

## 乐视网(300104.SZ)

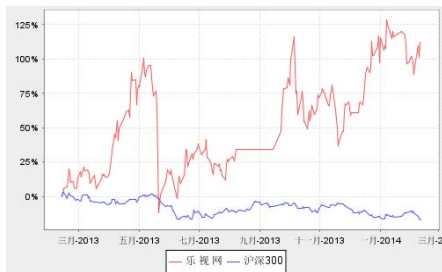
### 业绩符合预期，全生态布局日趋完善

**评级: 增持**      前次: 增持  
 目标价 **53.77 - 56.6**  
 分析师 丁婉贝  
 陈运红 021-20315193  
 S0740513080002 dingwb@r.qlzq.com.cn  
 021-2035198 康雅雯  
 chenyh@r.qlzq.com.cn 021-20315865  
 2014年2月28日 kangyw@r.qlzq.com.cn

#### 基本状况

总股本(百万股)	798.47
流通股本(百万股)	796.84
市价(元)	50.49
市值(百万元)	40314.56
流通市值(百万元)	40232.54

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	598.56	1,167.31	2344.51	3,917.65	6,063.15
营业收入增速	151.22%	95.02%	100.85%	67.10%	54.77%
净利润增长率	87.05%	48.10%	44.05%	51.38%	47.93%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.46	0.32	0.53	0.78
前次预测每股收益(元)				0.34	0.71
市场预测每股收益(元)				0.52	0.71
偏差率(本次-市场/市场)			-5.88%	1.99%	10.50%
市盈率(倍)	47.60	40.45	90.88	60.04	40.58
PEG	0.55	0.84	2.06	1.17	0.85
每股净资产(元)	4.80	2.98	1.92	2.45	3.24
每股现金流量(元)	0.67	0.25	0.48	1.10	0.58
净资产收益率	12.41%	15.60%	18.35%	21.74%	24.34%
市净率	5.91	6.31	16.59	12.98	9.82
总股本(百万元)	220.00	418.00	798.47	798.47	798.47

备注: 市场预测取万德一致预期

#### 投资要点

- **事件:**
- (1) 公司发布 2013 年度业绩快报: 2013 年度营业总收入 23.45 亿元, 利润总额为 2.47 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 2.54 亿元, 基本每股收益为 0.32 元, 分别同比增长 100.85%、8.22%、30.79% 和 33.33%。
- (2) 2014 年 2 月 27 日, 乐视 TV 召开“聚变”发布会宣布签约 NBA, 正式成为 NBA 中国官方互联网电视播出合作伙伴。未来三年, 乐视将独家拥有包括 NBA 常规赛、季后赛、东西部总决赛等精彩 NBA 赛事的互联网电视版权。同时, 乐视发布 1 月超级电视研究报告, 并首次披露智能电视大屏运营战略。
- **点评:**
- **业绩符合预期, 广告业务的高增长促使收入快速增长, 终端布局短期拉低利润率。**公司公告 2013 年度基本每股收益为 0.32 元, 同比增长 33.33%, 符合预期。报告期内, 公司营业总收入 23.45 亿元, 利润总额为 2.47 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 2.54 亿元, 分别同比增长 100.85%、8.22%、30.79%, 表现出良好的增长势头。2013 年公司以低价策略推出智能终端产品—超级电视, 其销售短期内增收不增利, 将在一定程度上拉低整体利润率。然而, 2013 年公司优质内容不断提升品牌知名度, 视频平台流量稳步提升, 同时超级电视市场的火热表现亦推动乐视网知名度, 促使乐视网广告业务预计全年增速达 95%, 远高于艾瑞咨询预测的行业整体年 45% 的增速。总体上, 我们认为 100% 的收入增速主要来自于广告业务的高增长。

- **乐视 TV 联手 NBA，体育大年版权优势显著。**2014 年世界将迎来体育大年。公司作为国内领先的智能电视和 OTT 转播商，在未来三年拥有 NBA 赛事的互联网电视独播优势。乐视体育成立一年多以来，已经拥有包括欧洲足球五大联赛、中超、网球、高尔夫等 30 多个赛事的互联网电视版权，此次联手 NBA 无疑为乐视体育内容平台再添一码。体育内容是大屏用户的刚需内容之一，满足更多高端体育赛事的需求将不断提高公司大屏用户粘性，推动超级电视终端用户在 2014 年快速提升。
- **体育版权优势推动流量向彩票变现。**2 月 11 日，彩票频道在乐视网首页正式上线。公司彩票频道借助于其在体育版权方面的绝对优势，有望将体育赛事观众有效导入体育彩票网站，并实现流量变现。当前公司彩票频道与如意彩进行合作，点击后将跳转至如意彩网站进行购买，并采用销售额分成的模式。未来公司篮球、足球方面的体育视频将与彩票频道更深度地结合，有望成功将视频网站向彩票变现。
- **超级电视变现可圈可点，用户将保持快速增长。**公司超过 30 万的超级电视用户中，日均开机率为 67.54%，周均开机率为 83.90%，月均开机率为 94.37%；每台电视日均开机时长为 5.88 小时，并有持续超过 90% 的 Letv UI 更新率，所有的数据显示了超级电视用户较好的用户粘性，证明了“平台+内容+终端+应用”的乐视生态带来的极致体验。我们认为用户体验保证了未来超级电视用户的快速增长，并提升超级电视的广告价值。目前，乐视 TV 已与宝马 MINI、英菲尼迪、三星、飞利浦等 20 余家国内外知名品牌合作，未来大屏广告价值也将逐渐凸显。
- **乐视全生态布局日趋完善，全屏优势显著。**“平台+内容+终端+应用”的乐视生态布局日趋完善，“全屏实力”稳居视频三甲。在《我是歌手 2》等优势版权的刺激下，comScore 近期发布的 1 月份视频网站排名中，乐视网在月度覆盖人数的核心指标上位列第三。艾瑞 iUserTracker 的 1 月数据在也显示，乐视网在视频媒体周总浏览时长和人均单页时长排名中以明显的优势占据前三。
- **投资策略：**长期来看，在迅速发展乐视生态系统的全产业链布局之后，公司五屏优势及全产业链协同效应不断深化，协同产生聚变，聚变形成核爆，成为公司长期的竞争优势。中短期来看，2014 年公司股价的催化剂依然是内容版权优势不断深化，终端产品用户数、LetvUI 用户数和视频平台用户数的爆发。我们预计在不断迭代、不断创新的互联网基因下，基于 LetvUI 刷机精灵和终端产品优势，以及版权内容优势带来的视频平台优势，将有效推动公司 2014 年用户数持续快速增长。而困扰公司的资金瓶颈有望在创业板再融资放开中得到缓解，并推动公司 2014 年各项业务的顺利展开。我们预计 2013-2015 年 EPS 分别是 0.32、0.57 和 0.84 元，对应当前股价 49.40 元，维持公司“增持”评级。

**图表 1: 财务报表摘要**

损益表 (人民币百万元)							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
<b>营业总收入</b>	<b>238</b>	<b>599</b>	<b>1,167</b>	<b>2,065</b>	<b>3,918</b>	<b>6,063</b>	<b>8,185</b>
增长率	63.49%	151.2%	95.0%	76.9%	89.7%	54.8%	35.0%
营业成本	-80	-275	-684	-1,308	-2,675	-4,283	-5,782
% 销售收入	33.7%	46.0%	58.6%	63.3%	68.3%	70.6%	70.6%
<b>毛利</b>	<b>158</b>	<b>323</b>	<b>483</b>	<b>757</b>	<b>1,242</b>	<b>1,780</b>	<b>2,403</b>
% 销售收入	66.3%	54.0%	41.4%	36.7%	31.7%	29.4%	29.4%
营业税金及附加	-10	-30	-45	-52	-78	-121	-164
% 销售收入	4.3%	5.0%	3.9%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-58	-96	-134	-227	-431	-606	-778
% 销售收入	24.3%	16.1%	11.4%	11.0%	11.0%	10.0%	9.5%
管理费用	-12	-31	-58	-103	-176	-243	-327
% 销售收入	4.9%	5.1%	5.0%	5.0%	4.5%	4.0%	4.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>78</b>	<b>167</b>	<b>247</b>	<b>375</b>	<b>557</b>	<b>810</b>	<b>1,134</b>
% 销售收入	32.9%	27.8%	21.1%	18.2%	14.2%	13.4%	13.9%
财务费用	-4	-1	-42	-72	-82	-96	-62
% 销售收入	1.6%	0.2%	3.6%	3.5%	2.1%	1.6%	0.8%
资产减值损失	-2	-4	-7	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>73</b>	<b>161</b>	<b>197</b>	<b>303</b>	<b>475</b>	<b>714</b>	<b>1,072</b>
营业利润率	30.6%	27.0%	16.9%	14.7%	12.1%	11.8%	13.1%
营业外收支	2	3	31	25	20	20	20
<b>税前利润</b>	<b>75</b>	<b>164</b>	<b>228</b>	<b>328</b>	<b>495</b>	<b>734</b>	<b>1,092</b>
利润率	31.4%	27.4%	19.5%	15.9%	12.6%	12.1%	13.3%
所得税	-5	-33	-38	-53	-80	-119	-177
所得税率	6.3%	20.3%	16.7%	16.0%	16.2%	16.2%	16.2%
<b>净利润</b>	<b>70</b>	<b>131</b>	<b>190</b>	<b>276</b>	<b>415</b>	<b>616</b>	<b>915</b>
少数股东损益	0	0	-4	-4	-8	-11	-17
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>70</b>	<b>131</b>	<b>194</b>	<b>280</b>	<b>423</b>	<b>626</b>	<b>933</b>
净利率	29.4%	21.9%	16.6%	13.5%	10.8%	10.3%	11.4%

现金流量表 (人民币百万元)							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
净利润	70	131	190	276	415	616	915
少数股东损益	0	0	0	-4	-8	-11	-17
非现金支出	54	168	436	619	687	741	784
非经营收益	4	12	58	47	62	76	42
营运资金变动	-63	-164	-578	-558	-290	-968	-458
<b>经营活动现金净流</b>	<b>65</b>	<b>147</b>	<b>106</b>	<b>379</b>	<b>866</b>	<b>454</b>	<b>1,266</b>
资本开支	263	812	775	815	862	863	863
投资	0	-60	10	0	0	0	0
其他	0	8	1	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-263</b>	<b>-864</b>	<b>-764</b>	<b>-815</b>	<b>-862</b>	<b>-863</b>	<b>-863</b>
股权募资	685	0	35	0	0	0	0
债权募资	30	335	739	310	69	494	-358
其他	-7	-28	-56	-72	-82	-96	-62
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>708</b>	<b>307</b>	<b>718</b>	<b>238</b>	<b>-12</b>	<b>398</b>	<b>-420</b>
<b>现金净流量</b>	<b>510</b>	<b>-410</b>	<b>60</b>	<b>-197</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-17</b>

资产负债表 (人民币百万元)							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
货币资金	543	133	194	0	0	0	0
应收款项	72	184	385	588	1,115	1,725	2,329
存货	4	5	27	26	58	89	122
其他流动资产	54	341	286	992	1,496	2,765	3,453
<b>流动资产</b>	<b>674</b>	<b>664</b>	<b>891</b>	<b>1,605</b>	<b>2,668</b>	<b>4,579</b>	<b>5,904</b>
% 总资产	65.3%	37.4%	30.7%	41.8%	52.4%	64.1%	68.9%
长期投资	0	20	20	20	20	20	20
固定资产	141	166	179	143	102	58	11
% 总资产	13.6%	9.3%	6.2%	3.7%	2.0%	0.8%	0.1%
无形资产	216	923	1,809	2,066	2,301	2,487	2,633
非流动资产	358	1,111	2,010	2,231	2,426	2,567	2,667
% 总资产	34.7%	62.6%	69.3%	58.2%	47.6%	35.9%	31.1%
<b>资产总计</b>	<b>1,032</b>	<b>1,774</b>	<b>2,901</b>	<b>3,836</b>	<b>5,094</b>	<b>7,146</b>	<b>8,571</b>
短期借款	70	340	636	946	1,016	1,510	1,152
应付款项	18	266	356	633	1,260	2,029	2,729
其他流动负债	5	46	121	193	340	513	680
流动负债	93	652	1,114	1,773	2,615	4,052	4,561
长期贷款	0	65	34	34	34	34	34
其他长期负债	0	0	480	480	480	480	480
<b>负债</b>	<b>93</b>	<b>717</b>	<b>1,628</b>	<b>2,287</b>	<b>3,130</b>	<b>4,566</b>	<b>5,076</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>939</b>	<b>1,056</b>	<b>1,245</b>	<b>1,524</b>	<b>1,948</b>	<b>2,574</b>	<b>3,507</b>
少数股东权益	0	1	29	25	16	6	-12
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,032</b>	<b>1,774</b>	<b>2,901</b>	<b>3,836</b>	<b>5,094</b>	<b>7,146</b>	<b>8,571</b>

比率分析							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>							
每股收益(元)	0.701	0.596	0.465	0.352	0.533	0.789	1.175
每股净资产(元)	9.387	4.801	2.977	1.919	2.453	3.241	4.416
每股经营现金净流(元)	0.655	0.668	0.254	0.483	1.101	0.585	1.616
每股股利(元)	0.000	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>							
净资产收益率	7.47%	12.41%	15.60%	18.35%	21.74%	24.34%	0.00%
总资产收益率	6.80%	7.39%	6.69%	7.29%	8.31%	8.77%	0.00%
投入资本收益率	15.77%	10.15%	9.66%	10.85%	13.76%	15.09%	0.00%
<b>增长率</b>							
营业总收入增长率	63.49%	151.22%	95.02%	76.90%	89.72%	54.77%	35.00%
EBIT增长率	50.59%	112.72%	47.91%	52.24%	48.36%	45.44%	40.05%
净利润增长率	57.63%	87.05%	48.10%	44.05%	51.38%	47.93%	48.90%
总资产增长率	336.19%	72.00%	63.50%	32.23%	32.78%	40.29%	0.00%
<b>资产管理能力</b>							
应收账款周转天数	69.1	75.3	85.7	100.0	100.0	100.0	0.0
存货周转天数	11.1	5.9	8.5	7.2	7.9	7.6	0.0
应付账款周转天数	45.1	167.3	150.6	156.2	154.3	154.9	0.0
固定资产周转天数	169.4	93.4	53.8	28.4	11.4	4.8	0.0
<b>偿债能力</b>							
净负债/股东权益	-50.43%	25.69%	68.48%	88.80%	73.57%	75.17%	0.00%
EBIT利息保障倍数	21.1	119.9	5.8	5.2	6.8	8.5	0.0
资产负债率	9.01%	40.42%	56.11%	59.62%	61.44%	63.90%	0.00%

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。