

2025 年 10 月 28 日

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

宁柯瑜
SAC: S1350525020001
ningkeyu@huayuanstock.com
袁子翔
SAC: S1350525040001
yuanzixiang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据		2025 年 10 月 27 日
收盘价（元）		177.33
一年内最高/最低（元）		318.28/142.52
总市值（百万元）		24,826.20
流通市值（百万元）		17,142.53
总股本（百万股）		140.00
资产负债率（%）		22.80
每股净资产（元/股）		19.23

资料来源：聚源数据

合合信息(688615.SH)

—智能文字识别龙头，新 AI 和海外打开业绩增长空间

投资要点：

- **文字识别 AI 应用龙头，业绩基本盘稳中向好。**合合信息是行业领先的文字识别 AI 应用龙头，公司的“拳头产品”为扫描全能王，其用户规模与品牌认知全球领先，2024 年扫描全能王实现营业收入 9.82 亿元，约占总收入的 70%。且随着近年来产品宣传推广发力、功能迭代，月活用户数、付费率、ARPU 值等指标仍呈上升趋势，构建了稳健的业务基本盘。
- **全球智能文字识别服务市场空间广阔。**根据 Grand View Research 报告，全球智能文字识别服务市场规模 2023 年达 125.58 亿美元，预计 2024-2030 年 CAGR 约 14.8%。灼识咨询预计中国智能文字识别领域 2022-2027 年 CAGR 约 27.3%，2027 年市场规模将达 168.9 亿元。
- **把握 AI 浪潮，加速 B 端商业变现。**2024 年，公司推出了 TextIn xParse 文档处理平台。TextIn xParse 是公司专为 LLM 下游任务设计的通用文档解析服务，能够识别文档或图片中的文字信息，赋能 RAG 知识库建设、模型训练语料清洗、Chatbot&Agent 等 AI 任务。2025 年，公司积极拥抱 MCP，上线了文档处理领域首批 MCP Server 服务，其有望进一步加速 TextIn xParse 商业变现，打开 B 端服务空间，带动收入提升。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 17.31/20.86/25.04 亿元，同比增速分别为 20.37%/20.48%/20.05%，当前股价对应的 PS 分别为 14.3、11.9、9.9 倍。我们选取和公司同样以订阅或纯软件商业模式为主的金山办公、福昕软件、虹软科技作为可比公司，25-27 年可比公司均值 PS 为 17.7、14.6、11.9 倍。鉴于公司为智能文字识别龙头，叠加 AI 有望加速 B 端商业变现，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**1、技术升级迭代不及预期的风险；2、海外业务拓展不及预期的风险；3、行业竞争加剧的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,187	1,438	1,731	2,086	2,504
同比增长率（%）	20.04%	21.21%	20.37%	20.48%	20.05%
归母净利润（百万元）	323	401	453	560	698
同比增长率（%）	13.91%	23.93%	13.05%	23.78%	24.47%
每股收益（元/股）	2.31	2.86	3.23	4.00	4.98
ROE（%）	32.37%	15.07%	15.70%	17.71%	19.85%
市盈率（P/E）	76.82	61.98	54.83	44.29	35.59

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

公司为智能文字识别龙头，我们选取和公司同样以订阅或纯软件商业模式为主的金山办公、福昕软件、虹软科技作为可比公司，25-27 年可比公司均值 PS 为 17.7、14.6、11.9 倍。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 17.31/20.86/25.04 亿元，当前股价对应的 PS 分别为 14.3、11.9、9.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

收入预测

1、智能文字识别业务：公司智能文字识别业务包括面向 C 端的扫描全能王、名片全能王，以及面向 B 端的产品与服务。得益于公司 C 端用户基数广泛、用户口碑及粘性高，叠加 AI 新功能持续推出，以及公司加大品牌推广，我们认为月活、付费率、ARPU 值仍具有提升空间，预计公司智能文字识别业务 25-27 年增速分别为 20.8%、20.7%、20.8%。

2、商业大数据业务：根据灼识咨询《中国商业大数据服务行业蓝皮书》，预计 2022-2027 年，我国商业大数据服务市场规模 CAGR 将会保持约 20.7%的水平，2027 年市场规模达到 1040.9 亿元；叠加在数据要素等政策的催化下，下游企业对大数据服务需求提升，预计公司商业大数据业务 25-27 年增速分别为 19.0%、19.7%、16.5%。

毛利率：

公司主要收入来自于扫描全能王、名片全能王等标准化的 2C 软件产品订阅，毛利率长期维持在较高水平，我们认为后续公司智能文字识别业务的盈利能力有望维持，预计 25-27 年公司整体毛利率分别为 84.6%、84.9%、85.2%。

投资逻辑要点

文字识别 AI 应用龙头，业绩基本盘稳中向好。合合信息是行业领先的文字识别 AI 应用龙头，公司的“拳头产品”为扫描全能王，其用户规模与品牌认知全球领先，2024 年实现营业收入 9.82 亿元，约占总收入的 70%，且近年来月活用户数、付费率、ARPU 值等指标仍呈上升趋势，构建了稳健的业务基本盘。

把握 AI 浪潮，加速 B 端商业变现。2024 年，公司推出了 TextIn xParse 文档处理平台。TextIn xParse 是公司专为 LLM 下游任务设计的通用文档解析服务，能够识别文档或图片中的文字信息，赋能 RAG 知识库建设、模型训练语料清洗、Chatbot&Agent 等 AI 任务。2025 年，公司积极拥抱 MCP，上线了文档处理领域首批 MCP Server 服务，其有望进一步加速 TextIn xParse 商业变现，打开 B 端服务空间，带动收入提升。

核心风险提示

1、技术升级迭代不及预期的风险；2、海外业务拓展不及预期的风险；3、行业竞争加剧的风险。

内容目录

1. 文字识别 AI 应用龙头，B&C 端协同构筑领先生态	6
2. 营收稳健增长，盈利能力维持高位	8
3. 智能文字识别：C 端拓量、B 端提质，夯实业绩底盘	11
3.1. C 端：扫描全能王为“拳头产品”，变现能力持续释放	12
3.2. B 端：服务价值链上移，场景化解决方案或成为核心增长极	15
4. 商业大数据：C 端短期承压，B 端发展势头良好	17
4.1. C 端：市场竞争较为激烈，收入端短期承压	17
4.2. B 端：商业模式清晰，基础数据服务发展势头良好	18
5. 把握 AI 浪潮，加速 B 端商业变现	20
6. 盈利预测与评级	22
7. 风险提示	24

