

信息技术 - 软件及服务

增速过快之忧与发展机会并存

——乐视网（300104）2012 年中报点评

2012 年 8 月 23 日

评级：**增持（调低）**

市场数据	2012 年 8 月 22 日
当前价格（元）	24.54
52 周价格区间（元）	21.85-47.00
总市值（百万）	10257.72
流通市值（百万）	3985.00
总股本（百万股）	418.00
流通股（百万股）	162.39
日均成交额（百万）	208.47
近一月换手（%）	114.13%
Beta（2 年）	
第一大股东	贾跃亭
公司网址	http://www.letv.com

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	598.56	1056	1697	2355
净利润（百万元）	131.12	168	187	161
每股收益（元）	0.32	0.40	0.45	0.39
净利润增长率%	87.05%	28%	12%	-14%
每股净资产（元）	1.43	2.53	4.06	5.63
市盈率	76.69	61.22	54.76	63.56
市净率	17.14	9.72	6.05	4.36
EV/EBITDA	32	21	14	11

资料来源：世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
乐视网	2.88%	135.89%	370.74%
沪深 300	-4.29%	-12.63%	-17.36%

■ 公司 2012 年 8 月 22 日公布本年度中报，公司上半年实现销售收入 5.53 亿元，同比上涨 147.86%；实现利润总额 1.09 亿元，同比上升 53.52%；实现净利润 0.91 亿元，同比上升 55.28%，每股收益 0.22 元；营业成本为 3.21 亿，同比上升 272.23%；加权净资产收益率为 8.23%，2011 年同期为 6.05%；应收账款 2.84 亿元，同比上升 95.93%；经营性现金净流入 0.92 亿，2011 年同期为 0.65 亿；无形资产总额 13 亿，比期初增加 4.14 亿；财务费用 1140.5 万，同比增长 301.87%。

■ **增长过快存隐忧。**1、公司业务高速增长建立在版权投入的高速增长之上，高昂的无形资产购建支出迫使公司持续进行高额融资，增加了公司的财务费用；2、无形资产的摊销因累积而迅速增长，造成公司的营业成本迅速提高，2014 年后将导致盈利负增长。但是公司高速增长需要融资，反过来融资也需要高增长，循环的结果是公司盈利可能受损，持续发展能力降低。

■ **公司业务的发展机会和出路。**1、公司具有竞争环境改善、正版版权丰富、和行业垄断巨头如央视国际独家合作所间接取得的 IPTV 运营资质、网络电视机顶盒全国推广能力、潜在行业技术标准制定者资格等 5 大优势。2、国家保护知识产权政策的加速推广，独特的“平台”业务模式可望成为公司突破恶性循环的转机。3、影视剧制作也是可以考虑作为业务转型的方向。

■ **“增持”评级。**预计公司 2012 年-2014 年的 EPS 分别为 0.40、0.45、0.39 元，目前股价对应市盈率分别为 61、55、63 倍。鉴于公司领先的行业地位、远大的业务发展前景、良好的市场关系，给予公司“增持”的评级。

■ **风险提示：**市场关系变化导致一年到期后不能续签央视国际合同，影响公司盈利预期；不能及时融资，影响机顶盒业务及版权相关业务扩展；机顶盒网络电视业务发展远低于预期；机顶盒技术达不到大规模使用水平；用户网络带宽不能及时达到要求。

相关报告

《》，2012.6

夏虹

执业证书号：S1030512050001

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，夏虹，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

2012 年中报概述

公司 2012 年 8 月 22 日公布本年度中报,公司上半年实现销售收入 5.53 亿元,同比上涨 147.86%;实现利润总额 1.09 亿元,同比上升 53.52%;实现净利润 0.91 亿元,同比上升 55.28%,每股收益 0.22 元;营业成本为 3.21 亿,同比上升 272.23%;加权净资产收益率为 8.23%,2011 年同期为 6.05%;应收账款 2.84 亿元,同比上升 95.93%;经营性现金净流入 0.92 亿,2011 年同期为 0.65 亿;无形资产总额 13 亿,比期初增加 4.14 亿;财务费用 1140.5 万,同比增长 301.87%。

点评

增长过快存隐忧

公司今年上半年的利润表上显示净利润为 0.91 亿,净利润率达到 16.46%。值得注意的是公司中报显示上半年无形资产新增 5.62 亿,财务报表又显示三费和营业税总计为 1.27 亿,两项相加已达 6.89 亿,而公司上半年收入仅为 5.53 亿,而且这些收入几乎全部依赖公司购买的影视剧版权。这意味着,如果公司希望保持一定的业务增长速度,就必须不断加大购买版权的投入,使得巨额的购建无形资产费用的支出严重影响了公司的资金链,公司不得不依靠融资来解决资金问题。公司今年已经发行私募公司债 4 亿元,发行利率第一期 2 亿元为 9.99%,第二期 2 亿元为 8.5%。短期借款也达到 4.74 亿,比期初增加 1.34 亿。由于影视剧突出的时效性,无形资产投入对营业收入有着重大影响。在业务模式不改变的情况下,公司为保持发展速度的融资规模也将越来越大,从而为公司带来越来越沉重的财务费用负担。

Figure 1 公司无形资产投入和营业收入对比情况 (单位: 亿元)

	2010 年报	2011 中报	2011 年报	2012 中报
营业收入	2.38	2.23	5.99	5.53
无形资产总额	2.14	3.37	8.86	13.00
当期无形资产投入	1.58	1.51	7.99	5.62
当期无形资产摊销	-0.56	0.28	1.27	1.48

数据来源: 乐视网历年定期报告、世纪证券研究所

公司在定期报告中并没有具体说明版权这种无形资产的摊销形式。不论采用什么方式,由于持续不断地采购版权,待摊的无形资产规模迅速膨胀,将导致从 2012 年=2016 年的无形资产摊销额也迅速提高,其中 2014

年公司的盈利就将出现下降。这些为公司的运营和业务模式提出了严峻的课题。

公司业务的发展机会和出路

1、公司业务的行业优势。

首先是公司的主要竞争对手竞争力在下降。优酷和土豆本是公司两家最大的竞争对手，由于资金和亏损的问题不得不于今年上半年合并（正式合并已于8月20日完成）。两家公司经营模式雷同，合并后的效果是 $1+1 < 2$ ，乐视网的竞争环境实际是好转了。

第二是公司正版路线开花结果。公司从2005年成立时起就致力于正版影视作品的传播、共享，是我国视频网站中最早购买影视作品版权的公司，如今这一战略已经开花结果。公司从2005年至2008年国内普遍不重视版权、盗版现象严重的阶段，廉价采购了大量经典影视作品的版权和分销权，而且有效时间较长，一般都在5-7年。2009年以后，影视剧版权价格飞涨，独特的分销模式使得公司成为中国首家盈利的视频服务网站。目前，公司是几乎所有中国国内视频网站影视剧内容的主要供应商，包括土豆、优酷、Pplive、新浪、网易、CNTV、腾讯等。还向网易等公司提供云视频平台和部分播放内容业务模式得以拓展。

第三是和央视国际合作促成公司向网络电视运营业务迈进。2012年1月11日，公司与央视国际签订《战略合作协议》。协议规定双方利用各自政策、内容、产品、技术及资源优势，合作推广互联网电视业务。其央视国际网络有限公司（合同甲方）作为互联网电视牌照的拥有方，负责互联网电视业务的整体运营和管理。甲方提供符合广电总局政策要求的内容分发平台和播出控制平台，将甲方自有提供的和组织集成第三方的节目内容以音视频点播、回放及其他互动应用、增值服务等方式向用户提供服务。乐视网（合同乙方）作为互联网电视及相关产品视听内容及平台的责任方，作为乐视TV云视频超清机的终端研发、生产、运营和服务方，负责向甲方提供互联网电视视听内容及相关产品，由甲方进行播控审核，由乙方提供项目合作中的CDN分发资源。同时，甲乙双方分享协议合作项目下的基本用户信息，包括甲方向乙方提供用户在系统中的注册信息，乙方向甲方提供用户在购买终端和获取售后服务时的用户信息等。央视国际拥有中国唯一的全国范围网络电视（即IPTV）运营牌照，而有线电视将逐渐被网络电视取代，或者说三网融合的实现是

一种不可改变的趋势（尽管三网融合将是个非常漫长而艰苦的过程），所以和央视国际的合作意味着公司得以进入全国范围的 IPTV 业务，其已经在全国范围实现初步覆盖的 CDN 网络将因此而加速完善，拉开与竞争对手的距离，成为行业的领头羊。

第四是机顶盒业务开拓盈利新天地。公司和央视国际合作的一项内容是央视国际选定公司的网络电视机顶盒产品在全国推广。“在全国范围推广”对于网络电视机顶盒产品的成败有着非常深刻的意义。2009年上海文广在上海地区推行网络电视机顶盒，因网速和覆盖范围双重原因而不了了之。其内在原因是机顶盒所用视频和压缩协议并非标准协议，各个公司有各个公司的做法，彼此不能兼容。上海文广是一家区域性网络电视运营商，不能在其它地方开展业务，所以它选定的机顶盒就难以在其它地方推广。同时也是由于产量小，无法产生规模效应，导致机顶盒成本居高不下。用户数不够规模，不能产生利润，也就无法形成产业。乐视网和央视国际的合作实际上解决了“在全国范围推广”的难题，IPTV 开始真正有了向产业化发展的可能。如果模式可以成功，乐视网的机顶盒业务将成为公司主要的收入和利润来源，产值以 10 亿规模计。

第五，公司是潜在的行业标准制定者。网络电视中必须使用 P2P 协议，这一协议至今还没有统一标准，各家公司各自开发自己的一套协议，彼此不能兼容。另外，网络视频压缩协议种类众多，最流行的是 H.264。而 H.264 还分为基本、主要、扩展三个不同的层次，每个层次都有非标准的内容。还有，通过 IP 网络传输也必须符合互联网协议，这也是个非标准协议最多的领域，不同厂家的系统和终端如果不相互开放接口就无法互联。上面这些原因导致了行业中公司众多，各不兼容的混乱局面。如同互联网其他领域一样，谁成为行业的主流、谁提供平台，谁就可以对所在的行业进行整合，让其他公司象卫星一样围绕它运转，如同美国的苹果、google，中国的腾讯、阿里巴巴一样。乐视网有机会在全国范围普及网络电视及其机顶盒，在用户数达到一定规模的情况下（5000 万-1 亿），乐视网就有可能成为事实上的行业标准制定者，它的技术就成为事实上的行业标准，公司就成为了行业的平台提供者，从而带来爆发式的成长机会。

2、国家保护知识产权政策的加速推广，独特的业务模式可望成为公司突破恶性循环的转机。目前市场上仍大量存在运营盗版版权的视频网站，同时也存在许多为了占领市场而提供免费视频的网站。所以目前网络视频行业还处于“无序、杂乱、强者生存”的状态，比的是谁能够活

下去，坚持到占领这一媒体中最重要的文化宣传阵地那一刻。但是淘汰了现有的竞争对手、能够活下去的，未必就可以占领这一阵地。因为当前绝大多数视频网站的经营模式并不能增加客户的粘性，后来的竞争者可以轻易分走一部分市场。所以公司的“平台”业务具有深远的意义，视频内容本身粘不住客户，能粘住客户的是“平台”。对于网易、新浪、腾讯、CNTV 等客户来说，乐视网的云视频播放平台降低了这些公司研发、购买和维护视频播放系统的庞大开支，锁定了费用和 risk，使得他们可以专注于自己的内容服务，这有些类似于大型 IDC 的服务，然后在这个平台上推销版权就容易得多；而对于个人用户来说，平台就是公司开发的各种“客户端”软件和机顶盒。前面已经描述机顶盒业务使公司存在成为行业技术标准制定者的可能，所以收缩一部分和版权、广告相关的业务，降低一点公司的成长速度，在目前资金条件还可以允许的情况下，深化与央视国际的合作，加速机顶盒和客户端软件的推广，可以使公司的长期发展更具稳定性。

3、影视剧制作也是可以考虑作为业务转型的方向。公司在 2011 年制作了电影《机器侠》，收入和成本基本相抵，对于刚刚进入影视剧制作领域的公司来说应该说是个很好的开始。如果公司在这方面积累了足够的资源，这个业务的确有可能成为未来的发展方向。当然，影视剧制作、发行、推广费用及其高昂，中国整体电影电视的制作目前又是处于迷茫的阶段，这个领域的投资风险很大。因此探索一条适合互联网环境下的视频节目模式之路非常重要。比如刚刚兴起的微电视剧，片长较短、人物较少、投入较小、对播放环境要求低，集中于一个个小故事，目标观众更容易细分，也许是值得研究的途径。

盈利预测及评级

盈利预测假设条件：

- 1、公司可以通过融资活动取得高速发展阶段所需要的运营资本。
- 2、2012 年公司在版权分销业务上由于过去积累低价积累的版权价值继续得到体现，业务收入增加较快。随着低价版权开始到期，以及市场竞争的加剧，公司从 2013 年开始这个业务的收入增速逐步下降，毛利率也逐步下降。
- 3、广告业务随公司平台价值的提升 2012 年实现 100% 的增长，由于竞争和市场容量的原因，2013 年以后逐步降低。
- 4、IPTV 业务由于用户基数低，2012 年和 2013 年从增速上看将实现爆发性增长。收入分别增长 500% 和 400%，随后增速回归到正常水平。
- 5、收费视频业务由于中国互联网用户的习惯影响，实现 15% 的年均增

长增速。

- 6、公司 2012 年由于发行 4 亿企业债的利息较高，所以预计财务费用相比 2011 年突升。由于公司可供抵押的固定资产较少，大部分已版权形式存在的无形资产存在价值大幅贬值的高风险，为了维持购买版权的资金需要，预计公司每年不得不采取发行 4 亿元公司债的形式进行融资，利率为 9%。
- 7、所得税率方面，由于公司机顶盒产品和软件产品的增加，公司的部分业务有可能争取到高新技术减税政策，从而综合税率从 20%逐步降低到 18.7%。
- 8、公司维持高额的无形资产（即版权）投资。

具体预测情况如下：

Figure 2 公司盈利预测

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	599	1056	1697	2355
收入同比(%)	151%	76%	61%	39%
归属母公司净利润	131	168	187	161
净利润同比(%)	87%	28%	12%	-14%
毛利率(%)	54.0%	44.0%	40.0%	35.0%
ROE(%)	12.4%	13.9%	13.4%	10.4%
每股收益(元)	0.60	0.40	0.45	0.39
P/E	41.17	61.22	54.76	63.56
P/B	17.14	9.72	6.05	4.36
EV/EBITDA	32	21	14	11

数据来源：同花顺、世纪证券研究所

鉴于公司领先的行业地位、远大的业务发展前景、良好的市场关系，给予公司“增持”的评级。

风险提示

- 市场关系变化导致与央视国际合同一年到期后不能续签，影响公司盈利预期；
- 不能及时完成融资，影响机顶盒业务及版权分销业务扩展；
- 机顶盒网络电视业务发展远低于预期；
- 机顶盒技术达不到大规模使用水平；
- 用户网络带宽不能及时达到要求。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.