

2024年11月30日

历史的回溯与映射：IP、文化与社交

投资评级：看好（维持）

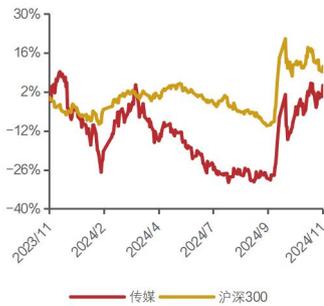
——卡牌行业系列报告（一）

证券分析师

陈良栋
SAC: S1350524100003
chenliangdong@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- 中国卡牌市场已具备消费基础，步入快速增长期。参考海外，日本和美国的卡牌产业发展相对成熟，根据卡游招股说明书，2022年按商品交易总额计的美国、中国、日本集换式卡牌行业市场规模分别为172亿元、122亿元、114亿元。结构来看，2023年，卡牌为日本玩具行业第一大品类（份额40.3%），近五年年均复合增速21%。
- 复盘美国卡牌市场发展历程。美国卡牌市场以体育文化为核心，尤其是棒球、篮球、橄榄球等主流体育项目的球星卡构成市场主体。美国卡牌市场的主要特征是金融化和投资化。1990年代后，美国球星卡市场从单纯收藏品向投资工具转型，美国球星卡投资逐渐形成了一整套生态体系，涵盖了评级、保险、拍卖、交易、鉴定等各个环节。随着投资与交易生态的逐步完善，球星卡的市场定位与价值体系被重塑。
- 复盘日本卡牌市场的发展历程。日本卡牌行业主要经历1990年代和2010年代两大热潮。前者主要受到动漫文化影响，使得日本卡牌产业展现出更强的娱乐性和社交性，最具代表性的如游戏王和宝可梦。该阶段线下卡牌渠道广泛建立，赛事、渠道和社区成为连接玩家的重要纽带。后者主要受年龄结构的影响，由于日本整体年龄组扩大，成年人通常具有更高购买力，且大量非卡牌玩家入场，卡牌成为具有增值潜力的投资品。据日本玩具协会，2023年，日本集换式卡牌的市场规模高达2774亿日元（约人民币132亿元），同比增长18%，占玩具市场规模27.22%。
- 宝可梦简中版是中国现代TCG的开拓者和引路人。宝可梦卡牌简中版扩大集换式卡牌的影响力。据集换社APP，2023年集换社成交买家人数达19万人，同增83%，成交卖家人数达6.82万人，同增103%，集换社成交量达286万，同增138%，成交张数达3401万张，同增145%。2023年，宝可梦简中的二手市场份额达到85%。我们认为，中国具有卡牌增长的显著内生人口基础，以及可认同的消费观念。远期待来看，参考日本和美国卡牌行业的发展路径，着重关注原创IP孵化、竞技赛事布局、渠道和铺货能力的提升以及良性卡牌文化和交易市场的培育。
- 投资分析意见：我们认为，应重视卡牌等线下高景气度产业发展，且卡是IP重要的衍生品形态，目前“游戏”和“影视”头部IP持续加码布局，建议关注相关产业链布局公司。建议关注【姚记科技】【泡泡玛特】【奥飞娱乐】【阅文集团】【华立科技】【上海电影】【卡游】（港股已提交申请书）【布鲁可】（港股已提交申请书），以及部分游戏公司也尝试卡牌布局，建议关注【腾讯控股】【网易】【完美世界】【巨人网络】【恺英网络】等。
- 风险提示。客户流失风险；行业竞争加剧风险；IP运营风险；销售渠道管理风险。

内容目录

1. 卡牌：兼具游戏与收藏属性	10
1.1. 集换式卡牌：市场规模大且增长迅速	11
1.2. 收藏卡：交投活跃，配套服务随之发展	13
2. 美国卡牌市场溯源：卡牌的金融化和投资化	15
2.1. 烟草卡和贸易卡是最初雏形（19 世纪末至 20 世纪初）	15
2.2. 卡牌生产的标准化与主题的多样化（20 世纪中期）	16
2.3. 球星卡投资形成完整生态体系（20 世纪末至今）	19
3. 日本卡牌市场溯源：动漫文化的承载与传播	22
3.1. 发展历程复盘与总结	22
3.1.1. 本土卡牌游戏的开发（1980 年代至 1990 年代初）	22
3.1.2. 原创卡牌游戏引入全球市场（2000 年代中期至 2010 年代初）	25
3.1.3. 社区、竞技、收藏与交易的完善生态搭建（2010 年代中期至今）	26
3.2. 日本集换式卡牌发展核心要素	28
3.2.1. 渠道：玩家社区的核心组成要素	28
3.2.2. 赛事：社区更大范围的延申与连接	31
3.2.3. 动漫文化：丰富情感价值的承载	33
3.2.4. 人口：年龄组扩大，成人新消费趋势	35
3.2.5. 投资属性：卡牌行业继续蓬勃发展的新态势	36
4. 中国卡牌市场：具备消费基础，步入快速增长期	40
4.1. 从宝可梦简中看国内卡牌产业的培育与雏形	40
4.1.1. 扩张逻辑：宝可梦卡牌推动完整产业体系搭建	40
4.1.2. 数据验证：宝可梦简中版带来的行业扩张	47
4.2. 中国市场再回顾：走向规范化，步入快速增长期	50
4.3. 中国仍具有卡牌产业的文化土壤和发展空间	54
4.4. 远期展望：潜力较大，远期市场空间超 300 亿元	59
5. 卡牌行业相关标的梳理	63
5.1. 卡游：卡牌龙头，产品多元，优势突出	63
5.2. 姚记科技：全链路前瞻布局卡牌新赛道	65
5.3. 奥飞娱乐：国产 IP 资源丰富	66

5.4. 上海电影：卡牌产品布局拓展 IP 边界	67
5.5. 华立科技：国内游艺行业龙头，加快 IP 部署	67
6. 风险提示	69

图表目录

图表 1: 实体卡牌的卡面、卡包、卡盒	10
图表 2: 集换式卡牌 (TCG) 与收藏卡牌 (CCG) 的区别和联系	10
图表 3: 集换式卡牌 (TCG) 构成要素 (以卡游奥特曼卡牌及英雄对决游戏为例)	11
图表 4: 宝可梦卡面介绍	11
图表 5: 从左至右分别是“宝可梦”C 普通卡(Common)、SR 隐藏稀有卡(super rare)、SSR 闪光隐藏稀有(shiny super rare)、HR 超级稀有(hyper rare)	12
图表 6: 集换式卡牌 (TCG) 市场情况	12
图表 7: 收藏卡牌 (Collectible Card) 构成要素 (以宝可梦卡牌为例)	13
图表 8: 收藏卡 (CCG) 的主要售卖形式	14
图表 9: 19 世纪末美国贸易卡	15
图表 10: 19 世纪末美国香烟卡	15
图表 11: 19 世纪末棒球运动在美国普及	16
图表 12: Allen & Ginter 发布“世界冠军”系列棒球卡	16
图表 13: 美国早期的卡片印刷质量较为基础	16
图表 14: 美国早期卡片正面通常印有选手图像	16
图表 15: 1930 年-1959 年美国个人消费支出 (十亿美元)	17
图表 16: 棒球卡的正面是附有球员信息的彩色肖像	17
图表 17: 棒球卡的反面是球员的统计数据 and 传记信息等	17
图表 18: 1940 年, Gum 公司推出的超人系列卡牌	18
图表 19: 1962 年, Topps 推出以火星人攻击地球为主题的卡牌	18
图表 20: 印刷技术进步下出现高级球星卡	18
图表 21: 《万智牌: 聚会》的首批发行版本	19
图表 22: 《万智牌: 竞技场》游戏界面	19
图表 23: 万智牌 2024 职业巡回赛决赛现场	19
图表 24: 万智牌线下赛事晋级过程	19
图表 25: PSA 公司的卡牌拍卖服务	20
图表 26: 包括亲笔签名的球星卡随机插入卡包中	20
图表 27: ebay 上的球星卡交易	21
图表 28: 卡牌的 NFT 形式	21

图表 29: 2003 年-2023 年日本玩具行业和集换式卡牌行业市场规模	22
图表 30: 日本传统纸牌-花札	23
图表 31: 日本传统纸牌-卡巴	23
图表 32: 1985 年, 新和出版社翻译的 TRPG 《龙与地下城》日文版在日本发售	23
图表 33: 《万智牌》日文版	23
图表 34: 第一批神奇宝贝游戏发布	24
图表 35: Pokémon Red – The Gameboy 的开场屏幕	24
图表 36: 最初的 PTCG 是作为于 1996 年 11 月刊的《龙漫 CORO-CORO》的附赠品	24
图表 37: 杉森建(左)是宝可梦系列游戏的插画师和设计师, 田尻智(右)是宝可梦公司的创始人之一	24
图表 38: 日本漫画家高桥和希所创作的漫画《游戏王》	25
图表 39: 东映动画公司制作的第一部《游戏王》动画	25
图表 40: 《战斗精神》卡牌及其衍生动画	25
图表 41: Bushiroad 公司的集换式卡牌产品	25
图表 42: Bushiroad 旗下卡牌产品《卡片战斗!! 先导者》以 TCG 为主, 向动漫、漫画、游戏等领域拓展	26
图表 43: 《宝可梦集换式卡牌游戏 Online》游戏界面	26
图表 44: Pokémon TCG Online 中的卡牌与实体卡牌相同	26
图表 45: 《炉石传说》游戏界面	27
图表 46: 2024 年 9 月 25 日《炉石传说》回归中国市场	27
图表 47: 2018 年至 2023 年全球生产的新宝可梦卡数量(亿)	27
图表 48: 2018-2022 财年日本集换式卡牌游戏市场的出货量(亿日元)	27
图表 49: 2024 年 2 月日本集换式卡牌月销售额(亿日元)	28
图表 50: 2022 年日本卡牌商店卡牌营业额类型占比	28
图表 51: 线下卡牌店铺内部分为多个区域	29
图表 52: 线下卡牌店铺设置社交与活动区域	29
图表 53: 2024 年 8 月“宝可梦中心节”活动日历	29
图表 54: 宝可梦中心及分支机构将举办儿童活动	29
图表 55: 宝可梦卡牌日本店铺分布情况	30
图表 56: 宝可梦中心冲绳的内部设计以冲绳美丽的自然风光为主题	30
图表 57: 宝可梦中心涩谷的口袋妖怪设计实验室	30
图表 58: 2018 年“宝可梦中心东京 X 宝可梦咖啡馆”开业	31

图表 59: 宝可梦中心池袋开设外卖型店铺“皮卡丘甜品”	31
图表 60: 卡牌竞技赛事的三大作用	31
图表 61: 游戏王北美世界锦标赛预选赛画面直播	32
图表 62: 2022-2023 年游戏王世界资格积分排行榜	32
图表 63: 宝可梦 TCG 赛事体系	32
图表 64: 宝可梦世界锦标赛现场	33
图表 65: 宝可梦 2024 年冠军系列赛日期和地点揭晓	33
图表 66: 游戏王动漫作品	33
图表 67: 动画作品《游戏王: 怪兽之决斗》剧照	33
图表 68: 游戏王 IP 的衍生产品, 涵盖动画、漫画到玩具、音乐等	34
图表 69: Steam 平台上可游玩《游戏王: 大师决斗》	34
图表 70: 《游戏王:Rush Duel》上架 Switch	34
图表 71: 吸引当地渔业的“渔民卡”	35
图表 72: 来自东京 23 区的假面骑士设计的沙井卡	35
图表 73: 日本人口结构情况与集换式卡牌市场规模情况对比	36
图表 74: 2019 年日本家庭在“玩具”上的支出金额(日元)	36
图表 75: 截至 2023 年 2 月, 全球拍卖会上售出的最有价值的宝可梦交易卡(百万美元)	37
图表 76: 宝可梦日版 RRR 卡	38
图表 77: 宝可梦日版 CSR 卡	38
图表 78: 宝可梦卡牌稀有度分类及其工艺	38
图表 79: 著名宝可梦画师有田满弘的作品	39
图表 80: 宝可梦集换式卡牌简体中文版发展历程梳理	40
图表 81: 2022 年 10 月 28 日, 宝可梦卡牌简中版第一弹【太阳&月亮·横空出世】正式 发售	41
图表 82: 宝可梦卡牌简体中文版第一弹商品情报	41
图表 83: 宝可梦卡牌同步推出一系列周边产品	41
图表 84: 宝可梦卡牌 DIY 相框	42
图表 85: 宝可梦卡雕创作	42
图表 86: 小程序及时发布有关宝可梦卡牌的最新资讯	42
图表 87: 小程序具有强大的卡牌查询功能	42
图表 88: “宝可梦卡牌会员”小程序具有全面的活动搜索及参赛功能	43

图表 89: 上海宝可梦官方卡牌道馆店面	43
图表 90: 上海宝可梦官方卡牌道馆中举办活动	43
图表 91: 宝可梦卡牌官方道馆及线下活动	44
图表 92: 宝可梦简中卡在国内具有完整的赛事体系	45
图表 93: 2023 宝可梦深圳大师赛现场	45
图表 94: 2023 宝可梦深圳大师赛开幕式	45
图表 95: 上海风卡游戏负责众多卡牌赛事承办	46
图表 96: 姚记潮品负责宝可梦道馆和非核心赛事举办	46
图表 97: 以巨型球幕为载体的宝可梦卡牌灯光秀	46
图表 98: 宝可梦精灵球主题快闪店	46
图表 99: 宝可梦联合上海图书馆举办互动阅读推广活动	47
图表 100: 超极巨化皮卡丘气球空降宁波和南京	47
图表 101: 哔哩哔哩中宝可梦卡牌相关视频	47
图表 102: 宝可梦官方正式宣布王一博成为代言人	47
图表 103: 2022-2023 年中国集换式卡牌二级市场核心数据概览	48
图表 104: 2023 年各 IP 卡牌市场情况 (集换社平台统计)	49
图表 105: 集换社平台上各卡牌卡组均价测算	49
图表 106: 2023 年集换社平台上各卡牌不同语言交易情况	50
图表 107: 卡牌市场产业链拆解	51
图表 108: 1993-2022 年美国、日本和中国大陆人均国民总收入与头部卡牌产品历史定价情况	52
图表 109: 正版卡牌的定价从几十到上百元不等	52
图表 110: 盗版卡牌售价最低至几元一盒	52
图表 111: 简中版卡牌的国内市场情况	53
图表 112: 中国泛娱乐玩具行业市场规模情况 (亿元)	54
图表 113: 2022 年各国集换式卡牌行业市场规模与人均支出对比	54
图表 114: 2024 年中国新青年日常消费诉求	55
图表 115: “兴趣消费” 概念定义	55
图表 116: 2010-2023 年中国居民教育文化消费支出、居民人均消费支出与消费趋势	55
图表 117: 2020-2025 年中国收藏卡消费者规模	56
图表 118: 球星卡/明星卡消费者购买频率	56
图表 119: 实体卡牌商业模式是手游在卡牌上的进一步验证	56

图表 120: 2015-2025 年盲盒行业市场规模	57
图表 121: 消费者选择球星卡/明星卡卡包的因素	57
图表 122: 小马宝莉卡牌不同价格层次的卡盒	57
图表 123: 消费者购买 IP 收藏卡的心态	58
图表 124: 集换社 APP 中进行卡牌二级市场的交易	58
图表 125: 藏卡评级 (CCG) 在国内外集换式卡牌、收藏型卡牌等多个卡牌评级鉴定领域均积累了丰富的经验	58
图表 126: 保粹评级收藏卡收费标准	58
图表 127: 各卡牌交易平台特征	59
图表 128: 2022 年中国 IP 潮玩行业主要品类及其份额	59
图表 129: 2023 年日本玩具行业主要品类及其份额	59
图表 130: 卡盟原创 IP 《水浒英雄》	60
图表 131: 卡游原创 IP 《卡游三国》	60
图表 132: 卡游主要 IP 储备	60
图表 133: 卡游线下直营店	61
图表 134: 线下自动贩卖机	61
图表 135: 2021-23Q3 卡游经销商、直营店数量	61
图表 136: 卡牌产业相关政策	62
图表 137: 卡游旗下 IP 一览	63
图表 138: 卡游集换式卡牌产品	63
图表 139: 公司产品分类及价格和销量情况	63
图表 140: 公司主要 IP 储备	64
图表 141: 2021-2023Q3 公司各产品营收情况 (亿元)	64
图表 142: 2021-2023Q3 公司销售成本结构 (亿元)	64
图表 143: 2021-2023Q3 公司分产品毛利率水平	64
图表 144: 2021-2023Q3 公司各渠道收入 (百万元)	64
图表 145: 2021-2023Q3 公司经销商、直营店数量	64
图表 146: 卡淘 APP 及卡淘网页版	65
图表 147: 上海璐到粗企业咨询管理有限公司股权结构	65
图表 148: 姚记潮品自研“通顶雪道”小程序	66
图表 149: 闪魂第五人格《雕刻时光》收藏卡	66
图表 150: 奥飞娱乐旗下卡牌产品	66

图表 151: 奥飞娱乐《铠甲勇士竞技收藏卡-战神版》	66
图表 152: 上影元联合卡盟文创推出《卡片英雄-星球一番》第一弹	67
图表 153: 公司联合卡星时代推出《大闹天宫》集换式卡牌	67
图表 154: 2020-2024Q3 公司动漫 IP 衍生产品收入情况	68
图表 155: 2020-2024Q3 公司动漫 IP 衍生产品毛利率情况	68

1. 卡牌：兼具游戏与收藏属性

集换式卡牌（TCG，Trading Card Game）和收藏卡牌（CCG，Collectible Card）两者在功能、使用场景、市场定位等方面存在一定区别。集换式卡牌通常是以对战为核心的游戏类型，玩家通过收集、交换、构建卡组来进行策略博弈，而收藏卡牌则更多是作为艺术品或纪念品，被玩家或收藏家以收藏为主要目的进行收集。

图表 1：实体卡牌的卡面、卡包、卡盒



资料来源：KONAMI 官网，华源证券研究所

但实际上集换式卡牌和收藏卡牌都常以 IP 为主题，且皆具备收藏价值。两者都基于“稀有度”和“主题性”设计原则，如集换式卡牌中的“宝可梦”系列 IP，收藏卡牌中的“小马宝莉”IP 等，此外，收藏和交易行为形成了活跃的市场生态，玩家和收藏家通过交换和购买获得自己心仪的卡牌，并形成了一种专属的文化圈层。

图表 2：集换式卡牌（TCG）与收藏卡牌（CCG）的区别和联系

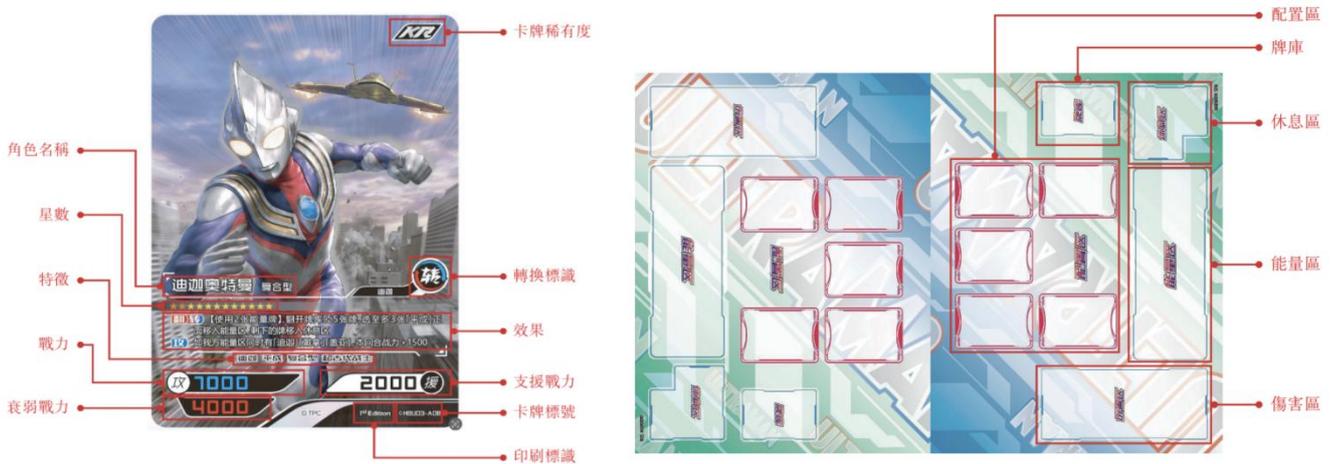
	集换式卡牌（TCG）	收藏卡牌（CCG）
代表产品	《宝可梦卡》《游戏王卡》	《小马宝莉卡》《NBA 球星卡》
商业逻辑	类似于游戏产品	更倾向消费品
主要用途	主要用于游戏对战，玩家通过收集和组合卡牌进行策略性对战	主要用于收藏，不一定用于游戏，有时只为欣赏或投资
互动性	高度互动，玩家可以通过交换或购买卡牌来构建更强的卡组	互动性较低，主要是个人收藏
参与群体	主要是游戏玩家，集中于青年男性，对策略和竞争有兴趣	主要是收藏爱好者和投资者，集中于成年女性和青少年，对文化和历史有兴趣
内容设计	设计复杂，包含游戏机制、规则、策略等元素	设计相对简单，更多关注卡牌的艺术性和稀有性
渠道	偏向游戏的线上线下社区	偏向线下门店和线上直播间

资料来源：华源证券研究所整理

1.1. 集换式卡牌：市场规模大且增长迅速

集换式卡牌（Trading Card Game, TCG）是一种融合了收集、交换、策略和对抗元素的游戏类型。集换式卡牌（TCG）的典型代表包括《万智牌》、《宝可梦》和《游戏王》等。其核心在于玩家通过购买随机卡包获得卡牌，并利用这些卡牌构建卡组，参与各种形式的对战。每张卡牌有独特的属性、能力和规则，其玩法要求玩家不仅要收集卡牌，还要熟悉卡牌的功能和使用策略，通过战术组合与对手进行智力博弈。因此，集换式卡牌在设计时不仅考虑卡牌的视觉效果，还注重其在游戏机制中的作用和平衡性。

图表 3：集换式卡牌（TCG）构成要素（以卡游奥特曼卡牌及英雄对决游戏为例）



资料来源：卡游招股说明书，华源证券研究所

图表 4：宝可梦卡面介绍



资料来源：宝可梦官网，华源证券研究所

集换式卡牌也强调社交和收藏属性。玩家之间的互动不仅限于对战，还包括卡牌的交换与交易。集换式卡牌通常会有“稀有度”设定，稀有卡牌往往具有更高的收藏价值。玩家为了获得稀有卡牌，往往会反复购买卡包或与其他玩家交换，这种行为在全球范围内形成了一

个庞大的卡牌交易市场。同时，部分游戏卡会因为退标退环境自动转化成收藏卡，也能够解决游戏数值膨胀的问题。

图表 5：从左至右分别是“宝可梦”C 普通卡(Common)、SR 隐藏稀有卡(super rare)、SSR 闪光隐藏稀有(shiny super rare)、HR 超级稀有(hyper rare)



资料来源：超可梦微信公众号，华源证券研究所

集换式卡牌市场规模大且增长迅速。2021 年，万智牌总收入达 9.55 亿美元，同比增长 44%。2022 年 8 月，eBay 以 2.95 亿美元价格收购全球最大的集换式卡牌交易平台 TCGplayer，进军卡牌交易市场。2023 年，日本 TCG 市场规模达到 2774.29 亿日元(约人民币 132 亿元)，2017-2023 年的复合增长率为 21.18%。据灼识咨询，预计 2027 年卡牌市场规模将达到 310 亿元。

图表 6：集换式卡牌 (TCG) 市场情况

万智牌21财年总收入**达9.55亿美元**，**同比增长44%**，发展迅速

日本TCG市场规模达到**2774.29亿日元 (约人民币136.08亿元)**，近六年的**复合增长率为21.18%**



eBay以**2.95亿美元**价格收购全球最大的集换式卡牌交易平台TCGplayer，进军卡牌交易市场

据灼识咨询，2024-2027年集换式卡牌有望保持年均20%左右的增速，**预计2027年卡牌市场规模将达到310亿元**

资料来源：海猫研究院微信公众号，卡游招股说明书，日本玩具协会，statista, 华源证券研究所

1.2. 收藏卡：交投活跃，配套服务随之发展

收藏卡牌主要作为艺术品或纪念品被收藏。收藏卡牌通常以历史事件、著名人物、体育明星、电影角色等为主题，代表着某一特定领域或文化的象征。例如，美国的球星卡、电影卡以及特定节日推出的纪念卡等，都是经典的收藏卡牌。这类卡牌设计精美，印刷工艺考究，通常带有独特的编号、签名或特别的印刷效果，如全息图、金箔设计等。

与集换式卡牌相比，收藏卡牌主要价值体现在其艺术设计、历史意义以及稀有性上。因此，收藏卡牌的目标人群更多是收藏家和投资者，他们看重的是卡牌的增值潜力和文化意义。特别是稀有的限量版卡牌，往往会在市场上拍卖，收藏卡牌市场的繁荣还促使评级服务的发展，如PSA等机构为收藏卡牌提供专业评级和认证，进一步提升卡牌的市场价值和可信度。

图表 7：收藏卡牌（Collectible Card）构成要素（以宝可梦卡牌为例）



资料来源：南京 ZL 卡牌微信公众号，华源证券研究所

收藏卡的售卖形式包括盲盒、食玩卡和成套卡盒。1) 盲盒机制是常见机制，消费者无法预知所获卡片的具体内容，激发重复购买和集齐稀有卡的兴趣，是收藏卡售卖的主流方式。2) 食玩卡则是卡片与零食的结合，通常成套成系列，吸引卡片和零食的双重消费。3) 成套卡盒则提供了完整的卡片系列，满足收藏者对一整套特定主题的收藏需求，无需依赖运气。

图表 8：收藏卡（CCG）的主要售卖形式



资料来源：海猫研究院微信公众号，游民圈子(九游游戏)，华源证券研究所

2. 美国卡牌市场溯源：卡牌的金融化和投资化

通过复盘美国卡牌市场的发展历程，我们发现，美国的卡牌市场以体育文化为核心，尤其是棒球、篮球、橄榄球等主流体育项目的球星卡构成了市场的主体。美国的球星卡的源头最早可以追溯到 19 世纪末，最初由烟草公司通过赠卡的形式推广。**美国卡牌市场的主要特征是金融化和投资化**。从烟草卡到球星卡，美国卡牌文化经过 100 多年的演变，逐渐形成包括卡牌的制作、评级、收藏、交易等环节的产业链，卡牌不再仅仅是娱乐和收藏的工具，而是被视为一种具备投资潜力的资产。

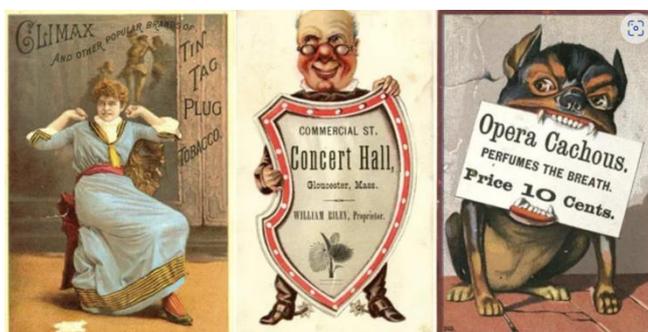
2.1. 烟草卡和贸易卡是最初雏形（19 世纪末至 20 世纪初）

最初，制造卡牌的目的并不是为进行交换或收藏，而主要是烟草公司的营销工具。

烟草卡和贸易卡是美国卡牌最初的雏形。19 世纪末，商人在推销商品时通常会附赠精美且有趣的卡片，这些卡片通常是一个系列或叙述的一部分，当客户被卡片吸引后会促使其复购，“贸易卡”作为商人推销商品的手段重新流行。19 世纪末，美国成人吸烟率显著上升，烟草公司通过在香烟包装中加入卡片来进行营销。1880 年代后期，Allen & Ginter 烟草公司开始在其香烟产品中附赠香烟卡套装系列，香烟卡中的插图主题包括鸟类、野生动物到美洲印第安酋长、世界国旗等各类题材。

这些牌统称为“交易卡”，具有保护和营销的双重用途。以烟草卡为例，一方面，它们为香烟包装提供结构支撑，有助于防止香烟被挤压。另一方面，烟草卡中通常包含演员、运动员等流行人物，以宣传烟草品牌。**烟草卡类似“代言”或“联名”的方式，或是在营销手段较为匮乏的年代，一种新颖且有效的宣传方式。**

图表 9：19 世纪末美国贸易卡



资料来源：Medium，华源证券研究所

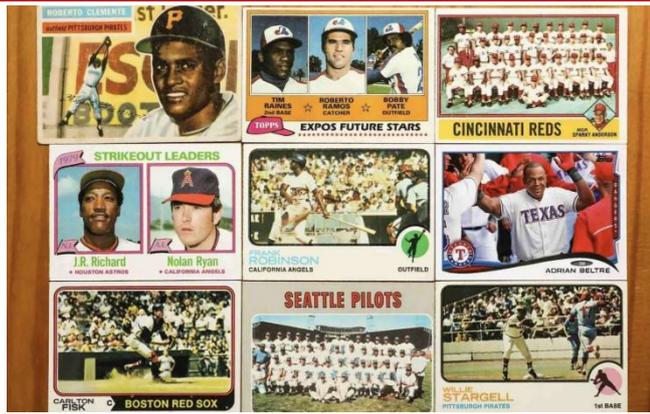
图表 10：19 世纪末美国香烟卡



资料来源：collectable cards，华源证券研究所

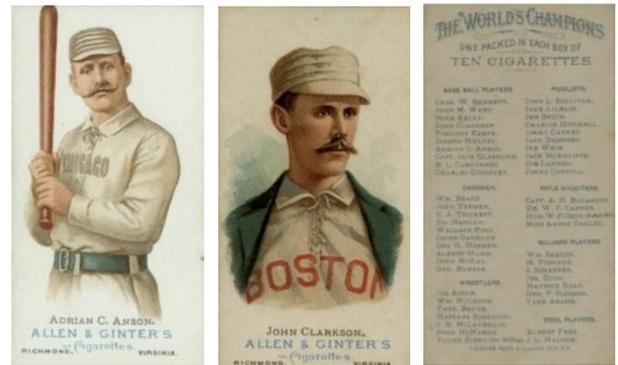
棒球运动的发展真正推动集换式卡牌文化兴起。棒球在 19 世纪末逐渐成为美国的国民运动，烟草公司开始专注于推出棒球选手肖像的卡片，这类卡片被称为“棒球卡”。1887 年，Allen & Ginter 烟草公司发布“世界冠军”系列棒球卡。卡片展示了棒球、拳击、摔跤等不同运动项目的 50 名运动员，图片下方则是运动员的名字以及 Allen & Ginter 烟草公司的广告。卡牌背面的清单列出了所有 50 名运动员以及他们各自的运动项目。

图表 11: 19 世纪末棒球运动在美国普及



资料来源: specialonecards, 华源证券研究所

图表 12: Allen & Ginter 发布“世界冠军”系列棒球卡



资料来源: cardboard connection, 华源证券研究所

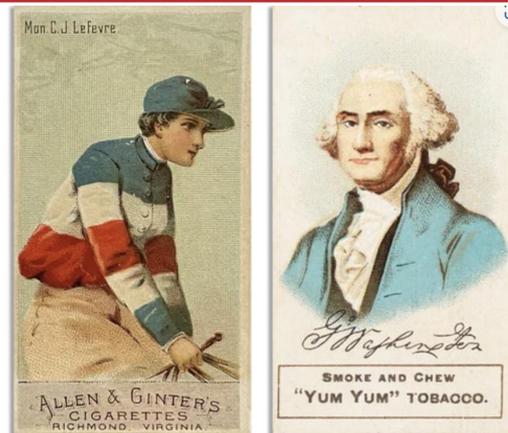
卡片材质和设计方面，美国早期的卡牌主要采用纸质材质，印刷质量较为基础。卡片正面通常印有彩色的选手或其他主题的图像，背面则印有品牌广告、选手信息或短小的趣味描述。早期卡片的设计较为简约，主要功能是作为烟草产品的营销工具，而非独立的收藏品。

图表 13: 美国早期的卡片印刷质量较为基础



资料来源: card capsule, 华源证券研究所

图表 14: 美国早期卡片正面通常印有选手图像



资料来源: card capsule, 华源证券研究所

2.2. 卡牌生产的标准化与主题的多样化（20 世纪中期）

20 世纪中期，美国的卡牌从一种简单的促销手段演变为一个独立的、广泛传播的文化现象和收藏品，卡牌的生产制造进入标准化、产业化阶段。

二战结束后，美国经济迅速复苏，消费文化逐渐兴起。战后，美国人民的购买力大幅提高，娱乐需求也随之增长。体育运动成为大众娱乐的核心部分。在这个背景下，集换式卡牌逐渐从附属品转变为独立的消费品，以满足公众日益增长的娱乐需求。

图表 15: 1930 年-1959 年美国个人消费支出 (十亿美元)



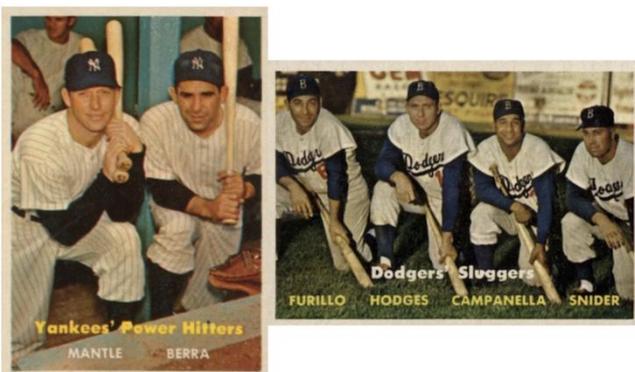
资料来源: iFinD, 华源证券研究所

Topps 公司首次推出棒球卡, 标志着卡牌由促销品向收藏品转变, 卡牌生产进入标准化阶段。Topps 公司成立于 1938 年, 以生产交易卡和其他收藏品而闻名, 公司前身为美国之叶烟草公司。1951 年, 公司推出了第一套棒球卡, 这些卡牌可以用来玩模拟棒球比赛事件的游戏。

1952 年, Topps 公司优化棒球卡的尺寸与内容, 卡牌的正面是附有姓名、区域和球队的彩色肖像, 另一面则是球员的生涯统计数据 and 传记信息等。**这项创新不仅仅是设计上的改变, 它从根本上改变了玩家与卡牌的交互方式。**球迷可阅读卡牌上印刷的球员出生地、身高和体重等个人信息, 也可以通过研究如击球率、本垒打和投球记录等统计数据, 进行球员之间的比较, 这或是游戏数值在卡牌中的最初体现。

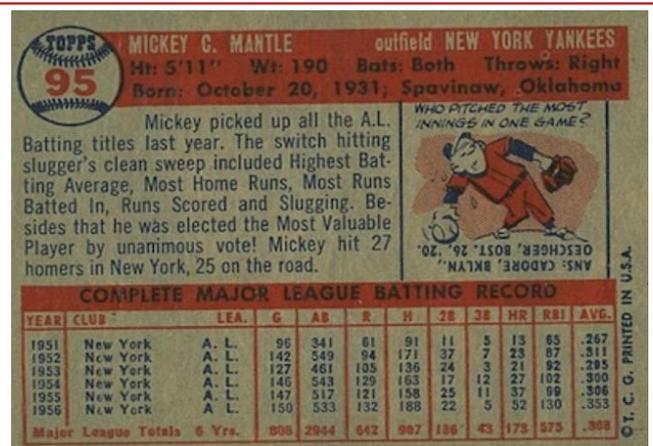
1957 年, Topps 公司将卡牌的尺寸缩小到 2.5 x 3.5 英寸, 并设定了一个格式标准, 奠定了之后美国球星卡的标准格式。**标准化使得卡牌更容易被收藏、交换和保存, 推动了卡牌市场的进一步扩展。**

图表 16: 棒球卡的正面是附有球员信息的彩色肖像



资料来源: cardboard connection, 华源证券研究所

图表 17: 棒球卡的反面是球员的统计数据和传记信息等



资料来源: cardboard connection, 华源证券研究所

在这个时代, 卡牌开始扩展到不同的主题和风格。从棒球到橄榄球、篮球和冰球等, 从体育主题扩展到科幻和奇幻, 多样化扩展了卡牌的受众范围, 不再仅限于棒球迷, 而是覆盖了更广泛的其他领域爱好者。Gum 公司于 1940 年生产了第一套超级英雄交易卡。该套装由

72 张卡片组成，每张卡片都描绘了超人的插图，并简要描述了他的力量和背景故事。1962 年，Topps 公司推出 Mars Attacks 系列卡牌，其以火星人攻击地球为主题并迅速成为经典之作。

图表 18：1940 年，Gum 公司推出的超人系列卡牌



资料来源：medium，华源证券研究所

图表 19：1962 年，Topps 推出以火星人攻击地球为主题的卡牌



资料来源：medium，华源证券研究所

1980 年代是美国球星卡的变革十年，球星卡渗透率迅速提高，通过线下卡牌店和展览建立社区，卡片设计和技术迎来重大创新，球星卡开始具有投资属性。1980 年代后，卡牌店在美国街区普及，卡牌的会议和展览规模扩大，世界各地的卡牌爱好者和收藏家聚集并参与交流。厂商开始尝试新技术和材料，使卡牌更具吸引力和独特性，包括引入全息卡和闪印卡等。人们对球星卡的看法从简单的收藏品转变为投资品。稀有卡和复古卡的价值不断增加，新秀卡的流行，使收藏家将球星卡视为一种投资方式。

图表 20：印刷技术进步下出现高级球星卡



资料来源：card capsule，华源证券研究所

2.3. 球星卡投资形成完整生态体系（20 世纪末至今）

20 世纪末，第一款真正意义上的集换式卡牌（TCG）诞生，区别于具有收藏属性的球星卡（CCG），集换式卡牌更强调竞技性。在这个阶段，球星卡的投资属性被广泛认可，数字化的发展推动二级市场交易热潮。

1993 年，数学教授理查德·加菲尔德发明世界上第一款集换式卡牌游戏万智牌（Magic: The Gathering）。区别于以收藏性为主的球星卡，万智牌强调竞技性，融合了传统卡牌游戏、战略游戏和角色扮演游戏的元素。万智牌是集换式卡牌（TCG）的始祖，推动其他集换式卡牌游戏如《宝可梦 TCG》《游戏王 TCG》的发展。

最初，游戏的发行仅限于英文版，但随着游戏的普及，逐渐推出了多种语言版本，包括中文、日文、韩文、法文、德文和意大利文。随着时间的推移，万智牌也在不断地进行创新和更新。例如，游戏引入了新的卡牌和机制，以及数字化版本如《万智牌：竞技场》（MTG Arena），这使得游戏能够吸引新一代的玩家。

万智牌的赛事体系非常成熟，包括了从地方赛事到世界级比赛的多个层级。1996 年，威世智公司开始举办一系列官方专业赛事，标志着电子竞技的早期形式。此外，万智牌世界杯和万智牌个人冠军赛等国际赛事也吸引了全球玩家的参与。

图表 21：《万智牌：聚会》的首批发行版本



资料来源：boostercrate，华源证券研究所

图表 22：《万智牌：竞技场》游戏界面



资料来源：《万智牌：竞技场》游戏截图，华源证券研究所

图表 23：万智牌 2024 职业巡回赛决赛现场



资料来源：magic，华源证券研究所

图表 24：万智牌线下赛事晋级过程



资料来源：wizards，华源证券研究所

球星卡从收藏转向投资，投资与交易生态逐步完善。1990年代后，美国球星卡市场从单纯的收藏品向投资工具转型，且美国的球星卡投资逐渐形成了一整套生态体系，涵盖了评级、保险、拍卖、交易、鉴定等各个环节。随着投资与交易生态的逐步完善，彻底改变了球星卡的市场定位与价值体系。

1) 供给侧来看，抽卡类付费机制引入球星卡售卖。厂商开始引入“插入卡”，它们随机包含在卡包中，这些包括亲笔签名卡、纪念品卡（包含球员球衣、球棒等）、序列号卡以及全息卡或箔卡。

球星卡 IP 授权规范化。球星卡公司开始和体育联盟之间达成许可协议。据 medium，在美国 1991 年期间，棒球、橄榄球和曲棍球的球员协会从与球星卡公司达成的许可协议中总共获得了 9000 万美元的收入。2020 年，Fanatics 公司达成协议，到 2026 年成为 MLB、NFL 和 NBA 球星卡的独家许可持有人。

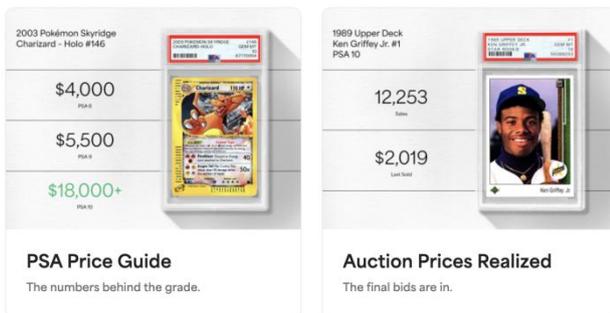
此外，一些卡牌制造商推出如 NFT 卡牌，提供了一种虚拟和交互式的收集和交易形式。

2) 市场侧来看，评级机构和交易系统的完善为球星卡的价格体系奠定了基础，确保了市场交易的健康发展。一方面，市场对稀有性和卡片状态的认知提升，这直接推动了球星卡评级系统的建立和普及。评级服务机构兴起，如 PSA 和 BGS 等提供卡片品相的标准化评估，使得球星卡的品质有了标准化的衡量依据，投资者能够更准确地评估卡片的市场价值。

互联网的兴起推动在线市场和交易平台出现，eBay 等在线交易平台兴起，极大地扩展了球星卡的交易渠道，打破了传统交易的地域限制，买家和卖家能够在全球范围内进行交易。线上交易的便利性和广泛性，使得球星卡的流动性大幅提高，市场需求迅速扩大，稀有卡片的价格也随之飙升。此外，拍卖行的介入也进一步提升了高端球星卡的市场地位。一些历史悠久、品相完好的球星卡在拍卖会上屡创天价，吸引了大量收藏家和投资者的关注。

3) 需求侧来看，新秀卡成为投资者的关注焦点，投资者通过判断年轻运动员未来的成功可能性，来鉴定新秀卡的潜在投资价值，球星卡具备类似于股票的投资属性。

图表 25: PSA 公司的卡牌拍卖服务



资料来源: PSA 公司官网, 华源证券研究所

图表 26: 包括亲笔签名的球星卡随机插入卡包中



资料来源: PSA 公司官网, 华源证券研究所

图表 27: ebay 上的球星卡交易



资料来源: cardboard connection, ebay, 华源证券研究所

图表 28: 卡牌的 NFT 形式



资料来源: medium, 华源证券研究所

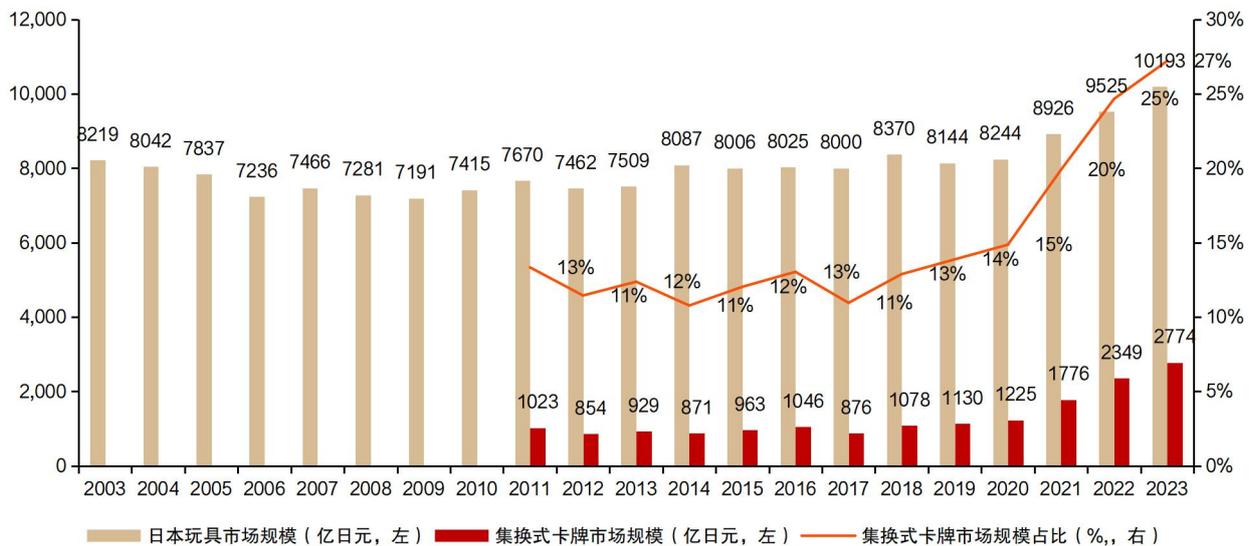
3. 日本卡牌市场溯源：动漫文化的承载与传播

与美国不同，日本的卡牌产业以集换式卡牌（TCG）为核心，尤其是在动漫文化的影响下，日本卡牌产业展现出更强的娱乐性和社交性。最具代表性的卡牌产品如《游戏王卡》、《宝可梦卡》等，卡牌背后的动漫和游戏文化承载了一代又一代人群的回忆。

日本的集换式卡牌市场以盲盒模式为主，卡牌售卖的随机性和卡牌“稀有度”分级设定也带动了日本集换式卡牌二级市场的繁荣。此外，日本卡牌竞技赛事赋予其更强的社交属性。日本各地定期举办各种卡牌游戏的比赛，玩家通过对战提高自己的策略水平，同时也形成了以卡牌为核心的社交圈，日本卡牌产业更具竞技性和社区感。

市场端来看，集换式卡牌晋升日本玩具最大品类，近年增长趋势强劲。日本玩具协会数据显示，2010-2020年期间，集换式卡牌市场在日本玩具市场中的占比相对稳定，保持在10%至14%之间。2017年开始，集换式卡牌市场的规模占比逐渐上升，2020年后增长速度加快。规模上看，2023年日本集换式卡牌市场规模达到2774.29亿日元（约人民币132亿元），2017-2023年的复合增长率为21.18%。份额上看，2023年集换式卡牌市场占据了日本玩具市场总规模的27.22%，晋升日本玩具最大品类。

图表 29：2003 年-2023 年日本玩具行业和集换式卡牌行业市场规模



资料来源：日本玩具协会，华源证券研究所

3.1. 发展历程复盘与总结

3.1.1. 本土卡牌游戏的开发（1980年代至1990年代初）

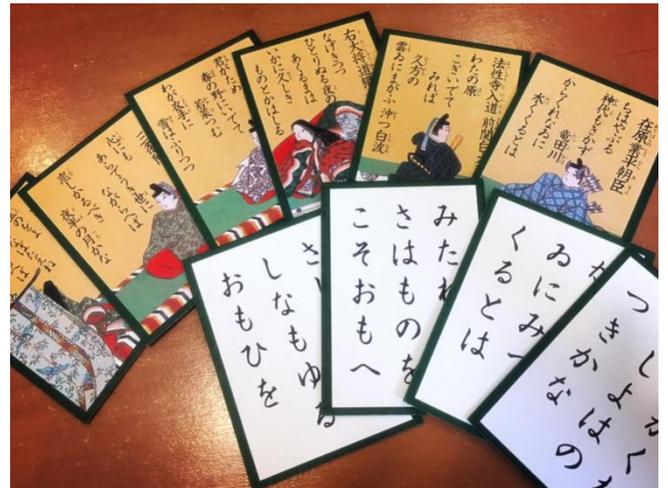
日本的“花札”和“卡巴”是其传统卡牌文化的源头。16世纪，西方的扑克牌被传入日本，但由于赌博盛行，幕府政府多次颁布禁令限制扑克牌的使用，为了规避这些禁令，日本人开始设计自己的牌类游戏，其中就包括花札。花札和卡巴代表了日本传统卡牌游戏的两个不同方面。花札以其艺术性和象征意义著称，是一种反映日本季节与自然美的游戏；而卡巴则以教育和文化传承为核心，通过简单的规则和多样的牌面设计，帮助玩家学习和记忆古代文学和语言。这两种卡牌游戏不仅是娱乐工具，更是日本文化的重要组成部分，承载着历史、艺术和教育的丰富内涵，亦为后来的集换式卡牌游戏奠定了文化基础。

图表 30：日本传统纸牌-花札



资料来源：新浪微博“日本国驻华大使馆”，华源证券研究所

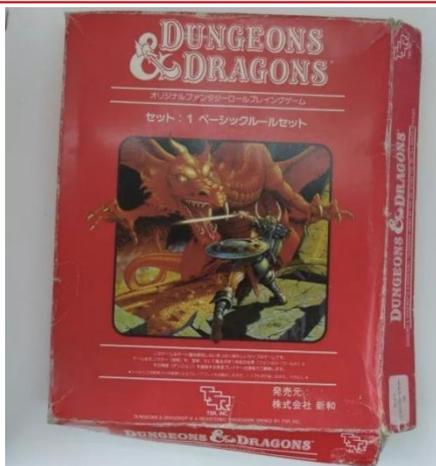
图表 31：日本传统纸牌-卡巴



资料来源：wordpress，华源证券研究所

角色扮演游戏与万智牌的引入推动日本本土卡牌游戏开发。1980 年代，《龙与地下城》等欧美 RPG 游戏进入日本市场，启发了日本开发者对卡牌游戏的兴趣，推动了早期卡牌游戏的概念形成。1993 年，美国的《万智牌》由威世智公司推出，并于同年引入日本，激发了日本本土卡牌游戏的开发热情。

图表 32：1985 年，新和出版社翻译的 TRPG《龙与地下城》日文版在日本发售



资料来源：游戏葡萄，华源证券研究所

图表 33：《万智牌》日文版



资料来源：万智牌官网，华源证券研究所

宝可梦从游戏到卡牌。在 1990 年代初，田尻智受到童年时期在森林中探险和发现昆虫及蝌蚪的经验的启发，萌生了创造口袋妖怪的想法。他与任天堂的传奇游戏设计师宫本茂（马里奥和塞尔达传说系列的创造者）携手合作，于 1996 年 2 月 27 日正式发售口袋妖怪系列游戏，并在 Gameboy 游戏机上推出。这些游戏以卡带形式发售，玩家通过 Gameboy 之间的数据线连接以实现宝可梦的交换。

在第一款游戏成功之后，一家名为 Media Factory 的公司创建宝可梦集换式卡牌游戏（PTCG）。1996 年 11 月，第一幅 PTCG 以皮卡丘和胖丁的形象作为漫画杂志《龙漫 CORO-CORO》的附赠品而首次亮相，同时，这本漫画杂志也是《宝可梦特别篇》漫画连载的地方。1996 年 10 月 20 日，第一套卡片发布，包含 102 张卡片，这一套装标志着日本的第一款成熟的 TCG 的出现。

图表 34：第一批神奇宝贝游戏发布



资料来源：BBC，华源证券研究所

图表 35：Pokémon Red - The Gameboy 的开场屏幕



资料来源：BBC，华源证券研究所

图表 36：最初的 PTCG 是作为于 1996 年 11 月刊的《龙漫 CORO-CORO》的附赠品



资料来源：mercari，代购帮，华源证券研究所

图表 37：杉森建（左）是宝可梦系列游戏的插画师和设计师，田尻智（右）是宝可梦公司的创始人之一



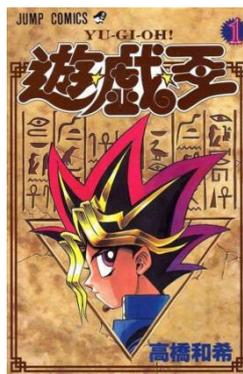
资料来源：BBC，华源证券研究所

游戏王将漫画和动漫与卡牌融合。1996 年 9 月 30 日，日本漫画家高桥和希所创作的漫画《游戏王》开始连载于《周刊少年 Jump》，截至 2022 年 7 月，该系列（包括电子版）累计发行量已超过 4000 万册。随着《游戏王》漫画的风靡，两部动画陆续推出。1998 年，东映动画公司制作了第一部《游戏王》27 集系列动画。2000 年，第二部动画作品《游戏王：怪兽之决斗》在东京电视台播出。

基于《游戏王》动画推出集换式卡牌游戏。1998 年，随着《游戏王》第一版动画播出，万代公司推出基于该动画的集换式卡牌游戏。1999 年，科乐美公司获得《游戏王》的版权，并以原作中的“魔法与巫术牌”游戏为蓝本，开发了游戏王官方卡牌游戏“怪兽之决斗”。科乐美为这款游戏制定了一套完整的规则体系，至此《游戏王》真正成为了一款广受欢迎的集换式卡牌游戏，并向日本、北美和欧洲等全球范围扩展。

2011 年，官方宣布《游戏王》卡牌的全球销量达到约 251 亿张，创下全球最畅销卡牌游戏的吉尼斯世界纪录。2020 年起，中国大陆地区游戏王 OCG 由上海映蝶影视文化有限公司代理。动漫和卡牌游戏的紧密结合在这一时期成为趋势，如《火影忍者卡牌游戏》、《猎人×猎人卡牌游戏》等相继问世。

图表 38：日本漫画家高桥和希所创作的漫画《游戏王》



资料来源：游戏王官网，华源证券研究所

图表 39：东映动画公司制作的第一部《游戏王》动画



资料来源：界面新闻（三文娱），东映动画，华源证券研究所

3.1.2. 原创卡牌游戏引入全球市场（2000 年代中期至 2010 年代初）

随着《游戏王》和《宝可梦》在全球市场的成功，日本 TCG 开始在国际市场上占据重要地位，日本原创卡牌游戏也逐渐被引入全球市场。2008 年，万代公司推出双人收藏卡牌游戏《战斗精神》（Battle Spirits），并同时推出多部动画，如《Battle Spirits: Shōnen Gekihai Dan》（2009-2010）和《Battle Spirits: Brave》（2010-2011）等。

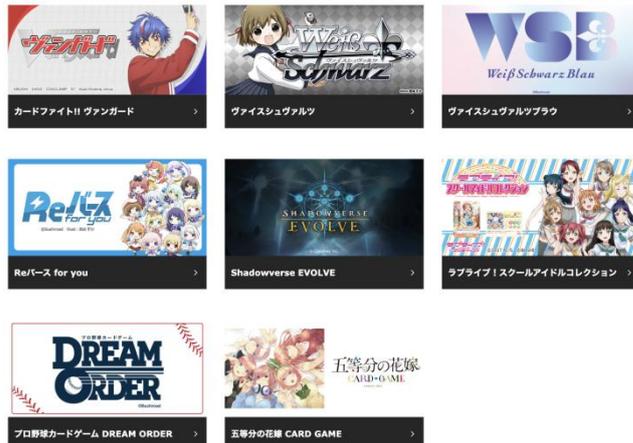
2007 年，日本本土集换式卡牌制作公司 Bushiroad 成立，目前公司业务涵盖集换式卡牌开发与销售、摔角事业、多媒体企划、游戏、音乐专辑发行、各类周边设计、生产与销售等多种业态。2008 年，公司开始发售收藏卡牌游戏黑白双翼。2009 年，公司再次推出了《混沌域》（ChaosTCG），这款 TCG 结合了多种知名日本动漫角色，吸引了大量二次元爱好者。2011 年，公司推出集换式卡牌游戏《卡片战斗！！先导者》，发售第一年即位列 TCG 市场销售额第 3 名，并积极开发《卡片战斗！！先导者》IP 并推出相关衍生动画。

图表 40：《战斗精神》卡牌及其衍生动画



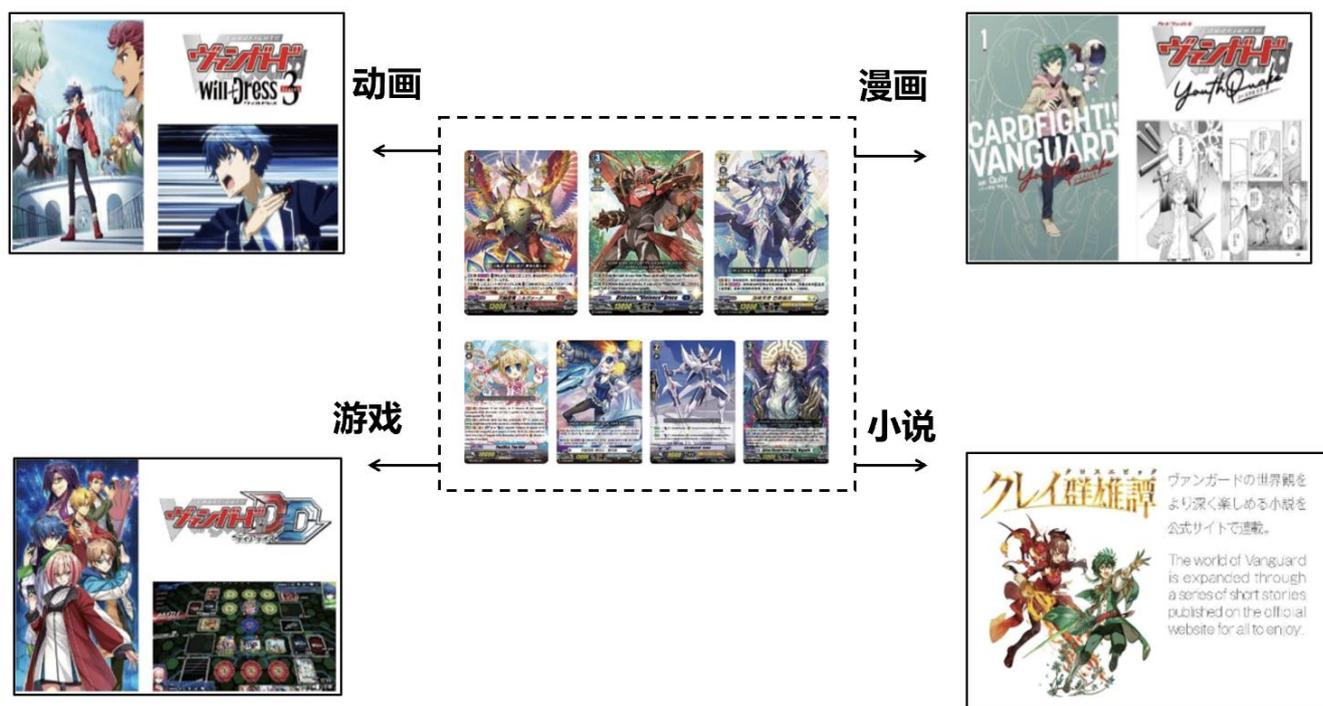
资料来源：fandom，华源证券研究所

图表 41：Bushiroad 公司的集换式卡牌产品



资料来源：Bushiroad 官网，华源证券研究所

图表 42: Bushiroad 旗下卡牌产品《卡片战斗!! 先导者》以 TCG 为主, 向动漫、漫画、游戏等领域拓展



资料来源: Bushiroad 官网, 华源证券研究所

3.1.3. 社区、竞技、收藏与交易的完善生态搭建 (2010 年代中期至今)

随着互联网的发展和智能手机的普及, 集换式卡牌游戏向线上转型。2011 年, 《宝可梦》集换式卡牌游戏推出数字版本, 游戏公司开始探索实体与数字卡牌结合的新形式。2011 年, 基于网页版的宝可梦集换式卡牌游戏 Online 在日本、北美、欧洲及澳大利亚测试推出, 并于 2014 年增加了 iOS 平台。

集换式卡牌线上与线下融合。实体版本的宝可梦集换式卡牌游戏会附赠兑换票, 可以在游戏内直接兑换对应的卡包。玩法上, 宝可梦集换式卡牌游戏 Online 的对战玩法和实体卡牌相同, 玩家可以通过用鼠标拖拽或者触屏拖放卡牌来出牌。

图表 43: 《宝可梦集换式卡牌游戏 Online》游戏界面



资料来源: dicebreaker, 华源证券研究所

图表 44: Pokémon TCG Online 中的卡牌与实体卡牌相同



资料来源: dicebreaker, 华源证券研究所

除日本外，具有成熟卡牌产业的美国也诞生出线上卡牌游戏。2014年，由暴雪娱乐开发和发行的线上卡牌游戏《炉石传说》正式公测。《炉石传说》以魔兽世界为背景，结合了传统集换式卡牌的策略性和线上平台的便捷性，玩法是两个对手相互对抗，每个玩家使用他们收集的一副牌，最终目标是将对手的生命值减少到零。2023年1月24日，暴雪娱乐暂停《炉石传说》中国大陆的游戏服务。2024年9月25日，《炉石传说》回归中国市场。

图表 45: 《炉石传说》游戏界面



资料来源: 炉石传说游戏截图, 华源证券研究所

图表 46: 2024年9月25日《炉石传说》回归中国市场



资料来源: 暴雪娱乐官网, 华源证券研究所

2020年以来，日本的TCG已经形成了一个完善的生态系统，包括玩家社区、竞技赛事、卡牌收藏与交易市场等。赛事方面，随着电子竞技和直播平台的兴起，集换式卡牌比赛如《游戏王》世界锦标赛、《宝可梦》世界锦标赛，逐渐成为观赏性极强的竞技项目。市场方面，据statista，截至2023年3月，全球宝可梦集换式卡牌的总产量达529亿，在89个国家和地区进行销售，语言数量高达14个。2022财年，日本集换式卡牌市场的出货量达到1058亿日元，同比增长33.59%，宝可梦、游戏王和航海王的销售额领先。

图表 47: 2018年至2023年全球生产的新宝可梦卡数量(亿)

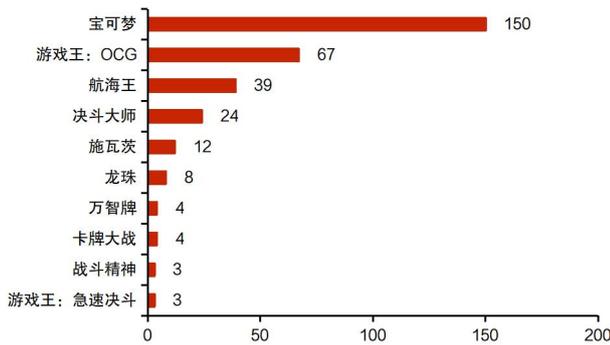


资料来源: statista, 华源证券研究所
注: 计算周期截至每年3月

图表 48: 2018-2022财年日本集换式卡牌游戏市场的出货量(亿日元)



资料来源: statista, 华源证券研究所
注: 日本财政年度从规定年份的4月1日开始, 到次年3月31日结束

图表 49：2024 年 2 月日本集换式卡牌月销售额(亿日元)


资料来源: statista, 华源证券研究所

图表 50：2022 年日本卡牌商店卡牌营业额类型占比


资料来源: recore, 华源证券研究所

3.2. 日本集换式卡牌发展核心要素

3.2.1. 渠道：玩家社区的核心组成要素

线下卡牌渠道，特别是遍布日本各地的游戏商店和专卖店，为卡牌玩家提供一个固定的社交和竞技场所。TCG 卡牌发展的早期阶段，专门的卡牌店铺开始在日本出现。这些店铺不仅销售卡牌，还为玩家提供了专门的卡牌区域和比赛场地，并定期举办卡牌比赛、交换活动以及发布会等，为玩家提供了一个社交和游戏的平台。

这些店铺专注于集换式卡牌及其相关产品，包括最新的发售、稀有卡片、二手卡片等。店铺内部通常分为多个区域，如新卡区域、二手卡区域、道具区和展示区。新卡区域展示最新发布的卡牌和套装，二手卡区域则汇聚了收藏卡和稀有卡片。从店面布局来看，1) **展示架**：店内展示架会按照卡牌游戏品牌（如《游戏王》、《宝可梦卡牌》等）进行分类，方便顾客寻找。展示架通常会展示新卡片、限量版卡片和推荐套装。2) **卡牌专区**：专门的卡牌专区用于展示各种卡片，通常会配备保护盒、卡册等辅助工具，帮助玩家更好地收藏和保护卡片。3) **道具区**：有些店铺还会提供与卡牌游戏相关的配件，如游戏垫、骰子、计分器等。这个区域的设计通常与卡牌展示区域紧密相连，以便玩家可以方便地购买到所需的配件。4) **社交与活动区**：一些专门店会设有专门的活动区域，供玩家进行卡牌对战、交流和比赛。这个区域通常配有桌椅和游戏设施，提供舒适的游戏环境。

线下店铺渠道是玩家社区的核心组成要素。一方面，许多专门店提供卡牌交换服务，一些店铺也会提供卡牌评估和鉴定服务。另外，店铺常常组织各种卡牌比赛、发布会和交流活动，以增加店铺的客流量和品牌知名度。线下专门店铺成为玩家社区的核心组成，通过定期举办各种比赛、交流会和发布活动，线下店铺促进了玩家之间的互动，增强了卡牌游戏的社群氛围，扩大了泛游戏群体。

图表 51：线下卡牌店铺内部分为多个区域



资料来源：torecamap，华源证券研究所

图表 52：线下卡牌店铺设置社交与活动区域



资料来源：torecamap，华源证券研究所

宝可梦公司具有完整的渠道布局，不同店铺差异化定位。“宝可梦中心”是官方直营店，提供各种游戏软件和纸牌游戏的原创商品；此外，还设置了休闲商店“宝可梦商店”，里面有毛绒玩具和糖果，以及在线商店“宝可梦中心 Online”。宝可梦公司面向儿童群体推出丰富活动。宝可梦 2024 年宝可梦中心节日以“盛夏的宝可梦狂欢”为主题，宝可梦中心推出节日限定商品、特别互动体验和现场表演，例如宝可梦舞蹈、宝可梦手工制作、宝可梦角色扮演等各种儿童活动。

图表 53：2024 年 8 月“宝可梦中心节”活动日历

月	火	水	木	金	土	日
1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30	31				

资料来源：宝可梦中心官网，华源证券研究所

图表 54：宝可梦中心及分支机构将举办儿童活动



资料来源：pocketmonsters，华源证券研究所

结合地区特色和文化元素，实现文化与社区融合。宝可梦中心遍布日本，各有其特色设计以及原创商品，并举行反映地区特色的活动。例如，在“宝可梦中心冲绳”，会举办将冲绳传统技艺“红型印染”与宝可梦相结合的工坊活动，以及皮卡丘表演冲绳传统文艺“琉球舞”的演出。“宝可梦中心金泽”具有来源于当地街景的青铜色调的墙面，其还推出结合北陆文化的联名商品、九谷烧工艺品等。在艺术和文化中心涩谷开设的“宝可梦中心涩谷”推出了“宝可梦设计实验室”，用户可以自由组合喜爱的宝可梦艺术、印章和文字，制作原创 T 恤。

图表 55: 宝可梦卡牌日本店铺分布情况



资料来源: 宝可梦官网, 华源证券研究所

图表 56: 宝可梦中心冲绳的内部设计以冲绳美丽的自然风光为主题



资料来源: aeonmall, 华源证券研究所

图表 57: 宝可梦中心涩谷的口袋妖怪设计实验室



资料来源: famitsu, 华源证券研究所

同时, IP 与餐饮结合, 推动品牌文化多元发展。2018 年, 第一家宝可梦中心东京日本桥推出“宝可梦中心东京×宝可梦咖啡馆”。与店铺相邻的宝可梦咖啡馆是首个常驻餐饮店, 提供以宝可梦为主题的精致菜单。在用餐期间, 穿着厨师、女服务员、糕点师等咖啡馆风格服装的皮卡丘们会来参加互动活动。预订和点餐菜单提供多语言服务, 而在皮卡丘们的舞蹈时间, 会播放英语音乐, 让外国游客也能享受其中。2019 年, 大阪开设了西日本首个“宝可梦中心大阪×宝可梦咖啡馆”, 宝可梦中心池袋则开设了首个外卖型店铺“皮卡丘甜品”。

图表 58：2018 年“宝可梦中心东京 X 宝可梦咖啡馆”开业



资料来源：ign，华源证券研究所

图表 59：宝可梦中心池袋开设外卖型店铺“皮卡丘甜品”



资料来源：walkerplus，华源证券研究所

3.2.2. 赛事：社区更大范围的延申与连接

赛事是渠道社区更大范围的延申，更是连接玩家、设计者、商家的纽带。赛事使玩家之间建立深厚的联系，形成牢固的社群。这些社区不仅限于游戏中的互动，还扩展到在线论坛、社交媒体和线下聚会等多个维度。深厚的社区文化增强了玩家的归属感与卡牌文化的传播，更多的泛游戏用户加入进来。一方面，赛事具有需求效应和循环效应。为了在比赛中取得优势，玩家往往需要购买更多的新卡包，寻找强力卡牌或稀有卡牌，这直接推动了卡牌产品的销售。同时，赛事结果也会影响卡牌的市场价值，获胜卡组中的卡牌通常会在二级市场上价格飙升，刺激二级市场交易和收藏的热情。赛事中的流行卡组和策略亦会引导卡牌的设计和销路方向，使得整个产业链条能够在玩家需求和市场反馈之间形成良性互动。

赛事推动卡牌创新。赛事鼓励玩家不断创新，寻找新的卡组组合和战术，这种创新精神不仅推动了个体玩家的进步，也促使游戏设计者们在卡牌的设计中更加注重平衡性和策略性。设计者和玩家的良性互动使得游戏能够保持平衡和新鲜感，延长了其生命周期。

图表 60：卡牌竞技赛事的三大作用



资料来源：华源证券研究所整理

Konami 探索出体系成熟的游戏王竞技场。除每周举办的游戏王门店赛、城市赛、线上游戏电竞外，2003 年，KONAMI 官方推出全球顶级的集换式卡牌赛事游戏王世界锦标赛。赛事体系主要包括地区预选赛、全国预选赛、世界锦标赛等。参赛者需先通过所在地区或在线的资格赛，赢得进入世界锦标赛的门票，最终决出世界冠军，实时赛事会通过 Twitch、YouTube

等平台进行直播。游戏王赛事采用积分制，玩家通过在官方认可的赛事中获胜积累积分，这些积分可以用来提升全球排名，并赢得世界锦标赛的参赛资格。

图表 61：游戏王北美世界锦标赛预选赛画面直播



资料来源：ravegr1，华源证券研究所

图表 62：2022-2023 年游戏王世界资格积分排行榜

世界资格积分：2022-23 排行榜

决斗者可以在此处找到 2022-2023 赛季 WQP 决斗者的前 32 名名单。

排 名字	姓氏首字母	纸牌游戏ID	点	# WQP赢的次数	地位
1 丁康	P	303918363	668	19	2019-2020 邀请
2 乔舒亚	S	300874471	621	9	邀请
3 哈坎	Y	318028203	613	22	邀请
4 安东尼	L	304611359	595	21	邀请
5 宜卡	B	302762411	500	8	邀请
6 阿莱西奥	C	305246345	497	12	邀请
7 加布里埃尔	S	310138592	495	14	2019-2020 邀请
8 卢卡斯	L	315900787	484	19	邀请
9 洛伦佐	M	307894456	481	11	邀请
10 栗子	G	316055033	458	17	邀请

资料来源：游戏王官网，华源证券研究所

2003 年，Pokémon Organized Play 成立，并于 2010 年更名为 Play! Pokémon，专门负责举办宝可梦世界冠军赛事，包括宝可梦联盟、宝可梦 TCG 售前赛、冠军系列赛等。其中冠军系列赛又包括联赛挑战赛、联赛杯、国际锦标赛和世界锦标赛等多项赛事。

图表 63：宝可梦 TCG 赛事体系

赛事类型	赛事概况	观众类型	主要特点	
休闲活动	宝可梦联盟	休闲的、非竞争性的聚会，玩家可以享受游戏并结识其他人	新玩家和休闲玩家	专注于乐趣和无压力的社交互动。支持 TCG 和视频游戏播放器
	售前赛	允许玩家在正式发布之前成为首批使用新 Pokémon TCG 卡的人群	所有玩家	轻松的环境非常适合休闲玩家，并有机会观看和玩新牌
冠军系列赛	联赛挑战赛	入门级竞争性 TCG 赛事	有竞争力的 TCG 玩家	当地活动，由组织者自行决定提供额外奖品
	联赛杯	比联赛挑战赛更上一层楼，竞争水平更高	中级 TCG 玩家	更激烈的竞争，有可能获得游戏垫等独家奖励
	顶级挑战赛	入门级竞技视频游戏活动	有竞争力的视频游戏玩家	本地比赛非常适合新的竞争性玩家，并提供额外奖品
	季中对决	更高级别的视频游戏赛事，提供更多的冠军积分和更激烈的竞争	高级视频游戏播放器	竞争激烈的环境非常适合为区域赛等大型活动做准备
	地区锦标赛	参加人数众多的大型活动，提供丰厚的奖品	所有有竞争力的玩家	无需资格，奖池高达 50,000 美元，对 TCG 和视频游戏玩家开放
	国际锦标赛	顶级赛事吸引了来自世界各地的参赛者，并获得了可观的冠军积分和奖品	最具竞争力的玩家	高风险、大奖池和最佳表现者旅游奖的重大全球活动
世界锦标赛	神奇宝贝竞技赛季的巅峰赛事，拥有全球最优秀的玩家	精英竞技选手	仅限受邀者参加的活动，提供丰厚的奖品、头衔和明年的回访邀请	

资料来源：宝可梦官网，华源证券研究所

图表 64: 宝可梦世界锦标赛现场



资料来源: nintendolife, 华源证券研究所

图表 65: 宝可梦 2024 年冠军系列赛日期和地点揭晓



资料来源: gonintendo, 华源证券研究所

3.2.3. 动漫文化：丰富情感价值的承载

文化赋予卡牌文化意义上的情感价值。动漫具有丰富的世界观、角色和故事情节，这些元素直接转化为卡牌游戏中的设定，使得玩家能够在游戏时代入动漫作品中相似的情感和氛围。《游戏王》将复杂的卡牌规则和策略融入到动漫剧情中，动画中的主角通过卡牌决斗战胜敌人、解开谜题和实现成长，观众在获得观影体验的同时，更渴望通过实际的卡牌游戏来再现这些激动人心的时刻。

图表 66: 游戏王动漫作品



资料来源: 爱国漫, 华源证券研究所

图表 67: 动画作品《游戏王：怪兽之决斗》剧照



资料来源: 豆瓣电影, 华源证券研究所

动漫文化创造出丰富的衍生内容，进一步扩展 TCG 的市场。与 TCG 相关的周边商品、电影、小说、音乐、舞台剧等跨媒介的内容产品扩展增强了 IP 的影响力，使得 TCG 不仅仅是一个单独的游戏产品，而是一个包含了多种文化消费形式的综合体验。

游戏王持续推出动画、游戏、剧场版电影等产品。动画首次播出是在 1998 年，至今已经衍生出多部续集，从最初的《游戏王》到《游戏王-怪兽之决斗》、《游戏 GX》等多个版本，每一部动画都在剧情设定和卡牌玩法上做出了创新，吸引了大量观众和玩家。《游戏王》还通过大量的电子游戏扩展了其 IP 的影响力，包括任天堂 NDS、PSP、PlayStation 等主流平台。游戏王的动画电影和原创剧场版则包括《游戏王：死斗的遗产》（1999 年）、《游戏王：复活的巨龙》（2004 年）和《游戏王：决斗的传说》等。此外，游戏王还销售一系列周边商品，包括模型、玩具、文具、服饰、饰品、卡片收藏盒和背包等。

图表 68：游戏王 IP 的衍生产品，涵盖动画、漫画到玩具、音乐等

类别	衍生产品	内容
漫画系列	游戏王系列漫画	《游戏王》由高桥和希创作，首次连载于 1996 年。漫画讲述了主角武藤游戏通过“决斗怪兽”卡牌进行战斗的故事
动画系列	游戏王原作动画	动画从 1998 年开始，已有多个版本：《游戏王 Duel Monsters》、《游戏王 GX》、《游戏王 5D's》、《游戏王 ZEXAL》、《游戏王 VRAINS》等
卡牌游戏	游戏王 TCG	《游戏王》集换式卡牌游戏首次发布于 1999 年，并持续推出新版本和扩展包，游戏中的卡牌有不同种类、效果及属性，玩家通过构建卡组进行对战
电子游戏	游戏王电子游戏	包括多种类型的《游戏王》电子游戏，涵盖冒险、角色扮演、卡牌对战等，跨越多个平台
小说	游戏王小说	衍生小说，进一步扩展角色和世界观的故事线
电影	游戏王剧场版电影	动画电影和原创剧场版，如《游戏王：真红眼黑龙》（1999）、《游戏王剧场版：光之金字塔》（2004）、《游戏王：次元的黑暗面》（2016 年）等
音乐	游戏王原声音乐与主题曲	《游戏王》有多个动画版本的原声带，以及与剧情、角色相关的音乐专辑，如《游戏王 Duel Monsters》的动画音乐专辑

资料来源：fandom，豆瓣电影，搜狐网（重零开始），华源证券研究所

“卡牌、动画、漫画”三轮驱动，内容输出与卡牌游戏相得益彰。随着游戏王动画的更新，相应的集换式卡牌游戏的卡池和规则也同步迭代。动漫通过影视媒介向广泛的受众群体推广卡牌游戏。在电视动画播出期间，观众每天都能接触到卡牌游戏的元素，逐渐产生购买欲望。而动漫中的比赛场景、角色的胜利和失败，往往成为青少年模仿和讨论的对象，他们很容易被动漫中的角色和卡组所吸引，进而购买相应的卡牌产品。

除漫画和动画外，Konami 还发售了游戏王的 PS、PC、NS、Xbox、手机等多平台电子游戏，如《游戏王 Online》《游戏王：决斗链接》《游戏王：Cross Duel》《游戏王：大师决斗》《游戏王：Rush Duel》。

图表 69：Steam 平台上可游玩《游戏王：大师决斗》


资料来源：steam，华源证券研究所

图表 70：《游戏王：Rush Duel》上架 Switch


资料来源：任天堂，华源证券研究所

日本集换式卡牌被赋予积极的社会意义。许多地方政府和旅游局会与卡牌游戏公司合作，推出地方特色的集换式卡牌。例如，日本下水道公关平台（GKP）与日本的地方政府合作发行“井盖”，以有趣的卡片形式传达日本世界一流的井盖，并提高人们对下水道的理解和兴趣。此外，推出“渔民卡”以促进人们对渔业的了解。日本以地区振兴为目的，集换式卡牌向非传统动漫 IP 的其他领域扩大，卡牌被赋予积极的社会意义，成为了促进地方经济的发展，增强地方的文化影响力的有效工具。

图表 71: 吸引当地渔业的“渔民卡”



资料来源: newspostseven, 华源证券研究所

图表 72: 来自东京 23 区的假面骑士设计的沙井卡



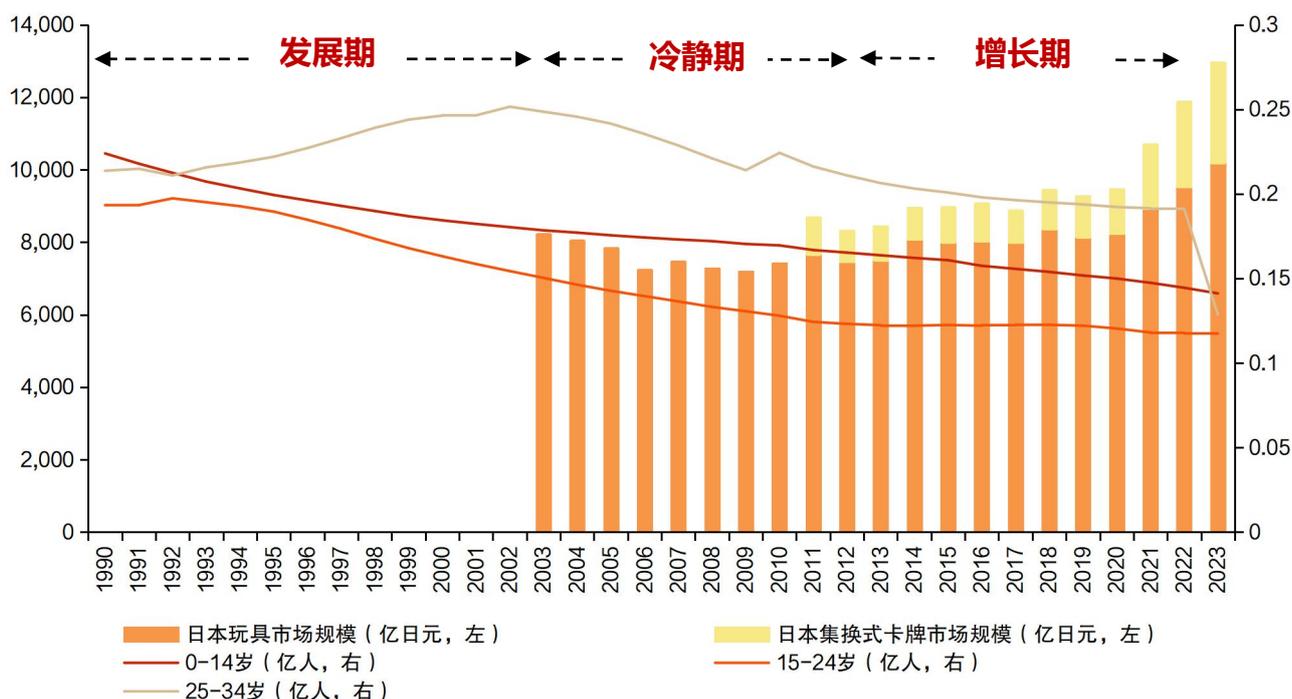
资料来源: kuminnews, 华源证券研究所

通过动漫叙事，卡牌不再只是简单的游戏工具，而是承载了角色成长、友情、冒险等丰富的情感元素。玩家在卡牌游戏中，不仅仅是进行策略比拼，更是在追求一种与动漫中角色相似的成长和成就。这种情感共鸣极大地提升了卡牌游戏的吸引力，使其不仅成为一种娱乐形式，更成为了玩家自我表达和情感寄托的一部分。

3.2.4. 人口：年龄组扩大，成人新消费趋势

传统的卡牌游戏主要面向儿童设计，其因对卡牌、动漫和玩法的热爱而成为核心用户，年龄组的扩大使得更多成人玩家加入集换式卡牌市场。1990 年代的宝可梦在 2010 年代重新流行，在更高的购买力下，彼时的日本年轻人群体基于对儿童时期的宝可梦和游戏王的怀旧情结，重新追逐曾经喜爱的卡牌游戏。据日本玩具协会，2023 年，日本集换式卡牌的市场规模高达 2774 亿日元（约合人民币 132 亿元），同比增长 18%，占玩具市场规模 27.22%。

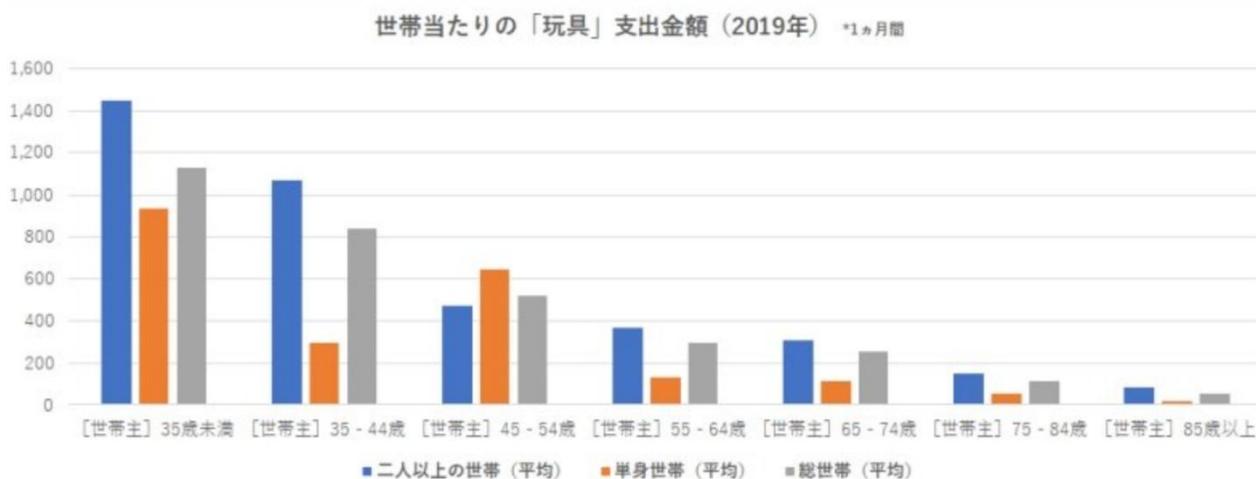
图表 73: 日本人口结构情况与集换式卡牌市场规模情况对比



资料来源: 日本玩具协会, 世界银行, iFinD, 华源证券研究所测算

中青年群体的增加, 怀旧情感和购买力提升推动中青年群体的玩具消费趋势。据日本总务省 2019 年“全国家庭结构调查”中的家庭每户支出数据, 35 岁以下户主的家庭的平均玩具支出金额最高, 单身家庭中的 35 岁以下户主则主要是为自己“成人消费”。随着中青年群体数量的增加, 其怀旧情感和购买力促进了集换式卡牌的持续需求。

图表 74: 2019 年日本家庭在“玩具”上的支出金额 (日元)



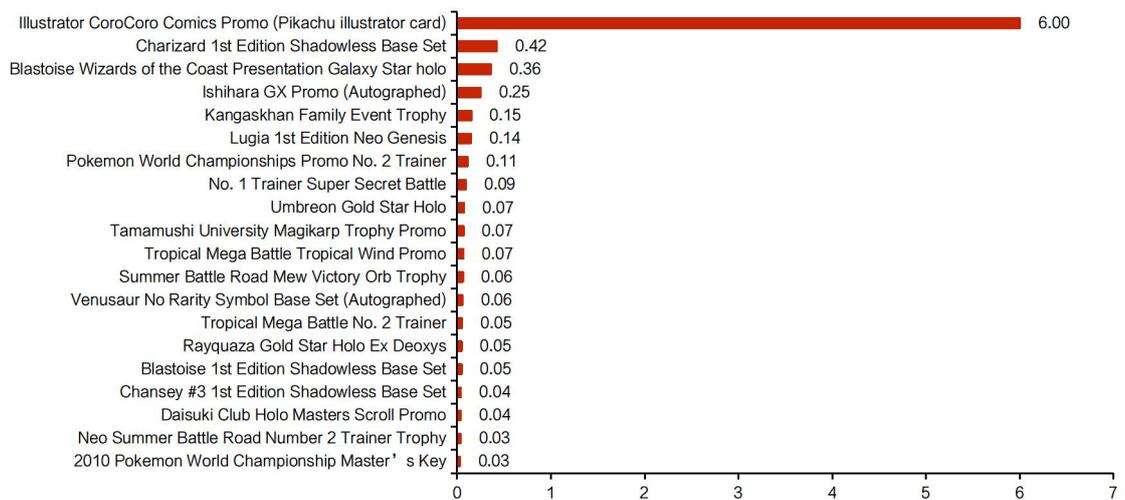
资料来源: Ittl, 日本总务省, 华源证券研究所

3.2.5. 投资属性: 卡牌行业继续蓬勃发展的新态势

卡牌的投资属性强化，推动近年卡牌市场高增。在 1990 年代，集换式卡牌最初是以娱乐和竞技为主。2010 年代以来，卡牌逐渐被赋予了投资属性。由于日本整体年龄组的扩大，而成年人通常具有更高的购买力，他们不仅购买卡牌的数量更多，还往往对稀有卡牌和收藏品有更高的兴趣。高端卡牌市场得以发展，亦促进了稀有卡牌和限量版商品的销售。

大量非游戏玩家入场，卡牌成为具有增值潜力的投资品。通过购买、收藏和交易稀有卡牌，以寻求在未来通过价格上涨获取利润。稀有卡牌的市场价值通常由其稀缺性、历史性、使用价值以及在比赛中的表现决定。例如，初版的《游戏王》卡牌或经典的《宝可梦》卡牌，由于其年代久远且产量有限，再加上在历史上重要的比赛中出现过，这些卡牌在市场上极具收藏和投资价值。这种投资需求直接推动了二级市场的发展，使得卡牌交易逐渐形成一个庞大的市场体系。据 statista，截至 2023 年 2 月，全球拍卖会上售出的最有价值的宝可梦交易卡为 Illustrator CoroCoro Comics Promo，拍卖单价六百万美元。

图表 75：截至 2023 年 2 月，全球拍卖会上售出的最有价值的宝可梦交易卡（百万美元）



资料来源：statista，华源证券研究所

卡牌具有增值潜力，厂商在设计和发布新卡牌时，特别注重稀有性和限量版的推出。不同种类卡牌的发行量导致其稀有度各不相同，从供给层面决定了其价值差异。日版宝可梦卡牌在发行中分为多种不同功能和工艺的卡牌，其分类标准涵盖了从基础到极为罕见的多种类型，以满足不同玩家的需求和偏好。

限量版卡牌通常具有独特的设计或附加价值，不同稀有度的制作工艺和艺术风格各不相同。Common (C) 卡最常见，Uncommon (U) 卡则其次常见，Rare (R) 卡的稀有度更高，Double Rare (RR) 卡以其全图闪烁和独特的闪纹而著称。Amazing Rare (A) 卡具有精细的雕刻工艺，Shiny (S) 卡有独特的配色和部分浮雕处理。Ultra Rare (UR)、Hyper Rare (HR) 和 Prism Star Rare (PR) 卡等则极其稀有，通常具有闪卡或全息图卡的特性。

图表 76: 宝可梦日版 RRR 卡



资料来源: mercari, 华源证券研究所

图表 77: 宝可梦日版 CSR 卡



资料来源: shopee, 华源证券研究所

图表 78: 宝可梦卡牌稀有度分类及其工艺

宝可梦卡牌分类	稀有度	工艺
Common(C)	常见卡	卡面无特殊工艺
Uncommon(U)	不常见卡	无特殊工艺
Rare(R)	稀有卡	可能具有特殊工艺
Double Rare(RR)	双重稀有卡	全图都闪, 闪纹从左下方到右上方, 卡面无雕刻
Triple Rare(RRR)	三重稀有卡	背景全部统一一致
Amazing Rare(A)	奇幻稀有卡	工艺类似 S 的卡通雕刻, 细节丰富
Shiny(S)	异色卡	配色与通常形态不同, 卡图部分有浮雕处理
Character Rare(CHR)	角色稀有卡	镜面闪
Ultra Rare(UR)	极其稀有卡	全卡金光闪闪, 是秘密卡, 闪卡或全息图卡
Hyper Rare(HR)	超级稀有卡	闪卡或全息图卡
Prism Star Rare(PR)	棱镜之星稀有卡	闪卡或全息图卡
Secret Rare(SR)	隐藏稀有	全图雕刻, 主体和背景均有细致的纹路

资料来源: 超可梦微信公众号, 华源证券研究所

注: 宝可梦卡牌自 1996 年推出以来, 稀有度分级众多, 表格整理不完全

除了印刷工艺外, 卡面图案的艺术风格和创作艺术家亦是影响卡片价值的重要因素之一。例如著名宝可梦画师有田满弘的作品就饱受宝可梦集换式卡牌玩家的追捧, 其善于使用不同的视角, 挖掘宝可梦不同的动作和特点, 作品具有显著的流体风格特征。

图表 79：著名宝可梦画师有田满弘的作品



资料来源: bilibili, 华源证券研究所

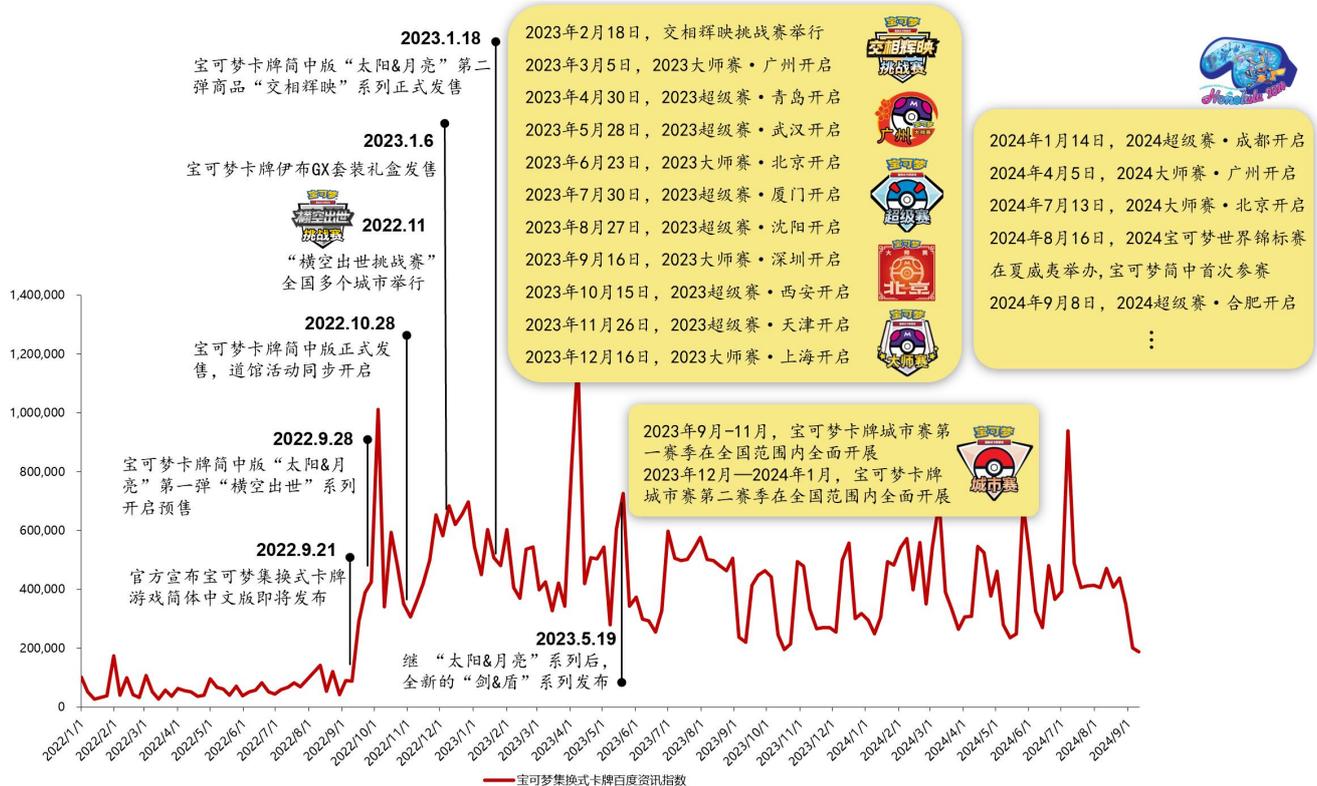
4. 中国卡牌市场：具备消费基础，步入快速增长期

4.1. 从宝可梦简中看国内卡牌产业的培育与雏形

4.1.1. 扩张逻辑：宝可梦卡牌推动完整产业体系搭建

宝可梦简中版在国内的发售是国内卡牌行业从无到有的过程，我们梳理了自国内发售以来的发展历程，从产品设计到用户触达，从线下渠道到赛事活动，从线下宣发到线上推广，无不展现了宝可梦卡牌简中版官方清晰、细腻的扩圈思路，也是后续卡牌产品实现成功的一个优秀样本。

图表 80：宝可梦集换式卡牌简体中文版发展历程梳理



资料来源：宝可梦集换式卡牌游戏微信公众号，百度指数，华源证券研究所

2022年10月28日，宝可梦卡牌简中版正式发售，是中国现代TCG开拓者和引路人。产品方面，宝可梦卡牌简中版第一弹推出了面向新手玩家的起始卡组【横空出世GX】以及【赫】、【苍】、【泽】3款补充包。起始卡组备齐了对战所需的基础物品，即买即玩，补充包则包含更多的高罕卡牌以及闪卡等。价格方面，起始卡组包含60张卡牌，零售价40元，推算单价0.67元/张。5张装补充包10元，25张补充包50元，推算单价2元/张。宝可梦卡牌推出一系列周边产品，包括宝可梦对战卡垫、宝可梦艺术卡套、宝可梦卡组收纳盒、宝可梦收藏卡册等，价格在30至150元不等。

图表 81：2022 年 10 月 28 日，宝可梦卡牌简中版第一弹【太阳&月亮·横空出世】正式发售



资料来源：宝可梦集换式卡牌游戏微信公众号，华源证券研究所

图表 82：宝可梦卡牌简体中文版第一弹商品情报

起始卡组	补充包
<p>所属系列 【横空出世GX】</p> <p>建议零售价 40元</p> <p>商品内容</p> <ul style="list-style-type: none"> • 构筑卡组1套 (60张) • 说明书一张 • 伤害指示物 (25个) • 特殊状态标记 (2个) • GX标记 (1个) • 附赠补充包1包 	<p>所属系列 【泽】、【苍】、【赫】</p> <p>建议零售价 【补充包5张装】10元 【补充包25张装】50元</p> <p>商品内容 包含相关属性宝可梦以及配套使用的训练家卡牌</p>

资料来源：宝可梦集换式卡牌游戏微信公众号，华源证券研究所

图表 83：宝可梦卡牌同步推出一系列周边产品

宝可梦对战卡垫



产品材质：橡胶/聚酯纤维
产品规格：宝可梦对战卡垫1张
建议零售价：150元

- 印有超大画幅宝可梦图案，为训练家增加对战氛围
- 卡垫背面为优质橡胶，能紧密贴合桌面，对战时牢固不易滑动

宝可梦艺术卡套



产品材质：聚丙烯
产品规格：宝可梦艺术卡套64张
建议零售价：40元

- 能避免纸质卡牌遭受损伤
- 双面设计，正面为透明材质能更好展示卡牌

宝可梦收藏卡册



产品材质：聚丙烯/聚酯纤维
产品规格：收藏卡册一本（可收纳180张卡牌）
建议零售价：100元

- 宝可梦卡牌专用收藏卡册，可将珍藏悉数纳入其中
- 卡册为双面多格，能够收藏更多卡牌
- 插入式设计便于卡牌的存取

宝可梦卡组收纳盒



产品材质：聚丙烯/聚酯纤维
产品规格：宝可梦卡组收纳盒 1个
建议零售价：30元

- 构筑好的卡组可以方便快捷装入卡组收纳盒内
- 内含两片隔板便于整理卡组

资料来源：宝可梦集换式卡牌游戏微信公众号，华源证券研究所

除卡牌本身外，宝可梦卡牌衍生出更加多元的艺术表达。除了卡套和收纳盒等传统的收纳、展示方式外，玩家通过DIY的方式制作卡牌相框，亦或是基于卡牌本身的卡雕创作等。卡雕即采用卡牌作为材料，通过特殊手法做出纸浮雕的效果的手工作品。不论是卡牌相框还是卡雕制作，都是玩家对卡牌喜爱另一种艺术形式的表达，除了卡组构筑、游戏竞技、稀有收藏之外，立体的展现和手工投入或许存在更高层次的欣赏和探索的乐趣。

图表 84：宝可梦卡牌 DIY 相框



资料来源：宝可梦集换式卡牌游戏微信公众号，华源证券研究所

图表 85：宝可梦卡雕创作

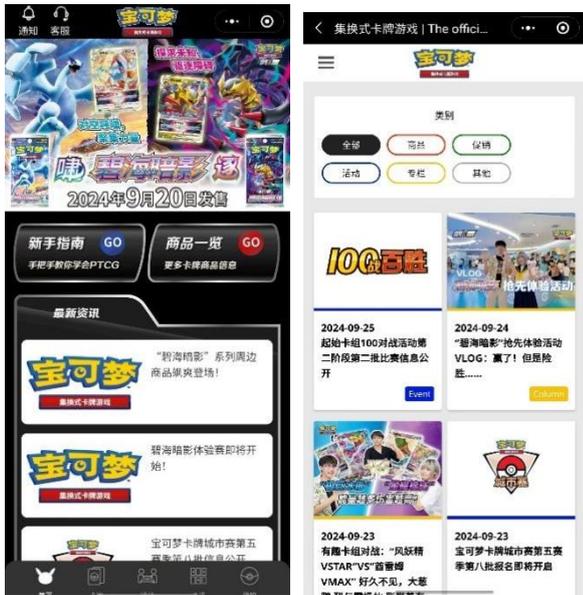


资料来源：集换社 APP，华源证券研究所

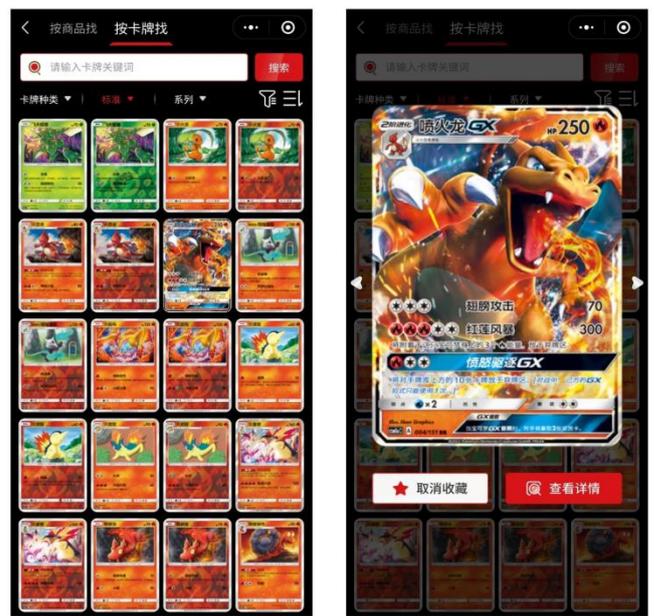
用户触达方面，卡牌发售日官方同步推出“宝可梦卡牌会员”小程序。小程序会及时发布有关宝可梦卡牌的最新资讯，包括商品情报、促销信息、活动举办等。小程序具有功能强大的卡牌查询功能，玩家可以根据卡牌种类、赛制、商品系列等来进行快速浏览。“宝可梦卡牌会员”小程序具有全面的活动搜索及参赛功能。在下方导航栏处的活动页面，玩家可以搜索到近期的活动信息，并可快速报名、录入胜负结果，玩家在个人界面可以查询自己的卡组库、参加过的官方活动履历、训练家的赛事积分以及全国排名情况等。

图表 86：小程序及时发布有关宝可梦卡牌的最新资讯

图表 87：小程序具有强大的卡牌查询功能

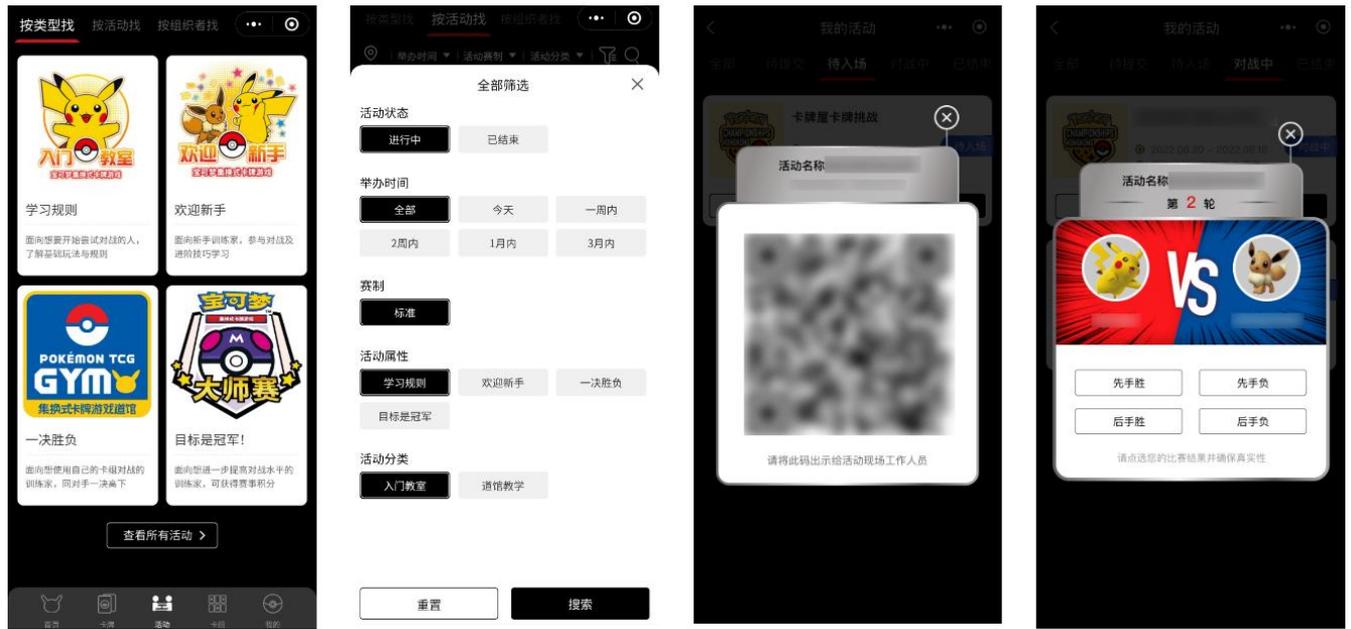


资料来源：宝可梦卡牌会员微信小程序，华源证券研究所



资料来源：宝可梦集换式卡牌游戏微信公众号，华源证券研究所

图表 88：“宝可梦卡牌会员”小程序具有全面的活动搜索及参赛功能



资料来源：宝可梦集换式卡牌游戏微信公众号，华源证券研究所

渠道方面，卡牌发售日官方同步开放道馆申请，推出线下道馆赛事活动。据官方介绍，若商家拥有集换式卡牌店铺，则可通过申请将店铺认证为宝可梦卡牌道馆。成为宝可梦卡牌道馆后需按规定举办道馆教学、新手交流及道馆对战等，且官方规定每周至少需要举办 1 次道馆活动。

2023 年 12 月 6 日，宝可梦全国首家线下门店“宝可梦官方卡牌道馆-上海”在龙之梦城市生活中心开业，占地约 600 平方米。店内主要分为零售区和游戏互动区，以道馆式设计巧妙划分。零售区域包括卡牌、卡垫、服饰、玩偶等商品，玩家则在游戏互动区进行线下对战。

图表 89：上海宝可梦官方卡牌道馆店面



资料来源：上海长宁商务微信公众号，华源证券研究所

图表 90：上海宝可梦官方卡牌道馆中举办活动



资料来源：上海长宁商务微信公众号，华源证券研究所

宝可梦卡牌官方道馆超 800 家，为玩家提供交流、对战场所。据玩世代，2022 年 10 月官方公布的第一批“宝可梦卡牌道馆”仅 30 家，覆盖 21 座城市；2023 年 6 月则增加至超 800 家。对比来看，据三文游微信公众号，截至 2024 年 3 月，日本约有 1500 家宝可梦官方道馆，每年组织活动约 17 万次。道馆是除大型赛事之外玩家进行日常对战的基本场所，日常也会开展新手教学和交流活动。据宝可梦卡牌会员小程序，道馆与咖啡店、便利店、潮玩店

和桌游店等多元场景结合，持续拓宽卡牌玩家触达渠道。此外，据玩世代微信公众号，宝可梦卡牌也覆盖了如泡泡玛特、酷乐潮玩、X11、名创优品等渠道。

图表 91：宝可梦卡牌官方道馆及线下活动



资料来源：宝可梦卡牌会员微信小程序，华源证券研究所

宝可梦卡牌大力投入国内赛事，形成完备的赛事体系。2023年，宝可梦卡牌在全国各大城市举办了一系列赛事，短时间内形成了完备的赛事体系。1) 小型赛事如挑战赛，在卡牌新系列发售后，官方同步推出同名赛事，如2022年11月在全国多个城市举行“横空出世挑战赛”，2023年2月举行“交相辉映挑战赛”等。2) 中型赛事如城市赛，人数规模在数百人左右，在各城市大量高频举办。3) 大型赛事包括超级赛和大师赛，超级赛在重点城市举办，如青岛、厦门和成都，人数规模在千人左右，几乎每月都有一场。大师赛每年在北上广深各举办一场，人数规模在千人以上，各地高手汇聚一堂，是最高等级的赛事。

图表 92：宝可梦简中卡在国内具有完整的赛事体系



资料来源：宝可梦官网，新浪，中国新闻网，闲鱼 APP 等，华源证券研究所

宝可梦卡牌在赛事上全面开花，为中国卡牌市场带来显著的用户扩张与市场增量。2023 年，官方在广州、北京、深圳和上海接连举办了 4 场大师赛，每场都平均有数千名选手参赛。同时在青岛、武汉、厦门、沈阳、西安和天津举办超级赛。据风卡游戏，2023 年宝可梦深圳大师赛共计 1082 支战队，参赛人数规模超 5000 人。2024 年，官方再次在广州和北京举办超级赛。2024 年 8 月 16 日，2024 宝可梦世界锦标赛在夏威夷举办，宝可梦卡牌简体中文版首次参赛，中国集换式卡牌与国际接轨。

国内赛事承办方面，上海风卡游戏负责许多卡牌官方重大赛事的承办，姚记潮品则有线下潮玩店和桌游店，负责道馆和一些非核心赛事的举办。我们认为，国内赛事活动的承办商具有丰富的组织经验，大型赛事的高频率大规模举办，为广大卡牌爱好者提供了一个权威的竞技、观赛渠道，在中国卡牌市场培育了浓厚的卡牌氛围，带来了显著的用户扩张与市场增量。

图表 93：2023 宝可梦深圳大师赛现场



资料来源：风卡游戏微信公众号，华源证券研究所

图表 94：2023 宝可梦深圳大师赛开幕式



资料来源：风卡游戏微信公众号，华源证券研究所

图表 95：上海风卡游戏负责众多卡牌赛事承办



资料来源：风卡游戏官网，华源证券研究所

图表 96：姚记潮品负责宝可梦道馆和非核心赛事举办



资料来源：姚记潮品微信公众号，华源证券研究所

宣发方面，宝可梦卡牌简中版通过线上线下多层次、多渠道的推广手段，成功覆盖各年龄段玩家。

在线下推广方面，通过设立快闪店，以实现宝可梦卡牌简中的快速宣发。2023年3月18日，宝可梦精灵球巨型球幕灯光秀空降静安大悦城，宝可梦卡牌精灵球主题快闪店也于3月31日开始在上海静安大悦城举办。2023年5月，超极巨皮卡丘气球空降宁波和南京。2023年5月16日，宝可梦（上海）与上海图书馆联合主办“开卷有梦——互动阅读推广系列活动”，包括为期两个月的“宝可梦卡牌原画交互艺术展”和持续一年的主题性“阅读推广亲子道馆”，共计展出50位以上插画师的近200幅原画作品。**我们认为，宝可梦卡牌官方借助本地的商业综合体和大型商场来举办推广活动，通过快闪店、体验店、艺术展等方式，利用高人流量和社交属性在短时间内提升了宝可梦卡牌简中版的知名度，并进一步扩大了中国卡牌的潜在用户。**

图表 97：以巨型球幕为载体的宝可梦卡牌灯光秀



资料来源：宝可梦集换式卡牌微信公众号，华源证券研究所

图表 98：宝可梦精灵球主题快闪店



资料来源：宝可梦集换式卡牌微信公众号，华源证券研究所

图表 99：宝可梦联合上海图书馆举办互动阅读推广活动



资料来源：宝可梦集换式卡牌微信公众号，华源证券研究所

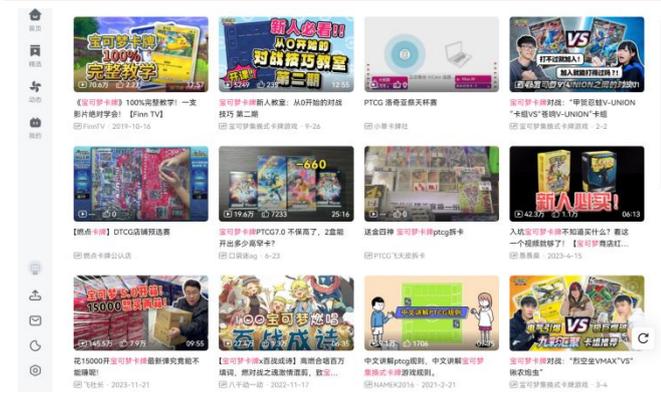
图表 100：超极巨化皮卡丘气球空降宁波和南京



资料来源：宝可梦集换式卡牌微信公众号，华源证券研究所

线上推广方面，官方在社交媒体和视频平台上精准宣传。在哔哩哔哩、微博、抖音等年轻人聚集的社交平台上，官方推出了一系列内容丰富的推广视频、教学指南和卡牌展示，包括介绍宝可梦卡牌的基本玩法，展示简中版的独特设计，以强化宝可梦卡牌简中版的本地化认知度。此外，官方招募或邀请多位 KOL 和电竞主播参与试玩和推广，如 KOL 卡牌开盒、比赛教学等，推动了社群讨论和二次传播。2023 年 8 月 18 日，宝可梦官方正式宣布王一博成为代言人，持续引发讨论热度。

图表 101：哔哩哔哩中宝可梦卡牌相关视频



资料来源：bilibili，华源证券研究所

图表 102：宝可梦官方正式宣布王一博成为代言人

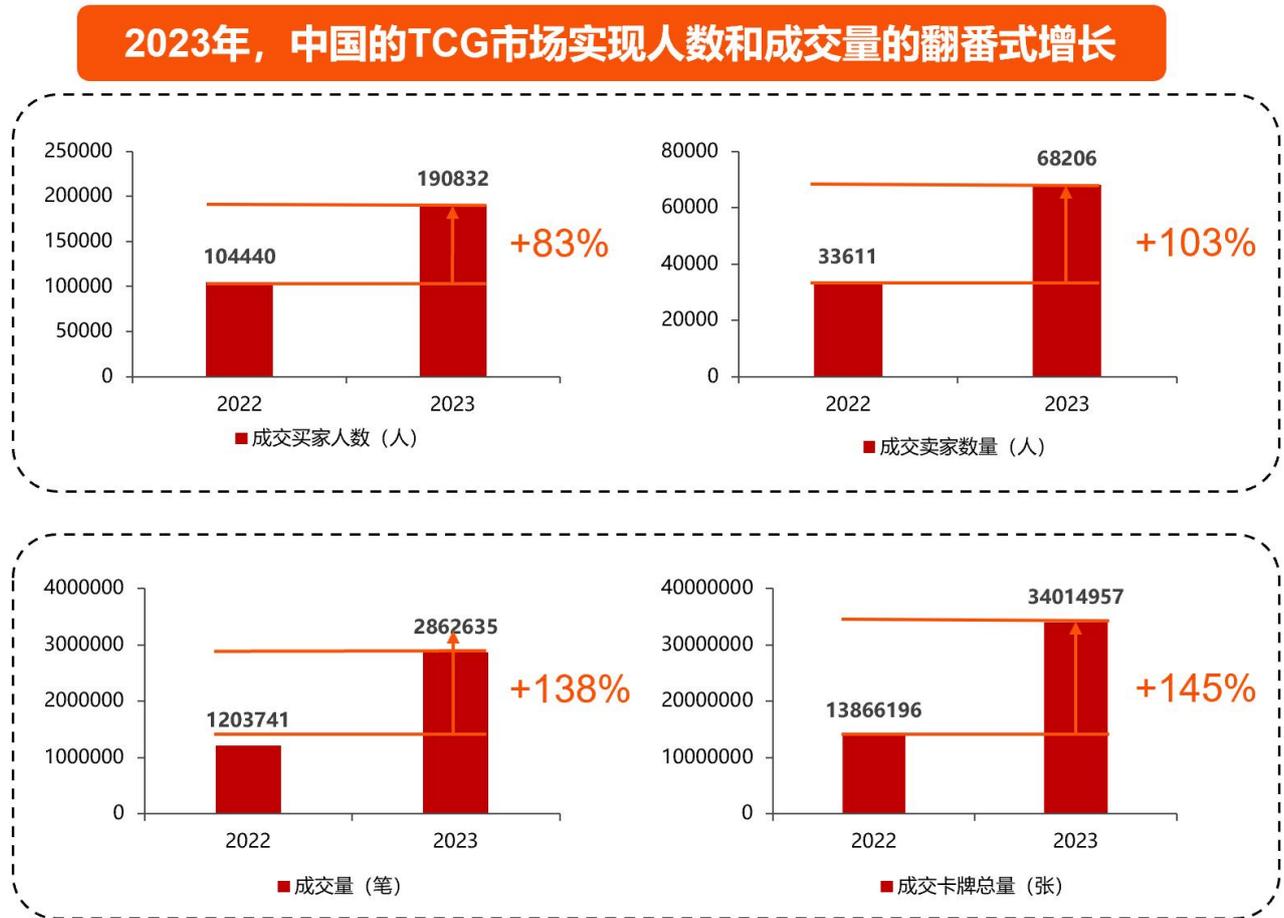


资料来源：游民星空，华源证券研究所

4.1.2. 数据验证：宝可梦简中版带来的行业扩张

国内集换式卡牌市场仍在成长。集换社作为国内最大的集换式卡牌二手交易平台，其数据在一定程度上反映了国内卡牌市场的发展情况与消费者行为。据集换社数据，2023 年，集换社成交买家人数达到 19 万人，同比增长 83%，成交卖家人数达到 6.82 万人，同比增长 103%，侧面印证卡牌市场的用户粘性。2023 年，集换社成交量达 286 万笔，同比增长 138%，成交张数达 3401 万张，同比增长 145%，国内集换式卡牌的二手交易市场活跃度快速上升，卡牌成交数量翻倍增长且显著超过买卖家数量增长，单用户持有的卡牌实现更大数量的流转，卡牌的“集换”属性持续验证，玩家通过二手交易实现低门槛入坑以及从新手向深度用户的转化。

图表 103: 2022-2023 年中国集换式卡牌二级市场核心数据概览



资料来源：集换社服务号微信公众号，华源证券研究所

宝可梦卡牌表现亮眼，各 IP 卡牌形成良性竞争。通过集换社公布的社群发布动态数量、成交卡牌数量和成交额数量三个指标，分别可以透视 IP 卡牌产品在社群活跃度、市场活跃度的表现情况。据集换社，宝可梦卡牌在社群发布动态数量占比、成交卡牌数量占比与成交额占比均领先。得益于 2023 年宝可梦简中版在宣发、赛事和渠道等远高于其他 IP 卡牌的大力投入，宝可梦卡牌成为中国卡牌行业最具话题性的 IP 卡牌产品，买卖家数量和成交张数显著增长。游戏王作为老牌的对战类卡牌游戏，其游玩门槛相对更高，性质更侧重于竞技，因此其社群发布动态数量、买卖玩家数量等远低于宝可梦卡牌，但在相对成熟的玩法和粉丝基础上，其成交卡牌数量和成交额保持一定份额。

图表 104：2023 年各 IP 卡牌市场情况（集换社平台统计）

卡牌	社群发布动态的数量占比	成交卡牌数量占比	成交额占比
宝可梦	65.40%	44.50%	58.18%
游戏王	25.58%	44.80%	32.81%
数码宝贝	3.73%	5.24%	4.28%
航海王	2.19%	3.16%	3.06%
其他	3.10%	2.30%	1.67%

	买家同比增长	卖家同比增长	成交张数同比增长
宝可梦	239.74%	216.04%	336.94%
游戏王	30.62%	27.38%	62.36%
数码宝贝	81.88%	92.36%	154.36%
航海王	280.94%	246.18%	913.00%

资料来源：集换社服务号微信公众号，华源证券研究所

我们测算各 IP 卡牌的卡组均价，宝可梦简中版单卡均价和卡组均价均最低。通过集换社披露的各榜单单卡均价，可以测算出构筑一套有竞争力的卡组平均成本。卡组张数代表玩家进行对战所需的最低卡牌数量，打牌榜、畅销榜的单卡均价为集换社依据每日该榜单前 100 张卡的集换价平均值计算得出。通过将卡组张数与单卡均价相乘，我们可以得到卡组的平均价格。截至 2024 年 11 月 28 日，宝可梦简中版打牌榜单卡均价 4.5 元，畅销榜单卡均价 4.9 元，测算得卡组均价分别为 271.8 元、292.8 元。游戏王简中版价格最高，打牌榜单卡均价达到 18.6 元，卡组均价 1302.0 元。测算结果显示，宝可梦简中版进入门槛更低，新手玩家可以用较低的成本构筑属于自己的一套卡组。

图表 105：集换社平台上各卡牌卡组均价测算

卡牌产品	版本	卡组张数	打牌榜		畅销榜	
			单卡均价	卡组均价测算	单卡均价	卡组均价测算
宝可梦	简中	60	4.5	271.8	4.9	292.8
	日文	60	-	-	10.4	622.8
游戏王	简中	70	18.6	1302.0	4.7	325.5
	日文	70	11.6	809.2	6.7	465.5
数码宝贝	简中	54	15.0	808.9	4.9	266.2
	日文	54	18.5	997.9	-	-
航海王	简中	51	10.1	514.6	10.5	536.0
	日文	51	-	-	8.5	431.5

资料来源：集换社 APP，华源证券研究所

注：统计时间截至 2024 年 11 月 28 日

简中版集换式卡牌发展步入快车道，宝可梦简中领先。2022 年，宝可梦、数码宝贝和航海王陆续推出集换式卡牌的简体中文版，彼时宝可梦简中版的二手市场份额仅占 45%，游戏王为 22%。2023 年，随着宝可梦简中在国内市场的不断突破，其二手市场份额达到 85%，数码宝贝简中和航海王简中也分别达到 89%、79%。

我们认为，现阶段国内集换式卡牌愈发成为独立市场，宝可梦简中快速增长的市场份额验证了国内的消费需求。运营方面，宝可梦从产品设计到用户触达，从线下渠道到赛事活动，从线下宣发到线上推广，展示了宝可梦卡牌简中版官方清晰、细腻的扩圈思路。除了宝可梦 IP 本身具有全范围年龄群体的广泛号召力外，官方通过一系列配套措施在短时间内实现用户

扩张。通过一系列的线下推广活动来吸引潜在玩家，并通过低门槛的卡组设定与极具竞争力的价格推动玩家上手，线上社交媒体与线下道馆则有一套全面的学习渠道，各层级的赛事体系使新手玩家到资深玩家，都能够找到适合自己水平的赛事。最终，短短一年内宝可梦简中版便成为了国内集换式卡牌市场的领军产品。

受益于宝可梦简中版带来的行业扩张，展望 2024 年，迪士尼集换式卡牌、英雄联盟集换式卡牌等知名 IP 亦加入阵营，国内集换式卡牌市场仍有望保持增长。

图表 106：2023 年集换社平台上各卡牌不同语言交易情况

不同语言交易张数	宝可梦	游戏王	数码宝贝	航海王
2023年				
简体中文	12865827	3187827	1589246	848780
%	85%	21%	89%	79%
日文	1646825	11893401	193819	225897
%	11%	78%	11%	21%
繁体中文	547932			
%	4%			
英文	75681	156953		
%	0%	1%		
合计	15136267	15238183	1783066	1074678
%	46%	46%	5%	3%
2022年				
简体中文	1542614	2027682		
%	45%	22%		
日文	495717	7218922		
%	14%	77%		
繁体中文	1345021			
%	39%			
英文	79731	140811		
%	2%	2%		
合计	3466549	9387414.692	707175.996	-
%	25%	67.70%	5.10%	-

资料来源：集换社服务号微信公众号，华源证券研究所

注：不同语言交易张数占比计算忽略其他市占率较小的卡牌产品；不同语言行百分数为竖向占比，合计行为横向占比

4.2. 中国市场再回顾：走向规范化，步入快速增长期

实体卡牌的上中下游产业链涵盖了从 IP 授权、卡牌制造、渠道发行、二级市场到用户体验的完整生态体系。整个产业链可以大致分为以下几个环节：

1) 上游：IP 授权与卡牌制造。在产业链的上游，IP 方是卡牌内容的核心提供者，通常包括体育联盟、影视公司、内容平台及球星或明星等持有方。这些 IP 方通过授权形式，将其持有的品牌或人物形象授权给卡牌制造商。卡牌制造商根据这些授权内容，生产出各种主题的集换式卡牌产品，并配套开发卡牌保护套、收藏盒、游戏垫、展示册等周边产品。这些周边产品不仅保护卡牌，还满足了收藏者和玩家的展示需求，进一步增强了卡牌的收藏价值和使用体验。

2) 中游：渠道发行与市场推广。产业链的中游主要涉及卡牌的发行和市场推广。发行渠道包括自营渠道、代理渠道以及电商平台（如京东、名创优品等）。这些渠道负责将卡牌产品分发到消费者手中，同时也进行市场推广，以扩大产品的知名度和覆盖范围。此外，信息提供平台（如抖音、快手、Bilibili 等）在此阶段也扮演了重要角色，这些平台通过推送卡牌产品的资讯、价格变动信息、以及提供卡牌对战教学、策略分享等内容，帮助用户深入了解产品并增加其参与感。赛事活动也是中游的重要环节，官方或第三方举办的卡牌赛事（如宝可梦超级联赛、城市锦标赛等）不仅为玩家提供了竞技平台，还通过赛事推广吸引更多的用户参与到集换式卡牌的消费和收藏中。

3) 下游：用户与二级市场。在产业链的下游，用户是核心驱动力，他们通过购买和使用卡牌产品参与到整个生态系统中。用户的消费行为不仅包括购买卡牌和相关衍生品，还包括

参与卡牌的交易和收藏活动。二级市场则为这些用户提供了一个卡牌交易的环境，这里包含各种评级机构、交易平台和产业链体系（如藏卡大地、集换社、PSA等），这些机构提供卡牌的鉴定、评级、交易和收藏服务，确保了卡牌在二级市场中的流通性和价值稳定性。同时，用户的需求和反馈也推动了产业链的不断优化和迭代，形成了一个以用户为中心、相互作用的良性循环。

图表 107：卡牌市场产业链拆解

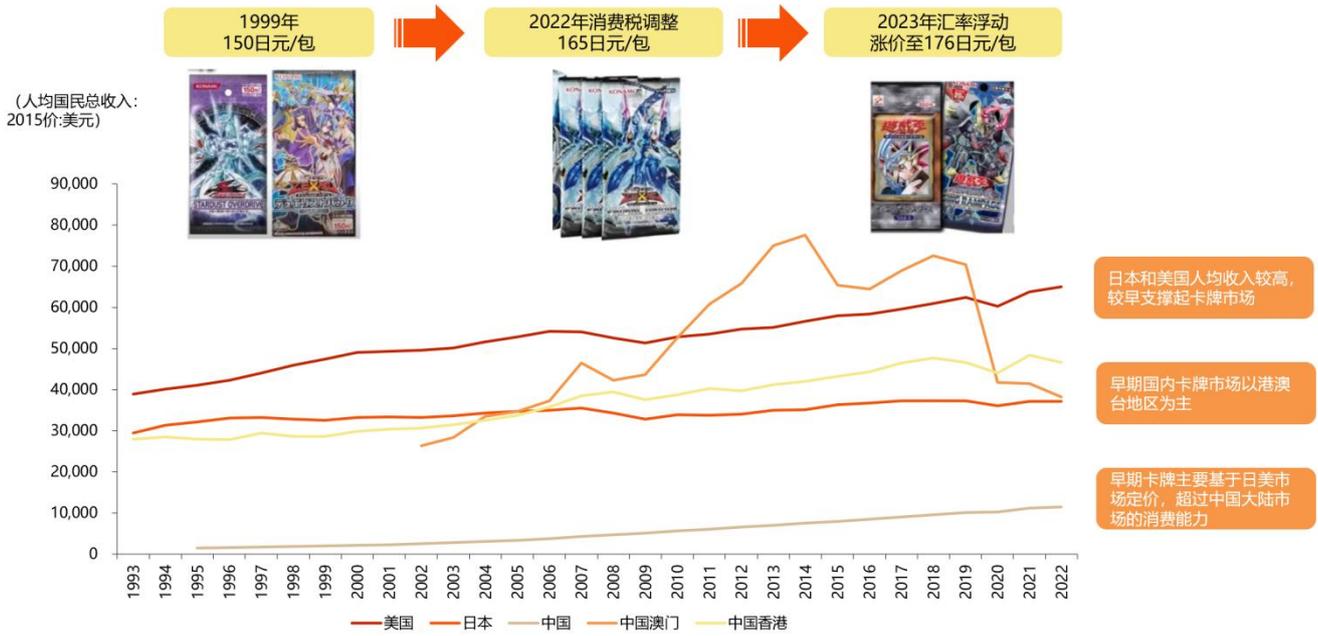


资料来源：华源证券研究所整理

早期卡牌基于美日市场定价，国内以港澳台市场为主。过去由于中国大陆消费者的购买力不足，许多玩家难以承受正版卡牌的价格，因此中国的集换式卡牌市场相对较小，主要集中在香港、澳门和台湾地区。过去国内缺乏原创卡牌，主要以海外引进为主。定价方面，主要基于美国和日本消费能力。渠道方面，官方对大陆简体中文市场的关注度较低，正版卡牌难以在全国范围内推广，很多地区的玩家只能依赖港台市场的产品。

过去，廉价盗版产品占据中国大陆的卡牌市场。由于正版卡牌价格高昂，加上市场监管的滞后，盗版卡牌迅速填补了市场的空白。这些盗版卡牌价格低廉，吸引了学生等核心消费群体。

图表 108: 1993-2022 年美国、日本和中国大陆人均国民总收入与头部卡牌产品历史定价情况



资料来源: iFinD, 海猫研究院微信公众号, 华源证券研究所

图表 109: 正版卡牌的定价从几十到上百元不等



资料来源: 海猫研究院微信公众号, 华源证券研究所

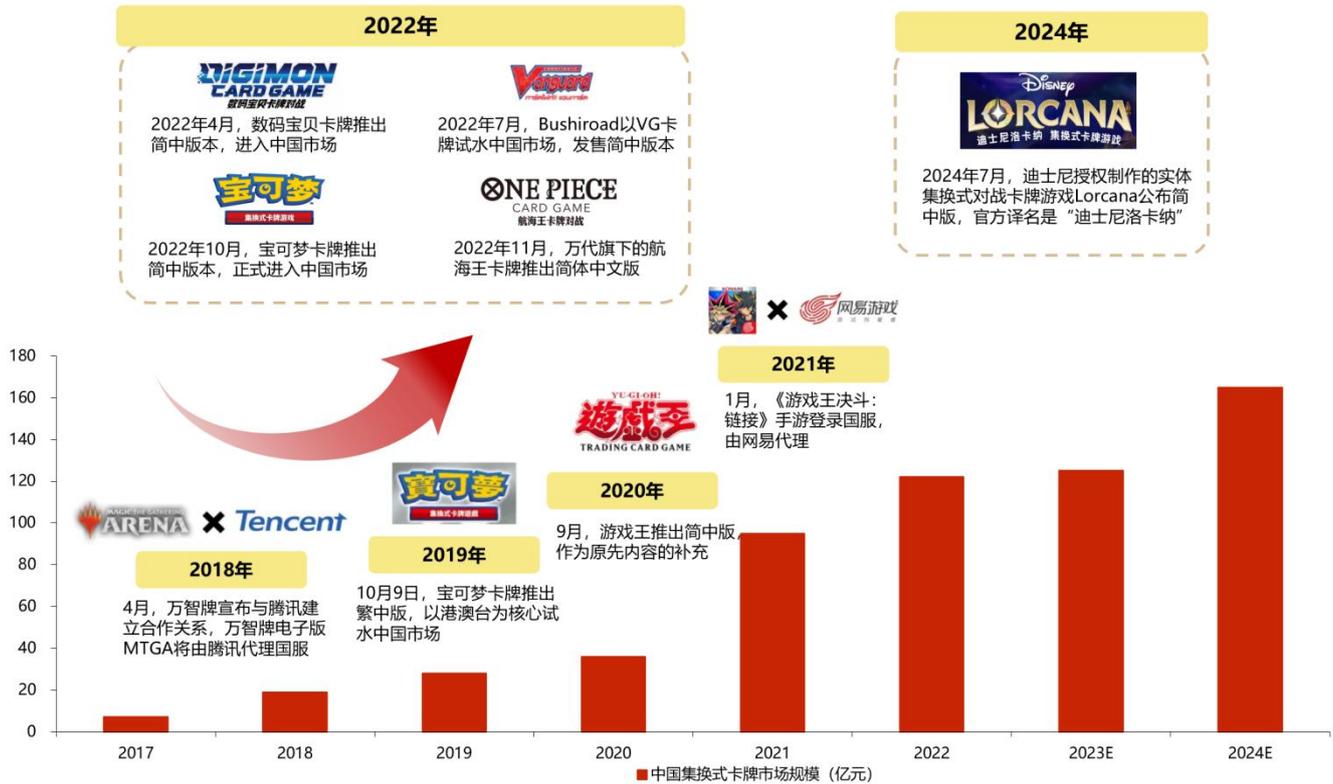
图表 110: 盗版卡牌售价最低至几元一盒



资料来源: 海猫研究院微信公众号, 华源证券研究所

海外头部卡牌厂商加速布局简中市场。随着中国消费能力的提升, 2022 年《宝可梦》《航海王》《数码宝贝》等集换式卡牌产品相继进军简中市场。2024 年 7 月, 迪士尼授权制作的实体集换式对战卡牌游戏 Lorcana 公布简中版, 官方译名为“迪士尼洛卡纳”。

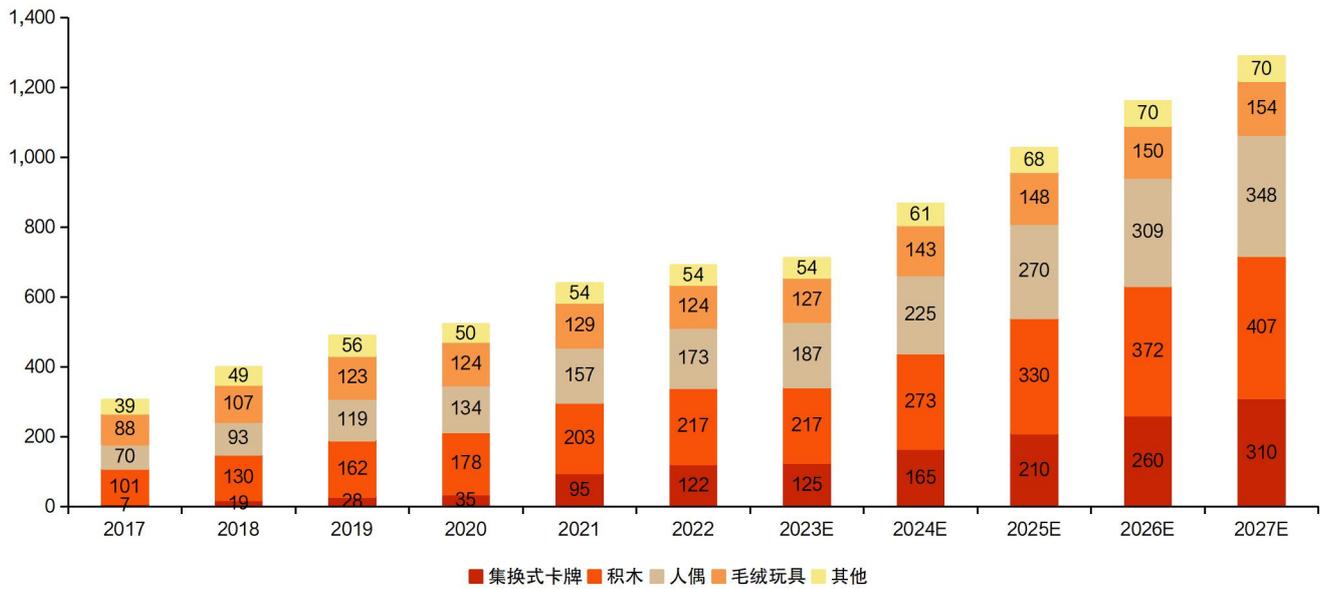
图表 111：简中版卡牌的国内市场情况



资料来源：卡游招股说明书，海猫研究院微信公众号，腾讯网，华源证券研究所

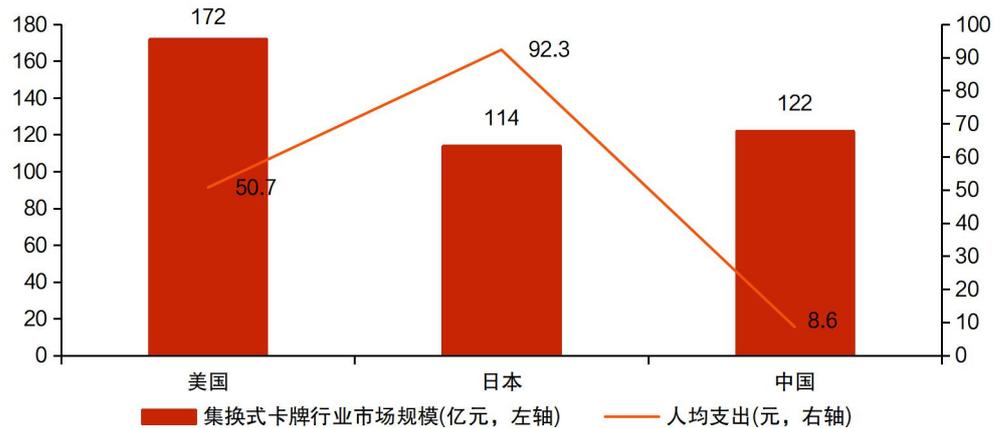
卡牌成为中国泛娱乐玩具领域增速最快的细分行业。1) 从市场规模来看，据灼识咨询，中国泛娱乐玩具行业市场由 2017 年的 305 亿元增至 2022 年的 690 亿元，其中集换式卡牌市场由 2017 年的 7 亿元增至 2022 年的 122 亿元，复合年增长率为 78.4%。2) 从份额上来看，2017 年以来集换式卡牌市场份额占比不断提升，2022 年占中国泛娱乐玩具行业市场的 17.68%。3) 远期市场空间来看，2022-2027 年集换式卡牌有望保持年均 20%左右的增速，预计 2027 年卡牌市场规模将达到 310 亿元。据灼识咨询，2022 年，日本集换式卡牌的人均支出为 92.3 元，美国 50.7 元，中国仅 8.6 元。参考海外成熟的卡牌市场，中国卡牌人均支出具有较大的增长潜力。

图表 112: 中国泛娱乐玩具行业市场规模情况 (亿元)



资料来源: 卡游招股说明书, 华源证券研究所

图表 113: 2022 年各国集换式卡牌行业市场规模与人均支出对比



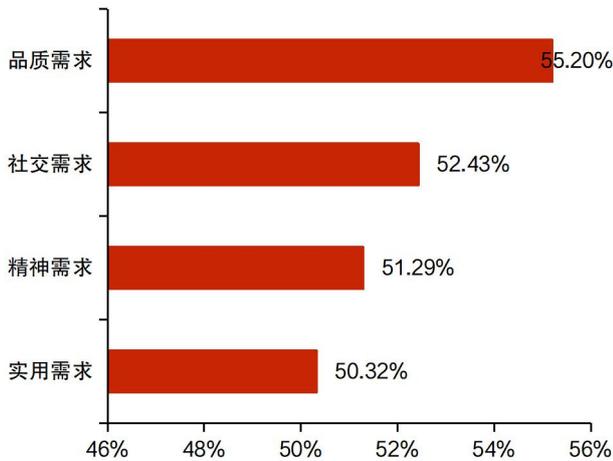
资料来源: 卡游招股说明书, 华源证券研究所

4.3. 中国仍具有卡牌产业的文化土壤和发展空间

参考美国和日本, 中国近年集换式卡牌赛道的高增长核心, **一方面是卡牌的商业模式在海外已被验证, 用户渗透仍持续增长具有内生增长基础。**另一方面, **抽卡式的付费机制为移动游戏带来持续的高流水, 其在集换式卡牌领域进一步被验证。**结合稀有度分级设定, 供给端通过价格的不确定性和稀有卡牌的高价值效应, 成功地将集换式卡牌的需求侧转变为一种长期的、持续的消费行为。至此, 卡牌早已超过传统竞技对战的范畴, 其更成为了一种具有经济价值和社交意义的货币。

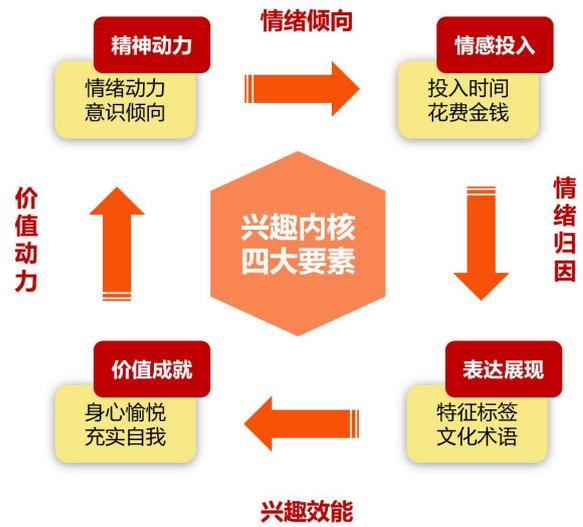
“兴趣消费”与“悦己消费”观念崛起, 集换式卡牌不仅成为了一种娱乐形式, 更成为了身份认同和个人价值的表达方式。据艾媒咨询, 2024 年新青年消费者的日常消费诉求首先是品质诉求, 其次是维系社交需求和精神需求, 最后才是实用需求。消费支出方面, 据艾媒咨询, 超五成的新青年消费者在生活必需品外, 会在一定支出范围内购买兴趣喜好相关产品、愉悦自我的产品。在消费频次方面, 超五成新青年消费者每月的兴趣消费频率达 3-5 次。

图表 114: 2024 年中国新青年日常消费诉求



资料来源: 艾媒咨询, 华源证券研究所

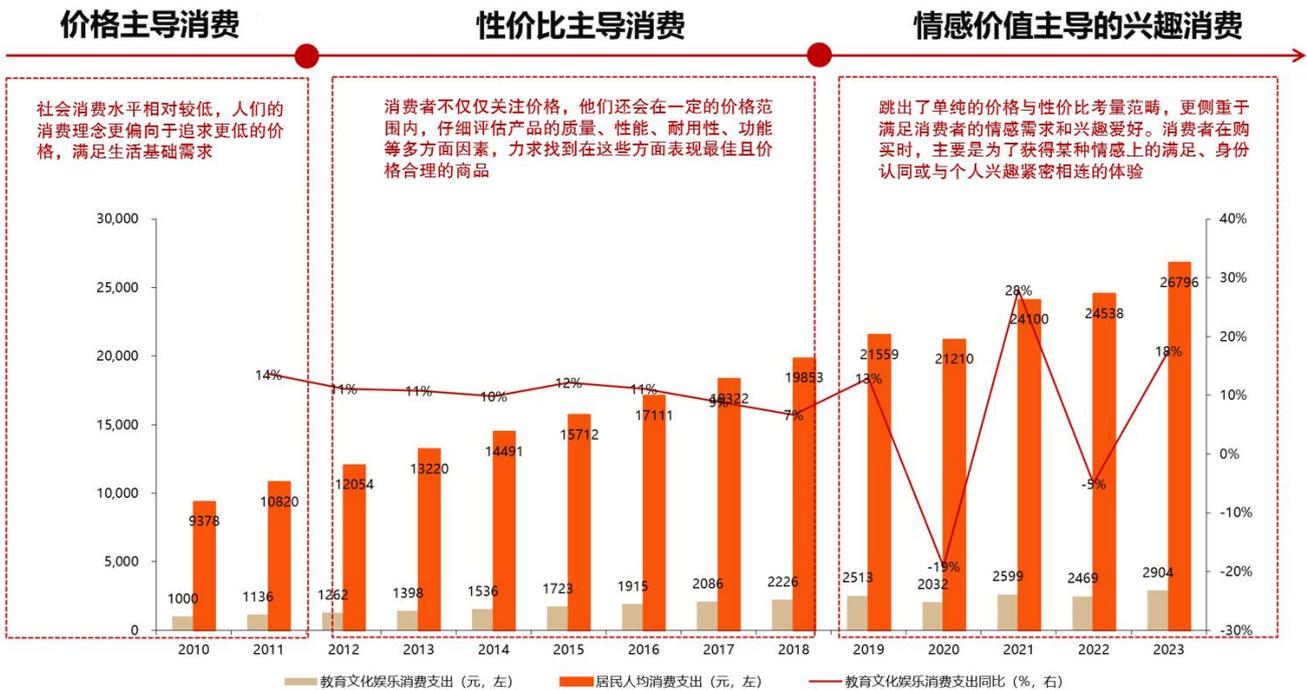
图表 115: “兴趣消费” 概念定义



资料来源: 艾媒咨询, 华源证券研究所

居民娱乐消费支出提升, 兴趣消费成为重要趋势。国家统计局数据显示, 2010 年以来居民的教育文化娱乐消费支出持续提升, 2023 年达到 2904 元/每年, 同比增长 18%。近年来, 情感价值主导的兴趣消费成为重要趋势, 与过去注重基本生活需求的消费不同, 现代年轻人更倾向于在娱乐、兴趣和个性表达上投入更多资金。集换式卡牌作为一种集娱乐、策略、收藏于一体的休闲方式, 正好符合年轻人的消费需求。随着年轻人购买力的增强, 他们更愿意花费较高的价格购买稀有卡牌、限量版卡牌或高质量的卡包, 进一步推动了卡牌市场的发展。

图表 116: 2010-2023 年中国居民教育文化消费支出、居民人均消费支出与消费趋势



资料来源: 国家统计局, 华源证券研究所

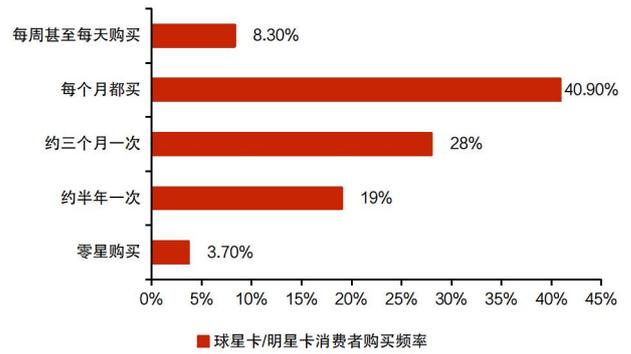
年轻人“悦己消费”新风向, 收藏卡大受欢迎。现代年轻人更加注重个人体验和自我满足, 愿意为能够带来快乐和成就感的消费品支付高价。据艾瑞咨询, 2022 年中国收藏卡消费者规模 433.3 万人, 同比增长 37.8%。在球星卡/明星卡消费者中, 49.2% 的消费者有至少每月购买卡牌的习惯。

图表 117: 2020-2025 年中国收藏卡消费者规模



资料来源: 艾瑞咨询, 华源证券研究所

图表 118: 球星卡/明星卡消费者购买频率



资料来源: 艾瑞咨询, 华源证券研究所

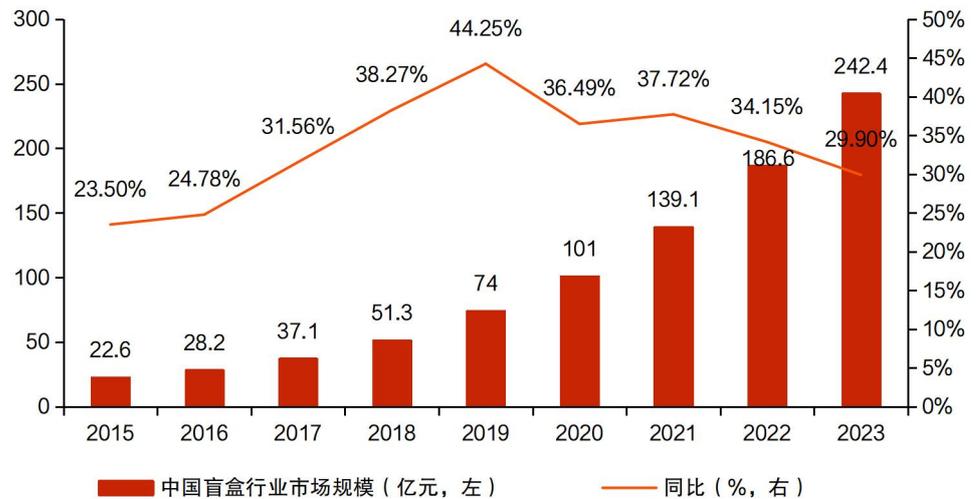
实体卡牌的盲盒抽卡与手游中的“抽卡机制”本质类似，是商业化手游中成熟的付费机制在集换式卡牌中的进一步验证。据商启产业研究院，2023 年中国盲盒行业市场规模达到 242.4 亿元，同比增长 30%，近年来盲盒经济快速发展，国内消费者对于抽卡付费、收集等的接受度不断提高。

图表 119: 实体卡牌商业模式是手游在卡牌上的进一步验证



资料来源: 华源证券研究所整理

图表 120: 2015-2025 年盲盒行业市场规模

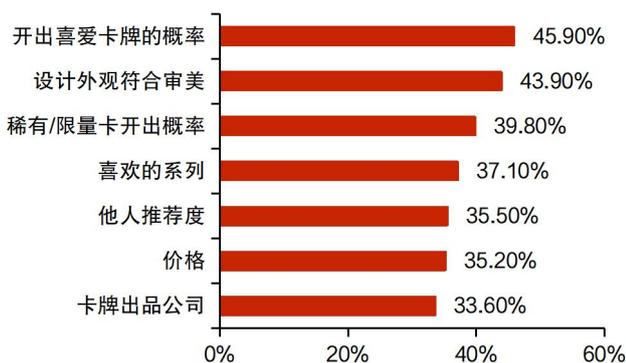


资料来源: 商启产业研究院, 华源证券研究所

玩家侧来看, 盲盒抽卡模式的核心在于不确定性。玩家在购买卡包时, 无法预知其中具体包含哪些卡牌。稀有卡牌的出现几率较低, 这种稀缺性增强了开包时的紧张感和刺激感, 情感上的强化反馈促使玩家不断地投入更多的资金进行抽卡, 从而增加了卡牌的购买频率和市场需求。据艾媒咨询, 45.9%的用户购买球星卡/明星卡卡包(即盲盒)的核心原因是开出喜爱的明星/球星, 43.9%的玩家是因为设计外观符合审美, 39.8%的玩家则是追求稀有或限量卡牌, 而仅 35.2%的玩家在乎卡包的价格。

厂商侧来看, 卡牌厂商通常会设计多个不同价格层次的卡包, 满足不同消费能力和消费习惯的玩家。例如, 普通卡包的价格较低, 适合初级玩家和青少年群体; 而包含更多稀有卡牌的高级卡包则价格更高, 面向愿意投入更多资金的资深玩家或收藏家。通过这种多层次的价格设计, 厂商能够覆盖更广泛的消费者群体, 从而最大化市场覆盖面和销售额。此外, 厂商还会不定期推出限量版或特别版卡包, 这些卡包价格较高, 但由于其限量和独特性, 往往成为收藏家的追捧对象。

图表 121: 消费者选择球星卡/明星卡卡包的因素



资料来源: 艾媒咨询, 华源证券研究所

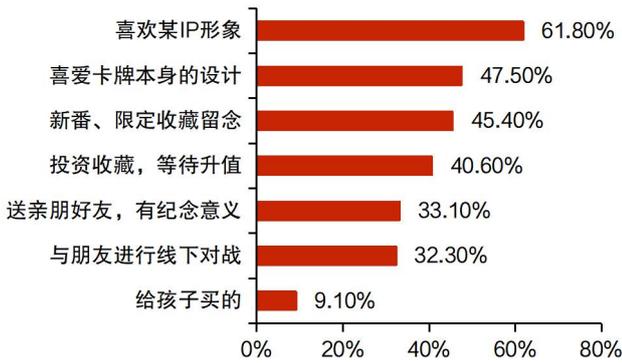
图表 122: 小马宝莉卡牌不同价格层次的卡盒



资料来源: 央视财经, 华源证券研究所

卡牌投资属性强化, 二级市场交易活跃, 已超过传统卡牌定义的范畴。据艾瑞咨询, 出于投资价值产生收藏目的的消费者占比达到 61.8%。具有投资属性下的卡牌超越了游戏道具的范畴, 更像是一种收藏品, 或是有金融属性的货币。卡牌的持有主体也从竞技玩家扩展到专职投资者, 其持有卡牌的驱动因素更多是在二级市场上进行交易、升值。

图表 123: 消费者购买 IP 收藏卡的心态



资料来源: 艾瑞咨询, 华源证券研究所

图表 124: 集换社 APP 中进行卡牌二级市场的交易



资料来源: 集换社 APP, 华源证券研究所

从稀有卡牌的限制性发售, 到一系列配套的评级机构、交易平台、寄卖平台、和回收平台, 中国在卡牌的二级市场交易方面已形成了成熟的产业链体系。玩家、收藏家甚至专职投资者会在二级市场上寻找那些具有升值潜力的卡牌, 进行买卖和交易, 以期通过卡牌的价格波动获取利润。目前, 国内卡牌评级机构包括重庆卡藏文化艺术有限公司 (CCG)、保粹评级、天津公评认证服务有限公司 (CCS)、辰星评级 (CXG)、雷速评级 (LSP) 等十余家评级机构。国内卡牌交易平台包括集换社、卡淘、千岛等, 各有其垂直领域与特点, 呈现三足鼎立的态势。

图表 125: 藏卡评级 (CCG) 在国内外集换式卡牌、收藏型卡牌等多个卡牌评级鉴定领域均积累了丰富的经验



资料来源: CCG 官网, 华源证券研究所

图表 126: 保粹评级收藏卡收费标准

类型	收费标准
国产卡	普评18元/张, 快评36元/张。(例如: 卡游系列卡片、小浣熊水浒卡等)
竞技卡	普评30元/张, 快评60元/张。(例如: 宝可梦、游戏王 WS黑白双翼等)
球星卡	98元/张, 评级时长为15个工作日。(例如: PANINI、TOPPS、UPPER DECK、中体卡业等)

资料来源: 保粹评级官网, 华源证券研究所

图表 127: 各卡牌交易平台特征

平台	主要特征	交易类型	用户群体	发展动向
集换社	TCG 交易最大平台	挂单、拍卖	TCG 玩家	借助宝可梦简中爆火, 尝试破圈入侵
卡淘	球星卡交易为主	拍卖为主	球星卡收藏者	自主办展, 增强用户粘性
千岛	收藏卡交易为主	挂单、拍卖、闪购	收藏卡玩家	社区运营强, 寄存柜闪购模式类似于股票交易

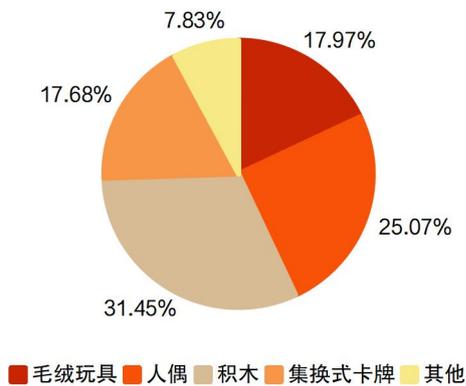
资料来源: 卡有江湖微信公众号, 华源证券研究所

4.4. 远期展望: 潜力较大, 远期市场空间超 300 亿元

参考海外, 日本和美国的卡牌产业发展相对成熟, 根据卡游招股说明书, 2022 年按商品交易总额计的美国、中国、日本集换式卡牌行业市场规模分别为 172 亿元、122 亿元、114 亿元。由于人口基数较大, 2022 年中国卡牌产业规模达到 122 亿, 灼识咨询预测其 2027 年将达到 310 亿。

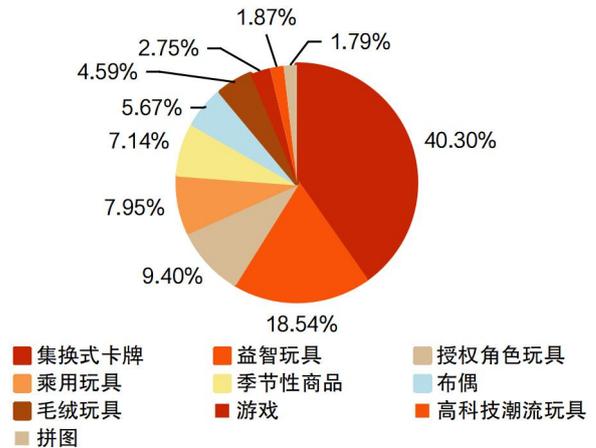
结构来看, 2023 年, 卡牌为日本玩具行业第一大品类 (份额 40.3%), 近五年年均复合增速 21%。2022 年, 中国 IP 潮玩行业中集换式卡牌市场份额仅 17.70%, 提升空间大。

图表 128: 2022 年中国 IP 潮玩行业主要品类及其份额



资料来源: 卡游招股说明书, 华源证券研究所

图表 129: 2023 年日本玩具行业主要品类及其份额



资料来源: 日本玩具协会, 华源证券研究所

我们认为, 中国具有卡牌增长的显著内生人口基础, 以及可认同的消费观念。远期来看, 参考日本和美国卡牌行业的发展路径, 着重关注原创 IP 孵化、竞技赛事布局、渠道和铺货能力的提升以及良性卡牌文化和交易市场的培育。

1) 千年中华优秀文化积淀, 关注原创 IP 孵化: 过去, 国内卡牌大多依赖于引进海外知名 IP, 如《宝可梦》、《游戏王》等, 这些 IP 固然具有庞大的粉丝基础和成熟的市场体系, 但长期依赖海外 IP 的模式存在一定的局限性。一方面, 海外 IP 的授权费用高昂; 另外, 海外 IP 的文化背景与中国本土市场的契合度存在差异, 无法充分挖掘本土消费者的文化需求。自有 IP 的孵化显得尤为重要, 如卡游以三国原著剧情为纲领孵化《卡游三国》等原创 IP, 卡盟以水浒传为原型推出原创 IP《水浒英雄》。据卡游招股说明书, 卡游于 2023 年 4 月推出首个自有 IP “卡游三国” 主题产品。截至 23Q3, 公司推出了 12 个卡游三国主题集换式卡牌系列及 1 个卡游三国主题人偶系列, 卡游三国主题产品的累计商品交易总额逾 1.1 亿元。

这些以中国传统神话、历史人物、经典文学为基础创作的集换式卡牌，不仅能够吸引年轻一代对传统文化的兴趣，还能通过跨界合作（如影视、动画、手游等），将这些文化符号进一步渗透到其他文化产品中，形成更大范围的影响力。

图表 130: 卡盟原创 IP 《水浒英雄》



资料来源：卡盟文创微信公众号，华源证券研究所

图表 131: 卡游原创 IP 《卡游三国》



资料来源：中国消费者报，华源证券研究所

图表 132: 卡游主要 IP 储备

ip 名称	ip 来源	主要产品类型	开始年份	有效期限
卡游三国	自有产权	集换式卡牌		
奥特曼	获得授权	集换式卡牌、文具	2018 年	2029 年
叶罗丽	获得授权	集换式卡牌、文具	2019 年	2033 年
斗罗大陆动画	获得授权	集换式卡牌	2020 年	2025 年
蛋仔派对	获得授权	集换式卡牌、文具	2019 年	2025 年

资料来源：卡游招股说明书，华源证券研究所

2) 竞技赛事布局： 相比于美日成熟的竞技赛事商业体系，中国卡牌产业的文化活动和竞技赛事布局较浅、规模较小，未来通过举办更多符合本土文化特色的赛事，融入中国文化背景，中国卡牌市场有望吸引更多海内外玩家的关注，提升中国原创 IP 卡牌的国际影响力。

3) 渠道及铺货能力： 强大的渠道网络能够确保卡牌产品在全国范围内的广泛铺货，全渠道的布局推动卡牌进一步提升市场渗透率。以卡游为例，**1) 经销商渠道：**卡游专注于维持与全国线下经销商的稳定关系，以确保在区域市场的广泛地域覆盖及深度渗透。截至 23Q3，公司拥有 230 个经销商，覆盖中国 31 个省。**2) 直营渠道：**主要包括线下卡游旗舰店和线下自动贩卖机。此外，公司还通过电商平台及其他在线销售渠道自营店扩大线上影响力。截至 23Q3，公司拥有覆盖中国 17 个省的 31 家线下卡游旗舰店以及 11 家在线自营店。**3) 零售渠道：**主要与零售 KA 合作伙伴合作，以接触更广大的消费者群体并增加产品可及性，截至 23Q3，公司拥有 34 名零售 KA 合作伙伴；此外，公司通过加盟商经营的卡游中心实现销售渠道多样化，截至 23Q3，公司拥有 25 个卡游中心。

图表 133: 卡游线下直营店


资料来源：卡游招股说明书，华源证券研究所

图表 134: 线下自动贩卖机


资料来源：卡游招股说明书，华源证券研究所

图表 135: 2021-23Q3 卡游经销商、直营店数量

经销商数量	2021	2022	2023Q1-Q3
期初经销商数量	232	326	290
期内新经销商数量	192	83	11
期内已终止经销商数量	98	119	71
期内经销商数量净增加	94	-36	-60
期末经销商数量	326	290	230

资料来源：卡游招股说明书，华源证券研究所

4) 关注政策导向，加强良性卡牌文化培育与交易市场引导：卡牌市场的迅速发展及其在中小学生群体中的流行，亦带来了监管缺失的问题。2023年6月，市场监管总局推出《盲盒经营行为规范指引（试行）》，强调盲盒经营者不得向未满8周岁未成年人销售盲盒；鼓励盲盒经营者建立保底机制，通过设定抽取时间、抽取金额上限和次数上限等方式，引导理性消费；鼓励盲盒经营者自觉承诺不囤货、不炒作、不直接进入二级市场，并自觉接受社会监督。

我们认为，相关卡牌厂商和从业者需要积极关注政策导向，参与到良性卡牌文化培育，正确引导青少年群体的价值观和健康发展。同时，政府可以发挥桥梁作用，调动卡牌产业链上下协同，支持卡牌赛事、展会等活动的举办。例如，支持具有中国文化特色的原创卡牌IP开发，通过政策优惠和资金扶持，推动原创IP卡牌出海。

图表 136: 卡牌产业相关政策

发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
2023 年 6 月	市场监管总局	《盲盒经营行为规范指引（试行）》	盲盒经营者不得向未满 8 周岁未成年人销售盲盒；鼓励盲盒经营者建立保底机制，通过设定抽取时间、抽取金额上限和次数上限等方式，引导理性消费。鼓励盲盒经营者自觉承诺不囤货、不炒作、不直接进入二级市场，并自觉接受社会监督。
2022 年 12 月	国务院	《扩大内需战略规划纲要(2022-2035 年)》	完善现代文化产业体系和文化市场体系，开发各类文化创意产品，扩大优质文化产品和服务供给。
2022 年 6 月	国务院	《国务院关于儿童健康促进工作情况的报告》	强化儿童健康促进工作协同。加强儿童食品、玩具、用品等生产销售全程监管，持续加大执法力度。
2021 年 9 月	国务院	《中国儿童发展纲要》	预防和减少产品引发的儿童伤害。强化产品质量安全监管。健全儿童用品强制性国家标准体系，完善产品安全警示标识。建立健全儿童玩具强制性国家标准，加强儿童用品行业自律，鼓励制定技术先进的团体标准。
2020 年 9 月	国家发展改革委、科技部、工业和信息化部、财政部等	《扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极》	加快数字创意产业融合发展。鼓励数字创意产业与生产制造、文化教育、旅游体育、健康医疗与养老、智慧农业等领域融合发展,激发市场消费活力。

资料来源：国务院，国家市场监督管理总局，中国人大网，华源证券研究所

5. 卡牌行业相关标的梳理

我们认为，应重视卡牌等线下高景气度产业发展，且卡是 IP 重要的衍生品形态，目前“游戏”和“影视”头部 IP 持续加码布局，建议关注相关产业链布局公司。

5.1. 卡游：卡牌龙头，产品多元，优势突出

卡游是国内集换式卡牌龙头。据灼识咨询整理，按照 2022 年商品交易总额，卡游在泛娱乐产品行业及泛娱乐玩具行业中排名第二；在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。

图表 137：卡游旗下 IP 一览



资料来源：2024CTE 现场，华源证券研究所

图表 138：卡游集换式卡牌产品



资料来源：2024CTE 现场，华源证券研究所

卡游产品矩阵多元，在 IP、生产、渠道方面优势突出。1) 截至 23Q3 公司 IP 矩阵包括奥特曼、叶罗丽、斗罗大陆动画、蛋仔派对等 44 个 IP。产品方面基于超过 50 个奥特曼英雄角色推出总共 274 个集换式卡牌系列及 28 个文具系列。2) 卡牌融入多项趣味及文化元素，具有高“收藏价值”与“娱乐属性”，同时设计英雄对决游戏，使卡牌具有“功能性”。3) 在产品设计与研发，卡牌生产与制造方面具备优势，同时经销商渠道为主，近年大力发展直营。

图表 139：公司产品分类及价格和销量情况

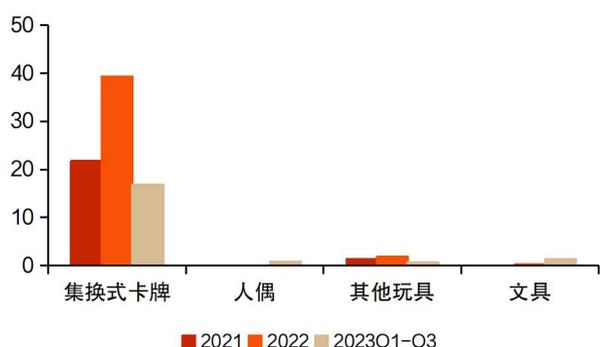
种类	集换式卡牌	玩具人偶	其他玩具	文具
样品	 宇宙英雄奥特曼收藏卡 奥特曼英雄对决卡 卡游三国收藏卡 卡游三国人偶 斗罗大陆动画收藏卡 星耀鹿仙地收藏卡	 卡游三国人偶	 集换式卡牌收藏册 贴纸 徽章 亚克力立牌 拼图	 名信探树画笔 星耀鹿仙地文具 奥特曼本册 小马国本册 托列夫本册
价格	人民币1.0元至人民币99.0元	人民币10.0元至人民币25.0元	人民币5.0元至人民币70.0元	人民币5.0元至人民币30.0元
销量 (百万)				
2021年	1270.6	-	18.9	-
2022年	2286	-	42.9	4.8
2023Q1-Q3	1039.5	17.1	18.1	31.1

资料来源：卡游招股说明书，华源证券研究所

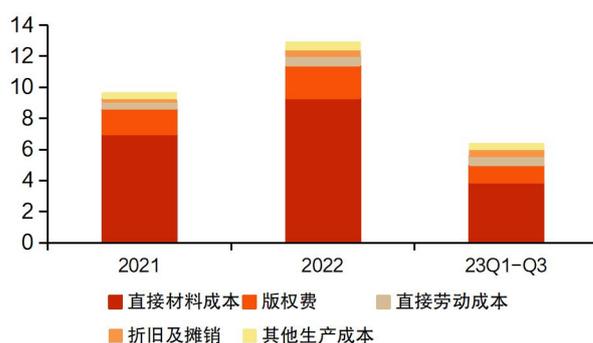
图表 140: 公司主要 IP 储备

ip 名称	ip 来源	主要产品类型	权利性质	开始年份	有效期限
奥特曼	获得授权	集换式卡牌、文具	中国内地的设计和开发、生产、销售和营销权利	2018 年	2029 年
叶罗丽	获得授权	集换式卡牌、文具	中国内地的设计和开发、生产、销售和营销权利	2019 年	2033 年
斗罗大陆动画	获得授权	集换式卡牌	中国内地的设计和开发、生产、销售和营销权利	2020 年	2025 年
蛋仔派对	获得授权	集换式卡牌、文具	中国内地的设计和开发、生产、销售和营销权利	2019 年	2025 年
卡游三国	自有产权	集换式卡牌	-	-	-

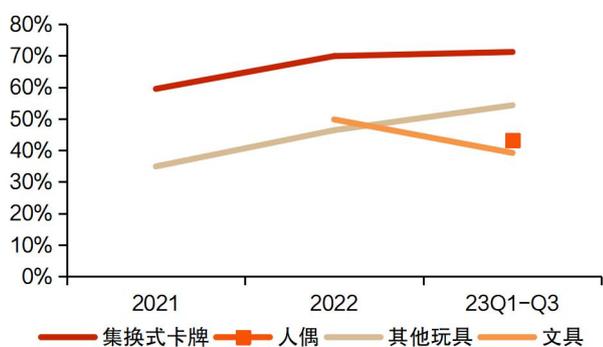
资料来源: 卡游招股说明书, 华源证券研究所

图表 141: 2021-2023Q3 公司各产品营收情况 (亿元)


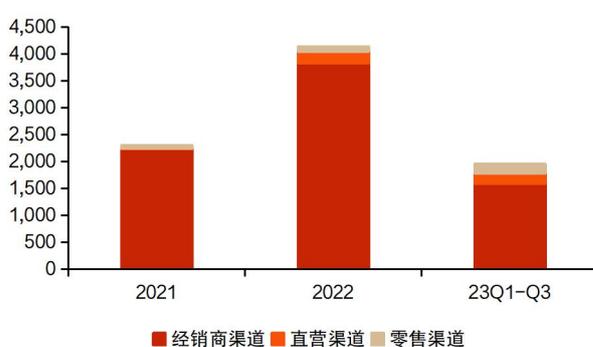
资料来源: 卡游招股说明书, 华源证券研究所

图表 142: 2021-2023Q3 公司销售成本结构 (亿元)


资料来源: 卡游招股说明书, 华源证券研究所

图表 143: 2021-2023Q3 公司分产品毛利率水平


资料来源: 卡游招股说明书, 华源证券研究所

图表 144: 2021-2023Q3 公司各渠道收入 (百万元)


资料来源: 卡游招股说明书, 华源证券研究所

图表 145: 2021-2023Q3 公司经销商、直营店数量

经销商数量	2021	2022	2023Q1-Q3
期初经销商数量	232	326	290
期内新经销商数量	192	83	11
期内已终止经销商数量	98	119	71
期内经销商数量净增加	94	-36	-60
期末经销商数量	326	290	230

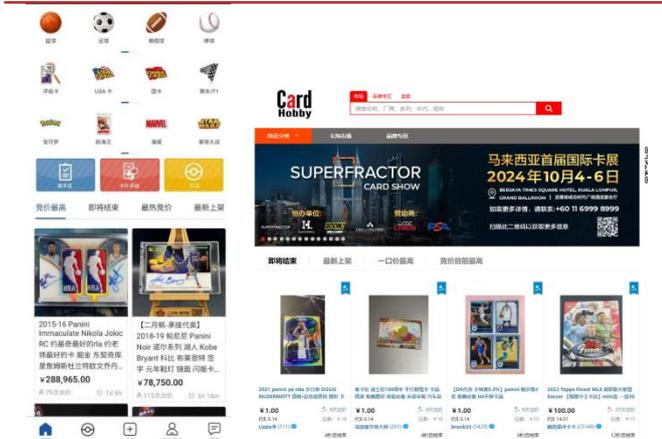
资料来源: 卡游招股说明书, 华源证券研究所

5.2. 姚记科技：全链路前瞻布局卡牌新赛道

姚记科技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。旗下体育文化收藏卡发行及二级交易平台等业务，包括 Card Hobby（卡淘，卡牌交易平台业务）及 DAKA（收藏卡发行业务）。

卡淘于 2015 年整合传统 Web 端交易平台并升级为移动端，公司业务开始系统化铺设。2018 年卡淘平台打通海外注册，2019 年获得拍卖许可证。自 2020 年起，卡淘已全面实现线上担保交易，全面对接银联系统，有效保障交易安全性。2023 年，卡淘增设线下板块，同时推出丰富的线下活动。目前，卡淘 CardHobby 是国内成立最早且规模最大的球星卡交易平台，有足球、篮球、橄榄球等球星卡品类，亦有 TCG、娱乐卡片。

图表 146：卡淘 APP 及卡淘网页版



资料来源：卡淘官网，卡淘 APP，华源证券研究所

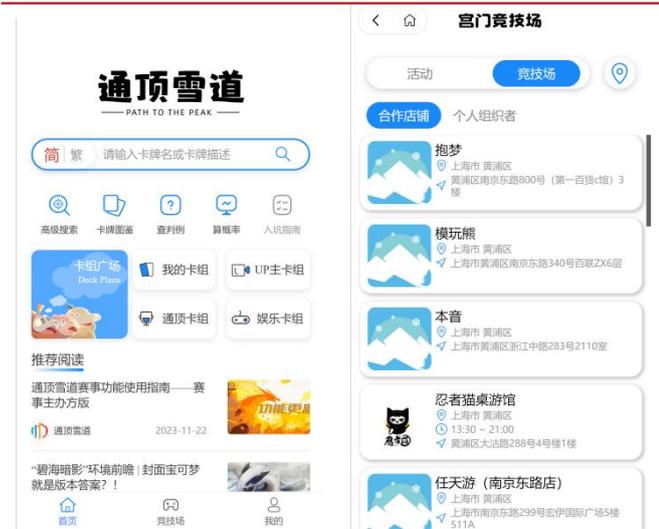
图表 147：上海璐到粗企业咨询管理有限公司股权结构



资料来源：企查查，华源证券研究所

姚记潮品于 2022 年 9 月成立，并在当月正式成为宝可梦 TCG（简中版）中国大陆地区代理商。其主要围绕宝可梦卡 PTCG 进行渠道铺设、市场运营和赛事运营，开展 PTCG 相关的产品销售及赛事运营业务。截至 2024 年 1 月，姚记潮品已开设 100 余家大型道馆，200 余家道馆，400 余家体验店，650 余家零售店及 2500 余家流通店。此外，公司还覆盖了约 4000 家便利店网络，真正实现终端渠道全覆盖。旗下 IP 方面，姚记潮品获任天堂宝可梦卡代理，迪士尼洛卡纳收藏卡代理等。在 2024CTE 上，迪士尼洛卡纳集换式卡牌泼墨第一章将于 2025 年 1 月正式上市，国内由姚记潮品代理销售。

图表 148: 姚记潮品自研“通顶雪道”小程序



资料来源: 通顶雪道微信小程序, 华源证券研究所

图表 149: 闪魂第五人格《雕刻时光》收藏卡



资料来源: ShingSoul 闪魂微信公众号, 华源证券研究所

5.3. 奥飞娱乐: 国产 IP 资源丰富

公司多年来持续打造并积累了众多优质年轻向 IP 资源。包括“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”、“巴拉啦小魔仙”、“铠甲勇士”、“量子战队”、“萌鸡小队”、“贝肯熊”、“飓风战魂”、“爆裂飞车”、“火力少年王”等。

目前, 公司卡牌业务主要围绕自有 IP 开发产品, 已推出《铠甲勇士》和《喜羊羊与灰太狼》第一弹卡牌产品, 且于 2024 年 7 月推出“铠甲勇士竞技收藏卡-战神版”, 《巴拉啦小魔仙》卡牌进入产品研发阶段。

2024 年 8 月 20 日, 奥飞娱乐在 2024 秋季新品发布会表示, 后续将有更多热门 IP 加入, 拓展产品线并推进整体营销矩阵, 建立奥迪双钻品牌在卡牌领域的市场基础及潜力。在 2024 年 11 月 3 日的投资者关系活动上, 公司表示卡牌是今年重点拓展的品类, 将加快拓展潮玩、卡牌、谷子周边等品类布局, 未来将积极拓展与外部知名 IP 的授权合作。

图表 150: 奥飞娱乐旗下卡牌产品



资料来源: 奥飞娱乐微信公众号, 华源证券研究所

图表 151: 奥飞娱乐《铠甲勇士竞技收藏卡-战神版》



资料来源: IPC 情报局微信公众号, 华源证券研究所

5.4. 上海电影：卡牌产品布局拓展 IP 边界

公司旗下“上影元”运营众多动画 IP 及真人影视版权，包括《中国奇谭》《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》《哪吒闹海》《天书奇谭》等经典动画作品，《日出》《阿 Q 正传》《庐山恋》《三毛从军记》等经典影视作品，覆盖全年龄段人群。

在公司大 IP 开发战略下，上影元通过卡牌产品拓展 IP 边界。公司授权卡星时代多款国民动画 IP，连续推出卡牌产品，2022 年联合推出《天书奇谭》卡牌，2023 推出《哪吒闹海》《中国奇谭》《葫芦兄弟》卡牌，2024 年 3 月推出《大闹天宫》集换式卡牌。2024 年 6 月 14 日，上影元与卡盟文创展开战略合作，联手打造“卡片英雄”国产英雄卡牌产品。

图表 152：上影元联合卡盟文创推出《卡片英雄-星球一番》第一弹



资料来源：卡盟文创微信公众号，华源证券研究所

图表 153：公司联合卡星时代推出《大闹天宫》集换式卡牌



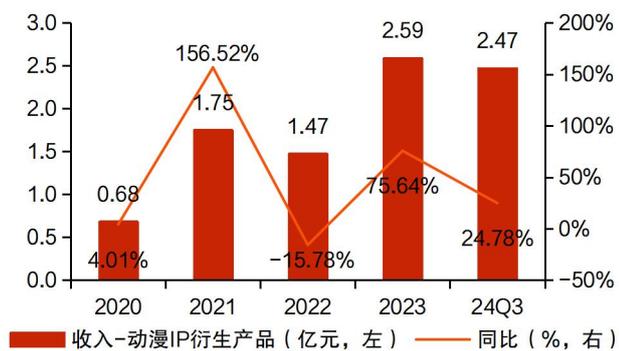
资料来源：卡星时代微信公众号，华源证券研究所

5.5. 华立科技：国内游艺行业龙头，加快 IP 部署

公司是国内游戏游艺行业龙头，主营游戏游艺设备、动漫 IP 衍生产品和运营服务。公司 IP 资源优势显著，与微软、万代南梦宫、世嘉等全球知名游戏企业建立合作，目前已获得《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》、《头文字 D 激斗》、《狂野飙车 9》、《我的世界》、《宝可梦》、《奥特曼》、《三国幻战》等多款 IP 在游戏游艺设备领域的全球或区域代理权。渠道方面，公司与万达宝贝王、大玩家、风云再起、永旺幻想、星际传奇、天空之城、Round 1、Time Zone、HELIX LEISURE PTE LTD 等国内外知名连锁品牌进行合作。

目前，公司动漫 IP 衍生产品业务主打的产品包括《宝可梦加傲乐》、《我的世界》、《三国幻战》等系列产品。2024 年第三季度，公司收入约 2.9 亿元，其中动漫 IP 衍生产品（主要是游艺机版本的实体卡牌）销售收入约 2.47 亿元，同比增长 24.78%，毛利率 43.01%。在 2024 年 10 月投资者关系活动中，公司表示将加快欧美 IP 的部署，且积极探索将动漫 IP 衍生业务引入日本市场。

图表 154：2020-2024Q3 公司动漫 IP 衍生产品收入情况



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 155：2020-2024Q3 公司动漫 IP 衍生产品毛利率情况



资料来源：iFind，华源证券研究所

6. 风险提示

1) 客户流失风险：消费者对公司产品的需求可能会不时发生变化，如消费意愿及购买力的变化、消费者人口结构的变化以及市场上各种 IP 主题的玩具及文具产品日益多样化。

2) 行业竞争加剧风险：公司所处行业的发展情况可能会和公司预期不符，公司也有可能无法与现有或新进入的竞争对手有效竞争。

3) IP 运营风险：公司提供以 IP 为主题的产品，因此 IP 的认可度或受欢迎程度对公司集换式卡牌产品的销售表现至关重要，而此部分取决于公司的 IP 运营能力。

4) 销售渠道管理风险：公司对经销商的控制有限。任何经销商不遵守公司的要求及政策，或违反与公司的协议，均可能对公司的产品销售产生负面影响、影响消费者体验或损害公司的品牌知名度。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。