

麦达数字 (002137)

电子制造/电子

发布时间: 2018-06-07

证券研究报告 / 公司深度报告

智能硬件+智慧营销双轮驱动成长

买入

上次评级: 买入

报告摘要:

战略转型布局智慧营销和 SaaS, 智能硬件+智慧营销打造双轮驱动升级的成功样本。2017 年, 麦达数字引入甲骨文全球副总裁高礼强等互联网领域富有管理和技术经验的行业专家, 深度围绕智慧营销这一主题, 不断加大研发投入, 内部孵化多项大数据营销技术项目。麦达数字旨在以技术驱动营销能力, 整合企业营销产业链各服务商, 联合众多 CRM 细分行业的 SaaS 公司与大数据公司, 致力于以技术为桥梁、以数据为驱动力、以品效合一为目的的一站式营销数字化转型服务, 构建企业营销生态链。从中长期来看, 麦达数字的制造业板块已经实现逐步从制造向智造升级转型, 智慧营销板块已经基本全面贯通企业营销服务生态链条, SaaS 布局将锁定细分行业头部公司快速成长, 未来公司有望成长为“智能硬件”+“智慧营销 SaaS”双轮驱动成长的成长型典范。

智慧营销: 企业级营销全生态链布局, SaaS 布局锁定细分行业头部公司的营销数字化转型, 全面受益下游市场增长和大客户的快速成长。鉴于终端受众基数巨大, 市场空间广阔, 2017 年智慧营销市场收入规模达到 3828.7 亿元, 同比增长 31.9%, 公司通过成功并购布局智慧营销, 后续继续战略布局 SaaS 领域, 有望在全产业链协同布局基础上, 发挥人才储备和产业资源等优势, 快速锁定下游头部公司, 践行伴随大客户共同成长新模式。

智能硬件: 基础扎实, 融入互联网巨头产业链。智能硬件方面近二十年服务全球知名品牌商的经验, 让麦达在产品规划、研发和制造领域有了深厚的积累和底蕴。公司自有品牌工程类产品进入全家、华为、京东、小米等大客户供应链, 从品牌到供应链锁定了未来智造领域主力客户, 新一轮高增长可期。

投资建议与评级:预计公司 18-20 年净利润总计为 1.40 亿、2.21 亿、3.52 亿, 对应 EPS 为 0.24、0.38、0.60 元, 给予“买入”评级。

风险提示:智慧营销业务拓展不及预期。

股票数据 2018-06-05

6 个月目标价 (元)	12.00
收盘价 (元)	9.88
12 个月股价区间 (元)	5.21 ~ 14.60
总市值 (百万元)	5,724
总股本 (百万股)	579
A 股 (百万股)	579
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	13

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-5%	58%	9%
相对收益	-7%	62%	-2%

相关报告

《歌尔股份 (002241): 业绩增长符合预期, 声学龙头布局智能领域风口》-20180330
《歌尔股份 (002241) 中报点评: 中报符合预期, 声学业务与智能硬件齐发力》-20170820
《德赛电池 (000049) 中报点评: 国产机推动主营高增, 动力电池等新增量值得期待》-20170816

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	799	936	1,300	2,000	3,200
(+/-)%	91.06%	17.16%	38.89%	53.85%	60.00%
归属母公司净利润	150	75	140	221	352
(+/-)%	725.36%	-49.78%	86.06%	57.85%	59.27%
每股收益 (元)	0.26	0.13	0.24	0.38	0.61
市盈率	37.97	75.99	40.84	25.80	16.25
市净率	3.48	3.31	3.05	2.71	2.31
净资产收益率 (%)	9.32%	4.44%	7.63%	10.77%	14.61%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	576	579	579	579	579

证券分析师: 王建伟

执业证书编号: S0550517090003
0755-33975863 wangjw@nesc.cn

联系人: 刘金宇

0755-33975863 liujinyu8341@163.com

目 录

1. 转型切入智慧营销，积极布局 SaaS.....	3
1.1. 传统主业增速放缓，转型智慧营销.....	3
1.2. 股权结构合理，为外延式并购铺路.....	5
1.3. 持续研发投入，保证公司竞争实力.....	5
2. 智慧营销：全生态链布局，SaaS 锁定下游头部公司	6
2.1. 智慧营销市场空间广阔，未来空间巨大.....	6
2.2. 行业问题：中低端竞争激烈，行业转型迫在眉睫.....	8
2.3. 多方布局打造智慧营销全产业链，竞争优势显著.....	9
2.3.1. 提前收购三家公司，布局智慧营销板块.....	9
2.3.2. 持续并购布局 SaaS 领域，奠定智慧营销升级基础.....	11
2.3.3. 高定位广布局，全生态链后劲十足.....	13
3. 智能硬件：全面融入互联网龙头智能硬件供应链	16
3.1. 多年积累占据行业优势.....	16
3.2. 借力智能硬件，老树绽新花，新一轮硬件周期驱动成长.....	16
4. 投资逻辑和盈利预测	18

1. 转型切入智慧营销，积极布局 SaaS

1.1. 传统主业增速放缓，转型智慧营销

麦达数字作为国内电子制造业首家上市公司，其主营业务包括智慧营销和智能硬件两大板块。公司创立于 1998 年，前身为深圳市实益达实业有限公司，主要从事 EMS 消费类电子和 LED 照明产品生产制造；2005 年整体变更为深圳市实益达科技股份有限公司，2007 年 6 月在深圳证券交易所挂牌上市，是国内 EMS 行业首家上市公司；2015 年公司转型智慧营销领域，通过收购顺为、奇思、利宣初步完成了智慧营销产业布局，集团更名“麦达数字”，证券简称变更为“麦达数字”，公司的发展历程进入新的里程碑；2016 年 1 月，公司投资消费品行业的 SaaS 服务龙头企业赢销通；2016 年 5 月，投资 SCRM 细分行业的龙头企业六度人和，正式进军企业级数字服务生态圈；2017 年，收购六度人和增值分销商-微联达，并将其更名为“北京麦达”，进一步提升面向 SaaS 产品的市场营销能力和技术整合能力；2017 年 5 月，公司投资北京微联达，其为六度人和的增值分销商；2018 年 2 月，公司投资富数科技，增强了大数据风控方面的实力；2018 年 2 月，控股子公司实益达投资益明光电，开拓智慧照明在海外的市场空间；2018 年 4 月，推出自主研发的“移动 CRM 系统”智慧营销解决方案-“雷达”平台。未来公司会进一步补充“智能硬件+智慧营销”的双轮驱动战略体系。

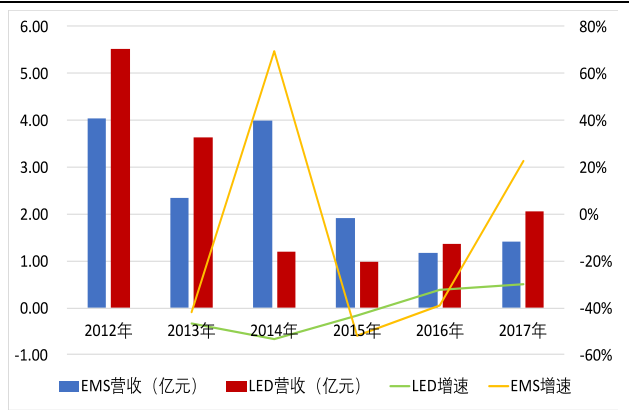
表 1: 公司重要发展历程

时间	重要事件
1998 年	深圳市实益达实业有限公司
2005 年	变更为深圳市实益达科技股份有限公司
2007 年	在深圳证券交易所挂牌上市
2015 年	收购顺为、奇思、利宣，投资奇异果互动
2016 年	投资赢销通、六度人和
2017 年	收购微联达（已更名为“北京麦达”）
2018 年	投资富数科技、投资益明光电

数据来源：公司公告，东北证券

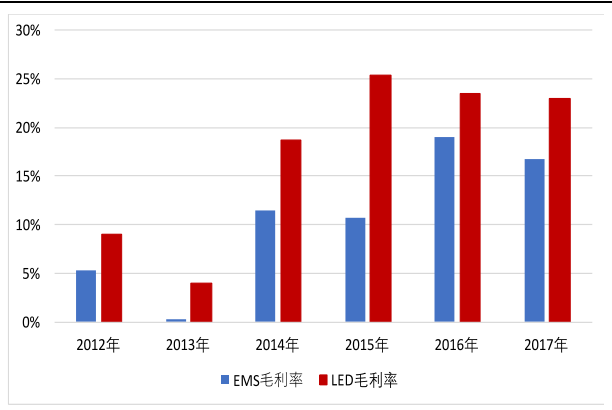
制造业低点成功战略转型智慧营销，成功实现公司转型成长。公司传统主业为 EMS 和 LED 照明，受国际形势影响，EMS 业务在转型前连续多年增长缓慢，毛利率偏低；LED 行业虽然增长较为迅速，2010 年-2014 年整体维持 25% 的增速，但依然存在毛利率偏低的问题。在制造业低点，麦达数字积极谋求产业转型，寻找战略发展的突破点，2014 年起，公司开始布局智慧营销，组建了互联网事业部，确认了 SaaS 作为重点方向，公司的业绩得以扭亏为盈。从转型效果来看，公司已经步入新一轮成长期。公司 2017 年实现营业收入 9.36 亿元，较去年同期相比增加 17.16%；归母净利润实现 7,532.73 万元，较去年同期相比减少 49.78%，主要系因公司于 2016 年出售全资子公司 100% 股权取得投资收益，导致扣非前利润指标的去年同期基数较大所致，若剔除非经常性损益事项的影响，2017 年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比增加 212.31%；公司的毛利率和净利率在 2015 年之后也有较大幅度的改善，分别提高到了 24% 和 19%；此外，公司销售费用率和管理费用率也有一定改善，使得整个期间费用率有所下降。

