

乐视网案例

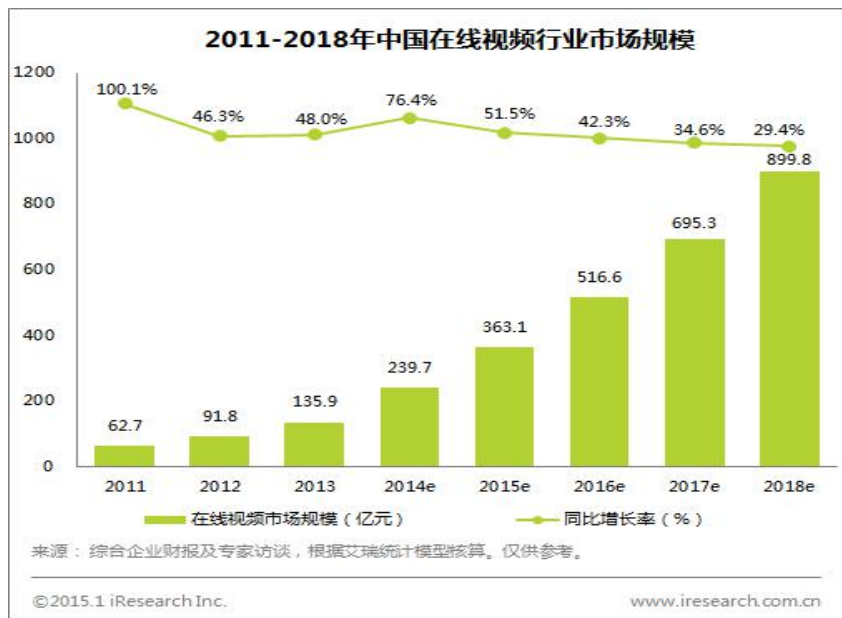
Letv 乐视



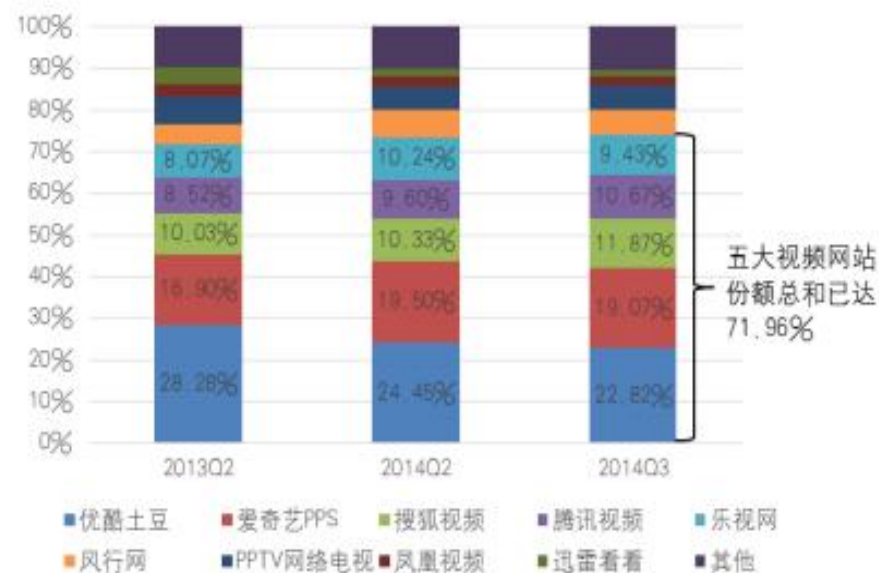
1.1 行业发展情况（网络视频）

网络视频市场份额相对集中，竞争激烈

图：中国在线视频市场规模及增速



图：网络视频广告收入份额



第一梯队包括优酷土豆、爱奇艺 PPS、搜狐视频、乐视网、腾讯视频基本成型。其他市场主体将逐渐边缘化。

1.1 行业发展情况（互联网电视）

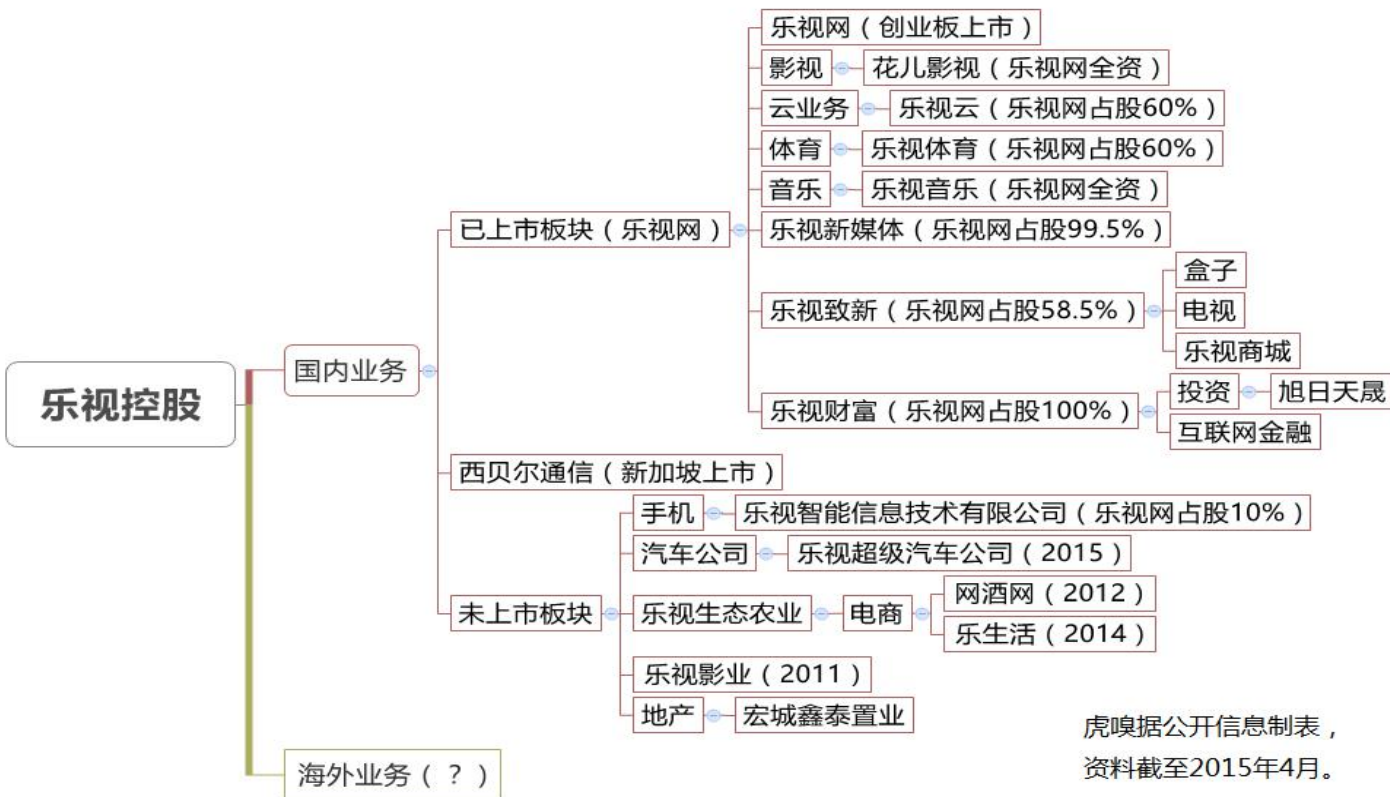
①电视机厂商主导的OTT产品				②牌照方主导的OTT产品	
TCL	•ICE CREAM	海信	•VIDAA		•智能小红盒子
创维	•3D智能云	海尔	•智臻H9000		•彩虹盒子
长虹	•U-XAY	康佳	•六核超高清9600	③互联网企业主导的OTT产品	
主打智能电视，品牌、售后强，认证计费、用户体系差。					•3D云视频智能盒子+超级智能电视
③机顶盒厂商主导的OTT产品					•手机发烧配件小米智能盒子
				•PPSOX品牌客户端优势	
				阿里盒子：机顶盒+内容+平台+云端	
盒子为主，受监管政策制约，无法规模化发展。				互联网属性显著，但需依托牌照方的内容播控平台。	

2015年，创维，海信和TCL智能电视销量保持领先优势，数量保持在500-600万；乐视销量300万，2016年目标600万台；小米电视也在行业内站住脚，达百万量级。由此看出，互联网电视终端格局以初步呈现，由于其内容同质化，价格竞争激烈，很难再有新的进入者。未来产业资本可能通过内容与渠道股权融合的方式站队。**乐视作为一家互联网公司布局互联网电视主要是为了获取入口价值和平台价值，而不是硬件终端的溢价。**

1.2 公司发展情况

公司背景介绍

乐视网成立于2004年11月，2010年8月12日在中国创业板上市。乐视网是唯一一家在境内上市的视频网站。乐视网的市值已经由上市之初的30亿增长为千亿，是创业板市值最高的公司之一。



虎嗅据公开信息制表，
资料截至2015年4月。

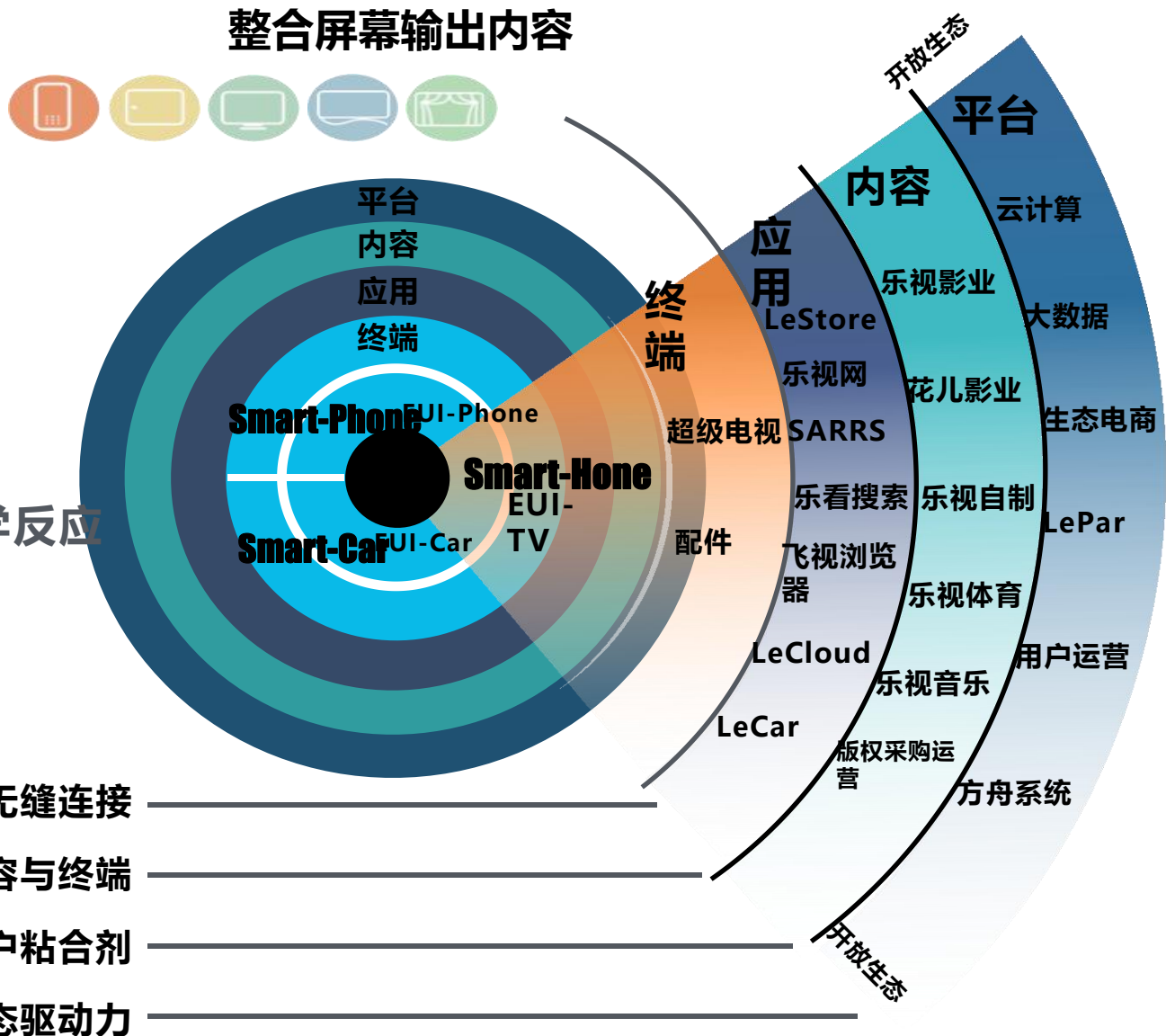
七大子生态：

- 手机生态
- 汽车生态
- 体育生态
- 内容生态
- 大屏生态
- 互联网金融生态
- 互联网及云生态

1.2 公司发展情况

乐视生态 开放的闭环

以用户为核心 强相关强化学反应



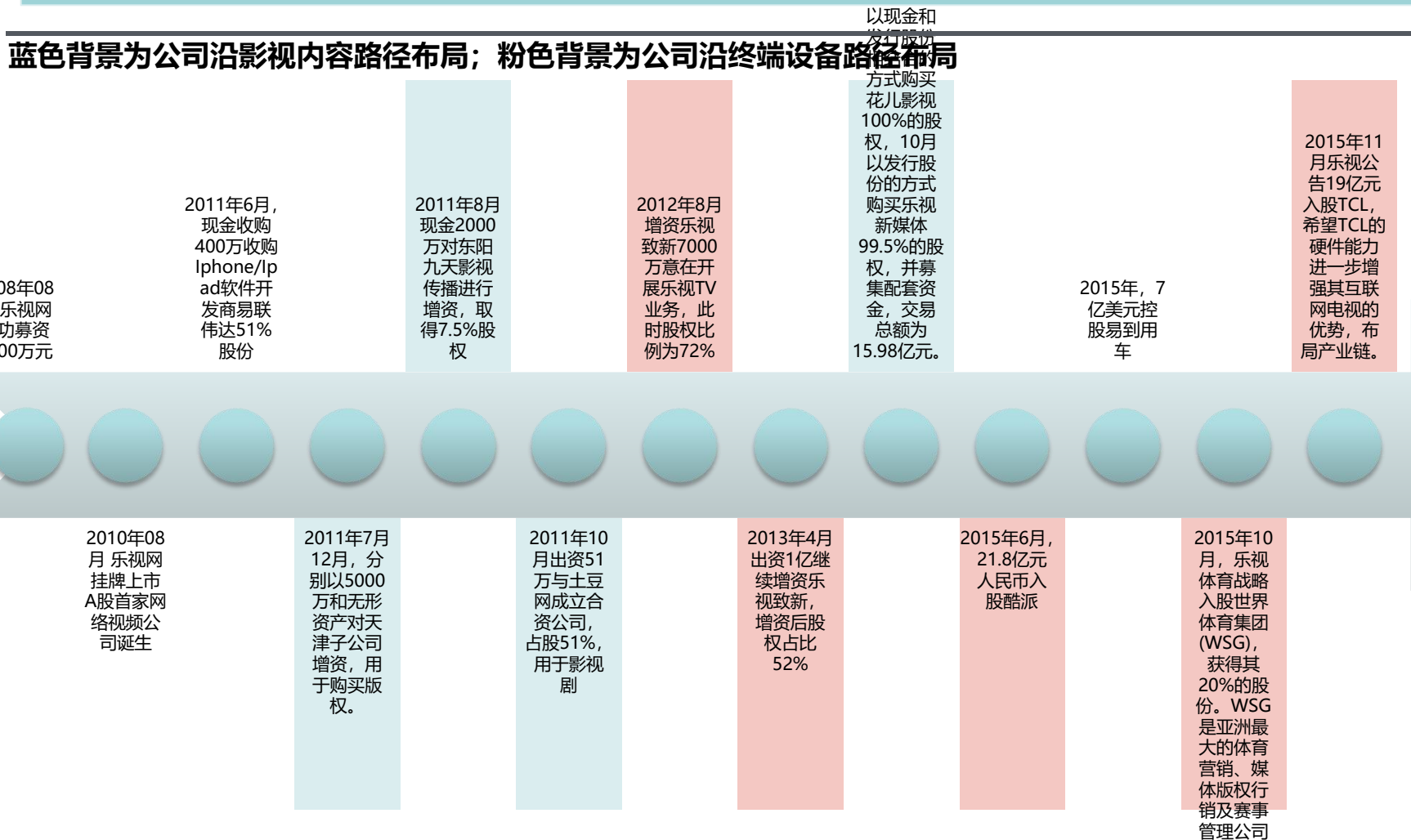
乐视子生态布局历程

2004-2014年，乐视从一家视频媒体发展成生态集团，一直被行业模仿，但从未被超越！



1.2 公司发展情况

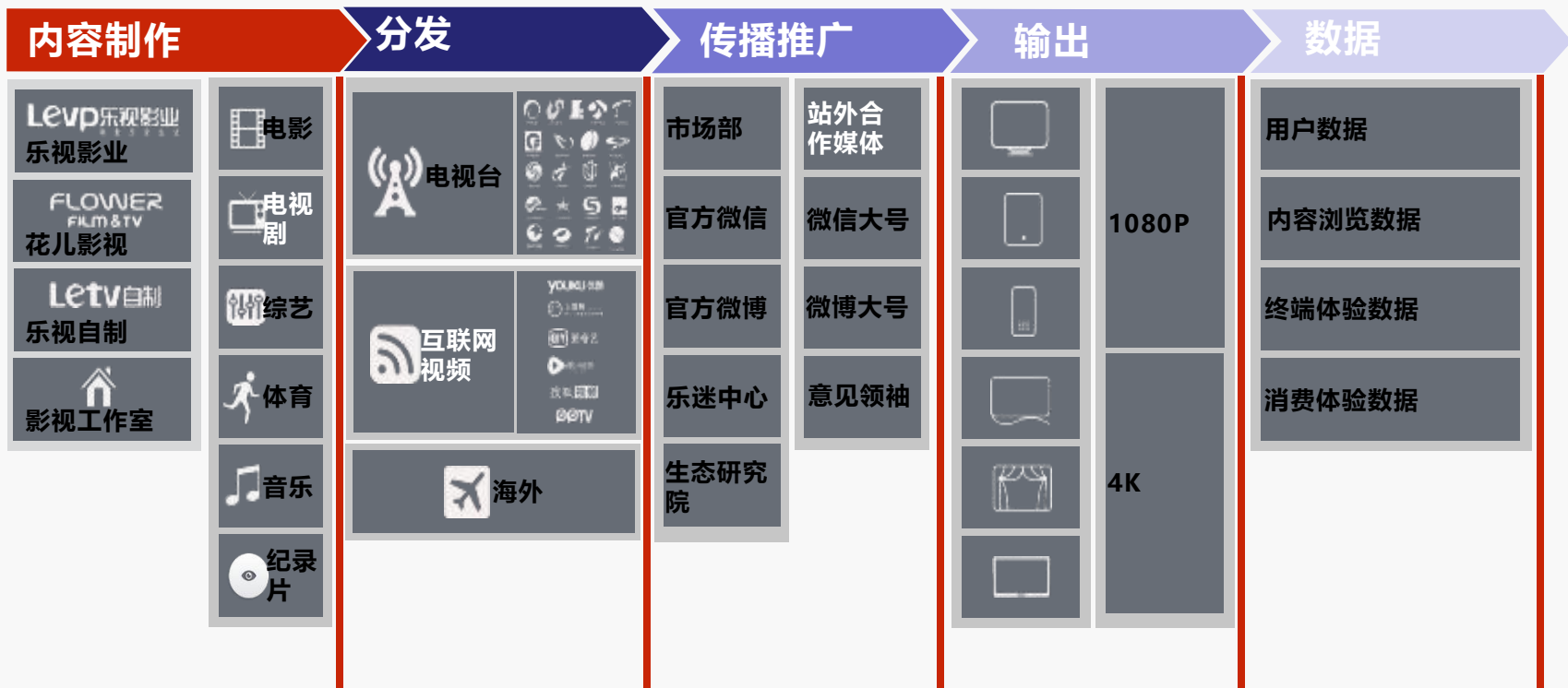
乐视内容/终端布局历程



1.2 公司发展情况

生态全产业链一站式营销解决方案

在生态驱动下，以内容出发，集制作、分发、传播、输出和数据的一站式营销模式，全生态链布局。



1.2 公司发展情况

核心竞争力



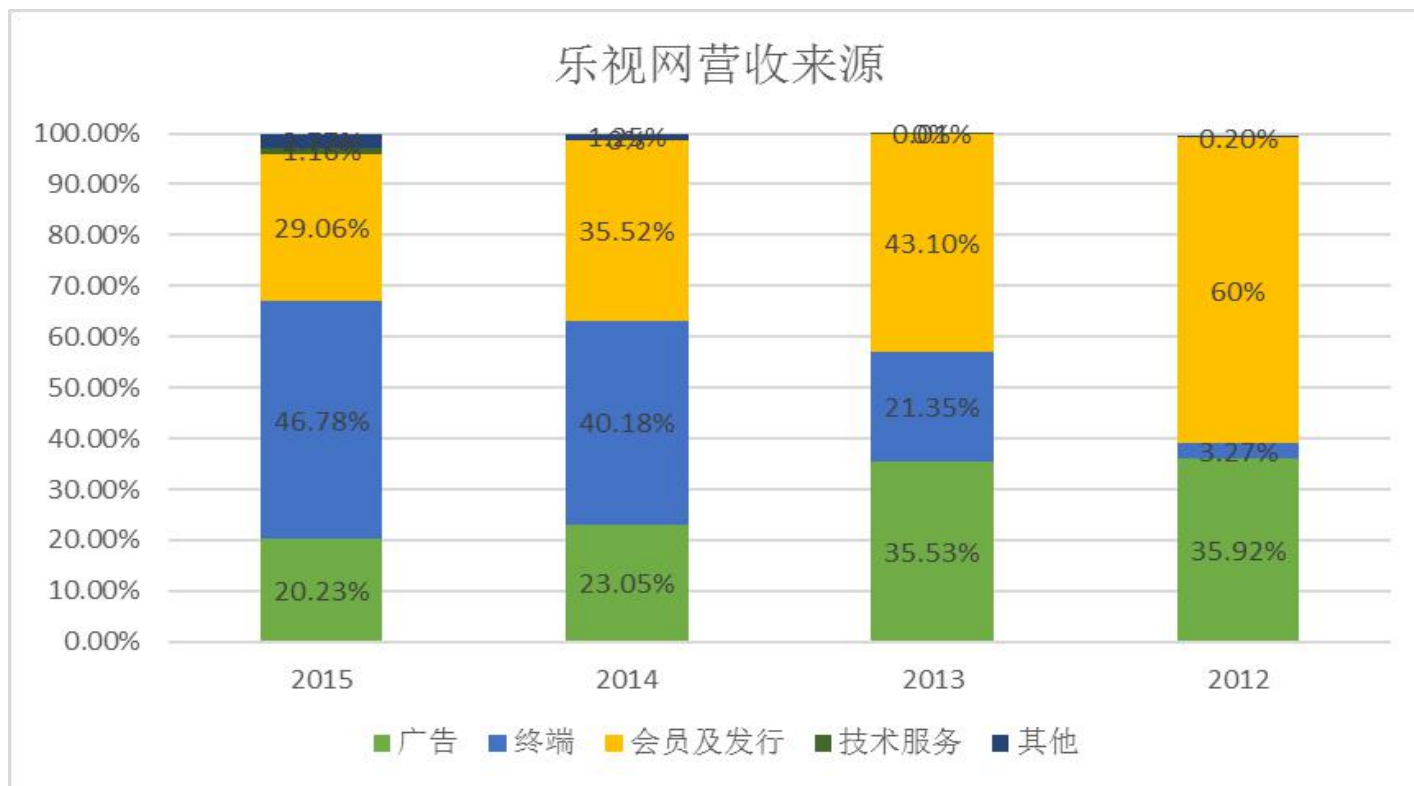
- 在“平台+内容+终端+应用”的全产业链生态架构下，各主营业务相互促进、协同效应显著。
- 伴随着 2016 年超级汽车的正式推出，公司由多屏协同向多行业协同迈进。
- 整个生态的高壁垒和不可替代性正式铸就，实现盈利模式多元化，协同效应指数级增长。

2 会计和财务分析



营业收入：快速增长，终端占比提升

	2015	2014	2013
乐视网营业收入（亿元）	130.17	68.19	23.61
同比增长	90.89%	188.98%	102.28%
优酷土豆营业收入（亿元）	40.48	30.69	
同比增长	31.90%	60.68%	



提前确认付费业务收入

- 付费业务收入即乐视会员的销售收入。2015年乐视网付费业务收入达27.1亿元，同比增长77.60%，但是根据年报中披露的收入确认原则来看，这项收入有“寅吃卯粮”的嫌疑。

1) 网络付费服务收入

确认依据：根据当月实际销售的服务价格确认当月服务收入。

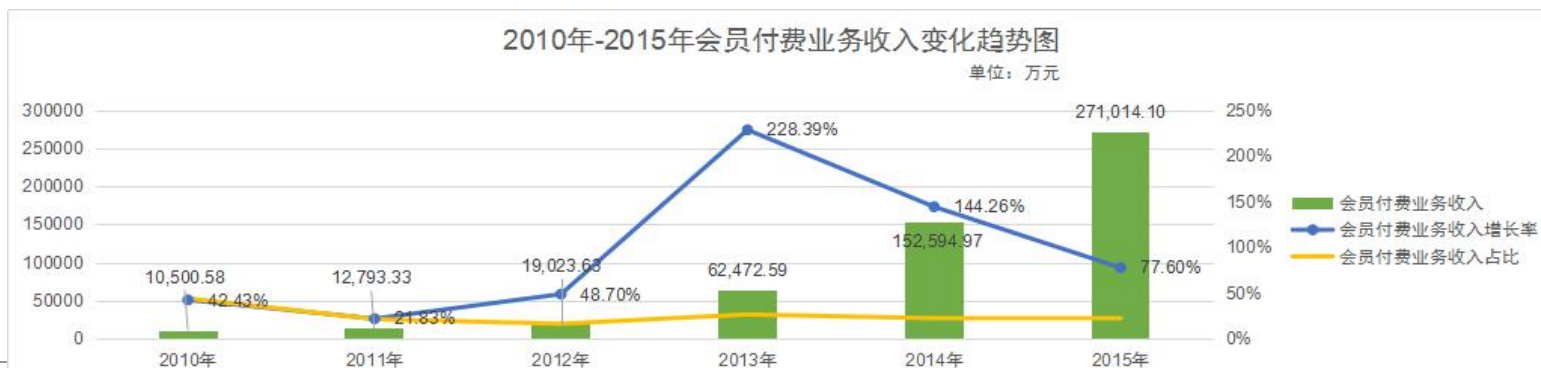
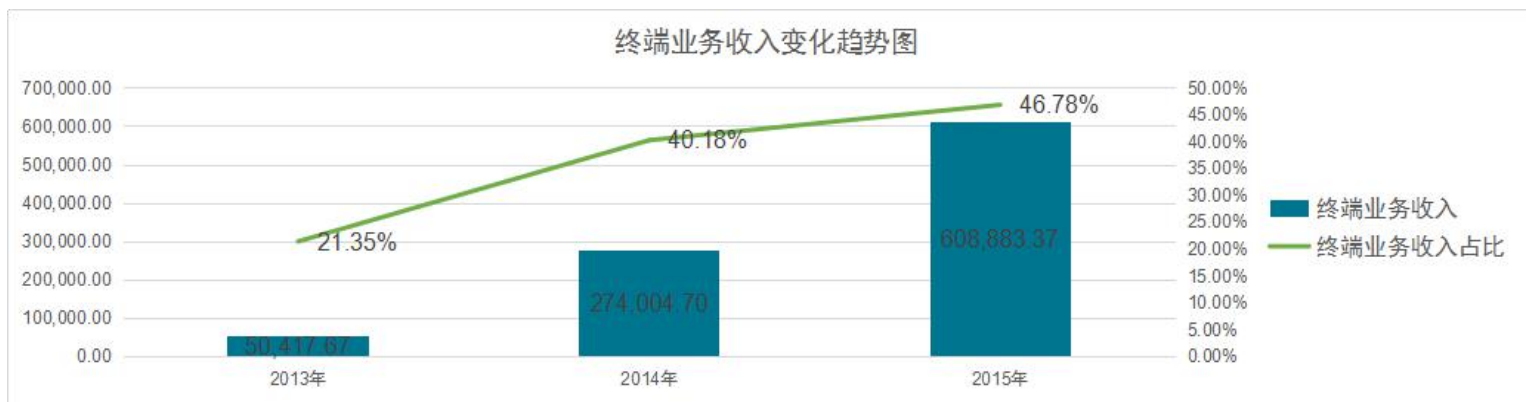
- 根据国家税务总局《关于确认企业所得税收入若干问题的通知》对会员费收入的确认原则，如果“会员在会员期内不再付费就可得到各种服务或商品，该会员费应在期限内分期确认收入”。
- 在年报统计区间内，这种处理方法对短期会员收入影响不大，但对乐视超级电视捆绑销售的2年期会员收入来说就不同了。虽然乐视超级电视在当年的9月24日起推出了裸机购买方案，但前三季度依然采用了“硬件+服务”的捆绑销售模式，消费者被要求强制购买2年的全屏影视会员，每年价格为490元。根据年报披露的信息，2015年上半年电视销售量为100万台，下半年为300万台，因此推算前三季度的销售量为250万台（ $100+300/2$ ），意味着超级电视前三季度捆绑销售的会员费收入为24.5亿元（ $250*490*2$ ）。

- 但如果按照分期确认原则，前三季度应该确认的会员费收入大约为6.43亿元（ $100*490*9/12+150*490*4.5/12$ ），至少应该有18.07亿元不应在当年确认收入，而应归入预收账款科目，然而当年年报中预收账款科目余额仅5254万元，差距明显。所以就可以理解为乐视网在2015年全额确认了超级电视前三季度捆绑销售的会员费收入24.5亿元，占当年付费业务收入总额的90.4%。乐视网提前确认会员费收入的做法至少虚增利润18.07亿元，占当年净利润的832.72%，可见其付费业务收入数据严重虚高。

营业成本：快速增长，终端业务亏本

终端成本2015年单项占比73.67%，金额为81.86亿元。不过2015年终端业务收入仅有60.89亿元。

	2015	2014	2013	2012
营业成本(元)	111.12亿	58.28亿	16.68亿	6.84亿
增速	90.66%	249.27%	143.87%	148.73%



乐视营收、净利润(百万元)



归母净利润：大幅高于营业利润

营业利润和归属母公司所有者的净利润有数量级的差距，其缘由是由于递延所得税引起的。

同时侧面证实了乐视毛利率逐年下滑的窘况

	2015	2014
营业利润	6942万	4786万
归属于母公司所有者的净利润	57302万	36402万
减：所得税(元)	-14294万	-5589万

	2015	2014	2013	2012	2011
销售毛利率(%)	14.63	14.53	29.33	41.00	54.00

(2) 重要的非全资子公司

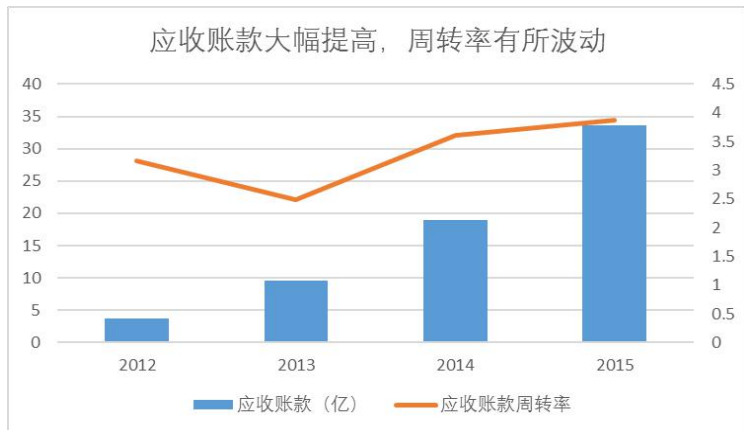
子公司名称	少数股东的持股比例(%)	本期归属于少数股东的损益
乐视致新电子科技(天津)有限公司	41.45	-187,219,497.34
乐视网文化发展(北京)有限公司	49.00	-1,691,988.70
乐视云计算有限公司	40.00	-13,053,216.37
乐视体育文化产业发展(北京)有限公司	40.00	-32,173,561.85

筹资活动：融资额持续增加

(百万)	2015	2014	2013
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	47.91	420.40	551.48
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金			
取得借款收到的现金	9,046.57	2,660.60	1,350.00
收到其他与筹资活动有关的现金	400.93		
发行债券收到的现金	1,895.26		200.00
筹资活动现金流入差额(特殊报表科目)			
筹资活动现金流入差额(合计平衡项目)			
筹资活动现金流入小计	11,390.68	3,081.00	2,101.48
偿还债务支付的现金	6,746.93	1,738.41	846.45
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	144.11	161.79	114.79
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润			
支付其他与筹资活动有关的现金	134.30	27.53	25.57
筹资活动现金流出差额(特殊报表科目)			
筹资活动现金流出差额(合计平衡项目)			
筹资活动现金流出小计	7,025.33	1,927.73	986.82
筹资活动产生的现金流量净额差额(合计平衡项目)			
筹资活动产生的现金流量净额	4,365.35	1,153.27	1,114.66

应收账款：刻意隐藏关联方， 可能集团资金紧张

现象：自2014年隐藏了应收账款金额前五名的客户



猜想与证据：

	2013年	2014年	2015年
应收账款金额第五名单位比例	3.04%	--	--
最大针对关联方的应收账款比例	0%	3.08%	7.18%
关联方应收账款合计比例	0%	3.08%	13.8%

延伸推理

年份	针对乐视移动智能信息技术（北京）有限公司的应收账款		
	账面余额	坏账准备	计提比例
2014年	5830万	1749万	3%
2015年	2.4亿	0.72亿	3%

长

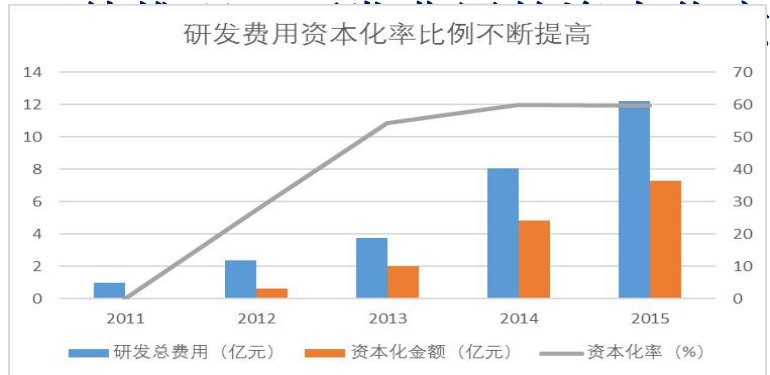
开发支出：研发费用资本化，以提高短期利润

现象：研发费用资本化率比例不断提高。

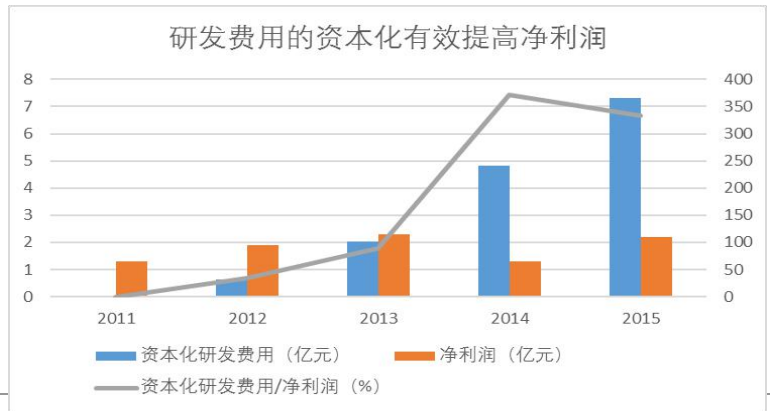
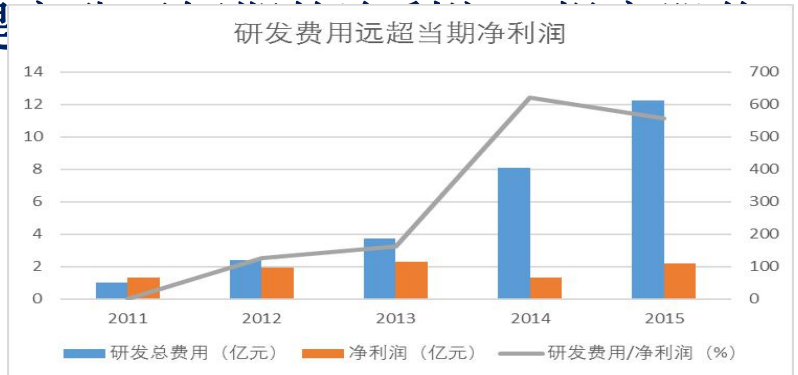
猜想：原因在于研发费用影响盈利，远超当期净利润。

证据1：资本化的研发费用远超净利润，资本化有效提高了净利润。

证据2：研发费用资本化较为随意。



在提



12、开发支出

单位：元

项目	期初余额	本期增加金额		本期减少金额		期末余额
		内部开发支出	其他	确认为无形资产	转入当期损益	
项目二	6,827,866.17	19,255,627.84	0.00	0.00	0.00	26,083,494.01
项目三	18,217,139.45	31,932,632.73	0.00	0.00	0.00	50,149,772.18
项目四	38,686,474.09	11,709,926.34	0.00	50,396,400.43	0.00	0.00
项目五	7,885,260.02	11,719,062.03	0.00	19,604,322.05	0.00	0.00
项目六	38,056,424.15	10,792,169.93	0.00	48,848,594.08	0.00	0.00
项目八	17,951,325.05	13,798,519.49	0.00	31,749,844.54	0.00	0.00
项目十一	12,932,898.91	11,215,463.73	0.00	0.00	0.00	24,148,362.64
项目一十二	7,743,463.01	10,532,684.28	0.00	18,276,147.29	0.00	0.00

无形资产：长期、直线摊销，提高短期利润

现象：公司版权摊销采用长期直线法，不合行规。

猜想：公司意在提高短期利润。

证据：采用短摊销期和加速法，将极大降低短期利润。

延伸推理：提高公司短期的净利润意在提高股价，长期直线法暗藏巨大风险。

年份	期初版权原值 (亿)	期末版权原值 (亿)	版权原值平均值 (亿)	摊销额 (亿)	平均摊销年数 (年)
2013年	21	32	27	6	4.4
2014年	32	44	38	10	3.8
2015年	44	61	53	14	3.8

递延所得税资产：为了营收并表亏损子公司

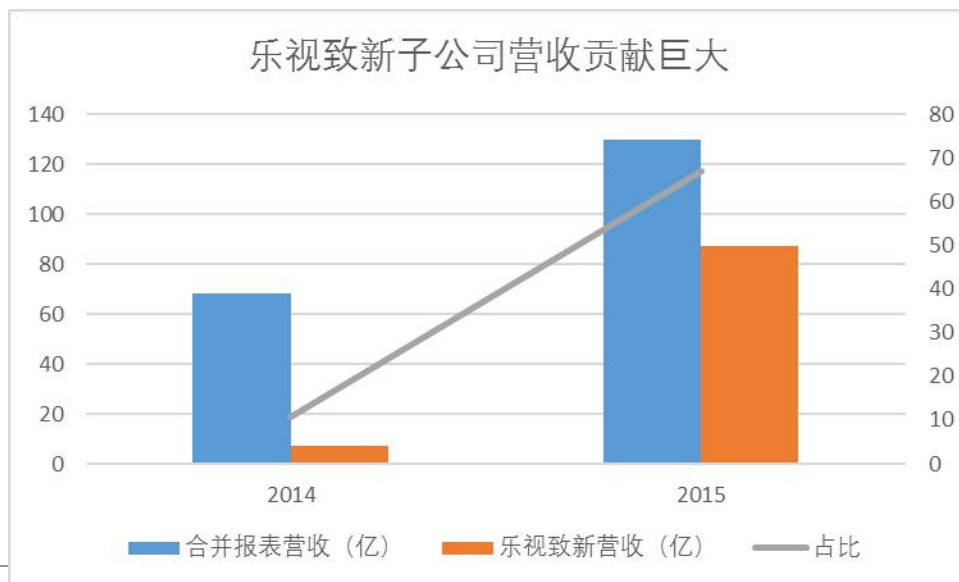
现象：2013年前，递延所得税保持稳定，之后逐年超常规增长。

猜想：子公司亏损，但大幅提高上市公司营收。

证据：乐视致新于2013年成立，营收大幅增加，始终巨额亏损。

延伸推理：巨额营收的并表，目的还是在于提高股价。

年份	乐视致新子公司营收	乐视致新子公司净利润	乐视致新子公司净利率
2014年	7.2亿	-0.47亿	-6.5%
2015年	87亿	-10亿	-11%



其他非流动负债：无息借款显上市融资平台价值

现象：其他非流动负债为无息借款，全部来自贾跃亭和贾跃芳。

猜想：控股股东将乐视网作为融资平台。

证据：其他非流动负债的资金来自于股东减持股票。

延伸推理：上市公司作为优秀融资平台在于高估值，高估值源自于高营收、

高盈利。

年份	贾跃亭	贾跃芳
2014年	0	10亿
2015年	21亿	14亿

年份	股东减持行为	其他非流负债增加
2014年	第一季度贾跃芳减持1100万股 第二季度贾跃芳减持300万股 第四季度贾跃芳减持1200万股	贾跃芳增加10亿
2015年	第一季度贾跃芳减持，退出十大股东 第四季度贾跃亭减持1亿股	贾跃芳增加4亿 贾跃亭增加20亿

杜邦分析：公司会计政策操纵亏本销售影响深远

纵向对比：充分反映公司亏本销售终端模式的转变

年份	2013年	2014年	2015年
权益净利率	14.23%	4.91%	7.51%
净利率	9.84%	1.89%	1.67%
总资产周转率	0.60	0.98	1.01
权益乘数	2.41	2.65	4.45

2 会计和财务分析

利润表
现金流量表

营业收入

快速增长，终端占比提升

营业成本

快速增长，终端业务亏本

归母净利润

大幅高于营业利润

筹资活动

融资额持续增加

上市公司起到融资平台的作用

资产负债表

应收账款

刻意隐藏关联方，可能集团资金紧张

开发支出

研发费用随意资本化，以提高短期利润

无形资产

长期、直线摊销，提高短期利润

递延所得税资产

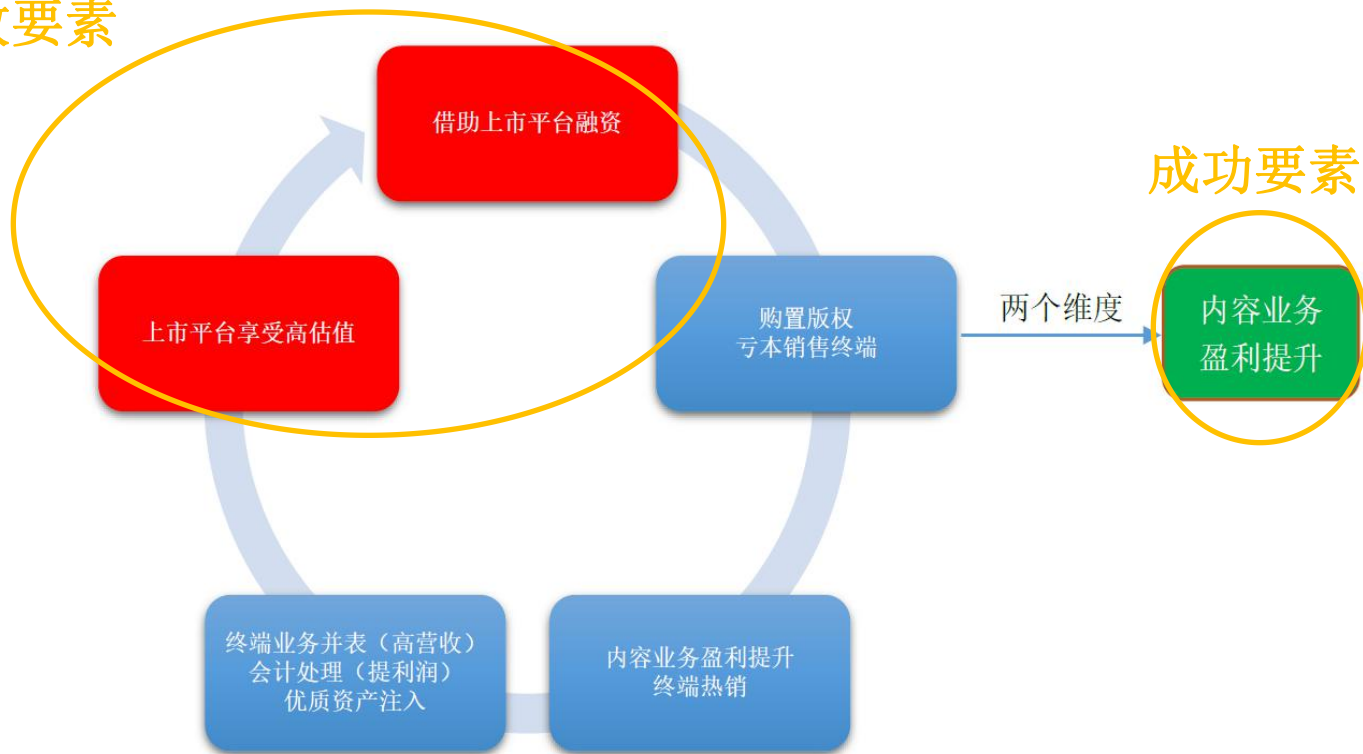
为了营收并表亏损子公司

其他非流动负债

无息借款彰显上市融资平台价值

3 从会计财务分析看公司发展战略

失败要素

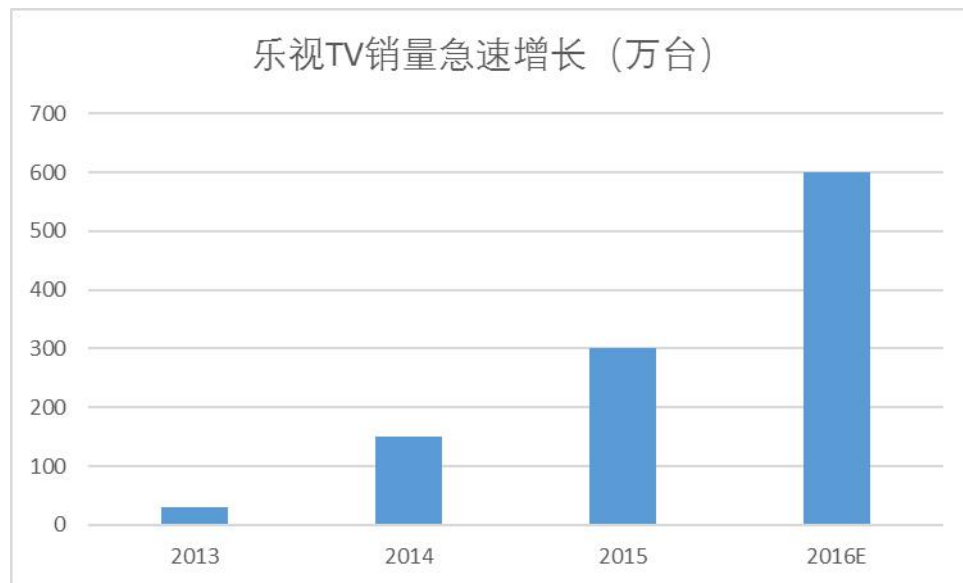
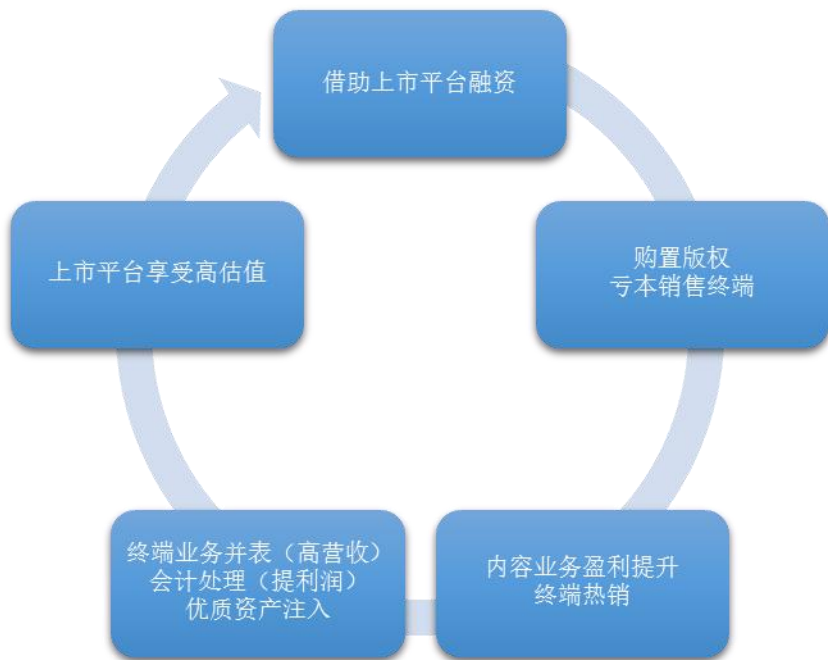


成功要素

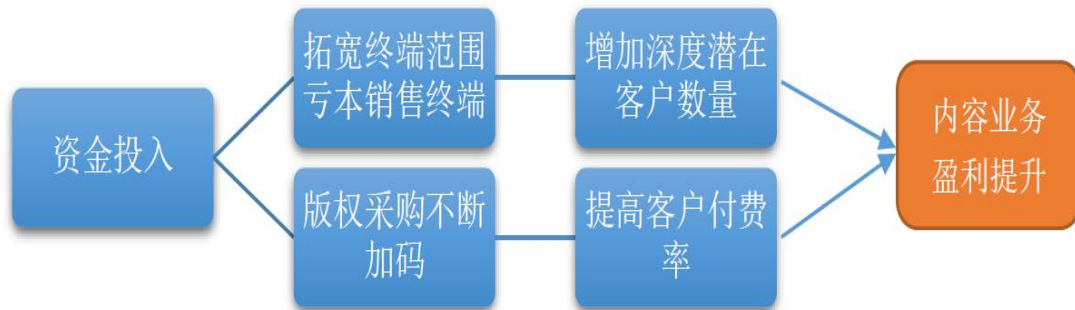
两个维度

3.1 乐视正处融资循环体系中，处烧钱阶段

乐视的发展核心在于构建出了一套融资循环



年份	2013年	2014年	2015年
购置版权支出	12.8亿	14.6亿	23.9亿
终端业务亏损	--	0.47亿	10亿
两大支出合计	13亿	15亿	34亿



筹资

➤ 筹资活动分析——权益融资：发行股票筹集资金



这两个举措共为
乐视网筹集了
3.3亿资金。



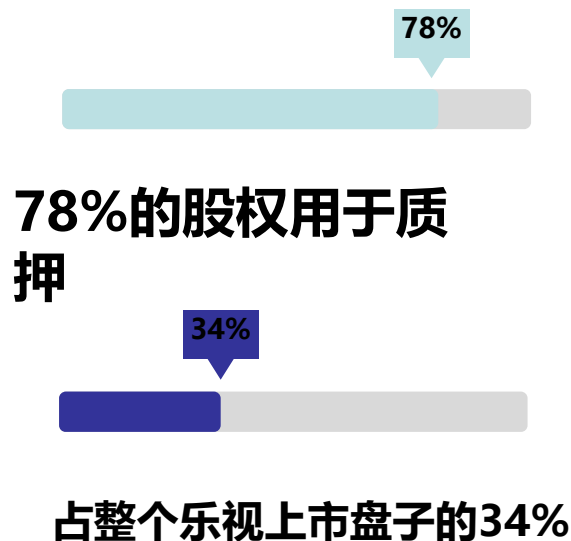
- 2014年4月，向北京鑫富恒通科技有限公司和上海大正投资有限公司，合计非公开发行股份7299270股配套募集资金，股价41.1元。

- 乐视网实行了第二轮的股权激励计划，于2014年7月以7.999元发行了4024428股股票进行股权激励。

筹资

➤ 筹资活动分析——债权融资：频繁质押股权来筹资

在过去的2014年里，贾跃亭本人在高位质押股权筹资19次。具体每次质押股数如右表所示：



公告时间	质押股份	占个人持股比例	解除质押	累计质押股份	累计质押占个人持股比例
2014.1.4	8,700,000	2.34%		193,980,000	52.17%
2014.1.16	5,900,000	1.59%		160,170,000	43.07%
			39,710,000		
2014.1.22	11,300,000	3.04%		171,470,000	46.11%
2014.1.29	17,000,000	4.57%		188,470,000	50.68%
2014.2.13			22,800,000	165,670,000	44.55%
2014.3.4	15,600,000	4.20%		181,270,000	48.75%
2014.3.15			25,840,000	176,904,500	47.57%
	21,474,500	5.77%			
2014.4.9			22,800,000	154,104,500	41.44%
2014.4.22	7,750,000	2.08%		141,334,500	38.01%
			20,520,000		
2014.5.20	63,400,000	17.05%		204,734,500	55.06%
2014.5.24			37,810,000	166,924,500	44.89%
2014.5.31	26,829,300	7.21%		193,753,800	52.10%
2014.6.7	27,280,000	7.34%		221,033,800	59.44%
2014.6.11	18,000,000	4.84%		239,033,800	64.28%
2014.7.8	23,190,000	6.24%		262,223,800	70.52%
	15,670,700	4.21%			
2014.9.3			2,300,000	275,594,500	74.11%
2014.9.30	13,000,000	3.50%		288,594,500	77.61%
2014.12.11			15,800,000	272,794,500	73.36%
	26,000,000	6.99%			
2015.1.13			8,700,000	290,094,500	78.01%

资产负债表

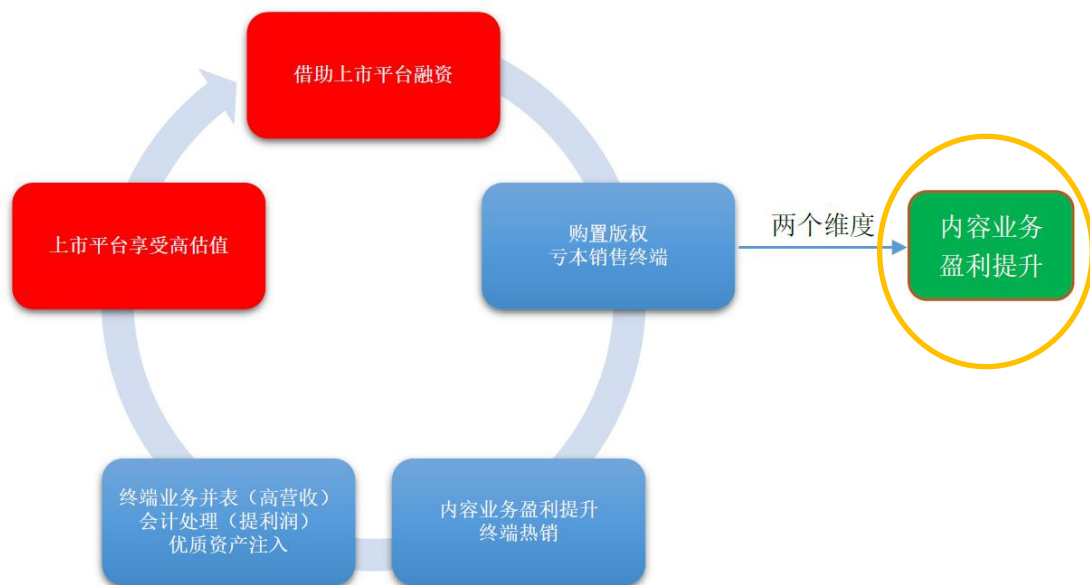
	Dec-31-2010	Dec-31-2011	Dec-31-2012	Dec-31-2013	Dec-31-2014	Sep-30-2015
RMB'000,000	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY
现金及现金等价物	543.4	133.4	193.5	608.2	499.9	3,254.8
应收账款	72.4	183.6	394.5	1,037.8	1,979.8	3,759.3
存货	3.7	5.3	26.7	146.6	733.5	539.9
无形资产	76.1	188.9	421.1	1,184.4	2,713.3	4,299.2
应付账款	15.1	237.1	327.5	804.7	1,625.3	3,160.5

贾跃亭分别于2015年6月及10月进行两次减持计划，共计套现57亿。

3.2 成功要素：内容达到奇点，实现自给自足

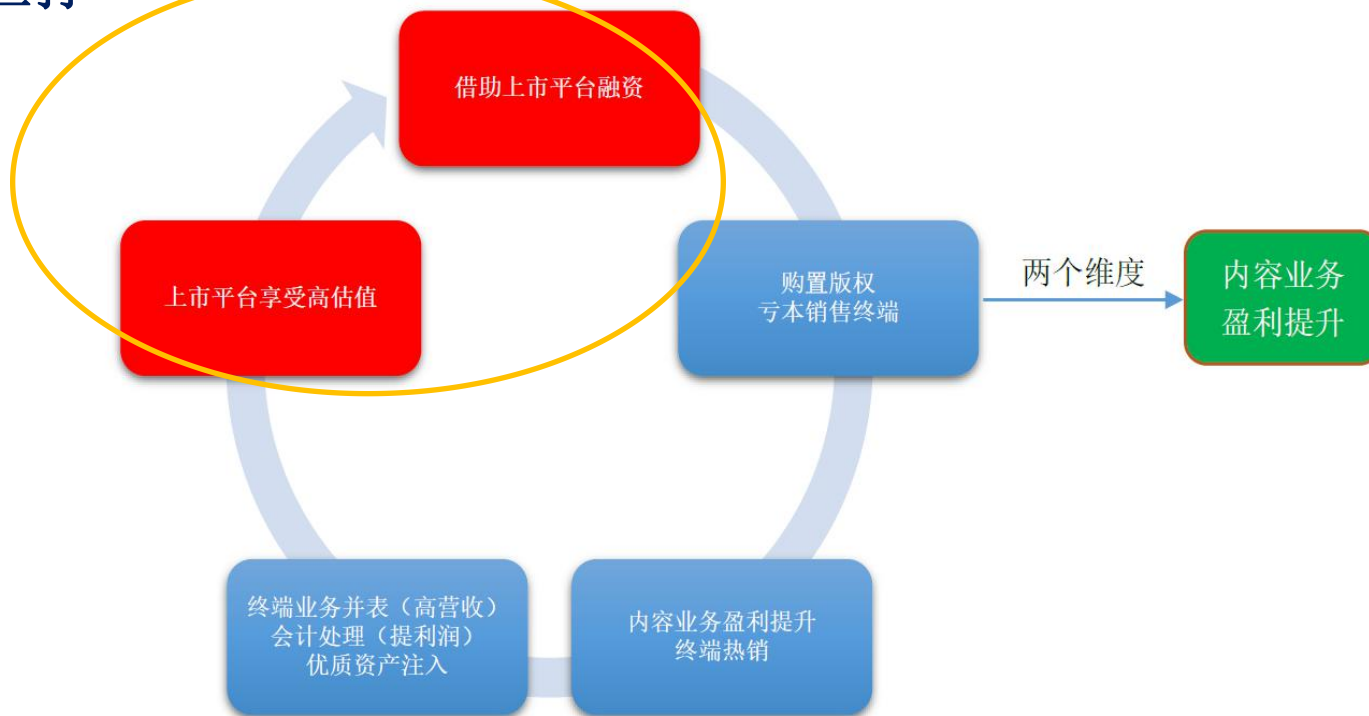
- 理论：内容业务达盈亏平衡点后将爆发
- 乐视实际做法：发展终端业务是为了拓展内容业务市场
- 成功核心在于实现内容业务自给自足

年份	2013年	2014年	2015年
经营活动产生的现金流量净额	1.76亿	2.34亿	8.76亿
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	9.07亿	12.74亿	28.09亿
差额	-7.31亿	-10.40亿	-19.34亿



3.3 失败要素：高估值与融资循环打破， 融资能力是瓶颈

- 高估值和融资相互促进，本质在融资能力。
- 融资能力是循环中最脆弱的一环。
- 成也版权，败也版权？
- 循环一旦打破，乐视帝国将迅速崩塌。



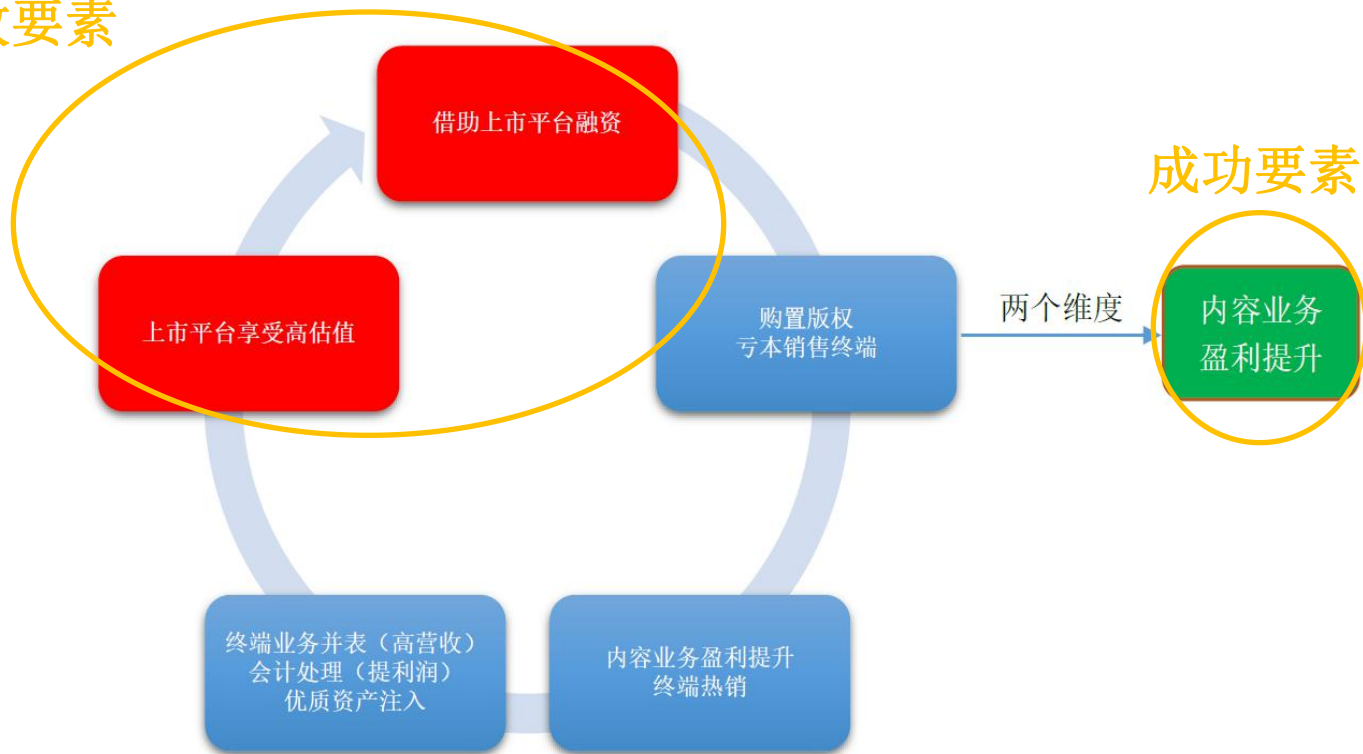
3.4 类比美国Costco超市，乐视是庞氏骗局？

- 乐视模式争议颇大，可能来自做空需求。
- 乐视模式静待奇点，有别于庞氏骗局。
- 乐视模式有成功先例——美国好事多Costco超市。
- 相比于Costco，乐视更具颠覆性。



3 从会计财务分析看公司发展战略

失败要素



4 结论

- 1、未来盈利点还是在内容，布局终端是为了最大程度提高客户粘性，或者是低成本的吸引流量，向上游布局是为了实现差异化竞争和低成本竞争；
- 2、公司极力粉饰财务报表，掩盖资金紧张，维持营收高增长和持续盈利，是为了维持高估值，从而便于融资；
- 3、乐视网需要不断地融资，才能购置版权和亏本销售终端以补贴内容业务。为此，乐视集团构建起了融资循环体系，还处于烧钱阶段；
- 4、该模式成功的关键在于内容业务达到奇点实现自给自足，失败的瓶颈在于融资能力，并不一定是庞氏骗局；
- 5、未来可能路径是母集团先培育资产，待该资产达到一定了盈利或应收标准后，再注入上市公司，看好乐视体育未来并入上市平台；
- 6、乐视模式一旦成功，将颠覆大部分的内容提供设备行业。