

到灯塔去，不仅仅是重走美国有线电视 60 年——乐视网 300104 (买入)

投资要点：

- 视频网站已经成为人体的延伸，成本因素退居其次。短期看，网络中立性准立法基石保护了 OTT，而 OTT 产品几乎都符合幂律定律，更加乐观的幂律定律与摩尔定律，是互联网世界发展的第一对相互制衡的基础规律；长期看，视频网站的传媒属性受到传统世界交换原则的保护，视频网站用户收费是趋势；电视台直播内容少、线性观看、节目单一的缺陷，一度为雅虎、搜狐让出了文字媒体市场空间，然而从文字发展到视频更符合人体需求，因为在这之前，人们显然已经更加接受电视这一音频图像的输入形式；
- 视频网站在内容上具有枢纽位置，它正在重走美国有线电视 60 年：视频网站在今日中国的位置，是谋求一个有线电视在美国电视业百年中的位置。然而，由于视频网站通过了互联网，便同时受到了摩尔定律和幂律定律的约束；同时又不同于美国有线当年空白的传输管道环境和政策环境，视频网站的传输网是现成的，政策是明确的——幂律定律和政策与技术环境三个条件，使得视频网站长大的速度，远远快于美国有线电视的成长速度；
- 半个世纪过去，必须重新弄清楚一个问题，今日用户需要的“直播”或者“首播”是什么？即便在今天，美国有线商也市场因价格问题而放弃转播无线频道；中国与美国有线电视发展历程类似，新闻的内容源差异最大，是视频网站不可替代传统电视的直播或首播内容，赛事方对视频网站的接受程度，如同美国有线电视网对麦迪逊花园网的转播一样，是渐进的；
- 视频网站在智能电视里的枢纽位置：讲清楚视频网站在今日中国影视娱乐系统中的本质位置，我们自然就会明白一个道理，视频网站仍然是一个传统产业。它在智能电视、智能手机产业链中的位置，取决于它能否成长为美国势力最强大的有线电视商。智能电视未来将取代 PC 成为智慧家庭的数字中枢，近程来看，视频网站成长为美国有线商，是智能电视这一家庭必需品正态分布的主要近程应用之一；
- Wind 预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.34 元、0.52 元、0.69 元。根据公司三季报预告测算，2013 年 EPS 为 0.46-0.49 元，市场预测适中。2013-2015 年 P/E 分别为 150X、98X、74X。上调乐视网到“买入”评级。

乐视网 (300104)

分析师：栾雪飞

Tel：010-59355511

Email：luanxf@chinans.com.cn

执业证书编号：S0050512100001

联系人：

Tel：

Email：

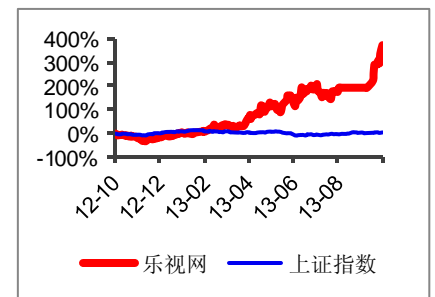
投资评级

本次评级：买入
跟踪评级：上调
目标价格：目标/估值/询价

市场数据

市价(元)	51.30
上市的流通 A 股(亿股)	4.39
总股本(亿股)	7.98
52 周股价最高最低(元)	10.72-52.05
上证指数/深证成指	2229/ 8740
2012 年股息率	-

52 周相对市场改变



相关研究

正文目录

引子.....	3
一、视频网站已经成为人体的延伸	3
成本与人体延伸，哪一个更重要	3
短期看，网络中立性准立法基石保护了 OTT，而 OTT 产品几乎都符合幂律定律，更加乐观的幂律定律与摩尔定律，是互联网世界发展的第一对相互制衡的基础规律	3
长期看，视频网站的传媒属性受到传统世界交换原则的保护	4
视频网站的人体延伸分两个层面，兼容原先，再求发展	7
电视台直播内容少、线性观看、节目单一的缺陷，一度为雅虎、搜狐让出了文字媒体市场空间，然而从文字发展到视频更符合人体需求，因为在这之前，人们显然已经更加接受电视这一音频图像的输入形式	7
二、重走美国有线电视 60 年：视频网站在内容上的枢纽位置论证	7
三、到灯塔去：视频网站在智能电视里的枢纽位置论证	11
四、估值和投资评级	11

引子

音乐、图画、建筑，之所以震撼人心，因为它们总是表现为一个结果，直接植入大脑。迪士尼文化就是如此。

麦克卢汉有一个基础出发点：传媒是人体的延伸。它很深刻。这隐含着假设，人体设计不完美，因为它仍然需要传媒来改造。没有证据表明，五根手指和一个心脏是自然在人体上的最佳适配，人体改善没有尽头。第一，电视延伸了人的视觉，手机延伸了人的听觉，它们都“不完美”，却相继成为人体的一部分；第二，去除之前的延伸部分，是一件异常困难的事，因此在功能上，新的延伸几乎要完全“向下兼容”；第三，我们理解人体的延伸，满足“长周期的基本条件”。

