

# 华立科技 (301011.SZ)

## 持续进击的游艺龙头，动漫 IP 卡牌构筑第二增长曲线

华立科技是国内最大的商用游乐设备发行与运营综合服务商。公司业务涵盖游艺设备销售、动漫 IP 衍生产品销售、游乐场合作及自主运营。公司向市场推出大批具有国际知名 IP 属性的产品，如《宝可梦》、《龙珠》、《奥特曼》等，公司研发生产的游艺设备覆盖过万家游乐场所，截至 2021 年 6 月动漫 IP 衍生业务合作游乐场门店逾 1000 家。

**动漫 IP 衍生品业务模式已跑通，将成为公司业绩增长的主要驱动力。**不同于传统的设备销售，动漫 IP 衍生卡片的商业模式类似“盲盒+游戏”，通过销售与机器联动的卡片获得收入。由于卡片种类不能提前预知，因此具有高粘性和强社交性的特点。公司的核心竞争力在于拥有“奥特曼”“宝可梦”等热门 IP 的卡牌机独家授权，且与 IP 方合作多年，建立了较高的信任壁垒。自 2017 年末推出“奥特曼融合大激战”卡片机后，公司动漫 IP 衍生品迎来爆发期，2018-2020 年动漫 IP 衍生产品收入由 4160 万提升至 6822 万元，由于 2020 年末推出“宝可梦”卡牌，2021H1 动漫 IP 衍生品营收占比提升至 32.7%（2020 年占比为 16.1%），预计随着“宝可梦”等 IP 卡片机的持续渗透，IP 衍生产品销售迎来高速成长期。

**IP 卡牌目前渗透率仍较低，我们预计三年收入 10 倍增长空间。**动漫 IP 衍生品业务未来收入增长的驱动力主要来自于渗透率提升（2020 年公司 IP 卡牌机渗透率仅 10.1%）带来的量的增长，及商品品类的迭代使得均价提升（预计单价较高的“宝可梦”卡牌比重将有所提升）。我们预计 2023 年公司动漫 IP 衍生品业务实现营收 8.8 亿元，较 2020 年的 6823 万元增长 1187%，2020-2023 三年 CAGR134%。

**游艺设备销售主业稳健，为公司贡献稳定现金流。**游艺乐园作为商场引流的重要线下业态，与影院等相比其优势在于：高客单价、高复购率、现金流更好。意味着下游渠道对游艺设备需求较为稳定。公司游艺设备销售定位高端，在渠道商中建立起品牌认知。2020 年/2021H1 年公司游艺设备营收占比为 62.2%/39.6%，以设备为基础的销售业务仍贡献主要营收，但占比预计将持续下滑。此外公司游乐场运营业务稳步推进，目前公司直营游乐场门店 11 家，我们认为公司布局直营店的意义在于 1) 打造游艺设备样板间；2) 获得 C 端用户数据反馈。

**盈利预测与估值：**我们预计 2021-2022 年公司实现归母净利润 0.91 亿元、1.55 亿元，同比增长 97.3%、70.6%。相比可比公司华立科技动漫 IP 业务尚处于早期爆发期，业绩增速预期高于可比公司，给予公司 60x PE 估值，对应 2022 年合理市值 93 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争格局恶化、上游版权方无法续约风险、产业政策风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	498	425	567	857	1,364
增长率 yoy (%)	11.1	-14.7	33.3	51.3	59.1
归母净利润（百万元）	60	46	91	155	265
增长率 yoy (%)	90.6	-22.9	97.3	70.6	71.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.69	0.53	1.05	1.79	3.06
净资产收益率 (%)	16.1	11.1	18.0	23.4	28.6
P/E (倍)	102.2	132.7	67.2	39.4	23.0
P/B (倍)	16.4	14.7	12.1	9.2	6.6

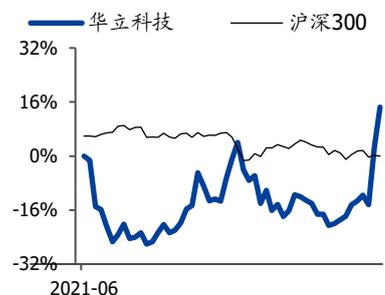
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价

### 买入（首次）

#### 股票信息

行业	
8月30日收盘价(元)	70.40
总市值(百万元)	6,110.72
总股本(百万股)	86.80
其中自由流通股(%)	21.34
30日日均成交量(百万股)	2.96

#### 股价走势



#### 作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 吴璐

执业证书编号：S0680521010001

邮箱：wujun@gszq.com

#### 相关研究



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	396	481	817	1292	2008	<b>营业收入</b>	498	425	567	857	1364
现金	49	46	251	380	604	营业成本	341	307	384	564	883
应收票据及应收账款	120	255	245	511	692	营业税金及附加	4	2	3	4	7
其他应收款	10	9	16	22	39	营业费用	29	15	20	30	47
预付账款	16	7	24	23	51	管理费用	32	22	28	43	68
存货	180	147	263	338	603	研发费用	15	12	17	26	41
其他流动资产	20	18	18	18	18	财务费用	8	3	9	16	28
<b>非流动资产</b>	342	390	403	463	602	资产减值损失	-2	-1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	1	6	0	0	0
固定资产	112	267	268	310	417	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	32	31	34	38	44	投资净收益	0	0	-2	-2	-1
其他非流动资产	198	92	100	114	141	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	738	871	1220	1755	2610	<b>营业利润</b>	66	58	103	173	290
<b>流动负债</b>	269	371	622	1010	1598	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	50	76	279	478	812	营业外支出	1	12	3	4	5
应付票据及应付账款	154	214	247	428	629	<b>利润总额</b>	66	46	100	169	285
其他流动负债	66	81	97	105	157	所得税	6	0	9	14	19
<b>非流动负债</b>	96	85	70	61	62	<b>净利润</b>	60	46	91	155	266
长期借款	93	85	70	61	62	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	60	46	91	155	265
<b>负债合计</b>	366	456	692	1071	1661	EBITDA	111	98	159	246	395
少数股东权益	0	0	0	0	1	EPS (元/股)	0.69	0.53	1.05	1.79	3.06
股本	65	65	87	87	87						
资本公积	157	157	157	157	157						
留存收益	150	196	287	442	708						
归属母公司股东权益	372	416	528	683	949						
<b>负债和股东权益</b>	738	871	1220	1755	2610						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	115	41	78	77	135
净利润	60	46	91	155	266
折旧摊销	38	43	50	62	84
财务费用	8	3	9	16	28
投资损失	0	0	2	2	1
营运资金变动	8	-58	-74	-158	-244
其他经营现金流	1	7	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-186	-52	-64	-124	-224
资本支出	156	52	13	61	138
长期投资	-2	-1	0	0	0
其他投资现金流	-32	-1	-52	-64	-85
<b>筹资活动现金流</b>	99	11	-11	-23	-21
短期借款	21	26	0	0	0
长期借款	76	-9	-15	-9	1
普通股增加	0	0	22	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	1	-7	-18	-14	-22
<b>现金净增加额</b>	27	-2	3	-70	-110

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	11.1	-14.7	33.3	51.3	59.1
营业利润 (%)	81.9	-12.8	78.3	67.1	67.6
归属母公司净利润 (%)	90.6	-22.9	97.3	70.6	71.2
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	31.5	27.8	32.1	34.3	35.3
净利率 (%)	12.0	10.8	16.0	18.1	19.5
ROE (%)	16.1	11.1	18.0	23.4	28.6
ROIC (%)	12.5	9.1	11.4	13.9	15.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	49.6	52.3	56.7	61.0	63.6
净负债比率 (%)	30.9	34.0	22.7	27.0	31.8
流动比率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	4.5	2.3	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	2.5	1.7	1.7	1.7	1.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.69	0.53	1.05	1.79	3.06
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.32	0.48	0.90	0.89	1.55
每股净资产 (最新摊薄)	4.29	4.79	5.84	7.62	10.68
<b>估值比率</b>					
P/E	102.2	132.7	67.2	39.4	23.0
P/B	16.4	14.7	12.1	9.2	6.6
EV/EBITDA	56.0	63.5	39.2	25.6	16.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价

## 内容目录

1. 公司概况：业务结构不断优化，实现上中下游全产业链布局.....	5
1.1 发展历程：打通游戏游艺产业链上下游，动漫 IP 业务迎来高度爆发期.....	5
1.2 股权结构：股权集中度较高，核心高管及董事相关从业经历丰富.....	6
1.3 业务结构：以多元游乐产品为核心，研、产、销、运产业链全覆盖.....	6
2. 游艺行业：高客单价、高复购率的好赛道.....	9
3. 游艺设备销售业务：贡献稳定现金流，高端产品形成差异化.....	12
4. 动漫 IP 衍生品业务：渗透率低、社交粘性强、处于高速爆发期.....	14
4.1 动漫 IP 卡牌发展史：起于“万智牌”，结合街机游戏焕发新生机.....	14
4.2 商业模式：“游戏+盲盒”模式，售卖卡片为主要营收来源.....	16
4.3 商业空间：低渗透率的蓝海市场，我们预计三年超 10 倍空间.....	18
4.4 核心竞争力：独代头部 IP、掌握核心渠道.....	19
5. 游乐场运营业务：深耕珠三角地区，探索多元路径打造游艺样本间.....	20
6. 财务概况：长期向好，盈利能力不断增强.....	21
7. 盈利预测与估值.....	23
7.1 盈利预测：.....	23
7.2 估值：.....	24
风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1：公司发展历程划分为三个阶段.....	5
图表 2：公司股权结构较为集中.....	6
图表 3：公司核心高管与董事拥有丰富的游戏游艺行业从业经历.....	6
图表 4：公司业务全流程.....	7
图表 5：公司主营业务分为两大板块.....	7
图表 6：2020 年公司各业务收入占比情况.....	7
图表 7：公司主要产品包括游戏游艺设备及动漫 IP 衍生产品.....	8
图表 8：公司旗下“环游嘉年华”游乐场门店实景.....	8
图表 9：游戏电玩城是线下新娱乐中参与率较高的项目.....	9
图表 10：游艺行业不同业态对比.....	10
图表 11：公司自营游乐场单店模型.....	11
图表 12：国家政策支持游戏游艺行业发展.....	12
图表 13：广东省游艺设备营收规模及其占全国市场比例.....	13
图表 14：公司模拟体验类设备销售额占比过半.....	13
图表 15：公司与世宇科技游艺设备销售情况对比.....	13
图表 16：公司游艺设备销售收入及增速.....	14
图表 17：公司游艺设备销售毛利及占比.....	14
图表 18：集换式卡牌游戏发展历程.....	14
图表 19：WCCF 结合集换式卡牌与扭蛋抽卡.....	15
图表 20：公司动漫 IP 衍生品销售收入快速增长.....	15
图表 21：奥特曼形象卡片销售收入占比快速增长.....	15
图表 22：公司自 2013 年起着力开拓动漫 IP 衍生品业务.....	16
图表 23：动漫 IP 形象卡片产业链包含四大环节.....	17
图表 24：公司动漫 IP 衍生品业务模式.....	17

图表 25: 玩家获得动漫 IP 卡片的过程为“游戏+盲盒”模式 .....	18
图表 26: 公司动漫 IP 衍生品业务存在巨大增长空间 .....	19
图表 27: 头部 IP 卡片销售收入快速增长 (单位: 万元) .....	19
图表 28: 头部 IP 卡片销售收入占比持续提高 .....	19
图表 29: 公司动漫 IP 衍生品业务合作的核心销售渠道方均为游乐场所运营行业领先企业 .....	20
图表 30: 公司直营游乐场门店平均单次消费金额 .....	20
图表 31: 公司直营游乐场门店平均单位设备收入 .....	20
图表 32: 公司 2013-2021H1 营业收入及增速 .....	21
图表 33: 公司 2013-2021H1 归母净利润及增速 .....	21
图表 34: 公司各项收入及占比 .....	22
图表 35: 期间费用率整体呈现下降趋势 .....	22
图表 36: 利润率水平保持增长态势 .....	22
图表 40: 公司收入端假设 .....	23
图表 40: 公司收入端假设 .....	24
图表 41: 可比公司估值情况 (股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价) .....	24

## 1. 公司概况：业务结构不断优化，实现上中下游全产业链布局

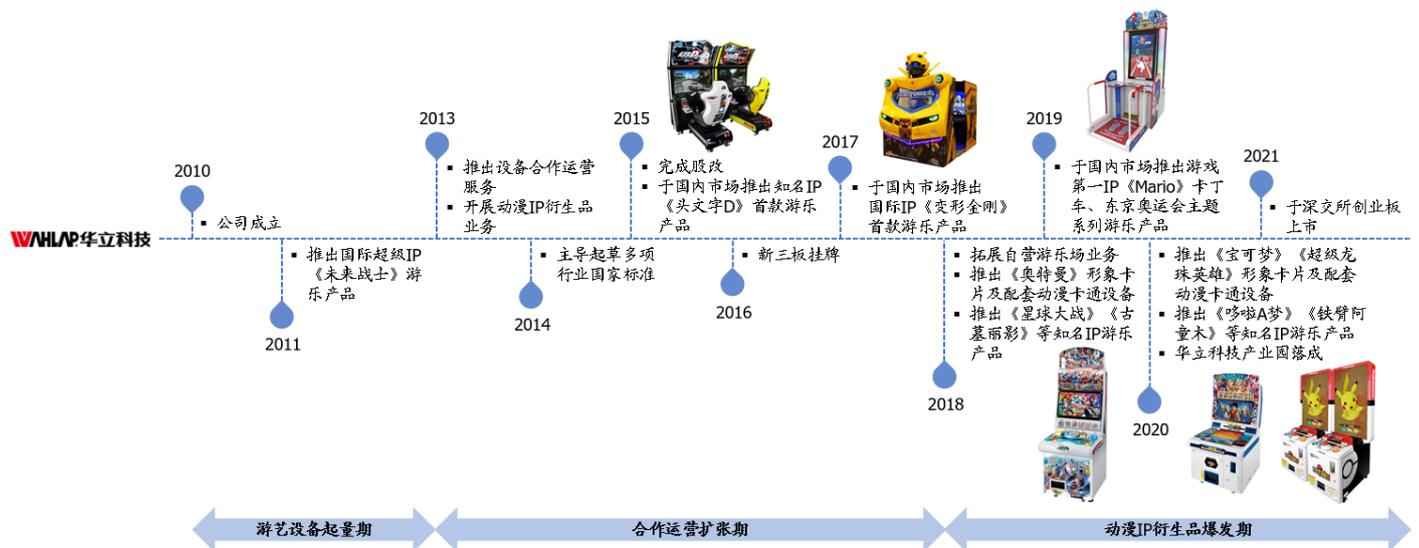
### 1.1 发展历程：打通游戏游艺产业链上下游，动漫 IP 业务迎来高度爆发期

华立科技成立于 2010 年，是国内最大的商用游乐设备发行与运营综合服务商。在十余年的发展历程中，公司不断就业务内容与商业模式进行创新，形成了从上游设计、研发、制造到中游发行再到下游营运、服务的产业链闭环，业务涵盖游艺设备销售、动漫 IP 衍生品销售、游乐场合作及自主运营。截至 2021 年 6 月公司研发生产的游艺设备覆盖超 1 万个游乐场所，动漫 IP 衍生品业务合作游乐场门店逾 1000 家。

公司的发展历程可划分为以下三个阶段：

- 1) 游艺设备起量期 (2010-2012):** 公司以游戏游艺设备研发、生产与销售起家，凭借精良的产品外观及内容设计切入市场。此后公司通过开发跨平台软件开发引擎、引进全球知名 IP 套件资源，进一步提升开发制作的游戏游艺产品品质，满足不断变化的市场需求。该阶段公司产品均采用买断方式进行销售，商业模式较为单一。
- 2) 合作运营扩张期 (2013-2017):** 2013 年公司在国内市场推出设备合作运营服务，将业务链延伸至下游营运环节。此举既丰富了公司的盈利渠道，为公司带来持续稳定的收益，同时也有助于公司及时了解产品运营情况，为未来产品升级、研发提供指导。
- 3) 动漫 IP 衍生品爆发期 (2018-至今):** 2018 年公司针对产品品类进行创新，推出“奥特曼融合激战”动漫卡通设备及配套 IP 形象卡片，且不断加大对动漫 IP 衍生品业务的投入力度，接连推出围绕《宝可梦》《超级龙珠英雄》等顶级动漫 IP 开发的衍生产品。

图表 1: 公司发展历程划分为三个阶段

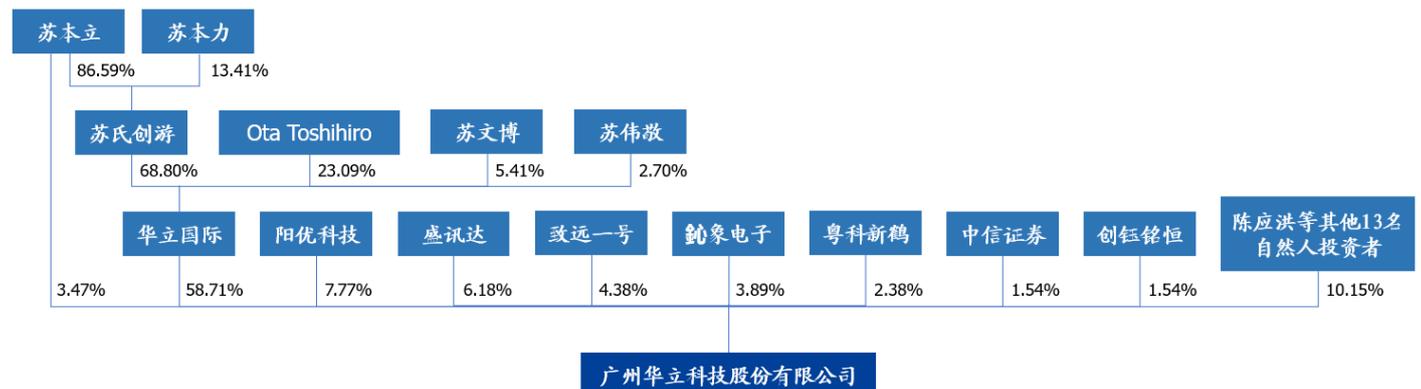


资料来源：公司官网，公司招股说明书，国盛证券研究所

## 1.2 股权结构：股权集中度较高，核心高管及董事相关从业经历丰富

公司股权结构较为集中，家族成员持股比例过半。截至2021年6月11日，公司创始人及实际控制人苏本立直接及间接合计持有公司38.45%股份；其他家族成员苏本力、苏文博、苏伟敬等亦持有公司股份，且所有创始人家族成员合计持股比例达56.72%。董事Ota Toshihiro通过华立国际对公司持股13.56%。核心高管与董事苏本立、Ota Toshihiro、苏永益、刘柳英、Aoshima Mitsuo等有20年以上游戏游艺行业从业经历，对行业有较为深刻的理解。

图表2：公司股权结构较为集中



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

图表3：公司核心高管与董事拥有丰富的游戏游艺行业从业经历

姓名	职位	工作履历
苏本立	董事长、总经理	拥有30余年游戏游艺行业从业经历，参与制定多项行业标准： <ul style="list-style-type: none"> <li>1990.5 - 2001.12 任广州番禺华立电子厂总经理</li> <li>2002.1 - 2010.7 任广州华立电子科技有限公司董事长</li> <li>2010.8 - 2015.8 任公司任董事长，2015.9 至今任公司董事长、总经理</li> </ul>
Ota Toshihiro	董事	拥有20余年游戏游艺行业从业经历
苏永益	董事、副总经理	拥有20余年游戏游艺行业从业经历
刘柳英	董事、副总经理	拥有20余年游戏游艺行业从业经历
Aoshima Mitsuo	副总经理、研发总监	拥有30余年游戏游艺行业从业经历： <ul style="list-style-type: none"> <li>1990.4 - 1996.5 任株式会社日光堂公司国际部负责人</li> <li>1996.6 - 2015.3 任株式会社世嘉公司AM海外销售部东亚销售部课长、精文世嘉（上海）有限公司副总经理兼营业部长</li> <li>2015.7 - 2016.7 任株式会社永旺幻想儿童娱乐商品开发本部国际产品开发负责人</li> <li>2016.7 - 2017.8 任株式会社T-Product董事、副总经理</li> <li>2017.12 - 2019.10 任公司研发总监，2019.10 至今任公司副总经理、研发总监</li> </ul>

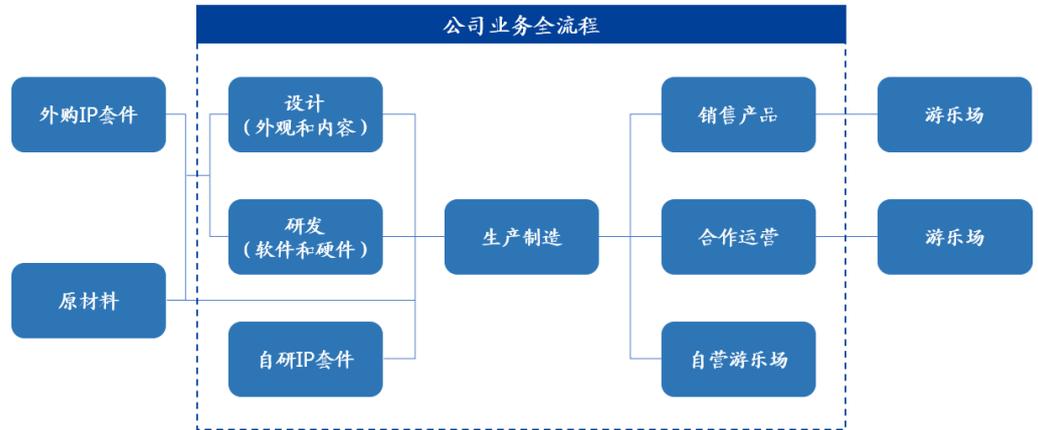
资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

## 1.3 业务结构：以多元游乐产品为核心，研、产、销、运产业链全覆盖

公司主营业务以游艺设备为基础，已实现游戏游艺产业链全覆盖。公司主营业务可分为产品销售及运营服务两大类，其中**1）产品销售**：可具体拆分为游艺设备销售、动漫IP

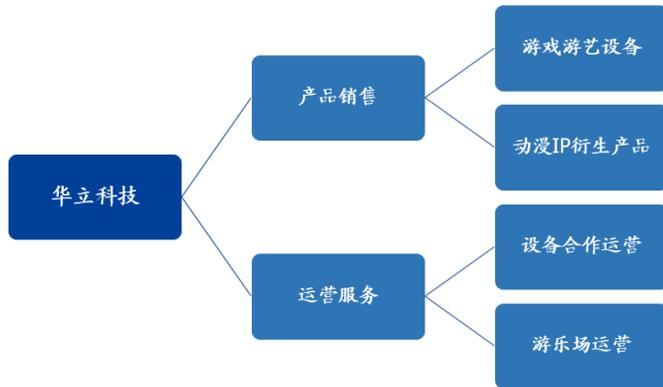
衍生品销售,2020年分别实现营收2.64亿元、6821万元,占总收入比重分别为62.2%、16.1%;2021H1动漫衍生品收入大幅增长,游艺设备销售及动漫IP衍生品销售分别实现营收0.99亿元、0.82亿元,占总收入比重为39.6%、32.7%。**2)运营服务:**包括设备合作运营及游乐场运营,2020年分别实现营收2816万元、5615万元,占总收入比重分别为6.6%、13.2%;公司业务已从传统的商用游戏游艺机的开发、生产、销售业务,向产业链上下游延伸,涉及设备制造、游艺游乐场所运营、IP衍生品的开发与运营的完整产业链条。

图表4: 公司业务全流程



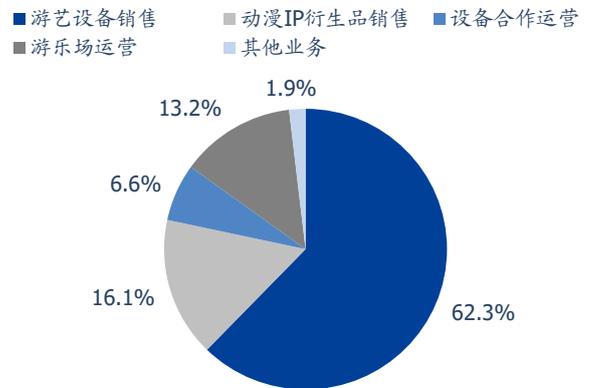
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表5: 公司主营业务分为两大板块



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表6: 2020年公司各业务收入占比情况



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

**产品销售: (1) 游艺设备销售:** 公司销售的游戏游艺设备涵盖模拟体验、休闲运动、亲子娱乐等类别,能够满足用户休闲娱乐、体育健身、亲子互动等需求。**(2) 动漫IP衍生品销售:** 公司销售的动漫IP衍生产品以动漫IP形象卡片为主,需配套动漫卡通设备使用,公司将设备免费投放至客户运营的游乐场所,通过向客户持续销售动漫IP形象卡片获得收益,C端用户则在使用游乐场所的动漫卡通设备时付费获取相应卡片,公司不对终端用户消费金额进行分成。

图表 7: 公司主要产品包括游戏游艺设备及动漫 IP 衍生产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**运营服务:** (1) **设备合作运营:** 可视为对设备买断销售模式的补充, 公司将游戏游艺设备寄放在客户运营的游乐场所, 每月收取合作运营设备的经营收入分成, 分成比例一般为 50%, 该合作模式减轻了下游运营商的前期投资压力, 有助于公司吸引更多游乐场客户。(2) **游乐场运营:** 公司通过旗下大型动漫电玩主题乐园品牌“环游嘉年华”对自建游乐场进行运营, 目前已在广东广州、东莞、佛山、江门等地的核心商圈开设 11 家游乐场门店。

图表 8: 公司旗下“环游嘉年华”游乐场门店实景



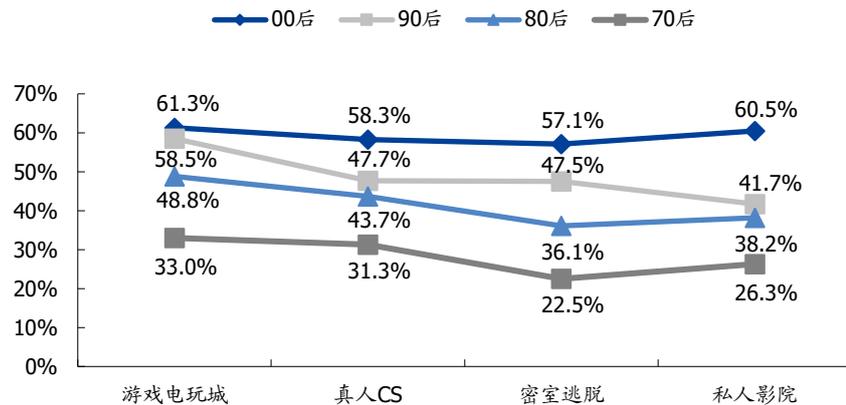
资料来源: 大众点评, 国盛证券研究所

## 2. 游艺行业：高客单价、高复购率的好赛道

公司各项业务的基础均来源于游戏游艺设备，而设备的主要应用场景为游艺厅，因此本小节将着重分析游艺厅行业，通过与影院等其他重要线下娱乐业态的对比，来探究游艺行业的特点及未来的增长空间。

**Z世代对线下娱乐业态的参与度明显高于70及80后，其中游戏游艺的受欢迎度较高。**电影院、KTV、游戏游艺厅等体验业态是商业地产吸引人流的重要合作伙伴，而Z世代成为线下体验业态的消费主力。根据艾瑞咨询，2018年00、90后新生代在文化娱乐消费的参与率就已超过80后，而游戏电玩城是线下新娱乐中参与率较高的项目。

图表 9: 游戏电玩城是线下新娱乐中参与率较高的项目



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

- 从商业模式角度，同为购物中心的重要引流业态，游艺较影院相比其优势体现在：
  - 1) 人均单次消费额及粘性均较高。根据公司披露的10家直营游乐场的数据，2019年经营超过1年的成熟门店人均单次消费额大多在70-100元之间，而2019年一线城市的电影平均票价仅44元。从大众点评的数据来看，以深圳为例，2021年游戏厅人均消费基本在100元以上，而电影票价为50元左右。且游戏厅的互动性及娱乐性较高，有更高的黏性及复购率。
  - 2) 受上游内容方影响较小，业务的自主性更强。影院的收入取决于市场的内容供应，当优质内容缺乏时，影院对观众的吸引力会大幅下降。但相比于沉浸式的内容，游戏厅提供的更多是互动式的体验，店家可以自主调整各类产品的结构和布局，布局符合市场潮流的游艺机以增加门店流量，受外部因素的影响相对更小，波动更为平滑。

图表 10: 游艺行业不同业态对比

	游戏厅	电影院
门店经营	店铺选址 品牌连锁门店选址以商圈为主，个体运营门店多为临街店铺 场地面积 多为几十至几百平米不等，亦有1000-2000平米的大型游戏厅 设备要求 游戏机 收费方式 顾客需购买游戏币，投币进行游戏	以商圈为主 多为800-1500平米，单个影厅面积在100-200平米左右 影片放映相关设备 顾客购买电影票后，凭票入场观影
商业模式	收费标准 每台游戏机花费的游戏币数量不同，通常为2-3个游戏币；以星际传奇为例，单个游戏币售价1.5元 客单价 115元/人 （根据大众点评上深圳游戏厅情况测算）	根据观影时段、影厅类型有所不同；以万达影城为例，普通影厅电影票价多为40-60元 46元/人 （根据大众点评上深圳影院情况测算）
行业情况	上游主要供给方 游艺设备制造商，如华立科技、世宇科技等 头部企业 大玩家（截至目前门店数量达361家） 永旺幻想（截至目前门店数量达210家） 乐的文化（截至目前门店数量约200家）	电影制作及出品方，如万达影视、光线影业等 万达电影（截至2021年Q1影院数量达712家） 横店影视（截至2021年Q1影院数量达470家）

资料来源：大众点评，各公司官网、财报，国盛证券研究所

- 从单店模型看，游艺厅单店可变成本低，固定成本影院相当，故而综合毛利率较高，现金流情况也更好。
  - 1) 可变成本：**游艺厅的主要可变成本为兑换礼品成本，约占收入的15%；电影院最大的可变成本是分账成本，占票房收入的40%。
  - 2) 固定成本：**线下业态的固定成本构成相似，大致包括租金、人力成本、物业费用、电费水费等。根据公司披露的自营游乐场经营数据对单店建立财务模型，不考虑2020年疫情的特殊情况，2019年游乐场运营单店毛利率约25%（与公司披露的运营业务整体20.46%毛利率差距的原因在于，我们剔除了2019年新开的处于非成熟期的门店），而2019年横店影视院线业务毛利率为18%。且由于游艺厅大多采用充值卡的模式进行销售，其现金流情况更好。

图表 11: 公司自营游乐场单店模型

	2019	2020
<b>营业收入 (万元)</b>	929.4	561.6
日客流量	346	203
年客流量	126373	73989
客单价 (元)	73.5	75.9
<b>营业成本 (万元)</b>	698.8	533.0
可变成本 (万元)	154.9	106.8
礼品成本 (万元)	133.7	96.3
礼品成本/营业收入	14.4%	17.2%
固定成本 (万元)	544.0	426.3
租赁成本 (万元)	306.4	226.6
水电费用 (万元)	21.2	10.4
人力成本 (万元)	120.0	92.8
单店员工数量	16	16
单位员工成本 (万元)	7.5	5.8
折旧摊销 (万元)	88.3	92.5
设备维护及其他成本 (万元)	29.2	14.4
<b>毛利 (万元)</b>	230.5	28.5
<b>毛利率</b>	24.8%	5.1%

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

注:

- 1、季翔欢乐为 2019 年 Q3 新增门店, 计算 2019 年单店平均营业收入、客单价时不计入该店数据;
- 2、租赁成本采用 10 家门店账面租赁成本均值;
- 3、除租赁成本及人力成本外的营业成本计算方式为各项总成本除以门店数量 10 家。

高客单件、高复购率的商业模式及较为稳定的盈利模式都为下游的游艺厅的可持续经营提供了保障, 根据购物中心未来的建设节奏, 我们预计游艺厅数量未来的增速在 3%-5%之间, 且经营主有对机器换代的需求, 对整体游艺设备的需求较为稳定。

国家政策支持游戏游艺行业发展。自 2009 年《文化产业振兴规划》颁布以来, 文化产业上升为国家战略性产业, 政府部门多次出台游戏游艺行业相关政策, 鼓励游戏游艺设备生产企业积极引入先进技术、研发高端游戏游艺设备, 支持游戏游艺场所应用先进游艺设备、创新经营模式, 上述政策有利于游戏游艺行业健康、快速发展。

图表 12: 国家政策支持游戏游艺行业发展

颁布时间	颁布部门	政策名称	主要内容
2009年9月	国务院	《文化产业振兴规划》	<ul style="list-style-type: none"> <li>发展重点文化产业，加大扶持力度，完善产业政策体系</li> <li>文化创意产业要着重发展文化科技、音乐制作、艺术创作、动漫游戏等企业，拉动相关服务业和制造业的发展</li> </ul>
2015年9月	文化部、公安部	《关于进一步加强游戏游艺场所监管促进行业健康发展的通知（文市发〔2015〕16号）》	<ul style="list-style-type: none"> <li>取消对游戏游艺场所总量和布局规划的行政性规定</li> <li>切实保障游戏游艺场所合法正常经营，杜绝“一刀切”式整治，不开展运动式、无针对性的全行业停业整顿的整治行动</li> </ul>
2016年9月	文化部	《文化部关于推动文化娱乐行业转型升级的意见（文市发〔2016〕26号）》	<ul style="list-style-type: none"> <li>鼓励游戏游艺设备生产企业积极引入体感、多维特效、虚拟现实、增强现实等先进技术，加快研发适应不同年龄层，益智化、健身化、技能化和具有联网竞技功能的游戏游艺设备</li> <li>鼓励游戏游艺场所积极应用新设备、改造服务环境、创新经营模式</li> <li>鼓励在大型商业综合设施设立涵盖上网服务、歌舞娱乐、游戏游艺、电子竞技等多种经营业务的城市文化娱乐综合体</li> </ul>
2017年4月	文化部	《文化部“十三五”时期文化产业发展规划》	<ul style="list-style-type: none"> <li>引导企业开发智能化、技能化、健身化、具有教育功能的娱乐设备</li> <li>开展娱乐场所环境服务评定工作，加强结果应用</li> </ul>

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

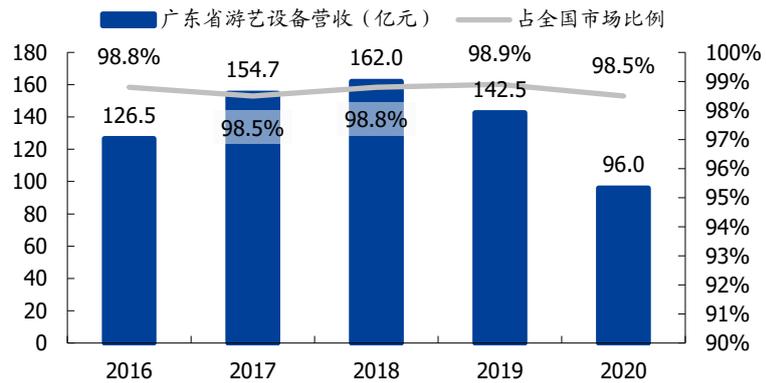
### 3. 游艺设备销售业务：贡献稳定现金流，高端产品形成差异化

游艺行业在国内最早起源于**80年代初的街机**。直至80年代中期，街机逐步从香港传到沿海城市，大城市中零星的小街机厅开始出现，街边游戏厅粗犷式发展，类型以格斗游戏、射击游戏和动作游戏为主，画质较为粗糙。2000年，国务院办公厅转发了《关于开展电子游戏经营场所专项治理意见的通知》，游艺行业一度跌至谷底，2005年之后相关政策有所松动，诸如跳舞机和投篮机等特种街机持续引进，游戏厅陆续重新开业，目前游艺行业的经营方式、消费群体与产品特性均与2000年前后有较大的变化。

游艺行业的变化具体体现为：（1）游艺厅从传统的街铺式小门店经营转变为在商业综合体、大型购物中心等核心商圈连锁经营；（2）消费者从年轻人为主转变为亲子家庭和各类人群；（3）产品特性从单一操控转变为沉浸式、互动式、具有高科技属性和文化元素的综合体验。

目前游艺设备行业竞争格局较为分散，以中小企业为主，且产品较为低端。《2020广东省游戏产业年度发展报告》的数据显示，2020年广东省游戏游艺设备营收总额为96亿元，而广东省游戏游艺设备生产占全国游戏游艺机市场98.50%的份额，游戏游艺设备生产型企业较多，大多为中小企业，产业集中度较低。

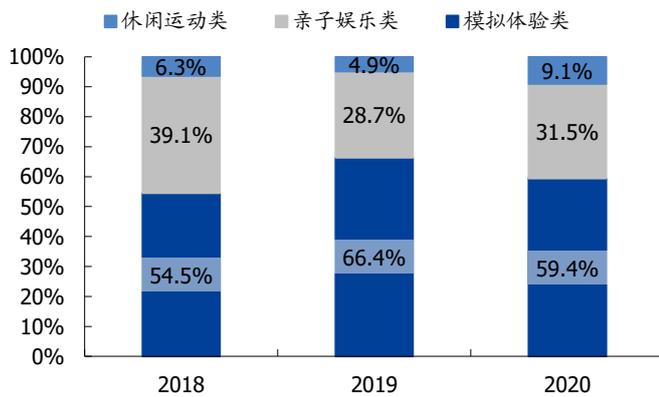
图表 13: 广东省游艺设备营收规模及其占全国市场比例



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

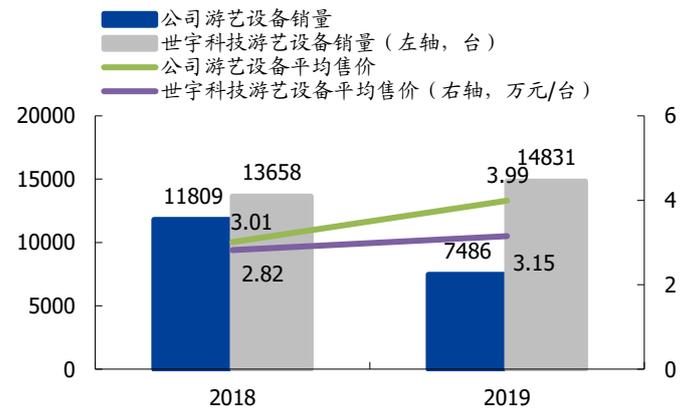
公司产品定位高端, 差异化抢占市场。公司游艺设备销售品类主要包括模拟体验类(如“雷动”系列)、休闲运动类(如舞萌 DX)及亲子娱乐类(如狂热弹珠等)。从销售结构看, 2018-2020 年模拟体验类设备销售额占比均过半, 且产品整体平均售价逐年升高, 2020 年为 4.21 万元/台。近年来公司主动调整产品结构, 减少技术含量低、单价低、毛利率低的产品类型。从市场销售情况看, 公司产品的销量低于同类公司世宇科技, 但平均售价更高。

图表 14: 公司模拟体验类设备销售额占比过半



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

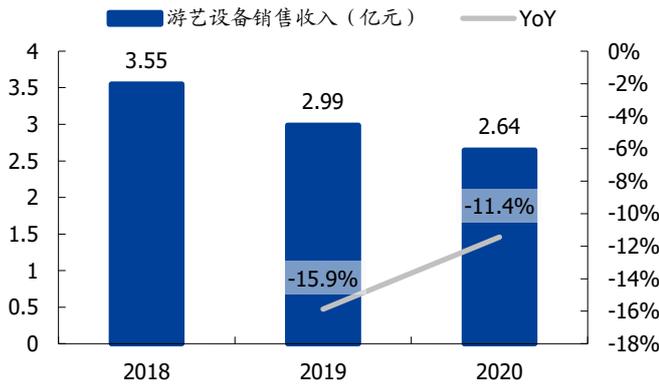
图表 15: 公司与世宇科技游艺设备销售情况对比



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

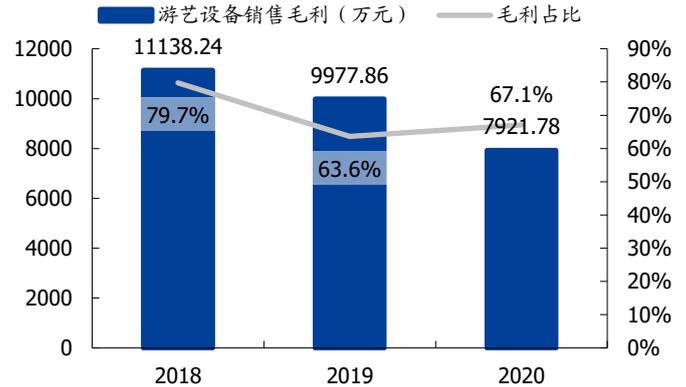
游艺设备销售主业稳健, 为公司贡献稳定现金流。2017-2020 年, 公司游艺设备销售营收占比分别为 85.1%、79.2%、59.9%和 62.2%, 毛利占比分别为 85.2%、79.7%、63.6%和 67.1%。我们预计以设备为基础的销售业务在短期内仍将贡献主要营收, 但占比将有所下滑。

图表 16: 公司游艺设备销售收入及增速



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 17: 公司游艺设备销售毛利及占比



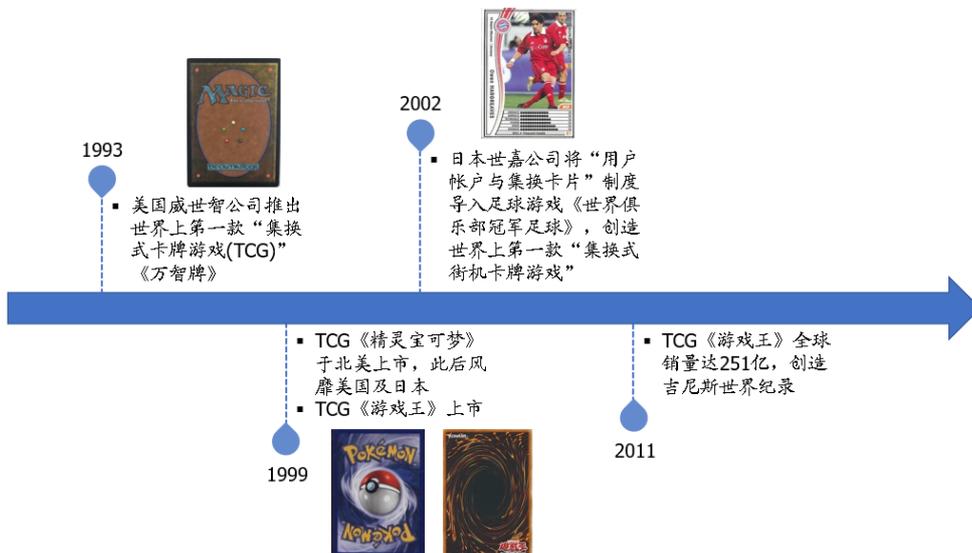
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

## 4. 动漫 IP 衍生品业务: 渗透率低、社交粘性强、处于高速爆发期

### 4.1 动漫 IP 卡牌发展史: 起于“万智牌”, 结合街机游戏焕发新生机

动漫 IP 卡牌最早发源于美国的集换式卡牌游戏 (Trading card game)。第一款 TCG 为威世智公司 (Wizard of Coast) 旗下产品“万智牌”, 于 1993 年由美国一位数学教师——理查加菲设计, 是当今集换式卡牌的鼻祖。此类游戏是以收集卡牌为基础, 游戏者需要通过购买随机包装的补充包收集卡牌, 然后根据自己的策略灵活使用不同的卡牌去构造符合规则的套牌进行游戏。1999 年《精灵宝可梦》TCG 于北美上市, 受益于“宝可梦”IP 的强大影响力, 该游戏在日本及美国等国家风靡, TCG 类游戏影响力持续扩大。1999 年 TCG《游戏王》凭借同名漫画累计的海量粉丝迅速吸引了大量游戏玩家, 至 2011 年全球销量为 251 亿, 创下吉尼斯纪录。

图表 18: 集换式卡牌游戏发展历程



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

日本世嘉公司首次将卡牌机制导入到街机游戏中，传统纸牌以街机游戏的动态模式进入玩家视野。2002年游戏公司世嘉株式会社在世界俱乐部冠军足球（WORLD CLUB Champion Football, WCCF）中导入“用户帐户与集换卡片”制度，将集换式卡牌和扭蛋抽卡集合在一起，使得玩家每次投币后均能获得随机的卡片，最早的“集换式街机卡牌游戏”自此诞生。游戏时玩家需要将卡片放在扫描版上，建立自己的球队进行PK。线上街机与线下集卡结合的意义在于：一方面，知名的IP赋予卡片独特的情感价值，玩家会对熟悉的角色有更强的收藏欲望；另一方面，街机增强了游戏的趣味性和出卡的未知性，玩家在社交圈的换卡及晒卡等行为加速了用户群的拓展。

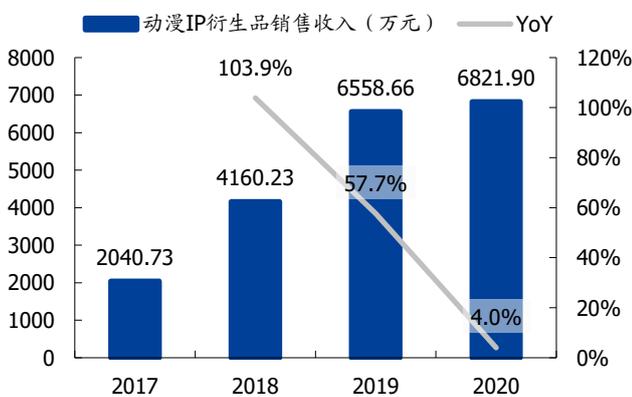
图表 19: WCCF 结合集换式卡牌与扭蛋抽卡



资料来源：维基百科，国盛证券研究所

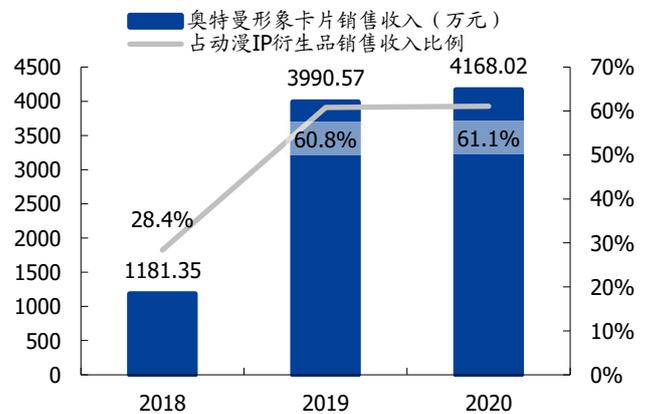
借鉴日本先进经验，公司自 2013 年着力开拓动漫 IP 衍生品业务并进行市场培育，是我国规模化售卖街机游戏卡牌的引入者和开拓者。公司 2010 年与日本游戏界龙头世嘉公司合作，共同开发的街机游戏《霸三国志大战》登陆国内各大机房；2013 年推出“机甲英雄”IP 的街机游戏卡，2018 年推出“奥特曼融合激战”动漫卡通设备，“奥特曼”形象卡片销量快速增长。2017 年至 2019 年，公司动漫 IP 衍生品销售收入从 2041 万元增长至 6559 万元，复合增长率 79.27%。2020 年公司不断引入国际知名 IP，持续推出“龙珠”、“宝可梦”等动漫 IP 衍生产品，成为市场的热销产品，2020 年该业务收入为 6821.9 万元。

图表 20: 公司动漫 IP 衍生品销售收入快速增长



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 21: 奥特曼形象卡片销售收入占比快速增长



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 22: 公司自 2013 年起着力开拓动漫 IP 衍生品业务

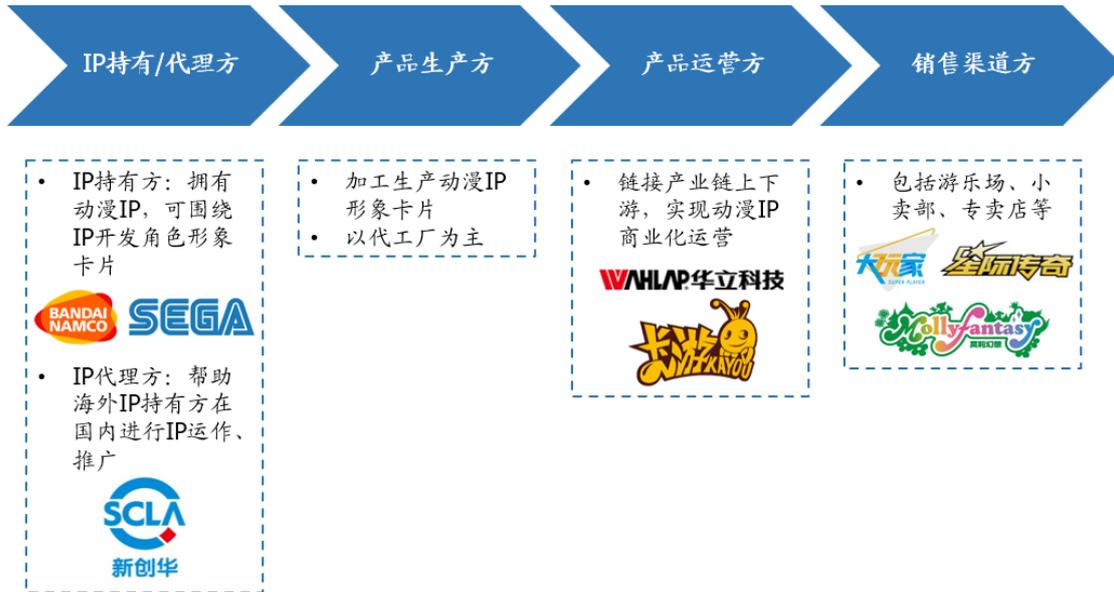


资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

#### 4.2 商业模式: “游戏+盲盒”模式, 售卖卡片为主要营收来源

**动漫 IP 形象卡片产业链:** 参与者包含 IP 持有/代理方、产品生产方、产品运营方与销售渠道方, 公司属于产品运营方, 链接产业链上下游。IP 持有方掌握核心元素动漫 IP, 可针对持有 IP 开发角色形象卡片, 代表企业包括万代南梦宫、世嘉株式会社等; IP 代理方自身没有动漫 IP 所有权, 主要帮助海外 IP 持有方在国内进行 IP 运作、推广, 典型代表如新创华等。产品生产方以代工厂为主, 负责加工生产动漫 IP 形象卡片。产品运营方充当类似经销商的角色, 链接上游 IP 持有/代理方、产品生产方与下游销售渠道方, 实现动漫 IP 商业化运营, 华立科技、卡游动漫等为国内领先动漫 IP 卡片运营商。销售渠道包括游乐场、小卖部、产品运营方直营线下专卖店等。

图表 23: 动漫 IP 形象卡片产业链包含四大环节



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司营收主要来源于 B 端游乐场客户, 后者从 C 端消费者获取收入且不与公司分成。公司销售的动漫 IP 形象卡片内置芯片, 可联动配套卡片机进行游戏, 因而公司将游乐场作为其 IP 卡片主要销售渠道, 便于用户获取深度游玩体验。公司将卡片机投放至合作的游乐场门店, 不收取设备价款及租金, 而通过持续向游乐场客户销售动漫 IP 形象卡片获取收益。终端用户在使用卡片机进行游戏时获得相应 IP 卡片, 此时产生的销售收入均为游乐场客户所有, 公司不参与分成。

图表 24: 公司动漫 IP 衍生品业务模式



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

动漫 IP 形象卡片主要客户群为 K12 群体, 该产品具有极强的社交属性, 用户粘性及其复购率较高。动漫 IP 形象卡片作为动漫衍生产品, 其客户群体与对应的动漫 IP 受众高度重合, 以 K12 群体为主。玩家通过卡片机获得 IP 卡片的过程可理解为“游戏+盲盒”模式: 玩家投币后可获取对应不同角色的 IP 卡片, 出卡过程具有随机性, 类似于盲盒抽取; 此后玩家将获得的 IP 卡片置于卡片机上进行游戏, 通过操纵卡片机按钮、摇杆等完成 PK 对战。游戏前对即将获得的卡片的未知满足了玩家的猎奇心理, 机卡联动的售卖模式则增强了卡片的趣味性, 给玩家带来丰富的游戏体验, 上述因素能够极大地提高用户粘性, 刺激用户重复购买。

图表 25: 玩家获得动漫 IP 卡片的过程为“游戏+盲盒”模式



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 4.3 商业空间: 低渗透率的蓝海市场, 我们预计三年超 10 倍空间

现阶段公司动漫 IP 衍生品业务渗透率较低, 可持续发展空间大。目前国内线下游艺市场较为分散, 且处于粗放运营阶段, 2020 年全国 28300 家游乐场门店中包含约 60%-70% 的夫妻店、家庭店, 假设该类店铺占比为 65%, 那么规模较大、公司可与之合作进行动漫 IP 卡片销售的游乐场门店约有 9905 家 (占比 35%, 与公司有设备合作的 10000 家店铺数据接近), 公司已向其中约 1000 家游乐场门店投放卡片机, 渗透率仅 10%。我们对公司动漫 IP 衍生品业务未来增长空间测算如下:

(1) 量方面: 假设 2021-2023 年全国游乐场门店数量以 5% 增速增长, 夫妻店及家庭店比例随行业整体经营结构优化小幅下降, 至 2023 年可合作的门店数量达到 40%, 公司卡片机投放渗透率将提升至 25%, 每家合作门店平均投放卡片机 9 台, 则至 2023 年铺设卡牌机数量 29485 台。假设每台卡片机平均每日售出 18/22/24 张卡片, 则每台设备年出卡量分别为 6570/8030/8760 张。

(2) 价方面: 为提升卡片机渗透率, 预计公司在未来两年内不会提升现有卡片售价, 但由于公司采取头部 IP 引入策略, 对应的高单价卡片销售占比提高将带动卡片平均售价提升, 我们预计 2021-2023 年卡片平均单价 (不含税) 将小幅提升至 3.1/3.3/3.4 元。

综上, 我们预计 2023 年公司动漫 IP 衍生品业务实现营收 8.8 亿元, 较 2020 年的 6823 万元增长 1187%, 2020-2023 三年 CAGR134%。

图表 26: 公司动漫 IP 衍生品业务存在巨大增长空间

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>动漫 IP 衍生品业务</b>							
全国游乐场门店数量 (家)				28300	29715	31201	32761
YoY				5%	5%	5%	5%
可合作的大型门店比例				35%	37%	38%	40%
可投放卡牌机的门店数量 (家)				9905	10995	11856	13104
卡片牌门店渗透率				10.1%	13.0%	17.0%	25.0%
实际合作卡片牌门店数量 (家)				1000	1429	2016	3276
单门店卡牌机数量 (台)				7	7	8	9
年末卡牌机铺设数量 (台)	1612	3038	5254	6971	10005	16125	29485
当年新增卡牌机数量 (台)	-	1426	2216	1717	3034	6120	13360
单设备卡牌日销量 (张)	13	13	12	9	18	22	24
单设备年销量 (张)	4872	4923	4443	3266	6570	8030	8760
卡牌平均单价 (元)	2.60	2.78	2.81	3.00	3.10	3.30	3.40
卡牌年销量 (万张)	785	1496	2334	2277	6573	12948	25829
动漫 IP 衍生品业务收入 (万元)	2040.7	4160.2	6558.7	6821.9	20377.3	42728.4	87817.3
YoY		103.9%	57.7%	4.0%	198.7%	109.7%	105.5%

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所 (注: 蓝色数值为预测值)

#### 4.4 核心竞争力: 独代头部 IP、掌握核心渠道

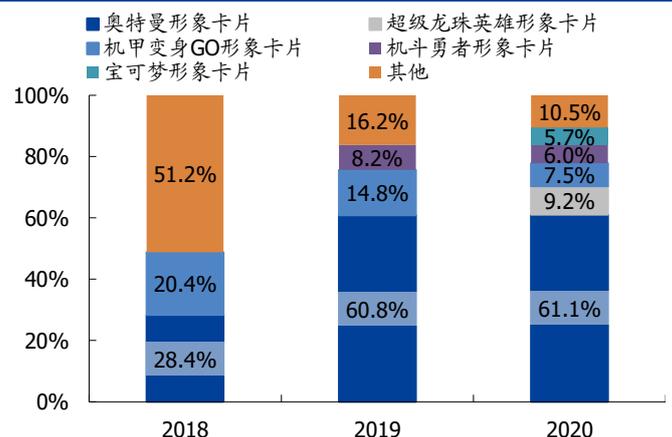
公司长期合作知名 IP 持有方, 引进的头部 IP 形象卡片销售增长强劲。目前公司拥有奥特曼、超级龙珠英雄、宝可梦等头部 IP 卡片产品, 其中奥特曼形象卡片于 2018-2020 年分别创造 1180/3993/4168 万元销售收入, 占公司动漫 IP 衍生品业务营收比例由 28.4% 快速提升至 61.1%; 超级龙珠英雄及宝可梦形象卡片分别于 2020 年 9 月、12 月推出, 截至该年末实现营收 630 万元、391 万元, 占动漫 IP 卡片销售收入比例分别达 9.2%、5.7%, 未来仍存在巨大增长空间。我们认为, 公司与万代南梦宫、剑象电子等知名 IP 持有方保持多年合作关系, 彼此间建立了长期的信任关系, 建立起坚固的竞争壁垒。

图表 27: 头部 IP 卡片销售收入快速增长 (单位: 万元)



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 28: 头部 IP 卡片销售收入占比持续提高



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

公司 IP 卡片核心销售渠道为业内领先企业旗下游乐场门店, 未来需求端有望持续增长。2020 年公司动漫 IP 卡片销售前五大客户分别为乐的文化、永旺幻想、大玩家、卡通尼、汤姆熊, 合计为公司贡献收入 4885.59 万元, 占动漫 IP 衍生品业务营收比例达 71.62%。上述游乐场客户均为游乐场所运营行业领先企业, 其中乐的文化、永旺幻想、大玩家规模较大, 分别拥有约 200/210/360 家游乐场门店。未来随着核心游乐场客户门店扩张、客流增长, 公司推出的动漫 IP 卡片有望触达更多终端用户, 并借助自身强社交属性及头部 IP 影响力刺激终端需求增长。

图表 29: 公司动漫 IP 衍生品业务合作的核心销售渠道方均为游乐场所运营行业领先企业

客户名称	销售金额 (万元)	销售占比	基本情况
深圳市乐的文化有限公司	1756.49	25.75%	国内领先的游乐经营连锁企业, 旗下品牌包括 MELAND 儿童成长乐园、星际传奇、反斗乐园, 目前拥有约 200 家直营门店, 覆盖全国 50 余个一二线城市
永旺幻想 (中国) 儿童游乐有限公司	971.01	14.23%	日本永旺幻想集团旗下子公司, 目前已在黑龙江、吉林、辽宁、北京、天津、河北、山东、江苏、浙江、上海、湖北、湖南、广东、福建、重庆、四川、陕西等地开设 210 家游乐场门店
北京大玩家娱乐股份有限公司	961.29	14.09%	主要从事游艺游乐场所运营, 旗下品牌包括大玩家、PLAY1 家庭娱乐中心、SPAAARK 超级乐园, 目前拥有 361 家门店, 覆盖全国 122 个城市
上海卡通尼文化发展有限公司	778.47	11.41%	专注于亲子互动娱乐的连锁室内儿童乐园, 目前拥有近 100 家门店
上海汤姆熊娱乐有限公司	418.33	6.13%	专注于游艺游乐场所运营, 目前拥有 60 多家门店

资料来源: 公司招股说明书, 各公司官网, 国盛证券研究所

## 5. 游乐场运营业务: 深耕珠三角地区, 探索多元路径打造游艺样板间

公司直营游乐场门店 11 家, 分布目前集中于珠三角地区。公司于 2018 年底通过收购广州科韵布局游乐场运营业务, 目前拥有 11 家直营门店, 主要分别于广州、东莞等珠三角地区一二线城市。在 2020 年以前已正式运营的 10 家门店中, 人均单次消费大多集中于 70-100 元/人, 不考虑 2020 年疫情的特殊情况, 2019 年自营门店设备共 1726 台, 平均每台设备收入为 4.85 万元。

图表 30: 公司直营游乐场门店平均单次消费金额

游乐场	营业地	平均单次消费金额 (元)	
		2019 年	2020 年 1-6 月
易发欢乐	广州	96.79	88.41
悦翔欢乐	广州	69.53	72.24
冠翔游乐	广州	66.59	74.34
伟翔游艺	佛山	56.93	64.27
汇翔游艺	江门	84.55	71.4
傲翔游艺	广州	98.5	107.82
腾翔游艺	东莞	79.09	91.27
恒翔游艺	东莞	76	77.16
志翔欢乐	广州	33.92	71.25
季翔欢乐	广州	92.07	79.03

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 31: 公司直营游乐场门店平均单位设备收入

游乐场	设备数量 (台)	单位设备收入 (万元/台)
易发欢乐	257	5.26
悦翔欢乐	143	1.09
冠翔游乐	151	5.6
伟翔游艺	145	1.92
汇翔游艺	90	4.32
傲翔游艺	299	11.13
腾翔游艺	271	4.06
恒翔游艺	197	3.82
志翔欢乐	95	1.73
季翔欢乐	78	0.11
合计	1726	4.85

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

我们认为, 公司开展游乐场运营业务有助于: (1) 打造优质产品样板间。自营游乐场可以作为公司向下游游乐场客户展示自身优质产品的平台, 有利于促进原有客户加快引进优质产品、吸引新客户与公司建立合作关系。(2) 获取终端消费者数据。公司能够利用自建 SaaS 运营管理系统从自营游乐场门店收集 C 端用户数据, 并对玩家消费习惯、消

费偏好等进行分析，为产品升级、研发提供有效指导。

未来公司将持续进行门店扩张，有望通过打造主题游乐场实现差异化竞争。公司现有门店定位均为常见的综合性游乐场，未来计划推出设有不同主题的新型游乐场，如即将开业的位于东莞的新门店将以“运动+游玩”为主题，囊括趣味蹦床、透明攀岩、室内蹦极、真人CS、传统街机等游玩项目，并尝试门票+游戏机投币并行的新商业模式。公司还计划引入热门IP作为游乐场主题，依托IP自有影响力吸引客流，避免与核心商圈原有玩家直接竞争。

## 6. 财务概况：长期向好，盈利能力不断增强

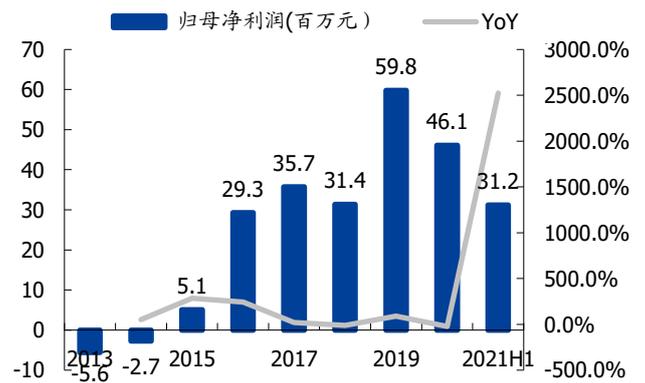
公司业绩保持稳定增长，2020年受疫情影响下滑，2021H1动漫衍生品增长强劲。1) 2013-2019年公司营业收入由1.66亿元增长至4.98亿元，CAGR达20.09%；归母净利润自2015年保持较好增长态势，2019年同比增长90.6%至5980万元。2) 2020年在新冠疫情蔓延、消费者线下娱乐活动减少的情况下，公司业绩受到较为明显的冲击，当年公司实现营业收入4.25亿元、归母净利润4610万元。随着疫情得到有效控制，线下娱乐场所经营恢复，公司业绩明显回升，2021年H1营业收入2.49亿元，较上年同期增长134.38%；归母净利润为3120万元，较上年同期增长2524%。

图表 32: 公司 2013-2021H1 营业收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 公司 2013-2021H1 归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

游艺设备销售业务为公司贡献主要营收，但其收入占比显著下降，动漫IP衍生品销售收入占比持续提升。2020年/2021H1游艺设备销售业务实现收入2.64/0.99亿元，为公司主要营收来源，但由于公司业务结构调整，但其收入占比由2018年的79.2%大幅下降至2021H1年的39.6%；动漫IP衍生品销售收入占比则逐年上升，于2021H1达到32.7%，已与游艺设备销售收入占比接近。

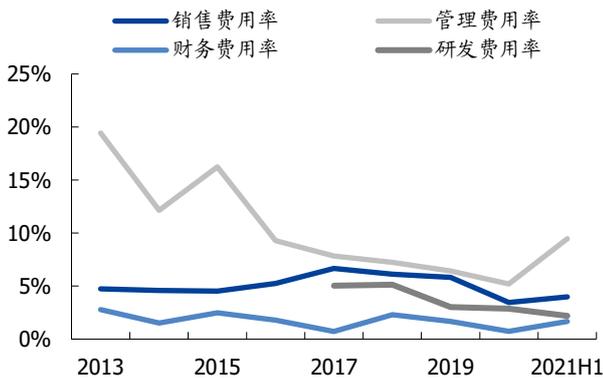
图表 34: 公司各项收入及占比

收入构成 (亿元)	2018	2019	2020	2021H1
<b>产品销售业务</b>	<b>3.97</b>	<b>3.64</b>	<b>3.33</b>	<b>1.81</b>
游艺设备销售收入	3.55	2.99	2.64	0.99
占比	79.2%	59.9%	62.2%	39.6%
动漫 IP 衍生品销售收入	0.42	0.66	0.68	0.82
占比	9.3%	13.2%	16.1%	32.7%
<b>运营服务业务</b>	<b>0.32</b>	<b>1.22</b>	<b>0.84</b>	<b>0.64</b>
设备合作运营收入	0.32	0.39	0.28	0.17
占比	7.1%	7.8%	6.6%	6.8%
游乐场运营收入		0.84	0.56	0.47
占比		16.8%	13.2%	18.8%
<b>其他业务收入</b>	<b>0.20</b>	<b>0.12</b>	<b>0.08</b>	<b>0.05</b>
占比	4.5%	2.3%	1.9%	2.1%
<b>营业收入</b>	<b>4.48</b>	<b>4.98</b>	<b>4.25</b>	<b>2.49</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

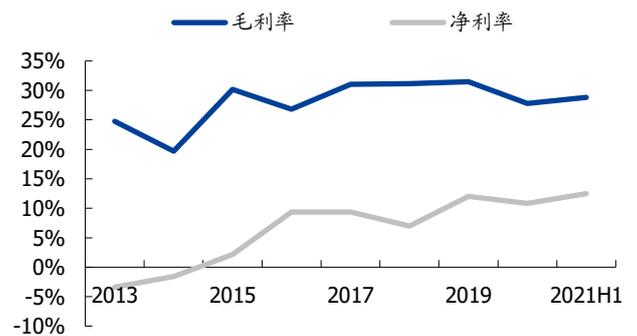
毛利率小幅提升, 期间费用率逐年下降, 公司盈利能力不断增强。2013-2019 年公司毛利率由 24.75% 提升至 31.48%, 主要系毛利率较高的动漫 IP 衍生品业务不断扩张所致, 2020 年受疫情影响毛利率小幅下降至 27.79%, 2021H1 回升至 28.84%。公司期间费用率整体呈现下降趋势, 由 2017 年 20.25% 下降至 2020H1 的 17.33%。在上述两重因素的影响下, 公司净利率保持稳定增长, 由 2013 年的 -3.38% 逐步提升至 2021H1 年的 12.48%。

图表 35: 期间费用率整体呈现下降趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 利润率水平保持增长态势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 7. 盈利预测与估值

### 7.1 盈利预测:

#### ➤ 收入端假设:

**游艺设备销售业务:** 2020年主要受到疫情影响,设备国内外销售受阻,游艺设备销售业务收入出现下滑。2021年疫情反复设备销量亦受到影响,我们认为随着疫情的好转及防控的加强,游戏游艺设备需求将提升,海外市场设备出口也有望有效恢复。同时,公司产品类型持续优化,不断提升高端产品占比,销售单价有望提升,预计2021-2023年该业务收入增速为-2.3%/18.7%/10.8%。

**动漫 IP 衍生品业务:** 公司通过出售与机器联动的卡片获得收入,是中期主要增长驱动力。2020年12月推出《宝可梦》IP 动漫卡通设备,迅速成为爆款内容,预计2021年全年将持续增加对该机型的铺设。根据2.3小节的假设,预计2021-2023年公司动漫 IP 衍生品业务可分别实现营收2.0/4.3/8.8亿元,同比增速达198.7%/109.7%/105.5%。

**设备合作运营:** 2021年受疫情影响增速较低,但预计随着合作门店数增加将保持较稳健增长。2021-2023年预计收入增长12%/20%/20%。

**游乐场运营收入:** 考虑公司通过 IPO 募集资金用于终端业务拓展项目,计划未来三年在全国范围内增开9家自营门店,预计2021-2023年该业务收入增速为35%/15%/12%。

图表 37: 公司收入端假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
(1) 动漫 IP 衍生品业务收入 (万元)	6558.7	6821.9	20377.3	42728.4	87817.3
YoY	57.7%	4.0%	198.7%	109.7%	105.5%
(2) 游艺设备销售收入 (万元)	29863.4	26447.3	25830.0	30660.0	33970.0
YoY	-15.9%	-11.4%	-2.3%	18.7%	10.8%
(3) 设备合作运营收入 (万元)	3872.9	2816.1	3154.0	3784.8	4541.8
YoY	22.4%	-27.3%	12.0%	20.0%	20.0%
(4) 游乐场运营收入 (万元)	8372.6	5615.8	6289.7	7547.6	9057.2
YoY		-32.9%	35.0%	15.0%	12.0%
(5) 其他业务收入 (万元)	1151.0	793.7	1000.0	1000.0	1000.0
YoY	-43%	-31%	26%	0%	0%
营业收入 (万元)	49818.4	42494.8	56651.0	85720.9	136386.2
YoY	11.1%	-14.7%	33.3%	51.3%	59.1%

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

#### ➤ 毛利率假设:

**游艺设备销售:** 不考虑疫情影响严重的2020年,2019年该业务毛利率为33.4%。随着公司改善产品结构,逐步淘汰低端设备,预计2021年及之后毛利率小幅提升至34%并保持稳定。

**动漫 IP 衍生品:** 目前渗透率较低阶段预计公司不会采取提价策略,但随着1)单卡

牌机出卡量的提升；2) 售价及毛利率较大的“宝可梦”卡牌营收占比提升，预计该业务毛利率 2021-2023 年为 35% /38% /38%。

**设备合作运营：**预计毛利率保持稳定，2021-2023 年为 35%。

**游乐场运营：**公司有拓店及新开业计划，预计运营前期毛利率较成熟期有所下滑。2021-2023 年毛利率为 15%。

图表 38: 公司收入端假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
(1) 动漫 IP 衍生品毛利率	32%	33%	35%	38%	38%
(2) 游艺设备销售毛利率	33%	30%	34%	34%	34%
(3) 设备合作运营毛利率	32%	33%	35%	35%	35%
(4) 游乐场运营毛利率	20%	9%	15%	15%	15%
(5) 其他业务毛利率	33%	18%	25%	25%	25%

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

## 7.2 估值：

**相对估值法：**由于动漫 IP 衍生品业务将成为公司未来发展重心、中短期内驱动公司业绩快速增长，我们选取玩具/潮玩行业成熟企业奥飞娱乐、泡泡玛特作为可比公司。奥飞娱乐主要围绕热门动漫 IP 开发面向 K12 人群的玩具，其产品类型及受众人群与公司动漫 IP 衍生品业务相近；泡泡玛特以盲盒销售为主，其售卖模式与公司动漫 IP 形象卡片售卖模式类似，二者均与公司具有一定可比性。我们预计，2021-2022 年公司实现归母净利润 0.91 亿元、1.55 亿元，同比增长 97.3%、70.6%。相比可比公司华立科技动漫 IP 业务尚处于早期爆发期，业绩增速预期高于可比公司，我们给予公司 **60x PE** 估值，对应 **2022 年合理市值 93 亿元**。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 39: 可比公司估值情况 (股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价)

证券代码	证券简称	归母净利润 (亿元)			PE(X)	
		2020	2021E	2022E	2021E	2022E
002292.SZ	奥飞娱乐	-4.5	1.33	2.15	55.8	33.1
09992.HK	泡泡玛特	5.24	11.46	17.25	58.2	38.7
301011.SZ	华立科技	0.06	0.91	1.55	65.9	38.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所 (注：奥飞娱乐估值为 Wind 一致预期，泡泡玛特估值为国盛证券研究所预期)

## 风险提示

**行业竞争格局恶化：**在国内中高端市场，公司产品具备较强市场竞争力。但不排除未来部分中低端市场的竞争对手通过优胜劣汰，进入中高端市场。

**上游版权方无法续约风险：**公司核心产品“奥特曼”及“宝可梦”IP 卡牌均为日本厂商独家授权，若公司的合作关系发生变化，导致其不能按时、保质、保量地供应 IP 套件，

可能给公司的经营业绩和盈利能力带来不利影响。

**产业政策风险：**如果未来游戏游艺设备产业政策发生重大变化或调整，但公司未能及时调整并充分适应监管政策的变化，可能会对公司业绩造成不利影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com