

梅泰诺(300038)/通信设备

BBHI 并表促业绩高增, 定增完成全面发力在即

评级: 买入(维持)

市场价格: 34.13

目标价格: 46.8

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

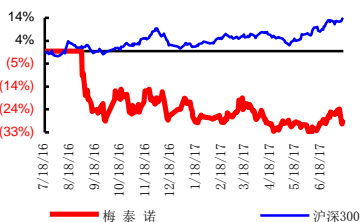
分析师: 宋易潞

执业证书编号: S0740517010003

Email: songyl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	317
流通股本(百万股)	146
市价(元)	34.13
市值(百万元)	10,830
流通市值(百万元)	4,973

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 转型移动互联综合服务商, 收购海外 SSP 巨头发力国内精准营销

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	768.05	984.22	3,124.86	3,740.00	4,506.09
增长率 yoy%	20.83%	28.15%	217.50%	19.69%	20.48%
净利润	56.50	108.10	651.93	892.16	1,088.02
增长率 yoy%	5.85%	91.35%	503.05%	36.85%	21.95%
每股收益(元)	0.30	0.57	1.56	2.13	2.60
每股现金流量	0.71	0.84	-0.59	4.63	2.10
净资产收益率	3.00%	5.51%	6.49%	8.15%	9.04%
P/E	191.05	77.05	21.91	16.01	13.13
PEG	32.69	0.84	0.04	0.43	0.60
P/B	5.74	4.24	1.42	1.30	1.19
备注:					

投资要点

- 上半年业绩高增长, 定增完成缓解资金压力。**公司上半年收入 9.54 亿元, 同比增长 179%, 归母净利润 1.75 亿元, 同比增长 347%。其中, 宁波诺信及下属 BBHI 从二季度起并表, 贡献 1.35 亿元净利润, 并表增厚突出。公司配套募资 34 亿元已完成, 发行价格 33.60 元/股, 其中 21 亿支付收购现金对价, 12 亿用于 SSP 平台中国区域研发及商用项目, 缓解上市公司资金压力, 加快 BBHI 技术在国内的复制和大数据+人工智能的布局。
- BBHI 与 Yahoo 合作稳固, 新增长点提供弹性。**BBHI 是除 Google AdSense 以外唯一获得五星评级的上下文检索技术提供商, 借助技术优势获取优质媒体资源构筑竞争壁垒, 大客户 Yahoo 收入恢复增长, 近两年 BBHI 业务占比从 2.89% 提升到 5.52%, 合作预计将续约且规模有望继续扩大。未来欧洲和日本市场开拓空间仍大, 视频广告及移动端发力。此外, BBHI 今年 3 月成为 Facebook Audience Network 首批技术代理商, Facebook 海量业务的分成将带来业绩弹性。
- 出海营销快速落地, 国内复制厚积薄发。**公司借助日月同行等的国内客户资源和 BBHI 的技术和全球媒体资源助力中国企业出海投放广告, 预计今年将产生可观收入贡献。而 BBHI 业务在国内复制或采取网盟模式或为巨头提供技术合作, 我们根据百度网盟和阿里妈妈的第三方分成估算当前国内网盟市场规模近 800 亿, 公司已搭建优质人才团队, 新任副总裁程华奕曾任 eBay 和 PayPal 首席工程师、阿里妈妈副总裁及大数据中心负责人等, 未来该业务潜力极大。
- 大数据和人工智能提供长期看点。**公司设立大数据与人工智能研究院并聘请国家千人计划专家、Google 技术负责人等知名专家, 依托 BBHI 的千人团队、机器学习和数据挖掘技术, 推出企业级大数据产品和大数据驱动的数字营销平台, 定增资金到位后商业变现有望加速。作为智慧城市产业联盟常务副理事长单位, 物联网板块智慧城市业务亦持续突破。公司还参与高精尖产业并购基金、人工智能产业投资基金等借力加速外延。
- 投资建议:** 我们预计公司 2017/2018 年收入分别为 31.25/37.4 亿元, 归母净利润分别为 6.52/8.92 亿元, EPS 分别为 1.56/2.13 元(增发摊薄后)。目标价 46.8 元(增发摊薄后), 对应 2017 年 30 倍 PE, 买入评级。
- 风险提示:** 数字营销行业竞争加剧风险, 收购整合风险。

内容目录

上半年业绩高增，BBHI 并表、大数据+人工智能推进	- 4 -
BBHI 并表带动业绩高增长，定增完成缓解资金压力	- 4 -
布局“信息基础设施投资运营”和“大数据+人工智能”	- 4 -
BBHI 与 Yahoo 合作稳固，新增长点提供弹性	- 5 -
BBHI 技术优势构筑竞争壁垒，yahoo 业务后续持续性强	- 5 -
欧洲和日本市场开拓空间仍大，视频广告及移动端发力	- 9 -
切入 Facebook 技术代理带来业绩弹性	- 9 -
出海营销快速落地，国内复制厚积薄发	- 11 -
出海营销服务有望快速起量	- 11 -
国内复制年内有望突破	- 11 -
大数据和人工智能提供长期看点	- 12 -
投资建议	- 14 -
风险提示	- 14 -
数字营销行业竞争加剧风险	- 14 -
收购整合风险	- 14 -

图表目录

图表 1：历年收入及增速	- 4 -
图表 2：历年归母净利润及增速	- 4 -
图表 3：程序化购买产业链	- 5 -
图表 4：程序化购买产业链利益分配	- 6 -
图表 5：媒体主千次展示收入（美元）	- 6 -
图表 6：广告主点击通过率	- 6 -
图表 7：Google AdSense 与 Media.net 对比	- 7 -
图表 8：BBHI 各项收入占比（2016M1-8）	- 7 -
图表 9：BBHI 各项业务毛利率（2016M1-8）	- 7 -
图表 10：BBHI 集团的主要合作媒体（部分）	- 8 -
图表 11：Yahoo 历年收入及增速	- 8 -
图表 12：BBHI 来自 Yahoo 收入（人民币万元）及占比	- 8 -
图表 13：公司业务地区分布	- 9 -
图表 14：桌面和移动端收入占比	- 9 -
图表 15：BBHI 集团主要广告产品	- 9 -
图表 16：Facebook 与技术代理合作模式	- 10 -
图表 17：Facebook 收入（亿美元）及增速	- 10 -

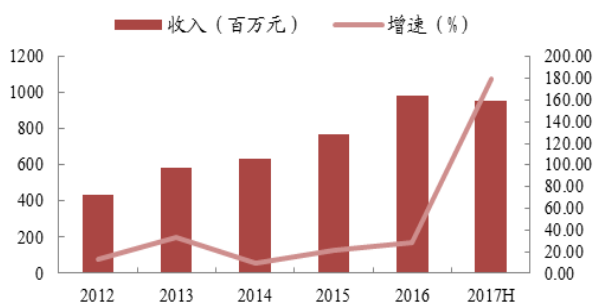
图表 18: Facebook 净利润 (亿美元) 及增速	- 10 -
图表 19: 百度网盟特点列表	- 12 -
图表 20: 百度网盟向第三方媒体分成	- 12 -
图表 21: 合并报表预测	- 15 -

上半年业绩高增，BBHI 并表、大数据+人工智能推进

BBHI 并表带动业绩高增长，定增完成缓解资金压力

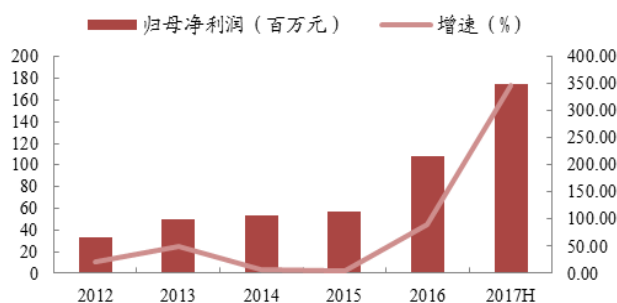
- 公司公告上半年收入 9.54 亿元，同比增长 179%，归母净利润 1.75 亿元，同比增长 347%。其中，宁波诺信及下属 BBHI 从二季度起并表，贡献 1.35 亿元净利润，并表增厚突出。日月同行贡献 2997 万净利润，相比去年同期下滑 19%。传统业务及其他贡献 1012 万净利润，同比增长 344%。
- 分业务来看，上半年通信业务收入 2.68 亿元，同比增长 59%，毛利率 35.44%，提升 4.91 个百分点；互联网业务收入 6.37 亿元，同比增长 460%，毛利率 30%，该部分收入中 4.77 亿为 BBHI 贡献。
- 得益于 BBHI 的管理费用率和财务费用率较低，公司整体净利率明显提升，为 19.2%，同比提高 7.5 个百分点；管理费用率由 14.9% 降至 7.35%，财务费用率由 5.3% 降至 3.2%。经营现金流净流入 1.52 亿元，同比增长 845%。

图表 1：历年收入及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：历年归母净利润及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司定增已完成，非公开发行 1.01 亿股，发行价格 33.60 元/股，募集资金总额 34 亿元，其中 21 亿元将用于支付此前收购宁波诺信的交易对价，12 亿元用于 SSP 平台中国区域研发及商用项目。此前宁波诺信支付 BBHI 收购款项时质押了部分上市公司股权，本次增发完成将缓解上市公司资金压力及宁波诺信质押压力，并加快 BBHI 技术及业务在国内的复制和延伸。

布局“信息基础设施投资运营”和“大数据+人工智能”

- 信息基础设施投资运营业务方面，公司主要业务为信息基础设施投资与运营（通信相关业务）、通信网络基础设施产品及运维服务、通信基础设施投资运营、网络优化系统集成及设备销售、各类通信塔研发设计、生产制造、安装维护等基本业务，围绕运营商信息基础设施服务需求，自建及收购铁塔、管道、室分、驻地网等通信基站设施，为通信运营商提供运营服务及增值服务，积极开拓市场。在此基础上，公司业务延伸至智慧城市建设中的基础设施和网络层及大数据处理业务等方面。

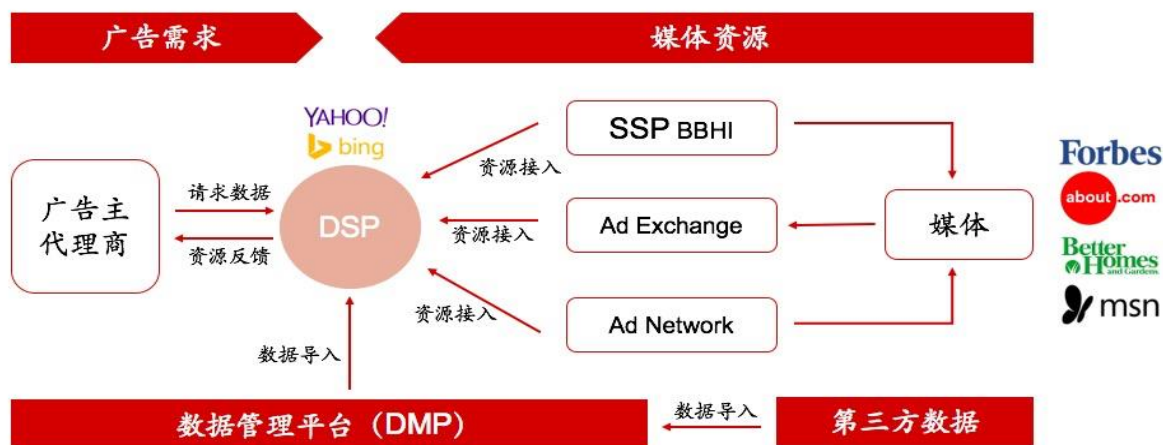
- **大数据+人工智能业务方面**，2015 年公司收购日月同行 100.00% 股权，开始涉足互联网营销业务；2017 年度完成对全球互联网营销龙头企业 BBHI 的收购。公司数字营销服务已经通过构建专业化的互联网营销平台，整合各类互联网应用下载平台资源及流量资源，利用大数据分析、人工智能、用户画像等多种技术为广告主提供数字营销服务，为媒体主提供流量增值服务，以及其他传统互联网广告服务。未来梅泰诺公司将以大数据+人工智能领域为工作重点，基于大数据的收集和挖掘，提供多个方面的业务服务。

BBHI 与 Yahoo 合作稳固，新增长点提供弹性

BBHI 技术优势构筑竞争壁垒，yahoo 业务后续持续性强

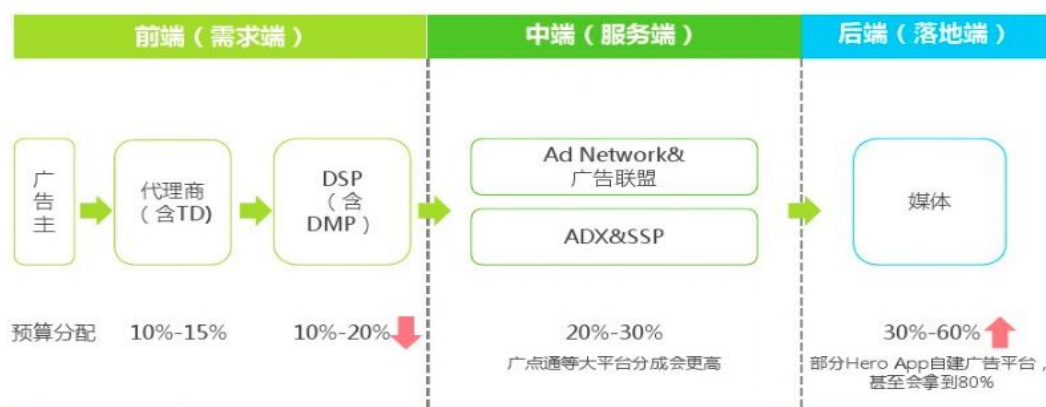
- 程序化购买是通过数字平台，代表广告主，自动地执行广告媒体购买的流程，包括 RTB 实时竞价模式和 non-RTB 非实时竞价模式。程序化购买产业链由广告主（或广告代理）、需求方平台（DSP）、广告交易平台（Ad Exchange）、供给方平台（SSP）以及媒体资源构成。**DSP** 为广告主提供跨媒介、跨平台的广告投放平台，通过实时数据分析来进行购买、投放广告；**Ad Exchange** 是指开放的、将媒体和广告主/广告代理商联系在一起的在线广告市场；**SSP** 帮助媒体主（在移动端主要是移动站点和 APP）进行流量分配管理、资源定价、广告请求筛选，使其更好地进行自身资源的定价和管理，优化营收；**BBHI** 即属于此类。
- 代理商（如有）通常扣留广告主预算的 10-15%，DSP 拿到广告主预算的 10-20%。**Ad Exchange** 与 **SSP** 这几类公司在产业链通常介于 DSP 和媒体主之间，拿到预算的 20-30%。而媒体方按照话语权不同可以分到 30-60% 不等，最高可以拿到 80%。

图表 3：程序化购买产业链



来源：公司公开资料，中泰证券研究所

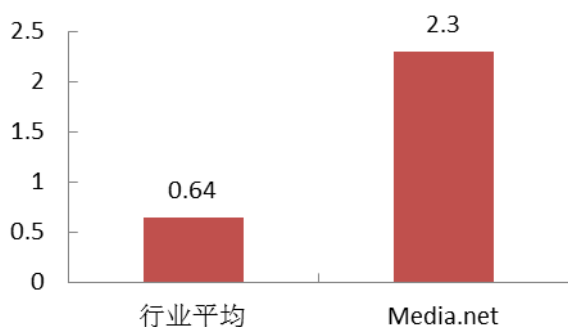
图表 4：程序化购买产业链利益分配



来源：iresearch，中泰证券研究所

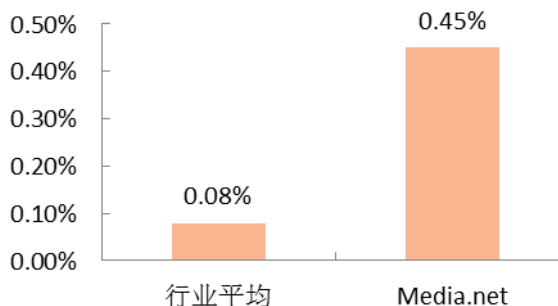
- **BBHI 技术优势突出**：BBHI 集团拥有领先的基于上下文检索 (Contextual) 的广告技术，尤其在预测数据分析 (Predictive Analytics) 和机器学习 (Machine learning) 方面，其自主算法可以根据用户正在浏览/搜索的网页内容自动和动态地选择用户可能会感兴趣的广告，并且智能化的实现点击率和竞价排名之间的平衡，从而帮助媒体主大幅提高长期广告收入，实现广告位价值的最大化，帮助广告主实现精准营销。根据 AppNexus 等的测算，BBHI 集团的媒体主千次展示收入是行业水平的 3.6 倍，广告主点击通过率为行业水平的 5.6 倍。

图表 5：媒体主千次展示收入 (美元)



来源：AppNexus、DoubleClick Display Benchmarking Tool，中泰证券研究所

图表 6：广告主点击通过率



来源：AppNexus、DoubleClick Display Benchmarking Tool，中泰证券研究所

- 根据美国 SEOBook 网站发布的“CPC Contextual Ad Network Review (2016)”，BBHI 是除 Google AdSense 以外唯一获得五星评级的上下文检索技术提供商。Chitika 位列第三，但仅获得了两星评级。据测算，BBHI 在 2014 年到 2016 年在美国程序化广告市场的整体市场占有率为 3.7%至 5.6%。
- 根据相关行业评论及对媒体主的抽样访谈，Google AdSense 和 Media.net 比较之下，Media.net 的个性化服务更优，兼容性更好。

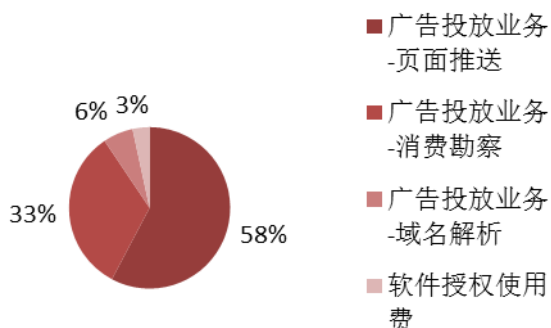
图表 7: Google AdSense 与 Media.net 对比

	优势	劣势
Google AdSense	对媒体主而言单次点击收入可观 媒体主的收入稳定性更好 对类似个人博客等小众媒体主更有价值，因为 Google 的广告存量更具备优势	基本没有个性化服务或客户经理 对媒体主的审核异常苛刻 保留不经警告即关闭媒体主账号的权利
Media.net	服务更加灵活，能根据媒体主个性化需求定制解决方案 可以和包括 Google AdSense 在内的其他平台兼容 广告相关度测试结果更加优秀	对媒体语言存在限制，暂时以英语为主。

来源：公司公告，中泰证券研究所

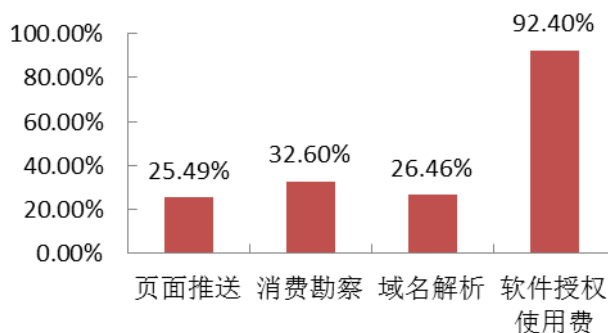
- **高毛利印证技术优势，区别于媒介代理及 DSP：**BBHI 集团现有广告产品包括展示类广告、搜索广告、邮件广告、移动广告、视频广告、本地原生图片展示广告、消费勘察、域名广告等。得益于公司的技术优势，毛利率高达近 30%，远超同行纯赚差价和返点的媒介代理业务（通常 10%左右）。

图表 8: BBHI 各项收入占比 (2016M1-8)



来源：公司公告，中泰证券研究所

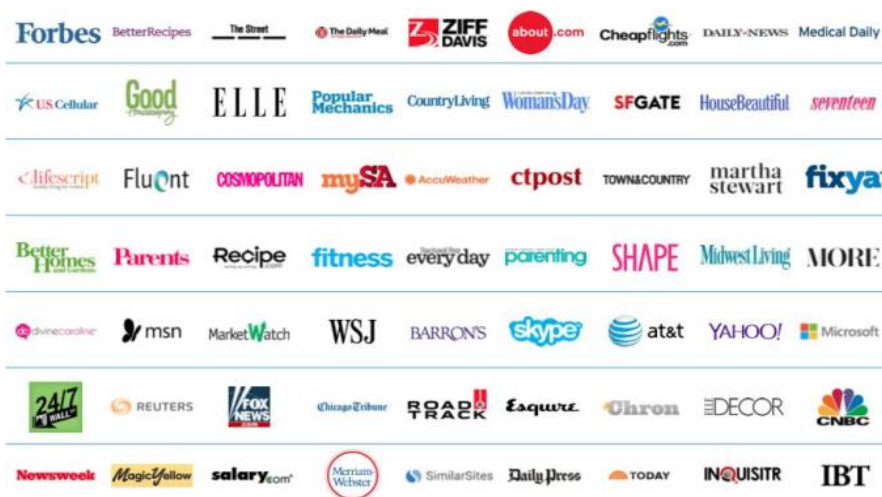
图表 9: BBHI 各项业务毛利率 (2016M1-8)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **技术优势带来优质媒体资源：**BBHI 集团在下游媒体领域具有显著影响力及市场优势。其在全球范围内有 7000 多家合作媒体，包括 Forbes、Fluent 等全球数百家最有影响力的媒体以及其他拥有优质内容的中小媒体，例如 Forbes、Reuters、WSJ 以及 AT&T 等在内的众多媒体巨头。这些媒体为 BBHI 提供了丰富优质的广告位资源。BBHI 集团不仅技术出色，还能够真正关注媒体主的不同需求，并且有能力提供灵活的定制化解决方案。

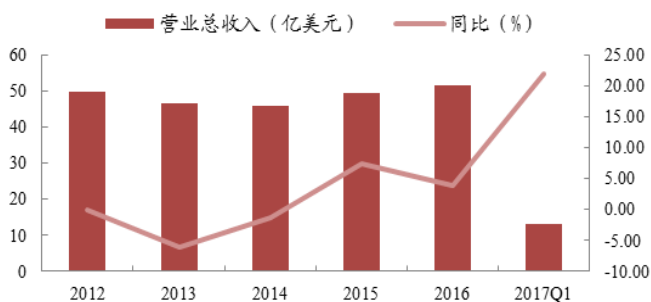
图表 10: BBHI 集团的主要合作媒体 (部分)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

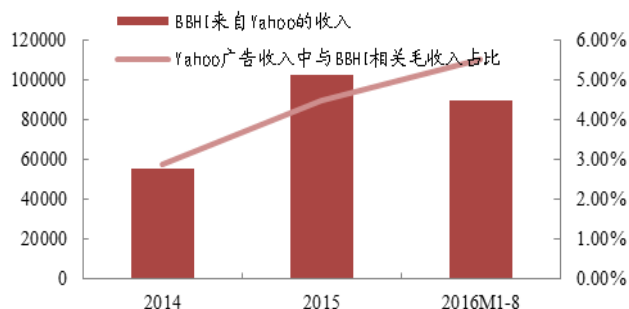
- **Yahoo 合作预计续约且规模有望继续扩大。** Yahoo! Bing Network 联盟是全美市场份额仅次于 Google 的 DSP 广告需求端平台, 且在搜索引擎方面的市场份额占比正逐渐增高, 该联盟选择与 BBHI 开展排他性合作充分印证了后者对其充分的认可和技术依赖。近年来 BBHI 业务占比提升, BBHI 占 Yahoo 的比例从 14 年的 2.89% 提升到 15 年的 4.48% 以及 16 年的 5.52%。
- **Yahoo 近年来收入恢复增长, Verizon 收购后雅虎财经、搜索引擎、网络广告工具和网络服务等核心业务将与 Verizon 拥有的美国在线旗下约 50 家媒体和科技品牌组成一个新的数字媒体公司 Oath, 由美国在线前首席执行官 Armstrong 统领, 预计广告收入仍将是其主要收入来源。**
- **目前 BBHI 集团与 Yahoo 签订的合同有效期至 2017 年 8 月, 且合同到期后如无其他事项, 将自动续签。BBHI 收购条款规定在交割完成后 12 个月以内, 一旦发生 Yahoo 合同终止的情况, 且在终止状态下的任一对赌年份中, Yahoo 调整额大于买方当期承诺应付款额, 则激活 Yahoo 回拨款机制。鉴于 BBHI 历史经营业绩良好, 拥有数量众多的媒体主资源, 且在上下文检索领域技术优势明显, 因此我们预计 Yahoo 合同将顺利续签。**

图表 11: Yahoo 历年收入及增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: BBHI 来自 Yahoo 收入 (人民币万元) 及占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所, 注: Yahoo 记录与 BBHI 相关毛收入 = BBHI 来自 Yahoo 收入 / 0.85

欧洲和日本市场开拓空间仍大，视频广告及移动端发力

- BBHI 业务 90%在美国，10%来源于欧洲、亚洲等，欧洲和日本已克服自然语言理解的问题，因此后续技术在中国应用克服类似障碍问题不大。中文和英文最大的区别是需要分词，或将利用拓尔思等的技术。
- 近几年公司在移动端业务快速发展，目前移动端业务占比 52%，PC 端占 48%。随着移动营销需求快速增长，公司也将抓住机遇快速扩张业务规模。
- 据艾瑞咨询，2016 年中国网络视频广告收入市场规模为 271.7 亿元，增速达 43.1%，中国网络视频用户规模的爆发增长以及多元化商业模式的开发创新助力其发展。BBHI 在视频广告、本地原生图片展示广告方面也在积极研发和推进，未来将作为新的收入增长点。针对 BBHI 目前正在布局的视频广告业务，相关团队人员规模已经增加了接近一倍。

图表 13：公司业务地区分布



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14：桌面和移动端收入占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 15：BBHI 集团主要广告产品



来源：公司公告，中泰证券研究所

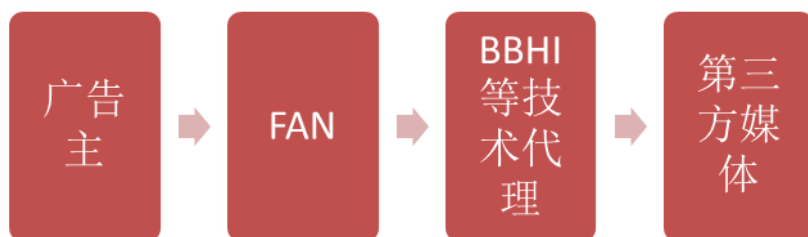
切入 Facebook 技术代理带来业绩弹性

- Facebook Audience Network (FAN) 作为 Facebook 2014 年发布的一个跨应用移动广告服务，以用户在社交网络上留下的信息作为基础，内容提供方可以在不同软件中识别用户并根据他们的资料有针对性地发放推广内容。用户在 Facebook 上赞了某品牌的商品，在使用有关的第

三方应用时就有可能看见该品牌定向投放的广告内容，以横幅、弹窗或者原生的形式出现。

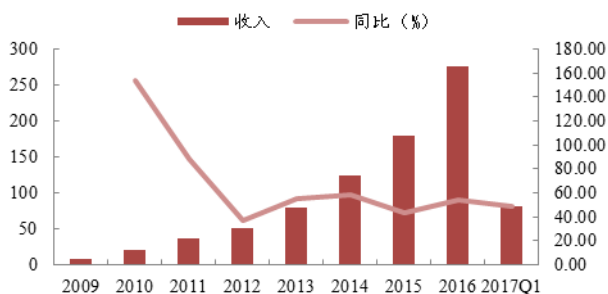
- **Headerbidding 技术能增厚媒体主收入：**一个媒体网页通常对接某个 ADX/DSP（如 Google AdSense），Headerbidding 可以让媒体保持这合作外，额外对接其他 bidder。在调用广告服务器获取广告之前，通过页面的 JavaScript 先进行若干 Bidder 询价。**测试表明第三方媒体使用 Headerbidding 技术可增厚媒体主 10-30% 广告收入。**
- 公司 3 月下旬成为 FAN 首批 6 家 Headerbidding 技术代理商之一。FAN 从自有广告位扩展到第三方广告位，提高了广告承载量。由于 FB 旗下社交媒体较多，目前该业务仅占不足 10% 份额，但随着 FB 自身广告位填充率趋近上限，该业务增量贡献将逐步提升。去年 FB 广告收入 276 亿美元，增长 54%，为谷歌的三分之一，FB 借 Headerbidding 有望吸引更多第三方媒体合作，助力其抢占谷歌市场份额。
- **BBHI 作为技术代理商获取相应分成，扩充收入来源。**当前 BBHI 来自 Yahoo 收入占自身收入的 80% 以上，而该部分对于 Yahoo 仅占其广告业务的 5-6%。Facebook 收入规模是 Yahoo 的 5 倍以上，而 BBHI 已为此研发筹备数年，未来凭借自身技术优势有望不断提升在 FB 权重。

图表 16: Facebook 与技术代理合作模式



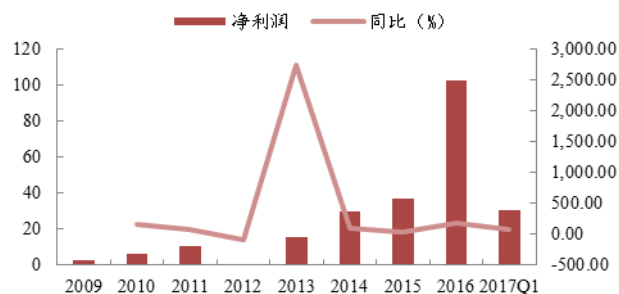
来源：中泰证券研究所

图表 17: Facebook 收入 (亿美元) 及增速



来源：wind, 中泰证券研究所

图表 18: Facebook 净利润 (亿美元) 及增速



来源：wind, 中泰证券研究所

出海营销快速落地，国内复制厚积薄发

出海营销服务有望快速起量

- **出海营销快速发展，门槛偏高，有技术和媒体优势的营销服务商切入有机会。**出海营销的国内广告主多为效果类，以投放结果为导向，投放媒体资源种类相对多元化。为保证投放效果（如下载量、购买行为、留存率等），对营销公司的数据分析能力要求较高，需定位精准目标人群，才能降低成本，提高利润率。预算基本会分散在多家营销服务商，进行流量补充及制约。
- **目前出海营销领域形成规模的企业多为已上市新三板（猎豹移动上市纽交所），或被上市公司收购（如 Avazu 曾被天神娱乐收购）。**企业上市时间多集中在 2015 年底至 2016 年初。与国内营销服务商通过放宽账期、价格战等进行激烈竞争相比，出海营销服务商竞争格局较好，门槛偏高，抓住红利期实现快速发展，如新三板的易点天下 2016 年收入、利润分别为 16.1 亿和 1.6 亿元，同比增长分别达 1164%和 582%；汇量科技 2016 年收入、利润分别为 19.7 亿和 2.12 亿元，同比增长分别达 155%和 853%。
- **BBHI 将助力中国企业出海投放广告。**借助 BBHI 的海外媒体主资源，预计公司将助力中国广告主在美国投放广告。中国广告主如金融机构、电子产品（白电、小家电）、快消品等存在海外进行品牌展示等需求，此前在美国投放主要通过 Facebook 和 Google 的代理商，包括多盟、品众互动等，未来公司借助国内客户资源和 BBHI 的技术和媒体资源进军该市场，以日月同行或猎豹等机构为 DSP，快速落地，我们预计今年收入规模有望达数亿元。

BBHI 模式国内复制年内有望突破

- **公司将依托 BBHI 的技术优势和服务经验拓展中国市场。**按照 BBHI 在海外的经营思路，公司可通过网盟模式拓展 500-1000 家媒体主，结合 BBHI 在美国重点领域如汽车、医疗、财经生活等，借助日月同行的客户基础以及外部大型 DSP 的合作，采用 BBHI 的数据挖掘、机器学习技术优势，在国内精准营销领域实现快速增长。
- **我们预计公司在国内有望为巨头提供技术合作，或直接面对中小网站主建立网盟。**网盟和 SSP 产业链环节类似，例如百度网盟业务是通过人群定向关键词定向等精准定位方式，分析网民用户行为及网站页面内容，将最具竞争力的百度推广内容投放到网站对应页面，为推广客户和网站主带来推广内容投放效益最大化，网站用户通过点击该推广内容产生收入，网站主即可从百度获得相应分成。其核心技术主要包括海量数据挖掘分析技术、网站媒介质量评估系统及网络广告防作弊检测技术，而公司凭技术优势已成为 Facebook 技术代理之一，未来有望与巨头技术合作，或直接面对中小网站主建立网盟。

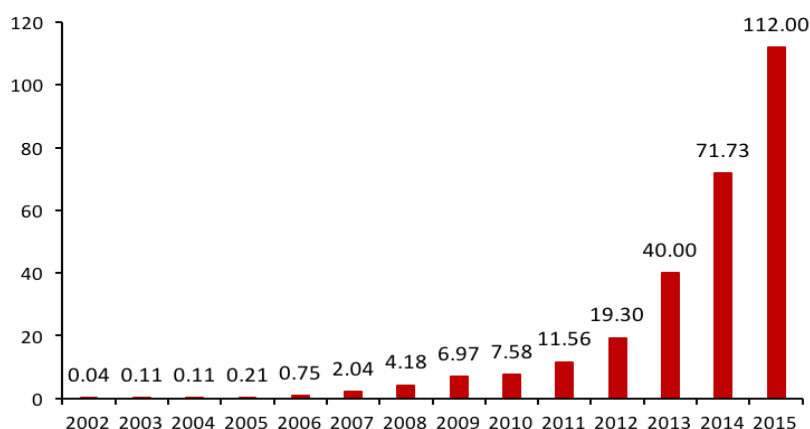
图表 19: 百度网盟特点列表



来源：百度，中泰证券研究所

- **市场空间估算：**目前网盟领域国内最大的是百度网盟，其次是阿里妈妈。此外还有部分小型网盟，如新三板盘石股份。百度网盟 2015 年向第三方媒体分成约 112 亿，近五年年均复合增速达 76%，预计百度网盟今年向第三方应用分成 200 亿左右。而阿里妈妈体量估算为百度三分之二，按照第三方媒体分成占比 40-50%的较高比率来估算，则国内当前市场规模近 800 亿。上半年盘石股份收入 2 亿，同比增长 182%，归母净利润 0.58 亿，同比增长 320%，实现跨越式增长。梅泰诺若能为巨头提供技术合作获取分成，或以类似盘石网盟的形式占据一定市场份额，有望产生较大利润弹性。
- 当前公司已为该业务建立了优质的人才团队，新任副总裁程华奕曾任 eBay 和 PayPal 首席工程师、阿里妈妈副总裁及大数据中心负责人等，亲自带队拓展该业务，前景乐观。

图表 20: 百度网盟向第三方媒体分成



来源：百度公开资料，中泰证券研究所

大数据和人工智能提供长期看点

- **人才团队储备强大：**公司设立大数据与人工智能研究院，聘任张晓东为院长，主持全面工作；聘任陈利人为首席科学家，负责前沿技术探索、技术方案设计优化等工作。张晓东为国家千人计划专家，乌镇智库理事长，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；陈利人

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 等。新任总裁尹洪涛曾任工信部软件服务业司信息服务业处处长、长江通信党委书记等，现任国家信息技术标准化技术委员会委员等。

- 此外，BBHI 团队成员已超过 1000 人，其中大部分为经验丰富的工程师，通过成熟的人才引进及培训机制、人力管理模式、员工质量，有效帮助 BBHI 集团吸引了并留住了大量技术人才。
- **依托 BBHI 的机器学习和数据挖掘技术，公司未来有望实现基于大数据的商业变现。**公司与运营商长期合作，有望获取运营商脱敏数据，获取用户位置、浏览习惯，形成特定人群的行为模式数据库。借助拉卡拉支付和征信数据，建立大数据平台，用户画像、数据整合服务渠道，当前广告主对精准营销的需求日渐突出，根据效果计费费等模式下对公司的精准化提出了更高要求。公司借助用户画像有望实现用户群精准投放，增强自身在产业链竞争力，进而实现客户规模扩大和利润增长。此外，后续公司也有望探索其他模式变现，如数据服务、结合征信、支付的金融服务等。
- **物联网和人工智能布局待发力。**2017 年 6 月 9 日公司凭借人工智能、物联网和大数据核心技术在智慧城市中的技术优势，以及在吉林、内蒙、贵州等地开展的智慧城市项目的经验，当选为“中国智慧城市产业联盟常务副理事长单位”。尹洪涛总裁凭借在信息产业及通信行业的丰富经验，当选为“中国智慧城市产业联盟常务副理事长”。在通信基础设施板块，公司作为智慧城市建设的积极参与者，一直紧跟智慧城市发展大势，把路灯智能化作为智慧城市的突破口，依托母公司在物联网领域和大数据领域的技术实力，进一步开拓路灯物联这个全新领域。
- 2017 年 6 月 29 日，公司凭借在大数据及 AI 等科技产业领先的优势，参与第 21 届中国国际软件博览会，会上梅泰诺展示了在大数据、物联网、通信基础设施及高精尖产业并购基金各产业链的科技成果，其中大数据板块由首批千人计划专家领衔，包括企业级大数据产品和大数据驱动的数字营销平台两大业务。物联网板块以互联、共享的智慧城市公共信息平台为基础，拓展智慧社区、政务、旅游、地产等智慧行业应用的解决方案。
- **借助产业基金合力加速外延。**公司 2017 年 4 月发布的高精尖产业并购基金“北京盛世泰诺股权投资中心（有限合伙）”的合伙人中既有国资背景的北京经济和信息化委员会经济技术市场发展中心，也有大数据领域的领先服务商拓尔思，公司将在大数据、人工智能等领域获得资本+产业资源的双重优势，预计公司后续将通过该基金积极展开相关领域的资本合作。8 月公司以自有资金 5000 万元参与设立人工智能产业投资基金“广州天目人工智能产业投资基金合伙企业”，占该基金的出资比例为 10%。其他合作方包括：宁波数智拓天投资，贵阳高新大数据投资，北京拓尔思，东土投资，浙江舒泰神投资。

投资建议

- 我们分业务来估算公司全年业绩，BBHI 按照业绩承诺 5 亿，考虑到去年超额完成 17%后 4.7 亿利润及今年切入 Facebook 带来的弹性，预计今年全年 5.7-6 亿利润；移动出海及原有业务 1.5 亿利润，合计估算备考净利润约 7.2-7.5 亿，预计并表 6.5 亿。国内网盟、人工智能业务暂不考虑业绩贡献。
- 我们预计公司 2017/2018 年收入分别为 31.25/37.4 亿元，归母净利润分别为 6.52/8.92 亿元，EPS 分别为 1.56/2.13 元（增发摊薄后）。目标价 46.8 元（增发摊薄后），对应 2017 年 30 倍 PE，买入评级。

风险提示

数字营销行业竞争加剧风险

- 现阶段数字营销领域竞争激烈，行业内公司数量众多。尽管公司不断提升自身业务水平和创新能力，以保持其经营业绩的稳定发展，但面对大量竞争对手，不排除其业务、财务状况及经营业绩将会受到不利影响。

收购整合风险

- 公司收购的标的从事业务领域与公司传统业务领域存在一定差异，未来在企业经营管理、组织设置、团队磨合、内部控制和人才引进等方面存在一定的风险和挑战。

图表 21: 合并报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	636	768	984	3,125	3,740	4,506
增长率	8.96%	20.8%	28.1%	217.5%	19.7%	20.5%
营业成本	-447	-539	-676	-2,169	-2,594	-3,121
% 销售收入	70.3%	70.1%	68.7%	69.4%	69.4%	69.3%
毛利	189	230	308	956	1,146	1,386
% 销售收入	29.7%	29.9%	31.3%	30.6%	30.6%	30.7%
营业税金及附加	-3	-5	-6	-16	-17	-9
% 销售收入	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.2%
营业费用	-3	-4	-6	-14	-17	-18
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%
管理费用	-83	-110	-126	-125	-150	-158
% 销售收入	13.0%	14.3%	12.8%	4.0%	4.0%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	99	110	170	802	962	1,201
% 销售收入	15.6%	14.3%	17.3%	25.7%	25.7%	26.6%
财务费用	-27	-40	-40	-7	21	28
% 销售收入	4.2%	5.2%	4.0%	0.2%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-14	-12	-27	-77	9	-14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	1	24	16	14	15
% 税前利润	—	1.5%	17.5%	2.2%	1.4%	1.2%
营业利润	58	59	127	734	1,007	1,229
营业利润率	9.2%	7.6%	12.9%	23.5%	26.9%	27.3%
营业外收支	13	4	9	7	7	7
税前利润	72	62	136	741	1,014	1,236
利润率	11.3%	8.1%	13.8%	23.7%	27.1%	27.4%
所得税	-10	-6	-13	-74	-101	-124
所得税率	14.0%	9.8%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	62	56	123	667	912	1,113
少数股东损益	8	0	15	15	20	25
归属于母公司的净利润	53	56	108	652	892	1,088
净利率	8.4%	7.4%	11.0%	20.9%	23.9%	24.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	62	56	123	667	912	1,113
少数股东损益	0	0	0	15	20	25
非现金支出	29	28	66	187	130	179
非经营收益	24	28	-20	-3	-15	-17
营运资金变动	-285	23	-7	-1,098	912	-395
经营活动现金净流	-171	135	161	-233	1,959	904
资本开支	15	164	154	2,696	319	349
投资	-41	-170	-78	0	0	0
其他	0	0	51	16	14	15
投资活动现金净流	-57	-334	-181	-2,680	-305	-334
股权募资	3	516	4	7,438	0	0
债权募资	110	36	302	-550	-20	-40
其他	1	-125	-11	-24	-6	-5
筹资活动现金净流	115	427	295	6,864	-26	-45
现金净流量	-113	228	275	3,952	1,628	525

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	59	298	730	4,667	6,275	6,775
应收款项	972	886	1,035	2,860	2,603	3,136
存货	359	431	456	891	711	1,026
其他流动资产	89	118	231	639	794	940
流动资产	1,478	1,733	2,452	9,057	10,382	11,877
% 总资产	78.2%	57.3%	62.1%	68.9%	70.8%	72.7%
长期投资	53	216	200	200	200	200
固定资产	140	216	502	663	716	786
% 总资产	7.4%	7.1%	12.7%	5.0%	4.9%	4.8%
无形资产	187	749	779	3,212	3,346	3,467
非流动资产	411	1,290	1,495	4,088	4,275	4,466
% 总资产	21.8%	42.7%	37.9%	31.1%	29.2%	27.3%
资产总计	1,889	3,023	3,947	13,145	14,657	16,343
短期借款	338	308	550	0	0	0
应付款项	318	439	865	2,258	2,811	3,334
其他流动负债	98	101	117	368	435	525
流动负债	754	848	1,532	2,626	3,246	3,859
长期贷款	30	30	134	134	134	104
其他长期负债	0	66	112	112	92	82
负债	784	945	1,779	2,872	3,472	4,045
普通股股东权益	1,061	1,861	1,963	10,052	10,945	12,033
少数股东权益	44	197	206	221	241	266
负债股东权益合计	1,889	3,023	3,947	13,145	14,657	16,343

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.332	0.297	0.568	1.558	2.132	2.600
每股净资产(元)	6.603	9.879	10.306	24.024	26.156	28.756
每股经营现金流(元)	-1.063	0.709	0.844	-0.591	4.634	2.102
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.03%	3.00%	5.51%	6.49%	8.15%	9.04%
总资产收益率	2.83%	1.87%	2.74%	4.96%	6.09%	6.66%
投入资本收益率	6.28%	5.21%	7.98%	13.02%	17.95%	20.02%
增长率						
营业总收入增长率	8.96%	20.83%	28.15%	217.50%	19.69%	20.48%
EBIT增长率	20.45%	10.53%	54.87%	370.92%	20.06%	24.78%
净利润增长率	6.07%	5.85%	91.35%	503.05%	36.85%	21.95%
总资产增长率	18.43%	60.00%	30.58%	233.04%	11.50%	11.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	474.9	425.7	332.1	300.0	220.0	220.0
存货周转天数	250.7	267.4	239.3	150.0	100.0	120.0
应付账款周转天数	157.3	127.6	123.7	125.0	130.0	128.3
固定资产周转天数	76.4	74.2	120.1	63.4	62.7	56.5
偿债能力						
净负债/股东权益	27.98%	1.91%	-2.09%	-44.12%	-55.07%	-54.48%
EBIT利息保障倍数	3.7	2.8	4.3	114.8	-45.8	-43.4
资产负债率	41.52%	31.25%	45.06%	21.85%	23.69%	24.75%

来源: 中泰证券研究所预测

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。