

华立科技 (301011)

证券研究报告

2026年01月15日

游艺设备龙头积极拓展 IP 衍生增长曲线

游戏游艺设备龙头服务商，IP 衍生业务快速成长

公司是国内商用游戏游艺设备的发行与运营综合服务商龙头企业，主业涵盖游戏游艺设备生产销售、动漫 IP 衍生业务及运营服务。公司产品主要用于国内外大型主题乐园、商业地产等，主要将产品销售给游艺游乐场所、主题乐园经营企业。

2019-2024 年公司营业收入从 5.0 亿提升至 10.2 亿元，CAGR 为 15.4%；2024 年国内线下文娱消费呈现蓬勃发展，公司把握国内游乐场数量扩张趋势，深挖 IP 赋能价值，打造沉浸式互动体验产品与游乐场景，收入同比增长 25% 至 10.2 亿元，归母净利润同比+63%至 0.8 亿元；

此外，公司以“IP 生态化运营”为核心，强化市场投放策略，加速产品迭代升级，动漫 IP 衍生品新业务呈现高速增长，2023 年/2024 年/2025H1 收入增速为 76%/26%/14%；我们认为动漫 IP 衍生品、海外市场等高毛利业务占比提升有望持续带动公司盈利能力改善。

游戏游艺设备行业：市场空间广阔，IP 化运营为主轴

国内市场看，我国游戏游艺设备行业在需求、供给与政策三重驱动下规模总体保持增长态势，2024 年我国商用游戏游艺设备行业市场规模达 155.04 亿元，同比+17.35%。需求端，居民人均教育文化娱乐支出上升以及 Z 世代消费增量提供坚实消费基础，供给端，头部企业凭借丰富运营经验及 IP 化运营有望提升市占率。国外市场看，美国和日本市场已经相当成熟，游艺业态品牌化运营是共同特征，利用成功 IP 的价值将成为未来商用游戏游艺产业发展的关键要素，驱动产业迈向版权运营时代。

公司：积极建设全球一流的文化游乐企业

完整的产业链结构下，公司能够快速反馈消费者的信息，促进设计、研发环节的创新与改善。公司以文化创意、科技创新为设备开发核心，形成了完整的产品设计研发体系；同时，公司以建立全球一流的文化游乐企业为战略目标，始终坚持品牌客户战略，积累了丰厚的全球渠道资源，在世界各地拥有一批实力雄厚的本土化战略合作伙伴，产品畅销全球动漫游乐市场。目前与公司合作的品牌客户包括风云再起、永旺幻想、星际传奇、天空之城、Time Zone、HELIX LEISURE PTE LTD 等国内外知名连锁品牌。

首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 0.92/1.23/1.56 亿元，对应 PE 分别为 48X/36X/28X。我们采用相对估值法，给予公司 26 年 45-55 倍 PE，对应目标价 36-44 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动的风险，境外采购风险，知识产权侵权风险，IP 拓展不及预期风险，流动性风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	816.28	1,017.47	1,059.63	1,178.13	1,324.71
增长率(%)	34.97	24.65	4.14	11.18	12.44
EBITDA(百万元)	194.19	265.78	232.97	268.55	303.35
归属母公司净利润(百万元)	51.96	84.65	92.36	123.01	156.15
增长率(%)	(172.96)	62.93	9.10	33.18	26.94
EPS(元/股)	0.35	0.58	0.60	0.80	1.01
市盈率(P/E)	80.61	49.47	47.58	35.73	28.14
市净率(P/B)	6.06	5.59	5.39	4.90	4.40
市销率(P/S)	5.13	4.12	4.15	3.73	3.32
EV/EBITDA	16.63	13.07	17.51	14.93	12.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/文娱用品
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	28.55 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	154.07
流通 A 股股本(百万股)	140.23
A 股总市值(百万元)	4,398.78
流通 A 股市值(百万元)	4,003.57
每股净资产(元)	6.13
资产负债率(%)	37.59
一年内最高/最低(元)	36.11/20.99

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

刘欣 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525120007
liuxinb@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 游戏游艺设备龙头服务商，IP 衍生业务快速成长.....	3
1.1. 公司是国内商用游戏游艺设备综合服务商龙头.....	3
1.2. 财务概览：IP 衍生业务及出海贡献持续提升.....	5
2. 游戏游艺设备行业：市场空间广阔，IP 化运营为主轴.....	7
2.1 国内市场：政策+供给+需求三重驱动，规模稳健增长.....	7
2.2 国外市场：美国/日本起步较早，IP 化运营是核心特征.....	9
3. 建立全球一流的文化游乐企业.....	10
4. 盈利预测与估值.....	11
5. 风险提示.....	12

图表目录

图 1：公司收入规模（百万元）及同比增速（%，右）.....	5
图 2：公司归母净利润规模（百万元）及同比增速（%，右）.....	5
图 3：公司分产品收入结构.....	6
图 4：公司分产品各项收入毛利率（%）.....	6
图 5：公司分地区收入结构.....	6
图 6：公司分地区各项收入毛利率（%）.....	6
图 7：公司毛利率及净利率变化趋势（%）.....	7
图 8：公司各项费用率变化趋势（%）.....	7
图 9：2014-2024 年中国商用游戏游艺设备行业市场规模统计.....	7
图 10：2016-2020 年广东省游艺设备营收规模及占比情况.....	8
图 11：2013-2024 全国居民人均教育文化娱乐支出情况（元）.....	8
图 12：2018 年各年龄段用户在游戏电玩城参与率（%）.....	8
图 13：IP 化运营模式.....	10
表 1：公司游戏游艺设备.....	3
表 2：公司动漫 IP 衍生产品.....	4
表 3：我国游戏游艺设备行业相关政策梳理.....	9
表 4：国外游戏游艺场所知名品牌.....	9
表 5：收入拆分及预测（百万元）.....	11
表 6：可比公司估值.....	12

