

TCG卡牌行业深度

TCG行业快速兴起，国内IP潮玩龙头有望乘势而上

行业研究 · 深度报告

传媒 · 传媒

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

TCG卡牌是一种以收集和交换卡牌为核心的游戏形式，具有较大的商业潜力。1) TCG的玩法集娱乐、策略、社交、收藏于一体，玩家需要购买补充包来获得想要的卡牌，并在对战时使用一定的策略来达到自己的目标，丰富的玩法使得TCG近年快速兴起；2) 卡牌产业链中，IP授权和产品销售环节附加值较高；3) IP为卡牌的核心，世界知名的卡牌均有一定的文化背景，如宝可梦、游戏王、万智牌等，以动漫IP或西方魔幻故事为背景。

TCG已成日本第一大玩具品类，IP升级、玩法创新推动行业发展。1) TCG行业1993年起源于美国，90年代末在日本与动漫文化结合并举办国际联赛；截至2024年3月宝可梦/游戏王卡牌出货量超过600/350亿张，已成为风靡全球的一种游戏形式；2) 从日本头部卡牌厂商的发展历程看，日本的TCG行业发展的内在动力在于动漫IP与卡牌的结合和玩法的持续创新；3) TCG已成日本第一大玩具品类，2023年行业规模达到2774.3亿日元（约合人民币129亿元），占日本玩具行业33.6%的份额。

中国TCG行业2018年起进入快速发展期，中长期行业规模有望达到360~600亿元。1) 2018年起，一方面《奥特曼》《游戏王》《航海王》《宝可梦》等知名国外卡牌陆续进入中国，另一方面2019-2020年青少年游戏防沉迷政策实施和公共卫生事件影响，2022年TCG行业规模达到122亿元，一跃成为IP潮玩行业的第三大品类。2) 中长期看，中国TCG行业的规模有望达到360~600亿：2.1) 从用户量角度，假设中国卡牌的渗透率在2030年达到日本目前的水平，那么2030年中国卡牌用户数有望达到2.0亿人以上；2.2) 从ARPU角度，随着新卡牌的推出，假设中长期中国人均卡牌消费达到日本目前的30%~50%，即ARPU有望达到174~290元/每年；2.3) 综合来看，中长期卡牌行业的市场空间有望达到360~600亿元，相比当前市场规模有190%~380%的成长空间。

国内公司IP储备丰富、销售渠道强大，具备推出爆款IP卡牌的潜力。1) 卡游在国内集换式卡牌行业份额第一，目前有44个授权IP、1个自有IP，2022年收入规模超过40亿、经营利润率45%，发展势头强劲；2) 泡泡玛特的IP创作和运营能力较强，2024年5月推出了收藏向卡牌，市场反馈良好；3) 姚记科技、华立科技均代理销售了海外的知名卡牌，如宝可梦等，卡牌业务成为公司的新增长点；4) 奥飞娱乐自有IP的粉丝基础庞大，IP产品变现潜力大。

投资建议：中国卡牌行业未来成长空间大，头部IP潮玩公司有望抓住行业机遇。1) 从行业层面来看，中国卡牌行业近年快速兴起、用户基数庞大、Z时代用户较多，未来随着TCG用户渗透率的增长和Z世代用户收入的提升，TCG卡牌行业有望迎来量价双增。2) 从公司层面看，中国TCG行业的头部公司目前以代理海外知名产品为主，但中国本土文化底蕴深厚、动画产业作品较多，有望推出自有IP卡牌。推荐IP创作、运营、销售能力较强的泡泡玛特，销售渠道较为完善的姚记科技，以及IP粉丝基础庞大的奥飞娱乐。

风险提示：监管政策风险；宏观经济波动风险；利润不达预期风险；商誉及资产损失计提风险等。

- [01] TCG集娱乐、策略、社交、收藏于一体，商业潜力较大
- [02] 海外市场：TCG为日本玩具市场第一大品类
- [03] 中国TCG行业：快速成长的蓝海市场
- [04] 国内公司IP储备丰富，卡牌市场增长潜力浮现
- [05] 投资建议

1.TCG集娱乐、策略、社交、收藏于一体， 商业潜力较大

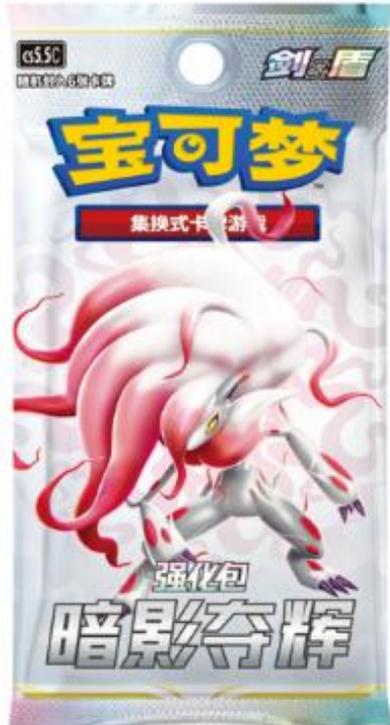
1.1 集换式卡牌是一种以收集和交换卡牌为核心的游戏形式

集换式卡牌是一种以收集和交换卡牌为核心的游戏形式，主要分为竞技、娱乐、收藏三类。在这种游戏中，玩家会收集不同的卡牌，并将它们组合成卡组进行对战。集换式卡牌主要分为竞技、娱乐和收藏三类，目前世界上公认的三大卡牌分别是万智牌、宝可梦PTCG和游戏王YGO。2020年起中国卡牌市场也迅速崛起，市面上较为流行的卡牌主要有奥特曼卡、小马宝莉卡等。

图：万智牌



图：宝可梦卡



图：游戏王卡



图：奥特曼卡



图：小马宝莉卡



资料来源：MTG、宝可梦、游戏王官网、小马宝莉天猫官方旗舰店，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

1.1 集换式卡牌集游戏性、社交性、收藏性于一体

集换式卡牌是集游戏娱乐、智力策略、社交互动、文化收藏于一体的综合性产品。目前市面上的集换式卡牌主要有以下几个特征：1) 集换体系：与扑克牌之类的非集换式卡牌不同，集换式卡牌的玩家可以通过购买补充包来获得自己想要的卡牌。2) 益智策略：玩家需要根据自己的卡组和对面的情况来制定合适的战术和策略。每张卡牌都有自己的效果和限制，玩家需要考虑如何有效地利用卡牌的效果来达到自己的目标，同时也需要注意避免对手的干扰和反制。3) IP驱动：集换卡牌通常是根据某个知名的动漫、电影、游戏等 IP 进行设计和开发的，这样可以借助 IP 的影响力和忠实度来吸引玩家和消费者。4) 收藏价值：集换式卡牌的部分卡片十分稀有，部分玩家不管是为了游戏本身还是收藏爱好，会在二级市场用较高的价格购买特定的卡片。

图：集换式卡牌的特征

集换式卡牌大多与知名IP绑定，可以根据IP影响力吸引玩家，也可以让玩家更多地与IP产生互动



部分卡片十分稀有，二级市场交易价格较高



抽卡的过程与抽盲盒类似



玩家可以购买补充包获得自己想要的卡牌



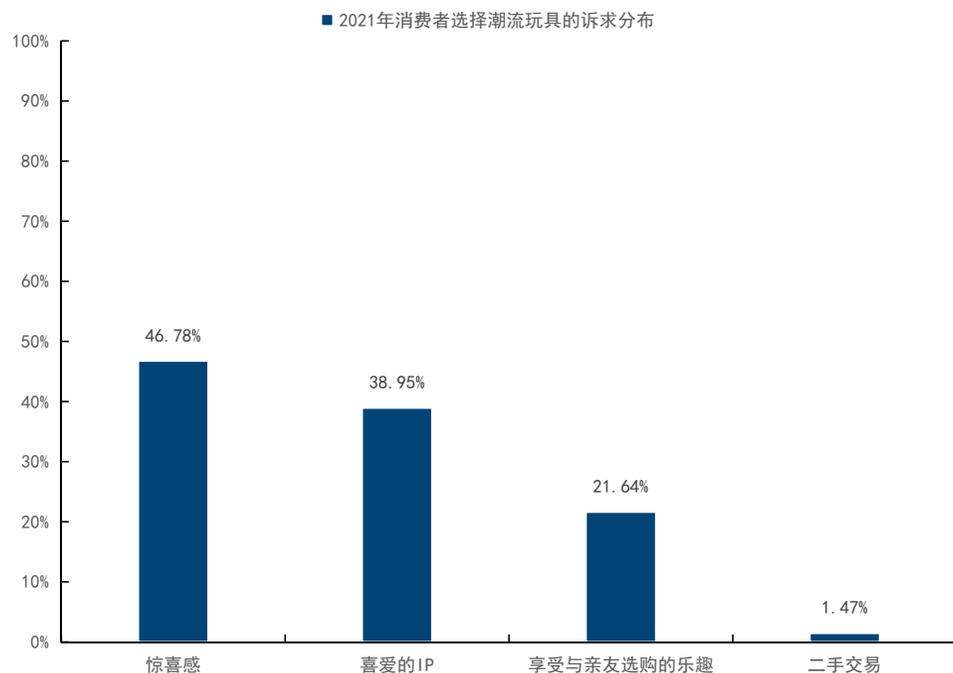
玩家需要组合一定的卡组与对手进行对战

资料来源：宝可梦官网、集换社，国信证券经济研究所整理

1.1 集换式卡牌玩法多样，蕴含较大的商业价值

卡牌，除了对战收藏带来的乐趣外，还蕴含着巨大的收藏和商业价值。以三大TCG（Trading card game，集换式卡牌）之一的宝可梦卡牌为例，据统计该产品贡献了“宝可梦”这一世界第一IP每年超过十分之一的收入，仅次于其他周边和游戏收入，甚至大幅超越了其漫画与动画。在较为成熟的海外二级市场，一张稀有卡牌的价格最高甚至可达百万人民币。现如今，这股TCG风潮开始在中国市场蔓延开来，游戏王、宝可梦、航海王、数码宝贝等知名卡牌游戏先后推出简体中文版本，争相抢占中国市场，国内斗罗大陆、秦时明月、仙剑奇侠传，乃至LPL电竞联赛等知名IP也陆续推出自己的卡牌产品。一时间，中国卡牌市场暗流涌动，并借助潮玩、直播等渠道极力抬升热度和影响力。

图：中国消费者选择潮流玩具的诉求分布



资料来源：中国社科院，国信证券经济研究所整理

图：哔哩哔哩拆卡视频上线1.5个月播放量超过100万



资料来源：哔哩哔哩，国信证券经济研究所整理

图：抖音拆卡视频1个月点赞接近20万



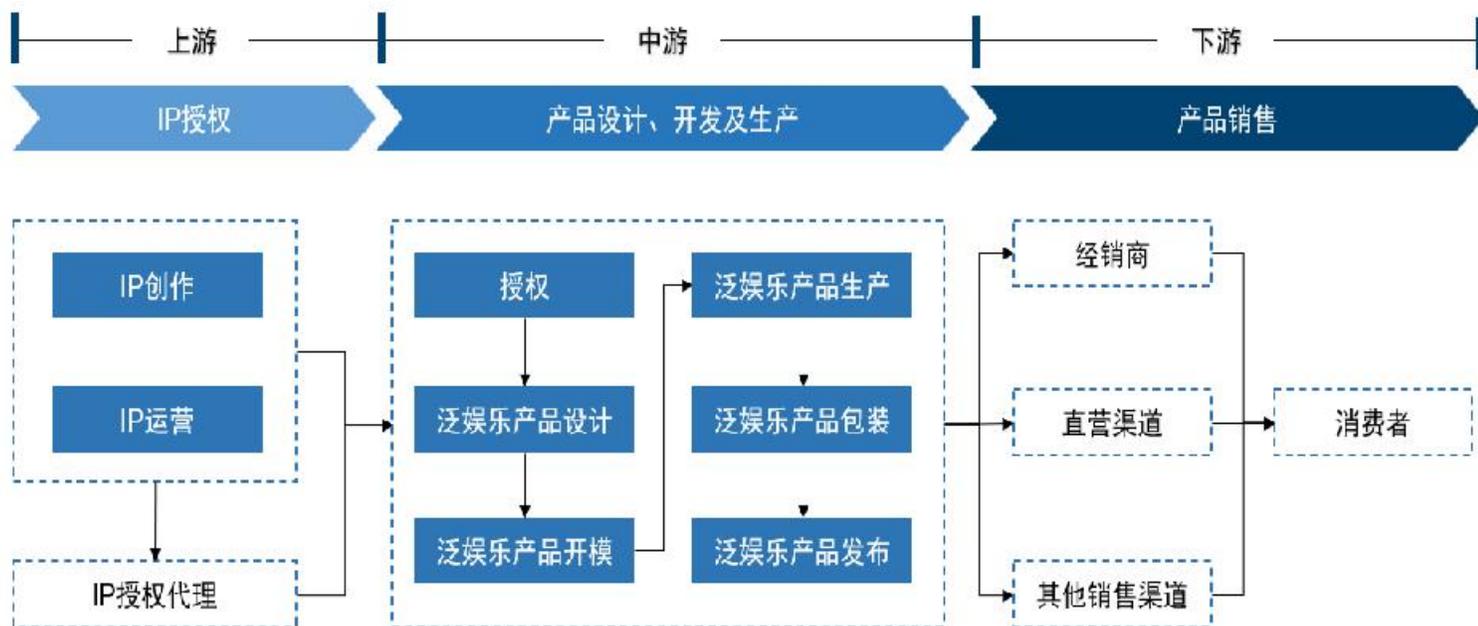
资料来源：抖音，国信证券经济研究所整理

1.2 IP为卡牌的核心，卡牌行业的IP授权和IP产品销售环节附加值较高

从产业链来看，卡牌产业链的上游主要为IP创作和运营；中游为产品的设计、开发、生产；而下游为产品的销售。其中，上游的IP授权运营与下游的产品宣传销售为附加值较高的环节。

