

## 獵豹移動 (CMCM US)

### Live.me 變現趨緩，等待增長新引擎

❖ **3Q17 指引疲態。**公司 2Q17 收入 12.0 億元（人民幣·下同），同比增長 15%，靠近指引下限；Non-GAAP 歸屬母公司淨利潤為 9,438 萬元，同比增長 252%，高于市場一致預期，受益于直播、手游內容的高增長，及市場推廣、研發及行政費用的縮減。雖然淨利潤超預期，但依舊對公司業務持謹慎態度，源于：1）淨利潤的大幅改善主要受成本控制驅動，而非收入增長拉動；2）3Q17 指引增加不確定因素：3Q17 收入指引為 11.5 億~12.1 億（同比增長 2%~7%），中值略低于一致預期 1.5%，略顯疲態；此外，指引區間較寬，源于 Google 和 Facebook 移動廣告的 eCPM 存在波動風險，雖然公司在逐漸弱化對第三方平臺的依賴性，但我們認為渠道流量對公司長期運營帶來的不確定性仍有待消化。

❖ **Live.me 重心為產品優化，預計短期變現趨于平穩。**2Q17 開始公司將“內容+遊戲”兩大產品線合併，該部分收入同比增長 271%，但環比僅增長 2%（環比增量受手游驅動），由此反映出 Live.me 環比上升略顯乏力。看好 Live.me 在內容升級的深耕（e.g. 推出星光系統、培養草根明星、引入遊戲直播及才藝表演），但預計短期變現將趨于平穩，歸因于：1）3/4 月 Live.me 下載量有所回升，但暢銷排名趨于平穩（iOS 美國區社交暢銷榜 TOP3~5），而在美國區將長期面臨 Match, Zoosk 及新進入者的競爭；2）雖然目前 Live.me 趨近盈虧平衡，但公司表示目前產品重心為利用內容升級吸引自然用戶，而非激進變現。News Republic 貨幣化方式目前較為單一（接入廣告 SDK），短期重心依舊為做優產品。手游業務逐漸實現多元化布局，除了 Piano Tiles 2 和 Rolling Sky 外，新增 Dancing Line、Arrow、Tap Tap Fish 等多款遊戲，但我們認為目前公司手游的顯著貢獻還待中重度遊戲的補充（目前公司主打休閒輕度遊戲，淨利潤率或低于 10%）。

❖ **成本結構優化持續。**2Q17 公司研發、市場推廣及行政費用分別同比變動-27%/+1%/-38%，環比下降 13%/0%/3%。管理層表示工具產品用戶將主要來自自然增長（不依賴市場推廣），人力效率有望進一步優化，預計 3Q17 費用仍有部分縮減空間，至 4Q17 成本將趨于穩定。2Q17 工具產品收入同比下滑 13%，環比趨于平穩，但其經營利潤率同比增長 11 個百分點至 26%（環比增加 4 個百分點）。直播虧損較少，而虧損較大的 News Republic 市場投入及研發預計會有所控制，故而後期經營利潤率或存在上行空間。

❖ **維持「持有」評級。**我們認為公司短期內生增長動力有限，在內容業務進入規模化變現前，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)         | 20.4  | 43.3  | 32.2  | 17.7  | 12.5  |
| 市帳率(x)         | 3.4   | 3.1   | 2.7   | 2.4   | 2.0   |
| 股息率(%)         | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 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 | +13.7%   |
| 當前股價 | US\$10.1 |

#### 黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

#### TMT 行業

|                |          |
|----------------|----------|
| 市值(百萬美元)       | 1,475    |
| 3 月平均流通量(百萬美元) | 9.9      |
| 52 周內股價高/低(美元) | 13.8/8.9 |
| 總股本(百萬)        | 138.4    |

資料來源：彭博

#### 股東結構

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

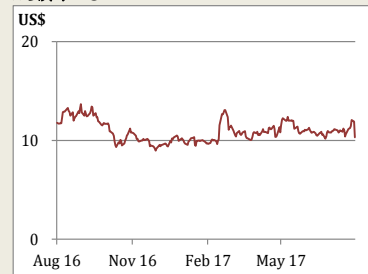
資料來源：彭博

#### 股價表現

|     | 絕對回報   | 相對回報   |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | -4.7%  | -7.1%  |
| 3-月 | -10.3% | -16.7% |
| 6-月 | 5.1%   | -8.1%  |

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

圖 1: 季度財務概覽

| 年結: 12月31日 (百万人民币) | 1Q16         | 2Q16         | 3Q16         | 4Q16         | 1Q17         | 2Q17         | 2Q17 YoY     | 2Q17 QoQ    |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| <b>收入</b>          | <b>1,115</b> | <b>1,047</b> | <b>1,128</b> | <b>1,275</b> | <b>1,191</b> | <b>1,202</b> | <b>15%</b>   | <b>1%</b>   |
| 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          |              |             |
| <b>毛利</b>          | <b>794</b>   | <b>692</b>   | <b>724</b>   | <b>810</b>   | <b>733</b>   | <b>741</b>   | <b>7%</b>    | <b>1%</b>   |
| 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            |              |             |
| <b>经营利润</b>        | <b>25</b>    | <b>(63)</b>  | <b>(34)</b>  | <b>63</b>    | <b>26</b>    | <b>66</b>    | <b>205%</b>  | <b>152%</b> |
| 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            |              |             |
| <b>净利润</b>         | <b>11</b>    | <b>(150)</b> | <b>0</b>     | <b>59</b>    | <b>91</b>    | <b>70</b>    | <b>-147%</b> | <b>-23%</b> |
| <b>NonGAAP净利润</b>  | <b>102</b>   | <b>(62)</b>  | <b>72</b>    | <b>113</b>   | <b>116</b>   | <b>94</b>    | <b>252%</b>  | <b>-18%</b> |
| NonGAAP净利润率        | 9%           | -6%          | 6%           | 9%           | 10%          | 8%           | +14ppts      | -2ppts      |

資料來源: 公司, 招銀國際研究

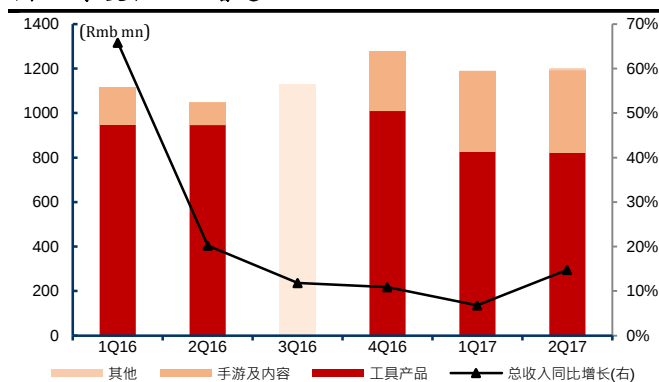
注釋: 由于公司改變收入統計類別, 故而 3Q16 收入細分暫不可得

圖 2: 2Q17 經營利潤率細分

| (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%  |

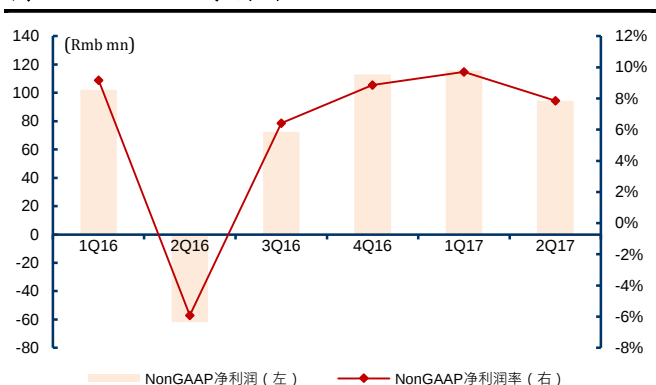
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 3: 季度收入及增速



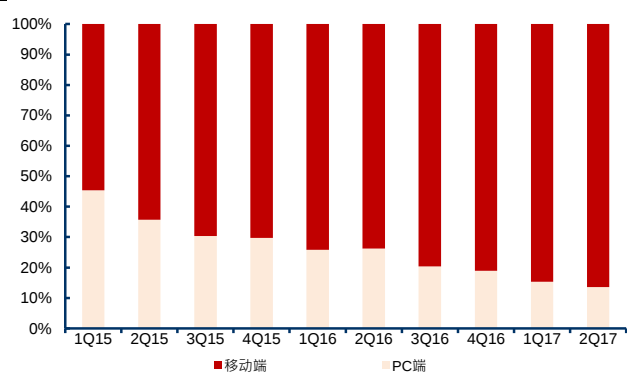
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 4: Non GAAP 淨利潤



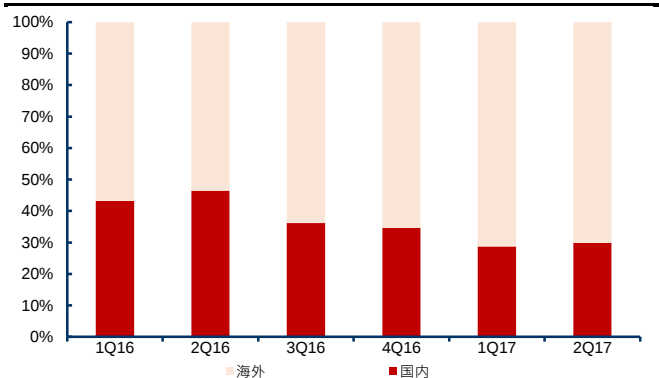
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 5: 收入結構 (PC 端 &amp; 移動端)



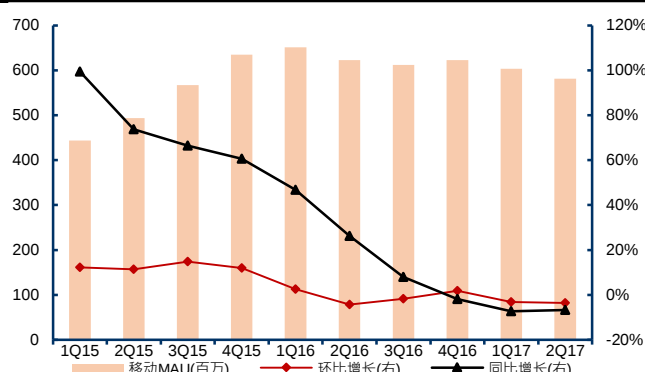
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 6: 收入結構 (海外業務 &amp; 國內業務)



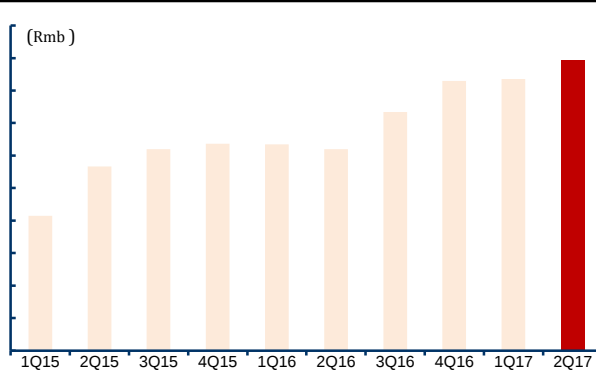
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 7: 移動 MAUs 變化



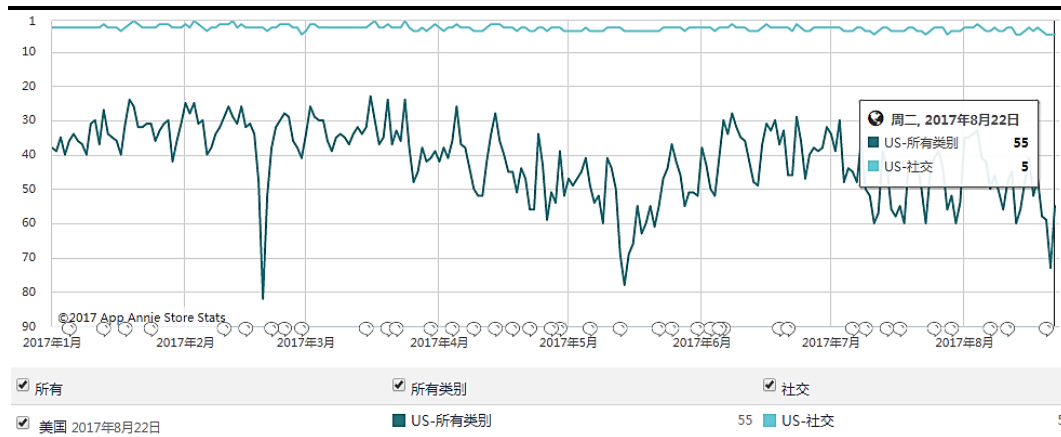
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 8: 移動 ARPU 變化



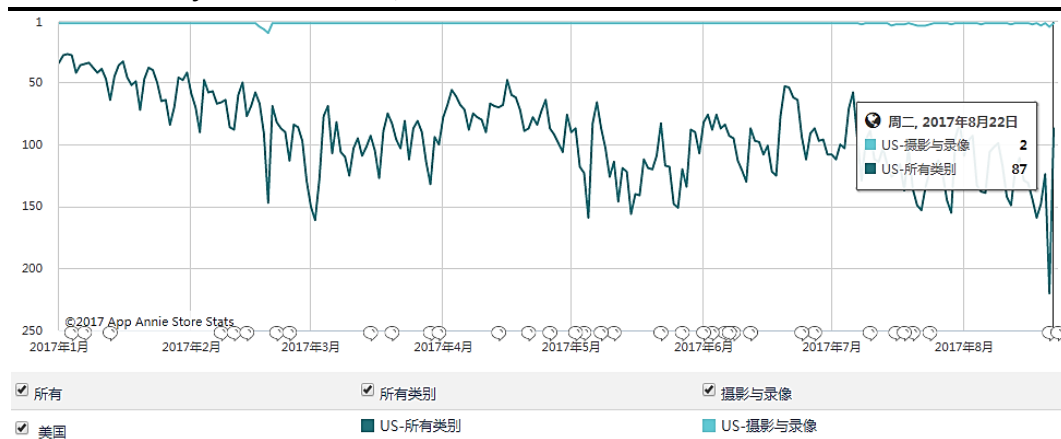
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 9: Live.me 在美國區 iOS 暢銷榜排名



資料來源：App Annie，招銀國際研究

圖 10: Musical.ly 在美國區 iOS 暢銷榜排名



資料來源：App Annie，招銀國際研究

**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。