

乐视网 (300104.SZ)

国内付费网络视频领先服务商

惠毓伦 研究员
 电话: 020-87555888-323
 eMail: hyl6@gf.com.cn

亢辰 研究助理
 电话: 020-87555888-391
 eMail: qc2@gf.com.cn

网络视频服务行业空间广阔，公司业绩提升空间巨大

随着网络宽带的普及及视频技术的应用，网络视频服务行业出现了突破性的增长，从发展趋势来看，网络视频服务行业将逐步向付费方向发展，同时用户规模的增长及需求扩大也给网络视频服务行业带来巨大的行业发展机会。2008 年国内网络视频市场规模为 13.2 亿元，预计 2012 年市场规模有望达到 51.2 亿元。公司是国内付费网络视频领先服务商之一，随着公司版权资源的不断丰富，用户规模将逐步提升，及后期网络广告的增值收入将快速增长，预计公司业绩未来有巨大的提升空间。

公司盈利预测及估值

预计 2010-2012 年归属母公司净利润为 0.73 亿元、1.08 亿元、1.54 亿元，增长率分别为 64%、47%、43%。每股收益分别为：0.73 元、1.08 元、1.54 元。我们给予公司 2010 年 45-50 倍 PE，公司合理价值区间为 32.86-36.51 元。预计上市首日价格 35 元左右。

风险提示

网络视频服务市场竞争加剧风险；版权采购及集中到期风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(万元)	7,360.71	14,573.14	24,560.00	38,254.00	55,884.00
EBITDA(万元)	4,062.25	7,438.83	8,615.50	13,463.47	19,009.49
净利润(万元)	3,025.38	4,447.00	7,302.62	10,753.24	15,393.18
净利润增长率	105.92%	46.99%	64.21%	47.25%	43.15%
每股收益(元)	0.51	0.59	0.730	1.075	1.539
市盈率	0.00	0.00	--	--	--
市净率	0.00	0.00	--	--	--
EV/EBITDA	0.00	0.00	--	--	--
每股红利(元)	0.00	0.00	0.07	0.11	0.15
股息率	0.00	0.00	--	--	--

来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	29.20 元
上市价格	35.00 元

股票数据

总股本(万股)	10000
流通股本(万股)	2500
主要股东:	
	贾跃亭
主要股东持股比例	46.81%
流通 A 股比例	25.00%

财务比率

ROE	23.78%
ROA	25.07%
资产负债率	20.93%
每股净资产(元)	2.49

2009 年报数据

发行信息:

发行价格(元)	29.20
主承销商:	平安证券公司
发行市盈率	49.49

目录索引

一、国内付费网络视频领先服务商.....	3
二、行业发展分析.....	4
（一）网络视频服务行业呈现突破性增长，后期市场发展潜力巨大. ...	4
（二）网络广告行业发展空间有望大幅提升.....	5
三、产业链分析.....	5
（一）网络视频用户规模有望大幅增长.....	5
（二）版权资源重要性逐步增强.....	6
（三）与第三方资费通道合作，延长行业产业链.	7
（四）大型传统传媒的进入加剧行业竞争.....	7
四、公司募集项目分析.....	7
五、公司盈利预测及估值.....	8
六、风险提示.....	9

图表索引

图1：我国网络视频用户规模及增长情况.....	4
图2：我国网络视频服务市场规模及增长情况.....	4
图3：国内网络广告市场规模及增长率.....	5
图4：我国互联网普及率.....	6
表1：公司业务的主要盈利模式.....	3
表2：公司主营业务收入构成.....	3
表3：公司募集资金到位后项目投资情况.....	8
表4：公司收入（单位：万元）预测.....	8
表5：公司可比上市公司估值情况.....	9

一、国内付费网络视频领先服务商

公司是国内付费网络视频领先服务商之一，自设立以来一直专注于互联网视频及手机电视等网络视频技术的研究、开发和应用，目前主要从事网络视频基础服务和视频平台增值服务业务，主要包括网络高清视频服务、网络标清视频服务、个人TV服务、企业TV服务、网络超清播放服务，手机电视服务，视频平台广告发布、网络版权分销和视频平台用户分流服务。手机电视作为3G 业务的重量级应用，是公司进行重点储备、培育并择机进行扩张的优势业务。

公司秉承“合法版权+用户培育+平台增值”三位一体化的商业模式，收入结构不断改善，目前，公司已拥有数量可观的用户群，2009年公司新增注册付费用户数213.7万户，付费活跃用户数量超过130万户。从收入构成来看，网络视频基础服务收入仍占主要部分；但视频平台增值服务在公司营业收入中的占比不断上升，由2007年的14.3%上升至2009年的35.4%。

表 1：公司业务的主要盈利模式

类别	业务	客户群	盈利模式
付费服务	网络高清视频服务	付费用户	收取包月服务费
	网络超清播放服务	付费用户	收取服务费
	网络视频版权分销	合作方	收取版权许可使用费
	视频平台广告发布	广告主	收取广告发布费
	视频平台用户分流	具有相关用户群体的网	收取用户分流服务费
	手机电视技术及内容服务	电信运营商、内容集成商及手机用户	收取技术服务费和内容服务费
免费服务	企业 TV 服务	企业用户	收取技术服务费
	网络标清视频服务	免费用户	人气聚集和内容积累，提升视频平台价值
	个人 TV 服务	注册用户	
	3G 乐视网视频服务	免费手机用户	

数据来源：公司招股说明书

表 2：公司主营业务收入构成（单位：万元）

项目	2009 年	2008 年	2007 年
网络视频基础服务	8,641.25	5,624.47	3,163.21
网络高清视频服务收入	7,354.63	5,283.54	3,158.17
网络视频版权分销收入	1,268.62	340.93	5.04
网络超清播放服务收入	18.00	—	—
视频平台增值服务	4,740.27	1,736.24	528.00
视频平台广告发布收入	3,693.38	1,736.24	528.00
视频平台用户分流收入	1,046.89	—	—
合计	13,381.53	7,360.71	3,691.21

数据来源：公司招股说明书

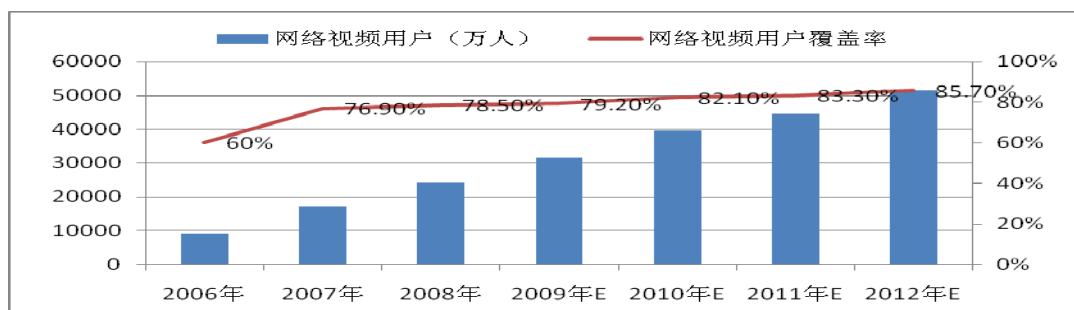
二、行业发展分析

（一）网络视频服务行业后期市场发展潜力巨大

自2005年开始，随着网络宽带的普及及视频技术的应用，全球网络视频服务行业出现了突破性的增长，网络视频类应用受到越来越多用户的欢迎。根据艾瑞市场咨询统计，截至2009年6月，我国网络视频用户规模达到2.53亿人，已进入较为稳定的发展阶段，未来将保持稳定增长态势，预计到2012年我国网络视频用户规模将增长一倍，超过5亿人。

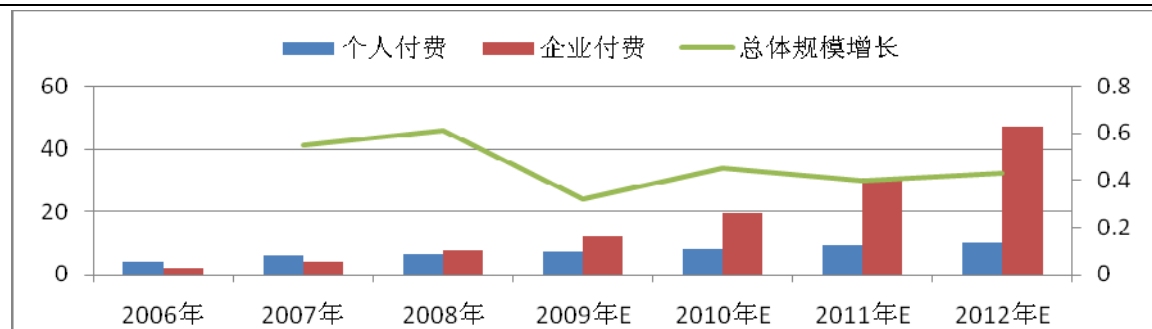
根据网络视频服务行业的发展规律，传统的免费视频服务正逐步向付费服务的方向发展，从2009年开始免费服务商纷纷推出付费频道。截至目前，美国最大的内容分享网站YOUTUBE.COM 和最大的内容集成网站HULU.COM 均宣布开发了网络付费播放服务。国内最大的免费视频网站之一优酷网也在尝试付费服务模式，迅雷、酷6已推出收费措施对部分高端用户实施收费；56网、PPS、激动网等视频网站则早已开始了收费服务的试点。网络视频服务市场收入规模将不断扩大，据艾瑞市场咨询统计，2008年网络视频市场收入总规模达到了13.2亿元，较2007年增长61.1%，预计未来2-4年网络视频服务行业仍将恢复到较快发展水平，2012年总规模有望达到51.2亿元。

图1：我国网络视频用户规模及增长情况



数据来源：艾瑞咨询

图2：我国网络视频服务市场规模及增长情况（单位：亿元）



数据来源：艾瑞咨询

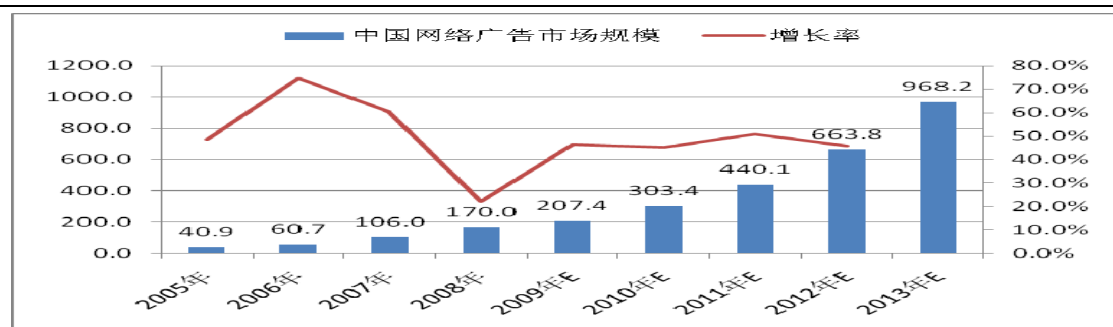
从国际网络视频服务行业的发展轨迹及国内网络视频服务行业的发展趋势来看，预计后期国内网络视频服务行业将逐步向付费的方向发展，同时用户规模的增长及需求扩大将给网络视频服务行业带来巨大的行业发展潜力。公司作为国内领先的视频服务提供商，后期业务增长空间巨大，随着上市募集资金的逐步到位，公司业务将实现快速增长。

（二）网络广告行业发展空间有望大幅提升

随着视频网站近两年的快速发展，广告作为其一项重要的增值业务逐渐被网络用户和广告投放者认可，目前我国的网络广告市场已初具规模。据艾瑞市场咨询统计，2008年我国网络广告市场规模达170亿元，约占我国广告市场整体规模的10%，预计未来占比还将快速扩大。

随着网络视频行业快速发展，各网络视频服务商竞相扩展正版影视视频服务内容。随着版权方维权意识的崛起，越来越多的广告投放者愿出更多的广告费对正版热播影视剧进行冠名。由于公司长期以来均坚持版权合法化经营策略，公司广告的目标客户群绝大多数为品牌广告主，未来就将直接受益于正版的正向效应。这给公司带来了相当可观的广告增值收入。2009年公司广告收入3700万元左右，预计2010年公司广告收入将超过6000万元。我们认为公司目前的内容资源实力以及后期获取版权资源能力的不断增强，公司受到越来越多的知名广告投放者的青睐，公司未来的广告收入有望更上一层楼。

图3：国内网络广告市场规模及增长率



数据来源：艾瑞市场咨询

三、产业链分析

（一）网络视频用户规模有望大幅增长

1、互联网网民持续增长，网络视频潜在用户规模不断壮大

随着固网宽带及3G无线宽带的普及，我国网民数量出现高速增长，2008年底，我国网民达到2.98亿人，较2007年增长41.9%，互联网普及率达到22.6%，略高于全球平均水平（21.9%）。截至2010年6月，我国