

Company Report

Cheetah Mobile (CMCM US)

Initial success in overseas mobile monetization

- Strong mobile MAU growth momentum (up 20%QoQ in 3Q14)
- Monetization outlook remains promising
- Operating efficiency to further improve OPM

Mobile MAU kept strong growth momentum

Cheetah Mobile (CM) 3Q mobile MAU reached 341mn, up 20% QoQ. CM was ranked as No.3 non-game mobile apps developer on GooglePlay in terms of total downloads in Sep. Also, CM achieved breakthrough in terms of mobile MAU addition in China, driven by expansion of partnership with BAT in mobile front. China contributed 45% of new MAU net adds in 3Q. We expect CM's mobile MAU to reach over 390mn in 4Q.

Monetization outlook remains promising

Mobile revenue accounted for 24% of total revenue in 3Q compared to 20% in 2Q. Overseas mobile revenue contributed over 10% of total revenue in 3Q, indicating proven mobile ads monetization capability in overseas market. We believe 1) large user base 2) big data analysis capability 3) rich product portfolio and 4) better acceptance of mobile ads overseas are main reasons behind the success. Mobile ads has been the main mobile revenue contributor so far, we expect monetization capability to further strengthening after full operation of mobile game business.

Operating efficiency to further improve OPM

Backed by fast QoQ revenue growth and more mature monetization model in overseas market, we expect more efficient promotion for every dollar spent in coming quarters. We expect Non-GAAP OPM to reach 22% and 26% in 2015 and 2016 respectively from 13.5% in 2014.

Valuation

We revised up 2014 earnings by 11% due to higher revenue and OPM assumption; revised down 2015 and 2016 earnings by 2% and 13% to reflect lower SBC assumption. We have higher revenue but lower earnings forecast than consensus. We cut TP to US\$35.8. Our TP is based on 126% 2014-2016E Non-GAAP EPADS CAGR and 0.37x PEG. CM is trading at 0.21x PEG vs. 0.68x peers average. Our TP implies 46x 2015E and 23x 2016 E PE.

Financials

RMB mn	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	288	750	1,748	3,547	6,571
Growth (%)	106%	160%	133%	103%	85%
Non GAAP Net profit	29	90	242	704	1,482
Growth (%)	N/A	209%	169%	191%	111%
Non-GAAP EPADS (RMB)	0.09	0.54	1.71	4.72	9.47
DPADS (RMB)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	1,576.4	275.4	72.1	26.0	13.0
P/B (x)	96.9	28.3	20.9	11.9	6.4
ROE (%)	18%	15%	29%	46%	49%

Source: Company data, CMS (HK) estimates

Jeff HAO

852-31896117

haoyf@cmschina.com.cn

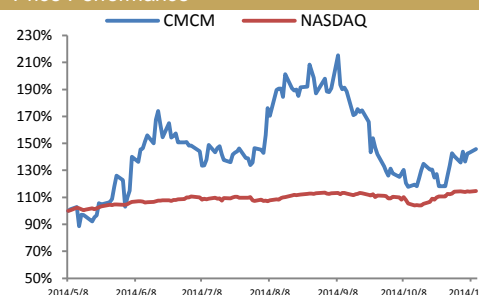
WHAT'S NEW

TP lowered

BUY

Previous	BUY
Price	US\$20.56
12-month Target Price (Potential upside)	US\$35.80 (74%)
Previous	36.70

Price Performance



Source: bigdata

%	1m	6m	12m
CMCM US	23.7	45.8	-
Nasdaq	8.7	14.8	-

Industry	Internet
S&P 500	2,038
Nasdaq100	4,651

Key Data	
52-week range (US\$)	12.50-30.77
Market cap (US\$ mn)	2876
Avg. daily volume('000')	973
BVPS (RMB)	0.52

Shareholdings Structure	
GIC Private Limited	12.66%
TCH Copper Limited	8.22%
T Rowe Price Associates	5.45%
OZ Management LP	4.90%
No. of shares outstanding (mn)	173.71
Free float	10%

Related Research

公司报告

招商证券(香港)有限公司

猎豹移动(CMCM US)

海外移动货币化能力初步得到证明

■ 3Q14移动MAU保持环比快速增长(20%)

■ 货币化前景保持乐观

■ 货币化能力提升带动OPM继续回升

移动端MAU保持快速增长

猎豹3Q移动端MAU达到3.41亿,环比增长20%,同比增长183%。从Google Play下载排名来看,猎豹在9月份Google Play全球非游戏应用开发商下载量排名第三,并且继续保持了全球第一工具应用开发商的位置。另值得注意的是,猎豹3Q在中国市场移动用户获取方面也取得了明显的进展,主要因为猎豹加强了与BAT等公司在移动端的合作。3Q新增MAU中,中国市场贡献了45%。我们预计4Q猎豹移动端MAU将超过3.9亿。

货币化前景保持乐观

移动收入占总收入比由2Q的20%上升至24%。值得注意的是,海外移动端收入占总收入比重达到10%,说明猎豹在海外移动广告货币化层面已经取得了显著的突破。10月份移动端海外单日收入达到20万美元。我们认为猎豹在移动广告变现成功的主要原因包括1)庞大的用户基数2)优秀的大数据分析能力3)多元化的产品组合以及4)海外用户对移动广告更高的接受度。目前猎豹移动端的收入主要来自于移动广告,我们认为随着未来几个季度手机游戏业务的全面开展,猎豹的货币化能力将进一步加强。

货币化能力提升将带动OPM继续回升

我们认为在收入保持环比高速增长以及海外变现模式进一步成熟的基础上,猎豹推广费用的效果将更加明显。管理层表示10月份在没有降低投入的情况下,海外收入已经超过支出。所以我们认为猎豹盈利能力的改善将有机会超过我们及市场的预期。

估值

我们上调猎豹2014年盈利预测11%,以反映更加乐观的收入及OPM预期;下调2015及2016年盈利预测2%及13%,以反映我们最新的SBC假设。我们的收入预测高于市场,但盈利预测略低于市场。我们小幅下调目标价至US\$35.8。我们的目标价是基于126% 2014-2016年EPADS CAGR以及0.37x PEG。猎豹移动目前股价相当于0.21x PEG (vs.行业平均0.68x PEG)。我们的目标价相当于46x 2015E及23x2016E PE。

盈利预测及估值

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业额	288	750	1,748	3,547	6,571
同比增长(%)	106%	160%	133%	103%	85%
Non-GAAP 净利润	29	90	242	704	1,482
同比增长(%)	N/A	209%	169%	191%	111%
Non-GAAP 每股盈利(元)	0.09	0.54	1.71	4.72	9.47
每股股息(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(X)	1,576.4	275.4	72.1	26.0	13.0
市净率(X)	96.9	28.3	20.9	11.9	6.4
ROE(%)	18%	15%	29%	46%	49%

资料来源:公司资料,招商证券(香港)预测

郝云帆

852-31896117

haoyf@cmschina.com.cn

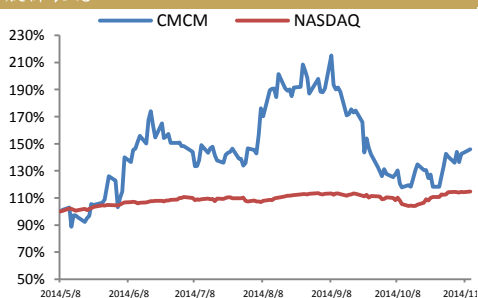
最新变动

TP 下调

买入

前次评级	买入
股价	US\$20.56
12个月目标价 (上涨空间)	US\$35.80 (74%)
前次目标价:	US\$36.70

股价表现



资料来源:贝格数据

%	1m	6m	12m
CMCM US	23.7	45.8	-
Nasdaq	8.7	14.8	-

行业:互联网

标普500指数	2,038
纳斯达克指数	4,651

重要数据

52周股价区间(美元)	12.50-30.77
市值(百万美元)	2876
日均成交量(万股)	97.3
每股净资产(人民币)	0.52

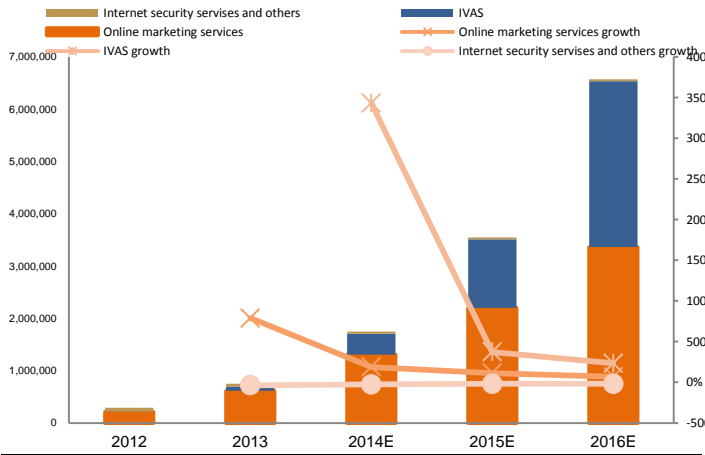
主要股东

GIC Private Limited	12.66%
TCH Copper Limited	8.22%
T Rowe Price Associates	5.45%
OZ Management LP	4.90%
总股数(百万股)	173.71
自由流通量	10%

相关报告

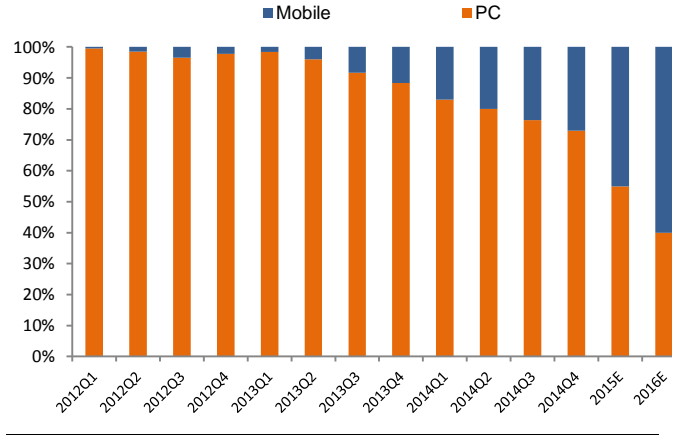
重点图表

图1: 收入增长 (000'RMB)



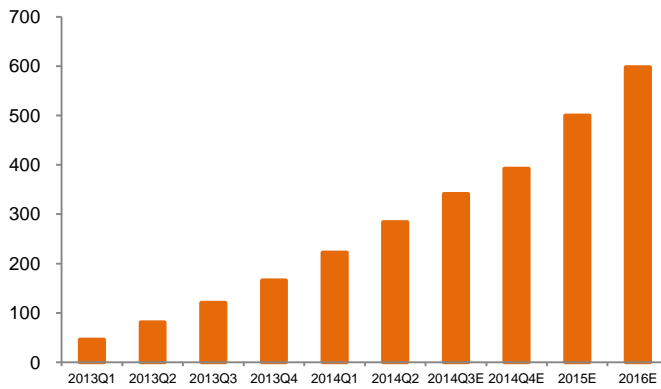
来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图2: PC及Mobile占收比



来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图3: 移动MAU (mn)



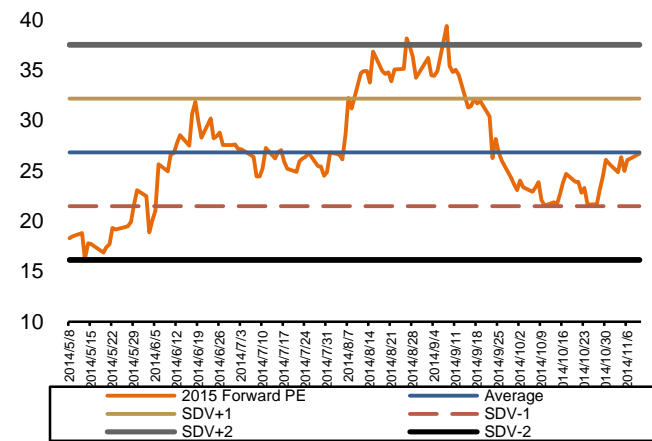
来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图4: 9月GooglePlay非游戏应用下载排名

Top Companies				
Google Play - Applications - Worldwide - Sep 2014				
#	By Downloads	Headquarters	Apps	
1	Facebook	=	16	
2	Google	▲1	118	
3	Cheetah Mobile (猎豹移动)	▼1	59	
4	Sungy Mobile (广州久邦数码)	=	1,276	
5	Baidu (百度)	▲2	62	
6	Microsoft	▼1	68	
7	Outfit 7	▼1	30	
8	LINE (ライン)	=	87	
9	Rakuten (乐天株式会社)	▲1	58	
10	Adobe	▲7	135	

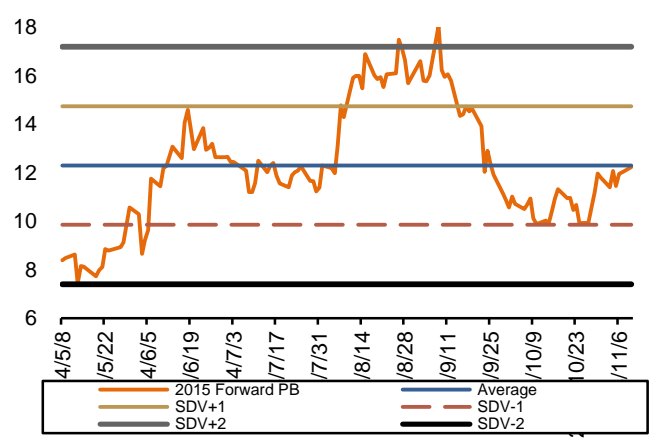
来源: AppAnnie, 招商证券(香港) 预测

图5: 2015 Forward PE



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图6: 2015 Forward PB



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图7 盈利调整

RMB MN	Before			After		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
Online marketing services	1,237	2,240	3,673	1,310	2,200	3,366
Internet value-added services	378	1,144	2,517	394	1,311	3,172
Internet security services &	38	34	31	44	36	33
Revenue	1,653	3,418	6,220	1,748	3,547	6,571
Cost of revenue	-395	-1,059	-2,115	-400	-1,135	-2,300
Gross profit	1,258	2,358	4,105	1,348	2,412	4,271
Research and development	-437	-752	-1,120	-458	-685	-1,183
Selling and marketing	-559	-752	-995	-583	-880	-1,051
General and administrative	-241	-376	-622	-245	-355	-657
Operating profit (loss)	20	478	1,368	60	493	1,380
Interest income	17	30	61	24	31	60
Other income/expenses	1	-	-	-	-	-
Income (loss) before taxes	38	508	1,430	84	524	1,439
Income tax benefit/(expenses)	-8	-102	-286	-18	-105	-288
Net profit to majority	30	407	1,144	66	419	1,152
Share-based compensation	188	308	560	176	284	329
Non-GAAP OP	30	407	1,144	302	1,196	2,860
Non-GAAP NP	218	714	1704	242	703	1,480

来源: 招商证券(香港) 预测

图8 招商预测VS. 市场预测

RMB MN	CMSHK			Consensus		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
Revenue	1,748	3,547	6,571	1704	3338	6106
Gross Margin	77%	68%	65%	76%	69%	67%
Non-GAAP net income	242	703	1,480	237	737	1737
Non-GAAP EPADS	1.71	4.72	9.46	1.74	4.74	11.29

来源: Bloomberg, 招商证券(香港) 预测

图9 同业比较

Name	Ticker	Price (HK\$)	Mkt Cap (US\$m)	PE		PEG	
				FY14E	FY15E	FY14E	FY15E
TENCENT	700 HK	127.6	154156.8	38.6	29.1	1.11	0.83
QIHOO 360	QIHU US	74.0	9318.6	30.5	18.6	0.87	0.53
BAIDU	BIDU US	247.6	86803.9	38.0	27.7	1.10	0.80
YY	YY US	82.4	4607.4	30.0	20.9	0.30	0.20
CTRP	CTRP US	56.5	7305.7	50.1	31.3	1.64	1.03
Average				37.4	25.5	1.00	0.68
CHEETAH MOBILE	CMCM US	20.6	2876.7	72.4	27.7	0.56	0.21

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图10 季度财务表现

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E
Online marketing services	118	134	149	213	232	283	361	433
IVAS	4	13	24	42	72	85	107	130
Internet security services and others	14	13	13	15	12	12	10	10
Total Revenue	136	159	185	269	316	380	479	573
Cost of revenue	-23	-29	-37	-51	-70	-82	-110	-137
Gross Profit	113	129	148	219	245	299	368	435
Research & Development	-39	-53	-68	-58	-78	-103	-136	-142
Selling and marketing	-39	-28	-47	-87	-112	-118	-167	-187
General and admin	-13	-36	-25	-23	-37	-64	-70	-74
Operating profit	22	11	8	50	19	13	-5	32
Interest income	0	0	0	0	2	5	11	6
other income (expenses)	0	0	0	0	2	-1	-2	0
Income before taxes	26	12	13	59	23	18	5	38
Income tax	3	-11	-8	-33	-5	-4	-1	-8
Loss attributable to non-controlling interest	0	0	0	0	0	0	0	0
Net income	29	1	5	26	19	13	4	30
Share Based Compensation	5	15	8	10	14	52	57	53
Non-GAAP Net income	34	16	13	36	33	65	60	84
QoQ Growth								
Revenue	12%	17%	17%	45%	17%	20%	26%	20%
Gross profit	16%	14%	14%	47%	12%	22%	23%	18%
Operating income	-20%	-49%	-25%	497%	-62%	-30%	-135%	783%
Non-GAAP Net profit	33%	-53%	-20%	172%	-8%	100%	-8%	39%
YoY Growth								
Revenue	256%	193%	152%	121%	132%	139%	158%	113%
Gross profit	394%	230%	162%	124%	117%	131%	149%	99%
Operating income	-240%	-507%	-41%	81%	-14%	19%	-156%	-35%
Non-GAAP Net profit	468%	751%	10%	38%	-5%	302%	360%	135%
Operating expenses as % of revenue								
Research and development expenses	28%	34%	36%	22%	25%	27%	28%	25%
Selling and marketing expenses	29%	18%	25%	32%	35%	31%	35%	33%
General and administrative expenses	10%	23%	13%	9%	12%	17%	15%	13%
Share based comp	4%	9%	4%	4%	4%	14%	12%	9%
Margin								
Gross margin	83%	81%	80%	81%	78%	78%	77%	76%
Operating margin	16%	7%	5%	19%	6%	4%	-1%	6%
Net margin	21%	1%	3%	10%	6%	4%	1%	5%
Non-GAAP OPM	0%	0%	9%	0%	11%	17%	11%	15%
Non-GAAP NPM	25%	10%	7%	13%	10%	17%	13%	15%

来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	260	765	1,403	2,632	4,910
现金及现金等价物	134	531	1,051	2,055	4,046
短期投资	40	56	56	56	56
应收账款	45	100	218	443	730
预付款及其他	38	76	76	76	76
递延税项资产	3	2	2	2	2
非流动资产	57	145	139	155	200
物业厂房及设备	15	31	40	64	112
长期投资	0	12	12	12	12
无形资产	21	33	17	10	6
商誉	13	53	53	53	53
其他非流动金融资产	1	9	9	9	9
递延税项资产	6	7	7	7	7
资产总计	317	910	1,543	2,789	5,110
流动负债	152	264	653	1,196	2,037
应付账款	11	23	67	189	383
应付费用及其他应付款	127	219	538	922	1,508
递延收入	12	8	35	71	131
应付税费	2	14	14	14	14
长期负债	5	52	52	52	52
递延收入及其他	4	12	12	12	12
递延税项负债	1	39	39	39	39
负债合计	157	316	705	1,248	2,088
股本	0	0	0	0	0
储备	147	519	695	979	1,308
留存收益	13	75	141	560	1,714
负债及权益合计	317	910	1,541	2,787	5,109

现金流量表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	46	198	546	1,058	2,090
营运资本变动	2	25	272	318	554
投资活动现金流	-51	-101	-26	-53	-99
购买资产	-18	-34	-26	-53	-99
出售资产	0	0	0	0	0
收购业务	0	-53	0	0	0
向第三方提供借款	-8	-20	0	0	0
收回借款	2	5	0	0	0
购买短期投资	-95	-142	0	0	0
出售短期投资	71	145	0	0	0
其他	-3	-3	0	0	0
融资活动现金流	1	304	0	0	0
发行原始股所得	1	0	0	0	0
发行A类优先股所得	0	0	0	0	0
发行B类优先股所得	0	322	0	0	0
向股东分红	0	-18	0	0	0
现金及现金等价物增加净额	-5	402	520	1,004	1,991
年初额	139	134	531	1051	2055
汇率影响	0	-6	0	0	0
年末现金及现金等价物	134	531	1,051	2,055	4,046

利润表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	288	750	1,748	3,547	6,571
收入成本	-72	-141	-400	-1,135	-2,300
毛利	216	609	1,348	2,412	4,271
研发开支	-114	-218	-458	-685	-1183
销售及市场开支	-57	-202	-583	-880	-1051
一般及行政开支	-34	-98	-245	-355	-657
经营利润	10	92	60	493	1,380
财务收入	3	7	24	32	62
其他开支	1	11	-1	0	0
税前盈利	15	111	84	525	1,441
税项	-5	-49	-18	-105	-288
税后盈利	10	62	66	420	1,153
Non-GAAP 净利润	29	90	1.71	4.72	9.47
Non-GAAP EPADS (元)	0.09	0.54	1,748	3,547	6,571

主要财务比率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年成长率					
营业收入	106%	160%	133%	103%	85%
营业利润	n.a	781%	-34%	716%	180%
净利润	133%	530%	6%	538%	175%
获利能力					
毛利率	75%	81%	77%	68%	65%
净利率	3%	8%	4%	12%	18%
ROE	6%	10%	29%	46%	49%
ROIC					
偿债能力	49%	35%	46%	45%	41%
资产负债率	1.71	2.90	2.15	2.20	2.41
流动比率	1.71	2.90	2.15	2.20	2.41
速动比率					
营运能力					
资产周转率	6.45	7.47	8.00	8.00	9.00
应收账款周转率	6.53	6.00	6.00	6.00	6.00
应付账款周转率					
估值比率					
PE	1,576.4	275.4	72.1	26.0	13.0
PB	96.9	28.3	20.9	11.9	6.4
EV/EBITDA	455.2	121.8	70.3	23.3	10.7

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明: (i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828