

华立科技 (301011.SZ)

游戏游艺设备龙头，乘动漫 IP“谷子”之风再启航

2025 年 09 月 15 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

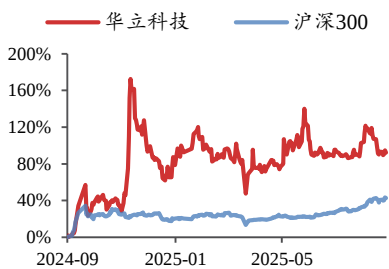
方光照（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

日期	2025/9/12
当前股价(元)	27.95
一年最高最低(元)	44.00/14.38
总市值(亿元)	41.00
流通市值(亿元)	38.86
总股本(亿股)	1.47
流通股本(亿股)	1.39
近 3 个月换手率(%)	235.53

股价走势图



数据来源：聚源

● 商用游戏游艺设备龙头，加码布局动漫 IP 衍生品业务

公司为国内商用游戏游艺设备龙头公司，主业为游艺设备和动漫 IP 衍生品销售，同时经营游乐场及设备合作运营，已形成完整游戏游艺设备产业链布局。公司游戏游艺设备销售主业稳健，定增项目或加速动漫 IP 衍生品布局，乘“IP 谷子”之风打造第二成长曲线。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.12/1.70/2.22 亿元，对应 EPS 分别为 0.76/1.16/1.51 元，当前股价对应 PE 分别为 36.8/24.1/18.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 行业：IP 卡牌处快速发展期，游戏游艺设备趋稳向好且集中度或提升

（1）IP 卡牌：我国集换式卡牌行业于 2022 年快速兴起，2023-2024 年延续高速扩张，根据灼识咨询，2024 年我国集换卡市场规模为 165 亿元，2027 年有望达到 310 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 20.5%，保持快速增长。（2）游戏游艺设备：游戏游艺设备市场规模整体保持稳健，2023 年国内游戏游艺机收入规模为 154.7 亿元。从竞争要素来看，游戏游艺设备在获批和生产环节差异较小，销售渠道作用凸显，因此拥有销售渠道优势的公司市占率有望提升。

● 公司渠道、IP、品牌/资金优势突出，拓“IP+渠道”开启 IP 衍生品业务成长

（1）渠道：多年深耕游戏游艺设备行业，下游销售渠道广泛，渠道把控能力强。（2）IP：与奥特曼、宝可梦等知名 IP 战略合作。（3）品牌/资金：作为目前唯一上市的游戏游艺设备公司，品牌、融资能力优势突出。**未来增长驱动力：**（1）通过“合作+自研”不断推出卡牌街机新品，目前拥有《奥特曼融合激战》、《三国幻战》等 IP 卡片机，2025 年推出的《宝可梦明耀之星》反响热烈；公司卡片定价偏高端，定增项目加速新机投放，后续或量价齐升拉动增长。（2）打通 C 端渠道，推出华立潮品线上店及自营线下旗舰店，售卖舞萌 DX、太鼓之达人等 IP 潮玩、卡牌、谷子等衍生品，或受益于行业高增长，持续拓展收入增量。（3）布局 XR 业务，与海外知名品牌合作，发力海外市场，商业化空间或进一步打开。

● 风险提示：下游需求发展不及预期、应收账款风险、存货减值风险等

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	816	1,017	1,180	1,442	1,582
YOY(%)	35.0	24.6	16.0	22.2	9.7
归母净利润(百万元)	52	85	112	170	222
YOY(%)	173.0	62.9	31.8	52.4	30.4
毛利率(%)	28.5	30.0	31.1	33.3	34.1
净利率(%)	6.4	8.3	9.5	11.8	14.0
ROE(%)	7.5	11.3	13.0	14.6	16.1
EPS(摊薄/元)	0.35	0.58	0.76	1.16	1.51
P/E(倍)	78.9	48.4	36.8	24.1	18.5
P/B(倍)	5.9	5.5	4.8	3.5	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司概况：国内游戏游艺设备龙头，IP 卡牌业务茁壮成长	4
1.1、 发展历程：以游戏游艺设备为基，拓展动漫 IP 衍生品业务	4
1.2、 股权结构：股权结构较为集中	4
1.3、 财务分析：动漫 IP 衍生品绘就第二成长曲线	5
2、 IP 卡牌行业处于快速成长期，游艺设备行业发展稳健	8
2.1、 动漫 IP 衍生品：IP 卡牌行业保持高速增长	8
2.2、 游戏游艺设备：整体保持稳定，头部效应或显现	10
3、 竞争优势：游艺设备构筑基石，深挖 IP 衍生品价值	12
3.1、 渠道：多年沉淀积累丰富下游渠道资源	12
3.2、 IP：手握众多高价值 IP，产品矩阵完整	12
3.3、 先发布局：品牌效应和资金优势突出	15
4、 增长驱动力：IP 合作、拓展 C 端及海外市场	16
4.1、 “合作+自研”拓宽 IP 矩阵，动漫 IP 卡牌收入或快速增长	16
4.2、 打通 C 端渠道，IP 衍生品业务迎增量	18
4.3、 积极探索 XR 新技术落地，开拓海外市场	19
5、 盈利预测与投资建议	19
5.1、 盈利预测	20
5.2、 估值与投资建议	20
6、 风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1： 公司业务涵盖游戏设计、IP 衍生品销售和运营服务	4
图 2： 公司股权结构较为集中（截至 2025 年中报）	5
图 3： 2025H1 营收约 4.81 亿元，同比增长 4.12%	6
图 4： 2025H1 归母净利润约 0.35 亿元，同比下降 2.84%	6
图 5： 2020 年以来游戏游艺设备销售收入整体增长	6
图 6： 游戏游艺设备毛利率保持相对稳定	6
图 7： 动漫 IP 衍生品业务收入快速增长	7
图 8： 动漫 IP 衍生品业务毛利率整体提升	7
图 9： 收入结构中动漫 IP 衍生品收入占比整体有所提升	7
图 10： 2025H1 毛利率维持相对平稳	7
图 11： 2024 年动漫 IP 衍生品业务毛利率最高	7
图 12： 公司三费费率整体保持稳定	8
图 13： 2022 年以来净利率整体回升	8
图 14： 我国集换卡行业市场规模有望在 2027 年达到 310 亿	9
图 15： 《我的世界地下城》街机玩法涉及卡片获取	10
图 16： 宝可梦加傲乐系列、奥特曼融合激战系列设备受到玩家欢迎	10
图 17： 全球投币式游艺机行业迈入成熟期	11
图 18： 我国游戏游艺机收入规模已修复至疫情前水平	11
图 19： 2019-2024H1 年中国 VR 线下体验店行业市场规模保持增长态势	11

图 20: 游戏游艺设备行业市场集中度较低 (2021 年)	12
图 21: 游戏游艺设备属 toB 类硬件生产产业	12
图 22: 公司游戏游艺设备产品众多	13
图 23: 《奥特曼光辉共斗》卡牌设计精美、玩法多样	14
图 24: 2020 年, 公司投放《宝可梦加傲乐》设备	15
图 25: 2025 年, 公司推出《宝可梦明耀之星》设备	15
图 26: 2024 年公司持有货币资金持续提升	15
图 27: 公司在游戏游艺设备行业的市占率有所提升	15
图 28: 《宝可梦明耀之星》融合系列新玩法	17
图 29: 公司密集举行《宝可梦明耀之星》相关活动	17
图 30: 公司推出自研 IP 设备《三国幻战》	17
图 31: 《三国幻战》在中国台湾人气持续高涨	17
图 32: 公司推出环游嘉年华华立潮品店中店	19
图 33: 华立潮品面向 C 端推出 IP 衍生品	19
表 1: 公司设立股票激励目标, 彰显发展信心	5
表 2: 2021-2022 年间我国多家卡牌商获得融资	9
表 3: 公司合作渠道众多	12
表 4: 华立科技合作 IP 丰富	14
表 5: 公司推出较多品类的 IP 卡片机	16
表 6: 华立科技卡牌定位相对高端	16
表 7: 2017 年-2023 年公司游戏游艺设备单价持续提升	18
表 8: 公司拟向 8 家机构发行约 614 万股募集 1.49 亿元	18
表 9: 公司业务主要分为游戏游艺设备等四块	20
表 10: 我们预计公司 2025-2027 年分别实现 1.12/1.70/2.22 亿元归母净利润, PE 低于可比公司	21

