

合合信息 (688615.SH) 拥有海量用户，打造 AI+大数据稀缺龙头

2024 年 12 月 11 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

陈宝健（分析师）

李海强（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

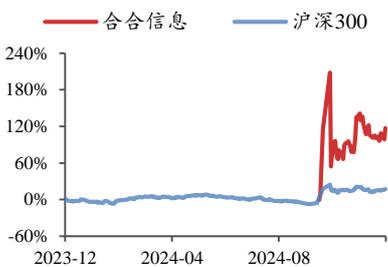
lihaiqiang@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790524070003

日期	2024/12/10
当前股价(元)	246.80
一年最高最低(元)	507.00/88.93
总市值(亿元)	246.80
流通市值(亿元)	46.39
总股本(亿股)	1.00
流通股本(亿股)	0.19
近3个月换手率(%)	821.31

股价走势图



数据来源：聚源

● AI+大数据稀缺龙头，给予“买入”评级

公司是国内领先的人工智能及大数据科技企业，旗下扫描全能王、名片全能王用户规模居于行业首位，启信宝市场占有率居于行业前列。我们看好公司有望受益数据要素和 AIGC 时代浪潮，预计公司 2024 年-2026 年归母净利润为 3.91、4.70、5.68 亿元，EPS 为 3.91、4.70、5.68 元/股，当前股价对应 PE 为 57.9、48.1、39.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 智能文字识别：AI 领域重要分支，龙头强者恒强

智能文字识别是 AI 领域的一个重要分支，是个人数字资产管理与企业办公智能升级的基础。根据 CIC 灼识咨询，中国智能文字识别服务市场 2022 年规模为 50.4 亿元，下游个人用户和企业客户对文档资产数字化与智能化升级需求的驱动下，预计 2027 年市场规模将达 168.9 亿元，复合年均增长率达 27.3%。

公司为智能文字识别领域龙头，扫描全能王、名片全能王与同类 APP 产品在全球月活用户量级、用户评分上领先优势显著。截至 2023 年 12 月 31 日，扫描全能王曾在 AppStore 上 84 个国家和地区（含中国）的效率类免费应用下载量排行榜位列第一，名片全能王曾在 AppStore 上 41 个国家和地区的商务类免费应用下载量排行榜位列第一。我们看好公司先发优势卡位，凭借领先的自主研发技术、成熟的产品落地能力、优质的用户体验及服务质量，龙头前景可期。

● 商业大数据服务：B 端市场前景光明，公司优势显著

根据 CIC 灼识咨询，中国商业大数据服务市场 2022 年规模 406.2 亿元，伴随政策推动、企业及政府对数据资产管理需求的提升、应用场景丰富成熟，预计 2027 年市场规模达 1040.9 亿元，复合年均增长率达 20.7%。公司旗下启信宝在场景化解决方案竞争优势显著，体现在业务规模、客户资源积累、行业多元化程度、B 端服务丰富度等多方面，在金融、制造、科技、政府等多行业均积累了多个头部标杆性的客户案例，拥有不同行业的客户资源，有望乘数据要素东风快速成长。

● 风险提示：政策变动风险；公司研发不及预期风险；汇率波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	988	1,187	1,428	1,724	2,086
YOY(%)	22.7	20.0	20.4	20.7	21.0
归母净利润(百万元)	284	323	391	470	568
YOY(%)	96.4	13.9	20.9	20.3	20.9
毛利率(%)	83.7	84.3	84.7	84.7	84.8
净利率(%)	28.7	27.2	27.4	27.3	27.3
ROE(%)	42.0	32.4	28.1	25.3	23.4
EPS(摊薄/元)	2.84	3.23	3.91	4.70	5.68
P/E(倍)	79.7	70.0	57.9	48.1	39.8
P/B(倍)	33.4	22.7	16.3	12.2	9.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 从扫描全能王进军智能文字识别+商业大数据蓝海	3
2、 智能文字识别：AI 领域重要分支，龙头强者恒强	6
2.1、 智能文字识别：蓝海市场可期，C 端+B 双轮驱动成长	6
2.2、 C 端扫描全能王、名片全能王龙头地位显著，B 端市场差异化竞争	9
3、 商业大数据服务：B 端市场前景光明，公司优势显著	12
3.1、 商业大数据：应用场景持续拓展，增量空间广阔	12
3.2、 B 端护城河深厚，C 端市占率领先	15
4、 盈利预测与投资建议	17
4.1、 核心假设	17
4.2、 盈利预测与估值分析	18
5、 风险提示	19
附：财务预测摘要	20

图表目录

图 1： 公司提供智能文字识别+商业大数据服务	3
图 2： 公司面向 B 端+C 端提供丰富产品矩阵	3
图 3： 公司深耕文字识别技术领域多年，C 端产品及 B 端服务矩阵逐渐丰富	4
图 4： 2018 年以来公司收入实现快速增长	5
图 5： 2020 年至今公司盈利水平较高	5
图 6： 智能文字识别 C 端业务收入持续稳健增长（亿元）	6
图 7： 智能文字识别 C 端业务为公司主要收入来源	6
图 8： 智能文字识别技术是个人数字资产管理与企业办公智能升级的关键	7
图 9： 智能文字识别服务下游涵盖 C 端、B 端	7
图 10： 预计中国各类型智能文字识别服务细分市场均保持较高增速	8
图 11： 金融为国内智能文字识别服务市场占比较高的下游，政府等细分下游增速较快	9
图 12： 商业大数据服务赋能企业数智化升级	12
图 13： 中国商业大数据服务可分为 C 端 APP、B 端基础数据服务、B 端标准化服务和 B 端场景化解决方案四种形态	13
图 14： 预计场景化解决方案市场增速领跑中国商业大数据服务市场	14
图 15： 预计商业大数据服务在金融等行业应用较为广泛、增速较快	15
表 1： 公司股权结构稳定集中	5
表 2： 扫描全能王在文字识别类 APP 领域用户量级、评分居于行业首位	10
表 3： 名片全能王在名片识别及管理类 APP 先发优势显著	11
表 4： 公司在智能文字识别 B 端市场与综合类 AI 厂商差异化竞争	11
表 5： 启信宝在 B 端商业大数据场景化解决方案竞争优势显著	16
表 6： 智能文字识别+商业大数据双轮驱动成长	18
表 7： 公司估值低于行业可比公司	18

1、从扫描全能王进军智能文字识别+商业大数据蓝海

公司为国内领先的人工智能及大数据科技企业，基于自主研发的领先的智能文字识别及商业大数据核心技术，为全球 C 端用户和多元行业 B 端客户提供数字化、智能化的产品及服务。

图1：公司提供智能文字识别+商业大数据服务



资料来源：公司招股书

公司 C 端业务包括扫描全能王（智能扫描及文字识别 APP）、名片全能王（智能名片及人脉管理 APP）、启信宝（企业商业信息查询 APP）3 款核心产品；公司 B 端业务为面向企业客户提供以智能文字识别、商业大数据为核心的服务，形成了包括基础技术服务、标准化服务和场景化解决方案的业务矩阵，满足客户降本增效、风险管理、智能营销等多元需求，助力客户实现数字化与智能化的转型升级。

图2：公司面向 B 端+C 端提供丰富产品矩阵

所处领域	核心技术	产品/服务矩阵	业务内容
智能文字识别	智能图像处理、复杂场景文字识别、NLP 技术	C 端 APP	扫描全能王 APP：智能文字扫描及识别软件，可将复杂场景下的文档转变为扫描仪效果的 PDF 文件或图片，并进一步识别为文本，实现文档资产的便捷管理 名片全能王 APP：智能名片及人脉管理软件，可将复杂场景下的纸质名片转变为电子联系人，实现名片资产的便捷管理
		B 端基础技术服务	证照、银行卡、名片、通用文本、表格等智能文字识别的基础技术服务
		B 端标准化服务	名片全能王企业版 SaaS 软件服务
		B 端场景化解决方案	财报机器人、票据机器人、合同机器人、智能配置机器人等与业务场景紧密结合的文档智能识别机器人 智能文字识别 AI 训练平台
商业大数据	大数据挖掘、知识图谱、NLP 技术	C 端 APP	启信宝 APP：企业商业信息查询平台，汇集中国境内超过 3 亿家企业等组织机构的超过 2,000 亿条实时动态数据，并提供多种数据挖掘分析报告
		B 端基础数据服务	数据包服务 数据 API 服务 数据同步服务
		B 端标准化服务	启信宝企业版 SaaS 软件服务
		B 端场景化解决方案	企业知识图谱解决方案：包括金融风险知识图谱解决方案、供应链大数据风控平台、产业洞察招商解决方案 启信宝商业全景数据库

