



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

增持 (首次覆盖)

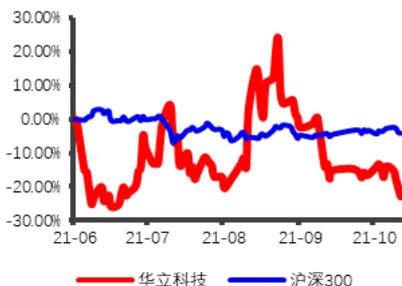
行业： 传媒
日期： 2021年10月29日

分析师： 滕文飞
Tel: 021-53686151
E-mail: tengwenfei@shzq.com
SAC 编号: S0870510120025
分析师： 胡纯青
Tel: 021-53686150
E-mail: huchunqing@shzq.com
SAC 编号: S0870518110001

基本数据 (2021.10.27)

报告日股价 (元) 48.78
12mth A 股价格区间 (元) 44.86-82.70
总股本 (百万股) 86.8
无限售 A 股/总股本 21.34%
流通市值 (亿元) 9.04

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告:

游戏游艺设备龙头， 重磅 IP 产品开启新增长空间

主要观点

国内游戏游艺设备行业龙头

公司深耕游戏游艺行业多年，是国内游戏游艺设备龙头，自成立以来业绩增长稳健，产业链布局逐渐完善。近年来推出“奥特曼”、“宝可梦”系列产品，将卡牌玩法与游艺机相结合，有望成为业绩增长新支柱。

动漫 IP 衍生品业务：业务模式创新，业绩增长重要看点

公司实现了业务模式的创新，变销售游艺机为销售卡牌，取得了较传统模式更高的盈利水平。公司自2013年进入动漫IP衍生品的卡牌游戏赛道，核心优势在于代理产品均为业内头部IP：“奥特曼”系列IP经久不衰，总价值已超过百亿美元；“宝可梦”系列为全球最赚钱IP，至今吸金超1000亿美元。凭借公司奥特曼卡牌街机丰富的运营经验，叠加新产品宝可梦加傲乐巨大的商业化潜力，有望打造公司第二增长曲线。

运营业务：丰富营收渠道，增强行业竞争力

公司设备合作运营业务已形成了“研发支持销售，销售引领运营，运营促进研发”的良性循环，有助于提升公司新产品的研发成功率，扩大公司游艺设备的覆盖面；近年来，传统百货去百货化趋势明显，儿童亲子、休闲娱乐设施占比提升，公司此时切入游乐场运营的新赛道，有望打开全新增长空间。

投资建议

公司在游戏游艺设备领域竞争力强，在“宝可梦”等重磅IP加持下，动漫IP衍生产品业务有望实现快速发展。公司主营业务从疫情影响中逐步恢复，前三季度实现业绩大幅增长，但受国内疫情反复影响，公司新业务带来的增量尚未得到完整体现。预计2021-2023年公司营业收入分别为5.79亿元、8.64亿元和12.13亿元，同比增长36.23%、49.32%和40.29%；归属于母公司股东净利润分别为0.69亿元、1.35亿元和2.34亿元，同比增长49.75%、96.28%和72.82%，EPS分别为0.79元、1.56元和2.70元，对应PE为61.39、31.28和18.10倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

疫情反复风险，监管政策风险，动漫IP衍生品增长不及预期

数据预测与估值

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	424.95	578.90	864.41	1212.70
年增长率	-14.70%	36.23%	49.32%	40.29%
归母净利润	46.06	68.97	135.38	233.97
年增长率	-22.94%	49.75%	96.28%	72.82%
每股收益 (元)	0.53	0.79	1.56	2.70
PE	68.70	61.39	31.28	18.10

数据来源：Wind，上海证券研究所 (2021年10月27日收盘价)

目 录

一、公司概况：游戏游艺行业龙头企业	4
1.1 发展历程：游艺设备销售稳步发展，产业链逐渐完善	4
1.2 股权结构：股权集中，管理层经验丰富	5
1.3 财务状况：业绩保持增长，盈利结构多元化	7
二、游艺设备市场：行业平稳健康发展	8
2.1 行业概况：区域集中明显，产业集中度低	8
2.1 行业政策：政策利好，行业或进一步发展	10
三、产品储备：设备类型丰富，拥有多款知名 IP	12
3.1 产品情况：产品类型丰富，结构完善	12
3.2 产品优势：自主研发先导，文化创意与科技创新融合 ...	14
四、动漫 IP 衍生品业务：业务模式创新，业绩增长重要看点	16
4.1 卡牌业务市场：市场规模超百亿，前景巨大	16
4.2 动漫 IP 衍生品业务模式：实现业务模式创新	18
4.3 公司 IP 情况：多款知名 IP 代理权，盈利能力持续提升	19
4.3.1 “奥特曼”系列 IP 经久不衰	20
4.3.2 “宝可梦”全球最赚钱 IP	22
五、运营业务：拓展完善产业链布局	24
5.1 设备合作运营：拓展下游客户，形成“运营促研发，研发促运营”良性循环	24
5.2 游乐场运营：切入新赛道，打开全新增长空间	25
六、盈利预测与估值	27
七、风险提示	29
7.1 疫情反复风险	29
7.2 监管政策风险	30
7.3 动漫 IP 衍生品收入增长不及预期	30
八、附表	31

图

图 1 企业发展历程	4
图 2 华立科技部分合作伙伴	5
图 3 股权结构	6
图 4 营业收入及增速（万元）	7
图 5 净利润及增速（万元）	7
图 6 主营业务占比情况	8
图 7 主营业务毛利率变动情况	8
图 8 期间费用率（%）	8
图 9 全国居民人均可支配收入（元）	9
图 10 全国居民人均教育文化娱乐消费支出（元）	9
图 11 2016-2020 年全国游戏游艺机营收规模及增速	10
图 12 广东省游戏游艺机营收规模及其全国市场比例	10
图 13 游艺设备销售收入及其市场份额	13
图 14 产品销售收入占比	13

图 15 涉及新技术产品销售情况 (万元)	15
图 16 2014-2020 年日本纸牌游戏和集换式卡牌市场规模及增速.....	17
图 17 2016-2020 年我国玩具行业市场规模及增速.....	17
图 18 2014-2024 (估计) 亚太地区 集换式卡牌游戏市场批发价值.....	17
图 19 2017-2020 年华立科技动漫 IP 衍生品收入及增速.....	18
图 20 动漫 IP 设备投放数量.....	19
图 21 2020 华立科技各类 IP 卡片收入情况 (万元)	20
图 22 “奥特曼”动漫 IP 衍生产品.....	20
图 23 “奥特曼”形象卡牌销售情况.....	21
图 24 “奥特曼”55 周年海报.....	22
图 25 全球 IP 价值排名 (亿美元)	23
图 26 宝可梦收入分类 (亿美元)	23
图 27 宝可梦加傲乐.....	24
图 28 第三代加傲盘.....	24
图 29 设备合作运营收入情况.....	25
图 30 环游嘉年华.....	26
图 31 华立电竞.....	27

表

表 1 公司董事会成员及管理层.....	6
表 2 同行业主要公司 2020 年收入及净利润情况 (亿元) ...	10
表 3 行业监管政策.....	11
表 4 产品结构.....	12
表 5 销售量与单价同行业公司对比.....	14
表 6 公司与套件供应商合同情况.....	14
表 7 涉及新技术产品.....	15
表 8 游乐场收入及设备数量情况.....	26
表 9 分业务收入预测.....	28

