

## “首发”优势带来历史发展机遇

谨慎推荐 首次评级

分析师: 许耀文   ✉: [xuyaowen@chinastock.com.cn](mailto:xuyaowen@chinastock.com.cn)   ☎: 010-6656 8589   执业证书编号: S0130208091646  
 分析师: 孙 津   ✉: [sunjin@chinastock.com.cn](mailto:sunjin@chinastock.com.cn)   ☎: 010-6656 8846   执业证书编号: S0130110014591

### 1. 事件

近期, 我们调研了乐视网, 就公司的经营情况与公司相关人员进行了交流。

### 2. 我们的分析与判断

#### 首发上市对公司具有里程碑的意义

作为 A 股第一家视频类公司, “首发”优势无疑将大幅增强公司品牌、资金和人力资源能力, 为公司长期高速增长创造历史机遇。

#### 上市大幅增强公司品牌影响力

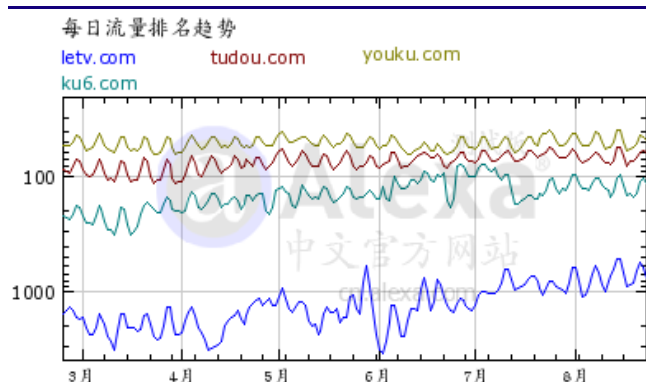
自乐视网过会宣布即将上市的信息以来, 公司流量明显增加。Alexa 数据显示, 截止 8 月 26 日为止, 3 个月内乐视网网站流量排名上升了 704 位, 最近 3 个月平均排名为 933, 最近 1 个月平均排名为 747。这些数字与土豆三个月平均排名 66、优酷三个月内平均排名 50、酷 6 三个月内平均排名 118 相比虽然仍有较大差距, 但是成功上市无疑为公司带来了明显的广告效应。另外, 2010 年 7 月以来, “乐视网”在 Google 的搜索指数与以往相比几乎翻了 4 倍。

表 1: Alexa 近 3 个月内流量统计

	网站流量排名 改变量	用户量占比 改变量	页面访问量占比 改变量	人均页面访问量 改变量	网站访问时间 改变量
土豆	12	20.00%	13.80%	-5.20%	-10.00%
优酷	0	8.40%	-11.80%	-18.60%	-12.00%
酷 6	50	43.30%	84.40%	28.60%	-10.00%
乐视网	704	29.80%	253.60%	172.00%	5.00%

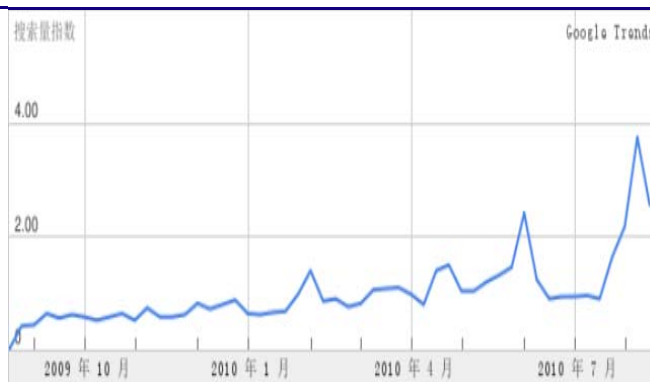
资料来源: Alexa, 中国银河证券研究部

图 1: Alexa 近 6 个月内每日流量排名趋势图



资料来源: Alexa

图 2: Google 近 12 个月内“乐视网”搜索指数趋势图



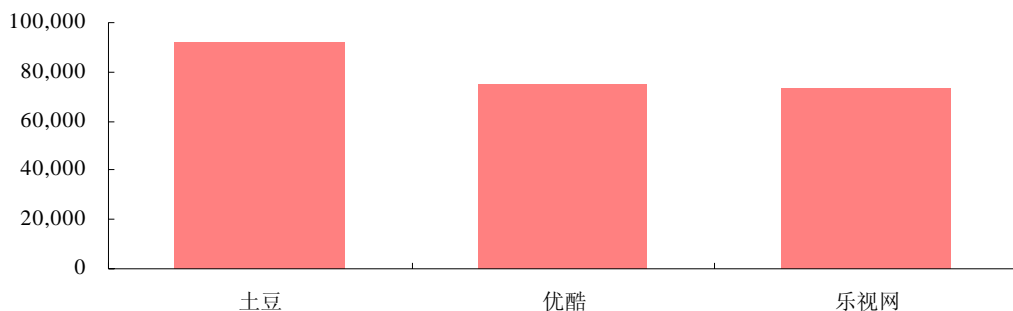
资料来源: Google Trend

### 公司获得与优酷等行业领先者相当的融资规模

乐视网此次公开发行人 2500 万股，发行价格为 29.2 元，筹集大约 7.3 亿元资金。而截止目前为止，作为视频门户行业龙头的土豆、优酷已经过了 4-5 轮的融资，其中土豆网通过 5 轮融资累积融资规模约为 1.35 亿美元，折合人民币约 9.18 亿元，优酷通过 4 轮融资的累积融资规模约为 1.1 亿美元，折合人民币约为 7.48 亿元。乐视网仅通过一次融资就基本达到土豆、优酷几轮累积下来的资金规模，我们认为这是发行上市为公司带来的另一大优势。由于视频网站需要大量资金购买内容版权、购买更多流量等，A 股 IPO 使得公司具备与优酷和土豆等公司竞争的资金实力。

图 3: 土豆、优酷、乐视网融资规模

单位: 万元人民币



资料来源: 中国银河证券研究部

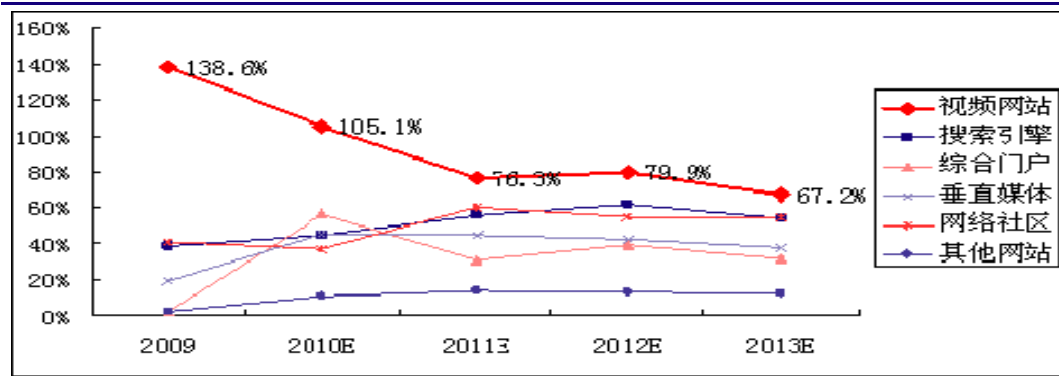
### 上市有助公司吸引优秀人才

互联网经济是创意产业，人才是核心竞争力。相比其它未上市企业，公司可以通过股权激励等方式吸引优秀人才，增强人才优势。

### 广告主支出将向视频网站持续分流

近年来视频网站用户快速增长。与此同时，电视作为家庭娱乐中心的地位正在逐渐淡化。据易观国际 EnfoDesk 产业数据库的数据，78.3% 的网络视频用户减少了观看传统电视的时间。越来越多的广告客户开始选择网络视频网站作为广告投放的平台。根据艾瑞咨询预测，2010-2013 年，中国视频网站的广告收入将以 105%、76%、80%、67% 的速度增长。

图 4: 2009-2013 年网络广告各细分领域增速预测



资料来源: 艾瑞咨询

公司作为 A 股唯一的视频网站运营商，毫无疑问将分享视频广告的高速增长。

### 公司战略具有前瞻性

#### (1)、积极稳健的经营策略，注重当期现金流和用户规模拓展的平衡

与优酷和酷6等公司单纯追求PV值不同，公司在注重扩大用户规模的同时，更注重用户质量和现金流情况。与其它视频公司相比，公司盈利能力突出的原因包括：1.公司采取收费的模式运营，为细分用户提供高清和正版影片；2.公司成本控制能力强。一方面公司采取P2P+CDN的技术方式，相比单纯的CDN技术更节约成本；另一方面公司没有盲目的追求网站点击率，注重版权投入与网站点击率和收益的匹配。

#### (2)、版权采购抢占先机

截至2010年4月，公司拥有电影版权2324部，电视剧版权43097集。绝大部分是公司在2008和2009年集中采购获得，这个时期的版权费用价格还比较低，2010年视频网站的版权成本已经上涨20%。

**表 2: 公司版权采购数量快速增长**

授权方式	相关项目	2007	2008	2009
独家信息网络传播权	数量(部)	35	42	60
	占影视剧总量的比例	18.8%	15.3%	1.8%
	金额(万元)	48.8、94%	443.5%	2863.75
非独家信息网络传播权	数量(部)	151	232	3203
	占影视剧总量的比例	81.2%	84.7%	98.2%
	金额(万元)	275	290.64	1929.18
合计	数量(部)	186	274	3263
	金额(万元)	323.94	734.14	4792.93

资料来源：中国银河证券研究部

公司是行业内较早开始重视版权的网站，因此在早年网络正版版权价格低廉的时候采购了大量内容。这不仅有利于公司现有版权资产的升值，进行分销业务，亦为公司与版权方建立良好关系打下了基础。

### 视频“正版化”趋势有助公司发挥其获取优质版权的能力

2009年9月15日，激动网、优朋普乐、搜狐公司和华夏视联等创立中国网络视频反盗版联盟，打响视频网站反盗版的第一枪。1年后，“正版化”已经成为视频行业的共识，独家优质视频内容成为决定视频网站流量的关键因素。

由于公司在国内最早坚持正版采购和正版播放策略，公司与重要版权方建立长期合作关系。公司与中影集团、央视国际、华谊兄弟和新画面影业等出品方和版权方建立良好合作关系，其中与中影集团和央视国际已经建立良好的内容共享合作关系。

2009年底，公司打败众多竞争对手获得《三枪拍案惊奇》的独家网络版权，是公司坚持5年购买正版的内力集中体现。

**表 3: 公司与主要版权方和发行方合作关系情况**

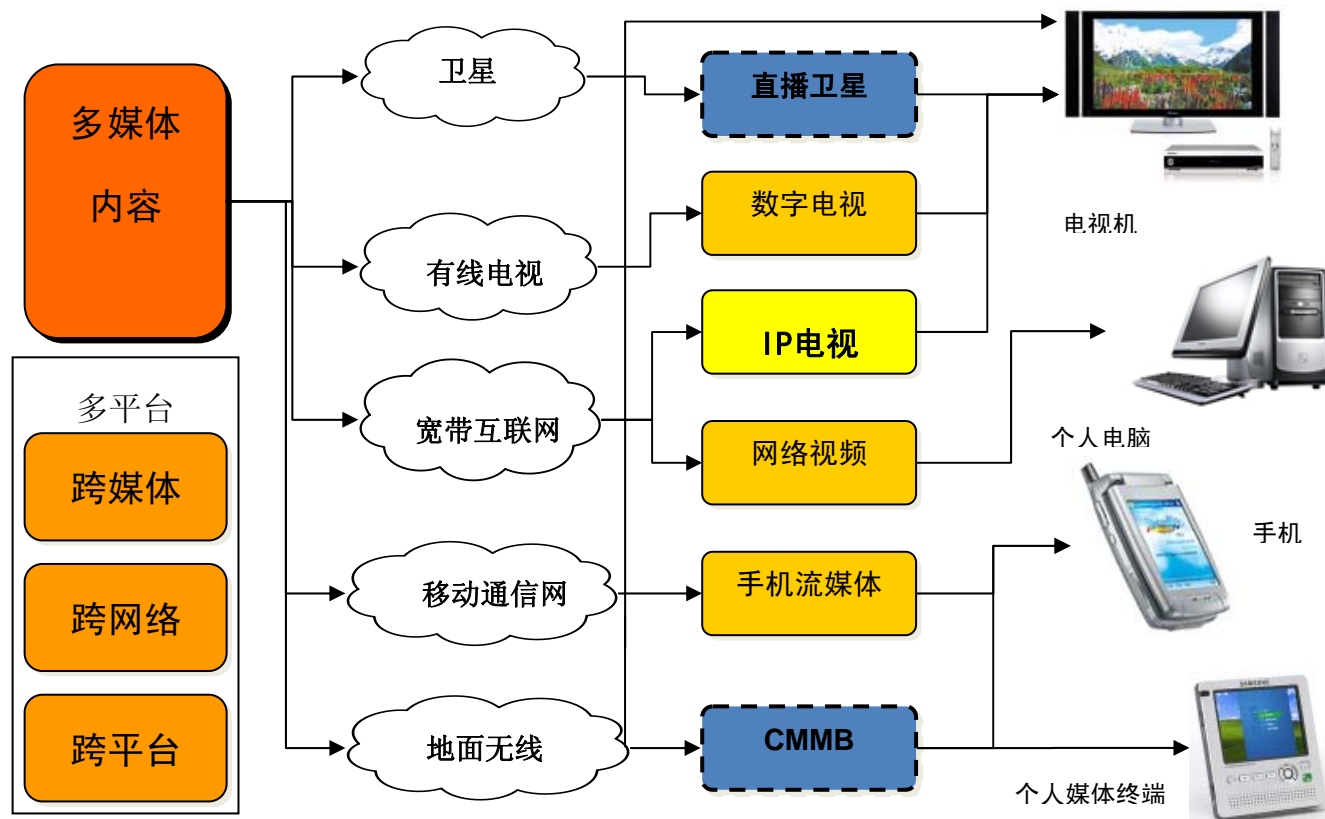
合作公司	合作类型	主要合作内容(权利义务)	合作时间及期限
中影集团(国内最大的影视剧投资制作公司)	合作意向书	共同致力于发展互联网视频、手机电视及 IPTV 等领域的视听节目业务,合作期内中影集团将拥有的视听节目授权给公司在其自有台上进行播出;公司协助中影集团进行中国电影网运营手机电视服务	2007 年开始合作,本次合作于 2009 年 12 月 24 日完成续签,有效期一年
	信息网络传播权许可使用	中影集团许可使用《大内密探灵灵狗》独家网络版权	2009 年 7 月 25 日签订,5 年
	信息网络传播权许可使用	中影集团许可使用《赤壁》(下)独家网络版权	2008 年 12 月 31 日签订,5 年
	信息网络传播权许可使用	中影集团许可使用《财神到》和《虹猫蓝兔火凤凰》非独家网络版权	2010 年 2 月 1 日签订,3 年
央视国际(国内最大的网络电视媒体服务商之一)	信息网络传播权许可使用	中影集团许可使用《即日起程》独家网络版权	2008 年 7 月 11 日签订,5 年
	内容合作传播	央视国际授权公司在其互联网平台传播中央电视台 7 个电视台节目	2009 年 7 月 22 日签订,1 年期
华谊兄弟(国内知名影视剧投资制作公司)	内容许可	公司授权央视国际在其网站 www.cctv.com 及 iptv 上播放《征服》、《潜伏》等 29 部电视剧和《我叫刘跃进》、《左右》等 16 部电影等节目内容	2009 年 7 月 24 日,1 年
	信息网络传播权许可使用	华谊兄弟授权公司《南下南下》的独家网络版权	2010 年 1 月 8 日签订,5 年期
	信息网络传播权许可使用	华谊兄弟授权公司《全城热恋》的非独家网络版权	2010 年 4 月 2 日,1 年期
新画面影业(张艺谋电影的出品方)	信息网络传播权许可使用	华谊兄弟授权公司《风声》的非独家网络版权	2009 年 11 月 16 日签订,1 年期
	信息网络传播权许可使用	新画面影业授权公司《满城尽带黄金甲》、《英雄》、《十面埋伏》、《千里走单骑》等四部影片的独家网络版权	2009 年 12 月 19 日,5 年期
		新画面影业授权公司《三枪拍案惊奇》独家网络版权	2009 年 11 月 20 日

资料来源:中国银河证券研究部

### 公司“多屏合一”战略符合产业发展趋势

公司将用户目标由电脑用户向电视用户和移动终端拓展,符合三网融合的趋势。

图 5: 三网融合带来渠道多元化



资料来源：中广互联、中国银河证券研究部

### 公司面临的主要挑战

#### (1)、网络视频领域竞争日趋激烈

网络视频领域已经形成三强争霸的格局。首先是民营的传统网络视频运营商，包括优酷、土豆、乐视、ppstream和pplive等公司，其次传统电视台也纷纷进入网络视频市场，中央电视台、湖南卫视、安徽卫视和上海文广等都开通网络视频网站；再次互联网巨头也已经进入网络视频领域，百度推出奇异网，搜狐推出高清视频频道、腾讯推出QQ博客等。

这些新的进入者都强调“正版+高清”的策略，而且提供免费的收看服务。我们认为短期内不会对公司的细分用户形成冲击，但是如果传统电视台依赖广告的经营模式最终在视频网站上完全复制，公司必须考虑如果提供更具竞争力的付费增值服务。

#### (2)、高清播放机的推广受制于广电牌照控制

广电总局采取牌照发放的方式对IPTV内容进行控制，目前互联网电视内容集中牌照仅发给央视、华数传媒和上海文广，公司推出的高清播放机暂不能提供内容平台的服务，使用范围受到制约。

#### (3)、版权价格上涨对成本挑战

“正版化”带来版权价格的快速上涨，根据近期媒体报道，近期上映的电视剧新《红楼梦》网络播出权卖出 20 万元/集的高价，按照全剧 50 集来计算，整部电视剧的网络播出权约为 1000 万元。而几年前，81 集的《武林外传》卖出网络播出权只进账 10 万元，相去甚远。由于网络影视版权费用在公司整体资产中占比较大，若网络影视版权持续其上涨趋势，公司将需要投入更多的资金购买版权以满足用户需求。这不仅将减少公司可用资金，更将使公司未来摊提成本上升，影响公司的盈利能力。

### 3. 投资建议

考虑到 2 点：公司处在一个高速增长的行业；公司拥有资金优势和版权优势，我们看好公司中长期成长。我们预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.632 元和 0.763 元，对应当前股价 PE 分别为 63X 和 52X，估值处于合理区间，给予公司“谨慎推荐”评级。

**附属图表 1: 乐视网 (300104.SZ) 公司财务预测**

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	36.92	73.61	145.73	236.94	333.65	410.54
减: 营业成本	11.82	14.85	49.55	88.11	140.73	177.06
营业税金及附加	1.22	2.99	6.47	10.52	14.81	18.22
营业费用	5.81	18.30	28.92	47.02	66.21	81.47
管理费用	2.92	5.65	8.75	14.23	20.04	24.66
财务费用	0.13	-0.83	0.51	2.74	2.04	0.07
资产减值损失	0.10	0.96	4.10	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	14.92	31.69	47.42	74.32	89.82	109.06
加: 其他非经营损益	-0.24	-0.01	0.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	14.68	31.68	47.70	74.32	89.82	109.06
减: 所得税	0.00	1.42	3.22	11.15	13.47	16.36
净利润	14.68	30.25	44.48	63.17	76.34	92.70
减: 少数股东损益	-0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02
归属母公司股东净利润	14.69	30.25	44.47	63.16	76.33	92.68
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	-0.17	34.31	29.83	23.69	33.37	49.20
应收和预付款项	9.22	45.99	31.94	97.93	91.94	143.32
存货	0.44	0.43	1.19	1.69	2.92	2.88
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2.47	12.12	80.50	91.28	100.07	106.86
无形资产和开发支出	50.54	50.47	88.50	110.74	122.98	125.22
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	62.51	143.32	231.96	325.34	351.28	427.49
短期借款	0.00	0.00	40.00	70.71	14.29	0.00
应付和预收款项	2.89	0.65	4.96	4.45	10.47	8.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	2.89	0.65	44.96	75.16	24.76	8.27
股本	50.00	59.52	75.00	75.00	75.00	75.00
资本公积	23.47	66.75	67.82	67.82	67.82	67.82
留存收益	-13.99	16.26	44.18	107.34	183.67	276.35
归属母公司股东权益	59.48	142.54	187.01	250.17	326.50	419.18
少数股东权益	0.13	0.13	0.00	0.01	0.03	0.04
股东权益合计	59.62	142.67	187.01	250.18	326.52	419.22

负债和股东权益合计	62.51	143.32	231.96	325.34	351.28	427.49
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	9.46	16.51	83.42	35.89	138.13	100.20
投资性现金净流量	-4.97	-31.89	-128.18	-70.00	-70.00	-70.00
筹资性现金净流量	-3.13	52.80	39.26	27.97	-58.46	-14.36
现金流量净额	1.36	37.42	-5.48	-6.13	9.67	15.84

资料来源：中国银河证券研究部



**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。

## 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）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独立财务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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908