

猎豹移动 (CMCM US)

转型持续，增速承压

❖ **1Q17 指引略显逊色。**公司 2016 财年收入 45.6 亿元（人民币·下同），同比增长 21%，基本符合预期。Non-GAAP 归属母公司净利润同比下滑 54%至 2.3 亿，主要受毛利率下行拖累（2016 财年毛利率仅 66.2%，较预期低 2.5%，受直播、短视频平台带宽成本上升导致）。考虑 1Q17 的弱季节效应，公司 1Q17 收入指引低于预期 6%（环比下降 7%-10%）。鉴于 Facebook 算法调整带来的损失惯性，以及直销团队建设、内容布局尚需时间，公司短期内将难以扭转增速疲软的趋势，预计 2017 财年收入同比增长 15.5%。

❖ **内容转型进行时，后期利润释放仍需时日。**受第三方广告算法调整，公司工具型产品变现受阻，倒逼公司发力内容型产品、优化直销广告平台。目前，公司三大内容应用“Musical.ly+ News Republic+ Live.me”迅速冲榜后亦取得阶段性变现进展，其中 4Q16 内容产品贡献收入约 1.4-1.5 亿元（占比约 12%），主要受益于 Live.me 直播虚拟礼物变现。对比 3Q16 SurveyMonkey 统计数据（Live.me 美国区日均收入约 8 万美元），我们看好内容应用带来的高收入增长。但考虑 1）内容收入短期贡献有限；2）直播以外的内容变现模式尚未成熟（如视频广告仍在探索期）；3）直播、短视频平台的成本上升压力（4Q16 内容产品亏损约 1.9-2.0 亿元），我们预计 2017 年内容布局依旧为投入期。故而，毛利率将持续承压，预计 2017 财年毛利率下调至 63.7%。

❖ **人工智能接力，但财务改善效应有限。**公司坐拥 6.23 亿 MAU，强大的数据积累有望通过深度学习打通底层算法进化，并间接优化内容产品及广告变现效率。例如，聚合新闻应用 News Republic 预估模型从订阅模式升级为大数据推荐模式后，CTR 提升近 30%，用户每日阅读文章篇数增长 2-3 倍，且一跃成为 2017 年 2 月美国地区新闻应用下载排名榜首。公司自建广告平台 Cheetah Ads 利用算法及数据助于精准营销，通过垂直视频广告触达用户情境。然而，由于人工智能市场需求尚处于用户培养期，而公司 AI 技术及算法也仅处于优化效率阶段，长期财务改善效应有限。此外，相应研发支出占比预计将持续小幅上升趋势。

❖ **维持「持有」评级。**公司工具产品盈利能力逐步改善，但鉴于内容及 AI 的持续投入，我们认为工具产品的稳定增长暂时不足以支撑整体业绩的显著回暖，而内容贡献依赖于规模效应的释放。我们调低 2017/2018 财年预测调整后净利润 5.3%/1.1%至 3.0/5.5 亿元。目标价由 12.7 美元下调至 11.5 美元，相当于 2017/2018/2019 财年预测调整后每 ADS 盈利的 37/20/15 倍，维持「持有」评级。

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	2.1	3.9	5.5
EPADS 变动 (%)	91.8	-54.0	34.3	82.4	40.9
市盈率(x)	20.1	43.7	32.5	17.8	12.7
市帐率(x)	3.3	2.9	2.7	2.3	2.0
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	17.2	7.8	8.7	13.7	16.1
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

招银国际研究部

持有(维持)

目标价	US\$11.5
潜在升幅	+14.8%
当前股价	US\$10.0

黄群

电话：(852) 3761 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	1,484
3月平均流通量(百万美元)	8.1
5周内股价高/低(美元)	17.1/8.8
总股本(百万)	142.5

资料来源：彭博

股东结构

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

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-9.7%	-11.7%
3-月	2.3%	-2.6%
6-月	-15.6%	-17.5%

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

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)
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	2,327	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

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	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	175	(57)	(3)	247	473
折旧和摊销	146	151	143	124	117
营运资金变动	251	(72)	18	(75)	(90)
其他	399	55	306	306	306
经营活动所得现金净额	971	78	464	601	806
购置固定资产、无形资产及土地	(96)	(96)	(100)	(111)	(122)
其他	(245)	(793)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(341)	(889)	(100)	(111)	(122)
资本变化	4	309	-	-	-
净银行借贷	102	249	-	-	-
其他	14	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	120	558	-	-	-
现金增加净额	750	(253)	363	490	684
年初现金及现金等价物	1,093	1,843	1,590	1,953	2,444
汇兑	38	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,843	1,590	1,953	2,444	3,128
受限制现金	156	168	168	168	168
资产负债表的现金	1,999	1,758	2,121	2,611	3,296

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:3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	1.6	1.8	2.0	2.4
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	7.1	8.7	13.7	16.1
NonGAAP资产回报率	10.0	3.9	5.0	8.3	10.4
每股数据					
每股盈利(美元)	0.52	0.24	0.32	0.58	0.82
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股账面值 (人民币)	2.1	2.4	2.6	3.0	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作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上责任。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。