



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务：传媒

冯雪*

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120022
(8610) 6622 9323
tracy.feng@bocichina.com

*旷实为本报告重要贡献者

乐视网：多元业务强化产业 价值链，用户增长催生规模 与协同效应

乐视网(300104.CH/人民币 30.66, 未有评级)2013上半年实现营业收入7.52亿元, 同比增长 35.98%; 归属上市公司股东净利润约为 1.17 亿元, 同比增长 28.7%; 实现每股收益 0.15 元。今年上半年公司网络视频基础服务收入为 4.07 亿元; 视频平台增值服务收入则达到 3.43 亿元, 同比增长 124.96%。截至 2013 年 6 月 30 日, 公司网站的日均 UV2,200 万, 峰值 3,100 万; 日均 PV1 亿, 日均 VV1.1 亿, 峰值 1.5 亿, 网站流量、覆盖人数等指标稳健提升。我们参加了公司中报业绩交流会(具体内容如后文所示), 我们认同公司“平台+内容+终端+应用”的发展策略。短期来看, 公司多年累积的版权和内容优势构建了公司的核心护城河, 无论是 PC 端的付费用户数以及广告收入都有望继续保持快速增长。从终端以及应用层面, 公司超级电视对于传统电视的价值颠覆逐渐显露, 短期的物流配送、售后服务等短板有望逐渐得到弥补, 未来存在较大的放量增长可能性, 发展前景值得期待; 公司“视频网站+终端硬件”的捆绑策略对于客户粘性的培育强于一般视频网站, 而且协同效应会随着终端量的提升而愈发明显, 未来基于流量和平台下的多元化变现模式值得期待(游戏, 电子商务等)。市场一致预期公司 2013-2015 年每股收益 0.37、0.53、0.71 元, 当前股价对应 13、14 年市盈率分别 84、58 倍, 估值处于传媒板块高端。但基于公司各业务板块的构成以及未来多元化布局, 公司有效把握付费内容、互联网广告、OTT 等景气度较高的细分子行业, 未来有望嫁接平台与流量资源切入游戏、电商等行业, 成长潜力相对于目前市值仍然有很大的溢价空间。

超级 TV 战略：超级电视逐渐被大家所认可, 有可能引领未来互联网的发展趋势。行业内竞争对手的认可比例越来越高, 更多互联网公司进入电视领域。但他们进入的方式和乐视网还是不一样。乐视网最大的竞争力还是用户体验, 而不是简单的贴牌。同行业的视频网站仅仅采取贴牌的方式, 不可能改变整个行业的模式。如果其他对手采取和乐视网一样的策略, 乐视网的先发优势也不是其他对手短期可以追上的。

超级电视在视频网站的广告：乐视网超级电视占据的广告位, 基本都是剩余广告位, 不会影响传统品牌广告业务, 反而对于公司的广告有正向的促进作用。

版权分销收入下降：版权分销是阶段性策略。未来控制更严格, 希望越少越好, 但是前提是希望对于利润的影响不要太大。

乐视网上下游生态圈协同效应的体现：乐视网生态有四层: 平台+内容+终端(软件、硬件)+应用。这个生态是使得乐视网迈向大公司的五大引擎; 平台包括视频网站与电商平台, 乐视网电商平台的流量已经进入中国前 20 名, 乐视网未来成长空间巨大。



内容：正版版权采购、乐视影业等。大量的网络采购版权。预计乐视影业今年业绩不错，同时打造的 O2O 模式未来会改变中国的电影版图。乐视网在内容领域领先对手 2-3 年，乐视网的自制剧、微视频等在行业内领先（乐视网午间自制剧的用户数快速增长）。

跨屏：全行业最早，是乐视网生态的一个重要环节，不仅能支持更多的终端，而且为需要视频服务的企业和个人提供云服务。

硬件：只有乐视网自己研发硬件，才可能打造出自己的生态圈。

应收账款：上半年增加较多主要是广告收入增长所致，占应收账款的比例在 63% 左右。一般的账期是 3-6 个月，但是在实际付款时，有一些弹性。

超级电视的客户群定位：乐视超级电视是传统思维和新思维的碰触，改变主要体现在：乐视网的核心用户群就是年轻人，而不是老人、小孩子；乐视网就是指向核心用户群，小孩子和老人不是现阶段的乐视重点用户群。

超级电视的尺寸：据调查，60 寸电视最佳的观看距离是 2.3-2.6 米。因此，60 寸放在普通的卧室是没问题的。现在生活节奏越来越快，大家晚上把更多的时间放在卧室，超级遥控器可以打开网页，可以听歌等。

尺寸问题：目前主要是 40 和 60 两种尺寸。公司已经有规划，应该在不远的未来，会看到中间尺寸。

公司未来的收入结构（平台、内容、终端等各自占比）：从收入规模上看，未来硬件增长最快；其次是广告增长比较快；第三是付费业务，电视机如果快速进入千家万户，付费用户增长会很快。电视的续费率比 PC 的要高，公司预计电视的付费业务未来在规模上仅仅次于游戏的领域。平台收入：可能是更漫长的一块业务，但是其重要性一点儿不亚于其他板块。未来有云计算层，给众多企业提供云视频服务的时候，平台的机制就会凸显。具体收入比例是动态变化的，很难有一个数字。

超级电视物流和产能的规划与布局：物流与产能瓶颈：乐视网选择世界最优秀的代工企业，其实未来产能不是问题。目前为了稳健，还是一条生产线在做。估计 1-2 个月以内，会扩大一条生产线。

物流配送：这一块比较传统的电视生产厂商有差距。乐视网在全国有 18 家物流服务商，但客服体验还是有差距。这一块的短板不会很快弥补，需要一些时间。

视频广告收入与终端销量增长情况：乐视网的用户付费主要是在 PC 端。乐视网视频广告的增速会快于行业的平均增速以及竞争对手，主要原因：一是基数低；二是乐视网的生态价值比传统视频网站贴片广告的价值要大。

终端产品放量：主要还是取决于用户体验。用户的口碑传播很重要；用户愿意帮亲朋好友推荐的时候，销量就会上去。终端销售有很多因素构成，定价策略、产品竞争力、政策约束。对于盒子来讲，只在三个城市销售（上海、杭州、长沙）。超级电视则不存在区域性问题的。

版权边际价值递减的应对策略：

一味地采购成品，其实对于任何一个视频网站都不是唯一的模式。随着成本越来越高，会倒逼很多视频网站做自制剧。乐视网通过自制部门、乐视影业等不断创造优秀内容，减少对于外部的依赖，也减少乐视网的资金压力。



乐视网五大联赛的转播权与视点功能：乐视网是国内唯一拥有五大联赛充分授权的直播权和点播权的网站。

视点：做内容推广，在广告上面有价值，比如视频里面演员开某牌子的车，旁边会有对应品牌的广告推送。但是这一块需要的技术比较多，希望今年年底前这个功能可以上线，帮助实现精准营销。

未来应用领域的目标：乐视TV STORE 里面有很多应用，包括游戏、教育等。微软的XBOX、任天堂等对于游戏硬件要求很高，普通电视不能承担。乐视的超级电视理论上可以承载这些大型游戏，未来的游戏会是发展重点。

乐视 store 未来不仅做游戏，而且希望做更大的分销平台。现在的事业部是完全独立的事业部，乐视网会给他们足够的空间和资源做。

乐视超级电视用户平均开机时长、贴片广告、覆盖量：开机时长目前没有权威报告，乐视电视的开机率在 80% 以上，智能功能的使用率是传统电视的 2 倍以上。超级电视是专门为互联网而生，一打开就是打开互联网，所以和传统电视有很大不同。

贴片广告价值：目前没有真正行业定价，但应该比电视台的贴片广告价值更大。

超级电视销售：百万台的销量相当于二、三线卫视的广告价值；到 500 万台销售量，类似一线卫视的广告价值。

腾讯、阿里巴巴、小米等进军电视领域对乐视的影响：不少视频网站和乐视网的模式接近，但一般的视频网站短期形对于乐视的威胁不大。小米的研发模式和营销模式与乐视网比较接近，在终端和硬件和乐视网也比较接近，但是小米缺乏完整生态链。

鹏博士之前与乐视网合作的机顶盒业务停止的原因：主要原因有两方面：一是它自己的节奏，希望做大的集中采购。二是政策博弈，盒子不适合大力宣传。

多种融资手段缓解现金流压力：乐视生态属于垂直整合领域，面临的压力来自于执行力和资源整合能力。最近乐视影业的融资，投资者很认可。管理层的股权质押，也是为了融资。预计乐视影业今年可以挤进中国电影行业前三。这几个环节虽然是在乐视网之外，但是可以缓解一些生态链的资金需求。如果再融资可以开闸，对于乐视网是大的利好，业务发展的速度会更快。

销售渠道建设：乐视网的商业模式决定了它不可能走传统商业渠道模式。苏宁刚开始对于超级电视不理解。随着时间推移，它逐渐认识到超级电视和其他电视的不同，与乐视的合作逐渐增多。国美与乐视超级电视的合作一直很积极。

合作模式：国美、苏宁向乐视网采购，然后加价卖出。乐视不会给国美、苏宁任何返点。其他电商平台也在找乐视网合作，如果能接受乐视目前这种模式，才能合作。

物流：互联网公司做硬件，对于物流、存储、分发等要求很高。乐视网目前的想法是整合社会最优质的资源。整个物流体系今年 3 月份开始建设，7 月份就开始使用。7 月份覆盖 100 个城市，预计 8 月底可以覆盖 150 个城市。

未来 2 年业绩高增长来源：业绩增长主要来自于两大业务线：互联网业务线（付费、广告）；终端业务线（硬件销售）。

直播去掉电视台广告的政策风险：基本不涉及这部分的政策风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371