迈富时(02556)

报告日期：2025 年 02 月 16 日

Agent 为笔，国产销售+营销 SaaS 龙头绘就 AI 新蓝图

——迈富时深度报告

投资要点

- **公司是国内营销及销售 SaaS 龙头厂商，面向中小及 KA 客户已构建完善的产品矩阵，同时积极布局 AI 大模型结合企业管理的功能应用，未来有望在 SaaS 服务基础上打造 AI Agent 产品矩阵。我们认为公司有望受益于下游企业客户数智化需求成长叠加 AI 应用加速渗透的浪潮，实现整体经营的快速成长。**

- **公司作为国内及销售 SaaS 龙头厂商，SaaS 业务矩阵完善并保持快速增长**

  公司于 2015 年和 2021 年推出两款标志性 SaaS 产品 T 云、珍客，分别结合一系列功能模块，以解决企业在营销及销售活动中面对的痛点，累计服务超 20 万家企业，涵盖零售消费、汽车、金融、B2B、医药大健康、企服、跨境电商等行业领域。

  2019-2023 年公司总营收 CAGR 达到 46.65%，2024 年上半年公司 SaaS 业务及精准营销业务分别实现营收 4.00/3.39 亿元，同比增长 30.4%/22.6%。以 2022 年收入计，公司以 2.6%的市场份额成为中国最大的营销及销售 SaaS 解决方案提供商；而在国内企业管理应用 SaaS 市场口径下，2023 年前三季度公司以 2.5%的份额位居第四，稳居第一梯队。

- **多重因素推动企业 SaaS 市场成长，小微企业数智化需求有望打开万亿空间**

  2022 年我国企业 IT 支出占 GDP 比例仅有 2.6%（美国为 7.2%），存在较大提升空间，并且根据沙利文预测，我国企业管理应用 SaaS 市场规模有望从 2022 年的 266 亿元增长至 2027 年的 856 亿元，占整体企业管理应用软件市场比例也有望从 26%提升至 36%；

  2023 年我国小微企业超 5000 万家，而销售管理、采购管理、客户管理等细分的企业管理应用软件渗透率均不足 30%，目前我国大多数小微企业的数字化智能化转型仍处于初期，未来随着智能化需求的增长和企业 SaaS 产品渗透率的提升，经测算我们预计小微企业 SaaS 市场规模有望超万亿；

- **AI 大模型商业化加速，营销内容生成、AI 客服等场景市场空间广阔**

  IDC 预计全球生成式 AI 支出规模将从 2024 年的 405 亿美元快速增长至 2028 年的 2020 亿美元，CAGR 达到 59%，而从细分场景看，AI 大模型在客户运营、市场营销和销售等场景有望较快实现商业化应用。在营销内容生成领域，以海外 Synthesia 为例，AI 大模型可帮助企业低成本地生成高质量企业视频并用于产品介绍、社媒宣传等场景，经我们测算**国内中小企业 AI 营销视频内容市场规模有望超千亿**；

  在 AI Agent 领域，海外 Salesforce、HubSpot、微软等厂商均已推出 AI 智能体应用，有望在 CRM、企业营销领域深度赋能企业客户的效率提升。而 AI 客服厂商 Intercom 的用户案例显示，目前基于 AI Agent 构建的智能客服可成功解决约 50%的客户问题，已经具备商业应用价值，未来在下游行业中的渗透进程有望持续加速。

- **公司积极布局 AI 大模型应用，构建智能体中台赋能 SaaS 产品**

  公司已推出自研的 AI 营销大模型——Tforce 大模型，基于公司对各种营销场景的深度理解和细致分析，未来有望为企业制定更加精准、有效的营销策略，助力企业实现营销目标。同时，公司基于大模型技术，已构建包含客户洞察分析、营销策略生成、广告优化、客户管理等功能在内的智能体中台，随着公司 AI Agent

投资评级：买入(首次)

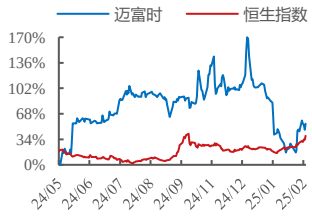
分析师：刘雯蜀
执业证书号：S1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师：陶韫琦
执业证书号：S1230524090010
taoyunqi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK$79.85
总市值(百万港元)	18,857.70
总股本(百万股)	236.16

股票走势图



相关报告

产品全面接入 DeepSeek-V3 和 DeepSeek-R1 模型，未来有望持续提升 SaaS 产品的核心竞争力，推动业务快速成长。

❑ 盈利预测与估值

我们认为随着公司在营销、销售 SaaS 领域产品竞争力持续扩充提升，叠加 AIGC 应用的加速融合，有望受益于企业智能化需求增长趋势而实现快速成长。我们预计公司 2024-2026 年实现营收 15.22/20.17/26.49 亿元，同比增速分别为 23.53%/32.53%/31.33%，对应归母净利润为-7.87/0.67/1.73 亿元，同比增速分别为 -364.44%/-/157.28%，对应 EPS 为-3.33/0.29/0.73 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

❑ 风险提示

1、行业竞争加剧风险；2、技术研发不及预期；3、大模型及 AIGC 商业化不及预期；4、限售股解禁造成股价波动的风险。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1232.12	1522.03	2017.05	2649.20
(+/-) (%)	7.82%	23.53%	32.53%	31.33%
归母净利润	(169.48)	(787.13)	67.40	173.40
(+/-) (%)	21.70%	(364.44%)	-	157.28%
每股收益(元)	(10.08)	(3.33)	0.29	0.73
P/E	-	-	260.77	101.36
P/S	15.31	12.39	9.35	7.12

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

- **盈利预测、估值与目标价、评级**

我们预计公司 2024-2026 年实现营收 15.22/20.17/26.49 亿元，同比增速分别为 23.53%/32.53%/31.33%，对应归母净利润为-7.87/0.67/1.73 亿元，同比增速分别为-364.44%/-/157.28%，对应 EPS 为-3.33/0.29/0.73 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **关键假设**

1）我国企业管理应用 SaaS 支出意愿和规模持续提升；

2）AI 结合 CRM、企业营销等场景应用持续融合；

3）国内外多模态大模型技术持续迭代升级；

- **我们与市场的观点的差异**

【市场认为】企业管理应用 SaaS 及 IT 支出意愿与自身经营状况有较大关系，若宏观经济层面增速不达预期，则可能影响下游企业对于 SaaS 产品采购以及自身智能化转型投入的意愿，进而导致以迈富时为代表的营销、销售 SaaS 供应商业绩不达预期；

【我们认为】一方面，我国软件产品收入规模仍然保持稳健增长态势，反映下游企业在 IT 支出方面的意愿较为刚性；另一方面，我国企业管理应用软件中 SaaS 占比仍然处于较低水平，未来随着企业智能化需求增长，SaaS 有望借助其标准化、流程化、便于部署等特点实现渗透率的加速提升。

- **股价上涨的催化因素**

公司 AI Agent 产品发布、公司 AI+SaaS 功能迭代超预期、下游企业管理类 SaaS 开支增长超预期；

- **风险提示**

1、行业竞争加剧风险； 2、技术研发不及预期；3、大模型及 AIGC 商业化不及预期；

正文目录

1 专注于营销及销售 SaaS 十余年，稳步成长为国产龙头厂商 7
1.1 国内营销及销售 SaaS 龙头厂商，产品矩阵持续完善 7
1.2 公司核心管理层经验丰富，股权结构稳固 8
1.3 公司营收规模保持快速增长，整体经营状况持续向好 10
1.4 上市募集资金用于产品技术升级，公司销售网络有望持续完善 12
2 我国企业 SaaS 市场加速成长，中小企业智能化市场超万亿 13
2.1 政策推动下 SaaS 市场有望受益云计算浪潮打开空间 13
2.2 趋势一：国内企业 SaaS 支出意愿仍有大幅提升空间 15
2.3 趋势二：关注中小微企业数智化 SaaS 万亿市场空间 17
3 AI 大模型商业化加速，B 端企业应用成为前沿阵地 18
3.1 B 端 AI 大模型应用加速渗透，企业支出意愿不断成长 18
3.2 AIGC 已深入到营销内容制作环节，国内对应市场规模超千亿 20
3.3 Agent+客服应用已有成效，有望重塑销售行业商业模式 21
3.4 对标海外，CRM & Hubspot 引领 AIGC 在销售、营销行业应用落地 24
3.4.1 Salesforce：AgentForce 打造企业数字员工赋能客户降本增效 24
3.4.2 HubSpot：Breeze AI 套件构建中小企业营销、销售场景下的智能体应用 26
4 公司主营业务保持稳健增长，AI 大模型赋能加速渗透 28
4.1 Marketingforce 平台赋能多维业务，稳居国内厂商第一梯队 28
4.2 T 云+珍客，公司已构建面向各类客户的完善业务矩阵 30
4.2.1 T 云面向中小客户，旨在提升营销内容质量及触达效率 30
4.2.2 珍客：综合客户关系管理平台，打通中大型客户业务全生命周期需求 31
4.3 精准营销业务赋能企业高效执行营销活动 33
4.4 自研 AI 大模型赋能主营业务，智能体平台进一步提升核心竞争力 34
5 盈利预测与估值 36
6 风险提示 38

图表目录

图 1： 公司发展历程 7
图 2： 公司积极打造第二成长曲线 8
图 3： 公司股权结构（截至 2024 年 12 月 27 日） 9
图 4： 2019-2024H1 公司营业总收入情况 10
图 5： 2019-2024H1 公司净利润及扣非后归母净利润情况 10
图 6： 2019-2024H1 公司毛利率、净利率情况 11
图 7： 2019-2024H1 公司费用率情况 11
图 8： 2021-2024H1 公司分业务营收情况 11
图 9： 2021-2024H1 公司分业务毛利率情况 11
图 10： 2021-2024H1 公司 SaaS 业务客户数及客均月收入情况 12
图 11： 2021-2023 年公司 SaaS 业务客户留存情况 12
图 12： 公司 SaaS 业务销售网络（截至 2023 年底） 13
图 13： 2021-2027E 中国云计算市场规模预测 13
图 14： 2016-2022 年我国公有云市场份额变化 13
图 15： 2018-2027E 中国及美国 IT 支出情况对比 14
图 16： 2022 年中国及美国 IT 支出占 GDP 比例情况 14
图 17： 2013-2024 年我国软件产品收入规模 15
图 18： 2017-2029 年企业人均 SaaS 费用预测 15
图 19： 2022-2027E 中国及美国 SaaS 市场规模对比 16
图 20： 中国企业管理应用市场规模（亿人民币） 16
图 21： 2023 年企业 IT 支出投资结构分布 16
图 22： 企业云计算领域 IT 支出意愿分布结构 16
图 23： 2022H1-2024H1 我国 CRM SaaS 市场规模 17
图 24： 2022H1-2024H1 我国 SFA SaaS 市场规模 17
图 25： 2018-2027 年我国小微企业数量趋势 17
图 26： 我国小微企业不同类型管理软件使用情况 17
图 27： 我国中小企业数字化转型阶段分布 18
图 28： 全球人工智能支出预测（单位：十亿美元） 19
图 29： 2023-2033 年全球 AI SaaS 市场规模预测 19
图 30： 生成式 AI 投入在企业不同领域占比及规模预测 19
图 31： Synthesia:可基于文本内容生成专业视频 20
图 32： 2023-2033 年全球 AI SaaS 市场规模预测 20
图 33： 2023 年企业平均发布视频数量-按行业分（单位：条） 21
图 34： 2023 年企业视频应用场景情况（单位：%） 21
图 35： Intercom 推出 AI Agent 应用 Fin Agent 22
图 36： Intercom 收费模式 23
图 37： Intercom Fin Agent 服务成功率（基于客户统计） 24
图 38： Intercom Fin Agent 响应成功率持续提升 24
图 39： AgentForce Service Agent 可大幅降低企业部署成本 24
图 40： Salesforce 使用 AI Agent 响应用户查询需求 26
图 41： AI Agent 有望大幅延伸 Salesforce 潜在商业空间 26
图 42： AgentForce 有望推动 Salesforce 打开新增长空间 26

图 43： HubSpot 内容生成器应用 27
图 44： HubSpot 网页制作助手 27
图 45： HubSpot Breeze Intelligence 收费模式 28
图 46： HubSpot 单季度营收及客户数情况 28
图 47： 2022 年中国营销及销售 SaaS 解决方案市场竞争格局（以收入计） 29
图 48： 2023 年前三季度中国企业管理应用 SaaS 市场竞争格局 29
图 49： 中国营销及销售 SaaS 解决方案潜在市场规模（TAM）预测（单位：十亿元） 29
图 50： 公司 T 云工作流程 30
图 51： T 云基于 AI 功能生成营销内容功能界面 31
图 52： 公司珍客工作流程 32
图 53： 珍客 SCRM 技术布局覆盖汽车客户全生命周期 33
图 54： 珍客金融行业解决方案矩阵 33
图 55： 公司在线广告解决方案服务 33
图 56： 2021-2023 年公司精准营销展示次数及点击率情况 34
图 57： 2021-2024H1 公司精准营销业务客户数（单位：家） 34
图 58： Tforce 大模型可快速生成营销策略建议 35
图 59： Tforce 大模型可辅助用户进行数据深度分析 35
图 60： 公司构建 Marketingforce 智能体平台 35

表 1： 公司核心业务矩阵 8
表 2： 公司高管团队情况 9
表 3： 2024H1 公司实现经调整后利润转正 10
表 4： 公司 IPO 募集资金用途 12
表 5： 我国云计算相关产业政策 14
表 6： AI 生成企业营销视频内容潜在市场空间测算（中小企业） 21
表 7： 微软 Dynamics 365 集成 10 个 AI Agent 应用 22
表 8： Intercom AI Agent Fin2 功能及亮点梳理（部分） 23
表 9： AgentForce 2.0 核心功能 25
表 10： HubSpot Breeze Agents/Intelligence 核心功能及亮点 27
表 11： 公司 Marketingforce 平台功能模块概览 28
表 12： 公司 T 云外贸版核心功能及亮点 31
表 13： 珍客产品主要模块及核心功能 32
表 14： 公司 Tforce 大模型应用场景 34
表 15： 公司 Marketingforce 智能体平台功能服务 36
表 16： 盈利预测表（单位：百万元） 37
表 17： 可比公司估值（注：总市值日期为 2025 年 2 月 14 日） 38
表附录：三大报表预测值 39

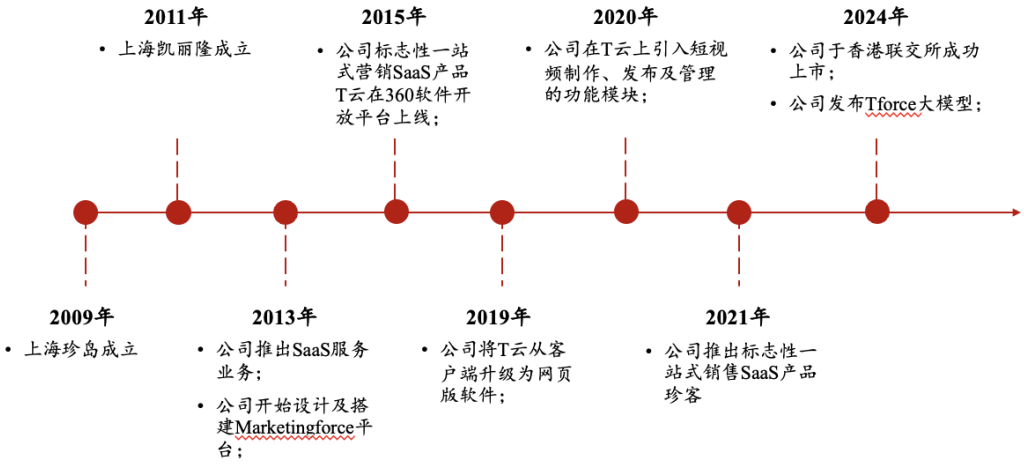
1 专注于营销及销售 SaaS 十余年，稳步成长为国产龙头厂商

1.1 国内营销及销售 SaaS 龙头厂商，产品矩阵持续完善

聚焦企业数字化和智能化超 15 年，公司发展成为国内最大的营销及销售 SaaS 公司。公司成立于 2009 年，聚焦数字化与智能化，通过提供有竞争力的产品与服务，持续为客户创造价值。累计服务超 20 万家企业，涵盖零售消费、汽车、金融、B2B、医药大健康、企服、跨境电商等行业领域。

公司自 2009 年成立以来，一直致力于营销相关业务开发，多年来已逐步推出网站建设及在线内容发布等独立产品，其后在 SaaS 产品中整合为功能模块。公司于 2015 年和 2021 年推出两款标志性 SaaS 产品 T 云、珍客，分别结合一系列功能模块，以解决企业在营销及销售活动中面对的痛点。

图1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

公司构建“六朵云”体系，全域全链路驱动下游企业增长。公司构建的 Marketingforce 平台涵盖“营销云、销售云、商业云、分析云、智能云 、组织云”六朵云体系。在提供数字化全域服务的同时，搭载先进的多模态大模型，研发出 AI 生成文字/图片/视频、智能客服、智能营销决策系统等 AIGC 产品，为企业提供集“全域高效获客、精准洞察需求、营销自动化管理、商城转化”等环节于一体的全链路全场景智能化服务。

公司在 AI 领域布局多年，并于 2024 年 5 月发布自研 AI 营销大模型——Tforce 大模型，基于公司对各种营销场景的深度理解和细致分析，Tforce 大模型未来有望为企业制定更加精准、有效的营销策略，助力企业实现营销目标，从而实现 B 端企业数智化、智能化的深度赋能。

表1： 公司核心业务矩阵

产品与服务模块	功能及亮点
营销云	旗下 GMA 增长营销平台，可视化搭建自动营销流程，实现目标人群的精准触达，驱动企业持续增长；T 云，以“集客营销”为产品底层逻辑，满足企业不同场景下的营销需求，获取优质线索。
销售云	旗下 SCRM 精细化管理客户全生命周期，赋能私域流量运营，让销售业绩规模增长；CDP，全渠道数据集成，深入洞察客户行为，让企业数据资产发挥更大价值；CRM，从线索分配到商机转化等全流程客户关系管理。
商业云	T-SHOP 智慧商城，提供订单、库存、会员管理等多种功能。
分析云	BI 可视化数据分析平台，A/B TEST 等产品，为企业提供全面的商业智能解决方案，用数据驱动科学决策。
智能云	结合分析式 AI 与生成式 AI 技术，应用 Tforce 营销大模型，深入解析数据洞察，创新生成解决方案。
组织云	帮助组织识别并吸纳更多优秀人才。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

推出珍客对标 Salesforce，公司在 SaaS 业务领域已形成两条成长曲线。2021 年，公司在一站式营销 SaaS 平台 T 云平台之外，推出了销售 SaaS 产品“珍客”，客户覆盖面从中腰部 to B 客户向 B、C 端大型企业客户延伸，并重点打造国央企数字化转型，产品服务矩阵持续完善。

图2： 公司积极打造第二成长曲线

资料来源：公司官方微信号，浙商证券研究所

1.2 公司核心管理层经验丰富，股权结构稳固

公司核心业务高管加入公司超十年，从业经验丰富。公司创始人赵绪龙先生拥有资深的互联网经验及网络营销发展的前瞻性判断，一直致力于研究及推广营销科学、智能营销方案轮及营销技术，帮助中国企业实现数字化转型，并先后出版《智能营销-数字生态下的营销革命》和《准免费获客-智能营销工具让获客成本接近于零》著作。

表2：公司高管团队情况

姓名	职务	履历
赵绪龙	首席执行官	本科学历，集团创始人，自 2021 年 2 月起担任本公司执行董事兼首席执行官，并自 2017 年 9 月和 2009 年 9 月起分别担任上海珍岛董事长及首席执行官，于 2022 年 11 月获委任为本公司董事长。赵先生同时于本集团多家附属公司担任职务，包括担任 Marketingforce(HongKong)Limited、迈富时网络及上海天贝的执行董事、美国凯丽隆国际控股(香港)有限公司及凯丽隆国际控股(香港)有限公司的董事，以及无锡珍岛及广东珍岛的监事。自本集团成立以来一直负责集团战略及关键决策，包括整体发展、战略方向、业务管理、创新及研发等决策。
马进	首席财务官	复旦大学电子科学与技术专业理学学士、物理电子学专业理学硕士。自 2021 年 4 月起担任本公司首席财务官，自 2022.6 起兼任上海珍岛执行董事。2012.7~2015.10 曾于高盛高华证券有限责任公司担任多个职务，最后任职股权资本市场部经理。2015.10~2021.4 于高盛(亚洲)有限责任公司担任多个职务，最后任职投资银行部执行董事。
刘欢	高级副总裁、公司秘书	中国上海财经大学高级管理人员工商管理硕士。自 2021 年 2 月起担任本公司高级副总裁，并于 2022 年 11 月获委任为本公司联席公司秘书。目前亦于本集团多家附属公司担任多个职务，包括担任上海凯丽隆大数据科技集团有限公司及上海凯丽隆的执行董事，以及迈富时网络、上海天贝及凯丽隆(广州)信息科技有限公司的监事。
许健康	高级副总裁	自 2022 年 11 月起担任本公司执行董事，并自 2021 年 2 月起担任高级副总裁。现亦于本集团多家附属公司担任多个职务，包括担任上海珍岛智能技术集团有限公司、宁波珍岛信息技术有限公司等的执行董事，以及珍岛网络、温州珍岛信息技术有限公司、中山珍岛信息技术有限公司及杭州珍岛信息技术有限公司的监事。
王士义	副总裁	本科学历，于 2009 年 9 月加入上海珍岛，分别自 2022 年 9 月及 2022 年 6 月起担任上海珍岛副总裁及执行董事。目前亦于本集团多家附属公司担任多个职务，包括担任珍岛网络的执行董事、珍岛数字的执行董事兼总经理、以及上海珍岛智能技术集团有限公司及苏州珍岛信息技术有限公司的监事。王先生于网络产品的设计、研发和架构方面拥有逾 14 年经验，2009 年加入上海珍岛以来先后担任上海珍岛的产品、研发及创新业务的负责人。
陈海林	首席技术官	本科学历，自 2024 年 1 月起担任本公司首席技术官，并自 2022 年 4 月起担任上海珍岛首席数据官助理。于网络产品研发方面拥有超过 11 年的经验，2013.1~2013.3 任职于上海文思海辉信息技术有限公司；2013.4~2014.2，任职于上海天听信息科技有限公司。其后自 2014 年 3 月至 2019 年 1 月先后担任上海珍岛首席技术官，2019 年 2 月至 2022 年 4 月担任产品开发总监。
李健威	公司秘书	香港公开大学企业管治硕士，香港公司治理公会及英国特许公司治理公会特许秘书、特许企业管治专业人士及会员，本公司联席公司秘书。李先生为卓佳专业商务有限公司的企业服务部经理，于会计、审计及企业秘书服务方面拥有逾 10 年经验，一直为香港上市公司以及跨国公司、私人公司及离岸公司提供专业的企业服务。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司股权结构稳固，实控人、管理层持股集中。公司创始人赵绪龙先生及配偶朱女士共同投资于本集团超 10 年，此后一直作为公司股东在决策过程中一致行动，目前赵绪龙先生及朱女士合计持有公司 49.51%股份，其中包括由 Real Force Limited 及 Precious Sight Limited（为创始人家族信托利益的两家控股公司，以 Willam Zhao Limited 及 Shuina Zhu Limited 作为受益人）直接持有的股权；以及由赵绪龙间接全资拥有的 Willian Zhao I Limited 直接持有的股权。

图3：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 27 日）

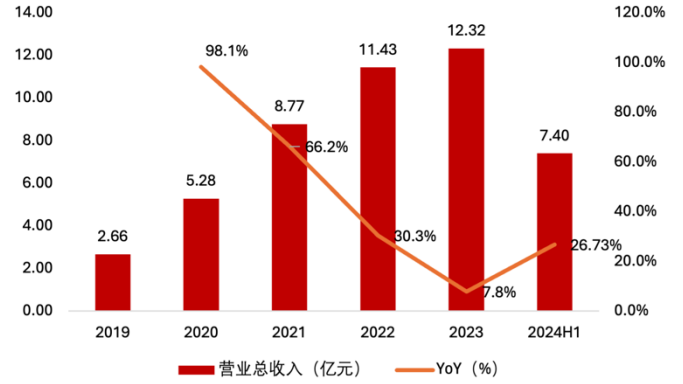
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 公司营收规模保持快速增长，整体经营状况持续向好

营收保持快速增长态势，扣非后归母净利润情况持续优化。2020-2022 年，受到全球宏观因素影响以及下游企业上云意愿增强，公司营收快速增长。2023 年，公司实现营业总收入 12.32 亿元，同比增长 7.8%，2019-2023 年 CAGR 达到 46.65%。2024 年上半年，公司实现营业总收入 7.40 亿元，同比增长 26.73%，保持较快增长态势。

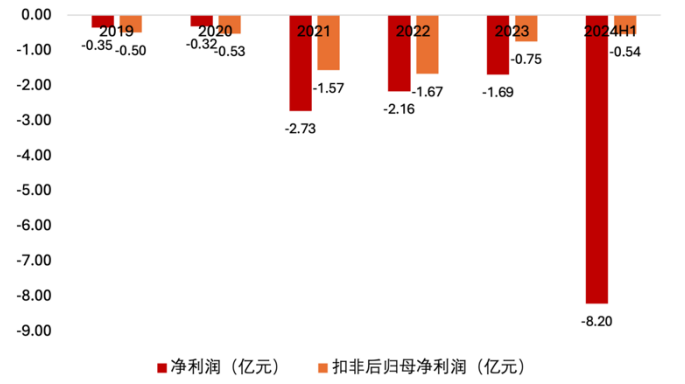
2021 年以来公司扣非后归母净利润情况持续优化。2023 年公司净利润和扣非后归母净利润分别为-1.69 亿元和-0.75 亿元，亏损幅度分别收窄 21.7%和 55.2%。2024 年上半年，受公司上市费用及优先股公允价值变动影响，公司净利润亏损幅度扩大，扣非后归母净利润-0.54 亿元，亏幅有所收窄。

图4：2019-2024H1 公司营业总收入情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：2019-2024H1 公司净利润及扣非后归母净利润情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2024 年上半年公司经调整后利润为 4768 万元，同比扭亏为盈。2024 年 H1 公司净亏损为 8.20 亿元，剔除可转换可赎回优先股的公允价值变动（7.80 亿元）以及上市开支和以股份为基础的薪酬开支后，公司报告期内经调整后实现 4768 万元净利润，同比 2023H1 的亏损 2416 万元实现显著好转。

表3：2024H1 公司实现经调整后利润转正

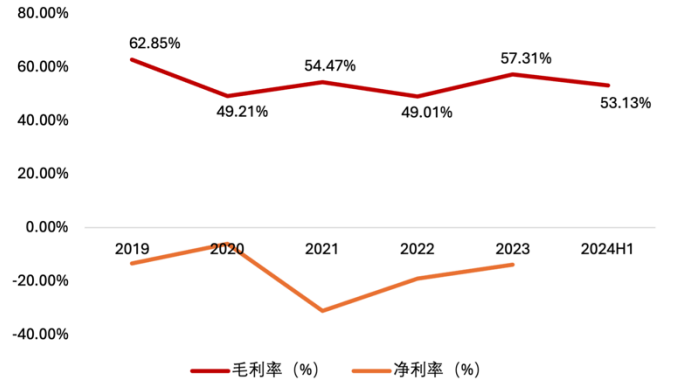
会计科目	2024H1（人民币千元）	2023H1（人民币千元）
期内净亏损	（820,178）	（67,674）
加：		
可转换可赎回优先股的公允价值变动	780,539	26,667
上市开支	20,260	12,662
以股份为基础的薪酬开支	67,060	9.1
总计	**47,681**	**(24,156)**

资料来源：公司财报，浙商证券研究所

公司毛利率维持稳定，费用率呈现优化趋势。2023 年公司毛利率、净利率分别为 57.31%、-13.75%，同比分别 8.30pct、5.19pct，2024 年上半年公司整体毛利率为 53.13%，毛利率水平保持稳定。

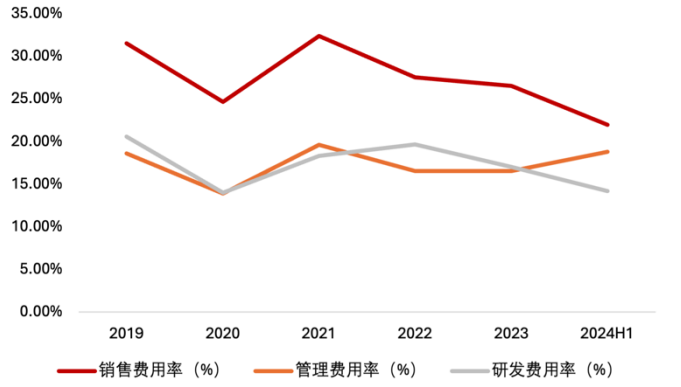
从费用率情况看，2023 年公司销售、管理、研发费用率分别为 26.52%、16.55%、17.04%，同比分别下降 1.04pct、提升 0.02pct、下降 2.61pct，整体经营效率持续优化。2024 年上半年，公司销售、管理、研发费用率分别为 21.99%、18.81%和 14.20%。

图6：2019-2024H1 公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

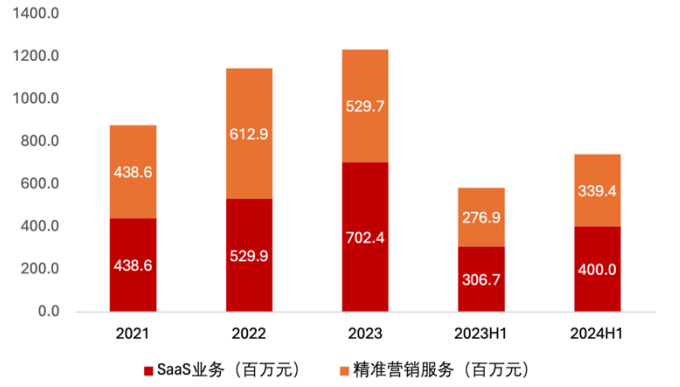
图7：2019-2024H1 公司费用率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

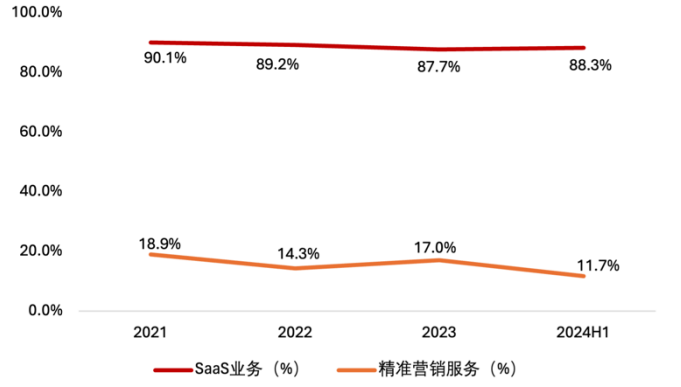
公司 SaaS 业务保持快速增长态势，毛利率接近 90%。公司主营业务分为 SaaS 业务和精准营销服务，2024 年上半年公司两项业务分别实现营收 4.00、3.39 亿元，同比分别增长 30.4%、22.6%，2021 年以来公司 SaaS 业务保持快速增长。分业务看，公司 SaaS 业务近年来维持近 9 成的毛利率，2024 年上半年业务毛利率达 88.3%，同比提升 1.2pct。

图8：2021-2024H1 公司分业务营收情况



资料来源：公司招股说明书、公司财报，浙商证券研究所

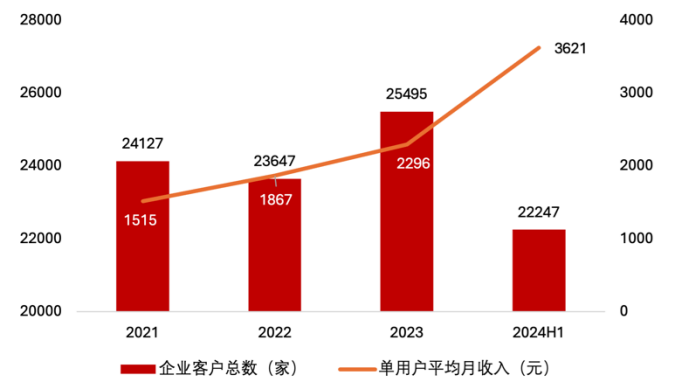
图9：2021-2024H1 公司分业务毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、公司财报，浙商证券研究所

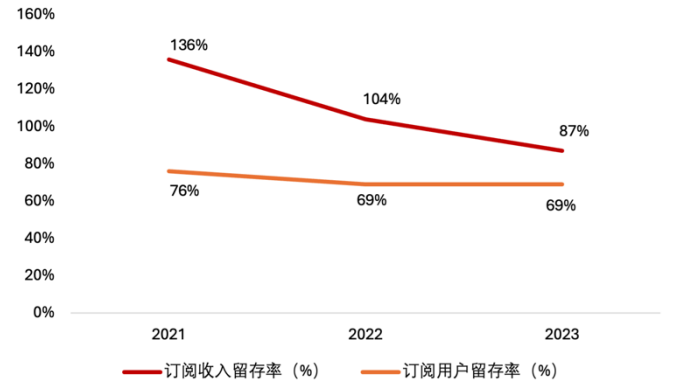
公司客户数及客均月收入整体保持增长态势，良好留存情况奠定公司长期成长基础。2024 年上半年，公司 SaaS 业务客户数达到 22247 家，同比增长 13.1%，客均月收入达到 3621 元，同比增长 16.5%，公司 SaaS 业务整体保持客户数及客均收入双轮增长的趋势。从留存情况看，公司 2023 年订阅收入和订阅用户留存率分别为 87%和 69%，未来随着产品矩阵完善和 AI 应用结合带来和核心竞争力提升，有望推动下游企业用户粘性持续提升。

图10：2021-2024H1 公司 SaaS 业务客户数及客均月收入情况



资料来源：公司招股说明书、公司财报，浙商证券研究所

图11：2021-2023 年公司 SaaS 业务客户留存情况



资料来源：公司招股说明书、公司财报，浙商证券研究所

1.4 上市募集资金用于产品技术升级，公司销售网络有望持续完善

公司于香港联交所成功上市，净募集 1.81 亿港元用户产品技术升级以及销售网络扩大等领域。2024 年 5 月 16 日，公司在香港联交所成功上市，首次公开发售所得款项净额（经扣除包销费用及其他相关开支）约为 181.1 百万港元，公司拟投向提升平台能力、丰富云产品组合、改进人工智 能等技术、扩大销售网络、战略投资及收购等用途。

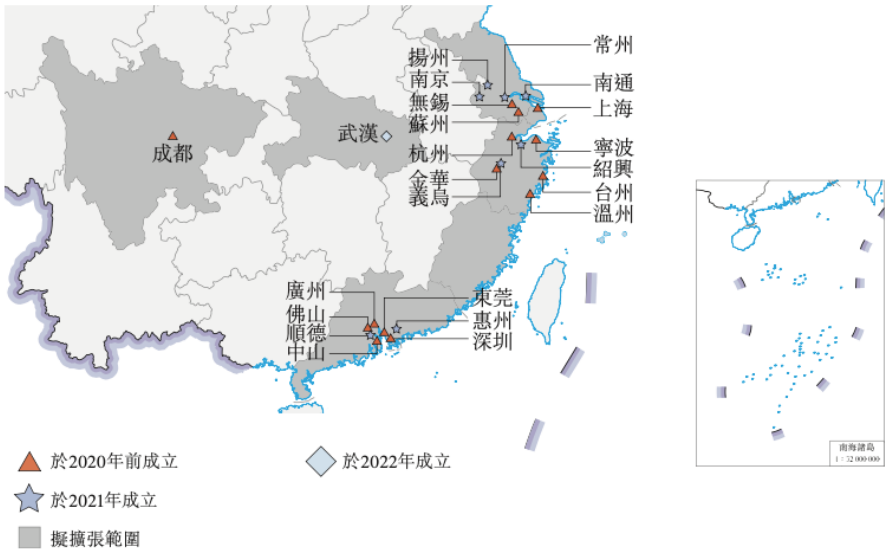
表4：公司 IPO 募集资金用途

项目序号	款项拟定用途	全球发售所得款项净额（百万港元）
1	提升公司 Marketingforce 平台及基于云的产品组合	36.2
2	改进公司相关技能，包括人工智能、大数据分析及云计算	54.3
3	扩大公司销售网络、提升客户成功体系及提高品牌影响力	54.3
4	达成战略投资及收购，提升公司 Marketingforce 平台，丰富公司产品组合并提升现有产品功能	27.2
5	营运资金及一般公司用途	9.1
	总计	**181.1**

资料来源：公司财报，浙商证券研究所

公司 SaaS 业务销售模式以直销为主，未来有望持续渠道建设。2023 年公司 SaaS 产品营收中，直销占比达 93%，渠道占 7%。截至 2023 年末，公司已在国内上海、深圳、广州等 23 个城市建立直销办事处，未来公司有望持续扩充直销团队。同时，公司持续扩充非直销城市的渠道合作伙伴体系，2024H1 公司通过渠道合作伙伴产生的收入同比 2023H1 增长 145.8%。

图12：公司 SaaS 业务销售网络（截至 2023 年底）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

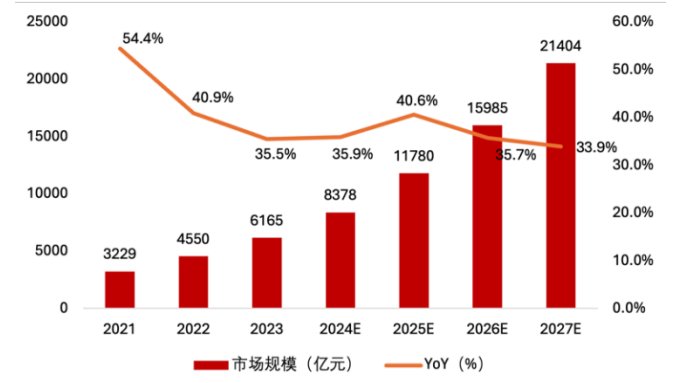
2 我国企业 SaaS 市场加速成长，中小企业智能化市场超万亿

2.1 政策推动下 SaaS 市场有望受益云计算浪潮打开空间

我国云计算市场有望保持快速成长，未来增长潜力巨大。根据中国信通院数据，2023 年我国云计算市场规模达到 6165 亿元，同比增长 35.5%。其中，2023 年公有云和私有云市场规模分别达到 4562 亿元和 1563 亿元，同比分别增长 40.1%和 20.8%，并预计到 2027 年我国云计算市场规模将达到 2.14 万亿元。

我国公有云市场有望保持快速增长趋势。近年来，随着企业用户对云服务认知提升，网络建设运营成本更为低廉的公有云服务市场应用率不断提升，促使全国公有云市场仍保持较高增速增长。根据智研咨询数据，2022 年我国公有云市场总规模达到 3256 亿元，同比增长 49.3%，其中 IaaS、PaaS、SaaS 市场规模分别为 2246.6 亿元、227.9 亿元和 781.4 亿元。

图13：2021-2027E 中国云计算市场规模预测



资料来源：中国信通院，浙商证券研究所

图14：2016-2022 年我国公有云市场份额变化

资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

“十四五”以来，我国云计算行业发展持续受到各级政府的高度重视和国家产业政策重点支持，产业发展政策环境不断优化。国家政策层面先后在《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》中提出要加快超大规模分布式存储、弹性计算、虚拟隔离等技术研发、在《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》中提出要加强数字社会、数字政府建设，发展普惠性“上云用数赋智”。近年来随着我国云计算相关技术及产品发展不断完善，国家政策支持重点逐步**从“推动云计算技术研发”过渡至“进一步拓展云服务应用领域，助力企业上云”。**

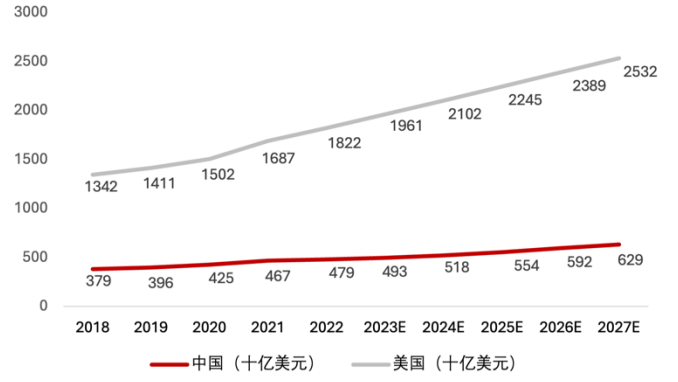
表5： 我国云计算相关产业政策

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2021.11	工信部	《“十四五“软件和信息技术服务业发展规划》	加快超大规模分布式存储、弹性计算、虚拟隔离、异构资源调度等技术研发，加速云操作系统迭代升级，布局下一代云计算软件体系。鼓励企业构建高性能云平台，优化公有云、行业专有云、区域混合云平台布局。提升云安全水平和智能云服务能力。
2022.6	国务院	《关于加强数字政府建设的指导意见》	强化政务云平台支撑能力。依托全国一体化政务大数据体系，统筹整合现有资源，构建全国一体化政务云平台体系，实现政务云资源统筹建设、互联互通、集约共享。国务院各部门政务云纳入全国一体化政务云平台体系统筹管理。各地区按照省级统筹原则开展政务云建设，集约提供政务云服务。探索建立政务云资源统一调度机制，加强一体化政务云平台资源管理和调度。
2022.12	国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》	推动人工智能、云计算等广泛、深度应用，促进“云、网、端”资源要素相互融合、智能配置。加强数字社会、数字政府建设，发展普惠性“上云用数赋智”，不断提升数字化治理水平。
2023.4	工信部、中央网信办、国家发改委等八部门	《关于推动 IPv6 技术演进和应用创新发展的实施意见》	支持数据中心、云服务和内容分发网络企业，基于分段路由、智能无损、自动管控和应用感知网络等“IPv6+”技术开展网络基础架构升级，推动新建互联网数据中心和行业数据中心具备 IPv6 单栈部署能力。
2023.11	工信部	《工业和信息化部关于健全中小企业公共服务体系的指导意见》	提出要充分运用云计算等技术，建立贯通国家、省、市、县各级中小企业公共服务机构的全国中小企业服务“一张网”。
2023.12	工信部等八部门	《关于加快传统制造业转型升级的指导意见》	提出加快云计算等信息技术与制造全过程、全要素深度融合。
2024.1	工信部	《云计算综合标准化体系建设指南》	明确优先制定云计算创新技术产品、新型服务应用和重要缺失领域的关键标准。

资料来源：各政府官网，浙商证券研究所

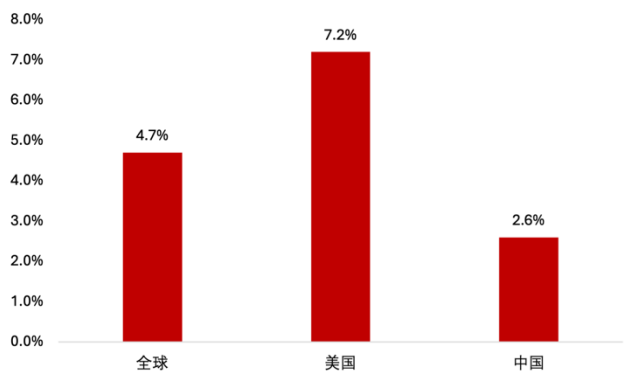
中国 IT 支出水平相较于美国存在较大提升空间，未来有望持续提升。沙利文数据统计显示，2022 年美国 IT 总支出约为 18,220 亿美元，而中国仅有 4,790 亿美元，IT 投入规模仅有美国的 26.29%。同时，2022 年美国 IT 总支出规模占美国 GDP 的比例为 7.2%，而我国仅有 2.6%，显著低于全球平均水平（4.7%），我国 IT 支出规模存在较大提升空间。

图15： 2018-2027E 中国及美国 IT 支出情况对比



资料来源：沙利文，浙商证券研究所

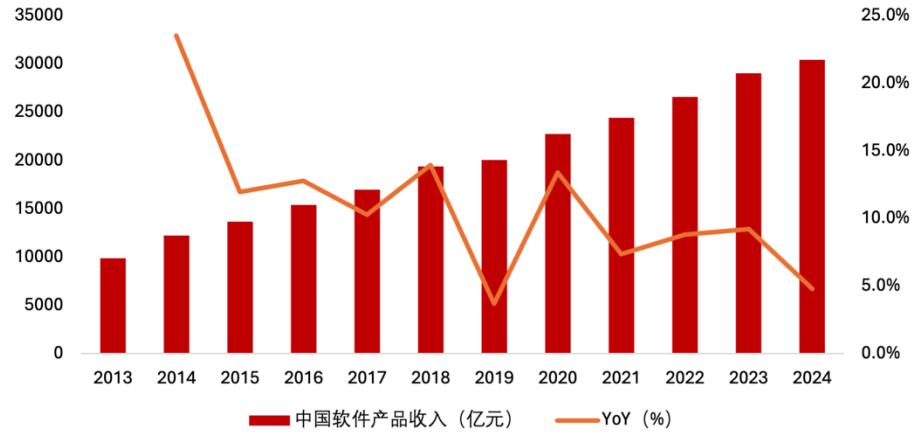
图16： 2022 年中国及美国 IT 支出占 GDP 比例情况



资料来源：沙利文，浙商证券研究所

我国软件产品收入持续增长，企业采购意愿有望持续提升。2024 年我国软件产品收入规模达到 3.04 万亿元，同比增长 4.8%，2019-2024 年 CAGR 约为 8.67%，整体保持稳健增长态势。未来随着下游企业数字化、智能化需求提升，叠加 AI 结合行业应用的加速渗透，我国整体软件产品市场规模有望持续增长。

图17：2013-2024 年我国软件产品收入规模

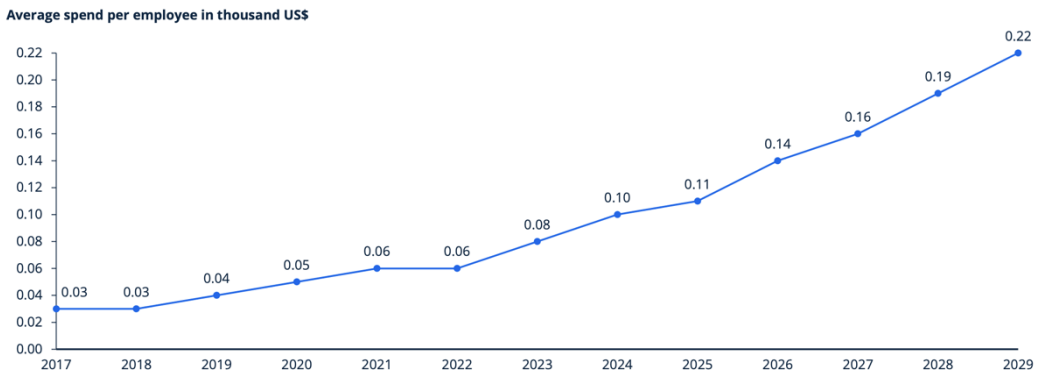


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 趋势一：国内企业 SaaS 支出意愿仍有大幅提升空间

预计至 2029 年全球企业人均 SaaS 费用支出将达到 220 美元。根据 Statista 数据统计，2023 年全球企业人均 SaaS 开支约为 80 美元，并预期至 2029 年将增长至 220 美元，企业人均 SaaS 有望持续提升，拉动市场空间保持增长。

图18：2017-2029 年企业人均 SaaS 费用预测



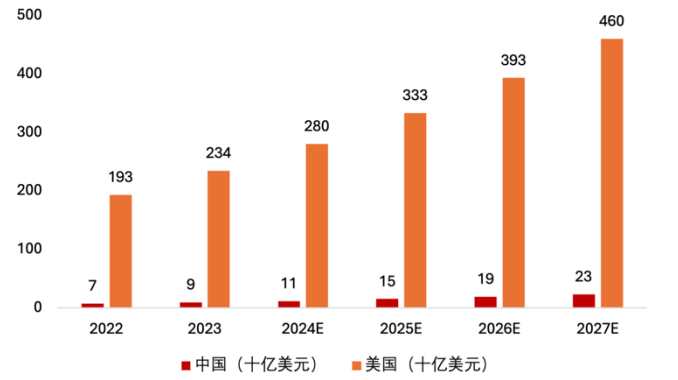
资料来源：Statista，浙商证券研究所

我国 SaaS 市场规模较美国差距较大，未来有望保持快速增长。沙利文数据显示，2023 年我国 SaaS 市场规模约为 90 亿美元，而美国 SaaS 市场规模达到 2340 亿美元。从未来增长看，预计至 2027 年中国、美国 SaaS 市场规模将分别达到 230 亿和 4600 亿美元，

2022-2027 年中国和美国市场规模 CAGR 分别为 26.86%和 18.97%，我国 SaaS 市场有望保持快速增长态势。

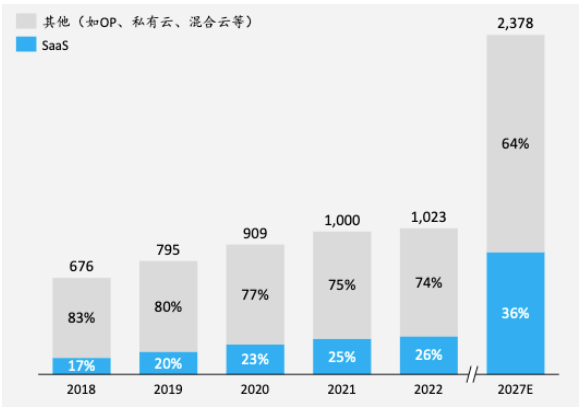
To B 端，我国企业管理应用市场规模及 SaaS 占比均有望持续增长。根据沙利文数据，2022 年我国企业管理应用市场规模为 1023 亿元人民币，其中 SaaS 市场规模 266 亿元，占比为 26%，预计至 2027 年 SaaS 占整体企业管理应用市场规模将达到 36%，2022-2027 年企业管理应用 SaaS 市场的 CAGR 将达到 26.3%，高于其他部署模式下的 15.0%。

图19： 2022-2027E 中国及美国 SaaS 市场规模对比



资料来源：沙利文，浙商证券研究所

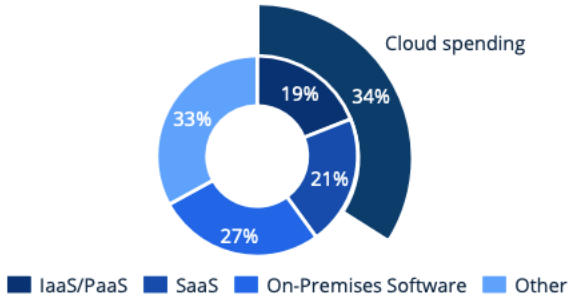
图20： 中国企业管理应用市场规模（亿人民币）



资料来源：沙利文，浙商证券研究所

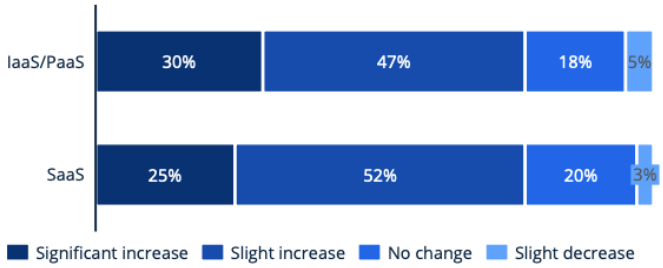
企业 IT 支出预算中 SaaS 占比仅有 21%，云计算相关支出占比未来有望持续提升。根据 Statista 统计数据，2023 年企业整体 IT 支出中，IaaS/PaaS 和 SaaS 占比分别为 19%和 21%，其余 60%为买断式软件和 IT 外包等其他服务。而针对未来 IT 支出意愿的统计结果显示，**77%的企业用户计划增加 SaaS 软件采购的预算占比，并有 25%的企业用户计划大幅增加（Significant Increase）SaaS 采购预算。**

图21： 2023 年企业 IT 支出投资结构分布



资料来源：Statista，浙商证券研究所

图22： 企业云计算领域 IT 支出意愿分布结构

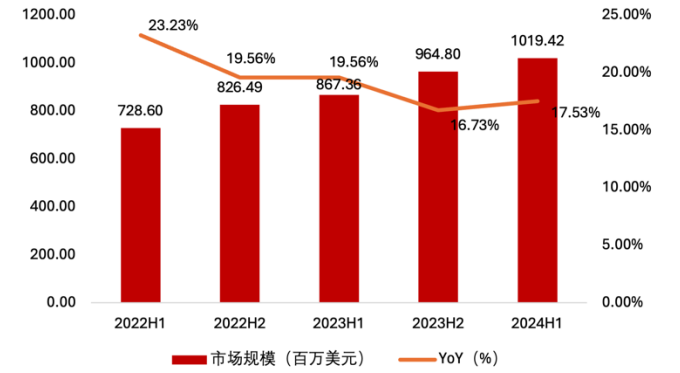


资料来源：Statista，浙商证券研究所

我国 CRM、SFA SaaS 市场规模保持持续增长，市场潜力巨大。IDC 数据显示，2024 年上半年我国客户关系管理（CRM）SaaS 市场规模达到 10.19 亿美元，同比增长 17.53%。整体来看，CRM SaaS 市场增速数据较前几年虽有所减缓，但在经济增速整体放缓的大背景下，考虑到全球经济环境的不确定性等因素，中国 CRM SaaS 市场规模依旧逆势实现稳健增长。

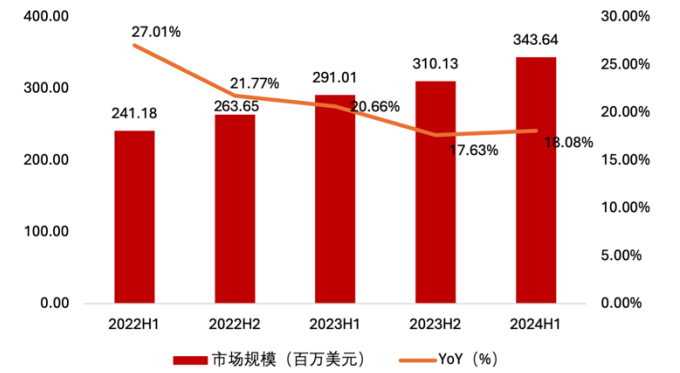
2024 年上半年，我国销售自动化（SFA）SaaS 市场规模约为 3.44 亿美元，同比增长 18.08%，SFA SaaS 作为 CRM SaaS 的重要组成部分，其市场表现不仅反映了企业对销售流程优化和效率提升的持续需求，也进一步验证了数字化转型在推动企业业务发展中的关键作用。

图23： 2022H1-2024H1 我国 CRM SaaS 市场规模



资料来源：IDC，浙商证券研究所

图24： 2022H1-2024H1 我国 SFA SaaS 市场规模



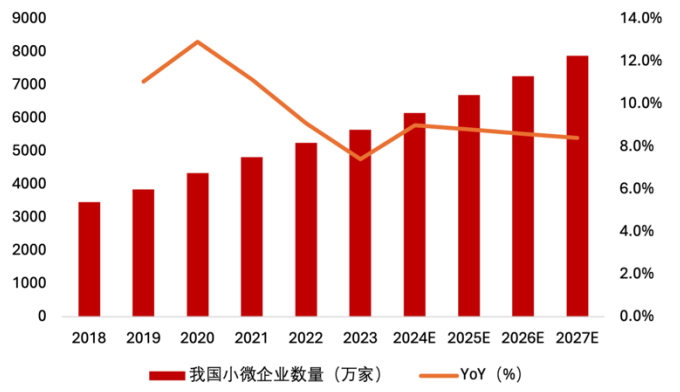
资料来源：IDC，浙商证券研究所

2.3 趋势二：关注中小微企业数智化 SaaS 万亿市场空间

我国小微企业超 5000 万家，客户管理、销售管理等软件渗透率仍处于较低水平。根据沙利文数据，截至 2022 年底我国小微企业数量达到 5256 万家，并预计至 2027 年达到 7881 万家，2022-2027 年 CAGR 约为 8.4%，保持稳健增长态势，小微企业已成为我国国民经济重要的组成部分和主要增长引擎之一。

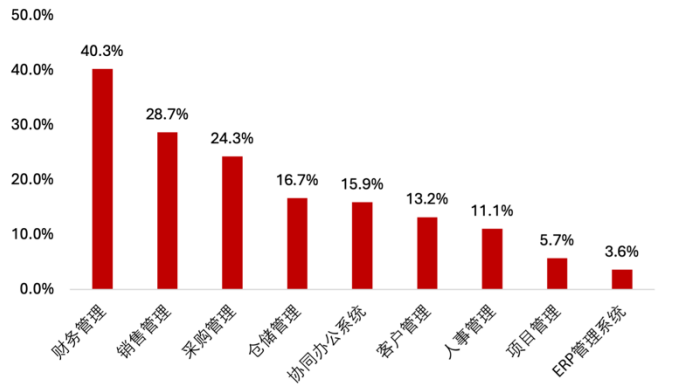
从不同细分类型的企业管理软件使用情况看，我国小微企业渗透率仍然处于较低水平。目前在我国约 40.3%的小微企业已使用财务管理软件，渗透率高于其它类型的企业管理软件，而销售管理、客户管理、项目管理的细分软件在小微企业中的渗透率分别仅有 28.7%、13.2%和 5.7%，渗透率有较大提升空间。

图25： 2018-2027 年我国小微企业数量趋势



资料来源：沙利文，浙商证券研究所

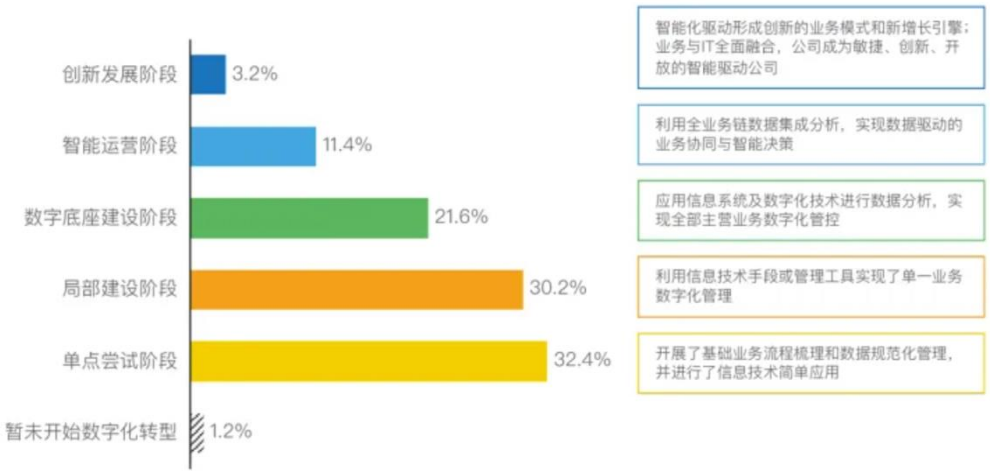
图26： 我国小微企业不同类型管理软件使用情况



资料来源：沙利文，浙商证券研究所

企业智能化发展大势所趋，我国中小企业数字化转型意愿积极。联想及 36 氪研究院《中国中小企业数字化转型报告 2024》显示，我国超六成中小企业仍处于转型早期阶段，其中处于单点尝试阶段（开展基础业务流程梳理和数据规范化管理，并进行了信息技术简单应用）和局部建设阶段（利用信息技术手段或管理工具实现了单一业务数字化管理）的企业占比分别为 32.4%和 30.2%。同时，**在 2024 年超过 80%的中小企业计划增加或至少维持 2023 年的资金投入水平**，我国中小企业数字化、智能化转型已在路上。

图27：我国中小企业数字化转型阶段分布



资料来源：联想、36 氪研究院《中国中小企业数字化转型报告 2024》，浙商证券研究所

我国小微企业管理软件市场潜在空间超万亿，迈富时有望深度受益下游行业需求增长。我们参考公司及国内中小企业 CRM SaaS 定价，若小微企业平均每年在企业管理软件领域的支出为 2 万元，参考 2023 年我国 5645 万家企业数，**则合计小微企业管理软件市场规模可达 1.1 万亿元，空间广阔。**

3 AI 大模型商业化加速，B 端企业应用成为前沿阵地

3.1 B 端 AI 大模型应用加速渗透，企业支出意愿不断成长

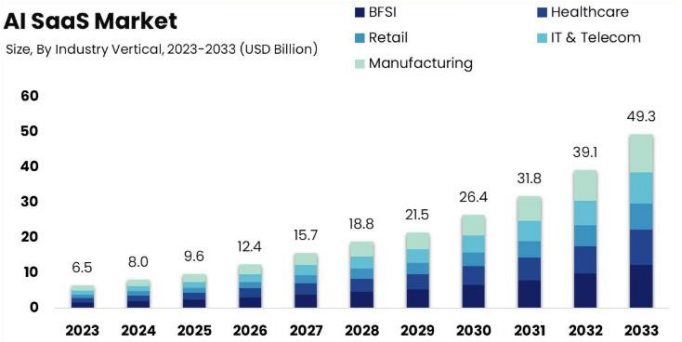
随着生成式 AI 与各行业应用的深度整合，至 2028 年全球 AI 支出规模有望突破 6000 亿美元，其中生成式 AI 将贡献主要增量。根据 IDC 预测，全球 AI 支出规模将从 2024 年 2350 亿美元增长至 2028 年的 6320 亿美元，CAGR 约为 28%。分领域看，生成式 AI 支出规模增速将显著快于其他 AI 技术，IDC 预计**全球生成式 AI 支出规模将从 2024 年的 405 亿美元快速增长至 2028 年的 2020 亿美元，CAGR 达到 59%**，而同期的其他 AI 技术支出 CAGR 约为 22%。

B 端 AI 商业化有望推动 AI SaaS 市场规模保持快速增长。根据 Market Research 数据，2023 年全球 AI SaaS 市场规模约为 65 亿美元，并预计至 2033 年市场规模将增长至 493 亿美元，2024~2033 年 CAGR 有望达到 23.1%。

图28： 全球人工智能支出预测（单位：十亿美元）

资料来源：IDC，浙商证券研究所

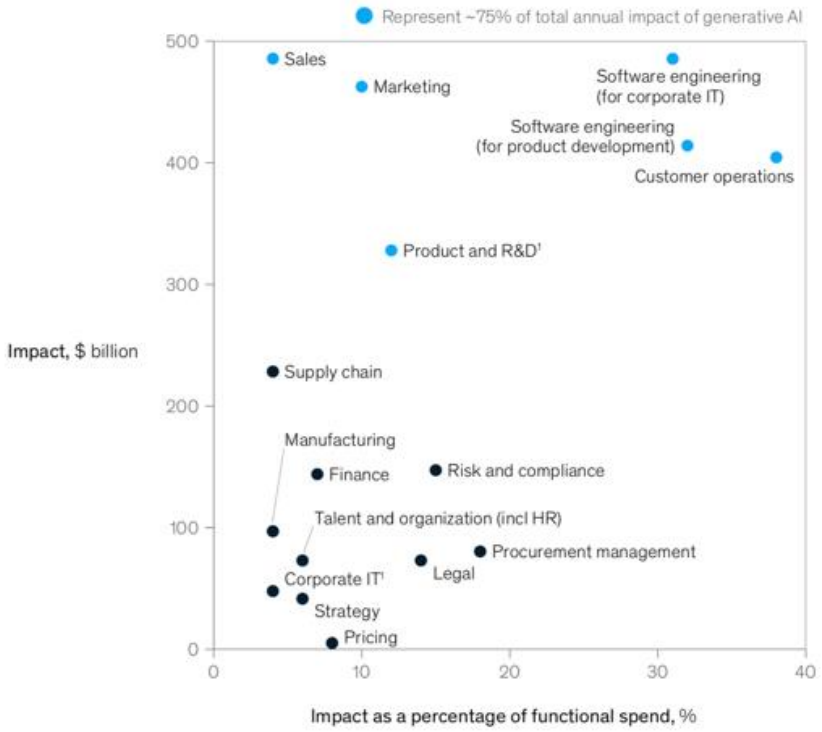
图29： 2023-2033 年全球 AI SaaS 市场规模预测



资料来源：MarketResearch，浙商证券研究所

从细分业务场景的投入看，生成式人工智能有望在软件开发、销售等环节实现大规模部署。麦肯锡研究报告指出，在客户运营、市场营销和销售以及软件工程和研发领域，生成式人工智能的投入可能占到功能成本（Functional Cost）的 75%以上，投入规模可达 4000 亿美元以上，另外企业在供应链管理、产品研发、风控合规、金融法律等领域均有望大规模部署 AIGC 应用。

图30： 生成式 AI 投入在企业不同领域占比及规模预测



资料来源：McKinsey Research，浙商证券研究所

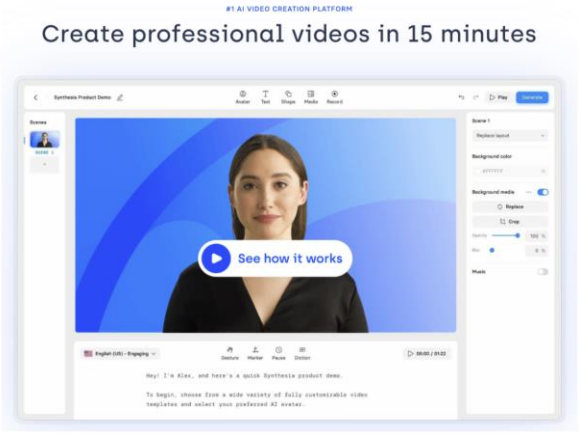
3.2 AIGC 已深入到营销内容制作环节，国内对应市场规模超千亿

以海外 Synthesia 厂商为例，基于 AIGC 的视频生成功能可面向企业客户，满足产品演示、使用说明、公司理念、内部培训等场景需求。Synthesia 创立于 2017 年，关注数字人技术研究和产品落地。公司早期以 API 方式为用户提供技术支持，2020 年 Synthesia 推出了 SaaS 产品 Synthesia STUDIO，旨在让用户可以像制作 PPT 一样制作视频。

Synthesia STUDIO 的使用非常简单，用户只需要在提供的模板中选择适合视频主题的模板和数字人形象(AI Avatar)、输入每一个画面对应的文案后，就可以一键生成一段视频由数字人作为演讲者的视频，视频生成后，用户还可以在平台上对视频进行深度编辑，例如修改画面中的文字和对应格式、插入产品展示图片或视频动画等。

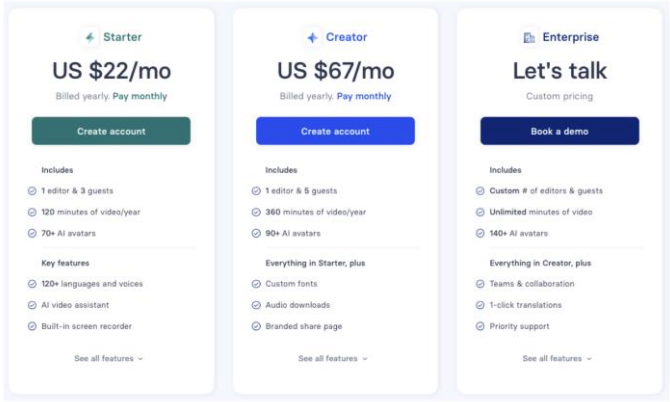
Synthesia 目前分为个人、创作者和企业三个版本的产品。年费方案下个人用户的收费为 22 美元/月(合每年 264 美元)，个人方案每月只支持 10 分钟的视频制作。创作者用户的收费为 67 美元/月(合每年 804 美元)，创作者方案每月支持 30 分钟的视频制作。针对企业用户，Synthesia 则根据公司需求设定定制化的收费方案，费用主要与使用者数量相关。

图31：Synthesia:可基于文本内容生成专业视频



资料来源：Synthesia 官网，浙商证券研究所

图32：2023-2033 年全球 AI SaaS 市场规模预测

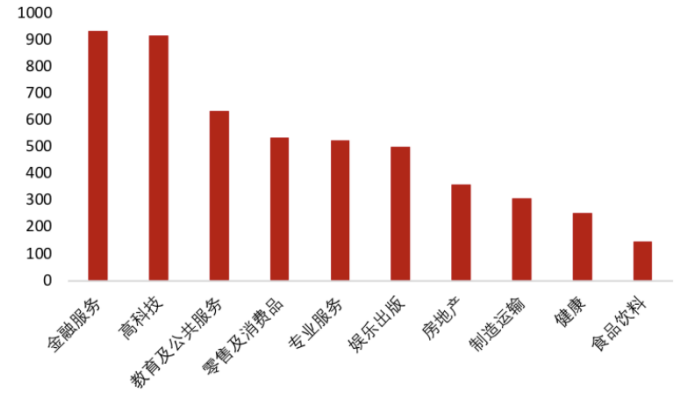


资料来源：Synthesia 官网，浙商证券研究所

Synthesia 对客户的价值在于大幅降低视频内容生产成本，使其能够充分利用视频提高内容传播效果。从生产成本角度看，Synthesia 平台操作简便，无需专业视频编辑技能，可以在原视频上修改、实时更新内容，减少重复工作，从 PPT 到创建微视频只需要约 3~4 个核心创造者，一周左右的时间就可以完成，比传统视频制作流程节省 50%~60% 的成本。

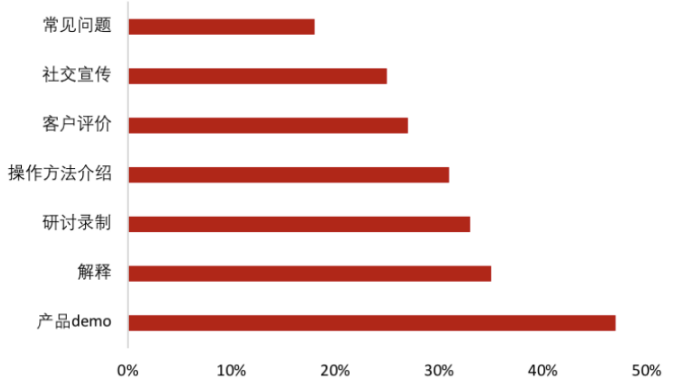
AI 图片及视频生成可满足企业在多个场景下的营销宣传需求，AIGC 有望在企业营销场景下创造可观市场空间。海外企业视频营销公司 Vidyard 统计结果显示，基于 2023 年 177.8 万条企业视频，发现金融服务和高科技行业平均单企业生成视频数量位居前两位，分别达到 934 条和 917 条，有五个行业的企业用户年度生成视频数量超过 500 条。从企业视频应用场景看，相当比例的企业将视频营销应用于产品 Demo（47%）、名词解释（35%）、活动回放（33%）、操作方法介绍（31%）等场景。

图33：2023 年企业平均发布视频数量-按行业分（单位：条）



资料来源：Vidyard，浙商证券研究所

图34：2023 年企业视频应用场景情况（单位：%）



资料来源：Vidyard，浙商证券研究所

经测算，我国中小企业 AI 营销视频内容市场规模可超 2000 亿元。我们参考 Synthesia 个人方案中的视频生成单价（22 美元/月，每月支持 10 分钟视频制作，合 2.2 美元/分钟），参考 Vidyard 统计数据，假定我国每家中小企业每年需要生成 500 条企业营销宣传视频，平均单条视频长 60s，则在 AI 生成视频单价为每分钟 5/10/15 元的假设下，国内中小企业 AI 视频营销内容市场规模可达 1,411.25/2,822.50/4,233.8 亿元。

表6：AI 生成企业营销视频内容潜在市场空间测算（中小企业）

指标		计算过程	
小微企业数（万家）		5,645	
平均单企业年生成视频数（条）		500	
假设单条视频时长（s）		60	
AI 生成视频单价	5 元/min	10 元/min	15 元/min
潜在市场规模（亿元）	1,411.25	2,822.50	4,233.8

资料来源：Vidyard、Synthesia 官网，浙商证券研究所

3.3 Agent+客服应用已有成效，有望重塑销售行业商业模式

海外龙头厂商领衔，垂类 SaaS 公司积极布局 AI Agent 在销售、客服领域的应用落地。2024 年 10 月，微软在 Dynamics 365 平台中集成 10 个自主 AI Agent，可帮助企业自动执行客服、销售、财务、仓储等业务，有望开创全新的智能自动化工作模式。这些 AI Agent 支持 OpenAI 的 o1 模型并具备自主学习能力，可以自动执行跨平台的超复杂业务，能节省大量时间和运营成本。

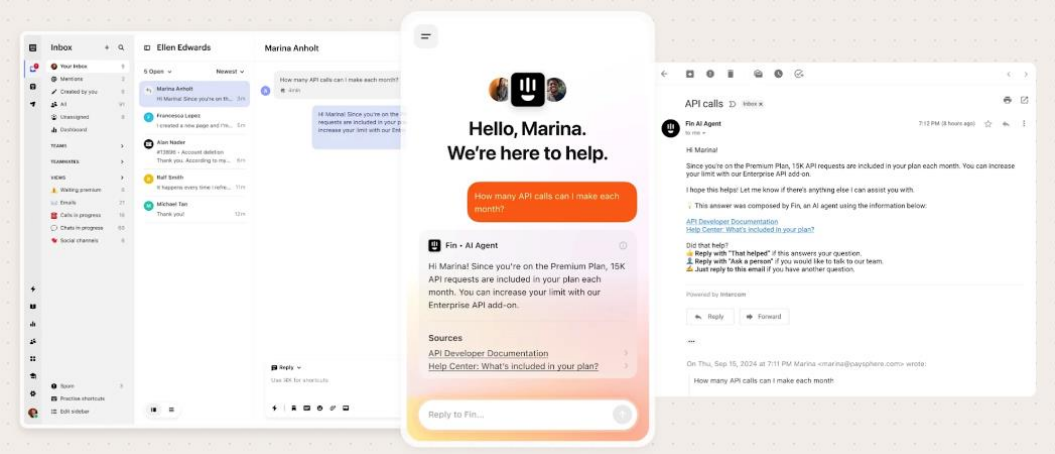
表7： 微软 Dynamics 365 集成 10 个 AI Agent 应用

领域	Agent 智能体	功能及核心亮点
销售	销售资格认定（Sales Qualification）	帮助销售人员筛选和优先处理潜在客户，腾出时间专注于更有价值的活动；
	销售订单（Sales Order）	自动化订单输入流程，从录入到确认，并与客户交互，获得客户偏好；
运营	供应商沟通（Supplier Communication）	自动管理与供应商的协作，确认订单交付，并预警潜在的延迟；
	财务对账（Financial Reconciliation）	帮助财务团队准备和清理数据集，简化和减少财务期末流程所需的时间；
	账户对账（Account Reconciliation）	自动匹配和清除总账和明细账之间的交易，加快财务结算流程；
	时间和费用（Time and Expense）	自动管理时间录入、费用跟踪和审批流程，确保项目按时完成并控制预算；
客服	客户意图（Customer Intent）	从客户对话中持续发现新的意图，并将问题和解决方案映射到知识库中，提升自助服务的效率；
	客户知识管理（Customer Knowledge Management）	通过分析案例记录、对话记录和摘要，确保支持库文章保持最新；
	案例管理（Case Management）	自动执行案例生命周期中的关键任务，例如创建、解决、跟进和关闭案例、减少客户人员的工作量；
	调度运营（Scheduling Operation）	为技术人员提供优化的日程安排，并根据实际情况（例如交通延误、重复预订或临时取消）进行调整；

资料来源：微软官方网站，浙商证券研究所

创业公司中，Intercom 推出的 AI Agent Fin2，针对成功响应的对话次数进行收费。Intercom 公司提供完整的客户服务解决方案，向 B 端企业提供跨自动化和人工服务的客户体验，旨在通过 AI 赋能减少客户对话中的人工干预，从而提升客户满意度和业务成功率。**Intercom 公司推出的 AI Fin Agent 可学习公司和产品的相关信息，并利用所有知识生成准确答案，向每一位客户提供个性化服务并快速调整以满足差异化需求。**

图35： Intercom 推出 AI Agent 应用 Fin Agent



资料来源：Intercom 官网，浙商证券研究所

Intercom 的 AI-First 客户服务平台由单一连接系统提供支持，企业可以集中管理所有内容和数据。在 AI Agent 应用加持下平台可实现自我迭代，企业解决的问题越多，系统就会越智能，Fin 提供的服务质量就越高。

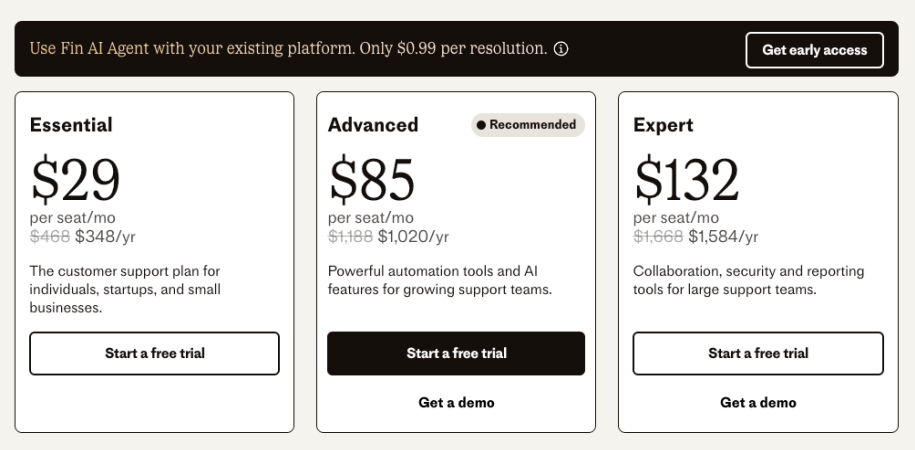
表8：Intercom AI Agent Fin2 功能及亮点梳理（部分）

环节	功能	核心亮点
知识管理	多源答案响应	使用来自多个知识源的最相关的信息构建答案，从而可以创建更全面的响应，并增强其解决复杂问题的能力。
	知识中心	通过知识中心，在一个集中位置控制、更新和维护 Fin 学习的所有知识来源，Fin 可以即时从各种公共和私人知识源中学习。
客户响应	自定义语调	企业可选择 Fin 的回答长度（从简洁到详尽）和风格（专业、友好、幽默等）。
	多语种支持	可自动检测并响应 45 种语言的问题。
	个性化答案	Fin 可以从外部系统检索客户信息，以便个性化每个客户体验，提供与客户帐户、购买、订阅等相关的信息。
	模板选择	使用 Stripe、Shopify、Statuspage 等模板将 Fin 连接到用户使用的数据源（无需代码）。AI 生成的模板可帮助确定首先要设置的最有价值的操作。
	内容定位	Fin 可以根据客户的计划、位置、品牌等向客户提供内容。企业可以指定哪些内容与特定客户群相关，以确保他们只收到相关的答案。
	邮件管理	Fin 通过电子邮件提供即时支持，确保过滤掉网络钓鱼、垃圾邮件和其他威胁。Fin 专门针对电子邮件渠道构建每个答案。
报告洞察	报告生成	AI Agent 可智能生成详细的报告，向企业提供人力及 AI 支持的概览，了解组织的整体运行状况。
	对话质量	快速识别整个支持操作中质量较差的环节，以确定需要改进内容或调优 Agent 的环节。
	问题见解	AI Agent 可针对报告中未解决的问题提出见解及建议。
	报告定制	用户可使用新的图表样式、拖放图表构建和图表挖掘来构建个性化的绩效和质量报告，以更深入地了解业务进展。

资料来源：Intercom 官网，浙商证券研究所

Intercom AI Agent 应用针对成功解决问题的会话按量收费。Intercom 基础服务的收费模式为订阅制，Essential/Advanced/Expert 版本的订阅费分别为每年 348/1020/1584 美元，**而 Fin AI Agent 功能仅在成功解决客户问题后才收费，单次收费为 0.99 美元，**公司定义为如果在对话中听到最后一个 AI 答案或自定义答案后，客户确认提供的答案令人满意或退出对话而未请求进一步帮助，则视为问题解决。

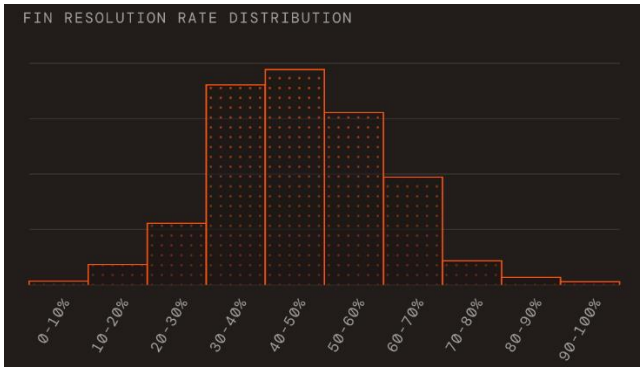
图36：Intercom 收费模式



资料来源：Intercom 官网，浙商证券研究所

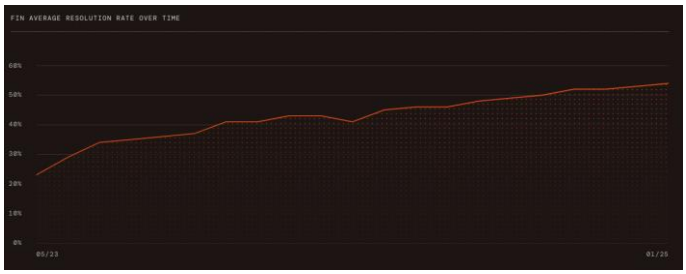
数据积累及 Agent 迭代下，AI 客服成功率持续提升。Intercom 客户统计显示，目前 26.8%的企业客户认为 Fin2 Agent 应用可成功解决约 40-50%的客户问题，35.4%的企业客户认为 AI Agent 客服的响应成功率在 50%以上，Agent 客服的解答成功率从 24 年 5 月份刚推出时的 23%已提升至 1 月份的 54%，并且保持持续增长态势。

图37： Intercom Fin Agent 服务成功率（基于客户统计）



资料来源：Intercom 官网，浙商证券研究所

图38： Intercom Fin Agent 响应成功率持续提升



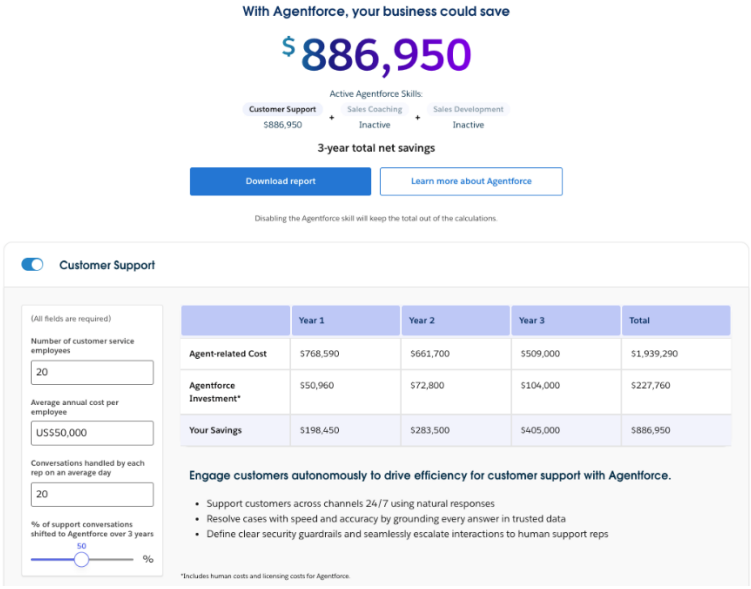
资料来源：Intercom 官网，浙商证券研究所

3.4 对标海外，CRM & Hubspot 引领 AIGC 在销售、营销行业应用落地

3.4.1 Salesforce：AgentForce 打造企业数字员工赋能客户降本增效

2024 年 9 月，全球 CRM 龙头厂商 Salesforce 推出 AI 智能体应用 AgentForce。AgentForce 可在客户服务、市场营销以及业务分析等场景下，迅速理解并执行复杂指令，帮助企业用户节省大量时间，其核心算法能够在实时环境中快速分析并处理复杂数据，并与现有的企业应用无缝集成，支持多种工作流进而简化业务流程。

图39： AgentForce Service Agent 可大幅降低企业部署成本



资料来源：Salesforce 官网，浙商证券研究所

根据 Salesforce 官方测算，其应用于智能客服的 AgentForce Service Agent 可大幅节约企业运营成本。Salesforce AI Agent 按对话次数进行收费，单次收费为 2 美元。根据 Salesforce 官网数据，若考虑基于一家企业需要 20 名客服人员（人均劳动力成本为每年 5 万美元），平均每人每天响应 20 次客服需求。若使用 AgentForce 在三年内用 AI Agent 替代 50%的人工客户，则合计可为企业节约超 88 万美元的运营成本。

2024 年 12 月 18 日，Salesforce Agent 2.0 大会举行，公司发布 AgentForce 2.0 产品。Agentforce 2.0 通过 AI 代理为企业的各个部门提供支持，无论是销售、服务、营销还是 IT、财务，都能找到合适的 AI 代理来协助工作。这些 AI 代理可以使用预构建的技能库进行快速组装，并可以跨任何系统或工作流程采取行动，真正实现“即插即用”，快速部署。从第三方角度来看，这将大幅提升企业人效比并释放潜能，未来企业运营模式有望转变为管理“人类+AI 员工”的混合模式。

表9： AgentForce 2.0 核心功能

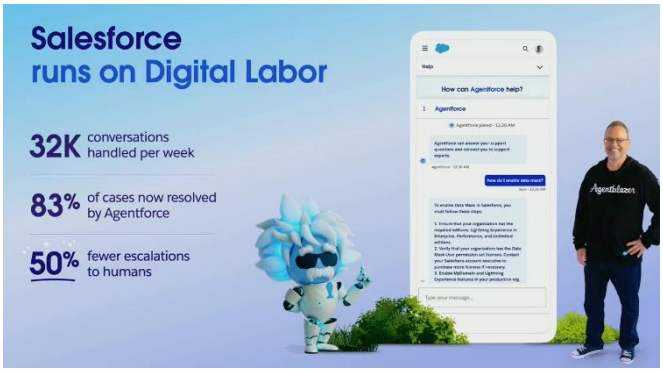
维度	核心功能	应用亮点
预构建技能库	CRM-销售	销售代理 (SDR) 可以**全天候与潜在客户互动、回答问题、处理异议并安排销售代表的会议**。
	CRM-服务	客服代理可以 **24/7 全天候解决客户查询**，自动执行常见任务，并将复杂问题无缝升级到人工座席，大幅提升客户满意度。
	CRM-营销	营销代理可以帮助**创建和优化营销活动**，生成营销简报、定位目标受众、创建内容及客户旅程。
	CRM-商务	个性化导购代理可以作为客户的私人导购，直接在电商网站或 WhatsApp 等消息应用中**提供个性化对话**，帮助购物者更快地找到产品并完成购买。
	MuleSoft 集成	通过 MuleSoft，Agentforce 2.0 可以**无缝连接到任何系统**，包括 SAP、Workday 等以及企业内部系统，**打破数据孤岛**，实现数据的自由流动。
	Tableau 技能	Agentforce 2.0 集成了 Tableau 的数据分析和可视化能力，用户可以用自然语言提问，Agentforce 2.0 会自动生成相应的图表和报告，辅助用户进行数据驱动的决策。
	第三方合作伙伴技能	Agentforce 2.0 拥有一个不断扩展的技能生态系统，众多第三方合作伙伴提供了丰富的技能，满足企业的个性化需求。
	智能技能推荐	Agentforce 2.0 具备强大的智能技能推荐功能，能够根据用户的工作需求，**自动推荐相关的技能**，
与 Slack 深度集成	无缝集成	用户可以将 Agentforce 轻松引入到任何 Slack 对话中，随时随地通过 @ 提及 Agentforce 代理来获取帮助，**无需切换应用**，真正实现无缝衔接。
	全新 Slack 操作	Agent Builder 支持创建丰富的 Slack 交互动作，用户可以利用这些操作让 Agent 自动化执行各种 Slack 任务，例如创建频道、发送消息、更新状态等等，进一步提升工作效率。
	企业级搜索	Agentforce 2.0 可以利用 Slack 丰富的对话数据，借助 Slack 的企业级搜索功能，**提升 Agent 的上下文理解能力**，让 Agent 能够更准确地理解用户的意图，提供更精准的回答和服务。
Atlas 推理引擎	高级推理能力	Atlas Reasoning Engine 可以轻松处理复杂的、多步骤的任务，例如，它可以根据客户的当前收入和风险偏好，推荐合适的投资工具。
	增强的 RAG 技术	Atlas Reasoning Engine 采用了**增强的 RAG（Retrieval-Augmented Generation）技术**，利用丰富的元数据，**大幅提升数据检索的准确性和相关性**。
	深度思考	Atlas Reasoning Engine 采用了独特的“agentic loop”机制，Agentforce 可以评估自己的回答，并循环访问各种工具和来源，以提供**可信的、有据可查的响应**。

资料来源：Salesforce 官方网站，浙商证券研究所

Salesforce 已在其官网中部署 Agentforce 以响应用户的查询需求。Salesforce 披露，目前其已在官网中部署数字员工，每周完成约 32,000 次对话（合每年 166.4 万次），并且可自主完成其中 83%的查询需求。若按照单次对话 2 美元的价格进行测算，则 **Salesforce 自己部署的 AgentForce 应用年化价值量可达到 332.8 万美元。**

AI Agent 有望推动 Salesforce 超 4000 亿美元的潜在市场空间。随着 AI Agent 及数字员工的持续商业化落地，Salesforce 估算至 2028 年公司 TAM（可触达市场规模）有望达到 4390 亿美元，并预计至 2028 年全球 B 端企业 AI 支出有望达到 7490 亿美元。

图40： Salesforce 使用 AI Agent 响应用户查询需求



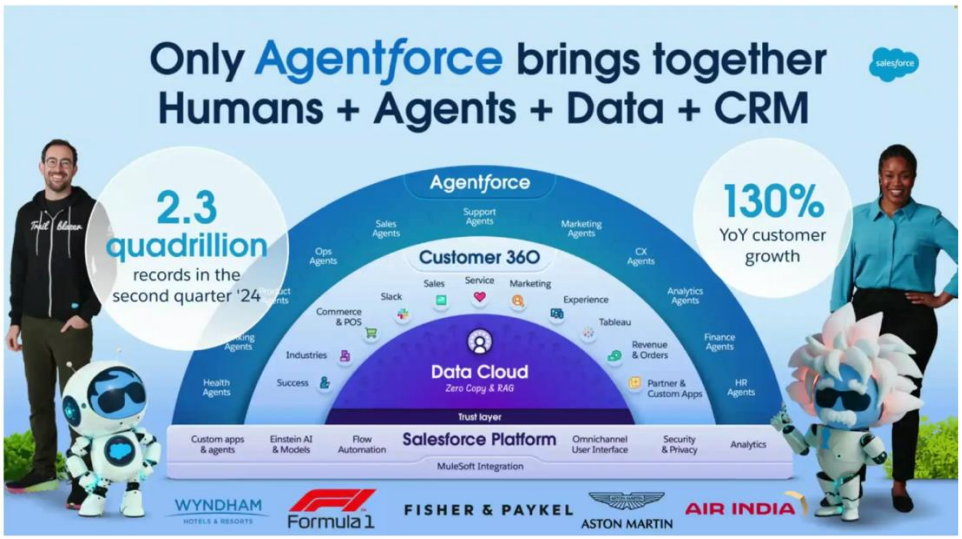
资料来源：Salesforce 官网，浙商证券研究所

图41： AI Agent 有望大幅延伸 Salesforce 潜在商业空间

资料来源：Salesforce 官网，浙商证券研究所

Salesforce AI Agent 产品商业化已取得初步进展，未来有望贡献显著业绩增量。Salesforce 首席执行官 Marc Benioff 表示，集团在第三财季完成大约 200 笔交易，而第四财季将大幅增加至数千笔 Agentforce 交易，并且公司预计至 2026 财年末 AgentForce 部署量有望达到 100 万。

图42： AgentForce 有望推动 Salesforce 打开新增长空间



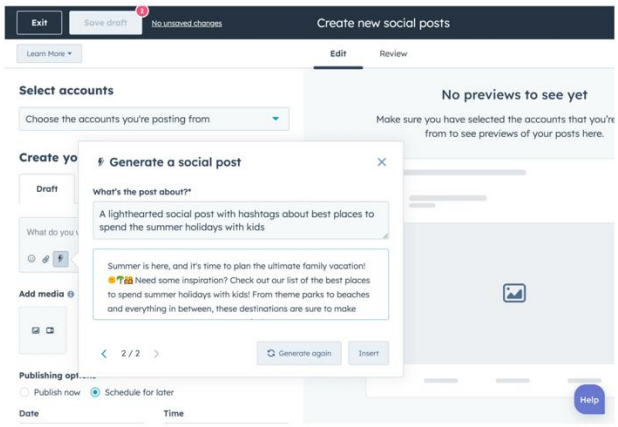
资料来源：搜狐新闻，浙商证券研究所

3.4.2 HubSpot：Breeze AI 套件构建中小企业营销、销售场景下的智能体应用

HubSpot 推出 AI 工具帮助下游客户高效创建高质量内容，从而提升营销和销售工作的效果。HubSpot 成立于 2006 年并于 2014 年上市，主要面向中小企业提供营销、销售和客户服务所需要的软件、集成和资源。HubSpot 的营销主要集中在数字渠道，如博客、搜索引擎和社交媒体上，目标是吸引人们访问客户网站，并通过优化内容，将访客转化为付费客户。HubSpot 生态系统中集成了超过 1500 个热门市场应用，包含 Gmail 邮箱、谷歌广告、Zoom、领英、Instagram 等。

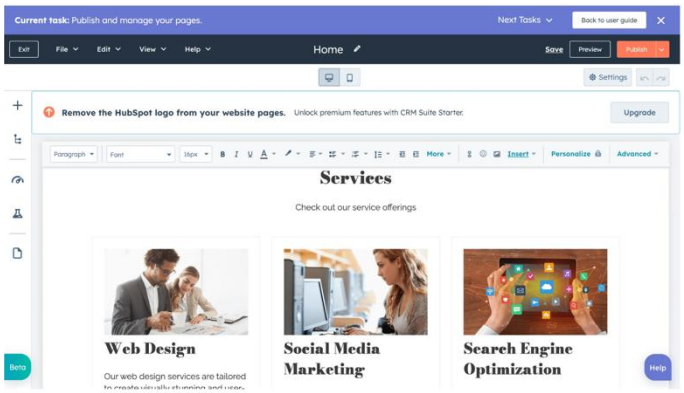
2024 年 4 月，HubSpot 推出了超 70 项 AI 功能。公司表示 HubSpot 在产品服务中嵌入 AI 后，采用率持续增长，其中超过 50% 的企业版客户和超过 25% 的专业版客户已经在使用 AI 功能。客户正在利用人工智能来生成个性化内容、电话摘要，并自动化他们的市场推广活动，以提高生产力和增长。

图43： HubSpot 内容生成器应用



资料来源：HubSpot 官网，浙商证券研究所

图44： HubSpot 网页制作助手



资料来源：HubSpot 官网，浙商证券研究所

2024 年 9 月，HubSpot 推出 Breeze 套件，旨在构建中小企业营销、销售场景下的 AI 智能体应用。HubSpot 发布的 Breeze 套件由 Breeze Copilot、Breeze Agents 和 Breeze Intelligence 三大模块构成，其中 Copilot 旨在协助用户完成任务，Agents 则负责自动化用户工作，而 Intelligence 有望丰富企业数据并为决策提供更多支持。Breeze Copilot 可以与企业客户的 CRM 软件相结合，帮助用户高效寻找潜在客户并提高销售业绩。辅助完成公司研究、销售电话准备、渠道构建、汇总 CRM 记录等工作。

表10： HubSpot Breeze Agents/Intelligence 核心功能及亮点

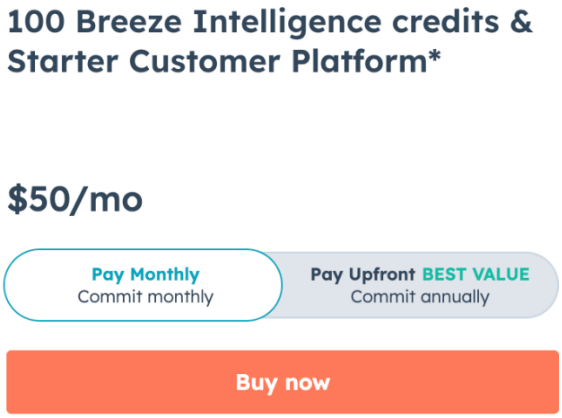
模块	功能	核心价值及亮点
Breeze Agents	内容助手（Content Agents）	简化内容创作流程、快速生成可推动转化的登录界面、利用吸引人的博客放大内容影响力、形成案例研究材料展示客户成功案例、智能创建 SEO 优化的博客文章等；
	社交媒体助手（Social Media Agents）	自动化社交媒体管理、节约企业创建社交媒体内容的时间、智能规划内容发布节奏以提高社媒参与度、利用企业数据扩大受众范围等；
	潜在客户挖掘（Prospecting Agents）	自动化挖掘潜在客户以提高销售效率、制定个性化的潜客挖掘策略、潜在客户画像管理及制定、AI 实现完全的外展自动化等；
	客户管理助手（Customer Agents）	AI 实现自动化客户支持、基于知识库搭建可个性化响应的客服机器人、基于 AI 提升客户服务粘性、AI+数据驱动提高客户满意度等；
Breeze Intelligence	数据扩充（Data Enrichment）	有效鉴定入站线索、利用定制电子邮件个性化联系潜在客户、潜在客户智能评分体系等；
	买家意向分析（Buyer Intent）	访客需求预测分析、潜客跟进优先级分析、个性化的外展和营销活动创建等；
	表单优化（Form Shortening）	利用表单自动完成功能提高数据准确性、提高潜在客户生成效率、表单智能优化；

资料来源：HubSpot 公司官网，浙商证券研究所

HubSpot 对 Breeze Intelligence 功能单独收费，有望覆盖近 25 万家下游企业客户。HubSpot 目前针对 Breeze Intelligence 功能收取订阅费用，每个订阅账号的月费为 50 美元，

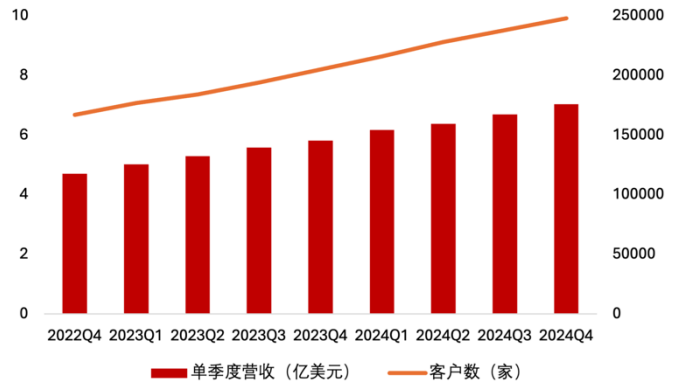
可拥有 100 点数（每次条目更新或数据处理消耗 1 点数），若点数用完可以购买单独的充值包。根据 HubSpot 电话会资料，截至 2024Q4 公司客户数达到 24.8 万家，同比增长 20.98%，AIGC 应用渗透有望推动企业客户数及营收规模的双重增长。

图45： HubSpot Breeze Intelligence 收费模式



资料来源：HubSpot 官网，浙商证券研究所

图46： HubSpot 单季度营收及客户数情况



资料来源：Wind、HubSpot 业绩会公开材料，浙商证券研究所

4 公司主营业务保持稳健增长，AI 大模型赋能加速渗透

4.1 Marketingforce 平台赋能多维业务，稳居国内厂商第一梯队

公司通过 Marketingforce 平台提供营销及销售 SaaS 产品，可基于客户差异化需求提供综合解决能力。Marketingforce 平台结合云计算、大数据及人工智能等综合能力，目前公司在 Marketingforce 平台上提供 237 个功能模块，融合了公司在营运方面积累的营销经验，涵盖内容生成、分发、数据分析、销售推广及整体战略管理的整个营销及销售流程。Marketingforce 平台允许订阅独立的功能模块或当中多个模块作为一个组合。基于平台公司已开发 T 云及珍客等 SaaS 产品，能够满足不同行业背景、商业模式及营运规模的需求。

表11： 公司 Marketingforce 平台功能模块概览

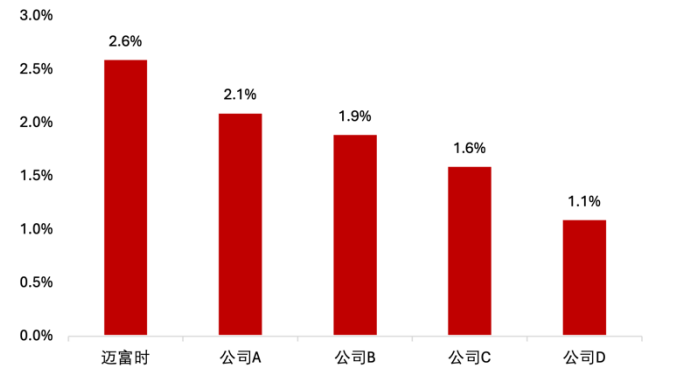
领域	功能模块数目	功能说明
内容与体验	40	可帮助企业快速立足线上并高效生产优质营销内容，赋能企业以流畅的在线浏览体验更有效低吸引目标受众的注意力；
广告与促销	21	帮助企业在媒体平台上分发营销内容，通过向搜索相关信息的受众更精准地投放广告，该功能模块可帮助企业提高营销投资回报；
社交与关系	40	旨在帮助企业用户制定并实施适用于不同私域流量场景的营销策略；
销售与愉悦	39	旨在解决企业在销售线索管理和销售转化方面面临的痛点，并且可以优化企业的销售策略，赋能企业为客户提供更好的用户体验并及客户留存率；
数据与分析	50	可帮助企业收集及分析其营销和销售过程中产生的统计数据，为企业提供对营销和销售活动的更深入见解和科学评估；
策略与管理	47	为企业提供广泛的营销策略和内部管理功能，赋能企业更好地执行前述五个领域的功能；

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

以 2022 年收入计，公司已成为中国最大的营销及销售 SaaS 解决方案提供商。公司招股说明书显示，2022 年公司 SaaS 业务收入为 5.30 亿元，占据 2.6%的市场份额位居第一，从整体市场格局看，中国营销及销售 SaaS 市场 CR5 仅有 9.3%，竞争格局非常分散，未来随着公司核心技术迭代及产品服务矩阵的不断完善，有望受益于龙头优势持续提升市场份额。

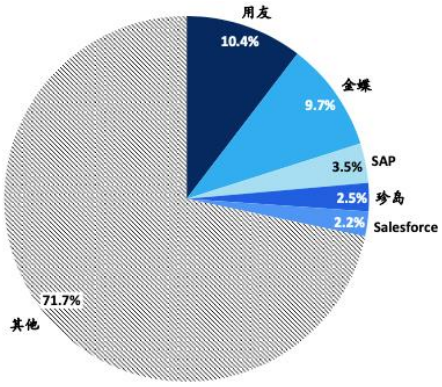
公司位居中国企业管理应用 SaaS 市场第一梯队。根据沙利文数据，2023 年前三季度公司在中国企业管理应用 SaaS 市场中占据 2.5%的份额，位居第四，仅次于用友（10.4%）、金蝶（9.7%）和 SAP（3.5%），位居第一梯队。

图47：2022 年中国营销及销售 SaaS 解决方案市场竞争格局（以收入计）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图48：2023 年前三季度中国企业管理应用 SaaS 市场竞争格局



资料来源：沙利文，浙商证券研究所

公司营销及销售 SaaS 解决方案业务有望受益国内市场规模增长及 SaaS 渗透率提升的双重驱动。公司招股说明书显示，营销及销售 SaaS 解决方案的潜在市场规模有望从 2022 年的 1.55 万亿元增长至 2027 年的 4.25 万亿元，而 SaaS 解决方案渗透率有望从 2022 年的 1.3%提升至 2027 年的 1.8%，对应市场规模从 206 亿元增长至 2027 年的 745 亿元。**得益于 SaaS 解决方案的订阅灵活性、高度可扩展性、易于实施且维护需要少等优势，未来越来越多的中国企业预期将使用该解决方案。**

图49：中国营销及销售 SaaS 解决方案潜在市场规模（TAM）预测（单位：十亿元）

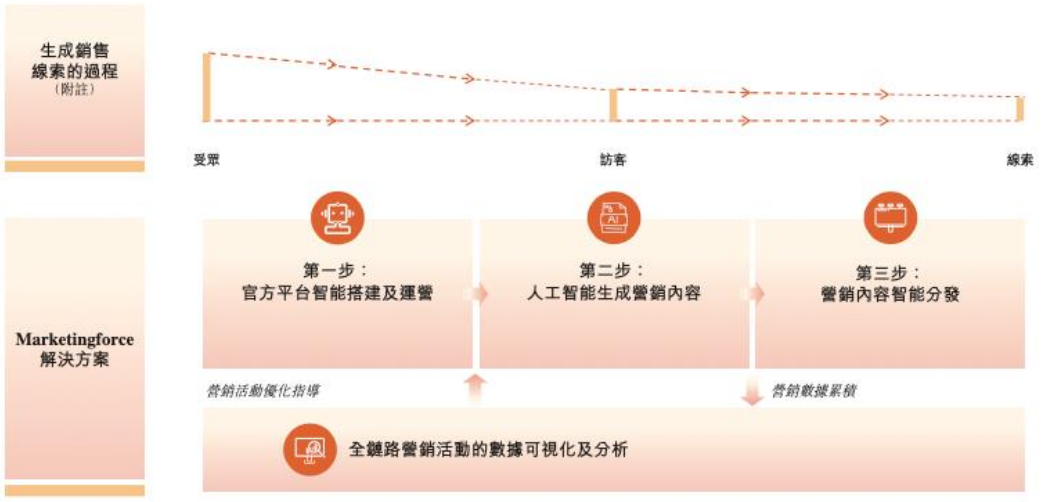
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

4.2 T 云+珍客，公司已构建面向各类客户的完善业务矩阵

4.2.1 T 云面向中小客户，旨在提升营销内容质量及触达效率

T 云是公司一站式营销 SaaS 产品，可满足用户对智能营销的各种需求。企业用户可通过在 Marketingforce 平台选择并配置覆盖整个营销流程的功能模块来开发 T 云，公司 T 云产品拥有 89 个功能能模块，用户可在订阅基础上购买额外的功能模块。目前 T 云的年度订阅价格在人民币 3,280~128,000 元之间，根据用户选择的功能数目及服务能力而定，另外单个功能模块的年度订阅价格在人民币 100~50,000 元之间。

图50：公司 T 云工作流程



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

T 云平台基于 AIGC 能力为企业客户提供高质量营销内容生成服务。公司构建了臻文、臻图以及臻视三大 AIGC 功能模块，根据招股说明书披露，T 云已为下游用户创作 290 万张营销图片以及超 120 万条营销视频，其中：

臻文：智能文本内容生成器臻文能够自动生成高质量的营销文章。 通过行业、主题、关键词等参数，臻文根据用户提供的材料自动生成文章。

臻图：智能图像创建工具，为用户提供一站式营销图像生成，涉及从创意设计到最终产品输出的全流程。 臻图根据用户的原始资料及参考文字自动生成各种设计，用于海报、横幅、产品图像及新媒体材料。

臻视：臻视是一款功能强大而界面友好的智能线上视频编辑器，提供多种转场效果、音乐资源，以及智能生成配音和字幕等实用功能，可大幅提升视频创作及剪辑效率。 内嵌优质模板，覆盖企业及产品推广、产业动画、培训片等百余种业务场景。

图51：T 云基于 AI 功能生成营销内容功能界面

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

T 云外贸版助力企业出海营销，为出海企业提供业务、运营及管理数字化服务。T 云外贸版产品是基于 AI、SaaS 技术构建的一站式海外智能营销平台，提供营销全链条、全场景工具化服务，实现营销全链路闭环，助力企业迅速打开海外市场，降本增效，使企业业务实现飞速增长。

表12：公司 T 云外贸版核心功能及亮点

应用场景		具体功能
运营中心	平台智能搭建	提供智能化的独立站搭建平台，无需专业技术知识，快速、灵活地搭建个性化平台；
	内容智能生成	利用 AI 技术自动生成文章、图片、视频等内容，节省时间和精力，提高运营效率；
	全网营销推广	整合多种数字营销方式，在各个平台上开展营销活动，扩大品牌影响力，吸引更多潜在客户，提升销售业绩；
业务中心	海外企业数据库	提供海外企业信息和联系方式的数据库，帮助用户快速找到目标市场的潜在客户，实现精准市场定位和目标客户锁定；
	自动化营销流程	通过大数据和 AI 技术，自动执行销售动作，包括线索获取、跟进、推送信息等，实现 24 小时不间断的销售活动，提升客户量，节省时间和人力资源；
	多方式触达转化	提供多种方式的客户触达和转化，通过邮件、Whatsapp、社交媒体等渠道与潜在客户建立联系，进行个性化沟通和推广，提高转化率和销售业绩；
管理中心	企业资产管理	一站式的企业资产管理平台，集中管理和运营企业的各类资产，包括独立站、社交媒体账号、客户资源等，提高运营效率，实现企业资产的最大化利用；
	数据分析洞察	帮助用户进行数据分析，通过统计和分析营销全过程产生的数据，提供洞察和决策建议，优化营销效果和业绩；

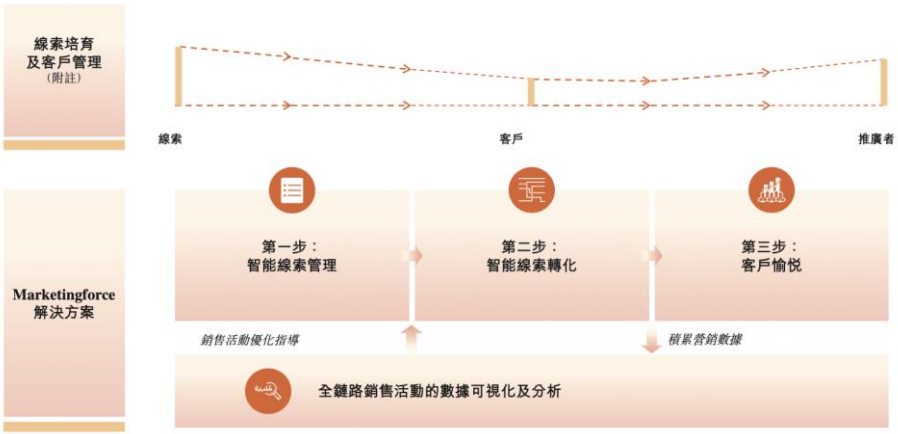
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4.2.2 珍客：综合客户关系管理平台，打通中大型客户业务全生命周期需求

珍客结合主流社交平台，实现综合客户关系管理和数据分析。公司开发的珍客平台与企业微信等主流社交平台建立联系，允许用户将销售线索及其他信息快速传输至珍客，并提供管理客户信息、客户互动、提供客户服务、开展线上客户活动及客户数据分析等功能。珍客通过一站式平台帮助用户制定有效的销售策略，提高转化率以及更好地管理销售队伍。

目前公司珍客平台提供 159 个功能模块，包括 81 个客户关系管理相关功能模块及 78 个辅助模块，以为不同业务规模及销售队伍的用户的整个销售流程赋能。标准版的珍客主要促进销售活动的四个阶段，而专业版则进一步配备辅助模块，用于客户数据管理及人工智能支持的增长自动化等功能，充分满足客户的个性化需求。在定价方面，目前珍客标准版一般每个账户每年收取人民币 1,180 元，而一个组合包括至少五个账户。珍客专业版提供人民币 128,000 元至人民币 198,000 元之间的组合。

图52：公司珍客工作流程



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

珍客旨在将用户的销售人员与其客户之间的互动数字化，提高销售效率及客户体验。珍客帮助用户实现从获得线索到转化现金过程的价值闭环，将销售线索转化为客户，并进一步转化为愿意再次购买用户产品及服务并将其推荐给更广泛的潜在客户群的推广者。珍客 SaaS 产品包含销售线索智能管理、销售线索智能转化、智能内容策略等功能模块。

表13：珍客产品主要模块及核心功能

功能模块	子功能	核心亮点
销售线索智能管理	线索分析	根据潜在客户对营销及销售活动的反应加上社交媒体平台资料协助用户建立画像库；
	线索分配	帮助用户自动化销售活动管理过程，包含客户信息管理、访问控制等功能。
销售线索智能转化	自动化执行销售活动	客户标准操作程序（SOP）：协助客户分析客户需求，可帮助企业规范业务流程及作出合理的销售决策，并提高人均营销效率； 社区标准操作程序：为用户提供多种在社交媒体平台上建立客户群及社区的方案，以持续引流；
	智能内容策略	依托话术库及素材库，为销售人员制定内容策略；
客户愉悦	重复购买的会员管理	协助用户进行自动会员管理，取代人工操作并大幅提升经营效率；
	社交裂变营销扩大客户群	提供社交裂变营销工具，以快速扩大用户的客户群，提高复购可能；
销售全链路数据可视化与分析		赋能企业用户密切监控整个销售活动过程中的关键步骤并提供建议，并在销售活动的各个阶段中提供可视化的转化数据，使用户能够以高效的方式制定销售决策及销售计划。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司珍客 SCRM 构建全链路私域运营，打造数字化客户资产管理平台，帮助企业加速增长。公司推出的珍客 SCRM 产品可实现全域引流获客、线索自动化转化、一站式内容营

销等功能，公司自研平台覆盖 2 亿+企业客户、6000 万+高管画像，基于 AI 能力通过多维度搜索叠加“商机洞察+商机地图+产业链关联”组合筛选，可批量获取潜在客户，并在行业全生命周期营销和销售活动中赋能企业客户的效率提升。

图53：珍客 SCRM 技术布局覆盖汽车客户全生命周期

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图54：珍客金融行业解决方案矩阵

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4.3 精准营销业务赋能企业高效执行营销活动

公司精准营销业务赋能企业客户高效执行营销活动，并触达更多潜在买家。公司精准营销的广告客户主要以提升品牌知名度或增加产品或服务的线上曝光率为目标，帮助广告客户提升营销效果及客户转化效率。公司提供两种精准营销服务，即**在线广告解决方案服务**及在**线广告分发服务**。公司精准营销业务基于 Marketingforce 平台能力（包括云计算及数据分析能力），能够更有效地制作营销内容、实时分析营销结果并持续调整营销活动，最终提高营销支出的回报。

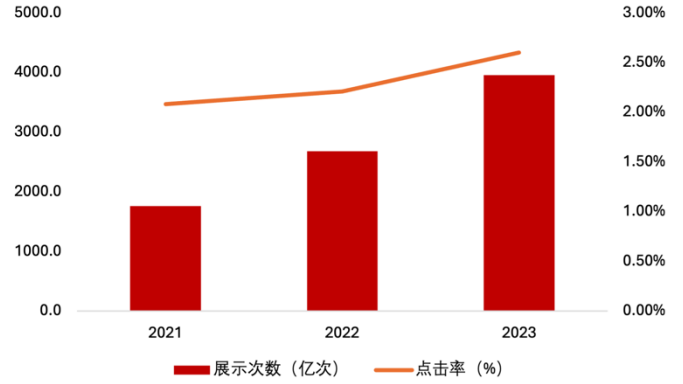
图55：公司在线广告解决方案服务

資料來源：公司招股说明书，浙商证券研究所

AI 赋能推动公司精准营销效果持续提升，客户数量保持增长态势。公司精准营销广告展示次数从 2021 年的 1759.7 亿次快速增长至 2023 年的 3953.7 亿次，从效果看，广告点击率从 2021 年的 2.08%增长至 2023 年的 2.60%，AI 及大数据分析推动公司广告投放效果的

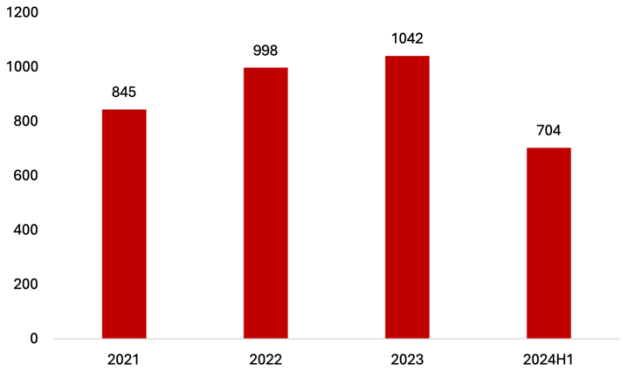
提升。2024 年上半年，公司精准营销业务的广告客户数达 704 家，同比增长 7.3%，单广告客户平均收入达 48.2 万元，同比增长 14.22%。

图56：2021-2023 年公司精准营销展示次数及点击率情况



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图57：2021-2024H1 公司精准营销业务客户数（单位：家）



资料来源：公司招股说明书、公司财报，浙商证券研究所

4.4 自研 AI 大模型赋能主营业务，智能体平台进一步提升核心竞争力

公司自研 TforceAI 营销大模型专为营销和销售领域设计，专注于营销和销售领域的需求。Tforce 营销大模型为企业营销场景提供更具“创造性”、更加富有“用户感染力”和“用户体验”的营销内容方案、创意策划，以及用户人群画像分析、精准营销等数据支持和决策。

表14：公司 Tforce 大模型应用场景

应用场景	核心亮点	具体功能
创意助手	营销素材有亮点，助品牌快速出圈	Tforce 大模型利用海量优质的产品营销内容数据进行微调，可理解用户痛点、提炼卖点并创作爆点，使产品宣传更易快速出圈。
智能客服	构建专属知识库，精准问答有求必应	Tforce 经过长期的行业营销知识注入，能够准确解答客户的查询，显著提升响应速度和服务质量。同时，为企业构建专属的知识库，提供一致的信息源和数据支持。
运营助理	从私域到公域，构建深层用户关系	基于 Tforce 大模型，社媒运营助手可以监控社群及社交媒体平台账号下的内容，在第一时间自动回复，提升用户互动效率，提高用户粘度。
策略专家	团队大脑，处理复杂的营销难题	通过对话方式快速生成营销策略，赋能日常运营中获客、转化、留存效率的提升。基于 Tforce 大模型，在不同行业复杂的细分场景中，根据标签、数据、触达渠道、内容、产品等，拆解营销策略要素，模拟业务人员生成针对性的运营策略。
分析师	快速理解数据反馈，智能优化营销策略	将营销活动数据、用户行为数据等反馈给 Tforce，可以辅助员工快速分析营销活动效果，并进一步明确用户人群画像的特征，给出调整策略和建议，以优化下一步营销动作。

资料来源：新闻晨报，浙商证券研究所

基于 Tforce 大模型，公司打造 AI 策略专家、AI 分析师等多种角色。作为 AI 策略专家，Tforce 大模型可通过对话方式快速生成营销策略，赋能日常运营中“获客、转化、留存”效率的提升，在不同行业复杂的细分场景中，可以根据标签、数据、触达渠道、内容、产品等，拆解营销策略要素，模拟业务人员生成针对性的运营策略；而作为 AI 分析

师，将营销活动数据、用户行为数据等反馈给 Tforce，可以辅助员工快速分析营销活动效果，并进一步明确用户“人群画像”特征，给出策略建议，以优化下一步营销动作。

图58： Tforce 大模型可快速生成营销策略建议

资料来源：新闻晨报，浙商证券研究所

图59： Tforce 大模型可辅助用户进行数据深度分析

资料来源：新闻晨报，浙商证券研究所

公司基于 AI 大模型构建 Agent 平台，赋能千行百业数智化转型。公司基于自研的 Marketingforce 大模型，已构建包含客户洞察分析、营销策略生成、广告优化、客户管理等功能在内的智能体中台，赋能汽车、金融保险、教育、医疗健康等行业客户提质增效。以消费与零售行业为例，公司基于 AI 及 AI 智能体构建的企业级应用可提升顾客体验、优化库存管理、增强销售效率及精准市场营销。通过智能分析、自动化工具和数字化平台，实现业务智能化，助力企业精准决策，提高运营效率，增强市场竞争力。

图60： 公司构建 Marketingforce 智能体平台

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司聚焦企业用户营销、销售、经营决策及搜索四大场景构建智能体应用，深度整合 DeepSeek 等最先进大模型，有望助力万企千业构建适配自身的业务中台，用全链路的智能经营方案，赋能企业创新增长。目前，公司已上线营销智能体、销售智能体、经营决策智

能体和搜索智能体四大模块，而近日，公司宣布其 **AI Agent 产品全面接入 DeepSeek-V3 和 DeepSeek-R1，将其融合至 AI-Agentforce 中台，**为企业客户打造更具创新性与竞争力的智能化营销销售全链路解决方案。企业用户可以在 T 云（视频魔方），智能体商城，TTalk 智能客服，ChatBI，臻文，臻图，臻视等众多产品中直接使用，提高其生产及运营效率。

表15： 公司 Marketingforce 智能体平台功能服务

产品与服务	核心功能	业务场景	功能亮点
营销智能体	提供洞察分析、策略生成与优化等应用，全面提升营销效能	客户洞察分析	用户画像与精准定位、情绪分析与舆情监控、市场趋势预测；
		营销策略生成与优化	自动化营销策略生成、广告文案与创意策略生成、跨渠道营销策略设计；
		营销内容生成	图像与视频生成、自动化内容创作、内容运营智能闭环建立；
		广告与推广优化	智能广告投放与优化、动态定价与促销、直播推广效果分析；
		客户生命周期管理	客户流失预测与挽回、忠诚度提升与激励、智能客户细分；
销售智能体	提供线索分析、销售策略生成与销售陪练等应用，全面提升销售效能	客户企业业务产品分析	客户企业业务产品分析、客户企业竞品分析、客户兴趣分析等；
		销售策略生成与销售陪练	销售策略生成、智能话术匹配、智能销售陪练等；
		销售转化	销售进展智能分析、下一步策略建议、线索关联资源拓展等；
		销售复盘	成单/失败案例分析、销售会话质检、销售过程评分等；
经营决策智能体	提供企业经营分析、战略决策、聚焦 GMV 的逆向分析等应用，全面赋能决策分析	数据挖掘与洞察分析	客户细分与画像、市场趋势预测、竞争态势分析；
		财务与风险管理	财务预测与预算编制、信用风险评估、财务欺诈检测；
		运营优化与效率提升	供应链优化、生产过程优化、定价与促销优化；
		战略决策与优化	战略规划与目标设定、投资决策支持、并购与资产重组分析；
		客户行为与需求分析	客户流失预测与挽回、客户生命周期价值预测、需求预测与库存优化；
		聚焦 GMV 的逆向分析	指标关系图分析、指标拆解数分析、基于逆向分析的经营洞察；
搜索智能体	提供垂直领域智能检索，智能规划等应用，全面赋能搜索和规划场景	教育咨询领域	学校与学业匹配、奖学金与资金支持查询、签证与出入境政策咨询等；
		房地产领域	房产需求匹配与推荐、市场趋势分析与价格预测、贷款与融资方案推荐等；
		职业规划与就业咨询	薪资评估与行业分析、岗位匹配与招聘推荐、技能提升与教育建议等；
		旅游规划与定制化服务	个性化行程规划、酒店与交通推荐、当地活动与餐饮推荐；
		健康管理与营养规划	个性化健康方案推荐、营养与饮食规划、运动与健身建议；

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

营业收入：公司作为国内营销及销售 SaaS 龙头厂商之一，产品业务矩阵持续完善，未来公司整体业务有望受益 AI 大模型在 B 端应用的加速渗透，叠加公司行业市占率及下游客户支出意愿的双重提升，实现经营规模快速增长。我们预计公司 2024-2026 年营收持续提升，增长率分别为 23.53%/32.53%/31.13%，对应营收分别为 15.22/20.17/26.49 亿元。

SaaS 业务：公司作为国内营销及销售 SaaS 龙头厂商，产品矩阵完善，未来随着企业智能化转型需求提升叠加 AI 应用加速渗透，SaaS 业务有望保持较快增长态势。我们预计

公司 2024-2026 年 SaaS 业务营收增长率为 18.8%/37.5%/37.5%，对应营收分别为 8.34/11.47/15.78 亿元。

精准营销服务：公司精准营销业务赋能企业客户高效执行营销活动，受益于 AI 赋能带来的效果提升，公司精准营销广告客户及客均收入贡献整体保持稳健增长。我们预计公司 2024-2026 年精准营销服务营收增长率为 29.80%/26.50%/23.20%，对应营收分别为 6.88/8.70/10.72 亿元。

毛利率：近年来公司整体毛利率水平维持高位，未来随着高毛利 SaaS 业务快速增长，叠加新行业持续拓展和 AIGC 功能矩阵完善，有望推动毛利率持续提升。预计公司 2024-2026 年整体毛利率分别为 54.12%/56.80%/59.45%。

费用率：我们认为随着公司收入规模提升以及运营能力的持续优化，销售及管理费用率有望得到控制。我们预计公司 2024-2026 年销售费用率分别为 25.00%/24.12%/23.91%，管理费用率分别为 15.96%/15.00%/14.50%，研发费用率分别为 16.50%/16.00%/16.00%。

表16： 盈利预测表（单位：百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	**1,232.12**	**1,522.03**	**2,017.05**	**2,649.20**
YoY	**7.82%**	**23.53%**	**32.53%**	**31.13%**
SaaS 业务	702.38	834.43	1,147.33	1,577.59
YoY	32.55%	18.80%	37.50%	37.50%
精准营销服务	529.74	687.61	869.82	1071.62
YoY	-13.57%	29.80%	26.50%	23.20%
整体毛利率	**57.31%**	**54.12%**	**56.80%**	**59.45%**
销售费用率	**26.52%**	**25.00%**	**24.12%**	**23.91%**
管理费用率	**16.55%**	**15.96%**	**15.00%**	**14.50%**
研发费用率	**17.05%**	**16.50%**	**16.00%**	**16.00%**

资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们采用相对估值法对公司进行估值，我们选择 AI 应用厂商商汤-W、讯飞医疗科技、黑芝麻智能，以及企业管理应用软件厂商金蝶国际作为可比公司。考虑公司仍处于快速成长阶段，利润率尚未释放，因此采用 PS 法估值。2025 年可比公司平均 PS 为 11.95 倍，考虑公司未来 AI 产品有望快速渗透，以及盈利能力有望保持较快增长态势，我们认为公司估值存在较大提升空间，给予公司 2025 年 12 倍 PS，目标市值 242.56 亿港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表17：可比公司估值（注：总市值日期为 2025 年 2 月 14 日）

证券代码	证券简称	总市值（亿港元）	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PS		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
0268.HK	金蝶国际	537.90	65.16	75.60	88.20	-0.65	1.42	3.87	8.25	7.12	6.10
0020.HK	商汤-W	673.53	45.49	59.96	79.97	-40.06	-27.04	-15.75	14.81	11.23	8.42
2506.HK	讯飞医疗科技	137.20	6.68	8.23	—	-1.14	-0.68	—	20.54	16.67	—
2533.HK	黑芝麻智能	133.47	5.29	10.43	17.55	-7.21	-9.51	-4.24	25.21	12.80	7.60
			平均值						17.20	11.95	7.38
2556.HK	迈富时	188.58	15.22	20.17	26.49	-7.87	0.67	1.73	12.39	9.35	7.12

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6 风险提示

1、行业竞争加剧风险：行业整体处于快速发展期，大量公司逐步在国内企业管理 SaaS 领域布局产品服务，未来行业竞争或将加剧。

2、技术研发不及预期：目前 AI 技术整体处于萌芽阶段，如若公司产品迭代不及预期或将影响后续商业化变现能力；

3、大模型及 AIGC 商业化不及预期：AIGC 当前仍属于新兴技术，未来商业化进程仍在探索阶段，未来存在一定不确定性。

4、限售股解禁造成股价波动的风险：公司部分限售股份预计于 2025 年 2 月 16 日可自由流通，届时可能造成公司股价剧烈波动；

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,072	2,069	2,433	2,949
现金	138	212	399	565
应收账款及票据	113	131	168	213
存货	0	0	0	0
其他	1,822	1,726	1,867	2,171
非流动资产	230	228	228	228
固定资产	93	93	93	93
无形资产	118	118	118	118
其他	19	17	17	17
资产总计	2,303	2,297	2,661	3,177
流动负债	3,104	3,646	3,944	4,286
短期借款	1,844	2,407	2,407	2,407
应付账款及票据	51	68	84	104
其他	1,210	1,172	1,452	1,775
非流动负债	159	159	159	159
长期债务	0	0	0	0
其他	159	159	159	159
负债合计	3,264	3,806	4,103	4,445
普通股股本	0	5	5	5
储备	(857)	(1,411)	(1,343)	(1,169)
归属母公司股东权益	(961)	(1,509)	(1,442)	(1,268)
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	(961)	(1,509)	(1,442)	(1,268)
负债和股东权益	2,303	2,297	2,661	3,177

现金流量表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(122)	(2)	133	100
净利润	(169)	(787)	67	173
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	99	0	0	0
营运资金变动及其他	(51)	785	65	(73)
投资活动现金流	(66)	(726)	54	66
资本支出	(17)	0	0	0
其他投资	(49)	(726)	54	66
筹资活动现金流	122	802	0	0
借款增加	146	563	0	0
普通股增加	0	239	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	(24)	0	0	0
现金净增加额	(65)	74	187	167

利润表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1232	1522	2017	2649
其他收入	0	0	0	0
营业成本	526	698	871	1074
销售费用	327	381	487	633
管理费用	204	243	303	384
研发费用	210	251	323	424
财务费用	34	0	0	0
除税前溢利	(169)	(787)	67	173
所得税	0	0	(0)	(0)
净利润	(169)	(787)	67	173
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	(169)	(787)	67	173
EBIT	(135)	(787)	67	173
EBITDA	(36)	(787)	67	173
EPS（元）	(10.08)	(3.33)	0.29	0.73

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	7.82%	23.53%	32.53%	31.33%
归属母公司净利润	21.70%	-364.44%	108.56%	157.28%
获利能力				
毛利率	57.31%	54.12%	56.80%	59.45%
销售净利率	-13.75%	-51.72%	3.34%	6.55%
ROE	17.64%	52.16%	-4.68%	-13.67%
ROIC	-15.32%	-87.68%	6.98%	15.23%
偿债能力				
资产负债率	141.72%	165.71%	154.17%	139.91%
净负债比率	-177.54%	-145.44%	-139.31%	-145.22%
流动比率	0.67	0.57	0.62	0.69
速动比率	0.65	0.57	0.62	0.69
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.66	0.81	0.91
应收账款周转率	10.12	12.51	13.53	13.93
应付账款周转率	11.12	11.78	11.46	11.40
每股指标（元）				
每股收益	-10.08	-3.33	0.29	0.73
每股经营现金流	-0.51	-0.01	0.56	0.42
每股净资产	-4.07	-6.39	-6.10	-5.37
估值比率				
P/E	/	-22.33	260.77	101.36
P/B	/	-11.65	-12.19	-13.86
EV/EBITDA	-46.82	-25.12	290.63	112.00

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入：相对于沪深 300 指数表现＋20%以上；
2.增 持：相对于沪深 300 指数表现＋10%～＋20%；
3.中 性：相对于沪深 300 指数表现－10%～＋10%之间波动；
4.减 持：相对于沪深 300 指数表现－10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好：行业指数相对于沪深 300 指数表现＋10%以上；
2.中 性：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%～＋10%以上；
3.看 淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%以下。
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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn