



C1 销售情况良好 期待超级电视

增持 维持

报告摘要:

- **业绩符合预期。**公司发布 2012 年年报,报告期内实现营业收入 11.67 亿元,同比增长 95%;营业利润 1.97 亿元,同比增长 22%;归属母公司净利润 1.94 亿元,同比增长 48%,实现每股收益 0.46 元。2013 年一季度预计实现归母净利润 6962-7474 万元,同增 36%-46%。
- **业务扩张下,提升品牌&完善客户体验,成本大幅增加。**报告期内,公司销售毛利率为 41.38%,较 2011 年同期下降 12.66 个百分点,主要原因系随着公司业务扩张,CDN 及宽带费用(占比 22.69%)、版权等摊提费用(占比 60.29%)、视频平台广告发布成本(占比 3.42%)的投入增加,营业成本达到 6.84 亿元,同比增长 148.74%。版权&硬件设备投入,对公司品牌价值提升&用户体验增强效果显著。另外,报告期内公司在播放机投入的成本为 2382 万元。
- **网站部分:“大剧独播,有限分销”策略下,平台流量增长驱动广告收入大幅增长。**报告期内,公司广告业务实现收入 4.19 亿元,同比增长 267.6%;其收入占比达到 35.92%(第四季度广告收入占比超 40%)。这完全符合我们对公司在优质版权资源&流量驱动下由分销收入支撑向广告收入支撑增长的良性模式转化的判断。截至 12 月底,乐视网日均 PV 约 8000 万,最高峰值超过 1.1 亿,较 2011 年底提升约 50%。
- **终端部分: C1 销售情况火爆,“乐视 TV 超级电视”一体机可能颠覆行业,彰显公司对于“平台+内容+终端+应用”布局的坚定性。**2013 年 1 月 21 日,性价比高产品 C1 开放购买,5 万台 7 小时卖完。2012 年 9 月 19 日公司正式宣布进军电视机市场,计划推出“千万人研发、千万人使用”的乐视 TV 超级电视;2013 年 3 月 5 日,宣布与富士康合作制造超级电视,预计将于 2013 年 3 季度推出。
- **盈利预测、估值及投资评级:** 2013/2014/2015 年 EPS 预测为 0.68/0.91/1.15 元,当前价格为 27.66 元,对应 2013-2015 年 PE 分别为 40/30/24 倍,维持“增持”评级。

经营预测与估值	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	598.56	1167.31	1749.97	2403.30	3112.32
同比增长率	151.22%	95.02%	49.92%	37.33%	29.50%
归属母公司净利润(百万元)	131.12	194.09	285.73	381.53	482.20
同比增长率	87.05%	48.02%	47.22%	33.53%	26.39%
每股收益(元)	0.31	0.46	0.68	0.91	1.15
P/E(倍)	88.18	59.57	40.46	30.30	23.98

资料来源:公司公告,宏源证券预测

传媒行业研究组

分析师:

张泽京(S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

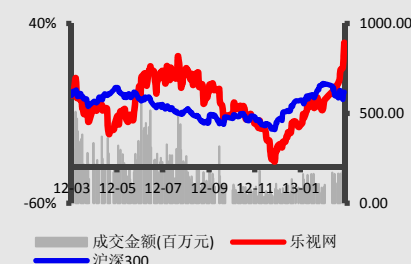
研究助理:

郭幼竹

电话: 010-88085096

Email: guoyouzh@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本(亿)	4.18
流通股本(亿)	1.62
股价(元)	27.66
第一大股东	贾跃亭
第一大股东持股比例	46.81%

数据来源:公司公告,深交所

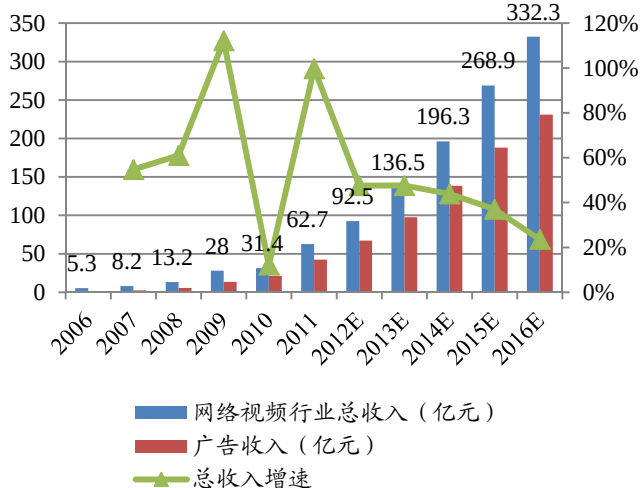
相关研究

三季报投资者交流会纪要	2012.10.28
版权资源&流量驱动盈利模式转化	2012.10.21
品牌提升下广告收入大幅增长	2012.08.22
“平台+内容+终端+应用”模式初形成	2012.03.15
技术驱动下打造最大视频服务平台	2012.02.07

网站部分：受益于网络视频行业的高增长

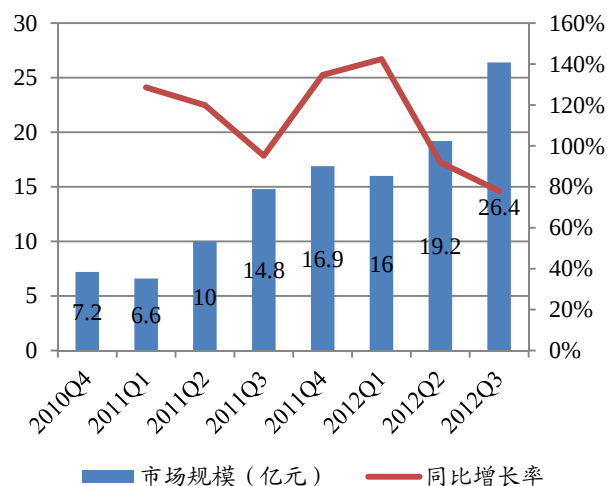
预计 2013 年视频网络行业维持近 50% 高增速。根据艾瑞咨询的最新预测，2012 年，整个网络视频行业总收入达到 92.5 亿元，同比增长 47.5%；2013 年网络视频行业总收入将达到 136.5 亿元，增速高达 47.6%。受益于行业的高增长，乐视网的各项业务均实现快速增长。

图 1：2006-2014 年网络视频行业收入变化



资料来源：艾瑞咨询，宏源证券

图 2：2011Q1-2012Q3 网络视频广告规模

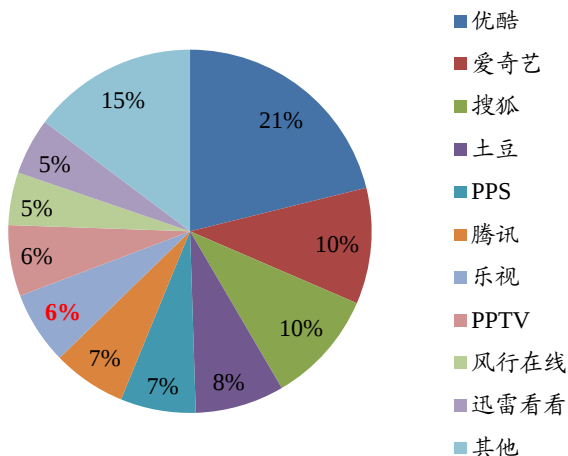


资料来源：艾瑞咨询，宏源证券

乐视网市场份额稳步提升。2011 年 4 季度，乐视网收入占整个网络视频行业收入的 5.8%；2012 年 3 季度，乐视网收入占比稳步至 6.5%。

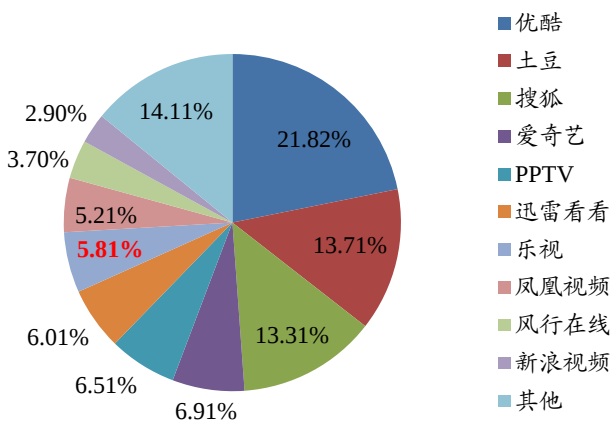
网络视频市场竞争格局变化：优酷与土豆合并后，优酷的市场份额并无大幅提升的同时，土豆的市场份额迅速萎缩（由 13.71% 下降至 8%）。而爱奇艺取而代之成为排名第二的视频网站；PPS、腾讯视频的市场份额也有所提升。

图 3：2012Q3 中国网络视频市场收入份额



资料来源：易观，宏源证券

图 4：2011Q4 中国网络视频市场收入份额



资料来源：易观，宏源证券

1. 广告业务：独家热播剧提升流量&公司品牌导致同比大幅上升 267.6%

2012 年，公司实现广告发布收入 4.19 亿元，同比增长 267.6%。增长原因如下：

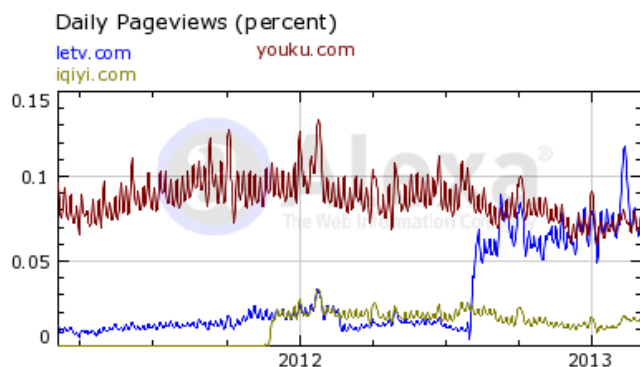
- **独家热播剧带动下，日均流量大幅增长。**在 2012 年省级卫视黄金档 20 大热播剧中，有《飞虎神鹰传》、《密使》2 部剧的独家网络版权被乐视网购得；拥有前 20 大网络版权数量也属于视频网站中最多之一。在独家热播剧的带动下，网站日均 PV 值大幅提升，从 2012 年初到 PV 值最高点增幅达 48.5%（最高峰值超过 1.1 亿）。截至报告期末，公司拥有日独立访问用户约 1700 万人，日均 VV 约 7000 万浏览量，日均 PV 约 8000 万。

表 1：2012 省级卫视晚间黄金档电视剧排行榜

	优酷	腾讯	乐视	爱奇艺	搜狐	土豆	迅雷看看
麻辣女兵	✓	✓	✓			✓	
樱桃				✓		✓	✓
非常有喜（我家有喜）	✓					✓	
加油妈妈（幸福妈妈）		✓	✓				✓
隋唐英雄		✓	✓	✓			✓
飞虎神鹰			✓		✓		
天涯明月刀	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
飞虎神鹰前传			独播				
守望的天空			✓				✓
胜女的代价	✓	✓		✓		✓	✓
女人的抉择（女人的颜色）	✓	✓	✓	✓		✓	✓
夫妻那些事	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
密使			独播				
战旗		✓	✓	✓	✓		✓
铁血使命	✓			✓	✓	✓	✓
如意				✓	✓	✓	✓
总计	7	8	11	9	6	9	11

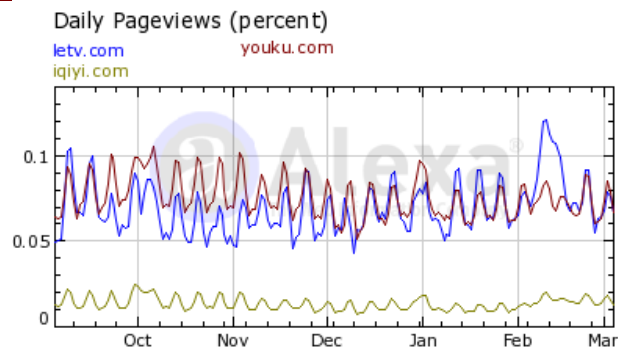
资料来源：CTR，宏源证券

图 5：2010-2012 年乐视网日均 PV 变化趋势

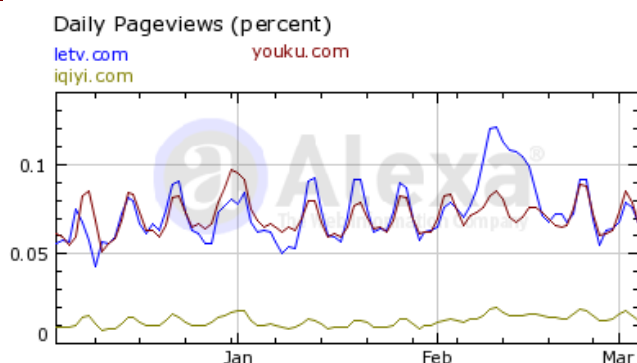


资料来源：Alexa，宏源证券

图 6：近 6 个月内乐视网日均 PV 变化趋势



资料来源：Alexa，宏源证券

图 7：近 3 个月内乐视网日均 PV 变化趋势


资料来源：Alexa，宏源证券

图 8：乐视网 PV 提升


资料来源：Alexa，宏源证券

- **加大业务拓展力度，品牌客户数量持续增加。**报告期内，公司新增的主要的品牌客户有：华润怡宝、好丽友、汇源、步步高、海信电器、一汽奥迪、北京现代、中国联通、华硕、立邦漆、周生生、宝洁、联合利华、蒙牛、肯德基、361 度、金牌厨柜、京润珍珠、每克拉美、纳爱斯、飞利浦、欧莱雅、昆仑润滑油、广州立白等。

2. 网络版权分销业务：“大剧独播，有限分销”的战略下有效控制增速，由优质版权资源驱动下分销收入支撑向广告收入支撑过渡的良性转换

2012 年，公司网络视频版权分销收入实现 5.55 亿元，同比增长 55.93%。我们可以看到在“大剧独播，有限分销”的战略下，版权分销业务增速较 2011 年已有所放缓，而公司的广告收入增速高达 235.87%。可以看到，公司正在由优质版权资源驱动下分销收入支撑向广告收入支撑过渡的良性转换。

终端部分：OTT 盒子乐视 TV 正式商用，5 万台 7 小时售完

乐视 OTT TV 正式商用，C1 销售情况良好。2012 年 7 月 24 日，OTT 盒子乐视 TV3D 云视频智能机 T1 正式上市，售价为 2980 元、1980 元两款。2013 年 1 月 21 日，性价比高产品 C1 开放购买，5 万台 7 小时卖完。

2013 年 3 月 5 日，“乐视颠覆日”宣布与富士康合作制造超级电视，预计将于 2013 年 3 季度推出。

表 2: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	238.26	598.56	1167.31	1749.97	2403.30	3112.32
增长率(%)		151.22%	95.02%	49.92%	37.33%	29.50%
归属母公司股东净利润	70.10	131.12	194.09	285.73	381.53	482.20
增长率(%)		87.05%	48.02%	47.22%	33.53%	26.39%
每股收益(EPS)	0.17	0.31	0.46	0.68	0.91	1.15
每股股利(DPS)	-	-	-	0.137	0.183	0.231
每股经营现金流	0.16	0.35	0.25	-0.39	0.48	0.91
销售毛利率	66.33%	54.04%	41.38%	42.50%	43.00%	43.00%
销售净利率	29.42%	21.91%	16.63%	16.33%	15.88%	15.49%
净资产收益率(ROE)	7.47%	12.40%	15.24%	18.64%	20.32%	20.85%
投入资本回报率(ROIC)	5.84%	8.50%	11.16%	11.59%	13.23%	14.51%
市盈率(P/E)	164.94	88.18	59.57	40.46	30.30	23.98
市净率(P/B)	12.32	10.94	9.08	7.54	6.16	5.00
股息率(分红/股价)	-	-	-	0.49%	0.66%	0.83%

资料来源: 宏源证券

表 3: 利润表预测

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	238.26	598.56	1167.31	1749.97	2403.30	3112.32
减: 营业成本	80.21	275.09	684.25	1006.24	1369.88	1774.02
营业税金及附加	10.16	29.95	45.13	70.00	96.13	124.49
销售费用	57.92	96.32	133.59	210.00	288.40	373.48
管理费用	11.60	30.51	57.78	105.00	168.23	248.99
财务费用	3.71	1.39	42.24	40.58	54.10	50.41
资产减值损失	1.72	3.94	6.90	8.00	9.00	10.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0	0
营业利润	72.93	161.36	197.41	310.16	417.56	530.93
加: 其他非经营损益	1.91	2.88	30.60	40.00	50.00	60.00
利润总额	74.84	164.24	228.01	350.16	467.56	590.93
减: 所得税	4.74	33.37	38.05	70.03	93.51	118.19
净利润	70.10	130.88	189.97	280.13	374.05	472.74
减: 少数股东损益	0.00	-0.24	-4.23	-5.60	-7.48	-9.45
归属母公司股东净利润	70.10	131.12	194.09	285.73	381.53	482.20

资料来源: 宏源证券

表 4: 资产负债表预测

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	543.35	133.40	193.52	349.99	480.66	622.46
应收和预付款项	126.66	485.05	631.85	1242.48	1706.35	2209.75
存货	3.65	5.29	26.66	17.50	124.03	131.12
其他流动资产	0.00	40.00	39.38	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	140.60	165.60	178.69	222.77	262.86	298.95
无形资产和开发支出	214.36	886.05	1751.12	1634.37	1517.63	1400.89
其他非流动资产	3.00	39.01	59.94	61.94	63.94	65.94
资产总计	1031.62	1774.39	2901.15	3549.07	4175.48	4749.12
短期借款	70.00	340.00	508.90	961.11	1046.32	968.12
应付和预收款项	22.00	307.14	442.30	540.80	737.11	954.43
长期借款	0.00	65.00	33.70	33.70	33.70	33.70
其他负债	0.96	5.14	642.82	480.46	480.46	480.46
负债合计	92.96	717.28	1627.72	2016.08	2297.59	2436.71
股本	100.00	220.00	418.00	418.00	418.00	418.00
资本公积	724.38	625.85	438.16	438.16	438.16	438.16
留存收益	114.28	210.40	388.54	653.60	1005.97	1449.95
归属母公司股东权益	938.66	1056.25	1244.69	1509.76	1862.13	2306.11
少数股东权益	0.00	0.86	28.84	23.23	15.75	6.30
股东权益合计	938.66	1057.11	1273.53	1532.99	1877.88	2312.41
负债和股东权益合计	1031.62	1774.39	2901.15	3549.07	4175.48	4749.12

资料来源: 宏源证券

表 5: 现金流量表预测

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	65.49	146.90	106.20	-164.59	199.71	380.63
投资性现金净流量	-263.48	-864.17	-763.81	-62.00	-62.00	-62.00
筹资性现金净流量	707.79	307.31	717.82	230.85	57.75	-98.63
现金流量净额	509.79	-409.95	60.12	4.26	195.46	220.00

资料来源: 宏源证券

作者简介:

张泽京: 宏源证券研究所传媒行业研究员；五年证券行业从业经验，曾任职于博时基金、华泰联合证券研究所，2010 年加盟宏源证券研究所。

郭幼竹: 宏源证券研究所传媒行业研究员，南开大学硕士，2011 年加盟宏源证券研究所。

覆盖公司: 朗玛信息、中南传媒、华谊兄弟、百视通、乐视网、华录百纳、华策影视、新文化、掌趣科技、人民网、吉视传媒。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。