

2013-5-7

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

分析师: 肖乐乐

 (8621)65799511

 xiaoll@cjsc.com

执业证书编号: S0490512020003

联系人: 刘疆

 (8627)65799511

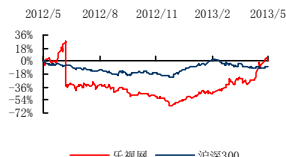
 liujiang@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《2013 年一季报点评: 广告收入高增长持续, 关注超级电视》2013-4-23

《2013 年一季报点评: 广告收入高增长持续, 关注超级电视》2013-4-23

《2012 年度业绩预告点评: 流量带动广告业务爆发, 后续看互联网电视发展》2013-1-31

乐视网 (300104)

超级电视发布 “平台+内容+终端+应用”模式完成重要拼图

报告要点

■ 事件描述

乐视网正式发布超级电视, 为去年 9 月“颠覆日”发布会制造的期待揭开了面纱。此次发布两款, 一款为 60 寸的 X60, 售价 6999 元; 一款为 39 寸产品 S40, 售价 1999 元。产品 6 月下旬正式发售, 届时将通过乐视商城直接销售给用户。

■ 事件评论

- **超级电视的发布意味着乐视网“内容+平台+终端+应用”的产业布局完全成型。**之前乐视已发布了盒子 C1、C1S, 此次电视的发布使得乐视的终端实现了盒子、电视的双重布局, 同时覆盖到电视存量市场和增量市场, 用户数有望进一步大幅提升。
- **性价比是乐视超级电视最大的杀手锏。**与 X60 配置和功能相近的国内外品牌的价格普遍在万元以上, S40 的相近机型亦多数在三千元以上, 性价比上乐视超级电视具有较大优势。产品能定出低价的主要原因在于一方面公司并未打算主要通过硬件销售盈利, 另一方面 CP to C 的销售模式压缩了传统家电渠道的成本, 从而价格足以覆盖硬件成本即可, 同时以需定产的方式也不会对现金流形成太大负担。综合来看, 乐视超级电视的定价并非不可思议, 而是结合定位、渠道、成本等因素做出的可以承受的决策。
- **从体验的角度来看乐视产品带来了不少新意, 但仍有持续改进空间。**发布会现场演示了 letv UI, 相较普通电视体验已有很大改善, 多种智能化体验融合其中, 但部分功能的使用欠流畅, 还有持续改进的空间。
- **电视市场的反应和认可程度尚需观察。**消费者购买电视会综合考虑性价比、品牌、售后等多种因素, 是否会充分认可乐视的产品尚难以定论。我们判断, 39 寸的 S40 会对中低端市场形成较大冲击, 而 X60 针对的是大屏高端市场, 相关需求还在成长之中, 同时目标消费者的偏好及对价格的敏感度与普通消费者略有差异, 从而还需公司在营销等方面的持续努力。
- **我们认为, 互联网基因仍然是乐视网的本质属性。**从产品价格可以看到, 销售硬件赚取一次性利润并非公司的主要目的, 通过自有品牌终端迅速扩大粘性用户数量形成平台效应, 继而在增值服务、广告、应用等方面实现快速增长, 才是公司的长足目标。
- **投资建议:**在产品销量待观察的情况下, 暂保持公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.69 元、0.92 元、1.20 元的预测, 对应当前股价 PE 分别为 54 倍、41 倍、31 倍, 维持“推荐”评级。

超级电视发布，两款产品定位不同市场

乐视超级电视正式发布，为去年 9 月“颠覆日”发布会制造的期待揭开了面纱。一款为主要针对客厅需求及大屏偏好者的 60 寸的 X60，售价 6999 元；一款为主要针对卧室需求及普通消费者的 39 寸 S40，售价 1999 元。

表 1：乐视超级电视两款产品基本情况

产品	尺寸	配置	价格/元
X60	60	2G内存，4核1.7G	6999
S40	39	1G内存，双核	1999

资料来源：产品发布会介绍，长江证券研究部

X60 的硬件配置在同级别智能电视中堪称出众。产品发布会主要介绍了大屏产品 X60，在全球率先采用了 4 核 1.7G 的 CPU 高通骁龙 S 4-prime，面板采用的是夏普十代线产品，主板为不断电设计，GPU、音响、WIFI 等配置也不俗。

表 2：X60 主要配置

外观	内核
极窄无缝全铝边框：机器人激光切割，颜色和面板一致，保持整体性和一致感	CPU为高通骁龙S 4-prime，4核 1.7G，乐视电视为全球首次商用；GPU为Adreno 320，采用 28nm制程
全铝云底座，由于铝合金容易变形，通过三角口解决强度问题	主板：2G内存，2000多个元器件，采用永不断电设计，外挂硬盘可以实现家庭服务器功能
超薄机身	WIFI：2.4G/5G 同步双频发射技术
隐身天线，共内置4种天线	音响：6喇叭箱体设计，支持杜比和dts解码
融合式的高清体感摄像头	面板：夏普十代线产品

资料来源：产品发布会介绍，长江证券研究部

性价比是乐视超级电视的杀手锏

与 60 寸的 X60 配置和功能相近的国内外品牌的价格普遍在万元以上，39 寸的其他品牌机型价格亦多数在三千元以上，价格上乐视超级电视具有较大优势。

表 3：乐视 X60 的性价比相比发布会提及的几款主要竞争产品有较大优势

产品	屏幕尺寸	3D	处理器	操作系统	价格
乐视X60	60	支持	4核1.7G	安卓4.1	6999
三星F8000	55	支持	4核1.2G	Smart Hub	19999（指导价）
联想K91	55	支持	双核1.5G	安卓4.0	9999（亚马逊报价）
海信VIDDA	55	支持	双核	安卓4.0	近期新发布，暂未找到数据

资料来源：公开资料，长江证券研究部

我们认为，产品能定出低价的主要原因在于一方面公司并未打算主要通过硬件盈利，另一方面 CP to C 的销售模式压缩了传统家电渠道的成本，从而价格足以覆盖硬件成本即

可，同时以需定产的方式也不会对现金流形成太大负担。从我们所了解的家电制造的成本状况来看，乐视超级电视的定价已经足够覆盖硬件成本，且在量产规模增大的情况下单位硬件成本还可降低，因而综合来看，乐视超级电视的定价并非不可思议，而是结合定位、渠道、成本等因素做出的可以承受的决策。

体验上有创新 改善空间仍存在

发布会现场演示了超级电视和 letv UI 的主要功能，相较普通电视体验已有很大改善，多种智能化体验融合其中，但部分功能的使用欠流畅，还有持续改进的空间。

表 4：超级电视盒 letv UI 体验方面的特点

项目	特色
桌面	全视频化的桌面，四屏界面一键式转换：一、乐视轮播频道（具备画中画功能，1080P 全高清）；二、有线；三、智能应用；四、信号源
交互设备	支持四类交互设备：一、遥控器，触摸板操作，带有鼠标功能，6 轴的传感器和陀螺仪；二、红外和 2.4G 的无线控制（airplay、dlna）；三、体感摄像头；四、键盘和鼠标
语音交互	类似 siri，通过语音选节目，操作 APP
核心应用	①乐视 tv 版 ②试点雷达，可同时看到与所播放视频相关的其他内容 ③letv store ④乐搜、⑤乐视直播系统（后二者尚没有在 TV 端开放，应该是受到广电的政策限制）
乐视生态	一、准备搭建网络电影院线，为电影发行带来新模式；二、支持 1080P 高清；三、丰富的应用

资料来源：产品发布会介绍，长江证券研究部

电视市场的反应和认可程度尚需观察

消费者购买电视会综合考虑性价比、品牌、售后等多种因素，是否会充分认可乐视的产品尚难以定论。但可以确定的是，超级电视处于一个快速增长的市场，2013 年一季度液晶电视的销量为 1169 万台，智能电视渗透率达到 37.2%，比去年同期增长近一倍，预计到 2016 渗透率有望达到 70%。

我们判断，39 寸的 S40 会对中低端市场形成较大冲击，这部分需求对价格相对敏感，良好的配置、丰富的体验辅以 1999 元的价格具备较强的吸引力。

X60 针对的则是大屏高端市场，相关需求还在成长之中，同时目标消费者的偏好及对价格的敏感度与普通消费者略有差异，从而还需公司在营销等方面的持续努力。而从另一方面来看，X60 极高的性价比有望带动大屏电视的购买欲望，刺激电视产品的消费升级。

互联网基因仍然是乐视网的本质属性

我们认为，公司并非要向一家硬件公司转型，互联网基因仍然是乐视网的本质属性。从产品价格可以看到，销售硬件赚取一次性利润并非公司的主要目的，通过自有品牌终端

迅速扩大粘性用户数量形成平台效应，继而在增值服务、广告、应用等方面实现快速增长，才是公司的长足目标。

投资建议

公司具备较强的内容优势，乐视盒子和超级电视的发布使得各项业务的增长都存在弹性空间。在产品销量待观察的情况下，暂保持公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.69 元、0.92 元、1.20 元的预测，对应当前股价 PE 分别为 54 倍、41 倍、31 倍，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1167	1763	2415	3019	货币资金	194	88	7	3
营业成本	684	1022	1425	1781	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	483	740	990	1238	应收账款	380	577	790	988
%营业收入	41.4%	42.0%	41.0%	41.0%	存货	27	39	55	68
营业税金及附加	45	68	93	117	预付账款	247	368	514	642
%营业收入	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	其他流动资产	39	61	84	103
销售费用	134	203	280	341	流动资产合计	891	1140	1460	1816
%营业收入	11.4%	11.5%	11.6%	11.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	58	86	120	148	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5.0%	4.9%	5.0%	4.9%	长期股权投资	20	40	40	40
财务费用	42	32	34	31	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3.6%	1.8%	1.4%	1.0%	固定资产合计	141	133	127	125
资产减值损失	7	12	12	7	无形资产	1751	2109	2431	2725
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	2	2	1
营业利润	197	340	451	594	其他非流动资产	95	95	95	95
%营业收入	16.9%	19.3%	18.7%	19.7%	资产总计	2901	3519	4155	4803
营业外收支	31	9	8	8	短期贷款	636	727	705	600
利润总额	228	349	459	602	应付款项	327	489	682	853
%营业收入	19.5%	19.8%	19.0%	19.9%	预收账款	7	11	14	18
所得税费用	38	58	77	100	应付职工薪酬	5	8	11	13
净利润	190	290	382	501	应交税费	86	130	175	224
归属于母公司所有者的净利润	194.2	290.4	382.4	501.2	其他流动负债	52	77	107	133
少数股东损益	-4	0	0	0	流动负债合计	1114	1441	1695	1841
EPS (元/股)	0.46	0.69	0.91	1.20	长期借款	34	34	34	34
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2012A	2013E	2014E	2015E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	106	431	553	714	其他非流动负债	480	480	480	480
取得投资收益	2	0	0	0	负债合计	1628	1955	2209	2356
长期股权投资	0	-20	0	0	归属于母公司	1245	1535	1917	2419
无形资产投资	0	-566	-566	-566	少数股东权益	29	29	29	29
固定资产投资	-775	-9	-13	-16	股东权益	1273	1564	1946	2447
其他	11	0	0	0	负债及股东权益	2901	3519	4155	4803
投资活动现金流净额	-764	-595	-578	-581	基本指标				
债券融资	394	0	0	0		2012A	2013E	2014E	2015E
股权融资	35	0	0	0	EPS	0.465	0.695	0.915	1.199
银行贷款增加 (减少)	345	91	-21	-105	BVPS	2.98	3.67	4.59	5.79
筹资成本	51	-32	-34	-31	PE	80.44	53.80	40.86	31.17
其他	-108	0	0	0	PEG	2.17	1.45	1.09	0.83
筹资活动现金流净额	718	59	-55	-137	PB	12.55	10.18	8.14	6.45
现金净流量	60	-105	-81	-4	EV/EBITDA	22.28	25.49	20.43	16.46
					ROE	15.6%	18.9%	19.9%	20.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。