

强调用户质量，通过内容型产品提升流量变现能力

2016年03月17日

市场数据

报告日期	2016.3.17
收盘价(美元)	16.92
总股本(亿 ADS)	1.35
总市值(亿美元)	24.09
净资产(亿元)	30.48
总资产(亿元)	49.43
每 ADS 净资产(元)	22.5

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012	2013	2014	2015
营业收入(千元)	287,927	749,911	1,763,579	3,684,429
同比增长(%)	105.6%	160.5%	135.2%	108.9%
净利润(千元)	9,844	62,018	67,941	176,596
同比增长(%)	-	530.0%	9.6%	159.9%
毛利率(%)	75.1%	81.3%	77.1%	74.6%
净利润率(%)	3.4%	8.3%	3.9%	4.8%
净资产收益率(%)	6.2%	10.4%	3.1%	6.1%
EPS(元)	0.01	0.06	0.05	0.13

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

海外 TMT 行业研究

分析师: 杨耀波
yangyaobo@xyzq.com.cn
SFC:BEJ406
SAC: S0190516020002

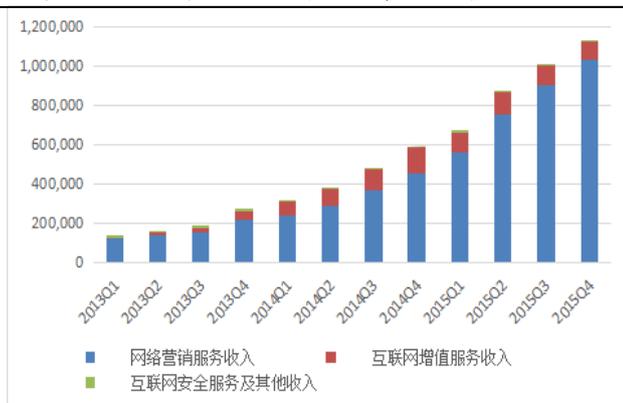
投资要点

- **事件:** 参加猎豹 2015 年年度业绩发布会。
- **我们的观点:** 猎豹成为真正的全球性移动互联网公司, 新兴市场持续为猎豹带来 MUA 的增长, 而相对成熟的中国及北美市场实现了良好的流量变现, 支持着业绩。我们认为全球范围内安卓市场足够的大, 预计仍会保持高速增长, 新的行业进入者对于猎豹的龙头地位影响有限; 预计猎豹仍将保持高速增长, 其中大数据和内容产品的开发值得投资者关注, 流量变现有望进一步提高。
- **移动端及海外市场成为最主要收入来源:** 海外移动用户的获取是公司目前最主要的增长来源, 同时也是猎豹的最主要收入来源; 2015Q4 海外业务占总收入的 54.4%, 占移动端收入的 76.7%。
- **一亿美元回购计划:** 公司董事会通过了, 在未来 12 月内进行额度上限为 1 亿美元的公司股权回购计划。
- **未来业绩指引:** 公司预计 2016Q1 收入在 10.8-11 亿人民币之间, 同比增长 61-64%。全年收入增长目标约 60%, non-GAAP 净利润约 10 亿人民币, 同比增长 70%。
- **风险提示:** 1) 新 APP 表现可能不及预期; 2) 行业竞争可能加剧; 3) 新兴市场的进入可能伴随着大量的广告投入, 影响公司利润。

报告正文

- **我们的观点：**猎豹成为真正的全球性移动互联网公司，新兴市场持续为猎豹带来 MUA 的增长，而相对成熟的中国及北美市场实现了良好的流量变现，支持着业绩。我们认为全球范围内安卓市场足够的大，预计仍会保持高速增长，新的行业进入者对于猎豹的龙头地位影响有限；预计猎豹仍将保持高速的增长，其中大数据和内容产品的开发值得投资者关注，流量变现有望进一步提高。
- **业绩概要：**公司公布 2015Q4 及全年业绩，2015Q4 总收入为 11.33 亿元，同比增长 92.3%；净利润为 5710 万元，同比增长 77.6%。全年总收入为 36.84 亿元，同比增长 108.9%；净利润 1.77 亿元，同比增长 143.1%。2015 年 12 月，猎豹移动在移动端的月度活跃用户规模为 6.35 亿。2015Q4 新增 6800 万月度活跃用户。12 月，78.6% 的移动月度活跃用户来自海外市场。截止 2015 年 12 月 31 日，猎豹移动产品在全球范围内已下载安装到 23.41 亿台移动设备上，2015Q4 新增 3.99 亿台移动设备。
- **主营广告业务保持高增长，其余业务表现一般：**2015Q4 及全年网络营销服务收入分别为 10.3 亿及 32.4 亿元，同比增长分别为 131.2% 及 145.3%，分别占总收入的 91.1% 及 88%。互联网增值服务由于中国互联网彩票停售的原因同比有所下滑，但游戏业务仍保持增长抵消部分彩票业务停售的负面影响。互联网安全服务及其他收入占比仍然非常少，其中 2015 年前 3 季度都是同比下滑的，主要是因为公司策略性停止了付费业务的推广，而 Q4 由于猎米空气净化器收入的大幅上升，带动了互联网安全服务及其他业务全年收入同比上升。

图表 1、猎豹季度收入拆分（单位：千元）



图表 2、猎豹季度收入拆分（单位：%）



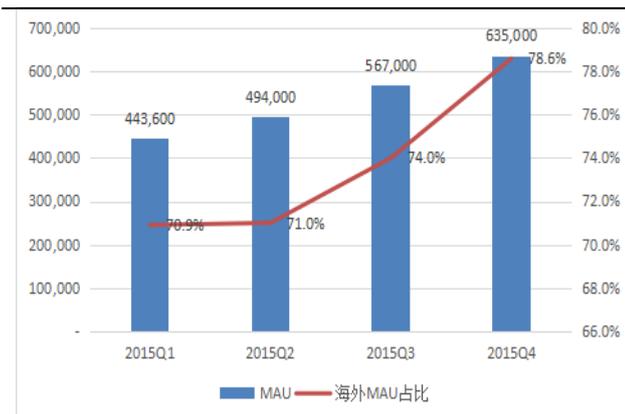
资料来源：公司资料、兴业证券研究所

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

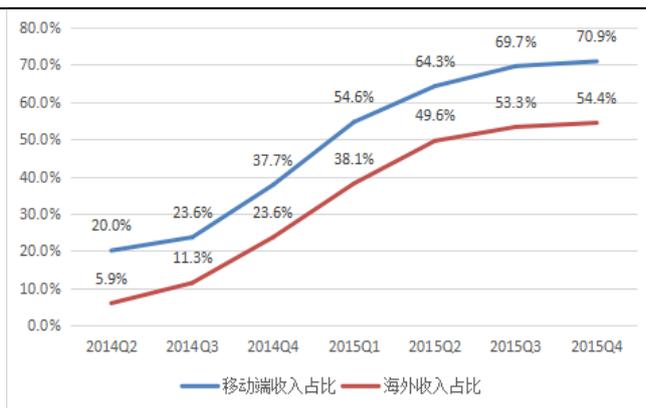
- **移动端及海外市场成为最主要收入来源：**猎豹 2015 年超额完成全年策略目标，完全成为全球性的移动互联网企业。从不同维度来看，猎豹移动端收入

在 2015Q1 首次 50%，而海外收入在 2015Q4 也成功超过 50%。海外移动用户的获取是公司目前最主要的增长来源，同时也是猎豹的最主要收入来源；2015Q4 海外业务占总收入的 54.4%，占移动端收入的 76.7%。我们认为猎豹在中国及北美市场已经相对成熟，用户的获取将大幅放缓，更多的用户获取将在新兴市场，特别是印度、南美和东南亚地区。

图表 3、猎豹季度 MAU (单位：千人)



图表 4、区域及平台收入拆分 (单位：%)



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

- 以工具类 APP 为流量入口，打造内容型产品平台：**猎豹清理大师 (Clean Master) 和猎豹安全大师 (CM Security) 等工具类应用已经为公司积累了海量的移动用户。2016 年猎豹的工作重心将会是以这些工具类应用为切入点，继续获取新的移动用户，同时推出新的内容型产品，把用户活跃度留在猎豹平台，增加用户的参与度和使用时长。公司的手游“钢琴块”系列已经取得了不错的成绩。另外，国内版的手机猎豹浏览器中更加了丰富的内容和个性化的新闻服务，是的活跃用户平均使用时间上升至 27 分钟；海外版的推广也正在进行当中。从地域上来划分，中国及北美将会以用户质量为发展重心，而新兴市场将继续以获取用户为核心。其中，印度市场是新增用户贡献最高的地区，占 2015Q5 MAU 增长的 8%。公司目标是通过与不同的移动互联网企业合作，在几年内成为印度市场的行业领导者。
- 一亿美元回购计划：**公司董事会通过了，在未来 12 月内进行额度上限为 1 亿美元的公司股权回购计划。
- 未来业绩指引：**公司预计 2016Q1 收入在 10.8-11 亿人民币之间，同比增长 61-64%。全年收入增长目标约 60%，non-GAAP 净利润约 10 亿人民币，同比增长

70%。

- **风险提示:** 1) 新 APP 表现可能不及预期; 2) 行业竞争可能加剧; 3) 新兴市场的进入可能伴随着大量的广告投入, 影响公司利润。

图表 5: 猎豹 2015 年度业绩主要财务指标变动情况 (单位: 千元)

	2014	2015	同比	点评
网络营销服务收入	1,322,612	3,244,130	145.3%	全球移动用户 MAU 快速增长及广告主的需求增加
互联网增值服务收入	400,671	395,312	-1.3%	由于中国政策原因, 互联网彩票销售业务暂停。游戏业务仍在增长
互联网安全服务及其他	40,296	44,987	11.6%	猎米空气净化器销售增加
营业收入	1,763,579	3,684,429	108.9%	
营业成本	-403,412	-935,154	131.8%	流量、带宽、数据分析以及无形资产摊销增加。
毛利	1,360,167	2,749,275	102.1%	
研发费用	-436,840	-687,235	57.3%	研发人员增加以及大幅增加股权为基础的薪酬费用
销售费用	-580,610	-1,479,441	154.8%	移动互联网业务的推广增加
管理费用	-251,743	-423,248	68.1%	股权为基础的薪酬费用增加
商誉及无形资产减值	-8,304	-49,882	500.7%	互联网彩票停售所产生的商誉减值
其他业务净收益		97,468		主要为政府补贴
营业支出	-1,277,497	-2,542,338	99.0%	
营业利润	82,670	206,937	150.3%	
利息收入	28,216	14,545	-48.5%	
赎回授予少数股东权利公允价值变动	4,375	22	-99.5%	
或然代价的公允价值变动损益	-13,749	7,010	-151.0%	
汇兑净收益	16	-250	-1662.5%	
可供出售投资减值损失	-8,664	-34,728	300.8%	
其他收益-非经营	3,487	47,173	1252.8%	
应占股权投资损益	-5,447	-9,334	71.4%	
除税前溢利	90,904	231,375	154.5%	
所得税	-23,993	-60,097	150.5%	
净利润	66,911	171,278	156.0%	
少数股东损益	-1,030	-5,318	416.3%	
归母公司净利润	67,941	176,596	159.9%	

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

业绩会议主要 Q&A

Q1 目前中国很多公司都进入到海外市场, 而且都取得的不错的成绩, 特别在工具 APP 上。公司对目前海外市场的竞争格局是怎样看待?

海外市场的竞争一直是个热门话题, 公司非常荣幸不仅在海外市场取得了成功, 而且成为了中国公司进入海外市场的模仿对象, 这是对公司商业模式的认可。公司认为有两类竞争者。1) 前期大力做推广购买用户, 可以快速增加用户数, 苹果是一个好例子。2) 完全复制猎豹的模式, 公司认为 360 是一个列子, 而且也取得

了不错的成绩，但是公司认为这种模式是很难做到猎豹这样的规模。

公司一直有关注市场的竞争情况，在必要的时候会做出反应，加大市场的投入。另外，公司在大数据以及产品和内容研发方面有很大的优势，比同行竞争者领先。全球范围内的广告市场非常大，目前来看新的竞争者的进入并没有对公司造成太多的影响。

Q2 之前提到的内容为导向的产品可以具体介绍一下吗？

内容为导向的产品例子，首先是“钢琴块 2”在全球范围内都取得了很好的成绩。另外一个例子是个性化的内容，增加用户的互动的产品。目前猎豹用户平均每日时间在 30 分钟左右。公司在 Q2 会继续增加这类型产品的推出，特别是在海外市场上。

Q3 公司的 2 款主要产品，猎豹清理大师和猎豹安全大师，在全球范围内 Google Play 及其他安卓下载渠道的排名都有所下降，这是什么原因？

从整体规模来看，公司 MAU 已经超过 6 亿了，所以今年的目标不是追求高的 MAU，而是更为注重用户的质量和参与度。今年公司的重点是增加用户的参与度，内容产品的使用时间。猎豹清理大师和猎豹安全大师都是非常好的流量入口，可以引导部分流量到公司的新产品当中，公司也会在这方面做市场推广的投入。

下载排名下降的原因是预装 APP 的存在。2014 年开始公司与不同硬件 OEM 合作，在手机中预装了猎豹清理大师和猎豹安全大师，是公司重要的渠道之一。预装新增用户每天都有几百到几千人，而这部分新增量不会反应在下载排名中。

这与春节的时间点有关，今年的春节在 2 月初，而达内一般都每个月末开新课，所以 2016 年的春节时间点更好，2 月份有开新课。2015 年春节在 2 月底，所以当月没有开新课。另外 1 月 1 日开始报名的学生都不会计入 2015Q4 的递延收入当中。2016Q1 多了 2 月底的开班，收入增速较高，而递延收益并没有反应这一点。

Q4 美国新增了研发中心，来了新的 CTO，那么公司的研发重点是哪个方面？

大家一直关注 MAU 的增长，忽略的公司的研发能力，其实猎豹的研发团队非常强大，现在研发人员有 1600 人左右，比竞争对手的研发团队要大很多。现在主要的研发方向是通过大数据分析实现个性化内容推送，目前仍然有不少技术性的瓶颈需要突破。如果单单是运营 2 款 APP，其实用不了这么多人。公司认为研发是竞争优势之一。

Q4 猎豹与金山之间有什么业务合作吗？与金山旗下的其他公司有合作吗？

独立性是金山在对待与猎豹之间关系中很重要的一点，与金山之间的业务合作都是建立在正常商业条件之下的。

Q5 在接下来的发展当中，猎豹有遇到什么困难吗？会怎么应对？

2016Q1 的指引增速下降，这有两个主要原因，1) 季节性因素。2) 有一个大的广告主，Facebook，减少了 Q1 的广告收入预算。未来公司的策略是加强美国的直销网络和中国市场的移动商业化进程。

Q6 公司对于印度市场怎么看待？会有收购的计划吗？

对于印度市场上面的收购或者投资，公司觉得还是进一步分析吧，如果有好的会去做。可以简单讲一下，大家也知道对手收购了 Opera，但是事实上猎豹也花很多时间去考察，在一年多前就去过了公司，沟通过，但是觉得这个费用实在是太高了，所以不认为这样的一些投资对公司是有效的。印度是一个高增长的市场，但公司今年并不想去投资一些太大的项目，所以投资一些小的项目，更重要的是我们觉得我们完全有能力去打开这个市场，所以我不觉得投资是我们在印度市场扩张的最重要的选择。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。