



集换式卡牌行业：高速发展，卡游再次递交港交所招股书

2025 年 5 月 15 日

看好/维持

轻工制造

行业报告

分析师	刘田田 电话：010-66554038 邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	沈逸伦 电话：010-66554044 邮箱：shenyl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480523060001

投资摘要：

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。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。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1. 集换式卡牌行业发展迅猛，卡游份额超 70%.....	3
2. 卡游 2024 年业绩大幅增长，渠道布局广，积极拓品类。.....	4
2.1 卡游业绩端有所波动，2024 年表现优秀	4
2.2 卡游以经销模式、线下渠道为主	7
2.3 卡游积极拓展 IP 及品类	8
3. 其他相关上市公司情况.....	9
4. 投资建议	10
5. 风险提示	10

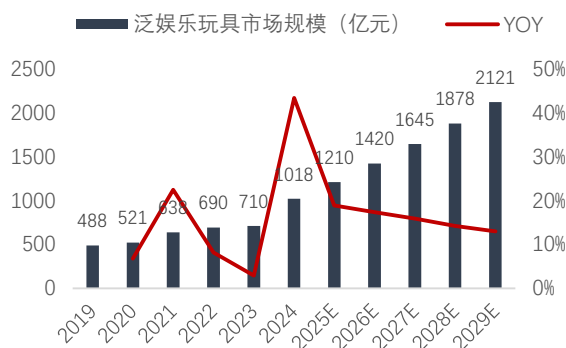
插图目录

图 1： 泛娱乐玩具市场规模持续增长	3
图 2： 集换式卡牌市场规模增长迅速	3
图 3： 集换式卡牌行业产业链	3
图 4： 2024 年集换式卡牌行业中卡游份额超 70%	4
图 5： 2024 年泛娱乐玩具行业中卡游份额第一	4
图 6： 卡游旗下主要品类	5
图 7： 卡游近年收入变化	5
图 8： 卡游近年经调整净利润变化	5
图 9： 卡游收入分品类	5
图 10： 卡游各品类毛利率情况	5
图 11： 卡游收入分渠道	6
图 12： 卡游各渠道毛利率情况	6
图 13： 卡游毛利率及净利率情况	6
图 14： 卡游费用率情况	6
图 15： 各类型渠道收入(亿元)	7
图 16： 卡游经销商遍布全国	7
图 17： 卡游中心快速开店	7
图 18： 卡游 IP 数量增加	8
图 19： 卡游前五大 IP 收入占比	8
图 20： 卡游主要 IP 已合作多次	8
图 21： 英雄对决地图	9

1. 集换式卡牌行业发展迅猛，卡游份额超 70%

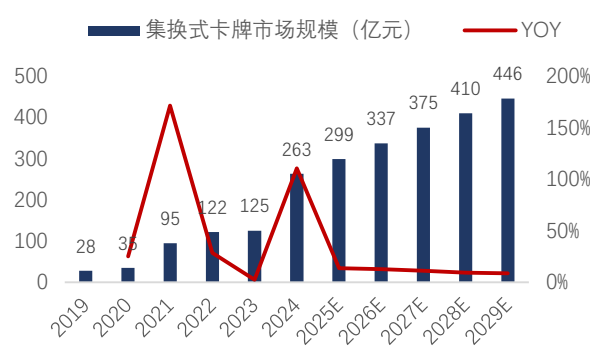
集换式卡牌行业规模增长迅速。泛娱乐玩具主要包括集换式卡牌、积木、人偶、毛绒玩具及其他玩具。近年来，在情绪消费的强劲需求推动下，中国泛娱乐玩具行业增长迅猛。按商品交易总额计，中国泛娱乐玩具的市场规模从 2019 年的 488 亿元增长到 2024 年的 1018 亿元，突破千亿元，复合年增长率达到 15.8%。其中集换式卡牌指具有特定主题的实体卡，可供消费者收藏、交换或对战，具备社交属性，是近年泛娱乐玩具行业中增长最快的子品类。商品交易总额从 2019 年的 28 亿元增长至 2024 年 263 亿元，复合增长率达 56.6%，其中 2024 年增速超 100%，未来行业规模有望持续扩张。

图1：泛娱乐玩具市场规模持续增长



资料来源：灼识咨询、卡游招股说明书，东兴证券研究所

图2：集换式卡牌市场规模增长迅速



资料来源：灼识咨询、卡游招股说明书，东兴证券研究所

集换式卡牌产业链包括上游 IP 创作及运营，中游产品设计制作，以及下游产品流通三个主要环节。1) 上游 IP 创作运营，主要为动漫、游戏的产权方，如迪士尼、集英社等企业，其掌握着如奥特曼、小马宝莉等 IP 的版权。2) 中游企业包括卡游、泡泡玛特等，通过签署独家/非独家授权协议来获得 IP 资源，负责产品设计及销售。中游企业围绕 IP 进行卡牌设计，包括画面、工艺、卡牌等级等方面的设计，并承担卡牌的生产、包装。3) 下游即为最后的销售环节，集换式卡牌以经销模式为主。终端销售分为线下和线上渠道，考虑到集换式卡牌消费者以低龄儿童为主，线下渠道仍为主流。产业链下游也包括二手交易市场，在闲鱼、千岛等平台交易。由于卡牌款式的不确定性，消费者会有出售重复产品或购买指定款产品的需求，需求通过二手交易满足，其中稀有或隐藏款通常会有较高溢价。

图3：集换式卡牌行业产业链

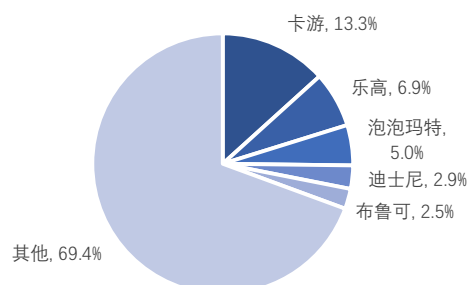
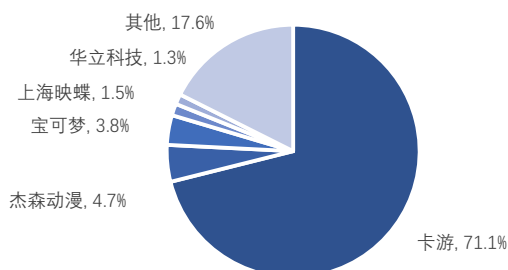


资料来源：灼识咨询，东兴证券研究所

集换式卡牌行业卡游份额超 70%。根据卡游招股书数据，中国集换式卡牌行业高度集中，市场参与者少于一百名。按商品终端交易额计算，2022 年及 2024 年卡游在集换式卡牌行业中均有 70%以上的份额，是行业中的绝对龙头，份额两年来保持稳定，竞争力显著。在集换式卡牌快速发展的推动下，卡游在泛娱乐玩具行业中已成为份额第一，份额为 13.3%。

图4：2024 年集换式卡牌行业中卡游份额超 70%

图5：2024 年泛娱乐玩具行业中卡游份额第一



资料来源：灼识咨询、卡游招股说明书，东兴证券研究所

注：企业名称除卡游外均为根据招股说明书信息推测

资料来源：灼识咨询、卡游招股说明书，东兴证券研究所

注：企业名称除卡游外均为根据招股说明书信息推测

中国集换式卡牌行业市场规模超过美、日，人均消费额尚有差距。按商品交易总额计，2024 年中国、美国、日本的集换式卡牌行业市场规模分别为人民币 263 亿元、219 亿元和 147 亿元。日本和美国等发达国家的集换式卡牌行业已发展多年，与此类国家相比，中国集换式卡牌行业市场规模已经赶超，但的人均支出依然较低。中国消费者在集换式卡牌行业人均支出仅为人民币 18.7 元，而美国、日本人均支出分别为 119.3 元、64.0 元，分别为我国约 6 倍和 3 倍，表明我国市场规模仍有提升空间。此外按商品交易总额计，东南亚的集换式卡牌行业市场规模达到人民币 28 亿元，且快速增长中，我国行业内玩家有望通过出海东南亚打开增量空间。

2. 卡游 2024 年业绩大幅增长，渠道布局广，积极拓品类。

2.1 卡游业绩端有所波动，2024 年表现优秀

卡游主要品类包括集换式卡牌等，以盲盒形式售卖。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。如奥特曼 IP 集换式卡牌按稀有度及设计精美度被分为 R、SR、SSR 以至 OR 等十数个级别，卡包也被分为经典版、豪华版、奇迹版等等不同价格的卡包版本，高价格的卡包有更高概率开出高级别的卡牌。

图6：卡游旗下主要品类

品类	集换式卡牌	玩偶	其他玩具（徽章、立牌等）	文具
主流价格带	2~10 元/包	10~20 元/个	10~50 元/个	10~30 元/支、本

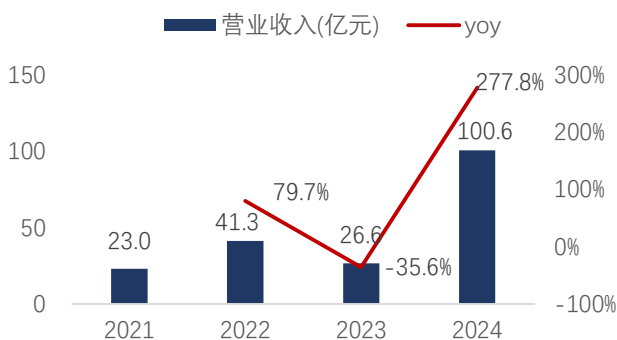
商品照片



资料来源：卡游天猫旗舰店，卡游官网，东兴证券研究所

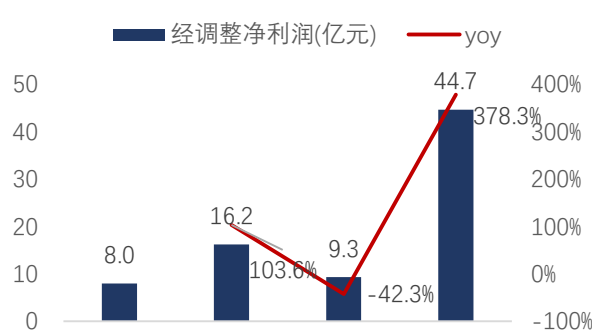
卡游 2024 年业绩快速增长。卡游 2021~2023 年间业绩波动增长，其中 2023 年在公共卫生事件后收入利润均有所下行。2024 年卡游实现业绩端爆发增长，收入同比增长 277.8%至 100.6 亿元，经调整净利润同比增长 378.3%至 44.7 亿元。2021~2024 年卡游收入复合增长率为 63.6%，经调整净利率复合增长率为 77.7%。

图7：卡游近年收入变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：卡游近年经调整净利润变化

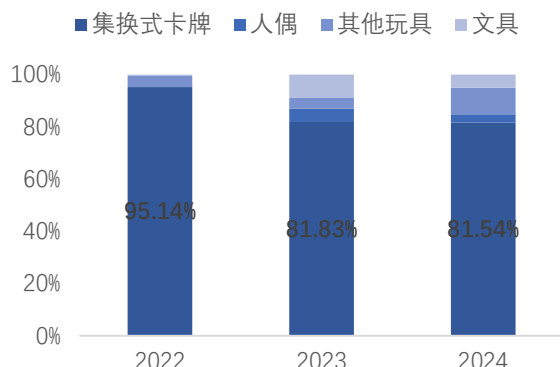


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

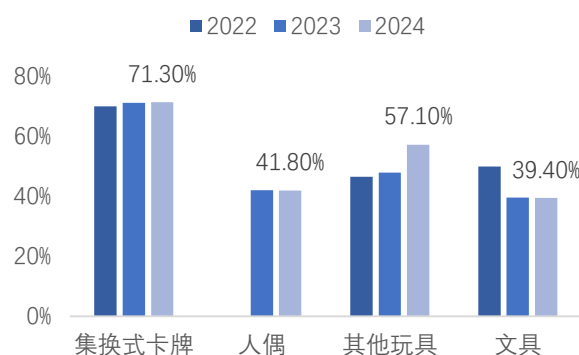
收入分品类看：集换式卡牌是主要来源。集换式卡牌是卡游核心品类，2022-2024 年收入占比均在 80%以上。2023 年以来卡游拓展了人偶、文具等品类，2024 年其他玩具增速较高，我们推测主要因品类拓展。从毛利率角度看，集换式卡牌在 70%左右，明显高于其他品类。

图9：卡游收入分品类

图10：卡游各品类毛利率情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

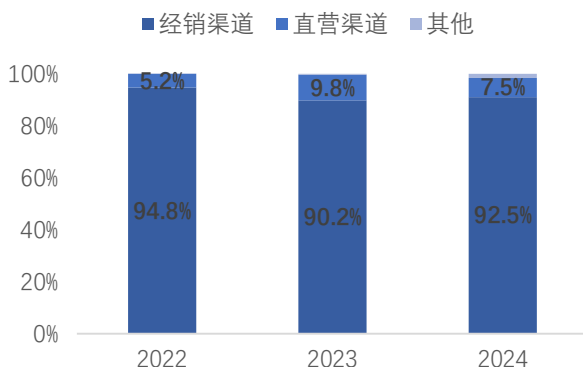


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

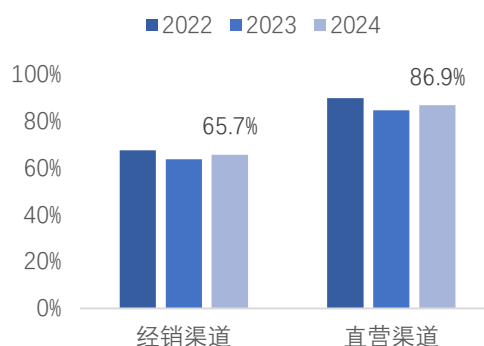
收入分渠道看：经销是主要销售模式。卡游以经销模式为主，2022~2024 年经销渠道收入占比均在 90%以上，近年逐步拓展直营渠道，直营收入持续增长，但比例仍低。毛利率方面，近年经销渠道在 65%左右，直营渠道接近 90%。

图11：卡游收入分渠道

图12：卡游各渠道毛利率情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

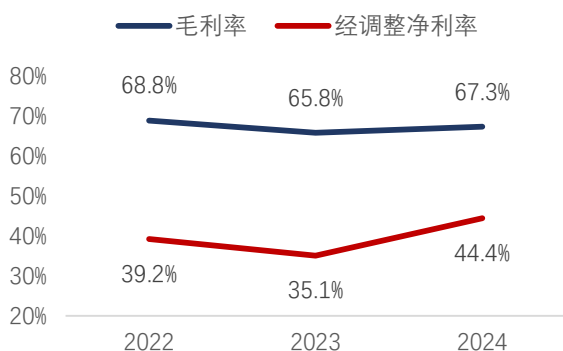


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

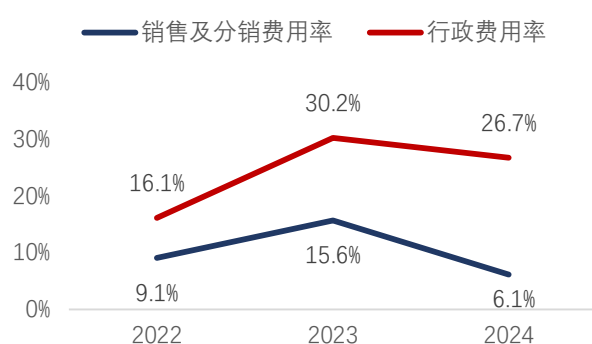
盈利能力保持较高水平。卡游 2022~2024 年毛利率分别为 68.8%、65.8%、67.3%，随收入变化较小，稳定在 65%以上。销售费用率和行政费用率有所波动，2024 年随着收入高速增长，费用率均有显著回落。其中行政费用率在 2024 年回落幅度较小，主要因根据股权激励计划授出的股份支出大幅增加。综合看，2022~2024 年经调整净利率分别为 39.2%、35.1%、44.4%，近年随收入波动有所变化，在 2024 年达到高点。

