

猎豹移动 (CMCM US)

Live.me 变现趋缓，等待增长新引擎

❖ **3Q17 指引疲态。**公司 2Q17 收入 12.0 亿元（人民币·下同），同比增长 15%，靠近指引下限；Non-GAAP 归属母公司净利润为 9,438 万元，同比增长 252%，高于市场一致预期，受益于直播、手游内容的高增长，及市场推广、研发及行政费用的缩减。虽然净利润超预期，但依旧对公司业务持谨慎态度，源于：1) 净利润的大幅改善主要受成本控制驱动，而非收入增长拉动；2) 3Q17 指引增加不确定因素：3Q17 收入指引为 11.5 亿~12.1 亿（同比增长 2%~7%），中值略低于一致预期 1.5%，略显疲态；此外，指引区间较宽，源于 Google 和 Facebook 移动广告的 eCPM 存在波动风险，虽然公司在逐渐弱化对第三方平台的依赖性，但我们认为渠道流量对公司长期运营带来的不确定性仍有待消化。

❖ **Live.me 重心为产品优化，预计短期变现趋于平稳。**2Q17 开始公司将“内容+游戏”两大产品线合并，该部分收入同比增长 271%，但环比仅增长 2%（环比增量受手游驱动），由此反映出 Live.me 环比上升略显乏力。看好 Live.me 在内容升级的深耕（e.g. 推出星光系统、培养草根明星、引入游戏直播及才艺表演），但预计短期变现将趋于平稳，归因于：1) 3/4 月 Live.me 下载量有所回升，但畅销排名趋于平稳（iOS 美国区社交畅销榜 TOP3~5），而在美国区将长期面临 Match, Zoosk 及新进入者的竞争；2) 虽然目前 Live.me 趋近盈亏平衡，但公司表示目前产品重心为利用内容升级吸引自然用户，而非激进变现。News Republic 货币化方式目前较为单一（接入广告 SDK），短期重心依旧为做优产品。手游业务逐渐实现多元化布局，除了 Piano Tiles 2 和 Rolling Sky 外，新增 Dancing Line、Arrow、Tap Tap Fish 等多款游戏，但我们认为目前公司手游的显著贡献还待中重度游戏的补充（目前公司主打休闲轻度游戏，净利润率或低于 10%）。

❖ **成本结构优化持续。**2Q17 公司研发、市场推广及行政费用分别同比变动 -27%/+1%/-38%，环比下降 13%/0%/3%。管理层表示工具产品用户将主要来自自然增长（不依赖市场推广），人力效率有望进一步优化，预计 3Q17 费用仍有部分缩减空间，至 4Q17 成本将趋于稳定。2Q17 工具产品收入同比下滑 13%，环比趋于平稳，但其经营利润率同比增长 11 个百分点至 26%（环比增加 4 个百分点）。直播亏损较少，而亏损较大的 News Republic 市场投入及研发预计会有所控制，故而后期经营利润率或存在上行空间。

❖ **维持「持有」评级。**我们认为公司短期内生增长动力有限，在内容业务进入规模化变现前，保持原有盈利预测，维持「持有」评级，目标价为 US\$11.5，对应 2018 财年 20x PE。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	3,774	4,565	5,272	6,074	6,962
调整后净利润(百万人民币)	492	226	303	553	779
调整后 EPADS (人民币)	3.4	1.6	2.2	4.0	5.6
EPADS 变动 (%)	91.8	-52.8	34.3	82.4	40.9
市盈率(x)	20.4	43.3	32.2	17.7	12.5
市帐率(x)	3.4	3.1	2.7	2.4	2.0
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	17.2	7.5	9.1	14.3	16.7
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

持有（维持）

目标价	US\$11.5
潜在升幅	+13.7%
当前股价	US\$10.1

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	1,475
3 月平均流通量 (百万美元)	9.9
52 周内股价高/低 (美元)	13.8/8.9
总股本 (百万)	138.4

资料来源：彭博

股东结构

Fu Sheng	7.8%
UBS	3.7%
J&P(China) Capital	3.6%

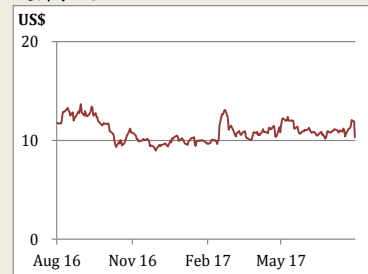
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.7%	-7.1%
3-月	-10.3%	-16.7%
6-月	5.1%	-8.1%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.cmcm.com

图 1: 季度财务概览

年结: 12月31日 (百万人民币)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	2Q17 YoY	2Q17 QoQ
收入	1,115	1,047	1,128	1,275	1,191	1,202	15%	1%
工具产品	949	946	NA	1,009	827	820	-13%	-1%
手游及内容	166	100	NA	265	363	371	271%	2%
其他	0	0	NA	0	0	10		
销售成本	321	355	404	464	458	461		
毛利	794	692	724	810	733	741	7%	1%
毛利率	71%	66%	64%	64%	62%	62%	-4ppts	-0.1ppts
研发费用	(207)	(227)	(236)	(235)	(191)	(167)	-27%	-13%
销售费用	(444)	(407)	(391)	(408)	(414)	(413)	1%	0%
行政费用	(133)	(161)	(141)	(127)	(104)	(100)	-38%	-3%
其他收益 (费用)	15	40	10	23	3	6		
经营利润	25	(63)	(34)	63	26	66	205%	152%
税前利润 (GAAP)	17	(144)	0	59	95	78	-154%	-18%
所得税	3	2	(8)	(9)	5	(5)		
非控制股东权益	3	4	8	9	(1)	3		
净利润	11	(150)	0	59	91	70	-147%	-23%
NonGAAP净利润	102	(62)	72	113	116	94	252%	-18%
NonGAAP净利润率	9%	-6%	6%	9%	10%	8%	+14ppts	-2ppts

资料来源: 公司, 招银国际研究

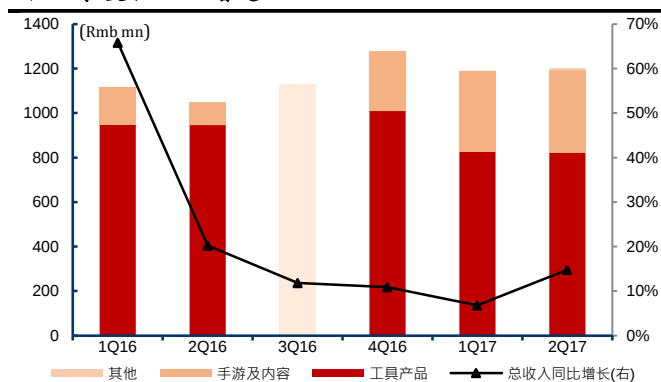
注释: 由于公司改变收入统计类别, 故而 3Q16 收入细分暂不可得

图 2: 2Q17 经营利润率细分

(百万人民币)	工具产品	手游及内容	其他	未分配的	总计
收入	820	371	10		1,202
经营利润	213	-122	-371	-24	66
经营利润率	25.9%	-32.9%	-3.6%		5.5%

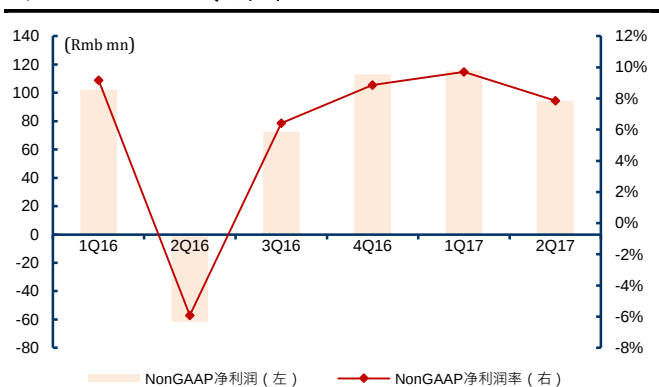
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 3: 季度收入及增速



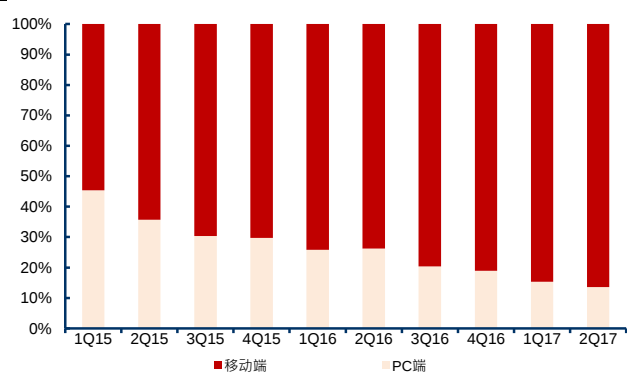
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 4: Non GAAP 净利润



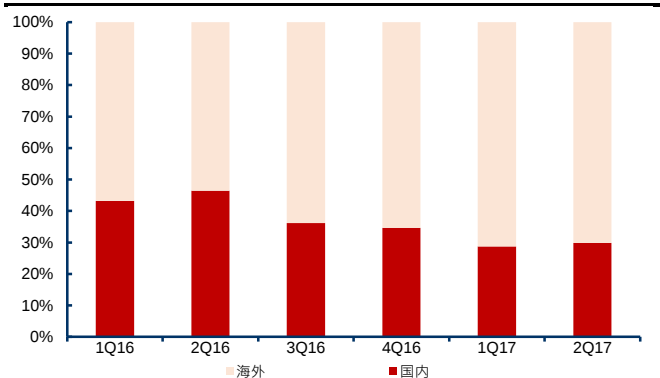
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 5: 收入结构 (PC 端 & 移动端)



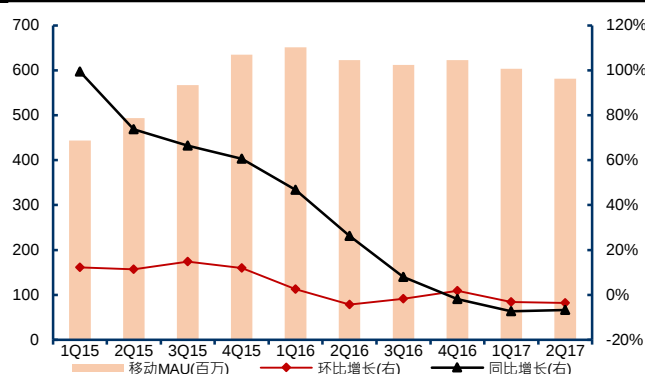
资料来源：公司，招银国际研究

图 6: 收入结构 (海外业务 & 国内业务)



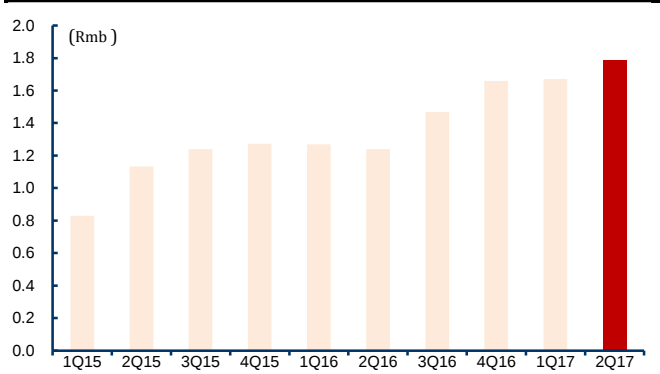
资料来源：公司，招银国际研究

图 7: 移动 MAUs 变化



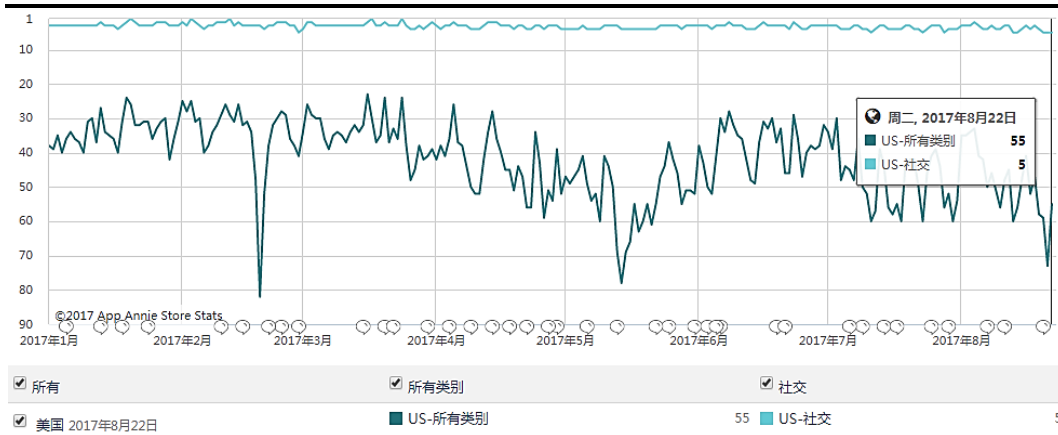
资料来源：公司，招银国际研究

图 8: 移动 ARPU 变化



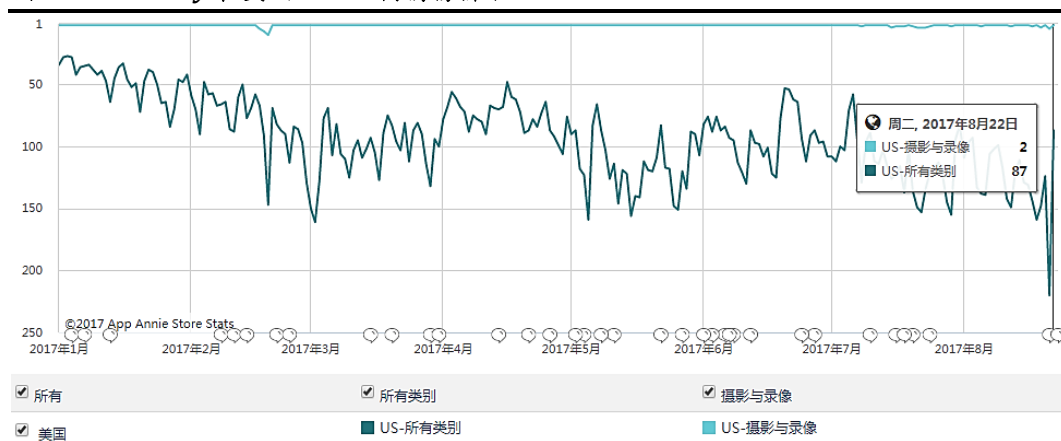
资料来源：公司，招银国际研究

图 9: Live.me 在美国区 iOS 畅销榜排名



资料来源：App Annie，招银国际研究

图 10: Musical.ly 在美国区 iOS 畅销榜排名



资料来源: App Annie, 招银国际研究

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	3,774	4,565	5,272	6,074	6,962
在线营销服务	3,283	3,951	4,429	5,041	5,708
网络增值服务	395	501	791	972	1,183
网络安全服务	95	113	53	61	70
销售成本	(956)	(1,544)	(1,913)	(2,083)	(2,228)
毛利	2,818	3,021	3,359	3,990	4,734
研发费用	(695)	(906)	(949)	(1,032)	(1,183)
销售费用	(1,506)	(1,651)	(1,845)	(2,065)	(2,297)
管理费用	(448)	(562)	(580)	(607)	(696)
其他费用	48	85	(5)	(6)	(7)
经营利润	217	(12)	(20)	279	550
利息收入	15	8	26	30	35
外汇汇兑损失/收益	(0)	4	-	-	-
权益法投资收益 (亏损)	(12)	(11)	(10)	(10)	(10)
其他	47	88	-	-	-
税前利润	238	(69)	(4)	300	575
所得税	(64)	12	1	(53)	(102)
非控制股东权益	2	(24)	(0)	2	5
归属母公司净利润	176	(81)	(3)	249	478
NonGAAP调整	316	306	306	306	306
NonGAAP净利润	492	226	303	553	779

来源: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	1,839	2,369	2,343	2,344	2,361
物业、厂房及设备	121	117	153	188	222
长期投资	825	977	977	977	977
土地租赁费用	-	-	-	-	-
无形资产	851	1,171	1,110	1,076	1,059
其他	42	103	103	103	103
流动资产	3,088	3,172	3,568	4,143	4,925
现金及现金等价物	1,999	1,579	1,925	2,402	3,074
应收贸易款项	633	601	650	749	858
存货	-	-	-	-	-
关连款项	61	44	44	44	44
其他	394	948	948	948	948
流动负债	1,721	2,066	2,133	2,157	2,177
借债	130	380	380	380	380
应付贸易账款	1,447	1,555	1,622	1,645	1,665
应付税项	30	12	12	12	12
关连款项	57	71	71	71	71
其他	57	49	49	49	49
非流动负债	192	274	274	274	274
长期负债	-	-	-	-	-
递延税项	99	112	112	112	112
其他	93	161	161	161	161
少数股东权益	160	189	189	186	182
股东权益	2,854	3,012	3,315	3,871	4,655
净资产总值	3,014	3,201	3,504	4,057	4,836

来源: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	175	(57)	(3)	247	473
折旧和摊销	147	163	149	135	132
营运资金变动	255	(87)	18	(75)	(90)
其他	372	378	306	306	306
经营活动所得现金净额	948	398	470	613	822
购置固定资产、无形资产及土地	(96)	(118)	(124)	(136)	(150)
其他	(245)	(865)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(341)	(983)	(124)	(136)	(150)
股份发行	4	37	-	-	-
净银行借贷	127	332	-	-	-
其他	(11)	(216)	-	-	-
融资活动所得现金净额	120	153	-	-	-
现金增加净额	727	(432)	347	477	672
年初现金及现金等价物	1,116	1,843	1,411	1,758	2,234
汇兑	39	50	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,843	1,411	1,758	2,234	2,907
受限制现金	156	168	168	168	168
资产负债表的现金	1,999	1,579	1,925	2,402	3,074

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
在线营销服务	87.0	86.6	84.0	83.0	82.0
网络增值服务	10.5	11.0	15.0	16.0	17.0
网络安全服务	2.5	2.5	1.0	1.0	1.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	114.0	21.0	15.5	15.2	14.6
毛利	107.1	7.2	11.2	18.8	18.6
经营利润	162.4	NA	60.9	NA	96.9
调整后净利润	104.0	NA	34.3	82.4	40.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	74.7	66.2	63.7	65.7	68.0
税前利率	6.3	(1.5)	(0.1)	4.9	8.3
有效税率	26.7	17.7	17.7	17.7	17.7
净利润率	4.6	(1.2)	(0.1)	4.1	6.8
资产负债比率					
流动比率 (X)	1.8	1.5	1.7	1.9	2.3
平均应收账款周转天数	43.2	49.3	45.0	45.0	45.0
平均应付账款周转天数	52.6	46.1	50.0	50.0	50.0
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
NonGAAP资本回报率	17.2	7.5	9.1	14.3	16.7
NonGAAP资产回报率	10.0	4.1	5.1	8.5	10.7
每股数据					
每ADS盈利(人民币)	3.45	1.63	2.19	3.99	5.62
每ADS股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面值 (人民币)	2.1	2.3	2.5	2.9	3.5

来源: 公司及招银国际研究部预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。