



# 迈富时 (02556.HK)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## AI 赋能+客户拓展，营销 SaaS 龙头有望高增 投资逻辑

流量入口多样化使得全域营销成为行业趋势，营销/销售工具需求持续提升。SaaS 领域投融资回归理性，导致本土尾部厂商出清、海外厂商逐步退出，为本土龙头厂商提供更多可为空间，同时 AI Agent 技术加速落地将显著提升客户付费意愿，我们认为本土头部厂商产品矩阵完善、研发/营销资金充足，有望受益于市场与技术变化，抢占更高的份额。

迈富时是我国营销/销售 SaaS 龙头，累计服务 20 余万家企业，24 年 AI+SaaS 实现营收 8.4 亿元，据亿欧智库测算市占率约 2.4% 为行业第一。公司在产品、营销维度发力，收入利润有望持续高增。

- 产品维度：公司 AI+SaaS 产品矩阵持续丰富，有望带动付费意愿及客单价提升。公司 24 年推出 Tforce 营销大模型、25 年 1 月推出融合 DeepSeek 的 AI-Agentforce 中台。截至 24 年末，公司 SaaS 共有功能模块 311 个，较上年同期增长 74 个，超 90% 客户订阅的产品均包含 AI 模块。
- 营销维度：公司积极拓展政府及国央企客户，预计扩充销售团队规模以促进客户数量增长。25 年 3 月推出政务/企业智能一体机，已与昆山市签署战略合作协议，我们预计 25 年该产品有望贡献 2.65 亿元营收增量。SaaS 业务受益于大客户占比提升，21~24 年每名客户月均贡献收入 CAGR 达 15.6%。24 年公司面向中腰部/大型客户的销售人效分别同比增加 20.0%/67.9%，高效的销售团队为客户增长提供有力支撑。

公司产品矩阵、业务模式、AI 战略布局与美股 HubSpot 高度相似，后者 2024 年实现营收 26.28 亿美元，14~24 年营收 CAGR 达到 36.6%，公司在国内市场的拓展路径有望与之对标。

公司 20~24 年营收 CAGR 为 31.1%，24 年 5 月上市募集资金 2.59 亿港元，发行价为 43.6 港元/股，由于计提可转换可赎回优先股公允价值变动 7.81 亿元、上市开支 0.20 亿元等导致表观亏损增加，调整后归母净利润已经转正为 0.79 亿元，预计伴随营收增长 25 年表观利润也将扭亏为盈。

### 盈利预测、估值和评级

我们预测，2025/2026/2027 年公司实现营业收入 23.66/30.22/37.08 亿元，同比增长 51.78%/27.75%/22.71%，归母净利润 0.70/1.12/2.24 亿元，同比增长 108.02%/59.27%/100.34%。我们采用市销率法为公司估值，选取 3 家企业服务可比公司，给予公司 2025 年 7.0 倍 PS 估值，目标价 70.24 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济增长不及预期；行业竞争加剧；AI 技术发展不及预期；关税政策变化影响公司外贸版产品收入；收并购可能对公司毛利率、利润率产生影响；解禁风险。

计算机组

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

联系人：赵彤

zhaotong3@gjzq.com.cn

市价 (港币)：39.70 元

目标价 (港币)：70.24 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,232	1,559	2,366	3,022	3,708
营业收入增长率	7.82%	26.50%	51.78%	27.75%	22.71%
归母净利润(百万元)	-169	-877	70	112	224
归母净利润增长率	21.70%	-417.28%	108.02%	59.27%	100.43%
摊薄每股收益(元)	-0.66	-3.42	0.27	0.44	0.88
每股经营性现金流净额	-0.47	0.58	-1.57	-1.44	-1.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.64%	-133.21%	9.65%	13.32%	21.07%
P/S	N.A.	14.29	3.96	3.10	2.52
P/B	N.A.	33.84	12.85	11.14	8.79

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1. Agent 重塑营销方式，市场份额将向头部集中	4
2. 产品+营销双重发力，有望带动收入高增	6
2.1 产品维度：功能模块持续丰富，Agentforce 驱动业务增长	7
2.2 营销维度：不断拓宽客户范围，积极完善分销网络	8
3. 业务模式对标 Hubspot，增长逻辑已获验证	10
4. 营收持续增长，调整后净利润已经回正	12
5. 盈利预测	14
6. 风险提示	15

## 图表目录

图表 1： 电商及短视频仍是数字广告最主要的渠道	4
图表 2： 我国企业级 SaaS 融资热度呈下滑趋势	5
图表 3： 目前国内营销 SaaS 市场竞争格局仍很分散	5
图表 4： 营销/销售 SaaS 厂商在客户布局、覆盖行业方面略有差异	5
图表 5： AI Agent 可赋能营销销售全流程	6
图表 6： 迈富时公司发展历程图	6
图表 7： 公司主要提供 AI+SaaS 及精准营销服务	6
图表 8： 公司“六朵云”基础产品架构	7
图表 9： 公司 AI+SaaS 平台功能模块数持续增长	7
图表 10： Marketingforce 智能体平台	8
图表 11： 公司 AI+SaaS 产品及单客户收入保持增势	9
图表 12： 公司大型客户持续增长	9
图表 13： 公司推出政务/企业版智能体一体机	9
图表 14： 公司直销团队人效持续提升	9
图表 15： 公司持续拓展经销渠道规模	10
图表 16： Hubspot 持续推进产品功能迭代和生态合作建设	10
图表 17： Hubspot 提供 6 大主要模块，客户可按需订阅	11
图表 18： 迈富时产品与 Hubspot 完全对标	11
图表 19： HubSpot 订阅多模块功能的客户占比显著提升	12
图表 20： HubSpot 付费用户持续增长	12
图表 21： 公司营收持续增长（百万元）	12
图表 22： 公司毛利率较为稳定	13



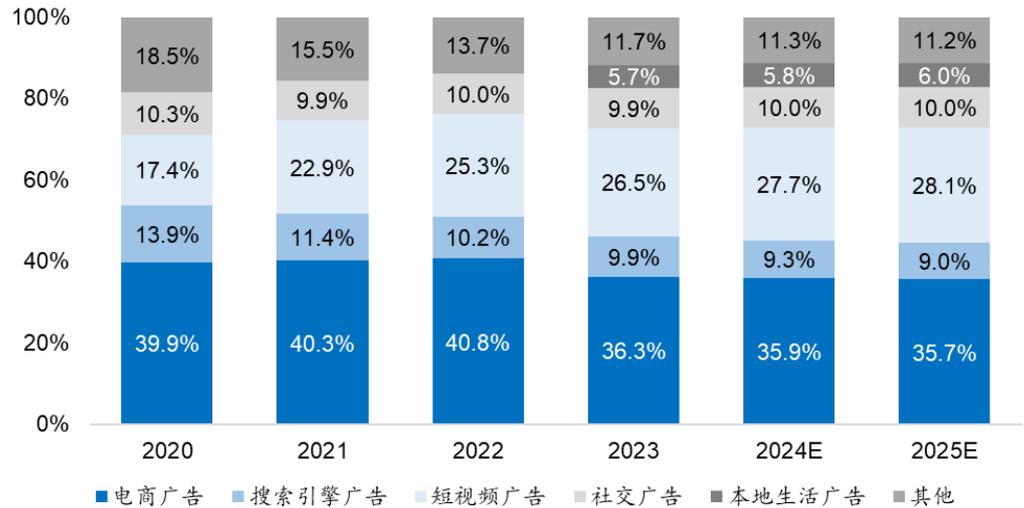
图表 23: 24 年在线广告解决方案营收增速较高 (百万元) .....	13
图表 24: 公司费用率控制较好.....	13
图表 25: 公司 24 年员工人数大幅下降 (人) .....	13
图表 26: 计提上市开支等导致归母净利润亏损.....	13
图表 27: 调整后归母净利润已经转正.....	13
图表 28: 公司 AI+SaaS 营收预计持续增长.....	14
图表 29: 公司收入及成本费用预测情况.....	14
图表 30: 可比公司估值比较 (市销率法) .....	15



## 1. Agent 重塑营销方式，市场份额将向头部集中

目前各互联网平台流量入口日趋多元、交互方式更加多样，使得品牌方更加重视营销互动性和体验性。从媒体类型来看，电商平台因其贴近交易的后链路投放特性，是广告主的首选；短视频平台拥有庞大的用户规模和较高的用户粘性，投放占比有望逐年提升。根据艾瑞咨询统计，2023 年电商平台与短视频平台在网络广告市场的份额分别为 36.3% 和 26.5%。此外，伴随微信小程序生态成熟、直播带货等模式兴起，更多品牌注重私域流量运营，以此精准定位目标人群、增加客户粘性、实现个性化营销。

图表1：电商及短视频仍是数字广告最主要的渠道

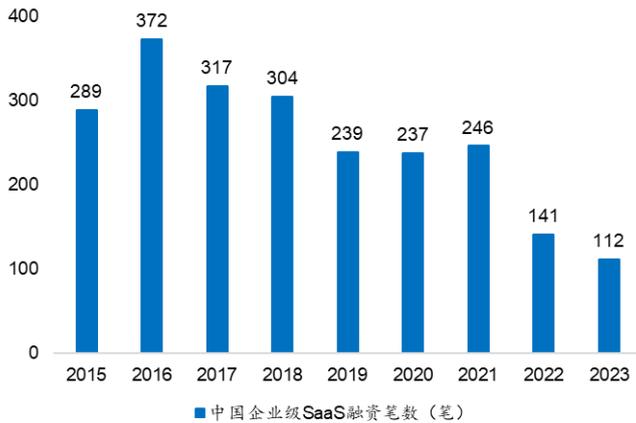


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

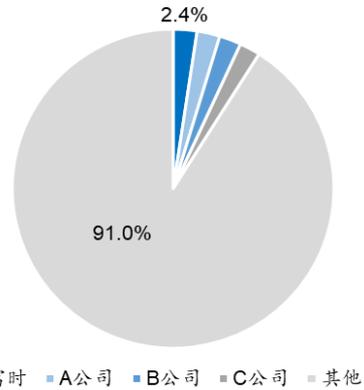
- 对于品牌方而言，进行跨域营销乃至全域营销更需要智能化工具赋能。全域营销能够贯穿消费者完整旅程，包括唤起认知兴趣、引导购买决策、培养满意度和忠诚度，已经成为重要发展方向。而流量平台多样化增加了营销难度，企业需要了解不同渠道商业化特征，制定针对性的营销策略，并实时监控各平台客户行为数据、推广内容反馈情况，以实现跨平台协同。因此，企业会更加需要营销工具进行跨域素材管理、内容投放、数据分析。
- 对于营销/销售 SaaS 厂商而言，价格战基本结束，市场格局有望向头部产品集中。
  - 1) 融资回归理性导致本土末位淘汰：2010 年之前国内部分企业服务软件公司开始尝试 SaaS 架构搭建；伴随 4G 网络与智能手机的普及，传统软件无法满足移动互联网对于体验和效率的要求，天生就具有互联网基因的 SaaS 顺势切入，2015 年被视为中国 SaaS 元年，相关项目投融资数量开始高增。在 SaaS 市场开拓初期，部分厂商依赖资本盲目扩张，凭借低价、拓展产品线等方式抢占市场，使得竞争格局较为分散。营销领域 SaaS 需要根据渠道变化进行持续研发、与企业经营流程进行融合打磨，2022 年后一级市场活跃度降低，缺乏正向现金流和健康盈利模型的 SaaS 公司逐步退出。
  - 2) 海外 SaaS 厂商逐步让出市场空间：受到合规和产品落地限制，海外营销/销售 SaaS 厂商在国内的市场份额持续走低，Salesforce 于 22 年撤销了在中国的直销团队，转为阿里云代运营；Hubspot 产品本土化程度较低，直至 25 年 2 月才首次推出简体中文版。我们预计后续国内营销/销售 SaaS 领域将以本土厂商为主。



图表2: 我国企业级 SaaS 融资热度呈下滑趋势



图表3: 目前国内营销 SaaS 市场竞争格局仍很分散



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

来源: 亿欧咨询, 国金证券研究所

国内 SaaS 厂商经历过市场快速扩张和部分出清后, 在客户群体和行业选择方面略有差异。比如迈富时营销 SaaS (T 云) 重点服务中腰部企业、销售 SaaS 多服务大型客户; 神州云动、销售易等聚焦大中客户; 红圈由通用 CRM 转向深耕工程行业。根据亿欧智库测算, 2024 年中国营销及销售 SaaS 市场规模 340 亿元, CR4 企业占整个市场份额为 9%, 其中迈富时市占率约 2.4% 为行业第一。

图表4: 营销/销售 SaaS 厂商在客户布局、覆盖行业方面略有差异

公司名称	成立时间	业务分类	代表产品	重点客户领域	其他情况
迈富时	2009	CRM/营销 SaaS	营销云、销售云、商业云、分析云、智能云、组织云	营销 SaaS 面向中腰部企业, CRM 聚焦大型客户, 包括销售零售、汽车、金融、B2B、教育等行业	21 年推出珍客 CRM 产品, 24 年 SaaS 业务实现营收 8.42 亿元
神州云动	2008	CRM	CloudCC 产品家族包含销售云、市场云、服务云、伙伴云等十几种产品	面向大中型企业, 包括制造、消费品、教育、金融、IT 高科技、地产、有色金属、医疗健康等行业	成立之初为 Salesforce.com 全球咨询实施商
纷享销客	2011	CRM	营销管理、销售管理、服务管理、AI 场景应用	面向大中型企业, 服务 ICT 行业、装备制造、医疗健康、家居建材、教育培训等行业	原控股股东为金蝶国际, 24 年营收超 5 亿元
红圈	2009	CRM	工程管理系统、PaaS、CRM、红圈营销+、红圈通等	工程建设、工业制造、B2B 科技、商务服务、快消等行业	18 年开始转型做工程领域 CRM 和项目管理系统
销售易	2011	CRM	销售云、营销云、伙伴云、服务云、电商云、SCRM、智能分析云等	聚焦大中客户, 包括装备制造、高科技、电力设备、现代服务、工业、汽车等行业	腾讯控股企业, 2025 年腾讯副总裁任销售易董事长
悠易科技	2007	营销 SaaS	广告云 OneDesk、数据云 LinkFlow、营销云 EngageX 等	3C 行业、奢侈品行业、快消零售、家装行业, 累计服务 60%+ 世界 500 强企业	25 年与京东云共建大模型应用
深演智能	2009	营销 SaaS	一站式营销云产品, 包括 CDP、MA、DMP、智能投放系统等	聚焦大中型企业, 包括汽车、零售、美妆、奢侈品等行业	25 年 2 月发布 AI 智能体平台 Deep Agent
赛诺贝斯	2005	营销 SaaS	MIP B2B/B2C 营销云、MIP 一体化智能营销方案	服务科技、汽车、金融、母婴、鞋服等行业	合作豆包、京东

来源: 各公司官网, 各公司公众号, ToB 行业头条公众号, 中渤经济 CNBO 公众号, 中经 e 商圈公众号, 国金证券研究所

AI Agent 技术快速发展为营销/销售 SaaS 带来新的增长机遇, 将促使竞争格局进一步集中。Agent 能够赋能数据洞察、分析决策、内容生产、多渠道协同等环节, 可帮助企业兼顾多平台营销生态, 实现经营提效。在营销多元化、个性化的行业背景下, 相关工具需求量有望持续提升。

- 营销分析: 可自动分析、动态更新用户群体多维数据, 持续跟踪用户需求变化, 支持通过自然语言查询, 能够有效提升分析效率。
- 内容生产: AI 可赋能内容理解、内容生成、内容发布运营的全流程, 使其内容生产进入到一个增量市场。



- 客户关系维持：通过 AI 技术融入营销后链路，品牌方能够构建动态用户画像，实现精准触达与个性化互动。同时，AI 还可赋能智能客服、聊天机器人等工具。

图表5: AI Agent 可赋能营销销售全流程



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

我们认为，跨域营销为 SaaS 工具打开长期增长空间，AI 技术发展使得产品推广提速。头部厂商拥有更完整的产品矩阵、能够提供更充足的资金进行 AI 研发、可培育产品生态加速客户拓展，有望抢占更高的市场份额。

## 2. 产品+营销双重发力，有望带动收入高增

迈富时是全球领先的 AI SaaS 智能营销云平台，能够满足客户“全域高效获客、精准洞察、营销自动化管理、商城转化”等全链路需求。公司在全球拥有 20 余个分支机构，累计服务 20 余万家企业。

图表6: 迈富时公司发展历程图



来源：迈富时招股书，迈富时年报，公司公众号，国金证券研究所

公司成立于 2009 年，正值互联网行业兴起，最初主要帮助企业进行网页内容建设和流量广告分发。基于业务拓展过程中积累的丰富营销服务经验，公司于 2013 年推出营销 SaaS，2021 年推出销售 SaaS 并拓展大型客户。目前公司主营业务包括 AI+SaaS 及精准营销服务两部分，2024 年分别实现营收 8.42 亿元、7.16 亿元，分别同比增长 19.9%、35.2%。

图表7: 公司主要提供 AI+SaaS 及精准营销服务

业务构成	营收 (百万元)	具体产品内容	
AI+SaaS	842.2	T云 (营销 SaaS)	T云为不同类型企业提供典型营销过程的所有关键阶段的服务，主要包括平台搭建及运营、营销内容生成、营销内容分发及数据监控与分析)，主要目标为通常以企业或高价值个人为客户的 B2B 企业



		珍客 (销售 SaaS)	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 (如管理客户画像、管理客户线上互动、提供客户服务、促进客户在线活跃和成交、及进行客户数据分析和建模)。
精准营销服务	716.4	在线广告解决方案服务	媒体平台会给予公司一定返利，公司也会向客户提供返利，公司所获得的利润主要是两部分返利的差额。收入按总额基准确认，即扣除给予广告主的返利后的服务费。
		在线广告分发服务	收入按净额基准确认，即由媒体平台提供的返利，再扣除给予广告主的返利后的部分。

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

我们认为，在产品维度，公司积极拓展 AI 功能，打磨更多功能模块，有望带动付费意愿及客单价提升；在营销维度，公司积极拓展政府及大型国企客户，预计将进一步扩充直销团队和经销商规模，为中腰部客户数持续增长提供保障。

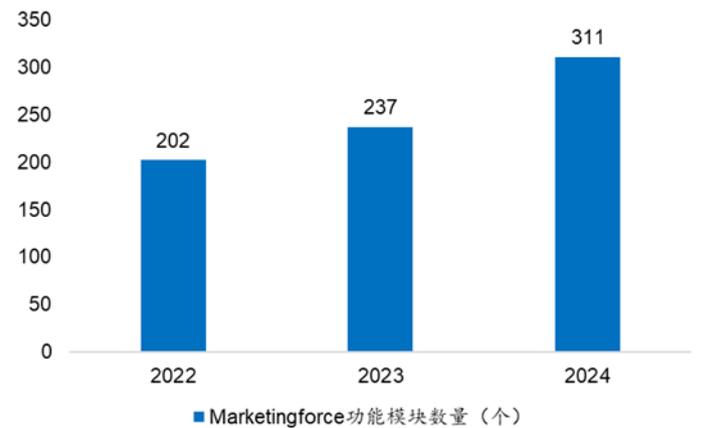
### 2.1 产品维度：功能模块持续丰富，Agentforce 驱动业务增长

- 公司 提供全链路营销服务产品，产品矩阵持续拓展。公司 Marketingforce 平台提供“T 云、珍客、商业云、分析云、智能云、组织云”，共同组成六朵云体系，为企业提供涵盖全域高效获客、精准洞察需求、营销自动化管理、商城转化、人力资源管理等环节的全链路全场景智能化服务。公司 AI+SaaS 产品矩阵持续丰富，截至 24 年末共有功能模块 311 个，较上年同期增长 74 个。

图表8：公司“六朵云”基础产品架构

图表9：公司 AI+SaaS 平台功能模块数持续增长

系列	具体产品
营销云 (T 云)	营销内容自动生成、一键分发，包括 T-Cloud、T 云外贸版、GMA 增长营销平台、VOC 客户之声
销售云 (珍客)	缩短成交时间、全周期管理客户关系，包括珍客 CRM、珍客 CDP、珍客 SCRM、SFE、SFA
商业云	提供订单管理、库存管理、会员管理等功能，包括 T-Shop 智慧商场、T-SHOP 智慧门店、T-SHOP 分销、OMS 全渠道订单中心、MMS 全渠道会员中心
分析云	强大的数据分析能力，为企业提供全面的经营方案：BI 可视化数据分析、GAP 增长分析平台、A/B TEST
智能云	营销策略大模型、ChatAI 模型应用平台、AIGC
组织云	集人才选、用、育、留一体化的综合管理系统，包括人才测评 D-TEST、臻学堂 D-TRAINING、招聘系统 D-HIRING



来源：公司公众号，公司官网，国金证券研究所

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

- 产品全面拥抱 AI，智能体已实现标杆落地。公司于 24 年正式推出 Tforce 营销大模型，依托十余年行业数据积累与持续加强的算法能力，成功开发出市场洞察、内容生成、智能策略等企业级核心功能。目前公司超 90% 客户订阅的产品均包含 AI 模块。公司于 25 年 1 月推出 AI-Agentforce 中台，融合 DeepSeek 大模型，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。AI-Agentforce 智能体中台不仅内嵌了臻文、臻图、臻视等 AIGC 工具，支持文生图、视频智能剪辑等多种创作模式，还预置了金融、零售、制造等上百个垂直领域的专业内容模板库，实现关键词自动匹配，助力企业快速适配行业需求。目前公司 AI-Agentforce 智能体中台已在内容自动化生成、精准获客、智能决策等关键场景中打造了上百个行业标杆解决方案。



图10: Marketingforce 智能体平台



来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司积极合作华为、腾讯等云厂商，有望持续拓展业务生态。公司于24年6月与华为云签署全面合作协议，将结合华为云算力能力，在零售消费、汽车、制造业等领域进行合作。24年9月公司与腾讯智慧零售签署战略合作协议，将利用腾讯云平台，实现线下数据中心的云化升级改造，支持企业客户在云端进行快速迭代和创新。

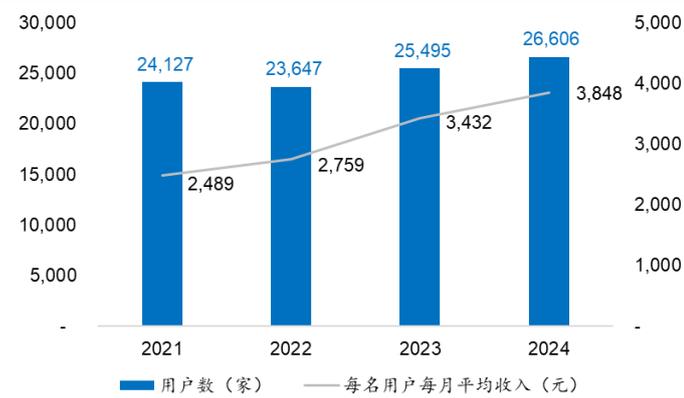
## 2.2 营销维度：不断拓宽客户范围，积极完善分销网络

- 产品契合国内市场趋势及数据安全需求，大客户案例持续增长。公司2021年推出珍客系列产品，包括珍客CDP客户数据平台、珍客CRM客户关系管理系统、SCRM私域客户资产运营系统等，产品能力不输于海外，并在功能和应用场景方面更加贴合国内市场需求。
  - 在行业需求维度，公司根据不同业务场景进行优化定制，减少客户在软件实施使用过程中遇到的阻力。例如，对于金融行业，Marketingforce提供了符合金融安全标准的定制化解决方案，确保数据处理的高效性和合规性；对于制造行业，产品能够与生产管理系统深度集成，实现生产数据的实时分析和优化。
  - 在数据安全维度，公司采用先进的加密技术和安全协议，防止数据泄露和未经授权的访问，与华为云、腾讯云、百度云、蚂蚁集团等国内顶尖科技企业在云计算、大数据、人工智能等领域进行深度合作。对于合规要求较高的行业，公司产品支持私有化部署。

截至24年末，公司共有AI+SaaS客户26,606个，其中大型客户783家，受益于大型客户占比提升，每名客户月平均贡献收入持续提升至3,848元，2021-2024年CAGR达15.6%，订阅收入留存率连续三年超过100%。



图表 11: 公司 AI+SaaS 产品及单客户收入保持增势



图表 12: 公司大型客户持续增长

行业	标杆客户
消费	美团、箭牌、太古可口可乐、伊利、皇氏集团、舍得酒业、库迪咖啡、周大福、来伊份、博士伦、正官庄、袋鼠妈妈、珀莱雅、韩束、立白、花西子、御泥坊、伊丽莎白雅顿、华熙生物等
汽车	奇瑞新能源、福特、捷途、潍柴
金融	乐橙云服、华夏银行、重庆银行、全联保险经纪、中国民生银行
制造业	恒源祥家纺、信光能源、春风动力、创维、公牛集团、松下电器、九州通、TCL、格力等
教育	北京大学、西安交通大学、华中科技大学、东南大学、南开大学、山东大学、厦门大学、西北工业大学、华南理工大学、东北大学等

来源: iFind, 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司官网, 公司公众号, 国金证券研究所

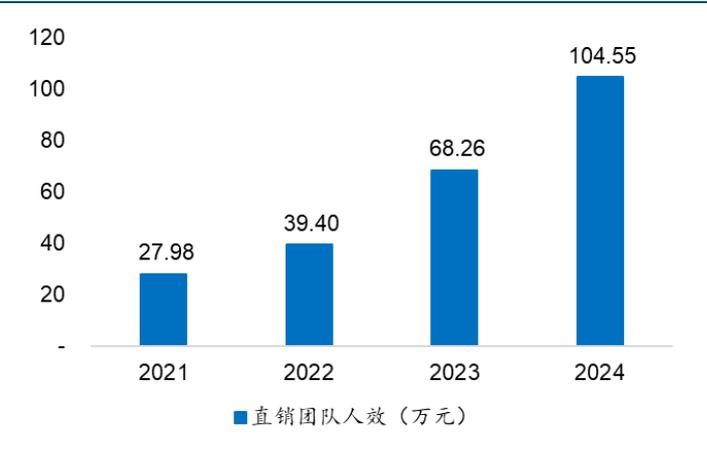
- 推出 AI 智能体一体机, 拓展政府客户。公司于 25 年 3 月推出政务/企业智能一体机, 内置 40+ 智能体、AI-Agentforce 智能体中台及智能设备管理软件, 客户可“开箱即用”。其中政务版部署的 20 大智能体精准对应高效办公、智能公文、政策服务、法律咨询、信访沟通五大政务刚需, 形成贯穿“政策制定-公文流转-公众服务”的全链条智能化支撑体系。企业版部署的 20 大智能体则聚焦人力资源、目标管理、活动策划、项目管理、企业文化与宣传五大核心板块, 形成“选育用留”全周期管理矩阵。公司与昆山市高新区政府、昆山国际数字创新谷签订全球智算项目, 预计未来五年内, 将累计实现不低于百亿的产值规模。

图表 13: 公司推出政务/企业版智能体一体机



来源: 公司公众号, 国金证券研究所

图表 14: 公司直销团队人效持续提升

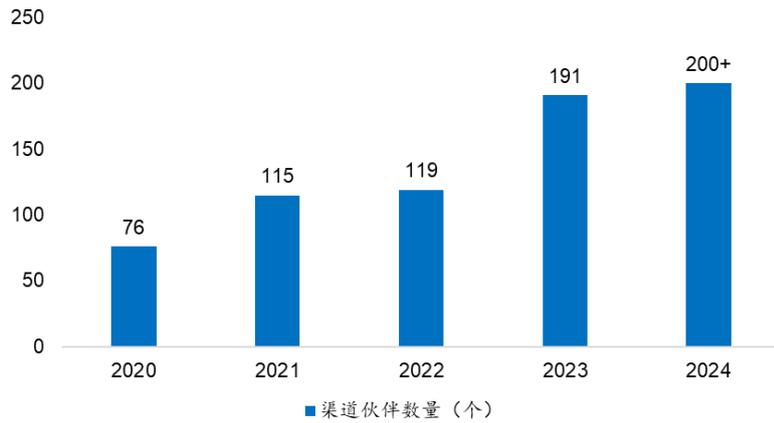


来源: iFind, 公司招股书, 公司官网, 国金证券研究所; 说明: 24 年按照直销团队 700 人计算

- 公司直销团队人效持续提升, 同时也积极拓展经销渠道以支撑中腰部客户增长。
  - 目前公司直销团队超 700 人, 覆盖珠三角、长三角以及华中和西南等 22 个核心城市, 24 年贡献 AI+SaaS 业务营收的 86.9%, 面向中腰部客户群人效为 55 万元, 同比提升 20.0%; 面向大型客户人效达 514 万元, 同比提升 67.9%。
  - 经销渠道方面, 公司与经销商合作期限通常为一年, 会根据销售目标达成情况选择是否续期, 公司的经销合约获取成本计入销售费用。截至 2024 年末, 公司共有渠道合作伙伴 200 余家, 渠道收入达 1.1 亿元, 同比增长 125.4%。



图表 15: 公司持续拓展经销渠道规模



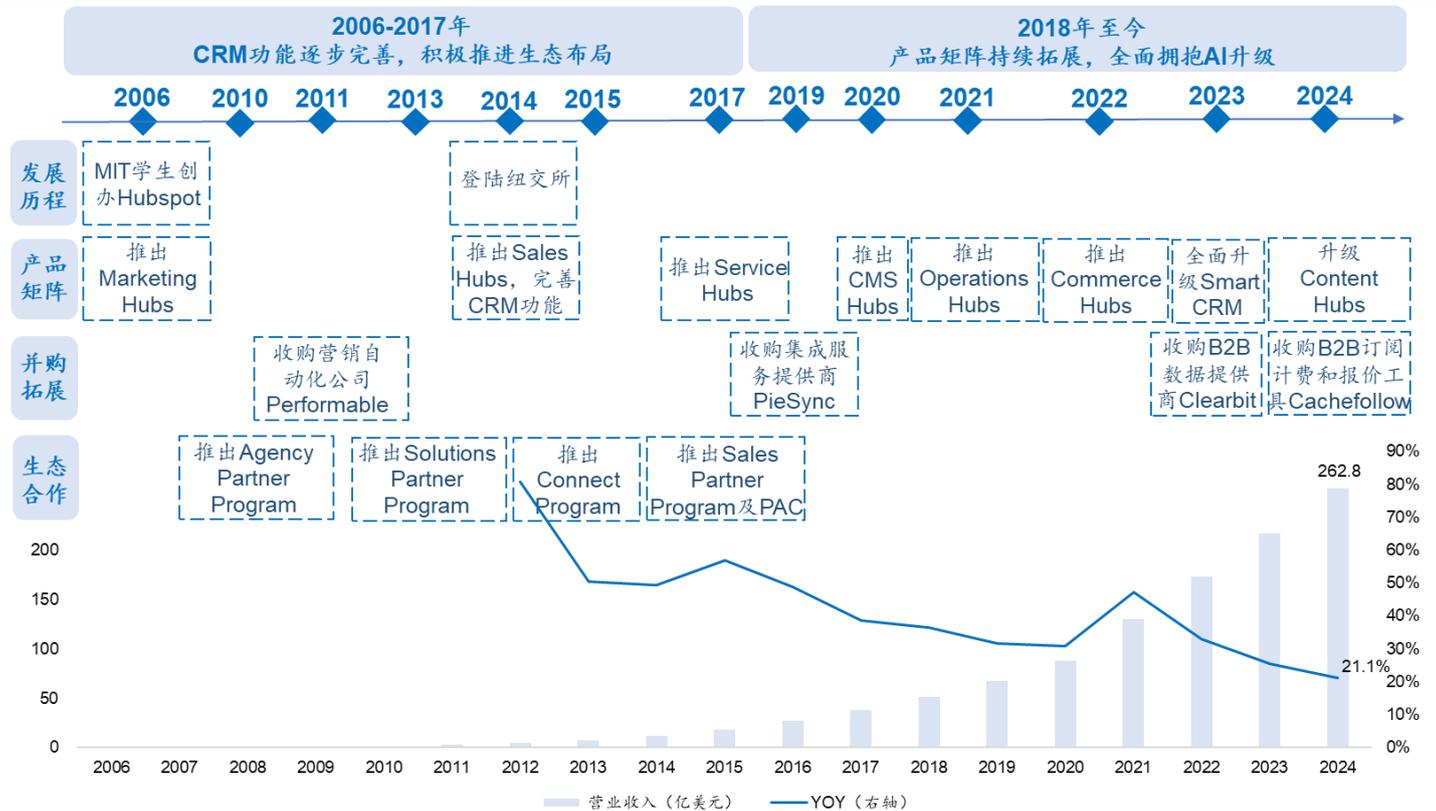
来源: iFind, 公司年报, 公司招股书, 国金证券研究所

### 3. 业务模式对标 Hubspot , 增长逻辑已获验证

公司产品矩阵、业务模式、AI 战略布局与美股 HubSpot 高度相似, 后者聚焦员工人数在 2,000 人以下的企业客户群、通过 AI 赋能实现营收持续增长, 公司在国内市场的拓展路径可与之对标。

Hubspot 成立于 2006 年, 2014 年登陆纽交所, 以 SaaS 形式为规模在 2,000 人以下的中小企业提供 CRM 及营销自动化服务, 目前客户达 24.8 万家, 覆盖全球 135 个国家。2014-2024 年 HubSpot 营收 CAGR 达到 36.6%, 截至 2024 年末, 市值较上市初已上涨 39.4 倍。受益于近年来行业全面拥抱 AI, HubSpot 持续研发 Breeze AI 套件, 2024 年实现营收 26.28 亿美元, 同比增长约 21.1%。

图表 16: Hubspot 持续推进产品功能迭代和生态合作建设



来源: Hubspot 官网, 国金证券研究所

迈富时与 HubSpot 在产品结构、AI 战略、渠道布局方面高度相似。后者营收持续增长,



并于 24 年实现首次扭亏为盈,能够验证营销 SaaS 行业的长期增长以及 AI 赋能的合理性。

- **基础产品架构:** HubSpot SaaS 产品凭借简单易用、可组合、可拓展等优势快速拓展中小客户,此外公司还通过对外投资收购进行功能模块拓展。HubSpot 提供 6 个主要模块,分别提供营销、销售、服务、内容制作、运营、支付管理等功能,其中 5 个模块按照 SaaS 模式收取订阅费,每个模块包括 Free/Starter/Professional/Enterprise 共 4 种产品,Commerce Hub 按照用户交易金额进行抽成收费。

图表 17: Hubspot 提供 6 大主要模块,客户可按需订阅

	产品功能	Free	Starter	Professional	Enterprise
Marketing Hub	多渠道营销自动化、营销内容创建、联系人管理、营销分析等	—	20 美元/月/坐席	890 美元/月 13 个坐席	3,600 美元/月 15 个坐席
Sales Hub	销售线索管理、销售流程自动化、实施沟通工具、报告和分析等	—	20 美元/月/坐席	100 美元/月 1 坐席	150 美元/月 1 坐席
Service Hub	多渠道客户支持、客户服务工单管理、客户资助服务、客户反馈调查	—	20 美元/月/坐席	100 美元/月 1 坐席	150 美元/月 1 坐席
Content Hub	灵活的营销主题和内容结构创作、简化页面编辑、个性化客户体验	—	20 美元/月/坐席	500 美元/月 13 个坐席	1,500 美元/月 15 个坐席
Operations Hub	自动化编程、数据分析与管理、与 Hubspot 其他产品集成	—	20 美元/月/坐席	800 美元/月 1 坐席	2,000 美元/月 1 坐席
Commerce Hub	由 Hubspot 或 Stripe 提供支付处理,包括支付链接、报价、发票管理等	按照交易数量付费, Hubspot 处理的支付收取 0.5% 的平台费+2.9% 的信用卡服务费/0.8% 的 ACH 服务费, Stripe 处理的支付收取 0.75% 的平台费			

来源: Hubspot 官网, 国金证券研究所

- **AI 能力布局:** HubSpot Breeze 系列包括 AI 助手 Breeze Copilot、AI 专家团队 Breeze Agents、AI 数据分析模块 Breeze Intelligence 以及其他 80+AI 嵌入功能。此外 HubSpot 还收购 Frame AI 提升对话智能,将非结构化数据转化为实时洞察。HubSpot 平台支持内容智能生成,智能发布,数据分析等功能。

图表 18: 迈富时产品与 Hubspot 完全对标



来源: 公司路演 PPT, 国金证券研究所

HubSpot 的持续增长主要来自两大驱动力,与迈富时目前的产品渠道布局策略高度契合。

1) 既有客户订阅更多功能模块带来客单价提升: HubSpot 产品灵活性较高,所有的产品套件提供统一的用户界面、数据库和支持团队,因此客户可根据自身营销需求进行单独或组合订阅。受益于产品性能提升及生态建设,同时订阅多个功能模块的客户占比显著提升,对应客单价持续增长,24 年公司单客户贡献营收达 1.13 万美元。迈富时目前“六朵云”产品中 T 云、珍客用户数较多,随公司品牌知名度提升、产品持续优化,其他 SaaS 产品订阅用户数也有望增长。

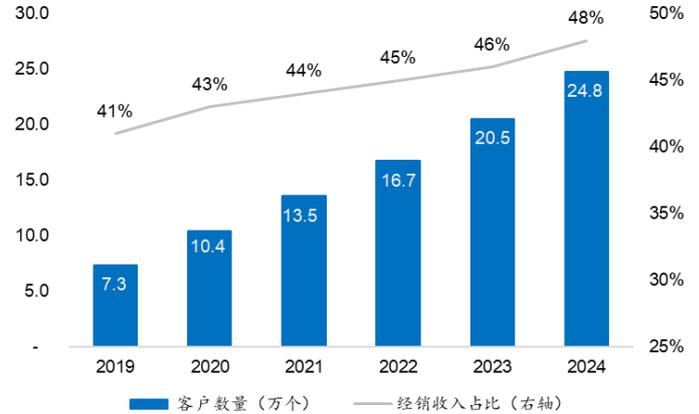
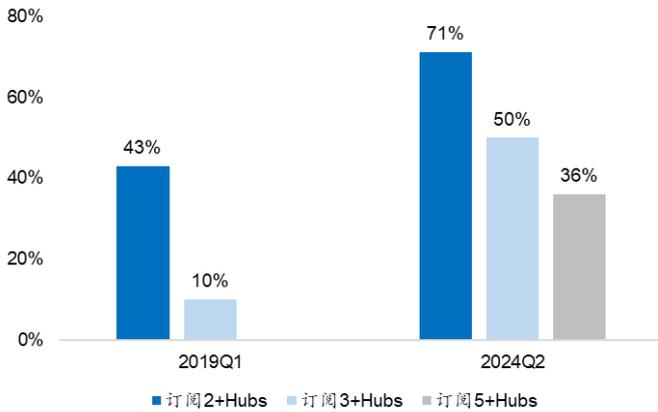
2) 渠道打磨带来客户数量增长: 经销渠道贡献营收占比持续提升,截至 24 年末,来自合作伙伴的客户数占比 29%,收入占比 48%,成熟的经销渠道为 HubSpot 客户



规模扩充提供有力保障，2019-2024 年客户数量 CAGR 为 27.5%。

图表19: HubSpot 订阅多模块功能的客户占比显著提升

图表20: HubSpot 付费用户持续增长



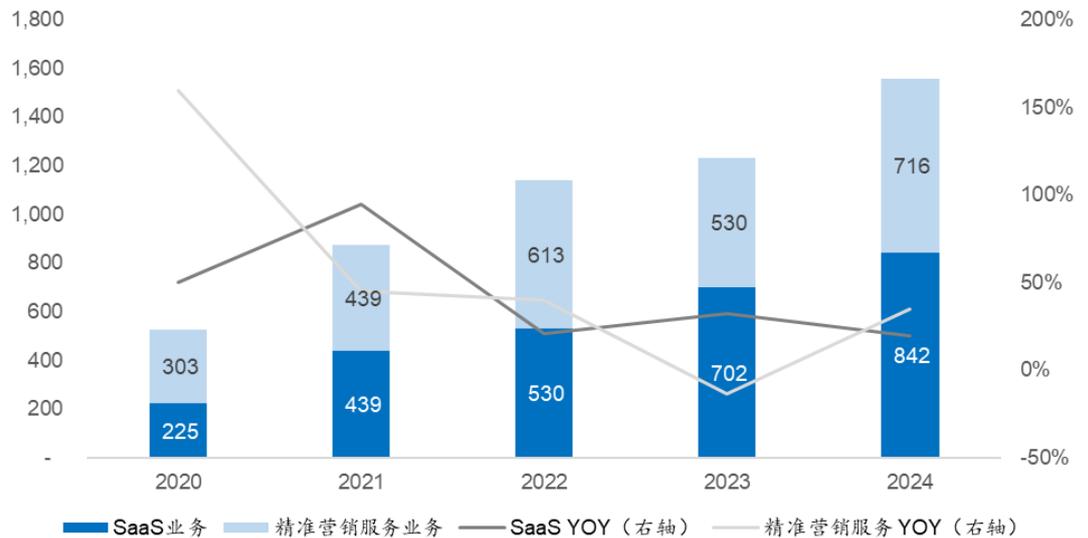
来源: HubSpot 官网, 国金证券研究所

来源: HubSpot 官网, HubSpot 年报, 国金证券研究所

#### 4. 营收持续增长，调整后净利润已经回正

公司营收持续增长，2020-2024 年 CAGR 为 31.1%，2024 年实现营收 15.59 亿元，同比增长 26.5%。其中 AI+SaaS 业务 2020-2024 年营收 CAGR 为 39.1%，24 年实现营收 8.42 亿元，占总营收的 54.0%；精准营销服务 2020-2024 年营收 CAGR 为 24.0%，24 年实现营收 7.16 亿元，同比增长 35.2%，该业务 23 年营收同比下降 13.6%，主要系公司主动对客户组合进行调整，导致部分广告客户不再与公司开展合作所致。

图表21: 公司营收持续增长 (百万元)

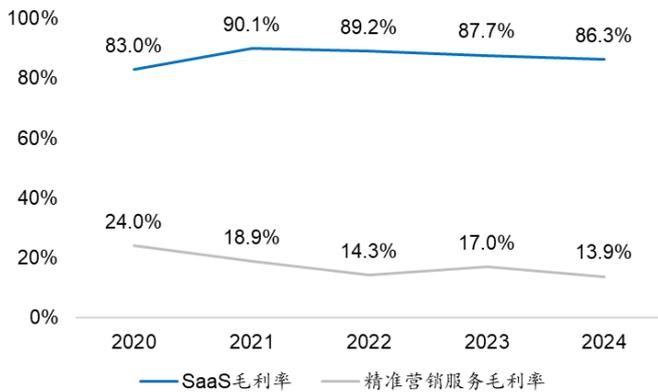


来源: iFind, 公司公告, 国金证券研究所

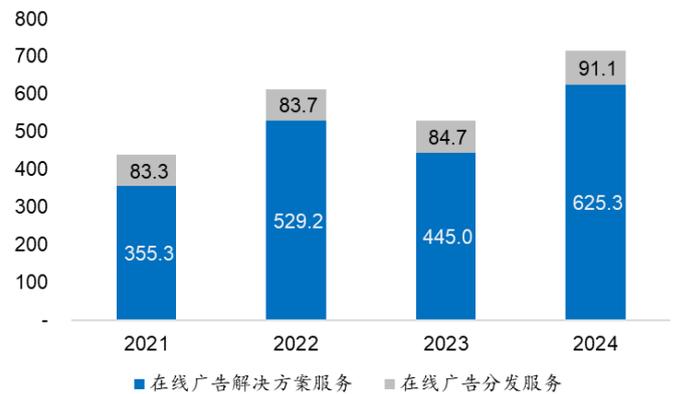
公司 AI+SaaS 业务毛利率较为稳定，2024 年为 86.3%，较上年同期下降 1.4pct，主要系大型客户占比增加，定制化服务略有增长所致。公司精准营销服务毛利率受到在线广告解决方案服务、在线广告分发服务占比变化影响，后者按照净额确认收入毛利率较高。24 年两部分业务营收分别同比增长 40.5%、7.6%，导致精准营销服务毛利率较上年同期下降 3.0pct。24 年公司毛利率为 53.0%，较上年同期下降 4.3pct。



图表22：公司毛利率较为稳定



图表23：24年在线广告解决方案营收增速较高(百万元)

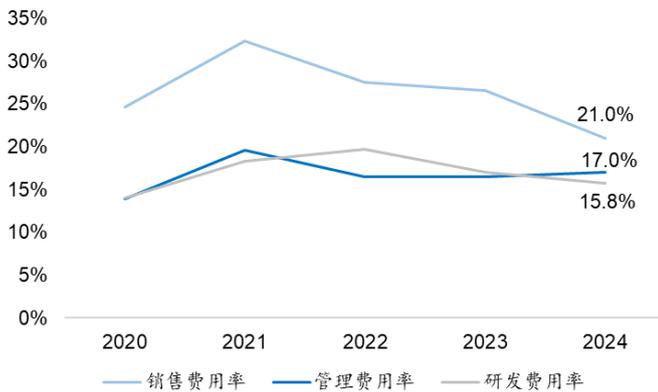


来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

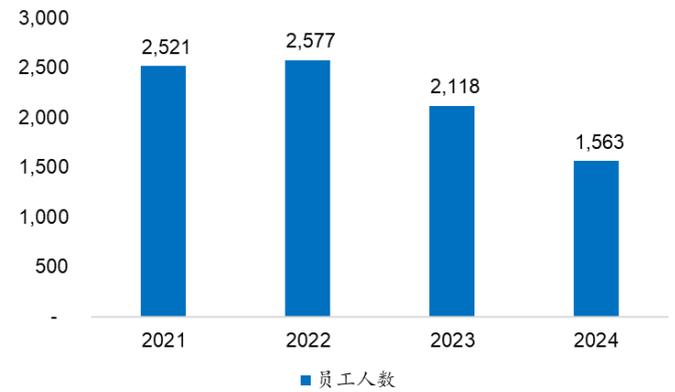
公司费用率稳中有降，24年销售/管理/研发费用率分别为21.0%/17.0%/15.8%，较上年同期分别变化-5.5pct/0.4pct/-1.3pct。其中销售费用率大幅下降主要系公司24年进行了人员精简，截至24年末公司员工人数为1,563人，同比下降26.2%。管理费用率同比提升主要系股份支付增加以及计提上市开支，剔除此部分影响的行政开支同比减少15.3%，主要系公司在中后台运营中应用LLM及数字化工具提升效率。公司24年调整研发人员架构，将部分非核心的研发需求改为外部采购模式，使得研发费用率同比下降

图表24：公司费用率控制较好



来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

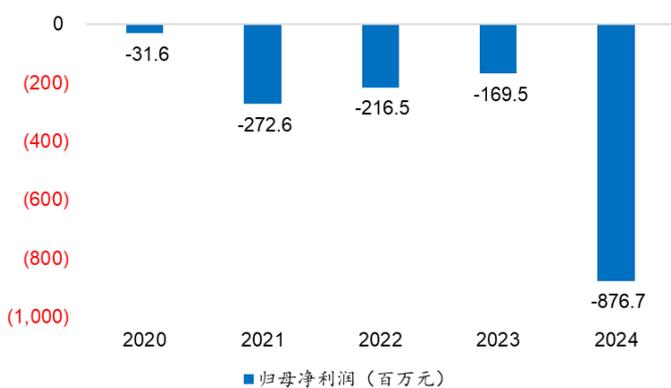
图表25：公司24年员工人数大幅下降(人)



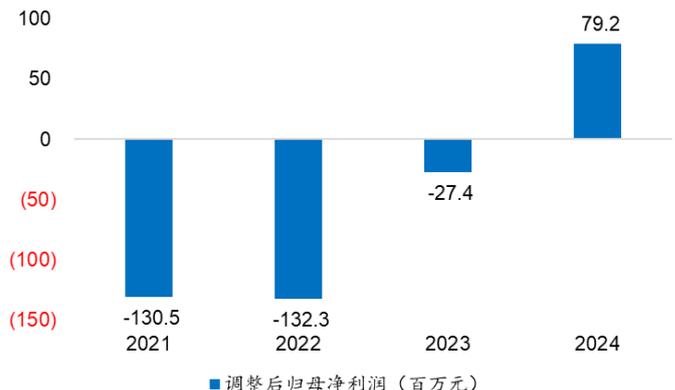
来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

公司在2019-2023年间快速拓展AI+SaaS业务，产生了大量研发、行政及销售分销费用，致使公司归母净利润持续为负。2024年公司上市后计提可转换可赎回优先股公允价值变动、股权激励费用、上市开支等，导致表观归母净利润亏损8.77亿元。但伴随公司营收增长，成本费用控制良好，2024年公司经调整归母净利润已成功转正，盈利0.79亿元。

图表26：计提上市开支等导致归母净利润亏损



图表27：调整后归母净利润已经转正





来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

## 5. 盈利预测

### ➤ 营业收入及毛利率预测：

- AI+SaaS：**2024 年公司中腰部客户近 2.6 万家，大型客户 783 家，订阅收入留存率分别为 88%/124%，订阅客户留存率分别为 73%/95%，24 年来自经销渠道营收为 1.1 亿元。2025 年有望成为 AI Agent 商业化元年，预计公司将持续拓展经销团队规模、扩充直销人员数量，我们预计 25/26/27 年客户数分别同比增长 16.3%/14.0%/12.5%。公司持续迭代 Tforce 营销大模型和 AI-Agentforce 智能体中台，推出销售智能体、经营决策智能体、搜索智能体等场景应用，全年新增功能模块 74 个，单客户年收入有望持续增长，我们预计 25/26/27 年客单价分别同比增长 16.5%/14.0%/12.0%。由此测算公司 AI+SaaS 业务 25/26/27 年将实现营收 11.40/14.82/18.68 亿元，分别同比增长 35.4%/30.0%/26.0%。公司 SaaS 产品标准化程度较高，但随大客户占比提升毛利率可能有所下降，我们预计 25/26/27 年分别为 86.0%/85.6%/85.2%。

图表28：公司 AI+SaaS 营收预计持续增长

单位：万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
客户数	24,127	23,647	25,495	26,606	30,931	35,272	39,681
YOY		-2.0%	7.8%	4.4%	16.3%	14.0%	12.5%
单客户年收入	1.82	2.24	2.75	3.17	3.69	4.20	4.71
YOY		23.3%	22.9%	14.9%	16.5%	14.0%	12.0%
AI+SaaS 营收	43,864	52,988	70,238	84,216	114,060	148,278	186,830
YOY	94.8%	20.8%	32.6%	19.9%	35.4%	30.0%	26.0%

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

- 智能体一体机：**公司于 25 年 3 月推出面向政企的智能体一体机，部署阿里 QwQ-32B 及 DeepSeek 大模型，配置 40+自主研发的“企业+政务”智能体、AI-Agentforce 智能体中台及智能设备管理软件。根据亿欧智库测算，我国国央企数量 46 万家，政府部门科室约 22 万个，2024 年有 23%的企业确认部署，预计 2025 年国央企及政府部门大模型一体机部署规模可达 1,236 亿元，市场空间广阔。考虑到公司目前已于昆山市达成合作，我们预计 25/26/27 年公司智能体一体机将实现营收 2.65/3.39/4.24 亿元，考虑到该产品为软硬一体化，我们预测该业务未来 3 年毛利率维持在 40.0%。
- 精准营销服务业务：**公司合作头部互联网厂商进行流量采购后转售，采用总额确认的项目计入在线广告解决方案服务，采用净额确认收入的项目计入在线广告分发服务。互联网广告尤其是短视频类广告仍将是营销的主要渠道，我们预计公司该部分业务仍将保持较高增速，25/26/27 年营收增速分别为 34.0%/25.0%/18.0%，其中毛利率较低的在线广告解决方案服务有望实现更高增速，将会导致该业务毛利率有所下降，预计 25/26/27 年分别为 12.0%/9.0%/8.0%。

图表29：公司收入及成本费用预测情况

单位：亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12.32	15.59	23.66	30.22	37.08
YOY		7.8%	26.5%	51.8%	22.7%
毛利率		57.3%	53.0%	50.8%	50.6%
——AI+SaaS		7.02	8.42	11.41	14.83
YOY		32.6%	19.9%	35.4%	30.0%
毛利率		87.7%	86.3%	86.0%	85.2%
——智能体一体机			2.65	3.39	4.24
YOY				28.0%	25.0%
毛利率			40.0%	40.0%	40.0%



——精准营销服务	5.30	7.16	9.60	12.00	14.16
YOY	-13.6%	35.2%	34.0%	25.0%	18.0%
毛利率	17.0%	13.9%	12.0%	9.0%	8.0%
销售费用率	26.5%	21.0%	21.5%	20.5%	20.0%
管理费用率	16.5%	17.0%	16.0%	14.5%	13.0%
研发费用率	17.0%	15.8%	18.0%	16.8%	15.5%

来源：iFind，国金证券研究所

➤ 销售/管理/研发费用预测：

- 1) 销售费用率：**公司 24 年减少了销售人员规模使得销售费用率同比下降，考虑到公司积极推广 AI Agent 产品，25 年预计将扩充直销团队、保障经销合作伙伴利润空间，我们预计 25 年销售费用率同比微增至 21.5%，26/27 年随营收规模增长，销售费用率分别为 20.5%/20.0%。
- 2) 管理费用率：**公司致力于使用更多 LLM 及数字化工具提升运营效率，24 年计入管理费用的以股份为基础的付款开支及上市开支共 0.92 亿元，剔除后的管理费用同比下降 15.3%。我们预计 25/26/27 年管理费用率将呈现下降趋势，分别为 16.0%/14.5%/13.0%。
- 3) 研发费用率：**公司 Marketingforce 人工智能研究院 90%以上为毕业于国内外顶级院校的硕士和博士。公司联席 CTO 兼人工智能研究院院长李文哲博士曾任职美国亚马逊和香港高盛的资深 AI 科学家，拥有 15 年 AI 领域工程落地和科研经验，于 24 年加入公司。AI 相关研发是公司后续产品优化的重要方向，我们预计公司 25/26/27 年研发费用率为 18.0%/16.8%/15.5%。

综上，我们预测 25/26/27 公司归母净利润为 0.70/1.12/2.24 亿元，分别同比增长 108.20%/59.27%/100.43%。

我们采用市销率法对公司进行估值，选取 AI+企业服务领域龙头泛微网络、税友股份、石基信息作为可比公司，参考可比公司 PS 平均水平，同时考虑公司营收增速更高，给予公司 2025 年 7.0 倍 PS 估值，目标价 70.24 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 30：可比公司估值比较（市销率法）

代码	名称	股价(人民币元)	SPS					PS		
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603039.SH	泛微网络	66.33	9.18	9.06	10.10	11.22	12.43	6.57	5.91	5.34
603171.SH	税友股份	42.78	4.50	4.78	5.84	6.94	8.39	7.51	6.22	5.10
002153.SZ	石基信息	8.51	1.01	1.18	1.40	1.69	-	6.09	5.03	-
	平均值							6.72	5.72	5.22
2556.HK	迈富时	36.52	4.81	6.08	9.23	11.79	14.47	3.96	3.10	2.52

来源：Wind，国金证券研究所

说明：税友股份、石基信息使用 Wind 一致预期，泛微网络采用国金研究所盈利预测，股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价；汇率按照港元:人民币=0.92:1 计算。

## 6. 风险提示

■ 宏观经济增长不及预期：

公司面向 B 端企业提供 AI+SaaS 产品及精准营销服务，如果宏观经济趋弱，客户可能减少营销开支，广告平台可能降低返利，将对公司收入、利润产生不利影响。

■ 行业竞争加剧：

营销领域市场竞争格局较为分散，如果后续更多厂商推出 SaaS 产品并增加 AI 功能，行业竞争可能加剧，导致公司收入增速低于我们的预测。

■ AI 技术发展不及预期：

公司推出多项 AI Agent 功能，如果后续 AI 大模型技术迭代速度不及预期，可能会影响产品研发节奏和客户采购意愿，进而影响公司收入增速。

■ 关税政策变化影响公司外贸版产品收入：



公司收入均来自国内市场，24 年来自 AI 跨境电商产业数智化平台的收入为 3,240 万元，占 AI+SaaS 业务营收的 3.9%。目前公司外贸版 SaaS 产品支持 49 种语言，覆盖全球超 90% 地区。如果后续中美贸易战持续，或者中国与其他国家关税发生变化，可能影响对外贸易，进而影响公司外贸版产品收入。

- 收并购可能对公司毛利率、利润率产生影响：

公司计划 25 年完成不少于 2 宗并购，从产品、人才、客户角度更好地提供一站式数智化产品能力。若收并购标的业务定制化程度更高，可能会拖累公司毛利率、净利率。

- 解禁风险：

公司 2025 年 5 月 16 日预计有 11,572.84 万股首发限售股上市流通，占公司总股本的 45.16%。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,143</b>	<b>1,232</b>	<b>1,559</b>	<b>2,366</b>	<b>3,022</b>	<b>3,708</b>
增长率	30.3%	7.8%	26.5%	51.8%	27.7%	22.7%
主营业务成本	583	526	733	1,163	1,509	1,834
%销售收入	51.0%	42.7%	47.0%	49.2%	49.9%	49.4%
毛利	560	706	826	1,202	1,513	1,875
%销售收入	49.0%	57.3%	53.0%	50.8%	50.1%	50.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	315	327	327	509	620	742
%销售收入	27.6%	26.5%	21.0%	21.5%	20.5%	20.0%
管理费用	189	204	265	378	438	482
%销售收入	16.5%	16.5%	17.0%	16.0%	14.5%	13.0%
研发费用	225	210	245	426	508	575
%销售收入	19.7%	17.0%	15.7%	18.0%	16.8%	15.5%
息税前利润 (EBIT)	-190	-135	-837	86	137	259
%销售收入	-16.6%	-11.0%	-53.7%	3.6%	4.5%	7.0%
财务费用	27	34	39	15	25	35
%销售收入	2.4%	2.8%	2.5%	0.6%	0.8%	0.9%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-175	-66	-26	-134	-83	39
营业利润率	-15.3%	-5.4%	-1.6%	-5.7%	-2.7%	1.1%
营业外收支						
税前利润	-216	-169	-877	70	112	224
利润率	-18.9%	-13.8%	-56.2%	3.0%	3.7%	6.0%
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	-216	-169	-877	70	112	224
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-216</b>	<b>-169</b>	<b>-877</b>	<b>70</b>	<b>112</b>	<b>224</b>
净利率	n.a	n.a	n.a	3.0%	3.7%	6.0%

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	204	138	791	813	815	881
应收款项	1,533	1,824	1,882	3,036	3,878	4,759
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	25	110	239	24	30	37
流动资产	1,762	2,072	2,911	3,872	4,723	5,677
%总资产	84.9%	90.0%	95.4%	95.3%	95.4%	95.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	121	93	53	82	101	120
%总资产	5.8%	4.1%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
无形资产	176	118	72	92	112	132
非流动资产	314	230	141	190	230	269
%总资产	15.1%	10.0%	4.6%	4.7%	4.6%	4.5%
<b>资产总计</b>	<b>2,076</b>	<b>2,303</b>	<b>3,053</b>	<b>4,063</b>	<b>4,953</b>	<b>5,946</b>
短期借款	413	1,844	1,023	1,323	1,573	1,793
应付款项	44	51	75	116	151	183
其他流动负债	1,100	1,210	1,180	1,779	2,273	2,789
流动负债	1,557	3,104	2,278	3,218	3,996	4,765
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,299	159	117	117	117	117
负债	2,856	3,264	2,395	3,334	4,113	4,881
<b>普通股股东权益</b>	<b>-780</b>	<b>-961</b>	<b>658</b>	<b>728</b>	<b>840</b>	<b>1,065</b>
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	-696	-857	658	728	840	1,065
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,076</b>	<b>2,303</b>	<b>3,053</b>	<b>4,063</b>	<b>4,953</b>	<b>5,946</b>

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-12.88	-10.08	-4.13	0.27	0.44	0.88
每股净资产	-3.04	-3.75	2.79	2.84	3.28	4.15
每股经营现金净流	0.25	-0.47	0.58	-1.57	-1.44	-1.04
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>回报率</b>						
净资产收益率	27.75%	17.64%	-133.21%	9.65%	13.32%	21.07%
总资产收益率	-10.42%	-7.36%	-28.72%	1.73%	2.26%	3.77%
投入资本收益率	51.65%	-15.32%	-49.82%	4.17%	5.69%	9.07%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	30.27%	7.82%	26.50%	51.78%	27.75%	22.71%
EBIT 增长率	20.72%	28.68%	-519.21%	110.22%	60.53%	88.64%
净利润增长率	20.59%	21.70%	-417.28%	108.02%	59.27%	100.43%
总资产增长率	14.65%	10.91%	32.56%	33.09%	21.91%	20.05%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	48.1	35.6	29.6	25.9	26.7	27.2
存货周转天数	—	—	—	—	—	—
应付账款周转天数	18.3	32.4	31.0	29.6	31.9	32.8
固定资产周转天数	36.5	31.4	16.9	10.3	10.9	10.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-193.19%	-193.96%	52.90%	85.99%	104.03%	96.56%
EBIT 利息保障倍数	-6.8	-3.8	-21.3	1.8	2.4	3.8
资产负债率	137.56%	141.72%	78.44%	82.07%	83.03%	82.09%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	4	4
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.33</b>	<b>1.20</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究