

日期: 2014年4月14日

行业: IT



陈启书

021-53519888-1918



mymailno@hotmail.com

执业证书编号: S0870510120022

## “颠覆” 战略的布局基本成型

### ■ 主要观点:

#### 智能终端和广告收入快速增长, 2014年有望继续发力

2013年, 公司实现营业收入 2361.24 百万元, 同比增长 102.28%; 利润总额 246.40 百万元, 同比增长 8.07%; 基本每股收益为 0.32 元, 同比增长 33.33%。

2013 年公司凭借优质精品内容积极提升品牌知名度, 使得平台流量显著提升。报告期末, 公司网站的日均 UV 约 2600 万, 峰值接近 4500 万; 日均 PV1.4 亿, 峰值 1.9 亿; 日均 VV1.6 亿, 峰值 2.2 亿; 根据 comScore 发布的报告, 2013 年 12 月乐视网在日均覆盖人数这一核心指标上稳居行业第二位, 仅次于优酷土豆集团。

流量的稳步提升带动广告业务收入取得了大幅度增长。公司全年共实现广告收入 838.96 百万元, 同比增长 100.06%, 营收占比达 35.5%。这两项业务对公司营收翻倍起到了至关重要的作用, 特别是广告收入仍是公司业绩的主要驱动点。

报告期内, 公司智能终端业务营收近 687.64 百万元, 其中乐视机顶盒售出超过 90 万个, 乐视超级电视售出超过 30 万台, 终端业务营收同比增长达 1699.74%。这显示公司终端销售业务的超速发展。

根据公司未来发展规划, 2014 年公司将坚持“平台+内容+终端+应用”生态体系协同效应最大化, 继续以低价策略强力推进智能终端业务的增长, 公司计划全年超级电视销量超过 100 万台, 乐视盒子超过 100 万台, 终端产品累计销量超过 300 万台, 收入突破 30 亿元。公司还将继续深化内容版权优势, 提升平台流量和用户粘性, 加之智能终端用户数量提升带来的入口优势, 预计公司将继续受到广告商的青睐, 2014 年度广告收入有望超过 15 亿元, 增幅同比接近翻番。

#### 大力推广终端业务致成本上升, 拖累毛利率下降和净利润增速放缓

报告期内公司的毛利为 692.56 百万元, 毛利率为 29.3%, 相比 2012 年下降了 12%。公司毛利率降低的主要因素是, 公司以低价策略大力推广智能终端业务占领市场, 2013 年公司终端业务收入达 687.64 百万元, 而终端业务营业成本达 688.26 百万元, 显然, 公司终端销售业务还未达到一定规模的量产规模, 还处于盈亏平衡点的下面, 该业务还尚未进入利润创造阶段, 从而拖累公司整体毛利率下降。

2013 年, 公司实现营业利润 236.71 百万元, 同比增长 19.91%。对应的期间费用合计为 400.81 百万元; 其中, 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 8.24%、3.81%和 4.93%, 期间费用率合计为 16.97%, 低于上年同期(20.01%)3.04%; 销售费用、管理费用和财务费用等分别同比增长 45.61%、55.73%和 175.32%。公司实现归属于母公司所有者的净利润 255 百万元, 同比增长 31.32%; 净利润 232.38 百万元, 同比增长 22.33%, 相较于 2012 年 44.15%的增速大幅放缓; 净利润率 9.84%, 较上一年 (16.27%) 下降了

### 基础数据(Y13)

报告日股价(元)	38.54
12mth A 股价格区间 (元)	55.50/20.6
总股本 (百万股)	798.47
无限售 A 股/总股本	59.32%
流通市值 (百万元)	17,909.93
每股净资产 (元)	2.00
PBR (X)	18.87
DPS(Y12,元)	38.54

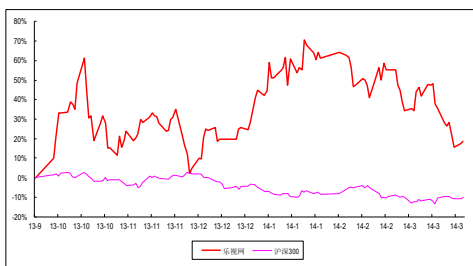
### 主要股东(Y13)

贾跃亭	46.57%
贾跃芳	6.27%
刘弘	3.48%
贾跃民	2.50%
景顺长城内需增长贰号股	2.28%

### 收入结构(Y13)

广告业务	35.53%
会员及发行业务	35.33%
终端业务	29.12%
其他业务	0.01%

### 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



### 相关报告:

首次报告时间: 2013 年 5 月 19 日

6.43%。

由于公司电视机和机顶盒等终端业务的快速扩张，导致成本上升，增收未增利，使得公司净利润增速放缓、净利润率出现下降。

### ■ 投资建议：

公司业务战略目标，依然是内容版权和网络终端入口等资源的优先布局。公司智能终端的低价格销售，未来主要目的是锁定 TV 端网络入口，志在获得“智能电视网络”的广告价值。2014 年如果公司智能电视机销售实现百万台的销售，除了量产可能实现终端销售的盈利，而且更为重要的是，公司获得了足够的 TV 端入口，公司广告价值将获得突破。因为电视屏覆盖的是一个家庭，一家几个都在看，不排除有可能参考电视台的广告收费模式。当公司的客户端覆盖程度到达百万台的时候，计算的观看群体就有三、四百万人的覆盖量，就相当于一个中等的卫视的规模了。

除了广告商合作量的提升，同时可能会造成公司广告的一个重新定价。公司广告定价和别的网站比，目前定价和其它网站差不多，属于中等水平的。但一个中等卫视的广告定价模式水平就比网络广告定价模式水平要高得多了。

预计 2014-2016 年公司可分别实现营业收入同比增长 143.60%、46.04%和 47.41%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 63.76%、71.48%和 75.16%；分别实现每股收益（按加权平均股本计算）0.52 元、0.90 元和 1.57 元。目前股价对应 2014-2016 年的动态市盈率分别为 73.69、42.97 和 24.53 倍。

整体上看，公司“颠覆”战略的布局基本成型，公司终端销售盈利平衡点和广告价值或将都出现突破。所以，调升未来 6 个月对公司的投资评级为“增持”。

同时，公司未来势必继续加大在终端和内容这方面的投入，这将导致在收入规模方面继续保持较快增长，但由于版权费用摊销和电视机成本占比增长，势必导致公司业务收益率在一定期间出现下降的趋势。所以注意未来公司版权成本摊销，以及电视机销售业务未能如期扩展的风险。

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	2,361.24	5,751.90	8,400.04	12,382.89
年增长率 (%)	102.28	143.60	46.04	47.41
归属于母公司所有者的净利润	255.01	417.60	716.10	1,254.31
年增长率 (%)	31.32	63.76	71.48	75.16
每股收益 (按最新股本摊薄, 元)	0.32	0.52	0.90	1.57
PER (X)	120.67	73.69	42.97	24.53

数据来源：公司公告，上海证券研究所（对应股价为 2014-04-11 日收盘价）

## 分析师承诺

分析师 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。