

## “算力+模型+Agent 应用”构建营销业务生态闭环

投资评级：增持

首次覆盖

报告日期：2025-07-21

收盘价 (港元)	53.05
近 12 个月最高/最低 (港元)	144/32.4
总股本 (亿股)	2.56
流通股本 (亿股)	2.56
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿港元)	136
流通市值 (亿港元)	136

### 公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 相关报告

1. 金蝶国际 (0268.HK)：AI 赋能云转型，驱动利润释放。2025-03-16
2. 行业深度：AI Agent 生态建设提速，B、C 两端价值明确。2025-06-09

### 主要观点：

#### ● 聚焦 AI+SaaS 和精准营销细分行业，经调整净利回正迎来利润释放

公司聚焦营销及销售 SaaS 领域，AI 赋能 SaaS 营销业务迎来利润释放机遇，目前公司持续推出 AI-Agentforce 智能体中台、智能体一体机、AI-Agentforce 智能体中台 2.0 等 AI Agent 产品，驱动利润释放成为业绩核心增长点。营业收入从 2020 年 5.28 亿元增长至 2024 年 15.59 亿元，CAGR 达 31.09%，主要驱动因素是 AI+SaaS 业务收入持续增长，用户数量及每用户平均收入上升实现量价齐增；Non-IFRS 经调整净利润从 2020 年-992 万元，到 2024 年回正至 7921 万元。2025 年公司迎来 AI Agent 产品商业化落地新阶段，AI 产品的成功实践以及今年以来 AI Agent 产品持续推出将提供场景验证。

#### ● T 云、珍客面对中小及大型企业布局，双轮驱动打造两类增长曲线

AI+SaaS 业务两类核心产品 T 云、珍客分别针对 SMB 中小企业客户和 KA 大型客户布局，双轮驱动打造第一和第二业务增长曲线。T 云生成高质量营销内容覆盖四大流量生态：搜索生态、短视频生态、自媒体生态、微信生态，助力客户实现营销数字化；珍客赋能品牌大客户精细化管理存量客户，基于企业微信、公众号、视频号、朋友圈和直播打造中国特色私域运营。AI+SaaS 收入从 2021 年 4.38 亿元增长至 2024 年 8.42 亿元，CAGR 为 24.29%，收入占比从 2021 年 50% 上升至 2024 年 54.04%。

#### ● 智能体一体机产品发布，验证 AI Agent 政府及国央企 AI 商业化需求

2025 年 3 月公司发布智能体一体机，提供 AI Agent 在政府及国央企层面商业化场景验证，智能体一体机开拓政府及国央企业务新市场。**需求端**：政府及国央企具备强烈的 AI 化需求，信息安全和办公效率提升的需求及纯软件部署难度大提出产品需求；**产品端**：智能体一体机内嵌迈富时自主研发的 40+ “政务+企业” 智能体、AI-Agentforce 智能体中台及智能设备管理软件，将垂直场景智能体模块固化于实体终端，形成覆盖政务+企业双维度智能操作系统。预计 2025 年智能体一体机业务将成为驱动营业收入增长重要因素。

#### ● “算力+模型+Agent 应用”，智能体平台构建营销业务生态闭环

公司 Marketingforce 智能体平台覆盖营销业务全链路，集合 Tforce 营销大模型和智能体中台构建业务生态闭环。**算力层**：平台搭载行业云计算/GPU 集群等技术基础设施，打造底层技术支撑；**模型层**：Deepseek 持续赋能营销大模型训练，自研 Tforce 营销大模型公域到私域的智能营销链路革新；**Agent 应用层**：AI-Agentforce 智能体中台依托 AI 算力及模型核心能力层，输出营销、销售、经营决策、搜索四大 AI Agent 产品与服务，赋能消费零售、汽车、金融保险、医疗大健康等各大行业。智能体一体机部署 QwQ-32B 模型或按需求适配 DeepSeek-R1/V3，满足国央企及政府 AI 化需求。

## ● 投资建议

我们预计迈富时 2025/2026/2027 年营业收入为 23.23/28.35/34.34 亿元，同比增长 49.01%/22.08%/21.11%；Non-IFRS 经调整净利润为 1.03/1.49/2.01 亿元。迈富时目前盈利预测对应 2025/2026/2027 年 P/S 值为 5.88x/4.82x/3.98x，首次覆盖给予“增持”评级。

## ● 风险提示

研发不及预期风险，AI Agent 发展不及预期风险，产品落地不及预期风险，行业竞争加剧风险，用户规模及每用户收入增长不及预期风险。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,559	2,323	2,835	3,434
收入同比 (%)	26.5%	49.0%	22.1%	21.1%
归母净利润	-877	24	47	65
Non-IFRS 经调整净利润	79	103	149	201
ROE (%)	-133.21%	3.55%	6.94%	9.34%
每股收益 (元)	-4.13	0.11	0.22	0.31
市销率 (P/S)	8.77	5.88	4.82	3.98

资料来源：iFinD，华安证券研究所

# 正文目录

1 AI+SAAS 构建新业务生态，国产营销及销售行业领先企业.....	6
1.1 聚焦营销领域 SAAS 业务发展，AI 赋能产品全链路更新 .....	6
1.2 股权结构集中，管理层经验丰富 .....	12
1.3 AI 赋能产品驱动营收加速，利润继续释放.....	13
2 聚焦营销及销售 SAAS 解决方案市场需求，SAAS 市场及精准营销市场空间广阔.....	18
2.1 中国 SAAS 行业市场分析 .....	18
2.2 中国精准营销行业市场分析.....	19
2.3 AI AGENT 赋能营销及销售行业领域，驱动行业智能化转型.....	21
3 AI 大模型到 AI AGENT，“算力+模型+AGENT 应用”把握时代流量入口 .....	22
3.1 “算力+模型+AGENT 应用”AI 赋能营销全链路.....	22
3.2 边际变化——AI AGENT 底层技术驱动产品商业化落地 .....	25
4 盈利预测与估值 .....	28
4.1 驱动因素假设.....	28
4.2 可比公司估值.....	29
风险提示： .....	30
财务报表与盈利预测 .....	31

## 图表目录

图表 1 迈富时发展历程	6
图表 2 迈富时 AI+SAAS 六朵云产品矩阵	7
图表 3 迈富时 AI+SAAS 业务两类核心产品：T 云、珍客	7
图表 4 迈富时 AI+SAAS 业务核心营销产品——T 云	8
图表 5 T 云工作流程	8
图表 6 T 云营销活动数据可视化及分析功能界面	8
图表 7 迈富时 AI+SAAS 业务核心销售产品——珍客	9
图表 8 在线广告解决方案服务流程	10
图表 9 在线广告解决方案业务关键步骤	10
图表 10 在线广告分发业务关键步骤	10
图表 11 迈富时营销服务不同维度对比分析	11
图表 12 迈富时智能体一体机产品介绍	12
图表 13 迈富时股权结构图，时间：2025 年 7 月 21 日	12
图表 14 迈富时管理层履历介绍	13
图表 15 迈富时 2020-2024 年营业收入及同比增长情况	14
图表 16 迈富时 2020-2024 年 NON-IFRS 经调整净（亏损）/利润及经调整净利率	14
图表 17 迈富时 2021-2024 年分部收入及同比增长情况	14
图表 18 迈富时 2020-2024 年收入结构	14
图表 19 迈富时 2021-2024 年 SAAS 业务及精准营销业务毛利及毛利率情况	15
图表 20 迈富时 2021-2024 年研发费用及研发费用率	15
图表 21 迈富时 2021-2024 年销售费用及销售费用率	15
图表 22 迈富时 2021-2024 年精准营销业务毛收入情况	16
图表 23 迈富时 2021-2024 年精准营销广告客户数量	17
图表 24 迈富时 2021-2023 年精准营销广告客户平均支出	17
图表 25 迈富时 2021-2024 年 SAAS 业务用户总数	17
图表 26 迈富时 2021-2024 年 SAAS 业务用户平均月收入	17
图表 27 2015-2027 年中国 SAAS 行业市场规模及预测	18
图表 28 中国营销及销售 SAAS 解决方案市场规模及预期	19
图表 29 中国营销及销售 SAAS 解决方案潜在市场规模（TAM）和渗透率	19
图表 30 中国精准营销市场产业链	20
图表 31 2018-2027 年中国精准营销市场规模及预期	20
图表 32 中国精准营销市场主要驱动因素	20
图表 33 智能销售 AGENT 技术架构	21
图表 34 DEEPSEEK 接入迈富时 TFORCE 营销大模型训练路径	22
图表 35 TFORCE 营销大模型生成营销策略	23
图表 36 AI 驱动的智能营销动作	23
图表 37 TFORCE 营销大模型应用场景——AI 智能生成双十一营销物料	23
图表 38 TFORCE 营销大模型将用户与品牌策略精准匹配	24
图表 39 TFORCE AI 运营服务助手帮助维护客户关系	24
图表 40 AI 智能导购实现方式及应用场景	25
图表 41 迈富时 AI-AGENTFORCE 智能体中台架构	25

图表 42 迈富时智能体平台全架构图 .....	26
图表 43 迈富时四大 AI AGENT 功能及客户案例 .....	26
图表 44 智能体一体机 2.0 功能升级路径 .....	28
图表 45 迈富时收入拆分及预测 .....	29
图表 46 迈富时可比公司估值（日期：2025-7-21） .....	29

# 1 AI+SaaS 构建新业务生态，国产营销及销售行业领先企业

## 1.1 聚焦营销领域 SaaS 业务发展，AI 赋能产品全链路更新

专注营销及销售 SaaS 解决方案 16 年，AI+助力企业数智化转型。2009 年赵绪龙先生及赵芳琪女士创立“上海珍岛”，致力于开发营销相关业务并在 SaaS 产品中整合为功能模块；2013 年设计并建设 Marketingforce 平台，为中国企业提供一站式营销及销售 SaaS 解决方案；2015 年公司标志性一站式营销 SaaS 产品“T 云”在 360 软件开放平台上线；2021 年推出一站式销售 SaaS 产品“珍客”，持续丰富 SaaS 产品矩阵，同时注册成立为一家独立豁免有限公司，成为整体业务控股公司。

2024 年以来迈富时在顺应 AI 及 Agent 时代潮流同时，加速构建“算力+模型+Agent 应用”平台型公司：2024 年 5 月 16 日于港股主板上市，推出“Tforce 营销领域大模型”；9 月 9 日进入恒生综合指数并同步进入港股通，股票流动性增强；2025 年 1 月推出 AI-Agentforce 智能体中台，持续深耕营销与销售领域；3 月发布智能体一体机，主要针对国央企及政府类客户需求，AI Agent 商业化成果初现；7 月发布 AI-Agentforce2.0，深度融合 Agentic 智能工作流引擎、RAG 实时知识中枢及 DevOps 自动化运维三大核心技术模块，加速构建 AI+SaaS 新业务生态。迈富时把握 Agent 时代机遇，结合多年垂类营销领域深耕经验，致力于“算力+模型+Agent 应用”平台型公司创建。

图表 1 迈富时发展历程



资料来源：迈富时招股说明书，公司官网，华安证券研究所

“六朵云”体系驱动 AI+SaaS 全域全链路智能化服务增长。公司主营业务可分为 AI+SaaS 业务和精准营销业务。AI+SaaS 产品矩阵包括营销云、销售云、分析云、商业云、智能云、组织云 DHR 六朵云体系，提供数字化全域服务，搭载先进多模态大模型，研发出人工智能生成文字/图片/视频、智能客服、智能营销决策系统等 AIGC 产品，为企业提供集“全域高效获客、精准洞察需求、营销自动化管理、商城转化”等环节于一体的全链路全场景智能化服务，主要产品包括 T 云及珍客，分别针对营销流程及销售流程。



图表 2 迈富时 AI+SaaS 六朵云产品矩阵

六朵云	产品矩阵及产品介绍
营销云	<b>T 云国内版+T 云外贸版+T 云院校版+GMA 增长营销平台+VOC 客户之声</b> 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；
销售云	<b>珍客 CRM+珍客 SCRM+珍客 CDP+销售自动化 SFA+销售绩效管理 SFE</b> 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；
分析云	<b>BI 可视化数据分析+GAP 增长分析平台+A/B Test+埋点</b> BI 可视化数据分析平台，A/B TEST 等产品，为企业全面的商业智能解决方案，用数据驱动科学决策；
商业云	<b>T-Shop 智慧商城+T-Shop 智慧门店+T-Shop 社交分销+OMS 全渠道订单中心+MMS 全渠道会员中心</b> T-SHOP 智慧商城，提供订单、库存、会员管理等多种功能；
智能云	<b>AI-Agentforce 智能体中台+DeepMarketing+AI 营销领域大模型+ChatAI 模型应用平台+AIGC</b> 结合分析式 AI 与 AIGC 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
组织云 DHR	<b>人才测评 D-Test+AI 招聘面试系统 D-Hiring+德学堂 D-Training</b> 帮助组织识别并吸纳更多优秀人才。

