

乐视“颠覆”的逻辑：摩尔效应的时间差

乐视网 (300104.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

乐视网发布 2012 年年报及 2013 年一季报预测, 2012 年公司实现营业收入 116,730.71 万元, 较去年同期增长 95.02%; 净利润为 19,419.41 万元, 较去年同期增长 48.10%; 受 CDN 带宽(+204%)与摊提费用(114%)大幅上涨影响, 净利润增速慢于营收增长。公司预计 2013 年 1 季度净利润 6962 万-7474 万元, 同比增 36%-46%。考虑到 2012 年 1 季度公司版权分销贡献净利润基础较高, 13 年 1 季度的高增长反应广告营收增长应该保持超过 100%。

2. 我们的分析与判断

(一)、主营业务增长点从版权分销成功升级到视频广告

公司主营业务增长点从版权分销业务(从 11 年营收占比 59.5%降低到 12 年 47.67%)转型到视频广告(营收占比从 11 年 19%上升到 2012 年 36%), 从而获得了更为健康和持续的成长性。

公司网站用户流量已稳居行业前 3, 长视频第一, 日均 UV 约 7,000 万, 峰值约 1.1 亿。品牌广告主的数量由年初的 60 余家快速提升至近 300 家。2012 年第三、四季度, 连续实现单季度收入过亿元, 第四季度广告收入实现超过 1.5 亿元。根据**银河互联网核心数据库**预测, 公司 13 年广告营收会介于 8-10 亿。

(二)、乐视逻辑：利用摩尔定律的时间差，颠覆电视终端

以颠覆性的价格, 销售几个月后, 才到货的产品, 这就是乐视颠覆性的逻辑。这个逻辑已经在小米手机的销售中被演绎得淋漓尽致, 我们对乐视这样一个精于品牌营销和市场公关的互联网新巨头掌握这个商业逻辑的精髓, 有十足的信心

硬件生产中有一个重要的规律是, 生产数量越多, 摊薄到每一部手机的成本也就越低。对乐视终端(机顶盒/超级电视)来说, 前几个月当然不能多卖, 因为那正是利润极薄甚至是亏本销售的时候。等到几个月后, 硬件的成本真正降下来, 才能够放开销售, 让绝大多数用户能够买到, 这也是每一个终端利润率最高的时候。用**亏本的颠覆性价格卖终端, 还能挣钱**, 才是乐视颠覆性的逻辑。

3. 估值、投资建议与主要风险

我们通过比较乐视与优酷的用户流量和 CPM 价格, 认为乐视 13 年广告营收增长超 100%, 超过 8 亿可能性非常大。而其不被市场看好的电视业务, 我们在仔细研究其可能的商业逻辑后, 对比小米经营模式, 认为其商业模式可操作性强, 成功概率高。

我们预计公司 2013-2014EPS 0.70 元和 1.04 元, 同比分别增长 51% 和 48%, 对应 PE37.4 倍和 25.2 倍。考虑到电视业务年中爆发的可能, 不排除在 3 季度上调 EPS 的可能性。我们再次重申长期“推荐”评级, 建议调整后, 逢低买入。

主要风险: OTT 业务面临新的政策管制风险;

分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

鸣谢:

黄 驰

☎: (8610) 6656 8865

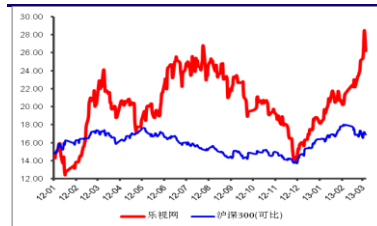
✉: huangchi@chinastock.com.cn

市场数据

时间 2013.03.08

A 股收盘价 (元)	26.20
A 股一年内最高价 (元)	29.10
A 股一年内最低价 (元)	13.91
上证指数	2313.22
市净率	8.80
总股本 (亿股)	4.18
实际流通 A 股 (万股)	1.62
A 股总市值 (亿元)	110
A 股流通市值 (亿元)	42.55

乐视网与沪深 300 指数股价走势图



乐视网点评: 视频广告拉动二次高速增长, 盒子业务估值市场有折价 (2013.2.27)

乐视网点评: 股权激励再出发, 承诺新起点, 股价新高度(2013.2.23)

乐视网点评: 长视频广告问鼎江湖, OTT 战略软硬通吃 (2013.01.31)

(一)、主营业务增长点从版权分销成功升级到视频广告

公司主营业务增长点从版权分销业务(从11年营收占比59.5%降低到12年47.67%)转型到视频广告(营收占比从11年19%上升到2012年36%),从而获得了更为健康和持续的成长性。公司网站用户流量已稳居行业前3,长视频第一,日均VV约7,000万,峰值约1.1亿。品牌广告主的数量由年初的60余家快速提升至近300家。2012年第三、四季度,连续实现单季度收入过亿元,第四季度广告收入实现超过1.5亿元,且再次在各主营业务收入中占比超过40%。

表1: 公司营收成本拆解

主营业务收入	2007A	2008A	2009A	2010	2011	2012	2013E	2014E
网络高清视频服务	3,158	5,284	7,355	10,415	12,121	15,203	16,723	18,395
增速		67.32%	39.19%	41.61%	16.38%	25.43%	10.00%	10.00%
网络视频版权分销	5	341	1,269	5,302	35,616	55,537	52,760	50,122
增速		6664.48%	272.11%	317.95%	571.72%	55.93%	-5.00%	-5.00%
网络超清播放服务			18	86	672	3,821	12,000	24,000
增速								
视频平台广告发布	528	1,736	3,693	6,737	11,446	41,935	82,513	197,093
增速		228.83%	112.72%	82.41%	69.89%	266.37%	96.76%	138.86%
视频平台用户分流			1,047	1,286	0	0	0	0
合计	3,691	7,361	13,382	23,826	59,855	116,496	180,030	289,611
整体增速		99.43%	81.79%	78.05%	151.22%	94.63%	66.24%	46.37%
主营业务成本	2007A	2008A	2009A	2010	2011	2012	2013E	2014E
CDN 及带宽费	110	191	923	1,200	5,109	15,529	31,058	46,587
增速		74.24%	382.30%	29.96%	325.75%	203.95%	100.00%	50.00%
工资及福利	346	330	731	1,400	3,463	5,342	8,013	12,019
增速		-4.53%	121.10%	91.64%	147.36%	54.26%	50.00%	50.00%
交通及通讯费	11	16	42	81	306	655	982	1,473
增速		42.94%	159.29%	91.64%	277.57%	113.92%	50.00%	50.00%
摊提费用	677	912	2,522	5,212	16,247	41,253	48,864	60,694
业务招待费	10	15	45	87	125	315	567	851
增速		51.91%	208.08%	91.64%	43.83%	152.00%	80.00%	50.00%
办公费	1	6	32	61	184	319	478	717
增速		985.19%	438.91%	91.64%	147.36%	54.26%	50.00%	50.00%
其它	28	11	107		430	291	500	501
增速		-58.90%	842.98%		11.56%	5.58%	4.27%	3.85%
广告费用				138	1,323	2,339	4,211	7,579
增速						80.00%	80.00%	80.00%
超清播放机				65	320	2,382	6,000	12,000
合计	1,182	1,482	4,402	8,021	27,507	68,424	100,672	142,421
整体增速		25.34%	197.09%		242.94%	148.75%	104.13%	72.89%
业务毛利率	67.97%	79.87%	67.10%	66.33%	54.04%	41.26%	44.08%	50.82%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

从广告营收=广告单价(CPM)*浏览量，上来看，根据乐视 CPM 价格为优酷 1/3-1/2，乐视 12 年营收优酷 1/4，则该等式中浏览量应该和视频的日均浏览量相当，而非是访客数量。考虑到乐视视频浏览量在过年前后几个月中保持了比优酷还快的增长，我们有理由相信，乐视与优酷的营收差距会进一步缩小。

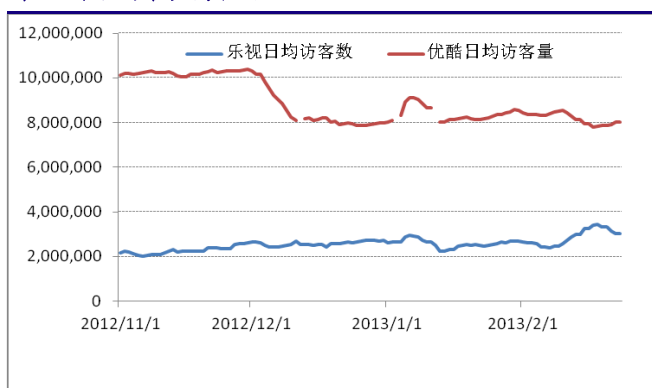
我们预期乐视今年广告营收会介于优酷的 1/3-1/4。优酷今年的广告营收预期在 25 亿-30 亿 RMB，因此我们预计乐视今年广告营收大概率会达到 8-10 亿。

表 1: 乐视 2012 年各季度，广告营收为优酷 1/4

视频广告收入(百万 RMB)	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1E	13Q2E	13Q3E	13Q4E
youku	270.2	387.4	483.5	600.0	500.0	677.9	822.0	1,020.0
letv	65.0	87.7	115.0	151.7	149.5	184.1	218.5	273.0
LETV/YOKU	24.1%	22.6%	23.8%	25.3%	29.9%	27.2%	26.6%	26.8%

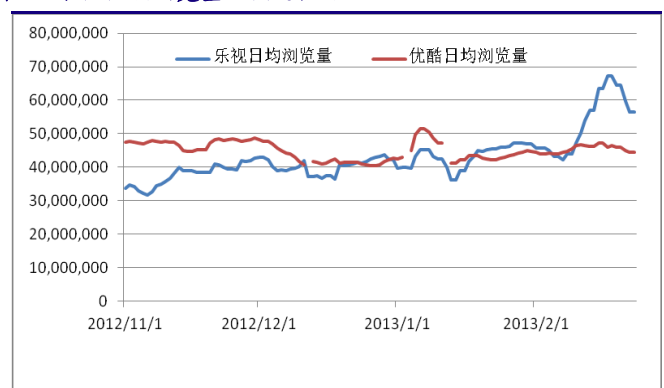
资料来源: 银河互联网核心数据库, 中国银河证券研究部

图 1: 乐视访客数为优酷 1/3~1/4



资料来源: 银河互联网核心数据库, 中国银河证券研究部

图 2: 乐视视频浏览量已接近优酷

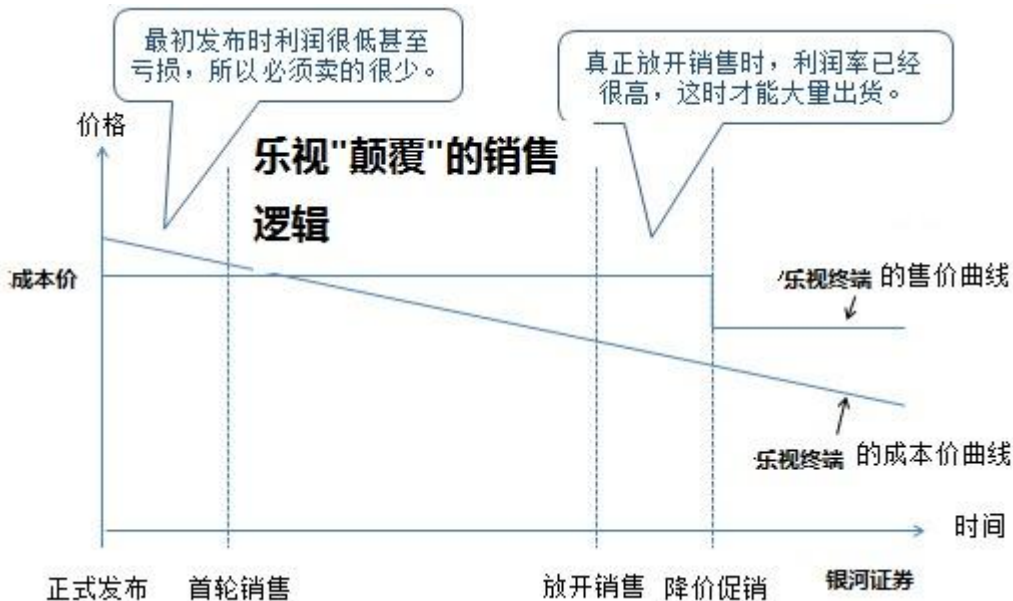


(二)、乐视逻辑: 利用摩尔定律的时间差, 颠覆电视终端

以颠覆性的价格, 销售几个月后, 才到货的产品, 这就是乐视颠覆性的逻辑。这个逻辑已经在小米手机的销售中被演绎得淋漓尽致, 我们对乐视这样一个精于品牌营销和市场公关的互联网新巨头掌握这个商业逻辑的精髓, 有十足的信心

硬件生产中有一个重要的规律是, 生产数量越多, 摊薄到每一部手机的成本也就越低。对乐视终端(机顶盒/超级电视)来说, 前几个月当然不能多卖, 因为那正是利润极薄甚至是亏本销售的时候。等到几个月后, 硬件的成本真正降下来, 才能够放开销售, 让绝大多数用户能够买到, 这也是每一个终端利润率最高的时候。用亏本的颠覆性价格卖终端, 还能挣钱, 才是乐视颠覆性的逻辑。

图 3: 乐视电视终端业务销售逻辑: 以远期价格成本价销售产品颠覆市场价格体系



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

乐视的经营风格, 看起来粗犷激进, 其实无论是版权分销, 还是网络广告, 抑或电视终端业务, 都非独创性业务, 都是快速跟进行业已有的商业逻辑。行外人看来风险颇大, 业内人看来, 不过是把中国草根互联网抄袭 COPY 的风格发挥到了极致, 加上资本市场放大其执行力度与效果。

市场对乐视从轻资产业务网络广告, 进入重资产业务超级电视的担忧, 正如 2011 年质疑乐视板块分销业务的高利润和 2012 年质疑公司视频广告业务的高增速。

我们认为, 优秀的公司都是在质疑中成长。

网络电视和机顶盒经过多年发展, 软硬件解决方案已经十分成熟。公司掌握销售渠道和增值服务, 本质上并不接入重资产运营。通过早年 dell 电脑的直销方式和苹果的期货价格销售方式(即摩尔定律的时间差), 将资金投入尽可能降到最低。我们认为该模式, 在全球和中国的消费类电子产业已经非常成熟, 公司有章可循, 跟进操作成功几率较大。

投资建议:

我们通过比较乐视与优酷的用户流量和 CPM 价格, 认为乐视 13 年广告营收增长超 100%, 超过 8 亿可能性非常大。而其不被市场看好的电视业务, 我们在仔细研究其可能的商业逻辑后, 对比小米经营方式, 认为其商业模式可操作性强, 成功概率高。

我们预计公司 2013-2014EPS 0.70 元和 1.04 元, 同比分别增长 51% 和 48%, 对应 PE37.4 倍和 25.2 倍。考虑到电视业务年中爆发的可能, 不排除在 3 季度上调 EPS 的可能性。我们再次重申长期“推荐”评级, 建议调整后, 逢低买入。

银河证券 传媒与互联网团队 推出**银河互联网核心数据库**，欲订阅者请联系对口销售。

银河互联网核心数据库目录:

- 1 A 股与海外互联网公司估值表(周)
- 2 互联网流量大盘数据库(月/双周)
- 3 南京地产与地产网络广告数据库(月/周)
- 4 网络视频公司营收与成本比较数据库(季度)
- 5 网游广告市场数据(季度)
- 6 页游开服与交易数据(周)
- 7 手游排名与下载数据(周)

表 2: 三大报表预测

资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	543.4	153.2	233.0	360.1	504.1	营业收入	238.3	598.6	1167.3	1800.3	2520.4
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	80.2	275.1	684.2	1006.7	1424.2
应收账款	69.8	156.7	285.1	396.3	557.6	营业税金及附加	10.2	30.0	45.1	90.0	126.0
预付款项	54.2	239.4	595.4	876.0	1239.2	销售费用	57.9	96.3	133.6	198.0	226.8
其他应收款	2.6	6.7	13.0	20.0	28.0	管理费用	11.6	30.5	57.8	89.1	124.8
存货	3.7	26.5	48.5	61.8	94.2	财务费用	3.7	1.4	42.2	63.4	95.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.7	3.9	6.9	10.6	14.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	140.6	165.6	202.8	235.1	282.3	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	72.9	161.4	197.4	342.4	508.6
无形资产	214.4	921.7	1259.4	1302.5	1132.3	营业外收支净额	1.9	2.9	30.6	3.0	3.0
长期待摊费用	0.0	3.0	6.0	9.0	11.0	税前利润	74.8	164.2	228.0	345.4	511.6
资产总计	1031.6	1672.7	2643.1	3260.8	3848.8	减: 所得税	4.7	33.4	38.0	51.8	76.7
短期借款	70.0	506.3	1222.9	1498.0	1595.8	净利润	70.1	130.9	190.0	293.6	434.9
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	70.1	131.1	194.2	294.1	435.6
应付账款	15.1	52.8	131.2	193.1	273.1	少数股东损益	0.0	-0.2	-0.3	-0.5	-0.7
预收款项	2.1	15.6	30.5	47.0	65.8	基本每股收益	0.17	0.31	0.46	0.70	1.04
应付职工薪酬	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	稀释每股收益	0.70	0.60	0.46	0.70	1.04
应交税费	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	财务指标	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
其他应付款	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	63.5%	151.2%	95.0%	54.2%	40.0%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	50.6%	112.7%	47.9%	68.9%	48.6%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	57.6%	87.0%	48.1%	51.4%	48.1%
负债合计	93.0	580.5	1390.3	1743.8	1940.5	盈利性					
股东权益合计	938.7	1056.1	1220.6	1484.8	1876.1	销售毛利率	66.3%	54.0%	41.4%	44.1%	43.5%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	销售净利率	29.4%	21.9%	16.6%	16.3%	17.3%
净利润	70	131	190	294	435	ROE	12.5%	13.1%	17.1%	21.7%	25.9%
折旧与摊销	52	133	339	489	607	ROIC	22.28%	14.17%	11.35%	14.65%	18.81%
经营活动现金流	65	19	152	512	671	估值倍数					
投资活动现金流	-263	-864	-717	-567	-486	PE	127.9	68.4	46.2	30.5	20.6
融资活动现金流	708	422	645	182	-41	P/S	9.0	7.9	7.7	5.0	3.6
现金净变动	510	-424	80	127	144	P/B	2.3	4.5	7.3	6.0	4.8
期初现金余额	34	543	153	233	360	股息收益率	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%
期末现金余额	543	120	233	360	504	EV/EBITDA	12.8	16.9	17.0	11.2	8.2

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

许耀文，CFA，传媒文化行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn