



SAAS 服务渐行渐近，外延拓展继续可期

2016.01.19

强烈推荐

(维持)

传媒行业

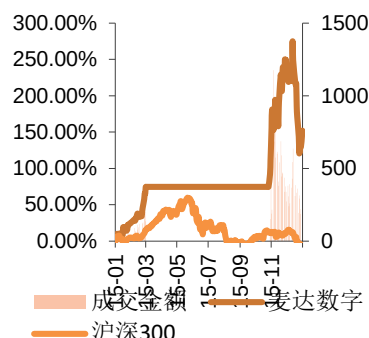
张磊(分析师) 肖明亮(研究助理)
电话: 020-88831187 020-88831179
邮箱: zhanglei@gzgzhs.com.cn xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310514080003 A1310115100005

事件: 公司于1月18日发布公告:实际控制人陈亚妹女士将先行向赢销通提供9000万元贷款,在借款期限内且赢销通满足投资条件后(若不满足条件时公司可选择继续投资),公司将向赢销通投资。公司投资不超过9300万元持有赢销通10%的股权。

点评:

- **高效执行力, SAAS 标的渐露头角:** 此次投资涉及标的赢销通成立于2007年,专注于为消费品行业的客户提供企业营销管理领域的解决方案,核心产品涵盖渠道管理平台 winDMS、移动销售管理平台 winSFA、移动会员管理平台 winCRM,目前正在大力拓展 SaaS 2.0 业务,旨在为客户提供标准化、高性能的品牌商-分销商-终端门店的端到端一站式解决方案。我们认为从确定转型数字营销到企业级 SAAS 标的崭露头角,公司管理团队均展示了高效的工作效率和战略执行能力,公司管理层在数字生态产业链上凭借清晰战略布局和高效的执行能力推进项目落地、强化资源整合。
- **SAAS 服务渐行渐近,后续外延继续可期:** 公司由数字营销领域布局延伸企业级 SAAS 服务并最终打造数字生态产业,战略清晰,执行高效。盘活传统资产带来增量利润和现金流,授信额度宽松+实际控制人持股50%以上,外延依然具备广阔空间,数据和技术类公司将是公司布局的重点,选定赢销通作为储备标的意味着在 SAAS 领域迈出了坚定的一步,携手和君、海印及丰富的专家资源,后续值得期待。2B 端企业数据服务行业方兴未艾,公司进入数字营销领域并延伸企业级 SaaS 服务,积极外延,实现数字营销与数据分析服务的协同和促进。
- **盈利预测与估值:** 预计公司15-17年摊薄EPS为0.03、0.30、0.19元,当前股价对应662、55、87倍PE。考虑到公司战略清晰、转型坚决,后续并购外延动作依然可期,公司拟投资赢销通在 SAAS 服务领域迈出坚定一步,拥抱万亿级 SAAS 服务市场,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。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
麦达数字	-24.8	44.35	44.35
传媒行业	-24.5	-16.3	-20.3
沪深300	-16.9	-12.5	-24.6

基本资料

总市值(亿元)	84.8
总股本(亿股)	5.78
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

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	546.52	439.59	973.15	1087.52
同比(%)	-11.66%	-19.57%	121.38%	11.75%
归母净利(百万元)	14.28	14.64	177.42	110.83
同比(%)	-	2.58%	1111.50%	-37.53%
毛利率(%)	13.88%	19.71%	25.81%	26.83%
ROE(%)	2.84%	1.46%	11.51%	6.87%
每股收益(元)	0.02	0.03	0.30	0.19
P/E	535.93	662.08	54.65	87.49
P/B	15.28	6.54	6.10	5.95
EV/EBITDA	64.16	247.46	37.74	56.87

我们在 12 月 6 日和 12 月 15 日的周报《数字营销转型正热，关注实益达布局 Saas 服务》、《省广股份定标千亿市值，麦达数字布局 Saas 领域》中提示投资者关注麦达数字作为数字营销领域延伸企业级 Saas 服务的稀缺标的，在 12 月 22 日的深度报告《坚定转型数字营销，企业级 Saas 服务成看点》再次强烈推荐麦达数字，坚定看好；在 12 月 28 日的报告《成立数字研究院，打造数字产业生态圈》中再次重申看好公司由数字营销延伸到企业级 SAAS 服务领域的坚定决心和高效执行力，维持强烈推荐评级。

总结我们的投资逻辑如下：①看好公司坚定转型数字营销领域，公司的决心很坚定，收购顺为等三家数字营销公司只是起步，后续并购之路依然将会持续，公司将沿“技术+数据+服务”方向进行深度布局。②我们认为数字营销企业有望凭借数据和技术积累进行产业链延伸，公司是数字营销领域稀缺的致力于布局 B 端大数据分析服务——企业 Saas 级服务领域的标的，公司目标瞄准市值 500 亿，此次向赢销通提供贷款并签署附生效条件的投资协议，意味着在 SAAS 服务领域迈出了可见的坚实步伐。③公司具备丰富的潜力和资源：战略层面，公司携手和君（和君定增参投 6.04%，锁定 3 年），凭借商学院和业内专家的战略把脉将为公司的发展布局有效护航；资金方面，目前公司资产负债率很低（只有 17%），多家银行数亿授信额度尚未使用，同时公司盘活资产将带来 2 亿元左右的增量现金流，实际控制人及其一致行动人在股权增发后持股比例依然超过 50%，后续现金+发股收购依然存在很大的空间；资源方面，和君成为公司的战略合作伙伴，同时引入的业界专家作为公司独董，成立数字研究院，将为公司带来丰富的互联网相关资源，在数据资源方面公司的另一合作方海印股份也在进行大数据资源业务的开发，后续不排除进行数据方面的相关合作。④从估值角度看，公司 2016 年利润水平预计在 1.8 亿元左右，考虑当前股价 16.6 元对应 0.3 元的 EPS，对应 PE 在 55 倍。我们认为估值方面对于公司布局 SAAS 领域依然具备释放股价增长的空间。

盈利方面，公司收购的三家标的对应 2015-2017 年备考利润分别为：2500、1800、1000；3250、2340、1300；4225、3042、1690，维持 30%的增速；公司参股讯友数码（20%股权）2015-2017 备考业绩是：1200、1800、2160 万元；公司传统主业 2015 年利润在 1000 万左右，今年陆续进行资产盘活带来相关收益在 9000-10000 万元；综上所述，对赌公司业绩的备考利润在：5540、7250、9389 万元，假设相关公司在 2016 年初开始并表，不考虑后续的项目并购，我们预计公司 2015-2017 年净利润为：1260、17517、10889 万元，对应 2015-2017 年 EPS（摊薄）为 0.03、0.3、0.19 元；当前股价 16.6 元，对应 2015-2017 年 PE 在 662、55、87 倍。考虑到公司战略清晰、转型坚决；战略高效执行，后续并购外延动作依然可期，同时作为数字营销领域延伸企业 Saas 级服务的稀缺标的，公司在 SAAS 服务领域已迈出坚定一脚，维持强烈推荐。

➤ 借款及投资：

赢销通登记在册的股东为 Winchannel Software Technology Co., Ltd., 法定代表人为崔震。麦达数字实际控制人陈亚妹女士向赢销通提供借款人民币 9000 万元。Winchannel 将其持有的赢销通 25.5% 的股权质押给陈亚妹女士以担保债权的实现。在借款期限内，同时满足下列条件时，公司应投资赢销通，赢销通、Winchannel、崔震应无条件同意公司投资：（1）赢销通的企业类型由外商独资企业变更为内资企业，或公司认可的中外合资企业；（2）赢销通出具了 VIE 架构拆除方案，且该拆除方案经公司书面同意；（3）崔震持有赢销通股权的比例超过 50%；若赢销通并未满足或并未同时满足上述条件的，但公司仍选择对赢销通进行投资的，则赢销通、Winchannel、崔震应无条件同意。在协议约定的投资条件达成的前提下，公司投资不超过 9300 万元持有赢销通 10% 的股权，其中部分用于增资认购赢销通新增注册资本，部分用于受让 Winchannel 持有赢销通的注册资本。

➤ 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。

表 1：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 移动促销管理系统	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和上报	费用低，支持主流手机品牌和多种通信平台；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	及时获取全面的市场一线数据；提高导购促销团队工作效率；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：专注于消费品行业，消费品行业市场为万亿级市场，市场规模及发展空间十分广大，其中食品、饮料等细分行业为抗通胀行业；医药行业属于国家扶持的行业，整体行业处于稳定增长期，且盈利能力不断提升；随着互联网的普及、政策放开，美妆和母婴市场处于快速发展的状态。

行业与客户资源积累：2007 年成立以来一直从事消费品行业营销管理软件相关工作，目前已服务的品牌客户超过 200 多家，其客户主要是国际、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。公司拥有非常坚实的客户基础。在过去三年中，80%的新客户都来自于老客户的推荐。客户的认可和口碑相传是对赢销通解决方案和服务价值的最有力诠释。

研发团队：拥有一支 200 人的研发团队，研发团队成员大多来自微软、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。

管理团队：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。赢销通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，具有丰富的快消行业营销管理经验，对行业均有非常深入的认识和理解。

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。

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	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	357	1568	1731	1806	营业收入	547	440	973	1088
现金	170	1371	1411	1465	营业成本	471	353	722	796
应收账款	142	86	204	241	营业税金及附加	3	3	3	3
其它应收款	11	4	10	14	营业费用	18	18	58	71
预付账款	1	1	2	2	管理费用	42	35	63	65
存货	27	62	47	46	财务费用	-6	0	0	0
其他	6	44	57	37	资产减值损失	13	24	27	32
非流动资产	307	210	134	65	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	3	2	2	投资净收益	1	4	5	7
固定资产	124	56	-21	-94	营业利润	6	11	105	127
无形资产	102	112	113	114	营业外收入	7	5	100	0
其他	81	39	40	43	营业外支出	0	2	2	2
资产总计	664	1778	1866	1871	利润总额	13	15	203	126
流动负债	151	283	267	234	所得税	0	2	27	17
短期借款	6	97	102	68	净利润	13	13	175	109
应付账款	104	144	123	124	少数股东损益	-2	-2	-2	-2
其他	41	43	42	42	归属母公司净利润	14	15	177	111
非流动负债	3	4	6	5	EBITDA	36	34	222	146
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.02	0.03	0.30	0.19
其他	3	4	6	5					
负债合计	155	288	273	238	主要财务比率				
少数股东权益	9	7	5	3	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
股本	461	584	584	584	成长能力				
资本公积	108	950	882	814	营业收入增长率	-11.7%	-19.6%	121.4%	11.8%
留存收益	-66	-51	122	232	营业利润增长率	103.5%	78.1%	819.0%	21.5%
归属母公司股东权益	501	1483	1588	1630	归属于母公司净利润增长率	-	2.6%	1111.5%	-37.5%
负债和股东权益	664	1778	1866	1871	获利能力				
					毛利率	13.9%	19.7%	25.8%	26.8%
现金流量表					净利率	2.3%	2.9%	18.0%	10.0%
单位:百万元					ROE	2.8%	1.5%	11.5%	6.9%
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	ROIC	2.5%	0.8%	10.4%	6.4%
经营活动现金流	4	55	52	104	偿债能力				
净利润	13	15	177	111	资产负债率	23.3%	16.2%	14.6%	12.7%
折旧摊销	23	19	20	20	净负债比率	3.96%	33.64%	37.35%	28.64%
财务费用	-6	0	0	0	流动比率	2.36	5.54	6.50	7.73
投资损失	-1	-4	-5	-7	速动比率	2.18	5.32	6.32	7.53
营运资金变动	-45	35	-141	-19	营运能力				
其它	20	-10	0	-1	总资产周转率	0.71	0.36	0.53	0.58
投资活动现金流	88	87	56	53	应收账款周转率	4.40	3.86	6.71	4.89
资本支出	-9	53	61	63	应付账款周转率	4.17	2.84	5.41	6.44
长期投资	11	50	-8	-11					
其他	87	-16	2	1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-95	1059	-67	-103	每股收益(最新摊薄)	0.02	0.03	0.30	0.19
短期借款	-196	91	5	-34	每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.09	0.09	0.18
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.09	2.54	2.72	2.79
普通股增加	3	123	0	0	估值比率				
资本公积金增加	2	842	-68	-68	P/E	535.93	662.08	54.65	87.49
其他	96	3	-4	-1	P/B	15.28	6.54	6.10	5.95
现金净增加额	-3	1200	41	54	EV/EBITDA	64.16	247.46	37.74	56.87

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
	金娟	(86)13701038621	jinj@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有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究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。