业绩增长喜人，SaaS 布局可期

——麦达数字（002137）公司动态点评

投资评级：推荐（首次）

分析师

周伟佳 CFA, ACCA 0755-83516551

Email: zhouwj@cgws.com

执业证书编号:S1070514110001

联系人（研究助理）:

刘浩然 0755-83464814

Email:liuhr@cgws.com

从业证书编号:S1070112090016

何思霖 0755-83515591

Email:hesilin @cgws.com

从业证书编号:S1070115120058

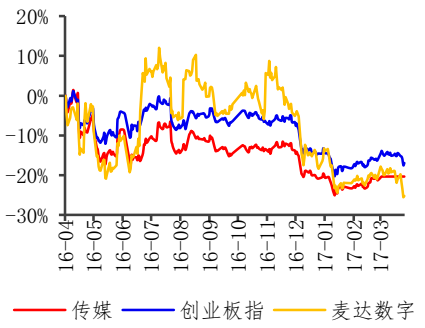
市场数据

目前股价	11.59
总市值（亿元）	66.80
流通市值（亿元）	54.97
总股本（万股）	57,638
流通股本（万股）	47,427
12 个月最高/最低	17.75/11.52

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	1022.6	1278.3	1597.8
(+/-%)	28.0%	25.0%	25.0%
净利润	113.2	147.4	187.9
(+/-%)	-24.5%	30.2%	27.5%
摊薄 EPS	0.20	0.26	0.33
PE	61.82	47.46	37.24

股价表现



数据来源：贝格数据

投资建议

公司于 3 月 27 日晚间发布 2016 年年度报告，全年实现营业收入 7.99 亿元，同比增长 91.06%；实现归属上市公司股东净利润 1.50 亿元，同比增长 725.36%；扣非后归属母公司股东净利润 1669 万元，同比增长 48.85%；基本每股收益 0.26 元，同比增长 570.92%。公司营收增长符合此前预期，营收增长的主要原因是公司外延并购带来的并表效应。考虑到公司将依托现有数字营销网络和企业级 SaaS 的布局逐步拓宽至企业级互联网服务的其他细分领域，搭建企业级互联网服务平台，后期的项目落地值得期待，我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.20 元、0.26 元及 0.33 元，对应目前股价 PE 分别为 62x、48x 及 37x，首次覆盖给予“推荐”评级。

投资要点

- **公司业绩大增，并表效应显著**

公司 2016 年营收大幅增长，全年实现营业收入 7.99 亿元，同比增长 91.06%。公司在报告期内的业务及利润构成发生了重大变化，公司于 2015 年 11 月对顺为广告、奇思广告、利宣广告等三家数字营销公司进行并表，三者合并贡献收入 5.34 亿元，占营收比重高达 66.81%，贡献利润 7255 万，占归母净利润的 48.37%，三家公司完成各自业绩承诺。公司传统业务收入为 2.6 亿元，同比下降 13.27%，主营业务收入占比已由去年同期 70%下降到 31.54%，公司持续缩小传统业务规模。

毛利率方面，数字营销于 2016 年才完全并表，其毛利率为 26.40%，通过横向比较，公司的数字营销业务毛利率在全行业中已属中上游水平；公司传统工业业务的毛利率为 21.44%，在营收下降的同时毛利率同比上升 5.67%，体现公司传统业务小而美的战略转型。

费用方面，因并表因素销售及管理费用增长明显，其中销售费用的增速高于营收的增速，主要原因是数字营销业务的销售开拓，管理费用增速小于营收的增长幅度。

报告期内公司将全资子公司元通孵化出售给日升投资，自 2016 年 7 月不再纳入合并报表，同时给公司贡献非经常性利润近 1.08 亿元。

- **传统业务小而美，持续优化**

公司传统业务 LED 照明行业和 EMS 行业已实现充分的市场竞争，行业竞争异常激烈，LED 照明行业未来呈现需求增长速度放缓、盈利空间下降、并购整合集聚等发展趋势，EMS 行业整体面临增速放缓、景气度

相关报告

不高的市场形势。因此公司于 2014 年确立转型互联网产业的战略目标，对目前的业务公司实行小而美的发展策略。承载照明业务的实益达技术完成在新三板挂牌，有利于其未来利用资本市场，拓宽投融资等能力。EMS 业务的客户结构进一步调整优化，淘汰了部分利润率不高的客户。

- **由数字营销切入企业级 SaaS，搭建企业级互联网服务平台**

公司确定转型互联网后，以数字营销为切入口，收购了三家数字营销公司，并且向企业级 SaaS 服务行业延伸。公司于 2016 年投资了 SaaS 垂直领域的龙头企业赢销通和六度人和，前者专注于消费品品牌客户垂直领域，后者发力点在通用型企业服务领域。未来还将依托数字营销和企业级 SaaS，逐步拓宽至企业级互联网服务的其他细分领域，搭建企业级互联网服务平台，为客户提供更专业、更优质、更全面的服务。

风险提示：大客户流失风险，收购标的不及预期，公司业务整合风险

附：盈利预测表

利润表（百万）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	418	799	1023	1278	1598
营业成本	342	602	749	933	1166
销售费用	11	29	33	41	51
管理费用	49	80	101	126	158
财务费用	-11	-15	-9	-14	-20
投资净收益	2	113	0	0	0
营业利润	20	177	126	168	216
营业外收支	3	4	9	9	9
利润总额	23	181	136	177	225
所得税	4	28	20	26	34
少数股东损益	1	3	2	3	3
净利润	18	150	113	147	188
资产负债表					（百万）
流动资产	365	906	1157	1391	1745
货币资金	-9	71	182	358	523
应收账款	231	257	369	414	564
应收票据	7	8	-1	10	1
存货	34	50	70	79	108
非流动资产	902	940	886	835	785
固定资产	156	114	75	36	-4
资产总计	1267	1846	2043	2227	2530
流动负债	354	210	291	325	437
短期借款	53	0	0	0	0
应付款项	177	183	265	293	404
非流动负债	2	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
负债合计	356	212	293	327	438
股东权益	911	1635	1750	1900	2091
股本	511	576	576	576	576
留存收益	-52	102	216	363	551
少数股东权益	13	25	27	30	34
负债和权益总计	1267	1846	2043	2227	2530
现金流量表					（百万）
经营活动现金流	54	35	101	162	148
其中营运资本减少	-194	685	169	201	242
投资活动现金流	-300	-394	8	8	8
其中资本支出	47	59	0	0	0
融资活动现金流	128	426	3	6	10
净现金总变化	-118	66	112	175	165

主要财务指标	2014A	2015A	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长	-23.5%	91.1%	28.0%	25.0%	25.0%
营业成本增长	-27.3%	75.9%	24.3%	24.7%	25.0%
营业利润增长	214.5%	779.7%	-28.7%	32.4%	29.0%
利润总额增长	79.5%	685.5%	-25.1%	30.2%	27.5%
净利润增长	27.3%	725.4%	-24.5%	30.2%	27.5%
盈利能力					
毛利率	18.1%	24.6%	26.8%	27.0%	27.0%
销售净利率	4.6%	19.1%	11.3%	11.7%	12.0%
ROE	2.0%	9.3%	6.6%	7.9%	9.1%
ROIC	3.7%	14.7%	6.7%	8.7%	11.3%
营运效率					
销售费用/营业收入	2.7%	3.6%	3.2%	3.2%	3.2%
管理费用/营业收入	11.8%	10.0%	9.9%	9.9%	9.9%
财务费用/营业收入	-2.6%	-1.9%	-0.9%	-1.1%	-1.3%
投资收益/营业利润	7.8%	63.8%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	16.9%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
应收账款周转率	1.81	3.10	2.77	3.09	2.83
存货周转率	10.15	12.08	10.63	11.74	10.81
流动资产周转率	1.06	0.49	0.52	0.60	0.64
总资产周转率	0.33	0.43	0.50	0.57	0.63
偿债能力					
资产负债率	28.1%	11.5%	14.3%	14.7%	17.3%
流动比率	1.03	4.32	3.97	4.28	4.00
速动比率	0.72	1.66	1.98	2.47	2.58
每股指标（元）					
EPS	0.03	0.26	0.20	0.26	0.33
每股净资产	1.58	2.84	3.04	3.30	3.63
每股经营现金流	-0.20	0.12	0.19	0.30	0.29
每股经营现金/EPS	-6.41	0.45	0.99	1.19	0.88
估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
PE	385.05	46.65	61.82	47.46	37.24
PEG	3.81	5.98	2.21	1.90	1.49
PB	7.79	4.35	4.06	3.74	3.40
EV/EBITDA	16.73	8.76	6.84	5.47	4.38
EV/SALES	168.98	37.68	40.50	32.74	26.22
EV/IC	14.97	8.71	6.70	5.23	4.08
ROIC/WACC	6.54	4.43	4.35	4.30	4.12
REP	0.04	0.15	0.07	0.09	0.11

研究员介绍及承诺

周伟佳： 计算机行业首席分析师，CFA 会员，ACCA 资深会员，悉尼大学商科硕士，曾就职于华为技术、阿尔卡特朗讯、招商证券、大成基金等公司，2014 年加入长城证券金融研究所。

刘浩然： 格拉斯哥大学经济学硕士，2012 年加入长城证券，2014 年任传媒行业研究员

何思霖： FRM，美国布兰戴斯大学金融学硕士，2015 年加入长城证券并任传媒行业研究员

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。
本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。
长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级： 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上.

行业评级： 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券销售交易部

深圳联系人

李双红： 0755-83699629， 18017465727， lishuanghong@cgws.com
黄永泉： 0755-83699629， 13544440001， huangyq@cgws.com
杨锦明： 0755-83515567， 13822272352， yangjm@cgws.com
吴　楠： 0755-83515203， 13480177426， wunan@cgws.com
朱慧芳： 0755-8346 7943， 13823166780， zhuhf@cgws.com

北京联系人

赵　东： 010-88366060-8730， 13701166983， zhaodong@cgws.com
王　媛： 010-88366060-8807， 18600345118， wyuan@cgws.com
李珊珊： 010-88366060-1133， 18616891195， liss@cgws.com
张羲子： 010-88366060-8013， 18511539880， zhangxizi@cgws.com
申　涛： 010-88366060-8777， 15801188620， shentao@cgws.com
杨徐超： 010-88366060-8795， 18611594300， yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚： 021-61680314， 18602109861， xieyw@cgws.com
徐佳琳： 021-61680673， 13795367644， xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126　传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com