

用大屏找到相匹配用户，只买第一是投资铁律 ——乐视网 300104（买入）

投资要点：

- 资本市场看好智能电视行业前景，也认同乐视超级电视战略，这篇报告的重点是确定它的护城河有多深；
- 在互联网与传统经济结合时，70-20-10 定律因引入新的耦合变量再受拷问：“硬件+操作系统”是最早出现的耦合，也是其他耦合的根基，是实现 70-20-10 定律的基本保障；
- “硬件大屏”与“找到相匹配的用户”高度相关：针对规模最大的图像市场，只有大屏才能收费。x60 是发明假设下，给“成功的幸福的家庭”，用大屏找到高端用户；数字产品的边际改善假设下，s50 定位“发烧友”；高端用户和发烧友带动中低端用户消费；
- 超级电视是技术进步的社会平均成本下降到足够低时，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”；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：高端用户和发烧友增速初期为幂律定律，后期为 60%，中低端用户为病毒扩散，最后稳定在增速 15%；周期：超级电视整体更偏向娱乐周期 30 年；
- 规模巨大的视频行业里，TV 大屏的行业规模可占 7 成；只有大屏才能顺利向用户收费，带来广告收入重估，实现最高的收益率。预计乐视网 2014-2018 年 EPS 为 0.53/0.62/1.27/2.05/3.24 元，对应 2014-2018 年 P/E 为 74/63/31/19/12 倍。2014-2018 年净利润复合增长率 60%，复合投资回报率 20%，支撑近 900 亿市值规模。乐视超级电视是智能电视的绝对龙头，70-20-10 定律不动摇，只买第一是投资铁律，维持乐视网“买入”评级。

	2013Y	2014Y	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y
总市值	3500000	4169995	4553947	5825226	7137930	8766727
总净利润	24803	41895	49443	101185	163515	258173
净利率增长率	25%	69%	18%	105%	62%	58%
EPS	0.31	0.53	0.62	1.27	2.05	3.24
P/E	125	74	63	31	19	12
年市值增长率	18%	19%	9%	28%	23%	23%

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

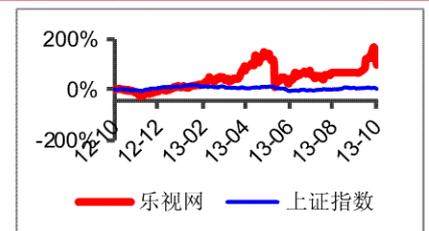
投资评级

本次评级：买入
跟踪评级：维持
目标价格：-

市场数据

市价(元) 39.60
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 2196/8430
2012 年股息率 -

52 周相对市场改变



相关研究

- 公司等于行业——乐视网 300104（买入）
- 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（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、资本市场对智能电视看好，对乐视超级电视战略认同，现在要确定它的持续性.....	4
二、在互联网与传统经济结合时，70-20-10 定律因引入新的耦合变量再受拷问.....	4
“硬件+操作系统”是最早出现的耦合.....	4
现有技术条件下，“硬件+操作系统”也是其他耦合的根基.....	5
“零硬件+零操作系统”的超级应用——腾讯整合优势能否取代乐视超级电视的先发优势.....	5
对云的敬畏：移动端的力量改变，将在多大程度上影响智能电视端？.....	6
小结：生态系统的最优位置之谜——“硬件+操作系统”是 70-20-10 定律的基本保障.....	7
三、“硬件大屏”与“找到相匹配的用户”高度相关.....	8
大屏还是小屏？——针对图像市场，大屏才能收费.....	8
现实的困惑：为什么爱奇艺长视频在移动端流量增长最快？似乎小屏正在成为视频收费共识.....	9
X60 还是 S50？两个产品的假设根本不同.....	11
发明假设下，给“成功的幸福的家庭”，用大屏找到高端用户（客厅）.....	12
数字产品的边际改善假设下，S50 定位“发烧友”（卧室）.....	13
高端用户和发烧友带动中低端用户消费.....	14
四、边际成本递减到平均成本足够低时，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.....	14
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，平均成本以每年 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.....	14
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.....	15
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.....	15
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.....	17
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.....	19
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.....	22
五、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.....	22
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.....	22
六、智能电视的周期：更偏向于传统娱乐周期.....	24
七、仅对超级电视部分做盈利预测.....	26
八、目前的市值仅仅反应了安全边际.....	31
九、管理团队均衡以及市场推广（Shaper）.....	31
十、如果乐视致新分拆上市，对老股东构成重大利好.....	33
十一、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）.....	33
十二、风险分析.....	34

引子

因果是唯一至善的相关；找出相关性，才有可能获得商业成功；但如果仅仅是非因果的相关，它最终一定不会成功——因为人是追求因果的，人性是至善的；自古以来，人类在找到那些为人类谋福祉的重大因果关系时，都没有经过非因果相关的步骤，方法只能是先验的；

统计学是后验的，它的出发点是“控制与部分牺牲”，大数据和云计算易将互联网引向邪恶；**维特根斯坦言：世界“中”不存在因果；**

自有人类以来，整部世界发展史最终是处于上升通道的，上帝不控制。

正态分布和长尾分布都属于统计学范畴，根本就不存在于真实世界中；

70-20-10 定律一度显示给人类事实，又一度让人类怀疑其规律性。然而，70-20-10 定律是宇宙里至善的事实，根本不同于高斯分布不考虑极值和人类复杂性的出发点，它不属于世界“中”；

“耦合性”不断改变而且很可能是加速改变互联网世界的边界，成全了“70-20-10 定律至善”；了解耦合性，就是在无限接近于了解上帝；

人类为解开上帝之谜，把思想投到云端。他们还有脚踏着的土地，通过硬件，才能实现上帝的初愿。上帝不在云端，它一直在人类的心里。

盖茨怎么可能不知道怎么做智能电视呢？他在元初给了世界一台众生平等的计算机，其余的边际改善，交给世界自己完成。

本报告问题的解决，推理过程借助相关关系进行试错，但最终真正有用的结论，必须是完全使用因果关系得出的。因果是无以计数的相关中唯一可以最终成功的，“找到它的概率远远低于飞机失事和中头等彩票”，如果您一定要用统计学思维定位因果的话。

在大爆炸后的初期，宇宙经历了一个急速膨胀阶段(互联网最小单位弥母的病毒 RNA/DNA 式起源与生长)；

此后由于暗物质及物质间距离非常接近，在引力作用下，宇宙膨胀开始减速(传统经济世界用户收入约束)；

至少在 90 亿年前，宇宙中另外一种力量——表现为排斥力的发生的量的暗能量已经出现，逐步抵消引力作用。随着宇宙膨胀，不断增长的暗能量在 50-60 亿年前超越引力。此后，宇宙从减速膨胀，转变为加速膨胀，持续至今(互联网病毒入驻传统经济宿主细胞后的病毒式扩散)。

不与辐射耦合的暗物质，其微小涨落在普通物质脱耦前就放大数倍。普通物质脱耦后，已成团的暗物质开始吸引普通物质。因此这需要一个初始涨落，但振幅非常小(互联网耦合性相当于一个宇宙常数；或者，多个互联网应用相当于多个宇宙常数，多个宇宙之间也会发生耦合)。

一、资本市场对智能电视看好，对乐视超级电视战略认同，现在要确定它的持续性

产业界和资本市场的共同努力，使得智能电视这一产业的规模空间和投资回报率得到一致性认可；

乐视超级电视的战略，也获得了产业界跟随者和资本市场的认同；

现在要确定乐视超级电视的核心竞争力能保持多久？我们的回答依然不困惑：乐视超级电视是智能电视的绝对龙头，70-20-10 定律不动摇。

二、在互联网与传统经济结合时，70-20-10 定律因引入新的耦合变量再受拷问

表 1：一个稳定系统的耦合性应该是一个常数，对它的观察测定很关键；系统发生改变时，耦合常数也会发生变化

项目		解释
耦合类型		由强到弱：内容耦合、公共耦合、外部耦合、控制耦合、标记耦合、数据耦合、非直接耦合； 两组未排序：多场耦合（堆叠）、能量耦合（病毒扩散）
耦合的特性		传统理论认为，耦合性越强，维护成本越高。这是静态比较的结论，不知对不对，也没有实践指导意义。 在摩尔定律约束下，成本快速下降，利用互联网的强耦合特性，企业可获得足够的先发优势和市场份额
紧耦合系统	WinTel	最早最基本的紧耦合：硬件和操作系统龙头在各自环节占 70%以上
	网页	也是一种典型的紧耦合：Google 搜索占 70%以上，其他网页应用不到 30%
	分布式系统 (基于网络的软件系统)	银联使用 Hadoop：没有区分存储与计算功能
		谷歌早期的 GFS、Bigtable：为竭力摆脱 Win-Tel 控制而生，主要解决云存储，初期建设成本极高
松耦合系统	计算机之间	非直接耦合
	谷歌云计算	谷歌用了 Map Reduce 技术。初期条件不成熟，为降低成本，它区分了存储与计算，重点还是存储。后来它自己意识到这一点，大约在 2010、11 以后，似乎也在转向 hadoop

资料来源：民族证券

“硬件+操作系统”是最早出现的耦合

后来多次出现基于客户端还是基于网络端的商业博弈和社会风气的剧烈摇摆，不能简单归因为网络和配套应用成不成熟。按照数据库软件商甲骨文总裁拉里·埃里森的想法，客户端和云端彼此替代，后来的网络商谷歌沿用这一思路，而这两个公司都是没有硬件的；

现有技术条件下，“硬件+操作系统”也是其他耦合的根基

第一，没有硬件是不行的。微软操作系统初期迅速调用整合了当时非常稀缺的应用商取得成功，后来微软操作系统和硬件的结合越来越不容易适配。随着智能手机和平板设备兴起，Android 全面占领非服务器和 PC 端的操作系统，预计微软操作系统市场份额会下降到 30% 以下；

第二，没有操作系统是不行的。谷歌基于网页的紧耦合应用会有局限，越来越多的应用程序开始替代谷歌的信息获取渠道，谷歌索引搜索数量已经下降。为什么谷歌要从 Linux 中 fork 一个安卓操作系统出来？Android 正在成为物联网的标准操作系统，正在试图复制微软当年的做法，给每件植入芯片的终端设备一个 Android 操作系统；

第三，硬件和操作系统缺一不可。即便 Android 占据了几乎所有植入芯片的终端设备，然而硬件的多样化程度远远比单纯的 PC 终端复杂，要达到好的适配性，难度呈几何倍数增长；想要同时控制的终端太多，终端之间的差异性太大，开放模式如何让操作系统的开放标准“定义完善而必要”，难度极大；

第四，硬件和操作系统结合度越高，能够深植于操作系统的紧耦合应用越多。

“零硬件+零操作系统”的超级应用——腾讯整合优势能否取代乐视超级电视的先发优势

市场担忧不无原因。正确的方向一旦被认同，大公司会用跟随战略快速整合小公司。PC 时代，微软整合了其他一度如日中天的软件商，完胜苹果；在芯片领域，英特尔逆技术潮流十年，以商业战略赢得市场；在互联网领域，谷歌和腾讯整合了其他互联网应用商。——但是，这些跟随策略都是发生在同一行业中的。以一个应用商的身份整合“硬件+操作系统”，即便有过谷歌收购 Motorola、微软收购 Nokia 的先例，商业史上似乎还没有成功过；

以上是历史回顾，不解决根本问题。微软的原罪是，它没有利用扎根于自有终端的土地奠定耦合性根基，一步步失去了市场。市场会有幻想，腾讯同时避开了硬件和操作系统，它是不是跟微软不同？

上篇报告的一个判断假设：互联网世界里，如果是正确的商业模式，耦合性应不断拓展诺维格定律的边界。

——但是微软没有做到，说明它的商业模式机械组合是有缺陷的；

——计算机和互联网是两次康德拉季耶夫周期的技术进步，互联网是对计算机在技术上的边际改善——两句话似乎矛盾。这本来是两个长周期，但是计算机周期却包括了互联网周期。这是只有“耦合性”才会带来的长周期和中周期的关系变化——本来破坏力巨大、投入产出比很低、易对经济造成冲击的新创造，反而被转化成了对旧技术的边际改善，带来明显更高的投入产出比，堆叠的威力（耦合的一种）才是无穷的；

——微软和腾讯没有硬件的好处是，思维不受约束，一旦成功，就是幂律增长；坏处是，思维之物不属于现实物质世界，长远来看，必须扎根。短期看，思维成功是扎根的既非充分也非必要条件；但从长期看，思维成功是扎根的必要却非充分条件；

——其他互联网巨头和传统经济社会也有这种情况：淘宝、苏宁、京东，都是思维之物，没有土地。淘宝的价值在于支付宝的现实之物，淘宝本身只能沿用搜索广告的商业模式，不能像线下商业地产那样实现对商户的收费；京东替代苏宁是互联网世界整体思维对传统世界思维的取代，然后，京东还给了供应商以本来的应付账款周期，以其在 3C 品类的库存周期核心优势胜过了其他电子商务竞争者，京东思维的价值要保持下去，需要在更多品类上维持跟 3C 同样的库存周转能力，挑战极大。

QQ 往其他终端上搬运的能力越来越弱，应用受到终端限制。腾讯没有硬件和操作系统，在 PC 时代，凭借 QQ，每年获得 500 亿收入。然而，在智能手机端，手机 QQ 并没有预期的好。一种技术对应一种商业模式，PC 屏和 QQ 对应的朋友交流商业模式是相适应的，手机 QQ 的用户体验没有考虑手机特性，适配性差。微信是定位于手机的全面转型的应用程序；

这个问题还可以无限追问下去，**微信能不能适用于其他终端？这种想法的本质其实是在问，有没有一种应用程序，万能的适用于所有终端设备？**这在前面说谷歌搜索引擎的时候也说过，很难找到一种万能的应用程序适配所有终端设备。

最后，假设腾讯领军者决心做智能电视，成为行业第一需要多长时间？第一，腾讯是个大公司，核心竞争力在于“资金/长期商业模式/可靠性/运作管理/地缘覆盖与规模经济/硬件、软件及综合技能”，而其创新能力和创新速度通常是减弱的，而乐视网的核心竞争力是“创新/速度”；第二，“管理/合作/定位”能力不世袭，取决于领军者意志；第三，假设腾讯创新不竭，它还要迅速跟上乐视超级电视的“市场知识/客户共情/开发能力”，具体分内容和硬件两点——从内容角度，腾讯之前签的版权协议都是 PC 屏和移动屏，没有签 TV 屏版权，乐视 TV 屏内容目前都没有分销给竞争对手，即便是腾讯签约 TV 屏版权，也需要 1-2 年过渡期才能有一个基本 TV 屏版权框架；从硬件角度，研发投入、生产、物流配送、售后服务、线下体验店，也有至少 1-2 年才成型，因为是一个全新的领域，除易迅网的销售渠道和物流配送优势，其余乐视经历的问题，腾讯都要经历一遍。或者腾讯并购一个硬件团队，然而除乐视和小米之外，其他智能电视都加入了广电系统，不是智能电视。

提前 1-2 年，对传统行业不意味着先发优势，但对互联网企业影响很大。幂律定律决定，在很短时间内，创新者便能占据有利位置。如果不认可这个判断，或者是认为智能电视这个行业还没开始，或者是认为智能电视不属于互联网行业——针对前种看法，乐视超级电视已经首创智能电视历史；针对后种看法，智能电视是一个大屏计算机，某种程度上，它的位置类似于微软在当年计算机之争中的位置，适配智能电视的应用程序（尤其是内容）有限，需要领军者具有卓越的管理/合作/定位能力。

对云的敬畏：移动端的力量改变，将在多大程度上影响智能电视端？

自从有了智能手机，应用程序数量极大增长；也是智能手机，让网络从工程师“我开拓”（病毒起源，用户收入引力占主导约束，让市场增长很慢），成功的质变成用户终端“我需要”（病毒入住宿主细胞，用户需求的暗物质战胜收入引力约束，成为主导），从那时起，网络工程师陷入了速度越来越快的网络铺设循环（暗物质推进宇宙边界扩张越来越快，然后在多宇宙间发生神秘的耦合；病毒在单个机体内迅速扩散，然后成为一种流行病毒）。

图 1：苹果手机同时激活用户生产和用户需求的暗物质，网络从供给过剩迅速转变为供不应求



资料来源：民族证券

从智能手机我们也明白了另一件悲观的事情：人们在一个接一个的硬件之间疲于奔命，于是他们想要一个一劳永逸的云，控制住已知的和未知的用户终端，削弱终端 CPU 和操作系统，加强云端计算和存储能力，谷歌就是这么想的。人们对一云多屏的敬畏，直接影响到对智能电视的看法。似乎谁先做到一云多屏，整合剩下的一块屏很容易。它似乎又回到了纯粹的金钱战略，一时间似乎连用户都会跟从钱对命运的安排。然而用户只听从自己的内心，这是宇宙之间最大的规则。

云是未来的。突破它的技术之路会比想象中长得多，中间的商业失败案例也会比想象中多得多，立法上也会越来越敏感。

电视台就是最早期一个彻底的云，但它也仅仅占据电视机这一块屏。在 PC 端和移动端，不仅仅是电视台不愿意提供内容的问题，还有适配性低、观看体验直线下降等关键性问题。

投资者对这个问题的忧虑，已经超越了前面对腾讯等有形潜在进入者的担心，到了一个无形焦虑的地步，对未来的不确定风险过度透支；

另一方面，这一类投资者可能把对智能电视的投资支点，落在了“多屏互动”上面。这必然跟随着在商业模式上整个思维的巨大的转变。然而我们认为，智能电视的用户体验在于观看大屏内容，多屏互动是对观看大屏内容的边际改善，这是我们的基本逻辑支点。

小结：生态系统的最佳位置之谜——“硬件+操作系统”是 70-20-10 定律的基本保障

表 2：“硬件+操作系统”是 70-20-10 定律的基本保障；只有乐视是专心做智能电视的，移动端是一个辅助工具

小结	再总结一遍上文的分析
生态系统的最佳位置之谜	<p>1) 在充分竞争的生态系统中，存在一个竞争之后的最佳位置，这一位置的博弈者获得最大利益；</p> <p>2) 经济世界的证据是，NTT DoCoMo 首创闭环模式，苹果、三星、小米发展了它。在对这个问题的判断上，我们的逻辑和基思·威利茨惊人的相同，这是基思在跟无数 CEO 交流后得出的结论，他们都倾向于“最靠近用户的终端”；</p> <p>3) 从腾讯 QQ、谷歌搜索来看，没有万能的应用程序，适用于所有终端；</p> <p>4) 综上，尽管在互联网和传统经济世界结合时会引入其他耦合变量，导致人们对 70-20-10 定律的反复怀疑。但</p>

	是“硬件+操作系统”是其他所有耦合的根基，构成 70-20-10 定律的基本保障。
智能电视相关性 1——“硬件+操作系统”奠定领先优势	<p>1) 短期：乐视网的核心竞争力是“创新/速度”；</p> <p>2) 长期：把硬件作为终端的产品，只有自有硬件才有可能穿越摩尔周期；</p> <p>3) 长期：硬件和操作系统结合，能够深植于操作系统的紧耦合应用越多，用户体验越好</p>
智能电视相关性 2——只有乐视是专心做智能电视的，移动端是一个辅助工具	<p>1、从公司整个商业模式上看，乐视网业内最早提出一云多屏，这一出发点让公司在商业上的联动早就发生了</p> <p>1) 内容版权一直是 PC+移+TV+IPTV 多屏捆绑购买，TV 端内容为独家；</p> <p>2) CDN 绝大多数自建，方向公有云（AWS 模式，闲置资源交换，目前计算集约不如存储集约。DLNA、airplay 等互动技术是同一局域网下的跨屏体验，不构成障碍）；</p> <p>3) 2014 年移动端逆袭；目前公司尚无做手机端打算；定位是保护市场份额：智能电视+其他终端应用程序；目前较大的两个趋势：电视端和移动端。移动端的视频网站流量占比越来越大，2013 年移动端商业模式不成熟，优酷一半流量来自移动端，但资源消耗较大；2014 年变现通道更通畅，常规买入口（应用商店）、厂商预装、内容引导客户（《我是歌手》2014 年移动端独家）。</p> <p>2、TV 端跟移动端的商业模式差异，决定了它们内容差异和用户定位差异</p> <p>1) TV 端内容是影视剧等长视频，用户定位客厅；</p> <p>2) 移动端是打电话和 O2O，用户定位随时随地。</p> <p>3、移动端是智能电视的辅助工具</p> <p>1) 通过移动端下载应用程序，可实现移动屏和 TV 屏联动，拓展用户群。例如，TV 端的父母一时忘记如何调出某个电视剧，移动端的你可以在移动端操作完毕，对方 TV 端显示出所需内容；</p> <p>2) 大屏用来观看内容，小屏用来打电话和 O2O。彻底解决这个问题，见第三部分。</p>

资料来源：民族证券

三、“硬件大屏”与“找到相匹配的用户”高度相关

大屏还是小屏？——针对图像市场，大屏才能收费

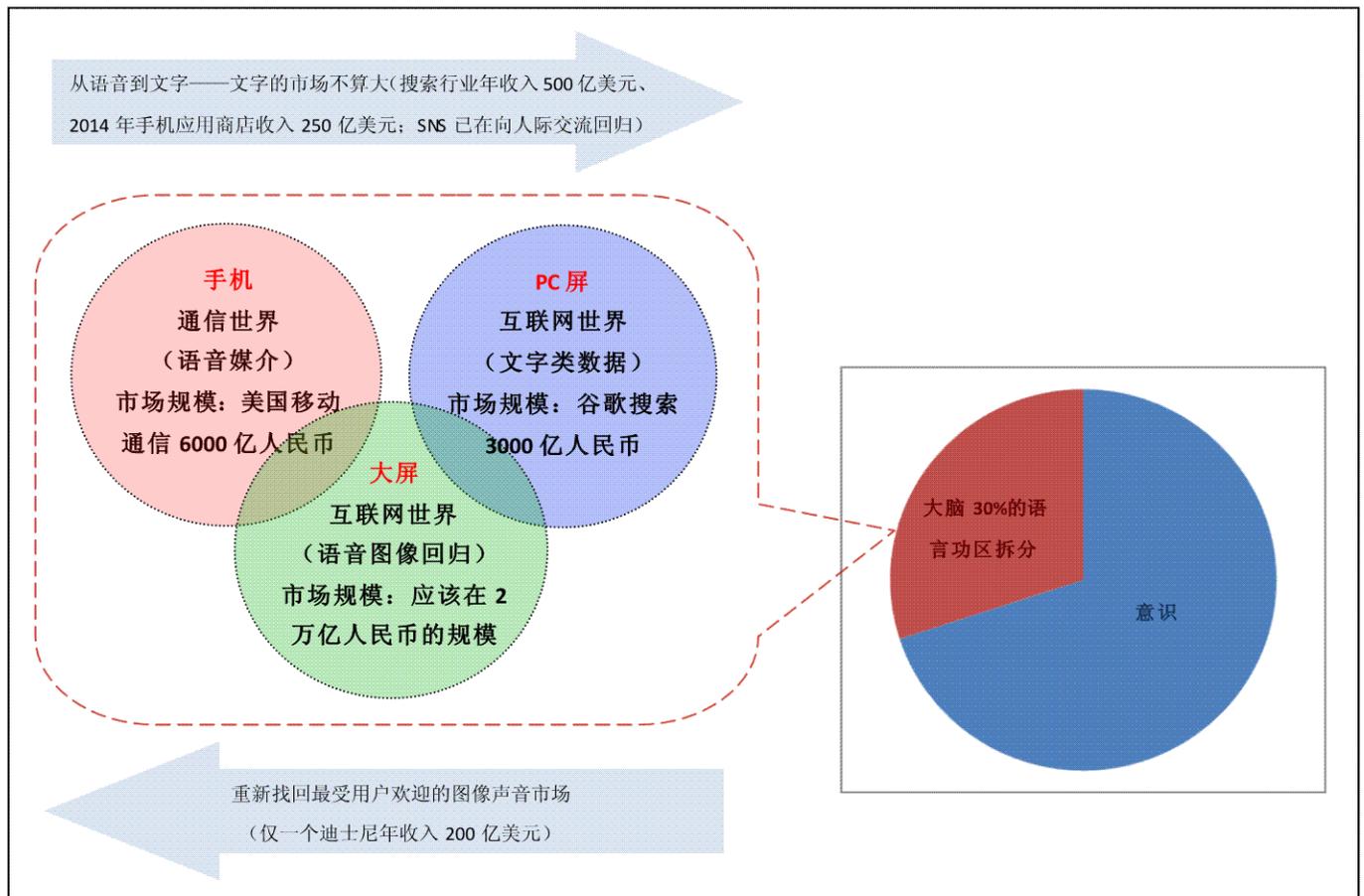
表 3：理论假设——针对图像市场，大屏才能收费，小屏视频是辅助智能电视的联动功能而生的

分类	定位	商业模式
小屏	起初用来解决人类的一种问题——声音交流	打电话，用户定位随时随地（Skype、iMessage、Whatsapp）
	后来用来解决人类的另一种问题——O2O	<p>基于 LBS 的 O2O。</p> <p>1) 自有内容：辅助智能电视联动功能而生的移动视频，但它可以是不完整的视频，而仅仅是一个索引的“视频摘要或目录”；</p> <p>2) 内容共享让问题变得复杂而敏感：2013.11.4，爱奇艺“茄子快传”视频</p>

		分享技术，用户在爱奇艺客户端和朋友完成内容 0 流量极速共享，接收用户以缓存获取文件，无需再支付流量费。快传 50 秒可完成一部电影的传输。
大屏	用来解决人类的另一种问题——图像市场	TV 端内容是影视剧等长视频，用户定位客厅

资料来源：民族证券（注：AdMaster 精硕科技联合乐视网于 2013 年 11 月发布行业首份跨智能四屏研究报告显示，用户“智能四屏”观看时长均超过 1 小时。观看时长最长的平台是智能大屏，智能电视/盒子用户使用时长 3 小时，为广告主带来更高用户粘性）

图 2：语言与意识的关系，在通信、互联网应用世界里体现的很清楚——人类交流依赖语言，图像声音又比文字的市场大很多



资料来源：民族证券

现实的困惑：为什么爱奇艺长视频在移动端流量增长最快？似乎小屏正在成为视频收费共识

爱奇艺和 PPS 用户重合度 14.76%，低于优土 35.5%，按照我们表 3 中的理论假设，PPS 的 UGC 短视频在移动端更有效。但是今年观察到的数据是，移动端的 PPS 短视频增速慢于爱奇艺、优酷土豆等长视频的增速。

我们认为，“移动端+长视频”，这是一个假相关。它的出发点是根本站不住的。

第一，移动端长视频的增长不可持续，其商业模式是值得反思的，其流量出发点站不住；一旦定位错误，其深层次的商业联动可不是我们今天所看到的冰山一角。

表 4：移动+长视频的流量出发点站不住，商业模式错误，定位错误所引起的商业联动，不仅仅是我们今天所看到的冰山一角

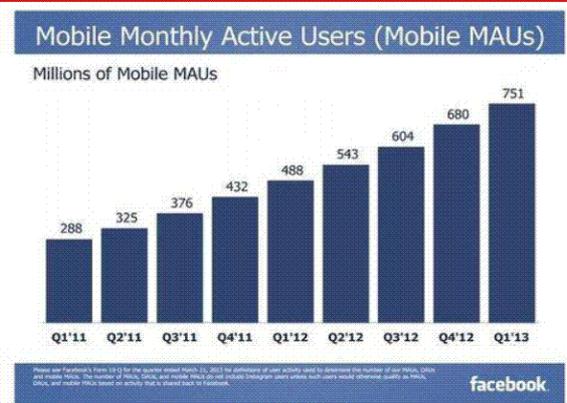
项目	分析
内容	版权需要签多块屏，额外增加成本，尽管目前来看这部分边际成本不高
宽带	成本占比最高
对萨伊定律的误用：广告商	移动端长视频的出发点还是“流量”，流量用于跟广告主谈判；然而，移动视频在国外主要依靠 Facebook 等社交工具传播，广告主更愿意围绕着 SNS 合作。APP 广告的商业模式定位不清，目前采用 PC 端 CPM 购买方式，按点击效果评估，点击率低于 1%，不知道如何测算用户到达率，不如网站展示广告的效果立竿见影；爱奇艺手机视频流量和平板视频流量比例约为 7:3；优酷土豆的这一数据约为 3:1。但平板视频的广告价格比 PC 更高，不同于 PC 的大众消费品广告定位，平板电脑品牌广告多定位在高端消费品
对需求定律的应用：用户体验	流量出发点之前，有一个根本变量：用户体验；小屏看长视频不是好的用户体验，不具备可持续性
投入产出比	移动端长视频投入产出比很低：第一，不能向广告主顺利收费；第二，不能向用户顺利收费；几乎所有视频网站的移动端营收占总营收比例的 4%—7%
实际商业效果	图 3 和图 4 的背离
整个商业模式	这还只是冰山一角，它将引起整个商业模式的深层联动：技术上对不同内容格式和平台的适配性？如何围绕着自己的移动端产品驾驭内容购买周期？如何展示广告？

资料来源：民族证券

图 3：2013Q1，爱奇艺和 PPS 在移动端“用户覆盖”和“月度观看时长”两项关键指标上绝对领先，超越第二名优土近 1 倍；预计 2013 年底，爱奇艺+PPS 移动流量的市场份额占比超过 50%



图 4：移动视频在国外主要依靠 Facebook 等社交工具传播，广告主更愿意围绕着 SNS 合作



资料来源：《70-20-10 定律适用智能电视的完整周期——乐视网 300104（买入）》图 24

资料来源：Facebook 报告

第二，移动视频不可或缺，但它的定位是智能电视联动索引

移动视频对移动端仅仅起一个生态边际改善的作用；

但最关键的作用，还是为智能电视提供联动功能的内容索引；

这样，在商业联动上，公司不需要购买移动小屏端的完整长视频内容版权，只需要一个内容摘要或目录即可，这对公司是一个较大的成本节约，以及省却了海面之下冰山的深层次商业联动。

第三，国外来看，短视频在移动视频流量中占据主导；且主要借助于 SNS 传播；流量远远低于智能手机的平板电脑收视率又比智能手机的收视率增长更快，在 PC 屏及以下尺寸的红海里“蚕食”了智能手机份额

仅 YouTube 一家就占全美移动视频流量的 45%，占移动网络流量的 17%；

而网络视频的一个很大机遇，来自于 Facebook 等社交网站的传播，因此广告主可能更愿意围绕着 SNS 合作——尽管 2013 年 12 月《金融时报》报道，预计 YouTube 2013 年广告收入达 56 亿美元，但其中 65% 的收入要交给合作伙伴和内容提供者；

Adobe 在《2012 年美国数字视频基准》报告中指出，2012 年美国数字视频在各平台均有增长，2012Q4 流量同比增长 30%，电视和体育占据新收视率大部分份额，2011Q1-2012Q4 可用视频流增长 50%，智能手机和平板电脑是增长最迅速的两个领域，目前占据所有视频流量 10% 以上，尽管平板电脑和智能手机出货量过去几年都大幅增长，但平板电脑在流量远远低于智能手机的情况下，平板电脑的收视率增速更快，并已蚕食部分智能手机的收视率。

X60 还是 S50？两个产品的假设根本不同

表 5：乐视超级电视需要两条腿走路——X60 定位高端用户，S50 定位发烧友，两个产品的假设根本不同

定位	分析
X60	全新的发明——在数字世界里细分比较，相对智能手机，人们仍缺乏对智能电视的定义和理解。手机已经被用户普遍理解了，智能电视是什么还不太知道，它是一项全新的发明：有的要做电视购物（阿里创维电视），有的要做游戏（同洲飞 TV、小米电视），有的要做大屏视频网站（爱奇艺），有的要重走美国有线 60 年，但却是互联网时代全新的观看和互动体验（乐视超级电视）。
S50	给发烧友的边际改善——如果把智能电视当成整个数字世界的一部分，智能电视是对数字化产品的边际改善，因此对于“数字产品发烧友”来说，它就是一种发烧友产品：以小米做手机的方式做 S50（表 7 深入分析发烧友）。

资料来源：民族证券

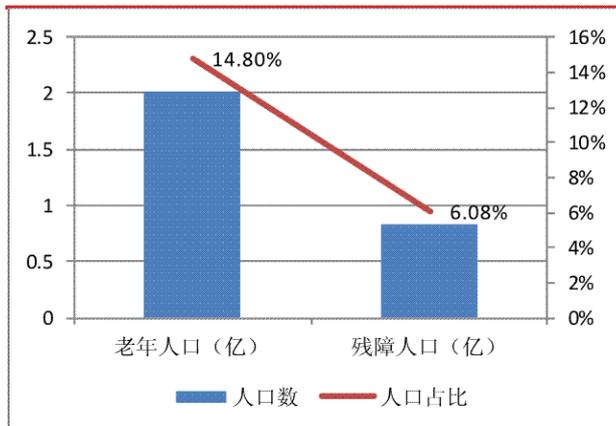
发明假设下，给“成功的幸福的家庭”，用大屏找到高端用户（客厅）

表 6：全新的发明，通常是从高端用户使用开始的；怎么找到这些高端客户？彼得·德鲁克有言：公司关键变革始于非客户群体

对比	一项全新的发明？	对数字产品的边际改善？
针对高端客户群的全新观看体验之一	个人成本：商务人士时间宝贵，不愿驱车到电影院 个人体验：商务人士怕中途接打电话等突发事件，打扰别人或被别人打扰	普通数字产品不能创造出和高端用户群消费需求相匹配的产品； 其他智能电视不能满足高端客户需求
针对非客户群体的全新观看体验之二	电影院的客户群体是青少年 对于上年纪的老人、有小孩的青年夫妇，电影院的观影体验极差，高端用户忍受度最低； 老人因腿脚不好、心脏病、尿急而无法忍受电影院的种种不便和巨大声响； 小孩会因情节和声响惊吓大哭、尿急、饥饿口渴等突发事件； 残障人士会因行动问题、社会问题而少去电影院。 ——但是他们的观影需求同样存在，而且市场巨大（图 5-6）	普通数字产品和其他智能电视均无法改变既有用户群的消费习惯 普通数字产品不能创造出新的用户群； 其他智能电视也可以满足非客户群体需求
小结：给成功的幸福的家庭	1) 一种技术对应一种商业模式：观影的元初涵义，是“一个幸福的家庭的集体活动”，它本来的档期涵义要丰富很多，市场空间更大，只是电影院这一陈旧的模式大大限制了用户群； 2) 以上两个群体的交集，购买高端智能电视 X60 的概率最大。用一个短语概括就是“成功的幸福的家庭”； 3) 第二个群体，其他智能电视也能满足，但它是一个红海，高度不确定，假设上最保守。它是产品关键变革的突破口，用来找到高端用户	

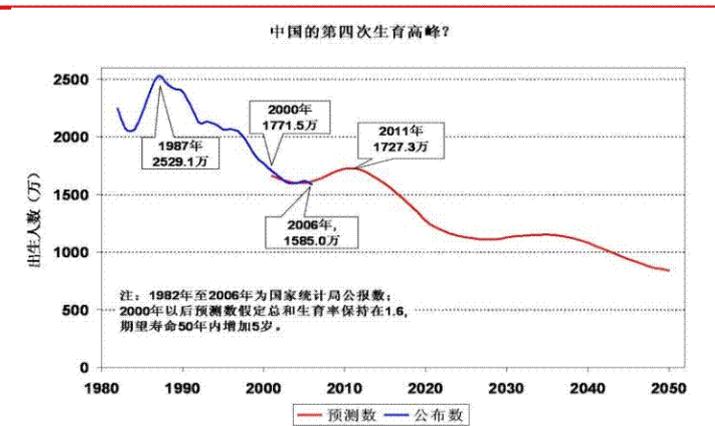
资料来源：民族证券

图 5：中国人口老龄化和残障人口情况



资料来源：民族证券

图 6：中国 8 个月-4 岁的儿童 1 亿，计划生育政策会影响出生率



资料来源：中国统计年鉴 2012

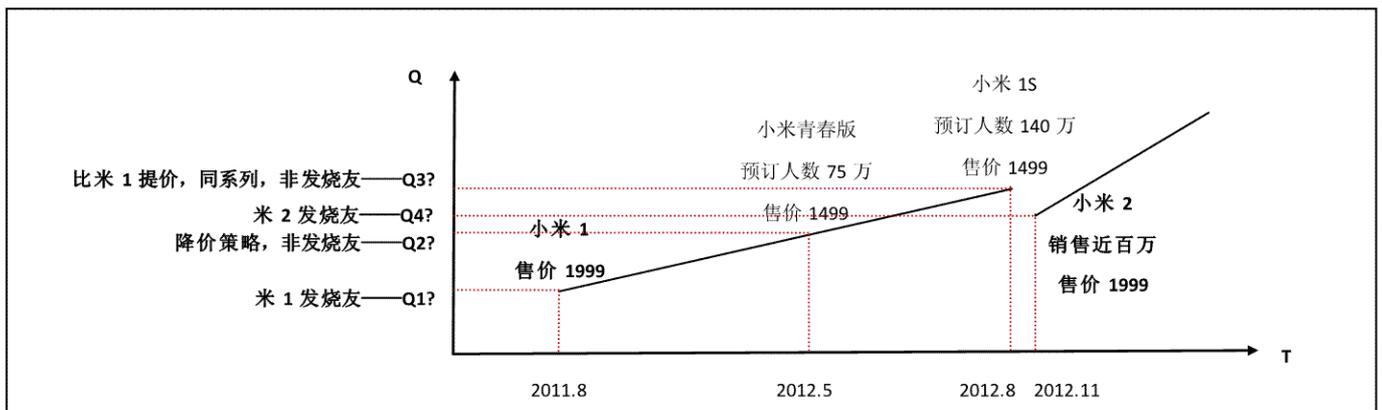
数字产品的边际改善假设下，S50 定位“发烧友”（卧室）

表 7：从小米手机看，发烧友是“硬件控+重度参与研发者”，既不属于高端用户，也不属于盲从领袖意见的低端用户

项目	分析
发烧友：远远不仅是硬件控	互联网基因：自由、平等、博爱； 从高配置硬件出发（比三星 Galaxy S4 分数还高的跑分小王子），忘掉硬件，超越硬件
如何找到发烧友？	1) 手机的经济学涵义是“快速消费品”，“重购用户”以发烧友为主，重购率和发烧友强相关，重购率越高的用户，是发烧友的概率越大； 2) 产品定价：价格敏感度很低，公司对这批用户不采用降价策略，“性价比稳定”（米 1 和米 2 定价相同）
超五十万发烧友重度参与开发改进	iPhone 一年一个新版本，Android 每季度发布新版本，小米手机系统 MIUI 每周更新迭代； 小米在苹果的基础上，把用户参与层次从应用程序层面带到了更深层次的硬件和操作系统底层，是从苹果大政府转换到小米小政府做法，国家基本制度建设从总统国会转向公民； 典型应用——开放刷机设置：可无锁刷 MIUI 和 Android 原生双系统。
本土化易用性和领先性	MIUI 根据中国人习惯，数百项创新型改进，比 Android 原生系统易用性强很多，甚至更有领先性： 1) 通讯录、查找联系人、更便捷的项目设置、触控震动； 2) 音乐：播放功能加入均衡器、自动下载歌词、外放声音响亮； 3) 拍照：自动对焦、防抖、连拍模式、支持特殊 LOMO 效果等实用功能
其他	MIUI 首创动画百变锁屏，搭建全球最大主题库，用户可个性化设置甚至定制主题。
价格	便宜——从发烧友到普通用户的流行病学原理：弱化用户重要约束“价格”，实现产品向低端用户的病毒蔓延，这时，“价格”上升为“因果变量”（表 8）
小结	1) 发烧友价格敏感度低，定位于发烧友的产品，增速遵守幂律定律和摩尔定律约束下的幂律定律； 2) 以“手机重购率”和“小米性价比稳定的产品”为标准，交叉确定发烧友数量（图 7）

资料来源：民族证券

图 7：从小米历次购机情况推测发烧友数量——性价比稳定的 Q1 和 Q4 是发烧友，估算数量在 200-300 万人



资料来源：民族证券

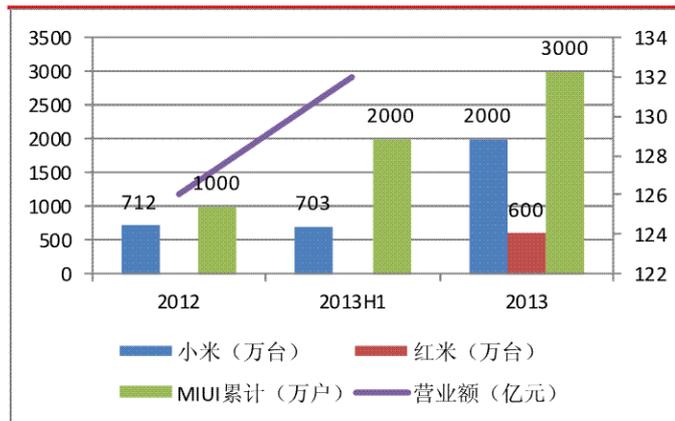
高端用户和发烧友带动中低端用户消费

表 8: S40 和 S50 是凭借 X60、S50 带动起来的中低端消费群

分类	分析
X60 带动效应	必须通过降价带动中低端用户消费。
S50 带动效应	<p>1) 当时市场的错误想法：小米定位用户偏细分，主要集中在极客用户，忽视了极客强大的示范带动作用（图 8-9）；</p> <p>2) 这些产品反而价格会更高一些，甚至有一些利润：从小米 1 青春版和小米 1S 定价可以看出，摩尔定律作用下，实际上是提价的（低端用户反而为购买一些花哨功能多支付一些价格）；</p> <p>3) S50 净利润率推算：S50 发烧友版硬件不赚钱，S50 改良版提价，S40 性价比更高，S40 参考红米，在小米产品做了近两年铺垫后，新产品接受度高，性价比上具有冲击力。如果红米销量到 10 万台，盈亏平衡点；达到 500-700 万，平均每部红米手机有 100 元利润，为小米带来 5-7 亿利润（10%的净利润率）。</p>

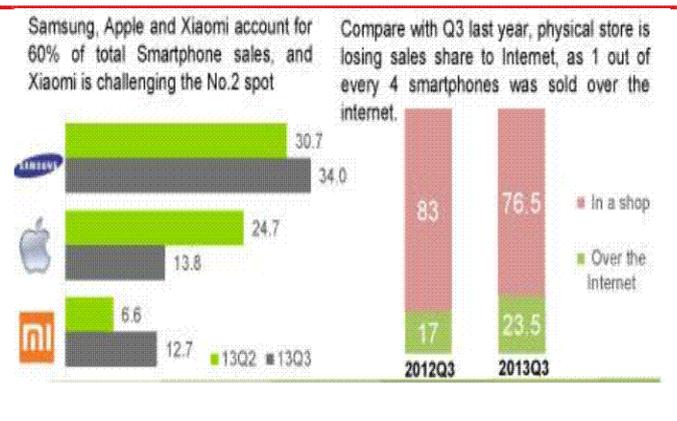
资料来源：民族证券

图 8: 小米和红米销量超预期——极客示范作用强大



资料来源：民族证券

图 9: 中国智能手机份额：三星 34%、苹果 13.8%、小米 12.7%

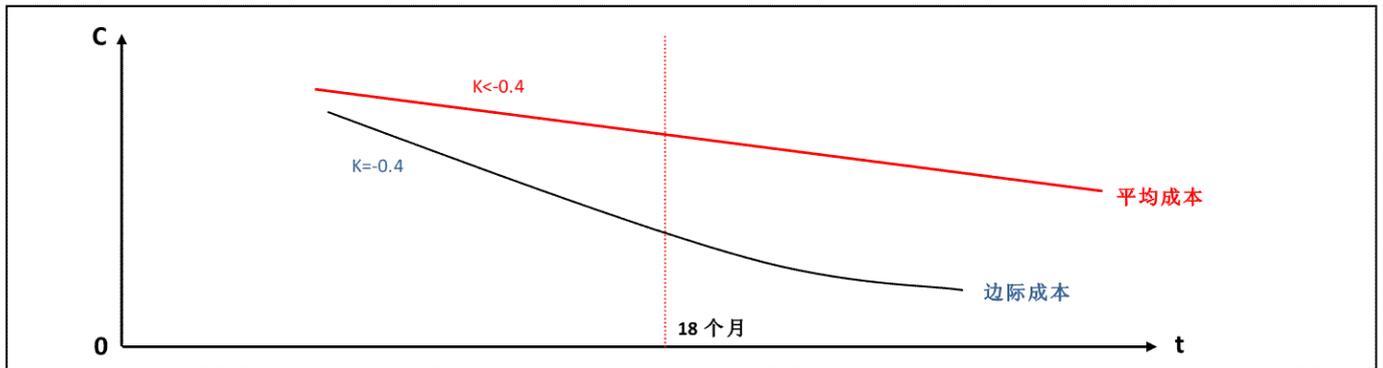


资料来源：民族证券

四、边际成本递减到平均成本足够低时，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

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，平均成本以每年 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 10：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，平均成本递减周期更长



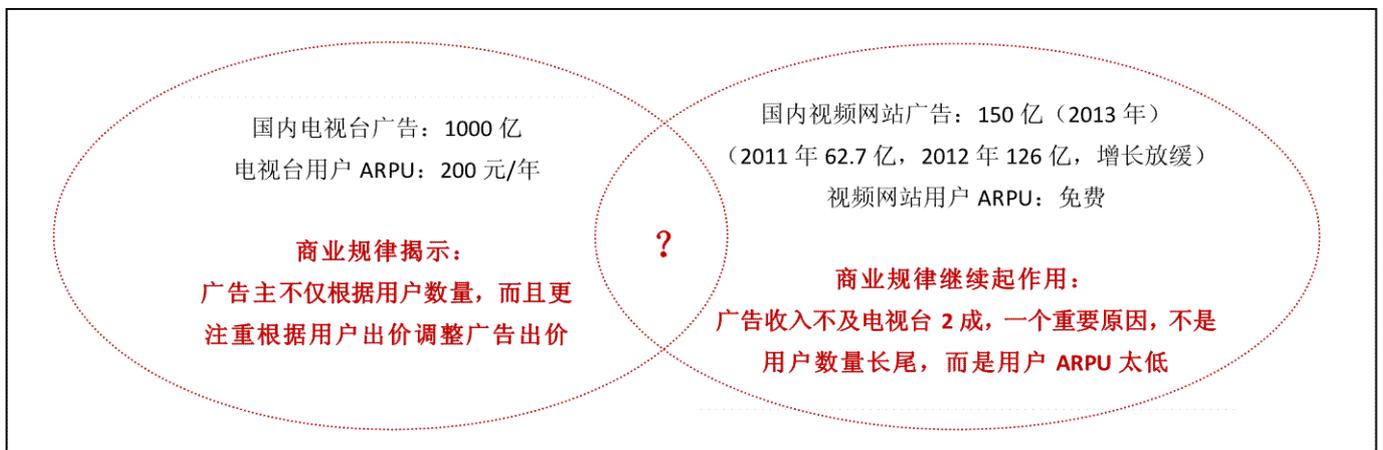
资料来源：上篇报告

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 11：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

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 2012.10，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 14-15）。

图 12：我国网络视频用户规模



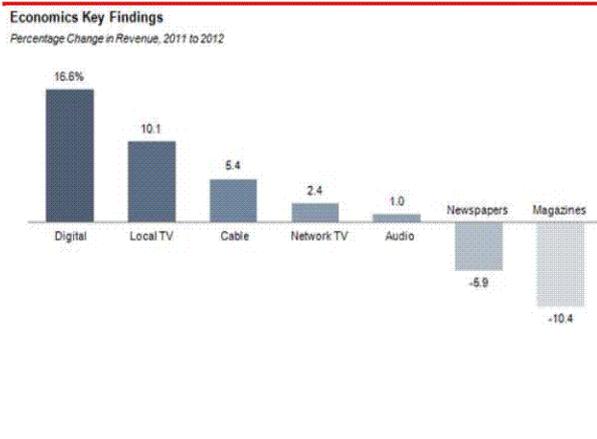
资料来源：上篇报告

图 13：我国网络视频市场规模——机械组合的商业模式失败



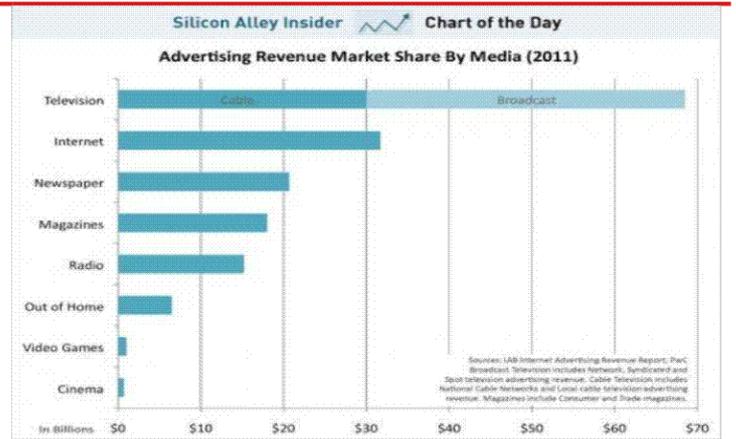
资料来源：上篇报告

图 14：美国电视媒体收入增长情况



资料来源：上篇报告

图 15：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：上篇报告

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”；

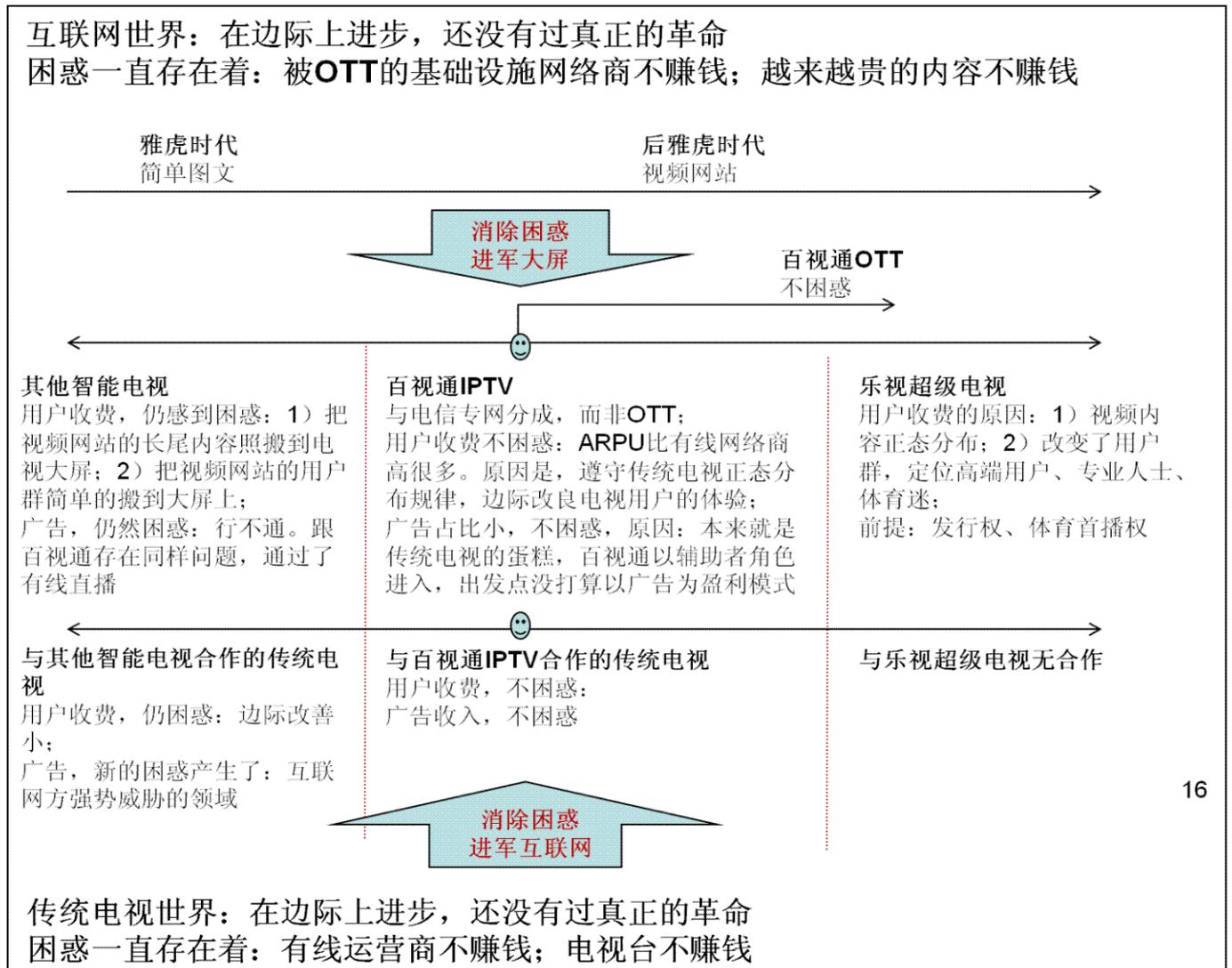
他们希望用视频网站内容为电视台继续做边际上的改善；由于他们高估了视频网站“长尾内容”的价值，在改善中觊觎着革命；

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 16：“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

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。

表 9：计算机思维的大屏终端不困惑（硬件收益到这里还无法核算，这里只解决价格成本问题，量的问题在第五部分解决）

	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（乐视超级电视、小米电视）
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 多颗元器件需要重新排列组合
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 3-4 成 (普通面板产能过剩周期；随着新形态智能电视推出，面板以外的零部件占比会越来越大)
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，公司可以明确制定本策略和定价策略

资料来源：上篇报告

第一个将硬件终端跟操作系统紧密结合起来的智能电视。三星智能手机通过在自有终端上深度开发 Android，成功 fork 了 Android。三星智能手机 2009 年进入中国，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%）；三星 2013Q3 在美销售市占率 24.9%。

表 10：先有终端再找网络，而不是相反——其他没有自有终端的智能电视，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

资料来源：上篇报告

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 11：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； 2005 年涉足正版版权，2011 年开始就买断了 70% 的国产热播剧版权，目前乐视网 90% 的电视剧是国产剧，覆盖 95% 的卫视首播电视剧	好莱坞、英美剧定位，难突破发行权
	线上：业内首提自制剧概念，2013 年实现年自制剧产量 300 集目标，预计 2014 年预算加倍，推出 20 部以上自制剧，产能翻一倍； 自制剧自审，可操作性强，广电政策风险不大，不需批文	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：上篇报告

表 12: 商业逻辑上，创新与推广能力在获得用户好感时缺一不可。恰好互联网和娱乐产品分别需要这两种能力，能同时做好互联网和娱乐产品的，也间接证明了团队的创新（plant）和推广能力（shaper）兼备

核心竞争力	内容的商业运作逻辑
团队	<p>刘弘：公司总经理，第一批南极科考记者；</p> <p>高飞：版权业务总负责人，原新浪副总编，酷6网副总编；</p> <p>雷振建：副总裁、总编辑，原 MySpace 中国副总裁、新浪娱乐频道主编；</p> <p>郝舫：乐视网原创节目总制片人，原星空卫视和 Channel [V] 高管。曾打造多档名牌栏目，《星空不夜城》是国内第一个脱口秀节目，获亚洲电视大奖银奖，被国内电视台纷纷仿效。《人小鬼大》、《拍案惊奇 30 分》、《桑兰 2008》、《听你安排》数十个栏目成为业内精品；</p> <p>张艺谋：在乐视影业位置比冯小刚在华谊高；乐视网艺术总监</p>
2014 年内容策略与预算	<p>1) 商业的逻辑就是珍贵的时间差——多屏捆绑购买带来集约效应，盟友互换合作共赢，自有 TV 终端保护核心版权：以体育版权为例，腾讯视频的重点赛事也基本全覆盖，但都是 PC 端版权，腾讯只要不做 TV 端，不对公司构成威胁。乐视网把 TV 端之外的 60-70% 的版权分销给竞争对手，1-2 年合同；</p> <p>2) “非常 6+1”四季巨制：以“春夏秋冬”四季为划分依据，每季度一部超级大剧、六部类型大剧。2014 年播出超过 200 部海量新剧（含近 40 部美剧）；</p> <p>3) 2014 年 8 亿总预算。</p> <p>外购剧：2013 年占内容预算 80-85%；</p> <p>自制剧：2013 年占预算的 15%-20%，年产 300 集目标已顺利实现；2014 年预算加倍，争取每年 20 部以上精品，15 部自制剧场品牌，2014Q3 每天从 1 集增加到 2 集，采取分销策略；</p> <p>体育：2013 年版权花费不到 1 亿；</p> <p>4) 行业最全正版影视库：10 万多集正版电视剧、5000 多部电影、2800 部动漫、近 40 部美剧</p>
外购剧	<p>1) 钟汉良、金起范、张檬《天龙八部》跨年大剧（湖南卫视）；</p> <p>2) 黄磊、陈数都市幽默情感剧《我爱男闺蜜》；</p> <p>3) 网游迷喜爱的杨幂、李易峰古装玄幻剧《古剑奇谭》；</p> <p>4) 丁小雄导演、赵宝刚监制、任重、姚笛《和平的全盛时代》；郑晓龙力邀周迅惊艳亮相《红高粱》；</p> <p>5) 国内外动漫，大多数与乐视网有版权合作；</p> <p>6) 乐视网独播的电视剧《甄嬛传》，曾创总播放量过 44 亿的单剧播放行业纪录，树立业内标杆，为乐视网打下品牌基础。</p> <p>爱奇艺：凭借百度强大平台，已拿到《天天向上》、《爸爸去哪儿》、《康熙来了》、《非诚勿扰》等综艺版权，采取跟随并挤垮的商业战略，独播，不再与竞争对手合作；</p> <p>腾讯视频：没有明显动作。</p>
自制剧和自制栏目	<p>1) 《光环之后》（吴宗宪监制）2014 年 2 月 14 日乐视网上线，每中午 12 点“乐视网自制剧场”更新。乐视网跨海直播，乐迷通过乐视网 PC 端、Phone 端、Pad 端、乐视 TV 超级电视同步收看；</p> <p>2) 除《光环之后》，自制剧陆续上线：2014 年黄小蕾自编自导《蕾女心经》、聚集文章、倪妮、陈羽凡、白百何、姚笛、井柏然等明星的《屌丝日记》、周秀娜《XGirl》、续写穿越传奇《唐朝好男人》第二季、揭秘高官情事《情人》、黑道火爆校园《超级教师》、青春迷失《北京朝酒晚舞》，性感麻辣《家有狐狸精》、御姐当道《整垮 EX》、钻石人生</p>

	<p>《我叫郝聪明》第二季；</p> <p>3) 自制栏目，乐视网携明星主持人家族，推出系列内容。黄健翔首档体育自媒体节目《黄·段子》，女神杨澜惊艳“健习女神の预备课”《天呐女人》，《北青周刊》首席记者王江月絮语《星月私房话》，《南都周刊》主笔易小荷《荷体育》，明星大咖齐聚《Star》，新剧大本营《开播乐》；</p> <p>4) 《红高粱》，电视台售价 300-400 万/集，电视台同步播放（山东电视台合拍、北京卫视等 3-5 家）；</p> <p>5) 《唐朝好男人》2 亿点击量，《PMAM》跨海自制、《女人帮·妞儿》第一季点击量过 10 亿，《女人帮·妞儿》第二季点击量目标过 20 亿，它们已成为白领和学生午休首选，业内称为网络“黄金剧场”；</p> <p>6) 《开心麻花》（创始人张晨、总经理刘洪涛）话剧团队合作，已改编成自制剧播出</p> <p>爱奇艺正在成为一个内容制作公司：2014 年自制剧预算迅猛提高；预计成立全资影视制作公司，以独立工作室方式投资前搜狐视频总裁刘春；</p> <p>腾讯视频：2013 年底以首部大型自制剧《快乐 ELIFE》试水，似乎意图引领视频业进入网络原创大制作时代。目前看点点击量较低，电视剧是积累和创新并重的行业，《快乐 ELIFE》启用超女快男，手法陈旧；因此，腾讯视频积极展开和传统电视剧公司的深度合作谈判，正在储备自己的制作团队实力。</p>
<p>体育</p>	<p>1) 在体育全版权的基础上，再尽量买独家，一次买 3 年；</p> <p>2) 2013 年加速体育核心战略，80% 赛事的真正直播权。</p> <p>大众体育：欧洲五大联赛、亚冠、中超（真正的 TV 端独家）、CBA（真正的 TV 端独家）、欧洲篮球冠军联赛；</p> <p>高端体育：澳网、中网、上海大师赛、WTA 及 ATP 巡回赛（李娜决赛，央视都没有直播权）、垄断未来三年 50% 高尔夫独家直播（英国公开赛、美巡 PGA 锦标赛、欧巡、亚巡）；</p> <p>精英体育：MLB、NFL 超级碗；</p> <p>其他：2014 巴西世界杯预选赛、中国男篮热身赛</p> <p>腾讯视频：重点赛事基本全覆盖，但都是 PC 端版权。腾讯只要不做 TV 端，不对乐视构成威胁</p>
<p>电影</p>	<p>1) 部分好莱坞大片可与北美院线同步上映（目前，电影在网站上线时间差别较大，有些是院线即将或已下线就在乐视网上线，有些则延迟一段时间）；</p> <p>2) 张艺谋大片储备（《归来》）</p> <p>爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆：独立发行人制度</p>

资料来源：民族证券

表 13：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
<p>X60 高端机型</p>	<p>490 元/年/台</p>	<p>210 元/台</p>	<p>Netflix：用户收费</p> <p>ESPN：用户收费 70%，广告 30%</p> <p>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</p>
<p>550 发烧友机型</p>	<p>300 元/年/台 （硬件控+研发控）</p>	<p>200 元/台</p>	<p>CNN、MSNBC、Fox News：用户收费 60%，广告 40%</p> <p>以 TWX 为例（CW、HBO、CNN），月租和广告比例 60%：40%；</p>

			从 2012 年开始，CNN 用户收费占比超过 2/3
S40 普及机型	差别定价：100 元 (二八规则假设)	最后稳定在大于 100 元/台	ABC、NBC、CBS：广告为主 每家都在 50-60 亿美元/年

资料来源：上篇报告（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，量的问题在第五部分解决；

注 2：从 CNN 等电视台广告收入看，传统电视广告周期走入下降通道；用户付费周期很长）

表 14：仅从用户收费来看，超级电视带来的市值增长参考（单位：均换算为人民币）

公司	市值	年收入	净利润	用户收费/年	比较
ESPN	2100 亿	600 亿	120 亿	500-600 元	1.2 亿台超级电视
Netflix	1200 亿	170 亿	-	575 元	3500 万台超级电视
百视通 IPTV 部分	400 亿	14 亿	5 亿	80 元	280 万台超级电视
超级电视	-	-	-	490 元	500 万台相当于一个一级卫视； 相当于胶片时代一部重量级影片的胶片拷贝数

资料来源：上篇报告（改动已用红字标出）

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后，第二个广电系统的制度性背书。

五、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

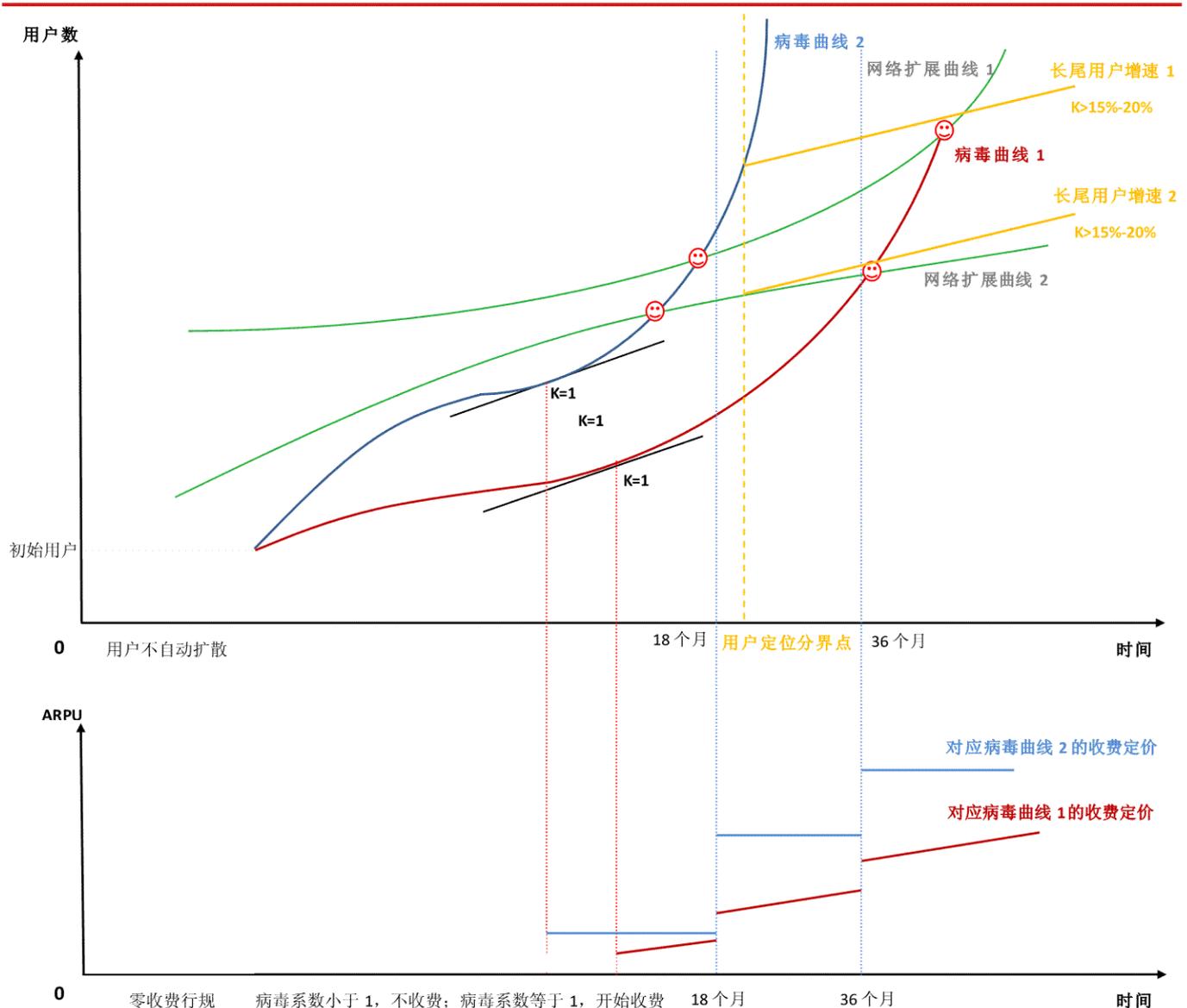
表 15：新的用户增长速度预测

项目	用户群	用户增长速度
新的斜率 1	高端用户群	初期服从幂律定律，后期用户数量增速 60%，稳定后体现为自然增长 5%
新的斜率 2	发烧友用户群	初期服从幂律定律，后期用户数量增速 60%，稳定后为 0
新的斜率 3	病毒扩散	初期：病毒扩散符合幂律定律，后期用户数量增速 60%； 再后期：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；

	<p>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；</p> <p>在需求曲线的平移中，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增速 15%——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，实际上的智能电视增速大于 15%。</p>
--	--

资料来源：根据上篇报告整理及根据前文新加内容有部分改动（改动用红字标出）

图 17：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

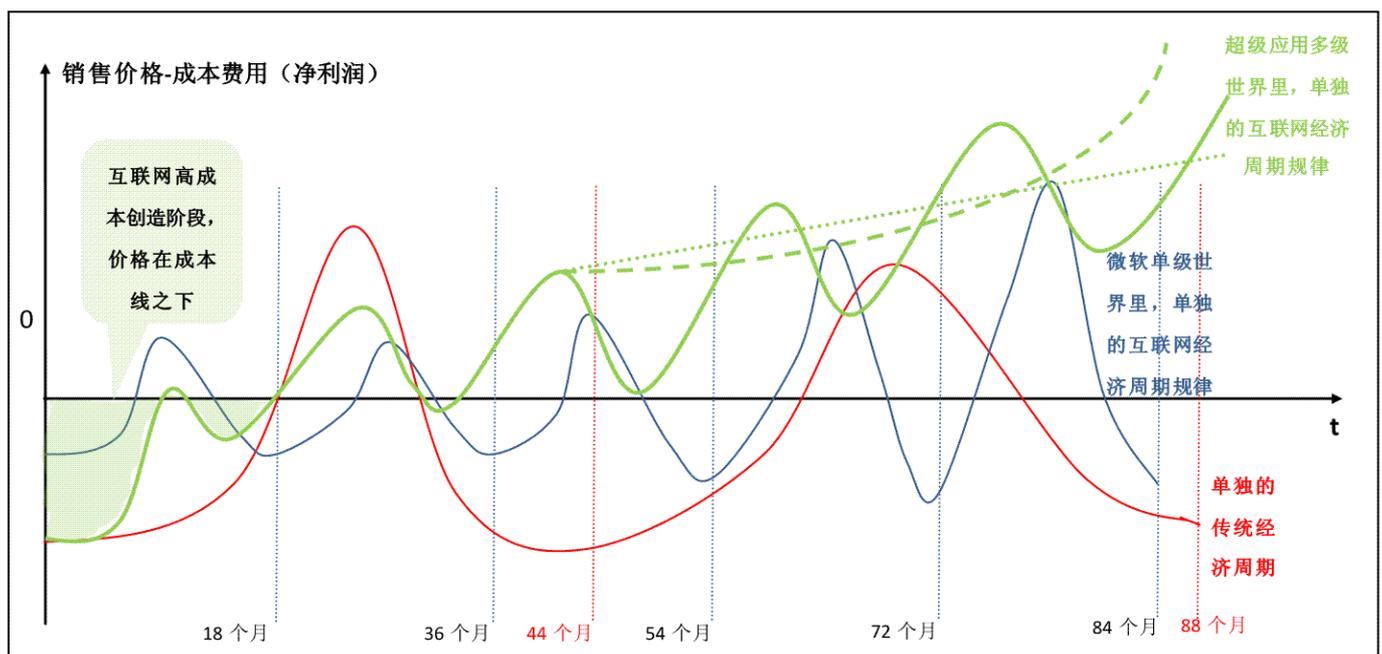
表 16: 智能电视行业的出货量和渗透率参考

项目	数据
全球电视需求	每年全球电视出货量保持在 2.5 亿台/年（自然增长和旧机更新——每年多少户乔迁，多少对新婚）；增速为极低个位数（假设 2013 年以后，平板电视年出货量增速为 3%）
全球智能电视销量 (拓扑产业研究所)	2014 年智能电视用户增速 42%；2014 年智能电视渗透率 44%，2020 年渗透率 93%——两个数据仅反映自然增长和旧机更新的出货中所占的比例，未考虑对巨大的传统电视存量的替代，渗透率概念错误
智能电视渗透率 (奥维咨询 AVC)	按 AVC 预测，2014-2020 智能电视出货量复合增长率 13.91%——因为根本未考虑巨大存量替代，这个数据是有问题的；但是我们仍采用该数据，仅考虑边际改变消费行为的用户群

资料来源：上篇报告图 24-27 整理（注：比上篇报告有较大改动，用红字标出）

六、智能电视的周期：更偏向于传统娱乐周期

图 18: 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：上篇报告（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）

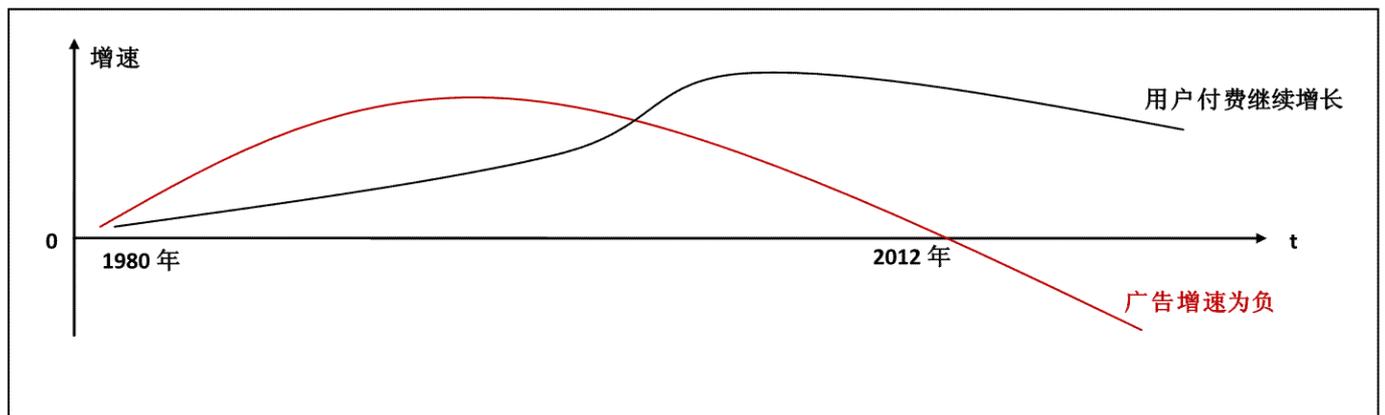
表 17: 智能电视的硬件和内容的长短周期判断

项目	数据
智能电视硬件长周期	生命周期是经济周期中的康德拉季耶夫周期
智能电视应用长周期	互联网应用的长周期比硬件长周期更短； 因为堆叠效应比传统经济商业模式的长周期更长，整体上偏向传统娱乐周期

智能电视硬件的基钦周期变长	图 18
智能电视应用的基钦周期变短	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（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
智能电视内容长周期	消费习惯周期比广告主周期更长（图 19）； 用户付费受消费习惯（用户收入偏好）约束，用户付费周期就是消费习惯周期； 广告周期受到电视台生命周期约束，广告时段和广告位有限，增长有一个确定界限
智能电视内容短周期	传统世界的基钦周期，目前处于周期上行阶段（图 20）

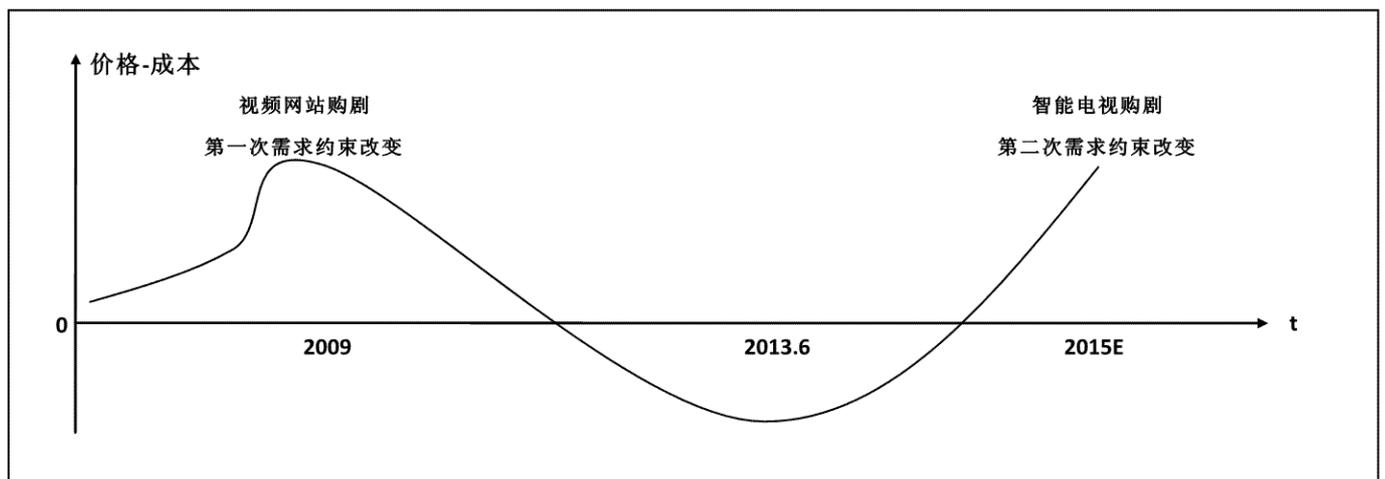
资料来源：上篇报告内容整理

图 19：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：上篇报告

图 20：内容短周期上行阶段——内在规律+需求约束改变



资料来源：上篇报告

七、仅对超级电视部分做盈利预测

表 18：超级电视销量预测假设

企业产能约束	平均成本足够低时进入，产能无瓶颈；高端产品富士康排他合作（以前市场对小米也有质疑，认为小米非硬件厂商，产能受限）
第一批用户有两类：一类定位高端——X60	600-700 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 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
	稳定后：5%
第一批用户的第二类：发烧友——S50	参考预约数和小米发烧友数量，2016 年之前稳定在 200-300 万人；2017 年之后稳定在 500 万人
	初期：仅服从幂律定律，比 X60 放量更快
	后期：摩尔定律约束下的幂律定律——60%销量增速
稳定后：0%	
第二批用户：大众——S50/S40	前期：生命周期初期，病毒扩散
	后期：消费习惯迁移、价格弹性、用户收入偏好共同约束——15%
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和增速	AVC 数据（上篇报告图 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和增速	AVC 预测数据仅为自然增长和旧机更新部分：2014-2020 智能电视出货量复合增长率 13.91%。事实上今年出货中 50%就是智能电视，明年有望达到 70%，远快于 AVC 测算数据； 巨大的存量市场没有考虑。暂用此数据
生命周期	硬件：按 AVC，10 年仅为自然增长和旧机更新部分； 整体更偏向娱乐周期，作为一个电视台看待：30-50 年，按 30 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（注：假设比上次有所改变，已用红色字体标出）

表 19：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	619	650
年增长率		平方	100%	100%	60%	60%	60%	5%	5%
S50 发烧友	10	100	200	320	512	512	512	512	512
年增长率		平方	100%	60%	60%	0%	0%	0%	0%

S50 2D/3D	0	20	60	180	288	461	530	609	701
年增长率			200%	200%	60%	60%	15%	15%	15%
S40	0	40	120	360	576	922	1060	1219	1402
年增长率			200%	200%	60%	60%	15%	15%	15%
小计	16	196	452	1004	1606	2263	2692	2960	3265
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%	11.68%	11.91%
S50 发烧友/智能电视	0.47%	4.12%	7.24%	10.16%	14.28%	12.53%	11.00%	9.66%	9.38%
普及版 S 系列/智能电视	0.00%	2.47%	6.51%	17.15%	24.09%	33.84%	34.16%	34.49%	38.51%
超级电视/智能电视	0.8%	8.1%	16.4%	31.9%	44.8%	55.4%	57.8%	55.8%	59.8%

资料来源：民族证券（注：比上篇报告改动较大。当销量达到 500 万台时，在电视台来看，相当于一个一线卫视；在电影来看，相当于胶片时代一部张艺谋大片发行的拷贝数目）

表 20：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%
	S50 发烧友版净利润率稳定在 0
	S50 3D 等改良版、S40 的净利润率从 2019 年开始明显提升，稳定在 5%（参考红米，当时市场质疑，从小米手机的成本推测，单独靠终端很难赚钱，但事实上红米净利润率 10%）
用户收费（多元化：基础包、选择增值包）	X60：3 年一个摩尔周期，提价一次，提价率 5%（乐视网顶盒 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（按乐视网顶盒 T1 定价策略；二八法则）
	S40：从 2015 年开始 100 元/年（按乐视网顶盒 C1 定价策略；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

	<p>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；</p> <p>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）；</p> <p>分母收入仅包括“用户收费+广告收入”，未含硬件；</p> <p>2012年公司总带宽 1.45T</p> <p>内容：2012年收入占比 35%，4亿元（预付 2.5亿），视频网站不可比；2013-2015年，假设收入占比 40%（2013-2014年内容预算 8亿，是用于整个乐视网业务的，分摊到超级电视是其中一部分）；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 35%；2019-2021年收入占比 30%；</p> <p>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。</p>
<p>SG&A</p>	<p>研发摊销：硬件部分已计入，本部分不计</p> <p>营销费用：5%收入占比</p> <p>人工成本：6%收入占比</p> <p>体验店折旧：5%收入占比</p> <p>计提项的管理费用：4%</p> <p>（存货跌价准备：0；</p> <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%（版权价格很低，因分销一直在增值），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——高度优化的供应链管理是致胜关键）</p>	<p>应收账款周转天数</p> <p>1) 版权：迅雷、合一信息等公司 2012、2013Q3 应收账款 3.7 亿、7.6 亿，对应周转天数 120 天/60 天；</p> <p>2) 超级电视尚未产生赊销。</p> <p>应付账款和其他应付款周转天数</p> <p>1) 2012、2013Q3 版权两项应付分别为 3.5 亿、6.7 亿，对应周转天数为 180 天/100 天；</p> <p>2) 超级电视代工厂垫资产生应付款账期：我们判断，整体上代工厂不具备收取预付款的谈判能力。超级电视付一小部分定金（预付款），发货后，经过一个账期再给代工厂全款。富士康更希望在蓝海中有一席之地，战略级别，其他代工厂更不具备谈判能力。</p> <p>存货周转天数</p> <p>未来随超级电视的产销模式和销售渠道合作而有所调整，以销定产会减少存货周期，铺货会获得更多渠道支持，下一部分专门讨论（京东的核心优势；当时市场的错误看法：小米与凡客合作，凡客的物流主</p>

	<p>要集中在一线城市，渠道覆盖能力有限。)</p> <p>预付账款周转天数</p> <p>1) 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>2) 自制剧和收购大幅降低预付账款周转天数；</p> <p>3) 超级电视仅在代工部分产生一小部分定金。</p> <p>预收账款周转天数</p> <p>1) 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，2013-2015 年的预收账款分别为 0.88、2.88、4.5 亿元，用户付费收入对应的周转天数为 41、21、22 天；</p> <p>2) 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>3) 国美、易迅等渠道商：相当于一个大 C，先给乐视现金，乐视发货给渠道商，也会有几天预收款账期。</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+外购剧预付周转天数-代工厂应付周转天数-年费和渠道商预收周转天数(原来账期对应原来业务，超级电视账期对应超级电视业务，收入、成本标准不统一，历史数据不具有参考性)；</p> <p>(苏宁高峰期 10-20 次/年，现在 4 次/年；京东 6 次/年；云南白药、七匹狼 2 次/年；公司历史周转率 3 次/年。)</p>
T 系列、C 系列机顶盒	<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>保有量：盒子存量市场一直没有放松，更重视“重购率”，新盒子配置更高，老客户将旧盒子送给亲朋好友，免费用户足够多，会产生广告收入 (重购率主要在 2013 年 12 月开始产生)。</p>
股权输出式扩张 (星巴克、蓝色光标在这个范畴做商业模式 边际改善)	<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>向乐视控股、冠鼎工程定向发行购买乐视新媒体：2.99 亿元现金流入</p>
估值	<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 (注：比上次假设的改动用红字标出)

表 21：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	4334587	4551316

S50 发烧友机硬件收入	24990	249900	499800	799680	1279488	1279488	1279488	1279488	1279488
S 系列普及版硬件收入	0	129940	389820	1169460	1871136	2993818	3442890	3959324	4553222
硬件收入小计	66984	581824	1243608	2527176	4043482	5701878	7526286	8050488	8632680
X60 净利润率	-5.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	15.0%	15.0%	15.0%
S50 发烧友机净利润率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
S 系列净利润率	-5.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	5.0%	5.0%	5.0%
硬件利润小计	-2100	1910	8937	32660	69674	139348	791371	848154	910359
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	7840	86240	107280	206088	329856	435610	578531	610531	645566
X60 广告收入	60	399	882	1953	3460	6128	10854	12617	14665
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	1050	2205	3704	6223	6535	6861	7204	7565
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	0	432	1400	4535	7836	13541	16818	20888	25943
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	160	1881	4487	10193	17520	26204	34534	40709	48173
用户收费+广告收入小计	8000	88121	111767	216281	347376	461814	613065	651241	693739
宽带成本	880	10574	13412	25954	48633	64654	79699	84661	90186
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	3200	35248	44707	75698	121582	161635	183920	195372	208122
用户收费+广告收入占比	40.0%	40.0%	40.0%	35.0%	35.0%	35.0%	30.0%	30.0%	30.0%
期间费用	1600	17624	22353	43256	69475	92363	122613	130248	138748
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	2320	24674	31295	71373	107686	143162	226834	240959	256683
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	1902	19986	25505	58526	88841	118825	190541	202887	216897
包含硬件的超级电视净利润	-197	21895	34443	91185	158515	258173	981912	1051042	1127256
超级电视贡献的 EPS	0.00	0.27	0.43	1.14	1.99	3.24	12.30	13.17	14.13
市盈率(龙头股溢价 250%)		60	60	50	45	40	35	30	25
超级电视贡献的市值(未分股权)		1313715	2066563	4559267	7133196	10326917	34366919	31531252	28181400

资料来源：民族证券

八、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 = 300-400 亿人民币

表 22：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市值，因此市场对花儿估值不到 70 亿	-	0.63	0.81	1	100-150 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 1：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 23：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：上篇报告

九、管理团队均衡以及市场推广（Shaper）

表 24：股权激励到位，管理团队均衡助力 Shaper

管理团队	特征
贾总	创业心态+时刻合作的平等心态（两者对互联网行业缺一不可，即便是大公司也与传统经济不同）

刘弘	公司总经理，对各条业务线的长短线把握都十分精确
袁斌	乐视网 CTO，乐视“创新及用户体验研究院”院长，爱奇艺创始人，原搜狐技术总监
梁军	乐视 TV 总经理，主管乐视 TV 产品、研发及供应链，原联想高管
王祥云	乐视网 CMO，原土豆网首席营销官、首席运营官
彭刚	乐视网广告公司高管
高飞	版权业务总负责人，原新浪副总编，酷 6 网副总编
张志伟	乐视致新高管，原京东商城黑电业务部总经理
赵一成	乐视致新高管，原当当网市场部负责人、原凡客诚品市场部负责人
郝舫	乐视网原创节目总制片人，原星空卫视和 Channel [V] 高管。曾打造多档名牌栏目，《星空不夜城》是国内第一个脱口秀节目，获亚洲电视大奖银奖，被国内电视台纷纷仿效。《人小鬼大》、《拍案惊奇 30 分》、《桑兰 2008》、《听你安排》数十个栏目成为业内精品
雷振剑	乐视网副总裁、总编辑，原 MySpace 中国副总裁、新浪娱乐频道主编
张艺谋	乐视网艺术总监；在乐视影业位置比冯小刚在华谊高
2 期股权激励	1) 以两期股权激励吸引社会精英加盟； 2) 对管理人员全覆盖，稳定性高

资料来源：民族证券

表 25：市场推广——真正的轻资产渠道运营

体验店类型	分析	案例
旗舰店	在建旗舰店 1 家	北京蓝色港湾
体验店	自建，与国美、苏宁结合建设	类似鹏博士“云生活体验馆”
体验厅	北京，上海，广州等地，一居室模仿	中信广场 11 层
小型体验厅	房地产开发商合作，小区、社区售楼处	保利楼盘
小结	因为它摆脱了渠道盈利的出发点，是互联网时代真正的轻资产渠道运营	

资料来源：民族证券

表 26：选择易迅网体现互联网的合作共赢精神；微信合作表明腾讯在智能电视中的态度，继续做应用商

腾讯合作项目	合作方式	合作效果
微信营销	QQ 空间、微信等平台，为乐视超级电视进行商业推广	腾讯在互联网产业链中的位置：战略闭环
微信支付	微信支付打通	多屏互动的必要环节
应用堆叠	易迅网、微信、QQ 以应用方的方式进驻智能电视大屏	腾讯在智能电视产业链中的位置：应用商
易迅网渠道	互联网无处不在的合作共赢精神	-

资料来源：民族证券

十、如果乐视致新分拆上市，对老股东构成重大利好

表 27：收购和分拆对老股东的影响恰好相反

资本运作	对老股东的影响分析	历史案例
收购	收购会摊薄老股东股份比例，降低老股东在公司的话语权； 收购成功失败各半，甚至因支付成本过高，成功者更少	成功案例：迪士尼的收购（大吃小）； 失败案例：很多（大吃大、小吃小）
分拆	分拆相当于老股东持有的原始股上市，溢价收益率高达数倍到数十倍不等	<p>国内首单：ST 东北高速分拆为龙江交通和吉林高速； 中兴通讯分拆国民技术；</p> <p>国内创业板首单：康恩贝分拆佐力药业；</p> <p>国内母公司分拆到海外：同仁堂分拆同仁堂科技； 联想集团分拆神州数码； 友谊股份分拆联华超市； 海王生物分拆英特龙； 同方股份分拆科诺威德； 青鸟天桥分拆北大青鸟环宇； TCL 集团分拆 TCL 移动； 复旦微电子；</p> <p>失败案例：长春高新分拆长生生物； 华联控股分拆波司登； 中青旅分拆乌镇旅游；</p> <p>国外母公司分拆到国内：万得汽车分拆锦州汉拿电机； 上海实业控股分拆上海家化； 亿都控股分拆南通江海</p>

资料来源：民族证券

十一、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）

规模巨大的视频行业里，TV 大屏的行业规模可占 7 成；只有大屏才能顺利向用户收费，带来广告收入重估，实现最高的收益率。预计乐视网 2014-2018 年 EPS 为 0.53/0.62/1.27/2.05/3.24 元，对应 2014-2018 年 P/E 为 74/63/31/19/12 倍。2014-2018 年净利润复合增长率 60%，复合投资回报率 20%，支撑近 900 亿市值规模。乐视超级电视是智能电视的绝对龙头，70-20-10 定律不动摇，只买第一是投资铁律，维持乐视网“买入”评级。

表 28：估值比较与公司市值预测

	2013Y	2014Y	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y
总市值（乐视致新 51%）	3500000	4169995	4553947	5825226	7137930	8766727	21027129	19580938	17872514
总净利润（超级电视外业务递减）	24803	41895	49443	101185	163515	258173	981912	1051042	1127256
净利率增长率	25%	69%	18%	105%	62%	58%	280%	7%	7%
净利润 2014-2018 年 CAGR	60%								
EPS	0.31	0.53	0.62	1.27	2.05	3.24	12.30	13.17	14.13
P/E	125	74	63	31	19	12	3	3	3
市值是目前市值的倍数	17%	39%	52%	94%	138%	192%	601%	553%	496%
年市值增长率	18%	19%	9%	28%	23%	23%	140%	-7%	-9%
市值 2014-2018 年 CAGR	20%								

资料来源：比上篇报告有改动（注：2018 年假设全部利润贡献来自超级电视）

十二、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；

人的矛盾；

既要找有足够规模的行业，也要这个行业有足够的投资回报率，两者缺一不可，而互联网经济的耦合性特性，大大加深了所有环节彼此依赖的程度。这会出现一个与传统经济不同的悖论，是不是投资最大的行业就可以赚最多的钱？这是一个网络立法才能决定行业间利润分配的长远问题，也许 10 年，也许更久。

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)