图 1: EMS 和 LED 营收及增速



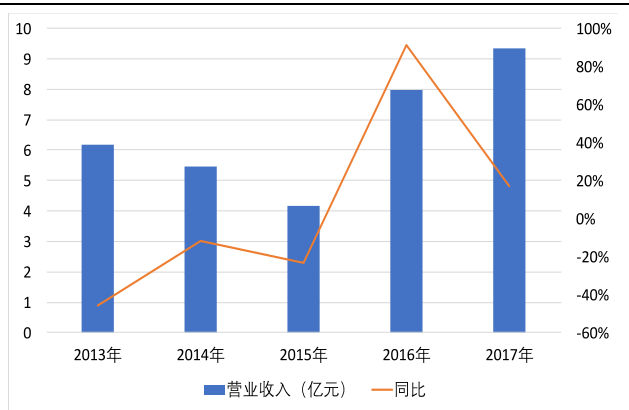
数据来源: Wind, 东北证券

图 2: EMS 和 LED 毛利率



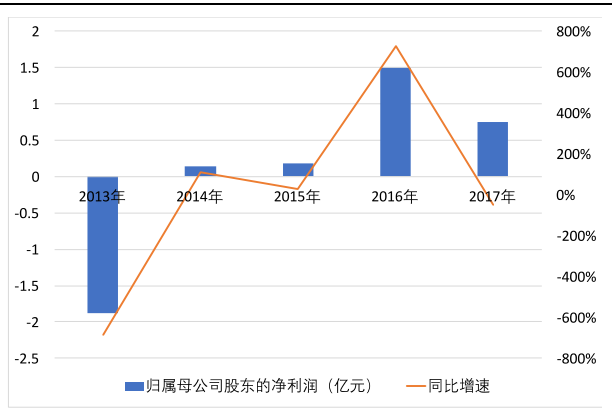
数据来源: Wind, 东北证券

图 3: 营业收入及增长率



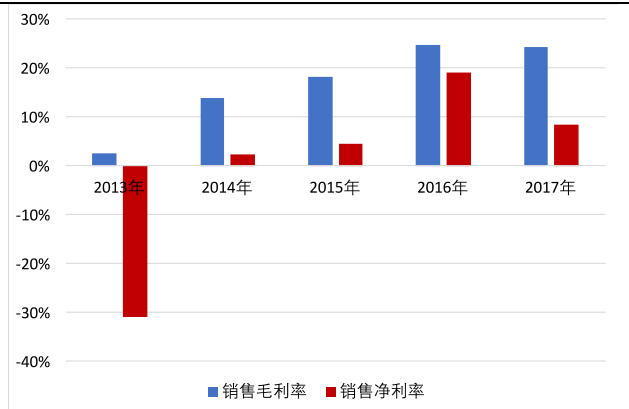
数据来源: Wind, 东北证券

图 4: 归母净利润



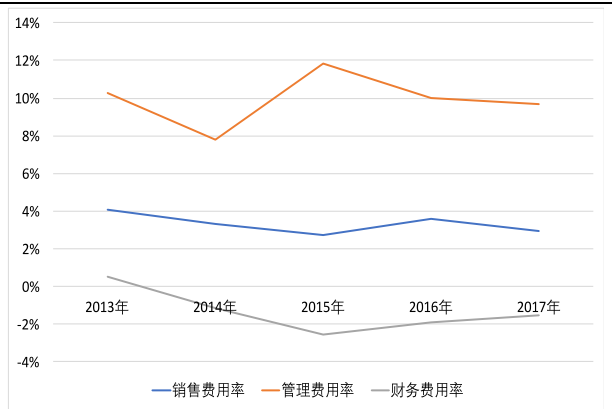
数据来源: Wind, 东北证券

图 5: 净利率和毛利率



数据来源: Wind, 东北证券

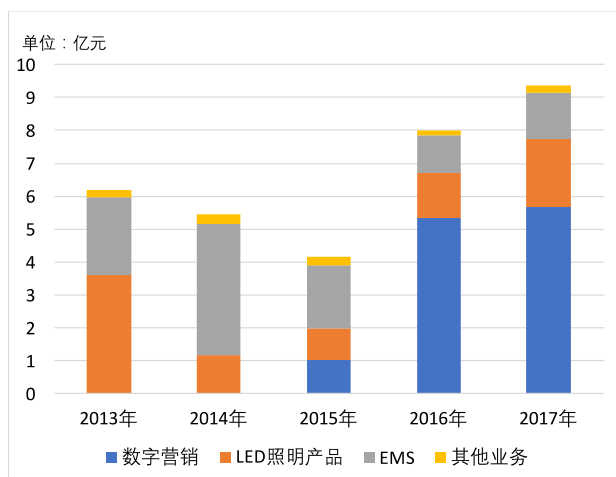
图 6: 费用率



数据来源: Wind, 东北证券

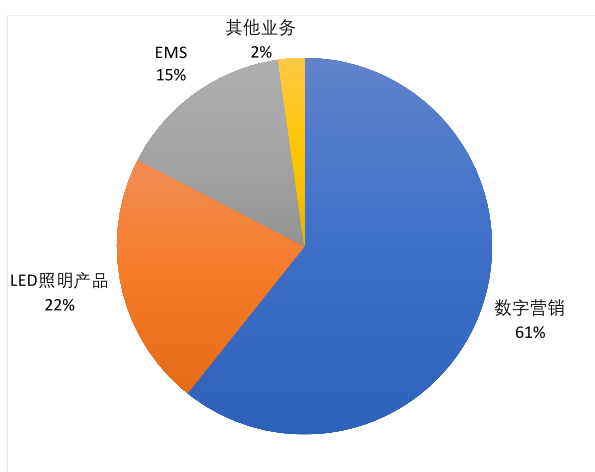
智能智慧营销板块已经成为公司重要收入来源，战略转型初步成功。从各业务板块营收占比来看，公司近几年传统业务的占比逐年下降，而智慧营销的营业收入正在快速增长。传统业务的营收占比从2015年之前的100%下降至2017年的39.2%，而智慧营销的营收占比升至2017年的60.8%，成为最主要的收入来源。

图 7：各业务板块营收对照



数据来源：Wind，东北证券

图 8：2017 年各业务营业收入占比

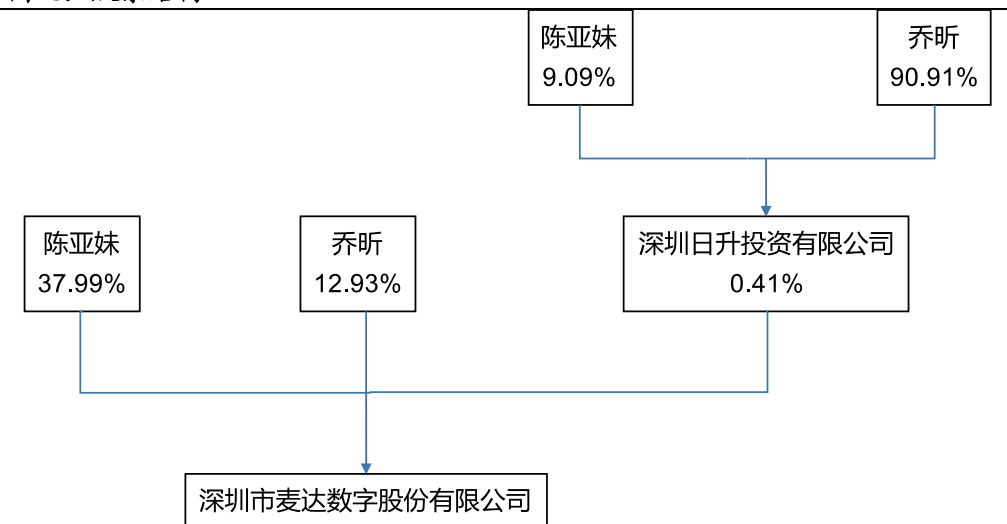


数据来源：Wind，东北证券

1.2. 股权结构合理，为外延式并购铺路

公司实际控制人为陈亚妹和乔昕夫妇，陈亚妹为公司董事长，乔昕为公司董事、CEO，二人实际持股 51%，股权高度集中。公司目前的战略方向是通过外延式并购布局智慧营销，之前进入智慧营销和 SaaS 都是投资并购实现，公司未来的仍将继续选取合适标的快速布局；后续通过增发或发行债务等方式融资的可能性极大，合理的股权集中度为后续企业的发展提供了保障。

图 9：股东结构



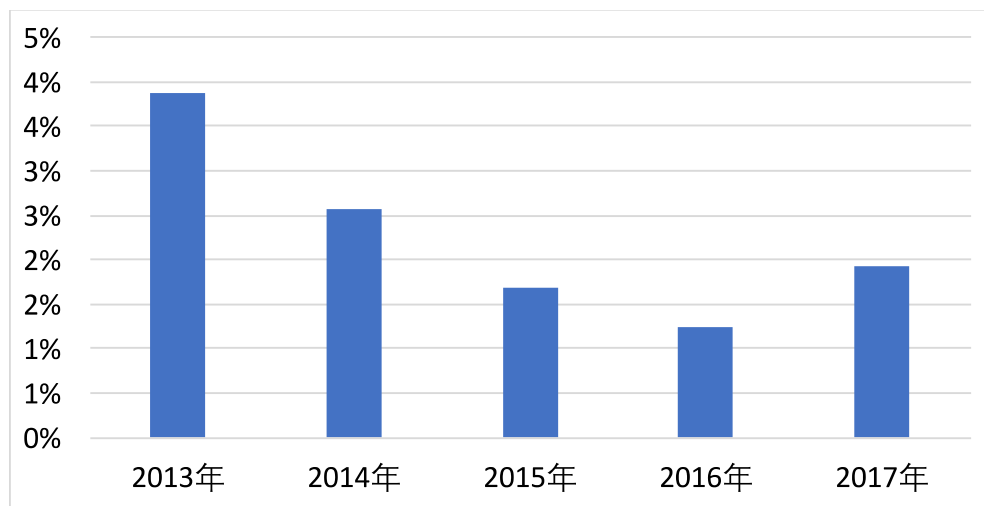
数据来源：公司官网，东北证券

1.3. 持续研发投入，保证公司竞争实力

公司一直坚持“产投研”相结合的理念，近几年研发投入不断加大，成果显著。2017 年研发投入金额为 1800.57 万元，同比增长 80.29%，拥有研发人员 95 人，同比增长 33.80%；同时，研发投入金额占公司营业收入的比例增长 0.67%，研发人员的数量占比也增长 1.36%。公司研发投入效果显著，2017 年公司共申请了 42 项专

利，其中发明专利 1 项，实用新型专利 41 项；2017 年度获得授权专利 24 项，其中发明专利 1 项，实用 23 项。SaaS 尚处于攻城略地阶段，强大的研发投入保障了公司未来的发展潜力，公司于 2018 年 4 月成功研发并对外发布智慧营销“雷达”平台。

图 10: 研发费用占营收比重



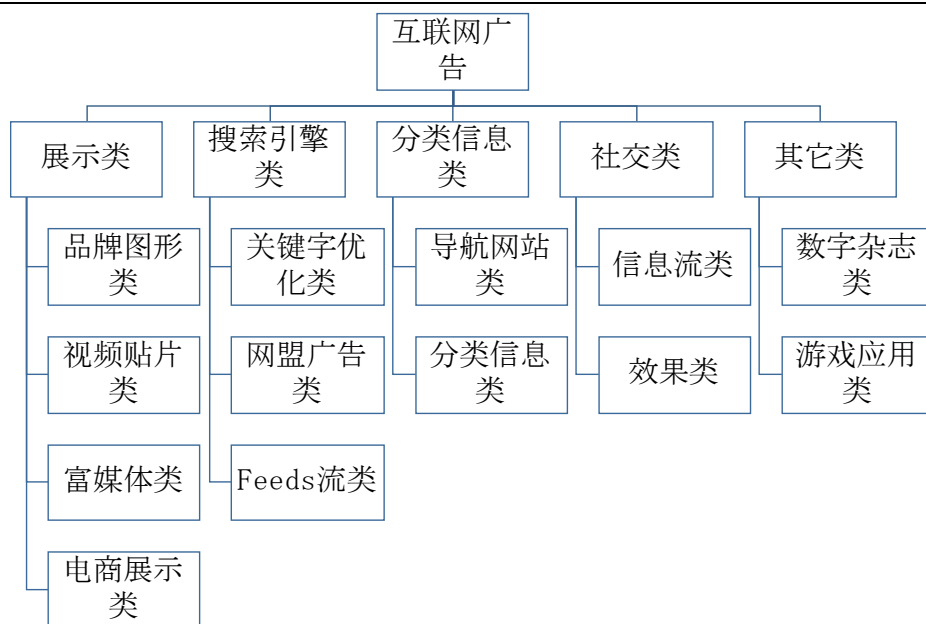
数据来源: Wind, 东北证券

2. 智慧营销：全生态链布局，SaaS 锁定下游头部公司

2.1. 智慧营销市场空间广阔，未来空间巨大

智慧营销内涵是全面利用数字信息技术进行新型传媒营销，方式和方法多种多样。常见的智慧营销有网络媒体、移动媒体、社交媒体、搜索引擎广告，新媒体广告，网络视频广告，网盟导航广告，APP 应用分发市场广告等。

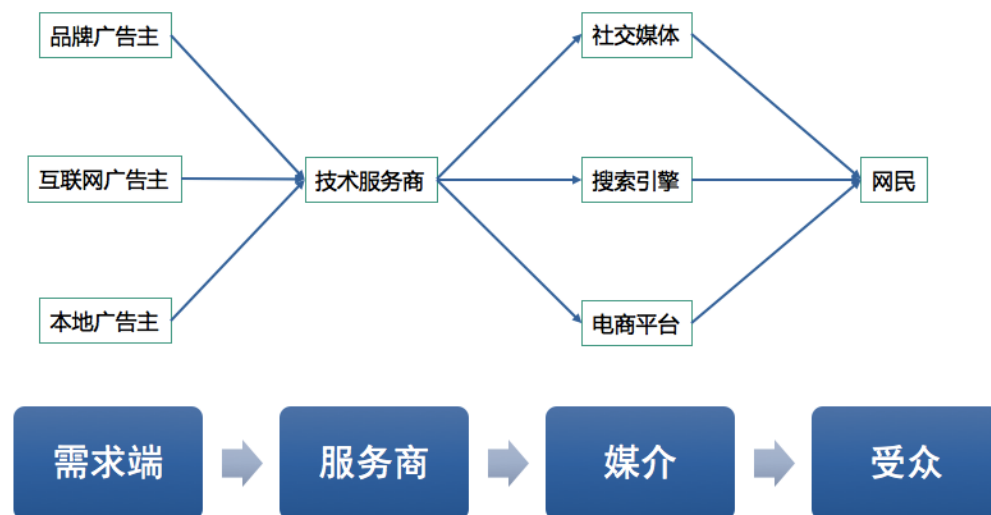
图 11: 智慧营销广告分类



数据来源: 东北证券

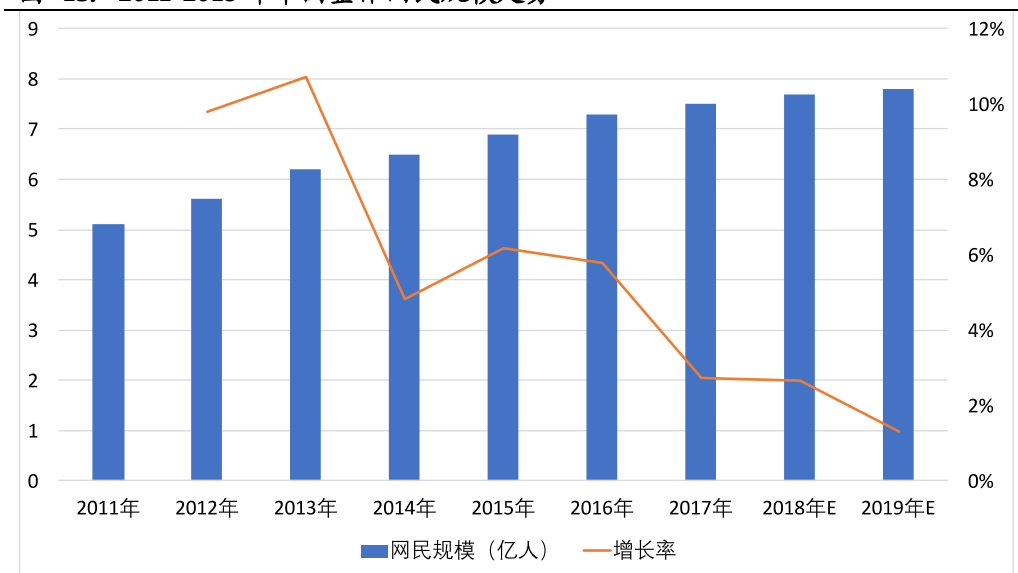
智慧营销终端受众基数巨大，市场空间广阔。智慧营销的产业链分为需求端、服务商、媒介、受众等几个环节，其中最为关键的就是最下游受众的数量，决定着整个产业的上限。中国上网人群基数庞大，根据智研咨询网发布的《2017-2022 年中国互联网市场分析预测及发展趋势研究报告》，截止 2017 年 12 月，中国网民规模达到 7.72 亿人，全年共计新增网民 4074 万人；中国手机网民规模达到 7.53 亿人，与 2016 年相比增加了 5374 万人，网民中使用手机上网人群的占比与 2016 年相比提升了 2.4%；未来我国网民数量保持稳步增长的态势。

图 12：智慧营销产业链



数据来源：公司官网，东北证券

图 13：2011-2019 年中国整体网民规模走势

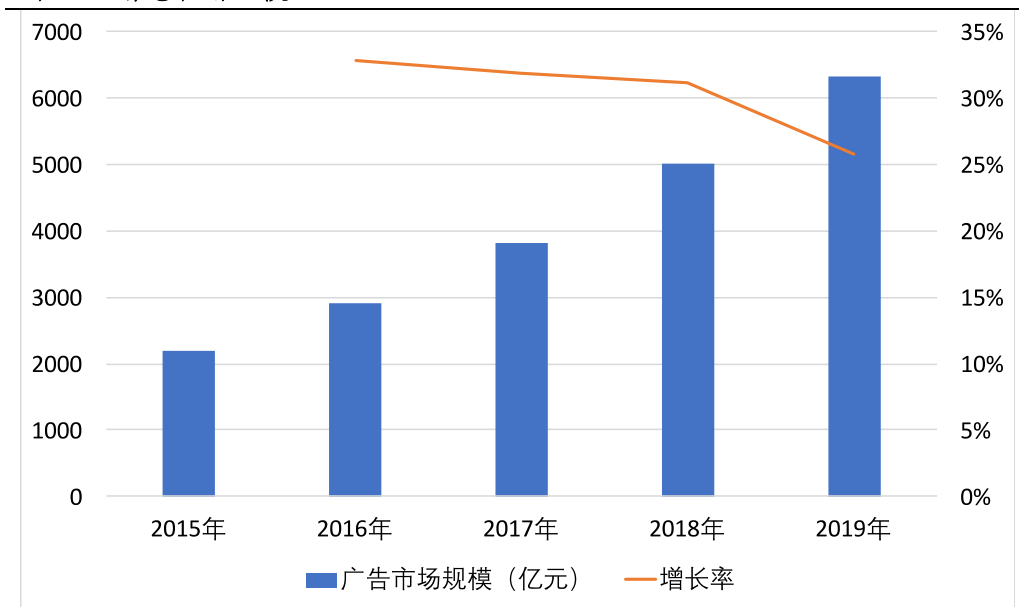


数据来源：智研咨询，东北证券

智慧营销行业处于高速发展阶段。近年来，我国智慧营销行业发展非常迅猛，根据艾瑞咨询报告，2017 年智慧营销市场收入规模达到 3828.7 亿元，同比增长 31.9%。未来随着互联网规模的持续扩大，市场规模有望继续保持高速增长，预计

2018 年有望保持 31% 的增速，2019 年市场规模将达 6300 亿人民币。

图 14: 智慧营销规模



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

2.2. 行业问题：中低端竞争激烈，行业转型迫在眉睫

中低端市场集中度低。根据艾瑞咨询数据，2016 年我国互联网广告市场规模 2902 亿元，其中“中介端”智慧营销服务公司市场规模约为 400 余亿元，市场上各智慧营销服务公司营收中值仅 4.56 亿元，市场高度分散。这主要由于普通的互联网广告公司没有政策牌照限制，资金要求也不高，行业壁垒低所造成；同时，行业高速发展，众多代理服务类型的营销公司仍能取得生存空间，促使“大市场，小公司”格局的形成。

国内市场面临流量瓶颈，成本逐渐攀升。国内互联网流量市场逐渐从增量市场转入存量市场，过往凭借新增用户获取流量红利时代已经过去，中低端竞争越来越大，流量成本越来越高。互联网金融领域成本最高，从下载 APP、注册再到消费，2016 年平台获客成本为 1000-3000 元，相比 2013 年的 300-500 元大幅上升了 500%；游戏领域，销售回报率大幅下降，2016 年新用户人均消费的盈亏平衡点为 30 元，同比 2015 年的 20 元左右上升 50%；电商领域获取一个 APP 的下载用户成本为 30-40 元，但 30% 的最终消费率导致有效获客成本高于 100 元。总体而言，国内市场增速放缓，获客成本上升，行业竞争加大，转型在即。

服务升级，锁定下游大客户成为行业发展的关键。智慧营销行业 2017 年呈现两个明显的特征：一是媒体端独享技术红利，赚取行业绝大部分利润，甚至技术所带来的去中介化进一步压缩了中间服务商的利润空间；二是广告行业过去一招鲜吃遍天的模式越来越难了，营销服务商需具备持续的业务创新和数据、技术的整合应用能力，以应对流量热点、客户、广告形式、新技术等方面的快速变化的挑战。一切以数据作为营销每一个环节的驱动力，在每一个营销策划中，要清晰的看到预算、点击率、互动率、乃至最终获得的订单，数据化的深入同时意味着营销逐渐走向结

果导向，开始强调总体的投资回报率，光有创意已经不够了。

图 15: 智慧营销新模式



数据来源：东北证券

2.3. 多方布局打造智慧营销全产业链，竞争优势显著

2.3.1. 提前收购三家公司，布局智慧营销板块

成功收购优质标的，奠定智慧营销板块发展基础。2015 年 11 月，公司以 6.35 亿元收购了智慧营销企业顺为广告、奇思广告和利宣广告三家公司，正式进军智慧营销领域。公司向海和投资、季子投资等 6 名特定投资人非公开发行股票募集资金不超过 6.35 亿，发行股份购买标的资产的发行价格为 7.72 元/股，发行股份定向募集配套资金的发行价格为 8.60 元/股。

表 1: 交易对价及发行股份支付、现金支付情况

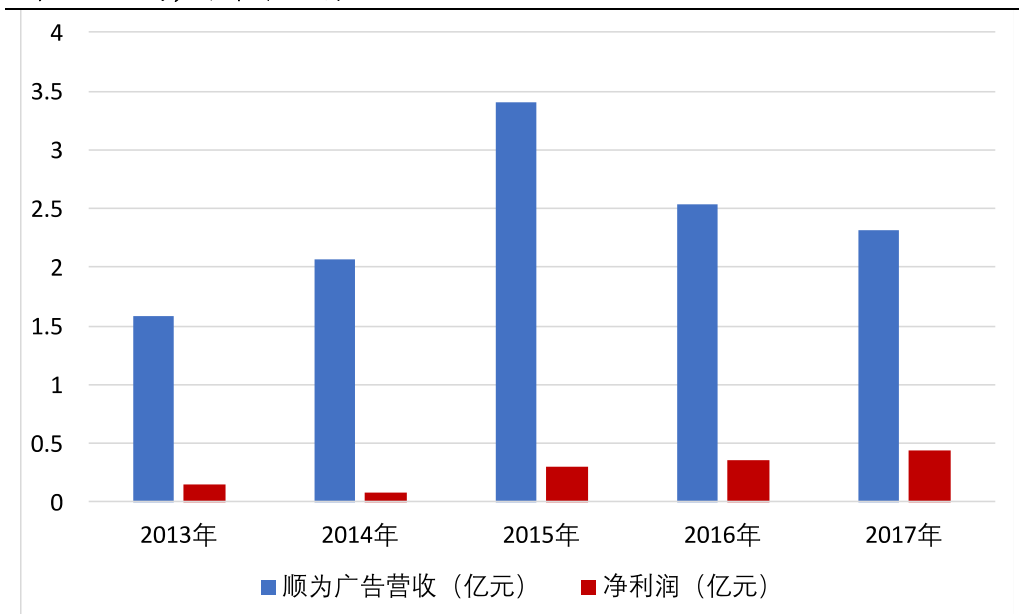
标的资产	交易对价 (亿元)	现金对价 (亿元)	股份支付 (万股)
顺为广告 100%股权	3.13	1.505	2,105
奇思广告 100%股权	2.52	0.756	2,285
利宣广告 100%股权	0.7	0.28	544
合计	6.35	2.541	4,934

数据来源：公司公告，东北证券

顺为广告：智慧营销服务提供商。顺为广告成立于 2012 年 6 月，是一家全案类智慧营销服务提供商，能为广告主提供智慧营销策略规划、创意设计、内容制作、媒体投放、营销效果监测等覆盖智慧营销整个业务链条的营销服务，主要客户为快消、金融、家电、电商等行业的领导品牌。从 2013 年公司创立开始，主营业务收入稳步提升：2013-2017 年度，顺为广告实现的营业收入分别为 1.58 亿元、2.07 亿元、3.4 亿元、2.53 亿元和 2.32 亿元，实现净利润分别为 0.145 亿元、0.08 亿元，

0.306 亿元，0.351 亿元和 0.443 亿元。

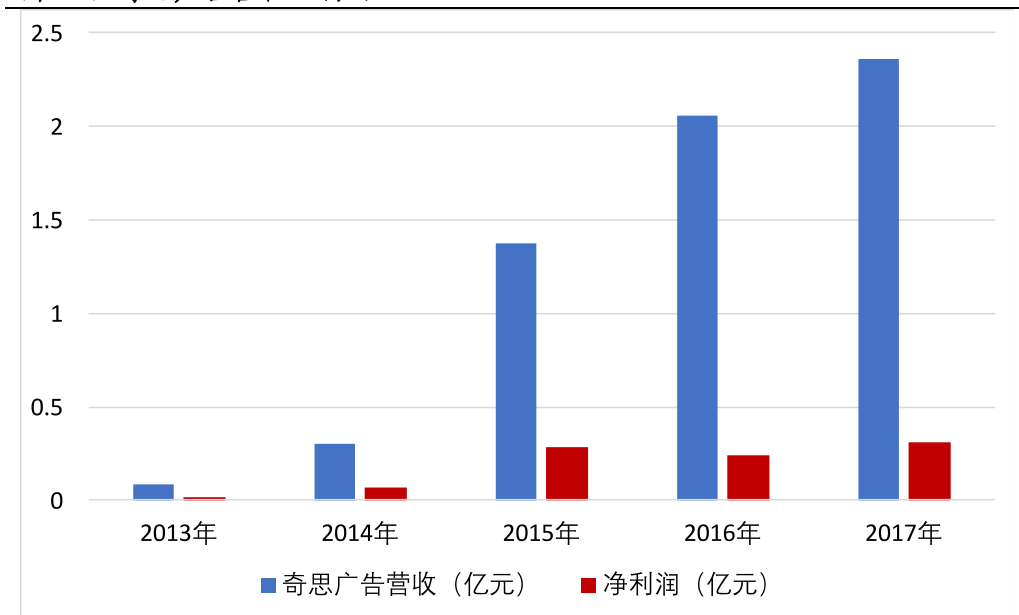
图 16: 顺为广告营收及利润



数据来源：公司公告，东北证券

奇思广告：创意策略类广告服务提供商。奇思广告成立于 2009 年 9 月，是一家以创意、策略为核心服务的广告服务提供商，能在为汽车广告主提供创意策略、广告制作、互联网整合营销等服务的同时，协助广告主对接平面（含户外）、电台、电视、互联网等全媒体广告资源，其主要客户为汽车行业的领导品牌。2013-2017 年营业收入分别为 0.083 亿元、0.297 亿元、1.372 亿元、2.057 亿元和 2.36 亿元，净利润分别为 0.014 亿元、0.065 亿元、0.281 亿元、0.244 亿元和 0.309 亿元。

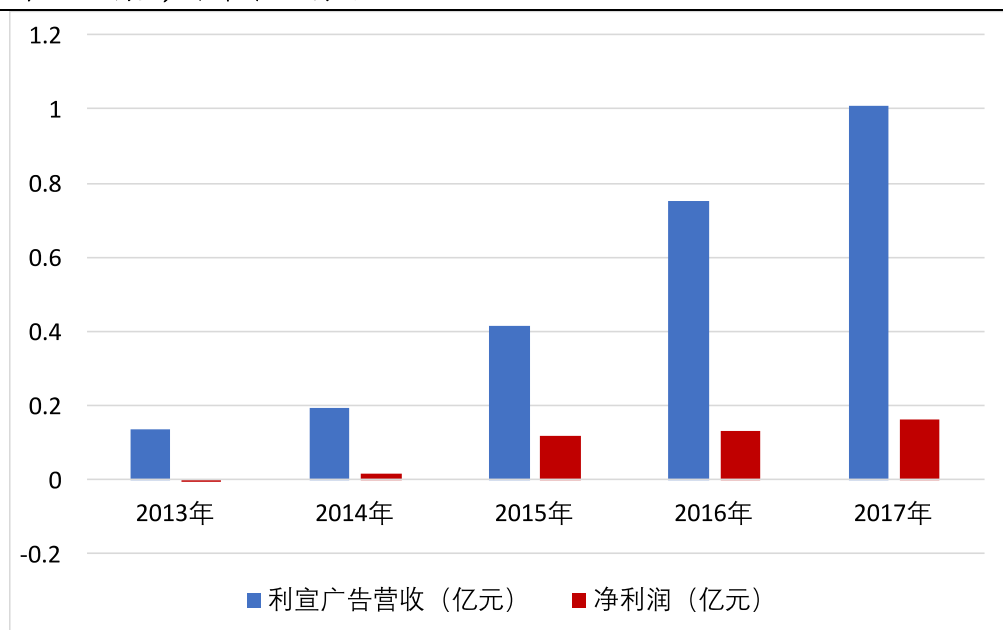
图 17: 奇思广告营收及利润



数据来源：公司公告，东北证券

利宣广告：社会化媒体营销服务提供商。利宣广告成立于 2012 年 5 月，是一家以广告创意和内容制作为核心服务的社会化媒体营销服务提供商，主营业务为向广告主提供包含品牌社交策略策划、品牌活动策划及执行、品牌自媒体管理、网络意见领袖策略及执行、社交媒体会员管理、社交电子商务、网络交互活动的设计与技术搭建等在内的社会化媒体营销全套解决方案，其主要客户为快消、服饰、化妆品、商贸等行业的优秀品牌。2013-2017 年公司实现营业收入分别为 0.138 亿元、0.194 亿元、0.417 亿元、0.751 亿元和 1.008 亿元，实现净利润分别为-0.004 亿元，0.016 亿元、0.117 亿元、0.132 亿元和 0.162 亿元。

图 18：利宣广告营收及利润

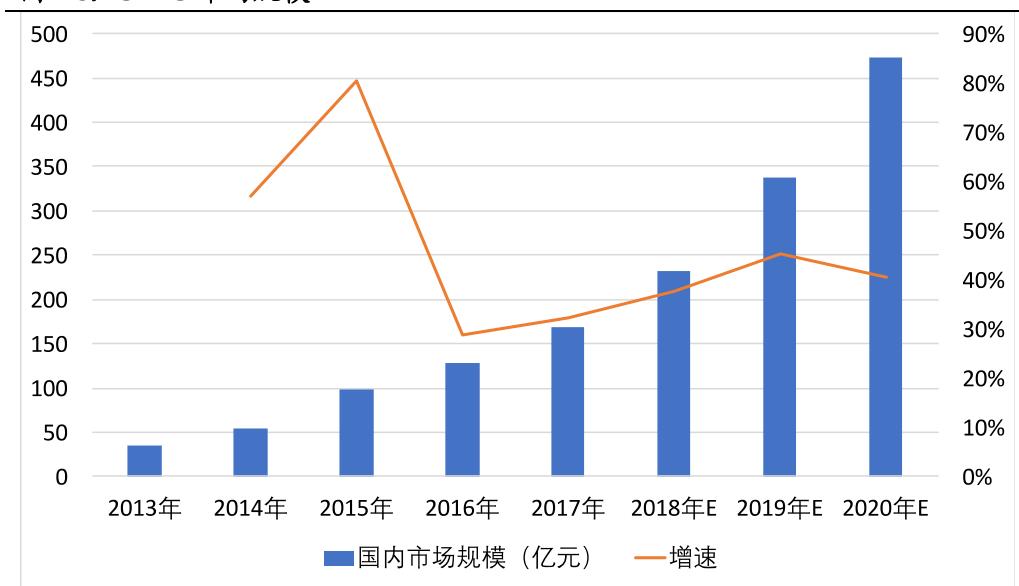


数据来源：公司公告，东北证券

2.3.2. 持续并购布局 SaaS 领域，奠定智慧营销升级基础

Software-as-a-Service(软件即服务)，通过 Internet 提供软件的模式，将应用软件统一部署在自己的服务器上，而后客户根据自己实际需求，通过互联网向厂商定购所需的应用软件服务的商业模式。国内 SaaS 行业经历 2014-2015 的短暂爆发式增长后，自 2016 年开始，SaaS 市场进入稳定快速的发展阶段：据艾瑞咨询数据显示，2017 年国内 SaaS 行业市场规模为 168.7 亿元，增长率为 32.3%，预计未来仍将维持 30%以上增幅，2020 年市场规模将达到 473.4 亿元，市场前景广阔。

图 19: SAAS 市场规模



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

持续并购广泛布局 SaaS 行业。2016 年 1 月，公司投资消费品行业的 SaaS 服务龙头企业赢销通；2016 年 5 月，投资 SCRM 细分行业的龙头企业六度人和；2017 年 8 月，公司收购北京微联达，其为六度人和的增值分销商；2018 年 2 月，公司投资富数科技；2018 年 2 月，控股子公司实益达投资益明光电。

赢销通：消费品 SaaS 服务龙头企业。赢销通成立于 2000 年，通过整合渠道经销商、终端门店、供应链、业务团队等多层业务信息，搭建“一体化”营销管理决策平台。其主要产品为自主研发的三大核心管理平台：1、渠道管理平台 winDMS，主要帮助客户及时捕捉市场变化，快速制定业务决策；2、移动销售管理平台 winSFA，主要规范销售员拜访流程，及时采集终端业务信息，提升销售执行；3、移动会员管理平台 winCRM，主要帮助品牌客户进行会员管理。公司主要客户为国际、国内的知名品牌企业，包括可口可乐、华为、中粮、联合利华、雀巢、欧莱雅、辉瑞制药、中美史克制药等行业龙头企业。

图 20: 赢销通主要客户



数据来源：公司官网，东北证券

六度人和：SCRM 领域优质标的公司之一。六度人和成立于 2008 年 4 月，主要通过互联网连接技术为企业创造商业价值，打造企业移动销售 SaaS 平台；公司产品主要为 EC 营客通，整合了 QQ、微信、手机、座机、短信和邮件等各类沟通工具，包含接洽客户、存储客户、维系客户、营销分析四大主要功能；公司主要客户为拉卡拉、顶点财经、汉唐控股等企业。2016 年 5 月，麦达数字公司以增资及股权转让方式，使用自有资金 1.69 亿元投资六度人和，投资完成后麦达数字持有六度人和 15% 的股份。

图 21：六度人和主要客户



数据来源：公司官网，东北证券

北京微联达（已更名为“北京麦达”）：六度人和增值分销商。公司成立于 2016 年 8 月，主要采用数字化技术对 SaaS 产品进行营销，并通过售后服务增加客户对 SaaS 产品的活跃度。公司创始股东对企业级 SaaS 产品的营销方式、技术发展、行业趋势等有比较深入的了解，投资有助于促进公司业务板块的协同发展。2017 年 8 月，麦达数字以自有资金 1500 万对北京微联达进行增资，完成后麦达数字持有微联达 60% 的股权。

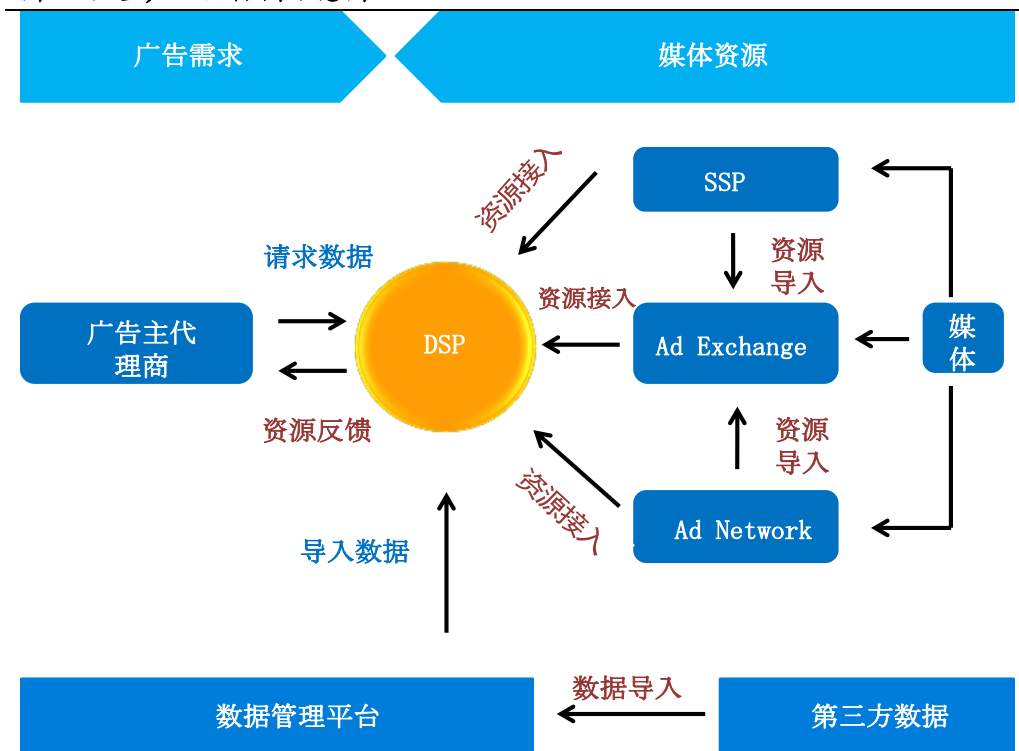
富数科技：大数据风控技术服务提供商。公司成立于 2016 年 4 月，主要为银行、消费金融等金融企业提供建模数据补充、反欺诈验证、信用评估服务，帮助客户提高风控管理能力，提升风控环节效率；富数科技的业务布局符合麦达数字的投资方向，对公司长远发展有积极影响。2018 年 2 月，麦达数字以自有资金 1000 万元增资富数科技，增资后持有富数科技 3.125% 的股权。

2.3.3. 高定位广布局，全生态链后劲十足

全生态链协同效应显著。公司自并购伊始始终在寻找各业务板块的业务协同点，从生态链的角度出发，寻找各个企业之间的协同点。以六度人和项目为例：2017 年公司收购了其增值分销商微联达，为提升北京麦达销售团队的销售效率，公司研发出了智慧营销“雷达”大数据平台，希望能提供给六度人和现有的经销渠道，实现双方更深入的合作；此外因六度人和的优势在于软件开发能力，而麦达数字的优势在于硬件产品的制造能力，六度人和在为客户提供软件服务的时候，也会同步提供

硬件产品，因此双方将在智能硬件层面（如智能话机）展开深度合作，实现优势互补。若能实现各业务板块良性协同，不仅有利于促进公司长远、持续、健康发展，也将助力公司战略落地。

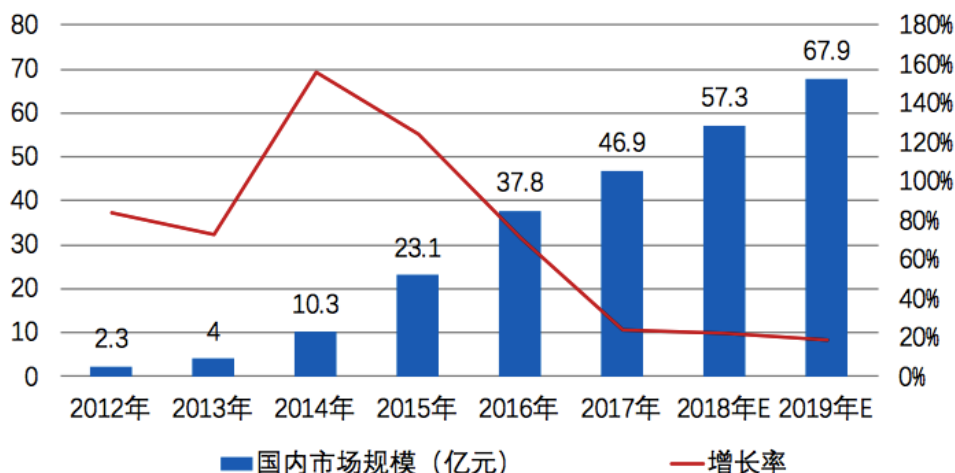
图 22: 全产业链协同示意图



数据来源：易观智库，东北证券

高端定位应对行业转变。基于对行业变化趋势的深刻理解，应对智慧营销行业的快速变化，智慧营销领域麦达数字进一步选择 SaaS 中的 CRM 作为公司发展的重点方向，并试图提供以技术为桥梁，以数据为驱动力，以品效合一为目的的一站式营销数字化转型服务。SaaS-CRM 产品结构简单，易于操作，根据移动信息化研究中心数据，56%的移动端 CRM 采用 SaaS 交付模式；规模上国内 CRM 与全球相比仍处于起步阶段，根据 Gartner 的报告，预计 2017 年全球 CRM 的市场规模为 365 亿美元，而国内市场规模仅为 46.9 亿人民币；增速方面根据易观数据的预测，未来三年中国 SaaS-CRM 行业的增速将维持在 20%以上。

图 23: SAAS-CRM 市场规模



数据来源：易观智库，东北证券

人才储备保证企业后续发展。公司对人才储备极为重视，相应的人才储备方案目前正在逐一落地：智慧营销板块，公司已于 2017 年 5 月发布了限制性股票激励计划，激励对象主要以智慧营销板块的核心骨干为主；企业级 SaaS 领域，公司于 2017 年邀请北京麦达创始人高礼强先生担任上市公司董事和总裁职务，全面负责公司 SaaS 业务板块，高礼强曾任甲骨文全球副总裁、中国区技术总经理，经验丰富，对 SaaS 行业理解深刻。

全面提升客户黏性，锁定下游头部公司，差异化应对行业竞争。受公司全产业链协同、高端定位影响，公司主要客户对公司的数字影响服务依赖度相对较高，客户结构相对稳定：比如奇思广告主要专注于汽车行业，已服务大型汽车企业多年，因汽车的创意和策略是基于对品牌的理解，所以客户的稳定性强；顺为广告主要为品牌商提供全案服务，主要客户的续约率也相对比较稳定。未来随着公司各产品协同效应的完善，产品质量的提高，公司差异化竞争策略的实施，下游头部公司客户黏性必将进一步提升。

图 24: SAAS 主要客户



数据来源：公司官网，东北证券

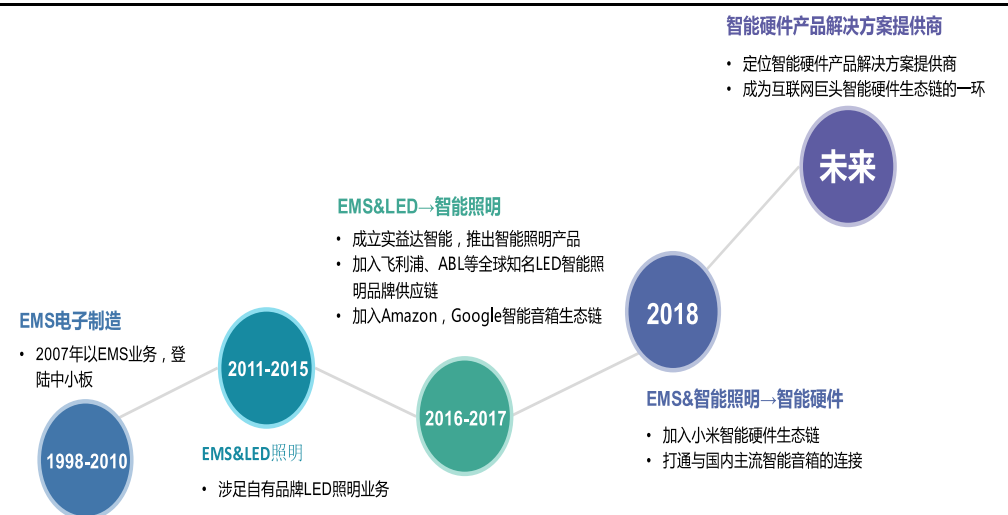
设立基金，资金充裕，外延式并购仍旧值得期待。公司近些年通过并购方式成功转型为智慧营销龙头企业之一，未来公司打算进一步加大在 SAAS 领域的布局，通过收购和入股的方式完善公司的智慧营销生态链。2018 年 5 月 8 日，公司发布了拟参与投资产业并购基金的公告，麦达数字及旗下子公司拟参与投资、设立产业投资基金；基金整体规模在 6-8 亿元，针对不同细分领域进行布局投资，投资范围涵盖互联网+、移动互联网、大数据、云服务、医疗健康、智能硬件、物联网、人工智能和机器人等领域。公司现金储备充裕，截止 2017 年 12 月公司货币资金（含理财金额）7.2 亿元，有足够资金推进战略落地；截止 2017 年 12 月公司资产负债率为 17%，行业平均水平 40%左右，公司整体经营风险及财务风险很低。

3. 智能硬件：全面融入互联网龙头智能硬件供应链

3.1. 多年积累占据行业优势

公司传统主业为 EMS 业务和 LED 照明业务。公司于 2007 年以 EMS 业务登录中小板，由于受到国际市场环境、电子产品更新换代以及成本汇率等因素影响，公司业务发展受到冲击；2010 年公司扩展到 LED 照明业务，虽然在国家节能环保政策扶持下，LED 照明产业前景广阔，但是该行业技术、资金门槛较低，市场竞争激烈，因此整体盈利水平短期内也难以达到预期。近二十年服务全球知名品牌商的经验，让麦达在产品规划、研发和制造领域有了深厚的积累和底蕴。

图 25：传统业务发展历程



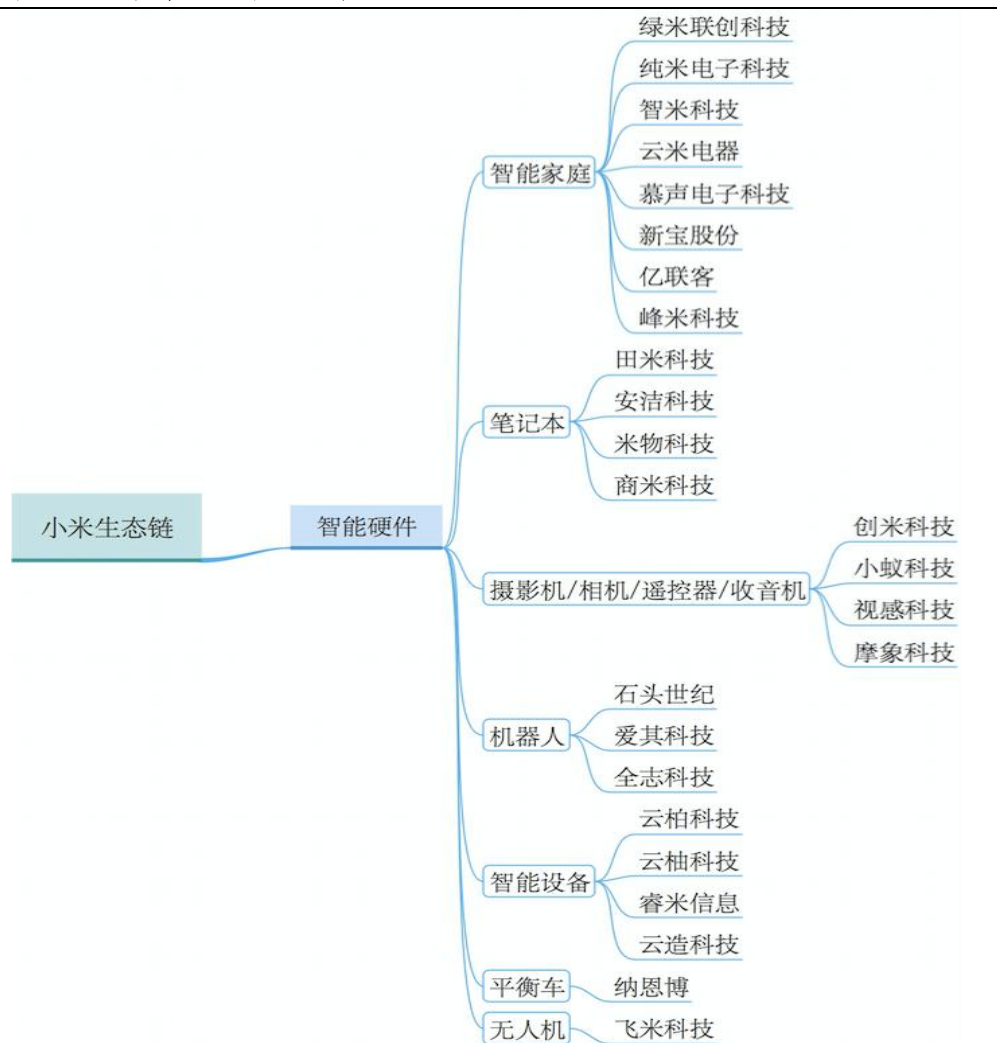
数据来源：公司官网，东北证券

3.2. 借力智能硬件，老树绽新花，新一轮硬件周期驱动成长

智能硬件高速增长期将近。智能硬件行业目前虽尚处于行业初期阶段，但高速发展的前提条件已逐渐形成，随着 5G 通信技术的来临，云计算能力的强化，初级人工智能的实现以及传感器技术的不断成熟，制约智能硬件发展的多维度的技术瓶颈已逐渐打破，智能硬件将进入全面快速发展的新阶段。包括小米、海尔、三星在内的海内外各大巨头公司也纷纷推出整套智能家居解决方案，以小米为例，2017 年，

小米已经投资了 100 多家生态链公司，年销售额突破 200 亿，商品品类也不断扩展，目前已接入 800 多种智能硬件，物联网设备 8500 万台，成为全球最大的智能硬件平台。

图 26: 小米智能硬件生态圈



数据来源：小米官网，东北证券

公司抓住机遇，已经成功融入互联网巨头生态链。2016 年伴随全球智能硬件高速发展的浪潮，麦达抓住机遇，硬件智能化基础完成，准备起飞。公司自有品牌工程类产品进入全家、华为、京东、小米等项目，带来营业收入的大幅提升；此外公司与包括 GE、飞利浦等国际硬件品牌商建立了多年业务合作关系，公司智能硬件板块在细分领域竞争优势凸显。

图 27: 智能家居产品



数据来源：公司官网，东北证券

图 28: 公司主要服务客户



数据来源：公司官网，东北证券

智能硬件板块收入大幅提高，将开启新一轮成长周期。在智能硬件板块，作为公司的成熟业务板块，在经历了国内制造业的寒冬之后，智能硬件业务板块近年致力于向两个方向坚定转型：方向一是拥有自主的智能产品研发和规划能力，方向二是产品线全线转向智能硬件，经过公司近年调整，该板块经营业绩得以大幅改善，2017 年，公司智能硬件板块的经营情况更是好于预期，收入和利润均同比大幅提升，营业收入同比增加 37.44%、净利润同比增加 28.35%。我们预计未来 2 年，公司凭借现有客户基础和产品布局，有望连续保持 50%以上的高增速。

4. 投资逻辑和盈利预测

我们认为麦达数字在智能硬件和智慧营销两大板块均具备高速增长的基础，公司的投资逻辑我们总结如下：

战略转型布局智慧营销和 SaaS，智能硬件+智慧营销打造双轮驱动升级的成功样本。麦达数字以电子制造业起家，后续陆续转型布局 LED 照明，智慧营销以及企业级 SaaS。2014 年以来，公司成功外延并购布局之后组建了互联网事业部，确立了全面向互联网转型的发展战略，逐步明确智慧营销与智能硬件双轮驱动的战略。2017 年，麦达数字引入甲骨文全球副总裁高礼强等互联网领域富有管理和技术经验的行业专家，深度围绕智慧营销这一主题，不断加大研发投入，内部孵化多项大数据营销技术项目。麦达数字旨在以技术驱动营销能力，整合企业营销产业链各服务商，联合众多 CRM 细分行业的 SaaS 公司与大数据公司，致力于以技术为桥梁、以数据为驱动力、以品效合一为目的的一站式营销数字化转型服务，构建企业营销生态链。。从中长期来看，公司的制造业板块已经实现逐步从制造向智造升级转型，智慧营销板块已经基本全面贯通企业营销服务生态链条，SaaS 布局将锁定细分行业头部公司快速成长，未来公司有望成长为“智能硬件”+“智慧营销 SaaS”双轮驱动成长的成长型典范。

智慧营销板块：企业级营销全生态链布局，SaaS 布局锁定细分行业头部公司，全面受益下游市场增长和大客户的快速成长。鉴于终端受众基数巨大，市场空间广阔，2017 年智慧营销市场收入规模达到 3828.7 亿元，同比增长 31.9%，但国内市场面临流量瓶颈，传统模式成本逐渐攀升。公司通过成功并购布局智慧营销，后续继续战略布局 SaaS 领域，有望在全产业链协同布局基础上，发挥人才储备和产业资

源等优势，快速锁定下游头部公司，践行伴随大客户共同成长新模式。

智能硬件板块：基础扎实，融入互联网巨头产业链。智能硬件方面近二十年服务全球知名品牌商的经验，让麦达在产品规划、研发和制造领域有了深厚的积累和底蕴。随着 5G 通信技术的来临，云计算能力的强化，智能硬件将进入全面快速发展的新阶段。公司自有品牌工程类产品进入全家、华为、京东、小米等大客户供应链，同时公司与包括 GE、飞利浦等国际硬件品牌商建立了多年业务合作关系，从品牌到供应链锁定了未来智造领域主力客户，新一轮高增长可期。

图 29: 主营业务及分类



数据来源：公司官网，东北证券

基于以上分析，总体来看，公司现有智慧营销业务团队稳定，新的 SaaS 数据营销业务已经构建了成熟的团队和业务基础，未来现有智慧营销业务有望继续保持稳健发展，尤其新的 SaaS 数据营销业务将通过锁定头部公司实现高速增长，成为集团智慧营销版块核心增长力。我们预计 2018-2020 年智慧营销版块净利润预期为 0.98 亿、1.27 亿、1.66 亿。

智能硬件业务已与飞利浦、ABL、小米等国内外巨头合作，我们预计未来 2 年内创造营收近 6 亿，利润近 5 千万。分年度来看，我们预测 2018 年净利润 0.35 亿、2019 年净利润 0.46 亿、2020 年净利润 0.59 亿。

其它产品 2018-2020 年净利润预计为 0.07 亿、0.48 亿、1.27 亿。

预计麦达数字 2018-2020 年净利润总计为 1.4 亿、2.21 亿、3.52 亿。

表 2: 盈利预测

净利润（亿元）	2018 年	2019 年	2020 年
智慧营销	0.98	1.27	1.66
智能硬件	0.35	0.46	0.59
其它业务	0.07	0.48	1.27
合计	1.40	2.21	3.52

数据来源：东北证券

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	265	1,037	1,152	1,504
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	258	363	559	902
存货	54	63	97	164
其他流动资产	486	0	0	0
流动资产合计	1,098	1,521	1,896	2,701
可供出售金融资产	73	73	73	73
长期投资净额	276	276	276	276
固定资产	108	135	169	185
无形资产	49	58	70	60
商誉	542	406	508	499
非流动资产合计	980	853	972	929
资产总计	2,078	2,373	2,868	3,630
短期借款	8	8	8	8
应付款项	200	269	413	669
预收款项	14	20	31	46
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	345	497	760	1,154
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2	0	0	0
长期负债合计	3	0	0	0
负债合计	348	497	760	1,154
归属于母公司股东权益合计	1,697	1,838	2,060	2,412
少数股东权益	32	39	49	64
负债和股东权益总计	2,078	2,373	2,868	3,630

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	936	1,300	2,000	3,200
营业成本	708	984	1,513	2,421
营业税金及附加	8	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0
销售费用	27	40	62	101
管理费用	91	117	167	250
财务费用	-14	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-7	27	34	42
营业利润	108	186	292	469
营业外收支净额	5	0	3	3
利润总额	113	186	295	472
所得税	35	39	62	105
净利润	78	147	232	367
归属于母公司净利润	75	140	221	352
少数股东损益	3	7	11	15

现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	78	147	232	367
资产减值准备	1	0	0	0
折旧及摊销	14	25	31	31
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-15	0	0	0
投资损失	7	-27	-34	-42
运营资本变动	14	501	2	-59
其他	0	486	0	0
经营活动净现金流量	105	648	229	295
投资活动净现金流量	1	126	-114	57
融资活动净现金流量	24	-2	0	0
企业自由现金流	128	265	89	321

财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标				
每股收益 (元)	0.13	0.24	0.38	0.61
每股净资产 (元)	2.99	3.24	3.64	4.27
每股经营性现金流量 (元)	0.18	1.12	0.40	0.51
成长性指标				
营业收入增长率	17.16%	38.89%	53.85%	60.00%
净利润增长率	-49.78%	86.06%	58.32%	58.77%
盈利能力指标				
毛利率	24.33%	24.33%	24.33%	24.33%
净利率	8.05%	10.78%	11.09%	11.01%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	99.04	102.00	102.00	102.89
存货周转率 (次)	26.88	23.40	23.40	24.75
偿债能力指标				
资产负债率	16.75%	20.94%	26.48%	31.78%
流动比率	3.18	3.06	2.50	2.34
速动比率	3.03	2.93	2.37	2.20
费用率指标				
销售费用率	2.93%	3.08%	3.08%	3.17%
管理费用率	9.70%	9.00%	8.35%	7.81%
财务费用率	-1.54%	0.00%	0.00%	0.00%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E (倍)	75.99	40.84	25.80	16.25
P/B (倍)	3.31	3.05	2.71	2.31
P/S (倍)	6.12	4.40	2.86	1.79
净资产收益率	4.44%	7.63%	10.77%	14.61%

资料来源：东北证券

分析师简介:

王健伟: 北京大学工学博士, 三年国家战略新兴产业科研规划经验, 三年中小市值研究经验, 三年电子行业研究经验, 研究领域聚焦科技股和成长股。现任东北证券电子行业首席分析师。

刘金宇: 中国科学院大学金融硕士, 2018年加入东北证券电子行业研究团队, 现任电子行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
袁颖 (总监)	021-20361100	13621693507	yuanying@nesc.cn
王博	021-20361111	13761500624	wangbo@nesc.cn
李寅	021-20361229	15221688595	liy in@nesc.cn
杨涛	021-20361106	18601722659	yangtao@nesc.cn
阮敏	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
李喆莹	021-20361101	13641900351	liz y@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	y inlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengy g@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
华南地区机构销售			
邱晓星 (总监)	0755-33975865	18664579712	qiuxx@nesc.cn
刘璇	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn