

合合信息（688615.SH）

BC 两端均较快增长，AI 创新持续拓展

优于大市

核心观点

25 年四个季度收入持续加速。公司全年实现收入 18.10 亿元（+25.83%），归母净利润 4.54 亿元（+13.39%），扣非归母净利润 4.02 亿元（+9.6%）。单 Q4 来看，公司实现收入 5.07 亿元（+30.17%），归母净利润 1.03 亿元（+9.59%），扣非归母净利润 0.92 亿元（+4.90%）。2025 年四个季度收入增速分别为 20.94%/23.93%/27.49%/30.33%，加速趋势持续。

C 端付费用户增长超 32%，多款新品可期。公司整个 C 端收入达到 15.44 亿元（+28.11%），其中文字识别（扫描王+名片王）C 端收入 14.86 亿元（+30.27%），商业大数据（启信宝）C 端收入 0.58 亿元（-10.18%）。截止 25 年底，公司主要 C 端产品（扫描王、名片王、启信宝）月活达到 1.90 亿，同比增长 11.11%；累计付费用户数 987.76 万，同比增长 32.78%。基于公司在 C 端积累的产品能力和用户基数，公司持续推出新产品，AI 教育、健康产品有望持续增长。

B 端表现惊喜，毛利率提升同时收入保持较快增长。公司整个 B 端收入达到 2.57 亿元（+14.56%），其中文字识别（TextIn）B 端收入 0.87 亿元（+16.17%），毛利率增加 9.21 个百分点；商业大数据（启信慧眼）B 端收入 1.70 亿元（+13.75%），毛利率增加 2.79 个百分点。公司 B 端业务进一步优化，因此毛利率均有提升，但收入依然保持较快增长，在景气低迷的企业 IT 市场进一步验证公司产品刚需价值，以及企业市场布局 AI 的选择方向。

25 年积极投入，合同负债继续增长，26 年继续高增长可期。25 年公司研发投入 5.28 亿元（+19.64%），销售费用 5.92 亿元（+37.88%），加大市场推广与品牌建设投入。尤其海外市场，将成为增长重点，25 年海外收入 6.24 亿元（+34.11%）。25 年底公司合同负债达到 5.94 亿元，同比增长 14%，环比三季度增长 6.6%。基于公司在 25 年积极投入，26 年有望继续保持快速发展态势，AI 进入 Agent 时代，公司依然是受益者，持续看好。

风险提示：AI 产业发展不及预期；新产品进展缓慢；下游 IT 开支收紧。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2026-2028 年公司归母净利润 6.03/7.57/9.58 亿元（原 26-27 年预测为 5.95/7.25 亿元），同比增速 33/26/27%；对应当前股价对应 PE=44/35/28 倍。结合公司 B、C 两端均保持较好发展，且新产品持续拓展，市场空间和创新机会广阔，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,438	1,810	2,318	2,974	3,831
(+/-%)	21.2%	25.8%	28.1%	28.3%	28.8%
净利润(百万元)	401	454	603	757	958
(+/-%)	23.9%	13.4%	32.7%	25.6%	26.6%
每股收益(元)	2.86	3.24	4.30	5.41	6.85
EBIT Margin	20.8%	22.1%	24.4%	25.2%	25.5%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	15.5%	17.7%	18.9%	20.1%
市盈率 (PE)	66.7	58.8	44.3	35.3	27.9
EV/EBITDA	78.1	57.4	48.3	37.0	28.8
市净率 (PB)	10.05	9.14	7.85	6.66	5.59

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

计算机·软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏尧

021-60875168

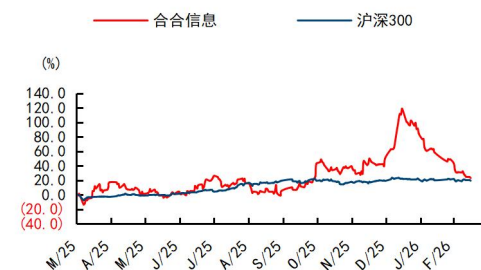
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	186.39 元
总市值/流通市值	26095/18018 百万元
52 周最高价/最低价	368.68/142.52 元
近 3 个月日均成交额	979.29 百万元

市场走势



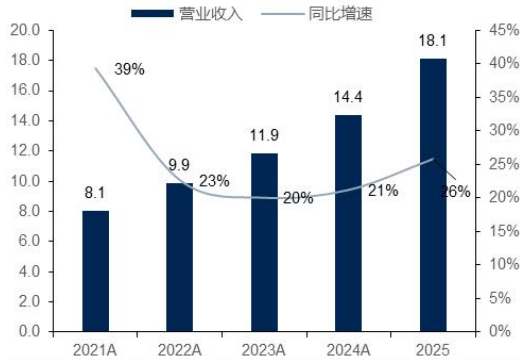
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《合合信息（688615.SH）-收入逐季加速，海外市场空间广阔》——2025-10-31
- 《合合信息（688615.SH）-C 端付费用户保持高增长，AI 能力不断丰富》——2025-08-29
- 《合合信息（688615.SH）-付费用户增长超 22%，B 端业务表现优异》——2025-04-17
- 《合合信息（688615.SH）-AI 文字识别龙头，扫描全能王和商业大数据齐头并进》——2025-01-07

25 年四个季度收入持续加速。公司全年实现收入 18.10 亿元（+25.83%），归母净利润 4.54 亿元（+13.39%），扣非归母净利润 4.02 亿元（+9.6%）。单 Q4 来看，公司实现收入 5.07 亿元（+30.17%），归母净利润 1.03 亿元（+9.59%），扣非归母净利润 0.92 亿元（+4.90%）。2025 年四个季度收入增速分别为 20.94%/23.93%/27.49%/30.33%，加速趋势持续。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



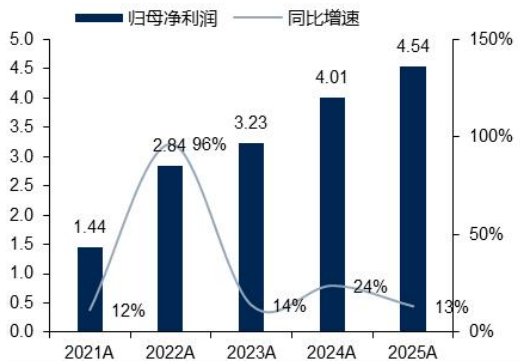
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

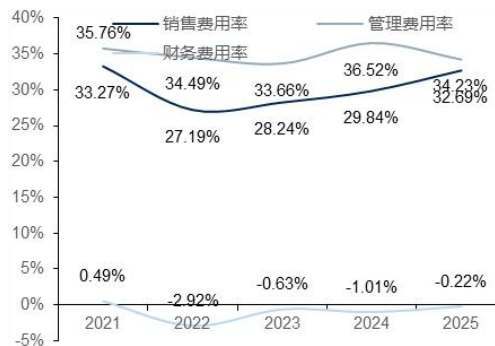
公司毛利率持续提升，销售投入有所增加。随着公司 B 端业务持续优化，毛利率整体均有提升。公司 25 年销售费用增长较快，主要是加大了市场推广与品牌建设投入。公司研发和管理费用率均有所下降。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

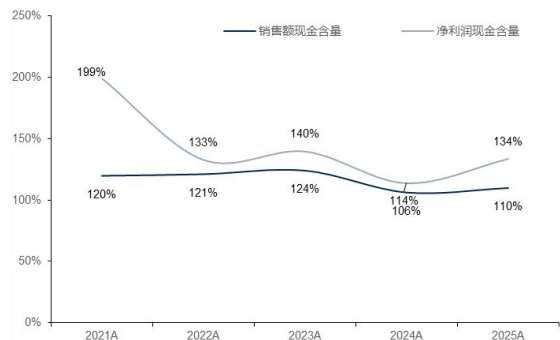
图6: 公司三项费用率变化情况 (管理费用含研发费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 25 年经营活动现金净流量达到 6.06 亿元, 同比增长约 33%。公司应收周转天数和存货周转天数, 整体仍保持较低水平。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 上调盈利预测, 维持“优于大市”评级。预计 2026-2028 年公司归母净利润 6.03/7.57/9.58 亿元 (原 26-27 年预测为 5.95/7.25 亿元), 同比增速 33/26/27%; 对应当前股价对应 PE=44/35/28 倍。结合公司 B、C 两端均保持较好发展, 且新产品持续拓展, 市场空间和创新机会广阔, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1495	1006	1688	2504	3570	营业收入	1438	1810	2318	2974	3831
应收款项	112	146	203	261	336	营业成本	226	241	302	383	489
存货净额	4	5	9	11	14	营业税金及附加	10	12	15	19	25
其他流动资产	46	65	83	106	137	销售费用	429	592	730	922	1188
流动资产合计	3201	3572	4332	5231	6407	管理费用	84	92	98	125	157
固定资产	142	97	134	168	199	研发费用	390	474	607	776	996
无形资产及其他	48	86	83	81	78	财务费用	(14)	(4)	(20)	(31)	(45)
投资性房地产	97	111	111	111	111	投资收益	2	3	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	24	37	(2)	(2)	(2)
资产总计	3488	3865	4660	5591	6795	其他收入	(306)	(436)	(549)	(731)	(951)
短期借款及交易性金融负债	19	17	10	10	10	营业利润	423	482	641	822	1064
应付款项	63	89	145	185	236	营业外净收支	(2)	(3)	0	0	0
其他流动负债	712	807	1068	1353	1737	利润总额	421	479	641	822	1064
流动负债合计	794	913	1224	1548	1983	所得税费用	20	25	38	66	106
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)
其他长期负债	37	31	33	35	37	归属于母公司净利润	401	454	603	757	958
长期负债合计	37	31	33	35	37	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	831	943	1256	1582	2020	净利润	401	454	603	757	958
少数股东权益	(0)	0	(0)	(0)	(1)	资产减值准备	0	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	2658	2922	3404	4009	4776	折旧摊销	54	82	15	17	20
负债和股东权益总计	3488	3865	4660	5591	6795	公允价值变动损失	(24)	(37)	2	2	2
						财务费用	(14)	(4)	(20)	(31)	(45)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	47	46	241	243	328
每股收益	2.86	3.24	4.30	5.41	6.85	其它	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.00	1.43	0.86	1.08	1.37	经营活动现金流	478	544	860	1019	1309
每股净资产	18.98	20.87	24.31	28.64	34.11	资本开支	0	(57)	(51)	(51)	(51)
ROIC	58.67%	46.29%	94%	138%	252%	其它投资现金流	(433)	(805)	0	0	0
ROE	15.07%	15.54%	18%	19%	20%	投资活动现金流	(433)	(862)	(51)	(51)	(51)
毛利率	84%	87%	87%	87%	87%	权益性融资	5	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	22%	24%	25%	25%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	27%	25%	26%	26%	支付股利、利息	0	(200)	(121)	(151)	(192)
收入增长	21%	26%	28%	28%	29%	其它融资现金流	1092	228	(7)	0	0
净利润增长率	24%	13%	33%	26%	27%	融资活动现金流	1098	(172)	(128)	(151)	(192)
资产负债率	24%	24%	27%	28%	30%	现金净变动	1142	(489)	682	816	1066
股息率	0.0%	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%	货币资金的期初余额	353	1495	1006	1688	2504
P/E	66.7	58.8	44.3	35.3	27.9	货币资金的期末余额	1495	1006	1688	2504	3570
P/B	10.1	9.1	7.8	6.7	5.6	企业自由现金流	0	450	736	897	1176
EV/EBITDA	78.1	57.4	48.3	37.0	28.8	权益自由现金流	0	678	748	926	1217

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032