

证券研究报告—动态报告/公司快评
传媒
广告营销
麦达数字(002137)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2019年10月24日

布局智慧电源，未来市场空间大

证券分析师：商艾华

shangaihua@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519090001

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002

事项：

公司切入智慧电源业务，正积极拓展 5G 基站电源等相关项目。

国信化工观点：

1) 切入智慧电源业务，高端工业设备市场空间大。公司硬件板块的核心产品主要是智能照明、智能电源和智能控制。公司智能 LED 灯具产品采用自主设计、研发的技术，最新研发的智能灯以及智能电源等产品线获得了欧洲客户肯定。2019 年 7 月来自欧洲市场客户 EGLO 的新增订单需求增加明显。公司为品牌客户提供智能电源及工业控制部分的工程测试、制造、供应链管理等系列服务，目前公司很重要的一部分应用场景为高端工业设备。因而，公司也在积极拓展 5G 基站电源等相关项目。

2) 智能硬件板块技术瓶颈打开，新产品订单量持续增加

随着 5G 通信技术的来临，云计算能力的强化，初级人工智能的实现以及传感器技术的不断成熟，制约智能硬件发展的多维度的技术瓶颈已逐渐打破。凭借公司为现有客户服务过程中积累的智能电源及工业控制等相关能力，为迎接 5G、物联网时代的到来，公司正着力于在智能电源、传感器等智能硬件部件相关领域寻找更多发展机遇。2019 年初公司新切入国内金融科技领域优质客户怡化股份，已顺利完成前期的试产、打样和小批量量产阶段，2019 年 7 月订单已开始大幅放量。

3) 智慧营销板块处于转型升级调整期，现金流持续改善

2019H1 公司智慧营销板块仍处于转型升级调整期，业绩同比出现一定幅度下滑，但公司三家数字营销子公司经营性现金流同比得到改善。

4) 开辟投资板块，产投研战略落地带来良好现金回报

产投研是公司战略落地的主要路径。公司投资的麦盟科技、六度人和，在 2019H1 先后完成了新一轮股权融资，引入新的投资者，一定程度上体现了市场对其未来价值的充分肯定，有利于麦盟科技和六度人和的长远发展。

5) 风险提示：盈利能力不及预期、投资标的公允价值变动、汇兑损失等风险。

6) 投资建议：看好智慧能源产业，维持“增持”评级。预计 2019-21 年公司归母净利润分别为 1.14/1.41/2.06 亿元，摊薄 EPS 为 0.20/0.24/0.36 元，当前股价分别对应同期 PE 35.2/28.4/19.4x。公司切入智慧电源业务，高端工业设备市场空间大。智能硬件板块技术瓶颈打开，公司金融科技产品订单量持续增加。开辟投资板块，产投研战略落地带来良好现金回报，继续维持“增持”评级。

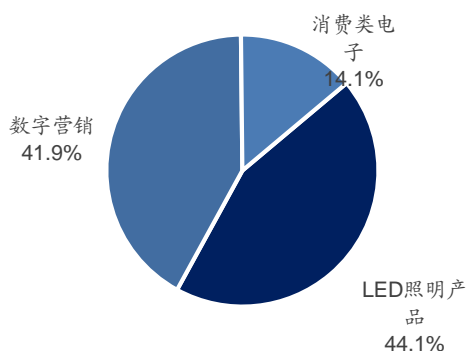
评论：

■ 切入智慧电源业务，高端工业设备市场空间大。

公司硬件板块的核心产品主要是智能照明、智能电源和智能控制。智能 LED 灯具产品采用自主设计、研发的技术，公司最新研发的智能灯以及智能电源等产品线获得了欧洲客户肯定。2019 年 7 月来自欧洲市场客户 EGLO 的新增订单需求增加明显，助力公司智能硬件板块业绩的稳定增长。凭借公司为现有客户服务过程中积累的智能电源及工业控制等相关能力，为迎接 5G、物联网时代的到来，公司将着力于在智能电源、传感器等智能硬件部件相关领域寻找更多发展机遇。公司为品牌客户提供智能电源及工业控制部分的工程测试、制造、供应链管理等系列服务，目前公司很重要的一部分应用场景为高端工业设备。此外，公司也在积极拓展 5G 基站电源等相关项目。2019 年初公司新切入国内金融科技领域优质客户怡化股份，已顺利完成前期的试产、打样和小批量量产阶段，2019 年 7 月订单已开始大幅放量。

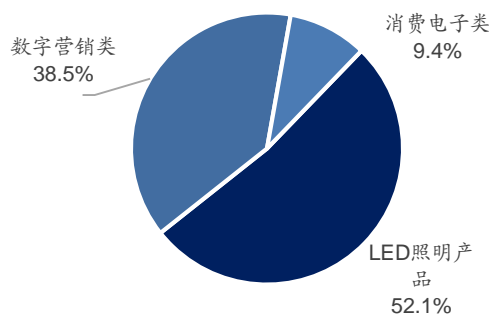
智能硬件+智慧营销协同发展。2019 年上半年，公司实现营业收入 3.56 亿元，同比下降 38.19%；归母净利润 1.13 亿元，同比增长 69.61%；扣非归母净利润 0.01 亿元，同比下降 89.94%。公司归母净利润增幅较大，主要是投资的麦盟科技及六度人和分别完成新一轮融资，增加公司净利润 9192.52 万元。按主营构成，2019H1 公司 LED 照明产品、数字营销和消费类电子营收占比分别为 44.1%/41.9%/14.1%，毛利占比分别为 52.1%/38.5%/9.4%。按业务板块及产品，2019H1，公司智能硬件板块中，LED 照明产品收入为 1.52 亿元，占比 42.61%，同比下降 27.78%；智能硬件制造产品营业收入为 0.48 亿元，占比 13.58%，同比下降 57.86%；智能营销板块中，智慧营销服务营业收入为 1.44 亿元，占比 40.45%，同比下降 38.40%。中美贸易摩擦的持续，导致智能硬件制造业务的收入同比下降；数字营销行业竞争加剧、客户预算结构调整，导致智慧营销服务业务量下滑。

图 1：2019H1 公司主营产品营收占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：2019H1 公司主营产品毛利占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司智能硬件板块包含 LED 照明业务和智能硬件制造业务。(1) LED 照明业务。公司 LED 照明业务主要包括 LED 智能照明产品和 LED 非智能照明产品的设计、研发、生产和销售，为用户提供照明解决方案；销售模式分为经销商模式和 ODM 模式；经营模式主要是按客户订单组织生产和销售，并按合同或订单约定收取销售款；(2) 智能硬件制造业务。公司为品牌商提供智能工业设备及其他智能硬件产品的工程测试、制造、供应链管理等系列服务；经营模式主要是按客户订单组织材料采购、生产和销售，并按合同或订单约定收取相关服务费用。2019H1，公司智能硬件板块继续加大研发投入，以技术创新为源动力，产品研发为核心，发展具有自主知识产权的产品，定位于成为智能硬件产品解决方案提供商，旗下智能制造子公司分布长三角和珠三角，均建立了现代化的研发生产基地。通过一系列技术创新，公司智能硬件生产服务在业内一直具有竞争力。通过产品优势先后切入 ABL、EGLO、SSG 等国际一线客户的供应链体系，公司已初步具备了智能硬件产品优势。控股子公司“实益达”与“电明科技”于 2019 年 8 月签署《采购框架协议》，拟向电明科技销售产品和提供服务。2019 年 10 月双方签署《战略合作框架协议》，拟增加合作内容包括取消积金额最高不超过人民币 950 万元的限制、双方交易期限延长至 2020 年 12 月 31 日等协议。

政策、技术、需求驱动国内智能硬件行业发展快速。硬件智能化成为全社会共识，行业高速发展的前提条件已逐渐形成。随着 5G 通信技术的来临，云计算能力的强化，初级人工智能的实现以及传感器技术的不断成熟，制约智能硬件发展的多维度的技术瓶颈已逐渐打破。在政策、技术、需求共同驱动下，国内智能硬件行业发展快速。智能硬件行业的快速发展，给公司智能硬件板块带来了新的发展机遇。

智能硬件业务不断探寻新业务突破口，新客户订单需求快速提升。智能硬件业务板块作为公司的成熟业务板块，近几年经营业绩得以大幅改善，但自 2018 年下半年以来，因受全球范围内经济下行以及中美贸易摩擦等因素的持续影响，公司智能硬件板块销售相对疲软，2019H1，公司智能硬件板块的经营情况尚未能改善。但公司自 2018 年开始就在寻找智能硬件业务升级的突破口，公司智能硬件板块除了目前已成熟的电子元器件、LED 照明产品之外，也在不断推进如智能锁具、物联网智能模块、金融科技产品等其他智能硬件终端产品的研发和项目合作，公司在 2019 年度已经接入金融科技产品、智能锁具等产品的新客户。2019H1 此类新客户尚处于试产、打样、小批量量产等前期阶段，对公司智能硬件板块的业绩贡献尚不明显，2019 年 7 月来自金融科技产品新客户怡化股份的订单需求大幅增加，预计 2019 年下半年将会成为智能硬件板块新增客户主力之一。

公司智慧营销板块涵盖三家公司、五大业务方向。2019H1 公司智慧营销板块仍处于转型升级调整期，业绩同比仍出现一定幅度下滑，但公司三家数字营销公司经营性现金流相比去年同期得到改善。公司智慧营销板块业务集中在三家数字营销公司：顺为：控制顺为投放代理业务的风险，挖掘现有品牌客户更多预算潜力，拓展更多高附加值轻创意、策略业务；奇思：依托现有汽车行业的创意、策略基盘业务，向其他行业延伸，降低行业单一风险；利宣：减少纯投放代理业务比重，聚焦品牌客户的社会化媒体创意需求，增加直客、创意策略类业务比重。此外，公司充分利用在投资过程中接触的新机会、新业务、新理念，升级数字营销现有业务，并在部分数字营销子公司试点开展新业务，帮助数字营销子公司变革现有业务。

表 1：公司智慧营销涵盖 5 大业务方向

业务	内容
互联网媒体全案营销服务	通过为广告主定位目标受众群体，利用门户、视频、电商、垂直、搜索引擎网站等互联网媒体（包括 PC 端与移动端媒体）信息展示、互动等营销模式，帮助广告主获取理想的广告传播效果，并提供广告制作、投放时期的创意策略服务和广告投放后的效果监测服务，赚取代理服务费用与和媒介返点费用。
创意策略服务	通过为广告主提供全套市场营销创意策略服务方案，即品牌或产品营销策略服务、创意服务、区域营销策略规划，并协助广告主对接平面、电视、互联网等全媒体渠道，指导广告主进行营销推广，赚取创意策略服务费用。
互联网整合营销服务	通过向广告主提供结合广告创意设计、制作、线上投放与线下推广活动于一体的互联网整合营销服务，赚取创意设计制作费用、线上推广及媒体采购费用、线下活动执行费用等整合营销服务费。
社会化媒体营销业务服务	通过利用具有社交属性的社会化媒体（如社交论坛、自媒体），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、舆情监测等、社会化媒体账号的代运营在内的社会化媒体营销服务，赚取营销服务、媒介采购等费用。
广告制作服务	通过为广告主提供平面、视频等广告的制作、监制服务，赚取广告制作费用或广告监制费用。

资料来源：国信证券经济研究所整理

开辟投资板块，产投研战略落地带来良好现金回报。产投研是公司战略落地的主要路径。公司投资的麦盟科技、六度人和，其在 2019H1 先后完成了新一轮股权融资，引入新的投资者，一定程度上体现了市场对其未来价值的充分肯定，有利于麦盟科技和六度人和的长远发展。为降低公司投资风险和最大限度调动团队积极性，2019H1，公司同意芜湖集信通达企业管理咨询合伙企业（普通合伙）增资子公司北京麦达并放弃同比例增资权。芜湖集信的主要股东为北京麦达核心管理团队，此举有利于促进北京麦达长远发展。公司未来会持续关注智能硬件和智慧营销行业领域的创新产品，充分利用上市公司的综合优势，通过外延式投资和内生式发展，加强公司自身的研发、技术和营销能力。

表 2: 公司各项业务经营业绩拆分

百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
LED 照明产品					
收入	204.58	393.20	432.52	540.65	702.85
收入 YOY		92.2%	10.0%	25.0%	30.0%
成本	157.50	325.06	324.39	389.27	491.99
毛利	47.08	68.14	108.13	151.38	210.85
毛利率(%)	23.01	17.33	25.00	28.00	30.00
数字营销					
收入	569.02	433.30	463.63	533.18	639.81
收入 YOY		-23.9%	7.0%	15.0%	20.0%
成本	414.73	345.00	380.18	431.87	505.45
毛利	154.30	88.30	83.45	101.30	134.36
毛利率(%)	27.12	20.38	18.00	19.00	21.00
消费类电子					
收入	141.67	192.01	226.57	294.54	397.63
收入 YOY		35.5%	18.0%	30.0%	35.0%
成本	117.91	159.74	185.79	235.63	310.15
毛利	23.76	32.27	40.78	58.91	87.48
毛利率(%)	16.77	16.81	18.00	20.00	22.00
汇总					
收入	915.27	1,018.51	1,122.72	1,368.37	1,740.29
收入 YOY		17.2%	10.6%	10.2%	21.9%
成本	690.14	829.80	890.36	1,056.77	1,307.60
毛利	225.13	188.71	232.37	311.59	432.69
毛利率(%)	24.60	18.53	20.70	22.77	24.86

资料来源: WIND、国信证券经济研究所预测

投资建议: 继续维持“增持”评级。预计 2019-21 年公司净利润分别为 1.14/1.41/2.06 亿元。摊薄 EPS=0.20/0.24/0.36 元, 当前股价对应 PE=35.2/28.4/19.4x。公司切入智慧电源业务, 高端工业设备市场空间大, 智能硬件板块技术瓶颈打开, 公司金融科技产品订单量持续增加。公司开辟投资板块, 产投研战略落地带来良好现金回报, 继续维持“增持”评级。

表 3: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (10月24日)	EPS (元)			PE			总市值 (百万元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
002137.SZ	麦达数字	7.46	(0.64)	0.20	0.24	(11.66)	37.30	31.08	4308
同类公司:									
600986.SH	科达股份	5.25	0.20			26.47			6959
300058.SZ	蓝色光标	6.26	0.16	0.31	0.29	40.09	20.00	21.48	15594
002027.SZ	分众传媒	5.65	0.40	0.16	0.24	14.24	34.33	23.28	82930
均值						26.94	27.16	22.38	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

风险提示: 盈利能力不及预期、投资标的公允价值变动、汇兑损失等风险。

附表：财务预测与估值

表 3：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	103	300	223	209	营业收入	1036	1141	1391	1769
应收款项	271	344	420	534	营业成本	839	905	1074	1329
存货净额	67	69	83	104	营业税金及附加	7	8	10	13
其他流动资产	596	665	811	1031	销售费用	39	39	47	60
流动资产合计	1036	1379	1536	1877	管理费用	86	95	115	146
固定资产	76	68	60	54	财务费用	(5)	5	13	18
无形资产及其他	47	45	43	41	投资收益	36	38	15	5
投资性房地产	267	267	267	267	资产减值及公允价值变动	(451)	0	0	0
长期股权投资	241	314	387	459	其他收入	(27)	0	0	0
资产总计	1667	2072	2292	2698	营业利润	(372)	127	146	208
短期借款及交易性金融负债	0	220	340	458	营业外净收支	16	5	16	16
应付款项	199	244	181	226	利润总额	(356)	132	162	224
其他流动负债	93	120	144	181	所得税费用	11	19	23	19
流动负债合计	291	584	665	865	少数股东损益	2	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(370)	114	141	206
其他长期负债	1	0	(1)	1					
长期应付款	1	0	(1)	1	现金流量表 (百万元)				
负债合计	292	584	665	866	净利润	(370)	114	141	206
少数股东权益	34	34	33	31	资产减值准备	450	(34)	(34)	(37)
股东权益	1340	1454	1595	1801	折旧摊销	14	55	56	57
负债和股东权益总计	1667	2072	2292	2698	公允价值变动损失	451	0	0	0
					财务费用	(5)	5	13	18
关键财务与估值指标					营运资本变动	685	(107)	(309)	(309)
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	(448)	33	33	35
每股收益	-0.64	0.20	0.24	0.36	经营活动现金流	783	61	(113)	(47)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	20	(11)	(12)	(12)
每股净资产	2.32	2.52	2.76	3.12	其它投资现金流	(0)	0	0	0
ROIC	5%	6%	8%	12%	投资活动现金流	(48)	(84)	(85)	(85)
ROE	-28%	8%	9%	11%	权益性融资	4	0	0	0
毛利率	19%	21%	23%	25%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	8%	10%	12%	支付股利、利息	(3)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	13%	14%	16%	其它融资现金流	(896)	220	120	118
收入增长	11%	10%	22%	27%	融资活动现金流	(897)	220	120	118
净利润增长率	-591%	-131%	24%	47%	现金净变动	(162)	197	(77)	(14)
资产负债率	20%	30%	30%	33%	货币资金的期初余额	265	103	300	223
息率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	103	300	223	209
P/E	-10.8	35.2	28.4	19.4	企业自由现金流	786	17	(141)	(62)
P/B	3.0	2.8	2.5	2.2	权益自由现金流	(109)	233	(31)	39
EV/EBITDA	54.7	30.8	23.4	17.6					

资料来源: WIND、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《麦达数字-002137-2018 年中报点评：智能硬件业务增长亮眼，技术投入助力营销业务竞争力提升》 —— 2018-08-29

《麦达数字-002137-2017 年半年报点评：业绩符合预期，SaaS 业务布局稳扎稳打》 —— 2017-08-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032