迈富时 20260906

迈富时 2026H1 研报：AI 应用规模化兑现，量价齐升驱动估值重塑

摘要

- 迈富时 2026H1 业绩超预期，AI 应用收入同比增 124%（剔除硬件后增 100%+），净利润达 2 亿+，全年利润指引上调至 4.2 亿元。
- 商业模式由 SaaS 订阅向“全栈 token 工厂”升级，2026H1 按 token 收费收入占比达 14%，验证了 AI 应用真实消耗与业务产出的挂钩。
- 量价齐升驱动增长：AI 付费客户达 2.7 万（+26%），大客户收入增速达 200%且客单价超百万，整体 ARPU 值提升 80%。
- 产品矩阵完备：营销与销售智能体合计贡献 50%收入，中台产品（AgentForce/KnowledgeForce）收入占比超 20%，实现从算力到应用的全栈布局。
- 经营效率极高：2026H1 人效提升超 80%，经营性现金流净流入 5 亿元，实现收入、利润与现金流同步健康增长。
- 估值切换逻辑顺畅：公司已从主题投资转向价值投资，按 2026 年 50 倍 PE 测算，目标市值看至 200 亿-250 亿港元，具备明显上升空间。

Q&A

请介绍一下迈富时的核心投资逻辑以及当前的市场背景？

推荐迈富时的核心逻辑基于以下几点：首先，当前市场对 AI 应用的关注度正在提升，美股 AI 应用公司的财报已验证 AI 大模型对软件业务的赋能作用，形成了第二增长曲线，这一趋势正映射至国内市场。其次，迈富时在 2026 年上半年的业绩表现强劲，其所处的营销与销售赛道也是拥抱 AI 最积极的领域之一，使其能够与美股的 AI 应用公司对标。再者，公司战略已全面升级为“全栈 token 工厂”，旨在实现 AI 应用的规模化兑现及未来更多场景化 token 的输出。因此，基于业绩验证、商业模式升级以及估值空间，迈富时已不再是主题性投资，而是具备核心价值的 AI 应用标的。

迈富时的业务模式经历了怎样的演变？其产品架构是如何构成的？

迈富时最初是一家专注于营销与销售赛道的 SaaS 公司，为中小企业提供线上获客工具，为大客户提供 CIM 产品（如“真客”），采用标准的订阅制商业模式。随着 AI 技术的发展，公司产品与能力已全面升级。当前的产品架构可分为三层：底层是算力与多模型调度能力，算力来源多样化，包括云端、本地，并计划于 2026 年开始自建算力；模型层则调用市场主流模型及基于开源模型自研的营销领域大模型。中间层是平台型产品，包括供技术人员以低代码或零代码方式开发 AI 应用的 Agent Force 智能体中台、用于企业知识与数据治理的 Knowledge Force 知识中台，以及定位为企业级大模型落地入口的 AIOS 原生操作系统等。最上层是应用层，构建了面向企业前端业务场景的 AI 员工矩阵。

迈富时在上层应用方面构建了哪些具体的 AI 员工矩阵？各主要场景的业务占比情况如何？

在应用层面，迈富时已形成覆盖企业营销与销售等前端业务的 AI 员工矩阵。营销智能体覆盖了从热点获取、方案设计、内容生成、渠道发布到效果评估的全链路，其收入占比约为 30%。销售智能体提供销售助手、投标助手、合同评审等功能，收入占比约为 20%。此外，产品矩阵还包括 AI 客服、用于外贸场景的 EVA、GEO（线上流量投放工具）、AI 销售陪练、AI 研发智能体以及经营分析智能体等，构成了一个较为全面的场景化 AI 应用组合。

迈富时当前的商业模式是怎样的？按 token 收费的模式进展如何？

随着产品向 AI 应用升级，迈富时的商业模式也相应演进。公司战略定位为“通用工厂”，旨在整合通用算力与模型能力、行业知识（know-how）以及客户私有数据，为客户实现降本增效。在商业化方面，目前呈现多种模式并存的局面，包括项目制、积分消耗制、订阅制以及按 token 用量收费的模式。其中，按 token 收费的模式因其可计量、能验证 AI 应用真实消耗并与业务产出挂钩而备受关注。在 2026 年上半年，按 token 收费的商业模式收入占比已达到 14%。

迈富时所处的营销与销售赛道具备哪些有利于 AI 应用落地的特点？

营销与销售赛道非常适合 AI 应用的快速落地，主要有两大特点。第一，该赛道的投入产出比非常明确且可量化。企业使用 AI 工具后，无论是获得的销售线索数量，还是达成的订单金额，其前后效果对比都十分清晰，这为企业评估 AI 投入的价值提供了直接依据。第二，相较于医疗、工业等相对封闭的行业，营销与销售赛道更为开放和包容，这为 AI 技术在当前阶段进行大规模应用和迭代创造了有利条件。

营销与销售行业在 AI 应用方面呈现出哪些特点？迈富时在该领域的商业模式有何优势？

营销与销售行业天然适合快速、积极地拥抱 AI 技术，因为细微错误通常不会产生致命性影响。该行业的客户对按效果付费或按 token 消耗付费的商业模式接受度较高，这源于他们过往在广告投放中已习惯按效果付费的模式，因此商业模式升级的阻力较小。此外，该赛道的预算空间较大，不仅涵盖企业的 IT 预算，还能动用广告、推广和品牌预算。 迈富时的商业模式优势体现在多个方面。2026 年上半年，按 token 消耗的收费模式在其 AI 业务中占比达到 14%，这种模式能有效验证 AI 产品是否被真实使用，并与 token 消耗量直接挂钩，避免了订阅模式下客户付费后却不使用或发现产品效果不佳的问题。持续增长的 token 消耗量直接反映了产品的有效性和为企业带来的积极效果。 同时，公司也采用混合商业模式，并获得了一些大型中台类产品订单。2026 年上半年，包括智能体中台和知识中台在内的中台产品收入占比已超过 20%。这类中台项目体量通常在百万元以上，部分大项目可达数千万元级别，有效提升了公司的客单价。针对大型客户的大项目，商业模式可能偏向项目制或订阅制，订阅模式通常包含一定额度的 token 和积分，超出部分需额外付费。

迈富时在客户拓展方面取得了哪些进展？其 AI 应用推广迅速的原因是什么？

公司在多个行业成功拓展了头部客户。在乳制品行业，继伊利之后，2026 年新增了蒙牛；同时，也承接了京东的客服相关业务。在消费品领域，客户包括康师傅、舍得酒业，以及欧莱雅、潘多拉等快消品牌，显示出消费零售行业对 AI 应用的推广速度较快。此外，公司还在汽车、金融等行业积极拓展 AI 核心产品。这些头部客户的成功案例验证了公司 AI 应用的推广速度和市场认可度。 其 AI 应用推广迅速主要归因于两方面。首先，营销与销售赛道本身市场空间广阔，增长迅速。尽管行业内存在其他参与者，如明月神眼智能等，但彼此间存在细微差异。相较于规模较小的企业，迈富时在综合能力与实力上具备优势，能够率先在头部客户中实践最佳的 AI 应用。无论是购买中台还是其他产品，这些大客户未来都有进一步增购的潜力，其成功经验也为向中小企业市场的复制和推广奠定了基础。 其次，公司自身的人员效率实现了显著提升。2026 年上半年，在收入实现快速增长的同时，人员规模并未大幅增加，人效提升超过 80%。公司文化注重极致效率，通过 AI 赋能和转型提升每位员工的生产力，其经营管理和人员效率管控已达到行业领先水平。

2026 年上半年，迈富时的 AI 应用业务收入结构和增长情况如何？

2026 年上半年，公司 AI 应用收入实现了 124%的同比增长。虽然其中包含数亿元的一体机收入，但即便剔除这部分，纯软件的 AI 应用收入增速仍在 100%以上。公司对一体机业务的投入有限，该业务在不需新增额外投入的情况下贡献收入和利润。在 AI 应用产品结构中，营销智能体收入占比约 30%，销售智占比约 20%，知识中台与智能体中台合计占比超过 20%。其他产品如 AI 陪

人在草木间

外贸助手和 GEO 的收入占比均为个位数。 同期，精准营销业务收入也保持了高速增长，但由于面临平台返点的压力，其利润贡献相对较弱。公司的战略是控制精准营销业务的规模。此外，公司自建的算力业务在上半年尚未产生显著的收入和利润贡献，相关业务自 6、7 月份才开始实质性推进，预计其贡献将在下半年及 2027 年体现。

2026 年上半年公司的利润和现金流表现如何？管理层对全年业绩有何展望？

2026 年上半年，公司的利润端表现超出市场预期。净利润和经调整净利润均已达到 2 亿出头的规模，而公司在年初给出的全年利润指引为 2.5 亿元。利润弹性的明显释放体现了业务的高质量增长。同时，经营性现金流表现强劲，上半年实现净流入 5 亿元，印证了收入、利润和现金流的同步健康发展。 基于上半年的优异表现，公司在中报发布后上调了全年业绩指引。AI 应用的收入增速指引从 70%上调至 80%，全年利润指引则上调至 4.2 亿元，这反映了管理层对 2026 年业务发展的信心。

从客户数量和客单价维度分析，公司 2026 年上半年的增长驱动力来自哪些方面？

2026 年上半年，公司 AI 应用的付费客户数达到 2.7 万，同比增长 26%。增长的基本盘主要由中小客户构成，其客户数量预计实现了约 20%的增长。整体来看，每个用户的平均月 ARPU 值提升了 80%。 大客户群体的增长尤为迅猛，其收入增速达到 200%，客户数量实现翻倍以上的增长，客单价提升超过 40%，目前已达到百万元量级。这反映出大客户的需求正从传统的 CRM 订阅转向购买企业级智能体、企业级 AI 操作系统和中台，并在此基础上构建 AI 数字员工智能体矩阵。AI 产品的推出不仅有效拉动了新客户的获取，也显著提升了大小客户的客单价，形成了量价齐升的增长格局，显示出未来增长潜力充足。

2026 年上半年公司的费用管控情况如何？

2026 年上半年，公司在费用管控方面取得了良好效果，销售费用率等指标均有相对明显的下降。唯一的例外是研发费用率有所提升，这主要是由于公司在 AI 应用以及算力相关领域的研发投入增加。除研发投入外，其他各项费用的管控均表现出色。

基于迈富时当前的市值和财务表现，应如何评估其估值水平与未来的增长空间？

迈富时当前市值约 180 亿港元，其估值可通过两种方法进行分析。第一种是分部估值法，其中精准营销业务的估值贡献有限，核心在于 AI 应用业务。预计 2026 年 AI 应用收入将接近 27 亿，参考行业可比公司，如金山办公的市销率超过 15 倍，海外的 ServiceNow 接近 10 倍。考虑到迈富时 AI 应用业务在全球范围内的

高速增长以及其高毛利率和高净利率的特点，给予 10 倍 PS 是合理的。第二种是市盈率估值法。公司 2026 年利润释放明显，预计全年净利润为 4.2 亿，2027 年将持续显著增长。参考国内同业如金蝶，其 2026 年 PE 估值约在 45 至 50 倍。鉴于迈富时作为 AI 应用代表性公司且增速迅猛，按 50 倍 PE 估值，对应市值为 200 亿至 250 亿港币。因此，无论从 PS 还是 PE 角度看，公司当前估值均存在明显的上升空间，且随着 AI 应用产业趋势的演进，估值仍有提升潜力。

持续推荐迈富时的核心逻辑是什么，其未来的主要增长驱动力体现在哪些方面？

持续看好公司的核心逻辑主要基于三点。首先，AI 应用业务的增长速度是关键驱动力。预计 2026 年该业务收入增长 80%，2027 年及以后仍将保持 70%以上的增速。在收入结构中，按 token 消耗场景收费的模式增长尤为显著，目前该部分收入占比已达 14%。这种按效果付费的商业模式在 AI 应用领域较为稀缺，它直接反映了客户的真实使用深度和粘性，随着客户使用量的增加，不仅能为公司带来更多收入，还能通过积累的数据形成数据飞轮效应，持续强化产品能力。其次，公司的增长由多元化的客户结构双轮驱动。大客户具备巨大的增长潜力，同时，中小客户在 AI 应用背景下也重回快速增长轨道。中小客户市场数量庞大，更倾向于使用标准化产品，这在可复制性、拓展性和盈利能力上都展现出巨大潜力。此外，公司正通过外贸智能体等产品积极拓展海外客户。这种覆盖大、中、小及海外客户的全面布局，为客户数量和单客价值的持续增长提供了坚实支撑。最后，公司自身的战略与管理能力构成了第三大驱动力。管理层高度重视人效提升和费用管控，这从 2026 年利润的大幅增长中得到验证。未来，随着 token 成本的降低，而公司掌握着面向终端客户的场景化定价权，其利润弹性将非常可观。从 PS 估值向 PE 估值的切换逻辑顺畅，作为少数已能用 PE 进行估值的 AI 应用公司，其稀缺性也构成了推荐理由。

综合来看，迈富时在 AI 应用领域的整体竞争优势和商业化进展如何？

公司的竞争优势体现在四个层面。第一，产品矩阵已相对完备，形成了从底层算力与模型，到中层中台产品，再到上层覆盖多个应用场景的 AI 数字员工矩阵，产品已为规模化推广做好准备，并仍在迭代推出经营分析智能体等新产品。第二，商业化落地速度非常快。从 2025 年到 2026 年，公司成功拓展了大量 AI 新客户，实现了客户数量和客单价的显著增长，财务报告也验证了其 AI 应用落地的高效性。第三，经营质量表现出色，公司的人效、利润率水平及费用率管控均处于行业领先地位。第四，商业模式具备前瞻性。短期内，公司会采取多种商业模式并存的策略推广 AI 应用，其中按 token 收费的模式占比将逐步提升，这是一种更高质量的收入模式。综合来看，公司在产品、商业化、经营质量和商业模式上均已建立起显著优势。