



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

文化传媒

旷实*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001
(8610)66229343
shi.kuang@bocichina.com

*冯秀娟为本报告重要贡献者

光线传媒：投资3D原创音乐平台Echo，进一步拓展数字音乐布局

事件：光线传媒(300251.CH/人民币 20.98, 未有评级)控股孙公司香港影业于2016年1月26日与启维公司签署了《股份认购协议》，香港影业向启维公司投资3,000万美元，认购其693.4万股C-2轮优先股，占启维公司总股本的20%。香港影业有权委派一名董事入驻启维公司董事会。启维公司旗下的Echo回声是国内最大的3D音乐原创社区与发行平台，此次投资是公司继投资多米音乐之外在数字音乐领域的又一重要布局。

一、Echo回声：国内最大的3D音乐原创社区与发行平台

启维公司旗下主要产品Echo回声APP是由90后女生刘若怡打造的一个声音娱乐社区媒体平台，于2014年9月上线。主要功能是向一、二线城市90后、00后人群提供最新潮的声音娱乐媒体内容和弹幕社交平台。用户可以在上面分享音乐和创建各类声音，可以通过3D音频、弹幕评论、有声表情开启个性化音乐社交。同时建立起良好的UGC生态，拥有大量优质的原创音乐。平台上线仅3个月，注册用户就突破了100万。目前已经拥有1,500万强粘性、高价值的用户群体，其官方微博影响力指数排名第三，仅次于QQ音乐与腾讯视频。

1. 用户群体：一、二线城市90后、00后人群，在全国大学生市场占有30%的市场份额。

2. 主要特点：

1) 独家首创3D音乐，最逼真的3D音频，神奇的虚拟听觉。平台独家引入了3D音乐技术——“耳朵录制”技术，这款技术可以捕捉到人体的头盖骨、耳廓、耳道、肩部对于声波的折射、衍射、绕射，最大限度地还原真实的自然声场。只需要一部移动设备、一副普通耳机，就能实现立体、高级的声音。APP站内专门打造了“3D奇妙听觉馆”和“3D奇幻旋律馆”，将国内外优质的3D音频内容以及采用独家录制技术的3D音乐汇集于此。目前，两个频道搜集了超过3.5万个3D声音，总收听量超过2亿人次，是APP内最受用户喜欢、活跃度最高的特色频道。

2) 音乐有弹幕评论，可以一边听一边互动。Echo回声完美结合了音乐与弹幕社交。不同于视频弹幕评论，音乐弹幕并不会对用户收听造成干扰，反而能增添收听音乐的互动参与感。

3) 自制变声声音表情，增加聊天新选择。用户可发挥创意自制搞笑有声表情。用户上传照片制作动态表情，再同步录制声音，还有多款音频滤镜可供选择。

3. 主要应用进展

1) 与 SNH48 合作推出国内第一首 3D 单曲。2015 年 10 月 31 日, echo 回声和国内大型女子偶像组合 SNH48 合作推出了国内第一首 3D 单曲《万圣节之夜》。这支 3D 单曲《万圣节之夜》立体还原了每位成员的声场, 只要戴上耳机, 就能感受到每位成员声音的方位, 就连舞步变换带来的位置移动也能通过耳机真真切切地“听”出来。未来, SNH48 将以 echo 首批代言人的身份, 延伸偶像的社会功能和影响力, 完美演绎“进击的少女”, 并将成为凝聚 echo 粉丝的“强大正能量”。

图表 1. 与 SNH48 合作推出《万圣节之夜》3d 单曲



资料来源: 公开资料, 中银证券

2) 为好声音独家提供弹幕互动入口。2015 年“Echo 回声”以优秀的市场表现, 获浙江卫视青睐, 成为第四季中国好声音联合赞助商, 为好声音独家提供弹幕互动入口, 与传媒巨擘携手吸纳粉丝力量。

3) 与搜狗输入法合作打造国内第一款 3D 系列按键音。未来, echo 回声将与搜狗输入法合作, 用户在文字输入按键的同时可听到对应的 3D 音效, 减少枯燥, 启动用户感官全新体验。

4) 与时尚集团总裁苏芒女士达成双方战略合作。苏芒被聘为首席时尚顾问, 为启维内容创作与探索提供时尚策略支持, 以期在互联网音乐文化领域形成具备极大优势的完整链条。启维未来的产品将更为国际化、时尚化、娱乐化。

4. 与 5sing、唱吧的对比

1) 5sing: 以原创为主、翻唱、伴奏为辅发展的国内大型音乐分享网站

5sing 是国内最大的原创音乐平台, 2004 年 9 月上线, 2014 年 7 月成为酷狗音乐旗下独立品牌。5sing 汇聚了广大的原创高手以及翻唱发烧友, 同时为音乐发烧友们提供优质的伴奏。

a. 特色: 原创作品特别是古风类歌曲的原创是 5sing 的一大特色。5sing 上有大量的古风音乐工作室或团队、歌手以及优秀的古风原创作品。

b. 相关数据: 注册用户已超过 3,000 万, 其中原创艺人超过 20 万; 每日新增上传歌曲 15,000 首, 其中原创歌曲超过 2,000 首; 原创翻唱伴奏内容曲库超过 1,000 万首, 其中原创作品超过 100 万首; 每日独立访问音乐用户超过 150 万, 页面访问量超过 600 万。

c. 目标人群：相对专业的音乐人、音乐发烧友

2) 唱吧：一款免费的社交 K 歌手机应用

唱吧是一款以线上唱歌为主要切入点的社交 APP，这款应用内置混响和回声效果，可以将声音进行修饰美化。应用中除提供伴奏外，还提供了伴奏对应的歌词，K 歌时可以同步显示。

a. 特色：声音处理方面，用户在手机里面唱歌就能唱出 KTV 包房的效果。

b. 相关数据：累计激活用户规模 2.23 亿次，注册用户 8,145 万人，活跃用户 3,023 万人，平均日活跃用户数为 436 万人。

c. 目标人群：定位于大众人群，其中唱吧用户 60% 是女性。

图表 2. 三款音乐产品的对比

音乐 APP	上线时间	主要特色	音乐类型	用户数量	使用人群
echo 回声	2014.9	3D 音效	兼具原创和翻唱	注册用户 1,500 万	适合大众人群
5sing	2004.9	原创音乐为主，古风类歌曲为特色	兼具原创和翻唱	注册用户超过 3,000 万，其中原创艺人超过 20 万	相对专业的人群
唱吧	2012.5	处理成 KTV 包房的效果	翻唱	注册用户 8,145 万人，活跃用户 3,023 万人	适合大众人群

资料来源：公开资料，中银证券

二、数字音乐产业迎来高速增长期

1) 音乐产业政策出台为产业发展带来政策支持

2015 年 12 月 1 日，国家新闻出版广电总局发布《关于大力推进我国音乐产业发展的若干意见》，为原创音乐和互联网音乐的发展提供了政策支持，受互联网冲击多年的音乐产业迎来涅槃重生的新机遇。2014 年，中国数字音乐的市场规模达 491.2 亿元，比上年增长 11.5%。网络音乐用户规模达 4.78 亿，同比增长 5.5%。在数字音乐中，82% 的市场规模仍然来自于电信增值业务的贡献，来自 PC 和移动端数字音乐业务总规模不到 100 亿元。中国作为全球互联网行业最发达的地区之一，互联网为音乐产业提供更多新的可能性。

2) 用户年轻化、付费意愿强，为音乐产业发展提供强劲动力

当前中国一二线城市 90 后 00 后的内容消费新趋势为：高付费意愿与能力、内容多元全球化、内容可社交。中国一二线城市的 90 后 00 后 8,000 万左右，其中 Echo 回声用户至少占 10%。年轻人已经成为国内文化内容的消费主力。

三、持续拓展数字音乐领域，完善泛娱乐产业链

公司于 1 月 8 日公布投资彩云在线旗下的多米音乐，与 Echo 相比，多米音乐主要定位于正版数字音乐服务提供商，而 Echo 主要定位于 3D 音乐的原创社区与发行平台。因此，此次投资 Echo 是公司在数字音乐领域的重要补充，将与公司现有业务形成协同。

1. 用户资源共享。Echo 平台是目前国内最受新生代年轻用户认可的音乐品牌，拥有超过 1,500 万具备付费意愿和付费能力的优质 90 后和 00 后用户，这些用户同样是影视、动漫、游戏领域的核心用户群体，因而能够实现用户资源的共享。

2.增加内容变现渠道。Echo 平台已经形成了极强的原创社区氛围，对线上音乐消费和周边产品消费产生很强的影响力。鉴于当前内容产业的付费将主要由新生代年轻用户驱动，Echo 平台有助于公司扩大在新生代中的品牌影响力，为公司自有内容提供多重变现渠道。

四、投资建议

当前公司已经形成电影、电视剧、综艺、动漫、游戏、音乐等业务的布局，初步搭建公司泛娱乐平台。公司此次投资 Echo 是公司在数字音乐产业的又一重要布局，与现有业务在用户资源和内容变现渠道等方面形成协同。公司当前市值 308 亿元，根据万得一致预期 2015-2017 年公司全面摊薄每股收益分别为 0.35、0.47、0.63 元。建议持续关注公司在泛娱乐产业方面的持续布局。

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，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)68604866
传真:(8621)58883554

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)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

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)39886333
传真:(852)21479513

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 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY10020
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

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)64128856/64128630
传真:(65)65343996/65323371