

2025 年 5 月 17 日星期六

分析师推荐

【东兴轻工】集换式卡牌行业：高速发展，卡游再次递交港交所招股书（20250515）

中国集换式卡牌行业近年来发展迅猛，卡游份额 70%。集换式卡牌指具有特定主题的实体卡，可供消费者收藏、交换或对战，具备社交属性，其产业链涵盖上游 IP 创作与运营、中游产品设计制作及下游产品流通。<https://www.hibor.com.cn>（慧博投研资讯）根据卡游招股说明书的数据，从 2019 年到 2024 年，中国集换式卡牌市场规模从 28 亿元增长至 263 亿元，复合年增长率达到 56.6%，远超泛娱乐玩具整体 15.8% 的增长率。集换式卡牌行业高度集中，卡游作为行业绝对龙头，2022 年及 2024 年市场份额均超过 70%。按商品交易总额计，2024 年我国集换式卡牌行业市场规模已超过美国和日本，但人均支出仅为美国约 1/6 和日本的 1/3，我国行业规模仍有增长空间，此外东南亚的集换式卡牌行业市场规模快速增长中，我国行业内玩家有望通过出海打开增量空间。

卡游 2024 年增长迅猛，渠道布局广，积极拓品类。卡游销售的品类以集换式卡牌为主，此外包括玩偶、徽章、立牌、文具等。卡游通常以盲盒的形式售卖，为各品类设置阶梯式的级别和不同价位。2024 年卡游实现业绩端爆发增长，收入同比增长 277.8% 至 100.6 亿元，经调整净利润同比增长 378.3% 至 44.7 亿元，净利率达到 44.4%。分品类看，集换式卡牌占比超 80%，其他包括人偶、玩具等。渠道方面，卡游经销模式为主，占比超 90%。我们推测卡游消费者以未成年人群为主，线上难以形成销售，因此主要通过经销模式触达消费者。2024 年卡游拥有 217 个经销商，可覆盖全国 31 个省，构建了覆盖全国的广泛销售网络。卡游积极推动经销商建立小型专卖店，即卡游中心，至 2024 年全国已有 351 家门店；同时卡游也在高线城市自营旗舰店，两种专卖店助力卡游扩展品牌影响力。此外，公司积极寻求海外扩张，但当前出海规模仍小。卡游产品以授权 IP 模式为主，主要 IP 包括奥特曼、小马宝莉等，其中奥特曼 IP 为卡游贡献大部分收入。近年来卡游积极拓展合作 IP 数量，2024 年达到 70 个，其中包括 1 个自有 IP “卡游三国”。产品方面，卡游通过多个工作室推动产品的开发及设计，2022-2024 年分别推出 190/236/363 个玩具系列，其中包括 168/167/210 个集换式卡牌系列。卡游不断出新巩固在集换式卡牌领域的市场地位，同时亦在持续拓展品类。此外卡游还通过引入集换式卡牌游戏（TCG）玩法提升消费者互动性和黏性，其英雄对决系列卡牌构建了完善的对战规则，卡游对卡牌属性、产量严格控制以保证游戏平衡性。2025 年 4 月，卡游宣布推出小马宝莉 TCG 产品，展现其在热门 IP 活力维持和新品类拓展上的持续努力。

除卡游外多家上市公司涉及卡牌业务，但收入占比普遍仍低。泡泡玛特作为潮玩领军企业，渠道布局完善，2024 年 5 月推出收款收藏卡牌产品。奥飞娱

本期编辑

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

东兴证券研究所金股推荐

证券代码	证券简称
000881.SZ	中广核技
002436.SZ	兴森科技
09992.HK	泡泡玛特
300496.SZ	中科创达
300547.SZ	川环科技
600519.SH	贵州茅台
601168.SH	西部矿业
603605.SH	珀莱雅

数据来源：《五月金股汇》2025 年 04 月 28 日，东兴证券研究所

乐与上海电影拥有大量知名动画 IP，积极拓展卡牌业务，具备发展潜力。华立科技的卡牌业务行业份额排名第 5，具备一定规模。其卡牌业务模式为配套街机设备，与卡游的模式存在区别。京华激光为卡游提供卡牌深加工服务，2024 年相关业务增速迅猛，收入占比达 20%，将受益集换式卡牌行业的发展。

投资建议：我们认为 IP 产业具备长期的投资价值，因为 IP 可与消费者建立情感联接，产生较高的黏性，从而赋予供给侧稳定的需求与更高的利润水平。集换式卡牌作为 IP 的一种衍生形式，近年在我国快速兴起，覆盖青少年人群，已在全国构建庞大的用户群体。我们看好集换式卡牌凭借其较强的社交属性持续提升渗透率。卡游在行业内份额超 70%，销售网络遍布全国，竞争优势显著。卡游以奥特曼 IP 的卡牌为基础，不断拓展 IP 与品类矩阵，有望持续引领集换式卡牌行业的发展。卡游已在港交所再次递交招股说明书，我们将持续关注其上市进展。

风险提示：行业竞争加剧风险、政策监管风险、IP 运营风险。。

（分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038，分析师：沈逸伦 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038,）

【东兴能源】煤炭行业：动力煤价下跌，三大港口库存增幅明显（20250515）

动力煤价下跌。<https://www.hibor.com.cn>【慧博投研资讯】截至 5 月 9 日，国内秦皇岛动力煤山西优混 5500 平仓价格 635 元/吨，环比上月跌 4.80%；澳大利亚纽卡斯尔港 NEWC 动力煤离岸价格 94 美元/吨，环比上月下跌 3.00 美元/吨，跌幅为 3.09%；南非理查德 RB 动力煤离岸价格 88.00 美元/吨，环比上月下跌 1.00 美元/吨，跌幅为 1.12%；欧洲三港 DESARA 动力煤离岸价格 94.00 美元/吨，环比上月下跌 10.00 美元/吨，跌幅为 9.62%。

陕晋蒙三省国有重点煤矿煤炭月度产量环比均上涨；煤及褐煤月度进口量月环比下降。3 月，国有重点煤矿煤炭月度产量：陕西产 2263.50 万吨，环比上月上涨 206.50 万吨，涨幅为 10.04%；内蒙古产 1994.80 万吨，环比上月涨 106.10 万吨，涨幅为 5.62%；山西产 4757.60 万吨，环比上月涨 4.76%。4 月，煤及褐煤月度进口量达到 3782.53 万吨，环比上月降 90.47 万吨，降幅为 2.34%。

三大港口煤炭库存月环比上升，六大发电集团日均耗煤量月环比下降。截至 5 月 9 日，秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港三港煤炭库存合计 1576.10 万吨，环比上月上升 178.00 万吨，涨幅 12.73%；六大发电集团日均耗煤量月环比下降、同比增长。截至 5 月 9 日，六大发电集团日均耗煤量共 75.94 万吨，环比上月下降 0.20 万吨，降幅 0.26%。

国内海运运费月环比下跌，国际海运运费涨跌不一。截至 5 月 9 日，从秦皇岛到

上海航线上4-5万DWT的CBCFI报收23.50元/吨,较上月环比跌幅为13.92%;从秦皇岛到宁波航线上1.5-2万DWT的CBCFI报收41.20元/吨,较上月环比跌幅为6.79%。截至5月9日,澳洲纽卡斯尔-中国煤炭海运费(巴拿马型)报收12.70美元/吨,环比上月下降0.50美元/吨,降幅为3.79%;印尼塔巴尼奥-中国广州(50000MT/10%)的煤炭CDFI程租报收8.47美元/吨,环比上月上涨0.08美元/吨,涨幅为0.91%。

结论:动力煤价下跌。三大港口煤炭库存月环比上升,六大发电集团日均耗煤量月环比下降。国内海运费月环比下跌,国际海运费涨跌不一。

风险提示:行业面临有效需求不足,煤价下跌等不及预期的风险。

(分析师: 姜文娟 执业编码: S1480524070001 电话: 010-66555574)

重要公司资讯

1. 闻泰科技: 闻泰科技公告称,拟向立讯精密及立讯通讯转让下属的昆明闻讯等100%股权以及下属公司无锡闻泰、无锡闻讯、印度闻泰的业务资产包,交易价格43.89亿元。交易完成后,公司将战略性退出产品集成业务,集中资源专注于半导体业务发展。(资料来源:同花顺)

2. 岭南控股: 与中免集团、广百股份、白云机场拟共同投资设立中免市内免税品(广州)有限公司运营广州市市内免税店。注册资本为4500万元,其中,公司拟以自有资金投资877.50万元,占注册资本的19.50%。(资料来源:同花顺)

3. 贵州茅台: 截至5月16日,公司已累计回购264.21万股公司股份,占公司总股本的0.2103%,占预计回购股份的比例为78.03%,回购最高价为1639.99元,最低价为1417.01元,累计回购金额为40.5亿元,占预计回购金额的比例为67.5%。(资料来源:同花顺)

4. 宁德时代: 拟通过境外全资子公司香港时代作为有限合伙人参与投资境外私募股权投资基金Lochpine Green Fund I,LP;基金主要围绕碳中和领域上下游开展相关投资,基金目标规模为15亿美元,其中公司境外全资子公司香港时代拟认缴出资额不高于2.25亿美元。(资料来源:同花顺)

5. 华民股份: 华民股份与天太机器人签署战略合作协议,双方将在智能机器人领域展开深度合作,通过探索股权合作、设立机器人技术与应用创新平台等方式,发挥各自优势,推动机器人核心部件及工业机器人等产品在市场端的规模化应用,为智能机器人行业的高速发展提供强劲动力。(资料来源:同花顺)

经济要闻

1. 国家统计局: 国家统计局数据显示,2024年,全国城镇非私营单位就业人员年平均工资为124110元,名义增长2.8%,按可比口径增长2.6%;城镇私营单位就业人员年平均工资为69476元,名义增长1.7%,按可比口径增长4.0%;规模以上企业就业人员年平均工资为102452元,名义增长4.4%,按可

比口径增长 4.2%。国家统计局表示，行业间工资水平位次总体稳定，分行业门类看，城镇非私营单位和私营单位年平均工资水平前三位的行业仍是信息传输、软件和信息技术服务业，金融业以及科学研究和技术服务业。资料来源：同花顺

2. 国家数据局：国家数据局印发《数字中国建设 2025 年行动方案》提出，到 2025 年底，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重超过 10%，数据要素市场建设稳步推进，算力规模超过 300EFLOPS。（资料来源：同花顺）

3. 中国进出口银行：中国进出口银行发布的数据显示，1-4 月进出口银行投放制造业中长期贷款超 1800 亿元，4 月末制造业中长期贷款余额 1.8 万亿元，重点支持了船舶、工程机械等制造业产品出口；积极满足科技型企业全周期金融需求等，全力支持现代化产业体系建设。（资料来源：同花顺）

4. 证监会：上市公司重大资产重组新规落地。证监会正式公布实施修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》，在简化审核程序、创新交易工具、提升监管包容度等方面作出优化。修订后的重组办法创多个“首次”：首次建立简易审核程序；首次调整发行股份购买资产的监管要求；首次建立分期支付机制；首次引入私募基金“反向挂钩”安排，鼓励私募基金参与上市公司并购重组。（资料来源：同花顺）

5. 华夏时报：90 天关税暂停期，外贸从业者黄金窗口期正式开启，随之而来的是中美货运市场的强势反弹。5 月美线运费涨幅最高已达 2200 美元/大柜，6 月预计还将大幅上涨；跨境卖家纷纷赶着发货，有货代从业者表示仓库已经爆满，正在加快报关出货；深圳盐田港进出港货车也开始有所增加，货车司机临时接单跑不停。（资料来源：同花顺）

6. 商务部：商务部召开全国离境退税工作推进会指出，发展离境退税是大力提振消费的重要抓手，是应对外部冲击的重要举措，是扩大高水平对外开放的重要途径。各地商务主管部门要积极会同相关部门，加快推进扩商店、增商品、优服务工作，着力提高退税商店覆盖面，提升退税商品吸引力，增强境外旅客获得感，扩大入境消费，为大力提振消费、推动经济持续回升向好作出积极贡献。（资料来源：同花顺）

7. 财联社：穆迪将美国评级从 AAA 下调至 AA1，将美国评级展望从负面调整为稳定。穆迪称，评级下调反映政府债务增加；到 2035 年美国联邦债务负担将升至 GDP 的 134%；预计到 2035 年美国联邦政府赤字将达到 GDP 的 9%；随着经济因关税而做出调整，GDP 增长可能会放缓。（资料来源：同花顺）

8. 券商中国：美国和印度的关税谈判，传出新进展。美国总统特朗普表示，印度提出取消对美国商品的所有关税。然而值得一提的是，就在两天前，印度才刚刚提出要对部分美国制造的商品征收进口关税，以回应美国对印度钢铝产品征收的 25% 关税。此外，特朗普还表示，他已要求苹果公司 CEO 库克停止在印度建厂，并提高美国产量。（资料来源：同花顺）

9. 新浪：日本经济再生大臣赤泽亮正表示，关税担忧未影响第一季度消费，但需谨慎评估进一步数据，不会与美国达成牺牲农业的协议。（资料来源：同花顺）

10. 财联社：美国总统特朗普表示，将在“未来两到三周内”为美国的贸易伙伴设定新的关税税率，称其政府目前没有能力与所有贸易伙伴同时展开谈判。财政部长贝森特和商务部长拉特尼克“将会发送信函，基本上告知各国”他们“为进入美国市场所需支付的费用”。特朗普称，有“150 个国家”希望达成协议。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴】首席周观点：2025 年第 20 周（20250516）

事件：美国 4 月 CPI 环比 0.2%，预期 0.3%，前值-0.1%；同比 2.3%，预期 2.4%，前值 2.4%。

核心 CPI 环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.1%；同比 2.8%，预期 2.8%，前值 2.8%。

主要观点：

1、能源价格主导通胀回落，3-7 月属于通胀传统低迷期，关税效应尚未显现。

2、美股中短期中性略谨慎乐观，长期中性。

数据方面，住宅环比上涨 0.3%，贡献了 4 月超过一半的通胀。能源价格环比上涨 0.7%，主要来自天然气和电力，覆盖了汽油价格的下跌。食品价格环比下降 0.1%，主要是居家食品降 0.4%，而外卖食品环比涨 0.4%。核心通胀方面，上涨的有家具家装（1%），医疗（0.5%），车险（0.6%），教育（0.1%），和个人护理（0.1%）。价格下降的有机票（2.8%）、二手车（0.5%）、通信以及服装。新车和休闲娱乐价格没有变化。

能源价格的下降主导了通胀和核心通胀的趋势性回落。从长期趋势看，通胀一般落后原油价格一个月，而核心通胀与过去 12 个月通胀的移动平均步调基本一致，可以理解为，在其他因素不变的情况下，由能源成本主导的商品价格的变化慢慢渗透到服务部门的时间大约为一年。另一个显著影响通胀的为 M2 同比，即长期通胀是货币现象（图 11、12、13）。与去年相比，通胀环比的波动区间显然又下了一个台阶（约 10bp 图 6）。

我们在年初通胀点评中提到“季节性通胀回升较为良性，或持续至 1 月”，可容忍至 2 月。截止 2 月，季节性的通胀回升暂告一段落，而关税的影响尚未体现。传统的通胀低迷时期为 3-7 月，因为消费的旺季一般为下半年。因此，3、4 月通胀下行是正常的季节性表现。后期将观察商品价格的环比情况，4 月商品环比回升至 0.1%，高于 3 月（图 7）。

由于中美关税战暂停 90 天，中美航运开始恢复，关税对美国通胀的影响可能较为温和。无差别基础关税 10% 将大幅提高美国消费者对关税承担的比例，类似特朗普对内征收消费税。中低端制造业美国不具备生产优势条件，不太可能回流；无差别基础税率 10% 也意味着进口商品无法通过贸易转移来抵消基础关税，这将使得原本的进口品价格对关税的弹性显著上升，最终抬升美国消费者承担的关税比例。而进口品价格的抬升也会刺激美国本土同类或互补品价格的抬升。短期内美国商品价格有一定小幅价格压力，这与能源价格上升的影响类似。

市场方面，我们对美国资本市场的态度恢复至 4 月 2 日之前，即美股短期中性略谨慎积极，长期中性。由于特朗普的关税政策有所延后，企业可囤货时间拉长，对经济的影响也随之延后，美国股债避险情绪均下降。特朗普在 4 月 2 日以后态度有所转变，说明其对经济和金融的系统性风险有所顾忌。从当前关税的走势来看，

年内美国陷入衰退的概率降低，但通胀水平可能因为基础性关税有略微上升，美联储维持当前利率水平的可能时间可能延长。

风险提示：海外地缘政治风险上升。

（分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911）

【东兴化工】基础化工行业：行业整体盈利承压，细分行业表现分化——化工行业 2024 及 2025Q1 业绩回顾（20250515）

我们按照中证行业分类，对化工行业分类中的 384 家公司的 2024 年年报及 2025 年 1 季报的整体经营状况进行梳理。

2024 年化工行业增收不增利，业绩依然承压。<https://www.hibor.com.cn>（慧博投研资讯）2024 年化工品价格指数小幅震荡下行，化工行业仍处于低景气阶段。2024 年全球化工市场需求不足，行业竞争持续加剧，化工产品价格和盈利继续面临压力。2024 年，化工行业整体实现营业收入 28649.67 亿元，同比变动+2.96%；归母净利润 1080.70 亿元，同比变动-7.10%。行业销售毛利率（整体法）为 14.57%，同比变动-0.65 个百分点。

2025 年 1 季度化工行业同比小幅改善。2025 年年初至今，化工品价格指数继续下行。2025 年 1 季度，化工行业整体实现营业收入 6769.65 亿元，同比变动+1.30%；归母净利润 337.50 亿元，同比变动+5.58%。行业销售毛利率（整体法）为 15.38%，同比变动-0.12 个百分点。

化工行业毛利率同比有所下滑。2024 年 1-4 季度，化工行业单季度毛利率分别为 15.49%、15.42%、13.71%、13.75%，同比分别变动 0.37、-0.18、-2.12、-0.60 个百分点。2025 年 1 季度，化工行业毛利率为 15.38%，同比变动-0.12 个百分点。

细分子行业表现分化。2024 年营收同比增速排名前五的子行业分别是橡胶制品（+23.27%）、改性塑料（+16.60%）、锦纶与涤纶（+14.65%）、膜材料（+12.56%）、其他塑料制品（+9.70%）；2024 年归母净利润同比增速排名前五的子行业分别是氮肥（+145.81%）、氯碱（+122.69%）、印染化学品（+119.16%）、复合肥（+59.81%）、橡胶助剂（+42.74%）。2025 年 1 季度营收同比增速排名前五的子行业分别是复合肥（+26.73%）、改性塑料（+22.35%）、民爆制品（+20.07%）、钾肥（+19.93%）、合成树脂（+18.71%）；2025 年 1 季度归母净利润同比增速排名前五的子行业分别是氟化工（+99.89%）、氯碱（+86.21%）、农药（+72.93%）、膜材料（+54.54%）、钾肥（+44.95%）。

投资策略：我们认为 2025 年国内化工行业供需格局有改善预期、行业景气度有望边际回暖。不论是从价格周期角度、还是行业竞争格局边际变化的角度来看，我们认为部分细分领域存在较好的投资机会。我们建议重点关注：①供需格局有望改善的子行业；②资本开支扩张和研发驱动成长的龙头企业；③受益于需求增加、或国产替代持续推进的部分高端化工新材料。投资标的方面，我们推荐龙佰集团、华鲁恒升、扬农化工、新

和成、国瓷材料。

风险提示：化工品需求不及预期；成本端大宗能源价格大幅上涨；产品价格大幅下滑；贸易摩擦导致出口大幅下滑；供给端行业新增产能投放超出预期。

（分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。