

证券研究报告·上市公司简评

传媒

硬件+内容提升流量，广告变现效果显著，新盈利点值得关注

事件

乐视网发布 2013 年年度报告，业绩基本符合预期

2013 年公司营收 23.61 亿元，同比增长 102.28%，归母扣非净利润 2.55 亿元，同比增长 31.32%，基本符合预期。

现金方面，经营现金正向净额 1.76 亿元，同比增长 65.59%，筹资、投资现金合计增加 3.92 亿元，公司持有现金 6.08 亿，同比增长 213.4%。

资产方面，50.2 亿资产，同比增长 73.04%，其中无形资产账面价值 26.42 亿元，同比增长 50.89%，资产负债率 58.59%，同比微升 2.47 个百分点。

费用率方面，销售费用率 8.26%，同比减少 3.22 个百分点；管理费用率 3.81%，同比减少 1.16 个百分点；财务费用率 4.91%，同比增加 1.31 个百分点。总体控制得力，债券及并购提高了财务成本。

简评

公司“平台+内容+终端+应用”的乐视生态链全产业链营模式，通过“版权+技术”方式，持续提升品牌影响和用户规模，我们认为公司发展战略清晰、各业务协同性强，乐视生态的创新具有颠覆性，成长潜力巨大。

终端硬件：争夺用户入口，规模效应广告空间巨大

年报显示，2013 终端营收 6.88 亿元，与其成本基本持平，公司介入终端业务并非希望获取硬件收益，这种互联网思维更看重 2 方面效果：（1）终端用户的积累，提高用户粘性；（2）迅速实现规模效应，通过广告或后付费变现。

传统的硬件终端业务需要更多的资金、渠道和供应链管理能力，但富士康入股乐视致新的战略合作、公司创新的 CP2C 模式（正向现金流，不需自有资金）以及互联网直销等方式颠覆传统，凭借超级电视的超级性能和震撼价格迅速抓住用户撬开市场，三款机型分别在多个月份占据同尺寸机型的销量冠军。截至目前，乐视 TV 智能终端总销量超过 120 万台，其中超级电视超过 30 万台，乐视盒子超过 90 万台，我们粗略估算终端覆盖人群 300-400 万人，初步形成规模效应。

与此同时，终端的用户质量极高，据统计，超级电视日均开机率

乐视网 (300104)

维持

增持

朱律

zhulv@csc.com.cn

010-85130231

执业证书编号：S1440512020001

发布日期：2014 年 3 月 24 日

当前股价：43.28 元

目标价格 6 个月：54 元

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
-6.50/-2.24	13.45/15.23	193.01/204.65

12 月最高/最低价 (元) 55.5/20.62

总股本 (万股) 79846.63

流通 A 股 (万股) 47368.22

总市值 (亿元) 345.58

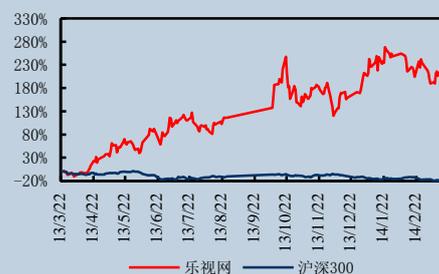
流通市值 (亿元) 205.01

近 3 月日均成交量 (万) 1561.39

主要股东

贾跃亭 46.57%

股价表现



相关研究报告

14.01.21	视频广告业务高速增长，业绩预告符合预期
12.08.28	广告业务高增长，终端、应用建设力度大
12.03.26	调研简评：广告收入将高速增长



为 67.54%，周均开机率为 92.09%，月均开机率高达 95.97%；日均开机时长 6.96 小时，月均开机时长高达 92.9 小时，远远超过传统电视。

根据公司产品规划，2014 年计划销售超级电视超过 100 万台，乐视盒子超过 100 万台，终端产品累计突破 300 万台。如果销售目标达成，我们认为终端将覆盖超过一千万高质量用户，具备中小型省级卫视电视台的规模，电视广告盈利潜力极大。

电视广告之外，用户续交年服务费可能是利润率更高的变现方式。目前硬件销售时附赠至少一年的免费服务期，意在培养用户习惯，感受超级电视的魅力，通过优质内容和体验提高用户的续费率。2013 年 Netflix 美国用户已达 3342 万，付费率高达 93.42%。

平台：长视频第一，乐视网流量优势提升，技术优势平抑后端成本

2013 年公司在长视频领域保持第一，乐视网的流量、覆盖人数等各项关键指标大幅提升，截至 2013 年 12 月 31 日，公司网站的日均 UV（独立访问用户）约 2,600 万，峰值接近 4,500 万；日均 pv1.4 亿，峰值 1.9 亿，vv 日均 1.6 亿，峰值 2.2 亿。

用户覆盖方面，根据 comScore 的数据，乐视网 2013 年 12 月日均覆盖 1.88 万人仅次于优酷土豆的 3.97 万人，月均覆盖 18.23 万人，仅次于优酷土豆的 26.81 万人和爱奇艺的 19.37 万人。

服务器和带宽方面，后端 CDN 节点超过 200 个，带宽超过 2.2T。尽管用户访问量大幅增长，但公司通过创新技术保证用户体验的同时，CDN 和带宽成本得到有效控制。2013 年 CDN 及带宽成本仅微增 3.58%，达到 1.61 亿元。

内容：资金优势筑起内容长城，自制+体育追求差异化竞争

截至 2013 年 12 月 31 日，公司拥有电影版权超过 5000 部，电视剧版权超过 100000 集，账面价值合计达到 23.4 亿元，占公司总资产的 46.61%，通过资金优势铸就核心竞争优势。相应地内容成本也大幅上升，根据年报数据，2013 年内容摊销成本约为 5.7 亿元，占总成本的 34.15%。

随着网络视频竞争的日趋激烈，我们认为内容成本或将继续上升。同时，公司为追求内容的独特性和差异化，内容分销不再是公司的主要方向，精品自制和体育或许将是公司降低内容成本、保证内容优质和差异化竞争的主要载体。

（1）体育：控股子公司“乐视体育”成立

目前乐视体育已经拥有 NBA、欧洲五大足球联赛、ATP/WTA 网球、NFL、MLB、顶级高尔夫等系列重大比赛的直播版权，在北京小武基已经成功建立高清卫星信号地面接收站和专业演播室，在体育信号源方面超过央视水平。公司与乐视控股以 6:4 的比例成立乐视体育，其发展思路类似乐视致新，公司体内事业部发展壮大后的体外培育，有利于体育业务发展。

（2）自制：剧+栏目，精品深耕细作，外延发展增强内容生产能力

自制剧方面，《唐朝好男人》、《PMAM》播放量超 2 亿，《女人帮》第二季、《X Girl》等均取得了优异成绩。



自制栏目方面，公司携手体育名嘴黄健翔《黄·段子》、杨澜担任出品人《天呐女人》、《星月私房话》、以及与《南都周刊》主笔易小荷联手制作《荷体育》等优质体育节目，获得了高播放量。

2014 年乐视自制力争完成 700 集网络自制剧以及 1 部大型综艺，继续保持行业第一。

外延方面，公司通过对花儿影视的收购，一方面使公司的精品电视剧版权库得到迅速补充；另一方面将增强公司优质内容的生产能力，提升双方的品牌效应，增强用户粘性，促进网站浏览时长的快速增长。

盈利业务：广告业务翻倍增长，发行业务平稳发展，终端年费是重要增量，平台业务或成潜力爆发点

2013 广告业务收入取得了大幅度增长，实现广告收入 8.39 亿元，同比增长 100.06%。伴随着公司品牌和知名度不断提升，优质品牌客户进一步提升，品牌广告占据广告业务绝对份额。由于优质品牌广告多与 4A 公司合作，账期相对较长，客观上导致应收账款有较大提高，我们估算认为 9.5 亿应收账款中约有 60% 是品牌客户的账期导致，坏账风险较小；其他部分主要是分销客户和运营商账期导致。

借力于公司“平台+内容+终端”三位一体的乐视生态模式，广告业务还将继续高速增长，也是公司主要的变现方式，2014 年公司广告收入目标是 15 亿元，保持 78.78% 的高速增长态势。

2013 年会员和发行业务平稳发展，营收 8.34 亿元，同比增长 17.96%。由于公司追求内容差异和独特，版权分销不再是公司主要发展方向，而付费点播习惯还处于培育阶段，视频网站之间的激烈竞争导致过早依赖付费点播不可行，但随着终端硬件的首年免费使用到期，优质的用户体验和内容将推动大批用户续费，看好硬件终端用户的年费收入，可能是 2014 年较大的增量收入，有效提高盈利能力。

广告业务之外，公司平台方面的 2 项业务存在爆发潜力：云视频和电商。

(1) 云视频侧重 toB 业务，解决 B 端客户视频上传、转码、存储和分发等视频需求，基于乐视的资源和技术为合作伙伴建立视频内容并分发，降低自建的难度和成本。目前公司已在电商、教育、游戏和垂直媒体等行业展开大量合作，与京东、淘宝、多玩、易车网、起跑线、中彩网等 20 多家客户进行合作。虽然当前业务占比较小，但可以有效利用闲置带宽资源（2T 带宽在白天等非高峰时段有较大闲置），在较低成本支出下带来较大流量。目前来自云视频的流量已接近占到公司 20%。

(2) 电商平台方面，2014 年实现综合实力进入电商行业前 10、垂直电商前 3 的目标。围绕乐迷需求，有选择性的扩大产品品类，大力加强电商平台基础能力建设，完成小件覆盖全国、大件覆盖 400 个城市的物流配送体系建设。

盈利预测和评级

公司 2014 年将继续力争保持长视频第一，目标月度 UV 超过 4 亿，日均 VV 超过 3.5 亿，移动端 VV 占全网比例超过 50%，TV 端日均 VV 超过 5000 万。

正如 2014 年投资策略中预测的一样，2014 年的视频行业将继续高速增长，我们预计行业规模可能会在 170 亿元左右的规模。乐视网作为行业领先者引领行业发展模式，独有的乐视生态全产业链经营，公司将通过持续创新、不断进化乐视生态，改变人们的互联网生活方式，实现平台、内容、终端、应用等生态环节综合实力达到行业第一，实现打造高品质的乐迷生活圈的目标，我们认为公司总营收 57 亿的目标极有可能超额完成。随着



用户规模效应的实现，广告和用户续费等高利润率将高速增长，大幅提高公司的利润水平。考虑到视频内容成本可能上升较快，考虑花儿影视并表，我们预测 2014-2016 年归母扣非净利润 4.01 亿、5.50 亿和 7.34 亿，对应 EPS 分别为，目标价 54 元，增持评级。

预测和比率

	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入（百万）	2361.24	5847.89	8191.15	10798.05
营业收入增长率	102.31%	147.66%	40.07%	31.83%
净利润（百万）	247.18	400.94	549.69	734.16
净利润增长率	22.32%	62.20%	37.10%	33.56%
EPS（元）	0.31	0.48	0.65	0.87
P/E	140	90	67	50



分析师介绍

朱律: 传媒行业分析师, 经济学硕士, 毕业于西安交通大学, 五年证券从业经验, 2012年《新财富》最佳分析师通信第一名团队、《水晶球》最佳分析师通信第一名团队。

报告贡献人

陈英: 010-85156476, chenyingzgs@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 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

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

张东毅 021-68821609 zhangdongtao@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

深广地区销售经理

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

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

程海艳 0755-82789812 chenghaiyan@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

机构销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@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，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告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中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/或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 8 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

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622