

2012-8-22

公司报告(点评报告)

评级

推荐
维持

分析师: 陈志坚

 (8627)65799506

 chenzy@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120018

联系人: 肖乐乐

 (8627)65799511

 xiaoll@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512020003

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《2012 年广告与终端业务或迎来高增长—调研纪要》2012-2-7

《乐视网: 拓展内容变现机制, 未来成长可期》2011-10-21

《乐视网对外投资点评: 向上游延伸, 降低内容成本》2011-8-7

乐视网 (300104)

2012 中报点评: 业绩符合预期, 广告业务强势崛起

报告要点

■ 事件描述

乐视网公布了 2012 年上半年业绩, 报告期内公司实现营业收入 5.52 亿, 同比增长 147.86%; 归属上市公司股东的净利润 9068 万元, 同比增长 55.28%; 全面摊薄后 EPS 0.22, 同比增长 57.14%, 由于公司此前发布业绩预增公告 (50%-60%), 符合预期。

■ 事件评论

- **业绩符合预期, 版权分销持续高增长, 广告业务强势崛起:** 1、得益于公司热播影视剧独家网络版权的丰富储备, 上半年网络视频版权分销收入仍然处于较快的增速, 达到 176.21%; 2、终端产品乐视 TV3D 云视频超清机商用带动网络视频超清播放服务收入的快速上涨 (252.36%); 3、大剧独播、有限分销等措施大幅提升网站流量、覆盖人数和浏览时长, 进而带动公司广告业务实现高增长 (235.78%), 新增多个重量级广告客户。
- **网络视频免费服务上升导致收入结构变化, 毛利率下滑。** 视频网站通过网络视频免费进行广告投放, 从而实现广告收入, 报告期内, 公司广告收入大幅上涨, 由此可以判断网络视频免费服务比重提升, CDN 及带宽费、摊提费用等成本大幅上涨, 拉低毛利率, 净利润增速低于收入增速。
- **期间费用大幅上涨, 财务压力显现。** 上半年销售费用增长 42%, 低于收入增长速度, 原因在于版权分销和广告业务收入属于低销售费用率业务; 人员增加带动工资增加, 带来管理费用上升 155.14%; 成本的大幅上涨带来较大成本压力, 短期借款和 4 亿债券的发行带来较大财务压力, 财务费用同比上升 300%。
- **内容优势推动广告业务持续高增长, 高清机有望成为新的利润增长点。** 凭借积累的网络视频内容优势, 乐视网在视频网站, 尤其是长视频网站的流量、覆盖人数和浏览时长的快速提升将推动广告业务的持续高增长, 超清机的商用将扩散乐视网的内容优势, 有望成为新的利润增长点。
- **投资建议:** 我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年的 EPS 分别为 0.54 元、0.75 元、1.08 元, 当前股价对应 2012 年、2013 年、2014 年 PE 分别为 46 倍、33 倍、23 倍, 维持“推荐”评级。

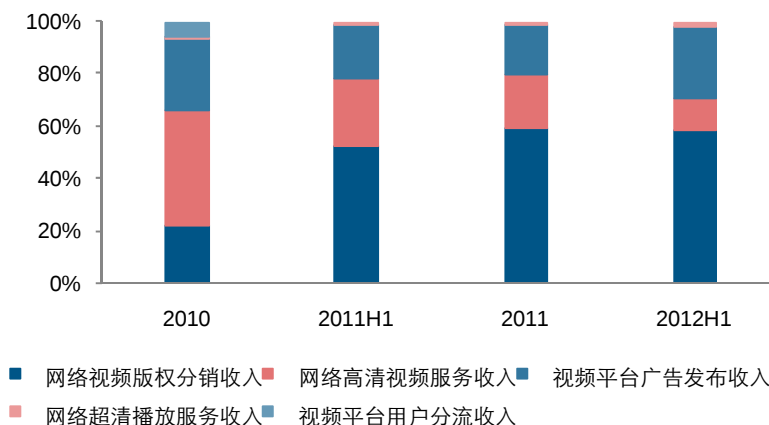
业绩符合预期，版权分销持续高增长，广告业务强势崛起

2012 年上半年公司实现营业收入 5.52 亿，同比增长 147.86%；归属上市公司股东的净利润 9068 万元，同比增长 55.28%；全面摊薄后 EPS 0.22，同比增长 57.14%，符合之前公司发布的业绩预告。我们认为，公司上半年业绩高增长，主要原因基于以下三点：

- 得益于公司热播影视剧独家网络版权的丰富储备，上半年网络视频版权分销收入仍然处于较快的增速，达到 176.21%。
- 终端产品乐视 TV3D 云视频超清机商用带动网络视频超清播放服务收入的快速上涨；依托内容优势，上半年超清机开始商用，由于前期基数较低，因此收入增速较快，达到 252.36%；
- 大剧独播、有限分销等措施大幅提升网站流量、覆盖人数和浏览时长，进而带动公司广告业务实现高增长（235.78%），新增多个重量级广告客户：艾瑞咨询根据覆盖人数评选出乐视网在视频网站中排名第三，行业地位上升较快，并新增宝洁、联合利华、蒙牛、肯德基等重量级客户。

我们认为，在 2011 年网络版权价格大幅上涨，2012 年开始逐渐回落的大背景下，利用低价提前锁定版权，随后高价分销的策略难以维系，利用内容优势吸引用户，实现版权资源价值的拓展成为必然选择，广告业务强势崛起，收入占比稳步提高。

图 1：广告业务强势崛起



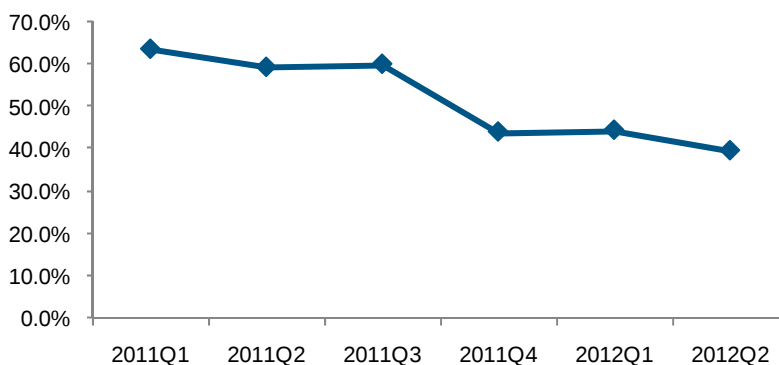
资料来源：公司公告，长江证券研究部

网络视频免费服务上升导致收入结构变化，毛利率下滑

报告期内，营业收入同比增长 147.86%；归属上市公司股东的净利润 9068 万元，同比增长 55.28%，主要原因在于网络视频免费服务上升，成本增加，毛利率下滑。

视频网站通过将网络视频免费进行广告投放,从而实现广告收入,报告期内,公司广告收入大幅上涨,由此可以判断网络视频免费服务比重提升,CDN 及带宽费、摊提费用等成本大幅上涨,拉低毛利率,净利润增速低于收入增速,主营业务成本上升 272.24%。

图 2: 网络视频免费上升导致毛利下滑



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 1: 网络视频免费服务成本增加 (万元)

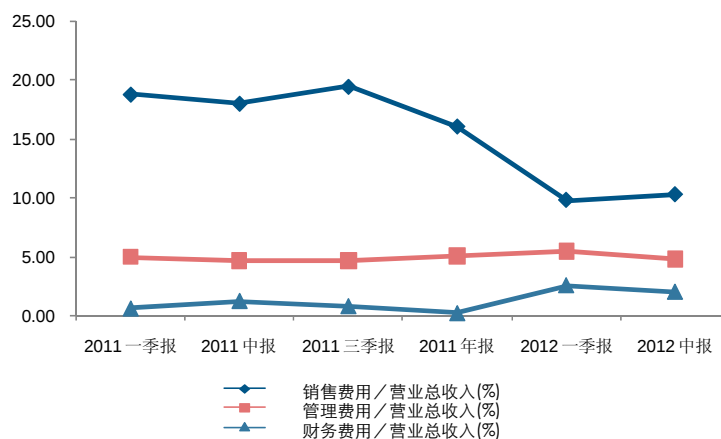
构成	2012H1	比例 (%)	2011H1	比例 (%)	较上年增长
CDN及带宽费	10025.94	31.25	1644.78	19.08	509.56
摊提费用	16389.15	51.08	4889.15	56.72	235.21

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

期间费用大幅上涨, 财务压力显现

上半年销售费用增长 42%, 低于收入增长速度, 原因在于版权分销和广告业务收入属于低销售费用率业务, 销售费用率维持低位; 人员增加带动工资增加, 带来管理费用上升 155.14%, 基本与营业收入保持同步; 成本的大幅上涨带来较大成本压力, 短期借款和 4 亿债券的发行带来较大财务压力, 财务费用同比上升 300%, 增速较快。

图 3：网络视频免费上升导致毛利下滑



资料来源：公司公告，长江证券研究部

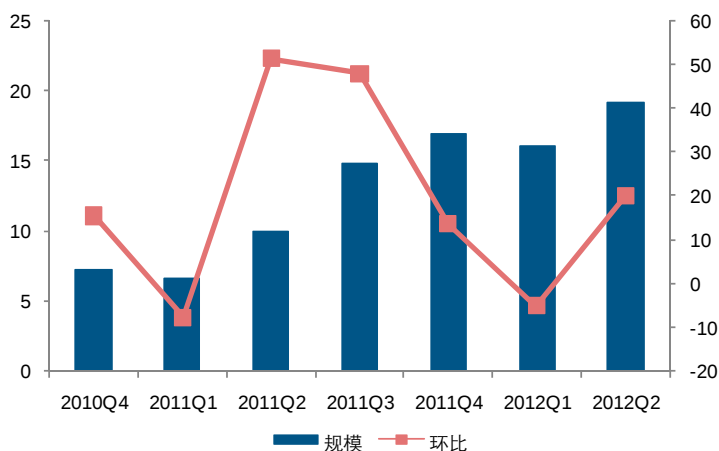
内容优势推动广告业务持续高增长，高清机有望成为新的利润增长点

报告期末，公司拥有电影版权超过 5000 部，电视剧版权超过 90000 集，并与影视剧出品方建立了紧密的合作关系，公司已经囊括了 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。

凭借积累的网络视频内容优势，乐视网在视频网站，尤其是长视频网站的流量、覆盖人数和浏览时长的快速提升将推动广告业务的持续高增长，在视频广告行业规模高速扩张的背景下，广告业务将持续高增长。

超清机的商用将扩散乐视网的内容优势，将内容优势从 PC 端和 pad 端扩展到电视端，实现对内容价值的深度开发，有望成为新的利润增长点。

图 4：网络视频广告规模 2 季度恢复高增长



资料来源：易观国际，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	599	1310	1890	2693	货币资金	133	131	189	269
营业成本	275	639	930	1328	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	323	671	960	1365	应收账款	183	401	578	824
%营业收入	54.0%	51.2%	50.8%	50.7%	存货	5	13	18	26
营业税金及附加	30	66	95	135	预付账款	301	705	1027	1467
%营业收入	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	其他流动资产	40	87	126	180
销售费用	96	211	304	434	流动资产合计	664	1340	1943	2772
%营业收入	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	31	67	96	137	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	长期股权投资	20	40	40	40
财务费用	1	35	64	88	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0.2%	2.7%	3.4%	3.3%	固定资产合计	141	141	145	155
资产减值损失	4	12	11	9	无形资产	886	1552	2151	2695
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	2	2	2
营业利润	161	280	390	563	其他非流动资产	61	61	61	61
%营业收入	27.0%	21.4%	20.6%	20.9%	资产总计	1774	3137	4343	5726
营业外收支	3	3	3	3	短期贷款	340	1079	1652	2141
利润总额	164	283	393	566	应付款项	237	555	808	1154
%营业收入	27.4%	21.6%	20.8%	21.0%	预收账款	15	33	47	67
所得税费用	33	57	80	115	应付职工薪酬	4	9	13	19
净利润	131	226	313	451	应交税费	41	80	113	163
归属于母公司所有者的净利润	131.1	225.6	312.8	451.1	其他流动负债	15	34	49	71
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	652	1789	2683	3614
EPS (元/股)	0.31	0.54	0.75	1.08	长期借款	65	65	65	65
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	147	131	372	510	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	8	0	0	0	负债合计	717	1854	2748	3679
长期股权投资	0	-20	0	0	归属于母公司	1056	1282	1595	2046
无形资产投资	0	-799	-799	-799	少数股东权益	1	1	1	1
固定资产投资	-812	-18	-24	-32	股东权益	1057	1283	1596	2047
其他	-52	0	0	0	负债及股东权益	1774	3137	4343	5726
投资活动现金流净额	-864	-837	-823	-831	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.314	0.540	0.748	1.079
银行贷款增加 (减少)	335	739	573	489	BVPS	4.80	5.83	7.25	9.30
筹资成本	28	-35	-64	-88	PE	78.93	45.87	33.08	22.95
其他	-55	0	0	0	PEG	1.55	0.90	0.65	0.45
筹资活动现金流净额	307	704	508	401	PB	5.16	4.25	3.42	2.66
现金净流量	-410	-2	58	80	EV/EBITDA	32.50	24.62	17.76	13.24
					ROE	12.4%	17.6%	19.6%	22.0%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。