



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务：传媒

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513100001

*杨艾莉为本报告重要贡献者

乐视网：生态系统逐步开放，加大云平台及内容采购投入

事件：乐视网(300104.CH/人民币 71.50, 未有评级)举行 2015 年第一次临时股东大会，乐视网董事长贾跃亭、董秘张特与投资者进行了交流。

点评：

- 1、乐视正在逐步形成生态系统：**在 2016 年进入系统开放年，乐视将实现生态链的 4 层（云平台、内容采购、智能终端和互联网应用）全面开放。
- 2、乐视电视、手机都将受益于乐视的生态系统。**目前，乐视手机取得阶段性成功，用户购买热情，乐视手机在视频桌面、应用桌面、live 桌面都有很多创新
- 3、本轮定增募集的资金主要投向：**投入与上市公司生态链密切相关的业务，特别是云平台建设和内容采购。其他资金会投入营销体系建设、偿还银行贷款和补充流动资金。
- 4、未来将考虑内生+外延并购的两种模式：**过去强调内延式发展。随着体量的增大，会更加重视外延式并购。目前已经有国际资本市场的并购专家加盟，正在招募国内资本市场的并购专家。
- 5、乐视海外战略：**在硬件上，通过解决专利等问题，直接进入海外市场；在全球布局上，在洛杉矶、硅谷设立分支结构，直接进军美国市场。

【调研纪要】

贾跃亭：乐视进入系统开放年，搭建完整生态系统

乐视已经逐步形成生态系统。我们认为小米是硬件领域的生态圈。生态圈是在一个领域内做横向的整合。要产生化学反应更重要的是生态链。对产业链中各个关键要素的彻底整合最终要成功就需要形成一个生态系统，这就是乐视一直强调的开放的生态闭环。闭环是生态链，开放是生态圈。乐视希望在产业链垂直整合的基础上，在 2016 年进入系统开放年。实现生态链的 4 层（云平台、内容采购、智能终端和互联网应用）全面开放，集聚大量的社会资源，达到自我进化。目前生态链已经搭建完成，生态系统有一定的雏形。希望利用未来 3-5 年时间，利用开放的闭环打造完整的生态系统。

市场对乐视的关注主要在两个方面，一是电视，二是手机。竞争对手在电视上要超越乐视，唯一的可能是内容上战胜乐视。而乐视电视重要并不是因为电视，也不是因为内容，而是因为生态系统。生态系统中内容很重要，但更重要的是化学反应。松散联盟和以资本为纽带的联盟是无法产生化学反应的，也无法提供新的用户体验。

竞品对乐视的关注第二个原因是手机造成的压力。乐视做手机，99%的人都不看好。手机市场上高端有苹果、中端三星和小米，还有华为，很难有新人能成功。这种观点是站在过去看未来。认为现在的移动互联网就代表了未来的移动互联网。而乐视认为，**互联网已经快要进入第二代，会往生态链上走**。第一代移动互联网的代表是苹果，全球各个手机厂商都在模仿他的模式。iPhone 已经八年，移动互联的更新和迭代速度在加快，可能在未来 2-5 年进入第二阶段——真正的生态阶段。

苹果用户中，一类是已经在用的用户，认为苹果已经满足其需求；另一类是还没有用上的用户，希望增加收入买苹果。但这正是苹果进入瓶颈期的表现。苹果的增长在这一两年可能会出现转变。真正的开放模式才能引领下一代移动互联网的发展。现在的苹果模式对产业和创新造成了很大的遏制。几百个审核人员控制几百万的移动互联网应用，这是反互联网精神。如果苹果的模式会发生改变，那么乐视至少做了改变的第一步。这是乐视与其他手机最大的不同。大家在以贴近苹果为荣，产品拉近与苹果的距离，价格拉大差距，这是几年前有效的方式。但乐视做了第一步，要打破苹果的模式。在苹果划定的移动互联网框架内大胆创新。**视频桌面、应用桌面、live 桌面都有很多创新，尤其是 3 路视频流**，苹果在一两年内都不会做出这样的创新。

但创新不仅仅是视频，乐视第一步创新来自视频，但这代表的是一种思维和模式，这种创新可以延伸到各个移动互联网的应用中。只要是用户需要的，就可以打破硬件和软件的边界。打破软件和应用、应用和内容的边界。这对未来创新的推动力很大。最后，开发者更自由，迭代更快，这是真正符合互联网的核心精神和要素。

乐视推出手机，已经取得阶段性成功，超过我们的预期。目前拿到手机的用户，有批评，但更多的是赞扬的声音。比如电池耗电快，温度高，但最主要原因是大量创新对手机性能有很高要求。乐 1 已经发布，第一次软件更新应该在这周五完成，会有质的提升。从目前销售来看，第二次抢购比第一次时间更短，因为第一次火爆，系统拥载，从第二秒开始用户进来速度很慢。预约量很大，用户高度认可，接受了乐视做手机的理念。

当然，苹果的综合体现是最好的，但代表的是现在。如果不改变，我们认为一定会被超越。不一定是乐视超越，但一定是乐视现在的理念所强调的生态型产品超过苹果。乐视手机硬件一定是当下最高水平，但这是基础，最大的优势是 EUI，EUI 链接的垂直生态。

募集资金投向：云平台建设和内容采购

乐视有两个体系，上市公司和非上市公司。非上市公司体系都是前瞻性业务，需要高度投入。一旦进入收益期就考虑合并到上市公司。**上市公司的业务分 4 层，云平台、内容采购、智能终端和互联网应用**。他们已经是完整的产业链应用。这次募集的资金会投入与上市公司生态链密切相关的业务，主要是**云平台建设和内容采购**。

目前视频网站内容采购竞争惨烈，四家竞争，只有乐视是独立的视频网站。乐视能之所以能成为 BAT 之外唯一独立生存的互联网公司，我们认为核心是创新，而且是全流程全方位的创新。从战略到产品到营销模式、运营模式的创新。现在视频网站市场，1 家独立和 3 家巨头各自有一家。乐视的资金压力可想而知。当做到这个体量的时候，对资金的需求越来越强烈。我们也可以少资金发展，但是会遏制速度。有了这笔钱，未来的竞争会更自信。

内部已经达成共识，在战略的空间上，在战略发展的体量上。我们认为乐视绝对不亚于阿里巴巴和腾讯。在这个宏大的战略构想下，资金必不可少。资金如果顺利到达的话，为未来3-5年的发展奠定了基础。

【Q&A】

Q：乐视硬件是否会进入海外市场？

A：全球战略在全力推进中，我（贾跃亭）去年在美国待了4个多月，为全球战略奠定了非常大的基础。乐视生态全球战略应该会进入一个快速成长的阶段。硬件应该会在一个比较合适的时机进入全球市场。目前已经在亚太地区试水，正在解决专利和资质审批等问题，未来可能在全球各个重要市场进入。

Q：从现有乐视的市场布局来看已经超出了此前提出的“北洛硅（北京——洛杉矶——硅谷）”线，您怎么看未来乐视的全球布局？

A：“北洛硅”线的提出可以看到，乐视的全球化战略与中国传统企业不同。过去国内企业大多是先走第三世界国家然后渗透发达国家。我们直接进入全球最顶尖的市场，先去美国与苹果竞争。

“北洛硅”是乐视全球化的引擎。“北洛硅”更深的含义是希望通过它实现科技、艺术和互联网的融合。硅谷代表科技，洛杉矶代表艺术，北京代表互联网。苹果做了科技和艺术的结合，但是互联网做得不好。乐视从互联网开始发展，希望比苹果迈出更大的一步。他们既是乐视理念的表达，也是乐视战略落地的三个据点。

乐视在硅谷和洛杉矶已经做了很多工作。全球化的成功最重要的是组织的成功。乐视在组织方面，在全球是最为创新和最领先的组织形态。

全球化绝不是三个城市，而是以他们为轴，向周围延伸。目前乐视把全球分为5大区域：一是美国，是乐视要全力进入的地方，很多人因为专利就不敢去，我们认为专利可能成为乐视的一个优势，所以敢去试一试。但也面临着同样的问题。二是印度，印度现在处于中国前5-10年的发展阶段，具备中国的很多特征，完全可以把中国的很多模式复制过去进行创新。三是亚太，四是其他地区，第五就是中国。

我们希望在美國取得成功，然后向其他地方复制。过去一两年在周边地区做尝试都是为了进军美国做准备。前期可能很艰难，但一旦成功可以为未来发展奠定很好的基础。

Q：之前在外延并购上有花儿影视和乐视影业的注入，未来是不是会在其他领域通过外延收购进行布局？

A：并购确实是乐视不足的一面。这与我们的理念和组织能力有关。一是理念上，乐视更希望内延式发展，这样才有更好的化反。外延式并购能产生化反的作用远低于内部。化反的难度很大，而且对组织能力有很高的要求。花儿影视并购非常好，《甄嬛传》单集利润突破千万元。但关键不是利润，而是花儿影视与乐视生态发生化反。

二是组织机构上，过去乐视的组织架构是针对内延式的发展设计的，但是到了这个体量后，外延式并购非常重要。目前我们的组织能力不足，需要更新的组织机构。我们也缺少真正的并购专家，也希望有中国资本市场上顶级的并购专家加入进来。

Q: 据说乐视移动可能去美国上市, A 股股东有没有可能享受这部分业务未来的收益?

A: 我们一直希望资本市场和业务市场重叠起来发生化学反应。对海外上市的考量, 不是价格或者估值因素。更重要的是两个考虑: 一是业务市场与资本市场的化学反应。乐视想做全球化的世界级的企业。中国在互联网领域还没有一个全球化的公司, 虽然有阿里巴巴、腾讯这样世界级的公司, 但是他们 95% 的市场还是在本土。乐视希望成为一个真正全球化的企业, 未来的用户、收入要来自海外。在这种理念下, 美国上市有必要。但更希望是两地挂牌, 所有资产都装到国内上市公司。但是由于涉及的产业有政策壁垒, 比如汽车、网络视频牌照。但相信国家政策会越来越开放。如果实现两地化资产统一的话, 会对股东有很大好处。

第二是策略性因素。国内资本市场怎么看待投入期、亏损期的企业, 目前还不清楚。如果中国资本市场对企业的评判规则不改的话, 资产装入上市公司的速度会减慢。乐视汽车每年的研发投入都是 10 亿级的, 费用化对上市公司带来很大压力。这也是我们需要考虑的综合因素。不能因为上市对乐视的股东不利。

Q: 乐视在互联网金融方面的布局? 乐视网的财经频道内容做得不好, 未来会不会有新的动作?

A: 乐视生态需要互联网金融, 必然要做, 内部已经筹备了很久。不会仓促推出大战略, 只有在准备好之后才会推出。互联网金融会成为乐视生态中非常重要的子生态。目前乐视有 7 个子生态。生态的基础是 5 个互联网平台, 在此基础上是 6 个子生态。一是内容生态, 包括电影、电视剧、版权、动漫、音乐; 二是体育生态, 这方面乐视已经很难找到对手, 只有腾讯买了 NBA, 会有一定竞争力; 三是电视生态; 四是手机生态; 五是汽车生态; 六是互联网金融生态。互联网金融会是非常核心的生态。

目前财经不是核心业务, 我们定的策略是不碰新闻, 敏感的时政财经新闻我们不碰。只有未来政策清晰了才会做。新闻对高端用户重要, 目前不会做。做新闻的话很容易也很快。除了内容, 其他的都准备好了。比如: 直播电视台, 手机端的 live 桌面。未来 live 桌面的形态会和电视桌面很像, 产品体验会比电视新闻频道好很多。现在差的就是内容, 但是内容并没有门槛, 只要有投入可以快速做起来, 财经也不需要太高投入。这是我们的策略问题。

Q: 贾总提出的“去 App 化”怎么理解?

A: 我们认为移动互联网与当年 PC 的发展一样。早期以客户端为主的工具类产品比 web 要广泛得多。比如 pps、pptv 等。主要是因为早期 CPU 和内存等硬件性能不够。软件能力也不够, 浏览器达不到客户端标准。第三网络传输环境不能满足需求。第四云计算环境也没有。但是客户端不方便, 形成了很强的应用壁垒、信息孤岛和体验的孤岛。PC 后半段, 视频网站一统天下, 已经没有必要做应用软件放到硬件中。

移动互联网也一样, 早期都是 Apps, 浏览器的作用极低。同样是因为早期手机软硬件能力太弱。但是当下一代移动互联网来临的时候, 当云计算能力越来越强, 当操作系统就发生变化, 用户对移动互联网的理解越来越深的时候, 我们认为会与 PC 走的路径有相似之处。

所以我们提出去 App 化。未来可能操作系统会成为一个完全开放的系统。现在还不能确定哪个技术是对的, 但 app 肯定不对。乐视敢于打破苹果设定的这种模式, 希望能成为引领者, 在产业变革的时候脱颖而出。

Q: 网络电视牌照进展到哪一步? 第三代电视没有推出是不是因为广电对内容的限制造成的?

A: 电视监管的整改已经进入最后阶段, 只差最后的总结批复, 应该是很乐观的结果。新品不受政策影响, 55 寸和 65 寸在亚洲消费电子展上已经展出了。不存在政策的担心。

另外补充关于广电总局通过国务院法制办公开征求意见的 39 号令 (修订稿) 的一些观点。首先, 它的定位是广电总局的部门规章, 而不是国务院的行政法规。第二, 从内容上讲, 排斥民营企业做网络广播电视服务。但这里的网络广播电视服务的定义中排除了 PC。历史上已经发了 600 多张 PC 牌照, 不会收回去。目前市场上服务的主体是民营企业。这次排除 PC 端就是承认历史。着重控制的是互联网电视和手机电视。互联网电视申请的主体资格和原来的 181 号文件一致, 但这次的拓宽了范围, 未来地市级以上的电视台都可以申请。但民营不能独立申请。只能做 CP 或内容提供商, 对产业长远来看还是一个限制。目前还是修订意见稿, 我们也会向主管部门反映意见, 也会联系同行共同反映意见。

Q: LePar 在整个战略中起怎样的位置?

A: 乐视是开放的闭环, 终极目标是生态系统, 包括生态链和生态圈。LePar 的意义是开放。去年提出 LePar 的执行方案, 接下来会分阶段公布。

LePar 分两部分, 一是内部 LePar, 二是外部 LePar。全球合作人指的是内部乐视员工, 用激励、使命和愿景吸引优秀人加入乐视全球生态中。目前很多顶尖专家加盟, 美国公司国际性顶尖专家数量很大。外部 LePar 一类是企业乐趴, 另一类是个人乐趴。凡是能与乐视生态系统产生生态互助效应的企业或者个人, 我们都希望能加入乐视合伙人中。目前大家看到很多名人加入乐视生态中, 一分钱都没有花。深层次的原因是理念被认可, 二是合伙人机制能让大家有更高的积极性。再一个是是否产生生态化学反应, 比如乐视的内容资源就能与明星产生互益。乐视手机发布有 100 多万条转发, 300-400 位明星转发了商业性极强的信息。这说明我们的生态化学反应释放了效益。

Q: 乐视互联网技术团队的情况?

A: 不包括硬件, 纯粹互联网方面的乐视网、云计算等团队大约 800 到 1,000 人, 大部分来自 BAT、google 和亚马逊。目前的团队能力可以支持全生态的技术、产品创新。

此外, 我们建立了一个很强的搜索和大数据挖掘的团队, 这也是支撑去 app 化的一个重要方面。云平台、UI 层和操作系统也有专门的团队。

Q: 怎么理解乐视提出的“系统开放年”?

A: 系统开放的核心是把乐视积累的技术平台、产品平台完全开放给第三方。比如湖南卫视想做视频网站, 我们可以在很短时间内帮它搭建一个可以提供一个与乐视网同规模、承载同等用户量的网站。我们已经和多个广电单位合作, 向他们开放我们的技术平台。

Q: VR 产品目前的进展情况怎么样?

A: VR 产品还在研发阶段。我们的定位与现有产品会有很大的差异。乐视的 VR 是生态产品, 不仅仅是靠硬件取胜。暴风科技在技术上有突破, 但是内容上没有支撑。VR 在技术上没有门槛, 竞争靠的是生态。目前推出时间还不定。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371