



革命性颠覆，引领 4K 电视浪潮

增持 维持

投资要点:

- 公司近期发布最新智能电视终端 X50 AIR，引领 4K 浪潮
- 价格、内容实现双突破，继续颠覆传统电视产业
- 中长期看好乐视生态系统的良性循环，终端上量升级提升入口价值

报告摘要:

- 超级电视终端近期销售状况良好。**根据第三方数据，预计今年3月份单月超级电视的销量已超过10万台，目前除了乐视商城电商平台外，公司已与国美、京东商城、易迅等渠道展开深度合作，并与光大银行推出“乐迷”信用卡“瞬时贷”业务，而实体体验店也陆续在北上广等一线城市开业，因此今年突破100万台的目标指日可待。此外，超级电视的月开机率超过92%，明显高于行业50%的平均水平，日开机时长超过6小时，人均视频播放数9.83个，体现较高的用户黏性。
- 引领产业潮流，X50 AIR 登场。**2012年4K电视的序幕正式拉开，去年在国内消费市场实现热销，根据中怡康统计，累计销量为107万台，预计今年将呈爆发态势增长超6倍，同时随着用户对视频品质的要求越来越高，4K技术将加快应用于好莱坞影片、自制剧及体育赛事等内容端，乐视此时推出X50 AIR及时把握商机引领潮流。
- 价格及内容双突破，再次颠覆传统电视业。**X50 AIR定价为2999元（机体+配件）+980元（24个月TV版服务费），相对于其他彩电厂商产品具备较高的性价比，继续采用零毛利低价策略推广。此外，公司在内容端也将全面4K化，包括影视剧（自制+引进）、音乐及体育赛事等，打造国内最丰富的4K资源库，实现每周更新，预计自制4K内容占国内市场份额超过70%，乐视影业也计划推出近10部4K影片，其中张艺谋导演的《归来》值得期待，花儿影视的《半月传》也有望成为国内首部4K电视剧，而优质4K内容带来的广告价值

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1167.31	2361.24	5475.09	9040.33	14065.43
增长率(%)	95.02%	102.28%	131.87%	65.12%	55.59%
归母净利润(百万)	194.19	255.01	351.73	465.66	629.83
增长率(%)	48.10%	31.32%	37.93%	32.39%	35.26%
每股收益(摊薄后)	0.23	0.30	0.54	0.70	0.91
市盈率(摊薄后)	-	-	72	56	43

传媒行业研究组

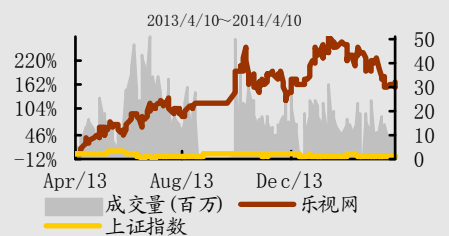
分析师:

王京乐(S1180511080003)

电话: 010-88085976

Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



相关研究

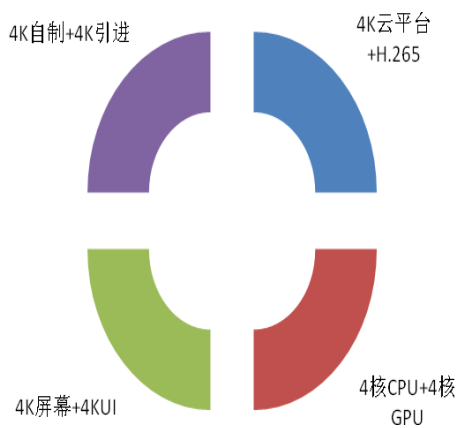
- 《奥飞动漫：业绩持续增长，线上业务布局提速》
2014/4/9
- 《华录百纳：并购“蓝色火焰”，加速主业升级》
2014/4/3
- 《互动娱乐：业绩稳健增长，娱乐新星升起》
2014/3/30
- 《华谊兄弟：业绩快速增长，翻开大娱乐新篇章》
2014/3/27
- 《光线传媒：业绩虽平淡，内生外延均有看点》
2014/3/26
- 《乐视网：收入高增长，乐视生态战略推进》
2014-3-24

也有巨大潜力。

- **新终端实现硬件与软件完美结合。**X50 AIR 采用全球顶级供应商 LNNOLUX 的 4K 屏幕，以及全球性能最佳的 4K 智能电视芯片 Mstar 6A918，外型尺寸已达到最薄的 16.5mm，并配有 CPU 四核 1.5G、乐视 UI3.0，嫁接公司独特的“终端+应用+平台+内容”生态系统和云视频平台，结合 3D、大屏传小屏、运动图像补偿、体感操控等领先技术为用户带来极致体验。
- **维持“增持”评级。**假设考虑花儿影视等新收购资产，预计未来 3 年 EPS 为 0.54 元、0.7 元和 0.91 元。今年在 4G、宽带等网络基础设施建设和移动互联网浪潮的背景下，网络视频行业迎来新的发展契机，富有互联网思维的创新颠覆型企业则更显稀缺性，公司已打造融合“内容+平台+终端+应用”的闭环商业生态模式，中长期伴随用户流量和黏性的提高，将进一步强化内容变现的能力，尤其在终端进一步上量，资金瓶颈缓解后成长想象空间更加广阔。

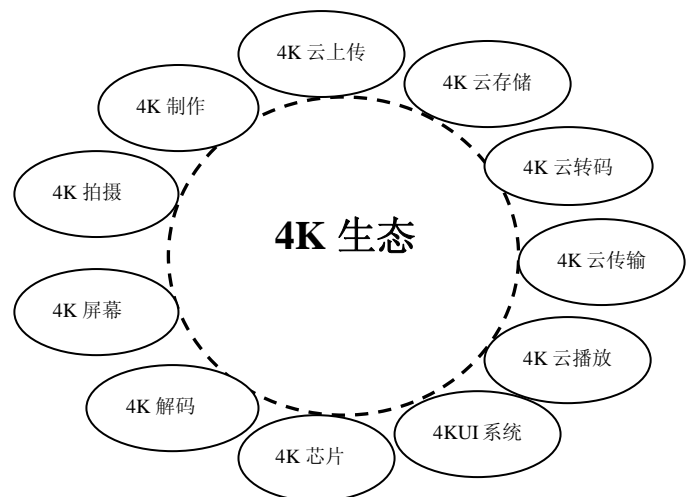
风险提示：1) 网络视频、终端等领域竞争加剧；2) 资金压力加大，偿债能力下降，创业板再融资推迟；3) 超级电视推广缓慢；4) 政策层面风险

图 1: 乐视网推出“刷新 4*4”概念



资料来源：宏源证券

图 2: 完整的 4K 生态



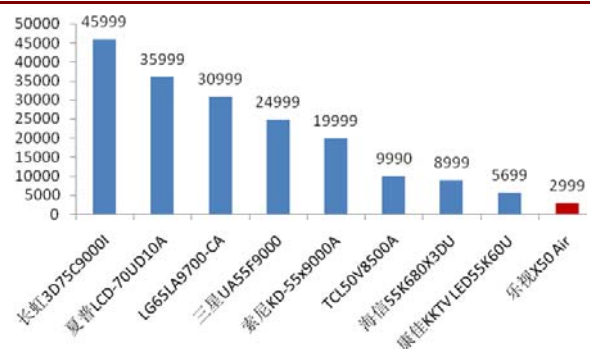
资料来源：宏源证券

图 3: 乐视 X50 Air 外形设计



资料来源：乐视商城、宏源证券

图 4: 乐视 4K 电视价格优势突出



资料来源：互联网、宏源证券

财务报表

利润表 (单位: 百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2361.24	5475.09	9040.33	14065.43
减: 营业成本	1668.68	4243.20	7141.86	11252.35
营业税金及附加	25.92	65.70	108.48	168.79
营业费用	194.52	438.01	732.27	1139.30
管理费用	89.99	202.58	343.53	534.49
财务费用	116.30	185.44	263.83	361.39
资产减值损失	27.77	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-1.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	236.71	340.17	450.35	609.12
加: 其他非经营损益	9.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	246.40	340.17	450.35	609.12
减: 所得税	14.02	20.41	27.02	36.55
净利润	232.38	319.76	423.33	572.58
减: 少数股东损益	-22.63	-31.98	-42.33	-57.26
归属母公司股东净利润	255.01	351.73	465.66	629.83
EPS (摊薄前)	0.319	0.441	0.583	0.789
PE (摊薄前)	127.72	92.60	69.94	51.71
花儿影视 EPS (摊薄后)	-	0.10	0.12	0.13
合计 EPS (摊薄后)	-	0.54	0.7	0.91
PE (摊薄后)	-	72	56	43

资料来源: 宏源证券

资产负债表 (单位: 百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	450.57	547.51	904.03	1406.54
应收和预付款项	1308.50	1611.55	1805.29	2255.41
存货	146.63	156.46	229.59	362.64
其他流动资产	23.00	23.00	23.00	23.00
长期股权投资	20.32	20.32	20.32	20.32
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	179.46	179.38	177.80	181.73
无形资产和开发支出	2707.45	3243.93	3500.41	3676.89
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	4835.92	5782.14	6660.44	7926.53
短期借款	970.00	1412.09	1429.20	1665.12
应付和预收款项	861.72	1078.81	1559.98	2076.17
长期借款	415.31	415.31	415.31	415.31
其他负债	509.36	509.36	509.36	509.36
负债合计	2756.39	3415.57	3913.86	4665.96

股本	798.47	798.47	798.47	798.47
资本公积	179.63	179.63	179.63	179.63
留存收益	621.44	940.46	1362.80	1934.05
归属母公司股东权益	1599.54	1918.56	2340.90	2912.15
少数股东权益	479.99	448.01	405.68	348.42
股东权益合计	2079.53	2366.57	2746.58	3260.57
负债和股东权益合计	4835.92	5782.14	6660.44	7926.53
现金流量表				
经营性现金净流量	178.57	796.51	1300.75	1250.26
投资性现金净流量	-897.67	-1033.00	-835.00	-845.00
筹资性现金净流量	1114.66	333.43	-109.23	97.25
现金流量净额	394.92	96.94	356.52	502.51

资料来源：宏源证券

作者简介:

王京乐: 传媒行业研究员，东北财经大学金融学硕士，四年证券从业经历，2011年加盟宏源证券研究所，曾先后从事家电、旅游、煤炭等行业的研究。

主要研究覆盖公司：奥飞动漫、华谊兄弟、思美传媒、华策影视、乐视网、人民网、掌趣科技等。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
北京保险/私募	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。