下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告 公司深度报告

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

并购切入AI赛道，摘帽后新启航

仁东控股 （002647.SZ）深度报告

投资评级：买入（ 首次 ）

报告日期：2026年08月12日

- 分析师：陶欣怡
- SAC编号：S1050526010001

研究创造价值

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

重整完成聚焦支付主业，驱动扭亏为盈

公司经营经历战略性收缩后迎来修复，营业收入由 2020 年 21.10 亿元降至 2025 年 8.23 亿元，系主动剥离低效供应链业务所致；归母净利润于 2025 年实现 3.60 亿元，同比扭亏为盈，债务状况好转，利息支出收窄，合利宝 TPV 2025年12 月回升至 724 亿元，市占率同步修复至 7.86%，呈现触底反弹态势。2026 年 4 月撤销退市风险警示，经营步入正轨。业务结构持续优化，营业成本由 18.86 亿元降至 5.58 亿元，毛利率从 11% 提升至 32%，资源向以合利宝为核心的支付主业集中，盈利能力结构性提升。

跨境支付与AI布局打开成长空间

公司以"支付+AI"为战略方向，通过算力基础设施布局、前沿技术研发投入及产业链战略投资，构建覆盖产业全链路的智能科技生态：2025 年 7—8 月在深圳、北京、乌兰察布设立三家智算子公司，切入"东数西算"枢纽节点；以 1 亿元战略投资深圳江原科技、持股 4.1427%，布局全国产 AI 芯片。跨境方面，合利宝香港子公司 2024 年取得金钱服务经营者（MSO）牌照，开展 B2B 跨境收付款等业务，服务网络覆盖中国大陆、东南亚、欧洲、拉美等区域，支持 28 种交易币种，高毛利率跨境支付业务持续渗透构成第二增长曲线。

盈利预测

我们预测仁东控股2026-2028年收入分别为10.11、12.45、14.42亿元，同比+22.8%/+23.2%/+15.9%，净利润分别为3.66、3.89、4.42亿元，同比+1.8%/+6.1%/+13.8%，2026-2028年PE分别为33.18/31.26/27.48倍，ROE分别为37.6%/28.4%/24.4%。我们看好仁东控股子公司合利宝的利润修复趋势和其在AI领域的持续布局，给与"买入"评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

仁东控股盈利预测

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	823	1,011	1,245	1,442
增长率（%）	-29.0%	22.8%	23.2%	15.9%
归母净利润（百万元）	360	366.19	389	442
增长率（%）		1.8%	6.1%	13.8%
摊薄每股收益（元）	0.32	0.32	0.34	0.39
P/E	33.79	33.18	31.26	27.48

资料来源：wind、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

风 险 提 示

1.监管政策风险

2.市场竞争风险

3.跨境业务风险

4.法律与会计政策风险

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

CONTENTS

1.公司概况：国内领先的第三方支付机构

2.第三方支付行业：跨境支付与数字人民币打开长期空间

3.基本面分析：剥离高风险业务，AI布局拓展第二增长曲线

下载日志已记录，仅供内部参考

01 公司概况：
国内领先的第三方支付机构

研究创造价值

下载日志已记录，仅供内部参考

合利宝"支付+SaaS"全场景服务，跨境牌照夯实合规基础

合利宝以“支付+SaaS”模式助力商户数字化，产品覆盖线上线下全场景。线上提供网银快捷支付、企业钱包等多端工具，线下配备智能POS等终端，兼容多种支付方式。其餐饮行业整合点餐、会员与核算的一站式方案成效显著，已服务数百万商户，交易规模稳居前列。

跨境方面，合利宝持有跨境人民币支付备案及香港牌照，合规基础扎实。随着全球业务网络持续扩展，以及跨境电商、旅游留学等场景需求增长，跨境支付业务正迎来广阔的发展前景。

图：合利宝战略行业



图：合利宝小利掌柜 “支付+”场景



资料来源：支付界网、小利掌柜官网、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

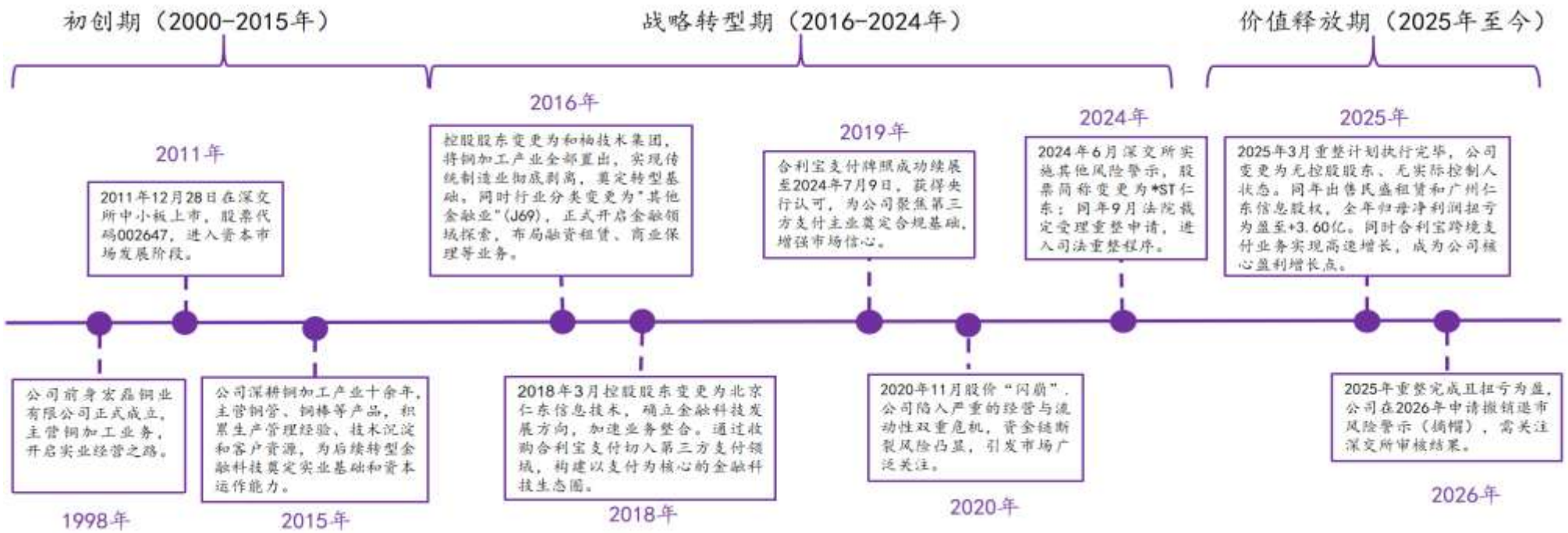
三十载实业筑基，2025年重整完成主业恢复盈利

初创期（1998-2015年）：前身宏磊铜业1998年成立，2011年上市，2016年重组购入合利宝，取得支付牌照，转型金融科技。

战略转型期（2016-2024年）：2018年更名仁东控股，支付牌照成功续展。后因债务压力优化结构、启动重整，逐步清理债务，修复经营底盘。

价值释放期（2025年至今）：2025年重整完成，主业恢复盈利，并布局AI算力等新业务。2026年撤销风险警示，恢复简称，正围绕金融科技与新兴领域推进新发展。

图：仁东控股发展历程



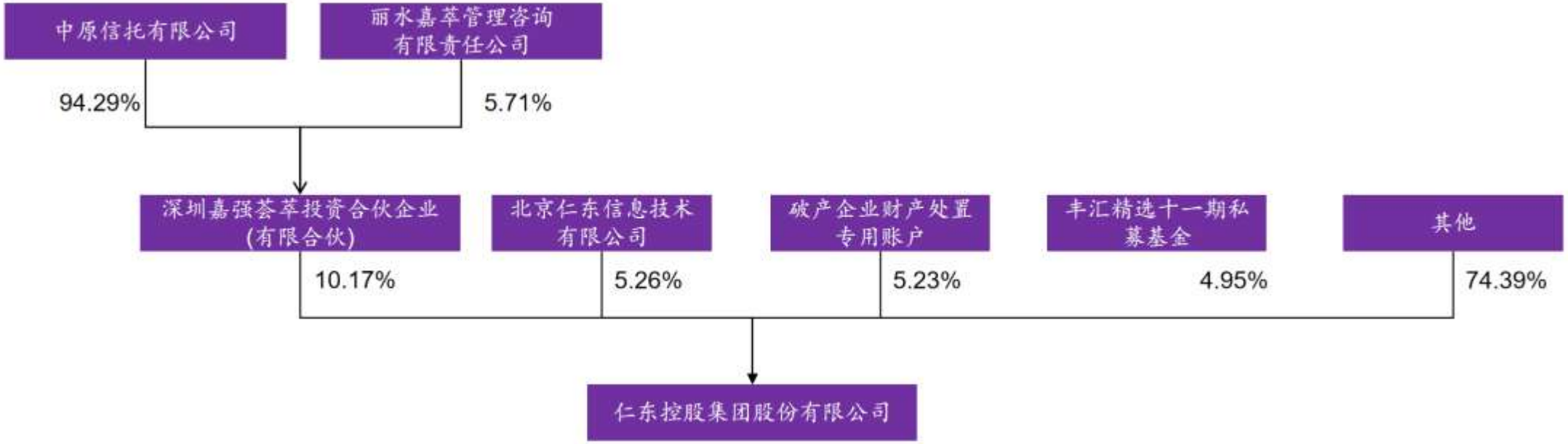
资料来源：仁东控股财报及公司公告、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

中信资本领衔战投入局，多元股权协同赋能治理

公司重整后形成以中信资本旗下深圳嘉强荟萃为第一大股东、A多家机构（广州资产、招商资产、平安资产等）共同参与的多元股权结构，体现战略投资人与财务投资人协同赋能的治理优势。该架构既依托中信资本的产融协同能力加速信用修复、夯实支付主业基础，也借助专业资产管理力量有效化解历史债务，同时为核心业务与跨境支付、AI等新方向的拓展提供了资源整合优势，助力公司向智能科技生态平台持续迈进。

图：仁东控股股权结构图



资料来源：iFinD、华鑫证券研究所，截至2025年12月31日

下载日志已记录，仅供内部参考

管理团队专业化年轻化，法律+支付+金融复合背景

仁东控股管理团队汇聚法律、金融等多领域专业人才，整体呈现专业化与年轻化特征。董事长刘长勇出身中伦律师事务所，曾主导多起A股重大并购重组，2022年任董事长、2025年兼任总经理，带领公司顺利完成破产重整；副总经理章凯来自易宝支付，自2018年起长期负责支付业务运营。团队背景覆盖法律、支付科技、银行金融及财务管理等方向，构建起产业资源、金融专业与支付业务深度融合的复合型管理架构。

表：仁东控股高管队伍具有较强专业能力

职务	姓名	任职开始时间	主要经历
董事长、总经理	刘长勇	2022.12	清华五道口金融CEO在读，对外经贸大学国际法硕士。历任中伦律师事务所律师、公司董事兼副总。2018年入董事会，2022年任董事长，2025.12接任总经理。
董事	李润华	2025.08	硕士。中信银行深圳分行任职24年(2001-2024)，历任部门副总/总经理、旗舰支行行长、风管部总经理。2025年起在嘉强荟萃关联公司任执行董事。重整投资人派驻。
董事	郑雅	2025.08	南开大学本科，注册会计师。现在嘉强荟萃关联公司任执行董事。重整投资人派驻。
副总经理	章凯	2018.07	硕士。曾任易宝支付副总裁，2019年1月至2025年7月任公司董事，现任副总经理。
副总经理	苏永炎	2024.09	硕士。曾任易宝支付行业线总经理、合利宝执行总裁，现任合利宝执行董事、公司副总经理。
副总经理	沈文莱	2024.09	本科。曾任中国平安财产保险、平安不动产人力资源经理、总经理，现任公司副总经理。
副总经理	房天浩	2025.12	双硕士，CFA。曾任海通证券、湘财基金研究员、基金经理，现任公司副总经理。
财务总监	刘丹丹	2022.08	人大金融学硕士。历任中国高科CFO、广州优家投资高级VP兼CFO。

资料来源：仁东控股2025年报、华鑫证券研究所，截至2025年12月31日

下载日志已记录，仅供内部参考

02 第三方支付行业：跨境支付与数字人民币打开长期空间

研究创造价值

下载日志已记录，仅供内部参考

第三方支付四类主体分工，构成资金与信息交互闭环

第三方支付业务涵盖交易、清算、结算全链条，参与主体分为四类：监管机构（央行法定监管、支付清算协会自律）、服务提供者（商业银行及支付宝、微信支付、拉卡拉等持牌机构）、基础设施运营者（中国银联、网联及连通、万事网联等合资清算公司）以及非持牌参与者（检测认证、终端制造、IT服务及收单外包等）。各类主体分工明确，共同构成支付生态的资金与信息交互闭环。

图：第三方支付产业全景图



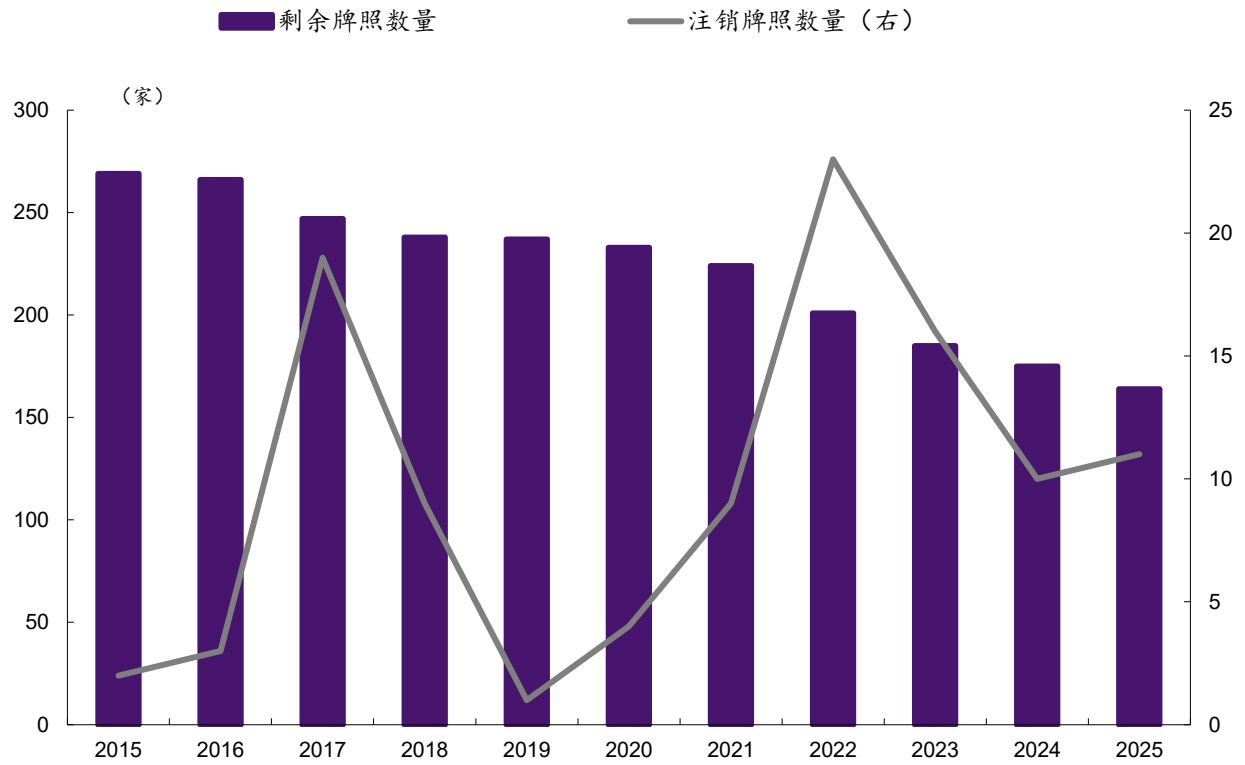
资料来源：艾瑞咨询、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

第三方支付牌照已进入“存量缩减”阶段

第三方支付牌照已进入“存量缩减”阶段，稀缺价值持续凸显。据中国人民银行数据，全国支付牌照数量由2015年的269张降至2025年的164张，十年间缩减近四成。自监管明确不再新增牌照以来，持牌资质已成为不可再生的核心金融资源。近年来行业出清加速，2022年与2025年分别注销23张和11张牌照，在“只出不进”的监管导向下，存量牌照构成大型企业构建支付闭环与合规展业的重要门槛。

图：第三方支付牌照数量不断减少



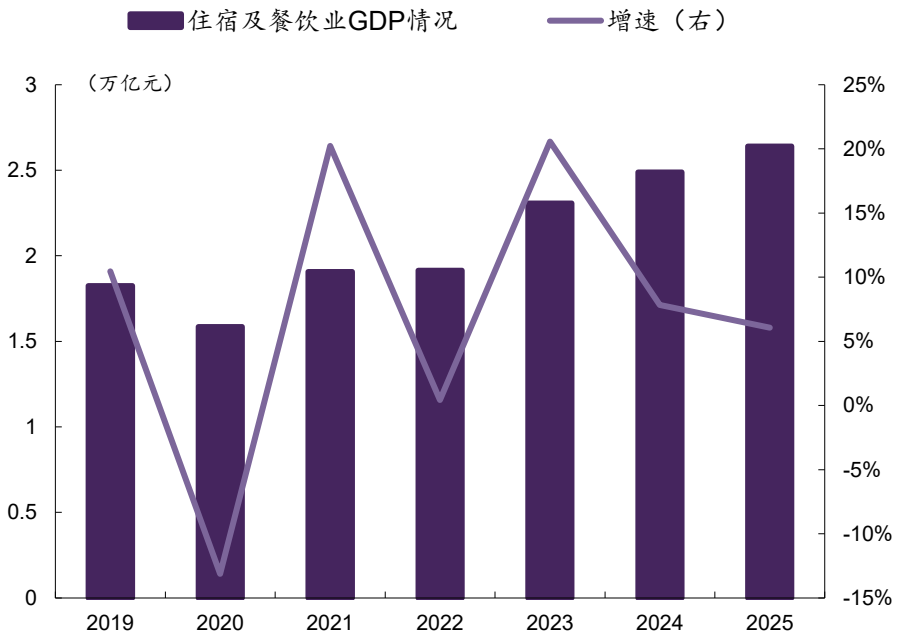
资料来源：人行、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

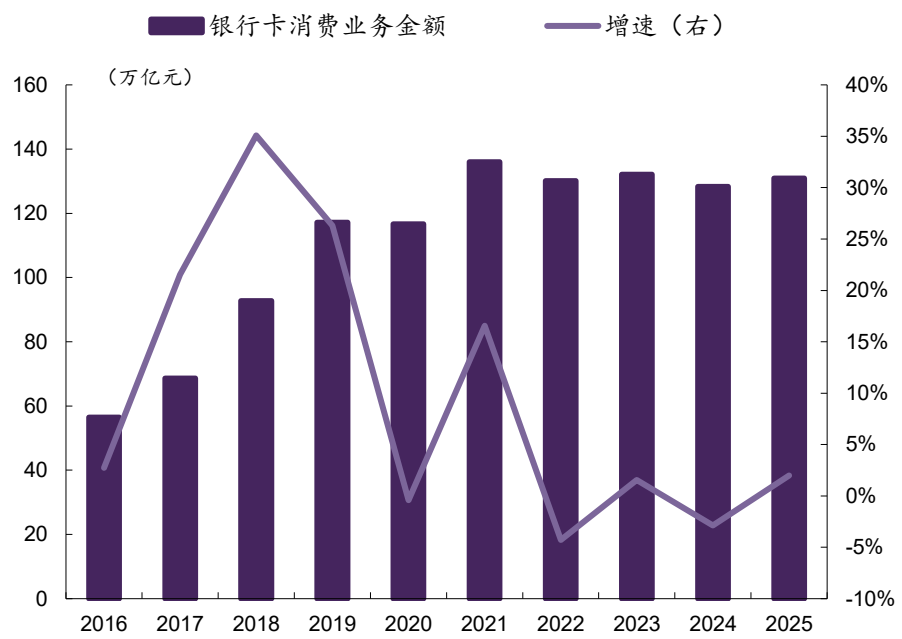
餐饮住宿稳步增长，驱动银行卡消费十年CAGR达9.8%

住宿及餐饮业GDP从2019年的1.82万亿元稳步增长至2025年的2.64万亿元，驱动银行卡消费业务金额从2016年的56.5万亿元升至2025年的130.91万亿元，十年CAGR达+9.8%。2022年受疫情冲击短暂下滑，2023年随消费场景修复强劲反弹，2025年增速趋于平缓，反映行业进入高质量发展平台期，但餐饮住宿的稳步增长仍持续为银行卡支付注入动能。

图：2019年来住宿及餐饮业GDP提升



图：2016年来银行卡消费支付波动上行



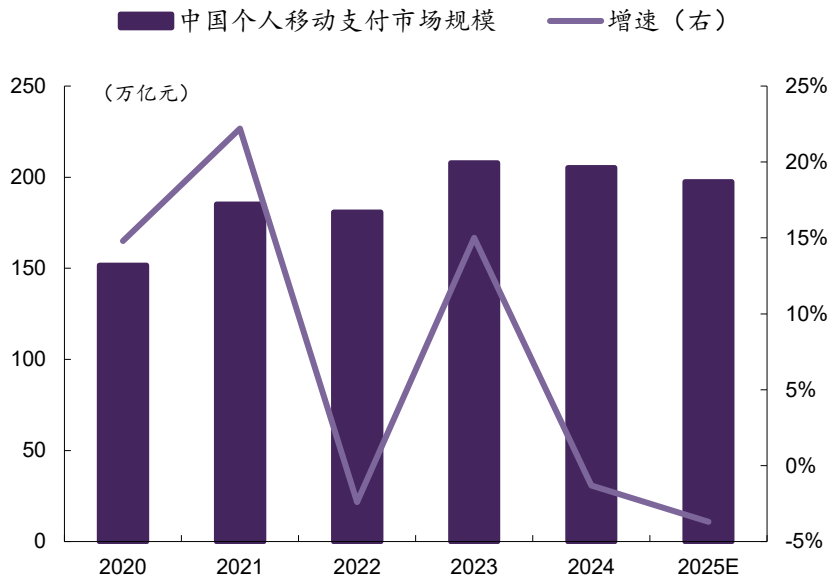
资料来源：ifind、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

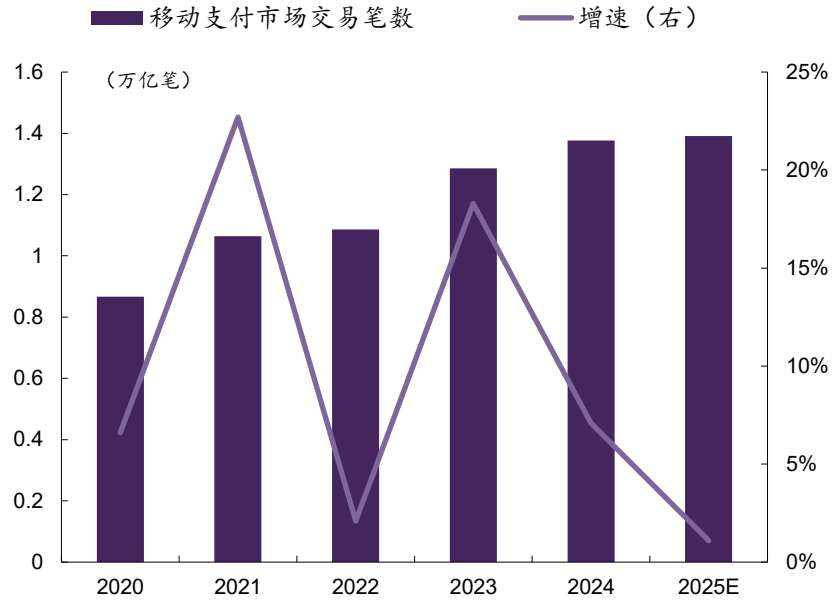
个人移动支付交易笔数CAGR达9.91%，加速小额高频渗透

个人移动支付市场规模从2020年的151.6万亿元波动增至2025年的197.5万亿元（预测值），交易笔数同期从0.87万亿笔升至1.39万亿笔，CAGR达+9.91%，显著高于金额增速，**表明支付加速向小额高频场景渗透，移动支付已深度融入居民日常生活。**

图：中国个人移动支付市场规模保持稳定



图：中国移动支付市场交易笔数增加



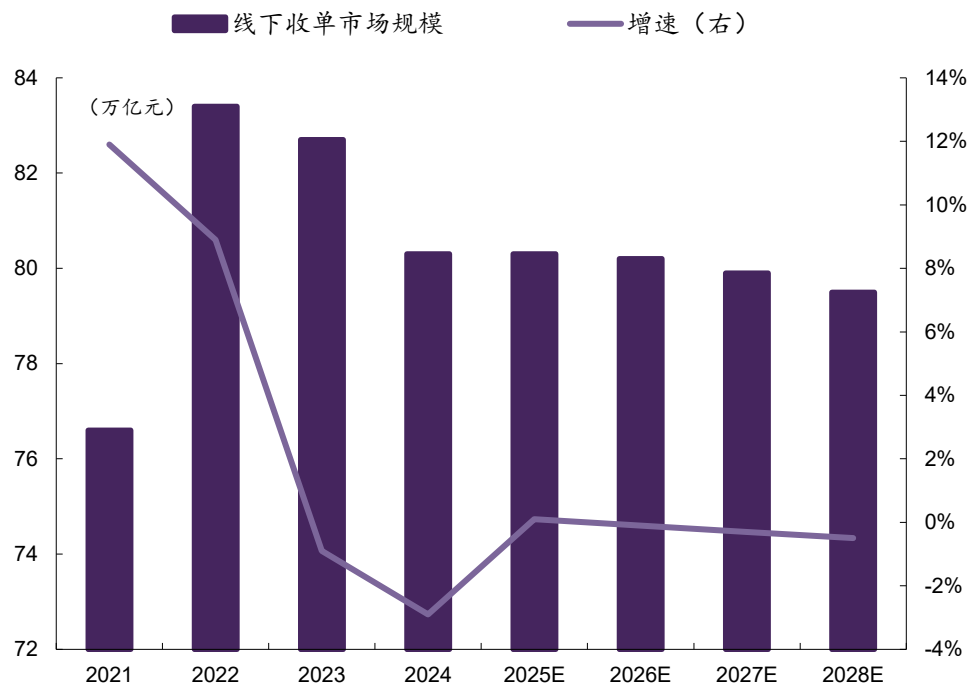
资料来源：艾瑞咨询、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

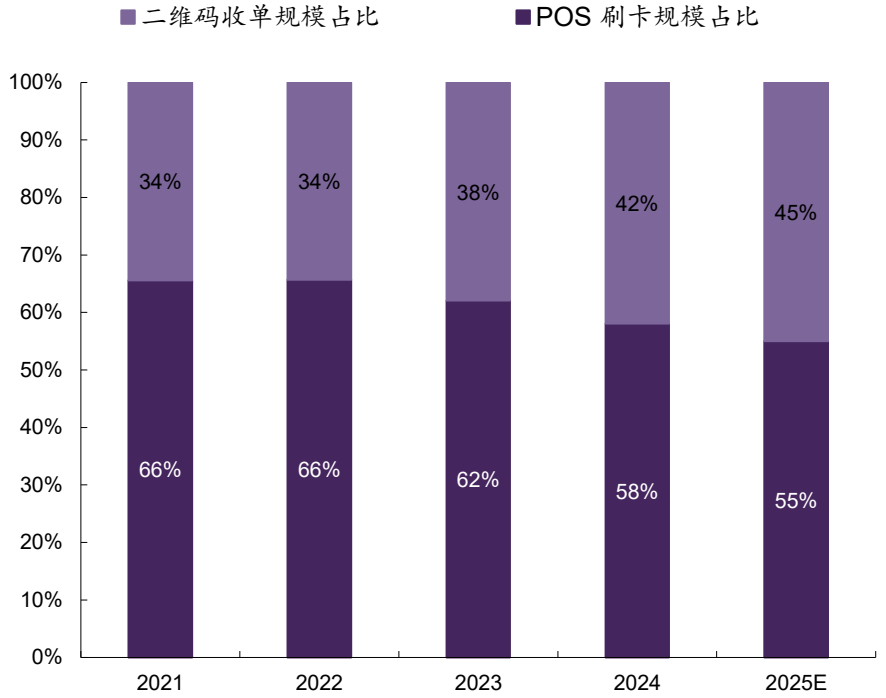
线下收单规模稳定，二维码占比升至45%替代硬终端

线下收单市场规模从2021年的76.6万亿元波动至2025年的80.3万亿元（预测值），预计2026-2028年稳居79.5万亿元以上。结构上，POS刷卡占比从66%降至55%，二维码收单占比从34%升至45%，**支付方式正从“硬终端”向“软扫码”深度转型，反映出移动支付对线下长尾场景渗透力持续增强，市场进入存量优化与便捷化升级阶段。**

图：未来线下收单规模将保持稳定



图：2021年来二维码收单占比不断提高



资料来源：艾瑞咨询、华鑫证券研究所

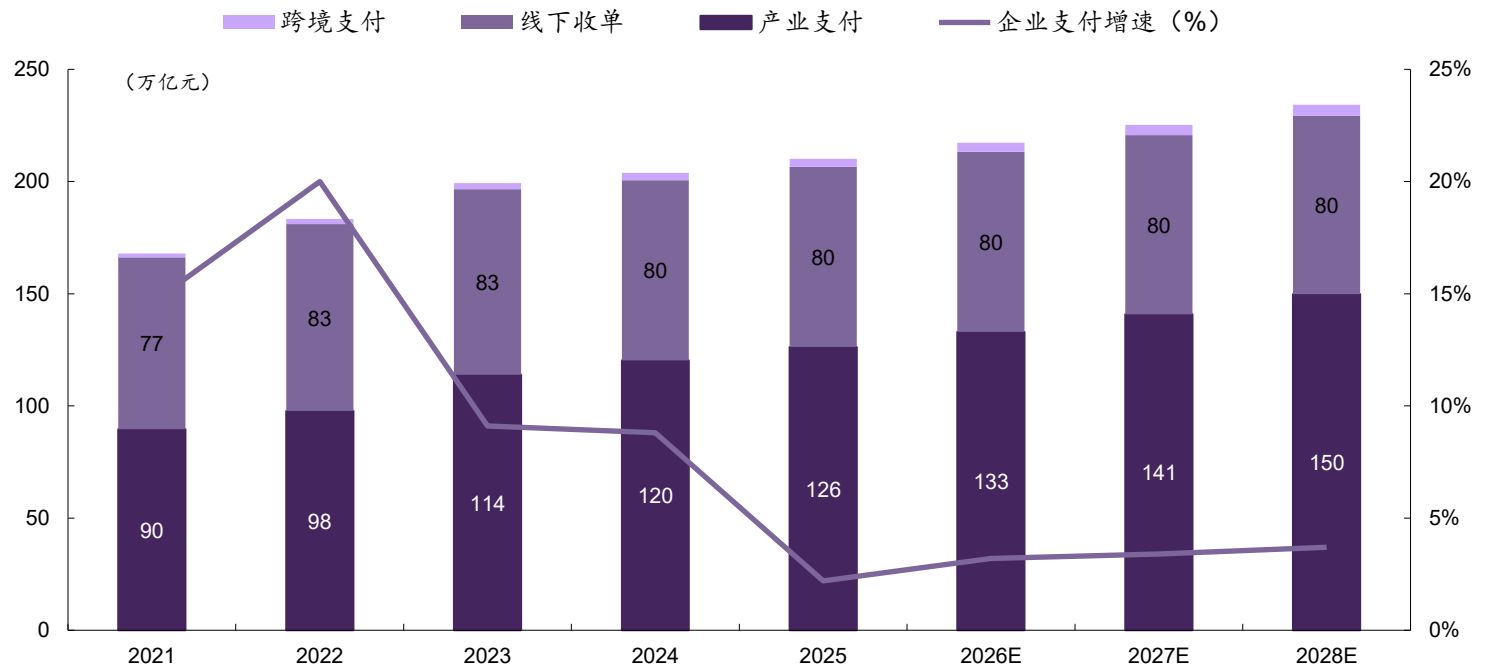
下载日志已记录，仅供内部参考

第三方企业支付产业支付驱动增长，头部持牌份额集中

第三方企业支付交易规模预计从2021年的168万亿元增至2028年的234万亿元，年复合增长率约4.87%，其中产业支付已从2021年的90万亿元增至2025年的126万亿元，成为增长核心引擎。**整体来看，行业正从高速扩张转向存量深耕，产业支付的深度渗透将持续推动市场高质量平稳发展。**

行业呈现银行卡消费稳健、移动支付小额化、产业支付驱动增长三大趋势。**仁东控股旗下合利宝拥有全牌照优势，直接受益于产业支付红利；聚合支付品牌“小利掌柜”深耕中小微商户，契合小额高频场景机遇，同时存量市场格局优化，头部持牌企业份额有望进一步集中。**

图：中国第三方企业支付交易规模不断走高



资料来源：艾瑞咨询、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

跨境支付四层递进架构，付款方到收款方全链条流转

跨境支付产业链以资金跨境流动为主线，构建了“付款方→支付服务机构→清算网络→收款方”的四层递进式架构。

- **付款方触发资金出境需求，需完成币种兑换和支付指令发起。**主要类型包括：跨境电商卖家、外贸企业、个人汇款者（如侨汇、留学、旅游等）。
- **支付服务机构负责资金归集、汇兑和支付指令封装。**主要类型包括：
  - 专业汇款公司（Western Union、MoneyGram）；
  - 国际商业银行（JPMorgan、HSBC）；
  - 第三方支付平台（PayPal、Stripe、Payoneer）；
  - 数字钱包及其他新兴支付工具。
- **清算网络提供多元化的跨境资金流转通道，**并行运行：
  - SWIFT（传统全球银行报文系统）；
  - CIPS（人民币跨境支付系统）；
  - 国际卡组织网络（Visa、Mastercard）；
  - 数字货币结算通道（Ripple、Circle，基于区块链）。
- **收款落地端由当地银行、支付机构完成资金落地与结算，最终到达收款方账户。**
- **外围支撑体系**
  - 监管合规：各国央行、外汇管理局制定政策；合规技术商（如Trulioo）提供身份验证（KYC）、反洗钱（AML）监测及风险评分，协助满足属地监管。
  - 技术基础设施：云服务商（如AWS）提供弹性计算、数据存储、高可用网络和安全防护，保障系统稳定运行。

图：跨境支付产业链



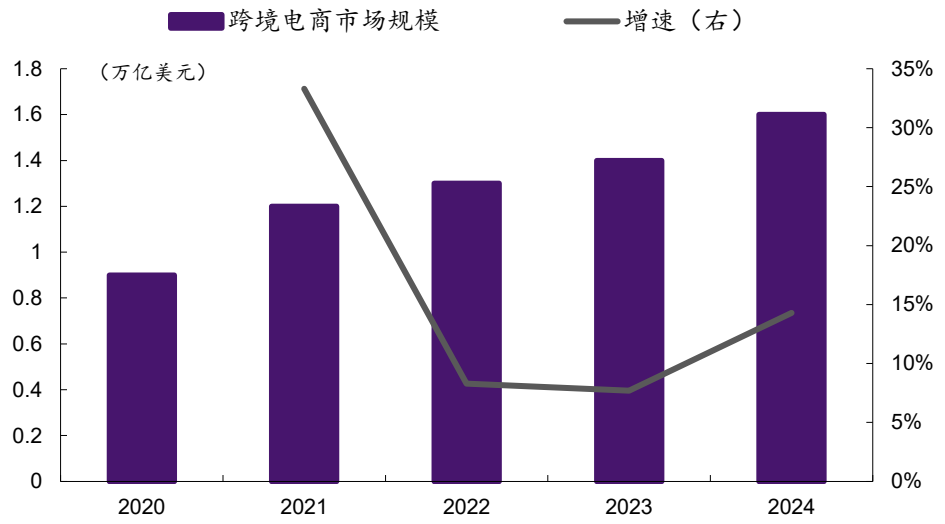
资料来源：艾瑞咨询、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

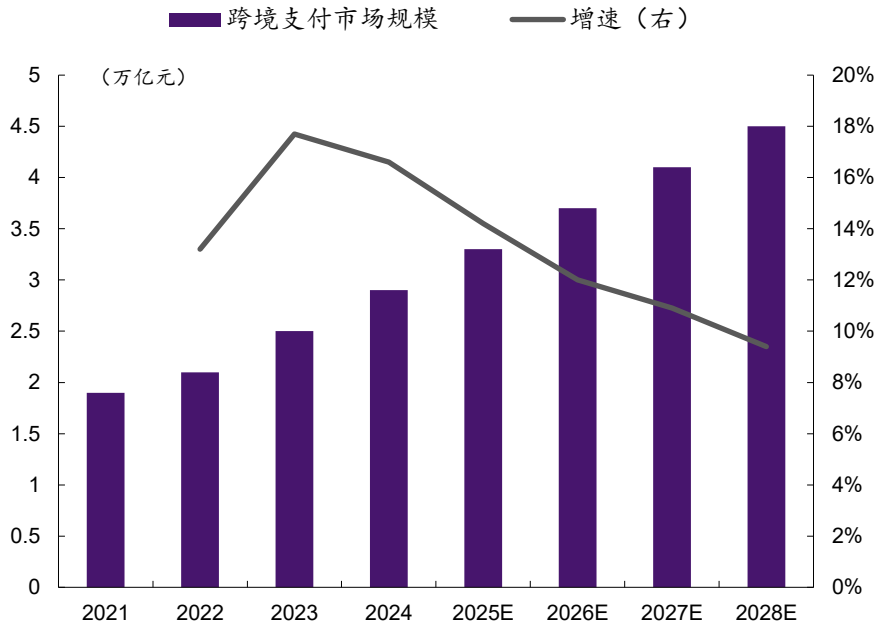
跨境电商带动跨境支付市场2025年预计升至3.3万亿元

2020—2024年，中国跨境电商规模由0.9万亿美元增至1.6万亿美元，带动中国跨境支付市场从2021年1.9万亿元升至2025年预计3.3万亿元，2023—2025年增速分别为17.7%、16.6%和14.2%（预测）。**增长主要受益于支付技术迭代与B2B贸易数字化，宏观环境影响下增速略降，但政策支持与产业链出海形成支撑。艾瑞咨询预测2028年中国跨境支付规模达4.5万亿元。两者协同驱动出海贸易持续发展。**

图：2020年来中国跨境电商市场规模扩张



图：2021年来中国跨境支付市场不断扩张



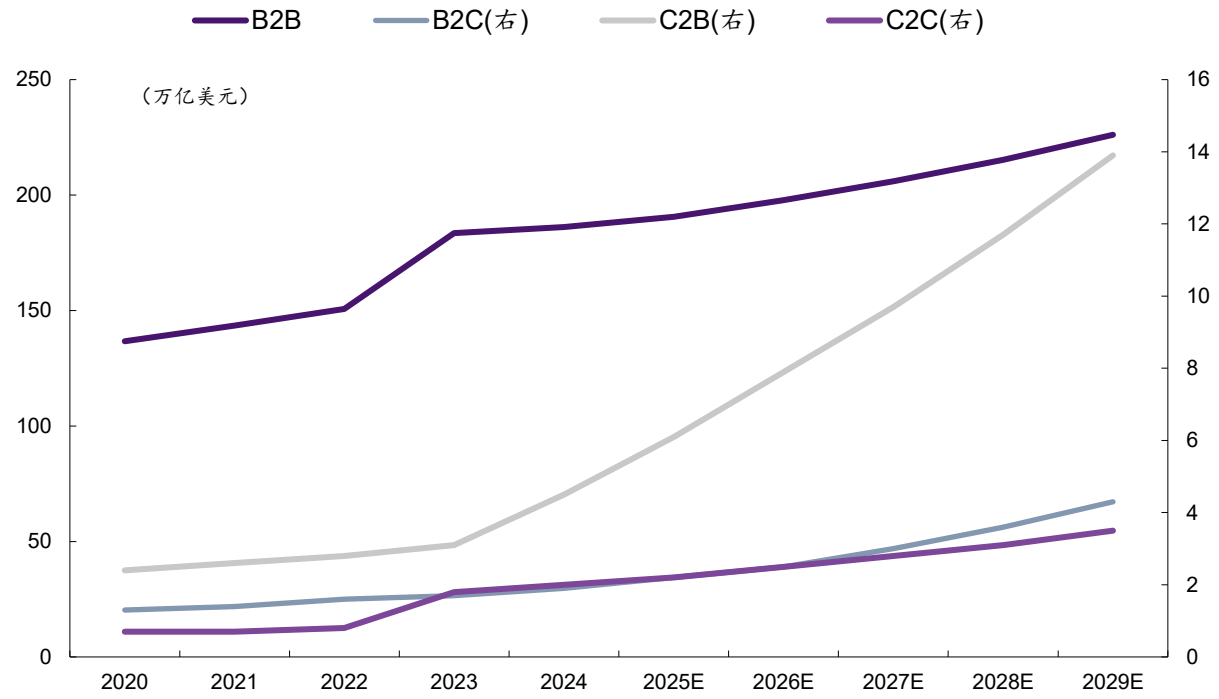
资料来源：艾瑞咨询、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

B2B贸易支付占比94.78%仍主导，C2B新兴场景占比翻倍

全球跨境支付市场中，B2B贸易支付长期占据主导。据艾瑞咨询，全球交易总额由2020年141.1万亿美元增至2024年194.6万亿美元。2023—2025年，B2B规模预计从183.5万亿美元升至190.6万亿美元，占比由96.53%降至94.78%，仍为核心支柱。新兴场景增长显著：C2B（跨境旅游支付）规模从3.1万亿美元增至6.1万亿美元，占比翻倍至3.03%；B2C占比突破1%；C2C平稳达2.2万亿美元。**跨境支付正从大额B2B单一模式向多元化、高频场景演进。**

图：B2B贸易支付始终占据跨境市场绝对主导地位



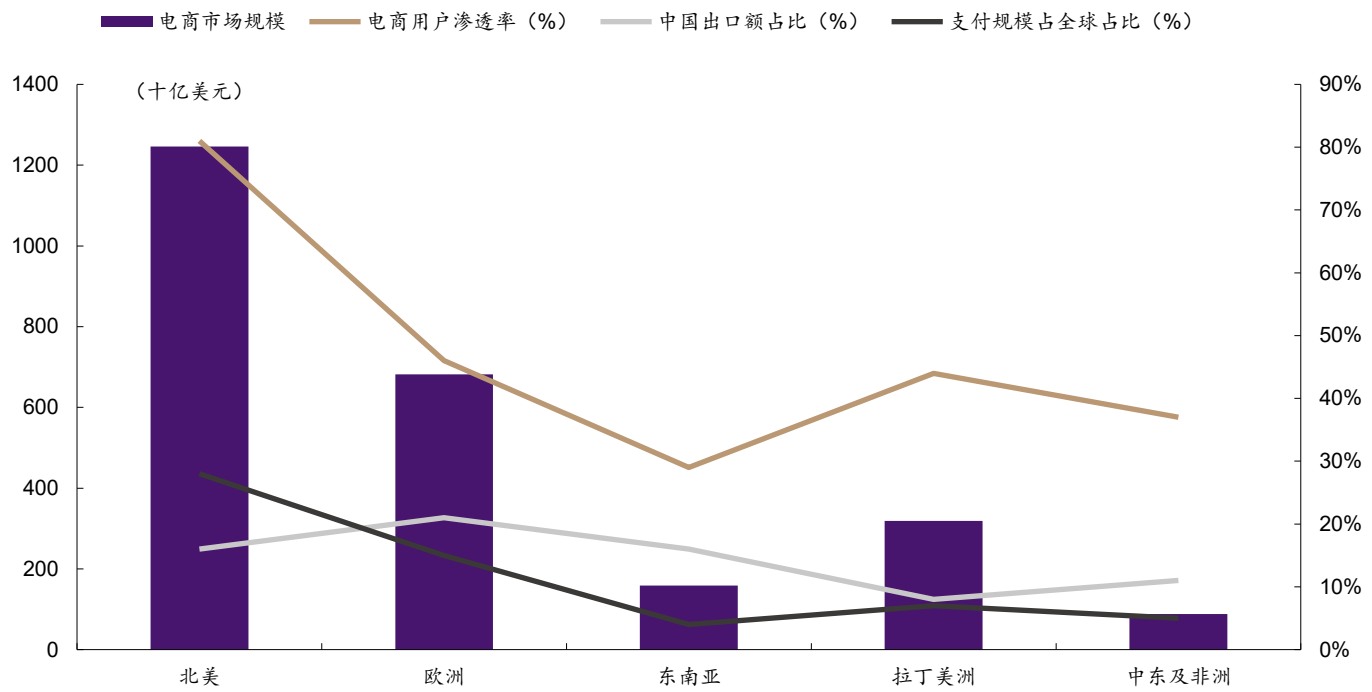
资料来源：艾瑞咨询、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

