

证券研究报告

公司研究

点评报告

迈富时 (2556. HK)

投资评级:

上次评级:

庞倩倩

计算机行业首席分析师

执业编号: S1500522110006

邮箱: pangqianqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

AI Agent 落地驱动业绩成长, 客单价及 ARR 表现亮眼

2025 年 8 月 28 日

事件: 迈富时发布 2025 年中报, 2025H1 实现收入 9.28 亿元, 同比增长 25.54%, 实现归母净利润 0.37 亿元, 去年同期为-8.20 亿元, 实现扣非归母净利润 0.26 亿元, 去年同期为-0.32 亿元。上半年公司管理费用率、销售费用率、研发费用率分别同比下降 8.6/5/5.1pct。

➤ **AI+SaaS 业务表现亮眼, 核心运营数据表现强势。**2025 年上半年 AI+SaaS 收入达 5.0 亿元且同比增长 26.0%, 1-6 月 (不含智能体一体机) 订单增速更高达 69.1%, 高订单增速为后续收入爆发奠定基础; 80.4% 的毛利率印证其高标准化、低边际成本的优质商业模式; 业务结构上, AI 业务年度经常性收入 (ARR) 达 1.9 亿元, 其中 AI Agent 业务表现突出, 不仅服务 5518 家客户, ARR 亦达 8680 万元, 成为 AI 业务的核心增长引擎, 同时产品模块累计达 356 个 (新增 45 个)、AI Agent 产品线已推出 8 个, 持续迭代的产品力进一步拓宽场景覆盖。我们认为, 该业务已进入“增长+盈利+订阅制”的良性循环, 若后续费用控制得当, 长期增长潜力可观。

➤ **技术迭代驱动产品创新, 构建“能力底座+场景应用”的 AI 营销生态:** 一方面, 技术底座持续升级: 自研 Tforce 营销大模型深耕消费零售、汽车等六大垂直行业, 沉淀数据与场景 knowhow 优化生成效果; AI Agent force 智能体中台从 1.0 迭代至 2.0, 在数据安全合规前提下, 通过精细化权限控制适配多场景, 内置营销/销售 Agent 模板并支持 MCP 协议, 助力企业快速搭建定制化数字员工。另一方面, 场景应用突破增长: AI 外贸数字员工 Eva 聚焦外贸获客, 依托全球贸易数据锁定高匹配海外客户, 联动 CRM 沉淀沟通资产, 推动上半年外贸收入同比激增 89.0%; AI 销售陪练系统覆盖销售能力提升全流程, 模拟真实洽谈场景、解析语言逻辑与情绪细节, 输出针对性改进方案, 实现销售能力从“基础掌握”到“高效运用”的进阶。

➤ **全面拥抱 AI, 场景应用加速落地。**深挖行业 Know-How, 构建高毛利高粘性客户生态: 总客户达 2.17 万家 (KA 客户 814 家), 经常性收入占比 84.5%; AI+SaaS 收入老客占 83.7%、合同价值老客占 50.5%; SMB 老客客单价因套餐升级、Agent 模块增购提升 21.7%, KA 老客客单价借 Agent 解决方案深化应用提升 20.7%。收入结构持续优化: 直销收入达 4.4 亿元, 同比提升 25.2%, 占 AI+SaaS 营收比 87.1%, 直销人数 760 人; 渠道收入 64.9 百万元, 同比提升 32.0%, 占比 12.9%, 代理商数量 232 家。

➤ **盈利预测:** 公司所处企业数字化赛道仍处在 AI 渗透的高增速成长期, 作为智能营销行业领军者, 公司有望中长期实现稳健且高速的增长。我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.32/0.58/0.94 元, 对应 P/E 分别为 180.20/100.92/62.10 倍。

➤ **风险因素:** 新技术、新领域发展不及预期; 市场竞争加剧; 行业需求增

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

长不及预期。

单位/百万	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1559	2350	3169	4244
(+/-)(%)	26%	51%	35%	34%
归母净利润	-877	83	148	241
(+/-)(%)	-417%	109%	79%	63%
EPS	-4.13	0.32	0.58	0.94
P/E	-23.33	180.20	100.92	62.10

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,911	4,142	5,255	6,209
现金	791	1,385	2,131	2,826
应收账款及票据	144	234	299	405
存货	0	0	0	0
其他	1,977	2,523	2,825	2,979
非流动资产	141	140	139	135
固定资产	53	49	46	40
无形资产	72	74	77	78
其他	16	16	16	16
资产总计	3,053	4,281	5,394	6,344
流动负债	2,278	3,390	4,354	5,064
短期借款	1,023	1,194	1,455	1,325
应付账款及票据	75	79	111	148
其他	1,180	2,116	2,789	3,591
非流动负债	117	150	150	150
长期债务	0	0	0	0
其他	117	150	150	150
负债合计	2,395	3,540	4,504	5,214
普通股股本	0	0	0	0
储备	763	846	994	1,235
归属母公司股东权益	658	741	889	1,130
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	658	741	889	1,130
负债和股东权益	3,053	4,281	5,394	6,344
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	138	407	523	864
净利润	-877	83	148	241
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	72	13	13	13
营运资金变动及其他	943	311	362	611
投资活动现金流	-143	50	3	3
资本支出	-10	-11	-12	-9
其他投资	-132	61	15	12
筹资活动现金流	655	137	220	-172
借款增加	361	172	260	-130
普通股增加	328	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-34	-34	-41	-43
现金净增加额	653	594	746	695

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,559	2,350	3,169	4,244
其他收入	0	0	0	0
营业成本	733	869	1,141	1,528
销售费用	327	564	756	974
管理费用	265	392	531	713
研发费用	245	411	531	707
财务费用	39	26	27	21
除税前溢利	-877	83	148	241
所得税	0	0	0	0
净利润	-877	83	148	241
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-877	83	148	241
EBIT	-837	109	175	262
EBITDA	-765	122	188	275
EPS (元)	-4.13	0.32	0.58	0.94

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	26.50%	50.75%	34.88%	33.93%
归属母公司净利润	-417.28%	109.47%	78.56%	62.50%
获利能力				
毛利率	52.98%	63.00%	64.00%	64.00%
销售净利率	-56.25%	3.53%	4.68%	5.68%
ROE	-133.21%	11.20%	16.67%	21.31%
ROIC	-49.82%	5.65%	7.47%	10.68%
偿债能力				
资产负债率	78.44%	82.69%	83.51%	82.19%
净负债比率	35.20%	-25.74%	-76.03%	-132.76%
流动比率	1.28	1.22	1.21	1.23
速动比率	1.17	1.17	1.14	1.14
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.64	0.66	0.72
应收账款周转率	12.16	12.46	11.90	12.07
应付账款周转率	11.63	11.25	12.01	11.81
每股指标 (元)				
每股收益	-4.13	0.32	0.58	0.94
每股经营现金流	0.58	1.59	2.04	3.37
每股净资产	2.79	2.89	3.47	4.41
估值比率				
P/E	-23.33	180.20	100.92	62.10
P/B	34.58	20.19	16.82	13.24
EV/EBITDA	-30.03	120.62	75.96	48.95

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。