



企业服务东风已起, SaaS 平台正逢其时

2016.06.29

强烈推荐

(维持)

传媒行业

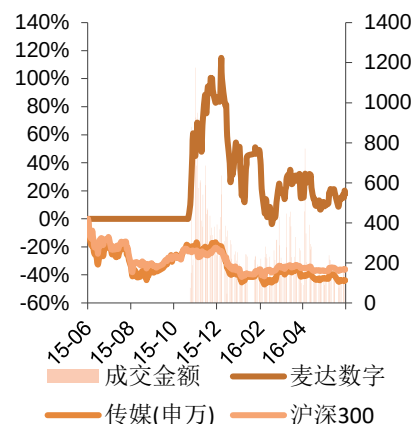
肖超(分析师) 肖明亮(研究助理)
电话: 020-88836107 020-88831179
邮箱: xiaoc@gzgzhs.com.cn xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310512070009 A1310115100005

事件: 公司发布业绩预告公告: 2016H1 公司预计实现归母净利润 13050-13130 万元, 同比增长超过 73 倍。

点评:

- **转型顺利, 资产盘活贡献业绩与现金流:** 公司自 2014 年切入数字营销领域并于 2015 年通过收购顺为、奇思、利宣完善数字营销领域产业链布局, 经过投后整合与业务协同, 标的公司业务拓展顺利。公司积极进行资产盘活, 将传统业务陆续挂牌新三板, 目前电明科技及汇大光电已经完成新三板挂牌。数字营销标的公司于 2015 年超额完成对赌业绩 32.6%, 2016 年持续贡献业绩以及出售元通孵化是公司上半年业绩大幅增长的重要原因。目前来看公司切入互联网业务领域进展顺利, 数字营销资产提供稳定增长的业绩与现金流, 为公司积极拓展 SAAS 服务领域奠定坚实基础。
- **中国企业服务市场崛起, 重磅出击布局 SaaS 生态:** 人力成本上升使得企业迫切需要提高流程效率, 中国 B 端企业级 SaaS 服务市场正在崛起, 通用型和垂直型 SaaS 领域都有机会。上半年不到 5 个月时间内, 公司顺利布局赢销通 10% 股权以及拿下六度人和 15% 股权及优先收购权, 成功打开企业级服务大门。赢销通系消费品行业品牌企业 SaaS 服务的龙头企业, 目前 SaaS1.0 业务已经实现盈利以及 SaaS2.0 业务快速拓展, 深耕消费品领域超过 200 家大品牌客户, 积极拓展海内外市场, 复合增速超过 50%; 六度人和拥有腾讯系投资背景以及众多顶级互联网人才团队, 是 SCRM 领域的龙头企业, 积极拓展中小企业客户, 对赌预计 2018 年订单收入达到 3 亿元, 新增付费终端用户数超过 34 万, 同时公司与六度人和联合成立服务于上市公司战略开拓的 SaaS 生态产业基金, 公司由数字营销向企业级 SaaS 服务迈出坚定的步伐, 围绕 CRM 领域通用型和垂直型标的的全面布局, 我们坚定看好公司在快速崛起的中国 SaaS 赛道上凭借高效执行力与资源整合合力、清晰战略规划打造企业级 SaaS 平台和生态。
- **持续布局强化投后管理, 战略合围生态自成:** 凭借高效执行力以及整合资本市场优势资源, 公司快速落地 SaaS 领域优质标的, 公司重视投资标的的整合管理, 将相关标的之间数据与服务接口打通, 实现渠道、人才、客户资源的共享。后续围绕企业级 SaaS 服务领域的投资与并购仍将持续, 布局通用型产品实现中小企业的最大程度拓展, 布局垂直化领域实现实现细分领域的龙头与优势, 打通旗下标的的共享协同的渠道。受益于企业接受度持续提高以及付费意愿的改善, 量价双升催生中国 SaaS 市场高速成长成熟。我们预计中国企业级 SaaS 经营将逐步改善: 通用型产品随着用户深入拓展将逐步达到盈亏平衡点, 垂直型领域目前已有一定的盈利能力, 持续增长空间来自跨地域跨市场的品牌客户的积极开拓。公司持续布局、整合龙头标的并形成合围态势, 有望 2017-2018 年形成企业级 SaaS 较完善的生态布局。

股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
麦达数字	28.2	16.8	-23.2
传媒行业	0.6	-7.2	-27.3
沪深 300	2.4	-2.5	-15.9

基本资料

总市值 (亿元)	93.57
总股本 (亿股)	5.77
流通股比例	44.11%
资产负债率	17.3%
大股东	陈亚妹、乔昕
大股东持股比例	51.07%

相关报告

- * 广证恒生传媒行业-麦达数字 (002137) 深度报告: 坚定转型数字营销, 企业级 SaaS 服务成看点-20151222
- * 广证恒生传媒行业-麦达数字 (002137) 点评报告:《成立数字研究院, 打造数字产业生态圈》-20151228
- * 广证恒生传媒行业-麦达数字 (002137) 事件点评报告: SaaS 服务渐行渐近, 外延拓展继续可期-20160119

- **盈利预测与估值:** 不考虑其他并购条件下, 预计公司 16-18 年摊薄 EPS 为 0.38、0.24、0.3 元, 当前股价对应 42、67、54 倍 PE。考虑公司战
 高效执行力、战略清晰后续在 SaaS 领域进行生态布局将持续推进,
 看好公司打造企业级 SaaS 服务生态圈。中国 B 端企业级 SaaS 服务
 市场崛起背景下, 随着市场教育带来企业接受度提升和用户付费意愿
 提升, 量价双升背景下 SaaS 产业链有望进入盈亏平衡的上升通道,
 我们认为以企业级 SaaS 服务平台和生态圈的视角去看待公司当前 93
 亿市值依然具备较大的提升空间, 维持强烈推荐。
- **风险提示:** 公司企业级 SaaS 进展不顺利、整合风险、行业增长减速。

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	418.14	960.99	1186.84	1463.66
同比(%)	-23.49%	129.83%	23.50%	23.32%
归母净利(百万元)	18.17	196.54	123.04	152.78
同比(%)	27.29%	981.52%	-37.40%	24.17%
毛利率(%)	18.13%	25.48%	24.83%	24.02%
ROE(%)	2.56%	19.39%	10.45%	11.62%
每股收益(元)	0.04	0.38	0.24	0.30
P/E	456.03	42.17	67.35	54.24
P/B	9.18	7.51	6.75	6.01
EV/EBITDA	106.14	32.22	49.30	46.69

1. 六度人和简介

六度人和成立于2008年4月，是国家级高新技术企业，系SCRM细分行业的龙头企业，致力于用互联网的连接技术为企业创造商业价值，打造基于社交化客户管理（SCRM）的纯粹企业移动销售SaaS平台。六度人和目前的主营产品EC是一款领先的SCRM（社交化客户关系管理）系统，该产品整合了QQ、微信、手机、座机、短信和邮件等各类沟通工具，集客户管理、主动营销、内部协同办公为一体，为企业打造以客户为中心的关系管理及服务平台。EC的核心优势在于拥有庞大的社交资源，有效渠道多点触及消费者，达成最大限度的高效连接；所有销售数据在EC上完成自沉淀，高效生成真实数据库，以大数据进行销售的精准预测和管理优化。六度人和是腾讯旗下利通基金参投的企业，目前公司已经与标的就控股达成意向。2015年标的收入为2020万元，实现增幅107%，由于研发和渠道投入大，2015年亏损3572万。目前，公司与标的方共同成立SaaS生态产业基金。公司与六度人和在业务协同方面展开紧密合作，共享销售渠道、人才资源、客户资源等，同时六度人和向公司及其投资并认可的其他公司开放其产品的数据接口、服务接口等。

表 1：六度人和营业收入情况

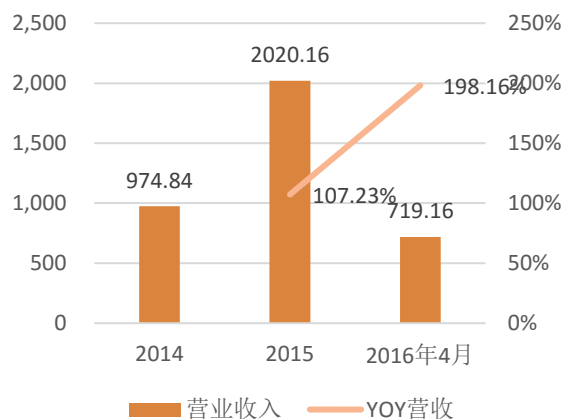
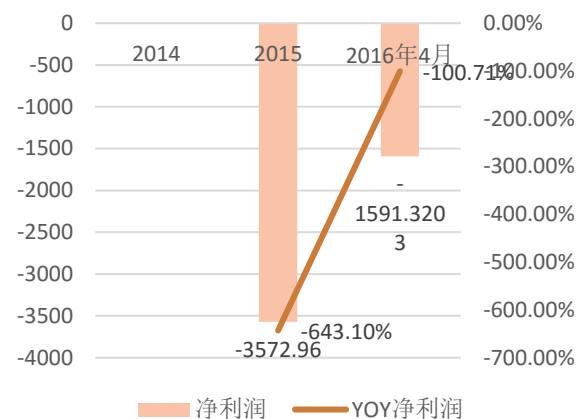


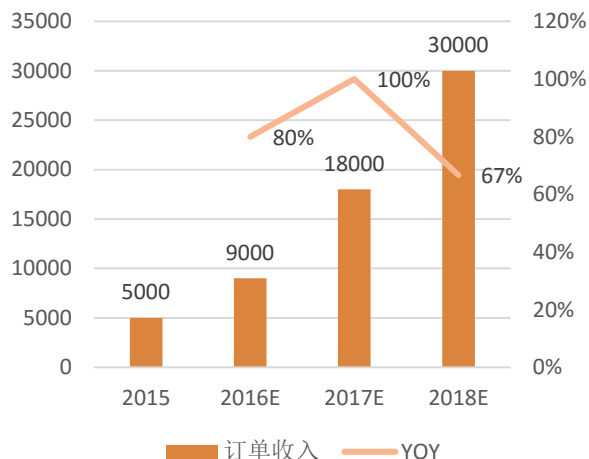
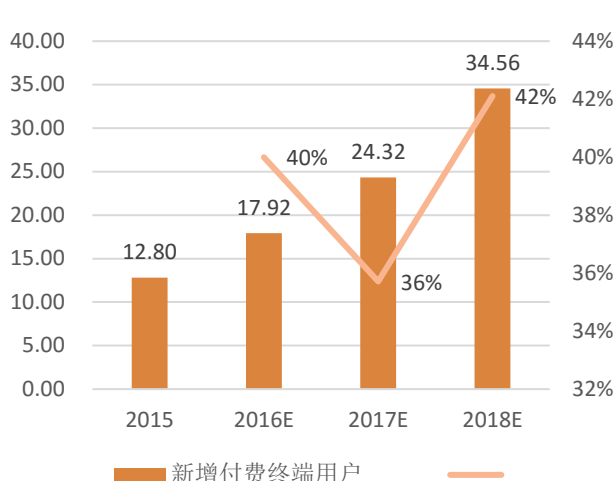
表 2：六度人和净利润情况



资料来源：公司公告、广证恒生

资料来源：公司公告、广证恒生

公司与标的实际控制人签署对赌协议，若承诺期内任何一年标的方未达成对赌业绩，实际控制人以现金赔偿。对赌条件对2016-2018年标的方在订单收入、新增付费终端用户数在2015年基础上的增长率做出了规定，同时要求付费客户留存率每年均不低于80%。按照对赌承诺，预计到2018年，标的公司的订单收入将超过3亿元，2018年新增终端付费用户数达到34.56万个。

表 3: 订单收入对赌承诺 (万元、%)

表 4: 新增付费终端用户数承诺 (万个、%)


资料来源: 公司公告、广证恒生

资料来源: 公司公告、广证恒生

2. 赢销通简介

赢销通致力于为企业搭建“一体化”无缝隙营销管理决策平台，整合渠道经销商、终端门店、供应链、业务团队管理等多层业务信息，全方位提高企业对市场的反应速度和决策效率。主要产品包括其自主研发的三大核心产品平台：1、渠道管理平台 winDMS（帮助品牌客户实现渠道管理信息透视，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（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（帮助品牌客户进行会员管理）。赢销通的系列解决方案是国内第一套建立在 ECR（高效市场反馈）理念下的营销管理系统，涵盖渠道、终端、供应链、业务团队管理等多个业务层面，通过先进的技术手段将企业营销环节无缝链接，从而构建“一体化”信息决策平台，强化企业的核心竞争力。目前公司 SaaS1.0 业务已有盈利，SaaS2.0 业务正在顺利积极拓展。

