

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

投拍自制剧, 加大力度打造差异化

事件

3月23日, 公司召开新闻发布会, 宣布投拍自制剧《女人帮·妞儿》, 该剧的拍摄及推广等费用合计投入金额约为人民币800万元; 同时, 公司与“金牌橱柜”、“安速”及361度旗下子品牌“尚”等广告主签订自制剧广告植入协议。

评论

加大力度打造差异化内容: 投拍自制剧有益于公司打造差异化内容, 提升平台价值。在网络视频行业竞争持续加剧, 优酷土豆合并拉开整合序幕, 高成本同质内容投入压制盈利现状的大背景下, 视频行业加大内容差异化竞争力度, 出品自制精品内容, 以提升平台品牌粘性的重要性突出。公司已出品《东北往事之黑道风云20年》等自制剧增强自身“造血功能”。《女人帮·妞儿》的投拍则是自制战略的又一具体举措。公司的自制战略还包括自制栏目、自制网络剧和微电影等。而业内竞争者近期出品差异化内容的案例包括优酷网携手高晓松的首档互联网全互动式脱口秀周播节目《晓说》, 首期节目上线24小时即突破百万播放量, 获得广泛好评。

自制剧储备有益于优化投入产出比: 《女人帮·妞儿》拍摄及推广费用预计800万元, 远低于外购精品剧市价, 有益于优化内容的投入产出比。但与热播剧相比, 自制剧产生良好效益有赖于出品方的大力推广; 视频行业的内容竞争, 从同质化的影视内容到自制内容, 将真正考验视频网站把控内容, 打造品牌渠道的能力。具备优质内容制作与整合的视频网站胜出概率加大。

植入广告拓宽广告收入模式: 投拍《女人帮·妞儿》的同时, 公司与广告主签订广告植入协议, 意味着广告收入模式得以拓宽。2011年公司广告收入增速为69.90%, 低于网络视频广告市场规模97.58%的增速。自制剧与植入广告业务的进一步开发, 有益于开拓广告市场; 作为拥有自有播出平台的视频网站, 将植入广告融合入视频营销的整合营销方案中的模式, 有望得以复制推广。

投资建议

预测公司2012-2014年EPS分别为0.88、1.18、1.49元, 当前股价下PE分别为43、32、25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) | | | | | | |
|-------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 主营业务收入 | 146 | 238 | 599 | 1,013 | 1,335 | 1,697 |
| 增长率 | | 63.5% | 151.2% | 69.3% | 31.7% | 27.1% |
| 主营业务成本 | -50 | -80 | -275 | -474 | -619 | -794 |
| %销售收入 | 34.0% | 33.7% | 46.0% | 46.8% | 46.3% | 46.8% |
| 毛利 | 96 | 158 | 323 | 539 | 716 | 903 |
| %销售收入 | 66.0% | 66.3% | 54.0% | 53.2% | 53.7% | 53.2% |
| 营业税金及附加 | -6 | -10 | -30 | -51 | -67 | -85 |
| %销售收入 | 4.4% | 4.3% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 营业费用 | -29 | -58 | -96 | -172 | -227 | -288 |
| %销售收入 | 19.8% | 24.3% | 16.1% | 17.0% | 17.0% | 17.0% |
| 管理费用 | -9 | -12 | -31 | -51 | -67 | -85 |
| %销售收入 | 6.0% | 4.9% | 5.1% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 52 | 78 | 167 | 266 | 356 | 445 |
| %销售收入 | 35.7% | 32.9% | 27.8% | 26.2% | 26.7% | 26.2% |
| 财务费用 | -1 | -4 | -1 | -27 | -35 | -38 |
| %销售收入 | 0.3% | 1.6% | 0.2% | 2.7% | 2.6% | 2.3% |
| 资产减值损失 | -4 | -2 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 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 | 47 | 73 | 161 | 238 | 320 | 406 |
| 营业利润率 | 32.5% | 30.6% | 27.0% | 23.5% | 24.0% | 23.9% |
| 营业外收支 | 0 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 税前利润 | 48 | 75 | 164 | 241 | 323 | 409 |
| 利润率 | 32.7% | 31.4% | 27.4% | 23.8% | 24.2% | 24.1% |
| 所得税 | -3 | -5 | -33 | -48 | -65 | -82 |
| 所得税率 | 6.8% | 6.3% | 20.3% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 净利润 | 44 | 70 | 131 | 193 | 259 | 327 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 44 | 70 | 131 | 193 | 259 | 327 |
| 净利率 | 30.5% | 29.4% | 21.9% | 19.1% | 19.4% | 19.3% |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 货币资金 | 34 | 543 | 133 | 100 | 100 | 100 |
| 应收款项 | 23 | 72 | 184 | 219 | 288 | 366 |
| 存货 | 1 | 4 | 5 | 10 | 14 | 17 |
| 其他流动资产 | 9 | 54 | 341 | 571 | 683 | 796 |
| 流动资产 | 67 | 674 | 664 | 900 | 1,084 | 1,279 |
| %总资产 | 28.2% | 65.3% | 37.4% | 40.8% | 40.5% | 42.0% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 20 | 21 | 20 | 20 |
| 固定资产 | 80 | 141 | 166 | 257 | 441 | 618 |
| %总资产 | 34.0% | 13.6% | 9.3% | 11.6% | 16.4% | 20.3% |
| 无形资产 | 89 | 216 | 923 | 1,025 | 1,131 | 1,124 |
| 非流动资产 | 170 | 358 | 1,111 | 1,305 | 1,594 | 1,763 |
| %总资产 | 71.8% | 34.7% | 62.6% | 59.2% | 59.5% | 58.0% |
| 资产总计 | 237 | 1,032 | 1,774 | 2,205 | 2,678 | 3,043 |
| 短期借款 | 40 | 70 | 340 | 149 | 303 | 244 |
| 应付款项 | 5 | 18 | 266 | 286 | 373 | 478 |
| 其他流动负债 | 5 | 5 | 46 | 84 | 102 | 121 |
| 流动负债 | 50 | 93 | 652 | 519 | 778 | 844 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 400 | 400 | 400 |
| 负债 | 50 | 93 | 717 | 984 | 1,243 | 1,309 |
| 普通股股东权益 | 187 | 939 | 1,056 | 1,221 | 1,434 | 1,733 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 负债股东权益合计 | 237 | 1,032 | 1,774 | 2,205 | 2,678 | 3,043 |

| 比率分析 | | | | | | |
|---------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.593 | 0.701 | 0.596 | 0.878 | 1.176 | 1.488 |
| 每股净资产 | 2.493 | 9.387 | 4.801 | 5.549 | 6.520 | 7.878 |
| 每股经营现金净流 | 1.112 | 0.655 | 0.668 | 1.276 | 2.520 | 2.978 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.150 | 0.000 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 23.78% | 7.47% | 12.41% | 15.82% | 18.04% | 18.89% |
| 总资产收益率 | 18.80% | 6.80% | 7.39% | 8.76% | 9.66% | 10.76% |
| 投入资本收益率 | 21.37% | 7.28% | 9.08% | 11.58% | 12.92% | 14.56% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 97.99% | 63.49% | 151.22% | 69.30% | 31.74% | 27.09% |
| EBIT增长率 | 63.53% | 50.59% | 112.72% | 59.40% | 33.90% | 25.00% |
| 净利润增长率 | 46.99% | 57.63% | 87.05% | 47.25% | 34.01% | 26.53% |
| 总资产增长率 | 59.63% | 336.19% | 72.00% | 24.28% | 21.45% | 13.61% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 57.4 | 69.1 | 75.3 | 75.0 | 75.0 | 75.0 |
| 存货周转天数 | 6.0 | 11.0 | 5.9 | 8.0 | 8.0 | 8.0 |
| 应付账款周转天数 | 18.7 | 45.1 | 167.3 | 180.0 | 180.0 | 180.0 |
| 固定资产周转天数 | 201.6 | 215.4 | 101.0 | 56.1 | 38.2 | 25.1 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 3.44% | -50.43% | 25.69% | 42.08% | 46.57% | 35.14% |
| EBIT利息保障倍数 | 102.1 | 21.1 | 119.9 | 9.8 | 10.1 | 11.6 |
| 资产负债率 | 20.93% | 9.01% | 40.42% | 44.61% | 46.41% | 43.01% |

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 |
| 2 | 2012-03-05 | 持有 | 42.46 | N/A |

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 |