

广告和终端销售带来营收爆发性增长

— 乐视网 (300104) 2013 年年报点评

2014 年 3 月 25 日

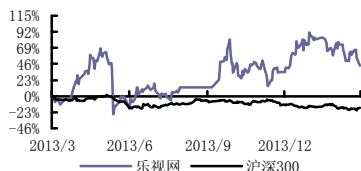
评级: **增持 (维持)**

市场数据	2014 年 3 月 24 日
当前价格 (元)	40.79
52 周价格区间 (元)	20.98-54.33
总市值 (百万)	32569.44
流通市值 (百万)	19321.50
总股本 (百万股)	798.47
流通股 (百万股)	473.68
日均成交额 (百万)	636.12
近一月换手 (%)	64.70%
Beta (2 年)	
第一大股东	贾跃亭
公司网址	http://www.letv.com

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	2361	5700	8768	12491
收入同比 (%)	102%	141%	54%	42%
净利润 (百万元)	255	423	644	937
净利润同比 (%)	31%	66%	52%	45%
毛利率 (%)	29.3%	23.9%	23.3%	23.0%
ROE (%)	15.9%	20.9%	24.1%	26.0%
每股收益 (元)	0.32	0.53	0.81	1.17

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
乐视网	-1148.30	441.22	3103.21
沪深 300	-1.71%	-4.88%	-16.87%

张瑞

执业证书号: S1030513120002

0755-83199599-8233

zhangrui@csc.com.cn

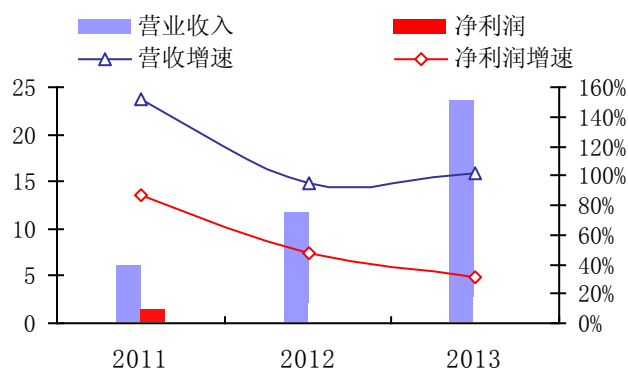
本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师声明

本人, 张瑞, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

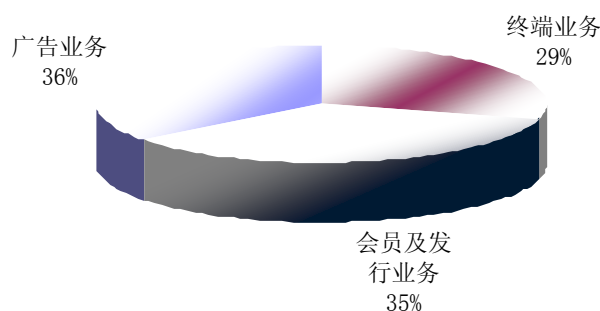
- 营收增长 100%，广告和终端收入的大幅增长为主因。** 13 年全年公司营业收入和归属于母公司股东的净利润分别为 23.6 亿元和 2.55 亿元, 同比分别增长 102% 和 31%。实现每股收益 0.32 元。业绩基本符合市场预期。公司营收得以大幅增长的主要原因有两点: 1、广告收入大幅增长 100% 至 8.39 亿元。2、乐视 TV 智能终端总销量超过 120 万台, 其中超级电视 30 万台。
- 净利率大幅下滑, 终端业务不盈利及财务费用增长为主因。** 据公司年报数据显示, 终端业务毛利率为 0%, 公司主要希望借助高性能的体验和较低的价格打开大屏市场, 通过获得高粘度用户来增强广告收入和增值服务收入 (用户对内容的付费以及第三方应用分账)。另外一个拉低净利率的原因是财务费用的增长。由于终端业务的推广, 公司 13 年有息负债高达 19 亿元, 导致财务费用大幅增长 175% 至 1.16 亿元。
- 14 年两大看点:** 1、14 年在世界杯赛事推动、自制剧等内容丰富以及移动终端发力的背景下, 公司广告业务有望继续放量。2、乐视智能 TV 以及乐视盒子在 14-15 年销量有望大幅增长 (管理层预计 14 年超级电视销量超 100 万台, 终端累计销量超 300 万台), 增值服务收入爆发可期。
- 投资建议及评级:** 我们基于公司年报对盈利预测进行了修正 (主要调高了 14 和 15 年的终端业务的营收和成本), 预计公司 14-16 年每股收益分别为 0.59/0.87/1.09 元 (考虑花儿影视并表因素), 对应最新股价 40.9 元, PE 分别为 69/47/37.5。我们认为随着终端销量的爆发性增长以及更多优质版权带来用户体验的进一步提升, 公司的广告收入和增值服务收入潜力巨大, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 广告收入不达预期、融资成本持续提升。

Figure 1 营收和净利润 (单位: 亿元)



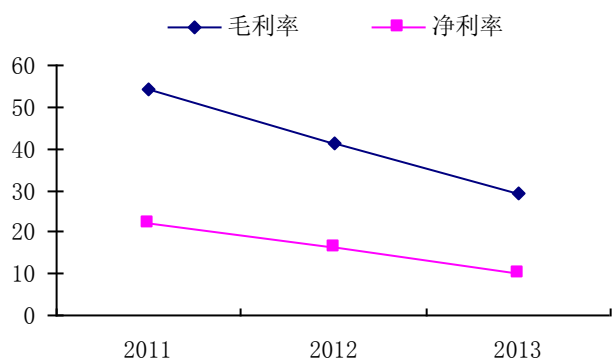
数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 2 收入构成



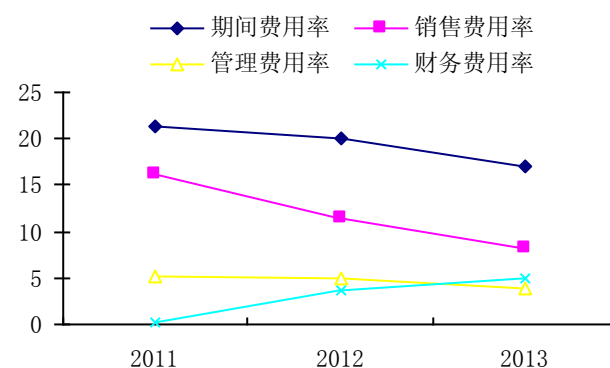
数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 3 毛利率和净利率 (单位: %)



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 4 费用率 (单位: %)



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 5 公司收入分项预测 (单位: 百万元)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
视频服务	121.22	152.03	182.43	291.90	423.25	550.22
增速		25.42%	20.00%	60.00%	45.00%	30.00%
终端收入		38.00	687.00	3000.00	5000.00	7500.00
增速			1707.89%	336.68%	66.67%	50.00%
广告	114.46	419.35	838.70	1509.65	2339.96	3392.94
增速		266.36%	100.00%	80.00%	55.00%	45.00%
版权分销	356.16	555.37	649.78	747.25	784.61	808.15
增速		55.93%	17.00%	15.00%	5.00%	3.00%
其他	7.16	2.56	3.09	151.20	220.00	240.00
合计	599.00	1167.31	2361.00	5700.00	8767.82	12491.32
增速		94.88%	102.26%	141.42%	53.82%	42.47%

数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 6 公司成本预测 (单位: 百万元)

年份	成本 (百万元)
2011	~100
2012	~150
2013E	~200
2014E	~300
2015E	~400
2016E	~500

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊提费用	162.48	412.53	618.79	866.31	1,108.87	1,330.65
增速		153.90%	50.00%	40.00%	28.00%	20.00%
cdn及带宽费	51.09	155.29	160.80	168.84	177.28	186.15
增速		203.95%	3.55%	5.00%	5.00%	5.00%
工资及福利	34.64	53.42	87.35	122.29	152.86	183.44
增速		54.22%	63.52%	40.00%	25.00%	20.00%
广告费用	13.23	23.39	85.51	145.37	225.32	315.45
增速		76.75%	265.55%	70.00%	55.00%	40.00%
其他	10.45	15.79	28.23	42.34	59.28	77.06
增速		51.08%	91.00%	50.00%	40.00%	30.00%
终端			688.00	3000.00	5000.00	7500.00
增速				336.05%	66.67%	50.00%
合计	275.09	684.25	1,668.68	4,345.15	6,723.62	9,592.74

数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 7 三大会计报表预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2086	4445	6063	8559
现金	608	200	200	200
应收账款	950	2205	2713	3865
其他应收款	33	50	77	109
预付账款	271	1561	2421	3462
存货	147	382	593	848
其他流动资产	77	47	59	74
非流动资产	2934	3207	3499	3790
长期投资	20	20	20	20
固定资产	179	165	139	110
无形资产	2642	2960	3280	3599
其他非流动资产	93	61	61	61
资产总计	5020	7652	9562	12349
流动负债	2507	4755	6057	7960
短期借款	970	2478	2700	3257
应付账款	782	1951	3026	4327
其他流动负债	754	325	332	376
非流动负债	434	417	417	417
长期借款	17	17	17	17
其他非流动负债	417	400	400	400
负债合计	2941	5172	6474	8377
少数股东权益	480	456	420	367
股本	798	798	798	798
资本公积	180	180	180	180
留存收益	623	1046	1690	2626
归属母公司股东权益	1600	2024	2668	3605
负债和股东权益	5020	7652	9562	12349

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	176	-724	863	552
净利润	232	399	608	884
折旧摊销	626	604	607	608
财务费用	116	121	183	209
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	-830	-1901	-558	-1196
其他经营现金流	29	53	23	46
投资活动现金流	-898	-885	-900	-900
资本支出	907	20	10	10
长期投资	7	-0	0	0
其他投资现金流	16	-865	-890	-890
筹资活动现金流	1115	1201	37	348
短期借款	461	1508	222	557
长期借款	-17	0	0	0
普通股增加	380	0	0	0
资本公积增加	-259	0	0	0
其他筹资现金流	549	-308	-184	-209
现金净增加额	392	-408	0	0

数据来源:天软、世纪证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2361	5700	8768	12491
营业成本	1669	4336	6724	9616
营业税金及附加	26	63	96	137
营业费用	195	473	701	999
管理费用	90	217	324	462
财务费用	116	121	183	209
资产减值损失	28	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
营业利润	237	470	719	1048
营业外收入	11	5	5	5
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	246	475	724	1053
所得税	14	76	116	168
净利润	232	399	608	884
少数股东损益	-23	-24	-36	-53
归属母公司净利润	255	423	644	937
EBITDA	979	1195	1509	1865
EPS (元)	0.32	0.53	0.81	1.17

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	102.3%	141.4%	53.8%	42.5%
营业利润	19.9%	98.7%	52.8%	45.8%
归属于母公司净利润	31.3%	65.9%	52.3%	45.5%
获利能力				
毛利率(%)	29.3%	23.9%	23.3%	23.0%
净利率(%)	10.8%	7.4%	7.3%	7.5%
ROE(%)	15.9%	20.9%	24.1%	26.0%
ROIC(%)	10.7%	9.5%	12.5%	14.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	58.6%	67.6%	67.7%	67.8%
净负债比率(%)	43.18%	50.18%	43.51%	40.27%
流动比率	0.83	0.93	1.00	1.08
速动比率	0.77	0.85	0.90	0.97
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.90	1.02	1.14
应收账款周转率	3	3	3	4
应付账款周转率	3.01	3.17	2.70	2.62
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.53	0.81	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	-0.91	1.08	0.69
每股净资产(最新摊薄)	2.00	2.53	3.34	4.51
估值比率				
P/E	125.87	75.89	49.84	34.26
P/B	20.07	15.86	12.03	8.91
EV/EBITDA	34	28	22	18

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.