一、公司概况：游戏游艺行业龙头企业

1.1 发展历程：游艺设备销售稳步发展，产业链逐渐完善

华立科技集设计、研发、制造、发行、营运、服务于一体，是国内最大的商用游乐设备发行与运营综合服务商之一，广东省高新技术企业。公司产品覆盖中国和全球近万家高级游乐场所，致力于提供多元化线下游乐体验和室内乐园一站式解决方案。

华立科技的发展历程可划分为三个阶段：

2010-2012: 创始人苏本立凭借20年游艺设备行业经验，于2010年8月20日成立广州华立科技有限公司，公司主要基于国际知名的IP套件设计、研发、生产、销售游艺设备，并不断扩大游艺设备销售规模，商业模式较为单一。

2013-2017: 公司于2013年推出设备合作运营业务，增加动漫IP衍生品业务。设备合作运营业务将公司业务链拓展到下游运营市场，有助于公司了解市场需求，了解游艺设备运营情况，促进公司产品升级、研发；动漫IP衍生品业务将游艺设备与动漫IP结合，用户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，进一步提高了游艺设备的趣味性。在这一阶段，公司扩充了自身的盈利渠道及产品形式，逐步深化多元化业务布局。

2018-至今: 公司将运营业务延伸至游乐场运营，于2018年12月收购广州科韵，开始拥有自营游乐场。同时，进一步强化IP产品布局，陆续推出“奥特曼”、“宝可梦”、“龙珠”等动漫IP形象卡片，多元化盈利结构进一步深化。公司于2021年6月登陆A股市场，成为行业内第一家上市公司。

图 1 企业发展历程



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

华立科技凭借对游戏游艺潮流的准确把握，先进的研发设计和强大的生产资源，全力打造共赢共生的产业链生态系统，与全球高端平台和跨国游戏游艺品牌企业，包括微软 Xbox，万代南梦宫

(BANDAI NAMCO)、世嘉(SEGA)、MARVELOUS,RAW THRILLS, KONAMI、IGS 等，以及国内外大型连锁主题乐园，如大玩家、Meland, 星际传奇、风云再起，万达宝贝王、恒大乐园、永旺莫莉幻想、Time Zone、Fun World 等建立了长期战略合作关系，不断为消费者带来最具沉浸感的线下游乐体验。

在终端方面，通过不断推出健康、创新的游乐产品，经营多家阳光化、规范化、高科技的游艺游乐场所，逐步改善社会大众对动漫游戏游艺行业的陈旧观念，使阳光、健康、运动、潮流的行业形象成为大众新认知，打造线下主题社交的游乐新场景。

公司产品畅销全球动漫游乐市场，已成为国内外大型主题乐园、连锁购物商场、商业综合体、旅游景区等商业场所的重要合作伙伴之一。

图 2 华立科技部分合作伙伴

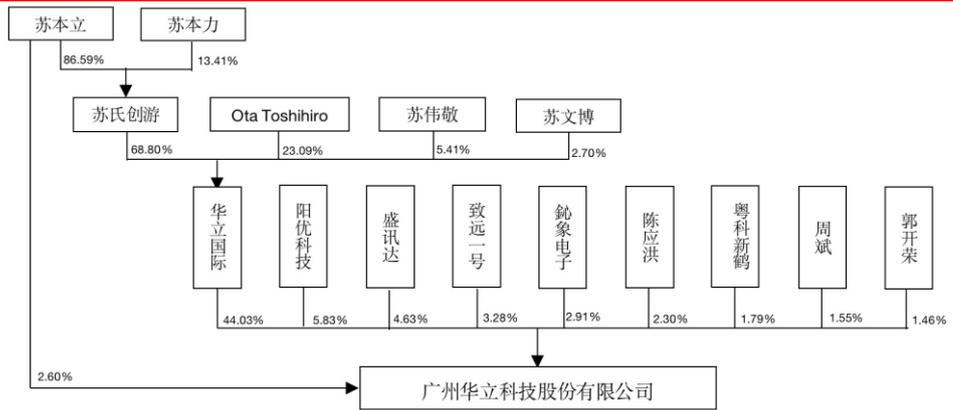


数据来源：公司官网 上海证券研究所

1.2 股权结构：股权集中，管理层经验丰富

截至 2021 年 9 月，公司创始人苏本立先生、直接持有公司 2.60% 股份，公司的大股东华立国际持有公司 44.03% 股份，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%，创始人苏本立对公司的控制权稳定。

图 3 股权结构



数据来源: Wind 上海证券研究所

上世纪八十年代, 公司实际控制人苏本立主要在珠三角地区从事运输个体经营, 具备了一定经济实力。苏本立先生根据境外游戏游艺产业发展情况, 在国内率先进入游戏游艺行业, 经过 30 余年的发展, 苏本立先生在行业内积累了丰富的资源和经验, 参与制定了多项行业的标准; 公司日籍董事 Ota Toshihiro 拥有超过 30 年游戏游艺设备行业经验, 负责公司 IP 引入工作, 增强了公司 IP 引进实力; 公司的副总经理兼研发总监 Aoshima Mitsuo 此前在日本的游戏游艺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; 担任中国文化产业行业协会理事、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。
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
刘柳英	董事兼副总经理	20 余年游艺设备行业经验
苏永益	董事兼副总经理	30 余年游艺设备行业经验
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开发负责人等职。

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

1.3 财务状况：业绩保持增长，盈利结构多元化

多年来，公司业绩基本保持持续增长势头。仅2020年由于受新冠疫情影响，除动漫IP衍生品业务继续增长外，其他主营业务收入出现不同程度下降，导致2020年营业收入增长为负。2021年上半年，随着国内疫情控制，线下游乐场恢复运营，公司游艺设备销售和游乐场运营收入实现大幅增长；2016-2020年，公司归母净利润呈现整体上升趋势。2018年，公司因处置长期股权投资资产投资和出售东莞微勤产生偶发性亏损657.5万元和39.5万元，导致净利出现下跌，而2019年归母净利润增长90.6%，2021年，因公司业务受疫情影响减小，上半年实现归母净利润3116万元，较2020上半年大幅增长2524.29%。

图4 营业收入及增速（万元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

图5 净利润及增速（万元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

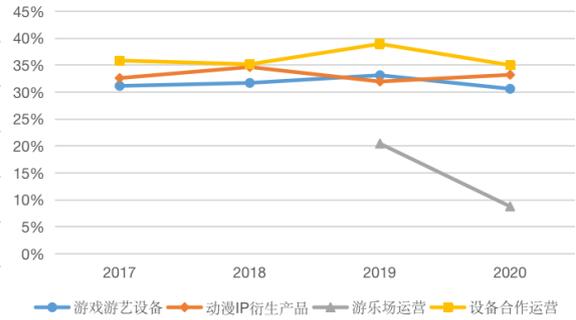
分业务来看，公司主营业务由单一的游戏游艺设备销售转向多元化发展。游艺设备销售收入为公司主要收入，2020年收入达到26447.27万元，但收入占比较前几年有所降低。动漫IP衍生产品收入由2017年5.28%提高到2020年的16.05%，2021年上半年进一步提升达到32.7%，是公司收入增长的主要看点；公司游乐场运营业务开始于2019年，占比较为稳定。毛利率方面，2017-2020年，游戏游艺设备销售、动漫IP产品销售、设备合作运营的毛利率较为稳定，为30%左右；游乐场运营业务运营成本相对较高，2019年毛利率为20.46%，2020年游乐场运营毛利率由于疫情不能营业原因，毛利率出现暂时性下滑。

图 6 主营业务占比情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

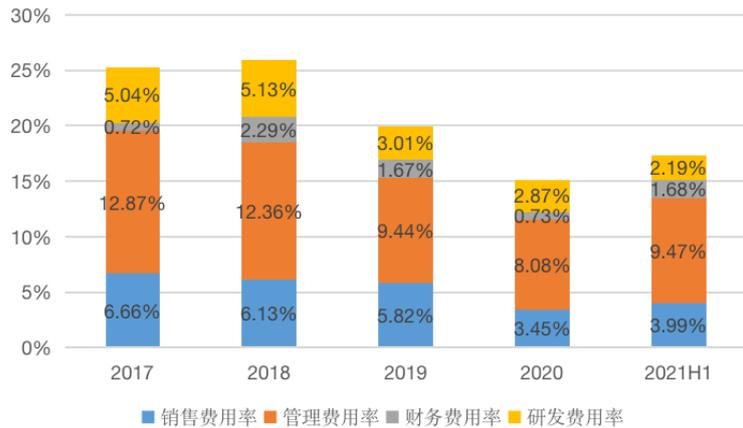
图 7 主营业务毛利率变动情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

2017-2020 年, 公司期间费用率水平逐年下降, 2021 年上半年期间费用率与 2020 年上半年相比保持稳定, 期间费用控制良好, 内部成本管控能力较强。

图 8 期间费用率 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

二、游艺设备市场：行业平稳健康发展

2.1 行业概况：区域集中明显，产业集中度低

商用游戏游艺设备于上世纪 80 年代从香港进入我国沿海地区, 并逐步从沿海城市覆盖到内地。改革开放以来, 我国经济迅速增长, 居民可支配收入也保持较高增长水平, 《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》提出, 在提高发展平衡性、包容性、可持续性基础上, 到 2020 年国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻

一番。随着我国经济持续快速发展，城乡居民的文化消费需求数量不断增加，质量不断提高。2020年，全国居民用于教育文化娱乐的人均消费支出为2,032元，比2013年增长45.38%，2014-2019年年均增长10%，教育文化娱乐支出占全部消费支出的比重为9.6%。

未来，随着国民经济的持续增长，居民收入水平及消费能力仍将保持较快增加，除衣食住行类的基础层面消费外，对休闲娱乐、教育等精神层面的消费需求也不断增加，将为游戏游艺行业的快速发展提供有力的消费基础。游戏游艺行业因其寓教于乐的特点，近年来发展迅速。

图 9 全国居民人均可支配收入（元）



图 10 全国居民人均教育文化娱乐消费支出（元）



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

数据来源：国家统计局 上海证券研究所

根据《2020 广东省游戏产业年度发展报告》的数据，广东省是我国游戏游艺设备生产的主要基地，2016年-2020年，广东省游戏游艺机营收占全国市场98%以上，游戏游艺设备行业区域集中度高。

公司所处行业市场空间大，2016年-2019年，全国游戏游艺机营收规模超百亿，2020年受疫情影响，营业收入为97.5亿元，我们认为，未来随着疫情影响减小，游戏游艺机营收规模将进一步增长。游戏游艺设备生产型企业较多，广东省游戏游艺设备生产企业超过2000家，大多为中小企业，产业集中度较低，市场竞争较为激烈，华立科技作为该行业头部企业，市场份额仅占不到3%。

图 11 2016-2020 年全国游戏游艺机营收规模及增速



图 12 广东省游戏游艺机营收规模及其全国市场比例



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

数据来源：2020 广东省游戏产业年度发展报告 上海证券研究所

公司作为国内龙头企业之一，但经营规模与万代南梦宫等国际上的同业上市公司相比还有较大差距，与世宇科技同属于国内游戏游艺设备制造领域规模较大的公司。

表 2 同行业主要公司 2020 年收入及净利润情况 (亿元)

公司名称	收入	净利润
万代南梦宫	477	51.9
世嘉森美	163.23	3.85
科乐美	29.03	13.04
鈦象电子	19.59	7.91
世宇科技 (2019 年)	4.53	0.54
华立科技	4.25	0.46

数据来源：Wind 上海证券研究所

2.1 行业政策：政策利好，行业或进一步发展

从我国文化产业长远建设需求出发，为促进行业健康有序发展，并规范企业经营行为，我国陆续颁布多项法律法规，从研发、制造、销售及经营等环节对从事设备制造行业的企业及下游娱乐经营场所进行规范管理。

2000 年，国务院等七部委曾出台政策要求全民禁止生产、销售游戏游艺设备；后禁令得到小幅度的放开，2009 年，文化部《关于进一步加强游艺娱乐场所管理的通知》指出：游艺娱乐场所使用的游戏设施设备必须是依法生产、进口，并经文化部审查通过的产品；直到 2015 年，《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》下发，全面允许内外资企业从事游戏游艺设备生产和销售，且游戏游艺机审批由省级文化部门负责。该通知的下发使得游戏游艺行业进入快速发展期。

表 3 行业监管政策

颁布时间	政策名称	主要内容
2000.06	七部委《关于开展电子游戏经营场所专项治理意见的通知》	禁止面向国内的游戏游艺设备的生产与销售。
2009.02	《关于进一步加强游艺娱乐场所管理的通知（文市发〔2009〕4号）》	完善产业政策体系，要求游艺娱乐场所使用的游戏设施设备必须是依法生产、进口，并经文化部审查通过的产品。
2015.09	《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》	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。全面允许内外资企业从事游戏游艺设备生产和销售，且游戏游艺机审批由省级文化部门负责。
2016.09	《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。
2017.04	《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。
2019.11	《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。
2021.03	《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。

数据来源：招股说明书 各部门官网 上海证券研究所

游戏游艺行业对未成年人的监管主要参照 2020 年新修订的《游戏游艺设备管理办法》，其中明确，除国家法定节假日外，娱乐场所及其他经营场所设置的电子游戏设备、游戏机等，不得向未成年人开放或者提供服务。这一监管政策与近期出台的主要针对线上游

戏的《防止未成年人沉迷网络游戏的通知》相比，严格程度可谓不相上下。

相较于网络游戏版号，游戏游艺设备的内容审核相对顺畅。根据《游戏游艺设备内容审核管理办法》规定，由省级文化行政部门负责游戏游艺设备的内容审核程序，并在自受理申请之日起 20 日内作出批复，并由文旅部统一公示。

三、产品储备：设备类型丰富，拥有多款知名 IP

3.1 产品情况：产品类型丰富，结构完善

公司生产的游戏游艺设备主要应用于万达宝贝王、恒大乐园、大玩家、星际传奇、风云再起、永旺幻想、Time Zone、Fun World 等国内外知名主题乐园。公司为客户和消费者提供类型丰富、娱乐性强的产品设备，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、家庭休闲、体育益智、动漫文化等社会文化潮流需求，具体包括狂野飙车 DX、舞萌 DX、极速 5、巨兽浩劫 2 代、甜蜜宝贝 5 等，产品类型丰富。

表 4 产品结构

产品类型	产品图片	产品类型	产品图片
射击类		益智类	
竞速类		音乐类	

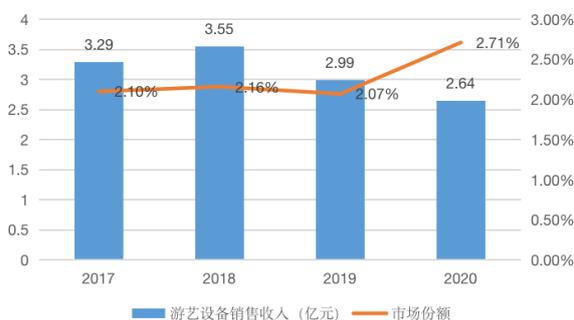


数据来源：公司官网 上海证券研究所

游艺设备销售收入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。虽然 2018-2020 年公司游艺设备销售收入有所下降，但市场份额占比上升，2020 年达到 2.71%。

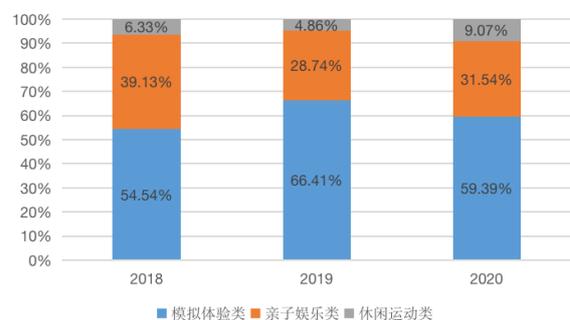
2018-2020 年，公司模拟体验类游艺设备销售收入占比超过 50%，亲子娱乐类销售收入占比逐年下降，公司主动进行产品结构调整，减少技术含量低、单价低、毛利率低的产品生产销售，主要为亲子娱乐类产品的调整，产品结构的调整有利于公司将研发精力集中于高端、差异化产品上，有助于增强公司产品竞争力，进一步提高市场份额。

图 13 游艺设备销售收入及其市场份额



数据来源：招股说明书 Wind 上海证券研究所

图 14 产品销售收入占比



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2018 年至 2019 年，公司设备出货量分别为 13,513 台和 9,966 台，同行业可比公司世宇科技同期销售数量分别为 14,831 台和

13,658 台。世宇科技 2019 年销售数量低于 2018 年，扣除单价低于 2 万元/台出货设备之后，公司 2018 年至 2019 年出货数量为 9,018 台和 8,606 台，与世宇科技变动趋势一致。公司设备出货量下降不是持续性变化，主要系公司主动调整产品结构造成。2020 年设备出货量下降主要为新冠疫情影响，随着国内新冠疫情逐渐得到控制，下游客户运营逐渐恢复，未来设备销售有望恢复往年同期水平。

表 5 销售量与单价同行业公司对比

项目		2018	2019
世宇科技	游戏游艺设备销售数量（台）	14831	13658
	设备销售单价（万元/台）	2.82	3.15
华立科技	游戏游艺设备销售数量（台）	11809	7486
	设备销售单价（万元/台）	3.01	3.99

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

3.2 产品优势：自主研发先导，文化创意与科技创新融合

公司经营规模业内领先，旗下游艺设备 IP 分为授权 IP 和自研 IP，授权 IP 方面，公司与微软（Microsoft）、万代南梦宫（Bandai Namco）、世嘉（SEGA）、科乐美（Konami）、Raw Thrills、鈿象电子（IGS）等建立了战略合作伙伴关系，目前公司已获得了多款 IP 在游戏游艺设备领域的全球或区域代理权，包括《奥特曼》、《马力欧》、《光环》、《变形金刚》、《古墓丽影》、《巨兽浩劫》、《头文字 D ZERO》等。公司与主要 IP 套件供应商建立了长期稳定的合作关系，公司在合同到期后续签的可能性较大，且拥有 IP 设备境内独家销售权。

表 6 公司与套件供应商合同情况

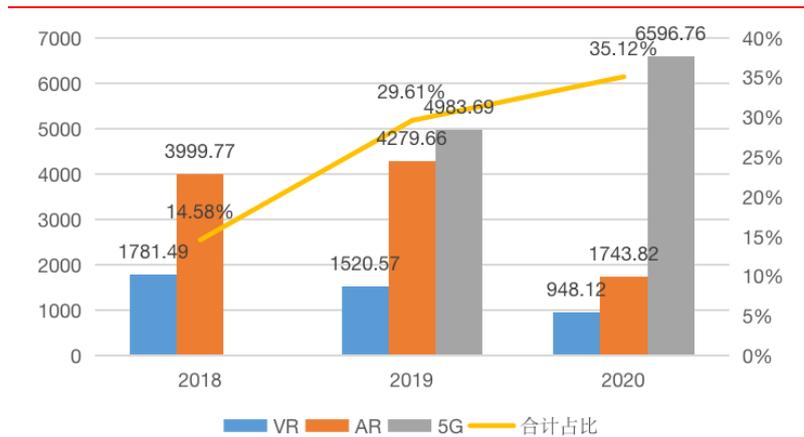
公司采购主要套件的 IP 名称	协议权限情况	已获取套件年限	是否拥有 IP 设备境内独家销售权
《奥特曼》	2018 年签订，每年自动续期	3 年	是
《马力欧》	2019 年签订，每年自动续期	2 年	是
《古墓丽影》	2018 年签订，每年自动续期	3 年	是
《变形金刚》	2016 年签订，每年自动续期	超过 5 年	是
《光环》	2019 年签订，每年自动续期	2 年	是
《巨兽浩劫》	2015 年签订，每年自动续期	2 年	是
《头文字 D ZERO》	2018 年签订，每年自动续期	3 年	是
《火线狂飙》	2016 年签订，每年自动续期	超过 5 年	是
《机甲英雄》	2013 年签订，每年自动续期	超过 5 年	是
《龙珠》	2020 年签订，每年自动续期	1 年	是
《宝可梦》	2020 年签订，每年自动续期	1 年	是

数据来源：公司公告 上海证券研究所

自研 IP 方面，公司在产品研发、渠道资源等方面具有较强的竞争优势。截至 2020 年 12 月 31 日，公司共有 28 款自有 IP 研发产品，已有拥有 118 项专利、123 项软件著作权，公司自主研发的《雷动》系列产品已由当初单一赛车款式拓展至摩托、赛艇等产品系列，在引入欧美发达游戏市场后受到当地玩家欢迎。截至目前，公司先后推出模拟体验类、亲子娱乐类、休闲运动类等各类游戏游艺产品 192 款，且产品在市场上具备较高的竞争力。

公司游戏游艺设备质量精益求精、工业设计符合人体工学，运用声、光、电、机械、体感、VR 等多重技术，设备科技感突出且富有创意，融入《变形金刚》、《马力欧》等动漫文化属性，能够使游戏游艺设备实现其他游戏平台无法比拟的独特游戏体验效果。2018-2020 年度销售设备产品涉及 VR、AR、5G 技术的设备收入占比逐年攀升，由 14.58% 上升为 35.12%，拥有新技术的产品逐渐成为公司主流。

图 15 涉及新技术产品销售情况 (万元)



数据来源：Wind 上海证券研究所

表 7 涉及新技术产品

涉及技术	设备名称	设备图片
VR	火线狂飙 VR	

AR

机甲变声 GO、奇幻仙境城堡、巨兽浩劫、舞力特区



5G

极速 5、头文字 D-Zero、舞萌 DX



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

四、动漫 IP 衍生品业务：业务模式创新，业绩增长重要看点

4.1 卡牌业务市场：市场规模超百亿，前景巨大

卡牌游戏的雏形是 N-RPG（桌面角色扮演游戏）游戏 D&D（龙与地下城），发明者是一个美国保险推销员 Gary Gygax（加里·吉斯），起源于 70 年代的龙与地下城桌游不仅仅成就了 RPG 游戏史的辉煌，也开启了桌面卡牌游戏的大门。在 20 世纪 90 年代中期，由美国数学教授理查·加菲设计，Wizards of the Coast 公司发行的《魔法风云会》（万智牌）成为世界上第一款集换式卡牌游戏（TCG），并迅速在世界范围内传播，拥有 600 万的全球用户，每年有官方举办的全球联赛，巨大的商业成功极大的推动了卡牌游戏的发展。90 年代末期，以日本动漫《游戏王》为背景的集换纸牌游戏问世，再次极大扩展了全球卡牌游戏市场，超过 250 亿张的实体卡牌销量也创下迄今为止全球销售最多卡片游戏的记录。

根据华经产业研究院数据，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。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%，由于中日玩具偏好的一致性、文化上的相似性和 IP 的共通性，预计中国卡牌游戏占比与日本类似。据统计，2020 年我国玩具行业市场规模为 779.7 亿元，按照

卡牌游戏市场占比 14.75% 计算，预计 2020 年我国卡牌游戏行业规模约 115 亿元。

图 16 2014-2020 年日本纸牌游戏和集换式卡牌市场规模及增速



图 17 2016-2020 年我国玩具行业市场规模及增速

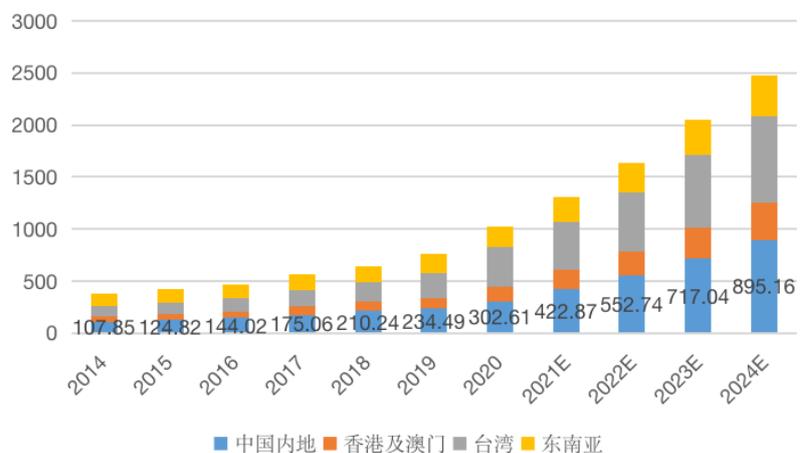


数据来源：华经产业研究院 上海证券研究所

数据来源：中国玩具协会 上海证券研究所

亚太地区集换式卡牌游戏市场的批发价值由 2014 年的 378.34 百万增加至 2019 年的 758.75 百万，复合年增长率为 14.9%。主要由于人们对娱乐的需求随主要集换式卡牌游戏品牌（例如魔法风云会、宝可梦、游戏王及 WeißSchwarz 等）的品牌知名度上升而增加。集换式卡牌游戏市场于 2020 年快速增长，主要动力来自 2019 年末推出的宝可梦繁体中文版，以及于 2020 年推出的游戏王简体中文版。预计批发价值于 2019 年至 2024 年预测期间持续增长，并最终于 2024 年达 2479.79 百万港元，复合年增长率为 26.7%。其中 2020 年中国内地批发价值 302.61 百万元，2014-2019 年复合增长率 16.8%，预计至 2024 年，复合增长率为 30.7%，高于亚太地区增长率。

图 18 2014-2024（估计）亚太地区 集换式卡牌游戏市场批发价值



数据来源：弗若斯特沙利文 上海证券研究所

华立科技从 2013 年开始增加动漫 IP 衍生品业务，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。公司“奥特曼”卡牌销售收入快速增长，2019-2020 年营收贡献均超 60%，2020 年达到 4168.02 万元，为华立科技各类 IP 卡片销售收入的主要来源；2020 年，公司不断引入国际知名 IP，推出“龙珠”、“宝可梦”等动漫 IP 衍生产品，“龙珠”、“宝可梦”2020 年合计贡献超过 16%，我们认为未来还会进一步提升，有望成为未来增收核心驱动力。华立科技 IP 衍生品业务 2017 年营收为 2041 万元，2020 年为 6822 万元，年均复合增长率为 50%，2020 年由于受到疫情影响，仍然同比增长 4.01%，且动漫 IP 衍生产品收入占比由 2017 年 5.28% 提高到 2020 年的 16.05%，2021 年上半年达到 32.7%，预计将成为公司业绩增长的重要看点。

图 19 2017-2020 年华立科技动漫 IP 衍生品收入及增速



数据来源：wind 上海证券研究所

4.2 动漫 IP 衍生品业务模式：实现业务模式创新

华立科技动漫 IP 衍生品业务借鉴日本 ACG 产业的先进经验，主要通过向游乐场门店投放动漫卡通设备并持续销售动漫 IP 衍生产品实现。动漫 IP 衍生产品配套动漫卡通设备使用，动漫 IP 衍生产品融合了正版 IP 动漫形象的卡片、手办等，消费者每次使用动漫卡通设备时均可获取相关产品。公司通过向合作门店销售动漫 IP 衍生产品获取收入。目前公司动漫 IP 衍生产品的销售主要系销售动漫形象卡片。

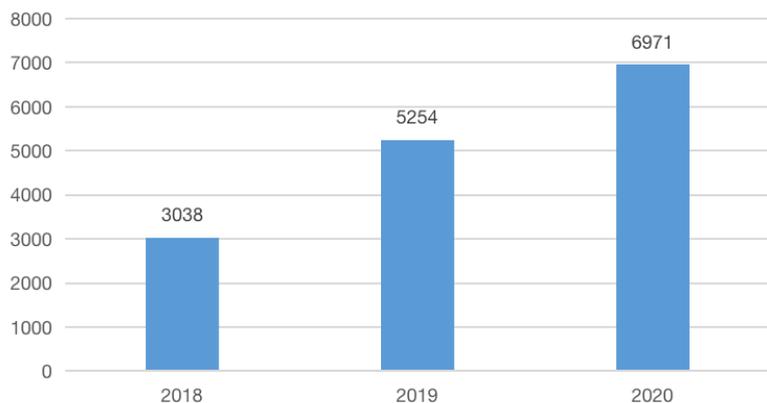
动漫 IP 衍生产品业务下，公司与游乐场门店的主要合作模式为：公司将自有动漫 IP 形象设备投放至游乐场门店，不收取设备价

款及租金，主要通过持续销售动漫 IP 形象卡片获取收益。公司只收取动漫 IP 形象卡片的销售收入，消费者为获取卡片的消费金额均属于游乐场客户，公司不参与分成；公司向游乐场门店投放卡通设备亦不向游乐场收取或缴纳相关费。

公司开创了独特的业务模式，将游戏与卡牌业务结合起来，在卡牌业务中增添趣味性，卡牌通过游艺机销售，玩家在购买卡牌后可选择进行直接获取卡牌或进行游戏，并获取 IP 卡牌。集换式卡牌收集者具有较高的用户粘性和回购率高等特点；游艺玩家用户数量巨大，目前，公司销售渠道已经覆盖 1000 多家游乐场门店；而 IP 粉丝具有社交属性、情感需求高等特点，华立科技的动漫 IP 衍生品游艺机将三种客户群体融合在一起，进一步增加了该业务的用户群体，满足消费者群体收藏、社交等需求，对消费者具有强大的吸引力。

动漫 IP 衍生产品配套动漫卡通设备使用，动漫 IP 衍生产品融合了正版 IP 动漫形象，用户使用动漫卡通设备时可获取相关产品（如动漫形象卡片、手办等），产品具有收藏、社交等属性。公司动漫 IP 设备投放数量逐年增加，2020 年投放数量近 7000 台，随着设备投放数量的逐渐增多，该项业务的收入将进一步提高，成为公司的又一主要收入来源。

图 20 动漫 IP 设备投放数量



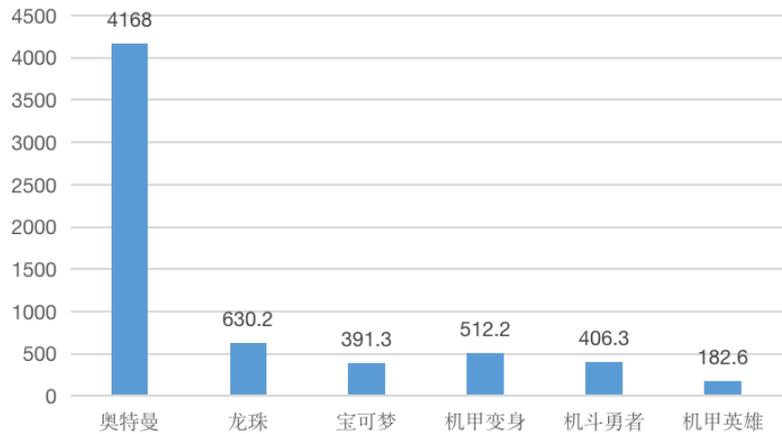
数据来源：招股说明书 上海证券研究所

4.3 公司 IP 情况：多款知名 IP 代理权，盈利能力持续提升

目前公司已获得了多款 IP 在游戏游艺设备领域的全球或区域代理权，包括《奥特曼》、《马力欧》、《光环》、《变形金刚》、《古墓丽影》、《巨兽浩劫》、《头文字 D ZERO》等。其中“奥特曼”形象卡片销售收入为公司动漫 IP 衍生品业务主要收入来源，

公司 2020 年下半年新推出的“龙珠”、“宝可梦”等具有国际顶级 IP 属性的产品，取得较好的市场效果，深受消费者喜爱，值得关注，将推动公司持续盈利能力持续提升。

图 21 2020 华立科技各类 IP 卡片收入情况（万元）



数据来源：公司公告 上海证券研究所

4.3.1 “奥特曼”系列 IP 经久不衰

奥特曼诞生于 1966 年，之后在全球知名度迅速攀升。1993 年，奥特曼进入中国市场，自此成为了 80 后、90 后乃至部分 70 后和 00 后的童年回忆。奥特曼 IP 除了系列特摄作品本身，还有系列漫画、游戏、舞台剧、小说、广播剧等不同载体。不过最能展现奥特曼 IP 经济价值的，还是授权的周边衍生产品，主要包括玩具、卡牌。

在日本，圆谷除了自己生产少部分奥特曼玩具之外，主要授权给了万代；在国内卡游的奥特曼卡牌授权来自新创华，华立科技就受益于奥特曼 IP，华立的两款奥特曼动漫 IP 衍生产品为“奥特曼融合激战”和“奥特曼变身大决战”，它的销售方式，主要是向合作游乐场门店投放可售卖卡牌的设备，门店再销售给消费者。门店主要包括大玩家、乐的文化、风云再起、永旺幻想、卡通尼、汤姆熊。一张奥特曼形象卡片，华立科技向门店销售的最高价格为 4 元(含税)，门店向消费者客户的销售价格一般为 6 元-8 元（含税）。

图 22 “奥特曼”动漫 IP 衍生产品



数据来源：公司官网 上海证券研究所

公司在 2018 年推出“奥特曼”融合激战动漫卡通设备，深受市场欢迎，“奥特曼”形象卡片销量快速增长，2020 销售收入达到 4168.02 万元，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，“奥特曼”系列总价值已超过百亿美元，作为一个长盛不衰的知名 IP，公司相关系列产品日后仍将为动漫 IP 衍生品业务主要收入来源。

图 23 “奥特曼”形象卡牌销售情况

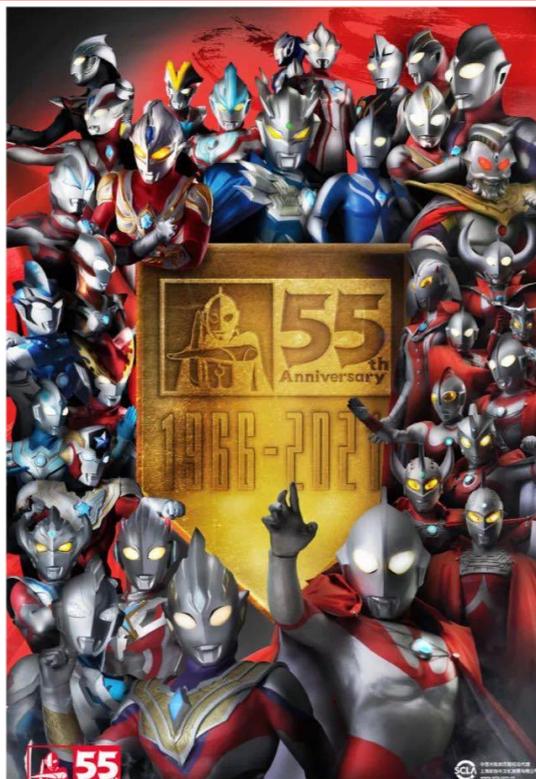


数据来源：招股说明书 上海证券研究所

江苏省消保委发布的《动画领域侵害未成年人成长安全消费调查报告》显示，不少动画片中时有涉及暴力和犯罪的阴暗元素，导

致近七成儿童模仿，《报告》中，列举出了存在问题的 21 部动画作品，其中包括《迪迦奥特曼》，9 月 24 日，《迪迦奥特曼》全网陆续下架，下架 3 天后，9 月 27 日部分集数删减后重新上架。《迪迦奥特曼》虽然是人气最高的奥特曼之一，但自 1966 年开始上映至今，55 年共推出近 50 个奥特曼，奥特曼系列 IP 影响巨大；《迪迦奥特曼》中不乏对人与自然相处的反思，孩子的梦想等积极向上思想。

图 24 “奥特曼” 55 周年海报



数据来源：队长特摄公众号 上海证券研究所

4.3.2 “宝可梦” 全球最赚钱 IP

据统计机构 Statista 近日公布的数据显示，宝可梦 Pokémon 已成为全球最赚钱的 IP，至今吸金超 1000 亿美元（约合人民币 6000 亿元），且主要收入来源于授权衍生品，达 760 亿美元，占比 76%。今年是宝可梦诞生 25 周年，伴随着几代人的回忆，从任天堂的《精灵宝可梦》游戏开始，到后来衍生出电视动画片、电影及 IP 周边，不仅有过无数的跨界联名系列，如今全球已有多家宝可梦专门店、甚至还有宝可梦乐园等。

图 25 全球 IP 价值排名 (亿美元)

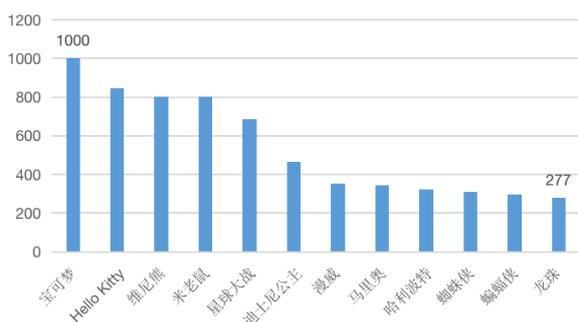


图 26 宝可梦收入分类 (亿美元)



数据来源: Game look 上海证券研究所

数据来源: Game look 上海证券研究所

2020 年, Pok é mon TCG (集换式卡牌游戏) 的热度呈现爆发式增长, 其拍卖价格也屡创新高。一张 1999 年初 Pok é mon 卡牌竞标至 17 万美元的高价, 一盒密封完好的补充包也在一年内涨至 36 万美元。据 Raisin UK 2020 年的投资报告表明, 比起国际拍卖行长久青睐的古董汽车、奢侈腕表、威士忌、球鞋等项目, Pok é mon 卡牌、复古游戏和漫画更具投资价值。

公司于 2020 年下半年推出宝可梦加傲乐, 累计推出三弹卡片, 多种游戏模式, 不仅满足玩家在策略、竞技上的游戏体验, 而且吸引对游戏关注度低的宝可梦 IP 粉丝, 带给以收藏为主要需求的玩家类似盲盒和抽卡的优质游戏体验。公司凭借公司奥特曼卡牌街机的丰富运营经验, 加上宝可梦 IP 的巨大商业价值, 有望推动业务进一步增长。

图 27 宝可梦加傲乐



图 28 第三代加傲盘



数据来源：公司官网 上海证券研究所

数据来源：卡片嘉年华 上海证券研究所

五、运营业务：拓展完善产业链布局

5.1 设备合作运营：拓展下游客户，形成“运营促研发，研发促运营”良性循环

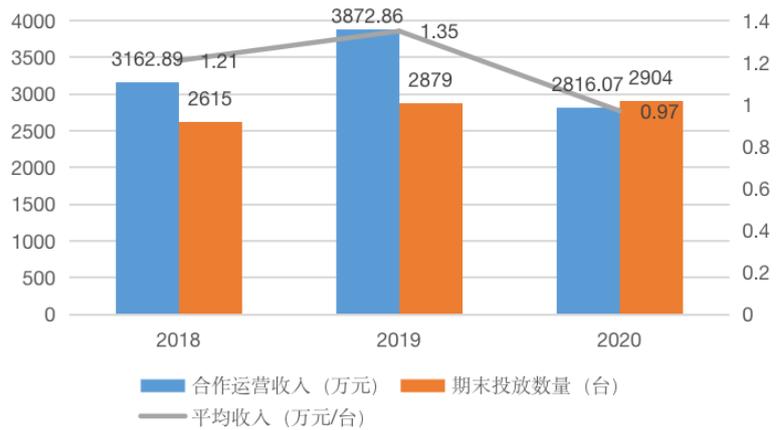
设备合作运营业务指公司与合作门店签订协议，约定公司将游戏游艺设备寄放在合作门店运营的游乐场所，每个月按照约定比例收取合作设备运营收入。公司通过每月对账、设备盘点、实地拜访客户等方式管理和监控合作运营设备的经营情况。

2018-2020 年，公司设备合作运营收入分别为 3,162.89 万元、3,872.86 万元、2,816.07 万元，对外投放设备平均收入分别为 1.21 万元、1.35 万元、0.97 万元，2019 年平均单个投放设备的收入增加 0.14 万元，主要是公司在 2018 年针对对外投放的部分设备进行了内容升级，并根据合作运营业务发展，提升合作运营服务，产品创收能力增强。2020 年平均单个投放设备的收入下降 0.38 万元，主要系 2020 年上半年行业受疫情影响较大所致。2021H1，设备合作运营收入达到 17.1 亿元，同比增长 87.2%。

请务必阅读尾页重要声明

设备合作运营业务为公司带来持续稳定收益的同时丰富了公司的盈利渠道，可以满足资金有限的下游客户群体，实现游戏游艺设备供应商和运营商共担风险、共享收益，与游艺设备销售业务形成互补，充分把握用户群体的需求变化，形成“研发支持销售，销售引领运营，运营促进研发”的良性循环，对引导公司开发、引进新产品、新技术提供及时、有效的指导信息，有助于提升公司开拓新产品的成功率，极大的扩大公司游艺设备的覆盖面。

图 29 设备合作运营收入情况



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

5.2 游乐场运营：切入新赛道，打开全新增长空间

游乐场运营服务指公司通过在商业综合体直接经营游乐场所的服务。鉴于室内游乐场等休闲娱乐项目强大的吸引客流能力，国内商业综合体积极引入游乐场门店已成为行业显著趋势。核心地段的游乐场因其巨大的聚集性人流量成为一种不可再生的稀缺资源。公司经过多年的游戏游艺产品销售和运营业务，拥有丰富的产业经验，同时，公司与粤海、永旺、万科、绿地等大型商业地产公司建立良好合作关系，将运营服务进一步延伸至游乐场运营服务。游乐场运营服务一方面有助于公司对消费者的消费习惯、消费偏好进一步分析，及时调整游乐场经营布局及设备配置，对公司产品的设计、研发具有重要的意义，自营游乐场也是公司向下游客户展示优质产品及经营模式的直接平台，对引导客户进行产品的选购、经营理念的优化提供重要的参考素材，有利于促进原有客户加快引进优质产品，也有利于吸引行业外的投资者进入游戏游艺行业；另一方面，公司通过自营游乐场切入新赛道，扩大成长空间。

“环游嘉年华”、“城市英雄”是华立科技旗下大型动漫电玩主题乐园连锁化品牌，以“亲子、健康、时尚、电竞”为元素，打

造全客群的室内主题乐园，公司致力于用一流的装修，国际顶级的游乐设备，营造最棒的社交氛围，健康的游乐环境，为消费者而生，连接体验最后一公里。公司直营游乐场门店 11 家，分布目前主要分别于广州、东莞、佛山等珠三角地区一二线城市，并与全国多家知名商业地产运营商建立战略关系。

图 30 环游嘉年华



数据来源：环游嘉年华公众号 上海证券研究所

公司各家游乐场的游艺设备数量跟收入相匹配。2020 年，因受新冠疫情的影响，公司自营游乐场收入有所减少，为 5615.8 万元。该年公司自营游乐场设备数量超过 2000 台，平均每台设备收入 2.73 万元，相较于 2019 年每台设备收入 4.85 万元有所下降，主要系新冠疫情影响，预计 2021 年每台设备收入将恢复至 4 万元以上。

表 8 游乐场收入及设备数量情况

游乐场	收入 (万元)	设备数量 (台)
易发欢乐	881.43	274
悦翔欢乐	99.11	153
冠翔游乐	577.51	177
伟翔游艺	188.31	155
汇翔游艺	270.67	115
傲翔游艺	2053.03	357
腾翔游艺	861.79	312
恒翔游艺	508.03	234
志翔欢乐	104.08	106
季翔欢乐	71.85	116
曜翔游艺	-	-
合计	5615.8	2055

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

公司定期举办电竞赛事，华立电竞（简称 WEC，前身为 WLC 华立杯），自 2009 年起，由广州华立科技股份有限公司，作为主办单位进行的全国性综合类街机品牌赛事，品牌历史已长达 12 年之久，WEC 赛事以全国各地以广泛的游戏类型如竞速赛车、节奏音乐、热力舞蹈、卡片娱乐、策略对决、角色射击、体育运动、等多元化产品为竞技项目，线下游乐场为赛点，涉及公司游艺设备有头文字 D Zero，极速 5、舞萌 DX 等，有利于公司推广产品并吸引潜在客户，增加自营游乐场及设备知名度。

图 31 华立电竞



数据来源：环游嘉年华公众号 上海证券研究所

六、盈利预测与估值

我们认为，公司在未来一段时间内动漫 IP 衍生产品的收入占比将快速增加，最终超越游戏游艺设备收入成为推动公司业绩增长的主要业务，分业务来看：

1、游戏游艺设备：2020 年，受新冠疫情影响，公司游戏游艺设备业务收入下滑。在去年低基数及疫情影响逐步消退的双重影响下，我们预计 21 年该项业务将恢复正增长。22-23 年，游戏游艺业务有望伴随行业发展实现稳定增长，预计收入增速分别为 20%/16%。后疫情时代销售情况转好叠加公司逐步减少低毛利率产品的产出，预计游戏游艺设备毛利率将维持小幅增长态势。

2、动漫 IP 衍生产品：我们通过各主要 IP 卡片的销售情况来预测动漫 IP 衍生产品的收入。预计 2021 年“宝可梦”以及“奥特曼”两大主力 IP 依旧是推动 IP 衍生业务收入增长的主要动力，IP 衍生业务有望实现 161% 的高速增长。其中“宝可梦”随着投放设备数的快速放量，有望超越“奥特曼”，成为公司 IP 业务的第一大主力

产品。受益于暑假以及较多的节假日，下半年是公司业务的传统旺季，但是受国内疫情反复影响，下半年“宝可梦”等产品的推广进度可能略有延后。预计2022年“宝可梦”将继续保持快速扩张态势，叠加近几年来公司每年都会引进一些新的重磅IP，预计2022年IP衍生业务有望实现同比增长107%的高增速。

3、游乐场运营：2020年受新冠疫情影响，游乐场停止运营，导致公司游乐场收入及毛利率大幅下滑。随着公司自营游乐场逐步恢复运营，叠加公司积极的开店计划（计划在未来三年开设9家新店，2020年当前共11家），预计未来三年公司游乐场运营业务收入将保持较快增长，同比增长25%/45%/42%，业务毛利率也将逐步恢复至疫情前的水平。

4、设备合作运营：预计21-23年设备合作运营收入同比增长15%/20%/18%，继续强化公司设备在中小游乐场的覆盖率。

表9 分业务收入预测

分业务	2020A	2021E	2022E	2023E
游戏游艺设备	264.47	287.95	344.61	399.93
YOY	-11.44%	8.88%	19.68%	16.05%
毛利率%	29.95%	31.45%	32.25%	32.85%
动漫IP衍生产品	68.22	178.05	368.83	612.05
YOY	4.01%	160.99%	107.15%	65.95%
毛利率%	33.23%	34.23%	36.23%	38.73%
游乐场运营	56.16	70.20	101.79	144.54
YOY	-32.93%	25.00%	45.00%	42.00%
毛利率%	8.80%	11.80%	15.80%	18.80%
设备合作运营	28.16	32.38	38.86	45.86
YOY	-27.29%	15.00%	20.00%	18.00%
毛利率%	35.01%	36.51%	37.51%	38.21%
总收入	424.95	578.90	864.41	1212.70
YOY	-14.70%	36.23%	49.32%	40.29%
毛利率%	27.79%	29.97%	31.93%	33.99%

资料来源：Wind 上海证券研究所

预计2021-2023年公司营业收入分别为5.79亿元、8.64亿元和12.13亿元，同比增长36.23%、49.32%和40.29%；归属于母公司股东净利润分别为0.69亿元、1.35亿元和2.34亿元，同比增长49.75%、96.28%和72.82%，EPS分别为0.79元、1.56元和2.70元，对应PE为61.39、31.28和18.10倍。

数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	424.95	578.90	864.41	1212.70
年增长率	-14.70%	36.23%	49.32%	40.29%
归母净利润	46.06	68.97	135.38	233.97
年增长率	-22.94%	49.75%	96.28%	72.82%
每股收益 (元)	0.53	0.79	1.56	2.70
PE	68.70	61.39	31.28	18.10

注：有关指标按最新股本摊薄

我们采用相对估值法对公司进行估值，选取以玩具行业较为成熟且与动漫 IP 衍生品业务相关的公司泡泡玛特、奥飞娱乐作为可比公司进行比较。2021-2022 年，行业可比公司平均 PE 倍数分别为 49.39、31.05 倍。公司 21 年 PE 略高于行业平均，22 年 PE 略低于行业平均。

公司在游戏游艺设备领域竞争力强，引进多款重磅新 IP，拓展动漫 IP 衍生产品业务，未来业绩增长空间广阔。公司主营业务从疫情影响中逐步恢复，前三季度实现业绩同比大幅增长，但受国内疫情反复影响，公司新业务带来的业绩增量尚未得到完整体现。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 10 公司的可比公司及估值 (可比公司 EPS 来自 Wind 一致预期)

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE(倍)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
9992.HK	泡泡玛特	48.30 (港元)	0.52	0.98	1.55	92.88	49.29	31.16
002292.SZ	奥飞娱乐	4.95	-0.30	0.10	0.16	n.a	49.5	30.94
	平均					92.88	49.39	31.05
301011.SZ	华立科技	48.78	0.53	0.93	1.75	91.93	52.69	27.95

资料来源：Wind, 上海证券研究所

七、风险提示

7.1 疫情反复风险

新冠疫情对我国零售、消费等行业造成了较大的阶段性影响。公司的游乐场运营服务和国内游乐场客户在此期间一度暂停营业

以避免疫情扩散，导致公司2020年营收及净利润同比下滑。如果国内疫情反复，可能导致产业复苏进展低于预期，公司游戏游艺设备订单延后或缩减，新品开发和导入市场的时间也可能延迟。

7.2 监管政策风险

虽然近年来国家相关政府部门出台了一系列支持鼓励游戏游艺产业发展的政策，为商用游戏游艺设备产业快速、健康发展提供了良好的政策支持。但是，考虑到历史上曾经存在过的严格禁令，如果未来游戏游艺产业政策发生超预期的重大变化或调整，可能会对公司未来发展造成一定影响。

7.3 动漫 IP 衍生品收入增长不及预期

动漫IP衍生品业务为公司业绩重要增长点之一，相关IP主要来自台湾及海外。如果公司与IGS、SEGA、BANDAI NAMCO、NPG LTD.等主要合作伙伴的关系发生变化，可能导致公司无法采购对应的IP套件；此外，如果出现一些政策监管的变化导致相关IP无法在大陆顺利销售，同样可能对动漫IP衍生品业务发展造成不利影响。

八、附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	46	61	124	270
应收票据及应收账款	255	143	213	299
存货	147	211	306	417
其他流动资产	18	18	18	18
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	267	267	267	267
无形资产和开发支出	31	31	31	31
其他非流动资产	2	2	2	2
资产总计	871	855	1098	1459
短期借款	76	0	0	0
应付票据及应付账款	214	178	258	351
长期借款	85	85	85	85
其他负债	81	88	117	151
负债合计	456	350	460	587
股本	65	87	87	87
资本公积	157	157	157	157
留存收益	196	264	397	630
归属母公司股东权益	416	505	639	871
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	416	505	639	871
负债和股东权益合计	871	855	1098	1459

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	41	76	72	155
投资活动产生现金流量	-52	1	-4	-4
筹资活动产生现金流量	11	-60	-4	-4
现金流量净额	-2	15	63	146

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	425	579	864	1213
营业成本	307	405	588	800
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	15	29	35	42
管理费用	22	43	56	67
研发费用	12	17	22	27
财务费用	3	5	3	2
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	58	78	160	273
营业外收支净额	-12	1	-4	-4
利润总额	46	79	156	269
所得税	0	10	20	35
净利润	46	69	135	234
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	46	69	135	234

比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	28%	30%	32%	34%
净利率	11%	12%	16%	19%
ROE	11%	14%	21%	27%
资产负债率	52%	41%	42%	40%
流动比率	1.30	1.75	1.89	2.13
速动比率	0.88	0.88	1.00	1.22
总资产周转率	0	1	1	1
应收账款周转率	2	4	4	4
存货周转率	2	2	2	2

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师声明

滕文飞、胡纯青

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。