

AI 推动 SaaS 与营销业务协同发展，迈富时释放成长潜力

公司评级：买入（首次覆盖）

核心要点：

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	36.10	47.7	-47.1
绝对收益	42.3	56.0	-31.6

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：王文瑞

证书编号：S0500523010001

Tel: (8621) 50293694

Email: wangwr2@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼湘财证券研究所

AI+SaaS 战略驱动迈富时平台化、一体化发展路径，全面提升企业竞争优势

迈富时是中国领先的营销与销售 SaaS 服务商，2024 年 AI+SaaS 业务收入达 8.42 亿元，占公司营收的 54%，服务客户超 26,600 户，ARPU 提升至 3,848 元/月。公司依托自研 Marketingforce 平台与 311 个模块化功能，打造 T 云与珍客两大标志性产品，覆盖中小企业与大型客户，构建从营销获客到销售转化的智能化闭环。2025 年推出 AI-Agent 中台与智能一体机，推动产品从“工具型 SaaS”向“智能助手”升级，增强粘性 with 商业化能力。

根据弗若斯特沙利文数据，中国营销 SaaS 市场 2024 年规模达 356 亿元，预计 2027 年增长至 745 亿元，2022-2027 年 CAGR 达 29.3%，渗透率仍远低于企业级 SaaS 平均水平，成长空间广阔。公司客户结构优质，2024 年大型客户经常性收入占比达 80.9%，已落地多行业龙头客户，具备强落地力与扩展潜力。在 AI 加速赋能、企业营销数智化升级背景下，迈富时有望成为中国 SaaS 行业中最具成长性的智能化平台型厂商。

技术驱动、闭环服务、构筑迈富时精准营销业务差异化优势

公司精准营销业务依托优质媒体资源整合能力、强大的广告创意与数据优化能力，以及与自研营销 SaaS 的深度协同，构建了全链路、智能化、平台化的一站式精准营销服务体系。2024 年该业务收入达 7.16 亿元，占公司营收的 46%。在中国万亿级、年复合增长 11% 的精准营销市场中，公司通过创意制作、数据优化和 SaaS 工具融合，帮助广告主实现从流量获取到转化的全流程效率提升，显著提高 ROI。区别于传统广告代理商，迈富时具备以数据为核心的技术壁垒、平台化产品能力与客户粘性强的服务闭环，竞争优势突出，在行业集中度仍低、供给端分散背景下，有望持续提升市占率与盈利能力。

投资建议

2025 受益于公司 KA 客户持续增长、叠加 AI 应用进入快速落地期、人工智能一体机实现出货放量，公司 SaaS 业务迎来业绩高速增长期。精准营销业务基于公司多年来的积累，实现平稳增长。我们预计 2025-2027 年公司的归母净利润为 2.05 百万元/113.42 百万元/325.35 百万元，归母净利润增速分别为 100.23%/5445.3%/186.85%；2025-2027 年公司的 EPS 分别为 0.01 元/0.44 元/1.27 元。对应 2025 年 7 月 21 日的收盘价 59.2 元，公司 2025 年-2027 年的 PE 分别为 7417.46 倍/133.76 倍/46.63 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

□ 风险提示

- (1) 公司 KA 客户市场拓展不及预期，导致公司营收增速不及预期。
- (2) 公司人工智能一体机新品出货量不及预期。
- (3) 公司上游媒体平台的广告流量采购成本增长幅度超预期；公司 SaaS 上游成本增幅超预期。若假设 2025 年公司营业总成本增长 1%，则公司归母净利润率由 0.09% 下滑至 -0.39%，下滑 0.48pct。

财务预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1558.59	2225.23	2848.92	3543.30
同比	26.50%	42.77%	28.03%	24.37%
归母净利润	-876.67	2.05	113.42	325.35
同比	-417.28%	100.23%	5445.30%	186.85%
毛利率	52.98%	51.57%	51.80%	53.18%
ROE	-133.21%	0.31%	14.66%	29.61%
每股收益（元）	-3.42	0.01	0.44	1.27
PE	-17.31	7417.46	133.76	46.63
EV/EBITDA	-0.83	95.60	8.00	2.30

资料来源：同花顺、湘财证券研究所

正文目录

1	国内营销与销售 SaaS 市场的领军企业.....	4
2	SaaS+精准营销双轮驱动，迈富时构建营销闭环生态	5
2.1	AI+SaaS 战略构建迈富时平台化、一体化发展路径	5
2.2	智能化与系统化能力构筑竞争壁垒，驱动公司精准营销升级.....	11
3	公司业绩分析	15
4	盈利预期与估值	21
5	风险提示	22

图表目录

图 1 公司产品与服务简介.....	4
图 2 公司发展路径.....	5
图 3 营销 SaaS 产业链.....	5
图 4 迈富时-AI agent 智能体中台	8
图 5 中国营销及销售 SAAS 解决方案市场规模.....	9
图 6 中国与全球 SAAS 渗透率对比.....	9
图 7 精准营销产业链.....	11
图 8 公司媒体平台合作资源.....	12
图 9 中国精准营销市场的市场规模	14
图 10 2019Y-2024Y 迈富时营收	15
图 11 2019Y-2024Y 迈富时毛利率	15
图 12 2019-2024 AI+SaaS 业务营收.....	16
图 13 2019-2024 AI+SaaS 业务毛利率.....	16
图 14 公司 SaaS 业务用户数量.....	16
图 15 公司 SaaS 业务每名用户月平均收入.....	16
图 16 2019-2024 精准营销业务营收.....	18
图 17 2019-2024 精准营销业务毛利率.....	18
图 18 2019-2024 精准营销业务客户数目.....	18
图 19 2023&2024 精准营销业务每广告客户平均收入.....	18
图 20 公司经营活动产生的现金流量净额	19
图 21 公司销售费用率.....	20
图 22 公司管理费用率.....	20
图 23 公司研发费用率.....	20
图 24 可转换可赎回优先股的公允价值变动收益/(亏损) (万元)	20
图 25 迈富时年内經調整淨利潤 (万元)	21
表 1 T 云 VS 珍客产品.....	7
表 2 在线广告解决方案服务 vs 在线广告分发服务.....	12
表 3 迈富时分业务营收假设.....	22
表 4 财务和估值数据摘要.....	22

1 国内营销与销售 SaaS 市场的领军企业

迈富时公司成立于 2009 年，公司是中国领先的 AI+SaaS 智能营销与销售云平台供应商，公司总部设在上海，全球拥有 20 余家分支机构。根据公司披露的数据显示，2022 年公司已成为国内最大的营销及销售 SaaS 解决方案提供商。

公司以“六朵云体系”（营销云、销售云、商业云、分析云、智能云、组织云）为产品框架。公司在提供数字化全域服务的基础上，融合先进的多模态大模型技术，覆盖智能客服、智能营销决策系统等核心应用，全面助力企业实现从高效获客、需求洞察，到营销自动化管理和商城转化的全链路、全场景智能化运营。公司客户覆盖消费与零售、汽车、金融、教育等多领域。

图 1 公司产品与服务简介



资料来源：迈富时官网、湘财证券研究所

公司成立初期聚焦线上营销服务，与百度、新浪、腾讯等互联网平台建立合作关系，提供精准营销服务。2013 年开启 SaaS 转型，启动 Marketingforce 平台的建设，2015 年标志性产品“T”云正式上线。2015 年至 2019 年公司持续推进产品迭代，丰富了 T 云的功能模块，同时依托公司已有的互联网平台资源进行市场拓展。2021 年公司上线一站式 SaaS 平台“珍客”，加强 CRM 与销售转化闭环能力；同时扩张销售网络。2024 年公司推出了 AI-Agentforce 智能体中台以提升研发及交付效率，AI Agent 深度融合行业经验与大模型能力，全面挖掘客户在营销各阶段的智能应用场景。从策划、准备到执行与管理，帮助企业实现高效获客。在销售环节，通过企业洞察、客户洞察、智能陪练和经营分析等功能，显著提升销售转化率与客户体验。

图 2 公司发展路径

2009	传统营销起步
2011	成立上海凯丽隆，进入精准营销
2013	SaaS 化转型，启动 Marketingforce 平台
2015	T 云上线，SaaS 产品化落地
2017	组合功能上线，平台可视化升级
2018	微信电商&CRM 能力提升
2019	T 云云化重构，数据打通
2020	视频营销功能上线
2021	发布“珍客”销售 SaaS，扩充产品矩阵
2021	设立控股架构，筹备上市
2022	疫情挑战
2023	功能扩容至 237 模块，客户价值回升，全面恢复增长
2024	AI 智能赋能，推出 Tforce 营销大模型
2025	AI 智能赋能，公司推出 AI-Agentforce 智能体中台，智能体一体机

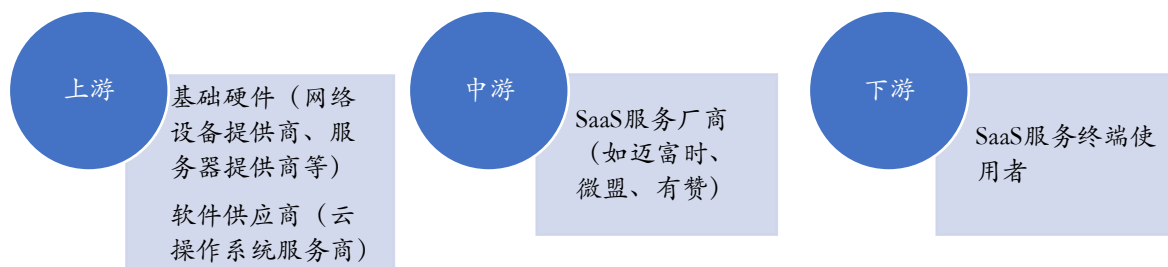
资料来源：wind、湘财证券研究所

2 SaaS+精准营销双轮驱动，迈富时构建营销闭环生态

2.1 AI+SaaS 战略构建迈富时平台化、一体化发展路径

营销 SaaS 是 SaaS 行业的重要组成，是专门为企业提供市场推广、客户获取、销售转化等营销相关功能的软件即服务（SaaS）产品，在 B2B 营销、私域运营和精细化投放中具有重要价值，根据沙利文统计数据显示，2024 年中国营销及销售 SaaS 解决方案的市场规模约为 350 亿元。营销 SaaS 产品通常按月或按年付费，支持企业以数字化、智能化的方式开展营销活动，从而提升获客效率、降低营销成本、提高转化和留存。

图 3 营销 SaaS 产业链



资料来源：头豹网、湘财证券研究所

T 云及珍客为迈富时在 SaaS 领域的标志性产品。根据 wind 数据，2024 年 AI+SaaS 业务营收为 8.42 亿元，占公司总营收的 54%；客户数量已达 26606 户。公司以 Marketingforce 平台为基础框架，衍生出面向不同目标客户、满足不同需求的 SaaS 产品——T 云和珍客。截至 2024 年，迈富时的 AI+SaaS 产品共包含 311 个模块，满足客户的多样化需求，加深公司技术壁垒与市场竞争力。

- Marketingforce 平台是迈富时自主研发的底层技术平台，构成公司各类 SaaS 产品的核心架构。平台具备模块化能力，提供接口、数据、算法、权限等基础支持。所有 SaaS 产品功能均在此平台上配置与集成。
- T 云为一站式营销 SaaS 产品，目标客户为中小企业，可以有效解决中腰部 TOB 企业获客难的问题，为企业提供全链路、全场景、一站式的 AI 营销产品。
- 珍客是一款以社交平台线索整合+客户关系管理+销售转化闭环为核心的一站式 CRM SaaS 平台。珍客目标客户为大型企业客户（KA）市场，覆盖消费零售、汽车、金融、医疗大健康、制造业等行业。为客户提供销售全流程管理。根据公司年报显示，2024 年公司成功引入江铃福特、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，构建起覆盖多行业的标准化解决方案库。

表 1 T 云 VS 珍客产品

项目	T 云	珍客
产品定位	一站式智能营销 SaaS 平台	销售全流程管理
所依托平台	Marketingforce 平台	Marketingforce 平台
核心定位	面向营销流程的解决方案，解决企业在获客方面的难题	面向销售流程的解决方案，赋能企业实现全渠道客户资产运营
目标客户	中小企业（SMB 市场），特别是中腰部 ToB 企业。通过 AI 生成高质量营销内容，帮助中小企业解决获客难的问题，覆盖四大流量生态，实现低成本获客。	大型企业客户（KA 市场），覆盖消费零售、汽车、金融、医疗大健康、制造业等行业。通过「千人千面」的客户维护策略，赋能品牌大客户实现精细化运营
主要服务内容	- 全链路、全场景、一站式 AI 营销产品 - AI 生成高质量营销内容 - 覆盖四大流量生态，获取免费流量 - 收集商机线索，促进营销获客转化率	- 千人千面客户维护 - 提升 B2B 及 B2C 客户客单价及粘性 - 提升客户复购率
典型使用场景	- 多渠道广告投放、小程序运营、营销活动策划、热门话题分发、内容生成	- 社交平台线索导入、客户关系管理、销售进度跟踪、销售队伍协同
技术支持	支持可视化建站、小程序开发、热门话题识别、再营销等智能模块；支持多账户多策略配置	深度集成企业微信等社交平台，具备 AI 客户洞察、销售自动化等功能； 强调数据驱动的闭环转化
产品版本	多版本（可模块化订阅，支持定制）	标准版：涵盖销售 4 阶段 专业版：加配 AI、客户数据分析等模块
客户使用门槛	适合无 IT 背景的营销人员，支持低/无代码操作	同样支持低/无代码，偏向销售管理与 CRM 操作
协同关系	前端营销引流，与珍客打通销售转化流程构建“营销+销售”一体化闭环	后端客户转化与关系深耕，接续 T 云线索流转强化客户生命周期管理，实现转介绍循环

资料来源：wind、迈富时、湘财证券研究所

2025 年是 AI-Agent 商业化元年，迈富时推出了 AI-Agent 智能体中台、面向政府及国企的智能体一体机两大新品。AI-Agent 赋能 SaaS 产品，将传统 SaaS 产品升级为“懂业务、能执行、会学习”的智能助手。迈富时依托 AI-Agent 智能体中台推出实现营销智能体、销售智能体、经营决策智能体、搜索智能体，进一步拉高客户粘性、产品壁垒和公司产品的商业价值。智能一体机旨在为政企客户提供安全可控的智能办公解决方案，实现政企办公效率的全面提升。

截至 2024 年末，公司已通过 AI 技术赋能博士伦、九州岛通、公牛电器、来伊份等重要客户，实现营销、销售、运营等场景的 AI 商业化落地。

图 4 迈富时-AI agent 智能体中台



资料来源：wind、湘财证券研究所

迈富时公司 SaaS 营销服务的收费方式是通过订阅费的形式进行确认，公司根据其服务能力和提供的功能模块向用户收取订阅费用，根据 wind 数据显示 2024 年公司每用户平均月收入已增长至 3848 元。

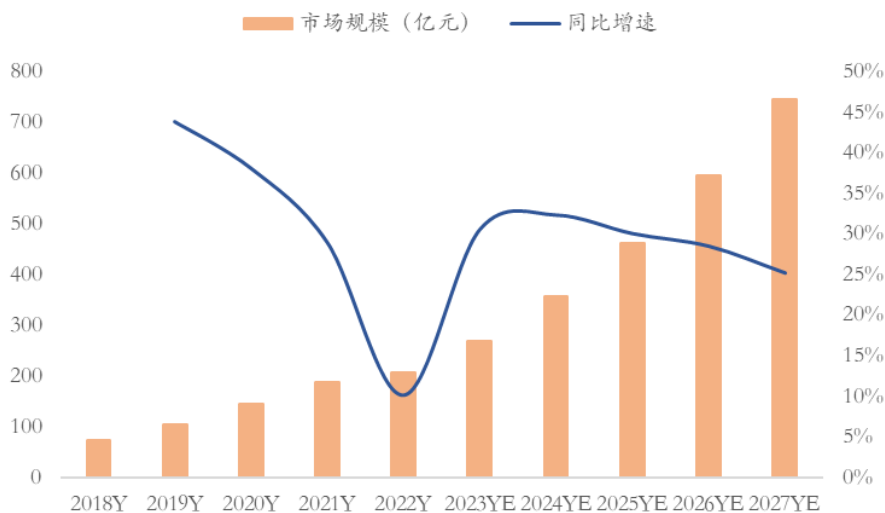
中国营销及销售 SaaS 市场正处在技术快速演进与市场需求快速扩张的交汇期。企业日益重视在客户获取、关系维护、数据分析及销售转化方面的数字化升级。与人力资源管理、供应链优化等后端运营 SaaS 不同，营销 SaaS 直接作用于前端收入增长，在降本增效、提升 ROI（投资回报率）、驱动私域经营等方面展现出强劲价值；企业对其支付意愿更强，解决方案采用率持续提升。

