

生态化反衍生潜在估值，智能终端颠覆中崛起

乐视网 (300104.SZ)
推荐(首次评级)

核心观点:

● 公司的增长前景判断

我们预计未来两年乐视生态中终端业务和内容端业务将继续保持快速增长,2015 年乐视影业将被注入上市公司,超级手机出货量预期百万级,2016 年将放量至千万级,2016 年或正式推出的超级汽车将带动公司估值再下一城,我们预计公司 2015-2017 年归属于母公司净利润为 5.3273 /8.2518 /12.9797 亿元,对应摊薄 EPS 为 0.64 /0.98/1.54 元。

● 超级手机 2016 年预计放量至千万级，移动端入口布局确定

2015 年中国智能手机出货量预计增速 7.8%，依然继续稳居全球最大的智能手机市场，占全球市场份额达 31%，乐视超级手机的亮相超出此前业界预期，2015 年将主打品质和体验，预期出货量 200 万台，2016 年预计放量至千万级，移动端入口战略布局确定性砝码再提一筹。

● 乐视影业注入在即，票房年均增速 92%远高行业平均水平

乐视影业 2014 年票房收入约为 30 亿元，在民营电影公司中位列第二名，公司 2015 年预计出品、发行影片 20 部，50 亿票房目标，2016 年预计出品/发行 25 部影片，票房 75 亿元，此外还将大力拓展国际市场，根据数据测算，乐视影业 2012-2016 年预计票房年均增长率达 92%，远超中国电影票房 25%-30%的增长率。

● 付费业务保持较快速增长，生态协同助推核心竞争力提升

2014 年，乐视网络付费服务以增速 288.22%、15.26 亿的收入在主营业务中表现突出，作为净利润的重要来源之一，随着终端销量的提升带来的用户的边际价值增长，预期未来付费业务在乐视整个生态协同中将保持加速增长，对标全球最大流媒体(在线视频)播放服务商 Netflix，此部分业务的快速增长，将对公司估值提升起到重要作用。

分析师

殷睿

TEL : 0755-83214197

Mail: yinrui@chinastock.com.cn

职业资格证书编号: s0130514110002

联系人: 郝艳辉

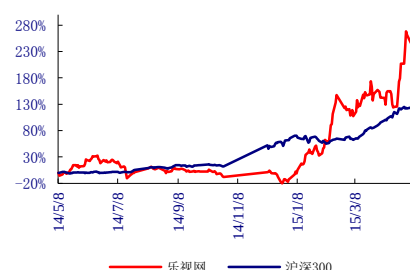
TEL: 010-83574080

Mail: haoyanhui@chinastock.com.cn

市场数据 2015-05-07

A 股收盘价(元)	145.68
A 股一年内最高价(元)	148.91
A 股一年内最低价(元)	28.20
上证指数	4112.21
市盈率	336.63
总股本(万股)	84119.01
实际流通 A 股(万股)	47669.96
流通 A 股市值(亿元)	36449.05

相对沪深 300 表现图



资料来源: wind、中国银河证券研究部



● **行业估值的判断与评级说明**

我们长期看好互联网+时代乐视网的战略布局,公司生态系统雏形已基本奠定,未来将进入快速发展及完善期,判断 2015 年末市值约 2500 亿。我们首次覆盖乐视网,予以“推荐”级别。

主要财务指标

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	6818.94	18000.00	35000.00	65000.00
EBITDA(百万元)	1223.33	4493.90	9344.70	16650.25
收入增长率%	188.79%	163.97%	94.44%	85.71%
净利润(百万元)	364.03	542.13	825.18	1297.97
摊薄 EPS(元)	0.43	0.64	0.98	1.54
PE	92.38	204.49	134.35	85.41
EV/EBITDA(X)	29.59	26.79	14.47	8.80
PB	10.62	30.21	24.66	19.14
ROIC	4.19%	5.32%	6.13%	7.76%
总资产周转率	0.98	1.10	1.03	1.13

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

我们认为未来公司有望成为与 Netflix、Google 比肩的巨头公司，市值将再创新高，公司主要竞争优势如下：

第一， **生态链架构布局表现战略眼光，后市协同效应或指数级飙升：**在公司“平台+内容+终端+应用”的全产业链生态架构下，公司品牌知名度、用户规模大幅提升，推动各主营业务快速发展；后市伴随着 2016 年超级汽车的正式推出，公司也将由多屏协同向多行业协同迈进，由此整个生态的高壁垒和不可替代性正式铸就，生态体系内内容到终端、多屏多行业到生态广告的营销等将融为一体，从而多元化盈利模式将被创新，集团后市协同效应或指数级上升。

第二， **入口端逐步发力，边际成本递减带来现金流收入增加：**2015 年超级电视预计销量在 500 万台，超级手机销量预计 300 万台，2016 年超级手机销量有望达到千万级别，终端销量的增加将带来更多付费用户，公司将成立统一的影视互联事业群进行内容分发与广告营销，统一的战略将带来边际成本的递减以及现金流收入增加，这也是生态的本质价值体现。

第三， **控股或参股公司群星璀璨，对上市公司形成支撑：**目前乐视网旗下囊括乐视影业、乐视体育、乐视云计算等控股或参股公司，可谓群星璀璨，以乐视体育为例，首轮融资不低于 5000 万美金，股份占比 15%-18%，保守估值 150 亿；去年票房排名第二的乐视影业也将在 2015 年加盟上市公司，预期估值未来可比肩华谊兄弟；另外乐视音乐在完成产业链布局后首轮融资也已排上日程。

我们与市场不同的观点:

我们长期看好互联网+时代的乐视战略布局，主要考虑到其未来现金流估值因素——付费业务，我们认为兼于生态的定位，以及终端为内容服务的宗旨，公司核心盈利点将最终落脚于“互联网视频”的“付费模式”，从整个行业来看目前付费业务毛利率较高，且用户数的增长及收入的增加不以成本上升为代价，对标有着较为相同业务和类型的 Netflix，其拥有付费用户 5962 万，对应最新市值为 2000 亿人民币，而后市随着乐视终端的放量带来的新增付费用户、乐视网自身自然增长付费用户以及续费用户的增加，公司达到数千万级付费用户指日可待，对应市值也有望达到千亿美金。

估值与投资建议:

我们预计公司 2015-2017 年归属于母公司净利润为 5.3273 /8.2518 /12.9797 亿元，对应摊薄 EPS 为 0.64 /0.98/1.54 元，对应 PE204.49/134.35/85.41 倍。我

们长期看好互联网+时代乐视网的战略布局，公司生态系统雏形已基本奠定，未来将进入快速发展及完善期，我们首次覆盖乐视网，予以“推荐”级别。

股价表现的催化剂：

我们认为公司股价表现的催化剂有：乐视影业15年注入上市公司的预期；超级电视、超级手机放量预期；全球化战略顺利进展提升公司整体估值。

主要风险因素：

监管政策不确定性风险；业务创新失败风险；手机销量低于预期风险。

目录

一、行业竞争力和公司所处地位分析:	4
(一) 双重红利助推行业迎高速发展期	5
(二) 生态王牌奠定“行业前列”地位	6
二、智能终端颠覆中崛起, 超级手机将成入口主力:	8
(一) 超级电视续费率超 60%, 2015 年全年销量预期 400 万	8
(二) 超级手机 2016 年预计放量至千万级, 移动端入口布局奠定	9
(三) 超级汽车渐行渐近, 顶级研发配备或再颠覆行业	11
三、付费业务生态中迅速成长, 对标 Netflix 估值空间巨大:	13
(一) 付费业务保持较快速增长, 生态协同助推核心竞争力提升	13
(二) 乐视影业注入在即, 票房年均增速 92% 远高行业平均水平	17
(三) 集团潜力子公司群星璀璨, 提升上市公司潜在估值	21
四、生态协同下的广告价值及竞争优势:	25
(一) 生态化反中边际成本递减带来现金流增加	25
(二) 生态外的灵魂竞争力——优秀团队	26
(三) 多平台叠加千亿美金航母巨头诞生在即	27
五、附录:	29
(一) 公司财务预测表	29
(二) 公司估值表	30
六、图表目录	31

一、行业竞争力和公司所处地位分析

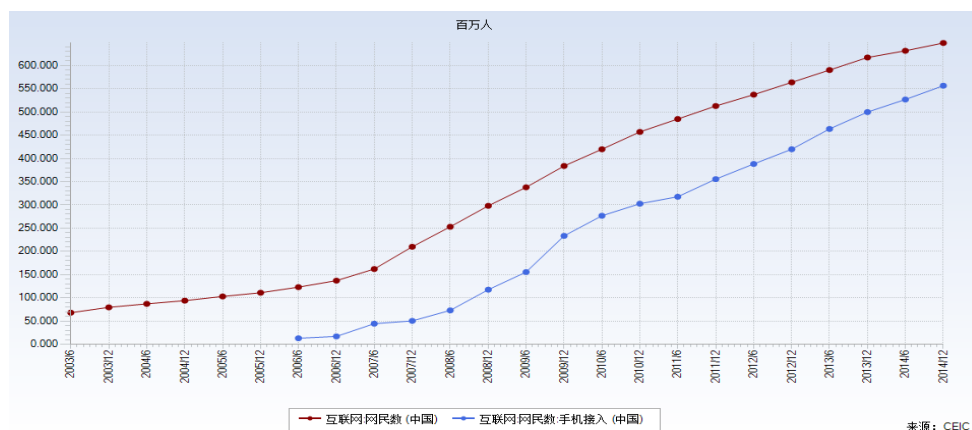
公司为正宗的“互联网+”概念股标的，所处互联网电影（乐视影业）、互联网电视（超级电视）、智能手机、互联网体育等子行业，可谓站在了轰轰烈烈的工业 4.0 革命以及传统产业全面向互联网转型的时代风口，其中互联网视频作为公司核心现金流的主要来源，成为公司核心业务。

（一）、双重红利助推互联网视频迎高速发展期

互联网视频行业前景广阔，经济转型+政策双重红利助推行业发展；当前，互联网与传统产业边界日益交融，衍生出新型业态与新的经济增长点，企业不同程度地通过互联网开展生产经营活动，推动了工业转型升级；同时，国家已将文化产业定为支柱性产业，将文化产业建设提升至最高国家意志，文化产业伴随着居民消费指数的提高迎来最佳发展期；而伴随着基础网络设施建设的不断加强、宽带网络持续优化升级，互联网基础环境得到快速提升，支撑互联网视频行业的高速发展。

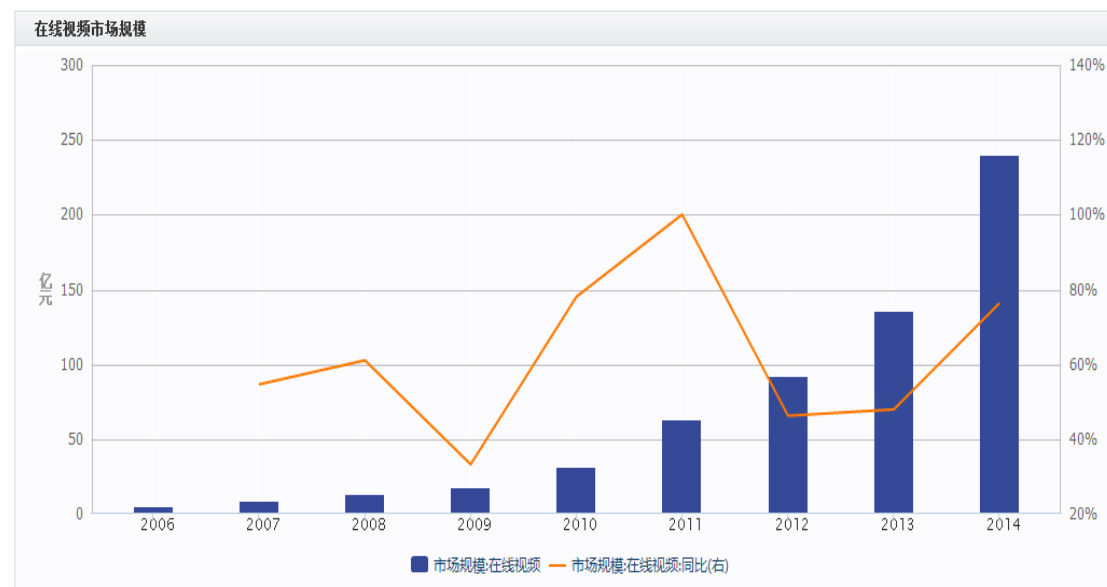
市场规模和用户飞速增长，互联网视频行业产品化属性增强，迎来高速发展机遇期；随着互联网用户规模进一步扩大，移动互联网迅速崛起。近几年来，我国的 3G 进一步普及，4G 开始商用，无线网络快速发展，智能手机价格持续走低，移动互联网加速普及应用，而版权意识以及知识产权地位的提高使其产品化属性直线上升。

图表 1:近十年来中国网民数量变化图：



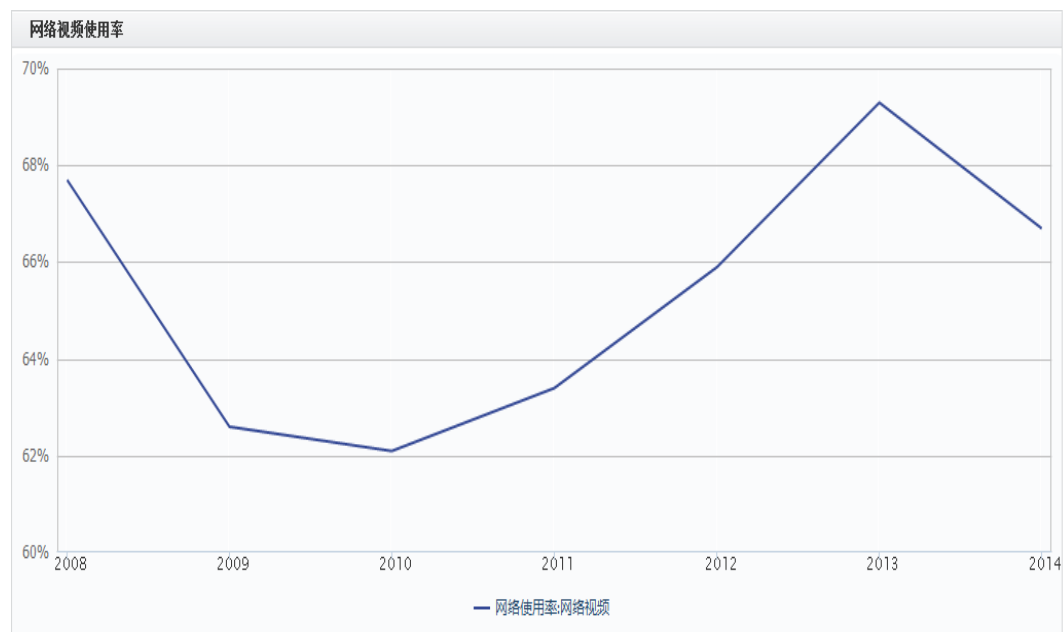
资料来源：CEIC、中国银河证券研究所

图表 2:近年来在线视频市场规模:



资料来源: wind、中国银河证券研究所

图表 3: 网络视频使用率:



资料来源: wind、中国银河证券研究所

随着国内网络视频服务水平的提高,网络视频已经发展成为人们获

取电影、电视剧、新闻视频等资讯内容的重要渠道。网络视频用户现已经进入平稳增长，同时，网络视频使用率自 2010 年以来保持在 62% 以上的使用率。

就手机终端而言，2014 年中国智能终端出货量为 5 亿部，同比增长 15.4%。其中智能手机市场出货量超过 4 亿部，同比增长近 20%；IDC 预计，虽然中国智能手机市场增速放缓，但是 2015 年中国智能手机出货量依然将达到 4.5 亿部，继续稳居全球最大的智能手机市场，占全球市场份额达 31%，是排在第二位的美国市场的将近三倍。

（二）、生态王牌奠定“行业前列”地位

（1）平台方面：公司 2015 年将继续力争保持长视频第一的位置。云视频平台方面，控股子公司“乐视云计算有限公司”于 2014 年在广电、电商、教育、媒体、动漫、智能家居等多个领域积累了 2,000 多家客户，并与海康威视、微软、唱吧、京东、沪江、UCloud、中金数据、新蓝网等开展了不同形式的服务合作。目前，将基于公司现有在云视频平台业务方面的优势，进一步加大对云视频业务的投入。2015 年乐视云将全面支持 4K 和 H.265，并提供包含云点播、云直播、CDN、视频营销、广告等深度解决方案，打造领先的云计算服务平台，继续保持行业第一。

电商平台方面，2015 年实现综合实力进入电商行业前五、垂直电商保持第一的目标。围绕乐视生态，根据乐迷需求，针对性的提升产品覆盖。与此同时，大力加强电商平台基础能力建设，继续整合全国最优质的售后服务资源，通过乐视生态的专业化培训为用户和提供最为专业的指导和服务，实现大陆覆盖无盲点，并逐步探索开展海外业务。

（2）内容：2014 年乐视网在版权、自制、体育、音乐、电影等领域汇聚了众多热门资源，为生态型内容运作奠定了稳固基础。基于乐视生态，内容的生命周期可以通过各种内容形式得以无限延长，受众基数得到递增，并在五屏终端上充分呈现，其运营价值将得到深度挖掘，形成“大制作、大生态、大影响”的连锁规模化商业效应。

2015 年，乐视将继续保持国产剧覆盖全行业第一的优势，达到上星电视剧覆盖率 80% 的目标，汇聚《百万新娘 II》、《紫钗奇缘》、《千金女贼》、《极品新娘》、《璀璨人生》、《千金归来 II》等多部精彩剧集。其中，由公司旗下花儿影视出品、郑晓龙导演、孙俪等众多明星主演的古装历史大剧《芈月传》，由范冰冰挑梁的女性宫廷大剧《武媚娘传奇》，以及由起点中文网白金级作家月关作品改编的两

部传奇大剧《锦衣夜行》和《回到明朝当王爷》，是乐视网 2015 年强档大剧的扛鼎之作。而《武媚娘传奇》一经开播就在乐视网以“破 2 亿”的收视率创下最高首播纪录，后续在视频播放覆盖人数、总有效播放时长、总浏览页面数三大核心数据排名中，乐视网依然长期保持全网领先地位居行业第一。

(3) 智能终端：2015 年，公司将继续通过垂直整合，不断拓展智能终端产品，为用户提供极致服务。具体包括，继续丰富和完善超级电视产品线，推出新一代的智能电视，进一步普及真正意义上的智能大屏；打造跨终端的 LetvUI 系统，并进行持续更新及迭代。

二、智能终端颠覆中崛起，超级手机将成入口主力

(一) 超级电视续费率超 60%，2015 全年销量预期 400 万

(1) 2015 年预计保守销量 400 万。2014 年，公司“乐视 TV·超级电视”已完成 Max70、X60S、X50Air、S50Air、S40Air、S40AirL 全系列产品线建设。经过一年多时间的经验累积和持续建设，乐视 TV 的研发、物流、客服等体系更趋完善，通过深度的互联网营销不断提升品牌价值，提前完成 2014 年 150 万台年度销量目标，实现终端收入 27.4 亿，占主营业务收入的 40%。

图表 4:公司主营业务分析:

单位: 元

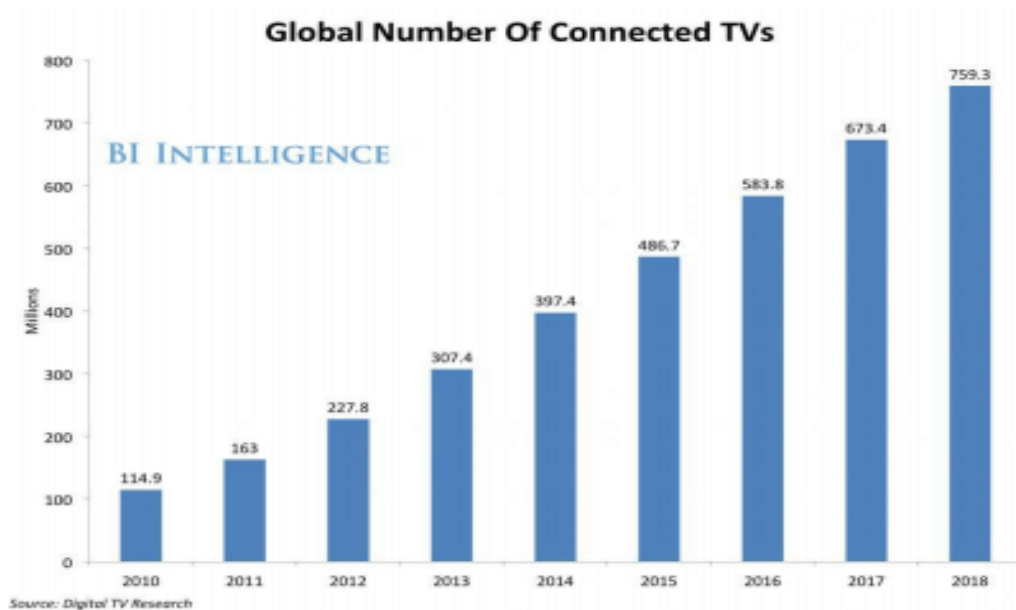
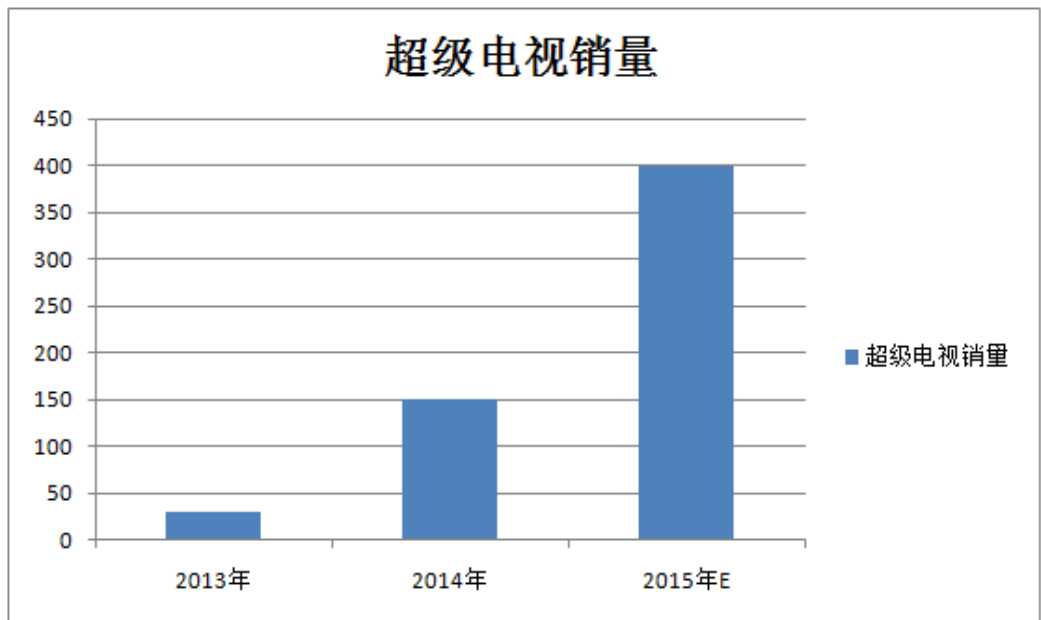
项目	2014 年	2013 年	同比增长
广告业务收入	1,572,061,798.67	838,955,356.28	87.38%
终端业务收入	2,740,047,010.46	504,176,701.05	443.47%
会员及发行业务收入	2,421,916,186.04	1,017,786,613.34	137.96%
其中: 付费业务	1,525,949,717.10	393,060,731.75	288.22%
版权分销业务	704,591,996.39	624,725,881.59	12.78%
影视剧发行业务	191,374,472.55		
其他业务收入	84,913,627.21	326,060.19	25942.32%
合计	6,818,938,622.38	2,361,244,730.86	188.79%

资料来源: 公司年报、中国银河证券研究部

中怡康数据显示, 2014 年 1-10 月, 在中国绝大多数彩电品牌销量均呈现不同程度下滑的背景下, 乐视 TV 超级电视逆势高速增长, 销量份额 (线上+线下) 从年初的 1.8% 上升至 10 月份的 7.73%, 市场占比扩张超过四倍, 继续领先三星、夏普、索尼 (3S) 等洋品牌。此外, 乐视 TV 在 40 寸、50 寸、60 寸、70 寸尺寸段的单品, 累计夺得线上线下总量的 41 个月度第一, 其中 50 寸和 60 寸的单品, 连续 10 个月每个月单品总销量第一名, 70 寸上市 8 个月勇夺 7 个月度销量第一。

2014 年 10 月 9 日, 超级电视正式登陆香港, 仅用 9 分 38 秒, 1000 台 X50Air 销售完毕, 取得海外业务首战告捷, 为后续海外业务的持续开拓打下了坚实的基础。

图表 5:超级电视销量增长图、全球智能电视用户增长分析预测 (单位: 百万):



资料来源: BI 全球智能电视用户数量预测分析、中国银河证券研究所

综合行业和公司增长动力,我们保守预计 2015 年乐视超级电视的出货量在 400 万左右,即 2015 年新增超级电视端将至少给公司带来 400 万的付费用户。

(2) 销量提升带来付费用户和经营性现金流的双重改善:截止 2015 年初, 乐视超级电视的总销量在 180W 左右, 伴随着超级电视的成长, 部分用户已到续费时间窗口, 根据公司提供的最新数据显示, 目前超级电视的续费率在 60%-70% 之间, 受益于互联网视频的迅速发展以及消费升级受众对文化消费品的需求层次上升, 未来我们预计续费率还将上升。

目前, 超级电视采用 BOM 定价, 采用“预售+代工厂账期”模式, 超级电视销量的增加可以缓解公司经营性现金流紧张问题, 2014 年公司经营性现金流净额为 2.34 亿元, 上期数值为 1.76 亿。

(二)、超级手机 2016 年预计放量至千万级, 移动端入口布局确定

2015 年中国智能手机出货量预计增速 7.8%, 依然继续稳居全球最大的智能手机市场, 占全球市场份额达 31%, 乐视超级手机的亮相超出此前业界预期, 2015 年将主打品质和体验, 预期出货量 300 万台, 2016 年预计放量至千万级, 移动端入口战略布局确定性砝码再提一筹。

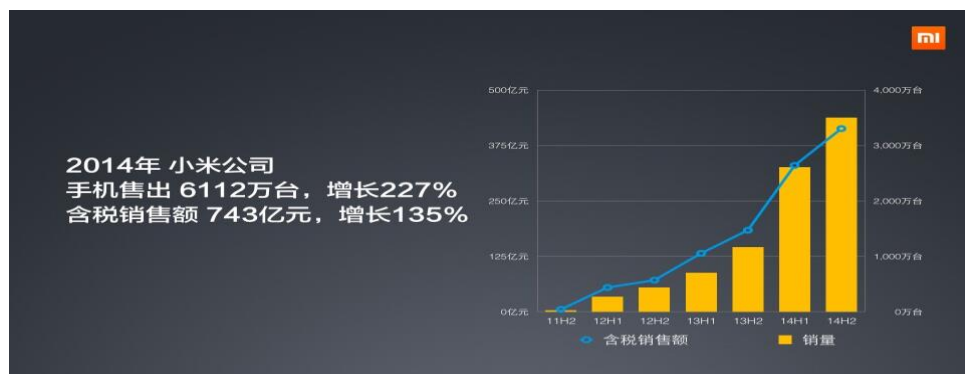
目前超级手机采用 BOM 定价, 硬件并不赚钱, 未来的盈利模式在于后续的内容付费、衍生品销售、大数据等增值服务模式进行盈利, 也就是目前处于牺牲短期利益以迅速积累用户时期, 未来超级手机的放量, 带来最大的价值即公司核心用户的迅速上升, 换言之, 超级手机将为公司积累巨量移动互联网入口以及优质付费用户。

在硬件配置上, 低配版乐 1 配置与小米 4 基本相当, 而无论生态还是作为垂直电商的销售模式, 二者都有相似之处, 并且为目前中国互联网公司新贵中的最大竞争对手, 因此我们参考小米历次融资的估值来推算出超级手机在估值上能给上市公司带来的支撑。

此外, 值得说明的是, 目前主营乐视超级手机的移动智能公司只有 19% 的股权在上市公司手中, 但这主要是由于超级手机业务尚属早期培育阶段, 将需要大量的资金以及资源的投入, 为了降低上市公司的经营风险, 减少对上市公司经营业绩可能造成的不利影响, 但这并不改变业界对手机业务对上市公司估值支撑的认可。

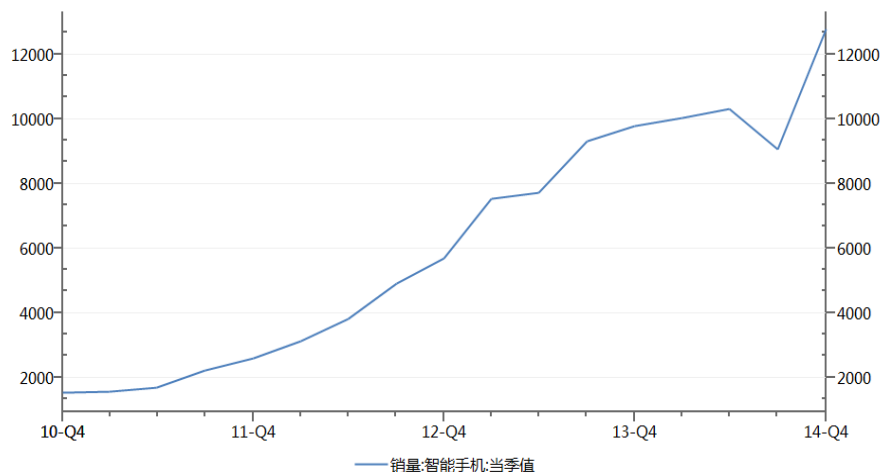
图表 6: 小米出货量及对应估值、以及小米 2014 年成绩单

年份↕	出货量↕	增速↕	估值↕
2011 年↕	30W↕	—↕	10 亿美金↕
2012 年↕	719W↕	2297%↕	40 亿美金↕
2013 年↕	1870W↕	160%↕	100 亿美金↕
2014 年↕	6112W↕	227%↕	450 亿美金↕



资料来源：公开资料、中国银河证券研究所

图表 7:今年来中国智能手机销量趋势图:



资料来源：wind、中国银河证券研究所

5月5日，乐视超级手机乐1以及乐1Pro在乐视商城开启了预约，根据官方的数据显示，5小时内，有近120万人参与了预约。24小时，超过263万人预约。

综合行业增速以及公司规划销售目标等因素，按照超级手机 2015 年 200W 销量、2016 年 1000 万销量预期，我们预测若 2016 年销售手机量达到 1000 万，其将给上市公司带来约 350 亿人民币的估值支撑。

(三)、超级汽车渐行渐近，顶级研发配备打造行业标杆

超级汽车是乐视网开展的一项旨在打造一个全球独有的垂直整合汽车互联网生态系统的重要战略，目前该项业务由乐视控股旗下公司所开展，和上市公司部分并无直接股权归属关系，由于互联网公司造智能汽车一直是业界趋势，虽然当前我们尚不能够预判乐视超级汽车的能否成功，都将引起汽车产业的颠覆革命，因此我们将其作为潜在影响公司的变量去考虑，期待公司再次创下业界传说。

乐视汽车目前已经拥有 250 人的顶级研发团队，根据公司将实现“三化”，电动化、智能化、互联网化，完全颠覆现有的汽车产品。不只是颠覆产品，包括研发、营销模式、商业模式、运营模式将全面颠覆传统汽车产业。乐视超级汽车的研发团队均在硅谷，由世界顶级的汽车专家以及互联网、IT 智能和电动系统方面的顶级人才组成。

根据公司战略进程，超级汽车有望最快在 2016 年亮相，全新的设计理念使其成为行业标杆都不无可能。

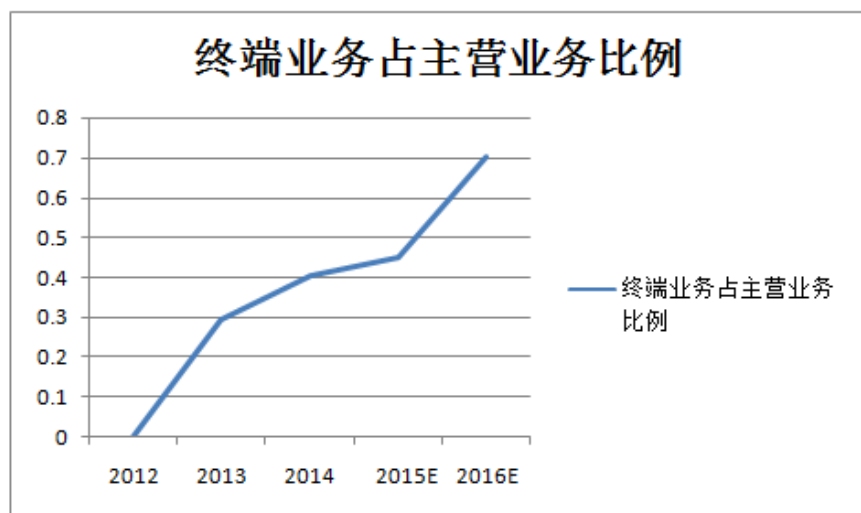
三、付费业务生态中迅速成长，对标 Netflix 估值空间巨大

(一)、付费业务保持较快速增长，生态协同助推核心竞争力提升：

2014 年，乐视网络付费服务以增速 288.22%、15.26 亿的收入在主营业务中表现突出，作为净利润的重要来源之一，随着终端销量的提升带来的用户的边际价值增长，预期未来付费业务在乐视整个生态协同中将保持加快速度增长，对标全球最大流媒体（在线视频）播放服务商 Netflix，此部分业务的快速增长，将对公司估值提升起到重要作用。

上市之初，乐视网的盈利模式主要靠版权分销，随着公司生态及各子业务条线的逐步完善，目前终端业务在主营业务收入中逐步占比超过 40%，未来若超级手机在 2016 年实现产能放量，预期终端业务占比还将进一步上升。

图表 8：乐视网终端业务占比及预测：



资料来源：公开资料、中国银河证券研究所

（注释：根据公司产能计划，2015 年超级电视计划销量冲破 400 万台，超级手机预期销量级别在百万级，2016 年超级手机预期销量千万级别，将实现全部放量，而伴随着终端的放量，付费用户也将实现线性增长）

由于乐视终端采取“不以硬件赚钱”的策略，参考超级电视销量与乐视致新的亏损相关系数，未来随着终端放量的逐步增长，公司亏损将进一步放大。另外，上市公司只对拥有超级手机业务的移动智能公司直接持有 10% 的股份，主要是因为超级手机的盈利模式使得其发展前期必然带来亏损，而 A 股上市公司则对盈利性要求极高，不放入体内也是战略选择，未来随着现金流的持续平衡走稳，注入上市公司是预期之事，因此在估值方面我们将其放在一起进行考量。

图表 9：乐视网、乐视致新、乐视移动智能股权图表

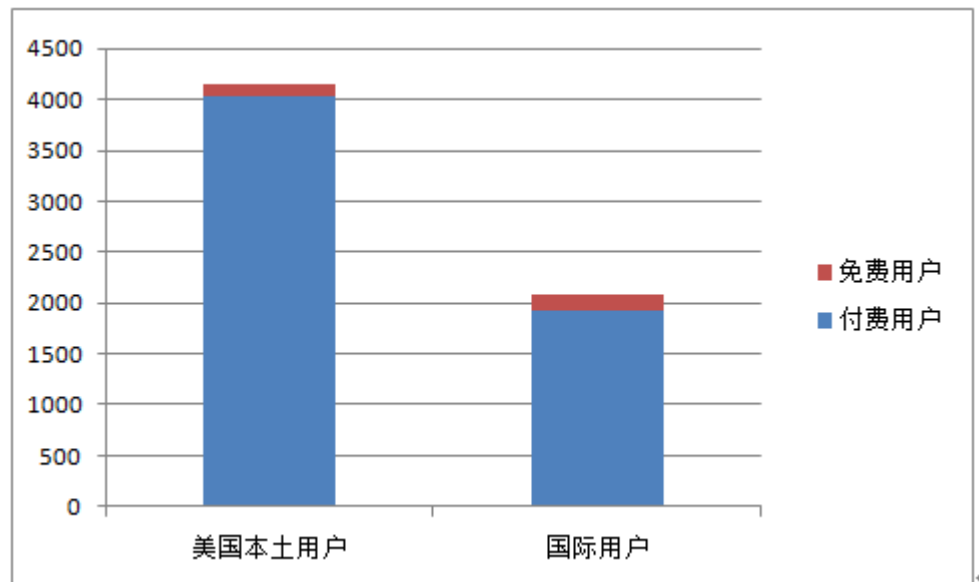


资料来源：公开资料、中国银河证券研究所

兼于生态的定位，以及终端为内容服务的宗旨，公司核心盈利点将最终落角于“互联网视频”的“付费模式”，因有着较为相同的业务和经历，我们将全球最大流媒体（在线视频）播放服务商 Netflix 作为标杆进行估值以及未来市值的对比。

截止 2015 年第一季度，Netflix 在美国流媒体用户量为 4140 万，其中付费用户 4032 万，国际流媒体用户为 2088 万，其中付费用户为 1930 万，即总付费用户 5962 万，第一季度营收 15.7 亿美元，目前最新市值为 2000 亿人民币。

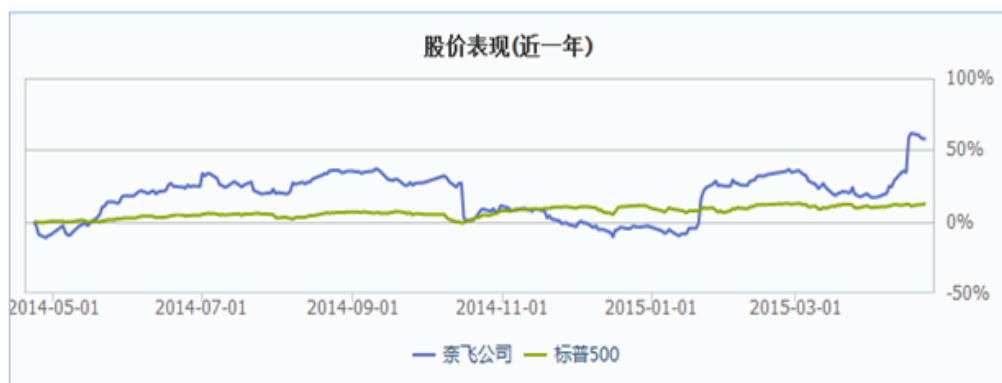
图表 10: Netflix 用户结构图



资料来源：中国银河证券研究所

Netflix 的业绩好坏直接取决于订阅用户数量，而这也是影响公司股价的决定性因素。虽然目前乐视付费用户只有 200-300 万水平，但随着乐视智能终端，尤其是智能手机的放量，未来付费用户数将得到极大提升，预期 2016 年付费用户将达到数千万级别，参考 Netflix 给予估值水平，将给公司带来千万人民币增值估值。

图表 11: Netflix 近一年市场表现、Netflix 估值指标



	最新	5年最高	5年最低	5年平均
PE(TTM)	142.77	646.33	14.09	145.46
PE(LYR)	127.03	1,314.85	13.21	236.16
PB(MRQ)	17.75	56.05	4.22	20.97
PCF	66.63	178.51	-32.89	41.13
PS	6.16	5.29	0.83	2.98
EV/EBITDA	12.18	27.13	4.38	11.86
EV/Sales	7.05	7.75	1.68	4.47

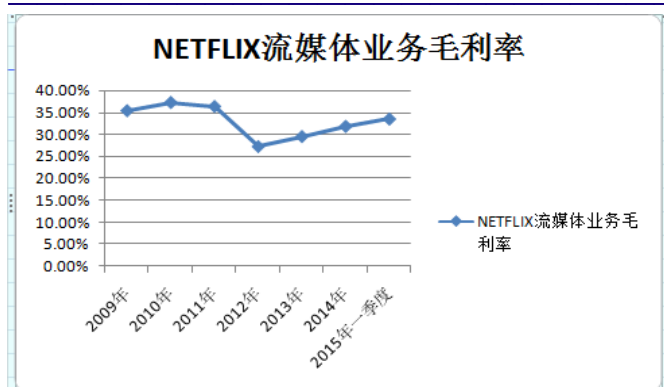
资料来源：中国银河证券研究所

图表 12：乐视网关键财务指标

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	6818.94	18000.00	35000.00	65000.00
同比(%)	188.79%	163.97%	94.44%	85.71%
归属母公司净利润	364.03	542.13	825.18	1297.97
同比(%)	42.75%	48.93%	52.21%	57.29%
毛利率(%)	14.53%	20.33%	19.83%	19.03%
ROE(%)	13.43%	15.26%	20.05%	25.72%
每股收益(元)	0.43	0.64	0.98	1.54
P/E	92.38	204.49	134.35	85.41
P/B	10.62	30.21	24.66	19.14
EV/EBITDA	29.59	26.79	14.47	8.80

资料来源：wind、中国银河证券研究所

图表 13：流媒体服务毛利率变化情况表：



资料来源：中国银河证券研究所

图表 14： 参考 Netflix，乐视付费用户带来的估值增加值图表：

	Netflix（当前数据）	基本假设	乐视（2017 年底）
付费用户	5962 万	截至 2017 年底新增 付费用户 3100 万	3100 万
对应市值	2000 亿		1040 亿
单位用户估值	3.39 万		3.39 万

资料来源：中国银河证券研究所

基本假设中的 2100 万为保守预期，其测算依据主要来源于新增智能终端增长速度，其中 2015 年乐视手机 200 万、超级电视 400 万，2016 年乐视手机 1000 万、超级电视 500 万，2017 年乐视手机 2000 万、超级电视 600 万，不包含 PC 端自然增长的付费用户，超级手机付费率假定为 50%。

实际从业务来看，Netflix 在线视频订阅只是乐视生态上的一环，但从市值上来看，Netflix 的市值已是乐视的 2 倍，订阅用户是 Netflix 股价的关键指标，而近年乐视会员业务发展迅速，加上又我国广大的人口基数，乐视网未来市值理应和 Netflix 齐平；

若从收入结构来讲，Netflix 只是 DVD 租赁和在线视频订阅双重的收入结构，而乐视网基于垂直产业链整合有着广告、版权、终端等多重收入模式，因此，乐视未来市值甚至要超过 Netflix，股价上涨空间潜力巨大。

（二）、乐视影业注入在即，票房年均增速 92% 远高行业平均水平

2014 年 12 月乐视网发布公告表示“拟在未来一年内的合适时机，以合理的方式，按照中国证监会有关规定，启动关联方乐视影业的控股权转让给公司”，通过近期我们和乐视网高层的交流，未来并购乐视影业的事项决不会改变，并购事项将在 2015 年开启。

图表 15：乐视影业融资估值发展图



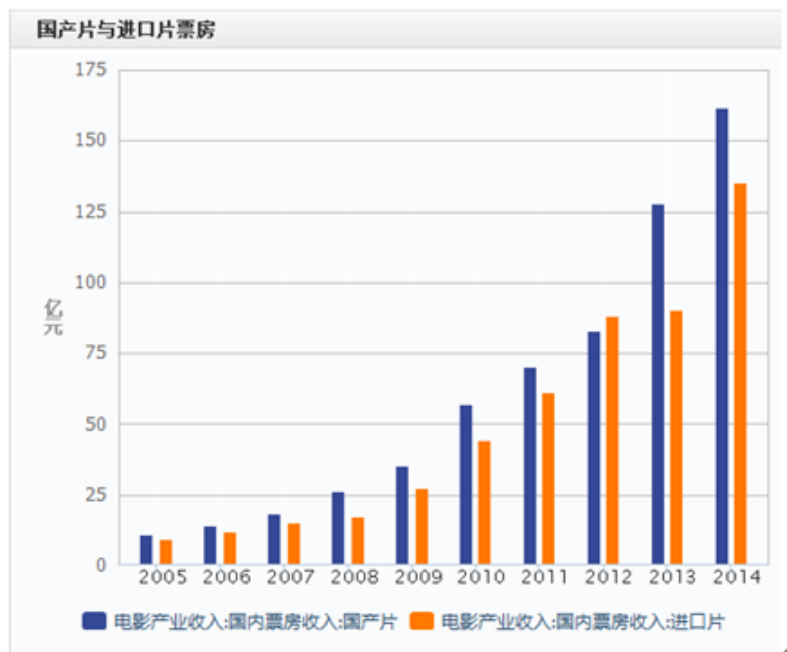
资料来源：中国银河证券研究部

乐视影业 2014 年票房收入约为 30 亿元，在民营电影公司中位列第二名。根据 B 轮融资超过 30 倍的 PE 计算，且 48 亿估值按照 2014 年预计净利润计算，我们可以得出 2014 年乐视影业净利润接近 2 亿元。

按照乐视营业内容方面规划，公司 2015 年预计出品、发行影片 20 部，50 亿票房目标，2016 年预计出品/发行 25 部影片，75 亿元票房此外还将大力拓展国际市场，根据数据测算，2012-2016 年预计票房年度增长率达 92%，远超中国电影票房 25%-30% 的年平均增长率。

基于乐视网互联网方便的营销能力，以及互联网电影的创新定位，加之乐视网 CEO 张昭出色的个人能力以及其在行业内的积累，我们认为乐视影业有望跻身下一个大型民营电影集团，市值可比华谊兄弟，今年 5 月中旬 C 轮融资以及并入乐视网上市公司部分后，市值有望达到 150 亿。

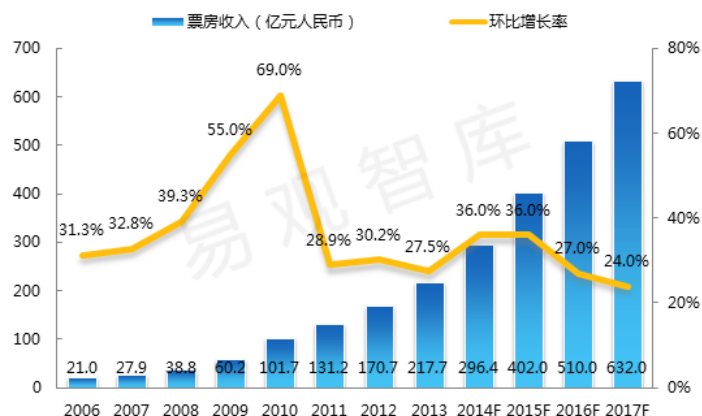
图表 16：近十年电影票房趋势图



资料来源：wind、中国银河证券研究所

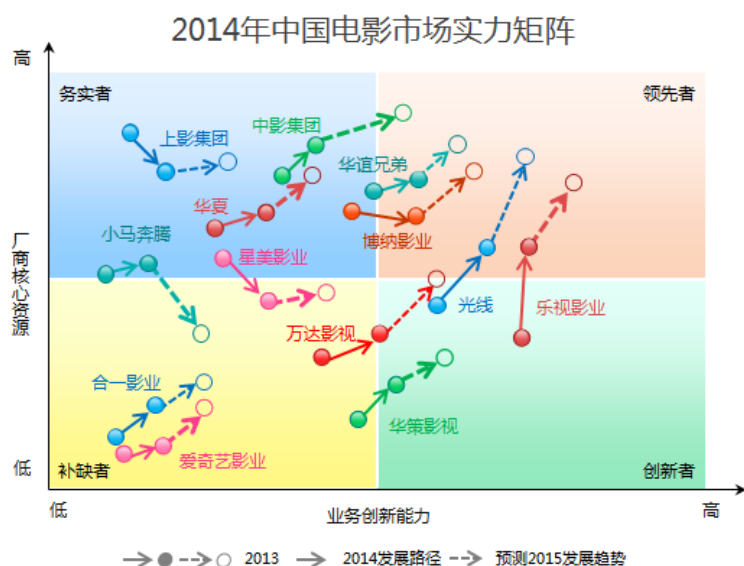
图表 17：中国电影市场票房收入预测

2014-2017年中国电影市场票房收入规模预测



资料来源：EnfoDesk 易观智库、中国银河证券研究所

图表 18：中国电影实力矩阵



资料来源：EnfoDesk 易观智库、中国银河证券研究所

图表 19：2014 年中国十大电影发行公司排名

中国电影集团公司
华谊兄弟传媒有限公司
上海电影集团有限公司
乐视影业（北京）有限公司
橙天嘉禾有限公司
保利博纳电影发行有限公司
北京光线传媒股份有限公司
新丽传媒股份有限公司
北京小马奔腾影业传媒有限公司
北京盛世新影影视发行有限公司

资料来源：前瞻研究院、中国银河证券研究部

2014 年总票房最终达到 296 亿，其中国产片票房 162 亿，创造历史新纪录。华谊兄弟、光线传媒、乐视影业、万达影视、博纳影业五大民营电影公司依旧表现抢眼，其中，2014 年度，光线传媒占据了 19% 的国产片市场份额，而博纳则将市场占有率提升至 15%，乐视影业从 2013 年的 8% 提升至 11%，乐视影业 2014 年国产片共取得票房 19 亿。

(三)、集团潜力子公司提升上市公司潜在估值：

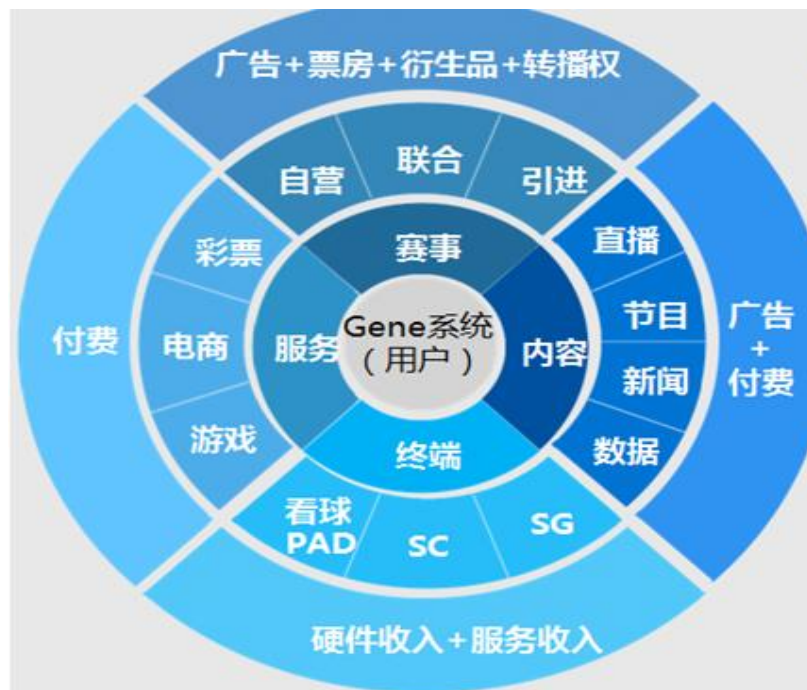
图表 20：乐视网控股或参股公司一览表：

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例	表决权比例	被参控公司注册资本	投资额	营业收入	净利润	主营业务
1	乐视网(天津)信息技术有限公司	子公司	100.00		36,000.00	36,702.11	55,632.60	-34.23	信息技术
2	乐视新媒体文化(天津)有限公司	子公司	100.00		30,000.00	30,000.00	6,420.75	3,429.95	信息技术
3	乐视致新电子科技(天津)有限公司	子公司	58.55		26,504.00	61,313.38	410,719.66	-38,633.82	产品生产、销售
4	乐视网信息技术(香港)有限公司	子公司	100.00		18,357.00	22,280.05	1,023.22	-1,888.66	信息技术
5	乐视云计算有限公司	子公司	60.00		5,000.00	807.68	13,072.30	-3,263.30	数据处理、软件开发
6	乐视体育文化产业发展(北京)有限公司	子公司	60.00		2,000.00	443.82	10,763.88	-8,043.39	文化艺术交流
7	北京乐视流媒体广告有限公司	子公司	100.00		300.00	300.00	0.00	-0.50	广告发布
8	东阳市花儿影视文化有限公司	子公司	100.00		300.00	90,000.00	23,463.21	10,478.90	影视文化
9	乐视网(上海)信息技术有限公司	子公司	100.00		50.00	50.00	0.00	-0.23	信息技术
10	乐视电子商务(北京)有限公司	子公司	51.00						电子商务
11	乐视财富(北京)信息技术有限公司	子公司	100.00						互联网金融
12	乐视网文化发展(北京)有限公司	子公司	51.00			510.00		-386.55	文艺交流、发布广告

资料来源：2014 年年报、中国银河证券研究所

千亿市值的公司必须由平台做支撑，目前上述乐视网旗下控股或参股公司中可谓群星璀璨，以乐视体育为例，自去年底开始就传出敲定首轮融资，目前传言乐视体育的融资额将不低于 1 亿美金，但时至今日也未公布最终金额，目前乐视网给出的解释是“那画面太火爆我不能敲定”，业内人士预计，乐视体育最终估值将高于之前，保守预计 150 亿人民币，而伴随着融资完成后的最直接结果是乐视体育将再次在产业链上布局。

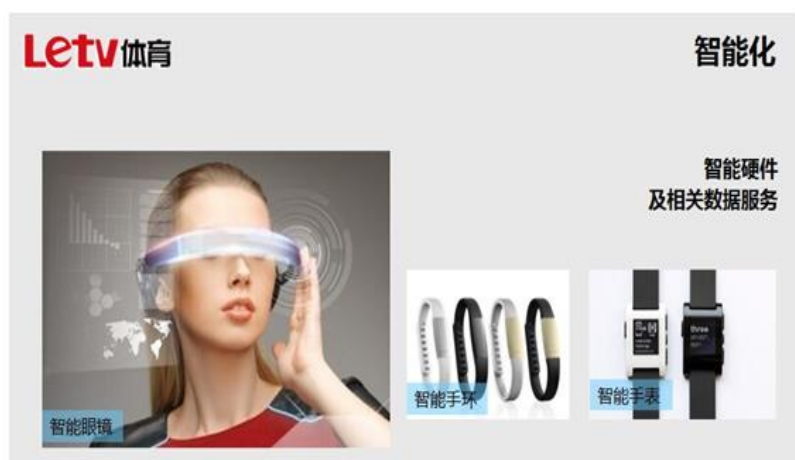
图表 21：乐视体育生态体系图



资料来源：乐视体育内部资料；中国银河证券研究所

按照公司战略规划，乐视体育也将打造成“内容+服务+赛事+终端”的平台级系统，现在处于用户拓展的初级阶段，智能设备方面已发布智能自行车等产品，目前乐视体育人才构架“梦之队”已组建成形，包括刘建宏等在内的 CCTV5 多位知名人士加盟，按照公司计划，未来不排除完全注入上市公司部分或独立上市的可能。

图表 22：乐视部分业务及战略图示



资料来源：公司资料、中国银河证券研究所

此外，乐视音乐也在进行独立轮融资，在乐视内部，子公司对上市公司的支撑力多大是集团对其考核的重要指标，部分明星子公司拥有自己独立的小生态圈，都有可能建设成本细分行业的平台型公司，这对上市公司无论是资金还是市值上的增厚，都让外界对此充满想象力，也让乐视网拥有了更多后备“王牌”。

四、生态协同下的广告价值及核心竞争力

(一)、生态化反中边际成本递减带来现金流增加：

截至目前，乐视已经完全从一个“版权贩卖商”彻底转型为以“平台+内容+终端+应用”为核心的全行业产业链生态体，随着乐视影业、乐视体育、乐视音乐、移动智能等各子生态的布局的确立，下一步乐视集团发展的重点即为整个生态的协同与化反，而生态化反对上市公司财报最直接的效果就是边际成本的递减以及增值业务爆发可能性指数的上升，而“有价值内容”则是这一切的核心。

纵观全球互联网巨头盈利模式，都是经过数年“煎熬”才会有“些微营收”，并最终财报业绩走向“指数级”爆发，我们认为生态大成后的乐视，生态将更加完善、吸引用户的能力将更强，流量留存下的能力也更好，兼具巨头性质的乐视生态，未来将面临同等盈利时点模式路径，指数级爆发后将自然向千亿美金市值迈进。

图表 23：乐视网生态结构图



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

其中广告业务即视频平台广告发布业务；终端业务即公司销售的终端产品的收入，不包含缴纳的服务费；其他业务指的是目前收入相对较小、尚未形成规模的业务，如云视频平台业务、技术开发服务等。

(二)、生态外的灵魂竞争力——优秀团队

对于乐视网，我们认为其除了在行业内独特、高壁垒的生态布局外，另外最大核心竞争力便是公司组建的“梦之队”，一群有远见、有澎湃的激情同时又脚踏实地、执行力强悍的创业家及管理团队，成为乐视最大的护城河。

贾跃亭本人才华出众，其招揽的旗下团队也人才济济，其中乐视影业 CEO 张昭是最好的案列。

张昭电影学科班出身 2006 年创立光线影业，2006 至 2010 年的四年期间，光线影业出品并发行了 20 余部商业电影，连续四年保持了 100% 的增长速度，创造了为中国电影业瞩目的“光线速度”，2011 年离开光线影业，创立乐视影业，任职 CEO 及执行董事，仅仅用了四年的时光，便创造了令业界瞩目的“乐视加速度”，吸纳张艺谋、徐克等一大批名导加入，2014 年更是取得民营电影公司票房第二的排名。

图表 24：乐视网部分人才列表

乐视网	杨永强、刘刚、梁军、高飞
乐视海外	莫翠天
乐视体育	雷振剑、刘建宏
乐视音乐	郝舫、尹亮
乐视影业	张昭、张艺谋、郭敬明

花儿影视	郑晓龙、高希希、孙俪、邓超、殷桃、张国立、蒋雯丽等演职人员
乐视汽车	何毅、吕征宁

资料来源：公开资料、中国银河证券研究所

(三)、多平台叠加千亿美金航母巨头诞生在即

随着乐视网的逐步壮大，关于公司估值部分，我们很难再用市盈率、PEG、净现金流折现等传统估值模型和方法给出合理估值。既然乐视网已经发展为向BAT看齐的互联网巨头，那么我们就应该用BAT、京东、Google、Netflix等一流梯队的互联网企业给予其合理的判断。

2103 年京东上市时，采用的是修正市盈率法，其选择标的为亚马逊，亚马逊在 2007 年的营收为 148 亿美元，和 2013 年的京东处于同一水平，其 2007 年~2013 年的营收增长率分别为 38.3%、29.7%、27.6%、39.6%、41%、27%、21%，过去 7 年的复合增长超过 30%，市销率分别为 2.03、1.55、1.77、2.02、1.87、1.69、2.03，平均为 1.85。

由于京东 30% 的复合增长率和亚马逊处于同一档位，由此用 1.85 的 P/S 值推算出其上市之初的 300 亿市值。

由于大部分互联网巨头都在海外上市，而 A 股又具有其自身的特征，因此对于乐视网的 P/S 值，我们采用目前文化传媒行业指数最新的 TTM PS 值 8.53 进行预估乐视网的未来市值及股价。

图表 25：2015 年、2016 年公司主营业务收入预测列表

项目	2015 年 E	收入额预计值
终端业务	超级电视销量 400 万台	100 亿
	超级手机销量 200 万台（保守值）	40 亿
广告业务收入	30 亿（也是公司设定的目标）	30 亿
会员及发行业务收入	付费业务（除终端外的自然增长）	10 亿
	版权分销业务	
	影视剧发行业务	
总计		180 亿

项目	2016 年 E	收入额预计值
终端业务	超级电视销量 500 万台	125 亿
	超级手机销量 1000 万台	200 亿
广告业务收入	40 亿（也是公司设定的目标）	40 亿
会员及发行业务收入	付费业务（除终端外的自然增长）	10 亿
	版权分销业务	
	影视剧发行业务	
总计		375 亿

资料来源：中国银河证券研究所

（注：销量预期按照公司 2015 年年度销量以及综合公司在行业中的实力和地位计算）

根据 2015 年、2016 年主营业务总值，按照 PS=8.53 计算，我们可以推出 2015 底、2016 底乐视网预测市值约为 1500 亿、3000 亿 RMB，给予“强烈推荐”评级。

八、附录：（一）公司财务预测表

资产负债表

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	利润表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3584.88	10036.12	21129.39	33724.68	营业收入	6818.94	18000.00	35000.00	65000.00
现金	499.85	2980.02	5791.84	8760.73	营业成本	5828.13	14340.00	28060.00	52630.00
应收账款	1892.61	5986.63	11813.40	20532.79	营业税金及附加	56.85	347.87	450.82	878.45
其它应收款	75.84	198.53	422.22	741.32	营业费用	489.04	1611.22	2842.12	5252.71
预付账款	298.72	272.08	280.51	283.77	管理费用	175.45	680.06	1185.59	2110.03
存货	733.53	408.55	2513.61	2972.45	财务费用	167.92	503.80	1603.77	2777.68
其他	84.34	190.31	307.81	433.63	资产减值损失	53.69	153.30	328.42	558.42
非流动资产	5266.14	13840.62	23254.08	37262.90	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	-6.80	-15.87	-28.04	投资净收益	0.01	-0.45	-0.60	-0.35
固定资产	343.02	1276.60	2118.40	3619.34	营业利润	47.87	363.29	528.68	792.36
无形资产	3726.60	12150.36	20572.04	32887.53	营业外收入	27.56	23.12	20.46	23.71
其他	1196.53	420.46	579.52	784.08	营业外支出	2.52	1.34	1.62	1.83
资产总计	8851.02	23876.74	44383.47	70987.58	利润总额	72.90	385.07	547.51	814.24
流动负债	4403.88	18874.15	38113.68	63002.04	所得税	-55.90	-69.70	-162.59	-337.84
短期借款	1388.00	10966.72	27975.75	41729.97	净利润	128.80	454.77	710.11	1152.08
应付账款	1605.29	6736.86	8125.62	17980.15	少数股东损益	-235.23	-87.36	-115.08	-145.89
其他	1410.59	1170.57	2012.30	3291.92	归属母公司净利润	364.03	542.13	825.18	1297.97
非流动负债	1103.67	1236.81	1793.91	2357.58	EBITDA	1223.33	4493.90	9344.70	16650.25
长期借款	0.00	836.41	1288.33	1689.78	EPS（元）	0.43	0.64	0.98	1.54
其他	1103.67	400.40	505.58	667.81					
负债合计	5507.55	20110.96	39907.58	65359.62					
少数股东权益	176.65	89.28	-25.79	-171.68	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
归属母公司股东权益	3166.83	3670.27	4495.45	5793.41	营业收入	188.79%	163.97%	94.44%	85.71%
负债和股东权益	8851.02	23870.51	44377.24	70981.35	营业利润	-79.78%	658.97%	45.52%	49.87%
					归属母公司净利润	42.75%	48.93%	52.21%	57.29%

现金流量表

经营活动现金流	234.18	5962.00	3781.24	19102.52	毛利率	14.53%	20.33%	19.83%	19.03%
净利润	128.80	454.77	710.11	1152.08	净利率	1.89%	2.53%	2.03%	1.77%
折旧摊销	1079.65	3769.35	7707.22	13882.83	ROE	13.43%	15.26%	20.05%	25.72%
财务费用	167.92	503.80	1603.77	2777.68	ROIC	4.19%	5.32%	6.13%	7.76%
投资损失	-0.01	0.45	0.60	0.35	资产负债率	62.23%	84.23%	89.92%	92.07%
营运资金变动	-245.61	1112.53	-6216.21	1313.79	净负债比率	53.51%	319.51%	663.10%	782.46%
其它	-896.56	121.10	-24.25	-24.20	流动比率	0.81	0.53	0.55	0.54
投资活动现金流	-1525.68	-12465.38	-17097.03	-27867.79	速动比率	0.65	0.51	0.49	0.49
资本支出	847.44	9572.85	9265.24	13797.41	总资产周转率	0.98	1.10	1.03	1.13
长期投资	-0.32	-20.14	-6.85	-9.21	应收帐款周转率	0.28	0.33	0.34	0.32
其他	-678.56	-2912.66	-7838.64	-14079.60	应付帐款周转率	4.88	3.44	3.78	4.03
筹资活动现金流	1153.27	-1027.54	-732.50	-1975.21	每股收益	0.43	0.64	0.98	1.54
短期借款	418.00	-432.37	148.91	44.85	每股经营现金	0.28	7.09	4.50	22.71
长期借款	-415.31	836.41	451.92	401.44	每股净资产	3.97	4.47	5.31	6.68
其他	1150.58	-1431.58	-1333.34	-2421.50	P/E	92.38	204.49	134.35	85.41
现金净增加额	-138.23	-7530.92	-14048.30	-10740.49	P/B	10.62	30.21	24.66	19.14
					EV/EBITDA	29.59	26.79	14.47	8.80

数据来源：公司数据中国银河证券研究部

二) 公司估值表

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EBIT	185.14	279.04	313.90	143.68	724.55	1637.48	2767.43
所得税	33.37	38.05	14.02	-55.90	-69.70	-162.59	-337.84
NOPLAT	147.53	232.48	296.04	253.86	855.70	2123.75	3915.68
营运资金净变动					-1112.53	6216.21	-1313.79
资本支出					9572.85	9265.24	13797.41
自由现金流					-3835.27	-5650.48	5314.88

WACC	8.87%	Ke	10.60%
永续增长率	3.00%	Kd	7.07%
终值	108130.14	t	-18.10%
企业价值	139594.10	Rf	4.00%
非核心资产价值	3056.82	E(Rm)	10.00%
债务价值	12412.63	Rm-Rf	6.00%
股权价值	130149.01	D/A	84.23%
股本	841.19	E/A	5.35
每股价值	154.72	Beta	1.10

估值		g				
		2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%
WACC	6.66%	227.30	240.34	256.72	277.81	305.83
	7.33%	193.99	203.37	214.93	229.46	248.16
	8.06%	166.55	173.39	181.69	191.91	204.77
	8.87%	143.64	148.68	154.72	162.04	171.07
	9.75%	124.32	128.07	132.50	137.82	144.26
WACC	10.73%	107.88	110.68	113.96	117.86	122.52
	11.80%	93.78	95.88	98.33	101.20	104.61

六、图表目录

图表 1: 近十年来中国网民数量变化图.....	4
图表 2: 近年来在线视频市场规模.....	5
图表 3: 网络视频使用率.....	5
图表 4: 公司主营业务分析.....	8
图表 5: 超级电视销量增长图、全球智能电视用户增长分析预测.....	9
图表 6: 小米出货量及对应估值.....	10
图表 7: 小米 2014 年成绩单.....	11
图表 8: 乐视网终端业务占比预测.....	13
图表 9: 乐视网、乐视致新、乐视移动智能股权图表.....	14
图表 10: Netflix 用户结构图.....	15
图表 11: Netflix 近一年市场表现、Netflix 估值指标.....	15
图表 12: 乐视网关键财务指标.....	16
图表 13: 流媒体服务毛利率变化情况表.....	16
图表 14: 参考 Netflix, 乐视付费用户带来的估值增加值图表:	17
图表 15: 乐视影业融资估值发展图.....	18
图表 16: 近十年电影票房趋势图.....	19
图表 17: 中国电影市场票房收入预测.....	19
图表 18: 中国电影实力矩阵.....	20
图表 19: 2014 年中国十大电影发行公司排名.....	20
图表 20: 乐视网控股或参股公司一览表.....	21
图表 21: 乐视体育生态体系图.....	22
图表 22: 乐视部分业务及战略图示.....	23
图表 23: 乐视网生态结构图.....	25
图表 24: 乐视网部分人才列表.....	26
图表 25: 2015/2016 年公司主营业务收入预测列表.....	28
图表 26: 乐视部分业务及战略图示.....	23
图表 23: 乐视网生态结构图.....	25
图表 24: 乐视网部分人才列表.....	26
图表 25: 2015/2016 年公司主营业务收入预测列表.....	29
图表 25: 公司估值表.....	30

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。

殷睿，互联网传媒行业分析师；郝艳辉，助理分析师。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

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn