

迈富时 (02556.HK)

2025 年 04 月 28 日

积极拥抱 AI Agent, 迈向 Marketingforce 2.0 阶段

——港股公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

陈宝健 (分析师)

chenbaojian@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

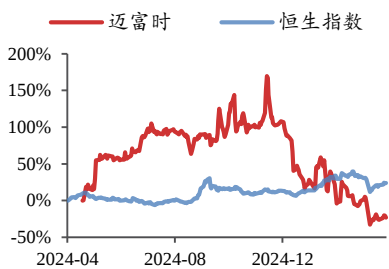
刘逍遥 (分析师)

liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号: S0790520090001

日期	2025/4/25
当前股价(港元)	39.700
一年最高最低(港元)	144.00/32.400
总市值(亿港元)	101.74
流通市值(亿港元)	101.74
总股本(亿股)	2.56
流通港股(亿股)	2.56
近 3 个月换手率(%)	110.28

股价走势图



数据来源: 聚源

● AI Agent 驱动公司迈入新阶段, 首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 23.35、29.62、36.84 亿元, 归母净利润为 -0.33、1.48、3.21 亿元, 当前股价对应 PS 分别 4.0、3.2、2.5 倍。公司估值低于同行可比公司平均估值水平, 考虑公司在营销和销售 SaaS 领域领先地位, AI Agent 驱动公司迈入新阶段, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 全球领先的营销和销售 SaaS 平台厂商, 持续保持高速增长

公司成立于 2009 年, 公司先后推出面向 SMB 客户的营销 SaaS 产品 T 云和面向 KA 客户的销售 SaaS 产品珍客, 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 AI+SaaS 业务收入强劲增长, 从 2021 年的 4.37 亿元增长至 2024 年的 8.42 亿元, 年复合增长率为 24.3%。

● 营销及销售 SaaS 市场空间广阔, 公司竞争优势突出

中国营销及销售 SaaS 解决方案渗透率较低, 根据弗若斯特沙利文预测, 市场规模将从 2022 年的 206 亿元增至 2027 年的 745 亿元, 五年复合年增长率达 29.3%。我们认为, (1) 面向中国庞大的企业市场, 公司拥有广泛的可拓展客户群, 公司也在积极布局全球化市场, 客户数量有望保持快速增长; (2) 公司 T 云及珍客产品模块不断完善增加, 同时 AI 推动用户体验提升, 客单价也有望提升。

● 积极拥抱 AI Agent, 迈向 Marketingforce 2.0 阶段

AI Agent 正在解构 SaaS 行业“功能堆砌”的旧范式, 通过替代成本与效率增益的量化模型, 推动价值评估从“软件使用量”向“商业成果创造”跃迁, 2025 年将成为 AI Agent 商业化元年。公司积极拥抱 AI Agent, 迈向 Marketingforce 2.0 阶段。一方面, 公司基于 Marketingforce 为客户提供全链路、全场景的营销、销售、客服、培训、招聘等数智化解决方案。另一方面, 公司推出智能体一体机, 拓展政企智能办公市场。

● 风险提示: 全球经济环境变化风险; 市场竞争风险; 技术迭代风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1232.2	1558.6	2334.5	2962.4	3684.0
YOY(%)	6.9	26.5	49.8	26.9	24.4
净利润(百万元)	(169)	(877)	(33)	147.9	320.8
YOY(%)	(18)	417	96	(547)	117
毛利率(%)	81.0	53.0	50.7	51.3	52.3
净利率(%)	12.4	(56.2)	(1.4)	5.0	8.7
ROE(%)	48.3	579.4	(5.2)	21.2	34.4
EPS(摊薄/元)	(0.7)	(3.4)	(0.1)	0.6	1.3
P/E(倍)	(32.2)	(6.2)	(164.9)	36.9	17.0
P/B(倍)	(5.7)	8.3	8.7	7.1	5.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所 (备注: 4 月 28 日汇率 港币: 人民币=0.93)

目 录

1、 全球领先的营销和销售 SaaS 平台厂商，持续保持高速增长	4
1.1、 AI+SaaS 业务收入增长强劲，客户粘性高	6
1.2、 股权结构稳定，管理层经验丰富	8
2、 营销及销售 SaaS 市场空间广阔，公司竞争优势突出	9
2.1、 营销及销售 SaaS 市场渗透率低，有望保持高速增长	9
2.2、 公司竞争优势突出，市占率有望提升	11
2.2.1、 第一增长曲线：面向 SMB 市场，T 云助力企业提升营销效率	11
2.2.2、 第二增长曲线：面向 KA 市场，珍客助力企业销售流程全链路管理	12
3、 积极拥抱 AI Agent，迈向 Marketingforce 2.0 阶段	13
3.1、 AI Agent 正在重构营销及销售 SaaS 行业	13
3.2、 CRM、HUBS 等海外销售 SaaS 龙头将 AI 定位为核心战略	16
3.2.1、 Salesforce：Agentforce 成为 Salesforce 核心战略	16
3.2.2、 Hubspot：推出新一代 HubSpot AI 引擎——Breeze	18
3.3、 以 AI-Agentforce 为核心，打造全链路全场景智能体解决方案	19
3.3.1、 基于 AI-Agentforce 智能体中台，打造智能化营销销售全链路解决方案	19
3.3.2、 推出智能体一体机，拓展政企智能办公市场	21
4、 盈利预测与投资建议	21
4.1、 核心假设	21
4.2、 投资建议	22
5、 风险提示	22

图表目录

图 1： 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	4
图 2： Marketingforce 聚焦数字化与智能化，累计服务超 20 万家企业	5
图 3： SaaS 业务主要包括营销 SaaS--T 云、销售 SaaS--珍客两大产品线	5
图 4： 精准营销业务主要是为各行各业的公司打造一站式跨媒体线上营销解决方案	6
图 5： 公司营业总收入保持较快增长	6
图 6： AI+SaaS 业务收入占比逐渐上升	6
图 7： AI+SaaS 业务收入增长强劲	7
图 8： AI+SaaS 用户数不断增长，用户留存率较高	7
图 9： 公司精准营销服务收入有所波动	7
图 10： 公司精准营销服务广告客户数量较为稳定	7
图 11： AI+SaaS 业务毛利率保持较高水平	7
图 12： 公司控股股东和实际控制人为赵旭龙先生及朱水纳女士（截至 2025.3.31）	8
图 13： 中国 SaaS 市场仍处于快速发展期	9
图 14： 2022-2027 年营销及销售 SaaS 解决方案市场复合年增长率有望达 29.3%	10
图 15： 2027 年中国营销及销售 SaaS 解决方案潜在市场规模将超过 4 万亿	10
图 16： T 云赋能用户从官方平台搭建及运营至营销内容生成及分发的整个营销流程	11
图 17： T 云下游客户群涵盖机械制造、化工以及专业服务等行业	12
图 18： T 云具有技术、平台、数据等多重优势	12
图 19： 珍客负责处理销售流程，并提供智能销售管理工具	13
图 20： 珍客聚焦于消费零售、汽车、医疗大健康、金融和制造业等重点行业	13

图 21: Gartner 将 Agentic AI 列为 2025 年十大技术趋势之首	14
图 22: AI Agent 在形成知识资产的积累与复用方面扮演着至关重要的角色	14
图 23: AI Agent 和企业数据的链接程度决定了 AI Agent 在企业应用中的价值	14
图 24: 2028 年中国 AI Agent 市场规模有望达到 3.3 万亿元	15
图 25: AI Agent 正在重塑智慧营销的技术底座	15
图 26: AI Agent 将对营销及销售 SaaS 行业实现重构	16
图 27: 预计未来五年中国 AI Agent 营销市场规模将呈现高速增长	16
图 28: Agentforce 已成为 Salesforce 的核心战略	17
图 29: Agentforce 帮助企业解放劳动力	18
图 30: HubSpot 推出了 Breeze 平台	18
图 31: Frame AI 是专注于 AI 驱动的会话智能平台公司	19
图 32: 公司基于 Marketingforce 为客户提供全链路、全场景的营销、销售、客服、培训、招聘等数智化解决方案	19
图 33: Marketingforce 依托 Agent 中台实现定制化营销方案设计与自动化执行	20
图 34: Marketingforce 以 Agent 中台为技术支点, 借数智化 DTC 构建全域连接, 以数据辅助精准运营	20
图 35: Marketingforce 以 AI Agent 为基础, 为保险行业定制自动化理赔、智能核保、智能客服和办公助手等 AI 产品	20
图 36: 智能体一体机&智能体笔记本为政企构建一套覆盖核心业务场景的全场景解决方案	21
表 1: 公司是全球领先的营销和销售 SaaS 平台厂商	4
表 2: 核心管理层经验丰富	8
表 3: 中国营销及销售 SaaS 市场格局较为分散	11
表 4: 在 AI Agent 驱动下, 公司 AI+SaaS 收入有望保持快速增长	22
表 5: 公司 PS 估值低于行业可比公司平均水平 (截止 2025.4.23 收盘)	22

1、全球领先的营销和销售 SaaS 平台厂商，持续保持高速增长

公司是全球领先的营销和销售 SaaS 平台厂商。公司成立于 2009 年，总部位于上海市大数据产业基地，2015 年公司正式推出一站式营销 SaaS 产品 T 云，2021 年又推出了一站式销售 SaaS 产品珍客，2024 年公司在港交所上市。目前公司在全球拥有 20 余家分支机构，累计申请软件著作和专利 750 余项。

表1：公司是全球领先的营销和销售 SaaS 平台厂商

时间	发展历程
2009 年	上海珍岛成立
2011 年	上海凯丽隆成立
2013 年	上海珍岛推出 SaaS 服务业务，开始设计及建造 Marketingforce 平台
2015 年	标志性一站式营销 SaaS 产品 T 云在 360 软件开放平台上线
2019 年	T 云从客户端升级为网页版软件
2020 年	在 T 云上引入短视频制作、发布及管理的功能模块
2021 年	推出标志性一站式销售 SaaS 产品珍客
2024 年	在港交所上市

资料来源：公司官网、开源证券研究所

六朵云体系，全域全链路驱动增长。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，研发出人工智能生成文字/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。

图1：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



资料来源：公司官网

Marketingforce 聚焦数字化与智能化，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。

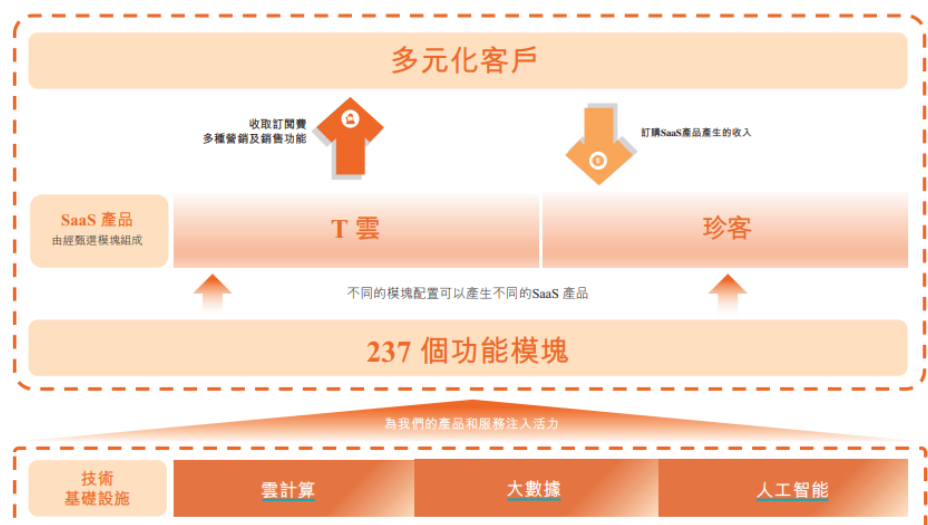
图2: Marketingforce 聚焦数字化与智能化, 累计服务超 20 万家企业



资料来源: 公司官网

目前公司已经形成营销及销售 SaaS、精准营销两大主要业务板块。(1) SaaS 业务主要包括面向 SMB 客户的营销 SaaS--T 云和面向 KA 客户的销售 SaaS--珍客两大产品线。

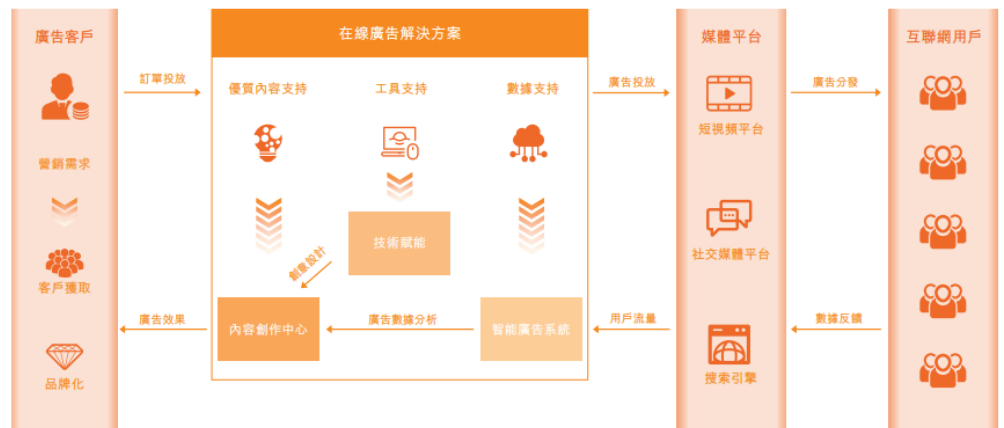
图3: SaaS 业务主要包括营销 SaaS--T 云、销售 SaaS--珍客两大产品线



资料来源: 公司招股说明书

(2) 精准营销业务主要是为各行各业的公司打造一站式跨媒体线上营销解决方案, 涵盖广告活动的设计、发布、监测以及优化等环节, 并且将战略重心聚焦于头部媒体平台。此外, 公司还为广告服务提供商提供在线广告分发服务。在此过程中, 公司以代理方而非委托方的身份开展业务, 代表广告服务提供商通过他们各自的广告账户, 在客户指定的媒体平台上投放广告。公司通过设计、发布、监测及优化广告活动, 为各行各业的公司提供一站式跨媒体线上营销解决方案, 并将战略重点放在头部媒体平台上。

图4：精准营销业务主要是为各行各业的公司打造一站式跨媒体线上营销解决方案



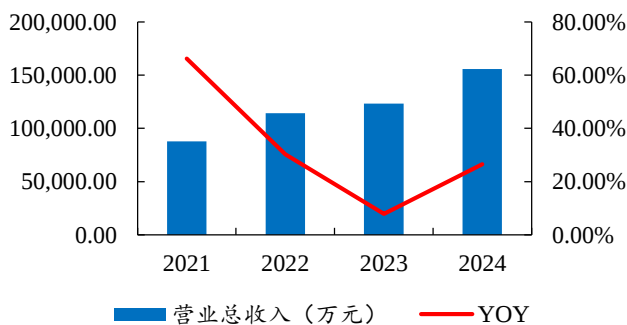
资料来源：公司招股说明书

根据公司发展战略，2025 年公司将以“AI-Agent 驱动行业解决方案”为核心战略，重点推进三大工程：一是全面打造 AI-Agentforce 智能体中台，聚焦于营销和销售领域的垂直行业应用开发，全面提升 AI-Agent 的商业化效率；二是通过外延式并购来完善产品生态体系；三是布局全球化市场，助力中国企业出海，同时在经济发达地区建立本地化服务体系。

1.1、AI+SaaS 业务收入增长强劲，客户粘性高

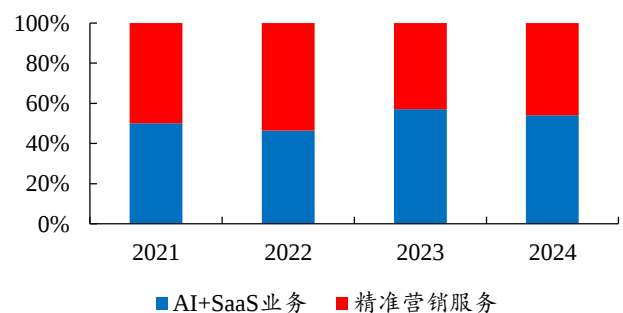
公司营业总收入保持较快增长。公司营业总收入从 2021 年的 8.77 亿元增长至 2023 年 12.32 亿元，并进一步增长 26.5%至 2024 年的 15.59 亿元，三年复合增长率为 21.1%，整体保持较快增长。从收入结构来看，公司收入主要来源于 AI+SaaS 业务及精准营销服务，并且 AI+SaaS 业务收入占比逐渐上升。

图5：公司营业总收入保持较快增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

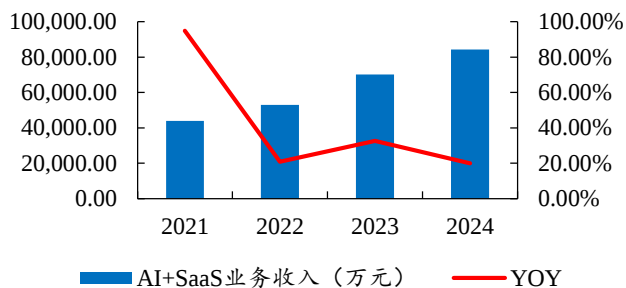
图6：AI+SaaS 业务收入占比逐渐上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

