

# 迈富时 (02556.HK)

## 营销 SaaS 龙头，AI 加速平台化转型

买入 (首次)

2025 年 08 月 25 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值        | 2023A    | 2024A    | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|----------|----------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元)    | 1,232    | 1,559    | 2,328  | 3,053  | 3,926  |
| 同比(%)          | 7.80     | 26.49    | 49.36  | 31.16  | 28.59  |
| 归母净利润 (百万元)    | (169.48) | (876.67) | 64.60  | 192.93 | 429.76 |
| 同比(%)          | 21.70    | (417.28) | 107.37 | 198.64 | 122.75 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | (0.66)   | (3.42)   | 0.25   | 0.75   | 1.68   |
| P/E (现价&最新摊薄)  | (83.44)  | (16.13)  | 218.90 | 73.30  | 32.91  |

### 投资要点

■ **营销及销售 SaaS 市场空间广阔，成长确定性强：**中国营销及销售 SaaS 市场正高速增长，弗若斯特沙利文预测市场规模将于 2027 年达到 745 亿元人民币，五年复合年增长率近 30%，2022 年市场渗透率仅为 1.3%，对比美国成熟市场仍有巨大提升空间。在企业数字化转型与降本增效的核心诉求驱动下，叠加 AI 技术降低 SaaS 使用门槛，行业成长确定性强，公司作为国内龙头有望充分享受行业增长红利。我们认为，未来 SaaS 行业主要有以下两大发展趋势：AI 开启 SaaS 范式重塑，PaaS 能力将成为 SaaS 公司增长引擎；行业将走向平台化与生态化，业内龙头公司将从提供产品到提供解决方案演进。

■ **行业稀缺生态位，兼具平台与垂直优势：**迈富时具有行业内稀缺的生态位，既有不输于微盟、有赞的垂直领域深度，同时兼具强大的平台化能力。相较于 ERP/PaaS 巨头（如用友、金蝶），这类厂商虽具备强大的平台能力和客户基础，但在营销销售领域的理解深度和产品专注度上有所不足，而迈富时则多年深耕于营销及销售领域；相较于其他垂直 SaaS 厂商（如微盟、有赞），这类厂商专注于电商零售等特定场景，但在产品线的广度和一体化能力上相对较弱。而迈富时通过 Marketingforce 平台和 AI-Agentforce 中台，构建了强大的营销及销售 SaaS 平台化和 AI 技术底层能力，兼具了平台的“广博”性。

■ **AI 赋能平台化转型，价值有望重估：**在 AI 赋能下，公司正进行平台化转型，演进路径清晰：第一阶段，从应用到平台的技术演进，公司基于成熟的 SaaS 应用（T 云、珍客）构建 PaaS 能力，整合底层数据与功能，为一站式解决方案打下基础。第二阶段，AI 成为平台的核心引擎，公司以“AI-Agentforce 智能体中台”为核心，将十五年积累的行业 know-how 转化为可复用的 AI 能力，让 AI 真正“懂营销”，构筑核心技术壁垒。第三阶段，平台生态逐渐形成，通过“高复用、低定制”的解决方案模式，驱动“Land-and-Expand”增长飞轮，有效深化客户绑定，推动 ARPU 与客户留存率稳步提升，同时显著降低新业务的边际交付成本。我们认为，市场的核心预期差在于未能将 AI 技术、平台战略及行业 know-how 三者结合，看清其相互作用产生的“化学反应”，随着公司平台化转型进入深水区，公司价值有望迎来重估。

■ **盈利预测与投资评级：**公司作为国内营销及销售 SaaS 龙头，有望加速将行业 know-how 转化为可复用的 AI 能力，进行平台化转型，成长空间广阔。我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 23.28/30.53/39.26 亿元，SOTP 估值法下，公司目标估值 210 亿人民币，对应港股目标价 90 港币/股，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**行业竞争加剧、宏观经济波动、技术发展不及预期

### 股价走势



### 市场数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 收盘价(港元)      | 60.45        |
| 一年最低/最高价     | 32.40/144.00 |
| 市净率(倍)       | 7.81         |
| 港股流通市值(百万港元) | 14,108.12    |

### 基础数据

|           |        |
|-----------|--------|
| 每股净资产(元)  | 7.05   |
| 资产负债率(%)  | 60.67  |
| 总股本(百万股)  | 256.27 |
| 流通股本(百万股) | 256.27 |

### 相关研究

## 内容目录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. 迈富时：国内领先的“AI+SaaS”营销平台</b>            | <b>5</b>  |
| 1.1. 构建“六朵云”智能体系，产品矩阵逐渐完善                   | 5         |
| 1.2. 股权结构稳定，核心管理层经验丰富                       | 6         |
| 1.3. 营收增速迎拐点，净利润实现扭亏为盈                      | 8         |
| <b>2. AI 开启 SaaS 范式重塑，“平台+生态”定义增长新引擎</b>    | <b>10</b> |
| 2.1. 中国营销及销售 SaaS 市场高速增长、渗透率低、结构性空间广阔       | 10        |
| 2.2. 海外营销及销售 SaaS 巨头引领 AI+SaaS 商业化落地        | 16        |
| 2.2.1. Salesforce: Agentforce 驱动企业自动化与增长引擎  | 16        |
| 2.2.2. HubSpot: 深度嵌入 AI，打造一体化智能客户平台         | 18        |
| 2.3. 流量红利与成本挑战并存，精准营销拥抱 SaaS 一体化            | 19        |
| <b>3. AI 赋能平台化转型，公司价值有望重估</b>               | <b>21</b> |
| 3.1. 多维产品矩阵，提供全链路数智化服务                      | 21        |
| 3.1.1. 核心营销云 SaaS 产品——T 云                   | 21        |
| 3.1.2. 核心销售云 SaaS 产品——珍客                    | 22        |
| 3.1.3. 营销大模型——Tforce                        | 23        |
| 3.1.4. AI 智能体中台——Agentforce                 | 24        |
| 3.1.5. 开箱即用的智能引擎——AI 一体机                    | 25        |
| 3.1.6. 精准营销服务                               | 26        |
| 3.2. 拥有横向平台能力的纵向领域专家，构筑深厚护城河                | 27        |
| 3.3. 核心预期差：AI 赋能平台化转型，公司价值有望重估              | 29        |
| 3.3.1. 阶段一：从应用到平台的技术演进                      | 30        |
| 3.3.2. 阶段二：AI 成为平台的核心引擎，行业 know-how 赋予核心竞争力 | 30        |
| 3.3.3. 阶段三：平台生态逐渐形成，成长空间广阔                  | 33        |
| <b>4. 盈利预测与估值</b>                           | <b>35</b> |
| 4.1. 盈利预测                                   | 35        |
| 4.2. 估值分析                                   | 36        |
| <b>5. 风险提示</b>                              | <b>37</b> |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 公司发展历程.....                              | 5  |
| 图 2: 公司产品矩阵.....                              | 6  |
| 图 3: 公司股权结构（注：截至 2024 年 12 月 31 日）.....       | 7  |
| 图 4: 公司核心管理层行业经验丰富.....                       | 7  |
| 图 5: 公司营收持续增长，增速迎拐点.....                      | 8  |
| 图 6: 公司归母净利润扭亏为盈.....                         | 8  |
| 图 7: 公司毛利率维持稳定.....                           | 9  |
| 图 8: 公司期间费用率呈显著下降趋势.....                      | 9  |
| 图 9: 公司分业务营收情况.....                           | 9  |
| 图 10: 公司分业务毛利率.....                           | 9  |
| 图 11: 公司 SaaS 业务 ARPU 持续增长.....               | 10 |
| 图 12: 中国公有云行业市场规模预测（单位：十亿元）.....              | 10 |
| 图 13: 传统软件与 SaaS 对比.....                      | 11 |
| 图 14: 中国企业级 SaaS 市场规模及预测（单位：亿元）.....          | 11 |
| 图 15: 中国营销及销售 SaaS 解决方案市场规模预测（单位：十亿元）.....    | 12 |
| 图 16: 中国营销及销售 SaaS 解决方案市场渗透率.....             | 12 |
| 图 17: 中美 SaaS 市场对比.....                       | 13 |
| 图 18: 中美 SaaS 市场规模对比（亿元）.....                 | 13 |
| 图 19: 用友 YonBuilder 开发平台.....                 | 14 |
| 图 20: 用友提供一站式 SaaS 全服务场景.....                 | 15 |
| 图 21: Salesforce CRM 平台.....                  | 16 |
| 图 22: Agentforce 平台.....                      | 17 |
| 图 23: Agentforce 与自主开发 AI 解决方案效果对比.....       | 18 |
| 图 24: HubSpot Commerce Hub 平台.....            | 19 |
| 图 25: 中国精准营销市场产业链.....                        | 20 |
| 图 26: 中国精准营销市场规模预测（单位：十亿元）.....               | 20 |
| 图 27: 中国短视频用户规模及使用率.....                      | 21 |
| 图 28: T 云全面覆盖营销流程核心环节.....                    | 22 |
| 图 29: 珍客典型工作流程.....                           | 23 |
| 图 30: Tforce 大模型主要功能.....                     | 24 |
| 图 31: 迈富时智能体中台.....                           | 25 |
| 图 32: 政务版&企业版智能体.....                         | 26 |
| 图 33: 公司在线广告解决方案服务.....                       | 26 |
| 图 34: 2022 年中国营销及销售 SaaS 解决方案市场竞争格局.....      | 27 |
| 图 35: 迈富时提供功能更为完善的营销及销售 SaaS 解决方案.....        | 28 |
| 图 36: 迈富时兼具平台能力与垂直优势.....                     | 29 |
| 图 37: 相对微盟和有赞，迈富时 SaaS 业务具有更高的 ARPU 及毛利率..... | 29 |
| 图 38: 迈富时 AI-Agentforce 智能体中台 2.0.....        | 30 |
| 图 39: 迈富时构建“平台+智能体”体系.....                    | 31 |
| 图 40: AI-Agentforce 赋能企业高效开发.....             | 32 |
| 图 41: 平台拥有强大的知识库，让 AI 真正“懂业务”.....            | 33 |
| 图 42: 迈富时平台化转型主要阶段.....                       | 34 |

图 43: 公司分业务营收预测 (单位: 百万元) ..... 35

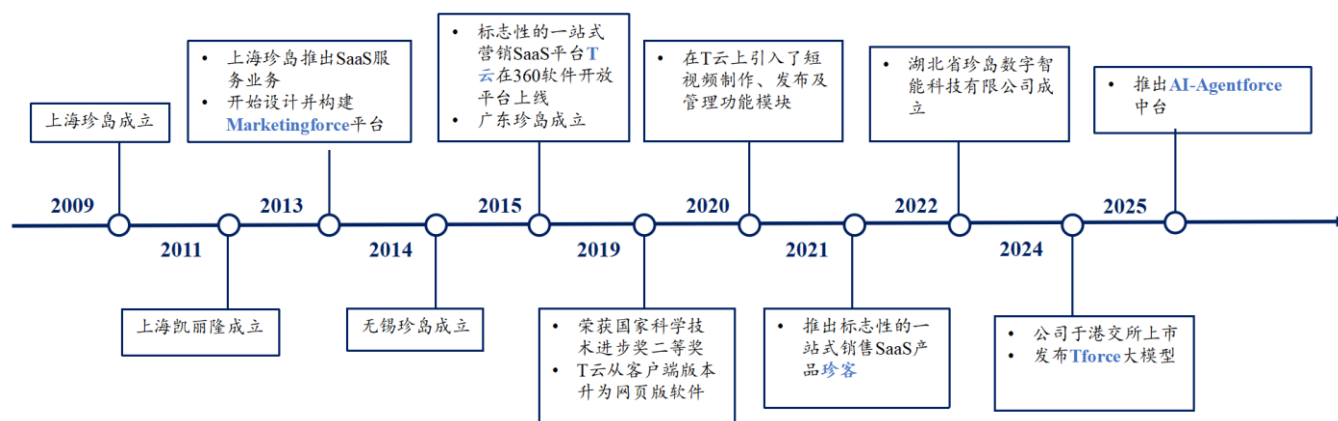
图 44: 可比公司估值 (截至 2025 年 8 月 22 日) ..... 36

## 1. 迈富时：国内领先的“AI+SaaS”营销平台

### 1.1. 构建“六朵云”智能体系，产品矩阵逐渐完善

Marketingforce 迈富时（02556.HK）成立于 2009 年，总部位于上海，是国内领先的“AI+SaaS”智能营销云平台。公司聚焦数字化与智能化转型，以 AI 驱动企业营销与销售变革，构建涵盖“营销云、销售云、商业云、分析云、智能云、组织云”在内的六朵云服务体系，已累计服务超 20 万家企业客户，覆盖零售消费、汽车、金融、医药健康、B2B、企服及跨境电商等多个核心行业。

