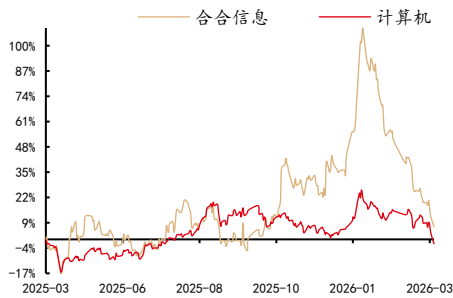


股票投资评级

增持|维持

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)	169.00
总股本/流通股本(亿股)	1.40 / 0.97
总市值/流通市值(亿元)	237 / 163
52周内最高/最低价	331.20 / 145.49
资产负债率(%)	24.4%
市盈率	52.16
第一大股东	镇立新

研究所

分析师:李佩京
SAC 登记编号:S1340525080003
Email:lipeijing@cnpsec.com
分析师:王思
SAC 登记编号:S1340525080002
Email:wangsi1@cnpsec.com

合合信息(688615)

全面拥抱 AI，深化海外布局

● 事件

公司发布 2025 年年报。报告期内，公司实现营收 18.1 亿元，同比+25.83%；实现归母净利润 4.54 亿元，同比+13.39%。主营业务收入中，C 端产品实现收入 15.44 亿元，同比+28.11%；B 端产品实现收入 2.57 亿元，同比+14.56%。

● C 端 AI 赋能与创新孵化并进，B 端构建 AI Infra 与智能方案，双轮驱动商业化落地

C 端：在扫描全能王、名片全能王等成熟产品中持续融入 AI 功能，实现从“文档数字化”向“文档全周期智能服务”跃迁，同时通过蜜蜂试卷、AI 教育、AI 健康等创新产品，探索并孵化多元场景下的 AI 原生应用。截至 25 年 12 月，公司主要产品 C 端月活为 1.9 亿，同比+11.11%；付费率为 5.2%，同比+0.79pct。

B 端：升级 TextIn 智能文本处理产品线并推出 AI Infra 产品 xParse，发布 AI 驱动的“数字员工”INTSIG DocFlow，同时深化启信慧眼在供应链风控、合规管理等垂直场景的 AI 功能创新，为企业提供从非结构化数据挖掘到核心业务流程自动化的智能决策解决方案。

● 瞄准海外广阔空间，海外业务加速增长

2025 年公司在海外业务逐步发力，基于公司大量海外用户和品牌积累，凭借公司不断创新的能力，推出新的功能和产品：例如 CS AI、Appdiet，同时凭借公司较强的运营和推广能力不断提升海外付费率和用户粘性。2025 年，公司海外实现营收 6.24 亿元，同比+34.11%；同期境内实现营收 11.81 亿元，同比+21.88%。海外市场广阔且用户付费意愿强，是公司长期发展方向。2026 年公司将保持海外拓展节奏，通过差异化策略拓宽客群，提升付费渗透率。

● 积极投入研发与销售，26 年公司业务增长可期

2025 年，公司研发投入 5.28 亿元，同比+19.64%，坚持以技术创新为核心驱动力，持续加大研发投入；销售费用 5.92 亿元，同比+37.88%，加大市场推广与品牌建设投入，不断增强品牌影响力与市场竞争力。我们认为，随着 AI 进入 Agent 时代，公司全面拥抱 AI 赋能并孵化新品，有望在 Agent 驱动的新一轮 AI 应用浪潮中占据关键卡位；同时叠加销售投入和出海探索，26 年公司仍有较大成长空间。

● 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。由于 26 年为公司 AI+海外加速投入前期，我们下调 26 年收入、利润和 27 年利润预期，上调 27 年收入预期并新增 28 年预期。我们预计 2026-2028 年公司分别实现营收 23.29、29.34、36.11 亿元，同比增加 28.68%、

25.99%、23.08%；实现归母净利润 5.65、7.07、9.16 亿元，同比增加 24.36%、25.23%、29.51%，维持“增持”评级。

● **风险提示：**

产品迭代不及预期、海外市场拓展不及预期、用户付费转化不及预期等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1810	2329	2934	3611
增长率(%)	25.83	28.68	25.99	23.08
EBITDA（百万元）	534.81	718.98	814.37	996.88
归属母公司净利润（百万元）	454.14	564.75	707.24	915.95
增长率(%)	13.39	24.36	25.23	29.51
EPS(元/股)	3.24	4.03	5.05	6.54
市盈率(P/E)	52.10	41.89	33.45	25.83
市净率(P/B)	8.10	7.40	6.68	5.92
EV/EBITDA	57.77	31.39	27.53	22.16

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				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	1810	2329	2934	3611	营业收入	25.8%	28.7%	26.0%	23.1%
营业成本	241	298	360	430	营业利润	13.9%	23.9%	25.3%	29.3%
税金及附加	12	16	19	24	归属于母公司净利润	13.4%	24.4%	25.2%	29.5%
销售费用	592	828	1102	1432	获利能力				
管理费用	92	101	111	122	毛利率	86.7%	87.2%	87.7%	88.1%
研发费用	474	578	694	833	净利率	25.1%	24.3%	24.1%	25.4%
财务费用	-4	11	0	-6	ROE	15.5%	17.7%	20.0%	22.9%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	13.9%	17.7%	19.6%	22.4%
营业利润	482	597	748	967	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	24.4%	27.6%	29.8%	31.5%
营业外支出	3	3	3	3	流动比率	3.91	3.52	3.29	3.13
利润总额	479	594	745	965	营运能力				
所得税	25	30	38	49	应收账款周转率	14.88	14.91	14.83	14.65
净利润	454	565	707	916	存货周转率	52.19	53.33	53.78	52.95
归母净利润	454	565	707	916	总资产周转率	0.49	0.56	0.62	0.66
每股收益(元)	3.24	4.03	5.05	6.54	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.24	4.03	5.05	6.54
货币资金	1006	1148	1308	1639	每股净资产	20.87	22.83	25.31	28.53
交易性金融资产	2350	2750	3150	3550	估值比率				
应收票据及应收账款	139	174	223	272	PE	52.10	41.89	33.45	25.83
预付款项	13	17	20	24	PB	8.10	7.40	6.68	5.92
存货	5	6	8	9	现金流量表				
流动资产合计	3572	4159	4774	5566	净利润	454	565	707	916
固定资产	97	51	51	73	折旧和摊销	100	113	69	38
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	97	221	215	265
无形资产	86	116	144	123	其他	-45	2	-4	-5
非流动资产合计	294	258	271	265	经营活动现金流净额	606	901	987	1214
资产总计	3865	4417	5046	5831	资本开支	-82	-82	-81	-31
短期借款	0	0	0	0	其他	-695	-396	-395	-394
应付票据及应付账款	89	96	125	144	投资活动现金流净额	-776	-479	-476	-425
其他流动负债	824	1084	1327	1633	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	913	1180	1451	1777	债务融资	0	11	10	10
其他	31	41	51	61	其他	-235	-286	-361	-468
非流动负债合计	31	41	51	61	筹资活动现金流净额	-235	-275	-351	-458
负债合计	943	1221	1502	1838	现金及现金等价物净增加额	-410	142	160	331
股本	140	140	140	140					
资本公积金	1425	1425	1425	1425					
未分配利润	1299	1487	1728	2041					
少数股东权益	0	0	0	-1					
其他	58	145	251	388					
所有者权益合计	2922	3196	3543	3993					
负债和所有者权益总计	3865	4417	5046	5831					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

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