从用户层面看，面对线上流量成本高涨、渠道分散、内容同质化严重等挑战，中国企业迫切需要提升广告投放效率、优化客户关系管理、提升数据利用能力；营销 SaaS 产品在此背景下成为数字化转型的重要抓手，尤其在私域流量运营、内容分发自动化、客户数据分析等场景中广泛应用。根据人力资源和社会保障部及求是网数据，2023 年底国内登记在册的企业数量为 5826.8 万户，2024 年底国内登记在册的企业数量为 6122.6 万户。弗若斯特沙利文预计 2027 年我国登记在册的企业数量有望增长至 72100 万余户。庞大的潜在客户数目，将持续提振营销 SaaS 产品的需求。

根据 wind 及弗若斯特沙利文数据，2022 年中国营销及销售 SaaS 解决方

案的市场规模约为 206 亿元，预计 2024 年增长至 356 亿元，2027 年市场规模增长至 745 亿元。2022 年至 2027 年年均复合增速为 29.3%。

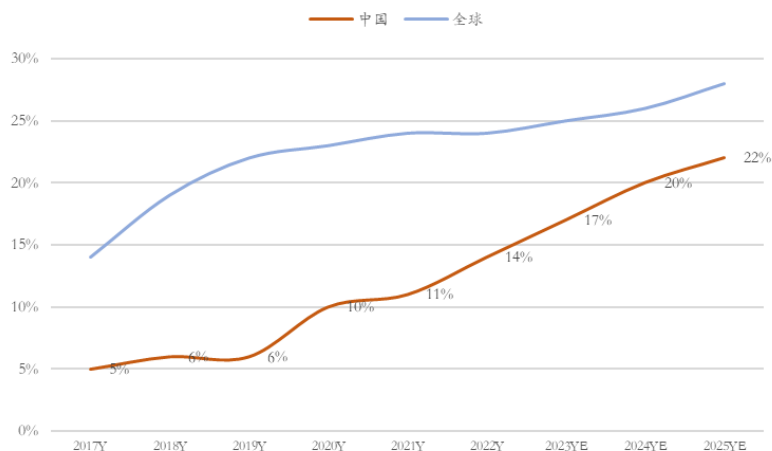
图 5 中国营销及销售 SAAS 解决方案市场规模



资料来源：wind、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

营销及销售 SaaS 产品的市场渗透率远低于企业级 SaaS 产品的平均市场渗透率，市场规模提升空间巨大。根据 36 氪研究院发布的报告《2023 年中国企业级 SaaS 行业发展研究报告》、wind 数据显示，2022 年全球企业级 SaaS 的市场渗透率约为 24%，同期营销及销售 SaaS 市场渗透率仅为 1.3%；预计 2027 年全球营销及销售 SaaS 市场渗透率提升至 1.8%；较企业级 SaaS 的市场渗透率，营销及销售 SaaS 市场渗透率提升空间巨大。

图 6 中国与全球 SAAS 渗透率对比



资料来源：36 氪研究院、湘财证券研究所

根据迈富时上市公告显示，国内营销及销售级 SaaS 市场仍处于快速发展

期，行业格局尚未稳定。2022 年迈富时是中国最大的营销及销售 SaaS 解决方案提供商，市占率仅为 2.6%。CR5 的市占率合计仅为 9.3%。

国内营销及销售级 SaaS 市场的发展趋势较为明确：

- **产品形态从“点工具”向“平台化、一体化”演进。**初期的营销 SaaS 多为满足某一具体功能（如内容创作、客户管理、投放优化）的工具型产品，随着企业需求的全面性提升，市场正转向功能集成、流程协同的一体化平台，例如整合 CRM+CDP+MA+BI 的复合型产品。
- **AI 驱动智能化升级。**AI 在内容生成（AIGC）、投放策略优化、客户标签识别、转化率预测等方面实现落地。未来，AIGC+SaaS 将成为营销行业的新范式，推动产品从“流程工具”转向“智能助理”。
- **本土厂商具备领先优势。**相比海外产品（如 HubSpot、Salesforce 等），本土 SaaS 厂商更适配中国独特的社交生态（如微信生态、小红书、抖音等）与客户需求，具备更快的产品迭代能力与本地服务网络，已成为市场主导者。
- **商业模式：PaaS 化延展与生态构建。**领先厂商正在通过 PaaS 平台提供低代码/无代码开发能力，吸引 ISV（独立软件开发商）合作共建模块生态，以实现客户定制化需求、增强客户黏性，推动形成“平台+生态”闭环。
- **客户结构：大客户带动，高潜中小客户崛起**当前营销 SaaS 渗透率较高的客户主要集中于消费品、互联网、电商、教育、医美等行业的大中型客户。同时，随着产品轻量化和交付能力提升，服务中小企业的 SaaS 解决方案增长迅猛。

迈富时的市场竞争力显著，随着客户对增长效率与营销智能化需求的持续提升，迈富时有望在营销 SaaS 行业中脱颖而出。（1）SaaS 产品具备一体化特征，SaaS 解决方案涵盖从营销获客、线索管理、销售转化到客户运营的全流程，构建了一个闭环的增长操作系统。这一“端到端”的产品架构，使客户能够在统一的平台内实现从广告投放到客户转化和复购的全过程管理，极大提升了营销与销售的协同效率，降低了企业在多个系统之间切换所带来的成本和信息割裂问题。（2）产品具备较强的技术竞争力，在营销自动化引擎的基础上，迈富时引入了 AIGC 能力；同时，通过数据中台整合用户行为数据、销售线索和客户画像，实现了精细化的用户管理与智能化决策支持。（3）公司产品已成功切入垂直场景，客户具备高粘性特征；公司的产品已经在多个高潜力行业中实现落地，如医美、教育、消费品、房产、保险等。针对这些行业的痛点，迈富时提供了高度定制化的解决方案，例如针对医美行业线索转化

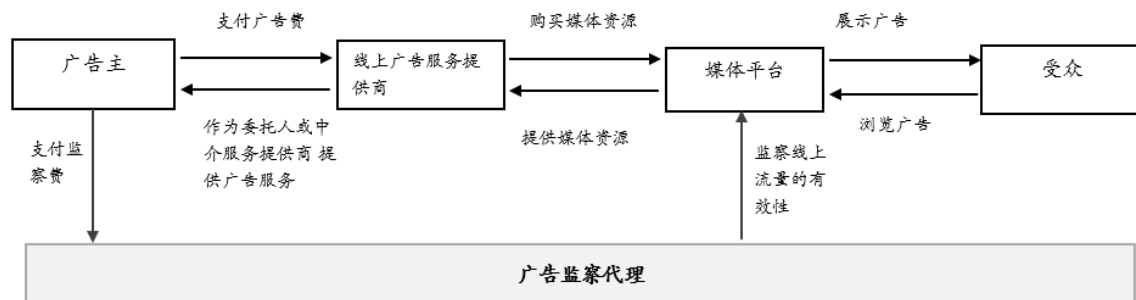
难的问题，结合智能投放、销售跟进与私域管理形成闭环；而在消费品行业，则利用内容营销与社交裂变工具提升品牌曝光与复购率。根据wind数据显示，2024 年公司的 KA（大型企业客户）客户收入中 80.9%为经常性收入，客户留存率较高。

2.2 智能化与系统化能力构筑竞争壁垒，驱动公司精准营销升级

精准营销是指通过线上广告技术，向特定目标受众投放相关性强的广告内容，以最大化营销效果与投资回报，并实现潜在客户的获取和现有客户的留存。受国内互联网渗透率稳步提升，媒介环境碎片化，传统广告效率下降，叠加大数据与 AI 技术发展使精准触达概率显著提升等因素推动，精准营销的价值日益提升，根据沙利文的统计数据，预计 2024 年我国精准营销市场的市场规模约为 12800 亿元。

精准营销中，线上广告服务商的供应商为媒体平台、硬件及系统供应商。线上广告服务提供商根据客户的需求制定营销解决方案，依托公司的媒体平台资源，进行广告投放与优化。

图 7 精准营销产业链



资料来源：迈富时公司公告、湘财证券研究所

公司精准营销业务兼顾自主策划执行与纯广告分发代理，客户覆盖 B2C、B2B 等多类型广告主，具备从流量采买到投放执行的完整服务链条。2024 年公司精准营销业务营收为 7.16 亿元，占公司总营收的比例为 46%。精准营销是一种以“数据驱动+技术赋能”为基础，通过分析用户行为与特征，将“合适的广告”在“合适的时间”推送给“合适的人”的智能化广告方式。其本质

是“用更少的成本换取更高效的营销效果”。

公司提供两类线上营销服务：

- 在线广告解决方案服务，公司作为委托人，直接为广告客户提供策划、内容创意、广告投放、实时优化等全流程服务；
- 在线广告分发服务，公司以代理人身份，代表广告服务商或渠道客户，通过其提供的广告账户，在指定媒体平台投放广告，主要负责账户管理、广告内容制作与分发。

表 2 在线广告解决方案服务 vs 在线广告分发服务

对比项	在线广告解决方案服务	在线广告分发服务
服务范围	账户管理、流量采购、广告制作与分发、策略制定与优化	账户管理、流量采购、广告制作与分发
收入确认模式	总额基准（扣除广告主返利）	净额基准（媒体返利扣除广告主返利）
定价依据	流量收费，受预算及 KPI 限制	流量收费
媒体平台成本	CPC/CPM/CPT	CPC/CPM/CPT
返利来源及处理	媒体返利冲减成本；广告主返利扣减收入	媒体返利计入收入；广告主返利扣减收入
主要客户类型	B2C 企业	B2C 企业

资料来源：wind、迈富时、湘财证券研究所

迈富时在精准营销领域，拥有丰富的头部媒体平台合作资源。公司营销云已支持腾讯、抖音、头条、百家号、知乎等国内 10 余家主流自媒体平台。

图 8 公司媒体平台合作资源

已支持10+主流自媒体平台



资料来源：迈富时公司官网、湘财证券研究所

公司的客户涵盖包括广告客户，渠道客户两种类型。其中直接客户为具有实际营销需求的直接广告客户，如电商平台、快速消费品企业、医疗健康机构、游戏和娱乐公司、社交平台等多行业。

精准营销相较于传统广告，更强调效果导向与回报最大化，通过技术手段实现广告投放过程的自动化与智能化，成为推动数字广告行业持续增长的关键引擎。在多重驱动因素共同作用下，中国精准营销市场近年来呈现出高速增长态势，并逐步迈向技术融合与价值深化的发展阶段。

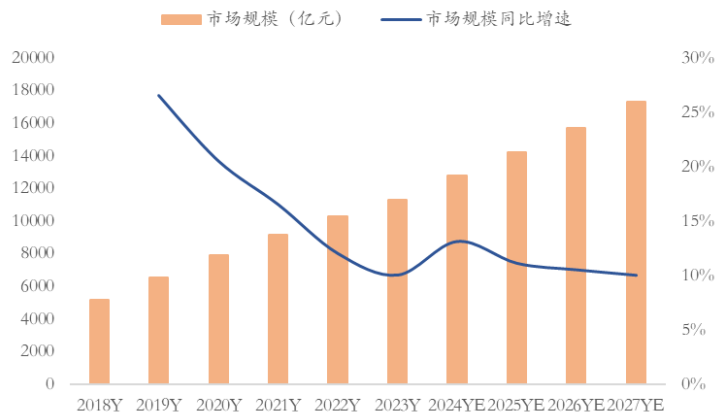
- 庞大且持续扩张的互联网用户规模为精准营销提供了坚实的流量基

础。根据迈富时公告、工信微报数据显示，2022 年我国互联网用户规模为 10.67 亿，市场渗透率为 75.6%；2024 年末我国互联网用户规模已增长至 11.08 亿人，市场渗透率为 78.6%，预计 2027 年用户规模将进一步扩大至 12.01 亿，渗透率提升至 85.7%。这一结构性增长显著扩大了线上广告的目标受众池，为广告主精准触达消费者奠定了基础。

- 短视频平台的快速商业化成为精准营销的新增长引擎。以抖音、快手为代表的平台已积累庞大的日活跃用户群体，具备高频互动和深度内容黏性。随着其广告产品的不断成熟与变现模式的持续优化，短视频平台已成为主流广告主进行品牌曝光和转化引导的核心媒介。此类平台高效的触达能力显著提升了广告投放的效果转化率与 ROI，为精准营销市场注入了新的动能。
- 数字广告的可量化优势相较传统媒介更为突出。在线广告支持实时效果追踪和多维度数据分析，使广告主能够动态优化投放策略、快速迭代营销内容，从而提高客户转化率并缩短营销周期。尤其值得关注的是，精准营销与营销自动化、CRM 系统、销售漏斗等 SaaS 工具的深度协同，正不断强化其在企业营销链条中的战略价值。越来越多企业借助营销及销售 SaaS 解决方案，实现从流量引入到客户转化的全链路闭环管理，全面提升数字营销投资的效率与效果。

中国精准营销市场正处于从“渠道驱动”向“技术融合”转型的关键阶段。随着用户红利持续释放、媒介形态不断演化以及企业数字化水平的不断提升，精准营销将持续成为品牌增长与效果转化的核心动力，市场潜力广阔，成长空间巨大。根据 wind 及 iResearch 数据，2023 年我国精准营销市场规模约为 11317 亿元，预计 2024 年增长至 12800 亿元。预计 2027 年我国精准营销市场规模为 17285 亿元，2023 年至 2027 年市场规模年均复合增速为 11.17%。

图 9 中国精准营销市场的市场规模



资料来源：wind，iResearch、湘财证券研究所

根据迈富时公告显示，中国的精准营销行业供给端仍呈高度分散状态，截至 2022 年，市场前五大服务商合计市场份额仅 10%-15%，头部效应尚未形成，市场集中度偏低。

迈富时在资源获取能力、技术与内容整合、客户协同效应等方面的积累为公司形成了较为强劲的市场竞争力。（1）**稳定且优质的媒体平台资源获取能力**。在精准营销行业中，获取优质流量资源具有明显壁垒——新进入者难以在短期内建立与头部平台的深度合作关系，更难掌握平台算法迭代和广告投放规则的第一手信息。而迈富时凭借多年积累，能够获得更优质的广告库存、更灵活的投放权限以及更及时的政策响应能力，从而在媒体采购与广告效果优化上形成显著优势。（2）**广告创意与内容生产能力**。随着内容导向型广告成为主流，仅靠程序化投放难以支撑效果。迈富时不仅具备媒介采买能力，还拥有覆盖文案、视频、直播脚本等形式的一体化内容创意与制作团队，可根据目标受众特征与投放渠道特性，定制高转化率的创意素材。（3）**迈富时具备以数据为核心的广告投放优化能力**。数据能力使公司能够持续优化每一次广告的 ROI，并在客户投放过程中快速反应和调整策略。在精准营销行业中，数据的积累与分析能力是可复用的技术资产，能够形成逐步增强的正向循环，构成典型的技术壁垒。（4）**营销 SaaS 系统带来的协同壁垒**。与纯广告代理公司不同，迈富时同时提供自研营销与销售 SaaS 系统，为广告主提供线索管理、客户跟进、销售漏斗优化等服务。这一系统化能力帮助客户实现从广告曝光到最终转化的全链路闭环管理，显著提升 ROI。这种平台型能力不仅提升了客户粘性，也构成了较强的技术壁垒，使迈富时区别于仅依赖媒介投放的传统精准营销服务商。（5）已有坚实的客户基础，具备一定的客户粘性。

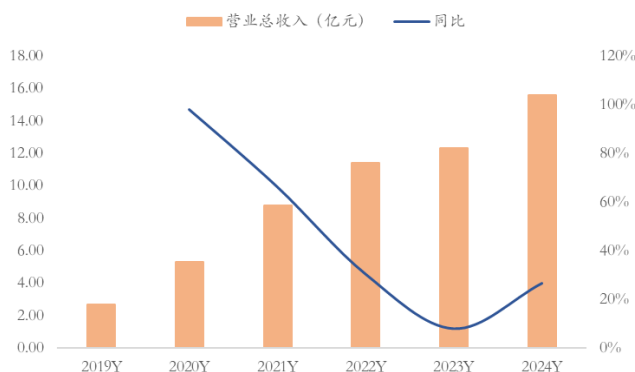
3 公司业绩分析

2021 年至 2024 年公司营收保持增长态势，2022 年为 11.43 亿元，同比增长 30.29%，2023 年公司营收为 12.32 亿元，同比增长 7.8%；2024 年公司营收为 15.59 亿元，同比增长 26.5%。公司营收上行主要受 SaaS 服务业务营收保持增长推动。

公司整体毛利率的变动主要受收入结构变化的驱动，具体体现在高毛利的 SaaS 业务与低毛利的精准营销服务在收入占比上的动态调整。从业务特性来看，SaaS 业务由于其收入主要来源于软件订阅服务，相关的边际成本较低，仅涉及有限的第三方服务采购及硬件支出，因此具备稳定且相对较高的毛利率。

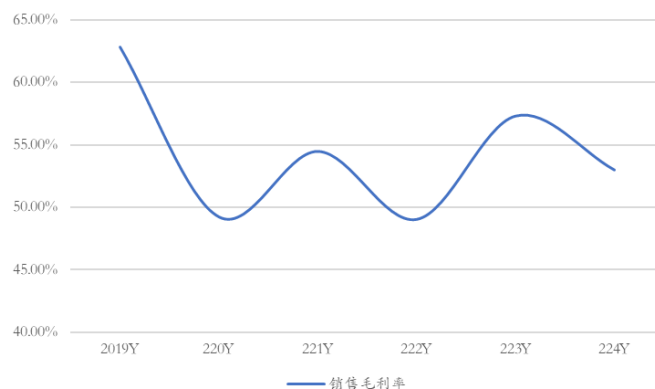
- 2023 年公司毛利率为 57.1%，环比增长 8pcts，主要系 2023 年公司精准营销业务收入下滑，SaaS 业务收入占比上升，加之公司有效控制了研发支出与员工成本，使整体毛利率出现改善。
- 2024 年公司的毛利率为 53.0%，同比下滑 4.3pct。主要系 AI+SaaS 及精准营销业务的毛利率均出现下降。

图 10 2019Y-2024Y 迈富时营收



资料来源：wind、湘财证券研究所

图 11 2019Y-2024Y 迈富时毛利率



资料来源：wind、湘财证券研究所

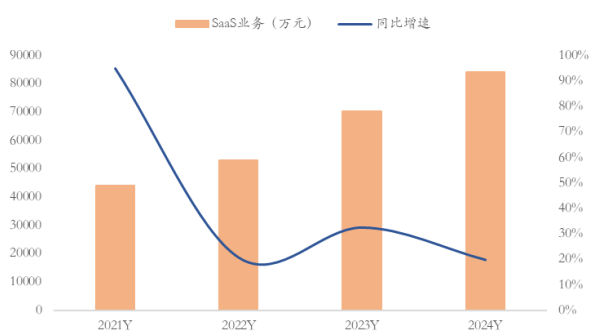
分业务来看，2021 年至 2024 年，公司 SaaS 业务收入增长迅速，成为推动整体业绩改善的主要动力；2022 年至 2024 年公司 SaaS 业务用户数量及每名用户月平均收入均呈上涨态势。2022 年 SaaS 业务营收约为 5.3 亿元，同比增长 20.8%，主要系 2021 年用户订阅的合约价值有所增加，其中部分随后于 2022 年确认为收入。2023 年 SaaS 业务营收为 7.24 亿元，同比增长 32.6%，主要系受益于 SaaS 业务用户数量及客单价值同步提升。2024 年 SaaS 业务受益于 AI 赋能，转型成为客单价值量更高的 AI+SaaS 业务，同时该业务客户量仍保持增长，带动公司该业务营收同比增长 19.9%，至 8.42 亿元。

从业务特性来看，SaaS 业务由于其收入主要来源于软件订阅服务，相关的边际成本较低，仅涉及有限的第三方服务采购及硬件支出，因此具备稳定且相对较高的毛利率。

- 2022 年公司 SaaS 服务毛利率为 89.2%，同比下滑 0.9pcts，主要系受新冠疫情影响。
- 2023 年公司 SaaS 服务毛利率为 87.7%，同比下滑 1.5pcts，主要受 2023 年 SaaS 业务的服务成本增加，特别是为了加强产品表现而增加了广告数据服务的采购成本影响。
- 2024 年公司 AI+SaaS 业务的毛利率为 86.3%，同比下滑 1.4pct；主要系公司着力发展 KA 业务，需要投入更多人工成本，从而影响了毛利率。

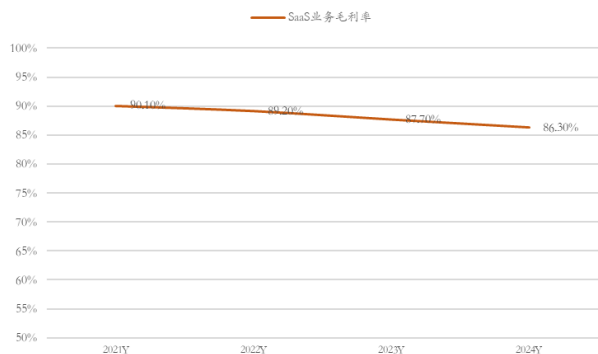
根据 wind 数据显示，公司 AI+SaaS 服务订阅客户留存率连续 3 年多持续改善。订阅收入留存率连续三年超过 100%，印证了由产品技术带来的内生增长潜力。2024 年公司 AI+SaaS 服务中经常性收入占比达到 92.2%。KA 客户收入中，80.9%为经常性收入。客户粘性较高。

图 12 2019-2024 AI+SaaS 业务营收



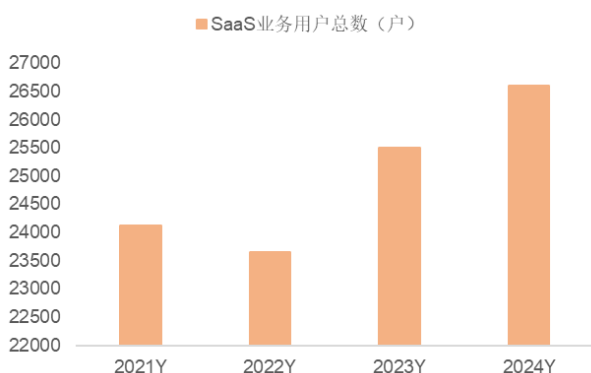
资料来源：wind、湘财证券研究所

图 13 2019-2024 AI+SaaS 业务毛利率



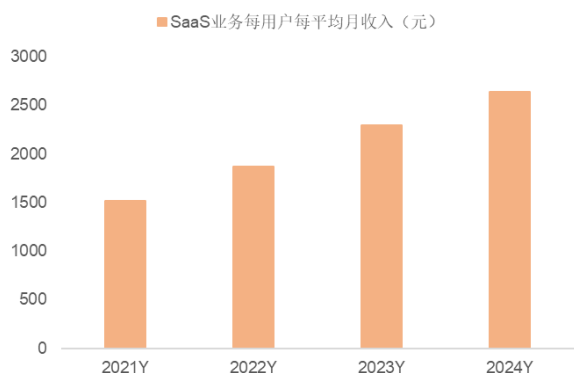
资料来源：wind、湘财证券研究所

图 14 公司 SaaS 业务用户数量



资料来源：wind、湘财证券研究所

图 15 公司 SaaS 业务每名用户月平均收入



资料来源：wind、湘财证券研究所

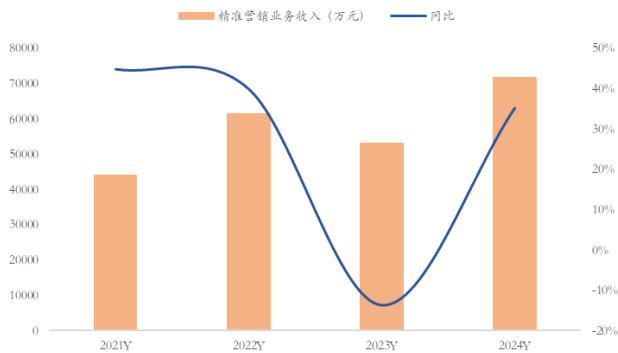
迈富时在精准营销业务上的策略呈现出“先扩张、后优化”的特征。从追求规模增长逐步转向聚焦高质量客户与长期盈利能力，公司正逐步构建更加稳健、可持续的业务基础。

- 2021 年，公司该业务实现收入人民币 438.6 百万元，并在 2022 年快速增长至 612.9 百万元，同比增长 39.8%。这一显著增长主要得益于在线广告解决方案服务收入的大幅提升，且该类收入采用总额法进行确认，有效放大了营收体量。此外，公司持续增强营销能力与服务质量，提升品牌影响力，从而吸引更多广告主。同时，公司在客户选择上更为聚焦，重点获取具有较强营销意愿和预算的优质客户。此外，中国线上营销市场的整体繁荣也为公司带来了更多市场机会。
- 2023 年，公司精准营销收入下降至 529.7 百万元，同比下降 13.6%。收入下滑的核心原因是在线广告解决方案服务的客户数量减少。导致客户数量下降的主要因素是公司主动优化客户结构，出于降低信用风险、提升整体盈利能力和运营效率的考量，逐步剔除信用记录较差、业务前景不明或毛利率较低的客户。这一战略性调整虽对短期收入造成一定影响，但有助于提升业务质量和长期财务表现。

精准营销服务尤其是在线广告解决方案服务则属于低毛利业务，其主要成本由媒体平台的广告流量采购构成，根据 wind 数据显示，媒体流量的采购费用占销售成本的 90% 以上。

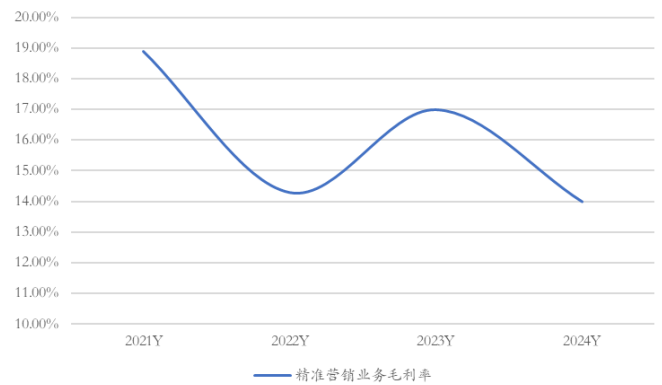
- 2022 年公司精准营销服务毛利率为 14.3%，同比下滑 4.6pcts。主要系公司在线广告解决方案服务的收入占比增加，该类服务按总金额确认收入，毛利率较低。
- 2023 年公司精准营销服务毛利率为 17%，提升 2.7pcts。主要系在线广告分发服务的收入占比增加，该类服务按净额确认收入，毛利率较高。此外，公司对该业务成本进行优化。
- 2024 年精准营销服务的毛利率为 14.0%，相比 2023 年的 17.0% 下降了 3 个百分点。原因为毛利率较低的在线广告解决方案服务收入贡献上升，拉低了整体毛利率。且精准营销服务的服务成本上升，主要系精准营销业务提升带来的流量采买成本上涨。

图 16 2019-2024 精准营销业务营收



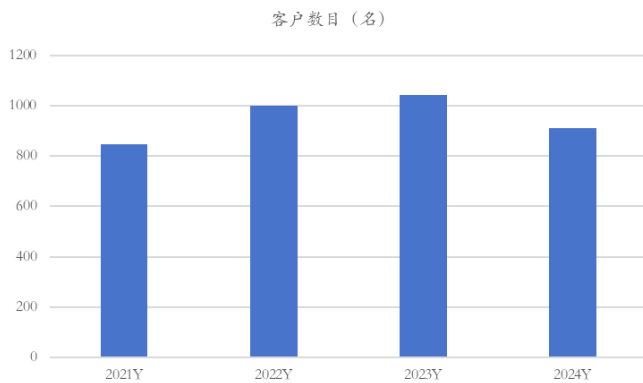
资料来源：wind、湘财证券研究所

图 17 2019-2024 精准营销业务毛利率



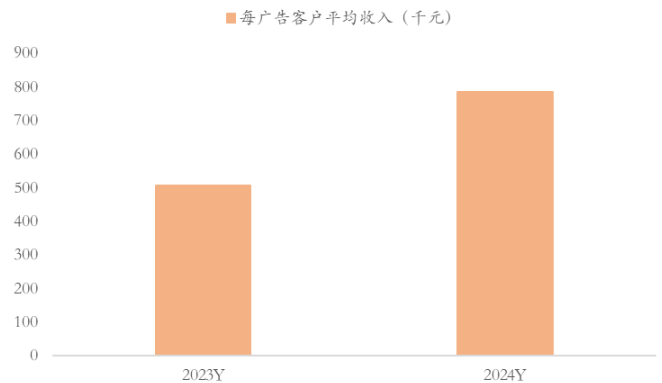
资料来源：wind、湘财证券研究所

图 18 2019-2024 精准营销业务客户数目



资料来源：wind、湘财证券研究所

图 19 2023&2024 精准营销业务每广告客户平均收入



资料来源：wind、湘财证券研究所

2021 年至 2024 年，迈富时的经营活动所用现金净额呈现显著波动，主要受公司业务模式、应收账款及预付款项管理策略的影响。迈富时近年来已积极采取多项改进措施，包括加快应收账款回收、与客户协商预付款、聚焦 SaaS 业务以提高现金回收效率，并取得初步成效。

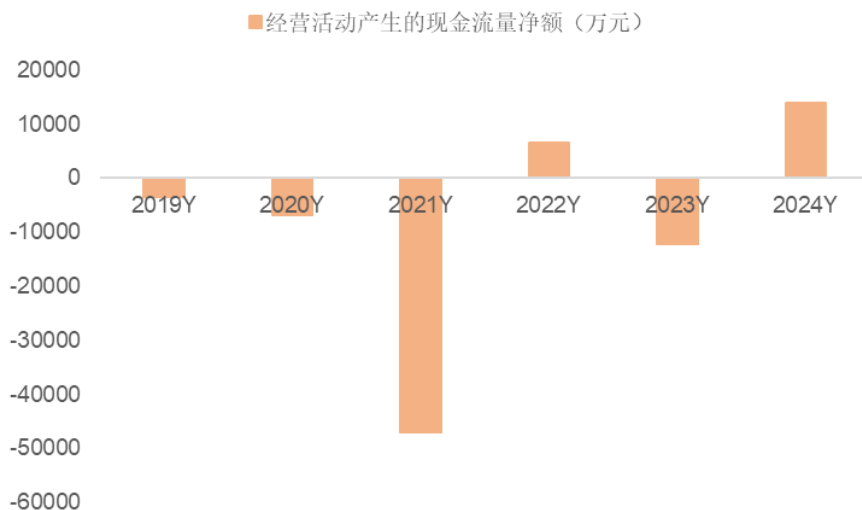
2021 年，公司净经营现金流为-4.698 亿元，主要原因是随着精准营销服务业务规模扩大，对媒体平台的预付款大幅增加，同时给予客户更长账期，导致“先付后收”模式消耗大量现金。同时，为维护与信誉良好的长期客户关系，公司采取了较为宽松的信贷政策，给予客户更长的账期，这一政策加剧了预付款项和应收款项的增长，进一步加大了营运资金压力。

2022 年，净现金流回升至 0.648 亿元，关键在于通过增加其他应付款项及合约负债抵消部分应收账款和预付款项的压力，使得现金流趋于正值。

2023 年，净现金流为-1.215 亿元，主要由于预付款项、其他应收款项及其他资产大幅增长（增加 339.5 百万元），且应付款项与合约负债的增加规模有限，仍导致整体现金流为负。

2024 年公司的自由现金流实现 1.279 亿元, 同比 2023 年增长超过 192%, 源于销售商品及提供服务的现金回款提升 31.2%, 公司业务模式逐步优化, 现金回收周期得到改善。

图 20 公司经营活动产生的现金流量净额



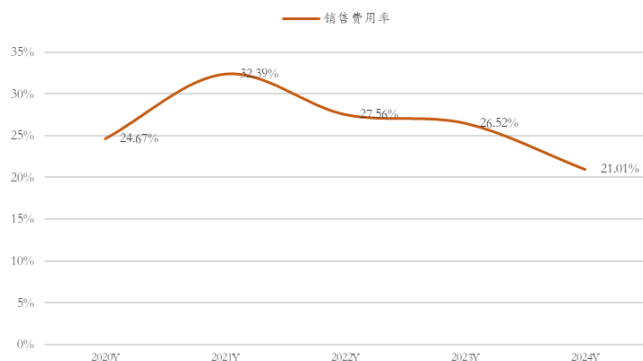
资料来源: wind、湘财证券研究所

2019 年以来, 迈富时持续加大销售及分销开支, 旨在积极推广其 SaaS 业务并扩大用户基础。

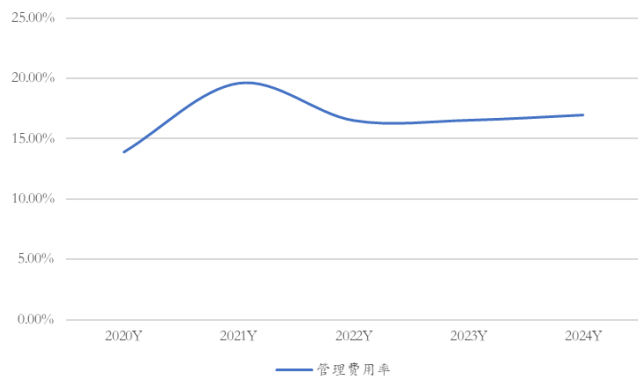
- 2021 年, 公司销售及分销费用占总收入的 32.4%, 为近年来的高点, 显示出公司在该阶段处于业务快速拓展期, 对销售团队和市场推广资源投入较大。
- 2022 年, 公司销售费用占收入比降至 27.6%, 公司营收增长的同时优化了销售组织结构, 通过提升招聘标准、增强激励机制等方式, 强化销售队伍的专业化能力。
- 2023 年, 公司进一步提升销售效率, 通过优化团队结构将平均销售与营销人员数量由 2022 年的 1,227 人精简至 957 人, 带动员工福利支出下降至人民币 1.868 亿元, 整体销售费用占收入比继续下降至 26.5%, 公司通过精细化管理提升单位人效。
- 2024 年, 公司销售及分销开支为人民币 3.275 亿元, 与上年基本持平。剔除因 2024 年 3 月新授予股份激励所产生的人民币 4,070 万元非现金开支后, 实际销售费用为人民币 2.868 亿元, 同比下滑 12.2%。公司已有效实现向“精细增长”转型, 依托绩效激励与流程自动化手段, 提升营销效率的同时, 优化资源使用结构。

2024 年公司扣除股权激励后的管理费用同比下滑 15.3%，主要系公司在后台运营中更多地应用了 LLM 及数字化工具，从而提高了运营效率。

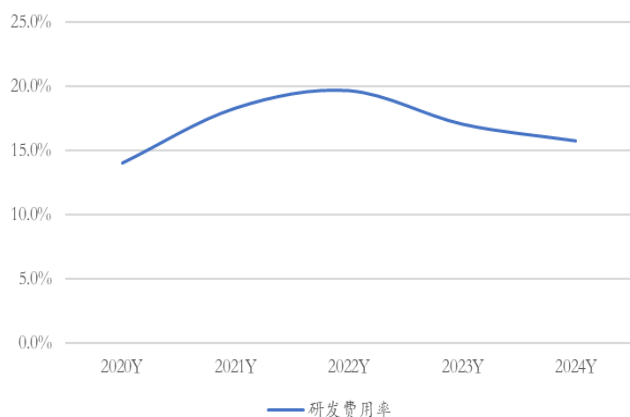
2024 年由于公司完成 IPO，所有优先股自动转换为普通股。可转换可赎回优先股的公允价值变动收益对公司的利润影响较大。

图 21 公司销售费用率


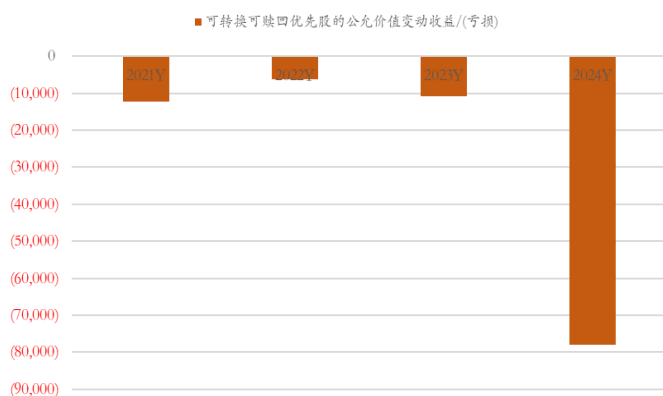
资料来源：wind、湘财证券研究所

图 22 公司管理费用率


资料来源：wind、湘财证券研究所

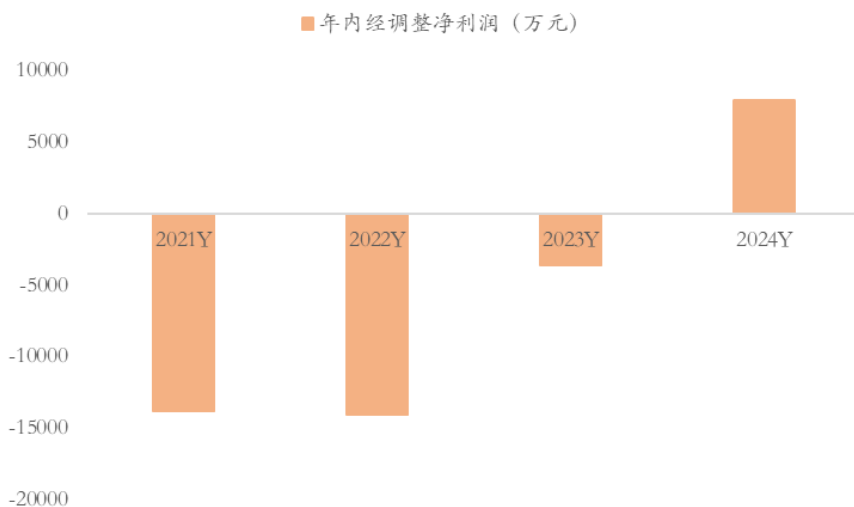
图 23 公司研发费用率


资料来源：wind、湘财证券研究所

图 24 可转换可赎回优先股的公允价值变动收益/(亏损) (万元)


资料来源：wind、湘财证券研究所

2024 年度，公司经调整净利润为 7921.9 万元，主要系公司 SaaS 业务及精准营销业务营收均稳步增长。且公司剔除股份开支之后的销售及分销开支、行政开支均出现下滑，公司营运效率优化效果显现。公司经营性现金流实现改善，公司在持续经营活动中的现金获取能力进一步提升。

图 25 迈富时年内經調整淨利潤（万元）


资料来源：wind、湘财证券研究所

4 盈利预期与估值

公司 AI+SaaS 业务依托自研 Marketingforce 平台与 311 个模块化功能，打造 T 云与珍客两大标志性产品，覆盖中小企业与大型客户，构建从营销获客到销售转化的智能化闭环。2025 年推出 AI-Agent 中台与智能一体机。预计受益于公司 KA 客户持续增长、叠加 AI 应用进入快速落地期、人工智能一体机实现出货放量，公司 SaaS 业务迎来业绩高速增长期。毛利率受 KA 客户增多及一体机实现销售，出现小幅下滑。预计 2025 年-2027 年，公司 AI+SaaS 业务营收同比增长 60%、35%、30%至 13.47 亿元、18.19 亿元、23.64 亿元。2025 年-2027 年公司该业务毛利率为 76%、72.77%、72%。

公司精准营销业务依托优质媒体资源整合能力、强大的广告创意与数据优化能力，以及与自研营销 SaaS 的深度协同，构建了全链路、智能化、平台化的一站式精准营销服务体系。精准营销业务基于公司多年来的积累，实现平稳增长。预计 2025 年-2027 年，公司精准营销业务营收同比增长 20%、15%、12%至 8.59 亿元、9.88 亿元、11.07 亿元。2025 年-2027 年公司精准营销业务毛利率为 13.5%、13.2%、13%。

表 3 迈富时分业务营收假设 (亿元)

	2024 年	2025E	2026E	2027E
营业收入	15.59	22.06	28.07	34.71
精准营销服务	7.16	8.59	9.88	11.07
企业 SaaS 业务	8.42	13.47	18.19	23.64
毛利率	52.98%	51.6%	51.8%	53.2%
精准营销服务	13.86%	13.50%	13.20%	13.0%
企业 SaaS 业务	86.27%	76%	72.77%	72.0%

资料来源：同花顺、湘财证券研究所

2025 年公司仍位于 AI+SaaS 业务扩张之际，且 AI 功能研发仍需要研发投入，公司管理费用、营销费用及研发支出有一定涨幅。我们预计 2025-2027 年公司的归母净利润为 2.05 百万元/113.42 百万元/325.35 百万元，归母净利润增速分别为 100.23%/5445.3%/186.85%；2025-2027 年公司的 EPS 分别为 0.01 元/0.44 元/1.27 元。对应 2025 年 7 月 21 日的收盘价 59.2 元，公司 2025 年-2027 年的 PE 分别为 7417.46 倍/133.76 倍/46.63 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 4 财务和估值数据摘要

单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1558.59	2225.23	2848.92	3543.30
同比(%)	26.50%	42.77%	28.03%	24.37%
归属母公司净利润	-876.67	2.05	113.42	325.35
同比(%)	-417.28%	100.23%	5445.30%	186.85%
毛利率(%)	52.98%	51.57%	51.80%	53.18%
ROE(%)	-133.21%	0.31%	14.66%	29.61%
每股收益(元)	-3.42	0.01	0.44	1.27
P/E	-17.31	7417.46	133.76	46.63
P/B	23.05	22.98	19.61	13.81
EV/EBITDA	-0.83	95.60	8.00	2.30

资料来源：同花顺、湘财证券研究所

5 风险提示

- (1) 公司 KA 客户市场拓展不及预期，导致公司营收增速不及预期。
- (2) 公司人工智能一体机新品出货量不及预期。
- (3) 公司上游媒体平台的广告流量采购成本增长幅度超预期；公司 SaaS 上游成本增幅超预期。若假设 2025 年公司营业总成本增长 1%，则公司归母净利润率由 0.09% 下滑至 -0.39%，下滑 0.48pct。

附表 1 迈富时财务报表以及相应指标 (百万元)

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润表						收益率					
营业额	1,232.12	1,558.59	2,225.23	2,848.92	3,543.30	销售毛利率	57.31%	52.98%	51.57%	51.80%	53.18%
减: 销售成本	525.94	732.79	1,077.65	1,373.21	1,658.85	费用/营业额	63.03%	57.14%	47.03%	44.34%	41.21%
其他费用	0.59	13.65	18.91	24.21	30.11	EBIT Margin	-10.89%	-53.73%	0.38%	4.19%	9.29%
销售费用	326.80	327.48	397.43	479.97	555.14	EBITDA Margin	-2.87%	-49.10%	0.93%	4.62%	9.63%
管理费用	413.93	510.20	623.65	753.19	871.14	销售净利率	-13.75%	-56.25%	0.09%	3.98%	9.18%
财务费用	35.24	39.30	6.49	5.87	3.67	资产获利率					
加: 其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	17.64%	-133.21%	0.31%	14.66%	29.61%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-7.36%	-28.72%	0.07%	3.39%	8.99%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	9.58%	7.49%	7.93%	14.79%	24.77%
营业利润	-70.37	-64.84	101.10	212.47	424.40	增长率					
加: 其他非经营损益	-99.05	-811.83	-99.05	-99.05	-99.05	营业额增长率	7.82%	26.50%	42.77%	28.03%	24.37%
税前利润	-169.42	-876.67	2.05	113.42	325.35	EBIT 增长率	28.81%	-524.04%	101.02%	1297.02	175.80%
减: 所得税	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	63.08%	-	102.71%	534.07%	159.49%
税后利润	-169.48	-876.67	2.05	113.42	325.35	税后利润增长率	21.7%	-417.28%	100.23%	5445.30	186.85
减: 归属于非控制股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产增长率	10.91%	32.56%	-2.25%	12.03%	8.26%
归属于母公司股东利	-169.48	-876.67	2.05	113.42	325.35	归属于母公司股东权	-23.18%	168.50%	0.31%	17.18%	42.06%
资产负债表						经营营运资本增长率	-126.82%	763.02%	9.94%	18.01%	8.17%
货币资金	158.50	791.99	667.57	854.68	1,062.99	资本结构					
应收和预付款项	1,789.36	1,807.40	1,853.34	2,029.37	2,096.86	资产负债率	141.72%	78.44%	77.88%	76.86%	69.64%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债率	-48.02%	35.04%	22.53%	12.88%	-27.76%
其他流动资产	124.64	311.92	333.78	341.87	354.33	投资资本/总资产	-14.80%	44.43%	49.48%	51.69%	51.31%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	18.99%	42.70%	35.13%	37.14%	30.07%
投资物业	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.67	1.28	1.29	1.34	1.49
固定资产和在建工程	93.35	52.98	48.00	43.02	38.04	速动比率	0.63	1.14	1.14	1.20	1.34
无形资产和开发支出	118.20	72.19	64.97	57.75	50.53	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他非流动资产	18.85	16.29	16.29	16.29	16.29	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产总计	2,302.90	3,052.76	2,983.96	3,342.98	3,619.04	资产管理效率					
短期借款	619.81	1,022.59	816.31	914.70	718.26	净资产周转率	-1.28	2.37	3.37	3.68	3.22
应付和预收款项	714.43	869.27	971.22	1,029.38	1,152.06	总资产周转率	0.54	0.51	0.75	0.85	0.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	39.65	39.65	固定资产周转率	13.20	29.42	46.36	66.22	93.15
其他负债	1,929.35	502.81	536.29	585.69	610.17	应收账款周转率	10.94	10.85	15.21	18.25	22.81
负债合计	3,263.60	2,394.67	2,323.82	2,569.42	2,520.13	资本支出/收入	93.87%	3.40%	0.00%	0.00%	0.00%
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	业绩和估值指标					
储备	-960.70	658.09	658.09	658.09	658.09	EBIT	-134.18	-837.37	8.54	119.29	329.01
留存收益	0.00	0.00	2.05	115.47	440.81	EBITDA	-35.38	-765.34	20.74	131.49	341.21
归属于母公司股东权	-960.70	658.09	660.14	773.56	1,098.90	NOPLAT	-35.17	-25.54	107.59	218.35	428.07
归属于非控制股股东	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税后利润	-169.48	-876.67	2.05	113.42	325.35
权益合计	-960.70	658.09	660.14	773.56	1,098.90	EPS	-0.66	-3.42	0.01	0.44	1.27
负债和权益合计	2,302.90	3,052.76	2,983.96	3,342.98	3,619.04	BPS	-3.75	2.57	2.58	3.02	4.29
投入资本(IC)	-340.88	1,356.27	1,476.44	1,727.91	1,856.81	PE	-89.52	-17.31	7417.46	133.76	46.63
现金流量表						PEG	-4.12	0.04	74.00	0.02	0.25
资本支出	1,156.63	52.93	0.00	0.00	0.00	PB	-15.79	23.05	22.98	19.61	13.81
自由现金流	-143.63	-1,538.59	-12.59	-33.11	299.16	PS	12.31	9.73	6.82	5.33	4.28
经营性现金净流量	-121.50	138.06	187.41	153.99	507.47	PCF	-124.86	109.89	80.95	98.52	29.90
投资性现金净流量	-66.10	-142.52	-99.05	-99.05	-99.05	EV/EBIT	-4.62	-0.83	95.60	8.00	2.30
筹资性现金净流量	121.92	655.44	-212.77	132.17	-200.11	EV/EBITDA	-17.52	-0.91	39.37	7.26	2.22
现金流量净额	-65.48	652.89	-124.42	187.11	208.31	EV/NOPLAT	-17.62	-27.34	7.59	4.37	1.77

资料来源: 同花顺, 湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（港股市场比较基准为恒生指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。