

迈富时(02556)

报告日期：2025 年 02 月 17 日

国产营销+销售 SaaS 龙头厂商，关注 AI Agent 业务进展

——迈富时点评报告

投资要点

□ 核心逻辑

公司是国产营销及销售 SaaS 龙头厂商，核心 SaaS 产品有望受益下游企业数智化需求增长叠加 AI+企业服务应用渗透进程加速而实现营收超预期，同时公司布局 AI Agent 应用，估值有望重塑。

□ 超预期逻辑

1、**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，进而导致公司业绩不达预期；

2、**我们预测：**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。

□ 驱动因素

【驱动因素一：企业管理应用 SaaS 渗透率提升有望超预期】我国企业 IT 支出水平较美国有较大差距，未来随着企业数智化需求增长叠加公有云渗透率提升，企业管理应用 SaaS 市场规模增长有望超预期。

我们认为：

(1) 我国企业 IT 支出及 SaaS 采购规模较海外仍有较大提升空间。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%；

(2) 我国中小微企业管理应用 SaaS 市场亟待开拓。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；

【驱动因素二：AIGC 在企业服务领域商业化进程有望超预期】我们发现在海外市场上，AI 大模型已经在营销内容生成、智能客服以及数字员工领域取得显著的商业化进展，未来随着国内以 DeepSeek、豆包等国产大模型的持续迭代，我们看好 AIGC 在企业服务领域的商业化进展超预期。

我们认为：

(1) 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%，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；

(2) 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

投资评级：买入(维持)

分析师：刘雯蜀

执业证书号：S1230523020002

liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师：陶钰琦

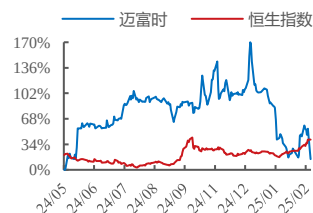
执业证书号：S1230524090010

taoyunqi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$59.00
总市值(百万港元)	13,933.68
总股本(百万股)	236.16

股票走势图



相关报告

1 《Agent 为笔，国产销售+营销 SaaS 龙头绘就 AI 新蓝图》
2025.02.16

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。

【驱动因素三：公司接入 DeepSeek 大模型，加速布局 AI Agent 应用】

我们认为：

(1) 公司已宣布其 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。

(2) 在 AI Agent 领域，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。未来随着 AI 智能体技术的持续迭代，有望进一步巩固公司 SaaS 产品的核心竞争力。

【检验指标】：1) 公司 SaaS 业务企业客户数增长情况；2) 公司 SaaS 业务单客户收入贡献值增长情况；3) 公司 AI 智能体产品推出情况。

【催化剂】：1) 公司 AI Agent 产品发布；2) 公司 AI+SaaS 功能迭代超预期；3) 下游企业管理类 SaaS 开支增长超预期；

□ 盈利预测与估值

1) **盈利预测**：我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 15.22/20.17/26.49 亿元，同比增长 23.53%/32.53%/31.33%，对应归母净利润分别为-7.87/0.67/1.73 亿元，同比增速分别为-364.44%/-157.28%。对应 P/E 分别为-193.01/75.02 倍，对应 P/S 分别为 8.55/6.45/4.91 倍。

2) **估值**：使用 P/S 对公司进行估值，可比公司遵循行业及业务相关性标准，选取金蝶国际、商汤-W、讯飞医疗科技以及黑芝麻智能四家上市公司。结合可比公司的财务数据，得到 2024/2025/2026 年可比公司的平均 P/S 为 17.09/11.85/7.10。

3) **股价空间**：对标可比公司平均估值，给予公司 2025 年目标估值 11X PS，公司 2025 年目标市值为 221.89 亿人民币（约合 237.67 亿港元），目标股价 100.64 港元，现价空间 70.57%，维持“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	2017.15	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	-	-	193.01	75.02
P/S	10.56	8.55	6.45	4.91

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,072	2,069	2,433	2,949	营业收入	1232	1522	2017	2649
现金	138	212	399	565	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	113	131	168	213	营业成本	526	698	871	1074
存货	0	0	0	0	销售费用	327	381	487	633
其他	1,822	1,726	1,867	2,171	管理费用	204	243	303	384
非流动资产	230	228	228	228	研发费用	210	251	323	424
固定资产	93	93	93	93	财务费用	34	0	0	0
无形资产	118	118	118	118	除税前溢利	(169)	(787)	67	173
其他	19	17	17	17	所得税	0	0	(0)	(0)
资产总计	2,303	2,297	2,661	3,177	净利润	(169)	(787)	67	173
流动负债	3,104	3,646	3,944	4,286	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	1,844	2,407	2,407	2,407	归属母公司净利润	(169)	(787)	67	173
应付账款及票据	51	68	84	104					
其他	1,210	1,172	1,452	1,775	EBIT	(135)	(787)	67	173
非流动负债	159	159	159	159	EBITDA	(36)	(787)	67	173
长期债务	0	0	0	0	EPS (元)	(10.08)	(3.33)	0.29	0.73
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	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
储备	(857)	(1,411)	(1,343)	(1,169)	成长能力				
归属母公司股东权益	(961)	(1,509)	(1,442)	(1,268)	营业收入	7.82%	23.53%	32.53%	31.33%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	21.70%	-364.44%	108.56%	157.28%
股东权益合计	(961)	(1,509)	(1,442)	(1,268)	获利能力				
负债和股东权益	2,303	2,297	2,661	3,177	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%
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	(122)	(2)	133	100	资产负债率	141.72%	165.71%	154.17%	139.91%
净利润	(169)	(787)	67	173	净负债比率	-177.54%	-145.44%	-139.31%	-145.22%
少数股东权益	0	0	0	0	流动比率	0.67	0.57	0.62	0.69
折旧摊销	99	0	0	0	速动比率	0.65	0.57	0.62	0.69
营运资金变动及其他	(51)	785	65	(73)	营运能力				
投资活动现金流	(66)	(726)	54	66	总资产周转率	0.56	0.66	0.81	0.91
资本支出	(17)	0	0	0	应收账款周转率	10.12	12.51	13.53	13.93
其他投资	(49)	(726)	54	66	应付账款周转率	11.12	11.78	11.46	11.40
筹资活动现金流	122	802	0	0	每股指标 (元)				
借款增加	146	563	0	0	每股收益	-10.08	-3.33	0.29	0.73
普通股增加	0	239	0	0	每股经营现金流	-0.51	-0.01	0.56	0.42
已付股利	0	0	0	0	每股净资产	-4.07	-6.39	-6.10	-5.37
其他	(24)	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	(65)	74	187	167	P/E	0.00	-16.53	193.01	75.02
					P/B	0.00	-8.62	-9.02	-10.26
					EV/EBITDA	-46.82	-19.32	222.85	85.66

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>