

技术驱动下打造最大视频服务平台

未评级

投资要点:

- 📖 视频网站行业迎来黄金发展期
- 📖 2011年在品牌、流量上有所提升,2012年广告销售有望大幅提升
- 📖 乐视TV高端化路线符合互联网机顶盒仍处于消费观念导入期的特点

报告摘要:

- **行业: 网络视频化是互联网行业的大趋势。**2011年视频网站广告收入的爆发,已使得行业内外均认可了网络视频化的大趋势,公司预计未来2-3年内视频网站会超过门户网站。由于在用户体验和交互性等方面的优势,未来视频网络的广告收入有望超过电视台广告收入,达到千亿级别。行业将迎来黄金发展期,但在资本限制和成本不断推高的市场环境下,视频网站行业可能会发生整合。未来视频网站的竞争在于平台的竞争。公司认为最后在视频网站领域取得成功的还是专业性网站。
- **乐视网: 打造“平台+内容+终端+应用”核心商业模式。**在互联网由“图文时代”全面进入“视频时代”时,乐视的发展目标是打造一个所有互联网企业和用户都能实现自己的视频功能或模块的平台。未来的核心竞争力在平台,而多年积累的内容是为平台服务的。整个价值链的整合具有强大竞争力的同时也具有一定的风险性,要求公司具有强执行力、强资金实力等。
- **网站部分: 传统业务(网络发行、版权分销、广告)2012品牌、流量、广告年;创新业务(乐视网TV版、移动端)快速发展。**对于传统业务:预计广告发展速度远高于行业发展速度,高清付费业务也将高于行业增速,而原来一部分版权分销业务带来的收入由广告业务所取代。对于创新业务:乐视网TV版在行业内处于领先地位,具有先发优势和内容储备优势。移动端的类SP业务乐视是中国唯一拥有手机电视牌照的网站;手机乐视网与其他网站区别不大,但具有版权优势。
- **终端部分: 坚持高端战略,从金字塔尖做起。**乐视TV的战略定位是打造中国最高端的互联网电视。乐视在终端部分具有遍布全国的CDN分发系统+TV端积累的大量版权储备的优势。终端分为两类,一是针对个人消费者的高端机顶盒;另一个是B2B(针对大型运营商)的大众化产品。通过针对个人消费者的高端产品不断提高产品形象,获取高的产品附加值,提高毛利率;通过B2B的大众化产品获取更多的终端植入。未来将推出针对TV端的应用平台乐TV store。

传媒行业小组

分析师:

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

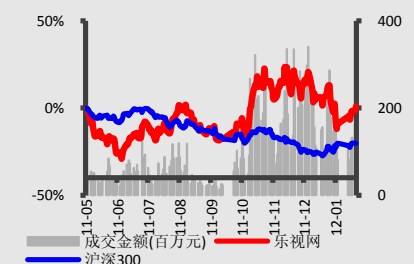
联系人:

郭幼竹

电话: 010-88085096

Email: guoyouzhu@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本(亿)	2.20
流通股本(亿)	0.85
股价(元)	26.79
第一大股东	贾跃亭
第一大股东持股比例	46.81%

数据来源: 公司公告, 深交所

相关研究

- 吉视传媒 (601929): 数字时代的弄潮儿 (2012.02.07)
- 中南传媒 (601098): 年报好于预期 转型期窥探机会 (2012.02.05)
- 华谊兄弟 (300027): 全产业链扩张显娱乐巨头风范 (2012.02.02)
- 传媒 2011 年业绩预告总览: 推荐平面媒体, 规避互联网 (2012.01.31)
- 华录百纳 (300291): 质量为先的精品剧制作公司 (2012.01.19)

行业：网络视频化是互联网行业的大趋势

公司认为未来 2-3 年内视频网站会超过门户网站，门户网站的广告收入增速为 30%，而视频网站会在 100% 以上。2011 年视频网站广告收入的爆发，已使得行业内外均认可了网络视频化的大趋势。由于网络视频在用户体验和交互性等方面明显优于电视台，未来网络视频的广告业务会超过电视台的收入，可能达到 1000-2000 亿的规模。虽然现在视频网站的竞争体现在内容上，但未来平台的竞争更重要。

目前，在资本限制和成本不断推高的市场环境下，视频网站行业可能会发生整合，例如 PC 端与客户端的整合，大网站与专业视频网站的整合。但从互联网本身的精髓—创新性来看，最后在视频网站领域取得成功的还是专业性网站，而并非一直做跟随者的大公司。而乐视网一直坚持做技术驱动型的专业视频网站。

乐视网：技术驱动型的公司，打造“平台+内容+终端+应用”核心商业模式

乐视网自身定位为技术驱动型的公司，行业内 60-70% 创新性应用来自于乐视网。公司一直致力于打造“平台+内容+终端+应用”核心商业模式，整个价值链的整合具有强大竞争力，同时也具有一定的风险性。该商业模式要求公司具有强执行力、强资金实力等。

乐视网未来的核心竞争力在平台，而乐视网累积多年储备的内容是为平台服务的。在互联网由“图文时代”全面进入“视频时代”，乐视网的发展目标是打造一个所有互联网企业和用户都能实现自己的视频功能或模块的平台。这个模式正在进行中，效果良好。例如，未来可能与京东等电子商务网站进行合作，在电子商务由图文购物向视频购物发展中，由乐视网来做视频服务平台。在平台之上，乐视网本身要打造成为最大的专业长视频网站。

两大业务线：网站部分和终端（硬件）部分

乐视网目前有两大业务线，网站部分和终端部分。网站部分即乐视网，包括传统业务（网络发行、版权分销、广告）和新业务（乐视网 TV 版，移动版）。终端部分包括 TV 端和移动端，互联网电视将成为公司核心差异化所在。

网站部分：

1. 传统业务整体战略：2011 年广告年，2012 年品牌、流量、广告年

从 2009 年推出免费服务开始，网站整体的品牌和流量都有大幅提升，目前 CDN 流量已排名行业第 4，相应的成本压力也在上升。在 PC 端，从用户在线总时长指标来看，乐视网在专业视频网站排名第 4。2011 年互联网行业增长最快的前十家网站，乐视网排名第六，是互联网视频领域增长最快的网站。2012 年公司将在品牌和流量上继续发力。PC 领域远大的目标，在 2012 年能有较好的实现。网站部分传统三大业务：预计广告发展速度远高于行业发展速度，高清付费业务也将高于行业增速，而原来一部分版权分销业务带来的收入由广告业务所取代。

1.1 广告：2012 年广告收入的增速预计将高于整个行业 2 倍以上，达到 300% 以上

2011 年公司着力打造品牌和流量，但由于广告收入提升存在滞后性，我们预计公司 2011 年广告收入增速一般。在品牌和流量提升的前提下，2012 年广告销售有望大幅提升。

近两年来，视频网站行业的广告收入增速高达 100-200%。2011 年，网络视频行业收入 60 亿元，其中广告收入占 40 亿元；预计 2012 年，网络视频行业收入将达到 120 亿元，其中广告收入 90-100 亿元。公司预计整个视频网站行业的广告收入增速将达到 100%。2012 年会成为公司的广告爆发年，广告收入增速要高于整个行业的增速 2 倍以上。从行业竞争角度来看，优酷等网站广告价格的大幅上涨（近 50%）也使得广告主转向其他视频网站。公司认为行业发展成熟后乐视这类长视频网站的广告收入会优于短视频网站。

广告来源：

2012 年的广告收入：一是销售团队，收入占比大概 70-80%，分为直销和渠道销售。目前销售团队是 100 人左右的规模，今年的计划是扩充到 160 人（同行业：奇异 150 人左右、优酷 150-200 人）；二是战略合作，即“土豆模式”（土豆模式：在土豆网上建立乐视专区，由乐视提供视频服务，在增加乐视网的流量和用户的同时，带来广告收入、提升品牌知名度），收入占比大概 20-30%。公司将更多的复制“土豆模式”，与更多的网站实现捆绑（例如与网易合作 163.letv.com），实现优势互补，提升增长速度。2012 年，与土豆网的战略合作可为公司带来 5000 万的保底收入。未来单就 2-3 家战略合作带来的广告收入，就可以超越 2011 年全年的广告收入。再加上销售团队的迅速扩张，2012 年广告收入有望实现大幅上涨。

1.2 网络版权分销：持平或下降

网络版权分销本身是无法持续的盈利模式，公司之前大量的版权分销收入是由于品牌和流量还没有能够吸引足够的广告收入。在 2011 年的广告年后，公司广告收入提升后，将逐步控制版权分销。2012 年，将有更多剧集采用独播模式，不再进行分销。

1.3 版权购买：打包购买剧集稳赚，高价剧将选择性购买

2012 年版权会持续投入，但总量会略低于 2011 年。这是由于 2012-2013 年 60-70% 的剧集在 2011 年都进行了打包购买。公司自 2005 年成立开始，就一直坚持正版化运营，在全行业全盗版时代也在够买网络版权。当时打包购买的价格极低，且与影视制作机构也建立起了良性的互动关系。

公司预计网络版权价格在 2012 年趋稳但还有上涨空间。目前，在视频网站行业内，网络版权价格在 100 万/集以上的 A 类新购剧影视剧通过分销根本无法收回成本。而此类剧集乐视网可以通过之前打包购买的价格较低的剧集换购得到。但是对于分销风险大但广告来源多的高价剧乐视网还是会选择性购买。对于之前打包购买的剧集，成本在 30-50 万，分销风险极低，具有较高的安全边际。

2. 创新业务：

2.1 乐视网 TV 版

乐视网 TV 版相当于乐视网在电视上的播放平台，内容包含电影（免费、标清、高清 720P、超清 1080P 四种播放模式）、电视剧、娱乐、CBA、3D 在线播放等。除了在自己的终端（乐视 TV—云视频超清机）上应用外，也可在合作伙伴的终端中植入，例如一体机或播控平台等。在植入更多的终端之后，更重要的是用户体验和营销推广。

目前，乐视网 TV 版在行业内处于行业第一的位置，遥遥领先于其他视频网站所推出

的电视端平台，具有先发优势和内容储备优势，下一步在于如何转化成为市场优势。在 7 大播控平台中，已经与 2 大播控平台实现了合作，其他的也正在谈判进行中。在与播控平台的合作中，乐视网占据主动地位，打破了原有规则(即只提供内容，CDN 分发由播控平台来做)。采取了独特的合作模式，即在播控平台中进入乐视网 TV 版后，从菜单到视频的存储、分发、播放全部由乐视网来做，能够有效地保证用户体验，支撑播控平台的发展，形成共赢。

2.2 移动端：乐视网与其他网站差异不大，2012 年实现有望高速增长

两种业务模式：

- 升级版 SP 业务：移动端提供的服务远强于原来的 SP 业务。乐视网是中国唯一拥有手机电视牌照的网站，唯一一家接入了移动、联通、电信三大运营商的手机电视网站。收入增长情况良好（算入网络发行中）。中国联通的业务产生几十万收入，中国移动的业务在 2 月 1 日正式开通。来自中国移动的收入规模将大于联通的。目标：保持行业内第一。
- 手机乐视网：与其他网站差别不大，但乐视网具有版权优势。乐视网拥有 1000 部的网络独家版权，很多其他网站目前移动端的视频均是盗版。目前手机端的分销业务还没进行，现在逐步开始移动端的版权维权。目标：2012 年进入网络视频前 3 名。

未来视频应用在移动端的增长会远大于 PC 端，但未来在手机视频上还没有太好的盈利模式。未来还是以广告+收费增值服务盈利模式为主，与 PC 端的盈利模式一样。目前是投入期，2013、14 年会有快速回报。

终端（硬件）部分：

乐视 TV—云视频超清机：坚持高端战略，从金字塔尖做起

乐视 TV 的战略定位是打造中国最高端的互联网电视。乐视做互联网电视机顶盒的优势在于遍布全国的 CDN 分发系统+TV 端积累的大量版权储备（电影、电视剧等）。终端的销售分为两类：一是针对个人消费者的高端机顶盒，通过针对个人消费者的高端产品不断提高产品形象，获取高的产品附加值，提高毛利率。另一个是 B2B（针对大型运营商）的大众化产品，此类产品不公开销售，只做集团性的合作，战略是低端中的高端。通过 B2B 的大众化产品获取更多的终端植入。目前，公司推出的系列产品价格区间在 1980-2980 元，2012 年 3、4 季度还将有更高端的产品推出。

2012 年，乐视网对于“乐视 TV—云视频超清机”的定位是重视产品，打造行业内最高端的高品质产品。目前，公司的云视频开放平台是最高端的系统，具有很多 APP 接口，易于和很多大型网站对接，而其他很多平台都是封闭的。TV 端的盈利模式也是以收费为主，免费为辅。公司之所以坚持高端战略，是由于目前互联网机顶盒仍处于消费者观念导入期，行业离爆发期还很远。在这段时期，树立品牌的意义远大于抢占市场。公司对于 TV 端的定位就是从金字塔尖的客户做起。针对 TV 端，也将推出乐 TV store 这样一个开放平台，一些性能比较低的其他品牌机顶盒无法运行乐 TV store。

目前，超清机的销售在上海、长沙、杭州已开始试点。乐视将在 2012 年第二季度开展“上海战役”，上海和长沙是机顶盒主要销售地点。2013 年有望成为互联网机顶盒的行业爆发年。

分析师简介:

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。

郭幼竹: 宏源证券研究所传媒行业研究员, 南开大学硕士, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 华谊兄弟、中南传媒、华录百纳、吉视传媒、乐视网。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
	张璐	王俊伟	赵佳	奚曦
华东区域	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
	曾利洁	贾浩森	雷增明	罗云
华南区域	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
	方芳	胡玉峰		
QFII	010-88085842 fangfang@hysec.com	010-88085843 huyufeng@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。