

业务结构优化，广告是最大亮点

乐视网 (300104) 2012 年年报点评

推荐 (维持)

风险评级：较高风险

2013 年 3 月 8 日

投资要点：

- ◇ 事件
- ◇ 公司发布12年年报，报告期内实现营业收入、营业利润、利润总额、归属于母公司净利润11.67亿元、1.97亿元、2.08亿元、1.94亿元，同比分别增长95.02%、22.34%、38.83%、48.10%。基本每股收益为0.46元，基本符合预期。
- ◇ Q4实现营业收入、营业利润、利润总额、归属于母公司净利润3.39亿元、0.64亿元、0.71亿元、0.60亿元，同比分别增长39.52%、22.37%、36.01%、37.46%。
- ◇ 公司发布13年Q1业绩预告，报告期规模净利润为0.70-0.75亿，同比增长36%-46%。
- ◇ 点评
- ◇ 1、业务重心调整顺利，营收结构优化，版权分销占比下降，广告业务占比大幅提升。
- ◇ (1) 版权分销仍是主要业绩来源，贡献了47.58%的营收，但占比明显下降。报告期内，公司版权分销实现收入5.55亿，同比增长56%，占总营收比重达到47.58%，是收入第一大来源。今年，公司调整了版权分销策略，从大规模分销向有限分销和大剧独播转变，因此占总营收比重同比去年下降了11.92个百分点。
- ◇ (2) 流量增长提升平台价值，广告业务大幅增长，成为业绩增长的主要推动因素。报告期内，公司广告发布实现收入4.19亿，同比增长268%，远超行业增速。广告收入占总营收比重从2011年的19.12%大幅攀升至35.92%，一跃超过高清视频服务成为第二大收入来源。
- ◇ 2012年公司将广告业务作为发展重点，通过加大免费服务、大剧独播、有限分销等策略，推动了网站流量的大幅提升。截止2012年12月31日，公司网站的日均UV（独立访问用户）约1,700万，峰值接近3,000万；日均PV（流量）约8,000万，最高峰值超过1.1亿；日均VV约7,000万，峰值约1.1亿。公司已经稳居行业第一阵营。流量的持续增长提升了平台媒体价值，2012年度公司品牌广告客户近300家。

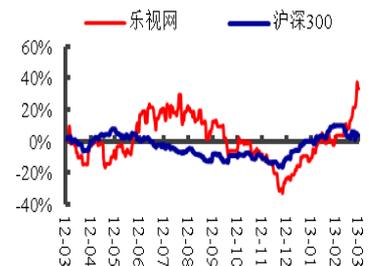
徐舜

SAC 执业证书编号：
S0340512070002
电话：0769-22115935
邮箱：xs@dgzq.com.cn

主要数据 2013 年 3 月 7 日

收盘价(元)	27.66
总市值(亿元)	115.62
总股本(百万股)	418.00
流通股本(百万股)	162.39
ROE(TTM)	15.60%
12月最高价(元)	29.10
12月最低价(元)	13.91

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

（3）收费服务：超清服务大幅增长，高清付费业务温和增长。受益于针对 TV 端用户的乐视 TV3D 云视频超清机的正式商用，超清服务报告期内实现收入 0.38 亿，同比增长 469%。高清付费业务温和增长，实现收入 1.52 亿，同比增长 25%。这说明虽然网络视频用户规模高速增长，但大部分用户仍然习惯享受免费服务，付费来获得高清视频服务的习惯尚须培养。

2、带宽成本、版权成本、财务费用三座大山导致利润增速远低于营收增速

（1）带宽、摊销大幅上涨导致毛利率下降 12.66 个百分点。

公司毛利率呈下降趋势，报告期为 41.38%，同比下降了 12.66 个百分点。毛利率的下滑主要是因为两大成本项目带宽和版权摊销激增：带宽成本同比增长 204%（占总营收比重 13.30%），版权摊销同比增长 154%（占总营收比重 35.34%），均远远超过营业收入 95.02% 的增速。为了改善用户体验和应对流量的提升，公司势必要持续加大在带宽和版权方面的投入，因此毛利率的下降是意料中的。

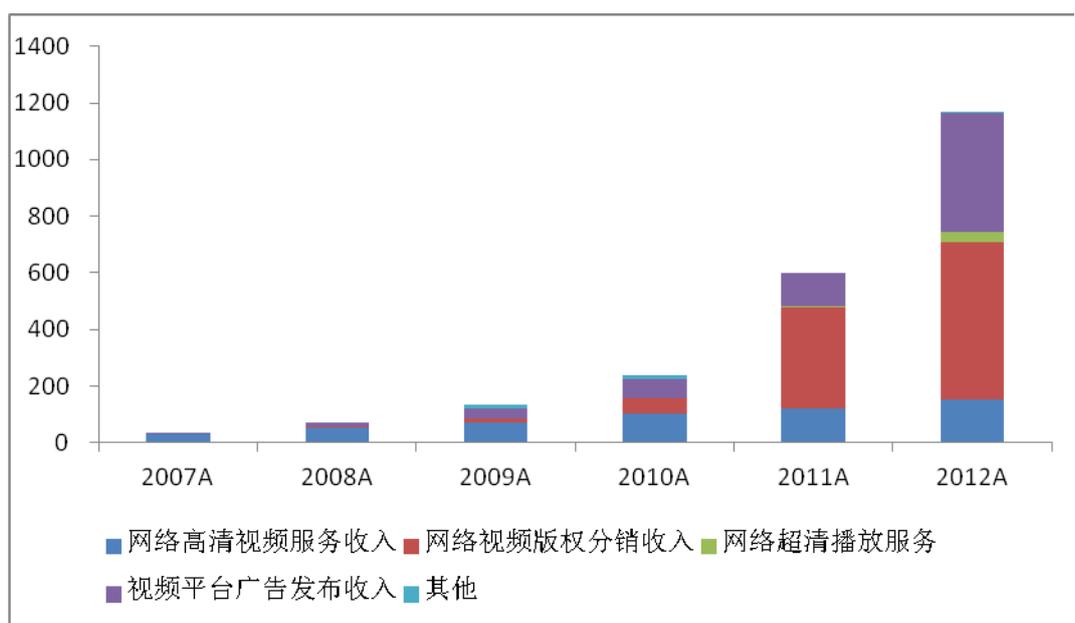
（2）利息支出大增导致财务费用高企。

销售费用率从 16.09% 下降至 11.44%，管理费用率从 5.10% 略微下降至 4.95%，财务费用率从 0.23% 升至 3.62%。财务费用的大幅增加主要是因为应付债券和短期借款利息增加。随着公司规模快速扩张，需要购置大量的服务器、交换机等设备和影视剧版权，近几年来公司通过银行借款、发行公司债等方式筹集了大量资金，导致公司有息负债余额呈现上升趋势，2010 年、2011 年和 2012 年公司有息负债余额分别为 0.7 亿元、4.05 亿元和 9.38 亿元。有息负债增加了公司财务成本，报告期利息支出 0.58 亿元，同比增加 357%。

3、Q4 盈利能力改善。

Q4 营业收入增长率低于前 3 季度，但盈利能力明显改善，ROE、毛利率相比有相当程度的改善，但费用率依然处于上升趋势。

图 1：乐视网营业收入构成变动



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

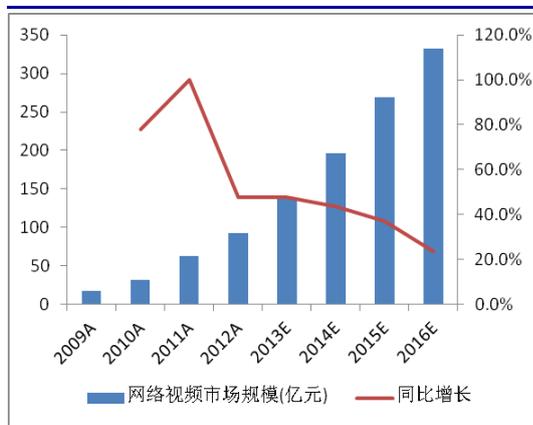
后续展望

1、在线视频广告市场规模未来几年年复合增长率有望达到 36%，随着乐视网流量的稳步提升，公司的广告业务将推动营收持续高速增长。

2010 年、2011 年，网络视频业爆发，市场规模翻倍增长。据艾瑞咨询统计，用覆盖用户数和用户花费时长衡量，在线视频在 2012 年已成为互联网第一大应用。随着覆盖用户渗透率超过 70%，网络视频业步入稳定的快速增长阶段。2012 年行业整体市场规模达到 92.5 亿元，同比 2011 年增长 47.6%。12Q4 市场规模为 27.1 亿元，同比增长 46%，环比增长 7.3%。未来几年，网络视频业仍将保持快速的增长。据艾瑞咨询预测，到 2016 年，行业市场规模有望达到 332 亿，年复合增长率接近 38%。

广告是行业快速增长的主要推动因素，2012 年广告主数量和广告单价相比 2011 年都出现了大幅提高，市场规模为 67.16 亿元，占比为 72.6%，比 2011 年的占比提升了 4.8 个百分点。2016 年，网络视频广告市场规模有望达到 231 亿元，年复合增长率约 36%。

图 2：网络视频行业市场规模增长趋势



资料来源：东莞证券研究所，艾瑞咨询

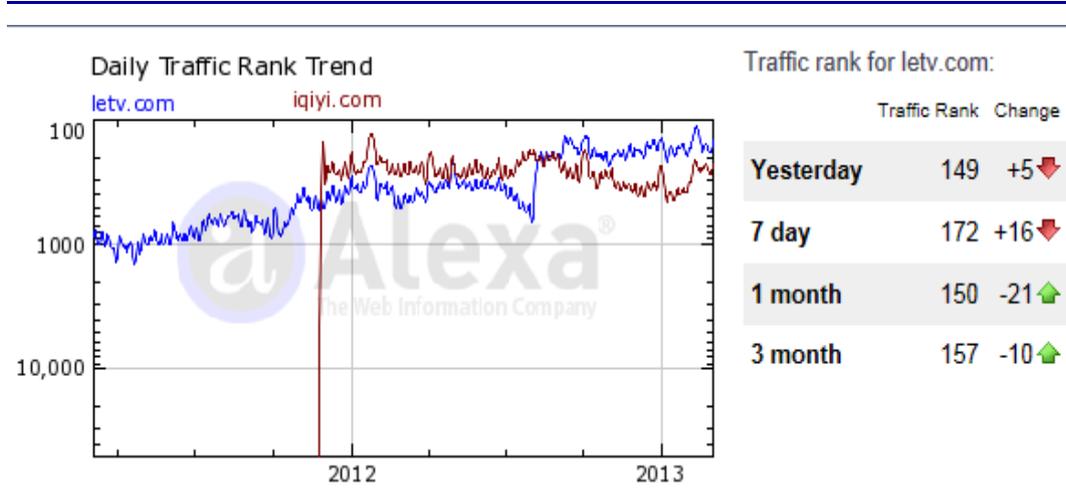
图 3：网络视频广告市场规模增长趋势



资料来源：东莞证券研究所，艾瑞咨询

在优质内容的拉动下，乐视网流量持续稳步提升，截止 2013 年 3 月 6 日，据 ALEX 统计 www.letv.com 在全球流量排名为 157，在中国排名为 25，已全面超越同类的长视频网站爱奇艺。

图 1：乐视网流量趋势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2、今明两年的主要看点在 TV 端

TV 端视频服务的互联网化是大势所趋，公司积极布局，抢占先机。2012 年年初乐视机顶盒正式商用；9 月发布“超级电视”战略；2013 年 1 月采取硬件免费+服务收费的模式推广最新版机顶盒 C1，首批 5 万台仅用 7 小时便全部售罄。2013 年 3 月 5 日宣布与富士康达成战略合作洗衣，乐视 TV 超级电视与机顶盒产品将由富士康生产，并于今年第三季度前正式推出，这一合作具有排他性，今后富士康将不再为其他互联网公司进行相关终端合作。双方还将成立合资公司。公司通过终端切入互联网电视这一发展潜力巨大的市场，标志着公司“平台+内容+终端+应用”的全产业链运营初具雏形。

维持“推荐”评级。预计公司 13/14 年每股收益 0.70/1.01，年复合增长率 48%，对应 13/14 年 PE 为 40/27 倍，估值水平处于行业中高端。我们认为，公司所在行业正处于高速增长期，公司凭借超前的战略眼光，打造了出色的商业模式，具备领先优势，基于公司的高成长性，维持“推荐”评级。

风险提示：版权费用、带宽成本上涨过快；TV 端机顶盒、智能电视机销售低于预期；版权保护环境不佳。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119430