



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

文化传媒

旷实*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001
(8610) 6622 9343
shi.kuang@bocichina.com

*杨艾莉为本报告重要贡献者

麦达数字：打造 SaaS 平台级企业

事件：麦达数字(002137.CH/人民币 13.50, 未有评级)近期举行投资者交流会，公司董事长陈亚妹、CEO 乔昕、董秘朱蕾、六度人和创始人张星亮等参与此次投资者交流。

一、成为资本董事总经理顾旋——中国 SaaS 行业情况

成为资本是唯一一家长青式基金，LP 是耶鲁大学。基金 1999 年成立，目前管理了 24 亿美金的资产，投资了 70 余家企业，包括，优酷、追光动画、口袋购物、APUS、汉庭、精锐教育等。

3 年前，成为资本在 to B 行业进行布局。主要分为三块：

- 企业软件：one APM、优识云创
- B2B 交易平台：酒店哥哥、锐铜商城
- 2B 智能设备：小鱼科技，xaircraft（帮助农户进行无人机的施肥）

中国企业级 SaaS 服务行业发展现状及前景展望

过去一段时间，SaaS 行业有很多收购，包括 salesforce 的收购、以及微软收购 LinkedIn 等大的并购。美国的 SaaS 行业已经从 1.0 进入 2.0 行业。

企业软件的演变，最早是企业买软件的授权、服务、运维。之后是，SaaS，不用买硬件软件，但是每个月付使用费。我认为，目前 SaaS 还没有解决企业的核心目标，企业不在乎软件或硬件，他们需要的是结果。总结来说，企业需要通过软件来开源节流、提高管理效率。管理效率的提升，传统难以进行量化，但是考虑到目前人力成本的提升，企业需要用工具来帮助用人和留人。

在美国来看，salesforce，是从 CRM 的销售管理、客服、市场营销功能中，从销售管理起家，之后进入客服，在 3、4 年前进入了市场营销。去年开始，对接 Facebook 的广告投放。广告市场面临的情况是，传统广告有创意和媒体购买。美国的广告市场中，数字广告市场占整体广告的 40%。其中，前三位是埃森哲、IBM、德勤，第五位才是 WPP。未来数字广告不是通过传统的关系和创意去进行购买。我认为，2017 年，salesforce 会进入数字广告投放的前十位。它能够帮助一个客户 360 的服务进行打通。salesforce 是典型的，从软件工具切入了交易。

另外，LinkedIn 的成功验证了通过职业社交延伸到 SaaS、交易的案例。

回到中国，salesforce 在中国的使用体验并不好。美国成功的 SaaS 公司在短期内，都很难将重心放到中国。即使进入中国，也面临本土化的难题。中国企业的机会在于，从 SaaS 到平台、从 SaaS 到交易，这个方向不仅值得做，而且目前还没有大的 player。

如果 BAT 进入 SaaS?

美国的 to B、to C 企业相对比较分开。但是中国的 BAT 进入了各个领域。to B 的市场在中国比较大。关键是找到企业的主线。比较成功的案例就是 salesforce。对于中国的 SaaS 企业来说，关键是如何布局，战略是什么。

二、麦达数字 CEO 乔昕发言：引领企业级 SaaS 服务，进入平台和生态时代

1、连接

- 连接及企业社交化是成就 SaaS 平台的基础
- 麦达数字率先布局 SaaS 平台生态
- 六度人和企业级社交平台领军者
- 赢销通：消费品营销管理领军者
- 未来：开放合作共同构筑 SaaS 生态

2、互联网在国内的生活服务场景中催生了很多平台，下一个将是企业级 SaaS 服务平台。

3、salesforce：营收超过 60 亿美金、市值超 560 亿美金。就是从企业社交到链接最终开放集成。

4、麦达数字发展历程：

2007 年上市。2014 年第一次提出了向互联网转型。2015 年并购了 3 家数字营销公司，2015 年首家在 A 股提出向 SaaS 转型，今年年初投资了赢销通，5 月底投资了六度融合。

在数字营销板块，2015 年，三家公司完成业绩承诺。未来还会去布局一些数据的公司。让开发者按照麦达数字的开发工具来进行开发。

第一步，我们在消费领域和赢销通有了资本合作。之后，我们会和教育、汽车、金融等各个领域的企业级服务的公司，中国 top3 的公司进行资本合作。今年下半年和明年我们将继续布局。

实施战略：

- 平台开放：平台+应用合作
- 成立基金：投资+创新型项目
- 并购：并购成熟业务

麦达的整合策略：企业文化、组织变革等。

5、六度人和

创始人和主要的员工都是从腾讯出身，对产品有很深入的理解。EC 是以社交为核心的 CRM。为企业与社交网络建立实时连接。目前的付费 1.6 万家企业，使用员工 30 万、用户每天在线时长 3 小时以上。

公司团队是第一大股东，腾讯是第二大股东，麦达是除腾讯之后的第二大外部股东。之后可能对六度人和进行控股和全资收购。我们希望借此契机，和腾讯在 toB 业务上进行合作。

6、赢销通

创始人崔震在消费品行业工作多年。营销通是消费品销售管理的 SaaS 笼统。为 67 个国家超过 200 家世界 500 强品牌客户提供 SaaS 服务。服务的客户包括雀巢、卡夫、达能、联合利华、宝洁等。

赢销通主要是帮助进行经销渠道管理、销售人员绩效管理、移动 CRM 管理。

目前，赢销通已经在 2015 年实现盈利。营收每年有 50% 的复合增长。

7、展望未来：未来企业最看重的 ERP 一定会 SaaS 化。进入数据全打通的云整合时代。

三、六度人和创始人张星亮发言——企业社交化的时代

1、目前的商业环境发生了变化：

- **人员：**过去的员工主要是 70 后。而目前的职场主力是 90 后，他们是重度的网络用户，以自我为中心。现在是进入信息时代的管理方式
- **交流模式：**从过去的线下见面，变成了通过网络交流
- **业务模式：**从企业内部向企业外部的业务流程

从会计电算化，出现了金蝶、用友软件。到生产自动化，出现了大量的 ERP。目前的第三次浪潮是企业社交化。

2、美国的 SaaS 行业，市场规模达到 1,700 亿美金，而中国，用友、金蝶，不到 35 亿美金的市值。中国市场存在巨大的空间。

3、连接，将重新定义企业软件

特点 1：六度人和的 EC 软件，所有的客户资料可以从微信等社交软件中导入。每个客户的通话记录、网上聊天记录、邀请函等，都可以自动保留下来，成为企业的大数据。帮助企业进行分类识别，对客户进行分类。

特点 2：让系统为人服务。系统通过分析，不断推动销售者去进行主动的工作。

特点 3：从事后的销售数据到实时销售数据

4、SaaS 带来的变化：企业软件的变革，从企业内部走向企业外部。从手工录入数据到自动抓取数据。从管理转向提高员工效率。

EC 平台：有数万级别的企业，有几十万的员工使用，每天有百万级的客户，有千万次的链接，形成亿次销售数据。

5、未来六度人和 EC 产品的战略

更加智能、更加懂用户、更加开放的平台策略。

四、赢销通崔震发言

EC 是从中小企业、功能性切入，赢销通是从垂直行业，从消费品行业进行切入。这是两个不同的方向和路径。

1、赢销通 2000 年创立，主要定位是以技术赢得销售通路和消费者。帮助品牌商管理渠道商，零售商。

1) 渠道商：DMS 渠道管理：对接 3 万家经销商系统，兼容 1500 款管理软件

2) 零售商：SFA 终端管理：服务 355 万活跃门店

3) 消费者：帮助品牌进行消费者会员信息管理

2、2015 年的项目案例

1) 可口可乐：MCM 系统升级，管理销售和门店交易。

2) 华为：华为 iretail3.0 系统（全球营销系统），在全球 56 个国家同时上线。超过 5 万个客户。

3) 欧莱雅、美宝莲：6,000 个专柜、2 万一线销售。利用赢销通进行业务管理。

4) 立白：“立赢” SaaS 系统，4 个月覆盖 1,200 家经销商。

3、赢销通：专注于消费品行业，为客户提供营销领域的 SaaS 服务。大消费品行业每年有 26 万亿的市场规模。服务超过 200 家大客户，全球 500 强消费品公司，有 200 家都是赢销通的客户。全球前 20 大消费品公司，有 16 家都是赢销通的客户。已经服务全球 67 个国家，今年预计会超过 100 个国家。

业绩增长超过 50%。

公司愿景：成为全球发展中市场消费品行业的 salesforce。

六、圆桌论坛

Q: 中国传统上市公司的转型难点？

A: 第一，如何选择下一个周期的新兴行业，我们和君资本在投资表达数字之后，通过研究，我们认为 SaaS 是下一个浪潮。

第二，是如何在新兴产业中进行投资布局。传统行业的人能否看得懂新兴产业，如何投资高估值的新兴产业。我们建议公司进行产业型投资。我们在 SaaS 领域进行深耕。其他领域我们都不多碰了。把公司的所有资源在这个领域进行布局。围绕核心企业做产业型投资，而非 VC/PE 型投资。

第三，投资后，如何进行后续的管理、整合。我们经常和麦达一起研究，如何去支持被投企业，如何做好投后管理。

Q: 中国 SaaS 的机遇和挑战

A1: 挑战有两点，首先是资本和价值如何进行匹配。第二是，速度。行业的窗口一旦打开，1、2 年内的布局，决定了后续的价值体现。

A2: 从麦达集团来说，就是一个长期和短期的问题。既然我们进入 SaaS 领域，就要尊重它的规律。我们要打一个持久战，包括来自市场的压力。

Q: 未来在中国会出现哪些类型有价值的 SaaS 公司？

A1: 最主要的是对数据的挖掘和数据的应用。从用户的角度去深度挖掘数据。

A2: 未来主要机会是，成规模的快速获得大量的用户或者是做某个垂直行业的。

A3: 每个领域都有价值，只要能深挖客户的痛点和需求。

A4: 我们强调价值的创新。首先是企业往外的流程；其次是流程内的价值最大化；再往后是互联网的数据和金融。

A5: 我们认为有价值的 SaaS 公司是，在细分产业内的地位，能否做到前三名。

Q:SaaS 标的估值高，公司如何选择标的

A:我认为赢销通和 EC 的估值并不高。两个公司是细分领域内的龙头公司。赢销通的 SaaS 是盈利的，未来每年有 50% 的增长。EC 虽然目前不盈利，但是每年有很快的增长速度，盈利是迟早的事情。目前麦达做的不是盈利，而是要的行业地位。公司力争做到中国行业第一。

Q:企业级 SaaS 的服务成功关键？

A:赢销通是做垂直领域的，成功要素是，最大化的了解这个领域。专业的认知。EC 是泛行业的，成功的关键是客户的增速，第二是客户的留存率。第三是客户 ARPU 的提升。这三个指标的逐渐提升，可以逐渐帮助公司跨国盈亏平衡。

Q:麦达数字后续收购及其整合？

A:整合有几种，包括技术、业务、战略的整合。平台类的公司，具备的特点是，数据打通，可延展性。只要数据打通，就可以了解的营销需求，因此就可以拿到企业的广告代理业务。另外，要有分享的功能，要提供统一的开发工具。

Q:EC 和赢销通的盈利？

A:EC 本身是有销售的，去年有 5,000 多万的销售额，今年预计有 1 亿左右的销售额。亏损主要是研发投入。我们更看重用户数和销售规模。

麦达数字和 EC 的投资对赌有 3 点，第一，订单收入；第二，新客户的增长率；第三，用户留存率。传统软件卖的是所有权，SaaS 卖的是使用权，未来只是等待的盈亏平衡点。

赢销通的业务增长来自于新客户的增长，第二来自于产品的扩展；第三，全球化的扩张。

Q:三家数字营销公司被收购后，如何整合？

A:我们收购的公司，目前在客户层面已经开始了融合。包括与赢销通的融合。salesforce 是从 SaaS 向数字营销进行扩张。这也证明了数字营销与 SaaS 的关系。salesforce 通过 360 度获得消费者数据，

Q:赢销通的协同？

A:赢销通是做垂直行业的垂直领域，我们和客户的关系是长远的、战略性的。客户还有很多其他的 HR、oa 相关的需求，这些未必是赢销通擅长的。但是麦达数字会在 SaaS 的其他领域进行布局。当我们的客户有其他的 SaaS 需求时，我们可以和麦达投资的公司，进行共同的客户服务。

Q:为何中国美国的 SaaS 市场差距如此大？

A:中国的 SaaS 领域还未完全被开发。中国的中小企业数量，在 IT 上面的投入，未来都会有很大的发展。而目前来看，美国的中小企业，很多寿命只有 10-15 年，而中国的中小企业只有 2.5 年左右。随着中国中小企业的成长，未来他们会更加关注 SaaS 服务。中国中小企业过去都比较传统，还未完全接受付费、数据安全性等问题。

Q:EC 接受腾讯、用友的战略投资？

A:腾讯是我们社交资源的战略投资人。用友有财务软件和 ERP，是我们在 SaaS 产业链中重要的合作伙伴。

Q:EC 所在的行业，做 CRM 的企业很多，包括 BAT、用友金蝶等。公司如何看待行业竞争格局？

A:BAT 进入的是企业协同，但是并没有进入 CRM。目前号称的轻量 CRM，主要是链接员工。EC 强调的是，触达客户。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371