1、公司概况：国内游戏游艺设备龙头，IP 卡牌业务茁壮成长

1.1、发展历程：以游戏游艺设备为基，拓展动漫 IP 衍生品业务

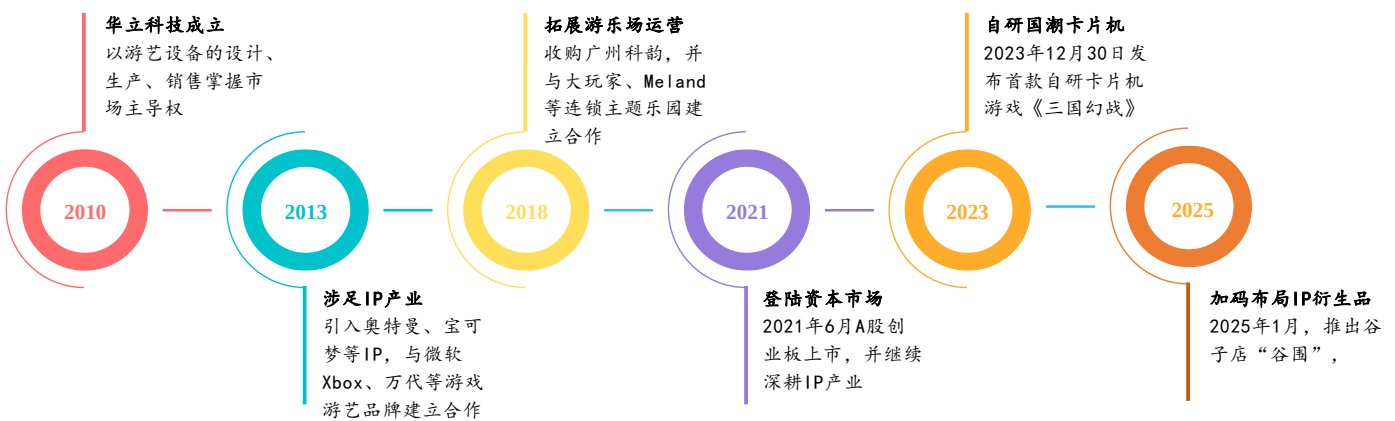
公司全面布局游戏游艺产业链，逐步成为商用游戏游艺设备龙头供应商。广州华立科技股份有限公司（下称“华立科技”或“公司”）系国内商用游戏游艺设备领军者，主营线下游戏游艺设备的研发、生产、销售和运营，产品覆盖国内外过万家高级游乐场所，业务包括游艺设备销售、动漫 IP 衍生品销售，及游乐场和设备合作的运营，形成了游戏游艺设备生产销售的完整产业链。公司发展阶段包括：

（1）成立与起步（2010-2013）：2010 年创始人苏本立成立华立科技，以外观设计和内容设计切入游艺设备市场，掌握生产设备主导权。2013 年公司布局设备合作运营业务，并涉足动漫 IP 衍生品业务，与国际知名 IP 合作推出相关游艺设备。

（2）探索与发展（2014-2020）：公司积极拓展 IP，通过引入奥特曼、头文字 D、宝可梦等知名 IP，丰富产品矩阵。同时，公司与全球顶尖的游戏游艺品牌建立合作关系，包括微软 Xbox、万代南梦宫（BANDAI NAMCO）、世嘉（SEGA）等。2018 年公司通过收购广州科韵，延伸至下游游乐场运营业务，并与下游的国内外知名连锁主题乐园客户建立长期战略合作关系，如大玩家、Meland、星际传奇等。2020 年，公司推出又一著名 IP 宝可梦的卡片机《宝可梦加傲乐》，动漫 IP 衍生品毛利率较高，逐步成为公司第二增长曲线。

（3）上市与深耕（2021 至今）：2021 年 6 月公司于 A 股创业板上市。上市后公司继续深耕 IP 产业，与狂野飙车 IP 合作推出《狂野飙车 9：竞速传奇 ARCADE DX》，2022 年在卡片机领域独家发行《我的世界地下城 ARCADE》，在音游领域推出《中二节奏》，强化 IP 竞争力，2023 年推出原创 IP 卡片机《三国幻战》和授权 IP《火影忍者斗牌世界》。2025 年 1 月，公司加码布局 IP 衍生品行业，推出华立潮品首家 IP 谷子线下店“谷围”。

图1：公司业务涵盖游戏设计、IP 衍生品销售和运营服务



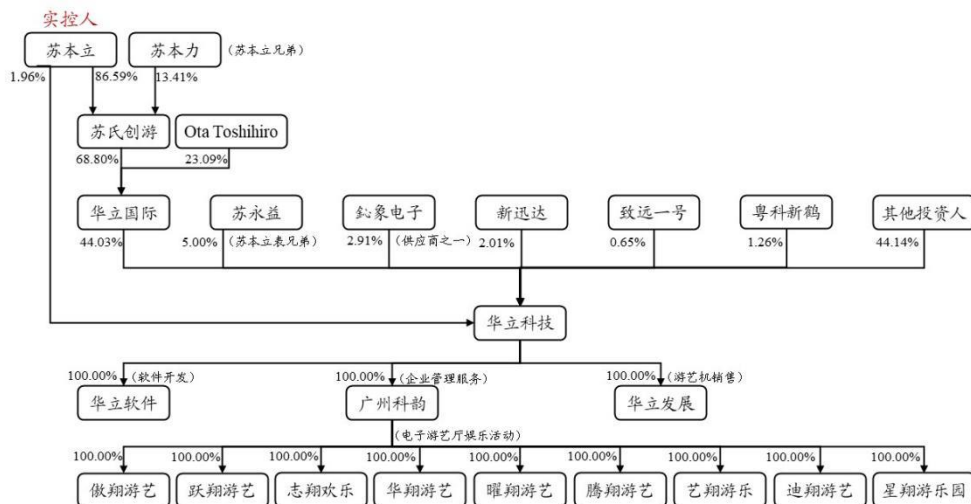
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、股权结构：股权结构较为集中

实控人为苏本立，股权结构较为集中。根据公司 2025 年半年度报告及招股说明书，创始人苏本立直接持股 1.96%，通过苏氏创研和华立国际间接持股 26.23%，合

计持股 28.19%。公司董事、股东、技术骨干 Ota Toshihiro 通过华立国际间接持股 10.17%，实控人表兄弟苏永益、兄弟苏本力分别持股 5.00%、4.06%，公司供应商鈞象电子持股 2.91%，前五大股东合计持股 50.33%，股权结构较为集中。

图2：公司股权结构较为集中（截至 2025 年中报）



资料来源：公司招股说明书、Wind、开源证券研究所（注：华立国际股东信息参考招股说明书）

公司设置股权激励计划，彰显发展信心。公司设立 2024 年股权激励计划，目标为 2024/2025/2026 年剔除激励费用的归母净利润相比 2023 年分别增长 25%/55%/93%，2024 年股权激励目标已顺利完成，股权激励目标彰显公司对长期发展的信心。

表1：公司设立股票激励目标，彰显发展信心

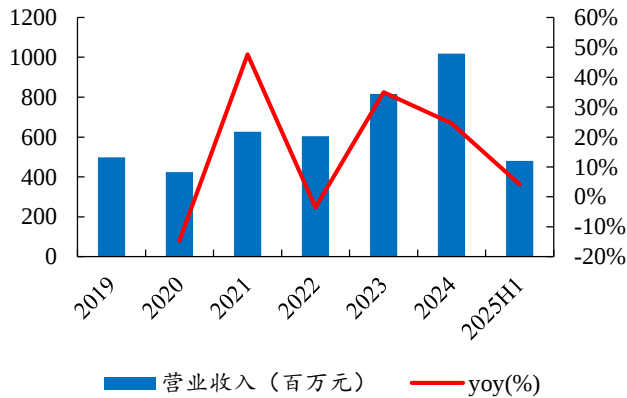
	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润目标(百万元)	51.96	64.95	80.54	100.28
增长率目标值		25%	55%	93%
增长率触发值		20%	40%	60%
归母净利润触发值(百万元)		62.35	72.74	83.14

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务分析：动漫 IP 衍生品绘就第二成长曲线

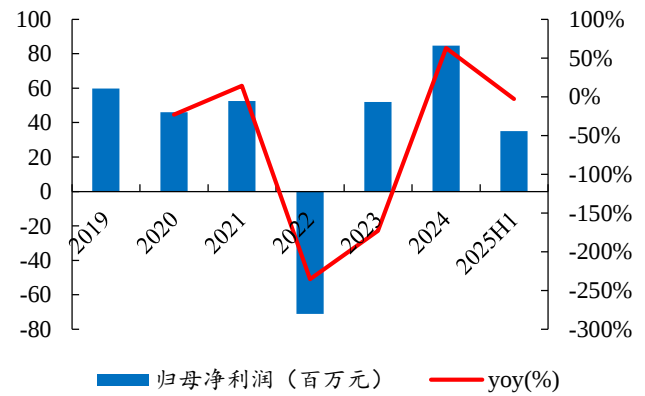
2024 年来线下文娱消费行业景气度逐步回暖，公司营业总收入持续增长。2019-2024 年公司营业收入分别为 4.98/4.25/6.27/6.05/8.16/10.17 亿元，同比分别增长 11.1%/-14.7%/47.6%/-3.6%/35.0%/24.7%，2024 年随线下文娱消费行业景气度逐步回暖，客流恢复，部分商业综合体在招商和调整业态时提供更好条件，带动中小规模游乐场客户扩张，且公司积极优化客户结构，收入明显增长。此外，公司积极拓展出海业务，2023 年游戏游艺设备海外销售额达 1 亿元。2025H1 公司实现营业收入约 4.81 亿元，同比增长 4%，实现归母净利润约 0.35 亿元，同比下降 3%；其中 2025Q2 公司实现营业收入 2.96 亿元，同比增长 20%，环比增长 60%；归母净利润为 0.24 亿元，同比增长 47%，环比增长 106%，主要系重磅 IP 宝可梦完成产品迭代，于 Q2 发布《宝可梦明耀之星》街机新品，新品后续或继续驱动业绩增长。

图3：2025H1 营收约 4.81 亿元，同比增长 4.12%



数据来源：Wind、开源证券研究所

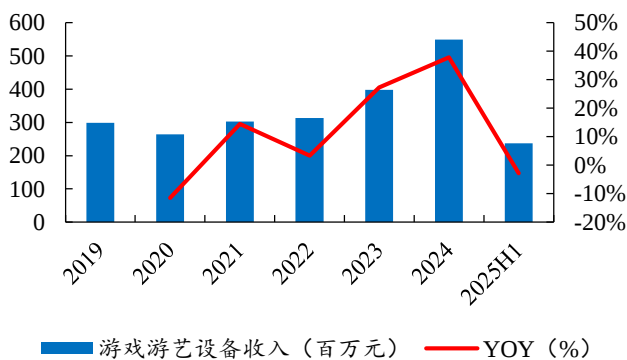
图4：2025H1 归母净利润约 0.35 亿元，同比下降 2.84%



数据来源：Wind、开源证券研究所

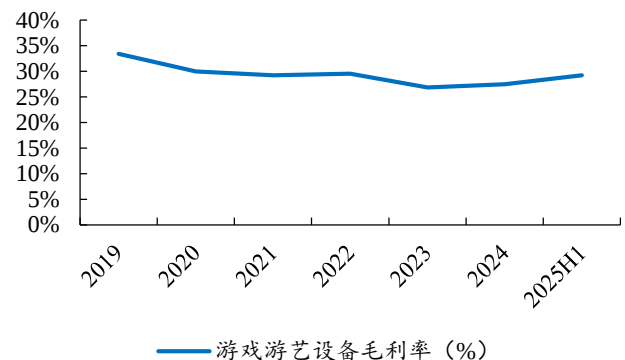
动漫 IP 衍生品收入占比逐步提升，有望成为业绩增长新引擎。游戏游艺设备属于公司成熟业务，整体发展平稳。动漫 IP 衍生品为公司新开拓的创新业务，发展迅速。2025H1 游戏游艺设备/动漫 IP 衍生品/游乐场运营/设备合作运营/其他业务收入占比分别为 49%/34%/11%/4%/2%，其中动漫 IP 衍生品业务快速增长，主要系动漫卡通设备投放数量、覆盖门店数稳步提升，带动收入占比由 2017 年 5.28%攀升至 2025H1 的 34.44%，且毛利率整体提升，体现公司突出的上下游议价能力。动漫 IP 衍生品业务有望通过加大卡通设备投放数量和覆盖更多门店，驱动收入增长，成为公司业绩的重要驱动力。

图5：2020 年以来游戏游艺设备销售收入整体增长



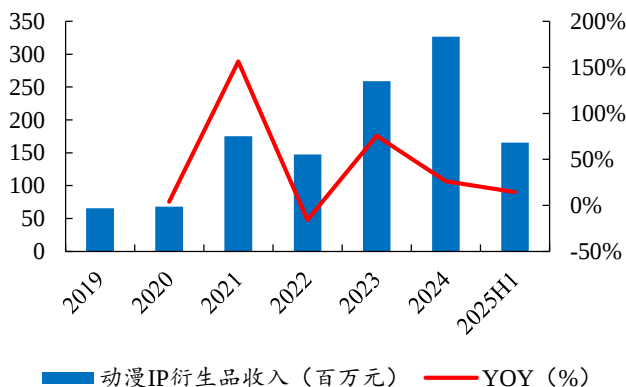
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：游戏游艺设备毛利率保持相对稳定



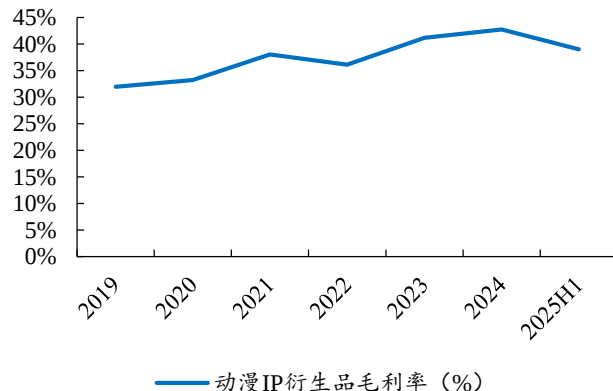
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：动漫 IP 衍生品业务收入快速增长



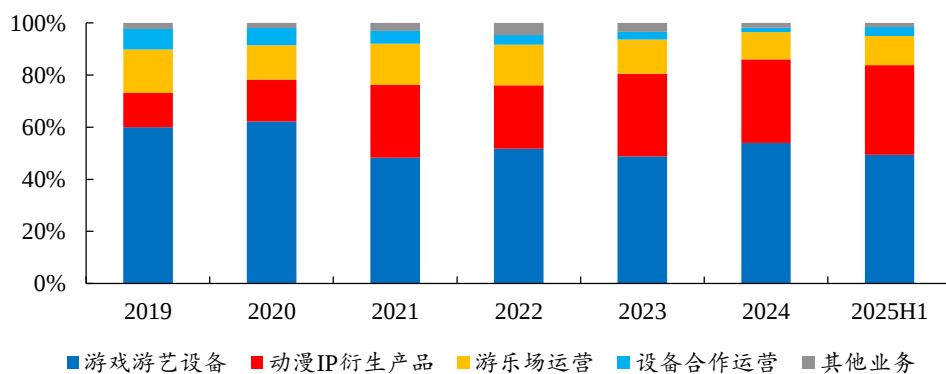
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：动漫 IP 衍生品业务毛利率整体提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

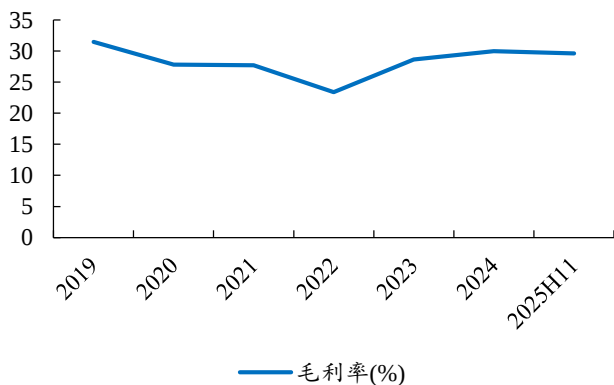
图9：收入结构中动漫 IP 衍生品收入占比整体有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

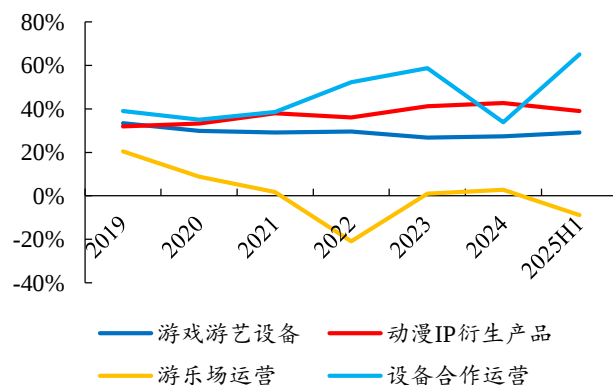
高毛利率的动漫 IP 衍生品业务拉高整体毛利率。2024 年公司毛利率为 29.97%，同比增加 1.3pct，毛利率提升主要系毛利率较高的动漫 IP 衍生品业务收入占比提升。动漫 IP 卡牌市场需求旺盛，且卡牌相对游戏游艺设备而言，复购率高，更新迭代快，毛利率更高，公司持续发力动漫 IP 衍生品业务，或带动整体毛利率继续提升。

