

方正证券研究所

资深行业分析师：盛劲松

SAC 执业证书编号：S1220511010001

联系人：TMT 小组（徐力/王聪）

电话：(8610) 68584869

电邮：xuli@foundersec.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	238.3	363.7	537.5	754.0
(+/-)	63.49%	52.63%	47.81%	40.28%
净利润	70.1	109.9	173.8	238.8
(+/-)	57.63%	56.82%	58.10%	37.38%
EPS (元)	0.32	0.50	0.79	1.09
P/E	62.20	39.66	25.09	18.26

相关研究

《超募资金使用计划点评：上游内容版权优势更加凸显》——2011.04.16

《股权激励（草案）点评》——2011.03.18

《向上游拓展，进一步确立内容优势》——2011.02.10

《重大合同点评-独家网络版权的高份额将确保公司竞争优势》——2011.01.20

《视频服务行业拐点之下的支点公司》——2010.12.04

请务必阅读最后特别声明与免责条款

对外投资公告点评

乐视网（300104）

公司研究 事件点评
2011.06.18 买入
当前股价 19.82 元
通信行业

事件：

2011年6月18日，公司发布对外投资公告：公司与谢伟等签订《增资协议书》，拟以现金400万元对北京易联伟达科技有限公司（以下简称“易联伟达”）进行增资。本次增资完成后，公司占易联伟达注册资本的51%。

点评：

※公司投资易联伟达意在完善视频业务的多平台、全终端战略

易联伟达是专业从事基于 iPhone/iPad 大型平台应用软件开发的自主软件开发商，拥有成熟的开发团队和研发能力。虽然易联伟达成立时间较短并且尚未实现盈利，但其在 iPhone/iPad 平台上的开发实力，且已成功研发出“iPhone 版乐视网客户端 V1.0”，因此，对于公司而言，投资易联伟达有利于完善公司的多平台、全终端的网络视频服务的业务布局。

※投资易联伟达有利于向移动互联网拓展和提升版权价值

公司多年来在影视剧网络版权方面持续进行较大投入，特别是自2011年以来，公司已累计投入资金1.15亿元用于购买影视剧网络版权，其中主要为独家网络版权，目前在上游内容环节已经形成了比较竞争优势。公司投资易联伟达，可藉此切入移动互联网领域的视频业务，同时，也给公司的影视剧网络版权拓宽了传播渠道，提升其潜在价值。

※盈利预测及评级

我们预计2011-2013年归属母公司的净利润分别为10990万、17380万、23880万元，对应EPS为0.50元、0.79元和1.09元。我们持续看好公司在三网融合下的竞争优势以及长期的发展潜力，维持公司买入的投资评级。

※风险提示

行业政策风险；市场竞争加剧风险；版权价格上涨过快风险；新业务发展缓慢风险。

盈利预测与估值

公司盈利预测基于如下假设条件:

假设 1: 募投项目如期投产, 发展前景乐观;

假设 2: 公司经营情况维持稳定, 经营效率和财务政策不会发生重大变化, 毛利率水平相对稳定, 销售费用和管理费用平稳增长;

假设 3: 公司资本结构中无金融性负债;

假设 4: 公司持续获得高新技术企业认定, 享受 15% 的优惠所得税率。

假设 5: 公司新兴业务推进符合预期。

公司产品销售收入预测

项目 (万)	2010A	2011E	2012E	2013E
网络高清视频服务收入	10,415.07	13539.6	17601.5	22881.9
视频平台广告发布收入	6,737.19	9768.9	13676.5	18463.3
网络视频版权分销收入	5,302.21	9013.8	14422.0	21633.0
视频平台用户分流收入	1,285.84	1543.0	1851.6	2221.9
网络超清播放服务收入	85.51	2500.0	6200.0	10201.0
主营业务收入	23825.8	36365.3	53751.6	75401.1

资料来源: 公司公告 方正证券研究所

我们预计 2011-2013 年归属母公司的净利润分别为 10990 万、17380 万、23880 万元, 对应 EPS 为 0.50 元、0.79 元和 1.09 元。我们持续看好公司在三网融合下的竞争优势以及长期的发展潜力, 维持公司买入的投资评级。

具体的财务预测报表及估值请参见下页“附表: 财务报表预测及估值”。

六、风险提示

行业政策风险。国家颁布了《互联网视听节目服务管理规定》, 提高了网络视频行业的进入门槛及监督管理, 公司的 IPTV 方面的业务发展受国家对于 IPTV 业务的开放政策及运营商推进进度的影响。

市场竞争加剧风险。主要体现在 3 个方面: 首先, 大型媒体单位纷纷推出视频门户, 增加了行业竞争主体; 其次, 大型网络视频服务提供商加速整合, 行业竞争主体加速洗牌; 最后, 竞争的加剧可能会因为争抢广告客户和收费用户而打价格战, 对公司未来业绩产生不利影响。

版权价格上涨过快风险。自 2009 年以来，影视剧网络版权价格快速上涨，短期来说会增加公司在网络视频版权分销业务的收入，但就长期来看，会提高公司营运成本，降低公司盈利能力。

新业务发展缓慢风险。公司推出的网络超清播放业务、B2B 模式的视频内容提供服务等尚处于培育期，存在因为市场接受程度、公司市场开拓效果不如预期的风险。

附表：财务报表预测及估值（单位：百万元；模型更新时间：2011-06-18）

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	238.26	363.65	537.52	754.01	税后经营利润	70.14	109.93	173.81	238.78
减：营业成本	80.21	126.21	183.39	257.74	折旧与摊销	52.12	98.42	110.42	110.42
营业税金及附加	10.16	15.51	22.92	32.15	资产减值损失	1.72	2.26	2.26	2.26
营业费用	57.92	82.13	112.43	157.40	利息费用	4.58	(11.71)	(17.17)	(23.19)
管理费用	11.60	19.92	29.20	46.72	存货的减少	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	3.71	-11.71	-17.17	-23.19	经营性应收项目	(2.46)	0.56	(0.93)	(1.61)
资产减值损失	1.72	2.26	2.26	2.26	经营性应付项目	(47.37)	51.61	(82.54)	0.94
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营活动相关	(12.98)	(13.69)	20.25	(9.04)
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	经营性现金净流量	65.52	237.38	206.10	318.57
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	(263.48)	(52.00)	(30.00)	0.00
营业利润	72.93	129.33	204.48	280.92	筹资性现金净流量	707.79	(58.29)	17.17	23.19
加：其他非经营损益	1.91	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	509.82	127.09	193.27	341.76
利润总额	74.84	129.33	204.48	280.92	财务分析和估值指标汇总				
减：所得税	4.74	19.40	30.67	42.14		2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	70.10	109.93	173.81	238.78	盈利能力				
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	66.33%	65.29%	65.88%	65.82%
归母公司净利润	70.10	109.93	173.81	238.78	三费/销售收入	30.74%	24.84%	23.16%	24.00%
资产负债表					EBITDA/销售收入	32.95%	32.35%	34.85%	34.18%
货币资金	539.29	666.38	859.65	1201.41	销售净利率	54.83%	59.41%	55.39%	48.83%
应收和预付款项	126.66	75.05	157.59	156.65	ROE	29.42%	30.23%	32.34%	31.67%
存货	3.65	3.09	4.02	5.63	ROIC	7.47%	10.48%	14.22%	16.34%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00		37.68%	21.19%	41.26%	59.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	63.49%	52.63%	47.81%	40.28%
固定资产和在建工程	140.60	133.78	98.96	54.14	EBIT 增长率	62.93%	49.81%	59.24%	37.60%
无形资产和开发支出	216.29	174.42	126.56	58.70	EBITDA 增长率	75.66%	65.38%	37.81%	23.65%
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	57.60%	56.82%	58.10%	37.38%
资产总计	1026.49	1052.72	1246.79	1476.53	总资产增长率	342.52%	2.56%	18.43%	18.43%
短期借款	70.00	0.00	0.00	0.00	股东权益增长率	401.94%	11.71%	16.58%	19.53%
应付和预收款项	17.82	4.13	24.38	15.35	偿债能力				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	8.56%	0.39%	1.96%	1.04%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	93.00	93.00	93.00	93.00
负债合计	87.82	4.13	24.38	15.35	速动比率	93.00	93.00	93.00	93.00
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	估值指标				
资本公积	724.38	724.38	724.38	724.38	EPS	0.32	0.50	0.79	1.09
留存收益	114.28	224.21	398.02	636.80	PE	62.20	39.66	25.09	18.26
归属母公司股东权益	938.66	1048.59	1222.40	1461.19	PEG	1.23	N/A	N/A	N/A
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	PB	4.65	4.16	3.57	2.98
股东权益合计	938.66	1048.59	1222.40	1461.19	PS	18.30	11.99	8.11	5.78
负债和股东权益合计	1026.49	1052.72	1246.79	1476.53	EV/EBITDA	11.60	6.11	3.79	2.14

资料来源：方正证券研究所 WIND 资讯

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;
中性: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%;
减持: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明:

增持: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;
中性: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间;
减持: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼 (100037)	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)
电话:	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真:	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-MAIL:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com