

公司报告

招商证券(香港)有限公司

猎豹移动(CMCM US)

2Q15收入超预期, 海外移动端变现能力再一次得到证明

- 移动端MAU达到4.95亿, 移动占收比达到64%
 - 继续巩固与Facebook及Google的合作关系, 并发布自有广告平台
 - 国内市场开始发力, 成为腾讯广点通最大的合作伙伴之一
- 海外变现能力再一次得到证明, 海外收入首次超过50%

猎豹移动2Q15收入同比增长129%至8.7亿元 vs. 公司指引上限7.95亿元, Non-GAAP净利润同比增长51%至1.15亿元 vs. 市场一致预期 亏损3716万元。来自海外的收入首次达到50%。另外, 移动端收入同比增长634%, 占收比达到64%。移动端产品总安装次数达到16亿次, 移动端MAU达到4.95亿, 其中71%来自海外市场(主要来自美国、除中国外亚洲以及欧洲)。海外移动端ARPU达到1.23元, 环比增长51%, 去年同期几乎为零。我们相信公司移动端强劲的增长主要受益于持续增长的移动端MAU以及持续改善的海外移动端变现能力。猎豹2015年提出三个目标: 1) 移动端MAU达到6亿; 2) 收入增长达到100%; 3) 海外移动广告收入成为主要的收入贡献者, 截止2Q15的进展符合公司的指引。

发布自有广告平台, 国内市场开始发力

在与第三方广告平台合作方面, 猎豹移动期内继续与Facebook保持了良好的合作关系, 另一方面加深了与Google的合作。值得注意的是, 猎豹移动在国内市场与腾讯广点通的合作取得了显著的效果。猎豹移动的旗舰产品Clean Master的转化效果及eCPM均高于行业平均水平。猎豹移动其他产品如电池医生、CM Security以及万年历等均已接入广点通, 我们相信2015年开始国内移动端业务也将开始为猎豹贡献越来越多的收入。另外, 猎豹在期内发布了自有广告平台Cheetah Mobile Ad Platform。自有广告平台是公司成为全球前三的移动广告平台战略的重要环节, 我们认为这一举动是标志着公司无论从流量、技术还是广告主方面均已做好准备。最后, 值得注意的是旗舰产品Clean Master虽然贡献了60%以上的MAU但是却并不是最大的变现来源, 说明猎豹整体的产品变现能力持续提升。

估值及评级

我们继续看好猎豹在海外移动广告市场变现的前景。我们将在获得更多信息后更新我们的盈利预测。我们目前对猎豹的评级是买入, 目标价US\$43.6, 相当于28x2016 E PE。猎豹目前交易在14.9x 2016E PE vs. 行业平均22.7x 2016E PE。

盈利预测及估值

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	750	1,764	3,542	6,152	9,634
同比增长(%)	160%	135%	101%	74%	57%
Non-GAAP 净利润	99	241	(9)	1,308	2,450
同比增长(%)	230%	143%	-104%	n.a	87%
Non-GAAP 每股盈利(元)	0.00	1.80	-0.06	9.28	17.37
每股股息(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(X)	n.a	76.8	n.a	14.9	8.0
市净率(X)	26.4	8.5	8.6	5.4	3.2
ROE(%)	17%	11%	0%	37%	34%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

郝云帆 852-3189 6117 haoyf@cmschina.com.hk
黄轩 852-3189 6179 huangx@cmschina.com.cn

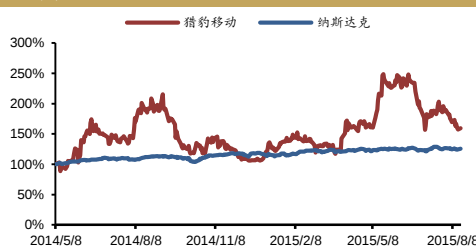
最新变动

无

买入

前次评级	买入
股价	US\$22.49
12个月目标价 (上涨空间)	US\$43.6 (+94%)
前次目标价:	US\$43.6

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
CMCM US	-15.3	16.0	-16.4
Nasdaq	-2.3	3.9	12.9

行业: 互联网 TMT

标普500指数	2102
纳斯达克指数	5092

重要数据

52周股价区间(美元)	14.50-36.63
市值(百万美元)	3,186
日均成交量(万股)	104.39
每股净资产(人民币)	16.19

主要股东

J&P (China) Capital	18.08%
Matrix Partners	12.11%
Morgan Stanley	6.03%
GIC Limited	5.14%
总股数 (百万股)	173.71
自由流通量	10%

图1: 猎豹移动季度盈利情况汇总

人民币千元	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	YoY	QoQ
在线营销服务收入	283,356	360,942	446,122	559,873	752,416	165.5%	34.4%
互联网增值服务收入	84,562	107,331	136,968	97,151	109,308	29.3%	12.5%
网络安全服务收入	12,383	10,405	5,798	15,460	8,820	-28.8%	-42.9%
总收入	380,301	478,678	588,888	672,484	870,544	128.9%	29.5%
毛利	298,529	368,428	447,915	527,210	648,004	117.1%	22.9%
经营利润	13,452	(4,752)	54,720	51,090	37,627	179.7%	-26.4%
归属股东净利润	13,411	3,654	32,177	30,688	60,006	347.4%	95.5%
Non-GAAP 经营利润	65,479	51,845	105,289	97,299	93,606	43.0%	-3.8%
Non-GAAP 归属股东净利润	65,438	60,251	82,746	76,897	115,985	77.2%	50.8%

收入占比 (%)

在线营销服务	75%	75%	76%	83%	86%		
互联网增值服务	22%	22%	23%	14%	13%		
网络安全服务	3%	2%	1%	2%	1%		

盈利性指标

毛利率	78%	77%	76%	78%	74%		
经营利润率	4%	-1%	9%	8%	4%		
净利率	4%	1%	5%	5%	7%		
Non-GAAP 经营利润率	17%	11%	18%	14%	11%		
Non-GAAP 净利率	17%	13%	14%	11%	13%		

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 猎豹移动季度主要营运数据汇总

	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	YoY	QoQ
移动端 MAU (百万)	284	341	395	444	494	74%	11%
其中: 海外(百万)	190	228	273	315	351	84%	12%
国内(百万)	94	112	122	129	143	53%	11%
移动端 App 安装量(百万)	662	862	1,089	1,341	1,596	141%	19%
移动端 ARPU (人民币元)	0.27	0.33	0.56	0.83	1.13	322%	37%
国内移动端 ARPU (人民币元)	N/A	3.78	3.67	3.22	3.07	N/A	-5%
海外移动端 ARPU (人民币元)	N/A	0.24	0.51	0.81	1.23	N/A	51%
移动端收入占比 (%)	20%	24%	38%	55%	64%		
PC 端收入占比 (%)	80%	76%	62%	45%	36%		
国内收入占比 (%)	N/A	89%	76%	62%	50%		
海外收入占比 (%)	N/A	11%	24%	38%	50%		

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 猎豹2Q15业绩 vs 市场一致预期

人民币百万	2Q15A	市场一致预期	差异
总收入	870,544	798,333	9%
毛利	648,004	618,708	5%
经营利润	37,627	-44,950	N/A
净利润	60,006	-64,750	N/A
Non-GAAP 净利润	115,985	-37,167	N/A
EPADS	0.42	-0.40	N/A
Non-GAAPEPADS	0.81	-0.19	N/A
毛利率	74%	78%	-306bps
经营利润率	4%	-6%	995bps
净利率	7%	-8%	1500bps
Non-GAAP 净利率	13%	-5%	1798bps

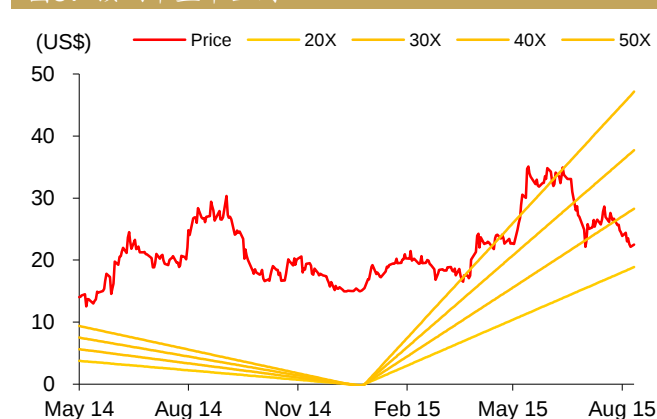
来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图4: 可比公司估值情况

公司	代码	货币	股票价格	市值 (百万美元)	2015E	P/E 2016E	2017E	PEG 2015
腾讯控股	700 HK	HKD	139.40	168,972	34.6	26.6	20.7	1.1
奇虎 360	QIHU US	USD	62.88	8,108	18.2	13.3	10.5	0.5
百度	BIDU US	USD	167.43	58,853	29.5	22.8	16.5	0.9
YY	YY US	USD	62.63	3,372	19.0	14.2	11.5	0.5
携程	CTRP US	USD	72.79	10,233	81.5	36.5	22.5	0.6
平均					36.6	22.7	16.3	0.7
猎豹移动	CMCM US	USD	22.49	3,186	N/A	14.9	8.0	N/A

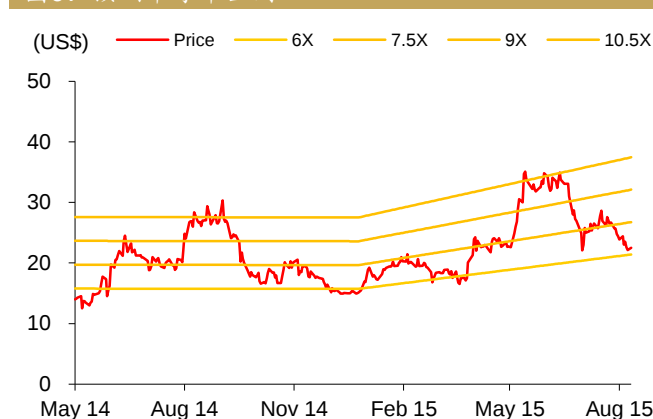
来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图5: 预测市盈率区间



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图6: 预测市净率区间



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	765	2,094	2,813	4,524	7,744
现金及现金等价物	531	1,093	1,748	3,218	6,050
短期投资	56	514	514	514	514
应收账款	100	260	443	684	1,070
预付款及其他	76	224	107	107	107
递延税项资产	2	3	3	3	3
非流动资产	145	908	922	959	1023
物业厂房及设备	31	46	68	109	176
长期投资	12	339	339	339	339
无形资产	33	200	192	189	186
商誉	53	262	262	262	262
其他非流动金融资产	9	55	55	55	55
递延税项资产	7	6	6	6	6
资产总计	910	3,003	3,737	5,484	8,768
流动负债	264	622	1,365	1,805	2,638
应付账款	23	62	139	246	353
应付费用及其他应付款	219	512	1,152	1,432	2,089
递延收入	8	44	71	123	193
应付税费	14	4	4	4	4
长期负债	52	97	97	97	97
递延收入及其他	12	31	31	31	31
递延税项负债	39	66	66	66	66
负债合计	316	718	1,462	1,901	2,735
股本	0	0	0	0	0
储备	519	2,063	2,260	2,567	2,953
留存收益	0	77	77	77	77
非控股权益	75	143	-63	938	3,003
负债及权益合计	910	3,003	3,737	5,484	8,768

现金流量表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	198	361	708	1,562	2,977
营运资本变动	25	-6	678	199	447
投资活动现金流	-101	-1175	-53	-92	-145
购买资产	-34	-464	-53	-92	-145
出售资产	0	17	0	0	0
收购业务	-53	-195	0	0	0
向第三方提供借款	-20	0	0	0	0
收回借款	5	6	0	0	0
购买短期投资	-142	-1499	0	0	0
出售短期投资	145	960	0	0	0
其他	-3	0	0	0	0
融资活动现金流	304	1381	0	0	0
发行原始股所得	0	1416	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	322	0	0	0	0
向股东分红	-18	-35	0	0	0
现金及现金等价物增加净额	402	567	654	1,470	2,833
年初额	134	531	1,093	1,748	3,218
汇率影响	-6	-4	0	0	0
年末现金及现金等价物	531	1,093	1,748	3,218	6,050

利润表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	750	1,764	3,542	6,152	9,634
收入成本	-141	-403	-834	-1,476	-2,119
毛利	609	1,360	2,708	4,676	7,514
研发开支	-218	-437	-932	-984	-1541
销售及市场开支	-202	-581	-1426	-1723	-2408
一般及行政开支	-98	-260	-546	-738	-1156
经营利润	92	83	(196)	1,230	2,408
财务收入	7	28	21	21	21
其他开支	11	-20	0	0	0
税前盈利	111	91	(175)	1,251	2,429
税项	-49	-24	0	-250	-364
税后盈利	62	67	(175)	1,001	2,065
Non-GAAP 净利润	99	241	-9	1,308	2,450
Non-GAAP EPADS (元)	0.54	1.80	-0.06	9.28	17.37

主要财务比率

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
年成长率					
营业收入	160%	135%	101%	74%	57%
营业利润	781%	-10%	n.a	n.a	96%
净利润	530%	8%	n.a	n.a	106%
获利能力					
毛利率	81%	77%	76%	76%	78%
净利率	8%	4%	-6%	16%	21%
ROE	17%	11%	0%	37%	34%

偿债能力

资产负债率	35%	24%	39%	35%	31%
流动比率	2.90	3.37	2.06	2.51	2.94
速动比率	2.90	3.37	2.06	2.51	2.94

营运能力

资产周转率	0.82	0.59	0.95	1.12	1.10
应收账款周转率	7.47	8.00	8.00	9.00	9.00
应付账款周转率	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00

估值比率

PE	n.a	76.8	n.a	14.9	8.0
PB	26.4	8.5	8.6	5.4	3.2
EV/EBITDA	123.7	57.5	495.1	12.1	6.7

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