

迈富时 (2556.HK)：Agent 驱动定制化能力提升，适配中国市场的营销与销售平台

——迈富时深度报告

● 核心观点

营销与销售服务 SaaS 平台化发展，企业定制化需求提升。在平台化服务整合趋势下，企业同时拥有个性化与定制化需求。平台化从需求端理解：企业需要营销与销售平台提供营销、销售、分析、内容、运营、商业等功能实现统一的流程化管理，以帮助其实现客户全生命流程的统一管理与部门协同、实现精准营销和交叉营销、实现客户生命周期从线性到闭环的转变。同时营销与社媒趋势变化需要平台功能匹配升级，中国市场强调私域运营与全域转化，平台化整合需求进一步提升。当前营销与销售 SaaS 提供商基本实现了包括多渠道统一管理、数据统一与分析、客户分群与运营功能，未来趋势将持续提升为企业提供更低成本、高效个性化、定制化的服务能力。

AI 带来新的商业化潜力，Agent 提升定制化服务能力。生成式 AI 与传统 AI 工作流程融合深化，提升企业内部 workflow 效率与获客效率，进而提升企业用户获取与留存率。分布式、多智能体协作生态空间打开，服务企业定制化需求的能力提升，AI Agent 将推动营销与销售角色重构，主打传统“电话营销”、“搜索引擎驱动”等单一结构化场景的服务提供商将被逐渐淘汰。海外龙头 AI 应用推广顺利，产品落地初步实现货币化。

迈富时适配中国市场，Agent 软+硬件落地。1) 海外龙头在中国市场发展均处于本地化初期，擅长内容形式与本地社媒形势不匹配，更适合以出海/跨境为核心的企业。而迈富时构建适配中国市场特色 SCRM 的私域营销联动与转化流程。2) 中国中小企业数不断增长，整体 SaaS 市场渗透率低而数智化需求提升，同时迈富时进行海外功能延展推出外贸版，基于全球企业库与贸易数据库助力企业在全域范围实现商机触达，SaaS 业务发展潜力大。3) AI 提升个性化与定制化服务能力，具备商业化潜能：迈富时 AI+SaaS 产品提供标准化产品，自建 Tforce 大模型增强营销策略精准度、匹配度和个性化能力，持续提升产品力。同时推出营销、销售、经营决策招聘等 Agent 服务实满足用户定制化需求。并为需要数据本地化运营的企业提供 Agent 软硬一体机的落地选择。

风险提示：Agent 使用效果不达预期，可靠性不够强；行业细分领域数据不足影响模型的开发进度与效用；政策限制等。

投资建议：迈富时 AI 技术进展迅速但仍处于市场初步应用阶段，后续将保持较高投入。我们将采用 PS 估值，选择营销与销售 SaaS 海外龙头：HubSpot、Salesforce；AI 应用软件 ServiceNow、金蝶国际作为可比公司进行对比估值。国内大模型发展有利于提升 AI 应用效率，同时迈富时具备覆盖多类型行业企业的标准化+定制化服务能力。可比公司 2025 年平均 PS 为 8.2 倍，对应迈富时 2025 年 PS 为 4.12 倍，考虑到迈富时处于高成长阶段，首次覆盖给予“买入”评级。

证券研究报告

股票代码	2556.HK
公司评级	买入
评级变动	首次
收盘价	37.95
目标价	59.86

分析师

张骥 S0650524120001

联系邮箱：zhangji@mgzq.com

联系人

周楦 S0650123040013

联系邮箱：zhouxie@mgzq.com

相关研究

重要数据

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1559	2218	2999	3969
增长率（%）	26%	42%	35%	32%
归母净利润（百万元）	-877	-8	11	55
增长率（%）	-417%	99%	232%	399%
EPS（元/股）	-4.13	-0.03	0.04	0.21
市销率（P/S）	14.60	4.12	3.05	2.30

数据来源：Wind，麦高证券研究发展部

注：截至 2025 年 4 月 17 日

正文目录

一、 营销与销售服务平台化，企业定制化需求提升.....	5
1.1 营销与销售 SaaS 的平台化管理趋势.....	5
1.2 营销难度增加、社媒形式变革，促使平台推出适应功能.....	7
二、 AI 带来新的商业化潜力，Agent 提升定制化服务能力.....	9
三、 海外龙头中国市场发展受限，更适合出海/跨境企业.....	11
3.1 海外龙头本地化不足，社媒与营销形式与中国市场有差异.....	11
3.2 中国具备特色社媒生态，本地龙头迈富时有优势.....	13
四、 迈富时适配中国市场，Agent 软+硬件落地.....	15
4.1 AI+SaaS 满足标准化及定制需求，中国市场渗透率低分散度高潜能大.....	15
4.2 第一曲线构建标准化轻量化产品，AI 持续提升并增加产品功能.....	17
4.3 第二曲线对标 Salesforce，建立 Agent 中台实现客户定制化需求.....	19
4.4 推出外贸版产品，拓展跨境/外贸机遇.....	21
五、 盈利预测与投资建议.....	22
六、 风险提示.....	23

图表目录

图 1： 汽车制造业专精特新中小企业数字化转型路径指引.....	5
图 2： AAARRR 客户生命周期.....	5
图 3： 跨平台计划与投放.....	6
图 4： 管理分析与营销建议.....	6
图 5： 营销过程个性化示例.....	6
图 6： 使用 HubSpot 多功能中心占比（%）.....	7
图 7： 使用多功能中心与销售单功能中心的客户转化对比.....	7
图 8： Salesforce 细分解决方案覆盖行业列示.....	7
图 9： 单品牌的营销形式多样性.....	8
图 10： 短视频、图片等社媒内容形式运用度最广.....	8
图 11： HubSpot 视频生成&剪辑器步骤示例.....	8
图 12： 2024-2035 AI Agents 市场规模 CAGR 预计超 40%.....	9
图 13： Salesforce 的 Customer Agent 示例.....	10
图 14： AI 外呼销售的进化.....	10

图 15: HubSpot Breeze AI 矩阵	11
图 16: Salesforce 平台产品矩阵	11
图 17: HubSpot 全球办公地点一览	12
图 18: Salesforce + 阿里云: 中国市场本地化产品架构	12
图 19: 2025 年计划重点营销投放平台	13
图 20: HubSpot 营销内容发布页面	13
图 21: 预设邮件模板	13
图 22: A/B 测试示例	13
图 23: SCRM 对比 CRM	14
图 24: 私域营销闭环	14
图 25: 迈富时完整 SCRM 生态覆盖	14
图 26: 迈富时视频魔方	14
图 27: 迈富时业务拆分	15
图 28: 迈富时分业务收入 (万元)	16
图 29: 迈富时分业务毛利率	16
图 30: 分业务用户数	16
图 31: 单用户月平均收入 (元)	16
图 32: 中国公有云市场规模	17
图 33: 迈富时平台架构	17
图 34: 海外营销与销售平台的个位数渗透率	17
图 35: 迈富时平台架构	18
图 36: HubSpot 从 Marketing Hub 开始的集客营销功能发展历程	18
图 37: 迈富时从在线营销开始的集客营销发展历程	18
图 38: Marketingforce 与 HubSpot 的 AI+SaaS 生态	19
图 39: HubSpot 用户近 25 万, 平均客单价\$1.13 万	19
图 40: AI 精准营销的用户群与品牌策略匹配示例	19
图 41: 迈富时 Agentforce 中台结构	20
图 42: 迈富时政务版与企业版 Agent 一体机	21
图 43: 海外营销日历管理, 提示多国节假日	21
图 44: T 云外贸版企业检索示例	21

一、营销与销售服务平台化，企业定制化需求提升

1.1 营销与销售 SaaS 的平台化管理趋势

在企业市场营销数字化进程中，平台化与跨部门协同是趋势。市场营销数字化背景下，中国信通院提出“集成”与“协同”：以汽车制造业专精特新中小企业为例，在其数字化转型路径的后两个阶段，即“集成”与“协同”阶段：企业在市场营销环节可以引入 CRM 系统进行生产、采购、库存等数据整合，对客户需求进行全周期跟踪和管理，实现个性化需求的快速响应，提供精准营销方案；再进一步，利用大数据和人工智能技术，提高需求订单预测的准确性，实现销售、财务、生产、供应链之间的数字化协同，与合作伙伴、供应商、消费者等共同构建数字化营销生态系统，实现资源共享、信息互通。数据从多个投放平台、营销和销售管理系统和行为中产生，不仅是数据的线上化，因此更需要多平台数据的统一。

平台化有助于实现持久增长的正循环：企业在市场营销场景中，通过信息流与工作流的系统化整合，集成营销、销售、服务等多模块，实现数据的全链路打通和无缝流转。数据的整合有助于避免产生信息孤岛的问题，并有助于实现持续增长的正循环：从用户的获取到持续留存、消费拓展，以及技术和应用的进一步创新落地。

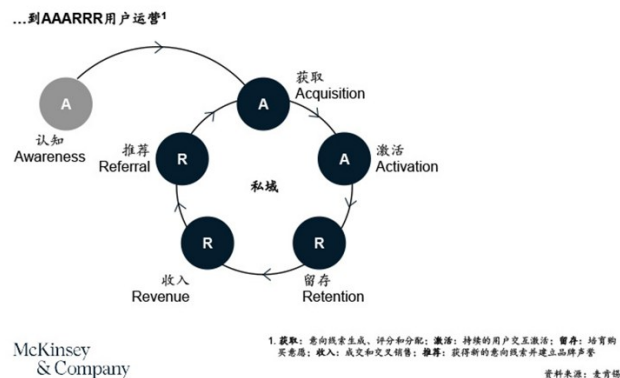
营销与销售平台化服务实现客户全生命流程的统一管理。平台化会集成营销、销售、服务等多模块，实现数据的无缝流转，多个投放渠道、营销和销售管理系统的数据整合有助于减少信息孤岛问题，有助于实现客户全生命流程的统一管理，促进精准营销和交叉营销。

图1：汽车制造业专精特新中小企业数字化转型路径指引

	一级 (初始级)	二级 (规范级)	三级 (集成级)	四级 (协同级)
研发设计	利用CAD、CAE、EDA等设计软件工具，初步开展汽车产品设计和工艺设计。	通过PDM等系统实现汽车产品设计过程的数字化、规范化管理，形成完整的设计资料管理体系。	建立汽车关键设计标准和设计知识库，实现跨部门数据共享。	运用仿真等技术进行产品试验验证和优化，实现产业链上中小企业与主机厂间的信息交互和协同研发。
生产制造	采用基础数字化工具（如Excel、云存储等）辅助编制生产计划和记录生产数据。	利用轻量化MES解决方案等，对关键生产环节数据进行实时采集，实现生产流程的规范化管理。	应用MES+集成平台，实现生产、质量、设备、安全数据管理的数字化集成，提高分散化制造和模块化生产效率。	应用人工智能技术，实现人机物互联，打通生产工厂、资源管理、供应链等核心业务环节，实现智能制造应用。
采购供应	利用信息技术工具辅助记录订单和仓储物流信息，初步实现采购流程管理的数字化。	通过信息化系统对采购、订单和供应商进行精细化管理，实现物料出入库的实时统计。	应用传感器和监控系统等，实现对采购全流程的实时监控管理，与生产、仓储、财务等系统实现业务协同和数据共享。	运用人工智能等前沿技术实现采购与供应链、仓储物流与供应库存的数字化协同，建立预测的算法模型，自动化采购和仓储数据。
市场营销	借助Excel和云存储等工具，对销售信息进行基础记录和管理。	信息化系统规范化管理营销信息，并初步实现销售信息与其他业务系统的协同。	基于销售信息化系统实现营销信息的实时监控，并与生产、库存、财务等系统数字化协同。	使用人工智能技术实现销售、财务、生产、供应链之间的数字化协同，通过用户画像实现精准营销，打造全新营销模式。
产品服务	通过小程序、APP等工具辅助管理售后服务流程。	实现售后服务流程的数字化管理，并与相关部门共享信息。	建立售后问题清单，快速响应售后问题，并指导产品和工艺优化。	基于信息化系统实现面向客户的精细化服务，如远程运维、主动式客户服务、打通金融、保险等服务渠道，打造消费者更加满意的多样化售后服务。

资料来源：中国信通院，麦高证券研究发展部

图2：AAARRR 客户生命周期



资料来源：麦肯锡，麦高证券研究发展部

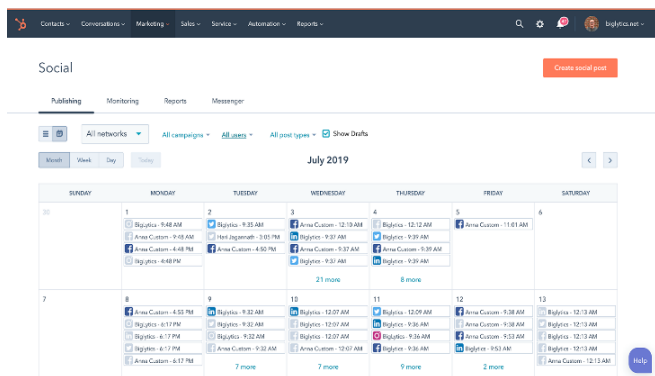
营销、销售服务提供商仍需持续优化平台能力以满足用户个性化/定制化需求。平台化营销与销售管理基本实现了多渠道统一管理、数据统一与分析、客户分群与运营功能，以营销为例的一站式平台管理包括模块化生成官网、跟踪与分析潜在客户数据、营销分析等功能，既具备高效性，同时有效性提升。例如：多渠道投放时间表的统一管理；同客户跨渠道互动记录与分析；多渠道客服单平台管理。但当前营销、销售服务仍存在以下不足，需持续优化平台化能力。

1) **企业的个性化需求未被完全满足：**个性化包括平台营销个性化与客户营销个性化。不论是 ToB 还是 ToC，当前社媒都是最重要的营销平台，不同形式（文字、图文、视频等）、高质量的内容分发需要结合不同平台特点，同时，与潜在客户的对话框“私聊”亦需要个性化交流与推荐，需要更加智能化、贴近人工的回复对话。**个性化客户服务的极致是单客户定制化。**AI 现阶段有助于营销与销售平台更好地做客户分群，并根据分群客户辅助生成有差异化的营销内容和路径。企业的个性化需求存在个体差异，同时基于企业规模亦形成一定趋势：大型企业的定制化需求往往更强、更迫切，而中小型企业现阶段相对满足于标准化平台所提供的服务。

2) 企业客户对内容有效性的要求更高促使企业对平台功能效果的要求更高：不同客群会产生共鸣、被内容吸引并形成购买转化的过程不同，导致客户旅程存在差异，AI 大模型的出现为优化或加速客户旅程带来可能。

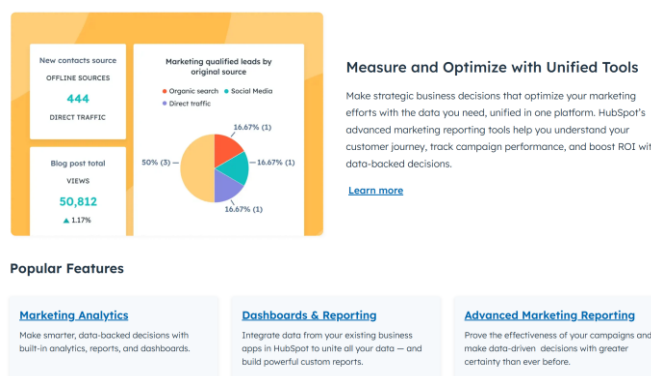
3) 平台整合需要完整社媒接口与完备集成功能：各投放平台功能多样但未完全与集成平台对接，关键功能可能在当前的集成平台上无法完全实现，例如标记 (tag)、上传 pdf、轮播广告等。

图3：跨平台计划与投放



资料来源：HubSpot，麦高证券研究发展部

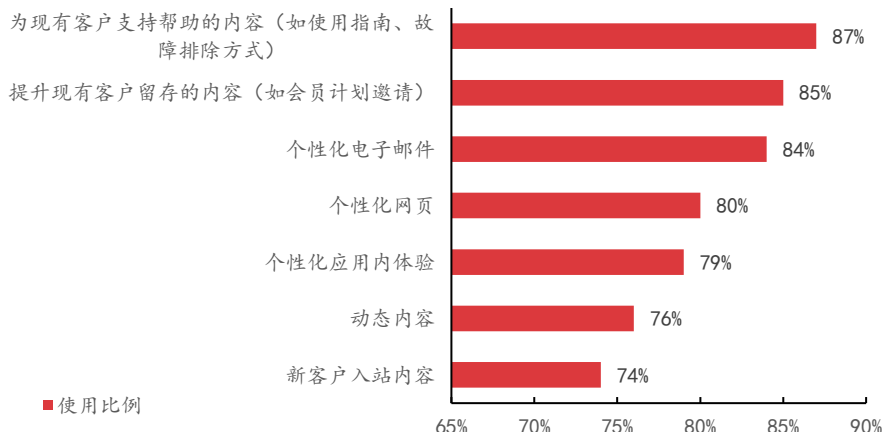
图4：管理分析与营销建议



资料来源：HubSpot，麦高证券研究发展部

企业营销对个性化的需求融入客户全生命周期。营销行为须在整个客户旅程中进行持续、有针对性的互动来建立品牌体验，包含获取新客、服务现有客户、提升留存等各阶段，以及电子邮件、网页、应用内等多平台内容。

图5：营销过程个性化示例

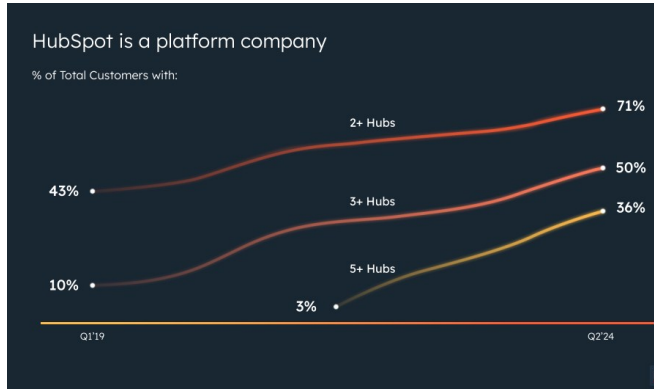


资料来源：Salesforce，麦高证券研究发展部

HubSpot 与 Salesforce 分别为营销 SaaS 与销售 SaaS 的海外龙头公司，以下我们将参考二者的平台化趋势与效果。营销驱使的海外龙头 HubSpot 平台化效果显著，强调集客营销。入站式营销/集客式营销（Inbound Marketing）影响的是客户的全生命周期体验，从体验的起点——第一印象开始，持续延伸到客户满意度与忠实度。该理念帮助使用 HubSpot 营销功能中心的客户提升潜在客户获取能力，在使用营销功能中心半年后潜在客户数提升 107%，一年后提升 133%。**HubSpot 用户使用多个中心（Hub）的比例持续上升**：截至 2024Q2，使用≥2 个功能中心的用户占比从 2019Q1 的 43%增长至 71%；使用≥3 个功能中心的用户占比从 2019Q1 的 10%增长至 50%；使用≥

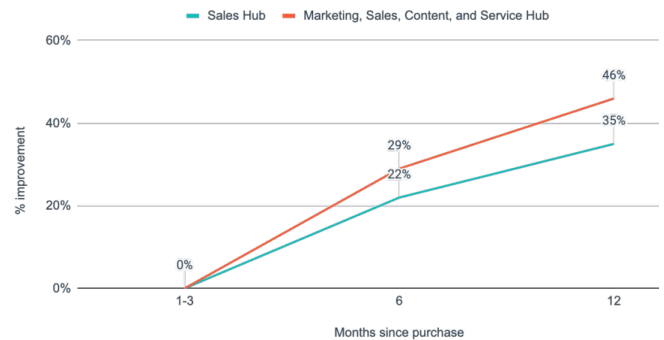
5 个功能中心的用户占比增至 36%。此外，相较于仅使用单一销售功能中心的用户来说，使用四个功能中心（营销、销售、内容、服务）的用户客户转化率提升更显著，在使用 HubSpot 一年后提升 46%，高于使用单一销售功能中心的 35%。

图6：使用 HubSpot 多功能中心占比（%）



资料来源：HubSpot，麦高证券研究发展部

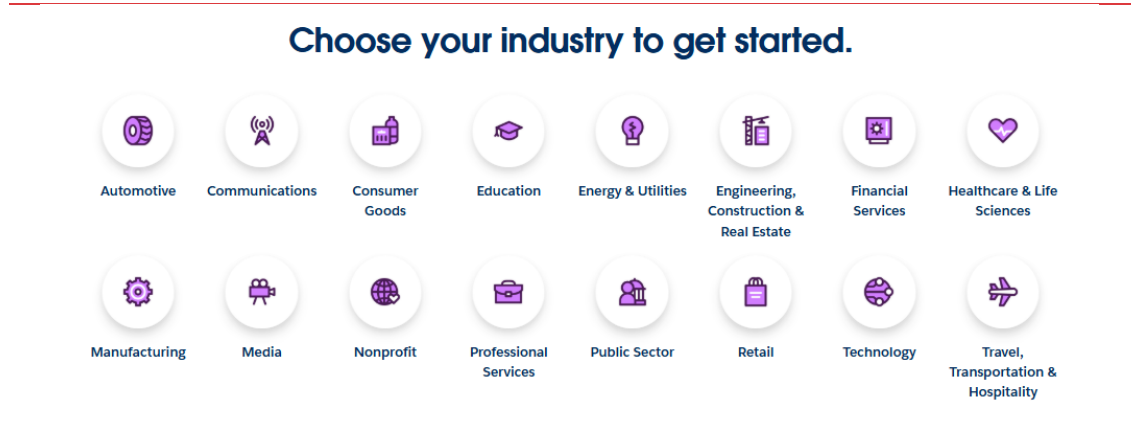
图7：使用多功能中心与销售单功能中心的客户转化对比



资料来源：HubSpot，麦高证券研究发展部

客户关系管理为核心的 Salesforce 已经形成了多行业多领域覆盖的细分解决方案。当前覆盖典型行业包括汽车、通信、消费品、教育、能源与公用事业、工程/建筑与房地产、金融服务、医疗保健与生命科学、制造业、媒体、非营利组织、专业服务、公共部门、零售、科技、旅游/交通与酒店业。以零售为例，Salesforce 针对分销公司管理及不同品类（快消品、家用耐用品、鞋履配饰等）推出流程管理功能，将标准化产品细分优化，更贴近定制需求。

图8：Salesforce 细分解决方案覆盖行业列示



资料来源：Salesforce，麦高证券研究发展部

1.2 营销难度增加、社媒形式变革，促使平台推出适应功能

营销越来越卷，内容多样性需求进一步提升。广告价格越来越高，集成化、平台化管理有助于在有限费用下提升整体营销效率。同时，随着消费者对广告内容的要求变高，营销难度增加，多样性需求进一步提升。据 HubSpot 调研北美、欧洲、亚洲、澳大利亚地区 1200 位市场营销专家，市场营销之争已从纯流量的直接竞争方式向扩大关注度的间接竞争方式转变。品牌多渠道多方式营销建立品牌力。以 ToC 终端消费品为例，品牌在多个平台建立官方账号，例如公众号、小红书、抖音等，除官方内容发布外并进行软广营销，例如测评、配方建议等。

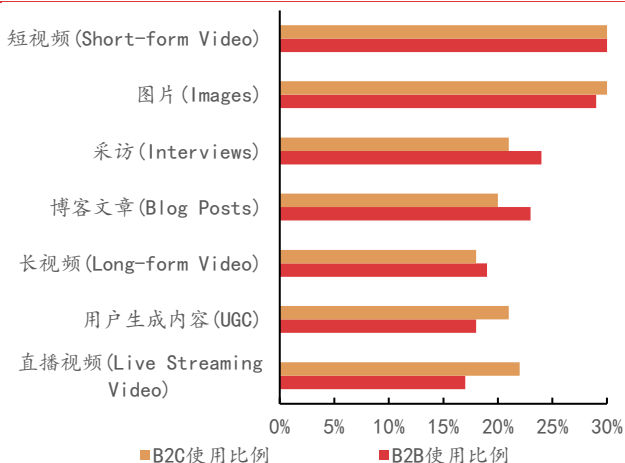
图9：单品牌的营销形式多样性



资料来源：互联网公开资料整理，麦高证券研究发展部

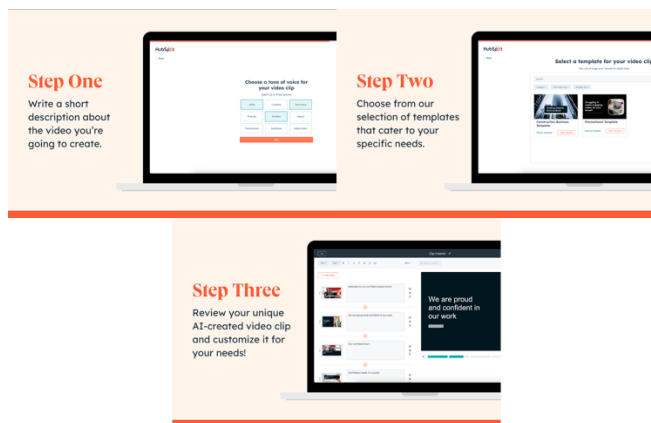
社媒形式与营销内容变革引导服务平台推出对应功能满足用户营销需求。不论是 ToB 或 ToC 的营销，社媒的重要性越来越强，短视频、图像等具备强视觉效果的内容形式更具吸引力。据 HubSpot，当前短视频 (21%)、图片 (19%)、直播 (16%) 内容的 ROI 最高。因此营销与销售服务平台相应推出短视频账号营销功能，以适应最新、最有效的传播与营销方式，例如 HubSpot 推出 Clip Creator 帮助企业在不同模板下生成视频，并可以进行一定程度的个性化编辑。

图10：短视频、图片等社媒内容形式运用度最广



资料来源：HubSpot，麦高证券研究发展部

图11：HubSpot 视频生成&剪辑器步骤示例



资料来源：HubSpot，麦高证券研究发展部

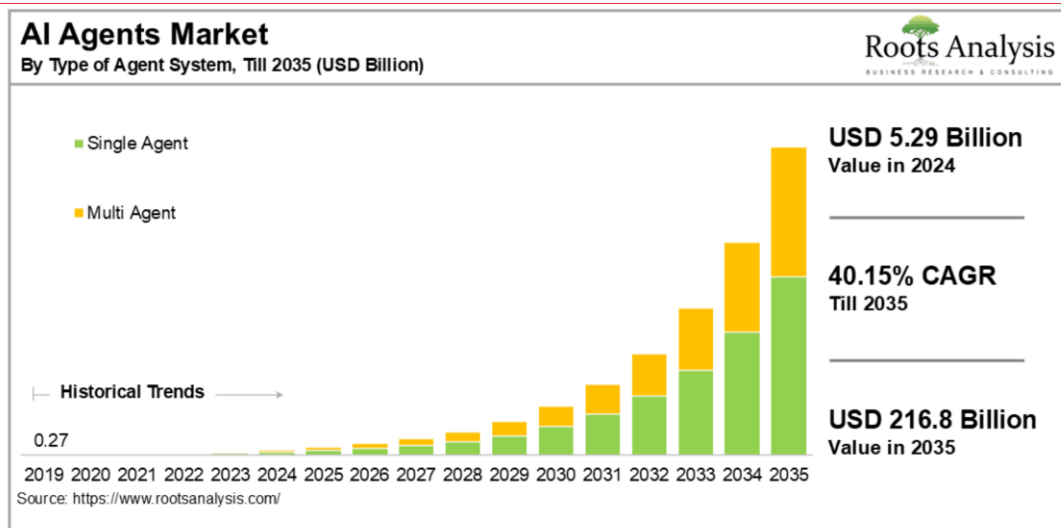
二、AI 带来新的商业化潜力，Agent 提升定制化服务能力

AI 技术通过两种方式加强营销与销售平台服务能力：1) 生成式 AI 与传统 AI 工作流程融合深化，提升平台效用；2) 分布式、多智能体协作生态空间打开，服务企业定制化需求的能力提升。

生成式 AI 与传统 AI 工作流程融合深化，从两方面提升平台效用。一方面为企业内部员工提升 workflow 效率，另一方面帮助企业在对外的过程中更高效地吸引和培育客户并实现销售转化。通过数据分析、精准定位、可视化路径、物料生成等，服务于平台的用户（企业）和企业的客户。大模型的进步提升兼容性，搜索内容可以包括到文章、图片、PDF、Q&A，链接的智能知识中心等。

分布式、多智能体协作生态空间打开，服务企业定制化需求的能力提升：AI Agent 加深精细化客户运营，提升用户执行效率的单一生成式/对话助手更进一步，在进行数据抓取和分析后可以自行做出决策并执行，并在必要时提醒人工，可以更智能地交付成果，从“AI 助理”进阶为“AI 代理”。Agent 具备推理、记忆、工具使用三种能力，需要软件应用作为落地基础，因此营销与销售 SaaS 是典型应用场景之一。当前 Agent 多以单一形式（Single Agent）发展，平台在多功能模块积累的基础上进行多智能体（Multi Agent）的协作与组合。大模型多模态的进步推动 Agent 整合文本、图像、语音等输入，提升感知能力与决策精度。

图12：2024-2035 AI Agents 市场规模 CAGR 预计超 40%



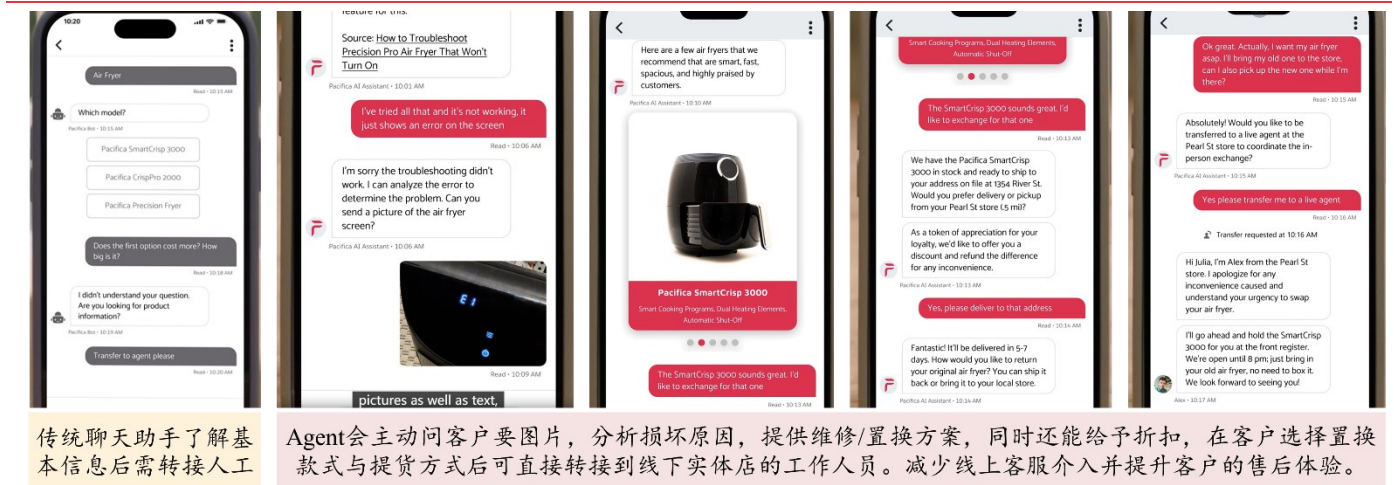
资料来源：Roots Analysis，麦高证券研究发展部

整体来看，AI Agent 为智能营销带来两大核心改变。一是通过自动化技术渗透营销全链路，从“人主导”变为“人”：在洞察环节可以自动聚合多元数据（多社媒渠道及公司私域会员数据）生成市场分析，提升效率；在内容生产环节结合市场数据生成个性化文案、图片及视频，提速营销内容生成并提升其有效性；在投放环节动态优化预算分配与投放计划，提升 ROI 等。二是推动决策体系从“经验驱动”转向“算法驱动”，Agent 可以在数据统一化的基础上增强分析有效性，生成有效营销策划与执行计划，推动或助力决策；同时通过多模态理解，多维度分析数据（语气、情绪、状态、社交紧密度变化等）增强细节洞察。

多 Agent 集合根据场景提供有效解决方案，同时降低人工介入程度。AI 生成提质提效，运用模板、预设模块加速流程；AI Agent 可以进行多模态理解，并结合多类数据给出切实可行的方案。以客户服务 Agent 为例，它超越原本仅基于预设交流逻辑的对话助手，可以实现结合过往聊天记录、购买记录、企业/行业信息形成全天候且更个性化、解决真实需求的对话交流。在日常电商

购买中，我们多数会经历在进行一定 AI 对话后选择“人工客服”，Agent 能在加强语义与其他形式内容（例如图片）的理解前提下，增加有效回答并真实解决问题，减少转人工比例。

图13: Salesforce 的 Customer Agent 示例



资料来源：Salesforce，麦高证券研究发展部

AI Agent 将推动销售角色重构，主打传统“电话营销”、“搜索引擎驱动”等单一结构化场景的服务提供商将被逐渐淘汰。AI Agent 将承担客户洞察、数据分析、策略生成、常规问题回复、初次电话沟通等流程执行类“硬技能”，R1 类大模型作为“大脑”驱动多个垂直 Agent，而人类销售将聚焦关系维护、战略谈判、价值观传递等“软技能”。企业可以通过 1 个精英销售+3 个 AI Agent 的形式形成销售团队，提升人效。

图14: AI 外呼销售的进化

	AI外呼销售1.0（传统）	AI外呼销售2.0（大模型驱动）
对话能力	对话流程固定，难以处理超出脚本范围的问题；多轮对话能力较弱。	支持开放式对话和多轮交互，能够根据上下文动态调整回复内容。
个性化能力	个性化程度低，仅能根据简单用户标签（如姓名、性别）调整话术。	支持高度个性化，能根据用户历史行为、偏好和实时情绪优化对话策略。
应用场景	适用于简单、标准化的外呼任务，如信息通知、账单提醒等。	适用于复杂场景，如客户服务、营销推广、情感分析等，能够处理更灵活的交互需求。
用户体验	交互体验较为机械，用户容易感到不自然。	交互体验更自然，接近真人对话，用户满意度更高。
扩展性	扩展性有限，难以快速适应新业务需求或复杂场景。	扩展性强，能够快速适应新业务需求，支持多场景、多任务处理。

资料来源：近富时 AI 实验室公众号，麦高证券研究发展部

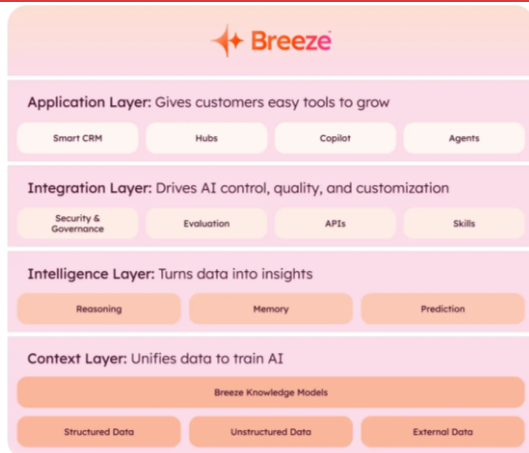
海外龙头 AI 应用推广顺利，产品落地初步实现货币化。

HubSpot 推出基于结构化、非结构化、外部数据的 Breeze AI，推出 Copilot、Agent、smart CRM 并赋能各 Hubs。Breeze Copilot 每周活跃用户超 7.5 万人。截至 2024.9.18 报告，Breeze 引入 HubSpot 各功能中心的效果显著：在营销中心，80%的网站对话由 AI 生成，个性化使邮件对话增长 70%-100%；在销售中心，个性化功能与意向打分帮助减少 30%的客户探索耗时，交易和交流总结帮助反馈效率提升 20%；在服务中心，30%需求数字化解决，每月 50w+邮件分析以促进留存。

Salesforce 推出 Einstein AI 与 Agentforce。截至 2025 财年，Salesforce Data Cloud + AI

ARR 9 亿美元，同比增长 120%。截至 2023 年，Salesforce 平均每周生成 2 万亿个 AI 结果。Agentforce 推出后一个季度内，产生 3000 付费用户。例：Salesforce 运用其平台在两周内推出 AI 代理 Ask Atro 1.0，运用 Data Cloud 和 Salesforce AI，实时访问客户与 Salesforce 数据库提供个性化推荐。使用 Agent Builder，调试周期平均从数周缩短到 30 秒。完成测试后，Ask Astro 检索正确信息的准确性从 80% 跃升到近 100%。在当年的 Dreamforce 大会，与 7,445 名与会者平均进行 3 次对话，准确回答 23171 个问题和个性化推荐。

图15: HubSpot Breeze AI 矩阵



资料来源: HubSpot, 麦高证券研究发展部

图16: Salesforce 平台产品矩阵



资料来源: Salesforce, 麦高证券研究发展部

AI Agent 在内容生成、数据分析等智能化的基础上，进一步提升垂直应用效能，海外平台在 AI 功能的基础上推出 Agent，应用效果显著，商业化能力初步显现。分布式 Agent 在用户的实际使用需求深耕，例如对自动答复式客服的优化，升级为智能客服，实际解决用户问题并减少人工介入。而营销与销售场景中 Agent 能直接解决的痛点诸多，类似还包括了根据投放目标或转化目标设定具体投放计划减少“经验”误差，以及更精准地预测营销效果等。细节化服务能力的提升和功能模块更新为平台提供了更高效服务与定制化服务的能力，HubSpot 与 Salesforce 的应用实例一定程度上印证了 AI 带来的效能提升与商业化能力。

三、海外龙头中国市场发展受限，更适合出海/跨境企业

3.1 海外龙头本地化不足，社媒与营销形式与中国市场有差异

海外龙头在中国市场的发展均处于本地化初期，更适合以出海/跨境为核心的企业。HubSpot 全球化发展，但在中国的本地化适配性不强，未设立办公室。HubSpot 非美国地区用户与收入均占近半数：非美国地区用户占比为 53%，非美国地区收入占比为 47%。但未在中国设立办公室，平台于 2025 年 2 月底上新主要功能的中文语言选项。Salesforce 是以 CRM 为核心的服务平台，与阿里云战略合作落地中国市场，主要功能分步迁移，Einstein AI 相关功能暂不能使用。已本地化部署销售云、服务云、平台云，以及注重社交营销和社交电商的互联网关（CXG - Connected Experiences Gateway）。通过与阿里云合作，解决产品合规性与数据驻留问题，由阿里云负责大中华区运营与销售。具备中国市场合规性：在中国本地存储数据，帮助企业满足不断发展的中国法规的相关要求。团队入驻中国，与客户同时区，同时支持中英文技术支持。

图17: HubSpot 全球办公地点一览

 Berlin, Germany Phone: +49 30 208486000 (German) +49 30 217998000 (English)	 Bogotá, Colombia Latin America Headquarters Opened: 2018 Phone: +57 601 6284800 (Spanish) +57 601 3714700 (English)	 Dublin, Ireland Europe Headquarters Opened: 2013 Phone: +353 1 518 7500 (English)	 Ghent, Belgium Phone: +32 9 320 0370 (French) +32 9 320 0350 (English)
 The Netherlands Phone: +31 20 200 3209 (English)	 Paris, France Opened: 2016 Phone: +33 1 72 73 05 00 (French) +33 1 72 73 06 44 (English)	 Toronto, Ontario, Canada Opened: 2021 Phone: +1 888 482 7768 (English) +1 888 482 7768 (Spanish)	 San Francisco, California, USA Opened: 2020 Phone: +1 888 482 7768 (English) +1 857 829 5064 (Spanish)
 Singapore Asia-Pacific Headquarters Opened: 2015 Phone: +65 6955 6000 (English)	 Sydney, Australia Opened: 2014 Phone: +61 2 9164 8000 (English)	 Tokyo, Japan Opened: 2016 Phone: +81 3 5656 5900 (Japanese)	 United Kingdom Phone: +44 20 7524 3700 (English)

资料来源: HubSpot, 麦高证券研究发展部

图18: Salesforce + 阿里云: 中国市场本地化产品架构



资料来源: 阿里云, 麦高证券研究发展部

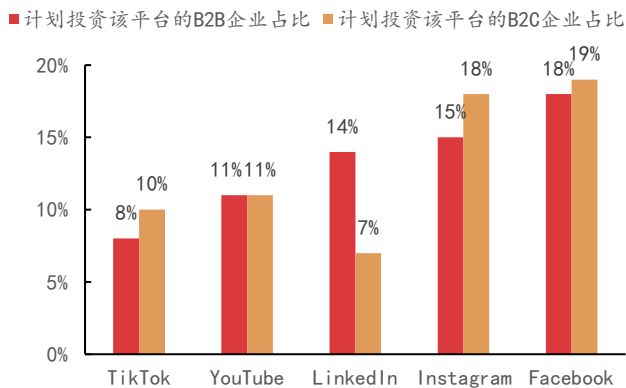
表1: Salesforce+阿里云: Einstein AI 相关功能情况

功能名称	暂不提供	备注
Einstein.ai	✓	基于 Cloud to Cloud 的 Einstein.ai Data Access 已禁用。
Einstein Activity Capture	✓	不提供与 Outlook 和 Gmail 的集成。
Einstein Bots	✓	不提供 Einstein Bots。
Einstein Case Classification	✓	不提供案例 (Case) 分类功能。
Einstein EP API	✓	Einstein 元数据模型已禁用。 Einstein 元数据访问已禁用。
Einstein Prediction Builder	✓	不提供 Prediction Builder 和相关功能。
Einstein Search	✓	不提供 AI 搜索引擎。
Einstein SmartAgent Suggested Article	✓	不提供 Einstein 文章推荐。 Einstein 答案已禁用。 Einstein 答案片段已禁用。
Einstein SmartAgent Suggested Response	✓	不提供 Einstein 回复建议不可用。 事件监控不可用。 EE、UE、PE 等全球版本在中国不可用, 提供本地版本。

资料来源: 阿里云, 麦高证券研究发展部

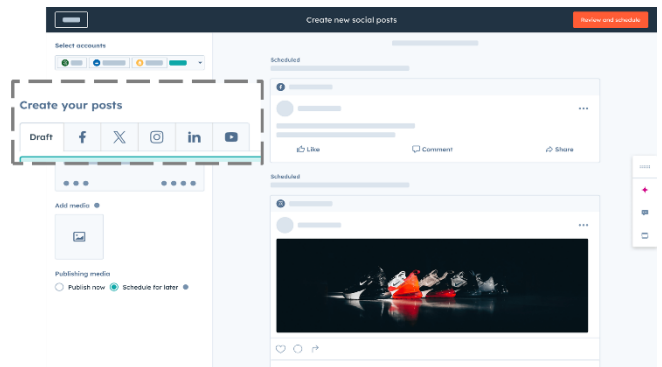
海外市场社媒营销集中在 Facebook、Instagram、LinkedIn、YouTube、TikTok。To B 与 To C 企业的重点投放平台包括上述平台集成社媒应用, 营销服务平台在获账号授权后可以直接管理社媒渠道。据 HubSpot《The State of Marketing 2025》调研结果显示, 上述平台是 2025 年的重点投放社媒渠道, 其中 LinkedIn 对 To B 企业尤为重要。据 Salesforce, 86% 的高级营销人员认为创建连贯的客户旅程非常重要。HubSpot 与 Salesforce 均将社媒营销管理集中在一个平台进行, 包括日常运营: 发布内容、监控重要提示词、管理互动、跨渠道进行 ROI 管理。

图19：2025 年计划重点营销投放平台



资料来源：HubSpot，麦高证券研究发展部

图20：HubSpot 营销内容发布页面

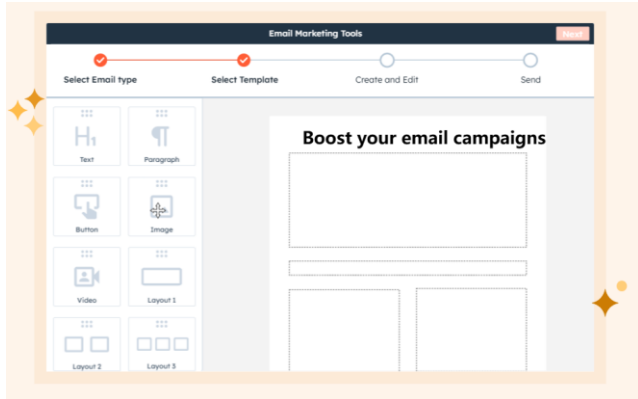


资料来源：HubSpot，麦高证券研究发展部

邮件、官网仍然是海外市场的重要营销触点。据 Salesforce, 90%的用户使用邮件营销, 2022 年, 所有外发营销信息中有 80%是电子邮件。平台助力邮件营销实现个性化生成内容、提前预设时间表推送, 并进行跟踪分析和提示, 促进销售达成。例如: 可以在有人打开电子邮件时立即收到通知; 可以查看潜在客户的所有历史记录; 可以与 Gmail、Google Workspace、Outlook 和 Office 365 无缝连接, 并实现数据追踪等。

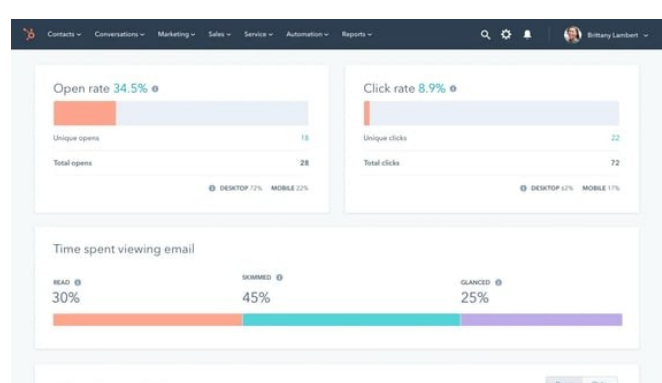
以 HubSpot 平台功能为例, 平台邮件营销管理的优势包括: 1) 拖放式编辑器: 通过简单的拖拽操作, 快速完成邮件的排版、内容调整和品牌化设计; 2) 丰富的预设模板: 包括新闻通讯、活动邀请、促销、购物车提醒、订单确认等, 满足不同场景需求; 3) AI 创作支持: 使用 AI 生成号召性主题行和邮件内容, 节省时间并提升邮件打开率; 4) 自动化 workflow: 结合 CRM 数据实现邮件个性化 (包括称谓、内容), 根据客户行为触发预设邮件发送 (例如订单确认邮件、长时间未联系客户的再互动邮件、购物车提醒邮件等)。

图21：预设邮件模板



资料来源：HubSpot，麦高证券研究发展部

图22：A/B 测试示例



资料来源：HubSpot，麦高证券研究发展部

3.2 中国具备特色社媒生态，本地龙头迈富时有优势

中国特色 SCRM 注重私域运营与转化。中国拥有特色的本地社媒生态 (如微信、钉钉), 更倾向于使用多渠道的消息对话而非邮件。流量成本不断提升, 跨平台、多元化的营销复利需求增强, 结合公域、私域进行引流与转化, 多触点的有效推广将成为企业营销常态。例如, 在百度或微信浏览或点击了某企业/某产品页面信息, 当你打开小红书/微博时会推送在该平台发布的相关内容, 此内容既能符合投放平台的吸引力内容特征, 又再次增加了曝光效果。私域会员化运营具备以下特性:

- 1) 私域流量运营：通过企业微信、社群等建立私域流量池，直接触达高价值客户
- 2) 活动营销：策划线上互动活动（如直播、抽奖），结合社交分享实现裂变传播
- 3) 客户服务优化：利用社交媒体快速响应客户需求

中国本土营销与销售 SaaS 提供商迈富时依托自研的 T-force 垂直 AI 大模型和 Agent，帮助企业整合多渠道数据进行集中化管理，促进私域运营与转化，精准定位客户并进行精细化管理实现精准营销。包括：1) 关联打通小程序、微信、商城、线下门店等渠道的客户数据，覆盖用户在公域、私域和商城的行为路径，构建完整的用户画像；2) 确保购物过程的连贯性和便利性，自动化设定营销方案并执行，在私域进行场景化推荐、发放专属优惠券及个性化购物指导等。

图23：SCRM 对比 CRM

	传统CRM	SCRM
互动方式	单向（企业→客户）	双向（企业↔客户）
数据来源	交易记录、基础客户信息	社交媒体行为、互动记录、用户生成内容等
核心功能	客户信息管理与销售流程自动化	社交互动管理、数据整合、个性化营销
价值重点	提升销售效率	同时注重客户参与度与品牌口碑

资料来源：麦高证券研究发展部

图24：私域营销闭环



资料来源：迈富时，麦高证券研究发展部

因此总结来看，迈富时在中国本地化运营具备优势。主要在于两个方面，一是数据合规性要求，二是中国市场的特色私域生态，使得企业在建设品牌力时更加注重会员运营，多渠道的一对一私聊、一对多群聊的社交化服务。

- 1) **数据合规性：数据出境有限制。**根据我国《网络安全法》、《数据安全法》、《个人信息保护法》等法律法规要求，数据出境有限制，倾向于本地化储存。而海外平台需进行跨境传输审查及生态适配，在中国市场面临使用限制。例如 Salesforce 与阿里云独家深度合作，逐一进行功能迁移，而 AI 相关工具（Einstein）还未能在中国市场被使用。
- 2) **SCRM 全域客户管理。**建立完整的搜索、短视频、自媒体、微信生态服务于 SCRM 全域客户管理。推出视频魔方帮助企业进行短视频运营。包括企业短视频账号定位、视频剪辑生产、曝光转化、营销裂变等形成一站式短视频营销工具。

图25：迈富时完整 SCRM 生态覆盖



资料来源：迈富时推介材料，麦高证券研究发展部

图26：迈富时视频魔方



资料来源：迈富时官网，麦高证券研究发展部

四、迈富时适配中国市场，Agent 软+硬件落地

4.1 AI+SaaS 满足标准化及定制需求，中国市场渗透率低分散度高潜能大

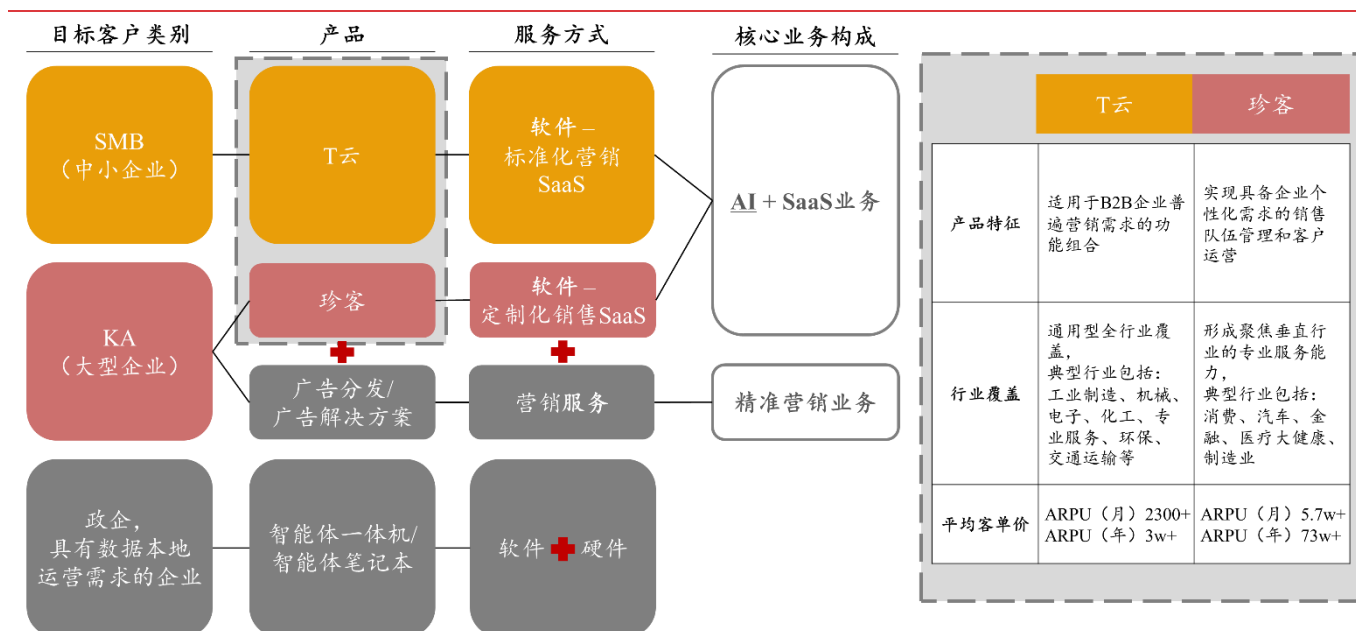
迈富时营销业务起家，深耕行业十数年，当前业务收入主要由 AI+SaaS 业务与精准营销业务构成，截至 2024 年报收入占比为 54%:46%，覆盖大中小企业。

AI+SaaS 业务主要由两个标准化产品 T 云与珍客组成，分别以营销和销售结果导向的 SaaS 产品定位，对应服务相对中小规模企业与中大型企业。T 云产品适用于具备普遍营销需求的企业（诸多 B2B 企业需要全渠道集中营销管理构建品牌力），通用型产品覆盖全行业，典型行业包括：工业制造、机械、电子、化工、专业服务、环保、交通运输等，单用户产品年均收入约为 3 万元；珍客产品结合企业实际工作流程，帮助企业实现具备个性化需求的销售队伍管理和客户运营，形成聚焦垂直行业的专业服务能力，典型行业包括：消费、汽车、金融、医疗大健康、制造业，单用户产品年均收入达 70 万元。

精准营销服务核心为广告服务，分为在线广告分发与在线广告解决方案。在平台服务的基础上帮助企业提高营销 ROI，赚的是返利，通过多年营销服务经验积累，为大企业客户优化营销计划，提升大客户粘性。分为在线广告解决方案（广告活动策划、广告内容制作、持续监控及实时优化）与在线广告分发服务（账户管理以及广告制作与分发）。

综上，迈富时针对不同类型客户提供不同服务组合选择：面向中小企业主要通过标准化营销 SaaS（T 云），服务方式为软件；而面向大企业通过定制化销售 SaaS（珍客）+ 广告营销投放的方式服务，服务方式为软件+服务；此外，在 Agent 技术进展中，面向具有数据本地运营需求的企业（尤其是政企）提供智能体一体机/智能体笔记本产品，以软件+硬件的形式提供完整服务。

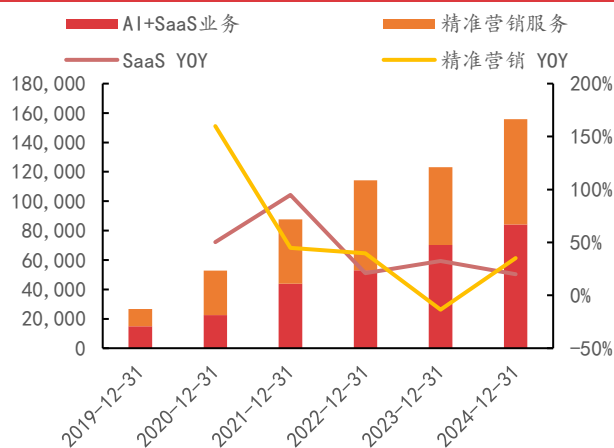
图27：迈富时业务拆分



资料来源：迈富时财报、推介材料，麦高证券研究发展部

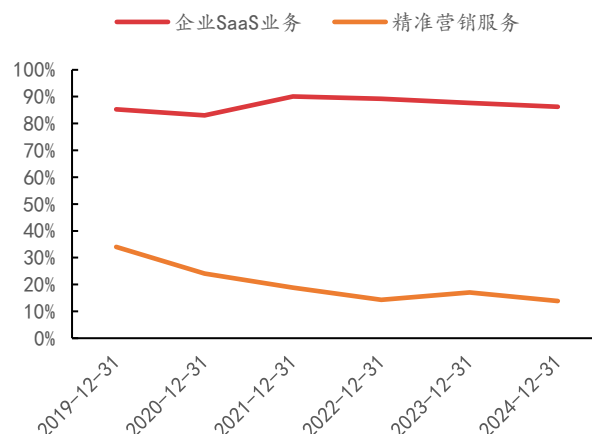
SaaS 业务带来较高毛利贡献。SaaS 业务收入持续增长，近年增速维持在 20% 上下，毛利率水平稳定于 85%+，截至 2024 该部分业务毛利率为 86.27%；精准营销服务收入中在线广告解决方案占比较大，截至 2024 该部分业务毛利率为 13.86%。

图28：迈富时分业务收入（万元）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

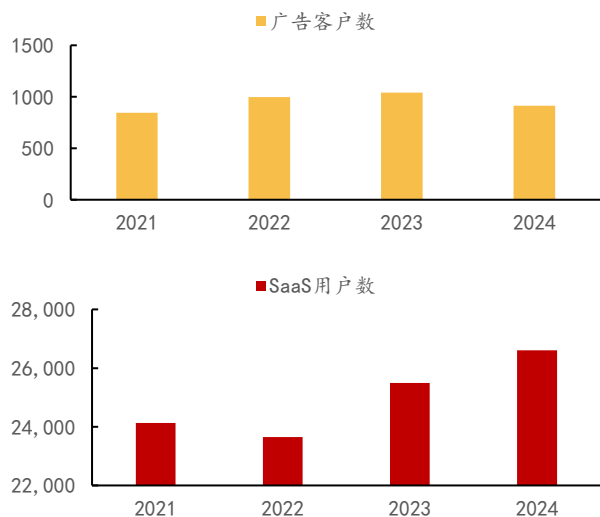
图29：迈富时分业务毛利率



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

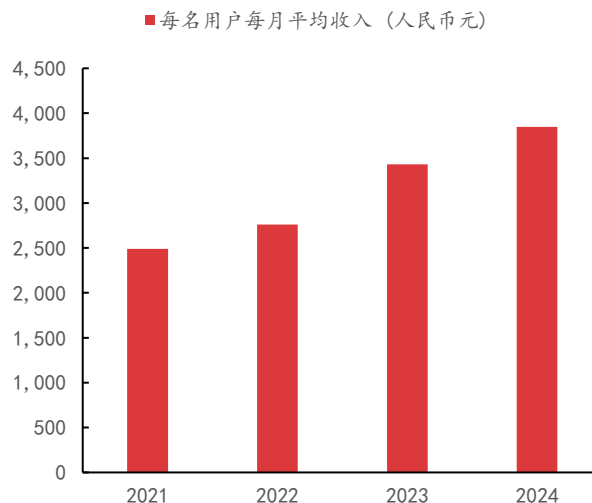
SaaS 用户数与单用户收入呈增长趋势。SaaS 用户数在 2024 年末达 2.66 万，精准营销业务的广告客户数为 912 家，广告客户结构优化，单用户贡献度进一步提升。大企业客户服务认可度、市场认可度增强。SaaS 业务中，订阅用户留存率持续增长，2024 年达 73%，较 2023 年的 69%提升 4pct。每名用户平均合约价值有所提升，截至 2023 年末为 5.12 万元，减去每用户平均获取成本 1.87 万元(从 2022 年 2.23 万元下降)，单用户的平均毛利为 3.25 万元。精准营销业务中，展示次数与点击次数持续增长，2023 年末点击率增长至 2.6%。

图30：分业务用户数



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

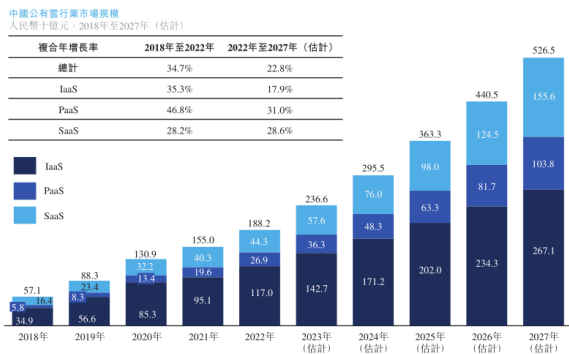
图31：单用户月平均收入（元）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

中国公有云市场增长空间广阔，迈富时 SaaS 交付能力强。SaaS 是中国公有云市场规模增长的重要推动因素，通过低代码需求工具包令企业高效开发定制化应用，对 IT 的需求减少。中国市场 SaaS 增速稳定，经弗若斯特沙利文测算，2018-2022 年 SaaS 的符合年均增速为 28.2%，2022-2027 年将维持增速并略增长至 28.6%。迈富时集成数据、算法、业务、基础、生态与开放平台，为企业提供可按需自选功能模块并形成个性化产品，提升营销与销售服务的定制化能力。

图32：中国公有云市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，迈富时招股书，麦高证券研究发展部

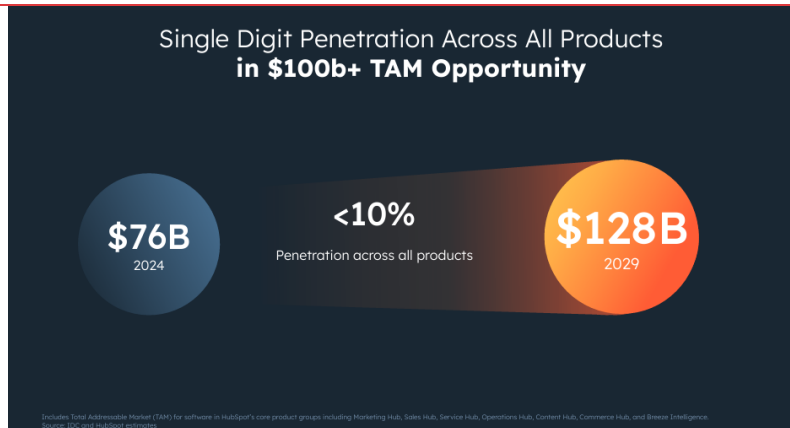
图33：迈富时平台架构



资料来源：迈富时推介材料，麦高证券研究发展部

中国营销与销售 SaaS 市场是一个持续增长的低渗透率千亿市场。中国法人企业数量不断增长，截至 2022 年末，中国中小微企业数量超 5200 万户，假如 50%的企业每家至少配备一个标准化营销与销售 SaaS 系统，订阅一年收入假设为三万元，这是一个有千亿潜能的市场。据 HubSpot 与 IDC 测算以 HubSpot Marketing Hub、Content Hub、Sales Hub、Service Hub、Operations Hub、Commerce Hub 和 Breeze AI 产品的涉及功能为基准，全球潜在市场超万亿，而截至 2024 年市场渗透率不足 10%。据亿欧智库，中国 AI Agent 市场企业渗透率不足 5%，Agent 的应用仍处于发展初期，在营销与销售赋能场景中亦是。参考海外市场发展情况与中国高分散市场情况，中国营销与销售 SaaS 市场当前是一个在 AI 技术促进下，正待爆发的低渗透率千亿市场。

图34：海外营销与销售平台的个位数渗透率



资料来源：HubSpot，麦高证券研究发展部

4.2 第一曲线构建标准化轻量化产品，AI 持续提升并增加产品功能

迈富时 Marketingforce 平台集成六个功能（营销云、销售云、商业云、分析云、智能云、组织云），构建 311 个功能模块赋能营销到销售全流程的六个关键阶段：内容与体验、广告与促销、社交与关系、销售与愉悦、数据与分析、策略与管理。在营销与销售场景功能中拓展企业人力管理与培训工具，提效招聘与绩效管理环节。

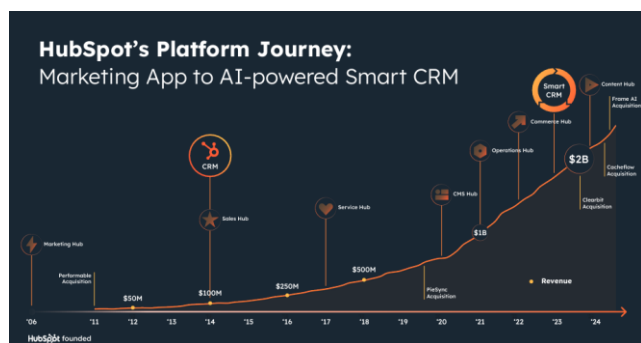
图35：迈富时平台架构



资料来源：迈富时推介材料，麦高证券研究发展部

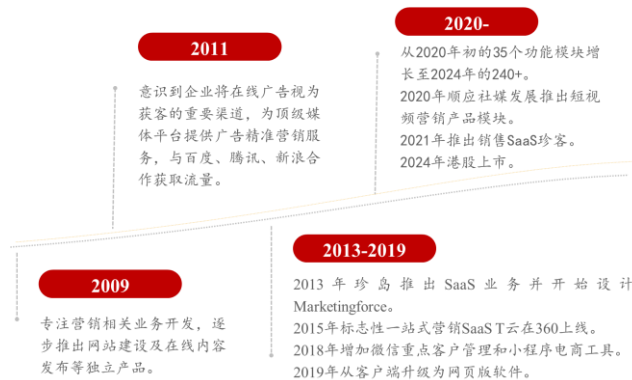
迈富时与 HubSpot 具有相似的营销导向战略，从在线营销向产业链后端延展。迈富时公司在 2011 年意识到在线广告是流量爆发时重要的获客渠道，成立上海凯丽隆，专为媒体平台提供广告精准营销服务，2013 年推出 SaaS 服务并开始建设 Marketingforce 平台，2015 年正式上线，开始一站式集成平台发展，2018 年拓展至 CRM（基于微信平台的重点客户管理），2019 年从客户端服务转变为互联网 SaaS 服务，2021 年推出销售 SaaS 珍客，2024 年港股上市。HubSpot 在 2006 年推出 Marketing Hub，2014 年推出 Sales Hub（CRM 系统）向销售 SaaS 延伸，并于当年达成一亿美元营收，2017 年拓展 Service Hub 强化客户服务与支持，提升客户满意度和留存率，2021 年推出 Operations Hub 加强数据管理与流程自动化。

图36：HubSpot 从 Marketing Hub 开始的集客营销功能发展历程



资料来源：HubSpot，麦高证券研究发展部

图37：迈富时从在线营销开始的集客营销发展历程



资料来源：迈富时招股书，麦高证券研究发展部

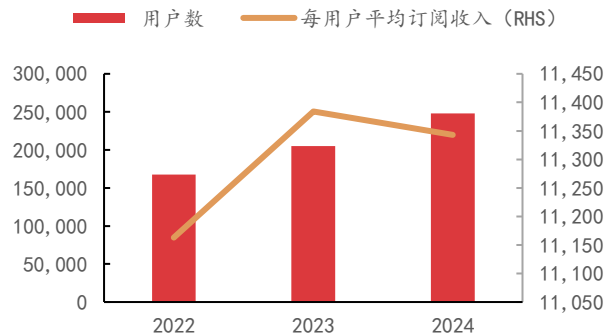
迈富时发展第一曲线对标 HubSpot，包括营销服务平台搭建、产品方法论、产品功能等多维度。HubSpot 以标准化、轻量化定位产品，当前服务用户数近 25 万，每用户平均订阅收入为 1.13 万美元。

图38: Marketingforce 与 HubSpot 的 AI+SaaS 生态



资料来源: 迈富时推介材料, 麦高证券研究发展部

图39: HubSpot 用户近 25 万, 平均客单价\$1.13 万



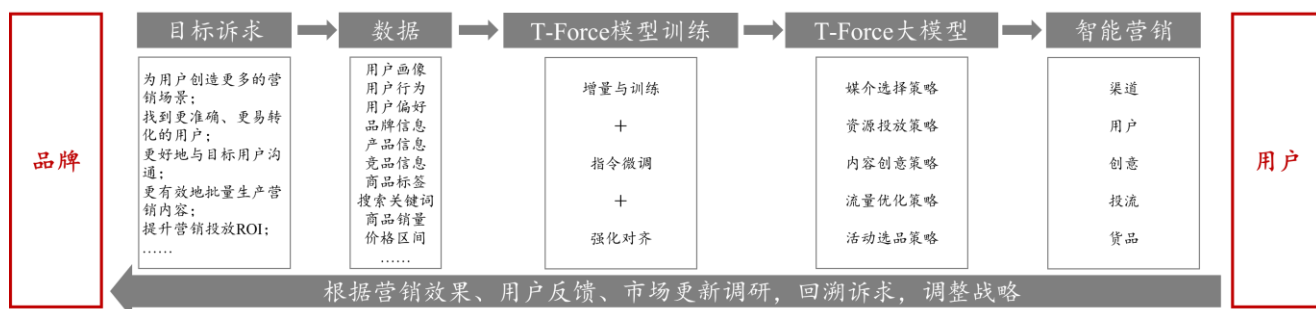
资料来源: Wind, 麦高证券研究发展部

迈富时 TForce AI 营销大模型增强营销策略精准度、匹配度和个性化能力, 提升行业垂直应用能力。AI 的意义在于增强逻辑思维后提升策略建议的个性化和定制化能力, 意味着平台在深度融入 AI 技术后, 针对不同行业、企业、目标诉求的垂直应用能力得到提升。例如 Marketingforce 平台的 BI 商业智能决策产品已经到达 BI 分析 3.0: 增强分析, 即只需要用自然语言交互, 就可以做数据分析、归因分析, 甚至给到决策建议。1.0 是 IT 导向, 需要专人做数据整理、查询与分析; 2.0 是自助式, 利用拖拉拽实现功能但仍有一定技术要求。

T-Force AI 大模型改变了传统营销的触点、路径、管理模式:

- 1) 通过进行多模态内容创作, 提升内容营销的效率: 实现私域的快速引流和冷启动, 驱动千人千面的智能投放, 生成细分场景营销内容。(推出臻文、臻图、臻视功能用于生成);
- 2) 通过 AI 增强分析, 精细化运营客户: “AI+CDP” 的优势组合, 使企业能够充分利用客户的基本属性、购买行为、历史行为、网站行为等数据展开数智化分析;
- 3) 根据企业不同需求设计不同营销策略, 精准营销: 例如, 卖更多产品; 实现利润最大化; 营销资源限制但多渠道曝光等。

图40: AI 精准营销的用户群与品牌策略匹配示例



资料来源: 迈富时官网, 麦高证券研究发展部

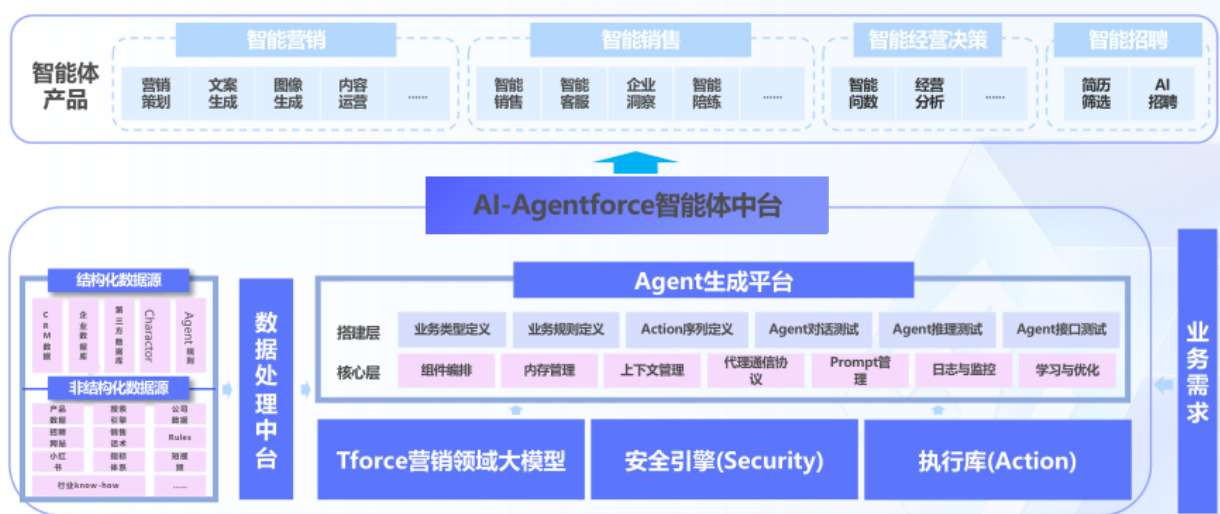
4.3 第二曲线对标 Salesforce, 建立 Agent 中台实现客户定制化需求

迈富时在 2024 年 12 月官宣联席 CTO 李文哲博士加入共建智能体新生态, 随后与多个领域企业签订战略合作运用 AI Agent。DeepSeek 通过显著降低 AI 模型的训练成本 (例如其模型训练成本仅为同类闭源模型的 1/10 至 1/1003412), 为小团队开发垂直模型提供了新的可能性。随着模型训练的标准化和门槛降低, 更多企业将更容易参与到 AI 创新中, 未来模型训练甚至可能不再依赖专业工程师, 而是通过零代码平台实现。营销与销售领域将会是 Agent 的核心运用场景之

一，通过细分子智能体功能专业化，再集合形成多智能体协同的模式。迈富时的 AI Agentforce 中台包含智能营销、智能销售、智能经营决策、智能招聘四大模块。智能营销模块包含文案生成、图像生成、内容运营与营销策划等；智能销售包含智能客服、企业洞察、销售智能陪练等；智能经营决策包含智能问数、经营分析等；智能招聘包含简历筛选、AI 招聘等。

迈富时 Agentforce 运用实例：2024 年 12 月 12 日：与大健康保险科技领域龙头企业乐橙云服（深圳小步奔跑科技集团有限公司）合作共创，聚焦保险行业营销与运营的智能化升级，为其定制自动理赔、智能核保、智能客服和办公助手等 AI 产品。2024 年 12 月 20 日：携手华为云，推出零售品牌 AI Agent 联合解决方案。2024 年 12 月 30 日：与恒源祥家纺合作探索，Agent 用于用户洞察（运营）、营销（私域）、导购（人员培训）。)

图41：迈富时 Agentforce 中台结构



资料来源：迈富时，麦高证券研究发展部

迈富时推出 Agent 终端“软硬一体”产品，满足数据本地运营需求。2025 年 3 月 29 日，Marketingforce 迈富时集团于昆山发布智能体一体机与智能体笔记本。通过深度集成迈富时自主研发的 40+“企业+政务”智能体、AI-Agentforce 智能体中台及智能设备管理软件，将垂直场景智能体模块固化于实体终端，相较于传统 AI 服务“重软件轻交付”的局限性，该一体机创新采用“终端即服务”模式。为什么政企需要智能体一体机：1) 数据安全；2) 政企办公业务场景多需协作，提升效率；2) 多业务线统一平台管理，资源复用；4) 国产替代自主软硬件管理。

图42：迈富时政务版与企业版 Agent 一体机



资料来源：迈富时公众号，麦高证券研究发展部

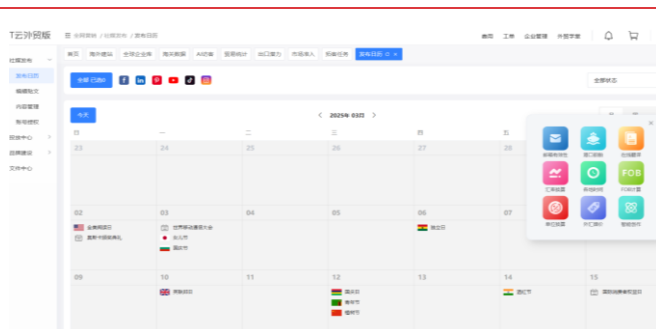
4.4 推出外贸版产品，拓展跨境/外贸机遇

迈富时推出 T 云外贸版拓展跨境/外贸机遇，赋能企业布局海外营销的同时实现数据回流打通外循环。外贸版的功能迁移完整，包含支持 48 种语言的官网与独立站搭建，接通全球企业库、海关数据库促进商机触达，整合全球 226 个国家和地区 5300+ 产品的进出口交易数据，提供多平台营销拓客接口（FaceBook、Instagram、LinkedIn、YouTube、Google Maps、Twitter (X)、TikTok、Pinterest）等。账号授权后即可通过 T 云外贸发帖、互动、监控社交号数据、跨渠道分析等，海外营销与销售统一管理。

外贸版平台基于全球企业库与贸易数据库，助力企业在全域范围内实现商机触达，提升成交可能：

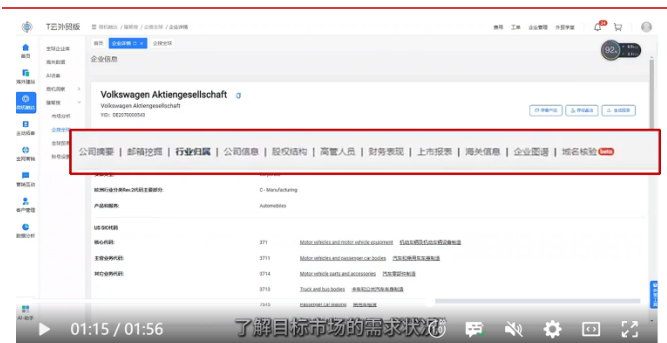
- 1) 快速定位目标客户企业
- 2) 背景调查与资质评估
- 3) 采购与贸易分析：过往供应商信息
- 4) 企业行业归属（US SIC 代码等）、基本面信息等
- 5) 可以进行邮箱挖掘与验证，直接获取联系信息

图43：海外营销日历管理，提示多国节假日



资料来源：迈富时官网，麦高证券研究发展部

图44：T 云外贸版企业检索示例



资料来源：迈富时官网，麦高证券研究发展部

五、盈利预测与投资建议

AI+SaaS 业务：在中小企业的数字化进程中标准营销 SaaS 产品推广空间大。同时 AI 技术不断提升产品力，有助于产品推广。Agent 的发布与应用有望带动定制化服务能力的提升。因此付费用户数与用户月均收入预计会持续增长，我们预期 SaaS 业务 2025-2027 年营收增速为 35%/35%/35%，毛利率为 88%/88.5%/89%。

精准营销业务：该部分业务以广告服务收入为核心，在核心大客户综合服务能力提升与粘性增强的背景下，该部分业务营收有望持续增长，但毛利水平或受营销成本（广告价格）普遍增长影响。我们预计 2025-2027 年该部分收入将以 30%/25%/20% 的速度增长，毛利率为 14%/13.5%/13%。

Agent 业务：2025 年 AI Agent 市场发展，公司发布 Agent 软硬一体机/笔记本，我们预期今年该部分业务将有所突破，预计 2025-2027 年 Agent 相关收入为 1.5/3/5 亿元。

因此我们预计 2025-2027 年整体营业收入增速为 42.33%/35.20%/32.34%。

三大经营费用上，公司持续管控销售、管理费用，研发费用将维持一定比例以促进 AI 技术提升应用。销售费用占比预计为 19%/18.5%/18.5%；管理费用占比预计为 16.6%/16.5%/16.4%；研发费用将维持在 15%。

表2：盈利预测（单位：万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	155,859	221,827	299,903	396,906
YOY	26.50%	42.33%	35.20%	32.34%
SaaS	84,216	113,692	153,484	207,203
YOY	19.90%	35.00%	35.00%	35.00%
SaaS 毛利率	86.27%	88%	88.50%	89%
精准营销	71,643	93,135	116,419	139,703
YOY	35.24%	30.00%	25.00%	20.00%
精准营销毛利率	13.86%	14.00%	13.50%	13.00%
Agent		15,000	30,000	50,000

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

迈富时 AI 技术进展迅速但仍处于市场初步应用阶段，后续将保持较高投入。因此我们将采用 PS 估值，选择营销与销售 SaaS 海外龙头：HubSpot、Salesforce；AI 应用软件 ServiceNow、金蝶国际、金山办公作为可比公司进行对比估值。国内大模型发展有利于提升 AI 应用效率，同时迈富时具备覆盖多类型行业企业的标准化+定制化服务能力。可比公司 2025 年平均 PS 为 8.2 倍，考虑到不同市场估值存在差异，迈富时处于高成长阶段，我们给予公司 2025 年目标 PS 6.5 倍，对应市值 153.39 亿港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表3：可比公司估值

公司简称	市值（当地货币）	股价（当地货币）	营业收入（当地货币）				PS			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
HUBSPOT	281.46	539.69	26.28	29.91	34.84	41.25	13.73	9.41	8.08	6.82
赛富时	2,376.17	247.26	348.57	407.96	445.57	492.02	9.18	5.82	5.33	4.83
SERVICENOW	1,599.91	772.16	109.84	132.20	158.49	183.81	19.93	12.10	10.09	8.70
金蝶国际	418.75	11.80	67.55	76.58	87.21	98.49	4.53	5.47	4.80	4.25
平均							11.84	8.20	7.08	6.15
迈富时	97.25	37.95	16.58	23.60	31.90	42.22	14.60	4.12	3.05	2.30

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

注：截至 2025 年 4 月 17 日

六、风险提示

- 大模型进展中幻觉问题未能得到良好优化，可能导致 Agent 使用效果上不达预期，可靠性不够强。
- 数据对模型的实用性和服务于各垂直行业的解决方案能力非常重要，因此能否使用足够数据量与能否覆盖一定程度的行业细分领域数据影响模型的开发进度与效用。
- AI Agent 与软硬一体及商业化不及预期。
- 政策变化导致中国市场竞争格局改变，或其他政策限制导致推广应用不及预期。

财务报告预测与估值数据汇总
附录：公司财务预测表

资产负债表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,911	3,441	4,055	4,881
现金	791	759	759	956
应收账款及票据	144	197	267	353
存货	0	0	0	0
其他	1,977	2,485	3,029	3,572
非流动资产	141	149	155	161
固定资产	53	57	61	64
无形资产	72	75	78	80
其他	16	16	16	16
资产总计	3,053	3,590	4,210	5,042
流动负债	2,278	2,823	3,433	4,210
短期借款	1,023	1,023	1,023	1,023
应付账款及票据	75	115	161	211
其他	1,180	1,686	2,249	2,977
非流动负债	117	117	117	117
长期债务	0	0	0	0
其他	117	117	117	117
负债合计	2,395	2,940	3,549	4,326
普通股股本	0	0	0	0
储备	658	650	661	715
归属母公司股东权益	658	650	661	715
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	658	650	661	715
负债和股东权益	3,053	3,590	4,210	5,042

现金流量表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	138	-1	15	193
净利润	-877	-8	11	55
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	0	18	19	19
营运资金变动及其他	1,015	-11	-15	119
投资活动现金流	0	-31	-15	4
资本支出	0	-25	-25	-25
其他投资	0	-6	10	29
筹资活动现金流	-	-	-	-
借款增加	-	-	-	-
普通股增加	-	-	-	-
已付股利	-	-	-	-
其他	-	-	-	-
现金净增加额	0	-32	0	197

利润表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,559	2,218	2,999	3,969
其他收入	0	0	0	0
营业成本	733	1,087	1,484	1,943
销售费用	327	421	555	734
管理费用	265	368	495	651
研发费用	245	333	450	595
财务费用	39	0	0	0
除税前溢利	-877	-8	11	55
所得税	0	0	0	0
净利润	-877	-8	11	55
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-877	-8	11	55
EBIT	-837	-8	11	55
EBITDA	-837	9	30	74
EPS (元)	-4.13	-0.03	0.04	0.21

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	26.50%	42.33%	35.20%	32.34%
归属母公司净利润	-417.28%	99.05%	232.25%	398.66%
获利能力				
毛利率	52.98%	50.98%	50.53%	51.04%
销售净利率	-56.25%	-0.37%	0.37%	1.38%
ROE	-133.21%	-1.28%	1.66%	7.64%
ROIC	-49.82%	-0.50%	0.65%	3.15%
偿债能力				
资产负债率	78.44%	81.90%	84.30%	85.81%
净负债比率	35.20%	40.53%	39.87%	9.28%
流动比率	1.28	1.22	1.18	1.16
速动比率	1.17	1.12	1.09	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.67	0.77	0.86
应收账款周转率	12.16	13.02	12.93	12.82
应付账款周转率	11.63	11.45	10.77	10.47
每股指标 (元)				
每股收益	-4.13	-0.03	0.04	0.21
每股经营现金流	0.58	0.00	0.06	0.75
每股净资产	2.79	2.54	2.58	2.79
估值比率				
P/E	15.53	4.38	3.24	2.45
P/B	34.58	14.07	13.84	12.78
EV/EBITDA	-27.45	994.52	317.78	124.28

【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

我们在此提醒您，不同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。

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 15%以上；

增持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 5%到 15%之间；

中性：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

减持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%到-5%之间；

卖出：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%以下。

行业评级

优于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 5%以上；

同步大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

弱于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%以下。

【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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或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，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

麦高证券有限责任公司研究发展部

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

麦高证券机构销售团队

姓名	职务	手机	邮箱
张旭	机构销售	18195120376	zhangxu01@mgzq.com
刘惠莹	机构销售	17860610172	liuhuiying@mgzq.com
罗礼智	机构销售	18502313729	luolizhi@mgzq.com
王佳瑜	机构销售	15393708503	wangjiayu@mgzq.com