一、视频网站已经成为人体的延伸

成本与人体延伸，哪一个更重要

烧钱是视频网站成长初期的最大诟病，但这不能阻挡它成为人体一部分的前进脚步。当视频网站这一新生事物的重要性上升到人体延伸的高度时，烧钱的疑虑只能让位其次，也是我们把“传媒业创新应用的用户体验如何”挂在嘴边的深刻心理原因。

短期看，网络中立性准立法基石保护了 OTT，而 OTT 产品几乎都符合幂律定律，更加乐观的幂律定律与摩尔定律，是互联网世界发展的第一对相互制衡的基础规律

继续挖掘第一个质疑，到底什么叫“烧钱”？

视频网站和门户一样，都是传统产业在互联网世界的延伸（第二部分详细证明），本质上都可以 OTT。

而事实上早就已经没有人质疑雅虎、腾讯、搜狐烧钱了。

——互联网世界的中立性“准立法基石”，短期内保护了那些可以 OTT 的产品，而 OTT 产品几乎都符合幂律定律（这是从用户增长的角度，不是纯流量增长的角度，因为这决定不同的商业模式。下一段将论证，OTT 不收费的做法不可行，这是一个全球性的争议，我们希望把问题推进一步），这从根本上消除了“成本上升大于收入上升的剪刀差”的疑虑。

长期看，视频网站的传媒属性受到传统世界交换原则的保护

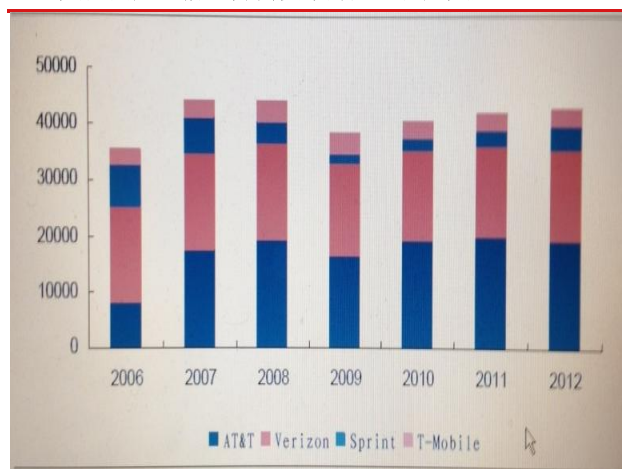
然而遗憾的是，长期来看，“网络中立性”是一个没有问题的答案。不仅打击了宽带提供商的积极性，也阻止了正常的用户收费。尽管网络中立性一度让内容供需极大丰富，试图去满足人性绝对的自由和无尽的贪婪；

如同“摩尔定律的另一面是幂律定律”才能制衡一样，一定还存在另一个准立法基石，去制衡“网络中立性”，才能有互联网行业的长期健康发展。随着人们逐渐认识到，内容极大丰富并不能满足人性绝对自由和无尽贪婪，另一准立法基石便顺从了 OTT 产品的“互联网+消费”复合属性，开始变得越来越重要，它就是传统世界的交换原则；这个时候人们也开始认识到，原来对“网络中立性”的理解是以偏概全的。以绝对自由的名义，它导致人们对信息的不劳而获，即便相比 19 世纪法国空想社会主义的按需分配，也是一种倒退。按劳分配是普世法则。关于这个问题，弗雷德里克.S.希伯特在《传媒的四种理论》中早已做过系统思考。

站在互联网应用商的立场，以幂律定律的纯流量收入弥补网络升级成本的完美模型，在理论上也站不住脚。广告的最初涵义，是对流量的估值，而流量收入与网络升级成本刚刚实现抵补。要赚钱必须有新的模式。——就连最成功的苹果也是通过商店向用户收费，雅虎、谷歌都必须通过广告商竞价排名。证明如下：互联网以用户免费的群众路线，跟传统世界抢广告。这是一个明显的悖论——互联网争取了实力最强大的群众的“点击率”支持，从传统商的虎口抢来了广告，却反而不能获得实力最强大的群众的收费收入。——但是事实上，互联网的广告都给了雅虎，然后又都给了谷歌——2013 年预计 5000 亿美元，移动广告支出 158 亿美元，其中谷歌在移动广告中占比 53%。

