

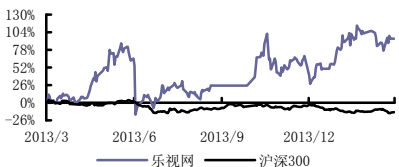
信息技术 - 软件及服务

2014 年 3 月 4 日

市场数据	2014 年 3 月 4 日
当前价格(元)	46.90
52 周价格区间(元)	20.98-54.33
总市值(百万)	37247.98
流通市值(百万)	20469.10
总股本(百万股)	794.20
流通股(百万股)	436.44
日均成交额(百万)	607.35
近一月换手(%)	78.46%
Beta(2 年)	
第一大股东	贾跃亭
公司网址	http://www.letv.com

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	41.38%	7.74%
净利率	16.64%	8.97%
净资产收益率	15.60%	13.85%
总资产收益率	6.69%	8.00%
资产负债率	56.11%	38.42%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	101.96	0.00
市净率	15.74	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
乐视网	-558.20	2026.17	4426.45
沪深 300	-0.55%	-10.33%	-17.93%

张瑞

执业证书号 S1030513120002

Zhangrui@csc.com.cn

0755-83199599-8233

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 张瑞, 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。

14 年广告收入高增长确定, 终端销量打开可期

—乐视网(300104)深度研究报告

评级: 增持(首次)

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1167	2344	4421	7933
收入同比(%)	95%	101%	89%	79%
净利润(百万元)	194	253	395	656
净利润同比(%)	48%	30%	56%	66%
毛利率(%)	41.4%	32.6%	30.2%	29.0%
ROE(%)	15.6%	17.1%	21.1%	25.9%
每股收益(元)	0.24	0.32	0.50	0.83

资料来源: 世纪证券研究所

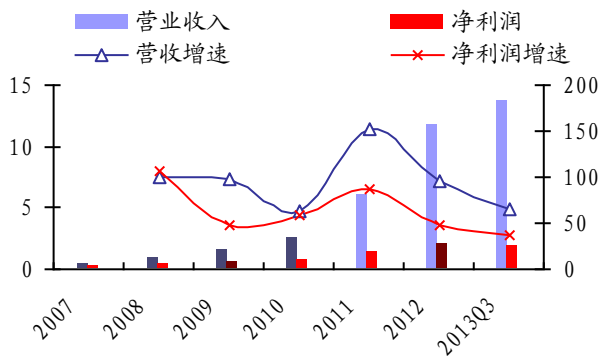
- 广告业务: 14 年将持续 70%-90% 的高增长。**目前在线视频行业广告规模近百亿, 公司凭借高用户粘度使得广告收入增速远超行业, 且市占率大幅提升至 9.3%。14 年公司广告收入将确定性保持 70%-90% 的高增长, 原因: 1、视频网站内容不断丰富: 公司提前布局 14 年世界杯赛事, 且将加大对精品自制剧的投入等。2、移动端广告发力: 公司为继优酷之后第二家移动播放量破亿的网站, 预计 14 年底移动端流量至少将超过 60%。
- 版权业务: 行业格局改变及公司经营战略调整致未来占比降低。**公司经过 9 年的积累打造了全国最大正版影视版权库, 但未来该板块占比将逐步下滑, 原因有: 各网站间差异化路线的逐步形成、版权分销比例过高将影响公司的品牌塑造和广告收入等。
- 智能终端: 增值+广告+终端三维战略打开。**由于智能电视具备用户参与度、粘性更高, 广告和内容精准投放等优点, 互联网企业纷纷进该领域。公司预期 3 年内智能终端销量将达千万数量级, 我们认为该板块未来有以下三个看点: 1、终端: 以低价格、高体验打开市场。2、广告: 13 年智能终端销量过百万, 广告盈利模式开启。3、增值: 盈利点为用户付费及第三方应用分账。
- 盈利预测及评级: 考虑花儿影视的并表, 预计公司 13-15 年每股收益分别为 0.32/0.58/0.93 元, 对应于最新股价, PE 分别为 146/80.8/50.4 倍。我们认为: 1、公司广告业务有望继续放量且终端销售打开带来增值服务预期。2、参照业务模式类似的 Netflix 在美股的表现, 公司在营收和估值方面都有较大的提升空间。首次给予“增持”评级。**
- 风险提示: 广告收入增长不达预期的风险、宏观经济形势的变化对乐视 TV 的销售带来的风险等。**

公司概况

领先正版电视视频供应商。作为国内领先的正版电视视频供应商，乐视网专注于网络视频技术的研究、开发和应用，打造了“平台+内容+终端+应用”的乐视生态，其业绩也在近年来实现了高速增长。据最新业绩快报显示，13年营业收入和净利润分别为23.45亿元和2.54亿元，同比分别增长101%和31%。

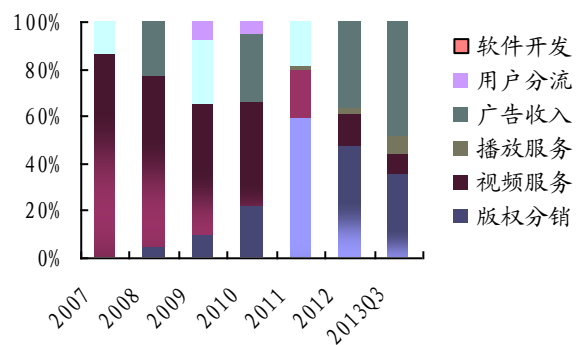
业务转型中：版权分销至广告。具体来看，目前的业务主要有版权分销、广告收入、视频服务和播放收入。自10年上市以来，公司将募集资金的60%左右都投向了版权购入方面，所以11年公司主要的收入来源是版权分销。不过近年来随着版权行业格局改变（下文会详细谈到），公司收入结构也出现明显变化：从主要依靠版权分销转型为主要依靠广告收入。13年Q3广告收入占比已大幅提升至第一位：48.3%，而版权收入则降至35.7%。

