



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品：文化传媒

刘会明

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120012
(8610) 6622 9084
huiming.liu@bocichina.com

冯雪

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120022
(8610) 6622 9323
tracy.feng@bocichina.com

金亚科技：以“数字家庭智能生活”为目标，转型任重道远

金亚科技(300028.CH/人民币 17.95, 未有评级)原是广电设备供应商，当前处于转型期。2013 年营业收入同比增长 28%至 6.10 亿元，归于上市公司股东的净利润大幅下滑至亏损 1.22 亿元，原因包括：1) 全额计提南充项目 6,209 万元应收账款减值；2) 哈佛国际亏损，且拟计提商誉减值约 2,000 万元；3) 机顶盒等主要产品毛利率大幅下滑。

2013 年以股份公司为母公司成立集团架构，着力拓展“智能数字家庭”消费电子市场，陆续推出游戏盒子等产品，拟建立“平台+终端+内容”的泛家庭互联网生态链。公司已提出股票期权和限制性股票激励计划，行权条件包括以 2013 年净利润为基数，2014 年-2016 年净利润增长率分别不低于 15%、34%、60%，净资产收益率 6-8%，期权的行权价 10.16 元/股，限制性股票的授予价 4.92 元/股。我们认可家庭智能终端、互动娱乐终端的市场需求增长，现阶段将密切关注公司为此是否在市场前瞻、对外合作、人才队伍建设等方面准备妥当。

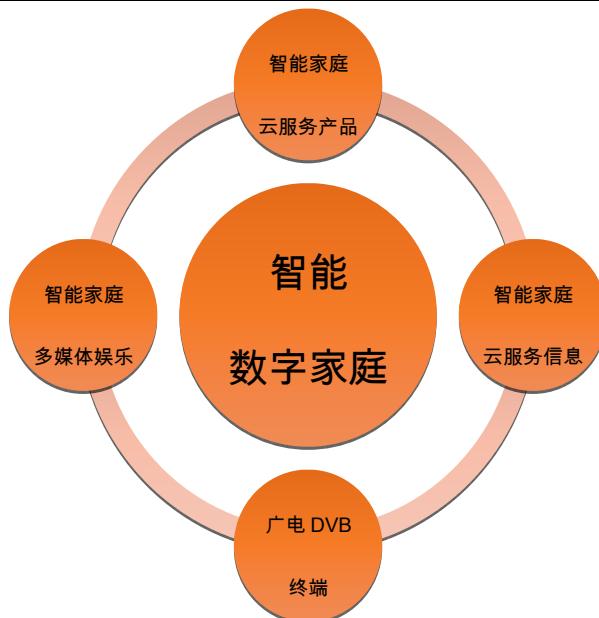
一、发展历程

- 1999 年 成都金亚高科技有限公司正式成立。
- 2003 年 公司获批入驻金牛高科产业园区。
- 2006 年 公司成立“成都金亚数字电视研究所”，产品结构从模拟技到数字技术成功转型。
- 2007 年 公司调整企业股份结构，整体变更为“成都金亚科技股份有限公司”，周旭辉先生出任董事长。
- 2009 年 深交所创业板成功上市(股票简称：金亚科技，股票代码 300028)。
- 2010 年 相继成立了北京、上海分公司及深圳全资子公司。
- 2012 年 成立香港子公司成功收购英国老牌知名企业哈佛国际。
- 2013 年 与网络游戏商完美世界达成战略合作，向消费电子转型迈出了一大步。同年，控股触摸屏公司深圳市瑞森思科技有限公司，参股游戏频道运营商北京鸣鹤鸣和文化传媒有限公司。

二、现有产品体系

公司目前主要客户为运营商和消费类电子产品的终端客户，拥有四大类产品布局：智能家庭多媒体娱乐中心、广电 DVB 终端、智能家庭娱乐多媒体中心、智能家庭信息科技中心；品牌包括 Geeya、Goodmans、Bush、View21、Blife 等。

图表 1. 打造智能数字家庭生态圈



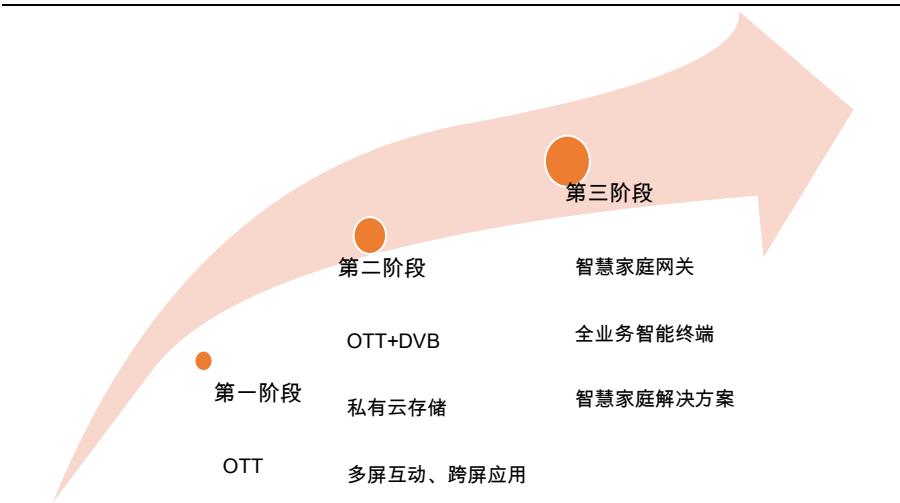
资料来源：公司数据

图表 2. 广电 DVB 终端产品

- 有线标清、双向高清全系列机顶盒
- 国标地面全系列机顶盒
- 欧标全系列机顶盒
- IPTV 机顶盒
- 有线数字电视子母机
- 数字电视壁挂式机顶盒
- 双向网改造全系列设备
- CAS、BOSS、EPG 等前端软件系统
- QAM 调制器、编码器、加扰机、复用器等前端设备

资料来源：公司数据

图表 3. 多媒体娱乐中心发展目标



资料来源：公司数据

三、主要子公司

哈佛国际

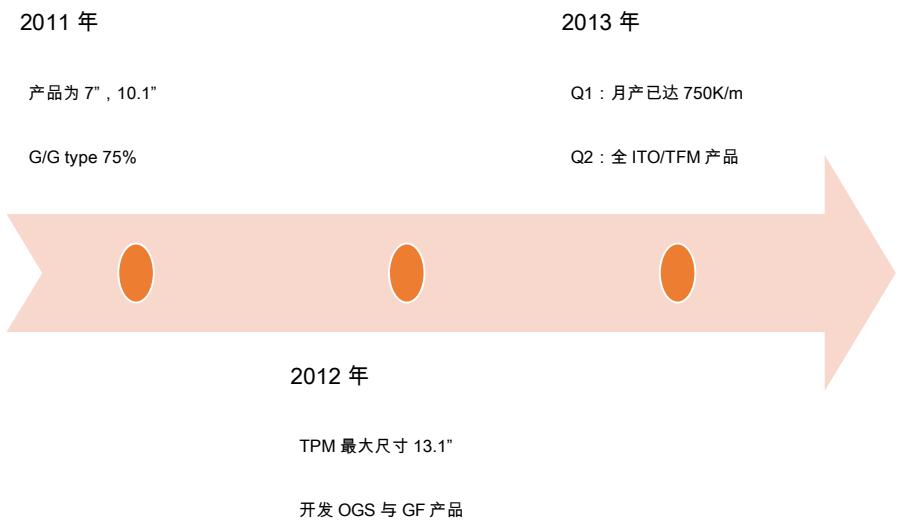
2012 年公司斥资 2.29 亿元，通过香港全资子公司收购英国老牌上市企业——哈佛国际 100% 股权，其作为公司实施国际化战略的“出海口”。此次收购，是中国创业板上市公司海外并购第一案。

哈佛 13 年亏损原因包括欧债危机和泰国洪水等使采购成本上有一定的增长；在进入运营中会发现对实际成本的控制有一定超额；人员数量过多等。目前公司已对人员进行大量裁减和置换，同时替换海外销售的负责人；处理部分库存设备；控制出差成本等。

瑞森思

深圳市瑞森思科技有限公司 (Rayssens Technology Co., LTD.)，成立于 2011 年初，从事电容触控式荧光幕技术研发、产品设计、制造、销售，为一体，全方面提供客户 Total solution 的专业电容屏模组厂。目前瑞森思拥有 600 余名员工，模组月产能 750K。

图表 4. 瑞森思发展情况



资料来源：公司数据

鸣鹤鸣和

公司通过子公司金亚软件参股 35% 的鸣鹤鸣和是一家从事游戏视频节目制作、电子竞技赛事举办、游戏网站平台运营、游戏明星包装与商业开发的综合性游戏传媒公司、GTV 电子竞技游戏频道的全权运营商。

GTV 的盈利模式：为游戏厂商做推广；电子竞技赛事的转播；游戏的联运，包括页游、手游和端游等。

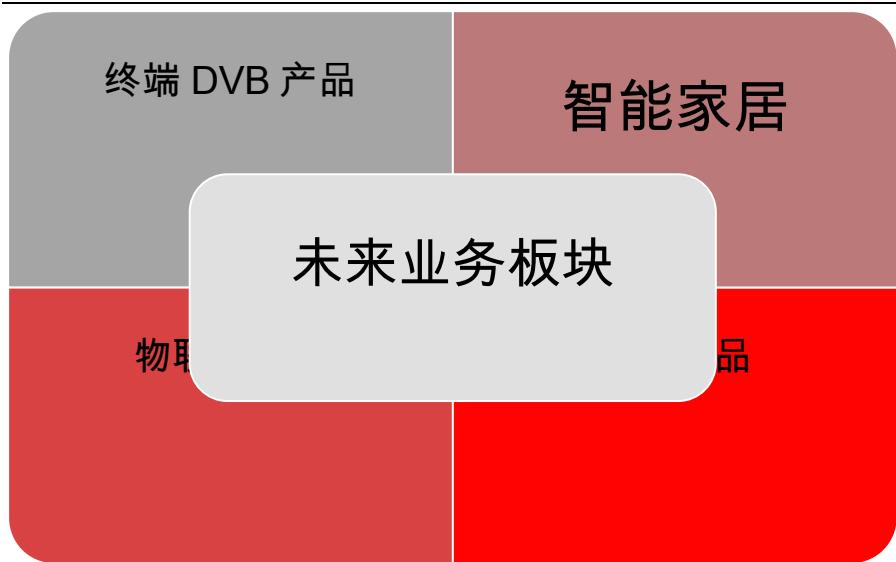
致家视游

致家视游由金亚软件使用自有资金投资设立的新公司，金亚软件占股 100%。为了进一步强化在家庭娱乐产业链的纵深发展，深化在电视游戏领域的精品内容制作，营造电视游戏的有序发展的生态环境，建立起一个高效运作的电视游戏运营平台，向用户提供精美、好玩、休闲、轻中度的适合中国家庭娱乐的电视游戏。并且致家视游的成功运营，将完成金亚科技在泛家庭互联网生态圈的产业布局。

云媒互联网

云媒互联网为金亚科技使用自有资金投资设立的新公司，占股 100%。主要业务为推广“GEEYA 享看”业务，利用现有的成熟广电资源将电视直播和移动互联网有机的结合起来，推出基于有线电视网和互联网的“GEEYA 享看”业务，在公共场所采用融合网元与 Wi-Fi 覆盖的模式，在家庭采用交互点播+Wi-Fi 覆盖的方式，使电视终端从单一电视机扩展到智能移动终端用户，将有线电视网扩展到无线空间领域，打造室内家庭空间与室外公共场所视频等增值业务无缝对接的全面覆盖的新业务。

图表 5. 未来四大业务板块



资料来源：公司数据

四、打造家庭游戏“第一股”

公司从 2013 年开始酝酿电视游戏，该行业整体是一个蓝海，公司认为未来电视游戏市场就是现在手游市场。成立视游公司在平台和内容上尝试。目前致家视游团队成员大约有 40 多个人，公司的产品定位更加偏中度和轻度的电视游戏。公司力图打造电视游戏的开放平台，除了自建团队开发精品游戏外，未来会引进优秀的产品。现在市场上还没有成气候和规模的同类企业。公司的平台包括提供接口、用户管理、支付、登陆等，与手机交互方式。公司产品适配性强，结合手游内容，搭载精品游戏。

电视游戏盈利模式仍将基于下载、广告、帐户道具等。可以考虑每天给客户提供体力值方式。或者例如某款 K 歌游戏应用，唱的好送“花”。而益智游戏更多通过道具赚钱。通过调查，电视游戏不宜超过 40 分钟。电视操作端有很多有待开发，其呈现内容和画质优于 PC 端和手机端。

与完美合作，即将推出二代产品

与完美合作，两家公司契合度较高。完美谋求进入视频游戏，而他们海外运营经验丰富，可以借助金亚的平台。而金亚借助于完美的品牌，经验和资源，重点发展家庭亲子游戏，益智游戏。

完美盒子的销售不佳主要由于营销策略失误造成价格偏高；销售团队经验不足，引发营销定位和销售方式的失误。但是完美盒子的推出意义大于实质，金亚给大家传递的更多信息是“大家可以通过电视来玩游戏”。在致家二代上面，会增加体感外设的更多的体感游戏，切实提升用户用 OTT 玩游戏的体验感，预计新品今年上半年有望面市。

后续“家魔方”未来主要依靠两种渠道：一是与运营商合作，二是通过包括电商在内的其他渠道。“家魔方”拥有不同操作模式：包括摄像头、手柄、遥控器等考虑到不同盒子的匹配度和操作习惯。

我们认为目前公司产品推广的核心问题在于目前广电产品 ARPU 值不高，目前重点在于深耕开拓区域，以点带面，更多考虑用户数量和活跃度。

金亚做电视游戏的优势：

公司长期致力于针对电视机周边产品的研发、销售、生产型企业，对电视机的了解更加清晰，电视用户和手机用户有明显差异；在推广过程中，公司本身有自己的运营商客户；成都本来就是游戏的沃土，拥有 700 多家游戏企业。良好的游戏软件的开发环境和非常多的游戏开发公司，可以第一时间把握发展趋势；目前中国游戏市场可以划分为网络游戏、单机游戏、网页游戏、移动终端游戏、电视游戏等这几种类型，其中发展速度最快的当属网页游戏与移动终端游戏，而电视游戏的市场相对发展滞后，尚未形成可运营的格局；公司参股公司鸣鹤鸣和运营频道 GTV 的平台资源。

五、金亚享看业务

模式：以家庭为起点，逐步开发商用价值。

优势：运用场景广泛，公用性大，适合在公共场所提供无线的视音频服务，让用户通过智能手机、平板电脑来收看直播视频，其覆盖的终端包括 iPhone、Android 手机、iPad、Android 平板、笔记本电脑等。

已有部分省市签署试点协议，展开试点运用。

商业经营模式：移动互联网，先占入口，流量换效益。通过广告，移动互联网实现精准信息推送，大数据统计分账。由于 4G 吸引手机视频，在带宽和费用上有压力。公司可以和通信运营商合作，在封闭 WIFI 环境内，如广场、地铁、医院。医院大屏数据分发小屏等应用。

关键特性：覆盖一定面积的公共场所；特定区域的人群接入享看系统；不同区域的人看到的节目可能不同；传输差异化专业内容的能力；可接入互联网。

六、未来发展方向及战略

多元化发展的四大业务板块：一是围绕“三网融合”，开发出一系列满足用户所需的多媒体智能终端产品；二是以消费电子面向更广阔开放的目标客户；三是发展物联网项目，积极推广“智能家居”示范应用工程；四是在特种产品的研发和销售上加大力度。

以致家视游为载体，加速消费电子成长并通过推介电视游戏实现盈利。以哈弗国际为载体，打通国际航线，将金亚产品推向海外。

公司未来并购和参投方向仍立足于主营业务相关领域：广电新媒体、电视游戏、智能家居等。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告期内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券适合个别投资者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.) 在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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