

## 布局智能电视具有长期战略意义

### 投资要点:

#### 1. 事件

乐视网公告《进军电视机市场，推出自主品牌电视机的议案》，采用互联网模式打造乐视 TV.超级电视，未来九个月完成产品化推向市场，未来 1-2 年内，项目投资额约为 5-15 亿元。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一) 布局一体机具有长期战略意义

- 1、抓住终端，就抓住用户，进军一体机完成乐视模式最后一块拼图  
从苹果模式可以看出，信息产业的竞争已经由渠道为王、平台为王演变为终端为王。销售电视机将增强乐视网对视频用户的粘性。
- 2、互联网电视（智能电视）是电视产业的发展方向

中国目前有 2 亿有线电视用户，随着带宽传输瓶颈的打破，未来电视屏必然会成为互联网的又一个终端。

##### (二) 以互联网的模式生产和营销电视

公司将仿效“小米模式”推广智能电视。主要特点包括：1、广泛征求乐视网忠实用户的意见对确定机型；2、利用乐视网平台进行社会化营销；3、根据预订单确定生产量

##### (三) 机遇与挑战

**机遇：**1、2011 年中国智能电视市场容量只有 524 万台，2012 年需求量将超过 1800 万台。2012Q1 国内智能电视占总出货量比例达到 30%。  
2、公司拥有应用、终端、内容和平台全产业链优势，盈利模式多元化。  
**挑战：**1、消费者还缺乏智能电视的用户习惯，已购智能电视的智能平台激活率不足 10%，用户对视频和应用的使用习惯实际上正在从 PC 转向 pad 和手机。2、手机是快消品，而电视机是耐用消费品，手机市场能够不断涌现新的品牌，电视机市场更具有存量市场的特征，消费者最关心品牌、价格和画质，新的进入者，如联想今年推出的智能电视销售情况就很一般。

##### (四) 后续还需要评估定价、渠道、技术、生产外包和品牌建设情况

基于公司的生产和营销模式，我们认为公司进军智能电视领域风险可控，但是进入一个全新的重资产的制造业领域，销售规模能否快速攀升，具有非常多的不确定因素，我们认为还需要对生产、定价和渠道等因素进行跟踪评估。

#### 3. 估值、投资建议与主要风险

智能电视增值业务的发展还需要一个过程，我们认为公司进军该领域是一个 3-5 年的战略性布局。我们预计公司 2012-2013EPS 0.48 元和 0.74 元，同比分别增长 54.5%和 52.6%，对应 PE44 倍和 29 倍，维持长期“推荐”评级。

## 乐视网 (300104.SZ)

**推荐** 维持评级

### 分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

鸣谢:

黄 驰

☎: (8610) 6656 8846

✉: huangchi@chinastock.com.cn

### 市场数据 时间 2012.09.23

A 股收盘价 (元)	21.16
A 股一年内最高价 (元)	27.30
A 股一年内最低价 (元)	11.74
上证指数	2026.39
市净率	7.8
总股本 (亿股)	4.18
实际流通 A 股 (万股)	1.62
A 股总市值 (亿元)	88.45
A 股流通市值 (亿元)	34.36

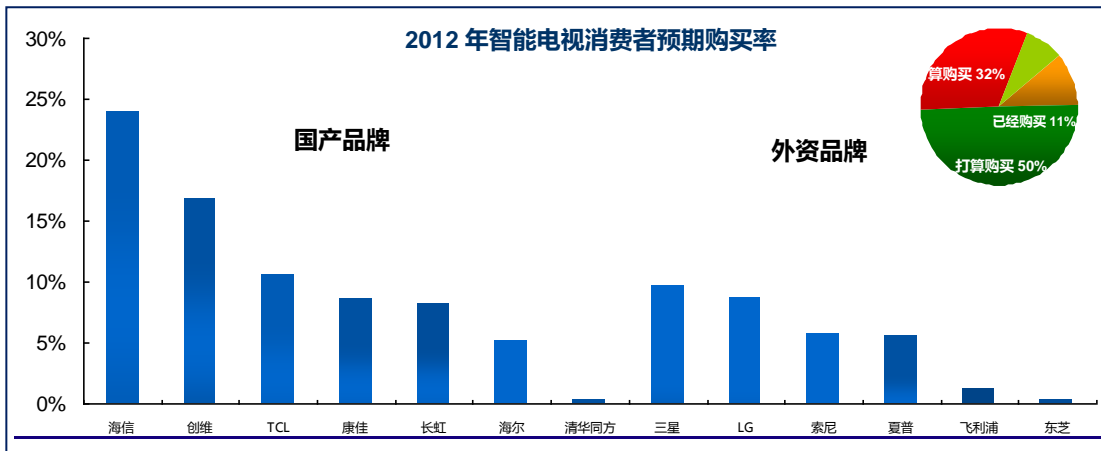
### 乐视网与上证指数股价走势图



乐视网深度研究报告：版权战略见成效，版权分销和网站流量“双丰收” (2012.01.08)

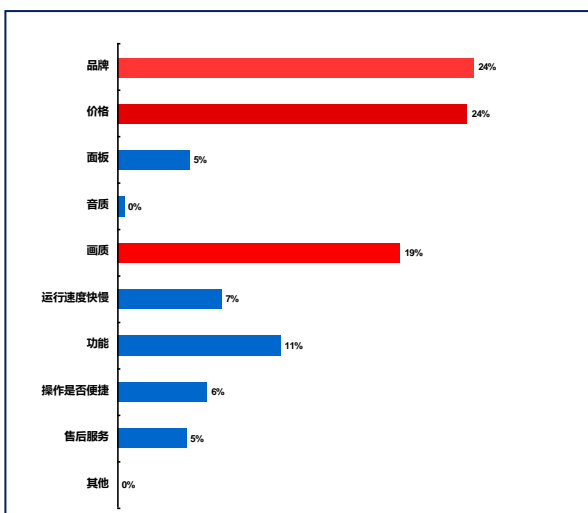
乐视网深度研究报告：三屏合一，抢占先机(2010.10.06)

图 1: 智能电视市场认知度达 93%，国产品牌智能电视预期购买率高于外资品牌



资料来源: 中国银河证券研究部

图 2: 品牌、价格、画质是影响消费者购买智能电视的主因



资料来源: 中国银河证券研究部

## 2012 年智能电视消费者认知度与需求状况调研报告结论

**样本分析**——在参与调查的样本中，96%为男性，年龄层主要在 24~35 岁和 36~45 岁的中青年为主，月收入在 3000~8000 元之间占总样本的 65%以上，因此，中青年男性为智能电视/云电视的主要购买力。

**智能电视**——2012 年，智能电视再升级，除产品硬件的提升外，手势、动作、体感识别等人机交互功能成为今年智能电视的亮点，海信、长虹、三星、LG、夏普、索尼等智能电视品牌越来越注重人性化，重体验，符合消费者的购买需求。

**云电视**——云电视在经历了近一年的市场培育后，产品功能从概念化到具体化，如创维的云健康、康佳的云安全、TCL 的云教育，云电视越来越贴近人们的日常生活，云电视正在成为家庭生活中的小管家。

表 1: 三大报表预测

资产负债表 (百万元)	2010E	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010E	2011E	2012E	2013E
货币资金	543.4	153.2	197.6	294.1	营业收入	238.3	598.6	987.8	1470.7
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	80.2	275.1	432.3	642.2
应收账款	69.8	156.7	217.1	339.5	营业税金及附加	10.2	30.0	49.4	73.5
预付款项	54.2	239.4	376.1	558.8	销售费用	57.9	96.3	158.1	235.3
其他应收款	2.6	6.7	11.0	16.3	管理费用	11.6	30.5	50.4	75.0
存货	3.7	26.5	20.9	49.5	财务费用	3.7	1.4	41.1	51.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.7	3.9	6.5	9.7
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	140.6	165.6	202.8	235.1	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	72.9	161.4	250.1	383.2
无形资产	214.4	921.7	1116.9	1161.7	营业外收支净额	1.9	2.9	3.0	3.0
长期待摊费用	0.0	3.0	6.0	9.0	税前利润	74.8	164.2	253.1	386.2
资产总计	1031.6	1672.7	2148.5	2664.1	减: 所得税	4.7	33.4	50.6	77.2
短期借款	70.0	506.4	759.5	944.2	净利润	70.1	130.9	202.5	309.0
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	70.1	131.1	202.5	309.0
应付账款	15.1	52.8	82.9	123.2	少数股东损益	0.0	-0.2	0.0	0.0
预收款项	2.1	15.6	25.8	38.4	基本每股收益	0.17	0.31	0.48	0.74
应付职工薪酬	1.0	1.0	1.0	1.0	稀释每股收益	0.70	0.60	0.48	0.74
应交税费	4.2	4.2	4.2	4.2	财务指标	2010E	2011E	2012E	2013E
其他应付款	0.6	0.6	0.6	0.6	成长性				
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	63.5%	151.2%	65.0%	48.9%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	50.6%	112.7%	78.6%	49.3%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	57.6%	87.0%	54.5%	52.6%
负债合计	93.0	580.5	874.0	1111.5	盈利性				
股东权益合计	938.7	1056.1	1238.4	1516.5	销售毛利率	66.3%	54.0%	56.2%	56.3%
现金流量表 (百万元)	2010E	2011E	2012E	2013E	销售净利率	29.4%	21.9%	20.5%	21.0%
净利润	70	131	203	309	ROE	12.5%	13.1%	17.6%	22.4%
折旧与摊销	52	133	232	287	ROIC	22.28%	14.17%	14.84%	17.93%
经营活动现金流	65	19	320	362	估值倍数				
投资活动现金流	-263	-864	-467	-367	PE	126.2	67.5	43.7	28.6
融资活动现金流	708	422	192	102	P/S	8.9	7.8	9.0	6.0
现金净变动	510	-424	44	97	P/B	2.3	4.4	7.1	5.8
期初现金余额	34	543	153	198	股息收益率	0.6%	0.3%	0.2%	0.3%
期末现金余额	543	120	198	294	EV/EBITDA	12.6	16.7	17.8	13.0

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 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，CFA，传媒文化行业证券分析师。**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。本报告清晰准确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。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 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证券投资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。

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  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20257811 yumiao\_jg@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn