

网络服务

乐视网 (300104.SZ) / 54.91 元

互联网付费视频市场的领跑者

事项

2011 年 1 月 12 日，我们对乐视网进行了调研，并观看了视频平台和 LeTV 的演示。

主要观点

一、乐视网是一家正在迅速崛起的互联网视频点播服务提供商，公司业绩受益于互联网行业的高速增长。目前互联网视频类网站主要有三种模式，一种是 Youtube 为代表的视频分享类，以用户上传的原创性视频内容为主，依靠广告收入盈利；一种是 Hulu 的影视平台类，提供专业性的视频内容提高用户点击率和在线时长，靠广告收入盈利；第三种是 Netflix 的在线租赁类，提供专业影视内容的在线租赁，对用户收费。乐视网目前兼顾免费和付费两种用户，兼容发展。

二、乐视网的主要特征有四点：一是以长视频内容为主，公司打造了目前国内最丰富的电视剧、高清电视节目、正版电影内容库，有别于国内其他短视频网站；二是公司对大量影视作品独家版权的购买，提升了行业内的话语权，目前已购买了 5 万多集电视剧、4000 多部电影的网路版权，国内最大；三是付费用户规模领先，凭借高质量的影视内容，公司吸引了大量的付费用户，领先于国内其他视频网站，2009 年底付费用户规模已达 357 万人次，现在付费用户每月 ARPU 为 20 元左右，占行业付费用户收入份额 11% 左右；四是围绕多屏合一展开的多种终端服务模式，除传统互联网网站外，国内首家推出了家庭机顶盒 LeTV 等多种模式。

三、公司主要盈利模式：一是发展付费用户，每个用户每月收费 30 元，目前采用网站联盟、站长推广的模式，上市后随着知名度的提高，付费用户增长较快；二是广告收入，根据行业主流计费模式 CPM (Cost Per Mille, 即每千次显示费用)，每千次点击产生 30-50 元收入，由第三方和广告业主监测点击情况，与免费用户规模有关；三是版权分销收入，公司购买独家版权的影视内容，可以分销给其他网站和媒体，分销收入能够占到独家版权购买费用的一半以上。

四、公司未来主要成本支出方向：一是广告宣传费，在电视台、公共设施、楼宇等地方的广告将会大幅加强，促进免费用户规模的扩大，提升广告收入；二是版权采购费，按照目前行业趋势和公司的核心优势，版权采购费将会继续加大，巩固公司在付费用户领域的领先优势；三是带宽、服务器等设备的采购，满足用户规模化发展的需要。

五、盈利评级和投资预测：公司受益于行业高速增长，独特的模式将给予公司更强增长动力，我们给予“推荐”评级。预计 2010 年、2011 年、2012 年三年 EPS 分别为 0.69、1.17、2.00 元，当前股价对应的 PE 分别为 79、47、27 倍。

风险提示

新型互联网视频的商业模式创新；广电政策风险；付费用户领域竞争加剧。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：李怒放 梁上
Tel: 13661117337
Email: linufang@hczq.com

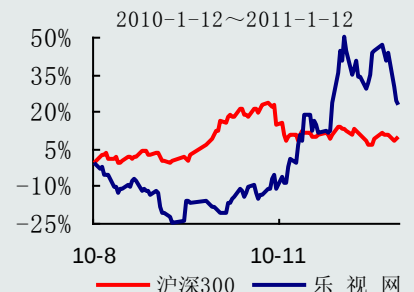
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	10000
流通 A 股/B 股(万股)	2500/0
资产负债率(%)	20.93
每股净资产(元)	2.49
市盈率(倍)	123.48
市净率(倍)	22.05
12 个月内最高/最低价	69.08/33.4

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	67	814	945	1163
现金	34	709	748	898
应收账款	20	55	96	139
其它应收款	2	13	26	31
预付账款	9	33	70	88
存货	1	3	4	8
其他	0	0	0	0
非流动资产	170	161	155	154
长期投资	0	0	0	0
固定资产	80	70	60	50
无形资产	89	91	95	105
其他	1	-0	-1	-1
资产总计	237	975	1100	1317
流动负债	50	25	33	50
短期借款	40	13	18	24
应付账款	5	7	10	21
其他	5	5	5	5
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	50	25	33	50
少数股东权益	0	-0	-0	0
股本	75	100	100	100
资本公积金	68	736	736	736
留存收益	44	113	231	431
归属母公司股东权益	187	950	1067	1267
负债和股东权益	237	975	1100	1317

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	83	15	36	149
净利润	44	69	117	200
折旧摊销	26	21	23	24
财务费用	1	-7	-15	-17
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	9	-69	-88	-58
其它	4	1	-0	-0
投资活动现金流	-128	-13	-17	-23
资本支出	128	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-13	-17	-23
筹资活动现金流	39	674	20	23
短期借款	40	-27	4	6
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	15	25	0	0
资本公积增加	1	669	0	0
其他	-17	7	15	17
现金净增加额	-6	676	39	150

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	146	240	404	687
营业成本	50	99	162	275
营业税金及附加	6	9	17	29
营业费用	29	48	87	141
管理费用	9	17	28	46
财务费用	1	-7	-15	-17
资产减值损失	4	2	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	47	72	123	211
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	48	72	124	211
所得税	3	3	6	11
净利润	44	69	117	200
少数股东损益	0	-0	0	0
归属母公司净利润	44	69	117	200
EBITDA	74	86	131	217
EPS（元）	0.59	0.69	1.17	2.00

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	98.0%	65.0%	68.0%	70.0%
营业利润	49.7%	51.3%	72.0%	70.8%
归属母公司净利润	47.0%	55.4%	69.9%	70.5%
获利能力				
毛利率	66.0%	59.0%	60.0%	60.0%
净利率	30.5%	28.7%	29.0%	29.1%
ROE	23.8%	7.3%	11.0%	15.8%
ROIC	23.2%	24.7%	30.5%	46.8%
偿债能力				
资产负债率	20.9%	2.6%	3.0%	3.8%
净负债比率	80.80%	53.03%	53.72%	47.24%
流动比率	1.35	32.38	28.56	23.19
速动比率	1.32	32.26	28.42	23.04
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.40	0.39	0.57
应收账款周转率	6	6	5	6
应付账款周转率	19.53	16.40	18.29	17.29
每股指标（元）				
每股收益	0.44	0.69	1.17	2.00
每股经营现金	0.83	0.15	0.36	1.49
每股净资产	1.87	9.50	10.67	12.67
估值比率				
P/E	92.61	79.48	46.79	27.45
P/B	22.02	5.78	5.15	4.33
EV/EBITDA	74	64	42	25

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801