Figure 1 公司营收及净利润情况（单位：亿元）



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 2 不同业务营收占比

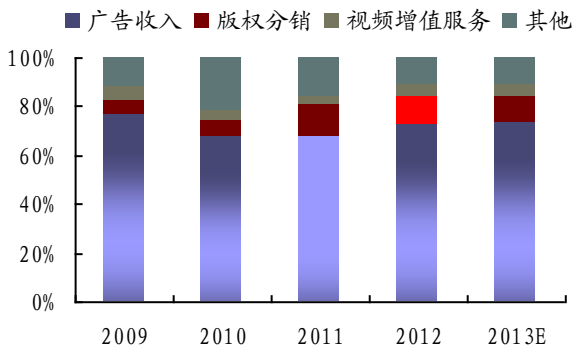


数据来源：公司公告、世纪证券研究所

广告：14年将持续70%-90%的高增长

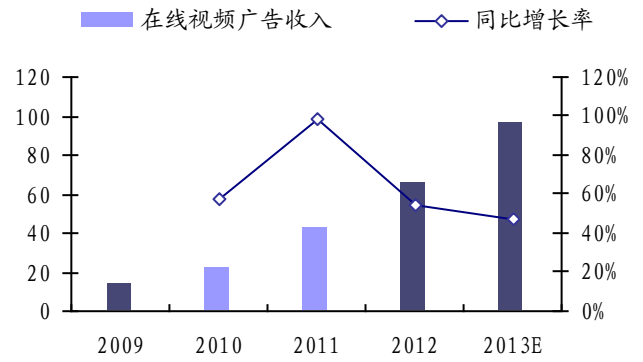
行业：13年在线视频广告规模近百亿，增速达46.8%。在线视频市场规模中，广告收入所占份额最高：13年高达75%。具体来看，13年中国在线视频广告市场规模达96.2亿元，接近百亿元，同比增长46.8%。我们认为，在线视频广告收入的增长与视频内容质量的不断提升以及用户在线视频观看习惯的养成有密切的联系，未来几年广告仍将是在线视频企业最为重要的流量变现方式。

Figure 3 中国在线视频行业收入构成



数据来源: 艾瑞咨询、世纪证券研究所

Figure 4 中国在线视频广告市场规模 (单位: 亿元)

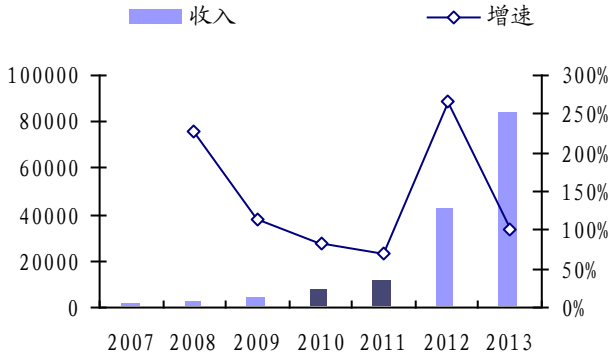


数据来源: 易观智库、世纪证券研究所

公司: 高用户粘度致公司广告收入增速远超行业, 市占率大幅提升。

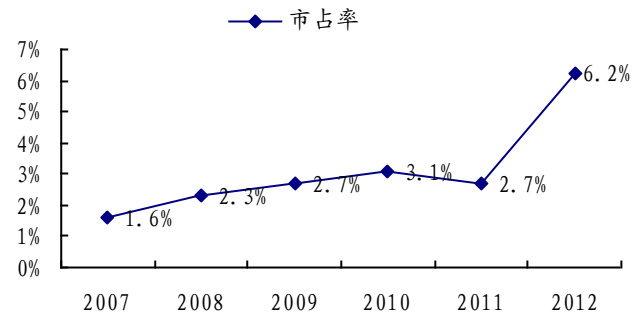
公司13年实现广告收入8.38亿元, 同比增长100%, 另外占行业比重也由07年的1.6%大幅提升至13年的9%左右, 我们认为这得益于公司的高用户粘度。调查显示, 今年1月乐视网在视频媒体阅读覆盖人数表现位列前三, 在周总浏览时长和人均单页时长排名中位列第三和第一。综合来看, 作为第一长视频网站, 其用户粘度仅次于爱奇艺和优土集团。

Figure 5 公司广告收入 (单位: 万元)



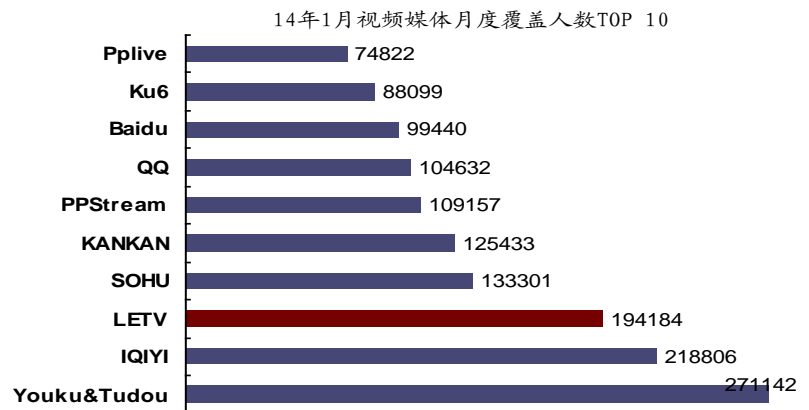
数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 6 公司广告收入市占率



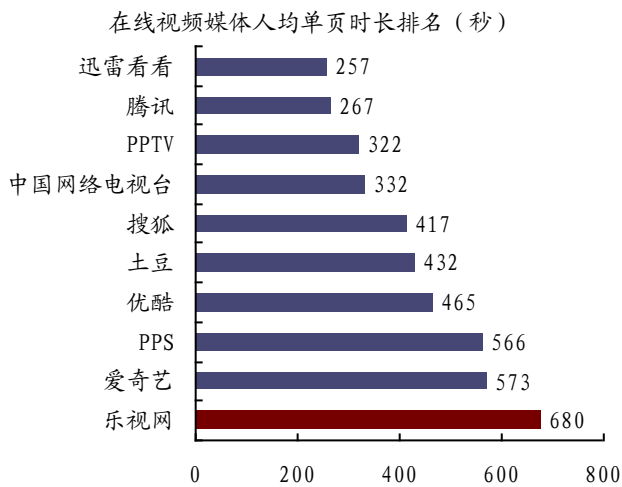
数据来源: 易观智库、世纪证券研究所

Figure 7 14年1月视频媒体阅读覆盖人数top10 (单位: 千人次)



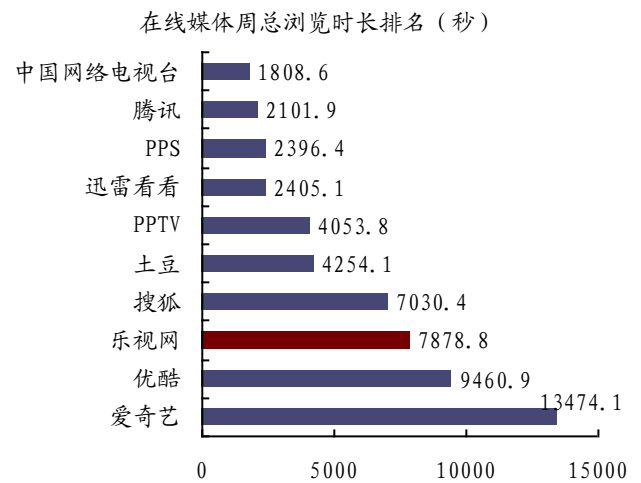
数据来源: comScore Media Metrix、世纪证券研究所

Figure 8 2014.1.27-2014.02.02 在线视频媒体人均单页时长



数据来源：iUserTracker、世纪证券研究所

Figure 9 2014.1.27-2014.02.02 在线媒体周总浏览时长



数据来源：iUserTracker、世纪证券研究所

展望未来：在线视频广告是否已达饱和状态？ 在线视频广告业务的大幅增长除了互联网运营商自身的不断优化外，广电总局 12 年初下台的“限广令”也是一个很重要的因素，导致大批广告商由传统媒体转投网络视频。不过这也催生出一个矛盾：一方面广告时长的大幅增加带来丰厚的盈利：12 年始，仅有 15 秒左右的片头广告翻至 40-60 秒。另一方面时长的不断增加又挑战着用户的容忍度和接受度，所以目前大家普遍担心行业规模是否已达饱和。针对这一问题，我们结合行业和公司两方面来具体说明：

1、**视频网站内容不断优化和丰富，广告主营销需求向上。** 目前而言，优质热门的电视剧、综艺节目是各大在线视频企业广告营收的重要保证。近年来视频网站在内容和产品方面不断加大投入，一方面使得网络视频服务在网民中的渗透率稳步提升，另一方面也带来了广告主持续而向上的营销需求。下面以公司的情况来具体说明：

12 年始公司独播剧《甄嬛传》创造了总播放量过 44 亿的纪录，其后如《新编辑部故事》、《盛夏晚晴天》等优质剧的播放量也纷纷破亿，截至目前已经积累了 10 万多集正版电视剧和 5000 多部电影等，而公司 14 年在产品方面的规划更值得期待：

(1) **首推“非常 6+1”影视剧**，即每季推出一部超级大剧、六部类型大剧以及及 200 部海量新剧。

(2) **14 年加大对自制剧的投入**，以及加快与用户的互动性改革，其自制总量有望翻番。

(3) **提前布局 14 年世界杯**：已获得其网络直播权，推出“532 阵型”：通过五屏覆盖大众体育、精英体育、高端体育三个层次的赛事，并通过

“版权赛事+巨星自制”两大利器吸引用户（具体情况请参照下表）。

以上一系列领先战略计划在为公司贡献播放量的同时，也将带来广告价值的大幅提升。

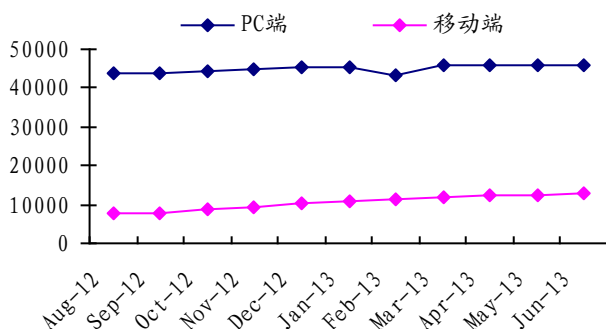
Figure 10 公司14年经营计划

非常“6+1”	每季一部超级大剧	春—《天龙八部》（钟汉良、金起范、张檬） 夏—《古剑奇谭》（杨幂、李易峰） 秋—《红高粱》（周迅） 冬—《和平的全盛时代》（任重、姚笛） 另有：《我爱男闺蜜》（陈数、黄磊，播出时间未定）
	每季六部类型大剧	《乱世书香》（吴秀波、陶虹） 《女人帮》（蒋雯丽、郭君梅） 《红酒俏佳人》（邱泽、胡杏儿） 《痴人疯语》、《吸血鬼日记》、《机器之心》等
自制剧	自制剧（一年700集精品）	《女人帮 妞儿》第二季（李小璐、甘薇） 《Xgirl》（周秀娜） 《屌丝日记》（文章）等
	自制栏目	《黄·段子》（黄健翔） 《天呐女人》（杨澜） 《Star》（明星大咖齐聚）等
14年发展方向		1、14将更多资金投入自制剧、自制栏目，减少对性价比不高的电视剧的购买 2、互动性将加强，未来用户可参与投票选演员，定剧情 3、基于大数据制作、运营网络剧将成为标配 4、自制总量有望同比翻番
“532”世界杯	五屏终端实现零时差	PC屏、Phone屏、Pad屏、乐视TV超级电视、电影院线大屏全程直播
	三大层次赛事	版权赛事已囊括大众体育（中超、亚冠等），高端体育（WTA及ATP巡回赛等），精英体育（NFL超级碗等）三个层次的诸多顶级赛事
	两大利器：版权与自制	除了获得赛事版权，乐视另一利器“巨星自制”：与黄健翔和易小荷合作的《黄·段子》和《荷体育》两档自制体育栏目

数据来源：公司网站、世纪证券研究所

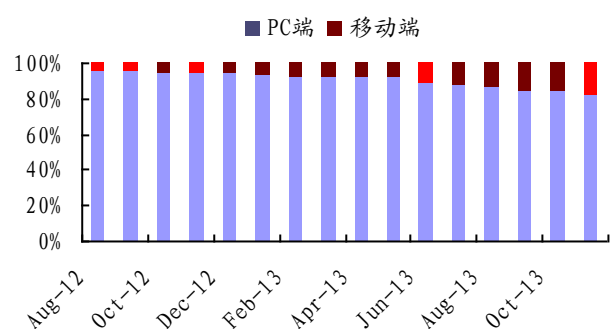
2、14年移动端在线视频商业化全面启动。受制于用户体验、屏幕大小、流量费用等各个方面的原因，移动视频的广告营销在很长一段时间都裹足不前。不过随着用户在线视频观看习惯的逐步养成，截止13年11月，相比PC端，我国在线视频移动端使用时长份额占比已达到17.6%，同比快速增长11.5个百分点。

Figure 11 在线视频PC端与移动端月度覆盖人数（万人）



数据来源：iUserTracker、世纪证券研究所

Figure 12 在线视频PC端与移动端有效使用时长份额对比



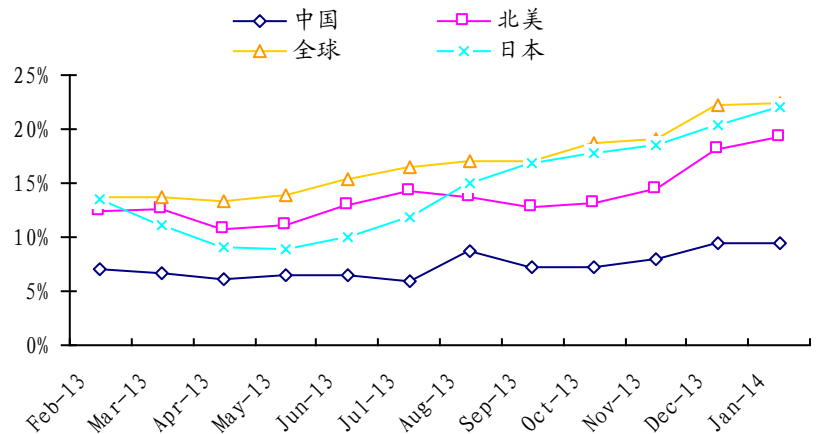
数据来源：iUserTracker、世纪证券研究所

基于以下两点考虑，我们认为14年移动端广告将获得明显发展：

(1) **碎片化时间增多、免费WIFI推行、大屏手机热卖。**随着环境污染治理的加大，多个城市都在讨论研究更加优惠的换乘方案以及更贴心的服务以鼓励市民公交出行，比如深圳日前表示计划在500辆以上公交车辆试行免费WIFI服务，加之三星 GALAXY NOTE 系列的热卖，我们预计未来利用碎片化时间观看移动视频的需求将越来越大。

参考日本：目前日本移动端流量市场份额占比22%，远超中国的9.5%。据预测，到2016年全球主要国家中，日本移动广告规模占整体互联网广告比例最高，为18.1%。日本移动广告发展较快的两个重要原因为：其有一半的手机用户都是流量不封顶套餐用户，且通往东京的地铁四通八达，大部分年轻人都选择地铁出行。

Figure 13 全球各地区移动端流量市场份额占比



数据来源：StatCounter、世纪证券研究所

Figure 14 日本越来越多的年轻人在地铁上使用手机



数据来源：互联网、世纪证券研究所

Figure 15 东京地铁四通八达



数据来源：互联网、世纪证券研究所

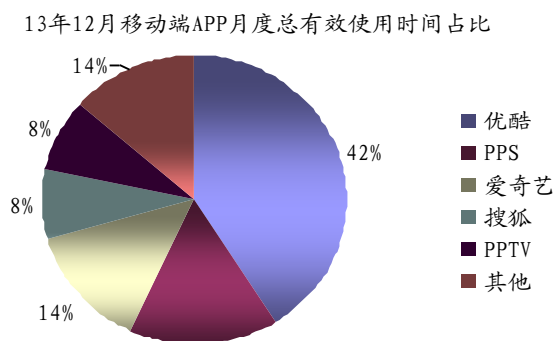
(2) **移动广告精准营销。**相比PC端，移动广告的最大价值在于精准。PC端90%的商业广告与个人用户是没有多大关系的，但移动互联网却可

以做到精准营销：比如用户在某地开会，手机里就会收到附近某咖啡店的打折信息，再如用户在手机上观看某电影时，与该电影相关的音乐剧或类似电影的上映时间和地点就会出现在广告栏，进而可以选择直接在手机上预约、付费等。营销越精准，广告商获得的实际效益也越大，进而在移动端的投入也将越大。

乐视网：14年移动端广告发力在即。就目前移动端的整体市场格局来看，优酷在多项指标上均居行业第一位。不过乐视网在优质视频内容的依托下也快速发力：其中，对广告主投放具备巨大参考价值的指标-13年4月移动端人均单日有效使用时间位居行业第一，且今年一月，在《我是歌手》、《人生第一次》的强劲带动下，乐视网成为继优酷之后，国内第二家宣布日移动播放量破亿的视频网站。

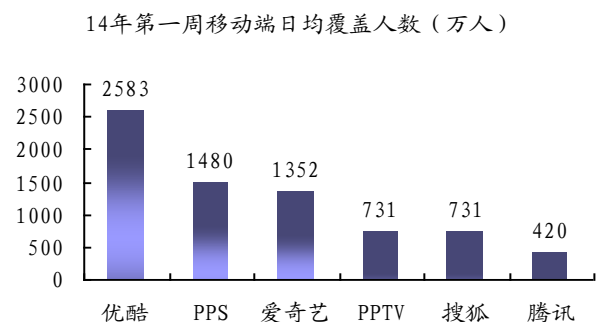
展望未来，随着4G等高速网络接入移动终端、手机屏幕大小日益改善、碎片化使用时间加大，专家预计14年移动视频广告收入将占整体网络视频广告市场收入的15%左右（12年-13年这一数据分别为2.4%和6.8%）。就公司来看，乐视表示今年将大幅投入移动端，并在运营、版权采购方面向移动端倾斜，预计今年年底移动端流量至少将超过60%，移动端广告也将从今年开始逐步贡献利润。

Figure 16 13年12月移动端APP月度总有效使用时间占比



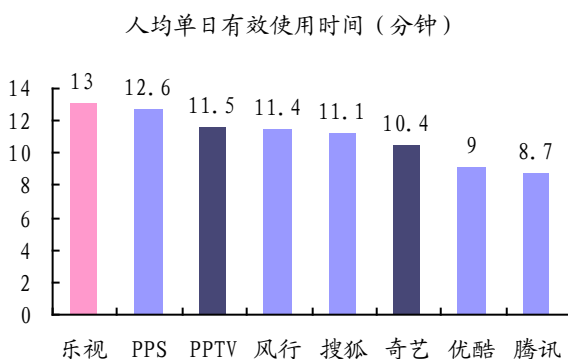
数据来源：iUserTracker、世纪证券研究所

Figure 17 14年1月第一周移动端日均覆盖人数



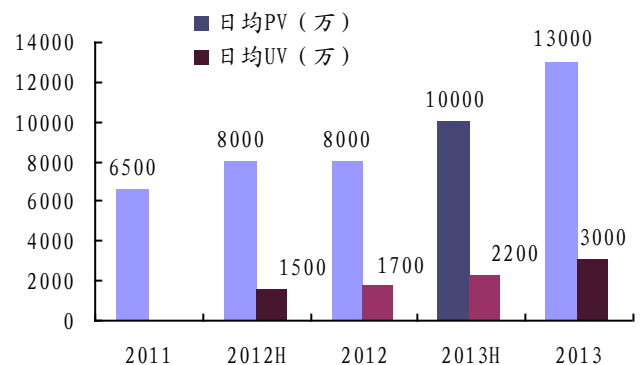
数据来源：iUserTracker、世纪证券研究所

Figure 18 13年4月移动端人均单日有效使用时间



数据来源：iUserTracker、世纪证券研究所

Figure 19 公司日均PV及UV稳步增长

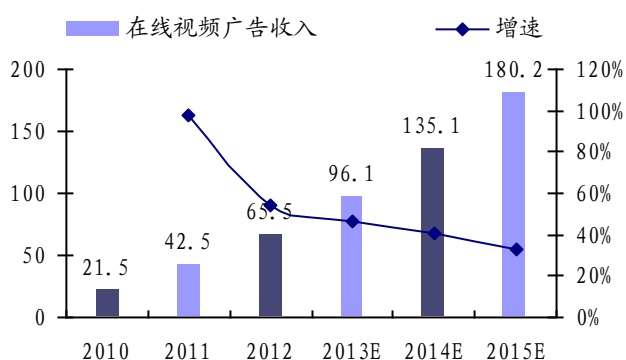


数据来源：iUserTracker、世纪证券研究所

综上: 14年在线视频广告行业将持续快速发展, 公司该业务有望获得70%-90%的增速。从主流在线视频内容不断优化、14年移动端商业化全面启动两个方面来看, 在线视频广告业务将快速发展。据艾瑞咨询的统计和预测, 网络视频广告行业12-14年行业增速分别为54%、47%、41%, 且占网络广告市场份额也将稳步提升。

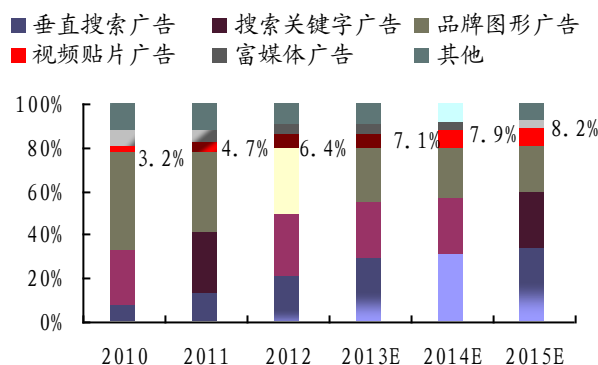
就公司来看, 13年新增了宝马、雅诗兰黛、伊利、耐克、高露洁等多个知名广告主, 广告收入同增超100%, 远高于行业增速。综合考虑以下因素: 1、公司在用户粘度、流量排名等均位于行业前列。2、14年无论在视频内容规划还是移动端投入倾斜等方面都值得市场重点期待, 所以我们有理由认为乐视网在14年将获得明显高于行业的广告收入增速, 预计为70%-90%。

Figure 20 在线视频广告收入及增速 (单位: 亿元)



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 19 不同形式网络广告市场份额及预测



数据来源: 艾瑞咨询、世纪证券研究所 (垂直搜索广告指垂直搜索网站提供的搜索服务广告, 如京东、淘宝等)

版权: 行业格局改变及公司经营战略调整致未来占比降低

版权分销为近年来主要收入: 9年版权积累。公司从05年开始采购影视网络播放版权, 08年以来, 随着打击网络影视剧侵权的加强, 各视频网站越发重视对影视版权的投入, 乐视网版权分销收入也迅速增长, 11年实现营收3.5亿, 占总收入比重达59%。总结来说, 经过多年的积累, 乐视网打造了全国最大正版影视版权库, 拥有9万多集电视剧和5000多部电影。

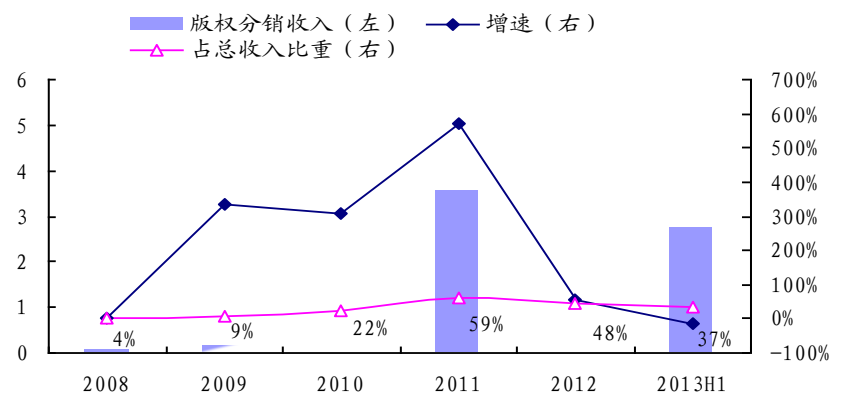
未来占比或逐步下滑: 行业格局变化、公司经营战略调整。不过从12年开始, 版权分销占公司总收入比开始出现下滑, 我们认为主要有以下几点原因: 1、视频网站版权内容合作共享: 12年4月, 搜狐、腾讯、爱奇艺合作组成“视频内容合作组织”, 在版权和播出领域进行合作共享, 促成版权市场价格的下降。2、差异化路线的逐步形成: 爱奇艺强

化娱乐节目版权，迅雷强化电影版权，而乐视则主攻长视频电视剧，这使得版权分销在一定程度上弱化。3、优质剧集的资源争夺加剧。

针对这一情况，公司通过收购花儿影视和主攻自制剧（目前乐视自制剧投入占总内容采购预算的20%）来加强内容优势以及有效控制支出。另外，分销程度过高也会在一定程度上影响品牌知名度。例如，12年公司的独播热门剧《甄嬛传》没有进行分销，即为了提升流量和知名度，以增强广告收入。

公司14年战略为加大自制剧的制作，适当减少对性价比较低的电视剧的购买。不过经过9年的版权积累，版权分销短期来看依旧是公司的核心资源，尽管占总收入比重会下降，但绝对值料不会快速下滑，预计13-14年增速均在-10%左右。

Figure 22 公司版权分销收入、增速、占总收入比（单位：亿元）



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 23 收购花儿影视具体情况

收购股权	100% (9亿)
收购方式	现金 (2.7亿元) + 股票 (6.3亿元)
花儿影视代表作	《幸福像花儿一样》 《金婚》 《甄嬛传》
花儿影视净利润	13E--6300万 (占13年乐视总净利润比为25%) 14E--8100万 15E--10320万

数据来源：收购公告、世纪证券研究所

Figure 4 2013年乐视自制主要节目

网络电影	网络剧	网络综艺
《屌丝的逆袭》	《PMAM》	《星月私房话》
《无码青春》	《形色男女》	《乐视大牌党》
《表演课堂》	《留学公寓》	《乐视风向标》
《倒数日》	《我怀了你的孩子》	《就好这一口》
《实习病倒》	《唐朝好男人》	
《毕业了 we 结婚》	《星座方程式》	

数据来源：公司季报、世纪证券研究所

智能终端：增值+广告+终端三维战略打开

智能电视发展空间巨大，互联网企业纷纷介入。相对于 PHONE 屏、PC 屏、PAD 屏，电视屏是目前互联网企业还未完全渗透，仍处于开拓中的一块。自 13 年 5 月起，乐视联合供应商夏普、美国高通公司、富士康和播控平台合作方 CNTV，相继推出了 X60、S40、S50 等超级电视系列以及 C1、C1S 乐视盒子。除了乐视，其他互联网企业如爱奇艺、小米等也纷纷介入智能手机市场，包括苹果也表示会在 14 年更新电视机顶盒 Apple TV。

相比传统电视，智能电视具备如下特点：1、拥有庞大的用户行为数据库（包括观看偏好、电商行为、游戏活动等），能更精准的了解用户行为，做到精准投放。2、用户参与度、粘性更高。3、内容的传播不受时间和空间的限制，表现形式也更多样。据奥维咨询统计，14 年智能电视渗透率将持续提高，销量有望达到 3000 万台以上。

下面来重点关注乐视智能终端未来的三大看点：

1、终端：以低价格、高体验打开市场。乐视智能终端为用户打造更清晰、完整的观影体验。具体来看，就乐视盒子 C1S 而言，其主要优势在于：1、丰富的内容储备：依托乐视强大的影视版权库。2、细节更优：不管是视频预览设计还是标题分类、说明等都更人性化，且视频效果更佳。

另外，公司即将上市的 4 核 1.7GHz 超高端 MAX70 定价不超过 9000 元，这也是乐视电视的封顶价。总结来说，公司主要不是依靠硬件的终端销售盈利，而是希望借助高性能的体验以及较低的价格打开大屏市场。

Figure 20 乐视盒子 C1S 和新版小米盒子对比

	乐视盒子C1S	新版小米盒子
上线时间	2013年3月（首次发售5万台）	2013年9月（首次发售1万台）
片源	iCNTV+乐视	iCNTV
处理器	双核1.5GHz	双核1.5GHz
接口	HDMI、AV、WiFi、以太网、SD卡、双USB	HDMI、AV、WiFi、以太网、microUSB(OTG)
最高分辨率	1080P	1080P
操作系统	LETV UI	MIUI TV
定价	0（盒子免费）+290元/半年（服务费） +490元/年	299元

数据来源：网站资料、世纪证券研究所

2、广告：13 年智能终端销量过百万，广告盈利模式开启。当 TV 智能终端的销售形成规模化、其市场价值被市场完全认可时才会吸引更多的广告主。目前乐视智能终端销量已突破了 120 万台，与宝马 MINI、英菲尼迪、三星、中国电信、飞利浦、珍视明等 20 多家品牌广告主达成

长期合作伙伴协议。

展望未来，一方面乐视TV实行大屏运营战略：运用庞大的用户行为数据库做精准匹配和推荐，另一方面通过与NBA合作、完善赛事解说等措施最大限度满足用户观影偏好。故我们认为随着乐视TV的价值逐步被市场认知，其销量也将稳步上升：管理层预计三年可达到1000万台，进而广告收入届时也将进入实质盈利阶段。

3、增值：盈利点为用户付费及第三方应用分账。公司的另外一个盈利点在于增值服务：除了前面讲到不断优化和丰富的内容储备外，乐视应用商店（Letv Store）增值业务模块也值得重点关注，它为用户提供了视频、游戏、娱乐、生活、教育、亲子、音乐等各类应用超过3000款。该系统是一个生态平台，而持续超90%的LetvUI更新率则反应了用户对大屏生态系统的信心。

目前，包括易迅网TV客户端以及腾讯大屏应用都将逐步入驻Letv Store，所以未来增值服务的盈利点除了于用户对内容的付费以外，还有第三方应用分账。

Figure 26 13年9月发布的letv store 2.0版本



数据来源：网站资料、世纪证券研究所

Figure 27 2014年2月letv store应用排行榜

排名	应用	类型
1	飞视电视浏览器	工具
2	电视家	娱乐
3	360电视卫士	工具
4	酷我K歌	娱乐
5	优酷TV版	娱乐
6	酷狗音乐	娱乐
7	360浏览器	工具
8	我是歌手第二季	娱乐
9	猫范TV	工具
10	QQ音乐	娱乐

数据来源：公司网站、世纪证券研究所

盈利预测假设

营业收入

1、终端收入：公司13年终端销量超过了120万台，其中超级电视销量30万台，远超预期。由于管理层预测3年总销量可达1000万台，所以我们预期14-15年的总销量分别为300万台、600万台，其中智能TV的销量分别为80万台、180万台（TV初始上市日期为13年5月，相当于首轮半年销售30万台）。

2、广告收入：我们非常看好公司近两年广告收入的增长，14年世界杯赛事、移动端广告的发力以及自制剧、赛事解说等精品内容的投入都将对公司的广告业务形成增量，预计14-15年增速分别为80%、60%。

3、版权分销：前面提到因为行业格局变化以及公司战略调整等原因版权分销比例会逐步下降，且参考13年半年报的数据，我们预计13-15年版权分销增速分别为-15%、-8%、-10%。

4、视频服务：随着人们付费习惯的养成以及智能TV销量打开伴随的增值服务收入的增长，我们看好14-15年的增长，不过智能终端增值服务盈利模式的形成也需要时间验证，所以我们保守预计增速分别为40%、30%。

Figure 21 公司收入分项预测 (单位: 百万元)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2013H1
视频服务	121.22	152.03	167.23	234.12	304.36	65.70
增速		25.42%	10.00%	40.00%	30.00%	14.92%
播放服务及终端收入	6.72	38.21	865.58	2242.58	4822.58	58.22
增速		468.78%	2165.48%	159.08%	115.05%	484.50%
广告	114.46	419.35	838.70	1509.65	2415.44	343.13
增速		266.36%	100.00%	80.00%	60.00%	124.74%
版权分销	356.16	555.37	472.07	434.30	390.87	274.75
增速		55.93%	-15.00%	-8.00%	-10.00%	-15.37%
合计	598.56	1167.31	2343.58	4420.66	7933.26	751.92
增速		95.02%	100.77%	88.63%	79.46%	35.98%

数据来源: WIND、世纪证券研究所

营业成本

1、摊提费用：这一块主要是针对采购的视频版权的摊提。一方面公司表示会降低对性价比较低的影视版权的购买，另一方面为了吸引更多的广告商以及完善内容的品质，公司也在加大对诸如NBA赛事等优质视频的购买。所以综合来看，我们预计这一块的费用增速会逐步走平，预计13-15年增速为50%、40%、30%。

2、CDN及宽带费用：12年该板块费用的大幅增长主要是因为研发费用的增加：公司研发实现了P2P和CDN技术的有机融合，极大提升了视频传输能力以及用户的视频体验效果。未来我们预计这一块费用会较为平稳，参考13年半年报，预计13-15年增速分别为：-37%、5%、5%。

3、广告费用：广告收入毛利率较高，预计未来几年与12年一样，维持在95%左右。费用增速与收入增速基本一致，预计13-15年广告费用增速分别为：88%、70%、55%。

4、终端：乐视TV和乐视盒子由于定价较低，毛利率不高，预计在10%-20%之间，而公司也强调并不依靠终端来获取利润。我们预计14-15年终端销量增长快速，其费用增速也与销售收入增速基本一致。

Figure 22 公司成本预测 (单位: 百万元)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2013H1
摊提费用	162.48	412.53	618.79	866.31	1,126.20	256.29
增速		153.90%	50.00%	40.00%	30.00%	56.38%
cdn及带宽费	51.09	155.29	97.83	102.73	107.86	63.26
增速		203.95%	-37.00%	5.00%	5.00%	-36.91%
工资及福利	34.64	53.42	73.18	95.14	118.92	43.13
增速		54.22%	37.00%	30.00%	25.00%	37.37%
广告费用	13.23	23.39	43.98	74.76	115.88	24.16
增速		76.75%	88.00%	70.00%	55.00%	100.64%
其他	10.45	15.79	30.16	45.25	65.61	12.52
增速		51.08%	91.00%	50.00%	45.00%	91.22%
终端			714.63	1902.30	4095.30	54.34
增速				166.19%	115.28%	709.83%
合计	275.09	684.25	1,578.58	3,086.48	5,629.77	453.73

数据来源: WIND、世纪证券研究所

盈利预测结果 (考虑花儿影视收购并表)

在不考虑收购花儿影视的前提下,我们预计公司13-15年的归属于母公司股东的净利润分别为:2.53亿元、3.95亿元和6.56亿元,每股收益分别为0.32元、0.5元和0.83元。

根据花儿影视的收购公告,14年预期可以实现并表。由于花儿影视预期13-15年可实现的净利润为6300万、8100万、10320万,所以预计14-15年公司总净利润分别为4.76亿元、7.59亿元。另外,总股本为8.13亿股(原7.98亿股+1500万股),故14-15年总每股收益为:0.58元、0.93元。

所以考虑并表因素后,公司13-15年每股收益分别为:0.32元、0.58元和0.93元。

投资评级及建议

1、看好广告业务的增长和智能终端销量打开带来的增值服务预期。我们预计公司 13-15 年每股收益分别为 0.32 元、0.58 元和 0.93 元，对应于最新股价 46.9 元，PE 分别为：146、80.8、50.4 倍。我们认为公司有以下两个看点：1、14 年在世界杯赛事推动、自制剧等内容丰富以及移动终端发力的背景下，公司广告业务有望继续放量。2、乐视智能 TV 以及乐视盒子在 14-15 年销量有望大幅增长，增值服务收入爆发可期。

2、国际对比：公司与 Netflix 业务模式类似，估值提升空间较大。在美国上市的 Netflix 与乐视的经营模式类似：都是以提供专业版权内容为主。Netflix 最大的优势在于其推荐系统 Cinematch，即对用户视频点播的基础数据库进行分析（包括各种观影行为、评分以及搜索请求等），计算出用户可能喜爱的影片，再进行精准的定制化推荐，包括最近他们自制的市场大热“纸牌屋”，也是这一大数据分析的产物。

而乐视网目前在 PC 和移动端的广告投放以及智能终端的增值服务也正是以数据分析为基础，以提供更精准的推送。据了解，其大数据平台由用户行为分析、广告分析、推荐引擎、精准投放、企业通过率等七个子平台组成。

综上：1、我们看好公司近几年的业绩增长。2、参照 Netflix 在美股的表现，我们认为公司在营收和估值方面都有较大的提升空间。给予“增持”评级。

Figure 23 可比公司情况(市值、营收、净利润均以人民币计算)

证券简称	最新总市值(亿元)	13年营业收入(亿元)	13年净利润(亿元)	PS	PE
Netflix	1661.45	266.71	6.85	6.23	242.44
优酷土豆	366.64	30.28	(5.81)	12.11	(63.13)
乐视网	368.49	23.44	2.54	15.72	145.08
搜狐	201.23	85.37	(0.93)	2.36	(215.75)

数据来源：WIND、世纪证券研究所

风险提示

- 1、广告收入增长不达预期的风险
- 2、宏观经济形势的变化对乐视 TV 的销售带来的风险
- 3、影视剧版权价格上涨给公司带来的财务风险

Figure 31 三大会计报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	891	1624	2894	5039	营业收入	1167	2344	4421	7933
现金	194	200	200	200	营业成本	684	1579	3086	5630
应收账款	371	725	1368	2455	营业税金及附加	45	59	111	198
其他应收款	9	19	37	66	营业费用	134	258	486	873
预付账款	247	568	1111	2027	管理费用	58	105	199	357
存货	27	62	120	220	财务费用	42	54	83	117
其他流动资产	44	49	58	72	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	2010	2275	2543	2809	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	20	20	20	20	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	179	160	129	96	营业利润	197	289	455	759
无形资产	1751	2052	2351	2650	营业外收入	31	5	5	5
其他非流动资产	60	43	43	43	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2901	3899	5437	7848	利润总额	228	294	460	764
流动负债	1114	1965	3117	4886	所得税	38	47	74	122
短期借款	509	983	1422	2004	净利润	190	247	386	642
应付账款	327	710	1389	2533	少数股东损益	-4	-5	-9	-14
其他流动负债	277	272	306	349	归属母公司净利润	194	253	395	656
非流动负债	514	434	434	434	EBITDA	669	681	880	1219
长期借款	34	34	34	34	EPS (元)	0.24	0.32	0.50	0.83
其他非流动负债	480	400	400	400					
负债合计	1628	2399	3551	5320	主要财务比率				
少数股东权益	29	23	15	1	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	418	794	794	794	成长能力				
资本公积	438	62	62	62	营业收入	95.0%	100.8%	88.6%	79.5%
留存收益	389	620	1015	1671	营业利润	22.3%	46.5%	57.3%	66.8%
归属母公司股东权益	1245	1476	1871	2527	归属于母公司净利润	48.1%	30.1%	56.3%	66.0%
负债和股东权益	2901	3899	5437	7848	获利能力				
					毛利率(%)	41.4%	32.6%	30.2%	29.0%
现金流量表					净利率(%)	16.6%	10.8%	8.9%	8.3%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	15.6%	17.1%	21.1%	25.9%
经营活动现金流	106	233	255	145	ROIC(%)	9.3%	10.3%	12.4%	15.1%
净利润	190	247	386	642	偿债能力				
折旧摊销	429	338	341	343	资产负债率(%)	56.1%	61.5%	65.3%	67.8%
财务费用	42	54	83	117	净负债比率(%)	41.16%	46.54%	43.83%	40.19%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	0.80	0.83	0.93	1.03
营运资金变动	-585	-411	-580	-997	速动比率	0.78	0.79	0.89	0.99
其他经营现金流	30	5	24	40	营运能力				
投资活动现金流	-764	-603	-610	-610	总资产周转率	0.50	0.69	0.95	1.19
资本支出	775	20	10	10	应收账款周转率	4	4	4	4
长期投资	10	0	0	0	应付账款周转率	2.42	3.04	2.94	2.87
其他投资现金流	21	-583	-600	-600	每股指标(元)				
筹资活动现金流	718	376	355	465	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.32	0.50	0.83
短期借款	169	474	440	582	每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.29	0.32	0.18
长期借款	-31	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.57	1.86	2.36	3.18
普通股增加	198	376	0	0	估值比率				
资本公积增加	-188	-376	0	0	P/E	154.51	118.76	75.98	45.75
其他筹资现金流	570	-98	-84	-117	P/B	24.11	20.32	16.03	11.87
现金净增加额	60	6	0	0	EV/EBITDA	46	46	35	25

数据来源: 天软、世纪证券研究所

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.