



乐视：还差一盆冷水

职业赛车手会告诉你，比赛中决定生死存亡的关键问题绝不是“油箱不满”，而往往是“刹车失灵”。

文 | 本刊特约记者 纪一宁

查尔斯·庞兹的名字在美国商界几乎无人不晓——这位生活在19、20世纪的意大利裔投机商，策划了一场惊天骗局，他宣称，购买欧洲的某种邮政票据，再卖给美国，便可以赚钱，并且许诺投资者将在三个月内得到40%的利润回报，然后，狡猾的庞兹把新投资者的钱作为快速盈利付给最初投资的人，以诱使更多的人上当，但却没有一分钱用于真正的投资上。在一年左右的时间里，差不多有4万名波

士顿市民，变成庞兹赚钱计划的投资者。

1920年8月，庞兹破产了。他所收到的钱，按照他的许诺可以购买几亿张欧洲邮政票据，事实上，他只买过两张。后人称之为“庞氏骗局”。

摧毁虚幻的庞氏帝国的，并不是什么国家监管、市场竞争抑或经济危机，而来一位叫做威廉·H·麦克马斯特的媒体公关人——《华盛顿邮报》，一篇名为《庞兹根本无力偿还债

务》的新闻稿如同一盆冷水，不仅破灭了4万名波士顿市民一夜暴富的欲望，更将庞兹帝国瞬息冲毁。

然而同样的“邮政票据故事”在资本市场上却从来没有消失过——伦理学家从中看到了人性的贪婪、政府官员从中得以警醒监管的重要、普通投资者开始将低风险、高回报与骗局画上等号，而新的投机商人，却可以无视骗局本身的不道德，努力寻找一把雨伞或者几件雨衣，去抵挡冲毁庞兹帝国的那一盆冷水。

这绝不是危言耸听，在经济学的体系中，经济逻辑的核心即为：“成功的公司寻找一种能够产生比自己的竞争对手更高的回报率以及产生比自己的资本成本更高的利润的一种手段方法。”这读起来有些拗口，简单些说，就是用更高明的手段、更低廉的成本比竞争对手赚更多的钱。

如此看来，对于精明的投机商人而言，投资成为掩盖投机目的的最佳手段。无论是投资实业、概念、模式或者其他随便什么，只要能够让这个“局”保持足够的热度、曝光度以及吸引力，就自然会有新的投资资本入局，成为下一个“接盘侠”。

客观来说，乐视的掌门人贾跃亭就是做这样“局”的个中高手。

近日，乐视网披露资产收购方案，其将以不超过98亿元的交易总额，即41.37元/股发行1.65亿股股份，并支付现金29.79亿元，购买乐视影业100%股权。这笔同门兄弟之间的收购，让乐视影业估值从5000万暴涨到98亿，5年增值195倍，典型的贾跃亭式的杠杆操作，让资本放大的同时，风险也在激增。

随着资本能力的增强，乐视已经成为中国互联网产业中不能忽视的存在，其自2010年

登陆创业板之后，凭借着打造生态、制造概念、投资未来、杠杆融资以及用发布会杀死竞争对手等一系列方式，迅速从一家不显眼的视频网站，成长为可以比肩BAT的庞然大物。但问题就在于，所有人都看到了乐视的突飞猛进，但所有人都看不到乐视的边界在哪里——职业赛车手会告诉你，比赛中决定生死存亡的关键问题绝不是“油箱不满”，而往往是“刹车失灵”。

对于乐视越踩越深的油门、越跑越快的速度以及越铺越大的摊子，观众们都在担心，尚且无足够造血能力的乐视业务，能够支撑紧绷的资金链多长时间？

风吹易折

这还真不是危言耸听，2010年，乐视网一举成为首家在A股上市的网络视频公司。6年过去，如今的乐视网市值超过1000亿，股价更是水涨船高，市盈率达到近240倍。

先让我们来看两个数据：其一，据乐视网2015年财报显示，总营收130.17亿元，同比增幅为90.89%，净利润达到了5.73亿元，同比增长57.41%。其二，今年，在乐视的内部信中贾跃亭又提出，乐视今年总收入要超200亿元，生态估值突破3000亿元。

明眼人不难看出其中的不妥之处：即便仍按照超过50%的利润增幅、乐视在2016财年的净利润超过8亿元，相对于200亿的营收，净利润率只有4%——这哪里是一家估值超过3000亿的互联网公司该有的利润率？就在上个月，苹果公布的第二财季财报数据显示，苹果公司第二财季营收为505.57亿美元，比去年同期的580.10亿美元下滑13%；净利润为105.16亿美元——在利润大幅下滑的背景下，苹果公司的净利率依然超过了20%。而按照中国TMT行业的发展来看，平均利润率达到

“乐视生态”战略解读

Letv

超级电视

截止 2015 年底，乐视超级电视累计销售已达 450 万台

终端

应用

内容

平台

超级手机

2015 年 1 月 28 日，乐视移动公司正式成立，原联想集团副总裁、MIDH 中国业务部总经理冯幸担任总裁，原魅族副总裁马麟担任 UI 研发副总裁。截止 2015 年底，乐视超级手机销量超过 500 万台。

超级汽车

2014 年底，乐视以互联网生态模式正式跨界加入传统汽车行业，在中美建立两大总部。美国，特斯拉的多位高管和资深研发人员加盟乐视。在国内，乐视超级汽车拥有北京、上海两个研发中心。

Letv
乐视网

乐视网成立于 2004 年，致力于打造基于视频产业、内容产业和智能终端的“平台+内容+终端+应用”完整生态系统，被业界称为“乐视模式”。2010 年 8 月 12 日在中国创业板上市，2015 年，乐视网实现营业收入 130.17 亿元。

网酒网
wangjiu

成立于 2011 年，隶属乐视控股，定位于高端葡萄酒销售电商。

50% 也不过刚刚是及格线而已。

这正是问题的关键所在：贾跃亭立志打造的“内容+终端+平台+应用”的所谓乐视生态，至少目前来看，完全不具备支撑其高速前进的造血能力。偌大的生态帽子与高估值让乐视外表上无比光鲜，但利润率的问题却牢牢地卡住了脖子。

庞氏逻辑？

按照正常的企业运作逻辑，在投入与产出比稳定下来之后，一定比例的利润会被用于新的投资以扩大再生产。即便现今在成熟的资本助力下，这一过程也不可能被省略。但号称“革命”者的乐视，却实实在在地革了这则逻辑的命。

让我们看看乐视近来的融资动作。

2013 年 8 月，乐视影业完成 A 轮融资，金额 2.5 亿；2014 年 9 月，B 轮融资 3.4 亿；2015 年合计融资 11.75 亿元。2015 年 5 月，乐视体育首轮融资 8 亿元；2016 年 3 月，B 轮融资 70 亿元。2015 年 11 月，乐视移动智能完成首轮融资 5.3 亿美元。2016 年 3 月，乐视云完成首轮融资，金额 10 亿。2016 年 5 月，乐视汽车进行 Pre-A 轮融资，金额 10 亿美元——短短三年间，乐视已经从资本市场拿回了超过 200 亿的真金白银。

客观而言，仅仅就乐视起家的“视频网站”这一项主营业务而言，如此大的融资规模很容易让人产生资不抵债的恐慌，但对于“乐视生态”这样一个新生、未知并且充满无尽可能的概念而言，这个数字并不算大。

拥趸们将乐视高估值的核心竞争力归结为“开放式的生态闭环”以及其衍生的基于互联网的巨大边际效益，从表面来看不无道理。乐视生态中的每一个环节，目前来看确实基本都具备了在乐视生态中的横向重要地位以及在行业内的纵向竞争力——资本市场愿意相信，这样一个纵横交错生态闭环系统，即便目前利润偏低、负债较高、模式不清，但存在即是合理，未来依然美好。

但这样的预期是不是眼熟？除了在乐视影业上依靠早年积累的高性价比版权优势可以持续盈利暂无资金之忧之外，乐视生态中的其他环节，像不像是一个又一个的“邮政票据故事”？资本市场愿意为故事埋单，但前提在于故事要好听并且能够讲给下一任“接盘侠”听。

乐视网登录创业板也让贾跃亭家族进入了中国的百亿俱乐部，2015 年 6 月，贾跃亭高位套现 25 亿元，其胞姐贾跃芳同样一年之内套现 20 余亿元——对于乐视这样“2016 年估值要超过 3000 亿”的公司，这种套现至少说明，贾跃亭真的很缺钱。

Levp 乐视影业

乐视
体育

乐视体育“赛事运营+内容平台+智能化+互联网应用服务”四大业务板块全面成长，迅速成为全球唯一拥有全产业链布局与创新生态的互联网体育公司。乐视体育还先后推出了推出首款智能自行车和智能羽毛球拍。

Letv 体育

乐视
影业 花儿
影业

2011年，乐视控股子公司乐视影业成立，2013年完成2亿元的A轮融资；2014年9月再度完成3.4亿元B轮融资，估值达到48亿元；2013年，乐视又以9亿元收购花儿影视，同时购买乐视新媒体99.5%的股权。近日，乐视网披露计划支付98亿元并购乐视影业。

乐视
音乐

2015年3月26日乐视音乐公司成立，将以“音乐+科技+互联网”的定位垂直纵深于音乐产业垂直发展。乐视音乐会在2016年一季度启动融资计划，未来将建立自己的会员价值体系。

Letv 音乐

乐视
云计算

2014年1月由乐视网与乐视控股共同出资成立，乐视云已经成为目前全球云计算产业中首轮融资金额及估值最大的公司。

乐视云计算
CLOUD COMPUTING

资料来源：根据公开资料整理

乐极易生悲？

正因为缺钱，所以乐视才要拼命地花。作为一家涉足多领域的公司，乐视盈利模式主要是通过已成熟的业务拉动尚未成熟的业务，同时通过尚未成熟的业务吸引投资，整体业务之间又构成一个生态链，产生协同效应。

现在的乐视，以大屏为生态起点，其生态模式以“硬件免费”贯穿，配套乐视云、商城、Lepar、金融、影视、电视剧、体育、汽车、教育等多个产业及服务，形成了一个一眼望不见边际的产业生态集群。目前来看，乐视所推崇的生态概念，并不能在各部分之间产生真正的生态效应。单就盈利能力而言，乐视的内容堪称一流，平台二流，终端三流，应用四流，完全不能组成有效的核心竞争力。

在乐视生态的故事构架中，通过低价获取用户，然后依靠增值服务模式来盈利，这是符合目前“互联网+”大趋势以及投资者倾向的故事模式，自然不难吸引到更多资金——但是，如前所述，所有的资本故事最终落脚点一定是投资回报即利润，或者能够提供足够增值比例的“接盘侠”——在这样一种商业逻辑中，核心问题不是故事能不能讲好，而是故事能不能持续地讲下去。

乐视的风险正来源于此，至少在目前，市

场看不到乐视生态故事最终圆融发展的边际，投资人也看不到一个触手可及的回报目标，唯一可见的，就是贾跃亭对赌的野心与风险。

据悉，乐视汽车Pre-A轮融资的可转债利率为年利率12%。乐视汽车的退出方式如下：本次投资以可转债的方式进入，若在18个月内未完成A轮融资，将由乐视超级汽车按照约定的本息（年利率12%）进行回购，并由实际控制人承担无限连带责任担保。无独有偶，刚刚获B轮融资的乐视体育也曾经对投资人承诺3至5年上市，若无法上市，投资人可以要求乐视体育大股东贾跃亭以年化收益率8%的价格赎回股权——可以想象，在乐视的其他投资中，这样的条款必定不少见，因为据公开资料显示，贾跃亭目前已将乐视网的股权质押超过7成。

问题由此凸显：贾掌门这些年忙着给乐视生态造概念、打市场，并没有攒下这么厚的足以支撑各种股票溢价回购的银子！

所以，此时此刻的乐视，需要的是一盆冷水，重新梳理自身的产业，将生态链条上冗余清除、重现如当时视频网站一样的造血能力，以实现资金的江河汇海，打造健康的生态体系。倘若继续在资本市场长袖善舞，以融资赌未来，那么乐视生态在未来究竟会变成蔚为壮观的乐视帝国还是满目疮痍的乐视废墟，仍不得而知。☒