

## 乐视超级电视或将颠覆传统电视产业，为 乐视网打开发展新天地

乐视网 (300104.SZ)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

今天乐视网召开“颠覆日”乐视超级电视发布会，发布两款价格6999元和1999元的60寸和39寸智能电视。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一)、乐视超级电视或将颠覆整个中国传统电视产业

1、颠覆的性价比；2、颠覆的盈利模式 3、颠覆的用户体验和-content 品质（详见正文）

##### (二)、看好乐视超级电视的销售前景

乐视超级电视预计将在6月底开始销售，我们看好销售前景：

1、双倍性能，一半的价格，性价比吸引力强大；2、智能电视正处于高速增长阶段，智能电视比盒子更有前途（详见正文）

##### (三)、超级电视将给乐视网提供一张潜在的APRU能够不断提升的运营商网络

与传统电视机厂商一次性硬件销售不同，乐视超级电视的商业模式除了硬件销售，还包括年费和广告收入等。硬件销售主要为了获取用户，未来主要的盈利来自年费、appstore应用服务、广告以及其他增值业务。一旦销售形成规模，这些业务将会提供稳定且不断提升的现金流。假设按照100万台存量测算，乐视网一年仅年费收入就将有4.9亿元。

##### (四)、公司将成为国内最大的端到端视频运营提供商

正如APP与苹果手机的关系，超级电视抓住终端客户，而乐视网提供平台内容，内容、平台、终端和硬件四个环节端到端发展，打造乐视强有力的生态链。

#### 3. 估值、投资建议与主要风险

基于超级电视的乐观预期，我们调高2014EPS至1.27元，2013和2014年PE分别为54X和30X。

考虑二个因素：首先，对于互联网企业，尤其是用户粘性高的运营型企业，仅用市盈率估值并不全面，如Netflix2014年PE67.31倍。用户规模而非短期业绩是决定股价的核心因素。其次，一旦超级电视销售获得成功，公司将面临电视广告和电视机两个千亿规模的市场，不管是在业绩成长还是在盈利模式上，公司都会有更多元化的选择。

我们认为超级电视的销售情况将对公司股价继续产生积极正面的影响，重申“推荐”评级。

催化剂：创业板再融资放开；公司超级电视销售数据

风险：政策对智能电视加强监管；电视销售低于预期

#### 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 8865

✉: huangchi@chinastock.com.cn

#### 市场数据 时间 2013.05.08

A股收盘价(元)	37.37
A股一年内最高价(元)	39.4
A股一年内最低价(元)	13.8
上证指数	2235.57
市净率	11.8
总股本(亿股)	4.18
实际流通A股(万股)	1.62
A股总市值(亿元)	156
A股流通市值(亿元)	60.6

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”

乐视网深度研究报告：三屏合一，抢占先机

乐视网点评：股权激励再出发，承诺新起点，股价新高度(2013.2.23)乐视网点评：长视频广告问鼎江湖，OTT战略软硬通吃

乐视网点评：视频广告拉动二次高增长，盒子业务估值市场有折价

乐视网点评：乐视“颠覆”的逻辑：摩尔效应的时间差

乐视网：视频广告持续高增长，期待盒子销售放量

## (一)、乐视超级电视或将颠覆整个中国传统电视产业

### 1、让人“尖叫”的价格

公司发布两款产品：X60 和 S40，分别适用于客厅和卧室。

X60 60寸 四核 1.7G 安卓 4.1 5.1 杜比环绕 零售价 **6999** 元

S40 39寸 四核 1.0G 安卓 4.1 5.1 杜比环绕 零售价 **1999** 元

我们上京东和苏宁查了一下，不考虑任何硬件和系统的差异，三星 55 英寸的都要卖到 16999 元，LG60 寸也要 16999 元。乐视网的价格直接砍了一半还多。

### 2、目前国内最顶级的配置：“超级组合打造超级电视”夏普+高通+富士康+乐视”

屏幕：原装夏普 X 超晶面板，全球唯一的 TFT10 代线面板 3D 1080P LED 背光屏幕

芯片：高通骁龙 S4 Prime 28nm 1.7G 四核 krait CPU、Adreno 320 GPU，支持顶级图形效果、全球最快速度、最低耗、乐视全球首家率先商用、全球最快的智能电视 最快的 CPU+最快的 GPU

主板：史上最复杂，功能最强大的电视主板、2G 内存、近 2100 颗元器件、信号输入+智能部分+现实控制

工艺：极窄边框，机器切割。无缝全铝、超薄机身、隐型天线、流程曲线、融合式外设，配件电视融为一体、全铝云底座，一体成型

WIFI 性能之王：同步支持 2.4G/5Ghz 频段、传输速度成倍提升，信号强度和稳定性大幅提升

极具穿透力的魔音音箱：5 喇叭结合独特箱体涉及 音域宽广 音质细腻

### 3、全新的营销模式

乐视网将采用 CP2C 的模式，完全去渠道化，全流程直达用户，仅通过乐视商城销售。

### 4、耳目一新的互联网电视应用

2 年之前乐视网就开始展示一些基于机顶盒的电视应用，而经过 400 多名研发人员近 4 年的研究，今天展示的一些互联网电视应用给人耳目一新的感觉。

其中最有意思的是一个语音电视的功能：

比如对着遥控器说“今天天气怎么样”，电视马上演示北京的天气预报；

说“今天晚上有什么体育节目”，电视马上演示晚上各个频道播出的节目；

说“我想看甄环传”，马上电视就出现甄环传的选择界面

说“打开新浪网”，马上就出现浏览器打开新浪网。

其他的功能也非常强大:

- 1、Letv store 国内最大的电视 app, appstore 提供 2000 多款专门为 TV 开发的应用, 设置 1 亿元基金奖励杀手级应用
- 2、所有信号源都放在一个桌面上面, 可以查看各个信号源的内容
- 3、连接 4 大客户端。比如通过桌面“乐搜”连接手机, 手机就可以遥控电视
- 4、tv 助手。把手机一甩, 就可以把手机上的视频甩到电视上面去了。
- 5、用电视扫描周围设备, 比如手机, 可以把手机屏幕上的所有图像实时映射到电视上面 (这个有意思)
- 6、体感功能。玩体感游戏 (这个演示失败, 主持人解释会场无线热点太多干扰了信号)
- 7、断点续播功能: 手机没看完的一划就可以放到电视上门续播。
- 8、视频内容不变, 可以对应用桌面按钮进行选择, 也可以通过画中画观看其他内容

## 5、强大的内容库

除了乐视网网站的内容资源外, 内容特色还包括:

- 1、3D、杜比和 1080P 资源是一大特色。比如变形金刚三的杜比音效, 有影院观影的震撼效果。
- 2、视点雷达 Widget 开放平台。比如看球员的时候, 可以看到所有历史数据, 比如看 nba 球赛, 可以买对应的球衣
- 3:乐搜: 最领先的 TV 搜索, 汇聚万千精彩
- 4、8 个轮播频道: 可以收看播放过的电视节目

### (二) 如此低的价格, 商业模式如何?

乐视网将采用 CP2C 的模式, 完全去渠道化, 全流程直达用户, 仅通过乐视商城销售。

盈利模式: 除了一次性硬件收入, 还有每年 490 元年费, 在用户规模达到一定量级后, 也可以发布广告获取收入

公司能够如此低价格销售的主要原因是:

传统企业: 价格 = 产品成本+产品毛利+运营成本+ 营销成本+渠道成本+品牌成本, 国际品牌从成本价到出厂价再到零售价一般加价 200%

乐视网: 自有产品+自有电商平台+海量用户+全流程直达用户

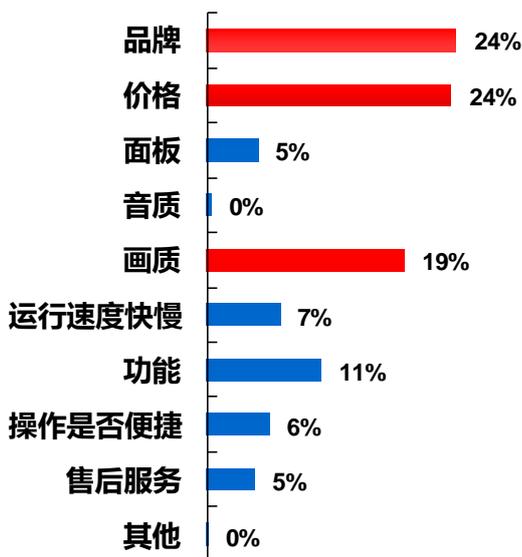
乐视网除了产品成本因素外，其他都不需要考虑。同时发展初期公司也基本不赚钱，公司的目标是让 60 寸电视成为大众家庭客厅的标配。

### (三)、看好乐视超级电视的销售前景

#### 1、相比市面销售的电视，乐视网发布的两款电视性价比有明显的优势，价格和配置令人心动，同时用户体验优良

根据中国电子商会的调研，品牌、价格和画质是消费者选购电视的首要考虑因素，同时消费者对智能应用的用户体验越来越重视，而乐视超级电视在价格、画质和用户体验方面无疑将占据市场第一。同时凭借乐视网的影响力和公司的营销实力，乐视超级电视在网民中的影响力也将快速传播。（发布会后超级电视马上成为新浪微博第二热门的话题，当晚新闻联播也播出乐视超级电视新闻）

图 1：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：中国电子协会、中国银河证券研究部

#### 2、智能电视正处于高增长阶段，智能电视比盒子更有前途。

据奥维咨询的统计，从 2006 年到 2011 年，中国城乡彩电市场已经售出的平板电视累计突破 1 亿台，这些产品已经逐渐进入新一轮更新换代周期。智能化、3D 化以及大尺寸化慢慢成为行业新趋势。奥维咨询的监测数据显示，2013 年一季度彩电市场智能电视渗透率为 37.2%，3D 电视的渗透率更是达到 38.8%，46 寸以上的大尺寸电视占比突破 20%，而到 2016 年智能电视渗透率将达到 70%

根据中国电子商会 2012 年下半年的调查发现，经过近两年的市场培育，智能电视认知度迅速提升，达 93%。其中 50% 的消费者有意在未来一年内购买智能电视产品。

来自媒体研究公司 TDG 的最新报告显示，美国 14% 的拥有互联网连接的家庭拥有 Apple TV、Roku box 或者其他相似的流媒体平台。虽然这个数字听起来很让人吃惊，不过智能电视正在逐渐取代互联网电视市场。25% 的家庭拥有的智能手机可以安装应用，比如像三星和 LG 出品的电视。

智能电视的普及增长率从 2011 年的 12% 增长至 2012 年的 25%，而互联网机顶盒产品的年增长率只有 2%。虽然并不是所有的智能电视用户都使用高级功能，不过接受调查的用户中有 69% 将自己的智能手机与互联网连接，这意味着有三分之二的智能电视用户充分享受了各种高级功能。

智能电视市场增长速度越来越快，自 2011 年开始就有传言称苹果会发布全功能 iTV。在 Walt Isaacson 撰写的乔布斯传记中，乔布斯提到已经破解了电视机市场，会带来新革命。消息称苹果 iTV 将支持运行应用和 Siri。今年三月的传言称苹果电视将支持超高清，也就是 4K，这意味着苹果 iTV 的分辨率高达 3840\*2160。

#### **(四)、超级电视将给乐视网提供一张潜在的 APRU 能够不断提升的运营商网络**

与传统电视机厂商一次性硬件销售不同，乐视超级电视的商业模式除了硬件销售，还包括年费和广告收入等。硬件销售主要为了获取用户，未来主要的盈利来自年费、appstore 应用服务、广告以及其他增值业务。一旦销售形成规模，这些业务将会提供稳定且不断提升的现金流。假设按照 100 万台存量测算，乐视网一年仅年费收入就将有 4.9 亿元。

如果未来政府放开对智能电视直播卫星频道的限制，那么“宽带+乐视超级电视”将可以直接取代有线网络和 IPTV。

**表 1: 三大报表预测**

资产负债表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2012A	2013E	2014E
货币资金	233.0	377.8	1268.6	营业收入	1167.3	1889.1	6343.2
应收票据	0.0	0.0	0.0	营业成本	684.2	1096.7	4584.2
应收账款	285.1	429.9	1970.9	营业税金及附加	45.1	94.5	317.2
预付款项	595.4	954.3	3988.9	销售费用	133.6	207.8	444.0
其他应收款	13.0	21.0	70.5	管理费用	57.8	93.5	253.7
存货	48.5	71.7	430.7	财务费用	42.2	63.4	95.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	6.9	11.2	37.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0
固定资产	202.8	235.1	282.3	投资收益	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	营业利润	197.4	322.0	611.5
无形资产	1259.4	1302.5	1132.3	营业外收支净额	30.6	20.0	10.0
长期待摊费用	6.0	9.0	11.0	税前利润	228.0	342.0	621.5
资产总计	2643.1	3401.3	9155.2	减: 所得税	38.0	51.3	93.2
短期借款	1222.6	1621.2	6114.6	净利润	190.0	290.7	528.3
				归属于母公司的净利			
应付票据	0.0	0.0	0.0	润	194.2	291.2	529.2
应付账款	131.2	210.3	879.2	少数股东损益	-0.3	-0.5	-0.9
预收款项	30.5	49.3	165.6	基本每股收益	0.46	0.70	1.27
应付职工薪酬	1.0	1.0	1.0	稀释每股收益	0.46	0.70	1.27
应交税费	4.2	4.2	4.2	<b>财务指标</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
其他应付款	0.6	0.6	0.6	<b>成长性</b>			
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	营收增长率	95.0%	61.8%	235.8%
长期借款	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	47.9%	60.8%	87.6%
预计负债	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	48.1%	50.0%	81.7%
负债合计	1390.0	1886.6	7165.1	<b>盈利性</b>			
股东权益合计	1220.9	1482.5	1957.8	销售毛利率	41.4%	41.9%	27.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	销售净利率	16.6%	15.4%	8.3%
净利润	190	291	528	ROE	17.1%	21.5%	30.7%
折旧与摊销	339	489	607	ROIC	11.35%	13.66%	13.27%
经营活动现金流	152	406	-2969	<b>估值倍数</b>			
投资活动现金流	-717	-567	-486	PE	80.4	53.6	29.5
融资活动现金流	645	306	4345	P/S	13.4	8.3	2.5
现金净变动	80	145	891	P/B	12.8	10.5	8.0
期初现金余额	153	233	378	股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%
期末现金余额	233	378	1269	EV/EBITDA	28.4	19.0	15.1

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