



坚定转型数字营销，企业级 SaaS 服务成看点

2015.12.22

强烈推荐

(首次覆盖)

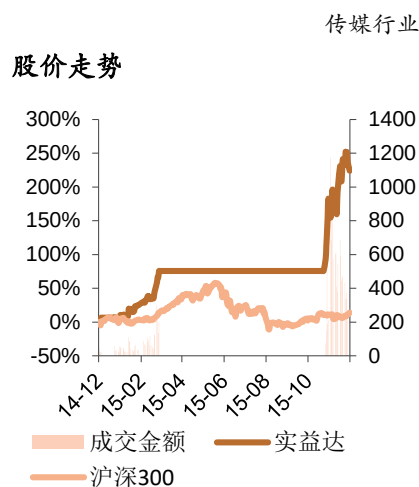
张磊(分析师) 肖明亮(研究助理)
电话: 020-88831187 020-88831179
邮箱: zhanglei@gzgzhs.com.cn xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310514080003

投资要点:

- **有利于市场的观点:** 市场认为数字营销企业目前市值难以超过120亿-150亿,单纯的依靠外延收购难以再次带来兴奋点,我们认为,内生+外延一直是数字营销企业发展的主要路径,在当前数字营销行业呈现店多市隆竞争格局下,市值的突破有赖新的兴奋点,公司转型很坚定,很坚定,很坚定(重要的事情说三遍),外延之举才刚起步,后续沿着“数据+技术+创意”进行外延布局依然值得期待。我们在之前的数字营销专题报告中提到,数字营销行业后续的看点来自于凭借数据和技术的积累向下游延伸,公司是数字营销领域比较稀缺的向企业级数据服务领域布局,致力于打通数字营销与企业级数字服务的稀缺标的, SaaS 服务 B 端领域方兴未艾,看好公司后续在数据分析服务领域积极延伸企业级 SaaS 服务,拥抱千亿级市场。
- **坚定转型,专家把脉布局战略清晰:** 公司坚定转型数字营销领域,收购顺为等只是开始,形成创意优势初步完成产业链落子,后续公司将围绕“数据+技术+创意”持续进行外延布局:引入和君资本、海印进行战略投资以及业内专家担任独董,有望为公司带来丰富项目资源和进行战略梳理;公司盘活资产带来2-3亿现金流和1亿左右利润,银行授信额度充分且公司资产负债率低,增发后大股东持股比例依然高达50%,为后续现金+发股进行外延收购提供丰富空间。
- **以大数据为核心资产,后续延伸企业级 SaaS 服务:** 2B 端企业数据服务还没有出现垄断性企业,行业方兴未艾,第一阶段公司精耕数字营销领域,同时积极布局大数据分析服务领域,瞄准企业级 SaaS 服务千亿级市场。公司将致力于打通数字营销与数据服务,顺为已经开发出 saas 的两款雏形产品,后续将致力于开发 CRM 等功能的 SaaS 服务软件,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:** 我们预计公司 15-17 年摊薄 EPS 为 0.03、0.30、0.19 元,当前股价对应 846、70、112 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,同时作为数字营销领域延伸企业 SaaS 级服务的稀缺标的,拥抱千亿级市场,首次覆盖,强烈推荐。
- **风险提示:** 公司企业级 SaaS 进行不顺利、整合风险、行业增长减速。

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	685.09	846.35	69.86	111.84
P/B	19.54	8.36	7.80	7.61
EV/EBITDA	64.16	326.68	49.87	75.35

现价: 21.22
目标价: 30
股价空间: 40%



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
麦达数字	14.58	84.52	84.52
传媒行业	2.49	31.56	-17.2
沪深300	2.43	16.86	-16.6

基本资料

总市值(亿元)	97.88
总股本(亿股)	4.61
流通股比例	55.31%
资产负债率	17.3%
大股东	陈亚妹、乔昕
大股东持股比例	58.99%

相关报告

*广证恒生传媒行业数字营销专题:程序化+大数据,掘金下游流量变现新模式 20151110

*广证恒生传媒行业周报(20151130-20151206)-数字营销转型正热,关注实益达布局 SaaS 服务-20151206

目录

1. 坚定转型，并购起步后续可期.....	4
1.1 审时度势，盘活资产.....	4
1.2 选好方向，坚定转型.....	5
1.3 “技术+数据+创意”，布局程序化购买.....	6
1.4 主攻数字营销，后续并购可期.....	9
2. 名家齐把脉定向，战略清晰步伐稳健.....	10
2.1 战略梳理清晰，以大数据为核心资产.....	10
2.2 携手和君、海印，引入专家独董.....	11
3. 数字营销店多市隆，企业 Saas 级服务成后续看点.....	11
3.1 店多市隆，数字营销行业竞争逐步激烈.....	11
3.2 下游延伸，探索数据流量变现新模式.....	12
3.2.1 凭借技术与数据积累延伸产业链是趋势.....	12
3.2.2 Saas 市场扩容持续，企业级 saas 将快速增长.....	12
3.2.3 以数据资产为核心，延伸企业 Saas 级服务.....	13
4. 盈利预测与估值.....	14
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1 2011 年实益达第一次转型进入 LED 领域.....	4
图 2 实益达第二次转型进入数字营销领域.....	4
图 3 公司资产盘活规划进程.....	4
图 4 我国互联网广告市场及增速（亿元、%）.....	5
图 5 我国移动广告市场增长迅猛（亿元、%）.....	5
图 6 程序化购买交易结构.....	6
图 7 中国程序化购买规模（亿元、%）.....	6
图 8 美国程序化购买规模（亿美元、%）.....	7
图 9 中国程序化购买规模（亿元、%）.....	7
图 10 2014 年投放规模靠前细分行业及增速情况.....	8
图 11 汽车行业互联网广告投放持续增长.....	8
图 12 标的公司历史及预测营业收入（万元）.....	9
图 13 标的公司业绩承诺（万元）.....	9
图 14 公司本次配套募资项目（万元）.....	9
图 15 公司后续并购方向.....	10
图 16 实际控制人持股比例依然超过 50%.....	10
图 17 公司负债率维持低位.....	10
图 18 公司后续战略布局.....	11
图 19 云计算服务的三个层次.....	12
图 20 全球云服务市场规模（亿美元）.....	13
图 21 Saas 市场规模占比遥遥领先.....	13
图 22 企业级 Saas 服务市场占比将提高.....	13
图 23 企业级 saas 市场规模预计快速增长.....	13
表 1 二三线城市广告预算增加意愿比例高（%）.....	5
表 2 公司稳健布局转型.....	5
表 3 各方积极参与程序化购买.....	7
表 4 投资/收购标的的情况概要.....	8

1. 坚定转型，并购起步后续可期

1.1 审时度势，盘活资产

公司前期主营业务是EMS消费电子产品，2011年公司第一次转型进入了LED照明领域，而随着LED领域产能过剩竞争激烈，公司业绩进入一定的瓶颈期，有鉴于这一背景，公司管理层锐意进取谋求转型。在传统业务EMS电子代工和LED照明领域，公司会将这二块业务进行资产证券化，争取新三板挂牌。目前公司已经启动2家参股和控股公司的新三板挂牌事项，汇大光电已于2015年10月取得股转公司的受理通知，参股公司电明科技挂牌进度也在持续推进中。公司将继续盘活上市公司存量资产，将增加上市公司利润1亿，增加现金2亿，公司逐步转向轻资产公司转变。

图1 2011年实益达第一次转型进入LED领域

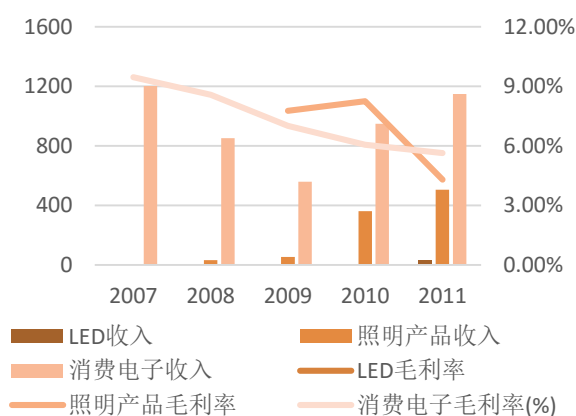
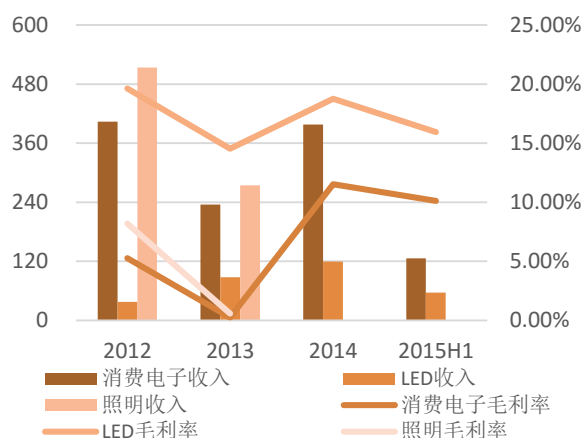


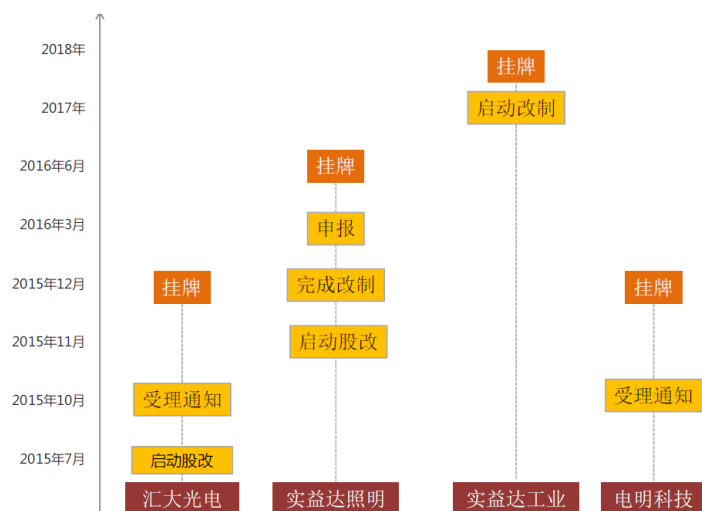
图2 实益达第二次转型进入数字营销领域



资料来源：Wind、广证恒生

资料来源：WIND、广证恒生

图3 公司资产盘活规划进程

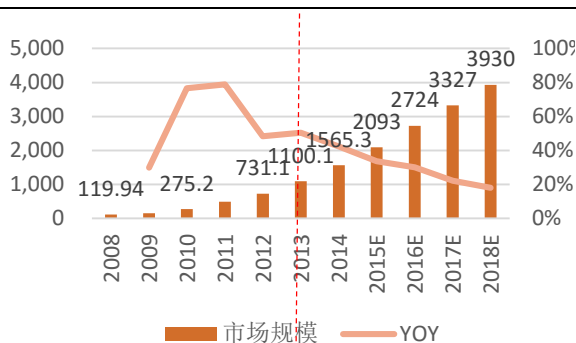


资料来源：公司公告、广证恒生

1.2 选好方向，坚定转型

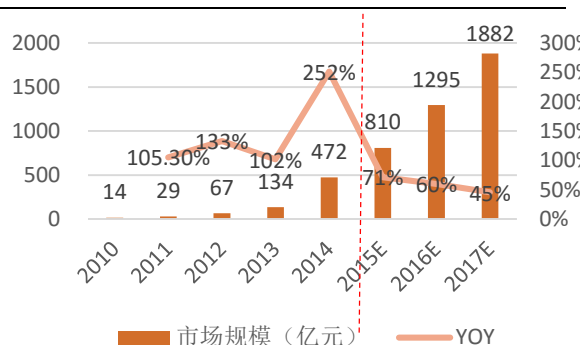
数字营销依然是高增长的朝阳行业：随着用户媒介接触习惯的变迁，聚焦点已经由传统的电视、报纸等向互联网转移，互联网尤其是移动互联网已经成为人们接触的最核心媒介。用户跟着网络走而广告主跟着用户，营销服务的重点已经迁移到线上，数字营销成为未来广告领域最核心的趋势。2014年，我国网络广告市场规模达到 1565 亿元，已超过电视广告成为第一大广告市场。随着用户向线上迁移，品牌广告主等也正在迁移广告投放领域，预计到 2018 年我国网络广告市场有望接近 4000 亿元。从地域来看，增长引擎主要来自二三线城市数字营销兴起，随着一线城市的竞争日趋激烈，而二三线城市经过较长时间的培育正在成为数字营销孵化增长的重要引擎；从广告终端来看，增长主要来自移动端的增长，PC 端向移动端迁移正在成为趋势，智能手机的普及以及高速网络的加快推广，手机媒体正在成为最受关注和聚焦的媒体，移动端广告市场到 2018 年有望突破 2000 亿，超过 PC 端市场。

图4 我国互联网广告市场及增速（亿元、%）



资料来源：艾瑞、易观、广证恒生

图5 我国移动广告市场增长迅猛（亿元、%）



资料来源：艾瑞、易观、广证恒生

表 1 二三线城市广告预算增加意愿比例高 (%)

项目	2015 重点投放区域	最先考虑增加营销费用区域	最先考虑减少营销费用区域
北上广深	59%	31%	43%
计划单列市和省会城市	90%	70%	17%
地级市	69%	38%	28%
县级市	20%	11%	30%
乡镇、村等农村地区	0%	0%	13%

资料来源：CTR、广证恒生

谋定后动，坚定转型：2011-2013 年市场环境变化公司调整消费电子业务为小而美的业务模式，确保健康运营和盈利，将公司 LED 照明业务作为重点业务之一，进入 2014 年传统业务毛利率下滑，瓶颈凸显，公司规划进军互联网领域和资本市场并购整合的运作，2015 年初公司增加了互联网业务和大数据业务，意味着公司后续将在这个领域谋求发展突破，5 月公司投资讯友数码切入到移动数字营销领域，7 月公司进一步收购了顺为、奇思、利宣三家数字营销公司，进一步确立了转型数字营销，挖掘数据资产的业务方向。

表 2 公司稳健布局转型

时间	事件
2011-2013	因市场环境的变化，公司调整了发展策略，拟逐步将 EMS 业务收缩调整为“小而美”（规模小、运营健康、盈利）的业务单元，将公司 LED 照明等自主品牌业务作为重点培育的价值增长点。

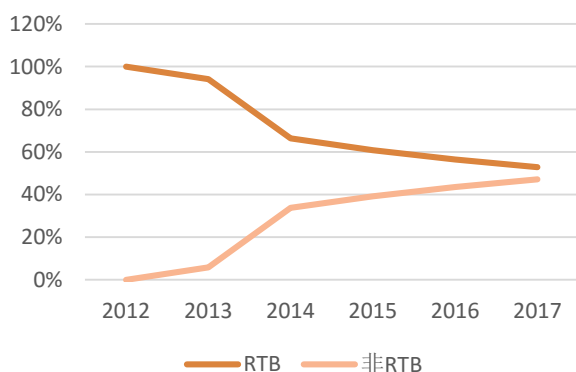
2014 年度	公司规划借助投资并购和互联网技术的力量，优化公司的业务结构，提高公司的盈利能力和核心竞争力。
2015.1.13	公司变更业务经营范围，增加互联网网上贸易与服务、互联网投资；数据处理和数据存储服务，大数据分析商业应用；
2015.5.19	2040 万增资讯友数码 20% 股权，后者专注于移动互联网的数字营销服务，基于社交媒体与 APP 类媒体渠道，为品牌广告主提供无线整合营销、品牌策略咨询、创意咨询、互动传播、市场推广等服务，目前主要客户为汽车类、电商类品牌广告主。业绩承诺：2015-2017 年归母净利润不低于 1200、1800、2160 万元。
2015.7	公司宣布将收购顺为、奇思国际、利宣三家数字营销公司。
2015.12.8	公司更名为麦达数字，凸显转型决心。

资料来源：公司公告、广证恒生

1.3 “技术+数据+创意”，布局程序化购买

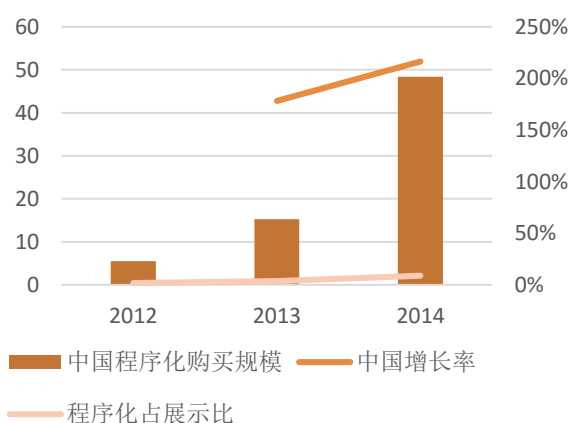
程序化购买是行业发展方向：程序化购买技术的出现是对于广告主与媒体的双赢：广告主较低成本获得了目标人群，媒体提高资源利用效率，有效整合利用了长尾流量。随着第三方数据的积累和逐步开放合作，大数据分析提高精准性促使大数据营销落地，将进一步推进程序化购买。同时，除 BAT 还有不少的广告交易平台，不同的交易平台之间存在一定的竞争，作为独立的程序化购买平台，凭借其独立性有望获得市场份额。而且，我们认为品牌广告主向线上迁移构成了行业规模进一步增长的重要动力，而品牌广告主对于优质媒体和优质流量的需求，将促使更多非 RTB 的交易开展，从而能够绕开广告交易平台，带来程序化购买的发展机会。

图1 程序化购买交易结构



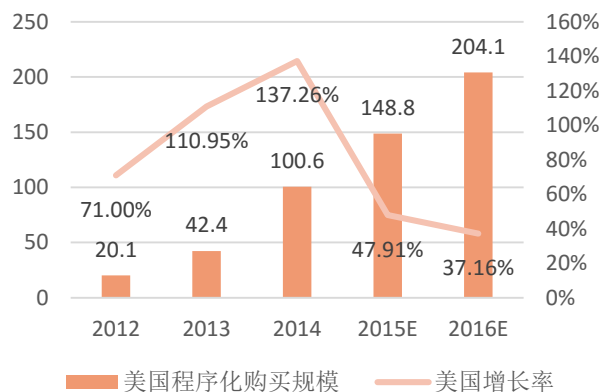
资料来源：eMarketer、广证恒生

图7 中国程序化购买规模（亿元、%）

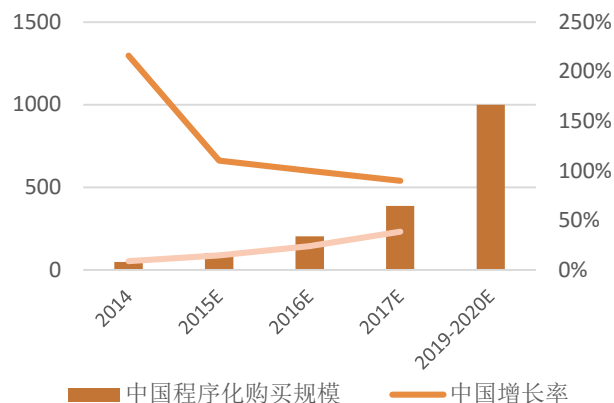


资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

2014 年，美国程序化购买规模达到 101 亿美元，增速达到 137.3%，程序化购买占美国数字广告市场 20%，占美国展示广告市场 45%，**预计 2016 年美国程序化购买规模将达到 204.1 亿美元，约占网络广告规模 30%**。而我国 2014 年程序化购买规模 48.4 亿元，尚不到美国的 10%，占我国数字广告市场规模仅 3.2%，占 2014 年展示广告规模约 8.85%。随着移动媒体逐渐壮大为核心媒体之一，移动媒体分散化、碎片化特点突出将利于移动程序化购买，我国数字营销领域程序化尤其是移动端程序化购买依然有极大的增长空间。借鉴美国数字营销的发展路径，我国程序化购买将继续呈现爆发式增长的趋势，预计到 2017 年我国程序化广告规模有望达到 387 亿元，达到展示广告规模的 38.5%。而如果以美国市场对标来看，那么到 2019-2020 年左右程序化购买市场规模将超过 1000 亿规模。

图8 美国程序化购买规模（亿美元、%）


资料来源：eMarketer、广证恒生

图9 中国程序化购买规模（亿元、%）


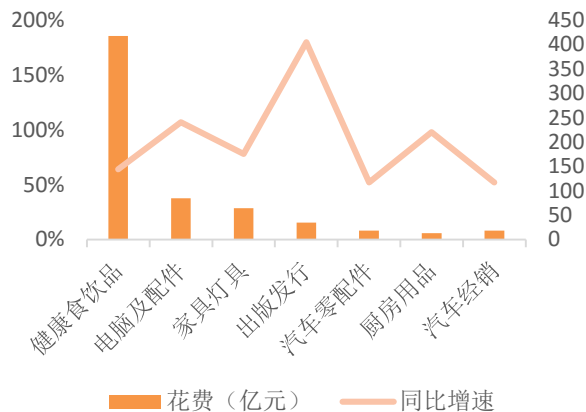
资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

表3 各方积极参与程序化购买

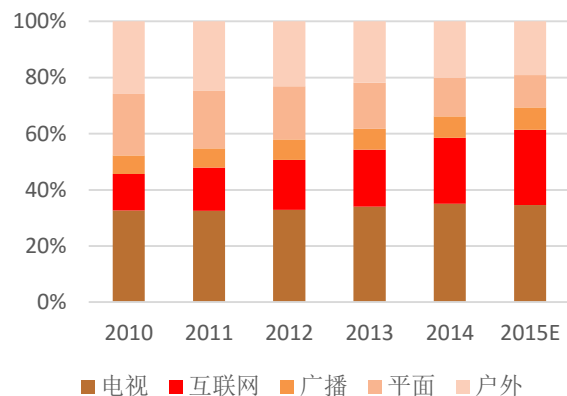
项目	说明
广告主	亿滋国际率先宣布将所有视频广告进行程序化购买，并在2016年将视频程序化购买的投入提高至总营销预算的50%。未来预计将会有更多大型广告主跟进。
媒体	百度宣布BES将支持更多交易模式（如私有交易市场）；淘宝在近两年开放了近四倍的程序化购买资源，至今已有50%的资源支持程序化购买，其中不乏优质资源；优酷土豆在2014年推出包括智能预留、优先交易、实时竞价三种模式在内的程序化售卖体系；搜狐视频、优酷土豆、乐视网、迅雷、风行网等数十家国内知名视频网站或移动端对接淘宝Tanx，开放资源进行程序化购买。
平台	品友互动推出PDB模式，并成功将其应用到实践中；国内多家DSP也实现了与优酷土豆、爱奇艺PPS、PPTV、新浪视频、暴风影音等众多主流视频网站以及多家视频交易平台对接；大数据营销平台智子云也实现了与淘宝Tanx视频资源的全面对接。

资料来源：华扬联众、广证恒生

品牌广告主带来数字营销增长引擎：用户跟着网络而广告主跟着用户，随着大众聚焦的媒体逐渐由传统媒体转移到线上，以及PC端逐渐向移动端迁移，网络营销尤其是移动营销成为营销服务市场领域的重要增长级。而品牌广告主逐渐增加对网络广告的投放成为拉动互联网营销增长的重要引擎。2014年电视媒体细分行业广告投放规模靠前的主要是快消品和汽车等品牌广告行业，品牌广告主继续加大广告投放规模同时将向网络端倾斜，以汽车行业为例，其网络投放比例逐年提高。我们认为，快消品和汽车等品牌广告行业广告投放将逐渐向互联网迁移，品牌广告主成为拉动数字营销进一步增长的重要引擎。这将使得那些拥有丰富品牌广告主资源、拥有丰富创意及运作经验的企业将充分受益。

图10 2014年投放规模靠前细分行业及增速情况


资料来源：尼尔森、广证恒生

图11 汽车行业互联网广告投放持续增长


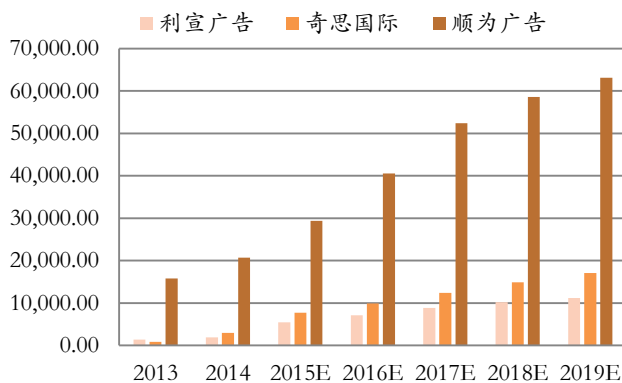
资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

布局程序化购买，深耕品牌广告主客户：公司于今年5月投资控股讯友数码，初步进入到移动营销领域，通过收购顺为、奇思、利宣初步完成了“全案数字营销服务+创意策划+社会化媒体营销服务”的产业格局。公司在数字营销领域紧紧围绕“创意+技术+数据”的战略进行发展和布局。公司收购的标的来看，参股讯友数码符合未来移动端市场大规模扩容带来的增长；**从广告客户资源来看，**旗下公司深度扎根汽车、电商、快消等大体量广告投放的品牌广告主，具有垂直领域的沉淀，尤其以奇思国际为例，其在汽车创意领域处于领先地位，未来随着品牌广告主进一步向网络端迁移公司充分受益；**从公司管理层来看，**公司将成立数字营销集团，由张伟担任 CEO 统筹公司数字营销业务，管理层涵盖了第一代数字创意人、数字广告人以及社交营销人，具有丰富的行业经营和管理经验以及资源。公司紧随行业发展趋势，着手布局程序化购买领域，同时为迎合品牌广告主对于创意设计和策划的需求，公司布局数字创意交易平台，同时发力媒介端，打造移动媒介交易平台。我们认为，随着收购标的的落地以及配套项目的开展，公司“全案整合营销服务+程序化交易平台+创意策划、设计和交易+媒介资源”的较为完善的数字营销产业链。

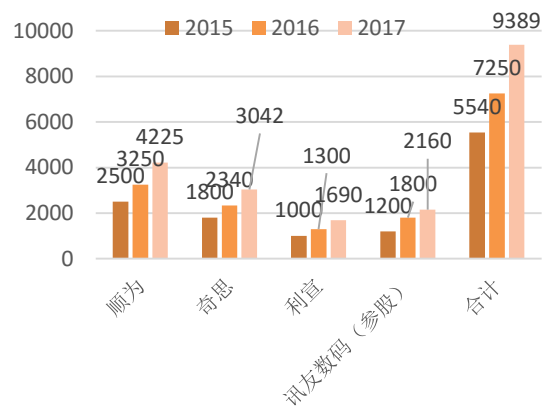
表4 投资/收购标的情况概要

时间	主营业务	主要客户
讯友数码	品牌广告主移动端整合营销服务商	为汽车类、电商类品牌广告主服务
顺为	全案类数字营销服务提供商	品牌广告主，快消、金融、家电、电商等行业的领导品牌
奇思	全套市场营销创意策略服务	汽车行业的领导品牌
利宣	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	4A 公司与品牌广告主，主要广告主群体为快消、服饰、美妆、奢侈品等行业的优秀品牌。

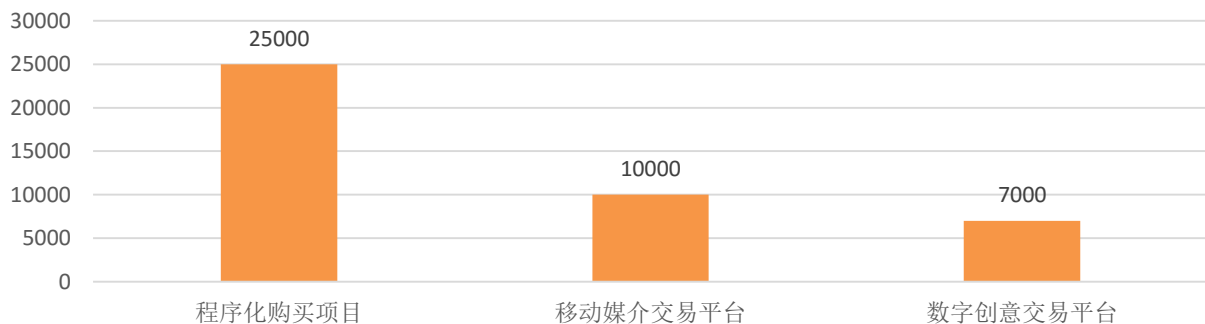
资料来源：公司公告、广证恒生

图12 标的公司历史及预测营业收入（万元）


资料来源：公司公告、广证恒生

图13 标的公司业绩承诺（万元）


资料来源：公司公告、广证恒生

图14 公司本次配套募资项目（万元）


资料来源：公司公告、广证恒生

1.4 主攻数字营销，后续并购可期

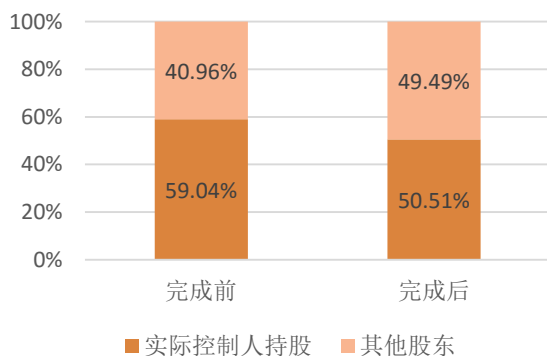
公司近期更名为麦达数字，体现了坚定转型的决心。公司在数字营销领域的“内生+外延”发展才刚开始，后续一系列外延并购仍将持续。公司将沿着“技术+创意+数据”方向不断完善和深化产业链布局：技术端沿着 DSP、DMP 和 SSP 进行内生外延、数据端寻求掌握流量入口和移动端数据流量、创意端布局技术创意公司以及创新营销技术与 IP。我们认为公司内生、外延发展战略清晰，步伐稳健。同时从公司条件来看，具备坚实的外延基础。①重组及配套融资完成后，实际控制人持股依然超过 50%，为后续发股收购奠定了基础；②随着主业进行资产盘活，目前公司资产负债率不到 20% 的低位水平，公司尚有数家银行的授信额度可供使用，举债融资渠道丰富；③公司与资本机构保持密切联系，此次定增引进和君作为战略投资，后者在互联网领域有望为公司带来丰富资源。④公司逐步盘活资产，转向轻资产公司；将原有主业挂牌新三板，从而实现轻资产运营，并且盘活获得 2-3 亿现金。上述条件使得公司具备资金实力和标的资源进行股权+现金结合的外延收购。

图15 公司后续并购方向



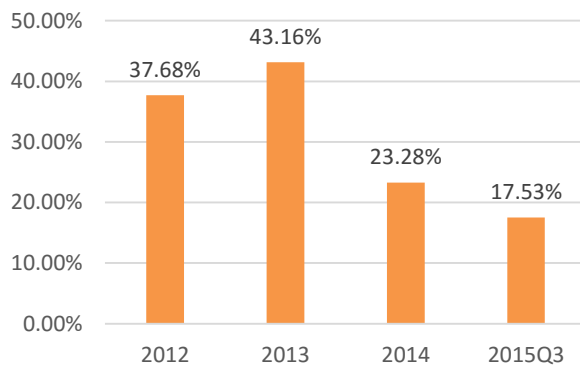
资料来源：公司公告、广证恒生

图2 实际控制人持股比例依然超过50%



资料来源：公司公告、广证恒生

图17 公司负债率维持低位



资料来源：公司公告、广证恒生

2. 名家齐把脉定向，战略清晰步伐稳健

2.1 战略梳理清晰，以大数据为核心资产

公司确定了以大数据作为战略转型的重要方向，第一阶段以大数据为基础，通过精准投放提高企业运营效率，拓展数字营销和精准营销业务；第二阶段，公司将由数字营销延伸企业 SaaS 级服务，深耕 S 层，进而后续延伸到 P 层；第三阶段，公司将致力于打造企业数据生态，通过“数据”打通到企业的“生产、制造、采购、发货”等环节，满足消费者的定制化需求。

图18 公司后续战略布局



资料来源：公司公告、广证恒生

2.2 携手和君、海印，引入专家独董

携手和君、引入专家独董梳理战略规划：公司此次定增携手和君集团，和君集团以咨询业务为主体，和君咨询为亚洲最大的咨询公司之一，其优势在于优秀的战略管理与规划，为资本业务提供项目研判和投资机会，资本为咨询业务强化品牌力道、创新盈利模式。此外，公司引入曹军波（艾瑞集团研究院院长）和马旗戟（阿里研究院学术委员会委员、曾任尼尔森高级副总裁）为公司独董，并定期发布行业发展报告。牵手和君、引入顶级行业专家，有利于为公司发展梳理清晰战略和脉络，利于公司战略落地和业务方向。

海印战略入股，双方数据有望合作：公司确立了以大数据为未来的战略方向，此次定增引入了海印作为战略投资，今年9月17日，海印股份与杭州数云信息启动“海印·大数据”项目致力于整合公司线上线下多触点数据源，包括客流监控系统、Wi-Fi 系统、商户信息收集系统JDE、公司自主研发的商业 O2O 行业应用工具——聚客宝、公司旗下各商场的收银系统及海印生活圈等平台资源，构建以客户为核心、符合公司未来战略发展要求的“大数据”管理平台。双方均以大数据为战略转型的有力支撑，此次海和投资战略入股将有望建立双方业务合作关系，后续有望在大数据领域进一步协同合作。

3. 数字营销店多市隆，企业 SaaS 级服务成后续看点

3.1 店多市隆，数字营销行业竞争逐步激烈

数字营销行业高速增长的态势使得众多企业纷纷转型进入，在媒介、技术、数据、创意等各个方面企业持续加码整合资源，程序化购买领域众多企业也是大力布局开发相关技术平台，目前行业内已经呈现店多市隆的局面，数字营销行业竞争将逐步趋于激烈。而随着广告主对广告投放效果的要求越来越高，重视用户体验减少用户干扰也成为广告服务的重要方向，我们认为外延并购依然是行业和企业发展的方向，行业集中度将继续提高。而随着越来越多体量和规模较大的公司被陆续收购，市场上大体量的数字营销公司将越来越难寻找，我们认为，随着广告主对于海外广告投放需求增长，越来越多的企业开始布局海外营销业务，后续并购整合的目光或许也将朝向海外，数字营销行业有望寻找海外优质的技术类、数据类等相关公司进行收购整合。而在移动端，正如三年前看互联网营销，不久也将有一批新的体量比较大的标的快速成长起来，从而为外延并购提供项目源。

3.2 下游延伸，探索数据流量变现新模式

3.2.1 凭借技术与数据积累延伸产业链是趋势

通过网络流量导流进行流量变现是传统的互联网流量变现模式，然而越来越多的企业通过流量与客户资源积累开始逐步进入下游领域，从而分享互联网下游发展增值的成果。数字营销服务商衔接广告主与媒体端，积累了丰富的客户资源和数据流量资源，而大数据分析又能够精准描绘用户画像，从而能够深入分析消费者的兴趣、结构等等，通过这一优势，营销服务商直接参与到下游商业环节。同时，产业链上下游透明度还比较低，后续提高透明度是趋势，中游将面临来自上下游的挤压，平台公司向下游进行延伸能够有效吸收这类风险。

3.2.2 SaaS 市场扩容持续，企业级 saas 将快速增长

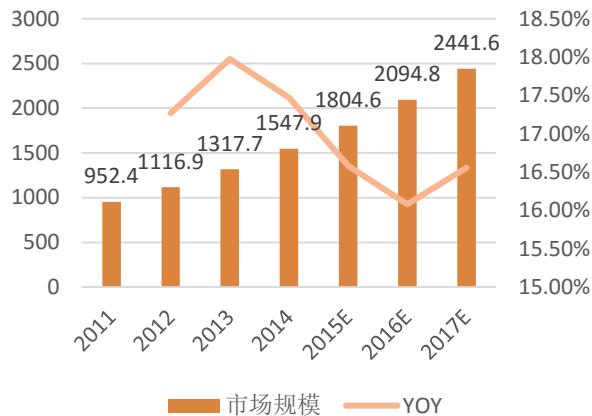
数据资产越来越成为企业的核心资产，云计算也在国家政策中愈加被重视，虽然我国数据分析与服务相对国外起步较晚，但是在市场规模增长方面依然维持强劲增速。行业需求正在由买“计算机设备”到买“计算服务”转变，国内技术的快速发展和企业服务购买方由大型公司向中小型公司转变，更多的企业由自建转向租用使得 SaaS 服务市场空间扩容，销售和渠道环节作为每个企业的必备环节，SaaS CRM 服务对企业产生了强大吸引力，带来相关领域的发展机会。

图19 云计算服务的三个层次

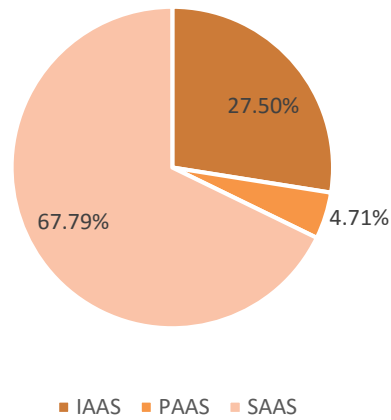


资料来源：公司公告、广证恒生

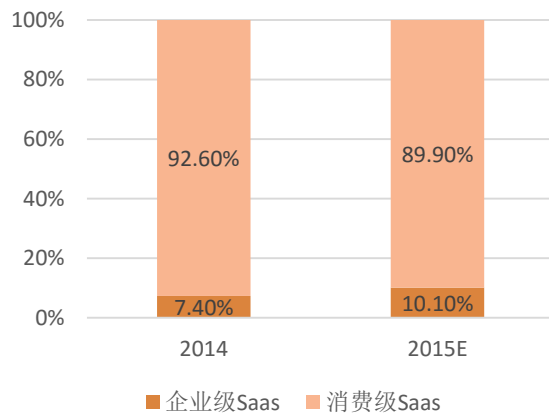
全球来看，2014 年全球云服务市场规模突破 1500 亿美元，而其中 SaaS 级服务市场规模占比超过 67%，SaaS 服务市场规模依然是云服务市场增长的核心部分。我国云服务产业发展相对落后于美国和西欧，全球市占率从 2011-2013 年分别为：3.2%、3.7%、4%，随着我国市场需求崛起，后续市占率有望进一步提升。我国企业级 SaaS 服务市场规模达到 118 亿元，随着企业对 SaaS 认可度和接受度的提升，企业运营效率提升需求更加强烈的情形下，企业级 SaaS 服务市场将快速增长，预计今年能够达到 200 亿元规模。而从 SaaS 级服务市场结构来看，目前消费级 SaaS 服务依然占据主流，但是企业级 SaaS 服务有望继续提高占比，预计 2015 年企业级 SaaS 服务占比达到 10.1%，依然存在很大的增长空间。

图20 全球云服务市场规模 (亿美元)


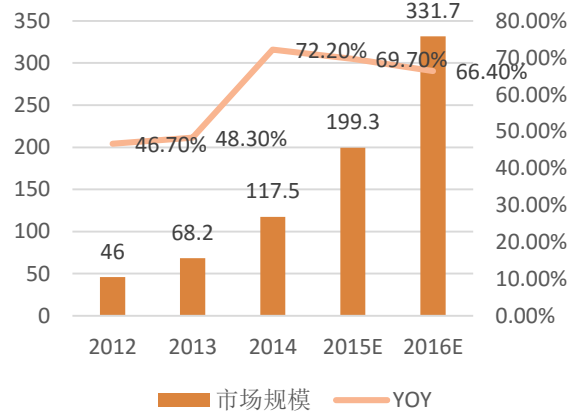
资料来源: Gartner、广证恒生

图21 SaaS市场规模占比遥遥领先


资料来源: Gartner、广证恒生

图22 企业级SaaS服务市场占比将提高


资料来源: 易观智库、广证恒生

图23 企业级saas市场规模预计快速增长


资料来源: 易观智库、广证恒生

3.2.3 以数据资产为核心，延伸企业 SaaS 级服务

公司更名麦达数字，确立了以数字资产为未来公司的核心资产的战略目标，后续收购重点探索技术类和数据类的公司。公司以数字营销为出发点，延伸到企业级 saas 服务领域。公司将基于现有广告客户提供新增服务：促进广告转化为实际销售，形成销售闭环，参与业务分成。随着包括品牌广告主在内的客户群体对于投放策略时效性要求更高，根据市场销售数据数据实时反馈调整广告投放策略，根据广告投放促进产品销售，从而形成销售闭环。通过数据连接数字营销与企业级 SaaS 服务，基于广告主营销数据、消费者需求数据向销售、生产制造、活动管理等环节拓展。公司将提前布局一些基于 SaaS 的企业级营销服务工具类的公司。

2015 年作为企业级数据服务元年，具有爆发潜力。SaaS 服务以前主要是 ERP、OA 等，目前 SaaS 服务已经多样化，从 PC 端到移动端的覆盖，具有广阔的前景和多样性。目前 SaaS 服务领域尚未出现垄断性企业，市场相对分散，具有不错的发展前景。此外，劳动力成本持续上升和互联网基础设施和

服务的普及，驱动企业级市场的兴起；公司自成立以来一直服务于企业客户，公司有服务企业客户的基因。基于此，公司首先确定了面向企业提供服务。公司的服务系统产品将解决产品由厂家到客户的过程中网络转化率低的现实情况，如对于品牌主而言，当门店信息不充分时，会出现 A 门店配货过多，B 门店却进货不及时等问题。所以，**公司的服务系统致力于解决三个问题：①帮助厂家（如快消品）通过互联网提供渠道管理；②对于终端门店提供门店管理；③提供移动端的 CRM 管理。打造 SaaS 企业管理平台的重点在于：通过 SaaS 平台，将终端门店、一二级批发商、经销商等纳入系统，实现线下流通渠道互联网化、移动化，提高货物流程效率；将销售数据及门店数据收集起来作分析，反向优化初始广告创意及投放策略。公司选择 CRM 领域切入，致力于收集数据的同时对数据进行加工分析，运营模式主要考虑以通过公司终端下单，参与门店销售提成，对于品牌广告主、经销商和门店进行品牌促销相应费用的提成。**

公司的战略是由数字营销顺势延伸 SaaS 领域，二者的协同在于：数字营销针对企业 B 端，但是 SaaS 同时会接触到企业 B 和 C 端，数字营销需要用 C 端的流量服务 B 端的广告主，比如通过在线客服帮助企业提供服务，同时也可以跟 C 端进行交流数据的收集。**公司在数字营销延伸 SaaS 领域已有初步积累，顺为有自主研发的两款产品，实现功能主要是投放效果的检测，消费者行为检测。**现在是完全免费地提供给目前服务的品牌广告主，它也是一种 SaaS 雏形。数字营销与 SaaS 不是割裂的，而是一个自然而然的延伸。未来数字营销甚至可以做到 C 端，C 端用了公司这个平台之后可以让就近的终端门店进行配送。过程中平台下将会积累很多数据，这个数据基础允许公司提供很多衍生服务：可以延伸到一级、二级经销商，甚至延伸到终端门店的数字营销，比如附近区域居民具体想要买什么饮料，什么酸奶，就可以具体到饮料，酸奶厂家的精准营销。

未来公司希望通过 S 层的积累向 P 层延伸。未来企业级服务将以数字营销为突破口和基础层进行延伸，基于 SaaS 的企业级服务市场服务类别多样化，未来公司企业级服务将依托数字营销进行延伸。互联网营销只是企业级服务市场的一部分，公司会延展服务类型、拓展服务项目。顺为的 2 款产品已具有企业级服务 SaaS 的形态，顺为自主研发的 MFM 和 MFX 两款产品主要监测广告主在互联网广告投放效果以及消费者行为监测，下一步将会向一些营销工具进行延伸，包括帮助广告主提升销售转化率、营销效果等。未来公司将基于广告主营销数据、消费者需求数据，打造企业数据生态；依据消费者的定制化需求，反向引导广告主内部的生产制造、供应链和物流等，实现柔性生产。公司将会建立统一的数据平台，通过数据将数字营销与企业级 SaaS 服务连接起来。

4. 盈利预测与估值

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，很坚定，很坚定！将陆续盘活资产转向互联网领域，公司此次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。③公司具备丰富的潜力和资源：战略层面，公司携手和君资本，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，和君资本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，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正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。

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；公司传统主业今年利润在 1000 万左右，明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 21.22 元，对应 2015-2017 年 PE 在 846、70、112 倍。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，同时作为数字营销领域延伸企业 SaaS 级服务的稀缺标的，首次覆盖，强烈推荐。

5. 风险提示

- (1) 数字营销行业发展增速放缓；
- (2) 外延并购整合不达预期；
- (3) 原有主业亏损拖累公司业绩；
- (4) 企业 SaaS 级服务发展不达预期。

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	685.09	846.35	69.86	111.84
其他	96	3	-4	-1	P/B	19.54	8.36	7.80	7.61
现金净增加额	-3	1200	41	54	EV/EBITDA	64.16	326.68	49.87	75.35

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。