

收入高增长，乐视生态战略推进

增持 首次

投资要点:

- 2013年公司业绩保持快速增长，全年实现EPS0.32元
- 伴随着用户流量及黏性的提高，乐视生态系统不断战略升级

报告摘要:

- 收入大幅增长，业绩增速有所放缓。**2013年公司实现收入23.6亿元，增长102%，归属母公司净利润2.55亿元，增长31.3%，对应EPS0.32元，成长主要来自智能终端上量和广告收入增加，但主营结构化调整也影响了盈利能力的提升，毛利率降至29.3%。分季度看，去年Q4实现净利0.71亿元，今年Q1净利约0.82亿元-0.92亿元，同比增长15%-30%，环比略有提高。此外，公司拟每10股派息0.33元(含税)。
- 应收账款增加，回款能力有待改善。**去年底公司应收账款达到9.5亿元，占总资产比例提至19%，体现资金周转效率有所下降，但客户主要是国内外知名广告及互联网集团，信用风险较低。
- 用户流量处于业内领先水平。**去年公司网站日均UV约2600万人，峰值可达4500万人，日均PV约1.4亿人，峰值可达1.9亿人，日均VV1.6亿人，峰值达到2.2亿人，均较上一年有明显提高，且日均覆盖人数0.19亿人，月均覆盖人数为1.82亿人，均处于行业前三甲，流量的持续提高是直接驱动引擎。
- 大屏战略下广告业务突飞猛进。**去年公司广告业务收入8.4亿元，增长100%，显著高于行业平均增速，依托内容及流量的优势，预计今年将与更多品牌商合作延续高增长态势，目标达到15亿元的规模。
- 基于“内容+平台+终端+应用”生态系统玩“颠覆”。**公司致力于打造垂直整合的产业生态圈，已形成闭环的商业运作模式，各环节之间协同效应进一步显现，尤其是通过颠覆传统的电视产业去塑造全新的家庭客厅娱乐体验，成为国内创新型企业的典型代表难能可贵。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1167.31	2361.24	5475.09	9040.33	14065.43
增长率	95.02%	102.28%	131.87%	65.12%	55.59%
归母净利润(百万)	194.19	255.01	351.73	465.66	629.83
增长率	48.10%	31.32%	37.93%	32.39%	35.26%
每股收益(摊薄后)	0.23	0.30	0.54	0.7	0.91
市盈率(摊薄后)	177	136	76	58	45

传媒行业研究组

分析师:

张泽京(S1180511010003)

电话: 010-88085053

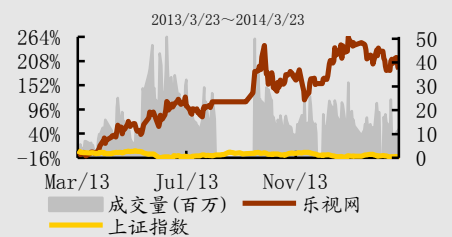
Email: zhangzejing@hysec.com

王京乐(S1180511080003)

电话: 010-88085976

Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



相关研究

《奥飞动漫：成立产业基金深耕互联网文化》

2014/3/5

《奥飞动漫：动漫价值龙头“马上”腾飞》

2014/2/28

《奥飞动漫：业绩低于预期恰是春播最佳时点》

2014/2/28

《华策影视：转型升级中的平台型影视娱乐集团》

2014/2/26

《奥飞动漫：投资“叶游”再度布局游戏业务》

2014/1/9

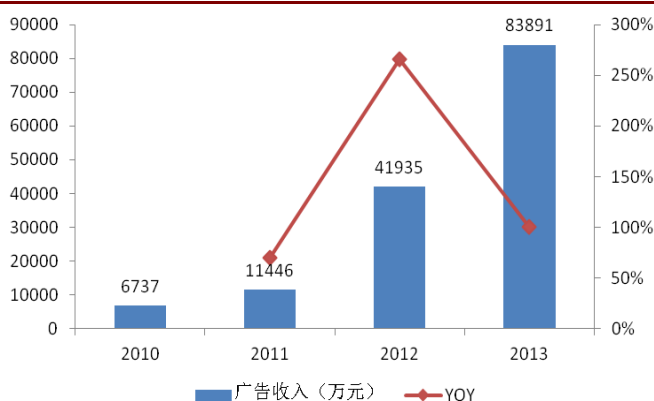
《思美传媒：打造最具创新性、专业性的传播集团》

2014/1/7

- **内容：多维度强化优势地位。**公司始终重视对优质影视剧版权的采购，在年度热播剧的覆盖上保持领先，今年将推出“非常6+1”四季巨制，结合超过200部的新剧资源，其中《红高粱》等值得期待，同时还引进如《我是歌手》第二季、《人生第一次》第二季等独播强档栏目，并加快推出自制剧以减少对上游的依赖，近期播出的《光环之后》点击量已经过亿，况且在收购“花儿影视”后内容制作能力还将进一步提升，预计全年自制量可达700集。除此之外，公司还兼顾体育、娱乐、动漫等多个频道的发展，以丰富的内容资源吸引用户。
- **终端：加大营销力度，新产品有期待。**去年7月公司正式推出超级电视，采用CP2C的互联网模式进行研发和营销，日均和月均开机率分别达到67.5%和96%，截止到底年底累计销售超过30万台，加上盒子超过120万台，实现营业收入6.88亿元，但毛利率水平接近0%，在与国美、易迅、光大银行合作的基础上，今年公司将继续采用低价战略加大推广力度，终端目标突破300万台（其中超级电视超100万台），实现营业收入超过30亿元。此外，不排除后期公司推出新的智能终端增加长期入口的价值。
- **应用及平台：开发潜力无限。**公司还致力于将“Letv store”打造为国内第一智能电视应用平台，同时也在加大对云视频平台的投入，拓展视频存储、视频管理等一站式的B2B服务，并不断完善物流配送及售后服务水平，提高电商平台的市场竞争力。
- **首次给予“增持”评级。**假设考虑花儿影视等新收购资产，预计未来3年EPS为0.54元、0.7元和0.91元。今年在4G、宽带等网络基础设施建设和移动互联网浪潮的背景下，网络视频行业迎来新的发展契机，富有互联网思维的创新颠覆型企业则更显稀缺性，公司已打造融合“内容+平台+终端+应用”的闭环商业生态模式，中长期伴随用户流量和黏性的提高，将进一步强化内容变现的能力，尤其在终端进一步上量，资金瓶颈缓解后成长想象空间更加广阔。

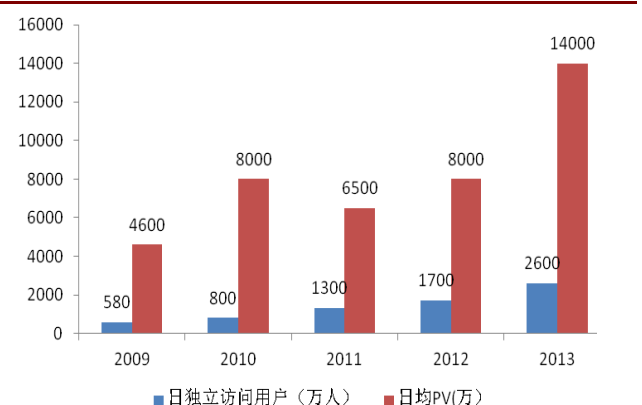
风险提示：1) 网络视频、终端等领域竞争加剧；2) 资金压力加大，偿债能力下降，创业板再融资推迟；3) 超级电视推广缓慢；4) 政策层面风险

图 1：乐视网广告收入快速增长



资料来源：艾瑞咨询、宏源证券

图 2：乐视网用户流量显著提高



资料来源：公司公告、宏源证券

财务报表

利润表 (单位: 百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2361.24	5475.09	9040.33	14065.43
减: 营业成本	1668.68	4243.20	7141.86	11252.35
营业税金及附加	25.92	65.70	108.48	168.79
营业费用	194.52	438.01	732.27	1139.30
管理费用	89.99	202.58	343.53	534.49
财务费用	116.30	185.44	263.83	361.39
资产减值损失	27.77	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-1.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	236.71	340.17	450.35	609.12
加: 其他非经营损益	9.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	246.40	340.17	450.35	609.12
减: 所得税	14.02	20.41	27.02	36.55
净利润	232.38	319.76	423.33	572.58
减: 少数股东损益	-22.63	-31.98	-42.33	-57.26
归属母公司股东净利润	255.01	351.73	465.66	629.83
EPS (摊薄前)	0.319	0.441	0.583	0.789
PE (摊薄前)	127.72	92.60	69.94	51.71
花儿影视 EPS (摊薄后)	-	0.10	0.12	0.13
合计 EPS (摊薄后)	-	0.54	0.7	0.91
PE (摊薄后)	-	76	58	45

资料来源: 宏源证券

资产负债表 (单位: 百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	450.57	547.51	904.03	1406.54
应收和预付款项	1308.50	1611.55	1805.29	2255.41
存货	146.63	156.46	229.59	362.64
其他流动资产	23.00	23.00	23.00	23.00
长期股权投资	20.32	20.32	20.32	20.32
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	179.46	179.38	177.80	181.73
无形资产和开发支出	2707.45	3243.93	3500.41	3676.89
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	4835.92	5782.14	6660.44	7926.53
短期借款	970.00	1412.09	1429.20	1665.12
应付和预收款项	861.72	1078.81	1559.98	2076.17
长期借款	415.31	415.31	415.31	415.31
其他负债	509.36	509.36	509.36	509.36
负债合计	2756.39	3415.57	3913.86	4665.96

股本	798.47	798.47	798.47	798.47
资本公积	179.63	179.63	179.63	179.63
留存收益	621.44	940.46	1362.80	1934.05
归属母公司股东权益	1599.54	1918.56	2340.90	2912.15
少数股东权益	479.99	448.01	405.68	348.42
股东权益合计	2079.53	2366.57	2746.58	3260.57
负债和股东权益合计	4835.92	5782.14	6660.44	7926.53
现金流量表				
经营性现金净流量	178.57	796.51	1300.75	1250.26
投资性现金净流量	-897.67	-1033.00	-835.00	-845.00
筹资性现金净流量	1114.66	333.43	-109.23	97.25
现金流量净额	394.92	96.94	356.52	502.51

作者简介:

张泽京: 宏源证券研究所传媒行业研究员, 五年证券行业从业经验, 曾任职于博时基金、华泰联合证券研究所, 2010年加盟宏源证券研究所。

王京乐: 传媒行业研究员, 东北财经大学金融学硕士, 四年证券从业经历, 2011年加盟宏源证券研究所, 曾先后从事家电、旅游、煤炭等行业的研究。

主要研究覆盖公司: 奥飞动漫、华谊兄弟、思美传媒、华策影视、乐视网、人民网、掌趣科技等。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。