

视频广告持续高增长，期待盒子销售放量

乐视网 (300104.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

乐视网发布 2013 年一季报，实现营业收入 3.4 亿元，同比增 23.96%；净利润 7112 万元，同比增 38.93%；实现每股收益 0.17 元，同比增 41.67%，扣非后的每股收益 0.17 元，同比增长 50.7%。

1 季度营收增速略低于市场预期，净利润增速基本符合市场预期。

利润分配方案：每 10 股转增 9 股派 0.5 元。

2. 我们的分析与判断

(一)、视频广告营收占比 45%，保持高速有机增长

公司广告发布业务实现收入 1.48 亿，继续保持高速增长，增幅同比超过 142%，超过行业平均增幅，且在公司各主营业务中占比约 45%，首次超过其他业务，位居公司各主营业务贡献比重的第一位。

(二)、带宽成本下降，内容成本增速放缓，议价能力增强

公司 CDN 及带宽费用同比下降 33.73%，总成本占比从去年同期 22.82% 下降到本期 12.4%；摊提费用同比增长 26.44%，大幅低于去年全年 153.91% 的水平，总成本占比保持 56%-58% 水平。2 项主要成本的下降，或显示公司在面对运营商与其他内容提供商的议价能力的增强。

(三)、锁定热门影视剧，发力自制剧，增强“造血”能力

公司优质网络版权市场占有率不断提升，已经预先锁定的 2013 年和 2014 年热播影视剧如《新编辑部的故事》、《火线三兄弟》、《新天龙八部》、《千金归来》、《非诚勿扰之新恋爱时代》等。同时，公司进一步加大了对原创内容的投入，包括自制栏目、自制网络剧和微电影，增强自身“造血”，此前推出的自制内容取得了良好的效果，《女人帮妞儿》、《我怀了你的孩子》、《我叫郝聪明》等。

(四)、期待下半年盒子业务放量

公司先后推出了第 5 代 3D 云视频智能机 C1 和 C1S，2 批 5 万台产品数小时内销售一空。290 元与小米盒子的价格战，唤起市场极大的兴趣。由于前期供应链问题，C1S 供货较为紧张，经过大半个月的快速调适，目前 C1S 供应链以及理顺，后续的网络直销更为顺畅，我们期待盒子销量下半年出现爆发性增长。

3. 估值、投资建议与主要风险

我们预计公司 2013EPS 0.70 元，考虑到机顶盒和超级电视销售前景可能超预期以及规模效应的影响，调高 2014EPS 至 1.10 元，同比分别增长 50% 和 58%，对应 PE 49 倍和 31 倍。股价合理反映 2013 年的估值，我们维持长期“推荐”评级。

主要风险：OTT 业务面临新的政策管制风险；网络视频与 TV 业务面临竞争加剧；

分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

鸣谢:

黄 驰

☎: (8610) 6656 8865

✉: huangchi@chinastock.com.cn

市场数据

时间 2013.04.22

A 股收盘价 (元)	34.51
A 股一年内最高价 (元)	34.56
A 股一年内最低价 (元)	13.91
上证指数	2242.17
市净率	11.59
总股本 (亿股)	4.18
实际流通 A 股 (万股)	1.62
A 股总市值 (亿元)	144
A 股流通市值 (亿元)	55.96

乐视网深度研究报告：版权战略见成效，版权分销和网站流量“双丰收”
(2012.01.08)

乐视网深度研究报告：三屏合一，抢占先机(2010.10.06)

乐视网点评：股权激励再出发，承诺新起点，股价新高度(2013.2.23)乐视网点评：长视频广告问鼎江湖，OTT 战略软硬通吃
(2013.01.31)

乐视网点评：视频广告拉动二次高增长，盒子业务估值市场有折价(2013.2.27)

乐视网点评：乐视“颠覆”的逻辑：摩尔效应的时间差(2013.3.7)

图 1: 公司自制剧《我怀了你的孩子》和《我叫郝聪明》已进入月度热播排行榜前十

排行	片名	主演	导演	类型	上月新增	走
1	一个鬼子都不留	于震 马少骅 赵晋 张少华 刘大为	王滨	剧情	158,652,293	↑
2	甄嬛传	孙俪 陈建斌 蔡少芬 李东学 刘雪华 蒋	郑晓龙	经典	122,175,990	↓
3	贤妻	刘涛 保剑锋 谢祖武 徐立 洪小玲	林添一	生活	106,184,787	↑
4	笑傲江湖	陈乔恩 霍建华 袁姗姗 邓莎 韩栋 杨蓉	胡意涓	武侠	93,793,978	↓
5	X女特工	唐嫣 罗晋 吕一 张晞临 孔维	于敏	动作	81,302,098	↑
6	妯娌的三国时代	曾黎 闫学晶 李崇霄 赵岩松 王丽云 张	黄力加	伦理	58,204,903	↓
7	蝴蝶行动	唐一菲 齐奎 高鑫 丁宁 谢钢 徐成峰 杨	简川訸	军旅	53,657,258	↑
8	我怀了你的孩子	邵兵 郭家铭 陈艾琳 李宇菲 徐洁儿	郭彤	伦理	48,283,547	↓
9	毕有财	林永健 刘蓓 宁静 周冬齐 吕一 杨蕊	杜军	剧情	47,026,474	↑
10	隋唐英雄	蒲巴甲 张卫健 赵文瑄 陈冲 余少群 刘	李翰韬	战争	45,200,453	↓
11	我叫郝聪明	张子萱 迟佳 彭冠英 李威	韩延	剧情	40,958,213	↑
12	我亲爱的小冤家	查克利·彦纳姆 帕德容琶 砂楚 vichita Kritsada		都市	30,825,369	↑
13	大唐女巡按	钟欣桐 陈浩民 王姬 姬晨牧 万妮恩 鄂	尤小刚,陶玲玲	悬疑	25,612,779	↑
14	真爱趁现在	陈庭妮 胡宇威 窦智孔 魏蔓 沈孟生	连春利	偶像	22,795,167	↓
15	野王	秀爱 权相宇 郑允浩 权贤相 金成玲 高	赵南国,赵英光	动作	21,957,446	↑

数据来源: 公司网站

表 1: 三大报表预测

资产负债表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2012A	2013E	2014E
货币资金	233.0	377.8	568.6	营业收入	1167.3	1889.1	2843.2
应收票据	0.0	0.0	0.0	营业成本	684.2	1096.7	1604.2
应收账款	285.1	429.9	646.2	营业税金及附加	45.1	94.5	142.2
预付款项	595.4	954.3	1395.9	销售费用	133.6	207.8	312.7
其他应收款	13.0	21.0	31.6	管理费用	57.8	93.5	140.7
存货	48.5	71.7	104.1	财务费用	42.2	63.4	95.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	6.9	11.2	16.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0
固定资产	202.8	235.1	282.3	投资收益	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	营业利润	197.4	322.0	531.5
无形资产	1259.4	1302.5	1132.3	营业外收支净额	30.6	20.0	10.0
长期待摊费用	6.0	9.0	11.0	税前利润	228.0	342.0	541.5
资产总计	2643.1	3401.3	4172.0	减: 所得税	38.0	51.3	81.2
短期借款	1222.6	1621.2	1855.5	净利润	190.0	290.7	460.2
				归属于母公司的净利			
应付票据	0.0	0.0	0.0	润	194.2	291.2	461.0
应付账款	131.2	210.3	307.7	少数股东损益	-0.3	-0.5	-0.8
预收款项	30.5	49.3	74.2	基本每股收益	0.46	0.70	1.10
应付职工薪酬	1.0	1.0	1.0	稀释每股收益	0.46	0.70	1.10
应交税费	4.2	4.2	4.2	财务指标	2012A	2013E	2014E
其他应付款	0.6	0.6	0.6	成长性			
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	营收增长率	95.0%	61.8%	50.5%
长期借款	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	47.9%	60.8%	62.2%
预计负债	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	48.1%	50.0%	58.3%
负债合计	1390.0	1886.6	2243.2	盈利性			
股东权益合计	1220.9	1482.5	1896.6	销售毛利率	41.4%	41.9%	43.6%
现金流量表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	销售净利率	16.6%	15.4%	16.2%
净利润	190	291	460	ROE	17.1%	21.5%	27.3%
折旧与摊销	339	489	607	ROIC	11.35%	13.66%	18.51%
经营活动现金流	152	406	584	估值倍数			
投资活动现金流	-717	-567	-486	PE	74.3	49.5	31.3
融资活动现金流	645	306	93	P/S	12.4	7.6	5.1
现金净变动	80	145	191	P/B	11.8	9.7	7.6
期初现金余额	153	233	378	股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%
期末现金余额	233	378	569	EV/EBITDA	26.3	17.7	12.6

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

许耀文，CFA，传媒文化行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn