

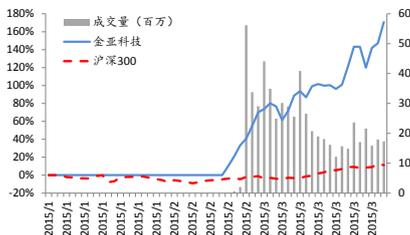
投资评级：买入

收盘价	51.02
目标价	-
上次目标价	-

研究员

王传晓 执业证书编号：
 分析师 S1100514020002
 wangchuanxiao@cczq.com

李艳丽
 联系人 021-68416988-239
 liyanli@cczq.com

股价走势图


金亚科技：游戏全产业链布局，电竞行业龙头

核心观点

- ◆ 我们看好公司在电竞赛事+游戏媒体+手游+电视游戏的布局。金亚科技致力于“泛家庭互联网”的布局，逐步从硬件制造商转变为虚拟运营商和互联网内容提供商。公司通过收购完成了游戏产业链上下的布局，业务包括游戏制作及发行（包括电视游戏和手游）、游戏主机的生产、电子竞技赛事的运营和游戏媒体的经营。
- ◆ **建议理由：**1) 电子竞技第一标的。公司旗下拥有全球唯一综合电竞赛事 WCA 的 60% 的股份，以及上星游戏频道 GTV 的战略合作商和内容制作商鸣鹤鸣和 51% 的股权；2) 手游业务保持高增长。公司集手游制作和发行为一体，深谙 IP 运营和发行之道，并能与 WCA 形成良性互动；3) 电视游戏业务先发布局。金亚科技在电视游戏的软件和硬件的布局有望分享全球占比最大游戏市场（国外游戏市场中电视游戏占 34% 的份额）在中国的崛起。
- ◆ **推动因素：**1) 电竞行业在传统电视渠道政策的进一步放开，引发社会关注，眼球经济+粉丝效应；2) 资本继续涌入，抬高电竞行业估值；3) 具有观赏性的竞技化手游的兴起以及电视游戏的爆发。
- ◆ **估值：**我们预计 2015 年公司净利润约 3 亿，EPS 为 0.77 元。公司目前股价对应 66x 的 PE。鉴于电子竞技国际上的高估值和 WCA 的稀缺性溢价及协同带动作用，我们给予公司推荐评级。公司核心资产如下：1) 预计 2015 年 WCA 有 1 亿用户，WCA 目前具有内容的独占性和稀缺性，坐享中国潜在的巨大市场；2) 手游业务公司 2015 年承诺净利润 2.2 亿；3) 随着 PS4 上市、XboxOne 确认取消锁区、智能设备抢占客厅等，电视游戏市场将呈现爆发式增长，中国存在巨大的中低端电视游戏用户群。

目 录

公司简介.....	4
金亚科技布局“电竞赛事+游戏媒体+手游+电视游戏”板块，具有协同效应.....	4
电子竞技业务:赛事运营能带来巨大的品牌效应.....	4
游戏媒体业务:把握传统电视游戏播出的渠道入口.....	7
游戏制作与发行业务:离用户近，变现快，高利润率.....	9
电视游戏业务:抢先布局游戏市场最大的分支，潜力无限.....	11
盈利预测.....	12
风险提示.....	13

图表目录

图 1: 金亚科技主要业务	4
图 2: 鸣鹤鸣和财务概况 (万元)	5
图 3: 电子竞技产业链.....	5
图 4: 2014 年鸣鹤鸣和广告客户分类.....	7
图 5: CCTV13《朝闻天下》截图	8
图 6: 天象互动部分合作渠道.....	9
图 7: 天象互动财务数据 (万元)	10
表格 1: 2013 年 WCG 各项比赛奖金.....	6
表格 2: 2014WCA 各项比赛奖金	6

公司简介

金亚科技致力于“泛家庭互联网”的布局，逐步从硬件制造商转变为虚拟运营商和互联网内容提供商。公司通过收购完成了游戏产业链上下的布局，业务包括游戏制作及发行（包括电视游戏和手游）、游戏主机的生产、电子竞技赛事的运营和游戏媒体的经营。

图 1：金亚科技主要业务

业务板块	所属公司及主营业务
电视游戏内容、制作及发行	致家视游，围绕 TV 端游戏内容进行研究、开发及平台运营 鸣鹤鸣和，专业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等综合性游戏传媒业务
移动游戏内容、制作及发行	天象互动，专注精品移动游戏的研发、发行及运营 雪狐科技，专注移动端和电视端 3D 动作类游戏内容制作
电子竞技赛事	银川圣地，为 WCA 永久举办方，筹办 WCA 赛事，投资电子游戏（如页游、手游等）及相关产品
游戏主机生产	深圳金亚，游戏主机的设计、开发和销售

资料来源：公告，川财证券研究所

公司财务：

2014 年金亚科技营业收入 55,823 万元，比去年同期下降 6%；营业利润 853 万元，比去年同期增长 106%；利润总额 2,402 万元，比去年同期增长 119%；净利润 2,577 万元，比去年同期增长 121%；扣除非经常性损益的净利润 1,059 万元，比去年同期增长 108%。

公司股本结构：

截至 2014 年年底，公司董事长周旭辉持有公司 27.8% 的股份。2015 年 2 月公司宣布增发股票 1.31 亿股购买天象互动等资产和募集配套资金，交易完成后，公司总股本最高将增至 3.97 亿股。

金亚科技布局“电竞赛事+游戏媒体+手游+电视游戏”板块，具有协同效应

电子竞技业务：赛事运营能带来巨大的品牌效应

金亚科技占鸣鹤鸣和总股本的 51%，鸣鹤鸣和的业务构成主要有传统广告业

务、游戏发行业务、电子竞技业务三方面，与游戏数字频道 GTV 有长期战略合作伙伴关系。GTV 和游戏风云是全国仅有的两家游戏上星频道。

2012 年鸣鹤鸣和营业收入和净利润分别为 298 万元和 3.42 万元，2013 年净利润 9.42 万元，2014 年净利润 1365 万元，2015 年承诺净利润 3840 万元。

图 2：鸣鹤鸣和财务概况（万元）

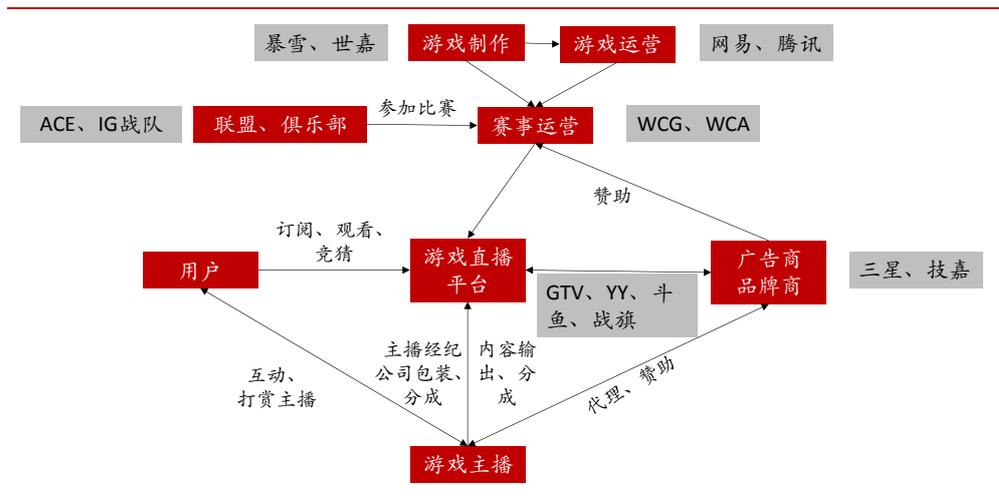
	2012	2013	2014
营业收入	298.32	1,477.88	5,490.41
利润总额	4.96	25.22	1,887.43
净利润	3.42	9.42	1,364.98

资料来源：公告，川财证券研究所

金亚科技拥有 WCA（World Cyber Arena）赛事的运营、开发、广告、衍生品等一系列权益。WCA 是继 WCG 后唯一的全球性电子竞技赛事。WCG（世界电子竞技大赛）由韩国国际电子营销公司（ICM）主办，创立于 2000 年结束于 2013 年。WCG 宣布停办后，2014 年银川圣地和 GTV 共同打造了 WCA 这一国际赛事。

2014 年 11 月，金亚科技增资控股鸣鹤鸣和，同时鸣鹤鸣和下属两家全资子公司共购买银川圣地 60% 的股权。公司在获得 WCA 的股权之后，加大投入运营 WCA 赛事。2014 年第一届 WCA 举行，4 天时间里累计观众人数超过 3000 万人次，DAU 超过 800 万，并在海外电竞直播的主要平台 Twitch 获得了高关注度。2015 年金亚科技对 WCA 规模进行了扩增：奖金由 2000 万提升至 1 亿；赛事期限从全年 4 天的比赛提升至 8 个月；赛事游戏数量扩大，已经确定的游戏包括主流的《魔兽争霸 3》、《炉石传说》、《穿越火线》、《DOTA2》等；代言明星由柳岩变成 Angela Baby。

图 3：电子竞技产业链



资料来源：川财证券研究所

我们认为 WCA 某种程度上已经超越了 WCG。数据方面来看，虽然举办多年的 WCG 更国际化，但初出茅庐的 WCA 奖金更丰厚，参与人数更多，随着举办次数的增多，国际影响力将逐步加强。

WCG 共举办 13 次，分别在在在韩国共 4 次，美国共 3 次，中国 3 次，其它国家 3 次。2013 年 WCG 冠军奖金在 200 万人民币左右，2014 年 WCA 冠军奖金 700 万，2015 年 WCA 奖金池达 1 亿。

表格1： 2013 年 WCG 各项比赛奖金

编号	项目名称	第一名	第二名	第三名
正式比赛项目				
1	穿越火线 (Cross Fire®)	\$30000	\$20000	\$10000
2	坦克世界 (Word of Tanks)	\$35000	\$21000	\$7000
3	英雄联盟 (League of Legends®)	\$30000	\$20000	\$10000
4	星际争霸 2 (StarCraft®II: Winds of Liberty™)	\$30000	\$15000	\$7500
5	FIFA14	\$10000	\$5000	\$2000
6	街霸 4 (Super Fighter®IV Arcade Edition Ver.2012)	\$10000	\$5000	\$2000
7	魔兽争霸 3 (Warcraft®III: The Frozen Throne™)	\$10000	\$3000	\$1000
推广比赛项目				
8	QQ 飞车 (QQ speed (1vs1))	\$2000	\$1000	-
9	QQ 飞车 (QQ speed (2vs2))	\$3600	\$1800	-
10	逆战 (Assault Fire)	50000(RMB)	30000(RMB)	10000(RMB)

资料来源：WCG, 川财证券研究所

表格2： 2014WCA 各项比赛奖金

比赛	总金额	冠军	亚军	季军
苍穹变	¥7,000,000	¥3,000,000	¥1,000,000	¥420,000
刀塔传奇	¥7,000,000	¥3,000,000	¥1,000,000	¥200,000
DOTA2	¥2,900,000	¥2,000,000	¥550,000	¥250,000
魔兽争霸 3	¥600,000	¥300,000	¥150,000	¥100,000
炉石传说	¥1,200,000	¥600,000	¥300,000	¥1,700,000
坦克世界	¥650,000	¥350,000	¥150,000	¥100,000
CF	¥650,000	¥350,000	¥150,000	¥100,000

资料来源：WCA, 川财证券研究所

WCG 总决赛举办 13 年以来共有 7500 多名选手参加，每年平均有 600 多名。人数最多的是 2008 年在德国科隆举行 WCG 总决赛，由 78 个国家的 800 多名选手参加。2014 年的 WCA 总决赛中，共有来自中国、北美、日本等 29 个国家和地区的 3300 多名选手同场竞技。2015 年 WCA 举办时间横跨 8 个月，更是广纳职业选手与业余选手参赛，参赛人数将创下新高。

2015 年 WCA 线上和线下赛事结合，有 3600 多小时原创视频的直播，平均每

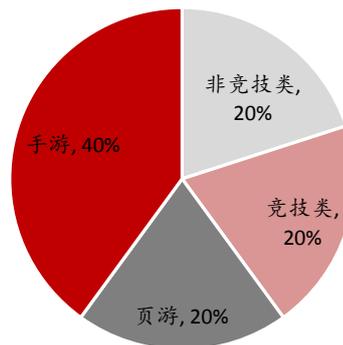
天 6 个小时的直播。2014 年 WCA 峰值在线人数 320 万,今年预计突破 500 万,总人数(非人次)破亿。作为对比,2013 年中超联赛收视人次达到 3.46 亿人次,较 2012 年翻了近一倍,累计播出时长达到 3684 小时。

预计 2015 年 WCA 有 1 亿用户, WCA 目前具有内容的独占性和稀缺性,坐享中国潜在的巨大市场,估值也会水涨船高。

游戏媒体业务:把握传统电视游戏播出的渠道入口

鸣鹤鸣和拥有数个高清演播室、大量的摄像机、和非线性编辑工作站等采编设备,下设节目中心、游戏中心、运营中心等部门,与腾讯、网易、盛大、搜狐等国内一线游戏公司和英特尔、戴尔等世界 500 强 IT 企业建立了长期合作伙伴关系。2014 年鸣鹤鸣和传统媒体业务方面,20%的广告客户为竞技类客户,20%为非竞技类,20%为页游,40%为手游。

图 4: 2014 年鸣鹤鸣和广告客户分类



资料来源:公告,川财证券研究所

在媒体业务中,除了继续发展原有电子竞技相关业务,公司将开展其他利润率更高的增值业务。今年公司将更多将资源向在非重度游戏玩家转移,制作大量的综艺类节目,逐步形成泛游戏类媒体。

电视游戏播出平台与在线视频直播平台一起掌握了大量用户。目前国内在线电竞直播平台主要有两类:一是四大门户,如新浪看游戏、搜狐 17173、网易 CC;另一类是游戏直播平台,如 YY 直播、斗鱼 TV、战旗 TV、风云直播、PPTV 游戏直播。从百度指数来看,YY 直播、斗鱼 TV 以及风云直播的点播量排名靠前。2014 年年底,YY 游戏直播月活跃用户已达 5500 万,用户每月在线总时长 130 亿分钟,平均每天每人观看 117 分钟。YY 游戏直播收入占总收入 4.5%左右。

(具体内容请参考我们 2015 年 2 月 12 日的报告《川财证券_电竞打造电视和游戏最大规模跨界合作,看好电竞直播市场》)

游戏直播的商业模式很多,容易变现。目前游戏直播的盈利模式包括:

- 增值服务：指购买虚拟道具、打赏主播等。例如：43%的用户会付费给直播打赏；
- 游戏联运：即游戏商赞助，在观看游戏直播的同时可以点击进入游戏；
- 广告：以游戏广告为主；
- 会员订阅：包年/包月付费用户，过滤广告；
- 电子商务：直播平台设立电商平台，或者主播个人通过直播的影响力，在淘宝上开店，出售游戏、电脑和周边、服装和配饰等产品；
- 赛事竞猜：电竞行业的博彩，竞猜比赛输赢。

电视方面，电竞直播平台有上海 SIVT 游戏风云频道、北京 GTV 游戏竞技频道和 GTV 电子体育频道等。这几个频道的主要播出内容有：

- 游戏风云频道：电子竞技联赛 G 联赛、中韩魔兽对抗赛、WCG、CEG、WC3L、NGL1、PG、天王赛等；
- GTV 游戏竞技频道：主办的高校 DOTA E 联赛；
- GTV 电子体育频道：CEG、ESWC、WCG 等。

除了数字游戏频道，传统电视媒体正逐步向电子竞技敞开怀抱。2015 年 2 月，完美世界与华懿文化娱乐俱乐部达成战略合作，推出国内首个基于大众电视频道的游戏类节目，将于全国 20 家主流省会电视台黄金时段同步播出，是国内电视与游戏的最大规模跨界合作。2015 年 2 月底，《人民日报》发文《对待电子竞技需厘清两大逻辑》，阐明“电子竞技不等于沉迷游戏；电子竞技讲求团队技战术对抗和个人操作能力，是一种对青少年有益的数字娱乐体育活动；以前我们将人的错误归责于机器，归罪于电子竞技运动”等观点。3 月底，央视《朝闻天下》用 5 分钟时间报道 DOTA 联赛，指出电子竞技能提高思维力，培养团队精神。

图 5: CCTV13《朝闻天下》截图



资料来源: CCTV, 川财证券研究所

我们认为随着国家政策的逐步放开, 电子竞技在互联网和传统电视渠道将出现两翼齐飞的繁荣景象, 公司坐拥稀缺上星游戏频道资源, 在吸引广告主方面具有优势。

游戏制作与发行业务: 离用户近, 变现快, 高利润率

2015年2月, 金亚科技22亿收购天象互动。天象互动是移动游戏的开发商与运营商, 和国内各大应用商店渠道、终端内置渠道有合作。除了自主研发, 还对国内外游戏产品进行代理。目前旗下产品主要有《三国威力加强版》、《全名宝贝系列》、《天天枪战》、《赵云战记》等移动游戏, 其中《三国威力加强版》于2013年10月上线, 从上线至今每月流水均超千万元, 《全名宝贝系列》2014年7月上线, 截止2014年末, 累计充值金额达到2.79亿元, 月均充值金额接近4000万元。

图 6: 天象互动部分合作渠道



资料来源：公告，川财证券研究所

天象互动旗下拥有赤月科技等五家子公司，主要营业收入来自于天象互动、越云科技和赤月科技，2014 年度天象互动、越云科技和赤月科技三家公司实现的营业收入分别为 12,800 万元、3,969 万元、2,617 万元，合并 2014 年全年营收总额为 2.1 亿元，净利润 1.29 亿元。天象互动承诺 2015-2017 年度分别实现净利润 2.2 亿、2.64 亿、3.17 亿元。

我们认为公司 2015 年有望实现甚至超过承诺净利润，因为：

- 天象互动的手游产品生命周期高于市场平均水平；
- 公司研运一体，发展游戏代理发行，并进行投资孵化和 IP 授权，能降低风险，最大化收益；
- 竞技化手游和 WCA 的品牌效应形成良性互动。

图 7：天象互动财务数据（万元）

	2013	2014
资产合计	5,263	20,616
负债合计	4,213	6,441
所有者权益合计	1,050	14,174
营业收入	1,659	21,672
营业利润	1,076	13,903
利润总额	1,081	14,175
净利润	763	12,942
净利润率	46.0%	59.7%

资料来源：公告，川财证券研究所

电视游戏业务：抢先布局游戏市场最大的分支，潜力无限

金亚科技旗下子公司的致家游戏自主研发，预期今年底之前就会有电视游戏产品面市，另外，公司收购的成都雪狐也既开发电视游戏也开发手游，通过手游获得收益，再把收益投入到电视游戏开发中去，形成一个良好的循环。电视游戏与手游、页游、端游存在较大不同，其亲子性、交互性更强，公司会从这几个方面寻找突破口。

硬件方面，公司即将推出搭载大型电视游戏平台双系统游戏微主机 G-BOX，集游戏、音乐、工作、学习等于一体。致家视游推出电视游戏平台“家魔方”，专注于电视游戏定制、发行、推广，目前已经实现了手柄对多种类型游戏的适配，并为 PC 提供游戏对接服务。自主研发 K 歌类 TV 游戏应用“我享 K 歌”在家营造 KTV 的环境，完善“平台+内容+终端”的整体布局。

我们认为随着 PS4 上市、Xbox One 确认取消锁区、智能设备抢占客厅等，电视游戏市场将呈现爆发式增长。中国存在巨大的中低端电视游戏用户群，金亚科技将来在电视市场大有作为。

盈利预测

2014 年金亚科技营业收入 55,823 万元，比去年同期下降 6%；营业利润 853 万元，比去年同期增长 106%；利润总额 2,402 万元，比去年同期增长 119%；净利润 2,577 万元，比去年同期增长 121%；扣除非经常性损益的净利润 1,059 万元，比去年同期增长 108%。

我们预计 2015 年公司净利润约 3 亿，EPS0.77 元。公司目前股价对应 66x 的 PE。鉴于电子竞技的高估值和 WCA 的稀缺性溢价及协同带动作用，我们给予公司推荐评级。

风险提示

我们判断的风险：

- 由于其它赛事的竞争，WCA 赛事品牌效应不及预期
- 手游业务未达预期
- 电视游戏业务空间打不开

分析师承诺

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司