

汉仪股份(301270)

报告日期: 2025年07月23日

# 收购上海皮东 39%股份, 跃升文化消费生态平台

## ——汉仪股份点评报告

### 投资要点

- 事件:** 7月22日晚, 汉仪股份发布对外投资公告, 拟以自有资金1.02亿收购上海皮东(不凡玩品母公司)39%股权。其中, 6730万元受让老股(获32.25%股权, 估值2.09亿元), 3500万元增资扩股(持股升至39%, 标的整体估值2.62亿元), 获2席董事席位(5席中占2席), 参与核心决策。标的方承诺2025-2026年累计净利润4000万元, 未达标则触发估值补偿机制。
- 不凡玩品在谷子经济已深度布局**  
 根据工商信息, 上海皮东持有不凡玩品公司100%股权, 不凡玩品聚焦电竞游戏类集换式卡牌, 是全球第一家亦是唯一一家获得电竞四大联赛授权的卡牌发行公司, 拥有KPL/PEL/LPL/CFPL电竞职业联赛核心IP资源。除不凡玩品外, 上海皮东还拥有王者荣耀、金铲铲之战、和平精英、波士顿美术馆、芝麻街、Vsinger虚拟歌手(洛天依、言和等)等跨领域IP资源, 并已实现【IP授权-开发-生产-营销】一体化运营闭环, 公司还布局了创意纸制品、亚克力立牌、金属徽章等丰富周边, 进一步强化谷子经济布局, 满足年轻群体对个性化消费及收藏的需求。业绩方面, 标的已实现净盈利, 2025H1净利润达741万元(同比+68%, 未经审计)。中国卡牌行业市场规模高速增长, 2024年达到263亿元, 2019-2024年复合增长率达56.6%, 预计2029年将达到446亿, 其中体育赛事类交易卡(如球星卡、电竞卡)占据核心地位, 细分市场规规模超过20亿元, 电竞作为国内最大的体育赛事, 将持续受益于体育赛事粉丝经济及Z世代收藏需求。
- 重要意义: 从工具型软件商向文化消费生态平台转型的三级跃升**
  1. IP资源杠杆化: 汉仪凭借敏锐的IP发掘能力, 已实现对众多热门IP的先发布局并成功打造热门产品, 包括《黑神话: 悟空》等, 其沉淀的汉字文化IP(如甲骨文活化IP「博物汉字」、书法美学IP「字库敦煌」)将与上海皮东掌控的电竞/二次元头部IP形成跨世代矩阵, 有望通过联名卡牌(如「王者荣耀×汉字纹样」限定系列)触达2亿Z世代用户。
  2. 技术双向赋能打开消费赛道: 标的公司拥有顶尖产品工艺及供应链管理能力和国际设备与独家材料的结合, 其柔性供应链工艺(支持单件定制)可复用于汉仪的汉字文创产品(如金属徽章、活字印章), 双方将共同拓展衍生品周边新技术, 不断丰富产品类型。
  3. 全球化IP赋能出海: 标的公司获得授权的IP横跨国内外电竞、游戏、文娱及动漫领域, 上海皮东可凭借国内卡牌产业链的工艺成本优势快速打开海外市场, 将中国IP与汉字文化通过卡牌载体输出全球, 打开工具软件企业的估值天花板。
- 盈利预测与估值**  
 我们预计公司25-27年营业收入分别为2.20/2.64/3.44亿元, 归母净利润分别为0.62/1.04/1.41亿元, 当前股价对应P/E分别为68/41/30倍。根据相对估值法, 可比通用软件公司金山办公、深信服, 平均估值99倍(2025E, Wind一致预期), 叠加IP衍生的估值溢价, 给予汉仪股份25年对应目标P/E 90倍, 目标价为55.8元, 维持“买入”评级。
- 风险提示**  
 投资后续协同整合风险, 版权保护风险等。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 冯翠婷  
 执业证书号: S1230525010001  
 fengcuiting@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥42.35
总市值(百万元)	4,235.00
总股本(百万股)	100.00

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《投资方正定鼎字库市场, 内生外延齐筑增量空间》  
2025.06.24

## 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	191	220	264	344
(+/-) (%)	-12.17%	15.17%	20.39%	30.05%
归母净利润	9	62	104	141
(+/-) (%)	-78.74%	606.60%	67.67%	35.00%
每股收益(元)	0.09	0.62	1.04	1.41
P/E	480.79	68.04	40.58	30.06

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	605	432	441	476
现金	215	41	49	11
交易性金融资产	340	330	310	360
应收账款	18	15	18	24
其它应收款	2	2	4	6
预付账款	1	1	1	2
存货	1	1	1	2
其他	27	42	57	72
<b>非流动资产</b>	609	630	678	751
金融资产类	148	163	178	193
长期投资	16	21	28	37
固定资产	207	212	232	266
无形资产	54	49	46	47
在建工程	0	0	0	0
其他	185	185	194	209
<b>资产总计</b>	1,214	1,062	1,118	1,227
<b>流动负债</b>	208	64	73	89
短期借款	0	0	0	0
应付款项	48	44	49	60
预收账款	0	0	0	0
其他	160	20	23	29
<b>非流动负债</b>	4	3	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他	4	3	3	3
<b>负债合计</b>	212	67	76	93
少数股东权益	(11)	(15)	(20)	(27)
归属母公司股东权益	1,013	1,010	1,062	1,161
<b>负债和股东权益</b>	1,214	1,062	1,118	1,227

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	191	220	264	344
营业成本	36	39	45	54
营业税金及附加	3	7	3	10
营业费用	80	69	74	80
管理费用	33	27	28	30
研发费用	42	31	33	35
财务费用	(1)	(2)	(0)	(0)
资产减值损失	(5)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损益	6	0	0	0
投资净收益	2	12	3	3
其他经营收益	7	1	21	6
<b>营业利润</b>	7	62	106	145
营业外收支	(1)	1	1	1
<b>利润总额</b>	7	63	107	146
所得税	2	5	7	12
<b>净利润</b>	4	58	99	134
少数股东损益	(5)	(5)	(5)	(7)
<b>归属母公司净利润</b>	9	62	104	141
<b>EBITDA</b>	21	97	148	194
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.09	0.62	1.04	1.41

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-12.17%	15.17%	20.39%	30.05%
营业利润	-79.61%	735.95%	70.43%	37.20%
归属母公司净利润	-78.74%	606.60%	67.67%	35.00%
<b>获利能力</b>				
毛利率	80.86%	82.13%	83.17%	84.32%
净利率	4.62%	28.34%	39.46%	40.96%
ROE	0.87%	6.16%	9.83%	12.14%
ROIC	0.17%	5.59%	9.49%	11.78%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.43%	6.32%	6.83%	7.57%
净负债比率	-21.26%	-3.97%	-4.62%	-0.89%
流动比率	2.91	6.79	6.04	5.32
速动比率	2.77	6.10	5.23	4.48
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.16	0.19	0.24	0.29
应收账款周转率	11.32	13.14	15.73	16.28
应付账款周转率	0.75	0.85	0.96	0.99
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.09	0.62	1.04	1.41
每股经营现金	0.25	-0.75	1.26	1.71
每股净资产	10.13	10.10	10.62	11.61
<b>估值比率</b>				
P/E	480.79	68.04	40.58	30.06
P/B	4.18	4.19	3.99	3.65
EV/EBITDA	163.28	43.43	28.35	21.82

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	25	(75)	126	171
净利润	4	58	99	134
折旧摊销	18	36	41	48
财务费用	0	0	0	0
投资损失	(2)	(12)	(3)	(3)
营运资金变动	6	(156)	(10)	(7)
其它	(1)	(0)	(1)	(1)
<b>投资活动现金流</b>	87	(34)	(66)	(167)
资本支出	(167)	(40)	(65)	(95)
长期投资	246	(12)	(4)	(76)
其他	7	18	3	3
<b>筹资活动现金流</b>	(86)	(66)	(52)	(42)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(86)	(66)	(52)	(42)
<b>现金净增加额</b>	25	(175)	9	(38)

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>