

视频网站重塑好莱坞文化与硅谷文化相融合的发行生态, 团购的大数据原理可在电影票市场发挥威力——乐视网和光线传媒 (买入)

投资要点：

- 我们将为互联网新世界重新寻找经济规律——新的产业链关系是互为供需的，新的互联网经济周期是显著拉长的；不仅仅摩尔定律是互联网世界的基石，安迪-比尔定律和反摩尔定律，随着网络应用丰富，又回来了，网络收费条件已经具备；
- 在传统院线向视频网站迁移的过程中，我们建立了一个新世界，也破坏了一些原来的生态规则，需要重新建立起来。我们还没有真正的网上发行方，只有好莱坞文化和硅谷文化相融合才能重塑网上发行生态。仅仅有平台是不够的，具有首映权的电影最有发行价值，视频网站需要跟专业发行团队合作，才能改善目前视频网站最急于改善的一个困境，这需要优酷们自己意识到这个问题：从电影发行入手突破用户收费。光线传媒的传统影业发行能力有目共睹；乐视网作为最大的变数，最有望以行业立法者的领袖身份开创行业规范，乐视同步推进智能电视和花儿影视在全球范围内都是一个重要信号——它意味着好莱坞向硅谷的迁移势在必行；
- 电影票是实现电影 O2O 的理想介质。利用团购的大数据原理，线上观影票务方很可能由线上发行方担当重任。团购与票务方强大的营销能力相匹配，代表“观众票选”，对放映方具有“档期选择的提前指导意义”，票务方因团购的票选组织和前瞻能力而获得放映方分成；
- 另外我们还对乐视领军的智能电视参数做了全面反思，超级电视 X60 金字塔战略的塔尖定价价位合理，并与商业模式紧密相连，代表智能电视的未来；
- Wind 预计乐视网 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，2013-2015 年 P/E 分别为 108X、70X、53X。维持乐视网 (300104) “买入”评级；光线传媒 2013-2014 年 EPS 分别为 0.77 元、1.13 元，2013-2014 年 P/E 为 51X、35X。维持光线传媒 (300251) “买入”评级。

单击此处输入文字。

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

投资评级

本次评级：买入
跟踪评级：维持
目标价格：目标/估值/询价

市场数据

市价(元)	36.73
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)	7.31-52.05
上证指数/深证成指	2140/ 8389
2012 年股息率	-

52 周相对市场改变

单击此处输入文字。

相关研究

到灯塔去，不仅仅是重走美国有线电视 60 年——乐视网 300104 (买入) 2013.10.22
守住影视业的康师傅控股——光线传媒 300251 动态点评 (买入) 2013.10.10

正文目录

引子	3
生于互联网新世界“第一推动者”之后的时代	3
新的产业链关系是互为供需的，新的互联网经济周期是显著拉长的	3
内容商制造了大海，渠道商制造了盛满太平洋的容器，能够拥抱大海的，只有天空	3
一、我们还没有真正的网上发行：好莱坞文化和硅谷文化相融合的发行生态重塑	4
1、一种技术对应一种商业模式，视频网站理应重新定义电影发行，然而它还没有	4
1) 没有档期之后，没有了观看时间和资源的稀缺感，也没有了档期强烈的含义传递	7
2) 没有电影发行方的前期宣传，观众确实对电影的了解程度大大减少了	7
3) 具有首映权的电影最有发行价值，只有平台（电影院）是不够的，它违背了“少即是多”的正态分布规律 ..	7
4) 买手制：目前的视频网站是一个“独立发行人”的角色	7
5) 视频网站在电影发行上没有明确定位，漫长的库存周期制约档期发挥，需要引入价格弹性缓解矛盾	8
6) 9 家网上电影发行联盟效果不达预期，引入专业发行人将担当培养用户付费习惯的历史重任，光线传媒是不错	
的候选人	8
7) 专业发行团队在视频网站上担任发行方，这是一个创新，取决于光线和优酷的博弈，还有一个中流砥柱的变数	
在乐视网；国外来看，电影产业一度遭到反托拉斯法的限制而被强拆，视频网站成为实现电影产业“制作-发行-放	
映一体化”的绝佳新大陆	9
8) 互联网新世界配套新发行机制，需要借助一些新的发行工具，电影票就是这样一张船票	10
9) 结论：少就是多。在线视频认为用户付费习惯培养难，是有失偏颇的。乐视网有望打破僵局，为行业立规 ..	10
2、随着乐视这一行业领军者带领智能电视兴起，家庭影院的条件逐渐成熟	12
二、电影票是实现电影 O2O 的理想介质，团购的大数据原理在电影票市场发挥威力：即便把商业模式提前判断出来，	
也不会改变未来的行业格局——因为它不怕被复制。它最可能成长为长线股	13
1、国内传统商业方不适合做电子票务，我们需要寻找新的平台	13
2、大平台具备做电子票务的规模优势，然而前提是首先成为线上发行方	14
3、上一轮团购失败了，但是不代表它的模式有问题，线上观影电子票务让团购复活	15
三、乐视网和光线传媒的估值和投资评级	16
四、风险分析	17

引子

生于互联网新世界“第一推动者”之后的时代

互联网的最初本质就是 O2O——雅虎把新闻商品做了免费的电子商务，在这个元初的 O2O 循环里，新闻资讯是“第一推动方”，与用户发生互动；

因为广告最早是作为“伴生方”出现的，与新闻的互动性便没有那么强，直到搜索引擎定义了新闻与广告实质上的互动关系——把雅虎免费看作是互联网行业的规范，是仅仅说对了开始。雅虎仅仅扮演了一个“互联网世界第一推动者”的角色，这一“第一推力”和后来世界维持运转的“力”截然不同，后来这些力体现为作用力与反作用力的互动关系。

新的产业链关系是互为供需的，新的互联网经济周期是显著拉长的

真正的 O2O 就是把现实世界和网络世界融合成一个互联世界——线下的事情求助于线上大数据会有“显著提升”的用户体验，线上大数据在线下应用时能创造出“显著提升”的数据价值，线上线下同时获得极大的增长。现实世界与网络世界从一开始就“互为推动方”，成为一个最有活力的循环，不至于出现单一世界里的“一方为推动方，另一方为依赖方”的“单向产业链”和“经济周期”。需要重新定义互联网世界的“产业链”和“经济周期”：产业链不再是上下游这种单向的生产关系（商业模式），生产力的持续性变得更增强了（经济周期）。

摩尔定律与新经济周期——O2O 是我们对摩尔定律能够横跨半个世纪，从电子到网络，能够始终成立的另一个角度的理解。表面上看结论与意愿似乎是矛盾的，摩尔定律 18 个月，经济周期变短。而事实上，WinTel 时代，微软帝国的单级推动周期极不确定，从 XP 到 Vista 几经延后，这一现实左右了计算机周期，这个周期几乎体现为“微软帝国周期”，只要微软的软件周期慢于硬件的摩尔定律硬约束周期，产业链循环就不能正常进行，硬件商的利润被逼迫到零之下，周期性衰退明确显示出来。只有在微软的软件周期快于硬件周期时，硬件商才不至于亏损，产业链繁荣得以存续；而到了“腾讯-运营商”时代，充当微软角色的服务商从垄断格局变成垄断竞争格局——谷歌、苹果、亚马逊、腾讯、阿里巴巴。这些超级应用商各自有周期，这些周期堆叠在一起，将超级应用的周期事实上缩短了，“层层堆叠”的超级应用的周期总能快于网络运营商的摩尔定律硬约束周期，让网络运营商不至于像 WinTel 时代的硬件商一样利润越来越薄，产业链繁荣延续的概率大大增加。并且这一概率继续增加的趋势，随着移动互联网的质变期，变得更加明确。单个超级应用的天花板一下子被打开了更多空间，新的超级应用也适应了移动互联网而发展出来，微信就是典型的例子。

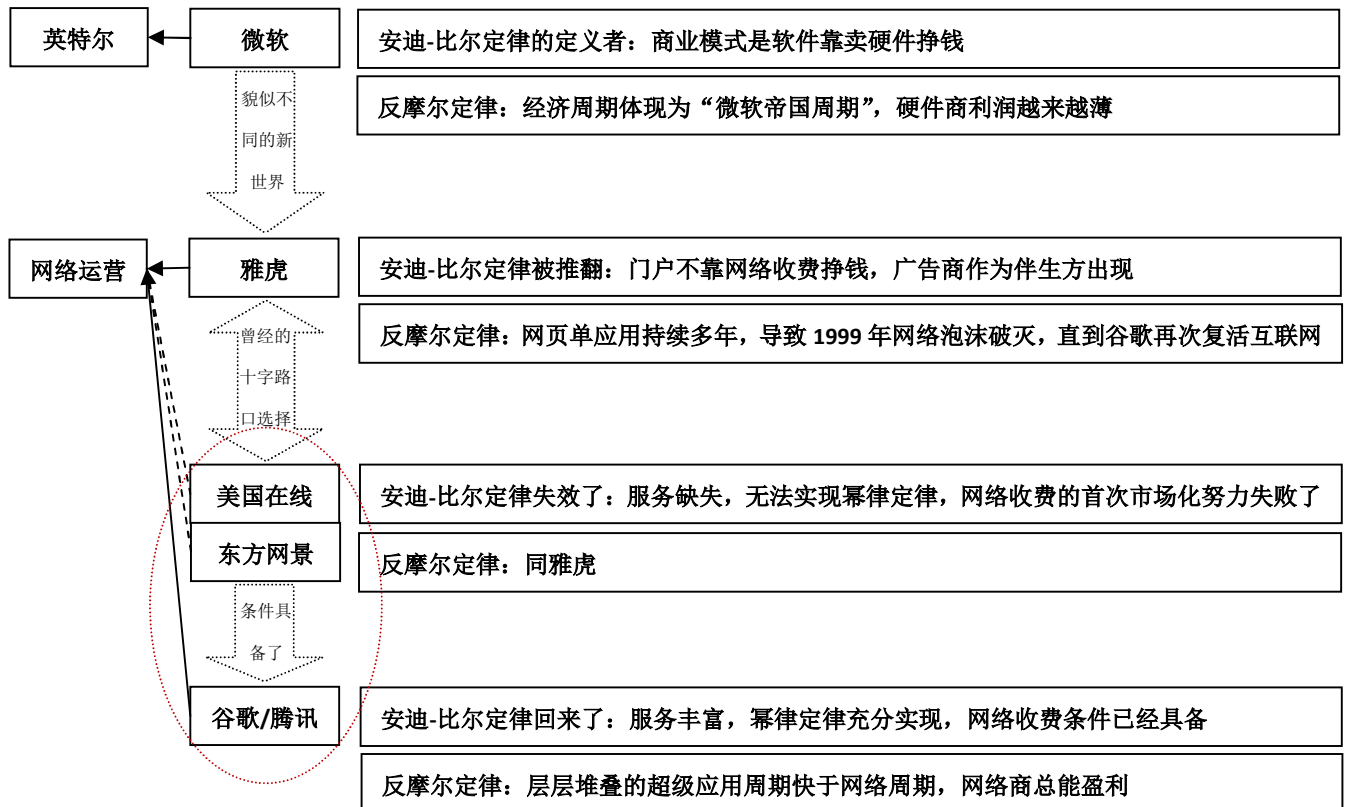
内容商制造了大海，渠道商制造了盛满太平洋的容器，能够拥抱大海的，只有天空

电影院、电视台频道、视频网站这些容器盛满内容，而发行的风却将内容带到世界上任何一个角落。

好莱坞抵制将一线内容授权给硅谷公司的做法是正确的，因为相比好莱坞营销机器，科技公司通常会贬低内容的价值，历史事实曾反复证明，市场营销和推广是科技公司的软肋。当下数字娱乐服务最为缺乏的是高效和有

效的宣传平台，算法、收视率、流行度、趋势数据和展示广告等都不是最佳解决方案。如果科技公司开始破解自主网络的密码，培养营销能力，正式投入营销资金打造新的媒体品牌，那么，他们将真正实现行业的增长与变革，对我们的消费行为产生积极的影响。

图 1：不仅仅只有摩尔定律是互联网的基石——安迪-比尔定律和反摩尔定律回来了



数据来源：民族证券

一、我们还没有真正的网上发行：好莱坞文化和硅谷文化相融合的发行生态重塑

早在卡尔·拉姆勒制作第一部惊世骇俗的电影之前，中间人就已经出现了。如同政治家一样，发行人有时会被看作“必要的恶”。对电影制作人而言，如果没有发行人的存在，他们可能无法存活下来。

——露易丝·利维森《电影制片人融资指南》

1、一种技术对应一种商业模式，视频网站理应重新定义电影发行，然而它还没有

传统院线+其他渠道的发行架构，是全球国家的普遍做法。早期美国有线电视的崛起靠电影频道的差异化争取了大量用户，以家庭影院网最典型；英国的电视台电影收入也高于影院电影收入；视频网站兴起，重走美国有线 60 年。

然而这是属性不相同的几个市场，每种新的“院线和电影院”，都需要新的“发行方”出来组织（表 1）。

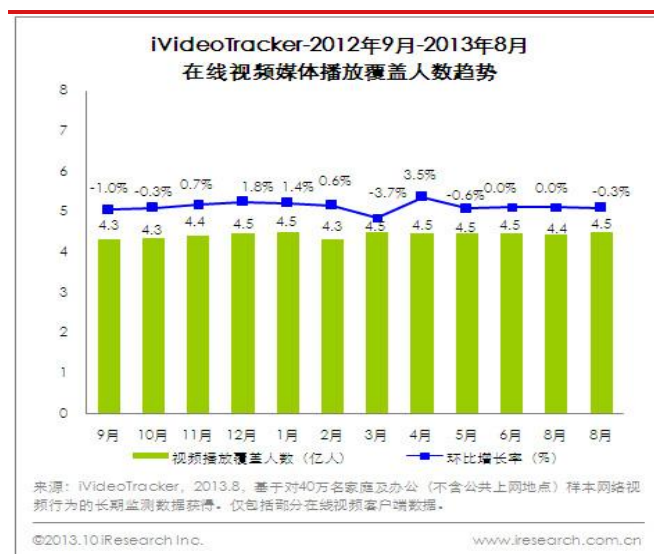
首先诚实的问自己一个问题，为什么酷 6、优酷、腾讯做了近 3 年的好莱坞电影发行放映，我几乎从来没有注意过。直到看到公司和好莱坞的具体合作协议时才发现“震撼”？按理说，按世贸规定，我国目前一年包括好莱坞电影在内的进口影片约 30 多部，视频网站为我们提供了一个绝佳的直通好莱坞电影的渠道。他们的商业模式可能是有欠缺或空白的。

整体直观感受：没有观看首映片的感觉，以前每个节假日都有的观影仪式感，在视频网站上体会不到；打开页面，不知道我为什么要看这部片子；

假说：脱离了线下电影发行的整套生态规则，影片的吸引力大打折扣；

数据：没有显著的看出，好莱坞院线在酷 6、优酷、腾讯视频上线以后，用户增长、广告增长与其高度相关。虽然用户和广告收入始终在快速增长，但它们来自综合体验（图 1-6）。形成明显对比的是，国外来看，2013 年开始，Netflix 用户数超 HBO，而奈飞的制作发行能力自 2012 年以来有目共睹。

图 1：国内视频网站从整体上来看，用户数量增长非常平稳



资料来源：艾瑞咨询

图 2：欧美电影在线观影人数和播放时长——好莱坞电影的观影人数，《疯狂原始人》和《哥伦比亚人》与国产片持平，其余影片表现落后，这与好莱坞影片的地位是不相称的，也与视频网站对好莱坞影片的投入产出比不相称——视频网站在电影的发行环节上是存在问题的

电影	覆盖人数(万人)	总有效播放时长(万小时)
哥伦比亚人	1022	616
卑鄙的我	269	150
惊天魔盗团	257	136
陆战特攻队	181	75
特种部队2	179	66
遗落战境	164	78
赤裸特工	156	89
侏罗纪公园	152	98
健男抢钱团	149	71
重返地球	132	35

来源：iVideoTracker, 2013.8。基于对40万名家庭及办公（不含公共上网地点）样本网络视频行为的长期监测数据获得。仅包括部分在线视频客户端数据。
©2013.10 iResearch Inc. www.iresearch.com.cn

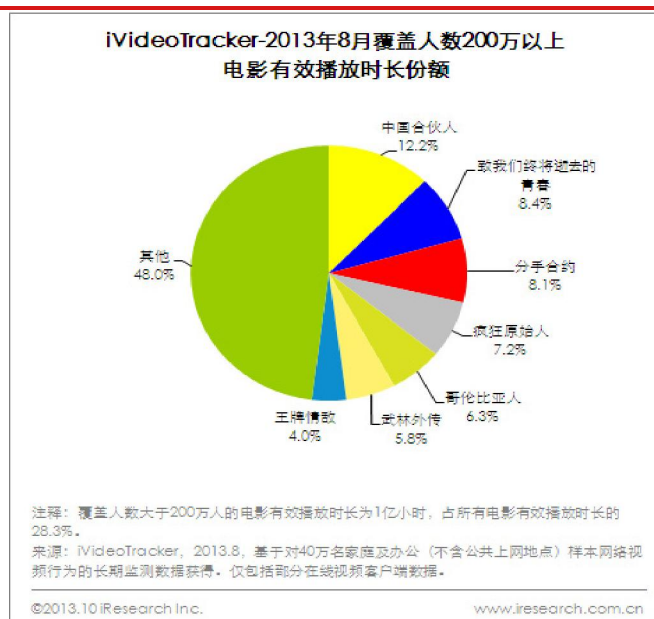
资料来源：艾瑞咨询

图 3：单部影片单月覆盖用户过千万的 6 部，相当于每部影片带来一部相当于 4 亿票房的院线观众。10 部影片观众数 8881 万人，相当于 36 亿月度院线票房，450 亿年度院线票房——巨大的潜力，市场需要一个强有力的发行方去组织。事实上，与 2012 年数据比较，观影人数提升并不显著，这与 2013 年视频网站的大收购、大剧购买商业行为并不相称

图 4：2013.8 电影播放总时长 3.5 亿小时。覆盖人数过 200 万电影有效播放时长合计 0.7 亿小时，占电影总有效播放时长的 28.3%。换算下来，对应《中国合伙人》观影人次 2850 万，与图 5 的 1634 万人次差距较大，我们认为，原因很可能是单个观众反复观看，同部影片观看平均 2 遍——其数据背后的逻辑是，存量用户始终存在，挑战和机遇在于如何开发潜在用户，尤其是新影片的潜在用户

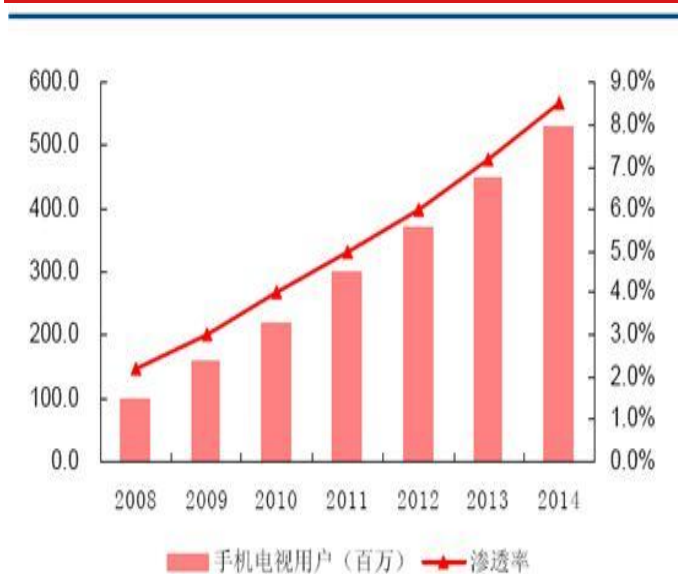


资料来源：艾瑞咨询



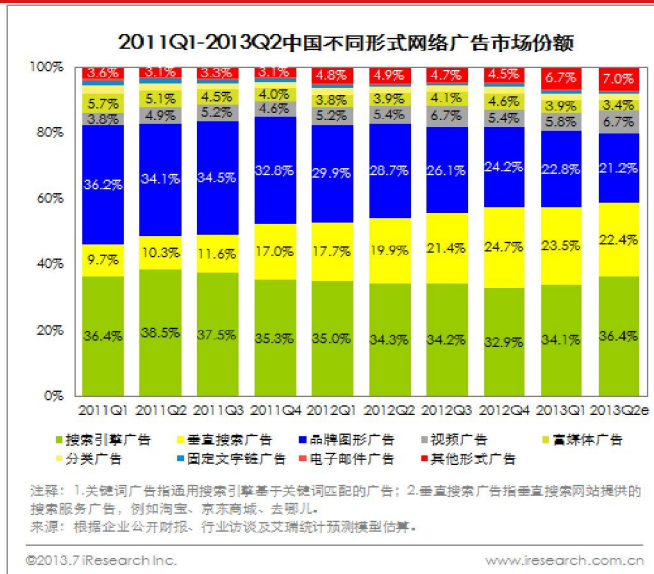
资料来源：艾瑞咨询

图 5：2008-2014 年付费手机视频用户增长趋势图，没有明确的加速度，这是不正常的商业轨迹，它应该是脉冲式的



资料来源：艾瑞咨询

图 6：视频广告在网络广告中位居第四，占比不足 10%，增长速度并不显著



资料来源：艾瑞咨询

逻辑推理：**1) 没有档期之后，没有了观看时间和资源的稀缺感，也没有了档期强烈的含义传递**

没有了档期限制，不但失去了必须抓紧时间观看的愿望，也没有了为什么要观看它的原因。档期是有强烈的涵义传递的，例如贺岁档本身就是极强的宣传导向，它代表着大制作和喜剧片。

2) 没有电影发行方的前期宣传，观众确实对电影的了解程度大大减少了

由于视频网站最早介入在线影院，是播放过期电影。这些过期电影前期经过发行方的充分宣传，早已有口皆碑，视频网站便自然省去了发行环节；

随着酷 6、优酷、腾讯视频和好莱坞电影公司签订协议，前期市场拓展的难题一下子暴露出来，只是这个难题被视频网站的综合体验值所掩盖——因为好莱坞院线上线，如果独立核算，并没有给视频网站方带来显著的用户增长和广告收入增长（相关数据我们还没有找全）；

事实上，初期吸引观众从电影院到网上，需要对电影制作方和观众都明确表明，自己跟电影院的差异化在哪里。跟电影制造方说明的好处是，通过给制作人“更多在市场营销环节上参与其中的自由”，吸引一些制作方将电影首映权交给视频网站；跟观众说明的好处是，品牌营销，例如优酷在播放《僵尸世界大战》的时候，宣传语是“电影院不让播的影片”，Netflix 在 2012 年播放《发展受阻》的时候，是 2006 年 FOX 停播引发了观众的抗议。

3) 具有首映权的电影最有发行价值，只有平台（电影院）是不够的，它违背了“少即是多”的正态分布规律

中国每 10.4 万人一块电影屏，美国屏幕数 4 万块，每 8558 人一块屏。把线下潜在观众引流到网上的时候，按理说应该有一个用户数的井喷。尤其是智能电视出来以后，大屏液晶画质、杜比/魔音音响都在接近电影院品质，随时调整电影进度功能、不必排队买票、方便舒适更是电影院不能比拟的优势。

但是，付费用户数增长并不显著。为什么？借鉴 DVD 案例来看，索尼的蓝光 DVD 效果不达预期，早在 2006 年微软就预言了它的失败。Netflix 在经营 DVD 租赁业务后，也在近年来转型在线流媒体和自制剧，2012 年开始取得突破。——其中有一个重要的线索，DVD 是没有电影首映权的，它只能从属于 HBO 这样具有电影首映权的平台方；Netflix 正在逐步获取和好莱坞一样地位的首映权，这也是《纸牌屋》的用户井喷的重要原因之一。

4) 买手制：目前的视频网站是一个“独立发行人”的角色

国内院线电影的发行通常有两种做法：电影制造商自有发行；代理发行。事实上，在美国还存在着一种相当重要的发行群体：独立发行人。他们到各大电影节或影展上，有时不惜花费不菲的价格买来电影，然后制作拷贝、进行策划创意宣传的营销工作，最后，除了卖给院线获取票房分成，还可以获得视频网站、DVD 等订货合同，也可以转手流转卖给别的发行方，是一个灵活而成熟的市场。

视频网站目前在电影发行环节上,做到了参与电影节参与竞标电影发行,电影节起到了一定的电影宣传作用。早在 2009 年,乐视、土豆、激动就参加国际电影节或影展,对版权发行的争夺由国内发展到香港及海外市场。这一做法类似于美国“独立发行人”的“买手制”。

然而,“买手制”对发行人的专业能力要求极高,即便是光线,也是代理发行,而鲜有涉及自己去电影节竞标电影,买回来后发行。

“独立发行人”可能是一个过渡角色。乐视网曾做过版权分销,相应的,发行权也可以分销或转手,这些都是乐视网昨天版权分销的翻版,事实证明,作为一种过渡性商业策略,它是有效可行的。自有发行是我们在传统院线制度中可以借鉴的成功经验。

5) 视频网站在电影发行上没有明确定位,漫长的库存周期制约档期发挥,需要引入价格弹性缓解矛盾

国外把发行分为:快速发行、中速发行、慢速发行。快速发行规模大,时间短,首映周即获得过半总票房数,这是目前主流院线普遍采取的发行方式;慢速发行是在逐个影院以蜗牛的速度和很长的时间段放映。

目前全球的视频网站库存周期长达三五年,从这个角度,它是慢速发行的。然而,从其覆盖人群规模的角度,又是快速发行的。这就出现了一个矛盾的商业行为,这一矛盾外化显示为盈利状况,提示我们商业模式需要改变。

这个问题和档期问题是一致的。漫长的库存周期实质上制约了档期特性的发挥。需要价格弹性去调整差异。例如,档期内价格和档期外价格差别定价。

6) 9 家网上电影发行联盟效果不达预期,引入专业发行人将担当培养用户付费习惯的历史重任,光线传媒是不错的候选人

我们说过,视频网站正在重走美国有线 60 年。借鉴 HBO 的经验,它的电影发行有自己的核心优势,HBO 深度参与到艾美奖、金球奖、奥斯卡奖的评选中,具备了与好莱坞平起平坐的发行品牌地位;第二,HBO 的市值现在有 100 个亿美元,之所以可以顺利实现用户收费,跟其发行能力密切相关;

而全球的视频网站目前还没有做到这些。第一,随着 Netflix2012 年陆续获得艾美奖提名,其发行能力也水涨船高;第二,全球视频网站内容的极大丰富,反而令其失去了美国有线电视在特定历史条件之下培养出来的极强的策划宣发能力。

国内的视频网站,除了遥远的艾美奖、金球奖、奥斯卡奖作为电影发行的宣传利器,还没有更加有效的方法。预告片、拍摄花絮、制编导网上互动访谈这些策划宣发,不能形成真正差异化的竞争优势。2011 年 3 月 17 日,乐视网、腾讯网、PPTV、迅雷、暴风影音、PPS、搜狐视频七家互联网公司联合发起成立网上电影发行联盟,具备了一定的院线意识。优酷网、凤凰视频随即加入,乐视当选第一届联盟主席,试图从无到有建有网上世界的发行制度,这些网络发行制度包括:统一上线时间,统一播放品质、统一资费。基本制度的建立对于网络世界的电影秩序具有基础意义,类似于传统院线系统所起的监督作用。

然而,这些基础制度还远远不够。首先,好莱坞院线的引入未能显著提升用户和广告;其次,用户付费仍未养成习惯(图 1-6)。

在这一局面下，在品牌强大的内容商好莱坞电影公司和渠道强大的院线优酷之间，还需要引入一个专业发行人。它的桥梁作用如此明确：既能说服更多的电影制作方加入网上院线，也能说服显著增多的用户观看甚至付费观看，视频内容极大丰富、内容之间竞争异常激烈，电影作为培养收费的最佳突破口，成为网络电影发行诞生的全球背景条件。

国外来看，Hulu Plus 付费用户 2012 年同比增长 50% 至 300 万，Hulu Plus 月资费 7.99 美元，全年营收 6.95 亿美元。背靠传统有线电视的 Hulu 不仅在内容获得上具有低成本的优势，在影视剧发行上也同样获得了低成本的优势；

国内来看，目前的视频网站方都是纯互联网商，光线传媒是不错的发行候选人。作为一家运作几十年的媒体公司，近年来以其深厚的媒体经验深入推进娱乐业务。多年为地面电视制作娱乐节目积累了完整高效的策划创意宣传能力，说服 70 座城市的影院为其做前期市场营销，以其专业的策划创意能力成为首家与央视合作综艺节目的民营企业。公司发行能力的市场品牌不断获得提升。

然而这是一个理论上的设想，它应该如何在现实世界中顺利实现？

7) 专业发行团队在视频网站上担任发行方，这是一个创新，取决于光线和优酷的博弈，还有一个中流砥柱的变数在乐视网；国外来看，电影产业一度遭到反托拉斯法的限制而被强拆，视频网站成为实现电影产业“制作-发行-放映一体化”的绝佳新大陆

只有优酷、腾讯视频这些行业领军者意识到，“自己确实做不了发行这个工作，引入专业发行团队，用户付费习惯培养会突然的有一个向上拓展的空间”的时候，理论才会变成现实。

我们认为理论落地的概率较大。

世界上刚有电影院的时候，也没有发行、没有票房分成，后来才慢慢形成体系。现在的视频网站就如同 120 年前的电影院，有了电影院场所了，却还缺少发行方。1905 年 6 月 19 日，第一家镍币影院在美国宾西法尼亚州匹兹堡开张（有趣的题外话是，5 分钱电影院的创办者多为新近移民，这就好像网络世界的新大陆发现者一样），AMC 由 Edward Durwood 在 1920 年成立，发生在影院诞生 15 年后；目前的美国第一大院线联艺 Regal（7340 块屏幕，占美国总屏幕数的 10%）成立于 1989 年。

顺便的，优酷作为院线方，估计也会参与发行工作获得更多分成。

还有一个可能成为中流砥柱的行业领袖是乐视网。今年以来，乐视影业的发行能力有目共睹。乐视影业与乐视网同一实际控制人，乐视网希望通过电影发行打开用户收费局面的动力十分迫切，其业务架构也反应了公司的行动意图。如果乐视网能够首先引入乐视影业为其做电影发行，对于行业规范的确立是一个实质性的推动。我们判断，2013 年 6 月，以引进《我们窃取秘密》，刷新了同步北美院线的新纪录为标志，乐视网对“好莱坞电影首映权”的实力取得突破，其发行团队乐视影业迅速跟进，融入乐视网电影业务体系，值得市场期待。

从全球范围来看，从发行的角度，以 HBO 为代表的有线电视网，最有动力去做网上电影发行业务。传统电影行业曾遭反托拉斯法限制而被迫强拆。视频网站短期内受到网络中立性的保护，有效规避了反托拉斯法对于制作和发行放映的限制，有望在视频网站新大陆上实现强大的“制作-发行-放映一体化”。

所以，“引入专业发行团队或自有专业发行团队”在全球范围的实现概率上，也是非常大的。Hulu、Netflix、YouTube、HBO Go 的互联网世界托拉斯有望重现。

8) 互联网新世界配套新发行机制，需要借助一些新的发行工具，电影票就是这样一张船票

仔细监视发行要素，拷贝制作已经完成了数字化转换，市场营销也已经实现了线上线下的结合，一度我们以为，电子售票实现了电子商务的转化。是这样吗？互联网的本质是“互动”，我们认为电子售票还远远没有实现真正的互联网化。对于一个崭新的网络世界来说，这不符合规律。

为什么我们要把电影票作为可能的切入点呢？因为每一张电影票后面都是一个付费用户，如何让电影票从被动变主动，从无生命到有生命，是我们解决的问题。详见第二部分。

9) 结论：少就是多。在线视频认为用户付费习惯培养难，是有失偏颇的。乐视网有望打破僵局，为行业立规

一个重要的原因在于，在线视频缺乏专业的线下电影发行经验，发行环节是空白。这是专业发行团队才能做的事情。所以，一定需要优酷、腾讯视频等视频网站领军者认识到，自己确实做不了发行这个工作，引入专业发行团队，用户付费习惯培养会突然的有一个向上拓展的空间；

而乐视网作为一个中流砥柱的变数，随着强片首映权的获得，隶属同一控制人的乐视影业，在发行上有望鼎力配合乐视网的电影院线，为行业树立百年规范。当行业领袖同时具备科技产业和娱乐产业的意志和爱好并付诸实践时，“重塑影视业生态”也就成为一个重言命题，乐视网是符合这一特征的，在互联网和影视娱乐业，乐视网明显在同时向纵深推进，这是一个非常重要的信号，以前乔布斯就是这样做的，开始以计算机思维经营皮克斯，随即又与迪士尼一拍即合，同时尊重好莱坞文化和硅谷文化。

诚实的问自己一个问题，乐视网收购花儿影视的时候，我为什么没有第一时间做出正确的反应？这说明我对于好莱坞文化和硅谷文化的优缺点都还了解不彻底。既低估了首映权在视频网站经营中的关键性，也低估了好莱坞自我革新转型互联网的紧迫性。迫切改变世界的愿望不强烈，而这是与这一波康德拉季耶夫周期的互联网浪潮改变世界的真切历史潮流相违背的。只有传统世界与网络世界融合在一起取长补短，互联网新世界才会运行（我在“引子”里已经正视这个问题，并开始寻找和建立互联网世界的经济规律）。

表 1：看蚂蚁搬家——从不同渠道的院线职责比较来看，全球视频网站仍然没有担当起电影发行方应有的职责

渠道	代表公司	商业模式
电影院	AMC	反托拉斯法强拆内容制作； 院线为上游发行方，院线辛迪加控制了全美影院 80% 的市场份额。
	中影、万达	内容商也是独立的； 国内院线目前主要体现为收费职能，光线、乐视影业等专业发行团队实力越来越强。

电视台	HBO	制作、发行与放映：起初是到好莱坞找电影，制作上更自由，放映上周期长，首轮强片较多，24 小时播放，无广告；后来自制电影，向内容方拓展，与好莱坞深度合作，启用重量级制编导演，在艾美奖、金球奖、奥斯卡占有重要位置，华纳兄弟、派拉蒙、环球片场、哥伦比亚三星、梦工厂等好莱坞公司授予 HBO 独家播映权，具有强大的内容优势和发行优势； 其他独立发行商合作：HBO 亦向其他独立发行商搜罗影片，包括宝丽金、Ryshe、New Line、Castle Rock 及 Morgan Creek，辅证了 HBO 的强大发行能力； 用户体验：收费较高，6 个月后 DVD 观看是收入增量； 规模：股票市值上，相当于一个苏宁云商； 网络拓展：HBO Go（限美国用户）。
	FOX	内容题材最保守，2006 年广受观众喜爱的《发展受阻》下线就是例证； 发行能力与有线电视网不相上下。
在线视频	Netflix	商业轨迹：从 DVD 租赁转型在线流媒体，同时因为 HBO、Starz、Showtime 内容商终止合作或提高要价，令 Netflix 内容成本大增，自制剧能提高与内容方议价能力； 内容核心优势：Netflix 题材禁忌性较强，传统电视台不敢轻易冒险，自制剧创作自由度最高； 发行优势正在建立：2012 年《纸牌屋》获得艾美奖提名是标志； 2013 年 6 月与梦工厂签署合作协议，2014 年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。 用户规模：2013 年开始，Netflix 用户数超 HBO，emarketer 预计 2013 年美国在线视频用户规模 1.8 亿，占美国人口 56%，占互联网用户的 73%，而美国 IPTV、有线电视和卫星电视用户规模和增速远不如在线视频。
	Hulu	内容库的主要内容是昨晚的电视内容回放和老的电视剧集系列，内容成本极低； 发行优势在于其控股股东，发行成本极低。 Hulu 的先天条件非常好，主要是看股东的思路，能否融入互联网世界。
	YouTube	内容上也和好莱坞电影制造公司促成协议。YouTube 的全球内容总部预测，截至 2020 年，将有 75% 的细分频道通过该网站播出。视频内容将占到所有频道 90% 的份额； 发行上目前落后于 Hulu 和 Netflix。
	优酷	内容优势：与国际主要制片商 NBC 环球、迪士尼、派拉蒙、梦工厂、华纳兄弟、20 世纪福克斯签订内容授权协议。如 NBC 授权优酷滚动播放 100 年经典电影，并优先播映新电影； 发行优势：不具备； 用户规模：没有找到引入好莱坞院线对于用户和广告收入的强相关性数据。
	乐视	内容优势：与好莱坞电影制造公司谈判进度慢于优酷，“大片首映权”问题正在解决中，例如 2013 年 6 月，同步北美院线，首播环球影业的《我们窃取秘密》（第 80 届奥斯卡最佳纪录长片的导演阿莱克斯·吉布内的另一力作），创造了新的纪录。《人类消除计划》、《速度与激情 6》、《海扁王 2》、《星际传奇 3》、《浪人四十七》等好莱坞大片都将相继抢鲜登陆乐视网； 另外，在内地大片等方面，也在积累“首映权”能力； 发行优势：目前在国内是最强的，甚至在全球范围内，乐视的发行优势紧跟 Netflix。当行业领袖同时具备科技产业和娱乐产业的意志和爱好并付诸实践时，“重塑影视业生态”也就成为一个重言命题，乐视网是符合这一特征的，在互联网和影视娱乐业，乐视网明显在同时向纵深推进，这是一个非常重要的信号，以前乔布斯就是这样做的，开始以计算机思维经营皮克斯，随即又与迪士尼一拍即合，同时尊重好莱坞文化和硅谷文化。
	腾讯视频	内容优势：2013 年初，与华纳兄弟、环球、米拉麦克斯、狮门等好莱坞电影公司达成合作协议，开创新的网络视频业务“好莱坞 VIP”，内容综合实力上仅次于优酷，后劲大。目前“好莱坞影院”已有近 20 个种类、400 多部优质好莱坞电影，并以每周 5-10 部的速度不断增加； 发行优势：强大的平台实力无可比拟，发行能力尚待开发，变数很大。
	酷 6	国内视频网站建立内容优势的里程碑事件：2010 年 9 月，与索尼影视电视 Sony Pictures Television 和华纳兄弟公司 Warner Bros. 签署内容提供协议。两家公司提供数百部影视剧合法播放权。该协议使得酷 6 传媒

		成为首家获得好莱坞影视公司合法版权内容的中国本地视频门户网站； 发行优势： 不具备。
其他互联网平台	亚马逊	制作： 2013 年发力自制剧流媒体业务，与 Netflix 展开竞争，Amazon Instant Video、LoveFilm、Amazon Prime；2010 年曾和华纳兄弟合作成立亚马逊工作室 Amazon Studios，尝试 UGC 电影制作；2011 年 12 月，亚马逊与好莱坞谈判，重新加盟 UltraViolet。这是一个“好莱坞制定”的格式，采用 Neustar 技术追踪用户，允许用户从任何在线零售商购买电影，存储在网络中央账户中，通过电视机、蓝光影碟机、移动设备播放电影，是好莱坞意图通过亚马逊、百思买、沃尔玛大型零售商推广，占领家庭视频的商业策略。Fox Entertainment、康卡斯特旗下的 NBC Universal 以及维亚康母下属的派拉蒙电影公司都是该组织会员——联盟推出已有两年时间，进展不达预期，如果好莱坞愿意把大片首映权让渡给亚马逊，这个联盟的价值就要重估，进程尚有变数，这几乎取决于好莱坞的意愿，如果仍把 UltraViolet 当做 DVD 的替代品，无非是再重复一遍 DVD 的生命周期； 发行： 强大的平台实力无可比拟，垄断了电子书的发行；2011 年中上线 Amazon Android AppStore；电影发行方面尚不具优势； 放映： 自己的终端设备 Kindle Fire。
	苹果	内容： 2012 年 4 月，与狮门、米高梅和派拉蒙影业共同创建的 EPIX 洽谈在未来推出的电视设备上播放流媒体电影，之前 EPIX 一直由 Netflix 拥有独家版权； 发行： 强大的苹果商店和 iTunes，垄断了应用程序发行和音乐发行。但是似乎在电影发行上没有优势，不具备大片首映权。目前是通过 iTunes 渠道销售电影，与电影 DVD 发行时间一致，最新发行电影费用每部 14.99 美元，老电影 3.99 美元——这个方法是不能改变和树立互联网电影发行规则的。曾经经营过皮克斯的乔布斯生前计划“重新改造电视业”和“给好莱坞电影公司的老大开出他无法拒绝的条件”，现在需要新的行业领袖去发现和实践——乔布斯经营皮克斯的时候，从 1986 年《顽皮跳跳灯》获得奥斯卡提名，到 1988 年《锡铁小兵》成为首部获得奥斯卡最佳动画短片奖的电脑制作动画短片，再到 1995 年与迪士尼合作拍摄《玩具总动员》成为当年的票房总冠军，这时乔布斯第一次意识到自己即将可能改变电影业，面对强势的迪士尼和顽固不化的市场观念，乔布斯坚定的摆脱迪士尼为其设立的非常低的“动画承包商”定位，而把自己定位为“电影公司”，这可能是历史上硅谷文化向好莱坞文化发起的第一次挑战； 放映： 自己的终端设备 iPhone、iPad。

资料来源：民族证券

2、随着乐视这一行业领军者带领智能电视兴起，家庭影院的条件逐渐成熟

当视频工程师开始研究数字化电视时，他们没有从电脑网络的设计中吸取任何经验。他们忽略了异类系统和信息标题的灵活性，反而为图像分辨率、帧频、屏幕高宽比和交错扫描等问题争论不休，而不是把它们当成“可变的”因素。电视尊奉的是模拟世界教义，互联网尊奉的是比特世界教义。

——尼葛洛庞帝《数字化生存》

表 2：乐视网为智能电视探索行业规范——真正符合互联网逻辑的智能电视参数到底是什么？

参数	数据	说明
价格	X60 定价 6999 元+包年 490 元	金字塔战略的塔尖定价价位合理，并与商业模式紧密相连 ——智能电视的电视零件部分的配置不需要太高，主要靠服务（用户收费）赚钱。
画质	夏普 X 超晶面板 3D 1080P LED 背光屏幕	没有证据表明，消费者重视画质甚于节目内容 ——高清电视这个错的理念 1972 年日本人首先提出来，随后在欧洲和美国蔓延，直到 1991 年美国率先突然觉醒，通用仪器公司率

		领行业走上了比特之路，而不至于陷入电视技术公司模拟思想的陈旧温床，1993 年欧洲也接受了这一观点。此后虽然在提出问题的方面仍有错误，仍是电视思维模式。例如交错扫描技术这一曾经电视伟大的构想，对于电脑就毫无意义——比特世界随身携带关于自身的额外信息，“随时”增减交错、改变帧频和屏幕高宽比例。人类目前开辟的互联网新世界仍处在原始时期，比特世界还轻易不能为某些看起来固定的标准进行立法； 乐视夏普屏已足够满足用户需求，市场诟病的背光源问题并不构成主要矛盾，6999 元的乐视超级电视性价比极高。
音效	魔音音箱 支持 Dolby 和 DTS 解码、 光纤输出	不亚于电影院
芯片	高通骁龙 S4 prime, 1.7G 四核 Krait CPU, Adreno320 GPU	智能电视最适合“拓扑学逻辑”，而不是从其经济模式上入手思考——电话是点对点传输时功效最佳；橄榄球比赛传输适合用卫星。每一项具体的业务和它要到达的客户都要用不同的网，才是真正实现了最低成本、最高品质的。我们都说互联网便宜，这个说法非常模糊，因为远隔太平洋的比特传输并不比相隔 5 米距离的比特传输缓慢和昂贵。这对商业的指导意义是，如果这个世界上存在一个理论上可以实现一统所有传输技术（电话、卫星、空中广播无线网、有线网、比特）的公司，它可以无阻碍实现不同内容源、不同用户的技术转换。——这才是比特思维，不是传统思维。
主板	2G 内存，支持永不断电	
Wi-Fi	2.4G/5G 同步双频 WI-FI	
上行带宽	ADSL 非对称数字用户环路被对称的光纤全面取代，技术上已解决问题	视频网站诞生后，对网络的上行带宽要求非常严格——不同于文字和图片，因为回传方书写和画图都很慢，所以对上行带宽要求不高，视频互动由于回传方也是即时的，所以对上行带宽要求高。
技术变数	某种新技术	真正的直播除了体育赛事和选举之外，其余节目的直播需求很低，我们也不需要看分辨率更高的节目，而是在观赏棒球比赛时，可以选择从球场观众中的任何位置甚至从棒球抛出的角度来欣赏。 这是智能电视的真正变化。

资料来源：民族证券（注：我们将再撰写专题报告分析智能电视的参数问题，以及机顶盒“收费亭”不代表未来）

二、电影票是实现电影 O2O 的理想介质，团购的大数据原理在电影票市场发挥威力： 即便把商业模式提前判断出来，也不会改变未来的行业格局——因为它不怕被复制。 它最可能成长为长线股

第一部分、1、8），我们谈到“电影票是互联网新世界里电影发行的一张船票”，“电子售票还远远没有实现真正的互联网化”，“我们把电影票作为可能的切入点，是因为每一张电影票后面都是一个付费用户，如何让电影票从被动变主动，从无生命到有生命，是我们要解决的问题”，下面展开论证。

1、国内传统商业方不适合做电子票务，我们需要寻找新的平台

表 3：国内外电子票务系统比较

国家	票务网	说明
美国	movietickets、fandego	几乎聚合了包括通用、联艺、AMC、卡迈克、马库斯在内的北美所有院线和电影院，用户通过网站购票或自主售票终端机购买电子电影票； 商业模式：只收取服务费； 市场份额：40-50%的网售比例。
中国	网票网、哈票网、蜘蛛网、玩主影院、格瓦拉	专业票务网很难有美国那么高的行业集中度。 商业模式：哈票网是美国模式，有的网站是票价提成； 营销模式：哈票网是国内唯一一家“驻地化”票务网，接入华北、华东、华南、西南四区。
	院线自有票务网：上海联和、万达	2010.7，上海联和整合影院票务，商业模式是每张电影票不高于 12 元或票价 20% 的手续费； 2011.4，万达院线打造了一个网上售票平台，和移动应用、呼叫中心相结合，商业模式上是正价票、会员票、卖品网上销售，高峰时期的客户转换率高达 13%。
	满天星、火凤凰、火烈鸟、沃思达、中鑫汇科	国家电影资金办的影院票房管理信息中心强制电影院安装了满天星、火凤凰、火烈鸟、沃思达、中鑫汇科五大售票软件。
	市场份额： 目前国内网上售票产生的票房约占全部票房的 20-30%，低于美日韩的 40-50% 的票房占比； 瓶颈 1： 票务市场高度分散，一个平台只能对应一部分电影院，用户体验不好。原因是院线高度分散，较难在价格和服务上达成共识，同时不少院线无法控制旗下影院，无法强制要求旗下影城统一加入电子商务平台。像国内的院线做不好发行环节一样，他们也做不好电子票务； 瓶颈 2： 由于电子票务的平台特性非常强，市场分散的现实导致第三方专业票务网的核心优势进一步发挥受到制约。中国票务网分为三大类，民营队、国家队、院线队。目前国内主流影院售票系统火凤凰、火烈鸟、满天星、影擎，各自封闭，不具有开放性，较难普遍实现线下影院“实时选座”功能； 瓶颈 3： 线上营销资源缺乏，线下营销团队组建便成为关键方式，也是说服影城和第三方票务网合作的关键。线下营销属于传统商业行为，成本高、范围小、见效慢； 结论： 国内传统商业方不适合做电子票务，我们需要寻找新的平台。	
	团购	2010 年起； 商业模式： 票价与第三方专业票务网基本相同，不同的是，一个是运用了大数据原理的互联网做法，一个是传统商业思维。

资料来源：民族证券

2、大平台具备做电子票务的规模优势，然而前提是首先成为线上发行方

表 3 证明了，国内的传统商业方不适合做电子票务，我们需要寻找新的平台。

从平台规模的角度来看，易信、微信等互联网平台方是适合做电子票务的地方；然而，微信整合票务是自上而下，全面介入一个新的行业非常困难，垄断票务更加困难——这推理出，电子票务是垂直电商，而非综合电商；

从产业链整合的内在逻辑连贯性来看，首先成为线上发行方的，具有做电子票务的第一实力和第一动力。第一部分证明过，线上发行对于视频网站势在必行。未来国内的视频网站方将呈现寡头垄断格局，这类似于美国的院线辛迪加，而非国内的分散院线格局。寡头垄断的视频网站方和发行方建立寡头垄断的票务平台，这一票务平台与传统的电子票务仅仅是网上买票不同，它同时包含了“线上观众票务”和“线下观众票务”。理论上可行。

线下观众票务如果可以做到 40% 的市场份额，假设国内年票房收入 500 亿，线下电子票务的手续费按照 5 元/张计算，年线下电子票务收入为 25 亿元（表 4）；

表 4：线下观影电子票务敏感性测算（单位：亿元人民币）

年票房收入 手续费	200 亿	250 亿	300 亿	400 亿	500 亿
1 元	2	2.5	3	4	5
2 元	4	5	6	8	10
3 元	6	7.5	9	12	15
4 元	8	10	12	16	20
5 元	10	12.5	15	20	25

资料来源：民族证券（注：按 40% 市场份额，40 元/张票价）

线上观众电子票务收入测算，以 Netflix 为例，付费用户 3000 万人，包月费 8 美元。假设其中 4 美元是为电影支付的。每周看一部影片，相当于每部影片的电子票价为 1 美元。收取 10% 的线上票务费，年线上电影票务收入为 1.44 亿美元（表 5）；

线上观众电子票务的理论推演如何落地，还需要找到它的商业模式（表 6）。

表 5：线上观影电子票务敏感性测算（单位：亿元人民币）

付费用户数 包月费	2000 万	3000 万	4000 万	5000 万	1 亿
10 元	1.2	1.8	2.4	3	6
20 元	2.4	3.6	4.8	6	12
30 元	3.6	5.4	7.2	9	18
40 元	4.8	7.2	9.6	12	24
50 元	6	9	12	15	30

资料来源：民族证券（注：“手续费”按 10%，假设包月费的 50% 是为观看电影支付的）

3、上一轮团购失败了，但是不代表它的模式有问题，线上观影电子票务让团购复活

团购原理：大数据即时的、流处理与对象的已被抽象的层次的动态结构是“同构的”（0 和 1），可以被完全认识和证明。从任意立足层面的选择点出发，向上向下都是因果。

一般的电子商务赚钱非常困难，尤其是垂直类电商，储存成本和物流成本很难被用户创造的价值弥补回来。团购规避了这两个问题，它利用大数据原理，实现线上批量撮合。然而，适逢线下商业零售受到电子商务狙击，不惜成本的降价，这一股传统商业浪潮冲击的力量盖过了团购，让团购大部分没能存活下来，团购“通过大数据原理培养新的购物体验的完美计划”还没有充分展开，用户还不熟悉其实有比他们以往根据线下购物旧时代经验有更好购物习惯的时候，团购网站就纷纷倒闭了。

首先回答一个问题：团购为什么唯独对线上观影电子票务具有核心优势？

第一，淡化价格，从票价到包月费的思维转换。团购在第一轮竞争中失败，因为与竞争方进行的是“价格”正面较量。线上观影票务应想方设法淡化“单纯票价”问题。而线上观影因为“包月费”等支付方式，已经淡化了每部影片的票价。应意识到“票价定义已改变”，我们把“传统世界的票价”转化为“以网上包月费存在的电影价格”；

第二，从手续费到线上发行方营销分成的思维转换。未来的视频网站不会是垄断，而是寡头垄断格局，相当于几条大的院线展开激烈竞争，需要大数据原理争夺网络用户。表 5 有一个手续费假设，含义是作为几条大的线上院线的营销工具存在。这一手续费是票务方和院线方之间的分成，而票务方最有可能是发行方（第一部分已证明）。它涉及“怎么挣”和“怎么分”两个层面；

第三，为线上观影票务立法：怎么挣——从营销到团购的思维转换，也就是对 O2O 的终极理解，“团购到更好的服务”。我们判断线上观影票务方仍为发行方，线上发行方收入来源分为发行收入和票务收入两部分。票务部分的着力点在于，提高付费用户数量和提高单用户 ARPU 值（表 6）。

一个有益的启示是：2006 年 FOX 下线《发展受阻》遭到观众抗议。在视频网站上，团购代表“观众票选”，对放映方具有“档期选择的提前指导意义”。票务方因票选组织的前瞻能力而获得放映方的分成。一个组织的声音比一群无组织的群众的声音更响亮，更有建设性，这就好像不同信仰、不同党派的人之间的对话总是为了一次选举一样。这也许是团购存在的含义。

这里有两个小结：第一，网上发行生态日益成熟，逐渐培养起新的档期观念；第二，互联网社会的组织纪律性成为普遍观念。

表 6：线上发行方的收入分为发行收入和票务收入两部分

线上发行方 收入形式	发行收入和票务 收入的区别	来源	说明
发行收入	来自院线方分成	广告分成	单部影片观看用户数增加带来单部影片广告收入增加
		包月费分成	如果不存在广告收入，包月费是分成的基础
票务收入	来自用户支付	包月费	条款设计——价格：包月费弹性、按次点播；服务。

资料来源：民族证券

三、乐视网和光线传媒的估值和投资评级

在传统院线向视频网站迁移的过程中，我们建立了一个新世界，也破坏了一些原来的生态规则，需要重新建立起来。我们还没有真正的网上发行方，只有好莱坞文化和硅谷文化相融合才能重塑网上发行生态。仅仅有平台是不够的，具有首映权的电影最有发行价值，视频网站需要跟专业发行团队合作，才能改善目前视频网站最急于改善的一个困境，这需要优酷们自己意识到这个问题：从电影发行入手突破用户收费。光线传媒的传统影业发行能力有目共睹；乐视网作为最大的变数，最有望以行业立法者的领袖身份开创行业规范，乐视同步推进智能电视和花儿影视在全球范围内都是一个重要信号——它意味着好莱坞向硅谷的迁移势在必行；

电影票是实现电影 O2O 的理想介质。利用团购的大数据原理，线上观影票务方很可能由线上发行方担当重任。团购与票务方强大的营销能力相匹配，代表“观众票选”，对放映方具有“档期选择的提前指导意义”，票务方因团购的票选组织和前瞻能力而获得放映方分成；

另外我们还对乐视领军的智能电视参数做了全面反思，超级电视 X60 金字塔战略的塔尖定价价位合理，并与商业模式紧密相连，代表智能电视的未来。

Wind 预计乐视网 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 年 10 月 31 日收盘价 36.73 元，对应 2013-2015 年 P/E 分别为 108X、70X、53X。维持乐视网“买入”评级；

维持光线传媒“买入”的投资评级。

表 7：未来两年光线传媒盈利测算（总股本 5.06 亿股，2013 年 10 月 31 日收盘价 40.03 元）

项目匡算	2013H1	2013H2	2014
电影	与电视剧合计为收入 3.65 亿	1-2 部=1-2 亿	3-5 部现象级影片=6 亿
电视剧	4 部	9 部=3 亿	10-15 部=5 亿
综艺节目	收入 7120 万	央视 2-3 台节目=3000 万	期待 1 部现象级综艺节目=1-2 亿
演艺活动	3200 万	假设不变	假设不变
收入小计	4.68 亿	5.6 亿，全年收入合计 10.28 亿	15 亿
净利润小计	1.73 亿	按 38%净利润率计算，2013H2 为 2.13 亿，全年共计 3.91 亿	5.7 亿
EPS	0.34	0.77	1.13
市盈率	-	51X	35X

资料来源：民族证券（市场的预测均值比我们乐观；我们未考虑其他业务和任何并购带来的业绩）

四、风险分析

行业领袖的意志。

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，2003年1月通过CFA二级；

2005-2007年北汽福田企业股份有限公司 金融服务部业务主管；

2007-2012年国海证券 大消费行业研究员；

2012-民族证券 文化与传媒行业研究员。

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)