

## 乐视网 (300104)

## 版权优势逐步显现，跟随行业高速成长

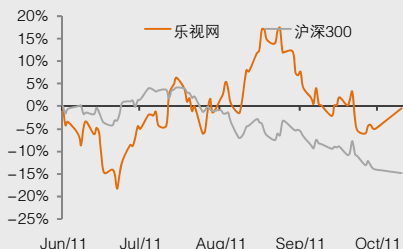
## 强烈推荐 (维持)

现价：23.15 元

## 主要数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 行业            | 传媒与互联网      |
| 公司网址          | letv.com.cn |
| 大股东/持股        | 贾跃亭/46.81%  |
| 实际控制人/持股      | 贾跃亭/46.81%  |
| 总股本(百万股)      | 220         |
| 流通 A 股(百万股)   | 85.47       |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0           |
| 总市值(亿元)       | 50.93       |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 19.79       |
| 每股净资产(元)      | 4.60        |
| 资产负债率(%)      | 29.01       |

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 证券分析师

李忠智 S1060209070151  
010-66299560  
Zhanghongjian405@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

10月11日，乐视网(300104)发布2011年三季报，实现营业收入3.56亿元，同比增长105.66%；净利润0.87亿元，同比增长72.99%；基本每股收益0.4元，符合市场预期。

## ■ 受益版权价格上涨，版权分销业务增长强劲

伴随国内视频网站陆续上市，行业监管与自律加强，视频网站对正版影视需求量大增。正版长视频已成为视频网站广告收入的主要来源，如优酷上半年50%广告收入来自正版长视频。多因素推动版权价格迅速上升，3年版权价格增长十倍。乐视网借助早期版权积累和上市资金优势，版权分销业务增长强劲，估计前三季度营业收入中，版权分销占50%以上。该模式可回收公司初始投资成本60%以上，随版权价格持续走高，全年分销业务收入有望达2.3亿元。

## ■ 视频体验提升显著，优质广告客户持续增加

公司网站经过两次页面改版、后台升级之后，视频体验提升显著。长视频播放效果已接近优酷等行业龙头，并具有较少广告干扰和高清视频播放等优势。体验提升和独家视频推动网站流量持续上升，优质广告客户入驻加速。三季度新增广告客户：贝因美、佳洁士、飘柔、东风标致、碧欧泉等，客户水平提升显著。预计全年广告业务有望达成近1亿元收入，同比增长45%左右。

## ■ 收费渐成行业主流，行业盈利拐点有望出现

自2010年下半年，各大视频网站相继试水收费视频模式，随着收费视频用户数持续提升，该模式渐成行业主流。美国视频网站Hulu为例，收费用户数半年增长6倍，拥有85万收费用户。乐视网收费视频业务启动较早，月均活跃收费用户超过60万，处于国内同行前列。伴随行业广告+收费盈利模式的形成和行业整合的开始，行业盈利拐点有望出现，公司业务呈现良好增长前景。

## ■ 维持“强烈推荐”评级

我们上调公司2011\2012年每股收益至0.55(原0.52)元和0.82(原0.79)元，对应PE(x)分别为42.1倍和28.4倍。维持“强烈推荐”评级。

|           | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 145.73 | 238.26 | 479.87 | 730.59 | 944.39 |
| YoY(%)    | 98.0%  | 63.5%  | 101.4% | 52.2%  | 29.3%  |
| 净利润(百万元)  | 44.47  | 70.10  | 120.88 | 179.37 | 230.26 |
| YoY(%)    | 47.0%  | 57.6%  | 72.4%  | 48.4%  | 28.4%  |
| 毛利率(%)    | 66.0%  | 66.3%  | 66.3%  | 66.3%  | 66.3%  |
| 净利率(%)    | 30.5%  | 29.4%  | 25.2%  | 24.6%  | 24.4%  |
| ROE(%)    | 23.8%  | 7.5%   | 12.2%  | 17.2%  | 20.2%  |
| EPS(摊薄/元) | 0.20   | 0.32   | 0.55   | 0.82   | 1.05   |
| P/E(倍)    | 114.53 | 72.65  | 42.13  | 28.39  | 22.12  |
| P/B(倍)    | 27.23  | 5.43   | 5.13   | 4.89   | 4.47   |

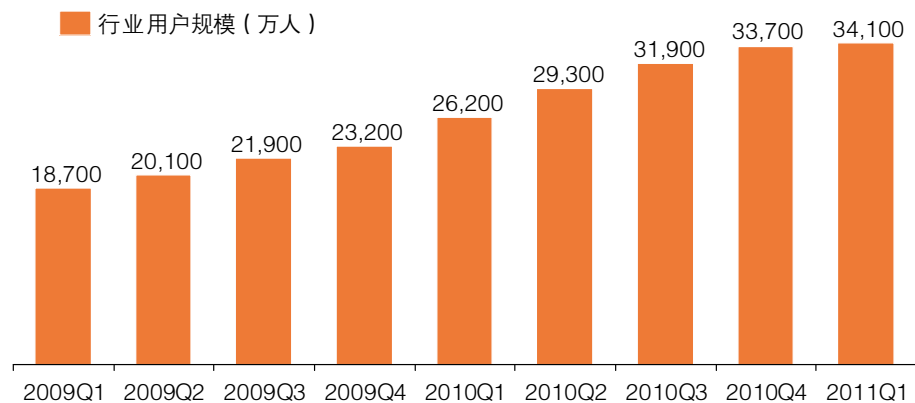
## 一、资本助力行业整合,行业季度营收 2 年 7 倍

### 1.1 用户规模持续成长，行业季度营收规模 2 年 7 倍

伴随网络视频行业规则逐步完善，网络视频用户 2 年完成 90% 增长。

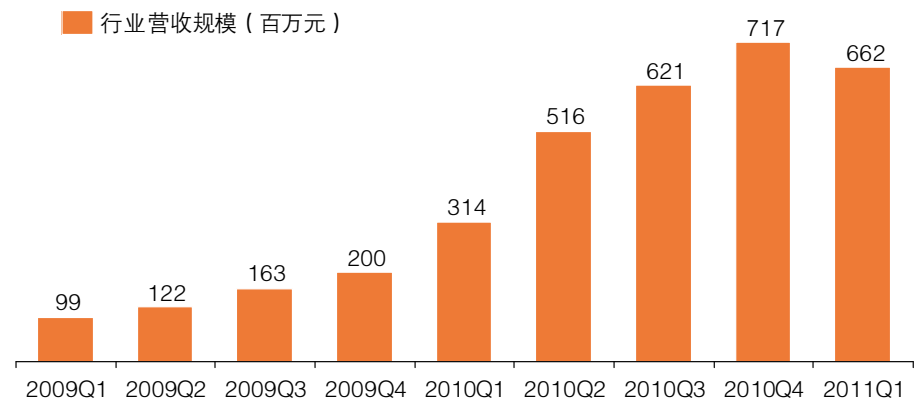
2010、2011 年，优酷、乐视、酷 6、土豆等国内视频网站纷纷上市，上市给企业带来充裕的资金，推动行业增长加速。行业季度营收伴随行业的正规化和高投入高速增长，营收规模 2 年增长 7 倍。

图表 1 网络视频用户 2 年完成 90% 增长



资料来源：易观国际，平安证券研究所

图表 2 网络视频行业季度营收规模 2 年增 7 倍

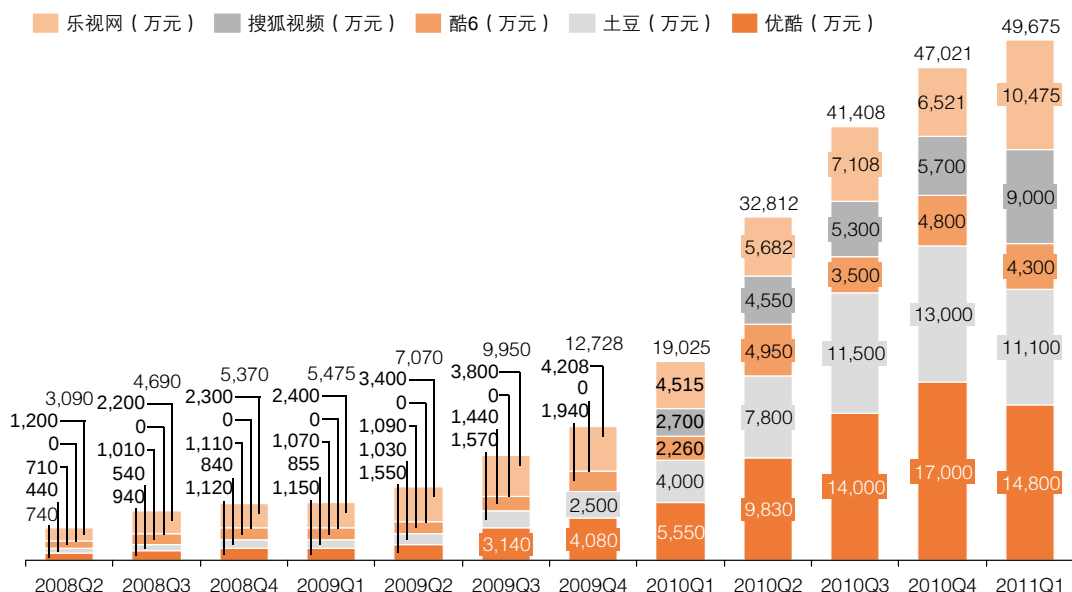


资料来源：易观国际，平安证券研究所

### 1.2 资本助力网络视频行业整合，行业集中度迅速提升

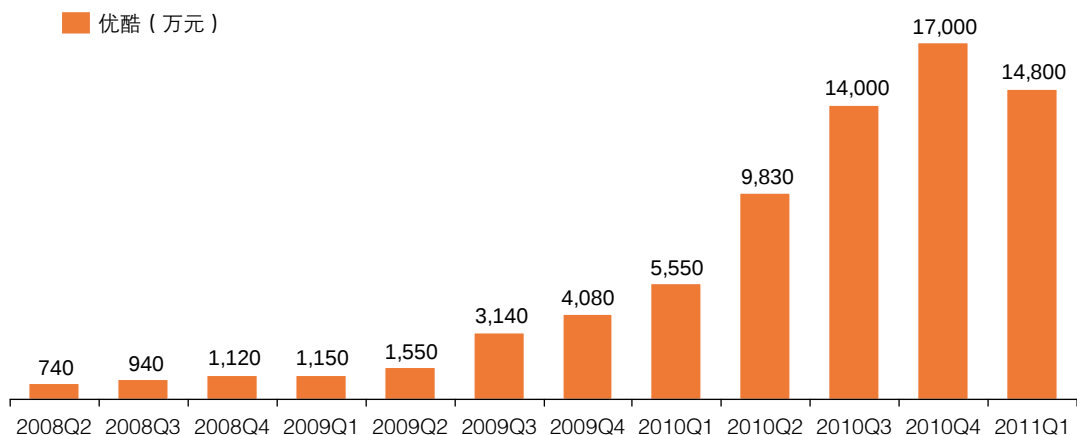
随着优酷、土豆等行业龙头的上市，资本优势逐步显现，行业内部马太效应持续增强。用户和优质广告主处于快速集中过程，行业龙头收入增长速度远超行业平均水平。行业主要参与者季度收入 3 年增长 15 倍，行业龙头优酷季度收入 3 年增长 20 倍。未上市网络视频企业转型及整合已初见端倪。

图表 3 网络视频主要参与者收入3年15倍，集中度持续提升



资料来源：易观国际，Letv，平安证券研究所（2008Q2-2009Q3的乐视网收入按照年报拆分预测）

图表 4 优酷收入3年增长20倍，资本推动马太效应显著



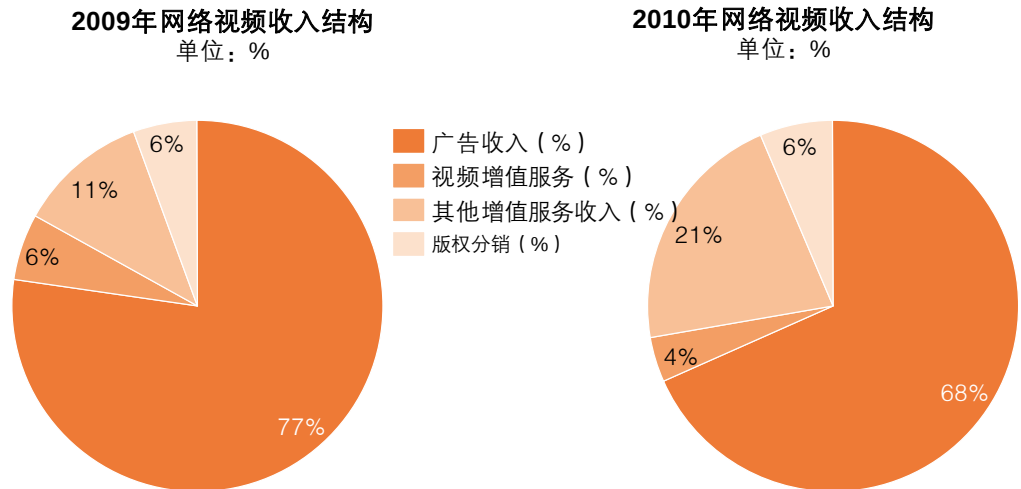
资料来源：youku，平安证券研究所

### 1.3 广告+收费+版权分销的收入结构正在形成

上市公司的逐渐增多，带来行业版权成本的快速上升和公司盈利压力的增加。行业广告价值迅速提升，整体收入水平高速增长，同时收费和版权分销正成为视频网站新的盈利增长点。行业中，广告+收费+版权分销的收入结构正在形成。

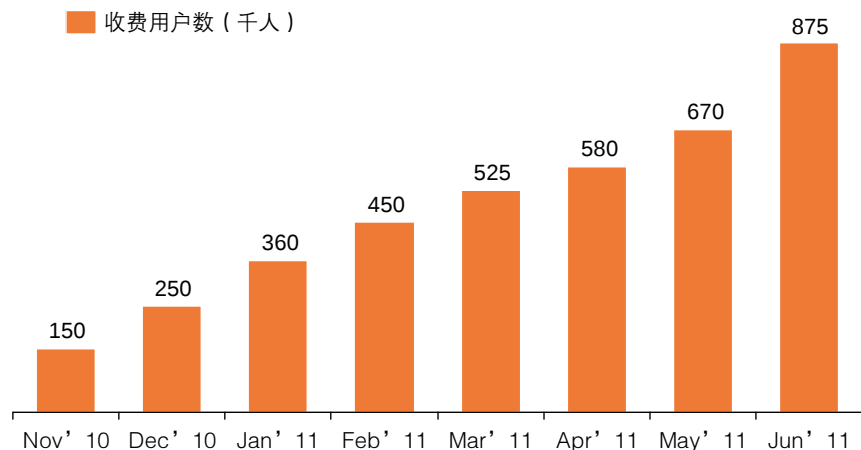
美国 Hulu 网站的收费视频业务已经渐成气候，收费用户数在近 8 个月内增长 6 倍，达到 87.5 万的月度付费用户总数，成为视频网站收费模式的典型案例。

图表 5 视频行业正逐步形成广告+收费+版权分销的收入结构



资料来源：艾瑞咨询，平安证券研究所

图表 6 Hulu收费用户数半年增长6倍，收费模式渐成主流



资料来源：Hulu，平安证券研究所

## 二、维持“强烈推荐”评级

乐视网对正版版权、收费视频和高清播放机的布局，正逐步显现效果。其中正版版权业务收入为公司短期业务收入增长提供强劲动力；高清播放机的潜在发展前景，有望进一步推升公司收入扩张。我们上调公司 2011\2012 年每股收益至 0.55 (原 0.52) 元和 0.82 (原 0.79) 元，对应 PE(x) 分别为 42.1 倍和 28.4 倍。维持“强烈推荐”评级

| 资产负债表            |               |                 |                 |                 |
|------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 单位:百万元           |               |                 |                 |                 |
| 会计年度             | 2009A         | 2010A           | 2011E           | 2012E           |
| <b>流动资产</b>      | <b>66.70</b>  | <b>673.66</b>   | <b>422.91</b>   | <b>370.30</b>   |
| 现金               | 33.56         | 543.35          | 326.04          | 259.38          |
| 应收账款             | 20.38         | 69.80           | 0.00            | 0.00            |
| 其他应收款            | 2.16          | 2.65            | 14.40           | 13.62           |
| 预付账款             | 9.40          | 54.21           | 109.18          | 166.22          |
| 存货               | 1.19          | 3.65            | 5.31            | 8.40            |
| 其他流动资产           | 0.00          | 0.00            | -32.01          | -77.33          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>169.81</b> | <b>357.96</b>   | <b>583.34</b>   | <b>687.52</b>   |
| 长期投资             | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产             | 80.50         | 140.60          | 122.28          | 104.97          |
| 无形资产             | 88.50         | 214.36          | 452.35          | 569.48          |
| 其他非流动资产          | 0.81          | 3.00            | 8.71            | 13.08           |
| <b>资产总计</b>      | <b>236.51</b> | <b>1,031.62</b> | <b>1,006.25</b> | <b>1,057.82</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>49.50</b>  | <b>92.96</b>    | <b>12.71</b>    | <b>16.91</b>    |
| 短期借款             | 40.00         | 70.00           | 0.00            | 0.00            |
| 应付账款             | 4.73          | 15.10           | 3.23            | 4.92            |
| 其他流动负债           | 4.77          | 7.86            | 9.48            | 11.99           |
| <b>非流动负债</b>     | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     |
| 长期借款             | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他非流动负债          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>负债合计</b>      | <b>49.50</b>  | <b>92.96</b>    | <b>12.71</b>    | <b>16.91</b>    |
| 少数股东权益           | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 股本               | 75.00         | 100.00          | 220.00          | 220.00          |
| 资本公积             | 67.82         | 724.38          | 604.38          | 604.38          |
| 留存收益             | 44.18         | 114.28          | 169.16          | 216.53          |
| <b>归属母公司股东权益</b> | <b>187.01</b> | <b>938.66</b>   | <b>993.55</b>   | <b>1,040.91</b> |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>236.51</b> | <b>1,031.62</b> | <b>1,006.25</b> | <b>1,057.82</b> |

| 现金流量表          |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位:百万元         |                |                |                |                |
| 会计年度           | 2009A          | 2010A          | 2011E          | 2012E          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>83.40</b>   | <b>65.49</b>   | <b>194.27</b>  | <b>232.70</b>  |
| 净利润            | 44.48          | 70.10          | 120.88         | 179.37         |
| 折旧摊销           | 9.52           | 21.31          | 82.18          | 103.04         |
| 财务费用           | 0.76           | 4.58           | 1.25           | 5.28           |
| 投资损失           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>营运资金变动</b>  | <b>17.30</b>   | <b>-83.72</b>  | <b>-8.83</b>   | <b>-55.16</b>  |
| 其他经营现金流        | 3.45           | 1.46           | -1.21          | 0.18           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-128.18</b> | <b>-263.48</b> | <b>-239.94</b> | <b>-119.15</b> |
| 资本支出           | -128.18        | -265.38        | 0.00           | 0.00           |
| 长期投资           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他投资现金流        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>39.26</b>   | <b>707.79</b>  | <b>-86.25</b>  | <b>-41.55</b>  |
| 短期借款           | 0.00           | 0.00           | -70.00         | 0.00           |
| 长期借款           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 普通股增加          | 0.00           | 0.00           | 120.00         | 0.00           |
| 资本公积增加         | 0.00           | 0.00           | -120.00        | 0.00           |
| 其他筹资现金流        | 0.00           | 0.00           | -16.25         | -41.55         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-5.50</b>   | <b>509.79</b>  | <b>-131.91</b> | <b>72.00</b>   |

| 利润表               |              |              |               |               |
|-------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 单位:百万元            |              |              |               |               |
| 会计年度              | 2009A        | 2010A        | 2011E         | 2012E         |
| 营业收入              | 145.73       | 238.26       | 479.87        | 730.59        |
| 营业成本              | 49.55        | 80.21        | 161.55        | 245.95        |
| 营业税金及附加           | 6.47         | 10.16        | 20.42         | 31.56         |
| 营业费用              | 28.92        | 57.92        | 110.39        | 169.50        |
| 管理费用              | 8.75         | 11.60        | 23.37         | 40.18         |
| 财务费用              | 0.51         | 3.71         | 1.25          | 5.28          |
| 资产减值损失            | 4.10         | 1.72         | 22.62         | 28.47         |
| 公允价值变动收益          | 0.00         | 0.00         | 0.00          | 0.00          |
| 投资净收益             | 0.00         | 0.00         | 0.00          | 0.00          |
| 营业利润              | 47.42        | 72.93        | 140.27        | 209.64        |
| 营业外收入             | 0.34         | 2.00         | 2.00          | 1.45          |
| 营业外支出             | 0.07         | 0.09         | 0.05          | 0.07          |
| 利润总额              | 47.70        | 74.84        | 142.22        | 211.02        |
| 所得税               | 3.22         | 4.74         | 21.33         | 31.65         |
| 净利润               | 44.48        | 70.10        | 120.88        | 179.37        |
| 少数股东损益            | 0.01         | 0.00         | 0.00          | 0.00          |
| <b>归属母公司净利润</b>   | <b>44.47</b> | <b>70.10</b> | <b>120.88</b> | <b>179.37</b> |
| EBITDA            | 47.93        | 76.64        | 141.52        | 214.93        |
| <b>摊薄 EPS (元)</b> | <b>0.20</b>  | <b>0.32</b>  | <b>0.55</b>   | <b>0.82</b>   |

| 主要财务比率          |        |       |        |       |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|
| 会计年度            | 2009A  | 2010A | 2011E  | 2012E |
| <b>成长能力</b>     |        |       |        |       |
| 营业收入            | 98.0%  | 63.5% | 101.4% | 52.2% |
| 营业利润            | 49.7%  | 53.8% | 92.3%  | 49.5% |
| 归属于母公司净利润       | 47.0%  | 57.6% | 72.4%  | 48.4% |
| <b>获利能力</b>     |        |       |        |       |
| 毛利率(%)          | 66.0%  | 66.3% | 66.3%  | 66.3% |
| 净利率(%)          | 30.5%  | 29.4% | 25.2%  | 24.6% |
| ROE(%)          | 23.8%  | 7.5%  | 12.2%  | 17.2% |
| ROIC(%)         | 20.7%  | 19.7% | 7.1%   | 12.1% |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |        |       |
| 资产负债率(%)        | 20.9%  | 9.0%  | 1.3%   | 1.6%  |
| 流动比率            | 1.35   | 7.25  | 33.28  | 21.90 |
| 速动比率            | 1.32   | 7.21  | 32.86  | 21.40 |
| <b>营运能力</b>     |        |       |        |       |
| 总资产周转率          | 0.19   | 0.07  | 0.12   | 0.17  |
| 应收账款周转率         | 0.00   | 0.00  | 0.00   | 0.00  |
| 应付账款周转率         | 0.00   | 8.09  | 17.62  | 60.36 |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |        |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.20   | 0.32  | 0.55   | 0.82  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.38   | 0.30  | 0.88   | 1.06  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 0.85   | 4.27  | 4.52   | 4.73  |
| <b>估值比率</b>     |        |       |        |       |
| P/E             | 114.53 | 72.65 | 42.13  | 28.39 |
| P/B             | 27.23  | 5.43  | 5.13   | 4.89  |
| EV/EBITDA       | 82.98  | 48.67 | 21.31  | 14.99 |

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）  
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257