



证券研究报告·上市公司调研简评

传媒

广告收入将爆发式增长

调研目的

3月15日公司公布年报和一季度业绩预告, 2011年净利润1.31亿元, 同比增长87.05%; 2012年一季度净利润增长75%-85%, 为此我们于3月23日就公司发展情况与公司投资者关系处负责人进行了交流。

调研结论

公司主要业务

公司主营业务为网络视频基础服务和视频平台增值服务。网络视频基础服务包含有网络高清视频服务收入、网络视频版权分销收入、网络超清播放服务收入; 视频平台增值服务主要指视频平台广告发布收入。2011年各项业务发展迅速, 公司主营业务收入5.99亿元, 同比增长151.22%。

版权分销: 2011年收入同比增长571.72%, 2012年增速将放缓

公司2011年网络视频版权分销收入3.56亿元, 较上年同期增长571.72%, 占营业收入比例59.5%, 超过半年报52%的比例, 是支持营业收入高速增长的最主要原因。公司已基本锁定未来两到三年热门影视剧网络内容版权独占性, 因此2012年版权分销还将作为支柱业务, 实现20%-30%的平稳增长。

1、版权采购: 2011年采购支出8个亿

公司2010年上市募集资金净额6.82亿元, 所募资金大部分用来版权采购, 热门独播剧所用资金占大部分。2011年版权现金支出8个多亿, 其中部分用来采购2012、2013年播映的影视剧, 这部分金额目前还没进行摊销。公司已经囊括了2012年热播影视剧60%以上的独家网络版权, 2013年热播影视剧40%-50%以上的独家网络版权。2010年上市时公司拥有电影版权约2300部, 电视剧版权4万集, 10年年底4000部电影, 5万集电视剧。11年年底电影版权超过4000部, 电视剧版权超过70000集, 版权授权期限多为3-7年。

请参阅最后一页的重要声明

乐视网 (300104)

维持

增持

朱律

zhulv@csc.com.cn

010-85130231

执业证书编号: S1440512020001

戴春荣

daichunrong@csc.com.cn

010-85130981

执业证书编号: S1440510120005

当前股价: 37.60 元

目标价格6个月: 45 元

调研日期:

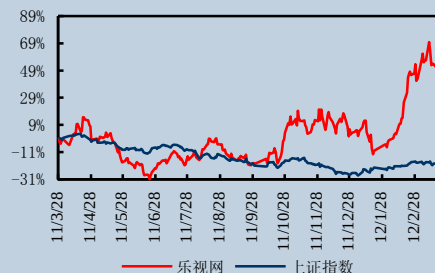
发布日期: 2012年3月26日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.33/-0.63	26.60/20.03	38.28/58.54
12 月最高/最低价 (元)		72.6/18.7
总股本 (万股)		22000.00
流通 A 股 (万股)		8546.72
总市值 (亿元)		82.72
流通市值 (亿元)		32.14
近 3 月日均成交量 (万)		776.72
主要股东		
贾跃亭		46.81%

股价表现



相关研究报告

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



公司采购影视剧版权，采用新老剧一起买的方式。光购买新剧，没有老剧容易流失用户。如购买华谊兄弟部分影视剧内容的版权，就是老剧新剧一起买，投入 5657 万元购买了 19 部电视剧的独家网络版权，平均 8 万多一集。换剧的形式也用的比较多，具体看广告效应。

天津子公司是公司采购版权的主体，源于税收优惠政策丰厚，1. 企业所得税：获利年度起，生态城留成部分享受两免三减半；2. 营业税、增值税：营业之日起，生态城留成部分享受两免三减半等。

如果按版权价格上涨绝对额度衡量，2011 年是上涨最快的一年，预计 2012 年的版权价格将出现一个平稳的放缓的增长态势。

2、版权采购用直线摊销法：处理方法合理

采用账面价值直线摊销的会计处理方法，根据单部影视剧版权的购买价格和授权期限进行摊销。摊销年限为合同受益年限，一般为 3-7 年。合理性有以下几点

(1)、目前国外上市视频网站龙头如 NETFLIX、Youtube 都用的是直线摊销法；

(2)、电视剧不同于电影，是持续消费、多次消费产品，观众有持续观看需求，有些电视剧是上映当年不火，之后几年才活起来，点击率才上去，如《亮剑》、《潜伏》等；

(3)、采购的价格和数量不同，无法作为一项整体无形资产进行摊销。

3、版权分销业务将平稳增长

2011 年公司跟其他视频网站合作，加大分销力度。如跟土豆共建平台，乐视网提供带宽流量和内容，广告直接上乐视网，由乐视网分大头，土豆每年向乐视网支付的保底经营收入 5000 万元，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%：50% 分配。11 年 10 月才签订，去年没有贡献收入，跟网易是 2012 年年初签的，保底 3000 万，加上跟凤凰、暴风影音合作，所有加起来 2012 年将贡献至少 1 亿元收入。

广告业务：版权分销是阶段性策略，广告是未来发展重点

2011 年公司视频平台广告发布收入 1.14 亿，同比增长 69.90%，占公司营业收入比例为 19%。公司广告收入基数低，内容储备丰富，公司 2012 年战略重点往广告业务转移，预计将大大快于行业增速，收入增长 180%-200%。

版权分销目前能覆盖 60-80% 的内容采购成本，影视剧一般打包分销，单个剧的分销很少。部分热门剧不分销，公司自己独播，以保障广告收入。预计分销 2012 年相对平稳的增长。分销主要是视频网站，迅雷、奇艺、PPTV，搜狐视频、腾讯等。2012 年将力促广告，今年也是广告业务的一个爆发期，可能会对分销有影响，但具体还要看广告的发展速度，如果广告潜力大，就往广告靠拢，如电影《失恋 33 天》就没分销，而是独播挣广告收入。如果广告发展比较慢，可以分销更快点。但总体对分销影响是不大的。同时公司通过自制栏目、自制网络剧和微电影的方式为客户提供整合营销广告服务，以提升广告收入空间，如 800 万元投拍自制剧《女人帮·妞儿》，将完成“金牌厨柜”、“安速”及“361 度旗下子品牌---‘尚’”三大合作品牌的剧情植入，并做线上线下的推广。



广告业务 2011 年新增了通用、长安马自达、广汽本田、网易游戏、多美滋、DELL、国美电器、中国联通、凡客诚品等多家广告品牌客户。公司拥有日独立访问用户约 1300 万人，日均 VV 约达 5000 万浏览量；公司推出的乐视网移动版客户端累积下载安装量达上亿次，在最新视频网站排名中，在线时长进入前三，独立访问者 2.77 万人/百万人，仅次于优酷土豆排名第二。

版权分销是阶段性策略，未来还是看广告发展，希望在两三年内将流量和广告做到行业前三的水平。2012 年可能是广告业务的一个爆发期。

高清付费业务平稳增长

2011 年公司网络高清视频服务收入 1.21 亿元，同比增长 16.39%，占公司营业收入比例为 20%。预计 2012 年将维持平稳增长态势，增速 25-35%。

公司拥有目前互联网视频和手机电视服务业务所需的全部经营性资质，是国内经营性资质最完整的互联网视频和手机电视服务提供商之一。《信息网络传播视听节目许可证》（计算机和手机等手持终端设备）、文化部《网络文化经营许可证》、工业和信息化部《增值电信业务经营许可证》、《跨地区增值电信业务经营许可证》和《短消息服务接入代码使用证书》、北京市通信管理局《电信与信息服务业务经营许可证》、北京广电局《广播电视节目制作经营许可证》和药监局《互联网药品信息服务资格证书》资质证书。

付费业务不是很大，相对免费没有任何广告打扰，带宽优先，包月 30 元/月，包年 240/年，因为有活动促销因素，实际平均价格要低。付费用户 2010 年是月均 20-30 万户，2010 年年底 40 万户，11 年中报 60 万户，11 年年底 70 万户。走运营商付费，与运营商 7:3 分账，公司拿 70%，网银付费，则公司全拿，当然运营商起到了很好的宣传和广告作用，因此公司会让部分利以促进运营商的促销活动。点播：电影点播 3-5 元。预计 2012 年付费用户平稳增长，低于广告发展速度。

超清机和乐视 TV

2011 年公司超清业务收 0.07 亿元，由于基数小，因此增速很快，同比增长 681.2%。2012 年是培育期，产业政策、硬件价格、盈利模式等将逐渐清晰，收入会保持一定增长幅度。

超清机主要跟央视国际合作，分为 1980、2980 元（2980 的里面含了 2T 的硬盘，能够播放 80 部最新最全的高清电影，都是有版权的，能播放 3D）两种，含一年服务费，一年之后年费 980 元；对带宽由较高要求，高清需要 4 兆带宽，超高清需要 8-10 兆带宽。主要面向中高端客户，目前只有几千户。乐视 TV 跟多家牌照方合作。目前中国市场高清电视机已超 1 亿，181 号文件出来，互联网电视的政策逐渐明晰，2012 年是超清机和乐视 TV 市场培育期。

资金有保障

除了广告、版权分销等主要业务带来的现金流入的增加，12 年版权支出要低。另外有银行 10 个亿授信，同时非公开发行 4 个亿公司债已获证监会批准，未来等待创业板再融资打开。相对融资 50 多个亿，目前还有 20 多亿现金的优酷，公司风格还是比较谨慎的。

毛利率 2011 年下降，预计随着广告业务业绩释放，毛利率将会提升

公司 2011 年综合毛利率 54.04%，比 2010 年的 66.33%略有下降，有以下三点原因：

- 1、提前购买带宽，提前投入，带宽先上去才能发展广告，公司带宽成本占比比优酷、土豆低；
- 2、人员快速增长，员工工资增加；
- 3、因为采购版权总金额的增加造成的摊提费用的提高。

预计随着广告业务业绩释放，毛利率将会提升。

中国视频网站格局

网络视频行业正处行业黄金期，2011 年中国在线视频广告收入 42.5 亿元，同比增长 98.1%。我们认为随着观众观看阅读的习惯的演进，以及内容质量的提高，网络视频行业广告收入将继续保持高增长，艾瑞咨询预测 2012 年广告收入将增长 114.9%，收入规模达到 91.3 亿元，参考 2010 年电视广告 619.2 亿的收入，未来发展空间很大。

目前中国视频网站行业竞争激烈，竞争者众多，随着网易杀入专业长视频业务以及优酷、土豆合并，目前形成了综合视频+长视频+客户端型+门户网站的格局，如综合视频网站(优酷土豆等)，专业正版长视频网站(乐视网、奇艺等)，客户端型网站（迅雷、PPTV、PPS 等）和门户网站（搜狐、新浪、腾讯、网易等），各家网站都有自己的相对优势。2012 年已然加速洗牌的视频行业将会呈现相对垄断的市场格局，提供综合性视频内容的大型视频网站数量大大减少，大多数视频网站将通过分众化道路占有市场一席之地。

盈利预测与评级

版权分销是阶段性策略，未来还是看广告发展：

视频平台广告：视频网站行业广告收入 2012 年营业收入增长预计将增长 114.9%，收入规模达到 91.3 亿元，公司广告收入基数低，内容储备丰富，公司 2012 年战略重点往广告业务转移，预计将大大快于行业增速，收入增长 180%-200%。

版权分销：由于公司 2011 年投入 8 亿多现金进行版权采购，2012 年公司不会再延续 2011 年大规模采购版权的策略，但公司已基本锁定未来两到三年热门影视剧网络内容版权独占性，因此 2012 年版权分销还将作为支柱业务，实现 20%-30%的平稳增长。

网络高清视频收入：2011 年月均活跃付费用户 70 万，收入增长 16.39%，预计 2012 年将维持平稳增长态势，增速 25-35%。

高清机和乐视互联网电视：2012 年是培育期，产业政策、硬件价格、盈利模式等将逐渐清晰。

预测 2012-2014 年 EPS 分别为 1.02 元、1.50 元和 2.10 元，三年复合增长率 52%，当前股价对应 2012 年市盈率 37 倍，我们认为公司未来保持 40%以上的高速增长，理应给予较高估值，因此给予“增持”评级。



预测和比率

	2011A	2012F	2013F	2014F
营业收入（百万）	598.56	937.21	1362.78	1870.27
营业收入增长率	151.22%	56.58%	45.41%	37.24%
净利润（百万）	131.12	224.63	329.61	461.92
净利润增长率	87.05%	71.31%	46.74%	40.14%
EPS（元）	0.60	1.02	1.50	2.10
P/E	63.09	36.83	25.10	17.91



分析师介绍

朱律：传媒、通信行业分析师，四年证券从业经验，经济学硕士。

戴春荣：通信、传媒行业首席分析师，十年以上行业研究经验，TMT 组组长，行业研究主管。曾获《新财富》2006 年通信行业最佳分析师第二名、2009 年入围、2010 年第三名、2011 年第三名，《水晶球》通信行业最佳分析师 2010 年第二名、2011 年第三名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

王芳群 020-38816536 wangfangqun@csc.com.cn

机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫒 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010