迈富时（02556.HK）

首次覆盖：国内营销+销售 SaaS 龙头企业，AI 赋能提速增长

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1232	1559	2358	3026	3717
增长率 yoy（%）	7.8	26.5	51.3	28.4	22.8
归母净利润（百万元）	-169	-877	56	156	246
增长率 yoy（%）	21.7	-417.3	106.4	179.7	57.1
ROE（%）	17.6	-133.2	7.8	18.0	22.0
EPS 最新摊薄（元）	-0.66	-3.42	0.22	0.61	0.96
P/E（倍）	-62.0	-12.0	187.9	67.2	42.8
P/B（倍）	-10.9	16.0	14.7	12.1	9.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

我国企业数字化程度较低，营销及销售 SaaS 市场空间广阔。根据沙利文数据统计，从 IT 支出/GDP 维度来看，中国 2022 年达 2.6%，远低于全球的 4.7%以及美国的 7.2%，我国 IT 支出规模仍存在较大上涨空间。SaaS 作为企业数字化重要组成部分，正处于快速发展期，预期将于 2027 年达到 1556 亿元，2022 年至 2027 年的复合年增长率为 28.6%。与主要专注于提高后端运营效率的其他解决方案如人力资源管理及供应链管理相比，企业更愿意为营销及销售 SaaS 解决方案付费，因为该解决方案可提高潜在客户获取并促进收入增长，效果最显著可行。营销及销售 SaaS 市场规模有望从 2022 年的 206 亿元增长至 2027 年的 745 亿元，复合增速达 29.3%。

迈富时为国内营销+销售 SaaS 龙头企业，具备完善产品矩阵。迈富时深耕营销及销售行业多年，于 2015 年和 2021 年推出两款标志性 SaaS 产品：营销 SaaS 产品 T 云以及销售 SaaS 产品珍客，二者分别主要面向 SMB/KA 客户。两款产品均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，目前已经累计服务超 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。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。

推出 Tforce 营销领域大模型以及 AI-Agentforce 智能体中台，打造第二增长曲线。公司积极布局 AI 功能，陆续推出了 Tforce 营销领域大模型以及 AI-Agentforce 智能体中台。公司通过将大模型深度融入一站式营销及销售平台，打造具备智能营销中枢、流程自动化引擎、场景感知矩阵等多重核心能力的下一代 AI+SaaS 解决方案，实现从功能交付向价值交付的再升级。公司给超过 90%的客户提供的产品均包含 AI 模块，产品能力持续升级。

投资建议：我们预计 2025-2027 年公司实现营收 23.58/30.26/37.17 亿元，经调整归母净利润 1.02/2.14/3.05 亿元。当前股价对应 PS 为 4.46/3.47/2.83 倍。公司 AI+SaaS 产品矩阵丰富，AI Agent 打开公司第二增长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

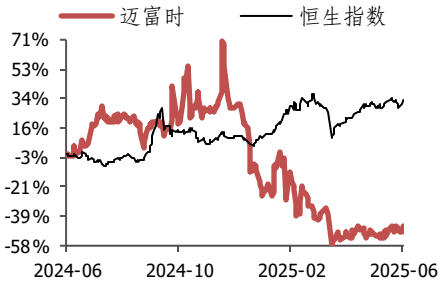
风险提示：宏观经济复苏不及预期、行业竞争加剧、AI Agent 商业化不及预期、AI 技术发展不及预期。

买入（首次评级）

股票信息

行业	计算机
2025 年 6 月 24 日收盘价（港元）	44.800
总市值（百万港元）	11,480.89
流通市值（百万港元）	11,480.89
总股本（百万股）	256.27
流通股本（百万股）	256.27
近 3 月日均成交额（百万港元）	128.80

股价走势



作者

分析师 侯宾
执业证书编号：S1070522080001
邮箱：houbin@cgws.com

相关研究

内容目录

1.公司概况：营销及销售 SaaS 龙头，AI 赋能成长 4
1.1 历史沿革：专注营销及销售 SaaS 领域，加大 AI 投入助力成长 4
1.2 公司股权结构稳定，管理层深耕行业多年 5
1.3 财务分析：营销+销售 SaaS 业务稳健发展，AI Agent 助力成长 6
1.3.1 中国制造网业务维持稳健，带动公司收入平稳增长 6
1.3.2 高利润率水平业务收入占比提升，公司盈利能力持续提升 8
1.3.3 现金流状况良好，募集资金用于产品技术升级以及完善销售网络 10
2.营销及销售 SaaS 市场空间广阔，AI 技术赋能行业成长 13
2.1 我国企业数字化程度较低，营销及销售 SaaS 市场空间广阔 13
2.1.1 我国 IT 支出存在较大上涨空间，SaaS 产业处于快速发展阶段 13
2.1.2 营销及销售 SaaS 市场空间广阔，未来有望维持稳健增长 17
2.2 AI 技术赋能营销及销售 SaaS，打开行业成长空间 19
2.2.1 AI 有效提升营销及销售生产力，带动行业收入增长 19
2.2.2 Salesforce、Hubspot 等海外头部企业验证 AI+SaaS 商业模式 20
2.3 精准营销市场规模平稳发展，加强与营销及销售 SaaS 解决方案的整合 23
3. AI+SaaS 业务稳健增长，AI Agent 驱动新增长引擎 25
3.1 T 云：营销 SaaS 产品，主要服务公司 SMB 客户 28
3.2 珍客：销售 SaaS 产品，面向 KA 客户打造营销-销售闭环 30
3.3 推出 AI-Agentforce 智能体中台，打造第二增长曲线 34
3.4 精准营销业务：维持稳健增长，与 SaaS 业务形成协同效应 35
4.盈利预测及投资建议 37
5.风险提示 39

图表目录

图表 1：迈富时历史沿革 4
图表 2：迈富时股权结构 5
图表 3：迈富时高管团队梳理 5
图表 4：公司营业总收入维持强劲增长 6
图表 5：公司分业务收入以及同比增速 7
图表 6：公司 AI+SaaS 以及精准营销业务收入占比 7
图表 7：公司 2019-2024 年毛利润及毛利率 8
图表 8：公司 2019-2024 年分业务毛利率 8
图表 9：公司 2019-2024 年期间费用及同比变化 9
图表 10：公司 2019-2024 年期间费用率稳中有降 9
图表 11：公司 2019-2024 年归母净利润及归母净利率 10
图表 12：公司 2019-2024 年经调整归母净利润及归母净利率 10
图表 13：公司 2019-2024 年经营性现金流 10
图表 14：公司 2019-2024 年合同负债变化 11
图表 15：公司募资情况以及募资用途 11
图表 16：中国/美国 IT 支出情况以及预测 13
图表 17：2022 年中国、美国、全球 IT 支出/GDP 情况 13
图表 18：我国公有云行业 IaaS/PaaS/SaaS 行业规模（含预测）及同比增速 13

图表 19: SaaS 相对本地部署软件的优势 14
图表 20: SaaS 市场主要参与者 14
图表 21: 我国主要 SaaS 公司销售费用率 15
图表 22: 我国主要 SaaS 公司归母净利润率 15
图表 23: 国内外“AI+SaaS”产品布局 16
图表 24: 中国销售及营销 SaaS 解决方案市场规模（含预测）以及同比增速 17
图表 25: 中国营销及销售 SaaS 解决方案潜在市场规模 18
图表 26: 我国 2022 年营销及销售 SaaS 行业头部参与者 SaaS 收入及市场份额 19
图表 27: 生成式 AI 对销售及营销领域影响较大 19
图表 28: 生成式 AI 将为营销及销售行业带来 7600 亿至 1.2 万亿美元的收入 20
图表 29: Agentforce 可大幅降低企业成本 21
图表 30: Agentforce 服务多行业客户 21
图表 31: HubSpot 布局多种数字媒体渠道 22
图表 32: HubSpot Customer Agent 操作界面 22
图表 33: Frame AI 整体运作机制 23
图表 34: 国内精准营销市场产业链 23
图表 35: 我国精准营销市场规模（含预测）及同比增速 24
图表 36: 迈富时 AI+SaaS 业务收入及同比增速 25
图表 37: 公司 AI+SaaS 业务用户数量以及每用户月均收入 25
图表 38: 迈富时 Marketingforce 平台 26
图表 39: 公司六朵云产品矩阵 26
图表 40: 迈富时功能模块数量维持增长 27
图表 41: 迈富时 T 云工作流程 28
图表 42: 公司 T 云合作客户 28
图表 43: 公司 T 云短视频渠道运营产品视频魔方 29
图表 44: T 云通过人工智能生成营销内容 29
图表 45: T 云智能营销内容分发功能界面 30
图表 46: 标准版珍客工作流程 30
图表 47: 公司珍客合作用户 31
图表 48: 珍客客户分配界面 31
图表 49: 珍客客户标准操作程序（SOP）界面 32
图表 50: 珍客社交裂变营销功能界面 32
图表 51: 珍客可视化分析界面 33
图表 52: 珍客专业版界面 33
图表 53: AI-Agentforce 智能体平台架构 34
图表 54: 迈富时推出为政企客户打造的智能一体机产品 35
图表 55: 迈富时在线广告解决方案服务及在线广告分发服务收入情况 35
图表 56: 在线广告解决方案业务流程 36
图表 57: 迈富时分业务营业收入预测 37
图表 58: 迈富时分业务毛利率预测 38
图表 59: 迈富时各项期间费用率预测 38

1.公司概况：营销及销售 SaaS 龙头，AI 赋能成长

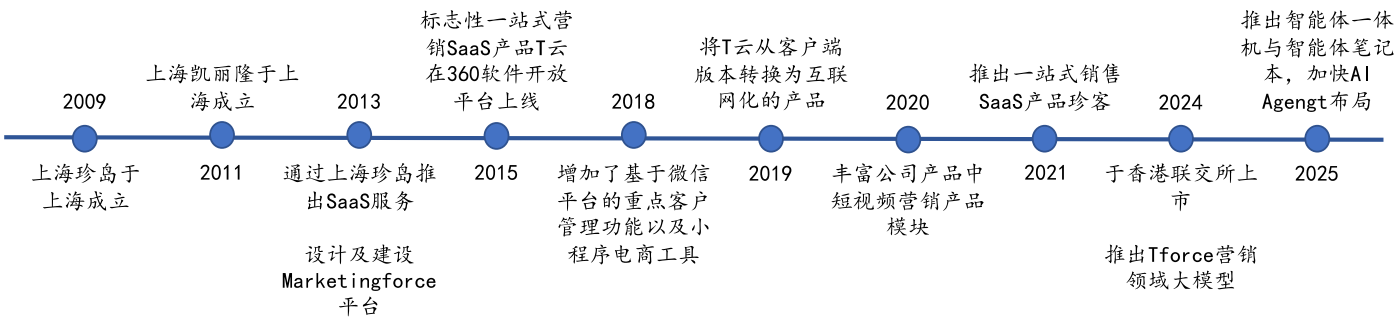
1.1 历史沿革：专注营销及销售 SaaS 领域，加大 AI 投入助力成长

第一阶段（2009-2015 年）：正式成立公司，致力于营销相关业务开发。公司成立于 2009 年，此后一直致力于营销相关业务开发，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 2011 年成立上海凯丽隆，为顶级媒体平台提供广告精准营销服务。此后，公司于 2013 年通过上海珍岛推出 SaaS 业务，开始设计及建设 Marketingforce 平台，为中国企业提供一站式营销及销售解决方案，并于 2015 年推出标志性一站式营销 SaaS 产品 T 云，在 360 软件开放平台上线。

第二阶段（2016-2019 年）：T 云产品能力持续迭代，业务范围逐步扩张。T 云产品正式上线后，公司持续扩充业务覆盖范围并先后在深圳、成都、苏州、温州、杭州及宁波设立分公司。此外，公司继续改进产品及服务，于 2017 年开始整合 T 云中多个产品并以组合方式提供，包括在线客户服务、再营销活动及 H5 页面设计等主要功能。此外，公司在智慧官方平台建设及智能营销内容分发两个主要功能类型方面进行了重大更新，并推出了包括小程序开发、热门话题识别及推广材料生成在内的多项重点功能。公司后续于 2018 年增加了基于微信平台的重点客户管理功能以及小程序电商工具，协助客户提高运营效率。于 2019 年，公司亦将 T 云从客户端版本转换为互联网化的产品，将各种功能、产生的数据及客户账户连接在一起，进一步实现产品力的提升。

第三阶段（2020 年至今）：推出销售产品珍客，加大 AI 投入打造第二增长曲线。自 2019 年起中国营销及销售 SaaS 市场将进入快速发展阶段，因此公司加速拓展销售网络，并扩充 SaaS 产品功能模块数量，从而捕捉先发优势。此外，公司于 2021 年推出一站式销售 SaaS 产品珍客，继续丰富 SaaS 产品矩阵。公司持续完善 SaaS 产品，加大营销推广活动，带动公司 SaaS 业务的客户群由 2021 年的 24127 名扩大至 2024 年的 26606 名。此外，在 AI 时代中，公司积极进行 AI 领域投入，凭借公司积累的海量数据，并结合客户现有应用场景，推出了 Tforce 营销领域大模型，有机融入到产品功能组合中，例如市场洞察、内容生成、精准投放、智能策略、AI 导购、智能客服等。同时于 2025 年推出 AI-Agentforce 智能体中台，通过 AI、AI-Agent 技术驱动增长新引擎。此外，公司计划以外延式并购完善产品生态体系，同时发力开拓海外市场。

图表 1：迈富时历史沿革



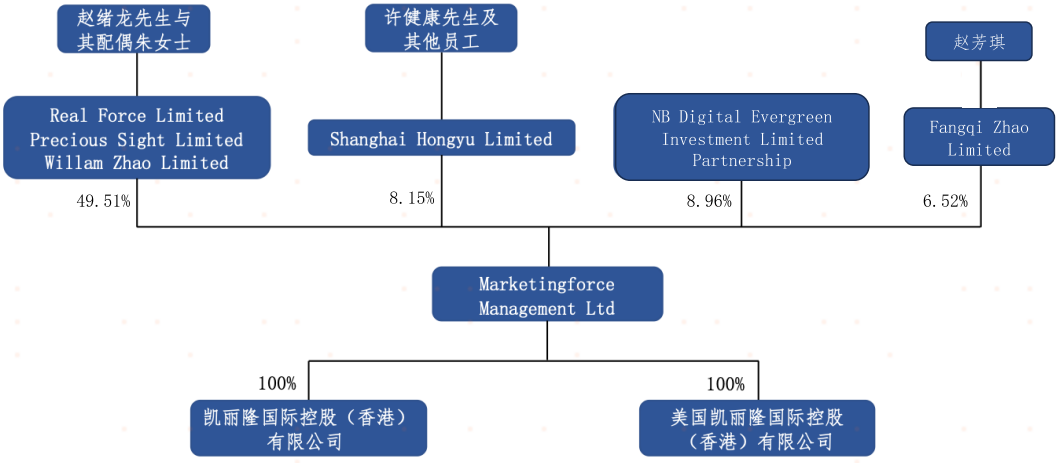
资料来源：公司招股书，公司官网，长城证券产业金融研究院

1.2 公司股权结构稳定，管理层深耕行业多年

公司股权结构稳定，实际控制人持股比例较高。公司创始人及实控人赵绪龙先生与其配偶朱女士为一致行动人，根据公司 2024 年年报，二者共计控制公司 49.51%股份，其中包括（1）赵先生及朱女士通过创始人家族信托持有的股权；（2）由赵先生全资拥有的 Willian Zhao I Limited 直接持有的股权。公司管理层许健康先生及核心员工通过境外员工持股平台 Shanghai Hongyu Limited 持有公司 8.15%股份；此外，赵芳琪女士通过 Fangqi 信托持有公司 6.52%股份。整体来看，我们认为公司股权结构较为稳定，实际控制人以及公司管理层持股比例较高，彰显公司经营信心，且有助于公司未来稳健发展。

发布控股股东自愿禁售承诺公告，彰显公司经营信心。公司于 2025 年 5 月 15 日收到董事长、首席执行官兼控股股东赵绪龙先生及朱水纳女士的承诺函，二人基于对公司长期价值的信心和投资者利益的维护，自愿向公司承诺，其自 2025 年 5 月 16 日起 12 个月内，不会出售其所持有的公司股份（截至 2025 年 5 月 16 日），彰显公司董事长经营信心，有望对公司股价形成一定支撑。

图表2：迈富时股权结构



资料来源：公司 2024 年报，长城证券产业金融研究院

公司核心管理人员经验丰富，具备行业 know-how。公司创始人赵绪龙先生分别于 2009 年 9 月和 2017 年 9 月起分别担任上海珍岛首席执行官及董事长。他拥有逾 15 年的管理经验，自公司成立以来赵先生一直领导其业务，并主要负责作出集团的战略及关键决策，包括整体发展、战略方向、业务管理、创新及研发等决策。此外，公司 CFO 马进先生曾于高盛（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，**我们认为公司管理层拥有丰富的行业以及资本市场经验，同时能够顺应行业变化并抓住 AI 等新技术的机遇，不断为公司发展新业务，助力公司实现可持续增长。**

图表3：迈富时高管团队梳理

姓名	职务	履历
赵绪龙	CEO	赵先生于 2001 年 6 月获得中国东华大学机械工程及自动化专业学士学位，为集团创始人，自 2021 年 2 月 23 日起担任公司执行董事兼首席执行官，并自 2017 年 9 月 10 日和 2009 年 9 月 15 日起分别担任上海珍岛董事长及首席执行官。赵先生于 2022 年 11 月 14 日获委任为公司董事长。赵先生现时亦于集团若干附属公司担任职位，包括担任 Marketingforce（HongKong）Limited、迈富时网络及上海天贝的执行董事，以及无锡珍岛及广东珍岛的监事，拥有逾 15 年的管理经验。自公司成立以来，赵先生一直领导其业务，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

马进	CFO	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 月起担任公司首席财务官，自 2022 年 6 月起兼任上海珍岛执行董事。2012 年 7 月至 2015 年 10 月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 年 10 月至 2021 年 4 月于高盛（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	公司秘书	刘先生于 2002 年 7 月获得中国内蒙古师范大学体育学士学位，并于 2016 年 6 月获得中国上海财经大学高级管理人员工商管理硕士学位。自 2021 年 2 月 23 日起担任公司高级副总裁，并于 2022 年 11 月 14 日任公司联席公司秘书。刘先生于 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。刘先生目前亦于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。他拥有逾 22 年营销行业经验。加入集团之前，刘先生自 2002 年 9 月至 2007 年 4 月担任深圳市好家庭实业有限公司专业市场部经理。彼其后于 2009 年 10 月至 2012 年 3 月担任上海弗臣信息技术有限公司副总裁
许健康	高级副总裁	许先生于 2018 年 12 月获得中国华东师范大学人力资源管理（函授）学士学位。自 2022 年 11 月 14 日起担任公司执行董事，并自 2021 年 2 月 23 日起担任兼高级副总裁。许先生自 2009 年 9 月起在上海珍岛担任多个职务，并自 2020 年 4 月 16 日起现任高级副总裁。许先生亦于集团若干附属公司担任若干职位，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及金华珍岛信息技术有限公司的执行董事，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、杭州珍岛信息技术有限公司及台州珍岛信息技术有限公司的监事。彼于为中小企业提供互联网服务方面拥有逾 15 年的经验。2009 年 9 月至 2020 年 4 月，历任上海珍岛销售总监及副总裁

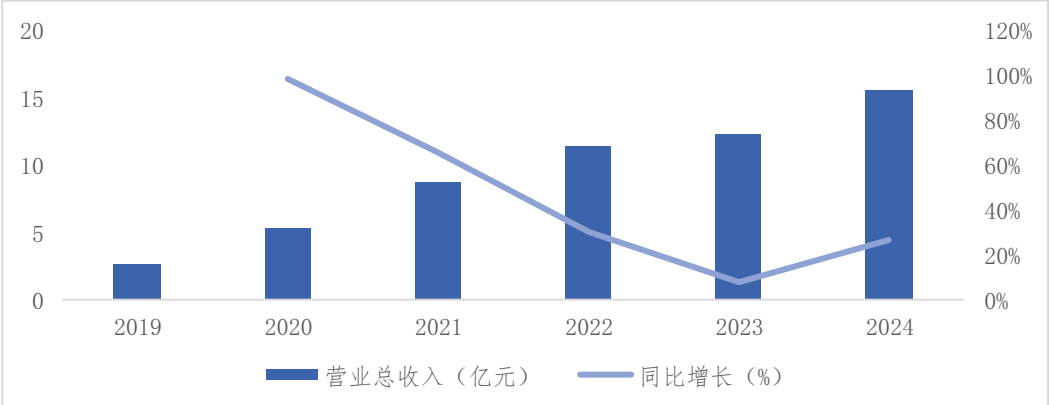
资料来源：公司招股书，长城证券产业金融研究院

1.3 财务分析：营销+销售 SaaS 业务稳健发展，AI Agent 助力成长

1.3.1 中国制造网业务维持稳健，带动公司收入平稳增长

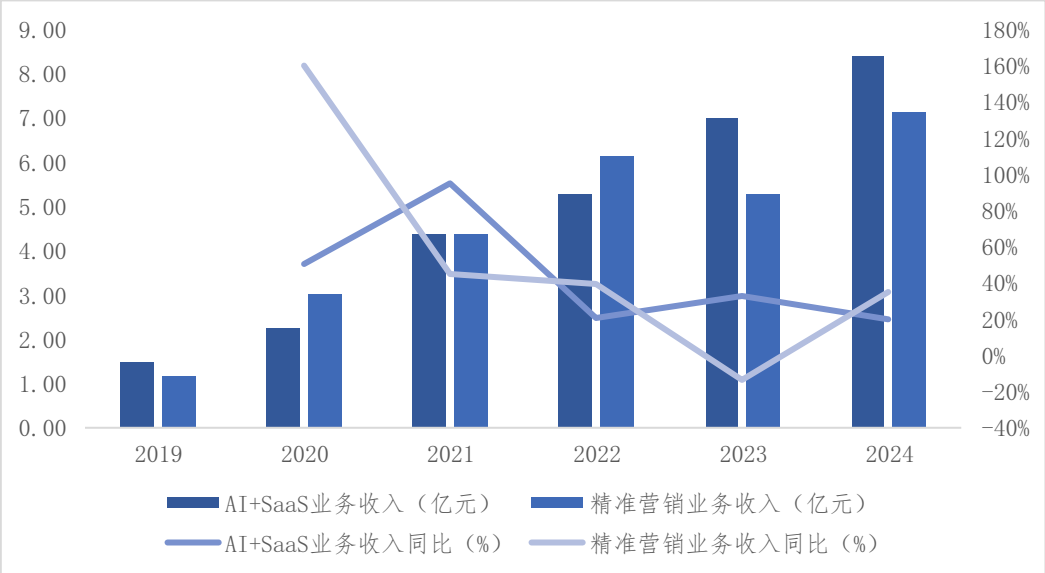
公司营业收入维持强劲增长，AI+SaaS 业务收入占比近两年有所提升。公司 2024 年实现营业收入 15.59 亿元，同比增长 27%。尽管面对一定宏观下行压力，公司 2021-2024 年收入维持稳健增长，CAGR 达 21.14%；同时 AI+SaaS 业务收入占比由 2022 年的 46%增长至 54%。

图表 4：公司营业总收入维持强劲增长



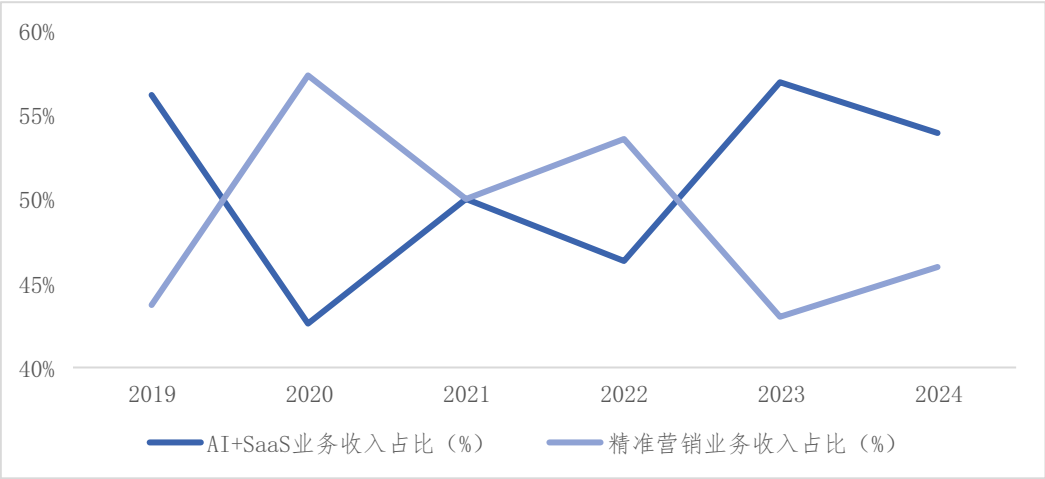
资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院

图表5：公司分业务收入以及同比增速



资料来源：公司招股说明书，公司2024年财报，长城证券产业金融研究院

图表6：公司AI+SaaS以及精准营销业务收入占比



资料来源：公司招股说明书，公司2024年财报，长城证券产业金融研究院

- **AI+SaaS**：公司近年AI+SaaS业务维持强劲增长，近三年增速CAGR为24.25%。公司2024年AI+SaaS业务实现收入8.4亿元，同比增长19.9%。公司2024年正式推出了Tforce营销大模型，通过深度整合客户现有应用场景，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，公司提供给客户的SaaS产品基本上都包含AI模块，形成应用场景－模型训练－功能迭代的闭环生态，是公司的核心竞争优势之一。2025年，公司已经推出AI-Agentforce智能体中台，将依托多年积累的行业经验、丰富的客户资源与落地场景、不断升级的大模型能力与国产化技术优势及长年累计的品牌效应加速AI Agent商业化探索。我们认为受益于AI赋能，公司SaaS业务客户复购率以及订阅收入留存率有望维持上行趋势，产品技术进步有望持续提升公司业务内生增长潜力。

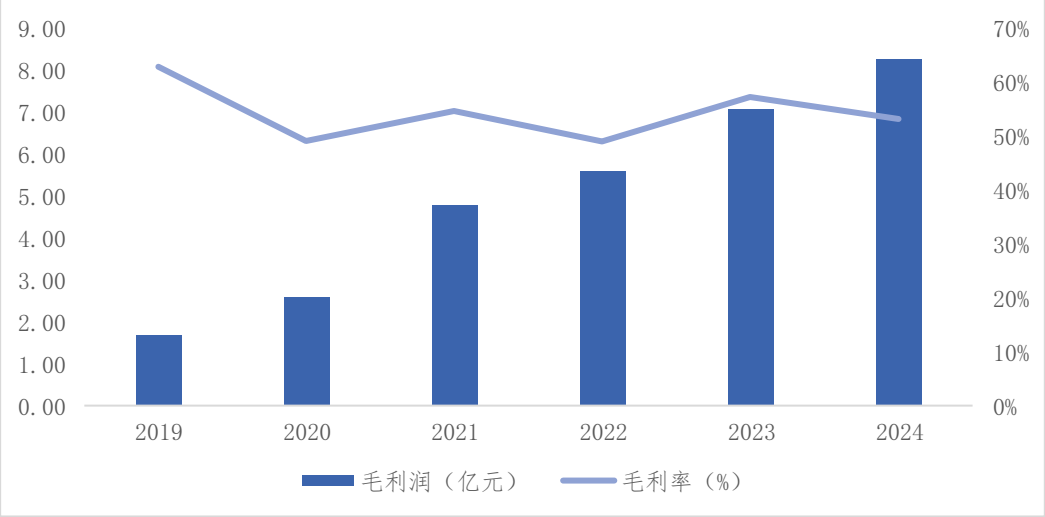
- **精准营销**：公司近年精准营销业务收入有所波动，2022-2024年该业务分别实现收入6.13/5.30/7.16亿元，同比增长40%/-14%/35%。公司精准营销业务主要分为（1）在线广告解决方案服务：公司通过设计、发布、监测及优化广告活动为各行各业的公司提供一站式跨媒体的线上营销解决方案，将战略重点放在头部媒体平台上包括广告活动策划、广告内容制作、持续监控及实时优化，通过该服务，改善企业的营销效果和转化率；（2）在线广告分发服务：公司通过客户各自的广告账户在

其指定的媒体平台上投放广告，公司从媒体合作伙伴处获取流量，为其广告客户投放广告。

1.3.2 高利润率水平业务收入占比提升，公司盈利能力持续提升

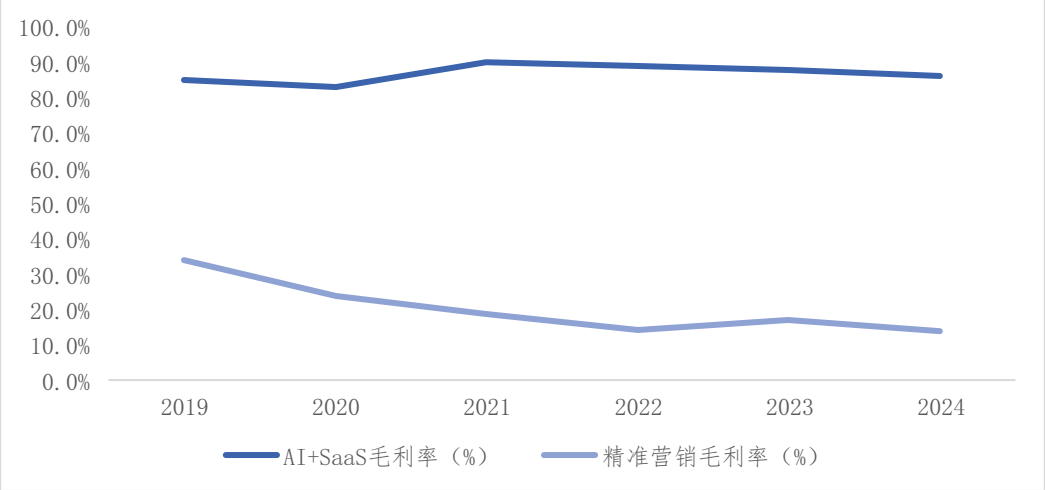
高毛利 SaaS 业务收入占比逐步提升，带动公司整体毛利率波动上升。公司 2024 年实现毛利润 8.26 亿元，同比增长 17%。整体来看，公司近年毛利率呈波动上升趋势，由 2020 年的 49.24%波动上升至 2024 年的 52.98%。我们认为主要受益于公司高毛利 SaaS 业务收入占比波动上升，其中公司 2022-2024 年 SaaS 业务毛利率分别为 89.2%/87.7%/86.3%，远高于精准营销业务的 14.3%/17.0%/14.0%。公司 AI+SaaS 以及精准营销业务毛利率 2024 年均有所下滑，其中 AI+SaaS 业务毛利下滑主要因公司发力 KA 客户导致人力成本投入增加，精准营销业务毛利下滑主要因毛利率更低的在线广告解决方案服务收入贡献上升。

图表 7：公司 2019-2024 年毛利润及毛利率



资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院

图表 8：公司 2019-2024 年分业务毛利率

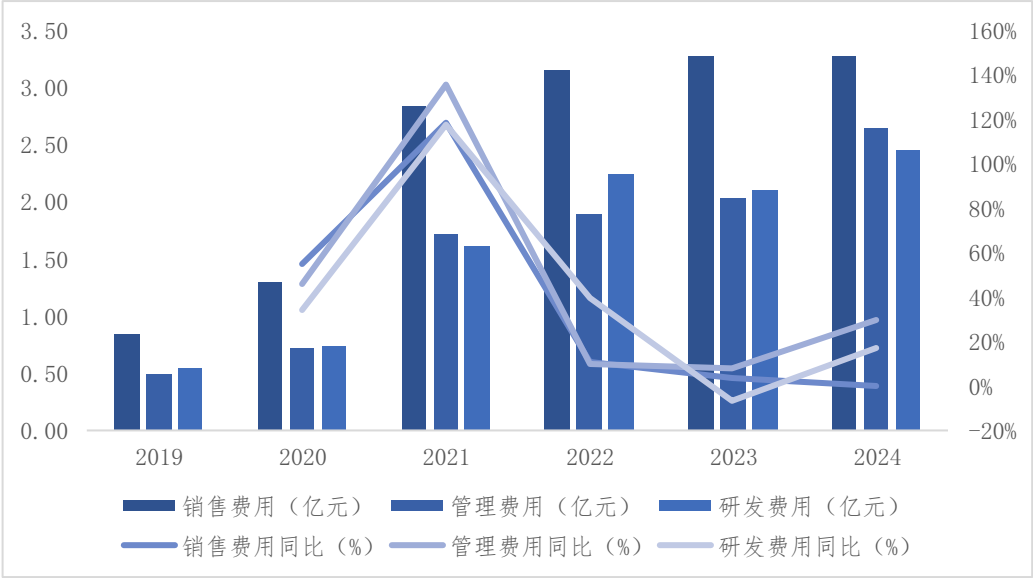


资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院

公司经营效率持续提升，期间费用率稳中有降。公司经营效率持续提升，近几年期间费用率稳中有降，其中 2024 年销售/管理/研发费用率分别为 21.0%/17.0%/15.8%，分别同比变化-5.6/+0.4/-1.3pct。其中我们认为销售费用下降主要受益于公司直销团队人效持续提升，2024 年面向中腰部客户群人效为 55 万元，同比提升 20%；面向大型客户人效达 514 万元，同比提升 68%，带动公司 2024 年销售及分销开支（不包括 SBC）同比

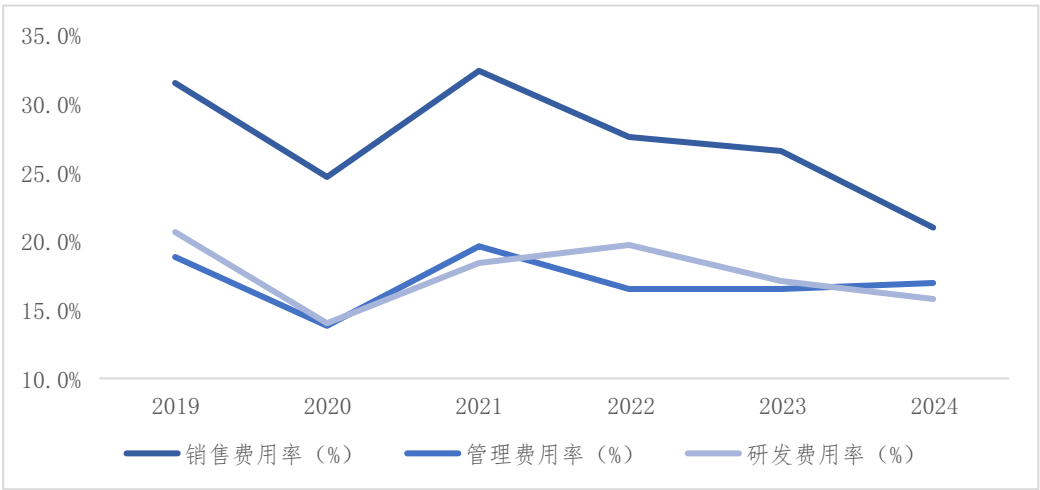
下降 12.2%至 2.87 亿元；研发费用率下降主要受益于公司调整研发人员架构，将部分非核心的研发需求改为外部采购模式；管理费用率同比提升主要因公司 SBC 开支增加，排除该因素影响后公司行政开支同比下降 15.3%至 1.73 亿元，主要受益于公司在中后台运营中更多地应用 LLM 及数字化工具，从而提高了运营效率。整体来看，我们认为随公司销售人员人效持续提升以及数字化工具应用，公司运营效率有望持续升级，管理费用率有望维持下降趋势，研发费用率 2025 年在公司加大对于 AI 研发投入背景下或将有所上升。

图表 9：公司 2019-2024 年期间费用及同比变化



资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院

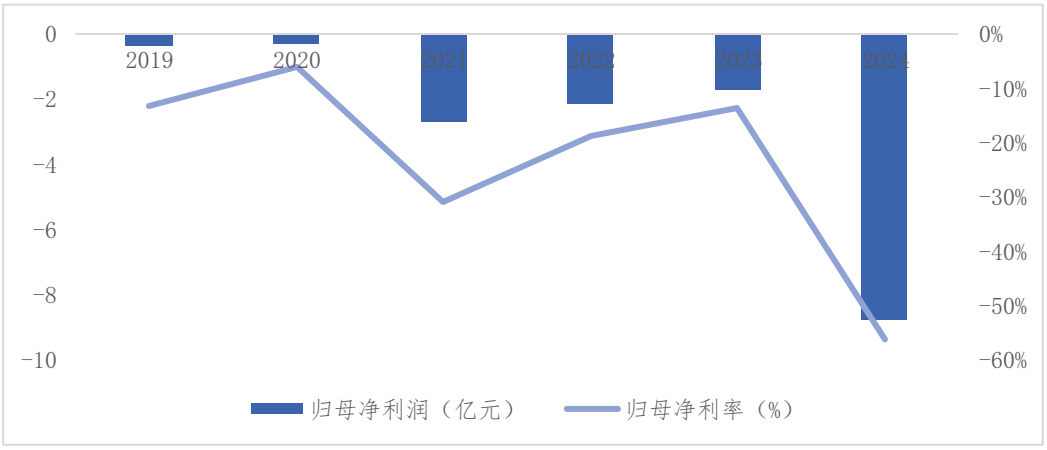
图表 10：公司 2019-2024 年期间费用率稳中有降



资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院

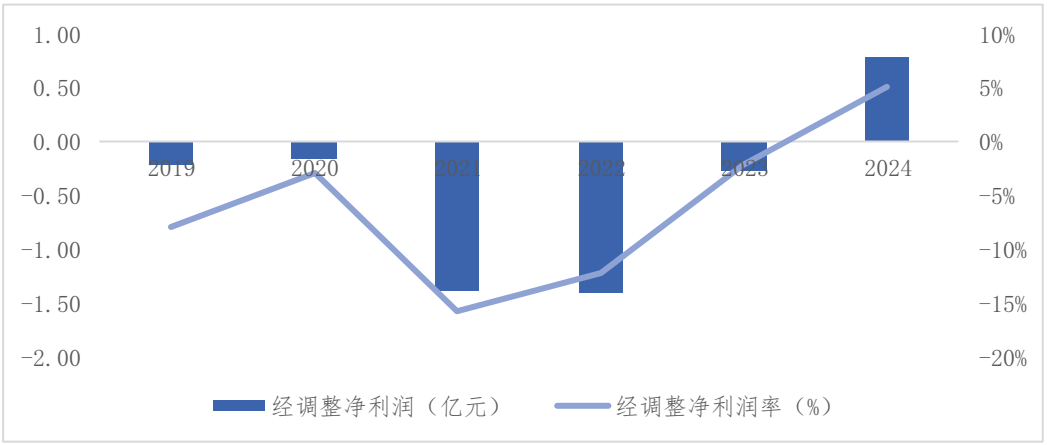
2024 年实现经调整净利润扭亏为盈，迈入全面盈利阶段。2024 年，公司实现归母净亏损 8.77 亿元，主要因（1）公司上市后所有优先股转换为普通股，可转换可赎回优先股的公允值变动由 2023 年的 1.078 亿元增加至 2024 年的 7.805 亿元，而公允值变动根据 IPO 发行价格确认，导致亏损；（2）2024 年 3 月向员工授予新的股份激励计划；（3）确认上市开支。排除上述因素影响后，公司 2024 年实现经调整净利润 0.79 亿元，同比实现扭亏为盈，我们认为主要受益于公司收入结构持续优化以及良好的费用管控能力。

图表 11：公司 2019-2024 年归母净利润及归母净利率



资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院

图表 12：公司 2019-2024 年经调整归母净利润及归母净利率

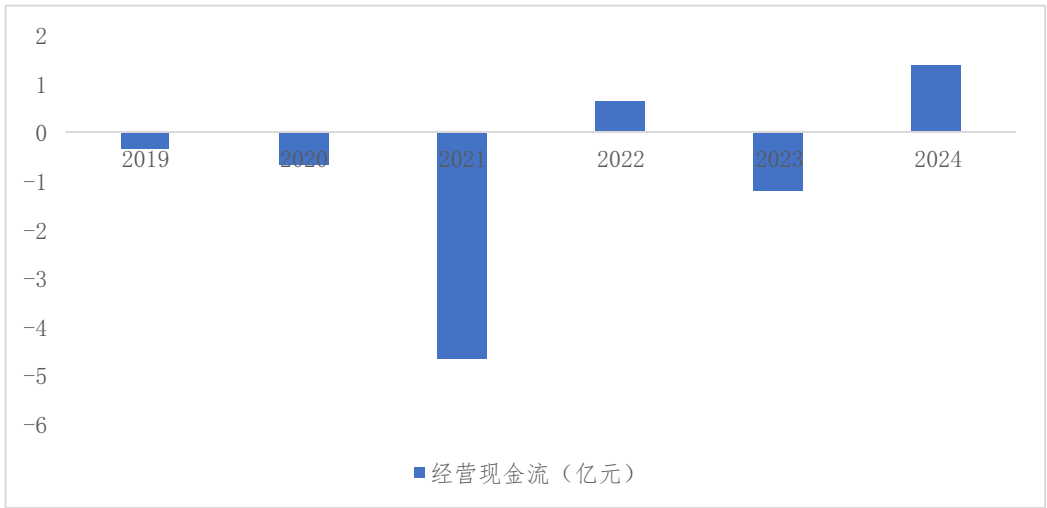


资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院

1.3.3 现金流状况良好，募集资金用于产品技术升级以及完善销售网络

公司现金流状况良好，2024 年经营性现金流净流入 1.38 亿元。公司 2024 年经营性现金流净流入额达 1.38 亿元，我们认为公司经调整净利润以及经营性现金流均实现同比转正标志着公司业务边际向好，印证了公司商业模式的健康性以及可持续性。

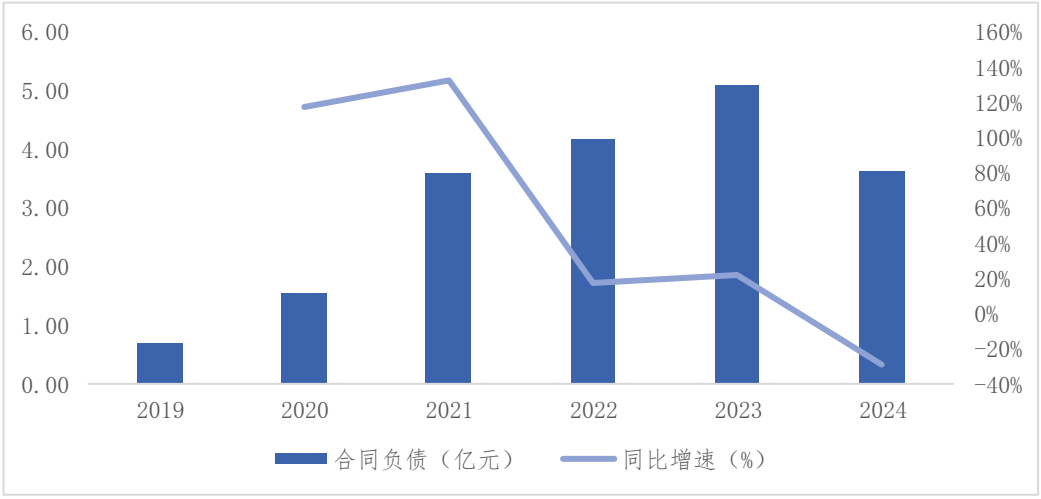
图表 13：公司 2019-2024 年经营性现金流



资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院

2024 年公司合同负债有所下滑，预计 2025 年将逐步回升。公司 2024 年合同负债余额为 3.62 亿元，同比下滑 29%。公司合同负债主要来源为 SMB 的订阅制 SaaS 收入，下滑原因主要是预收款项客户灵活度有所提升，预付期较此前的 1 年有所下降，以此提升客户留存和客户体验，对应为合同负债金额下降。向后展望，随宏观经济逐步企稳，预付周期有望恢复至此前水平，合同负债金额亦将逐步企稳回升。

图表 14：公司 2019-2024 年合同负债变化



资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院

IPO 及配股募集资金用于产品技术升级以及完善销售网络，带动公司业务维持良好增长。公司 IPO 上市后进行两次配售融资，三次融资所募得资金主要用于（1）AI 智能体平台应用的开发和商业化；（2）达成战略投资及收购，完善公司产品矩阵，和公司现有业务产生协同作用；（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；（4）营运资金及一般公司用途。截至 2024 年底，公司货币资金余额为 7.91 亿元；此外，公司公布 2025 年计划完成至少二宗战略投资并购，为全球企业提供一站式数智化升级解决方案，成就世界级智能营销生态企业。我们预计公司现有资金有望支持公司形成技术研发、产品创新、服务能力的三维闭环，并将持续丰富产品服务体系以及销售渠道，巩固行业领导地位。

图表 15：公司募资情况以及募资用途

项目	款项	用途
IPO	净额约为 1.811 亿港元	（1）0.36 亿港元用于提升公司 Marketingforce 平台及基于云的产品组合 （2）0.54 亿港元改进公司相关技能，包括人工智能、大数据分析及云计算 （3）0.54 亿港元扩大公司销售网络、提升客户成功体系及提高品牌影响力 （4）0.27 亿港元用于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 （5）0.09 亿港元用于营运资金及一般公司用途
配售（2024 年 12 月）	净额约为 1.095 亿港元	（1）0.77 亿港元用于营销和销售领域 AI 大模型技术的研发，包含训练 Tforce 营销领域大模型、构建智能体中台，以及智能体在场景的商用落地 （2）0.33 亿港元营运资金及一般企业用途
配售（2025 年 2 月）	净额约为 12.06 亿港元（预计于 2026 年底前悉数动用）	（1）4.81 亿港元用于 AI 智能体平台应用的开发和商业化：主要包括但不限于（a）招募及培养顶尖 AI 人才，并提高公司 AI 部门现有研发人员的薪酬水平，以建立一支技术精湛的团队，专门推进其专有的营销大语言模型、在基础模型的基础上训练专门用于其特定业务场景的垂直模型及开发 AI 智能体产品；（b）升级技术基础设施，以提高计算能力及存储容量，支持更复杂及高效的 AI 操作；（c）提高集团的商业化能力

		（2）2.40 亿港元用于投资并购，潜在投资或收购目标主要包括（a）数字化营销及销售行业于特定垂直行业有广泛的客户群且有强烈的数字化转型需求的公司；（b）拥有数字化营销及销售领域前沿 AI 或大数据技术的公司；（c）拥有与其产品互为补充的 AI 相关产品及模型的公司 （3）1.20 亿港元用于全球扩张，主要包括但不限于（a）招募及培养资深员工扩展海外市场；（b）建设会展中心及组织推广培训活动；（c）新销售办公室租赁办公楼宇并支付行政开支 （4）3.61 亿港元用于补充营运资金和一般公司用途，主要包括但不限于（a）SaaS 业务及精准营销服务的服务成本；（b）为支持业务扩张而购买及租赁办公楼宇及办公室装修；（c）偿还银行贷款，以降低其杠杆及加强财务稳定性；（d）日常运营开支。

资料来源：公司招股说明书，公司《完成根据一般授权配售新股份》公告（2024 年 12 月 27 日及 2025 年 2 月 28 日）。长城证券产业金融研究院

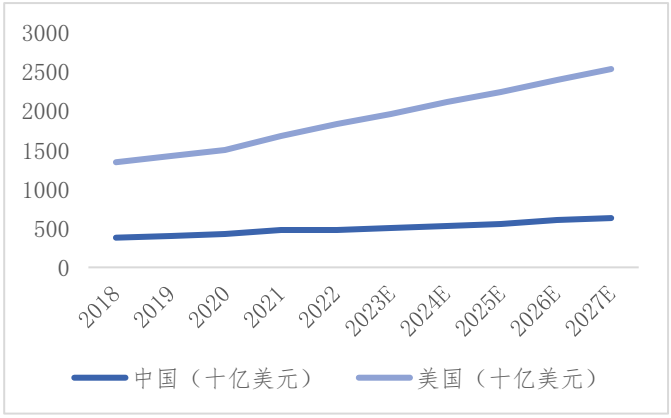
2.营销及销售 SaaS 市场空间广阔，AI 技术赋能行业成长

2.1 我国企业数字化程度较低，营销及销售 SaaS 市场空间广阔

2.1.1 我国 IT 支出存在较大上涨空间，SaaS 产业处于快速发展阶段

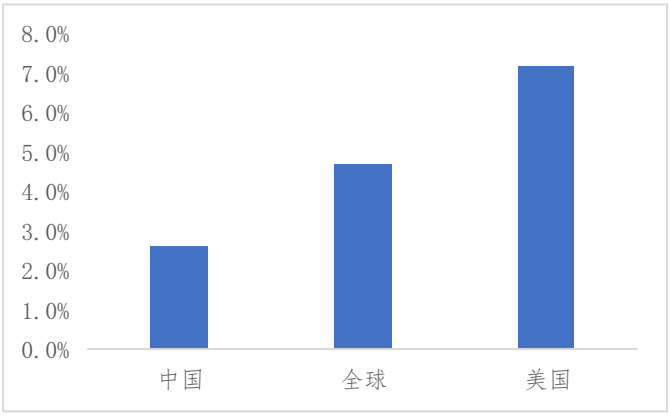
相较美国等国家，我国 IT 支出/GDP 存在较大上涨空间。根据沙利文数据统计，我国 2022 年 IT 支出为 4790 亿美元，较美国的 18220 亿美元有较大差距；从 IT 支出/GDP 维度来看，中国 2022 年达 2.6%，远低于全球的 4.7%以及美国的 7.2%。向后展望，沙利文预计中国 IT 支出 2027 年有望达到 6290 亿元，2022-2027 年复合增速达 5.6%。我们认为相对美国以及全球 IT 支出水平，我国 IT 支出规模仍存在较大上涨空间。

图表 16：中国/美国 IT 支出情况以及预测



资料来源：弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

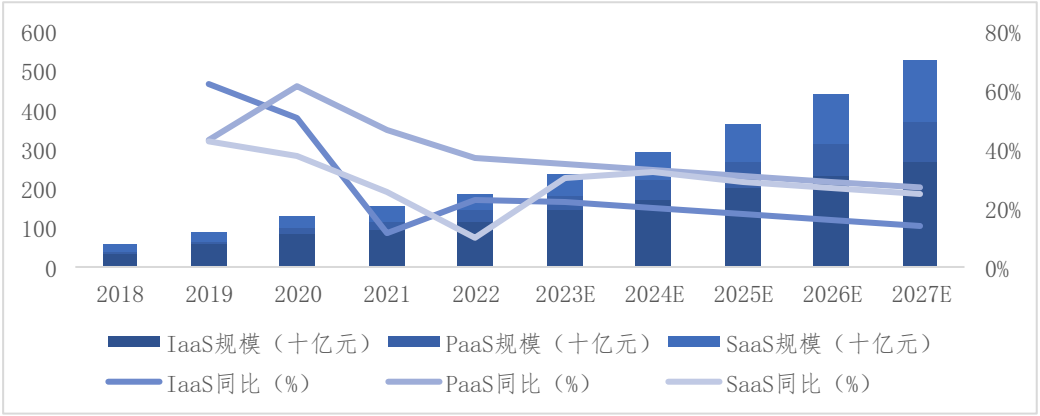
图表 17：2022 年中国、美国、全球 IT 支出/GDP 情况



资料来源：弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

中国 SaaS 市场处于快速发展期，未来增长潜力巨大。我国对数字经济重视程度持续提升，中国企业将数字化作为最重要的长期战略目标之一。因此，众多企业正采用云计算等新兴技术，SaaS、PaaS 及 IaaS 共同构成云计算的公有云板块。与本地部署软件相比，SaaS 是一种具有优势的一站式解决方案，拥有灵活的购买方式、较低的上线成本、较短的上线时间以及便利的维护和升级方案。根据弗若斯特沙利文，2022 年中国 SaaS 市场由 2018 年的 164 亿元增至 443 亿元，2018 年至 2022 年的复合年增长率为 28.2%。在需求不断增长、产品功能日益完善以及政府在数字经济方面的利好政策的推动下，中国 SaaS 市场预期将于 2027 年达到人民币 1556 亿元，2022 年至 2027 年的复合年增长率为 28.6%。

图表 18：我国公有云行业 IaaS/PaaS/SaaS 行业规模（含预测）及同比增速



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

图表19：SaaS相对本地部署软件的优势

维度	本地部署软件	SaaS
初始成本	一次性购买，初始成本高	订阅模式，初始成本低
部署与维护	本地安装，设备限制；自行维护较难	云端部署，互联网访问；用户无需自行维护
迭代更新	手动更新，用户承担	自动更新，厂商承担
可扩展性	依赖本地硬件，扩展性有限	高可扩展性

资料来源：中国信通院，长城证券产业金融研究院

通用型 SaaS 占比较高，垂类 SaaS 处于快速发展阶段。根据中国信通院，我国企业级 SaaS 产品主要分为通用型以及垂类产品，其中 ERP、CRM、OA 协同、财税、人力等通用型 SaaS 占据大部分市场，占比约为 65%；零售电商、医疗、交通物流、餐饮等行业垂直型 SaaS 类占比约为 35%其中零售、金融、物流等行业 SaaS 服务渗透率高于 CRM、ERP、HRM、财务管理等通用型 SaaS，平均渗透率超过 20%，应用程度较高，未来有巨大发展潜力。Gartner 数据显示，垂直型 SaaS 市场正呈现出强劲的增长势头，预计到 2025 年，全球垂直型 SaaS 市场规模将达到 3000 亿美元。

SaaS 市场竞争格局较为分散，但存在头部集中趋势。随着用户需求越来越复杂、SaaS 应用场景也越来越细分多元，导致 SaaS 行业的竞争格局较为分散。根据中国信通院估算，SaaS 市场 CR3 仅有 20%，CR5 为 21.6%。2023 年，收入规模最大的金蝶和用友分别仅占整体市场的 10%左右。近年，虽然国内至今未出现类似 Salesforce、Oracle、SAP 等市值超过千亿美元的巨头 SaaS 企业，但随着行业加速出清，中国 SaaS 的每个细分赛道头部效应显现，ERP、CRM、办公、人力资源、零售等赛道行业格局逐步稳定，1-2 家头部厂商占据绝大多数市场份额。例如，在 ERP 领域，以金蝶、用友为代表的标杆企业市占率较高。IDC《2023 年全年企业应用市场数据》显示，金蝶以 16.89%的市场份额在 ERP 市场排名第一；此外，CRM 领域的纷享销客、珍岛国际（迈富时）；办公领域的钉钉、飞书、泛微；人力资源领域的肯耐珂萨、北森、薪人薪事；零售领域的微盟、有赞；建筑地产领域的明源云、广联达；财税领域的畅捷通、慧算账等都在各自的细分赛道内占据较大的市场份额。

图表20：SaaS市场主要参与者

细分领域	参与企业
ERP	金蝶、用友
CRM	纷享销客、珍岛国际（迈富时）
办公	钉钉、飞书、泛微
人力资源	肯耐珂萨、北森、薪人薪事
零售	微盟、有赞
建筑地产	明源云、广联达
财税	畅捷通、慧算账

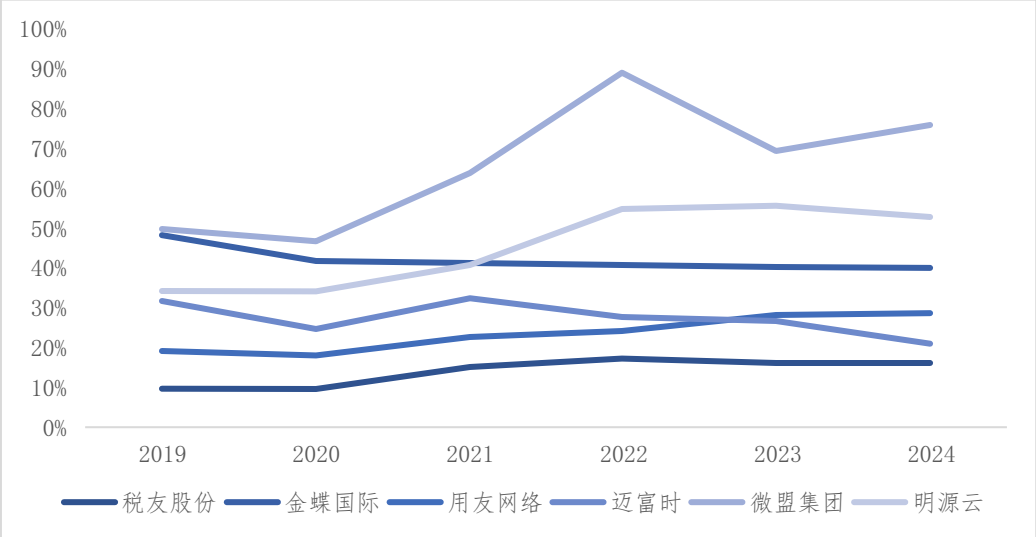
资料来源：中国信通院，《2023年全年企业应用市场数据》，长城证券产业金融研究院

向后展望，我们认为我国企业级 SaaS 发展仍面临一定挑战：

- **定制化属性重，服务效率低，产业规模化增长受：**作为一种便捷的软件服务模式，SaaS 的核心优势在于低成本应用、标准化以及易扩展性。海外 SaaS 服务商以提供标准化服务为主，但是中国 SaaS 服务商由于处于不同的市场发展阶段，大型客户对 SaaS 付费意愿相对较高，中小型客户付费意愿相对有限，因此向大型客户提供定制化 SaaS 能快速增加短期收益，但不可避免面临定制化研发成本过高等问题；此外，大型企业定制化需求高，与标准化产品带来规模化增长相矛盾，因此国内 SaaS

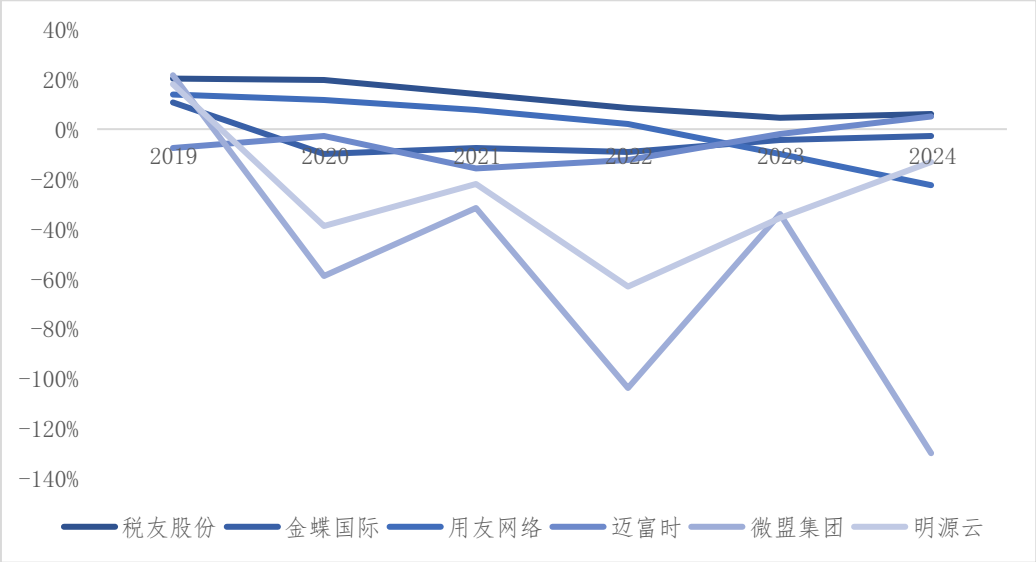
企业不能通过规模化、标准化服务摊平开发成本。

图表21：我国主要 SaaS 公司销售费用率



资料来源：各公司 2019-2024 年财报/招股说明书，wind，长城证券产业金融研究院

图表22：我国主要 SaaS 公司归母净利润率



资料来源：各公司 2019-2024 年财报/招股说明书，wind，长城证券产业金融研究院

- **产品功能设计复杂，易用性不足，用户体验待提升：**SaaS 与传统软件注重交付不同，多数是以长期服务为基础，通过订阅制形成产品服务化与服务产品化。因此良好的用户体验是维持企业级 SaaS 的长期发展的重要因素。根据中国信通院，Forrester 等调研机构数据显示，80%的用户会因优质的体验而购买产品或服务；当用户感受到极佳的体验时，愿意支付 7%-16%的溢价，并且优质的用户体验将为企业带来 1.5 倍的用户留存与续费。国外的 SaaS 产品经过多年发展，标准化程度和技术成熟度较高，持续优化一项功能，做到专而精。而我国 SaaS 产品为了满足不同客户需求，在产品设计时会融入更多功能，力求覆盖企业全流程，从而提供一站式的服务，使得产品体量大，用户可能较难寻找到所需功能的入口，降低了 SaaS 服务易用的优势。

- **数据安全事件频发，SaaS 服务层安全能力需加强：**目前，大部分用户数据存于云上资源中，用户对于 SaaS 服务数据安全的顾虑也随之产生，包括数据迁移过程中可能的数据泄露、多租户架构带来的云上安全挑战、数据控制权丧失影响企业上云积极性等问题。

AI+SaaS 加速落地，引领产业智能化升级。AI 技术快速发展，IDC 数据显示，到 2024 年，预计有超过 85%的企业软件将包含 AI 功能，其中 SaaS 应用将成为主要的交付方式。国外企业，如赛富时，将 AI 功能集成进 Einstein GPT，帮助企业进行个性化市场营销和提高客户管理的智能化水平。国内企业也在加速布局 AI+SaaS 产品，腾讯旗下 SaaS 协作产品腾讯会议、腾讯文档、企业微信等已全面接入混元大模型；钉钉推出“钉钉斜杠魔法棒”，应用到即时通信、文档协作、线上会议等场景中，通过输入“/”唤出智能助手，具备文档排版优化、智能创建日程等 AIGC 功能；WPS 推出 WPS AI，为用户提供智能文档写作、阅读理解和问答、智能人机交互能力，用户使用一个工具就能调用各类主流大模型。明源云推出明源云客 GPT，借助大模型、AIGC 布局数字营销的全场景智慧应用，尤其在以抖音、视频号、小红书等流量平台为核心的视频营销场景中，以 VMA 视频营销 AI 智能体的能力开发一系列智慧应用，帮助客户实现高效率流量获客。

图表 23：国内外“AI+SaaS”产品布局

产品	AI 能力	公司	类型
国外			
SalesforceEinstein GPT	知识库生成、即时对话摘要、生成电子邮件、总结摘要、客服助理、智能洞察和建议	Salesforce	CRM
Microsoft 365 Copilot	文件起草、 数据处理、智能排版、自动转录、日程创建	Microsoft	办公
Slack AI	AI 搜索、任务管理智能助手、自动化工作流、数据分析、频道回顾、一键式主题摘要	Slack	协作通信
Adobe Sensei AI	智能设计助手、自动图像优化、智能裁剪与排版、深度学习与艺术创作	Adobe	图形设计
OracleAI	智能聊天机器人、文本分析、客户服务自动化、辅助创作	Oracle	ERP
Zoom AI	视频会议优化、语音识别、实时转录、虚拟背景、智能场景识别、智能摄像头调整、会议数据分析、自动摘要与关键点提取	Zoom	视频会议
国内			
钉钉魔法棒	日程安排、文件查询、要点总结、图片及表情包生成、文字生成与优化、文档排版美化等	钉钉	OA
飞书智能伙伴	内容解析、会议总结、内容创作、内容总结、数据分析、场景构建、系统搭建	飞书	OA
WPS AI	文档快速阅读、智能文档写作、阅读理解和问答、智能人机交互	金山办公	OA
小 e	智能群组、智能行政服务、智能办公助手	泛微	OA
腾讯会议 AI 小助手	会管会控、信息提取、内容分析、智能提醒	腾讯云	视频会议
金蝶云·苍穹 GPT	财务分析、自动化审批、逻辑推理、内容生成、总结归纳、知识问答、多轮对话	金蝶	OA
用友·YonGPT	业务运营、人机交互、知识生成、应用生成	用友	OA
明源云客 GPT	项目自动化管理、智能分析、策略辅助、知识管理、AI 销售员、AI 数字人、智慧客服	明源云	视频会议

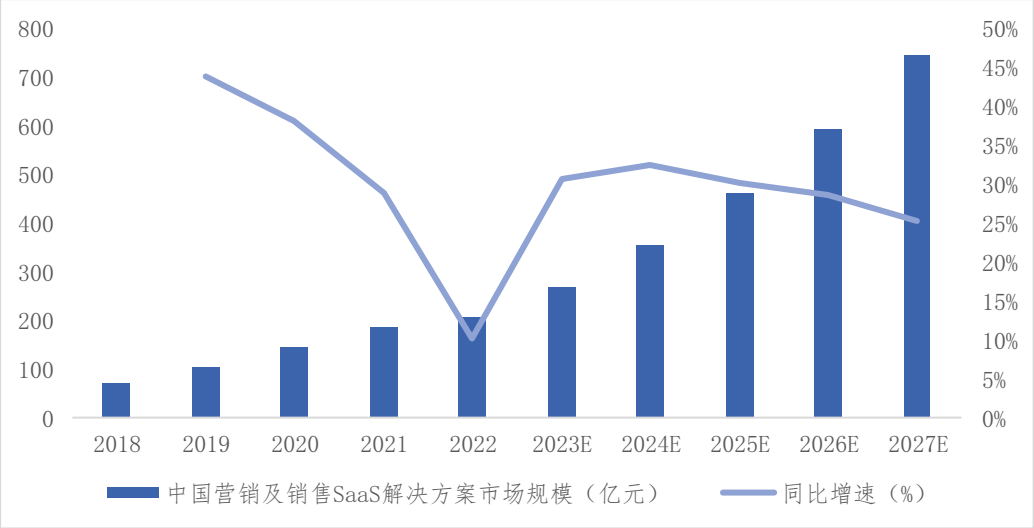
资料来源：中国信通院，长城证券产业金融研究院

整体来看，我们认为 AI+SaaS 可以从多方面提升用户产品体验（1）AI 推动 SaaS 服务智能化和个性化升级，提升用户工作效率和使用体验；（2）AI 降低用户使用 SaaS 的门槛和学习成本，扩大用户群体，提升用户粘性；（3）AI 创造新的商业模式和收入来源，有望破解厂商盈利困境，实现业务增长。

2.1.2 营销及销售 SaaS 市场空间广阔，未来有望维持稳健增长

营销及销售 SaaS 市场规模有望从 2022 年的 206 亿元增长至 2027 年的 745 亿元，复合增速达 29.3%。与主要专注于提高后端运营效率的其他解决方案如人力资源管理及供应链管理相比，企业更愿意为营销及销售 SaaS 解决方案付费，因为该解决方案可提高潜在客户获取和促进收入增长，效果最显著可行。根据弗若斯特沙利文的资料，营销及销售 SaaS 解决方案市场由 2018 年的 73 亿元增长至 2022 年的 206 亿元，2018 年至 2022 年的复合年增长率为 29.7%。营销及销售 SaaS 解决方案的市场规模预期于 2027 年达到 745 亿元，2022 年至 2027 年的复合年增长率为 29.3%。

图表24：中国销售及营销 SaaS 解决方案市场规模（含预测）以及同比增速



资料来源：迈富时招股说明书，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

营销及销售 SaaS 潜在市场空间较大，行业渗透率有望持续提升。我国营销及销售 SaaS 解决方案的潜在市场规模有望由 2022 年的 15466 亿元及 1.3%的渗透率增长至 2027 年的 42545 亿元及 1.8%渗透率。尽管营销及销售 SaaS 解决方案目前的市场规模相对较小，但中国企业正兴起订阅 SaaS 解决方案的潮流。展望未来，从（1）需求侧看，随线上流量采购成本上升，线上营销 ROI 下降，因此企业更愿意购买营销及销售解决方案以优化其营销及销售表现；（2）从供给侧看，凭借多年的运营和商业经验，营销和销售 SaaS 解决方案提供商可以更好地了解客户在营销和销售方面的动态需求，拥有为客户提供有价值且受客户青睐的高价值产品和服务的能力。因此，向后展望，我们预计因为营销及销售 SaaS 解决方案具有灵活订阅方案、高度可扩展性、易于实施且维护需要少等优势，越来越多的中国企业预期将使用该等解决方案。

图表25：中国营销及销售 SaaS 解决方案潜在市场规模

资料来源：迈富时招股说明书，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

向后展望，我国营销及销售 SaaS 行业主要存在以下四大驱动因素：

- **庞大的潜在客户数目，对营销及销售的需求不断增长。**根据弗若斯特沙利文，中国企业总数于 2023 年达到 5690 万家，预期将于 2028 年增至 7480 万家。预计企业将面临日益激烈的潜在客户竞争，导致客户获取成本上升。随著营销及销售活动成为业务收入增长的更重要推动力，预期相关解决方案的需求及支付意愿将会增加。

- **SaaS 解决方案的市场认可度不断提高，改善营销及销售的效率。**根据弗若斯特沙利文，精准营销业务媒体平台的广告流量采购成本通常占服务总成本的 90%至 99%。随着线上流量成本增加，企业现在更专注于生成优质营销内容及开展私域流量营销。自 2019 年至 2023 年，线上流量价格已上升约 20%。因此，企业越来越愿意采用营销及销售 SaaS 解决方案来助力以高效方式吸引及转化客户。此外，现今越来越多企业由新一代领导者管理，他们精通数字科技，更容易接受人工智能、大数据及云计算等新技术。

- **技术进步及与其他新兴技术（如人工智能及大数据技术）的深度融合。**营销及销售 SaaS 解决方案市场的特点是技术不断创新，功能不断丰富。SaaS 解决方案需要与人工智能及大数据等新兴技术深度融合，以满足企业不断变化的需求。例如，大数据技术为企业提供了处理和分析来自各种来源的大量非结构化数据（包括 PC 和移动应用程序上的文章、图片和视频）的能力。运用人工智能技术，企业得以发现隐藏的现象，并从其营销及销售过程的过往活动中获得见解。

- **政府对数字化转型的有利政策。**从中国政府的最新计划和政策中可以看出数字经济和云计算的重要性。例如，十四五规划将云计算与大数据、物联网、工业互联网、区块链和人工智能以及 AR 和 VR 列为数字经济中的重点产业。同时在“十四五”数字经济发展规划中，提到营销及销售数字化转型需求是企业数字化转型最重要的举措之一。《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》亦呼吁企业通过增加采用云计算、大数据及其他技术来加速其数字化转型。

营销及销售 SaaS 行业竞争格局较为分散，截至 2022 年迈富时为中国最大的营销及销售 SaaS 解决方案提供商。中国的营销及销售 SaaS 解决方案市场目前处于增长阶段并且高度分散。在中国企业及机构快速数字转型且越来越多地采用云端解决方案的推动下，大量市场参与者进入了营销及销售 SaaS 市场，将现有产品改编成 SaaS 模式，或从头开始开发新的 SaaS 解决方案，以满足不同产业的各种需求。2022 年，中国约有 200 家市场参与者参与营销及销售 SaaS 市场。其中，以 2022 年收入计，迈富时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%。

图表26：我国2022年营销及销售SaaS行业头部参与者SaaS收入及市场份额

排名	公司	SaaS业务收入（亿元，2022年）	市场份额（%，2022年）
1	迈富时	5.30	2.6%
2	公司A	4.30	2.1%
3	公司B	4.00	1.9%
4	公司C	3.30	1.6%
5	公司D	2.24	1.1%

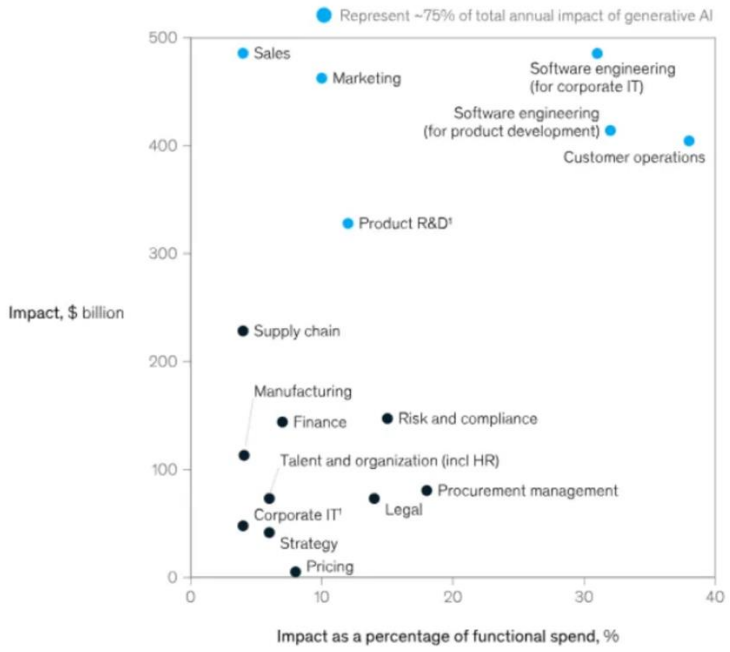
资料来源：迈富时招股说明书，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

2.2 AI技术赋能营销及销售SaaS，打开行业成长空间

2.2.1 AI有效提升营销及销售生产力，带动行业收入增长

AI技术赋能营销及销售多个环节，有效提升营销及销售生产力。我们认为生成式AI将在营销和销售业务中迅速占据主导地位，该技术可以根据客户的兴趣、偏好和行为创建个性化消息，并执行例如制作品牌广告初稿、标题、口号、社交媒体帖子和产品描述等任务。此外，生成式AI可以集成到各类应用中以提供更高质量的数据洞察力，为营销活动带来新的想法，更好地定位客户群。营销业务部门可将资金分配到制作更高质量的内容方面，并减少外包的支出。使用生成式AI进行营销的潜在运营优势包括：（1）高效的内容创建；（2）充分利用不同类型的数据；（3）优化搜索引擎；（4）产品和搜索个性化。根据麦肯锡，生成式AI可以提高营销生产力的经济价值5%至15%。此外，除了对营销生产力产生直接影响外，生成式AI还将产生连锁反应，使销售生产力提高3%到5%；预计生成式AI将为营销及销售行业带来7600亿至1.2万亿美元的收入位居各细分领域首位。

图表27：生成式AI对销售及营销领域影响较大



资料来源：麦肯锡，长城证券产业金融研究院

图表28：生成式 AI 将为营销及销售行业带来 7600 亿至 1.2 万亿美元的收入

资料来源：麦肯锡，长城证券产业金融研究院

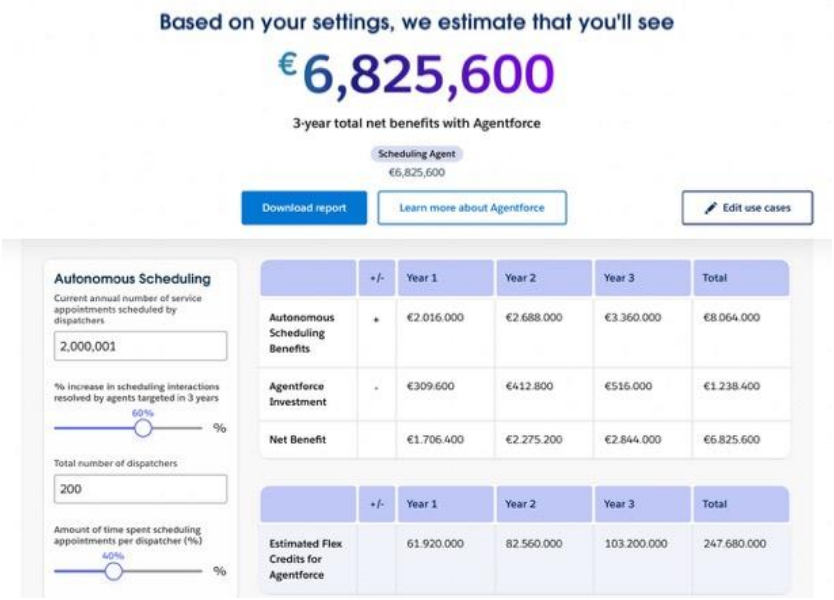
2025 年有望成为 AI Agent 商业化元年，进一步提升用户产品体验。2025 年将是 AI-Agent 商业化元年，销售及营销 SaaS 公司有望依托多年积累的行业经验、丰富的客户资源与落地场景、不断升级的大模型能力与国产化技术优势及长年累计的品牌效应，在营销及销售领域中推出比通用大模型更懂业务、懂行业的营销领域大模型，并推出相应的 AI-Agent 智能体中台以提升研发及交付效率。在营销领域，AI-Agent 将深度融合行业经验与模型能力，挖掘客户营销智能体应用场景，从营销策划、准备到管理阶段，帮助企业更高效获客；在销售场景，AI 企业洞察、客户洞察、智能陪练与经营分析等功能，将大幅提升销售转化效率与客户体验，重塑 CRM 价值。

2.2.2 Salesforce、Hubspot 等海外头部企业验证 AI+SaaS 商业模式

- **Salesforce**

Salesforce 推出 Agentforce 平台，打造 Service as a Software 服务模式。公司自 2024 年 9 月宣布推出 Agentforce，旨在利用 Salesforce Platform 提供代理 AI 自动化。此后，12 月 17 日 Salesforce 正式推出 Agentforce 2.0。公司 CEO 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。此后，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，创建多模态体验，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，即为 Salesforce 内置的 Agentforce 市场和社区。根据贝尼奥夫，通过将这类 AI Agent 能力深度植入工程、服务及支持部门的工作流，可实现跨部门生产力提升 50%。整体来看，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。

图表29：Agentforce 可大幅降低企业成本



资料来源：Salesforce 官网，长城证券产业金融研究院

Salesforce 数据云和 AI 业务 ARR 已突破 10 亿美元，验证 AI Agent+SaaS 商业模式。与传统超大规模服务商（如 AWS、微软 Azure 等）通过向数据中心基础设施投入数百亿美元来实现规模效应不同，Salesforce 通过纯软件和 SaaS 平台追求同样的覆盖范围和影响力，避开了拥有物理计算设施的资本密集型模式。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。截至 2025 年一季度末，公司已完成超 8000 笔 Agentforce 交易，付费用户达到 4000 个，数据云和 AI 业务 ARR 达到 10 亿美元。

图表30：Agentforce 服务多行业客户

资料来源：Salesforce 业绩会材料，长城证券产业金融研究院

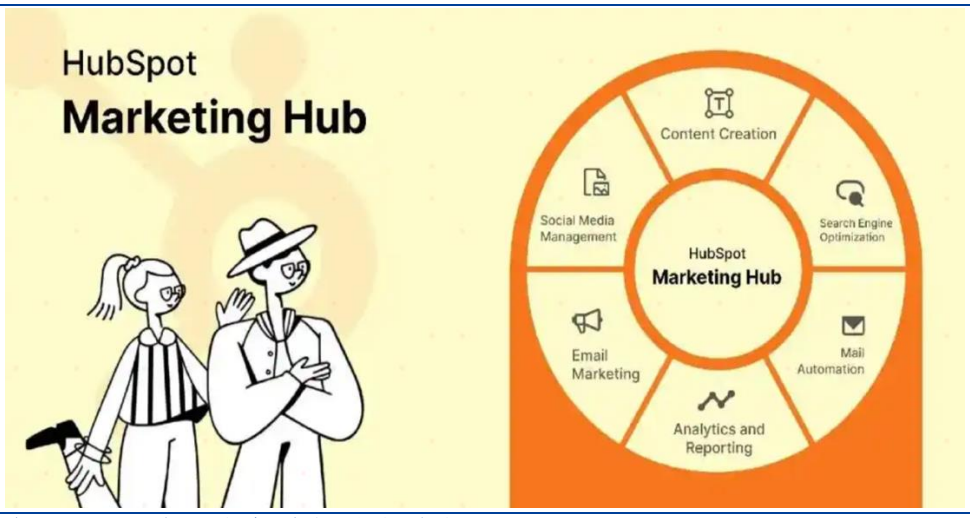
收购数据管理巨头 Informatica，进一步深化数据驱动战略。2025 年 5 月 27 日，Salesforce 宣布与数据管理软件巨头 Informatica 达成最终收购协议，将以约 80 亿美元的股权价值完成对后者的全资收购。此次收购被视为 Salesforce 深化数据驱动战略的关键一步。Informatica 作为企业级数据集成与云数据管理领域的头部供应商，其产品覆盖数据治理、主数据管理、数据质量及 AI 驱动的自动化分析工具，与 Salesforce 的 CRM

平台形成高度互补。通过整合 Informatica 的技术能力，Salesforce 旨在为企业客户提供从数据采集、清洗到智能分析的一站式解决方案，进一步强化其 AI 赋能的客户全生命周期管理能力。

- **HubSpot**

面向 SMB 客户提供 CRM 及营销、销售自动化服务，提升客户营销及销售效率。HubSpot 成立于 2006 年，该公司以 SaaS 形式为 SMB 客户提供 CRM 及营销自动化服务，截至 2025 年 3 月公司客户达 25.8 万家。公司营销渠道主要包括博客、搜索引擎、社媒等数字媒体，目标为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。目前，HubSpot 生态系统中集成了超过 1500 个热门广告营销渠道，包含 Gmail 邮箱、Zoom、谷歌广告、Instagram、领英等。

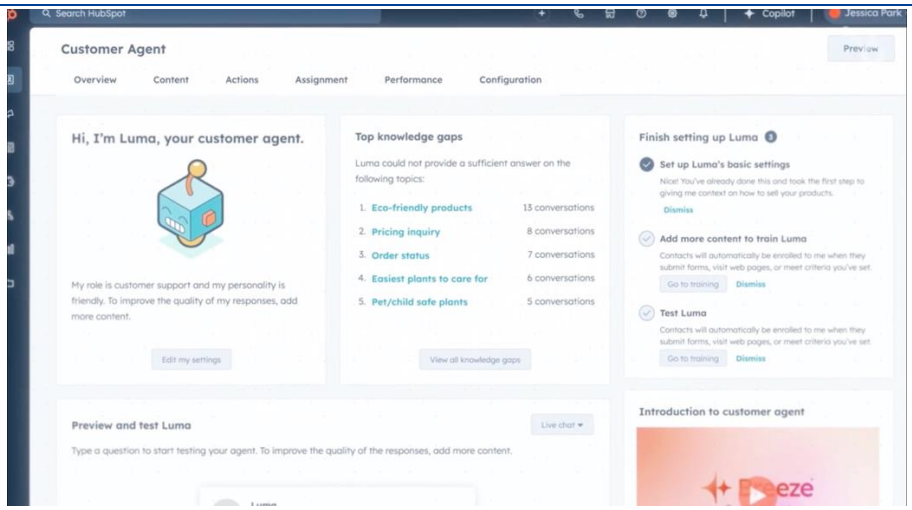
图表 31：HubSpot 布局多种数字媒体渠道



资料来源：HubSpot 官网，长城证券产业金融研究院

基于多年营销及销售领域经验，推出 Breeze AI 人工智能营销工具。HubSpot 于 2024 年 9 月在其年度入站营销会议上宣布进军人工智能领域，推出“Breeze”，主要包含（1）Breeze Copilot：AI 助手，可以利用 HubSpot 智能 CRM 的业务信息来完成各种任务；（2）Breeze Agents：AI 专家团队，帮助营销、销售和服务团队提高效率，加速业务增长，包括 Content Agent、Social Media Agent、Prospecting Agent、Customer Agent；（3）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。

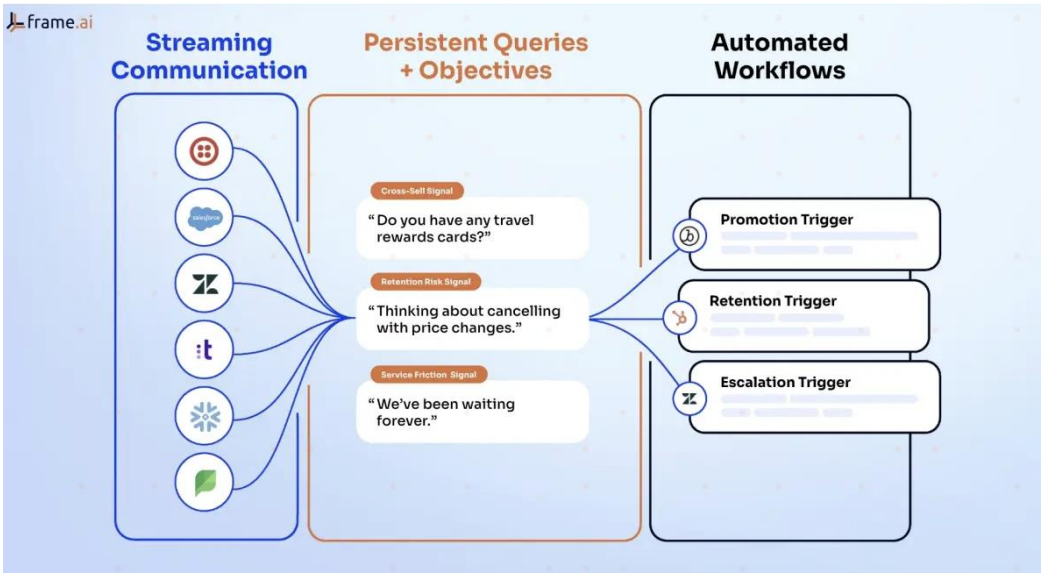
图表 32：HubSpot Customer Agent 操作界面



资料来源：HubSpot 官网，长城证券产业金融研究院

收购 Frame AI，进一步强化 AI 布局。HubSpot 于 2024 年 12 月宣布收购 Frame AI，为一家专注于 AI 驱动的对话智能平台公司。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。如此，企业就能实现精准的内容营销、快速识别高价值商机，并主动降低客户流失风险。

图表 33：Frame AI 整体运作机制

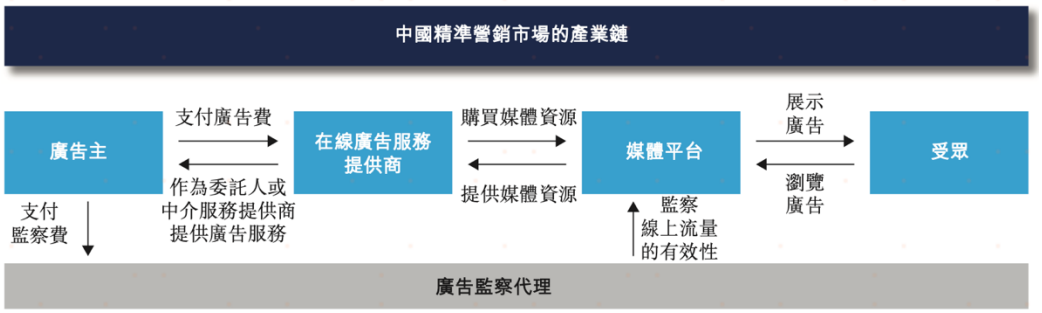


资料来源：Frame AI，长城证券产业金融研究院

2.3 精准营销市场规模平稳发展，加强与营销及销售 SaaS 解决方案的整合

精准营销可定义为用于向相关目标受众发送相关广告并获取及留存潜在及现有客户的在线广告技术。精准营销是为了以效果及展示使营销结果及回报最大化。有多种类型的参与者进入精准营销市场，包括广告主、广告服务提供商、媒体平台、受众及第三方技术提供商。广告服务提供商（如迈富时）于产业链中占据主要地位。其可作为委托人，为广告主策划在线广告活动并于不同媒体平台投放广告；或作为代理人，通过向分销商出售从线上媒体平台购买的广告库存向彼等提供中介服务，而无需策划和进行广告活动或对结果负责。

图表 34：国内精准营销市场产业链

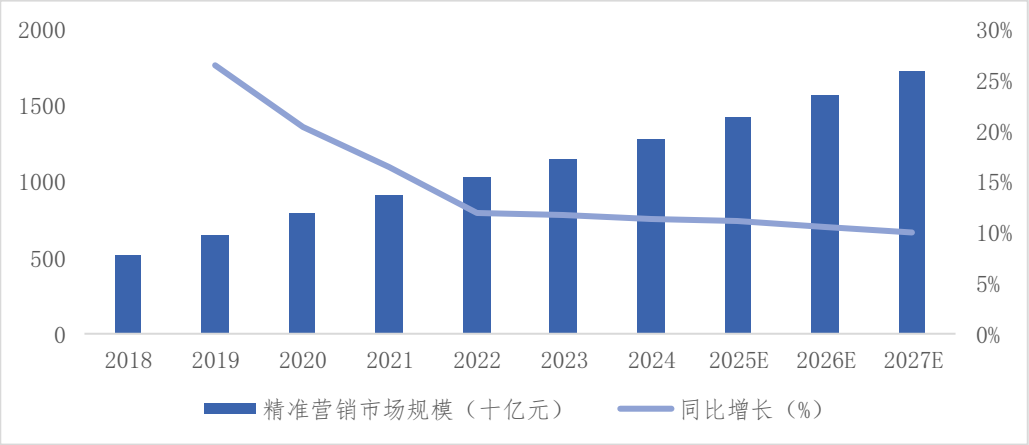


资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

受益于互联网用户持续增长以及短视频等新型媒体带动，精准营销行业市场规模维持稳步增长。根据弗若斯特沙利文的资料，精准营销市场规模由 2018 年的 5172 亿元增加至

2022 年的 10287 亿元，自 2018 年至 2022 年，复合年增长率为 18.8%。展望未来，受线上营销的重要性、线上流量的成本上升及更成熟的精准营销解决方案的长期驱动，精准营销市场规模预期将于 2027 年达 17285 亿元，自 2022 年至 2027 年，复合年增长率为 10.9%。我们认为精准营销行业规模增长主要受益于（1）互联网用户的数目增加：中国互联网用户 2023 年达 10.92 亿人，预计将于 2028 年达 12.13 亿人，渗透率达 86.7%，互联网用户的规模会产生巨大的线上流量并为广告主提供广泛的目标基数；（2）短视频平台商业化：随着短视频平台的快速增长，中国短视频平台流量占比持续提升，可以通过出售广告库存变现其线上流量，从而为精准营销市场的广告主提供有利的媒体平台。

图表35：我国精准营销市场规模（含预测）及同比增速



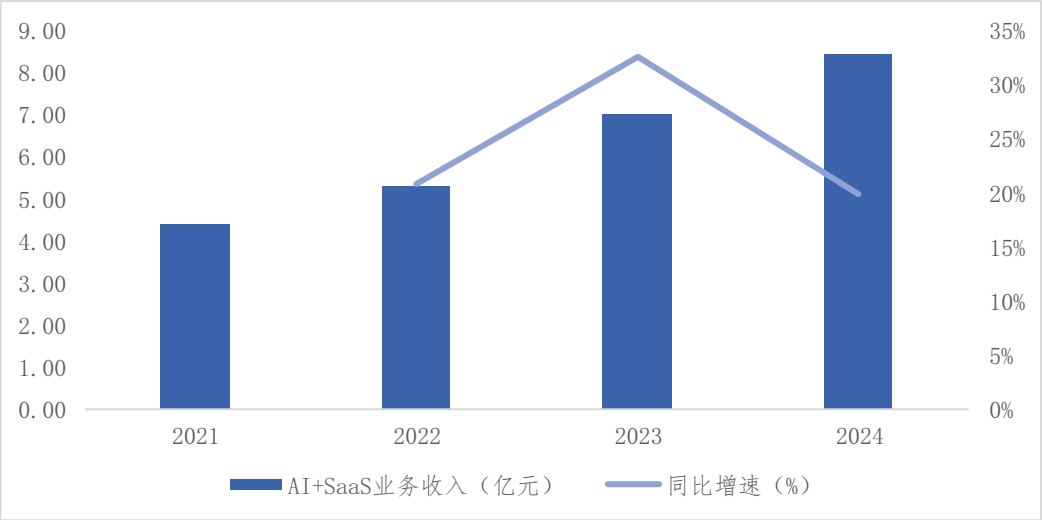
资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，长城证券产业金融研究院

加强与营销及销售 SaaS 解决方案的整合，协同作用逐步体现。由于优质流量集中度相对较高，线上流量成本持续上升。因此，随着越来越多的公司意识到营销及销售 SaaS 解决方案对提高线上营销投资回报率的好处，精准营销业务预期与营销及销售 SaaS 解决方案进行更深入的整合。为线上精准营销活动采用营销及销售 SaaS 解决方案的广告主能够更有效地锁定潜在客户，从而鼓励增加在线上营销的投资。技术进步（尤其是营销及销售 SaaS 解决方案）与精准营销产生协同效应，推动精准营销市场的增长。

3. AI+SaaS 业务稳健增长，AI Agent 驱动新增长引擎

公司 AI+SaaS 业务维持强劲增长，业绩可见性持续提升。公司 2024 年 AI+SaaS 业务实现收入 8.4 亿元，同比增长 19.9%。其中经常性收入为 7.8 亿元，占 AI+SaaS 业务收入比例为 92.2%。公司通过实施 SMB 全预付全订阅全标品+KA 行业标杆单点突破的模式，2024 年 KA 客户收入中 80.9%为经常性收入，标志着公司收入结构具有高可持续性与可拓展性。老客户收入贡献同比提升至 77.7%，同时订阅收入留存率提升，客户粘性稳定增强，印证了市场对公司营销+销售 SaaS 产品矩阵的深度认可。

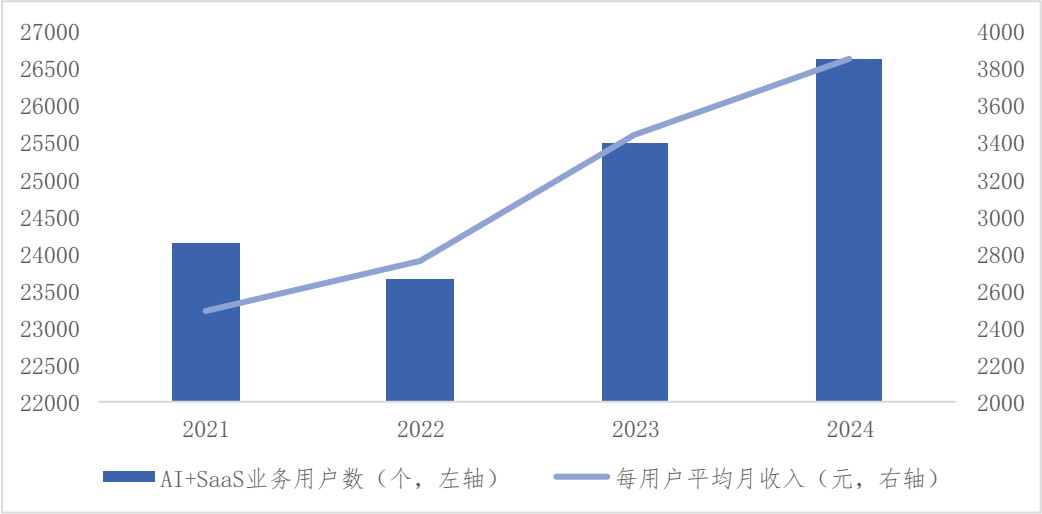
图表36：迈富时 AI+SaaS 业务收入及同比增速



资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院

客单价持续提升，用户续约率维持上涨趋势。公司 2024 年客户数量达 26606 位，同比增长 4.4%；每用户平均月收入为 3848 元，同比增长 12.1%，近三年 CAGR 为 15.6%。此外，公司订阅收入留存率及订阅客户留存率两项关键数据均表现出色。其中，KA 企业客户的订阅收入留存率已连续三年超过 100%，SMB 客户的订阅收入留存率近 90%；订阅客户留存率连续三个半年度持续改善，印证了 AI 与公司产品的有机结合及借由产品对客户的充分赋能，在具有挑战的经济环境下，不断提升客户价值和粘性。

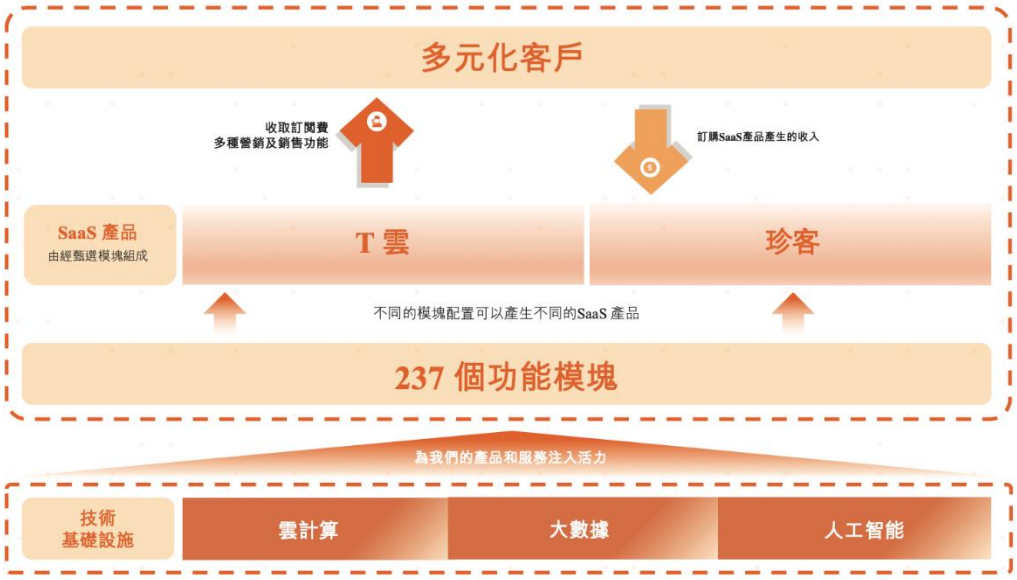
图表37：公司 AI+SaaS 业务用户数量以及每用户月均收入



资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院

基于 Marketingforce 平台打造营销+销售 SaaS 业务，打造以营销、销售云为核心的“六朵云”产品矩阵。公司于 Marketingforce 平台上建立及营运 SaaS 业务，包括技术基础设施、功能模块层及 SaaS 产品。公司于 2013 年开启 Marketingforce 平台建设，将技术基建、数据中台及 SaaS 产品相互紧密整合，有效提升 SaaS 产品开发、迭代以及定制效率。目前，公司以“六朵云”为产品矩阵。聚焦营销云及销售云，交叉辅助以分析云、商业云、智能云及组织云 DHR 产品，为企业数字化转型提供一站式解决方案。对于用户而言，在 Marketingforce 平台的支持下，可以通过单一的账号方便地监控、管理和操作所有的 SaaS 产品，整合不同产品的数据并产生有价值的洞察。

图表38：迈富时 Marketingforce 平台



资料来源：公司招股书，长城证券产业金融研究院

图表39：公司六朵云产品矩阵

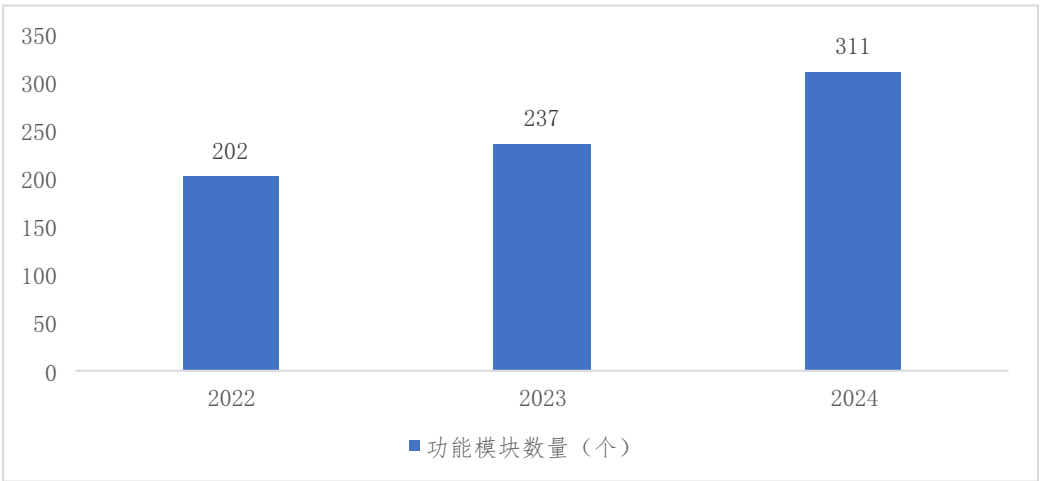
分类	产品	具体功能
营销云	T 云	可以帮助用户轻松获取线索，高效开展营销，具体功能包括（1）平台智能搭建（2）内容智能生成（3）内容智能分发（4）数据分析与洞察
	T 云外贸版	是基于 AI、SaaS 技术构建的一站式海外智能营销平台，提供营销全链条、全场景工具化服务，实现营销全链路闭环，助力企业迅速打开海外市场，降本增效，使企业业务实现飞速增长
	GMA 增长营销平台	基于用户行为洞察客户信息，可视化搭建自动营销流程，实现目标人群精准触达，提升运营效率和核心指标，让企业拥有持续增长核心驱动力
	VOC 客户之声	强大的社媒监测和分析能力，帮助品牌完成客户社媒平台发帖监测、负面舆情识别与预警、投流与营销活动追踪与效果评估、新品研发信息支持与客户反馈追踪、竞品的对比分析等
销售云	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，有效帮助客户精准触达客户、提升销售服务水平、并增加用户复购
	客户数据平台 CDP	打通全域数据构建 360° 企业用户画像，以助力客户业务增长为核心，打造智能营销体系，加快数字化转型
	珍客 CRM	提供企业销售数字化转型的综合解决方案，提升客户洞察能力，优化客户销售环节，重塑业务流程
	臻推宝	为企业提供 360° 全景展示、全员智能推广、有效获客转化、销售分析管理等系统。通过营销自动化智能构建销售流程，助力 To B 企业获取精准

		销售线索，多维度提升拓客效率，加速客户成交
商业云	智能体商城	打通全域店铺，包含微信小店、抖音店铺、天猫店铺、京东店铺等，帮助商家一站式管理多渠道的商品、订单、营销、物流、售后
	T-Shop 智慧门店	有效整合线上与线下门店的资源、打破传统门店的边界，实现线上线下销售与服务全流程的无缝连接
	T-Shop 会员中心	全渠道线上线下会员管理平台，让客户更高效的管理所有销售渠道会员的等级、权益、积分等会员体系相关能力
分析云	智能可视化 BI	支持千亿级数据、亚秒级查询的计算查询性能；帮助客户自动生成图表、进行自然语言交互，让客户轻松的洞察数据价值
智能云	智能云服务平台	通过结合分析式 AI 和生成式 AI 技术，不仅为企业提供深度数据分析和预测模型，还能自动生成高效的营销内容和策略，助力企业实现精准营销和客户关系管理，优化客户互动体验，提升转化率与市场竞争力
	T-Talk 智能客服	支持接入官网、APP、商铺、宝盟、云引擎商铺等站点网页集成链接可任意嫁接；机器人客服随时响应，寒暄沟通无缝衔接
	臻文	为用户提供更新快、覆盖全、质量高的原创文章内容和辅助创作平台
	臻图	一站式为企业提供智能生成、内容创作、全员营销、效果追踪和商业洞察的智能营销设计云平台，助力企业高效设计、高频营销、深度转化
	臻视	全能易用的短视频创作推广工具：创意引擎，智能编辑，打造企业专属的短视频
组织云	德人才	人才测评系统，一站式人才解决方案服务，包含 PC 网页端和企业微信移动端
	德学堂	企业培训与个人成长发展智能平台，覆盖线上线下、对内对外全培训场景，赋能企业数字化变革
	德招聘	构建数智化招聘组织，助力企业全流程缩短一半招聘周期

资料来源：迈富时官网，长城证券产业金融研究院

产品能力持续提升，模块数量维持增长且融入 AI 功能。截至 2024 年底，公司功能模块数量为 311 个，较 2023 年底的 237 个增长 74 个。此外，公司通过将大模型深度融入一站式营销及销售平台，打造具备智能营销中枢、流程自动化引擎、场景感知矩阵等多重核心能力的下一代 AI+SaaS 解决方案，实现从功能交付向价值交付的再升级。公司给超过 90%的客户提供的产品均包含 AI 模块，产品能力持续升级。

图表 40：迈富时功能模块数量维持增长

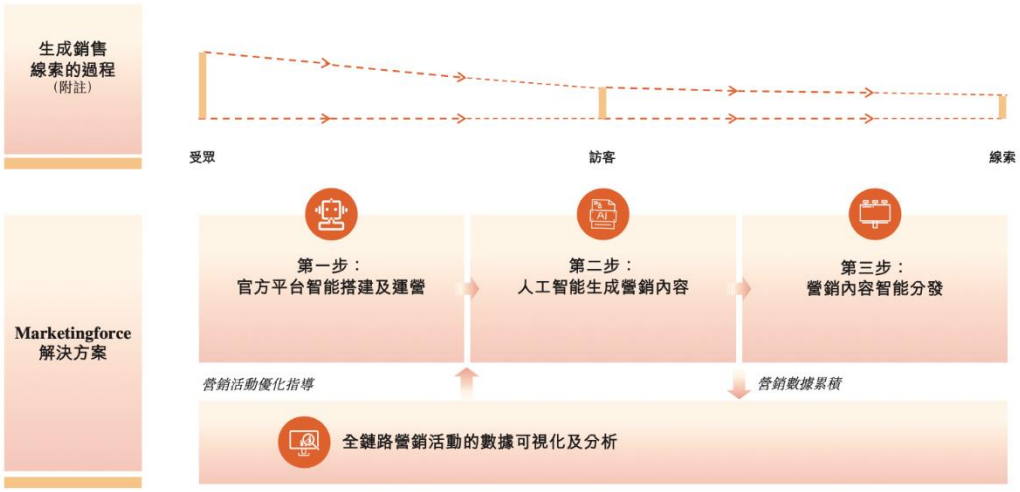


资料来源：公司招股书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院

3.1 T 云：营销 SaaS 产品，主要服务公司 SMB 客户

T 云为公司 SMB 客户营销 SaaS 产品，对标 HubSpot 旗下产品。T 云为公司标志性的营销 SaaS 产品，满足用户对智能营销的各种需求，基于用户使用模块数量进行收费，主要面向的用户为中腰部 toB 客户，主要解决企业获客难的问题。用户可以为不同的产品、服务、销售人员订阅多个用户账户，每个账户都有特定的营销策略和内容，以获得更好的效果。T 云主要版本的年订阅价格在 1.98 万元至 12.8 万元之间，根据功能数量和服务容量的不同而定。T 云主要对标海外公司 HubSpot，帮助中小企业解决获客难题。

图表 41：迈富时 T 云工作流程



资料来源：公司招股书，长城证券产业金融研究院（条形图的高度显示公司的 SaaS 产品在整个营销流程相关步骤中针对的潜在客户人数，其中收窄范围表示筛选出更具针对性的线索）

客户范围广泛，针对 B2B 企业需求在对应数字媒体进行广告投放。T 云为来自不同行业背景的广泛客户提供服务，他们需要通过智能生成的营销内容持续吸引高质量线索。T 云主要客户为以企业或高价值个人为客户的 B2B 企业，主要来自机械制造、化工及专业服务行业，以上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，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重复购买。

图表 42：公司 T 云合作客户

资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

针对 B2B 企业需求，T 云可在主流数字媒体平台（短视频、微博、微信等）以及各种长尾 B2B 网站为客户提供营销 SaaS 服务。针对此类企业的具体需求，T 云可在各种长尾 B2B 网站上（如首商网及搜了网等 B2B 电商网站）高效分发营销内容，而企业通常会在该等平台上寻求潜在的合作机会。公司凭借集中采购流量的规模化优势降低流量成本，

有助于 B2B 企业持续有效地与潜在客户建立联系，提高其营销开支的回报。此外，T 云亦允许客户通过本身的账户于社交媒体平台及短视频平台高效地生成及发布优质内容，其依赖该等平台的推荐算法以自动将该等内容推送予潜在感兴趣的受众。因此，客户可有效吸引访客并与访客互动，以建立业务关系，而无需购买流量以改善营销结果。此外，T 云的客户亦可于其私域流量领域（例如通过微信账户）制作并发布内容，以与其现有联系人互动，以探索新销售机会或维持业务关系。

图表43：公司 T 云短视频渠道运营产品视频魔方

资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

推出 Tforce 营销领域大模型，通过多模态 AI 能力进一步提升用户体验。公司 2024 年 5 月推出 Tforce 营销领域大模型面世，并成功融入 T 云系列等产品线。该模型利用文生文智能创作技术，自动生成不同媒体风格与品牌个性化的产品介绍及宣传文章，显著提升文案创意性和传播率。具体而言，T 云拥有三个人工智能生成内容模块：

- **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：**一款智能图像创建工具，提供丰富的不同主题和风格的自行设计模板，以及用户可轻松定制图像的编辑工具。其为用户提供一站式营销图像生成，涵盖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。考虑到用户对各种场景的不同营销需求，臻图进一步针对特定行业、营销场景和时机进行定制化呈现。
- **臻视：**一款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，以及智慧生成配音和字幕等实用功能，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。

整体来看，公司通过 AI 生成高质量营销内容，覆盖四大流量生态，利用平台搜索和推荐逻辑，获取免费流量，同时收集商机线索，促进营销获客转化率。

图表44：T 云通过人工智能生成营销内容

资料来源：公司招股书，长城证券产业金融研究院

图表45：T云智能营销内容分发功能界面

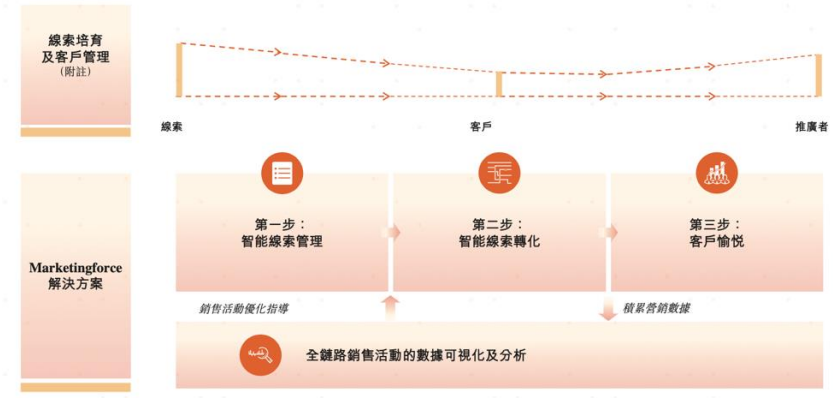
资料来源：公司招股书，长城证券产业金融研究院

3.2 珍客：销售 SaaS 产品，面向 KA 客户打造营销-销售闭环

珍客为公司销售 SaaS 产品，目标为推动大型企业存量客户的精细化运营。珍客可以结合主流社交平台实现综合客户关系管理和数据分析，包括企业微信等主流社交平台，该联系允许用户方便地将销售线索的联系方式及其他信息从相关社交平台传输至珍客，从而提供以下五大功能：管理客户信息、与客户互动、提供客户服务、开展线上客户活动及进行客户数据分析。因此，珍客为通过社交平台与客户建立联系但需要提高销售效率的各行业用户赋能。此外，该产品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。公司目前通过珍客产品持续拓展大型企业客户市场，赋能品牌大客户实现全渠道客户资产运营，基于底层 AI 大脑，针对存量客户进行千人千面维护，增加 B2B 及 B2C 客户客单价及粘性、提升客户复购率。

珍客拥有标准版/专业版，客户可按需选择不同版本购买。珍客具备功能模块、客户关系管理相关功能模块及辅助模块，从而为不同业务规模及销售队伍的用户的整个销售流程赋能。根据模块配备不同，珍客氛围标准版及专业版，其中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，满足客户的个性化需求。公司为珍客提供多个标准版本，以实现完整的销售线索管理及转换流程；存在个性化选择的部分用户，可以透过购买额外的功能模块来灵活客制化订阅，并将其添加至现有的产品中。企业倚赖珍客提供的全面功能（而非内含的个别功能模块）解决销售活动管理过程中的痛点。

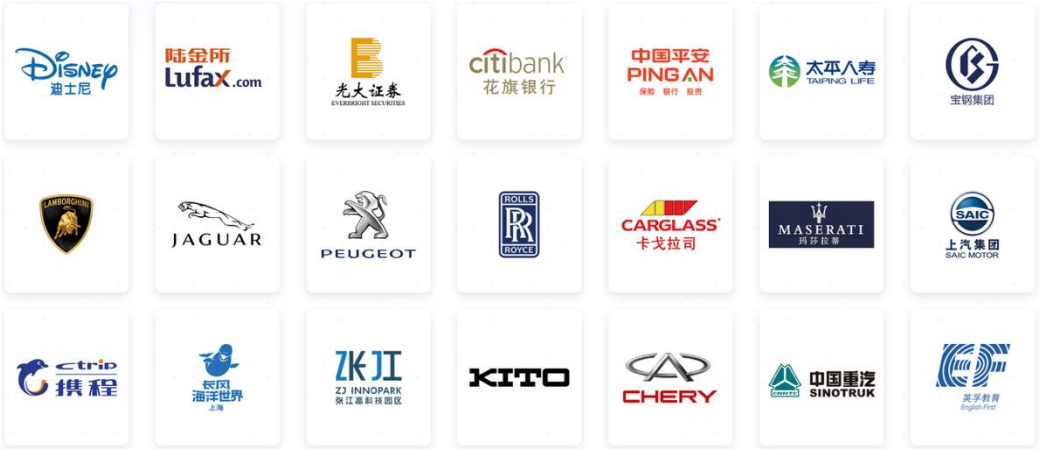
图表46：标准版珍客工作流程



资料来源：公司招股书，长城证券产业金融研究院（条形图的高度显示在整个销售流程相关步骤中线索、已转化线索、续订及转介线索的数量）

用户主要覆盖汽车、零售等行业，通过社交裂变等方式解决行业销售痛点。珍客为急需提高销售管理及客户运营效率的广泛用户提供服务。珍客的一般目标用户拥有庞大的销售团队，需要对销售人员进行更系统的管理及赋能。由于潜在及现有客户群庞大，公司珍客用户亦需要 AI 工具进行频繁的日常沟通及关系管理，主要用户所在行业包括零售、汽车及信息技术等。

图表47：公司珍客合作用户



资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

凭借对企业在销售过程中的痛点及需求的深刻了解，公司打造独特营销及销售方法。公司凭借自身对企业在销售过程中的痛点及需求的深刻了解，打造独特产品模式：即从 Marketingforce 平台中选择各种功能模块来提供社交营销及私域销售方法。该等模块涵盖了销售活动的四个主要阶段：

（1）**用户首先使用珍客的智能销售线索管理工具管理销售线索，分析销售线索并将其分配给负责的销售人员。**具体而言，珍客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分享的资料（包括搜索、点击、查看和分享）协助用户建立画像库。其随后创建一组潜在客户的特征标签，并且不时就各客户更新有关标签，以使客户分析可随著累积数据增长而自动细化。因此，用户可通过分析这些标签的组成增进对客户群的了解，并通过个人电脑端或手机跟进。此外，客户分配方面，珍客帮助用户自动化销售活动管理过程，能够简化客户资料的管理，将线索分配给各销售人员并加强销售团队内部的合作。珍客通过降低不同销售人员争取相同潜在订单及重复跟进的可能性，提高销售团队的整体效率。

图表48：珍客客户分配界面

资料来源：公司招股书，长城证券产业金融研究院

（2） **珍客帮助用户接触客户，为销售活动创建各种营销内容，并开展销售活动。**珍客可以通过 AI 技术帮助其用户创建及精准分发内容给目标客户、标准化客户服务程序及管理日常客户服务和活动。销售过程中，珍客依托其话术库及素材库，为销售人员制定内容策略。这些功能提升了销售团队的专业性，令用户可轻易跟进活跃客户的行为并识别他们的购买意向。

图表49：珍客客户标准操作程序（SOP）界面

资料来源：公司招股书，长城证券产业金融研究院

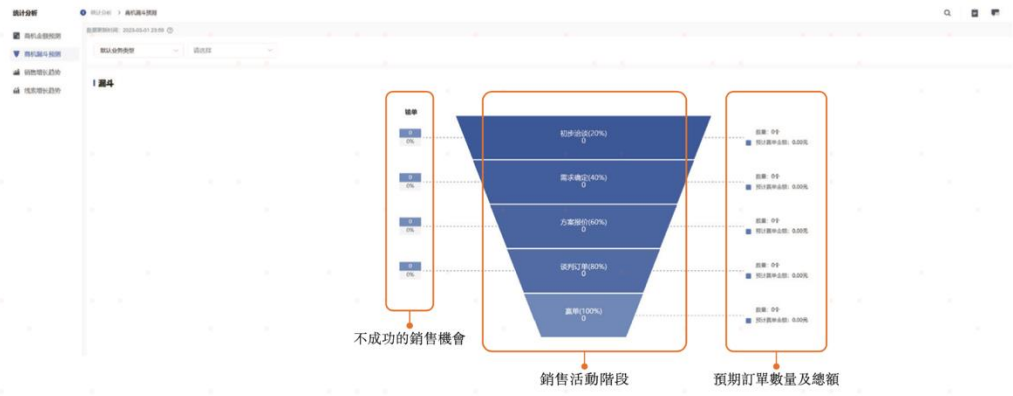
（3） **首次购买后的用户，可通过珍客的会员管理系统、社交裂变营销活动等进一步管理客户关系，提升客户满意度。**社交裂变方面，珍客提供社交裂变营销工具，旨在帮助用户快速扩大客户群，并提高重复购买的机率。在典型的裂变行销活动中，用户可以制定规则，鼓励客户与其联络人分享线上奖品轮盘及促销海报等互动元素，包括有关其产品或服务的资料。然后，用户激励现有或潜在客户引入新的参与者，并为达到目标的人提供奖励（例如分享次数），从而帮助客户与更多潜在消费者互动，追踪推荐关系和购买历史，扩大客户群。客户管理方面，珍客帮助用户吸引客户成为会员，持续刺激其再度购买的意愿，并加强客户的品牌黏性及忠诚度。会员计划包括管理会员等级及各种奖励及任务的积分折扣计划。用户可建立其自身的会员积分兑换规则，使会员可使用积分兑换产品及购买服务。用户可进一步根据会员累积的积分划分不同会员等级、设定升级条件并为不同等级的会员规划专属营销活动。珍客包含自动会员升级及降级功能，取代人工操作并大幅提升经营效率。

图表50：珍客社交裂变营销功能界面

资料来源：公司招股书，长城证券产业金融研究院

（4） 整个销售流程由销售数据可视化及分析工具支持，允许用户改进销售流程并优化策略及内容。珍客使用户能够密切监控整个销售活动过程中的每个关键步骤并获得指导。例如，用户可以跟踪及分析他们与潜在客户之间的互动，比较有关互动的获客效果，并获得实用的改进技巧。有关分析能力使用户能够在销售过程管理中实施质量控制。此外，珍客在销售活动的各个阶段中提供可视化的转化数据。它展示可视化的转换数据，单独统计公域及私域每个平台的潜在客户及增长趋势。这些数据有助用户更有效地定位各阶段的商机及潜在客户，快速识别客户当前的销售状况，发现缺失销售线索并进行针对性的跟进。该模块使用户能够以高效的方式制定销售决策及销售计划。

图表51：珍客可视化分析界面



资料来源：公司招股书，长城证券产业金融研究院

专业版可为客户额外量身定制模块，同时可以连接企业自身销售推广平台。珍客专业版可以通过组合合适的功能模块进行客制化，包括内容生成、销售自动化、客户管理及增值服务等，以达到客户期望的结果。此外，珍客可以连接企业自身的销售推广平台（如企业官方网站、网店、企业应用程序、线下门店及批发商平台、企业邮件及 SMS 平台等），帮助企业突破跨平台传输数据的障碍。根据行业特点及企业需求，产品可协助用户设置个性化的数据标签及处理规则，以进一步对客户数据进行自动化分类。在已标记好及分类好的客户数据的基础上，产品还可帮助销售人员创建个性化的营销计划及标准操作程序，配合公司其他产品实现营销及销售自动化与标准化。通过个性化及精确的营销及销售 SaaS 解决方案，销售人员可实现高效的客户管理及客户沟通，以进一步挖掘现有及潜在客户价值。收费方面，（1）客户资源管理功能通常按需要管理的信息量收费；（2）销售转换及推广功能通常按所分发或交付的营销内容的使用收费；（3）资源存储及管理功能通常按账户数量及存储空间计算。

图表52：珍客专业版界面

资料来源：公司招股书，长城证券产业金融研究院

升级珍岛 PaaS 中台，产品力持续提升带动下收入留存率维持高位。公司于 2024 年 10 月升级珍岛 PaaS 中台，在保留原有对象模型、事件模型、规则引擎、流程引擎的基础上，增加集成能力、产品和应用管理能力、自定义扩展能力、版本管理与沙箱环境能力，并集成基于大模型的智能问数能力，为开发者提供更为强大的支持。同时，依托升级后的 PaaS 中台，升级珍客 CRM 产品，并引入基于大模型的 AI 销售助手，显著提升产品的交付速度与成本效益。受此带动，公司 2024 年 KA 客户收入中 80.9%为经常性收入，订阅收入留存率连续三年超过 100%，标志着公司收入结构具有高可持续性与可拓展性。

3.3 推出 AI-Agentforce 智能体中台，打造第二增长曲线

公司发布 AI-Agentforce 智能体中台，打造营销智能体。自发布 Tforce 营销大模型之后，公司进一步推出了 AI-Agentforce 智能体中台，涵盖了营销智能体、销售智能体、经营决策智能体以及搜索智能体等多款强大的产品与服务，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，已广泛应用于金融保险、招商、消费与零售、汽车、人力资源、教育、医疗大健康等多行业，助力企业实现数智化升级。根据 Gartner 最新报告，到 2025 年，超过 50%的企业将采用智能体技术优化业务流程，2028 年，至少 15%的日常工作决策将由 AI Agent 完成。为了进一步提升智能体中台的核心能力，Marketingforce 全面接入 DeepSeek-V3 和 DeepSeek-R1，将其强大的通用智能与推理能力融合至 AI-Agentforce 中台。借助 DeepSeek 的优势，AI-Agentforce 能够更精准地理解客户需求，优化算法模型，为企业提供更具创新性和竞争力的行业级解决方案。

图表 53：AI-Agentforce 智能体平台架构

资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

正式发布智能体一体机产品矩阵，开拓政企智能办公领域客户。迈富时于 2025 年 3 月通过深度集成自主研发的 AI-Agentforce 智能体中台与垂类大模型，将近 50 款垂直场景智能体模块固化于实体终端，打造出既能保障政企数据安全亦能满足办公智能化目标的智能体一体机矩阵，推动政、企数智化转型正式迈入“开箱即用”的新阶段。迈富时与昆山市高新区政府、昆山国际数字创新谷签订迈富时全球智算总部 100 亿项目，计划将全球智算总部落户到苏州昆山，预计未来五年内，将累计实现不低于百亿的产值规模。同时，与中电科技、昆山国际数字创新谷共同签订共享测试中心 20 亿项目。公司表示，未来将以超强算力、丰富的办公智能体中台以及安全可靠的设备管理软件，精准匹配政

府、企业数智化转型和降本增效需求，为客户智能办公和设备安全管理提供高效支撑。

图表54：迈富时推出为政企客户打造的智能一体机产品

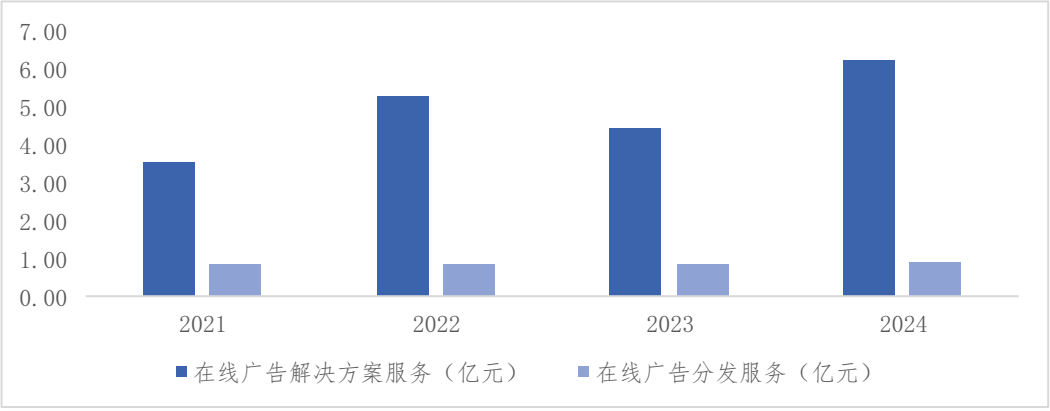
资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

3.4 精准营销业务：维持稳健增长，与 SaaS 业务形成协同效应

公司精准营销服务包括在线广告解决方案服务及在线广告分发服务：

- **在线广告解决方案服务：**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的线上营销解决方案，并将战略重点放在头部媒体平台上。该业务收入按总额基准确认，即扣除提供予广告主的返利后的服务费（主要根据获得的流量收费）。
- **在线广告分发服务：**公司以代理而非委托人身份服务客户，并代表客户通过其各自的广告账户在客户指定的媒体平台上投放广告。公司从媒体合作伙伴处获取流量，为公司的广告客户投放广告。收入按净额基准确认，即由媒体平台提供的返利经扣除提供予广告主的返利后的金额。

图表55：迈富时在线广告解决方案服务及在线广告分发服务收入情况



资料来源：公司招股书，公司2024年财报，长城证券产业金融研究院

图表56：在线广告解决方案业务流程

资料来源：公司招股书，长城证券产业金融研究院

与 SaaS 业务协同效应持续提升，精准营销与 AI+SaaS 业务相互赋能。由于优质流量集中度相对较高，线上流量成本持续上升。因此，随着越来越多的公司意识到营销及销售 SaaS 解决方案对提高线上营销投资回报率的好处，精准营销业务预期与营销及销售 SaaS 解决方案进行更深入的整合。为线上精准营销活动采用营销及销售 SaaS 解决方案的广告主能够更有效地锁定潜在客户，从而鼓励增加在线上营销的投资。公司于 2021-2023 年分别有 185 名、253 名、305 名客户于同年采购 SaaS 产品及精准营销服务，分别占同年 SaaS 用户总数的 0.8%、1.1%及 1.2%以及广告客户总数的 21.9%、25.4%及 29.3%，来自这些客户的 SaaS 业务收入分别为 0.39 亿元、0.36 亿元及 0.66 亿元，占同年 SaaS 业务收入的 9.0%、6.8%及 9.4%。

4.盈利预测及投资建议

收入端：我们预计 2025-2027 年公司将实现营收 23.58/30.27/37.18 亿元，同比增长 51.29%/28.35%/22.83%。分业务来看：

- **AI+SaaS：**公司 2024 年客户订阅收入留存率以及订阅客户留存率均维持高位，其中 SMB 及 KA 客户订阅收入留存率分别为 88%/124%，订阅客户留存率分别为 73%/95%。2025 年作为 AI Agent 商业化元年，公司正全力开拓 Agent 业务，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，我们预计随公司 AI Agent 产品逐步完善，公司有望持续提升用户体验，带动客单价以及客户订阅收入留存率的提升。此外，我们预计公司将扩充直销人员数量以及提升销售人员人效，同时拓展经销团队规模，进而推动客户数量增长。综上，我们预计 AI+SaaS 业务 2025-2027 年有望实现营业收入 12.13/15.81/19.72 亿元，同比增长 44.1%/30.3%/24.7%。
- **智能一体机：**公司于 2025 年 3 月推出面向政企的智能体一体机，集成超 40 个政企版智能体、AI-Agentforce 智能体中台及管理软件，采用“终端即服务”模式，企业部署设备即可获得完整解决方案，在降低使用门槛的同时保障数据安全，实现模型持续进化。根据亿欧智库，预计 2025 年央国企一体机市场规模有望达 1236 亿元。目前公司已与昆山市达成合作，我们预计公司 2025-2027 年智能一体机业务有望实现收入 2.13/2.78/3.45 亿元。
- **精准营销业务：**公司精准营销以及 AI+SaaS 业务协同效应逐步显现，公司与头部互联网厂商拥有良好的合作关系，且互联网广告为目前商家主要拓客渠道。我们预计该业务收入有望维持较高增速，2025-2027 年实现营业收入 9.32/11.68/14.01 亿元，同比增长 30.1%/25.3%/19.9%。

图表 57：迈富时分业务营业收入预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
AI+SaaS 收入（亿元）	7.02	8.42	12.13	15.81	19.72
同比增速（%）	32.6%	19.9%	44.1%	30.3%	24.7%
智能一体机收入（亿元）	-	-	2.13	2.78	3.45
同比增速（%）	-	-	-	30.5%	24.1%
精准营销收入（亿元）	5.30	7.16	9.32	11.68	14.01
同比增速（%）	-13.6%	35.3%	30.1%	25.3%	19.9%
营业总收入（亿元）	12.32	15.59	23.58	30.26	37.17
同比增速（%）	7.8%	26.5%	51.3%	28.4%	22.8%

资料来源：公司招股书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院预测

毛利率：公司 2024 年毛利率环比下降 4.3pct 至 53.0%，主要因精准营销业务收入占比上升，此外 AI+SaaS 业务以及精准营销业务毛利率均有所下降，主要因（1）AI 相关收入毛利率低于传统 SaaS/PaaS 业务；（2）精准营销业务中在线广告解决方案服务收入占比上升，该业务已全额法计收入，毛利率低于在线广告分发服务。向后展望，我们认为（1）AI+SaaS 业务毛利率仍将维持下降趋势，主要因 AI Agent 业务尚处于投入期，早期缺乏规模效应，对应毛利率低于传统 SaaS 业务，后续随公司 Agent 产品打磨完善以

及规模效应逐步显现，毛利率将企稳回升，我们预计 2025-2027 年 AI+SaaS 业务毛利率为 84.3%/83.7%/84.0%；（2）智能一体机为软硬一体化产品，毛利率低于公司 SaaS 业务，我们预计该业务未来毛利率有望维持在 40%左右；（3）精准营销：我们预计在线广告解决方案服务收入占比或将维持上升趋势，预计 2025-2027 年精准营销业务毛利率分别为 12.2%/9.3%/8.4%。综上，我们预计公司 2025-2027 年整体毛利率为 51.8%/51.0%/51.4%。

图表58：迈富时分业务毛利率预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
AI+SaaS	87.7%	86.3%	84.3%	83.7%	84.0%
智能一体机	-	-	40.0%	40.0%	40.0%
精准营销	17.0%	13.9%	12.2%	9.3%	8.4%
整体毛利率	57.3%	53.0%	51.8%	51.0%	51.4%

资料来源：公司招股书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院预测

期间费用：我们预计公司将针对 AI Agent 业务进行研发投入，招聘算法工程师，对应 2025 年研发费用率或将有所上涨。此外，公司将拓展直销以及经销团队规模，但随销售人员人效持续提升，我们预计公司销售费用率将维持稳中有降趋势。综上，我们预计公司 2025-2027 年销售费用率为 21.0%/19.6%/19.5%，管理费用率为 15.5%/14.3%/12.9%，研发费用率为 17.7%/16.7%/15.6%。

图表59：迈富时各项期间费用率预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	26.5%	21.0%	21.0%	19.6%	19.5%
管理费用率	16.5%	17.0%	15.5%	14.3%	12.9%
研发费用率	17.0%	15.8%	17.7%	16.7%	15.6%

资料来源：公司招股书，公司 2024 年财报，长城证券产业金融研究院预测

综上，我们预计公司 2025-2027 年将实现营业收入 23.58/30.26/37.17 亿元；经调整归母净利润 1.02/2.14/3.05 亿元，当前股价对应 PS 为 4.46/3.47/2.83 倍。公司 AI+SaaS 产品矩阵丰富，为国内领先的营销及销售 SaaS 公司，AI Agent 打开公司第二增长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

5.风险提示

宏观经济复苏不及预期：公司所处广告营销行业，广告主投入意愿与宏观经济相关性较强，若宏观经济复苏不及预期，或将影响广告主广告投放意愿；

行业竞争加剧：若销售及营销 SaaS、AI Agent 领域竞争加剧，或将影响公司客单价以及销售费用，进而对公司盈利能力产生影响；

AI Agent 商业化不及预期：若公司 AI Agent 产品商业化进展不及预期，或将影响公司 SaaS 业务收入增长以及 AI+SaaS 业务盈利能力；

AI 技术发展不及预期：若公司 AI 产品后续迭代进展不及预期导致产品能力弱于竞争对手，或对公司 AI+SaaS 业务市占率产生负面影响。

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,072	2,911	3,104	3,445	3,849
现金	159	792	952	1,164	1,475
应收票据及应收账款	113	144	195	225	257
预付账款	1,677	1,664	1,680	1,700	1,680
其他流动资产	125	312	277	356	437
非流动资产	230	141	170	195	215
固定资产	93	53	53	60	72
无形资产	118	72	60	48	36
其他非流动资产	19	16	56	86	106
资产总计	2,303	3,053	3,274	3,639	4,064
流动负债	3,104	2,278	2,443	2,652	2,832
短期借款	620	1,023	1,023	1,023	1,023
应付票据及应付账款	51	75	104	136	165
其他流动负债	2,433	1,180	1,317	1,494	1,644
非流动负债	159	117	117	117	117
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	159	117	117	117	117
负债合计	3,264	2,395	2,560	2,769	2,948
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	-961	658	714	870	1,116
负债和股东权益	2,303	3,053	3,274	3,639	4,064

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-122	138	143	163	256
净利润	-169	-877	56	156	246
折旧摊销	99	72	22	25	30
财务费用	35	39	11	16	14
其他经营现金流	-86	903	54	-34	-34
投资活动现金流	-66	-143	28	65	69
资本支出	-1157	-53	-50	-50	-50
其他投资现金流	1091	-90	78	115	119
筹资活动现金流	122	655	-11	-16	-14
短期借款	207	403	0	0	0
其他筹资现金流	-85	253	-11	-16	-14
现金净增加额	-66	651	160	212	311

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,232	1,559	2,358	3,026	3,717
营业成本	526	733	1,137	1,484	1,806
销售费用	327	327	495	592	726
研发及管理费用	414	510	737	894	1,046
财务费用	35	39	11	16	14
营业利润	-70	-65	16	116	206
营业外收入	-99	-812	40	40	40
利润总额	-169	-877	56	156	246
所得税	0	0	0	0	0
净利润	-169	-877	56	156	246
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-169	-877	56	156	246
经调整归母净利润	-28	79	102	214	305
EPS（元/股）	-0.66	-3.42	0.22	0.61	0.96

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入（%）	7.82	26.50	51.29	28.35	22.83
归属母公司净利润（%）	21.70	-417.28	106.38	179.71	57.14
获利能力					
毛利率（%）	57.31	52.98	51.80	50.97	51.43
净利率（%）	-13.75	-56.25	2.37	5.17	6.61
ROE（%）	17.64	-133.21	7.83	17.96	22.01
ROIC（%）	7.56	6.79	-1.02	5.57	13.62
偿债能力					
资产负债率（%）	141.72	78.44	78.19	76.08	72.54
净负债比率（%）	-48.02	35.04	9.91	-16.24	-40.52
流动比率	0.67	1.28	1.27	1.30	1.36
速动比率	0.63	1.14	1.16	1.16	1.20
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.51	0.72	0.83	0.91
应收账款周转率	10.94	10.85	12.08	13.46	14.48
应付账款周转率	10.32	9.76	10.94	10.76	10.53
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	-0.66	-3.42	0.22	0.61	0.96
每股经营现金流（最新摊薄）	-0.47	0.54	0.56	0.63	1.00
每股净资产（最新摊薄）	-3.75	2.57	2.79	3.40	4.35
估值比率					
P/E	-62.0	-12.0	187.9	67.2	42.8
P/B	-10.9	16.0	14.7	12.1	9.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层

邮编：100031

传真：86-10-88366686

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES