

公司等于行业——乐视网 300104 (买入)

投资要点：

- 超级电视是技术进步的社会平均成本下降到足够低的时候，企业家进入所做的正确的机械组合：“大屏计算机+网络+具有发行权的正态分布内容”，对应商业模式为“安迪-比尔定律下的硬件收入+商业交换原则的用户收费与广告”；
- 在前面报告的逻辑基础之上，这篇报告落实到价与量所遵守的定律，以及基于定律的测算；
- 价格：用户收费和硬件定价遵循二八原则，广告定价有望重估；
- 增速：因为只有需求定律是不变的，唯一改变的是需求曲线的斜率，高端用户增速初期为幂律定律，后期为 60%，中低端用户增速 15%-20%；
- 周期：超级电视硬件周期 10 年，整体更偏向娱乐周期 20-30 年；
- Wind 预计乐视网 2014-2015 年 EPS 为 0.52/0.69 元，对应 2014-2015 年 P/E 为 70X、50X。市场测算方法基于传统经济思维测算，不适合互联网公司。公司未来 9 年的复合净利润增长率是 57.6%，未来 9 年的复合投资回报率是 22.82%，支撑 2000 亿市值规模。我们在预测时给予了智能电视行业 15-20 倍的市盈率，实际市值增长如果与净利润增长率靠拢，空间更大。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

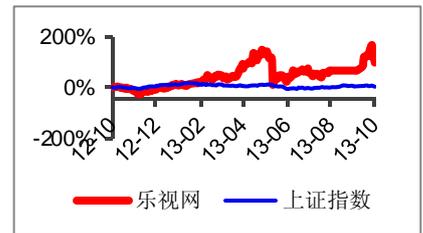
投资评级

本次评级：买入
跟踪评级：维持
目标价格：-

市场数据

市价(元) 37.10
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 2222/
8492
2012 年股息率 -

52 周相对市场改变



相关研究

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)

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、技术进步“对经济周期起决定性作用”，对技术进步做边际改善，投入产出最大.....	4
计算机与互联网是两次康德拉季耶夫周期的技术进步，耦合性将互联网变成计算机的边际改善.....	4
微软单极世界：边际成本递减（边际产量递增）改变供给定律.....	5
计算机互联网低成本创造阶段已经完成，CDN等技术突破令成本大幅下降.....	5
不同于传统经济的碗型边际成本和平均成本曲线，摩尔定律约束下，边际成本递减周期远长于传统经济，成本以每年40%的速度下降，未来加大硬件网络成本投入的概率和规模都减小.....	6
二、在边际成本递减到令平均成本足够低的阶段，企业家进入，做机械组合，创造出新的商业模式，这时候往往公司就是行业.....	7
智能电视机械组合：大屏计算机+网络+具有发行权的正态分布内容.....	7
智能电视商业模式：安迪-比尔定律下的硬件收入+商业交换原则的用户收费与广告.....	7
1) 机械组合元素1——大屏计算机：对应商业模式——安迪-比尔定律和体验消费周期共同作用下的硬件超额利润.....	9
2) 机械组合元素2——具有发行权的正态分布内容：对应商业模式——用户收费和广告.....	12
3) 机械组合元素3——网络：有线网自救与同洲合作，事实上表明了有线网向OTT打开大门的态度.....	13
三、智能电视：只有需求定律是不变的；唯一改变的是需求曲线的斜率.....	14
找出新惯性系的用户增速规律：幂律定律+摩尔定律+边际效用递减和用户收入偏好常数.....	14
1) 新的斜率1：找到符合“幂律定律+摩尔定律”的高端用户群，初期仅服从幂律定律，后期用户数量增速60%.....	14
2) 新的斜率2：第二个病毒扩散阶段，边际效用递减规律和用户收入偏好是消费者最大的短期和长期约束.....	14
3) 新的惯性系内在的用户增速规律：幂律定律/60%/15%-20%.....	14
四、智能电视的周期：更偏向于传统娱乐周期.....	16
奥维咨询预计2020年智能电视对平板电视的替换基本完成：10年朱格拉周期的证据过于单薄.....	16
技术进步与商业模式决定“长周期长度”；成本和价格内在规律决定“短周期长度”.....	17
1) 生命周期与经济周期的关系：生命周期是经济周期中的康德拉季耶夫周期，从技术进步上，智能电视隶属于这个周期.....	17
2) 商业模式上，互联网应用的康德拉季耶夫周期比硬件长周期更短，比传统经济商业模式的长周期更长，智能电视偏向后者.....	18
3) 智能电视硬件的基钦周期明显变长，应用的基钦周期未知.....	18
4) 智能电视内容部分的长周期和短周期：消费习惯周期比广告主周期更长；短周期正处于周期上行阶段.....	18
规模空间改变“周期高度”：诺维格定律在耦合性的互联网经济体中不断被挑战.....	19
五、仅对超级电视部分做盈利预测.....	20
六、目前的市值仅仅反应了安全边际.....	23
七、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）.....	24
八、风险分析.....	25

引子

红色不困惑，留下蔚蓝色。

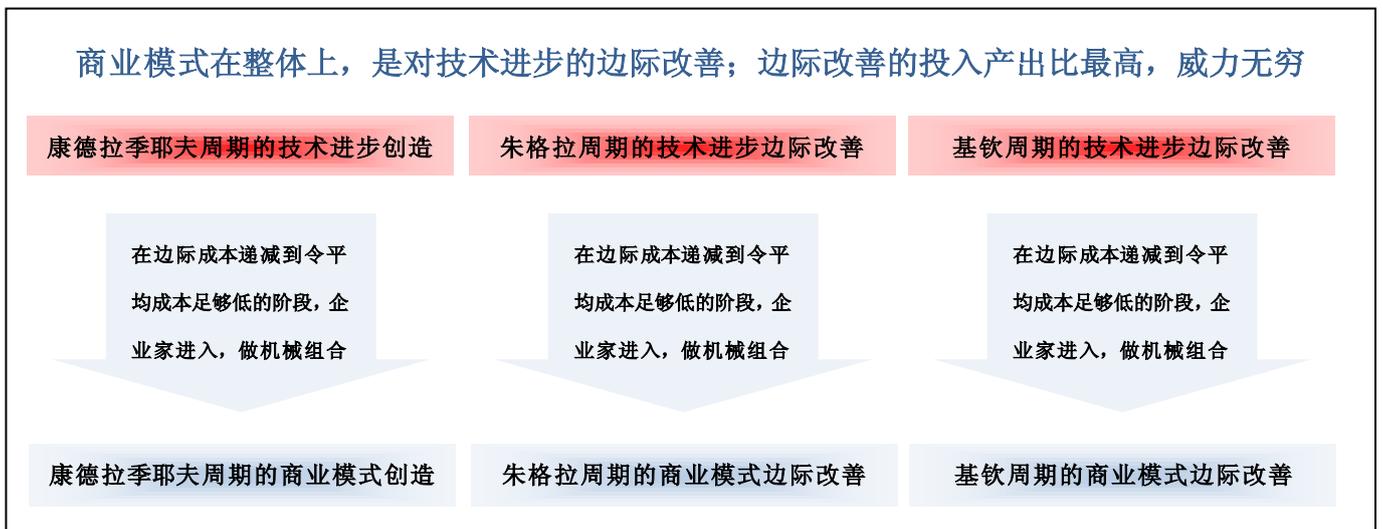
信念“创造”世界。

万有引力 $P=G*Mm/R^2$

成本 R^2 是企业家最大的约束；用户收入偏好 G 是消费者最大的约束；萨伊定律 $M2m$ 和凯恩斯定律 $m2M$ 共同作用于用户体验，形成惯性系内在的用户增速规律和价格规律，促使品牌在“边际”上改善。

凯恩斯主义在需求端做边际改善；萨伊定律的优点是把坎替隆和杜尔阁时代的企业家出发点重新引入经济思想，缺点是否认技术进步、肯定机械组合的商业模式、适应纺织工业背景，它在供给端做边际改善。因为凯恩斯主义和萨伊定律都否认技术进步“对经济周期长度的决定性作用”，也许是与凯恩斯与萨伊相反的立场，只有技术进步才有可能创造出新物质去适应新的精神需求，也许是对成本曲线的始终困惑，张五常才会认为，经济世界只有需求定律。技术进步对新的经济周期长度起决定性作用。

图 1：商业模式是技术进步边际改善；技术进步再细分为创造与边际改善，商业模式再细分为创造和边际改善



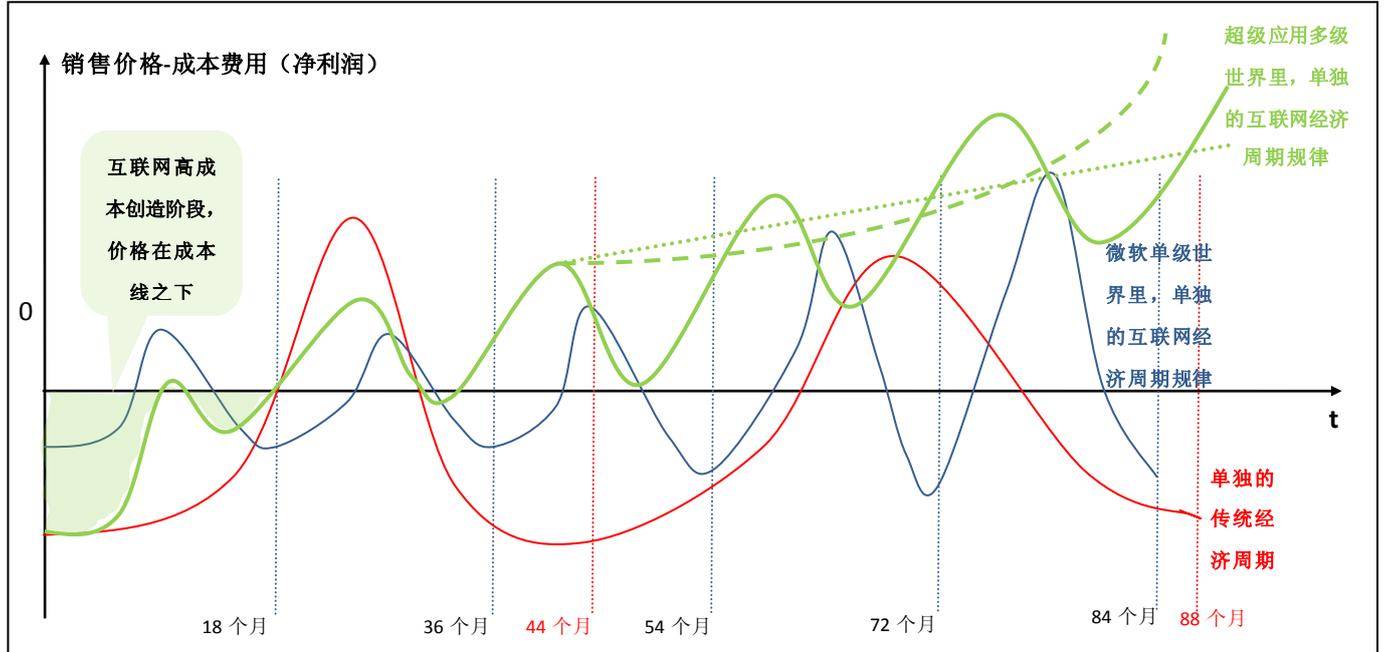
资料来源：民族证券

空气是火燃烧的**必要非充分条件**。

成本曲线和价格曲线的内在固有规律决定品牌“周期曲线的长度”；内容的发行渠道、产品的销售渠道，只能改变品牌“周期曲线的高度”。

一、技术进步“对经济周期起决定性作用”，对技术进步做边际改善，投入产出最大

图 2：互联网技术进步决定新的行业经济周期形态与长度：周期底部不断被抬升的波浪式上行，也可能是其他斜线上行



资料来源：民族证券原创模型（本图仅说明行业周期；未单独说明超级应用商的周期，需另引入新变量）

计算机与互联网是两次康德拉季耶夫周期的技术进步，耦合性将互联网变成计算机的边际改善

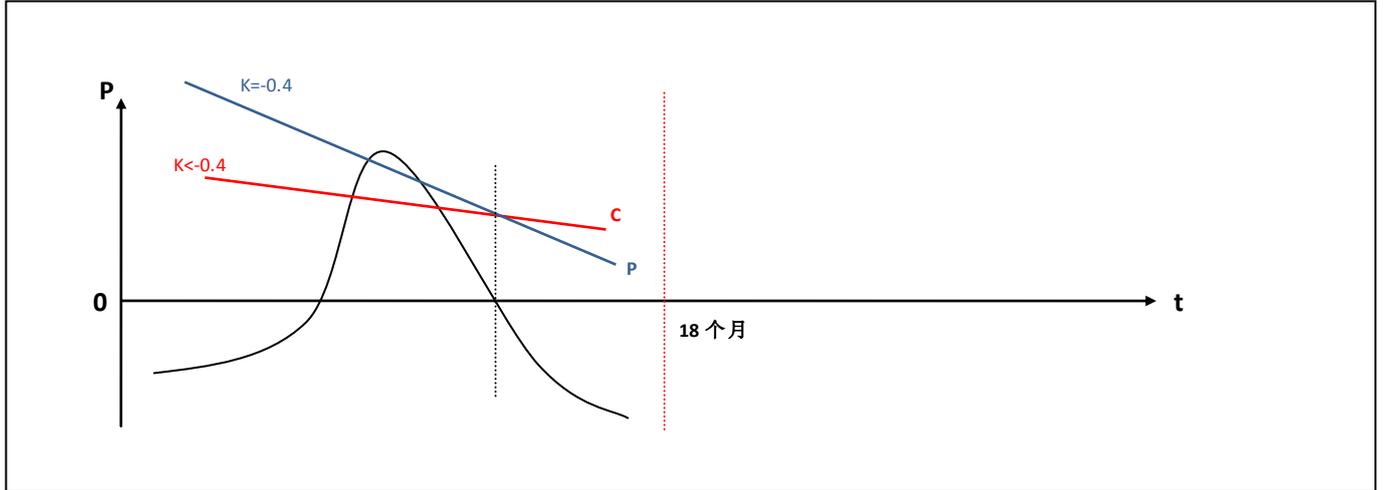
图 3：计算机和互联网是两次康德拉季耶夫周期的技术进步创造，互联网是对计算机的技术边际改善——两句话似乎矛盾，前半句说这是两个长周期，后半句说计算机周期包括了互联网周期。这是“耦合性”带来的长周期和中周期的关系变化——新的创造往往可以成为旧技术的边际改善（堆叠），边际改善带来更高的投入产出比；破坏性创造初期的投入产出比低，易对经济造成冲击



资料来源：民族证券（注：破坏性的技术革命总是留不下来，能留下来并最终在商业社会发生威力的，都是技术或商业的边际改善）

微软单极世界：边际成本递减（边际产量递增）改变供给定律

图 4：微软单极世界——上游硬件供应商的平均成本曲线不是传统经济的碗型弯曲，而是向下的斜线；价格曲线“总是”体现为摩尔定律约束下的向下的斜线，我们曾测算每年销售价格下降 40%。上游的平均成本由于还受到非摩尔因素的约束，下降更慢，当价格下降到成本之下，又没有新的软件升级带动硬件升级提价时，经济衰退发生。这个周期长度就是摩尔周期 18 个月



资料来源：民族证券（注：这张图再次没有讨论微软本身的周期，需另引入新变量）

计算机互联网高成本创造阶段已经完成，CDN 等技术突破令成本大幅下降

图 5：我国 CDN 市场规模与增长率



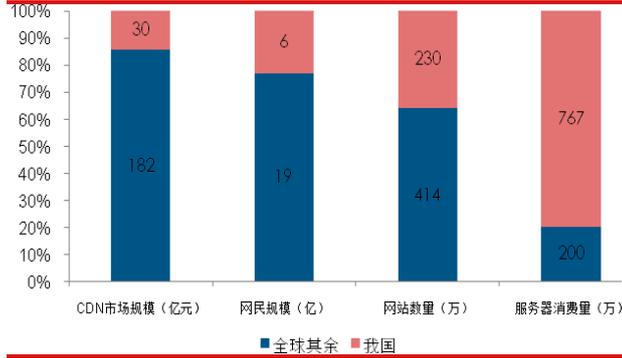
资料来源：借用长江证券报告

图 6：全球 CDN 市场规模及我国在全球的占比



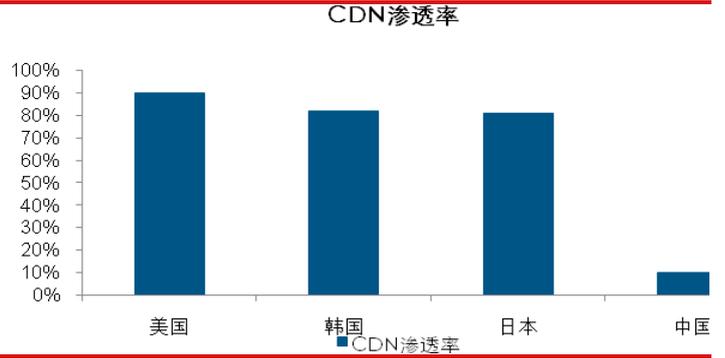
资料来源：借用长江证券报告

图 7：我国 CDN 占比与网民、网站、服务器占比大相径庭



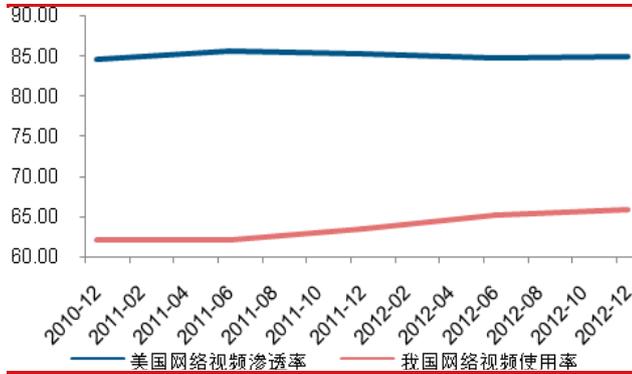
资料来源：借用长江证券报告

图 8：发达国家与中国 CDN 渗透率差距巨大



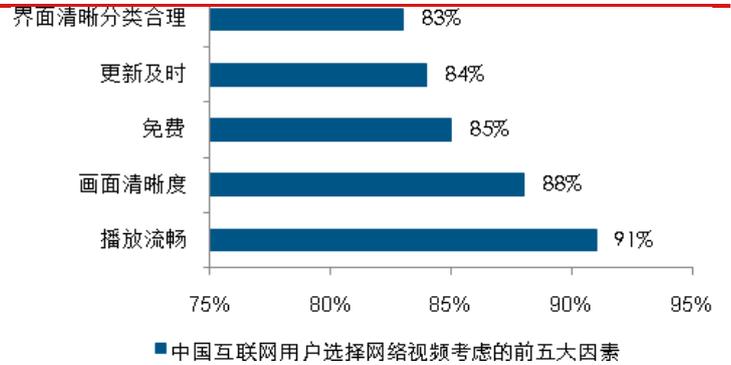
资料来源：借用长江证券报告

图 9：视频分发速度和画面质量是视频网站核心竞争力



资料来源：借用长江证券报告

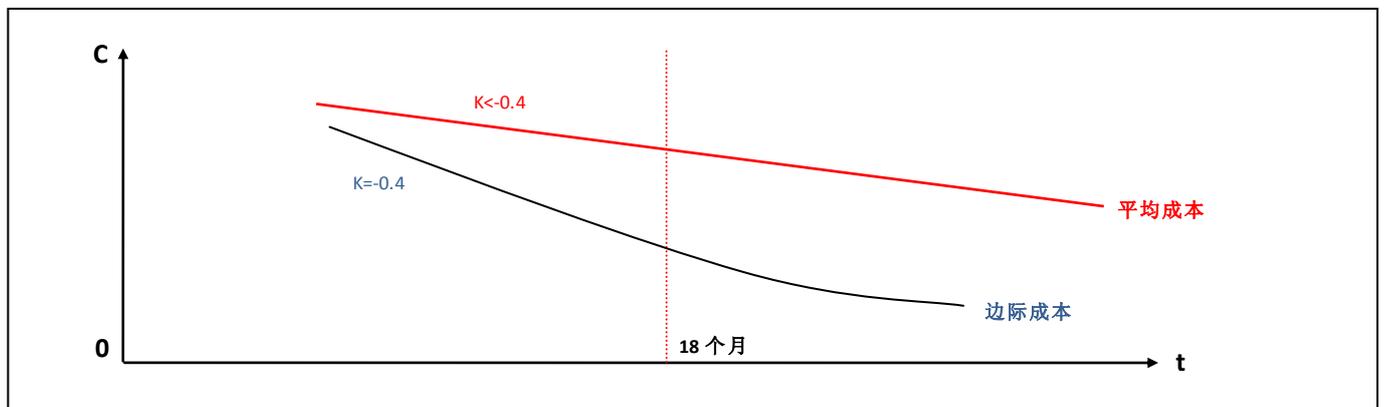
图 10：中国互联网用户选择网络视频考虑的前五大因素



资料来源：借用长江证券报告

不同于传统经济的碗型边际成本和平均成本曲线，摩尔定律约束下，边际成本递减周期远长于传统经济，成本以每年 40% 的速度下降，未来加大硬件网络成本投入的概率和规模都减小

图 11：边际成本递减规律（边际产量递增规律）约束下，平均成本不再是碗型弯曲，成本周期更长



资料来源：民族证券

二、在边际成本递减到令平均成本足够低的阶段，企业家进入，做机械组合，创造出新的商业模式，这时候往往公司就是行业

iphone 产生的条件，之前只从需求端解释了一半，还有供给端的另外一半原因，就是边际成本递减到令平均成本足够低，给了 iphone 进入的条件。这时候有足够低的成本和足够快的用户体验，保证企业现金流运转；

智能电视经过 PC 的长期铺垫，边际成本递减到令平均成本足够低，给了智能电视进入的条件。

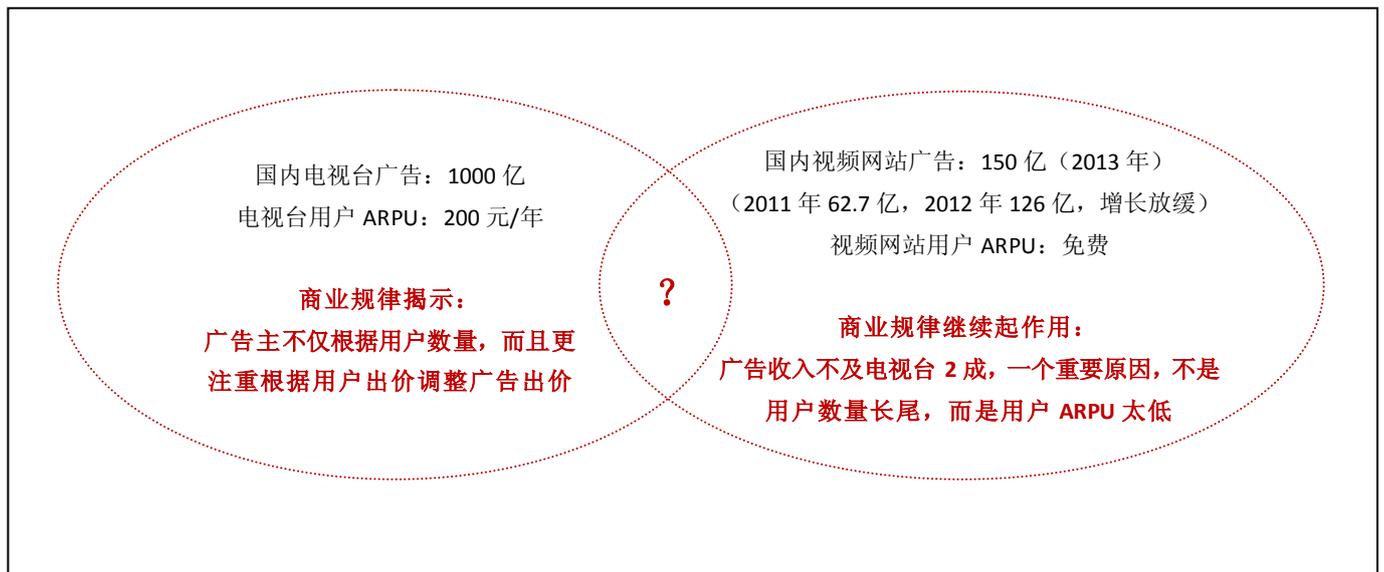
把智能电视放在整个计算机互联网周期中，它是一次对技术进步所做的边际改善（研发成本低风险小）；

把智能电视放在整个计算机互联网周期的商业模式中，它是一次创造（公司就是行业）。

智能电视机械组合：大屏计算机+网络+具有发行权的正态分布内容

智能电视商业模式：安迪-比尔定律下的硬件收入+商业交换原则的用户收费与广告

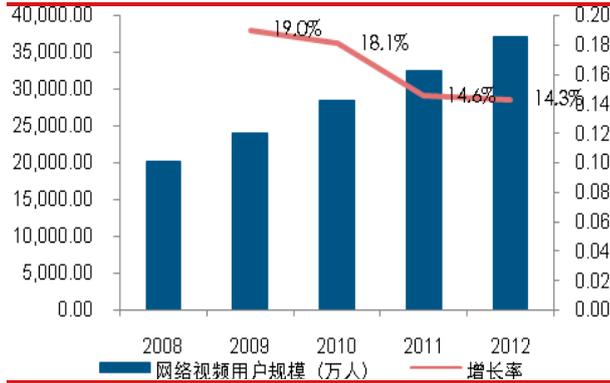
图 12：国内市场，供给端来看，视频网站选择在互联网平均成本较高时过早进入；需求端来看，两个困惑的团队通常不能通过合作形成正反馈——用户 ARPU 值起不来，广告就起不来，没有更大的蛋糕进行分成，传统电视台和视频网站都在内容长尾和用户长尾里困惑着



资料来源：上篇报告（标题解释和图示均有改动；另见图 13-14）

美国的视频网站商业模式同样失败了——《视听新媒体蓝皮书》数据，截至 2012 年 10 月，美国在线视频用户数达到 1.69 亿，占美国人口总数的 53.5%；2012 年美国在线视频广告收入 20 亿美元，增长 15%，2007 年以来，美国在线视频广告收入年均增幅 41%；2012 年美国网络平台电影点播总收入高达 7.29 亿美元（图 15-16）。

图 13: 我国网络视频用户规模



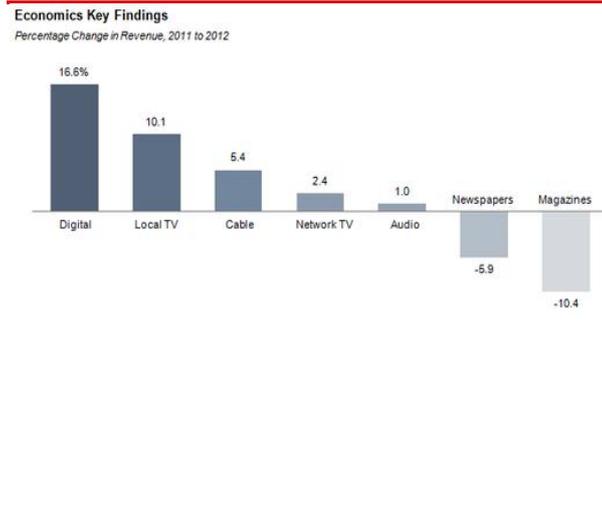
资料来源：借用长江证券报告

图 14: 我国网络视频市场规模——机械组合的商业模式失败



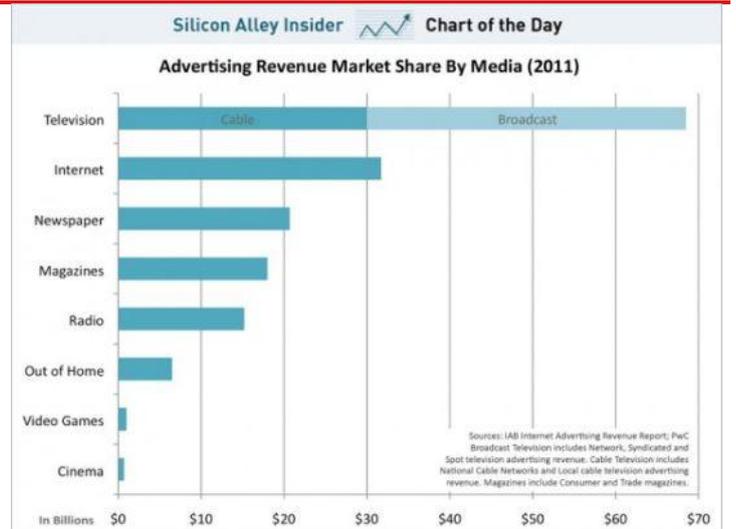
资料来源：借用长江证券报告

图 15: 美国电视媒体收入增长情况



资料来源：民族证券

图 16: 美国电视台广告收入 5000 亿人民币，比视频网站广告收入遥遥领先。互联网以搜索广告收入为主，视频网站广告收入约 1000 亿人民币，是电视台广告收入的 20%，这不是视频网站生命周期的问题，是视频网站的商业模式在全球范围内都有问题



资料来源：民族证券

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“大屏蓝海”；

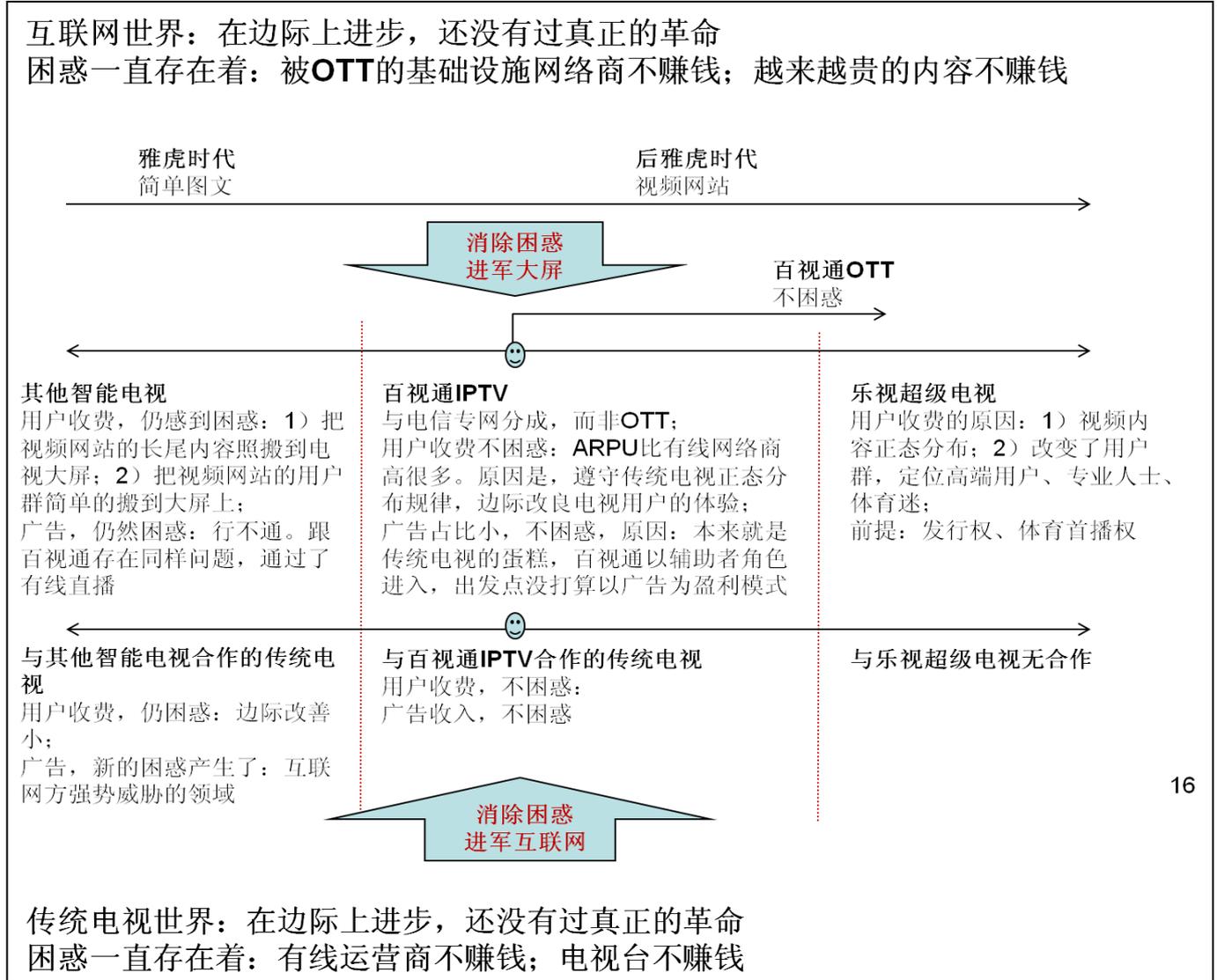
他们希望用视频网站内容为电视台继续做边际上的改善；由于他们高估了视频网站“长尾内容”的价值，在改善中觊觎着革命；

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；

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困惑下去。百视通已取得这个市场 70% 的份额，这些智能电视在剩余 30% 市场中难有作为；

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。

图 17：“大屏计算机”而非大屏电视机，“正态分布的内容”而非长尾内容，“内容发行权”而非内容搜索



资料来源：上篇报告（标题解释有改动）

1) 机械组合元素 1——大屏计算机：对应商业模式——安迪-比尔定律和体验消费周期共同作用下的硬件超额利润

如果成本在价格之下就是繁荣，微软单极世界之后，更多的超级应用在硬件网络价格下降到成本线之下出现，带动硬件网络量价齐升（比尔带动安迪）。硬件网络商的经济周期穿越摩尔周期的概率越来越大；

iphone 不是个例，是规律的显示。从供给端看，它穿越了摩尔周期；从需求端看，它横跨传统经济世界的体验消费长周期，从而获得了高达 20-30% 净利润率的超额利润。

第一个以计算机思维发明的大屏终端

表 1: 计算机思维的大屏终端不困惑（硬件部分收益到这里还无法核算，这里只解决价格成本问题，量的问题在第三部分解决）

	电视机思维或电视机模块成本占比过半的智能电视，会自动制造出很多困惑	以计算机思维制作或计算机模块成本占比过半的智能电视，是不困惑的
内部结构	Google TV、三星智能电视等其他智能电视都是跟电视机厂商合作开发的，将计算机模块在电视机内做简单集成	目前只有乐视超级电视是没有和电视机厂商合作的，2000 多颗元器件需要从零组装
主要参数	仍把分辨率、帧频、隔行扫描作为定位智能电视高中低端的主要参数	更多考虑尺寸大小，分辨率、帧频、隔行扫描退到其次（通过 H.265 技术就能把低清晰度视频显示为 720P 电视高清的效果）
成本构成	面板占 7 成 (4K、8K 每一次高清升级，都会带来成本的平方增长)	面板占 3 成 (普通面板产能过剩周期)
技术周期	产品本身的计算机模块和电视模块之间技术不相容	技术周期符合摩尔周期
成本周期	成本周期不相容	成本周期符合摩尔周期
需求弹性	消费品定位不知应归为可选消费品（价格弹性大于 1，价格战为主）还是必需消费品（价格弹性小于 1，尽可能少的价格战）	必需消费品
公司策略	更多的公司成本策略和定价策略、用户定位的困惑	根据不同用户定位的产品线，公司可以明确制定成本策略和定价策略

资料来源：民族证券（注：摩托罗拉、诺基亚的失败，也是因为没有利用摩尔定律，非摩尔定律决定的制造成本占比超过 5 成）

第一个效法三星智能手机，将硬件终端跟操作系统紧密结合起来的智能电视：我们先给出一个判断假设，自有终端即便是到了云时代，也是不可或缺的。而且其技术含量与价格，将随着云的技术进步呈“正反馈”，而不是“此消彼长的替代关系”（以后报告继续论证）

三星智能手机通过在自有终端上深度开发 Android，成功 fork 了 Android，硬件和操作系统适配性佳，从而在硬件销售上获得持续增长的市场份额，在中国的销售增长超过 100%，2013 前两季度已达到 2012 全年水平。

图 18: 三星 2013Q3 在美销售市占率 24.9%

Top Smartphone OEMs 3 Month Avg. Ending Sep. 2013 vs. 3 Month Avg. Ending Jun. 2013 Total U.S. Smartphone Subscribers Age 13+ Source: comScore MobiLens			
	Share (%) of Smartphone Subscribers		
	Jun-13	Sep-13	Point Change
Total Mobile Subscribers	100.0%	100.0%	N/A
Apple	39.9%	40.6%	0.7
Samsung	23.7%	24.9%	1.2
HTC	8.5%	7.1%	-1.4
Motorola	7.2%	6.8%	-0.4
LG	6.6%	6.6%	0.0

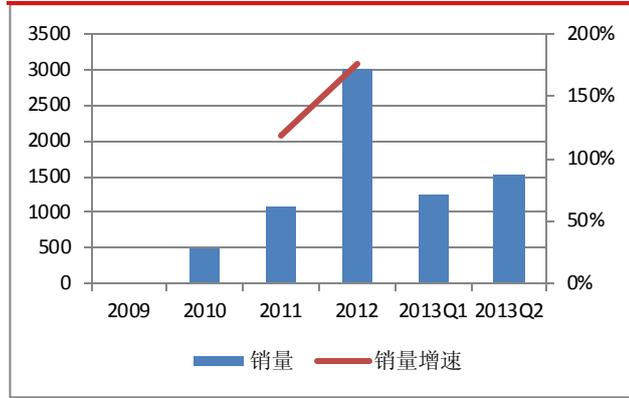
资料来源：comScore

图 19: 操作系统，Google 的 Android 在美销售位居榜首，占 51.8%

Top Smartphone Platforms 3 Month Avg. Ending Sep. 2013 vs. 3 Month Avg. Ending Jun. 2013 Total U.S. Smartphone Subscribers Age 13+ Source: comScore MobiLens			
	Share (%) of Smartphone Subscribers		
	Jun-13	Sep-13	Point Change
Total Smartphone Subscribers	100.0%	100.0%	N/A
Android	52.0%	51.8%	-0.2
Apple	39.9%	40.6%	0.7
BlackBerry	4.4%	3.8%	-0.6
Microsoft	3.1%	3.3%	0.2
Symbian	0.3%	0.3%	0.0

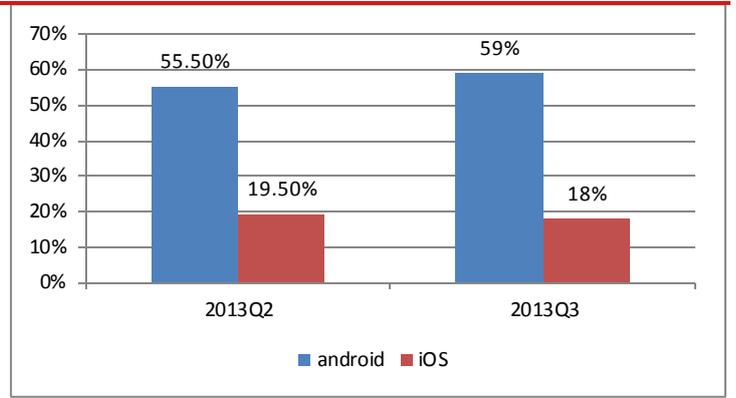
资料来源：comScore

图 20: 三星智能手机 2009 年进入中国市场, 2012 年中国销量 3006 万部 (17.7%), 比 2011 年的 1090 万部同比增长了 176%; 2013Q1 中国销量 1250 万部 (18.5%)



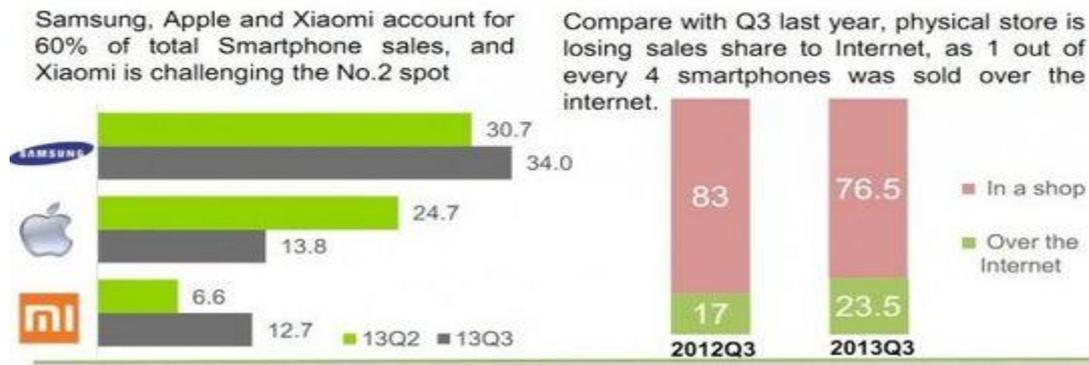
资料来源: 民族证券 (2010 年数据为估算, 全球三星智能手机出货量 2500 万台, 中国占比 20%)

图 21: 国内智能手机市场由 Android 主导; 三星 Android 智能手机营收占全部 Android 智能手机营收的 95%; 2013Q3 苹果占功能机和智能机利润的 56%, 三星占 53%



资料来源: 民族证券

图 22: 2013Q3, 三星、苹果、小米智能手机占比超过 60%



资料来源: 民族证券 (出货数量未知)

先有终端再找网络，而不是相反

表 2: 其他没有自有终端的智能电视的困惑——共性都是 android 困境带来的低适配性

	其他困惑
机顶盒	带宽和产品不相匹配, 用户错配困惑
牌照方	长尾内容无核心竞争力
电视机厂商	Android 困境的典型代表
鹏博士等网络运营商	Android 困境的典型代表
小米电视	缺内容与发行 (表 3)

资料来源: 民族证券

2) 机械组合元素 2——具有发行权的正态分布内容：对应商业模式——用户收费和广告

表 3: 赢的秘密——Disney 综合娱乐集团+ESPN+HBO/Netflix (纵向坐标轴的公司核心竞争力分析)

	乐视超级电视	其他
Disney 赢好莱坞的做法	第一个清晰意识到内容是有周期的：迪士尼、卢卡斯、漫威、皮克斯	无
	第一个互联网时代的综合娱乐集团：花儿影视、张艺谋	无
	第一个具有集团与收购之间的正反馈：谁先做到大集团，谁先有收购优势；收购标的在收购后的投资回收期远远小于收购前市盈率	无
ESPN 赢 HBO 的做法	第一个以国际重大体育赛事为核心直播内容的智能电视：ESPN 的月租 5 美元，第二名 Fox News、第三名 CNN、第四名 Disney Channel 分别是 1 美元多、1.18 美元、0.99 美元，美国电视台平均用户月租 0.26 美元	影视剧的大数法则
	从内容上，它是唯一受传统电视台和互联网电视影响最小的	-
HBO 赢无线的做法	第一个具有“发行权”清醒意识的智能电视：TWX2012 年报显示，25% 的电影交给电视台做首映发行； HBO 首发影视剧的“正态分布内容”，在奥斯卡、金球奖、艾美奖中具有重要地位	长尾内容 无发行权 无档期意识
	线下：乐视影业	无
	线上：国产剧是最接地气的突破发行权的影视剧内容	好莱坞、英美剧定位，难突破发行权
	线上：自制剧，2013 年预算加倍	自制剧定位不突出
	线上：自制综艺栏目，加强影视剧宣发阵地	有
	初期都是分别为好莱坞和影视剧公司甘当 DVD 长尾；HBO 从无到有的做法，逐步赢得好莱坞信任与合作；乐视在 2009 年打击视频网站盗版时，以 DVD 正版高清长视频甘当影视剧公司长尾，赢得信任	无此公司发展历史
Netflix 赢 HBO 等电视台的做法	内容自由度和发行自由度在“网络中立性”原则的保护下，不受政治方干预，大大高于电视台	有
	《纸牌屋》一次 13 集的“新档期定义”	有
	大数据	有
	从内容定位上，Netflix 的做法没有超出以影视剧为主的电视台	有
国内台网合一	美国无线/有线电视台的做法 (OTT 假设，网络商不分成)	台网分离不彻底，广告收入边界不清，影响电视台内容对用户收费的拉升
全球范围内的影院变现	从电影内容的角度，电影院可变现	电视台——频道需花钱购买维护 电影院——自建 无自有终端——零影院成本

资料来源：民族证券

表 4：乐视超级电视的用户收费和广告测算——国情文化是次要矛盾，用户群定位是主要矛盾

	用户收费	广告	说明
X60 高端机型	490 元/年/台	210 元/台	Netflix：用户收费 ESPN：用户收费 70%，广告 30% 产品定位的用户和广告主定位的用户一致，出现广告收入与用户收费的正反馈，但因注重用户体验，更偏向用户收费
S50 低端机型	差别定价 1：300 元 （中位数假设）	200 元/台	CNN、MSNBC、Fox News：用户收费 60%，广告 40% 以 TWX 为例（CW、HBO、CNN），月租和广告比例 60%：40%；从 2012 年开始，CNN 用户收费占比超过 2/3
S40 低端机型	差别定价 2：100 元 （二八规则假设）	最后：稳定在大于 100 元/台； 开始阶段：长尾用户数量发挥作用	ABC、NBC、CBS：广告为主 每家都在 50-60 亿美元/年

资料来源：民族证券（注 1：用户收费和广告的收益到这里还无法核算，这里只解决价格成本问题，量的问题在第三部分解决；

注 2：从 CNN 等电视台的广告收入来看，传统电视广告周期走入下降通道；然而，互联网广告因为仍未找到好的商业模式，规模也不会做大。一方面，这为近几年的品牌商提供了低价营销的机会；另一方面，需要新的领军者找到正确的商业模式，还低估的广告以合理定价；还有很重要的一点，因为 CNN 的正态分布内容和强大的发行权，带来的用户付费周期很长）

表 5：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	2100 亿人民币	600 亿人民币	120 亿人民币	500-600 元人民币	1.2 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（注：用户收费和广告的收益到这里还无法核算，这里只解决价格成本问题，量的问题在第三部分解决）

3) 机械组合元素 3——网络：有线网自救与同洲合作，事实上表明了有线网向 OTT 打开大门的态度

市场对 181 号文多有困惑，我们对这个文件的定位是：它如同 2002 年国家建立电影院线的双方博弈关系，从设计者角度出发，是为了管理整个产业链；从企业家角度出发，可以通过参股合作等方式满足监管条件。

这次有线网公司与同洲合作，是继互联网电视牌照方与智能电视进入者合作之后的第二个来自广电系统的制度性背书。

三、智能电视：只有需求定律是不变的；唯一改变的是需求曲线的斜率

找出新惯性系的用户增速规律：**幂律定律+摩尔定律+边际效用递减和用户收入偏好常数**

1) 新的斜率 1：找到符合“幂律定律+摩尔定律”的高端用户群，初期仅服从幂律定律，后期用户数量增速 60%

即便是在“免费世界”里，用户数每年增长 60%——互联网用户扩散符合“幂律定律”，如果没有摩尔定律的限速，用户数增长理论上以幂律增长。早期的 eBay 正确运用了幂律定律，但却忽视了摩尔定律的制约，导致后期用户数突然上升时，网络不能承载。所以，用户数增长的上限受摩尔定律约束，而非幂律定律约束。

在“收费前提”下，高端用户的价格敏感性最低，价格不需要作为外部约束变量引入，这个智能电视用户群的年增速最低为 60%，但它发生在用户暴增的后期，初期不受摩尔定律约束，仅服从幂律定律。

2) 新的斜率 2：第二个病毒扩散阶段，边际效用递减规律和用户收入偏好是消费者最大的短期和长期约束

第二个阶段，随着用户扩散，从供给端来说，病毒系数开始大于 1，对用户收费具有了一定的规模条件；从需求端来说，从免费到收费，中低端用户对价格敏感性开始增强，边际效用递减规律开始占主导（即便是对于高端用户，购买第二台智能电视的边际效用也会递减），需要引入新的外部约束。

在需求曲线（点时间）中，价格是最大约束——与传统经济不同，价格受成本的激励而非约束，下降更快，幅度更大，从而形成用户的价格弹性预期，需求曲线斜率较大（看上去类似可选消费品的需求曲线高价格弹性特征）；

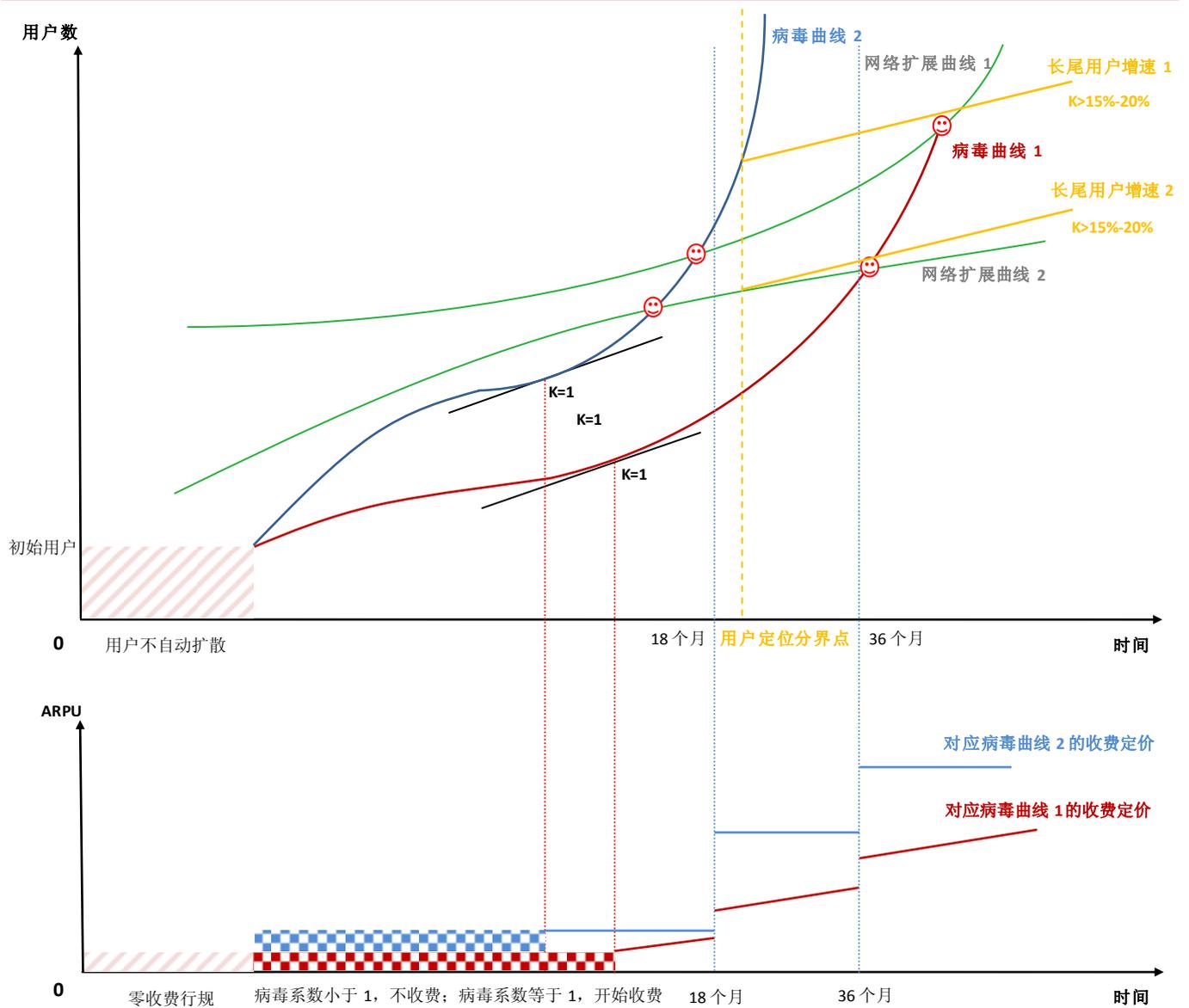
在需求曲线的平移（段时间）中，用户收入偏好是最大约束——假设用户收入年增速与 GDP 相同为 7%，智能电视规模增速为社会消费品零售总额的平均值 15%-20%。——这个数字和摩尔定律降价预期下的低端用户高需求弹性结合起来，实际上的智能电视增速大于 15%-20%。

3) 新的惯性系内在的用户增速规律：幂律定律/60%/15%-20%

第一阶段，初期仅服从幂律定律约束，后期受摩尔定律和幂律定律的约束：60%；

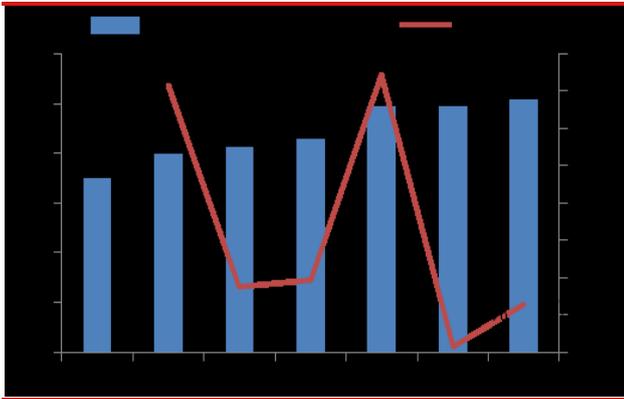
第二阶段，需求端受边际效用递减规律和用户收入偏好的约束，供给端受摩尔定律周期性降价带来的低端用户高需求弹性：传统经济社消总额年增长率的增速常数 **15%-20%** 只是一个保守下限。

图 23：病毒曲线和扩展曲线，以及对用户收费的定价曲线的初步探讨（比上篇报告有所改动，橙色部分）



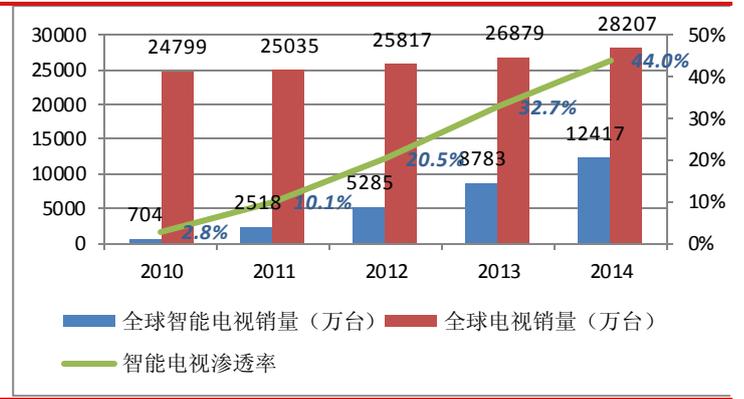
数据来源：《70-20-10 定律适用智能电视的完整周期》图 39

图 24: 全球电视需求以替换为主, 新增为辅, 每年全球电视出货量保持在 2.5 亿台/年, 增速在极低的个位数水平; 平均毛利率在 10% 以下



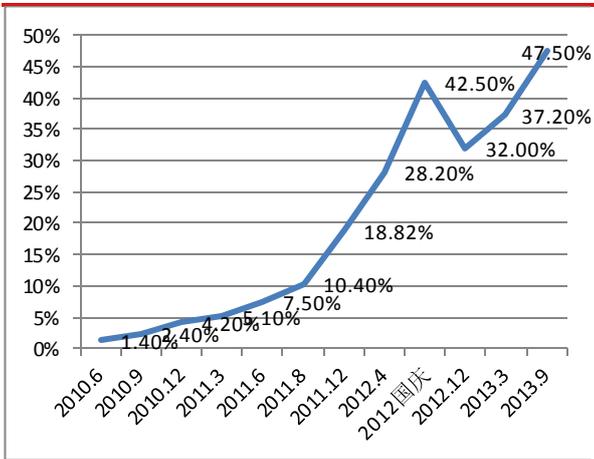
资料来源: 借用华创证券报告《复制智能手机发展路径》

图 25: 从拓扑产业研究所的研究结果推测他们的假设, 到 2014 年, 仍为用户规模加速上升阶段, 这么高的增速应匹配价格敏感度低的高端用户 (也可能是, 摩尔定律降价预期也会带来价格敏感度高的低端用户增长), Display Search 的预测, 比拓扑产业研究所的增速和规模预测周期略有不同, 2014 年之前在 60% 以上, 2014 年放缓到 30%, 不另外作图



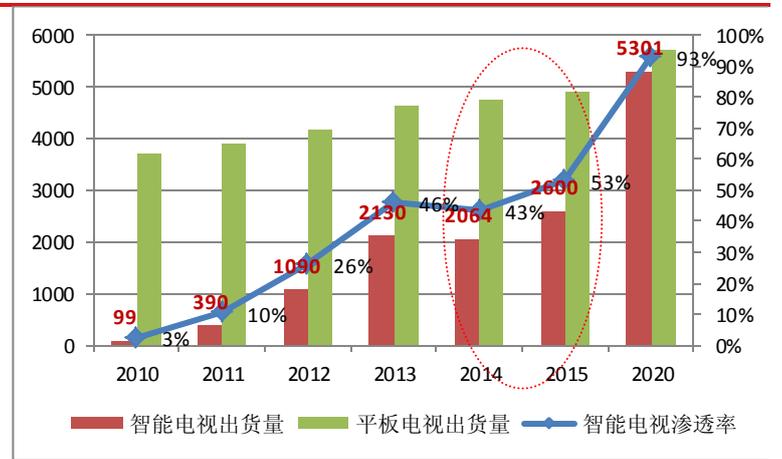
资料来源: 借用华创证券报告

图 26: 奥维咨询的季度智能电视渗透率数据



资料来源: 部分数据借用华创证券报告《复制智能手机发展路径》, 2011.8 之后数据来自奥维咨询零散新闻

图 27: 奥维咨询 AVC 预测的智能电视渗透率——假设 2013 年以后, 平板电视每年出货量增速 3%; 按照奥维咨询预测, 2014-2020 智能电视出货量复合增长率 13.91%, 基本符合 15%-20% 的社消总额增速



资料来源: 部分数据借用华创证券 (2010-2011 年智能电视渗透率是根据图 26 中的季度渗透率的平均值得出; 智能电视到 2013 年已提前完成拓扑<椭圆圈内不是奥维而是拓扑的预测>预测的 2014 年数据, 比事实保守)

四、智能电视的周期: 更偏向于传统娱乐周期

奥维咨询预计 2020 年智能电视对平板电视的替换基本完成: 10 年朱格拉周期的证据过于单薄

图 27 显示，到 2020 年，智能电视渗透率 93%，对平板电视的替换基本完成。

这意味着，智能电视生命周期只有 10 年（2010-2020），然后就进入产能过剩的市场饱和阶段。看上去像一个朱格拉周期，是这样吗？

奥维咨询的问题，似乎仅考虑了硬件终端的生命周期，还有两个疑问：

第一，这个生命周期未考虑技术进步。电视机是上个世纪最伟大的发明之一，从世界上第一台电视机问世到现在，已经过了 88 年。其间围绕电视机的技术无数，大的技术更迭也有几次，每次都会推动电视机设备全面升级；计算机从诞生到现在，已走过 67 年，1971 年微型计算机时代开启到现在也有 42 年（图 28-29）；

第二，未考虑应用部分的生命周期和内容部分的生命周期。继续证明。

图 28：电视机 88 年的生命周期——我们不认为智能电视属于电视机产业链



资料来源：民族证券

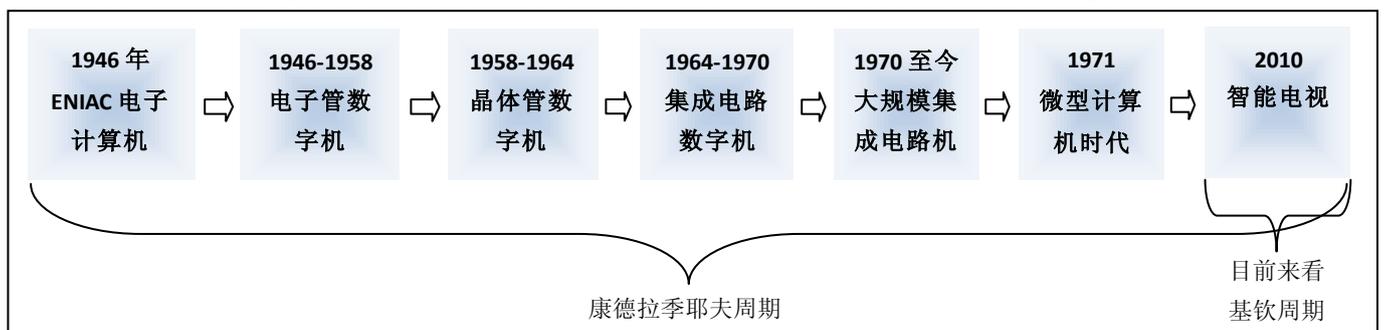
技术进步与商业模式决定“长周期长度”；成本和价格内在规律决定“短周期长度”

1) 生命周期与经济周期的关系：生命周期是经济周期中的康德拉季耶夫周期，从技术进步上，智能电视隶属于这个周期

传统经济社会，把 50 年的不动产周期作为一个长周期；

互联网经济社会，把一次大的技术进步作为一个长周期，从计算机发明算起，它到现在已有 67 年，目前还没有新的重大技术替代。

图 29：计算机的生命周期仍未走完，从技术上，智能电视目前是计算机生命周期中的一次边际改善（假设出发点）



资料来源：民族证券

2) 商业模式上，互联网应用的康德拉季耶夫周期比硬件长周期更短，比传统经济商业模式的长周期更长，智能电视偏向后者

第一，一种技术对应一种商业模式。互联网应用是传统经济与互联网经济的机械组合，是计算机生命周期中在商业模式上的边际改善，因此它的长周期应该包含在硬件的长周期里；

第二，但是由于互联网的耦合性，让商业模式边际改善的堆叠威力远远不同传统经济，互联网应用商的长周期长于传统经济商业模式的长周期；

第三，智能电视与传统经济的结合程度很深，前面我们曾在用户增速上给出过判断，在周期上，它也更偏向于传统经济周期，4) 继续证明。

3) 智能电视硬件的基钦周期明显变长，应用的基钦周期未知

如果硬件网络商成本在价格之下就是繁荣，相比微软单极世界，下游超级应用商的成本被抬高了（比每年40%的成本下降速度慢），下游价格需要更高才能维持繁荣。

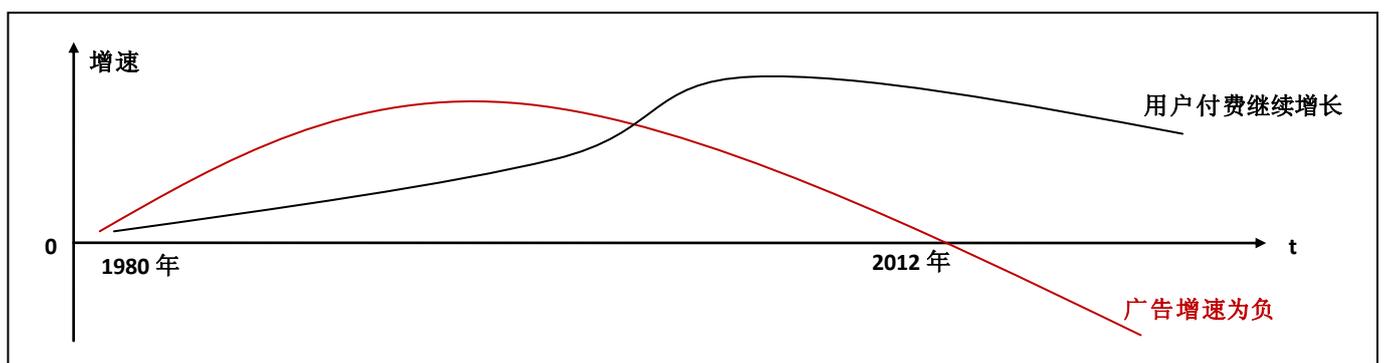
4) 智能电视内容部分的长周期和短周期：消费习惯周期比广告主周期更长；短周期正处于周期上行阶段

内容长周期：用户付费受到消费习惯（用户收入偏好）的约束，用户付费周期就是消费习惯周期，具有不断创造新产品能力的品牌在消费习惯上做持续的边际改善。前面论证用户增速的部分，假设在中低端用户定位的收费前提下，其增速按照社消总额增速 15%-20% 估计。这个增速和长周期是一致的；

广告周期受到电视台生命周期的约束，广告时段和广告位有限，增长有一个较为确定的界限。

综上，理论上用户付费周期长于广告周期。现实也符合理论推断。自特纳 1980 年 6 月 1 日建立，CNN 已走过 33 年，广告从 2012 年开始负增长，在总收入略有增长的前提下，用户付费收入占比从之前 50% 上升到 2/3。

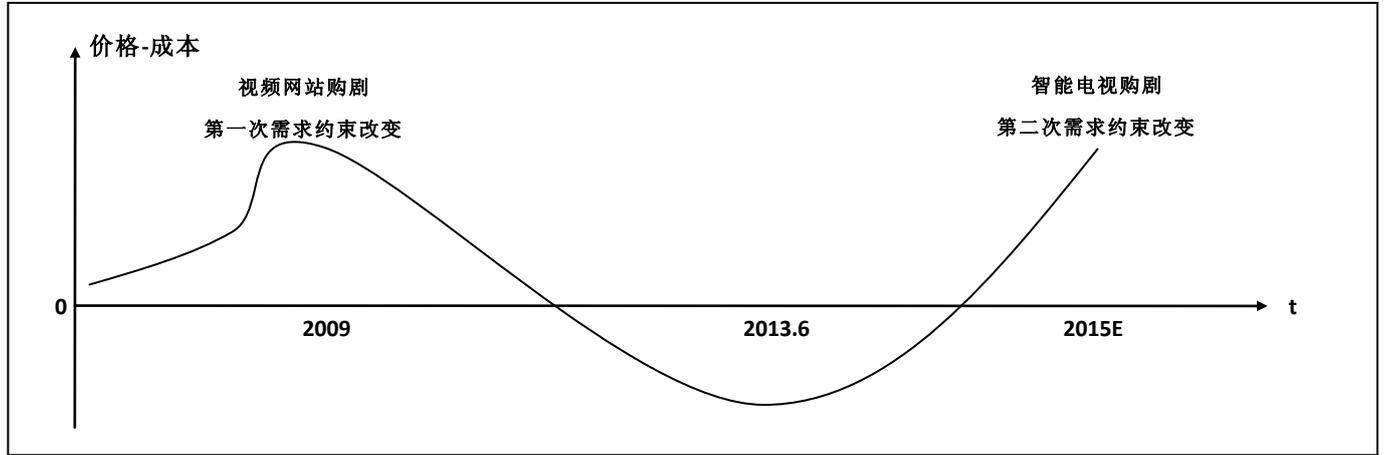
图 30: CNN 品牌具有强大的不断创造新产品的能力，消费习惯约束下的用户付费周期明显长于电视台生命周期约束下的广告周期



资料来源：民族证券原创模型

内容短周期：传统世界的基钦周期，目前处于周期上行阶段。

图 31：内容短周期上行阶段——内在规律+需求约束改变

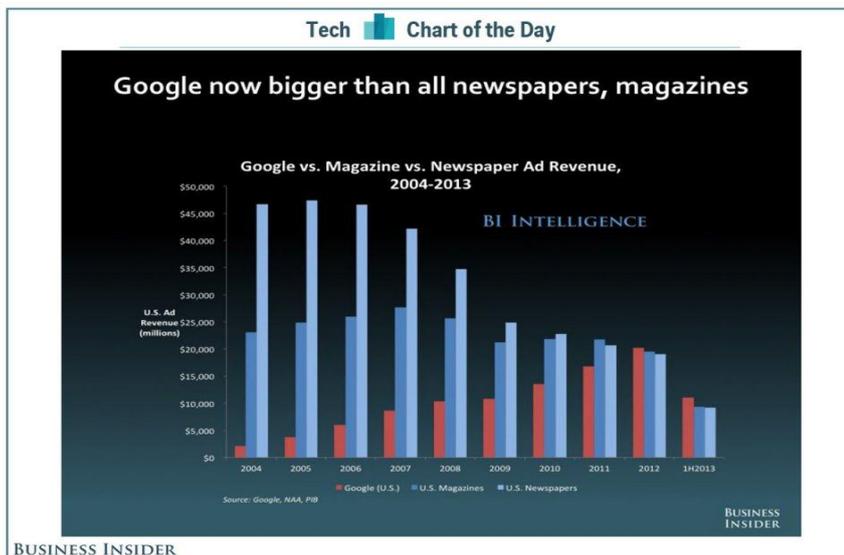


资料来源：民族证券原创模型

规模空间改变“周期高度”：诺维格定律在耦合性的互联网经济体中不断被挑战

因为传统经济和互联网结合后，改变了原有的生存空间（技术+商业模式），原有已经接近饱和的传统经济规模空间被打开了。暂举一例，全球传统媒体行业的广告空间已近饱和；Google 每年 200 亿美元广告，准确的说，是创造出来的，不能说就是从电视台转移过来的，目前其增长也已非常有限（图 32）；随着大数据的普及和广告主对用户的精确匹配，传统类型的广告价值会被重新计算，智能电视有望实现这一目标。后续报告证明。

图 32：Google 广告增长速度下降



五、仅对超级电视部分做盈利预测

表 6：超级电视销量预测假设

企业产能约束	在平均成本足够低的时候进入，产能无瓶颈；富士康排他性合作
第一批用户：定位高端——X60	700 万 （《福布斯》认为，2012 年流动资产 10-100 万美元的中国人 1026 万，2013 年超过 1200 万。按 1000 万高端用户计，70-20-10 定律下，X60 用户数为 700 万。国内 iPhone 和 Galaxy Note3 保有量仅作参考，因为它早已普及到第二批用户了。iPhone 2013 年亚太地区出货量 5.28 亿部，中国假设 2013 年销量 4000 万部；Galaxy Note 3 预计 2013 年销量 1000 万部。）
	初期：仅服从幂律定律
	后期：摩尔定律约束下的幂律定律——60%销量增速
第二批用户：大众——S50/S40	前期：生命周期初期，消费习惯迁移弹性
	后期：价格弹性和用户收入偏好共同约束，15%-20%，调低至奥维咨询的 13.91% 市场均值
S50 2D/3D	算作一个产品，均按 2D 下限测算
国内平板电视出货量	奥维咨询（图 27）：2013 年以后，平板电视每年出货量增速 3%
国内智能电视出货量	保守电视机思维：按照奥维咨询预测，2014-2020 智能电视出货量复合增长率 13.91%
生命周期	奥维咨询：硬件部分 10 年 整体更偏向娱乐周期，作为一个电视台看待：30-50 年，我们按 20 年保守测算
产业链耦合性	70-20-10 定律用来验证，不作为假设

资料来源：民族证券

表 7：超级电视销量预测（单位：万台）

	2013Y	2014Y	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y
X60	6	36	72	144	230	369	590	944	972
年增长率		平方	100%	100%	60%	60%	60%	60%	3%
S40	2	4	6	9	14	20	29	37	42
S50 2D/3D	10	19	30	47	71	102	143	187	212
年增长率		90%	60%	55%	50%	45%	40%	30%	13.91%
超级电视出货量	18	59	109	202	316	492	763	1168	1227
中国平板电视出货量	4630	4769	4912	5059	5211	5367	5528	5694	5865
中国智能电视出货量	2130	2426	2764	3148	3586	4085	4653	5300	5459
X60/智能电视	0.28%	1.48%	2.61%	4.57%	6.42%	9.02%	12.68%	17.80%	16.10%
S 系列/智能电视	0.56%	0.94%	1.32%	1.80%	2.37%	3.01%	3.70%	4.22%	4.22%
超级电视/智能电视	0.8%	2.4%	4.0%	6.4%	8.8%	12.0%	16.4%	22.0%	20.3%

资料来源：民族证券

表 8：超级电视盈利预测假设

硬件	推算：摩尔定律约束下，制造成本每年下降 40%，3 成面板，硬件总制造成本每年下降 28%； 假设：X60 价格增长率为 0； 假设：研发等费用摊销高峰期在 2014-2018 年，SG&A 占收入比例 5 年之内 30%，5 年之后 20%（2012 年 9 月乐视网公告，乐视 TV·超级电视项目未来 1~2 年投资额 5~15 亿。公司 2012 年研发费用 2.37 亿元。 假设 20 万台销量为盈亏平衡点，这 14 亿收入可覆盖研发等费用，那么 5 年内摊销费用 2-3 亿元/年）； 推算：旗舰高端产品 X60 净利润率从 2019 年开始明显提升，稳定在 15%
	普通版硬件的净利润率稳定在 0
用户收费	X60：3 年一个摩尔周期，提价一次，提价率 5%（乐视网机顶盒 C1 年费最高曾到 980 元/年，2012 年底一次降价到 490 元/年；Netflix 一次提价 60%）
	S50：从 2015 年开始 300 元/年（按乐视网机顶盒 T1 定价策略；按二八法则）
	S40：从 2015 年开始 100 元/年（按乐视网机顶盒 C1 定价策略；按二八法则）
广告收入	X60：按用户收费/广告 70:30 比例，最后稳定在 210 元/台/年； 超级电视广告周期 30 年，以 2013 年 10 元/台为基数（合计 180 万元），年复合增长率为 10.7%
	S50：最后稳定在 200 元/台/年，年复合增长率为 10.5%
	S40：最后稳定在 100 元/台/年，年复合增长率为 8%
硬件之外的成本	CDN 及带宽：2012 年收入占比 11%，按摩尔定律成本每年下降 40%，如果网络性能每年提高 60%（价格也提高 60%。由于我们在高端用户增速上使用了 60% 的约束，所以公司的网络性能提升即便是 60% 也能支撑我们预测的用户增长。如果公司网络性能提升更快，因为我们使用了下限的约束条件，对应着我们预测的用户增长也应该相应上调，这是一个正反馈），那么，收入占比保持不变； 2014 年公司集中采购服务器（5000 台，5 年摊销，1 万/台，每年提高 1% 的收入占比），2017 年再集中采购一次服务器（三年一次集采，性能更高，价格不变）； 分母收入仅包括“用户收费+广告收入”，未含硬件； 2012 年公司总带宽 1.45T
	内容：2012 年收入占比 35%，4 亿元（预付 2.5 亿）；2013-2015 年，假设收入占比仍为 35%；2016-2018 年，自制内容优势加强，收购团队减少外部采购，有效控制内容成本，收入占比下降到 32%；2019-2021 年收入占比 29%； 注：公司核心内容是体育版权，即便直线摊销也很保守，与其他内容相反，体育赛事版权是逐年增值的
SG&A	研发摊销：硬件部分已计入，本部分不计
	营销费用：5% 收入占比
	人工成本：6% 收入占比
	体验店折旧：5% 收入占比
	计提项的管理费用：4% （存货跌价准备：0；

	<p>坏账减值准备：2012年1300万，占应收账款总额的3.5%；</p> <p>无形资产减值准备：2012年500万，占无形资产总额的0.3%，这与公司直线法摊销内容成本原理一致）</p> <p>利息费用：2013Q3短期借款5.65亿元，1年到期长期借款2.64亿元，分别按6%和6.55%的贷款利率，利息费用为$0.339+0.173=0.51$亿元，收入占比3%；</p> <p>2014-2018年为资本开支高峰期（硬件、内容），假设利息费用占比2014年为4%；</p> <p>随着用户增多，资金压力迅速缓解，每年下降0.5个点，2015-2018年为3.5%、3%、2.5%、2%；</p> <p>2019年以后，再加上资本开支高峰过去，资金压力进一步缓解，财务费用降低到收入的1%以下</p> <p>所得税率：15%</p>
<p>现金流假设</p> <p>（苏宁、京东等在这个范畴做商业模式边际改善）</p>	<p>应收账款周转天数：迅雷、合一信息等公司2012、2013Q3应收账款为3.7、7.6亿，对应周转天数为120天/60天。</p> <p>应付账款和其他应付款周转天数：2012年、2013Q3版权等两项应付为3.5、6.7亿，对应周转天数为180天/100天。</p> <p>存货周转天数：未来超级电视存货周转天数</p> <p>预付账款周转天数：外购华谊、芒果传媒、西影汉唐、博瑞芳乔、中视精彩等影视剧版权2010-2012年预付账款为5400万、3亿、2.5亿，2011-2012年预付账款周转率分别为$2.75/(3.01+0.54)/2=1.55$，$6.84/(2.47+3.01)/2=2.5$，周转天数分别为232天/144天；</p> <p>自制剧和收购大幅降低预付账款周转天数。</p> <p>预收账款周转天数：2012、2013Q3预收款680万、1200万。超级电视采用CP2C类金融模式（X60首日卖出1万台，售价7489元=6999+490，预收款7500万；1万台S40，1999+490=2489元，预收0.25亿元；即便是未来产能跟上，只算用户付费部分，2013-2021年的预收账款分别为0.88、2.88、4.5、8.9、14、22、36、57、59亿元，用户付费收入对应的周转天数为41、21、22、21、23、23、26、26、31天；硬件部分对应的周转天数是用户付费预收款周转天数的10倍数量级。取最保守的用户付费部分计算。</p> <p>营运资金周转天数=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数+预付账款周转天数-预收账款周转天数=存货周转天数+60-100+144-40=存货周转天数+64</p> <p>按照假设，公司营运资金周转天数为2-3个月，周转率4-6次，现金流能力强（苏宁电器在高峰期10-20次/年，现在只有4次/年，京东约为6次/年，云南白药、七匹狼均为2次/年）；</p> <p>公司历史周转率为3次。</p>
<p>T系列、C系列机顶盒</p>	<p>假设收支平衡（C1S送机顶盒，半年费290元/年费490元；T1为800元/两年），不计入盈利预测</p>
<p>股权输出式扩张</p> <p>（星巴克、蓝色光标在这个范畴做商业模式边际改善）</p>	<p>控股人及一致行动人合计股权：55.34%——贾跃亭46.57%，贾跃芳6.27%，贾跃民2.5%；</p> <p>定向发行+配套融资：花儿影视——2.7亿元现金支付中，定增配套融资3.98亿元，现金流入1.28亿元，贾跃亭股权从46.57%降至44.66%；</p> <p>乐视新媒体股东（乐视控股、红土创投）定向发行：2.99亿元现金流入。</p>
<p>估值</p>	<p>宏观：基钦周期比传统经济周期更长，减少风格轮动，抬升资本市场估值中枢</p> <p>行业与公司：从1%到70%的市场份额，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，存在顺序与传统行业相反。行业内公司估值无可比性，龙头公司估值溢价明显高于传统龙头估值溢价。按70-20-10定律，龙头股比第二名估值溢价150%-250%</p>

资料来源：民族证券

表 9：超级电视盈利预测（单位：万元）

	2013Y	2014Y	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y
X60 硬件收入	41994	251964	503928	1007856	1612570	2580111	4128178	6605085	6803238
S50 硬件收入	24990	47481	75970	117753	176629	256113	358558	466125	530963
S40 硬件收入	3998	7596	12154	18839	28258	40974	57363	74573	84946
硬件收入	70982	307041	592052	1144447	1817457	2877198	4544099	7145782	7419146
X60 净利润率	-5.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	15.0%	15.0%	15.0%
硬件利润小计	-2100	3779	10079	25196	48377	90304	619227	990763	1020486
X60 用户收费/户	490	490	490	515	515	515	541	541	541
用户收费提价率	0%	0%	0%	5%	0%	0%	5%	0%	0%
S50 用户收费/户	490	490	300	300	300	300	300	300	300
S40 用户收费/户	490	490	100	100	100	100	100	100	100
用户收费小计	8820	28812	45008	89166	141274	222645	364861	570240	593859
X60 广告收入	60	399	882	1953	3460	6128	10854	19225	21921
每台广告收入	10.00	11.07	12.25	13.57	15.02	16.62	18.40	20.37	22.55
S50 广告收入	100	200	335	545	859	1308	1923	2625	3139
每台广告收入	10.00	10.50	11.03	11.58	12.16	12.76	13.40	14.07	14.77
S40 广告收入	20	41	71	119	192	301	455	639	787
每台广告收入	10.00	10.80	11.66	12.60	13.60	14.69	15.87	17.14	18.51
广告收入小计	180	639	1288	2618	4511	7737	13233	22489	25847
用户收费+广告收入小计	9000	29451	46296	91784	145785	230383	378094	592729	619705
宽带成本	990	3534	5556	11014	20410	32254	49152	77055	80562
用户收费+广告收入占比	11.0%	12.0%	12.0%	12.0%	14.0%	14.0%	13.0%	13.0%	13.0%
内容成本	3150	10308	16204	29371	46651	73722	109647	171891	179715
用户收费+广告收入占比	35.0%	35.0%	35.0%	32.0%	32.0%	32.0%	29.0%	29.0%	29.0%
期间费用	1800	5890	9259	18357	29157	46077	75619	118546	123941
用户收费+广告收入占比	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
硬件之外的 EBIT	3060	9719	15278	33042	49567	78330	143676	225237	235488
财务费用率	3.0%	4.0%	3.5%	3.0%	2.5%	2.0%	1.0%	0.8%	0.5%
所得税率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
硬件之外的超级电视净利润	2509	7872	12451	27095	40893	65014	120687	189650	198987
包含硬件的超级电视净利润	410	11652	22530	52291	89270	155318	739914	1180412	1219473
超级电视贡献的 EPS	0.01	0.15	0.28	0.66	1.12	1.95	9.27	14.79	15.28
市盈率（龙头股溢价 250%）	50	42	40	35	30	25	20	15	15
超级电视贡献的市值	20475	489373	901199	1830187	2678094	3882947	14798284	17706184	18292095

资料来源：民族证券

六、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。

“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

表 10：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； 2) 外在扰动：智能电视第一阶段硬件大规模投入后，需购买更多内容支持业务，利好电视剧，但价格弹性不易测算
华录百纳	55	1.17	1.5	2	2.5	

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 11：安全边际之二——乐视网视频网站（75 万人次付费用户）

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

七、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）

Wind 预计乐视网 2014-2015 年 EPS 为 0.52/0.69 元，对应 2014-2015 年 P/E 为 70X、50X。市场测算方法基于传统经济思维测算，不适合互联网公司。公司未来 9 年的复合净利润增长率是 57.6%，未来 9 年的复合投资回报率是 22.82%，支撑 2000 亿市值规模。我们在预测时给予了智能电视行业 15-20 倍的市盈率，实际市值增长如果与净利润增长率靠拢，空间更大。维持乐视网“买入”评级。

表 12：估值比较与公司市值预测

	市值		年收入		净利润		用户收费/年		比较	
ESPN	2100 亿人民币		600 亿人民币		120 亿人民币		500-600 元人民币		1.2 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	
	2013Y	2014Y	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y	
总市值 (万元)	3520475	3989373	4401199	5330187	6178094	7382947	18298284	21206184	21792095	
总净利润 (万元)	25410	31652	37530	62291	94270	155318	739914	1180412	1219473	
净利润增长率	25%	25%	19%	66%	51%	65%	376%	60%	3%	
净利润 9 年 CAGR	57.6%									
EPS	0.32	0.40	0.47	0.78	1.18	1.95	9.27	14.79	15.28	
P/E	117	94	79	48	31	19	4	3	2	
目前市值	296 亿									
市值是目前的倍数	19%	35%	49%	80%	109%	149%	518%	616%	636%	
年投资收益率	19%	13%	10%	21%	16%	20%	148%	16%	3%	
复合投资收益率	22.82%									
	造成市值增长和净利润增长不一致的原因是，我们给予了智能电视行业 15-20 倍的市盈率 PEG 远小于 1。									

资料来源：公司财报、表 9-11（注：总净利润为，在超级电视贡献的净利润的基础上，每年加一个数，2013-2017 年按 2.5、2、1.5、1、0.5 亿递减）

八、风险分析

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)