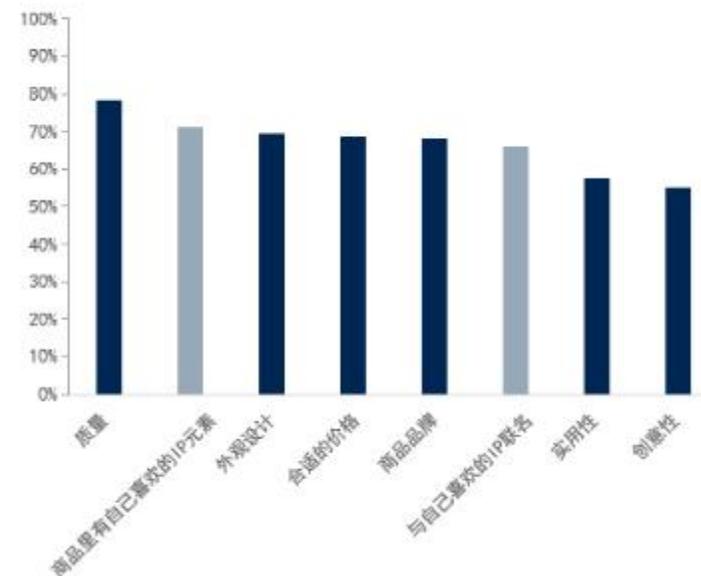
近年，IP逐渐成为消费者决策的主要决策因素，IP的授权和IP商品销售环节具备较大的商业潜力。据《阿里鱼消费品与营销项目授权报告2024》，IP在用户心中的消费决策地位正越来越高，超过七成用户会在挑选商品时考虑IP元素，愿意为IP带来的高溢价买单。而卡牌的成本较低、产业链基础完善、具有游戏和社交属性，IP商品尤其是IP卡牌有巨大的商业潜力。

图：卡牌产业链



资料来源：卡游招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：消费者购买商品的影响因素



资料来源：阿里鱼，国信证券经济研究所整理

1.3 典型卡牌之宝可梦卡：60张卡进行对战的游戏

宝可梦卡牌是由60张卡组成的“卡组”进行对战的游戏，共分为宝可梦卡、训练家卡和能量卡三种。宝可梦卡分为基础和特殊两种类型，基础卡和特殊卡上标注了宝可梦的类型、招式、HP值、属性等，均可进行“进化”；训练家卡可以在玩家对战中起到助力的作用，一张宝可梦卡可以搭载一张训练家卡；能量卡是用于附在宝可梦卡上的卡，使出招式和撤退都需要对应属性的能量卡。在对战中，玩家需要使用自己手中的宝可梦供给对手的宝可梦，将HP削减至0使其陷入“昏厥”，以此获得奖赏卡。

图：宝可梦卡牌参数介绍



图：宝可梦卡进化



图：宝可梦训练家卡



图：宝可梦能量卡



资料来源：爱开箱，国信证券经济研究所整理

资料来源：爱开箱，国信证券经济研究所整理

资料来源：哔哩哔哩，国信证券经济研究所整理

资料来源：爱开箱，国信证券经济研究所整理

1.3 典型卡牌之奥特曼卡：对战类玩法&收藏价值

奥特曼IP是1966年起推出的科幻题材特摄系列作品，是爆火了57年的现象级IP。2018年卡游获得奥特曼IP集换式卡牌和文具授权，基于50多个奥特英雄的角色，推出274个集换式卡牌系列和28个文具系列。奥特曼卡牌的玩法与宝可梦较为类似，都会标着不同卡片的攻击力和防御力，可以根据不同的攻击或防御数值的换算进行对战。

奥特曼卡片可分为R, SR, SSR, PR, UR, HR, CP, LGP, SP, GP SR SSR的等级。稀有程度最高的为UR，其中SSR是特级稀有的卡片，越是稀有的卡牌可以在二手平台上交易的价格越高，“收藏价值”就越高。

图：奥特曼卡牌



资料来源：英子游戏汇，国信证券经济研究所整理

图：奥特曼全套卡牌二手交易平台定价



包邮 卡游奥特曼【金沙欧布sp】九宫格 陪儿子玩卡 几乎全新 | 卡游

¥16.65万 65人想要

浙江

百分百好评



包邮 奥特曼荣耀1弹-12弹 HR大全套! 全新自拆! 套全新 | 卡游 | 10cm以下

¥12万 32人想要

天津

百分百好评

资料来源：闲鱼，国信证券经济研究所整理

1.3 典型卡牌之小马宝莉卡：玩法类似抽盲盒，收藏价值较高

“小马宝莉”最初是美国玩具公司孩之宝推出的一款玩具，随着系列动画片《小马宝莉》的成功，成为一个家喻户晓的卡通IP。2020年，卡游动漫宣布获得授权，推出小马宝莉系列卡牌。

小马宝莉卡的玩法类似抽盲盒，小马宝莉卡有“R”“SR”“SSR”等诸多类型，分别对应着稀有、超稀有和特级超稀有，越稀有的卡牌越“值钱”，根据卡牌工艺分为R、SR、SSR、LGR、USR、GP、XR等二十多个等级。玩家为了抽到最为稀有的卡片，常常会持续购买，难以自拔。这种分类不仅增加了收集的难度和挑战性，同时也提升了稀有卡片的价值，如小马宝莉卡热门卡片二手流通价可达数百元到数千元。

图：小马宝莉部分卡牌价位



资料来源：卡牌谷子，国信证券经济研究所整理

图：小马宝莉稀有卡SGR紫悦007在二手交易平台上售价数万元



资料来源：闲鱼，国信证券经济研究所整理

2. 海外市场：TCG为日本玩具市场第一大品类

2.1 发展历程：TCG行业1993年起源于美国，90年代末兴起于日本

集换式卡牌1993年起源于美国，90年代末在日本兴起，之后成为席卷全球的一种潮流文化。1) 1993-1995年，TCG行业萌芽：集换式卡牌（TCG）的前身是1993年美国数学家理查德·加菲尔德设计的万智牌，当时由威世智公司发行，这种游戏之外的讨论与社交很快帮助万智牌在全世界取得了口碑和商业的双丰收。2) 1996-2008年，TCG行业进入快速成长阶段：看到这种商业模式的潜力后，其他公司也纷纷推出自己的卡牌，其中影响力最大的是1996年推出的宝可梦卡牌和1999年推出的游戏王卡牌，玩法也更为丰富。1997年起宝可梦开始举办世界锦标赛、2003年起游戏王开始举办世界联赛，推动卡牌游戏的热度持续攀升。3) 2009年-2018年，海外TCG赛事使卡牌热度维持高位、国内的TCG行业起步：欧美的TCG多根植于西方魔幻传说，而日本则更多源于动漫作品，文化属性和国际赛事使得卡牌在海外的热度持续攀升。2009年开始国内公司也基于中国历史和武侠文化开发TCG，如2009年发行的《三国智》、2011年发行的《论剑》、2014年发行的《三国杀》等等。4) 2018年至今，国内卡牌迎来快速发展期：2018年起，奥特曼、宝可梦、小马宝莉卡等进入中国市场，随着IP消费的崛起，国内卡牌行业快速成长，目前中国已成为除了美国、日本之外，全球最大的卡牌市场。

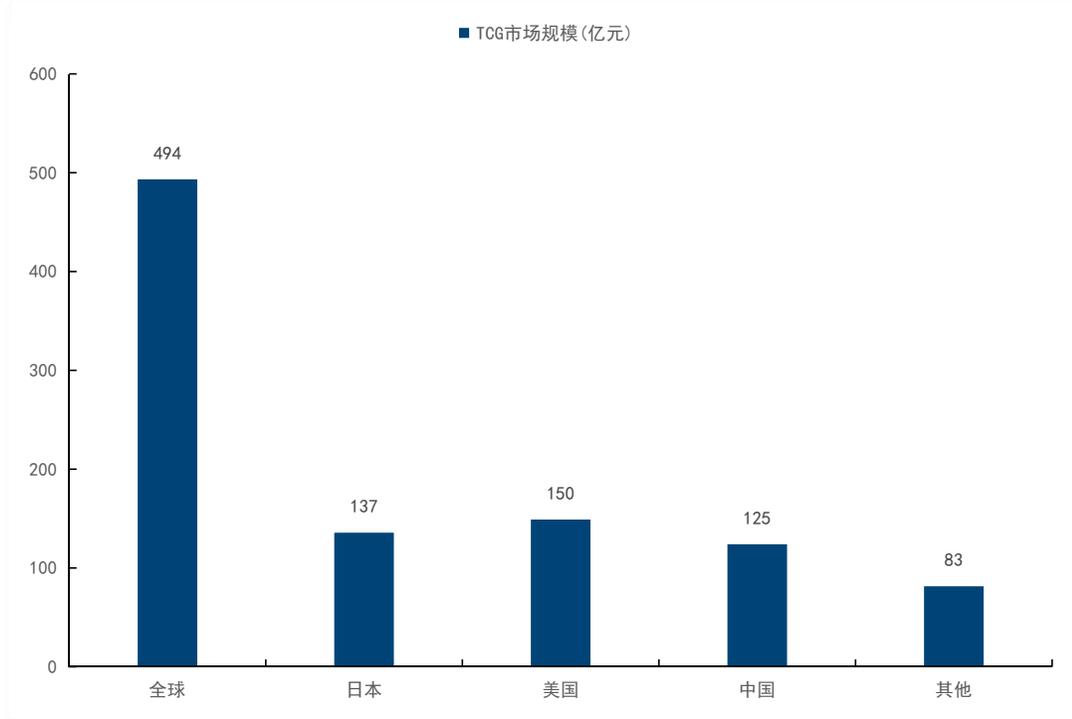
图：卡牌行业发展历程图



2.2 全球TCG行业规模接近500亿元，中美日为前三大市场

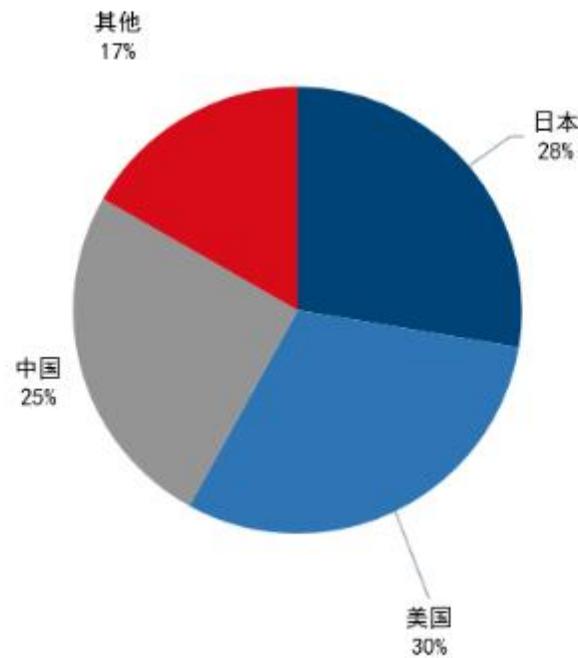
全球TCG行业规模接近500亿，美国、日本、中国为前三大市场。2023年全球TCG行业的市场规模约为70亿美元（约合人民币494亿元），其中美国的TCG市场规模约为21亿美元（约合人民币150亿元）为全球第一大TCG消费国，在全球份额为30%；日本、中国次之，市场规模分别为137、125亿元，份额分别为28%、25%，近年成长速度均十分迅猛。

图：2023年全球及中美日TCG市场规模



资料来源：research and markets、日本玩具协会、灼识咨询，国信证券经济研究所整理

图：2023年中美日三国在TCG全球市场的份额



资料来源：research and markets、日本玩具协会、灼识咨询，国信证券经济研究所整理

2.3 卡牌为日本玩具行业第一大品类，近年维持快速增长

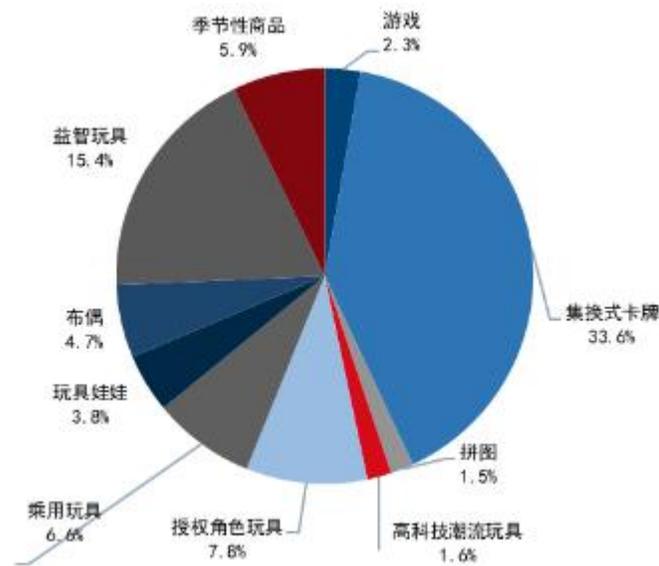
卡牌为日本玩具行业第一大品类，近五年年均复合增速21%。日本卡牌行业2023年的市场规模为2774.3亿日元（约合人民币129亿元），近五年年均复合增速20.6%。从份额上来看，2023年集换式卡牌在日本玩具市场的份额为33.6%，已成为第一大品类。

图：卡牌行业市场规模（单位：亿日元）



资料来源：日本玩具协会，国信证券经济研究所整理

图：2023年日本玩具行业十大品类份额



资料来源：日本玩具协会，国信证券经济研究所整理

2.3 日本卡牌行业的头部企业主要有五家

根据Cardbox日本TCG综合销量榜，宝可梦、科乐美（Konami）、多美、万代、武士道（Bushiroad）等公司的卡牌销量始终位于行业前列。其中，宝可梦、游戏王卡牌始终位居日本最受欢迎的卡牌前三名。

表：2023年12月日本TCG行业综合销量榜单前十

排名	卡牌系列	厂商
1	宝可梦PTCG	宝可梦
2	游戏王OCG	科乐美
3	决斗大师DM	多美
4	海贼王OPCG	万代
5	黑白双翼WS	武士道
6	游戏王RUSH DUEL	科乐美
7	Battle Spirits	万代
8	影之诗SW	武士道
9	万智牌MTG	威世智
10	UNION ARENA	万代

资料来源：Cardbox，国信证券经济研究所整理

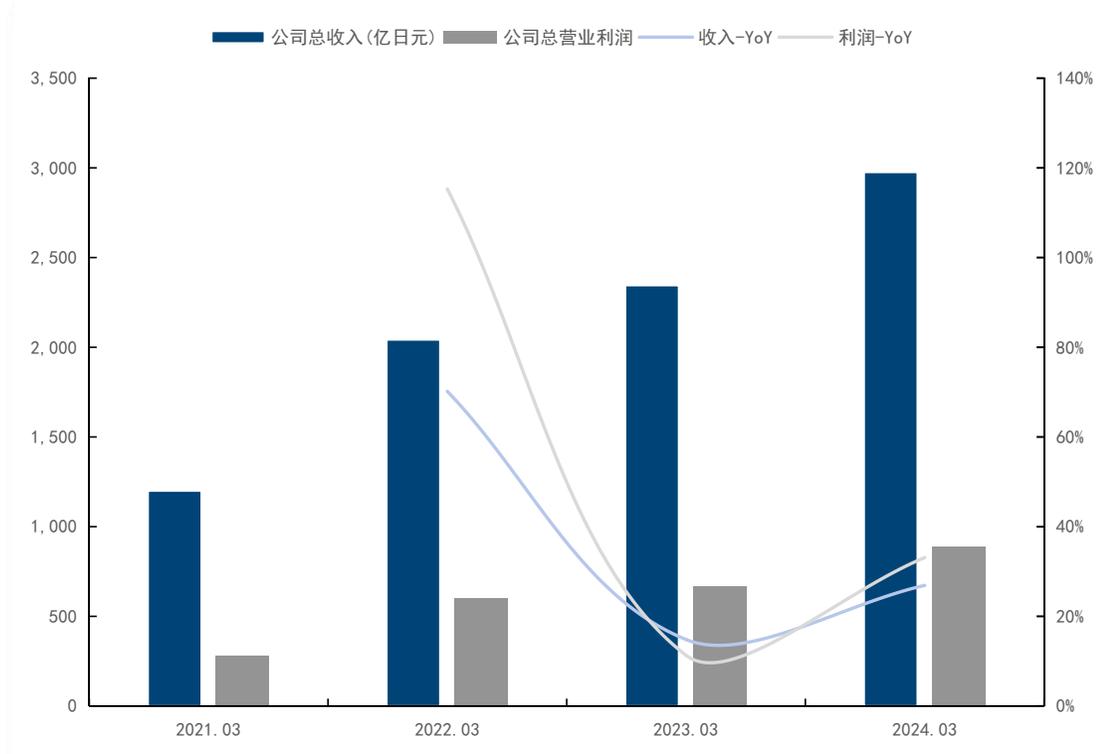
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.4 头部公司之宝可梦：卡牌全球出货量累计超过600亿张

宝可梦公司是由任天堂、GAME FREAK与Creatures三家公司合资创立的宝可梦品牌版权公司，主要负责授权与贩售宝可梦系列的相关商品，如宝可梦游戏软件、集换式卡牌游戏、动画与电影等等。目前，日本有近1200家宝可梦卡道馆，每年举办约17万场活动；除此之外，宝可梦从1997年起每年8月就举办世界锦标赛，持续提高宝可梦卡牌的影响力和热度。近年来宝可梦卡牌的销量呈加速上升的趋势，截至2024年3月，宝可梦系列卡牌累计出货量超过648亿张，在全球93个地区以15种不同的语言发售。

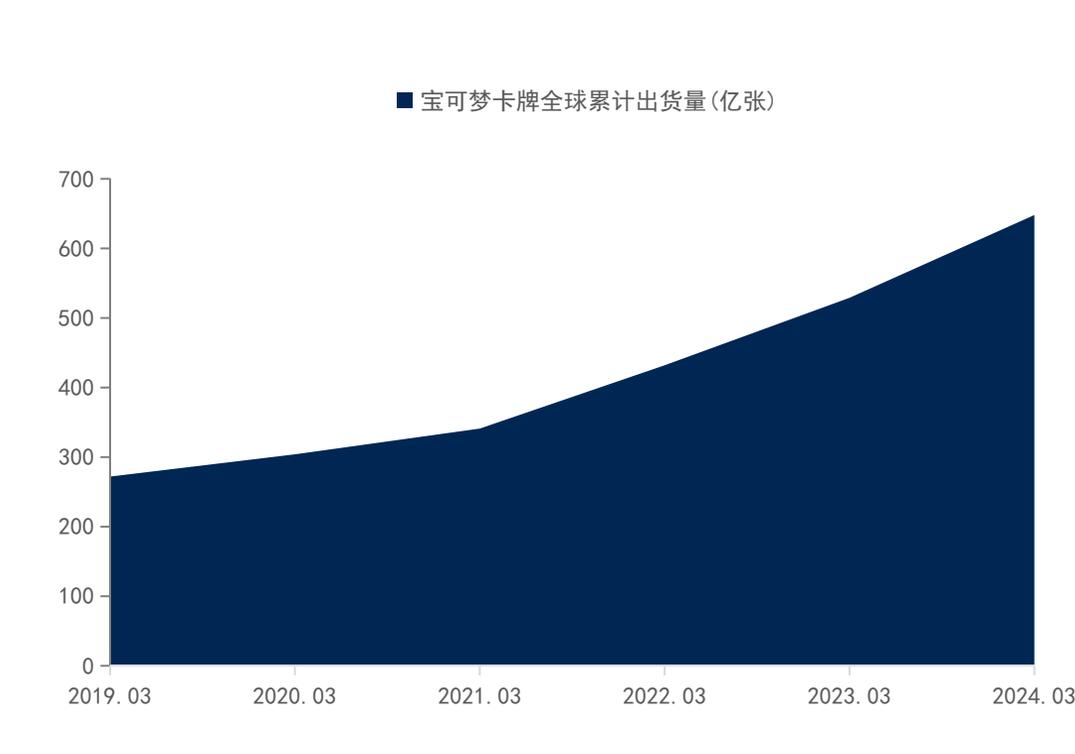
宝可梦IP具有巨大的商业价值，2024财年宝可梦公司的总销售额为2975.8亿日元（约合人民币146亿元），21-24财年CAGR为35.3%；总营业利润为886.9亿日元（约合人民币43亿元），21-24财年CAGR为47.2%。

图：宝可梦卡牌销售量变化趋势



资料来源：宝可梦官网，国信证券经济研究所整理

图：宝可梦公司销售收入及营业利润变化趋势



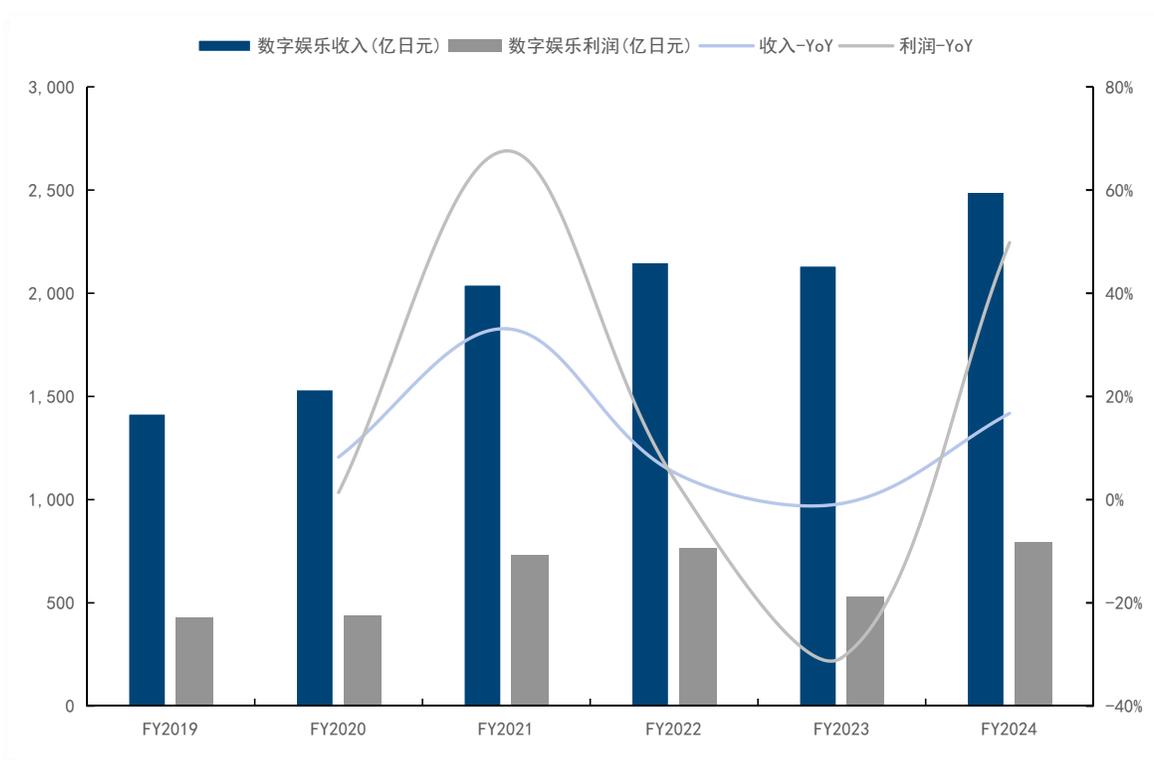
资料来源：宝可梦官网，国信证券经济研究所整理

2.4 头部公司之科乐美：《游戏王》系列卡牌全球销量超350亿张

Konami 创立于1969年，以制作小型电器、游戏机起家，1978年推出街机作品《方块游戏》转型软件开发商，是日本最具影响力的游戏软件商之一。1999年开始 Konami 开展卡牌业务，代表作主要为《游戏王》系列。2003年起，公司举办“游戏王全球锦标赛”并持续丰富卡片，赛事和新玩法推动《游戏王》卡牌热度持续攀升，截至2022年《游戏王》卡牌的全球销量预计超过350亿张。

从财务表现来看，Konami 的数字娱乐业务2024财年的收入规模为2491亿日元（约合人民币122亿元），19-24财年CAGR为11.9%；利润规模为794亿日元（约合人民币39亿元），19-24财年CAGR为12.9%；净利率维持在25%~32%之间。

图：Konami数字娱乐业务（含TCG）收入和利润变化（单位：亿日元、%）



资料来源：Konami 官网，国信证券经济研究所整理

图：Konami2023年世界锦标赛



资料来源：三文娱，国信证券经济研究所整理

2.4 头部公司之万代：拥有多个头部IP，卡牌助力玩具业务增长



万代南梦宫（7832.T）为日本最大综合娱乐性公司（旗下包括高达、七龙珠、奥特曼等），南梦宫为游戏开发商（旗下包括吃豆人、铁拳等）。2006年两家公司合并，万代南梦宫成立，业务领域涵盖玩具、互联网娱乐、主机游戏、街机游戏、游乐设施、电影、音乐等。万代南梦宫旗下有丰富的IP矩阵，大部分知名IP均有卡牌产品，较为知名的有《航海王》卡牌和《奥特曼》卡牌。

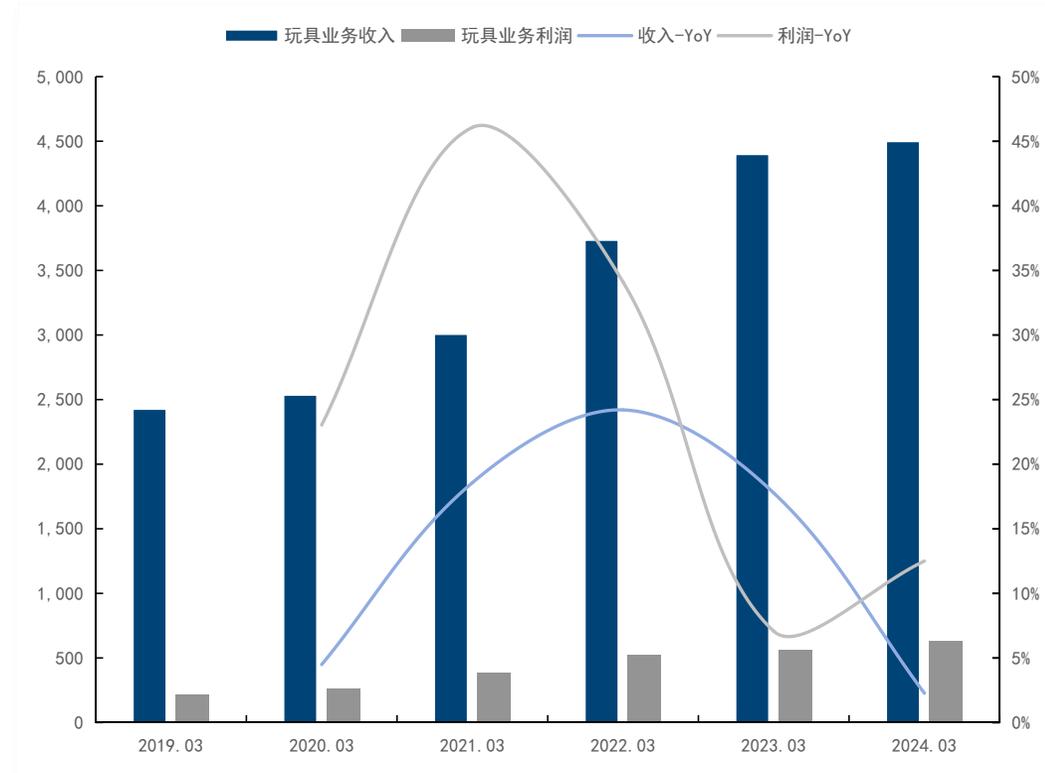
从财务表现来看，2024财年万代南梦宫玩具业务（含TCG卡牌）的收入为4500亿日元（约合人民币211.5亿元），19-24财年CAGR 13.1%；利润为630亿元（约合人民币29.6亿元），19-24财年CAGR 23.8%。分IP来看，2024财高达/航海王/假面骑士/龙珠/奥特曼的收入分别为605/319/230/225/92亿日元，主要的产品为集换式卡牌、玩具、手办等，主要在日本、中国和美国销售。

表：万代南梦宫卡牌业务主要产品介绍

IP名称	简介	价格
高达	1979年推出IP，1999年推出首款TCG。高达的TCG在全球范围内销售，覆盖了多个地区，包括亚洲、美洲、欧洲、澳洲等地，这些地区的销售贡献了高达TCG的大部分收入。	47~149/组（20袋60张）
航海王	1997年推出IP，2022年推出TCG。日本是航海王TCG的主要销售地区。	240~580元/组（24包6张）
假面骑士	1971年推出IP，2013年推出TCG。	50~60元/组（30包6张）
龙珠	1984年推出IP，2017年推出TCG。销售地区有美国、加拿大、澳大利亚、中国和日本等。	125~370元/组（24包6张）
奥特曼	1966年推出IP，2011年推出TCG。销售地区主要涵盖了日本、北美、中国以及东南亚等国家及地区。在中国主要有卡游、华立科技销售奥特曼TCG。	25~32元/组（36包6张）

资料来源：万代官网、万代天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

图：万代南梦宫收入和利润



资料来源：万代官网，国信证券经济研究所整理

2.4 头部公司之武士道：投资动画并推出独家卡牌，用户忠诚度高



株式会社武士道（英文名Bushiroad）创立于2007年，是日本一家主要从事卡片游戏、交换卡片、游戏软件以及角色周边商品的企业。武士道惯用的方法与万代、多美等不同，他们将TCG包装成ACG周边概念，通过向动画投资，获取该系列TCG周边的发行授权。因此只要成功推广，便能收获大量忠诚度极高的玩家。

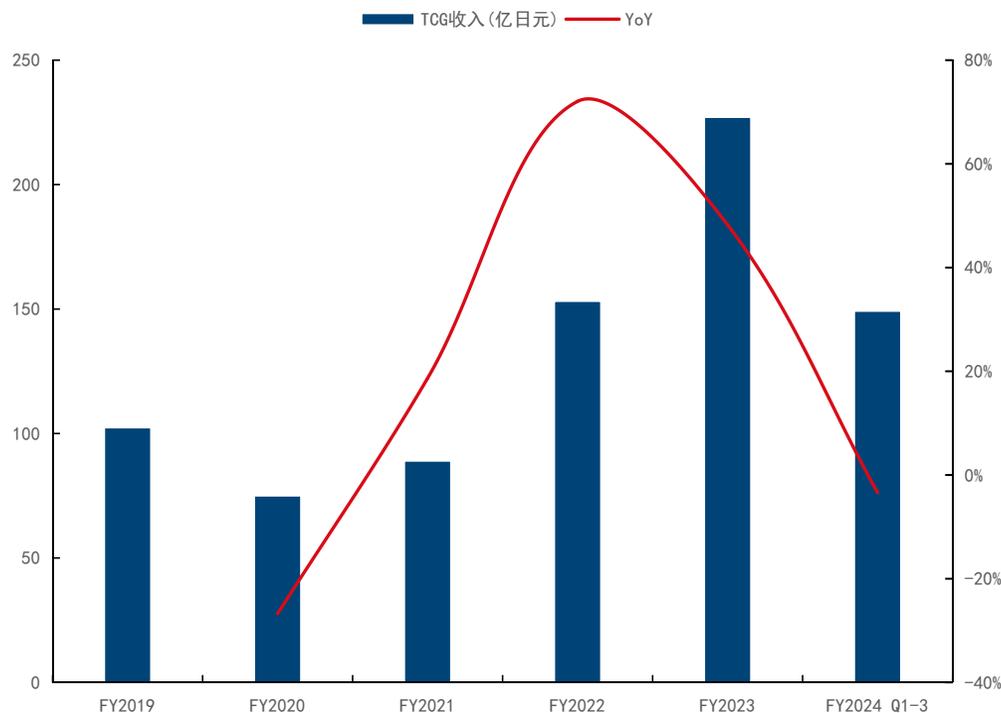
从财务表现来看，2023财年武士道TCG业务的收入为227.2亿日元（约合人民币11.1亿元），19-23财年CAGR为22.0%。在武士道公司的整体收入中，TCG业务的占比在35%~50%左右。

表：武士道主要卡牌产品介绍

IP名称	简介	价格
黑白双翼	《黑白双翼》（英文：Weiss Schwarz）是以动漫游戏角色为主题的卡片对战游戏负责市场上全部热门主流的系列，青年向。玩家可以享受操控人气角色在舞台上对决的乐趣。WS自2008年3月开始发售，目前在世界38个国家中发售日文版和英文版。卡牌里面的角色均是各种日本知名动漫和游戏角色，IP数超过80个。WS在宣传初期投入了大量的资源，据木谷本人回忆，早期《黑白卡片大战》在年间销售额不足2亿的情况下，单是广告投入就超过了2亿日元。	218~400元/组 (30包6张)
卡片战斗先导者	《卡片战斗!! 先导者》（英文：Cardfight!! Vanguard）是武士道于2011年2月起发售的集换式卡牌游戏，发售仅一年就取得了TCG市场销售额第3名的成绩，此后成为武士道TCG业务支柱之一。如今，《卡片战斗!! 先导者》累计销售卡片超过20亿张，在日本国内国外都有着极高人气。该游戏先后被译为英语、意大利语、泰语、韩语等，销往海外61个国家，目前也正在制作中文版。	95~276元/组 (12包8张)
未来卡片战斗伙伴	《未来卡片 战斗伙伴》（日文名：フューチャーカード バディファイト，英文名：Future Card Buddyfight，简称BF）自2014年1月起发售，目前被译成英语、泰语、中文在全世界42个国家发售。	230~300元/组 (30包6张)

资料来源：Bushiroad官网，国信证券经济研究所整理

图：武士道TCG收入与变化情况



资料来源：Bushiroad官网，国信证券经济研究所整理

2.4 头部公司之多美：卡牌助力公司实现品牌年轻化

多美公司成立于1953年，以设计和生产高端玩具起家。2006年多美收购竞争对手TAKARA公司，成为了今日的TAKARA TOMY。多美的业务范围主要涵盖手办、动漫周边、卡牌、儿童玩具等等。多美的卡牌业务从2000年左右开始，主要包括对战卡和高端收藏卡，产品主要有《决斗大师》《WIXOSS》等。

从财务表现来看，2023财年多美公司的收入为2083亿日元（约合人民币102.0亿元），19-23年CAGR为6%；营业利润为188亿日元（约合人民币9.2亿元），19-23年CAGR为15.4%。卡牌业务为多美整体增收增益，如《决斗大师》卡牌游戏满20周年时，多美更新了电视动画并推出了新的卡组，维持了《决斗大师》卡牌的高热度。此外，卡牌的社交属性也为多美带来了更多中轻度的青年客户，实现了整体品牌的年轻化。

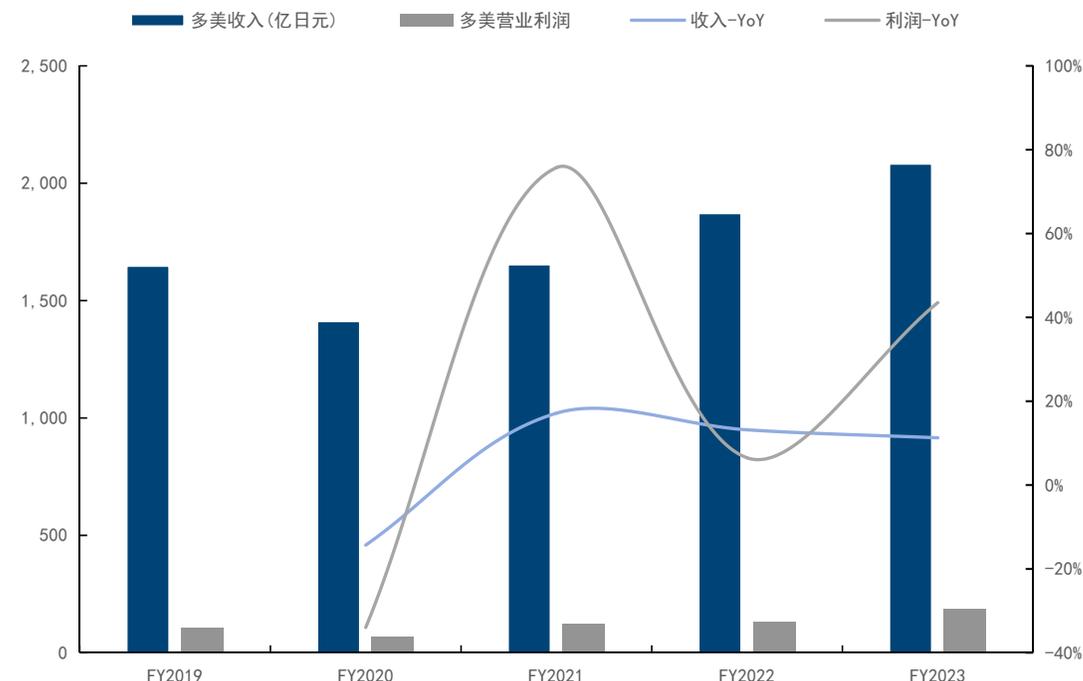
图：《决斗大师》卡牌



资料来源：多美官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：多美公司收入、营业利润与变化情况

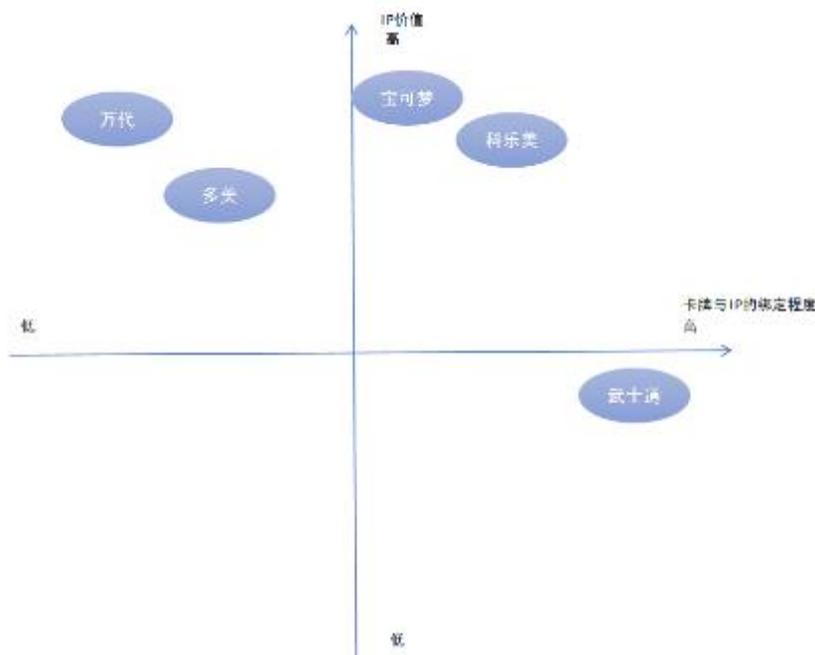


资料来源：多美官网，国信证券经济研究所整理

2.5 日本TCG发展的内在动力为IP升级和玩法创新

动漫IP与卡牌的有机结合和世界级联赛是日本TCG行业持续发展的内在动力。1) 动漫IP与卡牌有机结合：日本的动漫产业起源于1917年，至今动漫作品的数量累计超过1.4万部，《精灵宝可梦》《游戏王》等在推出卡牌产品之前就是较为知名的动漫作品，拥有庞大的用户基础，而卡牌的推出给用户带来的互动感和讨论度也让动漫作品的人气提高。另外，也有公司将卡牌与动漫内容更为深度地深度绑定，如武士道公司在动画的初始阶段就开始投资，动漫播出后推出卡牌，获取了大量忠诚度较高的玩家。2) 卡牌赛事推动玩法创新和热度提升：卡牌的玩法十分多样，每一年比赛季都会有新的打法被选手发现。日本头部的卡牌企业往往通过扩张卡池、改变游戏规则等延续卡牌游戏的生命力，如宝可梦、游戏王等人气始终排名前列。

图：日本五大头部卡牌公司竞争优势及定位分析



资料来源：国信证券经济研究所整理

表：宝可梦赛事与特殊卡组一览

大会名称	决赛地点	特殊牌组
1999年宝可梦卡牌 热带超级对战 日美交流战	美国夏威夷	椰蛋树 [Exeggutor]、热带之风
2000年宝可梦卡牌 热带超级对战 in 夏威夷 世界交流战	美国夏威夷	幸运竞技场
2001年宝可梦卡牌 热带超级对战 世界交流战	美国夏威夷	馆主的宝可梦 热带超级对战、热带超级对战入门牌组等
2002年宝可梦卡牌 热带超级对战 世界交流战	美国夏威夷	馆主的宝可梦 热带超级对战、热带超级对战入门牌组等
2004年宝可梦世界锦标赛	美国佛罗里达州奥兰多	火焰鸡科技、熔岩之灵、岩滩、猛攻队
2005年宝可梦世锦赛	美国加利福尼亚州圣迭戈	灵光气场、邪恶班基拉斯、西方之王、女王国
2006年宝可梦世锦赛	美国加利福尼亚州安那翰	水-洛-蛇、伊布全家族、梦幻电兽、群日众月
2007年宝可梦世锦赛	美国夏威夷州韦科洛亚村	蜻蜓伊布、传说升华、蓝魄、迅速帝王拿破
2008年宝可梦世锦赛	美国夏威夷州韦科洛亚村	幸福控制、帝王高科技、恫吓、精神锁定
2009年宝可梦世锦赛	美国加利福尼亚州圣迭戈	沙墙蜻蜓、金冠猛虎、尼后耿鬼、伦琴蜂
2010年宝可梦世锦赛	美国夏威夷州韦科洛亚村	神灵伦兹、鲤跃龙门、强力棉草、霹雳奈朵
2011年宝可梦世锦赛	美国加利福尼亚州圣迭戈	远古巨磁、莱希爆兽、真实、双胞武王
2012年宝可梦世锦赛	美国夏威夷州韦科洛亚村	梦魔棱镜、时梦卷、代拉超梦、麻鳗超梦
2013年宝可梦世锦赛	加拿大不列颠哥伦比亚省温哥华市	鳗天过海、美国哥德、达克莱伊、究极等离子队
2014年宝可梦世锦赛	美国华盛顿哥伦比亚特区	等离子之力、朽木捷虫、翠绿王、疯狂拳
2015年宝可梦世锦赛	美国马塞诸塞州波士顿	飞锤、拳打与口咬、荣誉水箭龟、原始固拉多
2016年宝可梦世界锦标赛	美国加利福尼亚州旧金山	黑龙、蜂蜂牌组、魔法交响曲、忍者闪击
2017年宝可梦世界锦标赛	美国加利福尼亚州阿纳海姆	无限之力、具甲尘山、冰道一流、武士狙击手
2018年宝可梦世锦赛	美国田纳西州纳什维尔	胜利地图、天龙与阴影、灰尘咒娃、爆肌狼人
2019年宝可梦世锦赛	美国华盛顿哥伦比亚特区	皮卡罗姆裁决、烈火之盒、惊爆大头、完美无缺
2020、2021年宝可梦玩家杯	线上	-
2022年宝可梦世锦赛	英国伦敦	阿狙击、梦幻之形、又是芽米、冰骑帕路
2023年宝可梦世锦赛	日本神奈川县横浜	梦幻的逆袭、超之雅致、无色洛奇亚、盖欧卡LTB
2024年宝可梦世锦赛	美国夏威夷州檀香山	未举行

资料来源：宝可梦百科，国信证券经济研究所整理

3. 中国TCG行业：快速成长的蓝海市场

3.1 发展历程：中国TCG行业1998年萌芽，2018年开始快速发展

中国TCG行业起步于1998年，2018年开始快速发展。1) 1998-2008年为中国卡牌行业的萌芽阶段，1998年万智牌推出简中版本，传入中国，小部分玩家开始接触集换式卡牌。2) 2009-2017年为中国卡牌的初创阶段，部分公司结合中国本土的历史和武侠文化推出了本土卡牌，如2014年北京游卡桌游推出的《三国杀》曾风靡一时。3) 2018年至今中国卡牌行业进入快速发展阶段，一方面2018年起奥特曼、游戏王、宝可梦等知名卡牌进入中国，另一方面2019年青少年防沉迷政策实施、线下娱乐时间增加，卡牌游戏渐渐成为中小學生之间主流的娱乐形式，行业规模从2018年的28亿快速增长至2022年的122亿元。

图：中国卡牌行业发展历程

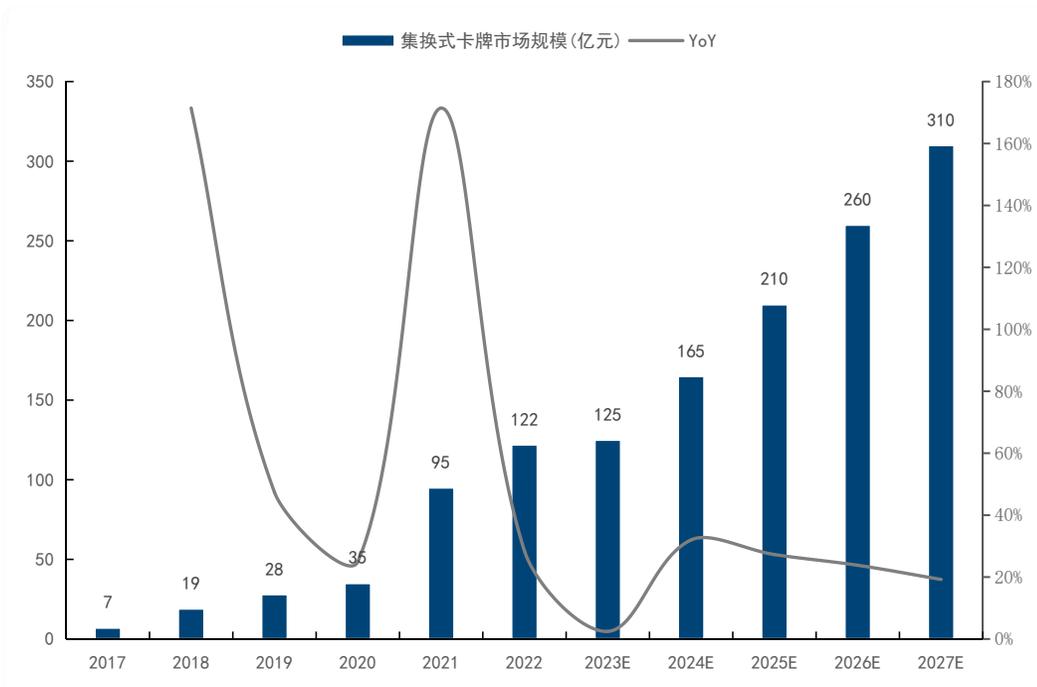


资料来源：万智牌官网、卡游招股书、宝可梦官网、孩之宝官网，国信证券经济研究所整理

3.1 近年TCG行业增速突出，目前已成为IP潮玩行业第三大品类

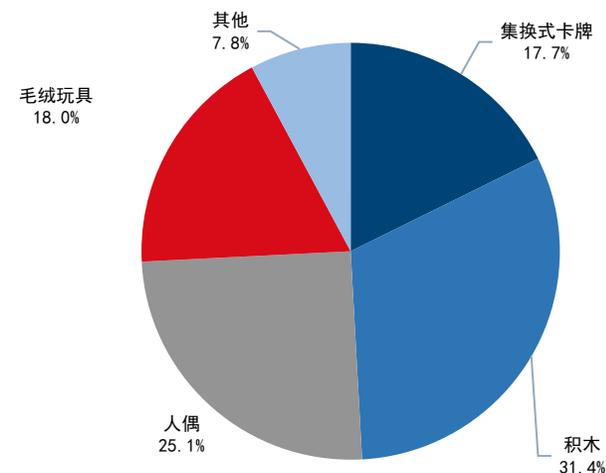
集换式卡牌由于其游戏性、社交属性和收藏属性，成为国内IP潮玩行业增长最快的细分品类。1) 从市场规模来看，2022年中国集换式卡牌的市场规模已达到122亿元，17~22年年均复合增长率为78%，是国内IP潮玩行业增长最快的细分品类。2) 由于玩法独特、具备社交属性，集换式卡牌具有良好的成长前景，据灼识咨询预测，未来3年有望维持年均20%以上的增速。3) 从份额来看，2022年集换式卡牌在IP玩具行业中的约为17.6%，为第三大品类。

图：中国集换式卡牌市场规模及增速



资料来源：卡游招股说明书、灼识咨询，国信证券经济研究所整理

图：2022年IP潮玩行业主要品类及其份额

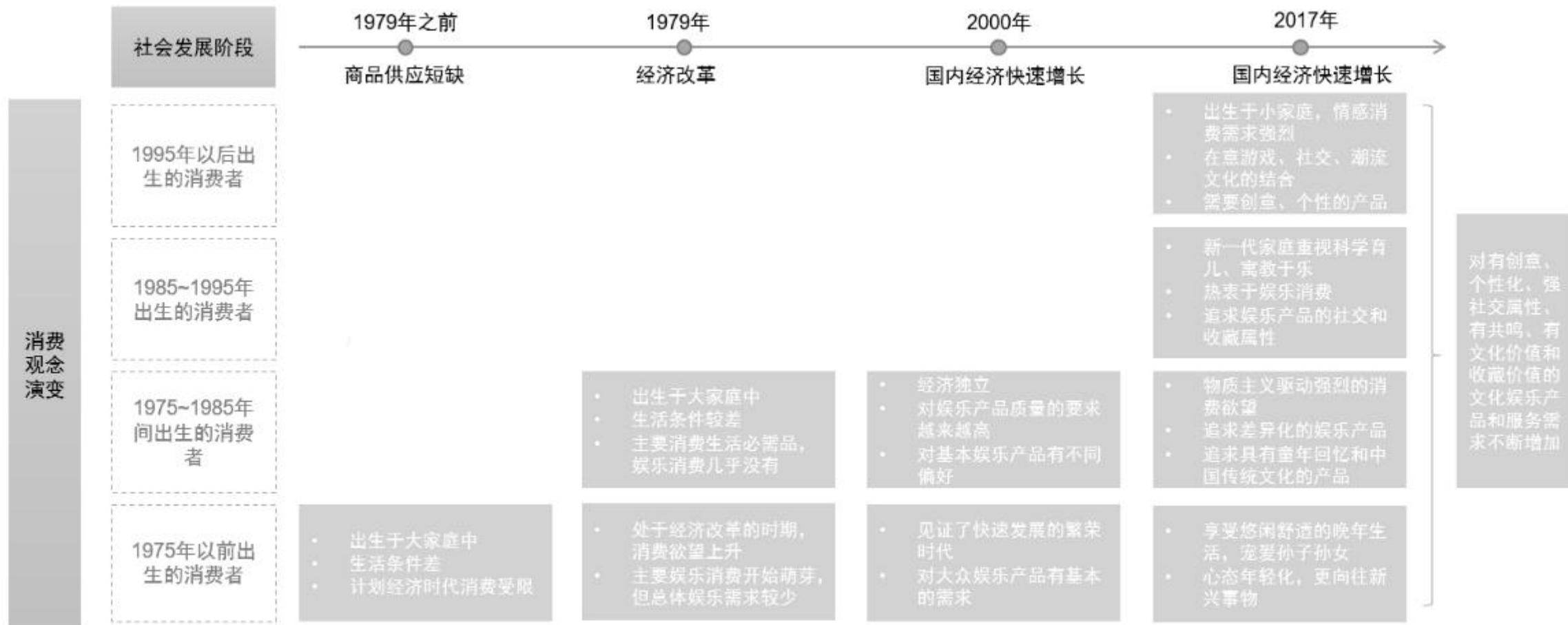


资料来源：卡游招股说明书、灼识咨询，国信证券经济研究所整理

3.2 社会背景：年轻一代情感消费需求强烈，IP消费成为新风口

伴随着社会文化的发展，中国消费者愈发渴望从消费中获得多元价值和情感共鸣，IP泛娱乐消费成为新风口。

图：中国各个世代精神消费需求分析

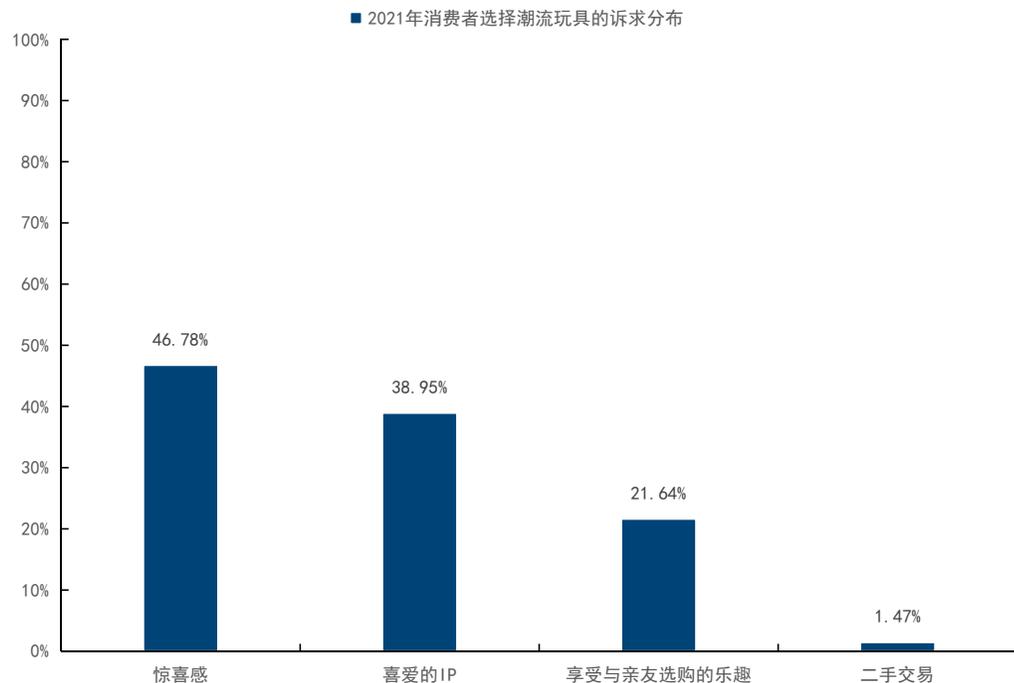


资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

3.2 IP卡牌结合文化、社交属性和盲盒玩法，受到年轻一代的欢迎

IP卡牌蕴含了文化属性和社交属性，盲盒玩法也增加了乐趣。对于国内80、90后的消费者而言，小浣熊水浒卡也绝对是童年的回忆——期待从干脆面里开出想要的卡牌，谁能开出一张稀有卡，或者率先集齐一本卡册，一定会在课间被同学们传阅。这背后是对文化的认同感和对社交、“兴趣圈子”的需求，社科院研究表明，大部分中国消费者选择IP潮玩（包括TCG）的原因主要是惊喜感、喜爱的IP和社交乐趣。此外，盲盒玩法也给卡牌带来了更多的乐趣，部分玩家能从卡包中抽到“隐藏款”，会引来网友或朋友的羡慕，玩家也可以将卡牌在二手交易平台卖出获得收益。

图：中国消费者选择IP潮玩的诉求分布



资料来源：中国社科院，国信证券经济研究所整理

图：小玩家在使用卡牌对战

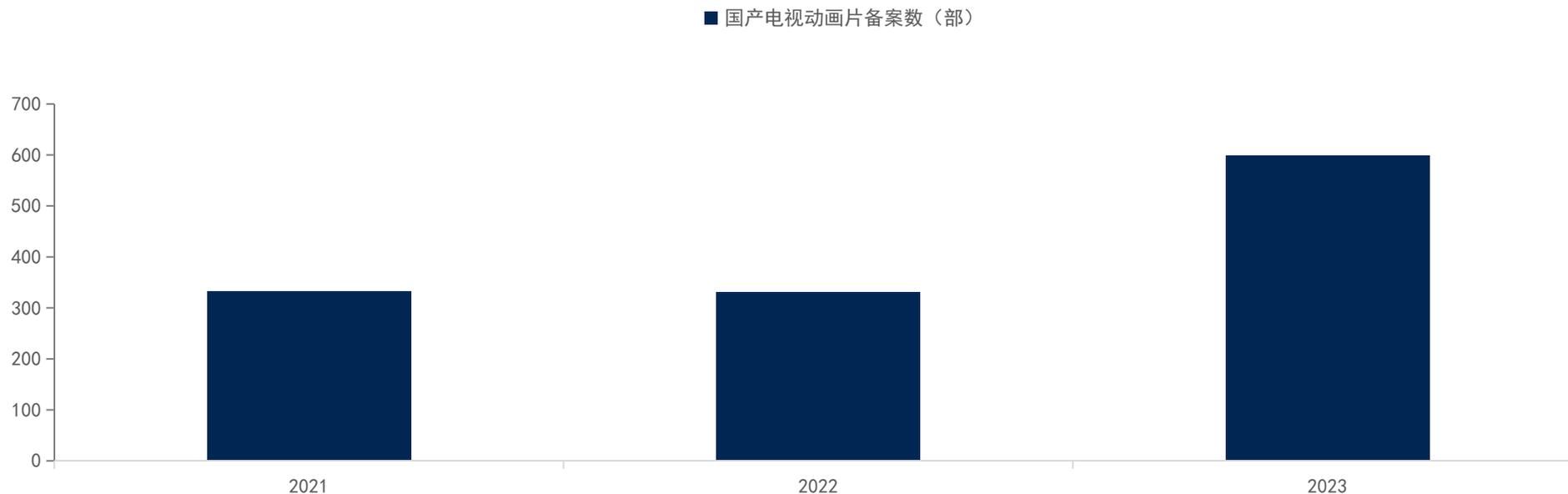


资料来源：上观，国信证券经济研究所整理

3.2 中国有丰富的IP内容积累和完善的产业链

中国有丰富的IP内容积累和完善的产业链，发展潜力充足。1) 从IP储备来看，中国动画片储备充足，2023年备案数量598部创新高。2) 从产业链方面看，我国为玩具生产和出口大国，全世界约有70%的玩具产品产自中国，据企查查数据，目前中国玩具生产商数量超过400万家，中游产业链资源十分丰富。

图：2021-2023年中国电视动画备案数量



资料来源：广电总局，国信证券经济研究所整理

3.3 中国卡牌行业市场规模中长期在360~600亿元左右

中长期维度来看，中国卡牌行业有望超过360亿元。1) 从用户量来看，中国卡牌行业的渗透率较低，主要是由于中国卡牌玩家大多为35岁以下的年轻人群，而2023年日本二次元文化渗透率和卡牌的渗透率分别达到80%/34%。如果中国卡牌在中长期渗透率达到30%（接近日本2023年的水平）、中国二次元文化渗透率提升至60%，那么卡牌用户数有望突破2.0亿人。2) 从ARPU（每用户平均花费）角度，中国卡牌行业2023年人均消费为145元/每年，为日本的1/4，随着新卡牌的推出、旧卡牌的提价，假设中长期中国人均卡牌消费提升至日本目前水平的30%~50%，那么中国人均卡牌消费有望达到174元~290元左右。综合来看，中长期中国卡牌行业的市场空间在360~600亿左右，相比当前市场规模有190%~380%的成长空间。

表：中国卡牌行业空间测算

	2017	2023	中长期	备注
用户数				
日本65岁以下人口数(亿人)	0.91	0.87		
二次元渗透率E	80%	80%		
日本二次元用户数	0.73	0.70		
卡牌在二次元用户中的渗透率	11.0%	33.6%		假设卡牌渗透率=卡牌在潮玩行业的份额
日本卡牌用户数		0.23		
中国65岁以下人口数(亿人)	12.4	11.9	11.5	UNPA预测值
泛二次元用户数	3.1	4.9	6.9	
二次元渗透率	25%	41%	60%	假设青少年对二次元文化的接受度更高
卡牌在二次元用户中的渗透率		17.7%	30%	假设卡牌渗透率=卡牌在潮玩行业的份额
中国卡牌用户数		0.87	2.07	
卡牌人均花费				
日本卡牌人均花费(元/每人每年)	539.5	580.8		日本本土卡牌行业规模/日本卡牌用户数
日本非农家庭人均可支配收入(万元/每人每年)	25.5	29.1		
中国卡牌人均消费(元/每人每年)	12.8	144.9	174.2~290.4	中国卡牌市场规模/中国卡牌用户数
中国城镇人均可支配收入(万元/每人每年)	3.6	5.2		
中国卡牌行业市场空间			361.3~601.1	卡牌用户数*卡牌人均花费

资料来源：世界银行、日本玩具协会、灼识咨询、UNPA，国信证券经济研究所整理预测

4.国内公司IP储备丰富，卡牌市场增长潜力浮现

4.1 卡游：泛娱乐行业的新秀，在集换式卡牌领域份额第一

公司是中国泛娱乐产品行业的领导者，致力于提供高质量、富有趣味和互动性的产品，为广大消费者群体带来快乐和正能量。

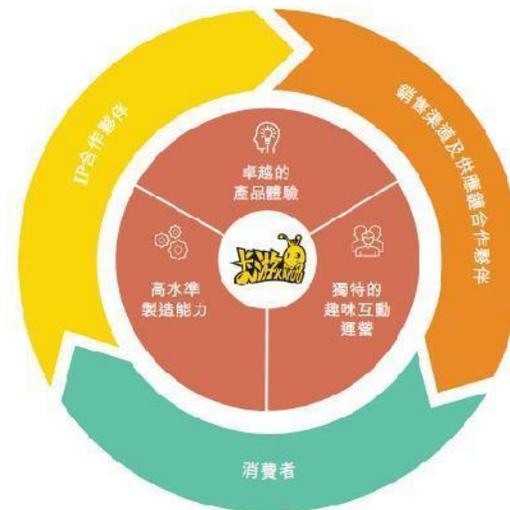
根据灼识咨询的资料，按2022年商品交易总额计，公司在中国的泛娱乐产品行业及泛娱乐玩具行业中排名第二，在快速增长的泛娱乐玩具行业集换式卡牌领域中排名第一，在泛娱乐文具行业中排名第七。

图：卡游公司发展历程



资料来源：卡游招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：卡游公司主要业务

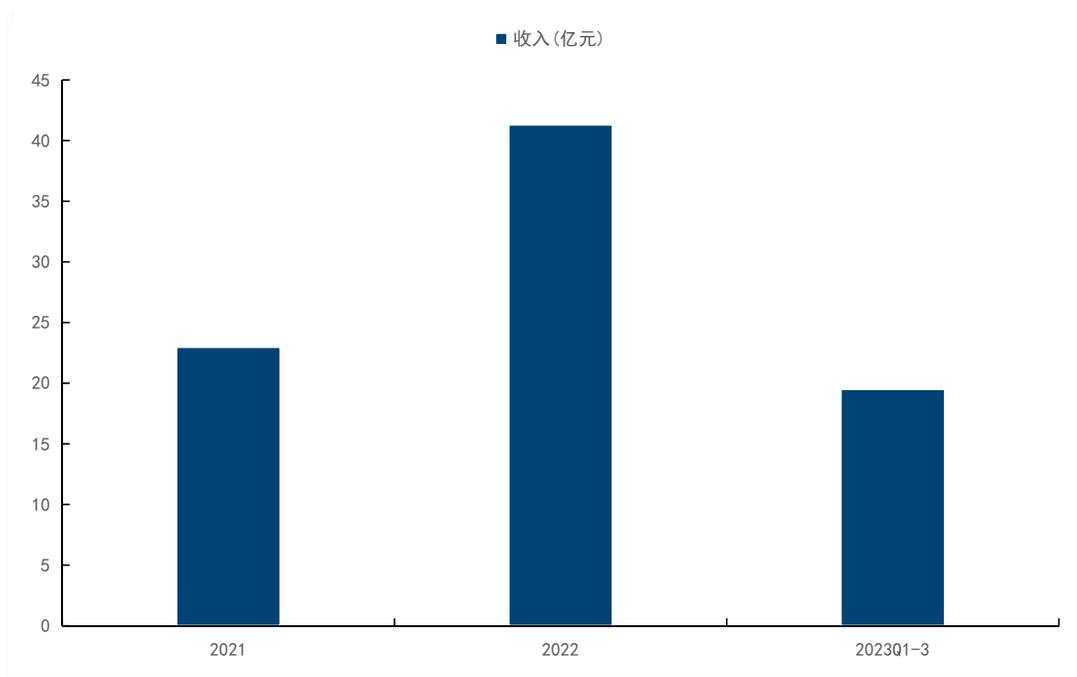


资料来源：卡游招股说明书，国信证券经济研究所整理

4.1 卡游：2022年收入规模超过40亿，利润率较高

卡游2022年收入规模超过40亿，利润率较高。1) 卡游的收入受头部IP卡牌的影响较大，2021年收入规模为23.0亿元，2022年由于小马宝莉卡的爆火收入增长80%至41.3亿元，2023年前三季度收入下降46.6%至19.5亿元。2) 从利润率来看，卡游公司近年整体的毛利率在60%~70%之间，经营利润率在25%~45%之间，在行业内属于较高水平。

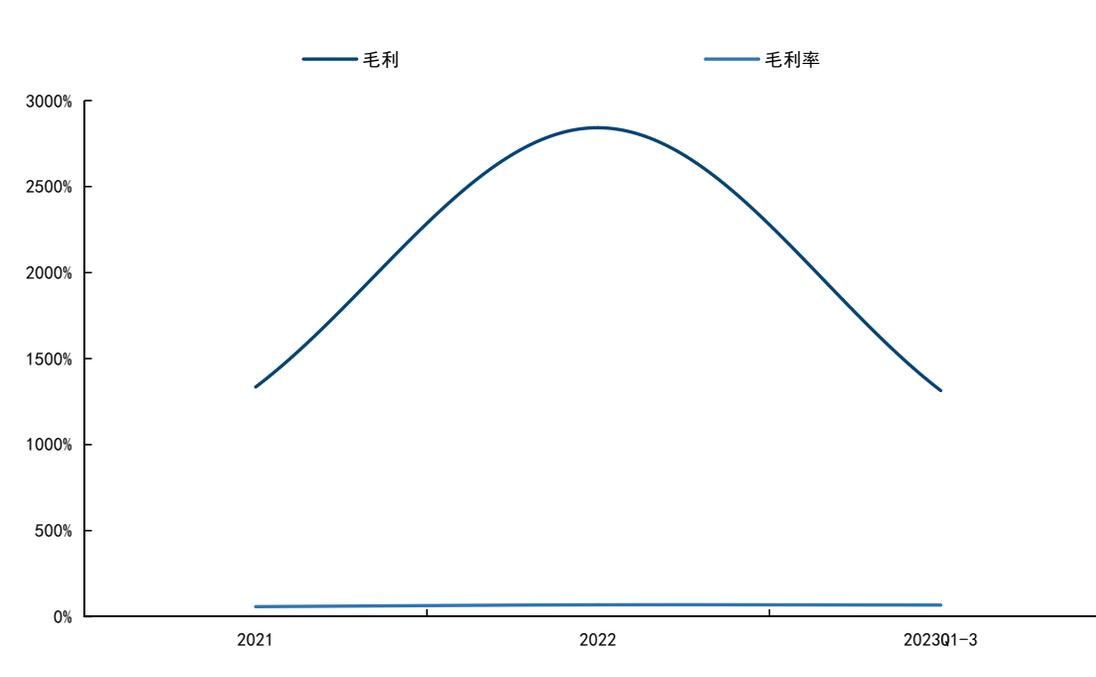
图：卡游收入及变化情况（单位：亿元）



资料来源：卡游招股说明书，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：卡游利润率及变化情况（单位：%）

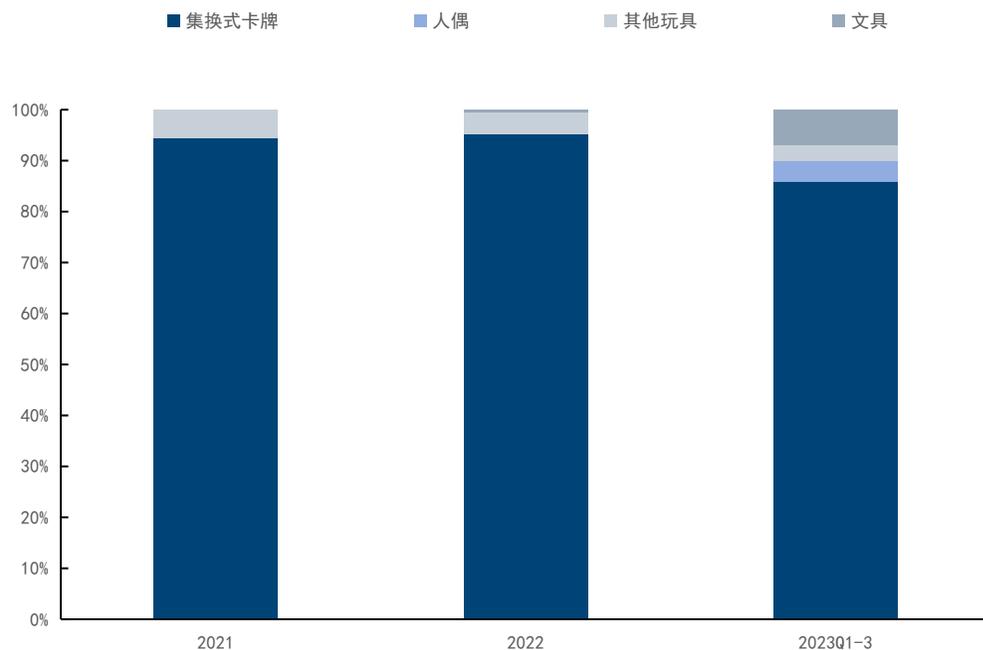


资料来源：卡游招股说明书，国信证券经济研究所整理

4.1 卡游：卡牌贡献公司85%以上的收入，经营利润率较高

卡游的卡牌业务收入占比85%以上，毛利率在70%左右。1) 从收入构成来看，2021-2022年集换式卡牌的收入占比在95%以上，2023年公司拓展品类，集换式卡牌收入占比下降至86%。2) 从各产品的毛利率来看，卡游的集换式卡牌毛利率近年在70%左右，人偶/其他玩具/文具的毛利率分别为43%/54%/40%左右。

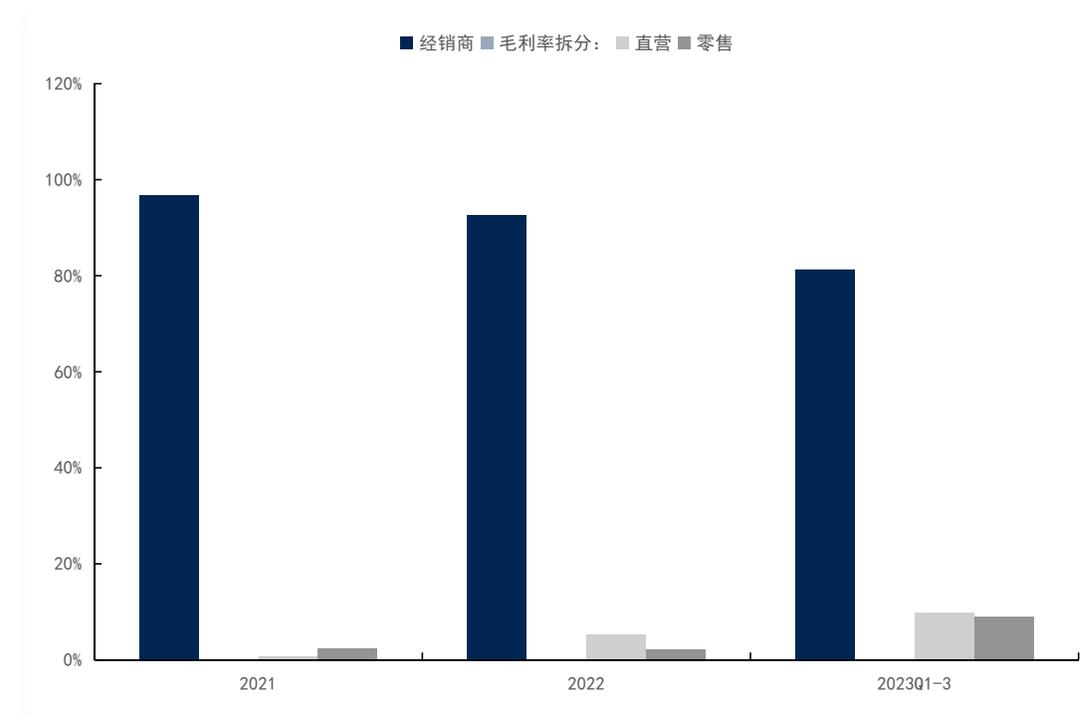
图：卡游分渠道收入构成（单位：%）



资料来源：卡游招股说明书，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：卡游各产品毛利率（单位：%）

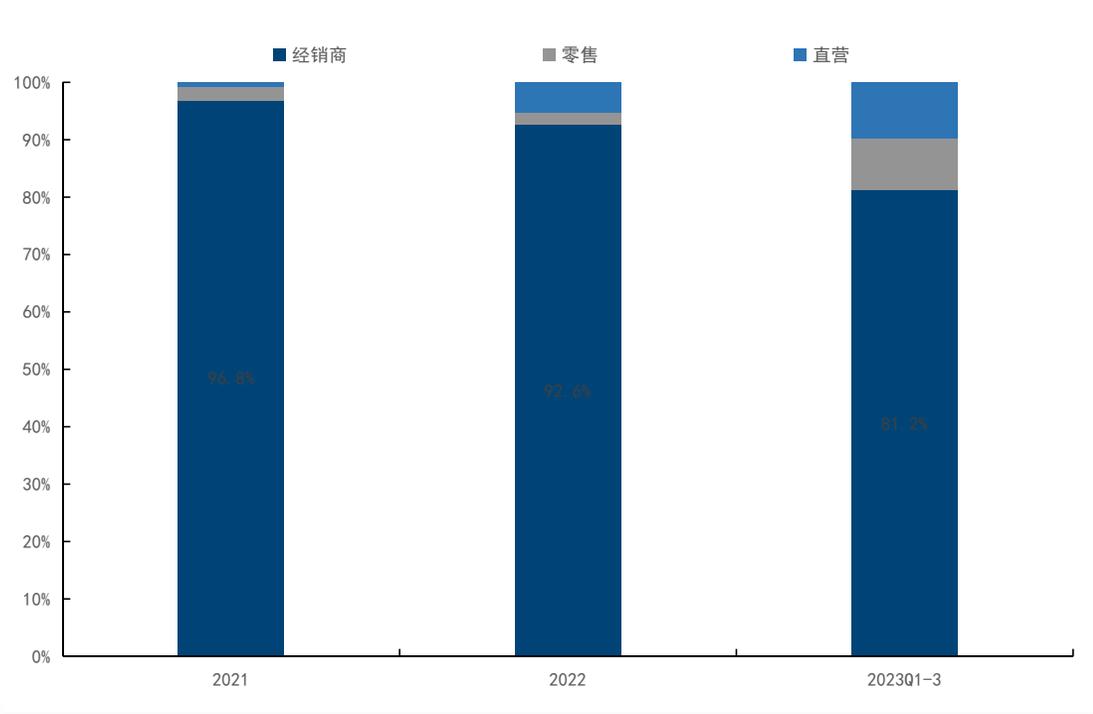


资料来源：卡游招股说明书，国信证券经济研究所整理

4.1 卡游：经销商网络覆盖全国，近年不断加强直营渠道

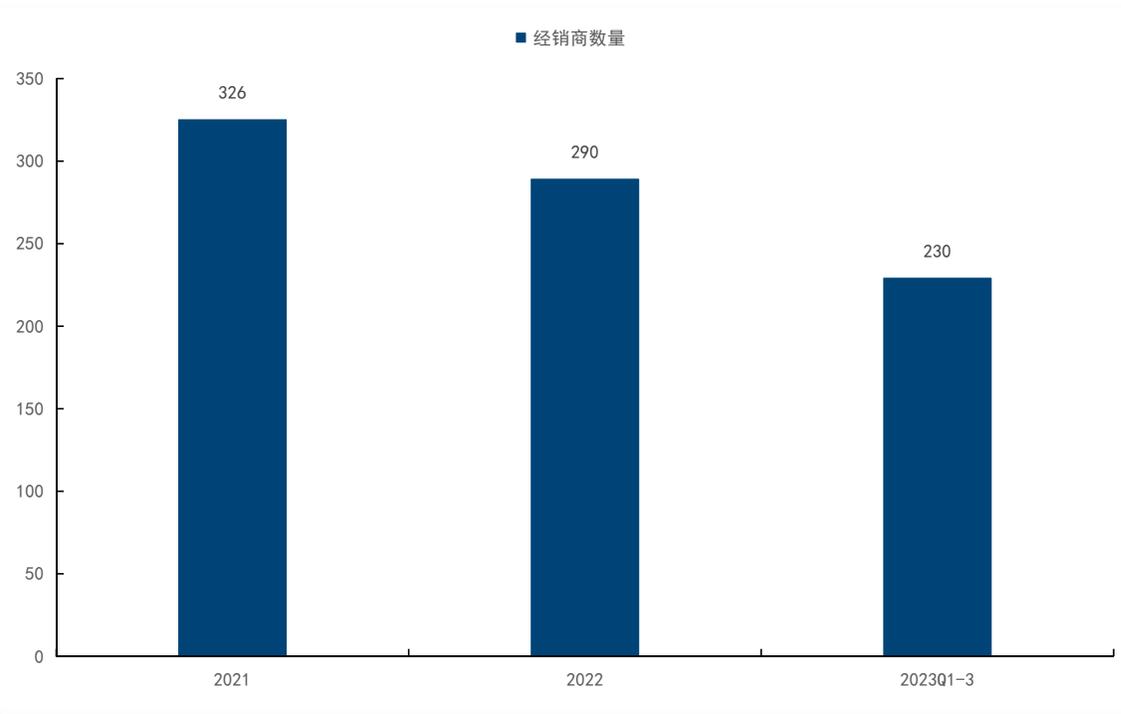
卡游的经销网络强大，近年正不断加强线上下直营店的运营。1) 卡游的产品主要通过经销商渠道销售，2021-2022经销商渠道的收入占比在90%以上，2023年前三季度下降至81%；直营、零售渠道的占比从2-5%上升至9%，主要由于公司加强了线上下直营店的经营。2) 卡游的经销商网络强大，截至2023年9月末在全国31个省份有230个经销商，近年经销商数量下降主要是由于公司主动淘汰了较为落后的经销商。

图：卡游分渠道收入构成（单位：%）



资料来源：卡游招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：卡游经销商数量及变化



资料来源：卡游招股说明书，国信证券经济研究所整理

4.1 卡游：收入爆发力来源于爆款IP卡牌的推出

卡游的产品矩阵丰富且领先。1) 公司的授权IP矩阵丰富，截至2023年9月，公司共有44个授权IP，包括奥特曼、蛋仔派对、火影忍者、名侦探柯南、哈利波特等知名IP。2) 在授权IP之外，公司开始创造自有IP以提高创作的灵活度，2024年3月推出首个自有IP——卡游三国主题产品，产品包括卡游三国卡片和橡皮人偶等，天猫旗舰店月销均超过2000份，初步取得成效。

表：卡游公司主要IP信息一览

IP名称	IP来源	主要产品	授权范围	授权时间
奥特曼	授权	集换式卡牌及文具	中国内地的设计、生产、销售和营销权利	2018-2029年
叶罗丽	授权	集换式卡牌及文具	中国内地的设计、生产、销售和营销权利	2019-2033年
斗罗大陆动画	授权	集换式卡牌	中国内地的设计、生产、销售和营销权利	2020-2025年
蛋仔派对	授权	集换式卡牌及文具	中国内地及东南亚的设计、生产、销售和营销权利	2019-2025年
卡游三国	自有产权	集换式卡牌	不适用	不适用

资料来源：卡游招股书，国信证券经济研究所整理

图：卡游三国卡片、橡皮人偶天猫旗舰店定价及销量



88会员节 卡游三国卡片群

卡游三国演义卡片

¥17.9 折后价 2000+人付款

消费券 官方9折



88会员节 卡游三国迷你像

卡游三国橡皮人偶

¥8.91 折后价 2000+人付款

消费券 官方9折

资料来源：卡游天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

4.2 泡泡玛特：国内最大的IP潮玩公司，开始布局卡牌市场

成立于2010年的泡泡玛特（9992.HK）最初是一家百货店，售卖潮流玩具、文具、饰品、箱包等。2015年起公司考虑转型，聚焦潮流玩具品类。2016年公司首款潮流玩具产品MOLLY星座系列盲盒上市并大受欢迎，此后公司不断完善其IP库，打造新的潮玩产品。

IP是泡泡玛特的核心，主要包含两类：艺术家IP（包括自有IP及独家IP）和授权IP（非独家IP）。据2023年年报，艺术家IP年收入48.22亿元，同比增长32.5%，占总收入的90.8%，主要由于与更多版权方加深合作，推出了更多风格、种类的产品。销售额过亿的IP达到10个，其中头部IP SKULLPANDA、MOLLY收入均突破10亿人民币，销售占比均在16%左右，销售排名前五的IP合计占比在55%左右，说明IP吸引力和公司IP运营能力很强。

2024年5月30日，泡泡玛特发布首套收藏卡牌，集齐了SKULLPANDA、MOLLY、DIMOO、HIRONO、LABUBUA五个最火的IP，产品分为了基础卡和多种特卡，采用限编、亲签、拼卡等方式与泡泡玛特其他业务线结合。

图：泡泡玛特卡牌



资料来源：泡泡玛特官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

图：泡泡玛特卡牌目录



全套卡牌目录

基础卡	(全套66张)
POP Figure 特卡	(全套66张)
— 主题特卡 —	
Photo Shooting 特卡	(全套66张)
13th Anniversary 纪念特卡	(全套13张)
13th Anniversary 纪念合影拼卡	(全套4张)
POP LAND 特卡	(全套10张)
Letter Stamp 特种卡	(全套66张)
— 异色限编 —	
POP Figure 异色限编卡	(全套66张, 限量499/169编)
Sky Letter Stamp 特种卡	(全套14张, 限量369/129编)
Unknown Letter Stamp 特种卡	(全套13张, 限量369/129编)
Kingdom Letter Stamp 特种卡	(全套13张, 限量369/129编)
Forest Letter Stamp 特种卡	(全套13张, 限量369/129编)
City Letter Stamp 特种卡	(全套13张, 限量369/129编)
P.M. Design 异色限编卡	(全套66张, 限量99/39编)
P.C. Design 异色限编卡	(全套6张, 限量9编)
— 签字卡 —	
Signed Photo 签名卡	(全套66张, 限量199/79编)
13th Anniversary Autograph 亲签卡	(全套13张, 限量13/6编)

资料来源：三文娱，国信证券经济研究所整理

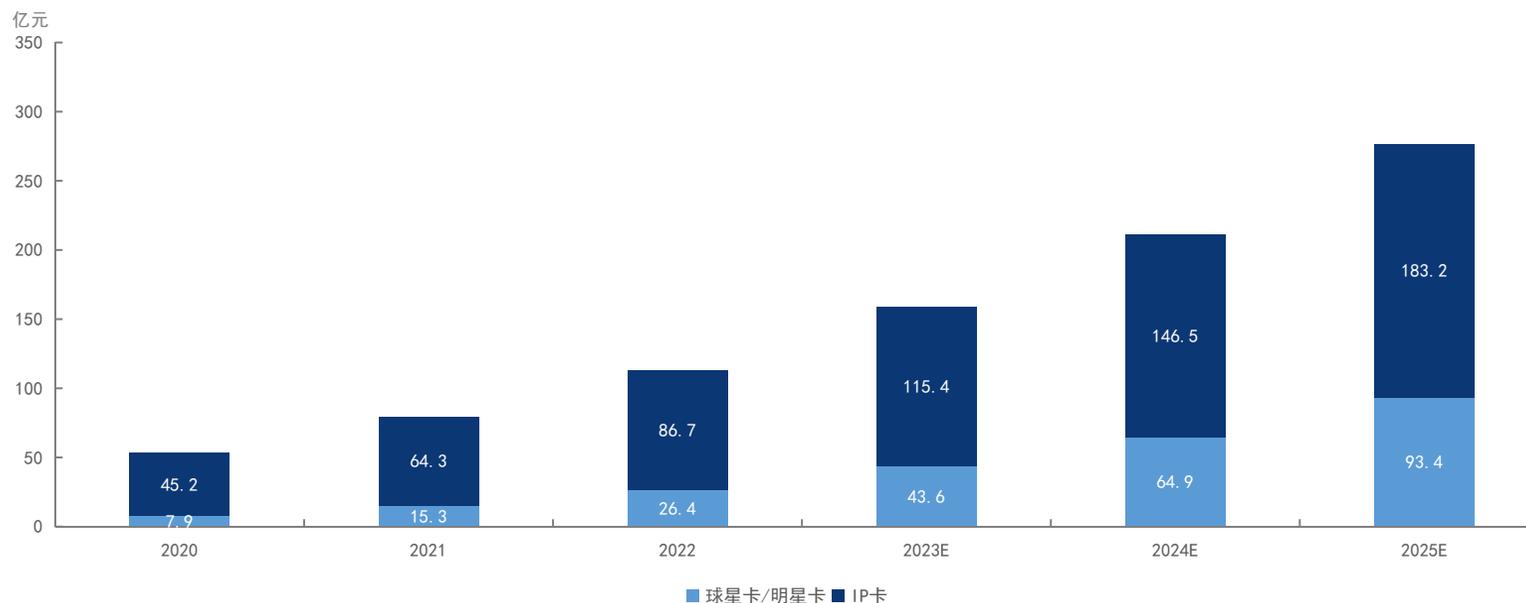
4.3 姚记科技：扑克牌龙头，卡牌业务成为新增长极

姚记科技（002605.SZ）的前身是1994年创立的上海姚记扑克股份有限公司，深耕二十余年后，姚记科技已是国内扑克牌龙头公司。近年公司为打造营收新增量，投资布局游戏、数字营销、泛娱乐产品等业务。

球星卡/明星卡是体育、影视、音乐IP主要的衍生品之一，IP卡为音乐、动漫、游戏等领域的IP衍生品。我国的球星卡/明星卡和IP卡市场处于高速发展阶段，随着篮球、足球等体育赛事、影视、音乐的推广，球星卡/明星卡以及IP卡的市场规模也日益增长，艾瑞咨询预计2025年市场规模将分别达93.4/183.2亿元。

- 姚记科技目前通过投资上海璐到粗企业咨询管理有限公司参与体育文化收藏卡发行及二级交易平台等业务。
- 姚记科技的参股公司姚记潮品获经典IP衍生游戏宝可梦卡牌代理，该卡牌具有极强社交属性，能加速线下布局。

图：中国球星卡/明星卡和IP卡市场规模（包含一级、二级市场）



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

4.3 姚记科技：扑克牌龙头，卡牌业务成为新增长极

姚记科技参与体育文化收藏卡发行及二级交易平台等业务。2022年姚记扑克通过投资上海璐到粗企业咨询管理有限公司（据公司2023年年报，公司持股38.14%），间接入股上海达咖文化发展有限公司（下设达咖文化DAKA，中国唯一一家体育文化卡片制作发行公司）、上海超旺信息科技有限公司（下设卡淘CardHobby，国内目前专业化程度较高，且成功打通海内外市场的头部二手收藏卡交易平台）。

达咖文化DAKA已为众多IP打造了数十款人气产品，例如曼城等国际顶级俱乐部、CBA等职业联赛、上海申花等中超俱乐部、《我和我的祖国》等影视作品、爱奇艺偶像练习生等娱乐综艺、以及中国拳王邹市明等收藏卡相关产品。卡淘CardHobby成立于2015年3月，是球星卡收藏交流网站与球星卡交易APP平台的服务提供商。其2021年GMV突破6亿元，同比增速超过300%；月GMV最高突破5000万元。

宝可梦集换式卡牌游戏(Pokemon Trading Card Game)简称 PTCG，是以热门经典游戏《宝可梦》系列作为世界观的对战型集换式卡牌游戏。姚记潮品成为了PTCG简体中文版的代理经销商之一，负责综合零售店铺渠道销售。借助该卡牌极强的社交属性，姚记潮品可加速线下布局。据天眼查，姚记科技执行董事姚朔斌通过海南鸿言信息科技有限公司对姚记潮玩持股37.86%。

图：姚记科技



图：达咖文化DAKA产品



图：卡淘CardHobby交易平台产品界面



图：宝可梦IP卡



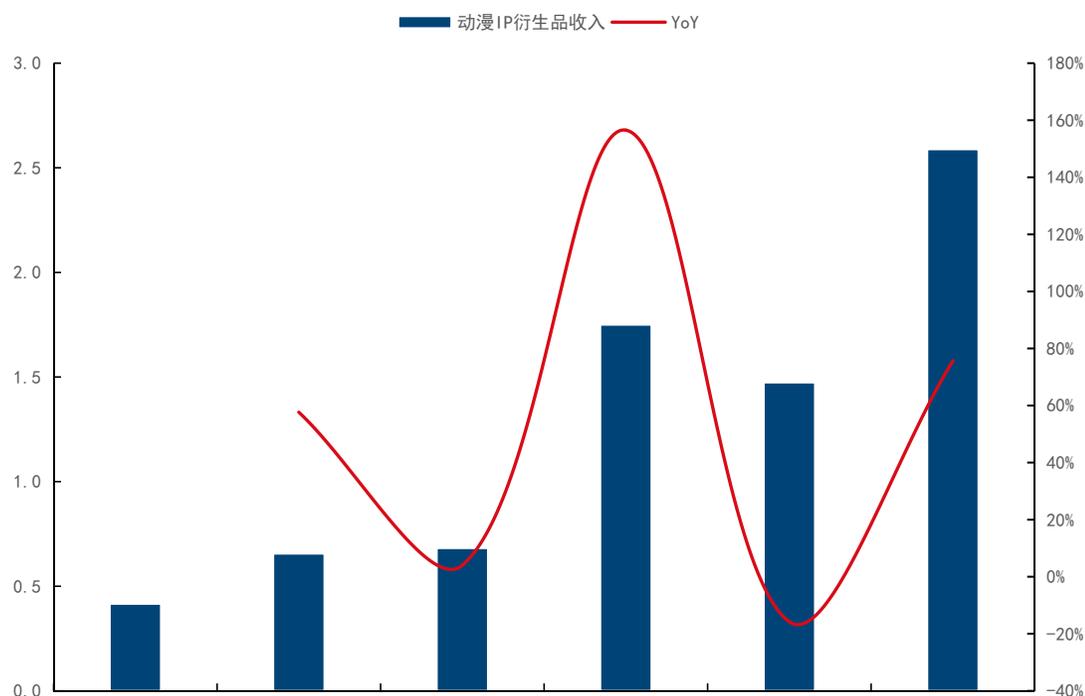
资料来源：姚记科技，达咖文化DAKA官网，卡淘CardHobby官网，宝可梦官方微博，国信证券经济研究所整理

4.4 华立科技：通过IP街机销售卡牌等动漫衍生品

华立科技的主营业务为IP街机，是万代奥特曼街机在中国的代理商。在卡牌业务方面，华立科技从万代等版权方获得授权或采购设备，将有动漫IP形象的设备投放至万达宝贝王、大玩家、汤姆熊等游乐场门店，消费者可以在奥特曼、宝可梦等街机设备上购买卡牌、手办或其他衍生品，而游乐场赚取差价。

2023年公司的动漫IP衍生产品销售收入2.5亿元，18~23年年均复合增速44.1%，主要是由于公司持续引入《奥特曼》《龙珠》《宝可梦》等优质IP赢得消费者的喜爱。

图：华立科技动漫IP衍生品收入



资料来源：华立科技年报，国信证券经济研究所整理

图：华立科技动漫IP衍生品产品示例



资料来源：华立科技年报，国信证券经济研究所整理

4.5 奥飞娱乐：自有IP粉丝基础庞大，具备推出爆款IP卡牌的潜力

奥飞娱乐自有IP内容积累深厚、粉丝基础庞大，具备推出爆款IP卡牌的潜力。1) 奥飞娱乐成立于1993年，是国内第一家动漫上市公司，公司旗下有多项优质动漫IP，如“喜羊羊与灰太狼”“超级飞侠”“萌鸡小队”“贝肯熊”“巴啦啦小魔仙”“铠甲勇士”“巨神战击队”等。公司的动漫剧集持续推出维持了IP的长生命力，《超级飞侠》已出到第15季，《喜羊羊与灰太狼》已出到第7部，《量子战队》《巴啦啦小魔仙》《萌鸡小队》已出到第5季，公司的IP剧集储备丰富、粉丝数量庞大，具有进一步商业化的潜力。2) 在卡牌业务方面，2018年起公司已对卡牌业务进行一些试水，推出过铠甲勇士、喜羊羊卡片，但仍处于初创阶段。

图：奥飞娱乐IP矩阵



资料来源：奥飞娱乐官网，国信证券经济研究所整理

图：铠甲勇士抖音官方账号粉丝数超800万



资料来源：抖音，国信证券经济研究所整理

图：喜羊羊与灰太狼官方账号粉丝数超1300万



资料来源：抖音，国信证券经济研究所整理

5.投资建议

中国卡牌行业未来成长空间较大，头部IP潮玩公司有望抓住行业机遇。1) 从行业层面来看，中国卡牌行业近年快速兴起、用户基数庞大、Z时代用户较多，未来随着TCG用户渗透率的增长和Z世代用户收入的提升，TCG卡牌行业有望迎来量价双增。2) 从公司层面看，中国TCG行业的头部公司目前以代理海外知名产品为主，但中国本土文化底蕴深厚、动画产业作品较多，有望推出自有IP卡牌。推荐IP创作、运营、销售能力较强的泡泡玛特，销售渠道较为完善的姚记科技，以及IP粉丝基础庞大的奥飞娱乐。

表：卡牌行业相关公司及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
9992. HK	泡泡玛特	优于大市	39.45	530	0.35	0.81	1.34	1.67	111	49	29	24
002605. SZ	姚记科技	优于大市	18.49	77	0.84	1.36	1.62	1.86	22	14	11	10
002292. SZ	奥飞娱乐	优于大市	5.64	83	-0.12	0.06	0.14	0.21	(49)	89	41	27

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 一、监管政策风险。监管政策变化对行业经营将带来较大的不确定性。
- 二、利润不达预期风险。TCG卡牌的销售额、销售量等具备较大不确定性，相应营收和利润存在较大的不确定性。
- 三、宏观经济风险。宏观经济波动对内容创作和消费者消费心理的影响较大，若宏观经济增长低于预期，将对相关板块营收带来较大影响。
- 四、商誉及资产损失计提等风险。

《泡泡玛特（09992.HK）-出海及新IP表现亮眼，上半年净利润预增90%以上》 -- 2024-07-20

《泡泡玛特（09992.HK）-2023年收入利润全面恢复，IP运营和出海能力持续验证》 -- 2024-04-09

《泡泡玛特（09992.HK）-全产业链一体化运作的潮玩龙头》 -- 2024-01-05

《泡泡玛特（09992.HK）-营收及利润同比向上，IP打造及海外市场值得持续期待》 -- 2023-09-04

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032