资料来源：公司业绩报告，公司官网，华安证券研究所

迈富时面向两类 SaaS 客户群体，SMB 中小企业客户和 KA 大型客户双轮驱动长期增长，对应核心产品 T 云和珍客。T 云面对中小企业（SMB）市场布局，作为公司第一增长曲线，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，实现全行业覆盖，主打营销云平均客单价为 3 万元，对标美股公司 HubSpot；珍客面对大型企业（KA）市场布局，作为公司第二增长曲线，赋能品牌大客户实现全渠道客户资产运营，聚焦垂直行业，主打销售云平均客单价 70 万元，对标美股公司 salesforce。

图表 3 迈富时 AI+SaaS 业务两类核心产品：T 云、珍客

产品	目标客户	行业覆盖	对标公司	市场空间
T 云 (营销云)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中腰部 ToB 客户</li> </ul> 解决中小制造业企业获客难的问题：经济困难时期企业更要开拓新渠道，走向更广阔的线上获客	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 全行业覆盖</li> </ul> 工业制造、机械、电子、化工、专业服务、环保、交通运输	<ul style="list-style-type: none"> <li>• HubSpot</li> </ul> 26 亿美元收入 25 万客户数量 ARPU 超 1 万美元 • T 云平均客单价 3 万元	千亿级市场
珍客 (销售云)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ToB 和 ToC 大型企业客户</li> </ul> 解决大企业存量客户资产运营问题：通过对终端客户精细化分层运营，各种智能营销活动，更精准的提升复购和转介绍	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 聚焦垂直行业</li> </ul> 消费、汽车、金融、医疗大健康、制造业	<ul style="list-style-type: none"> <li>• salesforce</li> </ul> 349 亿美元收入 15 万客户数量 ARPU 超 23 万美元 • 珍客平均客单价 70 万元	万亿级市场

资料来源：公司业绩简报，公司官网，华安证券研究所

**AI+SaaS 营销业务核心产品“T 云”助力客户营销数字化。**针对 SMB 中小企业客户，迈富时开发 T 云产品覆盖客户整个营销流程，超过 300 个功能模块全方位助力企业实现业务数字化、管理数字化、运营数字化。T 云首先从广泛的受众中筛选出对客户产品或服务可能感兴趣的访客，并进一步将有购买倾向的访客转化为“潜

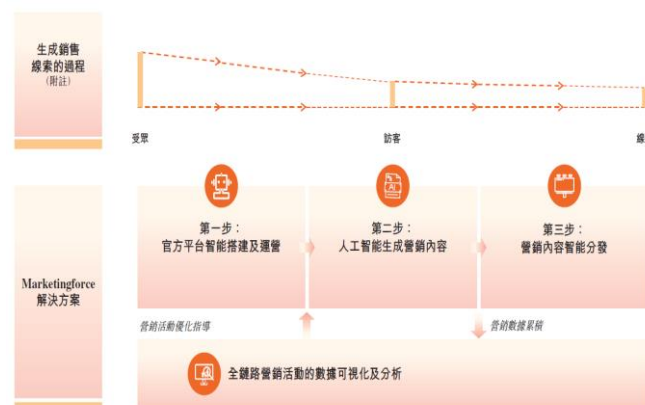
在销售线索”，从而为不同行业客户带来核心产品价值，T云在获客层面实现“受众——访客——线索——客户——推广”全链路覆盖；工作流程包括：1) 官方平台智能搭建及运营；2) 人工智能生成营销内容；3) 营销内容智能分发，对获取到的全链路营销活动的数据进行可视化分析及分析，输出客户营销解决方案。目标客户群主要为B端企业客户，涵盖工业制造、信息科技、化工、专业服务、仪器仪表、绿色环保、医药健康、交通运输、食品饮料等各行业。

图表 4 迈富时 AI+SaaS 业务核心营销产品——T 云



资料来源：公司业绩简报，公司官网，华安证券研究所

图表 5 T 云工作流程



附注：条形图的高度显示我们的SaaS产品在整個营销流程相關步骤中針對的潜在客户人数，其中收窄範圍表示篩選出更具針對性的線索。

图表 6 T 云营销活动数据可视化及分析功能界面



资料来源：迈富时招股说明书，华安证券研究所

资料来源：迈富时招股说明书，华安证券研究所

**AI+SaaS 销售业务核心产品“珍客”助力客户资产运营。**对于 KA 大型企业客户，迈富时开发珍客产品通过一站式平台帮助用户制定有效的销售策略、提高转化率，赋能品牌大客户精细化管理存量客户，利用底层 AI 优化营销策略，精准触达存



量线索和客户。产品功能：**1) 触点层产品**：SCRM 私域客户和数字化资产运营管理平台、T-Shop 全行业全场景的电商解决方案；**2) 分析层产品**：智能可视化 BI、AI 大模型应用智能体，包括营销策略大模型+ChatAI 模型应用平台；**3) 决策层产品**：增长营销平台 MA、A/B 测试平台；**4) 基础数据层产品**：客户数据平台 CDP，建立统一人物档案，以数据驱动全链路营销和深度运营。目标客户群主要包括消费、汽车、金融、医疗大健康等行业大型客户。

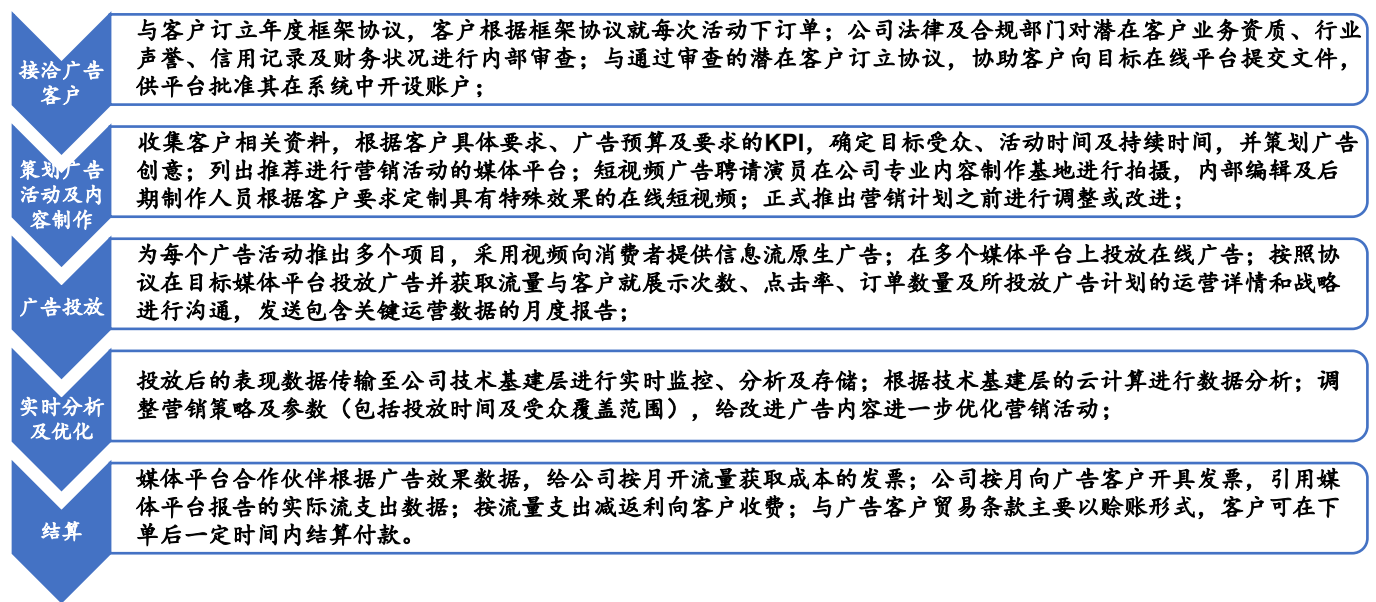
图表 7 迈富时 AI+SaaS 业务核心销售产品——珍客

目标客群	消费	汽车	金融	医疗大健康
产品功能	触点层产品	 <b>SCRM</b> 私域客户数字化资产运营管理平台		 <b>T-Shop</b> 全行业全场景的电商解决方案
	分析层产品	 <b>智能可视化BI</b> 从数据接入、整合、分析，到数据可视化呈现给业务用户，让数据发挥价值		 <b>AI大模型应用智能体</b> 营销策略大模型+ ChatAI模型应用平台
	决策层产品	 <b>增长营销平台MA</b> 基于自动化营销方案、智能算法推荐等，提升用户运营效率和营销活动效果		 <b>A/B测试平台</b> 基于算法提供科学分流能力，经典统计学原型，可靠实验结果辅助业务决策
	基础数据层产品	 <b>客户数据平台CDP</b> 打破数据孤岛，建立统一的人物档案，以数据驱动全链路营销和深度运营		

资料来源：公司业绩简报，公司官网，华安证券研究所

**精准营销业务可分为在线广告解决方案服务、在线广告发布服务。**在线广告解决方案服务通过设计、发布、检测及优化广告活动为客户提供一站式跨媒体的线上营销解决方案，并将战略重点放在头部媒体平台上，主要业务流程包括接洽广告客户、策划广告活动及内容制作、广告投放、实时分析及优化、结算；在线广告发布服务以代理而非委托人身份向广告服务提供商提供服务，并代表其通过各自的广告账户在客户指定的媒体平台上投放广告，公司从媒体合作伙伴处获取流量为广告客户和投放广告，客户群体包括有实际需求的直接广告客户及代表广告客户与公司建立业务联系的渠道客户，主要业务流程包括广告客户订单投放、通过工具及数据支持进行在线广告分发、在广告客户指定的平台进行广告投放（包括短视频平台、社交媒体平台等）、广告分发给互联网用户并进行数据反馈、实现用户流量及广告效果。

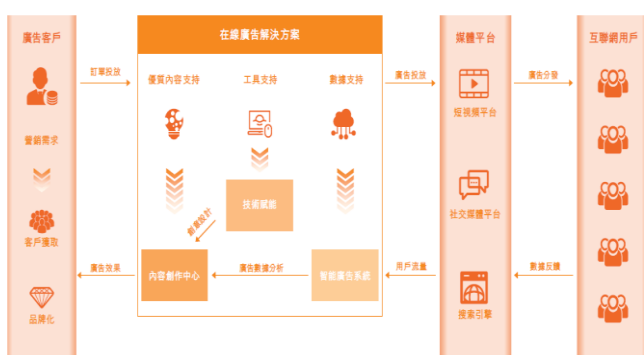
图表 8 在线广告解决方案服务流程



资料来源：迈富时招股说明书，华安证券研究所

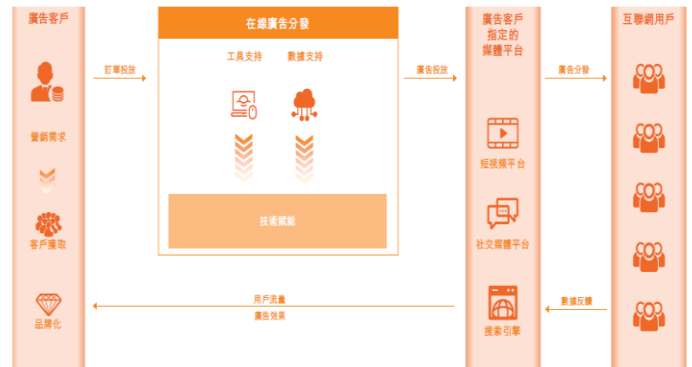
精准营销聚焦核心用户流量获取，清晰化业务流程实现品牌化效果。在线广告解决方案业务流程：1) 凭借优质内容、工具、数据支持客户订单投放；2) 在媒体平台如短视频平台、社交媒体平台、搜索引擎平台等进行广告投放；3) 向互联网用户进行广告分发，收集数据反馈得到用户流量，在智能广告系统中进行广告数据分析，创意设计技术赋能内容创作中心，实现广告效果输出；在线广告分发业务流程：1) 工具、数据支持客户订单投放；2) 在客户指定的媒体平台进行广告投放；3) 向互联网用户进行广告分发，收集数据反馈得到用户流量，形成广告效果。

图表 9 在线广告解决方案业务关键步骤



资料来源：迈富时招股说明书，华安证券研究所

图表 10 在线广告分发业务关键步骤



资料来源：迈富时招股说明书，华安证券研究所

深耕营销行业达成 B、C 端客户覆盖，SaaS 订阅式收费与流量收费结合。迈富时在积累多年营销行业经验后实现 B、C 端客户广泛覆盖，SaaS 营销业务产品 T 云包含的功能模块，可供使用者自行制作分发营销内容，最终收入模式落点在 SaaS 订阅费，因此有效的获客渠道、客户规模以及客户订单价是 SaaS 业务增长核心驱动因素；精准营销业务中在线广告解决方案业务、在线广告分发业务主要面对 C 端客

户，主要提供账户管理、流量采购、广告制作与分发、营销策略制定与优化等服务，最终收入模式落点在流量获取，根据获取的流量向客户收费，在线广告解决方案服务客户还需根据广告预算及迈富时达成的 KPI 付款，因此**广告流量、迈富时完成的客户 KPI 程度是精准营销业务增长核心驱动因素**。

图表 11 迈富时营销服务不同维度对比分析

	SaaS 业务（营销 SaaS T 云）	在线广告解决方案服务	在线广告分发服务
服务范围	提供以 T 云为主的营销 SaaS 产品，包含多功能模块，供使用者自行制作及分发营销内容	账户管理、流量采购、广告制作与分发、营销策略制定与优化	账户管理、流量采购、广告制作与分发
主要客户类型	B2B 公司	B2C 公司	B2C 公司
主要媒体平台	主要帮助用户利用免费或低成本的公众或私人领域互联网流量平台允许所有账户按照用户指南发布内容，平台包括 <b>短视频平台及社交媒体平台（如抖音、快手和哔哩哔哩）、其他媒体平台（如新浪新闻、搜狐新闻）及长尾 B2B 网站</b>	为来自 <b>领先媒体平台（包括短视频平台、社交媒体平台及电商平台）</b> 的客户购买公共领域的广告流量，流量采购成本相对较高	为来自 <b>领先媒体平台（包括短视频平台、社交媒体平台及电商平台）</b> 的客户购买公共领域的广告流量，流量采购成本相对较高
媒体平台收取的流量获取成本	流量通常免费或以低价提供	媒体平台根据 CPC、CPM 或 CPT 向迈富时收取广告库存费用	媒体平台根据 CPC、CPM 或 CPT 向迈富时收取广告库存费用
定价政策	收取 SaaS 产品订阅费，费用由实现的功能、账户数量及服务能力决定	根据获得的流量向客户收费，价格与媒体平台向迈富时收取的费用相同，不另外加价；客户需视预先签订的广告预算及迈富时达成的 KPI 付款	根据获得的流量向客户收费，价格与媒体平台向迈富时收取的费用相同，不另外加价
来自媒体平台的返利	不适用	媒体平台根据获得的流量给予迈富时一定金额的返利	媒体平台根据获得的流量给予迈富时一定金额的返利
向广告主提供的返利	不适用	迈富时向广告主提供返利作为奖励	迈富时向广告主提供返利作为奖励
收入模式	收入以 SaaS 订阅费形式确认	收入按总额基准确认，即扣除提供予广告主的返利后的服务费（主要根据获得的流量收费）	收入按净额基准确认，即由媒体平台提供的返利经扣除提供予广告主返利后的金额

资料来源：迈富时招股说明书，华安证券研究所

**智能体一体机业务开拓国央企和政府新市场，AI Agent 行业驱动聚焦国央企及政府 AI 化需求。**1) 需求端：2025 年 AI Agent 技术加速渗透各行业，DeepSeek、QwQ-32B 等大模型较低部署成本和强化隐私保护能力，精准契合政企机构的数据安全刚需，政企客户开启私有化部署，但软件订阅与网页端服务难以承载政企客户对数据主权和私有化部署的核心诉求，大模型一体机部署周期冗长且网络依赖，迈富时智能体一体机精准洞察政企客户诉求，**预计 2028 年智能体一体机市场空间达到 8500 亿元**；2) 供给端：迈富时将自主研发的 AI 平台与工业级硬件深度融合，推出既能保障政企数据安全且能满足办公智能化目标的智能体一体，对比传统 AI 服务局限性，迈富时智能体一体机采用“**终端即服务**”模式，企业无需构建复杂算力环境，部署设备即可同步获取完整的智能体解决方案，满足国央企及政府需求，产品价格区间 19.8-59.8 万元；3) 产品技术端：一体机内嵌迈富时自主研发的 40+“政务+企业”智能体、AI-Agentforce 智能体中台及智能设备管理软件，创新地将垂直场景智能体模块固化于实体终端，形成覆盖政务+企业双维度智能操作系统：政务版部署智能体聚焦“**高效办公、智能公文、政策服务、法律咨询、信访于公众沟通**”五大模块，

实现“政策制定-公文流转-公众服务”全链条智能化；企业版部署智能体对应“组织管理、目标管理、活动策划、项目管理、企业文化与宣传”，形成企业全周期管理矩阵。

图表 12 迈富时智能体一体机产品介绍

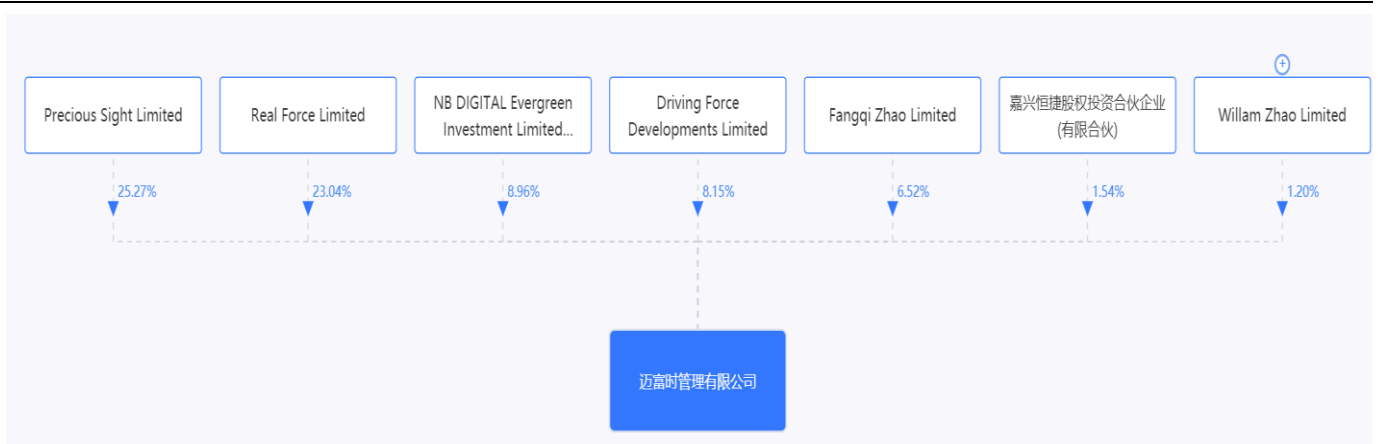


资料来源：公司业绩简报，公司官网，华安证券研究所

## 1.2 股权结构集中，管理层经验丰富

公司股权结构集中，2024 财报显示创始人赵绪龙先生持股 **49.51%**，为第一大股东。许健康先生持股 8.15%，赵芳琪女士持股 6.52%，股权结构图显示 Precious Sight Limited 持股占比 25.27%，Real Force Limited 持股占比 23.04%。

图表 13 迈富时股权结构图，时间：2025 年 7 月 21 日



资料来源：iFinD，华安证券研究所

管理层经验丰富，赵绪龙领导业务并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。**许健康先生 2022 年 11 月 14 日起担任公司高级副总裁，赵芳琪女士 2021 年 2 月 23 日起担任公司非执行董事，并从 2017 年 9 月 10 日起担任上海珍岛非执行董事。

图表 14 迈富时管理层履历介绍

姓名	职务	个人履历
赵绪龙	董事长兼 CEO	2001 年 6 月获得东华大学机械工程及自动化专业学士学位，拥有逾 15 年管理经验，历任 Marketingforce (HongKong) Limited、迈富时网络的执行董事，美国凯丽龙国际控股（香港）有限公司及凯丽龙国际控股（香港）有限公司董事，无锡珍岛及广东珍岛监事，自集团成立以来一直领导集团业务，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。
许健康	执行董事	2018 年 12 月获得华东师范大学人力资源管理（函授）学士学位，在企业互联网服务方面拥有逾 15 年经验，历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执行董事，珍岛网络、温州珍岛信息技术有限公司、中山珍岛信息技术有限公司及杭州珍岛信息技术有限公司监事。
赵芳琪	非执行董事	1995 年 7 月获得石家庄铁道大学（前石家庄铁道学院）汉语言文学学士学位，在销售实践方面拥有逾 22 年经验，历任上海中西制药有限公司销售人员、宁波朗生医药有限公司区域负责人、国药控股与安盟有限公司副总经理、内蒙古鑫频创硕医疗器械有限公司总经理。
刘欢	高级副总裁	2002 年 7 月获得内蒙古师范大学体育学士学位，2016 年 6 月获得上海财经大学高级管理人员工商管理硕士学位，拥有逾 22 年营销行业经验，历任深圳好家庭实业有限公司专业市场部经理、上海弗臣信息技术有限公司副总裁。
王士义	副总裁	2021 年 9 月获得华东师范大学公共关系学士学位，在网络产品设计、研发和架构方面拥有逾 15 年经验，历任珍岛网络执行董事、迈富时企业管理执行董事兼总经理、上海珍岛智能技术集团有限公司及苏州珍岛技术有限公司监事。
陈海林	首席技术官	2001 年 7 月获得东华大学机械工程及自动化专业学士学位，在网络产品研发方面拥有逾 12 年经验，历任上海文思海辉信息技术有限公司、上海天懿信息科技有限公司、上海珍岛首席技术官及产品开发总监。
马进	首席财务官	2009 年 7 月获得复旦大学电子科学与技术专业理学学士学位，2012 年 6 月获得复旦大学物理电子学专业理学硕士学位，在投融资方面拥有逾 12 年经验，历任高盛高华证券有限责任公司股权资本市场部经理，高盛（亚洲）有限责任公司投资银行部执行董事。

资料来源：公司财报，华安证券研究所

### 1.3 AI 赋能产品驱动营收加速，利润继续释放

**收入端：**公司营业收入自 2020 年 5.28 亿元增长至 2024 年 15.59 亿元，CAGR 达 31.09%。**持续深耕 AI+SaaS 业务驱动营业收入增长：**2024 年营业收入同比增长 26.54%，公司通过 T 云产品布局中小企业（SMB）市场，AI 生成高质量营销内容促进营销获客转化率；珍客产品布局大型企业（KA）市场，AI 赋能品牌大客户实现全渠道客户资产运营，增加 B2B 及 B2C 客户客单价和粘性，提升客户复购率。AI 赋能效果显著，2024 年用户平均月收入同比增长 12.1%，AI+SaaS 付费客户数达 26606 名，同比增加 4.4%，成为驱动营业收入增长主要因素。

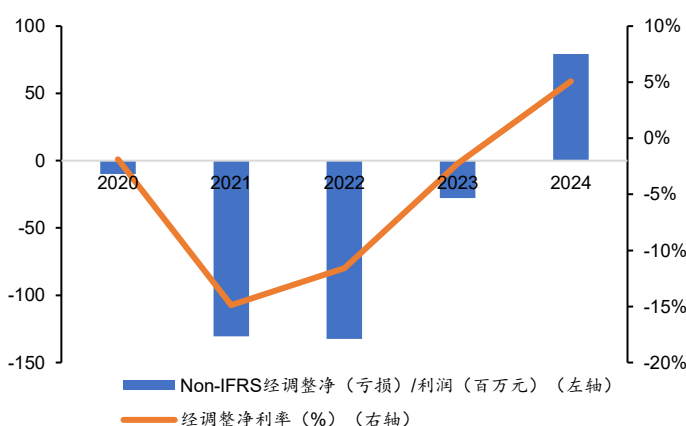
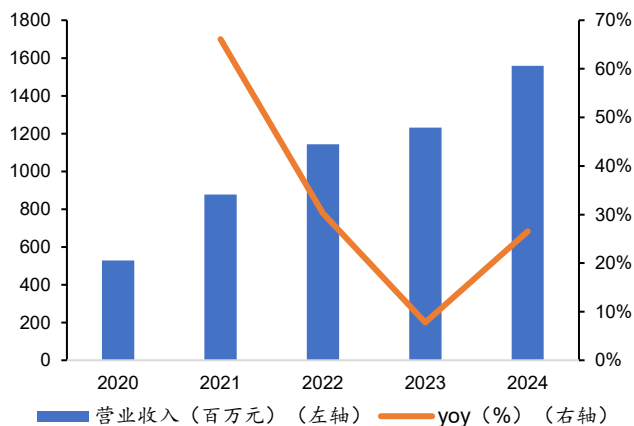
**利润端：**公司 Non-IFRS 经调整净（亏损）/利润从 2020 年-992 万元，到 2024 年



回正至 7921 万元，经调整净利率达 5.08%，2024 年内净亏损为-8.77 亿元，主要受可转换可赎回优先股公允价值变动、上市开支等因素影响，2024 年 Non-IFRS 经调整净利润实现回正，公司利润继续释放。

图表 15 迈富时 2020-2024 年营业收入及同比增长情况

图表 16 迈富时 2020-2024 年 Non-IFRS 经调整净（亏损）/利润及经调整净利率



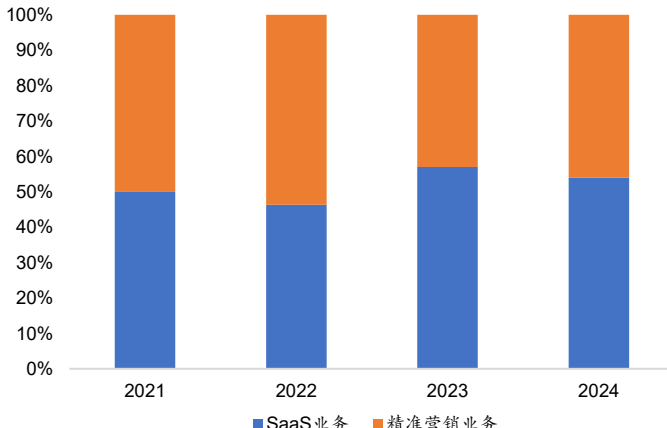
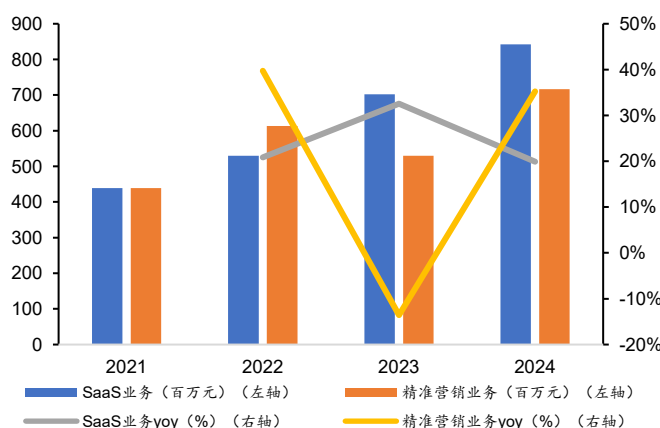
资料来源：公司财报，华安证券研究所

资料来源：公司财报，华安证券研究所

**按分部收入，SaaS 业务逐渐成为最大收入构成部分：**迈富时 SaaS 业务收入从 2021 年 4.38 亿元增长至 2024 年 8.42 亿元，CAGR 为 24.29%，收入占比从 2021 年 50% 上升至 2024 年 54.04%；精准营销业务收入从 2021 年 4.38 亿元增长至 2024 年 7.16 亿元，CAGR 为 17.77%，收入占比在 2024 年下降至 45.96%，SaaS 业务逐渐成为公司未来收入重要构成部分，并成为驱动营业总收入增长关键因素。

图表 17 迈富时 2021-2024 年分部收入及同比增长情况

图表 18 迈富时 2020-2024 年收入结构



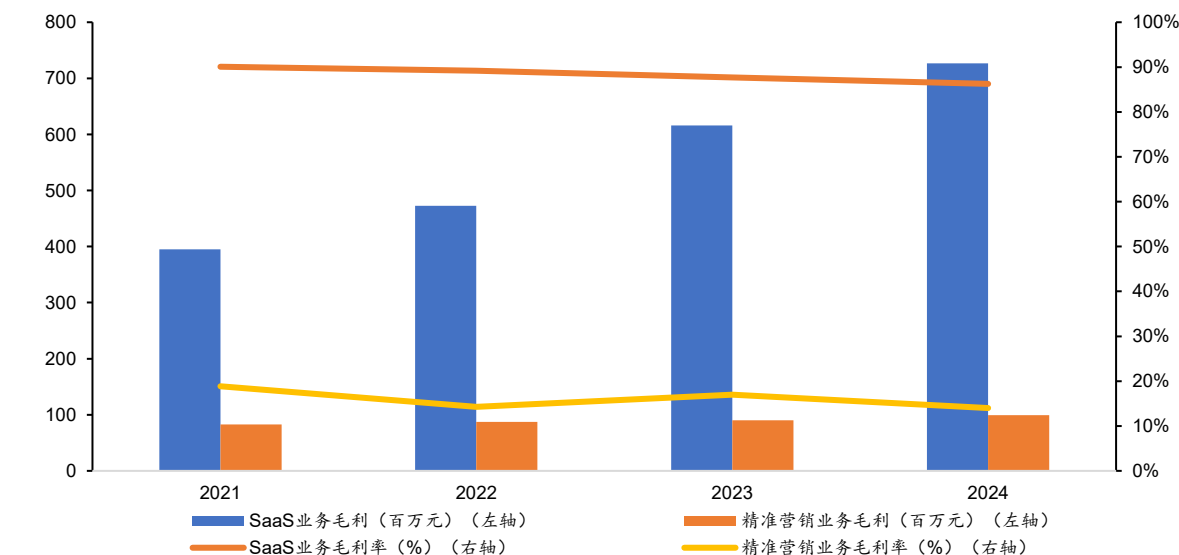
资料来源：公司财报，华安证券研究所

资料来源：公司财报，华安证券研究所

**AI+SaaS 业务收入毛利率显著高于精准营销业务毛利率。**公司 SaaS 业务毛利从 2021 年 3.95 亿元增长至 2024 年 7.27 亿元，CAGR 达 22.51%，精准营销业务毛利从 2021 年 0.83 亿元增长至 2024 年 0.99 亿元，CAGR 达 6.29%，毛利增速方面 SaaS 业务增速显著高于精准营销业务。SaaS 业务毛利率 2021 年达 90.1%，2024 年毛利率为 86.3%，较 2023 年毛利率 87.7% 下降 1.4pts，主要原因在于 2024

年 KA 业务发力，公司拓展更多细分行业客户，需要投入更多的人工成本；精准营销业务毛利率 2021 年达 18.9%，2024 年精准营销毛利率为 14.0%，较 2023 年毛利率 17.0% 下降 3pts，主要原因在于 2024 年毛利率更低的在线解决方案服务业务收入贡献上升，引起精准营销业务毛利率下降。综合上述，2021 年至 2024 年 SaaS 业务毛利率始终维持在 85% 以上较高水平，而精准营销业务由于业务性质原因，毛利率维持在 20% 以内，SaaS 业务毛利率显著高于精准营销业务毛利率。

图表 19 迈富时 2021-2024 年 SaaS 业务及精准营销业务毛利及毛利率情况

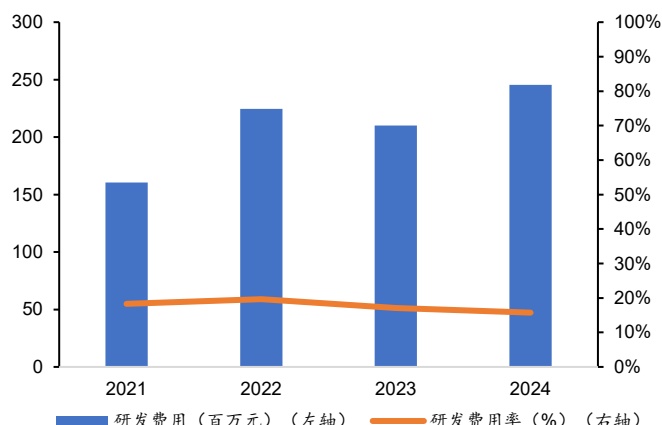


资料来源：公司财报，华安证券研究所

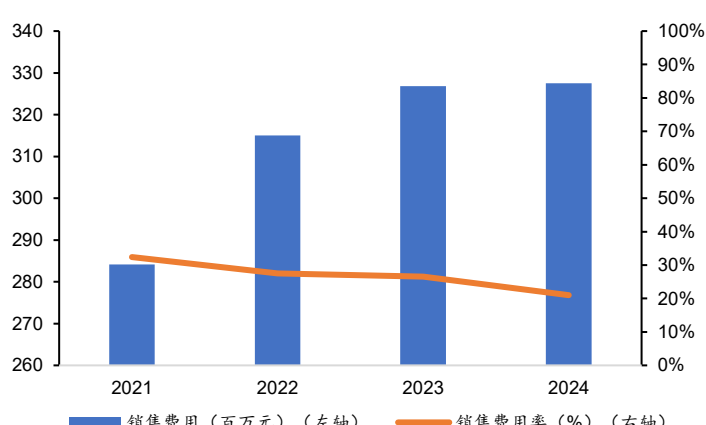
**费用端：**研发费用主要用于 SaaS 产品开发及升级技术和功能模块，公司 2021 年研发费用 1.61 亿元，研发费用率 18.3%，2022 年研发费用增长至 2.25 亿元，研发费用率 19.7%，主要原因在于当年度公司扩大研发团队规模，研发人员福利支出及研发人员数量大幅增加，致力于升级和迭代功能模块以及增强 Marketingforce 平台的数据分析能力；2023 年研发费用下降至 2.10 亿元，研发费用率 17.0%，主要原因在于公司精简研发力量，将部分辅助研发工作外包予第三方技术服务供应商，研发人员更专注于核心技术开发的内部研发活动；2024 年研发费用增长至 2.45 亿元，研发费用率 15.7%，主要原因在于公司调整研发人员架构，非核心研发需求需要通过外部采购满足，整体外采研发费用上升，同时 2024 年 3 月新授予研发员工股份激励，导致股份支付增加。公司 2021 年销售费用 2.84 亿元，销售费用率 32.4%，2022 年销售费用增长至 3.15 亿元，销售费用率 27.6%，主要原因在于公司在 2022 年将销售团队规模维持至合理水平并提高销售人员招聘标准及薪酬水平，随后销售费用保持相对稳定，2024 年相比 2023 年销售费用略增，主要原因是向销售员工新授予的股份激励。

图表 20 迈富时 2021-2024 年研发费用及研发费用率

图表 21 迈富时 2021-2024 年销售费用及销售费用率



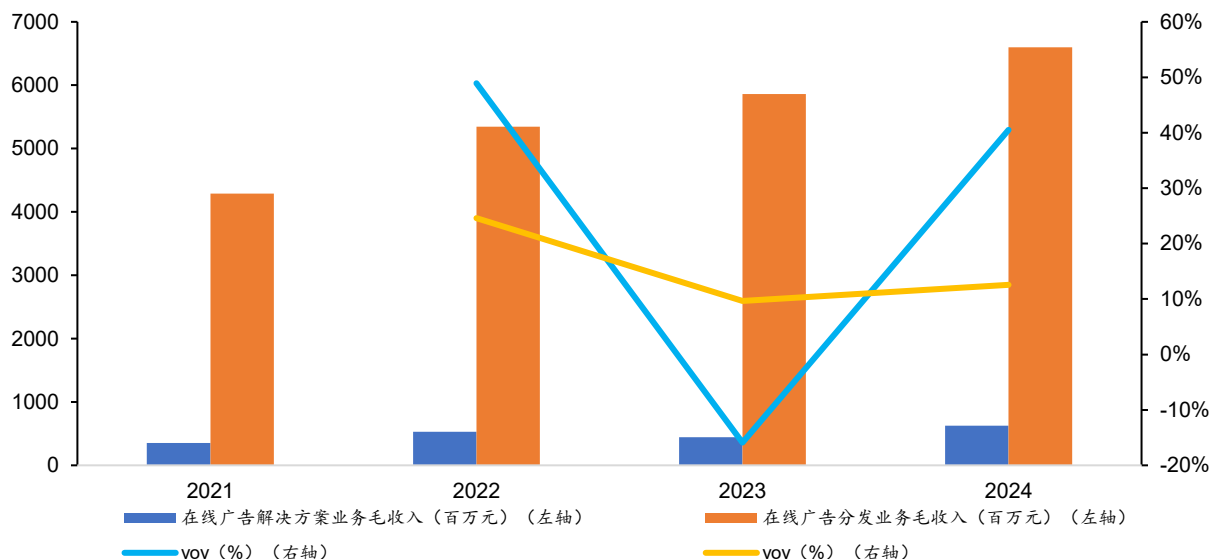
资料来源：公司财报，华安证券研究所



资料来源：公司财报，华安证券研究所

**精准营销业务毛收入稳定增长，优化运营成本实现在线广告分发业务毛利上升：**  
 在线广告解决方案毛收入从 2021 年 3.55 亿元增长至 2024 年 6.25 亿元，CAGR 达 20.73%，2023 年相比 2022 年毛收入下降主要原因是广告服务客户数量减少，2024 年毛收入上升主要原因是公司与媒体平台的紧密合作关系及客户结构进一步优化；  
 在线广告分发业务毛收入从 2021 年 42.91 亿元增长至 2024 年 58.63 亿元，CAGR 达 15.43%，流量成本方面 2021/2022/2023 年分别为 42.08/52.63/57.78 亿元，除去服务成本可以得到在线广告业务毛利为 7425.5/7941.1/8267.9 万元，主要增长原因是公司提升内部团队运营效率使得员工成本减少，同时在制作内容时公司团队使用广告设计工具，根据广告客户提供的建议协调制作广告素材作为传统内容制作方式的补充，能够简化工作流程、有效提高人员效率。

图表 22 迈富时 2021-2024 年精准营销业务毛收入情况



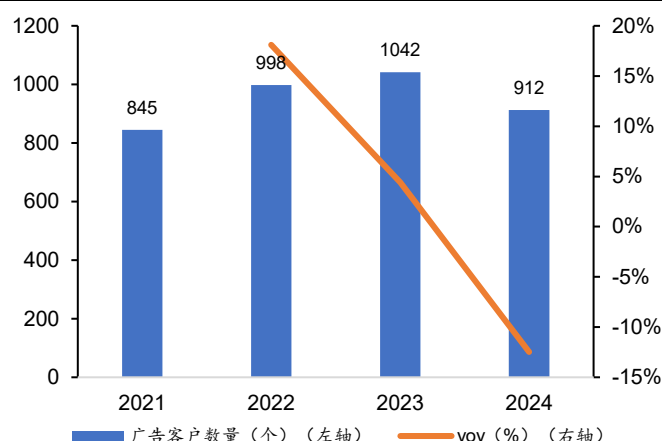
资料来源：公司财报，华安证券研究所

**2021-2023 年精准营销广告客户量价齐增，2024 年逐步开始深入挖掘广告客户**

需求。2021-2023 年精准营销广告客户数量为 845/998/1042 个，精准营销广告客户市场不断开拓，2024 年客户数量回落至 912 个，但精准营销收入增加体现出迈富时持续深耕存量客户需求，2021-2023 年精准营销广告客户平均支出分别为 550/590/610 万元，精准营销业务客单价稳定上升，驱动精准营销业务营业收入持续增长。

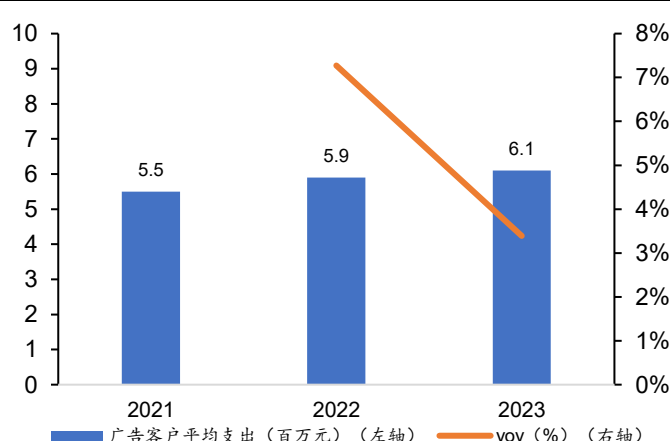
**2021-2024 年 SaaS 用户数量与用户平均月收入稳步上升，驱动 SaaS 业务营业收入增长。** SaaS 业务用户总数 2024 年达 26606 个，CAGR 为 3.31%，主要原因是公司深耕 AI+SaaS 市场，全面深化 SMB 和 KA 市场渗透率提升市占率，其中 2023 年用户数量增长原因是公司持续推出新的功能模块，鼓励用户扩大订阅量，同时提高现有模块效能满足用户不断变化的需求，并利用已经建立的销售网络扩大客户群；用户平均月收入从 2021 年 2489 元增长至 2024 年 3848 元，CAGR 为 15.63%，主要原因在于客户组合发生优化，大订单客户数量增加，高价值客户购买“珍客专业版”并需要更多账户或大规模数据用量进行营销分发，驱动 SaaS 业务收入增长。

图表 23 迈富时 2021-2024 年精准营销广告客户数量



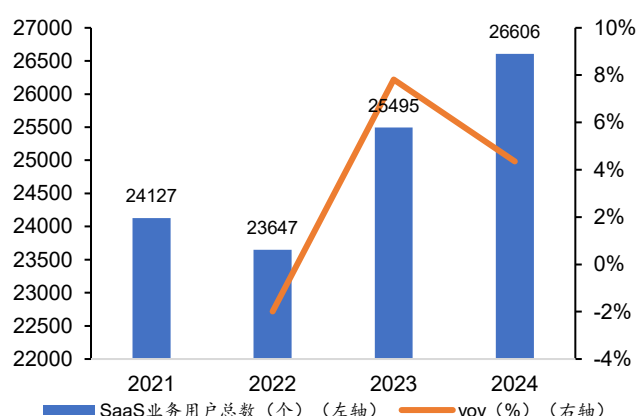
资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

图表 24 迈富时 2021-2023 年精准营销广告客户平均支出



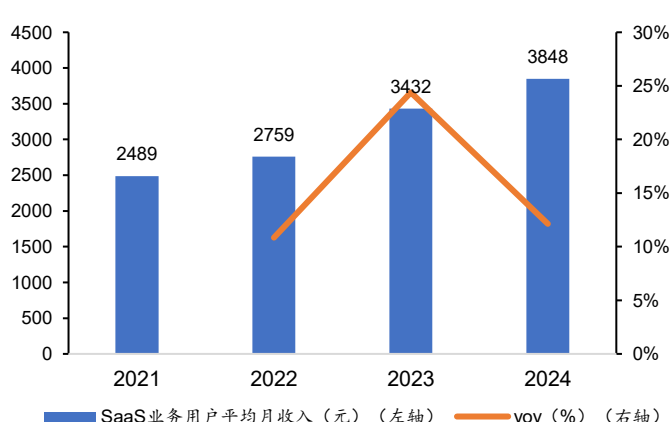
资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

图表 25 迈富时 2021-2024 年 SaaS 业务用户总数



资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

图表 26 迈富时 2021-2024 年 SaaS 业务用户平均月收入



资料来源：招股说明书，公司财报，华安证券研究所

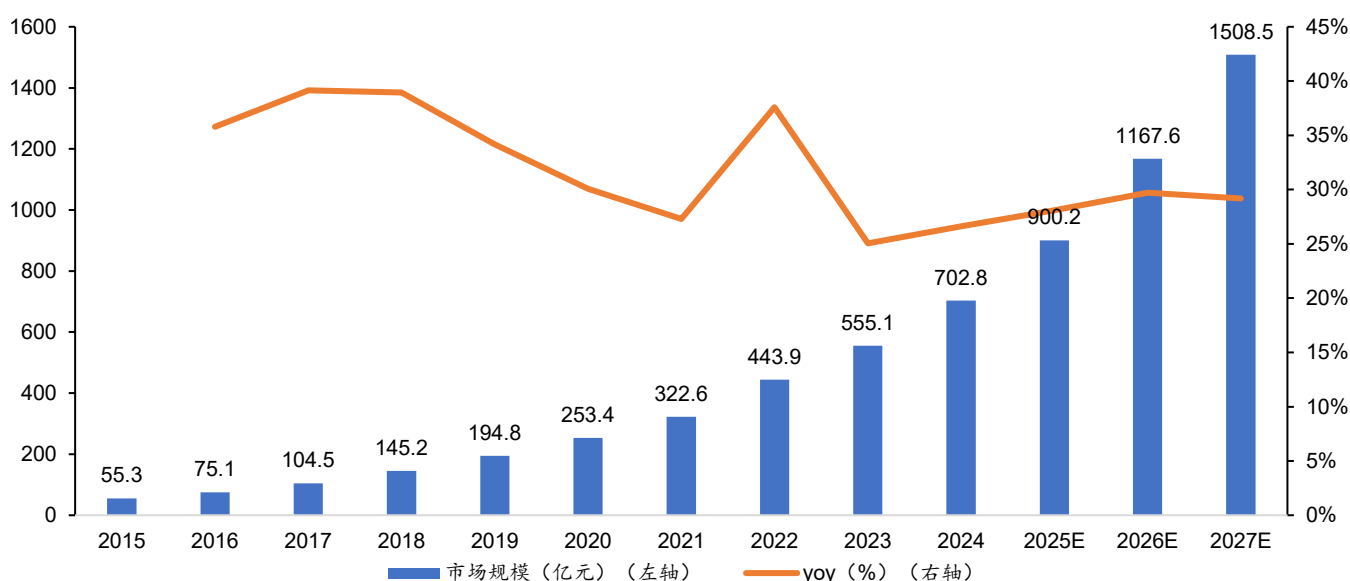
## 2 聚焦营销及销售 SaaS 解决方案市场需求，SaaS 市场及精准营销市场空间广阔

### 2.1 中国 SaaS 行业市场分析

2005 年 SaaS 初入中国市场，2015 年后进入快速增长期。SaaS 行业在中国的发展历程包括以下几个阶段：**1) 萌芽期 (2005 年-2010 年)**：国内部分云厂商及传统软件企业开始尝试 SaaS，2007 年阿里宣布进军软件行业，成为国内 SaaS 产业正是开端的代表，此阶段企业大多对 SaaS 缺乏认识；**2) 起步期 (2010 年-2015 年)**：创新性厂商积极布局，创业公司、互联网企业成立或转型进入 SaaS 市场（例如有赞、微盟等成为国内垂直行业 SaaS 领域重要力量），企业对云计算及 SaaS 认知提升；**3) 快速发展期 (2015 年至今)**：云技术同步提升，技术业务逐步扩展，厂商技术创新取得阶段性突破，SaaS 逐渐被市场认可并得到推广应用，越来越多创新企业涌入赛道，竞争日趋激烈，技术水平成为核心竞争力。

根据弗若斯特沙利文及艾媒数据，2024 年中国 SaaS 行业市场规模达 702.8 亿元，预计 2027 年将超过 1500 亿元，2015-2025 年 CAGR 达 32.64%，市场规模呈现高速增长趋势。SaaS 企业业务体系呈现多元化发展，SaaS 行业市场规模持续扩张，增速趋于稳健：2023 年 SaaS 行业规模达 555.1 亿元，增速同比前几年有所回落但整体规模持续扩张，细分市场中，通用型 SaaS（如 ERP、CRM、办公协同）占据 65% 份额，垂直型 SaaS（如零售、医疗、物流）占比 35%；**AI+SaaS 驱动技术创新、重构产业逻辑**：AI 推动 SaaS 行业向智能化、个性化转型，AI+SaaS 深度融合将进一步提升服务效率，降低企业使用门槛；**出海探索加速，国际化布局成新增长点**：出海模式包括 1) SaaS 企业直接拓展海外市场（如跨境电商服务商），2) 通过技术输出实现“SaaS 服务出海”，政策层面鼓励企业参与国际标准制定通过税收优惠、跨境数据合规指导等措施支持出海。

图表 27 2015-2027 年中国 SaaS 行业市场规模及预测

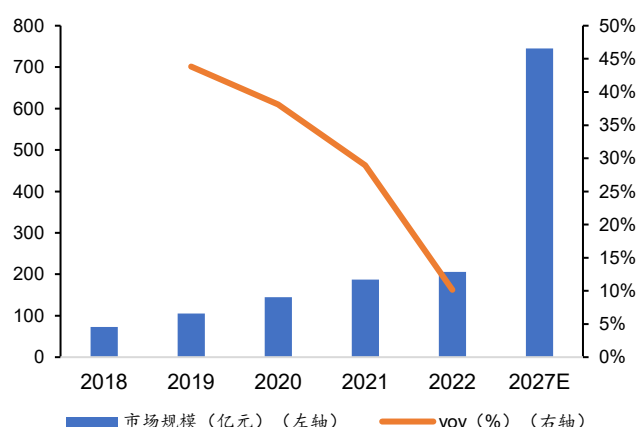


资料来源：弗若斯特沙利文，艾媒数据中心，华安证券研究所



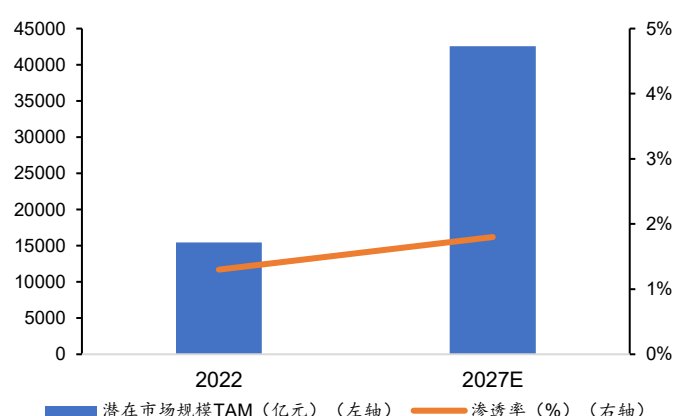
迈富时聚焦营销及销售 SaaS 解决方案业务，通过云计算、大数据及 AI 技术及辅助增值服务赋能，帮助企业在营销及销售阶段促进销售增长。营销阶段包括挖掘新销售机会的业务活动，销售阶段则专注于实现销售增长、与客户建立可持续的关系及扩大客户群。根据弗若斯特沙利文数据，中国营销及销售 SaaS 解决方案市场从 2018 年 73 亿元增长至 2022 年 206 亿元，CAGR 达 29.7%，预计 2027 年营销及销售市场规模达到 745 亿元，预计 CAGR 达 29.3%。

图表 28 中国营销及销售 SaaS 解决方案市场规模及预期



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 29 中国营销及销售 SaaS 解决方案潜在市场规模 (TAM) 和渗透率



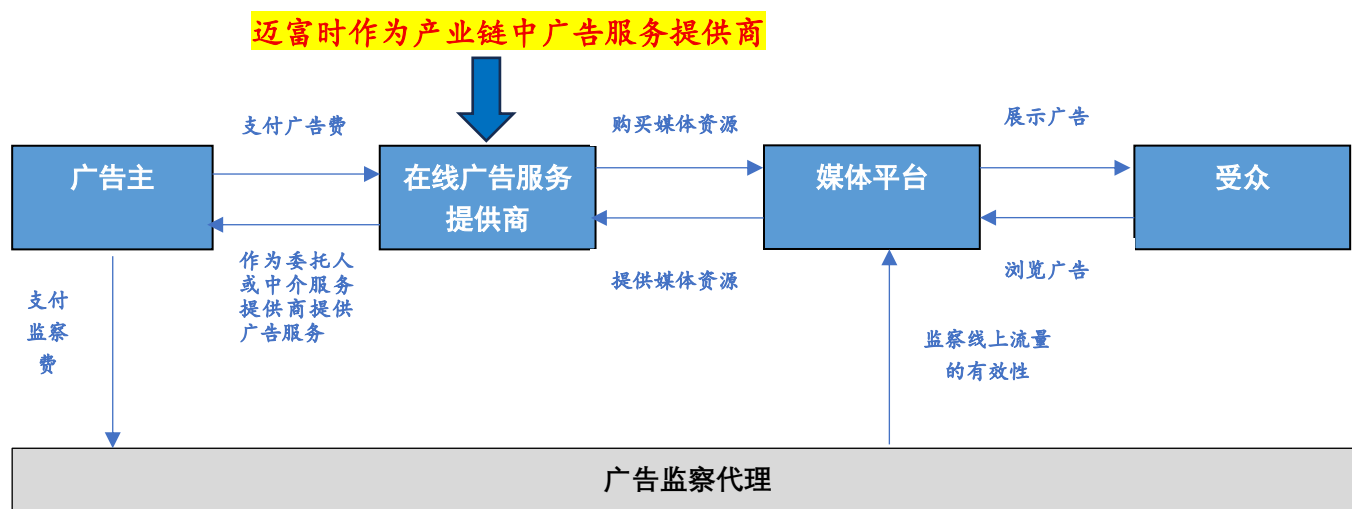
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

**需求侧：**线上流量采购成本上升以及线上营销投资回报下降，企业更愿意购买营销及销售解决方案来优化营销及销售表现；**供给侧：**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了解客户在营销和销售方面的动态需求，具备为客户提供有价值且受客户青睐的高价值产品和服务能力，企业更愿意采用营销及销售解决方案。根据弗若斯特沙利文数据，营销及销售 SaaS 解决方案潜在市场规模预期由 2022 年 15466 亿元及 1.3% 渗透率，增长至 2027 年 42545 亿元及 1.8% 渗透率，中国企业顺应订阅 SaaS 解决方案潮流，且营销及销售 SaaS 方案本身具备灵活订阅方案、高度可扩展性、易于实施且维护需要少等优势，未来会有更多中国企业选择。

## 2.2 中国精准营销行业市场分析

迈富时在精准营销产业链中作为广告服务提供商。精准营销是一种用于向相关目标受众发送相关广告，获取及留存潜在及现有客户的在线广告技术。精准营销市场产业链参与者包括：广告主、广告服务提供商、媒体平台、受众及第三方技术提供商。迈富时作为产业链中“广告服务提供商”占据重要地位，可作为委托人为广告主策划在线广告活动并于不同媒体平台投放广告，或作为代理人，通过向分销商出售从线上媒体平台购买的广告库存提供中介服务，无需策划和进行广告活动或对结果负责。

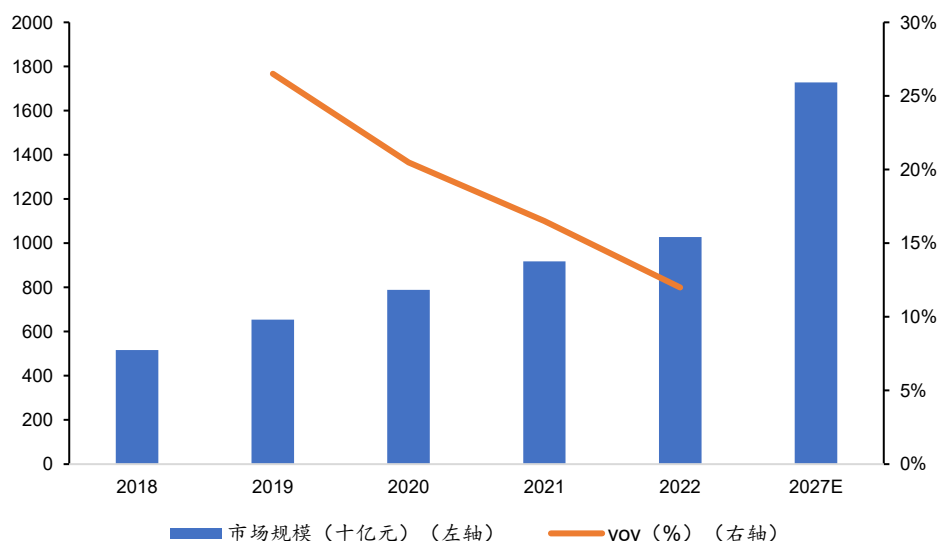
图表 30 中国精准营销市场产业链



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

精准营销市场规模持续扩张，未来线上营销重要性提升、线上流量成本增加及更成熟的精准营销解决方案驱动增长。根据弗若斯特沙利文数据，中国精准营销市场规模从 2018 年 5172 亿元增加至 2022 年 10287 亿元，CAGR 达 18.8%，预计 2027 年精准营销市场规模将提升至 17285 亿元，行业市场空间扩张迅速。精准营销市场扩张主要驱动因素包括互联网用户数目增加、短视频平台商业化、在线广告带来最佳结果、与营销及销售 SaaS 解决方案的协同效应。

图表 31 2018-2027 年中国精准营销市场规模及预期



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 32 中国精准营销市场主要驱动因素

驱动因素	驱动因素介绍
互联网用户数目增加	根据弗若斯特沙利文数据，中国互联网用户从 2019 年 903.6 百万人增加至 2023 年 1092.0 百万人，CAGR 达 4.8%且 2023 年渗透率为 77.5%，互联网用户预期

	2028 年增长至 1212.8 百万人，渗透率为 86.7%。互联网用户的规模会产生巨大的线上流量为广告主提供广泛的目标基数。
短视频平台商业化	中国短视频平台已积极大基数的日常线上流量，能够通过出售广告库存变现其线上流量，从而为精准营销市场的广告主提供有利的媒体平台。
在线广告带来最佳结果	与广告活动期间及之后难以追踪表现的传统广告相比，在线广告使广告主得以实时追踪表现及分析广告效果；线上营销可在潜在客户在网上看到广告后为其提供更高效率的方式购买产品/服务，增加潜在客户向付费客户的转化率。
与营销及销售 SaaS 解决方案的协同效应	为线上精准营销活动采用营销及销售 SaaS 解决方案的广告主能够更有效地锁定潜在客户，从而鼓励增加在线上营销的投资；营销及销售 SaaS 解决方案技术进步与精准营销产生协同效应，推动精准营销市场的增长。

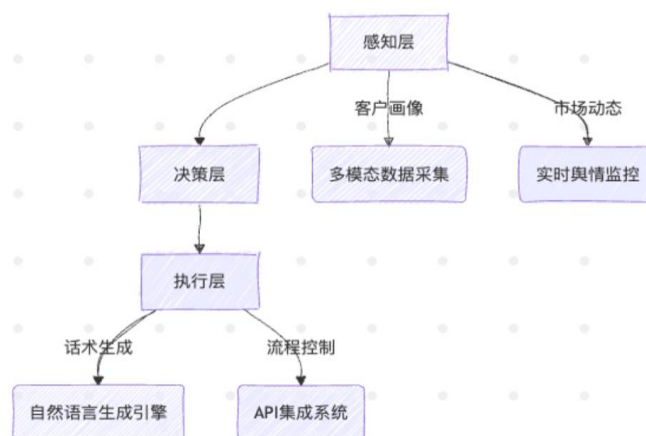
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

## 2.3 AI Agent 赋能营销及销售行业领域，驱动行业智能化转型

**AI Agent 赋能营销及销售垂类行业应用场景。**AI Agent 在营销领域深度融合行业经验与模型能力，挖掘客户营销智能体应用场景，从营销策划、准备到管理阶段，帮助企业更高效获客：在销售场景，AI 企业洞察、客户洞察、智能陪练与经营分析等功能，将大幅提升销售转化率与客户体验。

**AI Agent 驱动营销及销售行业智能化转型，从工具转变企业“数字员工”。**2025 年作为 AI Agent 商业化元年，迈富时依托深耕多年营销及销售行业经验、丰富的客户资源与落地场景、持续升级的大模型能力与国产化技术优势及常年累积的品牌效应，致力于研发营销及销售领域垂类大模型，并推出 AI-Agentforce 智能体中台提升研发及交付效率，该智能体中台包含营销智能体、销售智能体、经营决策智能体以及搜索智能体等多款产品与服务，为消费与零售、汽车、金融保险、招商、人力资源、教育、医疗大健康等多行业的数智化转型变革赋能。未来迈富时计划加强 AI Agent 与垂直场景深度融合，通过技术成本下降与应用场景爆发，从营销及销售角度推动中国产业从“数据赋能”向“智能决策”转变，驱动全球企业更高效、更敏捷、更智慧数智化转型。

图表 33 智能销售 Agent 技术架构



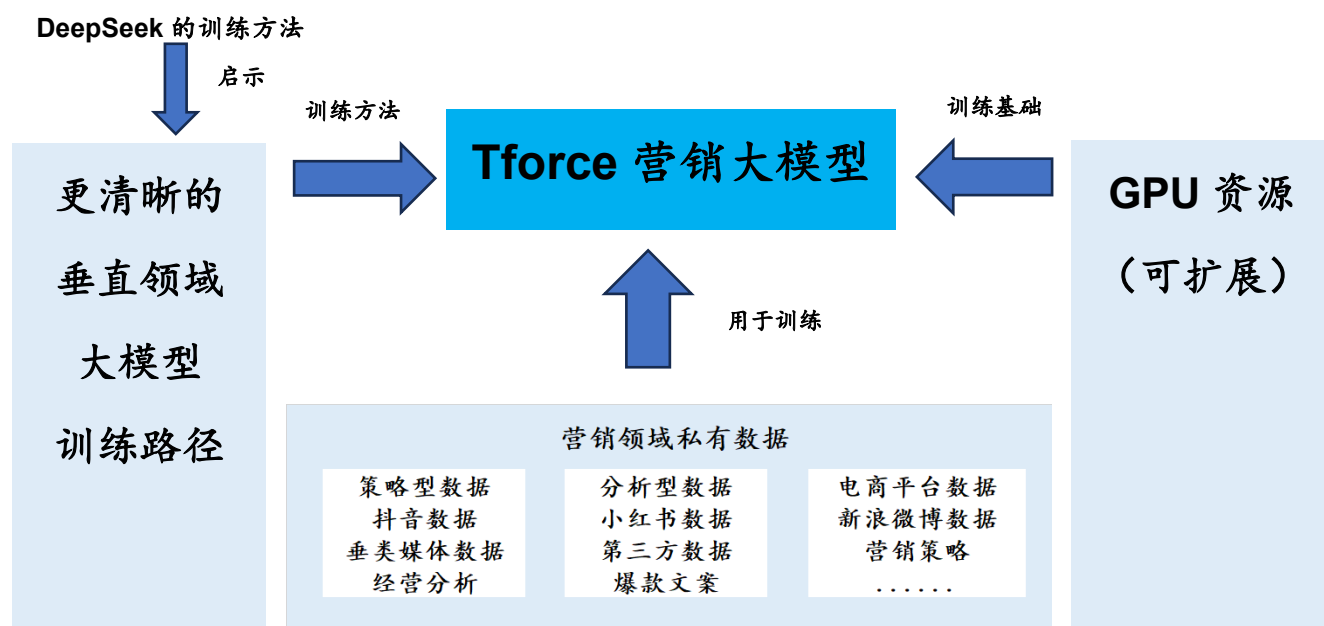
资料来源：BetterYeah 官网，华安证券研究所

## 3 AI 大模型到 AI Agent, “算力+模型+Agent 应用”把握时代流量入口

### 3.1 “算力+模型+Agent 应用” AI 赋能营销全链路

DeepSeek 赋能 Marketingforce 中 Tforce 大模型训练, 打造清晰垂直领域大模型训练路径。迈富时通过自研 Marketingforce 的“Tforce 大模型”构建 AI 核心能力层。技术层面: 1) 迈富时通过 DeepSeek 训练方法构建更清晰的垂直领域营销大模型训练路径; 2) 通过 GPU 可扩展资源打造训基础; 3) 收集营销领域私有数据如策略型数据、分析型数据、抖音数据、小红书数据进行训练, 共同构建 Tforce 营销大模型。

图表 34 DeepSeek 接入迈富时 Tforce 营销大模型训练路径



资料来源: 迈富时公司资料《DeepSeek 与营销未来: 从技术革新到产业应用的全面跃升》, 华安证券研究所

**Tforce 营销大模型实现公域到私域的智能营销链路革新。**Tforce 营销大模型改变了传统营销的触点、路径、管理模式, 以及传统模式下用户单向的成长模型。具体而言, Tforce 营销大模型通过以下能力及应用场景实现全域流量增长:

#### (1) 利用内容营销实现快速引流和冷启动:

目前内容营销成为企业获取流量和提升品牌影响力关键, 且线上营销愈发重要, 迈富时通过应用 Tforce 营销大模型, 使得销售、市场和内容创作团队能够不依赖外部公司或技术人才, 通过 AI 数据驱动提供营销效率, 实现私域快速引流和冷启动。

Tforce 助力双十一狂欢节促销案例: 1) **个性化营销动作**, Tforce 针对双十一大促可生成一系列针对不同消费者群体的个性化购物指南; 2) **多模态内容创作**: AIGC 产品矩阵生成促销文本, 结合双十一主题元素生成适合营销氛围的主题元素, 以及适合营销氛围的海报和广告图, 实现图文结合高效营销。



图表 35 Tforce 营销大模型生成营销策略



资料来源：迈富时官网，华安证券研究所

图表 36 AI 驱动的智能营销动作



资料来源：迈富时官网，华安证券研究所

图表 37 Tforce 营销大模型应用场景——AI 智能生成双十一营销物料



资料来源：迈富时官网，华安证券研究所

## (2) AI 增强分析精细化运营客户：

AI 使得企业能够充分利用客户的基本属性、购买行为、历史行为、网站行为等数据展开数智化分析。Marketingforce 平台 BI 商业智能决策产品可进行“增强分析”，通过自然语言交互进行数据分析、归因分析并给出决策建议。例如智能问数产品通过以下流程，企业可从数据中获取精细化运营的决策支持：**1) 自然语言交互**，说明需要做什么分析（如销售趋势分析）；**2) 自动抓取**，平台将销售趋势数据自动抓取出来；**3) 自动统计**，通过自动统计分析找到数据趋势，通过数据趋势统计找到波动范围；**4) 智能分析**，识别出超过波动范围的数据进行归因分析，最终提出决策建议。

## (3) 自动化建模实施精准营销：

Marketingforce 平台利用 Tforce 营销大模型能力实现自动建模，通过机器学习数据找到真正潜在客户名单，营销方式更有效、精准度更高。**技术层面**：分析、清晰、衍生、选择、迭代、上线整个流程全自动，处理应用结构化数据或文本图片数



据；应用层面：AI 自动建模可高效应用于营销、风控、运营等多场景，部署轻量化且灵活性高；

图表 38 Tforce 营销大模型将用户与品牌策略精准匹配



资料来源：迈富时官网，华安证券研究所

#### (4) 增强口碑效应持续扩大传播：

基于前期对客户精细化运营和精准营销服务形成口碑效应。1) 增强客户浏览体验：企业可以通过自媒体矩阵、会员社群、KOL 合作等方式分享品牌故事和客户好评，Tforce 能够大量生成细致、优质的营销内容，有利于品牌形象和口碑传播；2) 增强客户交流体验：在企业商品品类多、优惠方式复杂、信息不明确的情况下，AI 客服助手可以随时回答用户评论及私信，构建更深层次用户运维关系；3) 增强客户购物体验：内设置 AI 智能导购的数字人营销一体机或 AI 智能导购小程序，用户通过语音交互、触摸屏交互等方式实现智能导购服务体验，AI 智能导购根据用户需求进行个性化精准推荐，增强用户体验与转化率。

图表 39 Tforce AI 运营服务助手帮助维护客户关系



资料来源：迈富时官网，华安证券研究所

图表 40 AI 智能导购实现方式及应用场景

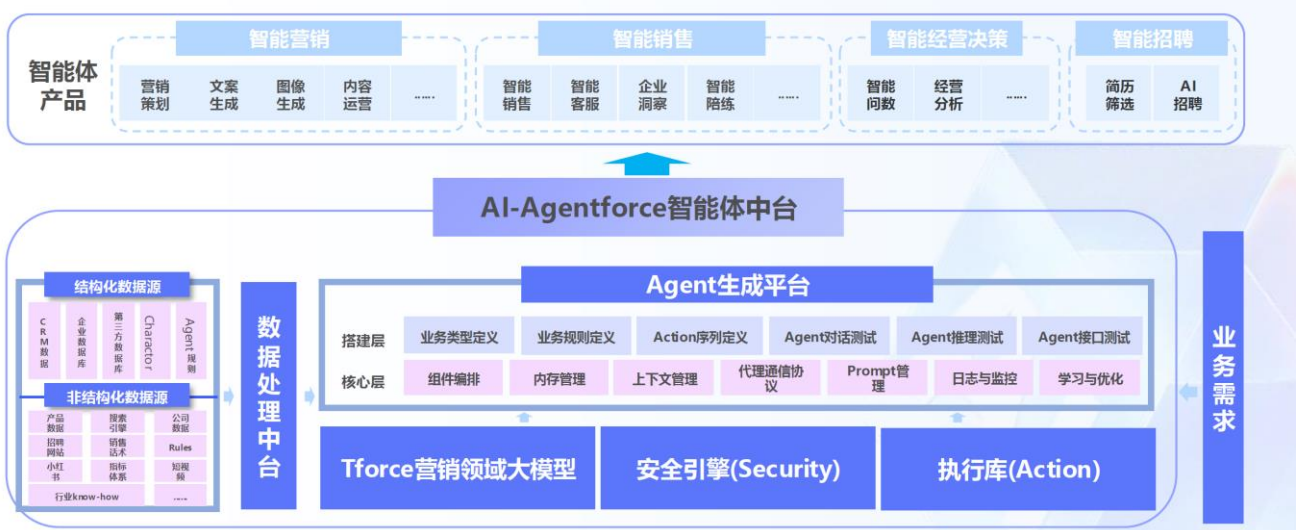


资料来源：迈富时官网，华安证券研究所

### 3.2 边际变化——AI Agent 底层技术驱动产品商业化落地

2025 年以来公司持续推出 AI Agent 相关产品，包括 AI-Agentforce 智能体中台、智能体一体机、智能体一体机 2.0。Agentforce 智能体中台聚焦营销及销售领域垂直行业化应用开发，全面提升 AI Agent 商业化应用效率，Tforce 营销大模型及 Agentforce 智能体中台的成功实践为政务智能体一体机全面落地提供底层技术支持与场景验证；智能体一体机业务是公司在政府及国央企领域得重要布局，AI Agent 实现营销行业经验与模型能力深度融合，聚焦政府及国央企 AI 化需求、信息安全与办公效率需求，实现“算力+模型”到“应用”的全链路产品商业化落地。

图表 41 迈富时 AI-Agentforce 智能体中台架构



资料来源：公司业绩简报，华安证券研究所

2025 年 1 月公司发布 Agentforce 智能体中台，主要涵盖 Tforce 营销领域大模型、安全引擎、执行库、数据处理中台、Agent 生成平台，结合用户业务需求形成智能营销、智能销售、智能经营决策、智能招聘等 AI Agent 产品。1) CRM 数据、企业数据等结构化数据源与产品数据、搜索引擎、公司数据等非结构化数据源进入数据处理中台；2) 利用 Tforce 营销领域大模型、安全引擎与执行库，在 Agent 生成平台核心层与搭建层进行生成；3) 结合业务需求输出智能体产品。通过以上处理过程，Agentforce 利于企业实现研发及交付效率提升、满足客户定制化需求、降低交付成本，建立新型产品形态。

**算力基础设施+大模型+Agentforce 智能体中台构建自研全链路闭环, AI Agent 产品商业化为行业赋能。**迈富时智能体平台涵盖技术基础层、数据层、核心能力层、智能体核心层、智能体中台和最终产品与服务。行业云计算、GPU 集群集合资源管理打造技术基础设施底座，结合数据层为大模型核心能力层提供支持，通过编排组件、内存与上下文管理、代理通信协议、Prompt 管理、日志与监控、学习与优化等训练过程在 Agentforce 智能体中台训练具有对应功能 Agent，最终形成 AI Agent 产品营销、销售、经营决策、搜索智能体，持续为消费与零售、汽车、金融保险、招商、人力资源、教育、医疗大健康等各行业赋能。

图表 42 迈富时智能体平台全架构图



资料来源：迈富时官网，华安证券研究所

图表 43 迈富时四大 AI Agent 功能及客户案例

AI Agent	主要功能	客户案例
营销智能体	<b>1) 客户洞察分析：</b> 用户画像与精准定位、情绪分析与舆情监控、市场趋势预测； <b>2) 营销策略生成与优化：</b> 自动化营销策略生成、广告文案与创意策略生成、跨渠道营销策略设计； <b>3) 营销内容生成：</b> 图像与视频生成、自动化内容创作、内容运	<b>1) 日化美妆：</b> 国际知名美妆品牌客户，需要让新媒体矩阵运营更智能，降低人力成本； <b>迈富时为客户搭建一套基于 AI Agent 一站式矩阵运营系统</b> <b>2) 电商：</b> 头部电子商务平台，需要提升营销效率与客户参与度，减少营销成本并提高转化率； <b>迈富时为</b>



	<p>营智能闭环建立；4) 广告与推广优化：智能广告投放与优化、动态定价与促销、直播推广效果分析；5) 客户生命周期管理：客户流失预测与挽回、忠诚度提升与激励、智能客户细分</p>	<p>客户搭建一个基于 AI Agent 的智能营销系统 3) 金融：国际金融公司，需要提升客户服务质量，提高风险能力并降低运营成本；迈富时为客户建立一个智能化客户服务和风险管理系统</p>
销售智能体	<p>竞品分析、产品分析、销售进展分析、客户个人信息分析、销售策略生成、案例分析、销售能力分析、销售陪练、会话分析</p>	<p>1) IT 软件：大型软件公司，需要通过智能分析实现最大化每条线索价值；迈富时基于目标客户官网、相关新闻报道、高管动态、招投标情况、合作伙伴情况、竞对情况等信息，搭建洞察分析智能体； 2) 金融：大型证券公司，需要改变大客户销售团队工作方式提升转化率；迈富时为客户搭建智能体工具，帮助客户团队完成朋友圈自动浏览，生产客户分析报告，自动评论等功能； 3) 制造业：大型机械设备制造商，需要提升销售团队工作效率和转化率，优化销售流程；迈富时为客户部署智能销售助手，分析历史销售数据快速识别高价值线索，自动记录提供定制化销售策略生成</p>
经营决策智能体	<p>1) 数据挖掘与洞察分析：客户细分与画像，市场趋势预测，竞争趋势预测；2) 财务与风险管理：财务预测与预算编制，信用风险评估，财务欺诈监测；3) 运营优化与效率提升：供应链优化，生产过程优化，定价与促销优化；4) 战略决策与优化：战略决策与目标设定，投资决策支持，并购与资产重组分析；5) 客户行为与需求分析：客户流失预测与挽回，客户生命周期价值预测；需求预测与库存优化；6) 聚焦 GMV 的逆向分析：指标关系图分析，指标拆解树分析，基于逆向分析的经营洞察</p>	<p>1) 汽车：头部新能源汽车公司，业务拓展模式粗放需要智能系统帮助管理层合理决策；迈富时为客户搭建智能决策系统，基于 AI Agent 实现各个维度的经营情况分析，为管理层提供可靠的决策依据； 2) 零售：国际连锁零售企业，需要优化库存管理和提高销售预测的准确性精细化管理业务流程；迈富时为客户开发部署一个智能分析系统，整合销售、库存、市场趋势和消费者行为等数据； 3) 电信：大型电信服务提供商，需要降低运营成本，通过技术手段辅助决策和优化业务流程；迈富时为客户搭建智能决策系统，识别和挽留高风险客户，自动化客户服务流程，实时监控网络状态以快速解决问题，评估营销活动效果优化资源分配</p>
搜索智能体	<p>基于海量数据，以 AI Agent 为引擎发挥大模型能力，为留学规划与咨询领域、房地产中介与买房租房咨询、职业规划与就业咨询、旅游规划与定制化服务、健康管理及营养规划领域打造 AI 员工，赋能企业降本增效</p>	<p>1) 留学规划与咨询领域：匹配学校与专业，奖学金与资金支持查询，签证与入境政策咨询，留学生活规划与准备； 2) 房地产中介与买房租房咨询：房产需求匹配与推荐，市场趋势分析与价格预测，贷款与融资方案推荐，虚拟房产参观与全景展示； 3) 职业规划与就业咨询：职业路径规划与建议，岗位匹配与招聘推荐，薪资评估与行业分析，技能提升与教育建议； 4) 旅游规划与定制化服务：个性化行程规划，酒店与交通推荐，当地活动与餐饮推荐； 5) 健康管理及营养规划：个性化健康方案推荐，营养与饮食规划，运动与健身建议</p>

资料来源：迈富时官网，华安证券研究所

智能体一体机 2.0 落地，“国产芯+智能体”重塑政务数智化边界。7 月迈富时推出政务智能体一体机 2.0 版本，新版本围绕“国产创新适配”、“中台能力提升”、“实用场景落地”展开系统性升级，构建一套可推广、可复制的政务智能解决方案。智能体一体机 2.0 版本聚焦国产软硬件生态、政务场景复杂性及基层技术使用门槛等多重现实困境，围绕“安全合规可控”、“开箱即用落地快”两个方向进行能力重构。智能体一体机 2.0 在“信创版本”硬件系统、智能体中台能力、政务 AI Agent 应用方面实现能力推升，更加适配政务客户 AI 化需求。

昆山试点迈出智能体一体机实际商业化应用第一步。6 月 26 日迈富时在昆山数据局主办“AI 角”沙龙上展示政务智能体一体机实际应用，采用“终端即服务”模

式交付，智能体中台、大模型、小模型与各类 AI Agent 应用预装于本地终端，现场部署使用无需依赖云算力。昆山市某局反馈迈富时政务智能体一体机已广泛用于政策文档管理、会议材料撰写、行政文本生成等任务，系统兼容性与响应速度表现良好，能够有效适配本地政务网和业务流程。相比政务智能体一体机 1.0，2.0 版本技术能力更成熟且注重“产品化与运营能力”结合，未来公司计划继续深化信创与行业场景结合，通过开放接口与更多本地厂商协同，为政务智能化提供更具稳定性与持续性的技术支撑。

图表 44 智能体一体机 2.0 功能升级路径

功能升级	具体功能更新
新增“信创版本”	硬件层面支持鲲鹏、海光等国产 CPU 与沐曦等国产 GPU，系统预装麒麟等国产操作系统，并提供整机级的适配测试；保留兼容经典 NVIDIA GPU 配置的非信创版本，为不同类型的政务客户提供灵活选项
智能体中台	具备更严密的权限体系与更高效的多模型调度能力：客户可结合预设的“聊天助手、对话流、工作流”三种低代码搭建模式，自主开发或调优政务智能体，减少对专业技术人员的依赖
政务 AI Agent 应用	预置 20 余个政务 AI Agent 应用涵盖公文撰写、信访回复、政策咨询等高频场景，由迈富时结合政府客户需求共建打磨，已具备较强的实用性和推广价值

资料来源：经济参考报官网，华安证券研究所

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 驱动因素假设

迈富时 2025 年迎来 AI Agent 产品商业化落地新阶段，通过整合“算力+模型+Agent 应用”赋能营销全链路业务，1 月推出政务智能体一体机，7 月推出 2.0 版本，2025 年起智能体一体机将成为驱动公司营业收入增长重要因素。按照公司财务报告披露口径，迈富时营业收入可拆分为 AI+SaaS 业务、精准营销服务业务，2025 年新增智能体一体机业务。我们预计 2025/2026/2027 年营业收入为 23.23/28.35/34.34 亿元，同比增长 49.01%/22.08%/21.11%。

AI+SaaS 业务主要面向 SMB 中小企业客户和 KA 大型客户，分别对应产品 T 云、珍客，主要通过六朵云产品矩阵向客户提供服务。AI+SaaS 业务收入从 2021 年 4.39 亿元增长至 2024 年 8.42 亿元，CAGR 达 24%，收入增长主要驱动因素是产品用户总数及每用户平均收入 (ARPU)，产品用户数量从 2021 年 24127 个增长至 26606 个，CAGR 达 3.31%，ARPU 从 2021 年 2489 元/月增长至 3848 元/月，CAGR 达 15.63%，用户数量与 ARPU 双轮驱动 AI+SaaS 业务增长实现量价齐升。公司未来继续深耕 AI+SaaS 业务，自研大模型、AI Agent 持续赋能新产品推出，实现用户数量与 ARPU 持续稳步增长。我们预计 2025/2026/2027 年 AI+SaaS 业务收入为 11.35/14.98/19.44 亿元，同比增长 34.72%/32.08%/29.75%。

精准营销服务业务可分为在线广告解决方案服务、在线广告分发服务，精准营销业务收入从 2021 年 4.39 亿元增长至 2024 年 7.16 亿元，CAGR 达 17.77%，收入增长主要驱动因素是广告客户数量及每广告客户平均收入 (ARPU)，未来公司将深入挖掘存量广告客户需求。因此我们预计未来公司广告客户数量增长放缓，每广告客户平均收入持续增长驱动精准营销业务收入增长，预计 2025/2026/2027 年精



准营销服务收入为 8.83/9.53/10.09 亿元，同比增长 23.25%/7.89%/5.94%。

2025 年公司连续发布政务智能体一体机及 2.0 版本，聚焦政府及国央企 AI 化需求、信息安全与办公效率提升需求。一体机内嵌 40 多个智能体及 AI-Agentforce 智能体中台，通过一体机部署模式未来将快速渗透政府及国央企 AI 应用市场，根据公司财报一体机价格区间为 19.8-59.8 万元，预计 2028 年市场空间达 8500 亿元。智能体一体机业务将在 2025 年实现收入，我们预计 2025/2026/2027 年智能体一体机业务收入为 3.05/3.84/4.80 亿元。

图表 45 迈富时收入拆分及预测

迈富时收入拆分及预测					单位：百万元		
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>AI+SaaS 业务</b>	439	530	702	842	1,135	1,498	1,944
%yoy		20.80%	32.55%	19.90%	34.72%	32.08%	29.75%
<b>精准营销服务业务</b>	439	613	530	716	883	953	1,009
%yoy		39.74%	-13.57%	35.24%	23.25%	7.89%	5.94%
<b>智能一体机业务</b>	-	-	-	-	305	384	480
%yoy						26.00%	25.00%
<b>营业收入合计</b>	<b>877</b>	<b>1,143</b>	<b>1,232</b>	<b>1,559</b>	<b>2,323</b>	<b>2,835</b>	<b>3,434</b>
%yoy		30.27%	7.82%	26.50%	49.01%	22.08%	21.11%

资料来源：公司财报，华安证券研究所测算

## 4.2 可比公司估值

我们采用可比公司 P/S 估值法进行估值，选取 SaaS 业务厂商 Salesforce、HubSpot、ServiceNow、金山办公作为可比公司，选取精准营销业务厂商分众传媒、蓝色光标作为可比公司，港美股采用彭博一致预期，A 股采用 iFinD 一致预期。2025/2026/2027 年 SaaS 业务厂商 P/S 平均值为 13.13x/11.17x/9.48x，精准营销业务厂商 P/S 平均值为 4.29x/4.00x/3.83x。迈富时目前盈利预测对应 2025/2026/2027 年 P/S 值为 5.88x/4.82x/3.98x，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 46 迈富时可比公司估值（日期：2025-7-21）

业务	代码	公司名称	市值（亿元）	收入（亿元）			PS		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	2556.HK	迈富时	136.64	23.23	28.35	34.34	5.88	4.82	3.98
SaaS 业务	CRM.US	Salesforce	18007.46	2959.6	3228.29	3548.27	6.08	5.58	5.07
	HUBS.US	HubSpot	2053.55	218.05	252.84	295.75	9.42	8.12	6.94
	NOW.US	ServiceNow	14316.43	935.44	1111.04	1319.19	15.30	12.89	10.85
	688111.SH	金山办公	1334	61.4	73.78	88.6	21.73	18.08	15.06
平均值							13.13	11.17	9.48
精准营销	002027.SZ	分众传媒	1083	131.44	140.76	146.98	8.24	7.69	7.37
	300058.SZ	蓝色光标	232	677.49	745.09	817.33	0.34	0.31	0.28
平均值							4.29	4.00	3.83

资料来源：iFinD，Bloomberg，华安证券研究所

## 风险提示：

研发不及预期风险，AI Agent 发展不及预期风险，产品落地不及预期风险，行业竞争加剧风险，用户规模及每用户收入增长不及预期风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	2,911	3,304	3,812	4,505					
现金	791	1,065	1,557	2,139					
应收账款及票据	144	228	208	282					
其他流动资产	1,977	2,011	2,047	2,083					
非流动资产	141	184	226	275					
固定资产	53	96	137	186					
无形资产	4	4	4	5					
其他非流动资产	85	85	85	85					
资产总计	3053	3,488	4,038	4,780					
流动负债	2278	2,695	3,227	3,950					
应付账款	75	99	115	147					
其他应付款	757	947	1,155	1,386					
银行借款	1,023	1,227	1,534	1,994					
其他流动负债	423	423	423	423					
非流动负债	117	122	127	131					
合同负债	65	70	75	80					
其他非流动负债	52	52	52	52					
负债合计	2,395	2,817	3,353	4,082					
权益合计	658	671	685	698					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
净利润	-877	24	47	65					
折旧摊销	72	88	113	155					
营运资金变动及其他	980	145	272	237					
经营活动净流量	175	257	433	457					
资本支出	-10	-118	-88	-106					
其他投资资金变动	-133	0	0	0					
投资活动净流量	-143	-118	-88	-106					
偿还银行借款	-1,466	205	307	460					
股本增加	0	13	13	14					
其他融资资金变动	2,121	0	0	0					
融资活动净流量	655	218	320	474					
现金净增加额	688	356	665	825					
年末现金及现金等价物	791	1,065	1,557	2,139					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	1,559	2,323	2,835	3,434					
营业成本	733	999	1,205	1,453					
毛利润	826	1,324	1,630	1,981					
销售费用	327	474	568	687					
管理费用	265	348	425	515					
研发费用	245	374	459	556					
财务费用	865	104	130	158					
税前损益	-877	24	47	65					
所得税	0	0	0	0					
净利润	-877	24	47	65					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	-877	24	47	65					
Non-IFRS:									
经调整净利润	79	103	149	201					
EBIT (百万元)	-12	21	112	281					
EBITDA (百万元)	60	11	142	355					
EPS (元)	-4.13	0.11	0.22	0.31					

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	1,559	2,323	2,835	3,434
毛利率	-877	24	47	65
获利能力				
毛利率	52.98%	57.00%	57.50%	57.70%
净利率	-56.25%	1.02%	1.68%	1.90%
ROE	-133.21%	3.55%	6.94%	9.34%
ROIC	-127.06%	3.36%	6.54%	8.76%
偿债能力				
资产负债率	0.78	0.81	0.83	0.85
流动比率	1.28	1.23	1.18	1.14
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.71	0.75	0.78
应收账款周转率	12.16	12.50	13.00	14.00
应付账款周转率	11.63	11.50	11.30	11.10
每股指标 (元)				
每股收益	-4.13	0.11	0.22	0.31
估值比率				
P/E	-15.59	574.14	287.69	209.43
P/B	20.76	20.36	19.96	19.57
P/S	8.77	5.88	4.82	3.98

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。