

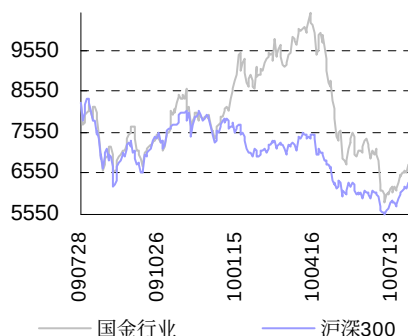
乐视网 (300104.SZ) 综合传媒行业

新股研究

上市定价 (人民币) : 30.90-33.70 元
 目标价格 (人民币) : 29.60-31.20 元
 询价价格 (人民币) : 26.40-28.10 元
 长期竞争力评级 : 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	25.00
发行 A 股数量(百万股)	25.00
总股本(百万股)	75.00
国金综合传媒指数	6595.42
沪深 300 指数	2863.72



网络视频正版化运营上市“第一股”

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.508	0.593	0.743	0.985	1.283
每股净资产(元)	2.39	2.49	9.15	9.96	11.11
每股经营性现金流(元)	0.28	1.11	0.58	1.07	1.36
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	55.96	81.18	81.18	81.18	81.18
净利润增长率(%)	105.92%	46.99%	67.06%	32.53%	30.33%
净资产收益率(%)	21.23%	23.78%	8.12%	9.89%	11.55%
总股本(百万股)	59.52	75.00	100.00	100.00	100.00

来源：公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

■ 关键假设—网络视频用户规模庞大、正版化经营

- ◆ 近年来，得益于互联网技术的快速发展，网络视频的用户规模飞速发展，预计 2012 年用户规模将突破 5 亿人。庞大的用户规模将直接增加对清晰、流畅、丰富多彩的网络视频服务的需求，为网络视频服务行业的快速发展奠定了深厚的市场基础。
- ◆ 乐视网作为国内首家 A 股视频网站上市公司，自设立之初便采用“正版+付费+广告”的模式，经过多年的经营，已累计拥有电影版权 2324 部，电视剧版权 43097 集，已成为国内网络版权的最大分销商之一。未来随着行业进一步规范，视频网站正版化趋势将更趋显著，公司经营优势有望得到进一步体现。公司 2010 年拟预计投入 8000 万元继续进行影视剧版权的规模购买，以加强公司的正版影视剧储备。

■ 我们与市场观点的不同之处—用户流量不是关键因素，盈利模式有待创新

- ◆ 市场普遍关注乐视网用户流量排名靠后，网站人气欠佳的问题，对此，我们认为，乐视网定位于对视频品质有着较高要求的高端人群，这类用户规模有限，但消费能力较强。这一策略能够带来两方面的利益，一方面，这类用户有能力且愿意为高品质视频资源支付对价，另一方面，可以明显减轻乐视网的流量压力，有效控制网站服务器及带宽成本。
- ◆ 尽管公司目前采用之“正版+付费+广告”的盈利模式具有一定的先进性，且符合网络视频正版化运营的发展趋势，但由于国内网络视频的消费者已经习惯了“免费午餐”，国内的收费模式存在内容显著差异性和付费习惯两大重要阻碍，可能导致付费类视频网站的用户集聚可能较早面临增长瓶颈，而且，“付费+免费”盈利模式相结合正在日益成为中国网络视频运营发展的趋势所在，竞争格局也将日趋激烈，因此，如何应对盈利模式可能遇到的发展瓶颈将成为公司未来需要加以正视和解决的问题。

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号：S1130208070237
 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

张良卫 联系人
 (8621)61038204
 zhanglw@gjzq.com.cn

■ **估值与投资建议 – 未来 6-12 个月合理估值区间为 29.60~31.20 元**

- ◆ 公司此次 IPO 募投项目旨在进一步扩大公司的经营规模，提高服务质量，保持并提升公司在行业中的竞争地位，从而进一步提高公司的盈利能力以及核心竞争力，我们预计 2010-2012 年每股收益分别为 0.743、0.985、1.283 元，3 年复合增长率达到 42%。
- ◆ 鉴于公司所处行业的特点、公司业务模式的创新性以及未来几年的高成长性，我们综合 PE、PEG 估值以及绝对估值方法对高成长阶段进行合理评价。但鉴于我们对于公司商业模式未来发展的谨慎态度以及目前市场对于公司财务状况显露出来的一定的担忧情绪，我们以 2010 年募股资金见效后的盈利预测为基础，以 0.85x~0.9x 的 PEG 倍数作为确定询价区间的主要依据，建议询价区间为 26.40~28.10 元，判断公司未来 6-12 个月合理估值区间为 29.60~31.20 元，上市首日定价区间为 30.90~33.70 元。

■ **主要风险：**

- ◆ **采购价格上涨的风险。**自 2007 年以来，网络视频剧的版权交易价格呈现大幅上涨的局面，其中独家热门影视剧版权交易价格上涨尤为迅猛。如果影视剧版权的采购价格出现持续上涨状态，将增加公司版权采购的成本，对公司的盈利水平产生一定的冲击。
- ◆ **应收账款回收风险。**截至 2009 年末公司应收账款账面价值 2,037.88 万元，较 2008 年年末减少 19.93%。公司报告期末账龄 1 年以内的应收账款账面价值占全部应收账款账面价值比例为 99.59%，欠款客户主要为电信运营商和各广告代理公司，尽管该等客户资金实力雄厚，信用记录良好，应收账款的坏账风险较低，但仍不能完全排除坏账损失风险。
- ◆ **版权集中到期的风险。**截至 2010 年 4 月，公司拥有电影版权 2,324 部，电视剧版权 43,097 集，未来在第 4 年至第 5 年到期的比重分别为 68.37%和 61.56%。如上述影视剧版权在未来第 4 年至第 5 年集中到期时无法快速购买到数量相当的版权资源，则会给本公司持续经营带来一定风险。

目录

1. 盈利预测及说明	5
1.1 预测假设及说明—维持现有业务增长，有效开发新业务	5
1.2 盈利预测	5
2. 估值及申购建议	6
2.1. PE 相对估值	6
2.2. PEG 相对估值	7
2.3. DCF 绝对估值	7
2.4. 估值、上市定价及询价建议	9
3. 公司概况	9
3.1. 公司沿革及资产架构	9
3.2. 主营业务架构	10
4. 行业分析：网络视频的正版化发展	12
4.1. 市场格局尚处在多方角力状态	12
4.2. 网络视频市场空间巨大	13
4.3. 网络视频的正版化生存	16
4.4. 网络视频付费模式渐获认可	17
5. 主业分析：正版内容集聚基础上的多模式运营	17
5.1. 公司竞争优势显著—模式领先、内容资源丰富和技术优势	17
5.2. 网络视频业务：继续加大正版视频内容投入	19
5.3. 视频平台增值业务：积极开发创新性服务内容	20
5.4. 业务拓展至电视终端	21
5.5. 产业链向上游行业延伸	21
5.6. 经营模式仍有待创新	22
6. 募集资金投向：提高服务能力，拓宽服务领域	22
6.1. 互联网视频基础及应用平台改造升级项目	22
6.2. 3G 手机流媒体电视应用平台改造升级项目	23
6.3. 研发中心扩建项目	23
6.4. 其他与主营业务相关的营运资金项目	23
7. 主要风险	23
7.1. 采购价格上涨的风险	23
7.2. 应收账款回收的风险	24
7.3. 版权集中到期风险	24

附录：三张报表预测摘要.....	25
------------------	----

图表目录

图表 1.乐视网主营业务收入预测假设(2007~2012F).....	5
图表 2.乐视网业绩假设条件及盈利预测(2007~2012F).....	6
图表 3：传媒行业重点上市公司估值一览表.....	7
图表 4：DCF 估值主要假设条件.....	8
图表 5：乐视网 DCF 估值表.....	8
图表 6：乐视网发行上市后股权结构及子公司.....	9
图表 7：乐视网实际控制—贾跃亭所持 17 家公司基本情况及未来定位.....	10
图表 8：乐视网实际控制人—贾跃亭所持资产公司注销后资产架构.....	10
图表 9：乐视网营业收入构成及其占比(2007~2009).....	11
图表 10：网络高清视频业务收入及市场占有率.....	11
图表 11：网络广告业务收入及市场占有率.....	11
图表 12：乐视网主要业务构成.....	12
图表 13：2008 年 1~12 月国内主要免费视频网站月度覆盖人数.....	13
图表 14：截至 2010 年 3 月国内主要付费观看类网站 ALEXA 排名.....	13
图表 15：中国网络视频用户及其增长.....	14
图表 16：2009 年主要电信能力增长情况.....	14
图表 17：中国手机上网用户规模与增长.....	15
图表 18：中国网络品牌广告主数量变化(2001~2009).....	15
图表 19：中国网络广告市场规模(2005~2013E).....	15
图表 20：2010Q1 国内在线视频行业营收构成.....	16
图表 21：2010Q1 国内在线视频细分领域广告营收份额.....	16
图表 22：2009 年用户对网络视频节目类别偏好的调查.....	17
图表 23：乐视网历年采购的影视剧.....	18
图表 24：乐视网网络高清视频服务业务用户规模.....	19
图表 25：中国网络视频个人付费市场规模及增长率.....	19
图表 26：2009 年用户观看网络视频原因调查.....	20
图表 27.2010 年乐视网拟采购的影视剧情况.....	20
图表 28.乐视网网络广告分布业务情况.....	21
图表 29.中国网络视频企业付费市场规模及增长率.....	21
图表 30.乐视网募集资金投向.....	22

1. 盈利预测及说明

1.1 预测假设及说明—维持现有业务增长，有效开发新业务

我们主要从以下几方面对公司主业经营和财务状况加以考虑：

1. **主营业务收入：**（1）网络高清视频服务收入，其驱动因素为月均活跃付费用户与平均每月包月费，我们认为公司的月均付费用户仍然有较大的上涨空间；（2）网络视频版权分销收入，驱动因素为分销量与版权分销平均价，行业内影视剧的版权分销价都有规定，此业务更重要的是依赖分销量的增长；（3）视频平台广告分布收入，其驱动因素为广告发布的时间与广告发布平均价格，受益于网络视频的发展，公司今后的广告发布时间有望实现快速增长。（4）网络超清播放业务和视频平台用户分流业务是公司 2009 年新开发的业务，未来爆发式增长的可能性很大。

图表1.乐视网主营业务收入预测假设(2007~2012F)

项目（百万）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	36.91	73.61	133.82	231.83	313.24	420.29
增长率		99.41%	81.80%	73.25%	35.11%	34.17%
网络高清视频服务收入	31.58	52.84	73.55	141.23	185.01	240.51
月均活跃付费用户	13.39	24.61	29.72	39.23	51.39	66.81
增长率		84%	21%	32%	31%	30%
平均每月包月费（元）	19.66	19.81	20.62	30	30	30
网络视频版权分销收入	0.05	3.41	12.69	20.99	32.13	48.36
版权分销平均价格	1.68	2.60	3.22	3.60	3.80	4.00
分销量（部）	3.00	131.00	394.00	583.12	845.52	1,209.10
分销量增长率		4267%	201%	48%	45%	43%
网络超清播放服务			0.18	4.32	7.78	13.22
增长率				2300%	80%	70%
视频平台广告发布收入	5.28	17.36	36.93	52.94	74.11	102.28
广告发布时间（秒）	7,200	23,340	37,020	52,939	74,114	102,277
增长率		224%	59%	43%	40%	38%
广告发布平均价格（元/秒）	733	744	998	1,000	1,000	1,000
视频平台用户分流收入			10.47	12.35	14.21	15.91
增长率				18%	15%	12%
其他业务收入	0.004		11.92	13.70	15.35	16.88
增长率				15%	12%	10%

来源：国金证券研究所

2. **期间费用：**未来几年销售费用率和管理费用率将保持稳中有降态势，财务费用由于超募资金将带来一定的利息收入。
3. **实际税率：**10-12 年的实际所得税率分别为 16.5%，16%，16%。

有关公司盈利预测的具体细项假设详见图表 2。

1.2 盈利预测

据测算，我们预测公司 2010~2012 年归属于母公司股东的净利润分别为 7428 万元、9846 万元和 12832 万元，分别较上年增长 67.1%、32.5%和 30.3%，3 年复合增长率为 42%。

图表2.乐视网业绩假设条件及盈利预测(2007~2012F)

(百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	36.92	73.61	145.73	245.54	328.58	437.17
网络视频基础服务	31.63	56.24	86.41	166.54	224.92	302.10
视频平台增幅服务	5.28	17.36	47.40	65.29	88.32	118.19
其他业务收入	0.004		11.92	13.70	15.35	16.88
营业成本	11.82	14.82	44.02	74.25	113.47	158.19
CDN及带宽费	1.10	1.91	9.23	16.44	23.34	31.97
工资及福利	3.46	3.30	7.31	10.80	18.40	24.50
摊提	6.77	9.12	25.22	42.88	64.31	90.04
其他主营成本	0.49	0.48	2.26	4.14	7.41	11.67
毛利率	67.98%	79.87%	69.79%	69.76%	65.47%	63.82%
营业税金及附加	1.22	2.99	6.47	11.05	14.79	19.67
营业税金及附加比率	3.30%	4.06%	4.44%	4.50%	4.50%	4.50%
主营业务利润	23.88	55.80	95.24	160.23	200.33	259.31
销售费用	5.81	18.30	28.92	48.86	60.79	77.82
销售费用率	15.73%	24.86%	19.84%	19.90%	18.50%	17.80%
管理费用	2.92	5.65	8.75	19.64	23.99	30.16
管理费用率	7.90%	7.67%	6.01%	8.00%	7.30%	6.90%
财务费用	0.13	-0.83	0.51	-1.24	-4.66	-4.43
资产减值损失	0.10	0.96	4.10	4.00	3.00	3.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	14.92	31.72	52.95	88.96	117.21	152.76
加：营业外收入	0.0002	0.00	0.34	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.24	0.001	0.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	14.68	31.72	53.23	88.96	117.21	152.76
减：所得税	0.001	1.46	8.76	14.68	18.75	24.44
实际所得税率	0.00%	4.62%	16.46%	16.50%	16.00%	16.00%
净利润	14.68	30.25	44.47	74.28	98.46	128.32
减：少数股东损益	-0.01	0.001	0.01	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	14.69	30.25	44.46	74.28	98.46	128.32
增长		105.93%	46.96%	67.08%	32.54%	30.33%
完全摊薄后每股收益（元/股）	0.147	0.303	0.445	0.743	0.985	1.283

来源：国金证券研究所

2. 估值及申购建议

2.1. PE 相对估值

网络视频行业在我国处于高速成长期，我们认为公司有望伴随着行业的成长步伐，凭借自身积累的资源优势和领先的商业模式不断强化其在行业中的竞争优势和地位，从而挖掘更多的价值。

从 A 股传媒企业来看，从事文化传媒类的上市公司 2010 年的平均市盈率达到 47 倍，中值也在 43 倍，传媒行业的整体估值水平对乐视网具有一定的参考性，我们给予公司 35-38 倍 2010 年 PE，对应的合理价值区间为 26.0-28.2 元。

图表3：传媒行业重点上市公司估值一览表

代码	公司名称	价格	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB	EV/EBITDA	投资建议
		2010-7-26		2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	最新	2010	
广电/有线网络														
600037.SH	歌华有线	14.15	150.04	0.31	0.33	0.40	0.45	45.45	42.88	35.38	31.17	3.31	18.36	买入
002238.SZ	天威视讯	19.89	53.11	0.29	0.33	0.54	0.57	67.93	60.83	37.18	34.71	4.31	16.09	持有
600831.SH	广电网络	9.57	53.92	0.18	0.25	0.32	0.38	53.17	37.98	30.28	25.18	4.43	16.00	持有
000917.SZ	电广传媒	16.51	67.09	0.07	0.29	0.41	0.53	235.86	56.93	40.27	31.15	3.22		买入
300027.SZ	华谊兄弟	34.02	114.31	0.25	0.48	0.67	0.87	135.19	71.32	50.63	38.92	7.94		买入
600088.SH	中视传媒	20.40	48.29	0.48	0.48	0.53	0.59	42.15	42.93	38.78	34.76	5.11		持有
报纸经营、广告														
600825.SH	新华传媒	8.56	89.44	0.22	0.29	0.34	0.38	38.39	29.32	25.33	22.71	4.31	25.29	买入
600880.SH	博瑞传播	17.57	108.20	0.44	0.58	0.67	0.76	40.13	30.29	26.42	23.18	7.80	22.64	买入
000793.SZ	华闻传媒	6.12	83.24	0.12	0.13	0.14	0.15	50.70	47.48	43.16	41.41	3.58		持有
002181.SZ	粤传媒	10.47	36.66	(0.27)	0.07	0.09	0.10	(39.27)	145.42	117.64	106.84	3.07		持有
600386.SH	北巴传媒	9.97	40.20	0.29	0.48	0.59	0.75	34.38	20.81	16.84	13.37	3.94		买入
002400.SZ	省广股份	37.20	30.64	0.86	0.90	1.16	1.50	11.59	11.14	8.57	6.66	3.25	31.11	持有
图书出版发行														
601999.SH	出版传媒	11.65	64.18	0.23	0.26	0.28	0.32	50.65	44.30	41.02	36.41	4.27	48.26	持有
600373.SH	鑫新股份	15.97	29.94	(0.46)	0.40	0.45	0.53	(34.63)	39.93	35.49	30.13	45.59		买入
600551.SH	时代出版	18.32	77.22	0.58	0.65	0.70	0.81	31.59	28.18	26.28	22.67	3.07		买入
601801.SH	皖新传媒	12.20	111.02	0.35	0.33	0.36	0.42	52.34	36.53	34.27	29.19	3.44		持有
新媒体&其它														
300058.SZ	蓝色光标	30.45	36.54	0.40	0.64	0.91	1.22	45.35	47.88	33.61	25.06	4.45	36.00	买入
300071.SZ	华谊嘉信	30.76	15.92	0.49	0.68	0.92	1.19	37.03	45.10	33.62	25.96	4.10	43.38	持有
300059.SZ	东方财富	52.70	73.78	0.51	0.78	1.08	1.32	103.85	67.56	48.89	39.92	4.65	62.68	持有
综合														
600832.SH	东方明珠	8.74	278.49	0.14	0.21	0.24	0.27	61.12	41.23	36.12	32.37	3.54	29.30	持有
000839.SZ	中信国安	11.60	181.88	0.39	0.30	0.40	0.75	29.61	38.54	29.23	15.51	3.13	17.84	持有
Median		15.97	67.09	0.29	0.33	0.45	0.57	45.35	42.88	35.38	30.13	4.10	27.30	
Average		18.90	83.05	0.28	0.42	0.53	0.66	52.03	46.98	37.57	31.78	6.22	30.58	

来源：国金证券研究所

2.2. PEG 相对估值

根据成熟市场对高成长公司的估值方法，考虑业绩成长性的 PEG 估值则成为了我们对尚处在高速成长期之乐视网进行估值的合理选择之一。根据我们的测算，公司 2010~2012 年净利润 CAGR(年复合增长率，下同)将达到 42%。按照 PEG 估值理论，1 倍的 PEG 是能够接受的合理估值水平，即动态市盈率达到 42 倍，与此同时，考虑到公司的行业地位、竞争态势以及盈利能力，可适当给予一定幅度的折价或溢价。但鉴于我们对于公司商业模式未来发展的谨慎态度以及目前市场对于公司财务状况显露出来的一定的担忧情绪，我们以 2010 年募集资金见效后的业绩为基础，选取 0.85~0.9 倍 PEG 进行计算，对应市盈率为 35.7~37.8 倍，对应当前每股合理价值为 26.4~28.1 元。

2.3. DCF 绝对估值

图表4：DCF 估值主要假设条件

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	0.92	股本总额(百万股)	75.00
无风险利率	3.62%	股价	27.00
风险溢价	6.45%	股票市值	2,025.00
资产贴现率Ka	9.54%	债务总额	40.00
加权平均资本成本WACC		债务利率	6.57%
		实际税率	16.50%
D/(E+D)	1.94%	股票Beta	0.98
E/(E+D)	98.06%		
WACC	9.86%	股票贴现率Ke	9.94%

来源：国金证券研究所

我们采用 APV、WACC、FCFE 三种绝对估值方法对公司进行了估值，估值结果分别为 27.82 元、25.17 元和 25.54 元(见图表 5)。

图表5：乐视网 DCF 估值表

估值方法	每股价值	估值方法	每股价值
APV	27.82	FCFE	25.45
WACC	25.17		

I、APV												
每股价值	27.82											
企业值	2,126.27											
股票价值	2,086.27											
会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	-70.16	-24.77	4.82	6.63	55.66	81.52	148.21	104.13	208.84	233.00	4,373.00	5,120.88
ITS	0.22	0.00	0.01	0.02	0.05	0.09	0.14	0.20	0.27	0.35	6.66	8.01
PV(FCF)	-64.05	-20.65	3.67	4.60	35.29	47.18	78.31	50.23	113.63	116.96	1,757.94	2,123.12
PV(ITS)	0.20	0.00	0.00	0.02	0.03	0.05	0.07	0.10	0.00	0.00	2.68	3.15
II、WACC												
每股价值	25.17											
企业值	1,927.73											
股票价值	1,887.73											
会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	-70.16	-24.77	4.82	6.63	55.66	81.52	148.21	104.13	208.84	233.00	4,137.79	4,885.66
PV(FCF)	-63.86	-20.53	3.64	4.55	34.79	46.38	76.76	49.09	89.62	91.01	1,616.30	1,927.73
III、FCFE贴现												
每股价值	25.45											
企业值	1,908.67											
股票价值	1,908.67											
会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCFE	-111.26	-24.77	5.79	8.51	58.40	85.05	152.48	109.09	214.41	239.14	4,185.08	4,921.93
PV(FCFE)	-101.19	-20.50	4.36	5.83	36.36	48.16	78.53	51.10	91.36	92.68	1,621.98	1,908.67

来源：国金证券研究所

2.4. 估值、上市定价及询价建议

权衡以上相对估值和绝对估值的结果，我们认为，公司未来 6~12 个月目标价为 29.6~31.2 元，结合近期以来上市首日新股的表现来看，我们认为，公司上市首日定价区间为 30.9~33.70 元。

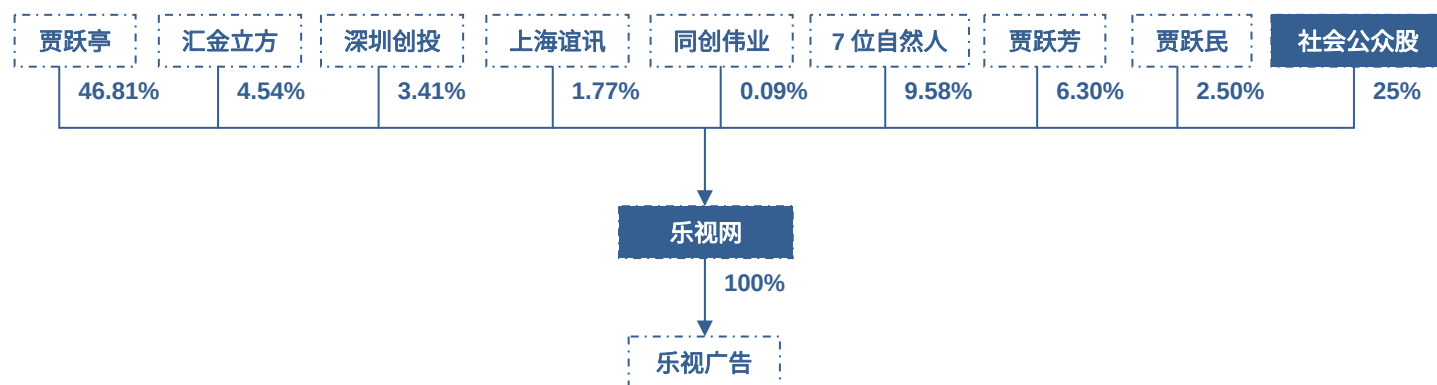
3. 公司概况

3.1. 公司沿革及资产架构

公司前身是成立于 2003 年底的北京西伯尔科技无线星空事业部，做手机流媒体业务，2004 年该事业部分离，以贾跃亭为出资人设立北京乐视星空信息技术有限公司，2005 年公司更名为乐视移动传媒科技(北京)有限公司，2009 年 1 月 15 日整体变更为乐视网信息技术(北京)股份有限公司(简称“乐视网”)。以变更基准日 2008 年 12 月 31 日经审计净资产 14,282.46 万元折为 7,500 万股，每股面值 1 元，余额 6,782.46 万元作为资本公积。公司主要发起人为贾跃亭先生，持有公司 4680.75 万股，持股比例为 62.41%。本次公司计划发行不超过 2500 万股，发行后总股本不超过 1 亿股(发行后股权结构见图表 6)。

公司以设立之初的“无线流媒体平台与管理系统 V1.0”搭建了视频运营平台，并将该平台应用于手机电视服务领域。通过持续开发，引入并融合了 P2P 技术和 CDN 技术，将该系统升级开发成更具兼容性和扩展性的“流媒体平台及管理系统 V2.0”。依托于升级后的视频运营平台，公司为用户提供了更具体验性的互联网视频及手机电视等网络视频服务。

图表6：乐视网发行上市后股权结构及子公司



来源：公司招股书，国金证券研究所

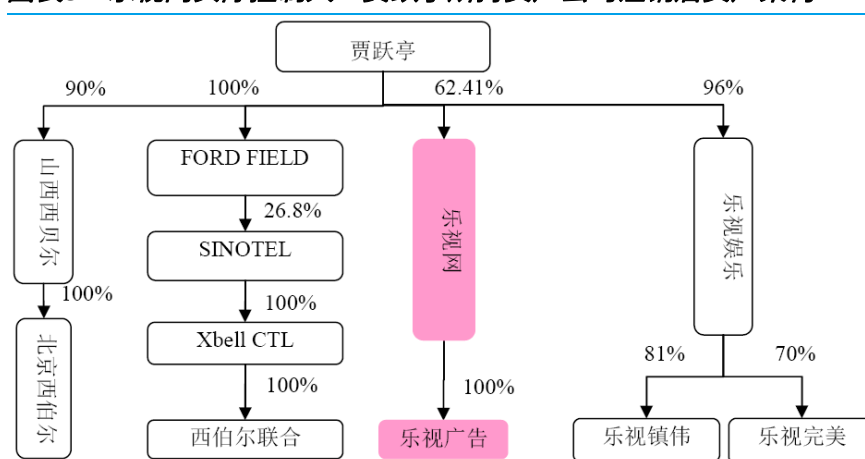
与此同时，公司实际控制人—贾跃亭还同时拥有 17 家公司股权，形成网络视频服务(本次乐视网上市资产)、电信设备集成和制造以及影视投资等 3 大板块，其中，电信设备集成和制造板块已通过 Sinotel 在新加坡上市(见图表 7)。鉴于乐视网将登录 A 股市场，贾跃亭先生将计划注销影视投资板块中未开展经营业务的境内外 6 家公司，实际控制人在对其所属资产进行清理后，整体资产架构将更为清晰(见图表 8)。

图表7：乐视网实际控制—贾跃亭所持17家公司基本情况及未来定位

序号	公司名称	主营业务/目前状态	未来定位/发展规划
一、网络视频服务板块			
1	乐视网信息技术(北京)股份有限公司	网络视频基础服务和视频平台增值服务业务代理、发布广告(本公司的全资子公司)	努力成为中国最大的网络视频服务提供商
2	北京乐视流媒体广告有限公司		
二、电信设备集成和制造板块			
3	山西西贝尔通信科技有限公司	移动通信设备的生产、造销售业务	专注于移动通信造设备生产
4	北京西伯尔通信科技有限公司		
5	FORD FIELD INTERNATIONAL LTD.	未开展实际业务-(持股公司)	保持新加坡上市体系，专注于移动通信造信设备的研发和销售及工程服务
6	SINOTEL TECHNOLOGIES LTD.	新加坡上市公司-(上市公司)	
7	XBELL COMMUNICATIONTECHNOLOGY LTD.	未开展实际业务-(持股公司)	
8	西伯尔联合通信科技(北京)有限公司	移动通信的研发销售造及系统工程服务	
三、影视投资板块			
9	乐视娱乐投资(北京)有限公司	影视剧投资、策划和发行业务经营影视、电视节目制作及发行业务	继续做大做强影视剧投资、制作及发行业务
10	浙江乐视镇伟影视制作有限公司		
11	乐视完美影视投资(北京)有限公司	空壳公司，无实际业务	放弃乐视娱乐海外融资计划，对6家公司进行注销处理
12	OCEANPILOTHOLDINGS LTD.		
13	SHARP LUCK TECHNOLOGY LTD.		
14	乐视新传媒信息技术(北京)有限公司		
15	FARUNIONTECHNOLOGY LTD.		
16	GROWINGPROPERTYTECHNOLOGYLTD.		
17	LETV NEW MEDIAHOLDINGS LTD.(乐视新传媒控股有限公司)		

来源：国金证券研究所

图表8：乐视网实际控制人—贾跃亭所持资产公司注销后资产架构



来源：国金证券研究所

3.2. 主营业务架构

自设立以来，公司专注于互联网视频及手机电视等网络视频基数的研究、开发和应用，主要从事网络视频基础服务和视频平台增幅服务的业务。一方面，公司依托其互联网视频门户“乐视网”和免费客户终端“乐视网网络电视”，为免费用户提供网络标清视频及个人 TV 服务，为付费用户提供网络高清视频及企业 TV 服务；另一方面，推出了基于手机无线网的手机电视门户“3G 乐视网”以及手机

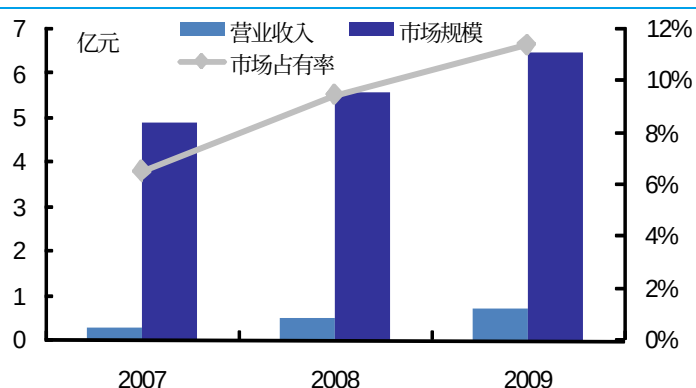
电视客户端软件，为手机用户提供网络视频点播和直播服务。同时，还借助为互联网和手机用户提供网络视频基础服务而形成之初具规模的用户群、品牌价值和媒体传播效应，以为广告客户提供广告发布服务、为具有相关用户群体的网站提供视频平台用户分流服务作为公司的增值业务。近三年，公司的经营业绩快速增长，2007~2009年，实现营业收入分别为3691.21万元、7360.71万元和1.46亿元，同比分别增长99.39%和97.99%(见图表9)其中网络高清视频服务和视频平台广告服务两者的收入为公司收入的主要来源，占到全部收入的80%以上，市场份额也分别在逐步提升(见图表10、11)。

图表9：乐视网营业收入构成及其占比(2007~2009)

单位:千元	2007		2008		2009	
	营业收入	收入占比	营业收入	收入占比	营业收入	收入占比
网络高清视频服务收入	31,581.70	85.55%	52,835.40	71.78%	73,546.30	50.47%
网络版权版权分销收入	50.40	0.14%	3,409.30	4.63%	12,686.20	8.71%
网络超清播服务					180.00	0.12%
视频平台广告发布收入	5,280.00	14.30%	17,362.40	23.59%	36,933.80	25.34%
视频平台用户分流收入					10,468.90	7.18%
其他收入	4.20	0.01%			11,916.16	8.18%
合计	36,916.30	100.00%	73,607.10	100.00%	145,731.36	100.00%

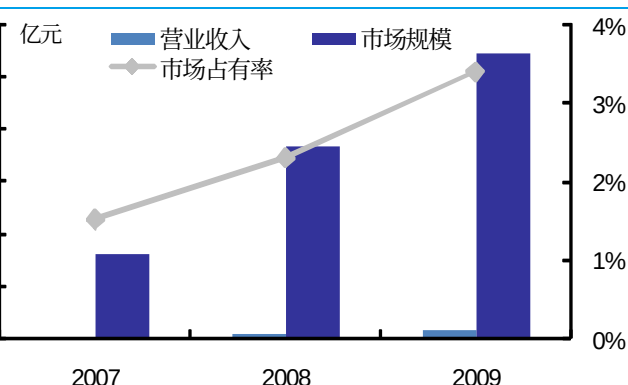
来源：国金证券研究所

图表10：网络高清视频业务收入及市场占有率



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表11：网络广告业务收入及市场占有率



从2008年开始，公司采购大量独家影视版权，为实现增量收益，开发了新的业务模式，即充分利用独家网络视频版权的再授权权利，将优质的影视剧版权授权给其它网络视频类服务提供商，取得了较高的网络视频版权分销收入。该项业务类似于向大客户进行集中发行，具有版权效益回收快、收入集中的特征。随着我国网络视频版权市场的进一步规范，网络版权交易也将迎来大幅增长的局面。目前，公司已经积累超过150部影视剧的网络独家版权。根据公司发展规划，2010年还将继续进行影视剧版权的规模购买，强化自身资源优势，版权分销业务有望为公司带来更为稳定的营收规模增长。

图表12：乐视网主要业务构成

服务类别	服务分项	服务内容	主要用途
网络视频基础服务	互联网视频基础服务	1、网络高清视频服务：利用门户网站向用户提供正版高清和720P影视内容；	PC用户付费在线点播和下载观看影视高清和720P影视内容，用于休闲娱乐、享受体验
		2、网络标清视频服务：利用门户网站或客户端向用户提供正版标清影视内容；	PC用户免费在线点播、直播观看标清影视内容，用于休闲娱乐、一般体验
		3、网络超清播放服务：通过公司的网络节点向用户提供超清（1080P）视频内容	用户购买乐视超清播放机进行存储或付费下载超清视频内容，用于超清（1080P）视频播放观看
		4、个人TV服务：向个人用户提供视频空间	个人用户间进行网络视频内容分享
		5、企业TV服务：向企业用户提供视频空间和技术服务	用于企业形象、产品等方面的视频展示及视频应用
	手机电视基础服务	1、手机电视技术和内容服务：为电信运营商或内容集成商提供视频技术服务或内容服务	手机用户通过登录电信运营商的手机电视门户获取视频服务
		2、3G手机乐视网络服务：利用乐视网的3G网为手机用户提供免费的视频内容	手机用户通过登录3G乐视网免费获取在线点播、直播视频内容，休闲娱乐
	网络视频版权分销服务	将正版影视内容分销给其它合作方	具有向大客户发行的属性，用于满足其它合作方对正版影视内容的需求
视频平台增值服务	视频平台广告发布服务	为广告主和广告代理公司提供网络视频广告位置、时间和点击次数等广告媒体资源	用于广告内容展示、满足广告主在网络媒体上的宣传和推广
	视频平台用户分流服务	为具有相关用户群体的网络提供用户分流服务：通过本公司网站共享其它网络链接，使用户获取其它网站的相关服务内容	满足其它网站对用户量的需求；满足用户对多重网络应用服务的需求
	网游运营业务	采取非独家授权的方式与其它网游运营商合作，运营所取得的网络游戏产品	满足乐视网视频用户及其它网游运营商用户的网络游戏需求

来源：国金证券研究所

4. 行业分析：网络视频的正版化发展

4.1. 市场格局尚处在多方角力状态

目前，我国的网络视频服务业参与者众多，据统计，截至 2008 年底国内整个网络视频服务行业大概有 300 家网站，服务规模达到 13.2 亿元，同比增长 61.1%。预计未来 2~4 年行业仍将保持较快发展，到 2012 年总规模有望达到 51.2 亿元，年均复合增长率在 40%左右。目前该行业主要的业务模式分为免费、付费以及“免费+付费”三种，其中，提供免费视频内容的网站如土豆网、优酷网等，以视频分享为定位，让用户自行上传内容并互相分享，同时提供免费观看或者下载，其通常也提供网络视频广告发布服务，利用自身的高人气来获取广告投入；付费模式主要包括用户付费点播或下载和无线增值，如九州梦网、普乐网等网站便是通过提供正版内容、要求用户注册并付费后才能观看或下载的模式来获取收入；而分别于 2004 年、2005 年上线的乐视网和激动网在设立之初便采用了“免费+付费”的模式，以正版影视剧经营为特色，提供差异化内容服务，部分内容采取付费观看、部分内容采取免费观看，并同时向广告主提供付费广告发布的服务。

图表13：2008年1~12月国内主要免费视频网站月度覆盖人数

i serTracker-2008年1-12月国内主要垂直类视频网站月度覆盖人数												
单位：万人	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
优酷网	4941	4891	5801	5940	6719	7071	7813	7414	7814	8183	8427	8203
土豆网	5407	5616	5715	6057	6515	6932	7201	6579	6645	7184	7405	7974
酷6网	2850	2601	2088	2600	2750	2889	3470	4217	4072	4242	4262	4167
56网	4513	4713	5032	5270	5514	2603	3570	3828	3728	3744	3504	3752
六间房	1731	1735	1953	1998	2047	2648	3230	3017	2867	3209	2542	2283
激动网	328	224	73	69	36	516	931	1296	1980	1989	1911	2114
Mofile	1725	2080	2110	2295	2700	2864	3368	3036	2243	1895	2035	1982

其中，三大视频免费分享类网站占据前三，在市场的第二梯队中，激动网的增势最为明显，12月份覆盖人数已超过2000万。

来源：Alexa，国金证券研究所

图表14：截至2010年3月国内主要付费观看类网站Alexa排名

截至2010年3月国内主要付费观看类网站Alexa排名			
国内排名	网站名	PV值占有率	Alexa月度全球排名
1	乐视网	0.11600%	1252
2	东方宽频	0.05380%	2335
3	九州岛梦网	0.03160%	6360
4	中录宽频	0.01160%	19824
5	网尚影视	0.00330%	48323
6	优度网	0.00280%	70315
7	普乐网	0.00200%	93625
8	炎黄互动	0.00150%	119387
9	鸿波网	0.00150%	128173
10	捷报在线	0.00013%	1188086

来源：国金证券研究所

从以上两表中可看出，在国内免费视频网络类中，国内较早成立的免费视频分享网站优酷网、土豆网、酷6网占据前三，拥有较高的覆盖人数；但在市场的第二梯队中，激动网增势最为明显，12月份覆盖人数已超过2000万；同时，在国内主要付费视频网站中，乐视网凭借0.116%的PV值占有率位列2010年3月Alexa主要付费类网站排名中占据第一的位置。从产业发展的趋势来看，“正版+免费+付费”的模式具有较大的发展优势，一方面通过免费业务来提高视频平台人气，吸引广告主，另一方面通过付费业务吸引那些对于视频品质具有高要求的优质用户，这类用户愿意为高品质视频资源支付对价，能够给视频网站带来盈利。

此外，随着行业经营模式的日渐成熟，网络视频的经营主体也越来越丰富。2009年盛大通过全资收购视频网站酷6网正式进军网络视频行业，2010年4月百度旗下的独立视频网站奇艺网也正式上线，同时，拥有大量内容资源的国有大型媒体经营单位也逐步参与到网络视频行业的竞争与合作，如中央电视台创办了中国网络电视台、湖南卫视推出了金鹰网、中影集团开发出中国电影网等。因此，市场竞争态势仍十分分散，处于多方角力状态，未来竞争格局有待进一步分化。

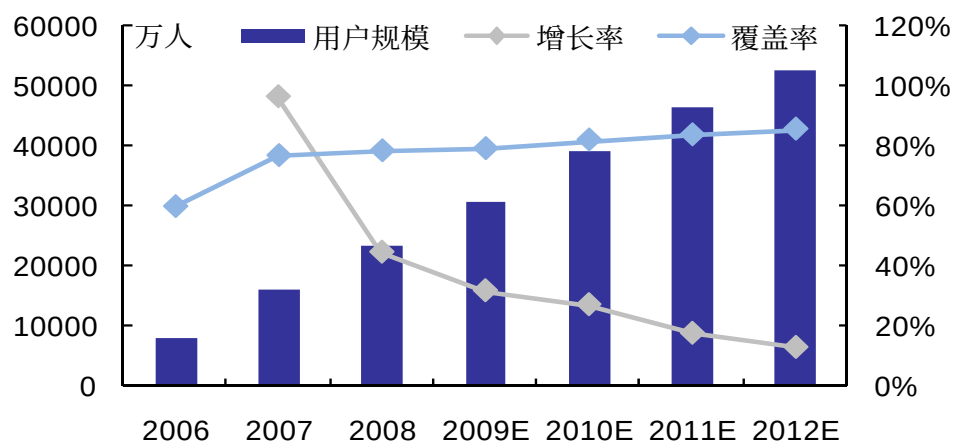
4.2. 网络视频市场空间巨大

■ 网络视频用户规模庞大

据艾瑞市场统计，2008年底中国网络视频用户规模达到2.3亿人，较2007年底增长44.9%，预计2009年网络视频用户规模会突破3亿人，近年来复合增长率达到了35.1%，到2012年用户规模将超过5亿人。网络视频服务在网民

中的覆盖率达到较高的程度，未来还将保持稳定增长态势。庞大的用户规模直接增加了对清晰、流畅、丰富多彩的网络视频服务的需求，为网络视频服务行业的快速发展奠定了深厚的市场基础。

图表15：中国网络视频用户及其增长



来源：艾瑞市场咨询，国金证券研究所

■ 网络基础设施渐完善

近年来，我国网络基础资源建设快速发展。据《2009 年电信业统计公报》显示，截至 09 年底，中国互联网宽带接入端口达 13592.4 万个，较 08 年底增加 2,664.3 万个。未来 3 年内，我国三大电信运营商将投资近 1,000 亿元进行 3G 网络改造和扩容，使 3G 网络覆盖度达到 90%以上，移动互联网将进入大规模发展阶段。骨干网络的扩容、宽带的普及、机房建设的不断完善，极大的改善了网络的传输速度以及服务器的运行环境，为网络视频服务行业快速发展提供了扎实的物质基础。