1. 游戏游艺设备龙头服务商，IP 衍生业务快速成长

1.1. 公司是国内商用游戏游艺设备综合服务商龙头

公司是国内商用游戏游艺设备的发行与运营综合服务商龙头企业，以“为用户创造快乐”为宗旨，秉承“绿色文化、创意科技、用科技享受生活”的发展理念，以建立全球一流的文化游乐企业为战略目标，持续实施模式创新、管理创新、技术创新，完善业务结构，提高设计、研发能力，拓展销售渠道，完善运营模式，涵盖游戏游艺设备设计、研发、生产、销售、运营等环节，形成完整产业链。

(1) 游戏游艺设备

公司生产的游戏游艺设备可以满足用户娱乐、亲子互动、动漫文化、儿童益智、体育健身等需求，具体包括《闪电摩托 DX》《极品飞车》《巨兽浩劫 3》《假面骑士正义变身》《太鼓之达人》《舞萌 DX》等产品。

表 1: 公司游戏游艺设备

产品类别	产品示例图		
游戏游艺设备			
			

资料来源：公司公告，天风证券研究所

(2) 动漫 IP 衍生产品

动漫 IP 衍生产品业务系公司借鉴日本 ACG 产业（泛指包括 Animation 动画、Comic 漫画、Game 游戏等内容的二次元文化产业）的先进经验，在国内率先推出的业务模式，公司动漫 IP 衍生产品业务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，产品具有收藏、社交等属性。主要包括《宝可梦明耀之星》《我的世界地下城》《三国幻战》等系列产品。公司通过向合作门店销售动漫 IP 衍生产品获取收入。公司主要的动漫 IP 衍生产品如下：

表 2：公司动漫 IP 衍生产品

产品类别	产品示例图		
动漫 IP 衍生产品			

资料来源：公司公告，天风证券研究所

（3）运营服务

公司运营服务包括游戏游艺设备的合作运营和游乐场运营

1) 设备合作运营

设备合作运营业务指公司与下游客户签订协议，约定由公司将游戏游艺设备寄放在客户运营的游乐场所，公司从该设备经营收入中收取分成款。公司将设备寄放在客户运营的游乐场所之后，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，降低了客户运营游乐场所的前期成本，实现了双方的优势互补、互利共赢。同时，设备合作运营业务有助于公司及时了解产品运营情况、分析用户需求，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，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。

2) 游乐场运营

游乐场运营服务指公司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。

公司产品销售主要包括境内销售和境外销售。境内市场主要通过公司销售部、子公司华立发展完成销售，境外市场主要通过策辉有限公司开展销售。

公司产品主要应用于国内外大型主题乐园、商业地产等，主要将产品销售给游艺游乐场所、主题乐园经营企业。

公司动漫 IP 衍生产品业务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。通过向游乐场门店销售动漫 IP 卡牌及其他 IP 衍生品获取收入。公司通过多种模式进行销售推广，提升产品形象和知名度，加深客户对公司产品的认同。

公司主要推广模式包括参加各类游戏游艺产品博览会、展会，设立大型产品体验展厅，举办华立赛事、卡片嘉年华活动等推广公司产品并吸引潜在客户。对于重点客户，公司通过定期或不定期拜访、沟通等方式跟踪了解客户场地拓展情况、设备更新需求等，及时掌握客户信息进行推荐产品，在取得客户认可后签订销售合同。

公司系中国文化艺术行业协会电子游戏竞技分会副会长单位和广东省游戏产业协会发起人及副会长单位。公司作为起草单位之一参与制定了 2014 年 8 月 15 日开始实施的室内游乐设备产品行业的国家、行业标准《游戏游艺机产品规范第 1 部分：通用要求》(GB/T30440.1-2013) 及《游戏游艺机产品规范第 3 部分：室内商用大型游戏游艺机》(GB/T30440.3-2013)。

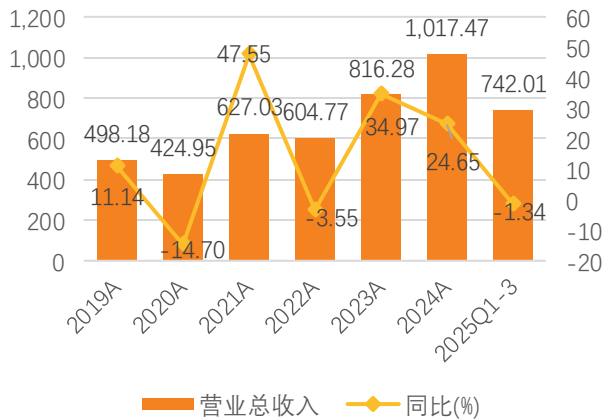
此外，公司是广东省商用动漫游戏机标准化技术委员会发布的《商用动漫游戏机生产组装及场地安装操作规范》(T/GAGA 001-2021)、《商用动漫游戏机场地布局规范》(T/GAGA 002-2021) 和《商用动漫游戏机软件系统通用技术要求》(T/GAGA 003-2021) 团体标准的主要起草单位，公司在行业内具有较高影响力和市场地位，作为行业内的龙头企业，起到了引导行业持续、良性、健康发展的作用。公司在产品研发、全球或区域代理权、渠道资源方面具有强大的竞争优势。

1.2. 财务概览：IP 衍生业务及出海贡献持续提升

营收规模稳步向上，2024 年文娱消费景气共振公司成长。2019-2024 年公司营业收入从 5.0 亿元提升至 10.2 亿元，CAGR 为 15.4%，收入规模波动向上；2024 年国内线下文娱消费呈现蓬勃发展，其中泛娱乐衍生品创新不断，优质、新颖、有趣的产品进一步丰富了线下文娱消费场景，公司把握国内游乐场数量扩张趋势，深挖 IP 赋能价值，打造沉浸式互动体验产品与游乐场景，收入同比增长 25%至 10.2 亿元，归母净利润同比增长 63%至 0.8 亿元。

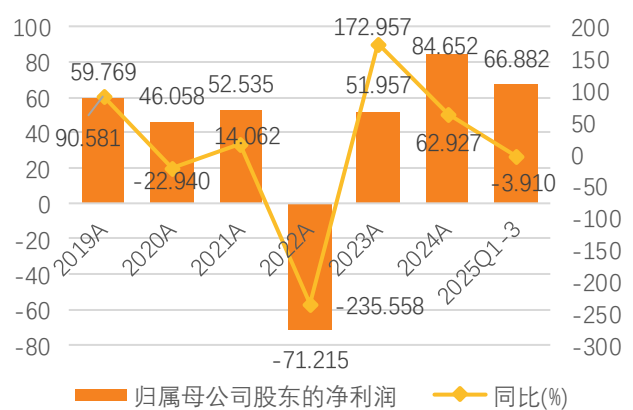
2025 年国内增长略承压，设备出海延续景气。2025Q1-3 公司实现收入 7.4 亿元，同比-1.3%，归母净利润 0.7 亿元，同比-3.9%，主要系前期国内室内游乐场短期迅猛扩张，25 年上半年新增游乐场数量放缓及部分游乐场进入调整周期，叠加公司部分新品上市发行延缓，国内游戏游艺设备销售业务承压；然而公司前期针对海外市场需求加强产品布局，部分产品获得海外客户青睐，带动产品批量销售或整场设备采购，推动游戏游艺设备海外销售积极向好。

图 1：公司收入规模（百万元）及同比增速（%，右）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润规模（百万元）及同比增速（%，右）

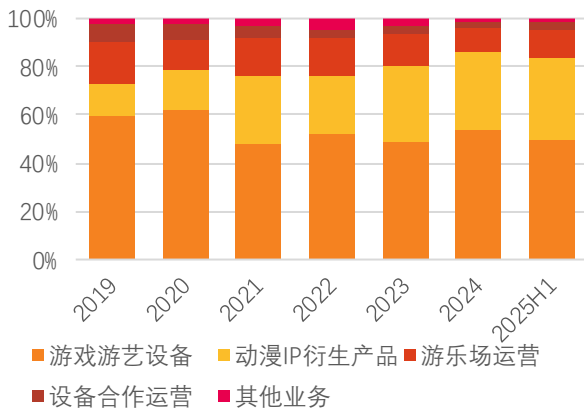


资料来源：Wind，天风证券研究所

分产品：游戏游艺设备贡献主要收入，动漫 IP 衍生品成为新增长点。公司游戏游艺设备业务呈现稳定增长，2019-2024 年收入 CAGR 为 13%，收入占比从 60%降至 54%，毛利率保持在 30%左右，其中海外市场增长提速有望持续赋能设备销售。

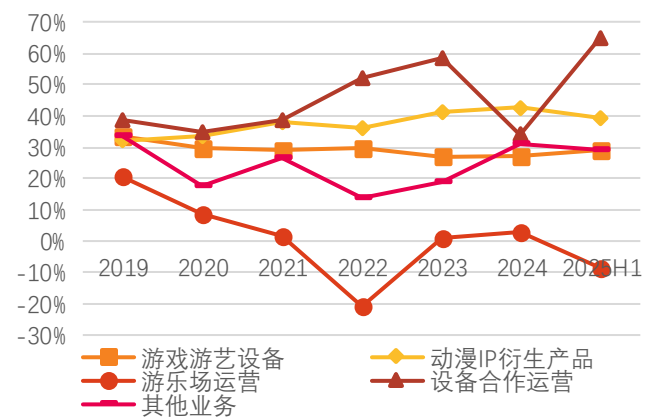
近年动漫 IP 衍生品新业务呈现高速增长，主要系公司以“IP 生态化运营”为核心，强化市场投放策略，加速产品迭代升级，《宝可梦》《奥特曼》《我的世界》以及公司首款自研国潮卡片产品《三国幻战》等产品配套的 IP 形象卡片深受玩家喜爱，2023 年/2024 年/2025H1 收入增速为 76%/26%/14%；2025 年 4 月公司有序完成新品《宝可梦明耀之星》发行上市，助力公司 25Q2 创下动漫 IP 衍生产品销售业务单季度收入新高。其中动漫 IP 衍生品业务毛利率可达 40%左右，有望拉动公司综合毛利率水平提升。

图 3：公司分产品收入结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

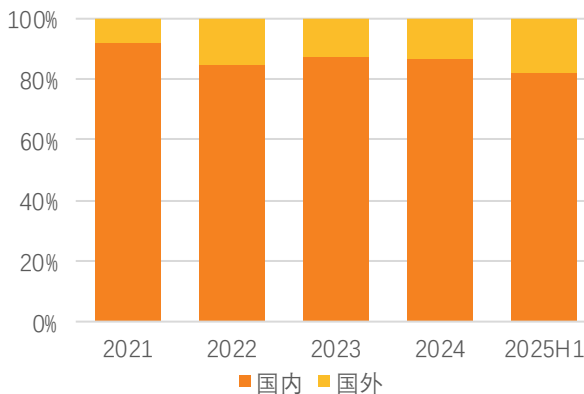
图 4：公司分产品各项收入毛利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

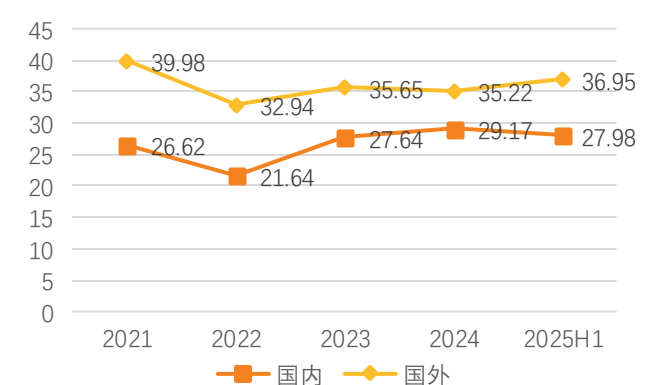
分地区：国内业务稳健，海外趋势蓬勃发展。2021-2024 年国内/国外收入 CAGR 为 15.3%/38.7%，海外市场发展提速，且毛利率可达 35%+，较国内（30%以下）盈利能力更为客观。游戏游艺设备方面，中国已具备较为完整的游艺产业链条，能较好地承接海外市场需求，未来公司将继续有序拓展海外市场，并针对海外市场需求加强产品研发储备，实现海外业绩稳健增长。动漫 IP 衍生品方面，公司加快布局海外市场，率先在日本市场启动《我的世界》产品的试点运营，取得了较好市场表现，未来公司将进一步做好产品储备和研发，对原有深受市场喜爱的动漫 IP 衍生产品进行升级迭代，保持玩家热度，储备全球顶流 IP 优秀作品，适时投放市场。

图 5：公司分地区收入结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

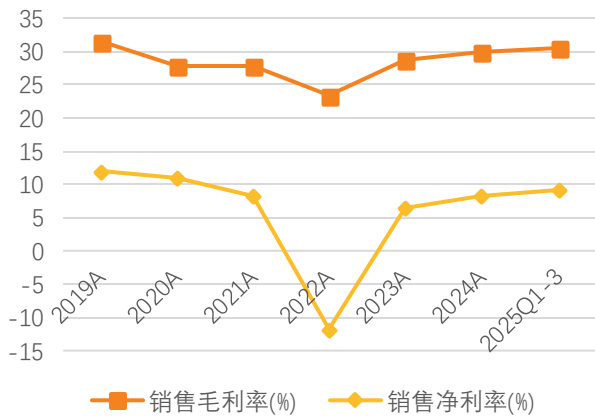
图 6：公司分地区各项收入毛利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

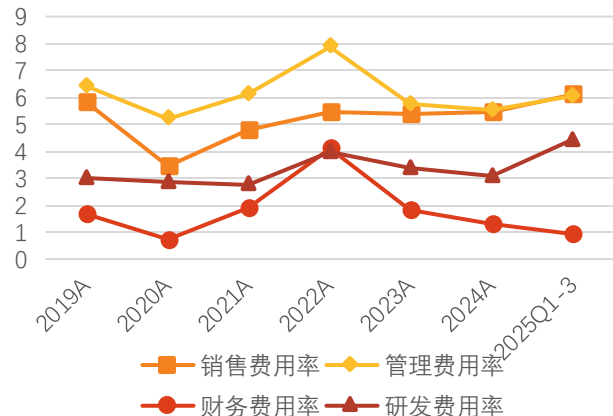
高毛利业务有望持续带动盈利能力改善。伴随动漫 IP 衍生品、海外市场等高毛利业务占比提升，公司综合毛利率持续向上，2024 年毛利率/净利率分别同比提升 1.3pct/2.0pct。2025Q1-3 毛利率略有下降主要系新品《宝可梦明耀之星》等发行上市前期成本较高，净利率下降主要系公司新品扩张阶段加大研发投入，研发费用率同比提升 1.2pct，我们预计随着投放数量增加及市场渗透率提高，IP 衍生业务收入规模及盈利有望继续改善。

图 7：公司毛利率及净利率变化趋势（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司各项费用率变化趋势（%）



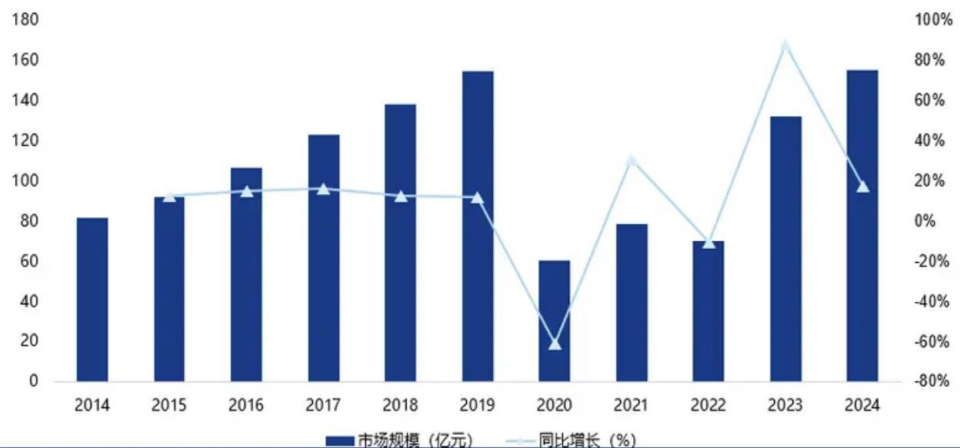
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 游戏游艺设备行业：市场空间广阔，IP 化运营为主轴

2.1 国内市场：政策+供给+需求三重驱动，规模稳健增长

政策+供给+需求驱动，我国游戏游艺设备行业规模总体保持增长态势。商用游戏游艺机是指一种放置在商业综合体、购物中心、游乐场等的经营性游乐设备，为游艺娱乐的商用平台，具有互动智能、模拟形体动作等功能，糅合声、光、体感等技术，使用户达到健身益智、愉悦身心、休闲游乐的目的。商用游戏游艺设备注重科技体验，兼具运动健康、亲子互动、休闲娱乐等功能，具有丰富的互动体验特性，使得游乐场与电影院、餐饮一起成为商业综合体吸引人流的重要业态，近年来，在居民文化娱乐支出稳步增长、消费体验升级的双重红利下，我国商用游戏游艺设备行业迎来“政策鼓励+消费升级”的协同发展机遇，据智研咨询发布的数据，2024 年我国商用游戏游艺设备行业市场规模达 155.04 亿元，同比增长 17.35%。

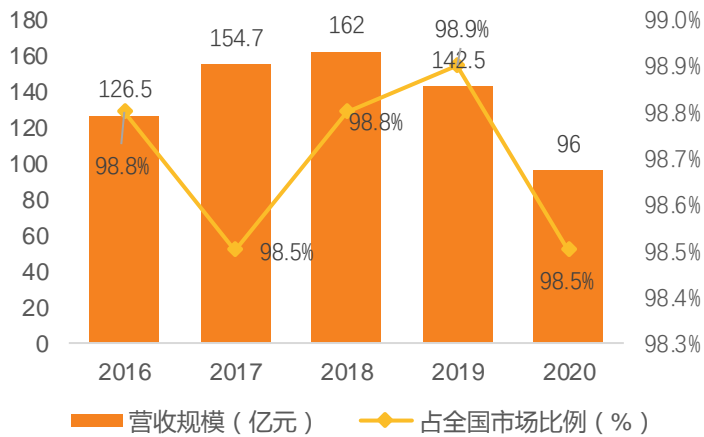
图 9：2014-2024 年中国商用游戏游艺设备行业市场规模统计



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

供给端：产业集群分布，市场集中度低，头部有望提升市占率。我国商用游戏游艺设备行业内参与者众多，特别是在广东省，企业数量超过2000家，2020年游戏游艺机营收占全国市场98%以上，但绝大部分企业规模偏小，产业集中度较低，市场格局较为分散，目前，我国商用游戏游艺设备行业代表企业主要包括广州华立科技股份有限公司、广东世宇科技股份有限公司、广州市展晖动漫科技有限公司、广州市凯昌电子有限公司、广州淘气猫动漫科技有限公司、北京大玩家娱乐股份有限公司、青岛三柏硕健康科技股份有限公司等，其中，作为我国商用游戏游艺设备行业龙头企业的华立科技市场占有率不足5%。

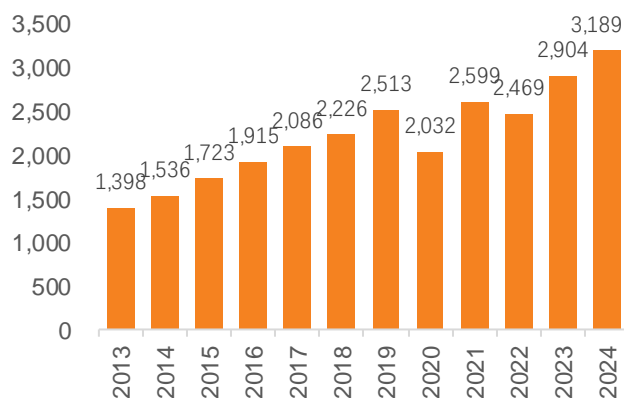
图 10：2016-2020 年广东省游艺设备营收规模及占比情况



资料来源：游艺风公众号，观研报告网，天风证券研究所

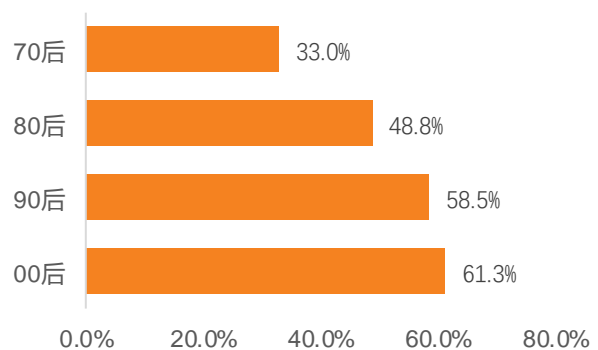
消费端：居民人均教育文化娱乐支出上升，Z 世代带来消费增量。近年来，我国居民消费能力和消费意愿提升，为游戏游艺行业快速发展提供坚实的消费基础。根据国家统计局数据显示，2024 年全国居民人均教育文化娱乐支出 3189 元，较 2023 年提升 9.8%，10 年 CAGR 为 7.58%。从消费群体来看，超 58% 的 00 后、90 后用户半年内曾到游戏电玩城消费，从艾瑞数据来看，00、90 后新生代在文化娱乐消费的占比分别为 22.3% 和 24.5%，高于 80、70 后。这表明了 00、90 后群体文化娱乐消费已成熟，开始成为消费意愿最旺盛的群体。00、90 后新生代个性鲜明、追求时尚，消费独立，热衷于各种形式的文化娱乐，在文化娱乐方面的支出占比较高，并成为娱乐产业的重要目标用户。

图 11：2013-2024 年全国居民人均教育文化娱乐支出情况（元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2018 年各年龄段用户在游戏电玩城参与率（%）



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

政策端：逐渐宽松，支持游戏游艺设备行业健康发展。近几年来，国家层面持续释放鼓励信号，通过政策宽松与规范引导双轨并行，充分体现了对文化娱乐消费领域市场化、专业

化发展的明确支持。2015年9月，公安部、文化部联合印发《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》；2016年9月，文化部出台《关于推动文化娱乐行业转型升级的意见》，首次从顶层设计层面鼓励研发益智健身类游艺设备，鼓励游戏游艺产业发展；2019年11月，文化和旅游部颁布《游戏游艺设备管理办法》，通过设备内容审核制替代传统分级管理，鼓励类游戏游艺设备将成为行业内重点研发方向，释放行业创新空间。

表 3：我国游戏游艺设备行业相关政策梳理

时间	政策名称	主要内容
2000	《关于开展电子游戏经营场所专项治理意见的通知》	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，各地停止审批新的或者现有的电子游戏经营场所。
2014	《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》	允许内外资企业从事游戏游艺设备生产和销售，经文化部门内容审核后面向国内市场销售。
2015	《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，并进一步规范监管内容。
2015	《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》	强化监管督促和保障游戏游艺场所合法经营，杜绝“一刀切”式整治，并充分发挥行业协会作用。
2016	《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，支持以游戏游艺竞技赛事带动行业发展。
2016	《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，消除制约行业发展的政策限制和制度壁垒。
2019	《游戏游艺设备管理办法》	鼓励企业充分挖掘中华优秀传统文化价值内涵，研发生产拥有自主知识产权、体现民族精神、内容健康向上，具有运动体验等功能的游戏游艺设备。

资料来源：中国政府网，文化和旅游部等，天风证券研究所

2.2 国外市场：美国/日本起步较早，IP 化运营是核心特征

美国和日本游戏游艺设备行业起步时间早，市场已经相当成熟，游艺业态品牌化运营是共同特征。日本是全球商用游戏游艺设备的主要创意中心，商用游戏游艺设备文化非常发达，诞生包括万代、世嘉、科乐美等商用游戏游艺设备行业的国际巨头，部分巨头产业加速将业务从单纯的商用游戏游艺设备研产销向产业链上下游延伸，涉及动漫制作、游戏套件开发、设备生产、游艺娱乐场所运营、游戏 IP 衍生品的开发与运营等完整产业链条。美国是商用游戏游艺设备的全球发源地，历经四十多年的发展，游艺业态与电影院、酒吧、保龄球馆等线下泛娱乐业态深度融合，市场空间十分广阔。而且，像美国、日本等地的 Dave&Buster’ S、ROUND ONE、TIMEZONE 大型综合游艺娱乐企业，在发展模式上各有千秋，如 CEC 融合“餐饮+游艺”，TIMEZONE 提供包括游艺在内的生日派对、聚会等综合服务。

表 4：国外游戏游艺场所知名品牌

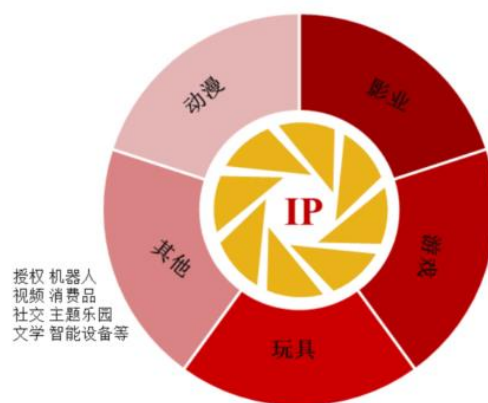
公司名称	所在国家	门店数	发展模式
ROUNDONE	日本、美国	日本 97、 美国 49	娱乐连锁店，提供保龄球，游戏游艺机，台球，飞镖，卡拉 oK 等，提供餐饮
TIMEZONE	澳大利亚、	340+	融合游艺厅，保龄球、碰碰车、

	印度、菲律宾 宾等 7 国		密室逃脱等模式的综合游乐场， 并提供派对和聚会服务
CHUCKSE.CHEESE'S	美国	600+	餐饮+游戏游艺设备，提供比萨饼 和其他菜单，辅之以街机游戏和 游乐设施
DAVE&BUSTER'S	美国	137(截至 2021.1)	餐饮+游戏游艺设备，提供全套餐 厅服务和一个电子游戏室

资料来源：游艺风公众号，观研报告网，天风证券研究所

IP 培育逐渐成为内容创新的重要成分。IP 已成为文化娱乐行业文化创意的源头，已成为贯穿文化娱乐产业链的核心元素，并链接了游戏、动漫、电影、玩具等不同领域。一个成功的 IP 经过多年的运营已累积了较大的粉丝基础，对于游戏、动漫、电影等娱乐消费行业具有重大的吸引力。在游戏游艺设备产业领域，打造强 IP 属性的设备对于营销的作用巨大，利用成功 IP 的价值将成为未来商用游戏游艺产业发展的关键要素，驱动商用游戏游艺产业迈向版权运营时代。

图 13：IP 化运营模式



资料来源：华立科技招股说明书，天风证券研究所

3. 建立全球一流的文化游乐企业

公司作为室内游戏游艺行业国内第一家上市企业，自成立以来一直专注于游戏游艺领域，在产业链、文化创意与科技创新、管理团队、全球资源渠道以及 IP 渠道等方面均具有一定的优势。

(1) 产业链完整加强竞争力

公司目前业务涵盖游戏游乐设备的设计、研发、生产、销售和运营等环节。完整的产业链结构下，公司能够快速反馈消费者的信息，促进设计、研发环节的创新与改善，公司对市场的反应更敏感、更及时，公司各个业务环节形成一个有机的整体，价值链各环节之间实现战略协同效应，有效提升公司的综合市场竞争力。

(2) 文化创意和科技创新能力突出

公司以文化创意、科技创新为设备开发核心，形成了产品策划设计、内容制作、软硬件开发测试等完整的产品设计研发体系，并成功研发跨平台软件开发引擎。公司自主研发完成“雷动”竞速系列产品，受到国内外客户和消费者喜爱，并获得国际游戏游艺产业巨头 SEGA 认可，由 SEGA 代理销往国外。

经过多年的持续经营，公司已建立起一支经验丰富、结构合理、团结合作的国际化管理团队。公司以董事长为核心的部分国际化管理团队成员深耕游戏游艺行业三十五年，深入了解行业的设计、研发、生产、销售和运营模式，对国内外游戏游艺行业的技术及业务发展

路径、未来趋势具有深刻理解。

(3) 全球资源及 IP 渠道优势构建差异化能力

公司以建立全球一流的文化游乐企业为战略目标，始终坚持品牌客户战略，积累了丰厚的全球渠道资源，在世界各地拥有一批实力雄厚的本土化战略合作伙伴，产品畅销全球动漫游乐市场。目前与公司合作的品牌客户包括风云再起、永旺幻想、星际传奇、天空之城、Time Zone、HELIX LEISURE PTE LTD 等国内外知名连锁品牌。

近年来，以文学、游戏、影视、动漫为代表的 IP 产业链条和生态系统正在形成，优秀的 IP 能够为影视、动漫、游乐行业带来丰厚的收益，IP 逐渐成为影视、动漫、游戏游艺行业的引擎。公司凭借在行业内多年的积累，与 Microsoft(微软)、Bandai Namco(万代南梦宫)、SEGA(世嘉)、MARVELOUS、Raw Thrills、IGS(鈹象电子)等全球知名游戏企业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，持续推出了《闪电摩托 DX》《极品飞车》《巨兽浩劫 3》《假面骑士正义变身》《头文字 D 激斗》《火影忍者斗牌世界》《我的世界地下城》《中二节奏》《宝可梦明耀之星》《三国幻战》《奥特曼光辉共斗》等广受消费者喜爱的游戏游艺设备。

4. 盈利预测与估值

收入方面：我们预计 25-27 年公司收入分别为 10.6/11.8/13.2 亿元，同比增长 4.1%/11.2%/12.4%，其中：

游戏游艺设备：25 年国内新增游乐场数量放缓及部分游乐场进入调整周期，国内游戏游艺设备销售业务承压，然而海外销售积极向好；后续游乐场将持续更新引进新设备，维持对玩家的长期吸引力。我们预计 25-27 年收入分别为 5.3/5.7/6.2 亿元，分别同比 -3.2%/+7.6%/+8.1%。

动漫 IP 衍生产品：25 年公司有序完成新品《宝可梦明耀之星》发行上市，成为热销品之一，刷新了单 P 位记录，自研国潮卡片产品《三国幻战》表现良好，公司预计随着投放数量的增加及市场渗透率的提高而实现收入增长。我们预计 25-27 年收入分别为 3.8/4.5/5.4 亿元，分别同比+16%/18%/20%。

游乐场运营：公司以差异化的“设备+运营+服务”生态体系为核心的经营思路，围绕玩家体验与服务，深度经营核心玩家社群，保持区域竞争优势。我们预计 25-27 年收入分别为 1.08/1.11/1.16 亿元，分别同比+2%/3%/4%。

表 5：收入拆分及预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	816.28	1,017.47	1,059.63	1,178.13	1,324.71
yoy	34.95%	24.65%	4.14%	11.18%	12.44%
毛利率	28.65%	29.97%	30.00%	31.69%	32.42%
游戏游艺设备					
营业收入	398.23	548.95	531.49	572.02	618.46
yoy	27.28%	37.85%	-3.18%	7.62%	8.12%
毛利率	26.86%	27.44%	29.40%	29.50%	29.55%
动漫 IP 衍生产品					
营业收入	258.85	326.51	378.75	446.92	536.31
yoy	75.64%	26.14%	16.00%	18.0%	20.0%
毛利率	41.16%	42.75%	39.50%	39.80%	40.00%
游乐场运营					
营业收入	107.55	105.72	107.84	111.07	115.51
yoy	13.81%	-1.70%	2.00%	3.00%	4.00%

毛利率	1.06%	2.77%	-9.00%	0.00%	1.00%
设备合作运营					
营业收入	23.85	17.87	26.81	34.85	41.82
yoy	9.40%	-25.06%	50.00%	30.00%	20.00%
毛利率	58.72%	33.89%	65.20%	65.50%	65.50%
其他业务					
营业收入	27.81	18.42	14.74	13.27	12.60
yoy	0.36%	-33.74%	-20.00%	-10.00%	-5.00%
毛利率	18.62%	31.14%	29.00%	29.00%	29.00%

资料来源: wind, 天风证券研究所

利润方面: 公司高毛利的设备出海业务保持较好增长态势, 部分产品获得海外客户青睐, 带动产品批量销售或整场设备向公司采购, 此外动漫 IP 衍生品业务有望保持高速增长, 我们预计结构上有望优化公司毛利率水平; 此外, 国内市场逐步恢复及 IP 新品放量有望带来规模效应释放及盈利能力提升, 我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 0.92/1.23/1.56 亿元, 对应 PE 分别为 48X/36X/28X。

首次覆盖, 给予“买入”评级。 我们采用相对估值法, 选取 IP 潮玩/游戏娱乐行业具备广泛 IP 资源储备及运营能力的广博股份、奥飞娱乐、光线传媒及上海电影作为可比公司, 可比公司 26 年平均 PE 为 58X; 给予公司 26 年 45-55 倍 PE, 对应目标价 36-44 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值

	PE		
	2025E	2026E	2027E
广博股份	29.2	23.0	18.6
奥飞娱乐	194.0	110.8	88.0
光线传媒	22.1	46.6	40.7
上海电影	63.2	51.0	41.4

资料来源: Wind, 天风证券研究所; 估值截至 2026 年 1 月 14 日收盘

5. 风险提示

宏观经济波动的风险。 游戏游艺行业与宏观经济周期和商业地产业态升级、商业综合体数量等因素有较大关联性。如果未来我国宏观经济运行出现较大幅度的波动, 居民在文化娱乐方面的消费减少, 将导致下游客户的产品需求减少, 对公司的生产经营状况产生不利影响, 公司的经营业绩将存在波动的风险。

境外采购风险。 公司进口原材料主要为套件, 近年来, 部分发达国家经济增速放缓, 国际贸易保护主义呈现抬头迹象。受中美贸易摩擦等因素的影响, 公司需要从境外采购的部分物料面临进口贸易风险。

知识产权侵权风险。 经过多年的技术积累, 公司逐渐形成了自己的核心技术, 公司品牌在市场上具有较高的知名度, 如果未来其他公司仿冒公司品牌, 公司将面临着知识产权被侵犯的风险, 可能对公司经营业绩造成一定的不利影响。

IP 拓展不及预期风险。 公司积极尝试打通“IP+设备+场景+衍生”的商业闭环, 整合了三国幻战、鹅精病 GEEESEI 等人气原创 IP 和经典街机游戏 IP, 若 IP 合作及拓展进度缓慢, 或影响公司业绩放量。

流动性风险。 流通市值较小, 日均成交额可能偏低, 机构资金进出易冲击股价, 导致短期波动性较高。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	159.11	168.71	225.51	274.91	372.85
应收票据及应收账款	256.21	293.85	267.54	344.15	329.89
预付账款	18.17	23.45	19.01	26.14	23.08
存货	265.46	267.32	276.16	301.78	328.21
其他	28.61	35.24	36.06	42.11	43.93
流动资产合计	727.56	788.57	824.28	989.09	1,097.96
长期股权投资	0.00	1.07	1.07	1.07	1.07
固定资产	262.37	265.82	338.79	358.81	362.59
在建工程	0.00	15.04	0.00	0.00	0.00
无形资产	31.79	29.75	32.11	33.26	35.17
其他	137.37	206.26	226.37	240.67	250.31
非流动资产合计	431.52	517.95	598.34	633.81	649.13
资产总计	1,159.09	1,306.51	1,422.62	1,622.90	1,747.08
短期借款	30.03	40.03	95.00	87.00	76.00
应付票据及应付账款	187.12	189.91	194.69	214.29	231.52
其他	189.79	231.65	211.86	309.27	313.48
流动负债合计	406.93	461.59	501.55	610.56	621.00
长期借款	6.55	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	54.99	95.69	105.25	115.78	127.36
非流动负债合计	61.54	95.69	105.25	115.78	127.36
负债合计	468.47	557.28	606.80	726.34	748.36
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	146.69	146.69	154.07	154.07	154.07
资本公积	340.79	342.91	342.91	342.91	342.91
留存收益	202.28	257.59	317.94	398.31	500.34
其他	0.86	2.04	0.89	1.26	1.40
股东权益合计	690.61	749.23	815.81	896.56	998.72
负债和股东权益总计	1,159.09	1,306.51	1,422.62	1,622.90	1,747.08

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	51.96	84.65	92.36	123.01	156.15
折旧摊销	61.02	61.76	56.72	60.82	64.32
财务费用	12.95	13.74	9.56	13.18	9.92
投资损失	0.82	(0.13)	(0.20)	(0.22)	(0.25)
营运资金变动	94.55	(26.49)	(6.84)	(4.78)	9.58
其它	30.29	80.74	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	251.59	214.27	151.60	192.00	239.72
资本支出	38.23	42.27	107.43	71.47	58.42
长期投资	0.00	1.07	0.00	0.00	0.00
其他	(83.82)	(145.10)	(224.23)	(153.25)	(128.17)
投资活动现金流	(45.59)	(101.76)	(116.80)	(81.78)	(69.75)
债权融资	(108.01)	(43.09)	47.78	(18.56)	(18.05)
股权融资	(28.26)	(26.03)	(25.78)	(42.26)	(53.98)
其他	13.53	(31.47)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(122.75)	(100.59)	22.00	(60.82)	(72.03)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	83.26	11.92	56.80	49.40	97.94

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	816.28	1,017.47	1,059.63	1,178.13	1,324.71
营业成本	582.43	712.57	741.71	804.83	895.23
营业税金及附加	7.75	7.54	8.16	9.66	10.30
销售费用	44.11	55.17	61.46	67.15	74.18
管理费用	46.82	56.23	59.34	66.09	74.18
研发费用	27.34	31.32	33.91	38.88	45.04
财务费用	15.06	12.93	9.56	13.18	9.92
资产/信用减值损失	(23.34)	(40.88)	(31.00)	(25.00)	(21.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.82)	0.13	0.20	0.22	0.25
其他	1.24	0.81	1.45	1.16	1.14
营业利润	69.84	101.77	116.14	154.72	196.25
营业外收入	0.03	1.71	0.86	0.87	1.15
营业外支出	0.76	4.30	1.93	2.33	2.85
利润总额	69.11	99.18	115.07	153.25	194.55
所得税	17.16	14.53	22.71	30.25	38.40
净利润	51.96	84.65	92.36	123.01	156.15
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	51.96	84.65	92.36	123.01	156.15
每股收益(元)	0.35	0.58	0.60	0.80	1.01

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	34.97%	24.65%	4.14%	11.18%	12.44%
营业利润	-198.53%	45.71%	14.12%	33.22%	26.85%
归属于母公司净利润	-172.96%	62.93%	9.10%	33.18%	26.94%
获利能力					
毛利率	28.65%	29.97%	30.00%	31.69%	32.42%
净利率	6.37%	8.32%	8.72%	10.44%	11.79%
ROE	7.52%	11.30%	11.32%	13.72%	15.63%
ROIC	10.84%	20.06%	22.24%	26.92%	32.30%
偿债能力					
资产负债率	40.42%	42.65%	42.65%	44.76%	42.83%
净负债率	-9.44%	-14.01%	-12.80%	-17.75%	-26.56%
流动比率	1.79	1.71	1.64	1.62	1.77
速动比率	1.14	1.13	1.09	1.13	1.24
营运能力					
应收账款周转率	3.04	3.70	3.77	3.85	3.93
存货周转率	3.05	3.82	3.90	4.08	4.21
总资产周转率	0.71	0.83	0.78	0.77	0.79
每股指标(元)					
每股收益	0.35	0.58	0.60	0.80	1.01
每股经营现金流	1.72	1.46	0.98	1.25	1.56
每股净资产	4.71	5.11	5.30	5.82	6.49
估值比率					
市盈率	80.61	49.47	47.58	35.73	28.14
市净率	6.06	5.59	5.39	4.90	4.40
EV/EBITDA	16.63	13.07	17.51	14.93	12.84
EV/EBIT	22.18	16.09	23.15	19.31	16.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com