

乐视网 (300104)

公司研究/点评报告

“平台+内容+终端+应用”商业模式催生靓丽业绩

——乐视网 (300104) 2011 年年报点评

民生精品---点评报告/传媒行业

2012 年 3 月 15 日

一、事件概述

近期，乐视网公司发布 2011 年年报及 2012Q1 业绩预增公告。

1、2011 年，公司实现营收 5.99 亿元，同比增长 151.22%；归属于上市公司股东的净利润为 1.31 亿元，同比增长 87.05%；实现基本每股收益为 0.60 元。

2、2012 年一季度，公司实现净利润约 5086.23 万元 ~ 5376.87 万元，同比增长 75% ~ 85%，折合每股收益 0.23 ~ 0.24 元。

二、分析与判断

➤ 2011 年业绩符合预期，营收增长 151.22%，净利润增长 87.05%

1、业绩符合预期，高增长来源于行业整体向好与公司商业模式具备优势。(1) 得益于国家政策的有力扶持，网络视频行业发展规模较上年大幅度快速增长。根据艾瑞数据，2011 年中国在线视频行业市场规模 62.7 亿元，同比增长 99.9%。(2) 公司不断加强品牌推广，完善产品用户体验，开拓有效的营销模式，公司在行业内的核心竞争力不断增强，网站流量以及各线产品的用户量均高速增长，实现营业收入和净利润同比双高增长的经营业绩。其中，网络视频版权分销收入、视频平台广告发布收入较上年同期分别增长 571.72%、69.90%。

2、公司整体毛利率下降较为明显，由 2010 年的 66.33% 下降至 2011 年的 54.04%。我们判断，主要原因是带宽、人员等成本增加所致。

3、费用率方面，一升一降。管理费用率由 2010 年的 4.87% 上升为 5.10%，销售费用率则由 2010 年的 24.31% 下降为 16.09%。(1) 公司加大了人力和办公相关费用支出，引起管理费用同比大幅上涨。我们认为，这些投入会逐步带来公司管理水平及技术实力的迅速提升，但效应会滞后体现。(2) 公司为提升品牌知名度和认可度，积极进行各种形式的品牌和市场推广投入，销售费用增长 66.29% 的同时，业务收入实现更快增长。

➤ 网络视频版权分销业务增长 571.72%，由于公司改变营销策略，未来增速将大幅降低

1、版权分销业务高增长源于公司版权优势。(1) 截至 2011 年底，公司拥有电影版权超过 4000 部，电视剧版权超过 70000 集，版权授权期限多为 3 ~ 7 年。(2) 2011 年，公司通过前期介入，预先锁定的方式，进行了热门影视剧网络版权的采购。截止 2011 年底，公司已经囊括了 2011 年热播影视剧 70% 以上的独家网络版权，2012 年热播影视剧 60% 以上的独家网络版权，2013 年热播影视剧 40%-50% 以上的独家网络版权。包括但不限于《山楂树之恋》、《青盲》、《林师傅在首尔》、《雪狼谷》、《经营婚姻》、《钱多多嫁人记》、《后宫甄嬛传》、《八星抱喜》、《北京爱情故事》等热播影视剧的网络版权。

2、公司由之前的纯粹版权分销改为“云视频”平台合作输出，模式改变将导致分销业务增速降低。公司构建了开放“云视频”平台，为企业或个人提供云计算以及视频的存储和分发服务，同时为 PC、手机、PAD 及 TV 用户提供正版高清长视频服务。

➤ 广告业务增长 69.90%，低于行业平均增速，但未来增速将大幅超行业水平

1、公司网站流量增长较快，带来广告价值较快增长。(1) 截至 2011 年底，公司服务的月均活跃付费用户超过 70 万人以上，拥有日独立访问用户约 1300 万人，日均 VV 约达 5000 万浏览量。(2) 品牌广告在公司产品的投放量逐渐上升。2011 年新增的品牌客户有：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、贝因美、王老吉、白云山制药、风行汽车、DELL 等。(3) 根据艾瑞数据，全行业广告收入同比增长 98%，公司低于行业平均增速。我们判断，主要是因为公司知名度提升需要时间。

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

强烈推荐

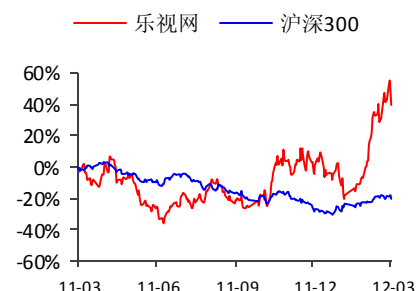
维持评级

合理估值：60 元

交易数据 (2012-03-14)

收盘价 (元)	41.30
近 12 个月最高/最低	46.48/18.7
总股本 (百万股)	220.00
流通股本 (百万股)	85.47
流通股比例%	38.85%
总市值 (亿元)	90.86
流通市值 (亿元)	35.30

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

联系人：胡琛

电话：(8610)8512 7645

Email: huchen_yjs@mszq.com

相关研究

- 1.《云视频平台优势凸显，乐“尚”合作仅为开始》2012.03.05
- 2.《联姻网易，视频版权价值持续释放》2012.02.07
- 3.《乐视 TV 云视频超清机或将正式商用》2012.01.12
- 4.《“野蛮生长”带来公司业绩高增长》2011.12.28

2、我们认为，公司未来三年的广告业务增速将超行业水平。主要是因为：（1）以业内最全的影视剧库资源为核心，公司的“云视频”平台优势将实现视频广告业务的高速增长。这其中包括与土豆、网易等伙伴的合作，以及与 361 度公司的合作等。（2）公司已采购未上线的独家网络版权影视剧高达 209 部，超过 6000 集，在实现“大剧、大片全覆盖”的同时，公司凭借热播影视剧的“大剧独播”营销战略（100 部），可实现充分的差异化竞争，进而从流量中获取广告收入。同时，公司自制栏目《魅力研习社》、《我为校花狂》累积点击率已突破 6 亿，自制剧《东北往事之黑道风云 20 年》获得了热播，总点击量已突破两亿。目前，《东北往事之黑道风云 20 年》第二季已进入筹备阶段，主演张钧涵、宋汶霏等主创已与乐视网续约。近期可关注《后宫甄嬛传》及美剧《肯尼迪家族》的收视率及广告投放情况。

➤ 互联网电视及 3G 手机电视业务将开启公司新的业务增长点，蓝海市场空间巨大

1、公司拥有目前互联网视频和手机电视服务业务所需的全部牌照，是国内牌照最完整的互联网视频和手机电视服务提供商之一。

2、“乐视 TV 3D 云视频超清机”打开互联网电视业务增长空间。（1）据乐视 TV 总经理梁军透露：“对超清机的销售会建立实体的销售店，同时与电视机企业尤其是 3D 电视产品计划开展捆绑销售的合作，另外，网络也将成为今年产品销售的重要渠道。”（2）公司与 CNTV 合作，将在上海、杭州、长沙三个首批三网融合试点城市开展互联网电视机顶盒业务，并将进一步按照政策指引在其他试点地区进行有计划地投放。我们认为，该合作公司将更多投放中低端互联网电视机顶盒。无论是高端的乐视 TV 3D 云视频超清机，还是中低端的互联网电视机顶盒，都将促进公司互联网电视业务的发展，我们对此持乐观态度。

3、公司是目前行业内少数拥有手机电视经营许可牌照的民营企业，手机电视业务将成为 3G “杀手级”应用。（1）通过内容剪辑和格式转换，公司可以将现有丰富视频版权应用于手机电视业务。（2）公司具有丰富运营经验。截至 2011 年底，公司累计为几千万手机用户提供过手机电视服务，品牌和用户优势较为突出。（3）公司的 3G 手机流媒体电视应用平台改造升级基本完成。按照预测，该项目实施后 5 年实现年均销售收入 1446.9 万元、净利润 570.75 万元。

➤ 2012Q1 业绩预增 75%~85%，验证我们此前对公司业绩高增长的预判

1、2012 年一季度，公司实现净利润约 5086.23 万元~5376.87 万元，同比增长 75%~85%，折合每股收益 0.23~0.24 元，略超我们预期。

2、1~2 月，公司新增沃尔沃、巴黎欧莱雅、红牛、露露等品牌广告客户，广告收入市场份额占比持续扩大。

3、我们认为，公司 2012 年继续实现高增长是大概率事件。在乐视 TV3D 云视频超清机以及手机电视业务正式商用背景下，凭借“平台+内容+终端+应用”商业模式，我们认为公司未来三年业绩存在持续超预期的可能性。

➤ 行业洗牌已经开始，公司或将进行战略兼并收购

1、公司年报指出，“在条件具备时，公司将继续寻求与主业发展相关的企业、影视内容或技术成果作为收购、兼并对象，以整合市场资源，达到低成本扩张、完善产品系列和市场布局、提高市场占有率、延长产业链、降低运营成本和提高服务质量等目标”。

2、优酷与土豆合并事件表明网络视频行业洗牌已经拉开大幕。这将促使其他有实力的主流竞争对手尽快实施兼并收购，我们认为，公司亦不例外。公司 2012 年或有对外收购计划。

三、盈利预测与投资建议

公司正力争把乐视网打造成平台型的互联网公司，而不仅仅是内容型的网站。我们认为，公司“平台+内容+终端+应用”的商业模式将持续催生靓丽业绩。我们预计公司 2012~2014 年 EPS 分别为 1.00 元、1.54 元与 2.05 元，对应当前 PE 分别为 41X、27X 与 20X。我们维持公司“强烈推荐”评级，重申公司十二个月内目标价可看高至 60 元。值得指出的是，公司 2011 年利润分配预案为每 10 股转增 9 股派 0.73 元，连续两年高送转。在业绩高增长的预期下，公司股价或将走出新一轮填权行情。

近期，受优酷与土豆合并事件影响，公司股价出现大幅下挫。我们认为优酷与土豆的合并，是否能够实现 1+1>2 的效果仍有待观察。但这将迫使公司加快实施差异化竞争策略，包括播放独家剧、自制剧、引进剧等，以及适时进行战略收购。建议投资者积

极逢低吸纳。

四、风险提示:

1、合作进程低于预期；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	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	599	921	1,362	1,796
增长率 (%)	151.22%	53.86%	47.94%	31.80%
归属母公司股东净利润 (百万元)	131	221	339	450
增长率 (%)	87.05%	68.49%	53.62%	32.68%
每股收益 (元)	0.60	1.00	1.54	2.05
PE	69.29	41.13	26.77	20.18
PB	8.60	7.28	5.71	4.44

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)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	599	921	1,362	1,796
减：营业成本	275	382	572	772
营业税金及附加	30	41	61	81
销售费用	96	148	211	269
管理费用	31	47	68	86
财务费用	1	22	21	19
资产减值损失	4	5	5	5
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	161	275	424	563
加：营业外收支净额	3	2	2	2
三、利润总额	164	277	426	565
减：所得税费用	33	56	87	115
四、净利润	131	221	339	450
归属于母公司的利润	131	221	339	450
五、基本每股收益 (元)	0.60	1.00	1.54	2.05

主要财务指标

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	59.41	23.77	16.89	13.04
成长能力:				
营业收入同比	151.2%	53.9%	47.9%	31.8%
营业利润同比	121.3%	70.6%	54.0%	32.8%
净利润同比	86.7%	68.8%	53.6%	32.7%
营运能力:				
应收账款周转率	4.84	4.10	4.05	3.85
存货周转率	133.9	142.4	142.8	133.6
总资产周转率	0.43	0.52	0.68	0.73
盈利能力与收益质量:				
毛利率	54.0%	58.5%	58.0%	57.0%
净利率	21.9%	24.0%	24.9%	25.1%
总资产净利率 ROA	9.3%	12.4%	16.9%	18.2%
净资产收益率 ROE	13.1%	19.2%	23.9%	24.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.02	4.20	5.00	5.80
资产负债率	40.4%	30.6%	27.9%	25.1%
长期借款/总负债	9.1%	66.4%	59.2%	53.2%
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	1.00	1.54	2.05
每股经营现金流量	0.67	0.86	1.50	1.83
每股净资产	4.81	5.67	7.24	9.31

资产负债表

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	133	211	490	852
应收票据	1	0	0	0
应收账款	177	272	402	530
预付账款	301	276	341	449
其他应收款	5	9	14	18
存货	5	8	11	15
其他流动资产	40	0	0	0
流动资产合计	664	775	1,257	1,864
长期股权投资	20	20	20	20
固定资产	166	205	223	229
在建工程	0	0	0	0
无形资产	886	797	709	620
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1,111	1,022	951	869
资产总计	1,774	1,798	2,209	2,734
短期借款	340	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	237	115	172	232
预收账款	15	19	29	39
其他应付款	14	10	10	10
应交税费	41	40	40	40
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	652	185	251	321
长期借款	65	365	365	365
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	65	365	365	365
负债合计	717	550	616	686
股本	220	220	220	220
资本公积	626	626	626	626
留存收益	210	401	746	1,201
少数股东权益	1	1	1	1
所有者权益合计	1,057	1,248	1,592	2,048
负债和股东权益合计	1,774	1,798	2,209	2,734

现金流量表

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	147	189	330	402
投资活动现金流量	(864)	(50)	(30)	(20)
筹资活动现金流量	307	(62)	(21)	(19)
现金及等价物净增加	(410)	77	279	363

资料来源：民生证券研究所

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
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
韦珂嘉	北京	010-85127772	13701050353	weikejia@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
蔡虹	广深	0755-22662056	18665333929	caihong@mszq.com
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	Liuyi_sz@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@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,并不构成对客户的投资建议,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。