

仁东控股（002647）

国内领先第三方支付机构，深化 AI 布局

买入（首次）

2026 年 05 月 27 日

证券分析师 王紫敬

执业证书：S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1,159.00	822.82	1,004.22	1,218.37	1,479.28
同比（%）	(35.62)	(29.01)	22.05	21.32	21.42
归母净利润（百万元）	(832.99)	359.57	404.70	463.26	576.37
同比（%）	(286.82)	143.17	12.55	14.47	24.42
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.74)	0.32	0.36	0.41	0.51
P/E（现价&最新摊薄）	(15.62)	36.18	32.15	28.08	22.57

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.51
一年最低/最高价	4.97/14.00
市净率(倍)	20.90
流通 A 股市值(百万元)	11,686.01
总市值(百万元)	13,009.66

基础数据

每股净资产(元,LF)	0.55
资产负债率(% ,LF)	85.02
总股本(百万股)	1,130.29
流通 A 股(百万股)	1,015.29

相关研究

投资要点

- **国内领先的第三方支付机构：**公司成立于 1998 年，2011 年在深圳证券交易所上市，2016 年通过重大资产重组将制造业全部置出，正式切入金融科技领域。2025 年完成资产重组。公司作为一家金融科技公司，主营业务为第三方支付，为数百万商户提供可靠的支付及增值服务，交易额稳居头部，是国内领先的第三方支付机构。
- **第三方支付进入规范成熟期，合利宝夯实主业拓展新需求：**目前，我国支付行业已从高速扩张期进入稳定发展阶段，行业整合与出清加速，头部集中趋势明显。随着跨境电商、数字人民币试点推动跨境支付需求激增，跨境支付成重要增长点，头部机构加速海外布局，中小机构通过收购境内牌照或与海外钱包合作切入市场，将战略布局转向海外。第三方支付机构正通过探索跨境支付、“支付+”服务模式等寻求创新发展。
- **合利宝处于国内头部阵营，拓展跨境支付等新需求方向：**从交易量榜单来看，合利宝与拉卡拉、乐刷、国通星驿等构成了国内行业的头部阵营，展现出强大的市场盈利和客户基础。2024 年，合利宝香港子公司合利付服务有限公司正式取得香港海关颁发的金钱服务经营者（MSO）牌照，获准开展 B2B 跨境收付款、钱包服务、外币兑换、跨境结算等业务，拓展跨境支付网络，服务跨境电商与跨境旅游等高增长场景。目前，合利宝服务网络已延伸至东南亚、欧洲、拉美等区域，覆盖跨境电商、国际物流、留学服务等多元场景。
- **战略投资国产 AI 芯片公司江原科技，深化 AI 布局：**公司不断深耕第一支付主业的同时，也在积极谋划布局 AI 方向。2025 年 9 月，公司以 1 亿元战略投资江原科技，持股 4.14%。公司以支付为入口、AI 为引擎，通过精准投资国内领先的 AI 芯片公司，持续深化 AI 全产业链布局，卡位算力国产化发展先机。2026 年江原科技将推出 T800 大模型训推一体 AI 芯片，对标英伟达 H800 芯片，聚焦大规模 AI 模型训练推理场景。江原 T800 采用国产先进工艺与先进封装技术打造，通过基于国产工艺的深度学习 PPA（功耗、性能、面积）优化，在保障自主可控的同时实现效能跃升。
- **盈利预测与投资评级：**根据业务相似性我们选取拉卡拉、新国都、新大陆作为可比公司。可比公司 2026 年 PE 平均值为 21 倍。我们预计公司 2026 年-2028 年归母净利润为 4.05 亿元、4.63 亿元、5.76 亿元，对应增速分别为 13%、14%、24%，对应 PE 分别为 32/28/23 倍。公司作为国内第三方支付领军企业，深耕行业多年，主业稳定。同时，公司投资国产 AI 芯片公司，深化 AI 布局，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**支付牌照续展风险、行业监管政策变化风险、市场竞争加剧风险。

内容目录

1. 国内领先的第三方支付机构	4
1.1. 重组引入优质投资人，高管团队具备多元化专业背景	5
1.2. 第三方支付是公司主要收入来源，毛利率稳步改善	6
2. 第三方支付行业趋于成熟，公司积极拓展新需求方向	7
2.1. 第三方支付规范成熟，行业进入平稳期	7
2.2. 行业转型方向：B 端深耕、跨境支付、技术赋能	11
2.3. 合利宝夯实自身能力，持续拓展跨境支付业务	12
3. 战略投资江原科技布局国产 AI 芯片，深化 AI 业务布局	14
4. 盈利预测和估值	16
5. 风险提示	18

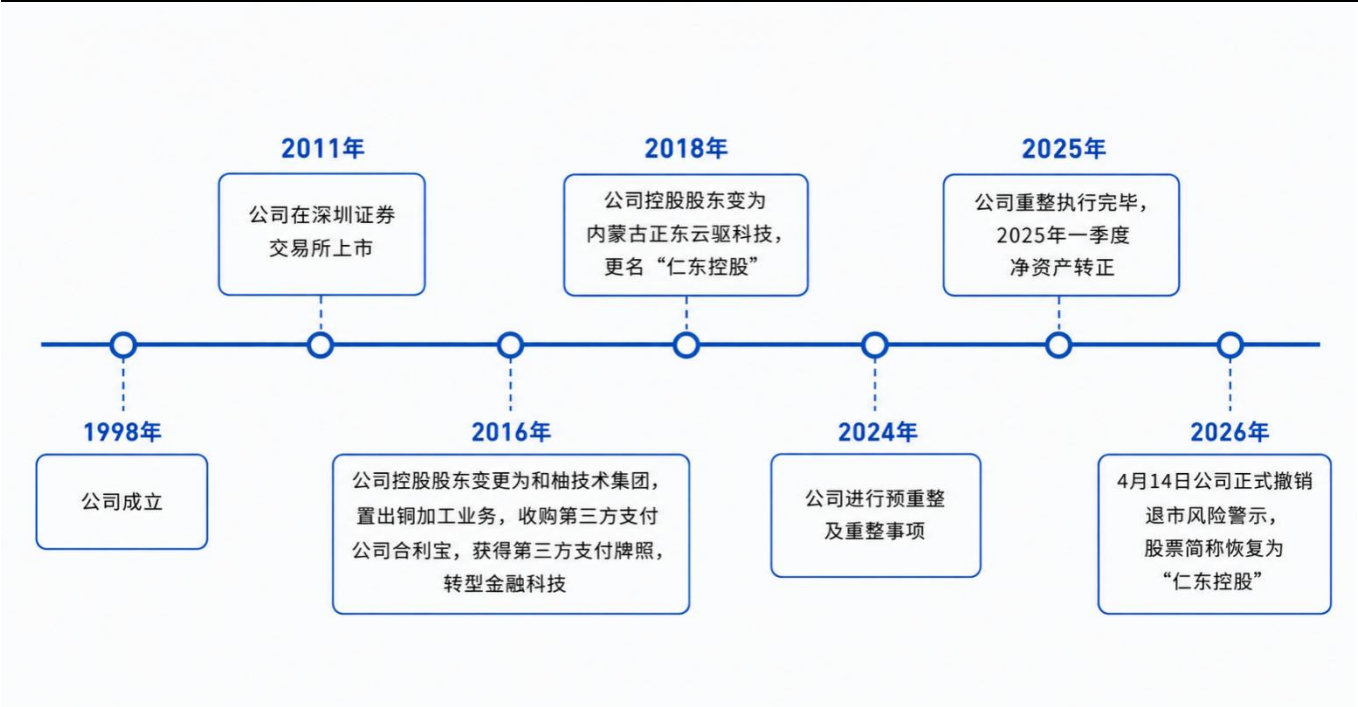
图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	合利宝业务简介.....	5
图 3:	公司前十大股东（截止日期 2026 年 3 月 31 日）.....	5
图 4:	2021-2025 年营收情况.....	7
图 5:	2021-2025 年公司各业务营收占比.....	7
图 6:	2021-2025 年公司毛利率.....	7
图 7:	2021-2025 年公司各项费用率情况.....	7
图 8:	支付方式的演变.....	8
图 9:	中国第三方支付行业发展阶段.....	9
图 10:	我国第三方综合支付组成部分.....	10
图 11:	2021-2028 年中国第三方支付交易规模及结构.....	11
图 12:	跨境电商市场规模.....	11
图 13:	跨境支付市场规模.....	11
图 14:	全球主要地区支付发展概览（2025 年）.....	12
图 15:	合利宝产品优势.....	13
图 16:	2024 年 3 月-2025 年 12 月国内支付行业交易量排名（单位：亿元）.....	13
图 17:	合利宝的跨境支付宣传图.....	14
图 18:	江原科技 GPU 优势.....	15
表 1:	公司高管简介.....	6
表 2:	国内部分第三方支付机构业务类型对比（截至 2026 年 4 月 20 日）.....	9
表 3:	公司收入拆分及预测（单位：亿元）.....	16
表 4:	可比公司估值（2026/5/27）.....	17

