

版权战略见成效，版权分销和网站流量“双丰收”

投资要点:

■ 视频网站市场集中度加速提升

- 市场集中度加速提升。前 9 名网络视频网站在广告市场市占率由 2010Q3 的 80% 提高到 2011Q3 的 89%。
- 从广告收入看，排名前九的视频平台依次是：优酷、土豆、搜狐视频、PPS、PPlive、奇艺、迅雷看看、乐视和酷 6。

■ 乐视网流量在四季度增长 1 倍以上

- 根据 Alexa 的数据，乐视网过去 3 月平均日 IP 访问量 75 万，最新日 IP 访问量 179 万；根据 Chinarank 统计，乐视网过去 3 月平均独立访问者为 7945 (人/百万人)，最新数据为 20295 (人/百万人)。

■ 优质版权价格有望继续上涨

- 网络视频广告规模只有传统电视广告收入的 1/20，基于巨大市场潜力，视频网站的版权采购投入还会加大
- 网络视频版权保护日趋严格

■ 乐视网正版采购战略成效初现

- 乐视网已经拿到湖南卫视、北京卫视、四川卫视、东方卫视、天津卫视、山东卫视、河南卫视、江西卫视、安徽卫视、江苏卫视、浙江卫视等 18 家地方卫视，以及 CCTV1、CCTV8 的 13 部开年大戏（见表 2）

■ “限播令”影响有限，限娱令是长期利好

■ 投资建议，重申“推荐”评级

我们预计公司 11-12 年 EPS 分别为 0.59、0.97 元，对应 PE 分别为 48、29 倍，重申“推荐”评级。

主要财务指标

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	73.6	145.7	238.3	478.2	903.6	1350.0
EBITDA(百万元)	41.6	78.2	130.5	265.2	507.7	747.3
净利润(百万元)	30.3	44.5	70.1	129.5	212.4	350.1
摊薄 EPS(元)	0.51	0.59	0.70	0.59	0.97	1.59
PE(X)	55.4	47.5	40.2	47.9	29.2	17.7
EV/EBITDA(X)	39.4	27.1	18.0	23.6	12.9	8.7
PB(X)	11.8	11.3	3.0	5.9	5.0	4.0
ROIC	37.6%	32.7%	22.3%	16.9%	17.5%	21.9%
总资产周转率	0.69	0.76	0.38	0.41	0.57	0.65

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

乐视网 (300104.SZ)

推荐 维持评级

分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyawen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

田洪港

☎: (8621) 2025 2607

✉: tianhonggang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511100003

孙津

☎: (8610) 6656 8846

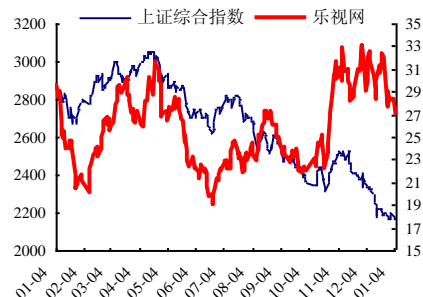
✉: sunjin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511120001

市场数据 时间 2012.01.08

A 股收盘价 (元)	28.18
A 股一年内最高价 (元)	35.08
A 股一年内最低价 (元)	18.70
上证指数	2163
市净率	6.18
总股本 (亿股)	2.20
实际流通 A 股 (万股)	8547
A 股总市值 (亿元)	61.99
A 股流通市值 (亿元)	24.08

近一年相对上证综指表现图



资料来源：Wind 资讯，中国银河证券研究部

乐视网深度研究报告：三屏合一，抢占先机 (2010.12)

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

2011 年网络视频广告规模仅传统电视广告收入 1/20, 预计未来 3 年网络视频广告收入将保持 50% - 70% 的增长。

主流网络视频企业在 2012 年将继续加大版权采购投入, 同时网络视频版权保护日趋严格, 预计优质影视剧网络版权价格在 2012 年仍将继续上涨。

2012 年, 我们预计乐视网广告收入增长 130%、版权分销增长 115%、付费用户收入增长 10%, 总体收入增长 89%。

我们与市场不同的观点:

市场担心公司资金链问题。我们分析公司在 2011 年前三季度已经预付 3.75 亿版权采购资金, 锁定 2012-2013 年热播剧, 在版权价格继续上涨的情况, 公司版权分销至少可以覆盖 80% 以上的成本, 2012 年的资金投入主要是锁定 2013 - 2014 年的优质电视剧。

市场担心乐视网的竞争实力。我们认为公司在版权分销已经奠定领先地位, 与土豆和凤凰新媒体等合作提供了流量保证, 在互联网电视和手机电视方面布局最早, 同时海外资本市场现状决定乐视网未来有威胁的竞争对手将只剩下已上市独立垂直视频门户和有门户网站背景的视频平台。

估值与投资建议:

我们预计公司 11-12 年 EPS 分别为 0.59、0.97 元, 对应 PE 分别为 48、29 倍, 重申“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

- (1) 2012Q1 业绩环比继续增长
- (2) 流量持续提升

主要风险因素:

- (2) 版权价格下跌

目 录

一、视频网站的广告份额.....	1
二、乐视网流量在 2011Q4 翻番.....	1
三、视频网站在 2012 年将继续加大版权投入.....	5
四、乐视网版权战略成效在 2012 年 Q2 开始体现.....	7
五、“限播令”是短期利空，“限娱令”是长期利好.....	8
六、投资建议.....	8

报告贡献：本文是对视频网站行业和乐视网最新的跟踪报告，试图分析在乐视网上市一年零四个月后，公司所面临的行业竞争格局和公司自身的市场表现，并对公司未来进行展望。

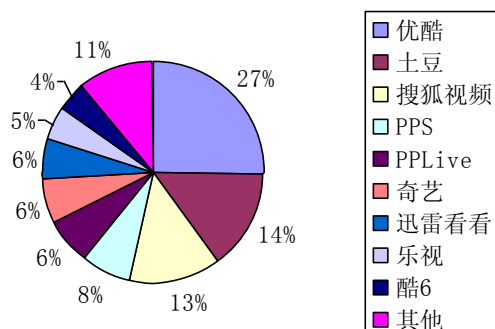
一、视频网站的广告份额

各网络视频厂商的广告收入基本能反映行业的竞争格局，从2011Q3的数据来看，视频网站的市场集中度提升速度在加快，前9名网络视频网站在广告市场市占率由2010Q3的80%提高到2011Q3的89%。

目前广告收入排名前九位的视频平台包括：**优酷、土豆、搜狐视频、PPS、PPLive、奇艺、迅雷看看、乐视和酷6。**

基于三个因素：中概股不利的融资环境、日渐上涨的版权价格和单一竞争模式，未来视频网站竞争将主要集中在已上市的垂直视频网站和综合网络门户之间，未上市或者股东背景弱的公司基本将退出竞争。这9家公司加上腾讯视频将是2012年网络视频行业竞争的主角。

图 1: 2011Q3 网络视频主要厂商广告收入市场份额



资料来源：易观国际、中国银河证券研究部

二、乐视网流量在 2011Q4 翻番

视频网站的流量缺乏一个非常客观的统计来源，我们统计了两个网站的数据：Alexa 和 chinrank（中国互联网协会主办），chinrank 的数据更为清晰，我们采用 chinrank 的数据。

我们认为，短期流量具有一定的偶然性，与自身的历史流量纵比更具参考意义，基本反映网站的趋势变化。

- 根据 chinrank 的统计，近 3 个月流量变化的网页类视频平台：
 - 大幅提升：乐视网、奇艺网、CNTV、迅雷看看
 - 大幅下降：酷 6、我乐网；
 - 基本持平：优酷、土豆、激动网。

- 11 月份以后乐视网流量数据出现爆发性增长。根据 Alexa 的数据，乐视网过去 3 月平均日 IP 访问量 75 万，最新日 IP 访问量 179 万；根据 Chinarank 统计，乐视网过去 3 月平均独立访问者为 7945（人/百万人），最新数据为 20295 万（人/百万人）。
- 乐视网流量提升得益于两个因素：1、公司优质版权优势；2、与土豆和凤凰的合作，“http://tudou.letv.com”贡献的流量占到乐视网流量的 17%，让更多的观众认识乐视网。

从流量变化可以看出，影视剧等娱乐内容是决定视频网站流量最核心因素，转型为新闻为主的酷 6 流量下降。

中期来看，至少在 PC 端，网页视频是发展方向，客户端软件为主的公司 PPTV、PPStream、UUsee 和暴风影音都必须向网页版转型。

2012 年，腾讯计划投资 6-8 亿元购买优质版权，搜狐、土豆、优酷、奇艺也发布雄心勃勃的版权购买计划，可以预期，2012 年视频网站的竞争会更加激烈，排名前十以外视频企业很可能会因为现金流跟不上而被淘汰。

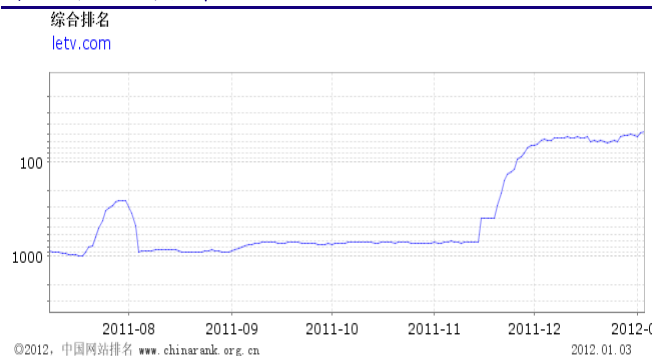
表 1: chinarank 网站流量最新排名

网站名	中国网站排名	最新 独立访问者 (人/万人)	3 月平均独立 访问人数 (人/万人)	3 月人均 页面浏览量 (人/万人)	网站内容	
优酷网	www.youku.com	5	1261	1074.6	9.3	影视剧+娱乐节目+UGC+新闻
土豆网	www.tudou.com	18	685	633	4.8	影视剧+娱乐节目+UGC+新闻
搜狐高清	http://tv.sohu.com	n/a	651	n/a	5	影视剧+娱乐节目+新闻
爱奇艺	www.iqiyi.com	21	336	372.56	10.8	影视剧+娱乐节目
迅雷看看	www.xunlei.com	12	1890	813.55	4	影视剧+娱乐节目+UGC
PPS	www.pps.tv	59	234	118	2.6	客户端软件
PPTV	www.pptv.com	69	177	132	3.1	客户端软件
乐视网	www.letv.com	47	203	80	202	影视剧+娱乐节目+付费
ku6	www.ku6.com	58	243	425	2.6	新闻+UGC
新浪视频	http://video.sina.com.cn	n/a	128.2	n/a	3	影视剧+娱乐节目+UGC
CNTV	www.cntv.cn	13	1241	1058	4.3	大综合
腾讯视频	http://v.qq.com	n/a	266.75	n/a	2.3	影视剧+娱乐节目+新闻
56 网	www.56.com	54	214	225	3.1	影视剧+娱乐节目+UGC
激动网	www.joy.cn	161	79	82	2	新闻+娱乐节目+UGC
风行	www.funshion.com	135	76	37	3	影视剧+娱乐节目+UGC
UUSee	www.uusee.com	624	12	20	2.8	客户端软件
凤凰视频	http://v.ifeng.com	n/a	274.2	n/a	5.4	新闻+影视剧+娱乐节目+UGC

资料来源: chinarank, 中国银河证券研究部

注 1: 客户端软件的点击率仅反映网站平台的点击情况

图 2: 乐视网综合排名



资料来源: Chinarank, 中国银河证券研究部

图 3: 乐视网独立访问者

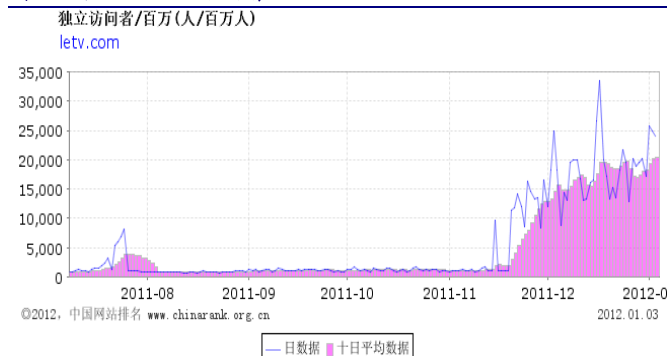
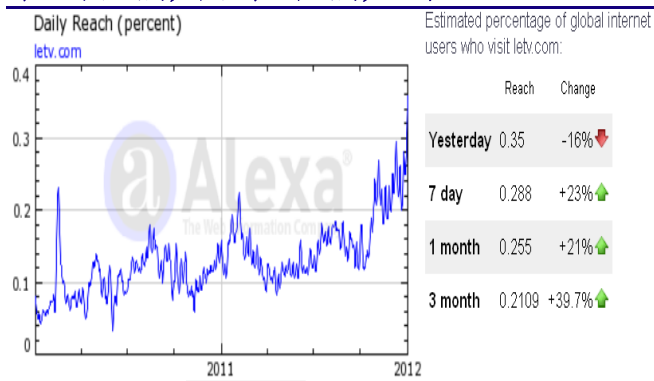


图 4: 乐视网用户占全球互联网用户比例



资料来源: Alexa, 中国银河证券研究部

图 5: 乐视网页面点击量占全球页面点击量比例

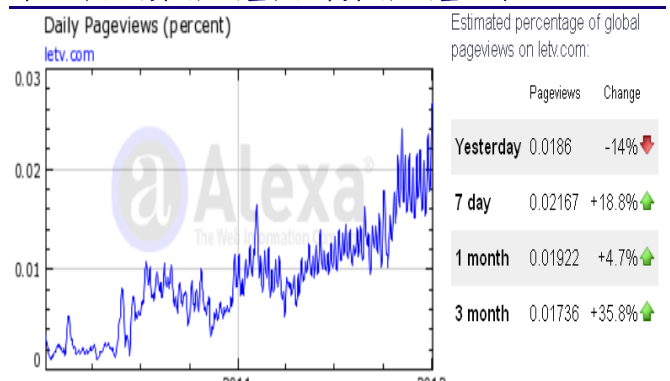
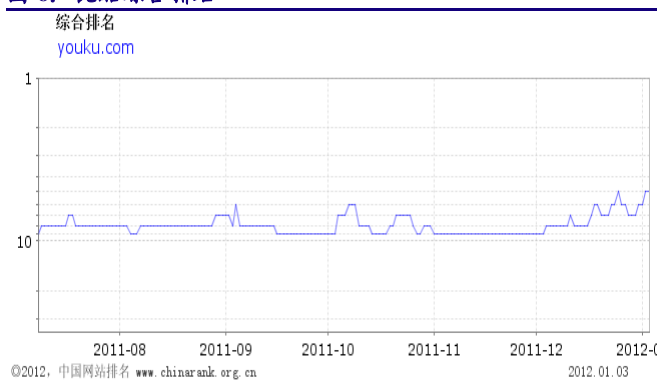


图 6: 优酷综合排名



资料来源: Chinarank, 中国银河证券研究部

图 7: 优酷独立访问者

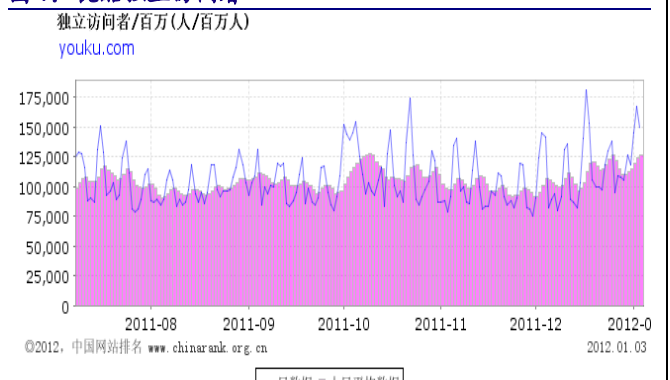
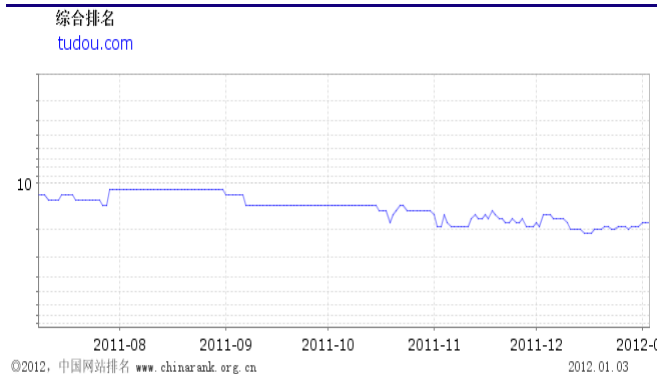


图 8: 土豆综合排名



资料来源: Chinarank、中国银河证券研究部

图 9: 土豆独立访问者

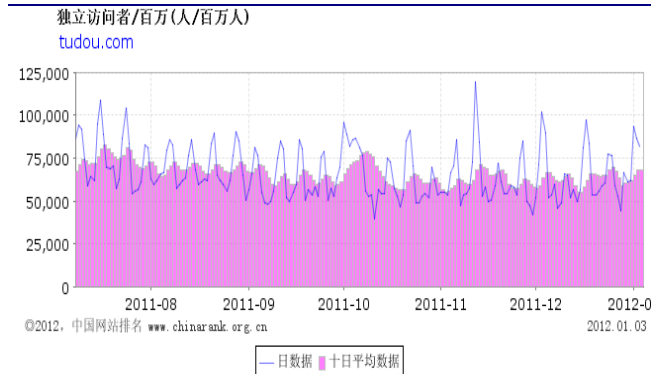
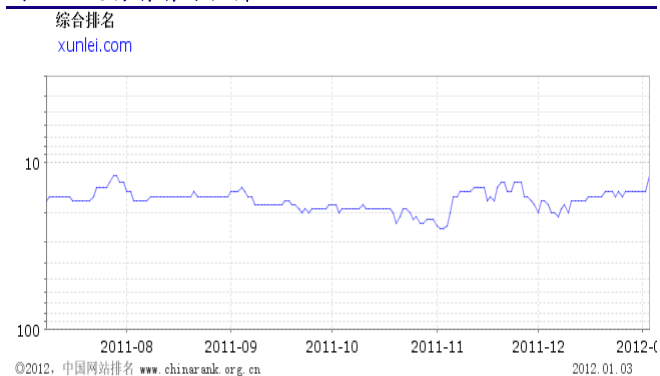


图 10: 迅雷看看综合排名



资料来源: Chinarank、中国银河证券研究部

图 11: 迅雷看看独立访问者

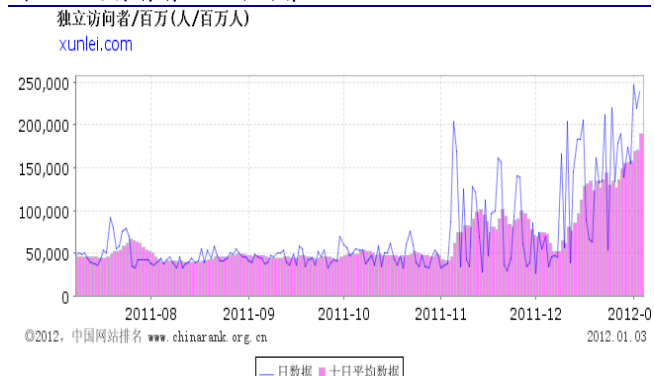
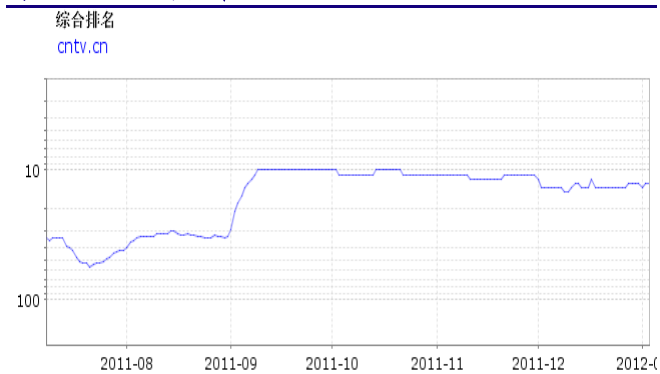


图 12: CNTV 综合排名



资料来源: Chinarank、中国银河证券研究部

图 13: CNTV 独立访问者

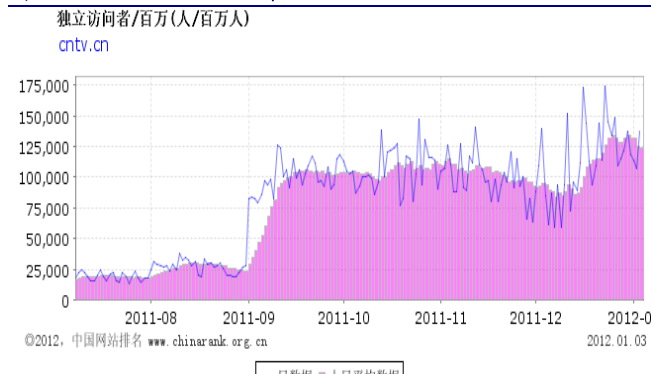
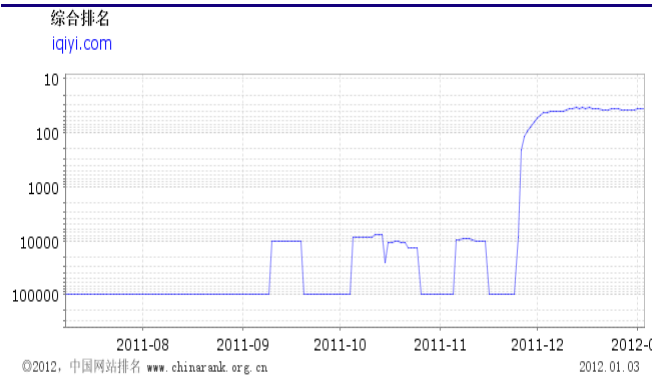


图 14: 爱奇艺综合排名



资料来源: Chinarank, 中国银河证券研究部

注: 奇艺网四季度域名改名为爱奇艺, 导致流量波动

图 15: 爱奇艺独立访问者

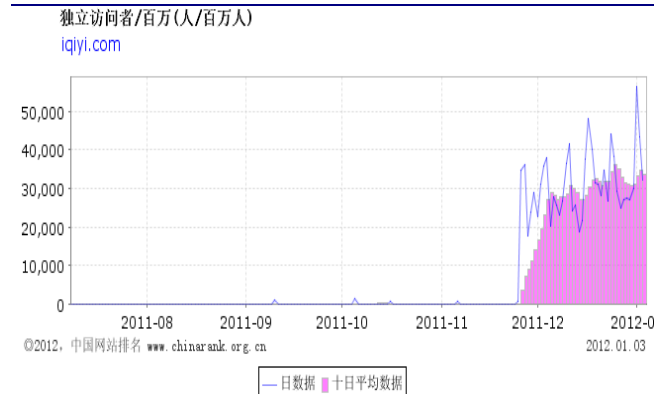
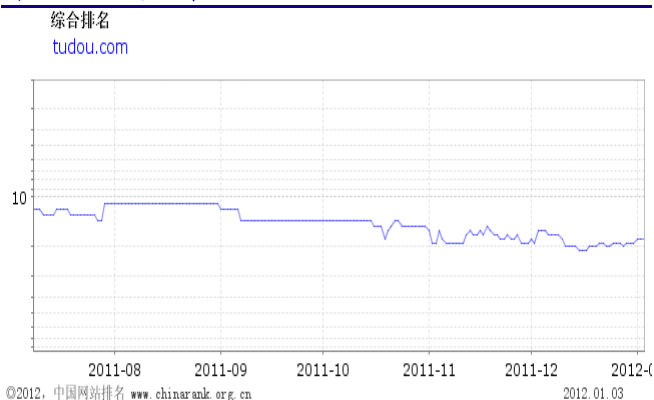
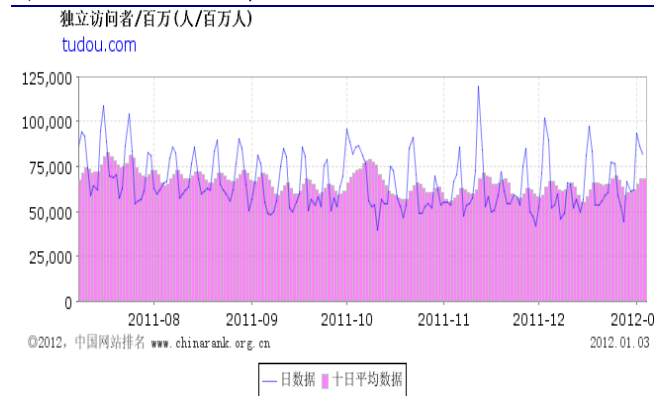


图 16: 酷 6 综合排名



资料来源: Chinarank, 中国银河证券研究部

图 17: 酷 6 独立访问者



三、视频网站在 2012 年将继续加大版权投入

传统电视台和网络视频的界限会日益模糊

支撑视频网站持续投入的动力并非仅仅是为了打败互联网领域的竞争对手, 最终的目标是为了成为可以与传统电视台比肩的娱乐平台, 就像过去互联网门户替代报纸那样。

实际上, youtube 就计划投资 4 亿美元购买优质版权, 与主流电视台竞争收视人群。可以预期, 未来网络视频和传统电视台的界限会越来越模糊。

2010 年中国传统电视台广告收入已经达到 940 亿元, 而 2011 年网络视频广告收入预计 50 亿元, 约为传统电视广告收入的 1/20。

为了抢占潜力巨大的视频广告市场, 2012 年主流视频网站将继续巨资购买优质影视剧, 同时将增大对自制娱乐节目的投入, 包括传统电视限播的相亲类节目和选秀类节目。

表 2: 主流视频网站 2012 年版权战略

网站名称	2012 年版权战略
优酷	<p>电视剧方面, 优酷将推出 22 部独家顶级大剧, 200 多部热播剧, 囊括所有顶级剧目以及 80% 以上国内新剧。其中有《凰图腾》、《宫锁珠帘》、《欢乐元帅》、《新乌龙山剿匪记》等顶级大剧。</p> <p>电影方面, 2012 年环球、迪斯尼、福斯、索尼等新片将逐一登陆优酷。与此同时, 2012 奥运年, 优酷北京与伦敦连接, 零时差传递奥运动态, 关注全球重大热点事件突显社会主流价值。</p> <p>新媒体电影方面, 优酷将推出新媒体电影《美好 2012》, 自制综艺将推出《全球剧酷榜》、《全球影酷榜》和《全球乐酷榜》, 同时, 2012 年优酷将继续举办网络综艺节目《让梦想飞——中国最牛人》第二季《我是传奇》。</p> <p>2012 年同步卫视国产电视剧首播达 1 万集, 同步央视、湖南、安徽、江苏、浙江、东方、北京和深圳卫视等主流卫视 90% 热剧, 网罗电视剧行业知名导演、知名编剧、一线明星、知名公司, 并台网互动升级, 与卫视互动播出。</p>
土豆	<p>土豆网还与海内外制作单位合作, 同步卫视、院线 15000 小时市场内容, 与乐视网共同打造视频合作平台, 构建 2012 年中国新影视剧最大资源库。土豆网还将同步热播美剧 2000 小时, 以及韩剧、港台剧超过 5000 小时。</p> <p>综艺方面, 土豆网将独播《康熙来了》等 5 档台湾中天综艺节目, 同时以同步首播等形式覆盖各大卫视节目。而美剧方面则包括《复仇》、《绝望的主妇》、《灵书妙探》、《犯罪心理》、《神秘河》、《迷踪》等</p>
搜狐视频	<p>2012 年搜狐视频独揽的 15 部热播大剧。在传统电视台和新媒体竞争最为激烈的 2012 年度二十部热播大剧中, 《乡村爱情故事 5》、《浮沉》、《心术》、以及唐人出品的《轩辕剑》等 15 部大剧的新媒体版权都被搜狐视频揽入囊中, 占到热播剧总数的 80%。</p>
爱奇艺	<p>2012 年, 爱奇艺在网络自制领域的总投资将达两亿人民币, 作为国内视频网站首次引进国外版权的综艺节目, 爱奇艺与英国版权方 IPCN 国际传媒合力推出的婚恋节目——《浪漫满车》将在年底入棚拍摄。</p>
乐视网	<p>乐视网已经采购并尚未上线的独家版权影视剧已达到 209 部, 超过 6000 多集, 这一数量比其他视频网站独家版权影视剧总和的 2 倍还要多。乐视网已预先锁定了 2012 年热播影视剧独家网络版的 50%—60% 以及 2013 年热播影视剧独家网络版的 40%—50%。2012 年, 乐视网将继续对版权库扩容, 巩固行业最“全”版权库龙头地位, 并利用这一优势, 进行一系列营销战略。</p>
腾讯视频	<p>腾讯视频 2012 年“自制出品”战略包括自制栏目、影视娱乐出品和新媒体活动三大部分, 其中包括微电影《新将爱》、《最美好的时光》等, 2012 年“腾讯出品”总投资将过亿。</p> <p>2011 年 12 月 23 日, 华谊兄弟与腾讯签署《战略合作框架协议》的重大交易公告。通过授予腾讯 800 集经典电视剧和新出品《连环套》、《花木兰》等电视剧的独占信息网络传播权, 以及几部电影的非独占信息网络传播权, 华谊兄弟获得了总额达 1.216 亿元的授权使用费。</p>

资料来源: 流媒体网、中国银河证券研究部

版权保护监管越来越严格

12 月 30 日, 国家版权局版权管理司司长于慈珂通报了 2011 年 18 家视频网站主动监管的有关情况后指出, 要将经过内容核查的影视剧授权证明放在国家版权局的官方网站上进行公示, 供社会公众尤其是权利人和使用人查询。从而更好地保护权利人的合法权利, 规范整个行业的版权秩序。

一旦有人反映公示的影视剧权利有问题, 则国家版权局将重点核查该影视剧的权利问题, 从而更好地保护权利人的合法权利, 规范整个行业的版权秩序, 促进视频网站行业健康、有序发展。

国家版权局已草拟了《主动监管视频网站管理办法》和《视频网站主动监管黑名单和警示

名单制度》，在征求意见后将适时发布。

对于近期核查发现问题的 PPLIVE、土豆网、暴风影音、风行网、酷6网、新浪网、悠视网、激动网、皮皮网等 9 家网站，应当立即删除相关影视剧，如不能及时按要求做到，经核实后不排除对有关网站立案查处的可能。悠视网和 VERYCD 网因整体表现较差将第二次列入警示名单，两个月后情况没有好转，将被列入黑名单，并启动立案查处程序。对前一阶段整体表现较差的迅雷网，列入警示名单，国家版权局将对其重点监管。

四、乐视网版权战略成效在 2012 年 Q2 开始体现

开年大戏对上星台能否迎来收视开门红至关重要。乐视网 2011 年采购的独播剧基本覆盖主流上星台，而上星台的播出保证网络视频播放的流量和版权分销的价值。

表 3: 乐视网紧跟卫视开年大戏

电视剧剧目	播放卫视	首播时间
《你是我爱人》	湖南卫视	2012 年 1 月 1 日
《光荣大地》	北京卫视	2012 年 1 月 1 日
《洪武大案》	河北卫视	2012 年 1 月 5 日
《三十里铺》	山西卫视	2012 年 1 月 1 日
《大唐女将樊梨花》	深圳卫视、东南卫视、四川卫视	2012 年 1 月 4 日
《我们是一家人》	甘肃卫视	2012 年 1 月 1 日
《悬崖》	天津卫视、黑龙江卫视、东方卫视	2012 年 1 月 3 日
《我的娜塔莎》	安徽卫视、山东卫视、河南卫视、江西卫视	2012 年 1 月 1 日
《传奇之王》	江苏卫视	2012 年 1 月 1 日
《北京爱情故事》	浙江卫视	2012 年 1 月 8 日
《另一种灿烂生活》	湖南卫视	2012 年 1 月 6 日
《大戏法》	央视八套	2012 年 1 月 1 日

资料来源：中国银河证券研究部

乐视网已经预先锁定了 2012 年热播影视剧独家网络版的 50%—60% 以及 2013 年热播影视剧独家网络版的 40%—50%，已经采购并尚未上线的独家版权影视剧已达到 209 部，超过 6000 多集。

已储备的 209 部独家版权影视剧中，乐视网将拿出 100 部，超过 3000 集进行独播。这意味着，用户只有通过乐视网的平台才能看到这些影视剧（包括土豆乐视）。

在自制剧方面，2012 年乐视网将投资 1 亿元，在网络剧、微电影、自制栏目等领域发力。此外，乐视网兄弟公司乐视影业投资及自制的影视剧也将对乐视网独家内容进行支撑。

综合这些因素来看，我们预计乐视网在 2012Q1 的流量和版权分销收入无忧。

五、“限播令”是短期利空，“限娱令”是长期利好

近期媒体报告有误

近日有媒体披露“国家广电总局此前发布通知，从2012年1月1日起，各卫视黄金档不得播出宫斗剧、穿越剧等四类剧集，并在2012年10月之前不再接受批准以上题材剧集的立项申请。”，该报道提出该播出限制对视频网站造成较大影响，如乐视网的《后宫甄嬛传》由于受限播令限制无法在卫视播出，优酷网原定50集宫廷戏《凰图腾》排播计划被腰斩，缩减至36集。

据我们了解，该媒体报道有误，《后宫甄嬛传》已经敲定在3月份上星播出，并未停播信息，同时我们可以看到，《凰图腾》在各大视频网站已经播出49集（完结），而非该媒体所说的缩减至36集。

实际上，广电总局的政策主要是针对2013年，在12月9日深圳举办的“全国卫视综合频道电视剧播出工作会议”上。总局相关方面传达了《省级卫视电视剧播出管理意见》。意见中要求省级上星卫视，要加大现代题材剧的播出，预计2013年达到40%以上，同时严管穿越剧、宫斗剧，扶持儿童、农村、少数民族等题材，2013年播出占比为15%。

公司作为纯内资的首家A股上市视频类公司，和监管部门沟通更有优势。而且从公司近期播出的一系列影视剧，《黑狐》、《光荣大地》，《失恋33天》、《金陵十三钗》和《男人帮》等影片来看，公司反映现实生活和主旋律的影视剧比重已经在加大。

“限娱令”是长期利好

我们认为“限娱令”对视频网站是长期重大利好。受“限娱令”影响，34家上星台娱乐节目减少2/3节目，比如湖南卫视《我们约会吧》、《称心如意》等节目都被调整到中午播出，而可以自由点播的视频网站则不受到该限制。

研究表明，娱乐节目和《宫斗剧》、《穿越剧》等“超现实”电视剧是观众收视的热点，“限娱令”意味着会有更多观众流向网络视频。

六、投资建议

投资建议：

我们预计公司11-12年EPS分别为0.59、0.97元，对应PE分别为48、29倍，重申“推荐”评级。

催化剂：

- 1、网站点击量持续攀升
- 2、2012Q1业绩超预期

主要风险：

- 1、网络版权均价下跌

表 4: 乐视网报表预测

资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	543.4	129.1	180.7	270.0	营业收入	238.3	478.2	903.6	1350.0
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	80.2	170.6	352.1	500.5
应收账款	69.8	111.2	230.8	280.1	营业税金及附加	10.2	20.1	38.0	56.7
预付款项	54.2	148.5	306.4	435.5	销售费用	57.9	95.6	180.7	270.0
其他应收款	2.6	5.3	10.0	15.0	管理费用	11.6	23.9	45.2	67.5
存货	3.7	15.0	23.5	31.3	财务费用	3.7	5.5	28.1	26.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.7	3.5	6.5	9.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	140.6	134.3	148.2	150.1	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	72.9	159.0	253.0	418.9
无形资产	214.4	755.3	985.3	1055.4	营业外收支净额	1.9	3.0	3.0	3.0
长期待摊费用	0.0	3.0	6.0	9.0	税前利润	74.8	162.0	256.0	421.9
资产总计	1031.6	1301.7	1891.0	2246.5	减: 所得税	4.7	32.4	43.5	71.7
短期借款	70.0	196.6	548.7	548.9	净利润	70.1	129.6	212.5	350.2
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	70.1	129.5	212.4	350.1
应付账款	15.1	32.7	67.5	96.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.1
预收款项	2.1	12.5	23.6	35.3	基本每股收益	0.70	0.59	0.97	1.59
应付职工薪酬	1.0	1.0	1.0	1.0	稀释每股收益	0.70	0.59	0.97	1.59
应交税费	4.2	4.2	4.2	4.2	财务指标	2010E	2011E	2012E	2013E
其他应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长性				
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	63.5%	100.7%	89.0%	49.4%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	50.6%	114.4%	71.3%	58.3%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	57.6%	84.8%	64.0%	64.8%
负债合计	93.0	246.9	645.0	685.2	盈利性				
股东权益合计	938.7	1054.8	1246.0	1561.2	销售毛利率	66.3%	64.3%	61.0%	62.9%
现金流量表 (百万元)	2010E	2011E	2012E	2013E	销售净利率	29.4%	27.1%	23.5%	25.9%
净利润	70	130	212	350	ROE	12.5%	13.0%	18.5%	24.9%
折旧与摊销	52	97	220	292	ROIC	22.28%	16.93%	17.45%	21.88%
经营活动现金流	65	112	216	518	估值倍数				
投资活动现金流	-263	-667	-467	-367	PE	40.2	47.9	29.2	17.7
融资活动现金流	708	108	303	-62	P/S	11.8	13.0	6.9	4.6
现金净变动	510	-448	52	89	P/B	3.0	5.9	5.0	4.0
期初现金余额	34	543	129	181	股息收益率	0.5%	0.2%	0.3%	0.6%
期末现金余额	543	96	181	270	EV/EBITDA	18.0	23.6	12.9	8.7

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 2011Q3 网络视频主要厂商广告收入市场份额	1
表 1: chinarank 网站流量最新排名	2
图 2: 乐视网综合排名	3
图 3: 乐视网独立访问者	3
图 4: 乐视网用户占全球互联网用户比例	3
图 5: 乐视网页面点击量占全球页面点击量比例	3
图 6: 优酷综合排名	3
图 7: 优酷独立访问者	3
图 8: 土豆综合排名	4
图 9: 土豆独立访问者	4
图 10: 迅雷看看综合排名	4
图 11: 迅雷看看独立访问者	4
图 12: CNTV 综合排名	4
图 13: CNTV 独立访问者	4
图 14: 爱奇艺综合排名	5
图 15: 爱奇艺独立访问者	5
图 16: 酷 6 综合排名	5
图 17: 酷 6 独立访问者	5

表格目录

表 1: chinarank 网站流量最新排名	2
表 2: 主流视频网站 2012 年版权战略	6
表 3: 乐视网紧跟卫视开年大戏	7
表 4: 乐视网报表预测	9

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

许耀文，CFA、田洪港、孙津，传媒行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn