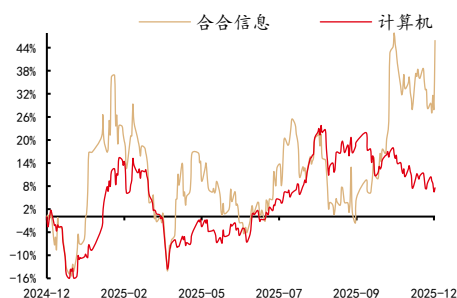


股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	222.00
总股本/流通股本(亿股)	1.40 / 0.97
总市值/流通市值(亿元)	311 / 215
52周内最高/最低价	293.97 / 145.49
资产负债率(%)	23.8%
市盈率	45.03
第一大股东	镇立新

研究所

分析师:陈涵泊
SAC 登记编号:S1340525080001
Email:chenhanbo@cnpsec.com
分析师:孙业亮
SAC 登记编号:S1340522110002
Email:sunyeliang@cnpsec.com
分析师:王思
SAC 登记编号:S1340525080002
Email:wangsi1@cnpsec.com

合合信息(688615)

收入逐季加速，AI 加速海外商业化

● 事件

公司 25Q3 收入增长加速。2025 年前三季度，公司实现营收 13.03 亿元，同比+24.22%；归母净利润 3.51 亿元，同比+14.55%。单 Q3，公司实现营收 4.60 亿元，同比+27.49%（25Q1、Q2 同比+20.93%、23.94%）；归母净利润 9813.89 万元，同比+33.97%。

● 加大销售与研发力度，AI 赋能 C 端海外加速商业化

2025 年前三季度，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 31.81%、4.69%、25.40%，同比+2.83pct、-0.50pct、+0.06pct。

研发与销售保障下，公司智能文字识别 C 端业务在海外取得突破性进展。25Q3，公司智能文字识别 C 端业务实现营收 3.85 亿元，同比+32.40%，主要系公司持续推进产品功能迭代与技术创新，在提升用户体验的同时，海外版产品开发更多 AI 功能，加快海外市场商业化转换进度。另外，公司 25 年 6 月公告拟在港股 IPO，融资资金有望进一步提升产品性能，并实现海外市场有效推广。

月活用户数量与付费用户数量提升，整体业务实现增长。截至 2025 年 9 月 30 日，公司主要 C 端产品月活用户数量为 1.89 亿，同比增长 12.50%，持续保持高速增长。

● 受益于 AI 加持，B 端业务实现稳健增长

2025Q3，公司智能识别文字 B 端业务实现营收 2060.06 万元，同比+19.64%，主要系 Textin 及旗下 AI Agent 产品 DocFlow 等收入提升，推动智能文字识别 B 端业务持续增长；公司商业大数据 B 端业务实现营收 3856.28 万元，同比+10.52%，主要系启信慧眼持续丰富 AI 模块，拓展应用场景，优化使用效率与用户体验，推动商业大数据 B 端业务稳定增长。

● 盈利预测与投资建议

我们认为，公司当前用户结构呈现“海外月活占优、国内创收主导”的特征；未来海外市场有望借助 AI 功能迭代升级与精准市场推广，推动用户付费转化加速落地，进而打开较大增长空间。我们预计 2025-2027 年公司分别实现营收 18.13、23.73、28.52 亿元，同比增加 26.08%、30.90%、20.15%；实现归母净利润 4.81、5.97、7.46 亿元，同比增加 20.20%、23.95%、24.96%。

● 风险提示：

产品迭代不及预期、海外市场拓展不及预期、港股 IPO 不及预期、用户付费转化不及预期等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1438	1813	2373	2852
增长率(%)	21.21	26.08	30.90	20.15
EBITDA（百万元）	455.34	574.87	703.34	792.20
归属母公司净利润（百万元）	400.53	481.44	596.72	745.68
增长率(%)	23.93	20.20	23.95	24.96
EPS(元/股)	2.86	3.44	4.26	5.33
市盈率（P/E）	77.60	64.56	52.08	41.68
市净率（P/B）	11.69	10.73	9.73	8.71
EV/EBITDA	41.29	51.37	41.73	36.78

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	1438	1813	2373	2852	营业收入	21.2%	26.1%	30.9%	20.1%
营业成本	226	265	338	396	营业利润	31.0%	16.8%	25.6%	24.0%
税金及附加	10	12	16	19	归属于母公司净利润	23.9%	20.2%	23.9%	25.0%
销售费用	429	579	788	1001	获利能力				
管理费用	84	97	109	120	毛利率	84.3%	85.4%	85.8%	86.1%
研发费用	390	488	620	744	净利率	27.9%	26.6%	25.1%	26.2%
财务费用	-14	-14	-15	-17	ROE	15.1%	16.6%	18.7%	20.9%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	13.5%	15.8%	17.8%	20.0%
营业利润	423	494	620	769	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	23.8%	27.4%	29.9%	31.6%
营业外支出	3	2	2	2	流动比率	4.03	3.59	3.36	3.20
利润总额	421	492	618	768	营运能力				
所得税	20	11	22	22	应收账款周转率	14.74	15.11	15.31	14.76
净利润	401	481	597	746	存货周转率	70.90	66.67	70.87	67.49
归母净利润	401	481	597	746	总资产周转率	0.54	0.49	0.56	0.58
每股收益(元)	2.86	3.44	4.26	5.33	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.86	3.44	4.26	5.33
货币资金	1495	1608	1797	2022	每股净资产	18.98	20.69	22.82	25.49
交易性金融资产	1545	1945	2345	2745	估值比率				
应收票据及应收账款	105	135	175	211	PE	77.60	64.56	52.08	41.68
预付款项	14	16	21	24	PB	11.69	10.73	9.73	8.71
存货	4	4	5	6	现金流量表				
流动资产合计	3201	3751	4390	5059		401	481	597	746
固定资产	142	101	58	73	折旧和摊销	73	97	100	41
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	21	214	213	232
无形资产	48	39	31	22	其他	-39	-18	-2	-5
非流动资产合计	288	237	169	159	经营活动现金流净额	456	775	907	1014
资产总计	3488	3988	4559	5219	资本开支	-174	-34	-34	-34
短期借款	0	0	0	0	其他	-487	-393	-394	-391
应付票据及应付账款	63	76	95	113	投资活动现金流净额	-662	-426	-428	-424
其他流动负债	731	967	1211	1470	股权融资	1300	0	0	0
流动负债合计	794	1044	1306	1583	债务融资	0	9	10	10
其他	37	48	58	68	其他	-40	-242	-300	-375
非流动负债合计	37	48	58	68	筹资活动现金流净额	1260	-232	-290	-365
负债合计	831	1091	1364	1651	现金及现金等价物净增加额	1059	113	190	225
股本	100	140	140	140					
资本公积金	1453	1413	1413	1413					
未分配利润	1065	1231	1441	1702					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	40	112	202	314					
所有者权益合计	2658	2896	3195	3568					
负债和所有者权益总计	3488	3988	4559	5219					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048