证券研究报告—动态报告

传媒

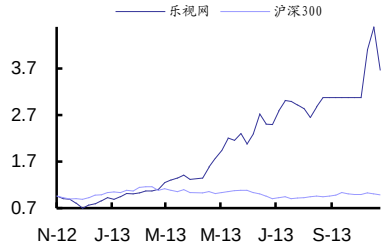
互联网

乐视网（300104） 推荐

2013 年三季报点评 （维持评级）

2013 年 10 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通（百万股）	798/439
总市值/流通（百万元）	30,262/16,641
上证综指/深圳成指	2,133/8,380
12 个月最高/最低元）	52.05/7.31

相关研究报告:

《乐视网-300104-业绩预告点评：业绩强劲增长，成长前景光明》 ——2013-10-15

《乐视网-300104-收购花儿影视和乐视新媒体点评：收购影视公司，乐视生态更加完整》 ——2013-10-09

《乐视网-300104-重大事件快评：大股东和管理层增持传递积极信息》 ——2012-12-04

《乐视网-300104-2012 年三季报点评：品牌价值释放，高增长动力不减》 ——2012-10-22

《乐视网-300104-重大事件快评：进军智能电视，机遇、风险并存》 ——2012-09-20

证券分析师：陈财茂

电话：010-88005322

E-MAIL：chencm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120040

联系人：刘明

电话：010-88005319

E-MAIL：liuming@guosen.com.cn

财报点评

业绩快速增长，看好长线价值

- **业绩高速增长，符合预期**

乐视网前三季度实现营业收入 13.65 亿元，同比增长 64.7%，归属母公司净利润 1.84 亿元，同比增长 37.4%，EPS 为 0.23 元，符合预期。从单季度看，Q3 营业收入 6.13 亿元，同比、环比分别增长 122.4%、49.6%，净利润 0.68 亿元，同比、环比分别增长 55.7%、48.3%，业绩增速较上半年的 28.7%大幅提升。

- **运营费用率降低，财务费用上升，广告业务高速增长**

公司前三季度加强了费用控制，营业税金、销售、管理等费用率分别同比下降 3.9、2.2、0.7 个百分点，但财务费用大幅提高，达 0.82 亿元，同比增长 300%，由于超级电视生产和推广对资金需求较高，公司仍会保持较高负债，预计财务费用仍会较快增长。

公司前三季度广告收入 5.41 亿元，同比增长 106%，主要得益于乐视网的影响力提升，在 ComScore 和艾瑞 9 月份统计中，人均播放时长、月度覆盖人数等指标均排前三名，优质品牌广告主的数量增加，如阿迪达斯、尼康、费雪玩具等。我们认为，公司 2013 年广告收入将继续高速增长，预计收入达到 8 亿元。

- **乐视生态逐渐完整**

乐视致力打造的生态系统包括“平台+内容+终端+应用”，超级电视 S40、X60 和 S50 已经陆续推出，市场反应也非常理想，X60 和 S40 均成为 7 月同尺寸智能电视销量冠军，收购花儿影视后，公司实现对上游内容的布局，乐视生态系统已经逐渐构建完整，平台价值将不断显现。

- **风险提示**

业绩不达预期；超级电视销量不达预期。

- **维持“推荐”评级**

预计公司 2013-15 年 EPS 为 0.35/0.49/0.67 元，对应 PE 为 108/77/57 倍，我们认为，乐视网搭建的互联网电视平台已经初见影响力，随着后续内容、应用不断完善，平台的价值将不断释放，成长的潜力巨大，维持“推荐”评级，维持 50 元目标价，对应 400 亿元市值。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	599	1,167	1,975	2,790	3,731
(+/-%)	*151.2%*	*95.0%*	*69.2%*	*41.3%*	*33.7%*
净利润(百万元)	131	194	280	392	532
(+/-%)	*87.1%*	*48.1%*	*44.3%*	*39.9%*	*35.8%*
摊薄每股收益（元）	0.16	0.24	0.35	0.49	0.67
EBIT Margin	27.7%	23.2%	17.9%	18.3%	18.2%
净资产收益率（ROE）	12.4%	15.6%	18.8%	21.4%	23.1%
市盈率（PE）	230.8	155.8	108.0	77.2	56.8
EV/EBITDA	94.0	118.0	31.5	27.6	24.5
市净率（PB）	28.7	24.3	20.3	16.5	13.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

表 1: 乐视网利润简表（3Q2012-3Q2013）

单位：百万元	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	YOY	QOQ	12Q1-3	13Q1-3	YOY
营业收入	275.8	338.6	341.9	410.0	613.4	122.4%	49.6%	828.7	1365.3	64.7%
营业成本	183.8	179.6	186.9	266.8	457.2	148.8%	71.4%	504.6	910.9	80.5%
营业税金及附加	7.8	5.6	5.0	1.8	4.7	-39.3%	158.7%	39.6	11.5	-70.8%
销售费用	28.6	48.1	30.8	35.0	45.1	57.7%	28.8%	85.5	110.8	29.6%
管理费用	14.9	16.3	14.4	18.4	26.3	75.9%	42.6%	41.5	59.1	42.4%
财务费用	8.9	21.9	22.8	29.4	29.3	227.8%	-0.1%	20.4	81.5	300.3%
资产减值损失	(0.0)	3.4	0.0	8.4	0.0	-163.3%	-100.0%	3.5	8.4	141.2%
投资收益	0.0	0.0	0.0	(1.3)	0.0		-100.0%	0.0	(1.3)	
营业利润	31.7	63.7	82.0	48.9	50.7	60.0%	3.7%	133.7	181.7	35.9%
营业外收入	16.2	8.1	0.2	2.4	6.9	-57.3%	188.5%	23.0	9.5	-59%
营业外支出	0.0	0.5	0.0	1.0	0.0		-100.0%	0.0	1.0	
利润总额	47.9	71.2	82.2	50.3	57.7	20.3%	14.6%	156.8	190.2	21.3%
所得税	6.2	13.4	12.1	8.4	(3.2)	-151.9%	-138.6%	24.6	17.2	-30.0%
净利润	41.7	57.8	70.1	42.0	60.9	46.0%	45.1%	132.2	173.0	30.9%
少数股东损益	(1.7)	(2.3)	(1.0)	(3.6)	(6.7)	291.8%	86.2%	(1.9)	(11.3)	487.4%
归属母公司的净利润	43.4	60.1	71.1	45.6	67.6	55.7%	48.3%	134.1	184.3	37.4%
EPS	0.05	0.08	0.09	0.06	0.08	55.7%	48.3%	0.17	0.23	37.4%
毛利	92.0	158.9	154.9	143.3	156.2	69.8%	9.0%	324.1	454.4	40.2%
gross margin	33.4%	46.9%	45.3%	34.9%	25.5%	-7.9%	-9.5%	39.1%	33.3%	-5.8%
EBIT	40.7	89.0	104.8	88.0	80.1	97.0%	-9.0%	157.6	272.9	73.2%
EBIT per share	0.05	0.11	0.13	0.11	0.10	97.0%	-9.0%	0.20	0.34	73.2%
EBIT margin	14.7%	26.3%	30.7%	21.5%	13.1%	-1.7%	-39.2%	19.0%	20.0%	1.0%
营业税金率	2.8%	1.6%	1.5%	0.4%	0.8%	-2.1%	0.3%	4.8%	0.8%	-3.9%
销售费用率	10.4%	14.2%	9.0%	8.5%	7.4%	-3.0%	-1.2%	10.3%	8.1%	-2.2%
管理费用率	5.4%	4.8%	4.2%	4.5%	4.3%	-1.1%	-0.2%	5.0%	4.3%	-0.7%
营业利润率	11.5%	18.8%	24.0%	11.9%	8.3%	-3.2%	-3.7%	16.1%	13.3%	-2.8%
所得税率	13.0%	18.9%	14.7%	16.6%	-5.6%	-18.6%	-22.2%	15.7%	9.1%	-6.6%
净利率	15.1%	17.1%	20.5%	10.2%	9.9%	-5.2%	-0.3%	15.9%	12.7%	-3.3%

资料来源：公司公告，Wind资讯，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	194	100	100	100
应收款项	385	595	841	1124
存货净额	27	27	38	51
其他流动资产	286	1185	1953	2985
流动资产合计	**891**	**1907**	**2932**	**4260**
固定资产	179	331	398	391
无形资产及其他	1751	1717	1695	1680
投资性房地产	60	60	60	60
长期股权投资	20	20	20	20
资产总计	**2901**	**4036**	**5105**	**6410**
短期借款及交易性金融负债	636	1005	1296	1857
应付款项	327	289	403	539
其他流动负债	150	313	439	589
流动负债合计	**1114**	**1607**	**2138**	**2985**
长期借款及应付债券	429	829	1029	1029
其他长期负债	85	85	85	85
长期负债合计	**514**	**914**	**1114**	**1114**
负债合计	**1628**	**2522**	**3252**	**4100**
少数股东权益	29	24	16	6
股东权益	1245	1491	1836	2305
负债和股东权益总计	**2901**	**4036**	**5105**	**6410**

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.24	0.35	0.49	0.67
每股红利	0.04	0.04	0.06	0.08
每股净资产	2.98	1.87	2.30	2.89
ROIC	11%	11%	12%	12%
ROE	16%	19%	21%	23%
毛利率	41%	39%	39%	39%
EBIT Margin	21%	18%	18%	18%
EBITDA Margin	58%	53%	44%	38%
收入增长	95%	69%	41%	34%
净利润增长率	48%	44%	40%	36%
资产负债率	57%	63%	64%	64%
息率	0%	0%	0%	0%
P/E	155.8	108.0	77.2	56.8
P/B	12.7	20.3	16.5	13.1
EV/EBITDA	25.9	31.5	27.6	24.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**1167**	**1975**	**2790**	**3731**
营业成本	684	1214	1708	2286
营业税金及附加	45	79	106	138
销售费用	134	229	329	448
管理费用	439	732	759	794
财务费用	42	56	83	92
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(7)	0	0	0
其他收入	381	634	622	615
营业利润	197	298	426	588
营业外净收支	31	25	25	25
利润总额	**228**	**323**	**451**	**613**
所得税费用	38	48	68	92
少数股东损益	(4)	(6)	(8)	(11)
归属于母公司净利润	**194**	**280**	**392**	**532**

现金流量表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	**194**	**280**	**392**	**532**
资产减值准备	3	(7)	0	0
折旧摊销	429	688	706	722
公允价值变动损失	7	0	0	0
财务费用	42	56	83	92
营运资本变动	64	(992)	(784)	(1042)
其它	(7)	2	(7)	(10)
经营活动现金流	**691**	**(29)**	**307**	**202**
资本开支	(57)	(800)	(750)	(700)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(57)**	**(800)**	**(750)**	**(700)**
权益性融资	35	0	0	0
负债净变化	(31)	0	0	0
支付股利、利息	(16)	(34)	(47)	(64)
其它融资现金流	(514)	369	290	561
融资活动现金流	**(574)**	**736**	**443**	**498**
现金净变动	**60**	**(94)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	133	194	100	100
货币资金的期末余额	194	100	100	100
企业自由现金流	642	(803)	(395)	(442)
权益自由现金流	96	(482)	(175)	41

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郦　彬	021-6093 3155	闫　莉	010-88005316
钟正生		黄学军	021-60933142		
		马　韬	021-60933157		
固定收益		**交通运输**		**机械**	
董德志	021-60933158	郑　武	0755-82130422	郑　武	0755-82130422
赵　婧	021-60875174	岳　鑫	0755-82130432	陈　玲	021-60875162
		糜怀清	021-60933167	杨　森	0755-82133343
				朱海涛	
基础化工及石化		**医药**		**电子**	
朱振坤	010-88005317	贺平鸽	0755-82133396	刘　翔	021-60875160
		丁　丹	0755-82139908	陈　平	021-60933151
		杜佐远	0755-82130473	卢文汉	021-60933164
		胡博新	0755-82133263		
		刘　勍	0755-82133400		
计算机		**传媒**		**零售、纺织服装及快销品**	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	朱　元	021-60933162
		刘　明	010-88005319		
电力及公共事业		**非银行金融**		**银行**	
陈青青	0755-22940855	邵子钦	0755-82130468	王　婧	
		童成墩	0755-82130513		
		田　良	0755-82130470		
轻工		**建筑工程及建材**		**家电**	
邵　达	0755-82130706	邱　波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘　萍	0755-82130678	曾　婵	0755-82130646
通信		**电力设备**		**新能源**	
程　成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张　弢	010-88005311
食品饮料		**旅游**		**农业**	
龙　飞	0755-82133920	曾　光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟　潇	0755-82132098	赵　钦	021-60933163
金融工程		**基金评价与研究**			
林晓明	021-60875168	李　腾	010-88005310		
陈志岗	0755-82136165	钱　晶	021-60875163		
吴子昱	0755-22940607	潘小果	0755-82130843		
周　琦	0755-82133568				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑　毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘　塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑　灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原　祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李　佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	徐　冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄　艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨　柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				