

困惑的智能电视行业,不困惑的乐视超级电视——乐视网 300104 (买入)

投资要点:

- 百视通不困惑, IPTV 业务一度为广电做了在用户收费方面边缘上的改善,未动广电的广告收入蛋糕,取得了 70% 的市场份额,其历史使命已经完成,2012 年底转型互联网电视,策略上与乐视最相似;
- 其他的智能电视,是这样一个矛盾综合体:广电和视频网站,两个困惑的团队不能通过合作形成正反馈——用户 ARPU 值起不来,广告就起不来,没有更大的蛋糕进行分成,这个商业规律不但适用于传统电视台、视频网站,也适用于智能电视,因此,传统电视台和视频网站都将在内容长尾和用户长尾里困惑下去;
- 只有乐视是不困惑的。它是 ESPN+Netflix+三星。仅从用户收费角度测算,ESPN 相当于 2 亿台超级电视,Netflix 相当于 3500 万台超级电视,百视通 IPTV 业务相当于 280 万台超级电视;
- 从广告收入角度测算,它与用户收费成正比。100/500/1000/3000 万台智能电视对应的广告收入是 2.95/14.75/31.5/98.5 亿元;
- “花儿影视+乐视网视频网站”两项业务所提供的安全边际=350-400 亿人民币;
- 投资周期与估值体系重建:互联网新经济世界的经济周期曲线是一条向上的斜线,为顺应传统经济周期的风格轮动式投资行为越来越少,成长带来价值,资本市场估值中枢整体上移。从 1%到 70%市场份额不是发生在红海里,而是发生在蓝海里,领军公司规模决定行业规模,这种存在顺序与传统行业相反。这决定了,行业内不同公司的估值没有可比性,龙头公司的估值溢价应明显高于传统龙头公司的估值溢价;
- Wind 预计乐视网 2014-2015 年 EPS 为 0.52/0.69 元,对应 2014-2015 年 P/E 为 80X、60X,换算成互联网行业的“市研率”,估值更低。Wind 对公司 2013 年业绩预测已经低估了 25%,市场的测算方法是基于传统经济思维的测算,不适合互联网公司。2016 年市盈率 5X,2018 年市盈率 2X。其真正的估值应具有龙头公司的明显溢价,它将比行业第二名(百视通成为行业第二的概率最大)的估值有明显溢价,溢价率 250%(70-20-10 定律)。维持乐视网“买入”评级。

乐视网 (300104)

分析师:栾雪飞

Tel: 010-59355511;13522028695

Email: luanxf@chinans.com.cn

执业证书编号: S0050512100001

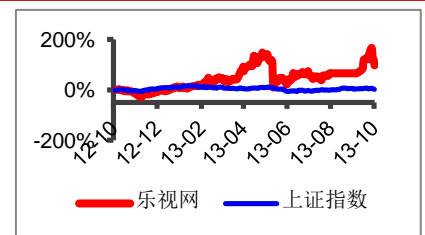
投资评级

本次评级: 买入
跟踪评级: 维持
目标价格: -

市场数据

市价(元)	39.08
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	2227/ 8597
2012 年股息率	-

52 周相对市场改变



相关研究

从改良到革命: IPTV 只是过渡,但它已领先爱奇艺 TV 和同洲飞 TV 好几年——乐视网 300104 (买入)

世界之巅的样子: 你买的远远不是一个公司的乐观+远见+执行力——乐视网 300104 (买入)

70-20-10 定律适用智能电视的完整周期——乐视网 300104 (买入)

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以在电影票市场发挥威力——乐视网 300104 (买入)

对投入产出的明确预测可以到摩尔定律失效那天为止——乐视网 300104 (买入)

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

正文目录

引子.....	3
一、乔布斯不困惑，资本市场就不困惑.....	3
二、智能电视横向坐标定位：百视通 IPTV 以东是超级电视，以西是其他智能电视.....	3
三、视频网站的坐标位置：消除困惑，进军大屏.....	4
四、百视通 IPTV 发生在传统电视的边际上，结果也实现了 70 份额.....	5
五、智能电视纵向坐标定位：乐视网经营战略和核心竞争力分析.....	5
六、盈利模式：用户收费和广告的正反馈，甚至是用户收费/广告/硬件的正反馈.....	7
七、目前的市值仅仅反应了安全边际.....	8
八、投资周期与估值体系重建：乐视网（300104）估值和投资评级（维持买入）.....	9
互联网经济新周期和传统经济周期的估值本质不同，对投资行为的影响也本质不同.....	9
70-20-10 定律和传统“大行业小公司”的存在与虚无，以及估值逻辑.....	9
九、风险分析.....	11

引子

人的一个特征叫“矛盾”。不诚实就会表现为“矛盾”。

社会的一个特征叫“边际”。沿着既有的方向改良，带来社会进步和个人成功，但内在的困惑却一直存在着。

Stay hungry, stay foolish 这句话好像是矛盾的，前半句是原来的方向，后半句是回到原点。它的本意是，拼命的跑到旧世界尽头，在新世界的起点，从零开始。完美，成为一个相对的词语，旧世界的完美，在新世界是虚无的。它是不困惑的。

当物质在旧世界，精神在新世界，为了消除困惑，只能在新世界创造出物质。

苹果不困惑，它发明了智能手机。人们的精神已经进入互联网新世界，智能手机的普及是必然的，它消除了人们的困惑。苹果为资本市场创造了超额收益；

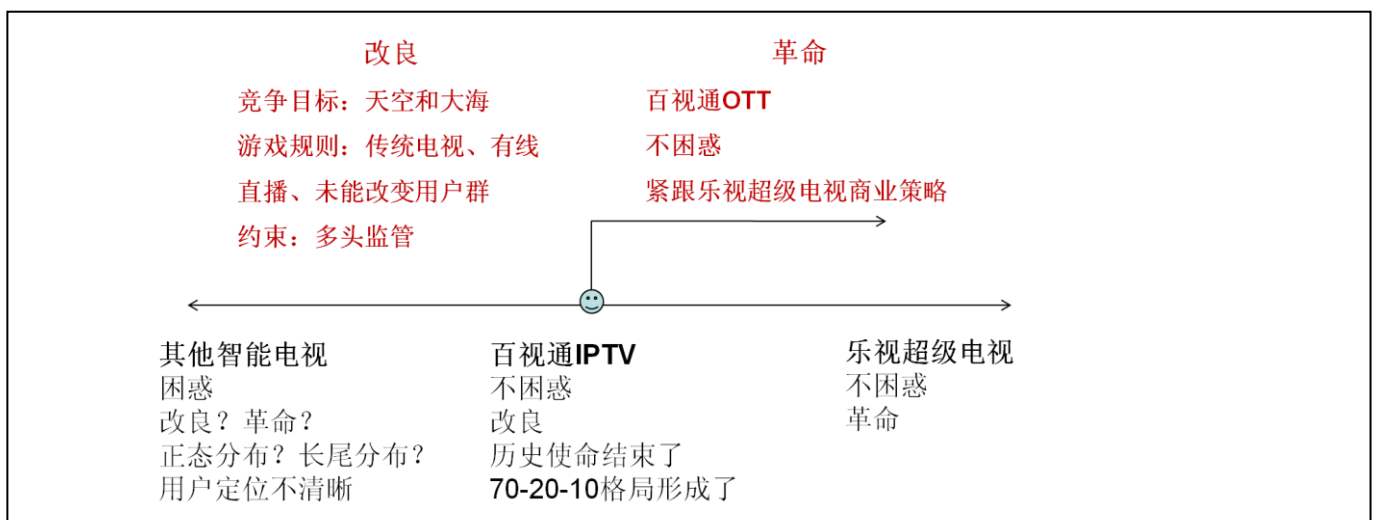
乐视超级电视不困惑，它将为资本市场继续创造超额收益。

一、乔布斯不困惑，资本市场就不困惑

乔布斯之前，Apple TV 年出货量近千万台；乔布斯之后，苹果公司搁浅智能电视，转向 iWatch。

二、智能电视横向坐标定位：百视通 IPTV 以东是超级电视，以西是其他智能电视

图 1：电视的横向坐标轴——百视通 IPTV 以东是乐视超级电视，以西是其他智能电视



资料来源：民族证券

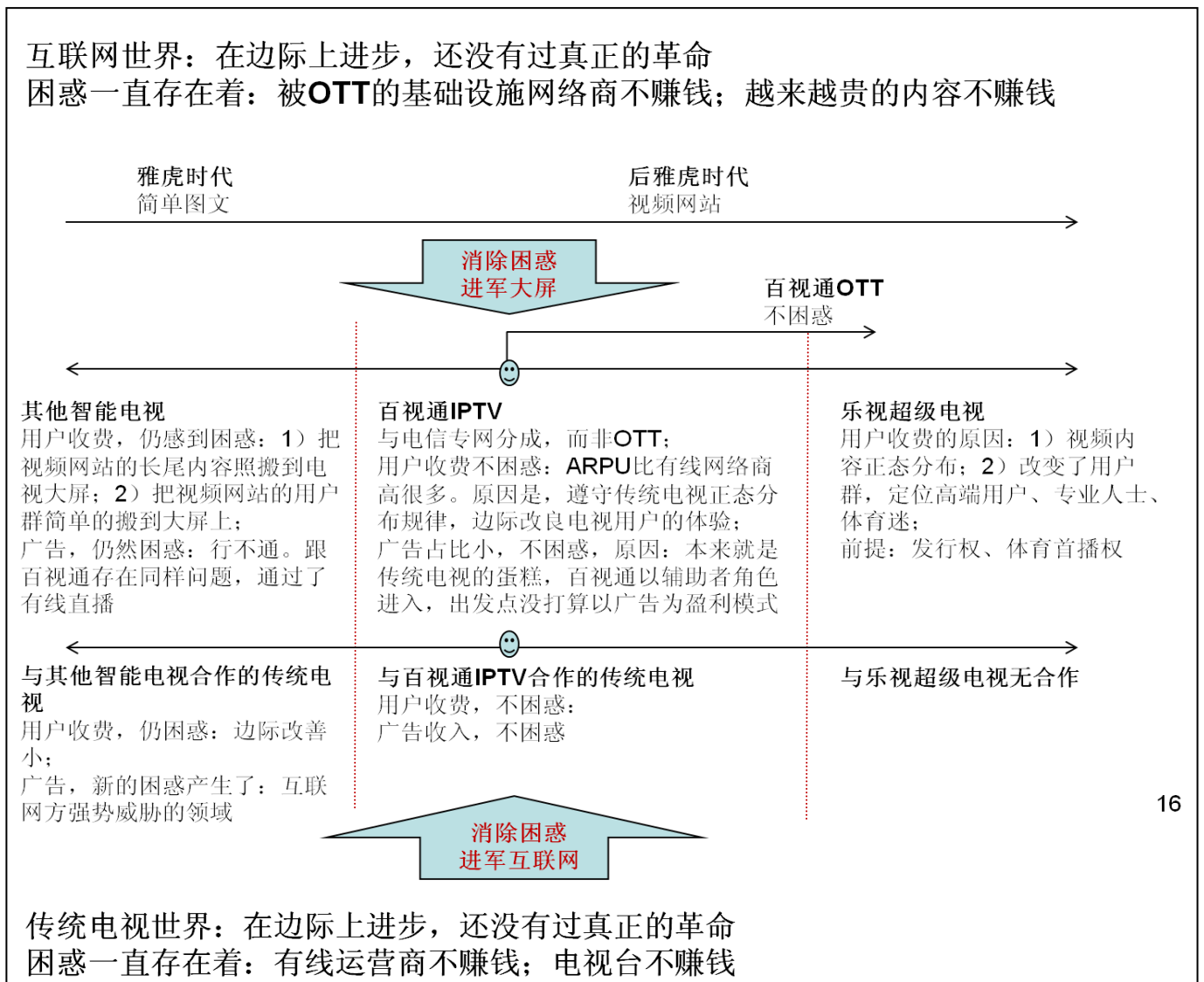
三、视频网站的坐标位置：消除困惑，进军大屏

雅虎给了人们互联网的精神需求；

苹果给了与人们互联网精神需求相匹配的物质；

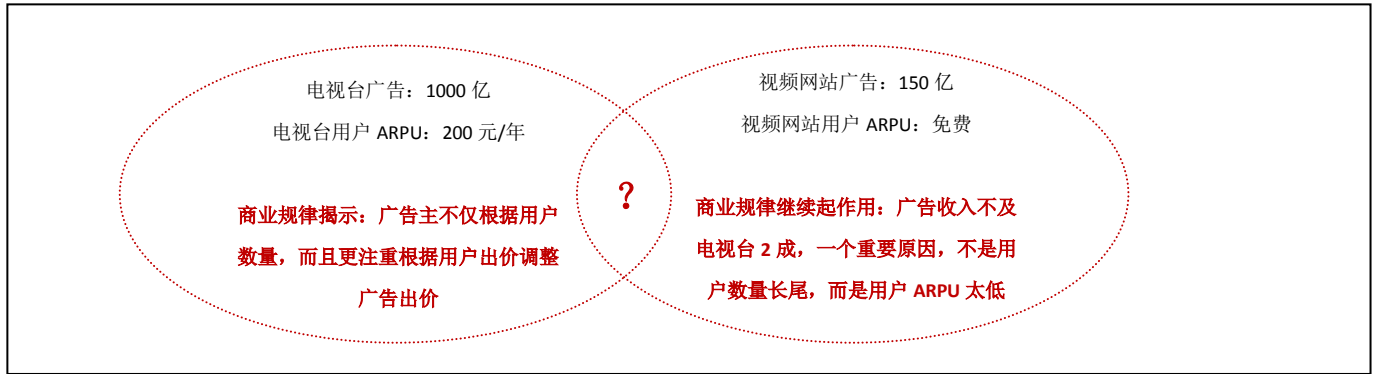
但是，人们的互联网精神需求也有马斯洛层次，马斯洛层次提高了，免费产品不能满足精神需求了，需要花钱购买更有价值的精神需求。智能电视就是要给人们与他们更高层次互联网需求相匹配的物质。

图 2：视频网站在互联网世界的边际上诞生，在困惑中存在。为消除困惑，进军大屏。他们希望用视频网站内容为电视台继续做边际上的改善，由于他们高估了视频网站长尾内容的价值，在改善中觊觎着革命。然而，在用户收费上，他们仍普遍感到困惑，不得已只好试图抢占广电原有的广告收入蛋糕，为自己制造了新的困惑。乐视超级电视是与更高层次互联网需求相匹配的物质发明，只有乐视是不困惑的



资料来源：民族证券、丹麦市场研究机构 Strand Consult，等

图 3：两个困惑的团队通常不能通过合作形成正反馈——用户 ARPU 值起不来，广告就起不来，没有更大的蛋糕进行分成，传统电视台和视频网站都在内容长尾和用户长尾里困惑着



资料来源：民族证券

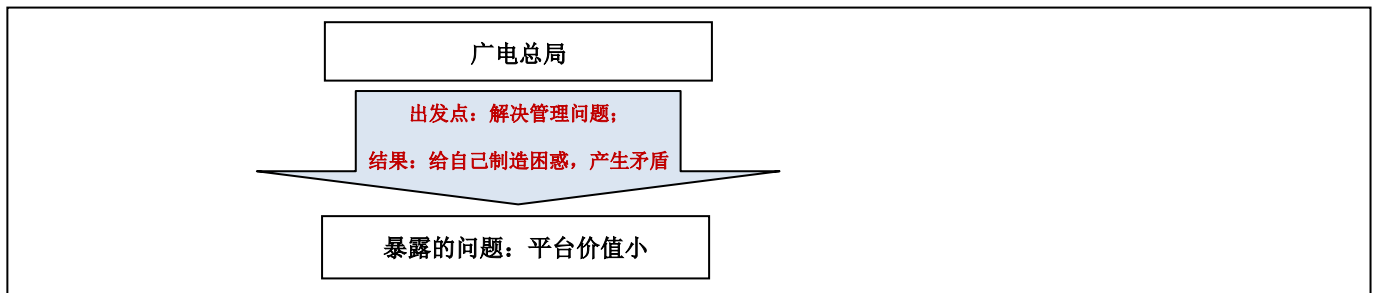
四、百视通 IPTV 发生在传统电视的边际上，结果也实现了 70 份额

百视通和 CNTV 几乎同时在 2005 年获得 IPTV 牌照，市场化的百视通 IPTV 业务发展明显更快；

因为是国内第一家获得 IPTV 牌照的公司，华数传媒在 2012 年才取得第三张牌照，政策壁垒保护了百视通 IPTV 的 70 市场份额。

牌照的决定作用，到互联网电视的时候，已经明显弱化（图 3）。

图 4：互联网电视牌照为管理智能电视而生，却产生了困惑，让牌照方平台价值小的问题暴露出来

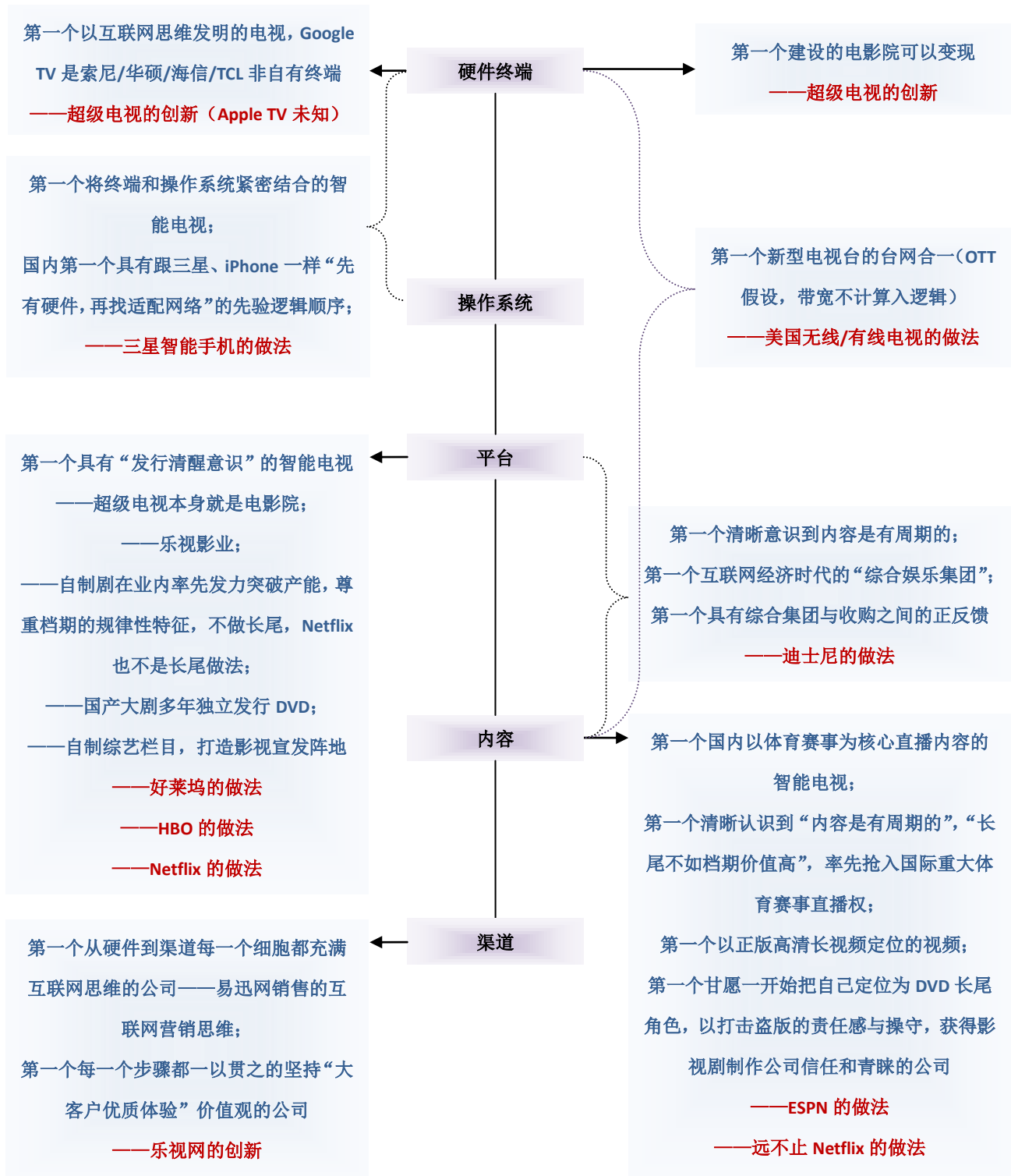


资料来源：民族证券

五、智能电视纵向坐标定位：乐视网经营战略和核心竞争力分析

已解决的困惑：1、究竟什么是直播，用户需要的直播是什么；2、触网免费趋势和用户收费的矛盾；3、究竟真正的智能电视硬件参数是什么。

图 5: 每一个棋子看似散落，最后都能连贯成一条大龙，而这些，连乐视自己也未必事先知道，他只是有着先验的正确的逻辑顺序，他只是每走一步，就把手里已有的棋子运用到最高境界。——超级电视觉醒的全球第一实在是太多了。它把美国 150 年以来的影视剧产业链、20 年以来的电脑互联网软硬件产业链，每一个环节的本质都了解的非常透彻到位，然后，把两个差别巨大的行业又完全打破界限，把每一个行业内的所有子行业也完全打破界限，将它们一以贯之的融合在了一起。最后，做了互联网新经济时代的真正创新。——这些都是不是秘密的商业秘密



数据来源：上上篇报告

六、盈利模式：用户收费和广告的正反馈，甚至是用户收费/广告/硬件的正反馈

表 1：用户收费——公司盈利模式分析之一

	市值	年收入	净利润	用户收费/年	比较
ESPN	3500 亿人民币	1000 亿人民币	200 亿人民币	500-1000 元人民币	2 亿台超级电视
Netflix	1200 亿人民币	170 亿人民币	-	575 元人民币	3500 万台超级电视
百视通 IPTV 部分	400 亿人民币	14 亿人民币	5 亿人民币	80 元人民币	300 万台超级电视
超级电视	-	-	-	490 元人民币	-

资料来源：民族证券（注：ESPN 假设在 Disney 集团的利润占比为 50%）

表 2：异类 ESPN 的正反馈思维，不是根据当时的 ARPU 值确定购买更便宜的影视剧，而是花较多的钱购买更有增值空间的时效性极强的体育直播。它向前走，它对了。——乐视网体育赛事的投入产出比敏感性测算（单位：亿元；比旧表有更正，已用斜线字体标出）

收入项目	超级电视销量（万台）			
	100 万台	500 万台	1000 万台	3000 万台
广告收入（亿元）	5	25	70	250
A、体育频道广告收入（占比 10%）	0.5	2.5	7	25
B、体育频道广告收入（占比 20%）	1	5	14	50
C、体育频道广告收入（占比 30%）	1.5	7.5	21	75
用户订阅费（亿元）	4.9	24.5	49	147
a、体育频道用户订阅费（占比 10%）	0.49	2.5	4.9	14.7
b、体育频道用户订阅费（占比 20%）	0.98	4.9	9.8	29.4
c、体育频道用户订阅费（占比 25%）	1.23	6.1	12.3	36.8
d、体育频道用户订阅费（占比 50%）	2.45	12.25	24.5	73.5
分销收入（亿元）	5.5	10	20	30
体育赛事分销收入（占比 20%）	1.1	2	4	6
超级电视收入小计（亿元）	15.4	59.5	139	427
(A+a) 体育频道收入小计 1（亿元）	2.1	7.0	15.9	45.7
(B+b) 体育频道收入小计 2（亿元）	3.1	11.9	27.8	85.4
(C+c) 体育频道收入小计 3（亿元）	3.8	15.6	37.2	117.8
(A+d) 体育频道收入小计 1（亿元）	2.95	14.75	31.5	98.5

资料来源：《世界之巅的样子：你买的远远不是一个公司的乐观+远见+执行力——乐视网 300104（买入）》

（注 1：美国众多频道的用户订阅费排名和广告收入水平成正比；

注 2：ESPN 的广告收入占其总收入的比例为 3 成；

注 3: ESPN 在迪士尼的利润贡献是 50%;

注 4: 表中估算的广告收入与用户订阅费似乎存在与注 2 的矛盾。然而如果根据“500 万台相当于一个一线卫视”的说法，25 亿元广告收入已是打 3 折的估算——主要原因是我在把体育频道广告收入和体育频道用户订阅费相加时，出了错误。本报告特此更正，更正部分已经用斜线标示。A+d 的组合，是体育频道广告收入占体育频道总收入 20-25%的情境)

硬件:

横跨体验经济周期，穿越摩尔周期。旗舰高端产品有可能获得苹果 iPhone 高达 20-30% 净利润率的超额利润。

七、目前的市值仅仅反应了安全边际

对事实的估值通常不带来超额收益，但它提供安全边际，提示买入时机。

表 3: 仅从用户收费来看，超级电视可以带来的市值增长参考

公司	市值	年收入	净利润	用户收费/年	比较
ESPN	3500 亿人民币	1000 亿人民币	200 亿人民币	500-1000 元人民币	2 亿台超级电视
Netflix	1200 亿人民币	170 亿人民币	-	575 元人民币	3500 万台超级电视
百视通 IPTV 部分	400 亿人民币	14 亿人民币	5 亿人民币	80 元人民币	280 万台超级电视
超级电视	-	-	-	490 元人民币	-

资料来源: 民族证券

表 4: 安全边际之一——花儿影视 100% 股权

公司	目前市值 (亿元)	净利润 (亿元)				3-6 个月市值判断
		2012	2013E	2014E	2015E	
花儿影视	收购公告发布后，一度市值边际增值 220 亿，目前市值仅体现出公告前 70 亿元的市值增值，这 70 亿里还含有超级电视的市值，因此市场对花儿估值不到 70 亿	-	0.63	0.81	1	150 亿 单独的内容公司和综合娱乐集团内部的内容部门，价值是根本不一样的。迪士尼收购卢卡斯、皮克斯、漫威市盈率高达 40-50 倍，收购后卢卡斯在 4 年内、皮克斯在 8 年内、漫威预计也在 5 年内收回投资
华策影视	170	2.15	3.3	5	6.5	1) 电视剧固有周期上行阶段，谷底出现在 2013 年中，如没有外在扰动，上行周期预计持续到明年；
华录百纳	55	1.17	1.5	2	2.5	2) 外在扰动: 智能电视在第一阶段硬件大规模投入后，需要购买更多的内容支持业务运转，对电视剧是利好，但是价格弹性高度不易测算

资料来源: 民族证券 (注: 花儿净利润为业绩承诺，华策和华录净利润为市场预测值，不可比)

表 5：安全边际之二——乐视网视频网站

公司	收入		净利润		市值（亿人民币）
	2012	2013Q3	2012	2013Q3	
乐视网视频网站部分	12	14	1.9	1.7	200-250
优酷土豆	18	21.3	-4.24	-5.56	300

资料来源：乐视网、优酷土豆年报、三季报

“花儿影视+乐视网视频网站”两项业务所提供的安全边际 = 350-400 亿人民币

八、投资周期与估值体系重建：乐视网（300104）估值和投资评级（维持买入）

互联网经济新周期和传统经济周期的估值本质不同，对投资行为的影响也本质不同

传统经济是有周期的，基钦周期 44 个月；

纯互联网世界也是有周期的，摩尔定律决定类基钦周期长度，我们给这个短周期取个名字叫“摩尔周期”；

互联网世界和传统世界深入结合后，安迪-比尔定律回归，超级应用叠加，保证了上游硬件网络商在摩尔周期到来之前，不必亏损着等待软件商拯救，而是在还有利润可赚的时候就能升级换代。这在理论上，保证了经济萧条不再容易发生，于是互联网新经济世界的经济周期曲线成为一条向上的斜线。

它对全球资本市场投资行为和估值的影响：

第一，为顺应传统经济周期的风格轮动式投资行为越来越少，成长带来价值；

第二，资本市场估值中枢整体上移。

70-20-10 定律和传统“大行业小公司”的存在与虚无，以及估值逻辑

从 1% 市场集中度到 2% 的市场集中度翻倍，不确定性大，不符合概率投资规律：品牌建立和维持困难，回顾起来，它确实不仅仅是品牌力这么简单，它与当时的政策环境、思想观念的惯性等关系似乎更大。因此，已有的品牌通常是有周期的，从无到有的品牌是艰难的。从 1% 提升到 2% 的概率，往往低于从 1% 降到 1% 以下的概率。这不符合概率投资规律。

70-20-10 定律的存在与估值：幂律定律约束下的确定复利规律

病毒扩散的“幂律定律”，决定了在互联网世界里，具有先发优势的公司更快的获得用户扩张，这个速度是以幂律定律为约束的；第二阶段，产业链各个环节又具有明显强于传统经济的“耦合性”，它们保障了产业链核心环节的核心优势。这是“70-20-10 定律”存在的两个约束，它们保证了 70-20-10 定律不是虚无而是存在的；

估值空间和估值溢价：从 1% 到 70% 市场份额不是发生在红海里，而是发生在蓝海里，领军公司规模往往决定行业规模，这种存在顺序与传统行业相反。这决定了，行业内不同公司的估值没有可比性，龙头公司的估值溢价应明显高于传统龙头公司的估值溢价。

所有没有自有终端的智能电视、所有以电视机思维制作的智能电视，只要加入了“有线直播”，只要不是革命性的从取得发行权突破用户收费难题，就超不出百视通 IPTV 昨天的做法，他们只能和传统电视台一起在内容长尾和用户长尾中一直困惑下去。百视通已取得这个市场 70% 的份额，这些所谓的智能电视商在剩余的 30% 市场中难有作为。

百视通 IPTV 的历史使命已经完成，正在紧跟乐视网步伐，积极转型 OTT。

Wind 预计乐视网 2014-2015 年 EPS 为 0.52/0.69 元，对应 2014-2015 年 P/E 为 80X、60X，换算成互联网行业的“市研率”，估值更低。Wind 对公司 2013 年业绩预测已经低估了 25%，市场的测算方法是基于传统经济思维的测算，不适合互联网公司。2016 年市盈率 5X，2018 年市盈率 2X。其真正的估值应具有龙头公司的明显溢价，它将比行业第二名（百视通成为行业第二的概率最大）的估值有明显溢价，溢价率 250%（70-20-10 定律）。维持乐视网“买入”评级。

表 6：超级电视销量预测

(单位：万台)	2013Y	2014Y	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y
X60	10	100	300	500	800	1000
S40	6	50	200	500	800	1000
S50 2D/3D	3	70	250	500	800	1000
小计	19	220	750	1500	2400	3000
中国平板电视出货量	6000	7200	8640	10368	12442	14930
中国智能电视出货量	300	720	1728	3110	4977	7465
超级电视/智能电视	6.3%	30.6%	43.4%	48.2%	48.2%	40.2%

资料来源：《70-20-10 定律适用智能电视的完整周期》表 8

表 7：超级电视盈利预测（比旧表有所调整，用斜线字体标示）

(单位：万元)	2013Y	2016Y	2018Y
硬件收入	90981	5998500	11997000
硬件利润率	5%	15%	25%
硬件利润（假设修改前）	4549	899775	2999250

硬件利润（假设修改后）	2300	300000	1000000
用户收费提价率	-	20%	20%
用户收费	9310	882000	2116800
广告收入（假设调整前）	1.5	30	80
X60 广告收入（假设调整前）	1	25	70
S40/50 广告收入（假设调整前）	0.5	5	10
广告收入（假设调整后）	1.5	105	250
X60 广告收入（假设调整后）	1	73.5	175
S40/50 广告收入（假设调整后）	0.5	31.5	75
总收入小计（假设调整前）	13861	1781805	5116130
总收入小计（假设调整后）	11611.5	1182105	3117050
CDN、研发&内容摊提等主要成本	8233	999593	2836382
超级电视毛利润（假设调整前）	4783	664881	1937785
超级电视毛利润（假设调整后）	3378.5	182512	280668

资料来源：《世界之巅的样子：你买的远远不是一个公司的乐观+远见+执行力——乐视网 300104（买入）》表 20（P39）

（注 1：旧表中 2018 年硬件利润率 25% 的假设下，硬件利润 299 亿，这远超市场预期。我们未区分旗舰高端电视、普通电视，重新调整假设，25% 的硬件利润率是旗舰高端产品的，普通版硬件利润率假设为零，对应硬件利润 100 亿元；

注 2：旧表中广告收入与本报告表 2 中的广告收入不吻合。旧表广告收入小于本报告表 2 测算结果。将广告收入按照本报告表 2 进行调整，旗舰高端产品广告收入在产品线广告收入总和中占比 7 成，为 250 亿*70%=175 亿元人民币；低端产品广告收入为 75 亿元人民币。）

九、风险分析

持有者和不看好者对风险的看法完全不同——持有者会对优点的看法趋于谨慎，不看好者会对优点视而不见，两种人的看法却显示为一种和谐。对于这种矛盾的消除，主要在于持有者修正过于保守的态度，贝珠共生不是风险；

互联网电视的物质创造能否匹配人们对互联网世界的精神需求；

领军者意志：甘当长尾，能当领袖；

人的矛盾：看好和不看好超级电视的理由是一样的。

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)