

强烈推荐-A (维持)

梅泰诺 300038.SZ

目标估值: 55.50 元
当前股价: 39.09 元
2017 年 05 月 24 日

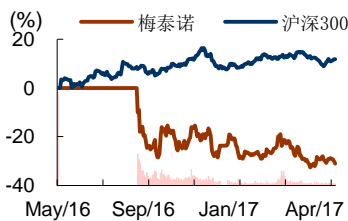
整合步步为营, 格局初露锋芒

基础数据

上证综指	3064
总股本(万股)	31732
已上市流通股(万股)	13839
总市值(亿元)	124
流通市值(亿元)	54
每股净资产(MRQ)	19.4
ROE(TTM)	1.8
资产负债率	39.2%
主要股东	上海诺牧投资中心(有
主要股东持股比例	39.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-16	-30
相对表现	3	-14	-41



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《梅泰诺(300038): 业绩符合预期 整合 BBHI 布局国内百亿 SSP 市场》2017-02-28
- 2、《梅泰诺(300038)一业绩预: 90%-120%, BBHI 并购已过会, 继续强烈推荐》2017-01-09
- 3、《梅泰诺(300038)-并购全球互联网营销龙头, 新起点、新征程》2016-12-31

周炎

0755-82853775
zhouyan3@cmschina.com.cn
S1090513070008

王林

010-57601716
wanglin10@cmschina.com.cn
S1090514080005

研究助理

冯骋

fengcheng@cmschina.com.cn

事件: 5月20日, 梅泰诺公告梅泰诺公告高管变更, 并且成立大数据与人工智能研究院:

1) 高管变更: 聘任新总裁尹洪涛(原工信部信息服务业处处长, 现任中国软件行业协会副理事长、国家信息技术标准化技术委员会委员、信息技术服务分委会秘书长、文化部文化产业专家委员会专家), 副总裁程华奕(原易传媒联合创始人兼CTO, 现任阿里妈妈副总裁);

2) 大数据与人工智能研究院: 院长张晓东(国家千人计划专家, 乌镇智库创办人兼理事长, 硅谷多家孵化器和大数据及人工智能公司任董事和顾问), 首席科学家陈利人(乌镇智库首席科学家, 曾任360移动搜索技术负责人, 盘古搜索CTO, Google技术负责人及软件工程师、Hubat联合创始人兼CTO)。

招商点评:

1、转型聚焦“大数据+人工智能”, 而非一家典型的互联网营销公司

梅泰诺过去5年成功转型, 实现“互联网大数据+信息基础设施双主业”的布局。新业务领域, 持续聚焦“大数据+人工智能”, 借助研发投入和外延并购实现双规布局。其中, 2016-2017年互联网等新业务盈利占比将分别超过50%、80%。人工智能算法作为底层技术, 大数据是算法实现的基础。

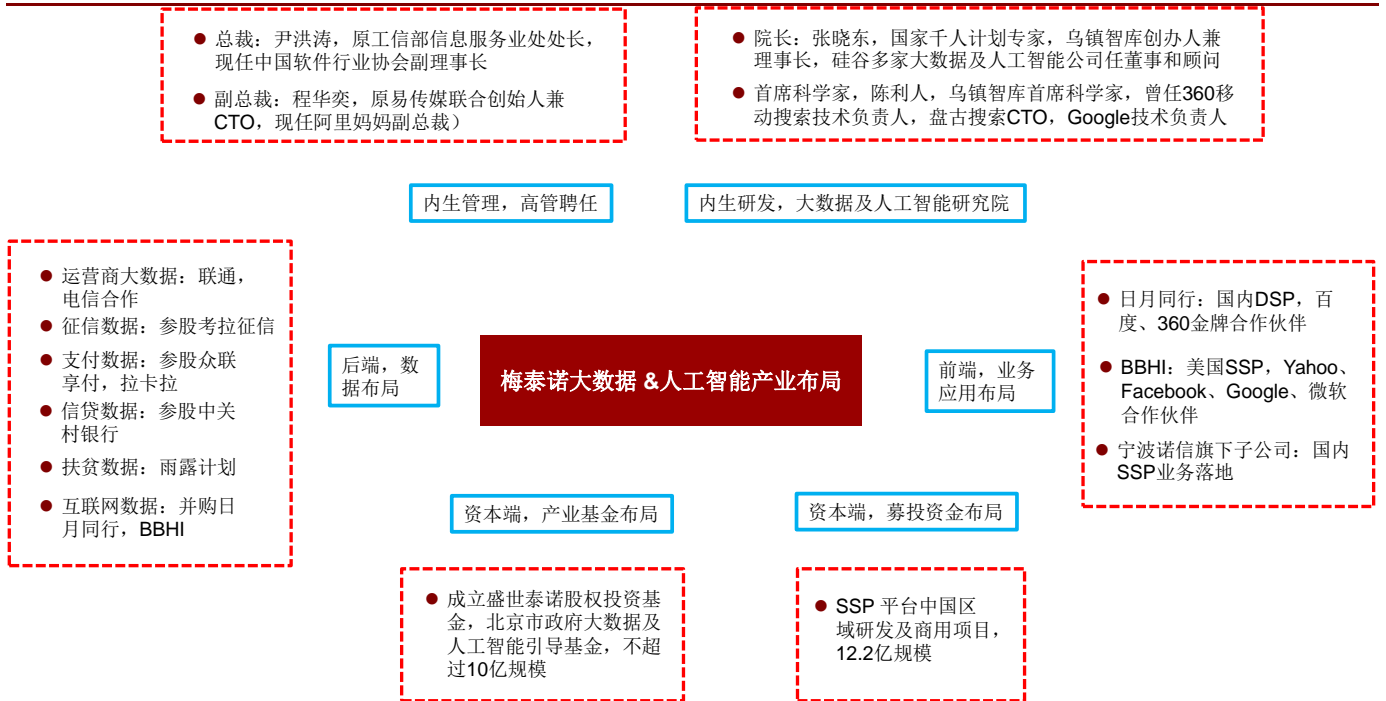
我们一直强调梅泰诺的战略并非是成为一家典型的互联网营销公司, 而是要成为一家聚焦“大数据和人工智能”的技术服务企业。在互联网营销领域, 聚焦程序化交易的技术服务和算法, 通过外延并购日月同行(DSP)、BBHI(SSP), 而在进入壁垒相对较低的广告代理领域鲜有涉足; 内生扎根数据侧布局, 包括移动支付数据、考拉征信数据、银行信贷数据、运营商大数据、扶贫数据以及互联网营销数据等等, 并且借助政府引导背景的产业资金实现“放大效应”。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	768	984	3500	4429	5647
同比增长	21%	28%	256%	27%	28%
营业利润(百万元)	59	127	801	1090	1434
同比增长	0%	117%	529%	36%	31%
净利润(百万元)	56	108	743	1009	1323
同比增长	6%	91%	588%	36%	31%
每股收益(元)	0.30	0.57	1.85	2.51	3.29
PE	131.8	68.9	21.1	15.6	11.9
PB	4.0	3.8	2.5	2.2	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1：梅泰诺大数据&人工智能战略布局



资料来源：公司公告、招商证券

2、成立大数据和人工智能研究院，及新任高管的聘任是战略落地的佐证

今年 3 月，梅泰诺发起成立“北京盛世泰诺股权投资基金”，作为北京市政府重点支持《<中国制造 2025>北京行动纲要》的政府引导产业基金之一，并且是唯一一只专注大数据和人工智能的基金，说明梅泰诺在该领域的布局得到了北京市政府的首肯。此次成立大数据和人工智能研究院，及新任高管的聘任无疑是其“大数据+人工智能”战略落地的进一步佐证。

- 顶级专家加盟核心高管团队：**新任总裁尹洪涛曾任工信部信息服务业处处长**，信息技术专家委员会秘书长，将在上市公司战略发展的顶层设计上把控大方向。**新任副总裁程华奕是易传媒联合创始人兼 CTO，后任 CEO，现任阿里妈妈副总裁**，阿里巴巴在 2015 年 1 月斥资“3 亿美金现金+数据+阿里退还部分股权”控股易传媒，易传媒是我国绝对领先的互联网营销企业，拥有自己核心在在线广告展示技术和核心算法，其展示广告网络每月覆盖 92%的上网用户；阿里妈妈是阿里巴巴的全网广告交易平台，拥有阿里巴巴集团的核心商业数据。段总是我国互联网营销行业的最顶级的技术性人才，此次加入梅泰诺将全面负责上市公司的互联网及程序化营销等新业务。
- 成立大数据和人工智能研究院：大数据和人工智能研究院的成立将助力上市公司打通产研结合，建立研发成果转化平台，并作为人工智能领域的高层次人员培育基底。研究院为梅泰诺全资机构，**院长和首席科学家分别为乌镇智库发起人和首席科学家**，2016 年 11 月，第三届世界互联网大会上，乌镇智库以乌镇指数为名，联合网易科技发布了《乌镇指数：全球人工智能发展报告（2016）》。

表 1：梅泰诺新任上市公司及研究院高管简历

主体单位	姓名	职务	个人简介	入职时间
上市公司	尹洪涛	总裁	2001 年 07 月至 2012 年 06 月历任国家计算机网络与信息安全管理中心干部及副处长、信息产业部办公厅部长办公室秘书（副处级）及外事司国际合作二处处长、工业和信息化部软件服务业司信息服务业处处长；2012 年 6 月至 2014 年 12 月挂职任武汉市洪山区人民政府副区长、武汉东湖新技术开发区管委会副主任。2014 年 12 月至 2017 年 2 月担任武汉长江通信产业集团股份有限公司党委书记，副总裁。现任中国软件行业协会副理事长、国家信息技术标准化技术委员会委员、信息技术服务分委会秘书长、文化部文化产业专家委员会专家。	2017 年 4 月
	程华奕	副总裁	1998 年至 2007 年于美国多家科技公司任职，曾任 eBay 和 PayPal 首席工程师。2007 年 4 月共同创建易传媒并任总裁兼 CTO。2015 年 1 月阿里巴巴收购易传媒后，出任阿里妈妈副总裁，作为大数据中心负责人，掌管集团大数据商业化业务。	2017 年 4 月
大数据及人工智能研究院	张晓东	院长	国家千人计划专家，乌镇智库理事长。早年在哈佛从事生物信息学研究，后在 HP 担任技术总监负责全球第一个互联网支付项目。曾在硅谷连环创业，聚焦在数据和互联网行业并担任 VC 合伙人；另外还在硅谷多家孵化器和大数据及人工智能公司任董事和顾问。2016 年创办乌镇智库并担任理事长。著作包括《UNIX 内核解析》（1990），《哲学评书》（2014），《人工智能简史》（2017 待出）。	2017 年 4 月
	陈利人	首席科学家	乌镇智库首席科学家。曾任屏芯科技 CTO，360 移动搜索技术负责人，盘古搜索 CTO，Google 技术负责人及软件工程师、Hubat 联合创始人兼 CTO。	2017 年 4 月

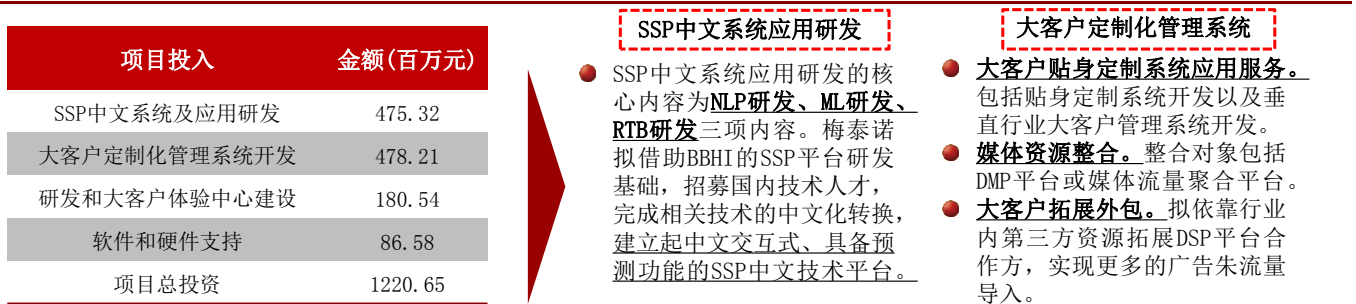
资料来源：公司公告、招商证券整理

3、BBHI 二季度并表，国内 SSP 业务落地稳步推进

根据公告，上市公司于 4 月完成对 BBHI 的并表，同时国内 SSP 稳步推进，除此次聘任的高管，还引入整套核心研发团队，配套融资完成后将展开全面布局。BBHI 是美国领先的 SSP 企业，核心优势在于利用算法提升程序化交易的效率，其基于上下文检索的广告技术全球领先，仅次于 Google AdSense，RPM、CTR 等核心指标显著高于美国市场平均水平。

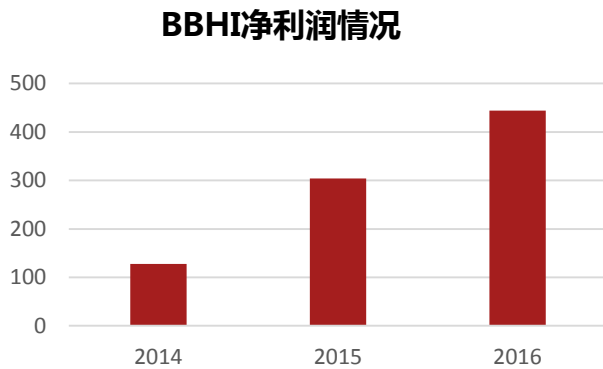
和 BBHI 发挥技术协同，实现在中国这个全球第二大互联网市场的落地，是梅泰诺下一步业务层面的重点。目前，国内缺少大的第三方 SSP，梅泰诺通过建立研究院、引入核心高管及研发团队、设立产业基金、与拓尔思战略合作等一系列布局，实现其中文语义识别、文本大数据分析和自身算法的协同，后续与互联网、运营商媒体主的合作落地值得期待。国内千亿程序化交易市场、数百亿 SSP 市场，有望再造一个梅泰诺。

图 2：梅泰诺国内 SSP 募投项目规划



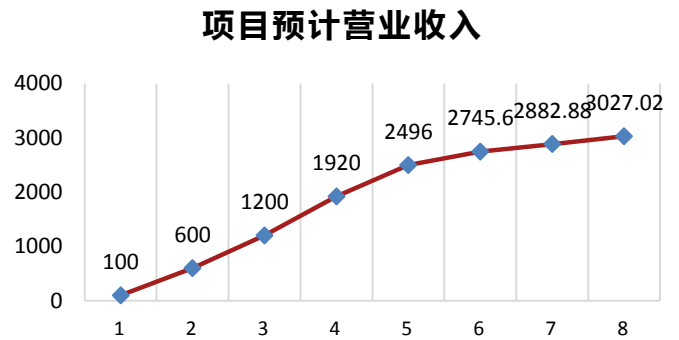
资料来源：公司公告、招商证券

图 3: BBHI 净利情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 国内 SSP 募投项目预测 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

4、维持“强烈推荐-A”评级

预计 2017 年~2019 年备考净利润分别为 7.4 亿元、10.1 亿元、13.2 亿元，考虑增发摊薄后对应 EPS 分别为 1.85 元、2.51 元、3.29 元，配套融资完成后对应 160 亿左右市值，对应 2017-2019 年 PE 分别为 21x/16x/12x。

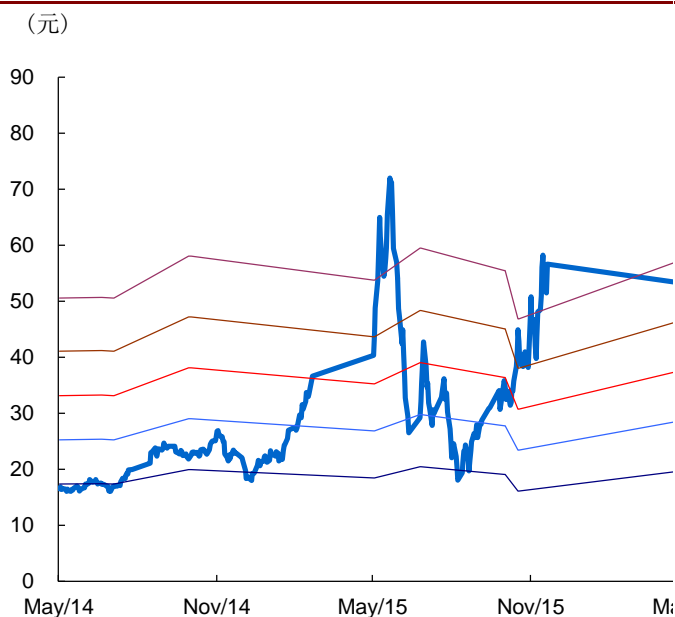
如果说此前市场对梅泰诺并购 BBHI 之后的战略布局还心存疑惑，那么此次成立大数据和人工智能研究院，以及引入国内最顶级互联网营销暨程序化交易的高管加盟，其全面布局“大数据+人工智能”的战略布局充分显现。我们给予梅泰诺 17 年 30 倍 PE，对应 6 个月目标价 55.5 元。并且 BBHI 二季度开始并表，中报业绩值得期待，维持“强烈推荐-A”评级

表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	768	984	3500	4429	5647
营业成本	539	676	2436	3060	3890
营业税金及附加	5	6	20	25	32
营业费用	4	6	8	10	12
管理费用	110	126	236	278	319
财务费用	40	40	(4)	(37)	(43)
资产减值损失	12	27	27	27	27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	24	24	24	24
营业利润	59	127	801	1090	1434
营业外收入	4	9	9	9	9
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	62	136	810	1099	1442
所得税	6	13	47	65	85
净利润	56	123	762	1035	1357
少数股东损益	(0)	15	19	26	34
归属于母公司净利润	56	108	743	1009	1323
EPS (元)	0.30	0.57	1.85	2.51	3.29

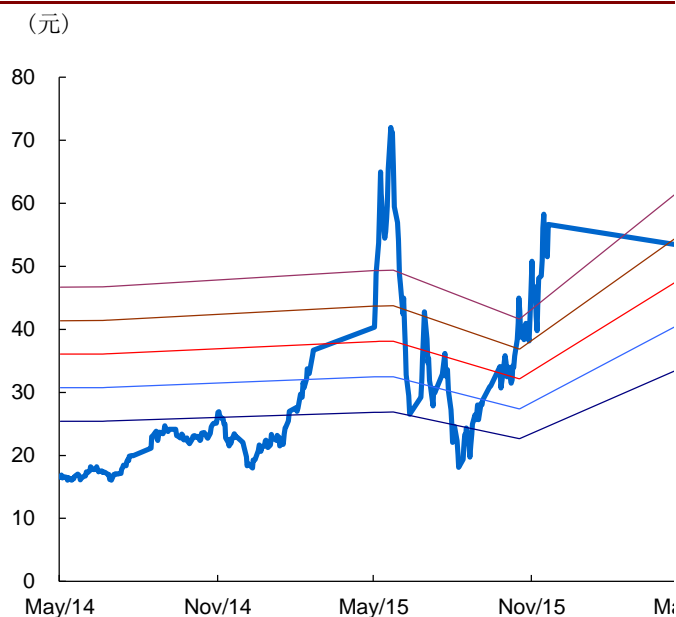
资料来源: 公司数据、招商证券

图 5: 梅泰诺历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 梅泰诺历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《梅泰诺 (300038) -积极布局移动互联网, 传统业务受益 4G, 内生+外延奠定高速增长》2013/10/20
- 2、《梅泰诺 (300038) —转型步伐坚实, 成长路径清晰》2014/02/27
- 3、《梅泰诺 (300038) —铁塔大单中标, 业绩高增长有保障》2014/03/05
- 4、《梅泰诺 (300038) —增资梅泰诺移动信息, 加码移动支付布局》2014/06/30
- 5、《梅泰诺 (300038) —中报符合预期, 共建共享抢先机》2014/7/28
- 6、《梅泰诺 (300038) —定增方案彰显前景向好》2014/09/09
- 7、《梅泰诺 (300038) —业绩符合预期, 新业务布局加码》2014/10/24
- 8、《梅泰诺 (300038) —力推员工持股计划, 信心源自成长》2014/12/25
- 9、《梅泰诺 (300038) —否极泰来, 扫清短期障碍》2015/02/09
- 10、《梅泰诺 (300038) : 业绩符合预期, 整合 BBHI 布局国内百亿 SSP 市场可期》2017-02-28
- 11、《梅泰诺 (300038) —业绩预增 90%-120%,BBHI 并购已过会,继续强烈推荐》2017-01-09
- 12、《梅泰诺 (300038) -并购全球互联网营销龙头, 新起点、新征程》2016-12-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1733	2452	6405	7556	9172
现金	298	730	3538	3939	4566
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	849	942	1280	1619	2064
其它应收款	37	93	331	418	534
存货	431	456	821	1031	1310
其他	118	231	436	549	698
非流动资产	1290	1495	1760	1998	2212
长期股权投资	50	13	13	13	13
固定资产	181	467	739	983	1201
无形资产	24	37	34	30	27
其他	1034	977	974	972	971
资产总计	3023	3947	8165	9555	11384
流动负债	848	1532	1602	1957	2428
短期借款	308	550	0	0	0
应付账款	135	323	583	732	931
预收账款	23	72	130	164	208
其他	382	587	889	1061	1290
长期负债	98	249	115	115	115
长期借款	30	134	0	0	0
其他	68	115	115	115	115
负债合计	947	1782	1716	2071	2543
股本	190	190	402	402	402
资本公积金	1444	1423	4738	4738	4738
留存收益	243	346	1083	2092	3415
少数股东权益	197	206	225	251	285
归属于母公司所有者权益	1878	1960	6224	7233	8556
负债及权益合计	3022	3947	8165	9555	11384

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	58	161	264	661	880
净利润	56	108	743	1009	1323
折旧摊销	521	39	55	82	107
财务费用	228	7	(4)	(37)	(43)
投资收益	55	(24)	(24)	(24)	(24)
营运资金变动	(1085)	20	(542)	(411)	(539)
其它	282	11	35	42	55
投资活动现金流	0	(181)	(320)	(320)	(320)
资本支出	0	(154)	(320)	(320)	(320)
其他投资	0	(27)	0	0	0
筹资活动现金流	432	295	2864	61	66
借款变动	(361)	291	(685)	0	0
普通股增加	30	0	212	0	0
资本公积增加	739	(21)	3315	0	0
股利分配	(5)	(6)	(6)	0	0
其他	29	30	27	61	66
现金净增加额	490	275	2808	402	626

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	768	984	3500	4429	5647
营业成本	539	676	2436	3060	3890
营业税金及附加	5	6	20	25	32
营业费用	4	6	8	10	12
管理费用	110	126	236	278	319
财务费用	40	40	(4)	(37)	(43)
资产减值损失	12	27	27	27	27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	24	24	24	24
营业利润	59	127	801	1090	1434
营业外收入	4	9	9	9	9
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	62	136	810	1099	1442
所得税	6	13	47	65	85
净利润	56	123	762	1035	1357
少数股东损益	(0)	15	19	26	34
归属于母公司净利润	56	108	743	1009	1323
EPS (元)	0.30	0.57	1.85	2.51	3.29

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	21%	28%	256%	27%	28%
营业利润	0%	117%	529%	36%	31%
净利润	6%	91%	588%	36%	31%
获利能力					
毛利率	29.9%	31.3%	30.4%	30.9%	31.1%
净利率	7.4%	11.0%	21.2%	22.8%	23.4%
ROE	3.0%	5.5%	11.9%	13.9%	15.5%
ROIC	3.7%	5.2%	11.6%	13.2%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	31.3%	45.1%	21.0%	21.7%	22.3%
净负债比率	11.2%	17.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	1.6	4.0	3.9	3.8
速动比率	1.5	1.3	3.5	3.3	3.2
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.4	1.5	3.8	3.3	3.3
应收帐款周转率	0.9	1.1	3.2	3.1	3.1
应付帐款周转率	2.9	3.0	5.4	4.7	4.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.30	0.57	1.85	2.51	3.29
每股经营现金	0.30	0.84	0.66	1.64	2.19
每股净资产	9.86	10.29	15.48	17.99	21.28
每股股利	0.03	0.03	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	131.8	68.9	21.1	15.6	11.9
PB	4.0	3.8	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	256.6	126.1	29.7	22.3	16.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王林 招商证券通信行业首席分析师 经济学博士，15 年通信行业工作经验，6 年证券行业经验，2015 年新财富第五，水晶球第四，2016 年新财富第三，水晶球第二

周炎 招商证券通信行业联席首席分析师 理学硕士，3 年运营商从业经历，5 年证券研究经验，2015 年新财富第五，水晶球第四，2016 年新财富第三，水晶球第二

冯骋 招商证券通信行业分析师 理学博士，2 年工信部及电信研究院工作经历

唐婉珊 招商证券通信行业分析师 金融学硕士，计算机学士

余俊 招商证券通信行业分析师 工学硕士，7 年民航空管从业经历，2016 年加盟招商证券

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。