

# 创者先行，乐成其“视”

## —乐视网（300104）2012 年年报点评报告

联系人：TMT 行业研究组

日期：2013 年 3 月 11 日

[www.lxzq.com.cn](http://www.lxzq.com.cn)

### 事件：

公司发布 2012 年年度报告，全年录得营业收入 11.67 亿元，同比增长 95.0%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.94 亿元，同比上升 48.1%；实现每股收益 0.46 元。

公司同期发布 2013 年一季度业绩预告，预计净利润同比增长 36%-46%。

### 点评：

**1、亮点：广告收入驱动业绩高速增长，行业地位稳固催生“新尝试”。**2012 年，中国在线视频行业市场规模达到 92.5 亿元，同比增长 47.6%；公司收入增长远超行业均值，再次体现了良好的高成长性。而拉动其营收增长的主要驱动力是广告业务（YoY，267.5%）和版权分销业务（YoY，55.9%）。我们判断，随着公司广告主推广渠道向三四线城市下沉以及 13 年视频网站贴片广告价格整体上浮（预计 30% 以上），该项业务仍将呈现高速增长的态势。而版权分销业务受制于影视剧版权价格回归理性以及众多采购同盟的形成，料将步入常态化增长。

从行业竞争地位的角度看，公司网站的流量、覆盖人数等各项关键指标继续稳健提升，目前已经稳居行业第一阵营。根据 Alexa 的数据，公司流量排名在中文网站中名列第 25 位，已超过主要竞争对手爱奇艺（第 37 位），略逊于优酷（第 13 位）。行业地位的持续稳固，有利于公司投入更多精力在全产业链中进行探索，在智能互联网机顶盒 C1 获得热销后，我们判断公司将在 TV 端乘势而上，相关业务有望成为新的营收增长点。

**2、期待：机顶盒热销暗示市场拐点将至，富士康助力智能电视更“靠谱”。**公司最新产品智能互联网机顶盒 C1 市场反应良好，首批 5 万台仅用 7 小时便宣告售罄。这进一步验证了我们在三季报点评中的观点：**相对于一步到位的向市场推出“智能电视”产品，以“智能机顶盒”为过渡的市场切入策略将获得更佳的效果。**而受益于 OTT 概念的渗透，以及包括小米在内的众多互联网探索者对市场的培育，我们维持原先的判断，2013 年起智能机顶盒业务将开始贡献收入，并有望成长为下一个明星业务。而国际一线代工厂商富士康成为乐视 TV 的各终端产品代工商彻底打消了消费者原本对其硬件工艺水准的顾虑，强强联手不仅放大了品牌效应对市场的号召力，还打通了从内容到硬件到广大网络观众的产业链，新的营销模式呼之欲出。

**3、担忧：资产负债率继续攀升，广拉战线考验现金流。**报告期内，公司资产负债率升至 56.1%，较三季报再次攀升 1.1 个百分点。由于在内容版权和 TV 端产品研发方面的投入较大以及回款不利（应收账款同比增长 109%）使得公司现金流持续承压；我们认为，当前不足两亿的现金储备（尚未扣除年度分红）将难以支撑其在全产业链上的经营，乐视在中短期内仍有再融

内  
部  
资  
料



联讯证券

资需求。同时，由于去年发行的4亿元公司债券利率偏高，将显著拉高2013-2015年的财务费用至4000万/年。

**4、创者先行，维持“增持”评级。**基于一季度业绩预告，我们调整原有盈利预测，我们预计其2013和2014年每股收益分别为0.71、1.01元，对应市盈率分别为：37倍和26倍，净利润复合增长率超过47%。经过较长时间的跟踪，我们十分欣赏乐视所呈现出的“创业精神”，从在行业萌芽期时大量储备影视版权的远见到提出“全产业链运营、打造完整的生态系统”的魄力，从引入“创新工场”的战略投资，到与富士康结盟的美梦成真，从业绩表现的持续强劲，到广授期权的有效激励，我们看到的不再是一家墨守成规的上市企业，而是勇于探索的行业领跑者，这或许才应该是真正属于创业板的基因。

公司是我们长期看好的创业板标的，但考虑到近期涨幅过大，本次维持“增持”评级，对应6个月目标价28.4元，对应13年市盈率40倍。后续可能根据智能电视产品的推广情况更新盈利预测。

**5、风险提示：**政策收紧对网络视频监管、现金流断裂风险、经济下滑导致广告商投入萎缩、TV端业务进展逊于预期

图表1 主营业务收入预测明细

百万元（人民币）	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	599	1,167	1,680	2,277
YoY(%)	151.22%	94.95%	43.94%	35.58%
网络视频版权分销	356	555	666	786
YoY(%)	571.72%	55.90%	20.00%	18.00%
网络高清视频服务	121	152	187	224
YoY(%)	16.39%	25.62%	23.00%	20.00%
视频平台广告发布	114	419	733	1027
YoY(%)	69.90%	267.54%	75.00%	40.00%
网络超清播放服务	7	38	84	201
YoY(%)	685.57%	465.48%	120.00%	140.00%
其它(包括智能电视)	1	3	10	40

资料来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

图表2 盈利预测表

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>一、营业收入</b>	599	1,167	1,680	2,277
增长率(%)	151.22%	94.95%	43.94%	35.58%
减：营业成本	275	684	966	1321
毛利率(%)	54.04%	41.39%	42.50%	42.00%
营业税金及附加	30	45	59	80
减：销售费用	96	134	181	228
占收入百分比(%)	16.09%	11.48%	10.80%	10.00%
管理费用	31	58	94	116

占收入百分比(%)	5.10%	4.97%	5.60%	5.10%
财务费用	1	42	40	40
资产减值损失	4	7	9	11
加：投资收益	-	-	-	-
<b>二、营业利润</b>	161	197	331	482
营业利润率(%)	26.96%	18.73%	20.69%	22.75%
营业外收入	3	31	22	22
营业外支出	0	0	0	0
<b>三、利润总额</b>	164	228	353	504
减：所得税	33	38	59	84
<b>四、净利润</b>	131	190	294	420
归属净利润	131	194	295	420
净利润率(%)	21.90%	16.64%	17.57%	18.45%
少数股东损益	0	-4	-1	0
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.46</b>	<b>0.71</b>	<b>1.01</b>

数据来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

## 信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

### 投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

#### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

#### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。