

华立科技(301011)

报告日期: 2023年03月19日

游艺设备龙头，卡牌业务驱动成长

——华立科技首次覆盖报告

投资要点

□ 公司概况：游艺设备龙头，业务布局全产业链

华立科技是国内商用游艺设备的发行与运营综合服务商龙头企业。公司集游艺设备的设计、研发、生产、销售和运营于一体，同时将业务范围拓展至终端游乐场运营及IP卡牌，行业地位突出，产业链完整，竞争优势明显。

□ 游艺设备业务：基石业务，行业竞争激烈，三大策略实现差异化路径

我国游戏游艺设备行业参与企业众多，竞争激烈，且代表性龙头市占率较低。基于对行业的判断，华立采取“优化产品结构+设备合作运营+拓展海外市场”策略。1)公司持续优化产品结构，提高产品技术含量，设备平均销售单价逐年提升；2)公司开展设备合作运营业务，与下游设备运营商共同经营，实现双赢；3)疫情恢复驱动欧美市场需求量扩大，公司凭借龙头产品，加快海外销售扩张。

□ 动漫IP衍生产品业务：增长业务，多年市场培育，高速增长初步验证

公司动漫IP衍生产品业务是公司长期培育的新兴业务，我们认为公司未来业绩增长的第二曲线。市场空间来看，对标成熟日本市场，我国TCAG批发市场空间35-57亿元，且仍为一片蓝海。商业模式来看，该业务具备“卡牌盲盒+游艺玩乐+收藏社交”属性，客单价复购率双高。我们认为华立的核心优势在于独家IP+渠道积累+运营经验。我们认为，未来3大指标驱动该业务营收增长，即动漫IP设备铺设数量的高速增加、优质IP的持续拓展、各产品线精细化运营。

□ 游乐场运营业务：闭环业务，向下游延伸，实现营收、协同两大战略价值

公司通过收购拓展至产业链下游的游乐场运营业务。截至本报告发表日，公司拥有13家自营游乐场，以广州为主阵地，并向周边城市拓展。前疫情时代，公司游乐场门店爬坡趋于成熟，有望成为营收增长极。游乐场运营业务能够帮助公司深度触达C端消费者，使整体业务形成“研发-销售-运营”闭环，价值链各环节实现战略协同。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司2022-2024年营收分别为6.08/8.70/10.63亿元，同比增长-2.96%/42.94%/22.20%；归属于母公司股东净利润分别为-0.57/0.74/1.06亿元，同比增长-209.41%/—/43.92%；EPS分别为-0.51/0.66/0.94，以2023年3月17日收盘价，对应2023-2024年PE分别为44.69/31.05倍，对应2023年PEG指标为1.68倍，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济波动风险；汇率波动风险；应收帐款风险；疫情反复风险；市场竞争加剧风险；政策监管风险；境外采购风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	627	608	870	1,063
(+/-) (%)	47.55%	-2.96%	42.94%	22.20%
归母净利润	53	-57	74	106
(+/-) (%)	14.06%	-209.41%	—	43.92%
每股收益(元)	0.47	-0.51	0.66	0.94
P/E	61.67	—	44.69	31.05

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(首次)

分析师：姚天航

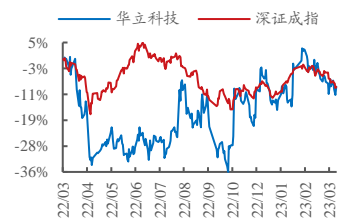
执业证书号：S1230522010001

yaotianhang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥29.28
总市值(百万元)	3,303.96
总股本(百万股)	112.84

股票走势图



相关报告

正文目录

1 公司概况：游艺设备龙头，业务布局全产业链	5
1.1 简介及沿革：国内游艺行业龙头，业务布局全产业链	5
1.2 主营业务：研发-生产-销售-运营，业务拓展全产业链	6
1.3 股权结构：家族持股，股权集中，管理层经验丰富	6
1.4 财务分析：财务状况良好，业务结构优化	7
2 游艺设备：行业竞争激烈，三大策略实现差异化路径	9
2.1 行业格局：行业快速成长期已过，竞争激烈且分散	9
2.2 华立策略 1：持续优化产品结构，带动产品价值提升	11
2.3 华立策略 2：设备合作运营，与下游客户实现双赢	12
2.4 华立策略 3：扬帆起航，重启广阔增量海外市场	13
3 IP 卡牌：高速增长第二曲线，市场已初步验证	15
3.1 市场空间：TCAG 批发市场预估 35-57 亿元，国内尚为蓝海	16
3.2 商业模式：卡牌盲盒+游艺玩乐+收藏社交，客单价复购率双高	17
3.3 核心优势：独家 IP+渠道积累+运营经验，深筑行业护城河	19
3.4 增长驱动：IP 拓展+设备铺设+精细运营，多指标齐驱并进	20
4 游乐场运营：向产业链下游延伸，实现营收+协同战略价值	21
4.1 收购向下游拓展业务边界，深耕广东省	21
4.2 前疫情时代，爬坡期门店趋于成熟，有望成为营收增长极	21
4.3 深处触达 C 端消费者，指导优化其他业务	22
5 盈利预测与估值	23
5.1 盈利预测	23
5.2 相对估值	25
6 风险提示	26

图表目录

图 1: 华立科技发展历程.....	5
图 2: 公司主营业务.....	6
图 3: 公司股权结构图(截至 2022 年 9 月 30 日).....	7
图 4: 公司总营收及增速(单位: 百万元, %).....	8
图 5: 公司营收结构(单位: %).....	8
图 6: 公司毛利率及净利率(单位: %).....	8
图 7: 公司期间费用率(单位: %).....	8
图 8: 全国游艺设备市场规模及同比(单位: 亿元, %).....	9
图 9: 2021 年全国游戏游艺设备营收分地区占比(单位: %).....	9
图 10: 中国购物中心数量及同比(单位: 家, %).....	10
图 11: 一二线城市购物中心占比(单位: %).....	10
图 12: 游艺设备行业代表性公司市占率(单位: %).....	11
图 13: 同质化竞争集中在儿童类、礼品类等中低端市场.....	12
图 14: 华立发力高端设备线.....	12
图 15: 设备平均销售单价(单位: 万元/台).....	12
图 16: 模拟体验类游戏游艺设备销售额占比(单位: %).....	12
图 17: 公司设备合作运营业务收入及设备数(单位: 百万元, 台).....	13
图 18: 2020 年 1-9 月设备合作运营收入(单位: 万元).....	13
图 19: 公司设备销售按区域划分占比(单位: %).....	13
图 20: 公司海外市场热销产品.....	13
图 21: 公司动漫 IP 衍生产品业务流程.....	15
图 22: 全国居民可支配收入及同比(单位: 元, %).....	15
图 23: 动漫 IP 衍生品收入及同比(单位: 百万元, %).....	15
图 24: 集换式街机卡牌与集换式卡牌、街机游戏的关系.....	16
图 25: 《宝可梦加傲乐》第 4 弹加傲盘图鉴.....	18
图 26: 《宝可梦加傲乐》游艺过程.....	18
图 27: 玩家在二手平台贩卖交换 IP 卡牌.....	18
图 28: 玩家收集收藏的宝可梦加傲盘.....	18
图 29: 公司代理的超人气稀缺卡牌 IP.....	19
图 30: 公司合作的终端品牌.....	19
图 31: 新卡牌 IP《我的世界》线上发布会.....	20
图 32: 《宝可梦加傲乐》线下对战积分杯赛事.....	20
图 33: 公司增长驱动分析图.....	20
图 34: 公司自营游乐场业务布局.....	21
图 35: 2019-2020 年各游乐场单设备收入(单位: 万元/台).....	22
图 36: 公司自营游乐场.....	22
图 37: 公司业务形成闭环.....	22
表 1: 公司管理层及核心高管履历.....	7
表 2: 游戏游艺设备行业相关政策.....	10
表 3: TCG、AG、TCAG 的异同比较.....	16
表 4: 日本游艺产业市场规模拆分分析(单位: 亿日元).....	17

表 5: 中国 TCAG 批发市场空间预测分析(单位: 亿元).....	17
表 6: 公司盈利预测(单位: 百万元).....	24
表 7: 相对估值(单位: 亿元, 元/股, 倍).....	25
表附录: 三大报表预测值.....	27

1 公司概况：游艺设备龙头，业务布局全产业链

1.1 简介及沿革：国内游艺行业龙头，业务布局全产业链

华立科技是国内商用游艺设备的发行与运营综合服务商龙头企业。公司集游艺设备的设计、研发、生产、销售和运营于一体，同时将业务范围拓展至终端游乐场运营及 IP 卡牌，行业地位突出，产业链完整，竞争优势明显。

公司的发展历程可以划分为三个阶段：

1) 起步探索阶段(2010-2012)：通过游艺设备切入市场，商业模式相对单一。 华立科技成立于 2010 年，成立初期公司的主营业务为游艺设备的研发、生产和销售。凭借创始人苏本立多年丰富的游艺设备行业从业经验和公司独特的 IP 套件资源，加上公司对设备精良的外观和内容设计的追求，成立初期公司销售额不断扩大，占领市场。这一阶段公司游艺设备主要采取买断式销售，商业模式相对单一。

2) 运营拓展阶段(2013-2017)：推出设备合作运营，拓展业务范围。 为减轻下游客户投资成本，扩张业务服务门店范围，公司在 2013 年推出设备合作运营业务，该业务指公司将游戏游艺设备寄放在客户运营的游乐场所，然后从该设备经营收入中收取分成。该业务丰富了公司的盈利渠道，为逐步深化公司多元业务布局打下基础。同时，基于对国内游艺行业发展的判断，并借鉴国际经验，公司于 2013 年推出了动漫 IP 衍生品业务，并长期进行市场培育。

3) 业务突破阶段(2018-至今)：业务布局全产业链，IP 卡牌有望成第二增长曲线。 为了进一步强化与消费者的联系，推动游艺设备的持续性创新迭代，同时分享下游的利润空间，公司于 2018 年 12 月收购广州科韵布局下游游乐场运营。此外，公司加大对动漫 IP 衍生品的投入力度，推出《奥特曼融合激战》《宝可梦加傲乐》《我的世界》等顶级 IP 卡牌业务，该业务推出后营收提升迅速，逐步成长为公司的第二增长曲线。2021 年 6 月，公司于 A 股上市，成为行业内第一家上市公司。

图1：华立科技发展历程



资料来源：公司公告、浙商证券研究所




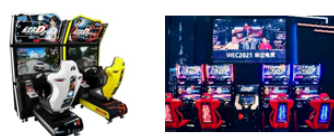
1.2 主营业务：研发-生产-销售-运营，业务拓展全产业链

公司的主营业务分为产品销售和运营服务两大板块。产品销售板块包括游戏游艺设备和动漫 IP 衍生产品，运营服务板块包括设备合作运营和游乐场运营。公司业务覆盖游戏游艺产业链的全流程，且各个业务环节之间相互联结，相互协同，构成公司业务的有机整体。

产品销售包括游戏游艺设备和动漫 IP 衍生产品。1)游戏游艺设备：游艺设备销售是公司业务的核心，也是公司的起家之始。公司通过外购或自研 IP 套件，对其进行外观和内容的设计、研发，生产出游艺设备成品后将其出售给风云再起、大玩家等下游游乐场获利。2)动漫 IP 衍生品销售：公司销售的动漫 IP 衍生产品以 IP 卡牌为主。通过向合作游乐场免费投放相关游艺设备，并向游乐场销售配套耗材卡牌。用户在游乐场付费使用设备后可随机获取相应卡牌，公司不直接向 C 端客户收取费用。

运营服务包括设备合作运营和游乐场运营。1)设备合作运营：该种运营模式指公司将游艺设备免费投放至合作的游乐场，每月与游乐场按比例分享游艺设备的经营收入。2)游乐场运营：指公司自建游乐场并对外运营。2018 年 12 月公司通过收购广州科韵布局自营游乐场业务，截至本报告发表日公司在广州、东莞、佛山等核心商圈开设了 13 家游乐场门店。

图2：公司主营业务

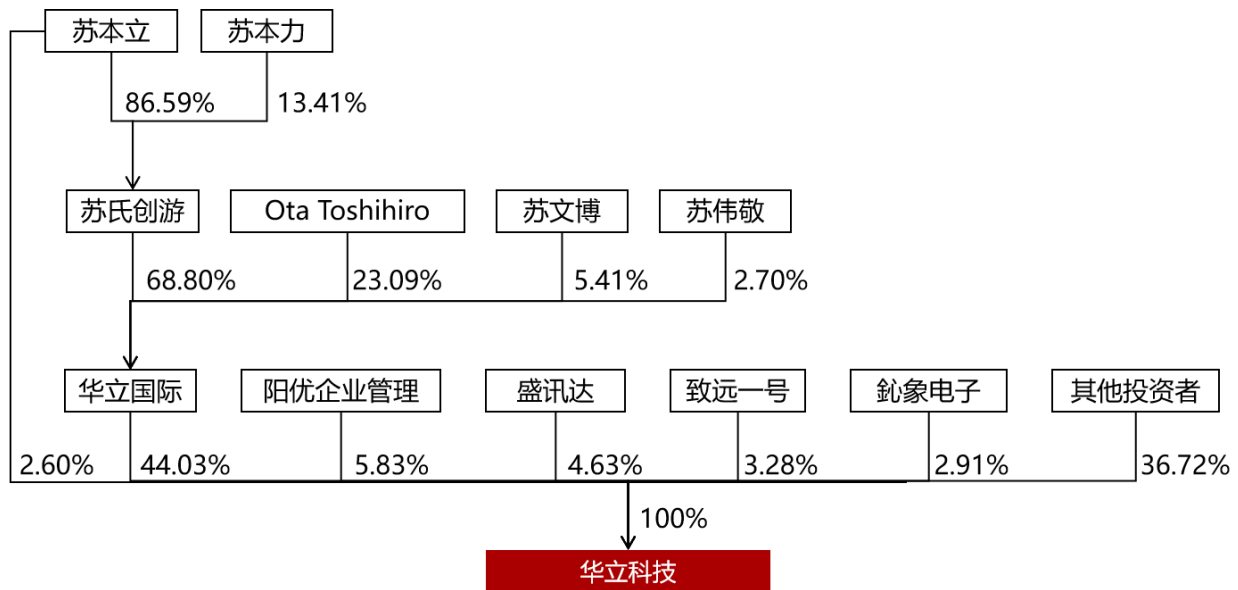
主营业务		布局时间	2021年营收及占比	业务介绍	产品/服务示例
产品销售	游戏游艺设备	2010年	3.03亿元 (48.28%)	通过外购或自研IP套件，进行游艺设备设计、研发、生产，并向下游游艺场所销售	
	动漫IP衍生产品	2013年	1.75亿元 (27.91%)	获得上游IP方授权并采购IP卡牌；向游艺场所免费投放IP游艺设备，并销售配套IP卡牌	
运营服务	游乐场运营	2018年	1.00亿元 (15.92%)	在商业综合体经营游乐场所，提供游乐场所运营服务	
	设备合作运营	2013年	0.31亿元 (4.94%)	向合作门店免费投放游艺设备，获得游艺设备运营分成，一般分成比例为50%	

资料来源：公司公告、华立科技官网、浙商证券研究所

1.3 股权结构：家族持股，股权集中，管理层经验丰富

公司股权集中，创始人家族持股比例超过 40%。创始人苏本立直接持有公司股份 2.60%，通过华立国际间接持股 26.23%，总计持股比例为 28.83%。苏本立其他家族成员亦有持股，家族成员持股比例总计超过 40%，对公司经营具有重要影响。此外，日本籍董事 Ota Toshihiro 通过华立国际间接持股 10.17%；与公司具有重要合作关系的供应商鈦象电子（IGS）持有华立科技股份 2.91%。

图3: 公司股权结构图(截至 2022 年 9 月 30 日)



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

公司管理层及核心高管从业经验丰富。公司创始人兼董事长和总经理苏本立先生至今已有 30 余年的行业从业经验，担任中国文化艺术行业协会理事和广东省游戏产业协会 (GEGIA) 理事会副会长，参与制定多项行业标准，在业内积累了丰富的资源，对公司业务的发展起到了重要的推动作用。公司日本籍董事 Ota Toshihiro 在日本具有丰富的资源，对公司获取众多日本知名 IP 授权的方面具有关键作用。此外，公司还在 2017 年引入在世嘉 (SEGA)、永旺幻想担任过要职的 Aoshima Mitsuo 担任公司的董事兼副总经理，极大地提高了公司的业务拓展能力、产品研发能力和 IP 引进能力。

表1: 公司管理层及核心高管履历

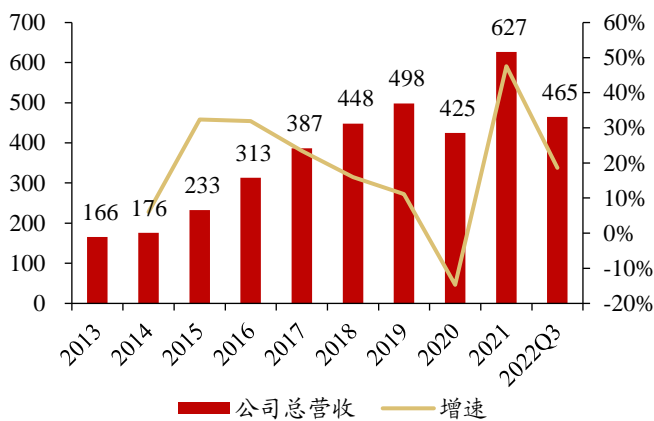
姓名	职务	履历
苏本立	董事长兼总经理	拥有约 30 年游戏游艺行业经验，积累了丰富的行业资源；担任中国文化艺术行业协会理事、广东省游戏产业协会理事会副会长、广州市番禺动漫游艺行业协会名誉会长，参与制定多项行业标准。
Ota Toshihiro	董事	日本国籍；拥有约 30 年游戏游艺设备行业经验，曾任祥丰电子有限公司董事长、华立娱乐机械有限公司总经理等。
苏永益	董事兼副总经理	拥有约 30 年游戏游艺设备行业经验。
Aoshima Mitsuo	董事兼副总经理	日本国籍；拥有约 30 年游戏游艺行业经验；曾任世嘉公司 AM 海外销售部东亚销售部课长、精文世嘉(上海)有限公司副总经理兼营业部长、永旺幻想儿童娱乐商品开发本部国际产品开发负责人等职务。

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

1.4 财务分析: 财务状况良好, 业务结构优化

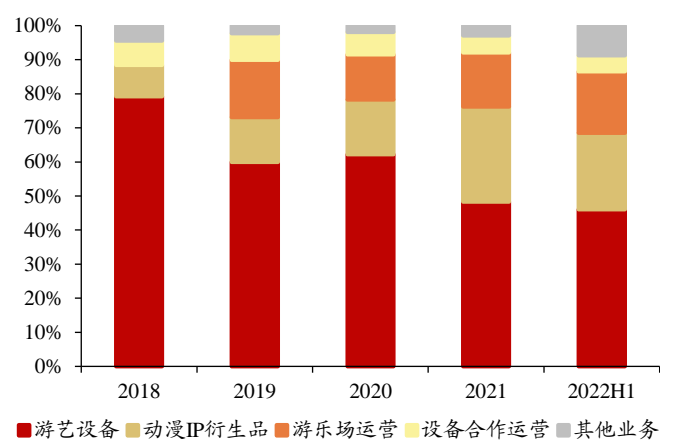
公司业绩整体保持稳健增长，疫情扰动使业绩短期承压。2017-2019 年公司的营收由 3.87 亿元增长至 4.98 亿元，期间 CAGR 达 13.44%。2020 年受疫情影响，公司营收同比下滑 14.70% 至 4.25 亿元；2021 年伴随疫情缓和及公司动漫 IP 衍生品业务的发展，公司业绩快速回弹，实现营收 6.27 亿元，同比增长 47.55%；2022 年 Q3 公司营收实现 4.65 亿元，同比增长 18.65%，主要受游艺设备销售业务海外订单强劲驱动。

图4: 公司总营收及增速(单位: 百万元, %)



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

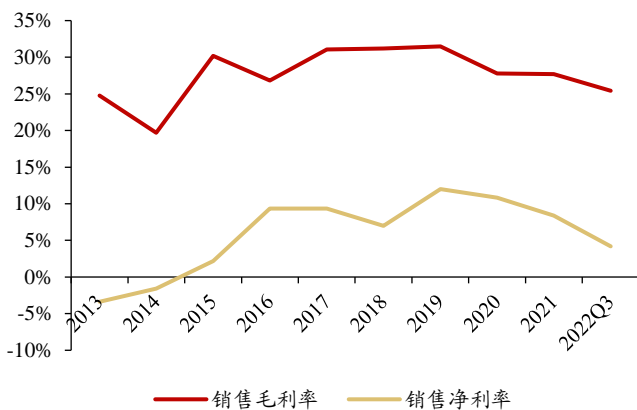
图5: 公司营收结构(单位: %)



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

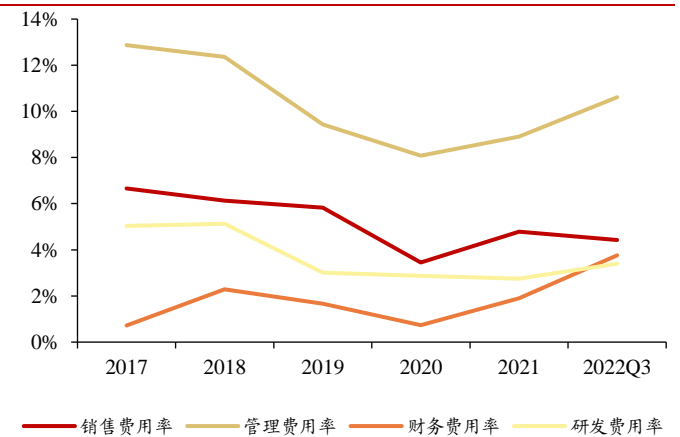
业务结构稳健优化，动漫 IP 衍生品销售收入占比逐步提升。游艺设备销售作为公司营业收入的主要来源，2018 年贡献了 79.19% 的业绩，截至 2022 年 H1，该部分业务占比下降至 46.10%。2019 以来，公司业务结构不断优化调整，一方面调整游艺设备结构，淘汰部分技术含量低、同质化严重、行业内竞争激烈、毛利率偏低的产品生产和销售；另一方面着重发力动漫 IP 衍生品业务，推出《奥特曼融合激战》《宝可梦加傲乐》《我的世界地下城 ARCADE》等 IP 卡牌，动漫 IP 衍生品迅速放量。截至 2022 年 H1，公司动漫 IP 衍生品收入占营收比为 22.40%。2020 至 2022 年受疫情影响，公司多项业务承压，减缓了业务增速。我们认为，公司业务结构稳健多元优化，伴随疫情防控优化，动漫 IP 衍生品有望成新增长极。

图6: 公司毛利率及净利率(单位: %)



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

图7: 公司期间费用率(单位: %)



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

毛利、净利受疫情影响短期承压，期间费用下降后略有上升。2013-2019 年，公司毛利率及净利率稳中有升，主要系公司积极调整游艺设备结构，淘汰低毛利产品，提升高毛利设备占比，以及公司高毛利业务动漫 IP 衍生品收入占比提升。2019-2021 年公司毛利率分别为 31.48%、27.79% 和 27.69%，2022 年 Q3 为 25.43%；2019-2021 年公司净利率分别为 12.00%、10.84%、8.38%，2022 年 Q3 为 4.18%，主要系疫情影响游艺场所经营，进而影响公司多项业务。公司期间费用下降后略有上升，主要系公司举办电竞赛事、卡片嘉年华等活动提升产品形象及公司知名度，以及公司加大产品研发投入。

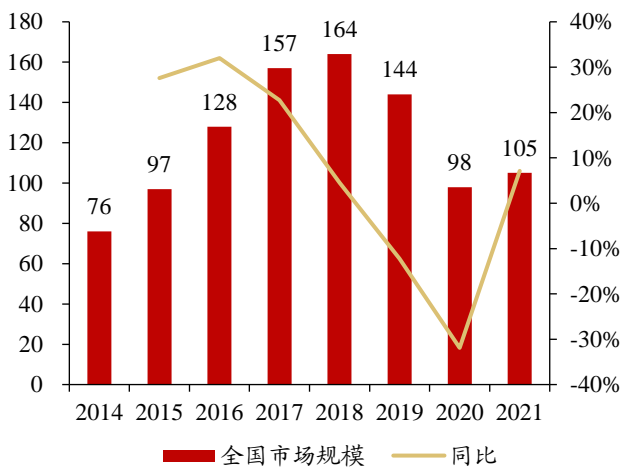
2 游艺设备：行业竞争激烈，三大策略实现差异化路径

我国游戏游艺设备行业参与者众多，产品同质化较为普遍。随着行业红利期已过，行业竞争激烈且分散，市场集中度偏低，行业中的龙头企业如华立科技、世宇科技等市场占有率偏低。基于对行业的判断，公司采取“优化产品结构+设备合作运营+拓展海外市场”三大策略，走出差异化发展路径。

2.1 行业格局：行业快速成长期已过，竞争激烈且分散

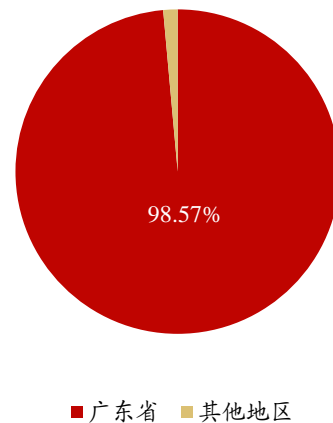
我国游戏游艺设备市场规模达百亿，产业基本集群于广东省。根据广东省游戏产业协会，我国2021年游戏游艺设备营收总规模达105.20亿元，同比增长8.02%。行业规模于2013年至2017年间迎来长足发展，于2019年至2021年间存在一定幅度下降。根据《2021年广东游戏产业年度发展报告》，2021年广东省游戏游艺设备营收规模达103.70亿元，占全国总规模的98.57%。

图8：全国游艺设备市场规模及同比(单位：亿元，%)



资料来源：广东省游戏产业协会、浙商证券研究所

图9：2021年全国游戏游艺设备营收分地区占比(单位：%)



资料来源：广东省游戏产业协会、浙商证券研究所

我们认为，游戏游艺设备行业快速成长期基本结束，未来向着更高质量发展阶段迈进。游戏游艺设备市场规模于2015年至2017年间迎来长足发展，主要受益于政策端游戏游艺经营牌照的放开与商业地产的崛起；2019年受宏观经济及移动游戏快速增长的冲击，市场规模有所下滑；2020至2021年间，受疫情影响，下游游艺场所作为人流密集场所面临临时性停业、限流限量等状况，进而影响对游戏游艺设备的采购需求；伴随我国防疫政策的优化，我们认为未来游戏游艺设备行业将迈向高质量发展阶段，一方面下游游艺场所将逐步常态化运营，对游艺设备的更新换代需求有望增长，另一方面考虑到行业竞争激烈且分散，未来更高品质的产品以及更差异化的路径将成为企业发展的关键。

(1)2015年前，行业相对缓慢发展，受制于严格牌照政策与布局规划。2015年前，我国对游艺娱乐场所存在较为严格的总量和布局规划的行政性规定，相应地，游戏游艺设备的需求亦受一定的限制；2015年9月，文化部、公安部联合印发《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（文市发〔2015〕16号）》，取消了对相应的行政性规定，切实保障游戏游艺场所合法正常经营，杜绝“一刀切”式整治，不开展运动式、无针对性的全行业停业整顿的整治行动，这使得游戏游艺行业具备快速发展的政策基础。

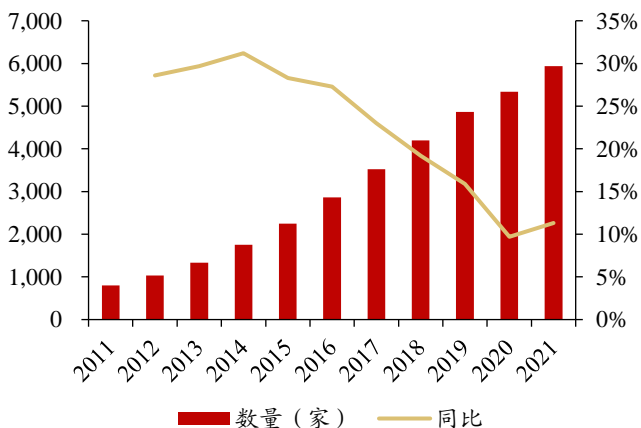
表2: 游戏游艺设备行业相关政策

颁布时间	政策名称	主要规定
2022年1月	《“十四五”数字经济发展规划》	加强超高清电视普及应用,发展互动视频、沉浸式视频、云游戏等新业态。创新发展“云生活”服务,深化人工智能、虚拟现实、8K 高清视频等技术的融合,拓展社交、购物、娱乐、展览等领域的应用,促进生活消费品质升级。
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	积极发展对外文化贸易,开拓海外文化市场,鼓励优秀传统文化产品和影视剧、游戏等数字文化产品“走出去”,加强国家文化出口基地建设。
2018年11月	《战略性新兴产业分类》	战略性新兴产业2018年分类对“数字创意产业”的范围和适用领域做了进一步外延,具体新增数字创意技术设备制造、数字文化创意软件开发、数字文化创意内容制作服务、新兴媒体服务、数字文化创意广播电视服务、其他数字文化创意活动、数字设计服务及数字意与融合服务。
2017年5月	《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》	加快发展网络视听、移动多媒体、数字出版、动漫游戏、创意设计、3D和巨幕电影等新兴产业,推动出版发行、影视制作、工艺美术、印刷复制、广告服务、文化娱乐等传统产业升级,鼓励演出、娱乐、艺术品展览等传统业态实现线上线下融合。 鼓励游戏游艺设备生产企业积极引入体感、多维特效、虚拟现实、增强现实等先进技术,加快研发适应不同年龄层,益智化、健身化、技能化和具有联网竞技功能的游戏游艺设备;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;支持中国文化产业行业协会和地方各级行业协会、生产企业、娱乐场所等合力打造区域性、全国性乃至国际性游戏游艺竞技赛事,并依托赛事平台开展其他衍生业务,以竞技比赛带动游戏游艺产品的研发推广、经营业态的转变和行业形象的提升。
2016年9月	《文化部关于推动文化娱乐行业转型升级的意见(文市发〔2016〕26号)》	加快发展网络视听、移动多媒体、数字出版、动漫游戏等新兴产业,推动出版发行、影视制作、工艺美术等传统产业升级。推动文化业态创新,大力发展创意文化产业,促进文化与科技、信息、旅游、体育、金融等产业融合发展。
2016年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	取消对游戏游艺场所总量和布局规划的行政性规定;要切实保障游戏游艺场所合法正常经营,杜绝“一刀切”式整治,不开展运动式、无针对性全行业停业整顿整治行动。
2015年9月	《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(文市发〔2015〕16号)》	完善产业政策体系,要求游艺娱乐场所使用的游戏设施设备必须是依法生产、进口,并经文化部审查通过的产品。
2009年2月	《关于进一步加强游艺娱乐场所管理的通知(文市发〔2009〕4号)》	禁止面向国内的游戏游艺设备的生产与销售。
2000年6月	七部委《关于开展电子游戏经营场所专项治理意见的通知》	

资料来源: 国务院办公厅、中华人民共和国文化部、中华人民共和国公安部、国家工商行政管理总局、中华人民共和国工业和信息化部、中共中央办公厅、第十三届全国人民代表大会第四次会议、浙商证券研究所

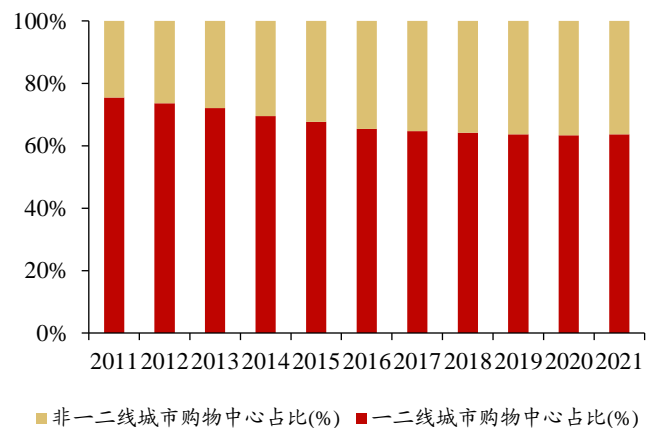
(2)2015年-2018年,行业快速发展,受益于牌照放开与商业地产的崛起。2011年至2018年我国商业地产发展迅速,购物中心数量同比增速基本维持在20%以上,期间年复合增长率达26.72%。同时,游艺娱乐场所作为购物中心配套项目,在商场业态中具备较好引流效果,伴随购物中心数量的增加,游艺娱乐场所门店数量也相应提升;进而传导至上游的游戏游艺设备行业,设备需求的旺盛增长推动行业快速发展。

图10: 中国购物中心数量及同比(单位: 家, %)



资料来源: 赢商大数据、浙商证券研究所

图11: 一二线城市购物中心占比(单位: %)

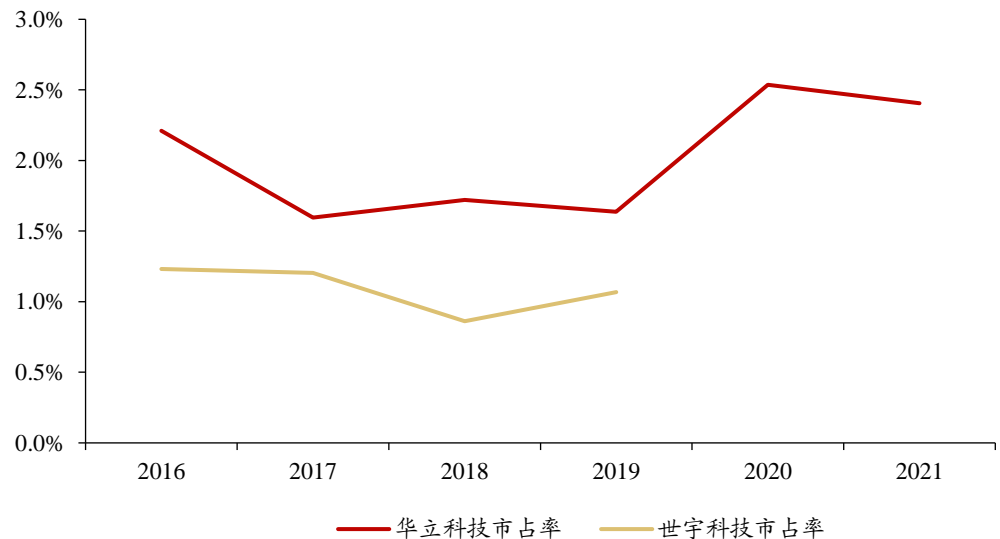


资料来源: 赢商大数据、浙商证券研究所

(3)2019年-2022年，行业增速下滑，商业地产红利期基本结束，疫情影响游艺场所经营。2019年起，我国购物中心数量同比增速有所下滑，至2020年已下降至个位数水平；同时，从结构上看，一二线城市购物中心占比下滑，由2011年的75.5%下滑至2021年的63.6%，而游艺娱乐场所主要集中经济较发达地区，亦表明商业地产崛起带来的时代红利期基本结束。

(4)2023年-未来，行业竞争仍然激烈且分散，未来向着更高质量发展阶段迈进。我国游戏游艺设备行业参与企业众多，竞争激烈且分散。根据GTI广州游乐设备产业展主办方GTI神州游乐的相关数据，全广东省有两千余家企业参与游戏游艺相关设备生产，区域集中度较高，而同时行业集中度较低。根据我们测算，行业中具有代表性的龙头企业华立科技与世宇科技，市占率基本维持在1%-3%区间。伴随我国防疫政策的优化，我们认为未来游戏游艺设备行业将迈向高质量发展阶段，一方面下游游艺场所将逐步常态化运营，对游艺设备的更新换代需求有望增长，另一方面考虑到行业竞争激烈且分散，未来更高品质的产品以及更差异化的路径将成为企业发展的关键。

图12：游艺设备行业代表性公司市占率(单位：%)



资料来源：Wind、公司公告、广东省游戏产业协会、浙商证券研究所

2.2 华立策略 1：持续优化产品结构，带动产品价值提升

我国游戏游艺设备行业产品同质化竞争较为严重，主要集中在如儿童类、礼品类的中低端产品市场，华立科技布局高端产品线。基于对市场竞争的洞察，公司采取持续优化游戏游艺设备产品结构，提高产品技术含量的战略路线。近些年公司产品逐渐与VR、AR、MR、5G等技术融合，形成了可视化、交互性、沉浸式等特性的数字创意游戏游艺设备，比如《狂野飙车》《火线狂飙》《巨兽浩劫》《舞力特区》《极速5》《头文字 D-Zero》《舞萌 DX》等人气产品。

图13: 同质化竞争集中在儿童类、礼品类等中低端市场



资料来源: 公司公告、华立科技官网、浙商证券研究所

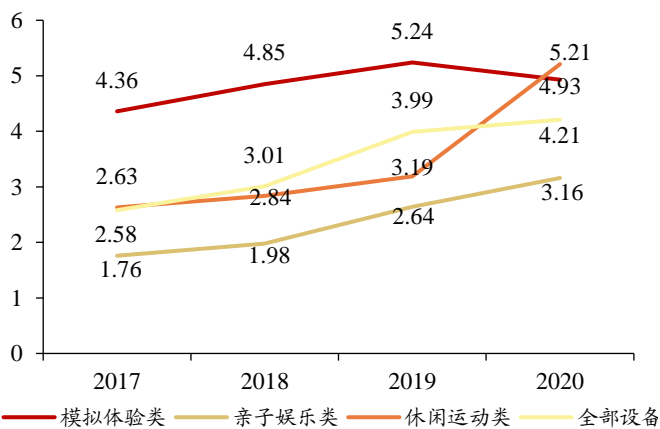
图14: 华立发力高端设备线



资料来源: 公司公告、华立科技官网、浙商证券研究所

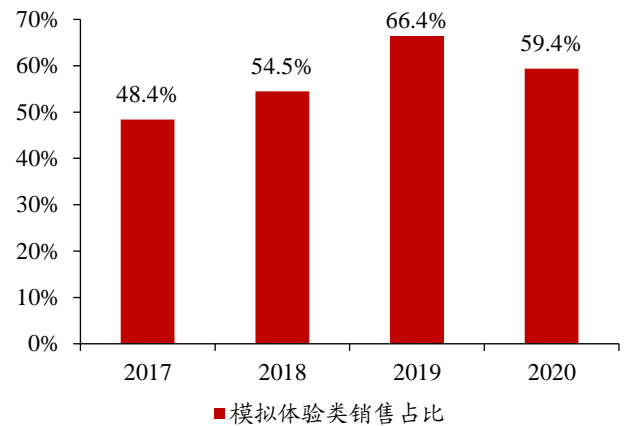
受益于产品结构持续优化, 公司单位产品价值量提升明显。2017年至2020年, 公司全部设备平均销售单价从2.58万元提升至4.21万元。全部设备平均销售单价的提升主要受益于高单价的模拟体验类游戏占比提升, 2017年至2020年模拟体验类游戏游艺设备销售占比分别为48.4%、54.5%、66.4%、59.4%。

图15: 设备平均销售单价(单位: 万元/台)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图16: 模拟体验类游戏游艺设备销售占比(单位: %)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

2.3 华立策略 2: 设备合作运营, 与下游客户实现双赢

公司于2013年推出设备合作运营业务, 与下游客户实现双赢, 这一业务模式既可减轻下游客户投资成本, 又可为公司带来持续稳定收益并把握终端消费者的需求。该业务具体指公司将游戏游艺设备寄放在客户运营的游乐场所, 然后从该设备经营收入中收取分成, 该模式使得公司与下游设备运营商业务互补, 一方面公司能够快速掌握消费者需求变化倒逼创新, 另一方面运营商也可以减轻资金压力, 实现双赢。

公司每月设备合作运营收入模式化, 存在保底收入。每月合作运营收入=Max【保底收入, \sum (每台设备本自然月月末的码表数值—每台设备上个自然月月末的码表数值)*币值*分成比例】。其中, 1)保底收入指的是合作方承诺每月每台设备应分成收入的最小值, 大玩家等知名体系基本不存在保底收入。2)设备合作运营收入的合作期限一般为4年, 若无解

约函文，合同自动延续一年。3)分成比例一般按照合作设备每月总营收 50%的比例进行分成，部分合作设备考虑到设备价值以及合作方体系运营能力等原因，协商其他分成比例。

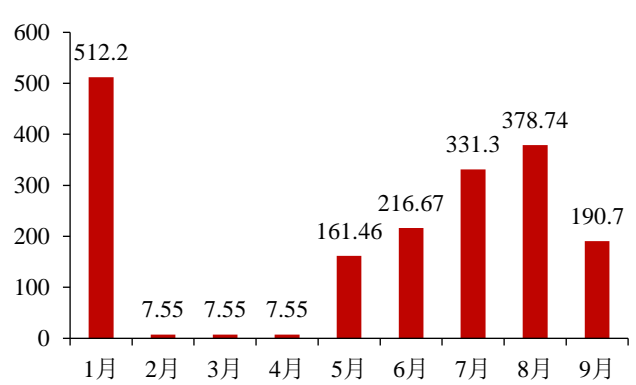
2013 年-2019 年公司设备合作运营收入持续增长，2020 年后受疫情影响而下降。2013 年公司设备合作运营收入为 2.05 百万元，2019 年增长至 38.73 百万元，期间年复合增长率为 63.20%，增长强劲，公司合作运营设备业务迎来了量价齐升；2020 年受疫情影响，该业务营收大幅下降，尤其是在 2 月-4 月游乐场所停业，每个月仅有 7.55 万元的保底收入；2021 年稍有回升，截至 2022 年上半年，依旧受国内疫情封控影响，公司设备合作运营收入为 12.14 百万元，同比下降 28.98%。

图17：公司设备合作运营业务收入及设备数(单位：百万元，台)



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

图18：2020年1-9月设备合作运营收入(单位：万元)



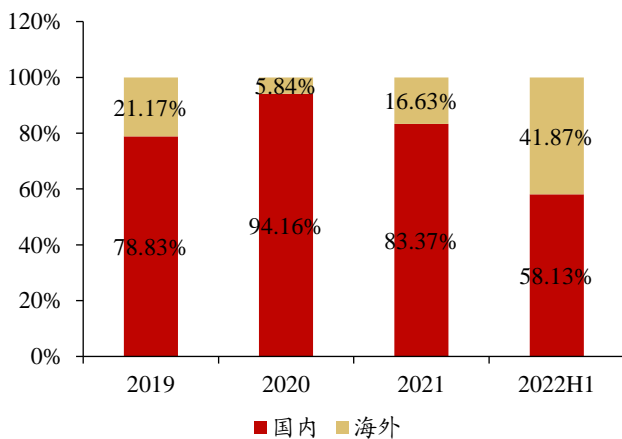
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2.4 华立策略3：扬帆起航，重启广阔增量海外市场

公司积极布局海外市场，把握市场趋势。公司扬帆起航，重新打开增长的国外市场。由于 1)国外防疫更早放开，游艺设备需求增长迅猛；2)中美日为设备全球主要供给国，美日前几年受疫情影响，产能停滞且恢复缓慢，中国成主要供给国；3)华立产品融合更多科技属性和 IP，匹配海外市场需求，华立实现海外销售的快速增长。

随着国外疫情管控放开，公司海外市场设备销售占比迅速增长。欧美市场对游戏游艺设备需求强劲，为公司游戏游艺设备销售业务带来积极贡献，2020 年公司设备销售中海外占比仅为 5.84%，而截至 2022H1 海外设备销售占比已增长至 41.87%，增长迅猛。

图19：公司设备销售按区域划分占比(单位：%)



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图20：公司海外市场热销产品



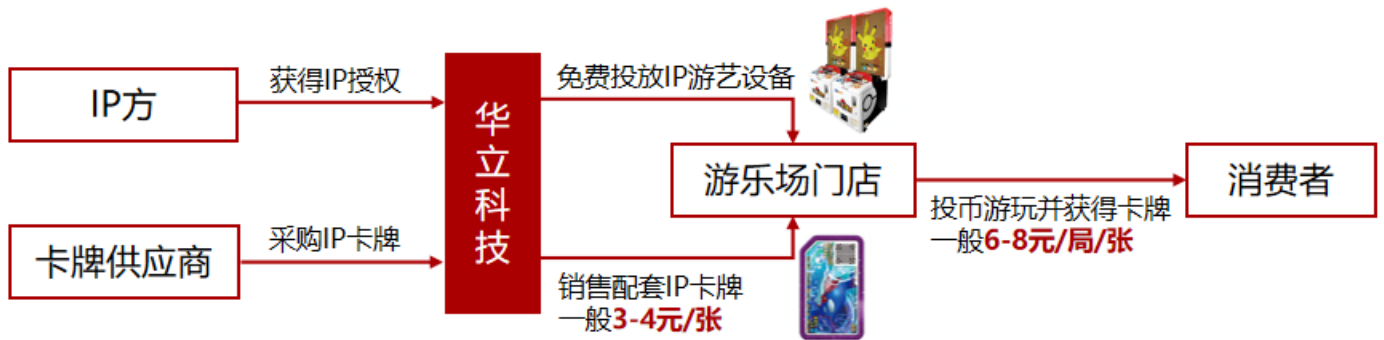
资料来源：华立科技官网、浙商证券研究所

公司借助龙头产品，加快海外销售渠道拓展。公司加快对新产品的研发，公司的《狂野飙车 9 竞速传奇》《雷动赛车》《雷动赛艇》《光环：涂鸦小队》《火线狂飙 VR》等系列产品深受海外消费者喜爱，产品销售有望持续放量。公司将借助龙头产品，提高产品及公司品牌国际知名度，并与 Time Zone、Tom's World 等海外知名连锁品牌保持合作。

3 IP 卡牌：高速增长第二曲线，市场已初步验证

公司于 2013 年开启 IP 卡牌销售业务，形成新的业务模式。IP 卡牌销售业务属于动漫 IP 衍生产品业务，借鉴了日本 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，动漫 IP 衍生产品融合了动漫形象，用户使用动漫卡通设备时可获取相关产品，产品具有收藏、社交等属性。其业务模式为公司免费向下游合作门店提供 IP 游艺设备的同时，向其持续销售配套使用的 IP 卡牌。

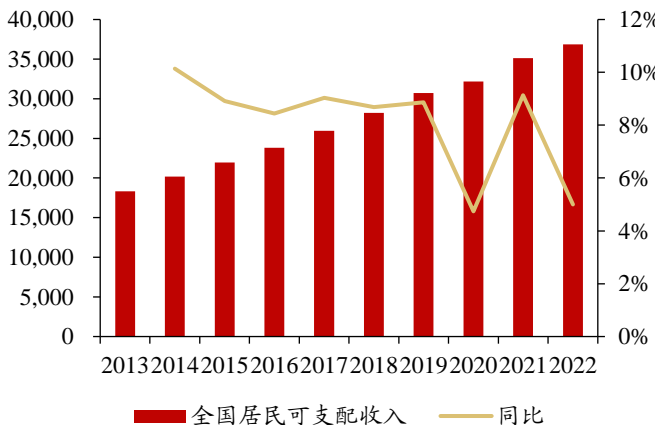
图21：公司动漫 IP 衍生产品业务流程



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

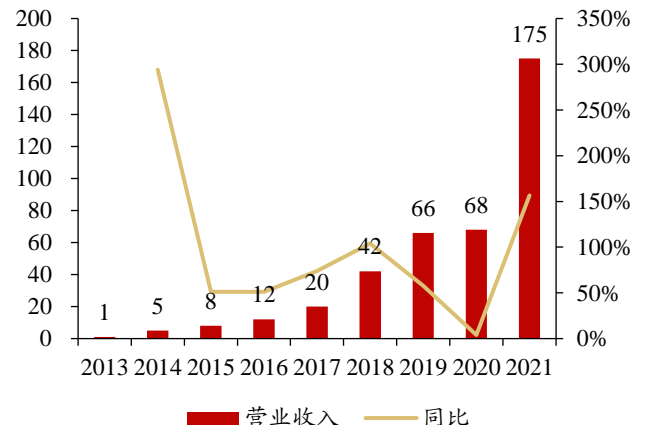
公司动漫 IP 衍生品业务已初步被市场验证，有望成为公司未来营收高速增长的第二曲线。公司自 2013 年推出该项业务以来，通过积极引入优质 IP、精细化运营卡牌活动等方式，循序渐进培育国内游艺卡牌市场；我国居民人均可支配收入的不断提高，增强了人们在文化娱乐消费方面的支付能力；上述多种因素的叠加促使公司动漫 IP 衍生品业务市场表现优异。公司推出的《奥特曼融合激战》《宝可梦加傲乐》《我的世界地下城 ARCADE》等 IP 卡牌受到市场充分认可，IP 卡牌销售收入实现快速增长，2013 年-2021 年复合增长率为 90.71%，2020 年受疫情影响增长并不明显，2021 年的营收贡献超 27.91%，同比增长 157%。

图22：全国居民可支配收入及同比(单位：元，%)



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图23：动漫 IP 衍生品收入及同比(单位：百万元，%)



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

3.1 市场空间：TCAG 批发市场预估 35-57 亿元，国内尚为蓝海

公司的动漫 IP 卡牌业务属于集换式卡牌街机游戏(Trading Card Arcade Game, TCAG)行业，该行业是集换式卡牌游戏(Trading Card Game, TCG)与街机游戏(Arcade Game, AG)相结合的衍生行业。TCG 是一种起源于美国的卡牌游戏，该游戏以收集卡牌为基础，以线下好友对战为形式，以卡牌策略组合为玩法。具有代表性 TCG 有《万智牌》《精灵宝可梦》《游戏王》等。TCG 风靡全球，据华经产业研究院数据，2020 年全球 TCG 市场规模达 111.3 亿美元，预计 2027 年市场规模将扩大至 312.6 亿美元，2021 年-2027 年年复合增长率达 15.9%。TCAG 则是 TCG 在日本发展衍生的产物，最早由日本世嘉公司于 2002 年在《世界俱乐部冠军足球》中首创。自 2002 年 TCAG 在日本市场发端以来，受到诸多玩家的喜爱与追捧，历经 20 余年发展，已成为游艺行业主流形式之一。

图24：集换式街机卡牌与集换式卡牌、街机游戏的关系



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

注：TCAG: Trading Card Arcade Game, 集换式卡牌街机游戏；TCG: Trading Card Game, 集换式卡牌游戏；AG: Arcade Game, 街机游戏。

表3：TCG、AG、TCAG 的异同比较

游戏类别	集换式卡牌游戏(TCG)	街机游戏(AG)	集换式卡牌街机游戏(TCAG)
游戏场景	线下对战	游艺设备	游艺设备
实体卡牌	有	无	有
卡牌策略	有	无	有
盲盒抽取	是	否	是
街机游玩	无	有	有
销售单价	0.5~3元/张	2~5元/局	6~10元/张/局

资料来源：淘宝、亚马逊、浙商证券研究所

对标成熟日本市场，预估我国 TCAG 批发市场空间 35-57 亿元，且仍为一片蓝海。根据日本游艺产业协会(Japan Amusement Industry Association, JAIA)，2020 年日本国内游艺设施(TO B)销售额达 1,031 亿日元，其中卡牌类(即 TCAG 批发)销售额达 55 亿日元，约占日本国内游艺设施(TO B)市场的 5.33%。我们认为，对中国游艺产业 TCAG 批发市场的测算，可对标成熟日本市场。考虑到数据的可得性与可比性，我们以卡牌类规模:设备类规模比例作为核心指标测算中国市场空间。另外，日本游艺行业卡牌类市场规模从 2014 年开始下降，是由日本卡牌类游艺设备技术更迭，在设备内部引入印刷系统，导致销售口径由卡片销售变化至纸片耗材销售。根据我们的研究，短期来看中国的 IP 卡牌市场的产品暂时没有引入内部印刷系统的趋势，我们认为后续比例不适用于中国市场，因此我们以日本游艺行业卡牌类市场在进行设备更新前的 2014 年卡牌类:设备类比例 35%测算，即中国 TCAG 批发市场空间=设备类市场规模*(卡牌类规模:设备类规模)。测算得 2017-2019 年间中国 TCAG 批发市场空间约达 50-57 亿元，受疫情下低基数影响，2020-2021 年中国 TCAG 批发市场空间约 35-40 亿元。长期来看，我们保守估计中国 TCAG 批发市场空间体量约 35-57 亿元，随着疫情影响逐步消除，未来中国 TCAG 批发市场空间或将逐步释放。

表4: 日本游艺产业市场规模拆分分析(单位: 亿日元)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
日本游艺行业	6,689	6,723	6,491	6,314	5,833	5,908	6,194	6,388	6,817	7,055	5,260
游艺消费(TO C)	4,958	4,875	4,700	4,564	4,222	4,338	4,620	4,859	5,201	5,408	4,187
游艺设施(TO B)	1,732	1,848	1,791	1,750	1,611	1,569	1,574	1,529	1,617	1,647	1,073
国内	1,616	1,738	1,675	1,635	1,511	1,461	1,491	1,437	1,523	1,562	1,031
设备类	1,002	1,143	905	846	663	637	621	543	637	603	277
卡牌类	170	172	212	214	237	215	184	145	77	104	55
内容类	197	183	239	205	192	188	217	179	184	215	372
礼品类	247	240	319	370	419	421	469	570	625	640	327
国外	116	110	116	115	100	108	83	92	94	85	42
卡牌类:设备类	17.0%	15.0%	23.4%	25.3%	35.7%	33.8%	29.6%	26.7%	12.1%	17.2%	19.9%

资料来源: 日本游艺产业协会、浙商证券研究所

注: 日本游艺行业卡牌类市场规模从 2014 年开始下降，是由日本卡牌类游艺设备技术更迭，在设备内部引入印刷系统，导致销售口径由卡片销售变化至纸片耗材销售。根据我们的研究，短期来看中国的 IP 卡牌市场的产品暂时没有引入内部印刷系统的趋势，我们认为后续比例不适用于中国市场，因此我们以日本游艺行业卡牌类市场在进行设备更新前的 2014 年卡牌类:设备类比例 35%测算。

表5: 中国 TCAG 批发市场空间预测分析(单位: 亿元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国游艺行业								
游艺设备(TOB)	76	97	128	157	164	144	98	105
卡牌类 E(35%测算)	26.6	34.0	44.8	55.0	57.4	50.4	34.3	36.8

资料来源: 中国游艺产业协会、浙商证券研究所

3.2 商业模式: 卡牌盲盒+游艺玩乐+收藏社交，客单价复购率双高

公司动漫 IP 衍生产品业务的商业模式兼具盲盒抽取机制、游艺玩乐属性、社交收藏价值三大特点。1)盲盒抽取机制: 类似泡泡玛特盲盒，不同卡牌设定不同稀有度和不同系列，因其稀缺性和系列性，玩家更有倾向复购; 2)游艺玩乐属性: 公司 IP 游艺内容均由 IP 方参与设计，具备 IP 联动性和游戏性，玩家在游玩时既能获得卡牌，还能收获游戏趣味体

验；3)社交收藏价值：公司 IP 卡牌为实体正版，作为 IP 衍生品之一，对于玩家及 IP 粉丝来说具备收藏价值，卡牌互通有无的机制也赋予了 IP 卡牌的社交价值。三大特点的结合，有利于大大提高该业务的客单价与复购率。复购率方面，三大特点使得单玩家多次游戏体验并购买卡牌的概率大大提高；客单价方面，随着单用户多次游玩多次付费，客单价提升。

盲盒机制获取 IP 卡牌，带动玩家复购提升。玩家在游乐时需向 IP 游艺设备投币购买，投币后设备将随机掉落 IP 卡牌，且不同卡牌设置的稀有度不同，即盲盒抽取机制。盲盒的抽取方式使得希望集齐完整全套卡牌或获得心仪卡牌的玩家，重复投币购买概率大幅提高。

图25: 《宝可梦加傲乐》第4弹加傲盘图鉴



资料来源：卡片嘉年华、浙商证券研究所

图26: 《宝可梦加傲乐》游艺过程



资料来源：卡片嘉年华、浙商证券研究所

兼具游艺玩乐属性，IP 世界情景再现，游戏机制趣味无限。公司 IP 游艺设备的设计、制造与发行均获得正版 IP 授权，其游戏内容由 IP 方根据 IP 的世界观等设计而成，具备 IP 联动性与游戏性。玩家在游玩时，除了能获得正版 IP 卡牌外，还能在游艺设备上感受 IP 世界情景再现，获得游戏的趣味体验。

图27: 玩家在二手平台贩卖交换 IP 卡牌



资料来源：日本乐天市场、闲鱼平台、浙商证券研究所

图28: 玩家收集收藏的宝可梦加傲盘



资料来源：闲鱼平台、浙商证券研究所

广活动等；产品上升发展期间，定期更新发行新卡牌、举办线下活动及赛事等；产品表现下滑期间，调研市场需求变化，迭代低坪效产品等。公司已经历多个 IP 产品全生命周期，具备丰富的运营经验，已沉淀高效运营 TCAG 产品的方法论，可复用至目前以及未来的产品线，以增加爆款概率和提升产品收入。

图31：新卡牌 IP《我的世界》线上发布会



资料来源：卡片嘉年华、浙商证券研究所

图32：《宝可梦加傲乐》线下对战积分杯赛事



资料来源：卡片嘉年华、浙商证券研究所

3.4 增长驱动：IP 拓展+设备铺设+精细运营，多指标齐驱并进

我们认为，公司动漫 IP 衍生产品业务存在三大驱动力，多个指标带动收入增长。三大驱动力分别为 1) 优质 IP 的持续拓展；2) 单动漫 IP 设备铺设数量的增加；3) 各产品线的精细化运营。公司 IP 卡牌业务收入可拆分为：IP 卡牌业务年收入=IP 数量*单 IP 设备铺设数*单 IP 单设备日均销售卡牌量*卡牌单价*365 天。三大驱动力将对应推动 IP 数量、单 IP 设备铺设数、单 IP 单设备日均销售卡牌量三大指标增长，进而实现 IP 卡牌业务收入的跃进式增长。

图33：公司增长驱动分析图



资料来源：浙商证券研究所

4 游乐场运营：向产业链下游延伸，实现营收+协同战略价值

公司业务向下游产业链延伸，推出游乐场运营业务。游乐场运营服务是指公司在商业综合体等区域自主运营游乐场。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、绿地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。我们认为公司布局该项业务有两大战略价值：1)游乐场门店爬坡趋于成熟，有望成为营收增长极；2)深度触达C端消费者，指导优化其他业务协同。

4.1 收购向下游拓展业务边界，深耕广东省

公司自营游乐场以广州为主阵地，同时向周边城市拓展。公司于2018年收购广州科韵，开始布局自营游乐场。截至本报告发表日，公司拥有13家自营游乐场，建立了深耕广东省的业务布局，广州自营游乐场8家，包括天河城店、番禺天河城店、番禺易发店、番禺永旺店、番禺奥园店、金沙洲永旺店、中新绿地店、中华广场店，另外5家覆盖东莞、佛山、江门等周边城市。近年来受疫情影响游乐场存在关停运营的情况，我们认为伴随我国防疫措施优化，该业务有望逐步复苏。

图34：公司自营游乐场业务布局

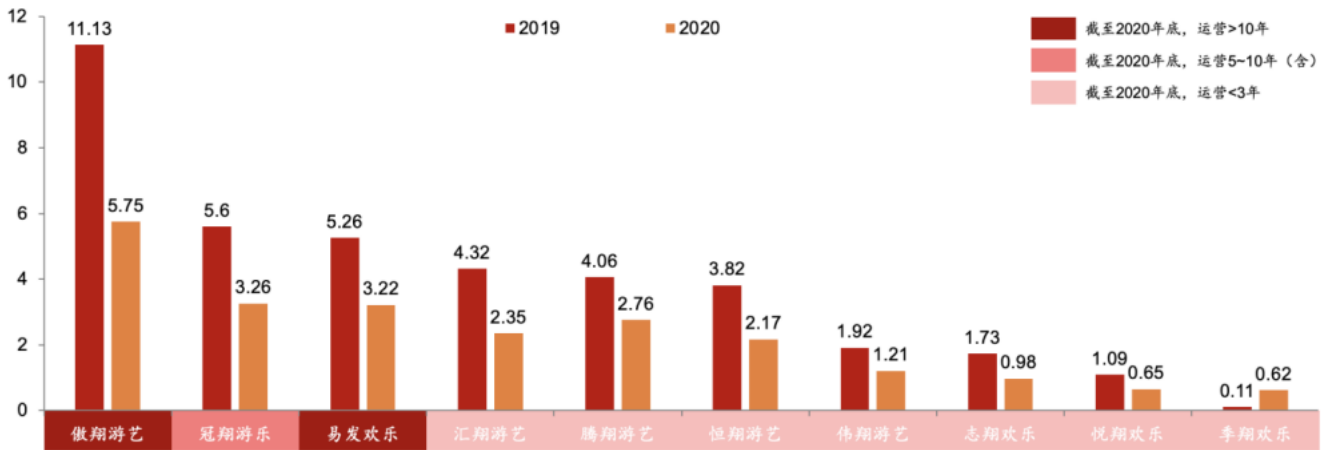


资料来源：公司公告、华立科技官方公众号、浙商证券研究所

4.2 前疫情时代，爬坡期门店趋于成熟，有望成为营收增长极

在疫情前，依托公司多年的游艺产业经验，我们认为公司具备精细化运营游戏厅门店的能力，随着单店模型逐步走通，经营效率提升，以及门店数的扩张，游乐场运营业务将成为公司未来营收增长的重要力量。游乐场运营通常需要2-3年的市场培育期，随着门店运营管理、消费者消费习惯逐步走上轨道，业绩将逐步爬坡上升。公司自营游乐场业务属公司新拓展业务，除易发欢乐和傲翔游艺2家门店运营市场较长超过10年之外，其他游乐场运营周期均不超过5年，且其中恒翔游艺等5家门店属于2019年新设门店。前疫情时代，公司大部分门店仍处于爬坡期，2020年受疫情影响大部分门店处于市场培育和客流集聚期，除傲翔游艺外其余门店单设备收入均不超过5万元，经营效率提升空间很大。随着门店逐渐度过爬坡期、公司精细化运营能力的提升及自营游乐场门店数量的扩张，游乐场运营业务未来有望成为公司营收的另一增长极。

图35： 2019-2020年各游乐场单设备收入(单位：万元/台)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

4.3 深处触达 C 端消费者，指导优化其他业务

游乐场运营业务使公司整体业务形成“研发-销售-运营”闭环，价值链各环节实现战略协同。游乐场运营服务可以赋能公司直接深度触达终端消费者，有助于公司更精确掌握终端消费者的消费习惯、消费需求、消费偏好等重要信息，进而指导公司及时调整游乐场经营布局及设备配置，以及指导公司研发、生产、销售等上游业务，助力公司设计研发更符合市场需求的产品。同时，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。

图36： 公司自营游乐场



资料来源：华立科技官网、浙商证券研究所

图37： 公司业务形成闭环



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

根据我们的测算，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 6.08 亿元、8.70 亿元、10.63 亿元，对应增速分别为-2.96%、42.94%、22.20%，收入的具体构成与分项预测如下：

(1) 游戏游艺设备业务

供给端来看，公司持续优化产品结构，与 VR、AR、MR、5G 等技术融合以提高产品技术含量，形成可视化、交互性、沉浸式的产品，驱动公司产品单价的提升与竞争力的增强；需求端来看，2022 年国内受疫情反复影响对游戏游艺设备的需求承压，而海外市场需求恢复明显，未来伴随防疫政策的优化带来线下消费的回暖，预计需求端有望得到进一步释放。因此，我们预计 2022-2024 年公司游戏游艺设备业务收入分别为 3.27/3.53/3.71 亿元，同比增长 8.00%/8.00%/5.00%。毛利率方面，随着公司技术含量高、毛利率高的设备销售占比提高，整体毛利率有望逐步恢复至疫情前水平并进一步提高，我们预计 2022-2024 年游戏游艺业务毛利率分别为 30.03%/32.03%/33.03%。

(2) 动漫 IP 衍生产品业务

公司动漫 IP 衍生产品业务是融合 IP、卡牌、游艺等元素的融合创新业务，目前公司热门产品包括《奥特曼融合激战》《宝可梦加傲乐》《我的世界地下城 ARCADE》等，考虑到公司对该项业务长期积累的市场培育、精细化运作以及阶梯式推出储备新产品等因素，我们认为在未来三年该项业务有望实现较快的增长，并持续性贡献业绩。2022 年受国内疫情反复影响，线下游乐业态因疫情影响及节假日消费人流减少承受较大压力，对该业务存在一定程度影响，但我们认为伴随防疫政策的优化带来线下消费的回暖，该业务有望持续性恢复。因此，我们预计 2022-2024 年公司动漫 IP 衍生产品收入分别为 1.62/3.72/5.12 亿元，同比增长-7.51%/129.62%/37.84%。毛利率方面，我们认为随着对该业务的精细化运营，以及推出自研/自主性强的合作模式的产品，毛利率有望小幅提升，预计 2022-2024 年分别为 35.00%/36.00%/37.00%。

(3) 游乐场运营业务

2022 年受国内疫情反复影响，公司部分游乐场运营服务曾多次暂停营业以配合疫情防控工作，线下游乐业态因疫情影响及节假日消费人流减少承受较大压力；我们认为伴随防疫政策的优化带来线下消费的回暖，公司游乐场运营业务有望逐步实现常态化经营。公司原本门店开拓计划也有望在未来逐步落地。因此，我们预计 2022-2024 年公司游乐场运营业务收入分别为 0.80/0.99/1.28 亿元，同比增长-20.00%/23.85%/29.64%。毛利率方面，由于游乐场运营业务的租赁成本、折旧摊销等固定成本基本固定，因此毛利率变化较为显著，我们预计伴随业务的正常开展，2022-2024 年毛利率水平分别为-19.12%/-1.00%/18.20%。

(4) 设备合作运营业务

同公司游乐场运营类似，设备合作运营业务同样受到 2022 年国内疫情反复影响而承压，亦有望伴随线下回暖恢复。因此，我们预计 2022-2024 年公司设备合作运营收入分别为 0.25/0.29/0.33 亿元，同比增长-19.18%/16.36%/13.12%。毛利率方面，由于公司与合作运营方以保底金额与分成金额的较大值进行核算，毛利率变化程度较小，预计 2022-2024 年分别为 28.00%/35.00%/35.00%。

(5) 其他业务

公司其他业务主要包括礼品销售等，与公司整体业务节奏保持同步，我们预计 2022-2024 年公司其他业务收入分别为 0.15/0.17/0.19 亿元，同比增长-20.01%/15.00%/10.00%。预计 2022-2024 年毛利率分别为 17.00%/22.00%/ 22.00%。

表6: 公司盈利预测(单位: 百万元)

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
华立科技						
总收入	498.18	424.95	627.02	608.49	869.8	1,062.93
YOY	11.14%	-14.70%	47.55%	-2.96%	42.94%	22.20%
成本	341.36	306.84	453.37	459.4	609.95	711.94
毛利	156.82	118.11	173.65	149.09	259.85	350.99
毛利率	31.48%	27.79%	27.69%	24.50%	29.87%	33.02%
游戏游艺设备						
收入	298.63	264.47	302.74	326.96	353.12	370.77
YOY	-15.87%	-11.44%	14.47%	8.00%	8.00%	5.00%
成本	198.85	185.25	214.26	228.77	240.01	248.31
毛利	99.78	79.22	88.48	98.19	113.1	122.47
毛利率	33.41%	29.95%	29.23%	30.03%	32.03%	33.03%
动漫 IP 衍生产品						
收入	65.59	68.22	175	161.85	371.64	512.29
YOY	57.67%	4.01%	156.52%	-7.51%	129.62%	37.84%
成本	44.61	45.55	108.4	105.2	237.85	322.74
毛利	20.97	22.67	66.59	56.65	133.79	189.55
毛利率	31.98%	33.23%	38.05%	35.00%	36.00%	37.00%
游乐场运营						
收入	83.73	56.16	99.8	79.84	98.88	128.19
YOY	N/A	-32.93%	77.71%	-20.00%	23.85%	29.64%
成本	66.59	51.22	98.05	95.11	99.86	104.86
毛利	17.13	4.94	1.75	-15.27	-0.99	23.33
毛利率	20.46%	8.80%	1.76%	-19.12%	-1.00%	18.20%
设备合作运营						
收入	38.73	28.16	30.95	25.01	29.1	32.92
YOY	22.45%	-27.29%	9.91%	-19.18%	16.36%	13.12%
成本	23.64	18.3	18.99	18.01	18.92	21.4
毛利	15.09	9.86	11.96	2.52	3.75	4.13
毛利率	38.96%	35.02%	38.65%	28.00%	35.00%	35.00%
其他业务						
收入	11.51	7.94	18.54	14.83	17.06	18.76
YOY	-42.56%	-31.02%	133.50%	-20.01%	15.00%	10.00%
成本	7.66	6.52	13.68	12.31	13.3	14.63
毛利	3.85	1.42	4.86	2.52	3.75	4.13
毛利率	33.45%	17.84%	26.22%	17.00%	22.00%	22.00%

资料来源: 公司公告、Wind、浙商证券研究所

5.2 相对估值

公司的主营业务围绕游戏游艺产业链上下游，包括游戏游艺设备、动漫 IP 衍生产品、设备合作运营、游乐场运营四大业务板块。由于游戏游艺设备产业中设备研发生产领域在国内发展时间较短，目前尚无 A 股同行业上市公司。考虑到公司所处行业的特性、可比数据的可获得性，以及我们判断中短期内公司业绩主要由动漫 IP 衍生品业务及游戏游艺设备销售业务驱动，因此我们选取业务形态类似的泡泡玛特(9992.HK)、奥飞娱乐(002292.SZ)、金马游乐(300756.SZ)作为可比上市公司进行分析。泡泡玛特是以 IP 为核心的潮流玩具公司，产品销售方式以盲盒为主，与公司 IP 卡牌的玩法及产品相似；奥飞娱乐围绕“喜羊羊与灰太狼”、“巴啦啦小魔仙”、“超级飞侠”等自有知名 IP 进行全产业链开发，并通过多样化的媒体传播途径使 IP 渗透到动漫、游戏、影视、文学等多个文化产业领域；金马游乐深耕国内娱乐设备制造，专业从事游乐设施开发、生产和销售，主要产品为滑行车类、飞行塔类、观览车类、转马类等大型游乐设施。

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 6.08/8.70/10.63 亿元，同比增长-2.96%/42.94%/22.20%；归属于母公司股东净利润分别为-0.57/0.74/1.06 亿元，同比增长-209.41%/—/43.92%；EPS 分别为-0.51/0.66/0.94，以 2023 年 3 月 17 日收盘价，对应 2023-2024 年 PE 分别为 44.69/31.05 倍，对应 2023 年 PEG 指标为 1.68 倍。我们考虑到华立近几年及未来业务增速，主要采取 PEG 指标估值，我们认为华立科技游艺设备海外销售快速增长，卡牌业务正处于高速成长期，公司市场竞争壁垒较高，其业绩增量受疫情反复影响未完全体现，我国防疫政策的优化有望驱动线下流量逐步回复，预期业绩增速较高，整体估值仍有较大提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表7：相对估值(单位：亿元，元/股，倍)

证券代码	股票简称	市值 (亿元)	归母净利(亿元)				EPS(元/股)				PE				PEG
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
002292.SZ	奥飞娱乐	82.36	-4.17	0.18	1.47	2.41	-0.28	0.01	0.10	0.16	-	457.58	56.03	34.18	-
9992.HK	泡泡玛特	229.30	8.54	6.80	9.73	12.92	0.62	0.50	0.71	0.95	26.84	33.73	23.57	17.74	1.59
300756.SZ	金马游乐	21.65	0.21	0.26	1.32	1.58	0.15	0.18	0.93	1.12	101.78	84.58	16.38	13.67	0.17
	平均值	111.11	1.53	2.41	4.17	5.64	0.16	0.23	0.58	0.74	64.31	191.96	31.99	21.86	0.88
301011.SZ	华立科技	33.04	0.53	-0.57	0.74	1.06	0.47	-0.51	0.66	0.94	62.89	-	44.69	31.05	1.68

资料来源：Wind、浙商证券研究所

注：公司市值按 2023 年 3 月 17 日收盘价计；泡泡玛特市值货币单位为港元，其余货币单位均为人民币；归母净利参考 Wind 一致预期。

6 风险提示

1)宏观经济波动风险。公司业绩的主要来源为游戏游艺设备设计、研发、制造、销售、运营，行业的下游主要涉及游乐场、主题乐园等。游戏游艺行业与宏观经济周期和商业地产业态升级、商业地产新开业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，商业地产不景气，居民在文化娱乐方面的消费将减少，会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。

2)汇率波动风险。公司产品外销及境外原材料采购主要以美元、港元、日元等报价和结算，汇率受国内外政治、经济等众多因素影响，若未来人民币对外币汇率短期内波动较大，公司存在汇兑损失的风险。

3)应收帐款风险。公司应收账款占流动资产比例较大。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，且公司对应收账款已建立较为严格的考核管理制度，但如果未来客户经营环境、财务状况等出现重大不利变化，不排除可能发生因应收账款不能及时收回而形成坏账的风险，从而对公司的资金使用效率及经营业绩产生不利影响。

4)疫情反复风险。伴随我国防疫政策优化，目前疫情得到了较为有效的控制，但国外疫情形式仍然复杂，国内局部地区疫情偶有反复。若未来疫情反复，为避免疫情扩散公司游乐场运营服务和国内游乐场可能面临暂停营业的风险，将会对公司经营业绩产生不利影响。

5)市场竞争加剧风险。国内游艺设备制造行业市场竞争较大，虽然目前公司已具备一定的自研能力，且通过积极调整产品结构，布局中高端市场。但不排除部分中低端市场竞争对手进入中高端市场，且外资厂商在大陆建厂，加剧中高端市场竞争，从而对公司业绩产生负面影响的可能性。

6)政策监管风险。近年来，国家相关政府部门出台一些列政策推动游艺行业快速发展，公司也享受了政策红利。目前公司游艺设备的主要客户群体之一是未成年人，若未来游艺行业政策发生重大变化或调整，加强对未成年人游艺设备游玩限制，则将会公司业绩产生不利影响。

7)境外采购风险。公司进口原材料主要为套件，公司的主要境外采购国家/地区为日本、中国台湾、美国，与进口原材料供应商均有多年合作关系，但近年来受到中美贸易摩擦与贸易保护主义的影响，公司需要从境外采购的部分物料面临进口贸易风险，可能出现公司外购物料价格变动等情形，将对公司未来的经营业绩产生一定影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	695	608	853	820
现金	125	141	75	124
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	277	283	327	376
其它应收款	21	2	36	10
预付账款	8	13	14	17
存货	244	148	380	274
其他	20	20	20	20
非流动资产	518	539	568	594
金额资产类	3	3	3	3
长期投资	0	0	0	0
固定资产	264	253	230	197
无形资产	31	41	55	63
在建工程	1	0	0	0
其他	220	242	280	332
资产总计	1,213	1,148	1,421	1,415
流动负债	361	359	580	484
短期借款	19	4	24	14
应付款项	219	233	404	304
预收账款	0	8	5	6
其他	122	114	147	160
非流动负债	130	100	65	35
长期借款	54	44	29	19
其他	76	56	36	16
负债合计	491	459	645	519
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	723	689	776	895
负债和股东权益	1,213	1,148	1,421	1,415

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	627	608	870	1,063
营业成本	453	459	610	712
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	30	29	48	67
管理费用	39	43	63	82
研发费用	17	20	39	61
财务费用	12	6	5	3
资产减值损失	(10)	(96)	(20)	(18)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	2	4	7	7
营业利润	56	(59)	85	119
营业外收支	1	(4)	(5)	(2)
利润总额	57	(63)	81	116
所得税	5	(5)	7	10
净利润	53	(57)	74	106
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	53	(57)	74	106
EBITDA	155	140	193	233
EPS (最新摊薄)	0.47	-0.51	0.66	0.94

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	47.55%	-2.96%	42.94%	22.20%
营业利润	-3.17%	-205.21%	244.74%	38.79%
归属母公司净利润	14.06%	-209.41%	228.63%	43.92%
获利能力				
毛利率	27.69%	24.50%	29.87%	33.02%
净利率	8.38%	-9.45%	8.50%	10.01%
ROE	7.27%	-8.34%	9.53%	11.89%
ROIC	7.53%	7.96%	11.63%	13.44%
偿债能力				
资产负债率	40.43%	39.97%	45.40%	36.72%
净负债比率	67.88%	66.59%	83.16%	58.03%
流动比率	1.93	1.70	1.47	1.69
速动比率	1.17	1.19	0.76	1.05
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.52	0.68	0.75
应收账款周转率	2.36	2.17	2.85	3.03
应付账款周转率	2.95	3.01	2.78	2.91
每股指标(元)				
每股收益	0.47	-0.51	0.66	0.94
每股经营现金	0.40	1.57	0.57	1.85
每股净资产	6.40	6.10	6.87	7.93
估值比率				
P/E	62.89	—	44.69	31.05
P/B	4.57	4.80	4.26	3.69
EV/EBITDA	34.26	23.65	17.40	14.08

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	45	177	64	208
净利润	53	(57)	74	106
折旧摊销	79	67	77	87
财务费用	11	6	5	3
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(109)	47	(119)	(12)
其它	11	115	28	23
投资活动现金流	(103)	(92)	(111)	(116)
资本支出	(103)	(97)	(109)	(113)
长期投资	0	(5)	(6)	(8)
其他	0	10	5	5
筹资活动现金流	140	(69)	(20)	(43)
短期借款	(57)	(15)	20	(10)
长期借款	(31)	(10)	(15)	(10)
其他	228	(44)	(25)	(23)
现金净增加额	79	16	(66)	49

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>