

# 獵豹移動 (CMCM US)

## 開源節流，內容變現遞進

- ❖ **1Q17 業績超预期。**公司 1Q17 收入 11.9 億元（人民幣·下同），同比增長 6.8%，達到指引上限；Non-GAAP 歸屬母公司淨利潤為 1.2 億元，同比增長 13.2%，高于市場一致預期，受益於內容加速變現，市場推廣、研發及行政費用的縮減及投資收益的貢獻（其他淨收入約為 6,771 萬，為投資項目退出的正常獲益）。公司 2Q17 收入指引為 11.9 億~12.4 億（同比增長 14%-18%），中值略低於市場一致預期 1.5%。
- ❖ **內容變現遞進，Live.me 表現強勁。**1Q17 開始公司將按“工具+內容+遊戲”三大產品綫作為收入結構。其中內容產品收入環比增長 55.2%至 2.2 億元，收入占比從 4Q16 的 11%提升至 1Q17 的 19%，主要受 Live.me 直播快速增長的驅動。Live.me 近 3 個月在 iOS 美國區社交暢銷榜中穩居前四，素人主播、開放互動及實時翻譯等特色驅動 Live.me 強勁表現：據 *apptopia* 數據監測，DAU 及 MAU 呈逐月上升趨勢，iOS 美國區收入 3 月/4 月環比增長 12.5%/2.0%（近兩個月收入增速為美國區社交應用 TOP5 中最高）。短視頻 Musical.ly iOS 美國區收入 3 月/4 月環比增長 35.7%/14.5%（穩居 iOS 美國區攝影及錄像暢銷榜 TOP2）；看好 Live.me 的高增長變現及 6,000 萬美元融資後對內容投入的靈活性，但直播、短視頻平臺的成本上升壓力將使毛利率承壓（毛利率從 1Q16 的 71%下滑至 1Q17 的 62%）。預計 2017 年內容布局依舊為投入期，但內容虧損率有望逐漸縮窄。
- ❖ **優化工具成本結構。**1Q17 公司研發、市場推廣及行政費用分別同比下降 8%/7%/22%，管理層表示未來或將繼續提高人力效率，工具產品綫人力成本費用有望進一步優化。1Q17 工具產品收入同比下滑 12.9%，但 Non-GAAP 經營利潤率保持約 22%。預計 2Q17 工具產品經營利潤率將面臨下滑壓力，而內容產品經營虧損率有望縮窄，故而 2Q17 經營利潤率或保持穩定。
- ❖ **人工智能處於優化產品期，變現仍需時間。**基於 AI 技術，公司通過個性化內容及圖片識別優化多款應用：1) AI 個性化推薦使 *News Republic* 美國區 DAU 增長約 10 倍；2) 2017 年初推出的一款基於 AI 的輸入法產品 *Panda Keyboard*，能根據上下文和用戶習慣預測用戶要輸入的內容。目前位於美國 Google Play 個性化排行榜前五名。中短期公司 AI 重心依舊為輔助產品優化效率、改善用戶體驗，長期財務補充效應仍需市場需求的普及。
- ❖ **維持「持有」評級。**雖然內容產品的變現彌補了工具產品的下滑趨勢，但也意味著公司毛利率短期將承壓，預計公司轉型仍將持續。而近期股價上漲已部分反映對內容應用的憧憬。在 Non-GAAP 核心淨利潤（不考慮投資收益）顯著改善前，我們保持原有盈利預測，維持「持有」評級，目標價為 US\$11.5，對應 2018 財年 20x PE。

### 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   | 2.2   | 4.0   | 5.6   |
| EPADS 變動(%)    | 91.8  | -52.8 | 34.3  | 82.4  | 40.9  |
| 市盈率(x)         | 23.8  | 50.4  | 37.5  | 20.6  | 14.6  |
| 市帳率(x)         | 3.9   | 3.6   | 3.2   | 2.8   | 2.3   |
| 股息率(%)         | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 權益收益率(%)       | 17.2  | 7.5   | 9.1   | 14.3  | 16.7  |
| 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

### 持有（維持）

|      |          |
|------|----------|
| 目標價  | US\$11.5 |
| 潛在升幅 | -4.2%    |
| 當前股價 | US\$12.0 |

### 黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

### TMT 行業

|                |          |
|----------------|----------|
| 市值(百萬美元)       | 1,718    |
| 3 月平均流通量(百萬美元) | 11.9     |
| 5 周內股價高/低(美元)  | 13.8/8.7 |
| 總股本(百萬)        | 138.4    |

資料來源：彭博

### 股東結構

|                    |      |
|--------------------|------|
| Fu Sheng           | 7.8% |
| J&P(China) Capital | 7.2% |
| UBS                | 3.6% |

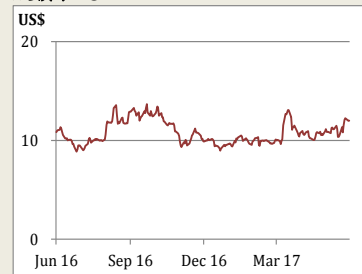
資料來源：彭博

### 股價表現

|     | 絕對回報  | 相對回報  |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 10.1% | 5.6%  |
| 3-月 | 20.1% | 11.1% |
| 6-月 | 18.2% | 5.0%  |

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        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>收入</b>         | <b>3,774</b> | <b>4,565</b> | <b>5,272</b> | <b>6,074</b> | <b>6,962</b> |
| 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)      |
| <b>毛利</b>         | <b>2,818</b> | <b>3,021</b> | <b>3,359</b> | <b>3,990</b> | <b>4,734</b> |
| 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)          |
| <b>经营利润</b>       | <b>217</b>   | <b>(12)</b>  | <b>(20)</b>  | <b>279</b>   | <b>550</b>   |
| 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           | -            | -            | -            |
| <b>税前利润</b>       | <b>238</b>   | <b>(69)</b>  | <b>(4)</b>   | <b>300</b>   | <b>575</b>   |
| 所得税               | (64)         | 12           | 1            | (53)         | (102)        |
| 非控制股东权益           | 2            | (24)         | (0)          | 2            | 5            |
| <b>归属母公司净利润</b>   | <b>176</b>   | <b>(81)</b>  | <b>(3)</b>   | <b>249</b>   | <b>478</b>   |
| NonGAAP调整         | 316          | 306          | 306          | 306          | 306          |
| <b>NonGAAP净利润</b> | <b>492</b>   | <b>226</b>   | <b>303</b>   | <b>553</b>   | <b>779</b>   |

来源: 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        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>非流动资产</b>      | <b>1,839</b> | <b>2,369</b> | <b>2,343</b> | <b>2,344</b> | <b>2,361</b> |
| 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          |
| <b>流动资产</b>       | <b>3,088</b> | <b>3,172</b> | <b>3,568</b> | <b>4,143</b> | <b>4,925</b> |
| 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          |
| <b>流动负债</b>       | <b>1,721</b> | <b>2,066</b> | <b>2,133</b> | <b>2,157</b> | <b>2,177</b> |
| 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           |
| <b>非流动负债</b>      | <b>192</b>   | <b>274</b>   | <b>274</b>   | <b>274</b>   | <b>274</b>   |
| 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        |
| <b>净资产总值</b>      | <b>3,014</b> | <b>3,201</b> | <b>3,504</b> | <b>4,057</b> | <b>4,836</b> |

来源: 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        | FY16A        | FY17E        | FY18E        | FY19E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 年度利潤              | 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          |
| <b>经营活动所得现金净额</b> | <b>948</b>   | <b>398</b>   | <b>470</b>   | <b>613</b>   | <b>822</b>   |
| 购置固定资产、无形资产及土地    | (96)         | (118)        | (124)        | (136)        | (150)        |
| 其他                | (245)        | (865)        | -            | -            | -            |
| <b>投资活动所得现金净额</b> | <b>(341)</b> | <b>(983)</b> | <b>(124)</b> | <b>(136)</b> | <b>(150)</b> |
| 股份发行              | 4            | 37           | -            | -            | -            |
| 净银行借贷             | 127          | 332          | -            | -            | -            |
| 其他                | (11)         | (216)        | -            | -            | -            |
| <b>融资活动所得现金净额</b> | <b>120</b>   | <b>153</b>   | <b>-</b>     | <b>-</b>     | <b>-</b>     |
| <b>现金增加净额</b>     | <b>727</b>   | <b>(432)</b> | <b>347</b>   | <b>477</b>   | <b>672</b>   |
| 年初现金及现金等价物        | 1,116        | 1,843        | 1,411        | 1,758        | 2,234        |
| 汇兑                | 39           | 50           | -            | -            | -            |
| <b>年末现金及现金等价物</b> | <b>1,843</b> | <b>1,411</b> | <b>1,758</b> | <b>2,234</b> | <b>2,907</b> |
| 受限制现金             | 156          | 168          | 168          | 168          | 168          |
| <b>资产负债表的现金</b>   | <b>1,999</b> | <b>1,579</b> | <b>1,925</b> | <b>2,402</b> | <b>3,074</b> |

來源: 公司及招銀國際研究部預測

**主要比率**

| 年結: 12月31日        | FY15A        | FY16A        | FY17E        | FY18E        | FY19E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>銷售組合 (%)</b>   |              |              |              |              |              |
| 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          |
| <b>总额</b>         | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> |
| <b>增长 (%)</b>     |              |              |              |              |              |
| 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         |
| <b>盈利能力比率 (%)</b> |              |              |              |              |              |
| 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          |
| <b>资产负债比率</b>     |              |              |              |              |              |
| 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          |
| <b>回报率 (%)</b>    |              |              |              |              |              |
| 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         |
| <b>每股数据</b>       |              |              |              |              |              |
| 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          |

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於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。