全球支付梯度化：北美欧洲领先，新兴市场潜力显著

全球支付发展呈梯度化特征，北美与欧洲领先。北美电商规模1.25万亿美元，电商用户渗透率81%，支付规模全球占比为28%，占中国总出口额的比例为16%；欧洲电商规模0.68万亿美元，电商用户渗透率为46%，占中国总出口额的比例为21%（最高），跨境结算权重突出。**东南亚、拉美及非洲为潜在市场，在逐步发展。成熟市场主导，新兴市场潜力显著，共同构成多元格局。**

图：北美与欧洲在电商规模及成熟度上保持领先



资料来源：艾瑞咨询、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

合利宝取得香港MSO牌照，跨境收单覆盖28种交易币种

仁东控股通过子公司合利宝切入跨境收单环节，开展国际卡收单业务。合利宝持有央行颁发的《支付业务许可证》，获准在全国范围内从事储值账户运营及支付交易处理，并具备跨境人民币支付资质。2024年，合利宝香港子公司取得金钱服务经营者（MSO）牌照，正式开展B2B跨境收付款、钱包服务、外币兑换及跨境结算等业务，服务网络覆盖中国大陆、东南亚、欧洲、拉美等区域，支持28种交易币种。

图：合利宝切入跨境收单产业链



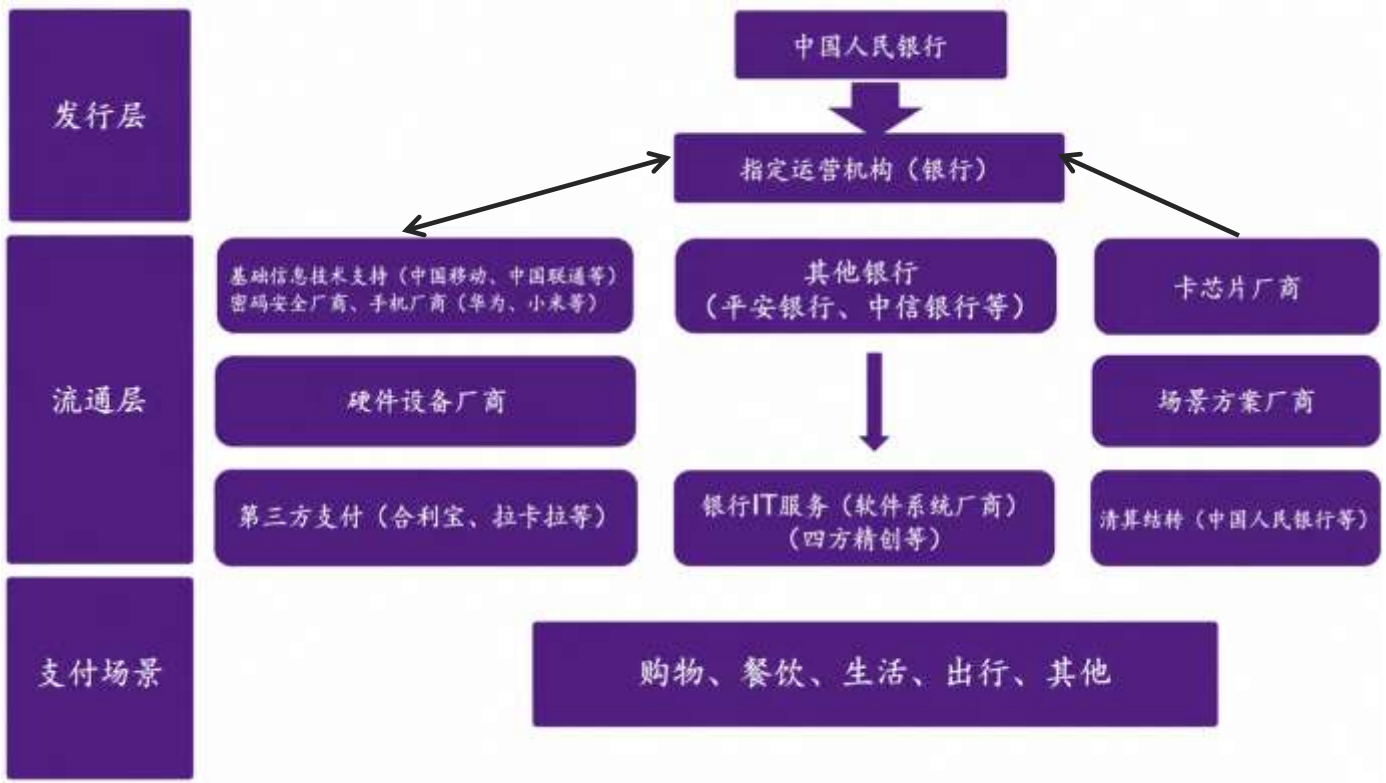
资料来源：中国日报 、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

数字人民币三层产业链，合利宝作为收单机构连接商户

数字人民币产业链涵盖发行层、运营层与受理服务层。发行层为中国人民银行，负责数字人民币的发行、注销及跨机构互联互通。运营层包括工商银行、农业银行、中国银行等22家指定机构，负责兑换与钱包开立。受理服务层包括第三方支付收单机构、非指定运营机构商业银行、硬件厂商及场景服务商，负责商户拓展、终端接入与交易受理。**仁东控股子公司合利宝作为收单机构，通过与指定运营机构系统对接，为商户提供钱包开通、交易受理及终端接入服务，系连接运营机构与商户的关键桥梁。**

图：数字人民币产业链



资料来源：华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

数字人民币政策密集落地

2020年法律地位明确，2021年纳入“十四五”规划，定位由技术验证上升为顶层战略布局。2022至2024年，应用场景从零售端延伸至要素市场、政务服务及绿色金融等领域。2025年以来，随着《推动数字金融高质量发展行动方案》等政策密集落地，数字人民币在跨境清算、智能合约及生态管理方面实现显著突破，标志着其从“数字现金”演进至全流程管理的2.0阶段，成为支撑金融强国建设的重要基础。

表：数字人民币发展历程

时间	发布单位	文件名称/事件	主要内容
2020年10月	中国人民银行	《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》	明确数字人民币作为法定货币的数字形式，为其发行流通提供上位法依据
2021年3月	全国人大	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	提出稳妥推进数字人民币研发，将其纳入国家战略，明确顶层设计路径
2022年1月	国务院办公厅	《关于印发要素市场化配置综合改革试点总体方案的通知》	推动数字人民币在能源等要素市场的结算应用，提升资源配置效率
2023年11月	国务院	《关于〈支持北京深化国家服务业扩大开放综合示范区建设工作方案〉的批复》	支持在北京社保及政务领域拓展数字人民币应用，深化普惠金融服务
2024年11月	中国人民银行等七部门	《推动数字金融高质量发展行动方案》	优化数字人民币支付生态，提升便利性，加强跨行互联及系统运行稳定性
2025年3月	国务院办公厅	《关于做好金融"五篇大文章"的指导意见》	强化数字人民币对科技与绿色领域的精准支持，升级数字金融基础设施
2025年9月	中国人民银行	数字人民币国际运营中心在上海正式运营	承担跨境基础设施建设运营，推出跨境数字支付、区块链服务、数字资产三大平台，服务人民币国际化
2025年12月	中国人民银行	《关于进一步加强数字人民币管理服务体系和相关金融基础设施建设的行动方案》	完善数字人民币全链条监管，统一技术标准，构建安全包容的管理体系；明确数字人民币由M0升级为M1、纳入准备金框架

资料来源：新华网、中国政府网、人行、上海市人民政府网、中国政府法制信息网 、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

03 基本面分析：剥离高风险业务，AI布局拓展第二增长曲线

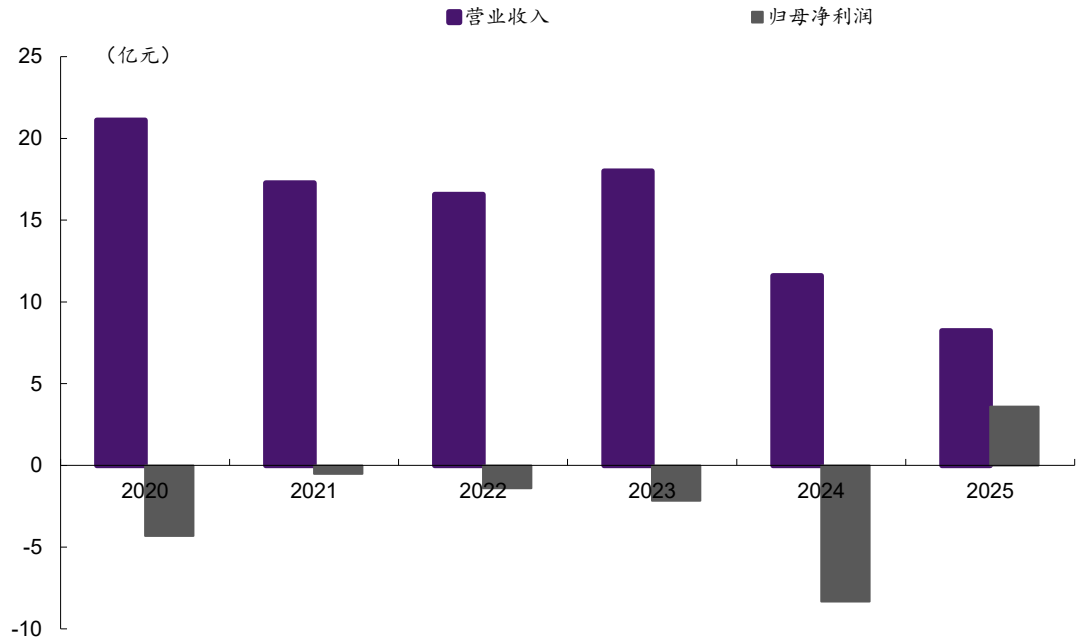
研究创造价值

下载日志已记录，仅供内部参考

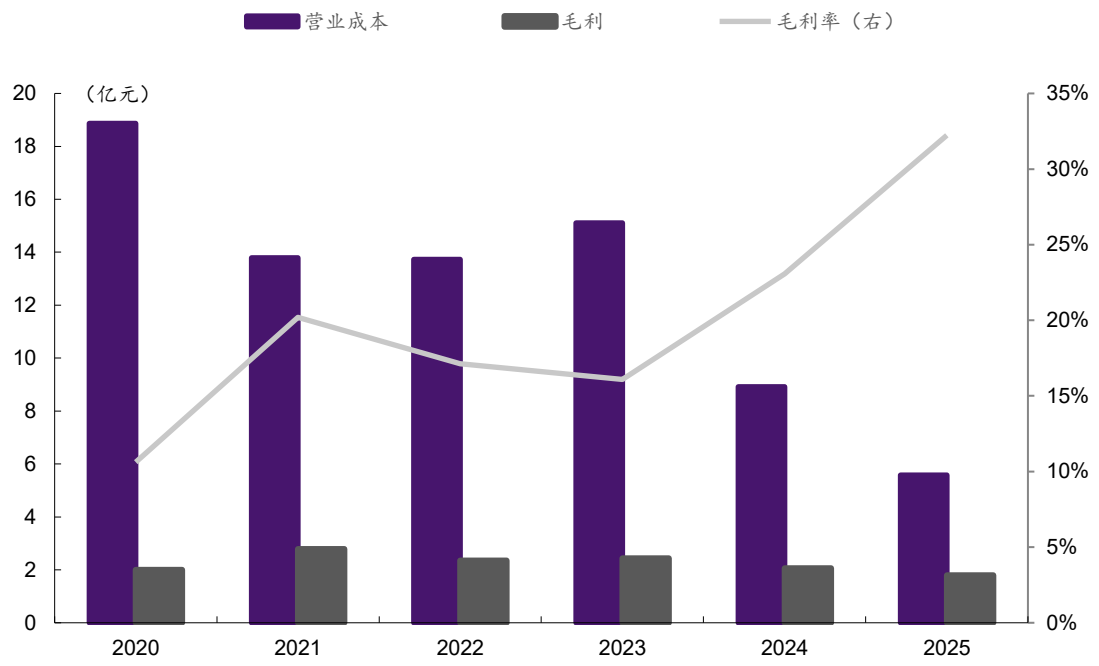
基本情况：战略性收缩后迎来经营拐点

公司经营经历战略性收缩后迎来修复。营业收入由2020年21.10亿元降至2025年8.23亿元，系主动剥离低效供应链业务所致。归母净利润于2025年实现3.60亿元，同比扭亏为盈，债务状况好转，利息支出收窄；2026年4月撤销退市风险警示，经营步入正轨。业务结构持续优化，营业成本由18.86亿元降至5.58亿元，毛利率从11%提升至32%，资源向以合利宝为核心的支付主业集中，盈利能力结构性提升。

图：2025年成为公司业绩重要拐点



图：2023年后仁东控股毛利率稳步提升



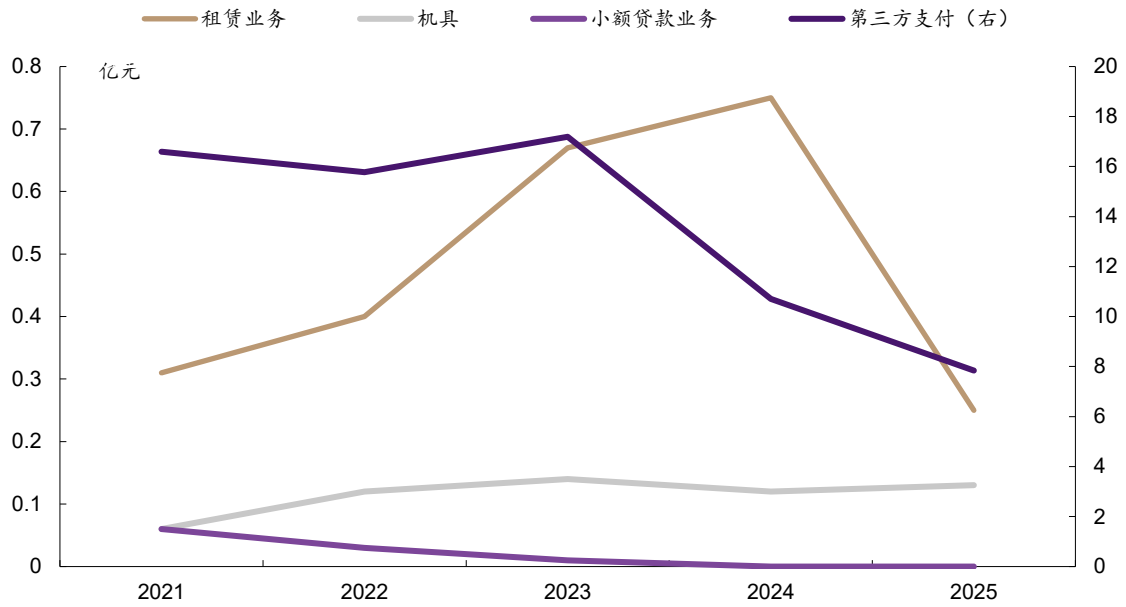
资料来源：公司历年财报 、wind、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

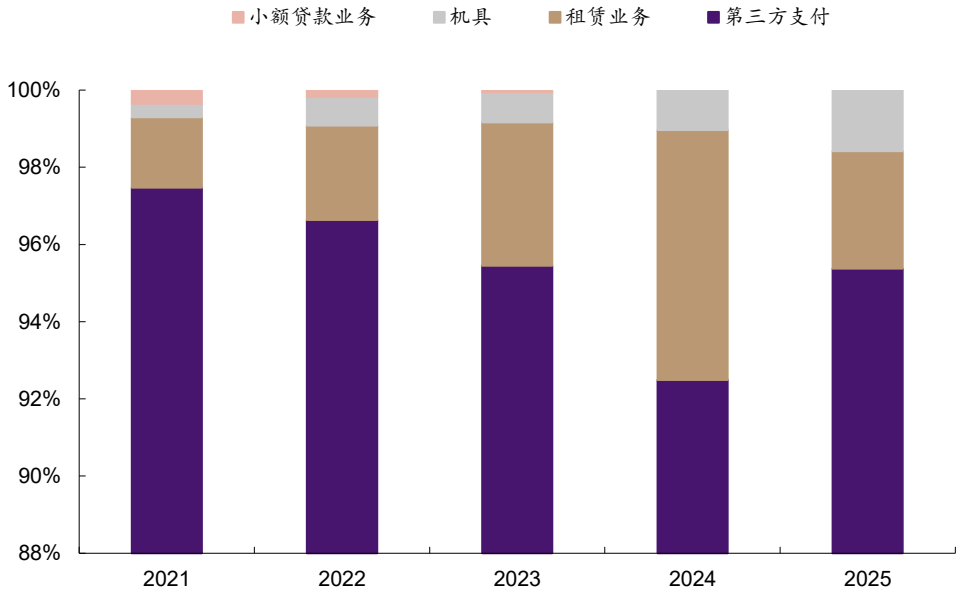
基本情况：战略性收缩后迎来经营拐点

公司全面聚焦支付主业，持续推进高风险业务出清。2023—2025年，第三方支付业务营收由17亿元降至8亿元，受行业强监管及重整期展业受限影响，但占总营收比重升至95%，成为核心支柱。同期，小贷业务收入趋于归零，融资租赁收入降至0.25亿元，基本出清。上述变化反映公司主动剥离高资金占用、高风险信贷业务，集中资源发展具备牌照壁垒的合利宝支付基本盘，业务结构实现轻资产化与去风险化。

图：2023-2025年仁东控股主动收缩高风险业务规模



图：仁东控股主营业务收入以第三方支付收入为主



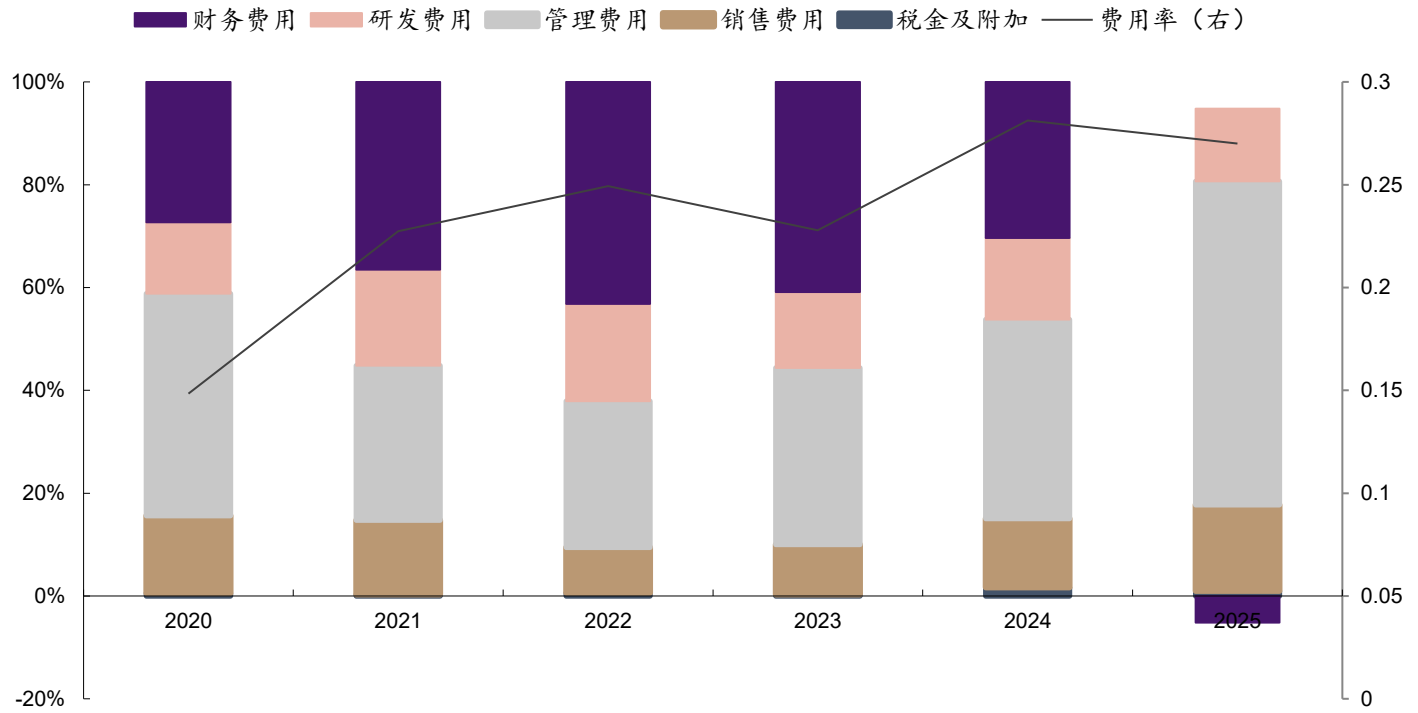
资料来源：仁东控股历年公司财报、 wind、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

成本拆分：期间费用率回落，利息支出压力缓解

在营收规模收缩的背景下，公司期间费用率呈先升后降态势，由15%升至27%，其中财务费用改善最为显著。此前受债务危机影响，财务费用一度高达1.78亿元；2025年财务费用降至-0.13亿元，主要系破产重整后利息支出由2024年的1.17亿元大幅压降至564万元，同时账面资金产生利息收入0.22亿元，利息收入反超支出。此外，公司通过资本公积转增股票清偿债务，并引入战略及财务投资人，致2025年管理费用明显上升。随着重整完成，管理费用预计逐步回落，费用率有望持续改善。

图：2020-2025年仁东控股费用率波动上升后回落



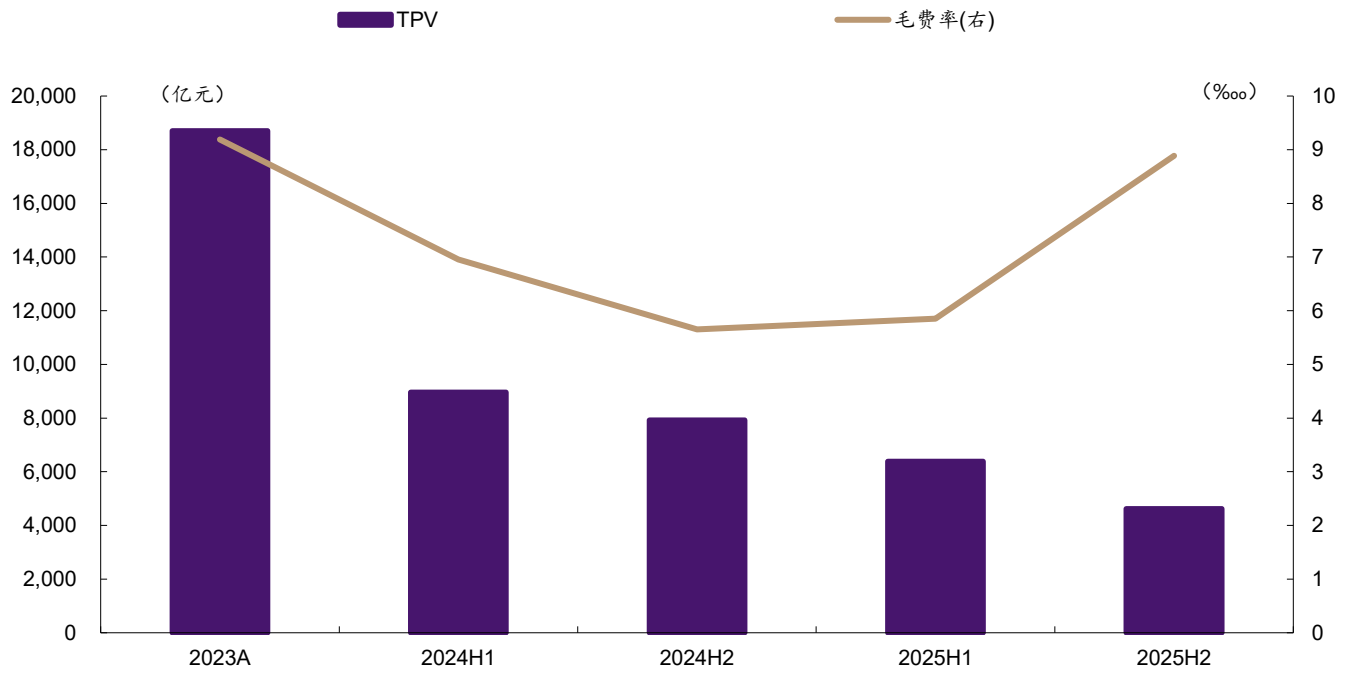
资料来源：公司历年财报 、 wind、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

收入拆分：TPV主动收缩，费率触底反弹

公司TPV主动收缩，2023年至2025年下半年逐步降至4,615亿元。毛费率由2023年9.19‰降至2024年下半年5.65‰低点，后回升至2025年下半年8.88‰。**费率反弹对冲TPV收缩对收入的冲击，毛费率回升反映定价能力增强，盈利能力提升。**

图：合利宝费率在2025年回升



资料来源：公司历年财报 、POS机网、wind、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

资产与商誉：低效资产剥离，减值风险可控

公司通过重整重塑资产版图，剥离民盛租赁等4家低效子公司，核心聚焦广州合利科技（含合利宝）及5家新设智算公司。2025年资产减值损失降至670万元，同比减少77%，历史包袱逐步出清。商誉余额8.94亿元全属广州合利科技，对应原值11.94亿元，累计计提减值3.00亿元；仁东国际金融商誉原值0.006亿元已全额计提减值，出表子公司及新设智算公司无商誉。资产风险有效控制，减值收窄印证结构优化成效。

表：2025年合利宝核心子公司及商誉减值风险（亿元）

核心子公司	业务板块	商誉原值（亿元）	累计已提减值（亿元）	期末商誉净值（亿元）	2025 年可收回金额（亿元）	包含商誉的资产组账面值（亿元）	减值安全垫（亿元）
广州合利科技 (含合利宝)	第三方支付	11.94	3.00	8.94	12.04	10.50	约 1.54
仁东国际金融	金融业	0.006	0.006	0.00	-	-	0（已全额计提）
民盛租赁等 4 家	租赁 / 小贷等	-	-	已剥离	-	-	不再并表
仁东智算等 5 家	AI 算力 / 科技	-	-	新设无商誉	-	-	-
仁东智算等 5 家	AI 算力 / 科技	-	-	新设无商誉	-	-	-

资料来源：公司2025年年报，wind、华鑫证券研究所，截至2025年12月31日

下载日志已记录，仅供内部参考

投资版图：增资合利宝强化支付主业，战略布局AI与跨境生态

公司以“支付+AI”为战略方向，通过算力基础设施布局、前沿技术研发投入及产业链战略投资，构建覆盖产业全链路的智能科技生态。

- **算力基础设施：**2025年7—8月，公司在深圳、北京、乌兰察布设立三家智算子公司，其中深圳仁东智算科技与北京仁东数域科技已完成资本实缴，切入“东数西算”枢纽节点，为AI业务提供底层算力支撑。
- **AI技术研发与应用：**合利宝持续投入AI研发，已取得“AI Agent的数字货币交易异常行为检测方法”专利，提升支付安全与效率。同时推进“支付+SaaS”模式，为商户提供智慧餐饮、智慧零售等差异化解决方案，推动AI能力落地。
- **战略投资江原科技：**2025年9月，公司以1亿元投资深圳江原科技，持股4.1427%。江原科技专注全国产AI芯片，其D10加速卡（12nm工艺）系国内首款量产商用的全国产大算力AI推理产品；D20加速卡采用“一卡双芯”架构，已于2025年12月批量交付；第二代芯片T800进入流片阶段，预计2026年Q4量产。通过投资布局AI算力资产，公司正打造第二增长曲线。

图：江原D10AI算力加速卡



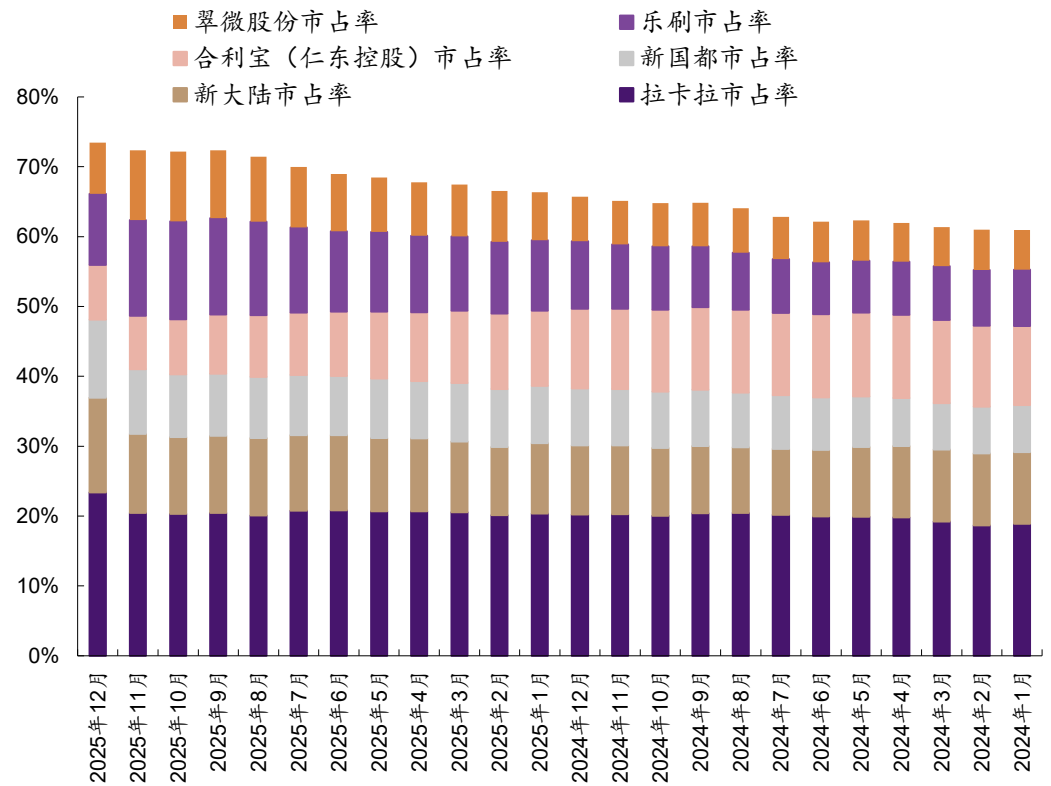
资料来源：江原科技官网 、智东西、wind、公司公告、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

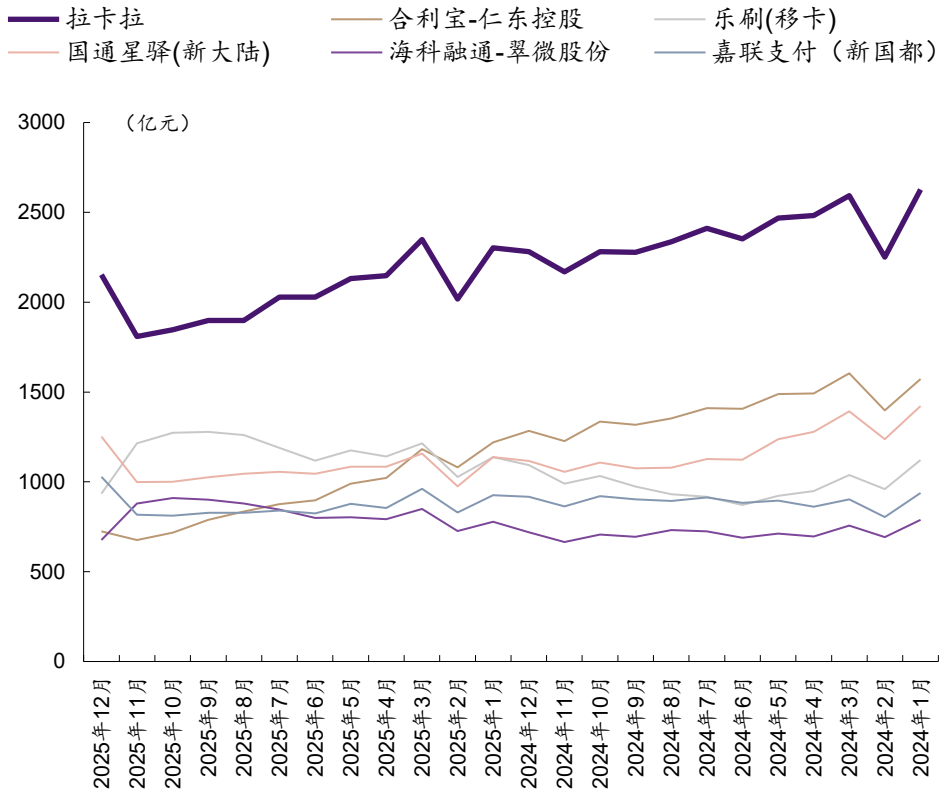
同业对比：仁东控股TPV有望回归行业头部

当前，第三方支付行业已步入合规深化的结构性洗牌阶段，市场竞争逻辑由“规模扩张”转向“存量提质”下的差异化竞争。2024至2025年，受监管环境优化及展业逻辑重塑影响，行业整体经历深度调整，拉卡拉、合利宝等头部机构均主动推进业务结构优化。在此背景下，仁东控股（合利宝）坚定执行战略收缩，有序释放历史包袱，交易规模于2025年11月下探至676亿元的阶段性低点。2025年12月，伴随行业洗牌进入尾声，合利宝交易规模回升至724亿元，市占率同步修复至7.86%，呈现触底反弹态势。

图：合利宝市占率2025年12月回升



图：合利宝TPV在2025年12月回升



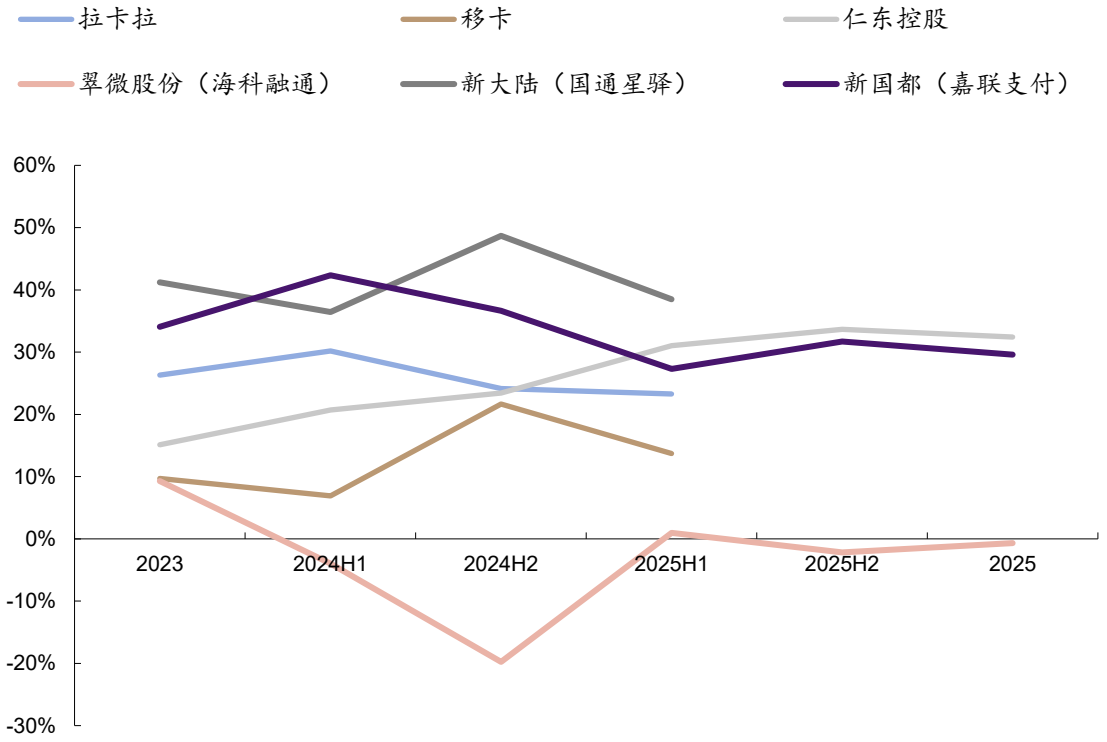
资料来源：各公司年报及季报、POS机网 、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

同业对比：仁东控股TPV有望回归行业头部

仁东控股毛利率处于行业中游且呈稳步上升趋势。2023至2025年，在支付行业利润表现分化的背景下，公司毛利率实现逆势提升。横向对比来看，毛利率虽略低于新大陆、新国都等头部机构，但已显著优于移卡及翠微股份，稳居行业中游水平。该持续改善趋势印证了公司在业务结构优化与盈利质量提升方面取得积极成效。

图：仁东控股毛利率处于中等水平且不断提升



资料来源：各公司年报及半年报 、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

仁东控股股权激励计划

- **2026年8月3日，仁东控股完成限制性股票首次授予，股权激励计划正式落地。该计划将股东、公司与核心团队三方利益紧密绑定，有助于凝聚团队、推动战略目标实现，释放积极信号，核心信息如下：**
- 授予限制性股票总量为942.00万股，约占草案公告时公司股本总额113,029.1657万股的0.8334%。其中，首次授予753.60万股，占授予总量的80.00%；预留授予188.40万股，占授予总量的20.00%。股票来源为定向发行，有效期最长48个月，预计总费用约3,021.94万元。
- 首次授予总人数34人，具体包括公司董事（不含独立董事）、高级管理人员以及核心技术（业务）骨干员工（26人）。公司当前无控股股东及实际控制人，激励对象不包括独立董事，也不包括单独或合计持有公司5%以上股份的股东及其配偶、父母、子女。
- 限售期为12个月和24个月两档，分两期解除限售，每期50%。第一期：授予登记完成12个月后至24个月内；第二期：24个月后至36个月内。未达条件的由公司按授予价格加银行同期存款利息回购注销，不得递延。
- 业绩考核条件：
  - 公司层面：2026年扣非净利润或营收较2025年增长≥10%；2027年增长≥20%。解除比例按达成率阶梯确认（P≥100%为100%，90%-100%为90%，80%-90%为80%，70%-80%为70%，P<70%为0%），取净利润与营收达成率对应比例的孰高值。未达部分按授予价格加利息回购注销。
  - 个人层面：考核评分S≥80解除比例100%，60≤S<80为80%，S<60为0%。个人实际解除股数=计划股数×公司层面比例×个人层面比例。

资料来源：Wind 、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

04 仁东控股盈利预测

研究创造价值

下载日志已记录，仅供内部参考

仁东控股盈利预测

- **营业收入及净利润预测：**随着公司重整完成并全面聚焦第三方支付主业，经营常态化正驱动原有流失商户逐步回流。预计2026至2028年，收单业务TPV分别达12,106.6亿元、13,317.3亿元及14,649.0亿元，同比均增长10.0%，呈稳健修复态势。同时，受益于行业竞争格局趋稳、高风险客户出清及高毛利率跨境支付业务持续渗透，预计毛费率逐年修复至8.0/9.0/9.5‰。在量价齐升共同拉动下，我们预测仁东控股2026-2028年收入分别为10.11、12.45、14.42亿元，同比+22.32%/+15.9%，净利润分别为3.66、3.89、4.42亿元，同比+1.8%/+6.1%/+13.8%。
- **成本及费用预测：**伴随高毛利率跨境支付业务占比提升带动业务结构优化、摘帽后中高风险商户出清推动TPV质量修复及风控成本降低，公司综合毛利率有望保持稳健，预计2026至2028年综合毛利率分别为32.41%、32.42%及32.42%。期间费用方面，预计管理费用因重整一次性支出减少而回落，利息支出随债务危机化解大幅削减，整体期间费用率较2025年有所下降。
- **PE及ROE预测：**我们预测2026-2028年PE分别为33.18/31.26/27.48倍，ROE分别为37.6%/28.4%/24.4%。我们看好仁东控股子公司合利宝的利润修复趋势和其在AI领域的持续布局，给与"买入"评级。

表：仁东控股 2026-2028年核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
TPV（亿元）	16886	11006	12106.6	13317.26	14648.99
TPV同比	-9.74%	-34.82%	10.00%	10.00%	10.00%
毛费率（‰）	6.30	7.37	8.00	9.00	9.50
毛费率同比（‰）	-2.89	1.07	0.63	1.00	0.50
毛利率	23.06%	32.23%	32.41%	32.42%	32.42%
第三方支付收入（亿元）	10.71	7.84	9.69	11.99	13.92
融资租赁收入（亿元）	0.75	0.25	0.28	0.32	0.36
POS机收入（亿元）	0.12	0.13	0.14	0.14	0.15

资料来源：Wind 、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

仁东控股盈利预测

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	823	1,011	1,245	1,442
增长率（%）	-29.0%	22.8%	23.2%	15.9%
归母净利润（百万元）	360	366.19	389	442
增长率（%）		1.8%	6.1%	13.8%
摊薄每股收益（元）	0.32	0.32	0.34	0.39
P/E	33.79	33.18	31.26	27.48

资料来源：wind、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

盈 利 预 测 表

资产负债（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4,410	4,799	5,163	5,534
应收款	35	43	53	61
存货	0	0	0	0
其他流动资产	26	32	39	45
流动资产合计	4,470	4,873	5,255	5,640
固定资产	6	6	6	6
在建工程	0	0	0	0
无形资产	1	1	2	3
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	5,506	5,910	6,292	6,679
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	68	84	103	120
其他流动负债	4,047	4,047	4,047	4,047
流动负债合计	4,115	4,131	4,151	4,168
长期借款	39	39	39	39
其他非流动负债	745	764	736	660
非流动负债合计	785	803	775	700
负债合计	4,900	4,935	4,926	4,868
股本	1,130	1,130	1,130	1,130
股东权益	606	975	1,366	1,811
负债和所有者权益	5,506	5,910	6,292	6,679

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	823	1,011	1,245	1,442
营业成本	558	683	841	975
营业税金及附加	2	3	3	4
销售费用	42	37	46	53
管理费用	156	81	100	115
财务费用	-13	2	2	2
研发费用	35	41	50	58
营业利润	458	464	488	545
利润总额	383	390	414	471
所得税费用	21	22	23	26
净利润	362	369	391	445
少数股东损益	2	2	2	3
归母净利润	360	366	389	442

现金流量表（百万元）				
净利润	362	369	391	445
少数股东权益	2	2	2	3
折旧摊销	8	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-312	2	3	2
经营活动现金净流量	60	374	397	452
投资活动现金净流量	-12	0	0	0
筹资活动现金净流量	341	0	0	0
现金流量净额	389	374	398	452

每股数据(元/股)	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	0.32	0.32	0.34	0.39
P/E	33.8	33.2	31.3	27.5
P/S	14.8	12.0	9.8	8.4
P/B	21.6	13.1	9.2	6.9
财务指标				
成长性				
营业收入增长率	-29.0%	22.8%	23.2%	15.9%
归母净利润增长率	-143.2%	1.8%	6.1%	13.8%
盈利能力				
毛利率	32.2%	32.4%	32.4%	32.4%
四项费用/营收	26.7%	15.9%	15.9%	15.8%
净利率	44.0%	36.5%	31.4%	30.8%
ROE	59.3%	37.6%	28.4%	24.4%
偿债能力				
资产负债率	89.0%	83.5%	78.3%	72.9%
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	23.5	23.5	23.5	23.5
存货周转率				

资料来源：wind、华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **监管政策风险：**支付行业处于强监管周期，牌照续展、备付金管理、反洗钱合规等要求持续收紧。若公司未能及时适应监管变化（如跨境支付新规、数据安全法落地等），可能面临业务范围收缩或行政处罚，对核心经营资质与盈利能力产生不利影响。
- **市场竞争风险：**第三方支付市场集中度较高，头部机构占据主要份额。合利宝在费率定价、商户拓展及技术服务等方面面临存量竞争加剧与增量空间受限的双重压力，可能制约市场份额提升与盈利增长。
- **跨境业务风险：**国际卡收单业务依赖Visa、Mastercard等国际卡组织资质认证（QSP）。若卡组织调整认证标准、收紧合作门槛，或汇率波动加剧、跨境资金通道受限，将直接影响跨境业务规模与收益稳定性，削弱第二增长曲线贡献。
- **法律与会计政策风险：**公司业务布局受益于支付行业政策红利（如跨境支付便利化、数字人民币推广等）。若相关支持政策调整或落地节奏放缓，可能影响新兴业务拓展速度。同时，作为上市公司需持续适应会计准则更新（如收入确认、金融工具计量等），政策变化可能对财务报表产生阶段性影响。提请投资者关注相关风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

计算机组介绍

陶欣怡：毕业于上海交通大学，于2023年10月加入团队。

倪汇康：金融学士，2025年8月加盟华鑫证券研究所。

张倬浩：复旦大学经济学硕士，研究方向为AI支付、金刚石散热及国产算力，2026年7月加入华鑫证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

下载日志已记录，仅供内部参考



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值

报告编号：260812150511