1. 国内领先的第三方支付机构

国内领先的第三方支付机构。公司成立于 1998 年,2011 年在深圳证券交易所上市,2016 年通过重大资产重组将制造业全部置出,正式切入金融科技领域。2025 年完成资产重组。公司作为一家金融科技公司,主营业务为第三方支付,为数百万商户提供可靠的支付及增值服务,交易额稳居头部,是国内领先的第三方支付机构。

图1: 公司发展历程



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司旗下第三方支付平台合利宝为第三方支付业务的经营主体。合利宝拥有中国人民银行核发的《支付业务许可证》, 具有跨境人民币支付业务备案许可, 业务类型为储值账户运营 I 类、支付交易处理 I 类, 具备在全国范围开展线上、线下支付业务的经营资质优势。合利宝香港子公司合利付服务有限公司作为持牌主体已获得香港 MSO 牌照 (Money Service Operator, 该牌照为香港海关颁发, 是从事货币兑换、汇款等金钱服务的合规凭证)。合利宝同时还是中国支付清算协会理事成员、中国支付清算协会网络支付应用工作委员会成员单位、中国支付清算协会金融科技专业委员会成员单位。

图2: 合利宝业务简介

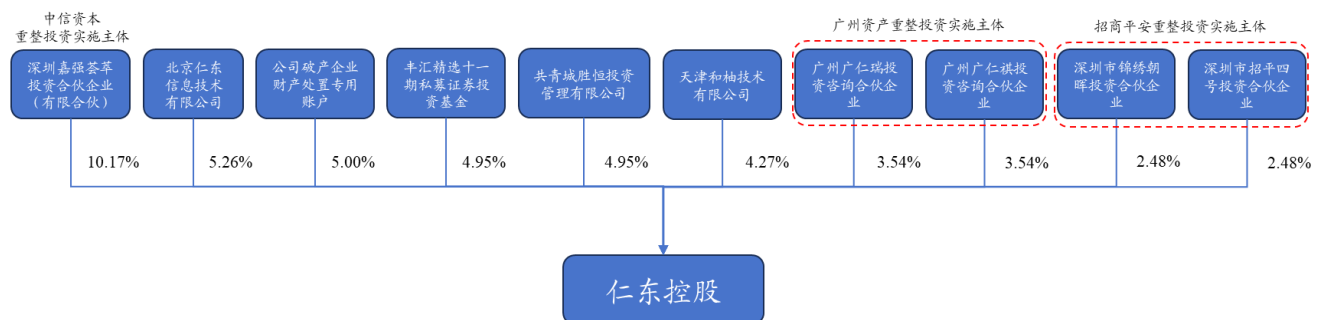


数据来源：合利宝官网，东吴证券研究所

1.1. 重组引入优质投资人，高管团队具备多元化专业背景

2025年3月，公司重整计划执行完毕，重整战略投资人中信资本（中国）投资有限公司指定实施主体深圳嘉强荟萃投资合伙企业（有限合伙）成为公司第一大股东，公司变更为一股独大、无实际控制人。公司通过重整程序引入了中信资本（中国）投资有限公司、广州资产管理有限公司、深圳市招商平安资产管理有限责任公司等实力雄厚的投资人，相关投资人可从业务资源对接、产业并购、提升融资能力等方面为公司提供支持。

图3: 公司前十大股东（截止日期 2026 年 3 月 31 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

高管团队具备多元专业背景。公司董事长曾任职于中伦律师事务所，曾主导多起 A 股上市公司重大并购重组及投资项目，包括紫光股份收购新华三、豪威 OmniVision 收购等项目。高管团队专业背景覆盖支付、银行金融、财务管理、法律等多个领域，具备多元化的专业背景。

表1：公司高管简介

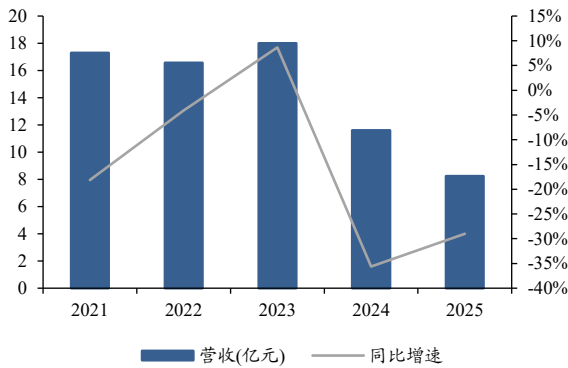
高管姓名	职务	个人背景介绍
刘长勇	董事长、董事、总经理	清华大学五道口金融学院金融 CEO 在读，对外经济贸易大学国际法专业，硕士学历。历任北京市中伦律师事务所律师、公司董事兼副总经理等
孟湫云	董事	吉林农业大学财务管理专业，本科。历任于中商亚信投资管理有限公司、中金玉盈（北京）资产管理有限公司、仁东（天津）科技发展集团有限公司财务部等，自 2018 年 7 月起，担任公司董事。
刘春阳	董事	武汉大学财务管理系理财学专业，本科学历。历任紫光集团有限公司财务经理、财务高级经理、财务副总经理，公司监事等职，现任公司董事。
邵明亚	董事	硕士研究生学历，曾任职中国庆华能源集团运营管理部高级经理等，现任公司董事。
李润华	董事	硕士研究生学历。2001 年 7 月至 2018 年 1 月，任中信银行深圳分行部门副经理、副总经理、总经理等职；2018 年 1 月至 2021 年 11 月，任中信银行深圳城市广场旗舰支行行长；2021 年 11 月至 2024 年 12 月，先后担任中信银行深圳分行风险管理部兼授信审批部总经理、中信银行深圳南油支行行长；2025 年至今，在深圳嘉强荟萃投资合伙企业（有限合伙）关联公司担任执行董事岗位。
郑雅	董事	南开大学本科学历，注册会计师。曾任苏格兰皇家银行（中国）北京分行财务经理；现在深圳嘉强荟萃投资合伙企业（有限合伙）关联公司担任执行董事岗位。
章凯	副总经理	硕士研究生学历，曾任职易宝支付有限公司副总裁，自 2018 年 7 月起担任公司副总经理，2019 年 1 月起担任公司董事，分管广州合利宝支付科技有限公司经营管理工作。
沈文莱	副总经理	青岛大学本科学历，学士学位。历任中国平安财产保险股份有限公司总部人力资源部 HR 经理、中国平安财产保险股份有限公司温州分公司人事行政部总经理、平安不动产有限公司总部人事行政部总经理。2022 年 8 月入职公司，目前担任公司董事长助理，分管人力资源部和市场部。
苏永炎	副总经理	硕士研究生学历，曾任职易宝支付有限公司行业线总经理，广州合利宝支付科技有限公司执行总裁等职，现任广州合利宝支付科技有限公司执行董事。
房天浩	副总经理	澳大利亚国立大学金融管理学、会计学双硕士，具有国际特许金融分析师、证券从业及基金从业资格，曾任职于海通证券股份有限公司、湘财基金管理有限公司，担任过研究员、基金经理等职。
刘丹丹	财务总监	中国人民大学金融学硕士研究生，历任中国高科集团股份有限公司财务总监、广州优家投资管理有限责任公司高级副总裁兼财务总监、北京海淀科技企业融资担保有限公司总经理助理分管财务管理部、北京金一文化发展股份有限公司财务总监等职务。
杨凯	董事会秘书	工商管理硕士，中级经济师职称，已取得深圳证券交易所董事会秘书资格证书、证券从业资格证书和独立董事资格证书，历任公司董事会秘书、副总经理、副总裁等职务。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 第三方支付是公司主要收入来源，毛利率稳步改善

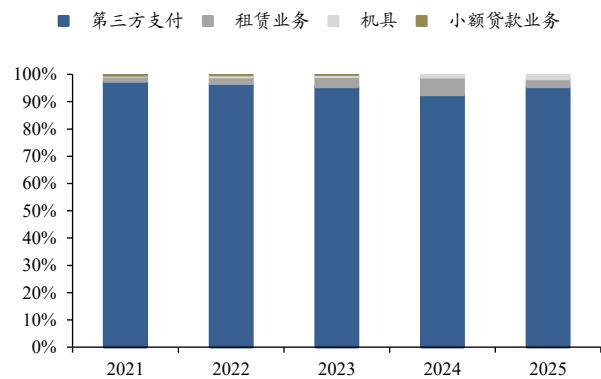
第三方支付是公司主要收入来源。近年来，公司收入持续承压，2025 年公司实现营业收入 8.23 亿元，同比-29.01%。业务结构来看，第三方支付为公司收入的核心，2025 年收入占比超 95%（7.84 亿元），是公司稳健发展的压舱石。

图4：2021-2025 年营收情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

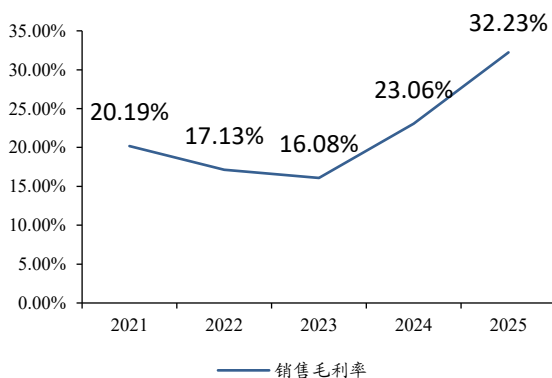
图5：2021-2025 年公司各业务营收占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

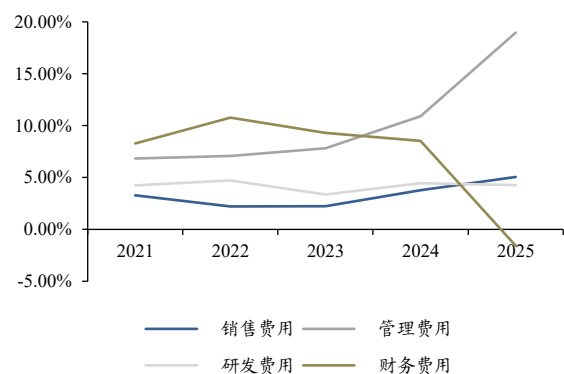
毛利率稳步改善。近年来，公司毛利率持续改善，从 2021 年的 20.19% 提升至 2025 年的 32.23%，主要得益于公司破产重组后剥离低效资产，聚焦主业。费用率方面，公司相对较为稳定，2025 年管理费用率增长主要系公司推进重整发生大额重整费用导致。

图6：2021-2025 年公司毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2021-2025 年公司各项费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

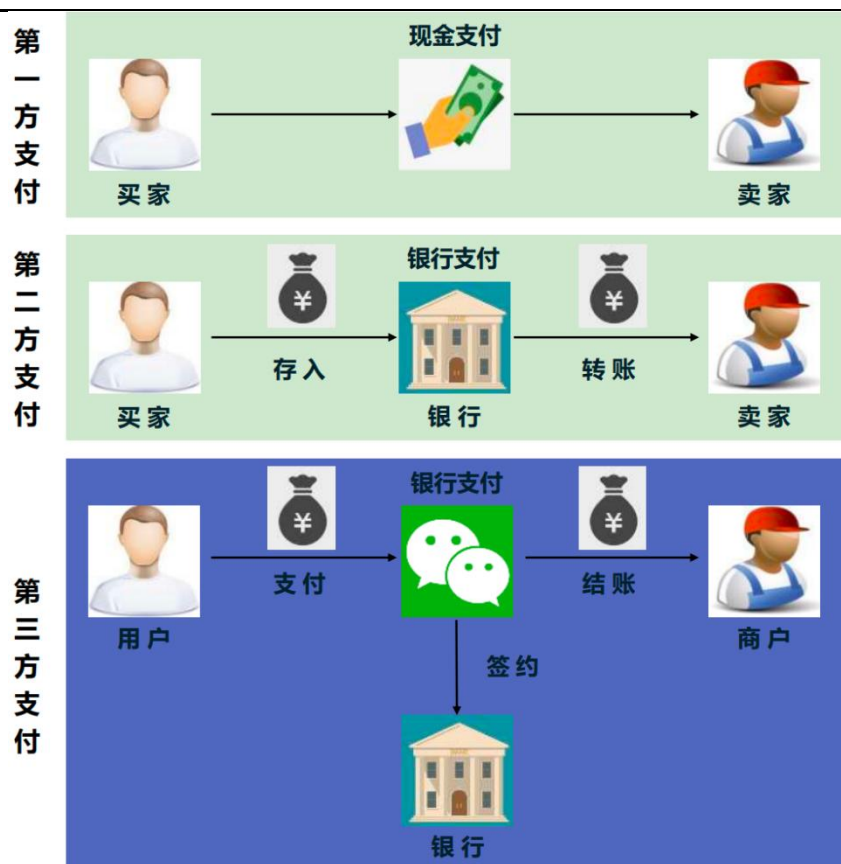
2. 第三方支付行业趋于成熟，公司积极拓展新需求方向

2.1. 第三方支付规范成熟，行业进入平稳期

第三方支付是指由非银行机构提供的一种支付服务，通过互联网或移动设备进行资金转移、支付和结算。随着互联网技术的发展和电子商务的兴起，第三方支付在全球范围内迅速普及，成为现代金融体系中不可或缺的一部分。第三方支付主要分为线上支付和线下支付。线上支付通常用于电商交易，用户通过第三方支付平台完成支付；线下支付则多见于实体店铺，用户通过移动支付或扫码支付完成交易。常见的第三方支付平台包括支付宝、微信支付等。

第三方支付包括互联网支付、移动支付、银行卡收单。互联网支付和移动支付是线上支付，分别应用于网页端与移动终端。而银行卡收单，主要是线下消费场景的支付方式。

图8：支付方式的演变



数据来源：问可汇，东吴证券研究所

中国第三方支付行业进入规范成熟阶段。2000年以来，伴随支付方式电子化转型、互联网普及和电子商务兴起，第三方支付行业开始形成。2010年至2018年，中国形成更便捷、高效的支付市场，行业蓬勃发展，推出多样化支付服务。这一时期我国第三方支付市场国际地位从落后到领先，交易规模迅速增长，同时监管政策逐步完善，行业走向规范化。2019年至今为规范与创新并重的成熟期，监管趋严，支付市场稳定发展，增

速放缓；机构通过探索跨境支付、“支付+”服务模式等寻求创新发展。

图9：中国第三方支付行业发展阶段

形成起步阶段（2002-2009）	高速发展阶段（2010-2018）	成熟规范阶段（2019-至今）
中国现代化支付系统完成初步建设，第三方支付机构进入萌芽期 ✓2002年3月，中国银联支付清算系统建立； ✓2002年10月，中国现代化支付系统CNAPS成功产试运行； ✓2003年，支付宝在线交易服务首次推出。	中国第三方支付行业蓬勃发展 ✓2010年，随着《非金融支付机构管理办法》出台，第三方支付正式被纳入监管； ✓2011年，央行发放首批支付业务许可证，支付宝、财付通等27家机构获得牌照，合法化经营； ✓2013年至2015年，以支付宝、微信支付为代表的移动支付相继推出，并出现爆发式增长。	国家对行业的监管持续趋严，各项管理条例逐步推出 ✓2019年至今，中国人民银行陆续施行《非银行支付机构客户备付金存管办法》（2019）、《非银行支付机构监督管理条例》（2024）、《非银行支付机构监督管理条例实施细则》（2024）等相关规定，持续完善针对第三方支付行业的监管。 ✓行业开始探索“支付+”多元价值深耕模式。

数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

2023 年 12 月，国务院发布《非银行支付机构监督管理条例》，自 2024 年 5 月 1 日开始实行，非银行支付业务根据能否接收付款人预付资金，分为储值账户运营和支付交易处理两种类型。截至 2026 年 4 月 29 日，国内已获许可机构（支付机构）共 160 家。

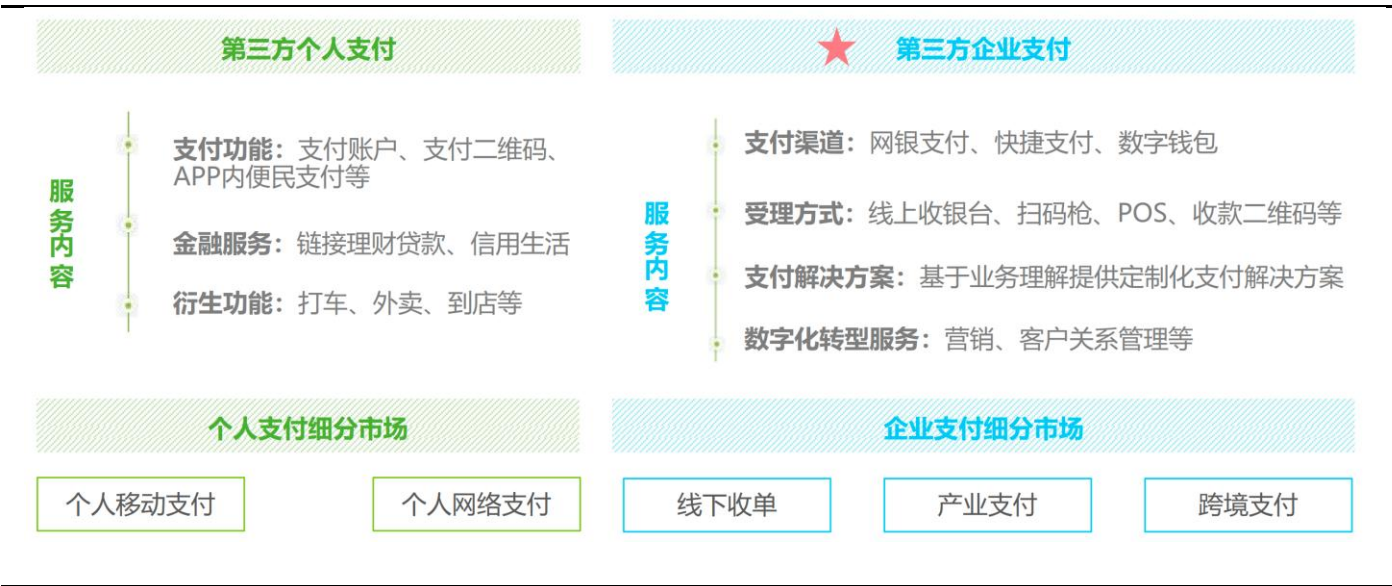
表2：国内部分第三方支付机构业务类型对比（截至 2026 年 4 月 20 日）

公司名称	业务类型
支付宝	储值账户运营 I 类 储值账户运营 II 类（仅限于线上实名支付账户充值） 支付交易处理 I 类
财付通支付（微信支付）	储值账户运营 I 类 支付交易处理 I 类
银联商务支付	储值账户运营 I 类 储值账户运营 II 类（仅限于全国预付卡受理） 支付交易处理 I 类
网银在线（京东支付）	储值账户运营 I 类 支付交易处理 I 类（北京市）
抖音支付	储值账户运营 I 类
拉卡拉支付	储值账户运营 I 类 储值账户运营 II 类（仅限于全国预付卡受理） 支付交易处理 I 类（除宁波市以外地区）
合利宝（仁东控股）	储值账户运营 I 类 支付交易处理 I 类
福建星驿支付（新大陆）	支付交易处理 I 类
花瓣支付（Huawei Pay）	储值账户运营 I 类
天翼支付	储值账户运营 I 类 储值账户运营 II 类（仅限于线上实名支付账户充值） 支付交易处理 I 类

数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

按照服务对象的不同，第三方综合支付业务可以分为第三方个人支付与第三方企业支付。个人支付专注于为个人用户提供便捷的支付体验，企业支付专注于为企业提供支付解决方案。个人支付与企业支付机构共同组建成支付网络、形成支付交易闭环，在该闭环中，个人支付机构凭借数字钱包良好的支付功能与多样化的衍生服务提升用户黏性，而企业支付凭借为企业提供支付解决方案使得企业端受理第三方个人支付成为可能，二者在个人端、企业受理端双向发力，共同推动第三方综合支付规模的增长。近年来，C端个人支付流量逐渐见顶，市场竞争格局趋于稳定，因此我们将重点关注企业支付领域，进一步聚焦其发展动态与业务潜力。

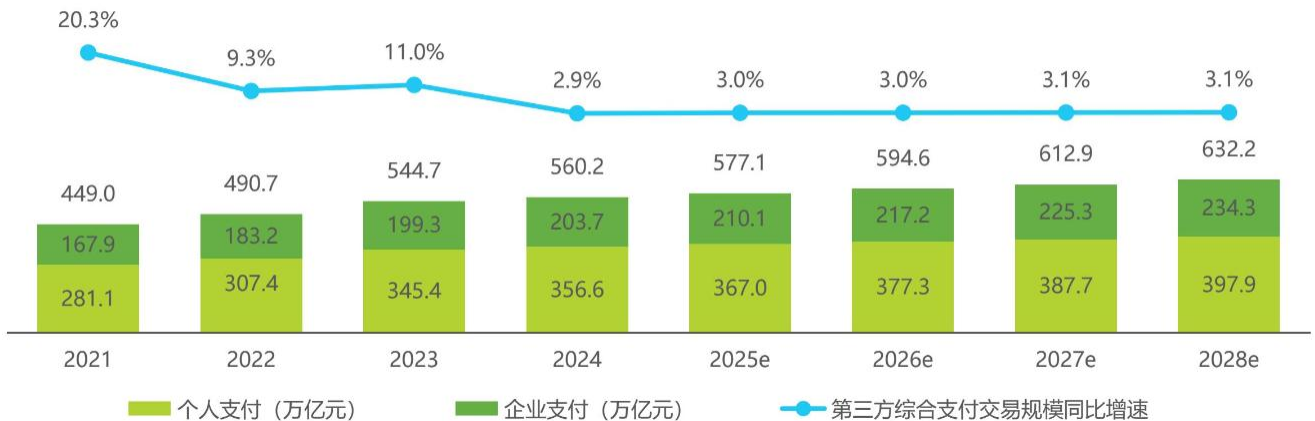
图10：我国第三方综合支付组成部分



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

第三方支付交易规模平稳增长，企业支付增长更具任性。中国第三方综合支付交易规模逐步趋于平稳。艾瑞咨询预计，到 2026 年末，个人支付交易规模同比增长 2.8%，企业支付交易规模同比增长 3.3%，第三方综合支付交易规模同比增长 3.0%。总体来看，虽然个人支付在第三方综合支付市场中仍占据主导地位，但其渗透率已接近天花板，增速相对放缓。相比之下，得益于企业数字化转型的深入推进，跨境电商支付场景的继续拓展，企业支付展现出更强的增长韧性。未来，随着企业数字化进程的持续深化，支付服务与业务场景的融合将更加紧密，企业支付有望继续保持高于个人支付的增长态势，在第三方综合支付市场中的份额占比也将稳步提升。

图11：2021-2028年中国第三方综合支付交易规模及结构

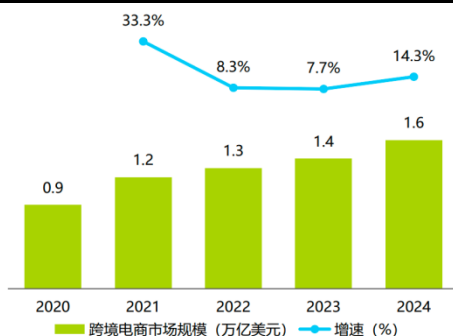


数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

2.2. 行业转型方向：B端深耕、跨境支付、技术赋能

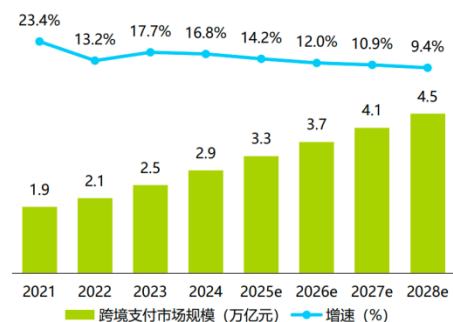
跨境支付成为企业重要增长点。目前，我国支付行业已从高速扩张期进入稳定发展阶段，行业整合与出清加速，头部集中趋势明显，中小支付机构通过兼并重组、业务转型或战略退出等方式不断优化行业结构，市场集中度进一步提升。支付行业市场存量竞争，整体规模增速放缓，监管框架完善和技术创新共同塑造行业演进路径，推动周期性调整从规模扩张转向质量升级。随着跨境电商、出境游、数字人民币试点推动跨境支付需求激增，跨境支付成重要增长点，头部机构加速海外布局，中小机构通过收购境内牌照或与海外钱包合作切入市场，将战略布局转向海外。

图12：跨境电商市场规模



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图13：跨境支付市场规模



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

多点支撑跨境支付增长强劲。从宏观层面看，人民币国际化进程加速，中国跨境贸易结算需求持续增长，“企业出海”浪潮带动B端支付服务刚需爆发；从行业层面看，

数字货币的崛起与区块链技术的突破，正推动跨境支付向高效、低成本、安全化方向发展；从需求层面看，跨境电商、留学、旅游、航旅、酒店、科技出差等场景带动了高频支付需求，海外红利释放。

图14：全球主要地区支付发展概览（2025 年）

地区	电商市场规模 (十亿美元)	电商用户渗透率 (%)	中国出口额占比 (%)	支付规模占全 球占比 (%)	市场机遇与 挑战
北美	1,246	81%	16%	28%	✓ 市场体量大，支付能力强 × 当地玩家成熟，竞争激烈
欧洲	682	46%	21%	15%	✓ 市场体量大，支付能力强 × 国家分散，监管趋严
东南亚	159	29%	16%	4%	✓ 社会数字化快，数字支付发展迅猛 × 各国间政策、消费差异大
拉丁美洲	319	44%	8%	7%	✓ 社会数字化快 × 经济水平低，基建落后
中东及非洲	88	37%	11%	5%	✓ 社会数字化快，中东支付能力强 × 市场分散，非洲经济弱

数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

2.3. 合利宝夯实自身能力，持续拓展跨境支付业务

合利宝持续夯实自身能力。合利宝坚持创新驱动发展战略，拥有独立研发的支付结算系统，持续开发各种新技术、新手段、新模型，深化支付服务建设，在适合自身和客户发展需要的基础上不断探索和实践，在行业内具有较强的竞争优势。经过不断地丰富和发展，目前合利宝业务涵盖智慧零售、金融科技、跨境支付、电商文化、旅游出行、教育考试等多个领域，推出了多种创新扫码支付产品，比如智能 POS 机、4G 云音响、4G 语音台卡、立牌、贴纸等，智慧支付解决方案已聚合多种支付渠道，涵盖支付宝、微信、云闪付等多种支付方式，能够满足消费者多样化的付款需求，显著提高商家收银效率。

持续拓展“支付+”服务。合利宝针对不同行业的商户，按需定制个性化的智慧经营解决方案，围绕产业支付需求，提供多元化、个性化的产品与增值服务，深挖中小微企业数字化升级中的痛点，通过一站式的“支付+SaaS”服务为其提供个性化的增值服务，把支付服务延伸至获客和营销等经营的各个环节，帮助企业实现业务流程的数字化和智能化，以满足用户经营与管理需要。为满足客户便捷化的服务需求，合利宝智能客户系统实现全新升级，能自主优化系统流程，提升人机协作水平，准确理解用户需求并

解决问题，目前合利宝已搭建包括智能客服系统、人工客服等在内的全新多元化客服载体，随时对用户发起的提问做出响应。

图15：合利宝产品优势



数据来源：POS 机网，东吴证券研究所

合利宝在国内市场处于头部阵营。从交易量榜单来看，拉卡拉、合利宝、乐刷、国通星驿等构成了国内行业的头部阵营，展现出强大的市场盈利和客户基础。合利宝作为国内第三方支付中具有竞争力的头部机构，交易量排名稳居市场前十。

图16：2024 年 3 月-2025 年 12 月国内支付行业交易量排名（单位：亿元）

时间	第1名	交易量 (亿元)	第2名	交易量 (亿元)	第3名	交易量 (亿元)	第4名	交易量 (亿元)	第5名	交易量 (亿元)	第6名	交易量 (亿元)	第7名	交易量 (亿元)	第8名	交易量 (亿元)	第9名	交易量 (亿元)	第10名	交易量 (亿元)
2024年3月	拉卡拉	2,593	银联商务	2,077	合利宝	1,604	国通	1,393	联动	1,161	乐刷	1,038	银盛	979	中付	963	嘉联	902	海科	757
2024年4月	拉卡拉	2,482	银联商务	1,492	合利宝	1,278	国通	1,079	联动	961	乐刷	948	嘉联支付	861	银盛支付	851	易生支付	748	海科	696
2024年5月	拉卡拉	2,468	合利宝	1,488	国通星驿	1,238	联动优势	1,060	中付支付	1,006	乐刷	923	嘉联支付	895	银盛支付	815	易生支付	805	海科融通	712
2024年6月	拉卡拉	2,353	合利宝	1,406	国通星驿	1,124	联动优势	979	中付支付	970	嘉联支付	883	乐刷	871	易生支付	826	银盛支付	785	海科融通	689
2024年7月	拉卡拉	2,353	合利宝	1,406	星驿付	1,124	中付支付	970	联动优势	979	乐刷	871	嘉联支付	883	易生支付	826	银盛支付	785	海科融通	689
2024年8月	拉卡拉	2,334	合利宝	1,366	星驿付	1,079	中付支付	996	乐刷支付	937	易生支付	915	嘉联支付	894	联动优势	937	银盛支付	762	海科融通	732
2024年9月	拉卡拉	2,278	合利宝	1,323	星驿付	1,078	中付支付	1,053	乐刷支付	986	易生支付	982	嘉联支付	905	联动优势	900	银盛支付	754	海科融通	700
2024年10月	拉卡拉	2,282	合利宝	1,335	星驿付	1,108	中付支付	1,086	乐刷	1,032	易生支付	1,026	嘉联支付	920	联动优势	882	银盛支付	756	海科融通	707
2024年11月	拉卡拉	2,169	合利宝	1,226	国通星驿	1,056	中付支付	1,032	易生支付	1,000	乐刷	989	嘉联支付	864	联动优势	780	银盛支付	694	海科融通	665
2024年12月	拉卡拉	2,293	合利宝	1,284	国通星驿	1,117	乐刷	1,090	易生支付	1,085	中付	1,066	嘉联支付	916	银盛支付	742	海科融通	719	联动	714
2025年1月	拉卡拉	2,303	合利宝	1,219	乐刷	1,137	国通星驿	1,103	易生支付	1,079	中付	1,020	嘉联支付	925	银盛支付	800	海科融通	777	联动	633
2025年2月	拉卡拉	2,017	合利宝	1,080	乐刷	1,028	易生支付	978	国通	975	中付支付	919	嘉联支付	830	海科融通	727	银盛支付	703	联动优势	528
2025年3月	拉卡拉	2,348	乐刷	1,214	合利宝	1,183	国通	1,158	易生	1,135	中付	1,045	嘉联	961	海科	849	银盛	736	盛付通	631
2025年4月	拉卡拉	2,148	乐刷支付	1,141	国通星驿	1,085	易生支付	1,039	合利宝	1,021	中付支付	960	嘉联支付	855	海科融通	792	银盛支付	615	鲲鹏	591
2025年5月	拉卡拉	2,132	乐刷科技	1,173	国通	1,088	易生支付	1,042	中付支付	963	合利宝	992	嘉联支付	876	海科融通	802	鲲鹏支付	605	银盛支付	598
2025年6月	拉卡拉	2,029	乐刷科技	1,118	国通	1,045	易生支付	1,005	中付支付	917	合利宝	898	嘉联支付	825	海科融通	800	鲲鹏支付	613	银盛支付	560
2025年7月	拉卡拉	2,028	乐刷支付	1,189	国通星驿	1,055	易生支付	1,021	中付支付	960	合利宝	875	嘉联支付	840	海科融通	845	鲲鹏	650	银盛支付	555
2025年8月	拉卡拉	1,898	乐刷支付	1,260	国通星驿	1,045	中付支付	1,002	易生支付	990	海科融通	880	嘉联支付	828	合利宝	835	鲲鹏	670	银盛支付	535
2025年9月	拉卡拉	1,898	乐刷支付	1,278	国通星驿	1,025	中付支付	1,005	海科融通	901	易生支付	895	嘉联支付	827	合利宝	788	鲲鹏	675	银盛支付	525
2025年10月	拉卡拉	1,835	乐刷支付	1,273	国通星驿	997	中付支付	993	海科融通	910	嘉联支付	812	易生支付	850	合利宝	718	鲲鹏支付	707	联动优势	471
2025年11月	拉卡拉	1,809	乐刷支付	1,214	国通星驿	998	中付支付	933	海科融通	879	嘉联支付	817	易生支付	782	合利宝	676	鲲鹏支付	652	联动优势	488
2025年12月	拉卡拉	2,153	国通星驿	1,251	嘉联支付	1,028	乐刷支付	935	易生支付	804	合利宝	724	中付支付	715	海科融通	677	银盛支付	581	联动优势	512

数据来源：POS 机网，东吴证券研究所

跨境支付业务的持续拓展成为合利宝服务实体经济全球化的重要抓手。2024 年，合利宝香港子公司合利付服务有限公司正式取得香港海关颁发的金钱服务经营者（MSO）牌照，获准开展 B2B 跨境收付款、钱包服务、外币兑换、跨境结算等业务，拓展跨境支

付网络，服务跨境电商与跨境旅游等高增长场景。目前，合利宝服务网络已延伸至东南亚、欧洲、拉美等区域，通过合作银行受理资金收付、人民币出入境、购付汇、结售汇等跨境资金清结算服务，覆盖跨境电商、国际物流、留学服务等多元场景。公司新推出的“e 汇通”产品凭借高效汇兑服务，成为中小微企业高频小额跨境支付的优选方案；针对留学行业推出的“汇学通”解决方案，服务覆盖数十个留学目的地，累计交易金额突破十亿元。

图17：合利宝的跨境支付宣传图



数据来源：合利宝支付公众号，东吴证券研究所

3. 战略投资江原科技布局国产 AI 芯片，深化 AI 业务布局

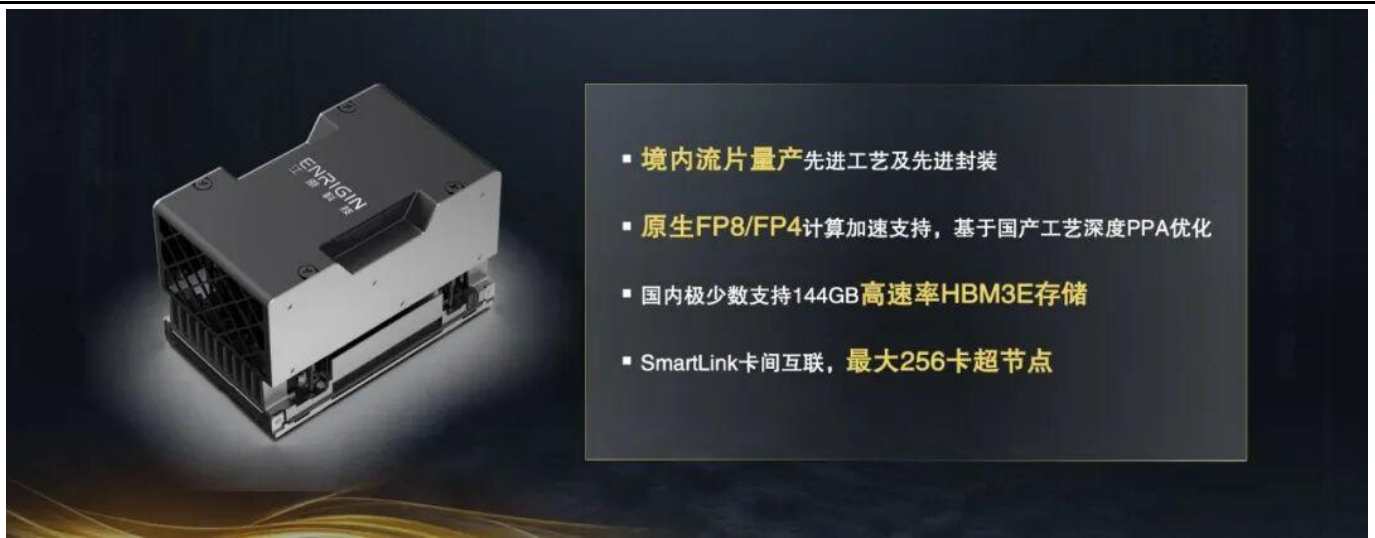
战略投资国产 AI 芯片公司江原科技，深化 AI 业务布局。公司不断深耕第一支付主业的同时，也在积极谋划布局 AI 方向。2025 年 9 月，公司以 1 亿元战略投资江原科技，持股 4.14%。公司以支付为入口、AI 为引擎，通过精准投资国内领先的 AI 芯片公司，持续深化 AI 全产业链布局，卡位算力国产化发展先机。

江原科技 D 系列加速卡已完成批量交付。江原科技成立于 2022 年 11 月，紧密围绕国家算力自主可控战略需求，专注国产 AI 芯片研发，与本土先进工艺制造厂商协作，完成全流程国产自主先进工艺芯片成功量产交付，实现了先进自主设计、工艺制造、封装的本土化全流程。2025 年 5 月，首颗全国产 AI 加速卡江原 D10 实现量产，采用 12 纳米国产工艺，实现设计、制造、封装全流程本土化。2025 年 12 月，江原 D20 数据中心 AI 加速卡订单顺利完成客户验收，采用“一卡双芯”架构，在单卡算力与显存容量翻倍（相比 D10）的同时，将功耗精准控制在 150W。

江原科技将推出 T800，各项参数优异。2026 年江原科技将推出 T800 大模型训推一体 AI 芯片，对标英伟达 H800 芯片，聚焦大规模 AI 模型训练推理场景。江原 T800 采用国产先进工艺与先进封装技术打造，通过基于国产工艺的深度 PPA（功耗、性能、面积）优化，在保障自主可控的同时实现效能跃升。江原 T800 原生支持 FP8/FP4 高精度计算加速，相较于传统 FP16 精度可减少 50%内存占用，大幅降低内存带宽压力，在保障算法精度的前提下提升训练效率。江原 T800 搭载 144GB 高速率 HBM3E 存储，凭借高带宽、低功耗特性有效缓解 AI 训练的内存瓶颈；配备 SmartLink 卡间高速互联技术，支持最大 256 卡超节点集群部署，可实现超大规模算力训练推理的高效协同调度。

江原 T800 与 H800 比性能优势突出。相较于 H20 GPU，江原 T800 实现两倍 FP8/FP16 算力提升，运算效能翻倍；全面支持 FP4 精度，达成四倍推理算力突破；存储容量较 H20 升级，可轻松承载超大参数模型；针对显存带宽做了提升，保障算力高效输出无瓶颈。相较于 H800 GPU，江原 T800 互联带宽实现翻倍，支持更大规模超节点集群部署；其存储容量和显存带宽也提升明显，进一步保障高算力场景下的稳定输出。江原 T800 性能对标国际高端算力芯片，为企业级大模型自研、行业 AI 底座建设提供更核心的自主算力支撑。

图18：江原科技 GPU 优势



数据来源：品高股份公众号，东吴证券研究所

成立多家子公司，构建 AI 生态闭环。2025 年，公司成立深圳仁东智算科技有限公司、北京仁东数域科技有限公司、乌兰察布仁东智算科技有限公司等子公司，切入 AI 基础软件、数据处理和算力基础设施领域，构建“支付+AI”生态闭环。公司努力贯通 AI 基础设施、硬件、场景应用等上下游链路，同时结合支付主业的场景与数据优势，稳步构建覆盖产业全链路的智能科技生态闭环，致力打造共生、共创、共享的智能科技产业生态。

4. 盈利预测和估值

核心假设:

公司主营业务涵盖第三方支付、租赁业务和机具三大板块:

第三方支付业务: 行业发展进入平稳期, 行业竞争趋缓, 后续如果支付牌照续展顺利, 该业务有望恢复增长, 我们预计 2026-2028 年该业务营收增速分别为 23%、22%、22%。

租赁业务: 随着公司的业务优化, 我们预计该业务 2026-2028 年营收同比增长分别为 5%、5%、5%。

机具业务: 产业进入稳定期, 我们预计 2026-2028 年该业务营收增速分别为 5%、5%、5%。

毛利率: 考虑公司的主动优化+境外支付的增长, 公司第三方支付业务有望带领公司整体毛利率持续提升。我们预计公司 2026-2028 年综合毛利率为 32%、33%、33%。

表3: 公司收入拆分及预测 (单位: 亿元)

	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	8.23	10.04	12.18	14.79
yoy	-29%	22%	21%	21%
毛利率	32.23%	32.39%	32.60%	32.71%
第三方支付业务	7.84	9.64	11.76	14.35
Yoy	-27%	23%	22%	22%
租赁业务	0.25	0.26	0.28	0.29
Yoy	-66%	5%	5%	5%
机具业务	0.13	0.14	0.14	0.15
Yoy	5%	5%	5%	5%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

可比公司估值与投资建议: 根据业务相似性我们选取拉卡拉、新国都、新大陆作为可比公司。可比公司 2026 年 PE 平均值为 21 倍。我们预计公司 2026 年-2028 年归母净利润为 4.05 亿元、4.63 亿元、5.76 亿元, 对应增速分别为 13%、14%、24%, 对应 PE 分别为 32/28/23 倍。公司作为国内第三方支付领军企业, 深耕行业多年, 主业稳定。同时, 公司聚焦 AI, 并投资国产 AI 芯片公司, 深化 AI 布局, 首次覆盖给予“买入”评级。

表4：可比公司估值（2026/5/27）

证券代码	可比公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
300773.SZ	拉卡拉	198.75	11.71	9.88	6.01	17	20	33
300130.SZ	新国都	138.19	4.69	5.73	7.37	29	24	19
000997.SZ	新大陆	237.17	10.11	11.87	14.80	23	20	16
	平均					23	21	23
002647.SZ	仁东控股	130.10	4.05	4.63	5.76	32	28	23

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：可比公司估值取自 Wind 一致预期（5 月 27 日））

5. 风险提示

1、支付牌照续展风险：目前公司合利宝正在积极推动换牌续展工作，如果支付业务许可证续展进度收到行业监管政策和主管机关审批影响，存在因政策性因素或者自身相关因素导致的续展进度不及预期的风险。

2、行业监管政策变化风险：主管部门对第三方支付行业的监管逐步趋严，若行业出现违法违规行为而扰乱金融市场、造成恶劣影响，监管可能会进一步收紧政策，可能会对公司的业务稳定性和持续性产生影响。

3、市场竞争加剧风险：金融科技行业产品和服务更新换代快，若公司对行业技术、产品和市场不能正确判断，会带来公司市场竞争能力下降。

仁东控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,470	4,895	5,142	5,507	营业总收入	823	1,004	1,218	1,479
货币资金及交易性金融资产	4,410	4,773	5,000	5,351	营业成本(含金融类)	558	679	821	995
经营性应收款项	19	49	58	65	税金及附加	2	3	4	4
存货	0	0	0	0	销售费用	42	42	43	47
合同资产	0	0	0	0	管理费用	156	151	164	185
其他流动资产	42	72	84	91	研发费用	35	42	49	56
非流动资产	1,036	1,334	1,733	2,132	财务费用	(13)	(65)	(69)	(70)
长期股权投资	0	300	700	1,100	加:其他收益	3	(5)	(7)	(6)
固定资产及使用权资产	19	17	16	15	投资净收益	415	271	280	340
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1	1	1	1	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	894	894	894	894	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	458	419	480	595
其他非流动资产	122	122	122	122	营业外净收支	(75)	(5)	(6)	(6)
资产总计	5,506	6,229	6,875	7,639	利润总额	383	413	474	590
流动负债	4,115	4,433	4,615	4,801	减:所得税	21	8	9	12
短期借款及一年内到期的非流动负债	28	125	225	325	净利润	362	405	464	578
经营性应付款项	68	85	101	123	减:少数股东损益	2	0	1	2
合同负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	360	405	463	576
其他流动负债	4,019	4,223	4,289	4,353	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.32	0.36	0.41	0.51
非流动负债	785	784	784	784	EBIT	36	348	405	520
长期借款	39	39	39	39	EBITDA	55	350	407	521
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.23	32.39	32.60	32.71
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	43.70	40.30	38.02	38.96
其他非流动负债	742	741	741	741	收入增长率(%)	(29.01)	22.05	21.32	21.42
负债合计	4,900	5,218	5,399	5,585	归母净利润增长率(%)	143.17	12.55	14.47	24.42
归属母公司股东权益	562	966	1,430	2,006					
少数股东权益	45	45	46	48					
所有者权益合计	606	1,012	1,476	2,054					
负债和股东权益	5,506	6,229	6,875	7,639					

现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	60	301	255	322	每股净资产(元)	0.50	0.85	1.26	1.77
投资活动现金流	(12)	(34)	(125)	(65)	最新发行在外股份(百万股)	1,130	1,130	1,130	1,130
筹资活动现金流	197	96	97	95	ROIC(%)	7.68	36.76	27.17	24.45
现金净增加额	248	363	227	352	ROE-摊薄(%)	64.01	41.88	32.41	28.73
折旧和摊销	18	1	1	1	资产负债率(%)	88.99	83.76	78.53	73.11
资本开支	(3)	(5)	(6)	(6)	P/E (现价&最新股本摊薄)	36.18	32.15	28.08	22.57
营运资本变动	54	160	61	73	P/B (现价)	23.16	13.46	9.10	6.49

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>