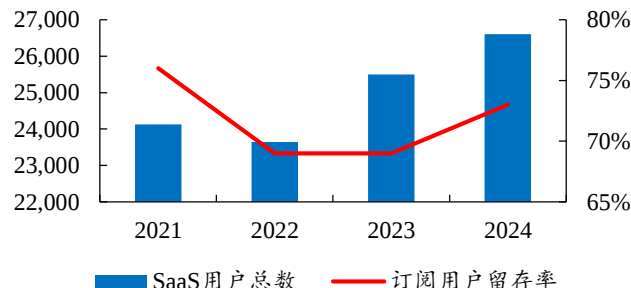
AI+SaaS 业务收入增长强劲。公司 AI+SaaS 业务收入从 2021 年的 4.37 亿元增长至 2023 年 7.02 亿元，并进一步增长 19.9%至 2024 年的 8.42 亿元，三年复合增长率为 24.3%。2024 年末，AI+SaaS 业务的用户数量达到 26,606 名，每名用户每月平均收入为 3,848 元，较 2023 年稳步提升。此外，AI+SaaS 订阅用户留存率保持较高水平，2024 年留存率为 73%，较 2023 年提升 4 个百分点。

图7: AI+SaaS 业务收入增长强劲



数据来源: Wind、开源证券研究所

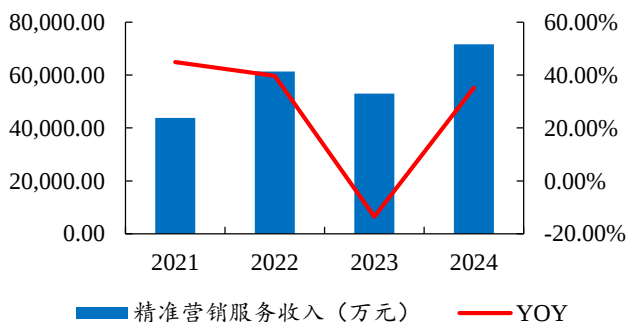
图8: AI+SaaS 用户数不断增长, 用户留存率较高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

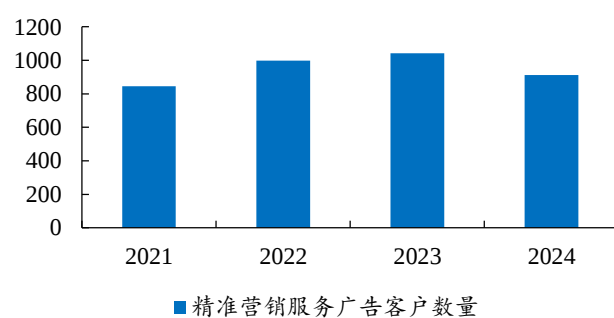
精准营销服务收入有所波动。2021-2024 年, 公司精准营销服务业务收入分别为 4.39 亿元、6.13 亿元、5.30 亿元、7.16 亿元, 期间分别服务了 845 名、998 名、1042、912 名广告客户。

图9: 公司精准营销服务收入有所波动



数据来源: Wind、开源证券研究所

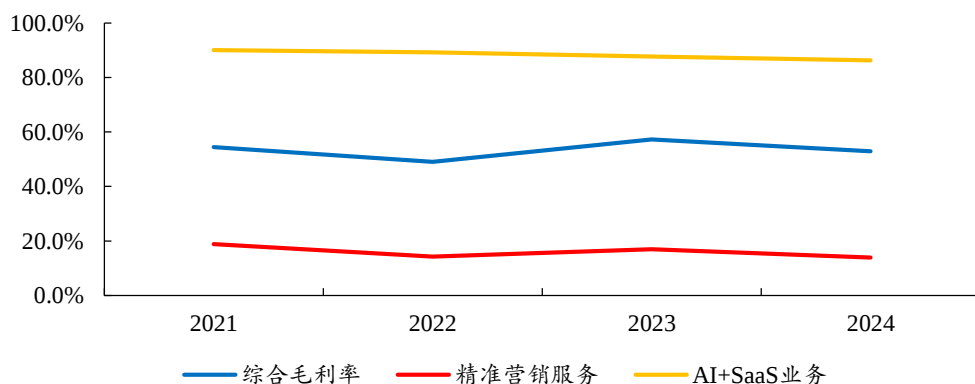
图10: 公司精准营销服务广告客户数量较为稳定



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司综合毛利率年度之间有所波动, 我们判断主要由于业务结构变化所致。AI+SaaS 业务毛利率 2021 年至 2024 年有所下滑, 但基本保持较高水平, 我们判断下滑的原因系 KA 客户定制化项目占比有所提升所致。

图11: AI+SaaS 业务毛利率保持较高水平

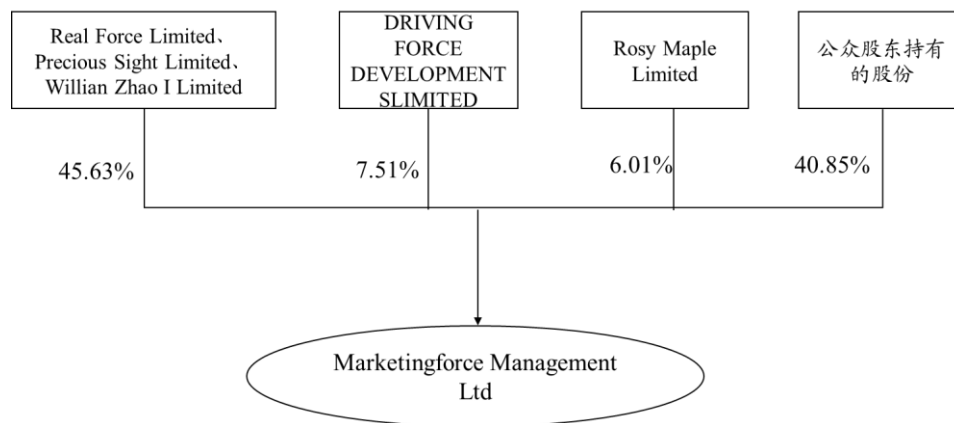


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、股权结构稳定，管理层经验丰富

公司控股股东和实际控制人为赵旭龙先生及朱水纳女士，两者为一致行动人。赵先生与朱女士（i）通过 Real Force Limited 及 Precious Sight Limited（为创始人家族信托利益的控股公司，以 Willam Zhao Limited 和 Shuina Zhu Limited 作为受益人），以及（ii）通过由赵先生间接全资拥有的 Willian Zhao I Limited 间接持有本公司的股份。赵旭龙与朱水纳夫妇共同持有公司约 45.63% 的股份。

图12：公司控股股东和实际控制人为赵旭龙先生及朱水纳女士（截至 2025.3.31）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司董事长兼 CEO 赵旭龙先生为公司创始人，长期深耕营销行业。自公司成立以来，赵先生一直领导公司业务，并主要负责作出公司的战略及关键决策，包括整体发展、战略方向、业务管理、创新及研发等决策。

表2：核心管理层经验丰富

核心管理 人员	履历
赵旭龙	公司创始人，自 2021 年 2 月 23 日起担任本公司执行董事兼首席执行官，并于 2022 年 11 月 14 日获委任为本公司董事长。目前担任 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，以及无锡珍岛和广东珍岛的监事，拥有超过 14 年的管理经验。
许健康	在互联网服务方面拥有超过 14 年的经验，在 2009 年 9 月至 2020 年 4 月期间，他先后担任上海珍岛的销售总监及副总裁。自 2022 年 11 月 14 日起担任本公司执行董事，并自 2021 年 2 月 23 日起担任高级副总裁。
刘欢	于 2012 年 4 月加入上海珍岛，自 2021 年 4 月 1 日起担任高级副总裁，目前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。他拥有超过 21 年的营销行业经验。
王世义	在网络产品的设计、研发和架构方面拥有超过 14 年的经验。自 2009 年加入上海珍岛以来，先后担任上海珍岛产品、研发及创新业务的负责人。现分别自 2022 年 9 月 2 日及 2022 年 6 月 20 日起担任上海珍岛副总裁及执行董事，并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和苏州珍岛信息技术有限公司的监事。
陈海林	在网络产品的研发方面拥有超过 11 年的经验。于 2013 年 1 月至 2013 年 3 月就职

核心管理 人员

履历

于上海文思海辉信息技术有限公司，自 2013 年 4 月至 2014 年 2 月，陈先生就职于上海天听信息科技有限公司，自 2014 年 3 月至 2019 年 1 月先后担任上海珍岛首席技术官，自 2019 年 2 月至 2022 年 4 月担任产品开发总监。自 2024 年 1 月 15 日起担任本公司首席技术官，并自 2022 年 4 月 11 日起担任上海珍岛首席数据官助理。

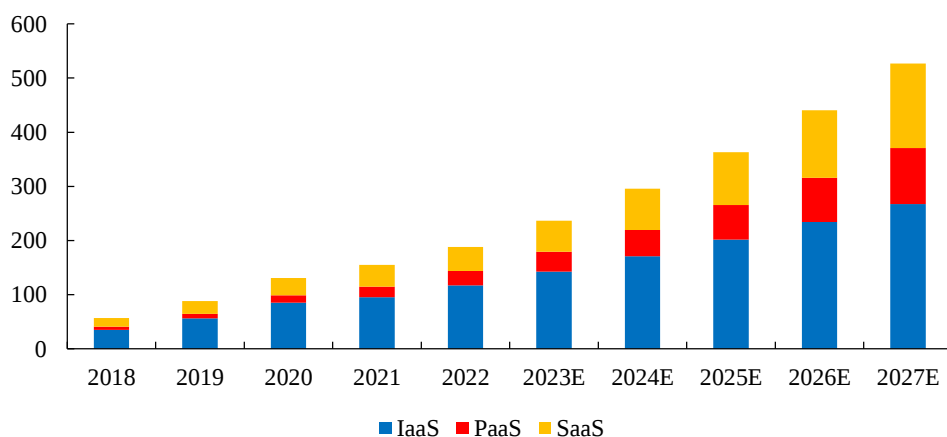
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2、营销及销售 SaaS 市场空间广阔，公司竞争优势突出

2.1、营销及销售 SaaS 市场渗透率低，有望保持高速增长

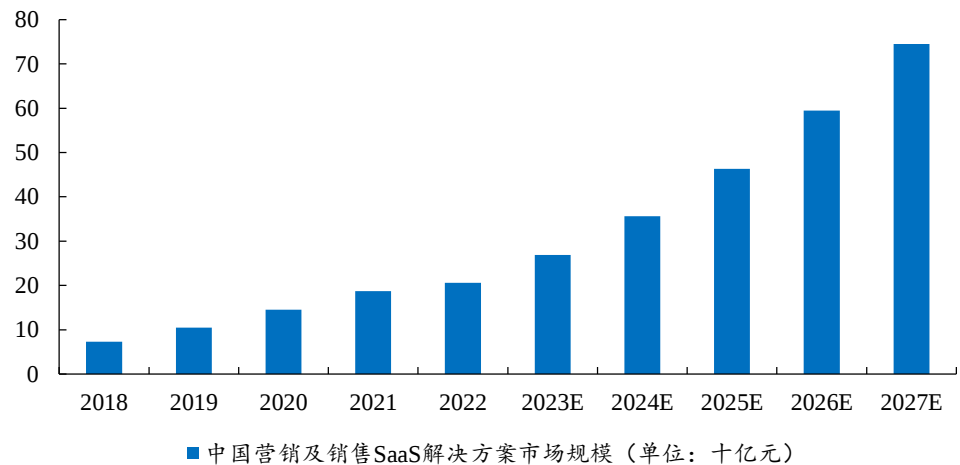
中国 SaaS 市场仍处于快速发展期。根据弗若斯特沙利文的资料，在 2022 年，按收入计算，中国 SaaS 市场规模从 2018 年的 164 亿元增长至 443 亿元，2018 年至 2022 年的复合年增长率为 28.2%。在需求持续增长、产品功能不断完善以及政府对数字经济的利好政策推动下，预计中国 SaaS 市场规模在 2027 年将达到 1556 亿元，2022 年至 2027 年的复合年增长率为 28.6%。此外，PaaS 市场是公有云市场增长的另一个重要推动因素，越来越多的 SaaS 提供商拓展其 PaaS 服务，因为 PaaS 能为他们的客户带来附加价值。借助作为低代码工具包的 PaaS 平台，企业能够以更高的敏捷性、更短的开发周期开发定制应用程序，且所需的 IT 工程师数量更少。

图13：中国 SaaS 市场仍处于快速发展期



数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股说明书、开源证券研究所

2022-2027 年营销及销售 SaaS 解决方案市场复合年增长率有望达 29.3%。根据弗若斯特沙利文的资料，营销及销售 SaaS 解决方案市场规模从 2018 年的 73 亿元增长到 2022 年的 206 亿元，2018 年至 2022 年的复合年增长率为 29.6%。营销及销售 SaaS 解决方案的市场规模预计在 2027 年达到 745 亿元，2022 年至 2027 年的复合年增长率为 29.3%。营销及销售 SaaS 解决方案市场在新冠疫情期间展现出了强大的抗风险能力，2021 年至 2022 年该市场的增长速度快于同期整个 SaaS 市场的增长速度。

图14：2022-2027 年营销及销售 SaaS 解决方案市场复合年增长率有望达 29.3%


数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股说明书、开源证券研究所

营销及销售 SaaS 解决方案的潜在市场规模预计将从 2022 年的 15466 亿元、渗透率 1.3%，增长至 2027 年的 42545 亿元、渗透率 1.8%。尽管营销及销售 SaaS 解决方案目前的市场规模相对较小，但中国企业中订阅 SaaS 解决方案的趋势正在兴起。展望未来，由于营销及销售 SaaS 解决方案具备灵活的订阅方案、高度的可扩展性、易于实施且维护需求少等优势，预计会有越来越多的中国企业使用这类解决方案。

图15：2027 年中国营销及销售 SaaS 解决方案潜在市场规模将超过 4 万亿

中国营销及销售SaaS解决方案潜在市场规模（「TAM」）
人民币十亿元，2022年至2027年（估计）



附註：

- (1) TAM= 企業數量*平均銷售價格；
- (2) 實際市場規模=付費企業數量*平均銷售價格

資料來源：弗若斯特沙利文

資料來源：公司招股说明书

营销及销售 SaaS 市场格局较为分散，公司是中国最大的营销及销售 SaaS 解决方案提供商。根据弗若斯特沙利文的资料，按 2022 年的收入计算，公司是中国最大的营销及销售 SaaS 解决方案提供商，2022 年 SaaS 业务的收入为 5.30 亿元，占

市场份额的 2.6%。

表3：中国营销及销售 SaaS 市场格局较为分散

排名	公司	收入（百万元）（2022 年）	市场份额（2022 年）
1	迈富时	530	2.6%
2	公司 A	430	2.1%
3	公司 B	400	1.9%
4	公司 C	330	1.6%
5	公司 D	224	1.1%

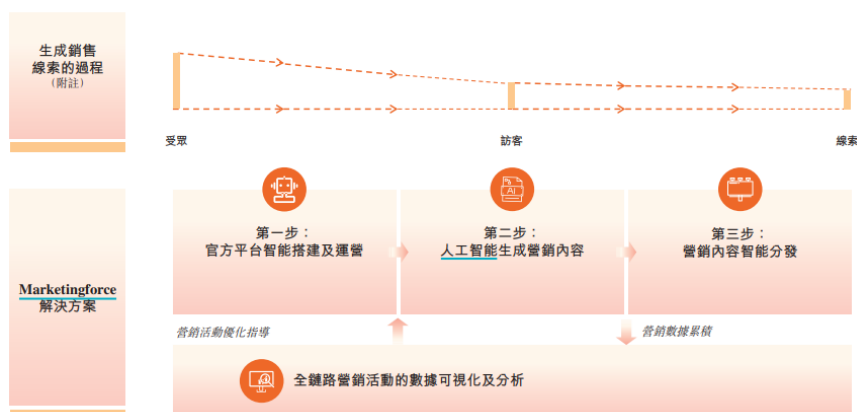
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2.2、公司竞争优势突出，市占率有望提升

2.2.1、第一增长曲线：面向 SMB 市场，T 云助力企业提升营销效率

T 云赋能用户从官方平台搭建及运营至人工智能赋能营销内容生成及分发的整个营销流程，提升营销获客转化率。T 云主要面向 SMB 市场，集成了多种功能及特色，涵盖典型营销过程的所有关键阶段，主要包括智能官方平台搭建及运营、营销内容、营销内容分发、数据监控与分析。T 云最基本的版本包含 38 个特定的标准功能模块进行完整的营销流程。

图16：T 云赋能用户从官方平台搭建及运营至营销内容生成及分发的整个营销流程



资料来源：公司招股说明书

T 云为不同类型的企业提供服务，主要目标是通常以企业或高价值个人为客户的 B2B 企业，这些企业主要来自机械制造、化工以及专业服务行业。这类 B2B 企业业务的一般特点是交易频率低、每笔交易的平均支出高、决策过程严格且谈判周期相对较长。这类客户需要与其潜在及现有客户建立有意义且持久的关系，提供有竞争力的产品或服务，并鼓励客户重复购买。针对 B2B 企业的具体需求，T 云能够在各种长尾 B2B 网站上高效分发营销内容，而企业通常会在这些平台上寻找潜在的合作机会。

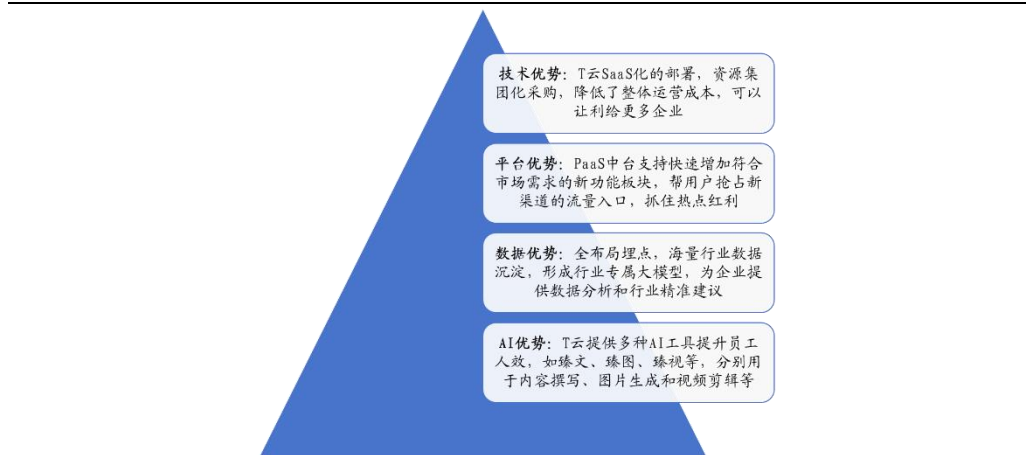
图17: T 云下游客户群涵盖机械制造、化工以及专业服务等行业



资料来源: 公司官网

T 云的核心优势体现在: (1) 预算优势: T 云 SaaS 化的部署, 资源集团化采购, 降低了整体运营成本, 可以让利给更多企业。(2) 平台优势: PaaS 中台支持快速增加符合市场需求的新功能板块, 帮用户抢占新渠道的流量入口, 抓住热点红利。(3) 数据优势: 全布局埋点, 海量行业数据沉淀, 形成行业专属大模型, 为企业提供数据分析和行业精准建议。(4) AI 工具: T 云提供多种 AI 工具提升员工人效, 如臻文、臻图、臻视等, 分别用于内容撰写、图片生成和视频剪辑等。目前我国中小微企业数量超过 5300 万家, 而截至 2024 年底公司 AI+SaaS 业务的总付费用户数仅 2.66 万家, T 云业务仍面临着广阔的市场空间。

图18: T 云具有技术、平台、数据等多重优势



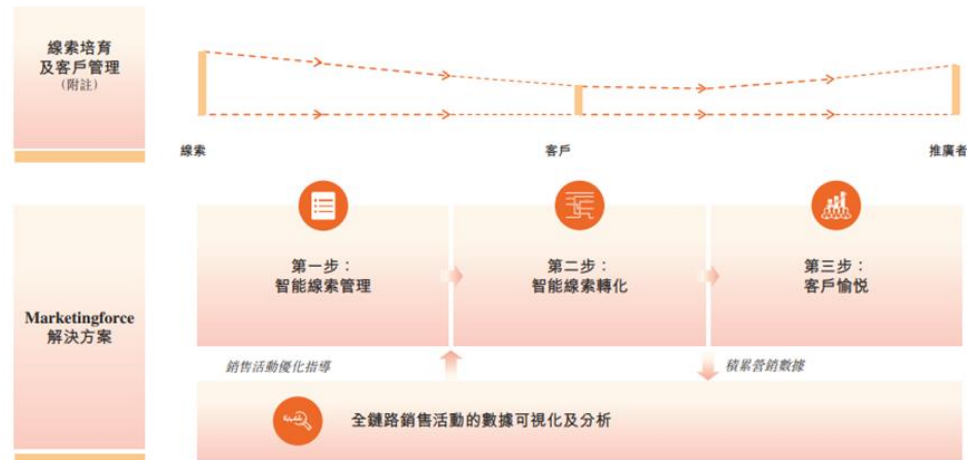
资料来源: 公司官网、公司招股说明书

2.2.2、第二增长曲线: 面向 KA 市场, 珍客助力企业销售流程全链路管理

珍客致力于推动大型企业存量客户资产的精细化运营, 依托营销中台的智能 AI 大脑, 驱动营销自动化系统, 凭借丰富的触达工具, 针对存量客户开展“千人千面”的维护工作, 提高 B2B 及 B2C 企业的客单价和客户粘性, 提升客户复购率。珍客负责处理销售流程, 并提供智能销售管理工具, 涵盖销售线索管理、销售线索转化以及客户管理等方面。具备以下功能: (i) 管理客户信息; (ii) 与客户进行互动; (iii) 提供客户服务; (iv) 开展线上客户活动; (v) 进行客户数据分析。公司提供多达 159 个功能模块, 其中包括 81 个与客户关系管理相关的功能模块以及 78 个辅助模块, 以此为不同业务规模和销售团队的用户在整个销售流程中提供支持。珍客的标准版

主要助力销售活动的四个阶段，而专业版则进一步配备了辅助模块，可实现客户数据管理以及由人工智能支持的增长自动化等功能，从而满足客户的个性化需求。

图19：珍客负责处理销售流程，并提供智能销售管理工具



资料来源：公司招股说明书

公司的 KA 业务以行业为基础，聚焦于消费零售、汽车、医疗大健康、金融和制造业等重点行业。2024 年公司成功引入了江铃福特、奇瑞汽车、捷途汽车、太古可口可乐、创维、潍柴、周大福、伊利、春风动力、松下电气、公牛电器、信光能源、正官庄、舍得酒业、美团、华夏银行、重庆银行、全联保险等行业领军企业客户。

图20：珍客聚焦于消费零售、汽车、医疗大健康、金融和制造业等重点行业



资料来源：公司公众号

3、积极拥抱 AI Agent，迈向 Marketingforce 2.0 阶段

3.1、AI Agent 正在重构营销及销售 SaaS 行业

2025 年将是 AI-Agent 商业化的元年。Gartner 将 agentic AI 列为 2025 年十大

技术趋势之首，并预测 2028 年至少有 15% 的日常工作决策将由 agentic AI 自主完成，而这一数字在 2024 年为 0。

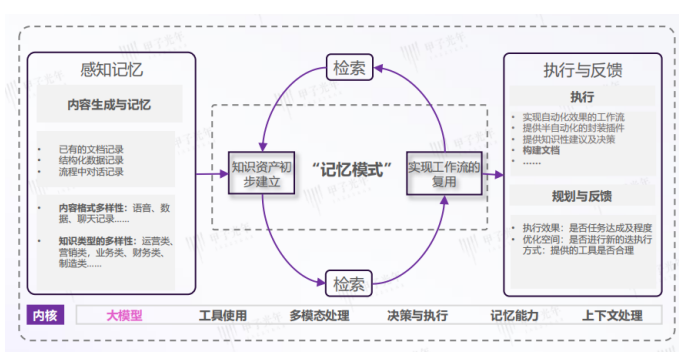
图21: Gartner 将 Agentic AI 列为 2025 年十大技术趋势之首



资料来源: Gartner

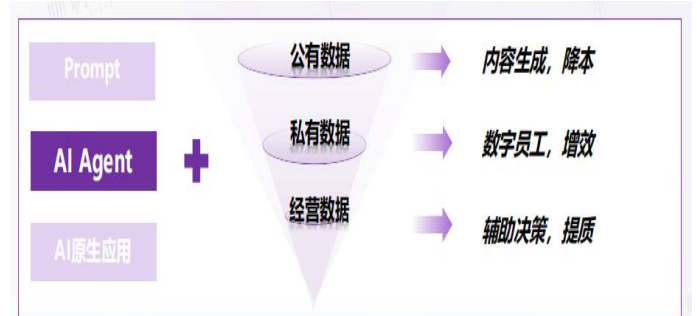
AI Agent 成为企业知识资产积累与高效复用中的创新角色。AI Agent 能够从企业运营过程中大量繁杂的信息“建立”有价值的企业流程“知识”，形成可查询、可复用的专家级别的企业知识库。更重要的是，AI Agent 能够将这些知识资产快速提供给需要的用户或系统，极大地提高了信息的可获取性和应用效率。AI Agent 和企业数据的链接程度决定了 AI Agent 在企业应用中的价值。AI Agent 依赖于大量数据进行训练和优化，以提高其智能性和准确性，同时，它们通过与客户的互动收集和分析数据，为企业带来深刻的市场洞察和决策支持。

图22: AI Agent 在形成知识资产的积累与复用方面扮演着至关重要的角色



资料来源: 甲子光年

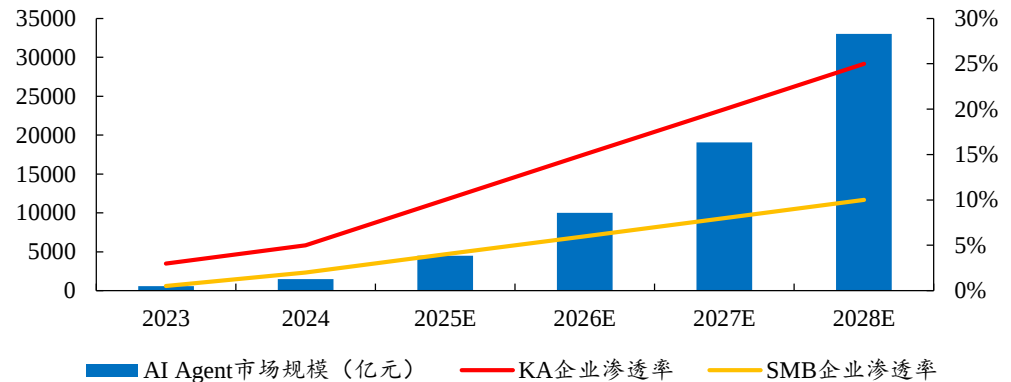
图23: AI Agent 和企业数据的链接程度决定了 AI Agent 在企业应用中的价值



资料来源: 甲子光年

根据亿欧智库测算，2024 年中国 AI Agent 市场规模 1473 亿元，企业渗透率不足 5%，但随 AI Agent 在 SaaS 产品中增益价值扩大及高性能定制化 AI Agent 开发市场成熟，2028 年规模有望达到 3.3 万亿元。

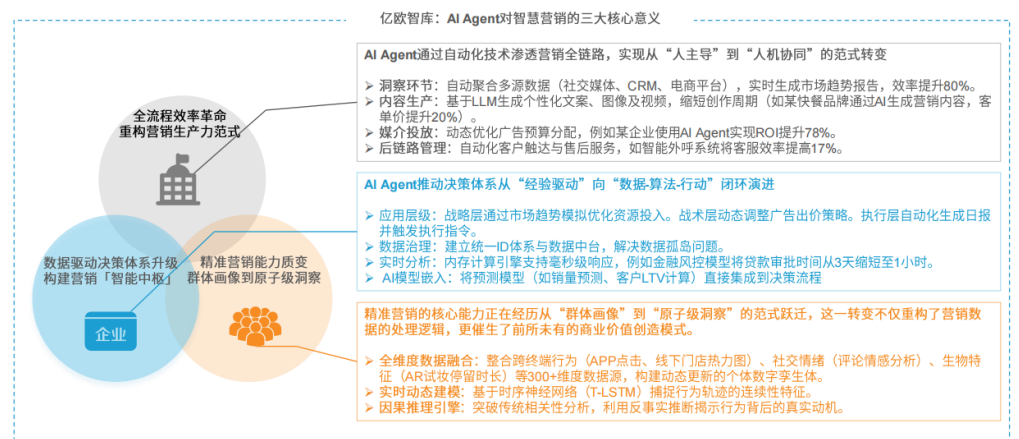
图24：2028 年中国 AI Agent 市场规模有望达到 3.3 万亿元



数据来源：亿欧智库、开源证券研究所

AI Agent 正在重塑智慧营销的技术底座:其自主性重构了生产力关系，原子级洞察突破了传统数据分析边界，而智能中枢则使营销决策从“艺术”迈向“科学”。

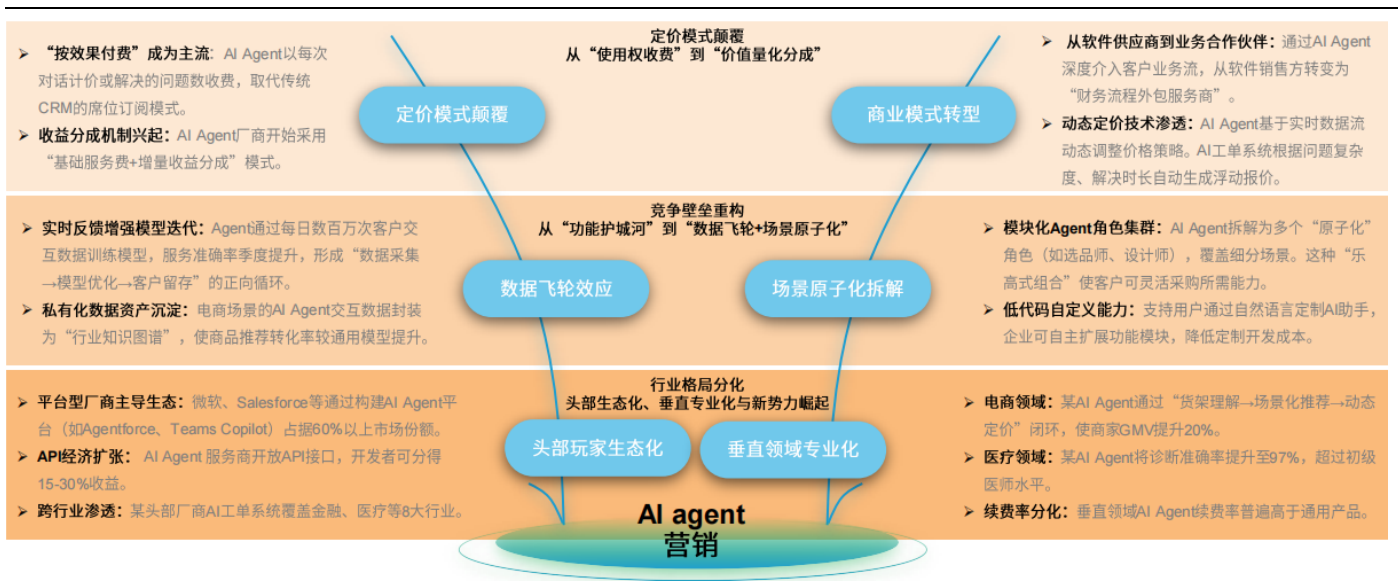
图25：AI Agent 正在重塑智慧营销的技术底座



资料来源：亿欧智库

AI Agent 正在解构 SaaS 行业“功能堆砌”的旧范式，通过替代成本与效率增益的量化模型，推动价值评估从“软件使用量”向“商业成果创造”跃迁。这一变革不仅重塑了产品逻辑和商业模式，更将把 AI agent 与 SaaS 市场的潜在规模从千亿元级推升至万亿元级能效替代市场。

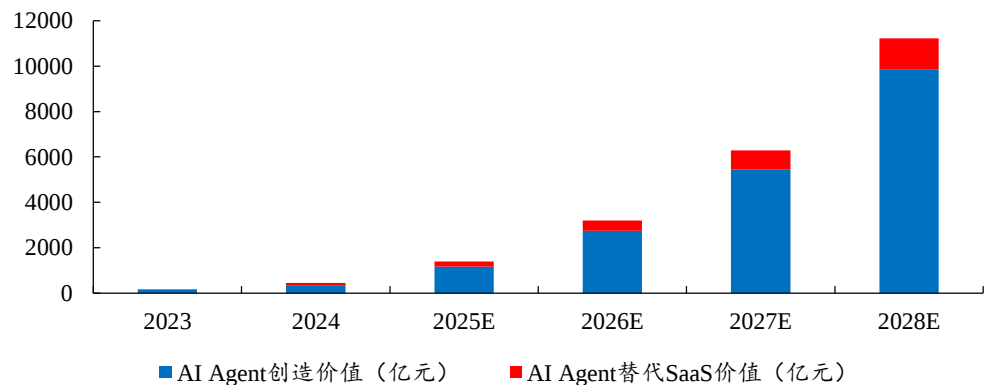
图26：AI Agent 将对营销及销售 SaaS 行业实现重构



资料来源：亿欧智库

根据亿欧智库测算，2024 年中国 AI Agent 营销及销售市场规模约 442 亿元，一方面 AI Agent 将逐步提升 SaaS 的服务价值，另一方面 AI Agent 的定制化功能开发需求显著增长，预计未来五年将呈现高速增长，达到万亿级市场空间。

图27：预计未来五年中国 AI gent 营销市场规模将呈现高速增长



数据来源：亿欧智库、开源证券研究所

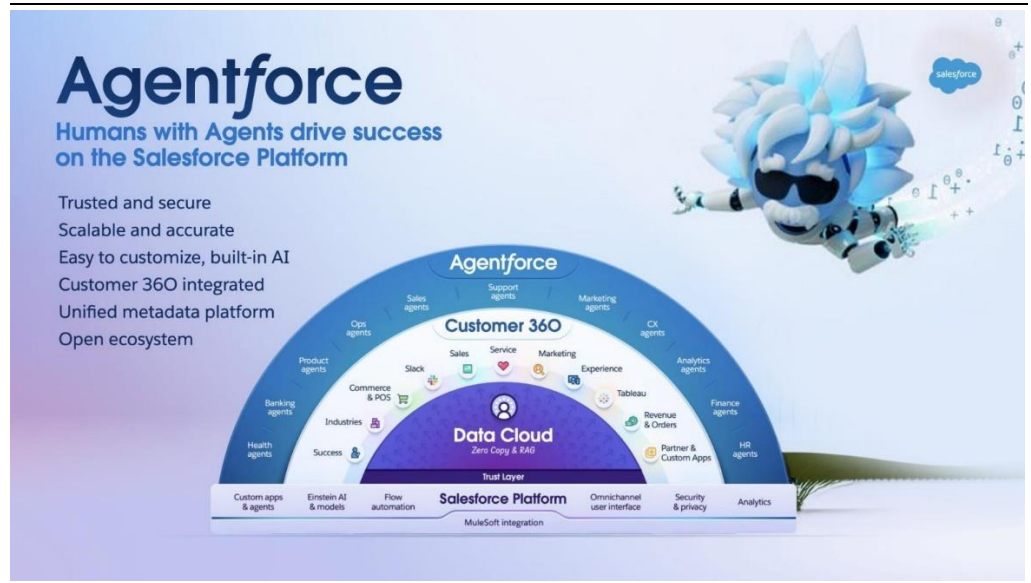
3.2、CRM、HUBS 等海外销售 SaaS 龙头将 AI 定位为核心战略

3.2.1、Salesforce：Agentforce 成为 Salesforce 核心战略

Agentforce 已成为 Salesforce 的核心战略。在 2024 年 9 月的 Dreamforce 上，Salesforce 宣布推出 Agentforce，Salesforce Agentforce 旨在利用 Salesforce Platform 提供代理人工智能（AI）自动化。12 月 17 日，Salesforce 正式推出其全新平台——Agentforce 2.0。首席执行官马克·贝尼奥夫在发布会上宣布，Salesforce 计划招聘 2000 名销售人员，以加速推广这一重大人工智能平台。2025 年 3 月 5 日，Salesforce 推出具有新功能的 Agentforce 2dx，可将主动 Agentic AI 嵌入任何工作流程，创建多模式体验，并将数字劳动力扩展到整个企业。此外，Salesforce 提供 Agentforce 开发人员版，即一个免费的环境，开发人员可以在其中试用使用 Agentforce 的代理并

探索 Data Cloud 的功能来试验这些工具。Salesforce 还宣布推出 AgentExchange——Salesforce 内置的 Agentforce 市场和社区。

图28: Agentforce 已成为 Salesforce 的核心战略



资料来源: ranosys

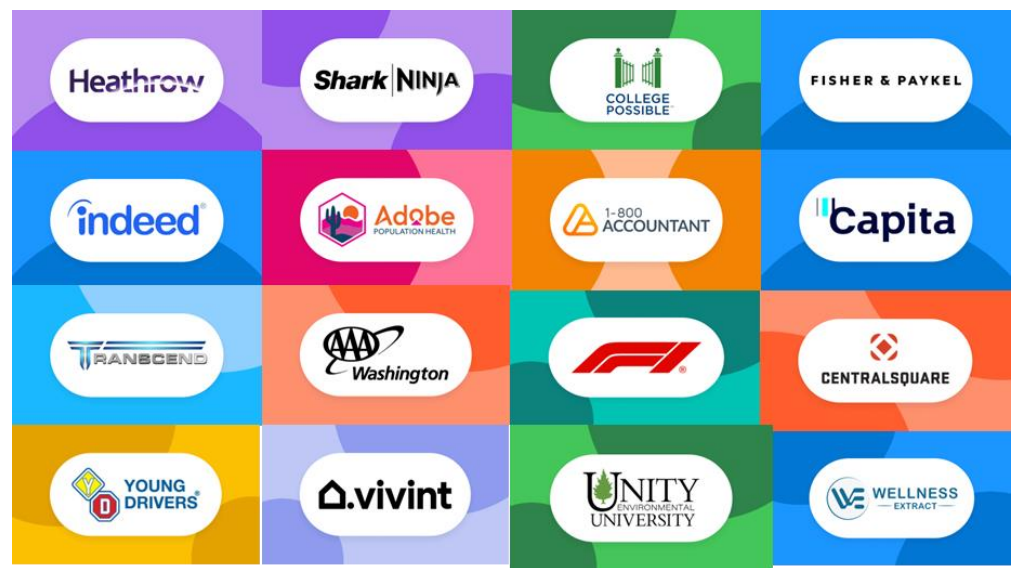
针对 AI 战略，Salesforce 进行了组织架构及技术体系的双重变革。一是停止软件工程师招聘,2025 年起所有新增岗位聚焦 AI 训练师、提示工程(Prompt Engineering)专家与 AI 伦理顾问，旨在构建“AI 训练-部署-治理”全生命周期团队。现有团队通过内部培训与认证计划，将 10 万名技术员工转化为 AI 赋能者，重点培养其与业务场景结合的设计能力。举例来说，Salesforce 有 9000 名员工从事客户支持，公司在整个系统上添加了一层 Agent 化的技术。当客户登录时，Salesforce 会将他们的数据与 Salesforce 数据相连，知道他们使用的产品和所有的案例详情，每周大约有 35,000 个客户支持请求处理。此前，这 35,000 个请求中有 10,000 个需要转到真人处理。现在，这个数字已经下降到 5,000 个，这就意味着大幅减少了对支持人员的需求。

二是底层架构重构，将 Einstein AI 嵌入所有产品线（包括 CRM、营销自动化、数据分析平台），实现 AI 能力的无缝调用。并且推出 Agentforce 开发者套件，允许企业客户通过低代码界面自定义 AI 代理，降低技术门槛。

Salesforce 在 AI 和 Data Cloud 领域取得了显著进展。2024Q4 Data Cloud 的年度经常性收入 (ARR) 达到 9 亿美元，同比增长 120%。Data Cloud 的记录数超过 50 亿条，其中近四分之一来自外部数据源。这些数据表明，客户对 Data Cloud 的依赖度正在增加，这为 Agentforce 的推广提供了坚实的基础。

与 SaaS 业务采用“按用户席位数”收费模式不同，Agentforce 的收费以“对话次数”为基础，每次对话的费用为 0.5 美元到 2 美元不等。目前 Agentforce 覆盖了 13.5 万家企业客户，在 Q4 签订了超过 3000 个付费合同，涉及多个行业，显示出强劲的市场需求。公司预计 Agentforce 将在 2026 财年继续增长，尽管贡献相对温和，但预计在 2027 财年将有更显著的贡献。

图29: Agentforce 帮助企业解放劳动力



资料来源: Salesforce 官网

3.2.2、Hubspot: 推出新一代 HubSpot AI 引擎——Breeze

HubSpot 将 AI 融入整体产品体系, 实现营销和内容管理的全面升级, 以及全新的数据分析与客户洞察工具。2024 年 9 月, HubSpot 推出了 Breeze, 包括 Breeze Copilot: AI 助手, 可提高工作效率, 让工作更轻松。Breeze Agents: AI 专家团队, 可自动完成各种任务, 助力快速达成目标。Breeze Intelligence: AI 数据分析师, 可提供完整的、统一的客户视图。除此之外, Breeze 还包含 80+ 嵌入式 AI 功能, 遍布整个 HubSpot 平台。

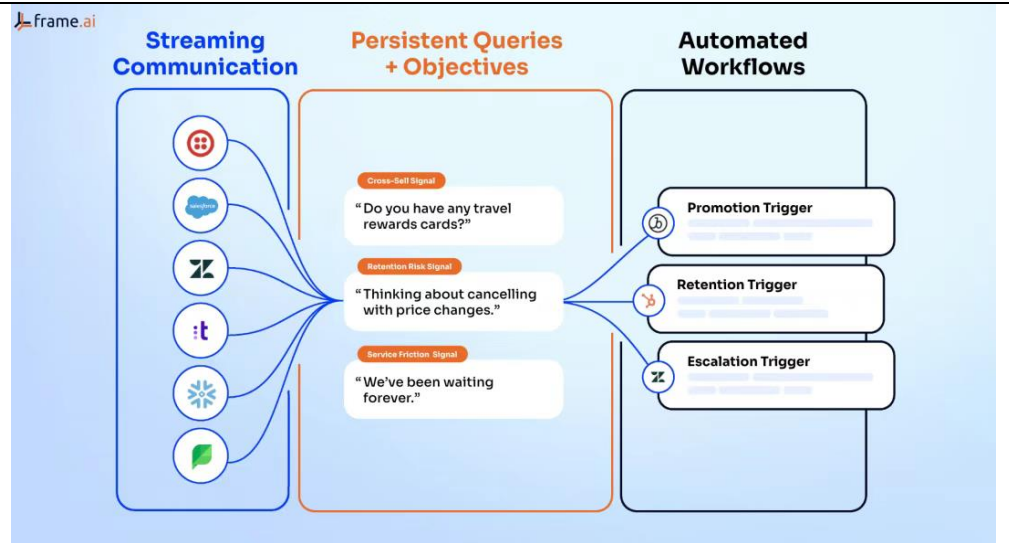
图30: HubSpot 推出了 Breeze 平台



资料来源: Hubspot 业绩交流会材料

收购 Frame AI, 实时捕捉客户洞察。2024 年 12 月, HubSpot 宣布收购 Frame AI, 这是一家专注于 AI 驱动的会话智能平台公司。Frame AI 能够将电子邮件、电话、会议等非结构化数据实时转化为可操作的客户洞察, 帮助企业不仅满足客户需求, 更能预测客户行为。通过收购 Frame AI, HubSpot 计划将其强大的会话智能技术融入到自身开发的 Breeze AI 套件中, 使所有客户沟通数据均可转化为实时的客户洞察, 贯穿于营销、销售和服务的每个环节。

图31: Frame AI 是专注于 AI 驱动的会话智能平台公司



资料来源: Hubspot 社区

3.3、以 AI-Agentforce 为核心，打造全链路全场景智能体解决方案

3.3.1、基于 AI-Agentforce 智能体中台，打造智能化营销销售全链路解决方案

公司基于 Marketingforce 为客户提供全链路、全场景的营销、销售、客服、培训、招聘等数智化解决方案。2024 年 5 月 16 日，Marketingforce 正式发布 Tforce 营销领域大模型，并在后续发布了 AI-Agentforce 智能体中台，打造了营销智能体，销售智能体，经营决策智能体，搜索智能体等场景应用，为客户提供全链路、全场景的营销、销售、客服、培训、招聘等数智化解决方案。2025 年 2 月，Marketingforce 迈富时宣布 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。

图32: 公司基于 Marketingforce 为客户提供全链路、全场景的营销、销售、客服、培训、招聘等数智化解决方案



资料来源: 公司官网

零售场景, Marketingforce 携手华为云, 推出零售品牌 AI Agent 联合解决方案。
当前市场新老行业格局逆转、运营手段同质竞争异常激烈、技术尤其是人工智能技术飞速更迭, 品牌消费者运营之路充满挑战, 急需迈入 AI 融合的新时代。从前期市场洞察、公域获客与私域运营到中期内容生成、智能策划与执行, 再到后期智能销售、交易数据分析, Marketingforce 的 Agent 智能体技术通过融合 Tforce 大模型能力和业务知识库, 可为企业营销提供从数智化规划到运营落地的全方位产品和服务。

图33: Marketingforce 依托 Agent 中台实现定制化营销方案设计与自动化执行



资料来源: 迈富时官网

图34: Marketingforce 以 Agent 中台为技术支点, 借数智化 DTC 构建全域连接, 以数据辅助精准运营



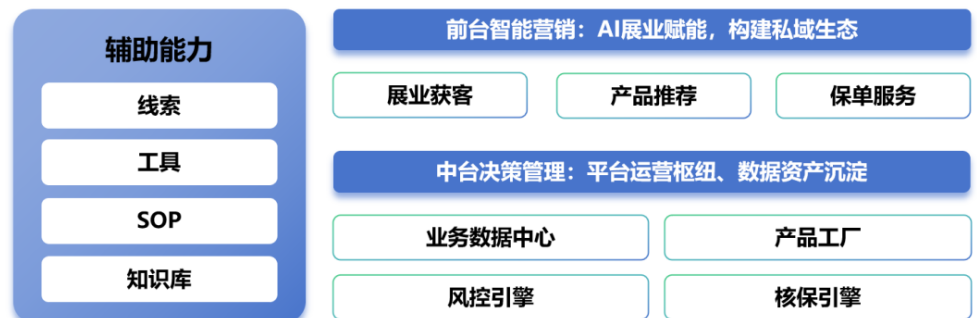
资料来源: 迈富时官网

金融保险场景, Marketingforce 与大健康保险科技领域的龙头企业乐橙云服签署 2025 年度 1.2 亿战略合作协议。双方将围绕金融保险业务场景下 AI Agent 产品设计、一站式服务平台建设等 AI 数智化领域深度合作, 共同启动“2025-金融保险行业 AI Agent 数智服务平台合作计划”。Marketingforce 将以具备强大智能交互与精准分析能力的 AI Agent 技术为基础, 为其定制自动化理赔、智能核保、智能客服和办公助手等 AI 产品, 帮助乐橙云服优化业务流程、助力风险评估、促进内部运营管理, 实现线索、商机、业绩的闭环, 帮助企业把握每一次成交机会。与此同时, Marketingforce 以 AI Agent 为引擎, 帮助乐橙云服重构自身营销运营的 DNA, 例如开展线上虚拟保险顾问, 为用户提供全时段咨询服务, 以实现企业全面的降本增效, 提升行业竞争力。

图35: Marketingforce 以 AI Agent 为基础, 为保险行业定制自动化理赔、智能核保、智能客服和办公助手等 AI 产品

大模型金融与保险行业应用新范式

- AI引擎+数据大模型+低代码框架+海量数据分析



资料来源: 公司官网

3.3.2、推出智能体一体机，拓展政企智能办公市场

推出智能体一体机，搭载 AI-Agentforce 智能体，满足政企办公智能化需求。2025 年 AI Agent 技术加速渗透多行业，DeepSeek、QwQ-32B 等大模型通过降低部署成本与强化隐私保护能力，精准契合政企机构的数据安全刚需，掀起私有化部署热潮。智能一体机设备通过深度集成公司自主研发的 40+ “企业+政务” 智能体、AI-Agentforce 智能体中台及智能设备管理软件，构建起“深度智能、安全可控”的双重保障体系。智能体一体机&智能体笔记本以“场景化智能中枢”为核心，为政企构建一套覆盖核心业务场景的全场景解决方案。政务版部署的 20 大智能体精准对应高效办公、智能公文、政策服务、法律咨询、信访沟通五大政务刚需，形成贯穿“政策制定-公文流转-公众服务”的全链条智能化支撑体系。企业版部署的 20 大智能体则聚焦人力资源、目标管理、活动策划、项目管理、企业文化与宣传五大核心板块，形成“选育用留”全周期管理矩阵。

图36：智能体一体机&智能体笔记本为政企构建一套覆盖核心业务场景的全场景解决方案



资料来源：公司微信公众号

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

收入端

(1) 随着公司 AI+SaaS 客户数量增加及客单价提升，同时 AI Agent 有望带来新业务增长，预计 2025-2027 年公司 AI+SaaS 收入增速分别为 75.12%、33.83%、29.04%。

(2) 公司精准营销业务有望保持稳健发展，预计 2025-2027 年精准营销服务收入增速分别为 20%、15%、15%。

毛利率

一方面，由于一体机收入及 KA 客户收入增速较快，AI+SaaS 业务毛利率预计有

所下降；另一方面，公司 AI+SaaS 业务占总收入比例上升，对整体毛利率有拉动作用。综合影响下，预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 50.73%、51.33%、52.31%。

费用端

随着公司 AI+SaaS 产品规模效应逐渐体现，公司销售费用率、行政费用率、研发费用率有望逐渐下降。预计 2025-2027 年公司销售费用率为 18.2%、17.2%、15.9%；行政费用率为 12.5%、10.8%、10.4%；研发费用率为 11.7%、9.9%、8.9%。

表4：在 AI Agent 驱动下，公司 AI+SaaS 收入有望保持快速增长

	2024A	2025E	2026E	2027E
AI+SaaS 业务				
营业收入（亿元）	8.4	14.7	19.7	25.5
YOY	19.90%	75.12%	33.83%	29.04%
毛利率	86.27%	71.56%	69.78%	69.19%
精准营销服务				
营业收入（亿元）	7.2	8.6	9.9	11.4
YOY	35.24%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	13.86%	15.00%	14.50%	14.50%
总营业收入（亿元）	15.6	23.3	29.6	36.8
YOY	26.50%	49.78%	26.90%	24.36%
综合毛利率	52.98%	50.73%	51.33%	52.31%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 23.35、29.62、36.84 亿元，归母净利润为 -0.33、1.48、3.21 亿元，当前股价对应 PS 分别 4.0、3.2、2.5 倍。选取港股 SaaS 板块多点数智和金蝶国际作为可比公司，公司估值低于同行可比公司平均估值水平，考虑公司在营销和销售 SaaS 领域领先地位，AI Agent 驱动公司迈入新阶段，首次覆盖给予“买入”评级。

表5：公司 PS 估值低于行业可比公司平均水平（截止 2025.4.23 收盘）

证券代码	公司简称	当前市值（亿元）	营业收入（亿元）			PS		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2586.HK	多点数智	101.65	22.09	25.87	29.44	4.6	3.9	3.5
0268.HK	金蝶国际	397.5	71.13	81	91.49	5.6	4.9	4.3
	行业平均					4.9	4.3	3.7
2556.HK	迈富时	93.8	23.35	29.62	36.84	4.0	3.2	2.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、多点数智、金蝶国际盈利预测来自 Wind 一致预期；2、以 2025 年 4 月 28 日基准日，港元兑人民币的汇率为 1HKD=0.93CNY）

5、风险提示

- （1）全球经济环境变化风险。**全球经济复杂多变，中国企业按面临新挑战，营销及销售信息化支出可能下降。
- （2）市场竞争风险。**营销及销售 SaaS 行业格局较为分散，公司面临市场竞争加剧的风险。

- (3) **技术迭代风险。**AI 有望带来新行业变革,若公司技术迭代速度不及预期,竞争力将出现下降。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn