



合合信息 (688615.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

营销发力+功能迭代，扫描全能王拥抱广阔空间

投资逻辑：

公司面向 C 端提供“扫描全能王”、“名片全能王”及“启信宝”，截至 24Q3，3 款产品月活量合计 1.7 亿。其中“扫描全能王”贡献近 70%营收，受益于先发优势和技术优势，其在细分赛道具有显著的标签效应，行业地位稳固。早在 21 年该产品全球月活量就已超 1 亿人，高于 top2~6 总和；20~23 年营收 CAGR 达 34.4%，月活量 CAGR 为 9.5%，23 年付费用户数达 677.6 万个，付费用户数/月活量持续提升。此外，公司将 C 端成熟的技术向 B 端推广，已服务 30 个场景、覆盖 130+世界 500 强公司。公司于 24 年 9 月 26 日登陆科创板，IPO 募资 13.8 亿元，将主要用于既有产品服务的研发升级、人工智能及商业大数据核心技术研发、数据中台建设等领域。

我们认为“扫描全能王”仍是公司主要增长引擎，商业大数据 B 端业务也有望提供长期发展动能：

- “扫描全能王”仍有广阔增长空间，随产品宣传推广发力、功能迭代，付费用户数有望进一步提升。国内市场方面，公司投流模式愈发成熟，24Q1~3 广告宣传费用同比增长 7,019.5 万元，旨在提高品牌认知度及曝光度，有望带动付费用户数增长。海外市场方面，“扫描全能王”已推广至全球百余个国家和地区，团队国际化运营经验丰富，上市后有望根据各细分市场需求进一步打磨产品功能。
- 商业大数据可与智能文字识别协同发展，B 端业务有望保持较高增速。公司通过“启信宝”树立品牌效应，带动 B 端业务快速增长，20~23 年商业大数据 B 端收入 CAGR 为 31.8%，24Q3 同比增长 20.2%，或将成为公司增长的长期助力。

盈利预测、估值和评级

我们预测 2024-2026 年公司营业收入为 14.15/16.74/19.63 亿元，分别同比增长 19.2%/18.3%/17.3%；预测归母净利润为 3.60/4.55/5.42 亿元，分别同比增长 11.44%/26.23%/19.16%。采用市销率法对公司进行估值，给予公司 2025 年 16 倍 PS 估值，目标价为 267.77 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

付费用户数增长不及预期，行业竞争加剧风险，B 端用户需求不及预期，海外经营政策风险，解禁风险。

计算机组

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

联系人：赵彤

zhaotong3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：203.54 元

目标价 (人民币)：267.77 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	988	1,187	1,415	1,674	1,963
营业收入增长率	22.67%	20.04%	19.22%	18.30%	17.28%
归母净利润(百万元)	284	323	360	455	543
归母净利润增长率	96.37%	13.91%	11.44%	26.38%	19.24%
摊薄每股收益(元)	3.783	4.309	3.602	4.552	5.427
每股经营性现金流净额	5.02	6.02	4.60	6.81	8.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	41.96%	32.37%	13.99%	15.99%	17.11%
P/S	0.00	0.00	14.39	12.16	10.37
P/B	0.00	0.00	7.91	7.15	6.42

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 深耕智能文字识别领域，产品具有标签属性.....	4
2. 智能文字识别：产品龙头地位稳固，付费用户持续增长.....	6
2.1 扫描全能王产品成熟，各项指标增长优秀.....	6
2.2 国内市场仍有广阔空间，海外市场面临更大机遇.....	9
2.2.1 产品功能持续打磨，加大宣传推广力度.....	9
2.2.2 国际化运营经验丰富，海外市场空间广阔.....	10
2.3 名片全能王付费用户数高增，向 B 端输出技术能力.....	11
3. 商业大数据：与 AI 协同推广，牵引 B 端业务增长.....	12
4. 财务指标稳健，发力品牌推广.....	13
5. 盈利预测.....	15
6. 风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 公司面向 B/C 端客户提供丰富产品矩阵.....	4
图表 2： C 端产品贡献主要营收.....	4
图表 3： 公司主要技术人员深耕智能文字识别领域多年.....	5
图表 4： 智能文字识别领域核心技术功能.....	5
图表 5： 公司各项场景识别准确率高于海内外同业.....	5
图表 6： 扫描全能王月活量显著高于同业.....	6
图表 7： 名片全能王月活量显著高于同业.....	6
图表 8： “扫描全能王”功能情况.....	7
图表 9： “扫描全能王”会员功能情况.....	7
图表 10： 扫描全能王营收保持高增.....	7
图表 11： 扫描全能王用户总数持续增长.....	7
图表 12： APP 端贡献主要月活量（人）.....	8
图表 13： 付费用户数/月活量持续提升.....	8
图表 14： “扫描全能王”续费率保持较高水平.....	8
图表 15： 公司单客户价值量保持较高水平.....	8
图表 16： 长周期订单占比呈现提升态势.....	8
图表 17： 扫描全能王针对细分场景推出专属功能.....	9
图表 18： 公司营销推广重心向“扫描全能王”倾斜.....	10
图表 19： 公司加大国内广告投放力度（单位：百万元）.....	10
图表 20： 公司来自境外收入持续增长.....	10



图表 21: 2022 扫描全能王贡献海外营收比重达 79.9%.....	10
图表 22: 预计 2022-2027 年智能文字识别全球市场增速为 16.7%.....	11
图表 23: 扫描全能王产品海外渗透率还有较大提升空间.....	11
图表 24: 名片全能王产品营收保持较高增速.....	12
图表 25: 名片全能王付费用户数持续增长.....	12
图表 26: 面向 B 端覆盖多家行业头部客户	12
图表 27: 场景化解决方案占比呈提升态势 (万元)	12
图表 28: 23 年启信宝营收有所下滑.....	13
图表 29: 启信宝 23 年付费用户数为 16.9 万人.....	13
图表 30: 商业大数据 B 端业务模式	13
图表 31: 商业大数据 B 端业务收入保持增长 (万元)	13
图表 32: 公司毛利率稳中有升.....	14
图表 33: 公司各项费用率较为稳定.....	14
图表 34: 公司归母净利润持续增长.....	14
图表 35: 公司归母净利率处于同业较高水平.....	14
图表 36: 公司 IPO 募集资金投向	14
图表 37: 扫描全能王收入预测.....	15
图表 38: 名片全能王收入预测.....	15
图表 39: 启信宝收入预测.....	16
图表 40: 智能文字识别业务预测.....	16
图表 41: 商业大数据业务预测.....	17
图表 42: 互联网广告推广及手机厂商授权预测.....	17
图表 43: 盈利预测情况.....	18
图表 44: 可比公司估值比较 (市销率法)	18

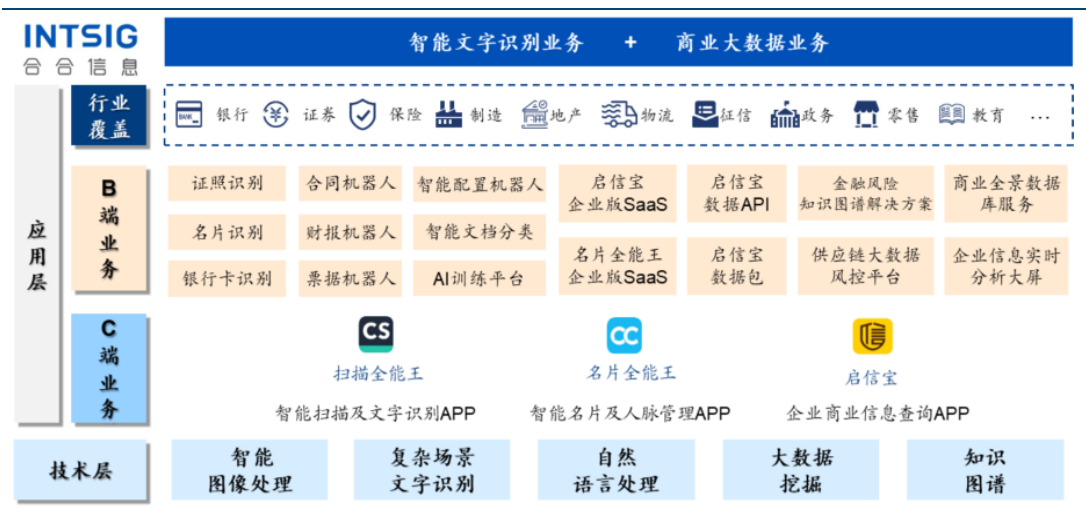


1. 深耕智能文字识别领域，产品具有标签属性

合合信息是行业领先的人工智能及大数据企业，成立于 2006 年，为 C 端和 B 端用户提供数字化、智能化的产品及服务。

- 面向 C 端，公司以 APP 和微信小程序的形式提供 3 款产品：1) 智能扫描及文字识别应用“扫描全能王”；2) 智能名片及人脉管理应用“名片全能王”；3) 工商信息查询应用“启信宝”。截至 2024 年三季度，公司 3 款核心 C 端产品月活量达到 1.68 亿。
- 面向 B 端，公司以 API、SaaS、软件授权等方式，为金融、制造、地产、物流、政务等行业客户提供智能文字识别、商业大数据等服务，可满足其降本增效、风险管理、智能营销等多元需求。

图表1：公司面向B/C端客户提供丰富产品矩阵



来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

公司 2023 年实现营收 11.87 亿元，其中 C 端产品占比 76.2%。具体而言，“扫描全能王”实现营收 8.09 亿元，占总营收的 68.2%；“名片全能王”、“启信宝”分别实现收入 0.24 亿元\0.70 亿元，占总营收的 2.1%\5.9%。B 端业务中，智能文字识别、商业大数据分别实现营收 0.67 亿元\1.15 亿元。此外，公司还基于 C 端 APP 进行广告变现，2023 年实现收入 0.96 亿元。

图表2：C 端产品贡献主要营收

分类	产品服务	盈利模式	销售模式	23 年营收及占比
智能文字识别	扫描全能王 APP、名片全能王 APP	1) 月度、年度等 VIP 会员； 2) 其他按次付费功能	用户直接购买	扫描全能王：8.09 亿元,68.2%； 名片全能王：0.24 亿元，2.1%
	B 端基础技术服务、标准化服务、场景化解决方案	1) 软件永久一次性授权+升级更新及技术支持服务费 2) 按期间收取软件使用费	直销为主	0.67 亿元，5.7%
商业大数据	启信宝 APP	1) 各类 VIP 会员付费，以年 VIP 为主 2) 付费报告等非会员产品	用户直接购买	0.70 亿元，5.9%
	B 端基础技术服务、标准化服务、场景化解决方案	1) 数据包采用一次性收费 2) API 根据调用次数或调用量收费 3) 启信宝企业版采用 SaaS 模式 4) 解决方案及数据库永久授权+更新收费	直销为主	1.15 亿元，9.7%
互联网广告推广		根据广告展示位置、时长等收费	直销+与第三方合作+经销	0.96 亿元，8.1%
手机厂商技术授权		按手机出厂量或授权旗舰收费	直销	0.04 亿元，0.3%

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

公司创始人团队及核心技术人员深耕智能文字识别领域多年。其中，公司董事长镇立新曾



担任摩托罗拉全球实验室负责人，专注于 OCR（光学字符识别）技术研发。作为最早将 OCR、手写识别、名片识别等技术整合到智能手机的团队，公司技术端先发优势明显。

图表3：公司主要技术人员深耕智能文字识别领域多年

公司高管	部分工作经历
镇立新	毕业于中国科学院自动化研究所，模式识别与智能系统博士，2000-2009 年任摩托罗拉（中国）高级经理，现任公司董事长、总经理及法定代表人。
陈青山	上海交通大学控制理论与控制工程硕士，2004-2006 年任摩托罗拉（中国）高级软件工程师，现任公司副总经理、董事、大数据技术负责人。
罗希平	毕业于中国科学院自动化研究所，模式识别与智能系统博士，2001-2007 年任摩托罗拉（中国）工程师，现任公司高级算法研发工程师、监事会主席。
龙腾	华南理工大学通信与信息系统博士，2008-2009 年任摩托罗拉（中国）研究员，现任公司董事、副总经理、AI 技术负责人。
张彬	华南理工大学通信与信息系统硕士，2008-2009 年任摩托罗拉（中国）研究员，现任公司工程算法研发总监。
郭丰俊	上海交通大学模式识别与智能系统博士，2000-2011 年就职于摩托罗拉（中国），历任研究员、研究经理及上海研发部主任，现任公司图像算法研发总监。

来源：iFind，公司招股书，国金证券研究所

得益于多年技术积淀，公司票据文字检测技术水平国际领先。公司的身份证\驾驶证\增值税发票的条目识别率分别达 99.6%\99.2%\97.7%。根据 2022 年 CNAS 测评，公司的合合 AI 开放平台各项识别准确率均高于国内外互联网大厂，“扫描全能王”在多个场景识别率高于国内外主流办公软件。

图表4：智能文字识别领域核心技术功能



来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

图表5：公司各项场景识别准确率高于海内外同业

中文证照识别条目识别率		合合AI 开放平台	百度AI 开放平台	腾讯AI 开放平台	阿里AI 开放平台	易道博识AI 开放平台
身份证		99.6%	98.7%	95.9%	82.1%	98.7%
复杂场景文字识别		合合AI 开放平台	百度AI 开放平台	腾讯AI 开放平台	阿里AI 开放平台	Google Vision Cloud
字符识别率平均值		81.9%	70.0%	65.0%	66.9%	80.5%
	扫描全能王	Adobe Scan	WPS	夸克	百度网盘	福昕PDF
普通文档数据集识别率	99%	89%	91%	98%	97%	95%
多语言数据集识别率	99%	79%	90%	93%	82%	80%
困难数据集识别率	95%	71%	79%	92%	93%	89%
手写数据集识别率	92%	12%	81%	87%	73%	37%

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

说明：数据为 2022 年中国合格评定国家认可委员会测评结果

凭借先发优势和技术优势，公司产品得到了用户的广泛认可，在细分领域活跃用户数远超同业。在文字识别类 APP 中，2023 年“扫描全能王”在 App Store 及 Google Play 平台的月活量之和超过海内外科技大厂的同类产品，约为 Adobe\微软同类产品的 2.2 倍\11.5 倍；在名片管理 APP 中，“名片全能王”在双平台月活量为 80.1 万人，高于纸质名片盛行环境下的日本本土产品。

公司产品通过多年的用户使用习惯培养，已经在细分赛道形成显著的标签效应。以中国 App Store 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”等功能词，说明对用户而言，“扫描全能王”一定程度上已成为扫描及文字识别的代名词，其他间接竞品较难构成



竞争威胁。

图表6：扫描全能王月活量显著高于同业

文字识别类 APP	上线时间	月活量	简介
扫描全能王	2010	14,540.4 万人	公司产品
Office lens	2015	1,269.6 万人	微软旗下
Google Lens	2017	2,488.1 万人	Google 旗下，未在 iOS 上架
Adobe Scan	2017	6,623.6 万人	Adobe 旗下，中国区 iOS 未上架
Scannable 扫描宝	2010	48.9 万人	印象笔记旗下，未在美国上架

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

说明：上述月活量为 2023 年 App Store + Google Play 月活量之和

图表7：名片全能王月活量显著高于同业

名片管理 APP	上线时间	月活量	简介
名片全能王	2009	80.1 万人	公司产品
Eight	2011	69.8 万人	日本 Sansan 产品
ABBYY Business Card Reader	2014	3.8 万人	ABBYY 旗下，主要在北美市场
Wantedly People	2016	17.7 万人	日本本土产品

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

说明：上述月活量为 2023 年 App Store + Google Play 月活量之和

公司在大模型时代积极迭代技术，持续加深技术护城河。公司在 2024 年 WAIC 上推出文档解析引擎，能够在 1.5 秒内完成百页文档的解析，引擎使用公司自研的文本向量化大模型（ACGE），为知识问答、信息检索、长文本信息抽取等场景提供支持。ACGE 在 2024 年 4 月 MTEB 中文榜单中排名第一，且为榜单前五模型中尺寸最小的，部署及推理成本更低。目前公司大模型提供按使用量收费（通用文档解析 0.042/页）、API 调用和私有化部署等多种应用模式。

2. 智能文字识别：产品龙头地位稳固，付费用户持续增长

2.1 扫描全能王产品成熟，各项指标增长优秀

“扫描全能王”产品于 2010 年正式推出，早期采用“免费使用+少量单次付费”模式，旨在培养用户使用习惯；2014 年上线境外 iOS 端 VIP 会员付费模式；2017 年上线国内 iOS/安卓端 VIP 会员支付宝自动续费模式。多年行业深耕使得公司更了解用户需求，在各应用市场均获得较高产品认知度：2023 年在 iOS APP Store 中、美、日、韩效率类应用畅销榜排名第 3、第 8、第 17、第 5；在 Google Play 美国办公类应用平均排名第 7；在华为商务类应用平均排名第 10。

公司提供免费版、付费版 2 种 APP，后者无广告但需在下载时付费 1 元\0.99 美元，下载完成后内部功能一致，目前付费版下载量占比不超过 0.2%。“扫描全能王”产品提供 20+ 会员权限，公司近年来会员价格稳定，连续包月\季\半年收费为 30 元\78 元\98 元（App Store 价格），首期包年费用为 178 元，后续 258 元/年；海外定价大多为普通会员 4.99 美元/月，49.99 美元/年。



图表8：“扫描全能王”功能情况



图表9：“扫描全能王”会员功能情况

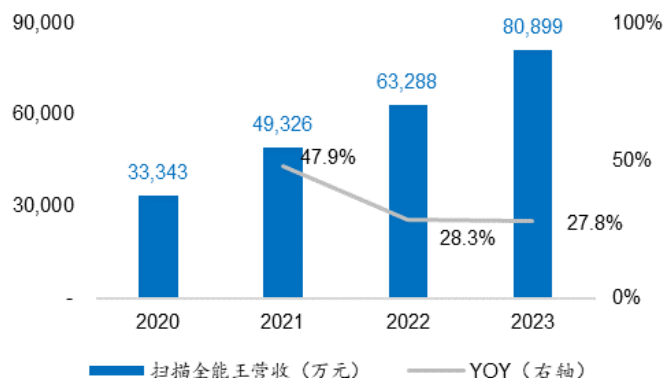
	高级会员	普通用户
证件扫描	√	×
拍图转 Excel	无限制	免费试用 1 次
拍图识字	1,000 次/月	10 次/月
添加水印	√	×
拍题	无限制	3 次/月
免广告	√	×
图片转 Word	√	×
PDF 加密	√	×
文档合并	√	×
PDF 提取页面	√	×
智能擦除	400 次/月	10 次/月

来源：扫描全能王小程序，国金证券研究所

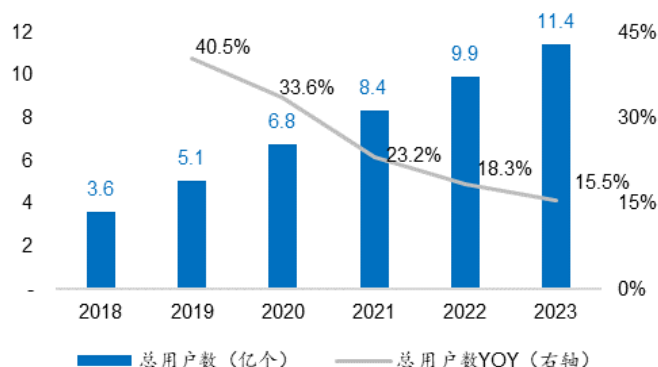
来源：扫描全能王 APP，国金证券研究所

2023 年“扫描全能王”实现营收 8.1 亿元，同比增长 27.8%，2020-2023 营收 CAGR 为 34.4%，保持较高增速。从用户数情况来看，至 2023 年末，产品累计用户数达 11.4 亿，较上年同期增长 15.5%，随用户基数增长，增速有所放缓。从用户画像来看，根据公司 2020 年 6 月发放的用户问卷，国内用户约 24% 为学生，教育培训、房地产、财务审计、机械制造占比分别为 11%\10%\8%\7%。

图表10：扫描全能王营收保持高增



图表11：扫描全能王用户总数持续增长



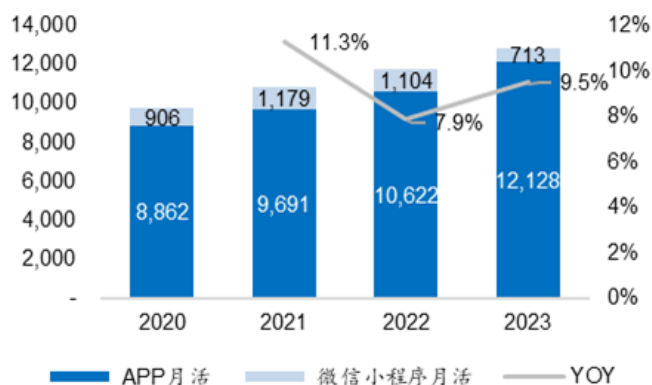
来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

- **月活量：**目前“扫描全能王”产品提供 APP 端和微信小程序端 2 个渠道，2020-2023 年整体月活量 CAGR 为 9.5%，其中 APP 端活跃用户数更多，2023 年末占比达 94.4%。由于公司从 2022 年 5 月起为提升用户文档分享体验，将原本优先通过小程序链接分享，改为优先按照文档 (pdf、word、图片等) 格式进行分享，导致 2022-2023 小程序端月活下降。

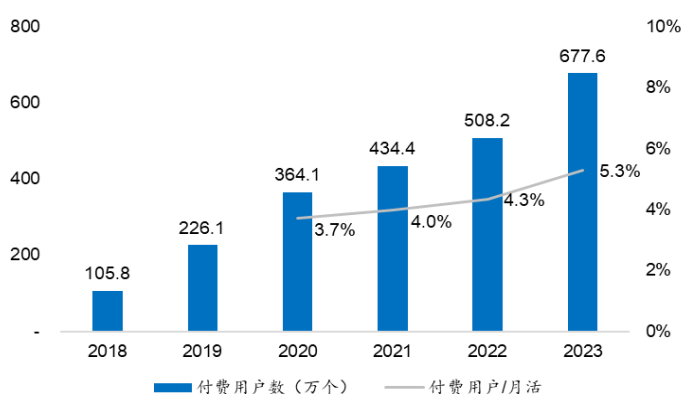


图表12: APP 端贡献主要月活量 (人)



来源: iFind, 公司招股说明书, 国金证券研究所

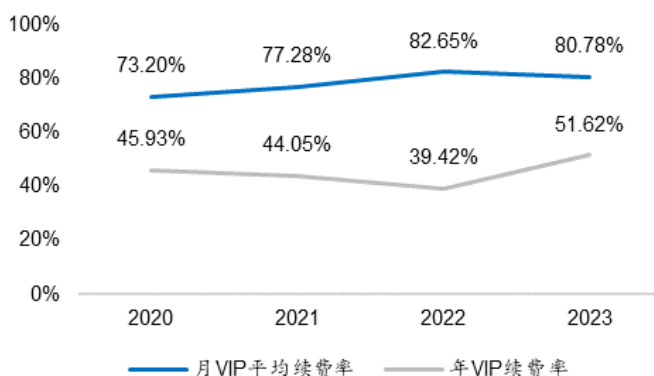
图表13: 付费用户数/月活量持续提升



来源: iFind, 公司招股说明书, 国金证券研究所

- **付费用户数:** 2023 年付费用户数达 677.6 万个, 较上年同期增长 33.3%。公司付费用户数/月活量持续提升, 体现了公司用户付费意愿的增长。23 年由于线下办公全面恢复, 部分黏性较低的月度用户停止订阅。同时, 公司优化年度 VIP 营销策略, 对于使用时长更长的会员进行正反馈。

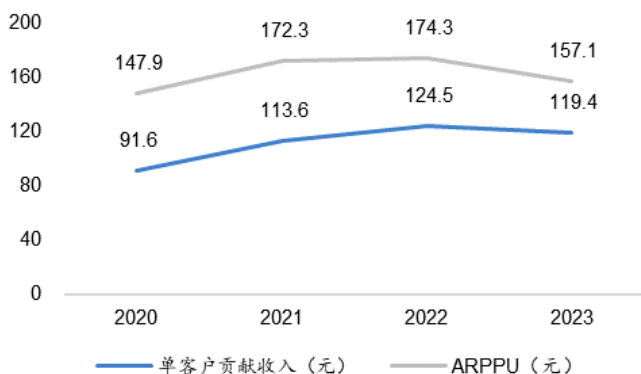
图表14: “扫描全能王”续费率保持较高水平



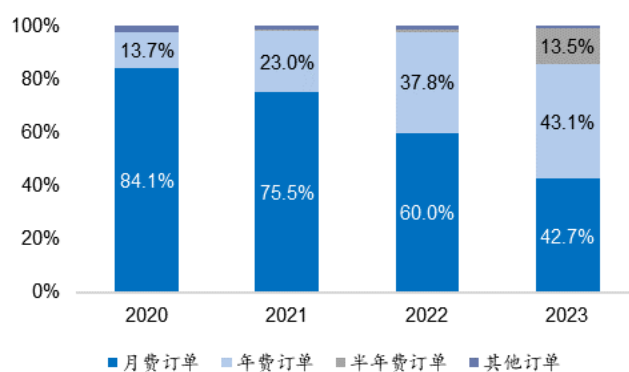
来源: iFind, 公司招股说明书, 国金证券研究所

- **单客价值量:** 1) 订单口径: 公司根据“当年付费订单金额/当年付费用户数”计算 ARPPU, 2023 年为 157.1 元/人, 公司 2023 年推广半年度 VIP 导致 ARPPU 有所下降。从订单结构来看, “扫描全能王”年费会员占比逐年提升, 2023 年年费会员订单数量占比达到 43.1%, 体现了用户黏性及付费意愿的提升; 2) 收入口径: 公司根据用户购买的会员服务期间分期确认收入, 因此收入口径的单客户价值量低于 ARPPU 且变化更加平滑。

图表15: 公司单客户价值量保持较高水平



图表16: 长周期订单占比呈现提升态势





来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

2.2 国内市场仍有广阔空间，海外市场面临更大机遇

2.2.1 产品功能持续打磨，加大宣传推广力度

在智能文字识别领域，除公司提供的专用工具软件外，微软、WPS 等也提供相关功能模块，同时部分手机自带系统也提供基础扫描功能，但我们认为各类产品在竞争优势方面有所差异，对公司高频用户的付费意愿影响较小。

- 与办公软件类厂商相比，公司产品所需的操作步骤更少。由于文档扫描仅为办公软件的众多功能之一，在其 APP 中通常隐藏较深，非高频使用用户难以发现；而公司产品点击即用，且已经成为品类代名词。
- 与手机自带功能相比，“扫描全能王”提供文件管理、文字提取等功能，且识别精度更高，因此虽然部分手机自带的基础扫描功能可能会对公司的免费客户进行分流，但对高频使用的付费用户影响较小。
- 此外，“扫描全能王”根据细分场景需求打造专属功能，包括单拍错题、试卷去手写、拍照计数、照片修复、扫描书籍等，能够快速满足用户不同类别的文档加工需求。公司产品保持高频更新，以 iOS 端应用为例，“扫描全能王”APP 近 1 年累计更新 37 次，办公类其他竞品 WPS、Microsoft 365 (Office)、金山文档、福昕 PDF 阅读器分别更新 32 次、27 次、9 次、6 次。

图表17：扫描全能王针对细分场景推出专属功能

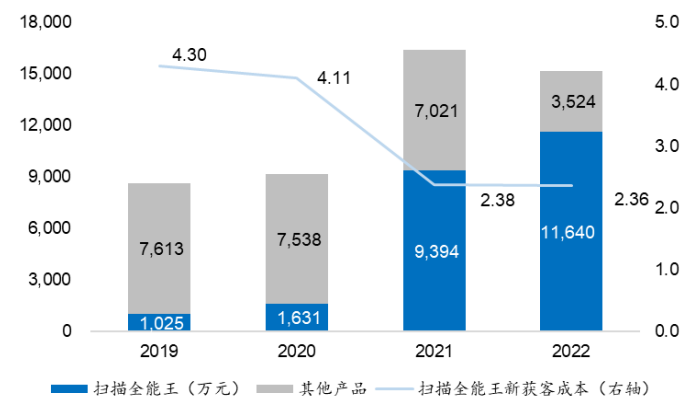


来源：扫描全能王 APP，国金证券研究所

投流模式愈发成熟，有望带来更多付费客户。2019 年之前“扫描全能王”主要依靠自然增长，2021 年起公司加大对其在流量投放和新媒体营销领域的推广力度，包括在抖音、哔哩哔哩、小红书等平台进行创意内容投放。经过几年投流摸索，公司的转化效率逐步提升，2019-2022 年流量推广的单位获客成本由 4.30 元/人降低至 2.36 元/人，新增用户付费转化率由 0.43% 提升至 0.75%。从区域分布来看，20 年及之前“扫描全能王”主要在 Facebook、Google 等平台投流，面向北美、亚洲其他国家及欧洲进行推广；21 年起公司加大境内营销力度，22 年该产品 66.2% 的宣传推广投入用于国内市场。公司 24 年前三季度广告宣传费用同比增加 7,019.5 万元，有望进一步提高品牌认知度及曝光度，进而带动付费用户数增长。



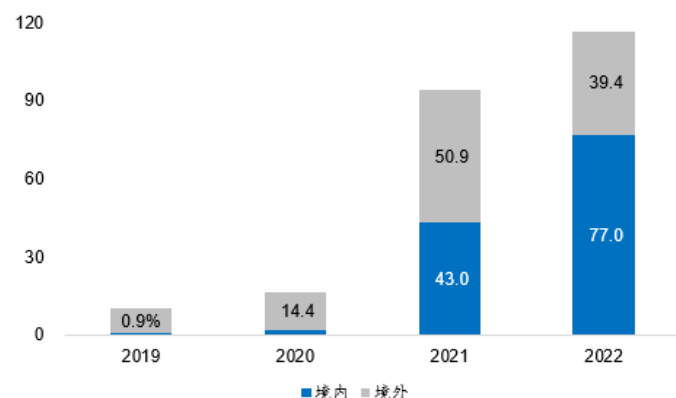
图表18：公司营销推广重心向“扫描全能王”倾斜



来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

说明：新获客成本=流量推广费/推广带来的新增设备数，单位为元/人

图表19：公司加大国内广告投放力度 (单位：百万元)



来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

说明：上图为“扫描全能王”境内外广告宣传费支出情况

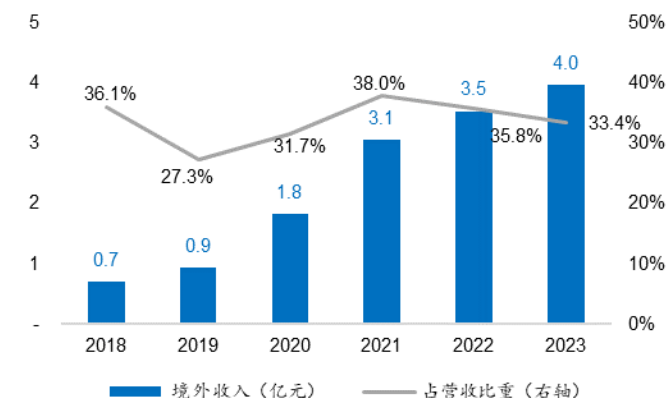
“扫描全能王”产品功能覆盖办公、教学、日常证照扫描等多个应用场景，可触达广阔市场空间。考虑到该产品在全球多个应用市场月活量排名领先，且均不存在直接竞品，我们假设公司在全球的活跃用户数分布与智能手机用户分布相似，剔除印度、非洲等市场，我们假设公司国内活跃用户数占比 32.6%，对应 23 年国内月活量为 4,192 万。对比金山办公 24Q3 的 WPS Office 移动版月活数 3.4 亿人，则仅就办公场景而言，“扫描全能王”的用户覆盖尚未饱和。如果考虑使用“扫描全能王”进行试卷扫描、课堂 PPT 扫描的学生群体，以及进行证照扫描管理的非办公人群，公司产品可触达的市场空间更广。

2.2.2 国际化运营经验丰富，海外市场空间广阔

公司 C 端 APP 产品已推广至全球百余个国家和地区，拥有亿级月活用户。截至 2023 年 12 月 31 日，“扫描全能王”曾在 App Store 上 84 个国家和地区的免费应用下载量排行榜位列第一。公司来自其他国家和地区的收入持续提升，2023 年实现收入 3.97 亿元，占总收入比重为 33.4%，2018-2023 年 CAGR 为 41.2%。

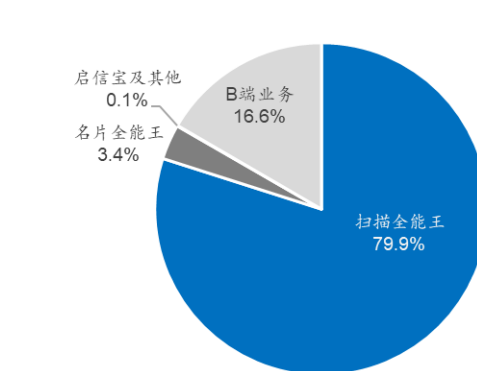
- 分地区来看，来自北美、亚洲其他国家（不包括中国港澳台地区）的收入占比最高，2023 年分别占总营收的 17.9%、6.3%。公司产品的海外推广不局限于华人，还包含大量当地用户。
- 分产品来看，公司披露了 2019-2022 年海外收入明细数据，其中来自 C 端 APP 的收入占比分别为 66.2%/86.3%/80.4%/83.4%，主要为“扫描全能王”贡献。境外 B 端收入主要来自互联网广告推广服务、智能文字识别和手机厂商授权预装。

图表20：公司来自境外收入持续增长



来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

图表21：2022 扫描全能王贡献海外营收比重达 79.9%



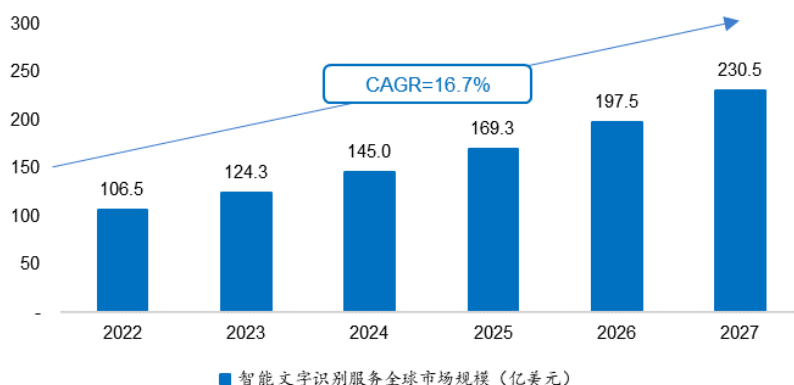
来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

我们认为公司在海外市场面临更大的行业机遇。随新兴国家数字化水平提升以及公司本地化运营的深入，产品付费用户数有望进一步提升：



- 从技术及运营能力来看，“扫描全能王”支持中、英、日、韩、葡、法等 41 种语言的文图识别；从发布之日起即面向全球市场运营，公司市场团队拥有十余年国际化运营经验，在海外用户需求挖掘、用户增长、投放营销、会员及广告变现等方面，都有相应的人才积累。公司针对不同国家和地区采取差异化营销策略，2021 年根据当地消费水平，将巴基斯坦、伊朗、阿根廷等 100 余个国家的 Google play 渠道的年费定价由 49.99 美元下调至 19.99-39.99 元，带动当年境外收入同比增长 67.3%。公司上市后资金更加充裕，有望根据海外细分市场需求进一步打磨产品功能，并加大海外推广力度，实现产品月活量和付费用户数提升。
- 从需求侧来看，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 CAGR 约 16.7%。公司作为智能文字识别 C 端领域行业龙头，有望伴随行业增长并实现市场份额进一步提升。

图表22：预计 2022-2027 年智能文字识别全球市场增速为 16.7%



来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

目前海外部分国家和地区的新增付费转化率尚处在较低水平。23 年国内市场付费用户渗透率达到 0.53%，但在巴西、印尼、墨西哥仅为 0.11%、0.08%、0.07%。我们预计随新兴国家数字化水平提升，对移动办公、文档扫描的需求和付费意愿有望进一步增长。

图表23：扫描全能王产品海外渗透率还有较大提升空间

代表性国家	23 年新增付费转化率	23 年付费用户数 (万个)	23 年付费用户渗透率
中国	1.49%	513	0.53%
巴西	0.48%	18	0.11%
印度尼西亚	0.09%	11	0.08%
墨西哥	0.25%	6	0.07%

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

说明：付费用户渗透率=付费用户数量/当地移动互联网用户总数；新增付费转化率=新增付费用户数/新增设备数

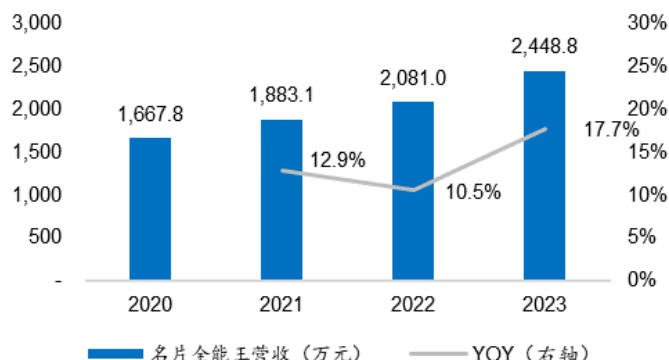
2.3 名片全能王付费用户数高增，向 B 端输出技术能力

公司在智能文字识别领域技术优势明显，除“扫描全能王”产品外，公司还面向名片管理细分赛道推出“名片全能王”产品、向 B 端用户提供技术服务和场景化解决方案。此外，公司还合作第三方平台在 APP 上进行广告投放。

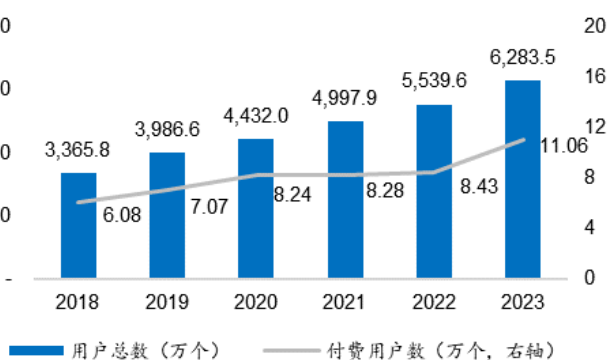
- “名片全能王”于 2009 年末上线，17-18 年先后推出海内外付费版。目前该产品会员价格为连续包月 63 元/月，连续包年 338 元/年，798 元/3 年，提供人脉搜索、查看附近的人或公司、名片信息导出 Excel、备份手机通讯录等服务。该产品 23 年实现营收 2,448.8 万元，2020-2023 年 CAGR 为 13.7%，23 年营收增速提升主要系经济活动恢复、小程序端功能完善，付费用户数同比增长 31.2%所致。



图表24：名片全能王产品营收保持较高增速



图表25：名片全能王付费用户数持续增长



来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

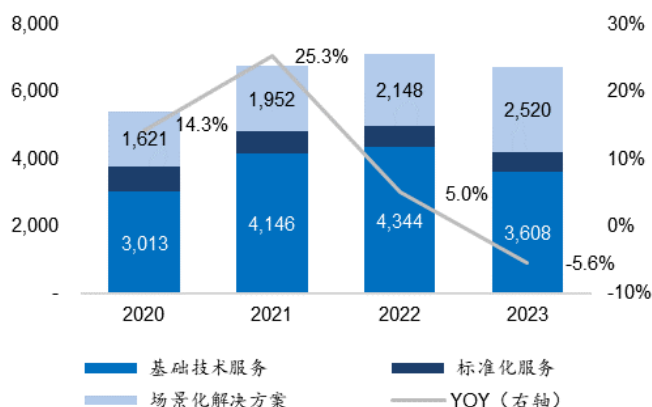
来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司面向 B 端企业用户提供基础技术服务(提供 API 或 SDK)、标准化服务(SaaS)、场景化解决方案等内容，目前已经服务银行、保险、制造业、地产、物流等多个行业。2023 年基于智能文字识别的 B 端业务收入为 6,724.7 万元，占公司总营收的 5.7%。由于基础技术服务同质化低价竞争严重，公司侧重发展附加值更高的场景化解决方案，23 年该部分业务收入同比增长 17.3%。2024 年三季度，该部分业务实现营收 1,721.9 万元，同比增长 10.3%。

图表26：面向 B 端覆盖多家行业头部客户

	服务	简介	代表客户
智能文字识别	基础技术服务	• 超100种证照识别、多国家名片及银行卡识别等	• eBay、中国邮政、中国银联、太平洋保险等
	标准化服务	• 名片全能王企业版 SaaS	• 软银集团、日本伊藤忠商等
	场景化解决方案	• 财报机器人、票据机器人、合同机器人等 • 智能文字识别AI训练平台	• 海尔集团、光大集团、上汽大众、中国人保、广发证券等

图表27：场景化解决方案占比呈提升态势（万元）



来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

3. 商业大数据：与 AI 协同推广，牵引 B 端业务增长

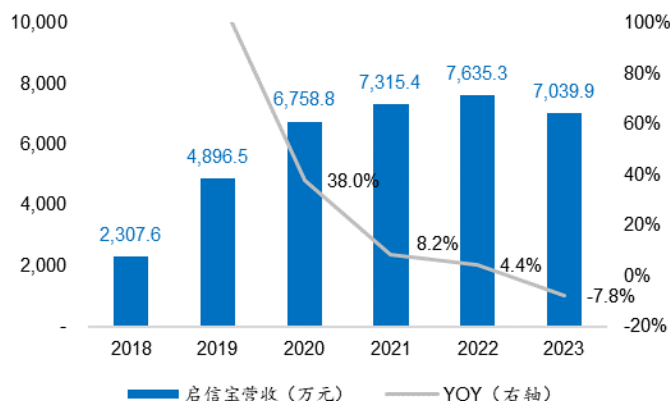
商业大数据与智能文字识别在技术和业务推广领域具有协同性，两者均依赖 NLP 对非结构化的信息进行提取分析，在客户群体上也有一定重叠，公司凭借“扫描全能王”、“名片全能王”等明星产品树立的良好口碑有助于公司在商业大数据领域拓展业务范围。

- C 端：公司于 2015 年推出启信宝软件，切入商务大数据赛道，于 2017 年推出启信宝 SaaS 版本，目前公司商业大数据突破 2,000 亿条，汇集境内约 3 亿家企业及组织信息。启信宝提供 2 种会员套餐，VIP 连续 398 元/年，798 元/3 年（App Store 版本），提供查老板、风险评估、集团信息等功能；SVIP 提供司法解析、财产线索、债务分析等功能，1,600 元/年，3,200 元/3 年。

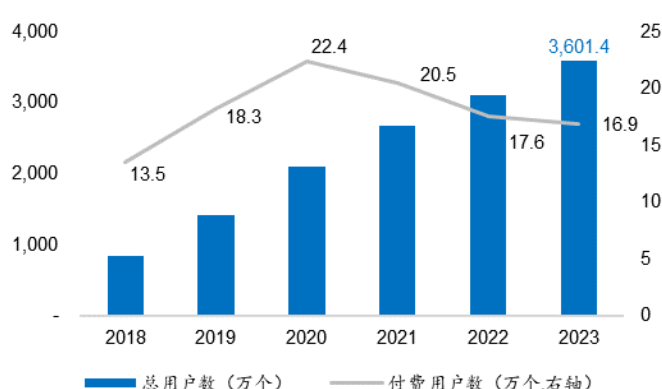
商业大数据 C 端 APP 市场集中度较高，主要玩家包括“企查查”、“天眼查”等。根据灼识咨询的测算，22 年启信宝的市场份额约为 7%，而“企查查”、“天眼查”在市场营销方面投入更多，两者份额合计为 78%。面对激烈的行业竞争，公司调整了对“启信宝”产品的广告营销策略，导致其月活量有所下滑，22-23 年产品月活量保持在 800 万左右，年 VIP 续费率在 37%左右。



图表28：23 年启信宝营收有所下滑



图表29：启信宝 23 年付费用户数为 16.9 万人



来源：iFind，公司 IPO 问询函回复，国金证券研究所

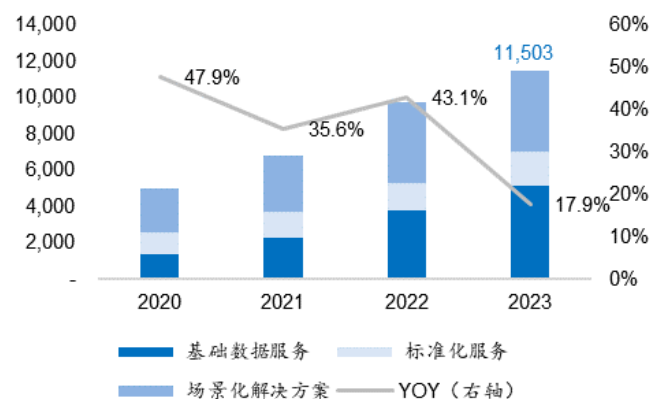
来源：iFind，公司招股说明书，公司 IPO 问询函回复，国金证券研究所

- B 端：虽然商业大数据 C 端业务处于竞争红海，但是通过汇聚企业工商数据、树立品牌效应，公司得以成功开拓 B 端市场。2023 年公司商业大数据 B 端业务实现营收 1.15 亿元，同比增长 17.9%，2020-2023 年 CAGR 为 31.8%；24 年 Q3 该业务营收同比增长 20.2%。我们认为随公司商业大数据 B 端业务覆盖更多行业场景，有望与“扫描全能王”一同支撑公司收入端稳定增长。

图表30：商业大数据 B 端业务模式

	服务	简介	代表客户
商业大数据	基础技术服务	• 数据API、数据包、数据同步服务	• 中铁建设、上海财经大学、顺丰速运、申万宏源等
	标准化服务	• 启信宝企业版 SaaS	• 中国移动、工商银行、华润电力、上汽大众等
	场景化解决方案	• 金融风险知识图谱解决方案、供应链大数据风控平台等 • 启信宝商业全景数据服务	• 招商银行、海通证券、青岛海尔、中国远大、小米、太平洋产险、平安科技、中国城市规划设计院等

图表31：商业大数据 B 端业务收入保持增长（万元）



来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

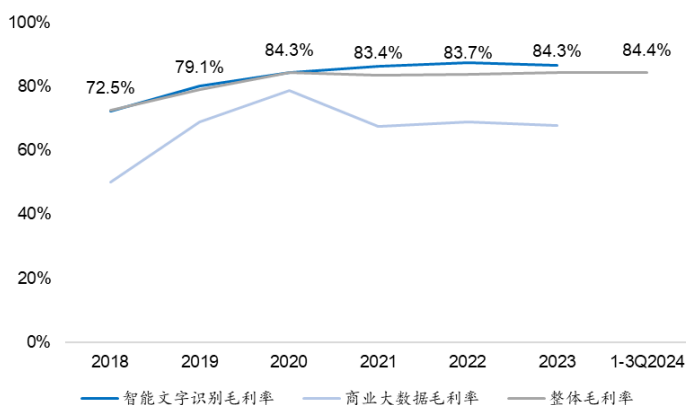
4. 财务指标稳健，发力品牌推广

公司营收保持增长，2018-2023 年 CAGR 为 43.3%，2023 年营收为 11.87 亿元，同比增长 20.0%，主要受益于智能文字识别 C 端收入高增 27.5%（占比 70.2%）。2024 年前三季度公司实现营收 10.49 亿元，同比增长 21.0%

由于公司主要提供标准化产品和服务，2020 年至今毛利率保持在 84%左右的较高水平。公司的营业成本中服务器及宽带、员工薪酬占主要部分，以 2023 年为例前者占营业成本的 45.7%、员工薪酬占比 32.3%。分业务来看，公司智能文字识别业务毛利率较高，C 端业务毛利率在 88%左右；公司 2021-2023 年发力商业大数据 B 端业务，人力成本增加拖累毛利率；互联网广告推广业务除 2021-2022 年尝试直销品牌外，其余年份毛利率保持在 95%+。

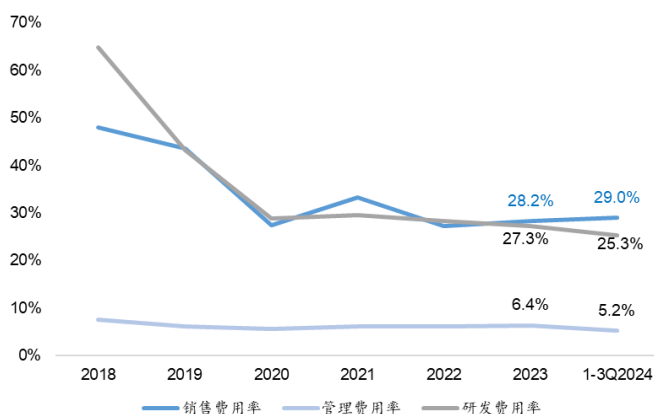


图表32：公司毛利率稳中有升



来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

图表33：公司各项费用率较为稳定

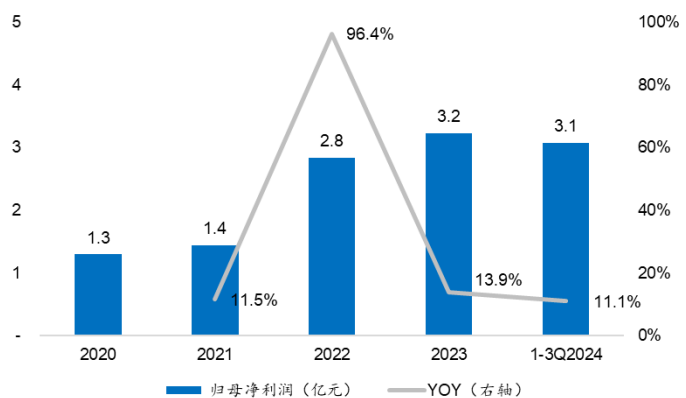


来源：iFind，国金证券研究所

公司费用率保持稳定,2024 年前三季度销售、管理、研发费用率分别为 29.0%\25.3%\5.2%，分别同比变动 3.1%\-0.5%\-1.4%。公司通过流量推广、新媒体营销等方式进行 APP 产品推广，广告宣传费用是销售费用中的最大细分项，24 年前三季度公司相关费用同比增加 7,019.5 万元，旨在提高品牌认知度及曝光度。

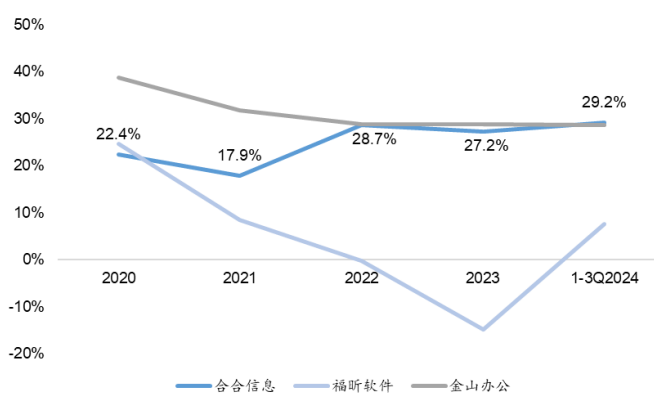
公司归母净利润持续增长，2020 年起公司实现盈利，随营收体量增加，2020-2023 年 CAGR 达 35.6%，2024 年前三季度公司归母净利润为 3.1 亿元，同比增长 11.1%。公司 23 年及 24 年前三季度归母净利率分别为 27.2%\29.2%，与金山办公相当，高于福昕软件。

图表34：公司归母净利润持续增长



来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

图表35：公司归母净利率处于同业较高水平



来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

公司于 24 年 9 月 26 日登陆科创板，IPO 募资 13.8 亿元，将主要用于既有产品服务的研发升级、人工智能及商业大数据核心技术研发、数据中台建设等领域。

图表36：公司 IPO 募集资金投向

募投项目名称	拟投入募集资金（万元）	建设期
人工智能 C 端产品及 B 端服务研发升级	76,284	3 年
商业大数据 C 端产品及 B 端服务研发升级	35,400	3 年
人工智能核心技术研发升级	21,033	3 年
商业大数据核心技术研发与数据中台建设	16,306	3 年
合计	149,023	



来源：iFind，公司招股书，国金证券研究所；说明：上市实际募集资金低于募集资金项目投资额的部分，公司将通过自筹资金解决

5. 盈利预测

➤ C 端营业收入：

■ 扫描全能王：

1) APP 是活跃用户主要渠道，参考 23 年 APP 月活量同比增长 14.2%，且 24 年公司新产品新功能推出及加大营销推广力度，我们假设 24-26 年 APP 端月活量同比增长 15.0%\14.0%\13.0%，来自 APP 渠道的月活量占比为 95.0%，则 24-26 年产品月活量为 1.47 亿\1.67 亿\1.89 亿。

2) 公司“付费用户/月活量”呈现逐年提升态势，2023 年为 5.28%，我们保守假设 24-26 年该比例分别为 5.35%\5.40%\5.43%，则对应付费用户数分别为 785.48\903.81\1,026.98 万个。

3) 公司 2023 年单客贡献收入为 119.39 元，我们保守假设 24-26 年单客贡献收入增速分别为 5.0%，则对应公司来自“扫描全能王”的收入同比增长 21.7%\20.8%\19.3%。

图表37：扫描全能王收入预测

扫描全能王	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
APP月活（万人）	9,691.20	10,622.23	12,128.46	13,947.73	15,900.41	17,967.46
YOY	9.4%	9.6%	14.2%	15.0%	14.0%	13.0%
占比	89.2%	90.6%	94.4%	95.0%	95.0%	95.0%
月活总量（万人）	10,869.78	11,725.74	12,841.34	14,681.82	16,737.27	18,913.12
付费用户数/月活	4.0%	4.3%	5.3%	5.35%	5.40%	5.43%
付费用户数（万人）	434.36	508.19	677.59	785.48	903.81	1,026.98
单客户贡献收入（元）	113.56	124.54	119.39	125.36	131.63	138.21
YOY	24.0%	9.7%	-4.1%	5.0%	5.0%	5.0%
营业收入（亿元）	4.93	6.33	8.09	9.85	11.90	14.19
YOY	47.9%	28.3%	27.8%	21.7%	20.8%	19.3%

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

■ 名片全能王：

1) 我们假设 24-26 年 APP 端月活量较 23 年持平，考虑到自 2021 年开始公司将小程序渠道作为推广重点，2023 年进一步打通与钉钉等第三方的跨平台分享功能，我们预测小程序渠道占比将呈提升趋势，而 APP 端占比分别为 43.0%\42.0%\41.0%，对应月活量总数为 348.63\356.93\365.63 万人。

2) 公司过往“付费用户/月活量”呈现逐年提升态势，2023 年为 3.37%，我们保守假设 24-26 年该比例维持在 3.40%水平，则对应付费用户数为 11.85\12.21\12.58 万人。

3) 公司 2023 年单客贡献收入为 221.41 元，我们保守假设 24-26 年单客贡献收入保持不变，则对应公司来自“名片全能王”的收入同比增长 7.2%\3.0%\3.0%。

图表38：名片全能王收入预测

名片全能王	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
APP月活（万人）	188.14	148.74	149.91	149.91	149.91	149.91
YOY	-26.1%	-20.9%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
占比	61.5%	54.9%	45.6%	43.0%	42.0%	41.0%
月活总量（万人）	306.03	270.71	328.67	348.63	356.93	365.63
付费用户数/月活	2.7%	3.1%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
付费用户数（万人）	8.28	8.43	11.06	11.85	12.21	12.58
单客户贡献收入（元）	227.42	246.85	221.41	221.41	221.41	221.41
YOY	12.4%	8.5%	-10.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入（万元）	1,883.05	2,080.95	2,448.83	2,624.49	2,702.78	2,784.89
YOY	12.9%	10.5%	17.7%	7.2%	3.0%	3.0%



来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

- 启信宝：假设 24-26 年月活量维持 23 年水平，“付费用户数/月活量”维持 2.1%，则对应付费用户数保持在 17.24 万个。假设单客户贡献收入与 23 年持平，则对应来自“启信宝”的收入同比增长 2.0%\0.0%\0.0%。

图表39：启信宝收入预测

启信宝	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
月活总量（万人）	1,038.97	792.59	820.74	820.74	820.74	820.74
付费用户数/月活	2.0%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
付费用户数（万人）	20.46	17.56	16.89	17.24	17.24	17.24
单客户贡献收入（元）	357.55	434.81	416.81	416.81	416.81	416.81
营业收入（万元）	7,315.43	7,635.28	7,039.89	7,183.91	7,183.91	7,183.91
YOY	8.2%	4.4%	-7.8%	2.0%	0.0%	0.0%

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

➤ 整体营收及毛利率：

- 智能文字识别：
 - 1) C 端业务：我们预测 24-26 年“扫描全能王”+“名片全能王”收入同比增长 21.3%\20.4%\18.9%。22-23 年公司该部分业务毛利率分别为 88.6%\88.4%，我们预测 24-26 年毛利率维持在 88.5%水平。
 - 2) B 端业务：24 年三季度该业务增速为 10.3%，我们假设 24-26 年公司 B 端业务增速为 8.0%\7.0%\6.0%，考虑到公司 B 端业务标准化程度、可复用程度较高，预计毛利率维持在 62.0%水平。
 - 3) 综上，智能文字识别业务 24-26 年营收增速为 20.3%\19.5%\18.2%，毛利率为 86.7%\87.0%\87.3%。

图表40：智能文字识别业务预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
C端收入（亿元）	5.12	6.54	8.33	10.11	12.17	14.47
YOY	46.3%	27.7%	27.5%	21.3%	20.4%	18.9%
毛利率	87.9%	88.6%	88.4%	88.5%	88.5%	88.5%
B端收入	0.68	0.71	0.67	0.73	0.78	0.82
YOY	25.3%	5.0%	-5.6%	8.0%	7.0%	6.0%
毛利率	73.4%	76.5%	61.7%	62.0%	62.0%	62.0%
智能文字识别收入	5.80	7.25	9.01	10.84	12.94	15.30
YOY	43.5%	25.0%	24.3%	20.3%	19.5%	18.2%
毛利率	86.2%	87.4%	86.4%	86.7%	87.0%	87.3%

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

- 商业大数据：
 - 1) C 端业务：我们预测 24-26 年“启信宝”收入同比增长 2.0%\0.0%\0.0%，毛利率参考 22-23 年情况，预测为 85.0%。
 - 2) B 端业务：24 年三季度该业务营收增速为 20.2%，假设 24-26 年收入增速为 20.0%\19.0%\18.0%。21-23 年毛利率呈现提升趋势，我们预测 24-26 年毛利率分别为 58.0%\59.0%\60.0%。
 - 3) 综上，商业大数据业务 24-26 年营收增速为 13.2%\12.5%\12.5%，毛利率为 67.2%\66.9%\66.8%。


图表41：商业大数据业务预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
C端收入（亿元）	0.73	0.76	0.70	0.72	0.72	0.72
YOY	8.2%	4.4%	-7.8%	2.0%	0.0%	0.0%
毛利率	80.5%	84.2%	85.5%	85.0%	85.0%	85.0%
B端收入	0.68	0.98	1.15	1.38	1.64	1.94
YOY	35.6%	43.1%	17.9%	20.0%	19.0%	18.0%
毛利率	53.6%	56.8%	57.1%	58.0%	59.0%	60.0%
商业大数据收入	1.41	1.74	1.85	2.10	2.36	2.66
YOY	19.9%	23.0%	6.6%	13.2%	12.5%	12.5%
毛利率	67.6%	68.8%	67.9%	67.2%	66.9%	66.8%

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

■ 互联网广告推广：

我们假设该业务营收增速与公司 C 端 APP 的月活量变化保持一致，则 24-26 年营收增速为 19.8%\19.0%\17.9%。公司 23 年停止采购北京浅米的提供的广告服务，毛利率提升至 95.6%，我们保守假设后续毛利率维持在 95.0%。

■ 手机厂商技术授权：

考虑到部分手机厂商自研文字识别技术，对第三方的技术需求减弱；同时公司 24 年三季度预计受到单项目影响收入同比增长 73.4%，我们预测 24 年全年增速为 50%，25/26 年保守预计营收增速为 0%，毛利率维持 96.0%。

图表42：互联网广告推广及手机厂商授权预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
互联网广告推广（亿元）	0.78	0.82	0.96	1.15	1.37	1.61
YOY	88.3%	5.1%	16.7%	19.8%	19.0%	17.9%
毛利率	90.9%	82.1%	95.6%	95.0%	95.0%	95.0%
手机厂商技术授权	0.05	0.05	0.04	0.05	0.05	0.05
YOY	-35.6%	-2.4%	-27.7%	50.0%	0.0%	0.0%
毛利率	98.7%	96.9%	95.6%	96.0%	96.0%	96.0%

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

➤ 销售\管理\研发费用

- 销售费用：公司通过流量推广、新媒体营销等方式进行 APP 产品推广，广告宣传费用是销售费用中的最大细分项，2023 年广告宣传费占营收比重为 16.7%；剔除广告宣传费后的销售费用率近年来稳定在 11% 左右。24 年 1-9 月，公司广告宣传费用同比增加 7,019.5 万元，销售费用率为 29.0%，同比增加 3.1pct，旨在提高品牌认知度和曝光度。我们预计 24-26 年销售费用率为 28.8%\28.7%\28.6%。
- 管理费用：24 年 1-9 月，公司进行人员扩充，同比增加 86 人，管理费用率为 5.2%，同比下降 0.5pct。我们预计 24-26 年公司管理费用率保持在 6.0% 水平。
- 研发费用：考虑到公司持续升级既有 C 端产品，进行人工智能核心技术的开发，24 年前三季度研发费用率为 25.3%，同比下降 1.4pct。我们预计公司 24-26 年研发费用率为 26.5%\26.4%\26.3%。

综上，我们预测 2024-2026 年公司归母净利润为 3.60\4.57\5.50 亿元，分别同比增长 11.31%\27.14%\20.20 %。



图表43：盈利预测情况

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	8.06	9.88	11.87	14.15	16.74	19.63
YOY	39.3%	22.7%	20.0%	19.2%	18.3%	17.3%
销售费用（亿元）	2.68	2.69	3.35	4.07	4.80	5.61
/营收	33.3%	27.2%	28.2%	28.8%	28.7%	28.6%
管理费用	0.50	0.61	0.76	0.85	1.00	1.18
/营收	6.2%	6.2%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	2.38	2.80	3.23	3.75	4.42	5.16
/营收	29.6%	28.3%	27.3%	26.5%	26.4%	26.3%
归母净利润	1.44	2.84	3.23	3.60	4.55	5.43
YOY	11.54%	96.37%	13.91%	11.44%	26.38%	19.24%
/营收	17.9%	28.7%	27.2%	25.5%	27.2%	27.7%

来源：iFind，公司招股说明书，国金证券研究所

我们采用市销率法对公司进行估值，选取办公软件龙头金山办公、全球 PDF 电子文档领导厂商福昕软件、AI 视觉公司虹软科技作为可比公司，参考可比公司 PS 平均水平，给予公司 2025 年 16 倍 PS 估值，目标价 267.77 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表44：可比公司估值比较（市销率法）

代码	名称	股价（元）	SPS					PS		
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688111.SH	金山办公	295.50	8.42	9.87	11.08	12.80	15.00	26.67	23.09	19.70
688095.SH	福昕软件	69.70	8.76	6.68	7.74	9.17	11.04	9.01	7.60	6.31
688088.SH	虹软科技	40.00	1.31	1.65	1.95	2.32	2.81	20.51	17.24	14.23
平均值								18.73	15.98	13.42
688615.SH	合合信息	203.54	13.18	15.82	14.15	16.74	19.63	14.39	12.16	10.37

来源：Wind，国金证券研究所

说明：金山办公、虹软科技采用国金证券研究所预测值，股价为 2024 年 12 月 24 日收盘价

6. 风险提示

■ 付费用户数增长不及预期

2023 年公司来自 C 端产品的收入占比达 76.2%，若后续由于经济形势下行、商业活动减少，公司产品新增用户数、老客户续费率不及预期，将会对公司收入产生影响。

■ 行业竞争加剧风险

公司在智能文字识别领域面临来自微软、谷歌、Adobe 等厂商的竞争，虽然公司目前产品识别准确率有一定优势，但是若竞争对手加大研发投入或产品推广力度，可能会对公司产品的市场地位产生威胁；目前部分手机拥有原厂自带的扫描识别功能，也可能影响公司产品的月活量及用户付费意愿。公司在商业大数据领域面临来自“企查查”、“天眼查”等产品的竞争，有市场份额下滑的风险。

■ B 端用户需求不及预期

公司将在智能文字识别、商业大数据 C 端积累的技术能力向 B 端用户输出，提供 API、数据包、SaaS、解决方案等形式的服务，若后续 B 端用户需求不及预期可能会影响公司收入，若后续面向 B 端的定制化服务占比增加，可能会影响公司的毛利率。

■ 海外经营政策风险

2023 年公司有 33.43%的营业收入来自海外市场，公司在海外的业务经营可能会受到当地法律法规和政策环境的影响。2020 年印度政府以保护国家安全理由封杀 59 款中国 APP，公司“扫描全能王”、“名片全能王”被迫下架；2021 年时任美国总统特朗普禁止“扫描



全能王”在美进行交易，但相关政策在 45 天后被新任美国总统拜登撤销。2023 年公司在美国地区的收入为 5.22 亿元，若后续中美关系恶化，美国政府出台相关行政命令、出口管制或制裁措施，公司业务可能受到不利影响。

■ 解禁风险

公司 120.4 万股首发机构配售股份将于 2025 年 3 月 26 日上市流通，预计占 A 股已流通比例为 6.0%，预计占总股本的 1.2%；公司 4,905.0 万股首发原始股东限售股及首发战略配售股份将于 2025 年 9 月 26 日上市流通，预计占 A 股已流通比例为 71.0%，预计占总股本的 49.1%。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	806	988	1,187	1,415	1,674	1,963
增长率		22.2%	20.0%	19.2%	18.3%	17.3%
主营业务成本	-133	-161	-187	-219	-255	-294
%销售收入	16.6%	16.3%	15.7%	15.5%	15.2%	15.0%
毛利	672	827	1,000	1,196	1,419	1,668
%销售收入	83.4%	83.7%	84.3%	84.5%	84.8%	85.0%
营业税金及附加	-4	-5	-7	-8	-10	-12
%销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-268	-269	-335	-407	-480	-561
%销售收入	33.3%	27.2%	28.2%	28.8%	28.7%	28.6%
管理费用	-50	-61	-76	-85	-100	-118
%销售收入	6.2%	6.2%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	-238	-280	-323	-375	-442	-516
%销售收入	29.6%	28.3%	27.3%	26.5%	26.4%	26.3%
息税前利润 (EBIT)	112	212	258	320	386	461
%销售收入	13.9%	21.5%	21.7%	22.6%	23.1%	23.5%
财务费用	-4	29	7	25	53	65
%销售收入	0.5%	-2.9%	-0.6%	-1.8%	-3.2%	-3.3%
资产减值损失	-2	-2	-3	0	0	0
公允价值变动收益	2	3	20	10	10	10
投资收益	-3	1	1	1	1	1
%税前利润	n.a	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	138	280	323	357	451	537
营业利润率	17.1%	28.4%	27.2%	25.2%	26.9%	27.4%
营业外收支	0	-1	-1	0	0	0
税前利润	138	280	322	357	451	537
利润率	17.1%	28.3%	27.1%	25.2%	26.9%	27.4%
所得税	7	4	1	4	5	5
所得税率	-4.8%	-1.5%	-0.3%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
净利润	144	284	323	360	455	543
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	144	284	323	360	455	543
净利率	17.9%	28.7%	27.2%	25.5%	27.2%	27.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	144	284	323	360	455	543
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	25	32	37	57	114	167
非经营收益	2	-35	-33	15	-10	-10
营运资金变动	116	95	124	28	122	134
经营活动现金净流	288	377	451	460	681	833
资本开支	-20	-15	-76	-156	-178	-188
投资	-83	-445	-566	10	10	10
其他	2	4	7	1	1	1
投资活动现金净流	-101	-456	-635	-145	-167	-177
股权募资	0	0	0	1,359	0	0
债权募资	0	0	0	-1	0	0
其他	-20	-18	-21	-146	-183	-218
筹资活动现金净流	-20	-18	-21	1,212	-183	-218
现金净流量	160	-80	-200	1,528	331	438

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	634	553	353	1,867	2,188	2,619
应收款项	72	98	98	124	147	172
存货	0	0	2	2	2	2
其他流动资产	109	577	1,155	1,169	1,171	1,174
流动资产	815	1,228	1,608	3,162	3,508	3,968
%总资产	85.2%	94.6%	89.5%	92.3%	91.5%	91.9%
长期投资	91	22	20	20	20	20
固定资产	19	21	54	153	196	200
%总资产	2.0%	1.6%	3.0%	4.5%	5.1%	4.6%
无形资产	9	4	3	29	52	72
非流动资产	141	70	189	264	328	349
%总资产	14.8%	5.4%	10.5%	7.7%	8.5%	8.1%
资产总计	956	1,297	1,797	3,425	3,836	4,316
短期借款	10	2	17	17	17	17
应付款项	31	46	57	55	64	74
其他流动负债	460	567	673	743	881	1,033
流动负债	500	615	747	814	961	1,123
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	6	52	38	28	21
负债	504	621	799	852	989	1,144
普通股股东权益	452	676	998	2,574	2,847	3,172
其中：股本	75	75	75	100	100	100
未分配利润	74	354	677	893	1,166	1,492
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	956	1,297	1,797	3,425	3,836	4,316

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.926	3.783	4.309	3.602	4.552	5.427
每股净资产	6.026	9.015	13.311	25.736	28.467	31.723
每股经营现金净流	3.836	5.023	6.015	4.603	6.814	8.335
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.441	1.821	2.171
回报率						
净资产收益率	31.97%	41.96%	32.37%	13.99%	15.99%	17.11%
总资产收益率	15.11%	21.87%	17.98%	10.51%	11.87%	12.57%
投入资本收益率	25.26%	31.69%	25.41%	12.47%	13.60%	14.59%
增长率						
主营业务收入增长率	39.35%	22.67%	20.04%	19.22%	18.30%	17.28%
EBIT 增长率	-11.11%	90.12%	21.55%	24.16%	20.59%	19.42%
净利润增长率	11.54%	96.37%	13.91%	11.44%	26.38%	19.24%
总资产增长率	55.75%	35.69%	38.53%	90.60%	11.97%	12.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.9	29.1	28.0	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	2.2	0.8	2.8	3.0	3.0	3.0
应付账款周转天数	75.0	82.7	97.7	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	8.6	7.7	16.7	39.4	42.8	37.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-153.6%	-160.0%	-145.0%	-115.1%	-115.3%	-117.1%
EBIT 利息保障倍数	28.1	-7.3	-34.5	-12.6	-7.2	-7.1
资产负债率	52.73%	47.88%	44.45%	24.87%	25.78%	26.50%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	4	4	4
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.20	1.20	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究