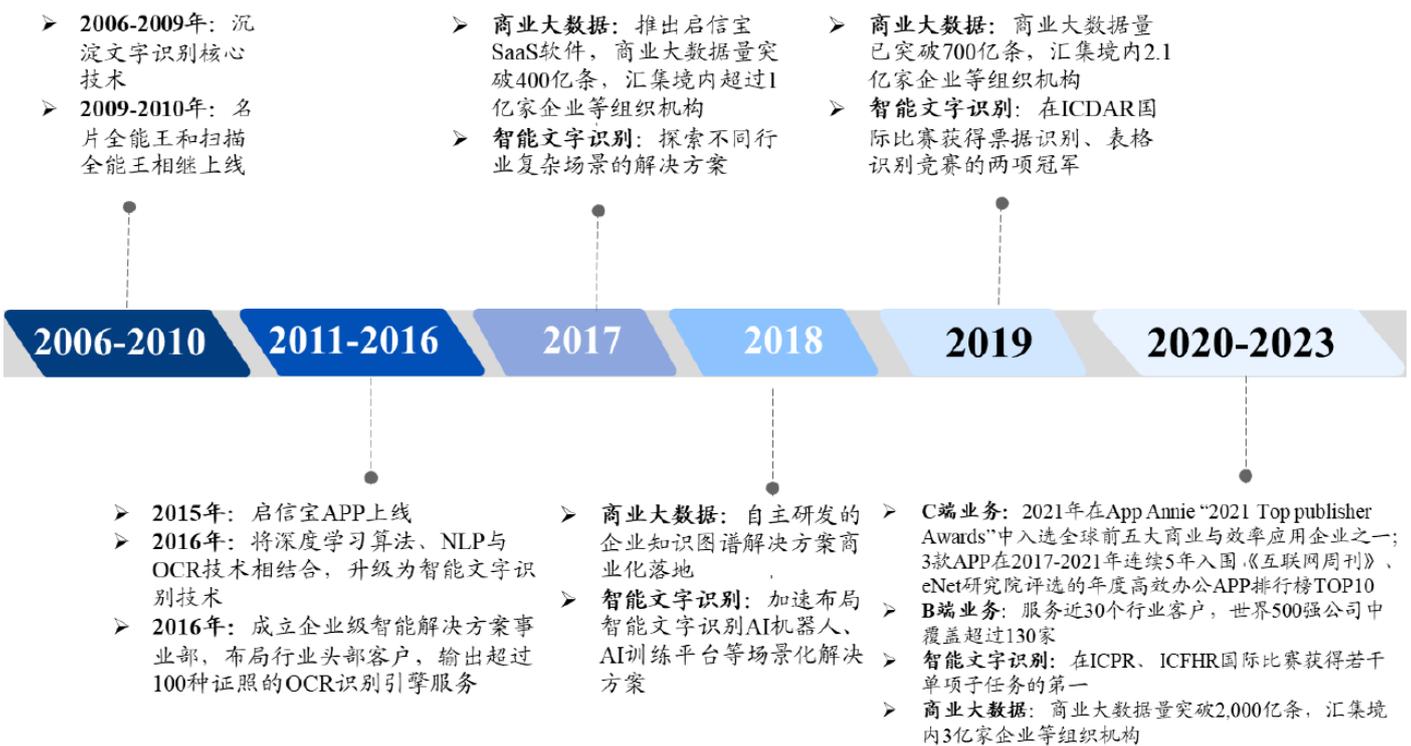
资料来源：公司招股书

公司深耕文字识别技术领域多年，打造深厚技术壁垒，C端产品及B端服务矩阵逐渐丰富。公司成立于2006年，历年数年技术沉淀，2009年-2010年，公司名片全能王、扫描全能王两款以文字识别和图像处理技术为核心的APP相继上线，2016年公司进一步将深度学习算法、自然语言处理技术与OCR技术相结合，自主研发智能文字识别技术，大幅度提升了智能文字识别技术的性能和应用场景，并将AI技术落地成为产品级应用。

2016年，公司正式成立企业级智能解决方案事业部，面向行业头部客户，输出超过100种证照的OCR基础模块服务，布局文字识别B端企业服务领域。2017年开始，公司针对不同行业复杂场景的文字识别进行更多元化的商业化探索，加速布局智能文字识别AI机器人、AI训练平台等场景化解决方案。

2015年公司收购了企业公开数据治理服务商苏州贝尔塔，并利用自身强大的开发能力快速推出了启信宝APP，作为向大众用户提供企业信息查询及商业调查服务的平台。2017年，公司利用启信宝企业版SaaS软件快速切入商业大数据B端服务领域。2018年，公司自主研发的企业知识图谱解决方案开始进行商业落地。

图3：公司深耕文字识别技术领域多年，C端产品及B端服务矩阵逐渐丰富



资料来源：公司招股书

公司股权结构稳定集中。公司控股股东、实际控制人为董事长、总经理镇立新，直接持股 24.19%，并通过其控制的上海狮吼间接控制上海端临、上海顶螺、上海融梨然、上海目一然持有的股权。

公司股权激励充分。公司监事会主席罗希平直接持股 5.13%，公司副总陈青山、龙腾分别直接持股 4.70%、2.64%。上海目一然为员工持股平台，直接持股 2.89%。公司股权激励较为充分，深度绑定高管团队和核心技术骨干，利好长期发展。

表1: 公司股权结构稳定集中

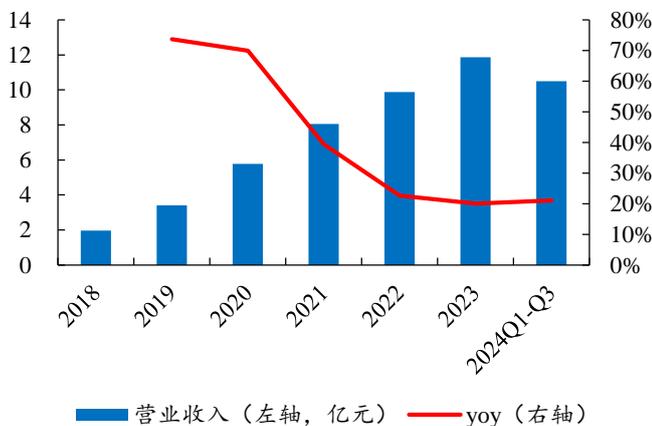
排名	股东名称	持股比例 (%)
1	镇立新	24.19%
2	罗希平	5.13%
3	东方富海(芜湖)股权投资基金(有限合伙)	5.07%
4	常州鼎仕投资合伙企业(有限合伙)	4.82%
5	陈青山	4.70%
6	经纬(杭州)创业投资合伙企业(有限合伙)	3.93%
7	宁波梅山保税港区启安股权投资合伙企业(有限合伙)	3.78%
8	上海卉新投资中心(有限合伙)	3.41%
9	上海目一然投资中心(有限合伙)	2.89%
10	龙腾	2.64%
合计		60.56%

数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 截至 2024 三季报

2018 年以来公司收入实现快速增长, 从 2018 年的 1.96 亿元增长至 2023 年的 11.87 亿元, CAGR 达到 43.35%, 其中 C 端 APP 收入高速增长, 主要系: 扫描全能王和名片全能王为用户带来无纸化移动办公的效率提升, 由于产品本身的用户群体广泛, 不仅财会、行政、销售等商务场景对其具有应用需求, 教师、学生、家庭等生活场景也对各类文档具有电子化管理的需求, 协助用户实现个人文档资产的数字化管理, 其应用场景的可延展性强, 用户群体不断拓宽。同时公司在积累用户数量的过程中, 利用技术提升、服务升级等办法逐步引入增值服务, 实现用户付费的自然转化, 付费用户数量持续增加。

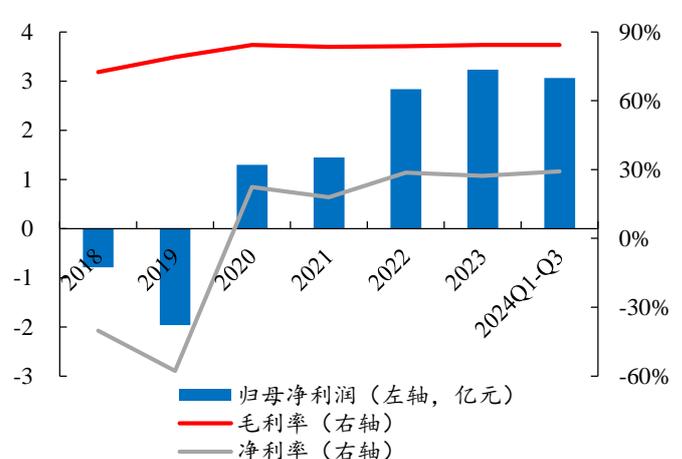
公司盈利能力较高, 归母净利润保持快速增长。得益于智能文字识别 C 端 APP 业务产品化程度高以及公司先发优势和龙头地位显著, 伴随营业收入快速增长, 规模效应逐渐释放, 公司综合毛利率和净利率自 2020 年扭亏以来稳定在较高水平, 2023 年毛利率达 84.25%, 净利率达 27.24%, 共同驱动归母净利润保持较快增长。

图4: 2018 年以来公司收入实现快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2020 年至今公司盈利水平较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

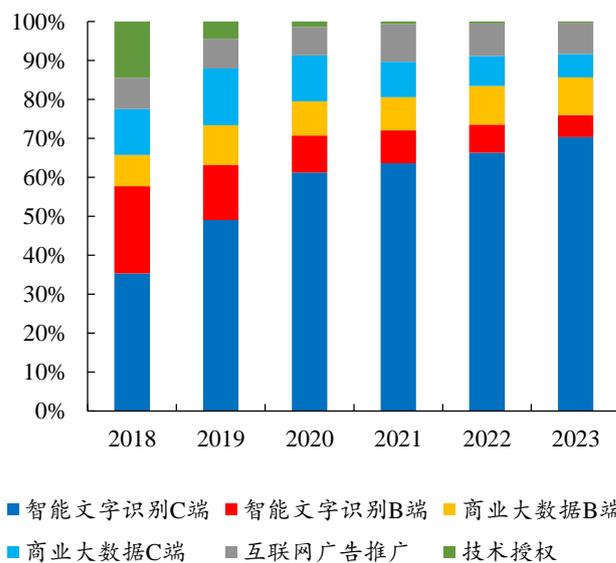
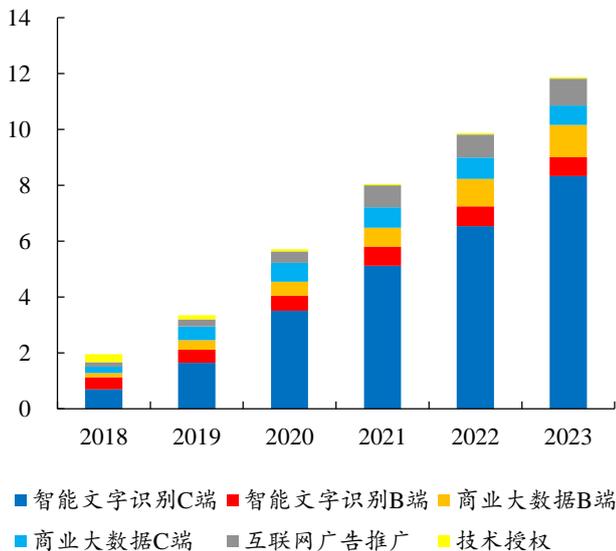
智能文字识别 C 端业务为公司主要收入来源，收入持续稳健增长。智能文字识别 C 端业务收入从 2018 年的 0.69 亿元增长至 2023 年的 8.33 亿元，复合增速约 65%，为公司收入增长主要驱动力。其中扫描全能王 APP 为公司拳头产品，2023 年收入约 8.09 亿元。

分业务具体来看，2024 年单三季度，智能文字识别 C 端业务实现营业收入 2.58 亿元，同比增长 20.45%，主要系公司通过研发新技术、新功能优化产品体验，同时通过市场推广触及潜在客户，月活用户及付费用户不断提升，带来业务收入稳定增长。智能文字识别 B 端业务实现营业收入 1721.93 万元，同比增长 10.34%。

商业大数据 B 端业务实现营业收入 3489.09 万元，同比增长 20.21%，主要系通过覆盖新行业、新场景，商业大数据业务实现稳定增长。商业大数据 C 端业务实现营业收入 1594.47 万元，同比下滑 9.01%，主要系该业务行业存在同质化竞争，公司结合整体业务发展规划，主动减少推广费用的投放，采取与竞对存在差异化的发展战略。

图6：智能文字识别 C 端业务收入持续稳健增长（亿元）

图7：智能文字识别 C 端业务为公司主要收入来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、智能文字识别：AI 领域重要分支，龙头强者恒强

2.1、智能文字识别：蓝海市场可期，C 端+B 双轮驱动成长

智能文字识别技术是个人数字资产管理与企业办公智能升级的关键。智能文字识别是从图像中识别出文字的技术，利用机器将图像中手写或印刷文本转化为计算机可以直接处理的格式。智能文字识别能够处理不同场景的图像，包括拍摄或扫描得到的各种卡证、纸质文档图像，也包括含有文字的自然场景图像和叠加了字幕文本的视频图像等。

相比传统文字识别，智能文字识别服务融合 OCR、深度学习、图像理解、NLP 等先进技术，具备更多认知与理解能力。除基础文档数字化之外，还为文档智能解析、对比、审核等功能提供核心技术支持，是个人数字资产管理与企业办公智能升级的关键。

智能文字识别是 AI 领域的一个重要分支，该技术融合了智能图像处理、基于深度学习的复杂场景文字识别、自然语言处理（NLP）等多项 AI 技术，具备更多认知与理解能力，可适应多语言、多版式、多样式等复杂场景，并可应用到多个商业化场景中。

图8：智能文字识别技术是个人数字资产管理与企业办公智能升级的关键



资料来源：CIC 灼识咨询《智能文字识别服务行业蓝皮书》

按照下游客户类型及交付形式，智能文字识别服务可分为 C 端标准化产品、B 端标准化产品、B 端基础技术服务、B 端场景化解决方案四种形式。

图9：智能文字识别服务下游涵盖 C 端、B 端

中国智能文字识别服务介绍			
服务	定义	产品形态	下游客户
基础技术服务	<ul style="list-style-type: none"> 智能文字识别所需要基础性技术服务，通常服务于版式相对标准化的文档、证件识别 	<ul style="list-style-type: none"> 各类证件识别，如身份证识别、驾照识别、银行卡识别等 技术授权预装，如手机授权预装等 	<ul style="list-style-type: none"> 下游客户主要为具有一定开发能力的企业客户
标准化产品 (C端)	<ul style="list-style-type: none"> 基于智能文字识别技术所打造的标准化、可直接使用的产品 	<ul style="list-style-type: none"> C端产品 文档管理、名片管理APP 部分办公软件中也提供智能文字识别功能 	<ul style="list-style-type: none"> C端产品 下游客户主要为C端个人消费者
标准化产品 (B端)	<ul style="list-style-type: none"> 基于智能文字识别技术所打造的标准化的SaaS/PaaS产品 	<ul style="list-style-type: none"> B端产品 面向B端的标准化产品，如名片管理企业版产品；智能文字识别各类服务相关的SaaS/PaaS产品 	<ul style="list-style-type: none"> B端产品 对标准化SaaS/PaaS产品有需求的企业，主要为中型企业或大型企业的部分部门
场景化解决方案	<ul style="list-style-type: none"> 基于智能文字识别技术、产品，根据客户场景化需求而开发的深度服务解决方案，以帮助B端用户实现流程数字化与智能化升级 	<ul style="list-style-type: none"> AI机器人，如财报分析比对、合同内容比对等 AI训练平台，下游客户可自行进行智能文字识别训练 	<ul style="list-style-type: none"> 下游客户主要为B端大型企业 目前NLP等技术在医疗领域应用(如临床决策辅助系统、病例质控系统等等)较为广泛，所以目前场景化解决方案有较多医疗企业客户

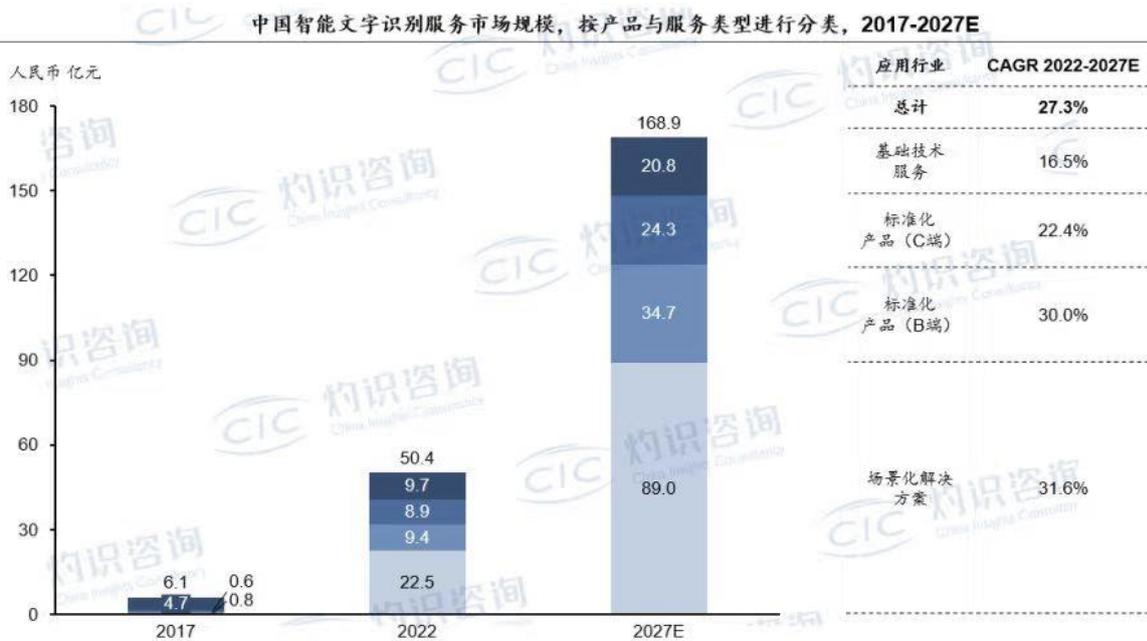
资料来源：CIC 灼识咨询《智能文字识别服务行业蓝皮书》

中国各类型智能文字识别服务细分市场均保持较高增速。根据 CIC 灼识咨询《中国智能文字识别服务行业蓝皮书》，2022 年中国智能文字识别服务市场规模为 50.4 亿元，预计 2027 年市场规模将达 168.9 亿元，复合年均增长率达 27.3%。下游个人用户和企业客户对文档资产数字化与智能化升级需求的驱动下，预计中国各类型细分市场均保持较高增速。

从个人用户角度，用户对个人文档资产管理数字化意识和需求不断增强，合同、名片、发票、笔记等非结构化的纸质文档通过智能文字识别技术数字化后，用户可随时随地在手机、电脑等多终端进行查询、管理及分享，解决了纸质文档不易存储、分类、查询或提取关键信息等痛点，满足个人的办公、求职、学习等不同场景的需求。

从企业客户角度，智能文字识别技术可将企业运营过程中产生的大量非结构化、非标准化的文档数据进行提取、存储、转化、解析，为企业客户节省人力成本，提升运营效率，解决了众多行业存在的人工操作效率低、业务处理流程长，将迎来广阔发展空间。

图10：预计中国各类型智能文字识别服务细分市场均保持较高增速



资料来源：CIC 灼识咨询《智能文字识别服务行业蓝皮书》

从下游行业应用来看，金融、物流运输的市场规模是占比最高的两个细分行业，且增速也最快。根据 Grand View Research 报告，全球智能文字识别服务市场规模 2022 年达 106.5 亿美元，预计 2022-2027 年复合年均增长率约 16.7%。其中金融、物流运输企业在业务流程方面的基础信息化建设程度、投入意愿相对其他行业来说相对较高，在证照、单据、表格等文档的智能录入、分类、比对、审核方面进行降本增效具有较大需求，为智能文字识别技术的商业化快速落地带来基础。

金融为国内智能文字识别服务市场占比较高的下游，政府等细分下游增速较快。由于泛金融行业对于数字化、智能化的要求较高，且基础信息化建设水平相对较为完善，智能文字识别服务在泛金融行业应用较为广泛，市场规模占比保持领先。主要应用机构包括银行、保险、证券、基金、互联网金融等机构。具体应用场景包括

各类身份证件、表格、票据等自动化识别与分析。政府近两年开始大力推动数字化、智能化改造。各个类政府机构，如法院、公安、车管所等，在智能文字识别服务方面投入大幅提升，增速较快。

图11：金融为国内智能文字识别服务市场占比较高的下游，政府等细分下游增速较快



资料来源：CIC 灼识咨询《智能文字识别服务行业蓝皮书》

2.2、C 端扫描全能王、名片全能王龙头地位显著，B 端市场差异化竞争

公司为智能文字识别领域龙头，先发优势及龙头地位显著。凭借领先的自主研发技术、成熟的产品落地能力、优质的用户体验及服务质量，公司的 C 端产品覆盖了全球百余个国家和地区的亿级用户，B 端服务覆盖了近 30 个行业的企业客户。

在 C 端产品方面，公司在 2010 年把握住了移动互联网的高速发展机遇，上线了名片全能王、扫描全能王两大产品，目前已在用户数量、用户体验、核心技术等方面独特的竞争优势。截至 2023 年底，公司扫描全能王、名片全能王、启信宝 3 款 APP 在 AppStore 与 GooglePlay 应用市场的全球用户累计首次下载量合计超过 9.4 亿，2023 年 12 月的各渠道月活合计接近 1.5 亿，其中 APP 渠道的月活合计超过 1.3 亿，小程序、Web 端等其他渠道月活合计约 0.2 亿。截至 2023 年 12 月 31 日，扫描全能王曾在 AppStore 上 84 个国家和地区（含中国）的效率类免费应用下载量排行榜位列第一，名片全能王曾在 AppStore 上 41 个国家和地区的商务类免费应用下载量排行榜位列第一。

在 B 端业务方面，公司智能文字识别与商业大数据服务已覆盖了银行、证券、保险、政府、物流、制造、地产、零售等行业的众多头部客户，《财富》杂志 2023 年发布的世界 500 强公司名单中，公司客户已覆盖超过 130 家。

扫描全能王的同类 APP 产品在全球月活用户量级、用户评分上较扫描全能王有一定差距，说明扫描全能王具有优于同行业的用户体验与技术水平。扫描全能王在全球的用户群体广泛，凭借行业领先的智能文字识别技术及落地能力，扫描全能王用户体验佳、口碑好，在文字识别 APP 领域保持行业领先地位。

以中国 AppStore 的搜索关键词热度为例，2023 年 12 月，“扫描全能王”的搜索热门程度高于“扫描”、“文件扫描”、“文档扫描”、“拍照取字”、“文字识别”、“文字提取”等功能词，说明从用户角度扫描全能王一定程度上已成为扫描及文字识别的代名词，扫描全能王已经在用户规模、品牌知名度、用户口碑、技术壁垒方面建立了先发优势。

表2：扫描全能王在文字识别类 APP 领域用户量级、评分居于行业首位

APP	简介	上线时间	用户数量	用户体验
扫描全能王 CamScanner	将智能手机变成便携式扫描仪，采集、管理各种文档产品，支持文档图片的智能切边、智能图像增强、票据/证照/表格等多种文档的文字识别功能	2010 年	2023 年的平均月活为 14,540.4 万	iOS 中国区评分 4.9，评分个数 450.6 万个 iOS 美国区评分为 4.9，评分个数 126.3 万个
Officelens	微软集团旗下的扫描与文字识别产品，可将图像转换为 PDF、Word、PowerPoint 或 Excel 文件，将打印或手写文本数字化	2015 年	2023 年的平均月活为 1,269.6 万	iOS 中国区评分 4.9，评分个数 3.1 万个 iOS 美国区评分为 4.8，评分个数 10.7 万个
GoogleLens	Google 集团旗下开发的一款基于图像识别和 OCR 技术的产品，可以根据图片或拍照识别出文本和物体	2017 年	2023 年的平均月活为 2,488.1 万	Googlelens 未在 AppStore 上架
ABBYY FineScanner	ABBYY 集团旗下开发的产品，可从扫描内容中提取文本进行进一步编辑和共享	2012 年	2023 年的平均月活为 4.1 万	iOS 中国区评分 4.8，评分个数 0.7 万个 iOS 美国区评分为 4.7，评分个数 1.9 万个
AdobeScan	Adobe 集团旗下开发的扫描与文字识别产品，能够将任何纸质文档转换为 AdobePDF，同时具备 OCR 功能	2017 年	2023 年的平均月活为 6,623.6 万	iOS 中国区未上架 iOS 美国区评分为 4.9，评分个数 123.6 万个
Scannable 扫描宝	Evernote 印象笔记旗下的扫描与文字识别产品，可将纸质文件扫描成图片，并支持 OCR 文字识别，可无缝对接至印象笔记	2010 年	2023 年的平均月活为 48.9 万	iOS 中国区评分 4.9，评分个数 13.0 万个 iOS 美国区未上架

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

注：用户数量为 AppStore 与 Googleplay 的月活之和；用户体验以 AppStore 部分地区 2023 年 12 月 31 日的评分为例

名片全能王的同类 APP 产品在全球月活用户量级、用户评分上较名片全能王有一定差距，说明名片全能王具有优于同行业的用户体验与技术水平。从中国 AppStore 的搜索关键词来看，2023 年 12 月，“名片全能王”的搜索热门程度高于“名片”、“名片识别”或者“名片管理”，说明从用户角度名片全能王一定程度上已经成为了名片识别和名片管理的代名词，名片全能王已经在用户规模、品牌知名度、用户口碑、技术壁垒方面建立了先发优势。

表3: 名片全能王在名片识别及管理类 APP 先发优势显著

APP	简介	上线时间	用户数量	用户体验
名片全能王 CamCard	一款智能名片及人脉管理 APP，可将复杂场景下的纸质名片转变为结构化的数字名片，同时也为用户提供名片智能管理、多终端同步、社交软件多渠道分享等增值功能	2009 年	2023 年的平均月活为 80.1 万	iOS 中国区平均评分 4.9，评分个数 26.3 万个 iOS 美国区评分为 4.7，评分个数 9.1 万个
Eight	日本商业名片信息管理企业 Sansan 旗下的一款名片管理与识别软件，在日本当地具有优势，2011 年上线，近几年发展较好	2011 年	2023 年的平均月活为 69.8 万	暂无 iOS 中国区和美国区评分 iOS 日本区评分为 4.1，评分个数 1.4 万个
ABBYY BusinessCardReader	ABBYY 集团旗下的 APP，可将扫描和文档图像转换为多种可编辑格式，版面和格式精确还原	2014 年	2023 年的平均月活为 3.8 万	暂无 iOS 中国区评分 iOS 美国区评分为 4.6，评分个数 2.0 万个
WantedlyPeople	日本当地的一款智能名片识别管理工具，采用 OCR 技术可将纸质名片扫描、识别并导入通讯录，在日本当地具有优势	2016 年	2023 年的平均月活为 17.7 万	暂无 iOS 中国区和美国区评分 iOS 日本区评分为 4.3，评分个数 1.9 万个

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

注：用户数量为 AppStore 与 Googleplay 的月活之和；用户体验以 AppStore 部分地区 2023 年 12 月 31 日的评分为例

公司在智能文字识别 B 端市场与综合类 AI 厂商差异化竞争。与百度、腾讯、阿里等综合型 AI 厂商相比，公司专注于智能文字识别领域，在此领域的研发投入已超过 15 年，识别精准率行业领先，B 端落地案例与客户资源积累丰富，智能文字识别非百度、腾讯、阿里等综合型 AI 厂商的主营业务，公司与其有着不同的侧重领域、形成差异化竞争。

表4: 公司在智能文字识别 B 端市场与综合类 AI 厂商差异化竞争

B 端市场	细分市场竞争格局
基础技术服务	市场参与者较多，包含智能文字识别厂商、传统文字识别厂商、云服务平台厂商等。 基础技术服务存在一定程度的同质化竞争。 公司基础技术服务包含 140 多种证照识别、多国家名片和银行卡的识别，已经在银行、证券、保险、制造、物流、零售等行业积累了大量客户，具有较高的市场知名度与先发优势。
标准化 B 端产品	处于发展早期，由于打造标准化 SaaS（软件即服务）、PaaS（平台即服务）产品的技术门槛较高，目前仅有少数企业布局。 目前主要参与者为合合信息（提供 SaaS 产品服务）、少数云服务平台（如阿里云、百度云、腾讯云等，提供 PaaS 服务）。

B 端市场

细分市场竞争格局

公司名片全能王企业版在名片文化深厚的日本市场具有竞争优势,借助经销商合作伙伴成功开发了日本伊藤忠、软银集团、东京海上日动火灾保险公司、日本 KDDI 电信公司等世界 500 强客户,公司将基于前期的成功经验,在国内市场开发并推广标准化 SaaS 产品。

由于场景化解决方案通常需要于客户现场进行实施部署,因此具有区域性,市场分布较为分散。国内几大云平台服务厂商及部分 AI 企业开始布局场景化解决方案但是由于行业理解及业务场景落地能力需要长时间的经验积累,目前商业化落地案例较为有限。

场景化解决方案 公司合同/票据/表格机器人等 AI 机器人产品已经拿下多个行业的标杆客户,形成品牌效应,产品丰富度、产品落地能力在行业内领先。同时公司开发的新产品 AI 训练平台在技术水平方面也保持在行业创新前列。

资料来源:公司招股书、开源证券研究所

3、商业大数据服务：B 端市场前景光明，公司优势显著

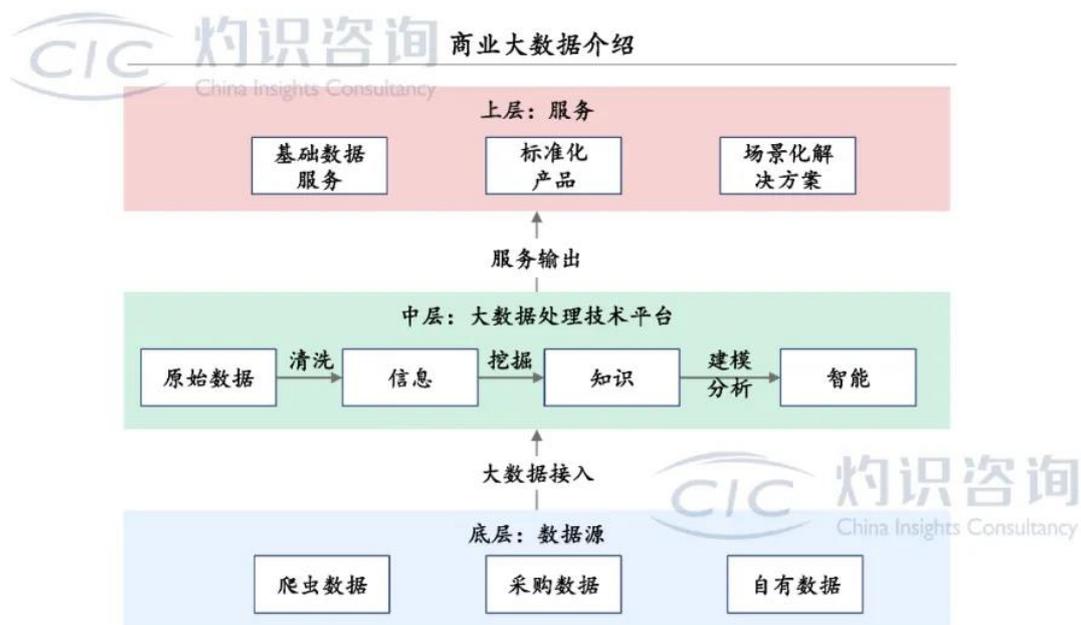
3.1、商业大数据：应用场景持续拓展，增量空间广阔

商业大数据服务赋能企业数智化升级。商业大数据服务属于大数据服务的一种。其围绕企业的各类信息(包括但不限于:基本信息、股权、司法涉诉、行政处罚、董监高、产业链、舆情等),经过采集、存储、加工、分析等步骤,向客户输出服务。

根据 IDC 数据,预计中国企业级数据量将从 2015 年占中国数据圈的 49%增长到 2025 年的 69%。伴随着企业数量增加、信息技术发展、大数据、AI 应用场景丰富,商业类数据仍将保持高速增长。

商业大数据服务将原始数据采集、清洗之后变为结构化信息,信息在挖掘后变为知识,知识再通过建模分析变为可用的数据资产,挖掘数据背后蕴藏的价值,赋能各行各业,提供风险预警、信用评级、供应链管理附加价值。

图12：商业大数据服务赋能企业数智化升级



资料来源: CIC 灼识咨询《中国商业大数据服务行业蓝皮书》

各类商业大数据服务市场有望保持快速增长。按照下游客户类型及交付形式，中国商业大数据服务可分为 C 端 APP、B 端基础数据服务（如 API、数据包、数据同步服务）、B 端标准化服务（如数据终端、分析决策工具、SaaS 软件等）和 B 端场景化解决方案四种形态。

图13：中国商业大数据服务可分为 C 端 APP、B 端基础数据服务、B 端标准化服务和 B 端场景化解决方案四种形态

中国商业大数据服务介绍

服务	定义	产品形态	下游客户
基础数据服务	商业大数据所需要的基础数据服务，通常以API接口或数据包形式给下游客户	API 数据包	下游客户主要为B端企业
标准化产品 (C端)	商业大数据相关的标准化、可直接使用的产品	面向C端的商业信息查询产品与终端软件	下游客户主要为个人消费者
标准化产品 (B端)	商业大数据相关的标准化、可直接使用的产品	面向B端的标准化产品，包括金融数据终端、SaaS、分析决策软件、征信报告、评级报告等	下游客户主要为B端中型企业或大型企业的部分部门
场景化解决方案	基于商业大数据技术，根据客户场景化需求开发的深度服务。以帮助B端用户实现数字化转型	根据客户需求进行的场景化解决方案项目，如行业知识图谱解决方案、定制化数据库等 商业大数据服务相关咨询服务	下游客户主要为B端大型企业；目前主要客户来自为金融与政府

商业大数据服务应用场景介绍

资料来源：CIC 灼识咨询《中国商业大数据服务行业蓝皮书》

中国商业大数据服务市场快速增长。根据 CIC 灼识咨询《中国商业大数据服务行业蓝皮书》，2017 年，中国商业大数据服务市场规模为 131.1 亿元，2022 年增长至 406.2 亿元。随着相关利好政策的推动、企业及政府对数据资产管理需求的提升、应用场景的丰富成熟，预计 2022-2027 年，该市场复合年均增长率将会保持约 20.7% 的水平，2027 年市场规模达到 1040.9 亿元。

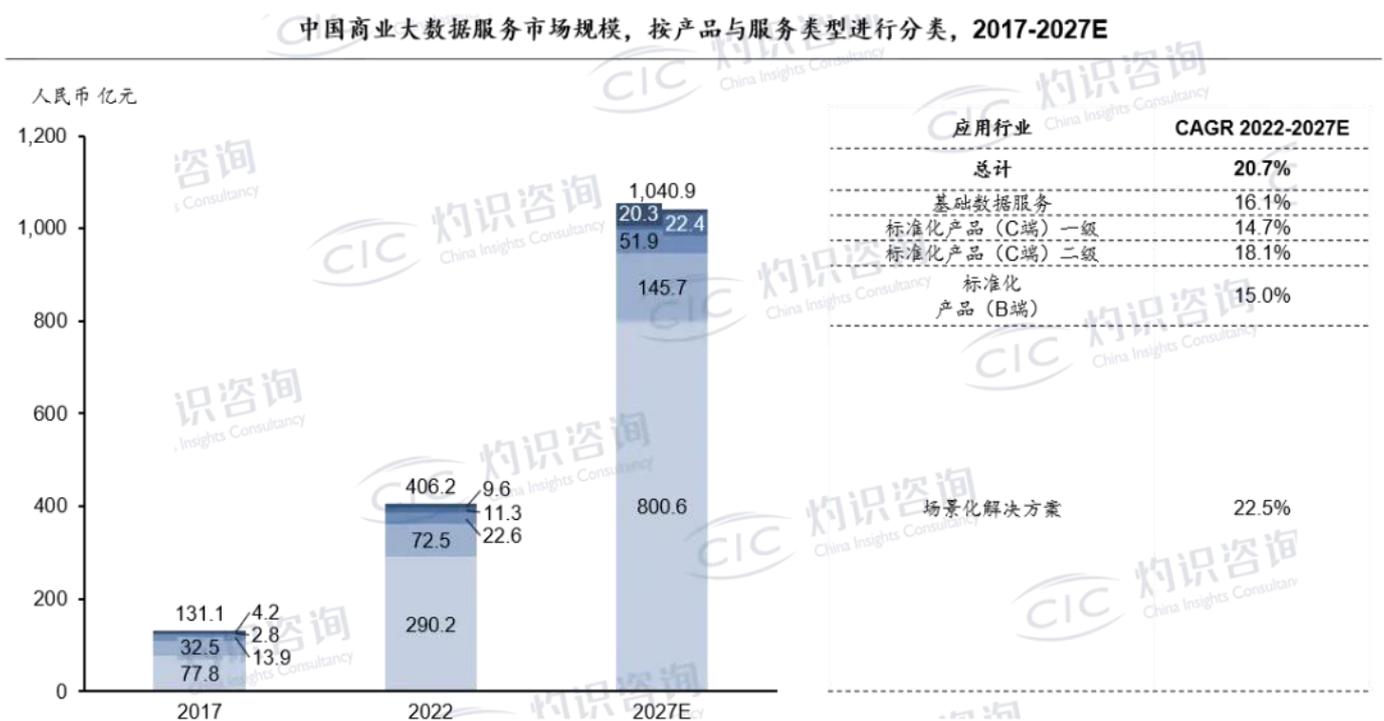
商业大数据 C 端产品触达市场不断扩大。根据灼识咨询，2022 年中国商业大数

据 C 端产品市场规模为 33.9 亿元，可进一步分为一级市场商业信息查询 C 端 APP（以企查查、天眼查、启信宝、爱企查等企业为主）与二级市场大数据查询 C 端 APP（以同花顺、大智慧、东方财富等企业为主）两个细分市场，其中中国商业信息查询 C 端 APP 按照已实现收入角度统计，2022 年的市场规模已达到 11.3 亿元，预计 2022 至 2027 年年复合增速为 14.7%。

近几年我国政府愈加重视第三方征信在社会信用体系建设的重要作用，随着社会整体信用意识的提升，个人用户在商业谈判、产品营销、求职、投资、采购等多种场景均对查询企业商业大数据具有需求，商业信息查询 C 端企业利用大数据挖掘技术，带来更丰富、深入的商业信息分析维度，商业信息查询 APP 的用户群体逐渐扩大，覆盖行业包括金融、律师、媒体、工业、零售等。

预计 B 端场景化解决方案市场增速领跑中国商业大数据服务市场。大型企业由于预算相对充足，在国家政策的有利推动下，对企业数字化转型的投入更具有付费意愿。预计商业大数据场景化解决方案市场将保持高速增长，灼识咨询预计 2022-2027 年，该市场复合年均增长率将会保持约 22.5% 的水平，2027 年市场规模达到 800.6 亿元

图14：预计场景化解决方案市场增速领跑中国商业大数据服务市场



资料来源：CIC 灼识咨询《中国商业大数据服务行业蓝皮书》

预计商业大数据服务在金融等行业应用增速较快。泛金融行业基础信息化建设较为完备，已累计大量数据，且业务场景丰富，对于数据挖掘、数据分析需求量较大。所以商业大数据服务金融应用市场规模占比较高，且保持稳定增长。而政府由于掌握多源社会数据，商业大数据服务可提升其决策效率与准确度。政府在商业大数据服务的投入也将快速增长。

图15：预计商业大数据服务在金融等行业应用较为广泛、增速较快



资料来源：CIC 灼识咨询《中国商业大数据服务行业蓝皮书》

3.2、B 端护城河深厚，C 端市占率领先

商业信息查询 C 端市场竞争格局相对集中，主要由于商业大数据行业的大数据挖掘、知识图谱等技术壁垒较高，且数据采集投入较高，并且商业大数据企业如果涉足商业信息查询 C 端领域，需要通过一定的营销推广和用户积累树立公正、可信赖、具有知名度的品牌形象。

启信宝在中国商业信息查询 C 端市场占有率居于行业前列，根据灼识咨询，2022 年中国商业信息查询 C 端市场中市场占有率前三名分别为企查查、天眼查、启信宝三家，三家合计的市场占有率超过 85%，其中启信宝的市场占有率约为 7%。启信宝在市场中起步较早，产品经过多年打磨用户体验优良，位居中国商业信息查询 C 端 APP 市场第三名，建立了一定用户规模和品牌效应。中国商业信息查询 C 端 APP 领域其他参与者收入规模均较小，其余单个最大企业的市场占有率不超过 2%。

商业大数据 B 端业务相较 C 端业务具有更高的技术壁垒，主要由于商业大数据 C 端业务主要提供数据搜索、数据查询的功能，依靠大数据挖掘、分析和搜索技术作为底层技术，而商业大数据 B 端业务不仅需要依靠大数据挖掘、分析和搜索技术，还需要“多源异构的超大规模动态知识图谱构建技术”、“超大规模知识图谱推理与挖掘技术”等相关技术，该等技术的技术壁垒主要是：外部公有数据与 B 端客户私有数据的融合度、超大知识图谱构建的深度与速度、知识图谱与客户所在行业的结合度、知识图谱自动动态更新的及时性和准确度。

商业大数据 B 端企业服务市场的集中度相对低于 C 端市场，参与者包括本土大数据企业以及跨国企业的国内子公司。本土商业大数据 2B 服务商主要由启信宝、企查查、天眼查、中数智汇以及一些垂直领域大数据服务商。

启信宝在场景化解决方案竞争优势显著，主要体现在业务规模、客户资源积累、行业多元化程度、B 端服务丰富度等方面，启信宝企业基础数据服务、标准化企业 SaaS 服务、场景化解决方案三个子领域服务在各重要行业如金融、制造、科技、政府等行业均积累了多个头部标杆性的客户案例，拥有不同行业的客户资源，具有较强的竞争力，领先于主要的竞争对手。

跨国企业以邓白氏、益博睿为代表，在国内市场受限于数据权限等。跨国征信巨头的国际公信力更高、业务规模实力更强，目前在中国商业大数据领域主要服务国内头部大型机构与拥有涉外业务的企业客户，尽管其成立了国内子公司，但在国内分部经营自主权、国内数据获取等方面的竞争力相对不高，且收费价格相对较高。

表5：启信宝在 B 端商业大数据场景化解决方案竞争优势显著

公司名称	公司简介	在中国商业大数据领域的产品与服务
邓白氏 (Dun&Bradstreet)	<p>邓白氏集团成立于 1841 年，是国际征信巨头之一，拥有的九位数字企业身份标识码，被广泛应用于企业识别和商业信息的组织及整理。</p> <p>上海华夏邓白氏商业信息咨询有限公司是邓白氏在中国的子公司，主要经营商务咨询服务、企业征信服务等，通过高价值的商业洞察专注于企业运营风险管理，帮助企业提升营收、削减成本、管控风险以及实现业务转型，为客户提供及时、准确、富有洞察力的商业信息以及定制化的风险管理解决方案。</p>	<p>为数千家在华跨国集团及中国本土企业提供全球商业信息，以及定制化风险管理解决方案。</p> <p>无 C 端 APP 产品。</p>
益博睿 (Experian)	<p>益博睿集团成立于 1996 年，是国际征信巨头之一，为遍布 90 多个国家的机构客户提供数据和决策分析服务。</p> <p>益博睿征信（北京）有限公司是其在中国的子公司，主要经营商务咨询服务、企业征信服务等，通过高价值的商业洞察专注于企业运营风险管理，帮助企业提升营收、削减成本、管控风险以及实现业务转型，为客户提供及时、准确、富有洞察力的商业信息以及定制化的风险管理解决方案。</p>	<p>提供企业尽职调查、企业信用调查、企业信用监控、决策分析、精准营销等 B 端服务。</p> <p>无 C 端 APP 产品。</p>
中数智汇	<p>北京中数智汇科技股份有限公司是一家信用科技与大数据服务提供商，通过构建数据采集平台、智能大数据平台和面向客户的 BIdata 商业智能平台，为客户提供综合查询、风控反欺诈、关联洞察、反洗钱、商业智能和解决方案类服务。</p>	<p>通过服务平台以标准 API 接口为主的形式提供给银行、互联网、征信、保险、电信运营商等行业客户。</p> <p>无 C 端 APP 产品。</p> <p>2019 年总收入为 13,202.38 万元，净利润为 5023.21 万元；2020 年 1-6 月总收入为 6765.52 万元，净利润为 2796.51 万元。</p>
金电联行	<p>金电联行（北京）信息技术有限公司的主要业务是通过基于大数据理论和云计算创建的客观信用评价体系为中小微企业提供信用融资授信服务，同时为金融机构提供量化风险管理、为政府社会信用体系建设提供服务的科技型高新科技企业。</p>	<p>提供企业征信、风控以及相关数据中台与技术中台等 B 端服务。</p> <p>无 C 端 APP 产品。</p>

公司名称	公司简介	在中国商业大数据领域的产品与服务
企查查	企查查科技有限公司成立于 2014 年，基于完全公开的全国工商信息、诉讼信息、知识产权信息等维度，为用户提供一站式查询服务。通过对数据的深度分析，挖掘企业、高管之间的关联关系，帮助普通用户详实了解合作公司，预防潜在风险。	营收以 C 端 APP 产品的 VIP 会员费为主， 同时也在布局 B 端服务， 提供数据 API、定制数据等服务。
天眼查	北京金堤科技有限公司成立于 2014 年，专注服务于个人与企业信息查询，围绕企业提供多元数据维度的信息，构建了集数据采集、数据清洗、数据聚合、数据建模、数据产品化为一体的大数据解决方案。	营收以 C 端 APP 产品的 VIP 会员费为主， 同时也在布局 B 端服务， 提供数据 API、企业版、金融领域定制化 解决方案等服务。
爱企查	百度集团旗下的爱企查（海南）征信有限公司成立于 2021 年，依托百度的人工智能和大数据技术，通过对企业监管、经营行为、市场反馈、关系网络等信息的全面及时的专业解读，提供真实快速的企业信息查询服务，为用户多角度解析企业风险与机遇。	主营业务以 C 端 APP 为主，2022 年 5 月之前未采用 VIP 付费模式，定位为“专业免费的企业信息查询平台”，2022 年 5 月上线 VIP 付费会员。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

注：除中数智汇外，上述企业的中国商业大数据业务无公开披露的财务数据，上述信息来自公开渠道查询信息；中数智汇的财务数据来自其招股说明书

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

核心假设 1:

智能文字识别: 预计 2024-2026 年收入有望实现复合增速超 20% 的成长，主要系下游个人用户和企业客户对文档资产数字化与智能化升级需求的驱动下，各类型细分市场有望保持较高增速；公司通过研发新技术、新功能优化产品体验，通过市场推广触及潜在客户，月活用户及付费用户规模有望不断提升。

商业大数据: 预计 B 端业务 2024-2026 年收入有望实现复合增速约 25% 的成长，主要系伴随相关利好政策的推动、企业及政府对数据资产管理需求的提升、应用场景的丰富成熟，行业空间有望快速扩容，同时公司在金融、制造、政府等行业均积累了多个头部标杆性的客户案例，有望巩固扩大竞争优势的同时拓展新行业、新场景，实现收入快速增长；预计 C 端业务 2024-2026 年收入略有下滑，主要系考虑到行业存在同质化竞争，公司结合整体业务发展规划，主动减少推广费用的投放，采取与竞对存在差异化的发展战略。

互联网广告推广: 预计 2024-2026 年收入有望实现复合增速约 20% 的成长，主要系 C 端用户基数不断增加有望带来更多广告业务收入。

核心假设 2: 伴随收入快速增长，规模效应释放，智能文字识别业务毛利率有望高位向上；商业大数据业务毛利率略有下滑，主要系 B 端收入占比提升；高毛利率的智能文字识别业务收入占比提高有望带动公司综合毛利率提升。

核心假设 3: 为保持市场拓展及产品研发竞争力, 公司销售、研发投入有望保持较高水平, 以支撑公司收入快速增长, 期间费用率整体保持相对稳定。

表6: 智能文字识别+商业大数据双轮驱动成长

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能文字识别					
营业收入 (亿元)	7.25	9.01	10.96	13.35	16.25
yoy (%)	25.00%	24.26%	21.71%	21.74%	21.78%
毛利率 (%)	87.37%	86.41%	86.90%	87.11%	87.31%
商业大数据					
营业收入 (亿元)	1.74	1.85	2.13	2.47	2.91
yoy (%)	23.05%	6.60%	14.74%	16.24%	17.61%
毛利率 (%)	68.81%	67.87%	66.91%	65.61%	64.46%
互联网广告推广					
营业收入 (亿元)	0.82	0.96	1.15	1.38	1.66
yoy (%)	5.12%	16.66%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	82.05%	95.63%	96.00%	96.00%	96.00%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值分析

公司是国内领先的人工智能及大数据科技企业, 得益于十余年产品落地能力、品牌影响力积累, 旗下扫描全能王、名片全能王用户规模居于行业首位, 启信宝市场占有率居于行业前列。我们看好公司有望受益数据要素和 AIGC 时代浪潮, 预计公司 2024 年-2026 年归母净利润为 3.91、4.70、5.68 亿元, EPS 为 3.91、4.70、5.68 元/股。

我们选取了提供 C 端产品与 B 端服务的国内办公软件和服务领军公司金山办公、福昕软件, 国内 B 端协同办公领域龙头泛微网络作为行业可比公司。公司当前股价对应 PE 为 57.9、48.1、39.8 倍, 公司 PE 估值低于行业可比公司均值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表7: 公司估值低于行业可比公司

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2024/12/9	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688111.SH	金山办公	1446	15.4	19.3	24.2	93.8	75.1	59.8
603039.SH	泛微网络	141	2.3	2.7	3.0	62.3	52.3	46.3
688095.SH	福昕软件	73	-0.1	0.3	0.8	-660.9	253.8	87.9
平均值						78.0	127.1	64.7
688615.SH	合合信息	226	3.9	4.7	5.7	57.9	48.1	39.8

数据来源: Wind、开源证券研究所 (金山办公盈利预测来自开源证券研究所, 泛微网络、福昕软件来自 Wind 一致预测; 2024 年 PE 均值不含福昕软件)

5、风险提示

政策变动风险：虽然公司已取得开展现有业务所必须的资质，但如果各级行政主管部门提高或新增对公司目前经营业务的资质许可要求，或出台对数据安全、个人隐私保护方面更加严格的政策，或公司未来拓展出新的商业模式，而新模式可能需要新的资质许可。如果公司无法及时获得相关资质许可，或无法满足政策变化的要求，则有可能对公司业务经营造成不利影响。

公司研发不及预期风险：全球人工智能及大数据的技术和产品呈现日新月异的发展态势，新技术、新产品、新模式的更迭速度较快。在技术不断升级迭代过程中，若研发成果不达预期或不客户需求、研发进度落后于行业水平或短期之内无法转化为收入、研发产品出现替代性的创新技术等情况，将会对公司产品的销售和市场竞争力造成不利影响；同时，在新产品开发过程中，公司需要投入大量的人力和资金，若公司前期研发投入的成本无法收回，也会对公司经营业绩产生不利影响。

汇率波动风险：伴随公司海外业务规模的扩张，公司海外收入可能进一步增加，而人民币汇率受到国内外经济、政治等多种因素的影响存在波动，因此公司存在因汇率波动影响公司利润水平的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1228	1608	1999	2497	3087
现金	553	353	700	1187	1719
应收票据及应收账款	92	90	132	135	189
其他应收款	5	7	8	10	12
预付账款	9	12	13	17	19
存货	0	2	1	3	2
其他流动资产	568	1144	1145	1145	1147
非流动资产	70	189	179	168	158
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	21	54	46	37	29
无形资产	3	3	2	2	1
其他非流动资产	45	132	131	129	128
资产总计	1297	1797	2178	2666	3246
流动负债	615	747	737	755	766
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	44	56	62	79	90
其他流动负债	571	691	675	675	676
非流动负债	6	52	52	52	52
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	52	52	52	52
负债合计	621	799	789	806	818
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
股本	75	75	75	75	75
资本公积	208	208	208	208	208
留存收益	392	715	1105	1576	2144
归属母公司股东权益	676	998	1389	1859	2428
负债和股东权益	1297	1797	2178	2666	3246

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	377	451	349	456	490
净利润	284	323	391	470	568
折旧摊销	16	18	15	17	19
财务费用	-29	-7	-13	-29	-42
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	95	124	-40	2	-50
其他经营现金流	11	-5	-3	-4	-5
投资活动现金流	-456	-635	2	2	2
资本支出	15	77	5	7	9
长期投资	-445	-566	-0	-0	-0
其他投资现金流	4	8	7	8	10
筹资活动现金流	-18	-21	-4	29	42
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-61	0	0	0	0
其他筹资现金流	43	-21	-4	29	42
现金净增加额	-80	-200	347	487	533

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	988	1187	1428	1724	2086
营业成本	161	187	219	263	317
营业税金及附加	5	7	9	10	12
营业费用	269	335	393	483	586
管理费用	61	76	86	103	125
研发费用	280	323	383	465	563
财务费用	-29	-7	-13	-29	-42
资产减值损失	-0	-0	0	0	0
其他收益	38	39	31	35	36
公允价值变动收益	3	20	6	8	9
投资净收益	1	1	1	1	1
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	280	323	387	468	565
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	280	322	388	467	565
所得税	-4	-1	-3	-3	-4
净利润	284	323	391	470	568
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	284	323	391	470	568
EBITDA	279	330	388	456	540
EPS(元)	2.84	3.23	3.91	4.70	5.68

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	22.7	20.0	20.4	20.7	21.0
营业利润(%)	103.1	15.2	20.0	20.7	20.8
归属于母公司净利润(%)	96.4	13.9	20.9	20.3	20.9
获利能力					
毛利率(%)	83.7	84.3	84.7	84.7	84.8
净利率(%)	28.7	27.2	27.4	27.3	27.3
ROE(%)	42.0	32.4	28.1	25.3	23.4
ROIC(%)	39.4	30.8	27.0	23.8	21.6
偿债能力					
资产负债率(%)	47.9	44.5	36.2	30.3	25.2
净负债比率(%)	-81.5	-33.6	-50.3	-63.8	-70.8
流动比率	2.0	2.2	2.7	3.3	4.0
速动比率	1.9	2.1	2.7	3.2	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	12.5	13.0	12.9	12.9	12.9
应付账款周转率	4.4	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.84	3.23	3.91	4.70	5.68
每股经营现金流(最新摊薄)	3.77	4.51	3.49	4.56	4.90
每股净资产(最新摊薄)	6.76	9.98	13.89	18.59	24.28
估值比率					
P/E	79.7	70.0	57.9	48.1	39.8
P/B	33.4	22.7	16.3	12.2	9.3
EV/EBITDA	56.9	47.1	39.1	32.1	26.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

20/22

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn