

# 借“大数据与人工智能”赛道腾飞

——梅泰诺 (300038.SZ)



## 核心观点

### ❖ BBHI——技术领先、资源丰富、拥有较强议价权

BBHI 集团为媒体主提高的收入远超行业平均水平，千次展示收入是行业水平的 3.6 倍，能够帮助媒体主优化广告收入；另一方面为广告主展示的广告点击率为行业水平的 5.6 倍，帮助广告主有效扩大营销影响力。一般来说产业链利益分配大致为需求端获得 10%-20%，服务端获得 20-30%，媒体获得 30%-60%。从公司公告披露 BBHI 集团分成情况来看，Yahoo 作为需求端获得 15%，BBHI 作为供应端获得 35%，媒体获得 50%，BBHI 借助其强大技术能力使得公司拥有较强议价力。

### ❖ 布局“大数据与人工智能”赛道

2017 年 5 月，公司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。通过引进优秀的人才引领公司逐步落实“大数据+人工智能”战略。

### ❖ 首次覆盖给予梅泰诺「增持」的投资评级

我们预估公司 2017 年、2018 年以及 2019 年营业收入分别为 28.2、34.2 以及 37.7 亿元，同比增速分别为 186.2%、21.3% 以及 10.4%，净利润分别为 5.93、7.60 以及 8.53 亿元，EPS 分别为 1.42、1.82 以及 2.04 元/股，对应 PE 分别为 30.9、24.1、21.5 倍。

- 1、公司不断围绕大数据与人工智能积极进行战略布局；
- 2、公司依托 BBHI 的优秀技术以及自身优秀的人才有望实现人工智能与大数据的商业变现；
- 3、2017 年 8 月定增落地，结合 BBHI 自身强劲的盈利能力，将使得公司拥有充沛现金流，未来有望迎来估值中枢上修。

### ❖ 风险提示：业绩承诺不达预期；行业竞争加剧；公司整合风险；

#### 盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	984	2817	3417	3772
+/-%	28%	186%	21%	10%
净利润(百万)	108	593	760	853
+/-%	91%	448%	28%	12%
EPS(元)	0.26	1.42	1.82	2.04
PE	169.66	30.93	24.12	21.51

资料来源：公司公告、川财证券研究所

## 📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	文化传播
报告时间	2017/9/10
前收盘价	43.99 元
公司评级	增持评级

## 👤 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

021-68595127

ouyangyujian@cczq.com

## 📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 投资评级与估值

首次覆盖给予梅泰诺「增持」的投资评级。我们预估公司 2017 年、2018 年以及 2019 年营业收入分别为 28.2、34.2 以及 37.7 亿元，同比增速分别为 186.2%、21.3% 以及 10.4%，净利润分别为 5.93、7.60 以及 8.53 亿元，EPS 分别为 1.42、1.82 以及 2.04 元/股，对应 PE 分别为 30.9、24.1、21.5 倍。

- 1、公司不断围绕大数据与人工智能积极进行战略布局；
- 2、公司依托 BBHI 的优秀技术以及自身优秀的人才有望实现人工智能与大数据的商业变现；
- 3、2017 年 8 月定增落地，结合 BBHI 自身强劲的盈利能力，将使得公司拥有充沛现金流，未来有望迎来估值中枢上修。

## 关键假设点

雅虎能维持当前自身市场份额；公司大数据与人工智能业务拓展顺利

## 有别于大众的认识

市场担心雅虎被收购后给公司带来不利影响，我们认为截止到目前为止雅虎在被收购后在美国市场份额保持稳定，且从 BBHI 盈利能力上来看并未受到任何影响。未来雅虎结合 AOL 的内容以及 Verizon 的 1 亿移动用户，未来也许会更好。

公司自切入互联网行业以来，目标明确、执行力强，一系列战略布局之后公司已成为拥有充沛现金流的优秀互联网公司。基于公司拥有充沛现金流以及结合公司在大数据上引入高端人才加盟，我们认为公司短期有业绩，长期有看点，未来将享受现金流充沛以及大数据业务不断落地带来的估值中枢提升。

## 股价表现催化剂

公司成功落地中国 SSP 平台；国内企业大量进行出海营销；大数据与人工智能持续落地

## 核心假设风险

雅虎与 AOL 合并表现低于预期；中国 SSP 平台落地缓慢；公司内部整合进展不顺利

## 正文目录

全球广告市场平稳增长，程序化购买为趋势 .....	错误!未定义书签。
中国程序化购买市场再启动 .....	6
技术领先的第三方 SSP 依然值得期待 .....	7
梅泰诺探寻未来之路 .....	8
BBHI——技术领先、资源丰厚的 SSP 平台 .....	9
盈利能力优秀且不断提高 .....	9
技术领先、资源丰富、拥有较强议价权 .....	10
大客户雅虎依然稳定，未来也许会更好 .....	13
强大的技术打造中国 SSP 平台值得期待 .....	15
与日月同行协同突破中国市场 .....	16
布局“大数据与人工智能”赛道 .....	17
投资建议 .....	18
风险提示 .....	19
盈利预测 .....	20

## 图表目录

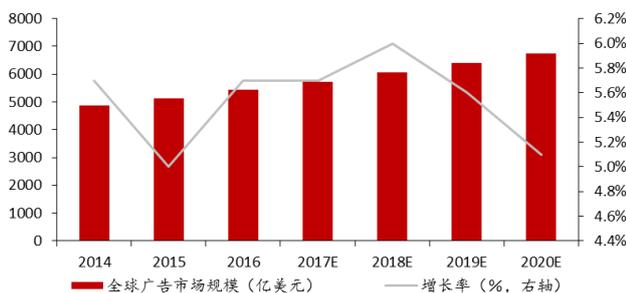
图 1:	全球广告市场稳定增长.....	5
图 2:	2015 年互联网广告市场份额为 29.4%.....	5
图 3:	预计到 2018 年互联网广告市场份额最大.....	5
图 4:	全球程序化购买市场规模快速提升.....	5
图 5:	网络广告为主要驱动力.....	6
图 6:	2016 年网络广告市场份额为 68%.....	6
图 7:	互联网广告为快速增长.....	6
图 8:	2017 年 80% 广告主互联网营销预算同比增加.....	6
图 9:	中国程序化购买高速发展中.....	7
图 10:	中国程序化购买进入智能加速期.....	7
图 11:	2017 年上半年梅泰诺业务收入.....	8
图 12:	已形成以互联网为主业的业务结构.....	8
图 13:	2017 年上半年公司营业收入同大幅增长.....	8
图 14:	2017 年上半年公司归母净利润为 1.75 亿元.....	8
图 15:	BBHI 收入快速增长.....	9
图 16:	BBHI 盈利能力逐年提升.....	9
图 17:	BBHI 为供应端平台.....	10
图 18:	BBHI 为媒体主提供的收入远超行业平均.....	11
图 19:	为广告主展示的广告点击率远超行业平均.....	11
图 20:	BBHI 技术领先.....	11
图 21:	广告主资源丰富.....	12
图 22:	媒体资源超过 7000 家.....	12
图 23:	产业链利益分配.....	12
图 24:	2016 年雅虎营业收入同比增长 4%.....	13
图 25:	BBHI 来自雅虎的营收占 80%.....	13
图 26:	雅虎依然稳定.....	14
图 27:	雅虎依然稳定.....	14
图 28:	整合后的雅虎值得期待.....	15
图 29:	日月同行发展稳定.....	16
图 30:	公司入选北京高精尖产业发展基金.....	17
图 31:	公司入选北京高精尖产业发展基金.....	17
图 32:	数字营销行业可比公司估值比较.....	18
图 33:	大数据及人工智能可比公司估值比较.....	18

## 全球广告市场平稳增长，程序化购买为趋势

广告支出的增长与 GDP 的增长具有较强相关性，随着全球 GDP 增速的放缓，广告支出增长也趋于放缓。据 eMarketer 数据显示，2016 年全球广告规模为 5425 亿美元，同比增长 5.7%，2016-2020 年 CAGR 为 4.4%，全球广告市场将保持平稳增长。2015 年全球互联网广告占整体广告市场份额为 29.4%，预计至 2018 年将达到 37.7% 为广告行业内最大品类，是全球广告行业主要驱动力。

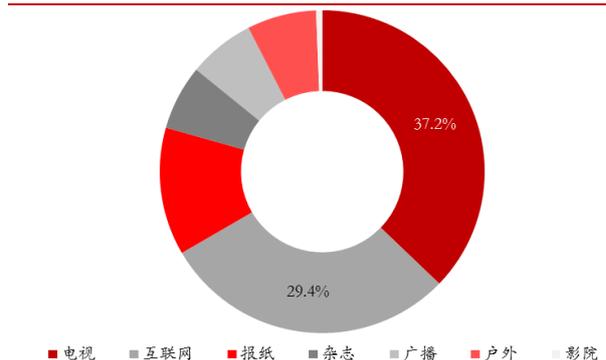
程序化购买是全球广告业发展最快的技术。据 eMarketer 数据显示，2016 年全球程序化购买广告市场规模约为 273 亿美元，同比增长 16% 远超全球广告行业增速。以美国程序化购买进程为例，2012 年美国展示类广告中 37% 的广告由程序化购买，到 2017 年则预计有 83% 的展示广告通过程序化购买。

图 1： 全球广告市场稳定增长



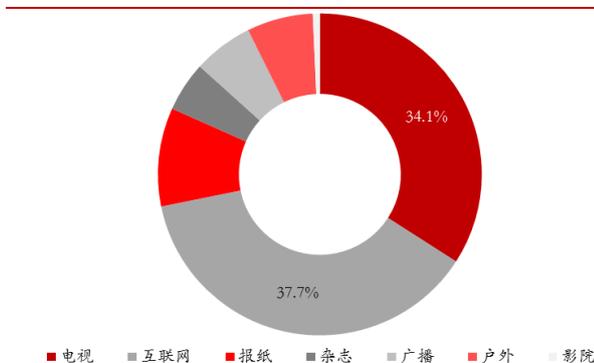
资料来源：eMarketer，川财证券研究所

图 2： 2015 年互联网广告市场份额为 29.4%



资料来源：实力传播，川财证券研究所

图 3： 预计到 2018 年互联网广告市场份额最大



资料来源：eMarketer，川财证券研究所

图 4： 全球程序化购买市场规模快速提升

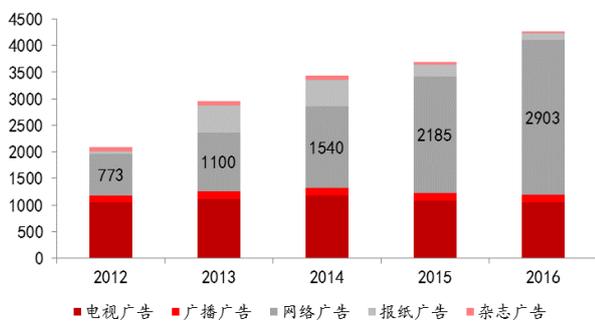


资料来源：MAGNAGLOBAL，川财证券研究所

## 中国程序化购买市场再启动

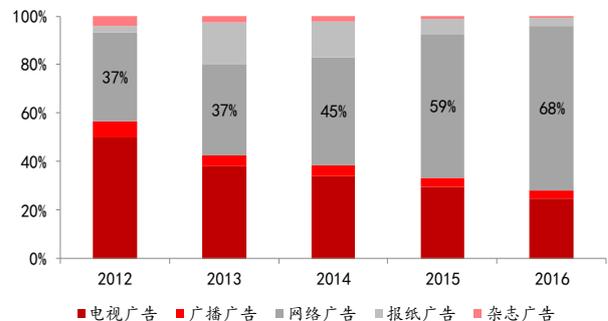
2016年中国互联网广告规模达到2903亿，同比增长32.9%，增长速度远超其他传播媒介，2016年互联网广告占整体广告市场份额为68%，为营销行业主要驱动力。基于用户的体验以及广告技术的提升，广告主也逐渐对网络广告认可，相较于2017年广告主在互联网营销方面的预算平均增长17%，只有20%的广告主在互联网营销方面没有打算增加投入，尤其是在移动端的投入是目前几乎所有广告主都认同的投放方式。

图 5：网络广告为主要驱动力



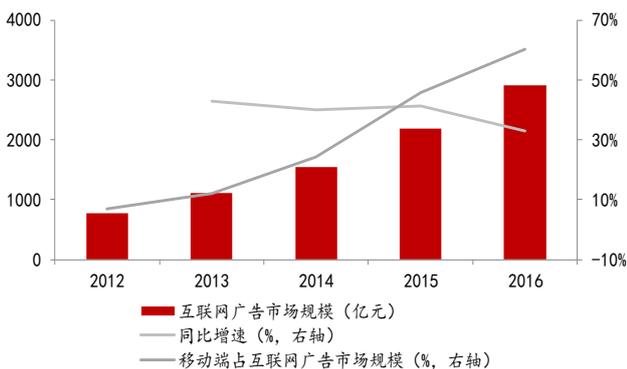
资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

图 6：2016 年网络广告市场份额为 68%



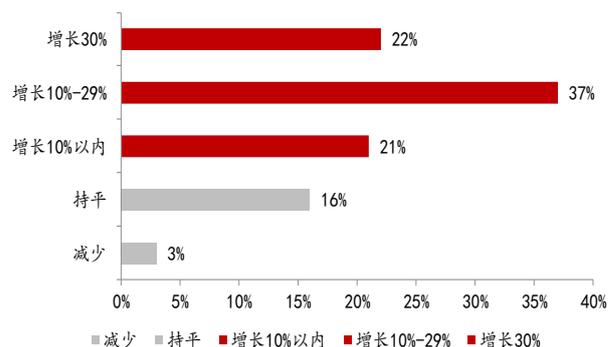
资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

图 7：互联网广告为快速增长



资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

图 8：2017 年 80% 广告主互联网营销预算同比增加

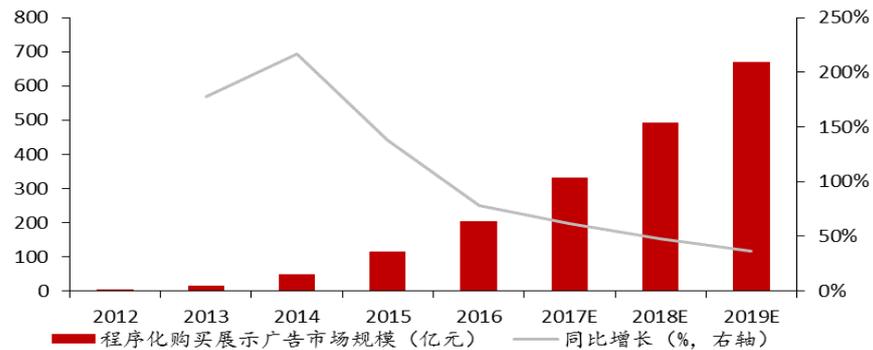


资料来源：华扬数字，川财证券研究所

中国程序化购买市场进入智能加速期。程序化购买展示广告市场规模2016年达到205.3亿元，同比增长78.5%，预计至2019年程序化购买展示广告市场

规模达到 670.9 亿元。2016 年，由于流量作弊、广告投放不透明等问题，程序化购买市场出现了广告主不信任度增加的情况，未来随着技术以及数据进一步积累，我们认为程序化购买将进入新的增长台阶。

图 9： 中国程序化购买高速发展中



资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

图 10： 中国程序化购买进入智能加速期

2016 年，由于流量作弊、广告投放不透明等历史问题的累积和爆发，程序化购买市场出现了广告主不信任度增加、市场规模增速下滑等问题，这引起产业链上下游深入思考，程序化购买市场进入调整期。但是艾瑞分析认为，这次调整只是短暂的，技术和数据驱动数字营销大势不可阻挡，随着人工智能、区块链等技术的应用，程序化购买将进入智能加速发展期。

2012-2017 年中国程序化购买市场发展主要节点



资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

## 技术领先的第三方 SSP 依然值得期待

一般来看互联网企业出于自身资源管理或内部数据安全的考虑，更倾向于搭建自己内部的 SSP 系统。中型网站以及长尾的网站一般选择直接使用成型的 SSP 产品，因此从商业模式角度来看国内较难有较大的第三方 SSP 出现。

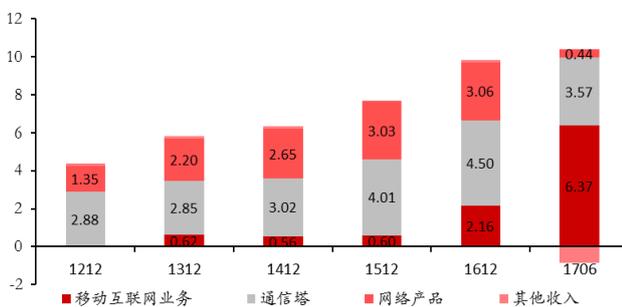
我们认为技术领先的第三方 SSP 依然值得期待。在技术维度上看，一方面 SSP 平台提供的多种连接方式和复杂流量交易形式是其明显优势，平台提供充沛的广告资源以及广告组合用来满足需求方，另一方面依靠优秀的技术使得媒体收入最大化亦是技术类 SSP 平台能够获取优势的地方。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 梅泰诺探寻未来之路

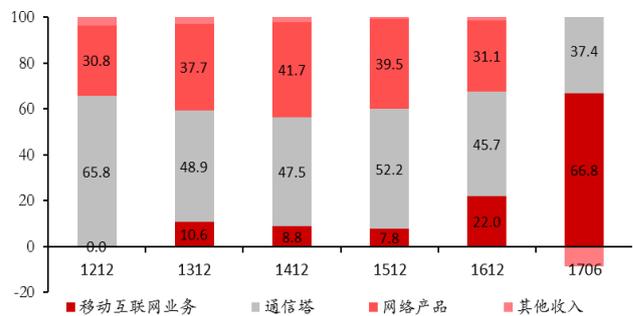
梅泰诺是我国最早研发并推广三管通信塔产品的企业之一，自 2012 年开始公司在保持传统业务优势的同时，顺应行业发展趋势及时调整公司发展方向，进行产业结构升级，向国际化、互联网化转向。公司于 2010 年深交所创业板上市，2012 年通过收购鼎元信广切入移动互联网领域，2015 年通过收购日月同行切入互联网营销领域，2016 年通过收购 BBHI 切入全球化互联网领域。

图 11：2017 年上半年梅泰诺业务收入



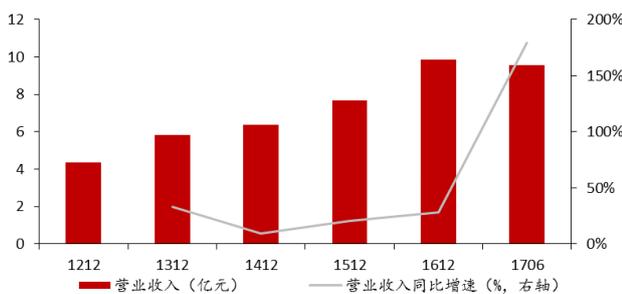
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 12：已形成以互联网为主业的业务结构



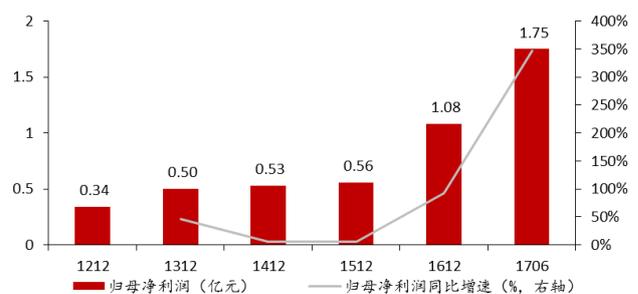
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 13：2017 年上半年公司营业收入同大幅增长



资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 14：2017 年上半年公司归母净利润为 1.75 亿元



资料来源：公司资料，川财证券研究所

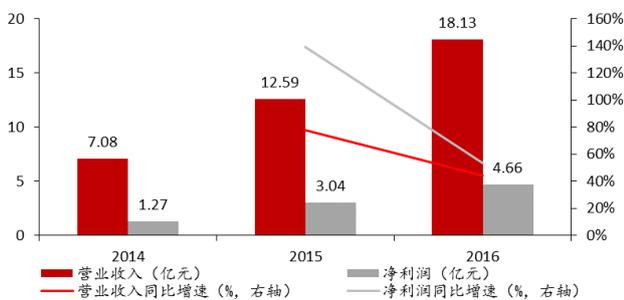
## BBHI——技术领先、资源丰厚的 SSP 平台

2016 年公司收购 BBHI。2016 年公告拟向上海诺牧和宁波诺裕以发行股份（66.67%）及支付现金（33.33%）的方式购买其持有的宁波诺信 100% 股权，通过宁波诺信间接持有 BBHI99.998% 股权。交易对价为 63 亿元，其中发行股份购买资产的股票发行价格为 33.10 元/股。同时，公司拟募集配套资金总额不超过 34 亿元，募集配套资金在扣除相关中介机构费用后将用于支付本次交易现金对价和 SSP 平台中国区域研发及商用项目。2016-2018 年 BBHI 业绩承诺为不低于 5966 万、7159 万、8591 万美元，以当前人民币兑美元汇率 1:6.6 元，折合人民币 3.94 亿、4.72 亿、5.67 亿元，其中 2016 年 BBHI 完成业绩 6986 万美元，超过业绩承诺 17.1%。

### 盈利能力优秀且不断提高

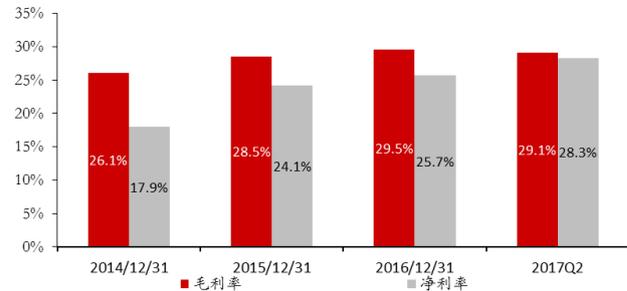
BBHI 集团是全球领先的 SSP 平台，盈利能力优秀且不断提高。在全球范围内拥有超过 7000 家头部媒体资源，BBHI 是除 Google AdSense 以外唯一获得五星评级的上下文检索技术提供商。据 eMarketer 数据显示，BBHI 在 2014 年到 2016 年在美国程序化广告市场的整体市场占有率为 3.7% 至 5.6%。BBHI 集团盈利能力优秀且不断提高，2014、2015 以及 2016 年分别实现净利润为 1.27 亿元、3.04 亿元以及 4.66 亿元的利润，毛利率分别为 26.1%、28.5% 以及 29.5%，净利率分别为 17.9%、24.1% 以及 25.7%，BBHI 业绩于 4 月 1 日并入上市公司，从 BBHI 第二季度业绩来看，营业收入为 4.77 亿元，营业利润为 1.39 亿元，净利润为 1.35 亿元，对应毛利率、净利率分别为 29.1%、28.3%。

图 15: BBHI 收入快速增长



资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 16: BBHI 盈利能力逐年提升

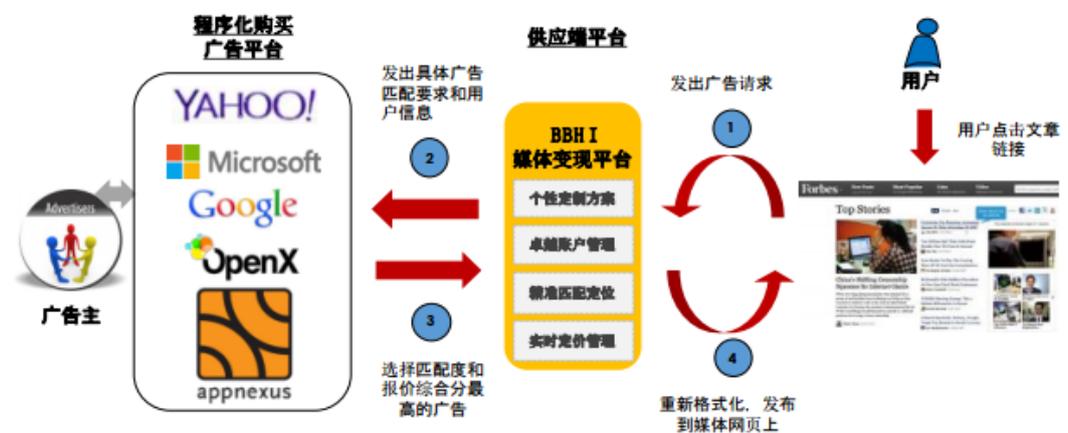


资料来源：公司资料，川财证券研究所

## 技术领先、资源丰富、拥有较强议价权

BBHI 的费用率低，净利率较高且逐年提升充分体现 BBHI 是产业链中拥有较强议价权的技术性公司。BBHI 集团通过为 DSP 或者上游广告主投放广告获得收入，自上游最终端广告主支付广告费用开始，经过上游 DSP 平台、BBHI 集团、最终分配给提供媒体资源的媒体主，优质的媒体资源总是稀缺的，从产业链分配上来看越靠近用户分配利益越多。

图 17：BBHI 为供应端平台

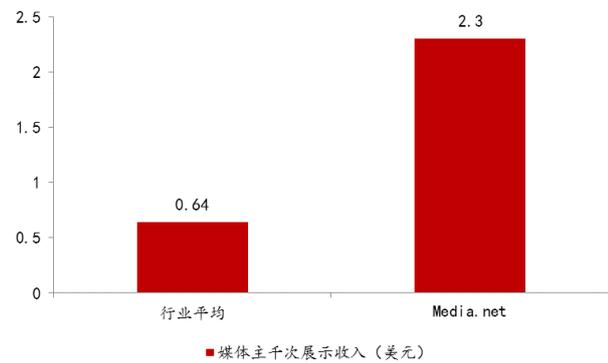


资料来源：公司资料，川财证券研究所

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和机器学习方面，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，实现广告位价值最大化，帮助广告主实现精准营销。

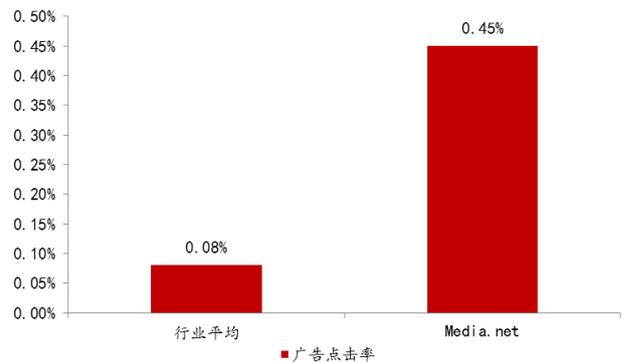
远超行业平均的能力彰显技术领先。据 AppNexus 数据显示，BBHI 集团为媒体主提高的收入远超行业平均水平，千次展示收入是行业水平的 3.6 倍，能够帮助媒体主优化广告收入；另一方面为广告主展示的广告点击率为行业水平的 5.6 倍，帮助广告主有效扩大营销影响力。

图 18: BBHI 为媒体主提供的收入远超行业平均



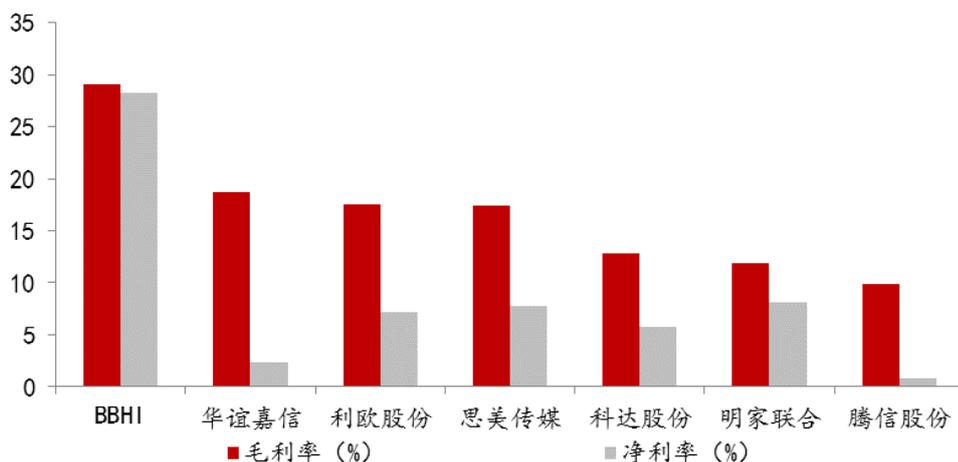
资料来源: AppNexus, Doubleclick Display Benchmarking Tool, 川财证券研究所

图 19: 为广告主展示的广告点击率远超行业平均



资料来源: AppNexus, Doubleclick Display Benchmarking Tool, 川财证券研究所

图 20: BBHI 技术领先



资料来源: 公司资料, Wind, 川财证券研究所

BBHI 对人才以及技术的重视使得公司拥有技术领先优势, 公司拥有 800 名员工, 其中研发占一半。2015 年员工总数为 650 人, 2016 年 10 月达到 850 人, 2017 年 3 月超过 900 人, 2017 年 6 月超过 1000 人。

技术上的优势使得 BBHI 快速崛起处于同行业领先地位并汇集了丰厚的客户以及媒体资源。BBHI 集团与 Yahoo!BingNetwork 和 Google 等广告网络合作, 通过这些广告网络平台广泛的服务于金融、交通、法律、房地产以及医疗等领域的高价值广告主。BBHI 集团在全球范围内有 7,000 多家合作媒体, 其中包括 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, 这些媒体为 BBHI 提供了丰富优质的广告位资源。

图 21：广告主资源丰富



资料来源：公司资料，川财证券研究所

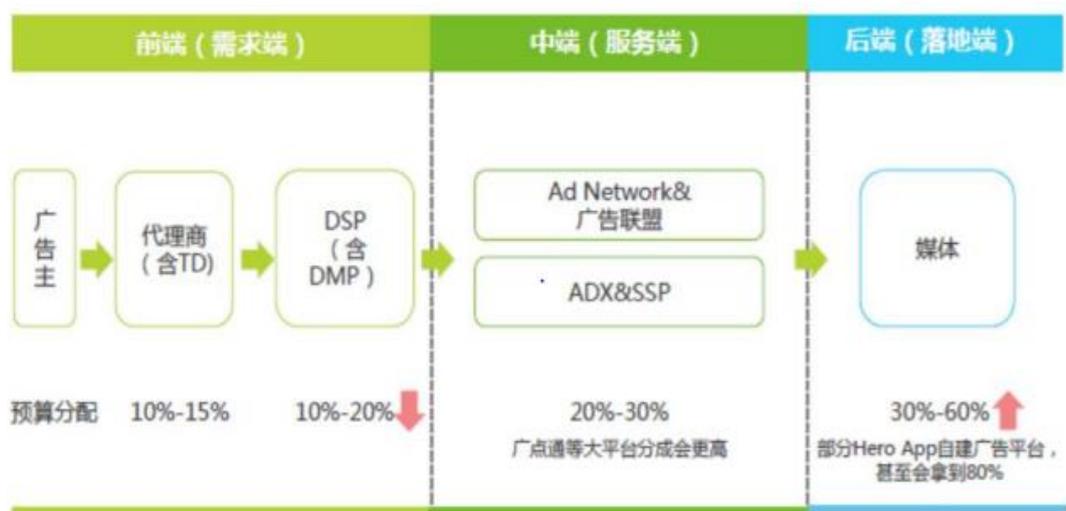
图 22：媒体资源超过 7000 家



资料来源：公司资料，川财证券研究所

一般来说产业链利益分配大致为需求端获得 10%-20%，服务端获得 20-30%，媒体获得 30%-60%。从公司公告披露 BBHI 集团分成情况来看，Yahoo 作为需求端获得 15%，BBHI 作为供应端获得 35%，媒体获得 50%，BBHI 借助其强大技术能力使得公司拥有较强议价力。

图 23：产业链利益分配



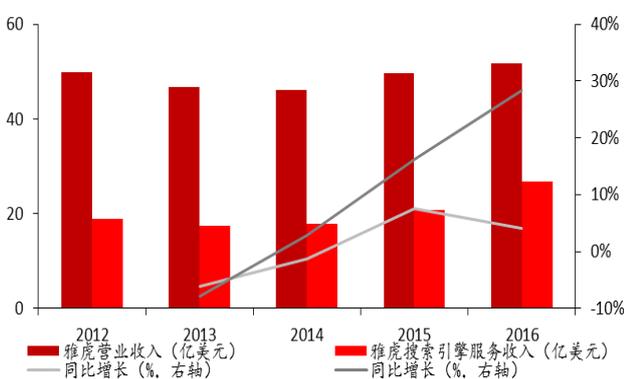
资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

## 大客户雅虎依然稳定，未来也许会更好

BBHI 集团创立之初主要广告销售合作对象为拥有大量北美广告主的 Google，后因 Yahoo 广告主资源与 Google 类似，利润分配安排优于 Google，并且 Google 旗下有全资的 SSP 服务商 GoogleAdSense，因此 BBHI 集团随后与 Yahoo 签订排他性合同，规定公司全部搜索类广告来源于 Yahoo，Yahoo 成为 BBHI 集团目前最大的广告供应商，BBHI 集团与 Yahoo 签订的合同中，允许双方在给出合理通知期（180 天）的情况下终止该排他合同。BBHI 集团与 Yahoo 签订的合同有效期截至 2017 年 8 月，合同到期后如无其他事项，将自动续签，目前已确认续签。截止 2016 年 BBHI 集团来自 Yahoo 的收入占比达 80% 以上。值得注意的是 2009 年微软和雅虎就搜索业务签订的一份长达 10 年的合作项目，即微软 Bing 获得为期 10 年的独家授权，整合雅虎的核心搜索技术，必应将成为雅虎网站独家的算法搜索和付费搜索平台。而雅虎将负责两家公司优质搜索广告的全球销售运营业务，意味着雅虎的广告主来自于雅虎和必应两部分。

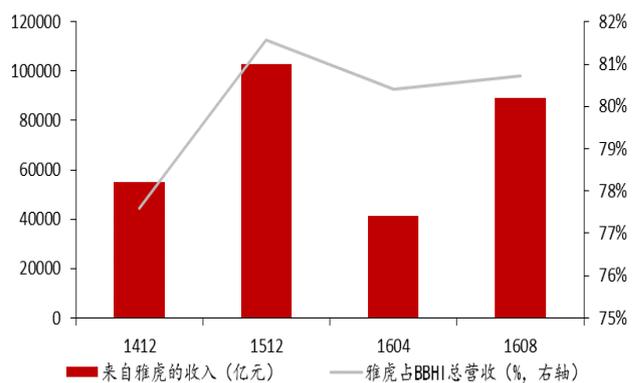
雅虎整体较为稳定且有向好趋势。据 comScore 数据显示，必应不断提升市场份额，雅虎市场份额基本保持不变，我们认为从该数据来看雅虎整体较为稳定。据 statcounter 数据显示，2017 年雅虎市场份额保持在 5% 以上，必应保持保持在 6% 以上，合计份额维持在 11% 以上，整体较为稳定。

图 24：2016 年雅虎营业收入同比增长 4%



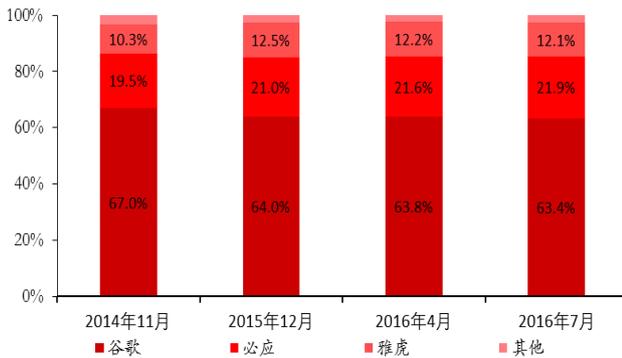
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 25：BBHI 来自雅虎的营收占 80%



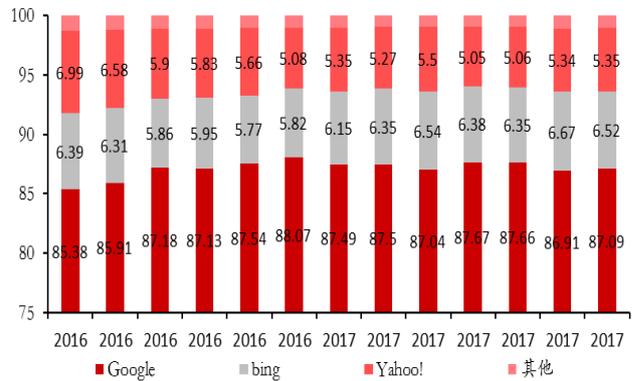
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 26：雅虎依然稳定



资料来源：comScore，川财证券研究所

图 27：雅虎依然稳定



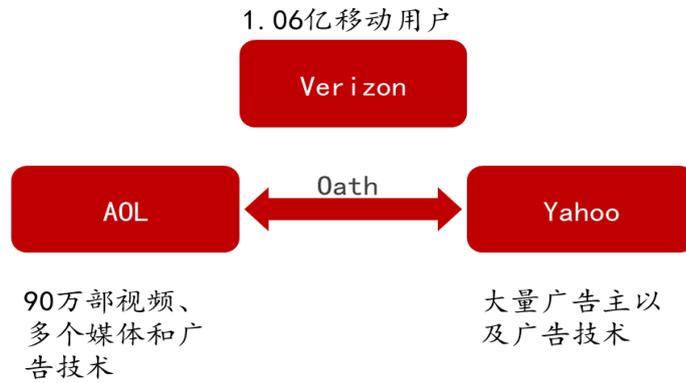
资料来源：statcounter，川财证券研究所

为减小 BBHI 集团对单一客户过度依赖的风险，上海诺牧及其关联方在与 Starbuser 及其关联方通过协议的方式，确保在 Yahoo 合同终止事件发生的情况下，Starbuser 及其关联方能勤勉地找到替换 Yahoo 的同等级别的合同。上述各方签订的《股份购买总协议》中规定：在交割完成后的 12 个月以内，一旦发生 Yahoo 合同终止，且在 Yahoo 合同终止发生或持续的任一对赌年份中，Yahoo 调整额大于当期承诺应付款额，则激活 Yahoo 补偿机制，向上海诺牧及其关联方补偿金额不超过 2 亿美元。

另一方面 Verizon 以 48.3 亿美元收购雅虎数字资产，数字营销是此次并购的核心资产，被并购资产包括，雅虎搜索、雅虎广告、雅虎门户、雅虎邮箱，以及 BrightRoll、Flickr、Flurry 等视屏广告、移动分析平台。截止目前 Verizon 已经收购完成了雅虎，并且使之前并购的 Aol 和雅虎合并成立新的公司 Oath，二者在广告、内容和视频领域存在很大的重叠，合并之后有助于提高 Verizon 在数字广告领域的竞争力。

**AOL:** AOL 旗下拥有约 90 万部视频、多个媒体和自动匹配广告技术。2015 年 5 月，Verizon 收购 AOL，Verizon 表示希望通过该收购打造一个全新的移动 OTT 媒体平台，在移动视频和广告领域寻找新的盈利方式。

图 28：整合后的雅虎值得期待



资料来源：公司资料，Verizon，AOL，川财证券研究所

### 强大的技术打造中国 SSP 平台值得期待

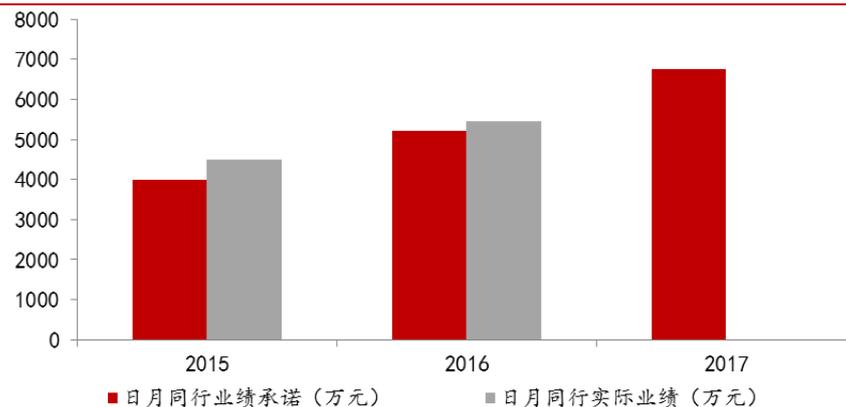
公司将投入 12.2 亿元用于建设 SSP 平台中国区域研发及商用项目，我们认为基于技术的第三方 SSP 平台依然是受到市场喜爱的，梅泰诺依托 BBHI 的技术优势以及优质媒体主资源，打造 SSP 中国平台值得期待。

## 与日月同行协同突破中国市场

公司子公司日月同行将顺应互联网广告营销行业发展趋势，继续加强与程序化购买客户的合作力度，通过不断提高广告需求方的营销效果，维持渠道稳定，在友好合作的基础上，帮助渠道客户解决遇到的问题，保持流量稳定发展。保证市场优势的基础上，开拓中小流量网站，开展推广合作。为广告需求方提供高价值服务，促进了业务的持续增长。

日月同行为互联网营销领域 DSP+SSP 平台，而 BBHI 集团属于 SSP 平台，未来公司将利用 BBHI 的广告技术提升日月同行广告投放效果，同时加大两者业务在移动互联网领域的整合。中国电信三大运营商占有巨大的流量，公司拥有获得运营商数据的渠道，通过将上述数据与 BBHI 数据结合，进一步提高营销精准度。

图 29：日月同行发展稳定



资料来源：公司资料，川财证券研究所

## 布局“大数据与人工智能”赛道

公司投资设立产业并购基金“北京盛世泰诺股权投资中心”入选 2016 年北京高精尖产业发展基金首批拟合作名单。该发展基金由北京市政府批准设立，后将主要投资于大数据分析平台、精准营销等高精尖产业领域的产业并购，通过资本助力公司实现产业整合、技术升级、渠道拓展、业态创新和品牌提升，2017 年 4 月完成首期资金募集。值得注意的是，基金合伙人包括北京市经济和信息化委员会经济技术市场发展中心和大数据企业拓尔思。

2017 年 5 月，公司公告梅泰诺公告聘任高管，并且成立大数据与人工智能研究院。通过引进优秀的人才引领公司逐步落实“大数据+人工智能”战略。

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等。

图 30：公司入选北京高精尖产业发展基金

序号	拟合作基金	发起企业
1	北京盛世泰诺股权投资中心（有限合伙）	梅泰诺
2	乐普银杏医疗并购投资合伙企业（有限合伙）	乐普医疗
3	首都医疗光大健康产业基金企业（有限合伙）	首都医疗产业集团、光大金控
4	复星首农健康消费产业投资基金	上海复星
5	智慧城市产业基金（有限合伙）	易华录、深圳力鼎基金
6	北京未来车联网产业发展基金	千方科技

资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 31：公司入选北京高精尖产业发展基金

姓名	职务	个人简介
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。
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。
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）。
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

资料来源：公司资料，川财证券研究所

## 投资建议

我们预估公司 2017 年、2018 年以及 2019 年营业收入分别为 28.2、34.2 以及 37.7 亿元，同比增速分别为 186.2%、21.3%以及 10.4%，净利润分别为 5.93、7.60 以及 8.53 亿元，EPS 分别为 1.42、1.82 以及 2.04 元/股，对应 PE 分别为 30.9、24.1、21.5 倍。

首次覆盖给予梅泰诺「增持」的投资评级，基于

- 1、公司不断围绕大数据与人工智能积极进行战略布局；
- 2、公司依托 BBHI 的优秀技术以及自身优秀的人才有望实现人工智能与大数据的商业变现；
- 3、2017 年 8 月定增落地，结合 BBHI 自身强劲的盈利能力，将使得公司拥有充沛现金流，未来有望迎来估值中枢上修。

图 32：数字营销行业可比公司估值比较

日期	2017/9/10	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	17E	18E	19E	17E	18E	19E
300038.SZ	梅泰诺	44.0	184.1	1.42	1.82	2.04	32.3	25.2	22.5
002712.SZ	思美传媒	22.1	69.9	0.95	1.29	1.54	23.3	17.1	14.3
300242.SZ	明家科技	11.0	70.3	0.37	0.40	0.44	30.0	27.3	24.9
600986.SH	科达股份	12.9	124.2	0.58	0.72	0.82	22.3	17.9	15.6
002400.SZ	省广股份	7.3	126.7	0.35	0.42	0.52	20.8	17.1	14.0
300058.SZ	蓝色光标	8.0	177.0	0.37	0.47	0.59	21.5	17.1	13.6
002131.SZ	利欧股份	3.1	172.2	0.14	0.17	0.21	22.2	17.8	14.3
平均值				0.5	0.6	0.7	23.4	19.1	16.1

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33：大数据及人工智能可比公司估值比较

日期	2017/9/10	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	17E	18E	19E	17E	18E	19E
300038.SZ	梅泰诺	44.0	184.1	1.42	1.82	2.04	32.3	25.2	22.5
002415.SZ	海康威视	33.0	3,048.3	1.02	1.28	1.64	32.5	25.7	20.1
002230.SZ	科大讯飞	55.2	766.6	0.39	0.54	0.73	140.3	102.6	75.7
000938.SZ	紫光股份	58.4	608.7	1.34	1.59	1.97	43.6	36.8	29.7
300024.SZ	机器人	22.1	345.1	0.31	0.37	0.42	72.3	59.8	53.1
600570.SH	恒生电子	54.3	335.7	0.69	0.90	1.14	78.7	60.1	47.9
600804.SH	鹏博士	18.3	262.3	0.61	0.73	0.86	30.1	25.1	21.3
000977.SZ	浪潮信息	18.1	233.9	0.38	0.51	0.65	47.7	35.9	28.1
000961.SZ	中南建设	6.3	233.3	0.24	0.35	0.46	25.9	18.2	13.6
300166.SZ	东方国信	14.9	156.4	0.43	0.57	0.74	34.6	26.1	20.2
002122.SZ	天马股份	11.0	131.0	0.08	0.13	0.20	133.4	82.3	55.8
300287.SZ	飞利信	9.4	134.2	0.42	0.54	0.71	22.2	17.4	13.2
002642.SZ	荣之联	19.9	126.3	0.46	0.60	0.73	43.6	33.2	27.1
300229.SZ	拓尔思	15.2	71.9	0.37	0.48	0.62	41.2	31.7	24.6
平均值				0.5	0.7	0.8	57.4	42.7	33.1

资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 风险提示

**业绩承诺不达预期；**

**行业竞争加剧；**

我国数字营销行业内公司数量众多，市场竞争激烈，且头部流量基本上被大型互联网公司垄断，面对恶劣的竞争环境，公司中国区 SSP 平台落地可能会受到不利影响。

**公司整合风险；**

公司收购的标的从事业务领域、工作文化以及工作地点与公司都存在一定差异，未来在整合方面公司可能存在一定挑战。

**系统性风险。**

## 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2452	4628	5726	6956	<b>营业收入</b>	984	2817	3417	3772
现金	730	2273	3598	4006	营业成本	676	2011	2451	2721
应收账款	942	845	1025	1132	营业税金及附加	6	16	20	22
其他应收款	93	279	339	374	营业费用	6	23	27	30
预付账款	220	631	765	844	管理费用	126	141	171	189
存货	456	600	0	600	财务费用	40	-11	-70	-106
其他流动资产	11	0	0	0	资产减值损失	27	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1495	6938	6902	6866	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	13	13	13	13	投资净收益	24	0	0	0
固定资产	467	450	423	392	<b>营业利润</b>	127	638	818	917
无形资产	37	37	37	37	营业外收入	9	0	0	0
其他非流动资产	977	6437	6429	6424	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	3947	11566	12628	13822	<b>利润总额</b>	136	638	818	917
<b>流动负债</b>	1532	4430	4733	5074	所得税	13	45	57	64
短期借款	550	550	550	550	<b>净利润</b>	123	593	760	853
应付账款	323	830	909	1118	少数股东损益	15	0	0	0
其他流动负债	659	3050	3273	3406	<b>归属母公司净利润</b>	108	593	760	853
<b>非流动负债</b>	246	134	134	134	EBITDA	205	662	783	847
长期借款	134	134	134	134	EPS (元)	0.57	1.42	1.82	2.04
其他非流动负债	112	0	0	0					
<b>负债合计</b>	1779	4565	4867	5209	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	206	206	206	206	<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	190	417	417	417	<b>成长能力</b>				
资本公积	1423	5436	5436	5436	营业收入	28.1%	186.2%	21.3%	10.4%
留存收益	349	942	1702	2555		117.3			
归属母公司股东权益	1963	6795	7555	8408	营业利润	%	400.4%	28.2%	12.1%
<b>负债和股东权益</b>	3947	11566	12628	13822	归属于母公司净利润	91.3%	448.5%	28.2%	12.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	31.3%	28.6%	28.3%	27.9%
					净利率(%)	4.6%	11.0%	21.0%	22.3%
					ROE(%)	5.5%	8.7%	10.1%	10.1%
					ROIC(%)	7.8%	11.2%	14.9%	14.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	45.1%	39.5%	38.5%	37.7%
					净负债比率(%)	38.5%	15.0%	14.1%	13.1%
					流动比率	1.60	1.04	1.21	1.37
					速动比率	1.30	0.91	1.21	1.25
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.28	0.36	0.28	0.29
					应收账款周转率	1	3	4	3
					应付账款周转率	2.95	3.49	2.82	2.68
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.26	1.42	1.82	2.04
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	6.69	3.01	0.73
					每股净资产(最新摊薄)	4.71	16.30	18.12	20.17
					<b>估值比率</b>				
						169.6			
					P/E	6	30.93	24.12	21.51
					P/B	9.35	2.70	2.43	2.18
					EV/EBITDA	89	28	23	22

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明