



转型数字营销，打造“互联网+商业价值”引擎

投资要点

- **事件：**日前，我们与实益达管理层就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **从电子行业到互联网，困顿中坚定转型决心。**实益达于 1998 年成立，2007 年在中小板上市，公司营业收入主要来自于 EMS 消费类电子，2011 年开始进入 LED 照明领域。EMS 业务因主要是为国际品牌商提供制造、供应链等方面的服务，受制于品牌商的自身业务整合、收缩中国制造规模、向不发达国家、地区转移的市场策略影响，近年来快速萎缩，相关资产大量闲置。LED 虽然行业前景广阔，但产品同质化严重，引发企业间的恶性竞争，导致产品价格与毛利率持续下降，整个行业进入微利时代，公司亦面临较大的业绩压力。公司从 2014 年便下定决心转型，全力进军数字营销领域和企业级 SAAS 服务市场。

- **并购顺为广告、奇思广告和利宣广告，参股讯友数码，打造数字营销全产业链。**公司通过外延式并购已初步形为全产业链、全媒体、一站式数字营销服务架构。

顺为广告：作为全案类服务商，是上市公司数字营销产业链的主体部分。顺为广告在门户网站、垂直网站、视频网站、搜索引擎等传统互联网媒体渠道方面优势突出，具备通畅稳定、长期合作的优质媒介资源。

奇思广告：作为创意策略类服务商，将为产业链提供强大的创意与策略驱动力。同时，奇思广告具备对接平面及户外媒体、电视电影媒体、传统互联网媒体等不同媒体类型与数字端口的经验和能力。

利宣广告：作为社会化营销服务商，目前服务的品牌广告主达到 70 家。

讯友数码：作为移动端营销服务商，有利于公司在移动端的数字营销业务拓展。

- **估值与评级：**预测公司 2015-2017 年归母净利润分别为 0.11 亿元、2.15 亿元和 1.48 亿元，对应 2016-2017 年的 PE 分别为 40 倍和 58 倍。考虑到公司作为从传统行业新转型的数字营销公司，且在产业链布局方面思路清晰坚定，未来继续扩展布局完全可以预期，长期战略规划亦有清晰蓝图，后续进军企业级 SAAS 服务市场将打开巨大成长空间，我们首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**并购子公司或存在整合风险、业绩实现或不及预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	546.52	517.32	1266.24	1613.78
增长率	-11.66%	-5.34%	144.77%	27.45%
归属母公司净利润(百万元)	14.28	11.03	215.02	147.89
增长率	-92.39%	-22.70%	1848.54%	-31.22%
每股收益 EPS(元)	0.03	0.02	0.47	0.32
净资产收益率 ROE	2.50%	2.06%	15.22%	9.42%
PE	598	774	40	58
PB	16.76	16.40	6.26	5.67

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 田明华

执业证号: S1250515060001

电话: 021-68415819

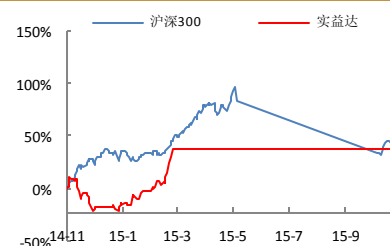
邮箱: tmhwa@swsc.com.cn

联系人: 贾明乐

电话: 021-68415526

邮箱: jml@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.61
流通 A 股(亿股)	4.54
52 周内股价区间(元)	6.48-18.52
总市值(亿元)	77.68
总资产(亿元)	6.23
每股净资产(元)	1.09

相关研究

目 录

1 实益达：从电子行业到互联网，困境中坚定转型	1
1.1 主业萎缩，确立数字营销转型方向	1
1.2 交易标的高管持股，且将出任要职，为公司转型保驾护航	2
2 布局全产业链，打造一站式数字营销服务商	4
2.1 顺为广告：国内领先的“全案”数字营销服务商	4
2.2 奇思广告：一流的创意策略提供商	5
2.3 利宣广告：优秀的社会化营销服务提供商	6
3 长期志在打造基于 SaaS 的企业级服务提供商	9
3.1 盘活资产，备足现金继续并购	9
3.2 募投资金加码，补足广告技术能力	9
3.3 长期志在 SaaS，力争打造中国的 Salesforce	11
4 盈利预测与估值	13
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司历年营业收入及增速情况（百万元）	1
图 2: 公司历年净利润及增速情况（百万元）	1
图 3: 公司营业收入构成情况（2014 年）	1
图 4: 公司营业利润构成情况（2014 年）	1
图 5: 实益达发展历程	2
图 6: 实益达数字营销架构	4
图 7: 顺为广告收入及对赌情况（万元）	4
图 8: 顺为广告净利润及对赌情况（万元）	4
图 9: 顺为广告收入构成情况（2014 年）	5
图 10: 顺为广告收入地域分布（2014 年）	5
图 11: 奇思广告收入及对赌情况（万元）	6
图 12: 奇思广告净利润及对赌情况（万元）	6
图 13: 奇思广告收入构成情况（2014 年）	6
图 14: 奇思广告收入地域分布（2014 年）	6
图 15: 利宣广告收入及对赌情况（万元）	8
图 16: 利宣广告净利润及对赌情况（万元）	8
图 17: 利宣广告收入构成情况（2014 年）	8
图 18: 利宣广告收入地域分布（2014 年）	8
图 19: 实益达旗下子公司资产证券化计划	9
图 20: 实益达长期发展规划	10
图 21: 中国网络广告市场规模及预测（亿元）	11
图 22: 中国移动广告市场规模及预测（亿元）	11
图 23: 企业级服务投资占比（TMT）	11
图 24: 2014 年中国 SaaS 业务分布	11
图 25: Salesforce 发展大事记	12
图 26: 实益达长期发展规划	12

表 目 录

表 1: 发行股份及支付现金方式支付交易对价具体情况	3
表 2: 本次重组及配套融资完成前后股权结构	3
表 3: 利宣广告的社会化媒体营销服务范围更广	7
表 4: 利宣广告的部分优质品牌客户	7
表 5: 本次募集配套资金的用途	10
表 6: 实益达可比公司估值水平比较（元）	13
附表: 财务预测与估值	14

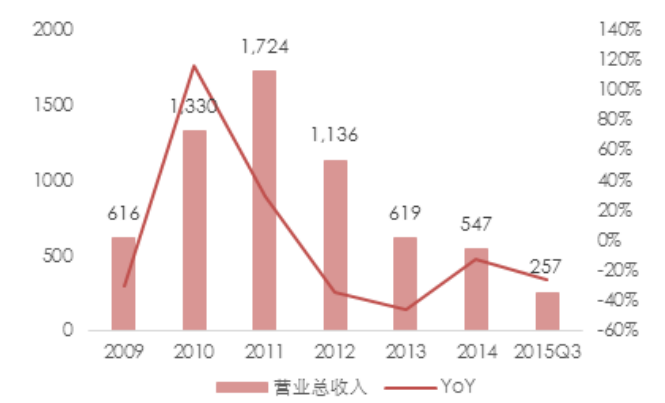
1 实益达：从电子行业到互联网，困境中坚定转型

1.1 主业萎缩，确立数字营销转型方向

实益达于 1998 年成立，2007 年在中小板上市，公司营业收入主要来自于 EMS 消费类电子，2011 年开始进入 LED 照明领域。公司 EMS 业务因主要是为国际品牌商提供制造、供应链等方面的服务，受制于品牌商的自身业务整合、收缩中国制造规模、向不发达国家、地区转移的市场策略影响，近年来公司 EMS 业务快速萎缩，相关资产大量闲置。LED 虽然行业前景广阔，但产品同质化严重，引发企业间的恶性竞争，导致产品价格与毛利率持续下降，整个行业进入微利时代，公司亦面临较大的业绩压力。

2015 年前三季度，公司实现营业收入 2.57 亿元，同比下降 25.87%，实现归属于上市公司股东的净利润 278.84 万元，同比下降 66.04%。

图 1：公司历年营业收入及增速情况（百万元）



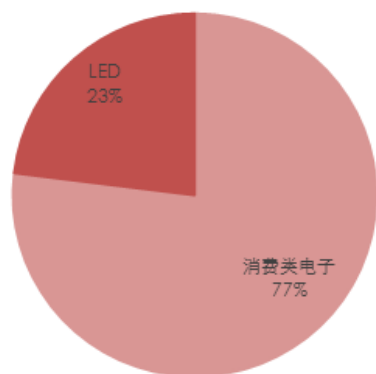
数据来源：Wind，西南证券

图 2：公司历年净利润及增速情况（百万元）



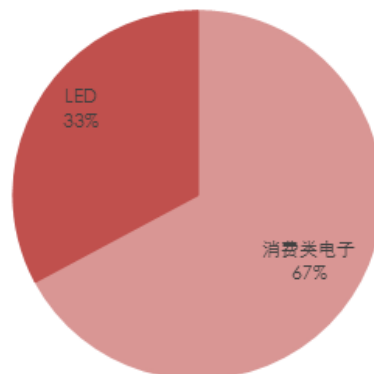
数据来源：Wind，西南证券

图 3：公司营业收入构成情况（2014 年）



数据来源：公司公告，西南证券

图 4：公司营业利润构成情况（2014 年）



数据来源：公司公告，西南证券

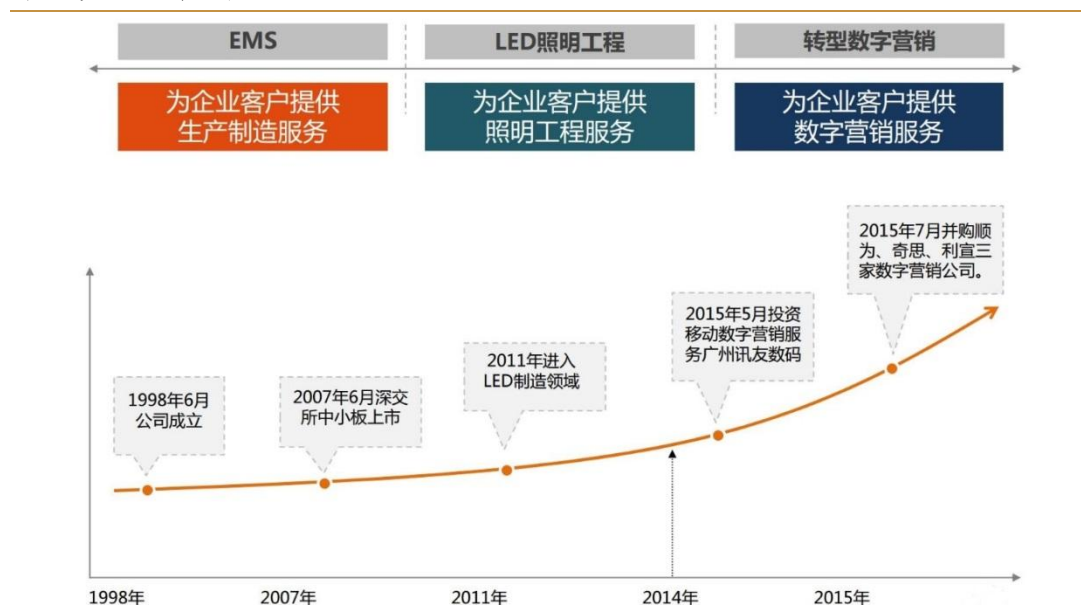
公司于 2014 年便确立了向互联网转型的发展战略，成立产业互联网部门，通过人才引进的方式，配备了一支经验丰富的互联网技术团队，同时又投资成立了产业并购基金-九派凯阳，九派凯阳将主要围绕公司的战略规划进行产业整合和投资并购。

经过多番考察，公司决定以数字营销的产业并购作为突破口，从传统行业切入到互联网。2015年5月，公司以自有资金2040万元增资讯友数码，完成后持有其20%的股权。后者目前主要客户为汽车类和电商类品牌广告主，为其提供无线整合营销、品牌策略咨询、创意咨询、互动传播、市场推广等服务，帮助品牌广告主通过移动端广告投放及效果监测。

讯友数码2015年承诺净利润为1200万元，整体估值为1.02亿元。业绩承诺方面：2016年净利润不低于2015年经审计净利润的150%，2017年净利润不低于2016年经审计净利润的120%。

2015年7月，公司启动发行股份及支付现金方式购买顺为广告、奇思广告和利宣广告100%股权的重大资产重组事项，通过对标的的整合，将有利于公司打造一条贯穿于创意策略及内容制作、技术支撑及平台研发、媒体投放及监测优化、线下活动策划执行等数字营销全产业链的服务品牌，同为公司的营收结构也将转变为以互联网为主。

图 5：实益达发展历程



数据来源：公司公告，西南证券

1.2 交易标的高管持股，且将出任要职，为公司转型保驾护航

公司发布股份及支付现金收购顺为广告、奇思广告和利宣广告的具体方案如下，三家公司的管理层在交易后均持有上市公司股份，锁定期为12至36个月不等，且均需保证核心高管和技术骨干过渡期内及交割日起至36个月内持续任职，并尽力使员工保持稳定。

姚俊选择获取现金对价而非股权对价的形式转让其所持有的全部顺为广告股权是因为其有独立从事程序化交易业务方面的初步意向。从顺为广告离职前，姚俊主要负责顺为广告财务、融资、市场宣传等方面的工作，离职不会对顺为广告未来经营产生不利影响，主要是由于顺为广告的核心竞争力体现在通过长期的项目经验积累而形成的丰富的品牌广告主资源、全案类数字营销公司的规模优势、通畅的媒介合作资源、良好的市场声誉与卓著的行业影响力，且姚俊已出具不得从事与顺为广告相同或类似的业务（不含程序化交易业务）的承诺函。