图表16：2009 年主要电信能力增长情况

指标名称	单位	2009年	比上年末净增
光缆线路长度	公里	8,266,655	1,488,159
其中：长途光缆线路长度	公里	837,000	39,000
固定长途电话交换机容量	万路端	1,706	15
局用交换机容量	万门	49,219	-1,644
移动电话交换机容量	万户	142,111	27,580
互联网宽带接入端口	万个	13,592	2,702
互联网国际出口带宽	M bps	866,367	226,080

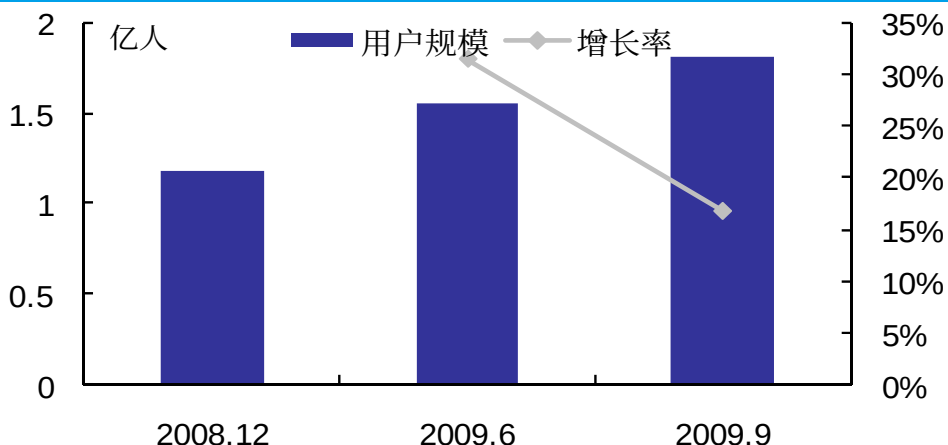
来源：2009 年电信业统计公报，国金证券研究所

■ 3G 手机用户市场规模逐步提高

2009 年，中国开始真正进入 3G 商用时代。虽然 3G 市场发展的时间较短且处在成长初期，但由于人口基数的原因，我国 3G 用户发展迅猛，3G 普及率逐步提高。根据在深圳、上海、广州和北京等四个发达城市的调研统计，2008 年我国 3G 手机电视用户在短短 3 个月的普及率已达到了 3.8%。而且，据中国互联网络信息中心调查数据显示，2009 年中期我国有 1.55 亿人用手机进行上网，呈现出稳定增长的趋势；有 64.5%的手机听说过 3G 业务，总规模达到

3.47 亿；23.1%的手机上网用户表示计划在未来半年内使用 3G 手机上网，据测算，这一数字将达到 4,000 万，显示了巨大的潜在市场。未来中国手机网民规模的继续增大，将直接推动网络视频市场的发展。

图表17：中国手机上网用户规模与增长

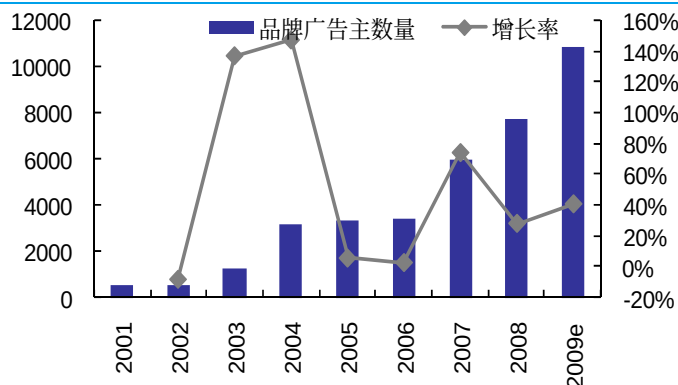


来源：中国互联网络信息中心，国金证券研究所

■ 网络广告继续保持较快增长

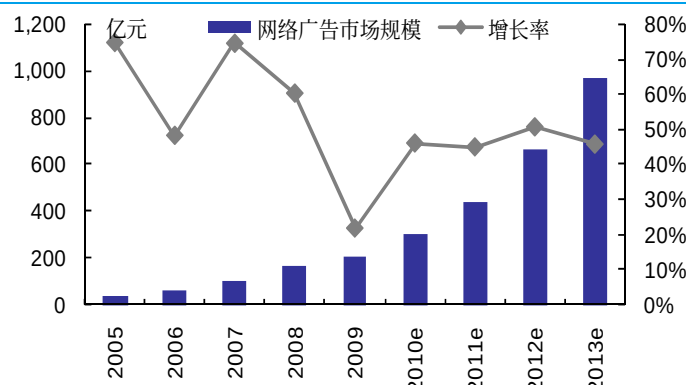
广告是网络视频服务行业重要的收入来源。2009 年中国网络媒体的品牌广告主数量达到 10783 个，比 2008 年的 7669 个同比增长 40.6%，未来广告主的数量还将大幅增加。目前我国网络广告市场规模已达 170 亿元，占全部广告市场规模近 10%，其中网络视频广告规模达到 5.7 亿元，成为支持网络视频服务行业发展的重要经济基础。

图表18：中国网络品牌广告主数量变化(2001~2009)



来源：iAdTracker，艾瑞市场咨询，国金证券研究所

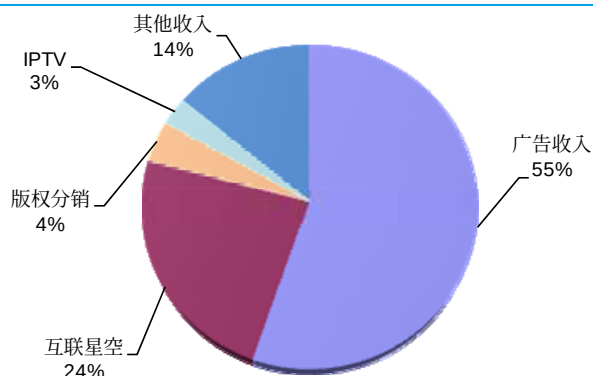
图表19：中国网络广告市场规模(2005~2013E)



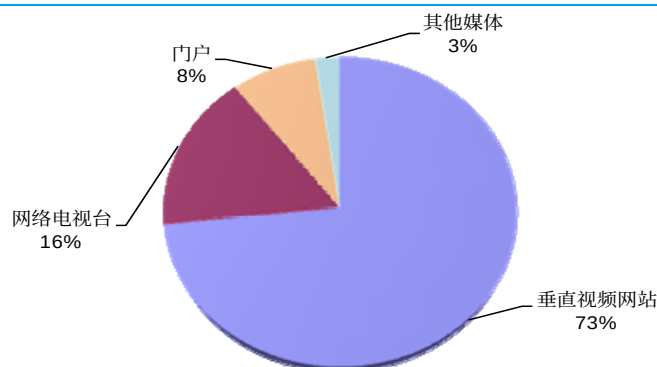
2009 年，由于受到金融危机继续深化的影响，中国网络广告市场的增速有所放缓。但随着经济企稳回升，互联网仍将是广告投放增长较快的领域，在各类媒介中的广告市场份额将继续保持上升态势。根据艾瑞咨询的预测，未来 4 年还将继续保持年度 21.2%的复合增长。这一方面得益于整体宏观环境的改善，各行业网络广告投放预算显著增加；另一方面，随着互联网自身媒体价值的提升，已逐步成为获得广告主认可的主流媒体之一，而网络视频作为宽带条件下互联网应用的一个重要发展方向，将成为未来网络广告市场最为重要的营收增长点。据艾瑞咨询统计，2010 年 1 季度视频广告收入的优势进一步显现，占在线视频行业营收的 55.3%，其中在细分领域内，垂直视频网站的优势明显，

市场份额达到 73.3%。未来网络视频广告的繁荣市场将对网络视频服务行业产生显著的拉动效应。

图表20：2010Q1 国内在线视频行业营收构成



图表21：2010Q1 国内在线视频细分领域广告营收份额



来源：国金证券研究所

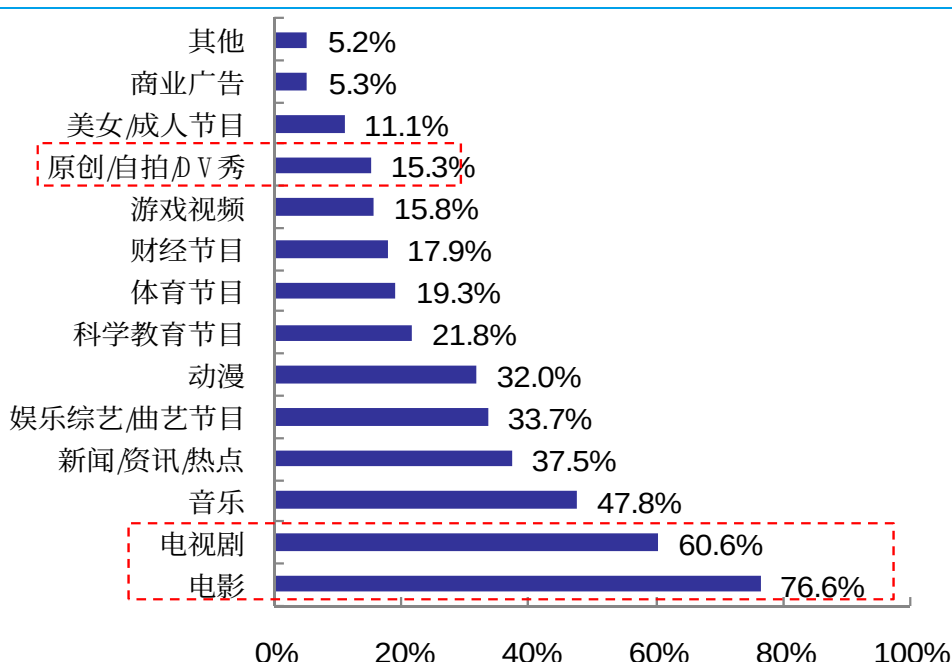
4.3. 网络视频的正版化生存

2007 年 3 月，由通用电气旗下美国国家广播环球公司(NBC Universal)和新闻集团旗下福克斯广播公司(FOX Broadcasting)联手私人股权基金普罗维登斯(Providence Equity Partners)共同投资建立了 HULU，而迪斯尼旗下的美国广播公司(ABC)也在 2009 年 4 月底入股并为其提供内容和资金支持，HULU 利用股东广播电视部门提供的正版电视节目为用户免费开展长视频分享服务，受到众多品牌广告主的青睐，开业第一年即取得盈利。尽管 HULU 的成功在相当程度上得益于在分账模式下股东内容资源的有力支持，但也在一定程度上证明了正版视频内容在商业模式上成功的可能性。

视频网站引入版权内容，目的无非是要把流量“去垃圾化”，让流量变得更有价值。只有一个内容完全不受争议的视频网站，广告主才会放心投放广告，尤其是大的品牌广告更是如此。YouTube 网站上仅有 3% 的流量可以投放广告，而后起之秀 HULU 背靠 Fox、NBC、ABC 三家强势内容提供商，所有正版高清内容 100% 可以投放广告。而且，流量早已不是客户投放视频广告的唯一指标，广告主更在意版权、用户质量、用户平均欣赏时长、网站环境等综合投放指标。此种情况下，高品质的正版长视频投放平台很容易与其他的大杂烩式网络视频投放平台上拉开差距，最直接的体现就是广告价格。HULU 峰值时的广告价格每 CPM 达到 40 美元，同期 YouTube 广告价格则在 20 美元附近。截止 2009 年，HULU 的广告营收达到约 1 亿美元。

CNNIC 数据显示，2009 年中国使用网络视频的网民高达 2.4 亿，相当于每 1.6 个网民中就有一个网络视频用户。其中 77% 的人看电影，70.5% 的人看电视剧，原创、自拍、DV 秀等 UGC 内容被选择的比例仅为 14.6%，正版长视频俨然已经成为宽带网络条件下最为主流的视频观赏选择。2009 年底，广电总局出台了关停 BT 网站等一系列规范整治措施，更是让 UGC(用户贡献内容)模式雪上加霜。因此，从长期来看，正版长视频无疑将成为视频广告未来持续增长的重要动力。日前，被盛大收购后的酷 6 网推出 3 亿元打造正版视频门户平台的计划；优酷推出视频版权合作管理系统，并对用户上传的侵权内容全面屏蔽；土豆则把今年的投资重点放在在内容集聚上，这些昔日 UGC 模式的标杆也开始了向“正版+免费+广告”的 HULU 模式转型，以期能够更好地提升平台的盈利能力。

图表22：2009 年用户对网络视频节目类别偏好的调查



来源：国金证券研究所

4.4. 网络视频付费模式渐获认可

2009 年以来，全球主要网络视频服务商纷纷推出带有付费内容的网络服务，如美国最大的内容分享网站 YouTube 和最大的内容集成网站 HULU 均宣布开发了网络付费播放服务。国内最大的免费视频网站之一优酷网也开始尝试付费服务模式；国内最大的 P2P 网络视频在线及下载服务商之一迅雷公司也推出“红宝石影院”计划，以其高清视频播放服务向用户收费；酷 6 网在 2010 年 2 月初宣布，将在 2010 年上半年推行收费措施，对部分高端用户实行收费；而 56 网在 2009 年 8 月就推出了付费视频发布平台“56 看看”，广大拍客、原创作者及内容方通过该平台发布视频，并从用户付费观看中获得收益。在 56 网看来，收费是对视频网站免费模式的重要补充。另外，激动网、乐视网等视频网站则早已开始了收费服务的模式。以上网络视频领域的诸多变化均已充分说明了收费点播模式正逐渐获得视频服务商和消费者的认可。

5. 主业分析：正版内容集聚基础上的多模式运营

5.1. 公司竞争优势显著—模式领先、内容资源丰富和技术优势

■ 行业领先的“正版+收费+广告”经营模式

作为视频类网站，丰富多彩的合法视频内容是吸引用户的基本条件，也是吸引广告主投放广告的重要动力。国内网络视频服务行业发展早期，多数网站采取免费上传模式，造成大量影视内容侵权现象，同时对服务器、带宽的占用非常严重。对此，乐视网在成立之初就致力于提供正版影视剧的视频服务，与上百家的版权方和版权代理机构建立版权交易关系，并与实力强大的影视剧出品方和发行方建立了长期稳定的合作关系，采购渠道多样、便捷、畅通。经过了 5 年的版权积累，乐视网已经拥有 4 万集电视剧和 2000 多部电影，拿到了国内大约 60% 热门电影电视剧的独家网络版权，已同时成就其网络视频的分销业

务。此外，公司还与中影集团、中央电视台等建立了稳定的战略合作关系，增强了公司对优质视频节目的采购优势。

在合法版权的基础上，公司加强了对付费用户和免费用户的培育，采取内容差异化的策略将最新的热播影视剧优先作为高清视频内容，以提升付费用户体验效果和收看意愿。注重培育付费用户可以凸显乐视网的商业价值和盈利稳定性，与此同时，公司提供一定的免费视频可以提高平台的人气，提升广告效应，从而吸引更多的广告主投放广告，进一步开发视频平台用户分流等增值类业务模块，加快公司成长。

■ 正版内容资源和用户集聚

截至 2010 年 4 月，公司拥有电影版权 2324 部，电视剧版权 43097 集，版权授权期限多为 3~5 年。公司还积极参与热映商业影片和热播连续剧的竞购，并力图获取长期的独家网络版权，这将有助于增强公司的收费能力。据统计，在 2008~2009 年国内出品之票房收入排名前 20 部的影片中，公司获得独家网络版权的影片共 7 部，非独家网络版权的影片共 6 部，合计占 20 部热门影片总量的 65%；同时公司还获得了《闯关东》、《金婚》、《铁齿铜牙纪晓岚 4》、《走西口》、《潜伏》、《蜗居》、《沧海》和《马文的战争》等 20 部热播电视剧的网络版权。庞大的正版影视内容储备在一定程度上使得公司提供的视频服务具有较强的吸引力，有助于用户规模的集聚。

图表23：乐视网历年采购的影视剧

影视剧类型	相关项目	2007年	2008年	2009年
电影	数量(部)	72	55	2,109
	占影视剧总量的比例	38.71%	20.07%	63.43%
	金额(万元)	126	327	2,925
电视剧	数量(部)	114	219	1,154
	占影视剧总量的比例	61.29%	79.93%	36.57%
	金额(万元)	198	407	1,868
合计	数量(部)	186	274	3,263
	金额(万元)	324	734	4,792

来源：公司招股书，国金证券研究所

截至 2009 年 12 月 31 日，公司提供的互联网高清视频付费服务已累积达 900 万人次以上，保持年均 60%以上速度增长，并拥有日独立访问用户约 580 万人，日均 PV 约达 4,600 万浏览量；公司推出的 P2P 客户端累积下载安装量约 3,500 万次，年下载量保持了 70%速度增长，在互联网视频个人付费领域已占有 11%以上的市场份额。由此可见，公司的用户资源已初具规模，并且，随着正版内容的进一步集聚，用户数量有望保持稳定增长。

■ 互联网视频技术优势

未来决定网络视频竞争成败的关键因素之一仍是技术的突破。网民对网络视频的基本要求便是流畅和高清，而这两者之间是此消彼长的关系，技术创新要求在带宽相对固定并同时保证流畅程度的条件下提高清晰度。公司以设立之初的“无线流媒体平台与管理系统 V1.0”作为基础，通过改造并完善了流媒体技术的应用，组织研发了具有融合 P2P 和 CDN 两种技术优良特性的视频存储和分发平台，提高了节目的传输速度，节目的流畅性大幅提高。此外，公司还统一了乐视网全线产品的视频播放技术，使同样码率的节目清晰度大幅提高。画面流

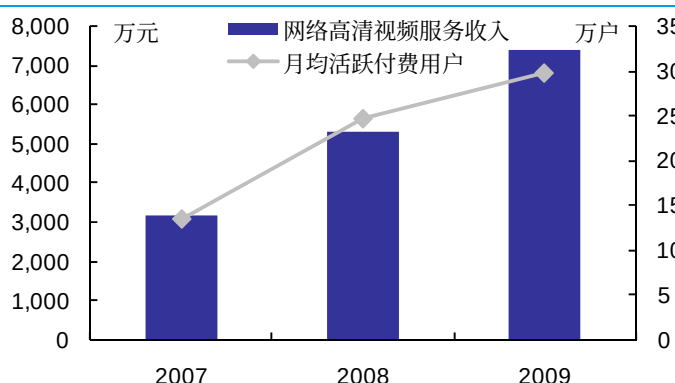
畅性和画质清晰度的提高满足了终端用户对节目播放效果的要求，将进一步提高用户体验水平。

5.2. 网络视频业务：继续加大正版视频内容投入

公司的网络高清视频服务业务凭借其差异化的内容定位，在过去三年间取得较快发展，用户量和营业收入均大幅增长。截至 2010 年 3 月 16 日的月度 Alexa 综合排名，公司在以提供个人付费视频服务为主的国内视频网站中位列第一。自 2007 年至今，该项业务收入分别实现 3158.17 万元、5283.54 万元和 7354.63 万元，收入复合增长率达到 52.6%。公司的月度活跃付费用户已由 2007 年的 13.39 万人次增长至 29.72 万人，2009 年的付费用户规模已达到 356.68 万人次。

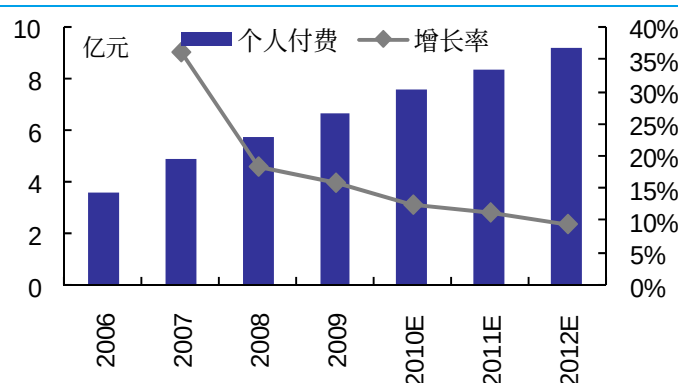
据 CNNIC 统计，截止到 2009 年底，我国网络视频用户规模达到 2.4 亿，其中近 4000 万用户为只在网上看视频，成为网络视频独占用户，其中便有一部分用户是愿意为高品质的视频支付费用的。据 CNNIC 统计，截至 2008 年，网络视频个人付费市场规模达到 5.8 亿元，预计未来 2-4 年网络视频个人付费市场将跟随着国家倡导正版化政策以一定速度继续增长。因此，公司网络高清视频付费业务的用户规模和营收规模在目前的基础上仍有较大的发展空间。

图表24：乐视网网络高清视频服务业务用户规模



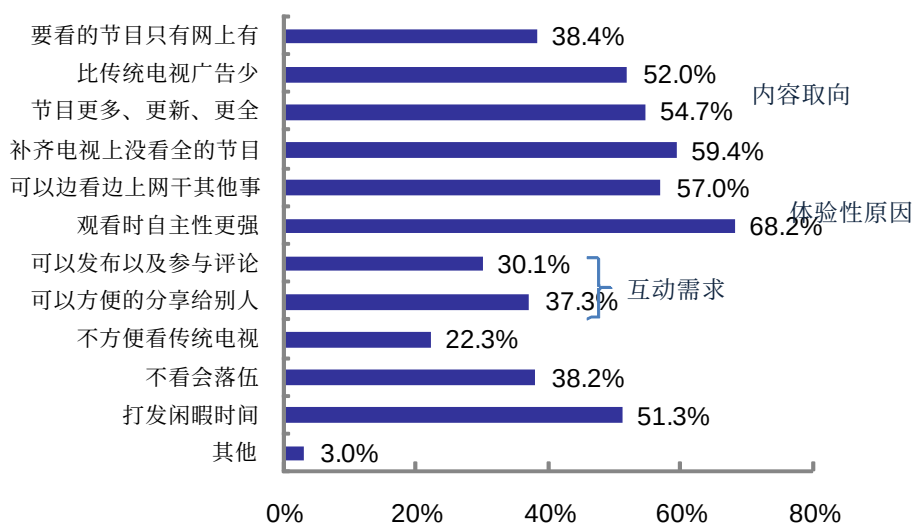
来源：公司招股书，艾瑞市场咨询，国金证券研究所

图表25：中国网络视频个人付费市场规模及增长率



网络视频由于从消费内容和收看时间上突破了传统接触模式的局限性，可以自由选择观看内容和观看时间，自主性更强，成为用户选择观看网络视频的最主要原因。据 CNNIC 发布的《2009 年中国网民网络视频应用研究报告》中显示，通过对用户观看网络视频原因的调研，有 59.4% 的人选择网络视频的原因是因为网络视频补齐了电视上没看全和漏掉的节目，54.7% 的人认为网络视频更多、更新、更全，38.4% 的人则认为要看的节目只有网上有，而以视频分享作为观看原因的比例并不大，只有 37.3%，这些都反映出网络用户仍是内容导向型，影视剧资源对于吸引更多的用户和广告主起着至关重要的作用。

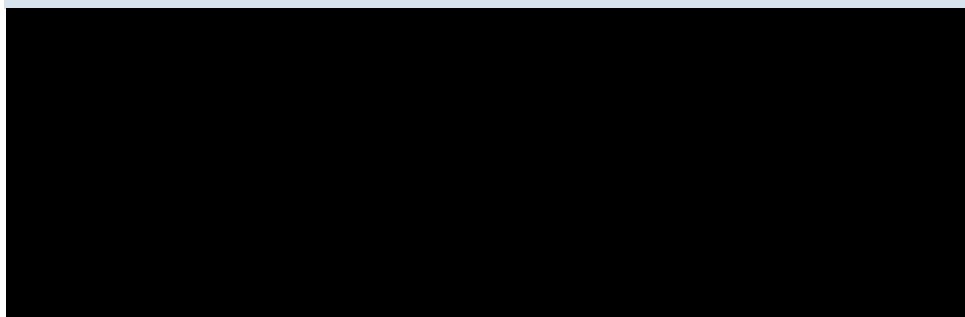
图表26：2009 年用户观看网络视频原因调查



来源：CNNIC，国金证券研究所

公司自成立之初便致力于成为国内最大的影视剧发行视频网站，2007 年至 2008 年对网络视频的采购还处在积累阶段，2008 年之后，公司开始大量采购独家影视版权，截至 2010 年 4 月已拥有电影版权 2324 部，电视剧版权 43097 集，形成庞大的影视内容储备。公司计划于 2010 年继续进行影视剧版权的规模购买，拟预计利用自有自有资金和银行贷款资金合计 8000 万元用于 2010 年影视剧版权的采购，一方面，能够进一步强化自身的资源优势，吸引更多的付费用户，从而提高网络高清视频业务的收入；另一方面，截至 2009 年底，利用公司已具规模的独家版权储备总量而开发出的版权分销业务已实现收入 1614.60 万元，未来随着公司独家版权数量的持续增长，该项业务收入将继续保持较快速度增长。

图表27.2010 年乐视网拟采购的影视剧情况



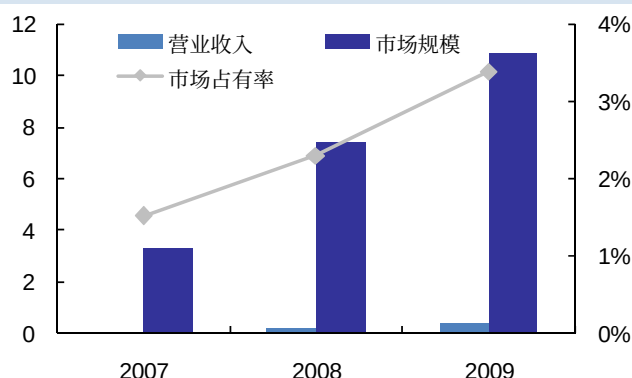
来源：公司招股书，国金证券研究所

5.3. 视频平台增值业务：积极开发创新性服务内容

视频平台广告发布业务是目前公司开发的比较成熟的平台类增值业务，通过用户培育和平台建设以及加强公司视频门户“乐视网”的营销力度，已经使其具备初步的广告媒介价值。自 2007 年至 2009 年产生的营业收入分别为 0.05 亿元、0.17 亿元和 0.37 亿元，同比增长 240%和 118%。并且，未来 2-4 年预计中国网络视频企业付费市场仍将能够保持 50%以上的复合增长率，至 2012 年规模突破 39.7 亿元，广告收入作为网络视频服务提供商获取的企业付费收入

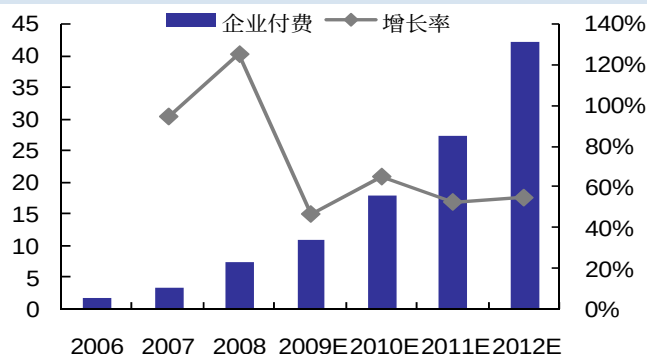
的主要组成部分，企业付费市场的壮大将直接刺激着网络视频的广告发布业务快速增长，公司的视频广告发布业务将继续成为重要的盈利增长点。

图表28.乐视网网络广告分布业务情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表29.中国网络视频企业付费市场规模及增长率



来源：艾瑞市场咨询，国金证券研究所

除了网络广告发布业务以外，公司还积极加强其它增值业务的开发，2009 年开始与天津世通天宇科技有限公司等网游运营商建立了稳定的合作关系，提供网游联合运营（分流）业务，2009 年合计分流用户 1,028.65 万人次，其中计费用户数达 22.16 万人次，合计实现分流收入 1,046.89 万元。公司还拟于 2010 年内与淘宝网达成合作，开展网购用户分流合作，即通过“淘宝客”平台向淘宝网提供推广服务。在该合作中，公司通过自有的视频平台“乐视网”为淘宝商城的商户提供用户分流服务，当商户与乐视网用户通过“淘宝客推广专区”实现交易后，商户将向公司支付一定的分成佣金。公司拟采取与淘宝网按照 9:1 的比例对商户支付的佣金进行分成，公司取得商户所支付佣金的 90%。目前，双方已达成初步合作意向，待业务开展后将有利于实现双赢。公司还于 2009 年下半年开始逐步培育网络游戏运营业务，加强现有用户粘性。

随着公司 3G 手机业务的发展，未来 3G 手机乐视网将成为 3G 手机广告业务及手机用户分流业务的重要平台。截至 2009 年底，公司累计为 270 万手机用户提供过手机电视服务，用户优势明显。同时，随着未来 3 年内电信运营商全面进行 3G 网络的建设和 3G 手机用户的推广，公司的 3G 手机电视业务的发展进程将加快，进一步加速增值业务的开发和成长。公司通过这一系列创新性服务内容的开发，将不断挖掘新的客户资源，实现视频平台增值业务的较大突破，从而有效提升公司的盈利性和成长性。

5.4. 业务拓展至电视终端

公司于 2009 年底借助长期积累的网络视频编解码技术和视频传输技术开发了乐视网超清播放机，借助超清播放机向网络视频用户提供以电视机作为显示终端的超清视频播放服务，并且分辨率高达 1080P。现今，3C 融合的进程正在加快，2010 年至 2012 年广电和电信业务进入双向试点阶段；2015 年，总结推广试点经验，全面实现“三网融合”，普及应用融合业务，到时国内主要大城市的宽带接入速度将有望大幅度提升，网络电视将呈现爆发式增长。因此，公司希望通过开发此业务将盈利范围切入网络电视领域，以公司积累的大量网络视频版权资源为内容优势，以高清晰度、环绕式音效为技术优势，相较于售价高昂、片源偏少，市场认可程度低的蓝光 DVD，超清播放机的开发有望引领视听产品的又一次风潮，为公司带来新的盈利增长点。

5.5. 产业链向上游行业延伸

从目前的行业发展情况来看，由于影视制作方对版权的重视明显加强，视频网站获得版权许可的费用也越来越高。公司为了获取新的盈利增长点，在竞争激烈的网络视频行业中更好地生存，积极探索着新的模式，由于和互联网视频行业最贴近的便是视频内容制造产业，因此，公司于 2009 年曾投资 1000 万美元投拍高科技电影《机器侠》，将触角伸向了产业链的上游，希望在电影市场分得一杯羹。作为投资方，《机器侠》上映后，公司将通过直接参与票房收入分成和买断该影片的互联网版权进行版权分销来获取盈利。

未来三年，公司预计投资电影合计约 6-8 部，其中已有明确投资计划的电影为 2010 年的《决战刹马镇》、《十二星座》，2011 年的《关公》、《机器侠续集》，2012 年的《图兰朵》、《愤怒的荷花》。这将极大提升公司的盈利性，进一步巩固公司的行业地位，增加影视内容储备。并且，除了获得收入外，通过拍电影还能和上游的影视制作和发行公司建立广泛的联系，公司在版权的获取上有望获得更大的优势。

5.6. 经营模式仍有待创新

尽管公司目前采用的经营模式较为领先，并且符合视频网站正版化的发展趋势，但收费模式尚未成熟，规模做大有一定难度。目前国内用户已经习惯了“吃免费午餐”，对于付费型服务，要想扩大规模，需满足两个条件：一是网站要有独家的、不可替代的内容，否则网友不会“买账”；二是用户的使用习惯和个人收入等因素。根据目前国内的情况，要让习惯免费看视频的用户掏钱买收视权，短期内实现较难。国内领先的免费视频网站 ppstream 目前拥有 540 个直播频道，涵盖内容包括电影、电视剧、综艺、动漫等，而公司的内容资源虽然秉承正版化，但资源的数量及种类覆盖相比仍处于劣势，加之还有部分高清视频采取收费的模式，因此，公司视频平台的人气集聚仍有待进一步加强，付费用户规模将在未来的增长过程中出现瓶颈，经营模式仍有待创新。

6. 募集资金投向：提高服务能力，拓宽服务领域

公司此次拟向社会公众公开发行人民币普通股 2500 万股，拟募集资金 2.62 亿元，依次投入互联网视频基础及应用平台改造升级项目、3G 手机流媒体电视应用平台改造升级项目、研发中心扩建项目以及其他与主营业务相关的营运资金项目，旨在扩大公司经营规模，提高服务质量，保持并提升公司在行业中的竞争地位，从而进一步提高公司的盈利能力。

图表30. 乐视网募集资金投向

序号	项目	总投资额 (万元)	募集资金投入情况	
			T-T+12	T+12-T+24
1	互联网视频基础及应用平台改造升级项目	21,090.00	11,496.00	9,594.00
2	3G手机流媒体电视应用平台改造升级项目	2,741.00	1,095.00	1,646.00
3	研发中心扩建项目	2,354.00	888.00	1,466.00
4	其它与主营业务相关的营运资金项目		470.00	20.00
项目合计投资额		26,185.00	13,949.00	12,726.00

注：T为初始投资月份

来源：公司招股书，国金证券研究所

6.1. 互联网视频基础及应用平台改造升级项目

公司拟使用募集资金 21,090 万元，对互联网视频基础及应用平台进行改造升级。公司以设立之初的“无线流媒体平台与管理系统 V1.0”搭建了视频运营平

台，通过持续创新性开发，引入并融合了 P2P 技术和 CDN 技术，将其升级开发成更具兼容性和扩展性的“流媒体平台及管理系统 V2.0”。经系统升级后的视频运营平台包含了基础平台及互联网视频应用平台和 3G 手机流媒体电视应用平台，从而扩大公司经营规模，降低单位用户运营成本。

6.2. 3G 手机流媒体电视应用平台改造升级项目

公司拟使用募集资金 2,741 万元，对公司原有的 3G 手机流媒体电视应用平台进行升级改造，在现有基础上加入一些新的功能支持。公司自 2005 年开始进行 3G 流媒体视频相关技术及平台的开发和培育，经过多年积累已经初步建立了 3G 手机流媒体电视应用平台，同时公司取得了广电总局核发的《信息网络传播视听节目许可证》（手机等手持终端设备），充分做好了未来从事 3G 手机电视业务的相关准备。该项目包括技术研发、设备投入、内容制作和营销推广等四个方面，从而实现系统良好的可扩展性，支持更大规模的用户。

6.3. 研发中心扩建项目

公司拟使用募集资金 2,354 万元，用于研发中心扩建项目。目前公司已经建立研发中心，承担公司内部技术积累、技术应用开发及运营维护职能。截至 2009 年 12 月 31 日，共拥有 78 位研发人员，每年研发的课题达 4-5 项，研发成果达 2-3 项。公司拟在现有研发中心基础之上，抽调现有核心研发人员重新进行团队编制，并吸引更多外部优秀研发人才，组成具有领先研发水平和研发经验的研发团队，使其专注于前沿性行业技术与开发。

6.4. 其他与主营业务相关的营运资金项目

在本次募集资金中用于与主营业务相关的营运资金后，为公司实现业务发展目标提供了必要的资金来源，可打破因单一银行融资渠道瓶颈给公司经营发展造成的制约，使公司在优化财务结构的同时实现经营快速发展，同时加强影视剧网络版权采购、服务器和带宽采购、增加研发支出、加大营销体系建设，进一步增强企业核心竞争力。

7. 主要风险

7.1. 采购价格上涨的风险

近年来，政府部门对于打击盗版侵权，净化互联网以及网络视频行业环境的监管越来越明晰和强烈。特别是进入 2009 年，广电总局开始重拳出击清理违规视频网站，国内多家 BT 网站被关停或勒令整改。据悉，2010 年起广电总局还将发起更大力度的视频网站整顿行动，这意味着视频网站要想生存，必须坚持版权。

随着版权问题的趋于规范，正版的内容资源逐渐成为视频网站竞争的关键，各网络视频服务提供商开始上演影视剧版权的争夺大战，版权的采购金额也“水涨船高”。据悉，新版《红楼梦》网络版权已经被卖到每集 20 万元，刚杀青不久的《金婚 2》的网络版权也已经达到了 6 万元，和第一部《金婚》每集 4000 元的费用相比，价格上涨了 15 倍。从几百元一集到几千元一集，再到上万，乃至如今的几万元一集，版权价格的涨价幅度之大令人咋舌。

2009 年，公司已投入 4792.23 万元用于购买正版影视剧，比去年多投入 4058.09 万元，由于投入的增长快于用户数量的增长，导致单位用户成本大幅增加，毛利率下降了 12.77%。未来如果影视剧版权的采购价格仍然呈现持续

上涨状态，公司版权采购的成本将进一步增加，对公司的盈利水平产生一定的冲击。

7.2. 应收账款回收的风险

截至 2009 年末公司应收账款账面价值 2,037.88 万元，较 2008 年年末减少 19.93%。公司报告期末账龄 1 年以内的应收账款账面价值占全部应收账款账面价值比例为 99.59%，欠款客户主要为电信运营商和各广告代理公司，尽管该等客户资金实力雄厚，信用记录良好，应收账款的坏账风险较低，但仍不能完全排除坏账损失风险。

7.3. 版权集中到期风险

截至 2010 年 4 月，公司拥有电影版权 2,324 部，电视剧版权 43,097 集，未来在第 4 年至第 5 年到期的比重分别为 68.37%和 61.56%。如上述影视剧版权在未来第 4 年至第 5 年集中到期时无法快速购买到数量相当的版权资源，则会给本公司持续经营带来一定风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	37	74	146	246	329	437
增长率		99.4%	98.0%	68.5%	33.8%	33.0%
主营业务成本	-12	-15	-50	-74	-113	-158
% 销售收入	32.0%	20.2%	34.0%	30.2%	34.5%	36.2%
毛利	25	59	96	171	215	279
% 销售收入	68.0%	79.8%	66.0%	69.8%	65.5%	63.8%
营业税金及附加	-1	-3	-6	-11	-15	-20
% 销售收入	3.3%	4.1%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
营业费用	-6	-18	-29	-49	-61	-78
% 销售收入	15.7%	24.9%	19.8%	19.9%	18.5%	17.8%
管理费用	-3	-6	-9	-20	-24	-30
% 销售收入	7.9%	7.7%	6.0%	8.0%	7.3%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	15	32	52	92	116	151
% 销售收入	41.0%	43.2%	35.7%	37.4%	35.2%	34.6%
财务费用	0	1	-1	1	5	4
% 销售收入	0.4%	-1.1%	0.3%	-0.5%	-1.4%	-1.0%
资产减值损失	0	-1	-4	-4	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	15	32	47	89	117	153
营业利润率	40.4%	43.0%	32.5%	36.2%	35.7%	34.9%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	15	32	48	89	117	153
利润率	39.8%	43.0%	32.7%	36.2%	35.7%	34.9%
所得税	0	-1	-3	-15	-19	-24
所得税率	0.0%	4.5%	6.8%	16.5%	16.0%	16.0%
净利润	15	30	44	74	98	128
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	15	30	44	74	98	128
净利率	39.8%	41.1%	30.5%	30.3%	30.0%	29.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	0	0	74	98	128
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	28	33	40
非经营收益	0	0	0	1	0	0
营运资金变动	0	0	0	-46	-25	-32
经营活动现金净流	0	0	0	58	107	136
资本开支	-5	-32	-128	-133	-129	-130
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-5	-32	-128	-134	-129	-130
股权募资	0	53	0	666	-4	0
债权募资	-3	0	40	-40	0	1
其他	0	0	-1	-1	-13	-13
筹资活动现金净流	-3	53	39	625	-17	-12
现金净流量	-8	21	-89	549	-40	-6

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	2	39	34	582	543	537
应收款项	9	35	23	61	81	108
存货	0	0	1	2	2	3
其他流动资产	1	11	9	17	25	34
流动资产	11	85	67	661	651	681
% 总资产	17.6%	57.7%	28.2%	70.6%	63.7%	59.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	2	12	80	188	289	383
% 总资产	3.8%	8.2%	34.0%	20.1%	28.3%	33.5%
无形资产	51	50	89	84	79	76
非流动资产	53	63	170	275	371	461
% 总资产	82.4%	42.3%	71.8%	29.4%	36.3%	40.3%
资产总计	64	148	237	936	1,021	1,142
短期借款	0	0	40	0	0	0
应付款项	3	1	5	5	7	10
其他流动负债	2	5	5	17	19	21
流动负债	5	5	50	22	26	31
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	5	5	50	22	26	32
普通股股东权益	59	143	187	915	996	1,111
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	64	148	237	936	1,021	1,142

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.294	0.508	0.593	0.743	0.985	1.283
每股净资产	1.190	2.395	2.493	9.145	9.956	11.109
每股经营现金净流	0.189	0.277	1.112	0.578	1.066	1.361
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	24.70%	21.23%	23.78%	8.12%	9.89%	11.55%
总资产收益率	22.84%	20.42%	18.80%	7.93%	9.64%	11.23%
投入资本收益率	25.42%	21.30%	21.37%	8.38%	9.75%	11.43%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	99.39%	97.99%	68.49%	33.82%	33.05%
EBIT增长率	N/A	109.99%	63.53%	76.29%	25.96%	30.96%
净利润增长率	N/A	105.92%	46.99%	67.06%	32.53%	30.33%
总资产增长率	N/A	130.29%	59.63%	295.87%	9.09%	11.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.4	81.9	57.4	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	6.8	10.7	6.0	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	18.9	19.2	18.7	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	24.4	60.1	201.6	254.7	283.5	277.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.78%	-27.38%	3.44%	-63.68%	-54.50%	-48.21%
EBIT利息保障倍数	114.5	-38.4	102.1	-74.2	-24.8	-34.1
资产负债率	7.34%	3.71%	20.93%	2.32%	2.52%	2.76%

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；

持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；

卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室