

2012-10-21

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

分析师: 陈志坚

☎ (8627)65799511

✉ 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 三季度业绩预告点评: 高增长延续, 进军互联网电视再添发展动力》2012-10-15

《最后一块屏幕的颠覆》2012-9-20

《2012 中报点评: 业绩符合预期, 广告业务强势崛起》2012-8-22

乐视网 (300104)

2012 三季度报点评: 广告收入带动转型, 看好“内容+平台+终端+应用”模式

报告要点

■ 事件描述

乐视网发布 2012 年前三季度业绩, 报告期内公司实现营业收入 8.28 亿元, 同比增长 133%; 归属上市公司股东的净利润 1.34 亿元, 同比增长 53%, 7-9 月份实现营业收入 2.76 亿元, 同比增长 108%, 归属上市公司股东净利润 4342 万元, 同比增长 50%。

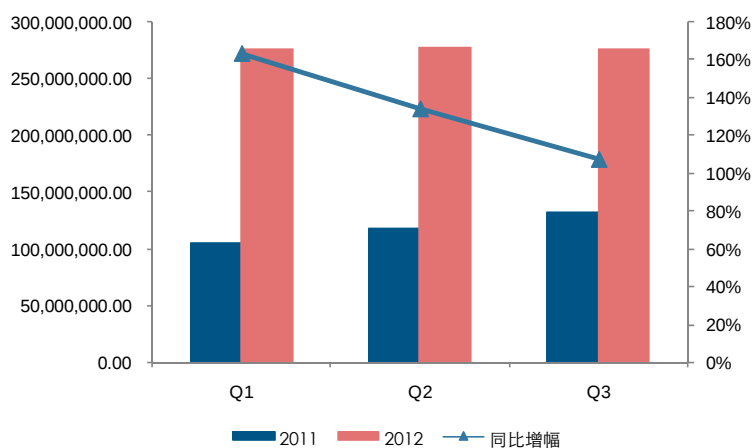
■ 事件评论

- **业绩符合前期预告, 营业外收入贡献明显。**公司之前发布的 48%-58% 的增长, 此次业绩落于预告的中间区域。第三季度营业收入增速相对上半年所有放缓, 其中第三季度营业利润同比下滑 16%, 当季新增的 1622 万营业外收入弥补了当季业绩, 归属上市公司股东净利润同比增长 50%, 相对第二季度 35% 的增速有所回升。
- **流量快速上升带动广告收入爆发, 转型之路顺利。**截止报告期末, 公司网站日均 UV 超过 1600 万, 日均 VV 约 6500 万, 日均约 PV8000 万, 流量的快速提升带动了广告业务的发展, 报告期内共实现广告发布业务收入 2.6 亿元, 同比增长 280%, 首次在主营业务中占比超过 40%, 单季度广告收入超过亿元, 知名品牌广告主超过 150 家, 主营业务转型较为顺利。
- **业务转型带来毛利率下滑, 财务压力较大。**电视剧版权的无形资产摊销支出大幅度增加; 随着广告业务收入的占比逐步提高, 大量的用户浏览带来的 CDN、带宽费用以及网络视频平台的营销和推广投入均大幅增加, 前三季度营业成本同比增长 262.5%, 远高于营业收入增速, 毛利率逐季下滑至 33%。为拓展业务, 公司今年发行 2 期合计 4 亿的债券, 短期借款新增 2.4 亿, 财务费用同比大幅增长 587%。
- **“内容+平台+终端+应用”模式清晰, 互联网电视业有望贡献较大的业绩弹性。**9 月乐视宣布进军互联网电视行业, 子公司乐视致新成为乐视在互联网电视领域的执行者, 乐视云视频在原有版权资源优势的基础上, 完成了在“平台+内容+终端+应用”的全产业链体系下对最后一块电视屏幕的覆盖, 互联网电视成功之后将贡献较大的业绩弹性。
- **投资建议:** 公司内生增速较快, “内容+平台+终端+应用”商业模式逐渐成熟, 互联网电视业务的弹性较大, 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 38 倍、27 倍、19 倍, 维持“推荐”评级。

业绩符合预期，营业外收入贡献明显

公司第三季度实现营业收入 2.76 亿元，同比增长 108%，归属上市公司股东的净利润 4342 万元。第三季度营业收入增速相对上半年所有放缓，低于第一季度 163%和第二季度的 134%的增速。

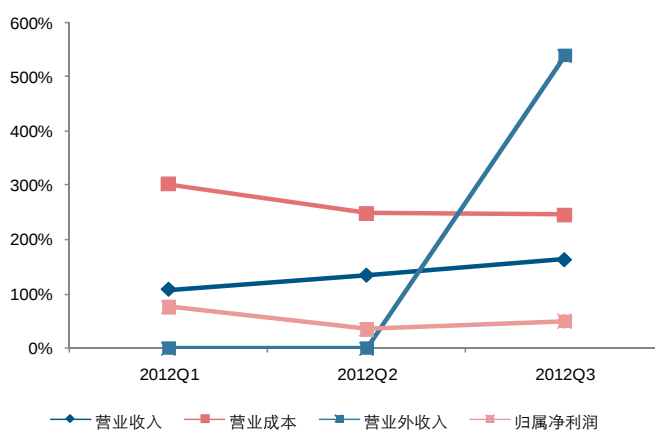
图 1：营业收入同比增幅有所放缓



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三季度的 CDN 和带宽等成本上升较快、财务费用支出大幅攀升，导致营业利润同比下滑 16%，当季新增的 1622 万营业外收入弥补了当季业绩，使得归属上市公司股东净利润同比增长 50%，相对第二季度 35%的增速有所回升。

图 2：营业收入同比增幅有所放缓，营业外收入弥补业绩



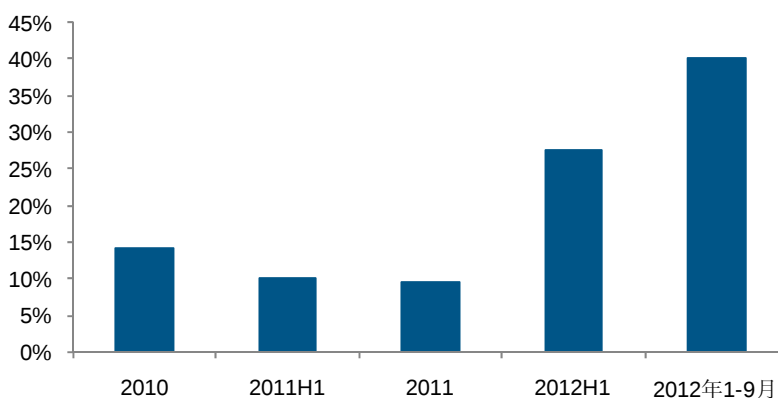
资料来源：公司公告，长江证券研究部

流量快速上升带动广告收入爆发，转型之路顺利

公司目前影视剧版权库拥有 90000 集电视剧、5000 部电影的网络版权，亦有“乐视自制”和乐视影业丰富的内容支持，由于对热门影视剧采取了独播和有限分销的策略，网站流量大增，根据艾瑞咨询发布的数据，乐视网 7、8 月份月度总有效浏览时间位于整个视频行业的三甲，上半年互联网用户规模排名中，乐视网位列互联网行业第 19 位，较去年末同期增长 117.7%，排名上升 16 位。

截止报告期末，公司网站日均 UV 超过 1600 万，日均 VV 约 6500 万，日均约 PV8000 万，流量的快速提升带动了广告业务的发展，报告期内共实现广告发布业务收入 2.6 亿元，同比增长 280%，首次在主营业务中占比超过 40%，单季度广告收入超过亿元，知名品牌广告主超过 150 家。由于过去两年影视剧版权的泡沫，影视剧制作成本上涨较快，在今年影视剧版权价格回归理性的情况下，版权分销的利润难以持续，广告业务收入的爆发有效弥补了版权分销业务未来的成长性难题，业务转型较为顺利。

图 3：广告收入占比提升，主营业务转型较为顺利

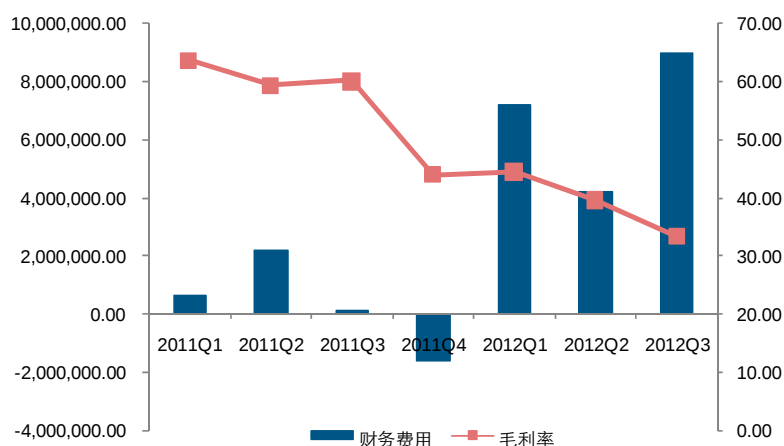


资料来源：公司公告，长江证券研究部

业务转型带来毛利率下滑，财务压力较大

随着广告业务收入的占比逐步提高，大量的用户浏览带来的 CDN、带宽费用以及网络视频平台的营销和推广投入均大幅增加，前三季度营业成本同比增长 262.5%，远高于营业收入增速，毛利率逐季下滑至 33%。为拓展业务，公司今年发行 2 期合计 4 亿的债券，短期借款新增 2.4 亿，财务费用同比大幅增长 587%。

图 4：财务费用快速上升，广告收入占比提升导致毛利率逐季下降



资料来源：公司公告，长江证券研究部

“内容+平台+终端+应用”模式，互联网电视业绩弹性较大

9 月乐视宣布进军互联网电视行业，宣告将通过控股子公司乐视致新电子科技有限公司开展乐视 TV 相关的产品研发、设计、运营及销售等互联网电视业务，正式进军智能电视领域，继 pc、pad、手机屏后形成对“第四块屏”电视的覆盖，从而彻底完善“平台+内容+终端+应用”全产业链的业务体系。互联网电视拥有“硬件收入+内容收入+应用分成+终端广告”四重收入来源，有望成为新的业绩支撑。

乐视网的影视剧版权库拥有 90000 集电视剧、5000 部电影的网络版权，亦有“乐视自制”和乐视影业丰富的内容支持，为公司视频业务在 PC、pad、手机端已处于行业前列奠定了核心基础，而伴随着公司在电视屏幕的业务拓展，相关资源将再一次发挥出优势，为公司的收入贡献新的来源。

表 1：既有的 PC 等终端的盈利模式，视频资源优势将在电视端为公司的盈利做出新贡献

业务	客户群	盈利模式
高清视频服务	付费用户	收取包月服务费
超清视频服务	付费用户	收取服务费、硬件费用
视频版权分销	合作方	收取版权许可使用费
视频平台广告发布	广告主	收取广告发布费

资料来源：公司公告，长江证券研究部

投资建议

公司具备内容资源优势，建立其上的视频业务和广告业务具备不断扩张的潜力；商业模式逐渐成熟，互联网电视业务的拓展令未来发展拥有巨大空间，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 38 倍、27 倍、19 倍，维持“推荐”评级。

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	65.10	37.83	27.28	18.92
其他	-55	0	0	0	PEG	1.28	0.74	0.54	0.37
筹资活动现金流净额	307	704	508	401	PB	4.25	3.50	2.82	2.20
现金净流量	-410	-2	58	80	EV/EBITDA	26.95	20.69	15.05	11.28
					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。