

广告收入高增长，毛利率继续下降

乐视网 2012 年三季报点评

评级:
中性-A

上次评级: 中性-A

目标价格:
20.30 元

期限: 6 个月 上次预测: 22.50 元

现价(2012 年 10 月 19 日): 20.42 元

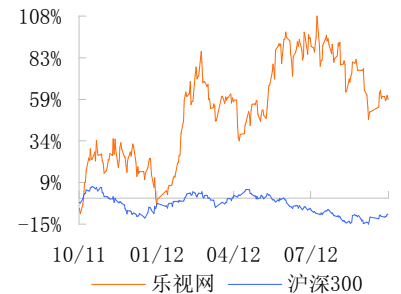
报告日期:
2012-10-21
报告关键点:

- 📖 前三季度每股收益 0.32 元，略高于我们预期
- 📖 毛利率继续下降，财务费用率或将上升
- 📖 关注公司在电视屏市场的拓展，维持“中性-A”评级

报告摘要:

- **前三季度每股收益 0.32 元，略高于我们预期。** 2012 年前三季度公司实现营业收入 8.29 亿元，同比增长 132.9%；营业利润 1.34 亿元，同比增长 22.3%；归属于母公司股东净利润 1.34 亿元，同比增长 53.4%，对应 EPS 为 0.32 元，略高于我们此前预期（我们在三季报前瞻中预测 EPS 为 0.31 元）。业绩略高于我们预期主要由于三季度单季营业外收入 2303 万元，同比增长 808%。
- **收入增长主要来自广告发布与版权分销业务。** 前三季度广告发布业务收入 2.63 亿元，同比增长 280%，其中三季度单季广告收入 1.11 亿元，首次实现单季度收入过亿元，且首次在各主营业务收入中占比超过 40%。我们判断版权前三季度版权分销业务同样实现较快增长。
- **毛利率继续下降，财务费用率或将上升。** 三季度单季毛利率为 39.1%，同比下降 21.8 个百分点，环比连续第四个季度持续下滑。毛利率大幅下降主要由于 CDN 及带宽费、版权摊销成本的大幅上升。目前公司拥有的总带宽 1.4T，服务器总数约 3600 台。公司版权采取直线摊销法，而热播剧版权价值是加速下降的（首轮分销价格最高，二轮价格远低于首轮），版权分销收入的高增长长期过后摊销费用的影响逐渐显现。此外，今年 5 月和 7 月公司共发行了两期总额为 4 亿元的公司债券，并多次申请银行授信。公司的业务模式决定了对资金的持续需求，如果创业板再融资政策未能及时放开，后续公司债务融资需求依然存在，或对财务费用率有所压力。
- **关注公司在电视屏市场的拓展，维持“中性-A”评级。** 我们维持盈利预测，预计 12-14 年 EPS 分别为 0.45、0.58、0.70 元，三年复合增长率 31%，当前股价对应 12 年 PE 为 45 倍，高于传媒行业平均估值。9 月公司宣布进军智能电视市场，将以乐视 TV·3D 云视频智能机为基础，生产自有品牌的乐视 TV·超级电视。公司将进一步拓展电视屏市场，构建视频服务全产业链体系。由于短期估值仍然偏高，乐视 TV 的推广成效尚待观察，我们维持“中性-A”评级，目标价 20.3 元。
- **风险提示:** 优酷土豆合并后市场集中度提高、公司电视端拓展不确定性

总市值(百万元)	8,535.56
流通市值(百万元)	3,315.96
总股本(百万股)	418.00
流通股股本(百万股)	162.39
12 个月最低/最高	18.80/48.88 元
十大流通股东(%)	27.51%
股东户数	23,614

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(13.81)	(15.02)	68.23
绝对收益	(9.97)	(18.81)	58.53

田俊维
 021-68763702
 执业证书编号

行业分析师
 tianjw@essence.com.cn
 S1450512060004

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	238.3	598.6	1,156.1	1,581.5	2,073.6
Growth(%)	63.5%	151.2%	93.1%	36.8%	31.1%
净利润	70.1	131.1	187.5	240.4	292.2
Growth(%)	57.6%	87.1%	43.0%	28.2%	21.5%
毛利率(%)	66.3%	54.0%	42.0%	40.5%	39.0%
净利润率(%)	29.4%	21.9%	16.2%	15.2%	14.1%
每股收益(元)	0.17	0.31	0.45	0.58	0.70
每股净资产(元)	2.25	2.53	2.93	3.45	4.08
市盈率	141.9	75.8	53.0	41.4	34.0
市净率	10.6	9.4	8.1	6.9	5.8
净资产收益率(%)	7.5%	12.4%	15.3%	16.7%	17.1%
ROIC(%)	38.2%	28.4%	15.7%	15.7%	14.9%
EV/EBITDA	46.3	19.9	22.7	20.9	19.2
股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%

前期研究成果

- 乐视网: 业绩符合预期, 关注互联网电视机顶盒业务发展
2012-08-22
- 乐视网: 业绩符合预期, 关注广告业务增长及电视端拓展进度
2012-03-15
- 乐视网: 乐视+土豆=优酷? 1+1>2
2011-10-20

12年1-3季度收入增长132.9%，净利润增长53.4%。12年1-3季度公司实现营业收入8.29亿元，同比增长132.9%；营业利润1.34亿元，同比增长22.3%；归属于母公司股东净利润1.34亿元，同比增长53.4%，对应EPS为0.32元。

表1 公司报告期利润分析

报告期 单位：百万元	1Q11	1H11	1-3Q11	2011A	1Q12	1H12	1-3Q12	1-3Q12
								YoY
一、营业总收入	105	223	356	599	276	553	829	132.9%
二、营业总成本	70	152	247	437	217	451	695	181.9%
营业成本	38	86	139	275	153	321	505	262.5%
营业税金及附加	6	10	16	30	14	32	40	152.0%
销售费用	20	40	69	96	27	57	86	23.4%
管理费用	5	10	17	31	15	27	41	147.4%
财务费用	1	3	3	1	7	11	20	587.1%
资产减值损失	0	3	3	4	0	3	3	30.0%
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	
四、营业利润	35	71	109	161	59	102	134	22.3%
加：营业外收入	0	0	3	3	4	7	23	807.6%
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	
五、利润总额	35	71	112	164	63	109	157	40.1%
减：所得税	6	13	24	33	12	18	25	0.6%
六、净利润	29	58	87	131	51	90	132	51.2%
减：少数股东损益	0	0	0	(0)	(0)	(0)	(2)	
归属于母公司净利润	29	58	87	131	51	91	134	53.4%
每股收益(按最新股本)	0.07	0.14	0.21	0.31	0.12	0.22	0.32	53.4%

报告期 单位：百万元	1Q11	1H11	1-3Q11	2011A	1Q12	1H12	1-3Q12	1-3Q12
								YoY
毛利率	63.6%	61.4%	60.9%	54.0%	44.4%	42.0%	39.1%	-21.8%
期间费用率	24.4%	24.0%	25.0%	21.4%	17.9%	17.2%	17.8%	-7.2%
其中：销售费用率	18.8%	18.0%	19.5%	16.1%	9.8%	10.3%	10.3%	-9.1%
管理费用率	5.0%	4.7%	4.7%	5.1%	5.5%	4.8%	5.0%	0.3%
财务费用率	0.6%	1.3%	0.8%	0.2%	2.6%	2.1%	2.5%	1.6%
营业利润率	33.1%	31.9%	30.7%	27.0%	21.3%	18.5%	16.1%	-14.6%
所得税率	16.2%	18.0%	21.9%	20.3%	18.8%	16.9%	15.7%	-6.2%
净利润率	27.7%	26.2%	24.6%	21.9%	18.6%	16.4%	16.2%	-8.4%
营业收入同比增速	132.0%	118.8%	105.7%	151.2%	163.3%	147.9%	132.9%	
净利润同比增速	83.7%	87.2%	73.0%	87.1%	75.6%	54.9%	51.2%	

数据来源：Wind，安信证券研究中心

3 季度单季收入增长 107.7%，净利润增长 49.7%。12 年 3 季度公司实现营业收入 2.76 亿元，同比增长 107.7%，环比下降 0.5%；归属于母公司股东净利润 4342 万元，同比增长 49.7%，环比增长 10.0%，对应 EPS 为 0.10 元。

表 2 公司单季度利润分析

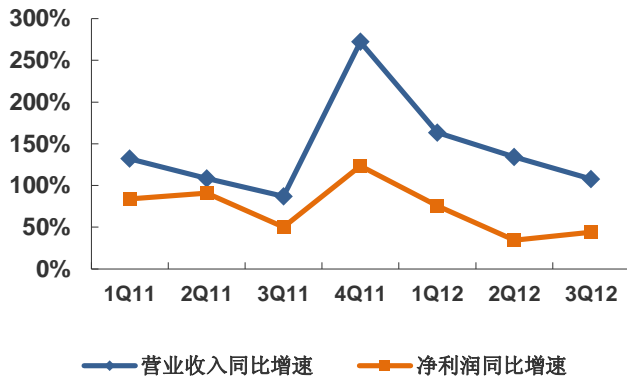
单季度 单位：百万元	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	3Q12	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	105	118	133	243	276	277	276	107.7%	-0.5%
二、营业总成本	70	82	95	191	217	234	244	157.8%	4.3%
营业成本	38	48	53	136	153	168	184	246.7%	9.7%
营业税金及附加	6	3	6	14	14	17	8	27.7%	-55.3%
销售费用	20	21	29	27	27	30	29	-1.6%	-4.2%
管理费用	5	5	6	14	15	11	15	134.8%	31.4%
财务费用	1	2	0	(2)	7	4	9	7094.3%	113.3%
资产减值损失	0	3	0	1	0	3	(0)		-100.1%
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0		
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0	0		
投资收益	0	0	0	0	0	0	0		
四、营业利润	35	37	38	52	59	43	32	-16.8%	-26.7%
加：营业外收入	0	0	3	0	4	3	16	539.1%	500.0%
减：营业外支出	0	0	0	0	0	(0)	0		-100.0%
五、利润总额	35	37	41	52	63	46	48	17.9%	4.3%
减：所得税	6	7	12	9	12	7	6	-46.6%	-4.8%
六、净利润	29	29	29	43	51	39	42	43.8%	5.8%
减：少数股东损益	0	0	0	(0)	(0)	(0)	(2)		3120.0%
归属于母公司净利润	29	29	29	44	51	39	43	49.7%	10.0%
每股收益(按最新股本)	0.07	0.07	0.07	0.10	0.12	0.09	0.10	49.7%	10.0%

单季度 单位：百万元	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	3Q12	
								YoY	QoQ
毛利率	63.6%	59.4%	60.1%	44.0%	44.4%	39.5%	33.4%	-26.7%	-6.2%
期间费用率	24.4%	23.5%	26.8%	16.2%	17.9%	16.4%	19.0%	-7.7%	2.6%
其中：销售费用率	18.8%	17.3%	21.9%	11.1%	9.8%	10.8%	10.4%	-11.5%	-0.4%
管理费用率	5.0%	4.4%	4.8%	5.7%	5.5%	4.1%	5.4%	0.6%	1.3%
财务费用率	0.6%	1.8%	0.1%	-0.6%	2.6%	1.5%	3.2%	3.2%	1.7%
营业利润率	33.1%	30.8%	28.7%	21.4%	21.3%	15.6%	11.5%	-17.2%	-4.1%
所得税率	16.2%	19.7%	28.7%	17.0%	18.8%	14.2%	13.0%	-15.7%	-1.2%
净利润率	27.7%	24.8%	21.8%	18.0%	18.6%	14.2%	15.7%	-6.1%	1.5%
营业收入同比增速	132.0%	108.3%	86.8%	272.1%	163.3%	134.2%	107.7%		
净利润同比增速	83.7%	90.8%	50.0%	123.4%	75.6%	34.4%	43.8%		

数据来源：Wind，安信证券研究中心

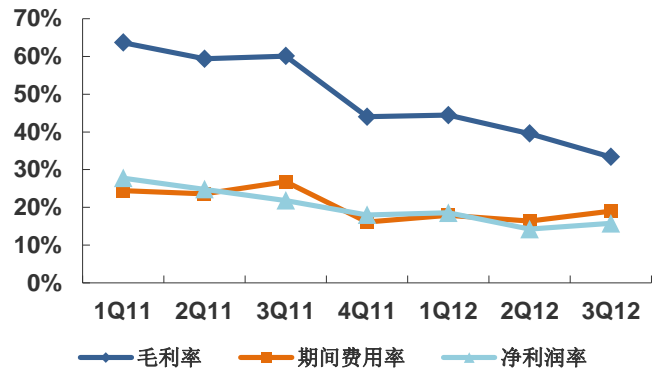
12年1-3季度毛利率同比下降21.8%，期间费用率同比下降7.2%。12年1-3季度公司综合毛利率为39.1%，同比下降21.8个百分点；公司销售费用率为10.3%，同比下降9.1个百分点；公司管理费用率为5.0%，同比增加0.3个百分点。

图 1 1Q11-3Q12 营业收入及净利润增长趋势



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 2 1Q11-3Q12 利润率变化趋势



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-08-20
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	238.3	598.6	1,156.1	1,581.5	2,073.6	成长性					
减: 营业成本	80.2	275.1	670.1	940.3	1,264.0	营业收入增长率	63.5%	151.2%	93.1%	36.8%	31.1%
营业税费	10.2	30.0	57.8	79.1	103.7	营业利润增长率	53.8%	121.3%	35.8%	29.7%	22.4%
销售费用	57.9	96.3	122.4	159.6	198.9	净利润增长率	57.6%	87.1%	43.0%	28.2%	21.5%
管理费用	11.6	30.5	56.6	75.9	97.4	EBITDA 增长率	73.7%	153.8%	40.8%	12.3%	12.5%
财务费用	3.7	1.4	25.1	37.8	57.4	EBIT 增长率	59.9%	112.4%	50.1%	31.8%	25.8%
资产减值损失	1.7	3.9	4.9	4.7	4.4	NOPLAT 增长率	64.1%	79.2%	57.3%	30.4%	25.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	140.5%	185.6%	30.0%	31.6%	29.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	401.9%	12.6%	16.0%	17.7%	18.2%
营业利润	72.9	161.4	219.1	284.2	347.8	利润率					
加: 营业外净收支	1.9	2.9	9.5	9.0	8.6	毛利率	66.3%	54.0%	42.0%	40.5%	39.0%
利润总额	74.8	164.2	228.6	293.2	356.4	营业利润率	30.6%	27.0%	19.0%	18.0%	16.8%
减: 所得税	4.7	33.4	41.2	52.8	64.1	净利润率	29.4%	21.9%	16.2%	15.2%	14.1%
净利润	70.1	131.1	187.5	240.4	292.2	EBITDA/营业收入	54.0%	54.6%	39.8%	32.7%	28.0%
资产负债表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
货币资金	543.4	133.4	165.6	208.2	257.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	167	92	53	41	33
应收账款	72.4	182.7	293.1	454.6	584.6	流动营业资本周转天数	99	98	157	250	307
应收票据	-	0.9	0.6	1.1	1.9	流动资产周转天数	559	402	284	359	439
预付帐款	54.2	301.4	618.0	1,222.9	2,071.6	应收帐款周转天数	69	74	72	82	87
存货	3.7	5.3	19.8	29.6	33.8	存货周转天数	4	3	4	6	6
其他流动资产	-	40.0	60.6	81.6	114.0	总资产周转天数	958	844	602	565	585
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	498	540	476	455	452
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	20.0	-	-	-	ROE	7.5%	12.4%	15.3%	16.7%	17.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.8%	7.4%	9.0%	8.4%	7.6%
固定资产	140.6	165.6	177.0	185.6	191.3	ROIC	38.2%	28.4%	15.7%	15.7%	14.9%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	214.4	886.1	744.1	666.9	586.5	销售费用率	24.3%	16.1%	10.6%	10.1%	9.6%
其他非流动资产	1.1	2.6	2.1	2.2	2.3	管理费用率	4.9%	5.1%	4.9%	4.8%	4.7%
资产总额	1,031.6	1,774.4	2,093.7	2,869.6	3,865.5	财务费用率	1.6%	0.2%	2.2%	2.4%	2.8%
短期债务	70.0	340.0	476.6	795.7	1,188.0	三费/营业收入	30.7%	21.4%	17.7%	17.3%	17.1%
应付帐款	15.7	250.7	268.9	472.9	765.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	9.0%	40.4%	41.5%	49.7%	55.9%
其他流动负债	7.2	60.4	45.5	71.3	108.8	负债权益比	9.9%	67.9%	70.8%	99.0%	126.7%
长期借款	-	65.0	75.0	85.0	95.0	流动比率	7.25	1.02	1.46	1.49	1.48
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	7.21	1.01	1.44	1.47	1.47
负债总额	93.0	717.3	867.8	1,427.4	2,160.2	利息保障倍数	20.64	117.08	9.73	8.52	7.06
少数股东权益	-	0.9	0.9	0.9	0.9	分红指标					
股本	100.0	220.0	418.0	418.0	418.0	DPS(元)	-	0.04	0.04	0.06	0.07
留存收益	838.7	836.2	807.0	1,023.4	1,286.4	分红比率	0.0%	11.4%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	938.7	1,057.1	1,225.8	1,442.2	1,705.2	股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
现金流量表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	70.1	130.9	187.5	240.4	292.2	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	52.1	164.0	215.8	194.7	176.3	EPS(元)	0.17	0.31	0.45	0.58	0.70
资产减值准备	1.7	3.9	4.9	4.7	4.4	BVPS(元)	2.25	2.53	2.93	3.45	4.08
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	141.9	75.8	53.0	41.4	34.0
财务费用	4.6	12.7	25.1	37.8	57.4	PB(X)	10.6	9.4	8.1	6.9	5.8
投资收益	-	-	-	-	-	P/FCF	-57.9	-25.0	-153.8	413.6	340.3
少数股东损益	-	-0.2	-	-	-	P/S	41.7	16.6	8.6	6.3	4.8
营运资金的变动	-63.1	-204.9	-460.9	-565.6	-687.1	EV/EBITDA	46.3	19.9	22.7	20.9	19.2
经营活动产生现金流量	65.5	146.9	-27.6	-88.0	-156.8	CAGR(%)	50.8%	30.7%	23.7%	21.6%	21.6%
投资活动产生现金流量	-263.5	-864.2	-110.0	-130.0	-110.0	PEG	2.8	2.5	2.2	1.9	1.6
融资活动产生现金流量	707.8	307.3	102.8	267.2	315.7	ROIC/WACC	3.9	2.9	1.6	1.6	1.5
						REP	3.3	1.7	3.8	2.9	2.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师声明

田俊维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

张勤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
潘艳	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
刘凯	北京联系人	律焯	深圳联系人
	coskai2@163.com	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
沈成效	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558059	shencx@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	深圳联系人		
0755-82558044	fanhq@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034