与网联处理的交易额增速回落



资料来源：央行，Wind，国信证券经济研究所整理

图：连连数字境内支付vs跨境支付费率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- [01] 理解支付与跨境支付
- [02] 从支付服务组织看支付行业
- [03] 跨境支付案例：蚂蚁国际
- [04] 跨境支付案例：连连数字
- [05] 风险提示

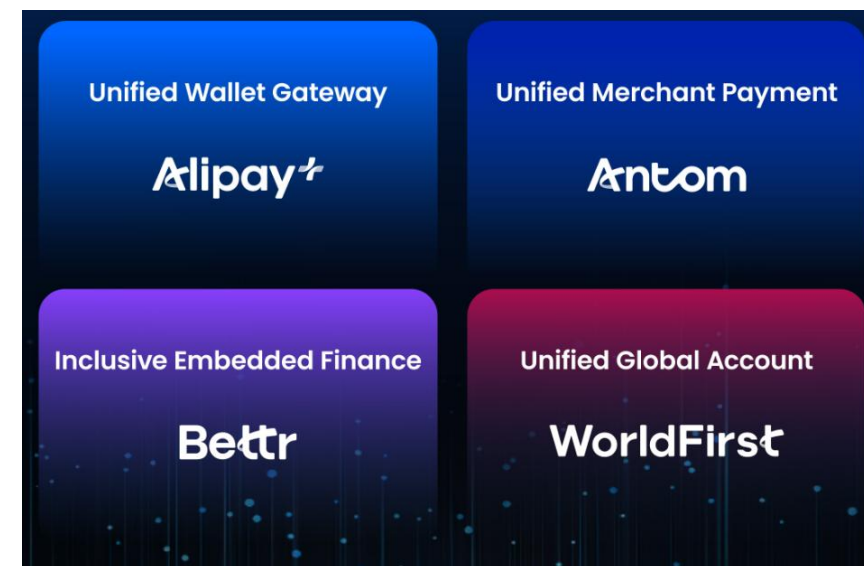
- 蚂蚁国际隶属于蚂蚁集团。蚂蚁集团的前身是2004年成立的支付宝，2014年支付宝母公司浙江阿里更名为蚂蚁金服，2020年更名为蚂蚁集团。2024年3月份蚂蚁集团宣布蚂蚁国际、OceanBase、蚂蚁数科三项创新业务独立运营
- 蚂蚁国际总部位于新加坡，目前主要产品包括Alipay+、Antom（安通环球）、万里汇（WorldFirst）、Bettr。其中Bettr在巴西、中国香港、泰国和越南与从事嵌入式小额贷款业务，其余三款产品则可以不太严谨地认为对应卡组织、收单和跨境收款。蚂蚁国际由此打造了全方位的跨境支付服务体系

图：蚂蚁集团的业务板块



资料来源：李览青，《蚂蚁集团组织变革释放3个信号》，21世纪经济报道，2024年3月20日，国信证券经济研究所整理

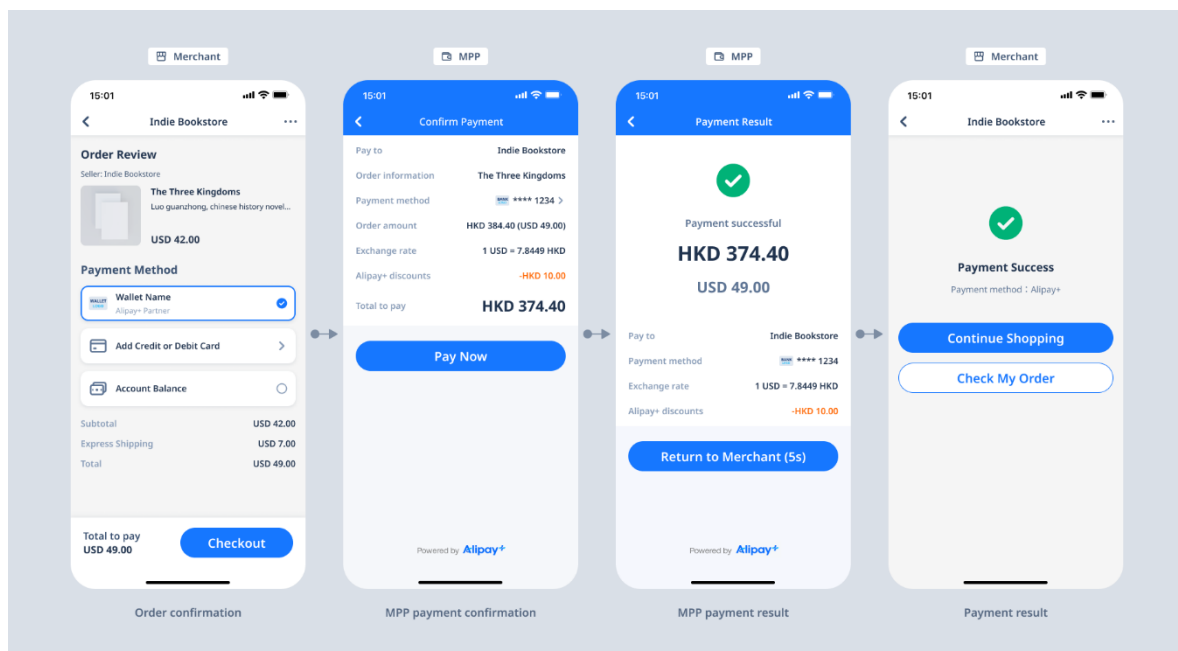
图：蚂蚁国际的主要业务品牌



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

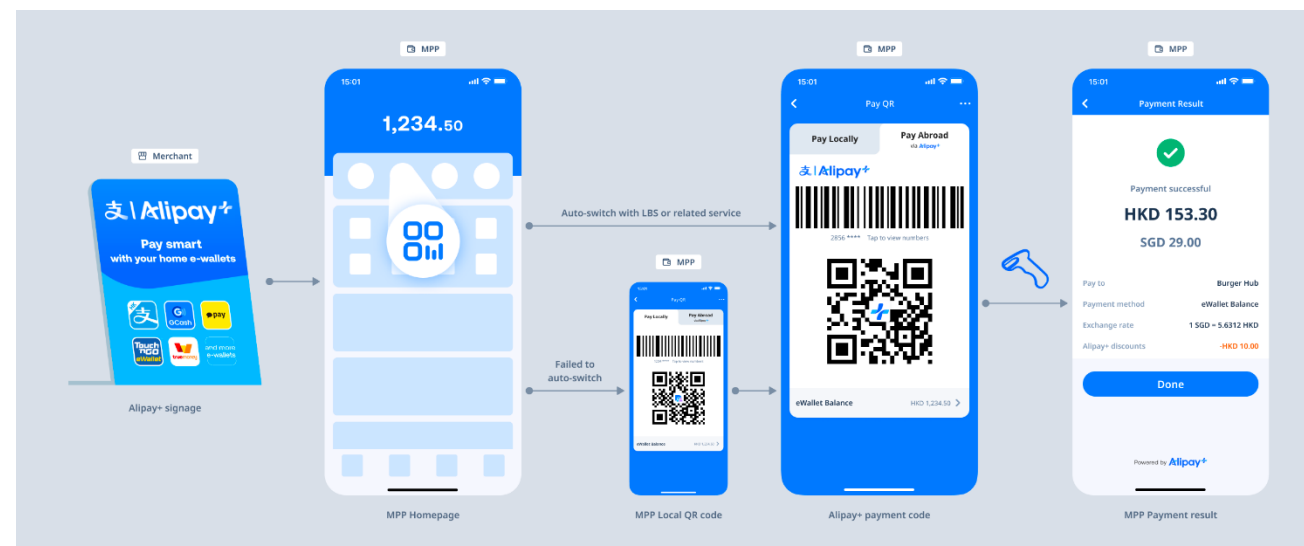
- Alipay+目前共提供四款产品：线上收银台支付（Cashier Payment），即消费者结账时，页面会重定向到电子钱包进行支付；自动借记（Auto Debit），即自动扣款；线下扫码支付（包括User-presented和Merchant-presented两款产品，即被扫和主扫）

图：收银台支付中的一种情况示例：线上购物



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

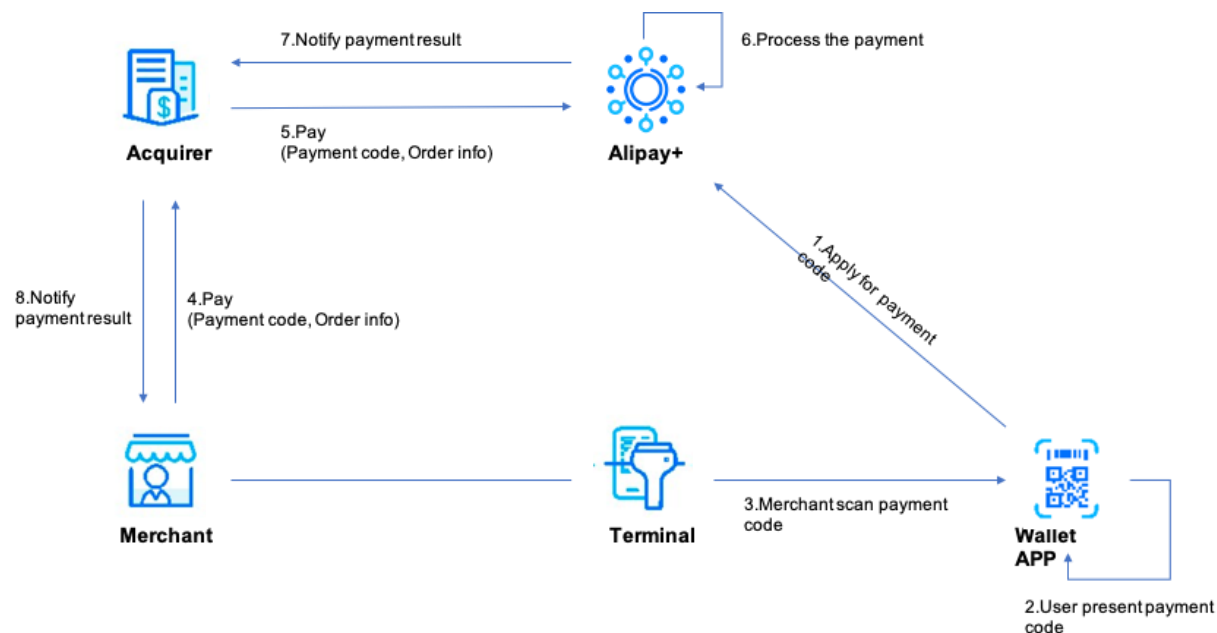
图：线下支付中的一种情况示例：消费者被扫



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

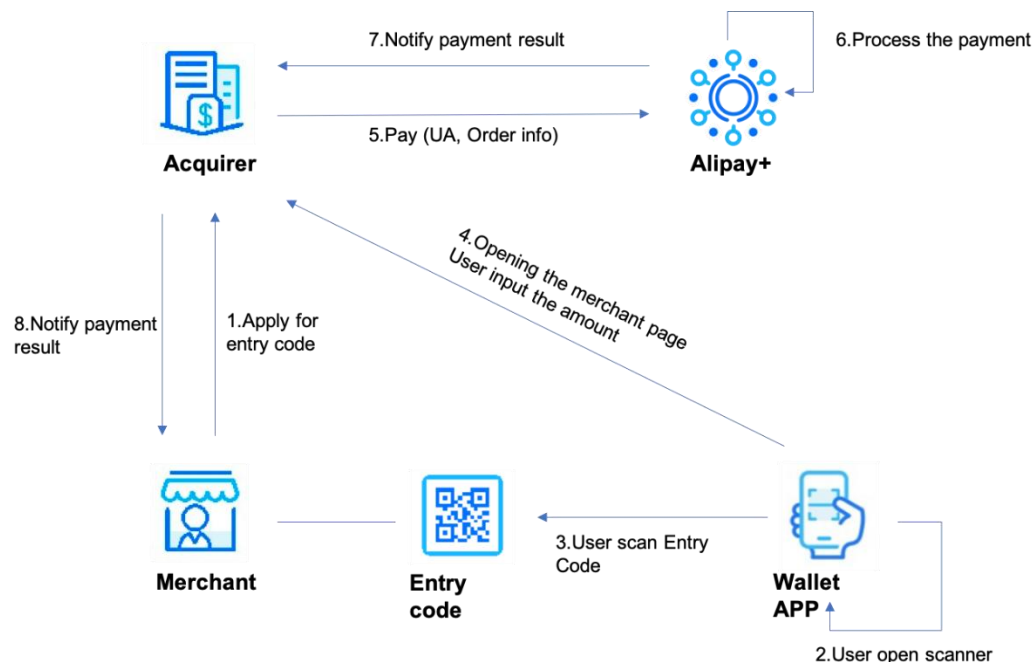
- Alipay+一端连接ACQP（Acquiring Service Provider，收单合作伙伴），一端连接MPP（Mobile Payment Provider，移动支付合作伙伴），从而为ACQP提供统一的资金结算，免去其与不同MPP对接的麻烦，也扩大了MPP的使用范围。Alipay+官网显示其目前对接了160多家ACQP和36个MPP，在全球70多个市场连接了17亿+消费账户和1亿+商户
- Alipay+的商业模式与卡组织有些像（我们可以形容其为“钱包组织”），但是据《中国经营报》报道（李晖，《“钱包互联”新牌局 蚂蚁出海策略思变》，中国经营报，2022年5月23日），Alipay+不涉足清算环节

图：Alipay+消费者被扫支付流程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

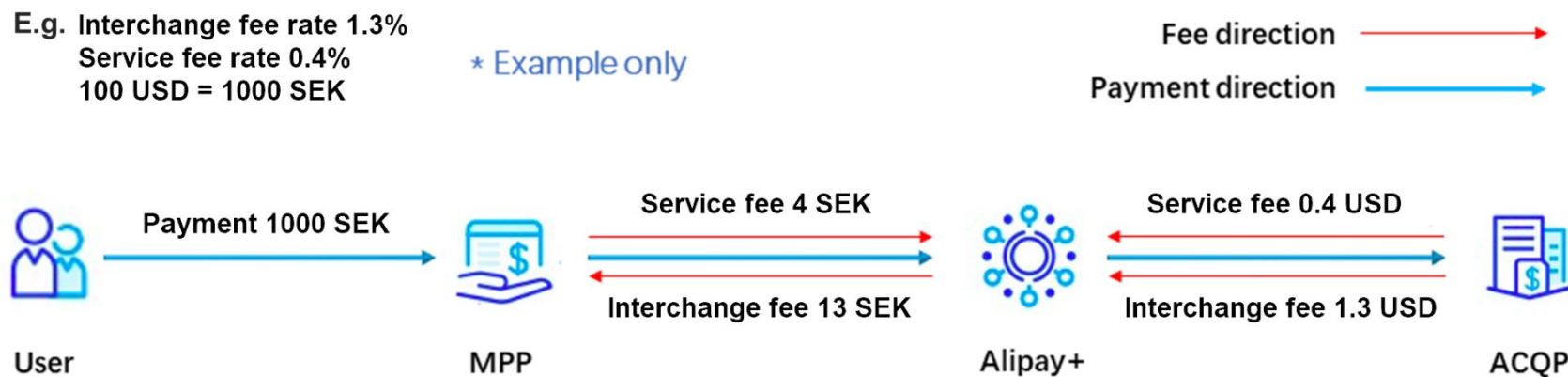
图：Alipay+消费者主扫支付流程（商户展示静态二维码）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- Alipay+通过收取手续费获得收入。以下图为例：消费者为一笔交易支付1000 SEK。Alipay+从MPP处收取4 SEK Service fee，从ACQP处收取0.4 USD Service fee。MPP向ACQP收取13 SEK Interchange fee（由Alipay+代为收取，然后转给MPP）
- 在这个例子中，消费者支付了1000 SEK，MPP结算给Alipay+ $1000 + 4 - 13 = 991$ SEK，Alipay+结算给ACQP $100 - 0.4 - 1.3 = 98.3$ USD，ACQP结算给商户的钱则由他们自行商定

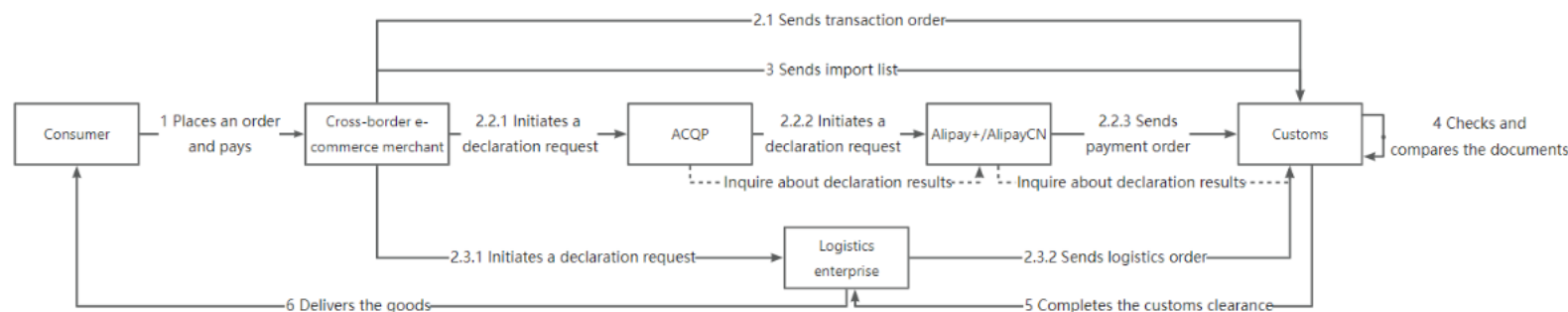
图： Alipay+向收单机构和电子钱包收取服务费的一个情景示例



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- 对于有需求的客户，Alipay+还可以协同ACQP、电子钱包完成报关。

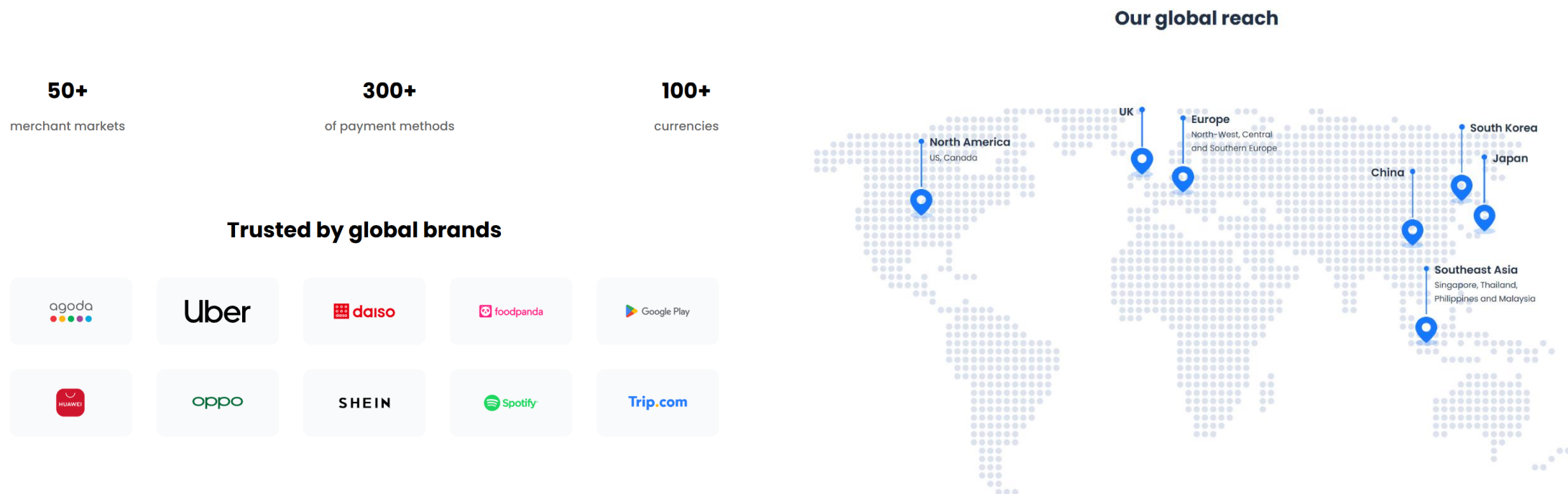
图： Alipay+为客户完成报关



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- Antom主要从事收单业务（包括线上和线下），支持中国、日本、泰国、马来西亚、印尼、菲律宾、越南、新加坡、美国、英国及欧盟等超过50个国家及地区的商家

图：Antom的宣传资料



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- 万里汇于2004年成立于英国，2019年加入蚂蚁集团。公司主要为中小企业提供跨境收付兑服务，在全球14个国家和地区设立了办事处，帮客户实现“一个账户，全球收付”

图：万里汇为客户提供跨境收付兑服务



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- [01] 理解支付与跨境支付
- [02] 从支付服务组织看支付行业
- [03] 跨境支付案例：蚂蚁国际
- [04] 跨境支付案例：连连数字
- [05] 风险提示

连连数字：一站式跨境解决方案引领者

- 连连数字是中国领先的数字支付解决方案提供商，成立于2009年，并于2024年成功上市，被业界称为“跨境支付第一股”
- 连连数字（原名连连支付）于2004年在浙江杭州创立，2011年获得中国人民银行颁发的首张支付牌照，正式进入第三方支付领域。2015年响应跨境电商、留学、旅游需求，获取跨境支付牌照，成为国内最早开展跨境支付试点的企业之一。截至2024年末，公司已获得全球支付牌照及相关资质65项，覆盖全球100+国家及地区，支持130+货币交易
- 2017年，公司与美国运通合资成立首家合资清算机构连通公司，连连数字持股50%，注册资本10亿元，后续完成多轮增资。经过美国运通2024年注资，以及公司出售部分股权（2025年2月完成），当前公司对连通的持股比例已经降至17.63%
- 此外，2024年12月全资附属公司DFX Labs Company Limited成功获得香港证券及期货事务监察委员会颁发的虚拟资产交易平台（VATP）牌照

图：连连数字发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

➤ 业务版图：以支付业务为核心，为客户提供多样化增值服务，打造生态圈

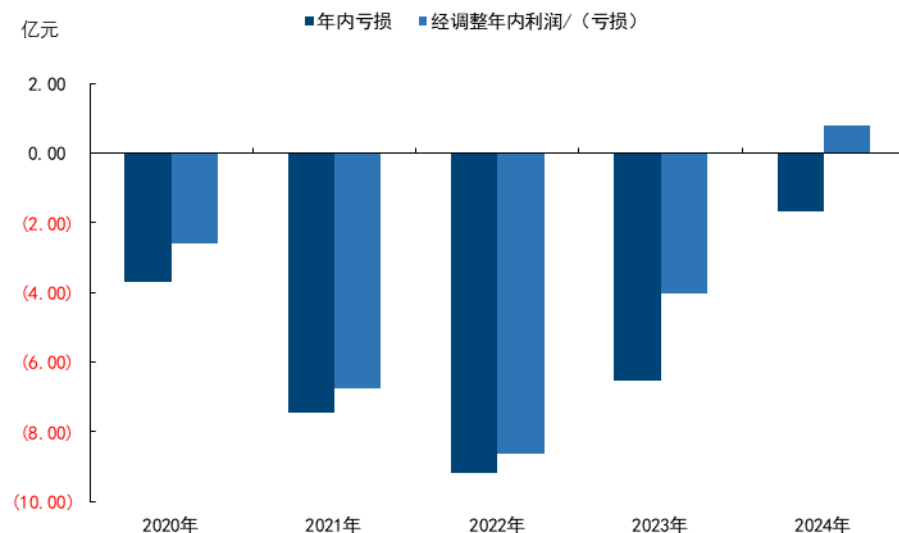
- 全球支付（跨境支付）：LianLian Global，业务遍布全球100多个国家和地区，截至2024年末累计服务客户数量超过590万
- 境内支付：商业模式与拉卡拉、移卡等收单机构类似
- 增值服务：数字化营销、运营支持、引流服务、账户及电子钱包、软件开发服务等

图：连连数字一体化的业务模式



➤ 经营成效：2024年实现收入总额13.15亿元，同比增长27.9%；当年经调整后的利润7869万元，扭亏为盈。

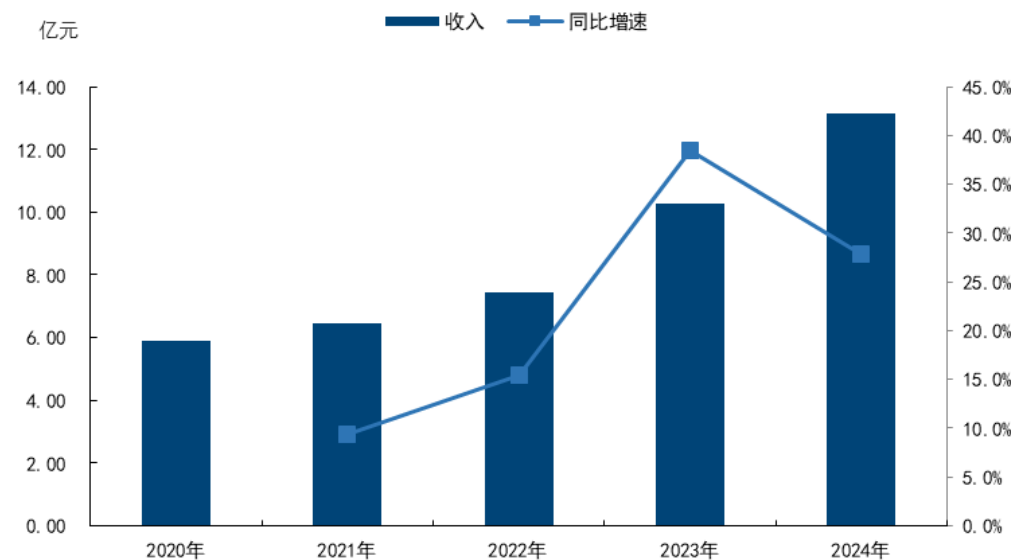
图：连连数字历年利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：经调整年内利润/(亏损)指经加回（1）上市开支（与全球发售有关）及（2）股份薪酬开支（属非现金性质）调整后的年内利润/(亏损)。

图：连连数字历年收入及增速

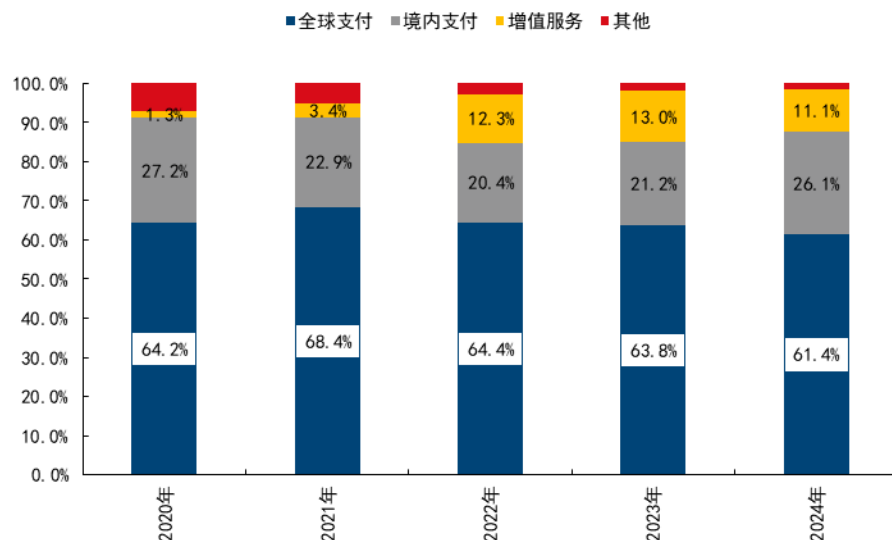


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

➤ 跨境支付是公司核心业务

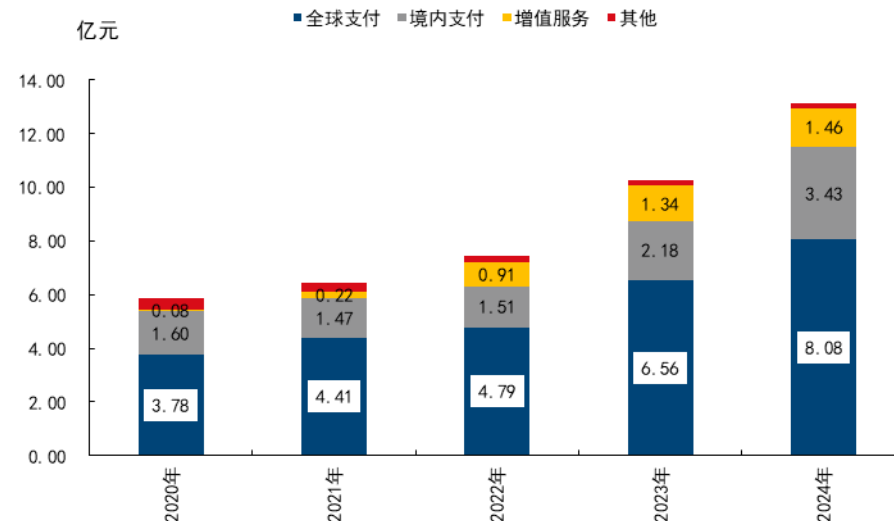
- 2024年收入结构：跨境支付61.4%、境内支付26.1%、增值服务11.1%，其他业务1.4%。

图：连连数字历年收入结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

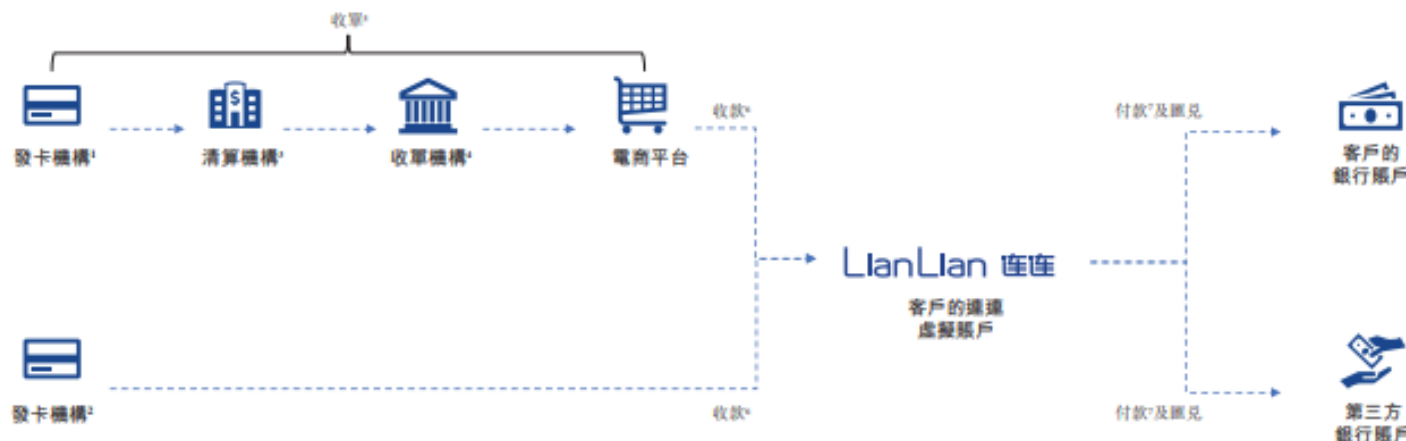
图：连连数字历年各业务实现收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

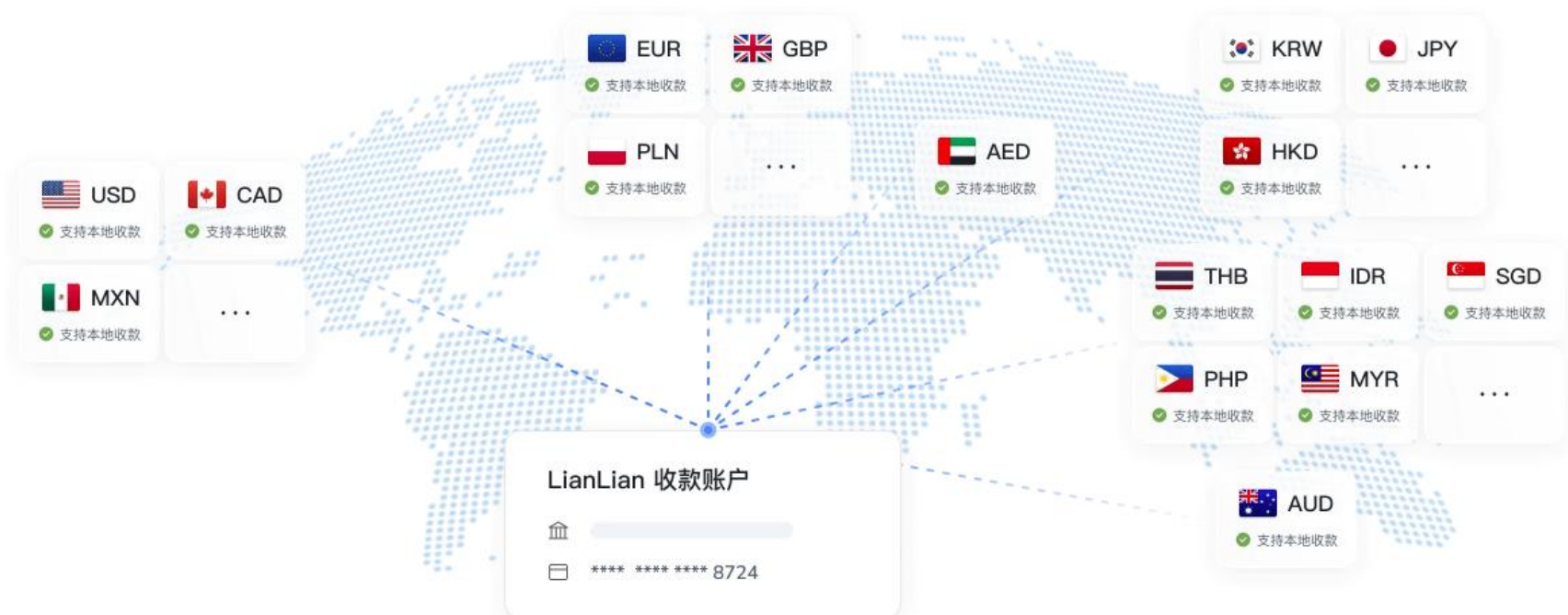
- 全球收款服务：与Amazon等电商平台深度绑定，为跨境商户提供收款和付款服务，目前公司跨境支付业务核心模式。
- 通过将连连在自身当地银行账户下设置的虚拟账户分配给商户（这些商户由于各种因素难以开立境外银行账户），让商户能够在当地从电商平台收取资金并将资金跨境转回其境内的银行账户。当终端买家在Amazon上订购跨境商户A的产品时，连连会帮助商户A通过本公司提供给商户A的虚拟账户从Amazon收取美元或者其他当地货币，然后将资金跨境汇至香港，转入商户A在公司香港银行账户下的虚拟账户（收款服务），然后将资金从美元或其他当地货币兑换为人民币（汇兑服务），并将汇兑所得资金转回商户A本地银行账户（付款账户）。商户A还可使用其虚拟账户的资金向第三方支付广告及物流服务费用等（付款服务）。

图：连连数字全球收款服务



- 全球收款服务：与Amazon等电商平台深度绑定，为跨境商户提供收款和付款服务，目前公司跨境支付业务核心模式。
- 支持全球100+国家和地区收款。

图：连连数字支持100+国家和地区收款



- 全球收单服务：连连数字与Shopify等独立站平台合作，为跨境商户提供收单、收款和付款服务。
- 当终端买家在Shopify上订购跨境商户B的产品时，连连会帮助商户B提供主流的付款方式（包括国际信用卡、本地支付、银行卡支付、电子钱包）及向其终端买家收款，转入其在本公司的收单账户（收单服务），并将资金从其收款账户转入在本公司的虚拟账户（收款服务），然后将外币资金兑换为人民币（兑换服务）并将人民币转回商户B的本地银行账户（付款账户）。商户B还使用其虚拟账户的资金向第三方支付广告及物流服务费用等（收款服务）。
- 公司已深度支持Shopify等全球20+知名建站平台及自建站，接入6大国际卡组织（Visa、MasterCard、American Express、JCB、UnionPay 和 Discover&Diners Club）。公司更是国内首家与American Express直连的线上收单支付机构，且拥有Visa和Mastercard主会员认证。

图：连连数字全球收单服务



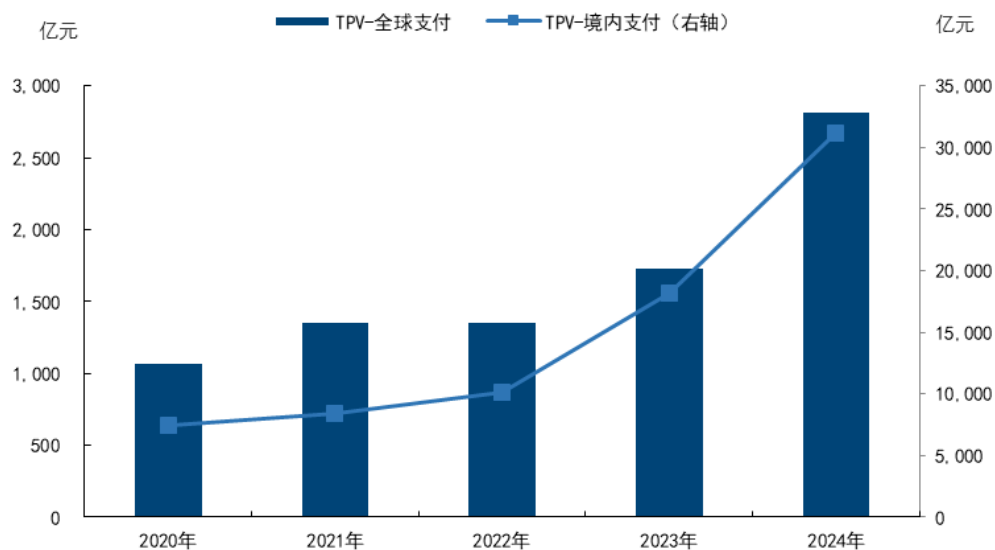
- 公司全球支付的核心竞争力：全球牌照布局及合规意识强。
- 公司牌照数量位于第一梯队，是唯一拥有美国所有州的MTL牌照的中国公司。目前公司获得65项支付牌照及相关资质，覆盖美国、欧洲、泰国、新加坡、日本、印度尼西亚等。
- 坚持合规先行，积极拥抱全球多地的金融监管政策。

图：连连数字牌照资质



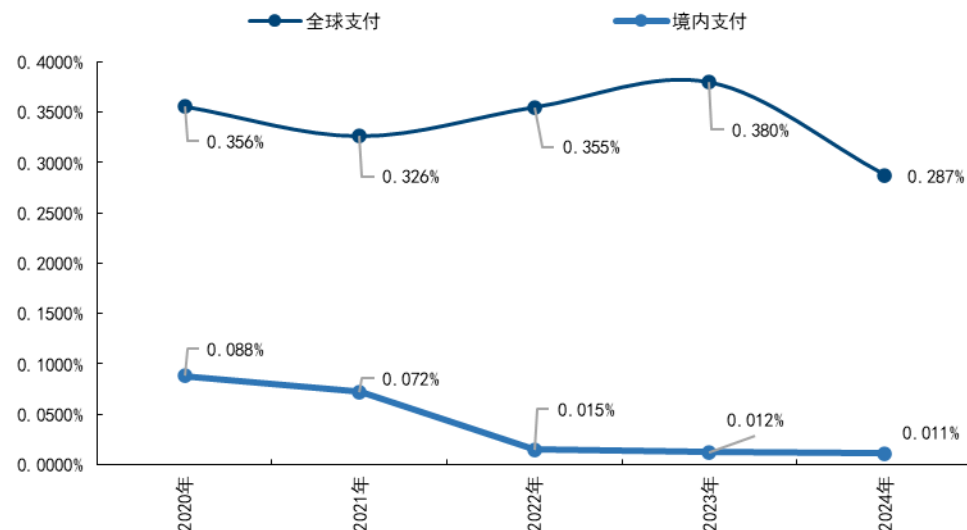
- 全球支付：2024年TPV达到2815亿元，平均费率28.7bps。2024年公司跨境支付TPV大幅增长，但费率下滑，我们判断主要是公司开拓了大客户。
- 境内支付：2024年TPV达到了3.1万亿元，平均费率11bps。

图：连连数字跨境支付和境内支付TPV



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

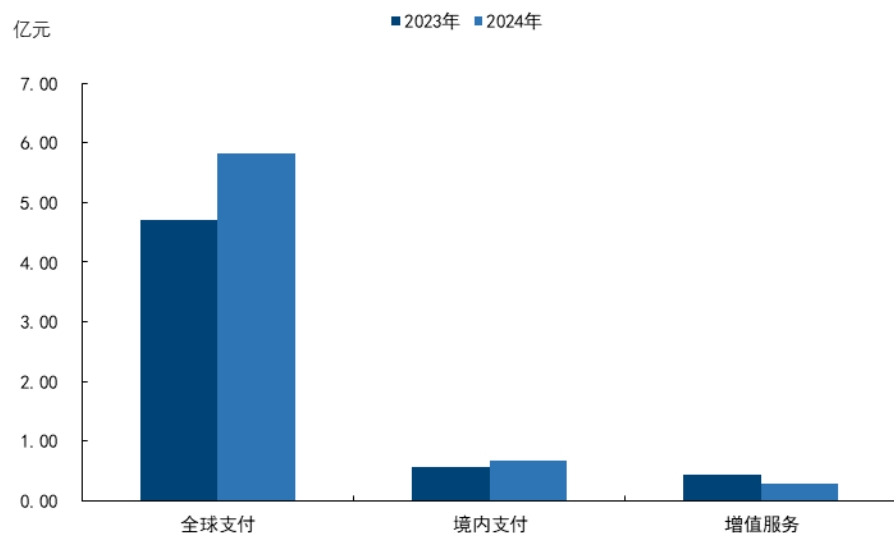
图：连连数字跨境支付和全球支付收取的平均费率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：全球 / 境内支付业务的当期收入分别除以相对应业务的当期TPV。

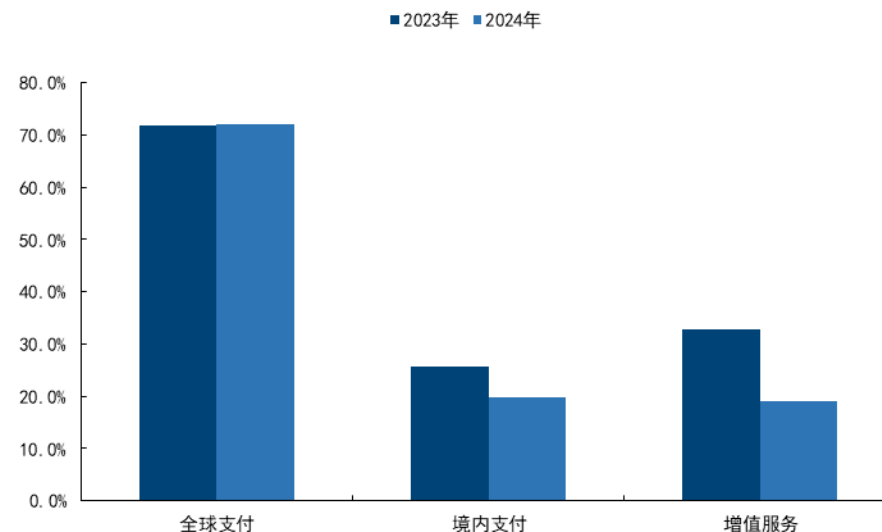
- 支付业务规模经济效应明显，伴随TPV的进一步扩大，公司毛利率有望进一步改善。
- 2024年全球支付毛利率72.0%，境内支付毛利率19.7%，增值服务毛利率19.1%。境内业务和增值服务毛利率下降，我们认为主要是近两年经济复苏不及预期，加上市场竞争加剧，支付行业主动让利增强客户黏性以及抢占市场份额。

图：连连数字各业务毛利水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：连连数字各业务毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- [01] 理解支付与跨境支付
- [02] 从支付服务组织看支付行业
- [03] 跨境支付案例：蚂蚁国际
- [04] 跨境支付案例：连连数字
- [05] 风险提示

- 宏观经济波动、地缘政治变化等可能对跨境业务产生影响
- 各个国家和地区的监管政策变动风险
- 部分参考资料原文为英文，我们的翻译可能不够准确

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032