

用大屏计算机连起来的等效电视台——乐视网

300104 (买入)

投资要点：

- 纯视频网站以连年累加的高成本内容与带宽维系广告收入高速增长，它类似连锁企业的倒逼式高速列车；移动互联网带来改变既有商业模式的机会，然而视频企业以乐视网生命体发育最为完善，多屏互动与智能电视形成最有效平衡；
- 公司全产业链生态系较智能电视生态又向前一步，通过自建云平台和 LEUI 跨屏，有望创新性重现 Win-Tel 生态和苹果生态的复合体；
- 硬件终端是得到最忠诚互联网用户的入口，自建 CDN 充分享受了中国的 OTT 红利，电影和体育栏目的行业龙头地位逐渐确立，这三点符合康卡斯特的商业模式特征；
- 目前全球尚无可与公司类比的上市公司，传统业务类似康卡斯特集团，智能电视是公司找到的有效融合传统业务和互联网业务的载体和新大陆，其用户兼具传统用户的忠诚和新用户的好奇，巨大的用户价值潜力同时来自生产资料共担（硬件）、用户付费（消费者）与广告（生产力）这一供需合一的红利阶段；
- 好奇有余忠诚不足的纯互联网企业，市销率估值尚在数十倍。具有旺盛生命力的传统行业，在生命周期初期估值并不低于这些纯互联网企业，乐视网理应享受目前互联网企业估值的高端水平；
- 公司 2014-2015 年 EPS 预计分别为 0.46、0.72，对应市盈率分别为 87 倍、55 倍，对应市值分别为 387 亿/605 亿元。公司 2014-2015 年硬件市销率 5 倍/4 倍、用户付费和广告市销率 10 倍计，对应市值分别为 695 亿/1211 亿元。维持“买入”评级。

	2013Y	2014Y	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y
总市值 (按市盈率)	3000000	3872004.515	6048569.927	11143187.23	19541921.9	32507907
总市值 (按市销率)	3000000	6946740.5	12112513.26	18401175.72	26510951.6	42482604
总净利润	26996	36928	57774	121190	211351	371930
净利率增长率	30%	37%	56%	110%	74%	76%
EPS	0.34	0.46	0.72	1.52	2.65	4.66
P/E	118	86	55	26	15	9

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

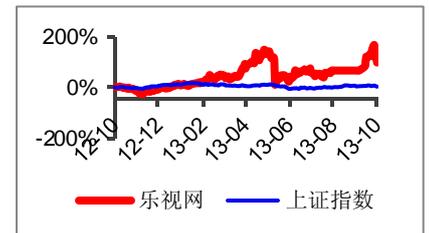
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	-

市场数据

市价(元)	40
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

- 10、让家家户户都拥有一台属于互联网时代的更便宜好用的智能电视
- 9、用大屏找到相匹配用户，只买第一是投资铁律
- 8、公司等于行业
- 7、困惑的智能电视行业，不困惑的乐视超级电视
- 6、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
- 5、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
- 4、70-20-10 定律适用智能电视的完整周期
- 3、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
- 2、对投入产出的明确预测可以到摩尔定律失效那天为止
- 1、到灯塔去，不仅仅是重走美国有线电视 60 年

正文目录

引子.....	3
一、微信，不仅仅是从产业分工出发——什么是互联网思维？.....	3
互联网思维特征之一：供需基础概念没有改变，但投入产出比大幅改善.....	3
互联网思维特征之二：技术进步和商业模式互为角色转换的速度大大加快，商业模式常历常新.....	4
互联网思维特征之三：供需合一让制造业的“全产业链本质”水落石出，让服务业中的需求变成产品的一部分.....	4
二、全球互联网企业估值符合成长初期特征，龙头公司塑造行业周期.....	6
（一）全球互联网企业估值——符合成长初期估值特征.....	6
（二）全球互联网企业周期——龙头公司在行业周期的开创和延续中具有核心作用.....	13
三、乐视网估值：它是一个用大屏计算机连起来的电视台.....	14
目标明确，关键点提前布局.....	14
电视是基石，若无多屏互动，就不能实现该结果——移动端是智能电视的“生态一部分”.....	15
四大商业模式中乐视最有生命力，移动端是智能电视生态的一部分.....	20
股价的四层安全边际，以及对成本的资本化处理.....	21
四、内容、LEUI+、电子商务、应用商店：一个不折不扣的电视大屏新大陆.....	24
五、只有自有智能电视的前提下，CDN 利器才有用武之地.....	31
六、产销及物流售后、CDN 建设：长远看必须平衡.....	32
产能：产业链深刻变革挑战供应商适配能力，供需配合带来生产间歇性.....	32
销量：50+主力与高清片源匹配，CDN 建设恰好走在销量之前，需求随高速光纤入户放量.....	33
物流售后：自建物流 CDN 体系.....	34
七、盈利预测.....	34
八、估值及投资评级.....	37
九、风险分析.....	38

引子

乐视用“生态”代替“产业链”，这个词具有一种对逻辑的天然理解与运用。逻辑可能是拓扑状、网状、云状的，唯独不是线性的。

对马航事件进行反思，如果不是人命关天，就基本不会水落石出。而水落石出的代价是倾尽全球专业调查和财力物力。世界上很多事跟马航事件是相似的，有开头，没结尾。如果件件都当成人命关天、人心所向的大事，会发现人类每天要弄清楚的结尾都是顶尖难题，人类的智力进步和伦理进步又何止几千年。一个公司，它有始有终，那么所有参与到这一历史进程中的人都是可敬的；一个人，他有始有终，他就是可敬的。

互联网时代，我们见证了它，参与了它。有始有终。只怕认真。

一、微信，不仅仅是从产业分工出发——什么是互联网思维？

互联网思维特征之一：供需基础概念没有改变，但投入产出比大幅改善

在任何时空，需求的力量是终极的。如果供给是终极的力量，需求就会变成机械的概率论；

传统需求是连续无缝隙的被动的。如果存在连续无缝隙的主动需求，供需早就合一了，而旧的经济世界中，供需存在着连续二元对立。互联网世界寄望于“消费者从被服务的上帝变成主动探索者”的想法。第一，主动探索者的本质是“跳跃的、不可持续的缝隙”，第二，它违背了传统人类特征，不符合需求的传统概念，在质变之前，需求还仅仅是一个罗素悖论，重新定义需求即可，然而关键问题在于，需求从连续无缝隙的低能量态的被动形式，稳定跃升到连续无缝隙的高能量态的主动形式，是一个质变，需要什么条件？互联网确实给现实世界提供了远远多于过去几千年的“缝隙”，让需求能量态跃升的几率远远大于从前。

——特斯拉、杰里米·里夫金的思维都是如此。供需合一大幅降低信息交换成本，信息交换产出的有效性大幅提升，有效解决传统经济普遍存在的产能过剩/产出缺口。小米、乐视、凡客诚品这些互联网企业都在这方面探索“以大数据为关键纽带”的商业模式，让消费者变成供给者。

“完美的人是所有人的结合体。”这是一个假设。大数据和云计算技术，不能包含未来，所以完美的人不能被虚拟出来。所以高能量态的持续需求只出现在量的层面，而非质的层面。人性不能因互联网发生质变，但确实可以发生巨大的量变。

对于互联网电视的结论是：

1) 互联网电视最终来自国内需求的力量，这一需求早已经过了从隐性到显性的拐点，这一制度红利不以供给端的意志为转移，无论超前还是落后；

2) 需求能量态高频率被激发的结果是，互联网电视的投入产出比远好于传统产业。

互联网思维特征之二：技术进步和商业模式互为角色转换的速度大大加快，商业模式常历常新

技术进步和商业模式，互为接力，交替转换角色。

计算机相对于电的发明技术属于商业模式，计算机相对于互联网的商业模式属于技术前提；互联网一度是计算机技术进步所带来的商业模式，互联网相对于 Win-Tel、And-Arm 等商业模式又属于技术前提。

Whatsapp、微信的商业模式对应移动技术，Facebook、QQ 的商业模式对应计算机技术；Facebook、QQ 作为一种成熟的技术前提，带来社交、商务等商业模式；Whatsapp、微信作为另外一种技术前提，对应着与之相适合商业模式。

互联网思维特征之三：供需合一让制造业的“全产业链本质”水落石出，让服务业中的需求变成产品的一部分

表 1：从现象上做第一次思考——用互联网解决制造业问题 VS 用互联网解决服务业问题

行业	用互联网解决制造业问题	用互联网解决服务业问题	备注
电子商务	无	批发零售	制造和物流运输环节都是传统的，没有改变
	无	旅游酒店	除了订票环节，其他环节都是传统的，没有改变
视频网站	无	传输网络、文化娱乐	原本是制造业，没有从制造业根基上改造
智能电视	制造环节	传输网络、文化娱乐、电视台	原本是制造业，全产业链改造
智能家居	制造环节	传输网络、云平台	原本是制造业，谷歌带领全产业链改造
智能交通	制造环节	传输网络、云平台	原本是制造业，特斯拉带领全产业链改造
互联网金融	无	金融	阿里巴巴、腾讯带领金融业改造
菜鸟网络	无	物流运输	阿里巴巴带领物流业改造（从生鲜运输难题入手）
智能教育	无	教育	教育全产业链改造，至今没有拐点
生活缴费	-	金融支付	水电煤气制造源头不在自己手里，不容易有大市场
小结	1) 原本是制造业的行业，不以制造业为基础进行互联网改造，不容易彻底。传统经济形态中全产业链不易成功，通常是分工形态。这是经济成熟以后的情况，一开始它是全产业链的； 2) 原本是服务业的行业，需求是商品的一部分，比传统服务业具有更明显的供需合一性。		

资料来源：民族证券（注：田溯宁有一个说法叫从“消费互联网”到“产业互联网”）

二、全球互联网企业估值符合成长初期特征，龙头公司塑造行业周期

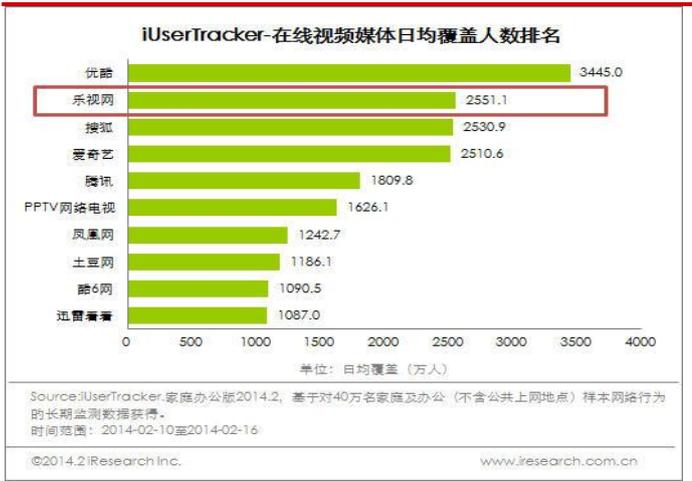
(一) 全球互联网企业估值——符合成长初期估值特征

表 2：视频网站估值

公司	用户数	总估值	P/E _{ttm}	P/S _{ttm}	单户估值	总收入	总成本	单户收入	单户成本
优酷土豆	月 UV=3 亿 日 UV=3445 万	48.86 亿\$	-51.3	10	月：16\$ 日：142\$	30.28 亿¥	36.09 亿	月：10¥ 日：88¥	月：12¥ 日：105¥
爱奇艺	全屏月 UV=4 亿 全屏日 UV=? PC 端日 UV=2510 万	-	-	-	-	-	-	-	-
PPTV	2013.9 月 UV=2 亿 日 UV=3092 万	5.68 亿\$	-	-	月：2.8\$ 日：35\$	2011 年 1.21 亿¥广告	-	月：0.6¥ 日：3.9¥	-
PPS	2013.3 月 UV=0.5 亿	2013.5 百度 3.7 亿\$收购	-	-	月：7.4\$	-	-	-	-
乐视网	全屏月 UV=3.5 亿 全屏日 UV=4500 万	200 亿¥	140	7	月：57¥ 日：440¥	按 20 亿总收入 入计	按 18 亿	月：5.7¥ 日：78¥	月：5.1¥ 日：70¥
Netflix	3342 万	254 亿\$	226	6	847\$	43.7 亿\$	42.6 亿\$	146\$	142\$
Youtube	月 UV=10 亿 日 UV=月 UV/10(约)	巴克莱估值 156-213 亿\$	-	4-6	月：16-21\$ 日：160-210\$	36 亿\$	-	月：3.6\$ 日：36\$	-
Disney	2 亿	1414 亿\$	23	3	700\$	450 亿\$	383 亿\$	225\$	192\$
ESPN	1 亿	700 亿\$ (1/2)				150 亿\$	-		
TWX	CNN: 1 亿	400 亿\$	16	4	270\$	CNN/HBO/C	83 亿\$	63\$	55\$
	HBO: 3000 万					W=95 亿\$			
小结	1) 视频网站点击模式和付费用户模式的区别在于，难以判定一个相对稳定的用户数。以华尔街给予奈飞和 Youtube 的估值比较来看，统一调整为日 UV，互联网视频公司的“单户估值”排序为：“Netflix=乐视网*2=Youtube*4=优酷土豆*6=PPTV*24”——按一价定律，不再换算汇率； 2) 全部媒体的“单户估值”排序为：“Netflix=Disney*1.2=乐视网*2=(HBO+CNN+CW)*0.3=Youtube*4”。它第一个印证了美国有线电视的发达程度不弱于视频网站，资本市场给予单个传统媒体用户的估值并不低于视频网站用户； 3) 新媒体 P/S 值普遍高于传统媒体。唯 P/E 论不成立，两个行业分别处于成熟生命周期和初创生命周期，视频网站的成本曲线，在摩尔定律的约束下，“边际成本递减”规律比传统媒体双倍放大（内容+渠道）； 4) 传统媒体做到 Disney，净利润率在 10-15%。								

资料来源：Wind、民族证券（注：用户数来自图 3）

图 3: 艾瑞网统计视频网站 2014 年 2.10-2.16 日均覆盖人数



资料来源: 艾瑞网

表 3: 涉足智能电视企业或可类比企业的估值

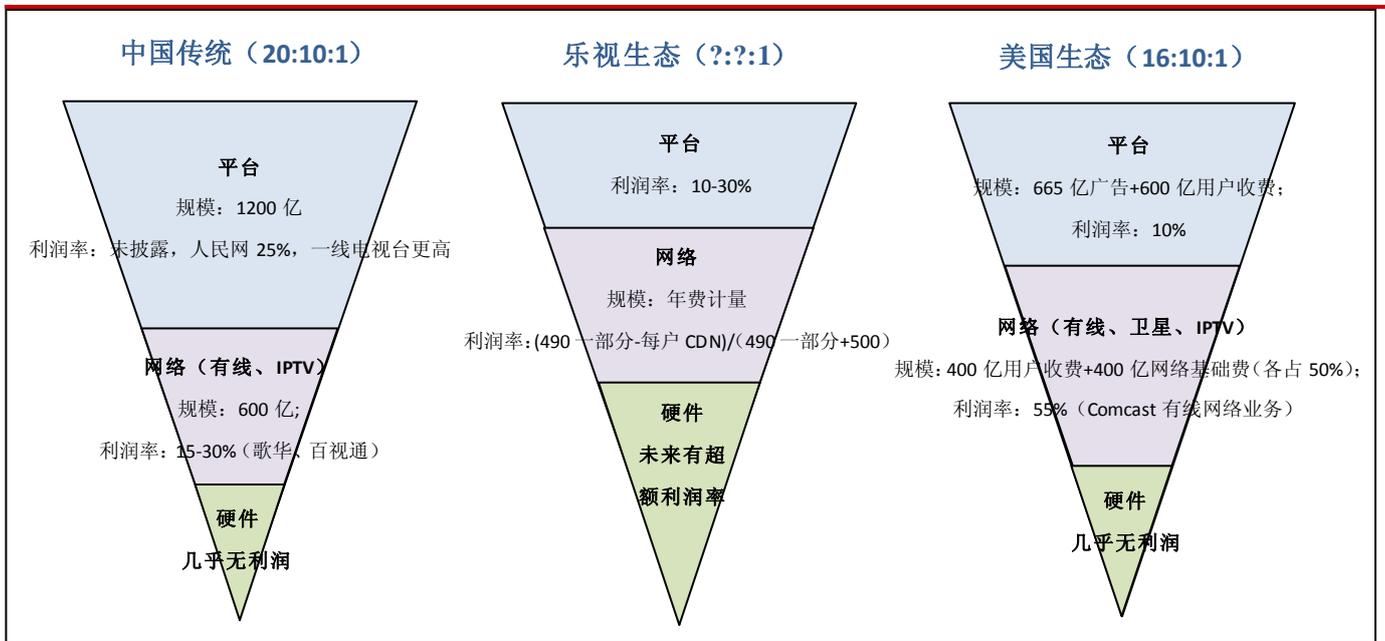
公司	用户数	总估值	P/E _{ttm}	P/S _{ttm}	单户估值	总收入	总成本	单户收入	单户成本
小米	3000 万	600 亿 ¥ (PE)	30 (PE)	2 (PE)	2000 ¥	280 亿 ¥	260 亿 ¥	933 ¥	867 ¥
百视通	2000 万	409 亿 ¥	65	17	2045 ¥	20 亿 ¥	15 亿 ¥	100 ¥	75 ¥
鹏博士	4000 万	199 亿 ¥	55	4	498 ¥	42 亿 ¥	39 亿 ¥	105 ¥	98 ¥
Comcast	有线: 2170 万	1324 亿 \$	19	2	3123 \$ (全产业链)	全: 647 亿 \$	全: 579 亿 \$	全: 1526 \$	全: 1366 \$
	宽带: 2070 万 (全产业链)	(全产业链)				网: 397 亿 \$	网: 178 亿 \$	网: 936 \$	网: 420 \$
Verizon	Wireless: 1 亿	1906 亿 \$	17	-	1906 \$	120 亿 \$ Wireless: 69 亿 \$	109 亿 \$ Wireless: -	69 \$	-
AOL	-	33 亿 \$	3	-	-	22 亿 \$	12 亿 \$	-	-
小结	<p>1) 国内平台类公司“单户估值”排序在通道类之前: 百视通=小米=鹏博士*5。百视通的估值隐含了国企改革和智能电视、微软合作等诸多因素的预期, P/S 值远高于视频网站新媒体估值;</p> <p>2) 从康卡斯特全产业链来看, “单户估值”是 Netflix 和迪士尼的将近 4 倍。</p> <p>——康卡斯特和迪士尼收入相近, 主要差别发生在“用户规模”相距 5 倍。根本原因在于, 康卡斯特按付费统计用户数, 迪士尼按收视率统计用户数, 于是产生了巨大的差别。但是两者在总估值、市盈率、市销率上基本一致, 因为业务结构类似;</p> <p>——康卡斯特和 Netflix 用户数相近, 估值相差 5 倍之巨, 即便仅考虑有线和宽带用户, 估值差别也在这个数量级上。两者是产业链的上下游关系, 近期签署协议未披露, 从市场估值倒推进行判断, 康卡斯特应该分享了收益中的大部分。这是美国电视产业链内容上游“不能获取 OTT 红利”(或者说换个说法, 传输环节获得最大利润率)的现实特征, 多年前康卡斯特还一度想要收购迪士尼也印证了这个问题;</p> <p>——拥有全产业链的乐视超级电视享受了“OTT 红利”(中国的现实特征——无论是原来的广电系统的有线网络, 还是现在的互联网传输网络, 都是电视台或内容商占收益的大部分, 传输占收益的小部分; IPTV 一度想要在传输网上把 OTT 红利夺回来, 但由于自身经营问题, 发展势头减弱, 失去反转机会)。</p>								

总结：

——通过硬件和年费获取确定用户数的单个用户估值，在全球范围内定价都远高于通过收视率换算出来的单个用户估值；
——乐视超级电视成为中国康卡斯特成为可能。通过“硬件互联网入口”，有效取代广电网、电信专网，通过年费形式扭转这一角色的从属地位，这一机会得益于“中国固网的 OTT 红利”，通过这一中国特色，不仅取代电视全产业链，而且有望重构全产业链各环节地位，传输环节成为中流砥柱，如果以产业链维度考察乐视利润率，传输环节可估算投入产出比，画出利润率曲线（或者换个说法，用户收费成为主要收益部分，见图 4）。

资料来源：民族证券（注：Comcast 用户数不含语音用户；收视率确定用户数和硬件入口或付费模式确定用户数是两个维度）

图 4：不畏浮云遮望眼——国内的内容商或平台商怎么 to C（也就是怎么向用户收费）？乐视超级电视重构电视产业链（该图仅探讨比例构成，不考虑绝对规模）——超级电视的平台和网络收入比例，我们预计将在 OTT 制度红利下，在美国生态的基础上再向网络部分靠拢，用户收费中的一部分是为支付 QoS 优先级服务，这也是对欧洲、亚洲互联网用户广泛调研的结论，符合国情



资料来源：民族证券

（注 1：国外的“内容商或平台商 to C”从 Netflix 和苹果开始试图破冰——一方面，近期美国电视网络传输商大动作合并，康卡斯特和时代华纳有线，Dish Network 和 DirectTV；另一方面，这些电视网络运营商不约而同积极发展“多屏”业务，另见表 4——它和美国有线电视发展史一脉相承，有线网络运营商能始终比传统内容商和电视台都要强大。——在今天面对互联网内容商 Netflix 和互联网平台商苹果的时候，延续了他们一贯的风格。然而，我们认为，第一，在强势有线网络运营商的存在下，美国电视系统没有 OTT 红利，除非内容商和平台商形成自己的全产业链，才有希望扭转地位；第二，它揭示的规律是，“to C 更容易赚取超额利润”；

注 2：乐视网网络利润率计算，分子——年费的一部分是为 QoS 优先级支付，比例不知；分母 500 的来由——假设 10-50M 光纤入户，消费者向宽带运营商年付 500 元。——只要 490 的一部分大于每户 CDN 成本，公司实际获得网络部分的利润。上篇报告理解不到位出现错误，简单的把硬件 EPG 当成了网络部分的主要收入，事实上还有自建 CDN 带来的 QoS 优先级付费；

注 3：为判断平台和网络之间的分成比例，“用户收费”这一概念重新定义，网络商代收的用户收费，其中一部分需要给电视台、内容商。美国有线电视用户数 1 亿，卫星电视用户数 1000 万，IPTV 电视用户数 1000 万。根据 Comcast 年报第 57 页表 Cable Communications

Segment Results of Operations 中数据, 2013 年有线网络部分收入 200 亿美元, 成本项中的 Programming and production 为 90 亿美元, 假设这就是康卡斯特向迪士尼等内容商或 ABC 等电视频道购买节目的成本——那么, 康卡斯特用户收费每 100 美元中, 有 45 美元实际上属于电视台、内容商, 剩下 55 美元属于网络传输部分, 与与该报告表 3 中康卡斯特的数据交叉验证后, 基本上一致;

注 4: 假设美国电视系统中广告收入和用户收费收入比例 1:2, 总的用户收费规模为 1400 亿美元。按照康卡斯特年报比例, 电视台、内容商将获得 600 亿美元, 有线网络等传输商将获得 800 亿美元;

注 5: 美国电视系统中的网络传输基础收视费业务, 康卡斯特未进行区分, 实际上约占 50%)

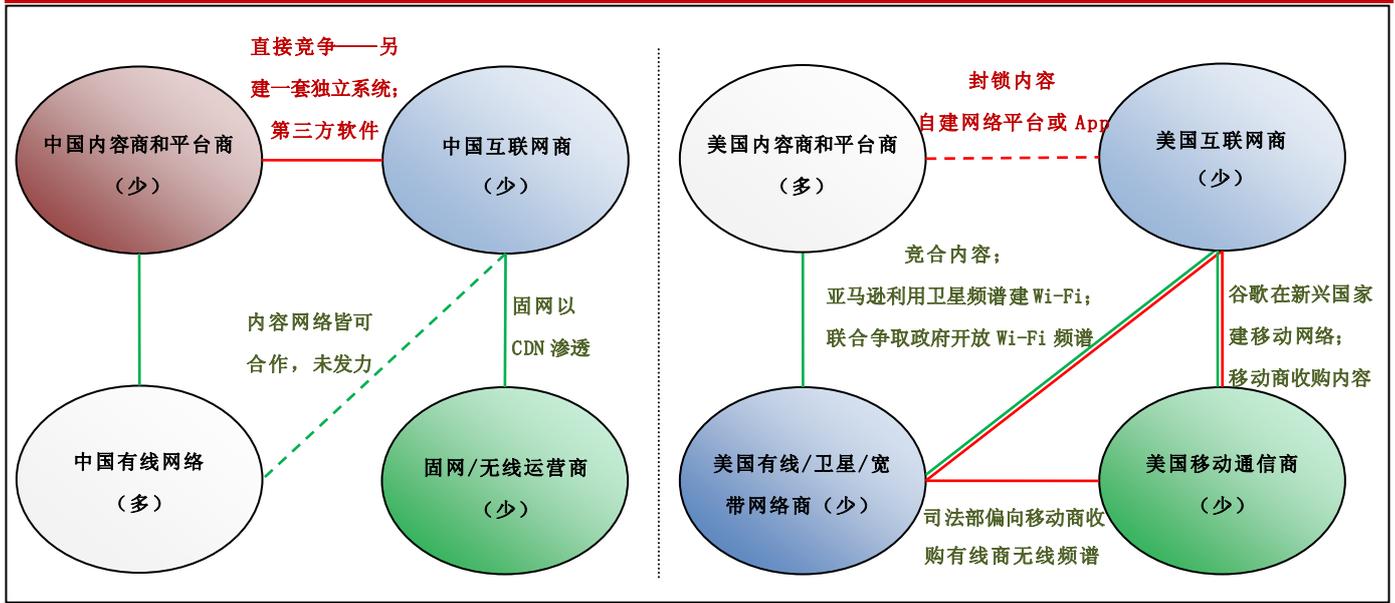
表 4: 美国电视网络运营商不约而同积极发展“多屏”业务, 以保持他们长久以来的 to C 优势; 无线频谱成为传统强势有线商和互联网巨头争抢的破冰核心资源, 无线商和电视商双向收购已在欧洲发生, 美国司法部偏向于无线商, 有线商和互联网商以自建 Wi-Fi 路由器、组建 WifiForward 联盟以请求政府开放 WiFi 频谱积极争取机会

公司	时间	多屏业务	行业影响
Dish Network	2010.12	为 iPad 设计的应用软件 Remote Access	做好服务是业务根本导向;
TWX	2012.2	TV Everywhere, 推出 iPad App (图 6)	<u>主动变为互联网平台 App, 发展自己的网络下线。国内平台却另建闭环系统, 尽管电视台也有网络版或 App, 但未大力推广</u>
Comcast	2012.5	X1 平台 Xfinity TV, 新 X1 遥控应用	改造电视屏
	2012	入股 Hulu	在互联网时代对抗 Disney 等内容商
	2013.1	Xfinity 电视观众在 Intel 设备上看电视	与多屏硬件合作
	2013.11	Xfinity TVGo, 移动端“电视直播”	发力移动端
	2014.1	终止 Anyplay 家用 IPTV 设备; 准备 Xfinity TV 云 App	发力多屏
	2012	Comcast、TWX、Cox Communications、 Bright House Networks LLC、Cablevision Systems Cor (CVC) 共享 25 万 WiFi 热点	<u>有线商联合起来发展 Wi-Fi;</u> 国内广电 2014-2015 年部署规划模仿 Comcast/Google 做法—— 广电同轴+Wi-Fi;
	2013.9	积极部署全新高容量“Wi-Fi 路由器”	鹏博士、小米、360、百度、盛大也是这个思路, 目前似与智能 机顶盒思路一致——多屏互动难度大, 单一产品无法维系客户, 涉及路由器的公司必然有后续更大终端业务投入 (本报告暂不 给路由器做推论); 移动 436 万 AP、电信 90 万 AP、联通 30 万 AP, 分流 3G 压力
	2014.2	Comcast、TWX 联手谷歌/微软组建 WifiForward 联盟, 望政府开放 WiFi 频谱	<u>移动通信商频谱资源控制很严, 联盟不含 Verizon Wireless、 AT&T 等运营商, Comcast 和谷歌目标在于, 多屏互动业务中的 自有频谱资源;</u> <u>据思科数据, 尽管去年北美移动用户平均每月消费 1.4GB 数据, 2018 年增至 9GB。但是对 WiFi 增长预期更高, 北美 57% 移动 数据流量由 WiFi 承载, 2018 年预计增至 64%;</u> <u>WifiForward 联盟以比无线商更低的价格大力推广公共 WiFi;</u>

			<u>就目前来看, Wi-Fi 与 4G 是相互补充的技术标准, 预计移动商和有线/互联网商将来业务上深度融合</u>
	2014.3	3 亿美元并购视频广告商 FreeWheel	多屏业务收入之一
	2014.3	与宽带商计划在芝加哥地区推出 WiFi 热点项目, 将房屋变成虚拟咖啡馆	<u>对美国无线商发起挑战第一步</u>
Apple	2014.3	向 Comcast 买套餐包	内容商联合抵制互联网商; <u>康卡斯特破除行业抵制惯例, 套餐包和几年前安装 App 的区别在于, 套餐包内容更全面, 价格更贵 (图 7);</u> <u>假设苹果一步到位成为智能电视平台, 内容将主要来自 Comcast, 这类似乐视网的视频分销业务, 且优势更明显</u>
Netflix	2014.3	向 Comcast 购买通道费	面对互联网纯内容商, 有线/宽带网络商仍有更强定价权
Disney	2014.3	5 亿美元收购 Youtube 创作商 Maker Studios	思路延续传统时代做法, 专注做内容; <u>更多是备战 Comcast, 未来谈判中争取更多定价权;</u> <u>假设 Comcast 一步到位被互联网用户取代, 互联网平台将会出现一个新的视频集成分销商, 而不是内容商各自为战的格局, 这样面对互联网平台才有更多定价权。Comcast 已经在建立互联网平台的分销商地位, 强者不因位置而改变性质技术</u>
	2013 夏	谷歌取代 AT&T, 为全美 7000 多家星巴克咖啡厅提供免费 WiFi 热点支持	<u>技术从来不是第一位的, 服务与价格占优</u>
Google	2014.3	将摩托罗拉移动转售给联想	保留 17000 项专利中 15000 项, 前 2 年为 Android 系统提供足够保护, 也为日后切入移动通信业务储备技术; <u>不介入手机硬件终端;</u> 引领可穿戴设备, 预计 3-5 年内与手机一起成为“多屏互动”的重要新生力量 (图 8)
Amazon	2013.8	全球星向 FCC 申请将 80% 频谱用于建设 WiFi 类无线网络, 亚马逊用其支持多屏互动	<u>利用卫星频谱建设 Wi-Fi 类无线网络, 开展 Kindle、Amazon Instant Video 等多屏业务</u>
Verizon	2012.8	美司法部批准 Verizon Wireless 以 39 亿收购“全美四大有线电视运营商频谱资源”, 用这些高级无线服务 AWS 频段建 LTE	<u>移动通信频谱资源方面, 美国司法部政策向着移动通信商, 对有线电视运营商和互联网商不利</u>
	2014.1	5 亿美元收购 Intel Media	获得 OnCue 平台, 与 Verizon 的 4G-LTE 网络深度整合
Vodafone	2014.3	72 亿€收购西班牙有线电视 Ono SA; 去年 107 亿€收购德国有线电视 Kabel; 对收购葡萄牙有线电视持开放态度;	有线/无线融合; 双向收购发生在欧洲, 此前法国有线电视公司 Numericable 击败布依格集团收购法国维旺迪集团移动子公司 SFR 控股权; 美国未见双向收购

资料来源: 民族证券

图 5: 中美互联网商面对的竞争对手不同——康卡斯特等网络商积极发展“多屏业务”，与国内平台方“另建一套系统”不同



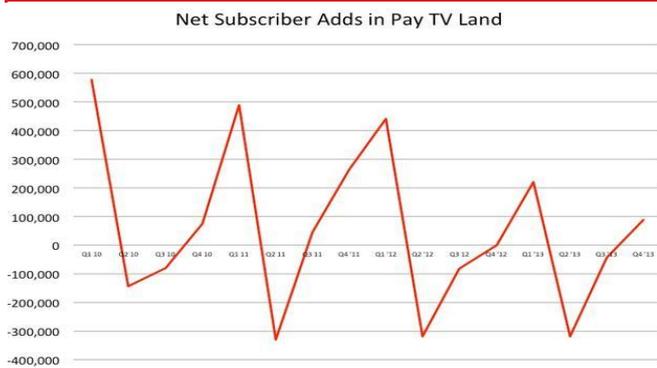
资料来源: 民族证券

图 6: 美国 TV Everywhere 计划



资料来源: 中广互联

图 7: 美国付费电视用户 2010Q1-2013Q4 数量, 每季度下滑



资料来源: ABI Research

图 8: 2013-2015 年可穿戴设备发展情况

Wearable Computing Device Shipments by Category (Millions)

Category	2013	2014	2015
Wearable Cameras	6.64	13.61	15.81
Smart Glasses	0.01	2.13	10.57
Smart Watches	1.23	7.44	24.92
Healthcare	13.45	22.59	34.25
Sports/Activity Trackers	32.46	42.64	57.42
Wearable 3D Motion Trackers	N/A	0.87	2.00
Smart Clothing	0.03	0.72	1.24
Totals:	53.90	90.00	164.20

Source: Data from ABI Research World Market Forecast: 2013 to 2019

资料来源: ABI Research

表 5：互联网企业估值

公司	用户数	总估值	P/Etm	P/S tm	单户估值	总收入	总成本	单户收入	单户成本
谷歌	-	4000 亿\$	31	7	-	600 亿	470 亿	-	-
Facebook	12 亿	1740 亿\$	116	20	\$150	80 亿	65 亿	\$7	\$5
人人网	2 亿	13 亿\$	20	8	\$6.5	1.6 亿	1 亿	\$0.8	\$0.5
Twitter	2.4 亿 MAUs	300 亿\$	-47	45	\$125	6.65 亿	13 亿	\$2.8	\$5.6
新浪微博	1.3 亿 MAUs	80 亿\$	-210	-	\$62	-	-	-	-
腾讯	8-10 亿	1 万亿	53	17	¥1000	600 亿	450 亿	¥60	¥45
阿里巴巴	淘宝 5 亿	1200-2000 亿\$	-	-	\$200-400	32 亿	7 亿	\$6.4	\$1.4
百度	-	500 亿\$	30	1.6	-	320 亿	200 亿	-	-
奇虎 360	4.7 亿	137 亿\$	140	20	\$29	6.7 亿	5.7 亿	\$1.4	\$1.2
Whatsapp	4.5 亿 MAUs	190 亿\$	-	-	\$42	-	-	\$0.99 年费	-
Kakao	1-2 亿	24 亿\$	-	-	\$12-24	游戏平台 \$4000 万/月	-	\$1-4	-
Line	0.73 亿 MAUs	280 亿\$	-	-	\$383	游戏道具或 收费占 60%	-	-	-
微信	3.55 亿	175 亿\$ (2013)	-	-	\$49 (2013)	-	-	-	-

资料来源：民族证券

图 9-10：Whatsapp 估值与 MAUs



资料来源：Media Report（注：从 Facebook 收购 Whatsapp 的案例来看，转型成本极高，但不得不转；一种技术进步对应一种商业模式，不能把 Facebook 平移到移动终端上。美国每周使用 WhatsApp 的手机用户数比使用 Facebook Messenger 的手机用户数高出 6%）

(二) 全球互联网企业周期——龙头公司在行业周期的开创和延续中具有核心作用

图 11: 苹果 5 年来股价走势, 市盈率 14 倍



资料来源: Wind

图 12: 谷歌 5 年来股价走势, 市盈率 29 倍



资料来源: Wind

图 13: 亚马逊 5 年来股价走势, 市盈率 567 倍



资料来源: Wind

图 14: Facebook 5 年来股价走势, 市盈率 102 倍



资料来源: Wind

图 15: Netflix 5 年来股价走势, 市盈率 190 倍



资料来源: Wind

图 16: 迪士尼 5 年来股价走势, 市盈率 23 倍



资料来源: Wind

三、乐视网估值：它是一个用大屏计算机连起来的电视台

美国电视系统（平台+网络）年收入 1 万亿人民币，目前国内电视系统（平台+网络）年收入 1500 亿人民币，基本符合一价定律。这是在国力对比不变、传媒业处在国内战略地位平均值前提下应有的年收入水平。如果文化传媒行业战略支柱产业地位确立，国内电视系统的年收入有望翻倍，支撑万亿数量级行业市值。

以前，电视机厂商卖电视，内容公司卖内容，电视台卖广告，有线网卖基础服务——是松散型组织，而且没有 OTT 红利。电视机“在点时间获取一个家庭单位的用户”，内容公司“在段时间获取一定数量的较低粘性的用户群（视频网站长尾是内容仅有的黏性）”，电视机厂商和内容公司本质没有不同，都要附着在电视台和有线网之上，才得以周期延续。后来，传输网发展出了电信网，从而令传输网公司获得了 OTT 红利（表现为增值服务，但 OTT 是直接动力）；

现在，乐视也卖硬件，但它是一个用硬件连起来的平台和网络（OTT 红利），它把硬件和内容紧紧组成了一个有机体。这个有机体有“黏性更强的用户群”，在经济学涵义上，肥田出饱谷的“边际产量递增”周期最长。

这件事情，非比寻常，它用“足够忠诚的用户”这一原因直接找到了“平台”这一结果。 Google 这样做过，微软用其非凡的人力这样做过。

目标明确，关键点提前布局

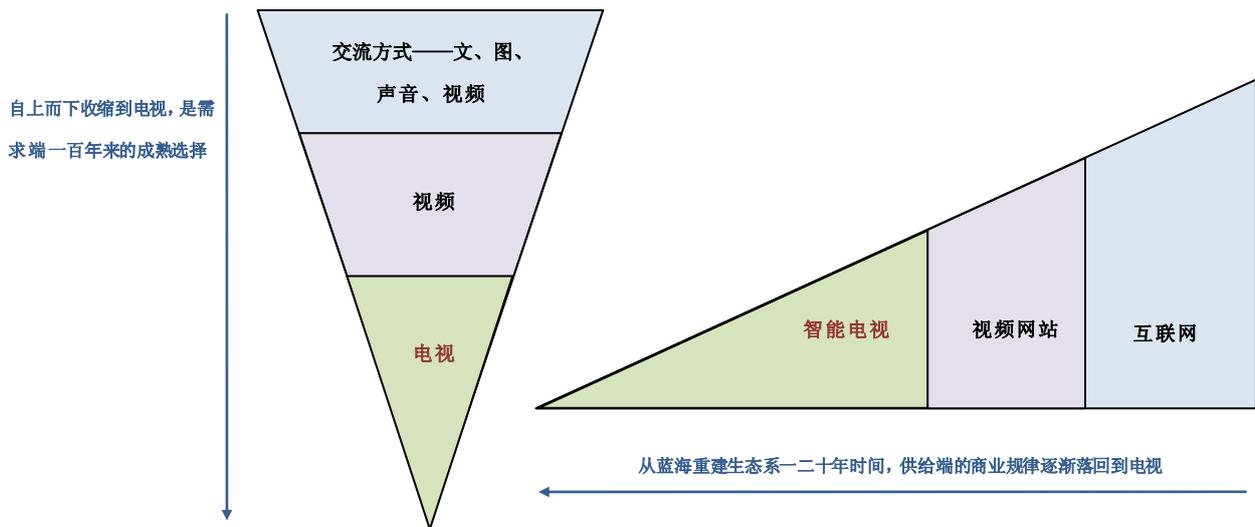
表 6：比较 Web PC 和乐视超级电视的产生条件——乐视管理层具有过人的取长补短的能力和商业逻辑

项目	拉里·埃里森的 Web PC	乐视的超级电视——今天的 Web PC
目标	争夺微软的庞大用户	替代传统电视的电视台-有线网-内容-硬件产业链
背景	互联网技术的成熟与普及	中国电视产业链现状，带来巨大的制度红利
市场	用价格优势找一个简捷的蓝海 忽视了时间的作用——摩尔定律会迅速将蓝海变成红海	躲开电脑红海，在电视蓝海里用摩尔定律去赢传统电视
定位	定位大众，和当时“上网高收费”的现实相互矛盾	定位大众，公司貌似“向用户收费”，但有两点根本不同：第一，重点在“用户捆绑”，为的是广告；第二，运用 OTT 红利，通过提供 QoS 服务获取网络收费
平台	有平台，少应用和内容	最全的内容版权库，允许加载第三方软件（相当于美国初期有线充当无线的远郊渠道），这是超级电视初期必须走的两步棋； 有了切入点，内容就会休养生息、徐图发展，然后才会获得广告大头“贴片广告”
时机	后来谷歌接过拉里·埃里森的接力棒，用搜索一项关键本领赢得市场	行业起点上已有足够多内容甚至应用； 用“硬件即平台”这一项商业模式创新占领市场
小结	到处可见公司“目标明确，关键点提前布局”的商业逻辑。 1) 做视频网站和盒子的时候，早已低价购入国内最全的版权，形成了强大的长尾后盾；	

- 2) 做电视购物的时候，早已成立微电影公司，等到有一定销量时，商业模式上马上可以无缝衔接起来；
- 3) 做一云多屏的时候，不是停留在硬件和技术层面，在商业模式上最先购入一云多屏版权；
- 4) 对 OTT 红利的透彻理解与运用，自有 CDN 紧跟销售区域开展建设，以及自己不能把握的电信运营商平衡考虑；
- 5) 盒子一直不放弃，相当于去年众多互联网巨头争夺的路由器。

资料来源：民族证券（注：总体布局下面集中分析）

图 17：需求端和供给端不约而同收缩到电视



资料来源：民族证券

电视是基石，若无多屏互动，就不能实现该结果——移动端是智能电视的“生态一部分”

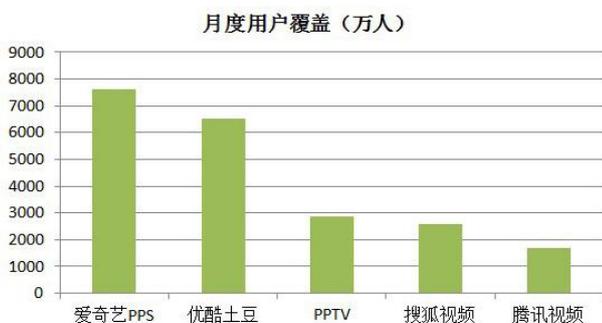
表 7：国内外智能电视的多屏业务发展判断——这是我们之前报告中尚未关注的部分

公司	描述	我们的观点
小米电视	2012 年初立项； 短期目标：打通手机和电视无线连接； 核心理念：手机代替电脑 用户定位：家庭电视、办公电脑	商业模式重构发生的几个层面： 1) 电视软硬分离与小米手机软硬一体化，在逻辑上矛盾——如果它发生了，前提是手机已占领制高点，其他智能设备都要主动与它适配兼容。Android 削平了企业进入操作系统的门槛，很难再有一种技术能复辟统治硬件，除了云计算； 2) 行业初期，需在全终端实现软硬一体化，而小米重心落在手机
爱奇艺	2013 年移动端流量大幅增长（图 18-21）； 2013.8，爱奇艺及 PPS 移动端正式完成 CDN、P2P 两种互补型技术的整合（PPS 是全球最大的 P2P 视频服务运营商，在技术上提供较强支持）	1) 业内率先实现移动端技术和成本双突破； 2) 这与爱奇艺“没有自有智能电视终端”有关， 然而我们认为，由于爱奇艺“在智能电视终端战略上错误”，明显制约了移动端的后续发展力度

美国 视频	Youtube、Facebook、Twitter 大力发展视频业务，预计 2016 年美国视频广告 81 亿美元	网络视频广告与电视广告相差 10 倍，现有商业模式一定是不对的
美国 电视	Comcast 积极布局 Wi-Fi 路由器，主动变成移动端 App	同时做两种准备，一是网（跳出机顶盒），二是移动端，符合“在行业初期需要在全终端实现软硬一体化”的发展趋势。康卡斯特电视机、手机两样都没有，最易发力，未来收购可作为风向标
超级 电视	<p>2014 年移动端投入带宽成本是 PC 端的 2 倍，预计下半年移动端带宽成本是 PC 端 4 倍。<u>带宽成本过高的原因，是移动端 P2P 技术还不像 PC 端那样成熟；</u>除 PSP2 技术引入，公司还希望引入 H.265 编码节约带宽成本，问题是支持该编码的硬件终端不多，只能自适应匹配；</p> <p>2014 年运营、版权采购向移动端大幅倾斜，自制内容都围绕移动端特性制作，KPI 是进入第一阵营；</p> <p>高飞预判 TV 端流量 2014 年比 2013 年提高 8-10 倍，移动端年底占乐视全网流量 60% 以上，包含 TV 端流量。意味着移动端流量增长数十倍；</p> <p>移动广告识别更精准，移动端流量已开始超越 PC。乐视正在努力说服广告主移动端广告转化效果优于 PC 端。</p>	<p>1) PSP2 技术成本目前较高；支持 H.265 编码的硬件终端不多，适配性不好——这是市场猜测乐视“可能”要做自己的手机终端的其中两个原因（技术上我们理解尚浅：IPTV 就是 P2P 和 CDN 结合，传输成本较高；根据第一段高飞描述判断，他本来是要表达两个意思，一是引入 P2P 打通和 CDN 连接需要花时间，二是 2014 年移动端“总带宽成本”将是 PC 端的 4 倍，后面的财务预测据此调整）；</p> <p>2) 高度重视“多屏互动”，软硬有侧重——在云计算主宰到来之前，做好内容或应用平台是首要选择（这与通过电视机硬件打开电视台通路不同，手机的制度红利不明显）；</p> <p>3) 以内容拉动的方式提升 App 影响力（广告是必然的配套商业模式）——这是公司综合评估后作出的判断，在对“手机作为未来互联网中心的判断高度不确定”、“手机硬件终端落后于竞争对手小米”的综合判断下，提升自身移动端 App 品牌是上选。我们认同这一方式。</p>
小结	<p>1) 电视聚焦，但又离不开“多屏互动”；</p> <p>2) 软硬件是表象，手机端不做硬件更现实，因为手机不存在电视硬件带来的制度红利；</p> <p>3) 移动端是智能电视的“生态一部分”</p>	

资料来源：民族证券（注：乐视超级电视的客服电话代表在问答时更注重讲解手机与电视的互动，而非 PC 与电视的互动）

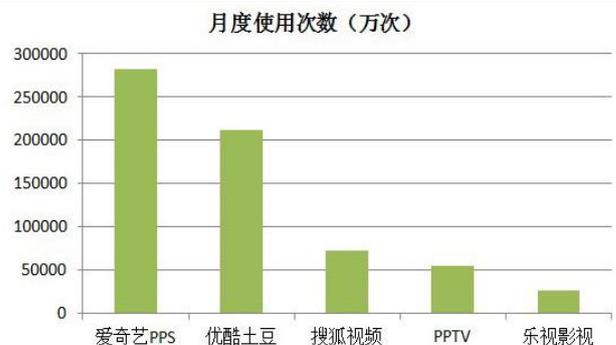
图 18：2013 年 10 月移动视频月度用户数



数据来源：艾瑞 UserTracker, 2013.10, 爱奇艺 PPS, 优酷土豆数据均为去重合并计算

资料来源：艾瑞

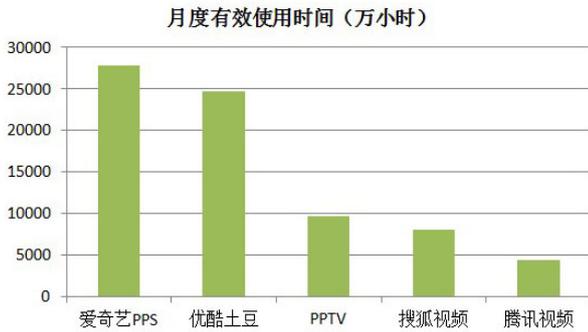
图 19：2013 年 10 月移动视频月度使用次数



数据来源：艾瑞 UserTracker, 2013.10, 爱奇艺 PPS, 优酷土豆数据均为合并计算

资料来源：艾瑞

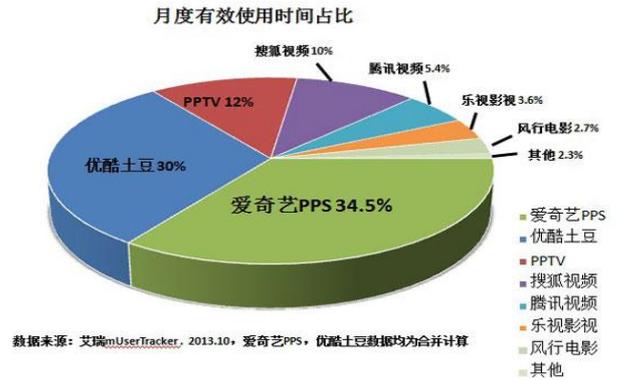
图 20：2013 年 10 月移动视频月度有效使用时间



数据来源：艾瑞mUserTracker, 2013.10, 爱奇艺PPS, 优酷土豆数据均为合并计算

资料来源：艾瑞

图 21：2013 年 10 月移动视频月度有效使用时间市场份额



数据来源：艾瑞mUserTracker, 2013.10, 爱奇艺PPS, 优酷土豆数据均为合并计算

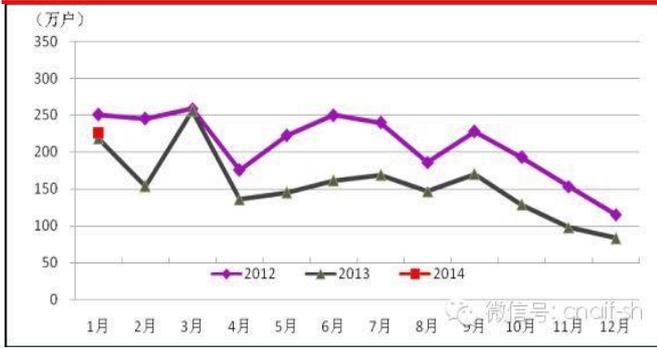
资料来源：艾瑞

表 8：带宽、CDN、P2P

	描述	我们的观点
带宽	2.2T 物流总带宽	近万台服务器； 视频网站带宽过 T 级的仅 3 家：优酷土豆、乐视网、爱奇艺
CDN	中心节点、5 大区域中心节点、边缘节点； 200 多个； 2014 年计划到 300 个	对 OTT 红利的透彻理解与运用： 1) 自有 CDN 紧跟销售区域开展建设； 2) 综合了自己不能把握的电信运营商的平衡考虑； 3) 在未来超级电视主力市场的一线城市，尊重强势本地运营商，可提前布局（吴亚洲灵活处理了国内实际情况，国外是“聚集区原则”，国内运营商更强势。吴亚洲说，注重“存储空间和分发列表的平衡关系”）； 4) 技术上采用“分层分发机制”，乐视 CDN 每分钟重算节点分发情况； 5) 不是根据内容热度分配优先级，而是综合考量投入产出比和参与方利益，优先投放“先有广告、用户滞后”的内容，实现“自己成本低、广告主满意、用户体验好”三方共赢。面对内容冗余传输的全球性行业难题，公司找到了巧妙的解决办法； 7) 用户自行选择节点； 8) 综上决策的结果：QoS 优先级总是走在地区热度和内容热度两个维度之前，对于 OTT 红利，从理解到运用执行，都发挥到了业内最高水平。
P2P	2014 年在移动端引入该技术	P2P 与 CDN 融合需要一个过程，主要在于客户积累需要时间； 2014 年移动端带宽成本较高
小结	公司 CDN 技术利用为业内最高水平，P2P 技术在 2014 年移动端发力过程中将最大化复制这一过程	

资料来源：民族证券（注：根据商务预算，如需满足 100 万人同时收看在线播放视频，带宽的需求，标清 350kbps*1000000=350Gbps，高清 800kbps*1000000=800Gbps）

图 22: 2012-2014 固网接入用户月增, 2M 以上 96.3%, 4M 以上 79.9%, 8M 以上 23.9%



资料来源: cnaif

图 23: 2012-2014 移动互联网接入流量, 其中手机占 8 成, 8.38 亿用户



资料来源: cnaif

表 9: 各运营商流量的 Capex 估算

运营商	每小时理论产生流量	每 GB 理论成本 (元)	每小时实际产生流量	每 GB 实际成本 (元)
中国电信 3G	15.8GB	1.52	3.5GB	6.8
中国联通 3G	55GB	0.44	8.8GB	2.7
中国移动 4G	132GB	0.18	22GB	1.1
中国移动 3G	最低	最高	-	-
小结	下载速率越快, 使用用户越多, 每 GB 成本越低			

资料来源: 民族证券

表 10: 从 toB 云视频服务到 toC 云服务——视频是对云依赖最高的互联网应用, 自己的云好调度

公司	描述	我们的观点
超级电视	2014.1.27, 公司与乐视控股共同设立“乐视云计算有限公司”, 注册资金 5000 万 (toC); “云视频开放平台”业务, 未来 2-3 年是投入期。视频云计算已吸引京东、天猫、多玩、汽车之家 (toB)	国内涉云企业有两点诉求: 一是有足够能力抢占制高点资源 (阿里); 二是未来业务涉及流量巨大, 亟需自建云平台 (乐视、爱奇艺、优酷) (图 26)
爱奇艺	据说类似乐视	
优酷土豆	暂无专门团队, 平台的 API 应用程序接口已开放	
阿里云	2014.3.28, 阿里云云服务器、云储存和云数据库价格大幅下调——11 款降价的 ECS 云服务器最高降幅 30%; 云储存 OSS 中, 用户使用较多的 0-500G 一档直减 42%, 比国内同行便宜一半; 数据库服务再次普降 15%。谷歌 (三者分别降价 32%、68%、82%)、亚马逊 AWS (分别降价 38%、51%、27-61%) 也大幅降价, 微软 5 月也将下调 Azure 公有云服务价格, 云存储价格下降最高 65%。阿里云比谷歌便宜 40%, 比亚马逊便宜 25%;	1) 国际来看, Netflix、BuzzFeed、Airbnb、Spotify, 都租用亚马逊云服务, 2013 年产生 32 亿美元营业利润。Gartner Group 表明目前使用云服务的企业仅 2%, 预计未来 5 年 47% 的公司将核心 ERP 系统移到云端; 2) Oracle “数据云平台”将 N 个数据库整合为 1 个, 从根本上简化数据库结构, 速度可提高 100 倍。在数据云平台上架构企业私有云 (图 27-29);

	2014.4.1, 阿里云计算宣布, 联合高德、友盟、科大讯飞等, 推出移动开发平台“聚无线”	3) 2009.7, ABI Research 报告提出“移动云计算”概念。乔布斯也是占领多屏, 但没有做智能电视硬件, 我们认为, 在充分竞争的内容商平台商环境下, 他对于改造电视台没有足够深迫的动力, 以后继续论证。
其他云	太平洋电信臻云、盛大云、华为云、百度云、腾讯云、新浪云、小米云、万网(已被阿里收购)、世纪互联云快线(失败)	-
小结	1) 云计算同样以摩尔定律的速度发展, 谷歌、亚马逊、阿里云都在争夺这一市场。QoS 优先级是云服务差别定价的来源之一, 乐视自建云计算符合行业特征, 因为视频是流量占比最大、对优先级要求高的应用, 自有云服务更符合统一调度、性价比最高原则; 2) 云平台带来未来硬件低配可能性, 带来硬件端成本下降空间	

资料来源: 民族证券

图 24: 谷歌云储存服务的费用现在大约为每 GB 0.26 美元

图 25: 谷歌 IAAS 平台 Google Compute Engine 将全面降价 32%

Machine Type Pricing

Standard				
Instance type	Virtual Cores	Memory	Price (US\$)/Hour (US hosted)	Price (US\$)/Hour (Europe hosted)
n1-standard-1	1	3.75GB	\$0.104	\$0.114
n1-standard-2	2	7.5GB	\$0.207	\$0.228
n1-standard-4	4	15GB	\$0.415	\$0.456
n1-standard-8	8	30GB	\$0.829	\$0.912
n1-standard-16	16	60GB	\$1.659	\$1.825

Machine Type Pricing

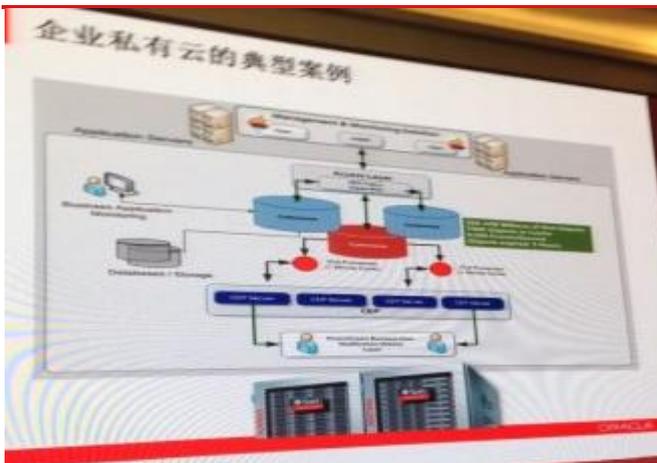
Standard				
Instance type	Virtual Cores	Memory	Price (US\$)/Hour (US hosted)	Price (US\$)/Hour (Europe hosted)
n1-standard-1	1	3.75GB	\$0.070	\$0.077
n1-standard-2	2	7.5GB	\$0.140	\$0.154
n1-standard-4	4	15GB	\$0.280	\$0.308
n1-standard-8	8	30GB	\$0.560	\$0.616
n1-standard-16	16	60GB	\$1.120	\$1.232

资料来源: 中国通信网

资料来源: 中国通信网

图 26: 企业私有云架构

图 27: 租用 Exadata 收益



资料来源: CCBN 年会

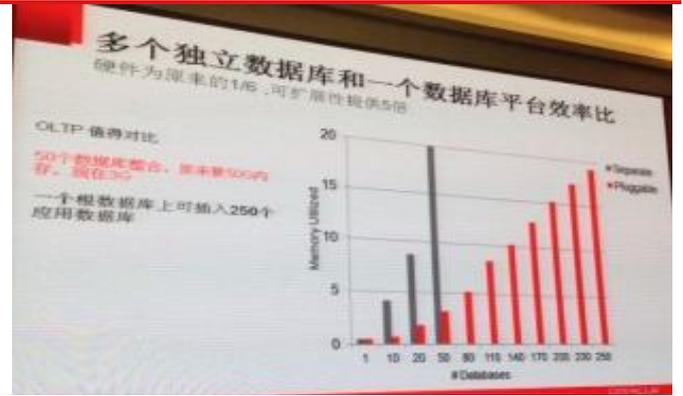
资料来源: CCBN 年会

图 28: 甲骨文数据库云平台架构是“唯一根数据库”



资料来源: CCBN 年会

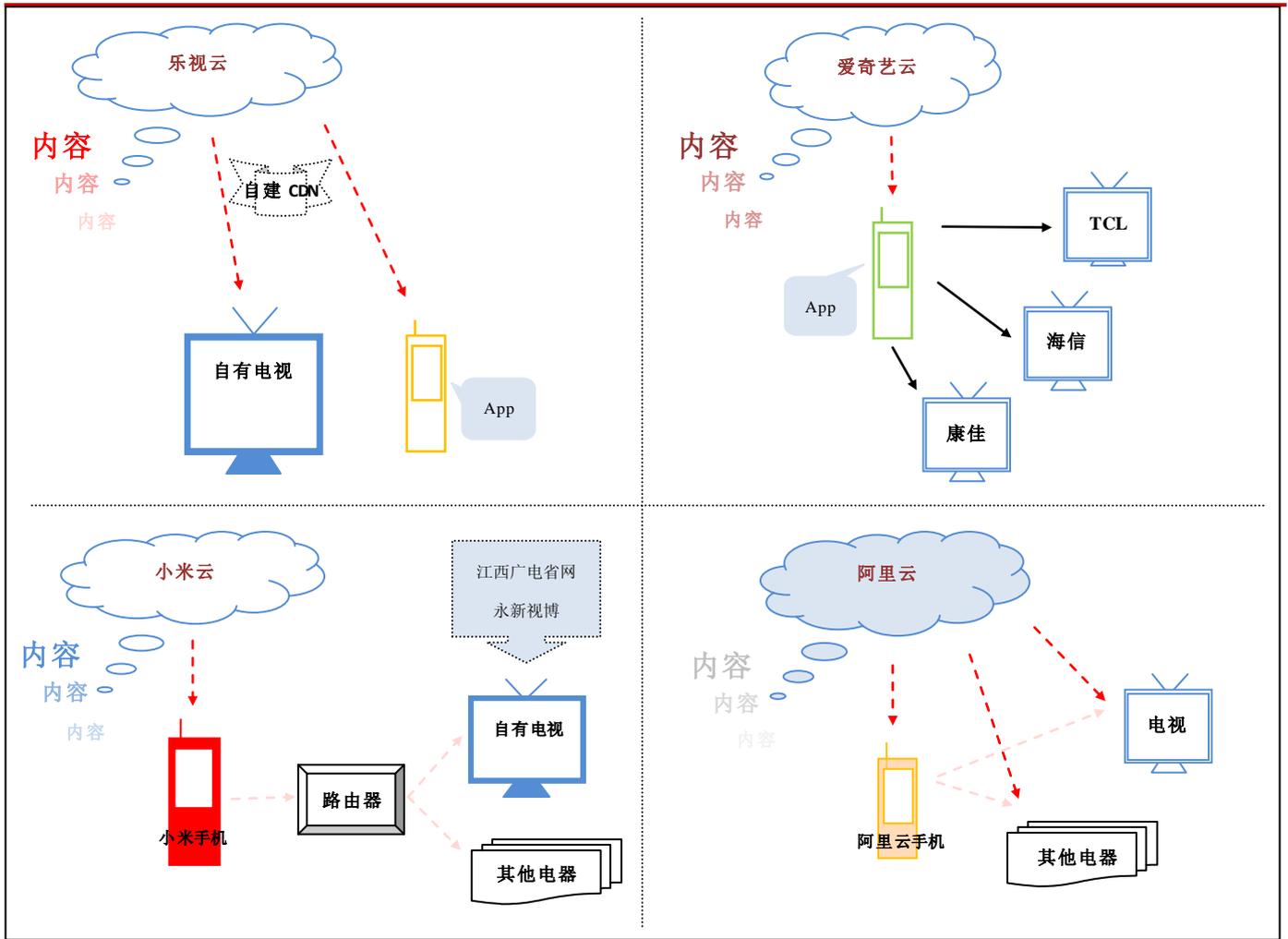
图 29: 甲骨文数据库云平台效率提升显著



资料来源: CCBN 年会

四大商业模式中乐视最有生命力，移动端是智能电视生态的一部分

图 30: 多屏平衡是现实选择——乐视、爱奇艺、小米、阿里的商业逻辑图



资料来源: 民族证券

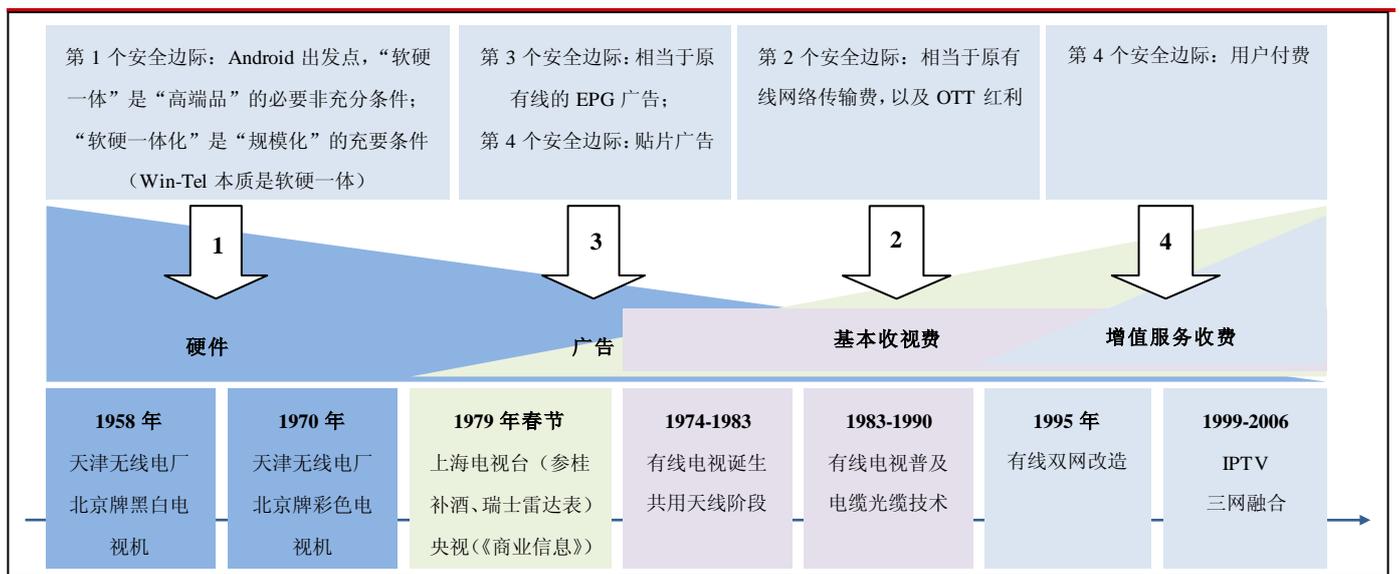
表 11：重新回来面对一个尖锐的问题，几大互联网巨头的商业模式初具雏形，谁最有生命力？

公司	内容	电视机	手机	云	路由器	CDN	家用电器	综合判断
乐视	灵魂	载体	寄居开始	灵魂一体		载体		一个完整生物体，开始社交
小米		载体	灵魂/载体		载体			一个发育中的不同物种生物
爱奇艺	灵魂		寄居成功	灵魂一体				看上去可以调度世间载体
阿里			载体	最高灵魂			载体	最高灵魂，调度世间载体
优酷	灵魂		寄居	灵魂一体建设				看上去跟爱奇艺很像
搜狐	灵魂		寄居	灵魂一体建设				
腾讯 (战略 投资可 能)	1) 小米定位于最高载体与下面层次的灵魂，这是一个很有意思的位置，在云之下的载体，在其他一切物体之上的灵魂。小米也试图发展电视灵魂（和江西省网、永新视博合作直播节目套餐包），如果腾讯入股小米，补充内容短板，将拥有电视的完整生物体，我们认为小米对电视内容的掌控能力更弱； 2) 如果腾讯入股优酷土豆/搜狐，增强内容优势，还是找不出载体； 3) 腾讯是乐视的社交伙伴，不太可能成为乐视完整生物体的一部分。腾讯内容可有效补充，关键在于条款							
小结	1) 以前我们聚焦视频行业，推理出做智能电视终端是必然选择；这里我们从大的云计算角度进行由远及近的推理，得出的结论仍然是：乐视的发展逻辑是最清晰的，具有更长久的自生长生命力； 2) 云与视频灵魂一体：视频流量在互联网应用中最大，自有云有主动性。涉云企业基本都会涉及视频（亚马逊、谷歌、苹果，甚至我们可以理解为云的产生是为视频流量爆炸而服务的），他们都是竞争对手，而不是上下游合作的单纯共赢方							

资料来源：民族证券

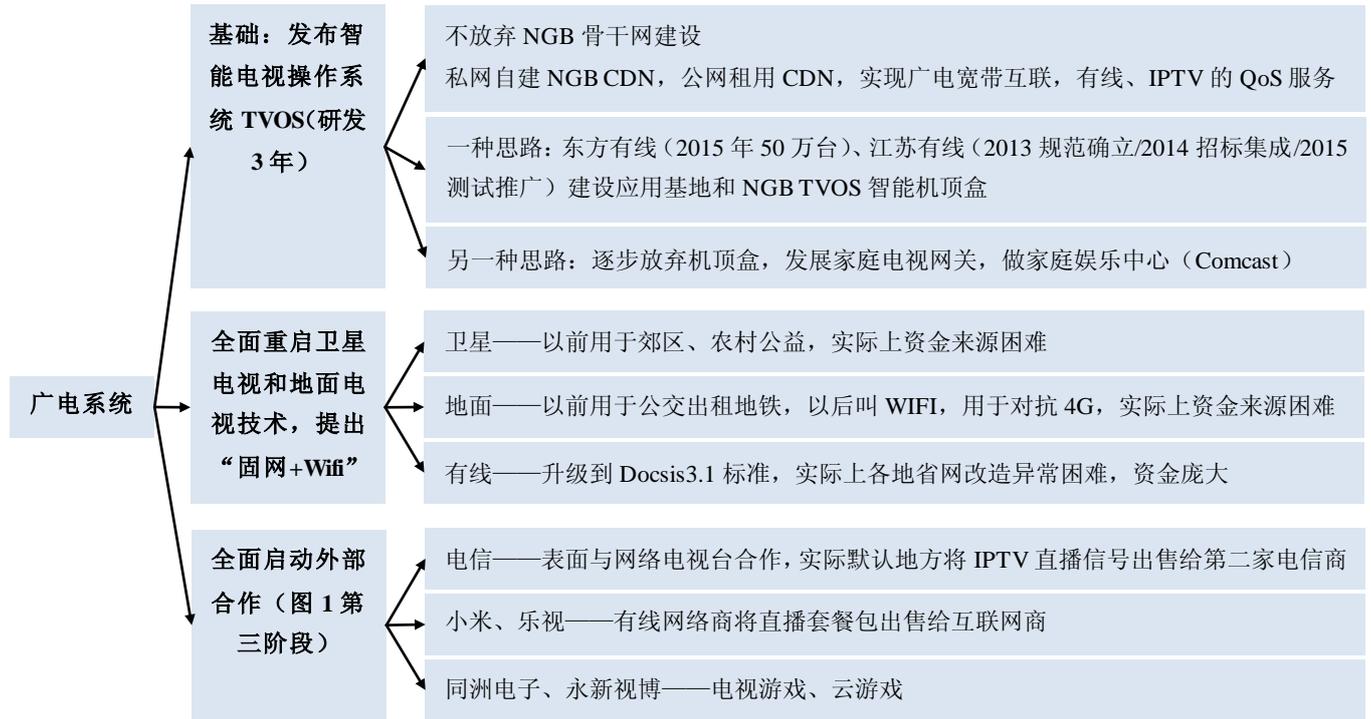
股价的四层安全边际，以及对成本的资本化处理

图 31：在上篇报告“回顾中国电视的发展历史”一图中，复述一遍智能电视的四层安全边际



资料来源：民族证券

图 32：来自有线网的竞争不足惧



资料来源：民族证券

表 12：超级电视是变现平台，是获取用户的手段——作为一个全球仅有的互联网行业全生态公司，对估值体系建设做初步思考

项目	转换推导
变现的影院线	<p>1 块屏幕 200 个位子，上座率 25%=50 人=15 户家庭；1 部电影上映 25 天，每天 4 场=100 场；</p> <p>一部超级电视一年看 12 场；</p> <p>100 万台超级电视=667 块屏幕=5% 电影院市占率=10 亿票房/年；</p> <p>10 亿*5-10 倍市销率=50-100 亿市值</p> <p>500 万台超级电视=250-500 亿市值；</p> <p>单户收入=1000 元（用户去电影院的机会成本）</p>
变现的电视台	<p>按照电视台广告推算：</p> <p>500 万台（每天开机，都在乐视 TV 版，DAU=1）相当于一个一线省级卫视；</p> <p>假设全国 5 家竞争对手，理论上每家有 3000 万台电视保有量（1.5 亿有线用户假设），事实上 500 万台即可达到效果；</p> <p>1000 亿广告收入+500 亿有线收费收入=1500 亿</p> <p>1500 亿收入*20%市场份额*5 倍市销率=1500 亿市值；</p> <p>单户广告收入=0.5-3 万元</p> <p>按照 Banner 广告定价推算单用户广告价值（公司早已试着与广告主建立刊例规范）：</p> <p>假设激活用户日活跃度 DAU 为 20%，VV 为 10，平均贴片广告 1 分钟，单个贴片 15 秒（每个视频有一分钟 4 个贴片</p>

	<p>广告，远低于广电总局对电视频道 12 分钟的广告要求)，单用户/终端广告收益： $20\% * 10 * 4 * 365 * P / 1000 = 2.92P$ (P 为 1000CPM 广告单价)； 假设一个 CPM 广告单价 100 元 (换算一下，这个价格是传统电视台收视率计算广告的 1/10)，则单用户广告收入 292 元/年；假设综合成本费用率 70% (广告代理、广告库存率)，单户广告净收入 87.6 元 (不是全产业链经营的公司，需要在“内容、CDN、牌照、终端、运营”5 方分成，参照 PC 广告、移动广告、电视广告的习惯，激活用户超过 5000 万/DAU1000 万才能实现价值链盈亏平衡。全产业链经营的行业临界点为 1000 万台)。 $87.6 \text{ 元} * 55 \text{ (2014.1.15 公布的日VV)} / 10 * \text{DAUs} 1000 \text{ 万} * 10\text{-}20 \text{ 倍市销率} = 481\text{-}962 \text{ 亿市值}$ 按 2014 年 DAUs 目标 5000 万计算，对应 2406-4812 亿市值 (注：CPM 计价系统假设有些问题，再专门写报告)</p> <p>假设 490 元年费中，有 200 元 (50%) 为 QoS 优先级支付，对应网络传输收入：500 万台*200 元=10 亿/年； $10 \text{ 亿收入} * 5 \text{ 倍市销率} = 50 \text{ 亿市值}$</p>
变现的互联网平台	<p>参见前表 2、3、5 中对传媒公司、互联网公司估值： 最高为康卡斯特的 3123 美元/户 (单户收入 1526 美元)，其次是 Netflix 的 847 美元/户 (单户收入 146 美元)，迪士尼的 700 美元/户 (单户收入 225 美元)，Line 的 383 美元/户 (单户收入未知)，阿里巴巴的 200-400 美元/户 (单户收入 6.4 美元，市销率高达 60 倍)，Facebook 的 150 美元/户 (单户收入 7 美元，市销率高达 22 倍)，中国的小米 (单户收入 933 元人民币)、百视通 (单户收入 100 元人民币) 都是 2000 元人民币/户，腾讯是 1000 元人民币/户 (单户收入 60 元人民币，市销率 16 倍)。</p> <p>以上单户估值和单户收入之间有一个基本特点： 单户估值最高的康卡斯特，单户收入也很高，对应市销率最低，仅有 2 倍；单户估值较低的互联网公司，单户收入较低，但其市销率可高达数十倍。</p> <p>乐视超级电视的特点介于两者之间： <u>既有较高的单户收入 (年费+单户广告)，也有互联网公司的成长特征 (视频电商+电视游戏)，理应享受较高端的市销率估值。市场有两派观点——一是作为电视台估值，二是把它作为多屏互动互联网公司来估值。公司多屏互动 2014 年将有实质性突破，移动端流量占全屏流量 60%。公司估值的性质随多屏互动业务和云平台深入展开将发生变化。</u> $500 \text{ 万台} * 1 \text{ 万元/户估值} = 500 \text{ 亿市值}$</p>

资料来源：民族证券

表 13：互联网本质绝非简单的后向经营——因平台可变现，硬件是免费获得互联网用户的方式，硬件成本应做资本化处理

机型	P	成本区间 1		资本化处理 1		成本区间 2 (1年后, 摩尔部分下降 40%, 产品摩尔部分 30%)		资本化处理 2 (5年)		成本区间 3 (2年后, 摩尔部分下降 64%, 产品摩尔部分 40%)		资本化处理 3 (5年)		成本区间 3 (3年后, 摩尔部分下降 78%, 产品摩尔部分 50%)		资本化处理 4 (5年)	
				0	-100												
S40	1499	1499	2000	0	-100	1319	1760	36	-52	1115	1488	77	2	914	1220	117	56
S50	2499	2499	3000	0	-100	2199	2640	60	-28	1859	2232	128	53	1524	1830	195	134
S50 3D	2999	2999	3500	0	-100	2639	3080	72	-16	2231	2604	154	79	1829	2135	234	173
X60	4999	4999	5500	0	-100	4399	4840	120	32	3719	4092	256	181	3049	3355	390	329
Max70	8999	8999	10000	0	-100	7919	8800	216	40	6695	7440	461	312	5489	6100	702	580

资料来源：民族证券 (注：按公司 2013 年报，硬件业务盈亏平衡；成本区间 1 第二栏假设是为了模拟产品可承受降价空间)

表 14: 硬件终端资本化处理对利润影响的敏感度分析 (假设硬件终端开始贡献利润)

机型	销量/万	常规利润影响/万		第一年利润影响/万		第二年利润影响/万		第三年利润影响/万	
S40	25	0	-2500	899	-1305	1919	55	2923	1395
S50	25	0	-2500	1499	-705	3199	1335	4873	3345
S50 3D	25	0	-2500	1799	-405	3839	1975	5848	4320
X60	20	0	-2000	2400	636	5119	3628	7798	6576
Max70	5	0	-500	1080	199	2304	1559	3510	2899
小计	100	0	-10000	7678	-1580	16379	8552	24952	18535
EPS 影响 (元)	-	0.00	-0.125	0.096	-0.02	0.205	0.107	0.313	0.232
EPS 变动 (%)	-	0%	-39%	30%	-6%	64%	34%	98%	73%

资料来源: 民族证券 (注: 假设年销量总计 100 万台, EPS 变动以 2013 年 0.32 元每股收益为基数)

表 15: 每年可降价空间估算 (假设硬件始终盈亏平衡)

机型	价格	1 年后定价	2 年后定价	3 年后定价
S40	1499	1319	1115	914
S50	2499	2199	1859	1524
S50 3D	2999	2639	2231	1829
X60	4999	4399	3719	3049
Max70	8999	7919	6695	5489

资料来源: 民族证券

四、内容、LEUI+、电子商务、应用商店: 一个不折不扣的电视大屏新大陆

图 33: 乐视自己构想的生态系统逻辑关系——结果都在这张图里, 形象一点, 它是一个来自电视大屏的新大陆



资料来源: 公司 2013 年报、民族证券

表 16: 乐视超级电视用户数据

	日均开 机率	周均开 机率	月均开 机率	日均开机时长	月均开机 时长	日均播放视频 个数/台(个)	月 LEUI 升级率	日均 VV (亿)
2013	67.54%	92.09%	95.97%	6.96 小时	92.9 小时	-	-	0.1
2014.1.15	72.00%	90.00%	95.00%	5.45 小时	-	55	96.63%	-
2014E	-	-	-	-	-	-	-	0.5 (同比增长 400%)
说明	-	-	-	乐视 TV 版时 长占 60%，暂 作为“激活率” 指标	-	比视频网站的 5-10 个 Vedio 多 一个数量级	-	1000 万/55=18 万台，5000 万/55=91 万台； 500 万台日均 VV 为 2.75 亿，广告价值和视频网站 3.5 亿 (2014E) 用户忠诚度完全不可比 (图 34)

资料来源：民族证券

表 17: 乐视视频网站用户数据

	日均 UV (亿)	月均 UV (亿)	日均 PV (亿)	日均 VV (亿)	移动端日均 VV (亿)	云视频 toB 日均 VV (亿)
2012	0.17	-	0.8	0.7	-	-
2013	0.26	-	1.4	1.6	-	-
2013.12	-	3.3	-	2	1 (从 50%调整到 60%)	0.25
2014E	-	4 (50-100%)	-	3.5 (120%)	数十倍甚至百倍增长	-
说明	CNTV 日均 UV 为 0.095 亿，新蓝网、齐鲁网、芒果 TV、CCTV、江苏网台、安徽网台、湖北卫视是 CNTV 的 1/10 数量级。					

资料来源：民族证券 (注：套灰部分不属于一体逻辑)

表 18: 移动端同行用户数据

时间	公司	日均 VV (亿)	MAUs (万)	用户覆盖率	月观看时长 (亿小时)	人均观看时长/日 (小时)	月使用次数(亿)	人均日使用次数
2014.4	乐视网	1	-	-	-	-	-	-
2014.4	爱奇艺	-	9911	55.4% (1.79 亿基数)	8.55	0.288	-	-
2013.10	/PPS	-	7621	55.2% (1.38 亿基数)	2.79 (占 34.5%)	0.122	28.3 (占 40.2%)	1.24
	增长率	-	30%	增长 0.2 个点	206.5%	136%	-	-
2014.4	优酷土豆	-	8853	49.5%	8.32	0.314	-	-
2013.10		-	6500	47.1%	2.5 (占 30%)	0.129	21	1.08
	增长率	-	35%	增长 2.4 个点	233%	143.5%	-	-
2014.4	搜狐视频	-	3118	17.4%	-	-	-	-
2013.10		-	2600	18.9%	0.8 (占 10%)	-	7.5	0.96
	增长率	-	20%	下降 1.5 个点	-	-	-	-
2014.2	CNTV				0.75 (非移动端)			
小结	1) 红色标注，如果艾瑞 2013.10 和 2014.3 使用的月观看时长统计方法口径相同，增长太快，属于行业重大变化，必须找出原因——“多屏互动”令供给端发力极为迅猛 (参见表 11)； 2) 看 2013.10 公布的爱奇艺/PPS 几个覆盖百分比，用户覆盖率最高 55.2%，其次是月使用次数 40.2%，第三是月观看时长 34.5%。明显的，移动端的考核体系与 PC 端不同，PC 端考察 UV、VV (PV 退化了)，移动端考察							

“App 装机量、使用频率的习惯、时长概念”，说明，移动端确实不是单纯用来“看”的，PC 端是默认了“用来看”，所以不重点考察每次观看时长；而一旦实现 App 装机，就意味着比 PC 端更大的使用概率，它跟 UV 比较像，但是避免了违反海盜湾原则的“PC 端抓屏”，有效防止了盜链盜播，给了视频网站更健康的生存环境；

3) 乐视移动端 2013.12 艾瑞发布数据，日均 VV 为 1 亿，2014 年移动端流量在全屏流量中占比 50%（后上调到 60%）。推算见表 19。

资料来源：艾瑞咨询、民族证券

表 19：乐视移动端 2014 年日流量推算和成本计算

多屏	2013		2014		说明
	流量	成本	流量	成本	
TV 端	A	C	10A	0.9C	高飞说，电视端流量增长 10 倍； 假设观看 5 小时/日/用户，120 万台，假设每小时流量 1G，TV 端每日流量计算：600 万 G/日； TV 端 CDN 布局大大节约了成本，用户密度小，销售现集中在一二线城市，按 5 倍流量增长带来 50%成本增长，以及服务器价格每年下降 40%计算—— $(1+50\%)C*60\%=0.9C$
PC 端	A	C	2A	0.6C	假设观看 0.5 小时/日/用户，日 UV=2500 万，假设每小时流量 0.5G，PC 端每日流量计算：625 万 G/日，相当于 TV 端； PC 端因 P2P 技术成熟用户成熟，以及服务器价格每年下降 40%，带宽成本为原来的 60%—— <u>0.6C (Youtube 带宽成本为零，肯定不只是购买暗光纤交换流量的商业手法原因，还有对行业技术规律的深层把握，我们暂时理解这么多。至少乐视和优酷同一量级流量，乐视对 CDN 技术的准确理解和运用，就让 CDN 成本节省差了半个数量级。Youtube 的原因更复杂，但一定是基于对技术的准确理解上的)</u>
移动端	忽略	忽略	12A	1.8C	移动端流量全屏占比 50%，那么就是 12A； 高飞说：2014 年上半年移动端投入带宽成本是 PC 端的 2 倍，下半年是 3-4 倍，全年按 3 倍计算
小计	2A	2C	24A	3.3C	2013 年 CDN 及带宽成本 1.61 亿，2014 年 CDN 及带宽成本：2.67 亿

资料来源：民族证券（注：后面的财务预测，按该表调整 CDN 及带宽成本）

表 20：政策对网络内容（视频、新闻）的政策限制

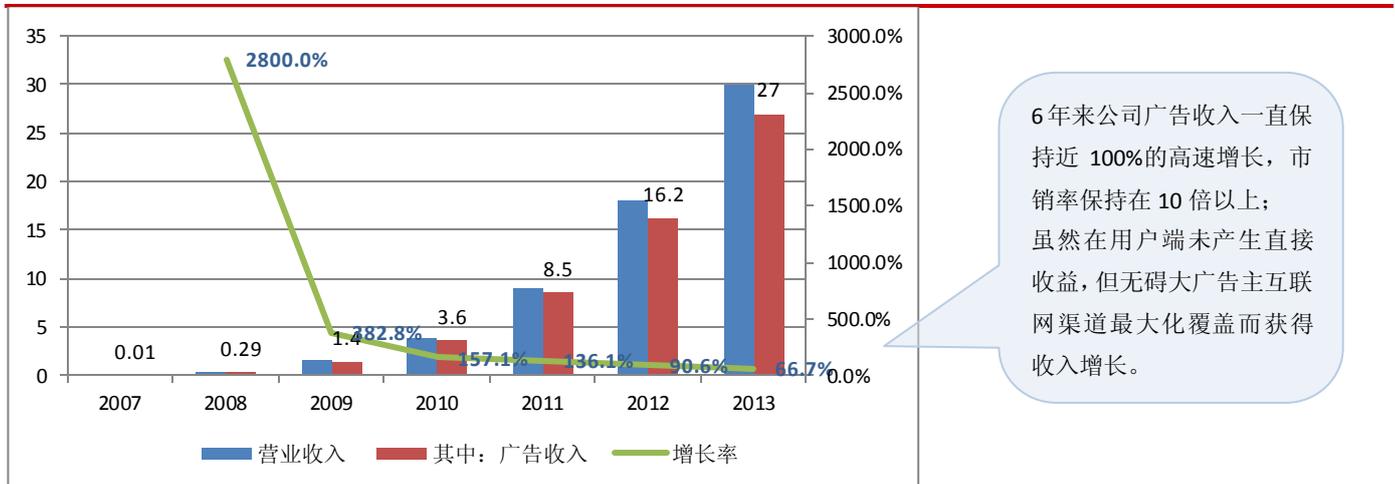
参与方	分析
广电总局	2008.1.31，与信产部联合发布《56 号文》（改变了过去广电总局一家发文的局面） 1) 网络音视频需要取得广电总局许可证； 2) 2010.4.1，细则出台，网络音视频分为 4 类内容， “1 类内容必须国有控股” （尚需了解具体项目），民营企业可传输 2 类（文化、艺术、娱乐、专业片专题片 specialized programmes）、3 类（重播 UGC）、4 类内容（重

	播电视台电台节目)
电信运营商	电信运营商有移动服务牌照,属于国营企业——这就给了网络视频商自由空间,“理论上应该可以播放 1 类内容”, 后续关注
版署	2002.8.1, 版署和信产部联合颁布网络制播 (Internet Publication) 条例, ICP 需取得版署的网络制播许可证。包 括: 已发表书刊, 文学、艺术、自然科学、社会科学、机械等主题
外资方	网络增值服务业务, 外资参股不得超过 50%; 目前国内互联网电视行业, 尽管索尼、LG、三星、夏普等外资企业与互联网电视牌照方在 2011 年初早有合作签 约, 但广电总局限制, 至今未放行; 2004.7.6, 国家广播电影电视总局 SARFT 禁止外资进入网络视频行业, 不予颁发音视频传输许可证
新闻	制作和转载新闻, 均高度受限。 2000.11.7, 国务院新闻办公室和信产部联合颁布了网络新闻传播条例: 第一, 网络商需要取得国务院新闻办的同 意, 才能制作新闻; 第二, 新闻转载需要和政府同意的新闻方签约, 并在政府备份 (转载新闻均来自合约方); 2005.9.25, 国务院新闻办公室和信产部联合颁布网络新闻经营单位年审条例, 并严禁外资进入。 以优酷为例, 有一个 current events 频道, 报道热点和社会新闻, 取得国务院新闻办公室“口头同意”; 激动网 2010 年获得视频网站首张新闻牌照, 但各大门户 (新浪、搜狐、腾讯、凤凰) 都有自己的新闻转播许可证, 同质化严重; 原因是“未取得 1 类内容播放权”, 采访权同样受限; 没有资金敢冒险投入开发这一市场
音视频总纲	2004.7.19, 广电总局发布电视台电台节目生产经营办法。生产此类节目需要取得经营许可。范围包括 “animated programs, television entertainment and special features”
网络文化活 动	2011.2.17, 文化部颁布网络文化管理暂行条例, ICP 需要征得文化部同意方可开展网络文化活动 (网络传播音视 频产品、游戏产品、话剧戏剧表演、艺术和卡通作品); 2006.11.20, 文化部发布网络音乐建议, ICP 需取得网络文化经营许可, 才能传播音乐。外资禁入。但是条例一直 不是很确定, 一直在变; 2009.8.18, 文化部发布加强网络音乐检查的通知, 只有文化部批准的“网络文化经营单位”才能生产、发布、链 接音乐产品。网络文化经营单位对网络音乐进行严格的“自我审查机制”(优酷有专门的音乐频道)
电视剧	2012.7.9, 广电总局发布《加强网络剧、微电影等网络视听节目管理》, 将播出前审核权下放“自审”。 1) 网络剧和微电影审核通过率低于 5%, 国产电视剧审核通过率 20%, 从行政行为改为市场行为; 2) 海外剧: 自审。2014 年 3 月广电总局重申先审后播原则, 无实质影响
电影	1) 海外剧广电总局引入 34 部配额, 电影院下线后可在视频网站看; 2) 发行商买断海外剧不受配额限制, 视频网站也可做“买手制”, 有一定投入产出风险 (自审制); 3) 国产电影: 视频网站提供“独立制片人”播放空间 (自审制); 4) 微电影是向网络自制电影的试水 (自审制)
综艺娱乐	自审制
广告	国家工商管理总局 SAIC 管理。 尚没有国家法律法规明文规定约束网络广告。 2004.11.30 之前, 广告主需要另外取得一个广告经营许可; 2004.11.30, SAIC 发布广告经营执照管理法, 2005.1.1 生效, 免除广告经营许可申请 (电台、电视台、新闻杂志、

	<p>事业单位不能免除许可)</p> <p>视频网站是在这个时候产生的,我们认为与条例密切相关。门户网站对应一线大广告主,条例放开意味着中小广告主都可以做线上广告。</p> <p>对于外资广告公司,2004.3.2 工商总局和商务部 MOFCOM 联合颁布条例,2008 年修正条例,某些外资广告公司可参股国内广告公司(我们看到 4A 过去几年对国内广告公司大举收购),外资广告公司有经营年限限制。</p> <p>优酷应该是想要参控股中国广告公司的,但条件受限;</p> <p>百度、腾讯、搜狐注册地都在国外,且大股东都有外企,在参控股广告公司时应受限制;</p> <p>乐视网未来如有收购广告公司的想法,不受政策限制。</p>
<p>医疗健康服务信息</p>	<p>2001.1.3, 卫生部颁布网络医疗护理信息服务管理条例, ICP 需要取得卫生部/省卫生厅的批准;</p> <p>2009.7.1, 卫生部颁布修改条例, ICP (包括医疗健康单位的网络健康频道) 必须取得信息播放许可;</p> <p>2004.7.8, 国家食品药品监督管理局发布网络药品信息服务规则, ICP 需要取得食药监局同意</p>
<p>小结</p>	<p>面对未来跨屏主体的监管方改变,本土企业比外资企业受到更少的政策限制,乐视拥有比竞争对手更多的业务发展和收购机会:一是移动端在线新闻,二是外资禁入的广告。</p> <p>我们认为乐视“移动端逆袭”的手法将不拘泥于“定向流量”、“综艺娱乐节目、电视剧等长视频拉动 App 装机量”,移动在线新闻是创新突破点,有望实现从访谈类新闻向时政类新闻的过渡;</p> <p>事实上,国外近年来移动端在线新闻也成为投资热点。美国有 468 家在线新闻公司,纽时、华邮记者不少转向这些在线新闻公司,摆脱转载而转向原创。安德森预言在线新闻媒体行业未来规模有百倍增长空间(2013 年 CNN、Fox、MSNBC 在黄金时段流失了 11% 的观众)。</p> <ul style="list-style-type: none"> ——Vice 在乌克兰事件中报道了乌克兰领导人的豪华官邸; ——BusinessInsider 在 2013 年推出雅虎总裁梅耶尔人物报道,重在成本低于杂志; ——Buzzfeed 引入普利策新闻奖得住 Mark Schoofs 负责“调查新闻部”; ——eBay 创始人 Pierre Omidyar 投资 2.5 亿美元给非盈利网络新闻媒体 First-Look-Media

资料来源: 公司年报

图 34: 尽管视频网站商业模式不成功,无碍优酷收入持续高增长,4A 积极做广告代理,2012 年前五大广告商贡献广告收入占比 30%



资料来源: 优酷土豆 2013 年报

表 21：影视剧、综艺娱乐内容强化

内容	分析
影视剧	1) 继续收购花儿影视类型的整体团队； 2) 吸收知名作家、编剧、演员、导演签约，加强内容团队和艺人经纪业务； 3) 长视频的用户定位：逐步形成高中低档全覆盖
综艺娱乐	1) 《我是歌手》第二季版权价格 1 亿，2 亿广告，超过 6 亿全屏播放量； 2) 移动端贡献超过 50% 流量，乐视视频 App 下载量比《我是歌手》之前增长 100%（综艺娱乐节目的碎片化消费特征明显。）

资料来源：民族证券

表 22：体育内容强化——乐视网体育频道的历次重大节目内容和营销运作事件统计

项目	时间	节目内容或营销
欧洲杯专题	2012.6	《鬼马欧洲杯》，欧洲杯开赛第一周播放量超过 30 万
奥运频道	2012.7-8	奥运频道
西班牙超级杯	2012.8.24	首回合巴塞罗那主场 3-2 胜皇家马德里的比赛现场，首次出现乐视网及乐视体育“赛场广告”
乐视体育频道	2012.8.29	正式上线
南美解放者杯	2014.2	-
世界杯	2014.6-7	乐视体育拥有巴西世界杯 64 场比赛的网络视频最高转播权 1) 5*5 战略 5 个时段 5 档明星节目 ——凌晨到早 8 点网友互动吐槽的弹幕节目、8-9 点名人大咖主持“世界杯早餐”新闻类节目、11-13 点足球宝贝陪你玩的“午间美女汇”综艺节目、19-21 点“足球全家乐”娱乐节目、21 点至深夜专业足球知识和真人秀（“全球首个互联网体育竞技原生态真人秀”——《32 夜》，由娱乐真人秀和演播室综艺“狂野搏击”两部分组成）； 黄健翔《黄·段子》； 董路《顶级射手》（曾成功打造“首届足球春晚”，“中超陪审团”等乐视体育自制栏目；《32 夜》和《顶级射手》开创网络自制体育全新模式，第一次实现“用户全流程参与”理念）； 前国脚徐阳《行走世界杯》； 前国脚杨璞《世界杯早班车》； 前国脚邵佳一《世界杯抢先看》； 5 屏 ——PC、Pad、Phone、乐视 TV·超级电视、电影屏； 5 平台 ——微博、微信、INS、LINE、Instagram（第一家入驻 Line 的视频网站）； 5 大原创内容群 ——64 场比赛全集锦、64 段最强技术流、32 期每天最大牌、32 次巴西最花边、32 回世界杯神剧的原创内容群； 2) 世界杯期间众筹“球迷狂欢节”大型聚会； 3) C.罗代言乐视超级电视，同时，世界杯期间将从前方发回对 C 罗的独家报道；

		<p>4) 与比利时国家队签约, 乐视体育成为比利时国家队的中国独家互联网赞助商——比利时队实力极强, 有望给乐视体育品牌带来超预期宣传效应, 同时很可能获得比利时队优先级的新闻报道</p> <p>央视体育比较:</p> <p>转播全部 64 场比赛;</p> <p>《我爱世界杯》、《豪门盛宴》、《巴西行动》——传统品牌栏目;</p> <p>《足球塑造世界》和《2002》两部高精度纪录片;</p> <p>CCTV1 并机 CCTV5 或 CCTV5+ (全高清) 转播世界杯</p>
CBA	2014.3	总决赛邀请麦蒂做客现场

资料来源: 民族证券

表 23: 第三方软件对用户付费率的影响分析

软件	分析
泰捷视频	聚合全网视频内容, 精选优酷、土豆、QQ、搜狐、爱奇艺、乐视、PPTV 等; 聚合 329 个直播电视, 无限制自定义添加
VST 全聚合	600 多个直播+海量影视剧集; 聚合国内十八个视频网站内容; 能够自定义频道, 有回看功能
万花筒	聚合全网视频; 内置超过 150 个电视直播频道, 每个频道均可自由选择速度较快的源
电视猫	全网数据; 七日更新
聚好看	整合 11 家视频网站
小结	<p>1) 违反 181 号文规定——第一层面来自电视台阻止; 第二层面来自视频网站间的阻止, 尤其是自制剧预算占比越来越高的趋势下;</p> <p>2) 商业博弈越来越激烈——5 年前还停留在传统渠道和新媒体两者之间, 现在是视频网站之间也互伤利益;</p> <p>3) 用户体验——没有 QoS 优先级, 观看流畅度不够; 片源来源不稳定, 清晰度不稳定; 遥控器使用方法不同</p>

资料来源: 公司年报

表 24: HBO 全版权的长尾价值

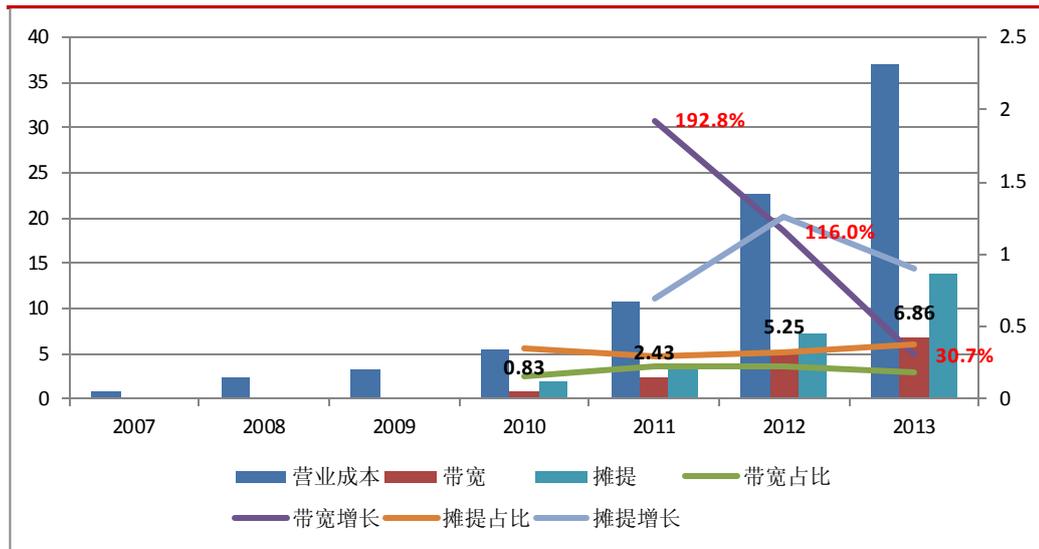
	分析
HBO	HBO 创建于 1965 年, 2011 年 3 月实现 2820 万用户订阅量, 全美有线电视公司第二。1977 年开始, HBO 在播放电影等节目内容外, 开始自制剧生产, 1998 年《黑道家族》成功, 奠定地位。之前依靠经典剧集积累用户。

资料来源: 公司年报

五、只有自有智能电视的前提下，CDN 利器才有用武之地

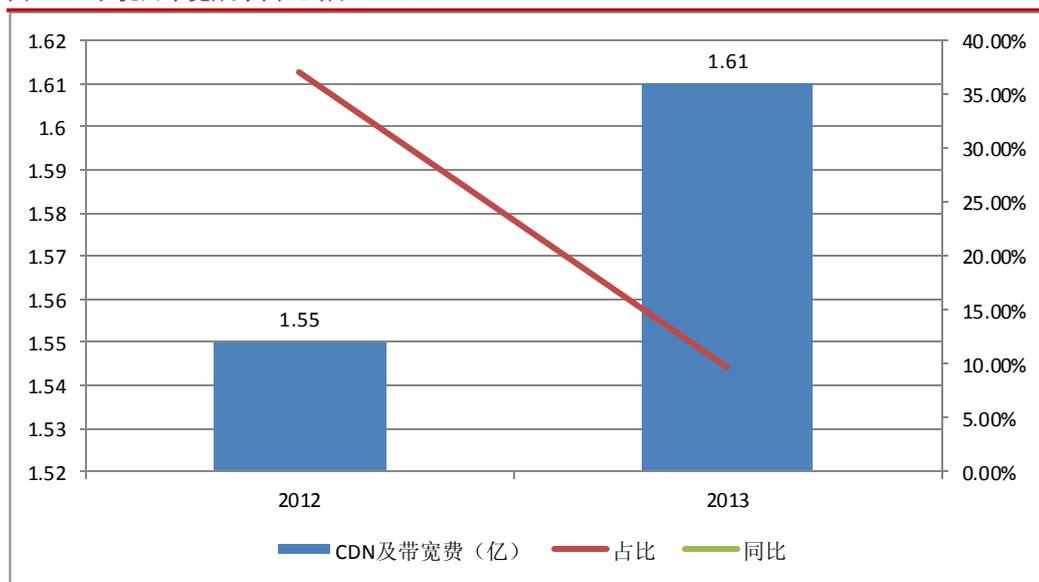
核心环节全产业链的作用，首先是降低成本，第二是具有高度掌握能力，供需合一。然而，也只有自有智能电视的前提下，CDN 利器才能发挥最大作用，CDN 与电视销售区域亦步亦趋。电视大屏与 PC 完全是两种特性。

图 35：优酷带宽成本同比增长一直在 30%以上，成本占比在 20%左右



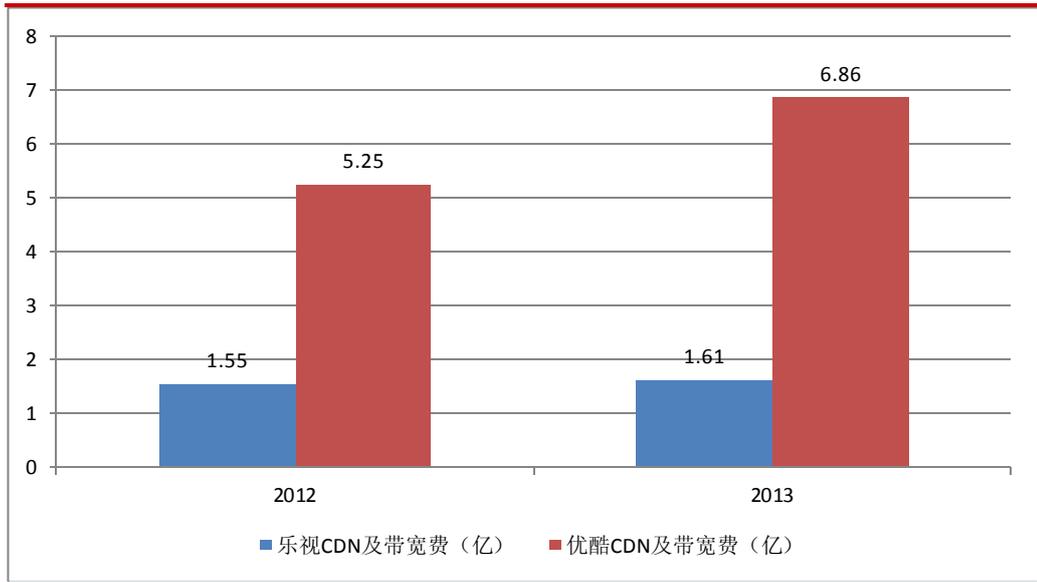
资料来源：优酷土豆 2013 年报

图 36：乐视网带宽成本同比增长 3.87%



资料来源：优酷土豆 2013 年报

图 37：乐视网带宽成本显著低于优酷土豆，与自有智能电视直接相关



资料来源：公司年报

六、产销及物流售后、CDN 建设：长远看必须平衡

产能：产业链深刻变革挑战供应商适配能力，供需配合带来生产间歇性

以手机为例：一方面，手机器件是定制而非标配，需要手机硬件商有一定品牌，得到供应商认可；另一方面，以富士康生产 iPhone5s 为例，产能 50 万部/日，开始时 2-3 周发货，后来 3-5 天——作为产业链环节极大成熟的手机来说，尚需 2-3 周发货，智能电视产业链各环节都面临变革，供应商适配性比手机环境要差一些。举一个简单的例子，前些年电视机主流尺寸一直停止在 42 吋，以为这就是适配性最佳的，50 吋极少，60 吋更罕见。而事实上，随着 1080P 片源的普及，50、60、70 尺寸才能充分体现出高清片源的差异性。一个尺寸的改动带来整个庞大的产业链生态都要跟着做出调整，面板切割工艺、良率等要得到保证，都需要时间；

乐视有富士康作为合作伙伴，基本保障了对供应商的议价权；

烟台富士康+索尼=3000 万台电视/年；国产面板华星光电 10 万片/月——根据这两个数据推算，乐视超级电视的月产能 30 万台、年产能 300 万台基本可以保证（乐视超级电视目前的面板供应商：50 吋为 LG，40 吋为台湾品牌，60 吋为夏普，未来可放宽至国产面板）；

供需配合：需要足够的量生产线才开工，一定程度上造成生产的间歇性。

生产资料费用共担的阶段，产能一定要配合摩尔销售节奏。

销量：50+主力与高清片源匹配，CDN 建设恰好走在销量之前，需求随高速光纤入户放量

表 25：超级电视销量预测——CDN 建设要恰好走在销量之前一小步，所以才有 8-9 周发货的现象，因为公司需要根据预定量决定在哪个区域增建 CDN，向电信运营商申请带宽、购买设备都需要一定时间；相关网站有智能电视出货量数据，统计方法与超级电视 CP2P 销售模式不匹配，不能采用；公司每周二为现货开放日，更多是促销行为

	2013Y	2014Y	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y
Max70	0	6	36	72	115	184	295	310	325
年增长率			平方	100%	60%	60%	60%	5%	5%
X60	6	36	72	115	184	295	472	495	520
年增长率		平方	100%	60%	60%	60%	60%	5%	5%
S50	24	72	144	230	369	516	671	738	812
年增长率		200%	100%	60%	60%	40%	30%	10%	10%
S40	0	50	150	450	720	1152	1325	1524	1752
年增长率			200%	200%	60%	60%	15%	15%	15%
小计	30	158	366	796	1273	1963	2468	2757	3084

资料来源：民族证券（注：主力机型问题见上面一部分分析；我们调整的部分有三：第一，S50 发烧友年增长率下调为 200%；第二，去掉 S50 普及版分类，并入 S50 发烧友机型；第三，S40 销量从 40 万上调至 50 万）

表 26：高速光纤入户有效提升超级电视需求——中国家庭步入“百兆时代”，2020 年发达城市网速 1Gb

“宽带中国”发展目标与发展时间表				
指标	单位	2013年	2015年	2020年
1. 宽带用户规模				
固定宽带接入用户	亿户	2.1	2.7	4.0
其中：光纤到户（FTTH）用户	亿户	0.3	0.7	——
其中：城市宽带用户	亿户	1.6	2.0	——
农村宽带用户	亿户	0.5	0.7	——
3G/LTE用户	亿户	3.3	4.5	12
2. 宽带普及水平				
固定宽带家庭普及率	%	40	50	70
其中：城市家庭普及率	%	55	65	——
农村家庭普及率	%	20	30	——
3G/LTE用户普及率	%	25	32.5	85
3. 宽带网络能力				
城市宽带接入能力	Mbps	20（80%用户）	20	50
其中：发达城市	Mbps		100（部分城市）	1000（部分用户）
农村宽带接入能力	Mbps	4（85%用户）	4	12
大型企业事业单位接入带宽	Mbps		大于100	大于1000
互联网国际出口带宽	Gbps	2500	6500	——
FTTH覆盖家庭	亿个	1.3	2.0	3.0
3G/LTE基站规模	万个	95	120	——
行政村通宽带比例	%	90	95	>98
全国有线电视网络互联互通平台覆盖有线电视网络用户比例	%	60	80	>95
4. 宽带信息应用				
网民数量	亿人	7.0	8.5	11.0
其中：农村网民	亿人	1.8	2.0	——
互联网数据量（网页总字节）	太字节	7800	15000	——
电子商务交易额	万亿元	10	18	——

资料来源：大智慧

物流售后：自建物流 CDN 体系

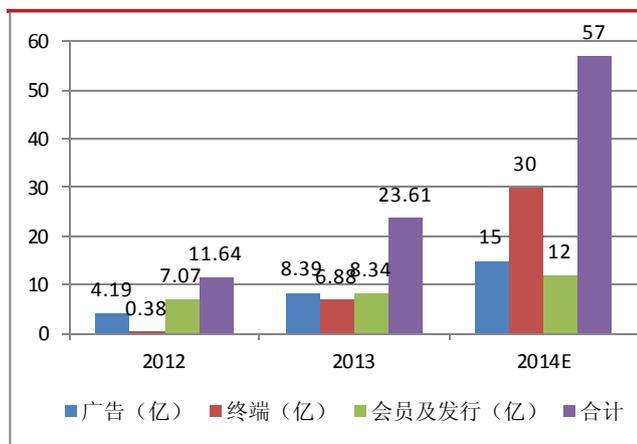
与苏宁国美合作，尽管渠道布局完善成本低，但售后还是要落在厂家，不能从根本上一次性解决问题，还是要二次建设售后体系，不能依托于苏宁国美，成本和服务体验都不够理想：乐视有 4 层渠道体系，其中，苏宁国美 4000 家门店布局完善的一张全国网络。这张网络一度获得过超过社会平均收益的超额利润，然而在电子商务冲击下，它的利润被削平到社会平均利润之下。而电商做大家电效果是不太好的，这从京东商城的经营来看可以得到阶段性验证。苏宁崛起的两大条件，一是让家电厂商的钱转的更快，二是在“当时家电商普遍没有做好的售后服务上提供关键支持”。所以，苏宁国美两张网可以用，前提有二：第一，现货销售降低铺货率，因为互联网 CP2C 模式改变了硬件商的现金流周转特性；第二，解决家电厂商的售后短板。如果在这两方面得到解决，会有实质性突破。但是从公司自建物流的新情况来看，似乎这一突破方式难度很大，存货也佐证了公司与传统渠道商之间的谈判，在互联网思维等条件上“暂时”较难达成一致见解（存货从 2012 年的 0.27 亿元增长到 1.47 亿元，约合 2-6 万台，9131 万元存货用于现货日抢购，另外 4945 万元存货用于渠道商小规模试探性铺货）。

只要是电子商务公司，必然是建立中央仓储，小米做电视是这样打算的，京东这样做，很多垂直类电商也是这样做。暂未知公司物流体系建设计划。

自建物流是国内物流成本居高不下、渠道商合作效果不彻底不够经济的现实选择。它与 CDN 建设原理类似，可有效控制成本，提高效率。用外部物流（运营商加速）成本高，不确定性大，用自有物流（自建 CDN）成本低，主动性强。后续报告再量化分析。

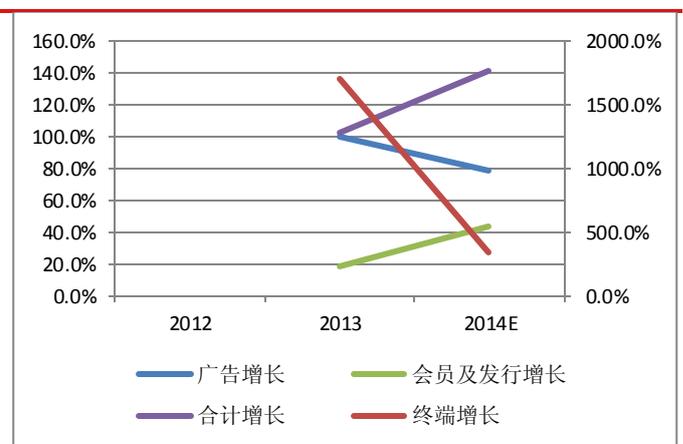
七、盈利预测

图 38：公司 2012-2014 收入结构



资料来源：公司年报

图 39：公司 2012-2014 收入增长



资料来源：公司年报

表 27：超级电视盈利预测（单位：万元）

	2013Y	2014Y	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y
Max70 硬件收入	0	53994	323964	647928	1036685	1658696	2653913	2786609	2925939
X60 硬件收入	29994	179964	359928	575885	921416	1474265	2358824	2476765	2600604
S50 硬件收入	71976	215928	431856	690970	1105551	1547772	2012103	2213314	2434645
S40 硬件收入	0	74950	224850	674550	1079280	1726848	1985875	2283756	2626320
硬件收入小计	101970	524836	1340598	2589332	4142932	6407581	9010716	9760444	10587508
Max70 净利润率	0	-5.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	15.0%	15.0%	15.0%
X60 净利润率	-5.0%	-3.0%	-3.0%	1.0%	2.0%	2.5%	15.0%	15.0%	15.0%
S50 净利润率	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%
S40 净利润率	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%
硬件利润小计	-1500	-8099	-10798	25893	77675	168269	951810	1014360	1082030
用户年费/户	490	400	300	150	150	150	150	150	150
用户收费小计	14700	65600	120600	130140	208224	322099	414374	459997	511385
按有线网公司计算的广告收入	0	656	2412	6507	10411	16105	20719	23000	25569
广告收入占用户付费收入比例	0.0%	1.0%	2.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
电视购物广告收入	0	0.05	0.13	0.32	0.79	2	5	13	31
电视购物广告收入增长率			151.0%	151.0%	151.0%	151.0%	151.0%	151.0%	151.0%
广告收入小计	0	656	2412	6507	10412	16107	20724	23012	25601
用户收费+广告收入小计	14700	66256	123012	136647	218636	338206	435098	483009	536985
CDN 及宽带成本	1617	7951	14761	16398	30609	47349	56563	62791	69808
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	5880	26502	49205	47827	76523	118372	130529	144903	161096
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	2940	13251	24602	27329	43727	67641	87020	96602	107397
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	4263	18552	34443	45094	67777	104844	160986	178713	198685
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	3496	15027	28071	36977	55916	87020	135228	150477	167889
包含硬件的超级电视净利润	1996	6928	17274	62870	133591	255290	1087038	1164836	1249918
超级电视贡献的 EPS	0.03	0.09	0.22	0.79	1.67	3.20	13.62	14.60	15.66
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（按 P/E）	-	415695	1036412	3143504	6011612	10211583	38046330	34945091	31247955
市销率（硬件）	-	5	4	3	2	2	1.8	1.8	1.5
市销率（用户收费+广告）	-	10	10	8	8	7	6	5	5
超级电视贡献的市值（按 P/S）	-	3286741	6592513	8861176	10034952	15182604	18829877	19983847	18566189

资料来源：民族证券

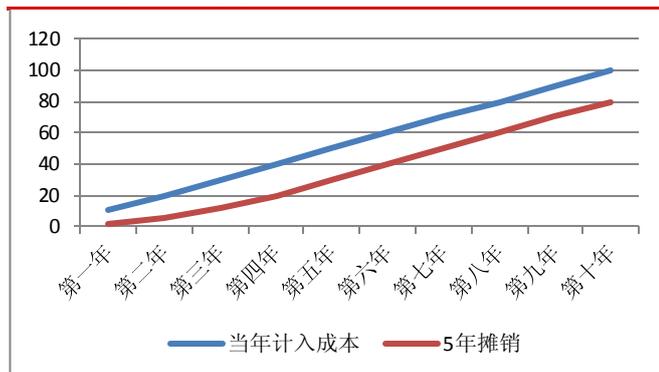
表 28：估值比较与公司市值预测——重大改动：多屏互动带来 PC、Pad、手机端广告收入高速增长，市值安全边际有效提升

	2013Y	2014Y	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y
总市值(乐视致新 51%, 按 P/E)	3000000	3872005	6048570	11143187	19541922	32507907	62193228	81000077	105871561
总市值(乐视致新 51%, 按 P/S)	3000000	6946741	12112513	18401176	26510952	42482604	61619477	83161927	108501293
PC/Pad/手机屏广告收入	84000	150000	270000	486000	777600	1166400	1632960	2122848	2759702
按市销率 10 倍其他屏广告估值	840000	1500000	2700000	4860000	7776000	11664000	16329600	21228480	27597024
超级电视之外的安全边际	3000000	3660000	4860000	7020000	9936000	13824000	18489600	23388480	29757024
多屏互动带来带宽成本上升	16100	26700	30000	32000	35000	36000	38000	40000	42000
多屏互动带来摊提成本上升	61900	90000	120000	130000	150000	170000	180000	200000	200000
PC/Pad/手机屏净利润	25000	30000	40500	58320	77760	116640	146966	191056	248373
净利率增长率		-	35%	44%	33%	50%	26%	30%	30%
总净利润	26996	36928	57774	121190	211351	371930	1234004	1355893	1498291
净利率增长率	30%	37%	56%	110%	74%	76%	232%	10%	11%
净利润 2014-2018 年 5 年 CAGR	69%								
EPS	0.34	0.46	0.72	1.52	2.65	4.66	15.46	16.99	18.78
P/E	118	86	55	26	15	9	3	2	2
市值是目前市值的倍数(按 P/E)	100%	129%	202%	371%	651%	1084%	2073%	2700%	3529%
年市值增长率		29%	56%	84%	75%	66%	91%	30%	31%
市值 2014-2018 年 5 年 CAGR	61%								
市值是目前市值的倍数(按 P/S)	100%	232%	404%	613%	884%	1416%	2054%	2772%	3617%
年市值增长率		132%	74%	52%	44%	60%	45%	35%	30%
市值 2014-2018 年 5 年 CAGR	70%								

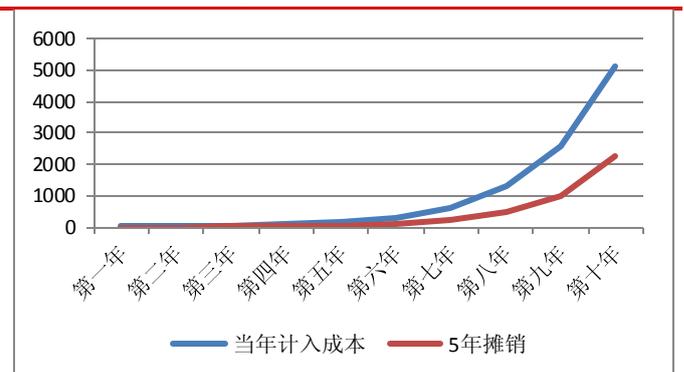
资料来源：民族证券

针对版权直线摊销的质疑，两点：第一，体育版权用直线摊销是保守算法，这是最大的会计政策环境；第二，用敏感性分析，如图，基本上与加速摊销相比，直线摊销在当年少算的成本大约相当于“当年比去年版权涨价和增量的部分”。在网络版权价格仍处于相对低点的环境下，这一计价政策是允许的。

假设	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	第八年	第九年	第十年
当年成本	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
5 年摊销	2	6	12	20	30	40	50	60	70	80

图 40：版权分销成本模拟 1


资料来源：公司年报、民族证券

图 41：版权分销成本模拟 2


资料来源：公司年报、民族证券

应收账款：从 2012 年的 3.7 亿元增长到 2013 年的 9.5 亿元——

第一，4A 广告代理公司代理广告收入（议价能力弱，但是也得到了 4A 广告代理公司的认可，本身就是能力的证明。2013 年广告收入效果显著，2014 年移动端的广告业务得到充分保障）；

第二，版权分销给视频网站、电信运营商的收入（一贯做法，内容上还没有形成绝对优势）；

第三，赊销给易迅网（腾讯 3640 万元，议价能力弱，所以要自建物流、加强电子商务，也说明了现阶段的电子商务高度同质化，让我们对公司的电子商务商业模式充满期待；这一数字里也可能包含版权分销）。

其他应收款：第三方支付平台——1696 万元，议价能力弱，未来公司有可能购买第三方支付牌照。

固定资产：固定资产净值 1.79 亿元，几乎没有增长，因为累计折旧也增长很多；然而，固定资产账面值增长 6500 万元，增长 25%，应该是 CDN 租赁。

无形资产：

主要是版权增长 60%；

系统软件增长 300%，1.93 亿元；

非专利技术增长 220%，1.99 亿元（非专利技术出资项目暂未查到 2013 年数据；其中乐视网 TV 版资产价值 1000 万元人民币；S42/40 研发项目支出 600 万确认为无形资产，估计每款机型的无形资产价值在数百万元人民币不等；在建项目 27 个中有 15 个确认为无形资产。合计 6593 万元。）

八、估值及投资评级

纯视频网站以连年累加的高成本内容与带宽维系广告收入高速增长，它类似连锁企业的倒逼式高速列车；移动互联网带来改变既有商业模式的机会，然而视频企业以乐视生命体发育最为完善，多屏互动与智能电视形成最有效平衡；

公司全产业链生态系较智能电视生态又向前一步，通过自建云平台和 LEUI 跨屏，有望创新性重现 Win-Tel 生态和苹果生态的复合体；

硬件终端是得到最忠诚互联网用户的入口，自建 CDN 充分享受了中国的 OTT 红利，电影和体育栏目的行业龙头地位逐渐确立，这三点符合康卡斯特的商业模式特征。

目前全球尚无可与公司类比的上市公司，传统业务类似康卡斯特集团，智能电视是公司找到的有效融合传统业务和互联网业务的载体和新大陆，其用户兼具传统用户的忠诚和新用户的好奇，巨大的用户价值潜力同时来自生产资料共担（硬件）、用户付费（消费者）与广告（生产力）这一供需合一的红利阶段。

好奇有余忠诚不足的纯互联网企业，市销率估值尚在数十倍。具有旺盛生命力的传统行业，在生命周期初期估值并不低于这些纯互联网企业，乐视网理应享受目前互联网企业估值的高端水平。

公司 2014-2015 年 EPS 预计分别为 0.46、0.72，对应市盈率分别为 87 倍、55 倍，对应市值分别为 387 亿/605 亿元。公司 2014-2015 年硬件市销率 5 倍/4 倍、用户付费和广告市销率 10 倍计，对应市值分别为 695 亿/1211 亿元。维持“买入”评级。

估值比较见表 2、3、5。

九、风险分析

十年树木，百年树人。1979-2012 年 33 年 9.8% 的年复合增长率水平，反映的也是微观个人的成长质量。谁完整跳出了整个时代，又完整保持了对这个时代的感激，他在投资上就会成功；

“乐视要建生态型组织。”这句话如果落地，其深远影响远胜股权激励。一个企业越来越大，它将越来越取决于组织的细节和竞争对手的策略跟进；

“2013 年到 2014 年，从激情转向协同。”激情是看得见的胚胎式的，它像一个偶然的奇迹一样一次定型；协同是隐性的五脏六腑式的，对持续性的要求极高；

能把美国模式复制过来获得成功的企业，意味着它曾真正学习并领悟了它们成功的原因。

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)