

## 乐视网 (300104.SZ) 综合传媒行业

评级: 持有 维持评级

公司点评

王铮

分析师 SAC 执业编号: S1130511060001  
(8621)61038285  
wang\_zheng@gjzq.com.cn

## 与 361 度深度合作视频营销品牌传播

## 事件

乐视网与三六一度公司签订《合作框架协议》，就 361 度未来四年在乐视网各平台投放广告、进行全方位营销的相关事宜达成一致意见。

## 评论

**四年期重大合作，业绩影响正面：**《框架合作协议》主要内容包括，361 度拟投资 1 亿元在乐视网投放广告，合作期限为 4 年；乐视网将支持 361 度所有品牌宣传、活动等，包括乐视网、客户端、自制栏目，自制剧以及后期开发的项目及广告资源。与 361 度的合作期长达四年，总金额高达 1 亿，年均 2500 万，2011 年乐视网年广告收入约 1.3 亿；与 361 度的合作将有力提升广告收入，对业绩影响正面。目前《框架合作协议》尚未签订具体的广告发布协议金额，因此我们暂不调整原有盈利预测。

**探索视频营销与电子商务品牌传播模式：**视频营销和电子商务品牌传播是本次合作的核心内容。乐视网将通过“全营销”模式，对 361 度深度支持；借助海量影视版权资源，PC、移动、超清播放机多终端支持 361 度所有品牌宣传活动，并考虑通过共同投资网络剧、电视剧、电影等方式，将 361 度产品及品牌理念植入，持续探索视频营销与电子商务品牌传播模式。

**2012 年业绩亮点在于广告收入爆发：**版权分销、广告发布、视频付费、超清播放机各项业务中，2012 年公司增长的亮点在于广告收入爆发；包括“乐土”模式的持续复制升级了传统的版权分销模式，在加速版权成本变现的同时有益于提升 letv 的品牌价值；体现在业绩上将享有土豆一年 5000 万，网易 2012 年 3000 万、2013 年 5000 万保底收入，以及凤凰宽频、暴风影音等保底收入；和以上几家视频网站合作运营的广告分成收入。与 361 度的合作，将基于视频营销本身增厚广告收入带来的业绩。2012 年公司致力于大力拓展视频营销广告业务，不排除进一步积极寻找合作伙伴，再获合作大单。

**广告业务大力拓展延长版权成本转移的时间窗口：**网络视频业烧钱诉求强劲，公司影视版权投入高企；经由“乐土模式”的持续复制，以及视频营销广告业务的大力开拓；公司版权成本转移的时间窗口将进一步拉长。公司的长期投资价值的显现仍在于通过内容品牌培育提升平台价值，并经由差异化战略打造视频服务平台的最终效果。

## 投资建议

由于《框架合作协议》尚未签订具体的广告发布协议金额，因此我们暂不调整原有盈利预测。预测 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.60、0.857、1.095 元。当前股价下，公司 2011-2013 年 PE 分别为 64、45、35 倍，维持“持有”评级。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	74	146	238	537	849	1,089
增长率		98.0%	63.5%	125.5%	58.0%	28.4%
主营业务成本	-15	-50	-80	-206	-338	-432
%销售收入	20.2%	34.0%	33.7%	38.4%	39.8%	39.7%
毛利	59	96	158	331	511	657
%销售收入	79.8%	66.0%	66.3%	61.6%	60.2%	60.3%
营业税金及附加	-3	-6	-10	-23	-36	-47
%销售收入	4.1%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
营业费用	-18	-29	-58	-124	-195	-251
%销售收入	24.9%	19.8%	24.3%	23.0%	23.0%	23.0%
管理费用	-6	-9	-12	-27	-42	-54
%销售收入	7.7%	6.0%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	32	52	78	157	237	305
%销售收入	43.2%	35.7%	32.9%	29.3%	27.9%	28.0%
财务费用	1	-1	-4	-2	-16	-23
%销售收入	-1.1%	0.3%	1.6%	0.4%	1.9%	2.1%
资产减值损失	-1	-4	-2	-1	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	32	47	73	154	220	281
营业利润率	43.0%	32.5%	30.6%	28.7%	25.9%	25.8%
营业外收支	0	0	2	2	2	2
税前利润	32	48	75	156	222	283
利润率	43.0%	32.7%	31.4%	29.0%	26.1%	26.0%
所得税	-1	-3	-5	-23	-33	-43
所得税率	4.5%	6.8%	6.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	30	44	70	133	188	241
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	30	44	70	133	188	241
净利率	41.1%	30.5%	29.4%	24.7%	22.2%	22.1%

  

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	39	34	543	100	100	100
应收款项	35	23	72	120	188	241
存货	0	1	4	6	9	12
其他流动资产	11	9	54	311	340	434
流动资产	85	67	674	537	637	787
%总资产	57.7%	42.8%	75.6%	39.7%	34.8%	36.0%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	12	0	0	177	208	214
%总资产	8.2%	0.0%	0.0%	13.1%	11.4%	9.8%
无形资产	50	89	216	635	985	1,183
非流动资产	63	89	217	816	1,195	1,400
%总资产	42.3%	57.2%	24.4%	60.3%	65.2%	64.0%
<b>资产总计</b>	<b>148</b>	<b>156</b>	<b>891</b>	<b>1,353</b>	<b>1,832</b>	<b>2,187</b>
短期借款	0	40	70	205	63	155
应付款项	1	5	18	46	73	94
其他流动负债	5	5	5	44	62	76
流动负债	5	50	93	294	199	325
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	400	400
<b>负债</b>	<b>5</b>	<b>50</b>	<b>93</b>	<b>294</b>	<b>599</b>	<b>726</b>
普通股股东权益	143	187	939	1,058	1,234	1,462
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>148</b>	<b>237</b>	<b>1,032</b>	<b>1,353</b>	<b>1,832</b>	<b>2,187</b>

  

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.508	0.593	0.701	0.602	0.857	1.095
每股净资产	2.395	2.493	9.387	10.582	12.337	14.616
每股经营现金净流	0.277	1.112	0.655	0.020	3.502	4.147
每股股利	0.000	0.150	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	21.23%	23.78%	7.47%	12.53%	15.28%	16.48%
总资产收益率	20.42%	18.80%	6.80%	9.80%	10.29%	11.01%
投入资本收益率	21.30%	21.37%	7.28%	10.59%	11.87%	12.86%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	99.39%	97.99%	63.49%	125.45%	58.01%	28.36%
EBIT增长率	109.99%	63.53%	50.59%	100.87%	50.53%	28.84%
净利润增长率	105.92%	46.99%	57.63%	89.08%	42.17%	27.84%
总资产增长率	130.29%	59.63%	336.19%	51.79%	35.47%	19.37%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	81.9	57.4	69.1	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	10.7	6.0	11.0	10.0	10.0	10.0
应付账款周转天数	19.2	18.7	45.1	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	60.1	#DIV/0!	#DIV/0!	119.2	88.3	70.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-27.38%	3.44%	-50.43%	9.90%	29.45%	31.19%
EBIT利息保障倍数	-38.4	102.1	21.1	66.5	15.1	13.2
资产负债率	3.71%	20.93%	9.01%	21.76%	32.67%	33.18%

  

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	30	44	70	133	188	241
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	30	54	115	202	267
非经营收益	0	0	4	7	16	23
营运资金变动	-24	9	-63	-253	-56	-117
<b>经营活动现金净流</b>	<b>16</b>	<b>83</b>	<b>65</b>	<b>2</b>	<b>350</b>	<b>415</b>
资本开支	-32	-128	-263	-570	-578	-469
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-32</b>	<b>-128</b>	<b>-263</b>	<b>-571</b>	<b>-578</b>	<b>-469</b>
股权募资	53	0	685	0	0	0
债权募资	0	40	30	135	259	93
其他	0	-1	-7	-9	-31	-38
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>53</b>	<b>39</b>	<b>708</b>	<b>126</b>	<b>228</b>	<b>54</b>
<b>现金净流量</b>	<b>37</b>	<b>-6</b>	<b>510</b>	<b>-443</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-02-28	持有	41.49	27.06 ~ 34.00

来源：国金证券研究所



**投资评级的说明:**

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B