

业绩基本符合预期，发展逻辑愈加清晰

民生精品---点评报告/传媒行业

2011年10月11日

一、事件概述

近期，乐视网公司发布 2011 年三季度业绩报告：报告期内，公司实现营业收入 35,589.56 万元，比上年同期增长 105.66%；归属于母公司股东的净利润为 8,739.94 万元，比去年同期增长 72.99%；实现基本每股收益 0.40 元。

二、分析与判断

➤ 营收增长105.7%，净利润增长73.0%，业绩基本符合预期

1、营收及净利润增长原因。营收及净利润增长主要原因是网络视频版权分销业务和视频平台广告发布业务在报告期内快速发展，且利润水平保持稳定所致。

2、毛利率水平有所下降。(1) 今年以来，公司毛利率水平呈现逐季下降趋势，一、二、三季度毛利率分别为 63.64%、61.37%、60.89%，去年同期毛利率为 65.98%。(2) 营业成本较去年同期增长 136.40%，主要是随着公司业务规模扩张，公司人力支出、无形资产摊销支出大幅增长，同时公司为提升品牌知名度，加强了网络视频平台的营销和推广，相应增加了视频平台广告发布业务的成本所致。

➤ 月均活跃付费用户数已突破70万，较中报增长10万

报告期内，公司付费频道推广方式多样，包月付费用户持续增长，公司月均活跃付费用户数已经突破 70 万，较中报数据又有超 10 万用户增长。我们推测，用户数的增长一方面来自于网络视频用户的自然增长，另一方面来自于电信运营商合作项目及云视频超清机试商用客户的开发。

➤ 新增五大广告投放商，品牌广告投放量进一步上升

1、在上半年新增品牌客户（通用、长安马自达、广汽本田、网易游戏、多美滋、昆仑山矿泉水、国美电器、中国联通、凡客诚品等）基础上，本报告期内新增的品牌客户有：贝因美、佳洁士、飘柔、东风标致、碧欧泉等。

2、广告形式更加多元化。例如有单片冠名广告——贝因美邀您观赏亲子合家欢电影《无价之宝》。

3、市场担忧公司广告业务增长会持续低于行业平均水平。我们认为，随着公司知名度的提升，以及独家首播电视剧上线的增多，公司的广告业务增长将会得以较快提升。

➤ 发展逻辑清晰，公司全年业绩存在超预期可能性

1、此前我们提出，公司发展的主要逻辑是：(1) 独家网络视频版权仍在持续获取，公司将根据市场需求情况，择机进行版权分销。(2) 自制剧是公司又一发展方向，差异化节目资源能够带动网站流量的快速提升。(3) 乐视 TV 云视频超清机具有首发优势。**相关判断得到应验。**

2、公司定位于影视剧网络视频运营商、TV 端智能娱乐方案解决与服务提供商。(1) 公司在国内热播影视剧独家版权方面具有较大优势。2011 年热播电视剧的独家网络版权占有率超过 70%、含非独家的网络版权覆盖率超过 95%，并且已经预先锁定了 2012 年热播影视剧独家网络版的 50%~60% 以及 2013 年热播影视剧独家网络版的 40%~50%。公司将直接受益于版权资产升值。(2) 公司加大了对原创内容的投入力度，启动了“乐视制造”的原创战略，分别是微电影、自制栏目和网络剧。其中，扶持微电影的“圆梦计划”首笔注资 2000 万，用于扶持草根编剧、导演等新锐电影人。公司年内计划推出 20 多部自制作品，在自制领域全线发力。目前为止，公司的原创战略获得良好点播效果。例如微电影《冰山》上线 4 天内播放量突破 1000 万次，《魅力研习社》累计点击超过 4000 万次。(3) 乐视 TV 云视频超清机将是一种颠覆性创新产品，提供了存量电视机上网解决方案，创新了消费模式。

强烈推荐

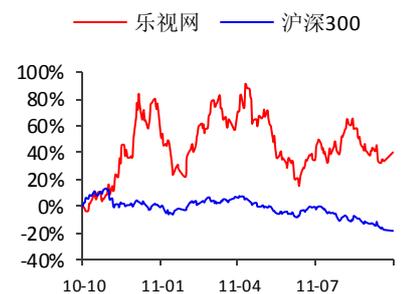
维持评级

合理估值：
30 元

交易数据 (2011-10-10)

收盘价(元)	23.15
近 12 个月最高/最低	32.93/15.11
总股本(百万股)	220.00
流通股本(百万股)	55.00
流通股比例%	25.00
总市值(亿元)	50.93
流通市值(亿元)	12.73

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：李锋

执业证书编号：S0100511010001

联系人：郑平

电话：(8610)8512 7645

Email: zhengping@mszq.com

相关研究

- 《高行权价格彰显公司经营信心》2011.09.16
- 《收购东阳九天 7.5% 股权，昂首进入上游内容制作领域》2011.08.08
- 《付费用户增长是亮点，下半年关注网络超清服务及并购》2011.07.28
- 《中报业绩符合预期，期待下半年再创佳绩》2011.06.29

三、盈利预测与投资建议

即将于 10 月 15 日~18 日召开的十七届六中全会,主要聚焦于研究深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣问题,我们认为影视、动漫、新媒体产业将是主要受益对象之一。公司作为影视剧网络视频运营商、TV 端智能娱乐方案解决与服务提供商,理应受到政策更多眷顾。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.61 元、0.95 元和 1.33 元,当前股价对应 2011~2013 年 PE 为 35X、22X、16X。维持“强烈推荐”评级,给予 30 元第一目标价。

四、风险提示:

1、股权激励方案尚需相关方批准; 2、影视网络盗版行为打击不力; 3、其他视频网站、IPTV 及有线电视运营商等竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	238	549	876	1,250
增长率(%)	63.49	130.46	59.48	42.77
归属母公司股东净利润(百万元)	70	134	209	293
增长率(%)	57.63	91.08	55.89	40.27
每股收益(元)	0.32	0.61	0.95	1.33
PE	72.34	34.82	22.34	15.92
PB	5.43	3.91	3.33	2.75

资料来源:民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	238	549	876	1,250
减：营业成本	80	192	315	463
营业税金及附加	10	25	37	51
销售费用	58	137	217	308
管理费用	12	41	61	85
财务费用	4	0	(1)	(2)
资产减值损失	2	2	2	2
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	73	152	245	344
加：营业外收支净额	2	6	1	1
三、利润总额	75	158	246	345
减：所得税费用	5	24	37	52
四、净利润	70	134	209	293
归属于母公司的利润	70	134	209	293
五、基本每股收益 (元)	0.32	0.61	0.95	1.33

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	-	23.24	15.31	10.92
成长能力:				
营业收入同比	63.5%	130.5%	59.5%	42.8%
营业利润同比	53.8%	107.9%	61.4%	40.4%
净利润同比	57.6%	91.1%	55.9%	40.3%
营运能力:				
应收账款周转率	5.28	4.68	4.27	4.48
存货周转率	98.35	89.28	76.70	71.44
总资产周转率	0.38	0.51	0.71	0.83
盈利能力与收益质量:				
毛利率	66.3%	65.0%	64.0%	63.0%
净利率	29.4%	24.4%	23.8%	23.4%
总资产净利率 ROA	11.1%	12.5%	17.0%	19.5%
净资产收益率 ROE	12.5%	12.6%	16.1%	18.9%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	7.25	17.64	14.19	13.56
资产负债率	9.0%	3.5%	4.5%	5.2%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.61	0.95	1.33
每股经营现金流量	0.30	0.12	0.51	0.93
每股净资产	4.27	5.42	6.37	7.70

资料来源：民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	543	399	413	570
应收票据	0	0	0	0
应收账款	70	165	245	313
预付账款	54	110	175	250
其他应收款	3	8	13	19
存货	4	9	14	21
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	674	690	861	1,173
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	141	229	312	342
在建工程	0	0	0	0
无形资产	214	193	171	150
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	358	421	483	492
资产总计	1,032	1,112	1,344	1,665
短期借款	70	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	15	29	47	69
预收账款	2	5	8	12
其他应付款	1	1	1	1
应交税费	4	5	5	5
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	93	39	61	86
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	93	39	61	86
股本	100	220	220	220
资本公积	724	724	724	724
留存收益	114	248	457	750
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	939	1,193	1,401	1,694
负债和股东权益合计	1,032	1,232	1,462	1,781

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	65	26	113	205
投资活动现金流量	(263)	(100)	(100)	(50)
筹资活动现金流量	708	(70)	1	2
现金及等价物净增加	510	(145)	15	157

分析师与联系人简介

李锋，研究所所长。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。