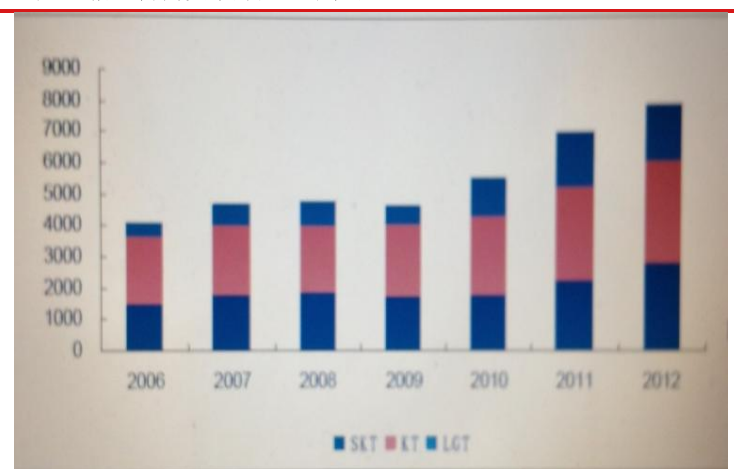
网络升级的成本越来越昂贵（图 1-3），OTT 商们内容的获得变得越来越昂贵（图 4），互联网世界不再是一个古希腊城邦的街头讨论，它开始变得更有组织纪律性和价值性（图 5-10）。

图 1：从运营商的角度，3G 到 4G 的网络建设成本越来越贵——美国四大电信运营商资本开支（百万美元）



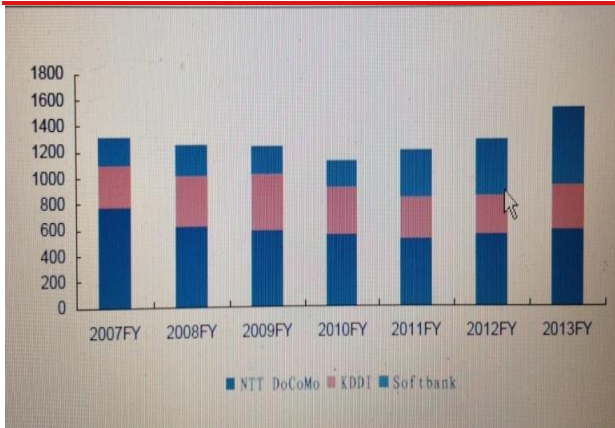
资料来源：借用长江证券报告

图 2：从运营商的角度，3G 到 4G 的网络建设成本越来越贵——韩国三大电信运营商资本开支（十亿日元）



资料来源：借用长江证券报告

图 3: 从运营商的角度, 3G 到 4G 的网络建设成本越来越贵——日本三大电信运营商无线资本开支 (十亿日元)



资料来源: 借用长江证券报告

图 4: 从互联网商的角度, IDC 租用的需求成本越来越贵——供给端运营商给互联网商的指导价不列示, 仅以需求端代替

视频流量/视频会议	一分钟 Youtube 消耗 2 兆字节; 2011 年, Youtube 在移动流量占比 6%, 2012 年 25%, 2013 年 40%
音频流	甚至可能是第一大消费者, 大约是视频的 1/4
图片	每天 10 张图片, 每月消耗 200M 字节
地图	导航应用在搜索地图照片时消耗数据每分钟 1 兆字节
上网冲浪	每天 10 个网页每月 100 兆字节
Facebook	相当于上网冲浪
Email	只要不含图片, 一般很小
Twitter	一般类似于电子邮件
气象	比在网页上寻找相同信息更节省数据

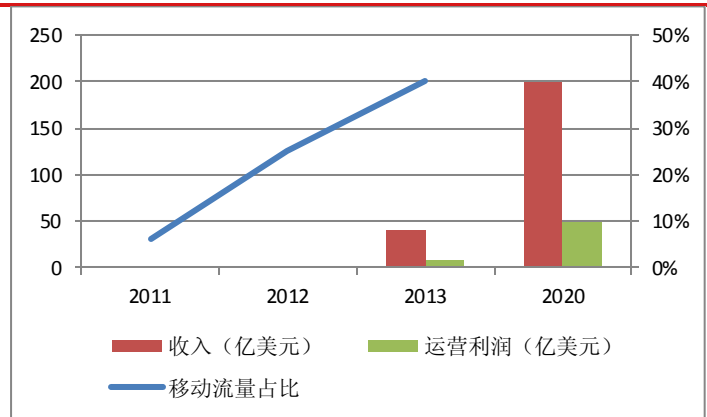
资料来源: 民族证券

图 5: UGC 是互联网初期的普遍产物, 广告商对 UGC 内容偏好始终不强, 政策对 UGC 也一直比较敏感, 用户对 UGC 的需求也被影视综艺代替



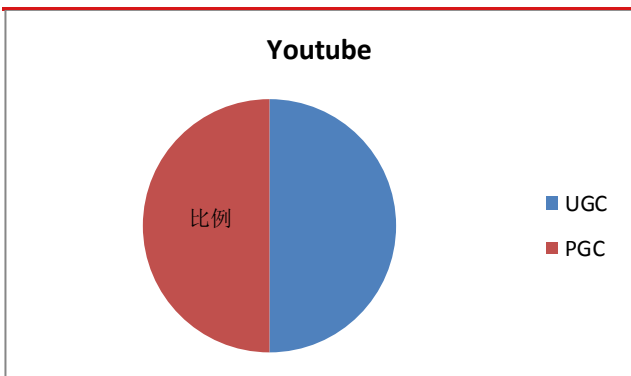
资料来源: 民族证券

图 6: YouTube 很好的适应了“初期”移动端对 UGC 短视频的需求, 再一次验证了图 7 的结论, 但接下来将往 PGC 转化



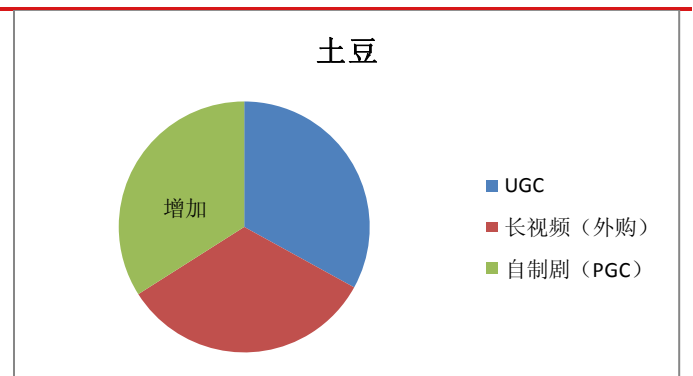
资料来源: 民族证券

图 7: 总体上 YouTube 的 UGC 占比下降, 开始着手与好莱坞 CAA 三大经纪商协议制作公司和导演签约, 直指影视制作 PGC; Youtube 也在开设付费频道, 不断扩大直播范围, 提高直播规格 (第二部分), 这和 60 年前美国有线电视网做法一致



资料来源: 民族证券

图 8: 国内来看, 土豆网经历“UGC-长视频-自制剧”的转化, 目前以长视频 (电影、电视、综艺、自制剧) 为主, UGC 占比已经很低



资料来源: 民族证券

图 9: 即便是以长视频为长期战略的爱奇艺, 在移动端流量的比例, 年初时已占据爱奇艺总体流量的 30%, 显示用户的内容偏好为 PGC



资料来源: 民族证券

图 10: 视频网站洗牌特征——业务类似的合并同类项, 业务不同的被并购方在并购后向并购方靠拢

时间	甲	乙	并购方式	资金
2009.11	华友世纪	酷6网	股权合并	3700 万美元
2011.9	人人公司	56 网	全资收购	8000 万美元
2011.8 和 12	百度	普罗维登斯资本所持爱奇艺股份	认购爱奇艺 39.13% 的 B 股可转换、可赎回优先股	4500 万美元
2012.3	优酷网	土豆网	100% 换股	不涉及现金
2012.3	风行网	百视通	战略投资	3000 万美元
2013.5	百度	PPS	收购	3.7 亿美元

资料来源: 民族证券

在现实世界中, 前一个 20 年, 曾经出现了安迪-比尔定律, “大软件捆绑小软件吃掉硬件性能养活硬件商, 推动互联网获得生命周期”; 在新的时期, 如果安迪-比尔定律重现为“运营商-腾讯定律”, “大应用捆绑小应用吃掉 IDC 养活运营商”——它可能吗? 其重言命题有两种情境: 运营商最好的境况是 OTT 商使用多少 IDC 支付多少租金; OTT 商们交一个 IDC 的租金, 占用 n 个 IDC 的资源。

中国来看, 3G 商用不到 5 年时间, 微信使用空旷的信令通道, 以帮助运营商获得和转移流量; 随着信令通道拥堵 (70-20-10 定律决定, 这一拥堵也将主要来自于腾讯; 从全球范围来看, 超级应用流量占比越来越大, 也是 70-20-10 法则在起作用), 过度使用信令通道的问题才会显示出来, 增值服务的资源再分配真正成为一个问题。按理说, 互联网商使用多少 IDC 支付多少租金本无可厚非 (第一种情境), 只不过事实并非如此, 如果这个 OTT 中含有这样的应用, 交一个 IDC 的租金, 占用 n 个 IDC 的资源, 这才是唯一被诟病的问题所在 (第二种情境)。不过全球来看, WhatsApp、iMessage、Google Voice、Line、Kakao Talk 都不向运营商分成 (Skype 要分成)。这些应用都含有 VoIP 业务, VoIP 甚至 XoIP, 可能目前都只能适用交一个 IDC 租金, 占用 n 个 IDC 资源的技术条件。

顺便的, OTT 是个相对概念, 是在生态链里一层层发生的, 电信运营商前车之鉴, 在苹果商店, 乔布斯就禁止其他开发商“过顶传球苹果商店”, 这在苹果和 NTT Docomo、软银、360 的谈判协议中可见一斑: 它禁止了 360 借用它的资源进行竞价排名, 在与日本电信运营商的谈判中, 对于金融、电商、医疗等等全社会领域的 Apps 开放, 都极其详尽, 约束严格。

综上所述, 我们认为, 生态循环起来才健康, 否则只能相互封锁, 就像苹果对日本电信运营商做的那样:

站在运营商的立场, 增值服务应用的资源需要再分配——欧洲宽带运营商曾提出, 由于用户使用谷歌 YouTube 等服务占据了“过大”的网络流量, 网络内容提供商应支付额外费用。从可操作性上讲, 这也是合理的, 谷歌整体业务的流量费用都非常低, 包括 YouTube 也是如此, 谷歌的低成本为运营商合理收费让出空间;

站在视频网站的立场, 不向用户收费是不合理的, 交换原则是成熟市场经济的基本法则, 高质、高价是成功企业的普遍做法。

规律总是成对出现的，这就是太极的涵义。没有单一的摩尔定律，也没有单一的网络中立性。网络不会是一个绝对的帝国。

视频网站的人体延伸分两个层面，兼容原先，再求发展

首先，视频网站保留了传统电视这一人体延伸部分的“直播”特质，给了人一双千里眼（这一直播是传统电视台给人们培养的概念中的“直播”，第二部分论证）；

然后，视频网站在直播功能的基础上，又做了“自由度”的人体延伸，把线性的机器变成了灵活的关节；

如果事情就到此为止，它的本质还只是一个 IPTV——由于网络内容极大丰富的差异化和“网络中立性”这一全然不同于其他行业的“准立法基石”，才让视频网站得到了进一步的发展。

电视台直播内容少、线性观看、节目单一的缺陷，一度为雅虎、搜狐让出了文字媒体市场空间，然而从文字发展到视频更符合人体需求，因为在这之前，人们显然已经更加接受电视这一音频图像的输入形式

视频网站这一图像和听觉形式的新闻娱乐，比阅读纯文字具有更强烈更轻易的情绪上和结果上的感染力，传播力更强（引子里解释过）。

二、重走美国有线电视 60 年：视频网站在内容上的枢纽位置论证

从来没有一群人，像美国有线电视商这样意志惊人深谋远虑，自己建设所有的硬件设施，内容自产自足，相互封锁，直到 1991 年两院强迫制播分离；也从来没有一群人既如此幸运又懂得把握时机，立法上先后受到肯尼迪政府州管有线、布什/克林顿政府强制制播分离、1991 年《有线电视法》强制降低用户收费、1994 年双向准入的严厉限制，又受到艾森豪威尔政府的“收费自由的有线中立性准立法基石”，尼克松/卡特/里根政府“准许自办节目的准立法”和真正促使实现“有线自办节目极大繁荣和商业模式转变”的《版权法》、禁止电信准入的 1984 年《有线电视法》的保护，技术上先后受到 70 年代卫星奇迹和 90 年代互联网奇迹的保护，不但活了下来，而且日益强大。他们是勇于冒险与创新的完美代表。见《创造奇迹，尊重经验——文化传媒行业主题研究系列之娱乐制造业》第 25 页图 6。

我们在《创造奇迹，尊重经验——文化传媒行业主题研究系列之娱乐制造业》专题中论证过，优酷、搜狐办了一个电视台。我们的表述仍不透彻，视频网站在今日中国的位置，是谋求一个有线电视在美国电视业百年中的位置。然而，由于视频网站通过了互联网，便同时受到了摩尔定律和幂律定律的约束；同时又不同于美国

有线当年空白的传输管道环境和政策环境，视频网站的传输网是现成的，政策是明确的——幂律定律和政策与技术环境三个条件，使得视频网站长大的速度，远远快于美国有线电视的成长速度。

表 1：视频网站 VS. 美国有线电视司法建设和技术变革 60 年

从无线电视台到有线电视台——1) 美国无线也是免费观念根深蒂固，美国有线一开始就向用户收费；用户收费意识超越无线的计次收费，十分超前； 2) 美国无线也以地方公众利益为由说服观众。如果 50 年代是因为无线的城市覆盖鞭长莫及给了有线生存空间，60 年代第二个十年，有线被要求义务转播当地地面信号；禁止转播远地地面信号，很长时间没有大城市赛事转播权；没有自办节目，他们去好莱坞外购，与影院争夺首映权，买下 MLB 转播权等；值得注意的是，美国有线的无线转播费随用户收视费水涨船高，至今有线也并非全部转播无线，有线拒绝提价并停播一些频道的事时有发生； 3) 家庭影院与服务电气公司签署的“网络联营协议”奠定行业收费规范，成本共担，收入分成； 4) 60 年代开始众多技术突破，70 年代，以特纳 WTBS 为代表的有线商，勇于过渡性借用卫星技术，极力争取广告活下来；90 年代盖茨力挺有线传输网络数据，避免有线被卫视取代。					
50's-起飞	60's-重创	70's-腊尽春回	80's-黄金时代	90's-灾难与重建	00's-登高与新对手
艾森豪威尔时期 驳回地面电视要求有线电视纳入监管的要求，位同 AT&T 收费自由(美国第一个有线系统 1948 年)	肯尼迪时期 所有有线纳入管理，1968 年授予联邦通信委员会无限职权，1970 年由各州管理有线电视，实行 15 天禁播无线的严厉封锁	尼克松\卡特时期 准许有线自办节目，禁止地面电视拥有有线系统，政府不将有线系统纳入管理；《版权法》为 25 年来有线是盗版者根本性正名，是第一个重大命运扭转；《电杆附加物法》扫清电话公司阻碍	里根时期 1984《有线电视法》作用仅次于 70 年代卫星技术奇迹保护有线活下来和《版权法》，有线运营方式重大变革；自办节目极大繁荣；禁止电信进入电视	布什/克林顿时期 1991 年两院强制有线制播分离。1992 年《有线电视法》强制大幅降低收视费，引发 1994 年有线合并潮，直到 1996 年宽带新技术再度拯救行业；1992 年大西洋贝尔公司诉讼获胜进入有线电视业务；1994 年双向准入；1996 年《电信法》严格限制 ILEC，允许有线电视用 Cable Modem 提供宽带业务，共享线路，发展专有 ISP，互联网挽救了有线被卫视取代的命运；98 年政府令地面电视 10 年完成数字转换	小布什/奥巴马时期 2003 年 FCC 将 ILEC 网络向 CLEC、无线、有线电视、卫视开放；卫视和有线可参与 FCC 拍卖的高速互联网等无线牌照；FCC 允许直播卫星进入图文电视、互联网接入业务；2012 年司法部展开有线打压网络视频反垄断调查
从有线电视台到视频网站——1) 国内有线基础收视费低，视频网站面临网络中立性的滥用；用户收费理念同美国有线，在移动互联网上更加多样化； 2) 全球有线电视台同样以长久培植的地方文化“直播”概念深入人心。比美国有线幸运，视频网站不但有世界赛事转播权，还很早就有自制剧，而互联网时代尤为特别的是，与美国有线加强内容源明显差异化外购不同，Hulu 直接属于电视台，“节目获得的边际成本几乎为零”； 3) 国内内容制造商只是卖内容，灿星制作与浙江卫视的《中国好声音》效仿 70 年代家庭影院做法，收效好； 4) 视频网站商留足安全边际以预备过渡性的 DVB+OTT 业务，与有线双向化改造完成的城市尝试合作。					
网络中立	潜在风险	PGC 和外购节目	商业模式确立	转播与直播的关系及对用户影响经验分析	登高与新对手
开始的商业模式是广告，不向用户收费，苹果商店已打破规矩；开始就允许有线转播无线	前广电总局《关于加强互联网视听节目内容管理的通知》；工信部对网络中立性的立法推进	盗版环境大为改善，越来越人将视频内容定价标杆盗版光碟价格；网络中立性保护了各大视频网站的 PGC 自制剧和外购剧的内容源审查环境较为宽松	“用户收费”和“自制剧极大繁荣”，是视频网站可以期待的黄金年代	1991 年开始，制播分离已是全球常态；视频网站像美国有线一样，再次重塑“直播”概念（表 2）；随着直播加强，视频网站的黄金时段也会被培养出来	有线对视频网站限制；Google TV 被内容商禁止，谷歌对 Hulu 收购价比 Dish Network、Amazon 都高，NBC、Fox、ABC 未出售；互联网巨头对视频网站的冲击：YouTube 依靠谷歌，Hulu 依靠有线商，奈飞的独立运营最成功

数据来源：民族证券（蓝色代表事实，红色代表风险，绿色代表预期）

“我们把好莱坞的耀眼光华带到了堪萨斯平原，我们是娱乐产业，我们把实质上仅搞转播的有线电视变成了娱乐产业。”——家庭影院格朗布尔兹

“所有的事情因有线电视的到来而改变。从 20 世纪 20 年代到 80 年代，广播时代是人类历史上前所未有的现象，是一种几乎每个人都共享同一等价媒体文化。有线电视通过将受众分解成许多动态的流行文化或小众观众。起初观众都不愿意为未经证实的有线电视内容而放弃免费电视。这一状况在 1981 年 8 月 1 日因音乐电视的推出而改变。音乐电视打造了一代尖叫着‘录像带杀死广播歌星’的孩子，有线电视成为他们绝对的需求。”——罗伯特.L.希利亚德《美国广播电视史（第 5 版）》

表 2: 半个世纪过去，必须重新弄清楚一个问题，今日用户需要的“直播”或者“首播”是什么？尽管互联网以 UGC 为代表的直播内容的范围比美国有线当年做到的多得多，但用户必需的直播是什么；同时，电视商不允许视频网站直播的内容中，哪些又是用户不可或缺的，从而有可能成为视频网站的短期发展阻碍？

视频网站	内容源	与电视台的差异（图 11-13）	有线台	内容源	与无线电视台差异（图 14-15）
YouTube	UGC； 专业音乐视频； 电视节目宣传短片； 转播全球音乐会和比赛	2013 年谷歌与 NFL 谈判转播权，NFL 转播权目前归 DirectTV，合约到 2014 年 NFL 赛季末结束； 社交网络的全球歌迷、球迷评论互动，是美国有线台无法比拟的	家庭影院	给好莱坞导演地面台不能给的创作自由，影片不加删节，无广告打断	影片删节，广告打断
Hulu	股东提供正版长视频	NBCU 和新闻集团 2007 年成立的子公司，内容为独家协议，获取成本极低	美国有线 电视网	最早在偏远地区转播麦迪逊广场花园的体育比赛，是第一个与棒球联合会签约独家转播的有线商，与无线台内容无差异（体育赛事一直是收视率和广告最高的节目，其次是“真实电视节目”，如《幸存者》）	转播区域不能到偏远地区
Netflix	2012 年以来四部原创《纸牌屋》、《铁杉树丛》、《发展受阻》、《女子监狱》，《纸牌屋》获艾美奖提名； 2013 年 6 月签署与梦工厂合作协议，2014 年起首播梦工厂原创剧集，是奈飞迄今规模最大的原创首播协议； 未来 5-6 年推出更多原创剧，拓展到纪录片和脱口秀	2013 年 5 月《发展受阻》曾获 2003 艾美奖，2006 年 FOX 停播引发观众抗议，为视频网站让出空间		电影短片形式的儿童节目，不插播广告——这也是我国广电总局频繁出台“限娱令”的部分原因，广告驱动的节日偏好和政策偏离，失去一些本来有收视率的节目种类	无线不重视儿童节目，因为与 FCC《1990 年儿童电视法》对广告的限制不相容
优酷土豆	自制剧——审批效率更高，边写剧本边拍摄播放的美国式的工业化生产流程、新闻制作或脱口秀式内容创作； 外购剧——正版高清长视频，	国际足联在 2010 年世界杯时出售独家网络播出权给少数国家，但播出时间上仍延时处理，中国优酷延时 90 分钟，央视是现场直播	有线电视 新闻网 CNN	打破无线台新闻垄断，几十年坚持 24 小时不间断的直播新闻，是重大创新；事实上，人们对政治访谈类节目的需求量越来越大，而奥运会却只能作为免费节目才有大量观众	“谁需要 24 小时的新闻？”所有新闻压缩成 24 分钟，每天在固定时段播一遍； 1995 年
爱奇艺	无许可证限制，内容源明显不同于传统电视台，美剧、英剧、日韩新等来源丰富；	电视台直播剧会有一些时滞	公众事务 报道有线 网	行业杂志记者创办，非盈利；转播众议院实况；第一个开办全国电视电话问答	ABC/NBC/CBC/FOX 等直播新闻数量上翻一倍

腾讯	综艺直播； 新闻直播——内容源差异最大		MTV	1981年8月推出，“我要我的音乐电视”成为这一代孩子的口头禅，以及对有线电视绝对需求的动因	电台广播
搜狐	搜狐视频移动端独家直播《中国好声音2》；自制冲刺好声音、K歌之王、好声音英雄谱	互联网端衍生节目；导师学员与用户互动	WTBS—卫星节目网	大杂烩，不同制片人的节目，从宗教到钓鱼无奇不有，类似于视频网站的UGC和PGC	丰富程度不够
乐视	乐视影业和花儿影视成为公司自制剧重要来源； 欧洲五大联赛直播+点播版权	沉淀了一批足球迷观众	有线电视的地位	2004年，有线原创节目获得公众更多关注，家庭影院网《欲望都市》、《六英尺下》、《黑道家族》、《兄弟连》等系列剧获艾美奖和金球奖	
视频网站优势小结	用户付费是趋势； 与美国有线电视发展历程类似，新闻的内容源差异最大，是视频网站不可替代传统电视的直播或首播内容，赛事方对视频网站的接受程度，如同美国有线电视网对麦迪逊花园网的转播一样，是渐进的				

资料来源：民族证券、托马斯.P.索思威克《美国有线电视50年》

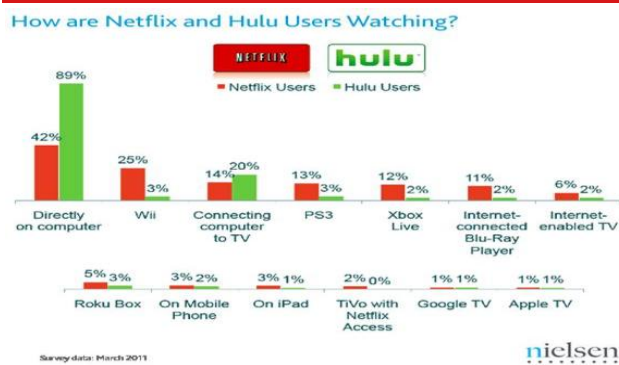
图 11：奈飞是视频网站前 10 中唯一基于付费服务的网站，图 12：Hulu 有可能通过向 Xbox 用户收费实现向点播付费的转变以其推荐系统占据美电视频市场 6 成以上



资料来源：民族证券

资料来源：民族证券

图 13：观看屏幕与公司战略一致，长视频多不选择移动端



资料来源：民族证券

图 14：美国地面台 20 世纪 70 年代末-80 年代初节目收视率 图 15：美国地面台 21 世纪第一个十年节目收视率

排名	节目	播出时间	尼尔森收视率
1	M*A*S*H*大结局(哥伦比亚广播公司)	1983年2月28日	60.2
2	《达拉斯》——谁向J.R.开的枪?(哥伦比亚广播公司)	1980年11月21日	53.3
3	根——第八集(美国广播公司)	1977年1月30日	51.1
4	全国足球联赛超级杯XVII(哥伦比亚广播公司)	1982年1月24日	49.5
5	全国足球联赛超级杯XVIII(全国广播公司)	1983年1月30日	48.6
6	奥林匹克冬奥会XVII(哥伦比亚广播公司)	1994年1月23日	48.5
7	全国足球联赛超级杯XXI(全国广播公司)	1986年1月26日	48.3
8	歌——电影, 第一部(全国广播公司)	1976年11月7日	47.7
9	歌——电影, 第二部(全国广播公司)	1976年11月8日	47.4
10	全国足球联赛超级杯XIII(哥伦比亚广播公司)	1978年1月15日	47.2
11	全国足球联赛超级杯XIII(全国广播公司)	1979年1月21日	47.1
12	施勃·霍普圣诞特别节目(全国广播公司)	1970年1月15日	46.6
13	全国足球联赛超级杯XVIII(哥伦比亚广播公司)	1984年1月22日	46.4
14	全国足球联赛超级杯XIX(美国广播公司)	1985年1月20日	46.4
15	全国足球联赛超级杯XIV(哥伦比亚广播公司)	1980年1月20日	46.3
16	全国足球联赛超级杯XXX(全国广播公司)	1996年1月28日	46.0
17	《后天》——电影, (美国广播公司)	1983年1月20日	46.0
18	根——第六集(美国广播公司)	1977年1月28日	45.9
19	《亡命天涯》——最后一集(美国广播公司)	1967年8月29日	45.9
20	全国足球联赛超级杯(哥伦比亚广播公司)	1987年1月25日	45.8
21	根——第五集(美国广播公司)	1977年1月27日	45.7
22	全国足球联赛超级杯XXVIII(全国广播公司)	1994年1月30日	45.7
23	《干杯》——大结局(全国广播公司)	1993年5月20日	45.5
24	《埃德·沙利文节目》(哥伦比亚广播公司)	1964年2月9日	45.5
25	全国足球联赛超级杯XXVII(全国广播公司)	1993年1月31日	45.3

Rank	Program	Network	Rating**	Viewers***	Cha
1	NCIS	CBS	7	10.394	
2	MENTALIST, THE-TUESDAY	CBS	6.7	10.118	
3	TWO AND A HALF MEN	CBS	6.5	10.188	
4	CSI	CBS	6.4	9.715	
5	MENTALIST, THE	CBS	6.1	8.969	
6	CSI: MIAMI	CBS	5.6	8.252	
7	60 MINUTES	CBS	5.5	8.305	
8	BIG BANG THEORY, THE	CBS	5.4	8.417	
9	CRIMINAL MINDS	CBS	5.3	8.037	
9	SO YOU THINK CN DANCE-WED	FOX	5.3	8.483	

资料来源：《美国广播电视史》P302

资料来源：《美国广播电视史》P351

三、到灯塔去：视频网站在智能电视里的枢纽位置论证

讲清楚视频网站在今日中国影视娱乐系统中的本质位置，我们自然就会明白一个道理：视频网站仍然是一个传统产业，主要体现为一个 Web1.0，也有一部分 Web2.0 的元素，就是 UGC。那么，视频网站在智能电视、智能手机产业链中的位置，取决于它能否成长为美国势力最强大的有线电视商。

由于中国的视频网站都是互联网商办的，这跟美国不同，美国的视频网站除 YouTube 外，都是传统有线电视商办的。视频网站的推动是符合互联网商利益的，而内容资源天然是属于 Hulu 们的，所以我们看到，谷歌 TV 和苹果 TV 发展都不尽如人意，Hulu 总裁也抱怨股东不能给其更多经营自由。

在《智慧城市，道法自然——文化传媒行业主题研究之智能电视 2》中，我们判断：如同 PC 曾经是音乐播放器、摄像机、移动电话、平板电脑的“数字中枢”（乔布斯言），智能电视近期是娱乐、家庭生活、办公的“数字中枢”，远期通过云，智能电视将变成智能家庭的“基础设施”，是智慧城市的耦合卫星设备。

近程来看，视频网站成长为美国有线商，是智能电视这一家庭必需品正态分布的主要近程应用之一。

后续报告我们将陆续剖析视频网站在智能电视中的枢纽位置。

四、估值和投资评级

Wind 预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.34 元、0.52 元、0.69 元。根据公司季报预告测算，2013 年 EPS 为 0.46-0.49 元，市场预测适中。2013-2015 年 P/E 分别为 150X、98X、74X。上调乐视网到“买入”评级。

分析师简介

栾雪飞，中央财经大学财政系理财专业本科，金融学院金融学硕士，通过 CFA 二级；

2005-2007 年北汽福田企业股份有限公司 金融服务部；

2007-2012 年国海证券 消费研究；

2012-民族证券 传媒研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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、价值及投资收入可能会波动，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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)