表 1：发行股份及支付现金方式支付交易对价具体情况

标的资产	交易对方	持有标的资产股权比例	交易对价	支付方式	
				现金	股份
顺为广告 100%股权	姚俊	50%	1.505 亿元	1.505 亿元	0 股
	张伟	50%	1.625 亿元	0 元	21,049,222 股
合计		100%	3.13 亿元	1.505 亿元	21,049,222 股
奇思广告 100%股权	伏虎	65%	1.638 亿元	0.126 亿元	19,585,492 股
	逢淑涌	25%	0.63 亿元	0.504 亿元	1,632,124 股
	曹建华	10%	0.2520 亿元	0.126 亿元	1,632,124 股
合计		100%	2.52 亿元	0.756 亿元	22,849,740 股
利宣广告 100%股权	袁琪	55%	0.3850 亿元	0.217 亿元	2,176,166 股
	张晓艳	45%	0.3150 亿元	0.063 亿元	3,264,248 股
合计		100%	0.7 亿元	0.28 亿元	5,440,414 股

数据来源：公司公告，西南证券

公司董事长为陈亚妹，总裁乔昕，两人为夫妇，在重组前合计持有公司 59.04%的股权，重组后仍持有 50.51%的股权，保证了对公司的控制权。同时，张伟（原顺为广告），伏虎、逢淑涌、曹建华（原奇思广告），袁琪、张晓艳（原利宣广告）也都将跻身前十大股东。

表 2：本次重组及配套融资完成前后股权结构

股东名称	重组及配套融资完成前		重组及配套融资完成后	
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
陈亚妹	22,008.51	47.75%	22,008.51	37.68%
乔昕	5,204.91	11.29%	7,492.70	12.83%
张伟			2,104.92	3.60%
伏虎			1,958.55	3.35%
逢淑涌			163.2124	0.28%
曹建华			163.2124	0.28%
袁琪			217.6166	0.37%
张晓艳			326.4248	0.56%
海和投资			3,488.37	5.97%
诚通投资			686.0465	1.17%
季子投资			581.3953	1.00%
益瑞投资			280.1162	0.48%
薛桂香	41.00	0.09%	81	0.14%
陈世蓉			20	0.03%
其他股东	18,836.64	40.87%	18,836.64	32.25%
总股本	46,091.06	100.00%	58,408.72	100.00%

数据来源：公司公告，西南证券

公司在接下来也将成立数字营销集团，由张伟担任 CEO，伏虎担任 COO，吴捷担任 CCO，增加标的公司之间的协同效应，实现内生式的增长。

图 6：实益达数字营销架构



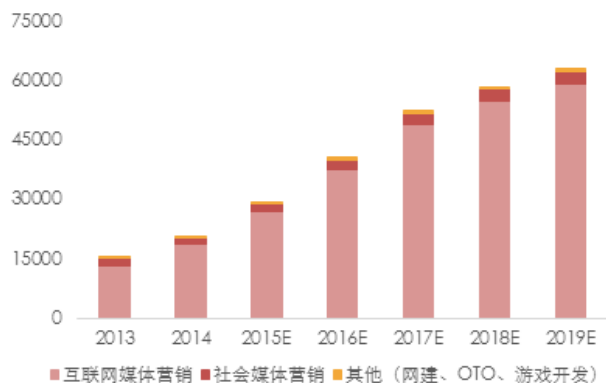
数据来源：公司公告，西南证券

2 布局全产业链，打造一站式数字营销服务商

2.1 顺为广告：国内领先的“全案”数字营销服务商

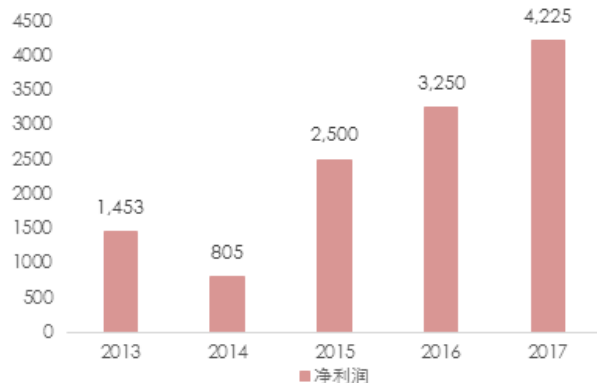
顺为广告是一家全案类数字营销服务提供商。从产业链的角度来看，顺为广告能为广告主提供数字营销策略规划、创意设计、内容制作、媒体投放、营销效果监测等覆盖数字营销整个业务链条的营销服务。顺为广告目前主要细分市场客户为品牌广告主，主要广告主群体为快消、金融、家电、电商等行业的领导品牌，如贝因美等。

图 7：顺为广告收入及对赌情况（万元）



数据来源：公司公告，西南证券

图 8：顺为广告净利润与对赌情况（万元）



数据来源：公司公告，西南证券

从业务类型来看，顺为广告的收入分为两类：1）互联网媒体营销：为广告主提供基于PC端/移动端互联网网页、APP客户端广告投放，搜索引擎关键词搜索的广告投放服务；2）为广告主提供基于微博、微信等社会化媒体平台信息发布的广告投放服务。

互联网媒体营销服务的盈利模式可划分为向广告主收取的代理服务费用与向媒介收取的媒介返点费用。

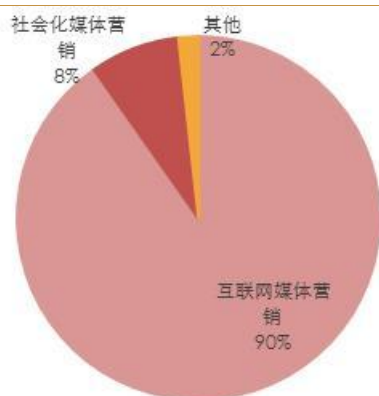
代理服务费用的计费方式通常为：以媒介采购总金额为基数、乘以一定的百分比率，确定服务费用具体金额。该百分比率由顺为广告与广告主协商确定。

媒介返点费用指的是顺为广告与各互联网媒体公司在长期业务合作过程中，形成了一定规模的采购金额的情况下，根据各媒体公司的采购政策，顺为广告可获取的返点费用。顺为广告收取的媒介返点费用在会计入账时按冲减当期营业成本处理。

顺为广告的社会化媒体营销服务内容主要包括社会化媒体账号的代运营和社会化媒体采购服务，服务范围包括策略规划、文案撰写、素材设计、内容制作、传播发布、用户互动（用户答疑、引导用户讨论话题、处理用户投诉等）、社会化媒体舆情监测、媒体资源采购等。

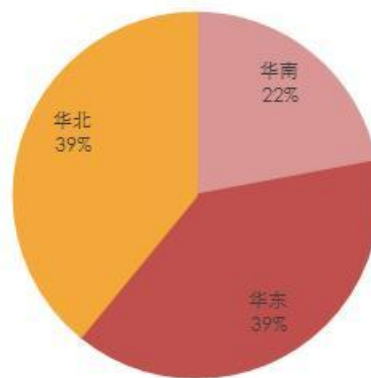
互联网媒体营销在总收入中的占比达到 90%，2014 全年，顺为广告的收入合计达到 2.07 亿元，净利润达到 805 万元，业绩承诺方面，顺为广告承诺 2015-2017 年归属于母公司所有者的净利润分别不低于 2500 万元、3250 万元和 4225 万元。

图 9：顺为广告收入构成情况（2014 年）



数据来源：公司公告，西南证券

图 10：顺为广告收入地域分布（2014 年）



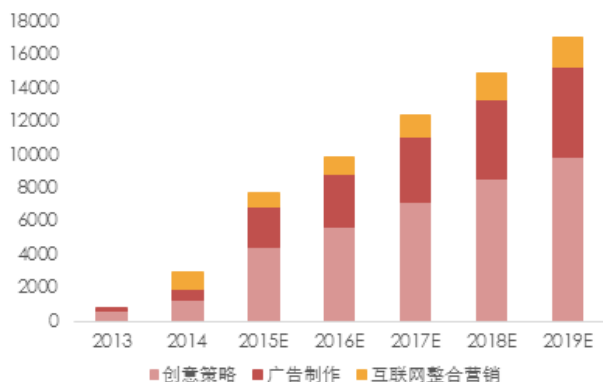
数据来源：公司公告，西南证券

2.2 奇思广告：一流的创意策略提供商

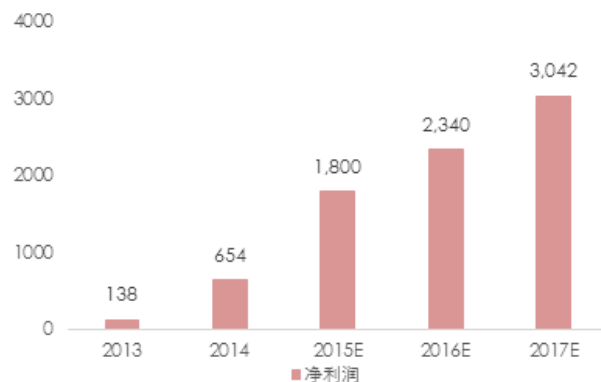
奇思广告的主营业务类型为创意策略服务、广告制作服务和互联网整合营销服务。创意策略服务的具体内容包括但不限于：1）品牌或产品营销策略服务（市场分析、品牌战略定位、传播策略开发、广告营销规划及预算、竞争品牌广告传播策略分析等）；2）创意开发服务（创意概念方案设计、创意基本排版设计、媒体广告方案、数字媒体传播方案等）；3）区域营销策略规划（区域市场分析、区域市场调查、区域营销策略制定、区域传播概念开发等）。

奇思广告的盈利模式是与广告主签订创意策略服务年度框架合作协议，在约定年度内持续向广告主提供创意策略服务，并将合同总金额分摊到每个月收取费用并确认收入。但少数情况下，奇思广告也会与广告主或全案类广告公司签订特定项目创意策略服务合同。广告制作及监制业务的盈利模式主要体现为向广告主收取广告制作费用或广告监制费用。

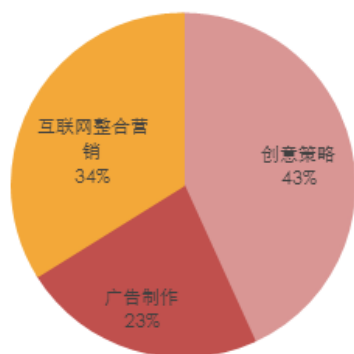
奇思广告的收入主要来自于创意策略提供和广告制作服务，合计占比达到 66%，另外从 2014 年开始也提供互联网整合营销服务。2014 年，奇思广告的收入达到 2969 万元，净利润达到 654 万元，未来三年的业绩承诺为 1800 万元、2340 万元和 3042 万元。

图 11：奇思广告收入及对赌情况（万元）


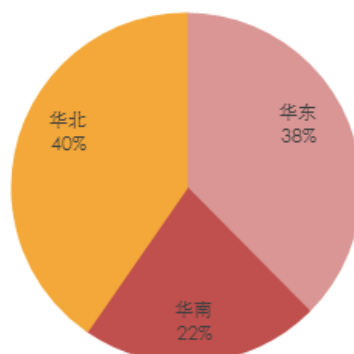
数据来源：公司公告，西南证券

图 12：奇思广告净利润及对赌情况（万元）


数据来源：公司公告，西南证券

图 13：奇思广告收入构成情况（2014 年）


数据来源：公司公告，西南证券

图 14：奇思广告收入地域分布（2014 年）


数据来源：公司公告，西南证券

2.3 利宣广告：优秀的社会化营销服务提供商

利宣广告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，同时应部分客户需要，为客户提供除社会化媒体营销以外的其他媒体渠道营销服务。

与顺为广告相比，利宣广告的社会化媒体营销服务范围更广，主要内容如下表所示：

表 3：利宣广告的社会化媒体营销服务范围更广

主要服务类型	具体服务内容
品牌社交策略策划	提供品牌与互联网平台上的推广策略，包括：平台选择，创意沟通主题，内容制定以及推广方式
品牌活动策划及执行	针对阶段性活动的策略提供并执行，包括：平台选择，创意沟通主题，内容制定以及推广方式
品牌自媒体管理	为品牌提供自媒体（微博，微信帐号等具有人格属性的媒体平台）的策划，运营及优化服务
网络意见领袖策略及执行	提供网络意见领袖的推广建议，与意见领袖的沟通洽谈，执行，及监测和优化
社交媒体会员管理	策划，建立及维护品牌基于社交媒体的会员系统，用于服务消费者关系维护及产品销售
社交电子商务	策划及执行基于社交媒体的电子销售及售后服务与跟踪
网络交互活动的设计与技术搭建	基于推广需求的活动网站的设计，规划及技术搭建

数据来源：公司公告，西南证券

利宣广告的主营业务类型为社会化媒体营销服务与其他媒体营销服务，其他业务包括商品销售、网站建设服务等。目前主要的客户类型为 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。

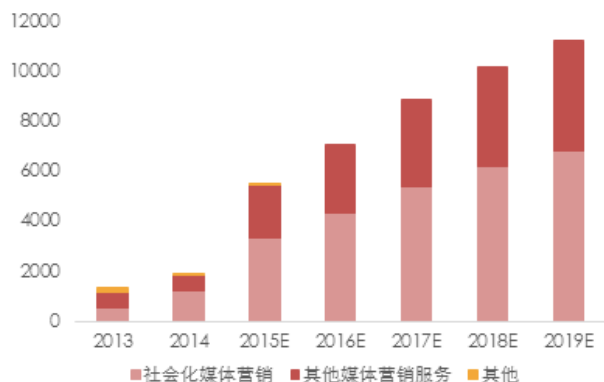
表 4：利宣广告的部分优质品牌客户

行业	有代表性的品牌客户	推广品牌
快消	三得利（上海）食品贸易有限公司	三得利
	歌蒂梵（上海）食品商贸有限公司	歌蒂梵巧克力
服饰	威富服饰（中国）有限公司	LEE 牛仔
	西雅衣家（中国）商业有限公司	C&A 时装
	兴记时尚贸易（上海）有限公司	JKJY 男鞋
美妆	妮维雅（上海）有限公司	优色林
	科蒂商贸（上海）有限公司	兰嘉丝汀
	爱茉莉太平洋贸易有限公司	ETUDE HOUSE
	上海丝芙兰化妆品有限公司	丝芙兰
	乐金生活健康贸易（上海）有限公司	蝶妆
奢侈品	万宝龙商业（中国）有限公司	万宝龙
	唯泰精品购物村（苏州）有限公司	奕欧来
	历峰商业有限公司	朗格手表
	法拉利汽车国际贸易（上海）有限公司	法拉利汽车
家装	庞贝捷管理（上海）有限公司	PPG 大师漆
	紫荆花制漆（上海）有限公司	紫荆花
酒店	喜达屋亚太酒店及度假酒店有限公司	瑞吉酒店
金融	上海陆家嘴国际金融资产交易市场股份有限公司	陆金所
母婴	思童嘉商贸（上海）有限公司	Stokke 婴儿车

数据来源：公司公告，西南证券

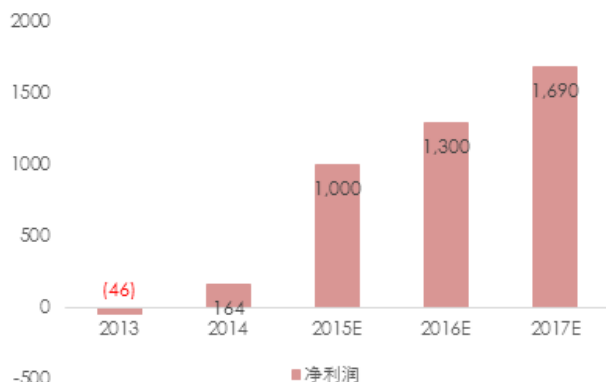
目前，利宣广告服务的品牌广告主达到 70 家，其中服饰 15 家，快消 12 家，美妆 10 家，奢侈品 5 家，汽车、电商等其他行业品牌 28 家。2014 年，利宣广告的营业收入达到 1936 万元，净利润为 164 万元。根据业绩对赌情况，利宣广告 2015-2017 年的净利润为 1000 万元、1300 万元和 1690 万元。

图 15: 利宣广告收入及对赌情况（万元）



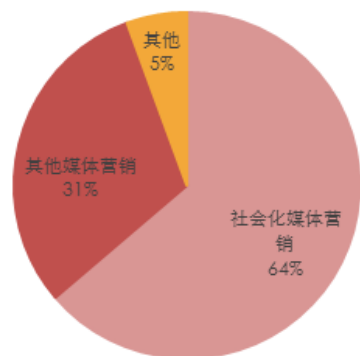
数据来源：公司公告，西南证券

图 16: 利宣广告净利润及对赌情况（万元）



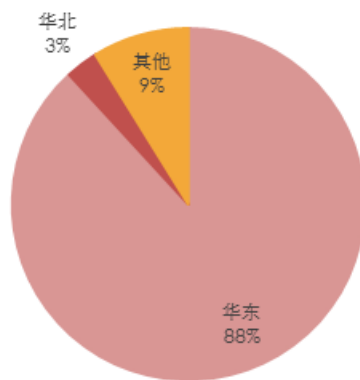
数据来源：公司公告，西南证券

图 17: 利宣广告收入构成情况（2014 年）



数据来源：公司公告，西南证券

图 18: 利宣广告收入地域分布（2014 年）



数据来源：公司公告，西南证券

由于社会化媒体属于新兴媒体，部分 4A 公司并未为此类新兴媒体的营销服务配备专门的运营管理团队，而是将广告主整个互联网媒体营销合同中的社会化媒体营销服务分单给其他专门从事社会化媒体运营活动的数字营销公司。利宣广告通过专注于社会化媒体营销活动服务，获得了部分 4A 公司的主动邀约及分单。

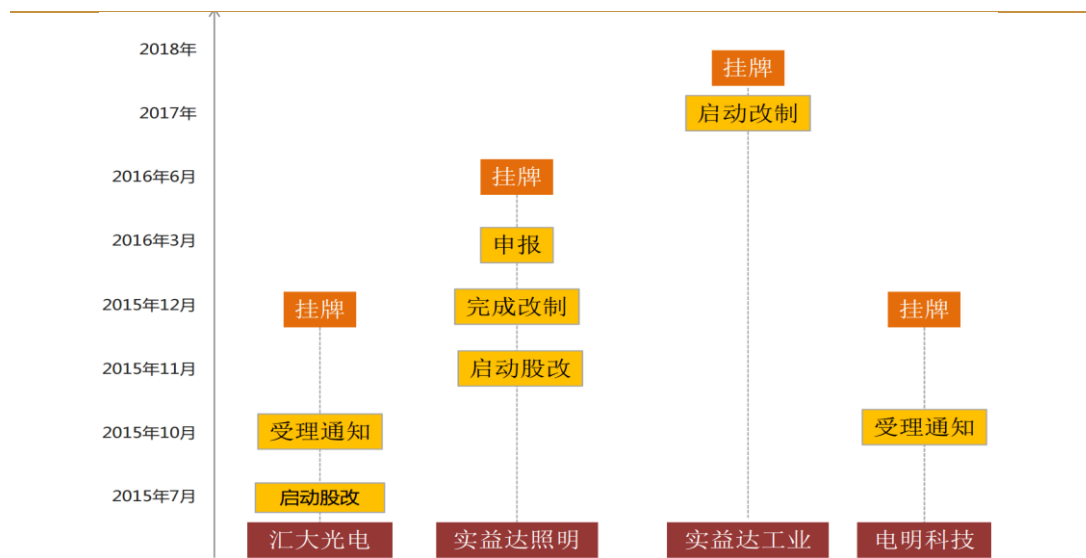
在社会化媒体采购方面，利宣广告目前采购的媒体资源主要是利润附加值较高的社交论坛或自媒体广告位。这主要是由于在向腾讯、新浪采购微信、微博等主流社会化媒体资源时，由于其运营相对成熟，投放渠道相对通畅，利宣广告可以为广告主提供的除媒体投放以外的其他服务内容较少，广告主愿意支付的、除媒体投放费用以外的利润附加值相对较低。

3 长期志在打造基于 SaaS 的企业级服务提供商

3.1 盘活资产，备足现金继续并购

公司未来将主动剥离传统业务资产，备足现金，继续并购。公司已于 11 月 9 日公告，拟向深圳市日升投资有限公司出售元通孵化有限公司 100% 的股权，预计将为公司增加现金 2 亿，利润 1 亿。旗下汇大光电、实益达照明、实益达工业、电明科技也将陆续资产证券化，公司后续将逐步转向轻资产公司。

图 19：实益达旗下子公司资产证券化计划



数据来源：公司公告，西南证券

3.2 募投资金加码，补足广告技术能力

本次交易完成后，上市公司已初步形为全产业链、全媒体、一站式数字营销服务架构。三家标的公司及参股子公司讯友数码分别处于数字营销产业链不同位置：

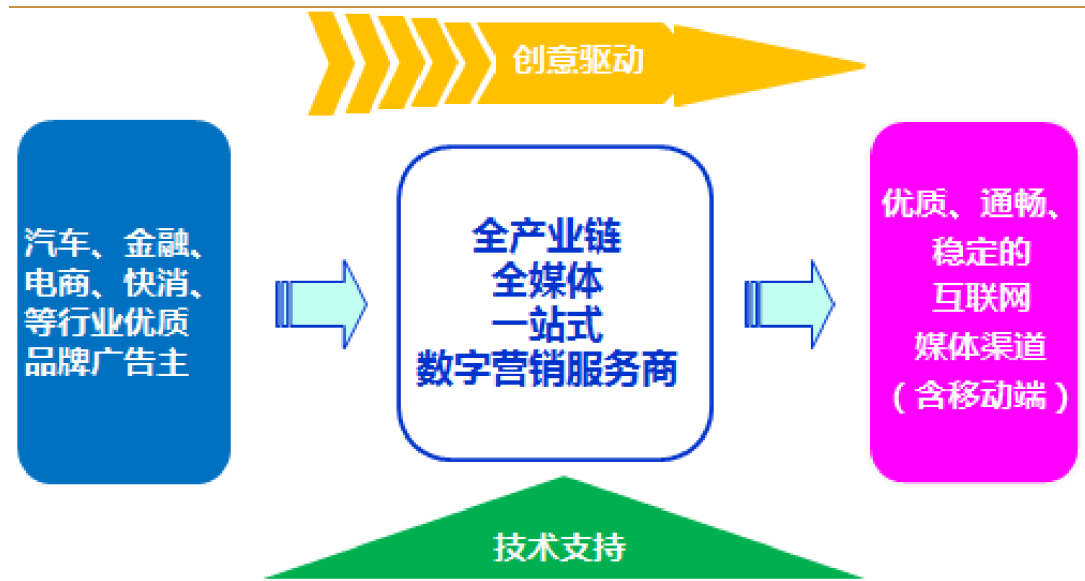
顺为广告作为全案类服务商，是上市公司数字营销产业链的主体部分。顺为广告在门户网站、垂直网站、视频网站、搜索引擎等传统互联网媒体渠道方面优势突出，具备通畅稳定、长期合作的优质媒介资源。

奇思广告作为创意策略类服务商，将为产业链提供强大的创意与策略驱动力。同时，奇思广告具备对接平面及户外媒体、电视电影媒体、传统互联网媒体等不同媒体类型与数字端口的经验和能力。

利宣广告作为社会化媒体营销服务商，有效补充了产业链中的社会化媒体服务部分。

讯友数码作为移动端营销服务商，有利于上市公司数字营销产业链在移动端的业务拓展。

图 20：实益达长期发展规划



数据来源：公司公告，西南证券

同时，上市公司本次拟募集资金投资开发的程序化购买、移动媒介交易平台、数字创意交易平台等项目，将为整个数字营销产业链的发展壮大，提供良好的技术支撑。上市公司在未来也将利用好资本市场的融资优势，在技术、数据、创意方面持续并购布局数字营销产业链实现内生与外延同步增长。

表 5：本次募集配套资金的用途

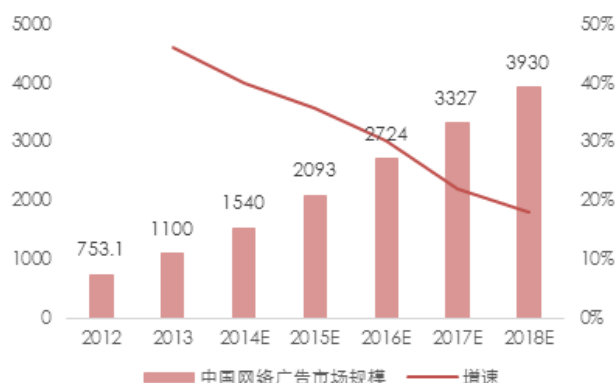
序号	名称	投资金额（万元）
1	现金对价	25,410
2	中介机构费用	2,500
3	程序化购买项目	25,000
4	移动媒介交易平台项目	10,000
5	数字创意交易平台项目	7,000
合计		69,910

数据来源：公司公告，西南证券

从行业背景来看，根据艾瑞咨询的统计，2014 年，中国网络广告市场规模达到 1540 亿元，同比增长 40%，与去年保持相当的增长速度，2015 年预计将过 2000 亿元。在移动端，受智能手机渗透率继续提高，用户习惯从 PC 端转移的影响，移动广告市场规模达到 296.9 亿元，同比增速达 122.1%，发展迅速。

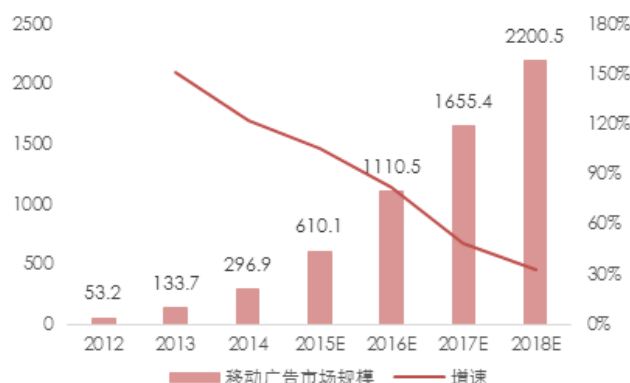
来看，公司还将通过并购切入到企业级营销服务市场，为下一步向 CRM、在线客服、整合效果营销等企业级 SaaS 服务延伸奠定基础。

图 21: 中国网络广告市场规模及预测（亿元）



数据来源: iResearch, 西南证券

图 22: 中国移动广告市场规模及预测（亿元）

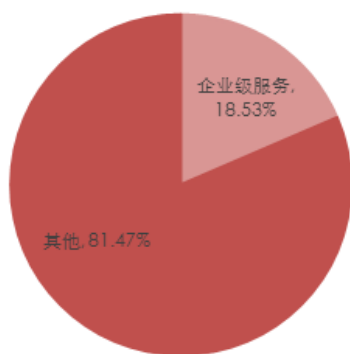


数据来源: iResearch, 西南证券

3.3 长期志在 SaaS，力争打造中国的 Salesforce

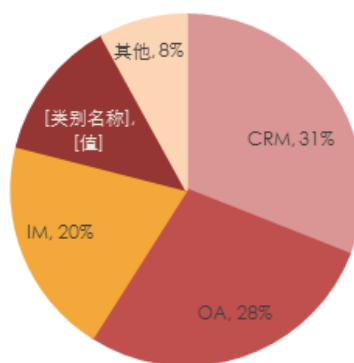
目前，中国中小企业超过 4000 家，基于 SaaS 的企业级服务市场是万亿级的大市场。现金流健康，客户粘性亦好。公司目前已进入对企业服务的数字营销市场，而对企业来讲，销售和拓展新客户是企业营收增长的动力，因此企业对 CRM 十分重视，CRM 企业销售与营销类服务是企业采购重点，2014 年中国 SaaS 企业服务市场当中，销售 CRM 类企业市场规模占比为 31%。未来，公司将持续外延，对标目标为美国 Salesforce。

图 23: 企业级服务投资占比（TMT）



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 24: 2014 年中国 SaaS 业务分布



数据来源: iResearch, 西南证券

Salesforce 成立于 1999 年，总部设在圣弗朗西斯科。Salesforce 是一家全球性的企业软件服务提供商，其基于云计算技术的用户关系管理软件产品受到了企业用户的广泛认可。此外，Salesforce 通过战略收购的断式，将其软件功能不断丰富，并把社交和移动云计算业务延伸至更多领域。2012 年，Salesforce 在财富杂志评选的世界最优秀的 100 家企业中排名第 27。截止 2012 年 12 月 21 日，Salesforce 总市值超过 240 亿美元。

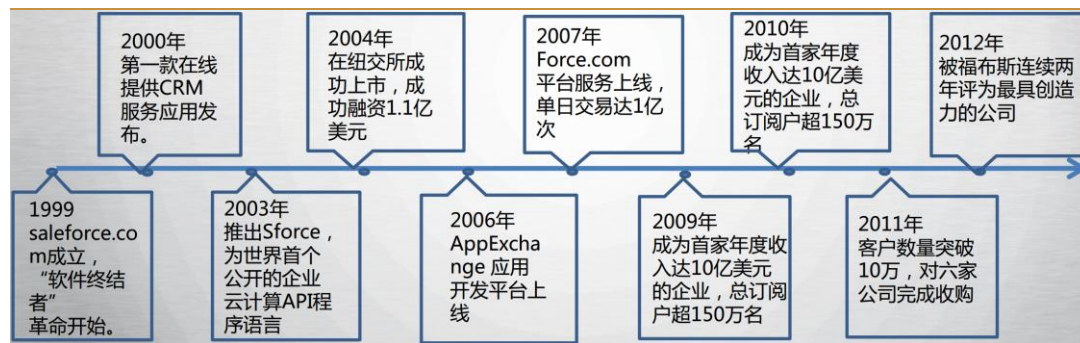
Salesforce 发展可以分为三个阶段：

1999-2005: 第一阶段 Salesforce 主要围绕 CRM 应用功能的不断完善和市场拓展；

2006-2010：第二季度 Salesforce 主要打造其 PaaS 平台，Appexchange、Force.com 和 Heroku 先后上线；

2011-至今：第三阶段 Salesforce 将专注为客户提供 Social Enterprise 的升级服务，开向更多企业应用市场拓展。

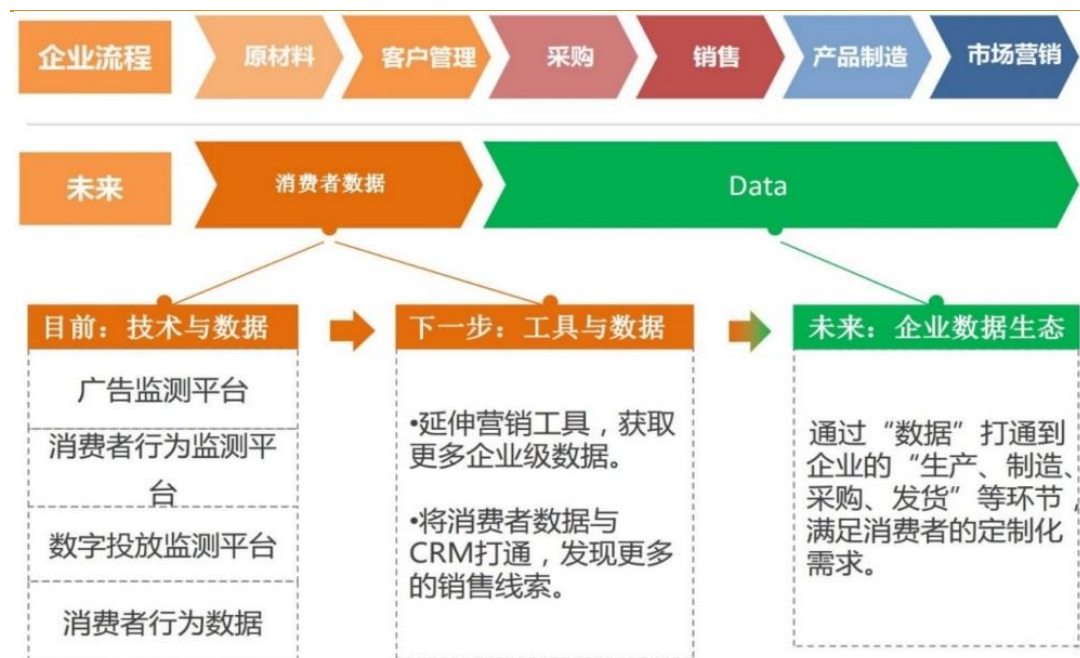
图 25：Salesforce 发展大事记



数据来源：易观智库，西南证券

Salesforce 在 2004 年成功上市后，在近几年进行了多达 28 起收购及战略投资，其收购及投资主要针对拥有技术优势的小规模企业和团队。通过收购和投资，Salesforce 不断增强其 CRM 软件应用功能，同时向 HR 软件服务市场进军，并拓展了针对开发者的开放平台和企业交流平台 Chatter。未来，实益达也将围绕企业级服务的核心进行不断布局。

图 26：实益达长期发展规划



数据来源：公司公告，西南证券

4 盈利预测与估值

我们将上市公司未来业绩分业务预测，传统电子业务后续两年随着公司 LED 产品在智能楼宇等领域的拓展，我们假设传统业务 2016-2017 年复合增长率为 25%。

并购业绩承诺情况：顺为广告 2015、2016、2017 净利润分别为 2500 万元、3250 万元和 4225 万元；奇思广告 2015、2016、2017 净利润分别为 1800 万元、2340 万元和 3042 万元；利宣广告 2015、2016、2017 净利润分别为 1000 万元、1300 万元和 1690 万元。

鉴于公司当前数字营销业务的高速发展，我们预计顺为广告、奇思广告和利宣广告的业绩有望持续超预期（2015 年按照最新情况来看，15 年业绩已经确定超业绩承诺）。我们预计公司 2015-2017 年归属于母股东的净利润分别为 0.11 亿元、2.15 亿元和 1.48 亿元（假设并购的公司从 2016 年开始并表），对应摊薄后 2016 和 2017 年每股 EPS 分别为 0.47 元和 0.32 元，对应 16 和 17 年 PE 分别为 40X 和 58X。

考虑到公司作为从传统行业新转型的数字营销公司，且在产业链布局方面思路清晰坚定，未来继续扩展布局完全可以预期，长期战略规划亦有清晰蓝图，后续进军企业级 SAAS 服务市场将打开巨大市场空间，我们首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 6：实益达可比公司估值水平比较（元）

代码	简称	股价	EPS			P/E		
			2014	2015	2016	2014	2015	2016
300242	明家科技	40.6	0.05	0.49	0.77	743.59	83.42	52.41
002654	万润科技	39.21	0.23	0.39	0.48	170.78	100	81.3
300063	天龙集团	43.39	0.01	0.55	0.72	5,635.06	78.89	60.26
600986	科达股份	22.4	0.16	0.41	0.64	140.26	54.67	35.2
300343	联创股份	86.51	0.08	0.66	1.12	1,084.09	131.59	76.99
行业平均值						1554.76	89.72	61.23

数据来源：Wind，西南证券

5 风险提示

主业营收或面临大幅下滑；并购子公司相互之间或有一定整合风险；并购项目业绩实现或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	546.52	517.32	1266.24	1613.78	净利润	12.76	10.71	207.47	141.79
营业成本	470.68	444.89	977.44	1242.87	折旧与摊销	22.92	37.37	37.37	37.37
营业税金及附加	3.35	2.52	6.58	8.46	财务费用	-6.16	1.03	2.53	3.23
销售费用	18.01	17.07	50.65	64.55	资产减值损失	12.91	5.50	5.00	5.00
管理费用	42.47	46.56	113.96	145.24	经营营运资本变动	102.04	9.49	-70.02	-30.02
财务费用	-6.16	1.03	2.53	3.23	其他	-140.18	3.45	-5.03	-6.48
资产减值损失	12.91	5.50	5.00	5.00	经营活动现金流净额	4.30	67.55	177.32	150.88
投资收益	1.15	0.00	0.00	0.00	资本支出	74.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	13.75	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	88.20	0.00	0.00	0.00
营业利润	6.41	-0.26	110.07	144.44	短期借款	-196.37	-6.12	0.00	0.00
其他非经营损益	6.43	11.10	98.07	-1.68	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	12.84	10.84	208.15	142.76	股权融资	4.86	0.00	635.00	0.00
所得税	0.08	0.13	0.68	0.97	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	12.76	10.71	207.47	141.79	其他	96.27	-0.60	-2.53	-3.23
少数股东损益	-1.52	-0.32	-7.55	-6.11	筹资活动现金流净额	-95.24	-6.72	632.47	-3.23
归属母公司股东净利润	14.28	11.03	215.02	147.89	现金流量净额	-2.55	60.83	809.79	147.65
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	170.32	231.15	1040.94	1188.59	成长能力				
应收和预付款项	156.44	119.61	305.20	395.70	销售收入增长率	-11.66%	-5.34%	144.77%	27.45%
存货	27.33	31.05	75.42	95.46	营业利润增长率	-96.48%	-103.98%	42996%	31.22%
其他流动资产	2.77	2.62	6.42	8.18	净利润增长率	-93.31%	-16.03%	1837.14%	-31.66%
长期股权投资	0.65	0.65	0.65	0.65	EBITDA 增长率	-83.83%	64.63%	293.16%	23.38%
投资性房地产	65.74	65.74	65.74	65.74	获利能力				
固定资产和在建工程	124.53	98.93	73.34	47.74	毛利率	13.88%	14.00%	22.81%	22.98%
无形资产和开发支出	101.58	89.97	78.35	66.74	三费率	9.94%	12.50%	13.20%	13.20%
其他非流动资产	14.54	14.39	14.24	14.08	净利率	2.33%	2.07%	16.38%	8.79%
资产总计	663.91	654.12	1660.31	1882.89	ROE	2.50%	2.06%	15.22%	9.42%
短期借款	6.12	0.00	0.00	0.00	ROA	1.92%	1.64%	12.50%	7.53%
应付和预收款项	130.34	116.33	263.18	335.56	ROIC	0.06%	0.26%	35.55%	38.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.24%	7.37%	11.84%	11.47%
其他负债	18.10	17.28	34.15	42.57	营运能力				
负债合计	154.56	133.61	297.34	378.13	总资产周转率	0.71	0.78	1.09	0.91
股本	460.91	460.91	584.09	584.09	固定资产周转率	3.76	4.67	14.85	27.05
资本公积	107.96	107.96	619.78	619.78	应收账款周转率	4.40	4.11	6.47	5.01
留存收益	-65.76	-54.73	160.29	308.19	存货周转率	8.81	13.22	15.72	13.28
归属母公司股东权益	500.17	511.64	1361.66	1509.56	销售商品/提供劳务收到的现金/营业收入	93.31%	—	—	—
少数股东权益	9.19	8.86	1.31	-4.80	资本结构				
股东权益合计	509.36	520.51	1362.97	1504.76	资产负债率	23.28%	20.43%	17.91%	20.08%
负债和股东权益合计	663.91	654.12	1660.31	1882.89	带息债务/总负债	3.96%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.36	2.95	4.85	4.50
					速动比率	2.18	2.71	4.60	4.25
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	23.17	38.15	149.97	185.03	每股收益	0.03	0.02	0.47	0.32
PE	597.92	773.55	39.70	57.72	每股净资产	1.11	1.13	2.96	3.26
PB	16.76	16.40	6.26	5.67	每股经营现金	0.01	0.15	0.38	0.33
PS	15.62	16.50	6.74	5.29	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	352.24	212.21	63.79	50.90					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn