

乐视网（300104）半年报点评

现金不足掣肘增长，客厅战略打开想象

分析师：文国庆

执业证书编号：S0300511010003

Email: wenguoqing@lxzq.com.cn

研究助理：黄继晨

日期：2013年8月19日

www.lxzq.com.cn

事件：

公司披露的2013年中报显示，上半年实现营业收入7.52亿元，同比增长35.98%；净利润1.17亿元，同比增长28.70%。折合每股收益0.15元。

点评：**1、广告和终端收入推升营收，财务费用激增侵蚀利润。**

与我们在一季报点评中的预测相一致，广告业务和终端及网络超清播放服务的高速增长抵消了版权分销业务萎缩所带来的负面影响，带动营收快速增长，Q2单季环比涨幅超过了20%。随着收入规模的扩大，公司销售和管理费用率均有所减小，但后期大量资本化的开发支出（近8700万）或伴随智能TV产品的问世而陆续确认，因而管理费用率下行空间有限。公司净利增速逊于预期，我们归因如下：1）由于公司采取直线法对版权成本进行摊销，导致近期摊提费用大增，拖累毛利率下降超过1%；2）借款增加导致财务费用大增4074万；3）应收账款激增导致坏账计提增加。

2、多屏终端竞争白热化，客厅战略有望衍生新盈利。

根据艾瑞咨询的数据，过去12个月在线视频媒体播放覆盖人数始终维持在4.3-4.5亿/月，其在PC端网民中的渗透率正趋于饱和，未来行业巨头间的竞争将围绕多屏环境下的其它终端展开。百度（爱奇艺）收购PPS剑指移动端用户覆盖的“第二把交椅”，乐视则通过延伸产业链抢占客厅终端入口，多屏入口争夺战从此步入高潮。目前，在移动客户端，优酷土豆、PPS和PPTV以过亿的装机量位列三甲；而据报道截至今年4月乐视网移动客户端总数量约为5000多万。随着用户观看习惯由PC向手机和PAD端迁移，移动端广告价值有望逐步显现。最后我们仍然不能忽略用户观看习惯从PC端向智能电视回流的趋势，智能电视的互动性、高清性以及客厅的家庭属性，都将催化用户的迁移。因而，我们仍然看好乐视网对客厅终端入口的先发布局。预计下半年来自乐视TV的收入有望超过5亿元，未来终端平台型战略更有望衍生出新的收入来源，如：来自Letv store（智能电视应用商店）的付费下载收入。



联讯证券

3、TV 正式发售有望改善现金流窘境，维持“增持”评级。

我们认为，上半年智能电视新品的研发与备货占用了公司较多的现金储备，这也是造成其财务费用大增的辅因之一，而进入7月智能 TV 已正式发售且受到市场追捧，TV 产品的“C2B 供销模式”（用户通过网站先下单付款，公司接单后按需生产并进行配送），有望明显改善公司现金流状况，加快资金归集并提升其周转效率。

我们根据智能 TV 产品当前的销售趋势更新了盈利预测，假设原有业务毛利率水平维持在 41%-44% 的水平，智能 TV 产品的综合毛利率为 8%，我们预计乐视网 2013 和 2014 年每股收益分别为 0.34、0.52 元，对应市盈率分别为：87 倍和 58 倍，净利润复合增长率超过 45%。我们认为公司当前业绩成长略有放缓主要是受到了现金不足的掣肘，而其前瞻性的经营战略正在逐步奏效。考虑到在线视频行业仍处于高景气周期，我们仍然维持对其的“增持”评级。后续自制剧收入、终端硬件收入（TV + 盒子）等仍有望超预期。

4、风险提示：

限售股解禁风险、政策收紧对网络视频监管、现金流断裂风险、TV 端业务进展逊于预期

图表 1 公司盈利预测简表

百万元（人民币）	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	238	599	1167	2032	3061
<i>增速 (%)</i>	-	151.22%	94.95%	74.08%	50.69%
营业成本	80	275	684	1331	2095
<i>毛利率 (%)</i>	66.39%	54.04%	41.39%	34.47%	31.57%
销售费用	58	96	134	189	260
管理费用	12	31	58	93	132
财务费用	4	1	42	92	82
营业利润	73	161	197	300	463
利润总额	75	164	228	318	482
归属于母公司所有者的净利润	70	131	194	273	410
<i>增速 (%)</i>	-	87.14%	48.21%	40.61%	50.36%
基本每股收益(元)	0.17	0.31	0.24	0.34	0.52

资料来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

信息披露

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，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了本人的研究观点。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。

股票投资评级说明

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。投资者应阅读整篇报告，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

本报告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。合法取得本报告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报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告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报告中的内容、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作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、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。