

2556 HK
Marketingforce Management
Rating: OUTPERFORM
Target Price: HK\$115.44

Lin Yang
lin.yang@htisec.com

Liang Song
l.song@htisec.com

平台化与 AI 深度融合， 成就中国营销与销售 SaaS 龙头

投资要点：

- **营销与销售 SaaS 领先厂商。** Marketingforce 成立于 2009 年，是中国最大的营销与销售 SaaS 公司，也是全球领先的智能营销云平台。公司①通过软件即服务 (SaaS) 向中国企业客户提供营销及销售软件解决方案，及②提供精准营销服务，帮助广告客户在头部媒体平台投放广告，有效触达目标受众。2021-2023 年，公司 SaaS 业务收入占比分别为 50.0%/46.4%/57.0%，精准营销服务收入占比分别为 50.0%/53.6%/43.0%。
- **营销与销售 SaaS 广阔市场空间仍待渗透，数智化发展正当时。** 根据公司 2024 年半年报援引弗若斯特沙利文资料，营销和销售 SaaS 市场的潜在市场空间到 2027 年高达 4.3 万亿元人民币，大部分市场仍待 SaaS 头部企业去不断渗透；根据弗若斯特沙利文资料，按 2023 年收入计，公司是中国最大的营销及销售 SaaS 解决方案提供商。公司目前主要收入来源仍以长三角和珠三角的一二线城市为主，我们认为，公司凭借 Marketingforce 平台的强大支撑能力，通过拓展直销团队覆盖区域以及加大行业生态的合作，SMB（中小企业客户）与 KA（大客）双轮驱动，有望进一步扩大客户群和市场份额。
- **全球营销科技产品多年来高速增长，中国营销 SaaS 有望进入马太效应时刻。** 根据营销技术领袖 Scott Brinker 发布的 2024 年营销技术全景图，2024 年营销技术产品达到 14106 种，同比 2023 年增长 27.8%，在过去 13 年里 CAGR 达 41.8%。从全球来看，营销技术领域公司呈长尾分布，新的技术如云计算与 AI 加速了软件数量增长。中国营销科技起步稍晚，但也处于快速发展迈向成熟的阶段，产业投融资在 2022 年之后回归理性。我们认为，行业集中度仍较为分散，但是龙头公司通过内生开发及收并购不断丰富产品矩阵，增强平台化能力，以及持续积淀行业 know-how，SaaS 龙头公司有望构建并巩固业务护城河。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 15.08/19.90/27.02 亿元，同比增长 22.4%/31.9%/35.8%；归母净利润（加回可转换可赎回优先股的公平值变动影响）分别为 -0.20/0.38/1.24 亿元。参考可比公司，考虑到公司处于快速成长阶段，给予公司 2024 年 PS 18 倍，按照 2024 年营业收入 15.08 亿元人民币计算，合理市值 271.48 亿元人民币（295.09 亿港元，按照 1 港元=0.92 元人民币换算），对应目标价 115.44 元人民币（125.48 港元，按照 1 港元=0.92 元人民币换算）/股，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。** 市场需求不及预期；业务拓展不及预期；市场竞争加剧。

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1143	1232	1508	1990	2702
(+/-) YoY (%)	30.3%	7.8%	22.4%	31.9%	35.8%
净利润（百万元）	-155	-62	-20	38	124
(+/-) YoY (%)	-3.3%	60.3%	67.0%	286.4%	228.2%
全面摊薄 EPS（元）	-0.92	-0.72	-3.41	0.16	0.53
毛利率 (%)	49.0%	57.3%	58.8%	60.9%	63.1%
净资产收益率 (%)	27.8%	17.6%	81.6%	-4.0%	-15.2%

资料来源：公司招股书，公司 2024 中报，HTI

备注：净利润为归母净利润加回可转换可赎回优先股的公平值变动影响

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目 录

1. 营销与销售 SaaS 龙头，SMB 与 KA 双轮驱动	5
1.1 紧跟互联网发展浪潮，深耕营销科技领域	5
1.2 产品覆盖营销和销售全链路，赋能大中小企业客户	6
1.2.1 核心营销云 SaaS 产品——T 云	7
1.2.2 核心销售云 SaaS 产品——珍客	8
1.3 精准营销聚焦头部客户，与 SaaS 形成协同效应	10
1.4 SaaS 业务高毛利率，用户数量与客单价驱动增长	11
2. 营销技术创新不断涌现，营销及销售 SaaS 空间广阔	14
2.1 数字化转型浪潮下，企业级 SaaS 市场前景广阔	14
2.2 营销方法论与时俱进，潜在企业客户数量庞大	15
2.3 AIGC 在营销与销售领域发挥较大价值	17
3. 迈向中国的 Hubspot 和 Salesforce 之路	20
3.1 全球营销技术产品高速增长，呈长尾分布	20
3.2 借鉴海外营销科技巨头，走平台化+生态化之路	21
4. 盈利预测与投资建议	24
5. 风险提示	24
财务报表分析和预测	25

图目录

图 1	公司发展历程	5
图 2	T 云的典型工作流程	8
图 3	珍客的典型工作流程	9
图 4	公司 2024 年上半年标杆客户示例	10
图 5	在线广告解决方案服务	11
图 6	在线广告分发服务	11
图 7	公司总营业收入及增速	11
图 8	公司 SaaS 业务收入及增速	11
图 9	公司业务毛利率 (%)	12
图 10	公司经调整净利润 (百万元)	12
图 11	公司用户总数及增速	12
图 12	公司客均收入及增速	12
图 13	公司运营开支占收入比 (%)	13
图 14	公司按销售渠道划分的 SaaS 业务收入 (百万元)	13
图 15	公司销售办事处范围 (灰色区域为拟扩张范围)	13
图 16	中国公有云行业市场规模 (十亿元)	14
图 17	营销及销售的六大关键领域	15
图 18	中国营销及销售 SaaS 解决方案的市场规模 (亿元)	16
图 19	中国营销及销售 SaaS 解决方案潜在市场规模 TAM	17
图 20	Hubspot 营销大模型 HubSpot AI	18
图 21	Salesforce 营销大模型 Einstein	18
图 22	营销和销售占生成式 AI 影响占比高	18
图 23	AI 营销对公司和顾客的作用	19
图 24	营销技术产品数量连续增长	20
图 25	营销技术领域公司呈长尾分布	20
图 26	HubSpot 发展历程	21
图 27	HubSpot 产品进化历程	22
图 28	HubSpot CRM 的生态第三方串接工具超过千种	22

表目录

表 1	公司六朵云产品体系	6
表 2	公司两类客群及标志性产品对比.....	7
表 3	传统软件与 SaaS 对比.....	14
表 4	迈富时、HubSpot 、Salesforce 对比	23
表 5	募集资金用途	23
表 6	公司业务分拆（百万元）	24
表 7	可比公司 PS 估值表	24

1. 营销与销售 SaaS 龙头，SMB 与 KA 双轮驱动

1.1 紧跟互联网发展浪潮，深耕营销科技领域

公司成立于 2009 年，是中国最大的营销及销售 SaaS 公司，总部位于上海市大数据产业基地，第二总部位于武汉光谷，全球分布 20 余家分支机构，拥有千人规模研发团队。公司从事 SaaS 和精准营销两项业务，通过软件即服务（SaaS）向中国企业客户提供营销及销售软件解决方案，提供精准营销服务以帮助广告客户在头部媒体平台投放广告，有效触达目标受众。

SaaS 业务：公司自 2009 年成立以来，一直致力于营销相关业务开发，多年来已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 2015 年、2021 年推出两款标志性 SaaS 产品 T 云、珍客，分别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。

精准营销业务：公司凭借累积十多年的营销经验，为广告客户提供两种在线营销服务，即在线广告解决方案服务及在线广告分发服务，协助客户有效地在中国顶尖媒体平台上投放广告。在线广告解决方案服务主要包括广告活动策划、广告内容制作、持续监控及实时优化，通过相关服务，企业可以提升营销效果与转化率。

图1 公司发展历程



资料来源：公司招股书，HTI

公司股权结构稳固，实控人、管理层持股集中。公司创始人、董事长兼首席执行官赵绪龙先生与配偶朱女士为一致行动人，合计持股约 49.72%。员工持股平台分别通过 Shanghai Hongyu Limited 和 Isle Wealth 持股约 8.19%和 4.48%，合计持股约 12.67%。此外，公司董事长之姐赵芳琪女士持有公司股份约 6.55%。

核心业务高管加入公司超过十年，人员稳定。公司大部分高级管理层成员加入公司超过十年，拥有丰富的市场营销及软件开发行业经验。公司创始人赵绪龙先生致力于研究及推广营销科学、智能营销方法论以及营销技术，助力中国企业实现数字化转型，曾出版《智能营销—数字生态下的营销革命》、《准免费获客—智能营销工具让获客成本接近于零》，公司因此以科技、营销科学及实际经验结合方面的专业知识而闻名。

1.2 产品覆盖营销和销售全链路，赋能大中小企业客户

Marketingforce 平台将技术成果、营销方法论及实践经验整合于统一平台。公司于 2013 年开始平台的建设, Marketingforce 平台为多层架构, 以技术基建、数据中台及 SaaS 产品相互紧密整合。Marketingforce 平台使 SaaS 产品开发、迭代和定制成为可能, 现成可用的功能模块可以减少开发所需的时间和资源, 并且可以在不中断现有产品的情况下方便地将新模块添加到用户的订阅中。截至 2023 年末, 公司已开发完成 237 个功能模块, 涵盖营销及销售全流程的六个关键阶段。

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。

表 1 公司六朵云产品体系

云体系	产品	功能内容
营销云	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	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, 助力企业迅速打开海外市场
	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
	VOC 客户之声	一站式监测客户在社交媒体的发声, 高效发掘价值, 支持业务
销售云	珍客 SCRM	私域客户资产运营, 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 客户数据平台	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
	珍客 CRM	客户关系管理, 从线索分配到商机转化等全流程客户关系管理
	臻寻客	大数据精准拓客利器, 为企业提供商机挖掘、潜客推荐、成交管理和业务提效的一站式智能获客云平台
	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
商业云	T-Shop 智慧商城	打通企业线上线下商业能力, 打破传统零售的边界, 实现商品全流程的无缝连接
	T-Shop 智慧门店	提供门店数字化方案, 有效提升门店效率和吸引力
	T-Shop 会员中心	全渠道线上线下会员管理平台
分析云	智能可视化 BI	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	云服务平台	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
	T-Talk 智能客服	支持全渠道接入的机器人客服, 内置行业语料, 人工协作提升人效, 识别记录用户意图及轨迹
	臻文	内容创作产品, 满足智能营销的多阶段, 从素材获取、智能写作、智能审校, 到内容发布等一站搞定
	臻图	智能营销设计云平台, 简单、智能生成营销素材、创意图片, 助力企业创意营销
	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	臻人才	臻人才测评系统, 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
	臻学堂	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
	臻招聘	开启一站式全流程数字化招聘, 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: 公司官网, HTI

公司聚焦数字化与智能化, 通过提供有竞争力的产品与服务, 持续为客户创造价值。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。

第一增长曲线紧密对标美国同行 Hubspot 的成功经验，专注于中小企业市场，以客户需求为导向，提供高效的获客工具。对于中小企业而言，获客是他们最关心的核心问题，因此 T 云产品应运而生，它主要对标美国市场上表现优秀的营销工具，通过创新的获客方式，帮助中小企业实现高性价比的客户获取。

随着市场的不断发展和客户需求的日益多样化，公司着手布局第二增长曲线，针对中大型客户市场提供全面的营销销售领域解决方案。这一曲线对标以 Salesforce 为代表的国际优秀企业，涵盖了营销云、销售云、服务云等多个领域。通过深入研究中美市场的差异，公司认为中国企业在精细化管理方面仍有较大提升空间。因此在第二曲线的战略布局中，更加注重提升管理效率，帮助企业实现更加精细化的运营。

表 2 公司两类客群及标志性产品对比

	目标客群	行业覆盖	核心产品	对标公司	平均合约价值
第一增长曲线 中小企业客户 (SMB)	主要面向中腰部 ToB 客户	- 全行业覆盖 - 典型行业： 机械 电子 化工 专业服务 环保 交通运输 ...	- T 云（主打营销云） - 解决企业获客难的问题	 ~250 亿美金市值	通常从万元至超过十万元
第二增长曲线 大型客户 (KA)	覆盖 ToB 和 ToC 大型 企业客户	- 聚焦垂直行业 - 消费 金融 汽车 医疗大健康 制造业	- 珍客（主打销售云） - 解决大企业存量客户和线索私域资产运营的问题	 ~2400 亿美金市值	更广的合约价值区间，十几万元至超过千万元

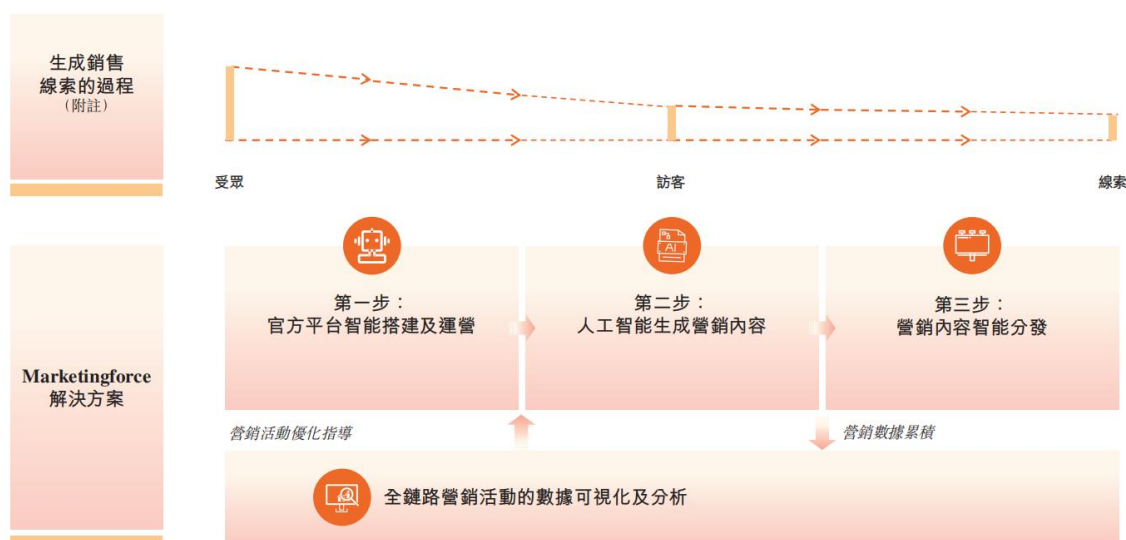
资料来源：珍岛集团微信公众号，HTI

1.2.1 核心营销云 SaaS 产品——T 云

T 云是公司标志性的营销 SaaS 产品，公司基于对营销方法及企业需求的深刻理解，开发了 T 云以满足用户对智能营销的各种需求。T 云集成了多种功能及特色，涵盖营销过程的关键阶段，主要包括智能官方平台搭建及运营、营销内容生成、营销内容分发、数据监控与分析。

T 云基于集客营销服务，旨在通过人工智能赋能的工具和技术帮助客户创建和分发高质量的营销内容。在典型的工作流程中：第一步，用户首先使用 T 云提供的低代码平台构建工具来建立及管理官方平台。第二步，利用人工智能技术以文章、图象或视频的形式生成丰富的营销内容。第三步，于广泛的媒体平台分发营销内容，包括短视频平台、社交媒体平台和长尾 B2B 网站。此外，整个过程由数据分析模块支持，让用户能够收集、可视化及分析营销数据以优化策略及改进结果。

图2 T 云的典型工作流程



资料来源：公司招股书，HTI

附注：条形图的高度展示T云在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。

T 云针对 B2B 企业业务特性，有效提高企业营销回报水平。T 云为来自不同行业背景的广泛客户提供服务，下游行业丰富，典型行业如机械制造、化工及专业服务行业。这些 B2B 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，因此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。

营销内容分发的渠道包括长尾 B2B 网站、社交媒体及短视频平台、私域等。①T 云可在各种长尾 B2B 网站上高效分发营销内容，而企业通常会在该等平台上寻求潜在的合作机会，例如首商网、搜了网等 B2B 电商网站，公司代客户集中采购流量，流量推广费用一般为免费或定价较低。②T 云亦支持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内容推送予潜在感兴趣的受众。③T 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，与其现有联系人互动，以探索新销售机会或维持业务关系。

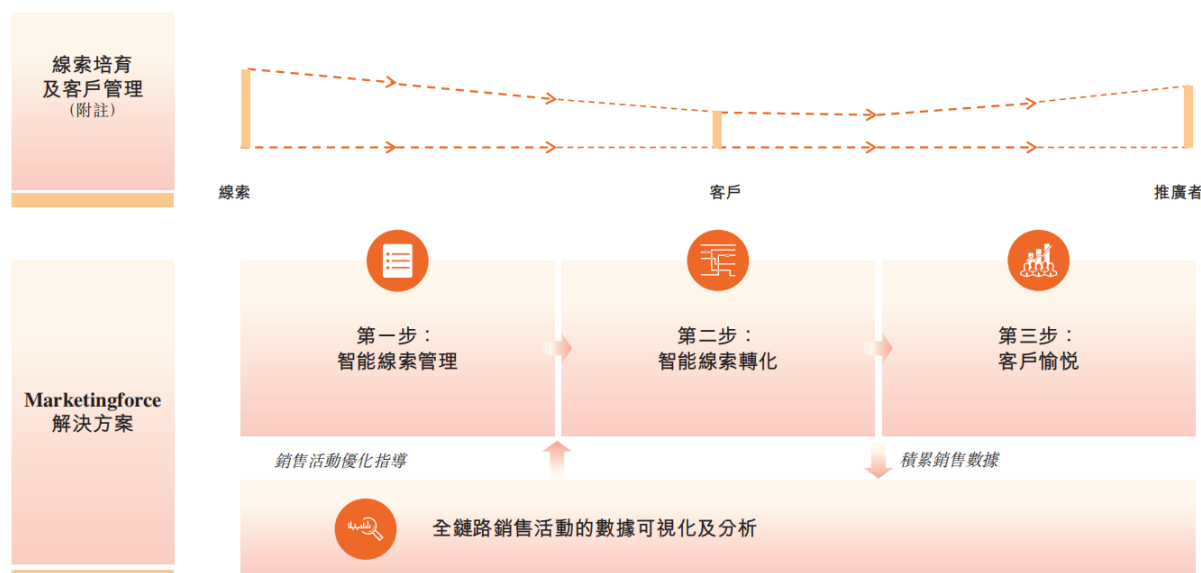
商业模式为账号订阅制，提供丰富套餐选择。公司提供各种版本的 T 云，包括不同数量的功能模块，以实现客户不同层次的营销需求，最基本的版本包含 38 个特定的标准功能模块，最全面的版本包含 89 个功能模块。根据公司招股书，**T 云主要版本的年订阅价格在 1.98-12.8 万元之间**，根据功能数量和服务容量不同而定。针对客户的差异化需求，客户可以购买额外的功能模块来灵活客制化订阅，或订阅某些功能的更高级使用权限。此外，用户可以为不同的产品、服务、销售人员订阅多个用户账户，每个账户都有特定的营销策略和内容，以获得更好的效果。

1.2.2 核心销售云 SaaS 产品——珍客

珍客是公司标志性的销售 SaaS 产品，是结合主流社交平台实现综合客户关系管理和数据分析的客户资源管理平台。珍客与企业微信等主流社交平台建立联系，用户可以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，从而珍客得以提供以下功能：**管理客户信息、与客户互动、提供客户服务、开展在线客户活动以及进行客户数据分析。**

珍客的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。在珍客的典型工作流程中：第一步，用户使用智能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。第二步，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。第三步，可通过会员管理系统、社交裂变营销活动等进行进一步管理客户关系，提升客户满意度。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。

图3 珍客的典型工作流程



资料来源：公司招股书，HTI

附注：条形图的高度展示珍客在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。

商业模式为标准版订阅制+专业版增值服务，专业版定制价格差异大。标准版的珍客主要促进销售活动的四个阶段，一般收费为每个账户每年 1180 元，套餐至少包含 5 个账户，即套餐每年至少 5900 元。专业版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，通常专业版套餐价格为 12.8-19.8 万元。珍客专业版还支持为客户量身定制模块以解决具体行业或者客户群相关的个性化需求，额外增值服务主要通过以下方式收费：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，通过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。因此，客户之间对珍客专业版的支出可能有很大差异。

珍客专业版遵循行业化发展思路，赋能大客户精细化管理存量客户线索。公司 KA 业务以行业为基础，聚焦消费零售、汽车、医疗大健康、金融和制造业等重点行业，以标杆客户为切入口，并以此为典型案例，结合客户的行业场景，沉淀出标准化模块，于垂直领域进行快速的客户拓展，并积极开拓生态伙伴，进行资源互补。公司 2024 年上半年与潍柴动力、奇瑞汽车、华夏银行、松下电器、正官庄、博士伦、美团等知名企业建立或维持良好业务关系。

图4 公司 2024 年上半年标杆客户示例



资料来源：迈富时微信公众号，HTI

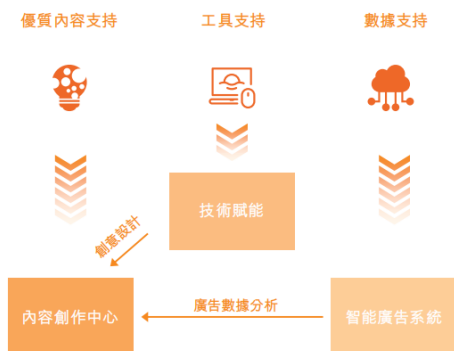
1.3 精准营销聚焦头部客户，与 SaaS 形成协同效应

公司提供两种在线精准营销服务，即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的客户主要是新经济行业的公司，例如游戏、电子商务及线上服务，通过设计、发布、监测及优化广告活动为其提供一站式跨媒体的线上营销解决方案，战略重点聚焦头部媒体平台。公司凭借云计算能力、技术设施，以及在广告活动管理方面的专业知识持续监控及分析广告效果数据，并优化广告活动效果。公司提供在媒体平台上创建广告主账户并代广告主管理账户的服务，从媒体平台购买流量，并向其发送广告创意及活动参数，媒体平台随后根据该等活动参数向目标受众投放广告。此外，公司运用数据分析能力来支持内容制作及分发的过程，以更精确的方式将其交付给目标受众。

此外，公司也向若干广告客户提供在线广告分发服务，区别是在线广告分发是以代理而非委托人身份行事，并代表客户的广告账户在客户指定的媒体平台上投放广告，通常不对营销效果提供保证。公司也通过云支持工具，监测投放广告的点击效果以及分析营销数据。

图5 在线广告解决方案服务



资料来源：公司招股书，HTI

图6 在线广告分发服务



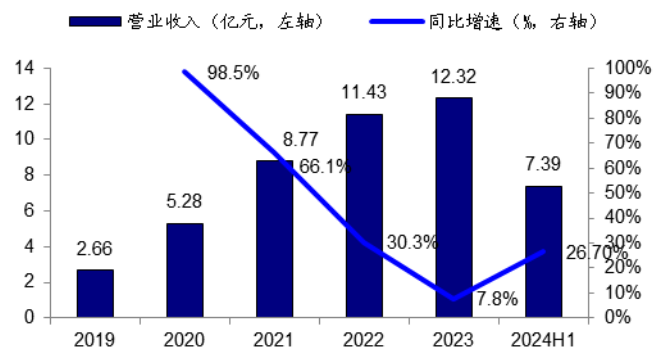
资料来源：公司招股书，HTI

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 0.63 亿元,占同年 SaaS 业务收入的 9.0%、6.8%及 9.4%。

1.4 SaaS 业务高毛利率，用户数量与客单价驱动增长

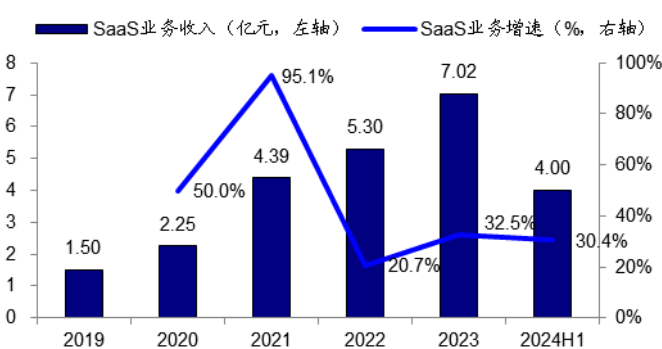
公司营业收入快速增长，SaaS 业务为增长主要驱动力。公司 SaaS 业务从 2019 年营收 1.50 亿元快速增长至 2023 年营收 7.02 亿元，复合增速 47.13%，主要系①公司持续推出新功能模块以及提升现有功能模块的成效，以更好应对客户变化的需求；②销售网络快速增长；③公司提供优质服务，助力客户成功。2024 年上半年，面对复杂的市场环境，公司 SaaS 业务增速超 30%，表现亮眼。

图7 公司总营业收入及增速



资料来源：Wind，HTI

图8 公司 SaaS 业务收入及增速

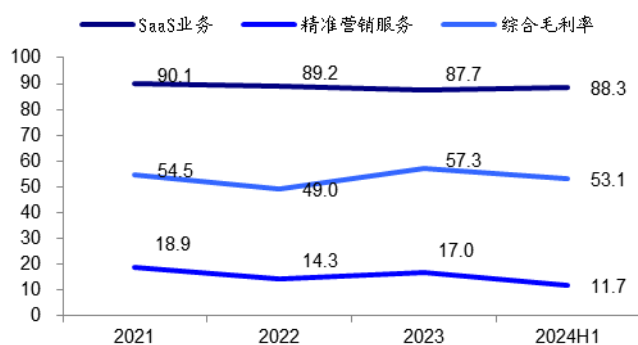


资料来源：Wind，HTI

SaaS 业务维持高毛利率。公司 SaaS 业务毛利率保持在 90%附近，通过持续优化、丰富 SaaS 产品以及规模经济，公司 24H1 毛利率相比 23H1 的 87.1%有小幅提升。精准营销毛利率 24H1 有所下降，主要由于毛利率更低的在线广告解决方案服务收入贡献占比上升，此外媒体平台政策降低了返点比例。

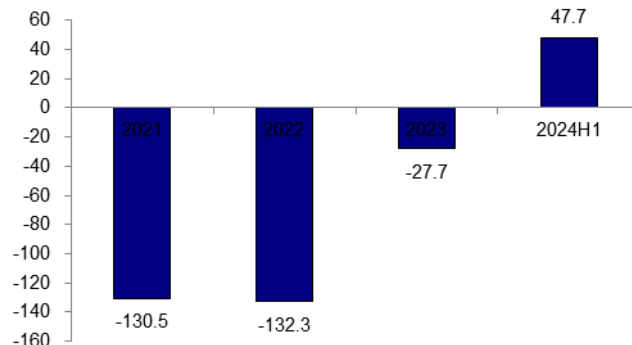
经营提质增效，24H1 实现经调整净利润盈利。公司 2021-2023 年经调整净亏损（非国际财务报告准则计量）分别为 1.31/1.32/0.28 亿元，2023 年减亏明显主要系 SaaS 业务收入贡献增加导致毛利增加，以及研发工作功效及成本效益提高带来研发开支减少。根据公司招股书援引弗若斯特沙利文的资料，SaaS 解决方案提供商由于收入确认与运营开支之间存在时间差，其在扩展业务时通常会蒙受损失。公司凭借 SaaS 收入增长、精细化运营和生态合作持续缩减亏损，24H1 实现了半年度盈利，经调整净利润为 4770 万元。

图9 公司业务毛利率 (%)



资料来源：公司招股书，公司 2024 半年报，HTI

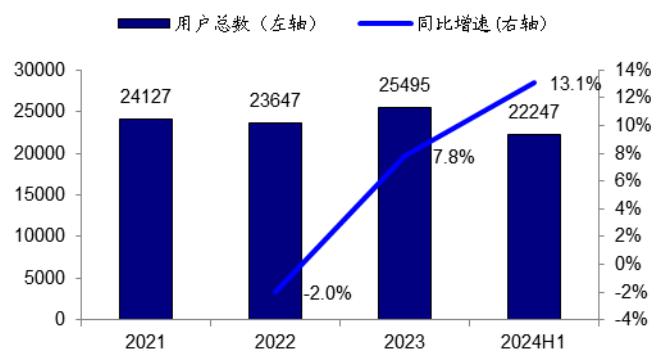
图10 公司经调整净利润 (百万元)



资料来源：公司招股书，公司 2024 半年报，HTI

公司用户数量与客单价驱动 SaaS 业务增长。公司 SaaS 业务的用户数量 2022 年小幅下降，主要由于疫情而减少营销与销售开支所致，2023 年用户数量恢复增长，达到 25495 人。从特定年度每名用户每月平均收入来看，客单价持续增长，主要系公司不断推进产品研发以满足不断变化的客户需求，并且高价值客户购买珍客的专业版促进客单价提升。2024 年上半年，用户数量与客均收入都实现稳定增长。

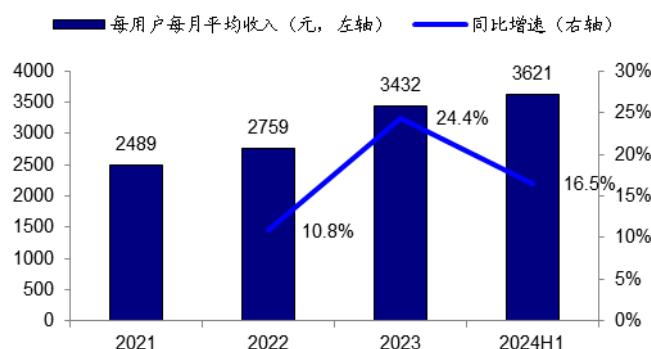
图11 公司 SaaS 业务用户总数及增速



资料来源：公司招股书，公司 2024 半年报，HTI

注：用户数量指相关年度产生收入的用户，订阅多账户的用户按一人计算

图12 公司 SaaS 业务客均收入及增速



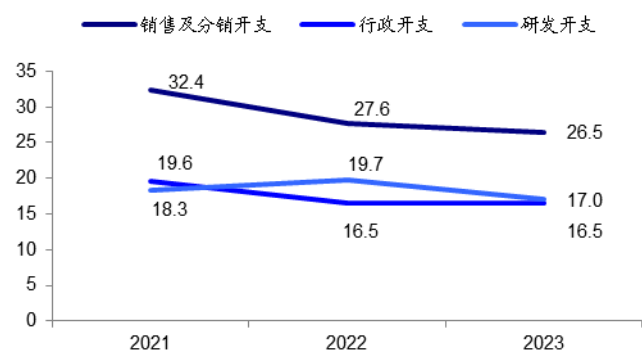
资料来源：公司招股书，公司 2024 半年报，HTI

注：SaaS 业务收入除以该月产生收入的用户数量，特定年度为月平均值

公司有效管理运营开支，占收入比呈下降趋势。公司中短期将继续投资于研发、产品开发、品牌及营销活动以及销售网络扩张，通过规模经济、提高销售效率来优化运营开支，取得良好成效。2021-2023 年运营开支占收入比呈下降趋势，销售及分销开支占收入比从 2021 年 32.4%降低至 2023 年的 26.5%，下降 5.9pct；行政开支占收入比从 2021 年 19.6%降低至 2023 年 16.5%，下降 3.1pct；研发开支占收入比从 2021 年 18.3%降低至 2023 年 17.0%，下降 1.3pct。

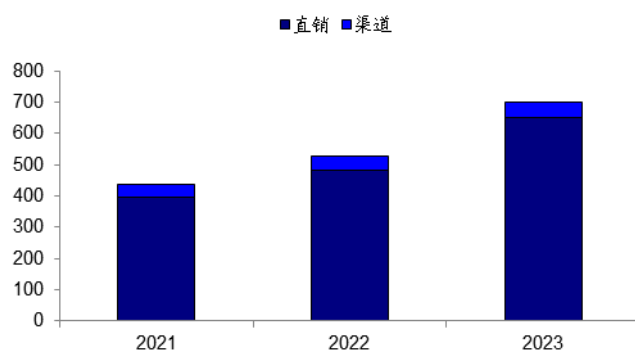
公司 SaaS 产品以直销为主，渠道合作伙伴模式正在扩张。公司 SaaS 业务收入主要来自于内部直销团队，直销占比在 90%以上，2023 年 SaaS 产品直销与渠道收入分别占比 93%和 7%。截至 2023 年末，公司 SaaS 业务销售团队有 857 人，在 23 个城市的当地销售办事处开展 SaaS 业务，以长三角珠三角为核心。公司 2024 年上半年继续扩大直销网络，成立了华中区域总部南昌子公司，同步大幅加强了非直销城市的渠道合作伙伴体系，24H1 通过渠道合作伙伴产生的收入较 2023 年同期增长 145.8%。

图13 公司运营开支占收入比 (%)



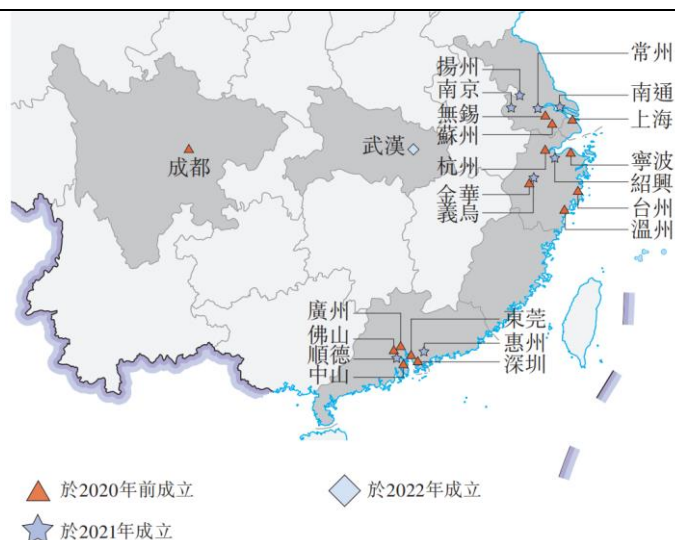
资料来源：公司招股书，HTI

图14 公司按销售渠道划分的 SaaS 业务收入 (百万元)



资料来源：公司招股书，HTI

图15 公司销售办事处范围 (灰色区域为拟扩张范围)



资料来源：公司招股书，HTI

2. 营销技术创新不断涌现，营销及销售 SaaS 空间广阔

2.1 数字化转型浪潮下，企业级 SaaS 市场前景广阔

SaaS (Software as a Service) 狭义的定义是指软件部署在公有云上的高度标准化产品，采用订阅制收费模式、面向企业客户的一种云服务模式。随着市场环境变化，SaaS 服务商为开拓市场，开始尝试提供私有或混合部署方案，并提供定制化开发等服务以匹配大客户需求，因此广义上来看，企业级 SaaS 既包含面向企业的标准化 SaaS 服务，也包括基于 SaaS 的行业解决方案。

SaaS 市场包括通用型 SaaS 和行业垂直型 SaaS 两大类。通用型 SaaS 不区分客户所在的行业并为其提供支撑业务发展的通用服务，如 ERP (企业资源管理计划)、CRM (客户关系管理)、HRM (人力资源管理)、OA (办公自动化)、供应链、财税管理等，也称为“业务垂直型 SaaS”。行业垂直型 SaaS 是根据特定行业的业务需求开发的服务，包括但不限于零售电商、政务、医疗、地产、物流、教育、餐饮、工业等。

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、便利的维护和升级方案以及高可扩展性。

表 3 传统软件与 SaaS 对比

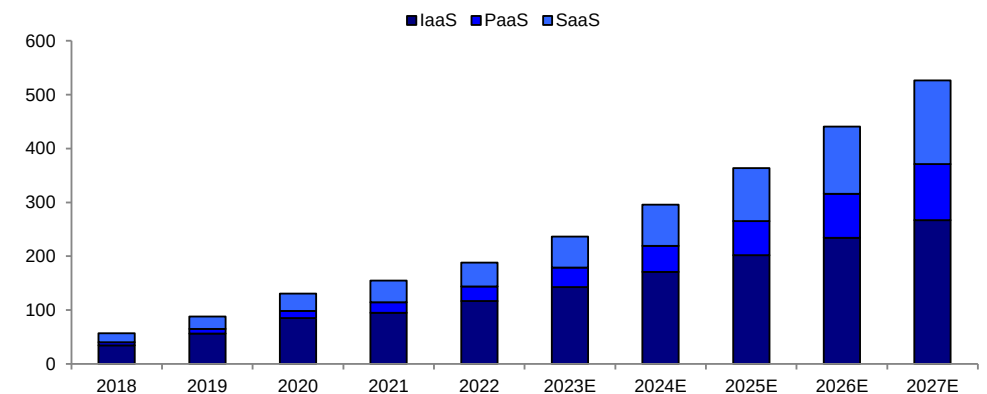
	传统软件	SaaS
初始成本	一次性购买，初始成本高	订阅模式，初始成本低
部署与维护	本地安装，设备限制；自行维护难	云端部署，互联网访问；用户无需维护
迭代更新	手动更新，用户承担	自动更新，厂商承担
可扩展性	依赖本地硬件，扩展性有限	高可扩展性，用户可敏捷灵活变更模块

资料来源：中国信通院《中国企业级 SaaS 产业发展研究报告（2024 年）》，HTI

SaaS 长期支持中国企业数字化转型，处于快速发展中。根据公司招股书援引弗若斯特沙利文的资料，中国 SaaS 市场由 2018 年的 164 亿元人民币增至 2022 年的 443 亿元人民币，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 1556 亿元人民币，2022 年至 2027 年的复合年增长率为 28.6%。

此外，PaaS 市场是公有云市场增长的另一个重要推动因素。越来越多的 SaaS 提供商扩展其 PaaS 服务，因为 PaaS 为客户带来了附加价值。凭借用作低代码工具包的 PaaS 平台，企业能够以高敏捷性及更短的开发周期开发定制的应用程序，所需的 IT 工程师更少。

图16 中国公有云行业市场规模（十亿元）



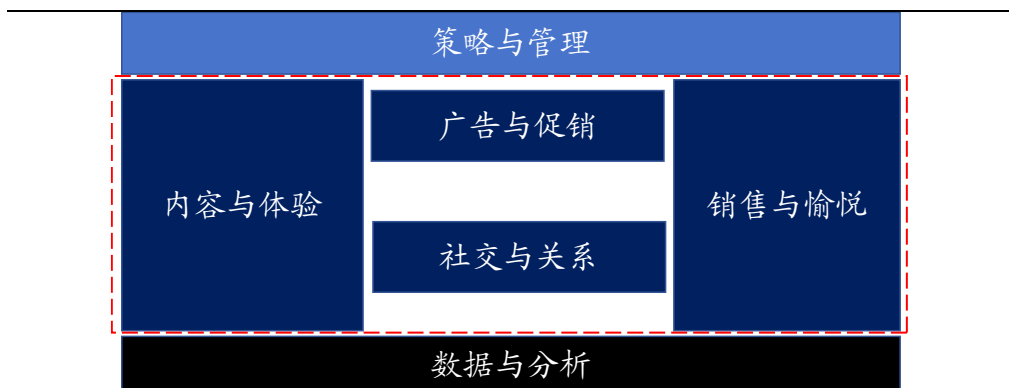
资料来源：公司招股书援引弗若斯特沙利文，HTI

2.2 营销方法论与时俱进，潜在企业客户数量庞大

新一代营销方式集客营销理念兴起。HubSpot 是 Inbound Marketing（集客营销）概念的先驱和领导者，其 CEO 用“生态”来比喻集客式营销：动物会自然地往有水、有食物（高价值）的地方聚集，只要你的网站、频道、社群平台等具备可以吸引顾客的条件（高价值内容），他们就自然会从网络上通过博客、社群媒体、搜寻引擎等地方汇集而来。因此集客营销核心是让客户在最自然的搜寻习惯下，被优质内容吸引，从而达成购买。

营销行业资深专业人士 Scott Brinker 在 2011 年营销技术全景图中引入了营销及销售六个关键领域的子功能选择。自此，营销和销售的六个关键领域及其各自的子功能的概念已被其他营销相关平台广泛采用及引用。

图17 营销及销售的六大关键领域



资料来源：公司招股书，HTI

1. 内容与体验：

营销内容生成是企业接触目标受众的最初关键步骤，而企业面临需要以较高频率发放优质的内容以吸引受众的挑战。因此需要相关功能模块帮助企业快速高效生产优质营销内容，包括构建各种营销平台和由 AI 技术驱动自动生成营销内容的功能。例如，Marketingforce 为用户提供人工智能生成的内容模块，以轻松创建文字及图象内容以及编辑视频内容。

2. 广告与促销：

由于整体流量增长放缓及优质流量集中于头部媒体平台，企业面临流量价格上升及投资回报较低的痛点。相关的功能模块通过向搜索相关信息的受众更精准地投放广告，帮助企业提高营销投资回报。该类别下的功能模块主要专注于**促进企业在媒体平台上分发营销内容**，包括需求方平台（DSP，让广告主及其代理自动化从多个来源采购流量的流程程序化广告平台）及搜索引擎营销解决方案（SEM，用于增加网站在搜索引擎结果页面的能见度及排名）等功能。例如，Marketingforce 提供内容分发模块，以在多个平台发布用户官方账号内容。

3. 社交与关系：

随着社交媒体平台的兴起，企业越来越注重与潜在客户建立联系并形成自己的私域流量。然而，由于有大量社交媒体平台及涉及私人网域流量的多元化客户关系管理情景，制定及实施客户管理策略日益复杂。该类别下的功能模块旨在制定并实施适用于不同**私域流量场景的营销策略**，包括社交客户关系管理解决方案（用于在微信及企业微信等私人流量提升与客户及潜在客户直接互动及接触）及营销自动化解决方案（MA，在电邮、社交媒体、文字信息等多个渠道自动化重复性营销工作及工作流程）等功能。例如，Marketingforce 提供内容策略制定模块，帮助用户在私域社交媒体平台（如微信）更好地界定客户，根据客户资料发送量身定制的营销内容。

4. 销售与愉悦:

因为客户有广泛的产品及服务选择, 客户的多样化及个人化的偏好使得企业在**销售线索管理和销售转化**方面更具有挑战性。相关的功能模块旨在解决企业管理销售客户和转化的痛点, 并优化企业的销售策略, 为客户带来更好的用户体验并提高客户留存率, 包括销售线索管理 (协助客户发现及管理新销售机会)、销售流程管理解决方案 (用于界定及精简由新销售机会至成交交易的销售流程) 及销售定价管理解决方案 (用于提供定价策略以支持整体销售目的及增长目标) 等功能。例如, Marketingforce 提供自动会员管理模块, 帮助用户建立并执行会员计划规则, 并为不同级别的会员策划专属营销活动, 以吸引客户成为会员、激发其复购意愿及转介其他潜在客户。

5. 数据与分析:

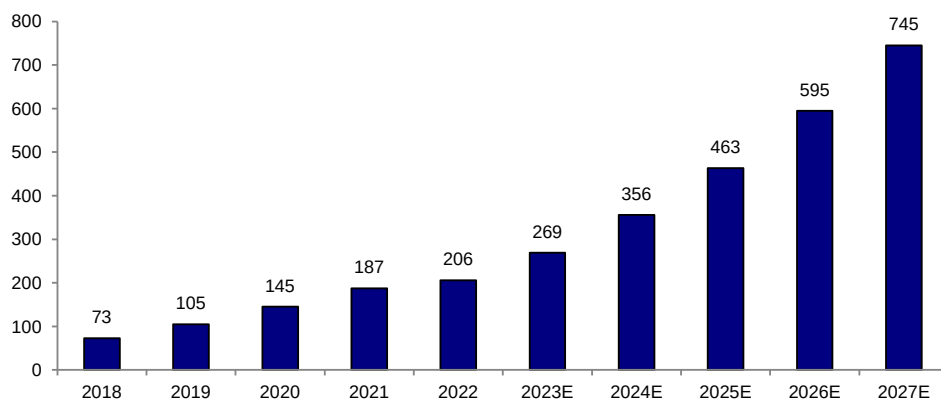
数据及分析模块帮助企业收集及分析营销及销售过程中产生的统计数据, 通常企业自行开发及应用先进的数据及分析技术成本较为高昂。数据与分析功能模块包括商业智能系统 (收集、分析及处理数据使其成为支持决策的可用信息)、客户数据平台 (CDP, 从多个来源收集及统一客户数据的软件平台, 以创造全面及统一的客户档案) 及数据管理平台 (DMP, 基于分部受众数据在各种渠道创造有针对性的、个人化的广告宣传活动) 等功能。例如, T 云及珍客有数据演示及分析模块, 用以展示营销及销售活动的转化数据。

6. 策略与管理:

行业、经营规模、发展阶段各不相同的企业, 其营销需求有巨大差异, 企业准确评价及识别自身特点并选择有效营销方法通常较为困难。相关功能模块为企业提供广泛的营销策略和内部管理功能, 有助企业执行营销与销售活动, 包括营销团队管理解决方案及营销预算管理解决方案 (负责制定与企业整体营销目标匹配的详细、数据驱动的营销预算, 然后在不同营销举措当中分配该等预算将成果最大化) 等功能。

营销与销售与企业前端业务密切关联, 有望在企业 IT 开支占据更大份额。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, 该等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。根据公司招股书援引弗若斯特沙利文的数据, 中国营销及销售 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%。营销及销售 SaaS 解决方案市场即使是在疫情期间也展现了强大的抗风险能力, 且该市场于 2021-2022 年的增速快于同期整个 SaaS 市场的增速。

图18 中国营销及销售 SaaS 解决方案的市场规模 (亿元)



资料来源: 公司招股书援引弗若斯特沙利文, HTI

企业对营销及销售的需求不断增长，存在庞大的潜在客户。根据公司招股书援引弗若斯特沙利文的资料，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。营销及销售 SaaS 解决方案的潜在市场规模预期将由 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。

图19 中国营销及销售 SaaS 解决方案潜在市场规模 TAM



资料来源：公司招股书援引弗若斯特沙利文，HTI

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

从需求侧来看，随着在线流量采购成本上升及在线营销投资回报下降，企业现时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。营销及销售解决方案帮助企业建立及管理官方平台、通过人工智能技术生成丰富的营销内容，并在短视频平台、社交媒体平台及长尾 B2B 网站等广泛的媒体平台上分发该内容，以具成本效益的方式实现有效的营销效果。由于私域流量在当今中国营商环境扮演的角色越来越重要，营销及销售解决方案亦帮助企业在微信及企业微信等私域流量领域的潜在客户或现有客户中开拓更多新销售、交叉销售或追加销售机会，与客户建立可持续关系。

从供给侧来看，凭借多年的运营和商业经验，领先的营销和销售 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，企业越来越愿意采用营销及销售 SaaS 解决方案。

2.3 AIGC 在营销与销售领域发挥较大价值

营销与销售领域包容性强，易与技术进步、新兴技术深度融合。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。

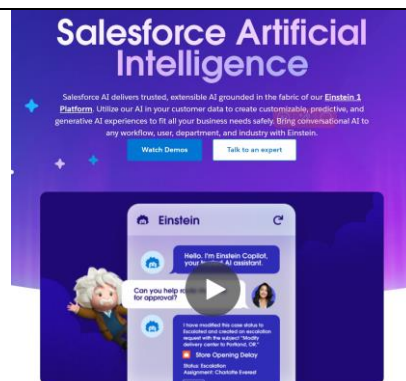
生成式 AI 技术进步助力营销领域发展，AI+SaaS 营销市场潜力卓越。AI 技术不断发展，从文本处理扩展到图像、音频和视频的生成与编辑。目前可用的多模态应用模型包括可根据指令生成图片的 DALL-E，以及提供文字图片互转与视频编辑功能的 Stable Diffusion 等。结合这些多模态应用模型，各大运作 AI+SaaS 营销业务的公司如迈富时、Salesforce、Hubspot 推出面向营销领域的大模型，如 Tforce, Einstein 以及 Hubspot AI。这些技术的进步极大地提升了内容创作的效率，使得广告材料和其他营销内容的生成变得更加迅速和高效。

图20 Hubspot 营销大模型 HubSpot AI



资料来源: Hubspot 官网, HTI

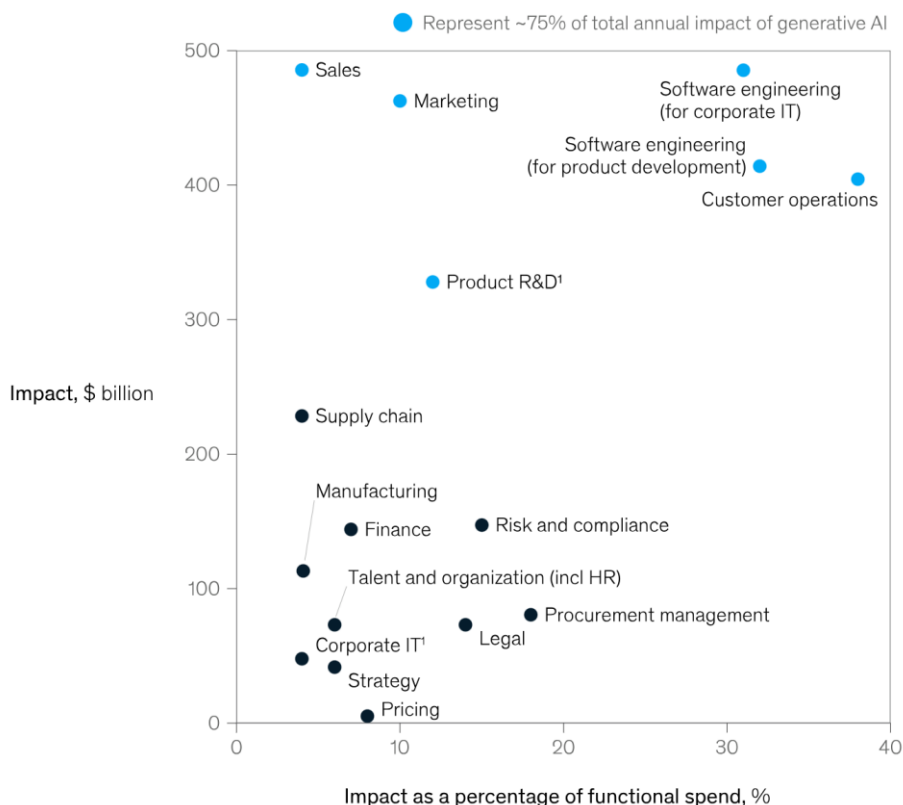
图21 Salesforce 营销大模型 Einstein



资料来源: Salesforce 官网, HTI

生成式 AI 在营销及销售领域产生的价值有望达到千亿美金。麦肯锡《生成式人工智能的经济潜力:下一个生产力前沿》分析 63 个用例,表明生成式人工智能有可能在各行业创造 2.6 万亿至 4.4 万亿美元的价值,不同于其他领域,生成式 AI 对于各个行业的营销和销售领域都产生相对高的影响,预估合计带来 7600 亿至 1.2 万亿美元的市场收入,最高占比可达 46.2%。

图22 营销和销售占生成式 AI 影响占比高

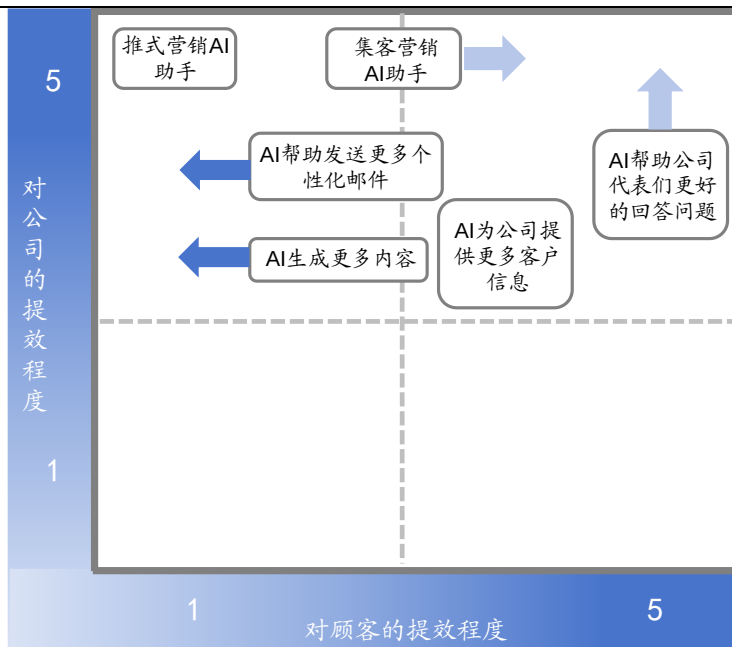


资料来源: 麦肯锡, HTI

用 AI 营销技术改善与客户互动和营销内容,不断优化客户体验是重要方向。根据 Chiefmartec, 研究人员对 104 位市场技术和营销运营专业人士进行了调查,探讨 AI 营销对买家体验的影响。大多数受访者认为, AI 营销技术能够优化买家体验,尤其是在辅助销售代表回答客户问题时表现突出。AI 还能够帮助企业生成更优质的营销内容,并为营销团队提供更全面的客户信息。受访者对 AI 技术的应用总体持积极的态度,但认为 AI 智能营销不会完全替代人类的角色。

AI 营销技术在提升客户体验方面仍有较长的路要走。调查显示，AI 在营销助手和帮助公司代表更好回答问题方面的潜力较为明显，能在不影响公司体验或者顾客体验的基础之上，改善顾客或者公司的体验；但在自动化销售活动如个性化邮件，以及 AI 生成更多内容方面，则出现了损害顾客体验的情况。调查结果认为，应该更加注重 AI 营销的质量而非数量。

图23 AI 营销对公司和顾客的作用



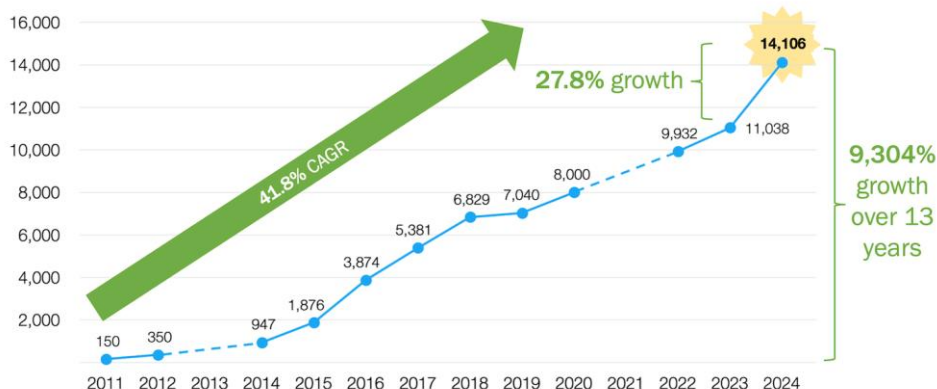
资料来源：chiefmartec, HTI

3. 迈向中国的 Hubspot 和 Salesforce 之路

3.1 全球营销技术产品高速增长，呈长尾分布

全球营销技术产品多年来保持高速增长。根据营销技术领袖 Scott Brinker 发布的 2024 年营销技术全景图，从 2011 年至 2024 年市场营销技术产品数量增长达到了 9304%，2024 年达到 14106 种营销技术产品，相比 2023 年同比增长 27.8%。在过去 13 年里，呈现 41.8% 的复合年增长率 (CAGR)。此外，从 2023 年到 2024 年，仅仅只有 263 个产品从全景图中消失，流失率为 2.1%。在这些产品中，有部分或被收购，但仍然作为独立产品以其原始品牌提供。还有部分产品在努力维持运转，尽管它们在过去几年的动荡中受到沉重打击。Scott Brinker 指出，SaaS 公司拥有较为顽强的生命力，凭借一群有“粘性”的付费客户以及在云端运行具有低销售成本的特点，SaaS 公司能维持运转多年，也为他们的客户提供了更为充足的迁移窗口时间。

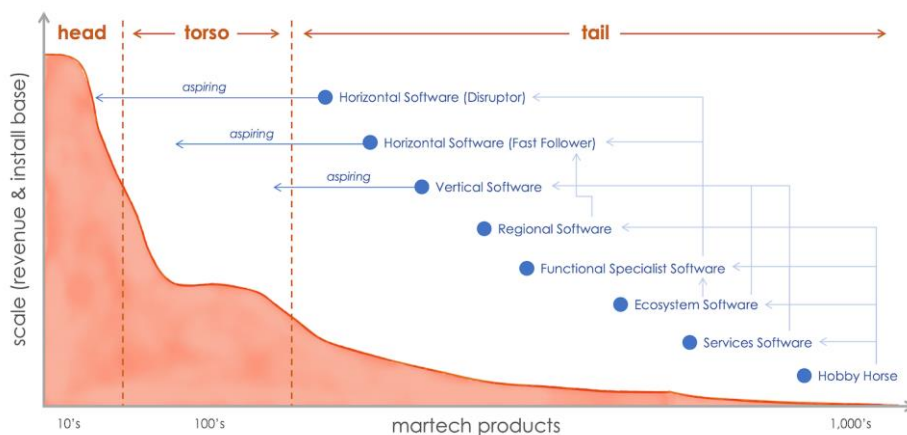
图24 营销技术产品数量连续增长



资料来源: chiefmartec, HTI

营销技术领域公司呈长尾分布，云与 AI 加速了软件数量增长。头部大型公司作为行业内上市公司，收入体量在 10 亿美元以上；中间数百家优秀的产品公司收入体量在 1 亿美元以上；长尾有数千家公司收入体量在千万级别或者更少，一般是小公司、初创公司或者“副业”公司，特定某一功能、垂直领域、地区或者平台生态的软件。云技术的发展让创建软件更为容易，不需要考虑基础设施的限制；生成式 AI 也加速了软件开发进程，越来越多开发人员在强大的 LLM 基础上构建新事物，此外，AI 驱动的 Copilot 也加速了软件开发进程。

图25 营销技术领域公司呈长尾分布



资料来源: chiefmartec, HTI

国内 MarTech 起步稍晚，产业投融资在 2021 年达到高点后冷却。根据弯弓研究院，疫情推动了中小企业加速落地线上营销与数字化，刺激 MarTech 市场的增长，融资资金和创业潮迎来新高点，一些 MarTech 公司在疫情前两年完成了多轮融资，资金充沛。2022、2023 年投资次数与投资金额开始缩水，2023 年 1 月至 2023 年 7 月期间，国内 MarTech 产业仅有 58 起融资事件，投资总额为 69.05 亿元，不足往年同期的 1/3。

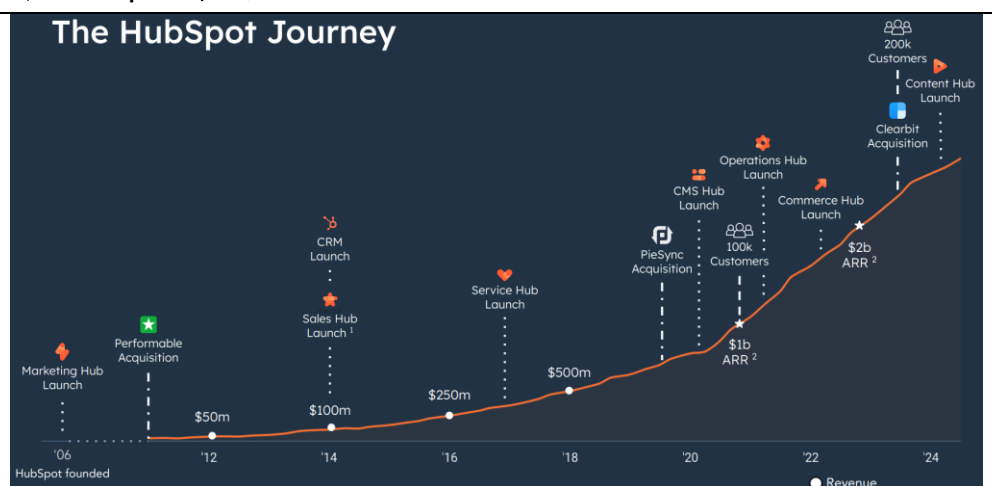
中国营销科技行业有望进入马太效应时刻。根据弯弓研究院，《中国营销技术生态图谱 8.0 版》显示 2022 年 7 月 31 日至 2023 年 7 月 31 日，中国营销技术生态图谱从图谱 7.0 版的 2200 家企业新增至图谱 8.0 版的 2715 家（未去重，同一家公司可能因为拥有多个产品而同时存在于多个赛道），实际新增企业数量约为 716 家，删除了处于“已注销/无法访问官网/无法联系”等状态的企业约 200 家，可以理解为“平均每 1.8 天就有一家 MarTech 公司消失”。通过调查发现，在消失的公司中，最常见的一类为发家于某一热点爆发，并一直以该产品为主，比如 H5 服务商，产品、盈利模式未见升级，慢慢被行业内的头部公司吃掉生意，被升级的企业需求所淘汰。行业有望逐渐进入马太效应时刻，更具商业潜力的公司有以下特点：①产品矩阵完善，全链条赋能企业数字化。凭借单一产品打开市场，发展过程中不断拓展应用场景，以更全产品矩阵为客户提供一站式服务，陆续带来其他产品交叉销售。②标准化且有深耕垂直赛道。产品、交付及服务标准化，以运作成本领先换取行业领先。③提供客户成功协助。服务覆盖售前到售后全流程，通过线上或线下服务为企业提供完善的产品体验，帮助客户把产品用起来，真正赋能业务。

3.2 借鉴海外营销科技巨头，走平台化+生态化之路

全球营销科技巨头有 Hubspot, Adobe 和 Salesforce 等，发展路径初始于产品基因，随后选择了正确的战略发展路径，通过并购逐渐整合到 all-in-one 一站式营销解决方案，其中对 MarTech 最有借鉴意义的是 Hubspot 与其营销云基因。

Hubspot 于 2006 年成立，从 Marketing Hub 起家，2014 年上市，是美国的集客营销、销售和客户服务软件产品开发商。其产品和服务旨在为客户关系管理、社交媒体营销、内容管理、潜在客户生成、网络分析、搜索引擎优化、实时聊天和客户支持提供工具。

图26 HubSpot 发展历程



资料来源：HubSpot 官网，HTI

产品进化构建平台型工具，从 SMB 打入高端市场。Hubspot 不断丰富产品矩阵，从单应用到套装应用到平台不断进化突破，打开收入天花板，随着规模化，均客销售费用下降，获客成本降低，实现规模效益。在树立 SMB 市场坚实护城河后，Hubspot 也凭借多产品矩阵和全链路套装稳步推进高端市场。

The diagram illustrates the evolution of a business ecosystem through three stages, connected by a red arrow pointing right:

- Single App:** A single dark blue box labeled "Marketing Hub" with a red icon of two overlapping shapes.
- To Connected Platform:** A collection of five dark blue boxes labeled "Marketing Hub", "Sales Hub", "Service Hub", "CMS Hub", and "Operations Hub", each with a red icon. Below these is a large orange box labeled "Commerce-Powered CRM" with a red icon of three connected nodes. Below the orange box are three light blue boxes labeled "Network", "Marketplace", and "Academy", each with a red icon.
- To Connected Community:** A collection of five dark blue boxes labeled "Marketing Hub", "Sales Hub", "Service Hub", "CMS Hub", and "Operations Hub", each with a red icon. Below these is a large orange box labeled "Commerce-Powered CRM" with a red icon of three connected nodes. Below the orange box are three light blue boxes labeled "Network", "Marketplace", and "Academy", each with a red icon.

构建强大的生态连接，海量生态合作伙伴。CRM 系统无法帮助到像是财务、人资、仓储、物流、制造流程等功能，通常会借助 ERP 系统来辅助，再将 ERP 系统中重要的信息，透过 API 导入 CRM 系统做应用。CRM 系统也无法管理没被纪录的事情，需要先将订单数据（成交时间、购买数量、订单纪录等）先汇入到系统中。因此，CRM 与第三方生态连接，通过跨平台的整合，能够扩充 CRM 的功能，发挥更强大的作用。可以把 CRM 类比手机，第三方生态相当于手机应用商店 APP 应用，通过下载特定功能的 APP 可以让手机的功能更丰富。Hubspot 已经在合作平台上连接 1000 多家第三方应用，同时 Hubspot 也可以通过 API 接口被其他软件接入。合作伙伴可以运用 HubSpot 的工具为客户提供服务，而 HubSpot 也为其合作伙伴提供了宣传形成双赢。

[illegible]

迈富时在产品架构与发展战略上借鉴海外龙头公司，未来发展可期。①在技术上，迈富时、HubSpot 和 Salesforce 的 AI+营销产品都聚焦于利用人工智能技术来优化营销和销售流程。②面对竞争，迈富时制定差异化战略，在国内市场上利用自己的本土优势与优秀技术不断发展，逐渐成为海外大型 SaaS 软件公司的“国产替代”。③在客户上，HubSpot 和 Salesforce 等海外公司主要依靠邮件分发来吸引潜在客户。它们通过 CRM 系统整合的邮件营销工具，自动化发送个性化的邮件，来提高客户参与度和转化率。然而，在国内市场，邮件并不是一种普及率很高的吸引客户方式。相比之下，迈富时更侧重于通过国内流行的短视频平台、社交媒体等渠道来连接客户。这种方式更加贴合国内用户的习惯，更有效地吸引潜在客户并实现销售转化。④在产品上，迈富时与 Hubspot 拥有相同的产品方法论、产品理念、及核心功能模块；Salesforce 是 CRM（销售自动化）起家，业务偏流程优化管理的基因。

表 4 迈富时、HubSpot 、Salesforce 对比

项目	迈富时	HubSpot	Salesforce
技术	1) 都提供了基于云的 SaaS 解决方案,旨在通过自动化和数据驱动的方式提升客户参与度、优化广告投放,并提高营销活动的效率; 2) 都重视内容生成、客户关系管理 (CRM) 和客户数据分析,以实现更精准的市场定位和更高的转化率。		
产品	迈富时与 Hubspot 拥有相同的产品方法论、产品理念、及 CRM (销售自动化) 起家,核心功能模块。业务偏流程优化管理的基因		
战略	迈富时制定差异化战略,在国内市场上利用自己的本土优势与优秀技术不断发展		
客户	短视频平台、社交媒体	邮件分发	邮件分发

资料来源: salesforce 官网, Hubspot 官网, CIO 时代官网, 迈富时招股说明书, HTI

上市募集资金投向平台、产品、技术升级,扩大销售网络。迈富时公司于 2024 年 5 月 16 日在香港联交所上市,首次公开发售所得款项净额(经扣除包销费用及其他相关开支)约为 181.1 百万港元,公司拟投向提升平台能力、丰富云产品组合、改进人工智能等技术、扩大销售网络、战略投资及收购等用途。

表 5 募集资金用途

序号	拟定用途	IPO 所得款项净额 (百万港元)
1	提升 Marketingforce 平台及基于云的产品组合	36.2
2	改进相关技术,包括人工智能、大数据分析 & 云计算	54.3
3	扩大销售网络,提升客户成功体系及提高品牌影响力	54.3
4	达成战略投资及收购,提升 Marketingforce 平台,丰富产品组合并提升现有产品功能	27.2
5	营运资金及一般公司用途	9.1
合计		181.1

资料来源: 迈富时 2024 年半年报, HTI

4. 盈利预测与投资建议

我们认为，公司作为营销与销售 SaaS 龙头企业，具备全链路产品体系和强大的销售服务网络，面向中小企业客户（SMB）与大型客户（KA）两类群体，双轮驱动打开长期市场空间。

我们预计随着公司产品体系持续优化、AI 应用成熟度不断提升以及大客户持续拓展，企业 SaaS 业务将加速增长，我们预计 2024-2026 年企业 SaaS 业务增速分别为 28%/40%/45%；我们预计精准营销服务随着经济环境回暖有望保持稳定增长，我们预计 2024-2026 年精准营销服务增速分别为 15%/20%/20%。随着毛利率较高的企业 SaaS 业务占比提升，我们预计公司 2024-2026 年整体毛利率提升至 58.8%/60.9%/63.1%。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 15.08/19.90/27.02 亿元，同比增长 22.4%/31.9%/35.8%；归母净利润（加回可转换可赎回优先股的公平值变动影响）分别为 -0.20/0.38/1.24 亿元。参考可比公司，考虑到公司处于快速成长阶段，给予公司 2024 年 PS 18 倍，按照 2024 年营业收入 15.08 亿元人民币计算，合理市值 271.48 亿元人民币（295.09 亿港元，按照 1 港元=0.92 元人民币换算），对应目标价 115.44 元人民币（125.48 港元，按照 1 港元=0.92 元人民币换算）/股，维持“优于大市”评级。

表 6 公司业务分析（百万元）

		2023	2024E	2025E	2026E
SaaS 业务	营收	702.40	899.07	1258.70	1825.12
	同比 (%)	32.55	28.00	40.00	45.00
	毛利率 (%)	87.72	87.50	87.00	86.00
精准营销业务	营收	529.70	609.16	730.99	877.18
	同比 (%)	-13.57	15.00	20.00	20.00
	毛利率 (%)	16.99	16.50	16.00	15.50
总营收	营收	1232.10	1508.23	1989.69	2702.30
	同比 (%)	7.81	22.41	31.92	35.82
	毛利率 (%)	57.31	58.82	60.92	63.12

资料来源：Wind，HTI

表 7 可比公司 PS 估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
金山办公	688111.SH	169.80	785.37	45.56	53.18	66.19	17	15	12
SERVICENOW	NOW.N	825.04	1699.58	89.71	109.44	132.12	19	16	13
ADOBE	ADBE.O	563.41	2498.16	194.09	214.67	237.61	13	12	11
平均							16	14	12
迈富时	2556.HK	92.64	217.87	12.32	15.08	19.90	18	14	11

资料来源：Wind，HTI

注：迈富时采用海通证券盈利预测，其他公司采用 Wind 一致预期。股价为 2024 年 9 月 6 日收盘价，表中金山办公、迈富时股价、市值、营业收入货币单位均为人民币，其中迈富时股价、市值已按照汇率将港元换算成人民币表示，汇率按照 1 港元=0.92 元人民币换算。SERVICENOW、ADOBE 对应货币单位为美元。

5. 风险提示

市场需求不及预期；业务拓展不及预期；市场竞争加剧。

财务报表分析和预测

主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					营业收入	1,232	1,508	1,990	2,702
营业收入	7.82%	22.41%	31.92%	35.82%	其他收入	0	0	0	0
归属母公司净利润	60.32%	67.01%	286.37%	228.22%	营业成本	526	621	778	997
获利能力					销售费用	327	392	521	709
毛利率	57.31%	58.82%	60.92%	63.12%	管理费用	204	241	310	419
销售净利率	-13.75%	-53.10%	1.91%	4.60%	研发费用	210	241	328	454
ROE	17.64%	81.64%	-4.02%	-15.20%	财务费用	34	53	47	41
ROIC	-15.32%	-77.61%	10.60%	22.80%	除税前溢利	-169	-793	38	124
偿债能力					所得税	0	8	0	-1
资产负债率	141.72%	140.00%	133.15%	123.74%	净利润	-169	-801	38	124
净负债比率	-177.54%	-163.45%	-148.42%	-137.33%	少数股东损益	0	0	0	0
流动比率	0.67	0.67	0.72	0.78	归属母公司净利润	-169	-801	38	124
速动比率	0.65	0.66	0.70	0.76					
营运能力					EBIT	-135	-740	85	165
总资产周转率	0.56	0.63	0.75	0.86	EBITDA	-36	-725	98	177
应收账款周转率	10.12	12.66	14.19	15.78	EPS (元)	-0.72	-3.41	0.16	0.53
应付账款周转率	11.12	13.13	14.62	13.74					
每股指标 (元)									
每股收益	-0.72	-3.41	0.16	0.53	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股经营现金流	-0.52	0.81	0.98	1.22	流动资产	2072	2239	2645	3261
每股净资产	-4.09	-4.17	-4.01	-3.48	现金	138	340	344	419
估值比率					应收账款及票据	113	126	155	188
P/E	-139.73	-29.57	624.69	190.33	存货	0	0	0	0
P/B	-24.65	-24.14	-25.11	-28.93	其他	1822	1774	2147	2654
EV/EBITDA	-696.96	-34.85	255.59	140.00	非流动资产	230	214	200	187
					固定资产	93	86	79	73
					无形资产	118	111	104	98
					其他	19	17	17	17
					资产总计	2303	2453	2845	3448
					流动负债	3104	3334	3688	4166
					短期借款	1844	1944	1744	1544
					应付账款及票据	51	44	63	82
					其他	1210	1346	1882	2540
					非流动负债	159	100	100	100
					长期债务	0	0	0	0
					其他	159	100	100	100
					负债合计	3264	3434	3789	4267
					普通股股本	0	0	0	0
					储备	-857	-1658	-1620	-1495
					归属母公司股东权益	-961	-981	-943	-819
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益合计	-961	-981	-943	-819
					负债和股东权益	2303	2453	2845	3448

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 06 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司招股书, HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Leading marketing and sales SaaS provider. Founded in 2009, Marketingforce is China's largest marketing and sales SaaS company and a global leader in intelligent marketing cloud platforms. The company provides marketing and sales software solutions to Chinese enterprise clients through SaaS and offers precision marketing services to help advertisers reach target audiences on major media platforms. From 2021 to 2023, SaaS business revenue accounted for 50.0%/46.4%/57.0%, and precision marketing services revenue accounted for 50.0%/53.6%/43.0%. The marketing and sales SaaS market still has vast potential. According to the company's 2024 semi-annual report citing Sullivan, the potential market space for marketing and sales SaaS could reach RMB 43 trillion by 2027, with most of the market still to be penetrated by leading SaaS companies. As of 2023, the company is the largest marketing and sales SaaS solutions provider in China by revenue. The company's main revenue sources are still first- and second-tier cities in the Yangtze River Delta and Pearl River Delta. We believe that with the strong support of the Marketingforce platform, expanding the direct sales team and increasing industry ecosystem cooperation, the company can further expand its customer base and market share. Global marketing technology products have grown rapidly over the years, and Chinese marketing SaaS is expected to enter a Matthew effect moment. According to the 2024 marketing technology landscape by marketing technology leader Scott Brinker, there are 14,106 marketing technology products in 2024, a 27.8% increase from 2023, with a CAGR of 41.8% over the past 13 years. Globally, marketing technology companies are long-tail distributed, with new technologies like cloud computing and AI accelerating software growth. Although Chinese marketing technology started later, it is also rapidly developing towards maturity, with industry investment and financing returning to rationality after 2022. We believe that while the industry concentration ratio is still relatively dispersed, leading companies are continuously enriching their product matrix through internal development and mergers and acquisitions, enhancing platform capabilities, and accumulating industry know-how. Leading SaaS companies are expected to build and consolidate their business moats. Profit forecast and investment advice: We expect the company's revenue for 2024-2026 to be RMB 1.51 billion/1.99 billion/2.70 billion, with YoY growth of 22.4%/31.9%/35.8%. Net profit attributable to shareholders (adjusted for the fair value changes of convertible redeemable preferred stock) is expected to be RMB -20 million/38 million/124 million. Considering the company's rapid growth stage, we give the company a 2024 PS of 18x. Based on the 2024 revenue of RMB 1.51 billion, the reasonable market capitalization is RMB 27.15 billion (HKD 29.51 billion, at an exchange rate of 1 HKD = 0.92 RMB), corresponding to a target price of RMB 115.44 (HKD 125.48, at an exchange rate of 1 HKD = 0.92 RMB) per share, maintaining an 'Outperform' rating.

Risk Warning: Market demand weaker than expected; business expansion weaker than expected; intensified market competition.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，杨林，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Lin Yang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，宋亮，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Liang Song, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

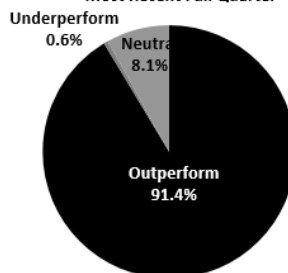
各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

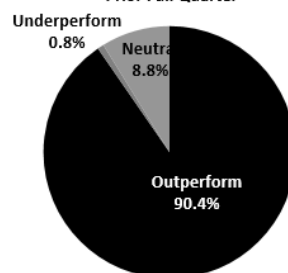
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case,

评级分布 Rating Distribution

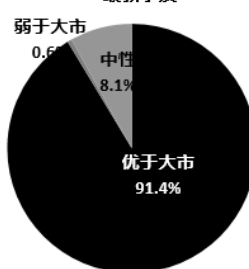
Most Recent Full Quarter



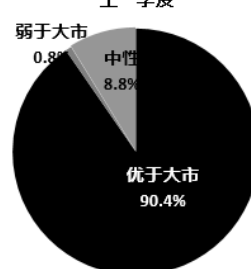
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2024 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.4%	8.1%	0.6%
投资银行客户*	3.1%	4.8%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.4%	8.1%	0.6%
IB clients*	3.1%	4.8%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong

Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程,并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前,请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成,本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考,并不构成对任何个人或机构投资建议,也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户,收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断,盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明,本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现,过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有,本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权,任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的,不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等,否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的,由用户承担相应的赔偿责任,盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定,而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的,则按其他协议的约定执行;若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的,则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”) 的协助下发行, HTIJK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责

任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项：海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称"SFO"）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话（212）351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL")) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong

International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

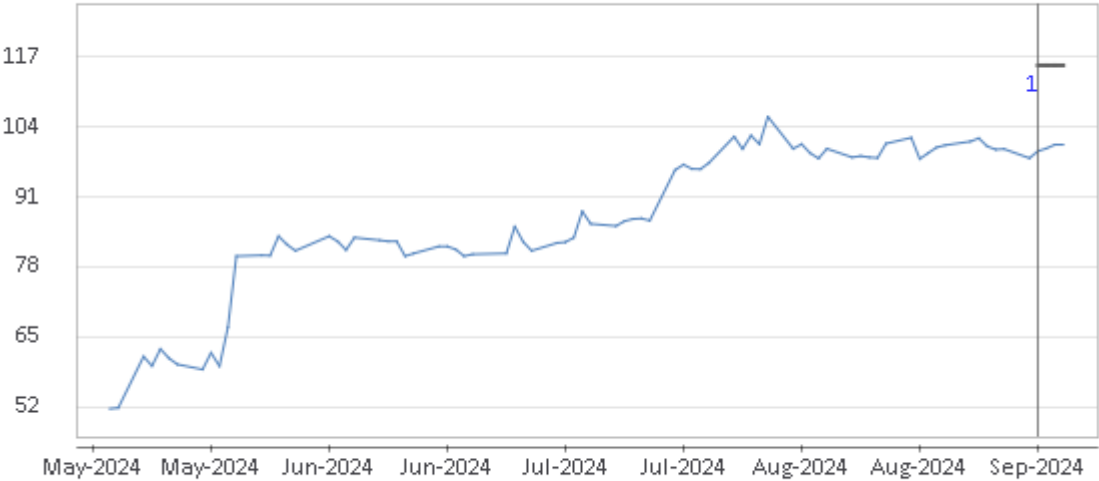
“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Marketingforce Management - 2556 HK



1. 3 Sep 2024 OUTPERFORM at 99.50 target 115.44.