图13：卡游毛利率及净利率情况

图14：卡游费用率情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

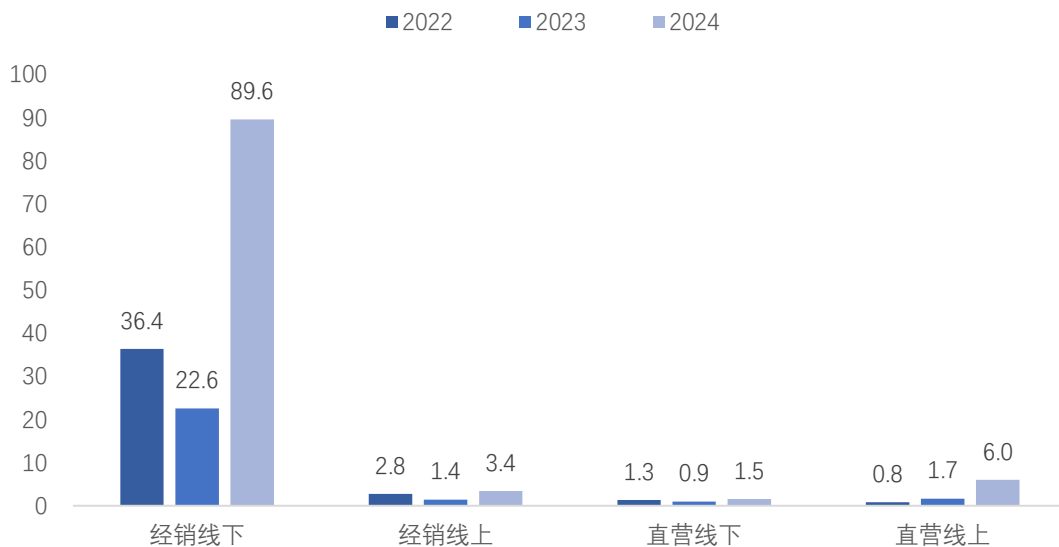


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.2 卡游以经销模式、线下渠道为主

经销线下是卡游主要销售渠道，线上逐步拓展。经销线下是卡游核心销售渠道，2024 年收入占比近 90%。我们推测卡游主要销售模式为通过经销商实现文具店、小卖部网点铺货，主要因卡游消费者以未成年人群为主，而未成年人难以实现线上消费。近年来线上渠道亦保持增长，尤其直营线上持续快速增长。

图15：各类型渠道收入(亿元)



资料来源：卡游招股说明书，东兴证券研究所

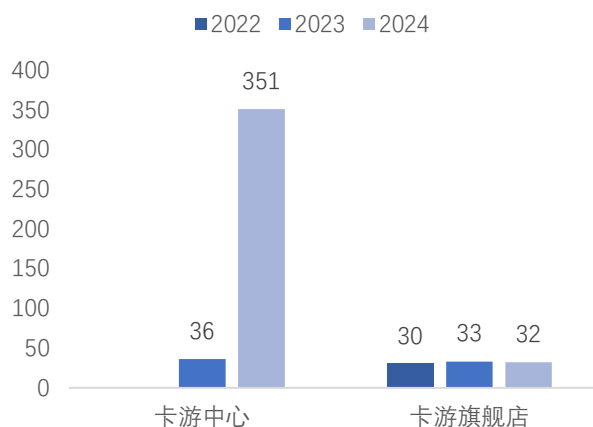
经销商覆盖全国，专卖店扩展影响力。2024 年卡游拥有 217 个经销商，可覆盖全国 31 个省，实现了国内广泛的覆盖。卡游在业务拓展的同时也在持续升级经销商网络，不断优化运营能力较弱的经销商。经销模式除传统经销商外，还包括零售 KA 合作伙伴及卡游中心两种模式，助力覆盖更多的消费群体。其中卡游中心为小型专卖店模式，2023 年开始推广，至 2024 年全国已有 351 家门店；同时卡游也在高线城市自营旗舰店，近年保持在 30 家左右。两种专卖店模式助力卡游扩展品牌影响力。此外，公司积极寻求海外扩张，2024 年初步在海外拓展 6 家并实现收入 262 万元。当前出海规模仍小，但考虑到海外尤其是东南亚地区集换式卡牌行业具备增长潜力，出海未来有望为卡游带来增量。

图16：卡游经销商遍布全国

图17：卡游中心快速开店

	2022	2023	2024
华东	97	85	76
华南	31	12	11
华中	43	26	25
华北	21	17	17
西南	15	16	19
东北	8	8	7
西北	16	14	15
全国	28	28	18
线上	31	25	23
其他			6
总计	290	231	217

资料来源：卡游招股说明书，东兴证券研究所

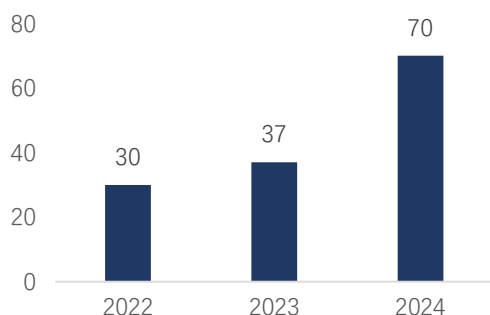


资料来源：卡游招股说明书，东兴证券研究所

2.3 卡游积极拓展 IP 及品类

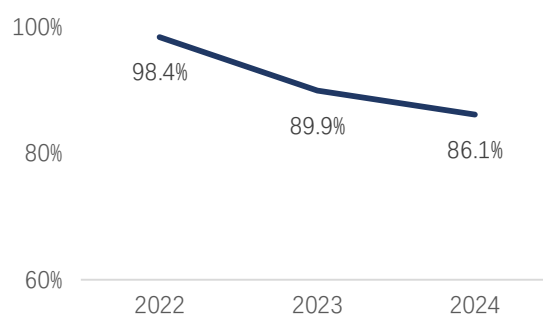
授权 IP 为主，卡游拥有多元化 IP 矩阵。卡游产品以授权 IP 模式为主，主要 IP 包括奥特曼、小马宝莉等，其中奥特曼在 2022 及 2023 年为卡游贡献大部分收入。近年来卡游积极拓展合作 IP 数量，2024 年达到 70 个。2022~2024 年，卡游前五大 IP 收入占比有所下行，但仍在 85% 以上，相对集中。卡游已和核心 IP 的供应商合作多次，如奥特曼、小马宝莉 IP 均已续期 4 次，且仍有多年时间到期，因此预计合作较为稳定。卡游也在积极拓展自有 IP，2023 年 4 月推出首款自有 IP 卡游三国，截至 2024 年累计收入 2.9 亿元。

图18：卡游 IP 数量增加



资料来源：卡游招股说明书，东兴证券研究所

图19：卡游前五大 IP 收入占比



资料来源：卡游招股说明书，东兴证券研究所

图20：卡游主要 IP 已合作多次

	授权协议初始执行时间	续期次数	授权协议到期时间
奥特曼	2018 年	4	2029 年
叶罗丽	2019 年	2	2033 年
小马宝莉	2020 年	4	2029 年
火影忍者	2020 年	2	2027 年
斗罗大陆动画	2020 年	2	2026 年
IP A	2022 年	2	2026 年

蛋仔派对

2023 年

-

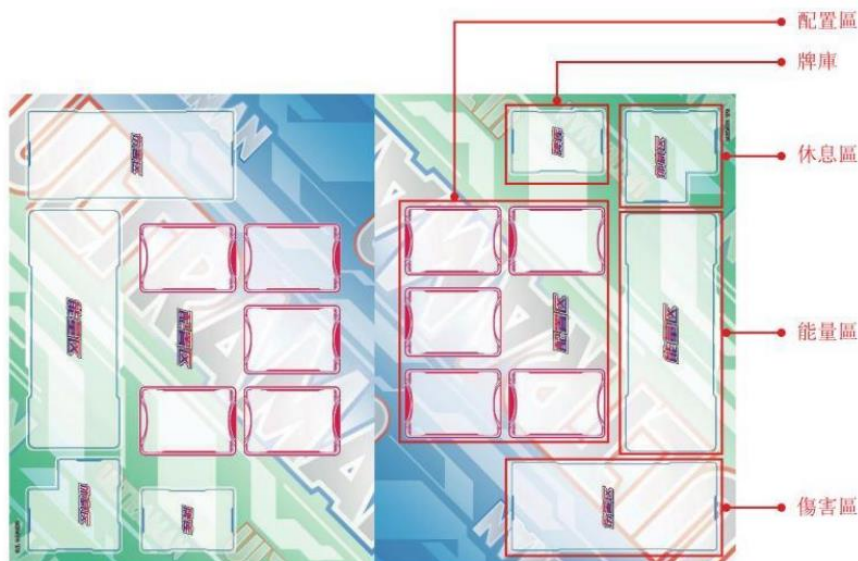
2025 年

资料来源：卡游招股说明书，东兴证券研究所

持续出新，积极拓展品类。卡游通过多个工作室推动产品的开发及设计，2022-2024 年卡游分别推出 190/236/363 个玩具系列，其中包括 168/167/210 个集换式卡牌系列；另外分别推出了 6/64/58 个文具系列。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，推出人偶、徽章、立牌、集换式卡牌收藏册及贴纸等其他产品类别，带动收入增长。

TCG 玩法增加玩家互动性，提升消费者黏性。TCG (Trading card game) 指集换式卡牌游戏，收集卡牌并根据自己的策略，灵活使用不同的卡牌去构建符合规则的卡牌组合，进行对战游戏。卡游已推出了英雄对决系列卡牌，并构建了完善的规则：一局游戏需两名玩家参与，每名玩家的卡组需配备 40 张同一 IP 主题的卡牌，方可开始游戏。在对局中，两名玩家需在对局地图上使用自己的卡组较量，并分出胜负。卡游对不同稀有度的卡牌的属性值设计、产品周期和产量进行严格控制，以保证游戏的平衡与可玩性。TCG 玩法强化集换式卡牌的互动性，有望赋予卡牌更持久的生命力。英雄对决玩法已涉及奥特曼和多个 IP，2025 年 4 月卡游宣布推出小马宝莉 TCG 产品，有望带来新的增量，并保持热门 IP 的活力。

图21：英雄对决地图



资料来源：卡游招股说明书，东兴证券研究所

3. 其他相关上市公司情况

集换式卡牌行业高度集中，除卡游外的上市公司的相关收入占比普遍较低：

- 1) 泡泡玛特：**潮玩行业领军企业，自有 IP 为主，产品品类涵盖盲盒公仔、搪胶毛绒玩具、积木、卡片、各类 IP 周边等。2024 年 5 月，泡泡玛特推出了首套收藏卡牌，卡牌集齐了 SKULLPANDA、MOLLY、DIMOO、HIRONO、LABUBU 五个最火的自有 IP，卡牌分为基础卡和多种特卡。泡泡玛特在国内已建立了丰富的线上线下渠道布局，卡牌业务存在一定发展空间。

- 2) **华立科技**：主营商用游戏游艺设备的发行与运营服务。根据卡游招股书数据，华立科技在国内集换式卡牌行业份额 1.3%，排名第 5。华立科技的卡牌业务模式与卡游有所区别，配套街机设备使用。用户使用公司动漫卡通设备时可获取或购买相关产品，收集卡牌可获取角色、技能等，卡牌也存在收藏属性。华立科技旗下的街机设备包括奥特曼、宝可梦、三国幻战等。
- 3) **奥飞娱乐**：以青少年为核心目标用户，以 IP 为核心，业务涉及动画、电影、婴童用品、玩具、潮玩手办、衍生品授权、实景娱乐等多类型。旗下 IP 包括“喜羊羊与灰太狼”、“巴啦啦小魔仙”、“铠甲勇士”等等。奥飞娱乐积极扩展卡牌品类，曾推出喜羊羊、铠甲勇士 IP 的卡片。公司 IP 存量丰富，具备在卡牌业务上拓展的潜力。
- 4) **上海电影**：主营业务为院线运营、电影发行、IP 运营等。上海电影旗下 IP 包括《葫芦兄弟》、《黑猫警长》、《中国奇谭》等多个知名动画。公司积极开展 IP 运营业务，旗下文创品牌“上影元品”累计开品近 500 款，覆盖多品类，其中上影元携手卡盟文创推出“卡片英雄”系列收藏卡。
- 5) **京华激光**：主营激光全息防伪纸及防伪膜，业务包括烟标、酒标、文创产品。京华激光的文创业务为提供卡牌深加工服务，主要客户为卡游，最初仅配套奥特曼 IP 卡牌，近两年逐步新增配套“小马宝莉”、“叶罗丽”、“名侦探柯南”等多个 IP 的卡牌产品。2024 年公司文创业务收入 1.84 亿元，同比增长 240.8%，收入占比 20.4%。京华激光有望受益集换式卡牌行业的发展。

4. 投资建议

我们认为 IP 产业具备长期的投资价值，主要因为 IP 可与消费者建立情感联接，产生较高的消费黏性，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。

5. 风险提示

行业竞争加剧风险、政策监管风险、IP 运营风险。

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

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

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的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法律责任。

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526