

中小盘

乐视网 (300104. SZ) / 43.00 元

生态系统初步成型，商业化潜力巨大

事项

近日，我们拜访了公司，与公司管理层做了深入交流。

主要观点

1. 公司“平台+内容+终端+应用”的乐视生态系统实现全产业运营模式，通过“版权+技术”方式，持续提升品牌影响和用户规模，我们认为公司发展战略清晰、各业务协同性强，乐视生态的商业化潜力巨大。
2. 公司内容端的持续占据领先地位，新增终端成功布局为公司的全产业链生态闭环战略提供保障。随着终端保有量快速增加，入口价值逐步显现。
3. 盈利预测与投资建议。我们保守预计公司 2014 年营收 60 亿元，净利润 3.2 亿元以上。预测 2014-16 年的 EPS 分别为 0.41/0.70/1.02 元，建议积极关注。

风险提示

1. 业务扩展资金可持续性；
2. 广电政策严于预期。

证券分析师： 华中炜
 执业编号： S0360512040001
 联系人： 王晔
 Email: wangxian@hczq.com
 联系人： 王中骁
 Tel: 021-31217179
 Email: wangzhongxiao@hczq.com

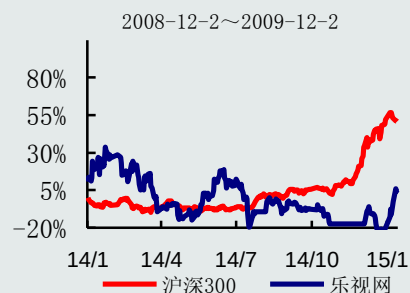
投资评级

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)	84100
流通 A 股/B 股(万股)	47650/0
资产负债率(%)	60.54
每股净资产(元)	3.71
市盈率(倍)	125
市净率(倍)	11.51
12 个月内最高/最低价	55.46/28.2

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind 资讯

一、在线视频颠覆者，生来与众不同

1、版权大赢家，行业领先者

乐视网成立于 2004 年，是国内最早的在线视频企业之一。当时在线视频行业较乱，公司率先与华谊兄弟等内容公司合作，力挺正版赢得了内容公司的信任，公司得以在较低价位取得市场上最大影视版权库。2010 年前后，视频网站快速趋于正版化，版权市场爆发。当时 80% 正版影视资源分销自乐视。

后续随着在线视频竞争日益激烈，大量网站兴起，随着行业整合形成优酷土豆、爱奇艺、乐视、腾讯视频、搜狐视频等几大在线视频网站竞争格局。优酷土豆凭借短视频市场份额领先，乐视在长视频领域保持第一，与爱奇艺不相上下，并居行业第一阵营。

二、乐视生态阶段性成功，再度颠覆行业模式

凭借公司平台及内容布局优势，以及互联网基础设施的显著提升，公司切入智能终端领域，公司于 2012 年底及 2013 年分别发布乐视盒子及智能电视系列产品，完成了对 PC、Pad、Phone、TV 多屏覆盖。公司预计 2015 年超级电视的销售量将达到 300-400 万台,保有量超 500 万台，从而实现了公司“平台+内容+终端+应用”垂直整合的生态系统。

图表 1 乐网生态系统



资料来源：公司公告、华创证券

1、云视频平台：生态基础；乐视商城：拓展商业化空间

在平台端，乐视构建起云视频开放平台和电商平台。其中，云视频平台具备业界最大的带宽储备规模，总量超过 2Tb/s，平台总存贮数量 100PB，超过 200 个节点遍布全球。乐视商城围绕乐迷需求，有选择性的扩大产品品类，加强电商平台基础能力建设，完成小件覆盖全国、大件覆盖 400 个城市的物流配送体系。乐视电商平台正式运营不足一年，日均访问用户已经突破 250 万人，2014 年实现综合实力进入电商行业前十名、垂直电商前五名，为乐视生态提供了巨大的空间。

2、内容资源领先者

在内容端，公司通过自制、外购、收购多种方向增强内容储备、广度和差异性，影视剧资源成熟后，积极向综艺、体育、动漫等更适合大屏的内容切换，最大程度锁定大屏用户。乐视生态拥有乐视网、乐视影业、花儿影视等内容公司，其中乐视网具备国内最全正版影视版权库，涵盖 100000 多集电视剧和 5000 多部电影，远超竞争对手；并正在加速向自制、体育、综艺、音乐、动漫等领域发力，实现内容的精品化和差异化，构筑起坚实的竞争壁垒。在内容运营方面，乐视网月度覆盖用户超过 3.5 亿人、日均浏览量超过 2.5 亿次，其中移动端日均播放量超过 1 亿，大屏日均播放次数超过 1000 万。

乐视影业是一家互联网模式下的电影公司，成立不到三年就跃居中国前三大电影公司之列，2013 年共投资发行 9 部影片，票房超 10 亿，拥有张艺谋等众多大牌主创。

花儿影视是一家专业电视剧公司，拥有郑晓龙等著名导演，其著名作品包括《渴望》、《编辑部的故事》、《金婚》、《北京人在纽约》、《甄嬛传》等电视剧。

3、入口端发力，生态系统日趋完善

在硬件终端，乐视智能终端环节由超级电视、乐视盒子、Letv UI 等构成。乐视智能终端由 CP2C 模式打造，体现了开放分享、极致体验的互联网精神。当前互联网电视竞争格局仍未形成，乐视智能终端凭借高性价比优势迅速抢占市场份额。乐视盒子毛利率在 10% 左右，一体机毛利为个位数，剔除各项费用，预计硬件对净利润的贡献较小。但整个电视产业链的利润将从硬件制造端下沉至用户的运营端，硬件的入口价值远高于利润贡献价值，快速抢占终端入口未来意义重大。

4、应用分成：再添货币化来源

在应用端，Letv Store 是专为智能电视打造的中国第一智能电视应用市场，是国内首个面向开发者开放的智能电视应用开放平台，拥有 3000 多款电视应用。应用端可以拓展基于用户的商业化模式，来自用户的收入除了用户年服务费外，还可基于 LeTV Store 应用分成。应用端商业模式相对成熟的是电视端游戏应用，后续可能有拓展至电商、教育、健康、社区服务等。

我们认为公司“平台+内容+终端+应用”的乐视生态系统实现全产业运营模式，通过“版权+技术”方式，持续提升品牌影响和用户规模，我们认为公司发展战略清晰、各业务协同性强，乐视生态的商业化潜力巨大。

海外研究组分析师介绍

王晔：海外市场高级分析师，前法拉龙-华岩资本互联网分析师，在一、二级市场均有较深研究和投资经验，2014 年 10 月加入华创证券。

王中骁：海外市场分析师，2014 年 12 月加入华创证券，从事中小盘及海外市场研究

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京	王韦华	机构销售副总监	010-66280827	wangweihua@hczq.com
	翁 波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hczq.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	zhangchunhui@hczq.com
	张 弋	机构销售助理	010-66500809	zhangyi@hczq.com
	王 勇	机构销售经理	010-66500810	wangy@hczq.com
广深	张 娟	机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	郭 佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hczq.com
	张昱洁	机构销售助理	0755-83711905	zhangyujie@hczq.com
	汪丽燕	机构销售助理	0755-83715429	wangliyan@hczq.com
	林芷豌	机构销售助理	0775-82027731	linzhiwan@hczq.com
上海	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	熊 俊	机构销售经理	021-50329316	xiongjun@hczq.com
	沈晓瑜	机构销售经理	021-50497772	shenxiaoyu@hczq.com
	张佳妮	机构销售助理	021-58450029	zhangjiani@hczq.com

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。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编：518038
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558