

合合信息 (688615.SH)
软件开发

证券研究报告/公司深度报告

2024年10月31日

评级： 买入（首次）

分析师：孙行臻

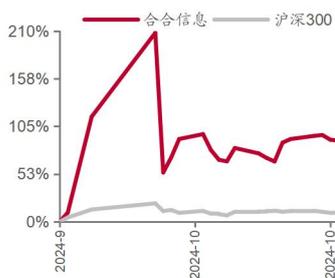
执业证书编号：S0740524030002

Email: sunxz@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	100.00
流通股本(百万股)	18.80
市价(元)	215.00
市值(百万元)	21,500.00
流通市值(百万元)	4,041.17

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	988	1,187	1,437	1,713	2,006
增长率 yoy%	23%	20%	21%	19%	17%
归母净利润(百万元)	284	323	373	434	505
增长率 yoy%	96%	14%	15%	16%	16%
每股收益(元)	2.84	3.23	3.73	4.34	5.05
每股现金流量	3.77	4.51	4.87	7.26	9.09
净资产收益率	42%	32%	14%	14%	14%
P/E	75.8	66.5	57.6	49.6	42.6
P/B	31.8	21.5	8.2	7.0	6.0

备注：股价截止自2024年10月31日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 合合信息：从“扫描全能王”到数字化先锋。** 1) 合合信息自2006年成立以来，凭借三大核心产品，迅速发展成为人工智能及大数据领域的领军企业。公司通过持续创新，推动客户数字化转型。2) **在股东结构方面**，镇立新作为公司实控人持有24.19%股份，并与多家知名投资机构保持紧密合作。公司的管理团队由行业内顶尖人才组成，均毕业于知名学府，且拥有丰富的行业经验。3) **公司主要业务**：公司主要业务布局涵盖智能文字识别、商业大数据及互联网广告推广三大板块，智能文字识别板块收入占比最高。4) **财务分析**：2019-2024H1公司营收稳步增长，净利润逐年提升，公司控费能力持续改善且员工人效方面提升明显。
- 智能文字识别：技术革新驱动市场增长，公司持续领跑行业。** 1) 合合信息凭借其在智能文字识别领域的技术优势，持续领跑行业。2) **C端市场**：公司通过抓住移动互联网机遇，推出扫描全能王和名片全能王两大拳头产品，迅速取得文档管理和文字识别领域领先地位，用户体验与活跃度在行业内遥遥领先。3) **B端市场**：公司在银行、证券、保险等领域中占据领先地位。与综合型AI厂商相比，公司在智能文字识别领域的专注性与技术投入，使其在定制化解决方案方面具备明显竞争优势。
- 商业大数据：广泛应用于C端与B端市场，推动数字化转型。** 1) 公司通过商业大数据业务，赋能企业的决策与风险管理，助力市场拓展与政府治理优化，推动数字化转型。2) **C端市场**：公司产品启信宝覆盖超过3亿家企业和组织机构，为个人和企业用户提供企业信息查询、风险监控和动态追踪等功能。3) **B端市场**：公司广泛服务金融、制造、地产等多个行业，通过深耕商业大数据领域，公司逐渐成为国内领先的数据服务供应商。凭借场景化解决方案和标准化SaaS服务，公司为各行业客户提供精准的数据支持，推动企业实现数字化转型。
- 盈利预测、估值及投资评级**：预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.73/4.34/5.05亿元，以2024年10月31日收盘价计算，对应PE分别为57.6x/49.6x/42.6x。合合信息作为商业大数据和智能文字识别领域的领导者，在文档识别解决方案行业有着重要的市场地位。凭借在智能文字识别和商业大数据方面的领先优势，合合信息客户广泛分布于金融、政务等多个行业，推动下游客户办公效率提升，随着下游客户数字化转型加快，客户对公司业务需求增加，未来公司有望持续增长。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示**：技术升级、迭代和研发失败风险；核心技术泄露及知识产权风险；核心人才流失风险；管理能力不能适应公司业务发展风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时风险。

内容目录

一、合合信息：从“扫描全能王”到数字化先锋	4
1.1 发展历程：从“扫描全能王”母公司到推动客户数字化转型的科技企业.....	4
1.2 股东与高管结构：多元股东结构与顶尖管理团队铸就行业领军企业.....	4
1.3 主营业务：布局三大板块，募投项目助力公司技术升级.....	6
1.4 财务分析：营收利润稳健增长，控费与员工人效体现高效运营.....	8
二、智能文字识别：技术革新驱动市场增长，持续领跑行业	10
2.1 行业整体：智能文字识别技术革新驱动市场高速增长.....	10
2.2 To C 端：抢抓移动互联网机遇，用户体验与活跃度领先同行.....	11
2.3 To B 端：深耕技术与定制化服务，持续保持领先优势.....	12
三、商业大数据：广泛应用于 C 端与 B 端市场，推动数字化转型	14
3.1 赋能企业决策与风险管理，市场规模快速增长.....	14
3.2 To C 端：启信宝企业信息查询平台，为用户提供全面服务.....	17
3.3 To B 端：下游应用广泛，公司助力多客户提升数字化运营能力.....	19
盈利预测与投资建议	20
风险提示	23
■ 技术升级、迭代和研发失败风险：公司需持续跟进全球技术发展，若研发不达预期或无法转化为收入，将影响产品销售和市场竞争能力，同时可能导致前期研发投入无法回收，对经营业绩产生不利影响。.....	23
■ 核心技术泄露及知识产权风险：公司的核心技术和知识产权是竞争优势的关键，若遭到泄露或侵犯，将影响公司的竞争力和客户基础，甚至可能面临恶意诉讼的不利影响。.....	23
■ 核心人才流失风险：尽管公司已建立完善的技术人才培养和激励机制，但核心人才流失仍可能对公司业务造成不利影响。.....	23
■ 管理能力不能适应公司业务发展风险：随着业务规模扩大，若公司管理层不能有效提升管理能力，管理体系可能无法适应快速发展的需求，影响公司未来的经营和盈利能力。.....	23
■ 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时风险：使用信息更新不及时可能会影响对公司的判断。.....	23

图表目录

图表 1：合合信息发展历程.....	4
图表 2：合合信息股权结构.....	5
图表 3：合合信息高管团队.....	5
图表 4：合合信息业务布局.....	6
图表 5：公司 2021-2023 年营收构成（单位：万元）.....	7
图表 6：合合信息 IPO 募投项目.....	7
图表 7：2019-2024H1 公司营业收入（单位：亿元）.....	8
图表 8：2019-2024H1 公司归母净利润（单位：亿元）.....	8
图表 9：2019-2024H1 公司毛利率和净利率.....	9
图表 10：2019-2024H1 公司四大期间费用率.....	9
图表 11：2019-2024H1 公司负债情况.....	9
图表 12：2019-2024H1 公司偿债能力.....	9
图表 13：2019-2023 年公司员工创收创利情况.....	10
图表 14：2023 年公司员工构成.....	10
图表 15：传统文字识别和智能文字识别差异.....	10
图表 16：我国智能文字识别市场规模预测.....	11

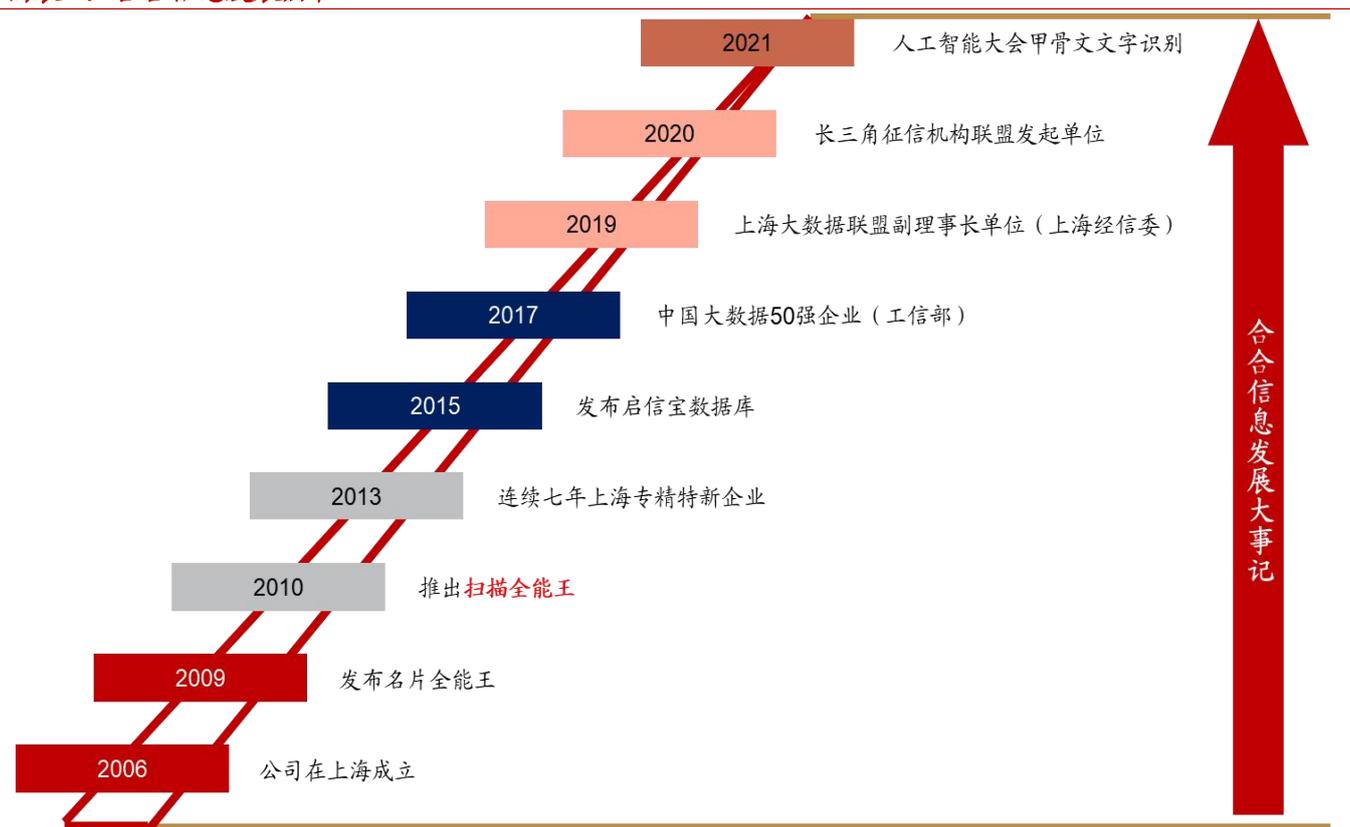
图表 17:	公司名片识别及管理类产品同主要竞品对比	11
图表 18:	公司文字识别产品同主要竞品对比	12
图表 19:	智能文字识别服务 B 端业务分类	13
图表 20:	公司 B 端业务优势明显	13
图表 21:	公司 B 端业务主要竞争对手	14
图表 22:	大数据行业主要特征	15
图表 23:	中国商业大数据服务四大形态	15
图表 24:	2021-2027E 中国商业大数据服务市场规模预测	16
图表 25:	公司商业大数据主要竞争对手	17
图表 26:	启信宝网页版界面	18
图表 27:	启信宝 APP 四大功能	18
图表 28:	商业大数据 B 端主要下游及服务示例	19
图表 29:	公司 B 端服务矩阵（部分）	20
图表 30:	公司分业务收入与毛利率假设表	21
图表 31:	公司费用率假设表	22
图表 32:	可比公司估值表	22

一、合合信息：从“扫描全能王”到数字化先锋

1.1 发展历程：从“扫描全能王”母公司到推动客户数字化转型的科技企业

- 合合信息是一家成立于 2006 年的人工智能及大数据科技企业，专注于智能文字识别和商业大数据技术。公司核心产品包括名片全能王、扫描全能王和启信宝，广泛应用于名片管理、文档扫描和企业信息查询等领域。公司持续创新，凭借强大的技术实力，成为 Google 全球顶尖开发者，并获得中国大数据 50 强企业等荣誉。通过智能化解决方案，合合信息帮助企业和个人提升效率、降低成本，推动业务数字化转型。

图表 1：合合信息发展历程

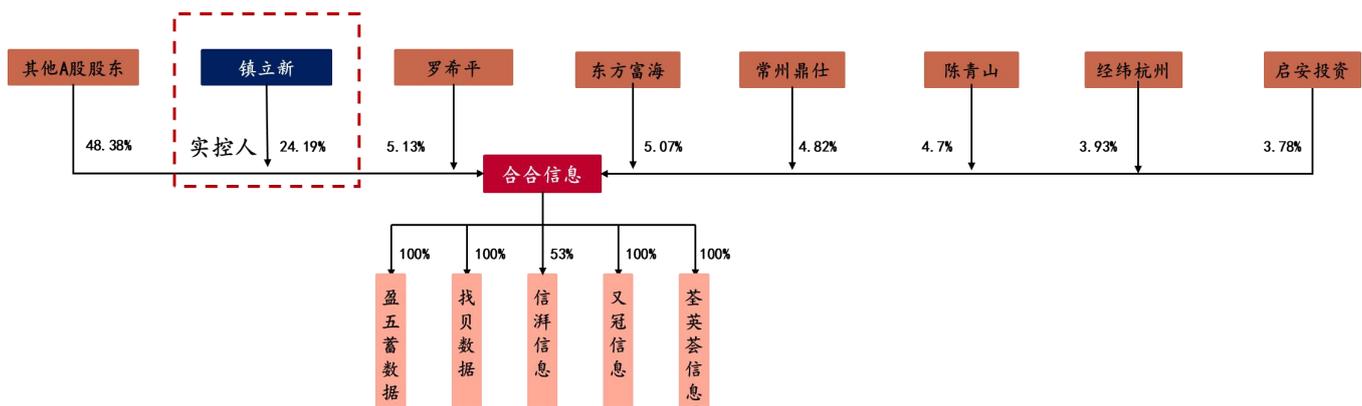


来源：公司官网，中泰证券研究所

1.2 股东与高管结构：多元股东结构与顶尖管理团队铸就行业领军企业

- 实控人持有公司 24.19% 股份，其他股东包含众多机构投资者。2024 年公司上市发行后，镇立新作为公司的实控人，持有公司 24.19% 的股份，是最大的单一股东，具有较强的控制权，其他股东包括东方富海、常州鼎仕、经纬杭州等投资机构。

图表 2: 合合信息股权结构



来源: Wind, 公司首次公开发行股票科创板上市公告书, 中泰证券研究所。截至公司 2024 年 9 月 26 日上市最新数据

- 合合信息管理团队阵容强大，核心高管均毕业于顶尖院校，且拥有丰富的行业经验。大多数高管曾在大型外企或央企任职，例如中国石化、摩托罗拉、阿尔卡特等知名企业，积累了深厚的技术和管理经验。同时，公司的高管团队学历背景雄厚，均毕业于国内顶尖学府，如中国科学院、上海交通大学、华南理工大学、浙江大学等，且大多拥有硕士或博士学位。凭借这些丰富的经历和高水平的学术背景，公司的管理团队展现出卓越的专业素养和强大的领导力。

图表 3: 合合信息高管团队

姓名	职务	出生年份	学历	专业	毕业院校	主要经历
镇立新	总经理	1968 年	博士	模式识别与智能系统	中国科学院自动化研究所	曾任职于中国石化、大连海事大学、摩托罗拉（中国）等公司，现为合合信息董事长、总经理
陈青山	副总经理	1976 年	硕士	控制理论与控制工程	上海交通大学	曾任职于阿尔卡特（苏州）、摩托罗拉（中国），现任合合信息副总经理、大数据技术负责人。
龙腾	副总经理，AI 技术负责人	1980 年	博士	通信与信息系统	华南理工大学	曾任职于摩托罗拉（中国），现任合合信息副总经理、AI 技术负责人。
叶家杰	财务总监	1990 年	本科	金融学	浙江大学	曾任职于通用电气（中国），现为合合信息财务总监。
刘忱	董事会秘书	1983 年	本科	会计学	上海财经大学	曾任职于中国石油化工集团、科恩国际中心大厦等，现为合合信息董事、董事会秘书。
张彬	工程算法研发总监	1982 年	硕士	通信与信息系统	华南理工大学	曾任职于摩托罗拉（中国），现为合合信息工程算法研发总监。
郭丰俊	图像算法研发总监	1973 年	博士	模式识别与智能系统	上海交通大学	曾任职于摩托罗拉（中国），现为合合信息图像算法研发总监。
丁凯	自然语言算法研发总监	1983 年	博士	通信与信息系统	华南理工大学	现为合合信息自然语言算法研发总监。

来源: Wind, 中泰证券研究所

1.3 主营业务：布局三大板块，募投项目助力公司技术升级

■ 公司主要业务涵盖智能文字识别和商业大数据以及互联网广告推广三大板块。

1) **1) 智能文字识别 (2023 营收占比 75.91%)**：公司智能文字识别业务涵盖 C 端和 B 端服务，通过多款 APP 及定制化解决方案，为个人和企业用户显著提升工作效率。

业务包括：**1) C 端 APP**：公司面向个人用户推出了多款 C 端应用，涵盖文档扫描、名片管理等功能。代表性的产品包括扫描全能王 APP 和名片全能王 APP，通过这些 APP，用户可以便捷地进行文字识别、文档管理和信息存储，提升日常工作效率。**2) B 端基础技术服务**：公司为企业客户提供基础性的技术支持，涵盖了银行卡、表格等常见文字和图像的识别服务，帮助企业在日常业务处理中实现自动化和智能化。**3) B 端标准化服务**：通过名片全能王企业版 SaaS 软件，公司为企业客户提供便捷的服务解决方案。**4) B 端场景化解决方案**：公司根据企业的具体需求，提供定制化的场景化解决方案，具体服务包括财报机器人、票据机器人等自动化工具，提升企业数据处理和管理的效率。

2) **商业大数据业务 (2023 年营收占比 15.63%)**：公司商业大数据业务通过启信宝 APP 及多种数据服务，为企业和个人提供全面的商业信息查询、数据分析支持及定制化风险管理解决方案。

业务包括：**1) C 端 APP**：公司推出了启信宝 APP，作为企业商业信息查询平台，汇集了超过 3 亿家企业的 2000 亿条实时数据，提供数据挖掘分析报告，帮助用户快速、便捷地获取相关信息。**2) B 端基础数据服务**：公司为企业客户提供数据包服务、数据 API 服务以及数据同步服务，确保企业能够高效地获取和利用各类基础数据，支持其业务决策和流程优化。**3) B 端标准化服务**：通过启信宝企业版 SaaS 软件服务，公司为企业提供便捷的标准化数据服务，满足多样化的企业需求。**4) B 端场景化解决方案**：公司提供企业知识图谱解决方案，涵盖金融风险知识图谱、供应链大数据风控平台、产业洞察招商解决方案等，帮助企业实现更加精准的风险管理和商业洞察分析。

3) **互联网广告推广 (2023 年营收占比 8.09%)**：公司通过 C 端 APP 产品

作为主要平台，面向广告客户提供广告营销服务。广告费用根据展示时长、展示次数或点击量等指标进行计算，并与广告客户结算。

图表 4：合合信息业务布局

所处领域	核心技术/载体	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：智能文字扫描及识别软件，将复杂场景下的文档转变为 PDF 或图片，进一步识别为文本，实现文档资产管理；名片全能王 APP：智能名片管理软件，纸质名片转为电子联系人，便捷管理名片资产。
		B 端基础技术服务	证照、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。
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，汇集超过 3 亿家企业的 2000 亿条实时数据，提供多据挖掘分析报告。
		B 端基础数据服务	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

互联网广告推广	C端APP产品为主要载体	启动封面 展示页 其他广告形式	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。 用户启动软件加载程序时展示广告信息。 包括页面顶部、中间、底部等固定广告位。 用户通过主动选择观看视频广告以赢得积分或功能使用次数等奖励。
---------	--------------	-----------------------	--

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 公司收入主要依赖于C端应用程序，2021-2023年扫描全能王C端收入占公司营收60%以上且逐年递增。公司营业收入主要由智能文字识别板块的C端应用程序驱动，尤其是扫描全能王保持强劲增长，2023年收入达8.09亿元，占总收入的68.18%。2023年公司商业大数据占比15.63%，主要来自B端服务和启信宝。2023年互联网广告推广和手机厂商技术授权收入较少，分别占8.09%和0.31%。

图表5：公司2021-2023年营收构成（单位：万元）

细项	2023年金额	2023年度占比	2022年金额	2022年度占比	2021年金额	2021年度占比
B端服务	6,724.72	5.67%	7,120.43	7.20%	6,782.50	8.42%
C端扫描全能王	80,898.98	68.18%	63,287.86	64.03%	49,325.74	61.21%
C端名片全能王	2,448.83	2.06%	2,080.95	2.11%	1,883.05	2.34%
智能文字识别合计	90,072.53	75.91%	72,489.24	73.34%	57,991.29	71.97%
B端服务	11,503.46	9.70%	9,759.56	9.87%	6,821.29	8.47%
C端APP-启信宝	7,039.89	5.93%	7,635.28	7.72%	7,315.43	9.08%
商业大数据合计	18,543.35	15.63%	17,394.85	17.60%	14,136.72	17.54%
互联网广告推广	9,594.19	8.09%	8,224.26	8.32%	7,823.82	9.71%
手机厂商技术授权	364.94	0.31%	504.84	0.51%	517.29	0.64%
其他业务	77.38	0.07%	233.00	0.24%	109.05	0.14%
合计	118,652.38	100.00%	98,846.18	100.00%	80,578.16	100.00%

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 公司此次募投项目将通过产品升级和技术整合，进一步提升智能文字识别和商业大数据业务的竞争力。公司上市募投项目共4个，包括2个产业化升级项目和2个技术研发项目。1) 人工智能C端产品及B端服务研发升级项目和商业大数据C端产品及B端服务研发升级项目，将对智能文字识别业务和商业大数据业务进行技术研发和营销网络的优化，助力业务发展。2) 人工智能核心技术研发升级项目与商业大数据核心技术研发与数据中台建设项目，聚焦于深化公司核心技术，优化底层技术平台和数据平台建设，提升技术开发效率，进一步夯实公司技术壁垒，推动智能文字识别和商业大数据等业务的创新与发展。

图表6：合合信息IPO募投项目

序号	项目名称	总投资额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)	建设期
1	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
2	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
3	人工智能核心技术研发升级项目	21,032.50	21,032.50	3年
4	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	

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

1.4 财务分析：营收利润稳健增长，控费与员工人效体现高效运营

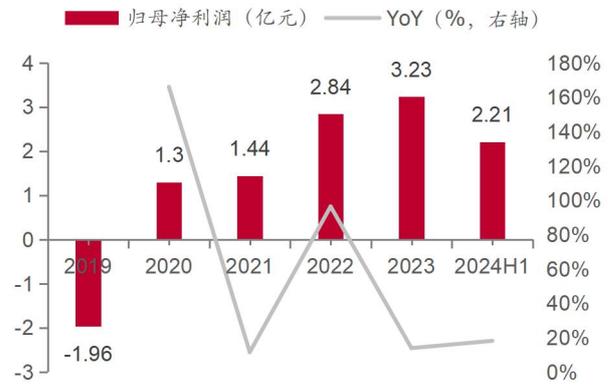
- **营收角度：2019-2024H1，公司营业收入持续稳步增长，自 22 年以来增速维持在 20%左右。**公司营收增长主要得益于 C 端应用程序的强劲表现，同时商业大数据业务和互联网广告推广业务营收也持续增长，进一步巩固了公司的营收增速。2024 年上半年，公司营收为 6.88 亿元，同比增长 21.85%。
- **利润角度：公司盈利状况逐年提升，依托 C 端业务的快速发展和市场扩展，预计未来利润将进一步提升。**2019 年公司由于期间费用较高，归母净利润为-1.96 亿元，公司于 2020 年扭亏为盈，归母净利润增长 165.99%，随后几年继续保持增长态势，2021 年和 2022 年归母净利润增幅分别为 11.54% 和 96.37%。2023 年，公司归母净利润增长 13.91%至 3.23 亿元，2024 年上半年归母净利润为 2.21 亿元，同比增长 18.15%，公司盈利能力持续增强，未来随着 C 端业务的快速发展和市场的进一步开拓，公司利润有望进一步提升。

图表 7：2019-2024H1 公司营业收入（单位：亿元）



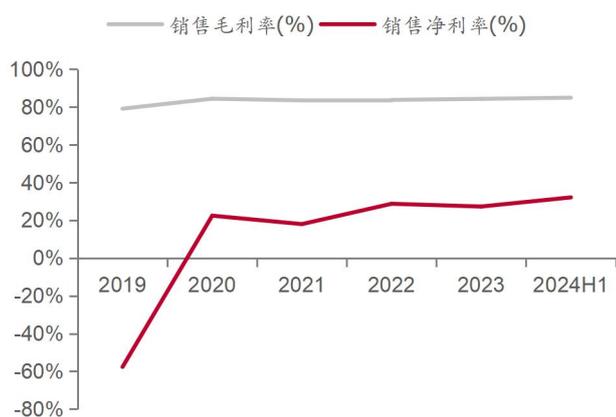
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 8：2019-2024H1 公司归母净利润（单位：亿元）

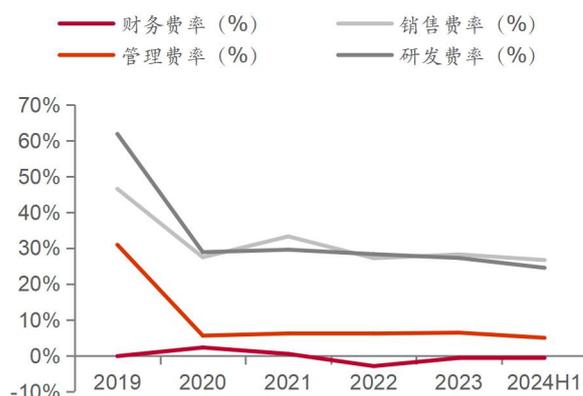


来源：WIND，中泰证券研究所

- **毛利率与净利率端：公司毛利率保持稳定，净利率因期间费率的持续下降而显著提升。**公司毛利率在 2020 年至 2024 年上半年保持相对稳定，基本维持在 83%-85%之间，体现出公司较强的成本管控能力和稳定的定价体系。公司的净利率从 2019 年的-57.67%逐步提升至 2024 年上半年的 32.08%，净利率的增长主要得益于期间费率的持续下降，反映出公司在费用控制和运营效率方面的改善。
- **费用端：公司整体期间费率从 2019 年的 139.21%降至 2024 年上半年的 56.62%，四大期间费率均下降明显，控费能力显著提升。**1) 销售费率自 2019 年的 46.53%逐步下降至 2024 年上半年的 26.67%，公司在销售成本控制方面的逐步改善。2) 管理费率在 2020 年显著降低到 5.58%，之后保持相对稳定，2024 年上半年进一步下降至 4.97%。3) 研发费率从 2019 年的 61.87%逐步降低至 2024 年上半年的 24.51%。4) 财务费率从 2019 年的-0.13%下降至 2024 年上半年上半年的-0.53%。整体期间费率总 2019 年的 139.21%降低至当前 56.62%，控费能力提升明显。

图表 9: 2019-2024H1 公司毛利率和净利率


来源: WIND, 中泰证券研究所

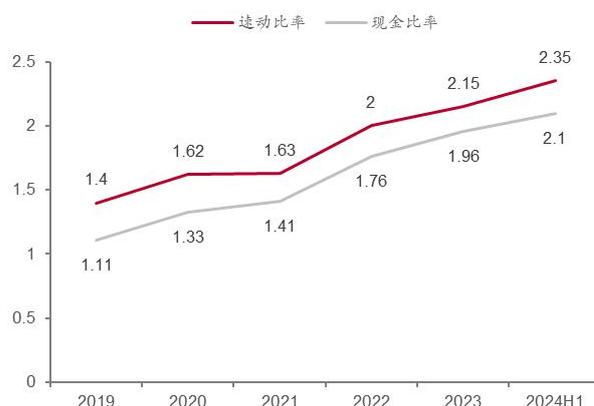
图表 10: 2019-2024H1 公司四大期间费用率


来源: WIND, 中泰证券研究所

- 公司资产负债率持续下降, 偿债能力显著增强, 财务状况稳健。**公司资产负债率持续下降, 从 2019 年的 64.58% 降至 2024 年上半年的 38.07%, 债务水平显著改善。长期资产负债率 2024H1 为 3.48%, 长期债务风险较小。同时, 公司偿债能力逐年提升, 速动比率从 2019 年的 1.40 提高至 2024 年上半年的 2.35, 现金比率从 1.11 增长至 2.10, 公司拥有充足的流动资产和现金储备, 能够快速应对短期债务, 偿债能力显著增强。

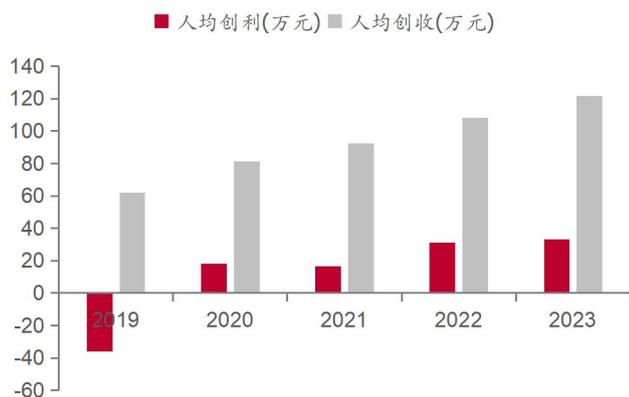
图表 11: 2019-2024H1 公司负债情况


来源: WIND, 中泰证券研究所

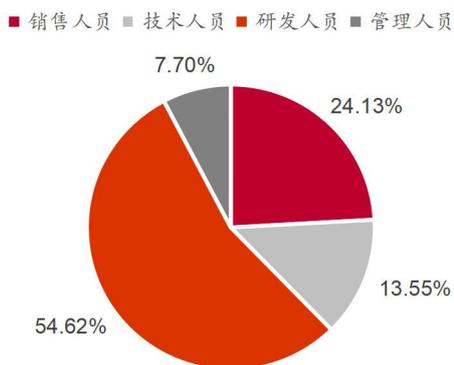
图表 12: 2019-2024H1 公司偿债能力


来源: WIND, 中泰证券研究所

- 公司员工人数显著提升, 技术人员为主的员工结构助力企业保持高技术实力 and 创新能力。**公司的人均创收和人均创利能力持续增强, 人均创利从 2019 年的 -35.89 万元提升至 2023 年的 33.18 万元, 人均创收从 2019 年的 62.23 万元增长至 2023 年的 121.82 万元, 显示出公司在员工人效方面显著提升。同时, 公司员工构成以技术人员为主, 2023 年研发人员占比达到 54.62%, 而销售人员、技术人员和管理人员的比例分别为 24.13%、13.55% 和 7.70%。这样的员工结构有助于提升公司的整体技术实力和创新能力, 推动企业效益的进一步增长。

图表 13: 2019-2023 年公司员工创收创利情况


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 14: 2023 年公司员工构成


来源: WIND, 中泰证券研究所

二、智能文字识别: 技术革新驱动市场增长, 持续领跑行业

2.1 行业整体: 智能文字识别技术革新驱动市场高速增长

- 智能文字识别结合 OCR、深度学习等技术, 能处理多种图像场景, 实现文档数字化并支持智能解析与审核, 体现出相对传统文字识别的优势。**智能文字识别通过机器将手写或印刷文本转换为计算机可处理的格式, 并且可以处理多种类型的图像场景, 包括通过拍摄或扫描获取的卡证、纸质文档、以及包含文字的自然场景图像和带有字幕的影片等。相比于传统的文字识别技术, 智能文字识别结合了 OCR、深度学习、图像理解和自然语言处理 (NLP) 等先进技术, 具备更强的认知和理解能力。除了实现基础的文档数字化外, 还为文档的智能解析、比对和审核等功能提供技术支持, 是个人数字资产管理和企业智能办公升级的重要技术保障。

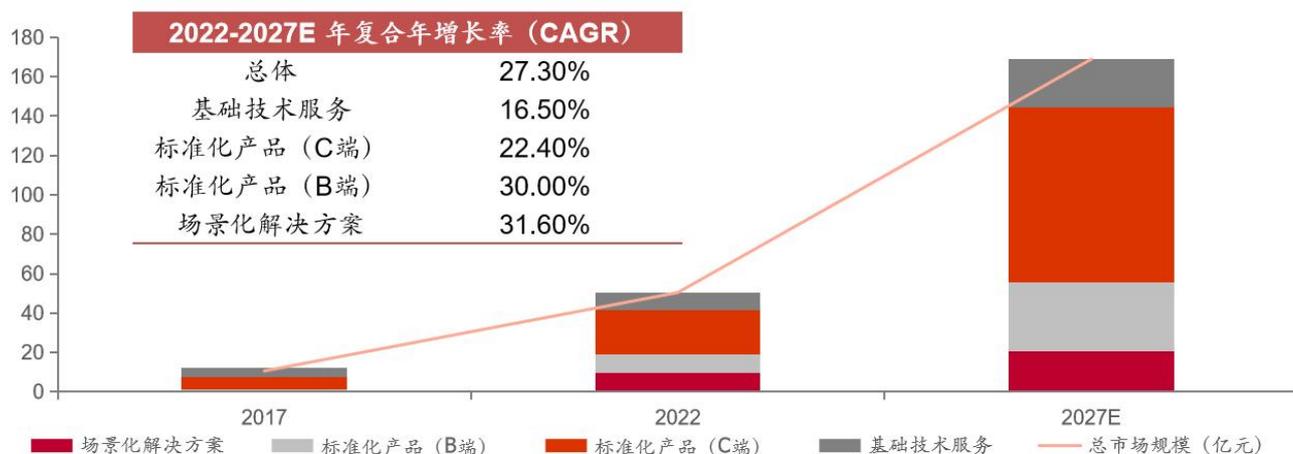
图表 15: 传统文字识别和智能文字识别差异

类别	传统文字识别	智能文字识别
时间节点	2012 年前	2012 年后
技术基础	OCR 主要依赖模式识别	OCR 技术融合深度学习、NLP、图像理解等技术
识别能力	正确率低, 无法广泛应用于手写场景	正确率高, 能识别复杂场景, 支持手写识别
处理流程	输入图像 → 图像预处理 (几何校正、模糊校正) → 文字行提取 (二值化、版面分析、行切分) → 文本行识别 (字符切分、单字识别、识别后处理)	输入图像 → 文本检测 → 文本识别
驱动模型	依赖假设模型和经验驱动	无需假设模型, 数据驱动

来源: CIC 灼识咨询《智能文字识别服务行业蓝皮书》, 中泰证券研究所

- 中国智能文字识别市场快速增长, 预计 2027 年市场规模将达 168.9 亿元, 2022-2027 年 CAGR 达 27.3%。**灼识咨询预测, 中国的智能文字识别市场规模将快速提升, 从 2017 年的 6.1 亿元增长至 2022 年的 50.4 亿元, 预计到 2027 年将达到 168.9 亿元。其中, 场景化解决方案和标准化产品 (B 端) 的增长尤为显著, 2022-2027 年的复合年增长率分别为 31.6% 和 30.0%。智能文字识别市场规模快速扩张反映了智能文字识别技术在各行业中的广泛应用和不断提升的市场需求, 推动整体市场的高速发展。

图表 16: 我国智能文字识别市场规模预测



来源: CIC 灼识咨询《智能文字识别服务行业蓝皮书》, 中泰证券研究所

2.2 To C 端: 抢抓移动互联网机遇, 用户体验与活跃度领先同行

- 公司通过推出名片全能王和扫描全能王等产品, 抓住移动互联网机遇, 迅速占领市场。智能文字识别的 C 端产品主要为客户提供文件管理和名片管理等功能, 满足个人办公和信息处理的需求。公司在 2010 年抓住了移动互联网快速发展的机遇, 推出了名片全能王和扫描全能王两款产品, 凭借在用户数量、用户体验和核心技术等方面的独特竞争优势, 迅速占据市场。
- 扫描全能王和名片全能王两大拳头产品在各项指标上领先竞争对手。在 App Store 中可以公开检索到与公司产品扫描全能王和名片全能王同类的 APP, 包括 ABBYY FineScanner、ABBYY Business Card Reader、Google Lens 等。根据 App Annie 数据, 2024 年初至 9 月 23 日发布招股说明书期间, 名片全能王和扫描全能王的活跃用户数和下载量远超同类 APP, 并且它们在 iOS 中国区的评分也均高于其他同类应用。

图表 17: 公司名片识别及管理类产品同主要竞品对比

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	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, 并提供名片智能管理、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 中国区评分: 4.9 (26.3 万个评分), iOS 美国区评分: 4.7 (9.1 万个评分)
Eight	日本商业名片信息管理企业 Sansan 旗下名片管理与识别软件, 在日本本地有优势, 近几年发展较好	2011 年	2023 年的平均月活为 69.8 万	iOS 日本区评分: 4.1 (1.4 万个评分), 暂无 iOS 中国区和美国区评分
Card Reader	ABBYY 集团旗下 APP, 能将扫描和文档图像转换为多种可编辑格式, 并精确还原版面和	2014 年	2023 年的平均月活为 3.8 万	iOS 美国区评分: 4.6 (2.0 万个评分), 暂无 iOS 中国区评分

Wantedly People	格式 日本本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,在日本市场具有优势	2016 年	2023 年的平均月活为 17.7 万	iOS 日本区评分: 4.3 (1.9 万个评分), 暂无 iOS 中国区和美国区评分
-----------------	---	--------	---------------------	---

来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

图表 18: 公司文字识别产品同主要竞品对比

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	将智能手机变成便携式扫描仪,支持智能切边、图像增强、票据/证照/表格等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 (450.6 万个评分), iOS 美国区评分: 4.9 (126.3 万个评分)
Office Lens	微软集团旗下产品,可将图像转换为 PDF、Word、PowerPoint 或 Excel 文件,支持文本数字化	2015 年	2023 年的平均月活为 1,269.6 万	iOS 中国区评分: 4.9 (3.1 万个评分), iOS 美国区评分: 4.8 (10.7 万个评分)
Google Lens	Google 集团旗下基于图像识别和 OCR 技术的产物,可识别文本和物体	2017 年	2023 年的平均月活为 2,488.1 万	未在 App Store 上架
ABBYY FineScanner	ABBYY 集团旗下产品,能从扫描内容中提取文本进行编辑和共享	2012 年	2023 年的平均月活为 4.1 万	iOS 中国区评分: 4.8 (0.7 万个评分), iOS 美国区评分: 4.7 (1.9 万个评分)
Adobe Scan	Adobe 开发的产品,能够将纸质文档转换为 PDF,并具备 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: 4.9 (123.6 万个评分)
Scannable 扫描宝	Evernote 旗下产品,可将纸质文件扫描成图片,并支持 OCR 文字识别,能与印象笔记无缝对接	2010 年	2023 年的平均月活为 48.9 万	iOS 中国区评分: 4.9 (13.0 万个评分), iOS 美国区未上架

来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

2.3 To B 端: 深耕技术与定制化服务, 持续保持领先优势

- 智能文字识别行业的 To B 端业务主要分为基础技术服务、标准化服务和场景化解决方案三大部分。**
 - B 端基础技术服务**主要面向具有一定开发能力的企业客户,提供对版式相对标准化文档的智能文字识别基础性技术服务。
 - B 端标准化服务**则为中大型企业提供基于智能文字识别技术的 SaaS 产品,满足其标准化产品和服务的需求。
 - B 端场景化解决方案**根据客户的特定场景需求,提供深度定制的服务,主要面向具有较强支付能力的大型企业。

图表 19: 智能文字识别服务 B 端业务分类



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

- 公司在 B 端市场的三大领域均处于国内领先地位。基础技术服务方面，公司凭借 140 多种证照识别、多国家名片和银行卡识别的技术，已经积累了银行、证券、保险、制造、物流、零售等众多行业的客户，拥有较高的市场知名度和先发优势。标准化 B 端产品领域，名片全能王企业版在日本市场表现出色，与多家世界 500 强企业合作，基于这一成功经验，公司正在国内积极推广标准化 SaaS 产品。场景化解决方案方面，公司的合同/票据/表格机器人等 AI 产品已赢得多个标杆客户，形成了显著的品牌效应，同时公司在 AI 训练平台等新产品的开发上保持技术创新领先地位，进一步巩固市场竞争力。

图表 20: 公司 B 端业务优势明显



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 公司专注于智能文字识别领域，凭借高技术投入和定制化解决方案能力，在这一细分市场中具备相较综合型 AI 厂商的明显竞争优势。谷歌、百度、腾讯、阿里等综合型 AI 厂商的云平台提供广泛的 B 端服务，涵盖云服务器、云存储、云数据库、人脸识别、语音识别、视频分发加速等众多产品，其中智能文字识别只是其服务中的一项。由于这些厂商依托其成熟的公有云

PaaS 平台，提供基础化、标准化的 OCR 识别服务具有较低的边际成本，其主要目的是增强其云平台服务的多样性。然而，进入场景化解决方案市场则需要大量人力和研发投入，项目周期较长，边际成本较高。因此，智能文字识别并非这些厂商的核心业务，资源投入相对有限。而公司专注于智能文字识别领域，具备更高的技术投入和场景定制化解决方案的能力。通过深耕市场，公司能够提供更加专业、灵活的产品和服务，显著提升客户体验。

图表 21：公司 B 端业务主要竞争对手

公司名称	在智能文字识别领域的产品/服务
 百度云	提供API/SDK标准化PaaS产品；2020年推出TextMind智能文字识别平台，2021年上线EasyDL OCR自训练平台；智能文字识别不是核心业务，无直接竞争的C端产品。
 腾讯云	提供API/SDK标准化PaaS产品，开始涉足场景化解决方案；智能文字识别不是核心业务，无直接竞争的C端产品。
 阿里云	提供API/SDK标准化PaaS产品，近年开始涉足场景化解决方案；智能文字识别不是核心业务，无直接竞争的C端产品。
 Google Cloud	提供API/SDK标准化PaaS产品，较少场景化解决方案；智能文字识别不是核心业务；C端有Google Lens产品。
 ABBYY	智能文字识别是核心业务，提供基础技术服务、标准化服务、场景化解决方案；B端客户以国外客户为主；C端产品包括ABBYY FineScanner和ABBYY Business Card Reader。

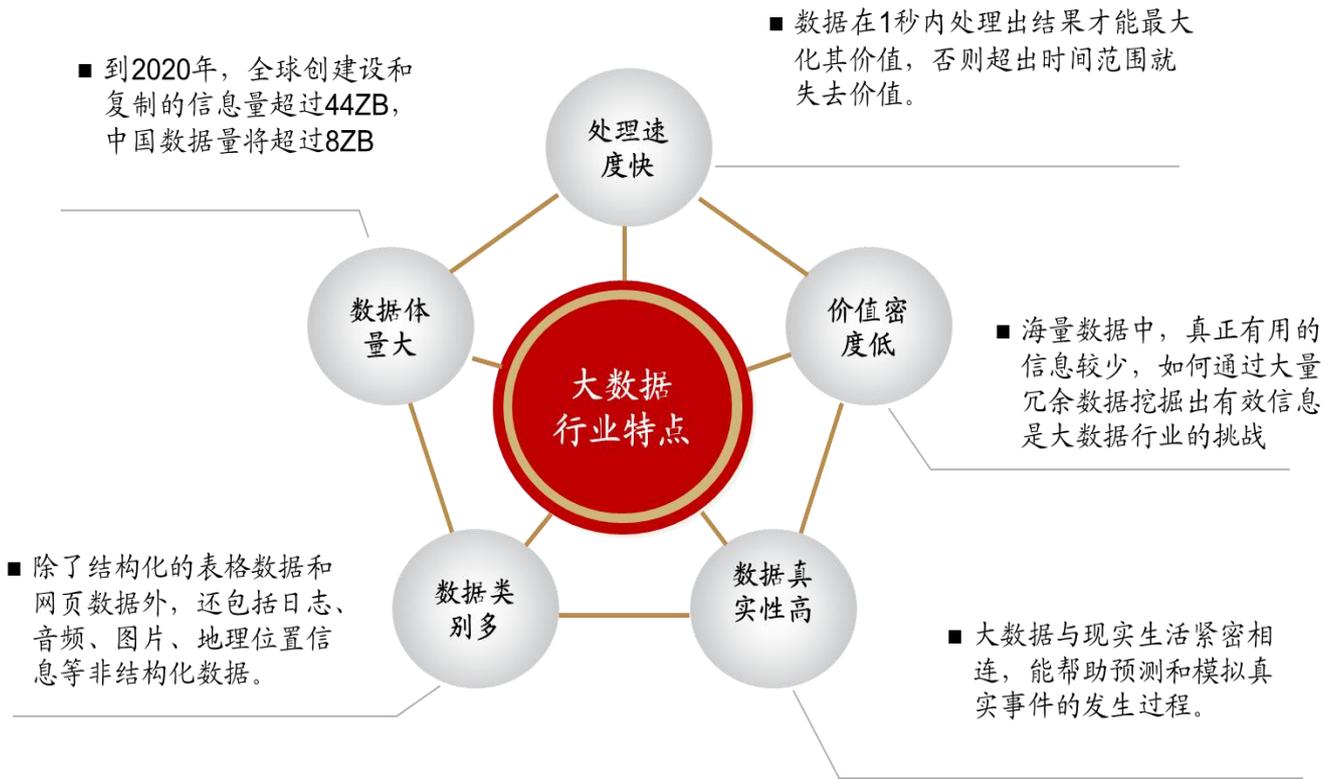
来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

三、商业大数据：广泛应用于 C 端与 B 端市场，推动数字化转型

3.1 赋能企业决策与风险管理，市场规模快速增长

- 商业大数据通过分析企业多维信息，助力风险管理、市场拓展及政府治理优化等，依托大数据的海量、多样性和高效处理能力提升整体价值。大数据指的是大量、多样化、增长迅速的数据信息资产，需通过新的处理方式提升决策力、洞察力和流程优化能力。其特点包括：数据量大（volume）、数据类型多（variety）、处理速度快（velocity）、价值密度低（value）、数据真实性高（veracity）。商业大数据围绕企业基本信息、股权结构、司法诉讼、行政处罚、管理层信息、产业链关系及舆情等内容，为客户提供多种服务。目前，商业大数据的主要应用方向包括：评估企业信用风险、支持企业决策分析、帮助企业拓展 B 端市场客户，以及为政府优化当地企业管理和产业链布局提供数据支持。

图表 22: 大数据行业主要特征



来源: CIC 灼识咨询《2023 中国商业大数据服务行业蓝皮书》, 中泰证券研究所

- **商业大数据服务涵盖基础数据服务、C 端标准化产品、B 端标准化产品及场景化解决方案, 满足企业和个人的多元需求。**商业大数据服务主要分为四大类: 1) **基础数据服务**: 为企业提供商业大数据所需的基础信息, 通常通过 API 接口或数据包形式输出, 主要面向 B 端企业。2) **标准化产品 (C 端)**: 这些产品为个人消费者提供终端查询和相关软件, 如商业信息查询产品和软件工具。3) **标准化产品 (B 端)**: 专为 B 端客户提供解决方案, 涵盖金融数据、SaaS 服务、分析软件、征信报告和评级报告, 主要服务于中型或大型企业的部门。4) **场景化解决方案**: 基于商业大数据技术, 按照客户的具体需求提供定制化的场景化开发服务, 帮助 B 端企业实现数字化转型, 尤其适用于金融行业和政府部门的大型企业。

图表 23: 中国商业大数据服务四大形态

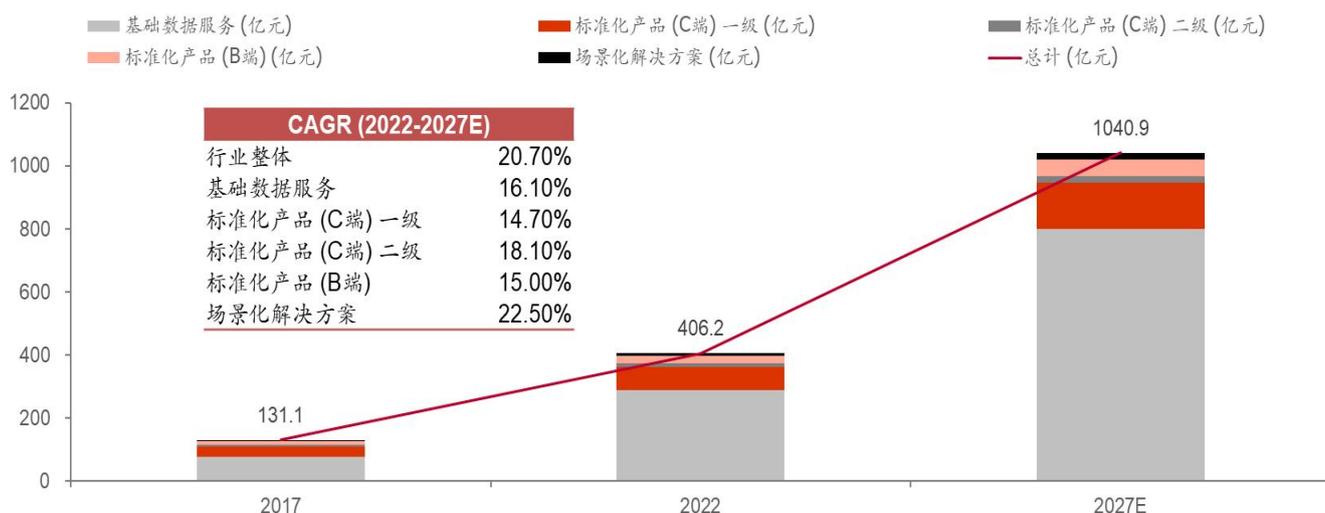
分类	定义及形态	下游客户	未来发展分析
C 端 APP	商业数据查询平台 APP	主要为 C 端个人消费者	随着信用意识提升, 个人用户在多种场景下对企业信息和信用数据的需求增加, 预计用户群体将持续扩大, 覆盖金融、律师、媒体、工业、零售等行业, 商业数据查询 APP 市场将持续增长。
B 端基础数据服务	以 API 接口、数据包或数据同步服务形式将商业大数据提供给客户	下游 B 端企业客户类型多样	大数据已渗透到各行业, 企业客户需要合规、维度完整、实时更新、稳定可靠的数据接口来支持业务管理、监控和开发, 预计 B 端基础数据服务市场将不断增长。
B 端标准化服务	面向 B 端的标准化的 SaaS 产品, 提	主要为中型企业或大型企业	商业大数据在智能营销、风险控制方面赋能中小企业, 但中小企业预算有限、IT 基础薄弱, 价格适合且即插即用的 SaaS

B 端场景化解决方案	供征信报告、评级报告等标准化服务，交付方式轻量化 根据客户场景化需求开发行业知识图谱、数据中台建设等大数据解决方案	的部分部门 主要为具有场景化需求、付费能力较强的大型企业	服务可满足需求，预计商业大数据 SaaS 服务市场将快速增长。 大型企业业务复杂，数据标准未统一，需贴合业务流程的场景化解决方案。由于预算充足，加上国家政策支持，大型企业数字化转型的投入意愿较强，预计商业大数据场景化解决方案市场将保持高速增长。
------------	--	-------------------------------------	---

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 商业大数据领域在 B 端和 C 端需求增长迅速，预计到 2027 年我国商业大数据服务市场规模将达 1040.9 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 20.7%。1) B 端服务领域：企业和政府日益重视提升数据质量、实现数据互联互通，并提高数据获取效率，以持续释放数据价值，增大行业 B 端市场规模。2) C 端：随着信用意识的提升，个人用户在商业谈判、求职、投资等场景中对企业信息和信用数据查询需求增加，商业数据查询 APP 用户逐渐扩大。根据灼识咨询预测，2022 至 2027 年中国商业大数据服务市场规模年复合增长率将达 20.7%，市场规模到 2027 年预计达 1040.9 亿元。

图表 24：2021-2027E 中国商业大数据服务市场规模预测



来源：CIC 灼识咨询《2023 中国商业大数据服务行业蓝皮书》，中泰证券研究所

- 公司自 2015 年起布局大数据，截至 2023 年公司汇总商业大数据量超 2000 亿条，覆盖超 3 亿家中国企业等组织。2015 年公司开始布局大数据产业的商业大数据细分领域，依托此前积累的深度学习和自然语言处理(NLP)等 AI 技术，拓展知识图谱与大数据挖掘技术。经过几年的发展，公司内部的大数据底层平台迅速成熟。2019 年，公司的商业大数据量已突破 700 亿条，涵盖了中国境内 2.1 亿家企业等组织机构；2023 年，商业大数据量已超过 2000 亿条，覆盖了超过 3 亿家中国境内的企业等组织机构。
- 商业大数据领域公司在国内的主要竞争对手包括国际巨头邓白氏和益博睿，以及内资企业企查查、天眼查、爱企查、金电联行和中数智汇。邓白氏和益博睿两家公司作为国际征信巨头，分别通过全球商业信息和定制化风险管理解决方案服务跨国集团和本土企业。国内的企查查、天眼查和爱企查等平台也在市场中占据重要地位，依托 C 端 APP 的会员模式和 B 端数据服务，提

供企业信息查询和风险管理服务。金电联行和中数智汇则通过大数据技术分别为客户提供综合查询或信用融资授信等服务。

图表 25：公司商业大数据主要竞争对手

公司名称	公司简介	在中国商业大数据领域的产品与服务
邓白氏	成立于 1841 年，国际征信巨头之一，主要通过其子公司上海华夏邓白氏提供商务咨询、企业征信服务，专注于企业运营风险管理。	为跨国集团及本土企业提供全球商业信息和定制化风险管理解决方案。 无 C 端 APP 产品。
益博睿	成立于 1996 年，国际征信巨头之一，为 90 多个国家的机构客户提供数据和决策分析服务。益博睿征信（北京）是其在中国的子公司。	提供企业尽职调查、信用监控、决策分析等 B 端服务。 无 C 端 APP 产品。
中数智汇	北京中数智汇科技股份有限公司，信用科技与大数据服务提供商，通过数据采集和智能平台为客户提供风控、反欺诈等服务。	提供标准 API 接口服务，主要面向银行、互联网、征信、保险等行业客户。 无 C 端 APP 产品。
企查查	企查查科技有限公司成立于 2014 年，提供基于公开工商信息等多维度数据的企业查询服务。	营收以 C 端 APP 产品的 VIP 会员费为主，同时提供 B 端数据 API 和定制数据服务。
天眼查	北京金堤科技有限公司成立于 2014 年，专注于个人与企业信息查询，构建大数据解决方案。	营收以 C 端 APP 产品的 VIP 会员费为主，同时提供 B 端数据 API、企业版及定制化解决方案服务。
爱企查	百度旗下的爱企查成立于 2021 年，依托百度 AI 和大数据技术，提供企业信息查询服务。	主要以 C 端 APP 为主，定位为“免费企业信息查询平台”，2022 年 5 月上线 VIP 付费会员模式。
金电联行	金电联行通过大数据和云计算为中小微企业提供信用融资服务，同时为金融机构和政府提供量化风险管理及信用体系建设服务。	提供企业征信、风控和数据中台等 B 端服务。 无 C 端 APP 产品。

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

3.2 To C 端：启信宝企业信息查询平台，为用户提供全面服务

- **公司 C 端业务的核心产品为启信宝。**启信宝是一款企业信息查询 APP，汇集了超过 3 亿家中国境内企业及组织机构的 2000 亿条实时动态商业数据，涵盖工商、股权、司法涉诉、失信、舆情、资产等 1000 多个数据特征标签。到 2023 年底，启信宝在 App Store 累计下载量已超过 1500 万，并提供微信小程序和功能更丰富的网页版供用户选择。

图表 26: 启信宝网页版界面



来源: 启信宝官网, 中泰证券研究所

- 启信宝 APP 有四大核心功能帮助 C 端用户及时掌握被关注企业动态。四大功能具体包括: 1) 查风险查资质, 轻松获取企业背景信息; 2) 股权投资关联关系, 帮助用户分析股东结构; 3) 查公司查老板, 快速查询企业和负责人信息; 4) 动态监控, 实时追踪企业变化。

图表 27: 启信宝 APP 四大功能



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

3.3 To B 端：下游应用广泛，公司助力多客户提升数字化运营能力

- **商业大数据 B 端下游应用广泛，通过数据管理、风险监控和供应链优化，助力各下游行业提升风控能力、优化运营及推动区域经济发展。**1) **金融领域**，如银行、证券、保险、汽车金融等行业，商业大数据通过主数据管理、尽职调查和风险监控，帮助企业提升数据质量、加强风控能力，提供全流程的企业信息服务。2) **制造、地产、批发零售等行业**，商业大数据用于供应商的挖掘、审核、招投标和风险监控，帮助企业优化供应链管理、降低运营风险、确保供应商的合规性和履约能力。3) **在政府和园区应用中**，商业大数据通过企业招商、辖区企业分析及实时企业监控，提升运营管理和服务能力，助力区域经济发展和精准招商。

图表 28：商业大数据 B 端主要下游及服务示例

下游行业	公司商业大数据服务示例
银行/证券/保险/汽车金融/供应链金融/融资租赁等行业	主数据管理：为客户数据提供清洗、更新和关联服务，减少数据录入步骤，实现数据联通。
	尽职调查：提供企业工商、司法、资质、舆情等信息的全流程尽调服务，满足风控需求。
	风险监控：实时推送企业司法、处罚、舆情等风险信号，提升金融业风险管控能力。
	供应商寻源：多维度挖掘和筛选潜在优质供应商，助力供应链拓展和升级。
制造/地产/批发零售等	供应商审核：通过 360 度风险扫描确保供应商符合风控与合规要求。
	供应商招投标：深度挖掘供应商关联关系，防止黑名单企业参与招标，降低招标风险。
	供应商风险监督：监控供应商履约能力，及时识别潜在风险，提升产品与服务质量。
政府/园区	企业招商：通过数据分析挖掘潜在优质企业，提升招商精准度与效率。
	辖区企业分析大屏：汇总和展示辖区企业经营指标，提供实时多维度分析，助力业务决策。
	企业监控：实时监控目标企业经营动态，提升服务响应能力。

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **公司商业大数据 B 端服务通过基础数据、标准化 SaaS 和场景化解决方案，全面提升企业数据管理、风险管控和决策支持能力。**1) **基础数据服务**：通过 API 接口、数据包和数据同步服务，帮助企业获取和管理工商、税务、招投标等多维度数据，快速同步更新数据。2) **标准化服务**：提供 SaaS 软件平台，支持企业进行背景调查、关联分析、风险监控和舆情预警，并提供深度报告下载。3) **场景化解决方案**：基于知识图谱技术，帮助客户挖掘隐藏的风险和关联关系，应用于金融风险管理、供应链全生命周期管控以及政府和园区的企业监控。

图表 29：公司 B 端服务矩阵（部分）

类别	服务矩阵	具体介绍	主要客户
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 接口与客户系统对接提供数据查询或推送服务。 数据包：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：通过公有云或私有化方式，提供工商、税务、招投标、涉诉等多维度数据的更新同步服务，使用 FISync 软件快速同步数据到客户本地。	 中国铁建  顺丰速运  包钢集团
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，支持深度报告下载。	 中国移动通信  中国工商银行
B 端场景化解决方案	企业知识图谱解决方案	通过知识图谱进行数据挖掘，帮助客户发现隐藏的风险与关联关系，提供金融风险、供应链全生命周期管控及政府园区企业监控等多种场景的解决方案。	 招商银行  郑州银行

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

- **收入端：** 预计 2024-2026 年公司的营业收入分别为 14.37/17.13/20.06 亿元，同比增长 21%/19%/17%。

- 1) **智能文字识别：** 作为公司核心业务，2023 年该业务收入占比为 75.91%。C 端由名片全能王和扫描全能王两大核心 APP 用户不断开发和积累以及 B 端服务向更多下游行业的持续推动，公司在智能文字识别领域将持续保持领先地位。C 端业务随着客户粘性养成，增速维稳，预计 2024-2026 年 C 端智能文字识别业务收入增速为 26%/23%/20%；B 端业务受企业预算影响，23 年增速为负，随宏观环境回暖和公司客户关系稳定，预计 2024-2026 年 B 端智能文字识别业务恢复增长，收入增速为 5%/5%/5%。因此，我们 2024-2026 年智能文字识别业务收入分别为 11.21/13.66/16.28 亿元，同比增长 24%/22%/19%。
- 2) **商业大数据：** 公司商业大数据业务主要通过 C 端启信宝 APP 和 B 端企业级数据服务，为用户提供商业信息和数据分析支持。随着整个商业大数据行业市场需求增长，C 端业务恢复正增长，预计 2024-2026 年 C 端商业大数据业务收入增速为 5%/5%/5%；B 端业务随客户关系趋于稳定，预计 2024-2026 年 B 端商业大数据业务收入增速为 15%/13%/10%。因此，我们预计 2024-2026 年该业务收入分别为 2.06/2.27/2.46 亿元，同比增长 11%/10%/8%。
- 3) **其他业务：** 该部分主要包括互联网广告推广等增值服务。随着公司三大 C 端 APP 用户数量的不断增长，公司持续扩大广告客户群体，假定互联网广告业务维持 10% 的稳定增速，技术授权和其他业务收入维稳。

- **毛利率端：**

- 1) **智能文字识别：** 公司在该业务领域盈利能力较为稳定。C 端业务发挥 ToC 软件业务优势，规模效应逐步显现，假设 2024-2026 年毛利率为 88.50%/88.70%/89.00%；B 端业务随着下游企业数字化预算回暖，假设 2024-2026 年毛利率为 68.00%/70.00%/73.00%。得益于公司在智

能文字识别行业领先的市场地位，我们预计 2024-2026 年该业务毛利率分别为 87.21%/87.68%/88.23%。

- 2) **商业大数据**: 公司在该业务整体经营较为稳定, C 端业务毛利率维稳, 规模效应下稳步释放利润空间, 假设 2024-2026 年毛利率为 85.50%/85.60%/85.80%; B 端业务随着拓客数量增多、产品竞争力稳固, 毛利率上浮, 假设 2024-2026 年毛利率为 57.50%/58.00%/59.00%。我们预计公司 2024-2026 年商业大数据业务毛利率分别为 67.54%/67.43%/67.88%。
- 3) **其他业务**: 公司互联网广告推广业务毛利率较高, 且该业务与公司产品对广告的展示量以及客户对广告的点击量相关, 公司并不需要其他额外经营举措, 因此我们预计 2024-2026 年该业务毛利率稳定为 90.00%; 技术授权和其他业务毛利率维稳。

图表 30: 公司分业务收入与毛利率假设表

年份	2023 年	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)				
智能文字识别	900.73	1120.79	1365.86	1627.92
智能文字识别-C 端	833.48	1050.18	1291.72	1550.07
智能文字识别-B 端	67.25	70.61	74.14	77.85
商业大数据	185.43	206.21	227.10	245.93
商业大数据-B 端服务	115.03	132.29	149.49	164.44
商业大数据-C 端 APP(启信宝)	70.40	73.92	77.61	81.50
互联网广告推广	95.94	105.54	116.09	127.70
技术授权	3.65	3.65	3.65	3.65
其他业务	0.77	0.77	0.77	0.77
合计	1186.52	1436.96	1713.48	2005.97
收入增速				
智能文字识别	24.26%	24.43%	21.87%	19.19%
智能文字识别-C 端	27.50%	26.00%	23.00%	20.00%
智能文字识别-B 端	-5.56%	5.00%	5.00%	5.00%
商业大数据	6.60%	11.20%	10.13%	8.29%
商业大数据-B 端服务	17.87%	15.00%	13.00%	10.00%
商业大数据-C 端 APP(启信宝)	-7.80%	5.00%	5.00%	5.00%
互联网广告推广	16.66%	10.00%	10.00%	10.00%
技术授权	-27.71%	-	-	-
其他业务	-66.79%	-	-	-
合计	20.04%	21.11%	19.24%	17.07%
毛利率				
智能文字识别	86.41%	87.21%	87.68%	88.23%
智能文字识别-C 端	88.40%	88.50%	88.70%	89.00%
智能文字识别-B 端	61.68%	68.00%	70.00%	73.00%
商业大数据	67.87%	67.54%	67.43%	67.88%
商业大数据-B 端服务	57.12%	57.50%	58.00%	59.00%
商业大数据-C 端 APP(启信宝)	85.45%	85.50%	85.60%	85.80%
互联网广告推广	95.63%	90.00%	90.00%	90.00%

技术授权	95.55%	95.55%	95.55%	95.55%
其他业务	39.60%	39.60%	39.60%	39.60%
合计	84.25%	84.59%	85.15%	85.85%

来源: Wind, 中泰证券研究所预测

■ **费用率端:** 预计随着公司收入规模逐步扩大, 公司在期间费率端保持稳定。

- 1) **销售费率:** 2023 年公司销售费用率为 28.2%, 公司广告宣传费和销售人员薪酬是销售费用的主要构成部分, 随着 B 端客户的持续开拓, 预计公司 2024-2026 年销售费率将为 28.5%/29.0%/29.2%。
- 2) **管理费率:** 2023 年公司管理费用率为 6.4%, 随着公司管理费用的下降主要原因公司在组织架构和成本控制方面持续优化, 预计 2024-2026 年管理费用率将为 6.2%/6.0%/5.8%。
- 3) **研发费率:** 公司 2023 年研发费用率为 27.3%, 公司对核心技术研发重视, 尤其重视在人工智能和大数据相关领域的持续投入, 研发费率将保持较高水平, 预计公司 2024-2026 年研发费率将为 27.0%/26.8%/26.5%。

图表 31: 公司费用率假设表

年份	2023 年	2024E	2025E	2026E
销售费用/营业收入	28.2%	28.5%	29.0%	29.2%
管理费用/营业收入	6.4%	6.2%	6.0%	5.8%
研发费用/营业收入	27.3%	27.0%	26.8%	26.5%

来源: Wind, 中泰证券研究所预测

■ **估值与投资建议:** 预计公司 2024-2026 年归母净利分别为 3.73/4.34/5.05 亿元, 以 2024 年 10 月 31 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 57.6x/49.6x/42.6x。合合信息作为商业大数据和智能文字识别领域的领导者, 在文档识别解决方案行业有着重要的市场地位。我们选取了科大讯飞、金山办公和福昕软件作为可比公司, 上述可比公司与合合信息同属于软件与信息服务行业, 且同时拥有 C 端产品与 B 端服务, 由于福昕软件 2024 年尚未盈利, 2025 年盈利规模较小, 三家可比公司 2024-2026 年平均 PE 为 144.1x (不包含福昕软件) /89.5x (不包含福昕软件) /71.0x。凭借在智能文字识别和商业大数据方面的领先优势, 合合信息客户广泛分布于金融、政务等多个行业, 推动下游客户办公效率提升, 随着下游客户数字化转型的加速, 市场对公司业务需求增加, 未来公司有望持续增长。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 32: 可比公司估值表

代码	名称	市值(亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002230.SZ	科大讯飞	1,062.24	6.57	6.20	9.74	13.34	161.6	171.3	109.0	79.6
688561.SH	金山办公	217.34	13.18	1.86	3.10	4.88	16.5	116.9	70.0	44.6
688095.SH	福昕软件	64.43	-0.91	-0.20	0.21	0.72	-	-	308.7	88.9
	均值						89.0	144.1	89.5	71.0
688615.SH	合合信息	215.00	3.23	3.73	4.34	5.05	66.5	57.6	49.6	42.6

来源: Wind, 中泰证券研究所 注: 可比公司估值来自 Wind 一致预期, 2024 年和 2025 年平均 PE 不包含福昕软件, 截止时间为 2024 年 10 月 31 日

风险提示

- **技术升级、迭代和研发失败风险：**公司需持续跟进全球技术发展，若研发不达预期或无法转化为收入，将影响产品销售和市场竞争力，同时可能导致前期研发投入无法回收，对经营业绩产生不利影响。
- **核心技术泄露及知识产权风险：**公司的核心技术和知识产权是竞争优势的关键，若遭到泄露或侵犯，将影响公司的竞争力和客户基础，甚至可能面临恶意诉讼的不利影响。
- **核心人才流失风险：**尽管公司已建立完善的技术人才培养和激励机制，但核心人才流失仍可能对公司业务造成不利影响。
- **管理能力不能适应公司业务发展风险：**随着业务规模扩大，若公司管理层不能有效提升管理能力，管理体系可能无法适应快速发展的需求，影响公司未来的经营和盈利能力。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时风险：**使用信息更新不及时可能会影响对公司的判断。

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。