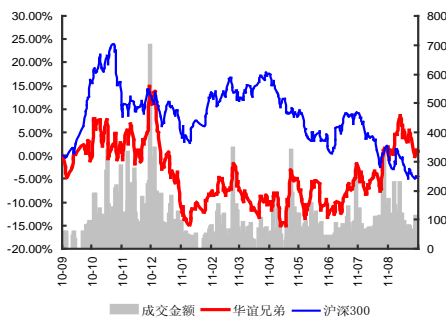


2011年10月24日

投资评级：推荐（维持）

——乐视网（300104）跟踪报告

所在行业最近52周走势：



相关研究报告

《大视频时代来临，乐视网先行》——
2010.9.28

《付费模式成就大视频时代王者》——
2010.10.19

报告作者：

国联证券传媒娱乐组

组长：卫婵娟

执业证书编号：S0590210100002

联系人：

顾佳

电话：0510-82833337

Email: gujia@glsc.com.cn

李青 周冕

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资逻辑：

- **挑战与机遇并存——网络视频行业生态分析：**近几年来，网络视频行业迎来了高速发展阶段，而这也直接带动网络影视版权价格的不断升高。另一方面，网络视频公司的盈利方式也从之前单一的UGC模式转变为版权分销、付费用户等多种盈利模式。
- **从质疑到效仿——乐视网盈利模式分析：**由于服务器的巨大成本，UGC模式遇到了种种挑战，乐视网坚持付费模式、版权分销和网络广告三位一体的盈利模式，避开了一味拼流量的传统方式；另一方面，在市场不断推行正版的现在以及网络视频小众市场大量存在的今天，也保证了乐视网版权分销和付费模式的可行，并且在市场中得到推行和效仿。
- **三大战役决定乐视网未来发展前景：**未来公司将在热门影视网络独家版权的购买上，流量的迅速提高上，以及参与影视行业上游内容制作上展开一系列的拓展，而这三块业务的进展也直接决定了未来乐视网的发展空间。
- **投资建议：**我们预测公司2011年、2012年和2013年的EPS分别为0.60元、0.93元和1.38元，我们看好网络视频行业的巨大发展空间和乐视网付费+版权分销+网络广告的盈利模式，我们继续维持对公司长期“推荐”评级，短期目标价为30元~32元。
- **风险提示：**自制节目和超清播放机存在一定的法律风险，热门版权购买能力下降，融资遇到困难。

目 录

总论:	4
一、挑战与机遇并存——网络视频行业生态分析	5
二、从质疑到模仿——乐视网盈利模式分析	10
1、付费模式潜力无穷	11
2、版权分销如火如荼	15
3、网络广告厚积薄发	20
三、三大战役决定乐视网行业地位	25
1、加大热门网络影视独家版权的购买	25
2、流量的迅速上升（自制节目的快速发展和电视机以及手机领域的进军）	26
3、参与影视方面的投资，向影视上游靠拢	27
四、投资建议和风险提示	29
风险提示:	29

图表目录

图表 1: 网络视频用户上网看视频的频率.....	4
图表 2: 网络视频用户平均每周访问时长.....	4
图表 3: 近三年网络视频用户和增长率.....	5
图表 4: 中国在线视频行业市场规模.....	5
图表 5: 中国在线视频用户（网页端）.....	6
图表 6: 中国在线视频用户（客户端）.....	6
图表 7: 用户选择观看网络视频的原因.....	7
图表 8: 网络视频用户收看的节目类型.....	7
图表 9: 网络视频行业的三个发展阶段.....	8
图表 10: 网络视频行业的盈利模式.....	8
图表 11: 2009-2014 年年网络视频行业广告收入.....	11
图表 12: 2009-2014 年中国在线视频行业收入构成.....	11
图表 13: 网络视频用户付费意愿.....	12
图表 14: 网络视频付费用户内容选择.....	12
图表 15: 乐视网超清播放机发展历程.....	13
图表 16: 网络超清播放机性能解析.....	13
图表 17: 网络视频用户宽带接入比例.....	14
图表 18: 网络视频用户宽带接入速率.....	14
图表 19: 电视剧网络版权价格逐年递增.....	15
图表 20: 维权产业链与版权出售产业链关系.....	17
图表 21: 公司未来五年折旧摊销总成本.....	17
图表 22: 公司当年版权分销收入.....	18
图表 23: 公司其他四年的版权分销收入.....	18
图表 24: 折旧摊销总成本示意图.....	18
图表 25: 三家视频网站网络广告近几年收入对比（单位：万）.....	20
图表 26: 乐视网和优酷以及土豆的每日人均页面访问量.....	21
图表 27: 乐视网和优酷以及土豆的网站访问时间.....	21
图表 28: 用户对各类网络视频广告的印象.....	21
图表 29: 用户的网络视频广告点击率.....	21
图表 30: 网络视频网站月度有效浏览时长.....	22
图表 31: 网络视频网站人均在线时长.....	22
图表 32: 网络视频用户汽车预购比例.....	23
图表 33: 网络视频用户房产预购比例.....	23
图表 34: 2001~2009 年广电系统收入.....	24
图表 35: 2010 年中国网民收看电视和网络视频时间比.....	24
图表 36: 网络视频用户收看新电影的媒体使用习惯.....	25
图表 37: 网络视频用户收看热播剧的媒体使用习惯.....	25
图表 38: 乐视网版权购买情况.....	26
图表 39: 乐视网重点推出的自制剧栏目.....	27
图表 40: 乐视网影业投资的电影《决战刹马镇》.....	28
图表 41: 中国历年电影票房（亿元）.....	28
图表 42: 乐视网上市后重大事件.....	29

总论:

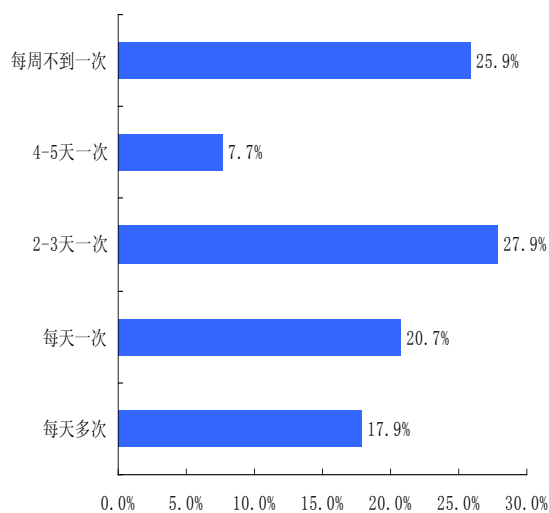
近几年，网络视频行业发展极其迅速，人们已经越来越习惯于通过网络视频来观看热门影视剧，这也直接导致了近一两年来网络影视版权价格的不断上涨。

另一方面，网络视频行业的竞争也是日趋激烈，随着乐视网和优酷以及土豆网的上市，天线视频被整改，酷6网被迫转型，56网被人人网收购，迅雷暂停IPO，网络视频行业的格局已然发生了很大的变化。

作为网络视频行业的新军——乐视网，上市以后就一直伴随着种种争议，但是毫无疑问，乐视网依赖付费模式、版权分销和网络广告三位一体的盈利模式现在越来越被市场所认可，竞争对手也纷纷效仿，乐视网的盈利模式究竟为何被市场所认可以及未来的发展前景，我们将在此文进行进一步的讨论。

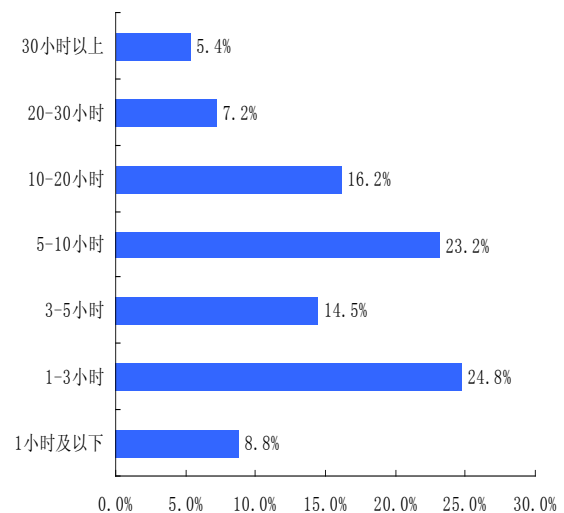
最后，乐视网与第一梯队优酷和土豆仍然有着不小的差距，未来乐视网通过怎样的途径来努力进入第一梯队，这也是我们所要重点讨论的内容。

图表 1: 网络视频用户上网看视频的频率



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

图表 2: 网络视频用户平均每周访问时长

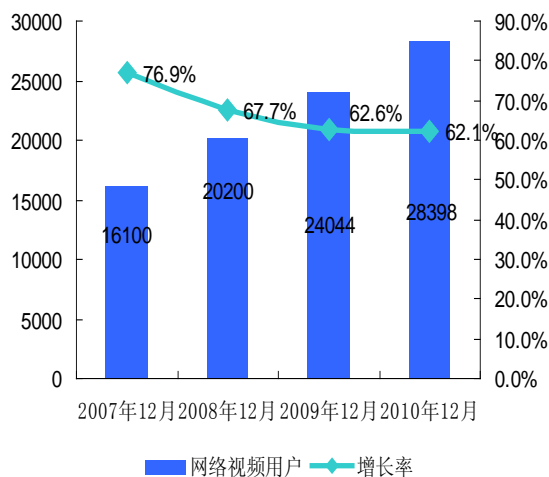


数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

一、挑战与机遇并存——网络视频行业生态分析

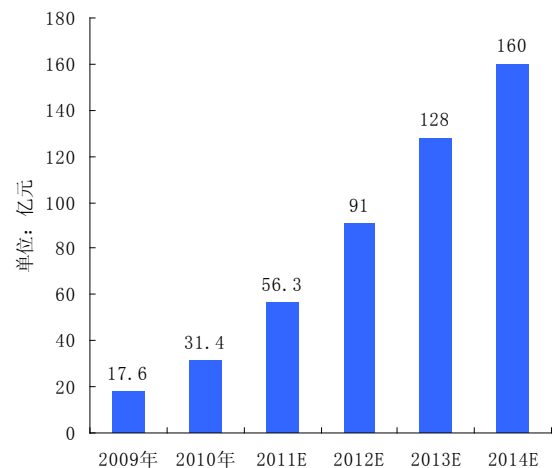
网络视频行业的发展，首先要追溯到 2004 年 7 月国家广电总局颁发的 39 号令，其首先对互联网信息网络传播视听节目进行管理与监督，并在 2005 年 4 月给上海文广颁发了第一张网络电视牌照，允许其经营网络电视视频业务，而这以后，网络视频行业呈现出一个高速发展的态势，而这也直接带动了电影和电视剧市场的火爆，像很多在电视上并未火爆的电视剧反而在网络上呈现出高收视，像《潜伏》和《士兵突击》就是最好的例子。