图10：2025H1 毛利率维持相对平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024 年动漫 IP 衍生品业务毛利率最高

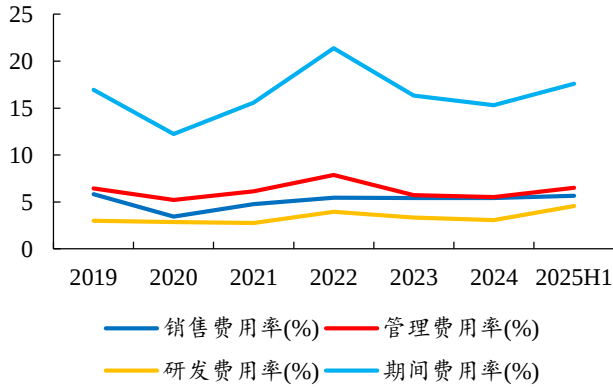


数据来源：Wind、开源证券研究所

费用率随营收规模扩张保持相对稳定。2024 年公司销售/管理/研发费用率分别

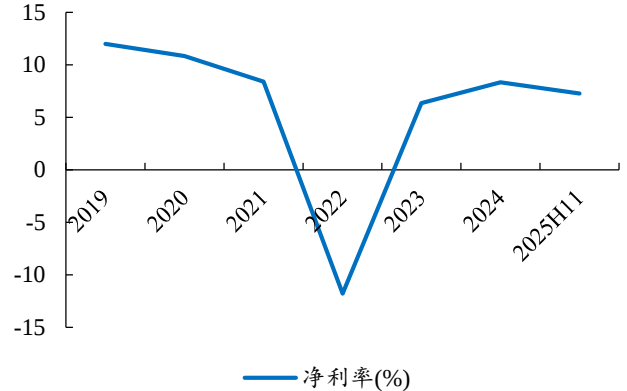
为 5.42%/5.53%/3.08%，同比分别变动+0.02/-0.21/-0.27pct。期间费用率 2022 年以来逐步下降，管理费用率相对较高，主要包括职工薪酬、办公管理费、折旧及摊销等。**净利率逐步回升。**2024 年公司净利率为 8.32%，同比增加 1.95pct，主要系下游需求稳健增长，叠加公司产品结构的优化突破，推动毛利率提升的同时费用端有所优化。随营收规模扩张及产品结构优化，公司盈利能力有望持续提升。

图12：公司三费率整体保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2022 年以来净利率整体回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、IP 卡牌行业处于快速成长期，游艺设备行业发展稳健

2.1、动漫 IP 衍生品：IP 卡牌行业保持高速增长

我国集换式卡牌行业于 2022 年快速兴起,2023-2024 年延续高速增长。2018 年，卡游公司的成立标志着我国 TCG 行业起步，2019 年卡游、集卡社和卡盟文创成为国内三家主要的专营卡牌商，卡游推出首款奥特曼系列卡牌，2020 年 11 月，卡游在全国范围举办“英雄对决”赛事，实现更大范围破圈。2022 年以来海外 IP 陆续进入我国市场，数码宝贝卡牌对战、航海王卡牌对战、游戏王卡牌纷纷发布第一款简体中文版 TCG，宝可梦 TCG 简中版发行进一步加速 TCG 行业成长，集卡社、Hitcard、范斯猫等一众卡牌厂商获融资。2023 年旺盛的线下娱乐需求推动 TCG 需求持续释放，卡牌供应商进一步增加。2024 年以来，收藏向卡牌成为新增长点，女性向收藏卡（小马宝莉卡等）、奥运会等体育赛事推动下的球星卡等细分赛道火热。

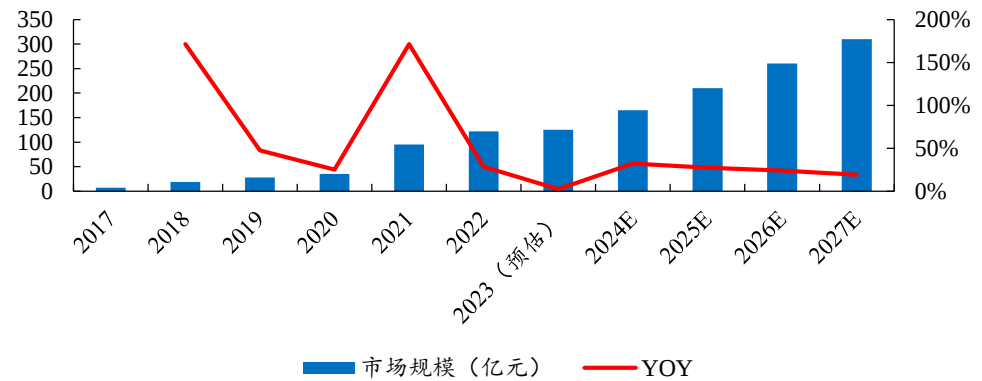
表2：2021-2022 年间我国多家卡牌商获得融资

公司	卡牌品牌	融资时间	投资方	融资轮次	公司定位	公司估值
杰森动漫	集卡社	2023 年 2 月 24 日	哔哩哔哩	天使轮	集换式卡牌	\
上海骑形网络科技有限公司	Hitcard	2024 年 7 月 25 日	Akastsuki、Cygames、Goodsmile	B	女性向卡牌	\
		2022 年 11 月 27 日	上海必有回响智能科技有限公司	A+		
		2022 年 7 月 1 日	红杉种子基金	A		
		2022 年 2 月 7 日	北京泡泡玛特	天使轮		
广州漫游轮文化科技有限公司	漫游轮	2022 年 12 月 26 日	清科文创	A	IP 收藏卡牌	\
浙江卡游动漫有限公司	卡游动漫	2021 年 10 月 12 日	红杉中国	战略投资	集换式卡牌生产商	2021 年 10 亿美元级别
上海超旺信息科技有限公司	卡淘 Card Hobby	2022 年 1 月 21 日	姚记科技	A	球星卡拍卖、交易平台	\
上海范斯猫文化发展有限公司	范斯猫	2022 年 9 月 6 日	唐竹资本、Adam Zhu	战略投资	球星卡拍卖、交易平台	\
		2022 年 5 月 20 日	Adam Zhu	战略投资		
		2021 年 11 月 2 日	曜为资本 上海开大卡企业管理中心	天使轮		

资料来源：天眼查、爱企查、开源证券研究所

量价齐升驱动下，我国集换卡市场规模或持续高增。根据灼识咨询，以商品交易总额计，中国集换式卡牌市场规模（包括一级发行市场与二级市场交易）由 2017 年的 7 亿元增加至 2022 年的 122 亿元，期间 CAGR 为 77.1%，预计 2027 年市场规模有望达 310 亿元，2022-2027 年 CAGR 达 20.5%。

图14：我国集换卡行业市场规模有望在 2027 年达到 310 亿



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

街机卡牌属于集换式卡牌的一种，丰富了街机玩法。卡片式街机主要指游乐场门店中附带销售动漫 IP 卡片的动漫卡通设备。从历史来看，2002 年世嘉推出的街机卡牌游戏 (WCCF) 运用“用户账户与集换卡片”的制度进行摇奖抽卡，抽到的卡片与用户账户绑定并进行游戏，结合卡牌使得街机玩法更加丰富。以《我的世界地下城》为例，玩家投币后，机台随机输出一张卡片；玩家将卡片放置于读取区域即可触发信息读取，随后通过操作摇杆控制角色移动并释放攻击技能，其他卡牌街机还可通过移动卡牌组成卡组，形成更强大的战斗力。

图15: 《我的世界地下城》街机玩法涉及卡片获取



资料来源: 哇家会小程序

相比传统街机设备, 卡牌街机有助于提升用户粘性, 实现长线运营。卡片式街机结合了传统街机游戏的互动性和实体卡牌的收集与交换元素, 更强调互动性和策略性, 且定期推出的新卡片系列也有效增强了游戏可玩性。卡片式街机在游戏游艺场所逐渐推广, 驱动力包括: (1) 其满足了用户的收藏需求, 增强用户粘性。(2) 游戏游艺场所的社交属性与卡牌对战属性契合, 受玩家喜爱。(3) 对运营方而言, 街机类卡牌定期推新, 设备生命周期长, 单机收入高。对供应商而言, 卡牌街机只需对卡片进行定期补充, 维护成本较低。

图16: 宝可梦加傲乐系列、奥特曼融合激战系列设备受到玩家欢迎



资料来源: 华立科技、广州永乐动漫科技有限公司公众号、TOM

2.2、游戏游艺设备: 整体保持稳定, 头部效应或显现

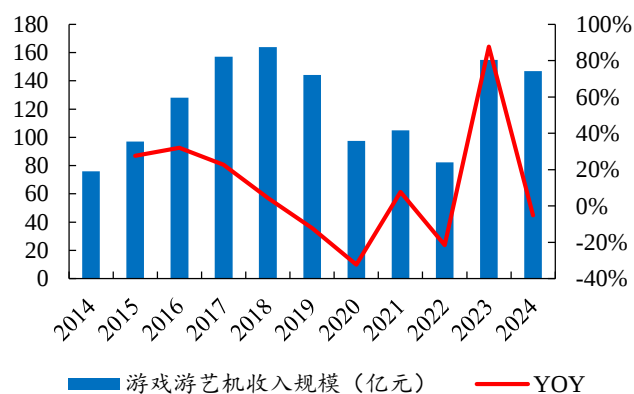
全球市场稳步增长, 国内市场逐步修复。根据 Global Growth Insights, 2024 年全球投币式游艺机市场规模为 100.9 亿美元, 预计 2033 年将达到 136.8 亿美元, 2025-2032 年 CAGR 达 3.44%。国内方面, 根据广东游戏产业协会, 2024 年国内游戏游艺机收入规模为 146.9 亿元, 同比下降 5.1%, 对比疫情前 2018 年的水平仍有上升空间。

图17：全球投币式游艺机行业迈入成熟期



数据来源：Global Growth Insights、开源证券研究所

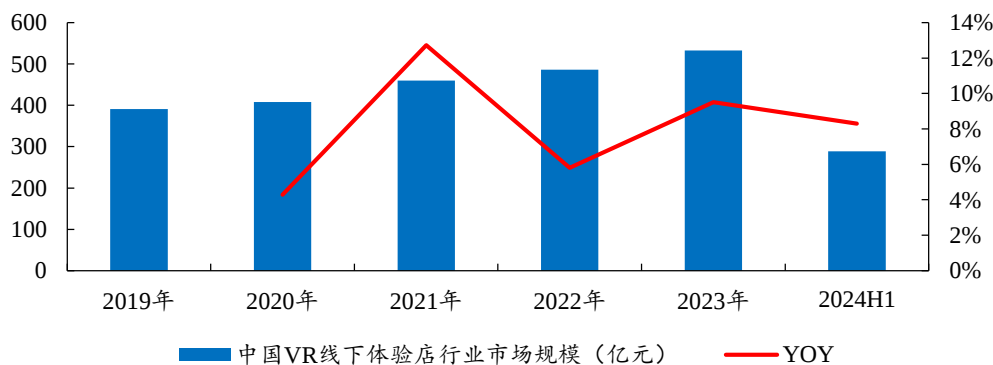
图18：我国游戏游艺机收入规模已修复至疫情前水平



数据来源：广东省游戏产业协会、华经产业研究院等、开源证券研究所

VR、AR、MR 等新技术创造新需求。（1）**品类上**，游乐场所在提供街机设备外，还提供保龄球、迷你高尔夫、激光打靶等其他娱乐选择，通过将街机游戏与其他社交娱乐活动结合，提供更全面的娱乐体验，满足消费者“社交+娱乐”需求。（2）**技术上**，游乐场更新尖端硬件和沉浸式游戏设备，提供运动感应控制、高分辨率屏幕和虚拟现实装置等，加强玩家的沉浸式体验。据智研瞻统计，2024H1 中国 VR 线下体验店市场规模为 288.34 亿元，同比增长 8.3%。VR 体验设备或吸引更多年轻人走进游戏游艺场所，创造新需求。（3）**政策上**，2025 年 1 月国务院《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》进一步提出扩大沉浸式游艺设备在文旅综合体中的创新应用，有望加速 VR 等新技术与游艺设备融合，创新游艺场景与玩法。

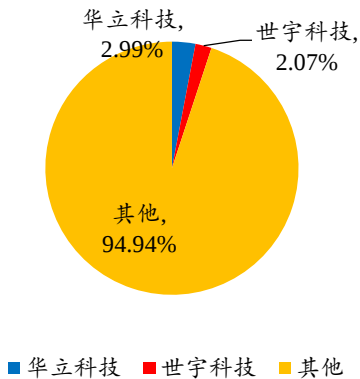
图19：2019-2024H1 年中国 VR 线下体验店行业市场规模保持增长态势



数据来源：智研瞻、开源证券研究所

游戏游艺设备当前市场集中度较低，销售渠道为核心竞争要素，或推动行业头部效应显现。根据观研报告，我国游戏游艺设备供应商以中小企业为主，市场集中度较低，2021 年华立科技、世宇科技市占率分别为 2.99%、2.07%，IP 来源以外部授权为主。从产业链来看，游戏游艺设备需要经历获批、生产、销售等环节，我们认为触达游乐场所的销售渠道最为重要，把控渠道的供应商有望整合资源，逐步体现规模效应，实现集中度提升。

图20：游戏游艺设备行业市场集中度较低（2021 年）



数据来源：观研报告、开源证券研究所

图21：游戏游艺设备属 toB 类硬件生产产业



资料来源：中国文化产业行业协会

3、竞争优势：游艺设备构筑基石，深挖 IP 衍生品价值

3.1、渠道：多年沉淀积累丰富下游渠道资源

下游积累丰富渠道资源。目前与公司合作的客户包括万达宝贝王、大玩家、风云再起、永旺幻想、星际传奇、天空之城、Time Zone、HELIX LEISURE PTE LTD 等国内外知名品牌。截至 2025 年 8 月，公司动漫卡通设备触达线下游乐场 2000 余家，合作门店主要分布于全国各大中城市核心商圈及中小城市经济中心区。

表3：公司合作渠道众多

合作方名称	简介	规模
万达宝贝王	万达集团旗下专注于儿童娱乐教育的品牌，业务涵盖儿童乐园、儿童文体和儿童 IP 三大核心板块	截至 2023 年底，门店总数达到 450 家
大玩家	国内知名的连锁电玩品牌，提供各类电子游戏和娱乐设施	门店数量 400 余家
万代南梦宫	日本大型综合性娱乐公司，是涵盖游戏、网络、动漫产品及其周边等多个领域的娱乐集团	截至 2024 年底，共有 239 家直营店
风云再起	集电子游戏、模拟器、儿童乐园为一体的大型连锁品牌	近 30 家直营门店
永旺幻想	永旺莫莉幻想，结合了零售与娱乐的家庭娱乐中心品牌	截至 2020 年底，全国范店铺数达到 400 家
星际传奇	提供高科技体验项目的娱乐场所品牌	2020 年门店数超 80
天空之城	主要经营游乐设备、电动玩具、动漫游艺机的设计、技术咨询与销售等业务	门店总数达 125 家

资料来源：各公司官网、字符无限科技公众号、51 加盟网等、开源证券研究所

3.2、IP：手握众多高价值 IP，产品矩阵完整

公司手握众多高价值 IP，产品矩阵完整。公司与微软（Microsoft）、万代南梦

宫（Bandai Namco）、世嘉（SEGA）、Raw Thrills、鈊象电子（IGS）等建立了战略合作伙伴关系，获得多款 IP 的全球/区域代理权，推出了《闪电摩托 DX》、《头文字 D 激斗》、《狂野飙车 9》、《太鼓之达人》、《火影忍者斗牌世界》、《我的世界》、《中二节奏》、《宝可梦》等游戏游艺设备。

图22：公司游戏游艺设备产品众多



资料来源：华立科技官网

踏浪 IP 热潮，拓展 IP 合作，筑牢 IP 衍生品壁垒。华立科技凭借在行业内多年的积累，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《头文字 D 激斗》、《闪电摩托 DX》等。公司向游乐场投放动漫卡通设备并同步销售动漫 IP 衍生产品，动漫 IP 衍生产品配套动漫卡通设备使用，消费者每次使用动漫卡通设备时均可获取相关产品，产品具有收藏、社交等价值，主要包括《奥特曼光辉共斗》、《宝可梦加傲乐》、以及自研的《三国幻战》等。

表4：华立科技合作 IP 丰富

IP 名称	IP 方	IP 年份	合作时间	IP 价值
头文字 D	重野秀一（原作者）、讲谈社	1995 年	2015 年	漫画销量达 4800 万本
变形金刚	孩之宝	1984 年	2017 年	系列电影全球票房超 50 亿美元
奥特曼	圆谷公司、万代南宫梦	1966 年	2018 年	2025 财年为万代创收 140 亿日元
古墓丽影	Embracer Group	1996 年	2019 年	截至 2024 年，全系列总销量突破 1 亿份
宝可梦	任天堂	1996 年	2020 年	截至 2023 年，累计获利超 1000 亿美元
铁臂阿童木	手冢制作公司	20 世纪 60 年代	2020 年	截至 2024 年 8 月，漫画销量超 1 亿本
龙珠	集英社、东映动画、万代南梦宫	1984 年	2020 年	截至 2024 年，漫画销量超 4 亿本；2025 财年为万代创收 1906 亿日元
我的世界	Mojang Studios	2009 年	2022 年	截至 2023 年 10 月，总销量突破 3 亿份
蜘蛛侠	漫威娱乐、索尼	1962 年	2022 年	截至 2020 年，票房及 IP 周边等各类收入总计约 290 亿美元
火影忍者	岸本齐史、集英社	1999 年	2023 年	截至 2024 年 8 月，漫画销量超 2.5 亿本；2025 财年为万代带来 269 亿日元收入
假面骑士	石之森章太郎（作者）、东映株式会社	1971 年	2024 年	2025 财年为万代带来 307 亿日元收入

资料来源：华立科技官网、36 氪、日本通、IT 之家、萌娘百科等、开源证券研究所

核心 IP 之一：奥特曼系列，动漫 IP 衍生产品收入重要贡献者。2019/2020 年奥特曼形象卡片收入占公司动漫 IP 衍生产品收入的 60.84%/61.10%。根据公司公告，全新卡片机《奥特曼光辉共斗》于 2024 年 7 月 26 日上市，每款卡片都有其独特的属性和技能，可以通过收集和组合这些卡片来构建自己的最强卡组。卡片全 96 款，共 9 个稀有度，分别为 N 卡、R 卡、SR 卡、UR 卡、SEC 卡、CP 卡和 SR PARA 卡、UR PARA 卡、SEC PARA 卡，稀有度越高的卡片，其属性和技能也越强大。产品可支持 1-4 人游玩，并且可支持《奥特曼融合激战》卡片在光辉共斗机台上读取使用。

图23：《奥特曼光辉共斗》卡牌设计精美、玩法多样



资料来源：万代卡玩光辉共斗公众号

核心 IP 之二：宝可梦 IP 卡片放量增长。据游艺风公众号，截至 2023 年 11 月，宝可梦 IP 累计获利已经超过 1000 亿美元。公司 2020 年启动与宝可梦 IP 的合作，开发的《宝可梦加傲乐》游艺设备卡片包含多种精灵形象，如皮卡丘、伊布、卡比兽、喷火龙、超梦、可达鸭等，精灵动漫形象卡片与游乐设备具有互动性，适合亲子休闲娱乐。2025Q2，公司与 Marvelous 合作，推出《宝可梦明耀之星》设备，经典 IP

全新力作再度引发行业广泛关注和好评。

图24：2020年，公司投放《宝可梦加傲乐》设备



资料来源：华立科技官网

图25：2025年，公司推出《宝可梦明耀之星》设备

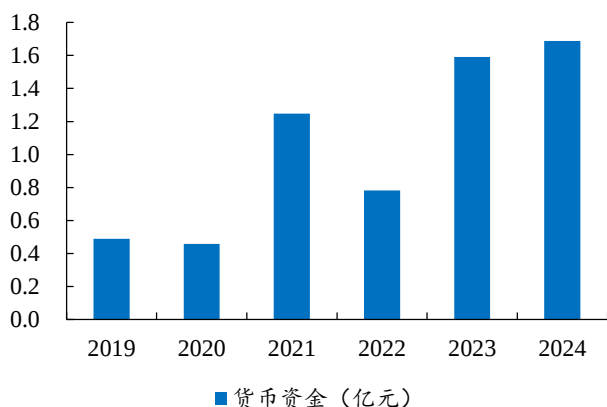


资料来源：瞳神文化传媒公众号

3.3、先发布局：品牌效应和资金优势突出

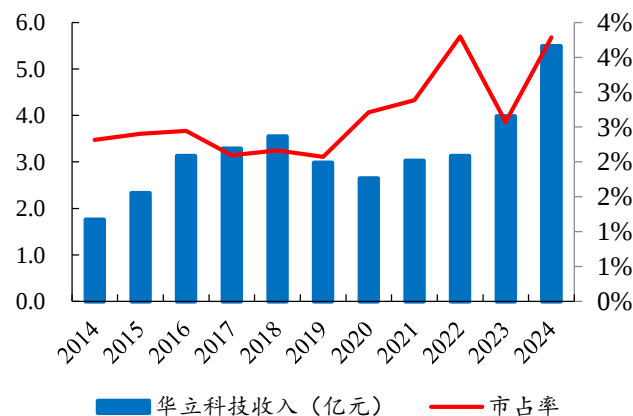
作为游戏游艺行业唯一上市公司，公司品牌、资金优势突出。（1）品牌效应：从市场份额来看，2014年来公司市占率整体提升，2024年达3.7%，彰显游戏游艺设备业务的突出韧性和强大品牌影响力。（2）资金优势：公司于2021年登陆创业板上市，募集资金净额2.66亿，投资于终端业务拓展项目、研发及信息化建设项目、营销及售后服务体系建设项目等。2022年公司发行可转债，募集资金不超过人民币3.5亿元，用于增开自营游乐场及新增铺设动漫IP设备。2025年8月，公司公告拟定增募集1.49亿元，其中约1.07亿元用于动漫卡片设备投放及运营项目，4200万元用于补充流动资金。作为国内唯一的上市游戏游艺设备企业，公司融资较为便利，有助于为高成长性业务提供充足资金。随公司进一步强化研发实力并充分利用融资工具，品牌、资金优势有望持续扩大。

图26：2024年公司持有货币资金持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：公司在游戏游艺设备行业的市占率有所提升



数据来源：Wind、广东省游戏产业协会、开源证券研究所 注：2017年前未有收入拆分，按游戏游艺设备收入约为总收入计算

4、增长驱动力：IP 合作、拓展 C 端及海外市场

4.1、“合作+自研”拓宽 IP 矩阵，动漫 IP 卡牌收入或快速增长

IP 卡片机产品矩阵多元，储备充足。公司拥有众多 IP，包括授权 IP《奥特曼融合激战》、《宝可梦加傲乐》、《火影忍者斗牌世界》、《我的世界地下城》，原创 IP《三国幻战》等，世宇科技拥有《绘本大陆》（IP 即时动作类）、《宠物宇宙》等。公司与上游 IP 方紧密合作，有望持续推出高附加值、高竞争力的动漫 IP 卡片机。

表5：公司推出较多品类的 IP 卡片机

	卡片机	类型	推出时间	IP 来源
世宇科技	《绘本大陆》	IP 即时动作类	2024 年 3 月	原创
	《宠物宇宙》	2D 射击清版过关卡牌	2024 年 9 月	/
	《航海王联合激斗》	/	2024 年 3 月	授权
华立科技	《火影忍者斗牌世界》	/	2023 年 9 月 26 日	代理运营
	《宝可梦加傲乐》	/	2020 年	授权
	《奥特曼融合激战》	/	2018 年	授权
	《我的世界地下城》	卡片游戏	2022 年 1 月 25 日	授权
	《三国幻战》	国风二次元集换式卡牌游戏	2023 年 12 月 30 日	原创
	《宝可梦明耀之星》	/	2025 年 4 月	授权

资料来源：华立科技公众号、世宇科技公众号、全球 TMT、赛尔娱乐管理有限公司公众号等、开源证券研究所

动漫 IP 衍生品定位高端，卡牌单价有望持续提升。卡游以对战卡和收藏卡为主，2024 年单包均价 1.7 元；集卡社则以收藏卡为主，单张价格在 0.2-0.4 元；而华立科技的卡牌源于游艺设备或线上平台，可用于游艺设备上的人机对战，产品单价位于 8-20 元区间。公司独特的“IP+游艺设备”模式为玩家带来实体娱乐新体验，或支撑卡牌单价进一步提升。

表6：华立科技卡牌定位相对高端

企业	重点 IP	产品	价格（元/张）	游戏场景
华立科技	奥特曼、宝可梦、三国幻战	与游艺设备互动的对战卡	单张价格在 8-20 元	游艺设备
卡游	奥特曼、小马宝莉	收藏卡、对战卡	2024 年单包均价 1.7 元	线上、线下
集卡社	斗罗大陆、秦时明月	收藏卡	单张价格在 0.2-0.4 元	线上、线下

资料来源：智研咨询、卡游招股说明书、36 氪、开源证券研究所

公司于 2025 年 4 月推出经典 IP 全新力作《宝可梦明耀之星》，其在创新玩法、视觉呈现、用户体验等方面实现了全面升级，提供双人同屏游戏模式，引入“训练家身份码”功能增强社交属性，增加滑动卡槽切换阵容选项提高可玩性。“捕获即带走”的机制联动游戏与卡牌，对《宝可梦加傲乐》卡牌的限定兼容有助于吸引玩家回流。上线以来，公司密集举行新玩家体验会、地方嘉年华等活动，7 月 25 日赛事小程序因访问量过大而紧急维护，我们认为“经典 IP+全新玩法+持续运营”驱动下，新品有望贡献可观增量。

图28:《宝可梦明耀之星》融合系列新玩法



资料来源:宝可梦明耀之星官网

图29:公司密集举行《宝可梦明耀之星》相关活动

2025.08.14	NEW!	8月16日至8月17日 最新训练家体验会来了!
2025.08.13	NEW!	8月16日、17日【对战积分榜】开赛!
2025.08.11	NEW!	"2025夏日巡游"即将欢乐整个暑假! 第3站【广州站】!
2025.08.07	NEW!	【星光第2弹】对战积分榜开赛!
2025.08.06		8月9日至8月10日 最新训练家体验会来了!
2025.08.05	NEW!	8月9日、10日《宝可梦明耀之星夏日巡游·天津站》特别双人战活动
2025.07.23		《宝可梦明耀之星夏日巡游·上海站》特别双人战活动公告
2025.07.23	NEW!	《宝可梦明耀之星》出版「2025宝可梦杭州大师赛嘉年华」!
2025.07.15	NEW!	"2025夏日巡游"即将欢乐整个暑假!
2025.07.12		今年第一波大型活动"2025夏日巡游"即将欢乐整个暑假!

资料来源:宝可梦明耀之星官网

公司自研国潮风卡片机《三国幻战》，进一步向全球输出 IP 影响力，拓展业绩增量。人民文学出版社的《三国演义》总销量达 5000 多万册，覆盖人群数以十亿计，是名副其实的国民 IP。公司于 2023 年 12 月 30 日发布首款自研卡片机游戏《三国幻战》，把经典的三国故事与现代游戏技术完美融合。玩家可通过机台与微信小程序“哇家会”互联，实现线上线下自由管理、培养卡牌。《三国幻战》是一款融合国潮、奇幻与策略的新锐力作，配合丰富的线下活动和海量周边商品，共筑三国 IP 生态，不断挖掘国潮 IP 价值。截至 2024 年 8 月，《三国幻战》已对外投放约 500 台，近 2000 个 P 位，市场表现良好。此外，自研过程使公司积累了丰富的产品设计经验，随技术不断成熟和团队经验持续积累，后续自研产品的研发周期或缩短，新品推出有望驱动自研业务不断壮大。截至 2025 年 4 月，公司已在中国台湾、日本市场进行《三国幻战》试点运营，市场反馈良好，海外市场或进一步贡献增量。

图30:公司推出自研 IP 设备《三国幻战》



资料来源:广东省游戏产业协会公众号

图31:《三国幻战》在中国台湾人气持续高涨



资料来源:华立科技公众号

游艺机销售业务:销量、单机收入有望稳健增长。公司根据市场变化,主动进行业务结构调整,减少销售低毛利、低技术含量产品,截至 2024 年末,已布局赛车游戏、卡片游戏、音乐游戏等,游乐设备超 30 万台,合作门店 4000 余家,覆盖国

家/地区超 100 个，2024 年游戏游艺设备销售数量为 10028 台，同比增长 25.5%。每台设备收入由 2017 年的 2.58 万元，增长至 2024 年的 5.47 万元；每台设备毛利润由 2017 年的 0.8 万元，增长至 2024 年的 1.5 万元，盈利能力不断提升。产品储备方面，2024 年公司推出了包括 AR 体感互动作品《假面骑士正义变身》、沉浸式射击类游戏《巨兽浩劫 3》以及竞速动感追逐赛车游戏《极品飞车》等一系列新作。目前，公司产品储备仍丰富，后续有望持续推出新品，推动游戏游艺设备收入增长。

表7：2017 年-2023 年公司游戏游艺设备单价持续提升

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
游艺设备销售量（台）	12756	11809	7486	6289	6866	6616	7993	10028
yoy（%）		-7.42%	-36.61%	-16.00%	9.17%	-3.64%	20.81%	25.5%
游艺设备收入（万）	32905.31	35497.58	29863.36	26447.27	30274.25	31287.06	39822.79	54894.66
平均单价（万元/台）	2.58	3.01	3.99	4.21	4.41	4.73	4.98	5.47
yoy（%）		16.5%	32.7%	5.4%	4.9%	7.3%	5.4%	9.9%
游艺设备销售毛利润（万）	10227	11139	9977	7921	8849	9245	10696	15063
每台设备毛利润（万/台）	0.80	0.94	1.33	1.26	1.29	1.40	1.34	1.50

数据来源：华立科技招股说明书、华立科技公告、开源证券研究所

定增投向动漫 IP 卡牌业务，加速第二增长曲线成型。2025 年 8 月，公司公告拟向 8 家机构发行约 614 万股募集 1.49 亿元，其中约 1.07 亿元用于动漫卡片设备投放及运营项目，4200 万元用于补充流动资金，发行价为 24.21 元/股。我们认为公司手握大量优质 IP，《宝可梦明耀之星》推出后反响热烈，定增募集的资金或加速对优质动漫 IP 卡牌设备的投放，进一步驱动业绩成长。

表8：公司拟向 8 家机构发行约 614 万股募集 1.49 亿元

认购对象	认购股数（股）	认购金额（元）
兴证全球基金管理有限公司	2,271,788	54,999,987.48
佛山正合资产管理有限公司-正合智远 6 号私募证券投资基金	1,032,631	24,999,996.51
北京金泰私募基金管理有限公司-金泰吉祥一号私募证券投资 基金	826,104	19,999,977.84
湖南轻盐创业投资管理有限公司-轻盐智选 26 号私募证券投资 基金	660,883	15,999,977.43
诺德基金管理有限公司	656,753	15,899,990.13
财通基金管理有限公司	656,753	15,899,990.13
上海方御投资管理有限公司-方御投资银樽二号私募证券投资 基金	276,748	6,700,069.08
深圳市共同基金管理有限公司-共同元宇宙私募证券投资基金	206,526	4,999,994.46
合计	6,137,959	148,599,987.39

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、打通 C 端渠道，IP 衍生品业务迎增量

通过华立潮品打通 C 端渠道，拓展毛绒、徽章等 IP“谷子”增量业务。公司成立华立潮品品牌，定位于“游玩+购买”体验的动态零售店，目前已与 BANDAI、Xbox、SCLA、SEGA、灵动创想、启蒙积木等国际知名品牌建立深度合作。截至 2025 年 1

月，华立潮品已获得授权的 IP 包括舞萌 DX、太鼓之达人、中二节奏等，基于 IP 推出的产品包括痛包、徽章、卡片、卫衣等“谷子”。通过自营的线下零售门店，公司与 IP 方加深合作，于 2023 年联合万代南梦宫推出环游嘉年华华立潮品店中店，打造万代南梦宫玩具产品周边以及游艺卡片机的体验展示、零售与游玩专区，扩大 IP 声势，IP 衍生品收入有望持续增长。

图32：公司推出环游嘉年华华立潮品店中店



资料来源：华立科技公众号

图33：华立潮品面向 C 端推出 IP 衍生品



资料来源：华立科技官网

4.3、积极探索 XR 新技术落地，开拓海外市场

2018-2020 年，涉及 XR (VR、AR、MR) 技术的设备收入占比逐年攀升，由 14.58% 上升至 35.12%。公司目前已推出了《狂野飙车：竞速传奇》VR 版、《火线狂飙 VR》、《巨兽浩劫 1&2》AR 版以及《假面骑士正义变身》AR 版等。2023 年游艺设备海外销售收入达人民币 1 亿元，公司与 Time Zone、HELIX LEISURE PTE LTD 等海外知名品牌合作，持续发力海外市场，海外收入有望提升。

图34：公司推出《火线狂飙 VR》等 VR 产品



资料来源：游艺风公众号

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

(1) 游戏游艺设备：

公司 2023-2024 年游戏游艺设备销售收入分别为 3.98、5.49 亿元，同比增长 27.3%、37.9%。我们预计随着商业地产业态升级、商业综合体数量增加，游戏游艺设备销量及单价有望提升，需求向上或驱动游戏游艺设备收入持续增长。预计 2025-2027 年营业收入为 5.59、6.75、7.30 亿元，同比分别+2%、+21%、+8%。

(2) 动漫 IP 衍生品：

公司 2023-2024 年动漫 IP 衍生品收入分别为 2.59、3.27 亿元，同比增长 75.6%、26.1%，我们预计定增项目驱动动漫卡通设备投放数量加速增长，宝可梦、奥特曼、我的世界等 IP 拉动卡片销售收入增长，预计动漫 IP 衍生品 2025-2027 年实现营业收入 4.71、6.16、7.00 亿元，同比分别+44%、+31%、+14%。

(3) 游乐场运营：

公司 2023-2024 年游乐场运营收入分别为 1.08、1.06 亿元，同比增长 13.8%、-1.7%，由于 2024 年游乐场运营面临一定压力，公司计划放缓自营游乐场投资，通过运营、品牌授权等方式优化业务结构。预计 2025-2027 年分别实现营业收入 1.08、1.06、1.04 亿元，同比分别+2%、-2%、-2%

(4) 设备运营：

公司 2023-2024 年设备运营收入分别为 0.24、0.18 亿元，同比增长 6.9%、-25.1%，设备运营业务主要由公司提供游戏游艺设备，合作客户提供游艺游乐场所，设备所有权归公司所有，公司每个月按照约定比例收取设备经营收入的分成款，收入占比较低，公司持续推进 C 端运营，预计收入稳健增长。预计 2025-2027 年分别实现营业收入 0.27、0.30、0.32 亿元，同比分别+50%、+10%、+10%。

表9：公司业务主要分为游戏游艺设备等四块

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
游戏游艺设备销售收入（百万元）	398.23	548.95	559.10	675.12	730.14
YOY	27.28%	37.85%	1.85%	20.75%	8.15%
毛利率	26.9%	27.4%	29.4%	30.2%	30.7%
动漫 IP 衍生品销售收入（百万元）	258.85	326.51	471.33	616.42	700.41
YOY	75.64%	26.14%	44.36%	30.78%	13.63%
毛利率	41.2%	42.8%	39.5%	40.0%	40.5%
游乐场运营收入（百万元）	107.55	105.72	107.84	105.68	103.57
YOY	13.81%	-1.70%	2.00%	-2.00%	-2.00%
毛利率	1.1%	2.8%	-5.0%	5.0%	5.0%
设备合作运营收入（百万元）	23.85	17.87	26.81	29.49	32.44
YOY	6.86%	-25.06%	50.00%	10.00%	10.00%
毛利率	58.7%	33.9%	65.0%	65.0%	65.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、估值与投资建议

公司为国内商用游戏游艺设备龙头，动漫 IP 衍生品业务有望打造第二成长曲线，

我们看好公司乘动漫 IP“谷子”之风开启全新成长旅程，选取同样手握丰富动漫 IP 资源的奥飞娱乐、上海电影，以及以潮玩为主业的泡泡玛特作为可比公司。行业可比公司 2025 年平均 PE 为 65 倍，公司 PE 为 37 倍，低于可比公司平均估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：我们预计公司 2025-2027 年分别实现 1.12/1.70/2.22 亿元归母净利润，PE 低于可比公司

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（百万元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002292.SZ	奥飞娱乐	136.04	121	182	232	112	75	59
601595.SH	上海电影	141.36	273	376	416	52	38	34
9992.HK	泡泡玛特	3402.41	10,794	15,034	20,214	32	23	17
均值						65	45	36
301011.SZ	华立科技	41.00	112	170	222	37	24	18

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：市值为 9 月 12 日收盘数据，港元兑人民币汇率取 0.9153，奥飞娱乐盈利预测为 Wind 一致预期，其余均为开源证券研究所盈利预测）

6、风险提示

（1）下游需求发展不及预期：消费者对娱乐项目的偏好影响公司整体业务。若宏观经济短期波动，消费者对电玩等可选消费的支出意愿或下降。

（2）应收账款坏账风险：公司应收账款占流动资产比例较大，2024 年应收账款相关坏账准备计提额占利润总额比例为 14.90%。虽然公司客户主要为大玩家、风云再起、永旺幻想、万达宝贝王、星际传奇等国内知名游乐场所和主题乐园，但仍存在应收账款不能及时收回的风险。

（3）存货减值风险：公司存货占流动资产比例较大，2024 年由计提存货跌价准备引起的资产减值占利润总额的 28.55%。若市场需求发生变化，部分原材料及库存商品不再符合市场需求，产生的减值可能影响盈利能力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	728	789	891	1255	1530
现金	159	169	189	578	669
应收票据及应收账款	256	294	327	314	405
其他应收款	11	13	15	19	18
预付账款	18	23	25	34	31
存货	265	267	313	288	385
其他流动资产	17	22	22	22	22
非流动资产	432	518	519	512	476
长期投资	0	1	1	1	1
固定资产	262	266	292	296	275
无形资产	32	30	27	24	22
其他非流动资产	137	221	199	191	179
资产总计	1159	1307	1410	1767	2006
流动负债	407	462	453	507	535
短期借款	30	40	40	40	40
应付票据及应付账款	187	190	227	221	288
其他流动负债	190	232	186	247	207
非流动负债	62	96	96	96	96
长期借款	7	0	0	0	0
其他非流动负债	55	96	96	96	96
负债合计	468	557	549	603	631
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	147	147	147	153	153
资本公积	341	343	343	485	485
留存收益	202	258	369	539	761
归属母公司股东权益	691	749	861	1165	1375
负债和股东权益	1159	1307	1410	1767	2006

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	252	214	109	329	147
净利润	52	85	112	170	222
折旧摊销	61	62	51	60	65
财务费用	15	13	14	20	16
投资损失	1	-0	0	0	0
营运资金变动	70	-13	-72	74	-161
其他经营现金流	53	68	5	5	5
投资活动现金流	-46	-102	-52	-53	-29
资本支出	49	90	52	53	29
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	3	-11	0	0	-0
筹资活动现金流	-123	-101	-38	114	-27
短期借款	-65	10	0	0	0
长期借款	-34	-7	0	0	0
普通股增加	34	0	0	6	0
资本公积增加	-34	2	0	142	0
其他筹资现金流	-23	-106	-38	-34	-27
现金净增加额	81	7	20	389	91

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	816	1017	1180	1442	1582
营业成本	584	713	813	962	1043
营业税金及附加	8	8	8	11	12
营业费用	43	55	66	81	85
管理费用	47	56	77	89	89
研发费用	27	31	53	61	57
财务费用	15	13	14	20	16
资产减值损失	-11	-30	-15	-15	-15
其他收益	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	-0	-0	-0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	70	102	131	200	261
营业外收入	0	2	2	1	1
营业外支出	1	4	3	2	2
利润总额	69	99	131	199	260
所得税	17	15	19	29	38
净利润	52	85	112	170	222
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	52	85	112	170	222
EBITDA	128	158	179	250	309
EPS(元)	0.35	0.58	0.76	1.16	1.51

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	35.0	24.6	16.0	22.2	9.7
营业利润(%)	198.5	45.7	28.9	52.5	30.4
归属于母公司净利润(%)	173.0	62.9	31.8	52.4	30.4
获利能力					
毛利率(%)	28.5	30.0	31.1	33.3	34.1
净利率(%)	6.4	8.3	9.5	11.8	14.0
ROE(%)	7.5	11.3	13.0	14.6	16.1
ROIC(%)	6.4	10.1	12.1	13.5	14.7
偿债能力					
资产负债率(%)	40.4	42.7	38.9	34.1	31.5
净负债比率(%)	-9.4	-14.0	-17.3	-46.2	-45.7
流动比率	1.8	1.7	2.0	2.5	2.9
速动比率	1.0	1.0	1.2	1.8	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8
应收账款周转率	3.0	3.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.7	5.0	11.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.58	0.76	1.16	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	1.72	1.46	0.75	2.24	1.00
每股净资产(最新摊薄)	4.71	5.11	5.87	7.94	9.37
估值比率					
P/E	78.9	48.4	36.8	24.1	18.5
P/B	5.9	5.5	4.8	3.5	3.0
EV/EBITDA	31.6	25.2	22.1	14.3	11.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

22 / 24

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn