

2025 年 12 月 30 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

HubSpot (HUBS.N)：智能代理平台驱动产品化转型，多产品协同带动大客户渗透

—计算机行业点评报告

推荐(维持)

事件

分析师：任春阳 S1050521110006

rency@cfsc.com.cn

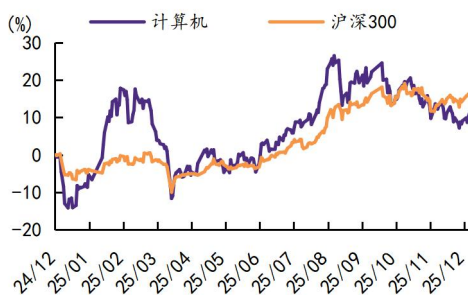
分析师：谢孟津 S1050525120001

xiemj@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
计算机(申万)	-2.2	-9.9	12.9
沪深 300	3.4	1.1	16.5

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《计算机行业周报：OpenAI 发布 GPT-5.2-Codex，谷歌发布 Gemini3Flash》2025-12-22
- 2、《计算机行业周报：MistralAI 发布 Devstral2 系列，GPT-5.2 定义专家级智能》2025-12-16
- 3、《计算机行业周报：DeepSeek 发布 V3.2 双模型，谷歌 DeepThink 引领推理革命》2025-12-08

HubSpot 在 2025Q3 季度实现总营收 809.5 百万美元，同比增长 21%。其中订阅业务收入为 791.7 百万美元，同比增速保持在 21%水平。经营利润率方面，Non-GAAP 经营利润率同比提升 1.2 个百分点至 19.9%。公司经营活动产生的现金流为 187.4 百万美元，自由现金流达到 146.9 百万美元。截至期末，公司持有的现金及短期投资头寸合计为 17 亿美元。

投资要点

客户基数扩张与多产品渗透策略支撑收入规模增长

公司客户基数扩张与多产品渗透策略支持了收入规模增长，总客户数同比增长 17%至 27.8 万家。企业级市场需求稳健及 Hub 产品间协同效应促使每客户平均收入同比增长 1%。高客单价客户的增长抵消了入门级 SKU 低客单价的影响，助力季度内新增 ARR 表现优秀。核心订阅收入占比维持在 97.8%的高位，支撑了整体毛利率保持在 84%的稳健水平。销售与市场费用率在 Non-GAAP 口径下实现优化，驱动经营利润额同比增长 29%至 161.5 百万美元。留存表现方面，客户金额留存率保持在 85%-89%左右，公司核心平台在宏观波动环境下具备良好业务韧性。

Breeze 矩阵与数据平台加速 AI 商业化变现

公司通过推出 Breeze AI 产品矩阵及 Breeze Intelligence 数据平台加速了 AI 商业化落地。公司将 AI 定位为平台核心能力而非单一插件，已有数万名客户开始使用 AI 功能。Breeze Intelligence 通过丰富 B2B 数据并直接嵌入 CRM 工作流，改变了过往依赖外部第三方数据的服务模式，同时 AI 代理服务的推出正在重塑客户交互流程，目前已有数万名客户在内容、社交和总结环节调用 AI 代理服务。目前产品收费模式正从纯席位制向价值计费演进，Breeze Intelligence 采取的基于信用额度的计费方式将提升 AI 业务的收入天花

板。

业绩指引上修，平台化战略深化

鉴于三季度业绩表现超预期及四季度稳健的业务动能，公司将 2025 财年全年收入指引上调至 31.13 亿美元至 31.15 亿美元区间。针对中型企业市场的获客效率持续提升，全年 Non-GAAP 经营利润率指引亦同步上调至 19% 左右。资本配置方面，公司保持稳健，将持续投入 AI 原生研发，强化其作为成长型公司核心操作系统的竞争壁垒。同时，Clearbit 的整合加速数据驱动型营销产品的成熟，预期将在未来数个季度内持续贡献边际增量。公司的平台化策略深化及跨部门 Hub 产品的强力绑定，为 2026 年的增长奠定了更具稳定性的收入预期。

风险提示

(1) 宏观经济波动风险；(2) AI 产品商业化不及预期风险；(3) 行业竞争加剧风险。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-12-26 股价 (美元)	EPS			PE			投资评级
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
GOOGL.O	谷歌	313.51	8.04	10.06	10.88	38.99	31.16	28.82	未评级
MSFT.O	微软	487.71	11.8	13.64	15.88	41.33	35.76	30.71	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：以上公司盈利预测皆取自万得一致预期，单位为美元）

■ 中小盘&主题&北交所、计算机&AI&互联网组介绍

任春阳：华东师范大学经济学硕士，6 年证券行业经验，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究。

谢孟津：伦敦政治经济学院硕士，2023 年加入华鑫证券。

费强：曼彻斯特大学硕士，2022 年加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券
司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。