图表 3: 近三年网络视频用户和增长率



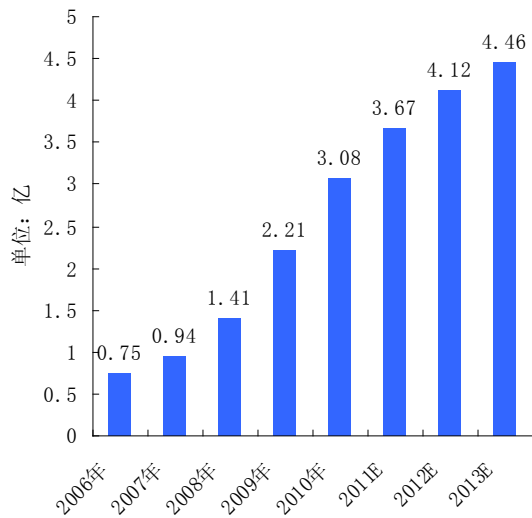
数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

图表 4: 中国在线视频行业市场规模



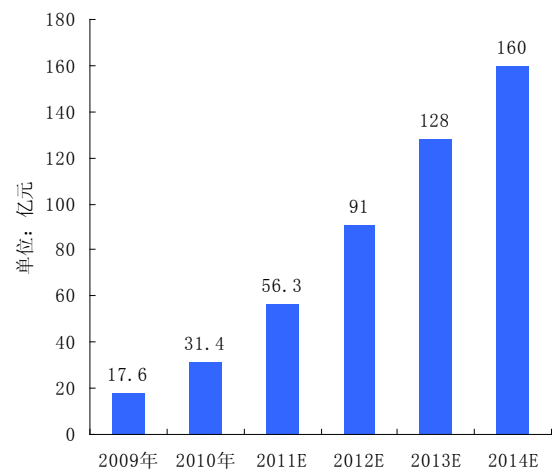
数据来源: 国联证券研究所 艾瑞咨询

图表 5: 中国在线视频用户 (网页端)



数据来源: 国联证券研究所 艾瑞咨询

图表 6: 中国在线视频用户 (客户端)



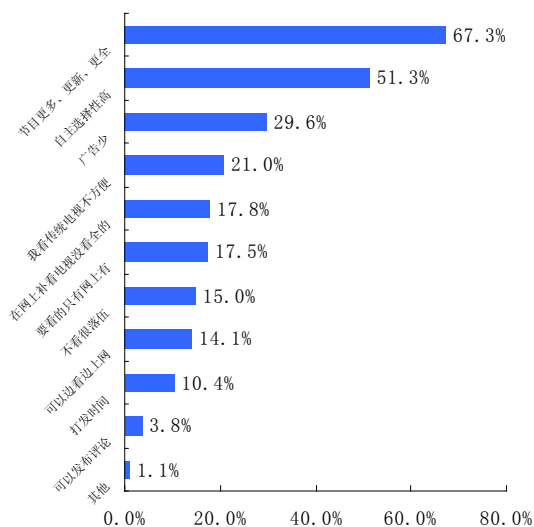
数据来源: 国联证券研究所 艾瑞咨询

随着网络视频行业的快速发展,人们已经越来越习惯于在网络视频上观看电视剧,这主要是由于: 1、现在互联网的活跃用户仍是聚集于 15 岁~35 岁之间的中青年群体,他们对于电视已经渐渐“淡忘”,并且对于传统电视上一天播放一两集电视剧的传统并不习惯,所以网络视频给了他们极大地便利,让他们可以不受地域和时间的限制。2、由于现在大众通过网络视频观看电视剧的成本非常低,并且观看网络视频不会受到广告的侵袭,所以很多人更愿意接受网络视频观看电视剧。3、正如我们上文所说,通过网络视频观看电视剧并不一定观看的是当期的热门电视剧,更多的是通过网络视频观看一些之前遗漏的电视剧,另外,一些翻拍老剧在播放期间,也会吸引很多受众去重温之前旧版的电视剧,像现在湖南卫视热播的《新还珠格格》带动旧版《还珠格格》就是一个最好的例子,而这对于传统电视单向传播来说,此类需求有时往往无法满足。

腾讯近期刚刚以 185 万一集购买了《宫 2》的网络独家版权,再创版权价格新高

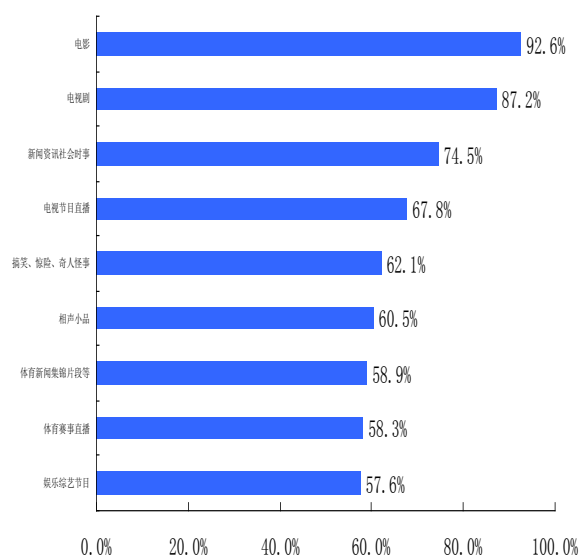
网络视频行业的快速发展,也直接导致了网络影视版权价格的不断上涨,像今年《新水浒》、《宫锁心玉》、《步步惊心》都是创下了天价。

图表 7: 用户选择观看网络视频的原因



数据来源: 国联证券研究所 易观国际

图表 8: 网络视频用户收看的节目类型

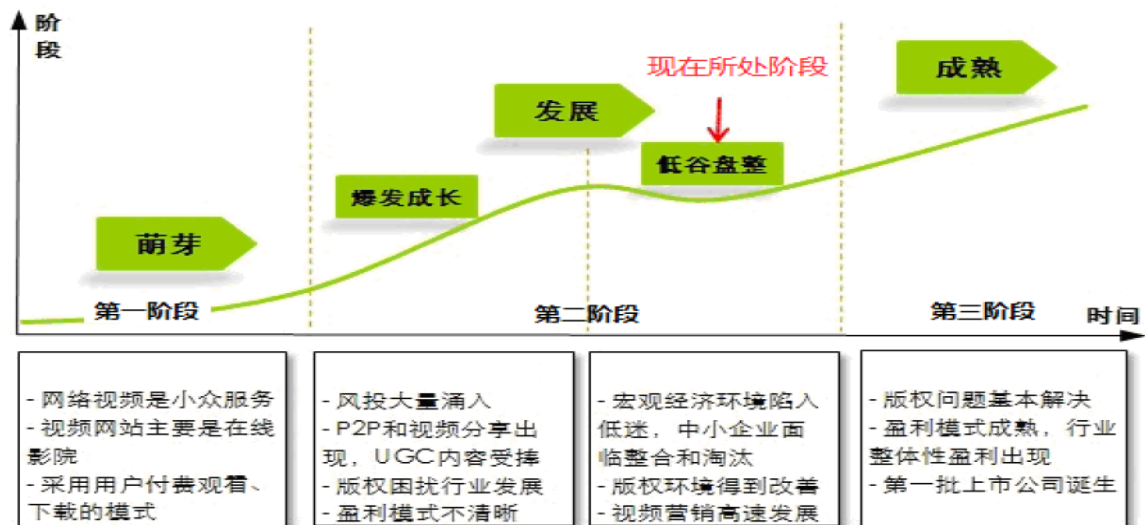


数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

而回顾网络视频行业的发展, 根据艾瑞咨询的报告, 我们把其分为三个阶段, 分别是萌芽期, 发展期, 和成熟期, 萌芽期主要是以第一批网络视频网站的诞生为标志, 而第二阶段则是以视频公司的网站流量大量增加和风投的大量介入为特点, 而第三阶段则是以版权问题得到解决, 以及盈利模式逐步成熟为特征。

现在中国的网络视频行业, 我们认为正处在第二阶段和第三阶段之间, 虽然盗版有所遏制, 但盈利模式远未成熟 (UGC 模式现在已经遇到了很多问题, 并不能视作是视频网站稳定的盈利模式), 无论是国内还是国外, 网络视频行业的盈利模式仍然在探索中。

图表 9: 网络视频行业的三个发展阶段



数据来源: 国联证券研究所 艾瑞咨询

另一方面, 随着网络视频行业的快速发展, 网络视频公司的盈利模式也不再是一味的依赖于 UGC 模式, 版权分销和付费模式都已经在市场上有了一定的推行。

而我们这里主要把网络视频行业的盈利模式主要分为四种: 版权分销模式, UGC 模式, 自制剧模式和用户付费模式。

图表 10: 网络视频行业的四种盈利模式

商业模式	特点	示例
版权分销模式	采购和发布正版内容; 部分网站参与版权交易;	乐视网和盛世骄阳
UGC 模式	由用户上传原创内容; 部分网站有广告分成等播客鼓励机制; 主要收入来源为广告与向第三方提供内容	土豆
		优酷
自制剧模式	由网站投资或网站与影视公司合作拍摄自制剧; 如合作拍摄, 则与影视公司进行广告分成; 主要收入来源为广告和销售播映权	土豆《欢迎爱光临》
		优酷《老男孩》
用户付费模式	向影视公司购买正版内容, 如美剧、电影等; 一般为定价购买播映权; 从 2011 年开始有用户付费收入; 主要收入来源仍是广告	《让子弹飞》

数据来源: 国联证券研究所 艾瑞咨询和 CNNIC

由于大多数视频网站仍然以 UGC 模式为主, 这主要是借鉴其他互联网

网络视频广告虽然相对于其他互联网行业广告增速依然较快，但增速不断下滑却是不争的事实，一方面是由于基数逐渐变大，另一个很重要的原因则是网络广告主对于网络视频目标用户的精准程度以及网络视频广告投放效果的监测和评估存在一定疑虑，这极大地影响了网络广告的快速增长

公司的传统做法，但与其他互联网行业例如新闻网站以及社交网站明显不同，网络视频行业由于其视频内容的特殊性，特别是高清视频内容所需宽带非常大，这造成了各家网络视频公司的服务器成本增长非常快，远远超过了网络广告的增速。

而对于这些 UGC 模式的网络视频公司来说，服务器的成本又不能节省，因为一旦用户体验下降，公司的经营将会遭遇到更大的问题。所以对于 UGC 模式的公司来说，一方面拼命追求网站流量的快速增加，另一方面，却又不面对增长更快的服务器成本和缓慢的网络广告收入增长。

所以，网络视频 UGC 的商业模式，我们预测未来的格局只能是王者生存，即所有资源和资金都向一到两家网络视频公司集中，像现在的优酷便是 UGC 模式的绝对王者，而处在第二位置的土豆网，虽然流量、网络广告收入相比于优酷并没有太大的差距，但从公司上市的艰难程度，以及上市后的融资额度和股价表现，却是与优酷相差较大，互联网王者通吃的局面将在 UGC 模式中充分彰显。

另外值得说明的是，被盛大收购的酷 6 网，也曾经重金购买网络影视版权，并且一再强调自己的免费模式，但现在却不得不面对之前的创始人李善友被迫离职，公司发展被迫转型的尴尬局面，这进一步显示了 UGC 模式存在的种种弊端。

另一方面，如果我们对比美国市场 Youtube 和 Netflix 的表现，也会发现 Youtube 现在仍然受困于亏损之中，而 Netflix 则是凭借付费影视业务股价一路飙升。

而其他几种模式，在整个网络视频行业的收入占比都很小，其中自制剧模式发展时间较短，尚在摸索阶段；而版权分销模式则盈利模式极为清晰，现在则受到很多视频网站的关注，像搜狐视频则已经开始重金购买版权进行分销了，但由于从事时间较短，现在版权分销业务做的比较成熟的还是乐视网和盛世骄阳。

而另外一项业务则是付费业务，这是很多视频网站所一直期待的但又不敢轻易尝试的盈利模式，但在网络影视版权价格日益高涨和服务器成本快速增长的今天，以乐视网为首的一些视频网站已经开始涉足，但要真正像网络游戏行业一样，让付费成为习惯，我们认为还尚需时日，特别是版权的保护要进一步加快，以及用户付费习惯的慢慢培养，不过总体看来，在网民对于网络视频特别是影视视频的高度热情下，我们认为付费业务也是未来网络视频行业寻求二次爆发的最好武器，具有很大的发展空间。

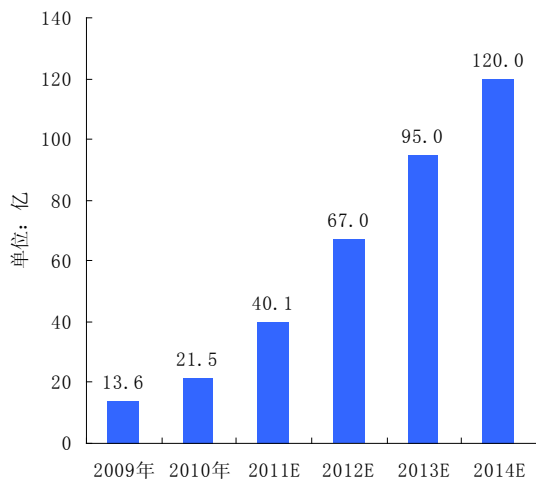
二、从质疑到模仿——乐视网盈利模式分析

与其他网络视频网站一味依赖网络广告的商业模式不同，乐视网采取的是版权分销+付费用户+网络广告的盈利模式，而公司之所以采用这种商业模式的原因（即放弃拼流量然后赚取网络广告收入的传统互联网商业模式），最主要原因是由于公司作为网络视频行业的后来者，再去跟优酷和土豆拼流量是很难取得胜利的；另一方面，也是公司认为那种拼命争取流量，使得自己的服务器成本飞速增长的商业模式是有很多弊端的（之后酷6网的转型，土豆的艰难上市以及56网被人人网的收购，都证明了这点）；最后，乐视网作为A股的上市公司，盈利是最为根本的要求，这就使得公司不可能走其他视频王彰那种只求流量不求盈利的商业模式。

事实证明，热门影视剧的网络版权价格大涨以及政府对于盗版版权的打击，给乐视网的版权分销和付费模式提供了比较好的外围环境，而前两者的成功让乐视网成功在中国创业板上市融资，使得乐视网的品牌知名度进一步提高，进而对公司的网络广告业务的发展也提供了更多的支持。

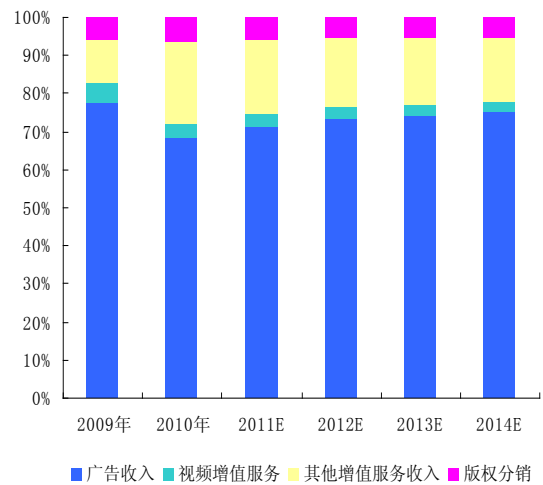
另一方面，上市融资也使得公司有更多资金去购买更多的独家网络影视版权，从而使得付费模式走的更为顺畅，公司的三项业务相辅相成，相得益彰，从而使得公司成为中国网络视频行业唯一盈利的视频网站，虽然乐视网上市以来经历了太多的怀疑和争论，但从其他竞争对手包括土豆以及56网甚至被盛大收购的酷6的经历来看，乐视网的这种商业模式也许并不是最好的（现在来看，优酷无论是市场占有率还是融资情况等，都毫无疑问是网络视频行业的领头羊），但却是可行的，特别是版权分销和付费这两块争议最大的业务，现在随着搜狐，以及奇艺、优酷都纷纷涉足这两项业务，应该说是成功的，并且具有一定的行业发展领先意识。

图表 11: 2009-2014 年年网络视频行业广告收入



数据来源: 国联证券研究所 iUsertracker2011

图表 12: 2009-2014 年中国在线视频行业收入构成



数据来源: 国联证券研究所 iUsertracker2011

1、付费模式潜力无穷

一直到现在,仍然有很多人质疑,乐视网的付费业务究竟是如何经营的? 又是哪些用户会付费? 在互联网免费为王的时代,付费用户付费的原因究竟是什么?

上面的疑问,我们已经在之前《付费模式成就大视频时代王者》的报告中已经进行了深入的说明,在此我们再次强调:首先,乐视网的付费用户截止到现在月度活跃用户仍然只有 70 多万,比起 3 亿多的网络视频用户,只占中国网络视频用户的千分之二左右,乐视网通过一些网站的站长发展,以及通过跟联通的合作发展,加上近一年来分别和汕头电信、太原电信等的合作(乐视网以 6 折左右的价格卖给地方电信公司,地方电信公司再转而以增值服务或者礼品全价推销给自己的用户),这些精准式营销方式与我们平时所想的大家主动发现网站,然后付费的类似于苹果 AppleStore 的经营模式是有所不同的。

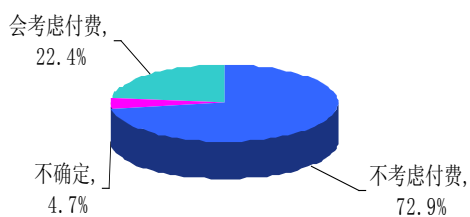
另一方面,我们也要看到,随着正版的观念日渐普遍,像之前大家轻易搜索到热门影视剧的现象,特别是像那种今天大片上映,明天就会在网站上搜到的现象几乎不存在了,大家搜索到热门影视视频的难度越来越大,像一些之前热门的盗版视频下载网站,包括 BT 的网站,迅雷,以及电骡的 VeryCD,都分别进行了整治,而这也是为现在乐视网联合其他几家视频网站所推出在

线付费电影提供了发展条件，对于一些人来说，当某些大片上映的时候，在家里付上 5 元钱，就可以轻松的享受高清影视，这对很多高端人士和白领阶层来说是具有诱惑力的，也是可行的。

另外，不仅是现在视频网站乐视网、搜狐等在尝试付费业务，包括现在很多的 IPTV 运营商和广电的互动电视也都在尝试付费点播业务，甚至国外的一些视频网站也在讨论付费模式的可能性，毕竟，随着网络独家影视版权价格的日益高企，以及服务器成本的不断增加，免费业务越来越成为一种负担，付费点播业务方兴未艾。

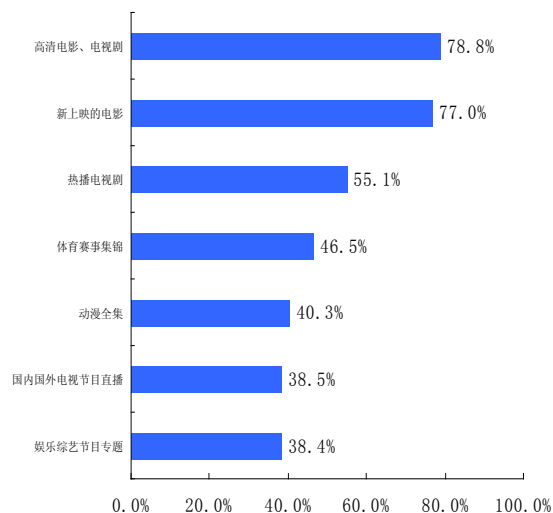
当然，我们也应该看到，乐视网的付费业务展开并不是空中楼阁，首先，乐视网长期以来的正版版权策略，这种正版策略保证了像联通以及电信愿意与之合作；其次，乐视网的热门影视版权比较多，今年囊括了 70% 的网络热门独家影视版权（2012 年囊括了 50%~60%，2013 年则是 40%~50%），能在一个网站上看到如此多的热门影视剧，这对于一些高端用户是可以接受的；最后，是乐视网提供的高清节目服务，例如 720P，几乎已经接近了电视的清晰度（而 1080P 则是达到了电影的观赏效果），另外，由于乐视网没有那么大的服务器压力，这也使得公司可以保证观看的流畅度。而这三点也回答了乐视网的 70 多万付费用户到底来自于哪里的疑问。

图表 13: 网络视频用户付费意愿



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

图表 14: 网络视频付费用户内容选择



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

超清播放机有望成为付费业务利器

未来我们预计乐视网的付费用户发展将更多的依赖于超清播放机的推

出，超清播放机的相关内容我们已经在前面的文章中重点介绍过，由于相关功能仍在调试中，以及等待相关的牌照发放，所以乐视网的超清播放机并未大规模推广销售，但在北京等地，广告宣传皆已经展开，我们也先期对乐视网的播放机进行了体验：

图表 15: 乐视网超清播放机发展历程

时间	进程
2009 年	乐视网率先推出第一个适用于机顶盒终端连接电视机的互联网在线视频服务
2010 年	该项服务正式命名为乐视网 TV 版, 专注于乐视网自主研发的乐视 TV 云视频超清机的植入和适配, 为乐视 TV 用户带来电视机上的视听享受
2011 年	优化了产品的功能和用户体验, 支持了多种视频码流的在线播放和下载, 率先推出了在线 720P、1080P 等高清内容, 即将上线的 3D 影院将为用户带来全新的 3D 服务, 另外, 乐视网 TV 版也与海信、康佳、创维等电视机厂商进行深入的合作

数据来源：国联证券研究所 公开资料

【附】：乐视网的超清播放机使用反馈

优点：1、首先是外观极其优美，设计很精致，显示公司对于播放机的用心，也与市场上其他播放机有所区别，手感较好 2、运行的噪音较低，从而使得不会像之前的 DVD 机等发生噪音过大的问题 3、硬件配置较高（Sigma8655 配置），从而保证了 720P 的高清播出效果 4、流畅度较高，我们测试的网速在 2M 之内，在我们测试的在线电影中，几乎没有出现过停顿等问题，非常流畅 5、界面设计比较简单，操作比较方便，且有电视节目可以点播

缺点：1、产品的价格比较昂贵，其他同类产品只有 1400~1600 多元，而乐视网两款机型，一款 1999，一款是 2999 元，相对来说，价格稍显昂贵 2、仅能浏览乐视网的一家视频网站，且可看的电视频道也不多，开放性稍显不足 3、通过超清机浏览网站的使用上仍然不是很方便，且页面末端未安置 FLASH 4、菜单反应一般 5、蓝光 DVD 下载速度仍然不是很快，下载时间较长

图表 16: 乐视网网络超清播放机性能解析

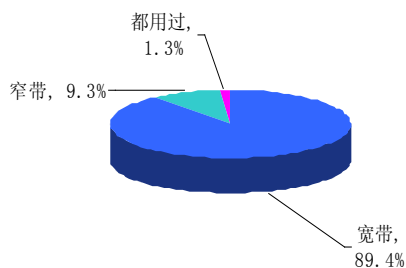
	功能特点
网络蓝光，1080 超清解码	采用最顶级解码芯片 Sigma Designs8655，本地 1080P 主流超清片源无缝播放（含蓝光视频）
在线 720P 高清影视	基于业界领先的 P2P/CDN 技术，实现 720P 高清影视的在线点播，精选正版片源，

的在线点播	给您无广告、极速的高清尊贵体验。
网际浏览	支持主流网站的在线媒体播放和浏览访问，可在线看视频，使用软键盘操作，实现电视上网功能。
高端接口设置	支持 HDMI 高清输出接口，光纤数字输出，同轴数字输出；内置 SATA 接口，外置 E-SATA 接口，实现 6 倍于 USB 2.0 的高速下载接口。
海量正版片源	乐视网目前拥有 40000 多集电视剧，3000 多部电影版权储备，并不断更新最新影视剧。
全环高清 7.1 声道 HIFI 输出	支持最高规格的全环绕高清 7.1 声道输出，支持 Dolby Ture HD、DTS-HD 音频输出制式。
零噪音设计	产品采用了无风扇零噪音设计，外壳采用特殊铝合金材质，环绕一体化成型，流线式快速传导散热，散热度高达 60%，延长产品使用寿命。
超省电后台下载	支持后台下载，下载功耗仅为电脑下载的十分之一，支持 FTP/HTTP 等下载工具，可通过互联网远程查看家中下载进行查询、暂停、取消等远程操作
数据来源：国联证券研究所 公司产品推介资料	

应该说，从上面的反馈来说，乐视网的播放机除了价格比较贵之外，其他功能方面和收看效果来说还是有着一定的竞争优势，所以，未来随着乐视网对超清机进行大规模的推广销售，依赖超清播放机发展付费用户（使用超清播放机观看节目必须是付费用户），将会是公司未来付费模式的最大亮点，并且此种模式也有利于保持付费用户的粘性，我们对此保持谨慎的乐观。

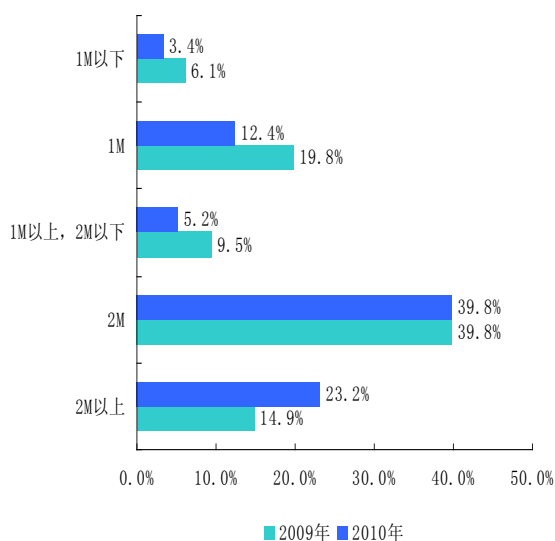
另外，之前市场担心的网络宽带不足以支持超清播放机播放效果的问题，实际上，现在 50% 以上的家庭都在 2M 以上，这保证了播放的流畅性和高清效果。

图表 17：网络视频用户宽带接入比例



数据来源：国联证券研究所 CNNIC

图表 18：网络视频用户宽带接入速率



数据来源：国联证券研究所 CNNIC

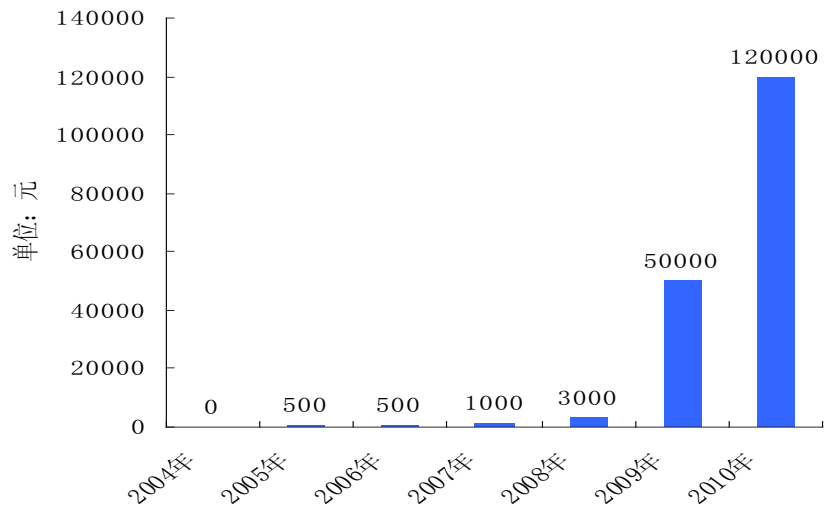
2、版权分销如火如荼

版权分销业务是乐视网的主营业务之一，也是支撑乐视网其他两项主营业务——付费业务和网络广告业务发展的基础。

版权分销的前提是购买热门的影视网络独家版权，而且只有独家网络影视版权才可以进行分销，所以现在大家讨论的一些影视版权的价格很多指的都是独家网络影视版权，而不是一些非独家影视网络版权，独家和非独家的价格往往相差数倍。

在网络视频行业还都是盗版为王的时代，是没有哪家网络视频网站愿意把钱花在购买网络影视版权的，所以乐视网的版权分销业务自然也是很难经营，但现在随着政府对于网络视频行业盗版情况的严厉打击（天线视频便因盗版问题受到整顿），同时由于现在网络视频公司上市的越来越多，包括优酷、土豆、酷6，以及乐视网和搜狐视频、新浪视频、56网（都算作母公司之内），其他像 PPS、PPTV 也都在准备上市，上市意味着绝对不能有盗版的视频内容，否则未来一旦被诉讼，罚款会很多，所以这就造成很多网络视频公司为了仍然保持住很多热门视频内容，不得不花重金去购买这些影视版权。

图表 19：电视剧网络版权价格逐年递增



数据来源：国联证券研究所 湖南广播电视台内刊《前沿》

另外，很多网络视频公司在完成融资后，最主要是投向两个方向，一个方向是购买服务器，另一个方向就是购买热门影视网络版权，乐视网、优酷和土豆，无一不是如此，因为对于这些巨头来说，只有拥有更多的影视版权，才能进一步保持自己的领先优势，也才能进一步压缩竞争对手的生存空间，

而大家为了保持不落后，便纷纷花重金购买独家和非独家网络影视版权，这也是造成网络影视版权价格快速升高的原因。

所以市场一直存在这样的误解，认为很多网络视频公司高价竞购网络影视版权，是一种盲目的“烧钱”的行为，但从我们上面的分析，我们认为这种“烧钱”是无法避免的，而且是必须的。但另一方面，正如我们上面所说，现在价格飞涨的是独家网络影视版权，而非普通的非独家网络影视版权，两者的价格甚至可能会达到 10 倍，这也就为版权分销的产生提供了基础。

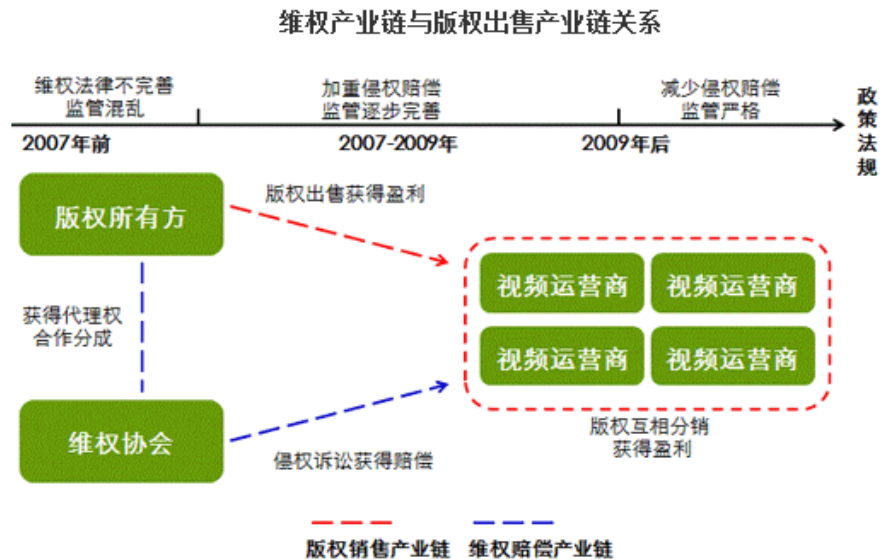
另外，市场现在看到的是很多热门影视剧网络版权屡屡创出天价，认为从事版权分销业务就是比较稳定的盈利方式，实则不然，对于国内一年生产几千部的电视剧产量来说，且不说能最终名利双收的十几部电视剧来说，光是能够最终在电视台播放的，也就是 20%~30%，真正能赚钱的，根据一些业内人士交流，每十部有两部就已经相当不错，所以版权分销业务，并不是市场所想象的稳定回报的行业，所以这也就解释了为何更多的网络视频公司愿意选择购买非独家网络影视版权，而不愿意选择购买独家网络影视版权进行分销。

乐视网从事网络版权推销，我们认为有几点优势：（1）是资金的优势，乐视网已经在创业板上市，未来还会进一步融资，所以对于近几年网络影视独家版权价格的飞涨，乐视网是有能力参与竞争的，未来我们预计乐视网投入购买独家网络影视版权的投资不会低于 1 亿元（2）口碑效应，由于乐视网成立之初就坚持正版版权策略，这给很多影视公司留下了较为深刻的印象，像张伟平的新画面公司（主要以张艺谋的电影为主），几乎所有的电影的网络影视独家版权都是卖给乐视网的，所以，对于版权竞购来说，也并非价高者得，像有些版权分销商，付款并不及时，而乐视网几乎从未出现过拖欠账款的情况，在影视圈内口碑不错（3）分销经验的优势，正如我们上文所说，并非所有的网络影视版权都会大卖，这就要求购买方有着自己的判断，由于乐视网也参与影视剧的拍摄，同时有着多年的网络影视版权的分销经验，并且有着一批专业的人才和购买版权程序，这就极大的保证了影视版权购买的安全性，事实证明，乐视网重金购买的包括《宫锁心玉》、《我是特种兵》，以及接下来即将播放的《男人帮》、《后宫》都已经得到了市场的认可，彰显了乐视网的版权购买眼光。

未来乐视网将进一步发展版权推销业务，将会投入更多资金进行版权的购买，而推销的方式也将有所改变，一些极度热门的影视剧将可能不会推销，只在网站上独家播放，其他的一些热门网络影视版权，将会变为推销给 5~6 家网络视频公司，同时进一步加大对于 IPTV 的版权销售，其已经跟包括上

海百视通、杭州华数展开了进一步的合作，公司的版权摊销业务有望在未来几年持续保持快速的增长。

图表 20: 维权产业链与版权出售产业链关系



数据来源：国联证券研究所 艾瑞咨询

【附】：关于乐视网购买版权摊销问题的计算

计算假设：（仅作参考，表中数据均是假设数据，与公司的实际数据有较大出入）

我们假设公司未来五年购买版权的资金分别为 2 亿、2.2 亿、2.4 亿、2.6 亿和 2.8 亿元，且假设购买的版权期限为 5 年，按照公司平均摊销的会计法则，分 5 年摊销，从而计算出未来几年的摊销成本

图表 21: 公司未来五年折旧摊销总成本

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
购买版权成本 (亿元)	2	2.2	2.4	2.6	2.8				
折旧摊销成本 (亿元)	0.4	0.84	1.32	1.84	2.40	2.00	1.56	1.08	0.56

数据来源：国联证券研究所

假设每年分销收入为当年购买版权成本的 60%，从而计算出当年分销的收入（不考虑版权价格上涨），同时我们假设近五年版权价格以每年 30% 的增速上涨（主要是根据近几年的版权价格估算）

图表 22: 公司当年版权分销收入

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
当年分销的收入 (亿元)	1.2	1.32	1.44	1.56	1.68				
假设版权价格上涨 30%的当年分销收 入(亿元)	1.56	1.716	1.872	2.028	2.184				

数据来源: 国联证券研究所

因为公司购买的版权大多是 5~8 年, 并且由于公司的版权分销年限大多是一年, 所以一些大的视频网站仍然会在后几年持续购买 (这也是市场所忽略的一点), 所以我们假设版权的第二年, 第三年, 第四年, 第五年的分销收入分别为第一年购买版权成本的 20%、15%、10%和 5%, 那么我们可以算出版权除第一年外其他四年的分销收入。

图表 23: 公司其他四年的版权分销收入

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
未来四年增加的分 销收入(假设版权价 格不变计算)(亿元)		0.4	0.3+ 0.44= 0.74	0.2+ 0.33+0. 48=1.01	0.1+ 0.22+0.36 +0.52=1. 2	0.11+0. 24+0.3 6+0.56 =1.27	0.12+0.26 +0.44=0. 82	0.13+0. 28=0.4 1	0.14

数据来源: 国联证券研究所

公司的折旧摊销总示意图

图表 24: 公司版权折旧摊销总示意图

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
购买版权成本 (亿元)	2	2.2	2.4	2.6	2.8				
折旧摊销总成本 (亿元)	0.4	0.84	1.32	1.84	2.40	2.00	1.56	1.08	0.56
当年分销的总收 入(亿元)	1.56	1.716	1.872	2.028	2.184				
未来四年的分销 收入(亿元)		0.4	0.74	1.01	1.2	1.27	0.82	0.41	0.14
版权五年的分销 总收入(亿元)	1.56	2.116	2.612	3.038	3.384	1.27	0.82	0.41	0.14
收入-成本(亿 元)	1.16	1.276	1.292	1.198	0.984	-0.73	-0.74	-0.67	-0.42

数据来源: 国联证券研究所

结论:

我们认为市场一直对公司的平均摊销的做法颇有质疑，主要是根据 1、大多数版权时效性较强，认为收入主要是集中在第一年，后面几年几乎很难提供收入，所以应该像其他一些网络视频公司一样采用加速折旧；2、市场认为第一年公司能够收回版权成本的 60%~70%，但却只摊销成本的 25%，颇有竭泽而渔的疑问。

我们认为市场的判断是有一定的道理的，但我们要说明的是，1、公司采购的版权大多是 5~8 年，这与其他公司采购版权时效只有一年稍显不同，其他公司必须采取加速折旧，乐视网采取平均折旧，是有其一定的合理性的；2、公司的大多数版权分销，都是一年期限的，所以很多大的视频公司，为了保证其影视剧的完整和连贯性，大多数还是在未来几年会继续购买版权的，即使这个版权的时效性已过，就如现在的《新还珠格格》和《新水浒》上映，很多观众还是想去看老的《还珠格格》和《水浒》；3、近期网络影视版权价格飞速上涨，我们在计算中还是以每年 30% 的增速计算，但实际上，像近期的一些热门剧，例如《新还珠格格》和《新水浒》，版权分销价格增速都在 50% 以上，所以这点在计算中我们有时并未考虑，而市场也并没有重视这关键的一点。

所以在综合了上述情况后，我们绘制了公司的折旧摊销总示意图，按照最后（收入—成本）的结果来看，实际上，公司的折旧摊销这块并没有市场所担心的那么严重，公司确实存在近三年会（2011~2013 年）享受平均摊销所带来的利润增速较快的果实，但另一方面，从 2014 年以后开始出现同比下降，但要说明的是，根据我们的计算，下降幅度并没有市场所担心的那么大，也就是说公司后几年摊销的压力并没有市场预期的那么大。

所以按照我们的计算示例，实际上，只要公司每年持续投入购买多数热门剧网络独家版权（公司已经购买了 2012 年和 2013 年部分热门影视剧独家网络版权），并且假定版权价格增速近几年不会出现大的下滑，以及市场对于购买版权的需求增速也并未出现大的下滑，那么我们认为公司的平均摊销确实帮助公司在未来三年享受更快的利润增长，但过了这三年，也并未有市场所担心的摊销成本压力倍增，竭泽而渔那么严重。

另外，我们要强调的是，随着近几年互联网电视和 IPTV 的快速发展，包括百视通、CNTV 以及华数等快速发展和竞争加剧，这一块对影视剧版权的需求加大，并且他们肯定会是持续采购，但这一块收入我们暂时还未考虑到计算模型中去，但这一块也有助于公司采用平均摊销的做法。

3、网络广告厚积薄发

对于大多数互联网公司来说，无论是 Web1.0 的代表——新浪，还是 Web2.0 的代表——人人网，以及现在 Web3.0 的代表——新浪微博，其网络广告业务仍是这些公司的主要盈利模式，网络广告业务也是除了网络游戏付费业务以外最为成熟的互联网盈利模式，因为，只有依赖于网络广告，才能使得更多的互联网公司提供给网民免费的业务。

所以，对于很多中国的视频网站巨头——优酷以及土豆来说，照搬国外视频网站巨头 Youtube、Hulu 等依赖广告业务的商业模式便成了不二的选择。

如果对比优酷和土豆的网络广告业务，其近三年都呈现出超高速增长，不仅大幅领先于互联网的其他企业，也是大幅领先于网络视频行业的平均行业增速。而乐视网今年上半年 40% 左右的增速与优酷、土豆两个老大哥比起来，确实是逊色不少。

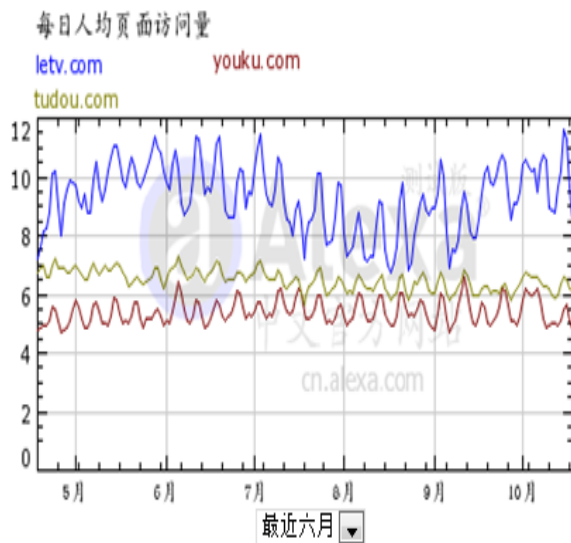
图表 25：三家视频网站网络广告近几年收入对比（单位：万）

视频网站	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
优酷	180	3300	15300	38710
土豆	660	2620	8910	28630
乐视网	500	1736	3693	6737

数据来源：国联证券研究所 三家公司招股说明书

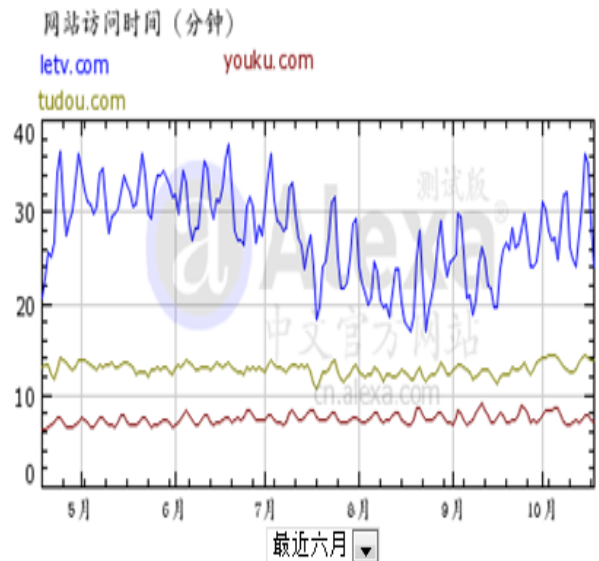
我们认为，乐视网网络广告增速较慢的原因，一方面是盈利模式的不同，正如我们上文所提到的，乐视网经营的目的并不是主要追求于流量的大幅增加和网站的知名度，因为这也无形中增加更多的服务器宽带成本，但对很多广告主来说，流量的高低和网站的知名度仍然是其决定投放平台的重要选择，所以，从这个角度来讲，乐视网的网络广告增速偏慢是有其理由的，而且现在看来，那种一味依赖网络广告的盈利模式是有其很大弊端的，且不说国内的优酷和土豆仍然无法避免大幅亏损的困局，即使是国外的网络视频巨头，例如 Youtube、Hulu，也一样是逃避不了大幅亏损的局面，而造成这种困局的最主要原因是网络广告的增速是跑不过服务器成本的增速的，特别是近几年来，由于更多的网络视频用户更倾向于浏览影视剧，而这直接造成了网络视频公司服务器宽带成本的快速增长，而由于网络广告主对于视频网站目标用户的精准度和网络视频广告效果的监测和评估效果的不认可，所以这使得网络视频广告业务仍然存在很大的局限性。

图表 26: 乐视网和优酷以及土豆的每日人均页面访问量



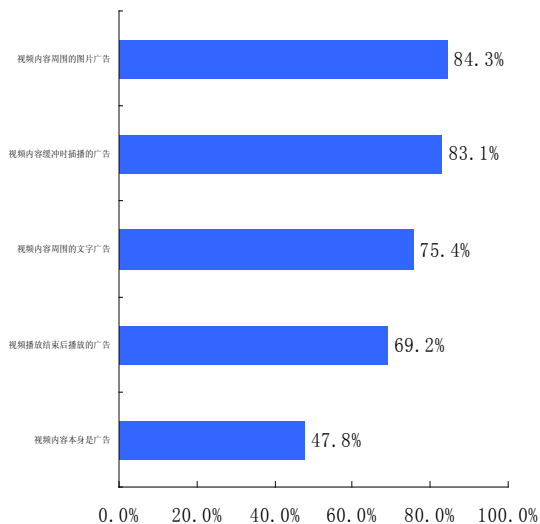
数据来源: 国联证券研究所 Alexa 中文网

图表 27: 乐视网和优酷以及土豆的网站访问时间



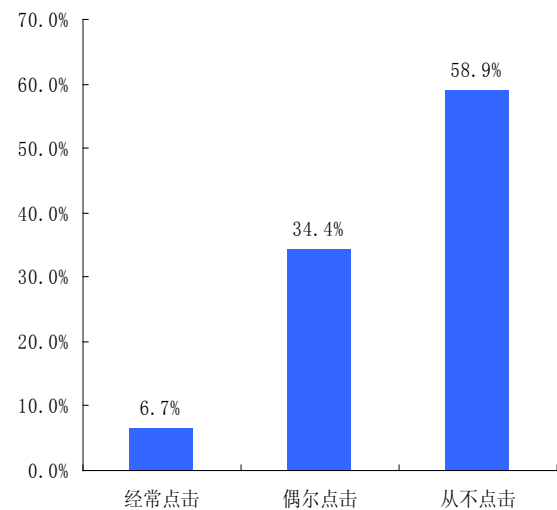
数据来源: 国联证券研究所 Alexa 中文网

图表 28: 用户对各类网络视频广告的印象



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

图表 29: 用户的网络视频广告点击率

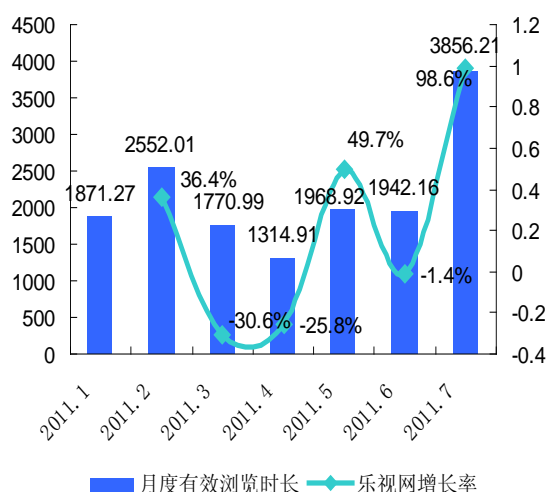


数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

跟之前公司的网络广告业务增长较慢相比, 我们对未来公司的网络广告业务发展比较持乐观态度。一方面, 正如我们上文所说, 越来越多的广告主倾向于投放在目标用户比较明确的网站, 像开心网针对的是白领, 人人网针对的是大学生, 这样的网站得到了广告主的青睐, 这改变了以往在 Web1.0 时代过分注重流量的做法, 而乐视网扎根于影视视频, 相对于 UGC 的网络

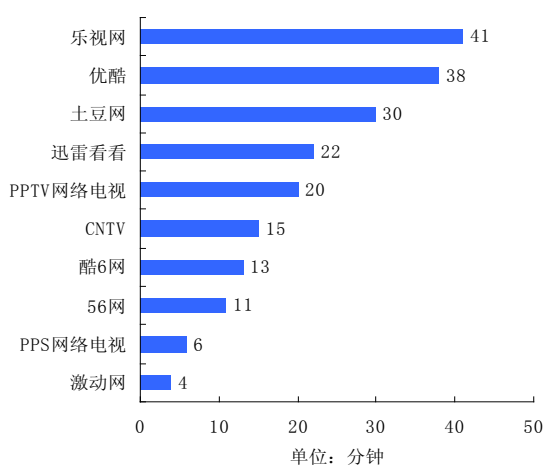
视频网站来说，其用户群体更加高端，其对网站的粘性也更强，更为重要的是，专注于影视视频的群体大多都是一些消费能力较强的年轻群体，对于网络广告的主要投放行业——汽车行业和消费品行业来说，这种比较精准的消费群体正是他们最为合适的网络广告投放区域，而乐视网去年推出的汽车频道就是一个比较成功的合作案例（乐视汽车是乐视网旗下重点频道之一，包括驾乐会、炫大牌、斗秀场、新闻发布、车型库、媒体分享、网友分享等众多精彩栏目，同时，乐视汽车独家重磅推出的汽车专业评测和汽车微电影，形式新颖、观点犀利、视角独特，也带来了超级唯美的试听享受，充分彰显了第一汽车视频媒体的高端形象）。

图表 30: 网络视频网站月度有效浏览时长



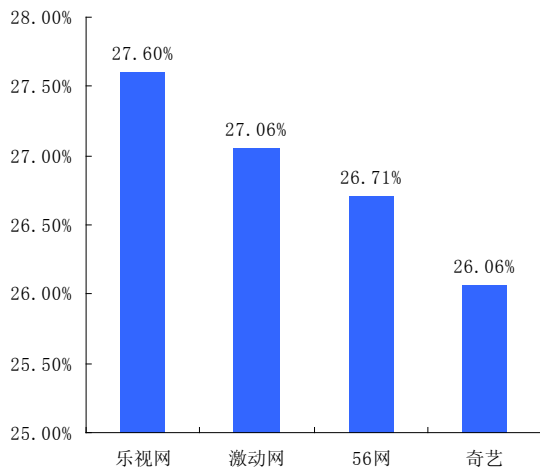
数据来源：国联证券研究所 iUsertracker2011

图表 31: 网络视频网站人均在线时长



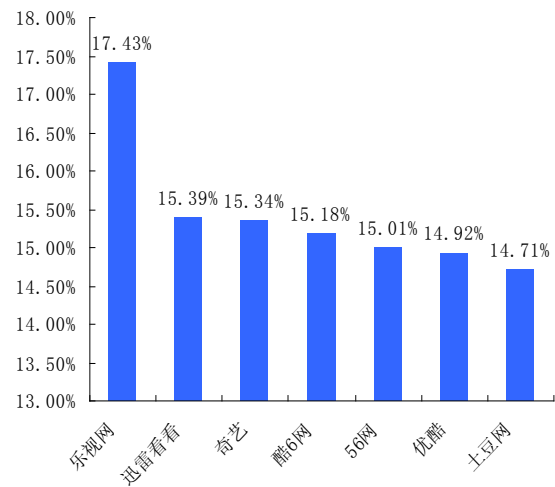
数据来源：国联证券研究所 iUsertracker2011

图表 32: 网络视频用户汽车预购比例



数据来源: 国联证券研究所 iUsertracker2011

图表 33: 网络视频用户房产预购比例

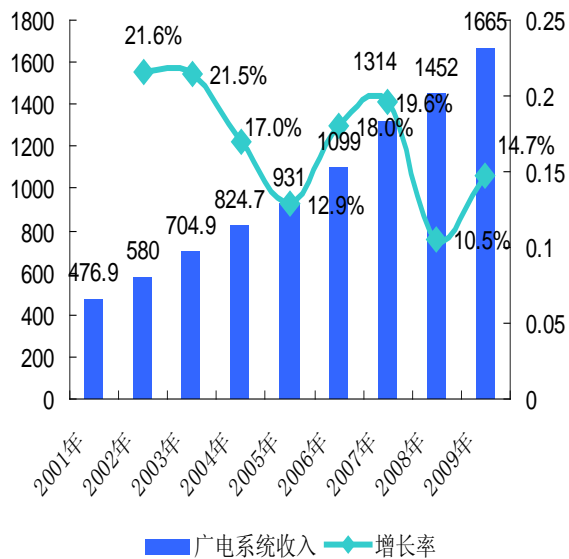


数据来源: 国联证券研究所 iUsertracker2011

另一方面, 我们仔细研究在网络视频投放广告的广告主, 在前几年, 主要还是集中在一些医药保健类公司以及一些低端的 B2C 和服装公司, 品牌知名度不强, 但随着网络视频行业的快速发展, 越来越多的广告主开始关注网络视频网站, 包括汽车类行业和快消品行业的一些知名公司等, 都已经尝试在网络视频网站投放广告, 而对于这些知名广告主来说, 首先要求网络视频网站不能有盗版情况, 因为网站被起诉, 这会极大的损害这些品牌商; 其次买还必须公司治理规范, 有诚信; 最后, 则是要求公司的热门影视版权数量要多, 人气和流量要高, 同时要求性价比要高。而对于乐视网这个 A 股唯一的网络视频上市公司来说, 上面的要求几乎都比较符合, 所以, 随着未来更多的品牌商关注网络视频行业, 凭借之前与联通、电信等知名企业的合作, 乐视网有望与品牌广告商进行大规模合作, 从而带动自己的网络广告业务快速发展。

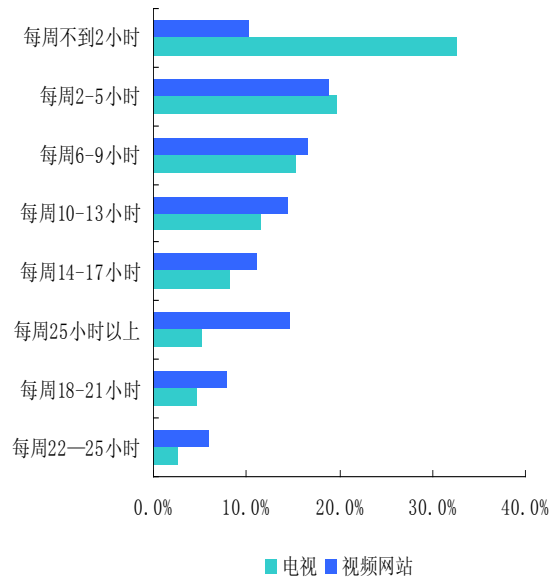
另外, 如果我们把网络广告和电视广告以及看电视和浏览网络视频的时间进行对比, 就会发现两者的观看时间已经越来越相近, 但两者广告收入对比还是相差较大, 我们乐观预计随着观看视频网站的人数越来越多, 时间越来越长, 加上网络版权的购买成本越来越高, 未来几年, 网络视频广告收入仍将有大幅提高的空间。

图表 34: 2001~2009 年广电系统收入



数据来源: 国联证券研究所 广电总局

图表 35: 2010 年中国网民收看电视和网络视频时间比



数据来源: 国联证券研究所 广电总局

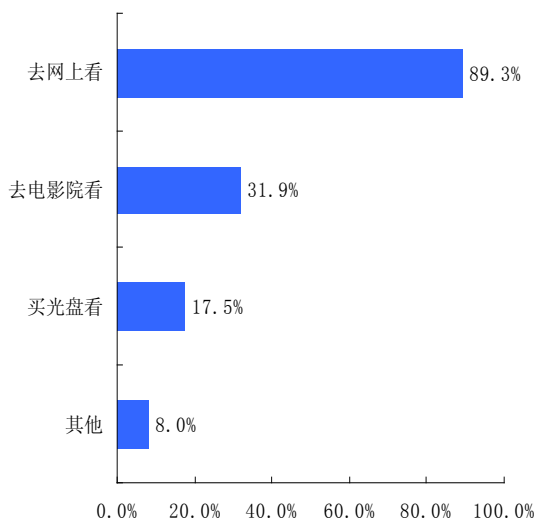
最后一个方面, 乐视网近一两年来, 不断扩充产业链, 进军影视行业的上游, 投资影视剧, 同时也着力打造一些自制节目, 并且也已经与CNTV合作, 以及电信和海信合作, 同时手机视频这一块也是发展快速, 所以, 乐视网未来着力打造的多平台、多渠道的影视产业链也有利于其吸引和分享更多的广告主, 而广告主的广告播放能够在多平台, 多渠道上同时播放, 也是广告主所乐意看到的。

三、三大战役决定乐视网行业地位

1、加大热门网络影视独家版权的购买

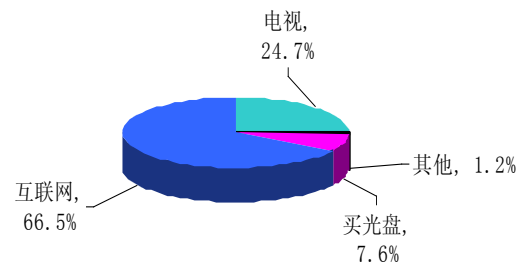
对于乐视网来说，重金购买网络影视独家版权是其不二的选择，也是其支撑三项业务（版权分销，付费业务和网络广告）的基础，失去了热门影视独家网络版权，不仅主营业务受到很大冲击，同时也会使得公司在竞争激烈的网络视频行业中进一步被边缘化，所以，未来是否能够持续的购买网络独家热门影视版权，便是乐视网是否能够在网络视频行业中保持竞争力的关键指标之一，我们认为，未来三年乐视网要想拉近与网络视频优酷和土豆的差距，每年热门网络独家影视版权的拥有率不能低于40%，否则，乐视网的经营将会遇到很大的困难。

图表 36: 网络视频用户收看新电影的媒体使用习惯



数据来源：国联证券研究所 CNNIC

图表 37: 网络视频用户收看热播剧的媒体使用习惯



数据来源：国联证券研究所 CNNIC

当然，至少从这一两年来说，乐视网重金购买的独家网络影视版权已经是初露锋芒，像今年上半年大热的《宫锁心玉》、《我是特种兵》、《借枪》等都是乐视网所购买的，特别是《宫锁心玉》，无论是网络上播放还是电视台播放，都是创下了收视新高，而在今年下半年和明年上半年，乐视网也已经购买了《男人帮》、《林师傅在首尔》、《后宫甄 传》等热门电视剧的独家网络影视版权，特别是《后宫》，其类似于《步步惊心》，根据热门小说改编，口碑极好。凭借这些热门独家网络影视版权，乐视网有望“名利双收”，不仅

极大地吸引了人气和流量，以及网站的品牌知名，同时也有望带来巨大的版权分销收入，所以，未来乐视网的最大看点就是热门独家影视版权的购买和播放。

图表 38: 乐视网版权购买情况

	剧目	点击次数
已播热剧	《我是特种兵》	5.5 亿
	《宫锁心玉》	4.3 亿
	《裸婚时代》	3.8 亿
	《新还珠格格》	3.3 亿
未播热剧	《男人帮》 《青盲》 《林师傅在首尔》 《藏心术》 《唐宫美人天下》 《后宫甄 传》	待播

数据来源：国联证券研究所 公开资料

2、流量的迅速上升（自制节目的快速发展和电视机以及手机领域的进军）

对于很多网络视频公司来说，自制剧的诞生既是创新，同时又是一种无奈，说其创新，主要是区别了网络视频网站只是一个“视频内容的加工厂”的说法，其也可以参与内容的制作，并且由于其拥有相对于电视台更为广阔的播放平台，从而使得制播更为自然；说其无奈，主要也是由于近几年视频网站的发展过快，视频网站的竞争也是越来越激烈，大多数视频网站都集中于热门影视剧网络版权的购买，这一方面也造成了热门影视网络版权价格的节节升高，使得很多小的视频网站根本无力竞争；另一方面，这也使得很多视频网站产生很大的雷同，几乎都是播的是相同的视频内容，差异性不够，所以，从这个角度来说，视频网站投资自制节目自然是水到渠成。

自制节目的兴起，可以说主要来源于 2010 年南非世界杯时期，酷六创办了一档大型足球真人秀节目，随后，优酷和中国电影集团合作的“六度青春”青年导演赞助计划，几部自制短片特别是青年导演肖央执导的《老男孩》更是一时间感动了无数人，点击率甚至达到千万，超过了当时很多热门影视剧，而其花的成本也许只有热门影视剧的 10 分之一左右，这种巨大的示范效应，也使得更多的网络视频向自制节目这片蓝海进军。

乐视网十分重视自制节目这一业务，其请来了曾经在星空卫视的郝舫，将在下半年着重推出三档综艺类节目，包括《我为校花狂》、《魅力研习社》和《可以说的秘密》，皆已通过相关部门的审查，其中《魅力研习社》已经推出，邀请了人气美女作家彭久洋担任主持，一推出便收获了超高的点击量和人气，随着未来公司相继推出《我为校花狂》和《可以说的秘密》，我们预计公司的自制节目将会成为今明两年的看点之一。

图表 39: 乐视网重点推出的自制剧栏目

时间	进程
《我为校花狂》	主要是以校园美女为焦点，乐视网将为最终获胜者提供高薪工作机会、乐视网投资影视作品签约合同、签约主持人等
《可以说的秘密》	节目内容涉足星座运势、八字风水、面相掌纹、起名批字
《魅力研习社》	每期精心挑选出劲爆火辣的主题。4-6 位风格迥异美女嘉宾参与话题，进行开放式讨论

数据来源：国联证券研究所 乐视网网站

另外公司与海信等电视机厂家合作，将来将通过在电视机中潜入乐视网的客户端，从而通过电视这个平台浏览乐视网的网站，从而大幅提高自己的流量。

而近期公司公布的与土豆网共建网站（tudou.letv.com）的合作，也是利用土豆巨大的流量优势和乐视网的版权优势，从而达到帮助乐视网迅速提高流量。

上述两方面的合作我们判断未来有可能会在更多的电视机厂家和网站推广，从而迅速提高公司网站的流量。

3、参与影视方面的投资，向影视上游靠拢

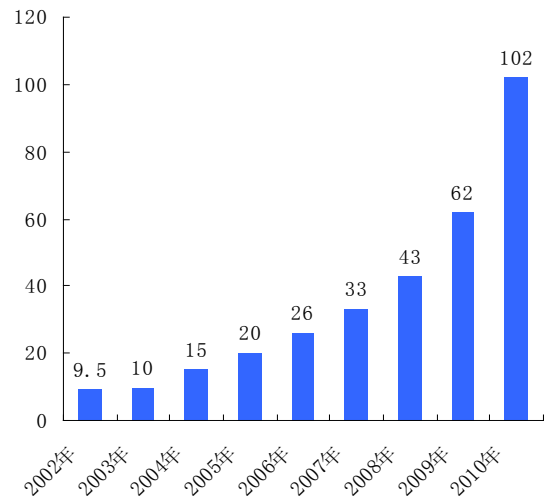
这几年，中国的影视市场发展极其迅速，像电影市场《唐山大地震》、《让子弹飞》都创造了几亿的票房，这在几年前的中国是难以想象的，另一方面，在电视剧市场，《潜伏》、《黎明之前》和《老马家的幸福往事》都是既叫好又叫座的精品电视剧，所以，在这种情况下，一方面为了更好的进军影视行业上游，扩延自己的产业链，从而与其他视频网站产生差异化竞争，另一方面，也是为了更好的分享影视行业的盛宴，从而更好的购买网络影视版权，以避免陷入一味的价格战中。

图表 40: 乐视影业投资的电影《决战刹马镇》



数据来源: 国联证券研究所 公开资料

图表 41: 中国历年电影票房 (亿元)



数据来源: 国联证券研究所 广电总局

乐视网的影视投资分为两块，一块是乐视影业（不在上市公司之列），主要是由前光线影业总裁张昭来负责，主要投资拍摄电影，曾经拍摄过《决战刹马镇》等电影，另外电视剧的投资，主要是由乐视网的上市平台来投资，投资方法主要有两种，一是采取项目投资，对于一些公司认为较好的剧本，直接参与投资，并且较有利的是可以获得固定的收益，从而避免了影视行业的高投资风险，并且可以优先获得网络独家版权的购买权；另一个途径就是乐视网近期参与投资的浙江东阳九天影视公司，从而通过对东阳九天的投资进一步获得优秀影视网络版权，当然，未来东阳九天一旦上市的话，也会给乐视网带来不少的投资收益。

未来，我们预计乐视网将会进一步加大对影视行业上游的投资，电影仍然主要依赖于乐视影业，电视剧我们认为公司参与热门剧本项目投资的可能性会更大。

随着未来公司在影视行业的投资逐步加大，是否能出现像《让子弹飞》和《潜伏》这样的既叫好又叫座的影视剧，将会使得乐视网的知名度大增，对公司的业绩也会有着显著地帮助，这也成了未来公司的看点之一。

四、投资建议和风险提示

乐视网上市以后，几乎从未停止过对其的争论，虽然一些质疑也确实有其道理，但我们仍然强调：要用发展的眼光看待公司。

我们可以发现，公司上市以后，动作不断，不仅获得了近两年 70% 的独家网络影视版权，同时也与联通、电信，包括海信等有了进一步的合作，另外，公司也在未来将要推出超清播放机，并且投资了影视公司，公司可谓是在产业链中全面布局，品牌知名度和网页流量大增，与优酷和土豆的差距正在进一步缩小，更加难能可贵的是，与竞争对手的普遍亏损相比，乐视网的净利增速都维持在 60% 左右，随着网络视频行业融资的难度加大，众多视频网站已经无力经营下去，乐视网有望在新的一轮洗牌中直接受益。

基于上面的论据，我们看好乐视网三位一体的盈利模式，同时看好公司作为网络视频后起之秀的爆发力，我们预测公司 2011 年、2012 年和 2013 年的 EPS 分别为 0.60 元、0.93 元和 1.38 元，我们看好网络视频行业的巨大发展空间和公司付费+版权分销+网络广告的盈利模式，我们继续维持对公司长期“推荐”评级，短期目标价为 30 元~32 元。公司未来的催化剂是超清播放机销售超预期，以及购买的影视剧热播和可能的互联网以及运营商合作。

图表 42: 乐视网上市后重大事件

时间	发展历程
2011 年 10 月	乐视网与土豆网合作成立 tudou.letv.com
2011 年 8 月	2000 万元参股东阳九天，参与影视剧上游制作
2011 年 6 月	乐视网 400 万元增资移动平台应用开发商北京易联伟达科技有限公司占股 51%
2011 年 5 月	乐视网发布云视频战略，乐视网 TV 版与海信集团战略合作
2011 年 2 月	乐视网启用 4000 万元超募资金投资 4 部电视剧
2010 年 10 月	乐视网与汕头电信合作，推广付费用户

数据来源：国联证券研究所 公司公告

风险提示：

- 1、自制节目违反相关的法律规定
- 2、超清播放机的推出违反相关的法律规定
- 3、网络独家影视版权的购买能力下降
- 4、融资遇到困难

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	673.66	818.70	1043.37	1373.68	营业收入	238.26	467.81	750.17	1183.75
现金	543.35	563.65	603.10	645.32	营业成本	80.21	162.61	267.53	423.15
应收账款	69.80	127.29	225.95	380.22	营业税金及附加	10.16	20.23	32.21	52.27
其它应收款	2.65	5.15	7.58	11.84	营业费用	57.92	110.07	177.21	300.94
预付账款	54.21	112.79	189.19	303.40	管理费用	11.60	22.85	37.44	58.19
存货	3.65	9.82	17.55	32.91	财务费用	3.71	-1.23	-3.21	-4.11
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	1.72	1.00	1.00	2.00
非流动资产	357.96	359.42	352.05	342.05	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	140.60	130.21	110.91	90.34	营业利润	72.93	152.28	237.99	351.31
无形资产	214.36	225.33	234.31	240.11	营业外收入	2.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.00	3.88	6.83	11.60	营业外支出	0.09	0.00	0.00	0.00
资产总计	1031.62	1178.12	1395.42	1715.73	利润总额	74.84	152.28	237.99	351.31
流动负债	92.96	145.17	198.41	275.47	所得税	4.74	19.84	32.91	47.24
短期借款	70.00	70.00	70.00	70.00	净利润	70.10	132.44	205.08	304.07
应付账款	15.10	33.73	59.19	96.12	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.86	41.44	69.22	109.35	归属母公司净利润	70.10	132.44	205.08	304.07
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	130.67	306.17	391.88	505.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.32	0.60	0.93	1.38
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	92.96	136.27	176.71	275.47	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	成长能力				
资本公积	724.38	724.38	724.38	724.38	营业收入	63.49%	96.34%	60.36%	57.80%
留存收益	114.28	188.07	372.63	615.89	营业利润	53.80%	108.80%	56.28%	47.62%
归属母公司股东权益	938.66	1041.85	1218.71	1440.27	归属于母公司净利润	57.63%	88.93%	54.85%	48.27%
负债和股东权益	1031.62	1178.12	1395.42	1715.73	获利能力				
					毛利率	66.34%	65.24%	64.34%	64.25%
					净利率	29.42%	28.31%	27.34%	25.69%
					ROE	7.47%	12.71%	16.83%	21.11%
现金流量表					偿债能力				
					资产负债率	9.01%	11.57%	12.66%	16.06%
					净负债比率	-50.43%	-47.79%	-44.54%	-39.95%
					流动比率	7.25	5.64	5.26	4.99
					速动比率	7.21	5.57	5.17	4.87
经营活动现金流	65.49	203.58	224.07	240.60	营运能力				
净利润	70.10	132.44	205.08	304.07	总资产周转率	0.38	0.42	0.58	0.76
折旧摊销	52.12	149.62	149.62	149.62	应收账款周转率	5.28	4.75	4.25	3.91
财务费用	4.58	-1.23	-3.21	-4.11	应付账款周转率	24.03	19.16	16.15	15.24
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
营运资金变动	-62.81	-102.61	-153.91	-240.15	每股收益 (最新摊薄)	0.32	0.60	0.93	1.38
其它	1.50	25.36	26.49	31.17	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.30	0.93	1.02	1.09
投资活动现金流	-263.48	0.00	0.00	0.00	每股净资产 (最新摊薄)	4.27	4.74	5.54	6.55
资本支出	-265.38	0.00	0.00	0.00	估值比率				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	69.86	36.98	23.88	16.11
其他	1.90	0.00	0.00	0.00	P/B	5.22	4.70	4.02	3.40
筹资活动现金流	707.79	-17.26	-29.43	-45.29	EV/EBITDA	37.31	15.79	12.23	10.63
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00					
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	707.79	-17.26	-29.43	-45.29					
现金净增加额	509.79	186.32	194.64	195.31					

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。