表 7: 赢销通旗下平台介绍

平台	概述	特点	对企业价值
winDMS 经销商管理系统	基于创新技术自主开发的经销商信息管理系统，帮助企业实现渠道管理信息透视，及时捕捉市场变化，快速制定业务决策	支持多种 ERP 管理软件；可大规模快速实施；实现与客户系统的无缝整合	获取一手商业数据；透视渠道产品流向；掌握库存变化；及时捕捉市场趋势
winSFA 移动销售管理系统	基于消费品行业最佳销售管理实践结合 3G 移动网络和无线技术开发的移动销售管理系统，能规范销售员拜访流程，及时采集终端业务信息，提升销售执行力	支持多种移动操作平台（包括 iPhone iOS、Android 等）；人性化用户体验设计，简单易用	延伸销售管理平台，形成闭环，赢在终端；规范并优化销售员拜访；及时采集反馈终端市场信息；有效沟通公司营销指令
winPMM 移动促销	公司开发的导购促销管理系统，依靠移动无线应用实现市场数据采集	费用低，支持主流手机品牌和多种通信平台；	及时获取全面的市场一线数据；提高导购促

管理系统	和上报	有效避免短信方案的数据丢失、脏数据问题，提高数据可用性	销团队工作效率；有效下达公司营销指令
winCRM 移动会员 管理平台	包括自主运营的 400 电话客服中心以及客户独享的服务团队，支持 600+城市快速上线，提供 7X24 不间断服务响应，包括前端及后台操作解疑，系统安装、升级、维护，数据安全备份，运营商协调，项目实施培训等服务，全面帮助客户排忧解难。		

资料来源：公司公告、公司官网

行业定位：赢销通即“赢得销售通路”，其自成立以来一直专注于为消费品企业提供营销领域的 SaaS 服务，是中国消费品行业营销管理领域 SaaS 服务的龙头企业，赢销通力争以技术赢得销售通路和消费者，以更低的成本获得更好的销售通路，帮助品牌商管理渠道商、零售商、消费者三个最重要的群体，帮助其随时掌握营销过程中的数据。

客户资源积累：赢销通系统已经对接超过 3 万家经销商系统、超过 335 万家零售门店以及超过 1000 万的会员管理。其服务超过 200 家 500 强的消费品客户，全球前 20 大消费品公司中的 16 家是赢销通的客户，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。赢销通的服务遍及全球 67 个国家，跨 18 个时区，支持 15 种语言，也是国内最具国际化服务能力的 SaaS 服务提供商。

团队优势：管理方面，赢销通的创始人崔震先生历任宝洁公司高级销售经理、莎莉集团、利洁时全国销售总监，具有 24 年消费品行业营销管理经验。管理团队平均拥有超过 15 年消费品行业营销管理经验，其主要成员均来自宝洁、可口可乐、强生等消费品行业龙头企业，具有丰富的消费品行业营销管理经验，对行业均有非常深入的认识和理解。研发方面公司拥有一支 200 人的研发团队，研发团队大多来自微软、谷歌、SAP、IBM 等业界顶尖公司，多人拥有计算机博士学位，公司获得多家品牌客户的全球供应商资质。

全球化布局：国内最具国际化服务能力的 SaaS 服务提供商。截至 2015 年底，赢销通已经为全球 67 个国家的客户提供了 SaaS 服务，客户遍及全球发展中市场（亚太、中东、非洲、南美、东欧等），2016 年将为全球超过 100 个国家的客户提供 SaaS 服务。

3.相关报告：

- 20151206-行业周报-《数字营销转型正热，关注实益达布局 SaaS 服务》；
- 20151215-行业周报-《省广股份定标千亿市值，麦达数字布局 SaaS 领域》；
- 20151222-深度报告-《坚定转型数字营销，企业级 SaaS 服务成看点》；
- 20151228-点评报告-《成立数字研究院，打造数字产业生态圈》；
- 20160119-点评报告-《SaaS 服务渐行渐近，外延拓展继续可期》；
- 20160225-业绩点评报告-《业绩超预期，SaaS 领域外延打造企业级数字生态圈》；
- 20160329-年报点评报告-《数字营销业绩超预期，期待 SaaS 服务深入拓展》；
- 20160530-点评报告-《天时地利+“人和”，打造企业级 SaaS 生态平台》；
- 20160629-点评报告-《企业服务东风已起，SaaS 平台正逢其时》。

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	428	977	1047	1188	营业收入	418	961	1187	1464
现金	54	524	460	398	营业成本	342	716	892	1112
应收账款	226	311	444	604	营业税金及附加	2	3	3	3
其它应收款	24	26	41	58	营业费用	11	37	47	59
预付账款	7	7	10	16	管理费用	49	75	107	146
存货	34	38	33	35	财务费用	-11	0	0	0
其他	84	72	59	78	资产减值损失	5	7	7	7
非流动资产	905	456	489	548	公允价值变动收益	0	0	0	4
长期投资	23	9	11	14	投资净收益	2	5	6	7
固定资产	105	75	46	21	营业利润	20	128	137	148
无形资产	106	104	102	101	营业外收入	3	100	6	6
其他	671	269	331	412	营业外支出	1	2	1	1
资产总计	1333	1433	1536	1736	利润总额	23	226	142	152
流动负债	418	312	294	341	所得税	4	30	19	0
短期借款	53	87	49	63	净利润	19	195	122	152
应付账款	177	134	139	150	少数股东损益	1	-1	-1	-0
其他	188	90	106	128	归属母公司净利润	18	197	123	153
非流动负债	3	6	4	4	EBITDA	42	244	160	171
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.04	0.38	0.24	0.30
其他	3	6	4	4					
负债合计	422	317	298	346	主要财务比率				
少数股东权益	13	12	11	11	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
股本	511	511	511	511	成长能力				
资本公积	444	444	444	444	营业收入增长率	-23.5%	129.8%	23.5%	23.3%
留存收益	-48	149	272	425	营业利润增长率	214.5%	533.7%	6.9%	8.1%
归属母公司股东权益	903	1104	1227	1380	归属于母公司净利润增长率	27.3%	981.5%	-37.4%	24.2%
负债和股东权益	1333	1433	1536	1736	获利能力				
					毛利率	18.1%	25.5%	24.8%	24.0%
现金流量表					净利率	4.6%	20.3%	10.3%	10.4%
单位:百万元					ROE	2.6%	19.4%	10.5%	11.6%
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	ROIC	2.0%	16.4%	9.6%	10.6%
经营活动现金流	49	-2	24	-9	偿债能力				
净利润	19	197	123	153	资产负债率	31.6%	22.1%	19.4%	19.9%
折旧摊销	19	18	18	18	净负债比率	12.57%	27.49%	16.38%	18.23%
财务费用	-11	0	0	0	流动比率	1.02	3.13	3.56	3.48
投资损失	-2	-5	-6	-7	速动比率	0.94	3.01	3.45	3.38
营运资金变动	24	-214	-114	-168	营运能力				
其它	0	2	1	-5	总资产周转率	0.42	0.69	0.80	0.89
投资活动现金流	-300	432	-49	-67	应收账款周转率	2.28	3.58	3.14	2.79
资本支出	-46	33	26	9	应付账款周转率	2.43	4.60	6.53	7.70
长期投资	24	37	-19	0					
其他	-278	363	-56	-77	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	128	39	-39	14	每股收益 (最新摊薄)	0.04	0.38	0.24	0.30
短期借款	47	34	-38	14	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.10	0.00	0.05	-0.02
长期借款	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	1.77	2.16	2.40	2.70
普通股增加	50	0	0	0	估值比率				
资本公积金增加	336	0	0	0	P/E	456.03	42.17	67.35	54.24
其他	-305	5	-0	0	P/B	9.18	7.51	6.75	6.01
现金净增加额	-122	469	-64	-62	EV/EBITDA	106.14	32.22	49.30	46.69

机构销售团队

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼
电 话：020-88836132, 020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。