

# 游艺行业龙头企业，卡牌业务放量增长 买入（首次）

2021年11月07日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 李赛

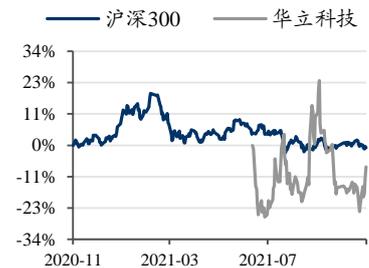
执业证号：S0600521080004  
lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	425	632	881	1,181
同比（%）	-14.7%	48.6%	39.5%	34.0%
归母净利润（百万元）	46	81	179	273
同比（%）	-22.9%	76.6%	119.6%	52.7%
每股收益（元/股）	0.71	0.94	2.06	3.14
P/E（倍）	79.85	60.51	27.55	18.05

## 投资要点

- 游艺行业龙头，率先实现全产业链布局。**公司主营业务为游艺设备销售、动漫 IP 衍生品销售、设备合作运营和游乐场运营，已实现研发、生产、销售、运营全产业链覆盖。2021H1 公司实现营业收入 2.50 亿元（yoy+134.38%），其中游艺设备销售/动漫 IP 衍生品销售/设备合作运营/游乐场运营营收占比分别为 40%/33%/7%/19%，营收结构持续优化。
- 布局千亿 C 端市场，突破营收天花板。**从行业来看，2018 年商用游艺设备销售收入 164 亿元，线下游艺游乐场所运营收入 1046 亿元，TO C 市场规模远大于 TO B 销售，公司通过运营服务和动漫 IP 衍生品业务持续推进 2B 向 2C 转型。我们认为行业在教育双减政策、未成年人网络游戏时长限制、商业综合体向下沉市场渗透以及设备体感升级驱动下有望迎来新一轮增长，同时转型 2C 运营有助于公司突破增长天花板。
- 动漫 IP 衍生品业务放量增长，2020-2023 年复合增速有望达 110%。**对标海外市场，国内集换式卡牌仍属蓝海，2017-2019 年公司动漫 IP 衍生品收入 CAGR79.3%。公司持有多个优质 IP 境内独家采购权，经过多年的经营积累了丰富的经验，已构筑稳固壁垒。受疫情影响，2020 年末新推出的宝可梦 IP 增长潜力尚未完全释放，相比于奥特曼，宝可梦卡牌单价更高且受众基础更广，有望带动动漫 IP 衍生品业务营收迈上新台阶。公司动漫 IP 衍生品业务收入增长驱动主要来自 1) 设备铺设数量增长，截至 2021M8 公司卡片设备仅覆盖 1000 多家门店，相比超万家的客户门店数，渗透率仅约为 10%，且未来随着设备铺设场景的丰富及运营 IP 的增加，设备铺设数有望快速增长，我们预计 2021-2023 年设备铺设数分别达 1.05/1.65/2.28 万台；2) 单设备出卡数提升，通过线下赛事、运营活动催化以及设备投放门店调整，同时玩家社群逐步形成，单设备日均出卡数有望在设备铺设数提升的同时维持小幅增长，我们预计 2021-2023 年单设备日均出卡数分别达 15.86/18.37/20.65 张。卡片单价预计当前几年维持相对稳定，单价提升有望在卡片数度过快速增长期后形成第二增长曲线。我们预计 2021-2023 年公司 IP 衍生品业务收入分别为 2.13/4.00/6.28 亿元，对应 2020-2023 年该业务收入复合增速约 110%。
- 基石业务游艺设备销售贡献稳定收入，拓展运营服务提升业绩增长潜力。**公司与上下游合作关系稳固，产品品类涵盖亲子休闲等多种需求。商业综合体扩张速度维稳，因此我们预计游艺设备收入将维持稳定增长。公司持续拓展设备合作运营和游乐场运营服务，打造“研发+销售+运营”闭环，对标日本，我们认为布局运营端可提升公司营收增长潜力，还有助于公司提升研发效率，推进设备更新迭代，拉动设备销售。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 0.81/1.79/2.73 亿元，同比增长 76.6%/119.6%/52.7%，2020-2023 年 CAGR 达 80.90%，考虑公司未来复合增速较快，同时动漫 IP 衍生品业务已建立稳固的竞争壁垒，参考可比公司估值，给予公司 2022 年 40 倍 PE，对应目标价 82.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**产业政策风险，疫情反复风险，动漫 IP 衍生品设备运营不及预期，应收账款风险，市场竞争加剧风险，宏观经济波动风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	56.69
一年最低/最高价	44.86/82.70
市净率(倍)	6.84
流通 A 股市值(百万元)	1049.84

## 基础数据

每股净资产(元)	8.29
资产负债率(%)	37.91
总股本(百万股)	86.80
流通 A 股(百万股)	18.52

## 内容目录

<b>1. 公司概况：游艺行业龙头企业，实现全产业链布局</b> .....	<b>5</b>
1.1. 发展历程：顺应市场完善商业模式，动漫 IP 衍生品开启新增长 .....	5
1.2. 股权结构：公司股权集中度高，管理层从业经验丰富 .....	5
1.3. 财务状况与业务结构：营收结构持续优化，盈利能力不断提升 .....	6
<b>2. 游艺娱乐千亿规模，卡牌尚处起量阶段</b> .....	<b>8</b>
2.1. 游艺行业：有望迎来“量价齐升”，龙头公司将持续获益 .....	8
2.2. 集换式卡牌：对标海外，国内尚属蓝海市场 .....	14
<b>3. 动漫 IP 衍生品：我们预计 2020-2023 年收入 CAGR 110%</b> .....	<b>16</b>
3.1. 类盲盒玩法，“卡牌+街机”开启放量增长 .....	16
3.2. 核心竞争力：IP+运营+渠道，构筑稳固竞争壁垒 .....	18
3.3. 增长驱动力：设备铺设数量与运营效率提升 .....	20
<b>4. 游艺设备销售：积极调整产品结构，VR/AR 或成营收增长点</b> .....	<b>26</b>
<b>5. 运营服务：布局 C 端市场，打开成长天花板</b> .....	<b>28</b>
5.1. 设备合作运营：拓宽客户群体，持续贡献稳定收益 .....	28
5.2. 自营游乐场：“研发+销售+运营”闭环，主题乐园想象空间大 .....	29
<b>6. 盈利预测与估值</b> .....	<b>32</b>
6.1. 盈利预测 .....	32
6.2. 估值 .....	33
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>34</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2021 年 11 月 05 日)	6
图 3: 2013-2020 年及 2021Q1-3 公司营业总收入及增速	7
图 4: 2013-2020 年及 2021Q1-3 公司归母净利润及增速	7
图 5: 2018-2020 年及 2021H1 公司营收结构	7
图 6: 2013-2020 年及 2021Q1-3 公司毛利率和净利率	8
图 7: 2017-2020 年及 2021 Q1-3 公司三费和研发费用率	8
图 8: 2014-2020 年我国商用游戏游艺产品销售收入及增速	9
图 9: 国内游戏游艺行业产业链情况	9
图 10: 中日人均游艺娱乐消费金额对比 (单位: 元)	10
图 11: 上海环球港门店用户画像 (进店口径)	12
图 12: 上海环球港门店用户画像 (离店口径)	12
图 13: 2016-2020 年国内购物中心开业数量	13
图 14: 2020 年新开业购物中心城市分布	13
图 15: 2015-2019 年韩国游艺娱乐市场规模及增速	14
图 16: 《火线狂飙 VR》单次付费 25 币	14
图 17: 2014-2020 年日本纸牌游戏和集换式卡牌市场规模及增速	15
图 18: 2014-2024E 年中国内地集换式卡牌市场规模及增速 (批发价值口径)	15
图 19: 公司宝可梦加傲乐玩法	16
图 20: 宝可梦加傲乐卡片说明	17
图 21: 被直接丢弃的低星级卡片 (上海世嘉门店)	17
图 22: 2018-2020 年及 2021H1 动漫 IP 衍生品营收情况	17
图 23: 各 IP 销售收入占比	17
图 24: 公司动漫 IP 形象卡产业链	18
图 25: 2020 年公司部分动漫 IP 形象卡进价及毛利率	18
图 26: 公司动漫 IP 衍生品业务毛利率	18
图 27: 截至 2021 年 8 月全球各 IP 特许经营收入 (单位: 亿美元)	19
图 28: 奥特曼单设备收入情况	20
图 29: 中国台湾 7-11 便利店中摆放的宝可梦加傲乐	21
图 30: 《大侦探皮卡丘》想看用户年龄占比	22
图 31: 《大侦探皮卡丘》想看用户性别占比	22
图 32: 《钢铁飞龙之奥特曼崛起》想看用户年龄占比	23
图 33: 《钢铁飞龙之奥特曼崛起》想看用户性别占比	23
图 34: 中国台湾地区宝可梦加傲乐店铺赛事	23
图 35: 宝可梦加傲乐卡组储备	24
图 36: 宝可梦卡牌街机版本	24
图 37: 日本《鬼灭之刃》周边帆布鞋、联名帽子等产品娃娃机	25
图 38: 公司部分游艺设备示例图	26
图 39: 2017-2021H1 公司游艺设备销售业务收入情况	26
图 40: 2018-2020 年公司游艺设备销售单价 (万元/台)	27
图 41: 2018-2020 年公司游艺设备销售业务毛利率情况	27
图 42: 公司涉及 VR/AR/5G 技术产品收入 (百万元)	28

图 43: VR/AR/5G 技术产品收入占产品销售收入比例 .....	28
图 44: 公司涉及 VR/AR/5G 技术的产品 .....	28
图 45: 2018-2021H1 公司设备合作运营收入及增速 .....	29
图 46: 2018-2020 年公司设备合作运营业务毛利率 .....	29
图 47: 2019-2021H1 公司游乐场运营收入及增速 .....	29
图 48: 2019/2020 年公司各游乐场单设备收入 (单位: 万元/台) .....	30
表 1: 公司管理层情况 .....	6
表 2: 游艺行业部分相关政策 .....	10
表 3: 卡牌行业龙头企业产品形态对比 .....	16
表 4: 公司与主要上游供应商的合作时长 .....	19
表 5: 动漫 IP 衍生品业务营收预测 .....	25
表 6: 公司自营游乐场成本情况 (2020 年受疫情影响较大, 故选用 2019 年下半年数据) ...	30
表 7: 游戏游艺设备销售业务盈利预测 (单位: 百万元, %) .....	32
表 8: 动漫 IP 衍生品业务盈利预测 (单位: 百万元, %) .....	32
表 9: 设备合作运营业务盈利预测 (单位: 百万元, %) .....	32
表 10: 游乐场运营业务盈利预测 (单位: 百万元, %) .....	33
表 11: 营业总收入及毛利率预测 (单位: 百万元, %) .....	33
表 12: 可比公司估值 (以 2021.11.05 收盘价计算, 单位为人民币, 泡泡玛特以 2021.11.05 HKD/CNY = 0.8217 计算) .....	33

## 1. 公司概况：游艺行业龙头企业，实现全产业链布局

华立科技成立于 2010 年，已实现游艺设备设计、研发、生产、销售和运营全产业链覆盖，主营业务为游艺设备销售、动漫 IP 衍生品销售、设备合作运营和游乐场运营。截至 2021 年 6 月底，公司游艺设备覆盖游乐场所超 1 万家，合作运营游乐场所超 1000 家，动漫卡通设备投放数超 8000 台。公司 2016 年 2 月至 2017 年 11 月于新三板挂牌交易，2021 年 6 月于创业板上市。

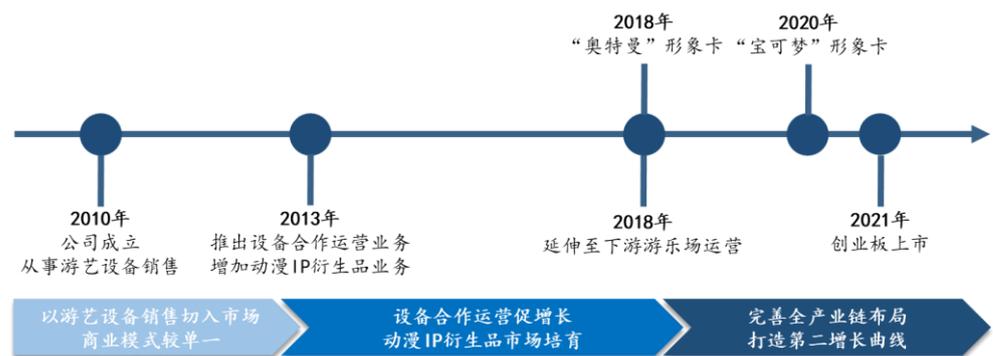
### 1.1. 发展历程：顺应市场完善商业模式，动漫 IP 衍生品开启新增长

**2010-2012 年：游艺设备销售起家，商业模式较单一。**公司设立初期，从事游艺设备销售，以外观设计和内容设计为主切入市场。同时公司自主开发跨平台软件开发引擎，并引进全球知名 IP 套件，开发制作高品质游戏游艺产品。

**2013-2017 年：抓住机遇，设备合作运营促进营收增长，推进 C 端转型。**2014-2017 年商用游戏游艺设备市场保持高速增长态势，行业销售收入复合增长率达到 27.36%。为配合客户抢占核心商圈资源并减少客户资金投入，公司于 2013 年推出设备合作运营服务，2013-2017 年公司营收复合增长率达 23.56%。

**2018 年至今：延伸至下游运营，动漫 IP 衍生品放量增长。**2018 年公司运营服务深化至游乐场运营，完成全产业链覆盖，形成研发、生产、销售和运营互相协调、促进的战略协同效应。经过前期市场培育，2018 年在“奥特曼融合激战”形象卡催化下，动漫 IP 衍生品业务开启快速增长，营收占比不断提升，成为公司营收增长的第二曲线。

图 1：公司发展历程



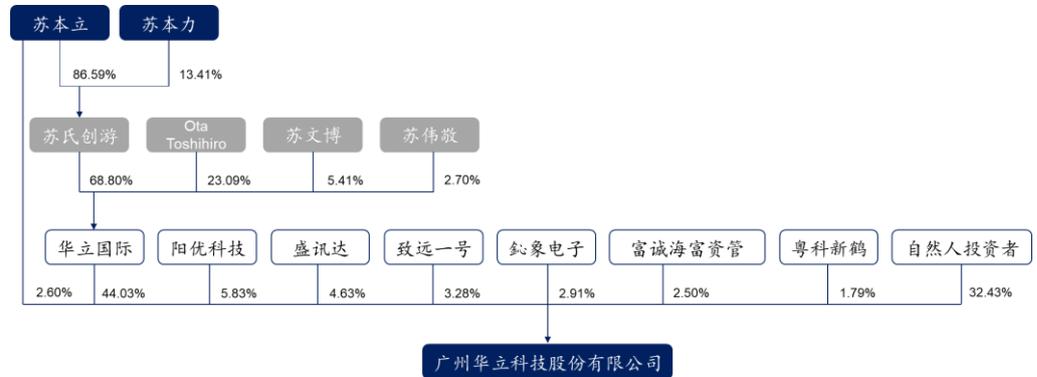
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.2. 股权结构：公司股权集中度高，管理层从业经验丰富

公司股权结构集中，创始人家族持股比例超 40%。创始人苏本立直接持股 2.60%，通过华立国际持股 26.23%，共计持股 28.83%，其他家族成员亦有持股，创始人家族持

股比例超 40%。公司日籍董事 Ota Toshihiro 通过华立国际持股 10.17%，上游供应商鈞象电子（IGS）持股 2.91%。

图 2: 公司股权结构（截至 2021 年 11 月 05 日）



数据来源：Wind，企查查，东吴证券研究所

**管理层从业经验丰富，助力公司发展。**公司创始人苏本立拥有约 30 年游戏游艺设备行业经验，积累了丰富的资源，曾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副会长，广州市番禺动漫游艺行业协会名誉会长。日籍董事 Ota Toshihiro 和副总经理 Aoshima Mitsuo 均拥有约 30 年行业经验，助力公司引进顶级 IP，其中 Aoshima Mitsuo 曾任职于日本游艺设备龙头企业世嘉和大型购物中心永旺幻想。

表 1: 公司管理层情况

姓名	职位	背景
苏本立	董事长、总经理	- 约 30 年游戏游艺设备行业经验 - 担任中国文化旅游行业协会理事、广东省游戏产业协会副会长，广州市番禺动漫游艺行业协会名誉会长
Ota Toshihiro	董事	- 约 30 年游戏游艺设备行业经验
苏永益	董事、副总经理	- 约 30 年游戏游艺设备行业经验
刘柳英	董事、副总经理	- 约 20 年游戏游艺设备行业经验
Aoshima Mitsuo	副总经理	- 约 30 年游戏游艺设备行业经验 - 曾任职于日本游艺设备龙头企业 SEGA（世嘉）、大型购物中心永旺幻想

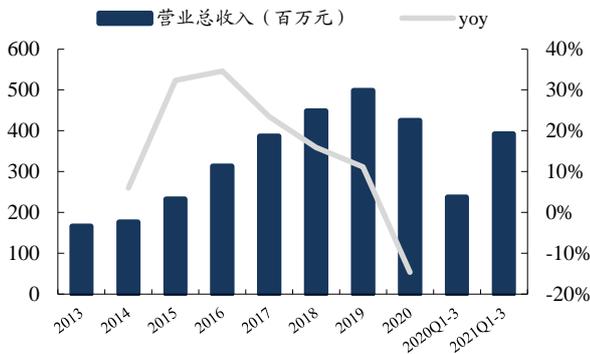
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 财务状况与业务结构：营收结构持续优化，盈利能力不断提升

**营收保持稳定增长，疫情后业绩快速反弹。**2017-2019 年公司营业收入分别为 3.87/4.48/4.98 亿元，同比增长 23.44%/15.95%/11.14%，受疫情影响，2020 年公司营业

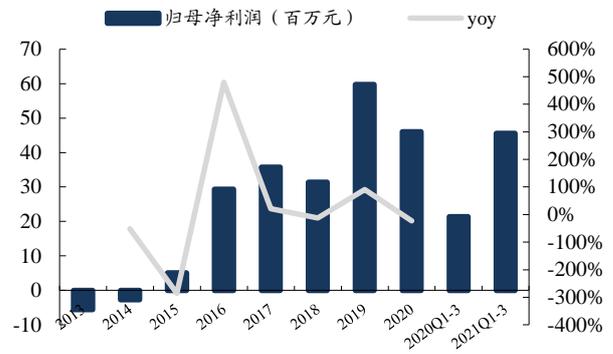
收入同比减少 14.70%至 4.25 亿元，随着疫情影响逐渐消退，2021Q1-3 公司营收同比增长 65.16%至 3.92 亿元。2017-2020 年公司归母净利润分别为 0.36/0.31/0.60/0.46 亿元，同比增长 21.82%/-12.21%/90.58%/-22.94%，2021Q1-3 归母净利润同比增长 113.17%至 0.46 亿元。

图 3: 2013-2020 年及 2021Q1-3 公司营业总收入及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

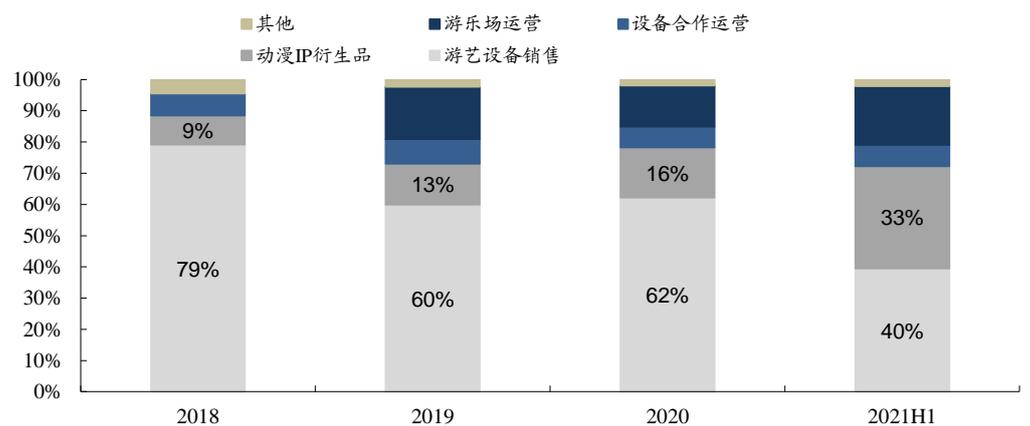
图 4: 2013-2020 年及 2021Q1-3 公司归母净利润及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

游艺设备销售步入成熟期，动漫 IP 衍生品开启新增长。2018-2020 年及 2021H1 公司游艺设备销售收入占比分别为 79%/60%/62%/40%，不断下滑；动漫 IP 衍生品收入占比自 2018 年推出奥特曼卡牌后逐年增长，分别为 9%/13%/16%/33%；合作运营业务收入占比分别为 7%/8%/7%/7%；2019-2020 年及 2021H1 游乐场运营业务收入占比分别为 17%/13%/19%。

图 5: 2018-2020 年及 2021H1 公司营收结构

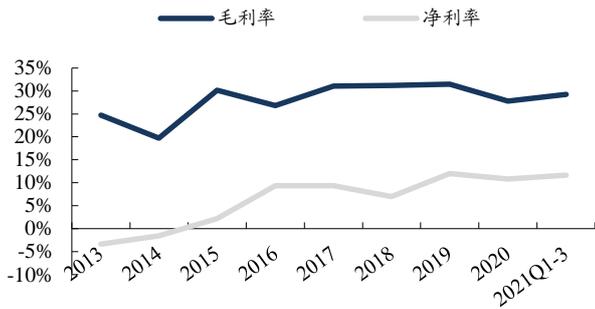


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

毛利率维稳，净利率呈上升趋势。2017-2019 年公司毛利率分别为

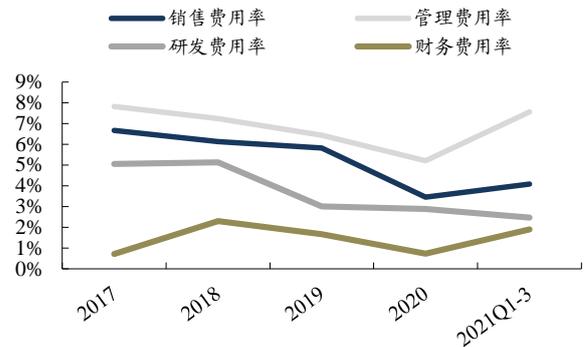
31.05%/31.17%/31.48%，略有上升，主要系公司积极调整游艺设备产品结构，提高高毛利产品的销售收入占比，以及高毛利业务动漫 IP 衍生品收入占比提升。2020 年受疫情影响，毛利率下滑至 27.79%，2021Q1-3 疫情影响减弱后反弹至 29.26%。期间费用率与研发费用率整体呈下降趋势，净利率逐步提升，2017-2020 年及 2021Q1-3 公司净利率分别为 9.34%/7.00%/12.00%/10.84%/ 11.64%，盈利能力不断改善。

图 6: 2013-2020 年及 2021Q1-3 公司毛利率和净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7: 2017-2020 年及 2021 Q1-3 公司三费和研发费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 游艺娱乐千亿规模，卡牌尚处起量阶段

### 2.1. 游艺行业：有望迎来“量价齐升”，龙头公司将持续获益

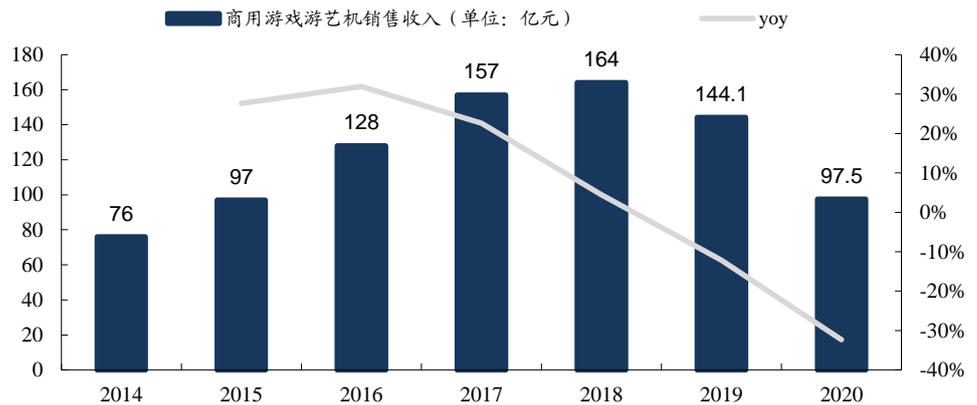
人均 GDP 已连续两年超 1 万美元，Z 世代助推线下娱乐市场增长。根据艾瑞咨询数据，2017 年中国线下娱乐市场规模已达 3735 亿元。2020 年中国名义人均 GDP 达 10503.2 美元，已连续两年超过 1 万美元，从国际经验来看，当人均 GDP 达到 6000 美元以上时，文化娱乐消费将全面产业化，成为经济发展的支柱力量。此外，Z 世代逐渐成为消费主力，其线下娱乐参与度高，有望带动线下娱乐行业持续增长。国家统计局数据显示，2018 年 Z 世代（1995-2009 年出生人群）约占我国总人口的 19%，贡献约 40% 的整体消费。根据艾瑞咨询 2018 年 6 月的调研数据，00 后、90 后的文化娱乐消费占总支出分别为 22.3%、24.5%，每周至少参与一次线下娱乐的用户占比分别为 47.30%、48.60%，均高于 80 后、70 后。

线下游戏类娱乐单次消费金额较高，游戏电玩城渗透率高于其他业态。根据艾瑞咨询 2018 年 6 月的调研数据，2018 年上半年除 00 后持平外，70/80/90 后线下游戏类娱乐单次消费超 100 元的用户占比均高于影视类。同时游戏电玩城在各年龄段的渗透率均高于其他业态，超 55% 的 00 后、90 后用户半年内曾到游戏电玩城消费，社交因素成为线下娱乐消费场地选择的主要影响因素。

游艺市场规模超千亿，但产业集中度低。根据广东省游戏产业协会统计，2018 年

我国商用游戏游乐产业规模已超千亿，达到 1210 亿元 (yoy+7.8%)，其中 164 亿元来自商用游戏产品销售，1046 亿元来自游艺娱乐场所运营。商用游艺设备生产销售方面，由于大部分产品如娃娃机等技术门槛较低，因此行业内中小企业较多，产业集中度低。2018 年龙头企业华立科技、世宇科技游艺设备销售收入仅占 B 端市场的 2.16%、2.44%。游艺娱乐场所运营方面，市场参与者数量较多，但连锁经营暂未形成进入壁垒，尚未到达充分竞争状态且下沉市场空间大。

图 8：2014-2020 年我国商用游戏游艺产品销售收入及增速



数据来源：智研咨询，广东省游戏产业协会，东吴证券研究所

国内企业多集中于产业中下游，自研能力有待提升。游戏游艺行业上游为游艺设备开发商，从事游艺设备软硬件研发；中游为游艺设备生产商，主要是购入 IP 套件进行研发设计和生产；下游为游乐场门店运营方。国内从事游艺行业的公司主要集中于中下游，多以引进 IP 套件为主，龙头企业华立科技 2018-2020 年外购 IP 套件生产产品的销售收入占比分别为 73.45%/79.49%/80.01%，世宇科技 2018-2019 年以及 2020 年前 9 个月的占比分别为 22.13%/25.68%/40.03%。

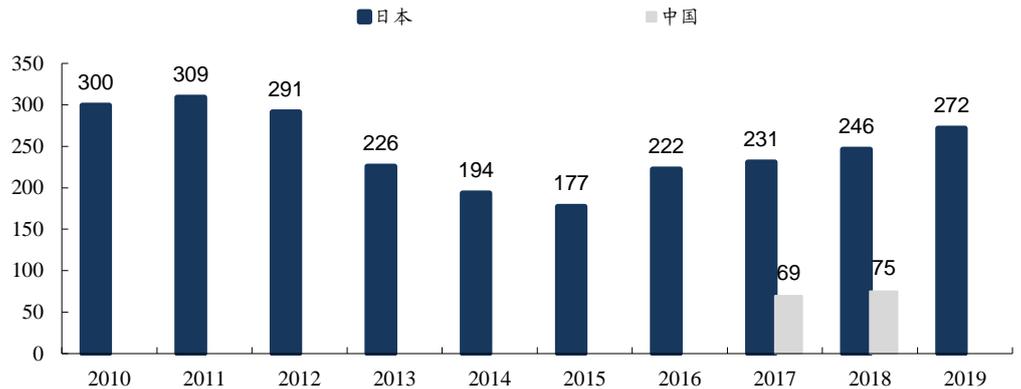
图 9：国内游戏游艺行业产业链情况



数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

对标日本，人均消费金额仅为日本的三分之一。按照中日游艺娱乐经营收入与中日人口数量测算，2017-2019 年日本人均游艺娱乐消费支出分别为 231/246/272 元，2017/2018 年中国人均游艺娱乐消费支出分别为 69/75 元，仅为日本的三分之一，提升空间较大。

图 10: 中日人均游艺娱乐消费金额对比 (单位: 元)



数据来源: Statista, WEO, Fred Economic Data, 智研咨询, 东吴证券研究所

注: 各年汇率使用的是 Fred Economic Data 中的年均汇率

**监管日趋完善，政策由禁止转向支持鼓励，行业步入稳健发展阶段。**商用游艺设备自 1980s 从中国香港进入内地沿海地区后逐步覆盖全国，此期间游艺机主要以动作和射击游戏为主，运营场所多以街边小铺为主。2000 年政策禁止游戏游艺设备生产销售后，行业发展步入停滞期。此后随着监管政策逐渐完善，2015 年政策松绑，2016 年文化部发布《文化部关于推动文化娱乐行业转型升级的意见》，监管态度转变，2017 年取消对游艺娱乐场所总量和布局规划的行政性限定，鼓励游戏游艺设备生产企业开发新产品，监管政策从严禁、规范、到支持鼓励，趋于稳定。

表 2: 游艺行业部分相关政策

年份	政策名称	主要内容
2000 年	《关于开展电子游戏经营场所专项治理意见的通知》	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 要求各地要立即停止审批新的电子游戏经营场所，也不得审批现有的电子游戏经营场所增添或更新任何类型的电子游戏设备。</li> <li>- 面向国内的电子游戏设备及其零、附件生产、销售活动即行停止。</li> <li>- 任何企业、个人不得再从事面向国内的电子游戏设备及其零、附件的生产、销售活动。</li> </ul>
2001 年	《禁止进口货物目录 (第二批)》	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 禁止电视电子游戏机、投币式电子游戏机、投币式其他游戏用品、其他电子游戏机的进口。</li> </ul>
2006 年	《娱乐场所管理条例》	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 对游戏娱乐场所进行更系统的管理规定。</li> </ul>

		- 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。
2013年	《娱乐场所管理办法》	- 对游戏娱乐场所的经营管理进行更细致的规定。
2014年	《关于办理利用赌博机开设赌场案件适用法律若干问题的意见》	- 对游艺赌博的相关法律问题解释，《意见》认为设置具有退币、退分、退钢珠等赌博功能的电子游戏设施设备，并以现金、有价证券等贵重款物作为奖品，或者以回购奖品方式给予他人现金、有价证券等贵重款物组织赌博活动的，应当认定“开设赌场”行为。
2014年	《关于推广中国（上海）自由贸易区可复制改革试点经验的通知》	- 将“允许内外资企业从事游戏游艺设备生产和销售”作为在全国范围内复制推广的改革事项。
2015年	《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》	- 规定省级文化行政部门负责游戏游艺设备的内容审核。
2015年	《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》	- 规定依法规范游戏游艺场所审批管理工作。
2016年	《文化部关于推动文化娱乐行业转型升级的意见》	- 鼓励娱乐场所丰富经营业态。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。 - 鼓励娱乐场所发展连锁经营。 - 支持以游戏游艺竞技赛事带动行业发展。
2017年	《关于推动文化娱乐行业转型升级的意见》	- 全面放开游戏游艺设备的生产和销售，全面取消游艺娱乐场所总量和布局要求，不得以总量和布局规划等为由停止娱乐场所的审批受理，不得开展一刀切式全行业停业整顿，切实消除制约行业发展的政策限制和制度壁垒。 - 鼓励生产企业开发新产品 - 鼓励娱乐场所丰富经营业态 - 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。 - 鼓励娱乐场所发展连锁经营。支持以游戏游艺竞技赛事带动行业发展。

数据来源：新浪游戏，国务院，东吴证券研究所

➤ 增长驱动力一：网游防沉迷+教育“双减”政策落地，亲子休闲需求凸显

**游艺娱乐受众多元，亲子已成主力消费群体。**游艺娱乐经过多年发展，脏乱差、昏暗的环境已基本消失，设备类型从格斗类发展至涵盖亲子娱乐类、运动休闲类、模拟体验类，满足亲子互动和朋友社交需求，已成为综合商业体吸引客流量的重要业态。根据我们 2021 年 8 月 19 日(周日)在上海环球港世嘉门店及浦东新区万达门店的调研数据，上海环球港世嘉门店中亲子消费群体数量占比约为 35%-50%，情侣/朋友占比约为 40%-60%，我们预计位于非核心商圈的游乐场亲子消费群体数量占比会更高。

图 11: 上海环球港门店用户画像 (进店口径)

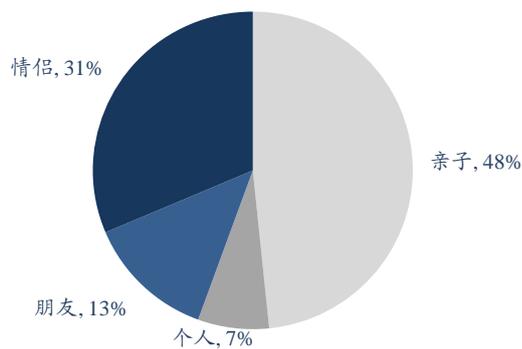
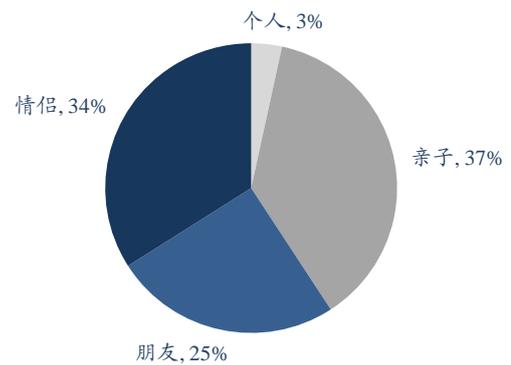


图 12: 上海环球港门店用户画像 (离店口径)



数据来源：上海世嘉门店调研数据，东吴证券研究所

数据来源：上海世嘉门店调研数据，东吴证券研究所

注：东吴证券研究所在上海环球港世嘉门店的线下调研数据，调研时间为 2021 年 8 月 19 日(周日)的晚上 8: 00-9: 00，进店人数为 153 人，离店人数(含世嘉都市乐园离店人数)为 294 人。

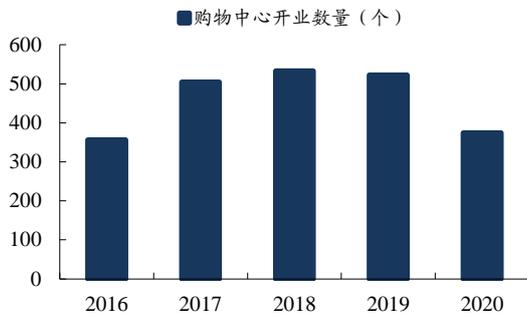
**未成年人网游防沉迷+教育“双减”政策落地，助推亲子群体消费频次提升。**一方面，各地教育“双减”政策持续落地，未成年人作业负担与校外培训负担减轻，课外休闲娱乐时间增多。另一方面，2021 年网络游戏未成年人防沉迷持续推进，要求游戏企业坚决落实实名认证，必须全面接入防沉迷实名验证系统，所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时服务，严格限制未成年人网络游戏时间。我们认为线下游艺娱乐设备丰富，可充分满足亲子互动、运动娱乐需求，同时成瘾性低，有望承接未成年人游戏娱乐需求，迎来消费频次和消费时长的增长。

### ➤ 增长驱动力二：商业综合体向低线城市扩张，游艺娱乐场所渗透率提升

**综合商业体开业数量维持稳定增长，低线城市渗透率不断提升。**根据赢商大数据，截至 2020 年底，国内购物中心(面积≥3 万 m<sup>2</sup>)数量约 4800 家，面积达 4.4 亿 m<sup>2</sup>，增速有所放缓。根据联商网统计数据，2020 年国内新开业综合商业体(面积≥3 万 m<sup>2</sup>) 374

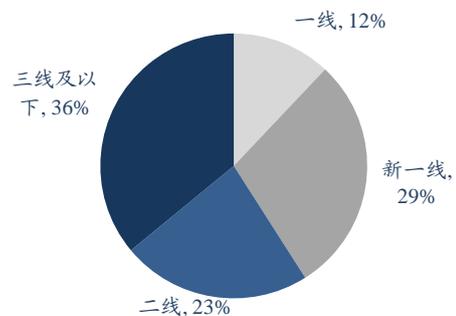
个，其中新一线城市、三线及以下城市分布占比过半，分别为 29%、36%。随着一、二线城市综合商业体日渐饱和，而低线城市人口基数大、消费能力不断提升，综合商业体将加快向下沉市场渗透。

图 13: 2016-2020 年国内购物中心开业数量



数据来源: 联商网, 东吴证券研究所

图 14: 2020 年新开业购物中心城市分布



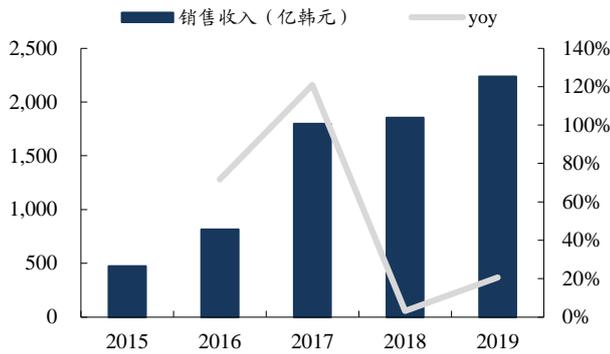
数据来源: 联商网, 东吴证券研究所

作为综合商业体吸量标配，游艺娱乐场所渗透率也将提升。根据联商网统计数据，从 2017-2019 年开业购物中心 TOP100 的业态格局来看，零售和文体娱占比超 50%。我们认为游艺娱乐场所人流量大，商场租金议价能力强，同时玩家消费频率高且单次消费金额主要在 50-200 元区间，终端门店现金流稳健。未来随着综合商业体不断向低线城市下沉，游艺娱乐场所的渗透率也将有所提升，游艺设备需求以及游艺娱乐终端消费市场有望维持稳定增长。

### ➤ 增长驱动力三：体感升级推动单次消费金额提升

**VR 等技术革新，带动单次消费金额和市场规模提升。**参考日本、韩国街机市场发展经验，新玩法、新机台上市可助推行业规模大幅增长。2016-2017 年韩国街机市场在夹娃娃机热潮推动下，销售收入同比增长 71.73%/120.88%。截至目前（2021 年 10 月），VR 游戏受限于设备价格、便携性以及其对空间的要求，渗透率低且难以长时间重度使用。参考日本万代南梦宫运营的 VR 主题乐园 VR ZONE，我们认为游艺娱乐场所可提供 VR 游戏所需设备及空间，让玩家以更低的价格体验到 VR 游戏。“街机+VR”的体感升级将巩固老玩家，并吸引新玩家到线下体验，扩大客群。同时 VR 游戏单次付费价格远高于普通街机游戏，以上海环球港世嘉门店中的赛车游戏《火线狂飙 VR》为例，其单次投币金额为 25 币，远高于普通赛车游戏的 5-6 币。我们认为，随着 VR 游戏内容逐渐丰富，游艺娱乐市场增长可期。

图 15: 2015-2019 年韩国游艺娱乐市场规模及增速



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

图 16: 《火线狂飙 VR》单次付费 25 币



数据来源: 上海世嘉门店线下调研, 东吴证券研究所

**市场空间测算: 中性预测至 2023 年终端消费市场规模超 2000 亿元, 看好龙头企业市场份额提升。** 2018 年中国人均游艺娱乐消费额约为 75 元, 将人均游艺娱乐消费额拆分为付费玩家人均消费额与渗透率的乘积, 假设 2018-2023 年渗透率的复合增长率为 5% (2020 年购物中心体量规模增速), 付费玩家人均消费额复合年增长率在 8%/10%/12%, 则对应 2023 年线下游艺娱乐运营市场规模将达到 1962/2150/2353 亿元, 对应 2018-2023 年复合增长率为 13%/16%/18%。同时由于存量市场上低技术含量的低价游艺设备居多, 我们认为未来随着设备体感升级, 以及娃娃机等转向正版 IP 授权, 具有研发实力、且与上游企业保持良好合作关系的龙头设备生产商将持续获益。

## 2.2. 集换式卡牌: 对标海外, 国内尚属蓝海市场

集换式卡牌游戏, 简称 TCG (Trading Card Game), 是以卡牌收集为基础的游戏。玩家需从游戏发行商处购买收集卡牌, 各卡牌强力不同, 玩家需要灵活构建符合规则的卡组进行游戏。一般集换式卡牌游戏都有含完整初级套牌的“起始包”让新玩家了解规则, 后续玩家需购买“补充包”增加其卡牌种类和数量, 为防止强力牌泛滥破坏游戏生态, 游戏发行商会通过稀有度控制强力牌比例。精美的画面、卡包的随机性和强力牌的稀有性使得卡牌具有收藏价值, 线下对战的形式和卡牌交换又为玩家提供了社交场景。

**海外 TCG 市场成熟, 规模持续增长。** 1993 年第一款集换式卡牌游戏《万智牌》诞生, 1999 年《精灵宝可梦 TCG》于北美上市, 在“宝可梦”IP 的强大影响力助推下, TCG 市场持续扩大, 同年改编自漫画的《游戏王 OCG》于日本发售, 截至 2011 年《游戏王 OCG》全球销量达 251 亿张, 创下吉尼斯世界纪录。根据华经产业研究院, 2020 年全球集换式卡牌游戏市场规模达 111.3 亿美元, 预计至 2027 年该市场将持续增长至 312.6 亿美元, 对应 2020-2027 年复合增长率为 15.9%。

对标日本, 国内市场尚处于起步阶段, 增长空间大。2020 年日本纸牌游戏和集换

式卡牌的市场规模达到 1222.4 亿日元（按 2020 年 12 月 31 日汇率 JPY/CNY=0.06，约合 70 亿人民币），占日本玩具市场规模的 14.79%。2020 年中国玩具市场规模达 779.7 亿元，人均玩具消费额为 56 元，约为日本的八分之一。对标日本市场，在 Z 世代消费能力增强以及多 IP 产品助推下，国内集换式卡牌市场增长空间可期。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年中国内地集换式卡牌游戏市场规模（批发价值口径）为 2.83 亿港元，预计 2019-2024 年市场规模复合增长率为 30.7%，至 2024 年达到 10.82 亿港元。

图 17：2014-2020 年日本纸牌游戏和集换式卡牌市场规模及增速



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

图 18：2014-2024E 年中国内地集换式卡牌市场规模及增速（批发价值口径）



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

**市场参与者较少，且商业模式各异。**国内集换式卡牌市场的龙头企业有卡游动漫、集卡社、华立科技，三者产品形态与定位存在显著差异。卡游动漫以对战卡和收藏卡为主，主要 IP 包含奥特曼、假面骑士等，玩家通过在线上、线下渠道购买卡包收集卡片，每包卡片数量为 6/8/16 张，单张卡片价格位于 0.1-1.3 元区间；集卡社则以收藏卡为主，主要 IP 有斗罗大陆等，其销售渠道与卡游动漫相同，单张卡片价格位于 0.2-0.4 元区间；华立科技卡牌不同于卡游动漫和集卡社，玩家通过在游艺设备上投币获得卡片（一次投币对应一张卡片，无卡包概念），可通过扫描卡片在游艺设备上进行人机对战，单价位于 8-20 元区间，远高于卡游动漫和集卡社。

表 3: 卡牌行业龙头企业产品形态对比

企业名称	重点 IP	产品形态	价格区间(元/张)	游戏场景	销售渠道
卡游动漫	奥特曼英雄对决	收藏卡、对战卡	0.1-1.3	线下对战	线上、线下
集卡社	斗罗大陆 秦时明月	收藏卡	0.2-0.4	无游戏属性	线上、线下
华立科技	奥特曼融合激战 宝可梦加傲乐	可与游艺设备互动的对战卡	8-20	与游艺设备对战	对应的游艺设备

数据来源: 公司公告, 淘宝网, 东吴证券研究所

### 3. 动漫 IP 衍生品: 我们预计 2020-2023 年收入 CAGR 110%

#### 3.1. 类盲盒玩法, “卡牌+街机” 开启放量增长

率先引入“卡牌+街机”玩法, 打造游乐新体验。“卡牌+街机”玩法相比卡牌收集和线下对战更具趣味性, 以宝可梦加傲乐为例, 玩家投币后可选择立即捕获、对战捕获和活动对战三种模式进入游戏, 立即捕获可直接获得宝可梦卡片, 但卡片稀有度较低; 活动对战为门店举办活动时使用, 一般玩家会选择对战捕获模式。进入对战捕获模式后玩家会先获得一张卡片, 然后通过扫描卡片让相应的宝可梦参与战斗, 一场对战可使用 4 只宝可梦, 对战过程中玩家需不断按压按键以抢先获得攻击时间, 当对方宝可梦体力消耗完后就可推动精灵球转盘进行捕获, 若玩家想要获得所捕获宝可梦对应的卡片则需再次投币。

图 19: 公司宝可梦加傲乐玩法



数据来源: 神奇宝贝百科, 东吴证券研究所

类盲盒玩法, 复购率较高。由于投币出卡以及对战捕获出卡是随机的, 且卡片稀有度不同, 具有收藏价值, 同时卡牌核心消费群体多为 IP 受众, 玩家在获得稀有卡时会产生满足感, 因此核心玩家会不断消费以抽取稀有卡, 以宝可梦玩家社群较成熟的上海

世嘉门店为例，玩家在抽取到重复的低星卡后会直接丢弃，机台上有大量被丢弃的稀有度较低的卡片。

图 20: 宝可梦加傲乐卡片说明

图 21: 被直接丢弃的低星级卡片（上海世嘉门店）



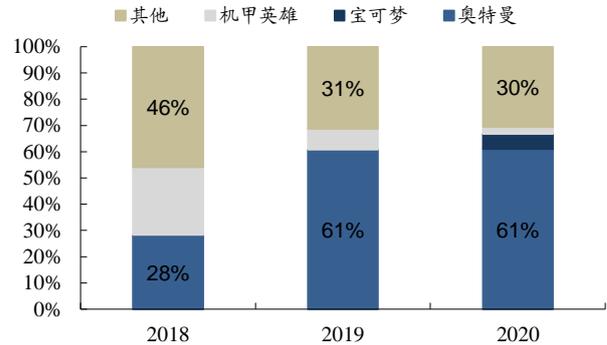
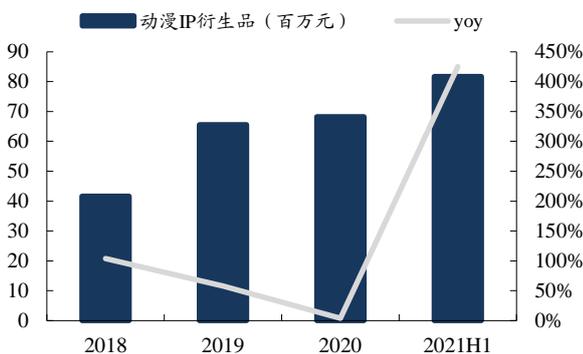
数据来源：神奇宝贝百科，东吴证券研究所

数据来源：线下调研，东吴证券研究所

动漫 IP 衍生品业务 2017 -2019 年收入复合增长率 79.27%，宝可梦受疫情影响增长潜力暂未完全释放。2018-2020 年及 2021H1 公司动漫 IP 衍生品业务收入分别为 0.42/0.66/0.68/0.82 亿元，同比增长 103.86%/57.65%/4.01%/424.78%，占总营收比例不断提升，分别为 9.28%/13.17%/16.05%/32.70%。公司于 2018 年推出的奥特曼形象卡片收入占动漫 IP 衍生品比例自 28%提升至 2020 年的 61%，带动动漫 IP 衍生品业务快速增长。2020 年末公司推出宝可梦加傲乐，设备铺设数及运营效率仍处于提升阶段，我们认为相比奥特曼，宝可梦 IP 价值更高、受众更广，未来随着线下运营活动的开展，其营收占比将超过奥特曼，带动营收新一轮增长。

图 22: 2018-2020 年及 2021H1 动漫 IP 衍生品营收情况

图 23: 各 IP 销售收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产业链各方均存在合理利润空间，驱动设备铺设数量扩张。公司从上游购买 IP 套

件和卡片，生产配套设备，再将设备投放至游乐场门店，不收取设备价款和租金，主要通过向游乐场门店持续销售动漫 IP 形象卡片获取收益，且不参与终端消费者消费金额分成。根据公司 2021 年 6 月招股书数据，奥特曼形象卡进价约为 1.8 元/张，向游乐场销售的最高价格是 4 元/张，线下门店根据门店租金等成本调整售价，一般为 6-8 元/张，因此公司与下游运营方均存在合理利润空间。2018-2020 年动漫 IP 衍生品业务毛利率分别为 34.67%/31.98%/33.23%。

图 24: 公司动漫 IP 形象卡产业链



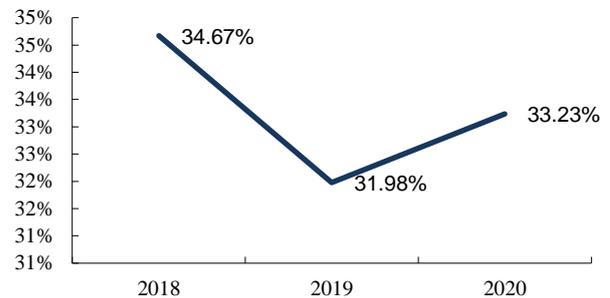
数据来源：公司公告，各公司官网，东吴证券研究所

图 25: 2020 年公司部分动漫 IP 形象卡进价及毛利率

	供应商	采购单价 (元/张)	毛利率
奥特曼形象卡片	万代南梦宫	1.77	30.05%
机甲英雄形象卡片	IGS	0.8	35.92%
宝可梦形象卡片	MARVELOUS	2.3	32.77%
超级龙珠形象卡	万代南梦宫	1.77	34.97%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 26: 公司动漫 IP 衍生品业务毛利率



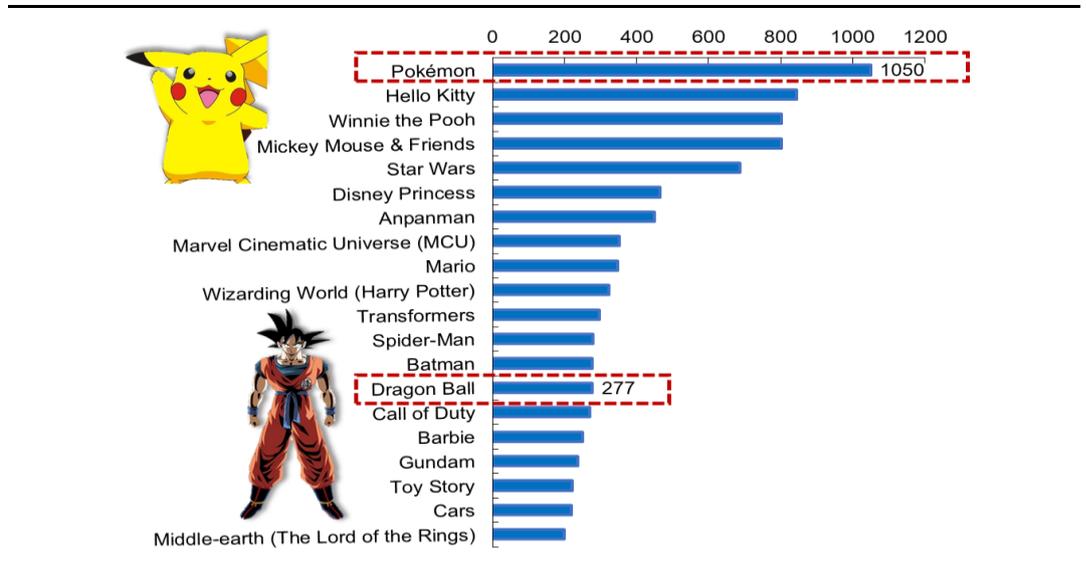
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 核心竞争力: IP+运营+渠道, 构筑稳固竞争壁垒

**核心竞争力一: 优质稀缺 IP 独家采购权。**公司已获得宝可梦、奥特曼、龙珠等多个卡牌街机的境内独家采购权，其中宝可梦和龙珠在全球 IP 价值排名中位列第 1、14 名（截至 2021.08 数据），IP 价值分别为 1050、277 亿美元，同时《宝可梦 TCG》作为三大集换式卡牌之一，截至 2021 年 3 月，产量达 341 亿张，覆盖 76 个地区、13 种语言，受众基础广泛。奥特曼虽然不在全球 IP 价值排名前 20 中，但在我国深受中小学生喜爱，根据中外玩具网，主要产品为奥特曼卡牌的卡游动漫年收入约为 10-20 亿元。我们认为

IP 研发为卡牌街机游戏除了需要较大的受众基础外，还需要考虑 IP 题材、世界观、游戏创作等因素，因此适合推出卡牌游戏的优质 IP 资源较为稀缺，竞争者难以取得跟公司具备同等竞争力的 IP。

图 27: 截至 2021 年 8 月全球各 IP 特许经营收入 (单位: 亿美元)



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

**日籍高管+多年合作关系，助力获取优质 IP 授权。**公司日籍董事与副总经理 Ota Toshihiro 与 Aoshima Mitsuo 从业经验丰富，其中 Aoshima Mitsuo 曾任职于日本游艺行业龙头企业世嘉和大型购物中心永旺幻想，两人对公司维系日本厂商关系、持续获得 IP 授权起到积极作用。同时公司自成立以来就与万代南梦宫等上游供应商保持稳定的合作关系，已形成良好口碑，有望持续锁定已有 IP 独家代理权并优先取得其他优质 IP。

表 4: 公司与主要上游供应商的合作时长

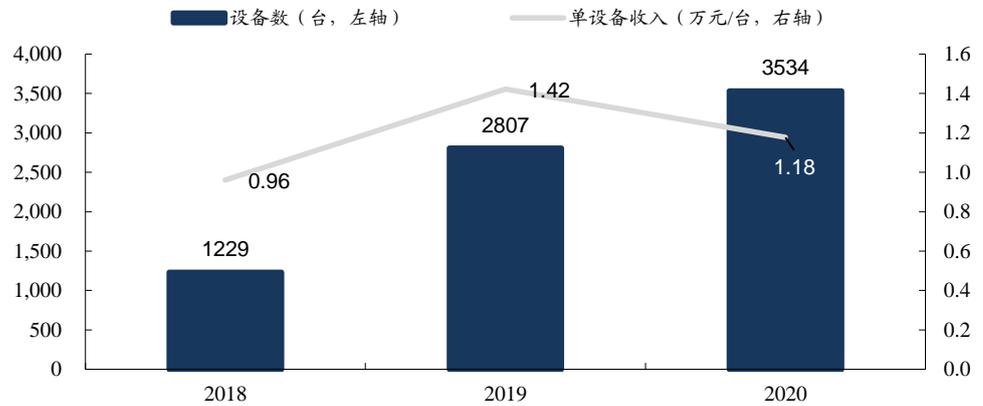
合作方	授权 IP	合作历史
万代南梦宫	奥特曼形象卡、龙珠形象卡等	自公司成立
MARVELOUS	宝可梦形象卡	2020 年
世嘉	变形金刚、头文字 D Zero、舞萌 DX 等	自公司成立
IGS	机甲英雄形象卡、巨兽浩劫等	自公司成立

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**核心竞争力二: 多年经营, 已积累丰富经验。**公司布局“卡牌+街机”业务时间较长, 已有约 8 年的机甲英雄卡牌和约 3 年的奥特曼卡牌运营经验, 可复用至新 IP 或新铺设的机台, 缩短设备出卡数的起量期。奥特曼运营上, 公司通过举办各种线下见面会

提振卡片销量，2018-2020 年公司奥特曼动漫形象卡设备投放数分别为 1229、2807、3534 台，在设备投放数不断增长的同时，单设备收入分别为 0.96/1.42/1.18 万元。考虑到 2020 年线下游艺娱乐场所受疫情影响部分月份停业，我们认为 2018-2020 年奥特曼单设备收入处于上升趋势，验证公司的强运营能力。

图 28: 奥特曼单设备收入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**核心竞争力三：渠道资源丰富，设备投放已形成一定规模，竞争者难以赶超。**根据《2018 年线下游戏数据报告》数据，2018 年我国有效经营的游乐场所 1.5 万家以上，其中大型连锁门店约为 1500 家，约占总量的 10%。截至 2021H1，公司设备销售渠道覆盖门店约 1.1 万家，下游客户覆盖度广，且与众多大型连锁品牌维持稳定合作关系。我们认为在商场租金上升的背景下，品牌连锁门店单店模型成熟、运营经验丰富且议价能力强，其门店数量与市占率都将提升，公司丰富优质的下游渠道资源有助于公司持续推进动漫形象卡设备投放。同时设备投放需要大量资本投入和玩家社群运营培育，截至 2021H1，公司动漫 IP 设备投放数量已超 8000 台，覆盖门店数超 1000 家，合作门店分布于各大中城市的核心商圈及中小城市的主要经济中心区，竞争者短期内难以达到公司的投放规模。

### 3.3. 增长驱动力：设备铺设数量与运营效率提升

我们认为公司动漫 IP 衍生品业务收入可拆分为：设备数量\*单设备日均出卡数\*卡牌单价\*天数。截至 2021H1，公司动漫形象卡设备覆盖门店 1000 多家，对比公司超 1.1 万家的线下门店客户，渗透率约为 10%，由于公司动漫 IP 衍生品业务尚属起量阶段，我们预计公司短期内提升卡牌单价的可能性较小，营收增长将主要来自 1) 设备铺设数量增长；2) 运营效率提升，带动单设备日均出卡数量增长。

### ➤ 增长驱动一：设备铺设数量提升

**终端门店渗透率提升**，我们测算游乐场所可投放设备数量为 10.5 万台。公司动漫 IP 衍生品业务渠道集中在大型连锁游乐场所，相比于 2020 年游艺设备销售前五大客户收入占比 31.56%，动漫 IP 衍生品业务前五大客户收入占比达 71.62%。假设有效运营的游乐场所门店数量增至 2.5 万家，大型连锁运营门店占比提升至 20%，则大型连锁门店数量为 5000 家，其他类型门店 20000 家，假设大型连锁经营门店设备实现全覆盖，单店设备投放数为 9 台，其他门店覆盖率达到 50%，单店投放达到 6 台，则游乐场可投放设备数量空间为 10.5 万台。

**投放场景多元化**：参照中国台湾地区，宝可梦加傲乐设备可投放于全家、7-11 便利店中，截至 2021H1 公司设备仅投放于游乐场内，我们认为商场中庭、便利店、玩具店都是潜在投放场景。同时我国发达的移动支付也为多场景铺设提供支撑，商场中庭早已出现无需兑换游戏币，可微信、支付宝直接扫码支付的娃娃机。

1) 我们测算商场中庭可投放设备数约 5000 台。根据中国电影发行放映协会，2019 年全国影城数量为 11453 家，影城作为商业综合体重要业态之一，可作为潜在投放商场数量参考，考虑到动漫 IP 衍生品受众小于电影，假设动漫形象卡设备渗透率达到影城的 20%，每个商场平均投放 2-4 台，则商场中庭投放数量空间约为 5000 台。

2) 我们测算便利店可投放设备数约 5000 台。根据毕马威数据，2020 年全国品牌连锁便利店门店数量为 19.3 万家，参考中国台湾地区，我们认为动漫形象卡设备将投放于空间较大的便利店，因此假设便利店渗透率为 2%，单店投放 1-2 台设备，则便利店设备投放空间约为 5000 台。

图 29：中国台湾 7-11 便利店中摆放的宝可梦加傲乐



数据来源：Youtube，东吴证券研究所

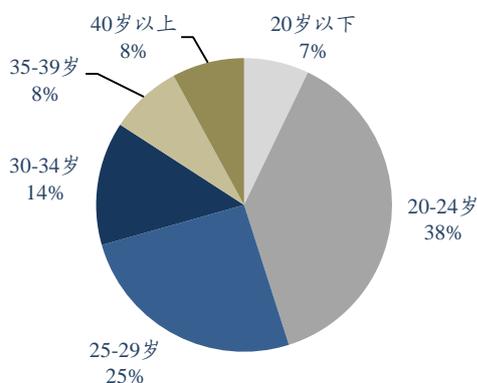
**设备投放空间超 10 倍, 预计设备投放维持稳定增长。**综合考虑玩具店等其他业态, 动漫形象卡设备投放空间超 11 万台, 相比公司不到万台的投放数量, 潜在可投放空间超 10 倍。截至 2021H1, 设备投放数超 8000 台, 其中奥特曼、宝可梦形象卡设备投放数分别为 4300 台、1500 台, 考虑到公司设备投放是通过寄放方式, 并不收取设备价款, 因此需要资本投入, 同时设备投放后需配合运营活动进行玩家社群培育, 我们预计公司 2021-2023 年奥特曼形象卡设备投放数为 4500/5500/6600 台, 宝可梦形象卡设备为 2000/4500/7200 台。

➤ **增长驱动二: 运营效率提升空间大, 单设备出卡数尚处于提升阶段**

**单设备日均出卡数仍处低位。**根据我们推算, 2018-2020 年公司单设备日均出卡数为 14/12/9 张, 2021H1 由于疫情影响减弱与重磅 IP 宝可梦增长放量, 公司单设备日均出卡数量有所提升, 位于 15-20 张区间。但根据我们线下调研情况, 不同门店单设备运营效率、工作日与周末出卡量差别都比较大, 仍有较大的提升空间。

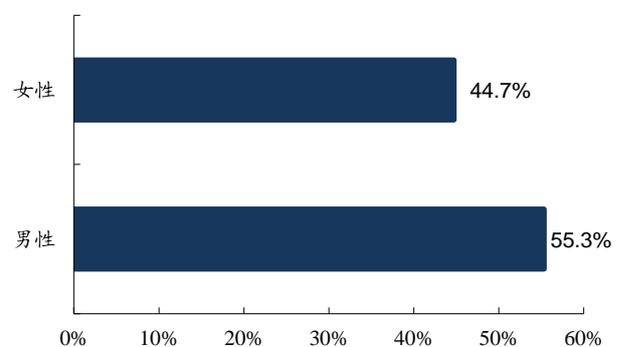
**相比奥特曼, 宝可梦受众性别分布均衡, 且成年用户占比大, 单设备日均出卡数提升潜力更大。**根据猫眼电影数据,《钢铁飞龙之奥特曼崛起》想看用户女性占比达 66.5%, 年龄分布上 20-29 岁用户占比仅为 20.8%, 我们预计女性想看用户中大部分为带儿童观影的妈妈, 观影群体主体为亲子; 相比之下《大侦探皮卡丘》受众基础更广泛, 想看用户女性占比为 44.7%, 年龄分布上 20-29 岁用户占比过半, 观影群众中成年用户占比更高。我们认为成年用户付费能力强且可自由支配时间, 为宝可梦设备单机出卡数提升打下基础。

图 30: 《大侦探皮卡丘》想看用户年龄占比



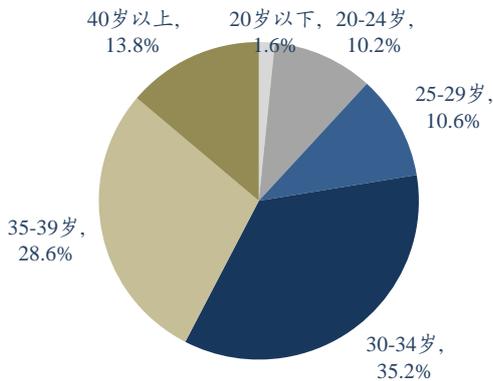
数据来源: 猫眼电影, 东吴证券研究所

图 31: 《大侦探皮卡丘》想看用户性别占比



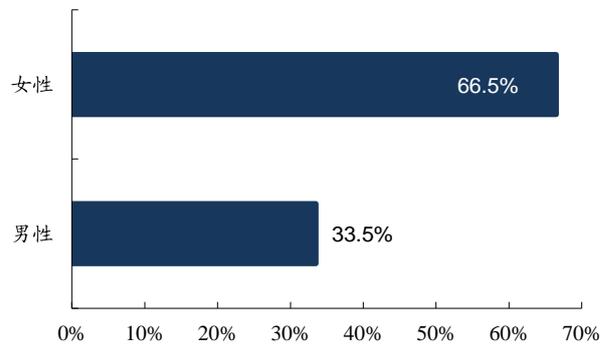
数据来源: 猫眼电影, 东吴证券研究所

图 32: 《钢铁飞龙之奥特曼崛起》想看用户年龄占比



数据来源: 猫眼电影, 东吴证券研究所

图 33: 《钢铁飞龙之奥特曼崛起》想看用户性别占比



数据来源: 猫眼电影, 东吴证券研究所

对标中国台湾, 各类赛事活动促进玩家社群形成。宝可梦加傲乐机台提供活动对战模式, 玩家参加战斗后可获得积分, 进入积分榜。参照中国台湾地区, 公司可在卡牌更新后举办赛事培育玩家社群, 增强玩家粘性, 此外还可举办集点换卡等多种活动, 提升玩家的消费频次。受疫情影响, 公司尚未举办相关运营活动, 我们预计随着公司陆续开展相关运营活动, 宝可梦单设备出卡数将迎来快速增长。

图 34: 中国台湾地区宝可梦加傲乐店铺赛事



活動期間:	2021年4月10日~第3彈結束
參加費用:	30元
參加人數:	最多16人
參加資格:	12歲以下 或 無限制 ※各店舖有所不同

数据来源: 宝可梦加傲乐中国台湾官网, 东吴证券研究所

后续卡牌储备丰富，保障长线运营。截至 2021 年 10 月，公司宝可梦加傲乐卡牌已更新至第四弹。参考已于 2020 年停止运营的日版宝可梦加傲乐，待更新卡组至少有 16 弹，按照每季度更新一弹的速度，则卡牌储备可满足 2021-2024 年的消耗。

图 35: 宝可梦加傲乐卡组储备



数据来源：神奇宝贝百科，东吴证券研究所

此外，2020 年 9 月日版已推出《Pokémon MEZASTAR》机台，增加社交新玩法。我们认为在宝可梦加傲乐运营成功的基础上，公司获得《Pokémon MEZASTAR》授权的可能性较高，充足的卡牌储备以及机台更新为公司业绩增长提供保障。

图 36: 宝可梦卡牌街机版本



数据来源：神奇宝贝百科，东吴证券研究所

随着疫情影响减弱以及后续运营活动开展，我们预计 2021-2023 年奥特曼单设备日均出卡数提升至 17.00/17.85/18.92 张，单价维持在 3.25 元/张，宝可梦成年用户占比较大，其工作日与周末出卡数差别有望缩小，预计 2021-2023 年单设备出卡数提升至 33.00/35.15/37.25 张，单价维持在 4.25 元/张，则总体单设备日均出卡数提升至

15.86/18.37/20.65 张,对应营收规模为 2.13/4.00/6.28 亿元,对应 2020-2023 年收入 CAGR 约 110%。

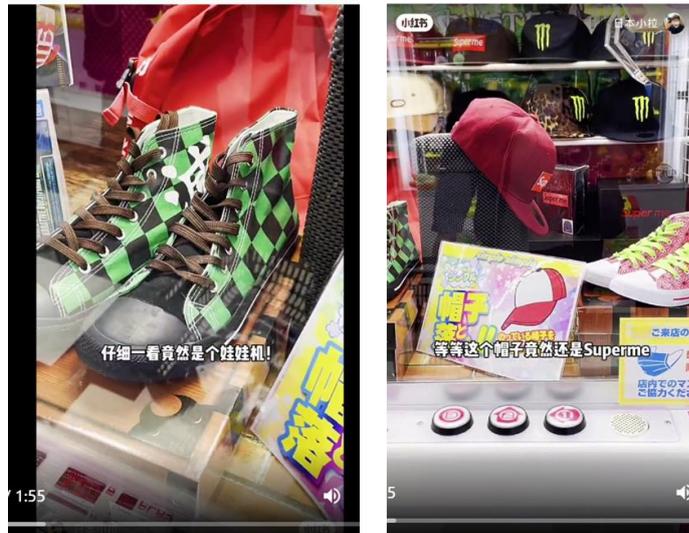
表 5: 动漫 IP 衍生品业务营收预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>宝可梦形象卡</b>						
设备投放数量(台)			655	2,000	4,500	7,200
单设备日均出卡(张)				33.00	35.15	37.25
收入(百万元)				102.39	245.36	416.13
<b>奥特曼形象卡</b>						
设备投放数量(台)			3,534	4,500	5,500	6,600
单设备日均出卡(张)				17.00	17.85	18.92
收入(百万元)				90.69	116.39	148.04
<b>总体设备</b>						
设备投放数量(台)	3,038	5,254	6,971	10,500	16,500	22,800
单设备日均出卡(张)	13.50	12.17	8.94	15.86	18.37	20.65
收入(百万元)	41.60	65.59	68.22	212.79	400.18	628.03
yoy		58%	4%	212%	88%	57%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

长期来看,“卡牌+街机”营收有望达到近 30 亿元量级。根据我们测算,动漫形象卡可铺设空间超 11 万台,假设单设备日均出卡数稳定在 20 张,单价稳定在 3.5 元,则对应营收规模接近 30 亿元。同时公司动漫 IP 衍生品业务产品形态较为单一,对标日本,未来有望通过卡牌街机为入口,丰富 IP 衍生品种类,进一步打开营收增长空间。

图 37: 日本《鬼灭之刃》周边帆布鞋、联名帽子等产品娃娃机



数据来源: 小红书, 东吴证券研究所

#### 4. 游艺设备销售：积极调整产品结构，VR/AR 或成营收增长点

公司基石业务，满足用户各类娱乐需求。公司通过自研或引进 IP 套件进行游戏游艺设备开发生产，进而销售给线下游乐场运营方获利。经过多年发展，公司游艺设备涵盖模拟体验、休闲运动、亲子娱乐等类别，能够满足用户亲子娱乐、家庭休闲、体育益智等需求。

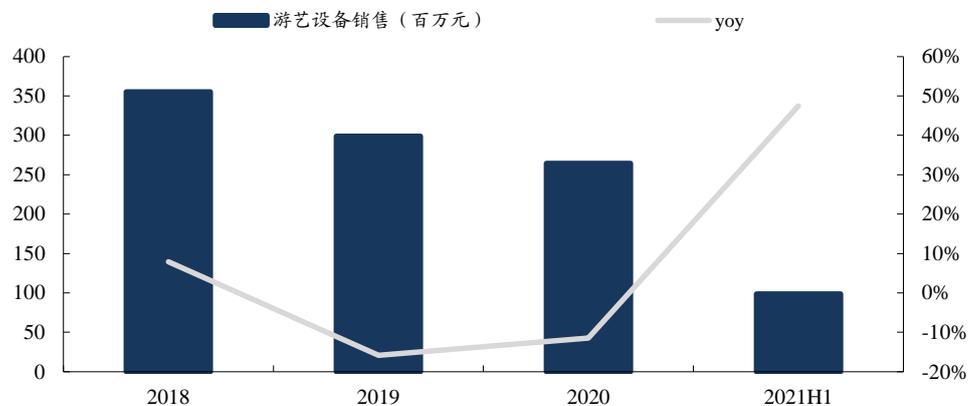
图 38：公司部分游艺设备示例图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

收入占比不断下滑，营收结构持续优化。2018-2020 年公司游艺设备销售收入分别为 3.55/2.99/2.64 亿元，同比增长 7.88%/-15.87%/-11.44%，占营业总收入 79.19%/59.94%/62.24%，2019 年收入下滑主要系公司创新商业模式，从单一的设备销售转为设备销售与运营，2020 年下滑主要系疫情影响线下游艺娱乐场所开设速度放缓，需求端收缩。2021H1 疫情影响逐渐消退，游艺设备收入同比增长 47.41%至 0.99 亿元，收入占比降至 39.56%，主要系动漫 IP 衍生品业务增长迅速。

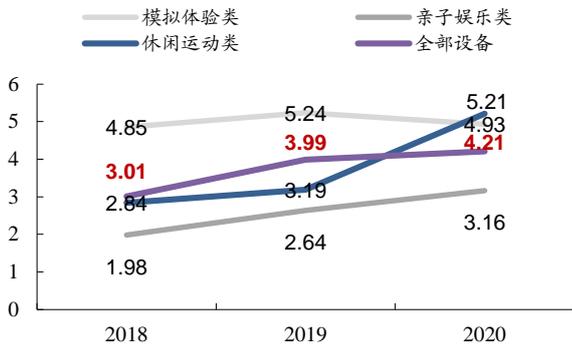
图 39：2017-2021H1 公司游艺设备销售业务收入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

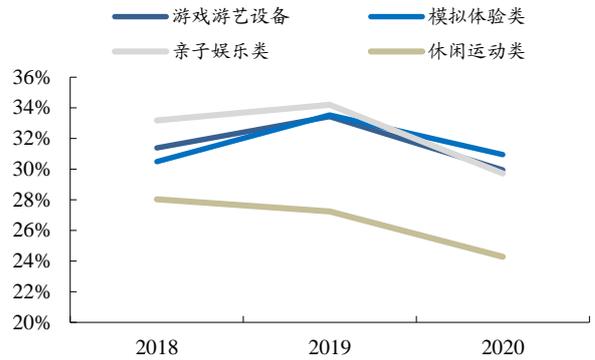
积极调整产品结构，布局高端市场，毛利率呈上升趋势。公司自 2017 年起积极调整产品结构，逐步减少低技术含量、低单价的产品销售，2018-2020 年公司游艺设备销售单价分别为 3.01/3.99/4.21 万元每台，模拟体验类/亲子娱乐类/休闲运动类单价均呈上升趋势，2018-2020 年游艺设备销售毛利率分别为 31.38%/33.41%/29.95%，2020 年有所下滑主要系疫情影响。

图 40: 2018-2020 年公司游艺设备销售单价 (万元/台)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 41: 2018-2020 年公司游艺设备销售业务毛利率情况

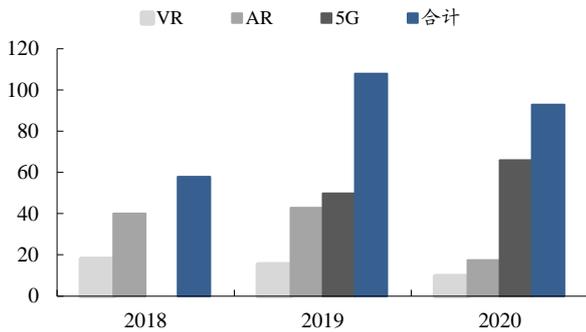


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

拥有多款 IP 独家采购权，上下游合作关系稳固。1) 上游 IP 资源方面，公司作为国内游戏游艺行业龙头企业，与微软、万代南梦宫、世嘉、科美乐、IGS 等上游游艺设备开发商建立了良好的合作关系，已获得《湾岸》、《极速》、《古墓丽影》等知名 IP 的全球或区域代理权以及境内独家采购权。2) 下游运营商方面，公司主要客户为大玩家、永旺幻想等行业内知名的品牌连锁运营商，门店覆盖区域广。截至 2021 年 8 月，公司设备销售覆盖约 1.1 万家，公司与主要客户均有多年合作关系，且合作关系稳定。

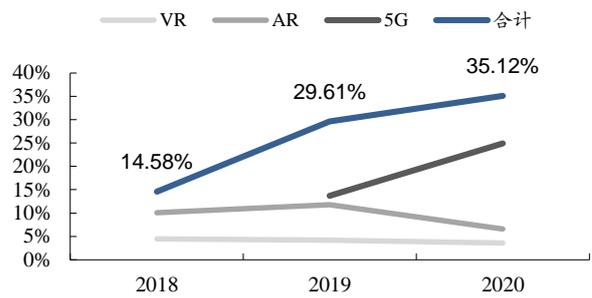
产品体验升级，VR/AR 等先进技术产品收入占比不断提升，有望带动设备销售收入新一轮增长。公司运用新技术开发产品、提升产品体验的能力不断提升，2018-2020 年公司涉及 VR/AR/5G 技术的游艺设备销售收入占产品销售比重分别为 14.58%/29.61%/35.12%，呈上升趋势。公司通过 VR 眼镜在竞速类产品《火线狂飙 VR》上的应用增强体感，通过 AR 虚拟技术打造沉浸式交互体验，相关产品有《机甲变身 GO》等，通过 5G 技术降低时延以提高设备互动性，相关产品有《舞萌 DX》等。我们认为新技术应用将提升公司产品竞争力，同时 VR/AR 将会是游艺设备的下一个增长点。

图 42: 公司涉及 VR/AR/5G 技术产品收入 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 43: VR/AR/5G 技术产品收入占产品销售收入比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 44: 公司涉及 VR/AR/5G 技术的产品



数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

## 5. 运营服务: 布局 C 端市场, 打开成长天花板

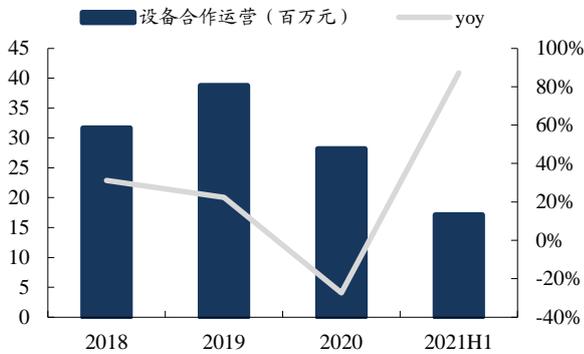
### 5.1. 设备合作运营: 拓宽客户群体, 持续贡献稳定收益

与客户实现共赢, 贡献稳定收益。公司与下游客户签订协议, 将公司的游戏游艺设备寄放在客户运营的场所, 每个月按照约定比例收取合作设备运营收入。设备合作运营减轻了下游客户的投资成本, 同时公司可赚取终端收益, 以及把握终端消费者需求, 指导新产品研发, 实现与运营商收益共享, 风险共担。公司设备合作运营合作期限一般为 4 年, 分成比例主要为 50%, 对部分客户设定保底收入, 2018-2020 年设备合作运营投放设备数分别为 2615/2879/2904 台, 单台贡献收入分别为 1.21/1.35/0.97 万元, 约为单台售价的 1/3。

毛利率相比其他业务较高, 2020 年受疫情影响收入下滑。2018-2021H1 公司设备合作运营收入分别为 0.32/0.39/0.28/0.17 亿元, 同比增长 31.21%/ 22.45%/-27.29%/87.21%,

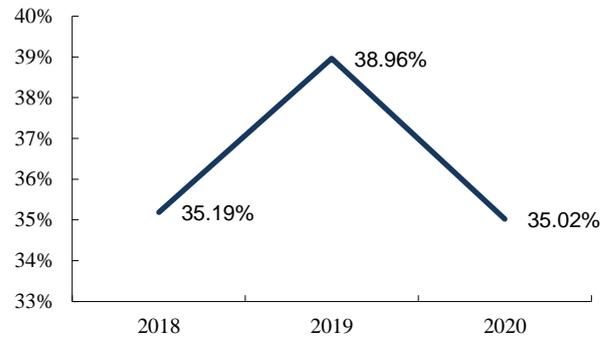
占营业总收入为 7.06%/7.77%/6.63%/6.84%。设备合作运营业务成本主要为折旧运营成本, 2018-2020 年折旧成本占比分别为 83.26%、83.79%、78.30%, 毛利率分别为 35.19%、38.96%、35.02%, 相比公司其他业务, 毛利率较高。

图 45: 2018-2021H1 公司设备合作运营收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 46: 2018-2020 年公司设备合作运营业务毛利率

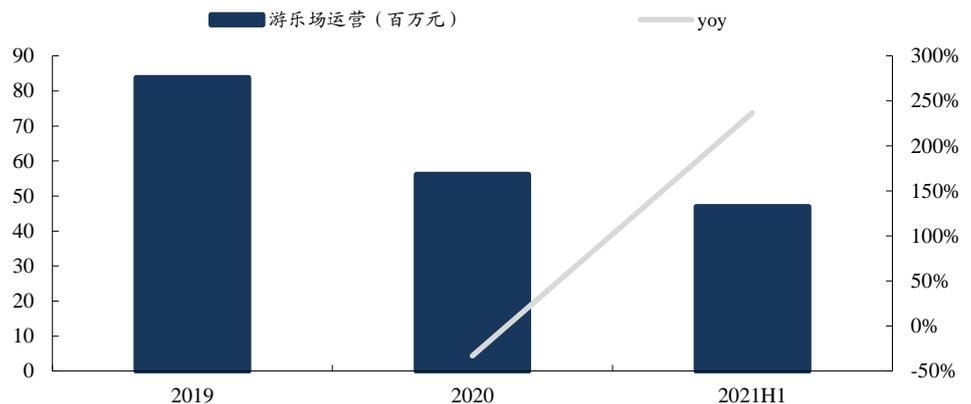


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 5.2. 自营游乐场: “研发+销售+运营” 闭环, 主题乐园想象空间大

延伸产业链至游乐场运营, 营收占比不断提升。公司依托与永旺、万科、绿地等大型商业地产公司的良好合作关系, 在商业综合体直接经营游乐场所。2019/2020/2021H1 游乐场运营业务营收分别为 0.84、0.56 (yoy-32.93%)、0.47 (yoy+236.86%) 亿元, 占营业总收入比例不断提高, 分别为 16.81%/13.22%/18.81%。

图 47: 2019-2021H1 公司游乐场运营收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

固定成本占比较高, 2020 年受疫情影响毛利率下滑。根据公司 2019H2 数据, 自营游乐场租赁成本、人员成本、折旧与摊销等固定成本占游乐场运营总成本的 69.52%, 其中租赁成本占比约为 42.18%; 变动成本主要为礼品成本、设备维护费及其他, 成本占比为 30.48%, 2019/2020 年公司游乐场运营业务毛利率分别为 20.46%、8.80%。

表 6: 公司自营游乐场成本情况 (2020 年受疫情影响较大, 故选用 2019 年下半年数据)

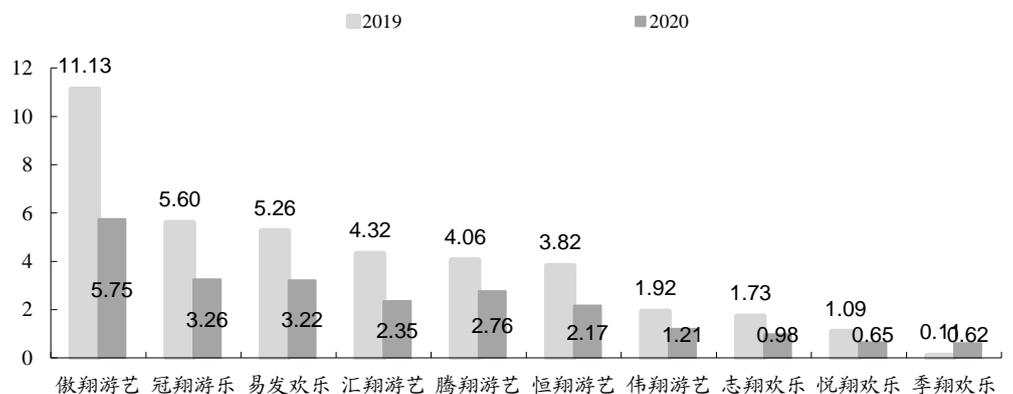
项目	成本结构占比	占收入比例
<b>固定成本</b>	<b>69.52%</b>	<b>60.78%</b>
租赁成本	42.18%	33.95%
人员成本	17.14%	13.80%
折旧与摊销	13.40%	10.79%
水电费	2.79%	2.25%
<b>变动成本</b>	<b>30.48%</b>	<b>19.70%</b>
礼品成本	21.45%	17.27%
设备维护费及其他	3.02%	2.43%
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>80.48%</b>

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

门店集中在广东省, 公司预计未来全国范围内增开 9 家终端业务门店。2018 年公司收购广州科韵, 获得傲翔游艺、冠翔游乐、易发欢乐、伟翔游艺、悦翔游艺、汇翔游艺 6 家游乐场 100% 股权, 收购后新设恒翔游艺、腾翔游艺、志翔欢乐、季翔欢乐和曜翔游艺 5 家游乐场。截至 2021 年 6 月, 公司共计持有 11 家游乐场 100% 股权, 主要分布在广东省, 其中广州有 7 家, 东莞 2 家, 佛山和江门各 1 家, 公司预计在全国范围内增开 9 家终端业务门店。

大部分门店仍处于爬坡期, 经营效率提升空间大。游乐场运营需要经历 2-3 年市场培育后才能逐步进入业绩快速增长期, 公司自营游乐场除易发欢乐和傲翔游艺已持续运营超 10 年外, 其他运营时间均不超过 5 年, 其中恒翔游艺、腾翔游艺、志翔欢乐、季翔欢乐和曜翔游艺 5 家游乐场均是 2019 年新设门店, 且又受 2020 年疫情影响, 因此大部分门店仍处于早期消费社群形成和人气聚集阶段。2019 年傲翔游艺、冠翔游乐、易发欢乐单设备收入分别为 11.13、5.60、5.26 万元, 其余门店单设备收入尚不足 5 万元, 提升空间大。

图 48: 2019/2020 年公司各游乐场单设备收入 (单位: 万元/台)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**对标日本，形成“研发+销售+运营”闭环，提高研发与销售效率。**通过布局终端消费，公司可获得终端消费者的消费习惯、游戏类型偏好等重要数据，指导研发和生产过程。同时全产业链布局下公司积累下游运营经验，可为下游运营方提供一站式解决方案，提供附加值，助力设备销售业务和设备合作运营业务扩张，公司 SaaS 运营系统已覆盖海内外上千家游乐场。同时我们认为参考日本经验，自营门店可作为公司产品更新的展示台，推动产品更新，促进设备销售收入增长，最终形成“研发支持销售，销售引领运营，运营促进研发”的闭环。

**对标日美，下游业态有望进一步丰富。**美国作为街机发源地，街机终端门店演变为“街机+餐饮”的线下社交娱乐中心，其中 Chuck E. Cheese 定位儿童客群，提供举办儿童生日派对等服务，打造家庭娱乐中心，Dave and Buster's 定位 21-39 岁年轻客群，提供餐饮、娱乐和观影服务，满足年轻人在外就餐以及社交需求。2018-2020 年美国街机、餐饮与娱乐综合业态市场规模分别为 28/29/16 亿美元。日本终端门店则是规模较大，通常各层经营不同类型的设备，进而达到客群划分的目的。对标海外，我国游艺娱乐场所仍以提供游戏游艺设备为主，未来有望融合餐饮等泛娱乐业态。

**环游·运动嘉年华打开游乐场运营想象空间。**2021 年 10 月公司位于东莞的环游·运动嘉年华门店正式开业，不同于传统的“购币-投币-游戏”，环游·运动嘉年华尝试了“门票+游戏币”的商业模式。基于“游乐运动+”理念，环游·运动嘉年华被打造为全场景、泛娱乐、泛运动的沉浸式室内乐园，营业面积近 5000 m<sup>2</sup>，场内设有“运动”、“游乐”两大体验区，集“运动+游乐+电竞+潮玩+景区+X”于一体，满足家庭亲子休闲、Z 世代运动娱乐、以及团建派对需求。我们认为可持续跟踪公司环游·运动嘉年华门店运营情况，若是人流量能保持较高水平，则门店租金有望降低，从而提高未来扩店的可能性。同时，若公司能成功运营并复制该门店，或持续打造多样的主题乐园，为玩家提供复合型线下娱乐体验，运营服务的营收增长潜力有望持续释放。

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 盈利预测

**游戏游艺设备销售：**综合考虑到疫情不稳定影响、线下游艺娱乐场所扩张速度以及设备升级带来的单价提升，我们预计 2021-2023 年游戏游艺设备收入同比增长 10%/8%/8%，由于公司积极调整产品结构，提高高单价、高毛利产品占比，我们预计 2021-2023 年游戏游艺设备销售业务毛利率为 32%/34%/34%。

表 7：游戏游艺设备销售业务盈利预测（单位：百万元，%）

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	264.47	290.92	314.19	339.33
yoy	-11%	10%	8%	8%
毛利率	30%	32%	34%	34%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**动漫 IP 衍生品业务：**考虑到宝可梦加傲乐尚处于起量阶段，且奥特曼 IP 运营经验成熟，我们预计 2021-2023 年动漫形象卡设备投放数为 1.05/1.65/2.28 万台，单设备日均出卡数提升至 15.86/18.37/20.65 张，对应 2021-2023 年动漫 IP 衍生品业务收入同比增长 212%/88%/57%，预计毛利率为 34%/35%/36%。

表 8：动漫 IP 衍生品业务盈利预测（单位：百万元，%）

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	68.22	212.79	400.18	628.03
yoy	4%	212%	88%	57%
毛利率	33%	34%	35%	36%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**设备合作运营：**公司持续推进 2C 转型，我们预计 2021-2023 年设备合作运营收入同比增长 26%/30%/27%，对应毛利率为 35.0%/36.5%/38.0%。

表 9：设备合作运营业务盈利预测（单位：百万元，%）

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	28.16	35.49	46.07	58.28
yoy	-27%	26%	30%	27%
毛利率	35%	35%	37%	38%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**游乐场运营:**公司计划新增 9 家自营游乐场,我们预计每年将保持新增 2-3 家新店,考虑到游乐场前期需要 1-3 年的爬坡期,我们预计 2021-2023 年游乐场运营业务收入增速为 43%/34%/31%,对应毛利率约为 15%/18%/18%。

**表 10: 游乐场运营业务盈利预测 (单位: 百万元, %)**

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	56.16	80.47	107.49	140.73
yoy	-33%	43%	34%	31%
毛利率	9%	15%	18%	18%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**表 11: 营业总收入及毛利率预测 (单位: 百万元, %)**

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	424.95	631.58	881.03	1180.77
yoy	-15%	49%	39%	34%
毛利	27.79%	30.45%	32.42%	33.18%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 6.2. 估值

公司短中期内业绩将由动漫 IP 衍生品业务驱动增长,因此我们选取奥飞娱乐与泡泡玛特作为可比公司,其中奥飞娱乐拥有喜羊羊与灰太狼、铠甲勇士等面向 K12 人群的知名 IP,并围绕 IP 开发玩具、运营线下游乐场等,公司部分受众和产品与其相近;泡泡玛特产品以盲盒为主,公司动漫形象卡玩法类似于盲盒,我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 0.81/1.79/2.73 亿元,同比增长 76.6%/119.6%/52.7%,考虑到公司业绩预期增速较高,且动漫 IP 衍生品业务已形成稳固的竞争壁垒,给予公司 2022 年 40 倍 PE,目标股价 82.40 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

**表 12: 可比公司估值 (以 2021.11.05 收盘价计算,单位为人民币,泡泡玛特以 2021.11.05 HKD/CNY = 0.8217 计算)**

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			2020-2023 年 归母净利润 CAGR	PS (TTM)	PE		
			2021E	2022E	2023E			2021E	2022E	2023E
002292.SZ	奥飞娱乐	81	93	189	294	-	3.09	86.58	42.61	27.44
9992.HK	泡泡玛特	656	1206	1805	2571	69.97%	18.71	54.37	36.31	25.50
	均值	368	649	997	1432	-	10.90	70.48	39.46	26.47
301011.SZ	华立科技	49	81	179	273	80.90%	8.49	60.51	27.55	18.05

数据来源: 奥飞娱乐为 Wind 一致预测, 华立科技、泡泡玛特为东吴证券研究所预测

注: 2020 年奥飞娱乐归母净利润为负数, 其 2019-2023 年归母净利润复合增长率为 26.55%

## 7. 风险提示

**产业政策风险：**近年来国家相关政府部门出台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。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。

**疫情反复风险：**新冠疫情对线下娱乐的影响较大，公司游乐场和下游运营商受疫情影响延后开业或阶段性停止营业，对公司的设备销售业务、运营服务业务、动漫 IP 衍生品业务均有不利影响。

**动漫 IP 衍生品设备运营不及预期：**短中期内公司业绩高速增长依赖于动漫 IP 衍生品运营效率和设备投放数提升，如果动漫 IP 设备投放增长及运营效率提升不及预期，将会影响公司短中期内的业绩增速。

**应收账款风险：**截至 2021Q3，公司应收账款 2.59 亿元，占流动资产比例为 39.87%。虽然公司客户主要为国内知名游乐场连锁品牌，且公司已建立较为严格的应收账款考核管理制度，但如果未来客户经营环境、财务状况等发生重大不利变化，则可能发生坏账从而对公司经营业绩和资金使用效率产生不利影响。

**市场竞争加剧风险：**国内游戏游艺设备生产商主要集中于技术复杂度相对较低的产品，定位于低端市场，同质化竞争严重。公司已具备一定的自研能力，积极调整产品结构，提升产品竞争力，布局中高端市场。但不排除未来海外厂商在中国大陆建厂，加剧中高端市场竞争。

**宏观经济波动风险：**公司产品应用于线下游乐场，业绩与宏观经济周期和商业地产业态升级、商业综合体新开业数量等因素有较大关联性。如果未来我国宏观经济出现波动，或商业地产不景气，将会导致下游客户以及终端消费者需求减弱，对公司业绩产生不利影响。

华立科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>481</b>	<b>702</b>	<b>947</b>	<b>1,310</b>	<b>营业收入</b>	<b>425</b>	<b>632</b>	<b>881</b>	<b>1,181</b>
现金	46	239	444	753	减:营业成本	307	439	595	789
应收账款	255	277	314	356	营业税金及附加	2	3	2	1
存货	147	144	139	140	营业费用	15	28	35	45
其他流动资产	34	41	50	61	管理费用	22	45	48	47
<b>非流动资产</b>	<b>390</b>	<b>440</b>	<b>476</b>	<b>511</b>	研发费用	12	20	20	24
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	3	5	1	2
固定资产	267	301	333	363	资产减值损失	1	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	31	47	51	56	其他收益	-6	0	13	20
其他非流动资产	92	92	92	92	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>871</b>	<b>1,142</b>	<b>1,423</b>	<b>1,821</b>	<b>营业利润</b>	<b>58</b>	<b>90</b>	<b>192</b>	<b>293</b>
<b>流动负债</b>	<b>371</b>	<b>314</b>	<b>432</b>	<b>572</b>	加:营业外净收支	-12	0	0	0
短期借款	76	16	36	56	<b>利润总额</b>	<b>46</b>	<b>90</b>	<b>192</b>	<b>293</b>
应付账款	214	193	261	346	减:所得税费用	0	9	13	21
其他流动负债	81	105	135	170	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>85</b>	<b>65</b>	<b>50</b>	<b>35</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>46</b>	<b>81</b>	<b>179</b>	<b>273</b>
长期借款	85	65	50	35	EBIT	73	95	193	295
其他非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	117	147	256	366
<b>负债合计</b>	<b>456</b>	<b>379</b>	<b>482</b>	<b>607</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.71	0.94	2.06	3.14
归属母公司股东权益	416	763	941	1,214	每股净资产(元)	4.79	8.79	10.84	13.99
<b>负债和股东权益</b>	<b>871</b>	<b>1,142</b>	<b>1,423</b>	<b>1,821</b>	发行在外股份(百万股)	65	87	87	87
					ROIC(%)	12.1%	9.9%	17.1%	20.6%
					ROE(%)	11.1%	10.7%	19.0%	22.5%
					毛利率(%)	27.8%	30.5%	32.4%	33.2%
					销售净利率(%)	10.8%	12.9%	20.3%	23.1%
					资产负债率(%)	52.3%	33.2%	33.9%	33.3%
					收入增长率(%)	-14.7%	48.6%	39.5%	34.0%
					净利润增长率(%)	-22.9%	76.6%	119.6%	52.7%
					P/E	79.85	60.51	27.55	18.05
					P/B	11.84	6.45	5.23	4.05
					EV/EBITDA	32.87	32.58	17.96	11.71

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>