

乐视网 (300104.SZ) 综合传媒行业

评级: 持有 首次评级

公司研究

市价(人民币): 39.72元

享版权红利, 铸平台价值

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	85.47
总市值(百万元)	8,738.40
年内股价最高最低(元)	39.99/19.00
沪深300指数	2901.22



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.593	0.701	0.611	0.857	1.096
每股净资产(元)	2.49	9.39	10.60	12.36	14.64
每股经营性现金流(元)	1.11	0.65	0.07	3.47	4.15
市盈率(倍)	N/A	91.84	42.68	30.40	23.80
行业优化市盈率(倍)	81.35	67.11	59.40	59.40	59.40
净利润增长率(%)	46.99%	57.63%	91.70%	40.38%	27.77%
净资产收益率(%)	23.78%	7.47%	12.68%	15.27%	16.47%
总股本(百万股)	75.00	100.00	220.00	220.00	220.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **视频网站渐成主流视听渠道, 广告具爆发潜力:** 2011年, 国内网络视频用户数已增长至3.5亿以上, 并有望接近4亿, 在互联网用户数中的渗透率逐年提升, 已接近75%。视频网站总有效播放时长呈快速增长的趋势, 网络视频正在成为主流的视听方式。2011年网络视频广告收入同比增长100%。但收入规模仅42.5亿, 这与广泛的用户覆盖面尚未匹配。相较于电视台700亿左右年广告额, 视频网站主流化之后广告收入在低基数之上的爆发前景光明。
- **行业内容竞争聚焦差异化, 公司海量版权红利持续释放:** 在行业竞争加剧背景下, 视频网站的内容竞争聚焦于差异化。公司目前已采购但尚未上线的独家版权影视剧仍有200部以上。其提前介入与集中采购的模式使得已锁定的独家版权成本仍较为低廉。未来两年公司仍能享有低成本集成的海量版权红利, 并将经由“乐土模式”推广、深化业内资源整合、互联网电视等多终端平台打造、付费用户培育、营销推广等多重路径多元释放海量版权优势, 提升平台价值。
- **差异化战略打造视频服务平台:** 在定位为传统的以内容提供为主业的视频网站之外, 公司的差异化战略定位有望带来新的市场与机遇; 具体的方向包括: “乐土模式”及其复制推广吸引流量并变现广告收入的同时, 实现企业网络TV平台的打造, 为从CP转型SP奠定技术与平台基础; 积极推动互联网电视等多终端平台打造, 尤其是利用广电总局181号文放行互联网电视业务的机遇, 实现付费用户培育, 占领电视端市场; 最终形成视频服务平台的业务布局。

投资建议

- 2012年的增长亮点在于“乐土”模式持续复制带来的广告收入爆发。预测2011-2013年公司EPS分别为0.61、0.85、1.09元。结合绝对估值与相对估值法, 公司目标股价区间为27.06-34元。当前股价下, 公司2011-2013年PE分别为64、46、36倍, 给予“持有”评级。

风险点

- 广告收入低于预期, 资金压力大, 人才流失。

王铮

分析师 SAC 执业编号: S1130511060001
(8621)61038285
wang_zheng@gjzq.com.cn

内容目录

投资要点	5
行业趋势：视频网站渐成主流视听渠道，广告具爆发潜力	5
竞争格局：长视频提升有效浏览时间，内容竞争聚焦差异化	5
公司优势：海量版权与差异化战略	5
盈利预测与投资建议	5
风险点	5
行业趋势：视频网站渐成主流视听渠道，广告具爆发潜力	6
视频网站渐成主流视听渠道，使用率仍持续提升	6
影视、资讯内容需求强劲，付费市场培育潜力大	7
视频广告规模有望爆发，吸引巨头入场	9
行业格局：网络视频业竞争激烈，参与方多维布局	11
竞争激烈格局未定，长视频战略提升有效浏览时间	11
内容：突出差异化，持续发力版权投入、自制内容、台网合作	12
运营：多平台推广、社交化运营、业内资源整合成为趋势	15
多屏战略：“一云多屏”成新战场，乐视布局 TV 端蓝海市场	18
公司分析：享版权红利，铸平台价值	18
流量与品牌价值快速提升，版权分销成当前盈利主力	18
海量低价版权奠定内容优势，差异化战略打造视频服务平台	20
“乐土”模式持续复制加速版权变现收入，带宽与版权投入高涨	22
盈利预测与估值	24
附录：三张报表预测摘要	28

图表目录

图表 1：在线视频用户数及渗透率	6
图表 2：2011 年视频网站播放覆盖人数	6
图表 3：2011 年视频网站总有效播放时长趋势	6
图表 4：观众人均每日电视收视时间	6
图表 5：各年龄段对不同媒体的使用率	7
图表 6：用户对网络视频内容的选择	7
图表 7：各类电视节目收视与播出比重	8
图表 8：2011 年在线视频影视剧覆盖人数	8
图表 9：用户获知新上映电影的网络渠道	8
图表 10：用户观看新电影的媒体消费习惯	8
图表 11：用户观看热播剧的媒体消费习惯	9
图表 12：网络视频付费用户内容需求	9

图表 13: 网络视频用户付费意愿	9
图表 14: 网络视频广告点击率	9
图表 15: 在线视频市场规模增长趋势	10
图表 16: 2010-2011 年在线视频季度市场规模	10
图表 17: 2010-2011 在线视频广告收入规模	10
图表 18: 2010-2011 在线视频其他收入规模	10
图表 19: 2006-2011 年精品剧网络版权价增长趋势	10
图表 20: 在线视频行业各细分领域广告营收份额	11
图表 21: 在线视频有效浏览时间份额 TOP10	11
图表 22: 2011 年 Q1 在线视频用户行为分析	12
图表 23: 2010.10-2011.10 互联网月度有效浏览时长增长 TOP10	12
图表 24: 2011 年热映国产影片视频网站覆盖率对比	13
图表 25: 视频网站 2011 年美国影片上线情况	13
图表 26: 视频网站对部分热播剧的覆盖率对比	14
图表 27: 视频网站电视剧总播放次数排行 TOP20	14
图表 28: 各视频网站 2012 年内容战略比较	14
图表 29: 腾讯视频 ISEE 内容精细化运营	15
图表 30: 腾讯视频“海飞丝中国达人秀”营销案例	15
图表 31: 搜狐 MAX 整合营销理念	16
图表 32: 搜狐视频营销路径	16
图表 33: 奇艺背靠百度产品矩阵营销平台	16
图表 34: 百度数据支持片源购买	16
图表 35: 奇艺 SWS 营销模式	17
图表 36: 2011 年在线视频业内合作案例	17
图表 37: 在线视频业多屏战略布局	18
图表 38: 2010-2011 重点视频网站 Alexa 排名比较	19
图表 39: 过去六个月乐视网 Alexa 排名趋势	19
图表 40: 2010-2011 重点视频网站 PV 比较	19
图表 41: 过去六个月乐视网 PV 趋势	19
图表 42: 2010-2011 重点视频网站页面浏览时间比较	19
图表 43: 过去六个月乐视网页面浏览时间趋势	19
图表 44: 乐视网市场占有率	20
图表 45: 2011 年中报乐视网收入结构	20
图表 46: 乐视网付费业务市场份额	20
图表 47: 乐视网广告收入市场份额	20
图表 48: 乐视网版权投入情况	21
图表 49: 乐视网已购精品剧部分版权	22
图表 50: 乐视网视频服务平台业务布局	22
图表 51: 热播剧单集盈亏平衡点测算	23

图表 52: 乐视网收入与成本增速对比	23
图表 53: 乐视网财务数据 (单位: 万元)	23
图表 54: 乐视网版权分销收入预测	24
图表 55: 乐视网广告收入预测	24
图表 56: 乐视网付费收入预测	24
图表 57: 乐视网盈利预测详表	25
图表 58: 绝对估值表	26
图表 59: 相对估值表	27

投资要点

行业趋势：视频网站渐成主流视听渠道，广告具爆发潜力

- 2011年，国内网络视频用户数已增长至3.5亿以上，并有望接近4亿，在互联网用户数中的渗透率逐年提升，已接近75%。视频网站总有效播放时长呈快速增长的趋势，网络视频正在成为主流的视听方式。
- 2011年网络视频广告收入同比增长100%。但收入规模仅42.5亿，这与广泛的覆盖用户面尚未匹配。相较于电视台700亿左右年广告额，视频网站主流化之后广告收入在低基数之上的爆发前景光明。

竞争格局：长视频提升有效浏览时间，内容竞争聚焦差异化

- 网络视频业的激烈竞争在综合视频网站、门户网站、网络电视台以及腾讯为代表的社交网络之间展开。2011年以来，在线视频有效浏览时间份额集中度呈下降趋势，体现出行业竞争进一步激烈化。垂直视频龙头优酷、土豆在覆盖人数上仍领先；但依托长视频战略的搜狐、奇艺以及乐视在有效浏览时间上具备优势。
- 各视频网站普遍重金投入影视剧版权，导致对国产热点影视剧的覆盖率普遍较高，产品同质化程度高。在行业竞争加剧背景下，视频网站的内容竞争聚焦于差异化。长视频产品的差异化目前主要体现为独播影视剧与引进海外影视内容；搜狐、奇艺、优酷等均重金投入内容自制，以提升其内容品牌价值；在UGC领域领先的优酷与土豆则有释放UGC价值的潜力。乐视网则布局海量影视版权库。
- 在热播剧版权价格高企的现状下，由点击量带动的广告收入覆盖成本仍较困难（测算见图表51）；但依托大型互联网平台的腾讯视频、搜狐视频、奇艺在多平台推广与社交化运营方面具备领先优势；垂直视频网站龙头优酷依托平台的品牌价值实现广告营销收入的快速增长；而乐视、土豆等经由积极推动业内资源整合实现平台价值提升。在成本高企，行业洗牌加剧的背景下，业内整合合作成为趋势。

公司优势：海量版权与差异化战略

- 乐视网的优点在于战略反应在业内始终较为领先；在历史上已体现为：低成本积累海量影视版权、及时启动上市程序、打造“乐土”模式并持续推广、提前布局互联网电视领域等系列战略。
- 公司目前已采购但尚未上线的独家版权影视剧仍有200部以上。其提前介入与集中采购的模式使得已锁定的独家版权成本仍较为低廉。未来两年公司仍能享有低成本集成的海量版权红利，并将经由“乐土模式”推广、深化业内资源整合、互联网电视等多终端平台打造、付费用户培育、营销推广等多重路径多元释放海量版权优势，提升平台价值。
- 在定位为传统的以内容提供为主业的视频网站之外，公司的差异化战略定位有望带来新的市场与机遇；具体的方向包括：“乐土模式”及其复制推广吸引流量并变现广告收入的同时，实现企业网络TV平台的打造，为从CP转型SP奠定技术与平台基础；积极推动互联网电视等多终端平台打造，尤其是利用广电总局181号文放行互联网电视业务的机遇，实现付费用户培育，占领电视端市场；最终形成视频服务平台的业务布局。

盈利预测与投资建议

- 2012年的增长亮点在于“乐土”模式持续复制带来的广告收入爆发。预测2011-2013年公司EPS分别为0.61、0.85、1.09元；结合绝对估值与相对估值法，给予34元目标价，评级“持有”。

风险点

- 广告收入低于预期，资金压力大，人才流失。

行业趋势：视频网站渐成主流视听渠道，广告具爆发潜力

视频网站渐成主流视听渠道，使用率仍持续提升

互联网用户规模持续壮大的背景下，网络视频已有 75% 的高渗透率且仍有提升之势，正在成为主流的视听方式。而随着人口结构、媒体使用习惯的变迁，新老媒体此消彼长过程中，视频网站播放时长仍有巨大的增长潜力空间。

- 2011 年，国内网络视频用户数已增长至 3.5 亿以上，并有望接近 4 亿，在互联网用户数中的渗透率逐年提升，已接近 75%。视频网站总有效播放时长呈快速增长的趋势，与观众人均电视收视时长趋于下行形成鲜明对比。互联网用户规模持续壮大的背景下，网络视频已有 75% 的高渗透率且仍有提升之势，正在成为主流的视听方式。而随着人口结构、媒体使用习惯的变迁，新老媒体此消彼长过程中，视频网站播放时长仍有巨大的增长潜力空间。
- 国内视频网站播放覆盖人数持续增长，2011 年下半年以来，视频网站月度播放覆盖人数持续稳定在 3.5-3.7 亿之间。
- 视频网站总有效播放时长持续提升，2011 年 10 月已达 18 亿小时，尤其值得关注的是与观众人均电视收视时长趋于下行的鲜明对比。目前观众人均每日电视收视时长仍有 168 分钟；随着新老媒体的此消彼长，对于视频网站而言，意味着仍有巨大的增长潜力空间。
- 网络视频用户年龄分布仍以 29 岁以下人群为主，人口结构的发展趋势与媒体使用习惯的不断变迁，将支撑视频网站渗透率与使用率的持续提升。

图表1：在线视频用户数及渗透率

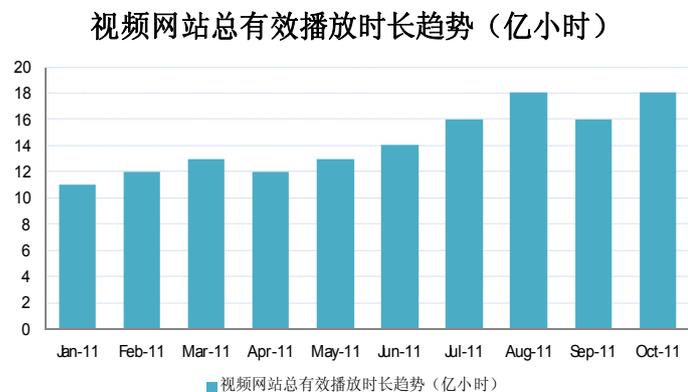


来源：iResearch, CNNIC, 国金证券研究所

图表2：2011 年视频网站播放覆盖人数



图表3：2011 年视频网站总有效播放时长趋势

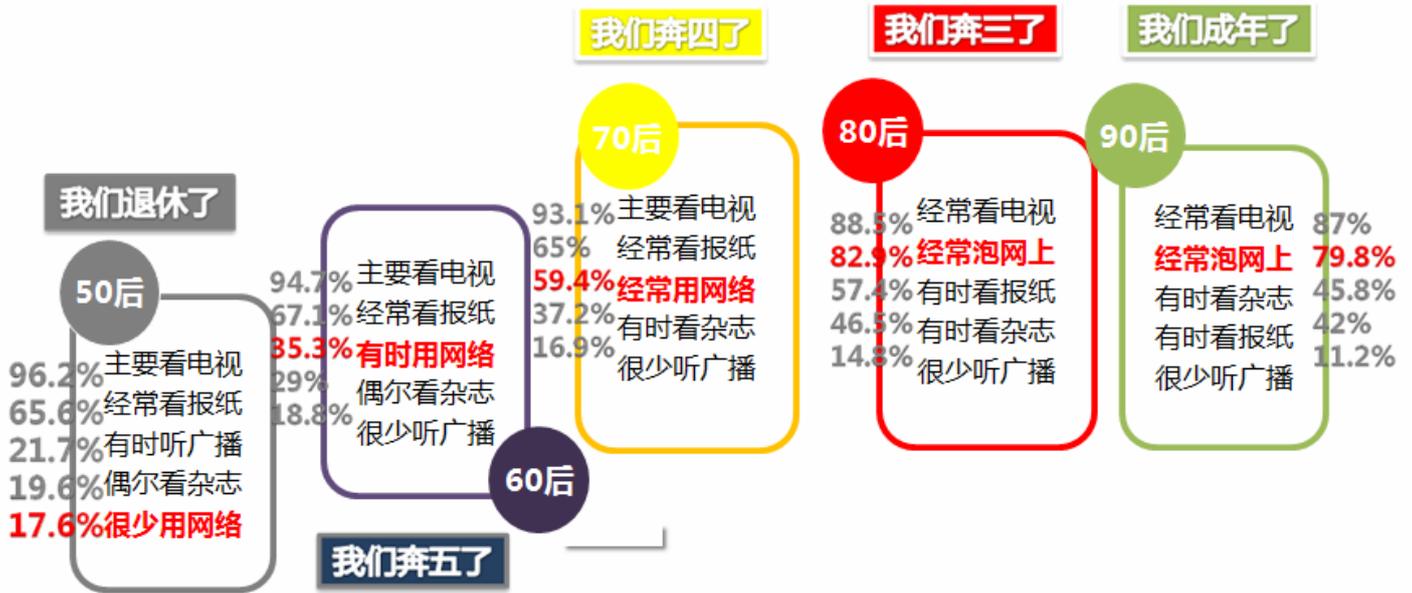


来源：iResearch, CSM, 国金证券研究所

图表4：观众人均每日电视收视时间



图表5: 各年龄段对不同媒体的使用率



来源: 新生代市场监测机构中国市场与媒体研究 2010SU(CMMS), 国金证券研究所

影视、资讯内容需求强劲, 付费市场培育潜力大

用户对网络视频内容的选择中, 影视剧、资讯需求强劲。对于新上映电影与热播剧的收看, 用户体现出偏好在线观看的倾向性, 对传统的买光盘观看习惯的替代效应显著。带来付费用户市场培育的潜力。品牌视频网站开始具备用户粘性优势。

- 用户对网络视频内容的选择中, 影视剧、资讯需求强劲, 这与大众的电视收视偏好一脉相承, 也为近两年长视频崛起, 带来相关的广告与付费收入奠定用户基础; 目前影视剧在线视频播放月度覆盖人数已经接近 2.4 亿。对于新上映电影与热播剧的收看, 用户体现出偏好在线观看的倾向性, 对传统的买光盘观看习惯的替代效应显著; 付费市场培育潜力大。

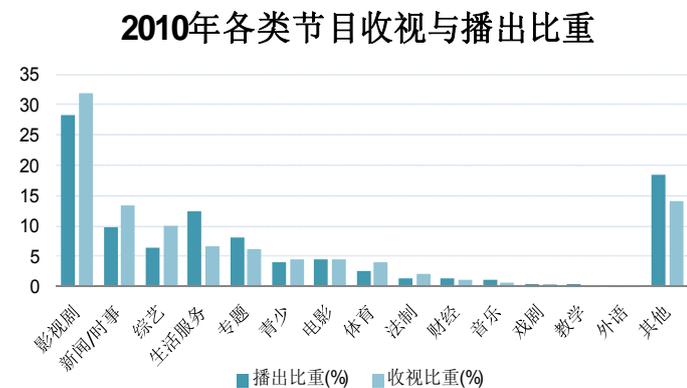
图表6: 用户对网络视频内容的选择



来源: CNNIC, 国金证券研究所

- 用户对网络视频内容的选择中，电影、电视剧、新闻资讯的需求在70%以上，各类别特色节目也有各自的市场，与大众对于电视节目中的影视剧、新闻、综艺节目的收视偏好相匹配。因此近两年视频网站纷纷加强长视频的建设，购买或自制影视剧、综艺节目，大型公司打造专业的视频新闻团队。

图表7: 各类电视节目收视与播出比重



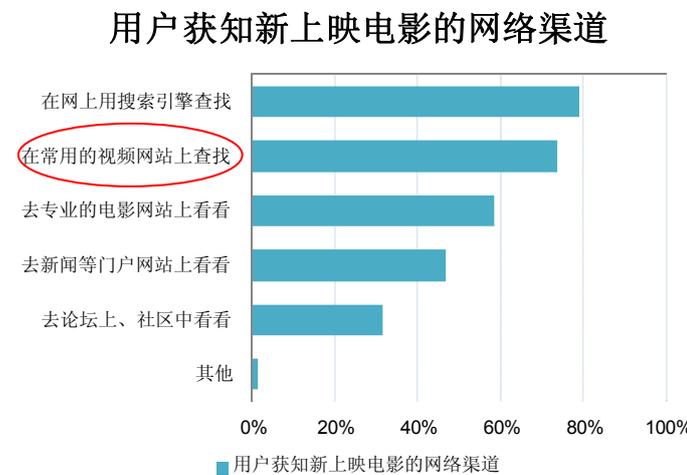
来源: CSM, iResearch, 国金证券研究所

图表8: 2011年在线视频影视剧覆盖人数



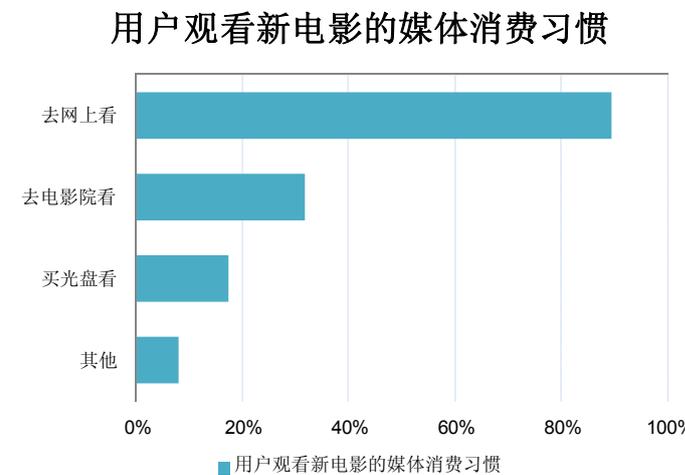
- 通过网络观看新上映的电影已经成为大众的消费习惯，对买光盘观看的替代效应显著；用户观看热播剧也体现出明显的在线视频使用偏好。同时观察用户获知新上映电影的网络渠道，搜索引擎查找仍有领先优势，但“在常用的视频网站上查找”也成为一种主流方式，这体现出品牌视频网站已具备用户粘性优势。

图表9: 用户获知新上映电影的网络渠道



来源: CNNIC, 国金证券研究所

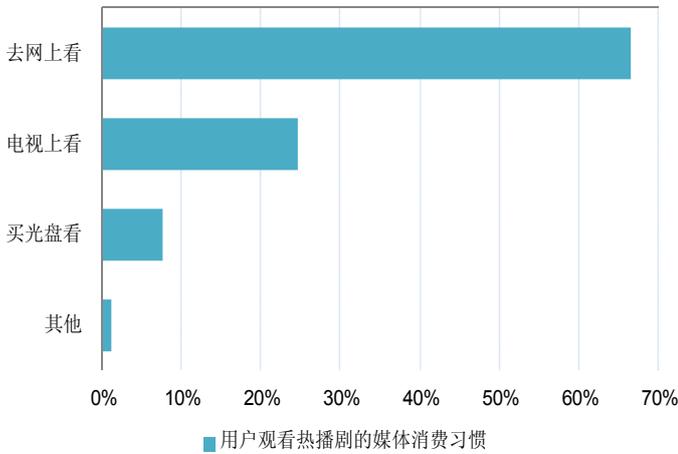
图表10: 用户观看新电影的媒体消费习惯



- 对于影视内容的强劲需求，尤其是高清新上映电影的需求，对影院观影形成有力补充，并对购买光盘观影习惯的替代效应显著，带来付费用户市场培育的潜力。CNNIC 的调查显示，22%的网络视频用户“会考虑付费”；而网络视频付费用户内容需求主要集中于高清影视，尤其是新上映电影。在贴片广告之外，网络视频广告点击率也已经具备良好的用户基础。

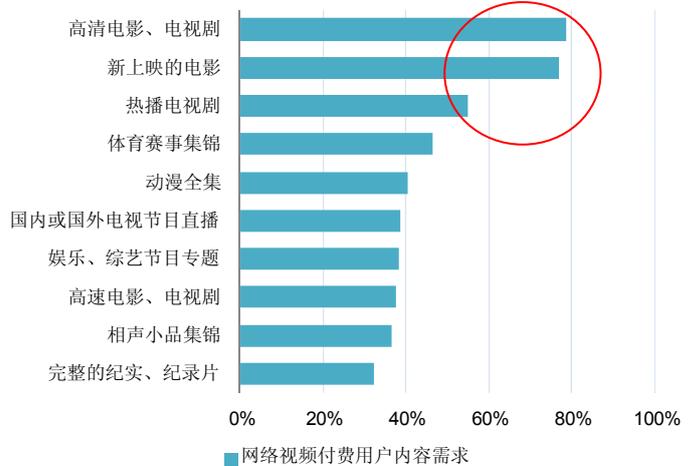
图表11: 用户观看热播剧的媒体消费习惯

用户观看热播剧的媒体消费习惯



图表12: 网络视频付费用户内容需求

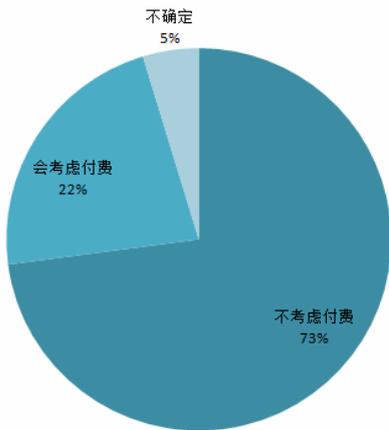
网络视频付费用户内容需求



来源: CNNIC, 国金证券研究所

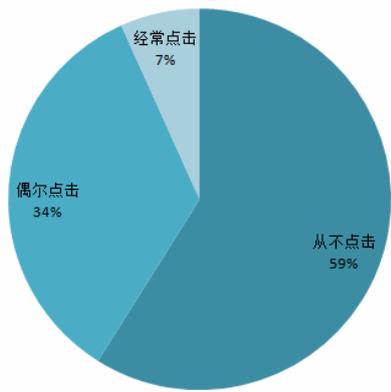
图表13: 网络视频用户付费意愿

网络视频用户付费意愿



图表14: 网络视频广告点击率

网络视频广告点击率



来源: CNNIC, 国金证券研究所

视频广告规模有望爆发, 吸引巨头入场

2011 年视频广告收入规模为 42.5 亿, 这与广泛的用户覆盖面尚未匹配。从分食电视台 700 亿广告年收入蛋糕的角度, 视频业前景光明。而作为具备互联网基因的新媒体渠道, 市场化机制领先的网络视频行业, 有望创造的产值潜力空间本身即优于产业化程度仍较低的电视台。

- 随着网络视频成为主流视听渠道的趋势不断确立, 广告规模有望迎来进一步井喷。2010 年以来, 网络视频业收入规模逐季快速增长, 其中主要的贡献仍然来自于视频广告; 2011 年视频广告收入同比增长 100%。但收入规模仅达 42.5 亿, 这与广泛的用户覆盖面尚未匹配。电视台年度广告经营额规模在 700 亿左右, 从分食电视台广告收入蛋糕的角度, 视频业前景光明。而作为具备互联网基因的新媒体渠道, 市场化机制领先的网络视频行业, 有望创造的产值潜力空间本身即优于产业化程度仍较低的电视台。
- 2010 年在线视频整体市场规模 31.4 亿, 2011 年增长至 62.7 亿, 其中广告收入为 42.5 亿左右, 在整体收入占比中近 70%。视频广告规模的爆发前景吸引互联网巨头入场, 腾讯、搜狐、奇艺、新浪全线进入视频业, 且重金投入内容打造, 这与视频广告收入规模化, 且仍有巨大增长密切相关。

图表15: 在线视频市场规模增长趋势



图表16: 2010-2011年在线视频季度市场规模



来源: iResearch, 国金证券研究所

图表17: 2010-2011 在线视频广告收入规模



图表18: 2010-2011 在线视频其他收入规模



来源: iResearch, 国金证券研究所

图表19: 2006-2011年精品剧网络版权价增长趋势

部分精品剧网络版权价格			
时间	电视剧	单集价格(万)	购买方
2006	武林外传	0.13	
2007	士兵突击	0.5	
2008	金婚	0.3	
2008	我的团长我的团	0.5	
2009	金婚2	2	
2010	新三国	15	
2010	新红楼梦	20	
2010	新西游记	30	
2011	新还珠格格	31	搜狐
2011	后宫	43	乐视
2011	王的女人	63	PPS
2011	倾城雪	76	优酷
2011	浮沉	120	搜狐
2011	宫2	185	腾讯
2011	太平公主秘史	200	奇艺

来源: 互联网, 国金证券研究所

行业格局：网络视频业竞争激烈，参与方多维布局

竞争激烈格局未定，长视频战略提升有效浏览时间

2011 年以来，在线视频有效浏览时间份额集中度呈下降趋势，体现出行业竞争进一步激烈化。垂直视频龙头优酷、土豆在覆盖人数上仍领先；但依托长视频战略的搜狐、奇艺以及乐视在有效浏览时间上具备优势。乐视、奇艺有效浏览时间复合增长率在过去一年中居于视频业前茅。

- 网络视频业的激烈竞争在综合视频网站、门户网站、网络电视台以及腾讯为代表的社交网络之间展开。2011 年以来，在线视频有效浏览时间份额集中度呈下降趋势，体现出行业竞争进一步激烈化。垂直视频龙头优酷、土豆在覆盖人数上仍领先；但依托长视频战略的搜狐、奇艺以及乐视在有效浏览时间上具备优势。
- 网络视频行业的参与者可划分为以优酷、土豆、奇艺为代表的综合视频网站，搜狐、新浪为代表的门户视频网站，以及中国网络电视台为代表的广电系网络电视台三大阵营。而腾讯为代表的社交网络系视频网站加入角逐，为竞争格局未来的演绎增添了新的多元化前景。
- 2011 年以来，在线视频有效浏览时间份额集中度呈下降趋势；这体现出垂直视频网站纷纷上市，搜狐、奇艺、腾讯等大型互联网公司重金投入的背景下，行业竞争进一步激烈化。垂直视频龙头优酷、土豆份额下滑，而搜狐、奇艺快速崛起，赶超之势迅猛。乐视网有效浏览时间份额进入业内十强。前四大公司有效浏览时间份额近 75%，前十大公司份额近 100%。
- 观察覆盖人数与有效浏览时间两大指标，具备 UGC 优势的垂直视频龙头优酷、土豆在覆盖人数上仍领先；但依托长视频战略的搜狐、奇艺以及乐视在有效浏览时间上具备优势。乐视、奇艺有效浏览时间复合增长率在过去一年中居于视频业前茅。

图表20：在线视频行业各细分领域广告营收份额

广告收入份额 (%)	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2011Q1	2011Q2	2011Q3
综合视频网站	73.3%	62.1%	70.6%	62.4%	65.4%	71.7%
门户	8.2%	22.9%	15.9%	18.3%	15.2%	12.6%
网络电视台	16.2%	13.1%	11.6%	16.7%	16.5%	12.7%
其他媒体	2.3%	2.0%	1.8%	2.6%	2.9%	3.0%
广告收入规模(亿元)	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2011Q1	2011Q2	2011Q3
综合视频网站	2.13	2.92	4.87	4.12	6.74	9.61
门户	0.24	1.08	1.10	1.21	1.57	1.69
网络电视台	0.47	0.62	0.80	1.10	1.70	1.70
其他媒体	0.07	0.09	0.12	0.17	0.30	0.40

来源：iResearch，国金证券研究所

图表21：在线视频有效浏览时间份额 TOP10

2010Q1		2011Q1	
优酷	42.2%	优酷	31.0%
土豆	24.1%	土豆	16.0%
搜狐	7.4%	搜狐	14.6%
迅雷看看	7.2%	奇艺	12.1%
酷6	5.7%	迅雷看看	4.2%
56	5.2%	酷6	4.1%
新浪	4.4%	新浪视频	4.0%
中国网络电视台	1.5%	中国网络电视台	2.3%
凤凰网	1.1%	56	2.2%
激动网	1.1%	乐视	1.3%

来源：iResearch，国金证券研究所

图表22: 2011年Q1在线视频用户行为分析

月均有效浏览时间 (万小时)		月均覆盖人数 (万人)		每人有效浏览时间 (小时)	
优酷	47426.7	优酷	22421.2	优酷	2.12
土豆	24558.6	土豆	18960.8	土豆	1.30
搜狐	22419.5	搜狐	13071	搜狐	1.72
奇艺	18579.5	新浪视频	12762.4	奇艺	2.06
迅雷看看	6474.6	迅雷看看	12203.3	迅雷看看	0.53
酷6	6214.5	酷6	11736.5	酷6	0.53
新浪视频	6164.9	56	10960.2	新浪视频	0.48
中国网络电视台	3542.3	奇艺	8997.4	中国网络电视台	0.50
56	3383.7	中国网络电视台	7051.3	56	0.31
乐视	2064.8	PPS	5691.8		

来源: iResearch, 国金证券研究所

图表23: 2010.10-2011.10 互联网月度有效浏览时长增长 TOP10

网站名称	类别	月度复合增长率
一淘网	搜索服务	44.7%
美丽说	社区电商	20.3%
太平洋游戏网	网络游戏	19.5%
高朋团购	团购	18.4%
乐视网	在线视频	17.9%
窝窝团	团购	15.8%
光明网	新闻门户	14.5%
搜狗	搜索引擎	13.8%
美团网	团购	10.6%
爱奇艺	在线视频	10.3%

来源: iResearch, 国金证券研究所

各视频网站普遍重金投入影视剧版权, 导致对国产热点影视剧的覆盖率普遍较高, 产品同质化程度高。在行业竞争加剧背景下, 打造差异化成为竞争的关键所在。

内容: 突出差异化, 持续发力版权投入、自制内容、台网合作

- 各视频网站普遍重金投入影视剧版权, 导致对国产热点影视剧的覆盖率普遍较高, 产品同质化程度高。在行业竞争加剧背景下, 打造差异化成为竞争的关键所在。
 - 观察截至 2011 年 11 月上映的热点国产影片的上线情况, 各视频网站对热映新片覆盖率均较高。这体现出各家对新上映影片市场版权投入的热度, 同时也说明版权分销是业内普遍的缓解成本压力的模式。对于热映影片的普遍覆盖, 导致产品同质化较高, 近期的《失恋 33 天》仅有乐视与土豆上线, 体现出拥有独播权的差异化优势。随着业内加大力度打造差异化, 独播化与分销的合理搭配将成为趋势。
 - 目前各视频网站对国外电影的投入则力度不同, 原因在于国外影视内容版权价格较为昂贵, 且不允许版权购买商再次分销, 因此难以通过分销方式化解成本压力。视频网站对国外影片的运营模式较大程度上采用了付费模式。对于国外影视内容的投入也是内容差异化的重要方向, 但高企的版权成本也对运营效果提出了更高的要求。
 - 各视频网站对于热播的国内电视剧的覆盖率同样较高, 差异化主要体现在台网联动阶段的首轮独播, 因此优化独播化与分销的合理配比, 是热播剧运营的重要考量。

图表24: 2011年热映国产影片视频网站覆盖率对比

	乐视	优酷	搜狐	腾讯	奇艺
新少林寺	Y	Y	Y	Y	Y
将爱情进行到底	Y	Y	Y	Y	Y
让子弹飞	Y	Y	Y	Y	Y
武林外传	Y	Y	Y	Y	Y
非诚勿扰2	Y	Y	Y	Y	Y
最强喜事2011	Y	N	Y	Y	Y
喜羊羊与灰太狼3	Y	Y	Y	Y	Y
建党伟业	Y	Y	Y	N	Y
关云长	Y	Y	Y	Y	Y
倩女幽魂	Y	Y	Y	Y	Y
单身男女	Y	Y	Y	Y	Y
战国	N	Y	Y	Y	Y
最爱	Y	Y	Y	Y	Y
财神客栈	Y	Y	Y	Y	Y
雪花秘扇	Y	Y	Y	Y	Y
硬汉2	Y	Y	Y	Y	Y
B+侦探	Y	Y	Y	Y	Y
窃听风云2	Y	Y	Y	Y	Y
武侠	Y	Y	Y	Y	Y
孤岛惊魂	Y	Y	Y	Y	Y
杨善洲	N	Y	N	N	N
全球热恋	Y	Y	Y	Y	Y
飞天	Y	Y	Y	N	Y
白蛇传说	Y	Y	N	Y	Y
大武生	Y	Y	N	Y	Y
画壁	Y	Y	Y	Y	Y
辛亥革命	Y	Y	N	Y	N
密室之不可靠岸	Y	Y	N	N	N
与时尚同居	Y	Y	Y	N	Y
失恋33天	Y	Y	N	N	N

来源: 公司数据, 国金证券研究所; 注: 为截至2011年12月17日各视频网站上线情况

图表25: 视频网站2011年美国影片上线情况

乐视	是否付费	优酷	是否付费	搜狐视频	是否付费	奇艺	是否付费	腾讯
永无止境		狂暴飞车		源代码		大假一场	付费	暮光之城2: 新月
变形金刚3	付费	源代码		大假一场	超清付费	双赢	付费	整编特工
狂暴飞车		功夫熊猫2	高清付费	双赢	超清付费	绝地奶霸3	付费	女巫季节
源代码		巨蟒大战恶鳄		卧底肥猫3	超清付费	小屁孩日记2	付费	一天
功夫熊猫2	付费	灭绝		功夫熊猫2	超清付费	永不退缩2	付费	驯龙战
女巫季节		哈利波特与死亡圣器(下)	高清付费	小屁孩日记2	超清付费	宽恕的力量	付费	雷神奇侠
海瑟		冰河世纪2012				随波逐流	付费	危情8小时
驯龙战		女巫季节				刺杀游戏	付费	
危情三日		时速200英里				室友	付费	
整编特工		决战洛杉矶				嘿店	付费	
赤焰战场		雷神奇侠				变形金刚3	付费	
丛林有情狼		密室营救				小熊维尼	付费	
		驯龙战				火星救母记	付费	
		美少女特工队	高清付费			女巫季节		
		猫和老鼠绿野仙踪	高清付费			加勒比海盜4	付费	
		驱魔人				危情三日		
		绿灯侠	高清付费					
		小红帽	高清付费					
		环球突击队						
		灰姑娘的故事3	高清付费					
		蝙蝠侠第一年	高清付费					
		疯狂愚蠢的爱	高清付费					
		恶老板	高清付费					
		精灵马与公主						
		史酷比鬼怪岛的传说	高清付费					
		全明星超人	高清付费					
		幸福是一条温暖的毛毯	高清付费					
		亚瑟	高清付费					

来源: 公司数据, 国金证券研究所; 注: 为截至2011年12月17日各视频网站上线情况

图表26: 视频网站对部分热播剧的覆盖率对比

	乐视	优酷	奇艺	搜狐	腾讯
回家的诱惑	Y	Y	Y		Y
新还珠格格	Y	Y		Y	Y
男人帮	Y		Y	Y	Y
裸婚时代	Y	Y			
宫锁心玉	Y	Y	Y	Y	Y
步步惊心	Y	Y	Y	Y	Y
倾世皇妃		Y			Y
美人心计	Y		Y	Y	Y
美人天下	Y				Y
千山暮雪	Y	Y	Y	Y	Y
铁梨花	Y	Y	Y	Y	
家的N次方	Y	Y	Y	Y	Y
夏家三千金		Y	Y	Y	
一起又看流星雨	Y	Y	Y	Y	Y
雪豹	Y	Y	Y	Y	
妻子的诱惑		Y	Y		Y
新水浒传	Y	Y	Y	Y	Y
新亮剑	Y	Y	Y	Y	Y
新三国	Y	Y	Y	Y	
爱情睡醒了	Y	Y	Y	Y	Y

图表27: 视频网站电视剧总播放次数排行 TOP20

排名	乐视	优酷	奇艺	搜狐
1	回家的诱惑	倾世皇妃	夏家三千金	永不磨灭的番号
2	新还珠格格	裸婚时代	回家的诱惑	婚姻保卫战
3	男人帮	回家的诱惑	宫锁心玉	新还珠格格
4	裸婚时代	新还珠格格	新三国	夏日甜心
5	宫锁心玉	夏家三千金	爱情睡醒了	一不小心爱上你
6	我是特种兵	宫锁心玉	雪豹	新三国
7	猎鹰1949	武则天秘史	步步惊心	媳妇的美好时代
8	家的N次方	步步惊心	妻子的诱惑	杜拉拉升职记
9	美人天下	后宫	新水浒传	夏家三千金
10	一起又看流星雨	雪豹	无懈可击之高手如云	手机
11	钱多多嫁人记	蜗居	男人帮	双城生活
12	神话	妻子的诱惑	美人心计	无懈可击之高手如云
13	美人心计	美人心计	青春期撞上更年期	步步惊心
14	海派甜心	女蜗传说之灵珠	一起又看流星雨	乡村爱情故事
15	野鸭子	新水浒传	铁梨花	宫锁心玉
16	新三国	法证先锋第三部	家的N次方	爱情睡醒了
17	铁梨花	仙剑奇侠传第三部	无懈可击美女如云	男人帮
18	小姨多鹤	下一站幸福	来不及说我爱你	新水浒传
19	雷哥老范	海派甜心	千山暮雪	雪豹
20	双城生活	家的N次方	乡村爱情故事	金婚风雨情

来源: 公司数据, 国金证券研究所

- 各视频网站的 2012 年内容战略纷纷在版权投入、自制内容、台网合作三个领域继续发力, 并突出差异化特色。腾讯、搜狐在各方面的拓展力度均领先业内, 优酷与乐视在版权争夺与自制出品上大力投入, 奇艺则重金打造“奇艺出品”以及特色版块, 如动漫产品。
- 多数视频网站 2012 年重金投入的大剧锁定在 20 部左右, 一线卫视的剧目成为争夺的焦点。台网联动的播出方式常态化。引进国外大片、国外综艺节目等也成为版权投入的重点。
- 自制内容成为突出差异化的一大关键, 搜狐及腾讯均已搭建了专业的自制班底, 并已推出系列栏目与影视剧; “奇艺出品”是 2012 年奇艺的发力重点, 平均一个月半出品一部自制剧, 且引进国外著名综艺节目版权。
- 腾讯与搜狐视频已经上线热门卫视台的节目直播; 除了大剧的台网联动播出以外, 联合制作节目、网络出品向电视台的输出也成为精耕细作的领域。

图表28: 各视频网站 2012 年内容战略比较

内容战略	腾讯	搜狐	优酷	奇艺	乐视	PPTV
版权投入	将投入6-8亿进行版权购买; 不仅会推出近20部独播剧, 100%覆盖湖南卫视热门剧集, 还会加强和好莱坞及国内大影视公司的合作。	继续执行大剧策略, 独揽15部热播大剧; 未来三年陆续引进FOX提供的400余部最新大片, 签约师门影业, 合作近300部集精彩影片。	推出22部独家顶级大剧, 200多部热播剧; 加强与好莱坞六大及国内一线影视公司合作。	拟投资1亿元购买动漫产品。	已采购并未上线的独家版权影视剧达209部, 超过6000集; 将拿出100部, 3000集以上进行独播。预先锁定2012热播影视剧独家网络版权的50-60%, 以及2013年热播影视剧独家网络版权的40-50%	买断韩国三大电视台KBS、MBC和SBS未来三年所有韩剧新剧的新媒体独播版权, 总集数超过12000集。
自制内容	“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, 影视娱乐出品包括张一白、陆川、章子怡等明星名导名人组合共同打造的微电影等内容, 2012年“腾讯出品”总投资过亿。	已搭建规模化的专业自制班底; 自制内容包括自制栏目和自制剧已推出的10档自制栏目细分为自制高端和娱乐大众两类。2012年将继续发力自制, 提升自制内容品质。	搭档实力导演推出新媒体电影《美好2012》; 自制综艺将推出《全球剧酷榜》、《全球影酷榜》、《全球乐酷榜》; 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》。	“奇艺出品”总投资达2亿元; 平均一个月半出品一部自制剧; 引进英国著名婚恋交友真人秀节目《Date My Car》; 形成自制剧、自制综艺、自制电影、自制微电影系列类型。	加大“乐视制造”的投入力度, 在网络剧、微电影、自制栏目等领域发力, 乐视影业投资及自制的影视剧也形成独家内容支撑。	推出和“韩流”相关的自制品牌节目, 包括韩国明星的专访及“韩粉”互动互动等。
台网合作	与CNTV达成战略合作伙伴关系, 携旗下社交、搜索应用与CNTV开展全方位互动业务合作。CNTV的海量视频内容有望与腾讯的数亿用户实现更紧密对接。	与湖南卫视《天天向上》共同打造《New Face-向上吧少年》大型选秀节目, 由知名主持人欧弟担纲。在《夏日甜心》套拍剧的合作案例之后, 进一步深耕“台网联动”市场。	顶级大剧的运营, 携手一线卫视台网联动, 共同打造首轮独播黄金档。	“特色卫视剧场”继续发力, 自制节目台网联动。	携手一线卫视台网联动, 共同打造首轮独播黄金档。	

来源: 互联网, 国金证券研究所

依托大型互联网平台的腾讯视频、搜狐视频、奇艺在多平台推广与社交化运营方面具备领先优势。垂直视频网站龙头优酷依托平台的品牌价值实现广告营销收入的快速增长；而乐视、土豆等经由积极推动业内资源整合实现平台价值提升。在成本高企，行业洗牌加剧的背景下，业内整合合作成为趋势。

运营：多平台推广、社交化运营、业内资源整合成为趋势

- 版权与带宽成本高企的背景下，视频网站实现盈亏平衡的一大关键在于快速提升流量变现广告收入，并形成品牌粘性。依托大型互联网平台的腾讯视频、搜狐视频、奇艺在多平台推广与社交化运营方面具备领先优势。垂直视频网站龙头优酷依托平台的品牌价值实现广告营销收入的快速增长；而乐视、土豆等经由积极推动业内资源整合实现平台价值提升。在成本高企，行业洗牌加剧的背景下，业内整合合作成为趋势。
- 腾讯庞大的用户群体及社交网络的粘性对于进军视频行业意味着天然的用户优势；腾讯视频通过多平台对视频内容实现全面推广，并经由分享实现二次传播，亦即充分利用视频资讯化、视频互动化、视频社交化等手段，对于提升视频产品流量具备领先优势。而腾讯视频提出的 ISEE 内容精细化运营理念，将为广告主构建精准营销和病毒营销渠道。在打造高流量与实现整合营销环节，腾讯的特色在于全平台推送与社交化运营。
- 对影视产品的运营，腾讯提出“大剧托管”模式，此前已有《新还珠格格》、《男人帮》的先例；以《还珠格格》为例，实现上线十天内收视点播量破亿，日均点播量持续超过千万的大剧播放记录，截至 11 月底，作为通过分销购买的内容产品，《新还珠格格》在腾讯获得 12 亿次点播量，成为业内该剧播放量唯一过 10 亿的播放平台。

图表29：腾讯视频 ISEE 内容精细化运营

腾讯视频		
运营理念	ISEE 内容精细化运营理念	I—Itemize指腾讯视频在满足用户个性化需求的同时，通过腾讯智能分析系统实现人群细分，促使品牌信息直达目标群体； S—Spread指腾讯视频作为最能体现腾讯一站式在线生活平台的应用，借此打造出多终端、多渠道的立体化推广模式； E—enjoy指腾讯视频以海量视听内容和亚洲最大的CDN网络优势为基础，加之丰富的内容及引领业界的高清、流畅新标准带给用户非同寻常的享受型体验； E—Expand即用户通过QQ IM、Qzone、微博等强大的SNS平台以分享的形式对视频内容进行二次传播，使视频营销的广度和深度获得提升。
运营优势	构建精准营销与病毒营销渠道	腾讯视频在视频资讯化、视频互动化、视频社交化三方面具有独家优势，借助 ISEE 理念，能够实现跨平台立体触达、用户享受型体验下的二次传播和广告营销的精准互动，带来出品方、电视台、视频新媒体、用户和广告主的共赢。
运营实例	大剧托管	通过腾讯网、腾讯QQ、腾讯微博、QQ空间、朋友网、腾讯游戏、腾讯音乐等九大平台，从八个方面全方位实现从大剧采买、推广包装、腾讯视频SEE内容精细化运营，到用户视频社交化体验、大剧内容的跨平台整合营销等各个环节的运营模式。
	《宫2》运营策划	腾讯视频网页版+客户端双平台实现与湖南卫视的网台同播 腾讯娱乐频道搭建《宫锁珠帘》独家官网，集成采编力量专门策划 腾讯QQ平台定向TIPS推送《宫锁珠帘》资讯，实现对1-4线城市主流网民的广泛覆盖 腾讯QQ音乐平台独家首发《宫锁珠帘》主题曲和MV 腾讯QQ空间、朋友网、腾讯微博等SNS平台提供视频社交化体验、互动和分享 腾讯QQ秀推出《宫锁珠帘》虚拟道具产品收费 腾讯游戏推出社交游戏《摩登城市之宫锁珠帘》新版本

来源：互联网，国金证券研究所

图表30：腾讯视频“海飞丝中国达人秀”营销案例

腾讯给力2011
 > 历时四个月，三大阶段助力打造了史上最火的“海飞丝中国达人秀”

网友线上报名
 赛事预热宣传、微博话题炒作、特色选手推荐

初赛：2-3月
 初赛报道、选手选手关注、炒作、特色评委关注

决赛：5-7月
 赛事视频直播、点评、现场报道、达人选手专访、达人选手微博分享心情、互动、策划、制造热点

专题	1.新闻稿、推广到上海站、2.上海tips、3.AIO微博区文字链
娱乐频道	1.新闻稿、2.推荐位：AIO娱乐类卡文字链、娱乐频道要闻区
微博	1.热门话题（讨论）、2.热门话题（活动）、3.banner推广、4.微博官号：发布各地达人的视频，炒热“达人”气氛，鼓励参赛、受众可对官方微博投稿达人视频，可获得奖品、5.达人认证：为第一季第二季达人认证并推送听众，形成粉丝互动。
VIP会员	QQ会员网络报名招募活动：会员官网报名、会员空间互动、会员微博话题互动、会员Q吧热门话题互动、招募。
手机腾讯网	1.专题、2.推荐位：娱乐频道要闻区文字链、娱乐频道资讯订阅

在不同赛事阶段腾讯独家策划**3大互动**活动贯穿全程，与全民共舞

来源：互联网，国金证券研究所

娱乐频道专题报道
总PV 4000万

总决赛娱乐微博报道
总PV高达1500万

专题首页峰值PV243万
网友留言12085条

腾讯视频全程纪录
历史总播放量：2.46亿次
平均每集播放：2242万次

- 搜狐视频提出 2012 将贯彻“Media（媒体）+Entertainment（娱乐）战略”，背靠搜狐整体的矩阵优势，搭建具有影响力和公信力的媒体平台；对娱乐产业链进行深度融合。
- 搜狐矩阵对于视频产品的广泛传播形成有力支撑，而搜狐在跨媒体、跨产业整合领域布局领先，经由战略合作、股权收购等方式，在视频推广方面能够联合湖南卫视、上海晶茂、搜狐畅游同时覆盖电视台、电影院线、网络、在线视频四个平台。
- 跨平台营销与搜狐娱乐的公司化运营，支撑搜狐视频实现高流量与多元化营销。以《婚姻保卫战》为例，依托矩阵资源构建的媒体平台及 web2.0 互动平台，将剧目影响力通过图文推送和网友互动等多种方式无限扩大，最终达到广告总 PV 量超 3 亿，广告点击量超 300 万的效果。

图表31: 搜狐 MAX 整合营销理念

核心理念：MAX整合营销
实现营销平台、表现形式、行业横向联合等多层次的最大化整合

MAX整合营销的具体体现		
搜狐矩阵的整合	跨媒体平台的整合	跨产业的整合
Web1.0+Web2.0+Web3.0 互联网+WAP 网页广告+视频广告 ...	线上+线下 电视、广播、平媒 互联网互动中心引擎 ...	搜狐矩阵+垂直产业 针对同一目标消费群 体的跨产业营销合作 ...

来源: 互联网, 国金证券研究所

图表32: 搜狐视频营销路径



- 奇艺背靠百度的产品矩阵营销平台，在海量视频中精准定位热门版权、搜索流量支撑、广告的精准投放等方面都具有独家优势。奇艺的视频营销模式为“SWS”，即通过 Search（搜索）、Watch（观看）、Share（分享）三个步骤，实现立体化营销。

图表33: 奇艺背靠百度产品矩阵营销平台

百度为奇艺提供最强大的产品矩阵营销平台

百度2大核心产品：网页搜索、视频搜索，联手百度视频、贴吧、娱乐、知道、百科、HI等优势产品，配合打造奇艺最强势的推广平台。

来源: 互联网, 国金证券研究所

图表34: 百度数据支持片源购买



图表35: 奇艺 SWS 营销模式



来源: 互联网, 国金证券研究所

- 2011 年下半年以来视频行业已出现多起业内资源整合、战略合作的案例。版权优势、用户及流量优势、资金优势、以及商业模式的多方互补有望助力合作各方共同实现平台价值提升。
- 不仅有乐视、土豆等起家于垂直视频的视频网站积极推动业内合作, 大型互联网平台如新浪、搜狐也多方寻求视频领域的战略合作; 尤其在网络社交体验主流化的背景下, 视频分享带来的巨大流量使得大型互联网平台纷纷将视频业务纳入标配计划。而在业内资源整合进一步成为趋势的过程中, 中小视频网站也受益于这一优势互补过程。

图表36: 2011 年在线视频业内合作案例

合作特点	事件	影响
资源整合	乐视、土豆战略合作 签署《合作协议》, 就域名为tudou.letv.com视频服务平台的内容建设达成协议, 乐视为平台提供视频相关信息、视频内容、视频播放技术支持; 土豆在平台上优先选用乐视提供的独家视频呢弄并负责广告经营, 每年向乐视支付保底经营收入金额5000万, 经营收入包括经营分成收入与冠名收益, 经营分成收入按播放次数收入计算, 冠名收益双方按50%对50%分配。	土豆网优化版权投入成本与带宽成本而获益; 乐视网庞大的版权资源库广告变现能力与品牌影响力提升。土豆的流量与乐视的版权资源优势得以互补。
	新浪投资土豆成第五大股东 2011年8月17日至25日, 新浪供给向土豆网投资6640美元, 持股比例达9.1%。新浪称, 买入土豆股份是新浪的投资, 新浪努力寻求双方在多个领域的协同效应, 并不仅仅针对视频。	拉开新浪在网络视频业务的整合序幕, 有望提升新浪视频业务的影响力。
	搜狐股票形式投资迅雷 2011年7月16日, 搜狐以购买1000万美元股票的形式投资迅雷, 双方寻求深度战略合作。	有益于内容资源、开拓市场的合作。
社文化	人人网全资收购56网 2011年9月27日, 人人网宣布以8000万美元全资收购56网。	人人网有望通过视频内容留住用户提升广告价值; 56网社交化, 且获得资金支持。
	搜狐视频与MSN战略合作 2011年11月2日, 搜狐视频与MSN中国联合宣布, 双方正式达成视频业务战略合作伙伴关系, 搜狐视频将负责MSN中文网视频业务的内容和运营。	有利于搜狐视频开拓白领用户市场, 提升营销效率; 同时提升MSN中国流量与广告价值。
	百度奇艺携手IE9实现"PIN计划" 2011年11月17日, 微软中国正式启动"IE9梦幻任务栏Pin计划", 并与奇艺达成战略合作。通过"Pin计划", 用户能够将奇艺主页锁定至Windows7任务栏中, 实现一键轻松访问。	双方实现用户合作, 并优化用户体验。

来源: 互联网, 国金证券研究所

多屏战略：“一云多屏”成新战场，乐视布局 TV 端蓝海市场

- 除了 PC 端竞争激烈，伴随着移动互联网市场的爆发，视频网站加紧了步入多屏时代的布局；主流视频网站纷纷推出“一云多屏”战略，目前主要是通过开发和推广移动应用端应用程序、与手机、Pad 终端厂商合作内置客户端的方式抢占手机、Pad 视频播放市场。
- 其中乐视网眼光独到，瞄准互联网电视的蓝海，推出乐视 TV 云视频超清机、乐视网 TV 版，希冀在三网融合的政策背景下，IPTV、互联网电视崛起的趋势中培育电视端用户与市场。随着广电总局 181 号文，对互联网机顶盒业务由叫停转向引导，乐视网在 TV 端的业务布局将迎来机遇。

视频网站普遍布局移动视频终端；乐视网眼光独到，瞄准互联网电视的蓝海，推出乐视 TV 云视频超清机、乐视网 TV 版，希冀在三网融合的政策背景下，IPTV、互联网电视崛起的趋势中培育电视端用户与市场。随着广电总局 181 号文，对互联网机顶盒业务由叫停转向引导，乐视网在 TV 端的业务布局将迎来机遇。

图表37：在线视频业多屏战略布局

搜狐视频“云迹”重大产品创新计划	“云迹”是一项基于云端的服务，最终可以实现一云多屏、多屏合一，用户可以在不同终端之间无缝对接。目前搜狐视频“云迹”产品已率先完成在全平台的登陆布局，覆盖 Web、PC 客户端、各操作系统手机端、各操作系统 Pad 端，甚至会考虑和电视端联动。该产品还将针对搜狐视频用户的行为轨迹进行研究，并以此作为针对性推广视频节目的参考依据。
奇艺布局“一云多屏”	“一云多屏”战略是在云端实现视频编码、存储等综合服务，在 PC、平板电脑、移动电话等终端实现视频播放和互动。在终端覆盖上，奇艺推出了针对 PC、平板电脑、手机等不同终端用户打造的 30 多款客户端下载平台 APP 专区，并积极谋求与厂商合作，将客户端内置入终端设备中。
优酷推动移动终端站内播放器	优酷推出针对 Android、Windows Phone 7 等主流手机及 Pad 系统的全新站内播放器；该站内播放器专为移动终端用户设计，用户体验更优。
土豆发力移动市场	在电信运营商合作、各种智能手机、平板电脑等移动终端、以及无线视频领域，土豆网已建立了规模庞大、覆盖广泛的无线视频技术和内容队伍。 2010年9月以来，土豆已成为支持苹果 IOS4、Android、Symbian、Window Mobile、java 五大平台全库视频访问的视频网站；同时与黑莓、摩托罗拉、诺基亚、三星等手机硬件制造商已达成合作，预装土豆网手机应用软件，合作范围涵盖中国市场一线品牌的 90%。 2011年9月，土豆宣布其裸眼 3D 手机客户端“土豆 3D”正式成为 LG、SHARP 和 HTC 旗下所有裸眼 3D 手机的内置视频客户端，成为目前唯一支持上市裸眼 3D 手机 100% 全覆盖的视频客户端。
PPTV 云平台建设	专门的 PPCloud 视频云技术成就了多平台客户端的运作优势。PPTV 网络电视已推出 iPad、iPhone、Android 客户端；在手机终端上，Android 客户端提供了手机蓝光高清视频，支持 3G、wifi 网络，并支持手机提前下载缓存服务。
乐视布局三网融合	推出三网融合产品乐视 TV 云视频超清机，乐视 TV 将互联网与电视机连接，通过乐视网云视频平台，实现了互联网内容及应用与电视、电脑、手机等多个终端的自适应匹配。乐视网 TV 版是公司推出的 TV 端应用产品，通过将其植入高清互联网电视或智能电视，可在电视端享受高清片源体验。

来源：互联网，国金证券研究所

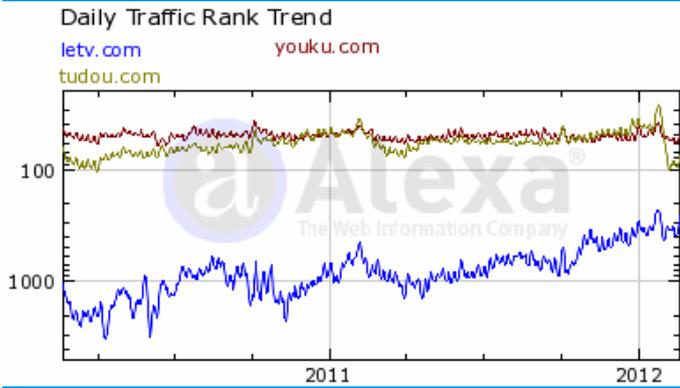
公司分析：享版权红利，铸平台价值

流量与品牌价值快速提升，版权分销成当前盈利主力

乐视网坚持奉行正版长视频战略，主打影视牌，在过去两年契合了业内正版长视频崛起，在线视频影视剧覆盖用户快速上升的趋势，实现了流量的快速提升。

- 乐视网坚持奉行正版长视频战略，主打影视牌，在过去两年契合了业内正版长视频崛起，在线视频影视剧覆盖用户快速上升的趋势，实现了流量的快速提升；公司的 Alexa 中国排名已上升至 56 名。主营长视频使得乐视网页面浏览时间较高，过去一年有效浏览时间的月均增长率居业内首位。

图表38: 2010-2011 重点视频网站 Alexa 排名比较

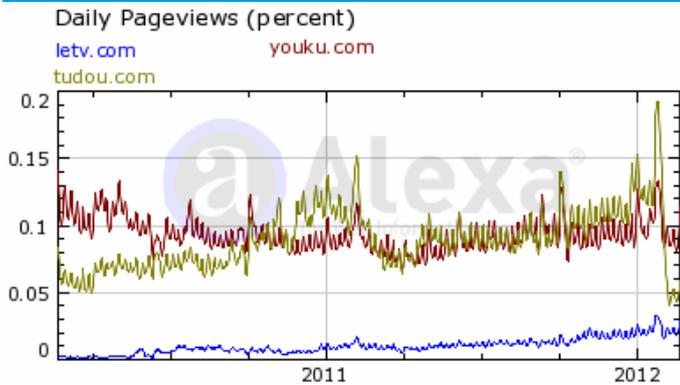


来源: Alexa, 国金证券研究所

图表39: 过去六个月乐视网 Alexa 排名趋势

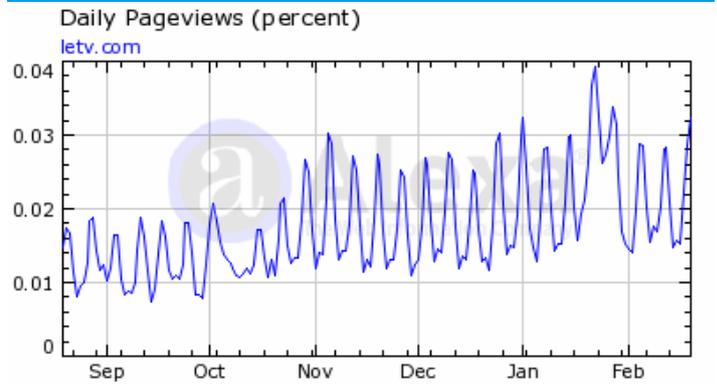


图表40: 2010-2011 重点视频网站 PV 比较

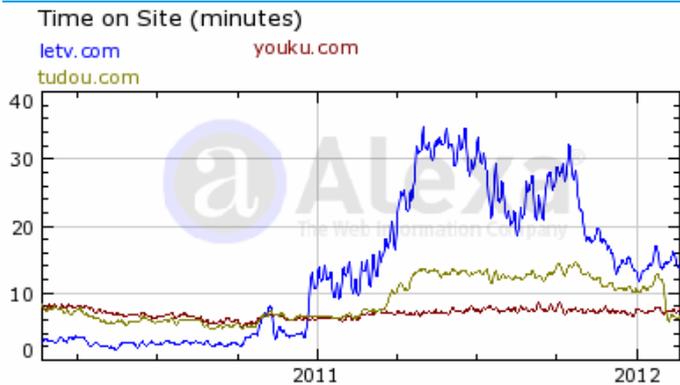


来源: Alexa, 国金证券研究所

图表41: 过去六个月乐视网 PV 趋势

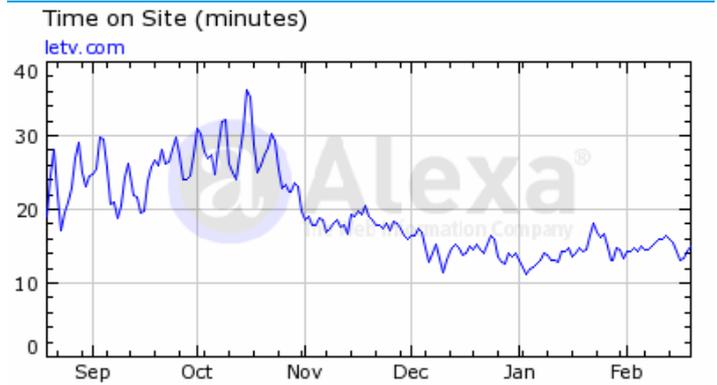


图表42: 2010-2011 重点视频网站页面浏览时间比较



来源: Alexa, 国金证券研究所

图表43: 过去六个月乐视网页面浏览时间趋势



乐视网在视频行业内率先实现盈利，主要受益于，在新媒体影视版权价格高速上涨的过程中，版权分销业务带来的优厚利润。目前公司的收入结构中，版权分销的占比在 50% 以上。

- 乐视网在视频行业内率先实现盈利，主要受益于其提前介入影视版权购买，在新媒体影视版权价格高速上涨的过程中，版权分销业务带来的优厚利润。目前公司的收入结构中，版权分销的占比在 50% 以上，其次是付费业务与广告收入。
- 就公司总收入规模在行业的市占率而言，2007 年以来公司的市场份额持续提升，2011 年公司总体市占率有望达到 9% 左右。
- 公司付费业务整体增长态势良好，过去几年也见证了市占率的持续提升，至 2011 年中期，公司在付费市场的份额为 15.48%。但付费模式

在中国仍需时间培育，付费市场的整体规模虽保持较快的增长态势，但目前并非网络视频业的主流盈利模式。

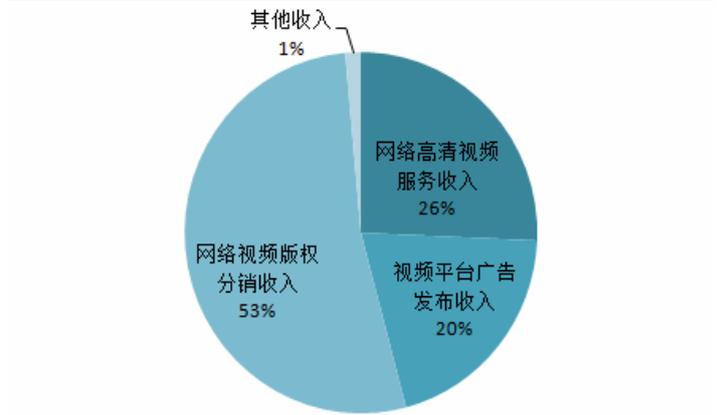
- 公司的广告业务近年来整体跟随行业增长的趋势，市占率维持在 3% 左右。对于网络视频行业来说，渐成主流视听渠道将迎来广告收入的井喷；对于公司而言，所集成的领先业内的海量影视版权优势，在公司的流量与品牌价值不断提升之后，将迎来变现为广告收入爆发前景。而广告市场马太效应显著，在公司与土豆实现合作之后，流量变现广告收入能力大为提升。
- 2011 年中期公司版权收入接近 1.2 亿元，而贯穿全年新媒体版权价格的持续上涨，加上《男人帮》等热播剧分销价值高企，预计推动公司 2011 年版权分销收入达到 2.5 亿之上。2010 年公司分销收入 5302 万，在版权分销市场的占有率达 26.5%。2011 年分销收入呈数倍增长，市占率进一步提升；公司已是版权运营市场最有影响力的机构。

图表44: 乐视网市场占有率

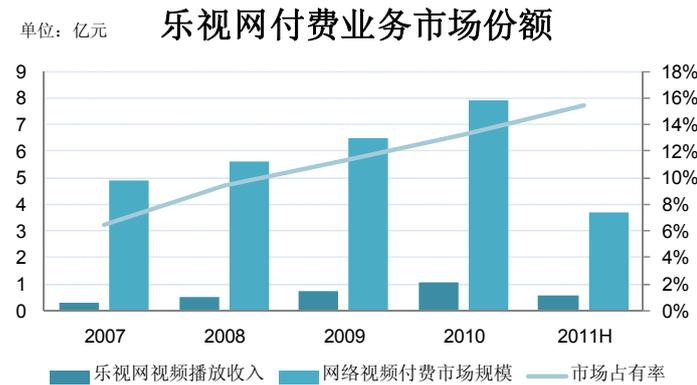


来源: 公司数据, iResearch, 国金证券研究所

图表45: 2011 年中报乐视网收入结构

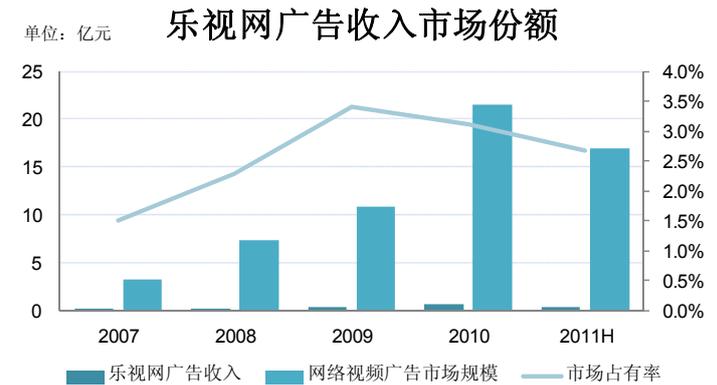


图表46: 乐视网付费业务市场份额



来源: 公司数据, iResearch, 国金证券研究所

图表47: 乐视网广告收入市场份额



海量低价版权奠定内容优势，差异化战略打造视频服务平台

- 行业竞争高度激烈导致网络视频业格局的最大特点是迅速变化，在赛跑中要实现市场份额的提升除了资金雄厚、迅速烧钱之外，战略领先、布局始终领先于行业是制胜的一大关键。乐视网的优点在于战略反应在业内始终较为领先，最为典型的几大布局体现为：

战略领先、布局始终领先于行业是制胜的一大关键。乐视网的优点在于战略反应在业内始终较为领先；体现为：低成本积累海量影视版权、及时启动上市程序、打造“乐土”模式并持续推广、提前布局互联网电视领域等系列战略。

公司目前已采购但尚未上线的独家版权影视剧仍有 200 部以上。其提前介入与集中采购的模式使得已锁定的独家版权成本仍较为低廉。未来两年公司仍能享有低成本集成的海量版权红利，并将经由“乐土模式”推广、深化业内资源整合、互联网电视等多终端平台打造、付费用户培育、营销推广等多重路径多元释放海量版权优势，提升平台价值。

- 早期介入正版长视频市场，并低成本积累了大量影视版权；从而在新媒体崛起，新老渠道竞争激烈化带来影视版权价值重估的浪潮中最大程度受益；是 2011 年传媒股中真正的“版权价值重估”概念股。
- 及时启动上市程度，是视频行业中首家登陆资本市场的公司。行业激烈竞争，且在跑马圈地阶段高度仰仗资金壁垒打造的海量内容平台，资金优势与先发优势的领先意义重大；乐视网及时把握了这一机遇，并受益于募集资金的使用与上市带来的知名度提升，在过去一年中实现了流量与有效浏览时间的快速上升。
- 在腾讯等巨头入场竞争、版权价格推高的背景下，推动了与土豆的合作。被业内誉为“乐土模式”的运营策略加快了将版权资源转化为流量并变现为广告收入的进程。该模式在凤凰宽频、暴风影音、网易等平台得以复制，持续推广的前景有望形成“多平台运营”的效果。
- 提前布局互联网电视相关业务。广电总局 181 号文放行互联网机顶盒的政策背景下，公司集成的海量版权由于具备电视端代理权，将再次受益于新媒体渠道崛起带来的版权交易扩容的前景。而公司坚持“收费+免费”模式，在互联网电视端有望实现付费用户的进一步培育。
- 未来两年公司仍能享有低成本集成的海量版权红利，并将经由“乐土模式”推广、深化业内资源整合、互联网电视等多终端平台打造、付费用户培育、营销推广等多重路径多元释放海量版权优势，提升平台价值。
 - 公司上市前采购的版权授权到期期限多集中在 2014 年，因此 2012-2013 年，公司仍能充分享有迄今为止以低成本或相对较低成本集成的版权红利。
 - 公司持续大力投入影视剧版权购买，目前已采购但尚未上线的独家版权影视剧仍有 200 部以上。其提前介入与集中采购的模式使得已锁定的独家版权成本仍较为低廉。
 - 同时“乐土模式”已经从与土豆的合作延伸至凤凰宽频、暴风影音、网易，并且仍然不排除与其他视频网站进一步合作，因此公司版权成本转移的时间窗口仍在进一步拉长。

图表48: 乐视网版权投入情况

定期公告	2010年年报	截至2010年12月31日，公司拥有电影版权超过4000部，电视剧版权超过50000集；已经囊括了2011年热播影视剧70%以上的独家网络版权
	2011年中报	版权库储备规模电视剧超过50000集、电影超过4000部，2011年热播电视剧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%，并已预先锁定了2012年以及2013年热播影视剧独家网络版权的30%
	2011三季报	2011年热播电视剧独家网络版权占有率超过70%，并已预先锁定2012年热播影视剧独家网络版权的50-60%以及2013年热播影视剧独家网络版权的40-50%
临时公告	2010/12/28	斥资7500万购买31部电视剧、6部电影独家网络版权
	2011/1/20	斥资5657万购买华谊兄弟19部电视剧独家网络版权
	2011/2/11	斥资4000万联合投资4部电视剧获取其相应网络版权
	2011/4/16	斥资7500万购买37部电视剧、42部电影独家网络版权
	2011/8/5	以现金2000万对东阳九天影视公司增资

来源：公司数据，国金证券研究所

图表49: 乐视网已购精品剧部分版权

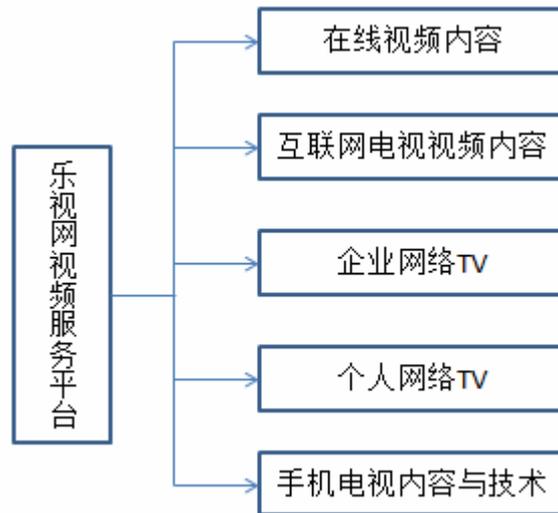
已购精品电视剧部分版权		网台同步正在播出			
后宫甄嬛传	山楂树之恋	洪武大案	同步河北卫视	黑狐	四川卫视
金太郎的幸福生活	双核时代	我们是一家人	同步多家卫视	请你原谅我	同步四大卫视
青瓷	麻辣女兵	你是我爱人	同步湖南卫视	凰图腾	同步湖南卫视
你是我爱人	花开半夏	三十里铺	同步多家卫视	吧嗒吧嗒	同步韩国JTBC
夫妻那点事	天才碰麻瓜	光荣大地	同步北京卫视	被遗弃的秘密	同步湖南卫视
先婚后后恋爱	正者无敌	悬崖	同步三大卫视	我的女儿是花儿	同步SBS日日剧
林师傅在首尔	雪狼谷	我的娜塔莎	同步多家卫视		
青盲	上阵父子兵	传奇之王	同步江苏卫视		
后厨	狐仙	大戏法	同步央视八套		
第九个寡妇	盖世英雄曹操	新亮剑	同步浙江卫视		

来源: 互联网, 公司数据, 国金证券研究所

在定位为传统的以内容提供为主业的视频网站之外, 公司的差异化战略定位有望带来新的市场与机遇; 有望最终形成视频服务平台的业务布局。

- 在定位为传统的以内容提供为主业的视频网站之外, 公司的差异化战略定位有望带来新的市场与机遇; 具体的方向包括: “乐土模式”及其复制推广吸引流量并变现广告收入的同时, 实现企业网络 TV 平台的打造, 为从 CP 转型 SP 奠定技术与平台基础; 积极推动互联网电视等多终端平台打造, 尤其是利用广电总局 181 号文放行互联网电视业务的机遇, 实现付费用户培育, 占领电视端市场; 最终形成视频服务平台的业务布局。
- 企业网络 TV 业务基于与土豆、凤凰宽频、网易等的合作模式, 进一步延伸至个性化定制企业网络 TV 平台; 该平台在电子商务领域有良好的应用前景, 有望实现类“电视购物”的网络推广效果; 面向电子商务企业的目标客户群体意味着广阔的市场空间。
- 公司立足于视频服务平台的差异化定位, 已经耗时两年打造搭建平台, 为实现视频服务解决方案奠定平台与技术基础, 已具备先发优势; 目前在业内难以寻找到同样开拓进取的竞争对手。

图表50: 乐视网视频服务平台业务布局



来源: 公司资料, 国金证券研究所

“乐土”模式持续复制加速版权变现收入, 带宽与版权投入高涨

- 版权分销、广告发布、视频付费、超清播放机各项业务中, 2012 年的增长亮点在于“乐土”模式持续复制带来的广告收入爆发; 该模式对版权分销业务兼有补充与替代效应, 实质上升级了传统的版权分销模式, 在加速版权成本变现的同时有益于提升 letv 的品牌价值。但盈利模式而言, 传统版权分销与“乐土”的持续复制带来的“类版权分销”收入仍然是公司盈利

网络视频业烧钱诉求强劲，公司在营业收入大幅增长的同时，也经历营业成本快速上涨，以及服务器、版权投入大幅增加；未来折旧与摊销将持续高企。

- 的主力。在多终端付费模式、企业网络 TV 等业务进一步培育之前；提前介入、集中采购的低成本版权红利的持续兑现为公司收入与利润的重点。
- 公司通过持续的平台建设、版权投入、品牌培育，把握住在线视频渠道主流化的行业契机，实现了收入的高速增长；但网络视频业烧钱诉求强劲，公司在营业收入大幅增长的同时，也经历营业成本快速上涨，以及服务器、版权投入大幅增加；未来折旧与摊销将持续高企。而仅靠点击量拉动的广告收入仍较难覆盖版权成本。
 - 在热播剧版权价格高企的现状下，由点击量带动的广告收入覆盖成本仍较困难。以 30 万单集成本为例，参考当前在线视频业 CPM 执行价约 30 元的行业惯例，意味着单集点击量达 1000 万次可收支平衡；30 集左右的一部电视剧意味着 3 亿次点击量可收支平衡。

图表51：热播剧单集盈亏平衡点测算

剧集成本(万)	CPM执行价(元)	回收成本点击量(次)
10	30	3,333,333.33
20	30	6,666,666.67
30	30	10,000,000.00
40	30	13,333,333.33
50	30	16,666,666.67
60	30	20,000,000.00
70	30	23,333,333.33
80	30	26,666,666.67
90	30	30,000,000.00
100	30	33,333,333.33

来源：国金证券研究所

- 公司在营业收入大幅增长的同时，也经历营业成本快速上涨，以及服务器、版权投入大幅增加；未来折旧与摊销将持续高企；公司资金诉求强劲。

图表52：乐视网收入与成本增速对比

	2007	2008	2009	2010	2011Q1	2011H1	2011Q3
营业收入(百万)	36.92	73.61	145.73	238.26	104.75	223.1	355.9
同比增速(%)		99.39%	97.99%	63.49%	131.99%	118.79%	105.66%
营业成本(百万)	11.82	14.85	49.55	80.21	38.09	86.19	139.2
同比增速(%)		25.62%	233.67%	61.88%	141.50%	146.32%	136.40%
毛利率(%)	67.98%	79.83%	66.00%	66.33%	63.64%	61.37%	60.89%
固定资产折旧(百万)	0.55	1.24	9.52	21.31		16.85	
同比增速(%)		124.64%	668.73%	123.92%			
无形资产摊销(百万)	6.73	8.54	16.66	30.81		28.11	
同比增速(%)		26.84%	95.18%	84.92%			

来源：公司数据，国金证券研究所

图表53：乐视网财务数据(单位：万元)

	2010	2011H	2011Q3
预付账款	5,421.18	23,295.62	37,573.95
无形资产中版权费增加	15,310.45	15,048.51	31,836.94
固定资产中电子及其他设备增加	8,004.96	2,730.74	
货币资金	54,335.33	31,483.35	11,108.56

来源：公司数据，国金证券研究所

盈利预测与估值

- 考虑到版权成本高企，视频网站运营压力加剧将减缓对版权的激进投入，在公司 2011 年版权分销收入的基数之上，预测 2012、2013 年版权分销收入年增幅分别为 20%、20%；隐含假设为公司每年以 10-20 部热播剧版权分销为主，并与热映电影、老剧搭配售卖。

图表54: 乐视网版权分销收入预测

单位: 万元	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
网络视频版权分销收入	5	341	1269	5302	27033	32440	38928
		6664.5%	272.1%	318.0%	409.8%	20%	20%

来源: 公司数据, 国金证券研究所

- 广告收入的增长除了原有平台 3%左右的市场占有率之外，未来两年将享有土豆每年 5000 万，网易 2012 年 3000 万、2013 年 5000 万保底收入，以及凤凰宽频、暴风影音等保底收入；加上合作运营的广告分成收入；预测未来两年同比增速分别为 164.60%、34.04%。

图表55: 乐视网广告收入预测

单位: 万元, %	2007	2008	2009	2010	2011H	2011E	2012E	2013E
视频平台广告发布收入	528	1736	3693	6737	4546	12675	33538	44953
网络视频广告市场规模	33000	74000	109000	215100	169000	425000	701250	981750
市场占有率	1.60%	2.35%	3.39%	3.13%	2.69%	2.98%	4.78%	4.58%
乐视增速		228.83%	112.72%	82.41%	34.94%	88.13%	164.60%	34.04%
网络视频广告市场规模增速		124.24%	47.30%	97.34%	57.14%	97.58%	65.00%	40.00%

来源: 公司数据, 国金证券研究所

- 付费业务的收入假设为未来两年月均活跃付费用户分别达 71 万、82 万；ARPU 分别为 18 元、20 元。

图表56: 乐视网付费收入预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
网络高清视频服务收入(万元)	3158	5284	7355	10415	12528	15319	19063
收入增速		67.30%	39.20%	41.61%	20.29%	22.28%	24.44%
年度付费用户数(万人)	161	295	357	480	696	851	984
月均活跃付费用户(万人)	13	25	30	40	58	71	82
月均活跃用户ARPU(元)	20	18	21	22	18	18	20

来源: 公司数据, 国金证券研究所

- 资本开支假设为未来两年固定资产投入分别达 8000 万、7000 万，无形资产投入分别达 5 亿、4 亿。
- 我们预测 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.61、0.85、1.09 元。

图表57: 乐视网盈利预测详表

盈利预测表(单位:百万元)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	36.92	73.61	145.73	238.26	537.16	848.76	1,089.44
营业收入	36.92	73.61	145.73	238.26	537.16	848.76	1,089.44
网络视频基础服务	31.63	56.24	86.41	158.03	400.41	498.39	619.91
其中:网络高清视频服务收入	31.58	52.84	73.55	104.15	125.28	153.19	190.63
网络视频版权分销收入	0.05	3.41	12.69	53.02	270.33	324.40	389.28
网络超清播放服务收入	0.00	0.00	0.18	0.86	4.80	20.80	40.00
视频平台增值服务	5.28	17.36	47.40	80.23	136.75	350.38	469.53
其中:视频平台广告发布收入	5.28	17.36	36.93	67.37	126.75	335.38	449.53
视频平台用户分流收入	0.00	0.00	10.47	12.86	10.00	15.00	20.00
二、营业总成本	22.00	41.92	98.31	165.33	380.76	629.81	808.15
营业成本	11.82	14.85	49.55	80.21	204.25	337.66	432.26
CDN及带宽费	1.10	1.91	9.23	13.06	55.00	90.00	115.00
工资及福利	3.46	3.30	7.31	13.90	29.19	38.02	38.71
摊提费用	6.77	9.12	25.22	50.75	115.06	204.64	273.55
其他	0.49	0.48	2.26	2.50	5.00	5.00	5.00
毛利率	67.98%	79.83%	66.00%	66.33%	61.98%	60.22%	60.32%
营业税金及附加	1.22	2.99	6.47	10.16	23.10	36.50	46.85
营业税金及附加比率	3.30%	4.06%	4.44%	4.26%	4.30%	4.30%	4.30%
销售费用	5.81	18.30	28.92	57.92	123.55	195.22	250.57
销售费用率	15.73%	24.86%	19.84%	24.31%	23.00%	23.00%	23.00%
管理费用	2.92	5.65	8.75	11.60	26.86	42.44	54.47
管理费用率	7.90%	7.67%	6.01%	4.87%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用	0.13	-0.83	0.51	3.71	2.00	16.00	23.00
资产减值损失	0.10	0.96	4.10	1.72	1.00	2.00	1.00
三、其他经营收益	0.00						
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	14.92	31.69	47.42	72.93	156.41	218.95	281.29
营业利润率	40.42%	43.05%	32.54%	30.61%	29.12%	25.80%	25.82%
加:营业外收入	0.00	0.00	0.34	2.00	2.00	2.00	2.00
减:营业外支出	0.24	0.01	0.07	0.09	1.00	1.00	1.00
五、利润总额	14.68	31.68	47.70	74.84	157.41	219.95	282.29
减:所得税	0.00	1.42	3.22	4.74	23.61	32.99	42.34
所得税率	0.00%	4.49%	6.76%	6.33%	15.00%	15.00%	15.00%
加:未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	14.68	30.25	44.48	70.10	133.80	186.96	239.95
减:少数股东损益	-0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	14.69	30.25	44.47	70.10	133.80	186.96	239.95
净利润率	39.80%	41.10%	30.52%	29.42%	24.91%	22.03%	22.02%
七、每股收益(元)	0.07	0.14	0.20	0.32	0.61	0.85	1.09

来源:公司数据,国金证券研究所

- 采用绝对估值法, APV、FCFE、WACC 三种方法测算每股价值为 24.95、27.06、26.72 元。
- 采用相对估值法, 目前传媒行业成长性较优的影视、整合营销、新媒体子行业 2012 年 PE 在 28-37 倍。考虑到乐视网作为 A 股市场上唯一的网络视频公司, 行业成长性较优, 辅以 PEG 估值法, 2012 年 40.38% 业绩增长给予 40 倍 PE, 目标价为 34 元。
- 结合绝对估值与相对估值法, 公司目标股价区间为 27.06-34 元。
- 当前股价下, 公司 2011-2013 年 PE 分别为 64、46、36 倍, 给予“持有”评级。

图表58: 绝对估值表

估值方法	每股价值	估值方法	每股价值
APV	24.95	FCFE	27.06
WACC	26.72	AE	18.35

I、APV

每股价值	24.95	TV增长率	4.0%									
企业值	5,558.11	Ka	10.11%									
股票价值	5,488.11	债务	70.00									
		投资	0.00									
		少数股东权益	0.00									
会计年度截止日: 12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合
FCF	-569.20	-236.48	-60.93	318.33	252.57	323.20	570.41	484.48	565.32	770.18	13,110.08	15,527.
ITS	1.33	2.64	3.76	3.47	1.51	0.19	0.13	0.19	0.25	0.33	5.66	19.
PV(FCF)	-516.94	-195.05	-45.64	216.56	156.04	181.35	290.67	224.22	113.63	116.96	5,004.39	5,546.
PV(ITS)	1.21	2.18	2.82	2.36	0.93	0.11	0.07	0.09	0.00	0.00	2.16	11.

II、WACC

每股价值	26.72	TV增长率	4.0%									
企业值	5,949.14	WACC	10.04%									
股票价值	5,879.14	债务	70.00									
		投资	0.00									
		少数股东权益	0.00									
会计年度截止日: 12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合
FCF	-569.20	-236.48	-60.93	318.33	252.57	323.20	570.41	484.48	565.32	770.18	13,269.67	15,687.
PV(FCF)	-517.29	-195.31	-45.73	217.13	156.57	182.08	292.04	225.42	239.04	295.96	5,099.23	5,949.

III、FCFE贴现

每股价值	27.06	TV增长率	4.0%									
企业值	5,952.71	Ke	10.07%									
股票价值	5,952.71	债务	70.00									
		投资	0.00									
		少数股东权益	0.00									
会计年度截止日: 12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合
FCFE	-446.70	9.83	10.17	147.94	-130.64	303.78	574.67	489.42	570.88	776.29	13,297.02	15,602.
PV(FCFE)	-405.82	8.11	7.63	100.78	-80.85	170.81	293.56	227.13	240.69	297.35	5,093.33	5,952.

IV、AE

每股价值	18.35	TV增长率	4.0%									
企业值	4,037.46	Ke	10.07%									
股票价值	4,037.46	投资	0.00									
		期初净资产	938.66									
会计年度截止日: 12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合
AE	39.84	81.87	116.57	135.80	164.24	191.65	220.24	251.39	285.36	324.91	5,565.35	7,377.
PV(AE)	36.19	67.57	87.41	92.51	101.65	107.76	112.51	116.67	120.31	124.45	2,131.77	3,098.

来源: 公司数据, 国金证券研究所

图表59: 相对估值表

行业	代码	简称	投资评级	总市值 (亿元)	每股收益EPS					收盘价		PE	
					10A	11E	11/10YOY	12E	12/11YOY	13E	2012/2/24	11PE	12PE
影视	300027.SZ	华谊兄弟	买入	95.135	0.2467	0.340	37.82%	0.560	64.71%	0.780	15.730	46.265	28.089
	300133.SZ	华策影视	买入	59.760	0.5008	0.810	61.73%	1.100	35.80%	1.470	31.120	38.420	28.291
	300251.SZ	光线传媒	持有	65.705	1.0294	1.600	55.43%	2.060	28.75%	2.670	59.950	37.469	29.102
	300291.SZ	华录百纳	暂无	34.800	0.6000	1.420	136.67%	1.970	38.73%	2.640	58.000	40.845	29.442
整合营销	600088.SH	中视传媒	持有	53.690	0.2406	0.347	44.25%	0.444	27.95%	0.577	16.200	46.686	36.486
	300058.SZ	蓝色光标	买入	51.300	0.3354	0.670	99.75%	1.080	61.19%	1.450	28.500	42.537	26.389
	002400.SZ	省广股份	持有	33.538	0.4571	0.650	42.21%	0.850	30.77%	1.050	22.620	34.800	26.612
	300071.SZ	华谊嘉信	持有	17.152	0.3228	0.400	23.90%	0.550	37.50%	0.650	16.570	41.425	30.127
有线网络	600037.SH	歌华有线	持有	95.221	0.3262	0.310	-4.98%	0.350	12.90%	0.400	8.980	28.968	25.657
	002238.SZ	天威视讯	买入	56.839	0.2677	0.366	36.73%	0.390	6.56%	0.450	17.740	48.470	45.487
	600831.SH	广电网络	持有	61.133	0.2008	0.241	20.10%	0.310	28.58%	0.363	10.850	45.002	35.000
	000917.SZ	电广传媒	买入	128.578	1.0099	1.500	48.54%	1.597	6.47%	1.691	31.640	21.093	19.812
新媒体	000665.SZ	武汉塑料	暂无	23.748	0.0573	0.096	67.42%	0.300	212.50%	0.400	13.380	139.375	44.600
	600637.SH	百视通	暂无	183.766	0.0953	0.330		0.460	39.39%	0.550	16.500	50.000	35.870
	300104.SZ	乐视网	持有	86.460	0.3186	0.610	91.44%	0.850	39.34%	1.090	39.300	64.426	46.235

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	74	146	238	537	849	1,089	货币资金	39	34	543	100	100	100
增长率		98.0%	63.5%	125.5%	58.0%	28.4%	应收款项	35	23	72	120	188	241
主营业务成本	-15	-50	-80	-204	-338	-432	存货	0	1	4	6	9	12
%销售收入	20.2%	34.0%	33.7%	38.0%	39.8%	39.7%	其他流动资产	11	9	54	308	340	434
毛利	59	96	158	333	511	657	流动资产	85	67	674	534	637	787
%销售收入	79.8%	66.0%	66.3%	62.0%	60.2%	60.3%	%总资产	57.7%	42.8%	75.6%	39.5%	34.8%	36.0%
营业税金及附加	-3	-6	-10	-23	-36	-47	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	4.1%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	固定资产	12	0	0	177	208	214
营业费用	-18	-29	-58	-124	-195	-251	%总资产	8.2%	0.0%	0.0%	13.2%	11.4%	9.8%
%销售收入	24.9%	19.8%	24.3%	23.0%	23.0%	23.0%	无形资产	50	89	216	635	985	1,183
管理费用	-6	-9	-12	-27	-42	-54	非流动资产	63	89	217	816	1,195	1,400
%销售收入	7.7%	6.0%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	42.3%	57.2%	24.4%	60.5%	65.2%	64.0%
息税前利润 (EBIT)	32	52	78	159	237	305	资产总计	148	156	891	1,349	1,832	2,187
%销售收入	43.2%	35.7%	32.9%	29.7%	27.9%	28.0%	短期借款	0	40	70	200	61	153
财务费用	1	-1	-4	-2	-16	-23	应付款项	1	5	18	45	73	94
%销售收入	-1.1%	0.3%	1.6%	0.4%	1.8%	2.1%	其他流动负债	5	5	5	44	62	76
资产减值损失	-1	-4	-2	-1	-2	-1	流动负债	5	50	93	289	197	323
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	400	400
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	5	50	93	289	597	724
营业利润	32	47	73	156	220	282	普通股股东权益	143	187	939	1,060	1,236	1,464
营业利润率	43.0%	32.5%	30.6%	29.1%	25.9%	25.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	2	2	2	2	负债股东权益合计	148	237	1,032	1,349	1,832	2,187
税前利润	32	48	75	158	222	284	比率分析						
利润率	43.0%	32.7%	31.4%	29.4%	26.1%	26.0%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-1	-3	-5	-24	-33	-43	每股指标						
所得税率	4.5%	6.8%	6.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.508	0.593	0.701	0.611	0.857	1.096
净利润	30	44	70	134	189	241	每股净资产	2.395	2.493	9.387	10.600	12.357	14.637
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.277	1.112	0.655	0.065	3.473	4.147
归属于母公司的净利润	30	44	70	134	189	241	每股股利	0.000	0.150	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	41.1%	30.5%	29.4%	25.0%	22.2%	22.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	21.23%	23.78%	7.47%	12.68%	15.27%	16.47%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	20.42%	18.80%	6.80%	9.96%	10.30%	11.02%
净利润	30	44	70	134	189	241	投入资本收益率	21.30%	21.37%	7.28%	10.75%	11.87%	12.86%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	11	30	54	115	202	267	主营业务收入增长率	99.39%	97.99%	63.49%	125.45%	58.01%	28.36%
非经营收益	0	0	4	7	16	23	EBIT增长率	109.99%	63.53%	50.59%	103.42%	48.64%	28.84%
营运资金变动	-24	9	-63	-250	-59	-117	净利润增长率	105.92%	46.99%	57.63%	91.70%	40.38%	27.77%
经营活动现金净流	16	83	65	7	347	415	总资产增长率	130.29%	59.63%	336.19%	51.45%	35.78%	19.37%
资本开支	-32	-128	-263	-570	-578	-469	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	81.9	57.4	69.1	75.0	75.0	75.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	10.7	6.0	11.0	10.0	10.0	10.0
投资活动现金净流	-32	-128	-263	-571	-578	-469	应付账款周转天数	19.2	18.7	45.1	30.0	30.0	30.0
股权募资	53	0	685	0	0	0	固定资产周转天数	60.1	#DIV/0!	#DIV/0!	119.2	88.3	70.4
债权募资	0	40	30	130	261	92	偿债能力						
其他	0	-1	-7	-9	-31	-38	净负债/股东权益	-27.38%	3.44%	-50.43%	9.44%	29.24%	31.00%
筹资活动现金净流	53	39	708	121	231	54	EBIT利息保障倍数	-38.4	102.1	21.1	72.1	15.3	13.3
现金净流量	37	-6	510	-443	0	0	资产负债率	3.71%	20.93%	9.01%	21.45%	32.56%	33.08%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	4	10	11	28
买入	0	2	6	7	21
持有	0	1	3	4	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.57	1.62	1.65	1.61

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B