

华立科技 (301011)

证券研究报告

2021年09月06日

游艺龙头深化多元业务，卡片销售迎来快速增长期

华立科技是中国最大的商用游戏游艺设备发行与运营综合服务商，于2021年6月在创业板上市。公司股权较为集中，创始人苏本立及其家族持股比例超40%。董事会及管理团队普遍拥有20、30年的行业经验和资源积累，日本籍董事及前高管 Ota Toshihiro 在帮助公司拓展日本、中国台湾市场的商务关系以及提升公司在该地区的认可度方面有不小贡献。

公司盈利结构持续优化，动漫形象卡片成公司营收新增长极。公司以游艺设备的研产销起家，13年推出与游艺设备配套的动漫形象卡片，玩家使用设备可获得卡片，卡片可在设备中进行游戏；同年推出设备合作运营业务，将设备投放在客户门店运营，获得分账收入；18年将业务延伸至游乐场运营，目前已有15家自营或合作运营门店，传统游乐场单店模型基本跑通。21H1实现营收2.50亿元，yoy+134.38%，其中游艺设备销售收入同比+47.41%至0.99亿元，收入占比下降至39.56%；动漫IP衍生品收入在奥特曼和宝可梦加持下迅速放量，同比+424.78%至0.82亿元，占比迅速提高至32.70%；设备合作运营收入同比+87.21%至0.17亿元，游乐场运营收入同比+236.86%至0.47亿元，占比分别为6.84%和18.81%。21H1归母净利润3116.00万元，yoy+2524.29%，扣非归母3336.47万元，yoy+246.92%。

消费升级拉动线下娱乐行业规模快速增长，IP+研发技术+渠道资源巩固游艺设备龙头地位，游艺设备市场份额不断提高。19年线下娱乐行业规模突破5000亿元，14-19年CAGR为16.06%，19年中国游艺业态营收总额达1466.2亿元，线下游艺需求强劲。目前行业处于理性有序发展轨道，政策包容且支持。公司高端市场定位明确，高端模拟体验类设备占比超过50%，自主开发多款融合VR、AR、5G等新技术的产品，占设备销售收入比例从18年的14.58%提高至20年的35.12%。公司从万代、世嘉等行业巨头处获得120+款外购IP设备授权，贡献超70%设备销售收入，与大玩家、星际传奇等知名游乐场品牌合作稳定，下游渠道资源显著。20年游艺设备市场规模为97.5亿，公司市场占比2.71%，同比+0.64pct。

我国集换式卡牌市场一片蓝海，超级IP加持+设备铺设空间广阔，卡片业务将迎来快速增长期。参考日本超70亿RMB市场规模，我们认为国内集换式卡牌市场有望突破百亿。公司产品定位“游艺游戏+卡片”，21H1设备投放存量约为8000台，其中奥特曼约4300台，宝可梦约1500台，覆盖门店1000+家，相比10000+家客户门店仍有十倍铺设空间，商场、餐厅等多元渠道投放空间更为广阔，宝可梦、奥特曼IP历史收入分别排名第1/61，预计21-23年卡片销售收入yoy+218%/83%/50%。

投资建议：IP、研发、渠道优势巩固游艺设备行业龙头地位，游艺业务稳步增长。宝可梦等超级IP加持卡片业务强势开启第二增长曲线。我们预计公司21-23年归母净利润分别为0.87/1.50/2.45亿元，yoy+88%/73%/64%，对应PE分别为62X/36X/22X。我们采用PEG估值法，20-23年归母净利润CAGR=74.55%，考虑到行业正处于快速成长期，给予公司1.073倍PEG，对应21年80XPE估值，目标价为79.76元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情反复风险、监管趋严风险、应收坏账风险、市场竞争风险、多元渠道推进不足风险等

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 机械设备/专用设备 |
| 6个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格 | 61.78元 |
| 目标价格 | 79.76元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 86.80 |
| 流通A股股本(百万股) | 18.52 |
| A股总市值(百万元) | 5,885.04 |
| 流通A股市值(百万元) | 1,255.59 |
| 每股净资产(元) | 8.13 |
| 资产负债率(%) | 44.14 |
| 一年内最高/最低(元) | 75.80/44.86 |

作者

冯翠婷 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

文浩 分析师
SAC执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

《传媒-华立科技调研：线下游艺需求强劲，用户画像多元》2021-08-17

| 财务数据和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|---------|--------|--------|----------|
| 营业收入(百万元) | 498.18 | 424.95 | 694.79 | 962.04 | 1,259.39 |
| 增长率(%) | 11.14 | (14.70) | 63.50 | 38.46 | 30.91 |
| EBITDA(百万元) | 126.71 | 117.80 | 206.85 | 348.59 | 531.13 |
| 净利润(百万元) | 59.77 | 46.06 | 86.54 | 149.55 | 244.93 |
| 增长率(%) | 90.58 | (22.94) | 87.89 | 72.81 | 63.78 |
| EPS(元/股) | 0.69 | 0.53 | 1.00 | 1.72 | 2.82 |
| 市盈率(P/E) | 89.72 | 116.43 | 61.97 | 35.86 | 21.89 |
| 市净率(P/B) | 14.41 | 12.90 | 6.96 | 5.83 | 4.60 |
| 市销率(P/S) | 10.76 | 12.62 | 7.72 | 5.57 | 4.26 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 0.00 | 24.96 | 14.31 | 8.72 |

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 公司介绍：中国最大的商用游艺设备发行与运营综合服务商 | 4 |
| 1.1. 发展历程：综合提升产品开发实力，深化多元业务布局..... | 4 |
| 1.2. 股权结构及管理团队：股权结构集中，管理团队业内经验丰富..... | 5 |
| 1.3. 财务状况：多元业务深化拉动公司营收回归增长态势..... | 7 |
| 2. 线下游艺需求强劲，IP+研发+渠道优势夯实游艺设备龙头地位 | 12 |
| 2.1. IP+研发技术+渠道资源，成就游艺设备行业标杆..... | 12 |
| 2.2. 传统单店模型基本跑通，探索新业态拓宽设备销售空间..... | 15 |
| 2.3. 游戏游艺行业：线下游艺业态需求强劲，融合其他业态市场广阔..... | 16 |
| 3. 我国卡片市场一片蓝海，卡片业务将迎来快速增长期 | 23 |
| 3.1. 集换式动漫形象卡片产业链..... | 23 |
| 3.2. 动漫形象卡片满足 IP 粉丝情感需求，具备较强的社交属性与收藏价值..... | 24 |
| 3.3. 集换式卡牌在我国仍属于蓝海，差异化产品定位助力卡牌业务迅速扩张..... | 25 |
| 3.4. 顶级 IP 叠加设备铺设空间广阔，未来有望持续放量..... | 27 |
| 4. 盈利预测与投资建议 | 29 |
| 4.1. 盈利预测核心假设..... | 30 |
| 4.2. 投资建议..... | 31 |
| 4.3. 风险提示..... | 31 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：华立科技发展历程分为三个阶段..... | 4 |
| 图 2：2013-2017 年公司产品开发实力综合提升..... | 5 |
| 图 3：多元盈利结构持续深化..... | 5 |
| 图 4：公司股权结构及公司架构（截至 2021.8.25）..... | 6 |
| 图 5：营业收入及同比增速..... | 7 |
| 图 6：公司游艺设备销售收入及其市场份额..... | 8 |
| 图 7：公司亲子娱乐类设备均价及模拟体验类产品占比..... | 8 |
| 图 8：动漫 IP 衍生品成新增长极..... | 8 |
| 图 9：多元盈利结构深化，2021H1 设备销售收入占主营业务收入比例下降至 39.56%..... | 9 |
| 图 10：公司归母净利润及同比增速..... | 9 |
| 图 11：公司整体毛利率及净利率..... | 10 |
| 图 12：公司分业务毛利率..... | 10 |
| 图 13：公司期间费用率..... | 11 |
| 图 14：公司应收款项及应收账款周转率..... | 11 |
| 图 15：公司在获取 IP 授权、产品研发、发行、销售渠道等方面具备强大竞争优势..... | 12 |
| 图 16：公司游戏游艺设备（除卡牌设备）包括外购 IP 产品和自有 IP 研发产品两类..... | 12 |
| 图 17：公司合作的终端品牌..... | 14 |

| | |
|--|----|
| 图 18: 傲翔游艺用户画像 (380 人; 调研时间 8.1 周日) | 16 |
| 图 19: 易发欢乐用户画像 (130 人; 调研时间 8.1 周日) | 16 |
| 图 20: 我国城镇居民人均可支配收入稳定增长 | 17 |
| 图 21: 城镇居民人均教育文化娱乐消费支出及其占人均消费的比例 | 17 |
| 图 22: 线下娱乐行业规模快速增长 | 17 |
| 图 23: 傲翔游艺用户画像 (380 人; 调研时间 8.1 周日) | 17 |
| 图 24: 万达宝贝王-专为 0—8 岁中国亲子家庭设计的儿童主题乐园 | 19 |
| 图 25: 反斗乐园-融合 SPORTS、GAME、VR 的家庭休闲游艺天地 | 19 |
| 图 26: DAVE& BUSTER' S 提供全餐厅服务和一个电子游戏室 | 20 |
| 图 27: TIMEZONE 提供派对和聚会服务 | 20 |
| 图 28: 北美游乐解决方案供应商 Player one Amusement Group 与酒吧、餐厅、购物中心、家庭娱乐中心等场所进行设备合作运营 | 20 |
| 图 29: 集换式动漫 IP 形象卡片产业链 | 23 |
| 图 30: 集换式卡牌消费动机 | 24 |
| 图 31: 日本纸牌游戏和集换式卡牌的市场规模 (单位: 亿日元) | 25 |
| 图 32: 公司动漫 IP 衍生品及其配套设备 | 25 |
| 图 33: 卡牌行业龙头企业的产品定位、销售渠道、游戏场景对比 | 26 |
| 图 34: 二手交易平台“集换社”上的宝可梦 TCG 卡牌 | 28 |
| 图 35: 卡游的奥特曼形象卡牌种类多样, X 档案已更新到第 12 弹 | 28 |
| 图 36: 各 IP 形象卡片销售收入及奥特曼销售收入占比 | 28 |
| 图 37: 单台设备平均卡片销售收入 (单位: 万元/台) | 28 |
| 图 38: 华立科技在“游艺+卡牌”领域具备绝对的竞争优势 | 29 |
| | |
| 表 1: 公司董事会成员及管理层 | 6 |
| 表 2: 公司与万代、世嘉等行业巨头合作时间较长、合作关系稳定 | 13 |
| 表 3: 公司 2020 年五大热门产品: 外购 IP 为公司设备销售收入提供坚实支撑 (单位: 万元) | 14 |
| 表 4: 公司涉及 VR、AR、5G 等新技术的产品销售收入占比不断提升 (单位: 万元) | 14 |
| 表 5: 公司游艺设备销售前五大客户 (单位: 万元) | 15 |
| 表 6: 知名游乐场品牌定位及门店数量 | 18 |
| 表 7: 国外游戏游艺场所知名品牌 | 19 |
| 表 8: 游戏游艺行业相关政策梳理 | 21 |
| 表 9: 精灵宝可梦排在全球最赚钱的 IP 排行榜之首, 龙珠位列第 13 名 (截至 2021 年 3 月) | 27 |
| 表 10: 21-23 年盈利预测 (单位: 万元) | 30 |
| 表 11: 期间费用预测 | 31 |

1. 公司介绍：中国最大的商用游艺设备发行与运营综合服务商

华立科技是中国最大的商用游戏游艺设备发行与运营综合服务商。公司自 2010 年 8 月 20 日成立以来，始终以“为用户创造快乐”为宗旨，以建立全球一流的文化游乐企业为战略目标，不断提高产品设计和研发能力，探索创新业务模式，历经十一年发展，实现从上游游艺设备设计、研发、生产，到中游游艺设备发行，再到下游游艺设备销售、运营和游艺场所综合服务的全产业链布局。截至 2021 年 8 月，游艺设备覆盖门店数量突破 1 万家，采用公司一站式营运解决方案和服务的游乐场数量突破 1 千家，C 端会员累计数量超过 100 万。

1.1. 发展历程：综合提升产品开发实力，深化多元业务布局

第一阶段（2010 年-2012 年）：公司设立初期，以外观设计和内容设计为主切入游艺设备市场。2010 年，公司创始人苏本立凭借自身约 20 年的游艺设备行业经验，创立广州华立科技有限公司，入局商用游戏游艺设备行业。发展初期，公司主要从外观设计和内容设计方面发力，扩大游艺设备销售规模。

第二阶段（2013 年-2017 年）：综合提升产品开发实力，探索 C 端创新业务模式。公司形成并完善包括产品策划设计、内容制作、软硬件开发测试等在内的产品设计研发体系，并自主开发跨平台软件开发引擎，产品开发实力综合提升。公司一方面引进全球知名 IP 套件资源开发多元游艺产品，满足快速变化的市场需求，另一方面加速自有 IP “雷动” 竞速系列产品的研发，从单一赛车产品拓展为赛车、摩托等多品种的产品组合。公司把握游艺行业发展机遇，营业总收入实现翻番，从 2013 年的 1.66 亿上升至 2017 年的 3.87 亿，其中游艺设备销售收入贡献超过 85%。与此同时，公司开始探索 C 端创新业务模式。2013 年推出设备合作运营业务，同年增加动漫 IP 衍生产品销售业务，该业务将游艺设备与衍生品卡牌结合，玩家可以通过使用设备收集动漫 IP 实体卡牌，并使用卡牌在游艺设备进行游戏。

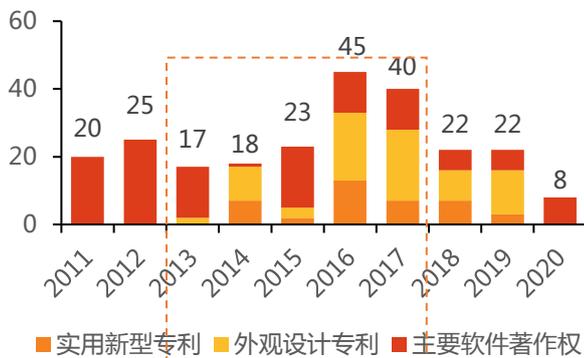
图 1：华立科技发展历程分为三个阶段



资料来源：公司招股说明书、广东省游戏游艺设备内容审核系统、天风证券研究所

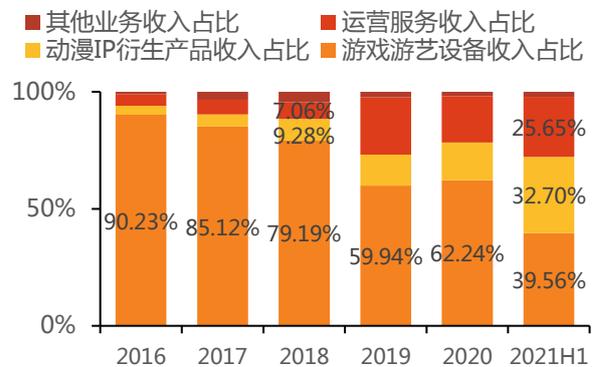
第三阶段（2018 年至今）：深化多元业务布局，登陆资本市场。公司于 2018 年 12 月 29 日收购广州科韵，布局产业链下游游乐场运营，分享下游利润空间，并强化与消费者的接触，了解终端消费者的需求和偏好，推动游艺设备设计、研发持续创新和产品迭代，强化中游游艺设备销售的竞争优势。动漫 IP 衍生品业务方面，公司合作国际知名 IP “奥特曼”，拉动动漫 IP 衍生产品销售收入指数增长，业务收入从 2017 年的 2040.73 万元增长至 2019 年的 6558.66 万元，复合增长率 79.27%。2020 年公司又陆续推出“龙珠”和“宝可梦”两大动漫 IP 形象卡片，2021H1 动漫卡片业务实现 8166.03 万元营收，已超过 2020 年全年 6821.90 万元，2021 年卡片业务收入有望实现翻倍增长，成为公司营收新增长极。公司多元盈利结构进一步深化，游艺设备销售收入占比由 2018 年的 79.19% 下降至 2020 年的 62.24%，2021H1 进一步降低至 39.56%，卡片业务收入占比从 2018 年的 9.28% 提高至 2021H1 的 32.70%，运营业务收入占比也从 2018 年的 7.06% 提高至 2021H1 的 25.65%。2021 年 6 月，公司于 A 股上市，成为行业内第一家上市公司。

图 2：2013-2017 年公司产品开发实力综合提升



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 3：多元盈利结构持续深化



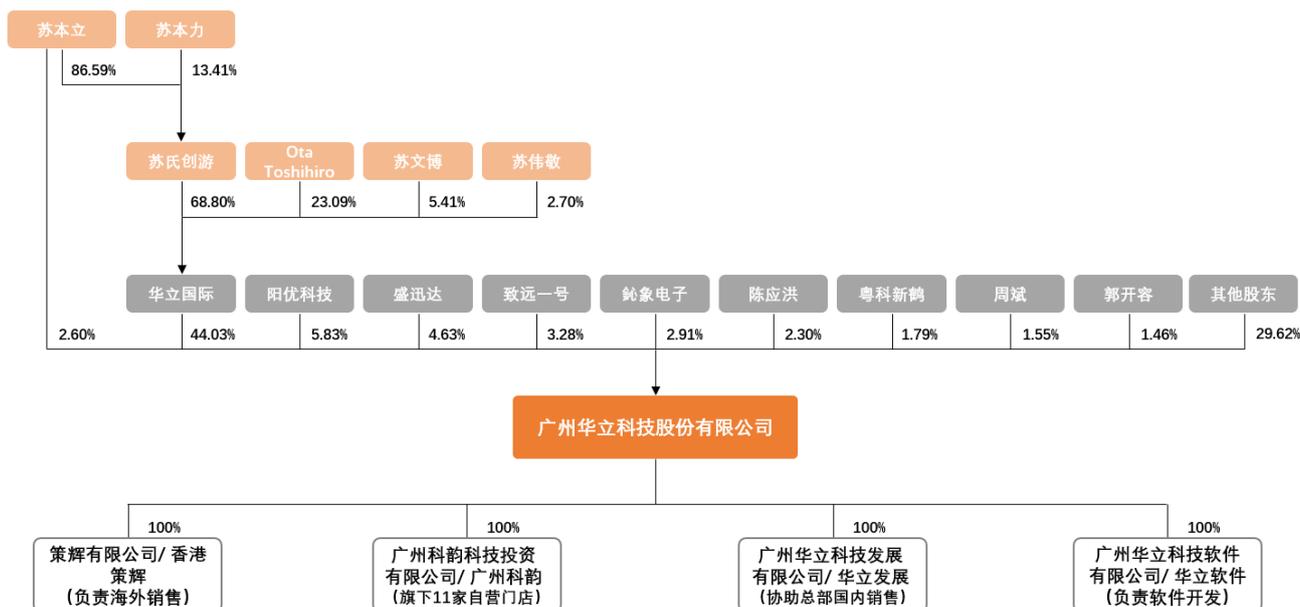
资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

1.2. 股权结构及管理团队：股权结构集中，管理团队业内经验丰富

公司股权较为集中，创始人家族持股比例超 40%。公司 IPO 之后，截至 8 月 25 日，公司的大股东华立国际持股比例为 44.03%，二股东阳优科技持股比例 5.83%，前十大股东持股比例为 70.38%，公司股权较为集中。公司的大股东华立国际由公司创始人苏本立及其家族成员（苏本力、苏文博、苏伟敬）和公司日籍董事 Ota Toshihiro 共同拥有，创始人家族直接持有或通过苏氏创游、华立国际和阳优科技间接持有公司股份比例超过 40%，创始人苏本立拥有公司的绝对控制权。此外，为公司提供 IP 套件和动漫 IP 衍生产品卡片的重要合作伙伴鈦象电子（IGS）亦持有公司 2.91% 股份。

公司直接控股子公司包括策辉有限公司（香港策辉，100%）、广州科韵科技投资有限公司（广州科韵，100%）、广州华立科技发展有限公司（华立发展，100%）、广州华立科技软件有限公司（华立软件，100%）。其中，华立软件负责公司游艺设备的软件开发，华立发展协同公司销售部完成公司游艺设备境内销售，香港策辉作为海外销售平台，将游艺设备销往欧洲、日本等国家和地区，广州科韵负责公司旗下 11 家自营门店的运营。

图 4：公司股权结构及公司架构（截至 2021.8.25）



资料来源：Wind、公司招股说明书、天风证券研究所

公司董事会成员及核心高管游戏游艺设备行业内经验和资源丰富。公司创始人，现任董事长兼总经理苏本立在上世纪 80 年代在中国境内率先进入游戏游艺行业，积累了丰富的行业经验和资源，担任中国文化旅游行业协会理事和广东省游戏产业协会（GEGIA）理事会副会长，参与制定多项行业标准，对游戏游艺行业有一定的规范和引领作用。公司的日籍董事 Ota Toshihiro 在帮助公司与日本企业建立良好的合作关系，获取众多日本头部 IP 授权方面起到关键作用。公司的副总经理兼研发总监 Aoshima Mitsuo 此前在日本的游戏设备企业担任过销售或研发职务，有助于公司借鉴海外行业经验提升开发实力。

表 1：公司董事会成员及管理层

| 成员 | 职位 | 主要履历 |
|----------------|-------------|---|
| 苏本立 | 董事长 兼总经理 | 拥有约 30 年游戏游艺设备行业经验，积累了丰富的行业资源，参与制定多项行业标准；担任中国文化旅游行业协会理事、广东省游戏产业协会（GEGIA）理事会副会长、广州市番禺动漫游艺行业协会名誉会长；2010 年 8 月至 2015 年 8 月于广州华立科技有限公司任董事长，2015 年 9 月至今于广州华立科技股份有限公司任董事长、总经理。 |
| Ota Toshihiro | 董事 | 日本国籍；拥有约 30 年游戏游艺设备行业经验，曾在日本永旺旗下游乐品牌莫莉幻想担任高管；2011 年 1 月至 2015 年 8 月任广州华立科技有限公司副总经理，2015 年 8 月至 2019 年 10 月任公司副总经理，2015 年 9 月至今任公司董事。 |
| 刘柳英 | 董事 兼副总经理 | 拥有 20 余年游戏游艺设备行业从业经验；2011 年 1 月至 2015 年 8 月任广州华立科技有限公司副总经理、行政总监，2015 年 9 月至今任广州华立科技股份有限公司董事，副总经理。 |
| 苏永益 | 董事 兼副总经理 | 拥有约 30 年游戏游艺设备行业经验；2011 年 1 月至 2015 年 8 月任广州华立科技有限公司副总经理、国内销售总监，2015 年 8 月至今任股份公司副总经理，2015 年 9 月至今任公司董事。 |
| 王立新 | 独立董事 | 2019 年 9 月至今任广州华立科技股份有限公司独立董事。 |
| 张俊生 | 独立董事 | 博士学历；2014 年至今历任中山大学管理学院会计学教学与科研副教授，教授。2019 年 9 月至今任广州华立科技股份有限公司独立董事。 |
| Aoshima Mitsuo | 副总经理 | 日本国籍；拥有约 30 年游戏游艺设备行业经验；曾任世嘉公司 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、永旺幻想儿童娱乐商品开发本部国际产品开发负责人等职务。2017 年 12 月至 2019 年 10 月任广州华立科技股份有限公司研发总监，2019 年 10 |

月至今任广州华立科技股份有限公司研发总监，副总经理。

蔡颖

财务总监
兼董事会秘书

拥有 10 余年财务或审计行业经验。中国注册会计师协会非执业会员，上市公司董事会秘书资格；曾任广东正中珠江会计师事务所审计经理；2016 年 6 月至 11 月任公司财务副总监，2016 年 11 月至 2019 年 10 月任公司任财务总监，2019 年 10 月至今任华立科技股份有限公司任财务总监、董事会秘书。

资料来源：公司招股说明书、Wind、天风证券研究所

1.3. 财务状况：多元业务深化拉动公司营收回归增长态势

1.3.1. 营业收入：卡片业务成新增长极，强势拉动营收回归增长态势

2021 年上半年，公司多元业务深化拉动公司营收回归增长态势，2021H1 营收 2.50 亿元，同比增长 134.38%，分业务来看，动漫 IP 衍生产品销售业务表现亮眼，成为公司营收新增长极，运营业务受疫情影响已基本恢复，但仍需关注下半年疫情反复：

- 2021H1 公司游戏游艺设备销售收入为 9878.44 万元，同比增长 47.41%，预计全年设备销售收入相比去年有小幅提升。
- 2021 年 H1 动漫 IP 衍生产品销售收入为 8166.03 万元，同比增长 424.78%，并且已经超过去年全年的销售收入 6821.90 元。2021 年上半年公司继续加大动漫 IP 衍生产品配套设备投放力度，奥特曼设备新增投放约 750 台，投放存量约为 4300 台，宝可梦设备新增投放约 800 台，投放存量约为 1500 台。公司去年 12 月份合作的新 IP 宝可梦受众年龄较广，玩家社群粘性较高且具有较强的消费能力，卡片销量迅速起量。随着宝可梦设备投放量的持续扩张，预计今年动漫 IP 衍生产品销售收入将接近 2 亿元，成为公司营收新增长极。
- 运营业务方面，2021H1 设备合作运营收入为 1709.23 万元，同比增长 87.21%，游乐场运营业务收入 4697.15 万元，同比增长 236.86%，原因为游艺行业受疫情影响基本恢复，且公司游乐场运营能力逐渐加强。

图 5：营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

2018-2020 年公司游艺设备销售收入有所下降，但市场份额有所提升，产品结构优化。游艺设备销售是公司营业收入的主要来源，2018-2020 年分别贡献公司 79.19%/59.94%/62.24% 的营业收入。受近年来游艺行业景气程度稍有下降和 2020 年疫情冲击线下娱乐行业的影响，叠加公司内部主动调整销售业务产品结构，2018 年至 2020 年公司游艺设备销售收入有所下降，但市场份额由 2.16%提高至 2.71%。公司从 2019 年开始调整游艺设备产品结构，减少部分技术含量低、同质化严重、行业内竞争激烈、毛利率低、不具有可持续性的亲子

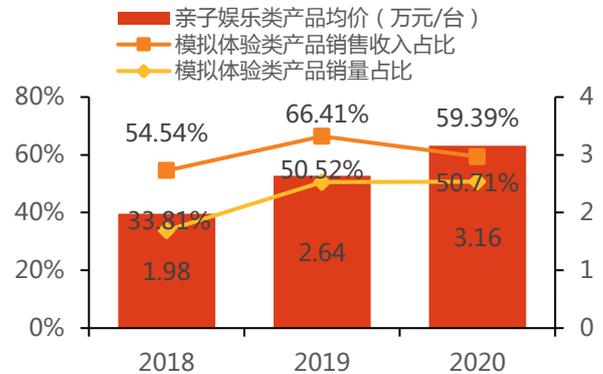
类产品的生产和销售，如娃娃机等。目前，公司产品结构调整已基本完成，销售设备中，高端的模拟体验类产品销量占比超过 50%，亲子娱乐类产品的均价由 2018 年的 1.98 万元提高到 2020 年的 3.16 万元。产品结构调整有利于公司将研发精力和产能集中在技术含量高、差异化的高端产品上，长期有助于公司强化产品竞争力，进一步提高市场份额。

图 6：公司游艺设备销售收入及其市场份额



资料来源：公司招股说明书、Wind、天风证券研究所

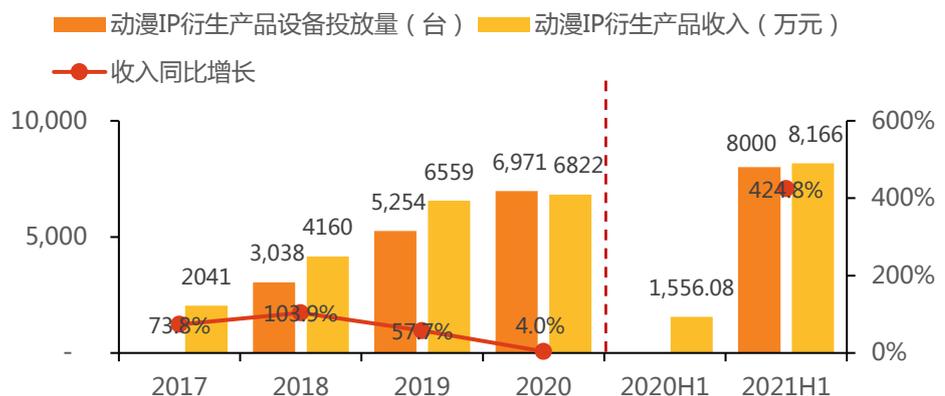
图 7：公司亲子娱乐类设备均价及模拟体验类产品占比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

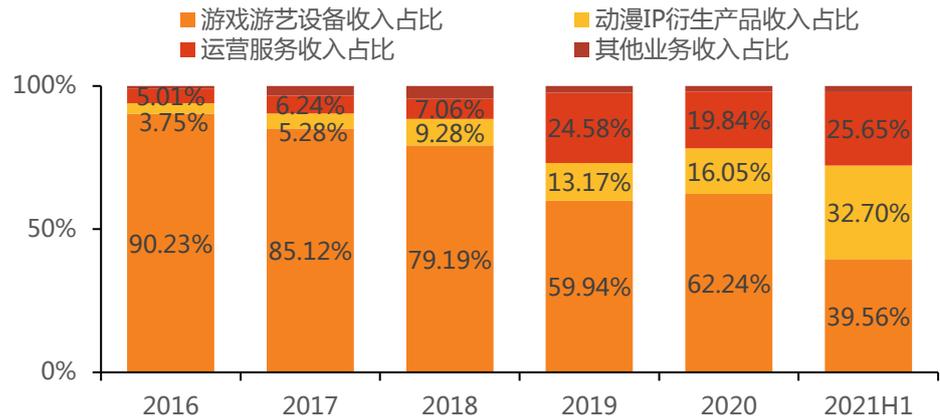
公司顺应行业变化，积极深化多元业务布局，设备销售收入占比逐渐减小，动漫 IP 衍生品成新增长极。2018 年公司合作全球顶级 IP 奥特曼，推出奥特曼形象卡片，2020 年获得龙珠和宝可梦形象卡片授权，同时加大动漫卡通设备的投放力度，动漫 IP 衍生产品迅速放量，2017-2019 年复合增长率为 79.27%，2020 年疫情冲击下仍逆势增长。2018 年底收购广州科韵，深化下游游乐场运营服务。2016-2020 年游艺设备销售收入占比由 90.23% 下降至 62.24%，2021H1 进一步下降至 39.56%；2016-2020 年动漫 IP 衍生产品销售收入占比由 3.75% 提升至 16.05%，2021H1 进一步提升至 32.70%；2021H1 运营服务收入占比也达到 25.65%。

图 8：动漫 IP 衍生品成新增长极



资料来源：公司招股说明书、Wind、天风证券研究所

图 9：多元盈利结构深化，2021H1 设备销售收入占主营业务收入比例下降至 39.56%



资料来源：公司招股说明书、Wind、天风证券研究所

1.3.2. 利润与利润率：2021H1 毛利率与去年基本持平，扣非归母快速增长

公司 2021H1 归母净利 3116.00 万元，同比增长 2524.29%，主要是由于去年同期受疫情影响归母净利只有 119 万元，基数较低。扣非归母 3336.47 万元，同比增长 246.92%，2021 年上半年公司经营情况恢复得较好。

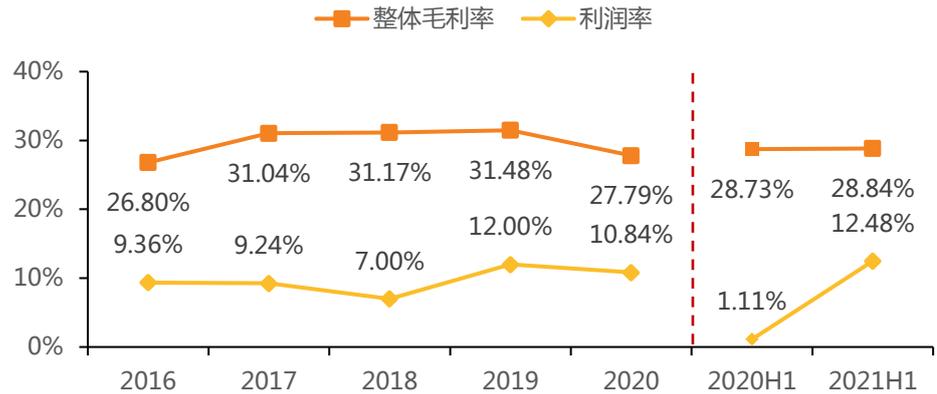
图 10：公司归母净利及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

毛利率方面，公司 21H1 毛利率 28.84%，同比增加 0.12pct，与去年同期基本持平。净利率 12.48%，同比增加 11.36pct，主要原因为去年同期受疫情的影响期间费用率相比正常情况有较大幅度的提高，2021H1 费用率相比去年同期有大幅下降。

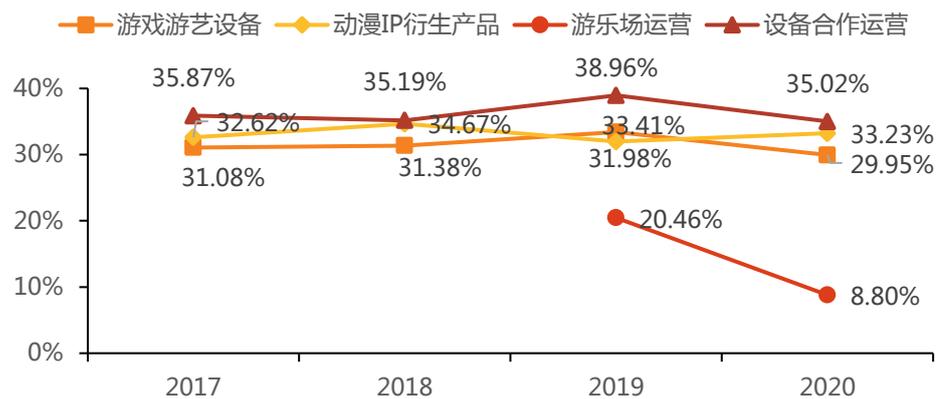
图 11: 公司整体毛利率及净利率



资料来源: 公司公告、Wind、天风证券研究所

分业务来看, 产品销售业务方面, 游艺设备销售的毛利率在 2019 年由 2018 年的 31.38% 上升 2.03pct 至 33.41%, 主要原因是公司主动调整设备销售产品结构, 减少毛利率较低的亲子类设备的占比, 2020 年下降为 29.95%, 我们分析认为主要是因为 2020 年疫情导致设备销售单价增幅低于平均生产成本增幅。动漫 IP 衍生产品的毛利率保持在 33% 左右, 其销售单价与采购价格的比例基本维持不变, 受配套设备折旧成本的影响上下浮动。运营业务方面, 设备合作运营的毛利率较高, 2017-2020 年保持在 35% 以上, 原因为设备合作运营的成本不包括租金在内, 所以毛利率相对游乐场运营业务较高。游乐场运营的毛利率由 2019 年的 20.46% 下降至 2020 年的 8.80%, 主要原因为线下游艺行业受疫情影响较为严重, 上本年基本处于歇业的状态, 随着从疫情影响中逐渐恢复, 游乐场运营的毛利率会有所提升。

图 12: 公司分业务毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、天风证券研究所

1.3.3. 期间费用: 管理费用和销售费用率呈逐年下降态势, 2021H1 研发投入力度有所加大

随着公司运营能力的逐渐成熟, 管理费用率由 2016 年的 9.27% 逐年下降至 2020 年的 5.20%, 2021H1 的管理费用率为 7.28%, 我们分析认为主要与公司营收的季节性有关, 一般来说, 公司下半年的营收比上半年要高, 下半年的管理费用率低于上半年。

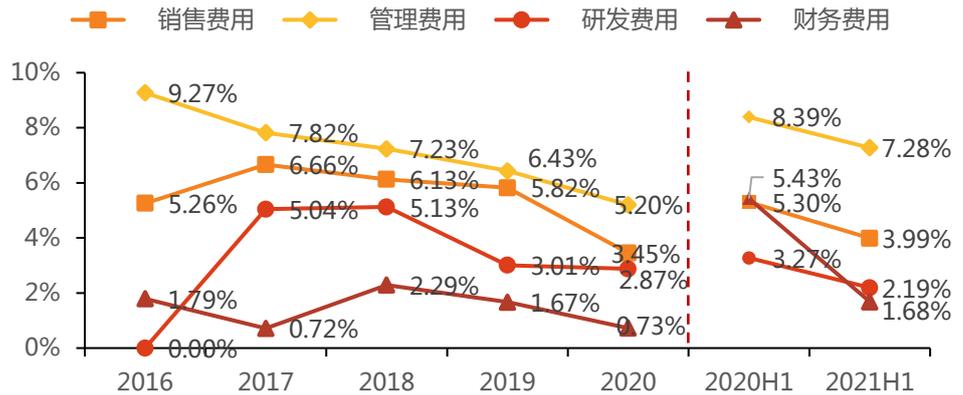
公司经营多年, 业内知名度持续提高, 并积累很多稳定的下游合作客户资源, 公司的销售

费用率由 2017 年的 6.66% 降低至 2020 年的 3.45%，2021H1 的销售费用率为 3.99%，比 2020 年高出 0.54pct，我们分析认为其原因与管理费用率相似，主要是受营收季节性的影响。

2021H1 公司研发投入力度加大，研发费用 546.92 万元，同比增长 56.84%，公司持续推进 VR、AR、大数据等技术与游艺行业的融合，不断提高产品开发与运营能力，2021H1 研发费用率 2.19%，同比下降 1.08pct，主要原因为公司 2021 年上半年营收有较大幅度的提高。

公司的财务费用率一直稳定在 1%-2% 的较低水平。

图 13：公司期间费用率

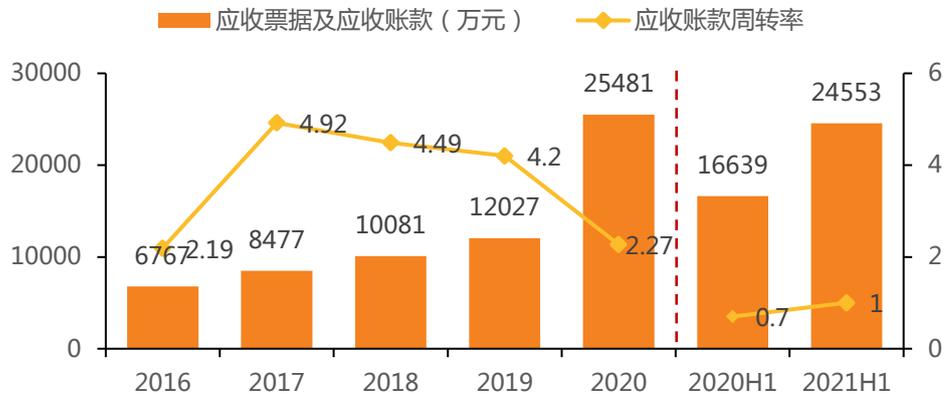


资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

1.3.4. 应收账款及其周转率：信用政策保障账款收回，不必太过担忧

2020 年，受疫情影响，公司应收账款周转率有所下降，主要原因是公司为保持与下游运营商或贸易商良好的合作共赢关系，给予部分客户一定的信用延期，但公司给予信用期的下游客户主要为像大玩家、星际传奇等国内知名游乐场所和主题乐园，其抗风险能力强，发生实际坏账的可能性较小。公司已按照会计准则足额计提信用减值损失，信用风险已反映在归母净利，不必太过担忧。

图 14：公司应收款项及应收账款周转率



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

2. 线下游艺需求强劲，IP+研发+渠道优势夯实游艺设备龙头地位

2.1. IP+研发技术+渠道资源，成就游艺设备行业标杆

商用游戏游艺设备的产业链包括 IP 授权或研发、设备设计与研发、生产、发行和销售几个环节，其中设备设计与研发包括内容与外观设计和软硬件研发。公司在产品研发、全球或区域代理权、渠道资源方面均具备强大的竞争优势。

图 15：公司在获取 IP 授权、产品研发、发行、销售渠道等方面具备强大竞争优势



资料来源：公司招股说明书、公司官网、天风证券研究所

IP 授权或研发：外购知名 IP 为公司提供坚实的业绩支持，自研 IP 进一步扩大品牌知名度和影响力。游艺设备 IP 分为授权 IP 和自研 IP，授权 IP 通过与万代南梦宫(Bandai Namco)、世嘉 (SEGA)、鈊象电子 (IGS) 等拥有知名 IP 的文娱公司协商取得，由 IP 方或华立或第三方制作团队负责设备开发，并由华立负责设备在国内的发行和运营，自研 IP 则由华立自主开发并进行设备开发。

图 16：公司游戏游艺设备（除卡牌设备）包括外购 IP 产品和自有 IP 研发产品两类

外购IP产品



益智类-铁臂阿童木



礼品类-疯狂牛仔



射击类-光环：渡鸦小队



音乐类-舞萌DX



运动类-马力欧&索尼克
AT东京奥运会



亲子类-水上游乐



竞速类-极速5

自有IP研发产品



竞速类-雷动G



竞速类-雷动赛艇



射击类-赏金游侠



运动类-决战乒乓球

资料来源：公司官网、公司招股说明书、天风证券研究所

得益于公司创始人苏本立三十余年的行业经验和资源积累，以及日本籍董事 Ota Toshihiro 的商务资源，公司与万代、世嘉、鈇象电子等行业巨头形成密切的合作关系，获得奥特曼、头文字 Dzero、马力欧等海外热门 IP 在游戏游艺设备行业的授权，为公司游艺设备销售业务提供坚实的支撑，2018-2020 年外购 IP 的游艺设备贡献 70%-80%的设备销售收入。

表 2：公司与万代、世嘉等行业巨头合作时间较长、合作关系稳定

| 版权方 | 授权 IP | 合作历史 |
|------------------------|-------------------|------------|
| BANDAINAMCO | 奥特曼、马力欧卡丁车等 | 自成立起即合作 |
| NPG LTD. | 湾岸系列、甜蜜宝贝 5 等 | 自成立起即合作 |
| BETSON ENT | 雪地摩托、光环等 | 自成立起即合作 |
| IGS | 极速 5、巨兽浩劫、火线狂飙等 | 自成立起即合作 |
| SEGA | 变形金刚、头文字 D ZERO 等 | 自成立起即合作 |
| ANDAMIRO SALES CO.,LTD | 单车王子、星空跳跳球、铁臂阿童木等 | 自成立起即合作 |
| ADRENALINE AMUSEMENT | 古墓丽影、疯狂兔子好莱坞等 | 2012 年开始合作 |
| ENHEART | 顽皮小幽灵 | 2020 年开始合作 |

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

表 3：公司 2020 年五大热门产品：外购 IP 为公司设备销售收入提供坚实支撑（单位：万元）

| 产品名称 | 具体类型 | IP 版权方 | 收入占比 | 收入金额 |
|------------|------------|--------|---------------|------------------|
| 极速 5 | 外购 IP 套件生产 | IGS | 11.28% | 2,982.48 |
| 火线狂飙动感版 | 外购 IP 套件生产 | IGS | 8.01% | 2,117.51 |
| 舞萌 DX | 外购 IP 套件生产 | SEGA | 7.67% | 2,027.82 |
| 动感雷动 G | 自有 IP 研发 | 华立科技 | 6.86% | 1,814.23 |
| 头文字 D Zero | 外购 IP 套件生产 | SEGA | 5.93% | 1,568.33 |
| 合计 | | | 39.74% | 10,510.36 |

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

同时，公司也在加强自有 IP 研发，目前共有 28 款自有 IP 研发产品，其中《雷动》竞速系列是业内知名的竞速内容 IP，畅销国内外，2011 年《雷动》获得由美国媒体评选的模拟机游戏类别铜奖，《雷动赛车》被评为“2011 年度优秀游戏机产品”。

研发技术：公司主动调整游艺设备产品结构，定位高端市场，并积极推进 VR、AR、5G 等新技术与游艺设备的融合，产品设计、研发能力持续提升，高品质追求与持续技术创新共同成就业内标杆。内容与外观设计和软硬件研发关系到游艺设备的可玩性和玩家的游戏体验，文化创意与技术创新的良好结合是避免市场同质化竞争，强化市场竞争力的关键。2018 年以来，公司主动调整游艺设备销售业务的产品结构，减少技术含量低、同质化严重、业内竞争激烈的娃娃机等低毛利产品，加强高端模拟体验类设备的研发和设计，建立差异化的竞争优势。同时，公司积极推进 VR、AR、5G 等新技术与游艺设备的融合，目前已自主开发出多款 VR 产品和 AR 产品，据我们前期调研，火线狂飙 VR 和 VR 谍影在环游嘉年华天河城店和易发店都大受好评。经过十多年的持续创新和不断探索，华立已经成为业内标杆，华立的游艺设备已成为游乐场引流和提高娱乐品质的必备产品。

表 4：公司涉及 VR、AR、5G 等新技术的产品销售收入占比不断提升（单位：万元）

| 涉及技术名称 | 设备名称 | 2020 年 | | 2019 年 | | 2018 年 | |
|-----------|---------------------------------|-----------------|---------------|------------------|---------------|-----------------|---------------|
| | | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| VR | 火线狂飙 VR | 948.12 | 3.58% | 1,520.57 | 4.17% | 1,781.49 | 4.49% |
| AR | 机甲变身 GO、奇幻仙境城堡、巨兽浩劫 2、巨兽浩劫、舞力特区 | 1,743.82 | 6.59% | 4,279.66 | 11.75% | 3,999.77 | 10.09% |
| 5G | 极速 5、头文字 D-Zero、舞萌 DX | 6,596.76 | 24.94% | 4,983.69 | 13.68% | - | - |
| 合计 | | 9,288.70 | 35.12% | 10,783.92 | 29.61% | 5,781.26 | 14.58% |

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

渠道资源：经过十一年的发展，公司与行业内知名游乐场运营商建立起长期、稳定的合作关系，包括万达宝贝王、恒大乐园、大玩家、星际传奇、风云再起、永旺幻想、TimeZone 等国内外知名连锁品牌，在渠道资源方面具有很强的竞争优势。2020 年，公司的游戏游艺设备前五大客户贡献将近 20% 的营业收入。

图 17：公司合作的终端品牌



资料来源：公司官网、天风证券研究所

表 5：公司游艺设备销售前五大客户（单位：万元）

| 序号 | 客户名称 | 销售金额 | 占营业收入比 |
|----|---------------|----------|--------|
| 1 | 北京大玩家娱乐股份有限公司 | 3,251.71 | 7.65% |
| 2 | 南京风云投资管理有限公司 | 2,200.71 | 5.18% |
| 3 | 中山市日东动漫科技有限公司 | 1,053.01 | 2.48% |
| 4 | 深圳市乐的文化有限公司 | 960.97 | 2.26% |
| 5 | 湖南乐汇动漫科技有限公司 | 879.82 | 2.07% |
| 小计 | | 8,346.22 | 19.64% |

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.2. 传统单店模型基本跑通，探索新业态拓宽设备销售空间

2013 年公司开启设备合作运营业务，丰富公司盈利渠道的同时，降低客户游乐场运营的前期成本，实现与客户的深度合作，优势互补，互利共赢。2018 年收购广州科韵，布局下游游乐场运营环节，在带来持续稳定收益的同时，通过与消费者直接、实时地接触，有助于分析消费者的需求和偏好，指导产品引进或研发设计，提高公司开拓新产品的成功率。

目前，公司基本跑通传统游乐场单店运营模型，其单店运营模型大致如下：

- 前期投入：一个游乐场大约占地面积为 1000 m²-1500 m²，投入资金为 600 万-800 万，具体视面积大小和装修质量而定，一般店面装修和设备投放各占资金一半。设备投放方面，华立科技自己的设备大约占到 70%，也会配备一些其他游艺设备公司比较热门的彩票机、礼品机等设备，设备平均成本大约为 3.2 万/台，首次铺设设备量为 90-200 台。
- 爬坡期：一般情况下游乐场需要 2-3 年的推广和消费社群培育，尤其是位于新开业的商业中心的游乐场，核心商圈人气聚集需要逐步形成，商圈消费者的消费习惯也需要培养。但是一个地区的核心商圈本身拥有巨大的人流量，而且这类核心商圈的消费者群体对新的消费形式有更高的接纳度，其消费习惯更容易培养，位于这类商圈的新游乐场能够实现快速爬坡，爬坡期大约为 0.5-1.5 年。公司 2020 年在东莞市中心布局的游乐场腾翔游艺、恒翔游艺虽然成立时间较晚，但已经在短期内实现盈利，单位设备创收能力较强。
- 设备更新：华立科技自营门店设备更新速度比其他下游客户快，华立科技自营游乐场除直接接触消费者之外，还具有打板的作用，即作为华立科技的游艺设备展示的平台，每年新增设备数量为 10-60 台不等，主要视商业体人流量、面积坪效等综合决定。
- 运营人员：运营人员数量与游乐场面积、设备数量、人流量有关，工作安排上采取轮班制度，根据高峰期和非高峰期、周末和周中进行灵活调度，一般来说核心商圈的人

流量较大，高峰期每 1000 m²或 100 台设备需要配置大约 15 人左右，非核心商圈的人流量相对较小，一般每 1000 m²或 100 台设备配置 5-10 人。

- 人流量：不同商业体人流量差异较大，核心商圈的人流量要比次核心商圈的人流量要高出一倍甚至更多。店铺所处商圈和客流量也是公司游乐场门店选址的重要考虑因素。
- 用户画像：游乐场的用户画像多元，具体比例与商业体的用户画像密切相关。据我们前期实地调研，位于核心商圈天河城的傲翔游艺在用户画像上更为均衡，其用户来源不限于附近地段，位于次核心商圈的易发欢乐的用户则更多来自附近社区，亲子比例接近 60%。

图 18：傲翔游艺用户画像（380 人；调研时间 8.1 周日）

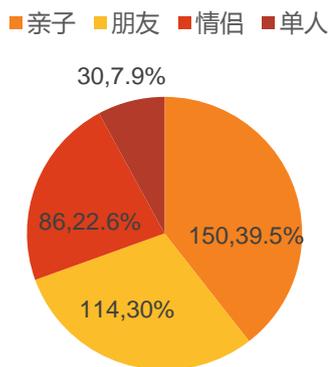
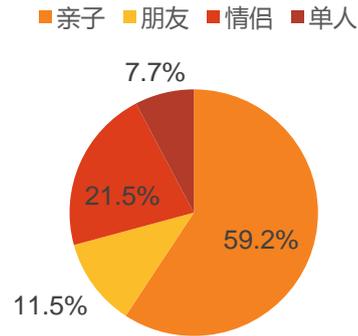


图 19：易发欢乐用户画像（130 人；调研时间 8.1 周日）



资料来源：实地调研、天风证券研究所

资料来源：实地调研、天风证券研究所

- 爬坡期的单店成本及盈利结构：游乐场成本分为租赁成本、人员成本、折旧与摊销、礼品成本、水电费、设备维护费及其他。爬坡周期内，营业收入不足以覆盖高额固定的租赁成本和折旧与摊销成本，游乐场往往处于亏损状态，毛利率为 -100%到 5%，甚至更低。前期运营人员需求较少，礼品成本和设备维护费基本与营业收入成正比，这三项成本占比相对于成熟期的游乐场较低。
- 成熟期的单店成本及盈利结构：成熟的游乐场单店拥有较大的人流量和较高的营业收入，人员成本、礼品成本和设备维护成本相对占比较低，而随着单台设备营业收入和运营坪效的提高，租赁成本和折旧成本占比相对下降。成熟期的游乐场单店毛利率为 15%-25%，加上 15%左右的非付现的折旧成本，其现金流十分可观。

未来公司的下游业务将紧密围绕游艺设备销售业务推进，积极探索游艺城新业态，通过打造新型游艺概念店标杆，促进下游市场空间持续增长，反向拓宽游艺设备销售空间。在游乐场运营环节上，公司将积极探索如“游艺+运动”“游艺+酒吧”等新型运营模式，拓宽游艺设备使用场景，覆盖更多元化潜在消费群体。同时将自营或合作运营的新型游艺概念店打造成行业标杆，丰富下游行业业态，促进下游市场空间快速增长，并借此提高品牌的业内知名度，反向拓宽公司游艺设备销售空间，实现各业务协同发展。目前，公司在东莞打造一家亲子向、结合运动场景的运动空间店，面积相比一般游艺城更大，为 4000-5000 m²，两三层楼高，新店将于近期正式开业。

2.3. 游戏游艺行业：线下游艺业态需求强劲，融合其他业态市场广阔

2.3.1. 需求端：线下游艺娱乐需求强劲，受众多元

消费升级拉动文娱消费需求增加，线下娱乐行业市场规模快速增长。我国城镇居民人均可

支配收入稳定增长，2015-2019 年每年同比增速在 8%左右，2020 年在疫情影响下仍实现 3.48%的同比增长，达到 43834 元。随着收入水平不断提高，消费升级拉动文娱消费需求增长，城镇居民人均教育文化娱乐消费支出由 2015 年的 2383 元提升至 2019 年的 3328 元，占城镇居民人均总消费的比例从 11.14%提高至 11.86%，2019 年线下娱乐行业规模突破 5000 亿元，2014-2019 年的复合增长率为 16.06%。根据 CCEA&GEGIA 2020 年度游戏游艺行业报告，2019 年中国游艺娱乐场所和游艺新兴业态营收总额为 1466.2 亿元。

图 20：我国城镇居民人均可支配收入稳定增长



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 21：城镇居民人均教育文化娱乐消费支出及其占人均消费的比例



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

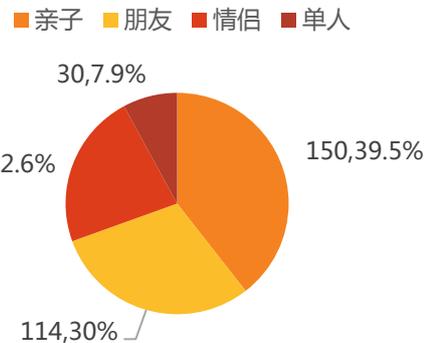
图 22：线下娱乐行业规模快速增长



资料来源：艾瑞咨询、央视财经、天风证券研究所

注：2018 年数据为艾瑞咨询的预测值

图 23：翱翔游艺用户画像（380 人；调研时间 8.1 周日）



资料来源：天风证券研究所实地调研

虽然 2020 年受疫情影响较大，但从我们前期调研结果和公司上半年运营业务营收数据来看，线下游艺行业基本已从疫情中恢复，线下体验式游艺娱乐需求强劲。受疫情影响，2020 年城镇居民人均消费和城镇居民人均教育文化娱乐消费有所下降，线下娱乐行业也受到非常大的影响，但居民文化娱乐需求不断增长的长期趋势不变。据我们前期调研估算，环球嘉年华天河城店和易发店 8 月 1 日的人流量分别可达 5760 人和 2250 人，公司 2021H1 自营游乐场业务实现营收 4697.15 万元，同比增长 236.86%，接近去年全年的 5121.60 万元，说明线下游艺行业受疫情的影响基本恢复，线下体验式游艺娱乐需求依旧强劲。

游戏游艺行业消费群体逐步从以年轻人为主转变为亲子、情侣、朋友等多元受众，亲子向的游乐设备及娱乐场景有望高速增长。随着 Xbox、Switch、PS5 等主机游戏持续迭代升级，

以及密室逃脱、剧本杀等新兴娱乐方式出现，游艺厅对年轻人的吸引力有所下降，但这些新兴线下娱乐业态的受众并不包括亲子在内。看电影是亲子线下娱乐互动的一个可选选择，但适合儿童观看的电影一般会选择在节假日上映，并不适合作为一个常去的选择。而游艺城经过多年发展，“脏乱差”的游戏环境基本已经消失，所提供的设备也是以强调体验、成瘾性较低的游艺设备为主，对儿童智力开发、亲子互动等都有益处。目前一些游乐场品牌定位于为儿童成长打造的游艺厅，如莫莉幻想、万达宝贝王、meland等。整体来说，游艺城为消费者提供类型多元、娱乐性强的游乐设备，涵盖模拟体验类、休闲运动类、亲子娱乐类，充分满足亲子娱乐、运动益智、动漫文化等社会文化潮流需求，受众群体广泛，覆盖亲子、情侣、朋友等多元群体，其中亲子向的游乐设备及娱乐场景需求凸显，有望高速增长。

2.3.2. 供给端：游戏游艺设备品类日趋丰富，游乐场运营商品牌化发展

游戏游艺设备行业集中度低，设备品类日趋丰富，未来能够建立起差异化优势的公司将占据更大的市场份额。目前，游戏游艺设备行业企业较多，但大多为中小企业，即便是游艺设备行业的龙头华立科技和世宇科技，市场份额也仅在 2%~3%之间，行业集中度低，竞争激烈。经过多年发展，游戏游艺设备品类日趋丰富，由单一的格斗类游戏机扩充至涵盖模拟体验、运动休闲、亲子娱乐等多元类型产品，与体感、VR、AR 等新技术融合是游戏游艺设备未来的发展方向。目前国内大部分厂商仍缺乏研发能力，产品结构单一，主要集中在技术复杂度相对较低的礼品类、彩票类、儿童类产品。未来，拥有综合产品开发能力，能够建立起差异化优势的公司将占据更大的市场份额。随着研发实力的综合提升和产品结构调整战略的深度实施，公司的市场份额由 2017 年的 2.1%提高至 2020 年的 2.71%，未来有望进一步提升。

游乐场品牌化、连锁化运营，有助于游艺业态迅速扩张和不断丰富，并促进游艺行业规范化发展。游艺行业经过数十年发展，涌现出很多知名游乐场运营品牌，包括大玩家、万达宝贝王、永旺幻想、恒大乐园、星际传奇、风云再起、环游嘉年华等。游乐场运营商品牌化从三方面推动游戏游艺行业发展：首先，品牌游乐场改变部分消费者对游戏厅“脏乱差”的刻板印象，形成一定的品牌认知度和忠诚度，有利于培养游艺娱乐消费习惯和规范行业发展；第二，游乐场运营品牌基本都有较为成熟的单店模型和丰富的运营经验，叠加品牌游乐场在商业综合体引进游艺业态时有较高的优先级和较强的议价能力，即商业体基于运营能力和引流能力的考虑优先选择品牌游乐场，并给予租金减免、装修补贴等优厚的商业条件，一定程度上提高门店的生存和盈利能力，因此，游乐场行业的品牌化发展有助于游艺行业门店的迅速扩张；第三，不同游乐场品牌的定位存在明显差异，例如，大玩家定位于融合室内嘉年华、射箭、保龄球等运动休闲项目、炫酷影吧等内容的综合游乐场，万达宝贝王定位为专为 0—8 岁中国亲子家庭设计的室内儿童主题乐园，星际传奇定位为潮玩、时尚、科技为一体的潮玩游乐趣集地，而且各品牌游乐场还会设立特色店或新型概念店，这些都有助于丰富游艺行业业态，拓宽行业市场空间。

表 6：知名游乐场品牌定位及门店数量

| 品牌 | 门店总数量 | 定位 |
|--------|---------|---|
| 大玩家 | 近 400 家 | 融合室内嘉年华、电子竞技、运动休闲项目、炫酷影吧、VR 体验馆的综合游乐场 |
| 万达宝贝王 | 近 300 家 | 专为 0—8 岁中国亲子家庭设计，拓展儿童思维、增进亲子情感的室内儿童主题乐园 |
| 莫莉幻想 | 205 家 | 大型室内儿童游乐园 |
| 星际传奇 | 87 家 | 潮玩、时尚、科技为一体的潮玩游乐趣集地 |
| 反斗乐园 | 19 家 | 融合 SPORTS、GAME、VR 的多场景主体家庭休闲游艺天地 |
| meland | 23 家 | 集综合游乐、亲子成长、艺术科普、亲子餐厅、 |

| | | |
|--------------------|------|------------------|
| (含 5 家 melandClub) | | 运动科技于一体的室内儿童游乐社区 |
| 环游嘉年华 | 15 家 | 综合游乐场, 公司新品展示平台 |

资料来源: 大玩家官网、万达宝贝王官网、永旺幻想官网、“反斗乐园×星际传奇”APP、“好玩趴”APP、天风证券研究所

图 24: 万达宝贝王-专为 0—8 岁中国亲子家庭设计的儿童主题乐园



资料来源: 万达宝贝王官网、天风证券研究所

图 25: 反斗乐园-融合 SPORTS、GAME、VR 的家庭休闲游艺天地



资料来源: 乐的文化官网、天风证券研究所

疫情加速传统商业中心向商业综合体升级, 作为体验式娱乐消费场景的室内游乐场逐渐成为商业中心的标配, 游艺场所有望加速下沉至三四线城市商圈。近年来, 我国电商发展迅速, 线下实物商品不再具备价格竞争优势, 消费者网购习惯逐渐养成, 传统的百货商场逐渐向商业综合体升级, 最典型的案例就是电影院的快速扩张。2020 年新冠疫情的爆发加速这一进程, 疫情后部分线下实物商品零售业态经营困难, 室内游乐场作为一种占地面积大且具备强大的吸引客流能力的业态, 成为商业中心继电影院之后的又一标配。此外, 电商和疫情冲击下的线下玩具城等传统业态面临转型需要, 游艺行业可借此机会创新游艺业态, 比如将动漫 IP 衍生品配套设备投放到传统玩具城, 或是深化“游艺+潮玩”业态, 市场还有更大的想象空间。

2.3.3. 国外市场发展经验: 巨头加速向上下游延伸, 游艺业态与其他泛娱乐业态深度融合

美国和日本作为商用游戏游艺机早期的发源地和主要市场, 已走过四十多年的历史, 产业已相当成熟, 从游艺行业较为发达的地区来看, 游艺业态品牌化运营是这些地区的共同特征。美国、日本、澳大利亚等地区诞生 Dave & Buster' S、CHUCKS E. CHEESE' S (CEC)、ROUND ONE、TIMEZONE 等大型连锁综合游艺娱乐经营企业, 这些海外知名品牌的发展模式也有显著差异, 如 CEC 融合“餐饮+游艺”, 提供比萨饼和其他菜单, 辅之以街机游戏和游乐设施, 而 TIMEZONE 则是提供包括游艺在内的生日派对、团队聚会等综合服务。

表 7: 国外游戏游艺场所知名品牌

| 公司名称 | 所在国家 | 门店数 | 发展模式 |
|---------------------|----------------------|-----------------|--|
| ROUND ONE | 日本, 美国 | 日本 97、 美国 49 | 娱乐连锁店, 提供保龄球, 游戏游艺机, 台球, 飞镖, 卡拉 OK 等, 提供餐饮 |
| TIMEZONE | 澳大利亚、印度、 菲律宾等 7 国 | 340+ | 融合游艺厅, 保龄球、碰碰车、密室逃脱等模式的综合游乐场, 并提供派对和聚会服务 |
| CHUCKS E. CHEESE' S | 美国 | 600+ | 餐饮+游戏游艺设备, 提供比萨饼和其他菜单, 辅之以街机游戏和游乐设施。 |
| DAVE& | 美国 | 137(截至 | 餐饮+游戏游艺设备, 提供全套餐厅服务和 |

BUSTER' S (2021.1) 一个电子游戏室

资料来源: ROUND ONE 官网、TIMEZONE 官网、CHUCKS E. CHEESE' S 官网、DAVE& BUSTER' S 官网、Statista 数据库、天风证券研究所

图 26: DAVE& BUSTER' S 提供全套餐厅服务和一个电子游戏室



资料来源: DAVE& BUSTER' S 官网、天风证券研究所

图 27: TIMEZONE 提供派对和聚会服务



资料来源: TIMEZONE 官网、天风证券研究所

日本游戏游艺行业巨头加速从传统的商用游戏游艺设备研产销业务向产业链上下游延伸,涉及动漫制作、游戏套件开发、设备生产、游艺娱乐场所运营、游戏 IP 衍生品的开发与运营等完整产业链条。日本是全球商用游戏游艺设备的主要创意中心,商用游戏游艺设备文化非常发达,诞生包括万代、世嘉、科乐美等商用游戏游艺设备行业的国际巨头,部分巨头产业加速将业务从单纯的商用游戏游艺设备研产销向产业链上下游延伸,实现全产业链布局,引领全球商用游戏游艺机企业的发展潮流。

美国是商用游戏游艺设备的全球发源地,历经四十多年的发展,游艺业态与电影院、酒吧、保龄球馆等线下泛娱乐业态深度融合,商用游戏游艺设备应用场景广泛,市场空间十分广阔。Player one Amusement Group 是北美的一家游乐解决方案供应商,它的主营业务除主要面向北美市场经销各类游戏游艺设备外,它与酒吧、餐厅、家庭娱乐中心等泛娱乐场所或购物中心进行设备合作运营,获得分成收入,还包括向下游游艺娱乐场所运营企业提供包括设备选购咨询、场所和主题设计、设备布局与安装、维修服务、技术支持等综合一站式服务。

目前国内游戏游艺设备的应用场景基本只限于游乐场门店,尚未和其他泛娱乐业态进行融合,借鉴海外发展经验,未来游艺设备市场规模具有十足的想象空间。公司将业务从 B 端的设备销售延伸至 C 端的动漫形象卡片销售和运营业务,已实现全产业链布局。持续深化已有多元业务,并借鉴海外经验探索创新游艺新业态是未来的一个发展趋势。

图 28: 北美游乐解决方案供应商 Player one Amusement Group 与酒吧、餐厅、购物中心、家庭娱乐中心等场所进行设备合作运营



家庭娱乐中心
为您的底线增添一些乐趣

将您的位置转变为家庭娱乐的目的地——提供更好的宾客体验可为您的企业带来更大的回报。



购物中心
创造家庭乐趣 - 和收入

儿童游乐设施在逛商场时为孩子和他们的父母提供乐趣，是为您的企业赚取额外收入的好方法。



酒吧/餐厅
为您的标签增加更多收入

游戏是酒吧、保龄球中心、溜冰场、剧院、卡车停靠站、商店等场所提供附加值和收入的好方法。

资料来源：Player one Amusement Group 官网、天风证券研究所

2.3.4. 政策端：行业处于理性有序发展轨道，政策包容且支持

回顾国内游戏游艺行业的发展历程，政策监管一直扮演着重要的主导角色，目前整个行业在有序、理性发展的轨道上，政策监管的态度偏向审慎包容甚至是支持和鼓励，引导行业健康有序发展。政策监管对游戏游艺设备市场和游艺场所的规范化发展起到决定性的作用，2000 年监管曾禁止所有游戏游艺设备的生产和销售，2012 年又因为出现部分违法经营行为掀起全行业的整顿浪潮。但随着产业监管政策的明确，游戏游艺设备行业逐渐摆脱过去无序竞争、盗版横行的市场乱象，并且设备类型由以成瘾性较高的游戏机为主转变为更加多元化的成瘾性较低的体验式游艺设备，游艺场所也进入规范化经营阶段。2015 年行业政策限制松绑，正式允许游戏游艺设备面向国内生产和销售，取消对游戏游艺场所总量和布局规划的行政性限定，降低游戏游艺场所运营门槛，同时要求杜绝“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。目前整个行业有序、理性发展，政策监管的态度也是偏向审慎包容甚至是支持和鼓励，引导行业健康有序发展。

表 8：游戏游艺行业相关政策梳理

| 发布或修订时间 | 发布单位 | 主要内容 | 政策态度 |
|------------|--|---|------|
| 2000 年 6 月 | 文化部、国家经贸委等七部门 《关于开展电子游戏经营场所专项治理意见的通知》 | 禁止面向国内的包括游戏游艺机在内的所有游戏游艺设备的生产和销售。 | 禁止 |
| 2009 年 2 月 | 文化部、公安部、工商总局 《关于进一步加强游艺娱乐场所管理的通知》 | 游艺娱乐场所使用的游戏设施设备必须是依法生产、进口，并经文化部内容审查通过的产品。 | 规范 |
| 2009 年 | 文化部《游戏游艺机市场准入机型机种指导目录》 | 加强对游艺娱乐场所机型机种的管理。 | 规范 |
| 2009 年 | 文化部 《关于加快文化产业发展的指导意见》 | 鼓励研发具有自主知识产权的网络游戏技术、电子游戏软硬件设备。 | 鼓励 |

| | | | |
|------------------------------|--|--|--------------|
| 2013 年 | 国家市场监督管理总局 《游戏游艺机产品规范》 (GB/T30440) | 规定游戏游艺机产品的术语和定义、分类、编码、技术要求、试验方法、质量评定程序以及标志、包装、运输和贮存等。 | 规范 |
| 2015 年 6 月 | 文化部 《文化部关于允许内外资企业从事游戏游艺设备生产和销售的通知》 | 已获得《游戏游艺设备内容审核批准单》的游戏游艺设备可以面向全国销售； 鼓励和支持企业研发、生产和销售具有自主知识产权、体现民族精神、内容健康向上的益智类、教育类、体感类、健身类游戏游艺设备。 严禁含有《娱乐场所管理条例》第十三条禁止内容的，存在安全隐患的，具有退币、退分、退钢珠等赌博功能的游戏游艺设备面向国内生产和销售。从事游戏游艺机生产和销售的企业应当向所在地省级文化行政部门提出内容审核申请。 | 规范、支持、 鼓励 |
| 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》 | 取消对游戏游艺场所总量和布局规划的行政性规定； 要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。 强化场所主体责任，明场所法定代表人、实际经营人为第一责任人，明晰部门责任，确保责任落实到位。积极探索建立“黑名单”监管机制，对纳入“黑名单”的，依法予以限制或者禁入。 | 规范、支持 |
| 2006 年 1 月发布 2016 年 2 月修订 | 国务院 《娱乐场所管理条例》(2016 年修订版) | “游艺娱乐场所不得设置具有赌博功能的电子游戏机机型、机种、电路板等游戏设施设备，不得以现金或者有价证券作为奖品，不得回购奖品。” | 规范 |
| 2016 年 3 月 | 广东省文化厅 《广东省文化厅关于游戏游艺设备内容审核工作的规范》 | 规定广东省文化厅关于游戏游艺设备内容审核的申请方式、审核流程及审核标准等。 | 规范 |
| 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》 | 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； 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，支持其增设上网服务、休闲健身、体感游戏、电子竞技、音乐书吧等服务项目； 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； 支持中国文化娱乐行业协会和地方各级行业协会、生产企业、娱乐场所等合力打造区域性、全国性乃至国际性游戏游艺竞技赛事，并依托赛事平台开展其他衍生业务，以竞技比赛带动游戏游艺产品的研发推广、经营业态的转变和行业形象的提升。各级文化行政部门应当结合实际，引导和扶持各种竞技比赛与游戏游艺行业融合发展。 | 支持、鼓励 |
| 2017 年 4 月 | 文化部 《文化部“十三五”时期文化产业发展规划》 | 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。指导行业协会举办游戏游艺竞技赛事。 开展娱乐场所环境服务评定工作，加强结果应用。 | 规范、鼓励 |

| | | | |
|-------------------------|--|--|----|
| 2013年2月发布 2017年12月修订 | 文化部 《娱乐场所管理办法》 | 文化主管部门应当对歌舞娱乐场所使用的歌曲点播系统和游艺娱乐场所使用的游戏游艺设备进行内容核查。 | 规范 |
| 2019年11月 | 文化和旅游部 《游戏游艺设备管理办法》 | 除国家法定节假日外，娱乐场所以及其他经营场所设置的电子游戏设备（机）不得向未成年人提供。 | 规范 |
| 2021年3月 | 全国人民代表大会 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》 | 实施文化品牌战略，打造一批有影响力、代表性的文化品牌。 积极发展对外文化贸易，开拓海外文化市场，鼓励优秀传统文化产品和影视剧、游戏等数字文化产品“走出去”，加强国家文化出口基地建设。 | 鼓励 |

资料来源：各部门官网、天风证券研究所

目前国家对游戏产业的监管政策主要是针对线上游戏产业，线下游艺产业对未成年人的成瘾性较低，并且作为一种体验式的线下消费，在国家政策鼓励范围之内。2021年8月，国家新闻出版署下发的《关于进一步严格管理，切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》针对未成年人过度使用甚至沉迷网络游戏问题，严格限制向未成年人提供网络游戏的时间。线上游戏政策趋严促进未成年消费者娱乐线下化，对线下游艺行业来说反而是一种利好。此外，线下游艺产业的审核程序和限制条件较为简单，游艺场所的经营要通过文旅局的文化许可，只需距离学校超过200米，并且位于商业综合体内，通过消防二次审批即可。游戏游艺设备需要通过文化部的内容审查，相当于游戏版号，但审查的速度相对游戏较快。

3. 我国卡片市场一片蓝海，卡片业务将迎来快速增长期

3.1. 集换式动漫形象卡片产业链

动漫IP形象卡片的产业链由IP方、游戏品牌方、生产商、运营商、渠道端构成。IP方将动漫IP或游戏IP授权给游戏品牌方，游戏品牌方负责集换式卡牌游戏的研发与设计，并外聘制造商生产实体卡片，游戏品牌方自行发行或由区域代理商代理发行动漫形象卡片及游戏，通过各类批发和零售渠道触达消费者。

图 29：集换式动漫 IP 形象卡片产业链



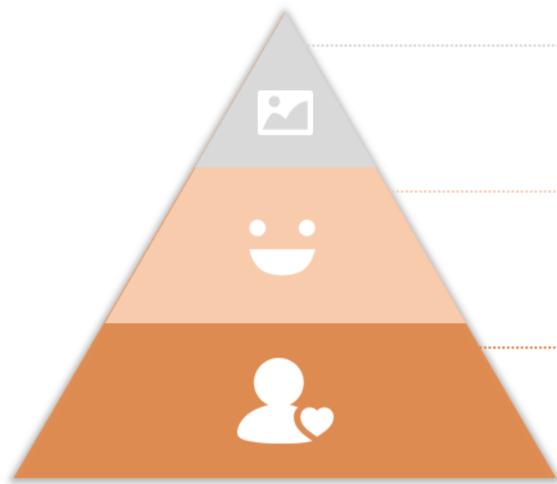
资料来源: 云涌控股招股说明书、天风证券研究所根据各公司官网整理

公司在获取中国区代理权和渠道资源方面具有强大的竞争优势, 已获得奥特曼融合激战和宝可梦加傲乐等多款卡片游戏在中国区的独家代理发行权, 未来拓展商场中庭、玩具店、餐厅等多元渠道有助于拓宽动漫形象卡片销售空间。公司与万代、科乐美等公司形成稳定的合作关系, 由公司代理负责宝可梦加傲乐等多款动漫形象卡片游戏在中国区域的运营, 包括定期发行新卡, 举办线下活动及赛事等。公司采用直销的方式销售给下游渠道, 目前销售渠道已覆盖 1000 多家游乐场门店, 即在 1000 多家游乐场门店投放配套的游艺设备, 相较于公司下游客户的 10000 多家门店来说仍具有非常大的铺设空间。相比于一般的集换式卡牌游戏, “游艺游戏+卡片” 模式能够更好地与其他线下业态融合, 未来公司将渠道从游乐场门店拓展到商场中庭、玩具店、餐厅等多元渠道, 动漫 IP 形象卡片销量具有十足的想象空间。

3.2. 动漫形象卡片满足 IP 粉丝情感需求, 具备较强的社交属性与收藏价值

集换式 (TCG) 动漫形象卡片满足 IP 粉丝群体的情感需求, 且具有较强的社交属性与收藏价值, 玩家在获得稀有卡时会有强烈的喜悦与满足感。集换式卡牌一般都有知名 IP 作为支撑, 比如世界三大 TCG 卡牌中的宝可梦和游戏王均有电子游戏或动漫作品作为支撑, 其 IP 粉丝构成卡牌游戏玩家的主力军, 从 IP 衍生产品中获得情感满足。奥特曼 IP 在我国小学生群体中有不少粉丝, 公司的奥特曼形象卡片也获得众多小学生消费者的喜爱, 经常与父母来游戏。集换式卡牌设置不同的稀有度等级, 玩家获取卡片具有随机性, 当获得稀有卡牌时, 这种强烈的喜悦和满足感正是集换式卡牌的乐趣所在, 获得稀有卡片之后, 消费者可以跟同学或圈内玩家进行交流, 一定程度上给消费者带来群体认同感。还有一类资深玩家是奔着收集齐所有的稀有卡片来的, 其价格敏感度低, 客单价高, 会为了收集到稀有卡片一直在一台设备消费直到获得稀有卡片为止。

图 30: 集换式卡牌消费动机



精心设计+精美工艺使实体卡片具有收藏价值

美术设计师精心设计+优秀的制作工艺=精美的实体卡片，具有十足的收藏价值，资深玩家通常为获得稀有卡片持续消费直到获得稀有卡片。

划分稀有度等级带来“不确定性奖赏”

根据角色的重要性和能力等划分不同的稀有度等级，获取卡片具有随机性，玩家获得稀有卡片时强烈的喜悦和满足感正是集换式卡片的乐趣所在。

满足了IP粉丝群体的情感需求和社交需求

根据动漫IP衍生设计，一定程度上满足了IP粉丝群体的情感需求和社交需求，IP粉丝构成这类卡牌游戏玩家的主力军。

资料来源：天风证券研究所总结

3.3. 集换式卡牌在我国仍属于蓝海，差异化产品定位助力卡牌业务迅速扩张

集换式卡牌（TCG）市场在国外已经非常成熟。据国外的知名咨询公司 The Expresswire 的研究报告，2020 年全球集换式卡牌游戏市场规模已达到 111.3 亿美元，预计 2027 年市场规模将扩大至 312.6 亿美元，2021-2027 年复合年增长率为 15.9%，仍保持非常高的增长速度。根据日本玩具协会的调查，2020 年日本的纸牌游戏和集换式卡牌的市场规模达到 1222.4 亿日元（约合 71.71 亿人民币），占日本玩具市场规模的 14.79%，2014-2020 年的复合年增长率为 5.80%。

图 31：日本纸牌游戏和集换式卡牌的市场规模（单位：亿日元）



资料来源：三文娱公众号、天风证券研究所

现阶段我国尤其是境内的集换式卡牌市场仍是一片蓝海，对于公司来说是一个非常好的发展机遇。公司 2013 年正式推出动漫 IP 衍生品销售业务，将业务从 B 端延伸至 C 端。该业务模式下，公司获得版权方（万代、科乐美和鈊象电子）的 IP 授权，自主生产配套设备并投放于下游合作的游乐场门店，通过向版权方指定的卡片生产商采购卡片，并加以一定的利润向合作门店供货，门店自主定价向玩家售卖，公司通过买卖价差实现盈利。公司与门店之间为合作运营关系，公司拥有设备的所有权，这有利于公司获取消费者的游戏数据，深度运营玩家社区，同时维护市场价格稳定。玩家花费 6-10 币使用配套游艺设备，获得一张动漫 IP 衍生卡片，并使用以前收集或现在购买的卡片在游艺设备中进行游戏。

图 32：公司动漫 IP 衍生品及其配套设备

动漫IP衍生品设备



动漫IP衍生卡片



资料来源：公司官网、“万代卡玩”APP、“卡片嘉年华”公众号、天风证券研究所

公司是集换式卡牌行业的龙头之一，差异化的产品定位减小竞争压力，有利于卡牌业务规模的迅速扩张。国外较为流行的TCG品牌，如万智牌、游戏王集换式卡牌、宝可梦集换式卡牌（PCG），在我国仍处于起步阶段，这对于国内的卡牌品牌商及运营商来说是一个非常好的发展机遇。近两三年，以卡游、集卡社、华立科技为代表的企业或卡牌品牌在我国的集换式卡牌市场快速成长，是这个市场的龙头企业，但三者的定位、产品和销售渠道存在显著差异：卡游以收藏卡和玩家间对战类卡牌为主，其主要IP包括奥特曼、赛尔号等，主要通过线下的校边店、自营旗舰店和线上的淘宝旗舰店、品牌官网等渠道进行销售；集卡社以收藏类卡牌为主，其主要IP包括斗罗大陆、秦时明月等国漫IP，其目前的主要销售渠道包括校边店和抖音直播电商；华立科技的卡片游戏则是融合“游艺”元素，玩家可以通过游艺设备进行人机对战或玩家间联机对战，主要IP包括奥特曼、宝可梦、龙珠等，华立科技主要通过在下游客户的游乐场门店投放配套设备触达消费者。参考国外的集换式卡牌市场的发展情况，综合我国现阶段卡牌市场规模和龙头企业的产品定位，我们认为未来两三年将是公司动漫形象卡片业务的快速增长期。

图 33：卡牌行业龙头企业的产品定位、销售渠道、游戏场景对比

卡游

重点产品：超宇宙奥特曼英雄、奥特曼英雄对决
 重点产品的定位：收藏卡、对战卡
 销售渠道：线下+线上
 游戏场景：玩家在桌子上相互对战

超宇宙奥特曼英雄



游玩家对战桌



集卡社

重点产品：斗罗大陆、秦时明月收藏卡
 重点产品的定位：收藏卡
 销售渠道：线下+线上
 游戏场景：无游戏属性

斗罗大陆



X11精品店



华立科技

重点产品：奥特曼融合激战、宝可梦加傲乐
 重点产品定位：游艺游戏+卡片
 销售渠道：线下游乐场门店
 游戏场景：玩家在游艺设备中进行游戏

宝可梦加傲乐



游艺设备



资料来源：卡游官网、“Kayou 卡游”公众号、杰森动漫官网、“卡片嘉年华”公众号、实地调研、天风证券研究所

3.4. 顶级 IP 叠加设备铺设空间广阔，未来有望持续放量

目前公司已合作奥特曼、龙珠、宝可梦等多个超级 IP，这些超级 IP 历经数十年在亚洲乃至世界范围积累了庞大的粉丝群体，其每年卡牌等衍生品销量居高不下。根据三文娱整理的《全球最赚钱的 50 个 IP》，截至 2021 年 3 月，精灵宝可梦排在该榜榜首，总收入估计为 1000 亿美元左右，其中授权衍生品 760 亿美元；龙珠排名第 13 位，总收入估计为 277 亿美元左右，其中衍生品销售收入为 77.81 亿美元，集换式卡牌销售收入为 4.6 亿美元。宝可梦是全球三大 TCG 卡牌 IP 之一，宝可梦公司 2021 财年（2020.4-2021.3）宝可梦 TCG 卡牌全球销售量为 37 亿张，累计达到 341 亿张。奥特曼虽然在全球范围内没有宝可梦和龙珠那么热门，但在我国深受 6-12 岁的小学生喜欢，据《中外玩具制造》杂志，以奥特曼系列形象卡牌为拳头产品的卡游文化去年的营收达到 10-20 亿，占据我国卡牌市场的大部分市场份额。

表 9：精灵宝可梦排在全球最赚钱的 IP 排行榜之首，龙珠位列第 13 名（截至 2021 年 3 月）

| 排名 | IP 系列 | 诞生年份 | 总收入（美元） | 收入分类 | 原始媒体 | IP 拥有者 |
|----|-------|------|-----------|--|------|---|
| 1 | 精灵宝可梦 | 1996 | 约 1000 亿元 | 授权衍生品 760 亿元 电子游戏 227.16 亿元 票房收益 18.38 亿元 家庭娱乐 1.443 亿元 其他 1.45 亿元 | 电子游戏 | 任天堂 宝可梦公司 |
| 13 | 龙珠 | 1984 | 约 277 亿元 | 衍生品销售 77.81 亿元 电子游戏 55.59 亿元 家庭娱乐 19.43 亿元 漫画单行本 22.22 亿元 票房收益 8.37 亿元 | 漫画 | 鸟山明 集英社（漫画） 东映动画（动漫） 万代南梦宫（游戏） |

漫画杂志 70.25 亿元
 音乐销售 0.47 亿元
 集换式卡牌销售 9.61 亿元
 其他 18.26 亿元

资料来源：“三文娱”公众号、天风证券研究所

图 34：二手交易平台“集换社”上的宝可梦 TCG 卡牌



资料来源：“集换社”小程序、天风证券研究所

图 35：卡游的奥特曼形象卡牌种类多样，X 档案已更新到第 12 弹

全部品类 X 档案 阳焰版 X 档案 黑钻版
 第12弹 第11弹 第10弹 第9弹 第8弹
 全稀有度 ZR UR HR LGR SSR



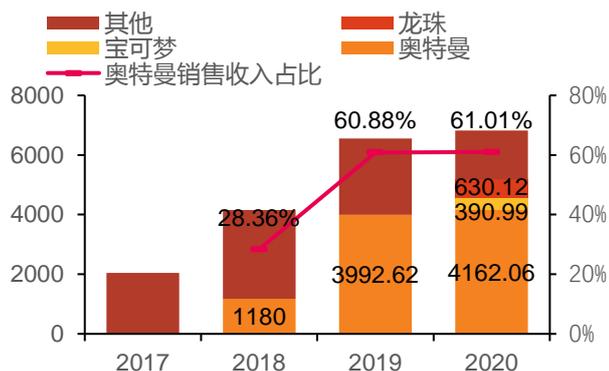
资料来源：“卡游文化”小程序、天风证券研究所

超级 IP “奥特曼”带动动漫 IP 衍生品业务迅速起量，后续有全球顶级 IP “宝可梦”和“龙珠”加持，叠加配套设备铺设空间广阔，未来有望持续放量。2018 年公司取得万代的“奥特曼融合激战”在中国大陆的独家发行权，凭借“奥特曼”这一超级 IP，动漫 IP 衍生品收入由 2017 年的 2040 万元增长至 2020 年 6822 万元，2017-2019 年复合增长率为 79.27%，2020 年疫情冲击下仍有 4% 的增幅。2019-2020 年“奥特曼”形象卡片贡献卡片业务 60% 的收入。2018-2020 年设备平均年收入由 1.37 万元/台下滑至 0.98 万元/台，原因是机甲英雄系列和偶活学园等其他 IP 的热度下降，单台设备收入由 1.65 万元/台下降至 0.84 万元/台，以及 2020 年疫情对线下游艺行业的冲击。但随着“奥特曼”、“宝可梦”、“龙珠”IP 的玩家社群不断积累与逐渐成熟，以及衍生品业务运营经验逐渐丰富（举办比赛等），预计今年单台设备收入会有大幅提升且后期会保持相对稳定。

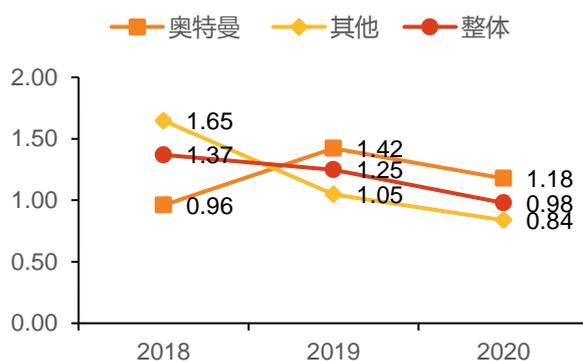
据我们前期实地调研，“宝可梦加傲乐”已经形成成熟、活跃、稳定的消费社群，产品热度不亚于“奥特曼融合激战”，预计 2021 年宝可梦加傲乐的销售收入将超过奥特曼融合激战，公司动漫 IP 衍生品销售业务可实现翻倍增长。目前，公司已累计投放八千台衍生品设备，覆盖一千多家游乐场门店，但与公司的一万家客户门店相比，卡牌设备仍有非常大的铺设空间。未来在超级 IP 和设备投放力度加大的共同加持下，动漫 IP 衍生品业务有望持续放量。

图 36：各 IP 形象卡片销售收入及奥特曼销售收入占比

图 37：单台设备平均卡片销售收入（单位：万元/台）



资料来源: 公司招股说明书、Wind、天风证券研究所



资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

公司与版权方合作关系长期稳定,“游艺+卡牌”赛道壁垒似低实高。第一, 获取 IP 授权需要运营经验、人际关系和行业口碑的长期积累, 公司的董事 Ota Toshihiro 在帮助公司拓展中国台湾和日本的商务关系, 获取 IP 授权时发挥关键作用; 第二, 华立科技与版权方的合作不仅涉及卡牌设备, 还有很多非卡牌类游艺设备的开发设计, 只要公司依靠自身强大的研发能力稳定地输出游艺设备, IP 方终止卡片授权、改变合作方的可能性极小; 第三, 华立已经树立起“游艺+卡牌”模式的标杆, 对于潜在的 IP 版权方来说, 华立的渠道和运营经验具备十足的吸引力, 公司在争取新的超级 IP 时具有很强的竞争优势。

图 38: 华立科技在“游艺+卡牌”领域具备绝对的竞争优势

| 超级IP加持 | 精美设计+优秀游戏 | 强大的渠道资源 | 十年卡牌运营经验 |
|--|------------------------------------|---|---|
| <p>奥特曼、宝可梦、龙珠等超级IP加持</p> <p>宝可梦-IP收入全球第一</p> <p>龙珠-IP收入全球第十四</p> <p>奥特曼-IP收入全球第六十一</p> | <p>精美卡片设计赋予卡片收藏价值, 优秀游戏作品增强可玩性</p> | <p>一万多家客户门店资源, 目前仅覆盖了1000多家门店, 设备铺设空间十足</p> | <p>集换式卡片游戏需要持续运营, 包括卡牌更新、赛事活动等。华立科技拥有十年的卡片游戏运营经验。</p> |

资料来源: “三文娱”公众号、公司招股说明书、公司官网、卡片嘉年华公众号、天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测核心假设

游戏游艺设备销售：综合考虑疫情恢复进程与游艺行业景气程度，预计公司游艺设备销量稳步增长，21-23 年分别为 6750/6900/7000 台。20 年受疫情影响游艺设备销售业务毛利率下降至 29.95%，随疫情影响逐步消退，预计 21-23 年设备销售业务的毛利率逐步提升，分别为 31.6%/32.4%/32.8%。由于游艺设备原材料成本逐年提升，预计 21-23 年设备销售单价同比增长 14.3%/13.6%/12.7%。综上，预计 21-23 年游戏游艺设备销售收入同比增速分别为 23%/16%/14%。

动漫 IP 衍生品销售：综合考虑公司设备投放战略及多元渠道投放的推进，预计 21-23 年设备投放存量分别达到 10500/16000/20000 台。由于宝可梦的销售收入占比在不断提升，21H1 已超过奥特曼，且宝可梦卡片单价较高，预计 21-23 年卡片销售单价分别为 3.55 /3.75 /3.90 元。随着玩家社区的不断成熟，预计 21-23 年单台设备卡片销量分别为 7000/8000/8500 张。综上，预计 21-23 年动漫 IP 衍生品销售收入同比增速分别为 218%/83%/50%。由于单台设备营收增长，设备折旧成本占比降低，预计 21-23 年动漫 IP 衍生品销售业务的毛利率为 33.5%/34.0%/34.5%。

设备合作运营：未来公司继续深化下游运营业务，预计 21-23 年设备合作运营数量分别为 3000/3200/3400 台，考虑到 21 年下半年疫情反复的影响，预计 21-23 年单台设备收入同比增长 5%/12%/10%。综上，预计 21-23 年设备合作运营收入同比增速分别为 50%/18%/17%。由于单台设备营收增长，设备折旧成本占比降低，预计 21-23 年设备合作运营业务的毛利率分别为 35.5%/36.5%/37.5%。

游乐场运营：综合考虑疫情恢复进程及新游乐场门店的开设，预计 21-23 年游乐场运营业务收入的同比增速分别为 74%/30%/28%。由于游乐场单店营收持续增长，游乐场运营固定成本占比降低，预计 21-23 年游乐场运营业务的毛利率分别为 7.9%/9.7%/12.2%。

表 10：21-23 年盈利预测（单位：万元）

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 游艺设备销售收入 | 29,863 | 26,447 | 32,441 | 37,685 | 43,104 |
| yoy (%) | -16% | -11% | 23% | 16% | 14% |
| 游艺设备销售毛利率 | 33.41% | 29.95% | 31.59% | 32.36% | 32.78% |
| 卡牌销售业务收入 | 6,559 | 6,822 | 21,708 | 39,750 | 59,670 |
| yoy (%) | 58% | 4% | 218% | 83% | 50% |
| 卡牌销售毛利率 | 31.98% | 33.23% | 33.50% | 34.00% | 34.50% |
| 设备合作运营收入 | 3,873 | 2,816 | 4,237 | 5,017 | 5,864 |
| yoy (%) | 22% | -27% | 50% | 18% | 17% |
| 设备合作运营毛利率 | 38.96% | 35.03% | 35.50% | 36.50% | 37.50% |
| 游乐场运营收入 | 8,373 | 5,616 | 9,777 | 12,665 | 16,236 |
| yoy (%) | 154% | -33% | 74% | 30% | 28% |
| 游乐场运营毛利率 | 20.46% | 8.80% | 7.92% | 9.67% | 12.18% |
| 营业总收入 | 49,818 | 42,495 | 69,479 | 96,204 | 125,939 |
| yoy (%) | 11% | -15% | 64% | 38% | 31% |
| 整体毛利率 | 31.48% | 27.79% | 28.88% | 30.18% | 31.06% |

资料来源：Wind、天风证券研究所

期间费用：21 年公司受疫情影响基本恢复，预计 21 年公司的销售费用、管理费用、研发

费用相比 19 年增长 5%。销售费用方面，预计公司 22-23 年将加强销售团队建设，22-23 年销售费用 yoy+30%/27%。管理费用方面，卡片业务迅速起量，需要配备更多运营人员，加上公司耕耘玩家社区的战略，预计 22-23 年公司加强卡片设备运营及互联网运营团队建设，管理人员团队持续扩大，22-23 年管理费用 yoy+37%/18%。预计 22-23 年研发费用每年同比增长 10%。

表 11：期间费用预测

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 销售费用率 | 5.82% | 3.45% | 4.38% | 4.12% | 3.08% |
| 管理费用率 | 6.43% | 5.20% | 4.84% | 4.79% | 3.35% |
| 研发费用率 | 3.01% | 2.87% | 2.27% | 1.71% | 1.11% |
| 三费/营业收入 | 15.26% | 11.53% | 11.49% | 10.62% | 7.54% |

资料来源：Wind、天风证券研究所

4.2. 投资建议

线下游艺业态需求强劲，IP、研发、渠道优势巩固游艺设备行业龙头地位，游艺业务稳步增长。宝可梦等超级 IP 加持卡片业务强势开启第二增长曲线。动漫形象卡片业务合作奥特曼、宝可梦等超级 IP，强势开启第二增长曲线。参考日本卡牌 1222.4 亿日元（约合 71.71 亿人民币）的市场规模，我国卡牌市场仍是一片蓝海，叠加“游艺游戏+卡片”的差异化产品定位，我们认为未来两三年将是动漫形象卡片业务的快速增长期。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.87 /1.50/2.45 亿元，yoy+88%/73%/64%，对应 PE 分别为 62X/36X/22X。公司为行业内第一家上市公司，暂无可比公司，2020-2023 年归母净利润的 CAGR 为 74.55%，考虑到行业正处于快速成长期，给予公司 1.073 倍 PEG，对应 2021 年 80XPE 估值，目标价为 79.76 元，首次覆盖给予“买入”评级。

4.3. 风险提示

疫情反复风险。疫情反复将造成游戏游艺行业等线下泛娱乐业态阶段性停业，对公司的游乐场运营业务和动漫 IP 衍生产品销售业务产生直接冲击，并间接对游艺设备销售业务产生不利影响。

监管趋严风险。目前游戏游艺行业处于有序发展阶段，近年来相关部门出台一系列支持、鼓励游戏游艺行业发展的政策，如果未来监管政策发生重大变化或调整，公司未能及时调整并充分适应政策变化，可能会对公司业绩造成不利影响。

应收账款风险。2020 年末公司应收账款余额为 25481.02 万元，占流动资产比例为 52.9%，虽然公司给予信用期的客户主要为大玩家、星际传奇等知名游乐场，但不排除未来客户的经营环境和财务状况出现重大不利变化，导致应收账款不能收回而形成坏账。

市场竞争风险。游戏游艺行业集中度较低，竞争激烈，虽然公司目前在中高端市场具有很强的竞争优势，但不排除未来有竞争对手实力加强，与公司在中高端市场形成竞争，公司若未能持续提升和巩固自身优势，市场竞争将会冲击公司业绩。

多元渠道投放推进不足风险。我们预期随着多元渠道投放的推进，卡片设备投放量有较大幅度的提高，但如果多元渠道投放推进过慢或不足，会影响公司未来两三年卡片业务的扩张速度。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 48.93 | 45.80 | 309.31 | 492.71 | 851.65 |
| 应收票据及应收账款 | 120.27 | 254.81 | 148.27 | 409.69 | 320.72 |
| 预付账款 | 16.09 | 6.97 | 32.41 | 23.38 | 45.48 |
| 存货 | 180.31 | 147.00 | 372.73 | 323.74 | 586.90 |
| 其他 | 30.37 | 26.88 | 37.30 | 42.35 | 47.81 |
| 流动资产合计 | 395.97 | 481.48 | 900.03 | 1,291.85 | 1,852.56 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 111.74 | 266.87 | 248.34 | 157.16 | (6.69) |
| 在建工程 | 110.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 32.50 | 30.62 | 28.74 | 26.86 | 24.98 |
| 其他 | 87.00 | 92.41 | 80.67 | 76.83 | 72.67 |
| 非流动资产合计 | 341.79 | 389.90 | 357.76 | 260.85 | 90.95 |
| 资产总计 | 737.76 | 871.37 | 1,257.79 | 1,552.70 | 1,943.52 |
| 短期借款 | 49.90 | 76.18 | 60.00 | 60.00 | 60.00 |
| 应付票据及应付账款 | 153.74 | 213.59 | 236.04 | 415.07 | 475.30 |
| 其他 | 65.81 | 80.92 | 130.30 | 96.64 | 182.74 |
| 流动负债合计 | 269.45 | 370.69 | 426.34 | 571.71 | 718.04 |
| 长期借款 | 93.47 | 84.94 | 60.00 | 60.00 | 60.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 2.71 | 0.00 | 1.36 | 1.36 | 0.90 |
| 非流动负债合计 | 96.18 | 84.94 | 61.36 | 61.36 | 60.90 |
| 负债合计 | 365.63 | 455.63 | 487.69 | 633.06 | 778.94 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 65.10 | 65.10 | 86.80 | 86.80 | 86.80 |
| 资本公积 | 156.68 | 156.68 | 400.68 | 400.68 | 400.68 |
| 留存收益 | 306.70 | 352.76 | 683.29 | 832.84 | 1,077.77 |
| 其他 | (156.36) | (158.80) | (400.68) | (400.68) | (400.68) |
| 股东权益合计 | 372.12 | 415.74 | 770.09 | 919.64 | 1,164.57 |
| 负债和股东权益总计 | 737.76 | 871.37 | 1,257.79 | 1,552.70 | 1,943.52 |

| 现金流量表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 59.77 | 46.06 | 86.54 | 149.55 | 244.93 |
| 折旧摊销 | 37.72 | 43.29 | 96.89 | 169.55 | 242.22 |
| 财务费用 | 7.58 | 2.50 | 7.02 | 5.63 | 5.23 |
| 投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | 17.53 | (47.69) | (61.44) | (62.28) | (52.58) |
| 其它 | (7.65) | (2.89) | 0.00 | (0.00) | (0.00) |
| 经营活动现金流 | 114.95 | 41.26 | 129.01 | 262.45 | 439.80 |
| 资本支出 | 144.95 | 82.84 | 75.13 | 76.49 | 76.94 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (330.77) | (135.25) | (151.62) | (152.97) | (153.43) |
| 投资活动现金流 | (185.82) | (52.41) | (76.49) | (76.49) | (76.49) |
| 债权融资 | 161.08 | 187.02 | 137.21 | 140.27 | 141.13 |
| 股权融资 | (7.81) | (5.53) | 260.79 | (5.63) | (5.23) |
| 其他 | (54.70) | (170.51) | (187.02) | (137.21) | (140.27) |
| 筹资活动现金流 | 98.57 | 10.97 | 210.98 | (2.57) | (4.38) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 27.70 | (0.18) | 263.51 | 183.39 | 358.94 |

| 利润表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 营业收入 | 498.18 | 424.95 | 694.79 | 962.04 | 1,259.39 |
| 营业成本 | 341.36 | 306.84 | 494.13 | 671.72 | 868.25 |
| 营业税金及附加 | 3.59 | 1.54 | 3.66 | 5.16 | 5.98 |
| 营业费用 | 29.00 | 14.67 | 30.45 | 39.61 | 38.79 |
| 管理费用 | 32.05 | 22.10 | 33.65 | 46.10 | 42.13 |
| 研发费用 | 14.99 | 12.21 | 15.74 | 16.49 | 14.01 |
| 财务费用 | 8.32 | 3.09 | 7.02 | 5.63 | 5.23 |
| 资产减值损失 | (2.25) | (0.58) | 7.21 | 3.93 | 1.31 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 4.66 | 7.09 | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 营业利润 | 66.47 | 57.98 | 102.94 | 173.41 | 283.68 |
| 营业外收入 | 0.04 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 |
| 营业外支出 | 0.85 | 11.69 | 2.92 | 0.55 | 0.55 |
| 利润总额 | 65.67 | 46.32 | 100.04 | 172.89 | 283.16 |
| 所得税 | 5.90 | 0.26 | 13.51 | 23.34 | 38.23 |
| 净利润 | 59.77 | 46.06 | 86.54 | 149.55 | 244.93 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 59.77 | 46.06 | 86.54 | 149.55 | 244.93 |
| 每股收益(元) | 0.69 | 0.53 | 1.00 | 1.72 | 2.82 |

| 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 11.14% | -14.70% | 63.50% | 38.46% | 30.91% |
| 营业利润 | 81.92% | -12.78% | 77.54% | 68.46% | 63.60% |
| 归属于母公司净利润 | 90.58% | -22.94% | 87.89% | 72.81% | 63.78% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 31.48% | 27.79% | 28.88% | 30.18% | 31.06% |
| 净利率 | 12.00% | 10.84% | 12.46% | 15.54% | 19.45% |
| ROE | 16.06% | 11.08% | 11.24% | 16.26% | 21.03% |
| ROIC | 21.29% | 13.47% | 18.36% | 27.13% | 45.95% |

| 偿债能力 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 资产负债率 | 49.56% | 52.29% | 38.77% | 40.77% | 40.08% |
| 净负债率 | 30.14% | 33.97% | -22.35% | -38.32% | -61.01% |
| 流动比率 | 1.47 | 1.30 | 2.11 | 2.26 | 2.58 |
| 速动比率 | 0.80 | 0.90 | 1.24 | 1.69 | 1.76 |

| 营运能力 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 应收账款周转率 | 4.51 | 2.27 | 3.45 | 3.45 | 3.45 |
| 存货周转率 | 2.94 | 2.60 | 2.67 | 2.76 | 2.77 |
| 总资产周转率 | 0.77 | 0.53 | 0.65 | 0.68 | 0.72 |

| 每股指标(元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 0.69 | 0.53 | 1.00 | 1.72 | 2.82 |
| 每股经营现金流 | 1.32 | 0.48 | 1.49 | 3.02 | 5.07 |
| 每股净资产 | 4.29 | 4.79 | 8.87 | 10.59 | 13.42 |

| 估值比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 市盈率 | 89.72 | 116.43 | 61.97 | 35.86 | 21.89 |
| 市净率 | 14.41 | 12.90 | 6.96 | 5.83 | 4.60 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 0.00 | 24.96 | 14.31 | 8.72 |
| EV/EBIT | 0.00 | 0.00 | 46.96 | 27.85 | 16.04 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |