

2013年05月08日

TMT-文化传媒

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 41.11

目标价(元): 30.48

# 乐视网(300104)

高性价比电视屏布局开始, 平台运营商转型正推进

投资评级: A--持有(重申)

TMT 分析师: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-68778306

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

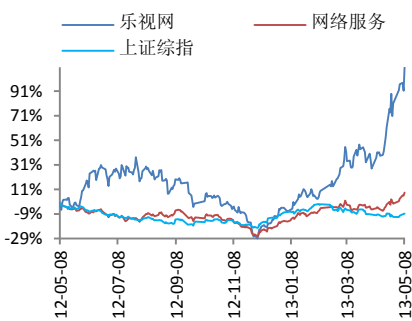
销售服务电话:

021-68778075

## 公司基本数据

总股本(万股)	41800.00
流通 A 股/B 股(万股)	16238.78/0.00
资产负债率(%)	60.58
每股净资产(元)	3.15
市净率(倍)	13.05
净资产收益率(加权)	5.56
12 个月内最高/最低价	48.88/13.91

## 股价走势图



## 相关研究报告

## ◎事项:

乐视超级电视正式发布。乐视网(300104)于5月8日正式发布60寸的X60(旗舰型产品)和39寸的S40(普及型产品)两款超级电视。合作方包括面板商Sharp、芯片商高通、代工商富士通以及集成播控平台合作方CNTV。乐视TV预计于5月下旬发布200台工程纪念版,6月下旬正式发布正机,并只在乐视商城销售。

## ◎主要观点:

◆乐视电视在硬件配置、价格、人机交互体验与互联网操作方面均显示了较传统智能电视无法比拟的优势。硬件配置上,超级电视采用了夏普X超晶面板、高通骁龙S4 Prime四核1.7GHz处理器、2.4G/5G同步双频Wi-Fi、魔音音响、三合一主板、Letv Store,以及1080P速递等特色功能和服务。超级电视外接硬盘搭建家庭私有云+公有云;云视频开放平台,近200个节点力争最短距离最少路由,实现高效的提供视频数据传输。采用的高通公司专为智能电视打造的骁龙S4 Prime处理器,是基于28nm工艺,为四核Krait CPU,主频达到1.7GHz,是全球处理速度最快且功耗最低的电视主控芯片,能流畅支持1080P全视频UI系统,搭配标准DDR3 2G内存和Adreno 320图形处理器可提供1080P全高清视频解码和高保真音效。其主板由三块合为一块,包括信号输入+智能部分+显示控制3大部分,支持永不断电。可谓目前全球性能最高的硬件配置电视。

◆内容和应用层面产业链打造完善。在内容上,乐视电视依托乐视网目前拥有9万集电视剧、5000多部电影,垄断最近3年60%热播影视剧独播权,实现95%以上的影视片覆盖;此外还有涵盖西甲、意甲、法甲、中超、亚冠、CBA、欧冠篮球联赛等国内外顶级赛事。乐视影业,每年制作和发行近30部大片也为乐视电视提供了丰富的内容资源。目前Letv Store已有游戏、娱乐、生活、工具、阅读等多个类型的应用近2000款;预置终端百万台以上,与创维、海信、康佳、清华同方、海尔等电视机品牌达成合作,植入其智能电视中,其品牌覆盖率已经达到75%以上;同时也成为乐视TV、清华同方、盘古等品牌的智能电视机顶盒的合作平台。乐视超级电视发布会总计50万的门票收入

	2011A	2012A	2013Q1	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	598.56	1167.31	341.89	1937.73	2770.95	3851.63
同比增速(%)	151.22	95.02	0.98	66.00	43.00	39.00
净利润(百万)	131.12	194.19	71.12	283.14	464.46	672.39
同比增速(%)	87.05	48.10	18.33	45.80	64.04	44.77
毛利率(%)	54.04	41.38	45.32	43.00	45.00	44.00
每股盈利(元)	0.60	0.46	0.17	0.68	1.11	1.61
ROE(%)	12.38	14.92	5.29	18.32	23.51	25.63
PE(倍)	0.00	0.00		60.69	37.00	25.56

将作为第三方应用开发者基金。乐视 TV 还联合深创投、创新工场共同出资 1 亿元，设立 TV 开发者扶持基金。Letv Store 开发合作模式有助于公司加速打造生态系统，在用户规模扩张中寻找新的赢利点。

图 1 乐视超级电视参数



资料来源：乐视商城，华宝证券研究所

**语音+体感+多屏互动的“多途径”人机交互操作体验，将用户拉回客厅。**乐视超级电视提供了遥控器控制、语音操控、体感操控和手机、平板多屏控制的操作途径。遥控器设计延续了乐视盒子相同的“简化设计”的理念，其最大特点是遥控器具有触摸功能，使用者通过多点触摸的方式能够实现多界面切换，操作比较简单。包括通过遥控器上的话筒可以实现语音操控电视，通过体感摄像头进行体感控制、具有手机屏幕直接传到电视上的功能，手机视频用电视看等功能。在此次发布的超级电视与传统智能电视相比界面就是最大不同，乐视提出了 Letv UI 系统（全视频 UI），使用中发现设计就算是切换节目当前播放的视频页面也不会中断。在 CRT 电视时代，电视就被开发出了“画中画”功能，这一功能能让用户错过好节目的几率大大降低，但进入 LCD 电视时代后这一功能几乎消失，此次乐视超级电视重拾“画中画”功能，即“预览功能视频化节目单”，使用者在换台中将不再盲目或者错过精彩内容。乐视超级电视提出的包括悬浮菜单、语音助手、人机互动、一键切换和个性 DIY 等功能虽然以前有诸多共识研发过，但一直未能提升其关注度。当下在乐视电视中被集中呈现出来，带来了用户体验前所未有的进步。这得益于超级电视设计集合了高通、夏普等诸多厂家的微创新于一身，形成了自身的特色与极致的用户体验。预计未来乐视超级电视呈现的一键切换，悬浮菜单，轮播频道也逐步会成为智能电视产品的标配。而 2013 年，这些来自于各大厂家的创新设计，将会为未来，电视产品的人性化体验铺垫基础。

图 2 乐视超级电视



资料来源:

最后，价格是乐视电视能够开拓市场最具杀伤力的手段。X60 和 S40 的售价分别为 6999 元和 1999 元，不管是较家电实体卖场（如国美、苏宁），还是较网上实体店均有明显的竞争优势。如京东商城价格最低的 60 寸的 LED 液晶电视报价为 8699 元（Sharp），报价最低的 39 寸的 LED 液晶电视为 2499 元。由此看，X60 和 S40 分别较市场上报价低 25% 左右。乐视电视预计采用 CP2C 的销售模式，可以最大程度的降低渠道成本。我们根据京东商城的报价与毛利率分别测算了两款超级电视的毛利率，分别为 19% 和 -1%。由此可见，6999 元和 1999 元的定价并不是毫无根据的价格战，而是公司最大程度的提升运营与周转效率，尽可能大的降低用户的购买成本。另外可以明确的是乐视超级电视不是通过硬件赚钱，而是通过后期的服务费（首年服务费 490 元）、广告收入（视频内容中插播广告）、应用分成收入（电视机中各项收费智能应用的分成），以及配件收入等来持续获益。

表 1 乐视 TV 毛利率测算

	价格	渠道商毛利率	制造商毛利率	成本
Sharp60 寸	8699	90%	25%	5480.37
海信 39 寸	2499	90%	20%	1799.28
	价格	传统成本加成	总成本	毛利率
乐视 X60	6999	220	5700.37	19%
乐视 S40	1999	220	1979.28	-1%

资料来源：京东商城，乐视商城，华宝证券研究所

**出货量尚需观察。**过去的 3 年，我国智能电视保持了快速的增长，从 2011 年的 400 万台迅速扩张到 2012 年的 1675 万台。2013 年一季度智能电视出货量超过 1100 万台，渗透率达到了 37.2%，较 2012 年的 19% 增长了近一倍。预计 2015 年智能电视出货量将达到 2600 万台，渗透率有望超过 50%。因此智能电视整体处于一个快速成长的时期，在高性价比和领先的用户体验，乐视电视能否顺利推广，还取决于其在线下体验建设、物流配送、售后服务、品牌认知度推广以及单一渠道能否满足用户需求等方面具体落实。

此次电视的发布，意味着公司完成“平台+内容+终端+应用”生态系统中最后一屏的布局完成。传统的基于硬件的竞争或就此改写为以内容、服务、操作和服务的运营平台之间的竞争，公司正由视频内容网站稳步向娱乐运营平台进行转变。由于当前乐视超级电视的产销量尚不能确定，我们暂不将此纳入盈利预测范围之内，预计公司 2013-2014 年可实

现的 EPS 分别为 0.68 元、1.11 元和 1.68 元，分别对应 60.69 倍、37.00 倍和 25.56 倍 PE。给予目标价 30.48 元，重申持有评级。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	891.41	1225.82	1797.13	2255.03
现金	193.52	197.00	149.42	276.92
应收账款	370.95	437.19	759.09	929.44
其它应收款	9.25	19.21	18.11	33.89
预付账款	246.77	522.40	790.53	919.02
存货	26.66	21.54	39.34	53.95
其他	44.24	28.47	40.65	41.80
<b>非流动资产</b>	2009.74	2825.56	3656.27	4576.74
长期投资	20.00	26.67	35.56	40.74
固定资产	178.69	398.29	624.09	852.64
无形资产	1807.82	2387.39	2974.89	3655.58
其他	3.24	13.21	21.73	27.78
<b>资产总计</b>	2901.15	4051.37	5453.40	6831.77
<b>流动负债</b>	1113.56	2086.70	3078.00	3826.11
短期借款	508.90	1700.36	1963.71	3023.80
应付账款	327.45	194.59	840.18	507.73
其他	277.21	191.75	274.11	294.58
<b>非流动负债</b>	514.16	431.26	420.49	417.24
长期借款	429.29	402.97	382.77	366.94
其他	84.87	28.29	37.72	50.29
<b>负债合计</b>	1627.72	2517.96	3498.48	4243.35
少数股东权益	28.84	26.58	21.65	12.58
归属母公司股东权益	1244.59	1506.84	1933.26	2575.84
<b>负债和股东权益</b>	2901.15	4051.37	5453.40	6831.77

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	658.06	346.92	1397.85	1179.54
净利润	189.97	280.89	459.54	663.32
折旧摊销	429.08	497.79	739.62	1044.41
财务费用	42.24	90.26	110.00	140.50
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-2.50	-522.67	88.91	-668.63
其它	-0.74	0.65	-0.22	-0.07
<b>投资活动现金流</b>	-1327.54	-1314.25	-1570.11	-1964.82
资本支出	813.59	866.37	812.17	902.65
长期投资	0.00	-6.67	-8.89	-5.19
其他	-513.95	-454.55	-766.83	-1067.36
<b>筹资活动现金流</b>	697.30	-423.25	-59.91	-132.28
短期借款	168.90	-202.60	78.77	15.02
长期借款	364.29	-26.32	-20.20	-15.82
其他	164.10	-194.32	-118.47	-131.48
<b>现金净增加额</b>	27.81	-1390.58	-232.17	-917.56

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	1167.31	1937.73	2770.95	3851.63
营业成本	684.25	1104.51	1524.02	2156.91
营业税金及附加	45.13	84.84	122.37	162.55
营业费用	133.59	232.53	318.66	404.42
管理费用	57.78	96.35	138.73	191.67
财务费用	42.24	90.26	110.00	140.50
资产减值损失	6.90	12.74	17.61	24.19
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	197.41	316.51	539.56	771.38
营业外收入	31.10	12.00	15.33	19.47
营业外支出	0.50	0.20	0.23	0.31
<b>利润总额</b>	228.01	328.31	554.65	790.54
所得税	38.05	47.42	95.11	127.22
<b>净利润</b>	189.97	280.89	459.54	663.32
少数股东损益	-4.23	-2.26	-4.93	-9.07
<b>归属母公司净利润</b>	194.19	283.14	464.46	672.39
<b>EBITDA</b>	709.94	900.15	1411.86	1990.46
<b>EPS (元)</b>	0.46	0.68	1.11	1.61

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	95.02%	66.00%	43.00%	39.00%
营业利润	22.34%	60.33%	70.47%	42.97%
归属母公司净利润	48.10%	45.80%	64.04%	44.77%
<b>获利能力</b>				
毛利率	41.38%	43.00%	45.00%	44.00%
净利率	16.27%	14.50%	16.58%	17.22%
ROE	14.92%	18.32%	23.51%	25.63%
ROIC	9.77%	9.21%	12.55%	12.88%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.11%	62.15%	64.15%	62.11%
净负债比率	83.67%	143.74%	126.21%	136.68%
流动比率	0.80	0.59	0.58	0.59
速动比率	0.78	0.58	0.57	0.58
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.50	0.56	0.58	0.63
应收帐款周转率	4.26	4.80	4.63	4.56
应付帐款周转率	2.42	4.23	2.95	3.20
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.46	0.68	1.11	1.61
每股经营现金	1.57	0.83	3.34	2.82
每股净资产	3.05	3.67	4.68	6.19
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	60.69	37.00	25.56
P/B	0.00	11.40	8.89	6.67
EV/EBITDA	1.39	21.38	13.85	10.30

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

## 投资评级的说明

### - 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

### - 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期网络服务行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

## 风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。