图表目录

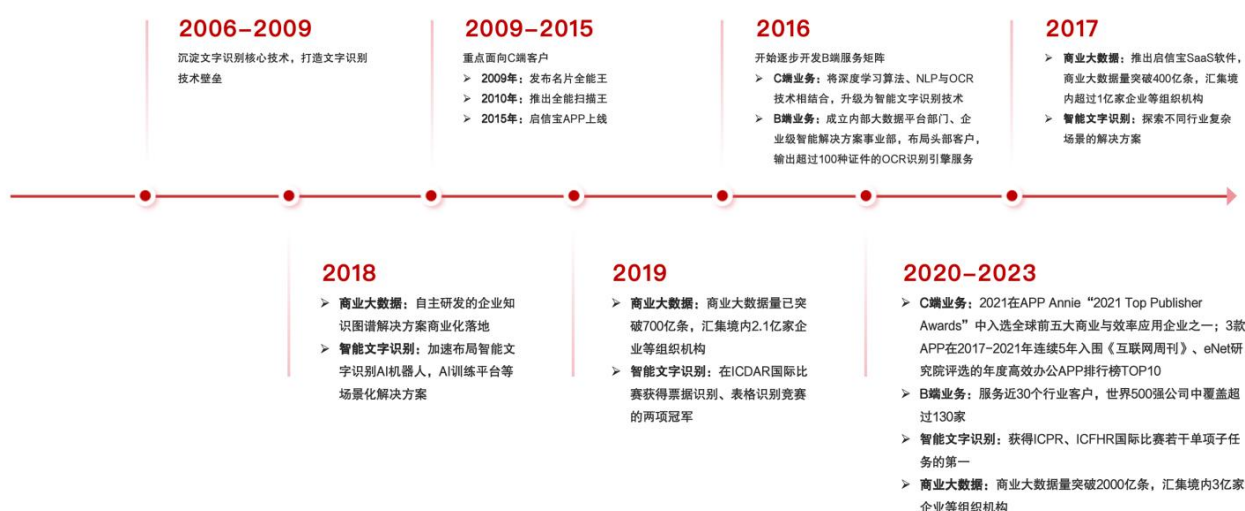
图表 1: 公司历史沿革	6
图表 2: 公司产品矩阵	7
图表 3: 2020-2025H1 公司营业收入及同比	8
图表 4: 2020-2025H1 公司分产品营业收入 (单位: 亿元)	8
图表 5: 2020-2024 智能文字识别营收结构 (单位: 亿元)	8
图表 6: 2020-2024 商业大数据营收结构 (单位: 亿元)	8
图表 7: 2020-2025H1 公司分地区营业收入 (单位: 亿元)	9
图表 8: 2021-2025H1 公司分地区毛利率 (单位: %)	9
图表 9: 2020-2025H1 公司分产品毛利率 (单位: %)	9
图表 10: 2020-2025H1 公司毛利率及净利率 (单位: %)	9
图表 11: 2020-2025H1 公司费用率	10
图表 12: 2020-2025H1 公司归母净利润、扣非归母净利润	10
图表 13: 2020-2025H1 公司经营活动产生的现金流量及同比	10
图表 14: 公司智能文字识别业务	11
图表 15: 2020-2030 年全球智能文字识别服务市场规模 (单位: 亿美元)	11
图表 16: 扫描全能王产品图	12
图表 17: 名片全能王产品图	12
图表 18: 扫描全能王及同类产品对比	12
图表 19: 扫描全能王月活数及付费率	13
图表 20: 扫描全能王 VIP 续费率	13
图表 21: 扫描全能王 ARPU 和 ARPPU (单位: 元)	14
图表 22: 名片全能王月活数及付费率	14
图表 23: 名片全能王 VIP 续费率	14
图表 24: 名片全能王 ARPU 和 ARPPU (单位: 元)	15
图表 25: 智能文字识别 B 端服务类别	15
图表 26: 2020-2023 年公司智能文字识别 B 端服务营业收入 (单位: 亿元)	16
图表 27: 公司商业大数据业务	17
图表 28: 2020-2024 年启信宝 APP 收入 (单位: 亿元)	18
图表 29: 2021-2023 年启信宝付费用户数 (单位: 万人)	18

图表 30: 商业大数据 B 端服务类别	18
图表 31: 2020-2023 年公司商业大数据 B 端服务营业收入 (单位: 亿元)	19
图表 32: TextIn xParse 通用文档解析平台	20
图表 33: TextIn xParse 产品方案架构	21
图表 34: 合合信息上线文档处理领域首批 MCP Server 服务	21
图表 35: 可比公司估值表	23

1. 文字识别 AI 应用龙头，B&C 端协同构筑领先生态

合合信息成立于 2006 年，是行业领先的文字识别 AI 应用龙头及大数据科技企业。公司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。公司 C 端业务主要为面向全球个人用户的 APP 产品，包括扫描全能王、名片全能王与启信宝 3 款主要产品；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，满足客户降本增效、风险管理、商机挖掘等需求，助力客户实现数字化与智能化的转型升级。

图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

技术驱动，B&C 端双轮业务布局。在 C 端，公司通过 APP、微信小程序和网页等多渠道触达用户，打造扫描全能王（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）和启信宝（企业商业信息查询 APP）三款核心产品，通过会员订阅制实现变现。在 B 端，公司通过 API、SaaS 和软件授权等模式，为金融、制造、物流、政务、地产、教育等行业客户提供产品或服务。截至 2024 年底，智能文字识别服务可支持全球 140 种证照识别模块及 56 种语言的文档图像识别，商业大数据服务以启信宝企业版 SaaS 为核心，整合中国境内超过 3.4 亿家企业等组织机构的实时动态商业大数据，为不同行业的企业客户提供更多类型的增值服务和多元化解决方案。

图表 2：公司产品矩阵

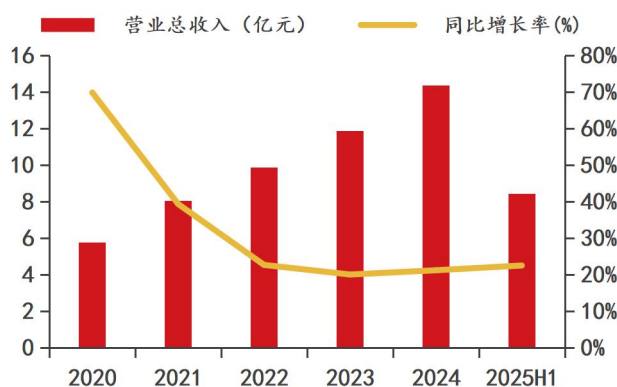


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 营收稳健增长，盈利能力维持高位

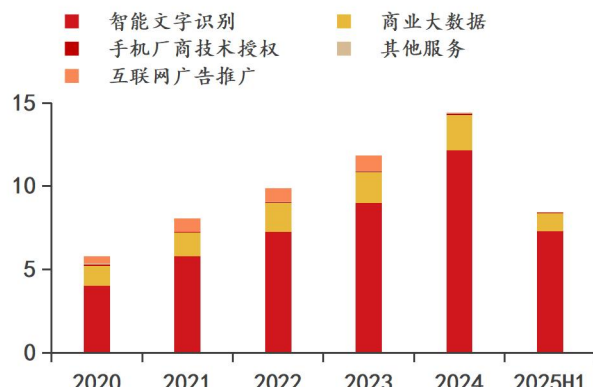
营收稳健增长，智能文字识别业务构成业务基本盘。2020-2024 年，公司营业收入保持较快增长态势，CAGR 达 25.59%。2024 年，公司实现营业收入 14.38 亿元，同比增长 21.21%，主要系公司持续进行技术研发和产品迭代，带动用户数量同步提升；2025 年上半年，公司实现营业收入 8.43 亿元，同比增长 22.51%。分产品看，智能文字识别业务构成核心支撑，近五年占总营收比例持续攀升，2024 年其业务收入为 12.16 亿元，占比达 84.53%；商业大数据业务作为第二增长曲线，近年来营收持续增长，逐步释放商业化潜力。

图表 3：2020-2025H1 公司营业收入及同比



资料来源：ifind，华源证券研究所

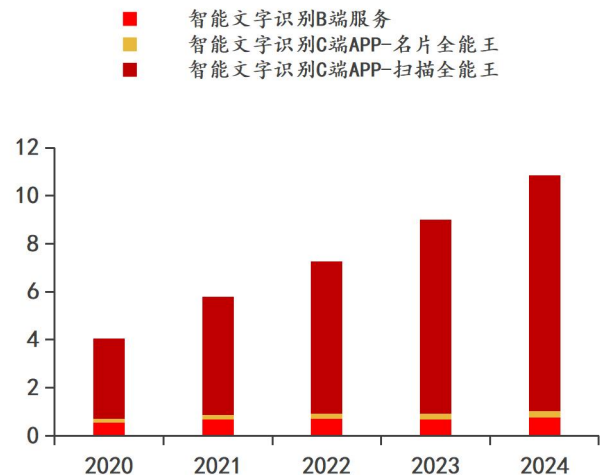
图表 4：2020-2025H1 公司分产品营业收入 (单位：亿元)



资料来源：ifind，华源证券研究所

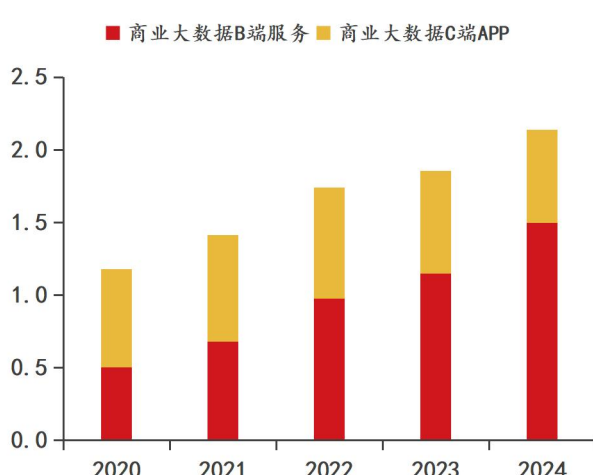
扫描全能王构成重要增长引擎，商业大数据向 B 端转型升级。2024 年，公司智能文字识别业务实现营收为 12.16 亿元，其中，C 端 APP 扫描全能王实现营业收入 9.82 亿元，占智能文字识别业务收入约 90.49%，构成核心增长极。商业大数据服务方面，2024 年 B 端服务和 C 端 APP 启信宝分别实现营收 1.50 亿元和 0.64 亿元，分别占比 70%和 30%。值得关注的是，启信宝 APP 收入较上年有所下滑，而 B 端业务实现稳步增长，反映出公司商业大数据业务正由 C 端单一付费向 B 端多元化解决方案转型升级。

图表 5：2020-2024 智能文字识别营收结构 (单位：亿元)



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

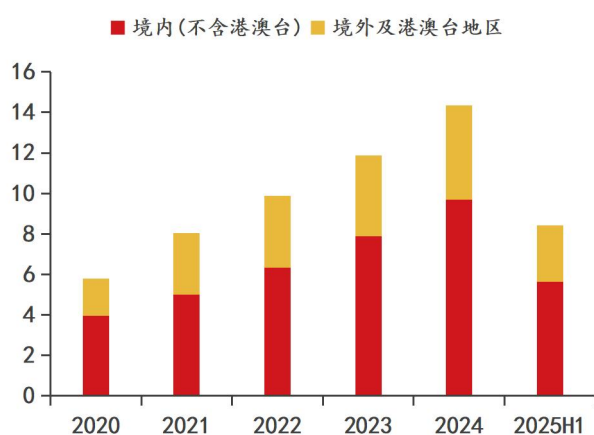
图表 6：2020-2024 商业大数据营收结构 (单位：亿元)



资料来源：ifind，华源证券研究所

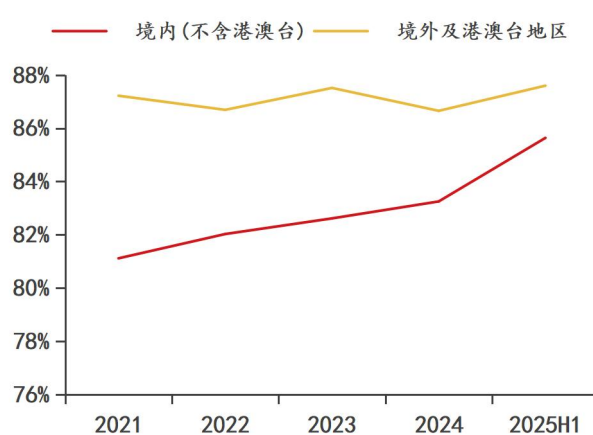
境内外营收均实现稳健增长，境外毛利率水平相对略高。2024 年，公司境内、境外及港澳台地区分别实现营收 9.69 亿元和 4.66 亿元，分别同比增长 22.71%、17.35%，收入占比为 67.40%和 32.37%，2025 年上半年也延续良好的增长态势。旗下核心产品在海外市场表现亮眼：截至 2024 年 12 月 31 日，扫描全能王免费版曾在 App Store 上 84 个国家和地区（含中国）的效率类免费应用下载量排行榜中位居第一，名片全能王曾在 41 个国家和地区的商务类免费应用下载量排行榜位列首位。盈利能力方面，公司境外（含港澳台）地区毛利率略高于境内水平，2024 年分别为 86.66%和 83.25%，2025 年上半年进一步提升至 87.60%和 85.64%，境内与境外毛利率的差距呈收窄趋势。

图表 7：2020-2025H1 公司分地区营业收入（单位：亿元）



资料来源：ifind，华源证券研究所

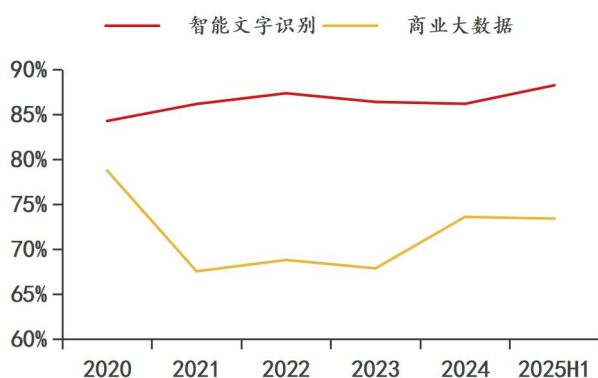
图表 8：2021-2025H1 公司分地区毛利率（单位：%）



资料来源：ifind，华源证券研究所

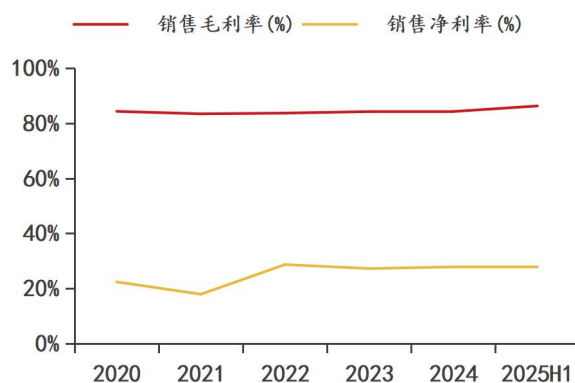
毛利率维持高位稳定，盈利能力稳步提升。自 2020 年以来，公司综合毛利率水平始终维持在 83%以上的高位，2024 年公司实现毛利率 84.28%、净利率 27.85%，2025 年上半年分别提升至 86.29%和 27.92%。分产品来看，公司智能文字识别业务和商业大数据业务受益于 APP 订阅及软件服务模式的轻资产属性，毛利率水平较高。

图表 9：2020-2025H1 公司分产品毛利率（单位：%）



资料来源：ifind，华源证券研究所

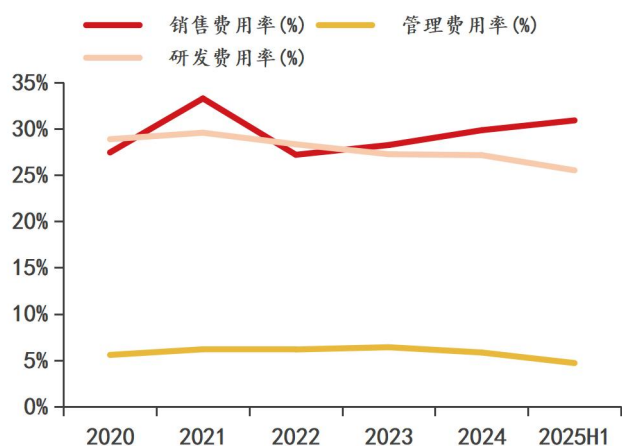
图表 10：2020-2025H1 公司毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：ifind，华源证券研究所

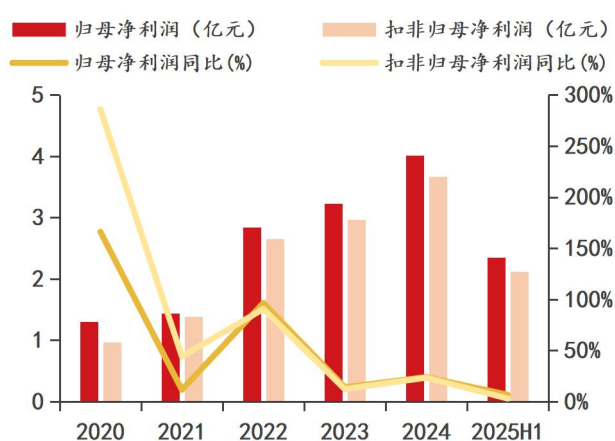
公司期间费用管控良好，整体费用率维持稳定。公司期间费用率长期维持在约 62% 的水平，2024 年销售、管理和研发费用率分别为 29.84%、5.84% 和 27.15%。其中，销售费用率小幅上升，主要系扫描全能王加大品牌推广所致；公司维持其研发投入力度，研发费用率持续保持高位。盈利方面，公司实现利润快速增长，2024 年归母净利润和扣非归母净利润分别为 4.01 亿元和 3.67 亿元，分别同比提升 23.93% 和 23.35%。现金流方面，2024 年和 2025H1 公司经营性现金流净额分别为 4.56 亿元和 1.87 亿元，分别同比增长 1.00% 和 17.61%，经营现金流保持健康增长。

图表 11：2020-2025H1 公司费用率



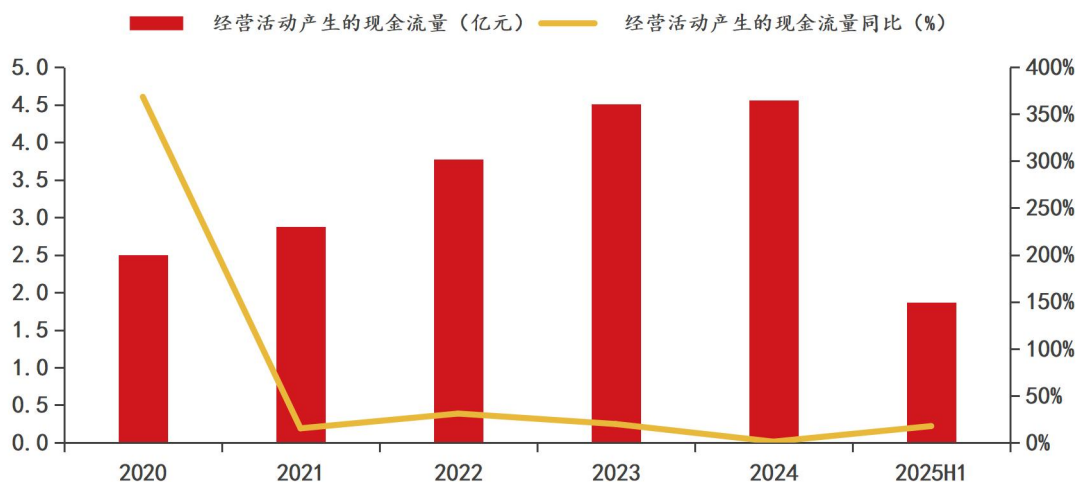
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 12：2020-2025H1 公司归母净利润、扣非归母净利润



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 13：2020-2025H1 公司经营活动产生的现金流量及同比



资料来源：ifind，华源证券研究所

3. 智能文字识别：C 端拓量、B 端提质，夯实业绩底盘

智能文字识别是 AI 领域的一个重要分支。智能文字识别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，例如票据分类、证照票据结构化、合同关键信息抽取、智能审核等。

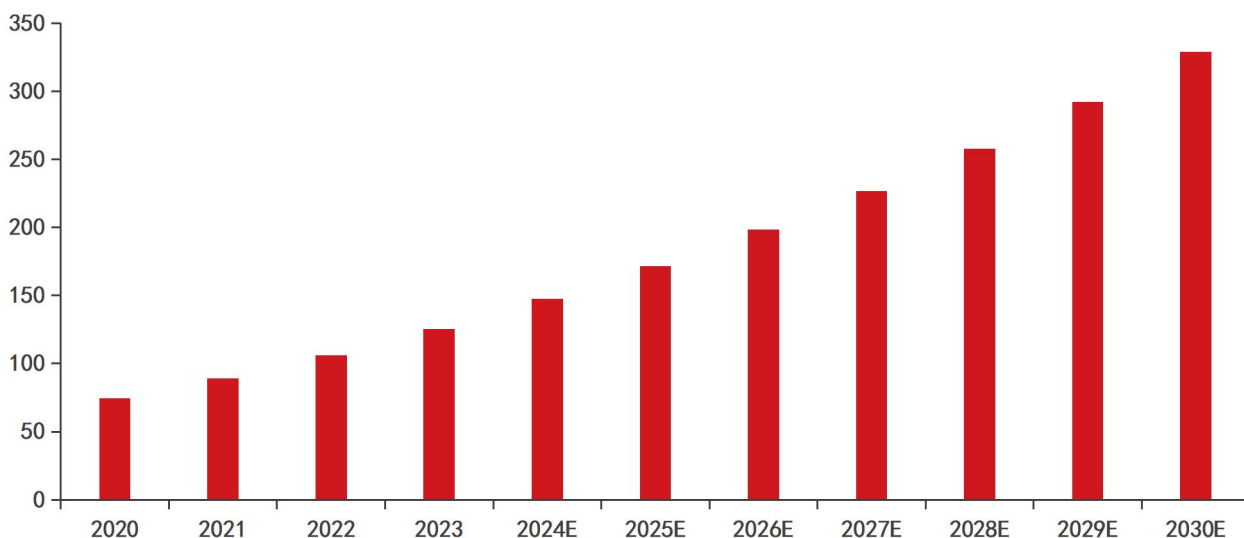
图表 14：公司智能文字识别业务

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：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	证件、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

资料来源：公司公告，华源证券研究所

全球智能文字识别服务市场空间广阔，具备长期提升空间。根据国际数据公司（IDC）2022 年报告，中国数字化转型支出中软件增长最高，预计 2021-2026 年复合增长率 CAGR 达到 24.5%。根据 Grand View Research 报告，全球智能文字识别服务市场规模 2023 年达 125.58 亿美元，预计 2024-2030 年复合年均增长率约 14.8%。灼识咨询预计中国智能文字识别领域 2022-2027 年复合年均增长率达 27.3%，2027 年市场规模将达人民币 168.9 亿元。

图表 15：2020-2030 年全球智能文字识别服务市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Grand View Research，华源证券研究所

3.1.C 端：扫描全能王为“拳头产品”，变现能力持续释放

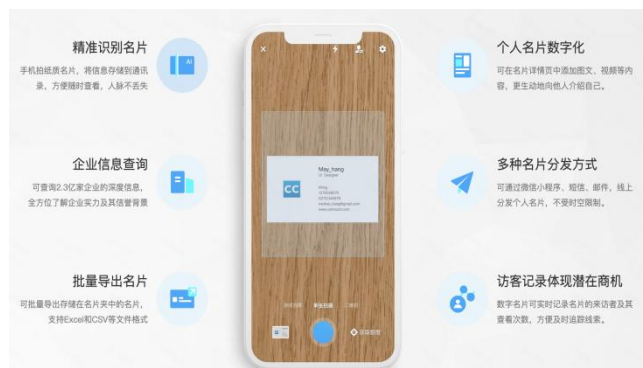
公司智能文字识别 C 端 APP 包括扫描全能王和名片全能王两款核心产品。扫描全能王（CamScanner）是一款集扫描、图像处理与文字识别于一体的智能 APP，可将手机、平板变为随身携带的扫描仪，将复杂场景下的文档转变为 PDF 文件或图片，并进一步识别为文本，用于个人文档管理。名片全能王（CamCard）则专注于智能名片及人脉管理，快速读取纸质名片信息，自动分类并结构化存储，同时支持批量识别、多终端同步及在线名片创建等功能。

图表 16：扫描全能王产品图



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 17：名片全能王产品图



资料来源：公司官网，华源证券研究所

扫描全能王和名片全能王用户规模与品牌认知领先，形成较高壁垒。扫描全能王与名片全能王在用户规模、品牌知名度、用户口碑等方面建立了先发优势，两款 APP 的月活用户和累计下载量远超同类产品，其在 iOS 中国区评分也高于行业均值，短期内其他同类 APP 或难以对其构成实质性威胁。以中国 App Store 的搜索关键词热度为例，2023 年 12 月，“扫描全能王”关键词热度高于“扫描”、“文件扫描”、“拍照取字”、“文字提取”等功能词，说明扫描全能王一定程度上已成为扫描及文字识别的代名词。

图表 18：扫描全能王及同类产品对比

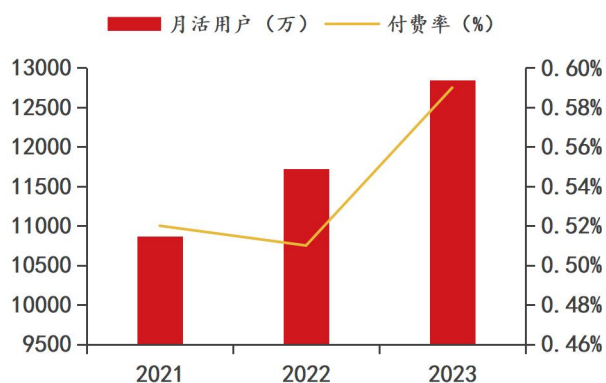
文字识别类 APP	简介	上线时间	用户数量(App Store 与 Google play 的月活之和)	用户体验(以 App Store 部分地区 2023 年 12 月 31 日的评分为例)
扫描全能王 CamScanner	将智能手机变成便携式扫描仪，采集、管理各种文档产品，支持文档图片的智能切边、智能图像增强、票据/证照/表格等多种文档的文字识别功能	2010 年	2023 年的平均月活为 14,540.4 万	iOS 中国区评分：4.9，评分个数 450.6 万个 iOS 美国区评分为：4.9，评分个数 126.3 万个
Office lens	微软集团旗下的扫描与文字识别产品，可将图像转换为 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	2017 年	2023 年的平	Google lens 未在 App Store 上架

	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		均月活为 2,488.1 万	
ABBYY	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
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 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：公司公告，华源证券研究所

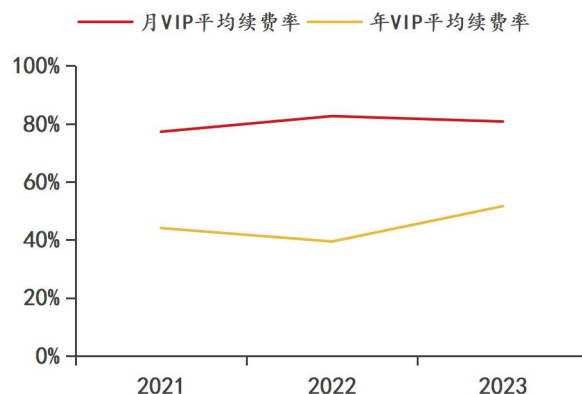
扫描全能王月活用户量稳健增长，付费率与 ARPU 双升，释放变现潜力。2021-2023 年，扫描全能王的月活人数持续增长，付费率整体向好，2023 年达 0.59%，产品在 C 端变现能力增强。同期，ARPU 从 2021 年的 0.59 元提升至 2023 年的 0.71 元，月 VIP 平均续费率保持在 75%以上的高位，年 VIP 续费率在 2023 年上涨至 51.6%，VIP 用户粘性较强。

图表 19：扫描全能王月活数及付费率



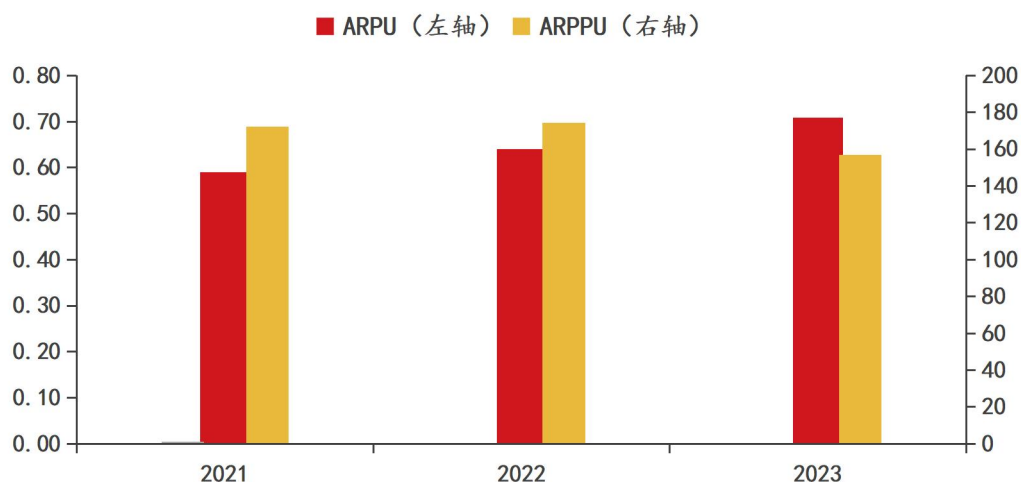
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 20：扫描全能王 VIP 续费率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

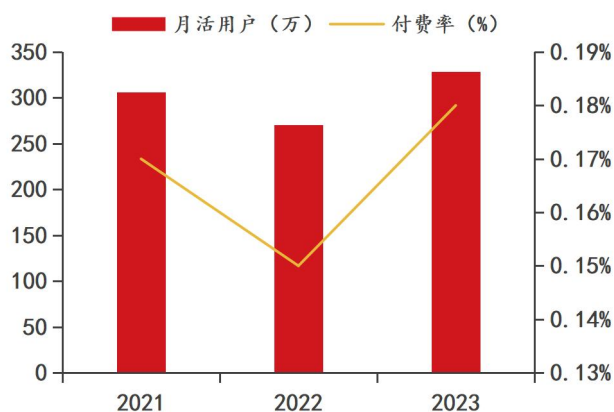
图表 21：扫描全能王 ARPU 和 ARPPU（单位：元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

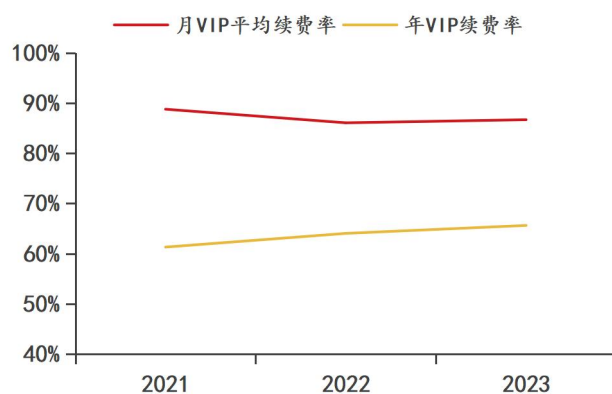
名片全能王续费率突出，用户粘性强。2021-2023 年，名片全能王的月活用户规模稳定在约 300 万人水平，用户结构以商务人士为主，2023 年付费率为 0.18%。同期，ARPU 从 2021 年的 0.38 元微升至 2023 年的 0.39 元，整体收入结构稳定。公司重点推广年费 VIP 模式，产品月 VIP 平均续费率在 86% 以上高位波动，年 VIP 续费率从 2021 年起持续上升至 2023 年的 65.63%，核心用户粘性较强、忠诚度较高。

图表 22：名片全能王月活数及付费率



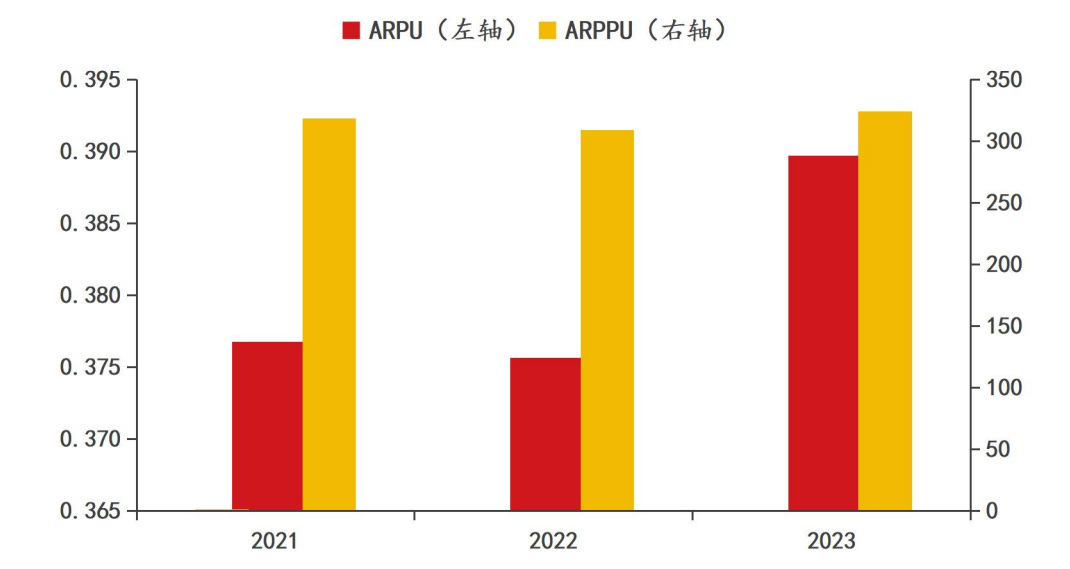
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 23：名片全能王 VIP 续费率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 24：名片全能王 ARPU 和 ARPPU（单位：元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. B 端：服务价值链上移，场景化解决方案或成为核心增长极

B 端服务形态多样，满足不同类型客户需求。按照下游客户类型及交付形式，公司智能文字识别服务可分为 B 端基础技术服务、B 端标准化服务、B 端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。一般来说，基础技术服务、标准化服务的目标客户为中型企业、集团性企业的子公司或者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、要求与业务场景紧密结合的大型企业。

图表 25：智能文字识别 B 端服务类别

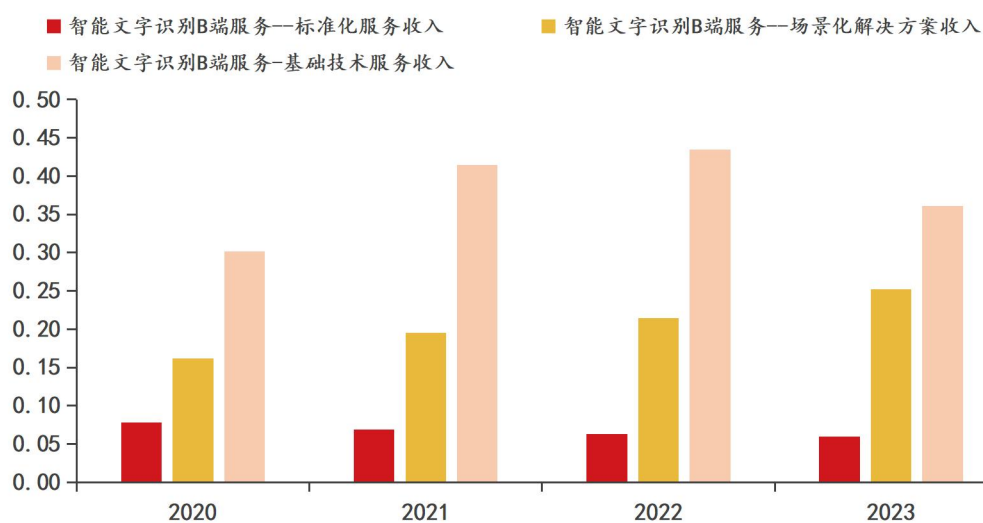
类别	公司智能文字识别 B 端服务	具体介绍	代表性客户举例
B 端基础技术服务	证件、银行卡、名片等智能文字识别的基础技术服务	通过 100 种证照识别、多国家的名片和银行卡的智能文字识别基础技术服务	eBAY、中国邮政集团、中国银联股份有限公司、中国太平洋保险（集团）股份有限公司、东风标致雪铁龙汽车金融有限公司
B 端标准化服务	名片全能王企业版 SaaS 软件服务	提供面向企业的名片识别、客户名片管理、CRM 客户关系管理等基于公有云的服务	软银集团、日本伊藤忠商事株式会社、东京海上日动火灾保险公司
B 端场景化解决方案	智能文字识别 AI 机器人	对财报、票据、合同、表单等与业务场景紧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	海尔集团、光大集团、上汽大众汽车有限公司、中国人民保险集团有限公司
	AI 训练平台	AI 训练平台可通过自学习、	重庆农村商业银行股份有限

自完善来持续提高图像处理 公司、广发证券股份有限公司
 及文字识别的准确性 司

资料来源：公司公告，华源证券研究所

场景化解决方案收入平稳增长，B 端收入结构优化。2020-2023 年，公司基础技术服务和标准化服务的成长空间相对受限，收入均出现不同程度的下滑；相比之下，场景化解决方案逆势持续增长，收入从 2020 年的 0.16 亿元增至 2023 年的 0.25 亿元。整体来看，智能文字识别 B 端服务整体收入结构呈现出由基础技术服务向场景化解决方案转型的趋势，增长动能更多来自于高附加值的场景化解决方案，业务溢价能力增强。

图表 26：2020-2023 年公司智能文字识别 B 端服务营业收入（单位：亿元）



资料来源：ifind，华源证券研究所

4. 商业大数据：C 端短期承压，B 端发展势头良好

协同智能文字识别业务，实现客户复用。商业大数据是大数据产业的重要领域，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，挖掘商业数据背后蕴藏的价值。公司商业大数据业务与智能文字识别业务在底层技术和业务推广领域具有协同性，二者均依赖 NLP 对文档、图像和数据等非结构化信息进行理解分析，在客户群体上也存在一定重叠。

图表 27：公司商业大数据业务

所处领域	核心技术	产品/服务矩阵	业务内容
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 2000 亿条实时动态数据，并提供多种数据挖掘分析报告
		B 端基础技术服务	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

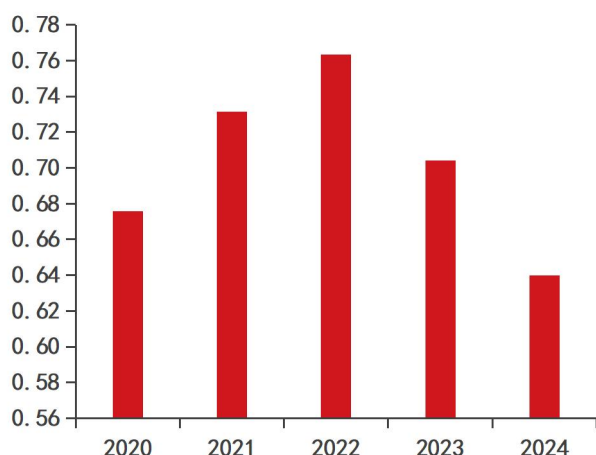
资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.1.C 端：市场竞争较为激烈，收入端短期承压

启信宝 APP 面临市场竞争，收入端短期承压。商业大数据的 C 端业务主要为启信宝个人版，作为一款企业商业信息查询 APP，其主要的受众为泛法务、泛商务、政务等行业的职场用户，为用户提供企业查询、商业尽调、风险管理、智能营销、企业服务场景下的数据服务。2024 年，启信宝 APP 收入为 0.64 亿元，同比下降约 9%，C 端业务市场竞争激烈，存在一定的同质化现象。

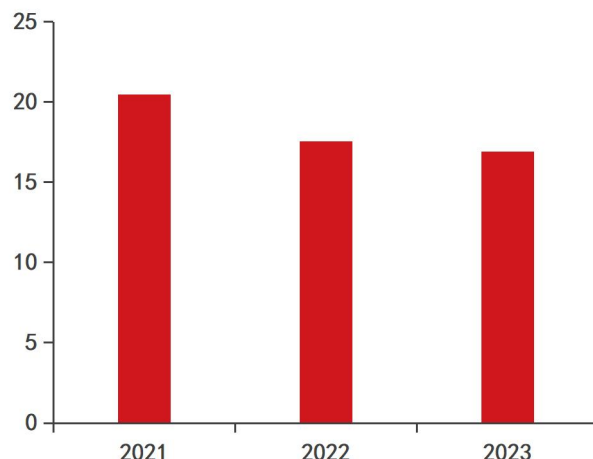
从用户端表现来看，付费用户承压，核心用户粘性支撑业务稳定。“爱企查”等新玩家进入市场加剧了市场竞争，同时竞争对手在推广投入上的加大对启信宝形成压力。2021-2023 年，启信宝付费率、付费用户数及 ARPU 均持续下降，其中，付费用户数从 2021 年的 20.46 万人下降至 2023 年的 16.89 万人。但 2023 年月活用户和年 VIP 续费率止跌回升，年 VIP 付费用户数保持基本稳定，显示核心付费用户的粘性仍在一定程度上支撑业务稳定性。

图表 28：2020-2024 年启信宝 APP 收入（单位：亿元）



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 29：2021-2023 年启信宝付费用户数（单位：万人）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2.B 端：商业模式清晰，基础数据服务发展势头良好

与智能文字识别 B 端服务业务类似，公司商业大数据服务也可分为 B 端基础数据服务、B 端标准化服务、B 端场景化解决方案三种形态，技术的附加值和服务的复杂程度依次递增。商业模式方面，公司 B 端业务以直销模式为主，2024 年直销收入占比超过 90%。公司通常与客户签订年度或多年合同，在合同期内，客户根据合同规定使用公司 B 端产品或服务，公司按照合同约定收取相应费用。

图表 30：商业大数据 B 端服务类别

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段服务 数据包:为客户查询并导出特定条件的企业数据进行单次交付 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	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
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	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:

风控平台
 ——产业洞察招商
 解决方案

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

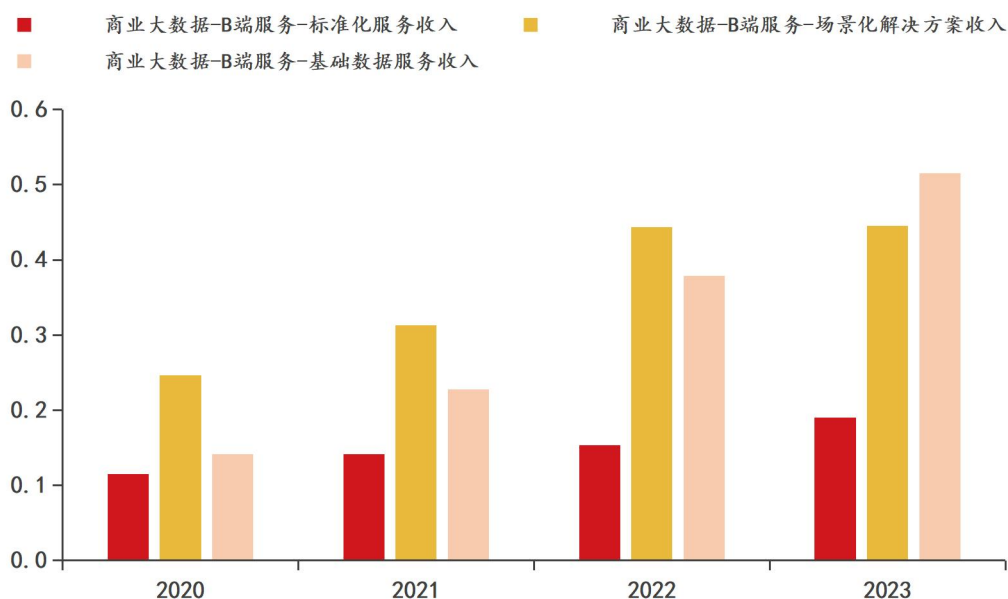
将企业内部数据与外部商业大数据进行融合，
 实现数据同步更新，为企业客户构建全景数据
 库

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：公司公告，华源证券研究所

商业大数据 B 端服务增长稳健，基础数据服务发展势头良好。2020-2023 年，公司 B 端
 服务收入持续提升，其中标准化服务收入由 0.12 亿元增至 0.19 亿元，增速存在一定波动；
 场景化解决方案收入由 0.25 亿元增至 0.45 亿元，增速在 2022 年达到 41.8%后，2023 年趋
 缓至 0.35%；基础数据服务收入由 0.14 亿元增至 0.52 亿元，增速持续保持较高水平，显著
 高于其它两种服务场景。

图表 31：2020-2023 年公司商业大数据 B 端服务营业收入（单位：亿元）



资料来源：ifind，华源证券研究所

5. 把握 AI 浪潮，加速 B 端商业变现

2024 年 9 月，公司推出了 TextIn xParse 文档处理平台。TextIn xParse 是公司专为 LLM 下游任务设计的通用文档解析服务，能够识别文档或图片中的文字信息，将文档解析为 Markdown 格式，并按常见的阅读顺序进行还原，赋能下游各类大语言模型任务，包括：

1) RAG 知识库建设：支持将文档解析为可嵌入向量库的结构化数据，专项优化知识片段提取，支持上下文关系，并兼容各类行业报告与白皮书，自动适应多样排版，轻松构建企业级知识库；

2) 大模型训练语料清洗：高效清洗非结构化文档，准确提取核心内容，自动过滤噪声数据，保留重要语料，支持对复杂版式文档的分段与标签化处理，从而构建高质量训练数据集；

3) Chatbot&Agent：自动拆分文档，帮助快速定位答案，提供结构化文本，提升问答精准度，适配复杂文档排版，支持多样化问答场景。

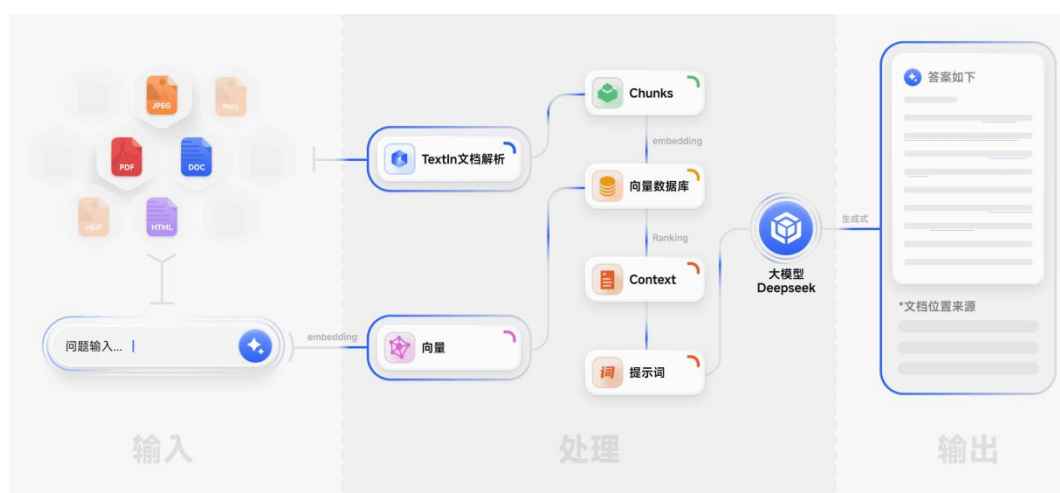
图表 32：TextIn xParse 通用文档解析平台



资料来源：合合信息官网，华源证券研究所

TextIn xParse 解决大模型 B 端落地的痛点。我们认为目前 AI 在 B 端落地的一大痛点是在于缺乏足够的业务数据和行业知识，背后的原因在于企业大模型知识库建设面临多源、多格式、多模态的文档（如 PDF/扫描件等），海量非格式化信息（如图片/表格/公式/手写内容等）难以有效解析、识别和提取，造成企业内部大量信息无法被有效利用。而 TextIn xParse 支持 PDF、Word、图片、HTML 等 10+种文件格式，实现多模态文档解析；一次请求，即可获取文字、表格、标题层级、公式、手写字符、图片信息，并且支持按 Markdown 和 Json 格式输出给模型，解决了大模型 B 端落地的痛点。

图表 33: TextIn xParse 产品方案架构



资料来源：合合信息官网，华源证券研究所

积极拥抱 MCP，加速 TextIn xParse 商业变现。随着大模型及 Agent 技术的飞速发展，通过大模型调用外部工具正在成为 AI 应用开发的新范式。然而，由于不同大模型的调用结构和参数格式各异，开发者需要分别编写工具调用逻辑，AI 工具集成效率低下，MCP (Model Context Protocol) 协议的出现解决了大模型与外界数据源、工具的协作难题。2025 年，公司在 TextIn xParse 的基础上，上线了文档处理领域首批 MCP Server 服务。我们认为，MCP 接入或将进一步加速 TextIn xParse 商业变现，尤其是对于目前收入体量较小的 B 端，MCP 接口打通后，服务空间有望扩大，带动收入提升。

图表 34: 合合信息上线文档处理领域首批 MCP Server 服务



资料来源：合合信息官方微信视频号，华源证券研究所

6. 盈利预测与评级

收入预测

1、智能文字识别业务：公司智能文字识别业务包括面向 C 端的扫描全能王、名片全能王，以及面向 B 端的产品与服务。得益于公司 C 端用户基数广泛、用户口碑及粘性高，叠加 AI 新功能持续推出，以及公司加大品牌推广，我们认为月活、付费率、ARPU 值仍具有提升空间，预计公司智能文字识别业务 25-27 年增速分别为 20.8%、20.7%、20.8%。

2、商业大数据业务：根据灼识咨询《中国商业大数据服务行业蓝皮书》，预计 2022-2027 年，我国商业大数据服务市场规模 CAGR 将会保持约 20.7%的水平，2027 年市场规模达到 1040.9 亿元；叠加在数据要素等政策的催化下，下游企业对大数据服务需求提升，预计公司商业大数据业务 25-27 年增速分别为 19.0%、19.7%、16.5%。

毛利率：

公司主要收入来自于扫描全能王、名片全能王等标准化的 2C 软件产品订阅，毛利率长期维持在较高水平，我们认为后续公司智能文字识别业务的盈利能力有望维持，预计 25-27 年公司整体毛利率分别为 84.6%、84.9%、85.2%。

费用率：

随着公司月活数和付费率稳步提升，规模效应显现，我们预计 25-27 年公司费用率有望逐步下降，销售费用率预计为 29.7%、29.0%、28.3%；研发费率预计为 27.2%、26.9%、26.6%；管理费用率预计为 5.7%、5.4%、5.1%。

归母净利润：

基于上述判断，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.53/5.60/6.98 亿元，同比增速分别为 13.1%/23.8%/24.5%。

估值：

公司为智能文字识别龙头，我们选取和公司同样以订阅或纯软件商业模式为主的金山办公、福昕软件、虹软科技作为可比公司，25-27 年可比公司均值 PS 为 17.7、14.6、11.9 倍。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 17.31/20.86/25.04 亿元，当前股价对应的 PS 分别为 14.3、11.9、9.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 35：可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值（亿元）	收入（亿元）			PS		
		2025-10-27	25E	26E	27E	25E	26E	27E
688111.SH	金山办公	1468.28	59.63	70.62	84.51	24.6	20.8	17.4
688088.SH	虹软科技	213.74	10.07	12.70	16.00	21.2	16.8	13.4
688095.SH	福昕软件	66.69	9.03	11.05	13.70	7.4	6.0	4.9
	平均值					17.7	14.6	11.9
688615.SH	合合信息	248.26	17.31	20.86	25.04	14.3	11.9	9.9

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，合合信息盈利预测来自华源证券研究所

7. 风险提示

1、技术升级迭代不及预期的风险：AI 和大数据行业发展快、技术迭代周期短，若公司研发成果不达预期或行业出现替代性的创新技术等情况，则会对公司经营业绩产生不利影响。

2、海外业务拓展不及预期的风险：公司当前约 1/3 的收入来自于海外市场，全球政治局势的不稳定性或将给公司在海外的业务经营和拓展带来风险。

3、行业竞争加剧的风险：公司在智能文字识别领域和商业大数据领域面临较为激烈的行业竞争。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,495	1,860	2,263	2,766
应收票据及账款	109	145	174	209
预付账款	14	16	20	23
其他应收款	7	9	11	14
存货	4	3	3	4
其他流动资产	1,572	1,578	1,585	1,593
流动资产总计	3,201	3,612	4,056	4,610
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	193	165	171	170
在建工程	0	50	60	75
无形资产	48	56	80	93
长期待摊费用	4	2	0	0
其他非流动资产	43	68	68	68
非流动资产合计	288	341	379	406
资产总计	3,488	3,953	4,435	5,016
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	63	75	89	105
其他流动负债	731	955	1,146	1,368
流动负债合计	794	1,031	1,236	1,473
长期借款	32	33	29	24
其他非流动负债	5	5	5	5
非流动负债合计	37	38	35	29
负债合计	831	1,069	1,270	1,502
股本	100	140	140	140
资本公积	1,453	1,453	1,453	1,453
留存收益	1,105	1,292	1,572	1,921
归属母公司权益	2,658	2,884	3,165	3,514
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,658	2,884	3,165	3,514
负债和股东权益合计	3,488	3,953	4,435	5,016

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	401	367	475	612
折旧与摊销	73	96	132	173
财务费用	-14	-4	-6	-8
投资损失	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	21	192	163	188
其他经营现金流	-22	87	87	87
经营性现金净流量	456	736	849	1,050
投资性现金净流量	-662	-150	-170	-200
筹资性现金净流量	1,260	-221	-277	-347
现金流量净额	1,059	365	402	503

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,438	1,731	2,086	2,504
营业成本	226	266	316	370
税金及附加	10	11	13	15
销售费用	429	515	606	710
管理费用	84	99	114	129
研发费用	390	470	560	665
财务费用	-14	-4	-6	-8
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-4	-4	-5
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
公允价值变动损益	24	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	87	87	87	87
营业利润	423	459	567	706
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	3	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	421	457	566	704
所得税	20	4	6	7
净利润	401	453	560	698
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	401	453	560	698
EPS(元)	2.86	3.23	4.00	4.98

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	21.21%	20.37%	20.48%	20.05%
营业利润增长率	31.00%	8.42%	23.71%	24.41%
归母净利润增长率	23.93%	13.05%	23.78%	24.47%
经营现金流增长率	1.00%	61.56%	15.39%	23.57%
盈利能力				
毛利率	84.28%	84.62%	84.87%	85.24%
净利率	27.85%	26.16%	26.87%	27.86%
ROE	15.07%	15.70%	17.71%	19.85%
ROA	11.48%	11.46%	12.64%	13.91%
估值倍数				
P/E	61.98	54.83	44.29	35.59
P/S	17.26	14.34	11.90	9.91
P/B	9.34	8.61	7.84	7.06
股息率	0.81%	0.91%	1.13%	1.40%
EV/EBITDA	37	41	32	25

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。