图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**SaaS 业务：**主要提供两种标志性 SaaS 产品——T 云及珍客，分别针对营销流程及销售流程，商业模式为“SMB 全预付全订阅全标品+KA 行业标样单点突破，沉淀标品，聚焦行业的订阅占比”。公司提供模块化 SaaS 产品，通过 T 云不断深化 SMB 市场布局，推出全链路、全场景、一站式 AI 营销产品，解决中腰部 ToB 企业获客难问题；通过珍客产品持续拓展 KA 市场，赋能品牌大客户实现全渠道客户资产运营，针对存量客户进行维护，增加 B2B 及 B2C 客户客单价及粘性、提升客户复购率。

**精准营销业务：**包括在线广告解决方案及分发服务，专注于帮助 B2C 企业获取更多消费者、增加产品或服务的线上曝光率及提升品牌知名度，收入来源于返利差额。精准营销业务分为在线广告解决方案服务及在线广告分发服务，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广告解决方案及广告分发服务，帮助客户在头部媒体平台精准触达目标用户。

图2：公司产品矩阵

| 云体系        | 产品                  | 功能内容   |
|------------|---------------------|--|
| 营销云        | T 云                 | 旗下 GMA 增长营销平台，可视化搭建自动营销流程，实现目标人群的精准触达，驱动企业持续增长；T 云，以“集客营销”为产品底层逻辑，满足企业不同场景下的营销需求，获取优质线索。             |
|            | T 云外贸版              |  |
|            | GMA 增长营销平台          |  |
|            | VOC 客户之声            |  |
| 销售云        | 珍客 SCRM             | 旗下 SCRM 精细化管理客户全生命周期，赋能私域流量运营，让销售业绩规模增长；CDP，全渠道数据集成，深入洞察客户行为，让企业数据资产发挥更大价值；CRM，从线索分配到商机转化等全流程客户关系管理。 |
|            | CDP 客户数据平台          |  |
|            | 珍客 CRM              |  |
|            | 臻推宝                 |  |
| 商业云        | 智能体商城               | T-SHOP 智慧商城，提供订单、库存、会员管理等多种功能。   |
|            | T-shop 智慧门店         |  |
|            | T-shop 会员中心         |  |
| 分析云        | BI 可视化数据分析          | BI 可视化数据分析平台，A/B TEST 等产品，为企业提供全面的商业智能解决方案，用数据驱动科学决策。  |
| 智能云        | AI-Agentforce 智能体中台 | 结合分析式 AI 与生成式 AI 技术，应用 Tforce 营销大模型，深入解析数据洞察，创新生成解决方案  |
|            | 智能云服务平台             |  |
|            | T-Talk 智能客服         |  |
|            | 臻文                  |  |
|            | 臻图                  |  |
|            | 臻视                  |  |
| 组织云<br>DHR | DHRforce 数智化人才管理平台  | 帮助组织识别并吸纳更多优秀人才  |
|            | 德人才                 |  |
|            | 德学堂                 |  |
|            | 德招聘                 |  |

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定，核心管理层经验丰富

公司股权结构稳定，实控人持股集中。公司实际控制人、董事长兼 CEO 赵绪龙先生持有公司约 49.51%的股份，通过家族信托及控股公司 Willam Zhao Limited、Real Force Limited、Precious Sight Limited 等间接持股。



图3：公司股权结构（注：截至 2024 年 12 月 31 日）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**核心管理层从业超过十年，行业积累深厚。**创始人赵绪龙先生作为数字营销领域权威专家，长期深耕智能营销方法论研究，兼具技术背景与市场敏锐度，其著作《智能营销—数字生态下的营销革命》等理论成果已成为行业重要参考文献。高管团队经验丰富，多位高管都在集团服务超过 10 年，对营销及销售 SaaS 领域的产品研发、技术创新和业务运营有着全面深入的了解。

图4：公司核心管理层行业经验丰富

| 姓名  | 职务    | 履历   |
|-----|-------|--|
| 赵绪龙 | 首席执行官 | 东华大学机械工程及自动化专业学士学位，集团创始人。自 2021 年 2 月起担任本公司执行董事兼首席执行官，并自 2017 年 9 月和 2009 年 9 月起分别担任上海珍岛董事长及首席执行官，于 2022 年 11 月获委任为本公司董事长。赵先生自本集团成立以来一直负责集团战略及关键决策，包括整体发展、战略方向、业务管理、创新及研发等决策。            |
| 马进  | 首席财务官 | 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 月起担任本公司首席财务官，自 2022.6 起兼任上海珍岛执行董事。2012.7~2015.10 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。2015.10~2021.4 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  | 高级副总裁 | 中国上海财经大学高级管理人员工商管理硕士。自 2021 年 2 月起担任本公司高级副总裁，并于 2022 年 11 月获委任为本公司联席公司秘书。自 2022 年 11 月起担任本公司执行董事，并于 2021 年 2 月起担任高级副总裁。  |
| 许健康 | 高级副总裁 | 华东师范大学人力资源管理(函授)学士学位。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。许先生现时亦于本集团多家附属公司担任多个职务，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、台州珍岛信息技术有限公司的执行董事。许先生在企业互联网服务领域拥有逾 15 年经验。               |
| 陈海林 | 首席技术官 | 本科学历，自 2024 年 1 月起担任本公司首席技术官。于网络产品研发方面拥有超过 11 年的经验，2013.1~2013.3 任职于上海文思海辉信息技术有限公司；2013.4~2014.2，任职于上海天听信息科技有限公司。其后自 2014 年 3 月至 2019 年 1 月先后担任上海珍岛首席技术官，2019 年 2 月至 2022 年 4 月担任产品开发总监。 |

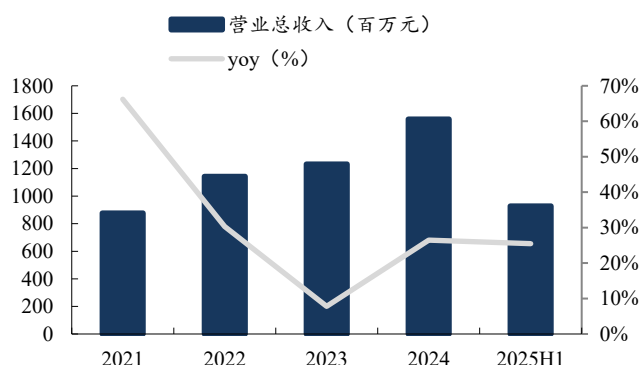
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. 营收增速迎拐点，净利润实现扭亏为盈

**营收持续增长，增速迎拐点。**2021-2023 年，受到宏观环境影响，公司营收同比增速逐渐下降。2024 年，公司深入践行“AI 驱动产业升级”战略，实现营业收入 15.6 亿元，同比增长 26.5%。2025H1，受益于全球 AI 大模型的更新迭代，客户对智能营销及销售解决方案需求愈发旺盛，公司凭借领先的 AI Agent 技术优势与产品实力精准响应市场，实现营业收入 9.3 亿元，同比增长 25.5%，其中 AI 收入达 1 亿元，AI+SaaS 订单同比增长 69.1%，营收增速有望迎来拐点。

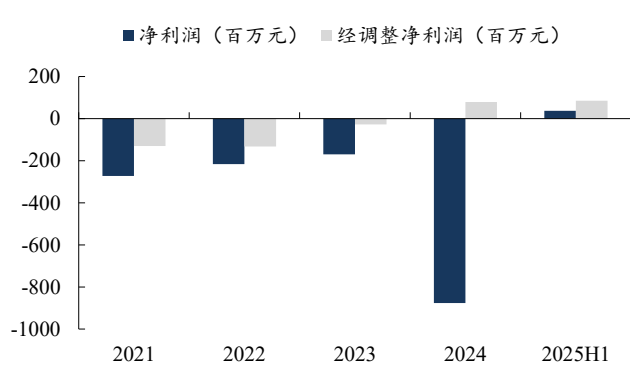
**净利润实现扭亏为盈。**过去数年，公司处于持续亏损状态。2024 年公司净利润为-8.8 亿元，净利润大幅下滑主要由于可转换可赎回优先股的公允价值变动影响。2025 上半年，公司实现归母净利润 0.37 亿元，实现扭亏为盈，经调整后净利润达 0.85 亿元，同比增长 77.7%，标志着公司迈入维持高速增长、同时保持盈利的发展新阶段，印证了商业模式的健康性与可持续性。

图5：公司营收持续增长，增速迎拐点



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：公司归母净利润扭亏为盈

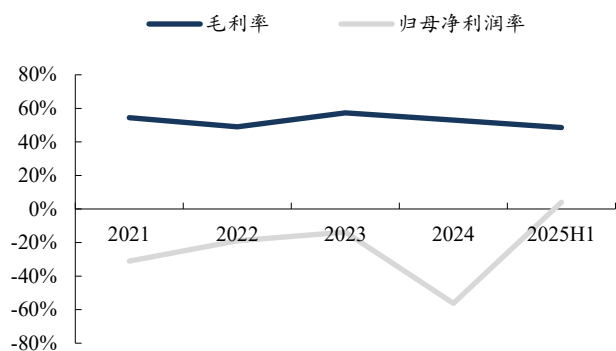


数据来源：Wind，东吴证券研究所

**毛利率维持稳定，费用率呈下降趋势。**2021 至 2025H1，公司毛利率整体维持稳定，2025H1 公司毛利率为 48.6%，毛利率略有下降主要由于 AI+SaaS 业务收入结构变化及新业务拓展；公司整体费用率呈现显著下降趋势，2025H1 公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 17.0%/10.2%/9.1%，同比下降 5.0pct/8.6pct/5.1pct，经营效率持续提升。

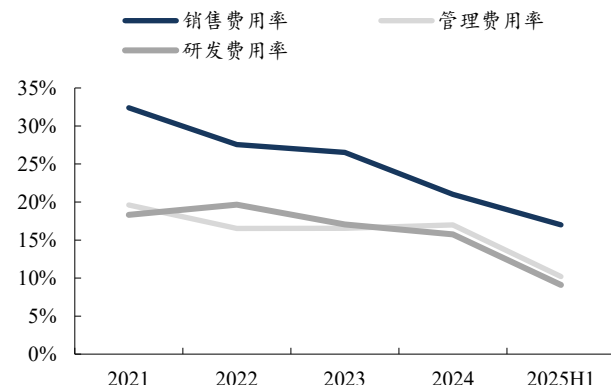


图7：公司毛利率维持稳定



数据来源：Wind，东吴证券研究所

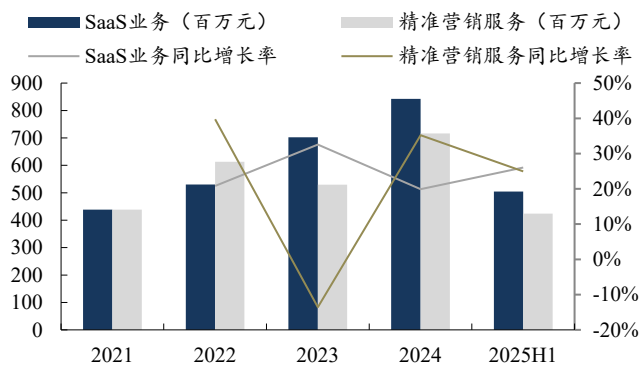
图8：公司期间费用率呈显著下降趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

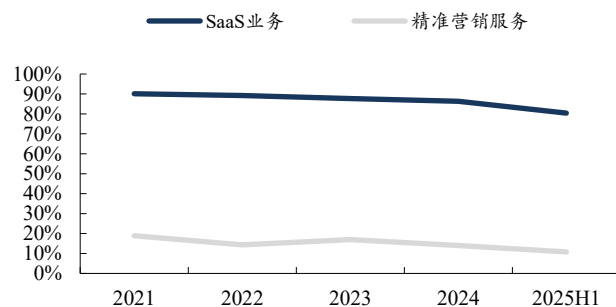
**SaaS业务快速增长，维持高毛利率。**公司主营业务分为SaaS业务和精准营销服务，2025H1分别实现营收5.0亿元和4.2亿元，同比分别增长26.0%、25.0%。2021年以来公司SaaS业务保持快速增长，2021-2024年CAGR达24.3%，且近年来始终保持90%左右的毛利率水平。2025H1毛利率有所下降主要由于高客平均单价的KA业务收入占比提高带来了人工成本上升，以及公司新增智能体一体机业务所带来的硬件采购成本增加。

图9：公司分业务营收情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

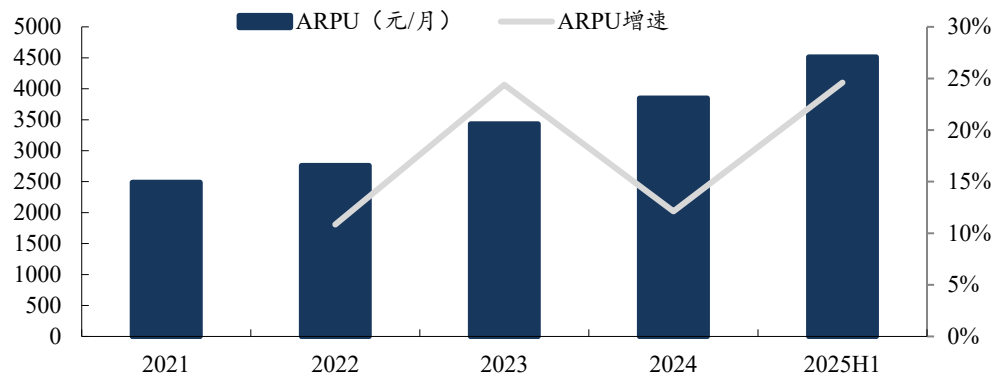
图10：公司分业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**SaaS业务ARPU持续增长，订阅客户留存率连续三个半年度环比上升。**2025H1，公司SaaS业务月度ARPU达到5412元，同比增长24.6%，2021-2024CAGR达到15.6%，印证了AI与公司产品的有机结合在不断提升客户价值和粘性。未来随着产品矩阵进一步完善和AI的深度融合，有望推动下游企业优质客户数、ARPU和用户粘性持续提升。

图11: 公司 SaaS 业务 ARPU 持续增长



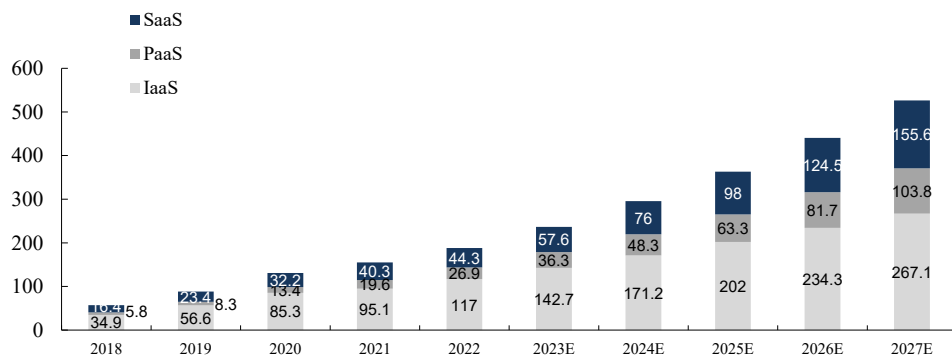
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. AI 开启 SaaS 范式重塑，“平台+生态”定义增长新引擎

### 2.1. 中国营销及销售 SaaS 市场高速增长、渗透率低、结构性空间广阔

**中国 SaaS 市场规模快速增长。**根据弗若斯特沙利文，中国 SaaS 市场规模由 2018 年的人民币 164 亿元增长到 2022 年的人民币 443 亿元，CAGR 达 28.2%。得益于中国政府对数字经济的政策支持与 SaaS 相较于本地部署软件的独特优势，中国 SaaS 市场规模预期将于 2027 年达到人民币 1556 亿元，2022 年到 2027 年的 CAGR 预计为 28.6%。

图12: 中国公有云行业市场规模预测 (单位: 十亿元)



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

**数字经济转型与 SaaS 优势构成核心驱动，中国 SaaS 市场增长动能强劲。**在数字经济深化与企业数字化转型政策的双重催化下，国内 SaaS 市场需求持续释放。SaaS 模式相较于传统本地部署软件，具备部署周期短、初始成本低、付费方式灵活及运维升级便捷等核心优势，为企业提供了更具成本效益的解决方案。此外，PaaS 市场是公有云市

场增长的另一个重要推动因素,行业内部已形成趋势,领先的 SaaS 厂商通过拓展其 PaaS 能力,为客户提供更深度的定制化与开发支持。

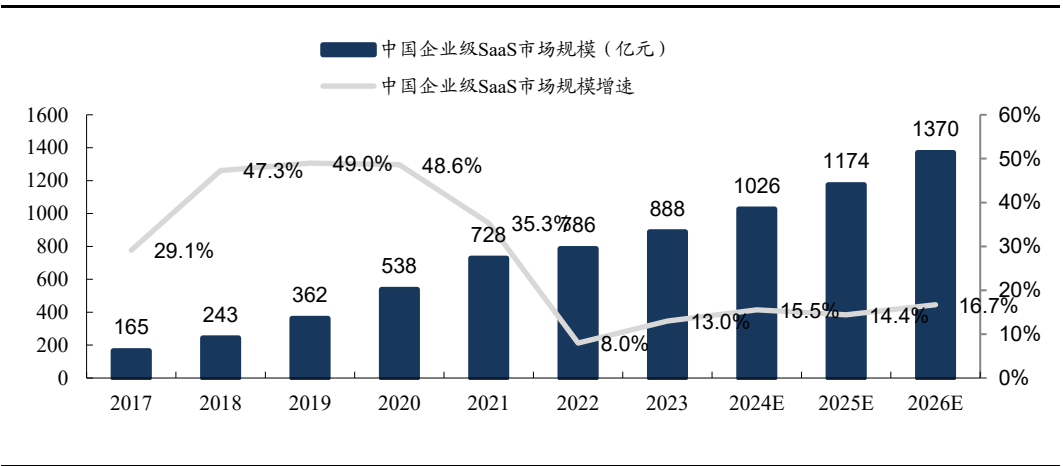
图13: 传统软件与 SaaS 对比

| 维度    | 传统软件              | 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; 自行维护难 | 云端部署, 互联网访问; 用户无需维护 |
| 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               |

数据来源: 中国信通院《中国企业级 SaaS 产业发展研究报告(2024 年)》, 东吴证券研究所

下游企业对 SaaS 解决方案需求增加,中国潜在客户数量庞大。根据艾瑞咨询, SaaS 应用在企业中的渗透率不断提升,大型企业倾向定制集成,中型企业成为平台生态模式的主流应用群体。在发达国家,企业更青睐专业化程度高的 SaaS 产品,市面上可选 SaaS 产品充分竞争,企业愿为特殊行业或特殊领域具有高度专业性的 SaaS 产品付费,而国内市场仍处于待发展阶段,潜在市场空间巨大。

图14: 中国企业级 SaaS 市场规模及预测 (单位: 亿元)

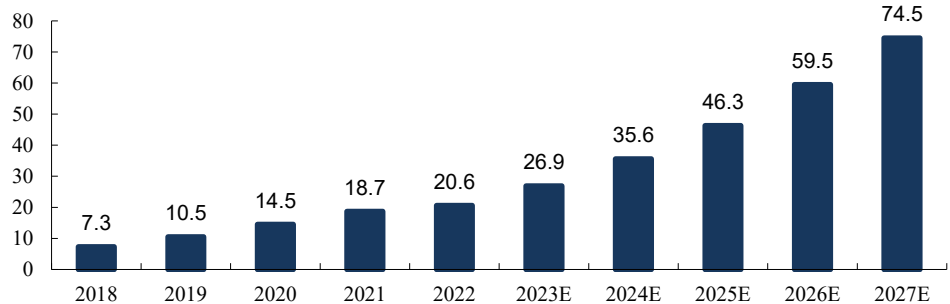


数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

营销及销售 SaaS 指一套基于云的软件产品组合,借助大数据、云计算、人工智能等技术为企业和组织专门设计营销及销售活动,旨在优化流程、提升效率并推动业务增长。在整体 SaaS 市场快速增长的背景下,营销及销售 SaaS 作为连接客户与销售前线的核心工具,展现出更加显著的成长潜力。

中国营销及销售 SaaS 解决方案的市场规模预期快速增长。根据弗若斯特沙利文,营销及销售 SaaS 解决方案市场由 2018 年的人民币 73 亿元增长至 2022 年的人民币 206 亿元, CAGR 为 29.7%, 预期于 2027 年市场规模达到人民币 745 亿元, 2022 年至 2027 年的复合年增长率为 29.3%。

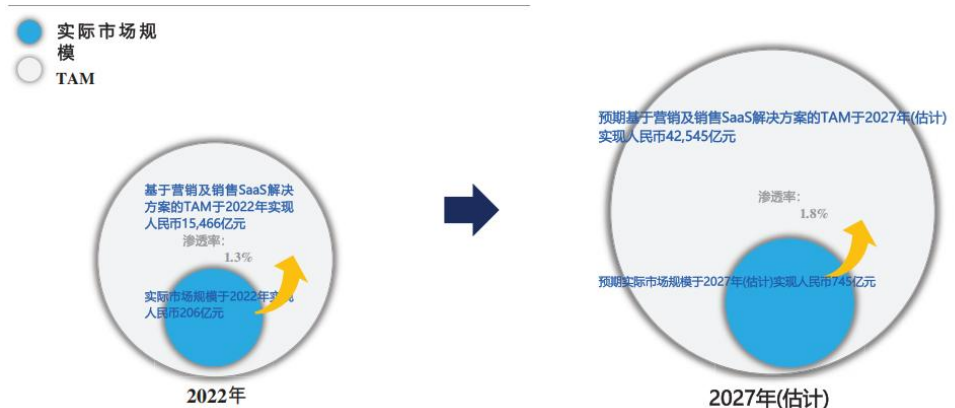
图15: 中国营销及销售 SaaS 解决方案市场规模预测 (单位: 十亿元)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 东吴证券研究所

**市场渗透率仍低位, 结构性增长空间广阔。**尽管市场规模已实现数倍增长, 但整体渗透率仍偏低, 意味着行业发展尚处于早期阶段。根据弗若斯特沙利文, 2022 年营销及销售 SaaS 市场实际渗透率仅为 1.3%, 预计至 2027 年提升至 1.8%。对比同期潜在市场规模 (TAM) 增长, 从 15,466 亿元增长至 42,545 亿元人民币, 市场空间增长超 170%, 而实际渗透率提升不到 0.5 个百分点, 凸显出结构性扩张空间巨大, 成长确定性强。

图16: 中国营销及销售 SaaS 解决方案市场渗透率



数据来源: 弗若斯特沙利文, 东吴证券研究所

注: TAM=企业数量\*平均销售价格;

实际市场规模=付费企业数量\*平均销售价格

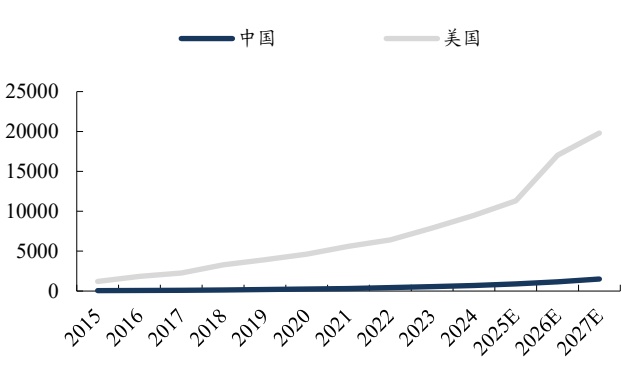
**对比国际市场, 中国市场空间大但仍属早期, 差异化路径明显。**相较于美国市场, Salesforce、HubSpot 等头部厂商已形成产品闭环并具备强续费能力, 中国市场整体仍呈现出渗透率低、竞争格局碎片化、本地化需求强烈的特征。因此, 中国营销 SaaS 厂商应差异化定位, 更重视行业 know-how 与私域运营能力, 走出适合本土场景的产品路径。

图17：中美 SaaS 市场对比

| 项目    | 美国市场          | 中国市场            |
|-------|---------------|-----------------|
| 市场阶段  | 成熟期（高度细分与集中）  | 成长期（厂商众多，标准未统一） |
| 客户偏好  | 付费意愿强，专业分工明确  | 性价比导向，集成需求强     |
| 渠道结构  | 直销+代理双驱       | 重服务重交付，渠道依赖高    |
| 本地化能力 | 全球标准产品+API 开放 | 强集成、强本地化、重客户成功  |

数据来源：公开资料整理（参考 Salesforce、HubSpot 投资者关系材料；中国信通院《企业级 SaaS 产业发展研究报告（2024）》），东吴证券研究所

图18：中美 SaaS 市场规模对比（亿元）



数据来源：ElectroIQ&market.us，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

**营销与销售 SaaS 市场的高增长，主要得益于以下多重因素共同驱动。第一，政策推动企业数字化转型。**国家“十四五”规划明确提出加快企业数字化转型进程，鼓励企业通过信息化手段提升营销效率与客户管理能力，营销 SaaS 成为政策扶持重点之一。**第二，中小企业加快“上云”，拓宽 SaaS 下沉空间。**随着公有云成本下降、服务能力增强，越来越多中小企业开始采用轻量化、订阅制的 SaaS 产品替代传统部署型软件，成为 SaaS 渗透率提升的主力军。**第三，SaaS 产品本身的技术与模式优势。**相比本地部署软件，SaaS 具备快速上线、低成本试用、持续迭代更新、维护简便等显著优势，适用于需求变化快、迭代频繁的销售与营销场景。**第四，流量结构变化推动私域运营。**随着中国互联网广告成本持续攀升（2023 年市场规模达 5732 亿元，集中于头部平台），企业对“私域流量”的依赖显著上升。微信生态、小程序、电商私域成为品牌构建用户资产的关键，催生出以客户为中心的营销工具需求。

我们认为，未来 SaaS 行业主要有以下两大发展趋势：

**趋势一：AI 开启 SaaS 范式重塑，PaaS 能力成增长引擎。**

我们认为，AI 对 SaaS 行业的影响并非停留在功能层面的“+AI”，而是深入底层架构的范式革命。其核心逻辑在于通过大模型、Agent 等 AI 技术显著降低软件的使用门槛，将复杂任务的处理能力普惠至非专业用户，从而拓宽 SaaS 产品的潜在市场空间。

**“平台+智能体”双驱动能力将成为 SaaS 市场增长的核心引擎。**PaaS 将 AI 技术拆解为可复用组件（如 NLP 引擎、多模态识别），供上层应用调用。其本质是通过底层技术架构的革新，将 AI 能力深度融入业务全链条，实现从工具赋能到智能决策的跨越。未来五年，缺乏 PaaS 支撑的单一 AI 工具将被淘汰，而拥有“平台+智能体”双引擎的厂商将主导市场整合。



图19：用友 YonBuilder 开发平台



数据来源：用友官网，东吴证券研究所

## 趋势二：平台化+生态化，从产品到解决方案的演进

企业数字化需求的变化正在驱动 SaaS 产品从“工具型”向“平台型”演进。早期 SaaS 产品主要聚焦于邮件、短信、广告等单点营销工具，功能割裂，效率有限。随着营销策略转向以客户为中心，企业更倾向于选择具备数据整合、流程打通与自动化能力的 SaaS 平台，以实现“拉新-留存-转化-复购”的全流程闭环管理。

尤其是在私域运营场景下，品牌需要对用户在微信生态、电商平台、线下门店等多个渠道的行为进行整合分析，形成统一用户画像，并执行个性化触达与分层运营。SCRM、CDP 与营销自动化平台由此成为增长最迅猛的子赛道。行业正从“渠道驱动”走向“数据驱动”，从“触达工具”转型为“智能运营平台”。

这一需求侧的变化，正驱动领先的 SaaS 厂商加速从“链式”的线性产品开发，转向“网状”的协同生态构建。领先厂商通过构建一个稳固、开放的 PaaS（平台即服务）底座，将自身的核心能力（如数据处理、AI 引擎、业务流程管理）与通用技术模块封装，实现了从“功能提供商”向“生态赋能者”的角色转变。这种“网状”的协同生态模式，能够更敏捷、更高效地满足客户日益集成化、场景化的需求。

全球及国内的头部厂商已通过前瞻性布局验证了平台与生态战略的有效性：

**用友网络 YonBIP 商业创新平台：**用友凭借 YonBIP 打造了全面的产品矩阵，覆盖财务、供应链、制造、营销、人力资源等核心业务领域，广泛服务于制造、零售、金融、建筑、能源、医药等多个行业，满足大中小企业的数智化转型需求。核心产品包括 NC、



U8+、YonSuite 等，结合云原生架构、低代码开发和开放的云市场生态，提供一站式数字化解决方案，涵盖从战略规划到运营管理的全流程服务。通过智能财务、敏捷供应链、PLM 等功能，用友助力企业实现高效成长和商业创新。

图20：用友提供一站式 SaaS 全服务场景



数据来源：用友官网，东吴证券研究所

**Salesforce AppExchange 平台：**作为全球 SaaS 生态战略的典范，Salesforce 通过 AppExchange 平台建立了全球领先的商务应用生态系统，提供超过 3000 款预集成的应用程序和组件，用于扩展 Salesforce CRM 的功能。AppExchange 支持企业通过低代码/无代码工具快速构建定制化应用，涵盖销售、市场营销、客户服务等场景。AppExchange 以开放的生态系统著称，允许第三方开发者发布应用，用户可直接安装以满足特定需求。其优势在于高度的可扩展性、AI 驱动的智能化工具（如 Einstein AI）以及与全球主流系统的无缝集成，适用于各种规模的企业，尤其在金融、零售、制造业等领域表现突出。

图21：Salesforce CRM 平台



数据来源：阿里云，东吴证券研究所

2.2. 海外营销及销售 SaaS 巨头引领 AI+SaaS 商业化落地

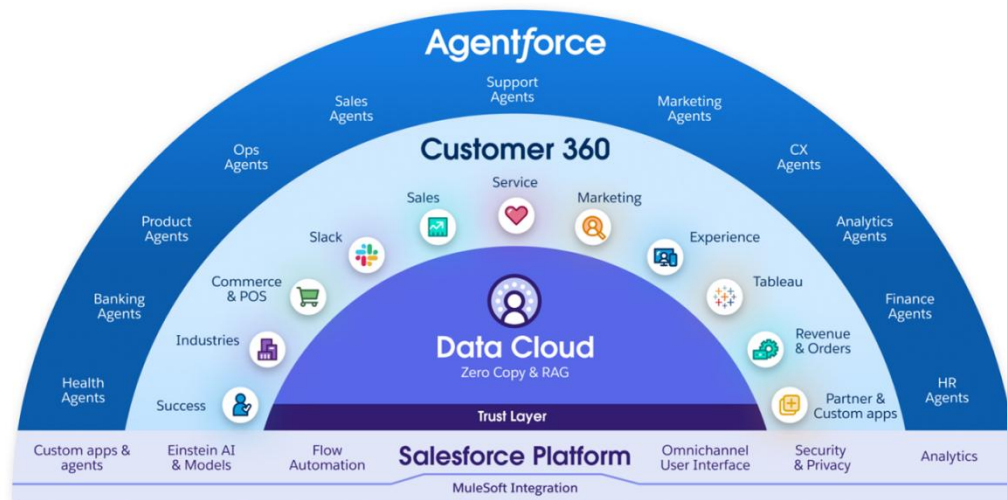
以 Salesforce、HubSpot 为代表的海外营销及销售 SaaS 巨头，通过深度融合 AI 技术，显著增强了产品矩阵的核心竞争力，促进了业务推进和营收增长。展望国内市场，本土 SaaS 企业有望复制海外巨头 AI+SaaS 路径, AI 技术的商业化落地进程有望加速，构筑未来增长的核心驱动力。

2.2.1. Salesforce: Agentforce 驱动企业自动化与增长引擎

Salesforce 推出 Agentforce 解决方案，将人工智能深度整合到客户关系管理和企业运营中，显著降低客户成本并提升投资回报、经营效率和客户体验。

Agentforce 作为数字劳动平台，通过 AI Agent 实现了业务流程的自动化与增强。AI Agent 能够 24/7 全天候工作，覆盖客户服务、销售开发、员工支持、深度研究等多个场景。例如，在客户服务中，AI Agent 可自主回答问题、解决案例和管理订单，显著缩短了响应时间并降低了成本；在销售开发中，AI Agent 能够处理产品咨询、预约会议，从而提升销售效率和赢率。AI 还通过自然语言处理和低代码工具简化了代理的部署与管理，使企业能够快速适应需求变化。

图22: Agentforce 平台



数据来源: Salesforce 官网, 东吴证券研究所

相较于传统的自主研发模式, Agentforce 凭借其快速部署、更低的总拥有成本(TCO)以及良好的业务成效, 为寻求高效、可扩展 AI workflows自动化的企业提供了明确的价值路径。

**投资回报实现速度大幅提升:** Agentforce 用户报告的投资回报实现速度比 DIY 方案快 5 倍, 投资回收期可从数月甚至数年缩短至数周。

**总拥有成本 (TCO) 优势显著:** 借助预构建的集成和低代码工具, Agentforce 可将 TCO 至少降低 20%。其可预测的定价模式 (例如每次代理请求 2 美元) 有效规避了 DIY 模式中高昂的开发、维护和人才招聘等隐性成本。

**业务增长引擎, 核心指标提升显著:** 采用 Agentforce 的企业在多项关键业务指标上取得了突破。根据 Salesforce 报告显示, 其客户的潜在客户转化率提升了 25%, 案例解决速度加快了 40%, 整体运营效率提升了 25-30%。

图23: Agentforce 与自主开发 AI 解决方案效果对比

| 指标           | Agentforce                         | 自主开发的 AI 解决方案                                       |
|--------------|------------------------------------|---|
| 价值/投资回报率实现速度 | 在几周内实现（例如，一家远程医疗公司不到 3 周）          | 在数月或数年内实现   |
| 总拥有成本        | TCO 降低 20%                         | 由于定制开发、基础设施和维护，TCO 在 2-6 年内更高                       |
| 实施时间         | 3-6 周                              | 6-12 个月   |
| 客户响应时间       | 案例解决速度提高 40%（电信和零售业示例），响应速度提高 24 倍 | 可能相似，但成本更高，价值实现时间更长                                 |
| 潜在客户转化率      | 潜在客户转化率提高 25%                      | 与基准持平   |
| 运营效率         | 生产力提高 25-30%，在相对较短的时间内（数周）实现       | 运营效率提升较慢，对于中型企业，在完全推广之前（数月数年），每年潜在损失可能超过 500,000 美元 |

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

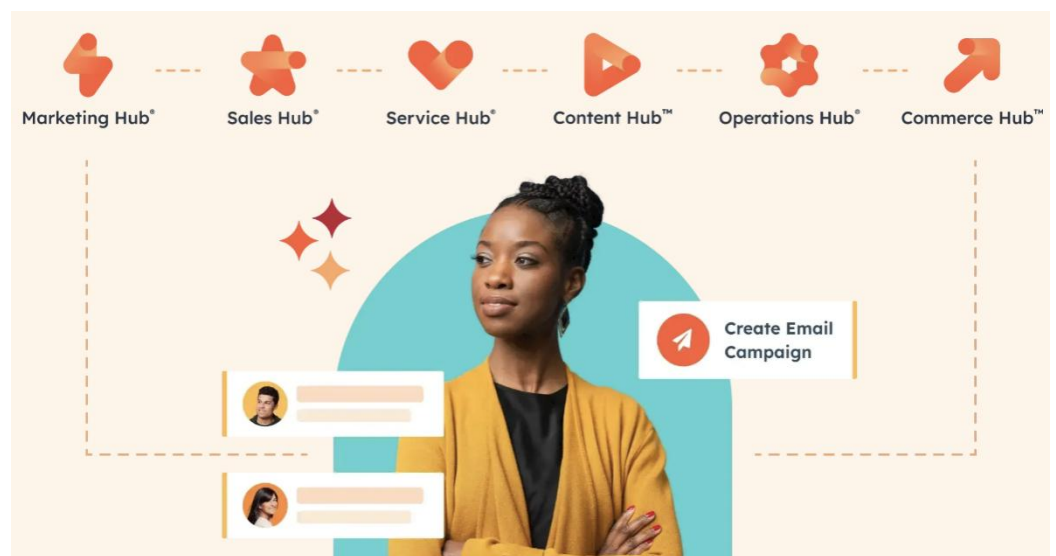
**Salesforce “AI+SaaS” 商业化已取得初步进展，未来有望加速业绩贡献。** Agentforce 发布仅两个季度，总计完成超过 8,000 个交易，其中超过 4,000 个为付费客户，年化收入已超过 1 亿美元，成为 Salesforce 历史上达到此里程碑最快的产品。此外，Agentforce 展示了强大的客户黏性，在第一季度 Agentforce 的新增预订中，有 30% 来自现有客户增购，价值驱动的飞轮正在运转。

### 2.2.2. HubSpot: 深度嵌入 AI，打造一体化智能客户平台

**HubSpot 通过构建统一的 AI 驱动客户平台，广泛将人工智能应用于营销、销售、客户服务和运营各个环节，显著推动了 AI 在中小企业商业场景中的实际落地。**

**HubSpot 将 AI 深度嵌入产品矩阵，通过智能 CRM、AI 代理、自动化内容生成、预测性分析等工具，覆盖从客户触达、转化、成交到留存的全过程。** Breeze Content Agent 可在几分钟内生成 SEO 优化博客、页面与案例研究；Prospecting Agent 可自动分析目标客户数据，生成个性化外联策略并优化销售节奏；通过 Marketing Hub，企业可实时捕捉用户兴趣点、智能识别高意向客户并自动执行后续营销动作；Sales Hub 借助 AI 工具简化外展流程、智能排序潜在客户并辅助交易管理；Service Hub 实现 24/7 自助客服与知识库自动填充，提升客户满意度并减轻团队负担；Operations Hub 依托自动化流程与数据清洗功能，提升企业运营效率与数据驱动能力。

图24: HubSpot Commerce Hub 平台



数据来源: HubSpot 官网, 东吴证券研究所

**HubSpot 的平台性 AI 应用显著改善了用户的运营指标。**根据实际案例,部署 Breeze 客户代理可实现工单处理速度提升 39%、成交率提高 10%、自动处理对话占比超过 50%。营销团队通过 AI 实现 14 倍潜在客户增长、邮件点击率提升 86%、每人每日节省 2.5 小时执行任务时间。Sales Hub 中的 AI 外展工具帮助销售代表更快找到高意向客户,并通过自动交易管理系统提升转化成功率。客户服务方面, AI 能够即时响应、引用可信内容、主动提供支持,显著提升客户体验并助力客户留存。

**HubSpot 的 AI 战略不仅提升了客户体验,更直接带来实质性的收入增长和获客效率提升。**AI 自动化的应用使得中小型团队可以在不增加人力的前提下,扩大获客范围、加快销售流程、提升客户生命周期价值。预测性分析功能推动了 8 倍的交易增长和 11 倍的进站潜在客户增长;通过集成支付、报价与订阅功能, AI 还促进了现金流管理与重复性收入能力的增强。HubSpot 的 AI 商业化实践成功将 AI 技术转化为面向中小企业的、可复用的增长引擎,不仅提高了单一工具的生产力,更在平台层面实现了客户数据、洞察与行动的闭环协同。

**HubSpot 的 AI 功能采用率正在迅速攀升,潜在商业价值巨大。**AI Copilot 用户规模在一个季度内从 27 万激增至 66 万,增长超过一倍。Customer Agent 功能在推出后的三个月内,采用率实现翻番,目前已为超过 2500 名客户提供服务,并达到了平均超过 50%的问题解决率。在商业化方面, HubSpot 计划采用基于积分的灵活体系,随着客户对 AI 功能的依赖加深和使用规模的扩大,他们可以根据自身需求便捷地购买积分,从而实现 AI 商业价值变现。

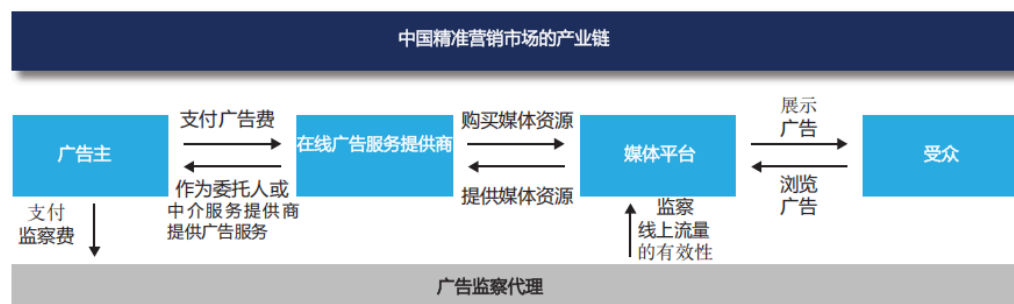
### 2.3. 流量红利与成本挑战并存,精准营销拥抱 SaaS 一体化

**精准营销是以数据驱动为核心,通过现代信息技术手段实现目标客户精确定位与个**



**性化触达的营销策略体系。**其本质是通过多维数据分析识别客户需求差异，降低营销成本并提升转化效率，从而实现营销回报最大化。中国精准营销市场中有多个市场主体参与，包括广告主、广告服务提供商、媒体平台与受众等。广告主支付广告费给广告服务提供商，由其购买媒体资源，通过媒体平台向受众展示广告。广告主支付监察费给广告监察代理，委托其监察全程，保障线上流量的有效性。

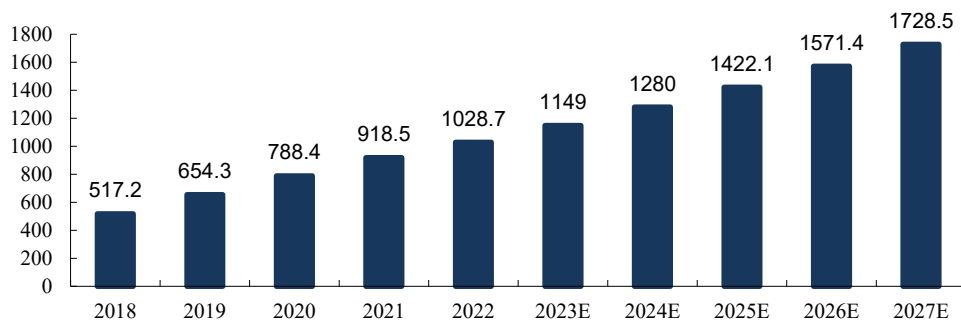
图25：中国精准营销市场产业链



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

**中国精准营销市场规模预期持续增长。**根据弗若斯特沙利文，中国精准营销市场规模由 2018 年的人民币 5172 亿元增加至 2022 年的人民币 10287 亿元，CAGR 为 18.8%。展望未来，受到线上营销重要性提升、线上流量的成本上升及精准营销解决方案日渐成熟的长期驱动，精准营销市场规模预期将于 2027 年达人民币 17285 亿元，2022 年至 2027 年 CAGR 为 10.9%。

图26：中国精准营销市场规模预测（单位：十亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

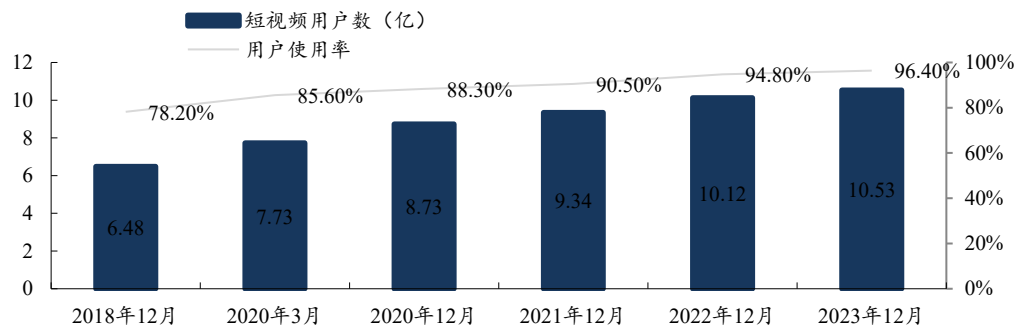
**互联网的普及与互联网用户数目的增加推动中国精准营销市场规模增长。**根据弗若斯特沙利文，中国互联网用户由 2019 年的 9.04 亿人增加至 2023 年的 10.92 亿人，CAGR 为 4.8%，2023 年的渗透率为 77.5%。互联网用户数目预期将于 2028 年达 12.13 亿人，渗透率为 86.7%。互联网用户的庞大规模带来了巨额线上流量，为广告主提供了巨大目标群体，在线广告市场空间广阔。

**短视频平台的兴起与精准营销广告自身的高效性进一步推动着精准营销市场扩张。**随着移动互联网的全面普及，短视频已成为主流的信息与娱乐媒介，短视频平台的持续



扩张正不断催生出新的精准营销市场机遇。此外，精准营销能够识别目标用户，减少投放广告的成本，提高营销的效率与转化率。根据国家广播电视总局发展研究中心发布的《中国短视频发展研究报告(2024)》，2018年末至2023年末中国短视频用户数与使用率均保持增长态势。

图27：中国短视频用户规模及使用率



数据来源：《中国短视频发展研究报告（2024）》，东吴证券研究所

**精准营销与营销及销售 SaaS 解决方案的深度融合构成了市场的另一大趋势。**当前，线上流量成本因优质资源高度集中而持续攀升，企业为追求更高的营销投资回报率，积极转向 SaaS 解决方案，推动精准营销与 SaaS 的整合走向深化。

### 3. AI 赋能平台化转型，公司价值有望重估

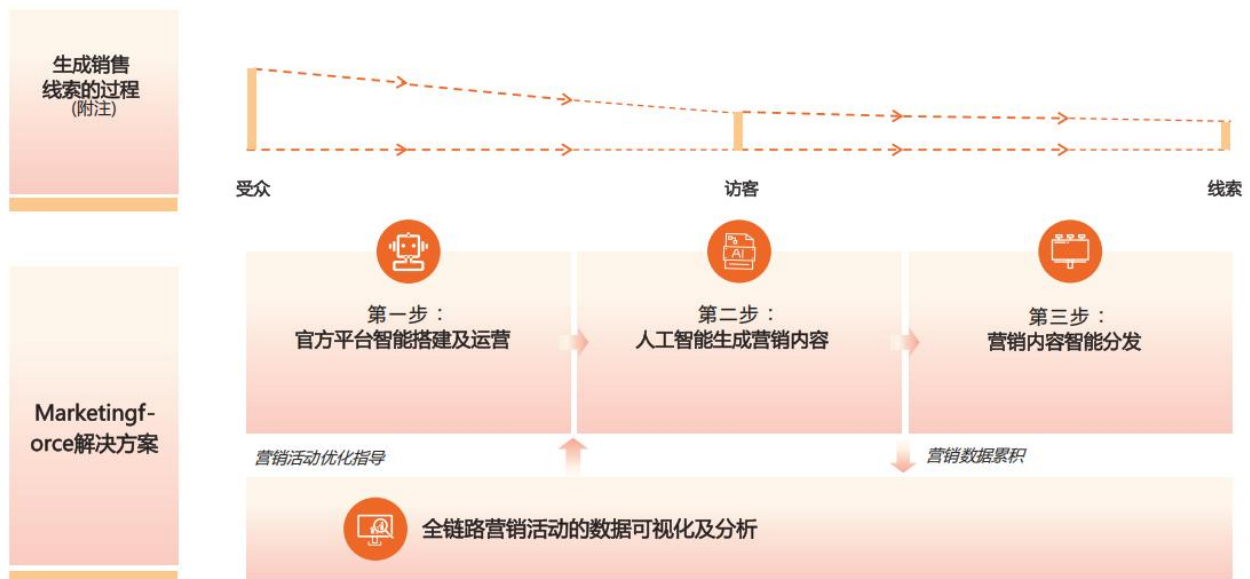
#### 3.1. 多维产品矩阵，提供全链路数智化服务

公司依托深厚的行业积累，构建了以营销及销售需求为导向，以 AI 技术为引擎的多维产品矩阵，为客户提供营销及销售全链路解决方案，解决企业在数字化时代营销和销售环节中的核心“痛点”，帮助企业实现降本增效和业绩增长的根本目标。产品矩阵以核心营销云产品“T 云”与销售云产品“珍客”为两大支柱，贯穿企业从营销获客到销售转化的核心业务流程，形成全链路闭环解决方案。在此基础上，公司布局了专为营销场景打造的“Tforce 大模型”、作为“数智员工军团”的“Agentforce 智能体中台”，以及开箱即用的“AI 一体机”，将 AI 能力深度融入业务各环节，灵活满足从 SMB 到 KA，从 B2B 制造业到 B2C 零售业以及政务领域等多元化的客户需求。

##### 3.1.1. 核心营销云 SaaS 产品——T 云

**T 云**是公司标志性的营销云 SaaS 产品，基于对营销方法论和企业需求的深刻理解，**提供营销全流程服务**。公司提供包含不同数量功能模块的 T 云版本，以实现客户不同层级的营销需求。T 云通过提供官方平台搭建、AI 内容生成和智能内容分发等功能，帮助用户利用免费或低成本的互联网流量，以高效率、低成本的方式获取销售线索，解决了营销过程中的痛点。目前 T 云产品下提供的功能模块多达 89 个，集成了多种功能及特性，覆盖典型营销流程的所有关键环节。

图28: T 云全面覆盖营销流程核心环节



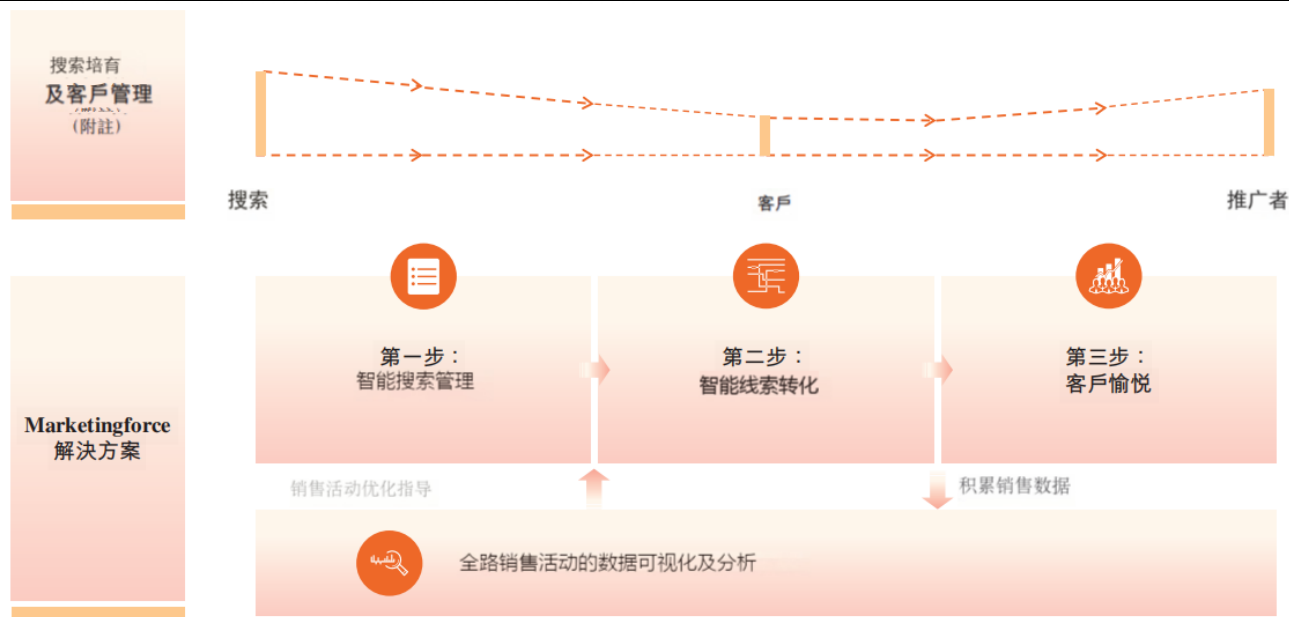
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

**T 云赋能 SMB 客户，提升营销内容质量及投入回报率。**T 云主要为以企业或高净值个人为客户对象的 B2B 企业提供服务，主要分布在机械制造、化工和专业服务等行业，通常具有交易频率低、单笔交易金额高、决策流程严格且谈判周期较长的业务特征。公司通过 T 云产品深化中小企业市场布局，解决中腰部 ToB 企业获客难问题，促进营销获客转化率。

### 3.1.2. 核心销售云 SaaS 产品——珍客

**珍客提供销售场景全流程数字化解决方案，在客户资源管理市场建立了差异化竞争优势。**珍客提供多达 159 个功能模块，包括 81 个客户关系管理相关功能模块及 78 个辅助模块。通过深度整合企业微信等主流社交工具，珍客构建了从线索获取到转化裂变的完整闭环，其标准版和专业版的双层产品架构可灵活满足不同规模企业的需求。核心优势在于将 AI 技术与销售场景深度融合，通过动态标签系统持续优化客户画像，结合智能分配和权限管理机制显著提升销售效率。

图29：珍客典型工作流程



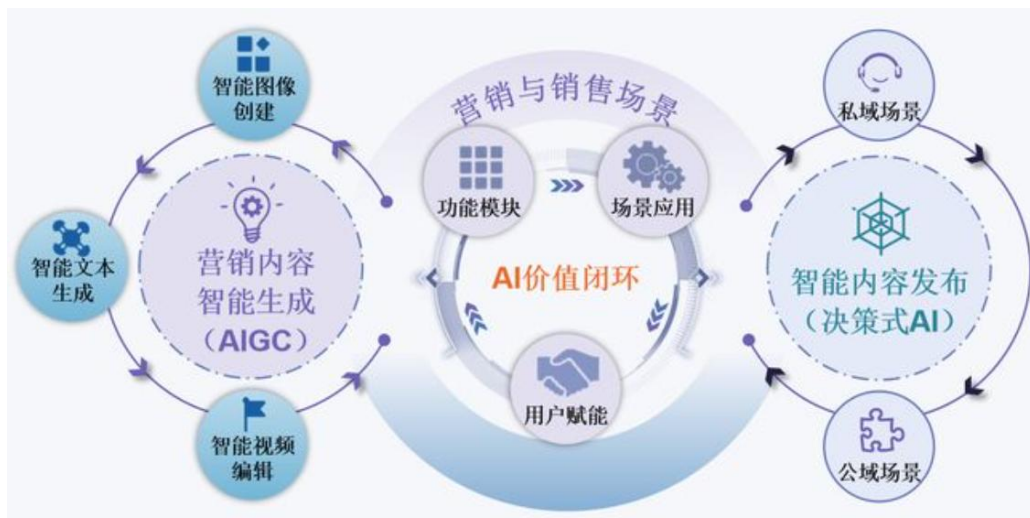
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

珍客赋能 KA 客户进行客户全生命周期资产管理以提升销售转化率，订阅收入留存率连续三年超过 100%。从市场定位来看，珍客主要服务于零售、汽车、信息技术等具有大规模销售团队和高频客户互动需求的行业客户，提供销售全流程服务。这类企业通常面临客户基数庞大但管理粗放的共性痛点，对数字化解决方案付费意愿强烈。随着企业微信等社交平台逐渐成为 B2C 营销主阵地，珍客凭借先发接入优势构建了竞争壁垒。公司通过珍客产品持续拓展大型企业客户市场，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。

### 3.1.3. 营销大模型——Tforce

Tforce 营销大模型是公司专门为营销和销售领域设计的大模型，与国内现有的更广泛覆盖的大模型相比，Tforce 大模型专注于营销领域的需求。迈富时深耕企业数智化转型领域 15 年，累计服务超 20 万家企业，覆盖 40+ 行业，上千个细分场景，积累了海量的营销数据和行业语料。这些数据和经验使得 Tforce 大模型能够更准确地理解不同行业的特点和需求，为企业提供更精准、更有效的营销策略。

图30: Tforce 大模型主要功能



数据来源：亿欧，东吴证券研究所

Tforce 大模型帮助企业进行全面的调查研究，包括对市场、行业、竞品、社媒舆论的分析，总结出合适的投放渠道、投放频率、投放数量等关键信息，并基于大量用户数据的分析预测，了解用户的需求和行为模式，识别出高潜力客群，有效触达并获取新客户关注。

**Tforce 有效提升营销效果和回报率。** Marketingforce 平台提供的文本、图片、视频 AI 生成工具，涵盖时下火热的抖音短视频模板、小红书、微博文案等数十种内容形式，帮助企业在不同渠道传播更有吸引力的内容。在 Tforce 基础上，建立精准投放模型，实现数据和 AI 驱动的投放和优化。平台对外连接十余个主流的视频平台，以及自媒体矩阵，统一管理营销渠道。在内容投放时，利用 AI 技术提炼广告投放的关键点，同时智能审核内容，确保符合平台规定。后台根据实时数据和反馈动态调整策略，提高效果和回报率。

### 3.1.4. AI 智能体中台——Agentforce

**AI-Agentforce 智能体中台是集营销、销售、经营决策和 AI 搜索于一体的智能营销平台，通过垂直布局策略洞察、内容产生、广告投放、多渠道运营、客户服务等多个场景的“数智员工军团”，为企业提供全方位的智能支持。**目前已成功应用于金融保险、招商、消费与零售、汽车、人力资源、教育、医疗大健康等多个行业，有效推动企业数智化升级，实现业务效率与决策能力的全面提升。

相较于传统 AI 工具，AI-Agentforce 智能体中台平台实现了革命性突破，深度重构了企业营销与销售全流程的智能化运作体系。平台通过将专业 AI Agent 深度嵌入线索孵化、内容创意、客户互动、销售转化及数据分析等具体业务场景，每个 Agent 均基于特定场景数据进行专项训练与持续优化，形成针对各环节痛点的专业化解能力。构建多 Agent 智能协作系统，实现任务流的自动化高效流转。平台具备业界领先的企业知识



融合能力，通过无缝对接企业私域数据、行业知识库及产品信息体系，使 AI Agent 能够深度理解业务语境，输出高度契合品牌特质且精准匹配客户需求的个性化内容与策略。

图31：迈富时智能体中台



数据来源：公司官方微信公众号，东吴证券研究所

3.1.5. 开箱即用的智能引擎——AI 一体机

迈富时智能体一体机以"场景化智能中枢"为核心，为政企构建一套覆盖核心业务场景的全场景解决方案。其中，政务一体机为垂类标品，采用“终端即服务”模式交付，即智能体中台、大模型、小模型与各类 AI 智能体应用预装于本地终端，现场部署即可使用，构建出一套可推广、可复制的政务智能解决方案。政务版部署的 20 大智能体精准对应高效办公、智能公文、政策服务、法律咨询、信访沟通五大政务刚需，形成贯穿"政策制定-公文流转-公众服务"的全链条智能化支撑体系。企业版部署的 20 大智能体则聚焦人力资源、目标管理、活动策划、项目管理、企业文化与宣传五大核心板块，形成"选育用留"全周期管理矩阵。

图32：政务版&企业版智能体



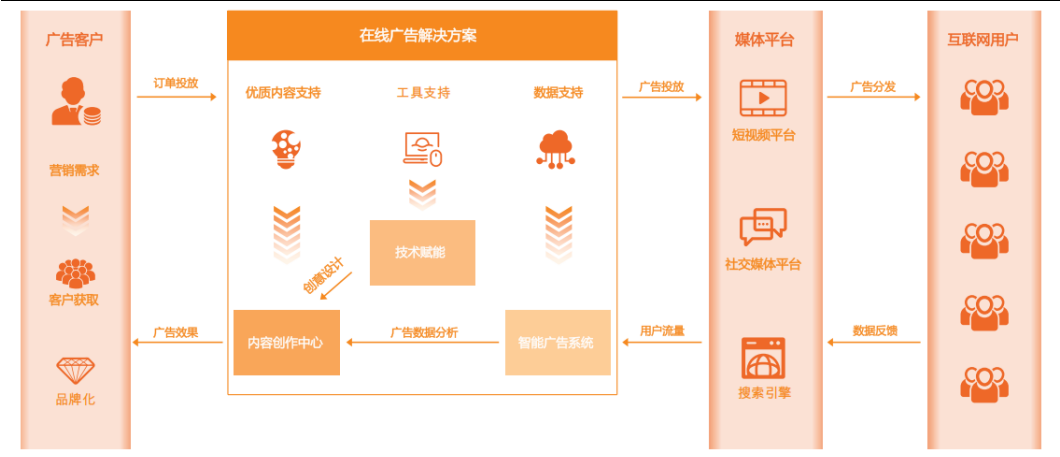
数据来源：公司官方微信公众号，东吴证券研究所

3.1.6. 精准营销服务

除了核心的 SaaS 产品矩阵，精准营销服务是构成公司业务增长的另一重要支柱，旨在帮助广告客户（主要为 B2C 企业）在头部媒体平台上进行高效、精准的广告投放，有效触达目标受众。凭借超过十年的营销经验，公司提供两种线上营销服务，即在线广告解决方案服务和在线广告分发服务。

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。服务内容全面，主要涵盖广告活动策划、广告内容制作、持续监控及实时优化等环节，帮助企业提升营销效果和转化率。

图33：公司在线广告解决方案服务



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所



在线广告分发服务：公司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，服务主要涉及账户管理以及广告制作与分发。

在定价方面，公司根据获得的流量向客户收费，价格与媒体平台向公司收取的费用相同，不另外加价。精准营销服务的盈利主要来源于返利差额，具体而言，媒体平台会根据获得的流量给予公司一定金额的返利，同时，公司也会向广告主提供部分返利作为奖励。

### 3.2. 拥有横向平台能力的纵向领域专家，构筑深厚护城河

我们认为，迈富时独特的竞争生态位可以概括为“拥有横向平台能力的纵向领域专家”。公司凭借对营销及销售领域的深刻理解，打造了功能全面、性能卓越的一站式 SaaS 解决方案，持续保持行业内的领先地位，构筑深厚护城河。

公司的行业领先地位显著。根据弗若斯特沙利文，以 2022 年的收入计，迈富时是中国最大的营销及销售 SaaS 解决方案提供商，SaaS 业务收入占市场份额的 2.6%。根据中国科学院《互联网周刊》、德本咨询、eNet 研究院联合发布《2025 AI SaaS 影响力企业 TOP50》榜单，Marketingforce 迈富时连续 7 年蝉联第一，持续领跑市场。

图34：2022 年中国营销及销售 SaaS 解决方案市场竞争格局

| 排名 | 公司         | 收入（百万元） | 市场份额（%） |
|----|------------|---------|---------|
| 1  | 迈富时        | 530     | 2.6     |
| 2  | Salesforce | 430     | 2.1     |
| 3  | 微盟         | 400     | 1.9     |
| 4  | 神州云动       | 330     | 1.6     |
| 5  | 有赞         | 224     | 1.1     |

数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

公司产品布局全面，功能体系完善。与其他竞争对手相比，迈富时提供了覆盖营销和销售全生命周期的、功能更为广泛的 SaaS 解决方案。这种一站式的能力能够满足客户更复杂的需求，提升客户粘性，加速获客速度，并获得更强的产品定价权。

图35：迈富时提供功能更为完善的营销及销售 SaaS 解决方案



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

迈富时具有行业内稀缺的生态位，既有不输于微盟、有赞的垂直领域深度，同时兼具强大的平台能力。相较于 ERP/PaaS 巨头（如用友、金蝶），这类厂商虽具备强大的平台能力和客户基础，但在营销销售领域的理解深度和产品专注度上有所不足，而迈富时则多年深耕于营销及销售领域；相较于其他垂直 SaaS 厂商（如微盟、有赞），这类厂商专注于电商零售等特定场景，但在产品线的广度和一体化能力上相对较弱。而迈富时通过 Marketingforce 平台和 AI-Agentforce 中台，构建了强大的营销及销售 SaaS 平台化和 AI 技术底层能力，兼具了平台的“广博”性。

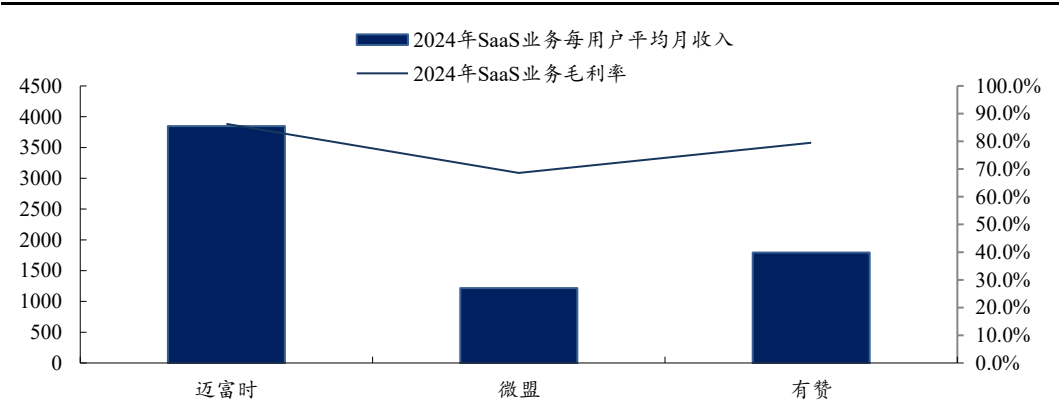
图36：迈富时兼具平台能力与垂直优势

| 对比维度     | 迈富时  | ERP/PaaS 巨头（如：用友、金蝶） | 垂直 SaaS 厂商（如：微盟、有赞）  |
|----------|--|----------------------|----------------------|
| 平台能力     | 通过 Marketingforce 和 AI-Agentforce 构建了平台化能力 | 具备强大的平台能力和客户基础。      | 相对较弱，产品线的广度和一体化能力不足。 |
| 营销销售领域深度 | 多年深耕，理解深刻，产品专注度高。                          | 理解深度和产品专注度有所不足。      | 专注，但局限于电商零售等特定场景。    |
| 产品/能力广度  | 兼具平台的“广博”性。                                | 平台广度大，但在营销领域能力不突出。   | 相对较窄，专注于特定垂直领域。      |
| 核心优势     | 既有垂直领域的深度，又具备强大的平台化能力。                     | 强大的综合平台能力和广泛的客户基础。   | 在电商零售等特定场景下具备深度优势。   |

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

迈富时 SaaS 业务的竞争优势已在核心财务指标上得到充分印证，与友商拉开显著差距。数据显示，2024 年迈富时 SaaS 业务 ARPU 及毛利率分别高达 3848 元与 86.3%，对比同业公司微盟和有赞优势显著。公司凭借功能丰富、性能卓越的产品矩阵成功提升潜在收入天花板与客户粘性，具备更加强大的产品定价权；同时，高毛利率也反向印证了公司产品矩阵的稀缺性与技术壁垒。这种由强大产品力驱动的盈利能力，构筑了公司深厚的护城河。

图37：相对微盟和有赞，迈富时 SaaS 业务具有更高的 ARPU 及毛利率



数据来源：公司年报，微盟年报，有赞年报，东吴证券研究所

3.3. 核心预期差：AI 赋能平台化转型，公司价值有望重估

我们认为，孤立地看 AI 技术或平台战略或行业 know-how，都无法认识到迈富时内在的投资价值。市场的核心预期差在于未能将三者结合，看清其相互作用下产生的“化学反应”。公司的真正护城河在于其以 AI 为核心引擎，以行业 know-how 为核心壁垒，驱动公司从“SaaS 应用”向“SaaS 平台”的战略跃迁。在向平台化转型的过程中，公

司价值有望迎来重估。

### 3.3.1. 阶段一：从应用到平台的技术演进

迈富时的平台化转型有着清晰的演进路线和坚实的技术基础。

**起点：丰富的 SaaS 应用矩阵。**公司通过两大旗舰产品“T 云”和“珍客”，为不同规模的企业提供营销和销售领域的 SaaS 工具。2024 年，公司新增模块 74 个至 311 个，产品矩阵日益完善。这些工具以高度模块化的设计，解决了客户在获客、客户管理等环节的单点需求，为公司积累了庞大的客户基础和深厚的行业认知。

**演进：构建 PaaS 平台能力。**随着产品矩阵的日益复杂，公司开始构建 PaaS 平台，以统一底层数据、整合通用功能、加速内部产品迭代。这一阶段的核心目标是提升内部研发效率和产品协同性，实现“CDP+SCRM+MA+T-Shop”等整合方案的无缝对接，为客户提供一站式解决方案。公司的 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，为平台构建打下坚实基础。

2025 年 7 月 2 日，公司正式发布“AI-Agentforce 智能体中台 2.0”，构建了“模型-应用-开发平台”三位一体的技术体系，面向企业提供生产级的智能体一站式开发与运营平台，加速平台化转型。

图38：迈富时 AI-Agentforce 智能体中台 2.0



数据来源：公司官方微信公众号，东吴证券研究所

### 3.3.2. 阶段二：AI 成为平台的核心引擎，行业 know-how 赋予核心竞争力

迈富时的核心竞争力植根于其超过十年的行业深耕。公司起家于搜索引擎优化（SEO）和建站业务，随后扩展至营销及销售 SaaS 精准营销服务，与百度、新浪、腾讯等头部平台深度合作，积累了海量的、真实的营销场景数据和对企业营销痛点的深刻理

解。

多年的行业经验与龙头地位赋予了迈富时一个关键的、难以被纯技术公司复制的护城河——行业 know-how。与通用大模型提供商不同，迈富时用于训练 AI 模型的数据和经验，是高度聚焦于中国企业营销与销售场景的，有丰富的行业经验、客户资源与落地场景作为基础。公司依托十余年行业数据积累与持续加强的算法能力，凭借垂直行业场景的深度解构能力与实时数据反馈机制，构建了“应用场景—模型训练—功能迭代”的闭环生态。这意味着公司的 AI 模型更能理解营销活动的复杂 workflows、不同行业的客户画像、以及特定渠道的转化逻辑。这种与生俱来的“行业语感”使公司的 AI 应用在实际落地时更具实效性，能够有效解决客户在获客、转化、留存等环节的核心痛点。

公司近期发布的“AI-Agentforce 智能体中台 2.0”结合行业 know-how 有望成为驱动增长的强大引擎。

图39：迈富时构建“平台+智能体”体系



数据来源：公司官方微信公众号，东吴证券研究所

AI-Agentforce 让企业智能体开发变得简单、高效、可扩展，本质是将 AI 生产力重构为“可复用的能力层”。在企业传统的开发模式中，开发一个智能体就如同“造汽车”：每个零件单独采购（烟囱式建设）；每辆车独立组装（成本居高不下）；升级需要返厂改装（迭代滞后）。而 AI-Agentforce 的模式则是“造智能公路”：让所有车辆共享道路与加油站（统一平台）；新车出厂即适配路网（10 秒生成）；道路能力升级让所有车辆自动受益（联邦进化）；用户可自由改装车型（高低代码共创）。AI-Agentforce2.0 版本深度融合了 Agentic 工作流编排、RAG 知识引擎与智能体 DevOps 全生命周期管理，赋能企业高效开发、部署、评测、观测与优化高价值智能体应用。



图40: AI-Agentforce 赋能企业高效开发



数据来源：公司官方微信公众号，东吴证券研究所

**公司的 AI-Agentforce 提供上百个行业场景智能体模板，业务人员像组装乐高一样搭建流程，开发效率极大增加。**只需输入一句需求（如“生成销售风险日报”），系统自动匹配行业模板、构建任务流、对接接口。修改知识库或流程逻辑时，会将变更秒级生效到所有关联智能体，因此第 N 例智能体可复用已有能力，仅需微调，使得开发效率极大增加。

**场景深度耦合：**不再局限于通用型 AI 助手，而是将 AI Agent 深度融入线索孵化、内容创意、客户互动、销售转化、数据分析等营销与销售全流程的具体业务场景中。每个 Agent 都经过特定场景数据的训练和优化，具备解决该环节痛点的专业能力。

**任务智能编排：**AI-Agentforce 实现了多个专业 Agent 之间的智能协作与任务自动流转。例如，内容创作 Agent 生成的素材，可无缝触发投放策略 Agent 进行精准渠道分配，投放数据又实时反馈给优化 Agent 进行动态调整，形成闭环智能工作流，真正实现全链路生态重构。

**业务知识驱动：**平台具备强大的企业知识库对接与学习能力。通过接入企业私域数据、行业知识、产品信息等，AI Agent 能够生成高度符合品牌调性、精准触达目标客户的个性化内容与策略，让 AI 真正“懂业务”。



图41：平台拥有强大的知识库，让 AI 真正“懂业务”



数据来源：公司官方微信公众号，东吴证券研究所

迈富时以 AI-Agentforce 企业级智能体中台为强大基座，凭借深厚的行业 know-how 搭建涵盖营销、销售、数据分析、商业服务、智能化产品、组织运营管理等全场景的全域智能营销产品体系，构建了覆盖企业全链路的场景服务能力，为企业构建从单点效率提升到全链路智能协同的系统化能力。

### 3.3.3. 阶段三：平台生态逐渐形成，成长空间广阔

**AI 驱动产品创新，构筑高价值产品矩阵。**“AI-Agentforce”平台将成为创新引擎，产出切实商业价值。创新路径主要包括：将 AIAgent 作为高端模块集成至现有产品，提升客户月度平均收入；孵化独立的 AI 智能体产品；探索“智能体一体机”等新型模式。

**智能中台赋能业务规模化拓展。**迈富时“AI-Agentforce 智能体中台”构建了支撑业务快速横向复用的基础设施。智能体中台通过对通用化 AI 能力、行业知识库及基础业务逻辑的沉淀与标准化，实现了关键模块的集中解耦与灵活调用。基于中台已验证的底层能力，公司可快速将核心模块组合封装，针对同行业内的不同公司、不同细分行业（如零售、金融、教育）或业务场景（如私域运营、线索培育、客服升级）推出定制化解决方案，大幅缩短新方案开发周期，显著提升对新客群的覆盖效率。22 年以来，公司 SaaS 客户总数快速增长，未来有望进一步加速拓客速度。

**降低解决方案交付边际成本。**中台沉淀的可复用组件库减少了重复开发投入。当拓展新客群或新场景时，团队无需从零构建，仅需根据客户特性组合中台已有“积木”（模

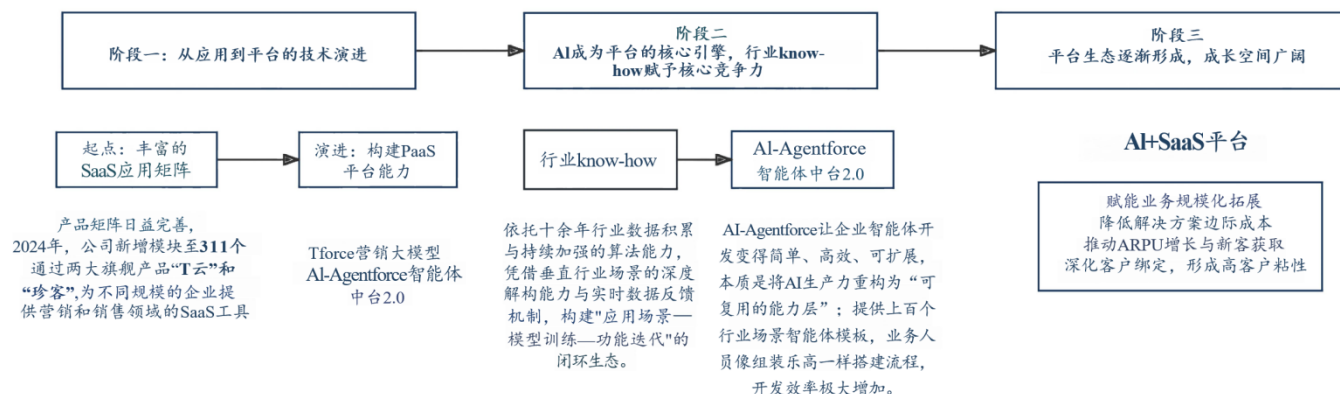
块），并叠加必要的轻量化定制层即可交付标准化产品包。“高复用、低定制”的解决方案模式大幅降低了获客与新业务开拓的边际成本。

**平台模式显著突破传统应用模式收入天花板。**平台为向上销售和交叉销售提供理想土壤。客户从基础模块起步，伴随需求增长持续增购官方应用与服务，驱动 ARPU 稳步提升。公司 ARPU 连续多年上涨，2021-2024CAGR 达到 15.6%，验证平台模式有效性。

“AI-Agentforce 智能体中台”赋能内部研发，高效产出智能新模块（如 AI 内容生成、AI 销售助手），不断丰富平台模块库，从而推动 ARPU 增长与新客获取。

**平台生态深化客户绑定，形成高客户粘性。**客户进入迈富时平台生态后，存在显著的自然增购路径，并可能将核心营销销售流程完全构建于平台之上。当客户仅使用单一 SaaS 应用时，替换成本有限。而当客户采购了多个模块，或者将其核心业务流程（客户数据管理、营销自动化、销售流程、电商交易等）深度整合于迈富时 SaaS 平台时，平台实质上成为其数字化运营的“操作系统”。公司订阅客户留存率连续三个半年度环比上升，平台效应逐渐显现。

图42：迈富时平台化转型主要阶段



数据来源：公司资料，东吴证券研究所

迈富时通过“应用积累-AI 驱动-PaaS 整合-生态形成”的多阶段演进，逐渐形成以行业 know-how 为核心、AI-Agentforce 智能体中台为引擎的营销生态平台。迈富时的平台化转型是一场由 AI 驱动的深刻商业模式变革，重塑了竞争壁垒、客户粘性与收入天花板，为公司打开了广阔的长期增长空间。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

#### 核心假设与收入拆分:

**AI+SaaS 业务:** 公司的核心预期差在于 AI 赋能下的平台化转型。公司以“AI-Agentforce 智能体中台”为引擎,有望加速将行业 know-how 转化为可复用的 AI 能力,驱动产品矩阵从“SaaS 应用”向“SaaS 平台”的战略跃迁。随着平台生态逐渐形成,其“Land-and-Expand”模式将有效深化客户绑定,推动 ARPU 与客户留存率稳步提升。同时,“高复用、低定制”的解决方案模式大幅降低了获客与新业务开拓的边际成本,有望持续提升毛利率水平。我们预计公司该业务 2025-2027 年收入为 13.97/19.82/27.48 亿元,同比增速为+65.8%/+41.9%/+38.6%,考虑 25 年 AI+SaaS 业务新增一体机产品,当年毛利率将下降,后续随着 AI 赋能业务,毛利率有望逐步提升,预计 2025-2027 年毛利率为 79.8%/80.3%/81.0%。

**精准营销业务:** 线上流量成本持续攀升,企业对营销投资回报率的追求日益迫切,推动市场从单一广告投流转向与 SaaS 深度融合的一体化解决方案。公司凭借营销及销售 SaaS 协同优势,能够满足客户对全链路闭环管理的需求,有望保持精准营销业务稳健增长。因精准营销以平台返利差额为主要利润来源,在平台返佣收紧、对客户让利加大的多重挤压下,毛利率预期呈结构性下行。我们预计该板块 2025-2027 年收入为 9.31/10.71/11.78 亿元,同比增速为+30.0%/+15.0%/+10.0%,毛利率为 13.0%/12.2%/11.4%。

综上,我们预计公司 2025-2027 年总收入为 23.28/30.53/39.26 亿元,同比增速为+49.4%/+31.2%/+28.6%。随着高毛利的 AI+SaaS 业务占比持续提升,以及平台化带来的规模效应与收入天花板提升,公司整体盈利能力有望大幅改善,2025-2027 年归母净利润为 0.65/1.93/4.30 亿元。

图43: 公司分业务营收预测(单位:百万元)

|         | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入   | 1232.2 | 1558.6 | 2327.9 | 3053.2 | 3926.2 |
| YoY%    | 7.8%   | 26.5%  | 49.4%  | 31.2%  | 28.6%  |
| 毛利率     | 57.3%  | 53.0%  | 53.1%  | 56.4%  | 60.1%  |
| AI+SaaS | 702.4  | 842.2  | 1396.6 | 1982.2 | 2748.1 |
| YoY%    | 32.6%  | 19.9%  | 65.8%  | 41.9%  | 38.6%  |
| 毛利率     | 87.7%  | 86.3%  | 79.8%  | 80.3%  | 81.0%  |
| 精准营销    | 529.7  | 716.4  | 931.3  | 1071.0 | 1178.1 |
| YoY%    | -13.6% | 35.2%  | 30.0%  | 15.0%  | 10.0%  |
| 毛利率     | 17.0%  | 13.9%  | 13.0%  | 12.2%  | 11.4%  |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 估值分析

考虑迈富时两大业务商业模式、毛利率及业绩增速差异较大，采用 SOTP 估值法：

**AI+SaaS 业务：**AI+SaaS 业务有望受益于营销及销售 SaaS 市场需求长期增长以及公司平台化转型迎来高速成长期。我们采用 PS 估值法，选择全球 SaaS 巨头 Salesforce、HubSpot 及港股 SaaS 公司金蝶国际作为可比公司，2025-2027 年平均 PS 分别为 7.0/6.1/5.4 倍（截至 2025 年 8 月 22 日）。我们给予公司 AI+SaaS 业务 2027 年 7 倍 PS（考虑到公司更高的营收增速及生态位优势，给予一定估值溢价），对应目标市值 192 亿人民币。

**精准营销业务：**精准营销业务有望凭借 SaaS 协同优势保持稳健增长。我们采用 PE 估值法，选择数字广告代理公司易点天下、蓝色光标为可比公司，2025-2027 年平均 PE 分别为 57.6/46.7/39.1 倍（截至 2025 年 8 月 22 日）。我们给予公司精准营销业务 2027 年 35 倍 PE，对应目标市值 18 亿人民币。

SOTP 估值法下，公司目标估值 210 亿人民币，对应港股目标价 90 港币/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图44：可比公司估值（截至 2025 年 8 月 22 日）

| 行业   | 公司         | 代码        | 市值/亿元  | 营收/亿元  |        |        | PS  |     |     | 归母净利润/亿元 |       |       | PE    |       |       |
|------|------------|-----------|--------|--------|--------|--------|-----|-----|-----|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |            |           |        | 25E    | 26E    | 27E    | 25E | 26E | 27E | 25E      | 26E   | 27E   | 25E   | 26E   | 27E   |
| SaaS | Salesforce | CRM.N     | 16,761 | 2942.8 | 3280.1 | 3543.7 | 5.7 | 5.1 | 4.7 | 504.5    | 625.4 | 762.1 | 33.2  | 26.8  | 22.0  |
|      | Hubspot    | HUBS.N    | 1,715  | 220.0  | 254.0  | 291.9  | 7.8 | 6.8 | 5.9 | 2.3      | 6.4   | 15.1  | 752.9 | 269.3 | 113.6 |
|      | 金蝶国际       | 0268.HK   | 523    | 70.5   | 80.5   | 92.1   | 7.4 | 6.5 | 5.7 | 1.2      | 3.7   | 6.6   | 414.0 | 137.5 | 76.6  |
|      | 平均值        |           |        |        |        |        | 7.0 | 6.1 | 5.4 |          |       |       |       |       |       |
| 精准营销 | 易点天下       | 301171.SZ | 160    | 34.9   | 41.6   | 47.9   | 4.6 | 3.8 | 3.3 | 2.8      | 3.6   | 4.4   | 57.1  | 44.4  | 36.4  |
|      | 蓝色光标       | 300058.SZ | 260    | 677.5  | 745.1  | 817.3  | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 4.5      | 5.3   | 6.2   | 58.0  | 48.9  | 41.8  |
|      | 平均值        |           |        |        |        |        |     |     |     |          |       |       | 57.6  | 46.7  | 39.1  |
|      | 迈富时        | 2556.HK   | 141    | 23.3   | 30.5   | 39.3   | 6.1 | 4.6 | 3.6 | 0.6      | 1.9   | 4.3   | 218.9 | 73.3  | 32.9  |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：Salesforce、Hubspot、金蝶国际、易点天下、蓝色光标盈利预测来自 Wind 一致预期，市场数据截至 2025 年 8 月 22 日收盘，表内公司数据均按各期历史汇率折算为人民币。

## 5. 风险提示

**行业竞争加剧：**国内 SaaS 潜在市场空间巨大，目前竞争格局较为分散。大量公司正部署 SaaS 行业相关产品，竞争或将加剧。

**宏观经济波动：**经济疲软时期，客户延迟甚至减少信息技术支出，使得公司产品销量下降、销售周期延长，或将导致公司业绩受损。

**技术发展不及预期：**目前 AI 技术仍处于起步阶段，若产品与服务更新迭代不及预期，客户可能停止购买公司产品，公司或将失去部分市场份额。



迈富时三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        |                 |                 |                 |                 | 利润表 (百万元)       |                 |                 |                 |                 |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                    | 2024A           | 2025E           | 2026E           | 2027E           |                 | 2024A           | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
| <b>流动资产</b>        | <b>2,911.30</b> | <b>3,848.99</b> | <b>5,083.95</b> | <b>6,703.42</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>1,558.59</b> | <b>2,327.93</b> | <b>3,053.24</b> | <b>3,926.19</b> |
| 现金及现金等价物           | 790.92          | 492.83          | 690.62          | 1,054.01        | 营业成本            | 732.79          | 1,091.77        | 1,331.20        | 1,564.86        |
| 应收账款及票据            | 143.70          | 213.39          | 271.40          | 348.99          | 销售费用            | 327.48          | 419.03          | 549.58          | 687.08          |
| 存货                 | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 管理费用            | 264.75          | 337.55          | 436.61          | 553.59          |
| 其他流动资产             | 1,976.69        | 3,142.77        | 4,121.93        | 5,300.41        | 研发费用            | 245.45          | 325.91          | 412.19          | 510.40          |
| <b>非流动资产</b>       | <b>141.46</b>   | <b>133.41</b>   | <b>130.59</b>   | <b>131.07</b>   | 其他费用            | 13.65           | 11.64           | 18.32           | 23.56           |
| 固定资产               | 52.98           | 66.68           | 79.01           | 90.11           | <b>经营利润</b>     | <b>(25.54)</b>  | <b>142.03</b>   | <b>305.33</b>   | <b>586.69</b>   |
| 商誉及无形资产            | 72.19           | 50.53           | 35.37           | 24.76           | 利息收入            | 0.00            | 11.86           | 7.39            | 10.36           |
| 长期投资               | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 利息支出            | 39.30           | 39.29           | 49.79           | 67.29           |
| 其他长期投资             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他收益            | (811.83)        | (50.00)         | (70.00)         | (100.00)        |
| 其他非流动资产            | 16.29           | 16.20           | 16.20           | 16.20           | <b>利润总额</b>     | <b>(876.67)</b> | <b>64.60</b>    | <b>192.93</b>   | <b>429.76</b>   |
| <b>资产总计</b>        | <b>3,052.76</b> | <b>3,982.40</b> | <b>5,214.54</b> | <b>6,834.49</b> | 所得税             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>流动负债</b>        | <b>2,278.12</b> | <b>3,109.60</b> | <b>4,148.80</b> | <b>5,339.00</b> | <b>净利润</b>      | <b>(876.67)</b> | <b>64.60</b>    | <b>192.93</b>   | <b>429.76</b>   |
| 短期借款               | 1,022.59        | 1,222.59        | 1,622.59        | 2,222.59        | 少数股东损益          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付账款及票据            | 75.09           | 106.14          | 129.42          | 152.14          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>(876.67)</b> | <b>64.60</b>    | <b>192.93</b>   | <b>429.76</b>   |
| 其他                 | 1,180.44        | 1,780.87        | 2,396.79        | 2,964.27        | EBIT            | (837.37)        | 92.03           | 235.33          | 486.69          |
| <b>非流动负债</b>       | <b>116.55</b>   | <b>150.10</b>   | <b>150.10</b>   | <b>150.10</b>   | EBITDA          | (765.34)        | 119.98          | 258.16          | 506.20          |
| 长期借款               | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>主要财务比率</b>   |                 |                 |                 |                 |
| 其他                 | 116.55          | 150.10          | 150.10          | 150.10          |                 | <b>2024A</b>    | <b>2025E</b>    | <b>2026E</b>    | <b>2027E</b>    |
| <b>负债合计</b>        | <b>2,394.67</b> | <b>3,259.70</b> | <b>4,298.90</b> | <b>5,489.10</b> | 每股收益(元)         | (3.42)          | 0.25            | 0.75            | 1.68            |
| 股本                 | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 每股净资产(元)        | 2.79            | 2.82            | 3.57            | 5.25            |
| 少数股东权益             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 发行在外股份(百万股)     | 256.27          | 256.27          | 256.27          | 256.27          |
| 归属母公司股东权益          | 658.09          | 722.70          | 915.63          | 1,345.39        | ROIC(%)         | (65.33)         | 5.08            | 10.50           | 15.94           |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>3,052.76</b> | <b>3,982.40</b> | <b>5,214.54</b> | <b>6,834.49</b> | ROE(%)          | (133.21)        | 8.94            | 21.07           | 31.94           |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |                 |                 |                 |                 | 毛利率(%)          | 52.98           | 53.10           | 56.40           | 60.14           |
|                    | <b>2024A</b>    | <b>2025E</b>    | <b>2026E</b>    | <b>2027E</b>    | 销售净利率(%)        | (56.25)         | 2.78            | 6.32            | 10.95           |
| 经营活动现金流            | 138.06          | (422.44)        | (62.41)         | (49.32)         | 资产负债率(%)        | 78.44           | 81.85           | 82.44           | 80.31           |
| 投资活动现金流            | (142.52)        | (36.35)         | (90.00)         | (120.00)        | 收入增长率(%)        | 26.49           | 49.36           | 31.16           | 28.59           |
| 筹资活动现金流            | 655.44          | 160.71          | 350.21          | 532.71          | 净利润增长率(%)       | (417.28)        | 107.37          | 198.64          | 122.75          |
| 现金净增加额             | 652.89          | (298.09)        | 197.80          | 363.39          | P/E             | (16.13)         | 218.90          | 73.30           | 32.91           |
| 折旧和摊销              | 72.03           | 27.95           | 22.83           | 19.51           | P/B             | 19.80           | 19.57           | 15.44           | 10.51           |
| 资本开支               | (10.13)         | (20.00)         | (20.00)         | (20.00)         | EV/EBITDA       | (29.18)         | 123.94          | 58.39           | 30.24           |
| 营运资本变动             | (92.43)         | (604.29)        | (397.97)        | (665.88)        |                 |                 |                 |                 |                 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月25日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>