

合合信息 (688615.SH)

优于大市

AI 文字识别龙头，扫描全能王和商业大数据齐头并进

核心观点

公司是文字识别 AI 应用龙头，业务覆盖 BC 两端办公场景。公司于 2006 年在上海成立，AI 和大数据是公司产品和技术基因。公司 C 端产品主要是面向全球个人用户的 APP 产品，包括扫描全能王、名片全能王、启信宝。B 端产品主要是面向各行业客户提供的智能文字识别、商业大数据的产品和服务。公司 C 端产品已覆盖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。公司近年来业绩增长较快。2023 年公司收入为 11.87 亿元，同比增长 20.04%。20-23 年收入复合增速超过 27%；扣非归母净利润 2.97 亿元，同比增长 12.15%。20-23 年扣非归母净利润复合增速超过 45%。

智能文字识别技术领先，扫描全能王付费率持续提升。智能图像处理、复杂场景文字识别、NLP 是公司智能文字识别的三大核心技术。公司扫描全能王产品在多项测试中领先同行，这是客户选择的主要标准之一。因此扫描全能王在扫描类应用中全球排名第一，用户数等大幅领先竞争对手。2023 年扫描全能王产品收入达到 8.09 亿元，占公司全年收入比超过 68%，2020-2023 年产品复合增速超过 34%。产品付费用户持续增长超 677 万，付费率每年稳步提升至 5.28%。名片全能王当前收入占比较小，23 年付费用户达到 11.06 万，增长超 31%，付费率稳步提升至 3.36%。

商业大数据 B 端业务快速增长，C 端启信宝触底回升。启信宝在 C 端商业信息查询 C 端市场中排名第三，近年来竞争加剧导致付费用户和收入有所下降。但 23 年月活用户、新增付费用户数、新增注册用户数等关键指标止跌回升。商业大数据 B 端是公司重点发展方向，公司已经形成多个标杆案例，竞争优势领先同行；23 年收入达到 1.15 亿元，20-23 年复合增速超过 31%。

大模型、数据要素带来新机会，付费率提升和海外市场可期。中文高质量语料紧缺下，公司推出大模型“加速器”，更好的解析论文、图表等非结构化数据，为大模型提供新“水源”。公司已构建了分层数据资产建设框架(DIKI)，启信慧眼形成了多个 B 端标杆案例，产品拓展顺利。公司 C 端产品，与金山等同类工具型产品对比，付费率仍有较大提升空间。另一方面，公司较早布局海外，一些发展中国家与国内比付费率仍有较大差距，海外市场空间广阔。

盈利预测与估值：预计 2024-26 年公司收入 14.38/17.46/21.30 亿元；归母净利润 3.88/4.86/5.95 亿元，EPS 分别为 3.88/4.86/5.95 元。通过多角度估值，公司股票合理估值区间在 228.42-256.86 元之间，相对于公司目前股价有 24.90%-40.41%的估值空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧；下游各 IT 开支收紧；付费率提升不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	988	1,187	1,438	1,746	2,130
(+/-%)	22.7%	20.0%	21.2%	21.4%	22.0%
净利润(百万元)	284	323	388	486	595
(+/-%)	96.4%	13.9%	19.9%	25.5%	22.3%
每股收益(元)	2.84	3.23	3.88	4.86	5.95
EBIT Margin	21.5%	21.7%	24.4%	26.2%	26.8%
净资产收益率 (ROE)	42.0%	32.4%	28.4%	26.6%	24.8%
市盈率 (PE)	64.5	56.6	47.2	37.6	30.8
EV/EBITDA	84.5	69.2	55.0	41.8	33.9
市净率 (PB)	27.05	18.32	13.38	10.00	7.64

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

计算机 · 软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xionglli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏尧

021-60875168

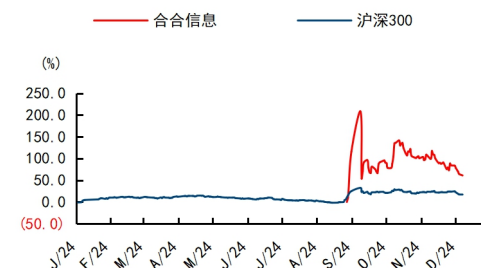
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	228.42 - 256.86 元
收盘价	182.88 元
总市值/流通市值	18288/3437 百万元
52 周最高价/最低价	507.00/88.93 元
近 3 个月日均成交额	507.83 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

合合信息——BC 两端 AI 办公应用龙头.....	5
公司深耕文字识别，产品矩阵逐步丰富.....	5
股权结构稳定，核心团队均有持股.....	6
业绩稳健增长，盈利能力提升显著.....	8
智能文字识别在 B、C 两端快速发展.....	9
公司智能文字识别技术行业领先，率先 AI 应用落地.....	9
C 端——扫描全能王：公司第一大收入来源，年 VIP 用户快速增长.....	11
C 端——名片全能王：当前收入较小，未来潜力十足.....	14
B 端：企业级市场需求渐起，整体业务稳定增长.....	17
商业大数据协同效应显著，B 端增长更快.....	18
商业大数据技术快速发展，与文字识别协同.....	18
C 端——启信宝：商业查询市场排名第三，多项指标止跌回升.....	20
B 端：商业大数据快速成长，公司保持领先.....	23
新一轮 AI 革命带来新机会，出海市场可期.....	24
大模型、数据要素逐步成熟为公司 B、C 两端带来新机会.....	24
持续打造新功能助力付费率提升，海外市场有望加快增长.....	27
盈利预测.....	30
假设前提.....	30
未来 3 年业绩预测.....	31
盈利预测的敏感性分析.....	31
估值与投资建议.....	32
绝对估值.....	32
相对估值.....	33
投资建议.....	33
风险提示.....	34
附表：财务预测与估值.....	36

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司产品覆盖 BC 两端.....	6
图 3: 公司 2023 年各业务构成.....	6
图 4: 公司各业务历年毛利率水平.....	6
图 5: IPO 后公司股权结构.....	7
图 6: 公司近年来营收增长表现（亿元）.....	8
图 7: 公司近年来扣非归母净利润增长表现（亿元）.....	8
图 8: 公司近年来毛利率、净利率、ROE 表现.....	8
图 9: 公司近年来三费表现.....	8
图 10: 公司人员构成.....	9
图 11: 公司人员增长及人均指标（个，万元）.....	9
图 12: 公司三项核心技术的关系和应用案例.....	10
图 13: 扫描全能王产品功能.....	11
图 14: 扫描全能王产品用户画像.....	11
图 15: 扫描全能王收入增长（亿元）.....	14
图 16: 扫描全能王付费用户数量（万个）.....	14
图 17: 名片全能王产品功能.....	14
图 18: 名片全能王活跃用户画像.....	14
图 19: 名片全能王收入（亿元）.....	16
图 20: 名片全能王付费用户数（万个）.....	16
图 21: 智能文字识别 B 端收入行业拆分.....	18
图 22: 智能文字识别 B 端三大业务收入增长（亿元）.....	18
图 23: 商业大数据技术.....	19
图 24: 某银行客户的担保圈知识图谱案例.....	19
图 25: 启信宝产品功能.....	20
图 26: 启信宝历年收入（亿元）.....	22
图 27: 启信宝付费用户数（万个）.....	22
图 28: 商业大数据 B 端收入行业拆分.....	24
图 29: 商业大数据 B 端三大业务收入增长（亿元）.....	24
图 30: 以 ChatGPT 4 为代表的文档解析对表格解析较差.....	25
图 31: 合合信息“极速器”提升图表解析能力.....	25
图 32: 启信宝数据资产建设框架.....	26
图 33: 启信慧眼批量、精准、高效拓客应用场景.....	26
图 34: “试卷去手写”新功能.....	27
图 35: “编辑文字”新功能.....	27
图 36: 名片全能王和启信宝协同提供多种付费功能.....	28
图 37: 公司 C 端产品用户扩张优势.....	28

图 38: 互联网工具类软件付费率水平.....	28
图 39: 各大 C 端互联网娱乐应用付费率水平.....	28
图 40: 公司海外业务收入（亿元）.....	29
图 41: 2023 年 8 月中国非游戏厂商及应用出海收入 30 强.....	29
表 1: 公司主要高管和核心人员.....	7
表 2: C 端产品价格.....	9
表 3: 国内头部文字识别企业识别率（中文证照）.....	10
表 4: 国际头部文字识别企业识别率（复杂场景）.....	10
表 5: 多款软件文字识别功能对比.....	11
表 6: 扫描全能王同类竞争对手.....	12
表 7: 扫描全能王相关运营数据.....	12
表 8: 扫描全能王续费率和 ARPPU.....	13
表 9: 扫描全能王各类订单情况.....	13
表 10: 名片全能王同类竞争对手.....	15
表 11: 名片全能王相关运营数据.....	15
表 12: 名片全能王各渠道月活明细.....	15
表 13: 名片全能王续费率和 ARPPU.....	16
表 14: 名片全能王各类订单情况.....	16
表 15: 智能文字识别 B 端主要应用场景.....	17
表 16: 公司文字识别的 B 端三大业务.....	17
表 17: 商业信息查询市场主要竞争对手.....	21
表 18: 启信宝相关运营数据.....	21
表 19: 启信宝续费率和 ARPPU.....	22
表 20: 启信宝各类订单情况.....	22
表 21: 公司商业大数据的 B 端三大业务.....	23
表 22: 公司 IPO 募投项目.....	24
表 23: 国内和海外市场付费率情况对比.....	29
表 24: 公司业务拆分.....	30
表 25: 未来 3 年盈利预测.....	31
表 26: 情景分析（乐观、中性、悲观）.....	32
表 27: 公司未来 5 年盈利预测假设.....	32
表 28: 资本成本假设.....	32
表 29: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）.....	33
表 30: 同类公司估值比较.....	33

合合信息——BC 两端 AI 办公应用龙头

公司深耕文字识别，产品矩阵逐步丰富

公司以文字识别技术起家，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。公司于 2006 年在上海成立，前期主要沉淀文字识别的核心技术，构筑了较强的技术壁垒。公司在 2009-2010 年推出了名片全能王、扫描全能王两款以文字识别和图像处理技术为核心的 APP，并迅速得到市场认可。公司在 16 年开始向 B 端发力，成立企业级智能解决方案事业部，布局行业头部客户，输出超过 100 种证照的 OCR 基础模块服务。同时，公司也布局了商业大数据领域，推出启信宝等产品覆盖 C 端和 B 端客户。

图1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

AI 和大数据是公司产品和技术基因。公司 C 端产品主要是面向全球个人用户的 APP 产品，包括扫描全能王、名片全能王、启信宝。B 端产品主要是面向各行业客户提供的智能文字识别、商业大数据的产品和服务，如合同机器人、供应链大数据风控平台等。AI 和大数据是公司核心技术，AI 领域，智能文字识别是一个重要分支，融合了智能图像处理、深度学习文字识别、自然语音处理 NLP 等多项 AI 技术。大数据领域，商业大数据利用大数据挖掘、知识图谱等技术，通过“数据、信息、知识、智能”4 个层次，挖掘商业数据价值。

公司技术领先，用户覆盖广泛。凭借公司出色的技术积累，公司 AI、大数据等能力处于行业领先地位，如 2012 年被谷歌评为“全球顶尖开发者”；在 2019 和 2023 年国际文档分析识别大会（ICDAR）中获得不同竞赛项目的冠军。2023 年 5 月，公司加入中国信通院牵头的《文档图像篡改检测标准》制定工作，确立文档图像篡改检测技术的行业标准。得益于此，公司 C 端产品已覆盖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。

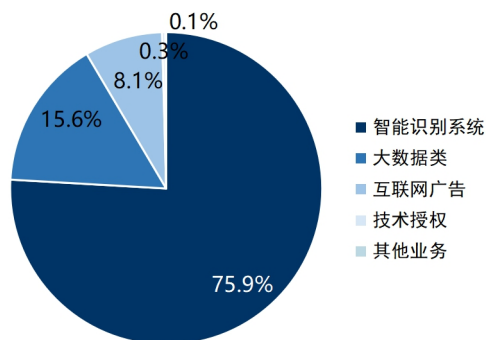
图2：公司产品覆盖 BC 两端



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

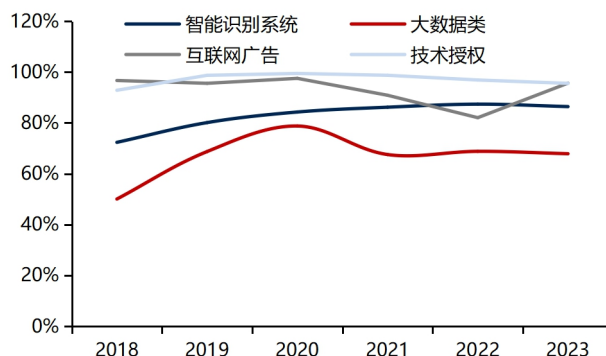
智能文字识别和大数据是公司核心业务，毛利率保持较高水平。2023 年智能文字识别收入 9.01 亿元，占比高达 75.9%；其中以两大全能王产品为代表的 C 端收入为 8.33 亿元，是公司目前收入主要贡献来源；由于 C 端业务占比较高，毛利率近年来保持 86%以上。大数据类业务收入 1.85 亿元，占比为 15.6%；其中 B 端收入 1.15 亿元，增长较快；毛利率近年来保持在 67%以上。随着公司 C 端产品用户流量持续增长，互联网广告业务也稳步增长，收入占比 8.1%。

图3：公司 2023 年各业务构成



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图4：公司各业务历年毛利率水平

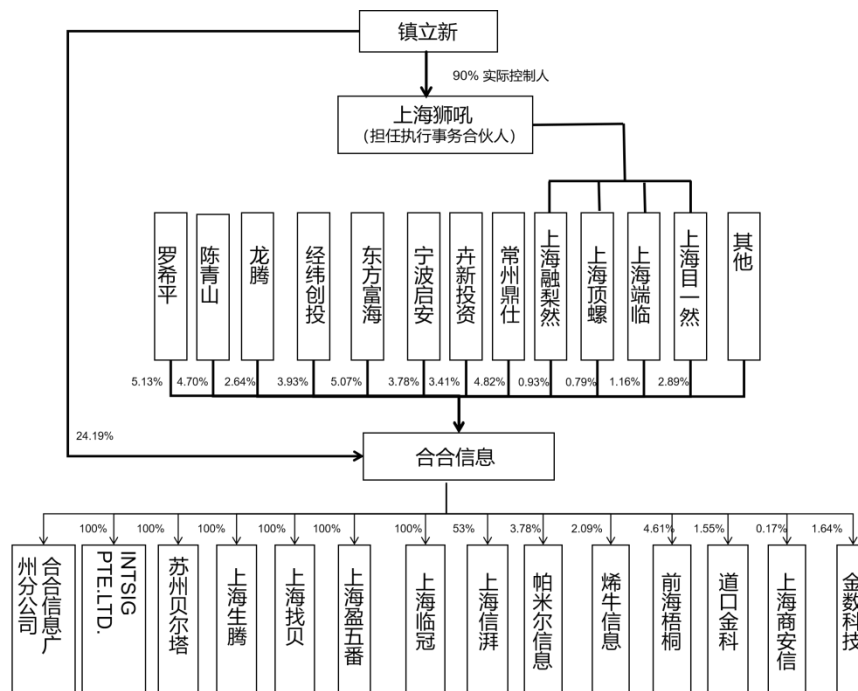


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

股权结构稳定，核心团队均有持股

镇立新先生为公司实际控制人。IPO 前，公司创始人镇立新先生直接持股 32.25%，叠加通过上海狮吼间接控制上海目一然、上海端临、上海融梨然及上海顶螺持（这 4 家均为公司员工持股平台）有的公司股权，合计控制公司 39.93%的股份；IPO 后镇立新合计控股比例约 30%，是公司实际控制人。除了公司人员持股外，也有数家创投机构进行了投资持股。同时，公司还拥有 7 家全资中国境内子公司，4 家全资境外子公司，参股 6 家公司。

图5: IPO 后公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

团队技术背景深厚，核心高管和员工均有持股。镇立新先生及公司多名核心人员均来自摩托罗拉中国研究院，团队在 AI 文字识别等技术领域积累深厚。公司历史上已实施过两批股权激励，形成多个员工持股持股平台。除了几位直接持股的公司核心员工之外，多名员工，包括其他高管均通过持股平台间接持有公司股份。

表1: 公司主要高管和核心人员

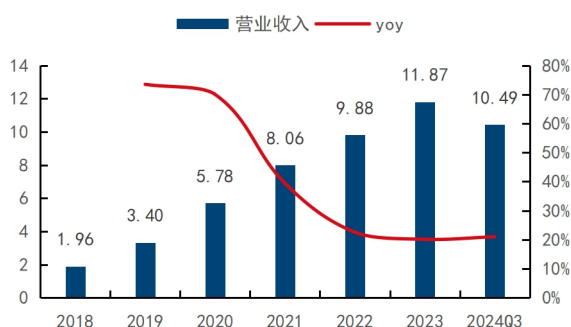
高管及核心员工	职务	IPO 后直接持股比例	个人简介
镇立新	总经理，董事长	24.19%	毕业于中国科学院自动化研究所，模式识别与智能系统博士。曾任中国石化集团公司洞庭氮肥厂电气工程师；大连海事大学讲师；摩托罗拉（中国）电子有限公司高级经理；同济大学兼职教授；2009 年 11 月至今，就职于合合信息。现任上海合合信息科技股份有限公司董事长、总经理及法定代表人。
龙腾	副总经理，董事	2.64%	毕业于华南理工大学，通信与信息系统博士。曾任摩托罗拉（中国）电子有限公司研究员；2009 年 6 月至今，任合合信息董事、副总经理、AI 技术负责人。
陈青山	副总经理，董事	4.70%	毕业于上海交通大学，控制理论与控制工程硕士。曾任阿尔卡特（苏州）通讯有限公司软件工程师；摩托罗拉（中国）电子有限公司高级软件工程师；2006 年底入职公司，现任副总经理、董事、大数据技术负责人。
叶家杰	财务总监		毕业于浙江大学，金融学学士。曾任通用电气（中国）有限公司任全球内审团队高级审计经理、下属业务部门天然气发电集团的大中华区商务财务总监。2020 年 8 月入职合合信息担任财务工作，现任财务总监。
刘忱	董事会秘书，董事		毕业于上海财经大学，会计学学士。曾任中国石油化工集团上海研发中心会计；科恩国际中心大厦置业（上海）有限公司财务经理；盛趣信息技术（上海）有限公司高级财务经理；2016 年 4 月入职合合信息财务部门担任财务工作；历任合合信息财务总监、董事、董事会秘书。
丁凯	核心技术人员，自然语言算法研发总监		2011 年毕业于华南理工大学，通信与信息系统博士。2011 年 7 月任职于合合信息，现任自然语言算法研发总监。
郭丰俊	核心技术人员，图像算法研发总监		2000 年毕业于上海交通大学，模式识别与智能系统博士。曾就职摩托罗拉（中国）电子有限公司中国研究中心，历任研究员、研究经理及上海研发部主任。2011 年 11 月任职于合合信息，现任图像算法研发总监。
张彬	核心技术人员，工程算法研发总监		2008 年毕业于华南理工大学，通信与信息系统硕士。曾任摩托罗拉（中国）电子有限公司研究员。2009 年 9 月任职于合合信息，现任工程算法研发总监。
罗希平	监事会主席，高级算法研发工程师	5.13%	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。曾任摩托罗拉（中国）电子有限公司工程师；2008 年 1 月至今，就职于合合信息。现任合合信息高级算法研发工程师、监事会主席。

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

业绩稳健增长，盈利能力提升显著

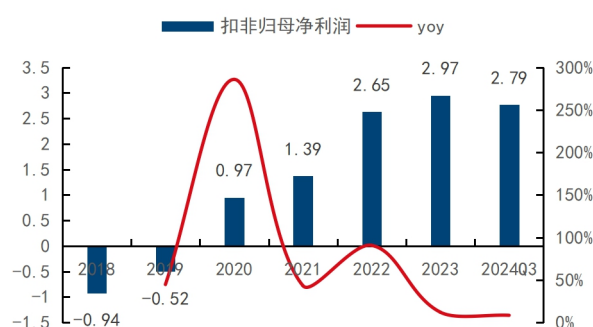
公司近年来收入和业绩同时保持较高增长。2023 年公司收入达到 11.87 亿元，同比增长 20.04%。20-23 年收入复合增速超过 27%，在宏观经济波动中，公司仍保持了较好的增长表现。利润方面，公司在 2023 年归母净利润达到 3.23 亿元，同比增长 13.91%；扣非归母净利润 2.97 亿元，同比增长 12.15%。20-23 年扣非归母净利润复合增速超过 45%。扫描全能王是近年来公司业绩高增长的主要驱动力。2024 年前三季度，公司收入达到 10.49 亿元，同比增长 21.02%；归母净利润 3.07 亿元，同比增长 11.05%；扣非归母净利润 2.79 亿元，同比增长 8.45%；公司 24Q3 利润表现超出了招股书指引。公司在 24Q3 销售费用增长较快，主要系加大产品的运营及市场推广力度，为后续持续成长奠定基础。

图6：公司近年来营收增长表现（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

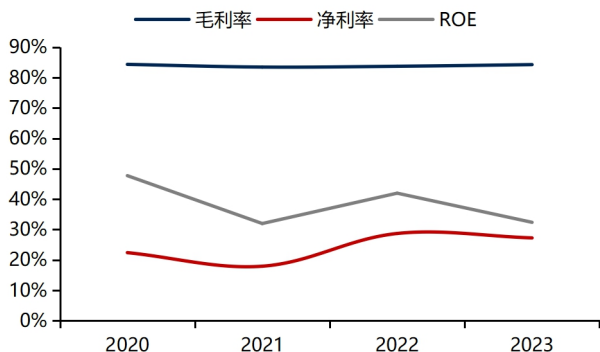
图7：公司近年来扣非归母净利润增长表现（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

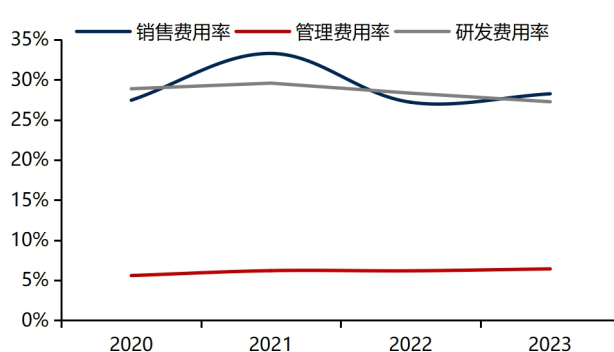
盈利能力保持较高水平，费用率趋于稳定。由于C端产品收入整体保持较快增长，公司23年毛利率回升至84%以上，净利率27%，ROE摊薄为32.37%，均保持较高水平。公司费用率当前趋于稳定，销售和研发保持较高投入，23年费用率分别为28.24%、27.25%；增长主要来源于人员扩张，以及广告宣传 and 研发项目增加。随着公司用户和付费率稳步提升，规模效应也将显现，费用率有望逐步下降。

图8：公司近年来毛利率、净利率、ROE 表现



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

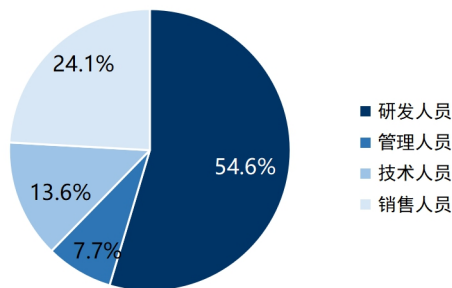
图9：公司近年来三费表现



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

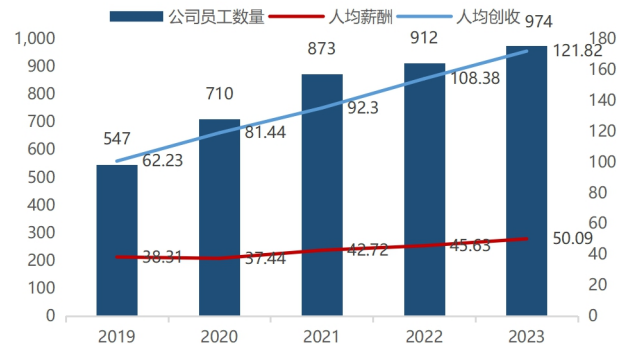
研发人员占比高，人效持续提升。截至 2023 年 12 月 31 日，公司人员达到 974 人，其中研发人员占比为 54.6%，销售人员占比 24.1%。公司 19-23 年人员复合增速为 15.52%，低于收入增速；人效提升显著，23 年人均创收提升至 121.82 万元，公司人员薪酬也稳步提升。

图10: 公司人员构成



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图11: 公司人员增长及人均指标（个，万元）



资料来源：公司招股说明书，Wind，国信证券经济研究所整理

C 端产品是公司主要收入来源，B 端以直销为主。截至 2023 年底，公司扫描全能王、名片全能王、启信宝 3 款 APP 在 App Store 与 Google Play 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。C 端三大产品价格稳定，2023 年收入占比为 76.18%。C 端按照应用市场来源，App Store 占比 42.15%；Google Play 占比 10.75%；其他应用市场占比 47.10%。B 端产品收入占比为 23.82%，目前主要为直销，经销占比较低。

表2: C 端产品价格

APP 产品	月度 VIP 会员	月度 VIP 会员	年度 VIP 会员	年度 VIP 会员
	(元/月/人) 单月购买	(元/月/人) 连续包月	(元/年/人) 单月购买	(元/年/人) 连续包年
扫描全能王	45	30	300	258
名片全能王	78	63	388	338
启信宝	/	/	398	首年 338, 次年 360

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

智能文字识别在 B、C 两端快速发展

公司智能文字识别技术行业领先，率先 AI 应用落地

智能图像处理、复杂场景文字识别、NLP 是公司智能文字识别的三大核心技术。文字识别是企业和个人用户数字化工作和生活的必备工具，也是 AI 应用中需求最为直观，且商业推广落地较快的领域。公司在智能文字识别领域已拥有超过 15 年的研发积累，技术处于行业领先地位。三项核心技术应用逐步递进，其中智能图像处理主要是应用于图像去阴影、图像增强、曲面矫正等；复杂场景文字识别主要应用于手写印刷体混排识别、抗强干扰识别、扭曲文字识别等；NLP 自然语言处理主要应用于票据分类、合同抽取、智能审核等。公司在通用技术基础上进行了大量创新，包括自研算法模型、模型设计与构建、模型训练、参数调节、场

景验证等工作，因此这三项技术成为公司 B、C 两端产品的基石，构筑了稳健的技术壁垒，并形成了大规模应用。

图12: 公司三项核心技术的关系和应用案例



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

公司产品识别率高，竞争优势明显。根据中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可的检测实验室于 2020 年出具的《软件测试报告》，名片全能王 APP 针对常规的多语言名片的字符识别率平均值为 99.43%；扫描全能王 APP 针对常规的印刷体文档字符平均识别率为 99.77%，手写体文档字符平均识别率为 97.00%。在身份证识别的案例中，公司 AI 开放平台条目识别率达到 99.6%，高于国内多家互联网可比公司。

表3: 国内头部文字识别企业识别率（中文证照）

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	99.60%	98.70%	95.90%	82.10%	98.70%

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

在复杂场景下（在多国语言、多版式、多曲面、包含干扰因素等情况下），文字识别率虽然有所下滑，但公司 AI 开放平台依然领先于国内外互联网头部公司，且显著高于国内互联网公司。

表4: 国际头部文字识别企业识别率（复杂场景）

复杂场景文字 识别 字符识别率平 均值	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
	81.90%	70.00%	65.00%	66.90%	80.50%

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

高识别率是用户选择产品的主要标准之一，公司“扫描全能王”领先同行产品。在文字识别应用场景中，客户需要极高的准确率；否则 AI 产品不仅无法减少用户工作量，反而会带来大量复核、审查工作。因此识别准确率、可信度是用户选择的主要标准之一。2022 年 CNAS 认可的检测实验室对公司开发的“扫描全能王”出具《软件测试报告》，将扫描全能王与 Adobe Scan、WPS、百度网盘、福昕 PDF、夸克 APP 的文字识别功能进行了对比，各项识别率水平均高于竞争性 APP。2023 年 5 月，公司在中国泰尔实验室的 OCR 智能化服务评估、智能文档处理系统技术能力模块评估中获得最高评级：1) 识别性能各方面数据处于行业领先；2) 在 NLP 领域的文本纠错、文本分类以及知识图谱领域的实体识别、关系抽取等方面获得最高评级；3) 安全性、可靠性符合测试标准。

表5: 多款软件文字识别功能对比

场景样本的字符识别率	扫描全能王	Adobe Scan	WPS	夸克	百度网盘	福昕 PDF
普通文档数据识别率	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%
复杂场景数据集识别率	91%	21%	77%	83%	77%	65%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

C 端——扫描全能王：公司第一大收入来源，年 VIP 用户快速增长

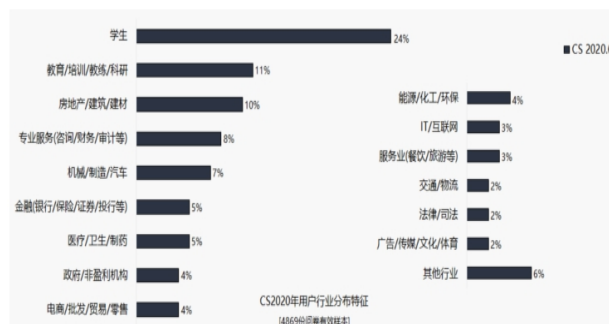
扫描全能王是全球常用办公 APP 之一，扫描类全球第一，用户群体广泛且粘性高。扫描全能王是一款智能扫描及文字识别 APP，可类比为手机里的多功能智能扫描仪，可将复杂场景的文档扫描为 PDF 或者图片，并进一步提取文本，实现归档、查找、共享等多种文档需求。该产品支持 41 种语言，在扫描类 APP 用户量中排名第一。扫描全能王在全球的用户群体广泛，遍布各个行业，不仅包括付费能力强的商务人士，也包括大量的教师、学生、家庭等非商务用户。根据公司 2020 年 6 月投放的 4869 份用户问卷调研数据，学生占比为 24%，教育/培训/教练/科研场景的用户占比 11%。随着用户在产品中留存的文档资产越来越多，其用户粘性也在不断增加；而用户通过 APP 文件分享，也帮助产品降低获客成本。

图13: 扫描全能王产品功能



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

图14: 扫描全能王产品用户画像



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

扫描全能王各项数据领先，竞争对手平均月活与之差距较大。扫描全能王在 2010 年推出，正把握了移动互联网高速发展机遇，因此产品在用户数量、体验、技术等多方面保持领先。前期主打免费版，也有单次付费功能，2014 年开始在中国境内外 iOS 端上线 VIP 会员付费模式。扫描全能王在该类 APP 产品的全球月活用户量级、用户评分上呈现较大领先优势，即使微软、谷歌和 adobe 的产品，相比扫描全能王仍有较大差距。从中国 APP Store 关键词热度来看，“扫描全能王”已成为扫描及文字识别代名词。该产品在 C 端已经构建了稳定品牌认知、用户口碑等优势，竞争壁垒稳定。

表6: 扫描全能王同类竞争对手

文字识别类 APP	简介	上线时间	用户数量 (App Store 与 Google play 的月活之和)	用户体验 (以 App Store 部分地区 2023 年 12 月 31 日的评分为例)
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
Office lens	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
Google Lens	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	Google lens 未在 App Store 上架 iOS 中国区评分: 4.8, 评分个数 0.7 万个
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 美国区评分为: 4.7 评分个数 1.9 万个 iOS 中国区未上架
Adobe Scan	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 Adobe PDF，同时具备 OCR 功能	2017 年	2023 年的平均月活为 6,623.6 万	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: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

扫描全能王付费用户数量、月活用户数量、新增付费转化率持续提升。根据公司披露的 2020-2023 年的数据，公司多项运营指标持续提升。这主要得益于多种原因：行业层面，用户付费意愿提升，付费方式日益便捷，用户个人数字资产管理需求增长等。产品层面，产品技术领先并具备先发优势，用户粘性持续增强，持续创新提升了付费转化率。整体付费用户比例并不高，2022 年从 0.54% 下降至 0.51%，主要原因是总用户数（设备数）为多年的累计值，而付费用户为期间数。2023 年付费用户占比提升至 0.59%，主要是付费用户数同比增长超 33%，增速快于总用户数。如果参考“当年的付费用户数/当年的年平均月活用户数”，则 2020-2023 年付费率分别为 3.73%、4.00%、4.33%、5.28%，处于稳步提升趋势。

表7: 扫描全能王相关运营数据

报告期	总用户数 (设备数, 万个)	付费用户数 (万个)	付费用户比例	月活用户 (万个)	新增付费用户数 (万个)	新增设备数 (万个)	新增付费转化率
2020 年	67,859.84	364.14	0.54%	9,767.55	99.69	17,075.92	0.58%
2021 年	83,606.84	434.36	0.52%	10,869.78	107.38	15,746.99	0.68%
2022 年	98,901.53	508.19	0.51%	11,725.74	114.56	15,294.69	0.75%
2023 年	114,245.88	677.59	0.59%	12,841.34	96.18	15,344.36	0.63%

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

扫描全能王年VIP用户快速增长，2023年续费率有所反弹。从2019年开始，公司加大产品年费VIP的推动，引导用户转化为年VIP用户，因此留存的月VIP用户价格敏感度低且粘性较高，月VIP平均续费率稳步提升；2023年月续费率略有下降，主要系国内解除居家办公状态后需求有所减少。与此同时，年VIP订阅用户快速增长，2020-2023年分别达到48.87万、123.23万、249.80万、556.71万，2021-2023年的同比增速高达152%、103%、123%。由于年VIP订阅促销方案为首年优惠较大，第二年恢复原价。部分价格敏感的用户在首期VIP到期后选择不再续订，导致年VIP续费率整体有所下降。但2023年续费率反弹明显，公司着重优化了年VIP运营策略，对于使用时长更长的会员进行一定正向反馈，收效明显。但从金额来看，年VIP当年到期后续费用户的订单金额从2020年的0.5亿元快速增长至2022年的2亿元。

表8: 扫描全能王续费率和ARPPU

年份	月VIP平均续费率	年VIP续费率	ARPPU (元)
2020年	73.20%	45.93%	147.85
2021年	77.28%	44.05%	172.29
2022年	82.65%	39.42%	174.30
2023年	80.78%	51.62%	157.07

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

2023年ARPPU值下降主要加大半年VIP推广。扫描全能王产品定价无重大变化，产品ARPPU值提升较快，主要系年费订单数量占比逐年上升所致。2023年ARPPU值有所下降，主要是公司在部分应用市场尝试加大半年VIP产品的推广力度，半年VIP订单数量占比快速提升至13.45%。

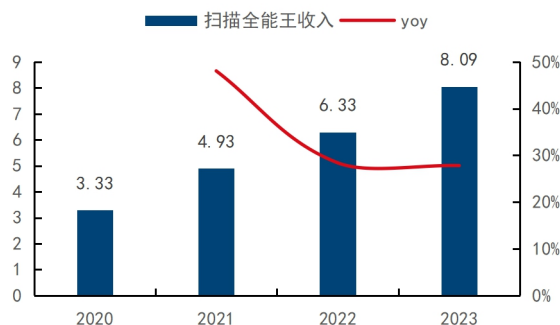
表9: 扫描全能王各类订单情况

期间	月费订单占比	年费订单（不含半年VIP）占比	半年VIP订单占比	其他订单占比	总计
2020年	84.11%	13.71%	0	2.18%	100%
2021年	75.48%	22.42%	0.57%	1.53%	100%
2022年	59.97%	37.75%	1.13%	1.15%	100%
2023年	42.70%	43.14%	13.45%	0.72%	100%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

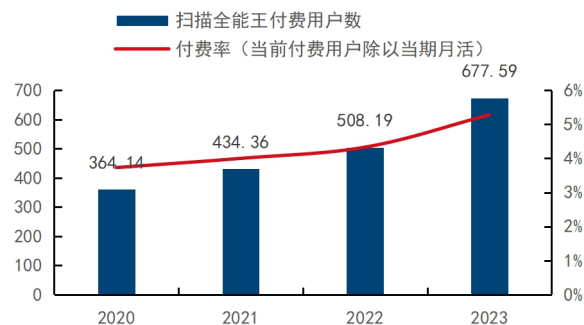
扫描全能王收入快速增长，是公司业绩中流砥柱。2023年扫描全能王产品收入达到8.09亿元，占公司全年收入比超过68%。2020-2023年产品复合增速超过34%，且保持了88%以上的高毛利率，成为公司收入和利润的主要来源。收入高增长主要是公司持续推动会员付费转化，2023年付费用户数达到677.59万，2020-2023年产品付费用户数复合增速达到23%，付费率（当前付费用户除以当期月活）稳步提升至5.28%。随着公司不断优化产品功能和运营策略，未来付费用户数和付费率仍有望保持稳定提升。

图15: 扫描全能王收入增长（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图16: 扫描全能王付费用户数量（万个）

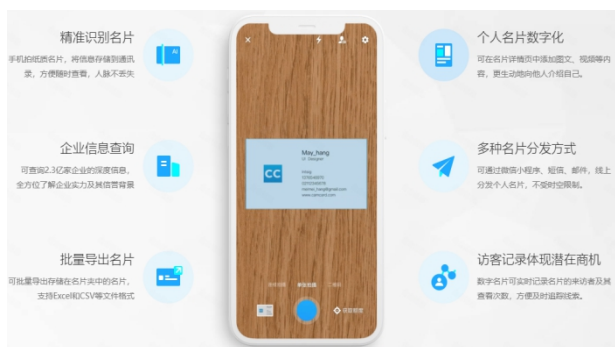


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

C 端一名片全能王：当前收入较小，未来潜力十足

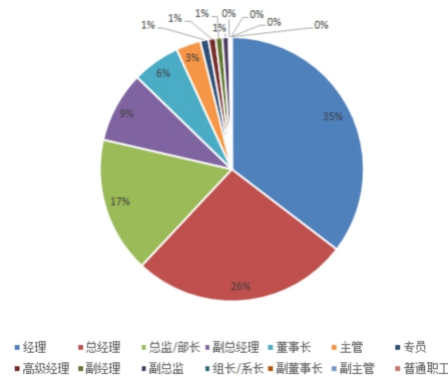
名片全能王名片管理类第一，社交属性助力网状裂变推广能力。名片全能王是一款智能名片及人脉管理 APP，能将纸质名片迅速扫描成数字名片，并提取所有信息保存通讯录，还包括名片管理、企业信息查询等多种功能。该产品支持 17 种语言，曾在 App Store 上 44 个国家（含中国）的商务类免费应用下载量排行榜 top 1。名片全能王用户主要为付费能力相对较强的商务人群，如经理、总经理、总监占比较高。用户在名片全能王上持续积累电子名片资产，成为管理人脉、商务社交的平台，用户千亿成本高。而电子名片交换形成自然的网状裂变，在加强产品粘性的同时，也提升了自然扩张速度。

图17: 名片全能王产品功能



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

图18: 名片全能王活跃用户画像



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

名片全能王同样月活数据领先，付费探索时间相对较晚。名片全能王在 2009 年末上线，前期主打免费版，以积累用户规模和体验；2017 年产品开始在国内推出付费版。目前同类 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，且也没有互联网巨头参与该市场。从中国 APP Store 关键词热度来看，“名片全能王”已成为名片识别和名片管理的代名词。

表10: 名片全能王同类竞争对手

名片识别及管理类 APP	简介	上线时间	用户数量 (App Store 与 Google play 的月活之和)	用户体验 (以 App Store 部分地区 2023 年 12 月 31 日的评分为例)
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 2011 年优势, 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 Business Card Reader	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
Wantedly People	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: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

名片全能王付费用户数持续上升, 调整后付费率稳步提升。与扫描全能王逻辑一致, 注册用户为多年的累计值, 2020-2022 年整体付费用户比例有所下降; 但 2023 年付费用户比例提升至 0.18%, 主要是由于公司针对海外 APP 增加了“扫描名片上限 100 张”的付费功能点, 该运营策略导致海外地区的付费用户占比有所提升。23 年付费用户达到 11.06 万, 增长超 31%。参考“当年的付费用户数/当年的年平均月活用户数”, 则 2020-2023 年付费率分别为 2.37%、2.71%、3.12%、3.36%, 处于稳步提升趋势。另一方面, 由于 2023 年线下经济活动恢复, 以及公司优化了微信小程序的产品使用体验, 当年新增注册数增长至 743.90 万个, 增长超 30%。新增注册用户数量快速增长, 也导致了 23 年新增付费转化率有所下降。

表11: 名片全能王相关运营数据

报告期	总用户数 (注册用户, 万个)	付费用户数 (万个)	付费用户比例	月活用户 (万个)	新增付费用户数 (万个)	新增注册数 (万个)	新增付费转化率
2020 年	4,431.96	8.24	0.19%	347.25	1.17	445.37	0.26%
2021 年	4,997.88	8.28	0.17%	306.03	1.15	565.92	0.20%
2022 年	5,539.64	8.43	0.15%	270.71	1.23	541.75	0.23%
2023 年	6,283.53	11.06	0.18%	328.67	1.28	743.90	0.17%

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

名片全能王月活 APP 端下滑, 微信小程序端迅速上升。近年来, 由于微信社交的冲击, 产品月活出现下滑, 其中 APP 端有所下降, 但 2023 年略有回升。公司也迅速挖掘了微信小程序渠道, 交换微信小程序数字名片日渐成为取代纸质名片的商务场景新沟通方式, 因此小程序月活快速增长, 小程序渠道的新增注册用户已经超过 APP 渠道的新增注册用户。2023 年产品加强与钉钉等第三方平台的合作, 实现了电子名片跨社交平台的分享, 微信小程序活跃用户规模进一步提升。

表12: 名片全能王各渠道月活明细

名片全能王 (万个)	APP 月活	微信小程序月活	月活合计
2020 年月活均值	254.59	92.66	347.25
2021 年月活均值	188.14	117.89	306.03
2022 年月活均值	148.74	121.97	270.71
2023 年月活均值	149.91	178.76	328.67

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

名片全能王年续费率和 ARPPU 值持续提升。名片全能王续费率高于扫描全能王，主要是因为商务人士的用户需求和付费意愿更为稳健，扫描全能王产品用户群更为广泛。当前名片全能王主推年费 VIP，续费率稳步提升。

表13: 名片全能王续费率和 ARPPU

年份	月 VIP 平均续费率	年 VIP 续费率	ARPPU (元)
2020 年	87.24%	55.57%	293.75
2021 年	88.76%	61.32%	318.62
2022 年	86.05%	64.05%	309.24
2023 年	86.67%	65.63%	324.01

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

名片全能王年费订单占比持续提升。产品 ARPPU 值稳步提升，主要由于产品年费订单数量占比逐年上升。2022 年 ARPPU 值略有下降，主要系当年居家办公时间较长，国内高客单价的 3 年 VIP 订单占比略有下滑。2023 年产品年 VIP 订单占比出现大幅提升。

表14: 名片全能王各类订单情况

期间	月费订单占比	1 年 VIP 订单占比	3 年 VIP 订单占比	其他订单占比	总计
2020 年	73.54%	23.58%	2.20%	0.69%	100.00%
2021 年	64.94%	31.39%	3.15%	0.51%	100.00%
2022 年	57.99%	38.52%	2.75%	0.74%	100.00%
2023 年	46.89%	48.96%	3.09%	1.06%	100.00%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

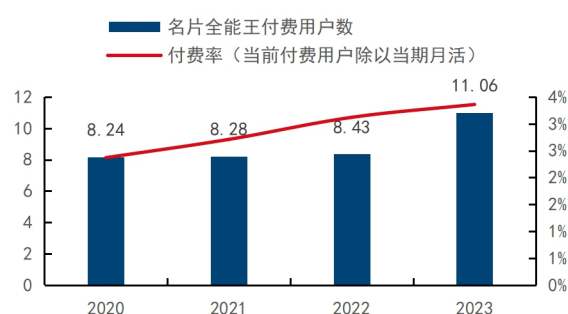
名片全能王收入体量较小，仍有较大增长潜力。2023 年名片全能王产品收入达到 0.24 亿元，占公司全年收入比仅为 2%。2020-2023 年产品收入复合增速为 12%，毛利率提升至 86%以上。名片全能王付费推动相对较慢，2023 年付费用户数达到 11.06 万，2020-2023 年产品付费用户数复合增速达到 10%，付费率（当前付费用户除以当期月活）稳步提升至 3.36%。虽然名片全能王当前收入较低，但其社交属性和用户粘性，以及裂变能力较强，在商业流量运营上面潜力十足，付费用户和付费率有望持续提升。

图19: 名片全能王收入（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图20: 名片全能王付费用户数（万个）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

B 端：企业级市场需求渐起，整体业务稳定增长

智能文字识别技术在企业级市场同样存在刚需，整体市场快速增长。除了 C 端用户对文字识别有需求之外，多数行业和企业均有较强的需求场景。传统的对证照、合同、票据、报表等各类文档的分类、录入、校对、解析的工作均由人工完成，而 AI 的发展将赋能其实现数字化转型。根据 Grand View Research 报告，全球智能文字识别服务市场规模（包含 B、C 两端）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、物流运输的市场规模是占比最高的两个细分行业，且增速最快，主要因为这两个行业基础信息化水平较高，且单据等文字材料量较大。从国别来看，22 年亚太区智能文字识别服务市场规模占全球比重约为 22.7%，22-27 年复合增速全球最高，达到 19.4%。根据灼识咨询，22 年中国智能文字识别服务市场规模为人民币 50.4 亿元，预计 2027 年市场规模将达人民币 168.9 亿元，复合年均增长率达 27.3%，远超全球市场总增速。

表15：智能文字识别 B 端主要应用场景

下游行业	公司智能文字识别服务示例
银行/证券/保险/汽车金融/融资租赁等行业	- 多终端文档、图像信息的自动采集，批量扫描识别多种非标准化文档 - 对业务办理过程中繁多的证件、纸质申请表、单据、合同进行智能识别、录入分类、核对、手写签名存在性判断，简化业务流程 - 实现银行/券商远程开户、保险公司自动核保/保全/理赔等场景，提升业务办理与审核流程的效率，减少人工审核存在的误差
政府	自动识别、录入各类证件、申请表格等，并与政府机构的核查系统、申请系统等连接，无纸化办公，提升各机构间协同效率
物流	自动识别不同版式的快递单据，并将运单信息高效录入系统，完成核验，助力智能分拣
制造	自动识别、录入各类合同、票据、识别编码等文件，助力数字化供应链管理
地产	自动识别、录入用户的房产证、不动产权证等各类证件，并完成信息的核验，提升业务办理与审核流程的效率

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

公司积极拓展 B 端业务，与互联网巨头形成差异化竞争。公司智能文字识别业务开拓了 B 端三种业务形态：基础技术服务、标准化服务、场景化解决方案；技术的附加值、服务的复杂程度依次提升。其中基础技术服务、标准化服务的目标客户为中型企业、集团子公司、具有一定技术开发能力的企业；场景化解决方案的目标客户为付费能力较强的大型企业，也存在一定的定制化。该领域主要竞争对手为百度云、腾讯云、阿里云等综合性 AI 和云服务商，包含多类 B 端业务，如云数据库、人脸识别、语音识别等，智能文字识别仅为其一种产品。公司在智能文字识别技术领域的研发投入已超过 15 年，获得多个外部评选及客户认可，因此公司以该技术为主打，与互联网厂商形成差异化竞争。

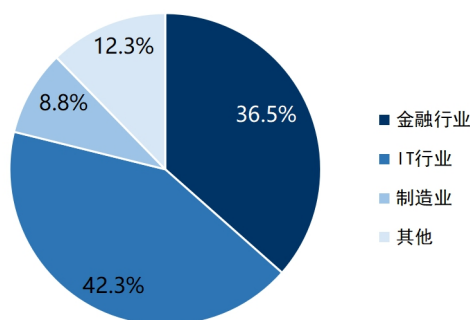
表16：公司文字识别的 B 端三大业务

类别	公司智能文字识别 B 端服务	具体介绍	代表性客户举例
B 端基础技术服务	证照、银行卡、名片等智能文字识别的基础技术服务	超过 100 种证照识别、多国家的名片和银行卡的智能文字识别基础技术服务	eBAY、中国邮政集团、中国银联股份有限公司、中国太平洋保险、东风标致雪铁龙汽车金融有限公司
B 端标准化服务	名片全能王企业版 SaaS 软件服务	提供面向企业的名片识别、客户名片管理、CRM 软银集团、日本伊藤忠商事株式会社、东京海上日客户关系管理等基于公有云的服务	动火火灾保险公司
B 端场景化解决方案	智能文字识别 AI 机器人	对财报、票据、合同、表单等与业务场景紧密结海尔集团、光大集团、上汽大众汽车有限公司、中合的文档提供智能文字识别服务，并进一步提供差异比对、指标分析等智能分析服务	国人民保险集团股份有限公司
	AI 训练平台	AI 训练平台可通过自学习、自完善来持续提高图像处理及文字识别的准确性	重庆农村商业银行股份有限公司、广发证券股份有限公司

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

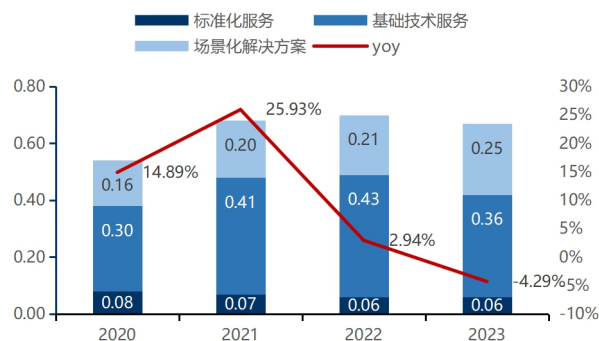
智能文字识别 B 端业务 23 年略有下滑，金融和 IT 业是核心下游。国内金融和 IT 业信息化水平较高，体系内数字化转型走在前列，因此也是公司重点开拓的客户下游。2023 金融和 IT 两大行业占比分别为 36.5%和 43.3%。2022 年制造业客户受外部环境影响，信息化预算支出有所削减，导致收入有所下滑，占比下降。公司 2023 年文字识别 B 端业务收入为 0.67 亿元（-5.56%），有所下滑。和国内 IT 产业趋势一致，公司也受到宏观经济复苏较慢影响，同时部分产品竞争激烈，导致整体收入下滑。其中，基础技术服务下滑约 17%，主要系市场出现同质化和低价竞争现象，但是公司已利用在线平台加大对长尾客户的开发力度。标准化服务收入下降，主要是该业务为名片全能王企业版 SaaS 软件服务，主要在日本销售，日本近年来经济下行压力下，公司未加大投入，收入主要来自于老客户续费为主。场景化解决方案是公司当前侧重的方向，同比增长约 17%，公司已树立多个标杆大客户，其数字化升级和付费意愿均较强，公司竞争优势和发展潜力正在逐步释放，预计该业务未来将保持较快的增长。

图21：智能文字识别 B 端收入行业拆分



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图22：智能文字识别 B 端三大业务收入增长（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

商业大数据协同效应显著，B 端增长更快

商业大数据技术快速发展，与文字识别协同

公司大数据技术积累深厚，打开公司 AI 应用新场景。公司从 2015 年开始布局大数据，在智能文字识别积累的深度学习、NLP 等 AI 技术基础上，进一步发展了知识图谱及大数据挖掘。公司通过“数据、信息、知识、智能”4 个层次，挖掘商业数据背后蕴藏的价值，打造新的 AI 应用场景。随着公司内部大数据底层平台快速成熟，公司自研的企业知识图谱解决方案在 2018 年开始商业落地；2019 年商业大数据量已突破 700 亿条，2023 年突破 2000 亿条，汇集中国境内 3 亿家企业等组织机构。

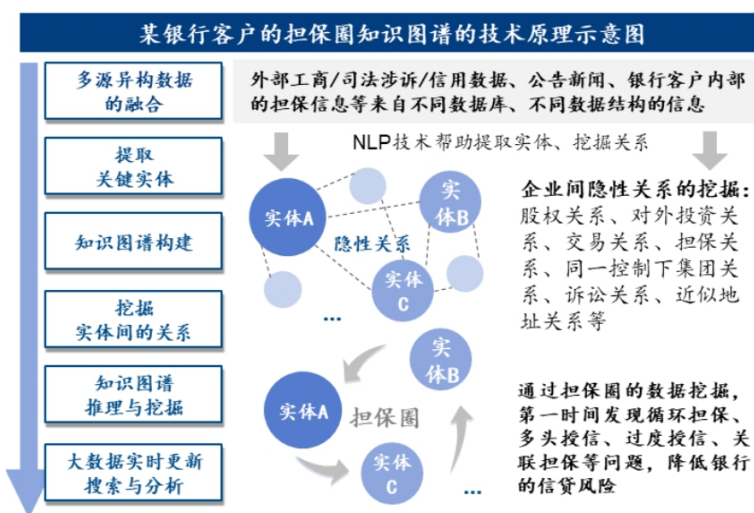
图23: 商业大数据技术



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

知识图谱、大数据挖掘、NLP 技术是商业大数据核心技术。商业大数据与智能文字识别均需要应用 NLP 技术,商业大数据领域对 NLP 技术的运用侧重于对海量的多源异构数据进行融合与结构化处理,通过对文字信息的理解,更高效地提取关键实体、挖掘实体之间的关系。公司将企业的工商、司法、信用、舆情等来自不同来源的非结构化数据中的实体进行对齐和融合,构建出上亿的节点、数十亿条关系的超大规模商业知识图谱。以某银行项目为例,公司通过构建知识图谱,实现企业间隐性关系挖掘,通过担保圈的数据挖掘,可以发现循环担保、多头授信等问题。

图24: 某银行客户的担保圈知识图谱案例



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

C 端—启信宝：商业查询市场排名第三，多项指标止跌回升

启信宝提供企业商业信息查询服务，是公司第三个明星 APP。2015 年公司收购了企业公开数据治理服务商苏州贝尔塔，启信宝 APP 也于同年上线。启信宝汇集中国境内超过 3 亿家企业等组织机构的超过 2000 亿条实时动态商业大数据，提供包括工商、股权、司法涉诉、诚信及失信、舆情、资产等 1000+ 个数据维度。基于对大量数据的挖掘，启信宝为客户提供企业关联图谱、舆情监控（情感及语义分析等）、风险监控（经营异常、司法涉诉等）、商标及专利信息等多种数据查询、挖掘和智能分析服务。因此，启信宝主要的受众为泛法务、泛商务、政务等行业的职场用户。

图25：启信宝产品功能



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

启信宝 APP 份额排名第三，市场较为集中。根据灼识咨询，2022 年以启信宝为代表的商业信息查询 C 端市场规模已达到 11.3 亿元，预计 22-27 年复合增速为 14.7%。随着第三方征信在社会信用体系建设中愈发重要，C 端用户群体持续扩大付费率正逐步提升， 预估未来长期内的可触达市场接近 80 亿元。2022 年中国商业信息查询 C 端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%，其中启信宝市场份额约为 7%，排名第三。C 端其他 APP 收入规模均较小，最大的企业市场份额也不超过 2%。综合来看，各家产品主体数据来源均采取工商司法等公开披露的企业信息，虽然数据覆盖度、特色数据库等细节有一些差异化，但 C 端感知产品高度相似，市场存在同质化竞争。而企查查、天眼查之所以份额较高，主要是近年不断加大市场营销投入来保持用户规模 and 市场份额。

启信宝目前由子公司上海生腾作为运营主体，其在公司数据要素布局中扮演重要角色。2023 年 3 月，上海生腾成为首批中国信通院授予的“数据安全能力认证（DSMC）”企业。上海生腾目前也具备企业征信机构备案，与人民数据签署系列协议，就“人民金融大数据中心”项目进行合作。同时，公司也早已成为上海数据交易所、深圳数据交易所等签约数据商。B 端领域的延伸，有望助于启信宝在数据领域发挥更多协同价值。

表17: 商业信息查询市场主要竞争对手

	业务模式	技术路线	C 端产品的营销与获客	C 端产品的数据覆盖度
启信宝	C 端与 B 端业务的营收相对均衡，C 端 APP 产品以 VIP 会员费为主，在 B 端基础技术服务、标准化服务和场景化解决方案已积累了近 30 个行业的客户案例，已经在 B 端业务方面探索出了成熟的路径，头部客户资源丰富	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、大数据搜索与分析技术等	启信宝未聘请代言人，主要采取流量推广等方式进行宣传推广，2017-2023 年各期启信宝广告宣传费分别为 525.93 万元、930.29 万元、5,925.35 万元、7,095.48 万元、6,384.77 万元、2,204.43 万元和 2,164.84 万元	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，提供包括工商、股权、司法涉诉、失信、舆情、资产等超过 1,000 个数据特征标签
企查查	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	大数据挖掘、深度学习、特征抽取和图构建、NLP 等技术	近几年在广告宣传方面投入了较大力度的资源，比如聘请了代言人、电梯广告投放等	根据新京报 2020 年初报道，企查查已涵盖 2 亿家企业数据，汇集了目前国内市场中的 80 个产业链，8000 个行业，6000 个市场以及 4 亿的全球企业数据
天眼查	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，对企业数据进行实体抽取、提供数据 API、企业版、金融领域定制化解决方案等服务	通过 NLP、统计学习等方法，对企业数据进行实体抽取、消歧、对齐与推理，将分散的商业信息实现统一表征	近几年在广告宣传方面投入了较大力度的资源。根据公开信息检索，天眼查在 2017-2019 年期间在全国各地投入近 2 亿元资金通过地铁广告、微信推送、影视植入等宣传和推广天眼查	根据官网，天眼查已覆盖 300 余种数据维度，涵盖企业背景、实际控制人、对外投资、融资历史、股权结构、法律诉讼等，汇集了 3.4 亿家社会实体（含企业、事业单位、基金会、学校、律所等）
爱企查	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 月上线付费会员	依托百度的人工智能和大数据技术	依托百度搜索引擎的流量优势，在“百度搜索”中搜索某家企业的全称，爱企查的导流链接一般位于搜索结果的前列；另外爱企查也在地铁站等位置投放了线下广告	共覆盖 2 亿+主体，130+项数据维度

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

月活用户、新增付费用户数、新增注册用户数等关键指标止跌回升。商业大数据 C 端竞争激烈，启信宝付费用户数、月活有所下降。参考“当年的付费用户数/当年的年平均月活用户数”，则 2020-2023 年付费率分别为 1.67%、1.97%、2.22%、2.06%，23 年付费率也出现下降。但是随着用户场景持续拓宽，市场需求持续增长，公司一些关键指标也开始回升。艾媒咨询数据显示，除了判断企业合作风险（49.6%）、投资参考（45.8%）等商业化用途有较多使用外，求职、理财、消费等出于个人需求而使用的场景也在增加；2020 年中国商业查询用户规模达到 4.79 亿人，2022 年有望增至 5.89 亿人。结合启信宝产品力和数据维度有大幅提升，新增用户数据方面开始收到成效。

表18: 启信宝相关运营数据

报告期	总用户数（注册用户，万个）	付费用户数（万个）	付费用户比例	月活用户（万个）	新增付费用户数（万个）	新增注册数（万个）	新增付费转化率
2020 年	2,092.75	22.36	1.07%	1,341.38	4.1	683.15	0.60%
2021 年	2,683.49	20.46	0.76%	1,038.97	2.93	590.74	0.50%
2022 年	3,115.67	17.56	0.56%	792.59	2.24	432.18	0.52%
2023 年	3,601.36	16.89	0.47%	820.74	2.6	485.69	0.54%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

启信宝续费率有所下降，但 ARPPU 值稳步提升。相较于两大竞争对手高强度的宣传推广模式，启信宝在 22 年开始减少了广告投放规模，广告宣传费中也包含一部分以短信营销促活老客户的费用，广告投放减少也影响了部分老客户的回流，因此续费率在 22 年有所下降。

表19: 启信宝续费率和 ARPPU

报告期	年 VIP 续费率	ARPPU (元)
2020 年	40.27%	418.8
2021 年	40.05%	439.1
2022 年	37.29%	459.51
2023 年	37.54%	473.65

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

ARPPU 值提升主要由长期订单推动。启信宝推广运营策略是主推年费 VIP，目前产品只有年 VIP 付费模式，安卓渠道：一年 366 元、二年 596 元、三年 780 元会员费；iOS 渠道：一年 398 元，二年 598 元，三年 798 元会员费。2021 年启信宝也推出了新产品 SVIP 会员，主要面向律师、风控、金融从业者等对一些特殊功能具有高频使用需求的人群。SVIP 会员的订单在 2022 年出现较大增长。

表20: 启信宝各类订单情况

期间	1 年 VIP	2 年 VIP	3 年 VIP	SVIP	其他类型订单	总计
2020 年	66.06%	3.58%	14.35%	-	16.01%	100.00%
2021 年	65.03%	3.84%	17.11%	0.01%	14.01%	100.00%
2022 年	61.07%	3.74%	15.86%	2.58%	16.76%	100.00%
2023 年	51.60%	3.08%	17.96%	2.07%	25.29%	100.00%

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

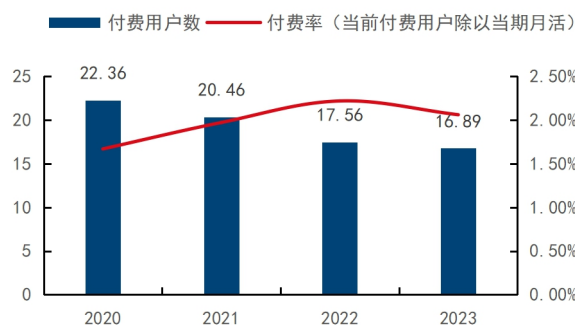
启信宝 23 年收入承压，与 B 端协同可期。公司商业大数据的 C 端业务主要为启信宝个人版，2023 年收入约为 0.70 亿元，同比下降 7.80%，主要受到竞争对手投入较高的推广费抢占市场的影响。从付费用户数和月活付费率来看，公司近年来也持续承压。虽然启信宝 APP 当前份额较小，存在短期无法盈利的风险，但公司当前新增用户方面已经出现转机；且 IPO 后公司凭借融资优势有望进一步提升份额。另一方面，启信宝 APP 在与商业大数据 B 端业务方面具有较高的战略协同意义：研发层面，启信宝的商业大数据技术为核心，是 B 端业务基础；营销层面，启信宝 APP 用户是公司商业大数据业务口碑的重要传播者。因此，启信宝仍是公司商业大数据持续投入和发展的关键。

图26: 启信宝历年收入（亿元）



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

图27: 启信宝付费用户数（万个）



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

B 端：商业大数据快速成长，公司保持领先

公司商业大数据也推出三类产品，已形成多个应用案例。与智能文字识别的 B 端业务类似，商业大数据 B 端业务也主要分为基础数据服务、标准化服务、场景化解决方案三种形态，技术的附加值、服务的复杂程度依次增高。基础数据服务、标准化服务的目标客户为中型企业、集团子公司、或有一定技术开发能力的企业；场景化解决方案的目标客户为付费能力较强、要求与业务场景紧密结合的大型企业。公司已在不同细分业务打造了标杆性客户。

公司 B 端商业大数据领先各竞争对手。商业大数据 B 端市场集中度低于 C 端市场，除了企查查、天眼查等国内数据服务商之外，还有以邓白氏、益博睿为代表的跨国征信巨头企业。在国内市场竞争中，启信宝数据业务都有明显竞争优势，特别场景化解决方案优势非常明显，在各重要行业如金融、科技等均积累了多个头部标杆性的客户案例。跨国企业主要服务国内头部大型机构与拥有涉外业务的企业客户，且数据获取较少，收费价格较高。因此公司在 B 端商业大数据较为领先。

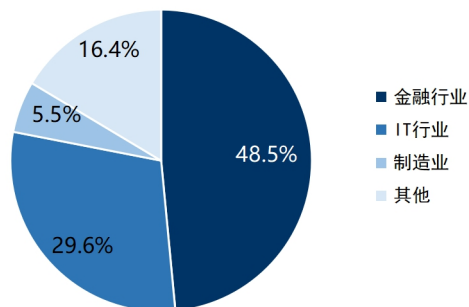
表21：公司商业大数据的 B 端三大业务

类别	公司商业大数据 B 端服务矩阵	具体介绍	代表性客户举例
B 端基础数据服务	启信宝数据 API、数据包裹服务、数据同步服务	数据 API：通过 API 接口与客户的系统对接，提供数据查询或推送的期间服务数据包：为客户查询并导出特定条件的企业数据	中铁建设集团有限公司、上海财经大学、顺丰速运有限公司、申万宏源证券有限公司、中国宝武钢铁集团有限公司等
		数据进行单次交付数据同步服务：根据客户需求采取公有云或私有化等方式向客户提供工商、税务、招投标、涉诉等多维度数据信息更新同步服务，通过公司自主研发的 FISync 数据同步软件，可实现数据快速同步到客户本地	
B 端标准化服务	启信宝企业版 SaaS 软件服务	提供背景调查、关联关系分析、风险监控与舆情预警等数据服务及深度报告下载服务	中国移动通信集团公司、中国工商银行、华润电力控股有限公司、上汽大众汽车有限公司等
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	通过构建知识图谱对海量数据进行数据挖掘，帮助客户发现隐藏在复杂网络之下的风险和隐性关联关系，为金融风险管理、供应链企业全生命周期管控、政府园区企业监控等多种场景提供解决方案	金融风险知识图谱解决方案：招商银行、海通证券、郑州银行江苏昆山农商行等 供应链大数据风控平台：青岛海尔国际贸易有限公司、中国远大集团有限责任公司、北京小米移动软件有限公司等 产业洞察招商解决方案：上海市经信委、上海宝山都市经济发展有限公司等
	启信宝商业全景数据库服务	将企业内部数据与外部商业大数据进行融合，实现数据同步更新，为企业客户构建全景数据库	中国太平洋财产保险股份有限公司、平安科技（深圳）有限公司、深圳证券信息有限公司、中国图书进出口（集团）总公司、中国城市规划设计研究院等

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

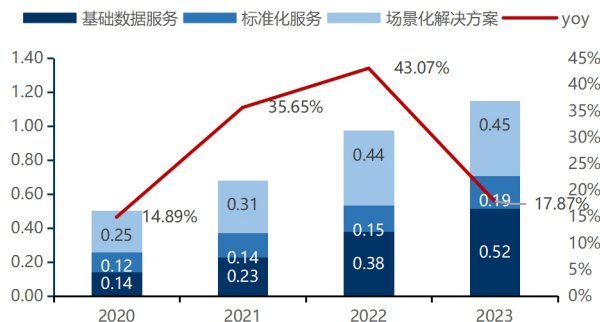
商业大数据 B 端业务增长较快，依然以金融和 IT 业为主。2023 年商业大数据 B 端收入达到 1.15 亿元，同比增长 17.87%，收入占比达到 9.7%，20-23 年复合增速超过 31%。分行业来看，各主要行业均保持稳定增长，金融和 IT 也分别占比超 48%、29%。基础数据服务连续保持较高增长，2023 年增速约 36%，验证数据要素推动下，企业数字化建设基础要素的基础数据服务需求持续旺盛，且公司这种轻量型的数据库产品面向的客户群体更广泛，中小企业客户也存在数据资产管理需求。标准化服务增长稳定，23 年增速约 24%，该业务主要为启信宝企业版 SaaS 软件，公司自 21 年开始针对不同行业特点推出了垂直行业版 SaaS 产品，目前产品推广已初见成效。场景化解决方案 23 年增长放缓，但前期增长较快，主要是 23 年开始公司阶段性地将基础数据服务作为发展重点。

图28: 商业大数据 B 端收入行业拆分



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

图29: 商业大数据 B 端三大业务收入增长 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

新一轮 AI 革命带来新机会，出海市场可期

大模型、数据要素逐步成熟为公司 B、C 两端带来新机会

公司持续加大 AI+大数据能力投入。公司本次 IPO 公开发行不超过 2,500 万股 A 股普通股股票，募集资金全部用于公司主营业务相关项目。公司计划募资约 14.9 亿元，实际募资约 13.8 亿元。本次募投分为 4 个项目，其中 2 个项目为产业化升级项目，2 个项目为技术研发项目，旨在持续提升公司 AI 和大数据能力，加强 B、C 两端产品竞争力。例如技术层面，公司要建设超大规模的自然语言模型训练平台、商业大数据的数据中台等；市场层面，公司要建设全球支持中心和营销网络，拓展国内 B 端市场，加强 C 端产品国际化推动。

表22: 公司 IPO 募投项目

项目名称	总投资额	拟投入募集资金金额	建设期
人工智能 C 端产品及 B 端服务研发升级项目	76,284.25	76,284.25	3 年
商业大数据 C 端产品及 B 端服务研发升级项目	35,400.42	35,400.42	3 年
人工智能核心技术研发升级项目	21,032.50	21,032.50	3 年
商业大数据核心技术研发与数据中台建设项目	16,306.01	16,306.01	3 年
合计	149,023.18	149,023.18	

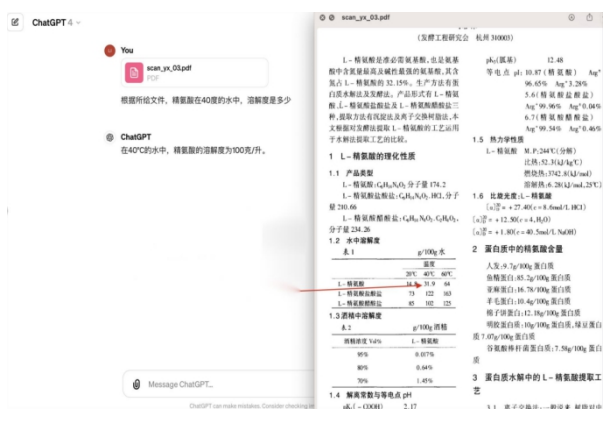
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

中文语料短缺，文档解析成为新“水源”。根据阿里研究院 5 月发布的《大模型训练数据白皮书》，在全球网站中，英文占比高达 59.8%，而中文仅占 1.3%；而当前全球通用的 50 亿大模型数据训练集中，中文语料占比仅为 1.3%。中文语料占比过低，大量中文语料沉淀在报告、论文中。当前大模型训练对语料的消耗极快，尤其高质量中文语料短缺更为严重，语料的质量也将直接影响大模型性能，大量的文档、书籍、论文等成为“高质量”中文语料的重要来源。但是目前以 Chatgpt 4 为代表的大模型，其在解析文档中，如其中的表格仍表现欠佳。

AI 大模型领域，公司推出大模型“加速器”。因此公司在 2024 年世界人工智能大会上，推出新产品“加速器”——TextIn 智能文档处理平台，其定位为大模型

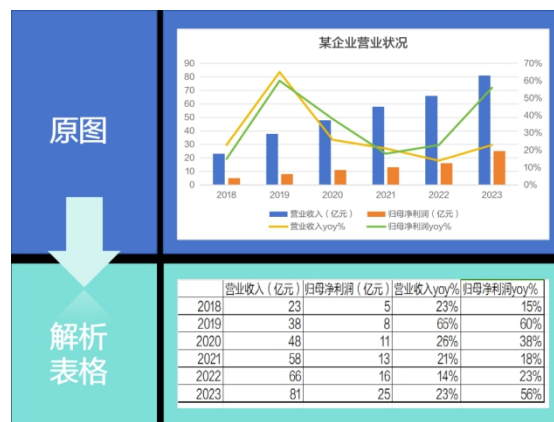
训练的上游阶段，文档解析引擎将助力大模型突破在书籍、论文、研报等文档中的版面解析障碍。“加速器”最快 1.5 秒可解析百页长文档中的文本、表格、图像等非结构化数据，也是当前市面上同类文档解析引擎中处理速度最快的产品之一。“加速器”可智能还原文档阅读顺序，加速了模型在预训练、开发、使用落地等多方面的流程。同时，“加速器”能够深度“洞察”图表内容，对研报、论文等文档中的柱状图、折线图、饼图、雷达图等十余种常见图表进行“还原”，转化大模型能够理解的 markdown 格式，使数据和图表的价值潜能充分释放。除此之外，“加速器”加载了 acge_text_embedding 模型，引导大模型在信息的汪洋大海中准确定位目标，减少“幻觉”发生，提升回答问题的准确性和针对性。目前，公司大模型“加速器”已被多家大模型厂商应用于金融、医学、财经、媒体等多领域的文档的解析中。

图30: 以 ChatGPT 4 为代表的文档解析对表格解析较差



资料来源：CSDN，国信证券经济研究所

图31: 合合信息“极速器”提升图表解析能力



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

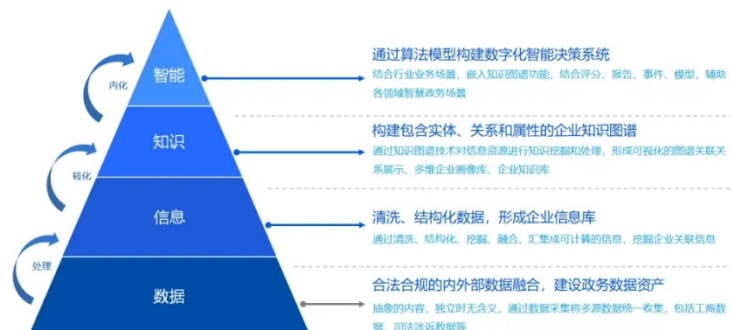
数据要素市场逐步成熟，价值挖掘成为关键。自 2020 年中央首次将数据纳入生产要素范围以来，近年来数据要素政策不断，交易所、数据商、技术服务商等产业链也逐渐兴起。2024 年初国家数据局等 17 部门联合印发《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026 年）》，强调发挥数据要素乘数效应，赋能实体经济，涵盖了工业制造、现代农业、商贸流通、交通运输、科技创新等 12 个方向。随着基础设施和相关技术逐步成熟，数据要素价值“有效释放”成为当下探索方向，数据产业年均增速有望超过 20%。

公司在数据要素领域积极布局。除了与各个交易所建立数据商业合作之外，公司也在积极拓展生态方向。2023 年 11 月，围绕“产业数据要素”，公司已与上海数据交易所共同运营了业内首个产业数据行业创新中心，助力产业数据从“资源”向“价值”转化；2024 年 7 月，启信宝平台正式获得中国移动通信联合会区块链与数据要素专业委员会的认可，被授予“数据要素生态合作伙伴”称号。

公司数据技术积累深厚，商业大数据空间广阔。公司商业大数据业务利用大数据挖掘、知识图谱等技术，对数据要素的价值进行充分挖掘、有效释放。目前公司已经形成了分层数据资产建设框架（DIKI）和一体化数据资产管理的框架。DIKI 框架实现了从数据到智能的分层建设和转化，实现了从数据治理、资产盘点到数据服务的完备流程。根据灼识咨询，2022 年中国商业大数据服务市场规模约为 406 亿元，预计 2027 年市场规模达到 1041 亿元，复合增速超 20%。

图32: 启信宝数据资产建设框架

启信宝数据资产建设框架：从数据到智能



资料来源：启信宝，国信证券经济研究所

公司在数据要素领域已形成多个标杆案例，产品拓展收到成效。在深圳数据交易所支持下，鹏城实验室 AI 靶场与启信宝达成合作，双方成功完成首批数据托管事宜的对接。在深数所首个跨区域企业征信数据托管应用流通试点案例中，双方计划共同推进跨区域企业征信数据服务等合作事项，推动跨区域信用信息共享机制的不断完善。在商业大数据 B 端主打的“启信慧眼”方面，公司顺应数据要素产业趋势，启信宝构建了产业链数据和启信分等特色数据集。其中产业链数据覆盖了近 500 个产业专题，5300 多万家公司；启信分已经成熟运用在多家金融和非金融企业中。以“启信慧眼”在营销拓客场景为例，从“客户洞察→潜在客户挖掘→潜在客户触达→潜在客户管理”四层需求设计产品，上线了潜在客户画像分析、标签模型拓客、关系模型触达、潜在客户运营等功能，为各企业客户拓客提供工具。“启信慧眼”打造银行业对公信贷解决方案，成效显著，近年来已协助各地银行拓展潜在客户名单超过 40 万家。

图33: 启信慧眼批量、精准、高效拓客应用场景



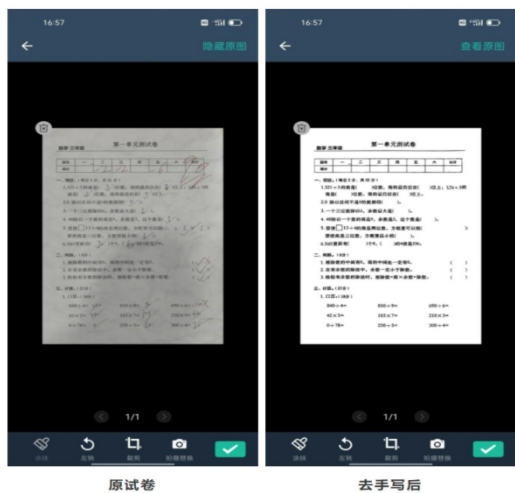
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

持续打造新功能助力付费率提升，海外市场有望加快增长

扫描全能王推动扫描技术应用迈向“平民化”和“智能化”时代，已成为行业“头号玩家”。根据 2023 年新华社发布的《中国扫描十年发展图鉴》，扫描仪一度是价格接近万元的“奢侈品”，且需要相当繁琐的步骤完成。2010 年扫描全能王诞生，大幅降低扫描成本，在 2013-2023 十年间迅速普及扫描应用，实现了从“移动化”到“智能化”的飞跃。据统计，从 2010 到 2022 年，扫描全能王用户累计扫描次数超 500 亿次，累计减少碳排放量超 90 吨。扫描已经成为办公、学习等场景必不可少的应用，因此过去 10 多年中，国内外市场上曾出现超过上千个文档扫描类产品，而当下扫描全能王各方面数据大幅领先，成为毫无争议的市场第一。

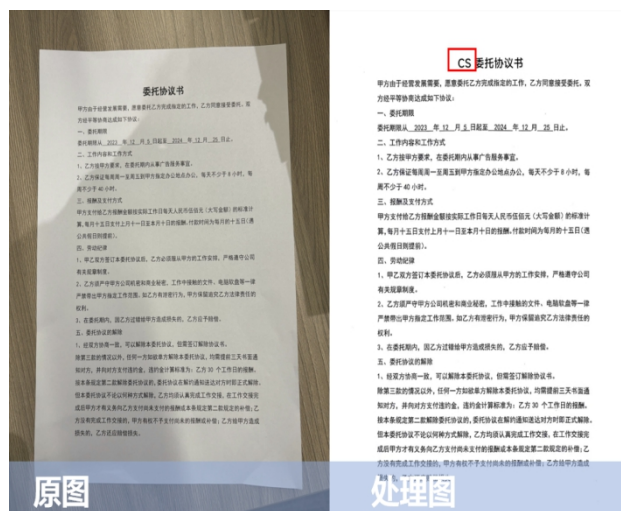
持续推出新功能，促进产品付费转化。公司近年来推出很多创新功能，备受用户认可。例如 2022 年推出的“试卷去手写”功能，可一键去除卷面上的手写字迹，还原空白试卷，成为学生党复习“神器”。2023 年底“编辑文字”新功能上线，该功能可自动识别、修改图片中的文本，大幅提升用户修改和编辑效率。2024 年扫描全能王发布了智能高清滤镜 2.0 版本，在生成式 AI 技术的支持下，该功能可智能研判图像问题，一键去除如褶皱、脏污等十余种干扰因素，实现“所得超所见”的清晰质感。根据公司当前的温和付费转化的运营策略，基础功能均为免费，产品付费的高级会员额外功能主要体现在证件扫描、拍图转 Excel、PDF 转 Word 等传统需求中。当前绝大多数创新功能并不需要额外付费，但这些新功能在吸引新客户同时，也会持续积累用户粘性，有望逐步促使用户使用的“量变到质变”，提升用户付费意愿。

图34：“试卷去手写”新功能



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

图35：“编辑文字”新功能



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

名片全能王社交属性具备较大付费潜力，与启信宝协同效应明显。名片全能王的社交属性可以帮助用户拓展人脉，不仅可以交换名片，还能主动搜索。基于名片和人脉的衍生功能，产品已经开发了多个付费点。例如海外名片全能王 App 增加了“扫描名片上限 100 张”的付费功能点，促进了海外用户付费率提升；23 年底海外 APP 新增名片交换请求功能模块。同时，名片全能王付费会员也融合了启信宝相关功能，两大产品功能互补，可以实现互相引流。除了 C 端产品之外，名片全能王也有企业版，按照不同的团队规模提供免费及付费产品，目前已经赢得 10w+企业信赖。

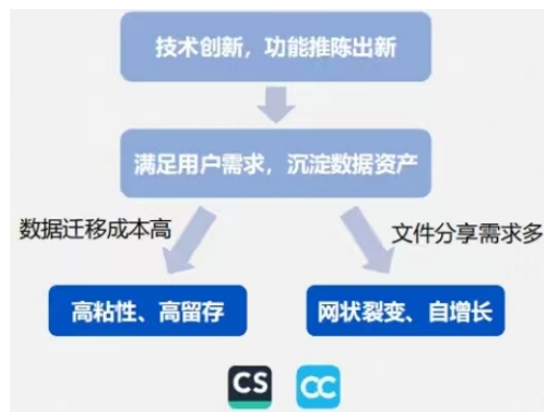
公司 C 端产品粘性高、易裂变，推广优势明显。根据扫描全能王在 2023 年 1-4 季度分别进行的新用户调研，在 4 个季度分别达到 688、980、802、690 份有效问卷中，下载扫描全能王前的主要认知渠道为“周围有人使用/亲朋好友推荐”的新用户占比均超过 60%。名片全能王不仅积累了用户大量的名片资产，形成较强粘性，更是通过交换电子名片形成自然网状裂变，带来产品低成本扩张。

图36: 名片全能王和启信宝协同提供多种付费功能



资料来源: 名片全能王 APP, 国信证券经济研究所

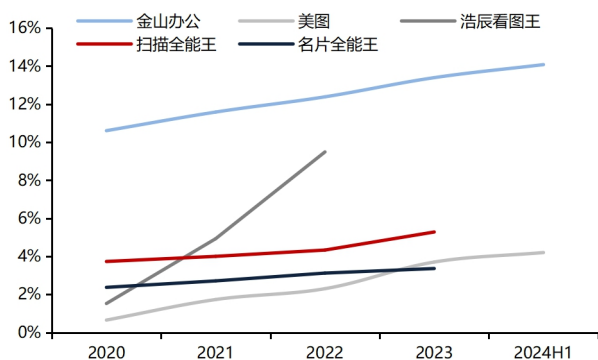
图37: 公司 C 端产品用户扩张优势



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所

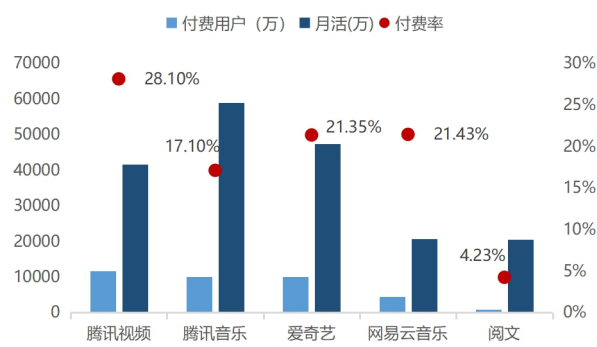
工具类产品付费意识持续提升，公司两大全能王付费率仍有较大提升空间。近年来移动互联网、云办公的发展持续提升用户为效率工具付费意识，各工具类产品付费率持续提升。金山办公 2024H1 产品付费用户已经达到 3815 万，付费率达到 14.08%（由于产品以桌面办公为主，参考桌面月活数据计算）。浩辰软件的 CAD 看图王主要被建筑专业人士使用，当前月活超过 1500 万，根据招股说明书 20-22 年数据，以产品“交易次数”参考付费用户，其近似付费率也快速提升至 22 年的 9.49%。美图也是 C 端 P 图常用工具软件，自 20 年加大付费转化后，24H1 付费率也提升至 4.20%。再类比纯娱乐类 C 端视频、音乐等应用，多个产品付费率可以达到 20%以上，多个产品付费用户已经超过 1 亿，腾讯视频已经超过 28%。随着 C 端付费市场逐步成熟，中短期对标工具产品，再参考远期的潜在付费用户量空间，公司两大全能王产品未来付费率有望持续提升。

图38: 互联网工具类软件付费率水平



资料来源: 各公司年报, 招股书, 国信证券经济研究所

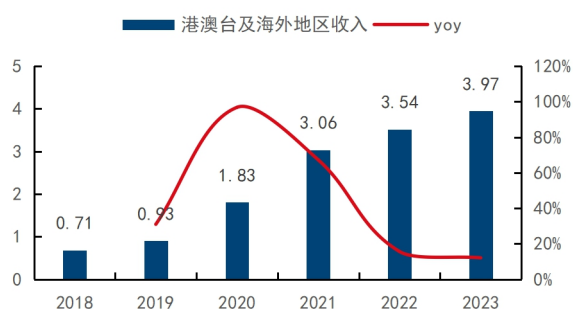
图39: 各大 C 端互联网娱乐应用付费率水平



资料来源: 各公司年报, QuestMobile, 国信证券经济研究所

公司在海外市场布局已久，收入稳定增长。公司目前海外市场主要在欧美、东亚等主要国家与地区，境外收入主要集中在亚洲（主要为日本与韩国）及北美洲（主要为美国）。2023 年公司海外业务收入达到 3.97 亿元，增长 12.15%，收入占比超过 33%；18-23 年收入复合增速超过 41%。公司产品出海较早，2015 年时在基本没有做任何公关营销推广的背景下，两大全能王产品已经在海外积累了 2 亿用户。根据 data.ai 数据，在 2023 年 8 月中国非游戏厂商及应用出海收入排行榜中，扫描全能王位列第 7，已经是连续多年位居国内前十。本次 IPO 公司进一步加强了在全球支持中心和营销网络的建设，同时公司积极探索 B 端出海，推出 TextPro 票据智能化方案，携手腾讯云等助力国内企业出海。

图40：公司海外业务收入（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图41：2023 年 8 月中国非游戏厂商及应用出海收入 30 强



资料来源：data.ai，国信证券经济研究所

海外市场空间广阔，有望保持较高增长。海外无论 B、C 两端市场，软件付费均有较好的用户习惯，尤其是发达国家。从国内外 SaaS 产业对比非常明显，据《2021 中国 SaaS 调查报告》显示，2021 年我国办公软件付费率不足 15%，欧美市场办公软件付费率已经超过了 70%，而美国 SaaS 产业发展更是极为繁荣，例如协同办公产品 Slack 创立不久，付费率即高达 30%。因此具备较高产品力的 APP 出海，发达国家能提供更易触达的收入机会；同时，海外一些发展中国家付费率仍有较大提升空间。扫描全能王在巴西、印度尼西亚、墨西哥等国家的 2023 年新增付费转化率低于 0.5%，大幅低于 1.49% 的中国用户新增付费转化率，同时按照 2023 年付费用户数量占当地移动互联网用户总数量比重计算渗透率，这三个国家的付费用户率与中国也有较大差距。因此，在公司 C 端产品在海外多个国家用户、口碑、技术等领先的背景下，付费用户持续快速增长可期。

表23：国内和海外市场付费率情况对比

代表性国家	扫描全能王 2023 年新增付费转化率	扫描全能王 2023 年付费用户数量（万个）	2023 年移动互联网用户总数量（百万个）	扫描全能王 2023 年付费用户渗透率
中国	1.49%	513	967	0.53%
巴西	0.48%	18	160	0.11%
印度尼西亚	0.09%	11	134	0.08%
墨西哥	0.25%	6	83	0.07%

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

智能识别系统：公司收入主要贡献业务，其中又以 C 端产品扫描全能王为核心。23 年扫描全能王收入占公司总营收比超过 68%，且 22-23 年均保持了 27% 以上的收入增速。根据灼识咨询发布《中国智能文字识别服务行业蓝皮书》，预计 2027 年中国市场规模将达人民币 168.9 亿元，2022-2027 年复合年均增长率达 27.3%。随着扫描全能王 AI 等新功能持续推出，以及公司加大市场、运营等品牌推广，产品月活、付费用户、付费率均有望稳定提升。海外市场收入仅占公司当前收入约 1/3，海外大量用户存在较大的运营空间，是公司未来重点掘金方向之一。对标以金山为代表的工具产品国内付费率水平，扫描全能王付费率仍有较大提升空间，产品收入将保持较高增速，预计 24-26 年增速达到 26%、25%、24%。C 端名片全能王收入占比较小，B 端文字识别有望逐步恢复，预期整体智能识别业务 24-26 年收入增速约 24%、24%、23%，毛利率保持稳定。

大数据类：商业大数据市场较大，根据灼识咨询《中国商业大数据服务行业蓝皮书》，预计 2027 年市场规模达到 1040.9 亿元，2022-2027 年复合年均增长率达 20.7%，行业保持较快增长水平。公司 C 端启信宝产品近两年增速下滑，主要因为市场营销投入远低于竞争对手。商业查询市场需求仍保持较高增长，公司新增用户等数据已出现反转，结合 IPO 后对市场销售的积极投入，增速有望触底回升，预期启信宝收入增速为 0%、5%、10%。B 端商业大数据收入 20-23 年复合增速超过 31%，是公司 B 端业务重点发力方向。当前数据要素政策和产业的积极推动，国家数据局等 17 部门联合印发的《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026 年）》提出了“数据产业年均增速超过 20%”的目标。公司在该领域生态合作，产品布局已收到成效，市场需求有望加速释放，预期 B 端商业大数据收入增速为 18%、20%、25%。因此预期整体大数据业务 24-26 年收入增速约 11%、15%、20%，毛利率保持稳定。

互联网广告推广：该业务主要是伴生于公司三大明星 APP 用户的持续增长，2023 年 12 月的各渠道月活合计接近 1.5 亿。随着公司 C 端产品持续创新，吸引更多用户，广告变现将保持稳健增长。预期整体广告业务 24-26 年收入增速约 17%、13%、13%，毛利率保持稳定。

表 24：公司业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能识别系统	7.25	9.01	11.15	13.79	16.98
yoy	25.00%	24.28%	23.78%	23.60%	23.18%
毛利率	87.37%	86.41%	86.77%	87.02%	87.17%
大数据类	1.74	1.85	2.06	2.36	2.84
yoy	23.40%	6.32%	11.19%	14.90%	20.34%
毛利率	68.81%	67.87%	66.76%	65.93%	65.17%
互联网广告推广	0.82	0.96	1.12	1.27	1.43
yoy	5.13%	17.07%	17.00%	13.00%	13.00%
毛利率	82.05%	95.63%	95.63%	95.63%	95.63%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

未来 3 年业绩预测

预期整体费用率保持平稳下降。公司近年来收入保持稳定增长，但人员扩张相对保守，人效提升推动高质量成长，整体费用率呈现下降趋势。销售费用率方面，公司仍在加大品牌、运营、市场等投入，以推动用户覆盖和付费转化；同时随着产品规模效应持续显现，收入增速会略快于销售费用增速，预期 24-26 年销售费用率 27.8%/27%/27%，略有下降。研发费用率方面，公司当前主力产品已较为成熟，且办公工具产品用户付费意识逐步提升，公司 C 端产品付费率仍处于较低水平，在公司加大市场和营销建设后，收入仍有望延续高质量增长，预期 24-26 年研发费用率 26.2%/25.5%/25%，稳步下降。管理费用率持续下降。

公司税收优惠具备可持续性。公司享受的主要增值税税收优惠政策为：公司销售自行开发生产的软件产品，对其增值税实际税负超过 3% 的部分实行即征即退政策。同时，公司及多个子公司获得高新技术企业证书，企业所得税减按 15% 的税率征收。子公司上海临冠被认定为重点软件企业，2024 年减按 10% 的税率征收企业所得税。当前公司整体税率较低，业绩预测以考虑到所得税率逐步提升，但整体税收相关政策未发生变化，公司依然能持续享受税收优惠。

表 25：未来 3 年盈利预测

利润表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1187	1438	1746	2130
营业成本	187	222	266	324
销售费用	335	400	471	575
管理费用	76	81	96	115
研发费用	323	377	445	532
财务费用	(7)	(5)	(13)	(26)
营业利润	323	408	529	661
利润总额	322	408	529	661
归属于母公司净利润	323	388	486	595
EPS	3.23	3.88	4.86	5.95
ROE	32.37%	28.36%	26.59%	24.85%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

按上述假设条件，我们得到公司 24-26 年收入分别为 14.38、17.46、21.30 亿元，归属母公司净利润 3.88/4.86/5.95 亿元，利润年增速分别为 19.9%/25.5%/22.3%。每股收益分别为 3.88/4.86/5.95 元。

盈利预测的敏感性分析

我们将公司未来三年的情形分为乐观、中性与悲观三种假设。乐观和悲观分别在中性预测基础上，上调和下调收入增速的 10%，得到预测结果对收入变动并不敏感。

表26: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	988	1,187	1,463	1,808	2,245
(+/-%)	22.7%	20.0%	23.3%	23.6%	24.2%
净利润(百万元)	284	323	394	502	623
(+/-%)	96.4%	13.9%	21.8%	27.5%	24.2%
每股收益（元）	2.84	3.23	3.94	5.02	6.23
中性预测					
营业收入(百万元)	988	1,187	1,438	1,746	2,130
(+/-%)	22.7%	20.0%	21.2%	21.4%	22.0%
净利润(百万元)	284	323	388	486	595
(+/-%)	96.4%	13.9%	19.9%	25.5%	22.3%
每股收益（元）	2.84	3.23	3.88	4.86	5.95
悲观预测					
营业收入(百万元)	988	1,187	1,413	1,685	2,019
(+/-%)	22.7%	20.0%	19.1%	19.3%	19.8%
净利润(百万元)	284	323	381	471	567
(+/-%)	96.4%	13.9%	18.0%	23.5%	20.3%
每股收益（元）	2.84	3.23	3.81	4.71	5.67
总股本（百万股）	100	100	100	100	100

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

绝对估值

未来 5 年估值假设条件见下表。

表27: 公司未来 5 年盈利预测假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	39.35%	22.67%	20.04%	21.17%	21.45%	21.99%	21.00%	20.00%
营业成本/营业收入	16.56%	16.30%	15.75%	15.41%	15.22%	15.21%	15.21%	15.21%
管理费用/营业收入	6.05%	6.06%	6.34%	5.60%	5.50%	5.40%	5.20%	5.00%
研发费用/营业收入	29.57%	28.32%	27.25%	26.20%	25.50%	25.00%	24.00%	23.00%
销售费用/销售收入	33.27%	27.19%	28.24%	27.80%	27.00%	27.00%	26.00%	25.00%
营业税及附加/营业收入	0.55%	0.55%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%
所得税税率	-4.83%	-1.50%	-0.33%	5.00%	8.00%	10.00%	10.00%	10.00%
股利分配比率	0.00%	0.00%	0.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表28: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.05	T	5.00%
无风险利率	2.5%	Ka	9.33%
股票风险溢价	6.5%	有杠杆 Beta	1.07
公司股价（元）	186.69	Ke	9.46%
发行在外股数（百万）	100	E/(D+E)	97.99%
股票市值(E, 百万元)	18669	D/(D+E)	2.01%
债务总额(D, 百万元)	382	WACC	9.37%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值法，得出公司价值区间为 223.58–256.79 元。

绝对估值的敏感性分析：

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析

表29：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.4%	8.9%	9.37%	9.9%	10.4%
永续 增长 率变 化	3.0%	302.22	272.53	247.64	226.49	208.33
	2.5%	282.76	256.79	234.73	215.79	199.36
	2.0%	266.36	243.34	223.58	206.44	191.46
	1.5%	252.34	231.72	213.84	198.21	184.45
	1.0%	240.22	221.57	205.27	190.91	178.19

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析

相对估值

合合信息公司主要业务以人工智能技术为核心，切入 B、C 两端办公场景。C 端产品端以扫描全能王、名片全能王、启信宝为代表，满足各行业用户群办公、商务需求。B 端业务以商业大数据、智能文字识别为主，为金融、IT 等下游客户提供数据系统。公司 C 端收入占比超过 76%，且以工具类产品用户和付费率提升为增长动力。参考产品形态和商业模式，选择金山办公、福昕软件、浩辰软件、万兴科技等工具型软件为可比公司。金山办公以 WPS 办公软件为主，也是 C 端用户付费，B 端开拓数字办公业务系统为主。浩辰软件是 CAD 工业软件，其看图王产品也是面向 C 端付费。福昕软件以 PDF 产品为代表，万兴科技以创意类工具产品为主，主要以海外市场为主。根据 Wind 一致预期，市场对具有 C 端付费模式的工具型产品厂商给予了较高的 PE 估值，2024 年平均 PE 约为 97.51 倍，25 年平均 PE 约为 69.68 倍（均剔除福昕软件 PE）。考虑到公司是典型 AI 应用龙头，当前付费率仍处于较低水平，且积极在大模型和数据要素领域布局，给予公司 2025 年约 47–53 倍 PE 估值区间，对应股价区间 228.42–257.58 元。

表30：同类公司估值比较

代码	公司简称	股价	总市值	EPS（24–26 年为 wind 一致预期）			PE		
		2025/1/6	亿元	23A	2024E	2025E	23A	2024E	2025E
688111.SH	金山办公	257.65	1,192	2.85	3.3	4.14	90.40	78.08	62.23
688095.SH	福昕软件	59.53	54	-0.99	-0.12	0.32	-	-	186.03
688657.SH	浩辰软件	36.25	24	0.83	0.69	0.88	43.67	52.54	41.19
300624.SZ	万兴科技	55.97	108	0.45	0.36	0.53	124.38	155.47	105.60
平均								95.36	69.68

资料来源：Wind 一致预期，国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 228.42–256.79 元之间，相对于公司目前股价有 24.90%–40.41% 的估值空间。考虑公司高成长性和稀缺性，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）、永续增长率的计算的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生变化，公司持续成长性实际较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2025 年平均动态 PE 作为相对估值的参考，同时考虑到公司在产品上的领先性和前瞻性，给予一定的估值溢价，可能存在整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

收入增速假设由 AI 办公、数据要素等行业增长，办公场景用户付费意识持续提升；公司 C 端产品持续保持行业龙头优势；新功能和运营持续推动用户增长、付费率提升；B 端业务受益于数据要素需求稳定增长等因素影响，但也与公司后续的经营情况相关，故存在收入增长超预期或低于预期的可能。

销售费用、管理费用、研发费用投入或存在超预期的风险。

技术风险

在技术不断升级和迭代的过程中，若研发成果不达预期或不符合客户需求、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。

公司核心技术包括但不限于复杂场景文字识别、智能图像处理、自然语言处理、知识图谱、大数据挖掘等技术。如果公司的核心技术遭到泄露或盗用，则会导致公司竞争力下滑、客户流失等一系列不利后果。

经营风险

核心人才流失风险。公司人工智能及大数据业务的蓬勃发展与一批稳定的技术研发人员和管理人员紧密相关，公司目前设立了相对完善的公司技术人才培养体系，配套相应的培训、考核与激励相结合的机制。但公司未来仍然可能存在核心人才流失的风险，从而对公司业务产生不利影响。

数据安全及个人隐私保护相关风险。业务经营过程中，公司根据业务需要获取了用户的相关数据。公司已经建立了一系列数据安全内控制度等，但如果受到黑客

攻击、或公司员工违反公司内部制度规定等，依然可能导致数据泄露。公司还可能因侵犯个人隐私被投诉或受到主管部门处罚等。

行业竞争加剧风险。AI 办公应用、数据要素行业国内外公司众多，如启信宝所处的 C 端市场竞争激烈，互联网和云计算巨头也在积极投入研发参与竞争，市场竞争存在恶化的风险。

下游 IT 开支和政策风险。若未来宏观经济持续低迷，各行业不景气将影响 IT 预算投入，个人端和企业端均可能缩减 IT 开支，对互联网行业和公司产生不利影响。数据要素等政策存在推进不及预期的风险。

海外经营及汇率波动风险。公司海外业务收入占比较高，境外收入主要集中在亚洲（主要为日本与韩国）及北美洲（主要为美国）。如公司境外业务所在国家和地区的产业政策或者政治经济环境发生重大变化，公司业务也会受到影响。随着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。

内控风险

公司已经建立起一系列完善的企业内控制度，但随着公司业务的发展，产品与服务新业态、新模式的拓展，如果内控制度不能及时完善，管理能力和管理团队无法及时得到提升和优化，将可能引发相应的内控风险，进而对公司整体经营产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	553	353	1200	1420	2169	营业收入	988	1187	1438	1746	2130
应收款项	98	98	126	153	187	营业成本	161	187	222	266	324
存货净额	0	2	3	4	5	营业税金及附加	5	7	9	11	13
其他流动资产	45	44	54	65	79	销售费用	269	335	400	471	575
流动资产合计	1228	1608	2494	2753	3551	管理费用	61	76	81	96	115
固定资产	21	54	95	135	171	研发费用	280	323	377	445	532
无形资产及其他	3	3	4	4	5	财务费用	(29)	(7)	(5)	(13)	(26)
投资性房地产	45	132	132	132	132	投资收益	1	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	20	(2)	(1)	(1)
资产总计	1297	1797	2725	3024	3860	其他收入	(245)	(287)	(322)	(385)	(467)
短期借款及交易性金融负债	2	17	382	10	10	营业利润	280	323	408	529	661
应付款项	44	56	70	84	102	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	569	675	809	959	1166	利润总额	280	322	408	529	661
流动负债合计	615	747	1261	1053	1278	所得税费用	(4)	(1)	20	42	66
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	6	52	97	143	189	归属于母公司净利润	284	323	388	486	595
长期负债合计	6	52	97	143	189	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	621	799	1359	1196	1467	净利润	284	323	388	486	595
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	资产减值准备	0	(0)	0	0	0
股东权益	676	998	1367	1828	2393	折旧摊销	12	18	7	10	13
负债和股东权益总计	1297	1797	2725	3024	3860	公允价值变动损失	(3)	(20)	2	1	1
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	(29)	(7)	(5)	(13)	(26)
每股收益	2.84	3.23	3.88	4.86	5.95	营运资本变动	108	75	156	170	222
每股红利	0.00	0.00	0.19	0.24	0.30	其它	(0)	0	(0)	(0)	(0)
每股净资产	6.76	9.98	13.67	18.28	23.93	经营活动现金流	401	397	552	667	830
ROIC	102.00%	1055.75%	124%	69%	95%	资本开支	0	(70)	(51)	(51)	(51)
ROE	41.96%	32.37%	28%	27%	25%	其它投资现金流	(461)	(580)	0	0	0
毛利率	84%	84%	85%	85%	85%	投资活动现金流	(404)	(651)	(51)	(51)	(51)
EBIT Margin	21%	22%	24%	26%	27%	权益性融资	17	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	23%	25%	27%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	23%	20%	21%	21%	22%	支付股利、利息	0	0	(19)	(24)	(30)
净利润增长率	96%	14%	20%	25%	22%	其它融资现金流	(95)	54	365	(372)	0
资产负债率	48%	44%	50%	40%	38%	融资活动现金流	(78)	54	346	(396)	(30)
股息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	现金净变动	(82)	(200)	847	220	750
P/E	64.5	56.6	47.2	37.6	30.8	货币资金的期初余额	634	553	353	1200	1420
P/B	27.0	18.3	13.4	10.0	7.6	货币资金的期末余额	553	353	1200	1420	2169
EV/EBITDA	84.5	69.2	55.0	41.8	33.9	企业自由现金流	0	282	445	549	697
						权益自由现金流	0	336	814	189	721

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

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中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 层

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