

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 44.96
合理价格区间(元): 54.00-60.00

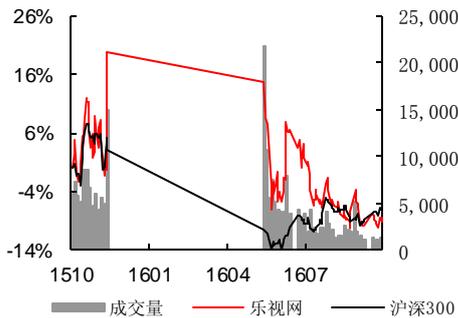
许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

朱可夫 010-56793962
联系人 zhukefu@htsc.com

相关研究

- 1《乐视网(300104):16H1 电视销量达 300 万,扣非净利同增 55%》2016.08
- 2《乐视网(300104):超级电视强劲,中报营收预增 100%以上》2016.07
- 3《乐视网(300104):定增 48 亿拿到批文,明日复牌》2016.06

股价走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

国际化稳步推进中, 终端和会员收入均翻倍

乐视网(300104)

前三个季度净利润同增 31%达到 4.9 亿元, 非经常性损益仅为 2221 万

公司 16Q1-Q3 营收同增 100.5%至 167.9 万元, 净利润同增 30.8%至 4.9 亿元, 其中扣非净利润同增 79%至 4.7 亿元; 而 Q3 单季度营收同增 72.0%至 67.3 亿元, 净利润同增 70.6%至 2.1 亿元。Q3 的业绩整体符合我们的预期。截至目前, 收入和利润快速增长的原因系超级电视热销、会员付费及广告业务快速增长。

乐视生态 919 电商日实现收入 45 亿元, 而全年超级电视销量预计 650 万台以上

截至 2016 年 9 月 30 日, 超级电视累计销售达到约 850 万台, 三个季度销量约为 450 万台左右, 全年有望达到 600 万台, 同时乐视超级手机累计总销量已经突破 1700 万台。在硬件外, 乐视生态通过打造 919 电商日, 单日实现销售额 45 亿元、会员销售额 25 亿元、电视销量 80 万台、手机销量 100 万台的成绩。电商战场的开辟极大带动了终端销量增长和用户规模的扩大, 为公司后续挖掘会员价值奠定基础。

内容刺激用户增长, 付费会员收入翻倍

公司凭借《再见布莱克先生》、《超少年密码》、《湄公河大案》、《蒙面唱将》、《亲爱的翻译官》、《好先生》、《半妖倾城》、《崔神驾到》等优质视频资源的热播, 视频网站在 16Q3 VideoMetrix 日均 UV 排行中排名前二; 目前全网的日均 UV 约 7040 万, 峰值达到 1 亿, 日均 VV 约 3.9 亿, 峰值达到 4.8 亿。而根据 QuestMobile 数据, 手机移动客户端在 9 月 MAU 同增 136.1%至 9,226 万, DAU 达到 1,675 万。在用户量大增的背景下, 公司会员及发行业务收入实现翻番增长。而公司调整了会计处理政策, 大于 12 个月的会员服务价格将要逐年递延, 公司截至 9 月 30 日的递延收益同增 433 倍达到 2.4 亿元, 原因也主要系续费会员数量增加。

乐视生态出海正当时, 超级电视和手机新品随生态进军美国

乐视正式进军美国, 发布了系列超级电视新品、超级手机新品, 包括 uMAX85 和第四代超级电视 X43pro、X55、X65, 以及第三代超级手机乐 Pro3、乐 s3。公司组建了一支来自 20 多个国家、由知名企业高管组成的新领导团队, 践行 UP2U 模式。而在内容上, 乐视计划建立 Le “内容超级市场”, 通过和 Netflix、google、Hulu、SHOWTIME、SLING TV 等一流的内容商达成合作。除此之外, 乐视生态下的超级自行车、VR、乐视汽车等也都将陆续在美国落地。

公司账上现金达到 56 亿元, 持续关注公司的硬件出货量 and 付费会员增长情况

公司坚持“平台+内容+终端+应用”打通的生态模式, 硬件的出货量有望在电视端达到 600 万台, 伴随着硬件和网站流量端拓展, 付费会员数有望实现翻倍增长; 同时其“北硅洛”的国际化布局战略逐步落实推进, 有望建立全球联动的生态网络。目前乐视影业的注入事宜仍在推进当中, 不考虑其承诺业绩, 我们预计 16-17 年公司净利润为 7.5 亿元、9.8 亿元, 当前股价对应 PE 为 120X 和 92X, 考虑其生态未来的爆发性, 给予 150X 的目标估值, 目标价格区间约为 54-60 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 并购乐视影业的过会风险、资金流短缺风险和付费会员增长放缓风险。

公司基本资料

总股本(百万)	1,982
流通 A 股(百万)	1,251
52 周内股价区间(元)	43.98-58.80
总市值(百万)	89,096
总资产(百万)	24,851
每股净资产(元)	2.44

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	13017	24587	33193	43150
+/-%	90.9%	88.9%	35.0%	30.0%
净利润(百万)	573	749	978	1308
+/-%	57.4%	30.8%	30.5%	33.8%
EPS	0.29	0.38	0.49	0.66
PE	156.82	119.90	91.90	68.70

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图1: 乐视网 16Q1-Q3 单季度利润表拆分

	2016H1	2015H1	变化幅度
	(“-”号表示是对利润率的减项) (“-”号表示对利润率是负面贡献)		
毛利	15.2%	12.0%	3.19%
营业税金及附加	-0.3%	-0.3%	0.0%
销售费用	-9.7%	-7.5%	-2.2%
管理费用	-2.4%	-2.5%	0.2%
财务费用	-2.4%	-1.6%	-0.8%
资产减值损失	-0.3%	-0.4%	0.1%
投资收益	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	0.1%	0.6%	-0.5%
加: 营业外收入	0.1%	0.4%	-0.3%
减: 营业外支出	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额	0.3%	1.1%	-0.8%
减: 所得税费用	0.5%	0.7%	-0.2%
净利润	0.8%	1.8%	-1.0%
少数股东损益	2.1%	2.7%	-0.6%
归母净利润	2.9%	4.5%	-1.6%

资料来源: 华泰证券研究所

图2: 乐视网 16Q3 单季度利润表拆分

	2016Q3	2015Q3	变化幅度
	(“-”号表示是对利润率的减项) (“-”号表示对利润率是负面贡献)		
毛利	15.5%	8.5%	7.1%
营业税金及附加	-0.3%	-0.3%	0.0%
销售费用	-10.8%	-4.8%	-6.0%
管理费用	-2.3%	-2.3%	0.0%
财务费用	-2.2%	-1.6%	-0.6%
资产减值损失	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-0.1%	-0.5%	0.4%
加: 营业外收入	0.1%	0.9%	-0.8%
减: 营业外支出	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额	0.0%	0.4%	-0.3%
减: 所得税费用	0.8%	0.7%	0.2%
净利润	0.9%	1.1%	-0.2%
少数股东损益	2.2%	2.1%	0.2%
归母净利润	3.1%	3.1%	0.0%

资料来源: 华泰证券研究所

盈利预测

		单位：百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	
流动资产	9112	12353	15731	20274	
现金	2730	2299	2416	3284	
应收账款	4269	6413	8658	11256	
其他应收账款	166	313	422	549	
预付账款	518	870	1018	1114	
存货	1139	2167	2925	3781	
其他流动资产	291	291	291	291	
非流动资产	7870	8163	8314	8085	
长期投资	170	171	171	171	
固定投资	629	801	898	923	
无形资产	4880	4999	5052	4797	
其他非流动资产	2192	2192	2193	2193	
资产总计	16982	20516	24045	28359	
流动负债	7453	10735	13756	17178	
短期借款	1735	1735	1735	1735	
应付账款	3231	6148	8299	10727	
其他流动负债	2487	2852	3721	4717	
非流动负债	5715	5685	5658	5633	
长期借款	300	270	243	219	
其他非流动负债	5415	5415	5415	5415	
负债合计	13167	16419	19413	22811	
少数股东权益	-113	-522	-890	-1185	
股本	1873	1982	1982	1982	
资本公积	389	389	389	389	
留存公积	1666	2248	3150	4361	
归属母公司股	3928	4619	5522	6732	
负债和股东权益	16982	20516	24045	28359	

		单位：百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	
经营活动现金	876	2101	2574	3341	
净利润	573	749	978	1308	
折旧摊销	1640	1744	1883	2264	
财务费用	349	404	398	394	
投资损失	-79	-80	-80	-80	
营运资金变动	-320	-307	-237	-250	
其他经营现金	-1288	-409	-368	-295	
投资活动现金	-2985	-1956	-1954	-1954	
资本支出	-1274	-2034	-2034	-2034	
长期投资	-1711	79	80	80	
其他投资现金	0	0	0	0	
筹资活动现金	4365	-561	-503	-519	
短期借款	347	0	0	0	
长期借款	399	0	0	0	
普通股增加	1032	110	0	0	
资本公积增加	-977	0	0	0	
其他筹资现金	3565	-671	-503	-519	
现金净增加额	2256	-415	117	868	

		单位：百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	
营业收入	13017	24587	33193	43150	
营业成本	11112	21145	28546	36894	
营业税金及附加	95	246	332	432	
营业费用	1041	1869	2456	3107	
管理费用	309	590	813	1057	
财务费用	349	404	398	394	
资产减值损失	120	168	202	262	
公允价值变动收益	0	0	1	2	
投资净收益	79	80	80	80	
营业利润	69	245	526	1085	
营业外收入	45	45	45	45	
营业外支出	40	40	40	40	
利润总额	74	250	531	1090	
所得税	-143	-90	-79	76	
净利润	217	340	610	1013	
少数股东损益	-356	-409	-368	-295	
归属母公司净利润	573	749	978	1308	
EBITDA	2099	2481	2929	3925	
EPS(元)	0.29	0.38	0.49	0.66	

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	90.9%	88.9%	35.0%	30.0%
营业利润	45.0%	253.1%	114.4%	106.3%
归属母公司净利润	57.4%	30.8%	30.5%	33.8%
获利能力				
毛利率(%)	13.9%	13.0%	13.0%	13.5%
净利率(%)	4.4%	3.0%	2.9%	3.0%
ROE(%)	16.2%	17.5%	19.3%	21.3%
ROIC(%)	8.2%	7.8%	9.7%	12.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	77.5%	80.0%	80.7%	80.4%
净负债比率(%)	122.7%	111.5%	90.6%	61.0%
流动比率	1.22	1.15	1.14	1.18
速动比率	1.07	0.95	0.93	0.96
营运能力				
总资产周转率	0.77	1.20	1.38	1.52
应收账款周转率	3.87	3.87	3.87	3.87
应付账款周转率	3.44	3.44	3.44	3.44
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.38	0.49	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	1.06	1.30	1.69
每股净资产(最新摊薄)	1.98	2.33	2.79	3.40
估值比率				
PE	156.82	119.90	91.90	68.70
PB	22.88	19.45	16.27	13.35
EV_EBITDA	45.04	38.08	32.09	23.64

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 8625 83389999/传真: 8625 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码: 518048

电话: 86755 82493932/传真: 86755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码: 100032

电话: 8610 63211166/传真: 8610 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 8621 28972098/传真: 8621 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com