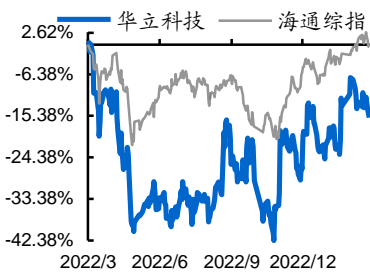


投资评级 优于大市 首次覆盖

游戏游艺设备龙头，23 年关注动漫 IP 衍生产品业务复苏

股票数据

02月28日收盘价(元)	30.41
52周股价波动(元)	20.20-47.89
总股本/流通A股(百万股)	113/59
总市值/流通市值(百万元)	3431/1806

相关研究
市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-1.8	10.9	20.4
相对涨幅 (%)	0.9	5.8	11.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 毛云聪

Tel: (010)58067907

Email: myc11153@haitong.com

证书: S0850518080001

分析师: 孙小雯

Tel: (021)23154120

Email: sxw10268@haitong.com

证书: S0850517080001

分析师: 陈星光

Tel: (021)23219104

Email: cxg11774@haitong.com

证书: S0850519070002

联系人: 康百川

Tel: (021)23212208

Email: kbc13683@haitong.com

投资要点:

- 游戏游艺设备龙头，资源优势突出。**公司主要从事游戏游艺设备设计、研发、生产、销售和运营，形成完整产业链布局，已建立一支经验丰富的国际化管理团队，以董事长苏本立为核心的部分国际化管理团队成员从事游戏游艺产业超过30年，公司董事 Ota Toshihiro、研发总监 Aoshima Mitsuo 均来自于日本，同时拥有鈿象电子（截至22年三季报持股2.9%）等优质战略股东。
- 线下游乐业态受疫情影响严重，整体经营有望逐步恢复。**2022年前三季度，公司总营收4.6亿元（+18.7%），疫情情况下公司游戏游艺设备销售和动漫IP衍生产品业务收入仍呈现较高同比增长；归母净利润1943万元（同比-57.4%），扣非归母净利润2150万元（同比-49.7%），主要系受疫情影响自营游乐场业务毛利率大幅下滑，及公司加大研发投入、营销及汇率波动等因素影响导致费用同比增长显著；经营活动现金流净额3304万元（+806.5%）。2022年公司预计归母净亏损7500万元-5000万元，预计扣非归母净亏损7000万元-4500万元。主要是受疫情影响日常经营及公司资产组减值影响。
- 游戏游艺设备业务为第一大主营，海外销售实现较快提升。**2022年前三季度，公司游戏游艺设备收入2.1亿元（+24.2%），毛利率29.8%（-2.6pct），收入和毛利占比分别为45.7%和53.6%，主要受益于海外（欧美市场）恢复，2022年上半年公司海外游戏游艺设备收入4963万元（+468.5%），新推出产品《狂野飙车9竞速传奇》系列深受海外消费者喜爱，而国内游戏游艺设备收入受疫情影响较21年同期仍小幅下滑。公司重视发展前瞻性技术和储备优质IP资源，每年基本保持推出5-10款新的游戏游艺设备。
- 动漫IP衍生产品业务具备高成长性。**2022年前三季度，公司动漫IP衍生产品收入1.3亿元（+12.7%），毛利率38%（-0.3pct），收入和毛利占比分别为27.5%和41.1%。2022年前三季度，受疫情影响公司动漫卡通设备开机率低于21年同期，《宝可梦》和《奥特曼融合激战》单品坪效下滑；收入增量主要是《奥特曼系列变身大决战》相纸销售收入提升，及22年推出IP新品《我的世界》带来，截至22年三季度，《我的世界》设备投放超过500台，22年全年铺设量约在500-800台。22Q3单季，卡片单机位坪效排行《宝可梦》第一、《我的世界》第二、《奥特曼融合激战》第三。未来公司会加大国潮IP产品研发及持续保持国际IP产品接洽，做好相应储备。我们认为，依靠设备直销渠道优势和优质IP资源优势，公司动漫IP衍生产品业务具有一定壁垒。
- 自营游乐场业务受疫情影响毛利承压。**2022年前三季度：1）公司游乐场运营业务收入7896万元（+7.3%），主要系较21年同期新增游乐场所致；毛利率-9%，游乐场经营主要成本基本固定，受疫情影响毛利率出现明显下滑。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	425	627	596	820	1054
(+/-)YoY(%)	-14.7%	47.6%	-4.9%	37.5%	28.6%
净利润(百万元)	46	53	-81	71	135
(+/-)YoY(%)	-22.9%	14.1%	-255.0%	187.5%	89.9%
全面摊薄EPS(元)	0.41	0.47	-0.72	0.63	1.20
毛利率(%)	27.8%	27.7%	20.4%	27.7%	30.6%
净资产收益率(%)	11.1%	7.3%	-13.1%	10.2%	16.3%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

截至 22 年三季度, 公司自营游乐场 13 个 (集中在广东地区)。2) 公司设备合作运营收入 1889 万元 (-23.5%), 毛利率 51.5% (+15.5pct)。

- 盈利预测与估值。**我们对收入假设: 1) 游戏游艺设备: 2022Q4 单季受疫情及防控管控放开初期感染率提升影响, 2022 年我们预计公司游戏游艺设备同比小幅下滑 5%, 2023-2024 年, 我们认为公司国内游戏游艺设备业务稳步增长, 海外关注东南亚、中东市场恢复进度, 预计 2023-2024 年公司游戏游艺设备收入同比增速分别为 15% 和 10%, 整体公司 2022-2024 年游戏游艺设备收入分别为 2.9 亿元、3.3 亿元和 3.6 亿元。2) 动漫 IP 衍生产品: 我们预计 2022-2024 年公司动漫 IP 卡通设备铺设分别为 12800 个机位、16100 个机位和 19900 个机位, 其中《我的世界》一台机器相当于 4 个机位, 平均单机位收入分别为 1.34 万元、1.94 万元和 2.37 万元, 则 2022-2024 年公司动漫 IP 衍生产品收入分别为 1.7 亿元、3.1 亿元和 4.7 亿元, 同比变化分别为-1.7%、+81.9%和+50.6%。3) 游乐场运营: 我们假设公司 2022-2024 年新增自营游乐场分别为 0 个、2 个和 1 个, 游乐场单台机器坪效分别为 3.5 万元、4.3 万元和 5 万元, 则 2022-2024 年公司游乐场运营收入分别为 8850 万元、1.2 亿元和 1.6 亿元, 同比变化分别为-11.3%、+37.2%和+30.4%。4) 设备合作运营: 我们假设公司 2022-2024 年设备合作运营收入同比变化分别为-25%、+30%、+20%, 则设备合作运营收入分别为 2321 万元、3017 万元和 3621 万元。

整体我们预计公司 2022-2024 年总营收分别为 6.0 亿元、8.2 亿元和 10.5 亿元, 同比分别-4.9%、+37.5%和+28.6%; 归母净利分别为-8145 万元、7124 万元和 1.4 亿元, 同比分别-255%、+187.5%和+89.9%, 对应全面摊薄 EPS 分别为-0.72 元、0.63 元和 1.2 元。参考可比公司 2023 年 60 倍 PE 估值, 考虑到公司为细分营销赛道龙头, 我们给予公司 2023 年 50-55 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 31.50-34.65 元/股, “优于大市”评级。

- 风险提示:** 线下娱乐消费恢复进度不及预期。

表 1 我们对公司分项主营业务收入预计 (万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
游戏游艺设备	30274.25	28760.54	33074.62	36382.08
YOY (%)	14.47%	-5.00%	15.00%	10.00%
动漫 IP 衍生产品	17499.53	17202.93	31289.62	47111.46
YOY (%)	156.52%	-1.69%	81.89%	50.57%
设备合作运营	3094.84	2321.13	3017.47	3620.96
YOY (%)	9.90%	-25.00%	30.00%	20.00%
游乐场运营	9979.96	8849.91	12144.81	15833.72
YOY (%)	77.71%	-11.32%	37.23%	30.37%
总营收	62702.47	59634.51	82026.51	105448.22
YOY (%)	47.55%	-4.89%	37.55%	28.55%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	市值(亿元)	归母净利 (亿元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002292.SZ	奥飞娱乐	77	-4.17	0.18	1.47	-18	426	52
1119.HK	创梦天地	46	-1.57	-0.72	1.93	-29	-63	24
2255.HK	海昌海洋公园	135	8.45	-3.82	0.98	16	-35	139
9992.HK	泡泡玛特	266	8.54	6.80	9.73	31	39	27
均值							-	60

注: 收盘价为 2023 年 2 月 28 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	627	596	820	1054
每股收益	0.47	-0.72	0.63	1.20	营业成本	453	475	593	732
每股净资产	8.33	5.53	6.16	7.36	毛利率%	27.7%	20.4%	27.7%	30.6%
每股经营现金流	0.52	-0.04	1.31	0.64	营业税金及附加	2	4	4	5
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	30	25	33	37
P/E	64.01	-41.28	47.20	24.86	营业费用率%	4.8%	4.2%	4.0%	3.5%
P/B	3.58	5.39	4.84	4.05	管理费用	39	41	49	61
P/S	4.13	5.64	4.10	3.19	管理费用率%	6.2%	6.8%	6.0%	5.8%
EV/EBITDA	34.26	33.65	20.55	14.18	EBIT	76	60	119	188
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	12	13	8	8
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.9%	2.1%	1.0%	0.7%
毛利率	27.7%	20.4%	27.7%	30.6%	资产减值损失	-10	-66	-10	-10
净利润率	8.4%	-13.7%	8.7%	12.8%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	7.3%	-13.1%	10.2%	16.3%	营业利润	56	-78	80	151
资产回报率	4.3%	-7.3%	5.9%	9.4%	营业外收支	1	-4	-2	-2
投资回报率	7.5%	7.3%	12.1%	16.7%	利润总额	57	-82	78	149
盈利增长 (%)					EBITDA	155	104	166	240
营业收入增长率	47.6%	-4.9%	37.5%	28.6%	所得税	5	-1	7	13
EBIT 增长率	24.2%	-20.3%	96.9%	58.4%	有效所得税率%	8.5%	1.0%	9.0%	9.0%
净利润增长率	14.1%	-255.0%	187.5%	89.9%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	53	-81	71	135
资产负债率	40.4%	44.1%	42.7%	42.2%	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动比率	1.93	1.79	1.94	2.06	货币资金	125	50	145	158
速动比率	1.17	0.97	1.33	1.42	应收账款及应收票据	277	289	354	505
现金比率	0.35	0.14	0.37	0.33	存货	244	264	201	267
经营效率指标					其它流动资产	50	44	51	49
应收账款周转天数	152.62	180.00	150.00	150.00	流动资产合计	695	648	750	979
存货周转天数	155.19	200.00	150.00	120.00	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.60	0.51	0.70	0.80	固定资产	264	259	254	250
固定资产周转率	2.36	2.28	3.19	4.18	在建工程	1	1	1	1
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	无形资产	31	31	30	30
净利润	53	-81	71	135	非流动资产合计	518	468	462	458
少数股东损益	0	0	0	0	资产总计	1213	1115	1212	1437
非现金支出	99	140	67	72	短期借款	19	19	19	19
非经营收益	2	13	11	11	应付票据及应付账款	219	190	206	282
营运资金变动	-109	-76	-2	-146	预收账款	0	0	0	0
经营活动现金流	45	-5	147	72	其它流动负债	122	152	162	175
资产	-103	-43	-44	-50	流动负债合计	361	361	387	476
投资	0	0	0	0	长期借款	54	54	54	54
其他	0	0	0	0	其它长期负债	76	76	76	76
投资活动现金流	-103	-43	-44	-50	非流动负债合计	130	130	130	130
债权募资	-93	0	0	0	负债总计	491	491	517	606
股权募资	287	0	0	0	实收资本	87	113	113	113
其他	-54	-26	-9	-9	归属于母公司所有者权益	723	624	695	830
融资活动现金流	140	-26	-9	-9	少数股东权益	0	0	0	0
现金净流量	79	-75	95	13	负债和所有者权益合计	1213	1115	1212	1437

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

毛云聪 互联网及传媒
孙小雯 互联网及传媒
陈星光 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 蓝色光标,芒果超媒,中文在线,顺网科技,光线传媒,掌阅科技,完美世界,华策影视,世纪华通,中南传媒,欢瑞世纪,视觉中国,值得买,风语筑,电魂网络,云音乐,梦网科技,捷成股份,皖新传媒,天下秀,阜博集团,三人行,乐享集团,易点天下,浙数文化,腾讯控股,中信出版,恺英网络,姚记科技,昆仑万维

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。