

强烈推荐-A (维持)

梅泰诺 300038.SZ

目标估值: 55.50 元  
当前股价: 34.13 元  
2017 年 08 月 21 日

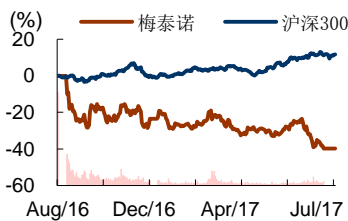
业绩大幅增长, 定增靴子落地

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	31732
已上市流通股(万股)	14570
总市值(亿元)	108
流通市值(亿元)	50
每股净资产(MRQ)	19.6
ROE(TTM)	3.9
资产负债率	39.9%
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	-12	-16	-40
相对表现	-14	-25	-50



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《梅泰诺(300038)——传统业务稳增长, “AI+营销”成为新引擎》2017-07-26
- 2、《梅泰诺(300038)——整合步步为营, 格局初露锋芒》2017-05-25
- 3、《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

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: 1) 梅泰诺于 8 月 18 日晚间发布半年度报告, 实现营业收入 9.54 亿元, 较上年同期增长 179%; 实现归母净利润 1.75 亿元, 同比增长 347%; 实现 EPS0.69 元, 业绩符合预期; 2) 8 月 20 日晚间公告, 定增落地, 此前的非公开发行股份事项的认购对象报价认购、缴款环节已经顺利结束, 公司股票将于 8 月 21 日(星期一)开市起复牌。

招商点评:

1、营业收入和净利润大幅增长, 受益 BBHI 二季度并表

上半年营收 9.54 亿元, 同比增长 179%; 实现归母净利润 1.75 亿元, 同比增长 347%, 业绩符合预期。收入、利润的大幅增长主要因 BBHI 二季度并表所致, 并且传统通信业务和日月同行保持了平稳增长。BBHI 二季度实现营收 4.77 亿元, 净利润 1.35 亿元, 作为互联网营销的技术服务商, 依托其“超级标签”、“机器学习”、“实时竞价”等较强技术优势, 已与 Yahoo 和 Facebook 等互联网平台巨头形成合作, 未来计划将 BBHI 互联网精准营销平台 (SSP) 引入中国市场, 与梅泰诺现有的大数据和人工智能研究团队发挥整合效应, 与日月同行在移动端营销业务形成协同。

分业务来看, BBHI 上半年依托存量业务实现稳健增长, 预计 Yahoo 业务和海外拓展为其带来 20%左右增长。经我们测算, 2016 年, BBHI 上半年净利润为 2 亿元左右, 全年净利润 4.66 亿元, 超业绩对赌 10%+; 2017 年, 第二季度便实现 1.34 亿元净利, 我们预计其上半年可能超过 2.4 亿元净利, 全年超业绩对赌 (7260 万美元) 是大概率事件, 有望达到 5.5 亿元 (8000 万美元)。此外, 日月同行上半年净利润 2997 万元, 预计全年完成对赌利润 6700 万元无忧。

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	3558	4498	5731
同比增长	21%	28%	262%	26%	27%
营业利润(百万元)	59	127	800	1081	1434
同比增长	0%	117%	528%	35%	33%
净利润(百万元)	56	108	742	1000	1324
同比增长	6%	91%	587%	35%	32%
每股收益(元)	0.30	0.57	1.77	2.39	3.16
PE	115.0	60.1	19.2	14.3	10.8
PB	3.5	3.3	3.7	2.9	2.3

资料来源: 公司数据、招商证券

## 2、通信和营销业务齐增长，收入结构导致整体毛利率略有下降

从分产品情况来看，上半年公司通信业务实现营业收入 2.68 亿元，同比增长 59.23%，毛利率水平为 35.44%，较上年同期提升了 4.91 个百分点，主要原因是公司去年开始的铁塔运营业务受到运营商结算影响，部分收入于今年上半年确认，未来公司将持续加大运营规模，并且将基于现有铁塔规模优势，拓展物联网、智慧城市等业务领域。

互联网业务于上半年实现营业收入 6.37 亿元，同比增长 460%，毛利率水平为 30%，较上年同期下降 11.18 个百分点，致使公司整体毛利水平略有下降。营收增长主要受益于 BBHI 并表所致，而毛利率下降主要因日月同行毛利率下降，以及 BBHI 占比较大拉低整体毛利率所致。

## 3、定增靴子终落地，“人工智能+大数据”加速落地可期

此次并购的 34 亿配套融资正式落地，发行价 33.6 元，增发 1.01 亿股。原方案于 2017 年 2 月 10 日获得批文，于 3 月 22 日完成收购资产的过户，启动非公开发行股票事项的询价工作于 8 月 7 日开始，定增延后主要因产品的交易结构受到政策法规变动的影响发生变化，一定程度上带来市场担心并导致前期股价调整。此次定增不超过 5 名特定投资者募集配套资金 34 亿元，其中，21 亿用于支付现金对价，12.2 亿用于 SSP 平台中国区域研发及商用项目。目前，定增顺利落地，将有效改善公司投入业务资金的流转，加速 SSP 平台在国内的落地，以及“大数据+人工智能”产业链的布局。

## 4、转型布局初见成效，A 股最便宜的 AI 标的，维持“强烈推荐-A”

梅泰诺双主业战略稳步落地，从国内领先的通信基础设施供应商，转型互联网营销技术服务商，并强化在数据和算法领域的核心竞争力，深入拓展“大数据+人工智能”产业应用。目前，公司大数据和人工智能实力国内领先，新任高管皆为人工智能和大数据领域权威专家，为 SSP 平台在中国的落地和持续拓展提供有力技术支持，业务深入布局，包括成立大数据和人工智能研究院，发起成立的盛世泰诺大数据产业基金获得北京高精尖产业发展基金首批合作机构，并且参投广州天目人工智能产业基金。

预计 2017-2019 年备考净利润分别约为 7.4 亿元/10.0 亿元/13.2 亿元，对应 EPS 分别为 1.77 元/2.39 元/3.16 元。考虑增发当前市值 143 亿，对应 2017-2019 年 PE 分别为 19.2x/14.3x/10.8x，对比 A 股人工智能板块 50 倍左右的平均估值，公司为 A 股最便宜的 AI 标的。

定增落地，最大风险释放，将首先迎来估值修复机会。考虑梅泰诺在国内“大数据+人工智能+互联网营销”的领先布局，且主营在 5G 产业周期将迎业绩弹性，我们给予梅泰诺 17 年 30 倍 PE，6 个月目标价 55 元，维持“强烈推荐-A”评级。

**风险提示：大数据和人工智能产业进展延后；SSP 平台国内落地不达预期**

图 5: 梅泰诺历史 PE Band

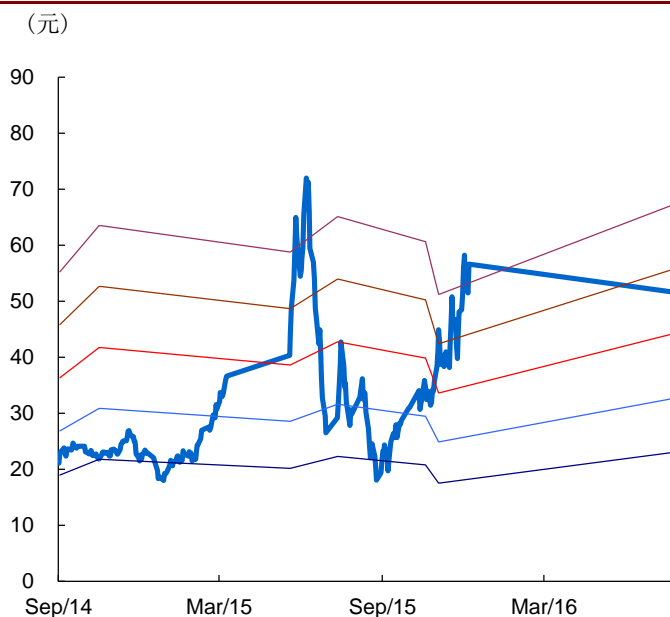
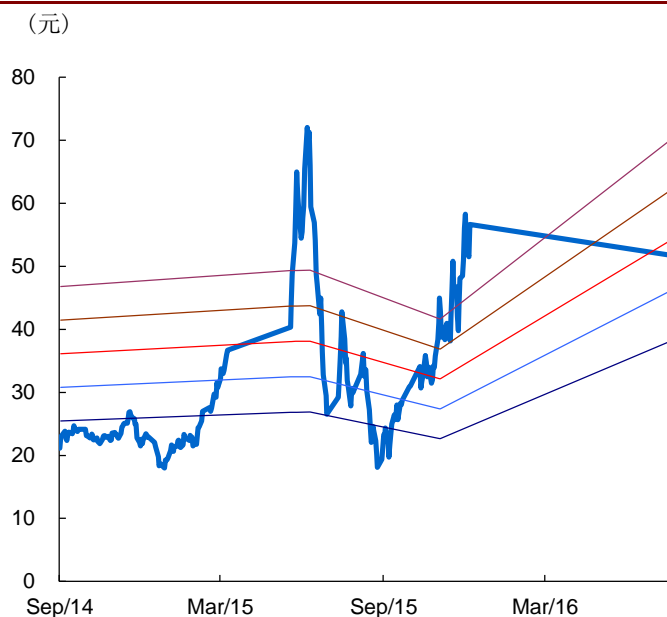


图 6: 梅泰诺历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

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, 业绩高速增长有保障》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) 深度报告—并购全球互联网营销龙头, 新起点、新征程》2016-12-30
- 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) —业绩符合预期, 整合 BBHI 布局国内百亿 SSP 市场可期》2017-02-28
- 13、《梅泰诺 (300038) —整合步步为营, 格局初露锋芒》2017-05-24
- 14、《梅泰诺 (300038) 》—传统业务稳增长, “AI+营销”成为新引擎》2017-07-26

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1733	2452	4415	5248	6869
现金	298	730	1500	1573	2195
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	1301	1644	2095
其它应收款	37	93	336	425	541
存货	431	456	834	1047	1330
其他	118	231	444	557	708
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>3023</b>	<b>3947</b>	<b>6175</b>	<b>7246</b>	<b>9081</b>
<b>流动负债</b>	848	1532	1939	1984	2462
短期借款	308	550	314	0	0
应付账款	135	323	592	744	945
预收账款	23	72	133	166	211
其他	382	587	900	1074	1306
<b>长期负债</b>	98	249	115	115	115
长期借款	30	134	0	0	0
其他	68	115	115	115	115
<b>负债合计</b>	<b>947</b>	<b>1782</b>	<b>2054</b>	<b>2099</b>	<b>2576</b>
股本	190	190	419	419	419
资本公积金	1444	1423	2395	2395	2395
留存收益	243	346	1082	2083	3407
少数股东权益	197	206	225	251	285
归属于母公司所有者权益	1878	1960	3896	4896	6220
<b>负债及权益合计</b>	<b>3022</b>	<b>3947</b>	<b>6175</b>	<b>7246</b>	<b>9081</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	58	161	257	677	899
净利润	56	108	742	1000	1324
折旧摊销	521	39	55	82	107
财务费用	228	7	14	(8)	(19)
投资收益	55	(24)	(24)	(24)	(24)
营运资金变动	(1085)	20	(567)	(416)	(545)
其它	282	11	36	42	56
<b>投资活动现金流</b>	0	(181)	(320)	(320)	(320)
资本支出	0	(154)	(320)	(320)	(320)
其他投资	0	(27)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	432	295	833	(283)	43
借款变动	(361)	291	(370)	(314)	0
普通股增加	30	0	228	0	0
资本公积增加	739	(21)	972	0	0
股利分配	(5)	(6)	(6)	0	0
其他	29	30	9	31	43
<b>现金净增加额</b>	<b>490</b>	<b>275</b>	<b>770</b>	<b>73</b>	<b>621</b>

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
<b>营业收入</b>	768	984	3558	4498	5731
营业成本	539	676	2476	3109	3948
营业税金及附加	5	6	20	26	33
营业费用	4	6	8	10	12
管理费用	110	126	236	278	319
财务费用	40	40	14	(8)	(19)
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
<b>营业利润</b>	59	127	800	1081	1434
营业外收入	4	9	9	9	9
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	62	136	809	1090	1443
所得税	6	13	47	64	85
<b>净利润</b>	56	123	761	1026	1358
少数股东损益	(0)	15	19	26	34
<b>归属于母公司净利润</b>	56	108	742	1000	1324
<b>EPS (元)</b>	0.30	0.57	1.77	2.39	3.16

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	21%	28%	262%	26%	27%
营业利润	0%	117%	528%	35%	33%
净利润	6%	91%	587%	35%	32%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.9%	31.3%	30.4%	30.9%	31.1%
净利率	7.4%	11.0%	20.9%	22.2%	23.1%
ROE	3.0%	5.5%	19.1%	20.4%	21.3%
ROIC	3.7%	5.2%	17.3%	19.6%	20.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.3%	45.1%	33.3%	29.0%	28.4%
净负债比率	11.2%	17.3%	5.1%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	1.6	2.3	2.6	2.8
速动比率	1.5	1.3	1.8	2.1	2.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.2	0.6	0.6	0.6
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
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.30	0.57	1.77	2.39	3.16
每股经营现金	0.30	0.84	0.61	1.62	2.15
每股净资产	9.86	10.29	9.31	11.70	14.86
每股股利	0.03	0.03	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	115.0	60.1	19.2	14.3	10.8
PB	3.5	3.3	3.7	2.9	2.3
EV/EBITDA	266.7	131.1	30.3	22.8	17.3

## 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。

## 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。