

## 乐视网(300104)

## 盈利模式清晰，视频投资首选

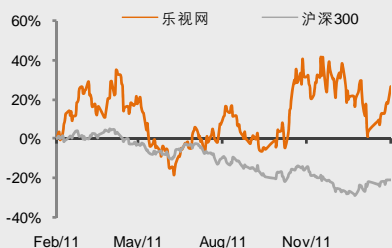
## 强烈推荐（维持）

现价：30.70元

## 主要数据

行业	传媒与互联网
公司网址	www.letv.com
大股东/持股	贾跃亭/42.42%
实际控制人/持股	贾跃亭/42.42%
总股本(百万股)	180.00
流通A股(百万股)	87.23
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	65.12
流通A股市值(亿元)	25.30
每股净资产(元)	5.28
资产负债率(%)	21.39

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 证券分析师

**邵青** 投资咨询资格编号  
S1060511010002  
0755-22622740  
Shaoqing001@pingan.com.cn

**张洪建** 投资咨询资格编号  
S1060512010001  
010-66299560  
Zhanghongjian405@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

## ■ 网络视频行业盈利模式渐趋明朗，增长可期

伴随网络视频行业规范化发展，行业盈利模式渐趋明朗，主要盈利模式如下：

**广告模式：**传统媒体资源日益稀缺、价格持续上涨，带动网络广告价值上升。网络视频作为电视的最佳替代者，是互联网上发展速度最快的广告载体之一，具有500亿元市场空间。

**收费模式：**版权管制和行业自律推动收费模式发展，主流视频网站均推出收费视频服务，盗版视频占比下降，网上付费看电影渐成主流。

网络视频行业已进入良性发展阶段，盈利模式的明朗推动行业高速发展和竞争环境的优化。

## ■ 乐视网的多维盈利模式进展顺利

乐视网是行业内版权储备最多的网络视频企业，并在正版视频的基础上构建了多维盈利模式。

一是构建了“网络广告、收费视频、版权分销”多模式经营，打破了视频行业广告盈利模式的瓶颈，有效分摊内容成本。二是并行布局“电脑、手机、电视”三个影视发行终端平台，最大限度利用公司正版视频内容优势，与行业龙头差异化竞争。随着公司行业地位的提升，收入高速增长，估值具有上升潜力，是视频行业投资首选。

## ■ 四大业务支撑公司高速增长

**网络广告：**借助版权优势，2011年11月开始，与土豆、网易、迅雷的合作推动网站独立用户数上涨百倍，综合排名进入行业前四。2012年，有望取得2.93亿元收入，同比增200%。

**收费视频：**伴随网站流量增加，公司收费用户数稳定增长，2012年有望达到650万人次，取得1.96亿元收入，同比增幅不低于30%。

**版权分销：**2012年将不是公司战略重心，公司将保留独家版权，降低版权分销比重，预计2012年收入可能下滑30%，约1.60亿元。

**超清播放机：**光纤入户、平板电视普及、监管放松三因素促使网络电视发展，2012年公司重点推广播放机，销售量有望达20万台，收入有望达2亿元。

## ■ 预计11-13年EPS为0.56、0.80、1.11元，“强烈推荐”

预计11~13年公司净利增长75.0%、44.1%和38.1%，EPS 0.56元、0.80元、1.11元，对应股价30.70元，PE为55/38/28倍，维持“强烈推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	145.7	238.3	486.1	849.3	1,236.5
YoY(%)	98.0%	63.5%	104.0%	74.7%	45.6%
净利润(百万元)	44.5	70.1	122.7	176.8	244.1
YoY(%)	47.0%	57.6%	75.0%	44.1%	38.1%
毛利率(%)	66.0%	66.3%	66.3%	60.0%	58.0%
净利率(%)	30.5%	29.4%	25.2%	20.8%	19.7%
ROE(%)	23.8%	7.5%	12.3%	17.0%	21.2%
EPS(摊薄/元)	0.20	0.32	0.56	0.80	1.11
P/E(倍)	151.	96.3	55.1	38.2	27.7
P/B(倍)	36.1	7.2	6.8	6.5	5.9

## 正文目录

一、国内领先的网络视频服务提供商 .....	4
1.1 主营业务 .....	4
1.2 近四年公司收入高速增长，毛利率处于较高水平 .....	5
1.3 股权结构 .....	7
二、网络视频行业保持高速增长 .....	7
2.1 三大因素推动网络视频行业增长 .....	7
2.2 商业模式尘埃落定，三细分领域高速增长 .....	9
三、公司竞争优势突出，四大业务支撑成长 .....	14
3.1 公司竞争优势突出 .....	14
3.2 四大业务支撑公司高速成长 .....	15
四、业绩预测与估值 .....	19
五、风险提示 .....	20
5.1 版权价格波动风险 .....	20
5.2 网络电视政策管控风险 .....	20
5.3 现金流风险 .....	20

## 图表目录

图表 1	公司主要业务	4
图表 2	公司收入及增速 单位：百万元	5
图表 3	公司净利润及增速 单位：百万元	5
图表 4	乐视网近五年收入结构 单位：百万元	5
图表 5	毛利率和净利率 单位：%	6
图表 6	三项费用率 单位：%	6
图表 7	2011Q3 末，乐视网用户数位于行业第八位 单位：百万人	6
图表 8	2011Q3 末，乐视网季度收入位于行业第四位 单位：百万元	6
图表 9	公司股权结构	7
图表 10	2011Q3 网络视频行业季度收入达到 14.8 亿元 单位：亿元	7
图表 11	2011 年中国互联网用户规模达 5.13 亿 单位：亿人	8
图表 12	视频网站在用户使用占比中逐年上升	8
图表 13	2011 年中国网络视频用户规模达 3.96 亿 单位：亿人	8
图表 14	各传统媒体的广告收入近两年均有较大幅度的上升 单位：%	9
图表 15	2011 年、2010 年上半年中国各媒体广告刊例价涨幅	10
图表 16	网络广告主数量 2011Q3 达到 91 万 单位：万个	10
图表 17	网络广告收入规模 2011Q3 达到 140 亿元 单位：亿元	10
图表 18	电视是传统广告载体中占比最大的传播渠道 单位：%	11
图表 19	近两年，各级电视频道广告刊例价均有大幅提升 单位：%	11
图表 20	网络视频类广告收入规模 2011Q3 达到 26.1 亿元 单位：亿元	12
图表 21	网络视频类广告收入规模占比 单位：%	12
图表 22	爱奇艺会员专区界面	13
图表 23	优酷会员专区界面	13
图表 24	中国宽带用户数 单位：万人	13
图表 25	中国平板电视销量稳定增长 单位：万台	14
图表 26	乐视网影视版权储备领先爱奇艺网 单位：万集	15
图表 27	完整的经营资质	15
图表 28	2011 年前三季，乐视网广告用户 ARPU 值位于行业第七位 单位：万元	16
图表 29	近 3 个月乐视网的独立访问者迅速上升 单位：人/百万人	17
图表 30	近 3 个月乐视网网站综合排名快速上升	17
图表 31	2012 年 2 月 10 日，乐视网在视频网站排名上升至第四	17
图表 32	中性预测，2012 年收费业务贡献 2 亿元	18
图表 33	中性预测，2012 年超清播放机有望贡献 2 亿元收入	19
图表 34	收入及成本预测 单位：百万元	19
图表 35	利润表	19
图表 36	乐视网现金快速减少，主要用于采购影视版权 单位：百万元	20

## 一、国内领先的网络视频服务提供商

### 1.1 主营业务

乐视网主要提供网络视频观看服务和基于正版影视版权的网络发行服务，拥有行业内最丰富的产品线，产品线覆盖电脑、电视、手机三大终端，是国内最具竞争力的网络视频服务提供商之一。主要业务根据盈利模式，可分为视频广告、收费视频、版权分销、高清播放机销售四类业务。

**视频广告：**公司通过视频门户网站“LeTV.com”和免费视频终端“乐视网络电视”为互联网用户提供免费视频服务，获取用户流量之后，通过“点击广告”和“展示广告”向广告主收取广告发布费。

**收费视频：**公司通过高清影视网站专区“vip.LeTV.com”为收费用户提供高清视频播放服务，该视频画面质量和播放流畅度均高于普通视频，并向用户收取包月或单次观看服务费。

**版权分销：**公司向影视剧制作单位购买影视剧的独家网络传播版权，并以相对较低的价格向多家视频网站销售非独家网络传播版权，并收取版权许可使用费。

**超清播放机销售：**公司制作适用于电视端的影视超清播放机，并将播放机与视频资源打包向电信运营商及电视用户销售，以收取硬件费用及视频服务费。超清播放机的优势在于具备蓝光 DVD 级别的影视剧播放能力。

随着网络视频行业的发展，网络视频的业务模式大体可以分为视频用户分享模式（UGC）和正版视频网络发行模式。乐视网专注于正版视频网络发行，并行生出影视版权网络分销和手机端、电视端多渠道发行模式。

图表1 公司主要业务

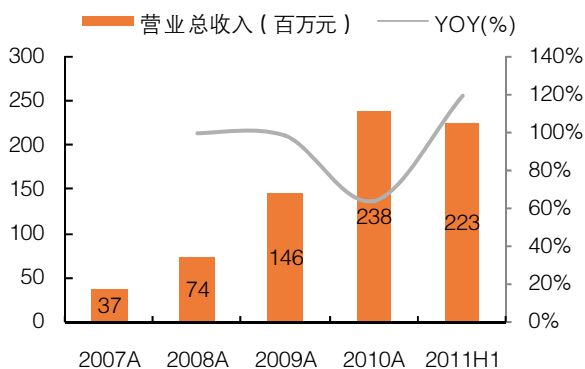


资料来源：平安证券综合研究所

## 1.2 近四年公司收入高速增长，毛利率处于较高水平

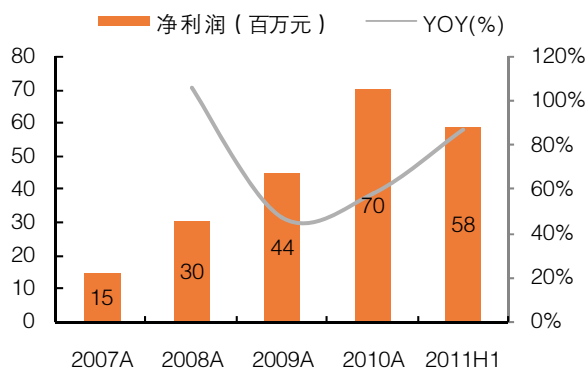
2007年至2010年，乐视网收入由3692万元增长至2.38亿元，年复合增长率达86.2%。预计2011年收入将增至4.86亿元，其中视频广告、收费视频、版权分销和高清播放机业务分别贡献收入的20.1%、31.1%、46.9%和1.9%。预计未来三年内公司仍将保持50%以上的年复合增长率。

图表2 公司收入及增速 单位：百万元



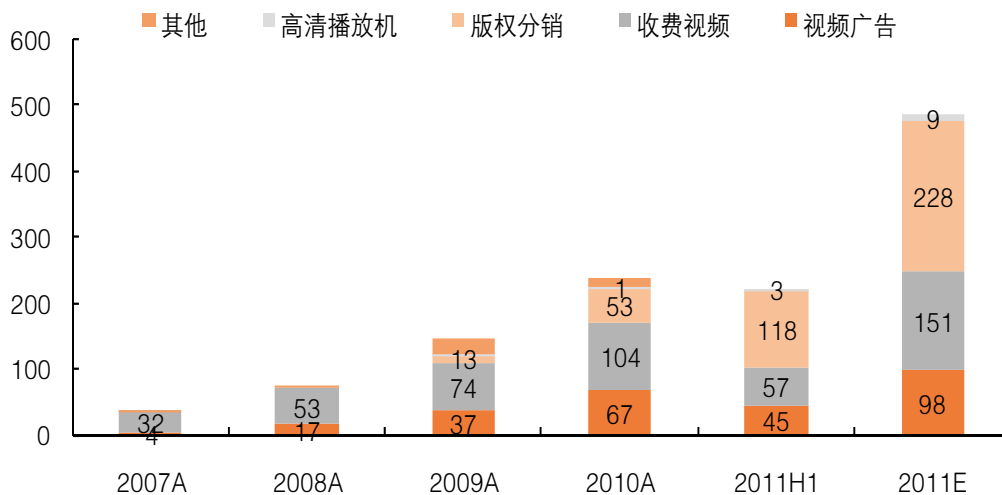
资料来源：平安证券综合研究所

图表3 公司净利润及增速 单位：百万元



资料来源：平安证券综合研究所

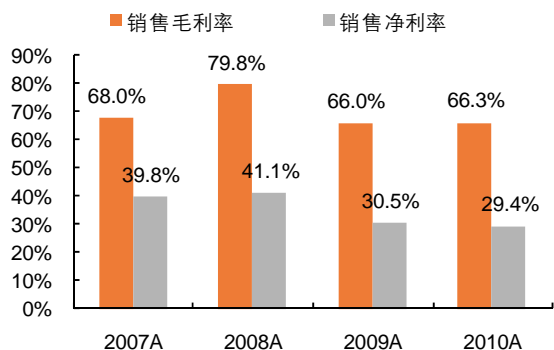
图表4 乐视网近五年收入结构 单位：百万元



资料来源：平安证券综合研究所

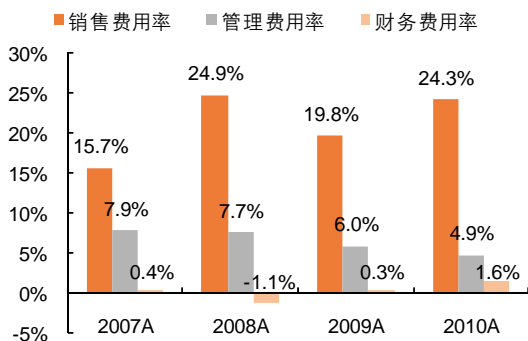
公司的业务成本主要由网络带宽成本和影视网络版权成本构成，具有较强的毛利和净利空间。2007年至2010年，公司毛利率、净利率在66%和29%以上波动，；三项费用率中，销售费用率占比最高，在15~25%之间波动，主要用于收费视频业务的渠道推广费用。

图表5 毛利率和净利率 单位：%



资料来源：平安证券综合研究所

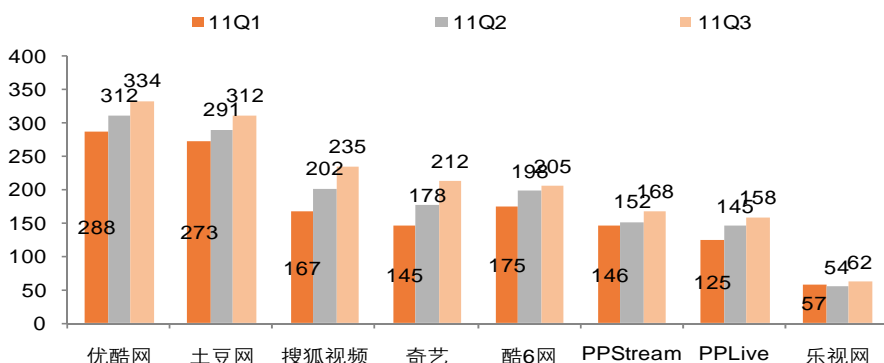
图表6 三项费用率 单位：%



资料来源：平安证券综合研究所

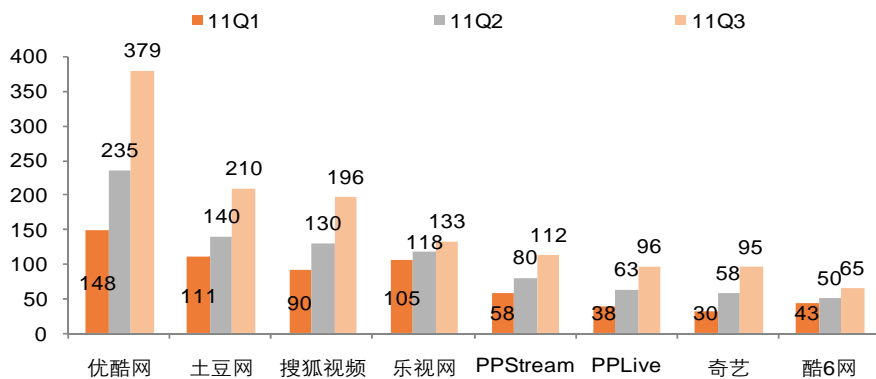
乐视网位居网络视频行业第一梯队。2011Q3 末，乐视网免费用户数为 6200 万人，在国内视频企业中位列第八位，季度收入规模 1.33 亿元，位列行业第四位。

图表7 2011Q3末，乐视网用户数位于行业第八位 单位：百万人



资料来源：易观国际，平安证券综合研究所

图表8 2011Q3末，乐视网季度收入位于行业第四位 单位：百万元

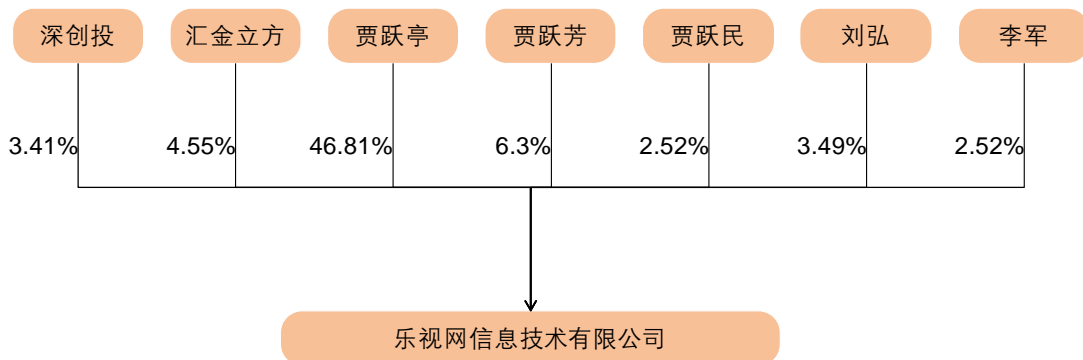


资料来源：易观国际，平安证券综合研究所

### 1.3 股权结构

公司控股股东贾跃亭、贾跃芳、贾跃民等人合计持有公司 55.61%的股权，是公司的实际控制人。自乐视网上市之后，上述三人均未减持股权。

图表9 公司股权结构



资料来源：平安证券综合研究所

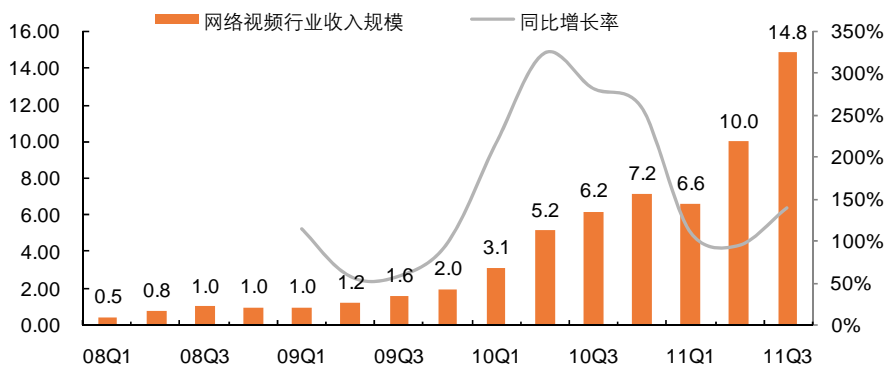
## 二、网络视频行业保持高速增长

### 2.1 三大因素推动网络视频行业增长

2008年至2011年，网络视频行业高速发展。2011Q3，网络视频行业季度收入规模达到14.8亿元，相比2008Q1行业季度收入的4700万元，增长31倍。预计未来行业收入将以每年30~50%的速度高速增长。

网络视频行业的高速发展主要受用户数增长、网络带宽提速、影视版权正规化三大因素推动。其中三项指标中，用户数决定了网站流量，并间接影响广告价值；网络带宽决定了用户体验和网络视频企业的带宽成本；影视版权决定了广告主对网络视频的认同度，并间接影响广告价值。

图表10 2011Q3网络视频行业季度收入达到14.8亿元 单位：亿元



资料来源：易观国际，平安证券综合研究所

#### ■ 因素一：网络视频用户数高速增长

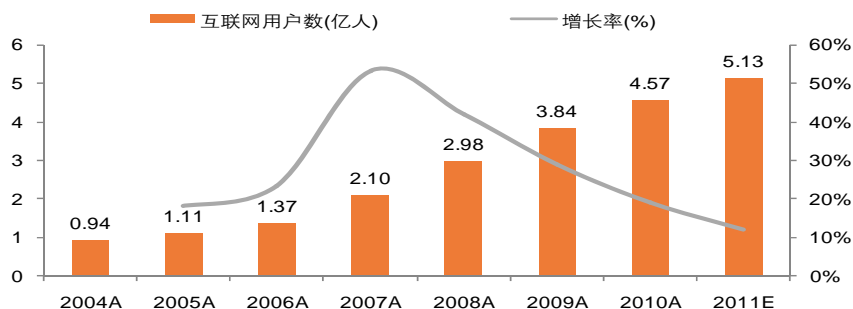
2008年至2011年，网络视频用户数保持高速增长，主要受两因素影响：

一是互联网用户数稳定增长，带来用户基础。据 CNNIC 统计，截至 2011 年 12 月底，中国网民规模达到 5.13 亿，全年新增网民 5580 万；2004 年至 2011 年，互联网用户数复合增长率达 27.4%。

二是伴随互联网用户的网络观影习惯增强，网络视频的使用占比持续上升。据 CMMS 统计，09 年、10 年、11 年 6 月，视频网站使用占比分别为 21.3%、40.3%、51.9%，呈逐年上升趋势。

上述两项因素为网络视频行业带来快速增长的用户群体。据易观国际统计，2011Q3 国内网络视频用户规模已达到 3.96 亿人，占互联网用户比例达 77.2%，预计到 2015 年用户规模将超过 5 亿人。

图表11 2011年中国互联网用户规模达5.13亿 单位：亿人



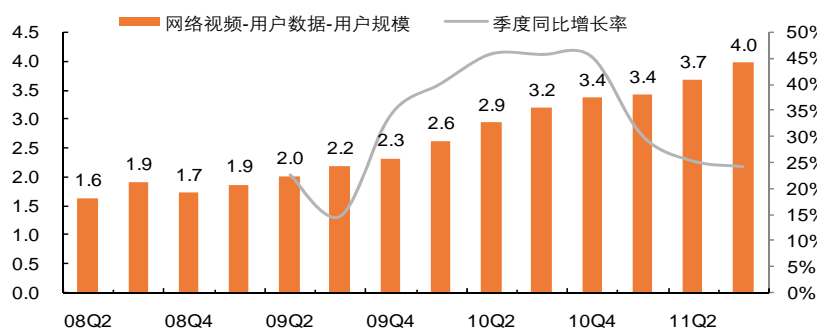
资料来源：CNNIC，平安证券综合研究所

图表12 视频网站在用户使用占比中逐年上升

排名	2009年	用户比例	2010年	用户比例	2011年6月	用户比例
1	门户类	95.3%	门户类	96.7%	门户类	93.5%
2	搜索引擎	67.6%	搜索引擎	82.3%	电子邮箱	82.3%
3	新闻类	56.1%	电子邮箱	74.9%	搜索引擎	78.7%
4	游戏类	49.6%	新闻类	67.4%	新闻类	61.2%
5	电子邮箱	43.0%	游戏类	65.8%	<b>视频网站</b>	<b>51.9%</b>
6	博客类	24.8%	<b>视频网站</b>	<b>40.3%</b>	游戏类	50.5%
7	BBS/社区类	21.8%	BBS/社区类	34.2%	社交类	38.6%
8	<b>视频网站</b>	<b>21.3%</b>	网上购物/订票	27.3%	网上购物/订票	31.4%
9	地方门户类	16.9%	博客类	27.0%	BBS/社区类	23.8%
10	网上购物/订票	15.3%	地方门户类	16.9%	微博客	21.9%

资料来源：CMMS，平安证券综合研究所

图表13 2011年中国网络视频用户规模达3.96亿 单位：亿人



资料来源：易观国际，平安证券综合研究所



■ 因素二：网络带宽持续增长

2008年至2011年，国内网络带宽便持续提速、网络成本逐步下调，主要受两个因素影响：

一是电信运营商竞争加剧。自2008年电信行业重组，行业格局形成三大运营商三足鼎立之势，行业竞争加剧；为增强用户粘性，提升带宽、下调资费成为电信运营商核心战略。

二是电信行业技术升级。通信技术每5年便经历一次技术升级周期，2010年起，光纤技术作为宽带的下一代技术已发展成熟，光纤入户在2010年起便在国内部分地区试推广，2012年将是推行高峰期，新技术的发展将带动网络带宽出现跨越式增长。

■ 因素三：网络视频正版化进程加速

自2010年起，受益于网络视频上市企业对影视版权的高投入和版权监管政策的加强，行业的影视正版化进程正在加速。至2011年底，前十大网络视频企业片源库中的盗版影视基本清理完成。

2.2 商业模式尘埃落定，三细分领域高速增长

2008年之前，网络视频行业的商业模式并不清晰，盗版问题和无法把流量转化为收入始终是视频网站的两个软肋，行业发展速度缓慢。近两年，网络视频的商业模式逐渐清晰，行业的两个薄弱环节均已得到部分解决，视频广告、收费视频、电视端网络电视三细分领域正高速增长。

第一，借助资本市场的支持，网络视频企业在影视版权上大量投入，并自发反对盗版影视，解决了由于版权问题带来的违规和恶性竞争问题；

第二，伴随着广告商对网络视频影响力的认可和互联网用户的网络电影付费习惯的形成，网络视频行业已形成以正版视频为基础的广告和收费模式。

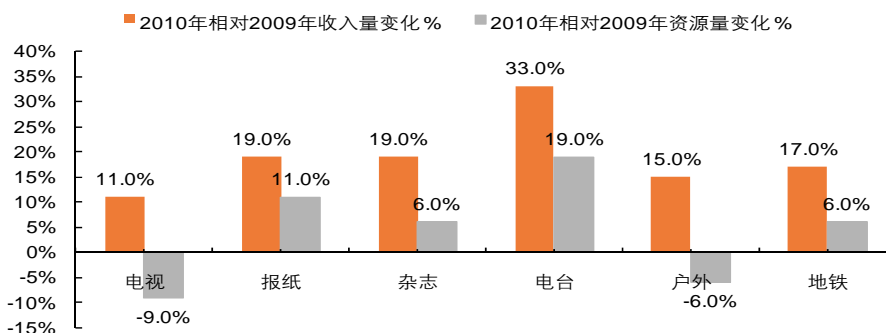
■ 领域一：视频广告

自2008年起，互联网视频类广告收入高速增长，主要受益于两方面因素：一是传统媒体的刊例价上涨带来的需求向互联网媒体转移；二是传统媒体中电视广告市场份额最大，且广告资源非常稀缺，具有较强价格上涨动力；三是互联网视频类广告作为电视广告的最佳替代者，能够有效获取电视广告的广大客户。

➤ 传统媒体刊例价上涨带来需求向互联网广告转移

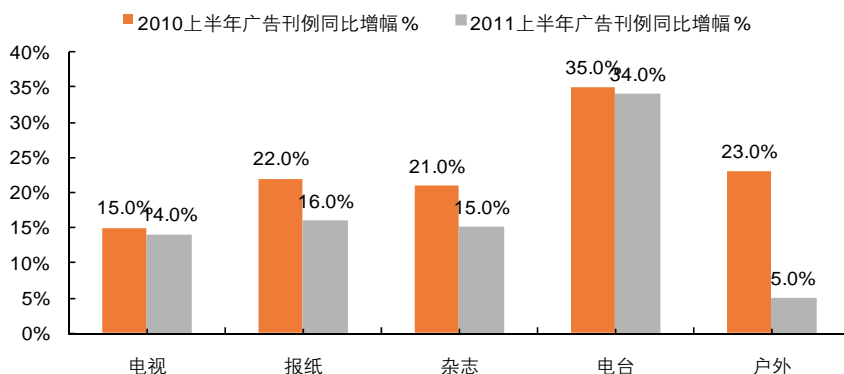
CTR数据显示，2009年至2010年各传统媒体的广告收入均有较大幅度的上升。由于受政策管控的限制，电视和户外的广告资源量在减少，各媒体的刊例价均有较大幅度的上升。

图表14 各传统媒体的广告收入近两年均有较大幅度的上升 单位：%



资料来源：CTR，平安证券综合研究所

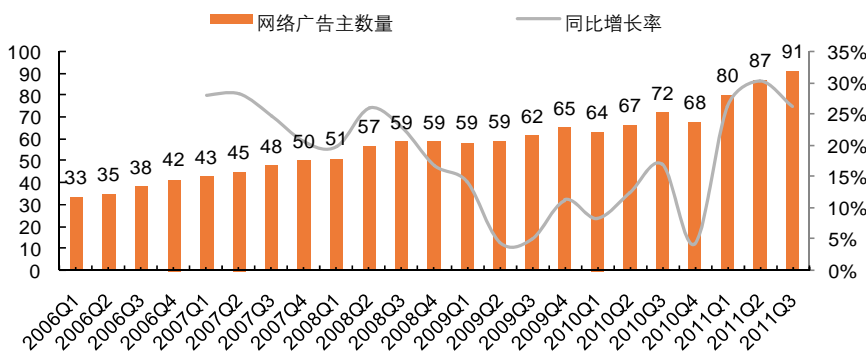
图表15 2011年、2010年上半年中国各媒体广告刊例价涨幅



资料来源: CTR, 平安证券综合研究所

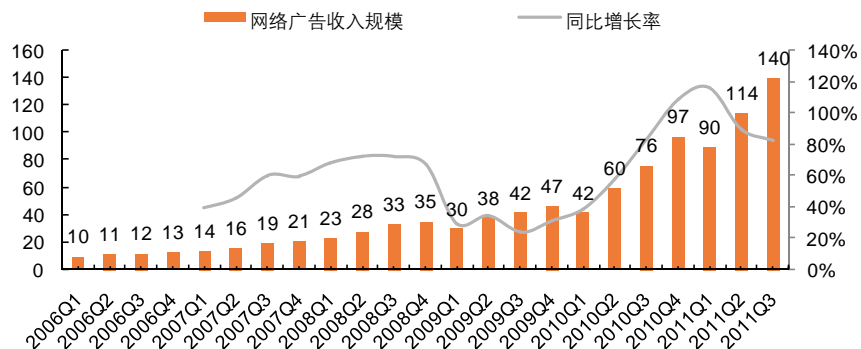
传统广告渠道的刊例价持续上涨, 凸显新兴媒体渠道的高性价比, 带动广告主的广告投放向新兴媒体转移。从易观国际的互联网广告观测数据来看, 投放于互联网上的广告主数量 2011Q3 达到 91 万个, 相对 2006Q1 增长 173%; 广告投放总量达到 140 亿元, 相对 2006Q1 增长 1330%。

图表16 网络广告主数量2011Q3达到91万 单位: 万个



资料来源: 易观国际, 平安证券综合研究所

图表17 网络广告收入规模2011Q3达到140亿元 单位: 亿元



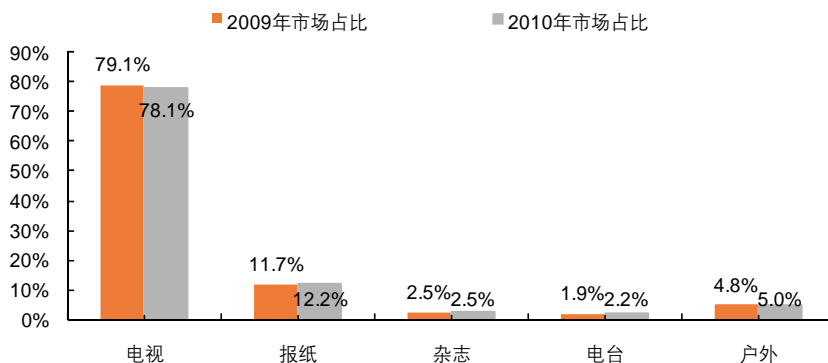
资料来源: 易观国际, 平安证券综合研究所

➤ 电视在传统广告载体中占比最大，且资源稀缺，价格上涨动力足

按照 CTR 统计数据显示，电视是传统广告载体中占比最大的传播渠道，2009、2010 年，电视占传统广告载体比例分别为 79.1%和 78.1%。

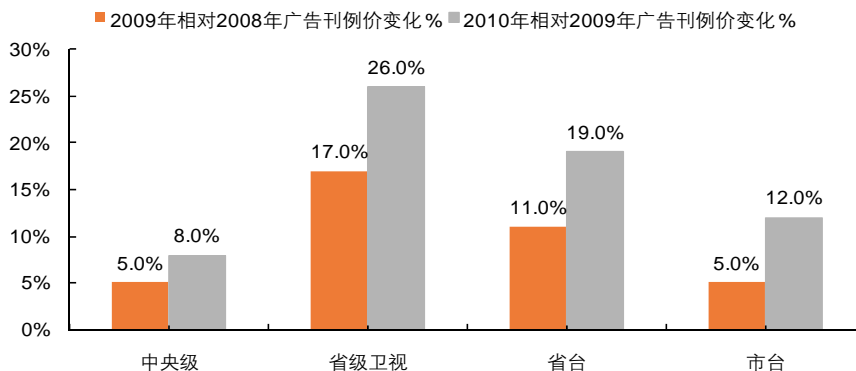
2009 至 2010 年，受国家对电视广告调控限制，各级频道广告资源均有一定幅度下降，但各级电视台广告刊例价均有一定幅度上升。

图表18 电视是传统广告载体中占比最大的传播渠道 单位：%



资料来源：CTR，平安证券综合研究所

图表19 近两年，各级电视频道广告刊例价均有大幅提升 单位：%



资料来源：CTR，平安证券综合研究所 说明：鉴于15s和30s版本价格增幅相当，此计算以30s为准

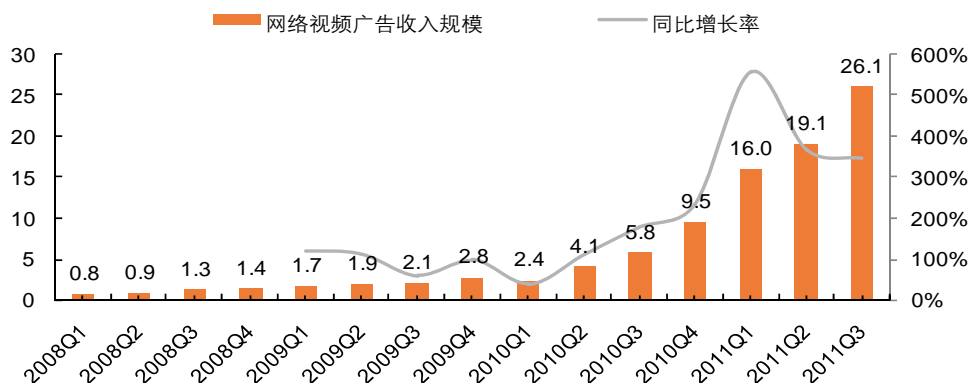
➤ 互联网视频广告作为电视广告的最佳替代者，相对其他互联网广告更具优势

互联网视频广告相对其他互联网广告的优势如下：

一是网络视频用户覆盖广，用户粘性高；二是网络视频与电视时间段互补，具有更长的黄金时间段，并可覆盖不看电视的年轻受众；三是与其他广告形式相比，网络视频广告与电视广告形式更接近，性价比更高。

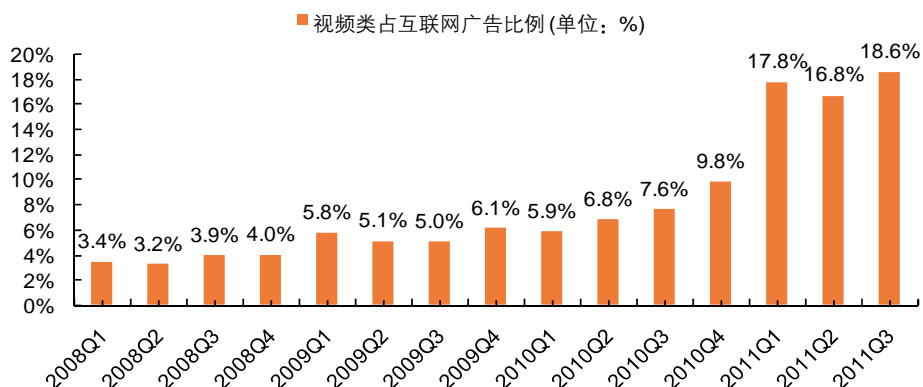
随着市场对视频广告的认可度增加，视频类广告收入高速增长，2011Q3 收入规模达到 26.1 亿元，连续 6 个季度同比增速在 100%以上，相对 2008Q1 收入规模增长 32 倍，相对互联网广告的占比迅速上升，2011Q3 占比已达到 18.6%。

图表20 网络视频类广告收入规模2011Q3达到26.1亿元 单位：亿元



资料来源：易观国际，平安证券综合研究所

图表21 网络视频类广告收入规模占比 单位：%



资料来源：易观国际，平安证券综合研究所

## ■ 领域二：收费视频

随着网络视频的用户规模不断扩大，用户的需求必然由于差异性而产生分化。视频网站对于一部分对视频质量、及时性有很高要求的VIP客户，开始提供付费观看服务。2010年以来，网络视频收费模式逐渐受到行业认可，模式渐趋完善。收费模式的发展受到两个因素推动：网络盗版视频的管制和主流视频网站收费联盟的形成。据艾瑞咨询统计，2011上半年收费视频占视频行业总收入比例达到13%。

第一，各大视频网站组成网络版权管控的模式，对网上盗版视频进行压制，版权问题已经部分解决，主流网站中很少出现内容被恶意盗播来争夺客户的情况，增加了付费视频的生存空间；

第二，主流视频网站形成战略同盟，对热门影视剧均进行收费点播服务。2011年，优酷、爱奇艺等行业龙头先后设立了收费会员专区，带动行业收费专区设立的高潮。

图表22 爱奇艺会员专区界面



资料来源：平安证券综合研究所

图表23 优酷会员专区界面



资料来源：平安证券综合研究所

■ 领域三：电视端网络电视

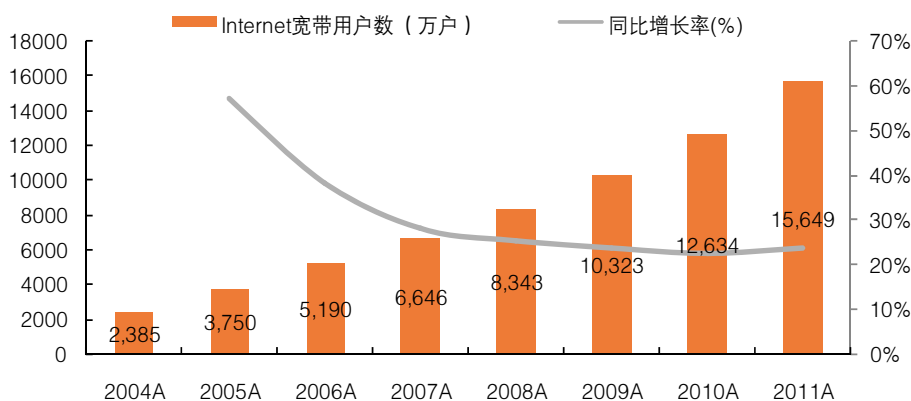
伴随着网络带宽升级、平板电视普及、准入政策放松，电视端网络电视面临高速发展机遇。

➢ 宽带用户数高速增长，光纤入户推动带宽升级

随着国内三大电信运营商宽带网络建设高潮的进行，宽带用户数高速增长，2011年宽带用户数达到1.56亿户，2004至2011年年复合增长率30.8%。

2010年起，电信运营商开始全国光纤入户的宽带网络升级建设，从电信运营商的网络推广进程来看，2014年前，国内一线城市将基本完成光纤入户的网络带宽升级，达到10M~50M。二三线城市宽带接入速度将普遍由1-2M提升至10M。届时，蓝光电影完全可以做到边下边看的，观影体验大幅提升。

图表24 中国宽带用户数 单位：万人



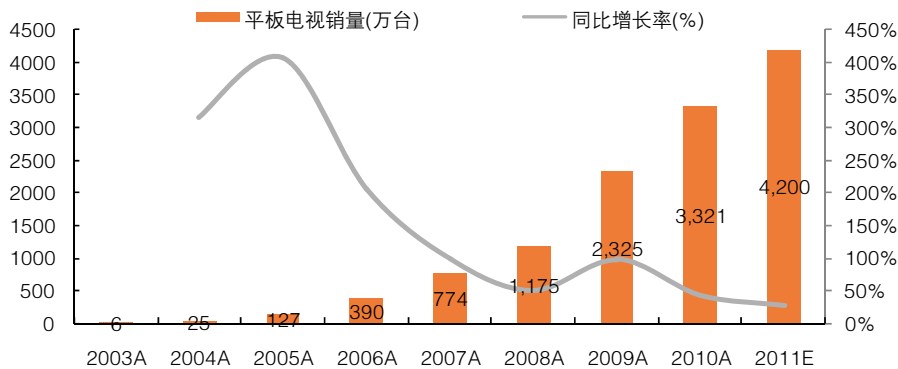
资料来源：wind、平安证券研究所

➢ 具有高清播放能力的平板电视大量普及

国内LCD平板电视销量高速增长，2011年有望达到4200万台，由于平板电视主要是替换需求，预计目前用户使用存量在1.2亿台。

我们跟踪京东、苏宁等主流电视销售商场的销售价格发现，目前主流平板电视机尺寸为 42 寸至 46 寸，价格为 3000-5000 元，在主流消费者承受范围内，该类型的电视机均支持高清视频信号输入。高增长的高清视频需求和落后的广电的传播制式发生矛盾，而网络电视做为 DVD 播放机的有效替代，在购买片源成本和片源的丰富程度上均占有较大优势。

**图表25 中国平板电视销量稳定增长 单位：万台**



资料来源：拓璞产业研究所、平安证券研究所

#### ➤ 新型合作模式规避政策管制

出于对广电运营业务发展的考虑，广电总局对电视端的网络视频业务管制非常严格，IPTV 牌照总共发了 4 张全国性牌照（上海文广、央视国际、南方传媒、国际广播电台）和 1 张区域性牌照（杭州华数），互联网电视牌照目前尚无批准案例。

随着中国电信和上海文广合作推广的 IPTV 业务的顺利进行，市场对网络电视的认识和定位相对更加清晰，即互联网电视和 IPTV 更多的是家庭影院、DVD 的升级产品，而不是有线电视的替代品。目前百视通和杭州华数开展的 IPTV 业务在全国的用户数已接近 800 万户，占宽带用户比例达到 5.1%。

市场认知的好转，推动持有 IPTV 牌照的广电运营商和网络视频厂商合作逐渐增多，有效规避了政策对网络电视的限制。

## 三、公司竞争优势突出，四大业务支撑成长

### 3.1 公司竞争优势突出

#### ■ 产品系列齐全优势

公司目前拥有免费视频、收费高清视频、电视超清视频全系列视频产品，于电脑、电视、手机三大终端平台均有布局，是国内网络视频企业产品线最丰富的公司之一。

公司产品系列齐全，平台布局完善，覆盖了用户从户外至客厅的视频需求，大大增强了公司对网络视频用户的吸引力，并有利于采购的视频版权的复用，降低营业成本。

#### ■ 版权储备优势

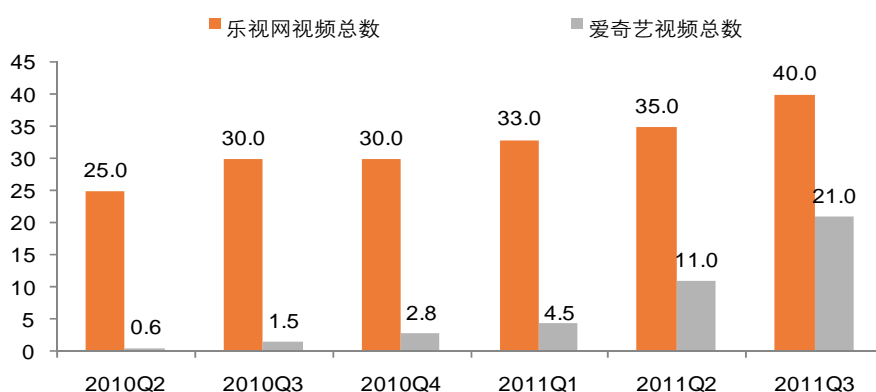
公司是国内第一家提出走正版影视路线的网络视频公司，与国内众多视频分享网站相比，公司更为注重影视版权储备。公司是国内版权储备量第一，同时也是单位版权成本最低的网络视频公司。

目前公司已购买 2011 年热门影视剧 90% 的网络版权，并通过预购等方式，购买 2012 至 2013 年热门影视剧网络版权总量的 30~40%，高于行业一线网络视频企业 60% 左右的热门影视剧版权覆盖率。

我们通过公司访谈和行业数据搜集，将乐视网和同样走正版视频路线的爱奇艺网进行比较，乐视网在版权储备量上一直领先于爱奇艺，预计未来三年内，公司的版权优势仍有望得到保持。

近三年热门影视剧的网络版权价格迅速上涨，2009~2011 年，电视剧版权的单集价格由 0.5 万元/集上升至 50 万元/集。早期丰富的版权储备为公司带来低于行业平均水平的版权成本，并给用户更好的观影体验。

**图表26 乐视网影视版权储备领先爱奇艺网 单位：万集**



资料来源：易观国际，公司访谈，平安证券综合研究所

### ■ 完整的经营资质优势

相比同行，公司具有网络视频业务最完整的经营资质，范围涵盖电脑端和手机端的各项业务。完整的资质有助于公司规避政策风险，降低业绩的波动性。目前公司正在申请电视端的网络电视播放资质。

**图表27 完整的经营资质**

电脑端	信息网络传播视听节目许可证 广播电视节目制作经营许可证 网络文化经营许可证
手机端	电信与信息服务业务经营许可证 跨地区增值电信业务经营许可证 短消息服务接入代码使用证书 手机视频的信息网络传播许可批复

资料来源：平安证券综合研究所

## 3.2 四大业务支撑公司高速成长

乐视网建立了在正版影视版权基础上的多维收入模式，并形成四大业务模块。

四大业务模块中，公司的战略重心正从版权分销向广告业务转移，2012 年视频广告和高清播放机销售将是收入增长的主要来源。预计 2012 年广告收入有望增长 200%，收入规模达 2 亿元；收费视频平稳发展，收入有望达到 2 亿元；版权分销业务收入将下滑 30%；高清播放机的销售有望达到 20 万部，成为公司收入新的增长点。

■ 广告：价量齐升，12 年收入有望提升 2 倍

➢ 单价和流量是广告业务最核心指标

互联网广告普遍采用点击量或千次展示量计价模式，视频网站的广告收入计算公式为：收入=Σ(点击量 or 展示量×单价)

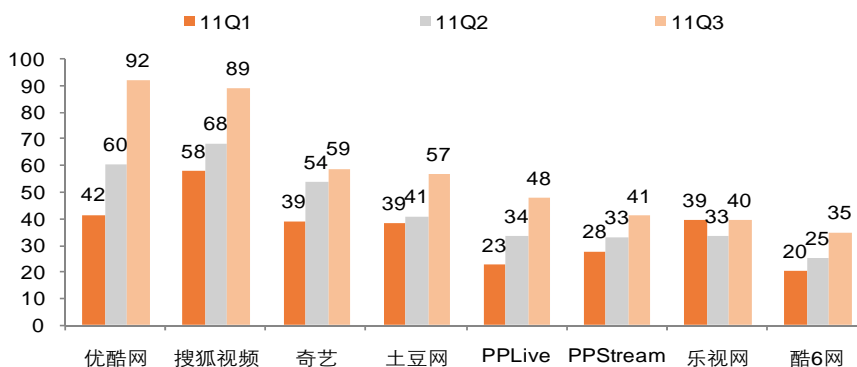
- 单价：决定视频广告单价的主要是视频网站知名度和相对应的影片热度，正版影视剧在广告价格上具有较大优势，因此网站的影视版权储备对单价影响较大。
- 点击量 or 展示量：一般和网站流量成正比。

➢ 单价：乐视广告价值渐受认可，单价持续提升

由于布局较早，乐视网的影视版权储备在网络视频行业中位列第一，目前公司仍持续加大投入，预先购入影视制作公司 2012、2013 年尚未上映的影视剧。2011 年，乐视网在热播电视剧的独家网络版权占有率超过 70%、含非独家的网络版权覆盖率超过 95%，并且已经预先锁定了 2012 年以及 2013 年具有热播潜力的影视剧独家网络版权的 30~40%。

乐视网丰富的版权资源增强了同广告主的谈判能力，2011 前三季度，公司的广告 ARPU 值位于视频行业第七位，高于前三季度网站流量的第八位排名。

图表28 2011年前三季，乐视网广告用户ARPU值位于行业第七位 单位：万元



资料来源：易观国际，平安证券综合研究所

➢ 流量：独播剧战略和版权合作带动流量高增长

2012 年，乐视网网络流量有望提升 4~5 倍，主要受 2011 年 11 月开始执行的增强独播剧战略和版权合作战略影响。

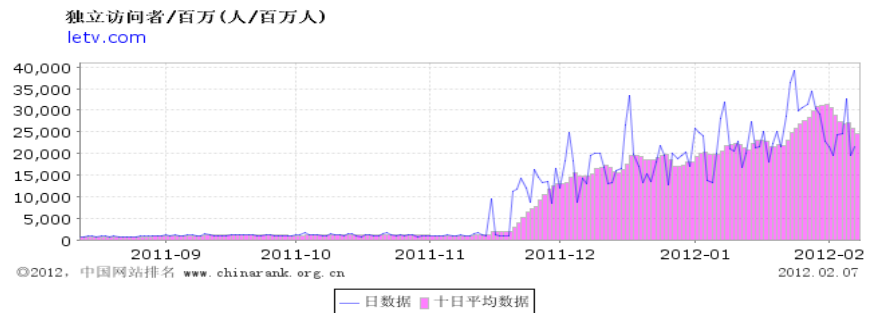
第一，增强独播剧战略：2012 年，公司将降低所购买的独播剧的版权分销比重，并加大自制剧的占比，增强公司和同类网站的差异化。

第二，11 月开始，启动与土豆、迅雷、网易视频等网站的版权合作。合作双方达成协议，由乐视网提供播控平台和版权，由合作方进行流量分享，从而带动公司流量的增长。



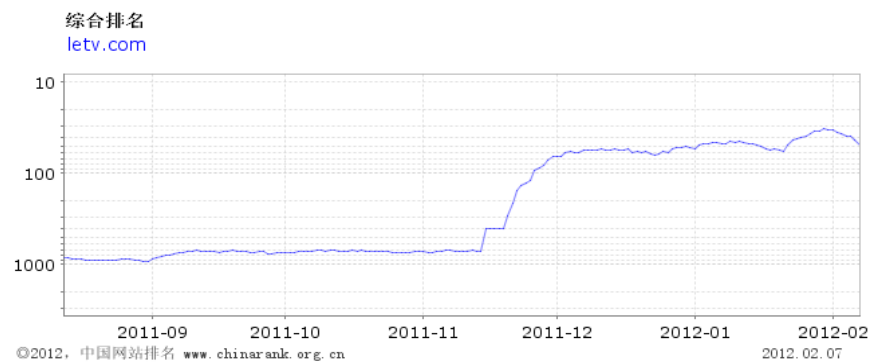
据 Chinarank 统计数据显示, 2011 年 11 月起, 乐视网的独立访问者占比迅速上升, 同比增加 100 倍, 网站综合排名由 400 名左右上升至 49 名, 网络视频分类排名上升至第四位。预计 2012 年, 乐视网流量有望增长 4~5 倍, 广告业务收入有望达到 2 亿元。

**图表29 近3个月乐视网的独立访问者迅速上升 单位: 人/百万人**



资料来源: chinarank, 平安证券综合研究所

**图表30 近3个月乐视网网站综合排名快速上升**



资料来源: chinarank, 平安证券综合研究所

**图表31 2012年2月10日, 乐视网在视频网站排名上升至第四**

网站名称	分类排名	综合排名	独立访问者(人/百万人)
http://v.youku.com	1	子网站不参与综合排名	92105
土豆网	2	19	65120
http://video.sina.com.cn	3	子网站不参与综合排名	31622
<b>乐视网</b>	<b>4</b>	<b>49</b>	<b>24671</b>
酷6网	5	58	26169
http://v.ku6.com	6	子网站不参与综合排名	22555
我乐网(56.com)	7	80	17298
六间房	8	134	8428
播视网	9	279	2794
http://so.youku.com	10	子网站不参与综合排名	2616

资料来源: chinarank, 平安证券综合研究所

■ **分销：非业务重点，12 年收入将稳中有降**

版权分销能否盈利由影视网络版权价格的上涨幅度决定。目前影视网络版权已达到电视台版权价格的 50%，上涨空间有限，我们预计 2012 年版权价格上涨幅度在 50%以内。

从公司 2011 年 11 月至今的版权合作来看，我们观测到公司的业务重心正在从版权分销转回至广告和收费业务上来。更多独家影视版权将保留，用以吸引用户流量。预计 2012 年，公司版权分销业务可能同比下滑 30%。

■ **收费：网站流量推动，12 年增速有望达 30%**

乐视网的个人收费用户主要来自个人网盟分流用户和公司免费用户的转化用户。2012 年，网站流量增长带来免费用户数稳定增长，预计将带动公司付费用户总数的增长。我们预计 2011 年，公司收费用户数已达到 508 万人次，单人次 ARPU 为 30 元，收费视频收入达到 1.5 亿元。2012 年公司收费用户数将达到 653 万人次，收费视频收入达到 1.96 亿元，同比增长 30%。

**图表32 中性预测，2012年收费业务贡献2亿元**

	单价（元）	2011E	2012E	2013E
单价（元）		30	30	30
免费用户数（万人）	悲观	8100	9680	11025
	中性	9000	12100	15750
	乐观	9900	14520	20475
转化率（%）		0.47%	0.45%	0.45%
付费周期（月/年）		12	12	12
收费用户数（万人次）	悲观	457	523	595
	中性	508	653	851
	乐观	558	784	1106
收入（万元）	悲观	13705	15682	17861
	中性	15228	19602	25515
	乐观	16751	23522	33170

资料来源：平安证券综合研究所

■ **播放机：12 年用户数有望达 20 万户，贡献 2 亿元收入**

乐视网分别在高清播放机的产品制造、牌照、渠道上进行了多重布局，产品位于行业领先地位，2012 年有望取得突破性进展。

**产品制造：**乐视网的超清播放机产品在国内厂商中尚数首例，产品配置、用户体验均和苹果公司的 iTV 较为类似，在行业具有较强的优势。

**网络视频牌照：**2012 年 1 月 11 日，乐视网和央视国际签订合作协议，央视国际主要提供网络播放牌照，乐视网提供高清播放机、视频库、接入平台，从而规避了政策的管制，发展高清播放机市场。

**渠道：**自 2011 年三季度，乐视网相继同苏宁、京东商城等签订了销售协议，设立乐视网超清视频播放机专区。

**收入预测：**由于乐视网超清播放机零售终端价格在 1999 元和 2999 元两档，主要定位于在一线城市，面对习惯使用高清 DVD 播放机的用户。由于定价较高，我们预计 2012 年用户规模将比 IPTV 用户总量低一个数量级，中性预测为 20 万户，相对 Internet 宽带用户数，渗透率为 0.13%。

图表33 中性预测，2012年超清播放机有望贡献2亿元收入

营业收入(百万元)	单价(元)	2012E	2013E
单价(元)		1000	1000
销量(万台)	悲观	10	30
	中性	20	50
	乐观	50	100
收入(万元)	悲观	10000	30000
	中性	20000	50000
	乐观	50000	100000
毛利率(%)		40%	40%
毛利润(万元)	悲观	4000	12000
	中性	8000	20000
	乐观	20000	40000

资料来源：平安证券研究所

## 四、业绩预测与估值

图表34 收入及成本预测 单位：百万元

营业收入(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
视频广告	4	17	37	67	98	293	469
收费视频	32	53	74	104	151	196	255
版权分销	0	0	13	53	228	160	112
高清播放机	0	0	0	1	9	200	401
其他	1	4	22	13	0	0	0
收入合计	37	74	146	238	486	849	1237
YOY		99.4%	98.0%	63.5%	104.0%	74.7%	45.6%
成本合计	7	11	50	80	164	340	519
综合毛利率	80.1%	84.8%	66.0%	66.3%	66.3%	60.0%	58.0%

资料来源：平安证券研究所

图表35 利润表

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	145.7	238.3	486.1	849.3	1236.5
营业成本	98.3	165.3	0.0	0.0	0.0
营业税金及附加	6.5	10.2	20.7	36.7	52.9
营业费用	28.9	57.9	111.8	197.0	290.6
管理费用	8.8	11.6	23.7	38.2	55.6
财务费用	0.5	3.7	1.3	2.5	3.7
资产减值损失	4.1	1.7	22.6	28.5	28.8
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	47.4	72.9	142.4	206.6	285.5
营业外收入	0.3	2.0	2.0	1.4	1.8
营业外支出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
利润总额	47.7	74.8	144.3	208.0	287.2

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
所得税	3.2	4.7	21.7	31.2	43.1
净利润	44.5	70.1	122.7	176.8	244.1
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	44.5	70.1	122.7	176.8	244.1
EPS	0.20	0.32	0.56	0.80	1.11

资料来源: chinarank, 平安证券综合研究所

预计 11~13 年公司净利增长 75.0%、44.1%和 38.1%，EPS 0.56 元、0.80 元、1.11 元，对应股价 30.70 元，PE 为 55/38/28 倍，考虑到公司业绩稳定高速增长，电脑端的广告业务和电视端网络电视业务面临爆发，提升业绩增长动力，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

## 五、风险提示

### 5.1 版权价格波动风险

自 2009 年，影视剧网络版权价格大幅上涨，带来网络视频行业成本上升，对行业盈利带来压力。公司为了规避版权价格上涨过快风险，已通过预付款等方式锁定了 2012、2013 年影视剧网络版权的 30~40%。如果影视版权价格大幅波动，公司将面临分销收入下滑和版权减值风险。

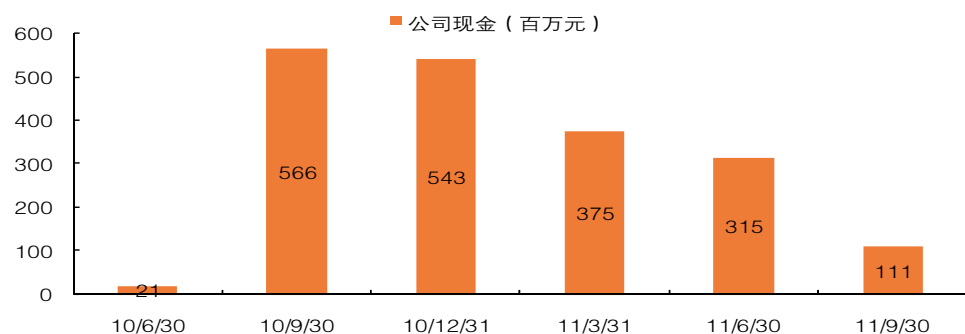
### 5.2 网络电视政策管控风险

乐视网的超清播放机作为国内率先推出的网络电视播放机，设计和业务布局均处于行业领先地位，有望打开电视机用户的巨大市场空间。但电视端业务作为广电运营商的核心业务范围，一直以来均是处于政策的严格管控中，短期内，电视端的网络视频牌照仍不会面对民营企业发放，因此乐视网只能采取和国有牌照方合作的方式开展业务，这种擦边球式的业务模式面临较大的政策管控风险。

### 5.3 现金流风险

采购正版影视剧版权一直处于乐视网战略核心地位，伴随版权采购，公司现金迅速下降，预计 2011 年底现金流将不能满足版权采购需求，如无法快速融资填补缺口，将面临现金流风险。

图表36 乐视网现金快速减少，主要用于采购影视版权 单位：百万元



资料来源: 公司财报, 平安证券综合研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
<b>流动资产</b>	<b>673.66</b>	<b>424.70</b>	<b>371.49</b>	<b>497.07</b>	
现金	543.35	326.15	191.24	224.54	
应收账款	69.80	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	2.65	14.58	15.84	24.63	
预付账款	54.21	110.60	229.60	350.99	
存货	3.65	5.38	11.60	19.48	
其他流动资产	0.00	-32.01	-76.79	-122.58	
<b>非流动资产</b>	<b>357.96</b>	<b>583.46</b>	<b>689.67</b>	<b>687.01</b>	
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	140.60	122.28	104.97	88.61	
无形资产	214.36	452.35	569.48	576.18	
其他非流动资产	3.00	8.84	15.22	22.22	
<b>资产总计</b>	<b>1,031.62</b>	<b>1,008.16</b>	<b>1,061.16</b>	<b>1,184.09</b>	
<b>流动负债</b>	<b>92.96</b>	<b>12.82</b>	<b>21.01</b>	<b>31.81</b>	
短期借款	70.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	15.10	3.27	6.79	10.39	
其他流动负债	7.86	9.54	14.22	21.42	
<b>非流动负债</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>负债合计</b>	<b>92.96</b>	<b>12.82</b>	<b>21.01</b>	<b>31.81</b>	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	100.00	220.00	220.00	220.00	
资本公积	724.38	604.38	604.38	604.38	
留存收益	114.28	170.96	215.77	327.90	
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>938.66</b>	<b>995.35</b>	<b>1,040.15</b>	<b>1,152.28</b>	
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,031.62</b>	<b>1,008.16</b>	<b>1,061.16</b>	<b>1,184.09</b>	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>65.49</b>	<b>194.45</b>	<b>164.45</b>	<b>231.49</b>	
净利润	70.10	122.68	176.80	244.13	
折旧摊销	21.31	82.18	103.04	113.47	
财务费用	4.58	1.27	2.55	3.71	
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>营运资金变动</b>	<b>-83.72</b>	<b>-10.39</b>	<b>-118.29</b>	<b>-127.26</b>	
其他经营现金流	1.46	-1.29	0.35	-2.55	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-263.48</b>	<b>-239.99</b>	<b>-121.35</b>	<b>-11.00</b>	
资本支出	-265.38	0.00	0.00	0.00	
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他投资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>707.79</b>	<b>-86.27</b>	<b>-39.35</b>	<b>-56.75</b>	
短期借款	0.00	-70.00	0.00	0.00	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	0.00	120.00	0.00	0.00	
资本公积增加	0.00	-120.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	0.00	-16.27	-39.35	-56.75	
<b>现金净增加额</b>	<b>509.79</b>	<b>-131.80</b>	<b>3.75</b>	<b>163.73</b>	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	238.26	486.11	849.33	1,236.53	
营业成本	80.21	163.65	339.73	519.34	
营业税金及附加	10.16	20.69	36.69	52.92	
营业费用	57.92	111.82	197.04	290.64	
管理费用	11.60	23.67	38.22	55.64	
财务费用	3.71	1.27	2.55	3.71	
资产减值损失	1.72	22.62	28.47	28.81	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业利润	72.93	142.39	206.63	285.47	
营业外收入	2.00	2.00	1.45	1.82	
营业外支出	0.09	0.05	0.07	0.07	
利润总额	74.84	144.33	208.00	287.21	
所得税	4.74	21.65	31.20	43.08	
净利润	70.10	122.68	176.80	244.13	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>70.10</b>	<b>122.68</b>	<b>176.80</b>	<b>244.13</b>	
EBITDA	76.64	143.66	209.17	289.18	
<b>摊薄 EPS (元)</b>	<b>0.32</b>	<b>0.56</b>	<b>0.80</b>	<b>1.11</b>	

主要财务比率					
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
<b>成长能力</b>					
营业收入	63.5%	104.0%	74.7%	45.6%	
营业利润	53.8%	95.3%	45.1%	38.2%	
归属于母公司净利润	57.6%	75.0%	44.1%	38.1%	
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	66.3%	66.3%	60.0%	58.0%	
净利率(%)	29.4%	25.2%	20.8%	19.7%	
ROE(%)	7.5%	12.3%	17.0%	21.2%	
ROIC(%)	19.7%	7.1%	12.3%	17.1%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	9.0%	1.3%	2.0%	2.7%	
流动比率	7.25	33.14	17.68	15.63	
速动比率	7.21	32.72	17.13	15.01	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.07	0.12	0.17	0.21	
应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款周转率	8.09	17.81	67.49	60.45	
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.56	0.80	1.11	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.88	0.75	1.05	
每股净资产(最新摊薄)	4.27	4.52	4.73	5.24	
<b>估值比率</b>					
P/E	96.35	55.05	38.20	27.67	
P/B	7.20	6.79	6.49	5.86	
EV/EBITDA	65.63	28.46	20.59	15.96	

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257