

獵豹移動 (CMCM US)

轉型持續，增速承壓

❖ **1Q17 指引略顯遜色。**公司 2016 財年收入 45.6 億元（人民幣·下同），同比增長 21%，基本符合預期。Non-GAAP 歸屬母公司淨利潤同比下滑 54%至 2.3 億，主要受毛利率下行拖累（2016 財年毛利率僅 66.2%，較預期低 2.5%，受直播、短視頻平臺帶寬成本上升導致）。考慮 1Q17 的弱季節效應，公司 1Q17 收入指引低於預期 6%（環比下降 7%-10%）。鑒於 Facebook 算法調整帶來的損失慣性，以及直銷團隊建設、內容布局尚需時間，公司短期內將難以扭轉增速疲軟的趨勢，預計 2017 財年收入同比增長 15.5%。

❖ **內容轉型進行時，後期利潤釋放仍需時日。**受第三方廣告算法調整，公司工具型產品變現受阻，倒逼公司發力內容型產品、優化直銷廣告平臺。目前，公司三大內容應用“Musical.ly+ News Republic+ Live.me”迅速沖榜後亦取得階段性變現進展，其中 4Q16 內容產品貢獻收入約 1.4-1.5 億元（占比約 12%），主要受益於 Live.me 直播虛擬禮物變現。對比 3Q16 SurveyMonkey 統計數據（Live.me 美國區日均收入約 8 萬美元），我們看好內容應用帶來的高收入增長。但考慮 1）內容收入短期貢獻有限；2）直播以外的內容變現模式尚未成熟（如視頻廣告仍在探索期）；3）直播、短視頻平臺的成本上升壓力（4Q16 內容產品虧損約 1.9-2.0 億元），我們預計 2017 年內容布局依舊為投入期。故而，毛利率將持續受壓，預計 2017 財年毛利率下調至 63.7%。

❖ **人工智能接力，但財務改善效應有限。**公司坐擁 6.23 億 MAU，強大的數據積累有望通過深度學習打通底層算法進化，并間接優化內容產品及廣告變現效率。例如，聚合新聞應用 News Republic 預估模型從訂閱模式升級為大數據推薦模式後，CTR 提升近 30%，用戶每日閱讀文章篇數增長 2-3 倍，且一躍成為 2017 年 2 月美國地區新聞應用下載排名榜首位。公司自建廣告平臺 Cheetah Ads 利用算法及數據助於精準營銷，通過垂直視頻廣告觸達用戶情境。然而，由於人工智能市場需求尚處於用戶培養期，而公司 AI 技術及算法也僅處於優化效率階段，長期財務改善效應有限。此外，相應研發支出占比預計將延續小幅上升趨勢。

❖ **維持「持有」評級。**公司工具產品盈利能力逐步改善，但鑒於內容及 AI 的持續投入，我們認為工具產品的穩定增長暫時不足以支撐整體業績的顯著回暖，而內容貢獻依賴於規模效應的釋放。我們調低 2017/2018 財年預測調整後淨利潤 5.3%/1.1%至 3.0/5.5 億元。目標價由 12.7 美元下調至 11.5 美元，相當於 2017/2018/2019 財年預測調整後每 ADS 盈利的 37/20/15 倍，維持「持有」評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	3,774	4,565	5,272	6,074	6,962
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	492	226	303	553	779
調整後 EPADS (人民幣)	3.4	1.6	2.1	3.9	5.5
EPADS 變動 (%)	91.8	-54.0	34.3	82.4	40.9
市盈率 (x)	20.1	43.7	32.5	17.8	12.7
市帳率 (x)	3.3	2.9	2.7	2.3	2.0
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	17.2	7.8	8.7	13.7	16.1
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

招銀國際研究部

持有(維持)

目標價	US\$11.5
潛在升幅	+14.8%
當前股價	US\$10.0

黃群

電話：(852) 3761 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬美元)	1,484
3月平均流通量(百萬美元)	8.1
5周內股價高/低(美元)	17.1/8.8
總股本(百萬)	142.5

資料來源：彭博

股東結構

J&P(China) Capital	9.7%
傅盛	8.8%
騰訊	3.9%

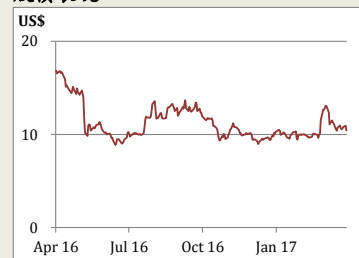
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-9.7%	-11.7%
3-月	2.3%	-2.6%
6-月	-15.6%	-17.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.cmcm.com

利潤表

年結: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)
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

來源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	1,839	2,369	2,327	2,314	2,319
物业、厂房及设备	121	117	142	167	192
长期投资	825	977	977	977	977
土地租赁费用	-	-	-	-	-
无形资产	851	1,171	1,104	1,067	1,047
其他	42	103	103	103	103
流动资产	3,088	3,351	3,764	4,353	5,147
现金及现金等价物	1,999	1,758	2,121	2,611	3,296
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	2,073	2,141	2,164	2,184
借债	130	380	380	380	380
应付贸易账款	1,447	1,554	1,621	1,644	1,664
应付税项	30	19	19	19	19
关连款项	57	71	71	71	71
其他	57	49	49	49	49
非流动负债	192	267	267	267	267
长期负债	-	-	-	-	-
递延税项	99	112	112	112	112
其他	93	154	154	154	154
少数股东权益	160	189	189	186	182
股东权益	2,854	3,191	3,494	4,050	4,834
净资产总值	3,014	3,380	3,683	4,236	5,015

來源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
年度利潤	175	(57)	(3)	247	473
折舊和攤銷	146	151	143	124	117
營運資金變動	251	(72)	18	(75)	(90)
其他	399	55	306	306	306
經營活動所得現金淨額	971	78	464	601	806
購置固定資產、無形資產及土地	(96)	(96)	(100)	(111)	(122)
其他	(245)	(793)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(341)	(889)	(100)	(111)	(122)
資本變化	4	309	-	-	-
淨銀行借貸	102	249	-	-	-
其他	14	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	120	558	-	-	-
現金增加淨額	750	(253)	363	490	684
年初現金及現金等价物	1,093	1,843	1,590	1,953	2,444
匯兌	38	-	-	-	-
年末現金及現金等价物	1,843	1,590	1,953	2,444	3,128
受限制現金	156	168	168	168	168
資產負債表的現金	1,999	1,758	2,121	2,611	3,296

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:3月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
在綫營銷服務	87.0	86.6	84.0	83.0	82.0
網絡增值服務	10.5	11.0	15.0	16.0	17.0
網絡安全服務	2.5	2.5	1.0	1.0	1.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	114.0	21.0	15.5	15.2	14.6
毛利	107.1	7.2	11.2	18.8	18.6
經營利潤	162.4	NA	60.9	NA	96.9
調整後淨利潤	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
稅前利率	6.3	(1.5)	(0.1)	4.9	8.3
有效稅率	26.7	17.7	17.7	17.7	17.7
淨利潤率	4.6	(1.2)	(0.1)	4.1	6.8
資產負債比率					
流動比率 (X)	1.8	1.6	1.8	2.0	2.4
平均應收賬款周轉天數	43.2	49.3	45.0	45.0	45.0
平均應付賬款周轉天數	52.6	46.1	50.0	50.0	50.0
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-
淨負債/總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
NonGAAP資本回報率	17.2	7.1	8.7	13.7	16.1
NonGAAP資產回報率	10.0	3.9	5.0	8.3	10.4
每股數據					
每股盈利(美元)	0.52	0.24	0.32	0.58	0.82
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股賬面值 (人民幣)	2.1	2.4	2.6	3.0	3.5

來源: 公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關于他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。