



合合信息 (688615.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q3 超预期，MAU 与付费率共振向上

业绩简评

- 2025 年 10 月 30 日，公司披露 2025 年三季报。
- 总量端-Q3 收入增速超预期，净利润率超预期兑现。
- 1) 收入端：1-3Q25 实现营业收入 13.0 亿元，yoy+24.2%；3Q25 实现营业收入 4.6 亿元，yoy+27.5%。
- 2) 费用端：1-3Q25 公司 OpEx (仅三费) yoy+29.2%，主因销售投入加大略快于收入增长，其中，销售费用/管理费用/研发费用率分别为 31.8%/4.7%/25.4%，yoy+2.8pct/-0.5pct/+0.1pct。
- 3) 利润端：1-3Q25 实现归母净利 3.5 亿元，yoy+14.6%；3Q25 实现归母净利 1.2 亿元，yoy+34.9%。1-3Q25 综合毛利率为 86.4%，yoy+2pct；1-3Q25 归母净利率为 26.9%，yoy-2.3pct。
- 结构端-MAU 与付费率共振，海外版本+AI 后商业化加速。
- 公司主要 C 端产品 MAU 截至 1Q25/2Q25/3Q25 分别为 1.77/1.81/1.89 亿人，yoy+11.32%/+11.73%/+12.50%，逐季加速；4Q24/2Q25/3Q25 付费率分别为 4.4%/4.7%/4.9%，付费率进入上升通道；ARPU 相对稳定。海外版产品开发更多 AI 功能，加快商业化转换进度。

盈利预测、估值与评级

- 根据公司年报，我们预计 2025-2027 年公司实现营收 18.1/22.7/27.8 亿元，同比增长 25.7%/25.4%/22.7%；预计归母净利润为 4.68/5.54/6.83 亿元，对应 56.8/48.1/38.9 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

- 基模吞噬应用风险，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

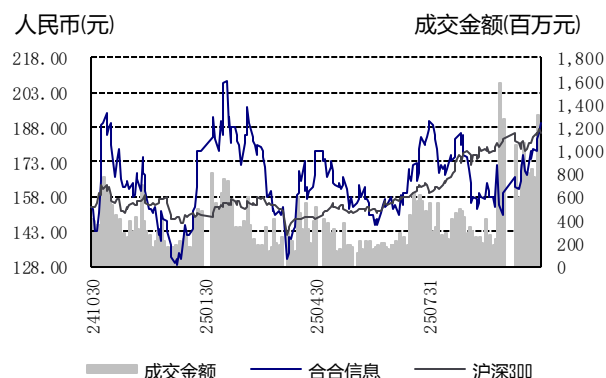
联系人：孙恺祈

sunkaiqi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：189.98 元

相关报告：

1. 《合合信息公司点评：付费用户持续增长，B 端客户拓展顺利》，2025.4.16
2. 《合合信息公司深度研究：营销发力+功能迭代，扫描全能王拥抱广阔...》，2024.12.25



主要财务指标

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,187	1,438	1,808	2,267	2,782
营业收入增长率	20.04%	21.21%	25.69%	25.43%	22.71%
归母净利润(百万元)	323	401	468	554	683
归母净利润增长率	13.91%	23.93%	16.85%	18.28%	23.41%
摊薄每股收益(元)	4.309	4.005	3.343	3.954	4.879
每股经营性现金流净额	6.02	4.56	6.37	8.28	10.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	32.37%	15.07%	15.93%	16.93%	18.56%
P/E	/	50.54	56.83	48.05	38.93
P/B	/	7.62	9.05	8.13	7.23

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	988	1,187	1,438	1,808	2,267	2,782
增长率		20.0%	21.2%	25.7%	25.4%	22.7%
主营业务成本	-161	-187	-226	-280	-346	-417
%销售收入	16.3%	15.7%	15.7%	15.5%	15.3%	15.0%
毛利	827	1,000	1,212	1,528	1,921	2,365
%销售收入	83.7%	84.3%	84.3%	84.5%	84.7%	85.0%
营业税金及附加	-5	-7	-10	-12	-15	-18
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-269	-335	-429	-560	-714	-876
%销售收入	27.2%	28.2%	29.8%	31.0%	31.5%	31.5%
管理费用	-61	-76	-84	-85	-107	-131
%销售收入	6.2%	6.4%	5.8%	4.7%	4.7%	4.7%
研发费用	-280	-323	-390	-461	-578	-696
%销售收入	28.3%	27.3%	27.2%	25.5%	25.5%	25.0%
息税前利润 (EBIT)	212	258	299	410	508	644
%销售收入	21.5%	21.7%	20.8%	22.7%	22.4%	23.2%
财务费用	29	7	14	32	40	52
%销售收入	-2.9%	-0.6%	-1.0%	-1.8%	-1.8%	-1.9%
资产减值损失	-2	-3	-2	0	0	0
公允价值变动收益	3	20	24	0	0	0
投资收益	1	1	2	1	1	1
%税前利润	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%
营业利润	280	323	423	498	589	727
营业利润率	28.4%	27.2%	29.4%	27.5%	26.0%	26.1%
营业外收支	-1	-1	-2	0	0	0
税前利润	280	322	421	498	589	727
利润率	28.3%	27.1%	29.2%	27.5%	26.0%	26.1%
所得税	4	1	-20	-30	-35	-44
所得税率	-1.5%	-0.3%	4.8%	6.0%	6.0%	6.0%
净利润	284	323	401	468	554	683
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	284	323	401	468	554	683
净利率	28.7%	27.2%	27.9%	25.9%	24.4%	24.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	284	323	401	468	554	683
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	32	37	75	66	95	124
非经营收益	-35	-33	-41	27	0	0
营运资金变动	95	124	21	76	179	198
经营活动现金净流	377	451	456	637	828	1,005
资本开支	-15	-76	-174	-130	-135	-135
投资	-445	-566	-503	0	0	0
其他	4	7	15	1	1	1
投资活动现金净流	-456	-635	-662	-129	-134	-134
股权募资	0	0	1,300	0	0	0
债权募资	0	0	0	-20	0	0
其他	-18	-21	-40	-189	-223	-274
筹资活动现金净流	-18	-21	1,260	-209	-223	-274
现金净流量	-80	-200	1,059	300	471	597

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	553	353	1,495	1,785	2,250	2,842
应收款项	98	98	112	158	199	244
存货	0	2	4	4	5	6
其他流动资产	577	1,155	1,591	1,608	1,618	1,629
流动资产	1,228	1,608	3,201	3,555	4,072	4,721
%总资产	94.6%	89.5%	91.8%	91.7%	91.9%	92.7%
长期投资	22	20	7	7	7	7
固定资产	21	54	142	167	169	146
%总资产	1.6%	3.0%	4.1%	4.3%	3.8%	2.9%
无形资产	4	3	52	98	139	175
非流动资产	70	189	288	320	360	371
%总资产	5.4%	10.5%	8.2%	8.3%	8.1%	7.3%
资产总计	1,297	1,797	3,488	3,876	4,432	5,093
短期借款	2	17	19	0	0	0
应付款项	46	57	65	76	94	113
其他流动负债	567	673	710	838	1,050	1,286
流动负债	615	747	794	914	1,144	1,400
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	52	37	23	17	12
负债	621	799	831	938	1,161	1,412
普通股股东权益	676	998	2,658	2,938	3,271	3,680
其中：股本	75	75	100	100	100	100
未分配利润	354	677	1,065	1,346	1,678	2,088
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,297	1,797	3,488	3,876	4,432	5,093

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	3.783	4.309	4.005	3.343	3.954	4.879
每股净资产	9.015	13.311	26.576	20.988	23.361	26.289
每股经营现金净流	5.023	6.015	4.556	6.370	8.278	10.052
每股股利	0.000	0.000	2.000	1.872	2.214	2.732
回报率						
净资产收益率	41.96%	32.37%	15.07%	15.93%	16.93%	18.56%
总资产收益率	21.87%	17.98%	11.48%	12.07%	12.49%	13.41%
投入资本收益率	31.69%	25.41%	10.61%	13.11%	14.59%	16.45%
增长率						
主营业务收入增长率	22.67%	20.04%	21.21%	25.69%	25.43%	22.71%
EBIT 增长率	90.12%	21.55%	15.79%	37.24%	23.83%	26.90%
净利润增长率	96.37%	13.91%	23.93%	16.85%	18.28%	23.41%
总资产增长率	35.69%	38.53%	94.11%	11.11%	14.35%	14.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.1	28.0	24.8	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	0.8	2.8	5.1	5.0	5.0	5.0
应付账款周转天数	82.7	97.7	95.5	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	7.7	16.7	36.1	33.8	27.2	19.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-160.04%	-144.97%	-113.66%	-113.33%	-116.03%	-119.20%
EBIT 利息保障倍数	-7.3	-34.5	-20.7	-12.8	-12.6	-12.5
资产负债率	47.88%	44.45%	23.82%	24.19%	26.21%	27.73%

来源：公司年报、国金证券研究所



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国门内大街 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