

乐视网(300104.SZ)

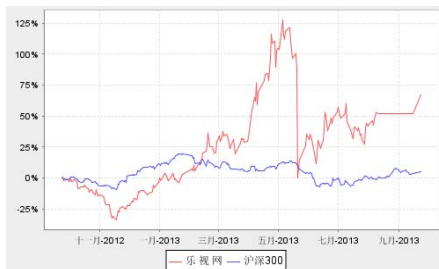
2014 年终端用户目标 300 万，生态布局不断完善

评级: **增持** 前次: **增持**
 目标价 **49.4 - 51.7**
 TMT 首席分析师 联系人
 陈运红 丁婉贝
 S0740513080002 传媒互联网小组
 021-2035198 021-20315193
 chenyh@r.qizq.com.cn dingwb@r.qizq.com.cn
 2014 年 3 月 24 日

基本状况

总股本(百万股)	798.47
流通股本(百万股)	796.84
市价(元)	43.3
市值(百万元)	27962.29
流通市值(百万元)	27905.40

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,167.3	2,361.2	5,729.4	8,295.2	11,182.
营业收入增速	95.02%	102.28	142.64	44.78%	34.81%
净利润增长率	48.10%	31.32%	41.21%	30.29%	37.64%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.32	0.43	0.56	0.76
前次预测每股收益(元)			0.52	0.71	1.03
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	40.45	127.75	101.48	77.89	56.59
PEG	0.84	4.08	2.46	2.57	1.50
每股净资产(元)	2.98	2.00	2.45	3.04	3.85
每股现金流量(元)	0.25	0.22	1.02	1.40	1.23
净资产收益率	15.60%	15.94%	18.38%	19.32%	21.00%
市净率	6.31	20.37	17.63	14.23	11.24
总股本(百万元)	418.00	798.47	844.40	844.40	844.40

备注: 市场预测取万德一致预期

投资要点

- 事件:** 公司发布年报, 公司实现营业收入 236,124.47 万元, 较去年同期增长 102.28%; 归属于上市公司普通股股东的净利润为 25,500.97 万元, 较去年同期增长 31.32%; 预计 2014 年第一季度归属于上市公司股东的净利润约 8178.71 万元-9245.50 万元, 比上年同期增长 15%-30%。
- 广告业务翻番, 源自不断提升的视频平台流量。** 公司公告 2013 年度广告业务收入达 8.4 亿, 同比增长 100%, 远高于艾瑞咨询预测的行业整体年 45% 的增速。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, 截至 2013 年 12 月 31 日, 公司网站的日均 UV (独立访问用户) 约 2,600 万, 峰值接近 4,500 万; 日均 pv1.4 亿, 峰值 1.9 亿, vv 日均 1.6 亿, 峰值 2.2 亿。预计 2014 年公司广告业务仍将保持超越行业增速的增长率, 达到 15 亿元。
- 终端布局短期拉低利润率, 2014 年用户目标 300 万。** 2013 年公司以低价策略推出智能终端产品, 包含 39 寸、50 寸、60 寸和 70 寸超级电视, 硬件销售短期内增收不增利, 这将在一定程度上拉低整体利润率, 因此 2013 年公司毛利由去年的 39% 下滑至 29%。然而, 短期利益换取终端的长期入口价值的策略对公司的长远发展更为重要。截至目前, 乐视 TV 智能终端总销量超过 120 万台, 其中超级电视超过 30 万台, 乐视盒子超过 90 万台。预计 2014 年终端用户有望增加 180 万, 达到公司目标 300 万用户。未来公司电视屏的广告价值也将逐渐凸显。
- 乐视全生态布局日趋完善, 优势显著。** “平台+内容+终端+应用”的乐视生态布局日趋完善, 在《我是歌手 2》等优势版权的刺激下, 开年以来排名稳居视频三甲。而随着 2 月份联手 NBA, 获得未来三年 NBA 赛事的 TV 版权, 公司体育版权优势显著。2 月 11 日彩票频道正式上线, 借助于公司体育版权优势, 有望成重要的流量变现手段。未来, 视频秀等流量变现方式有望进一步推出。

- **投资策略:** 长期来看, 随着乐视生态的不断完善, 公司五屏优势及全产业链协同效应不断深化, 终端的入口价值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, 以及体育等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近期的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。以发行股份收购资产和募集资金后的 8.4 亿股本进行摊薄, 我们预计 2014~2016 年 EPS 分别是 0.43、0.56 和 0.76 元, 对应当前股价 43.28 元, 对于估值为 100、77 和 57, 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)							
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
营业总收入	599	1,167	2,361	5,729	8,295	11,183	14,649
增长率	151.22%	95.0%	102.3%	142.6%	44.8%	34.8%	31.0%
营业成本	-275	-684	-1,689	-4,377	-6,519	-8,842	-11,317
%销售收入	46.0%	58.6%	70.7%	76.4%	78.6%	79.1%	77.3%
毛利	323	483	693	1,352	1,777	2,341	3,332
%销售收入	54.0%	41.4%	29.3%	23.6%	21.4%	20.9%	22.7%
营业税金及附加	-30	-45	-26	-143	-166	-224	-293
%销售收入	5.0%	3.9%	1.1%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-96	-134	-195	-533	-742	-1,014	-1,323
%销售收入	16.1%	11.4%	8.2%	9.3%	9.0%	9.1%	9.0%
管理费用	-31	-58	-90	-265	-370	-481	-653
%销售收入	5.1%	5.0%	3.8%	4.6%	4.5%	4.3%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	167	247	382	411	498	623	1,063
%销售收入	27.8%	21.1%	16.2%	7.2%	6.0%	5.6%	7.3%
财务费用	-1	-42	-116	-81	-61	-16	-7
%销售收入	0.2%	3.6%	4.9%	1.4%	0.7%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-4	-7	-28	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	-1	-1	-1	-1	-1
%税前利润	0.0%	0.0%	—	—	—	—	—
营业利润	161	197	237	329	437	606	1,055
营业利润率	27.0%	16.9%	10.0%	5.7%	5.3%	5.4%	7.2%
营业外收支	3	31	10	17	14	15	15
税前利润	164	228	246	346	451	621	1,070
利润率	27.4%	19.5%	10.4%	6.0%	5.4%	5.6%	7.3%
所得税	-33	-38	-14	-20	-26	-35	-61
所得税率	20.3%	16.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
净利润	131	190	232	326	425	585	1,009
少数股东损益	0	-4	-23	-34	-44	-60	-104
归属于母公司的净利润	131	194	255	360	469	646	1,113
净利率	21.9%	16.6%	10.8%	6.3%	5.7%	5.8%	7.6%

现金流量表 (人民币百万元)							
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
净利润	131	190	232	326	425	585	1,009
少数股东损益	0	0	0	-34	-44	-60	-104
非现金支出	168	436	654	828	850	869	883
非经营收益	12	58	91	65	47	2	-7
营运资金变动	-164	-578	-801	-405	-203	-472	-416
经营活动现金净流	147	106	176	781	1,076	924	1,365
资本开支	812	775	907	841	883	883	878
投资	-60	10	7	0	0	0	0
其他	8	1	2	-1	-1	-1	-1
投资活动现金净流	-864	-764	-898	-842	-884	-884	-879
股权募资	0	35	551	0	0	0	0
债权募资	335	739	704	-500	-175	-84	-211
其他	-28	-56	-141	-81	-61	-16	-7
筹资活动现金净流	307	718	1,114	-581	-236	-100	-219
现金净流量	-410	60	392	-642	-44	-60	267

资产负债表 (人民币百万元)							
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
货币资金	133	194	608	0	0	0	371
应收账款	184	385	1,038	1,745	2,532	3,410	4,470
存货	5	27	147	165	292	364	487
其他流动资产	341	286	294	1,167	1,404	2,115	2,561
流动资产	664	891	2,086	3,077	4,228	5,890	7,889
%总资产	37.4%	30.7%	41.6%	50.9%	58.4%	65.9%	72.1%
长期投资	20	20	20	20	20	20	20
固定资产	166	179	179	137	97	55	13
%总资产	9.3%	6.2%	3.6%	2.3%	1.3%	0.6%	0.1%
无形资产	923	1,809	2,707	2,779	2,868	2,939	2,991
非流动资产	1,111	2,010	2,934	2,964	3,012	3,041	3,051
%总资产	62.6%	69.3%	58.4%	49.1%	41.6%	34.1%	27.9%
资产总计	1,774	2,901	5,020	6,041	7,240	8,931	10,940
短期借款	340	636	1,253	753	579	494	283
应付款项	266	356	862	1,802	2,581	3,558	4,529
其他流动负债	46	121	392	646	815	1,028	1,268
流动负债	652	1,114	2,507	3,201	3,975	5,080	6,080
长期借款	65	34	17	17	17	17	17
其他长期负债	0	480	417	417	417	417	417
负债	717	1,628	2,941	3,636	4,409	5,515	6,515
普通股股东权益	1,056	1,245	1,600	1,960	2,429	3,075	4,188
少数股东权益	1	29	480	446	402	342	238
负债股东权益合计	1,774	2,901	5,020	6,041	7,240	8,931	10,940

比率分析							
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
每股指标							
每股收益 (元)	0.596	0.465	0.319	0.451	0.588	0.809	1.394
每股净资产 (元)	4.801	2.977	2.003	2.454	3.042	3.851	5.244
每股经营现金净流 (元)	0.668	0.254	0.220	1.020	1.402	1.233	1.840
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.033	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率							
净资产收益率	12.41%	15.60%	15.94%	18.38%	19.32%	21.00%	0.00%
总资产收益率	7.39%	6.69%	5.08%	5.96%	6.48%	7.23%	0.00%
投入资本收益率	10.15%	9.66%	11.55%	10.91%	12.35%	13.64%	0.00%
增长率							
营业总收入增长率	151.22%	95.02%	102.28%	142.64%	44.78%	34.81%	31.00%
EBIT增长率	112.72%	47.91%	54.99%	7.59%	21.17%	24.98%	70.72%
净利润增长率	87.05%	48.10%	31.32%	41.21%	30.29%	37.64%	72.34%
总资产增长率	72.00%	63.50%	73.05%	20.34%	19.84%	23.36%	0.00%
资产管理能力							
应收账款周转天数	75.3	85.7	102.1	100.0	100.0	100.0	0.0
存货周转天数	5.9	8.5	19.0	13.7	16.3	15.0	0.0
应付账款周转天数	167.3	150.6	121.4	131.1	127.9	128.9	0.0
固定资产周转天数	93.4	53.8	27.7	10.1	5.1	2.5	0.0
偿债能力							
净负债/股东权益	25.69%	68.48%	50.99%	48.57%	35.10%	26.63%	0.00%
EBIT 利息保障倍数	119.9	5.8	3.3	5.1	8.2	38.4	0.0
资产负债率	40.42%	56.11%	58.58%	60.18%	60.89%	61.75%	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。