

现金流充沛，技术为核心竞争力

——梅泰诺 (300038)



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

事件：公司前三季度营业收入为 17.33 亿元，同比增长为 176.66%，归属于母公司股东净利润为 3.18 亿元，同比增长为 352.63%。三季度单季收入为 7.79 亿元，同比增长为 173.66%，环比增长为 5.73%，净利润为 1.43 亿元，同比增长为 360.10%。

核心观点

❖ 受益于 BBHI 并表带动业绩大幅增长，现金流充沛

公司业绩大幅增长主要是受益于 BBHI 并表带动。第三季度净利润环比第二季度下滑 15%，是由于并购 BBHI 后不断落地实施大数据与人工智能业务，使得管理费用大幅上涨，第三季度管理费用率为 13.27%，环比第二季度提升 7.64 个百分点。公司 8 月定增落地，资金到位后公司财务费用逐渐下降，第三季度财务费用率为 1.17%，环比第二季度下降 1.57 个百分点。同时结合 BBHI 自身强劲的盈利能力，使得公司拥有充沛现金流，前三季度公司经营性现金流为 2.31 亿元，去年同期仅 400 万元。

❖ 通过优秀技术维持高毛利率，彰显核心竞争力

公司第三季度毛利率为 33.82%，几乎与上季度持平。BBHI 借助其强大技术能力使得公司拥有较强议价力，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%，从毛利率来看公司分成水平仍维持在 35%，未来有望通过优秀技术持续维持高毛利率。

❖ 坚定布局“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。

❖ 维持梅泰诺「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，净利润分别为 5.94、7.59 以及 8.32 亿元，EPS 分别为 1.42、1.81 以及 1.99 元/股，对应 PE 分别为 27.5、21.5、19.6 倍，维持梅泰诺「增持」的投资评级。

❖ 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	594	759	832
+/-%	91%	450%	28%	10%
EPS(元)	0.26	1.42	1.81	1.99
PE	150.90	27.46	21.49	19.61

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	公司点评
所属行业	文化传播
报告时间	2017/10/31
前收盘价	38.98 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

图 1： 数字营销行业可比公司估值比较

日期	2017/10/31	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	39.0	163.1	1.42	1.82	2.04	32.3	25.2	22.5
002712.SZ	思美传媒	25.1	79.5	0.90	1.23	1.50	28.0	20.5	16.7
300242.SZ	明家科技	9.4	59.6	0.37	0.40	0.44	25.4	23.2	21.2
600986.SH	科达股份	11.8	112.6	0.58	0.72	0.83	20.4	16.4	14.2
002400.SZ	省广股份	6.2	107.2	0.31	0.41	0.52	19.6	14.9	11.9
300058.SZ	蓝色光标	7.4	163.1	0.34	0.45	0.55	21.7	16.5	13.4
002131.SZ	利欧股份	3.2	176.6	0.13	0.16	0.21	25.1	20.3	15.4
平均值				0.4	0.6	0.7	23.4	18.6	15.4

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2： 大数据及人工智能可比公司估值比较

日期	2017/10/31	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	39.0	163.1	1.42	1.82	2.04	32.3	25.2	22.5
002415.SZ	海康威视	39.3	3,625.1	1.02	1.29	1.64	38.6	30.6	24.0
002230.SZ	科大讯飞	53.6	744.3	0.38	0.53	0.71	141.1	100.9	75.1
000938.SZ	紫光股份	63.2	658.3	1.44	1.73	2.02	43.8	36.5	31.3
300024.SZ	机器人	20.7	323.1	0.30	0.36	0.41	69.4	56.9	50.1
600570.SH	恒生电子	51.1	315.6	0.74	0.92	1.15	68.6	55.6	44.5
600804.SH	鹏博士	19.5	279.6	0.62	0.74	0.86	31.5	26.3	22.7
000977.SZ	浪潮信息	17.7	228.6	0.36	0.49	0.68	49.8	36.1	26.1
000961.SZ	中南建设	6.1	227.4	0.24	0.39	0.56	25.5	15.5	11.0
300166.SZ	东方国信	13.9	145.7	0.43	0.57	0.74	32.2	24.3	18.8
002122.SZ	天马股份	10.4	123.6	0.37	0.49	0.65	27.9	21.1	16.1
300287.SZ	飞利信	8.3	119.7	0.33	0.45	0.57	24.9	18.6	14.6
002642.SZ	荣之联	16.6	105.7	0.44	0.57	0.71	37.4	29.3	23.5
300229.SZ	拓尔思	13.2	62.1	0.36	0.47	0.61	36.5	28.0	21.6
平均值				0.5	0.7	0.9	48.2	36.9	29.2

资料来源：Wind，川财证券研究所

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
流动资产	2016	2017E	2018E	2019E	营业收入	984	2817	3417	3772
现金	2452	8304	9601	10811	营业成本	676	2011	2451	2721
应收账款	730	5949	7473	7861	营业税金及附加	6	16	20	22
其他应收款	942	845	1025	1132	营业费用	6	23	27	30
预付账款	93	279	339	374	管理费用	126	141	171	189
存货	220	631	765	844	财务费用	40	-12	-68	-84
其他流动资产	456	600	0	600	资产减值损失	27	0	0	0
非流动资产	11	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1495	6938	6902	6866	投资净收益	24	0	0	0
固定资产	13	13	13	13	营业利润	127	639	816	895
无形资产	467	450	423	392	营业外收入	9	0	0	0
其他非流动资产	37	37	37	37	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	977	6437	6429	6424	利润总额	136	639	816	895
流动负债	3947	15242	16504	17677	所得税	13	45	57	63
短期借款	1532	4880	5383	5724	净利润	123	594	759	832
应付账款	550	1000	1200	1200	少数股东损益	15	0	0	0
其他流动负债	323	830	909	1118	归属母公司净利润	108	594	759	832
非流动负债	659	3050	3273	3406	EBITDA	205	662	783	847
长期借款	246	134	134	134	EPS (元)	0.57	1.42	1.81	1.99
其他非流动负债	134	134	134	134					
负债合计	112	0	0	0					
少数股东权益	1779	5015	5517	5859	主要财务比率				
股本	206	206	206	206	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	190	419	419	419	成长能力				
留存收益	1423	8660	8660	8660	营业收入	28.1%	186.2%	21.3%	10.4%
归属母公司股东权益	349	943	1702	2534	营业利润	117.3%	401.3%	27.8%	9.6%
负债和股东权益	1963	10022	10781	11613	归属于母公司净利润	91.3%	449.5%	27.8%	9.6%
					获利能力				
					毛利率(%)	31.3%	28.6%	28.3%	27.9%
					净利率(%)	4.6%	11.0%	21.1%	22.2%
					ROE(%)	5.5%	5.9%	7.0%	7.2%
					ROIC(%)	7.8%	11.2%	14.9%	14.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	45.1%	32.9%	33.4%	33.1%
						38.49	24.19		
					净负债比率(%)	%	22.62%	%	22.78%
					流动比率	1.60	1.70	1.78	1.89
					速动比率	1.30	1.58	1.78	1.78
					营运能力				
					总资产周转率	0.28	0.29	0.22	0.22
					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
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.26	1.42	1.81	1.99
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	6.67	3.00	0.73
					每股净资产(最新摊薄)	4.69	23.95	25.76	27.75
					估值比率				
					P/E	150.9	27.46	21.49	19.61
					P/B	8.31	1.63	1.51	1.40
					EV/EBITDA	79	25	21	19

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	161	2790	1255	304
净利润	123	594	759	832
折旧摊销	39	35	36	36
财务费用	40	-12	-68	-84
投资损失	-24	0	0	0
营运资金变动	-7	2238	529	-480
其他经营现金流	-9	-64	-0	0
投资活动现金流	-181	-5492	0	0
资本支出	154	0	0	0
长期投资	-8	0	0	0
其他投资现金流	-35	-5492	0	0
筹资活动现金流	295	7920	268	84
短期借款	242	450	200	0
长期借款	104	0	0	0
普通股增加	0	228	0	0
资本公积增加	-21	7237	0	0
其他筹资现金流	-30	6	68	84
现金净增加额	275	5219	1524	388

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 C0001