

三驾马车驱动业绩增长，互联网电视和手机电视战略领先

乐视网 (300104.SZ)

推荐 维持评级

分析师: 许耀文, CFA ✉: xuyaowen@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8589 执业证书编号: S0130208091646

分析师: 孙津 ✉: sunjin@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8846 执业证书编号: S0130110014591

1. 事件

乐视网发布 2010 年年度报告。公司全年营业总收入 23,825.82 万元, 同比上升 63.49%; 营业成本 8,021.49 万元, 同比上升 63.12%; 毛利率 66.33%, 与去年基本相同; 归属于上市公司股东的净利润 7,009.94 万元, 同比上升 57.6%; 扣除非经常性损益后净利润 6,833.22 万元, 同比上升 54.53%。按照 10,000 万股本计算, 每股 EPS 约 0.70 元, 符合我们的预期。

2. 我们的分析与判断

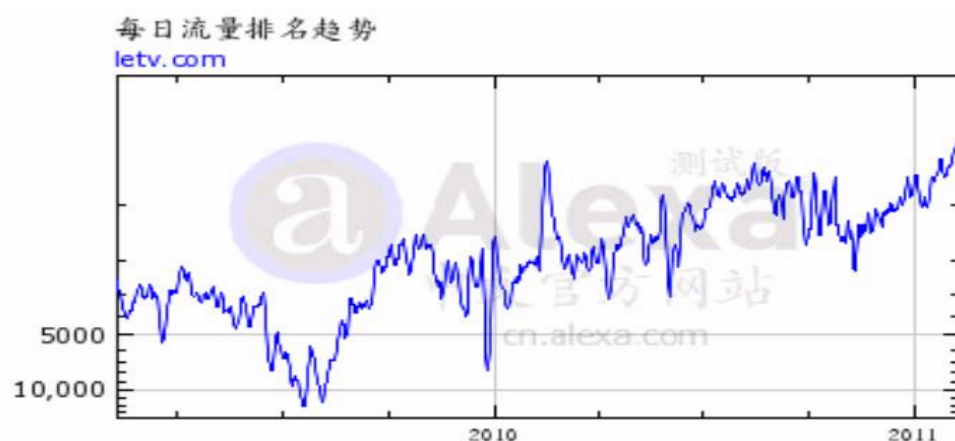
2010 业绩回顾

● 网络视频业务

2010 年全年, 公司网络高清视频服务收入约 10,415 万元, 同比增长 41.61%, 截至 2010 年 12 月, 公司服务的月均活跃付费用户由 2010 年初的 30 万增长到约 40 万用户。

上市对公司品牌提升显著, 乐视网网站的用户占全球互联网用户比例上升了 41.2%。

图 1: 乐视网流量



资料来源: 中国银河证券研究部

● 版权分销业务

2010 年公司加大正版版权采购力度, 全年无形资产的版权费用增加了 15,501.65 万元, 公司 2010 年的版权分销业务获得收入 5,302 万元, 同比增长 317.95%。

截至 2010 年 12 月 31 日,公司拥有电影版权超过 4000 部,电视剧版权超过 50000 集,该等版权授权期限多为 5-7 年,未来在第 4 年至第 5 年到期的比重大约为 50%。与 2010 年 4 月的数据相比,公司增加了 1676 部电影版权,6903 部电视剧版权。截止 2010 年 12 月 31 日,公司已经囊括了 2011 年热播影视剧 70%以上的独家网络版权。同时公司获得《我是特种兵》、《宫(锁心玉)》、《借枪》、《男人帮》、《大时代》、《非诚勿扰》、《最后一枪》、《娘》、《野鸭子》、《恋人絮语》、《龙凤店》、《延安爱情》等热播影视剧的网络版权。

2011 年,我们预计公司版权采购资金规模将进一步增加,预计大约为 1.5-2 亿元,全年版权收入提升到 1-1.5 亿元。

“三轮驱动”凸显经营模式优势

在公司 2010 年新增的 1 亿元收入中,付费业务、视频分销业务和广告业务分别贡献了约 3000 万元、4000 万元和 3000 万元的收入,这是公司盈利能力远高于优酷和土豆等单纯依赖广告收入的视频门户的重要原因。

根据我们的研究,由于高带宽成本和高版权费用,单纯的“youtube”或者“hulu”模式在现阶段很难盈利,带宽和版权成本的增长要超过用户增加带来的广告收入的增长,近期酷 6 网就由于持续亏损面临管理层更迭和经营业务向新闻资讯类视频网站转型的困难。

公司是国内最大的视频网络版权分销商,同时公司也是国内付费用户规模最高的视频网站,这两个因素使得公司在降低自身版权采购成本的同时,作为版权分销的“中盘”享受“正版化”带来的视频内容升值的受益,同时也为未来抓住网络视频“付费化”的机遇打下基础。

公司在付费通道领域也拥有优势,2010 年,公司付费业务收入中 62%通过电信运营商实现。公司是少数获得中国联通“手机小额支付业务”和中国移动的“手机钱包”业务的视频网站运营商。

“三屏合一”战略领先

● 公司的战略目标

公司希望通过未来 3 年的文件发展,成为中国最大的网络视频服务提供商:

- ☐ 建立国内最大的P2P+CDN视频内容发布平台,在付费用户量、正版视频内容量和综合服务能力上稳居国内首位;
- ☐ 建立国内最大的3G手机电视内容发布平台,通过加强与内容集成商、电信运营商的合作,努力培育 3G手机电视用户,并创建 3G手机电视应用的成熟商业模式;
- ☐ 通过技术研发和市场推广,加强超清视频内容的推广,进行超清相关产品的研发和销售。

● 互联网电视和移动互联网战略领先

未来 5 年,通过电视和手机收看互联网视频节目将成为人们生活的重要部分,而这两个领域的受众规模还刚刚起步,相比其它视频网站,公司在这两个领域的拓展走在最前列。2011 年 2 季度,公司研发的乐视超清播放机有望开始销售,目前试商用的报名人数达到 3.8 万人。公司客户端在 appstore 的排名也位居前列,在 ipad 娱乐类客户端排名居第一位,领先优酷和土豆等。

表 1: 公司业务发展规划

序号	服务名称	报告期发展现状	未来发展规划和目标
1	网络高清视频服务	技术成熟、平台稳定、用户增长; 收益可观	募集资金投入、继续提升服务能力、提升盈利水平
2	网络标清视频服务	技术成熟、平台稳定、用户增长; 收益可观	募集资金投入、技术提升服务能力、坚持免费模式
3	企业 TV 服务	2009 年开始上线运营、初步完成用户培育; 未产生盈利	继续投入、加强市场开发; 未来增长点
4	乐视 TV·云视频超清服务	升级技术开发和市场调研、收费模式; 产生少量收益	进行产品批量生产和正式的市场商用; 未来 2-3 年业务的重要增长点
5	手机电视技术和内容服务	拥有技术储备和开发经营、完成 3G 平台建设; 未产生盈利	募集资金投入、进行平台开发; 未来公司业务的重要增长点
6	3G 手机乐视网服务	拥有技术储备和开发经营、完成 3G 平台建设、免费模式	
7	网络视频版权分销服务	模式成熟、渠道稳定; 收益可观	加强市场营销和合作、加强模式创新; 未来公司业务的稳定增长点
8	视频平台广告发布服务	模式成熟、客户稳定; 收益可观	
9	视频平台用户分流服务	模式成熟、客户稳定; 收益可观	

资料来源: 公司年报、中国银河证券研究部

表 2: 公司 2010 年主要业务增速

项目	2010 收入	2009 收入	YoY
网络高清视频服务	10415	7355	41.6%
网络视频版权分销收入	5302	1269	318%
网络超清播放服务收入	85.5	18	375%
视频平台广告发布收入	6737	3693	69%
视频平台用户分流收入	1286	1047	23%
合计	23826	13382	78%

资料来源: 公司年报、中国银河证券研究部

3、投资建议

我们预计公司 2011、2012 年净利润分别为 11143 万元和 17105 万元, 同比增长 63%和 53%, 对应 EPS 分别为 1.1 元和 1.7 元, 对应 PE 分别为 57X 和 37X, 我们继续维持公司长期“推荐”投资评级和 66-77 元的合理估值区间预测。

表 2: 公司三大报表预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	73.61	145.73	238.26	425.46	784.87
减: 营业成本	14.85	49.55	80.21	166.40	343.67
营业税金及附加	2.99	6.47	10.16	18.14	33.47
营业费用	18.30	28.92	57.92	103.39	190.72
管理费用	5.65	8.75	11.60	20.72	38.22
财务费用	-0.83	0.51	3.71	-2.15	-3.83
资产减值损失	0.96	4.10	1.72	0.00	0.00
加: 投资收益	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
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	31.69	47.42	72.93	118.96	182.61
加: 其他非经营损益	-0.01	0.28	1.91	0.00	0.00
利润总额	31.68	47.70	74.84	118.96	182.61
减: 所得税	1.42	3.22	4.74	7.53	11.56
净利润	30.25	44.48	70.10	111.43	171.06
减: 少数股东损益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	30.25	44.47	70.10	111.43	171.06
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	34.31	29.83	539.29	528.91	493.22
应收和预付款项	45.99	31.94	126.66	174.92	410.53
存货	0.43	1.19	3.65	6.40	14.36
其他流动资产	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
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	12.12	80.50	140.60	140.60	140.60
无形资产和开发支出	50.47	88.50	216.29	215.90	215.52
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	143.32	231.96	1026.49	1066.72	1274.23
短期借款	0.00	40.00	70.00	0.00	0.00
应付和预收款项	0.65	4.96	17.82	28.63	65.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	0.65	44.96	87.82	28.63	65.08
股本	59.52	75.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	66.75	67.82	724.38	724.38	724.38
留存收益	16.26	44.18	114.28	213.71	384.77
归属母公司股东权益	142.54	187.01	938.66	1038.09	1209.15
少数股东权益	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	142.67	187.01	938.66	1038.09	1209.15

负债和股东权益合计	143.32	231.96	1026.49	1066.72	1274.23
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营性现金净流量	16.51	83.42	65.52	69.47	-39.52
投资性现金净流量	-31.89	-128.18	-263.48	0.00	0.00
筹资性现金净流量	52.80	39.26	707.79	-79.85	3.83
现金流量净额	37.42	-5.48	509.82	-10.39	-35.68

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

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。

许耀文，传媒行业证券分析师。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受到任何形式的补偿。

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 100033

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