



Research and
Development Center

卡牌行业专题报告：

热潮背后的 IP 效应与市场潜力

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

传媒行业

投资评级

上次评级

冯翠婷 传媒互联网及海外 首席分析师

执业编号：S1500522010001

邮箱：fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编：100031

卡牌行业专题报告：热潮背后的 IP 效应与市场潜力

2024 年 10 月 21 日

本期内容提要：

- 在经济下行周期，卡牌等潮品增长持续上行，与人口老龄化、经济下行等数据没有较强的必然关系，具备“抗跌”属性。日本卡牌市场规模及增速：2023 年卡牌（含集换收藏卡牌和策略对战型卡牌）市场规模达 2774 亿日元（约 132 亿元人民币），同比增长 18.1%。2023 年卡牌占整体玩具市场份额 27.2%。除《精灵宝可梦》卡牌延续 22 年的强劲增长外，《航海王》、《游戏王 OCG》等卡牌新品也表现不俗。2023 年中国收藏卡（含球星/明星卡和 IP 卡）市场规模为 158.9 亿元，相较 22 年同比增长 40.5%，艾瑞咨询预计 2020-2025 年复合增长率约为 39.11%。市场规模=用户规模*年均用户支出，我们基于盲盒受众年龄渗透率、全国人口数据、年均用户支出等数据计算得出，国内市场空间约为 698~896.4 亿元。
- 卡游为集换式卡牌运营发行龙头，经营财务数据表现较为强劲，引领卡牌市场发展。根据招股说明书，集换式卡牌业务收入占比近九成，公司于 2021/2022/2023Q1-Q3 分别实现总收入 22.98/41.31/19.52 亿元，毛利率水平接近 70%，净利率水平接近 30%。根据卡游招股说明书，公司 2021/2022/2023Q1-Q3 整体毛利率为 58%/69%/67%，其中集换式卡牌业务毛利率分别为 60%/70%/71%。卡游在 2021/2022/2023Q1-Q3 分别实现经调整净利润 7.95/16.20/5.78 亿元，经调整净利润率分别为 35%/39%/30%。
- 卡牌产业链拆解：以行业终端零售价为 10 元的卡包为例。1) 卡牌厂商：根据市场调研及中国企业家杂志官方公众号，经销商拿货价格约为零售价的 55 折，其中零售门店拿货价约为零售价的 6 折。即出厂价约零售价的 55%~60%，则出厂价约为 5.5 元~6 元；2) IP 授权方：根据卡游招股说明书，2023 年前三季度中数据中，IP 授权费用占卡游整体收入约 5.8%，即出厂价 5.8%，则取出出厂价 5.8 为例，ip 版权成本为 5.8*5.8%=0.34 元；3) 卡牌材料成本：根据卡游招股说明书，直接材料成本约占卡游整体收入 20%，即出厂价的 20%，则 5.8*20%=1.16 元；4) 经销商：零售价与出厂价（经销商拿货价）之间的差额，约 5~10%。根据中国企业家杂志官方公众号，经销商拿货价格约为零售价的 5~6 折，取中位数约 55 折，经销商分销给不同下游渠道折扣率有所差异；此外，行业存在返点制度鼓励经销商大力分销卡牌产品，返点点数约 3~10 个点。5) 零售门店：零售价-出厂价（-经销商/分销商分成）=约 40%。根据市场调研及中国企业家杂志官方公众号，零售门店拿货价约为零售价的 6 折。零售门店主要成本为进货成本、租金、人员成本及其他。6) 二手交易平台：交易平台的佣金收入。
- 卡牌市场快速增长背后原因：1) 社交价值、收藏价值；2) 新 IP 扩展新用户群体；3) 线下渠道渗透到位；4) 直播拆卡拓宽渠道；5) 盲盒

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

玩法，稀缺卡，二手流通价值。

- **投资建议：**我们看好卡牌赛道 3 年投资机会与产业链相关公司，建议关注：方向一：全产业链布局：卡游（待上市）、杰森动漫（非上市公司）、泡泡玛特；方向二：IP 授权方：奥飞娱乐、上海电影、阅文集团；方向三：发行/渠道：姚记科技、华立科技、哔哩哔哩、名创优品。
- **风险因素：**1) 政策风险：卡牌的“盲盒”、“抽卡”玩法存在经营管理政策风险、未成年人购买限制政策风险；2) 潮流风险：Fashion Risk，潮流产品的持续性问题；3) 市场风险：消费者需求不充分、二级市场过分炒作等风险；4) 运营风险：新 IP 表现不及预期、核心人才流失、热钱流入导致行业竞争加剧等风险；

目录

一、卡牌市场概况-日本市场	5
二、卡牌市场概况-国内市场	7
三、卡牌市场快速增长原因分析	10
四、卡牌市场行业核心竞争力	11
五、产业链及价值链分析	13
六、卡牌赛道相关公司分析	14
七、投资建议	21
八、风险因素	22

表目录

表 1: 日本 2023 年度玩具市场规模 (单位: 百万日元)	5
表 2: 2023Q4-2024Q3 日本前十 TCG 卡牌及销售额	6
表 3: 卡牌市场规模测算	9
表 4: 卡牌公司融资情况梳理	10
表 5: 卡游渠道收入及占比	12
表 6: 可比公司估值 (截至 2024 年 10 月 14 日)	22

图目录

图 1: 2018-2023 年日本玩具及卡牌行业市场规模	5
图 2: 日本玩具市场规模 (单位: 百万日元)	6
图 3: 游戏王 OCG 卡牌	7
图 4: 2020-202 年中国收藏卡行业市场规模 (亿元)	7
图 5: 2020-2025 年中国收藏卡行业消费者规模 (万人)	8
图 6: 2017-2027E 中国按产品类别拆分的泛娱乐玩具行业市场规模 (单位: 亿元)	8
图 7: 卡牌市场规模测算逻辑	9
图 8、图 9: 奥特曼 IP 卡牌、小马宝莉 IP 卡牌	10
图 10、图 11: 卡游线下卡牌销售门店、直播间卡牌销售	11
图 12: 2024 年 4 月至今抖音“拆卡”关键词搜索指数	11
图 13、图 14: IP 收藏卡要素、球星可要素	12
图 15: 消费者选择 IP 收藏卡卡包的因素以及购买收藏卡包的行为及态度	12
图 16: 集换式卡牌产业链分析	13
图 17: 卡游集换式卡牌业务收入及占比	14
图 18: 卡游销售成本及占比	14
图 19: 卡游部分收藏卡产品	15
图 20: 泡泡玛特卡牌	16
图 21: 达咖文化与 CBA 达成合作	16
图 22: 卡淘球星卡牌示例	17
图 23: 奥飞卡牌产品系列	17
图 24: 《大闹天宫》集换式卡牌	18
图 25: 《庆余年》集换式卡牌	19
图 26: 华立科技《宝可梦加傲乐》集换式卡牌	20
图 27: 杰森动漫发展历程	21
图 28: 杰森动漫部分合作卡牌 IP	22
图 29: 泡泡玛特上市以来股价和 PE 波动趋势	22

一、卡牌市场概况-日本市场

(一) 日本卡牌市场

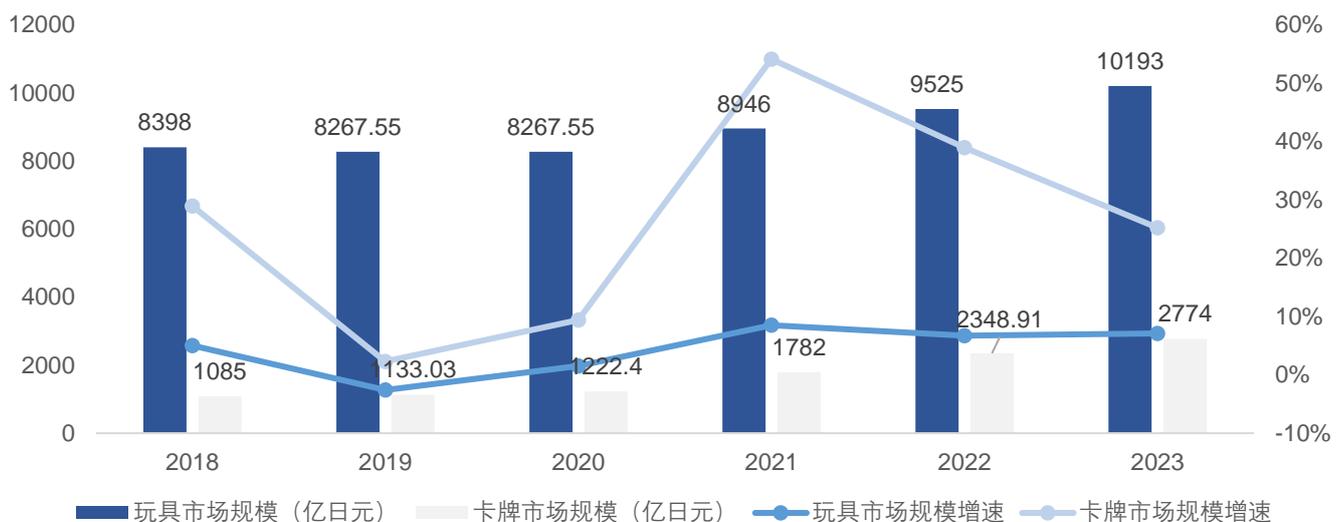
日本卡牌市场规模及增速：2023 年卡牌（含集换收藏卡牌和策略对战型卡牌）市场规模达 2774 亿日元（约 132 亿元人民币），同比增长 18.1%。2023 年卡牌占整体玩具市场份额 27.2%。除《精灵宝可梦》卡牌延续 22 年的强劲增长外，《航海王》、《游戏王 OCG》等卡牌新品也表现不俗。

表 1：日本 2023 年度玩具市场规模（单位：百万日元）

2023年度日本玩具市场规模(单位:百万日元)					
分类	主要商品	2022	2023	2022vs2023	
01 游戏	普通游戏（饮食电子游戏）、立体拼图、 立体拼图系列（★数字、手动游戏）	18,156	18,937	104.3%	
02 纸牌游戏		234,906	277,429	118.1%	
03 拼图游戏		12,883	12,309	95.5%	
04高科技潮流玩具	互动技术、网络设备、电脑相关	10,578	12853	121.5%	
05 角色玩具	电视人物玩具、电影人物玩具等	62,993	64,693	102.7%	
06 交通工具类玩具	微型车、轨道玩具、遥控玩具、电动玩具、 其他（赛车、弹簧、金属玩具等）	50,262	54,741	108.9%	
07 玩偶	换装玩具（洋娃娃等）	35,048	31,57	90.1%	
08 毛绒玩具	人物类/非人物类毛绒玩具	32,358	39,06	120.7%	
09 教育玩具 教育类	卡通毛绒玩具、非卡通毛绒玩具	177,129	181,23	102.3%	
10 季节性商品	夏季玩具、夏季用品、小型玩具、体育用品	49,729	49,153	98.8%	
11 杂货	装饰品、礼品等	90,275	92,455	102.4%	
12 爱好	塑料模型、业余遥控模型、人物模型、铁路模型等	166,946	174,857	104.7%	
13其他		10,852	10,032	92.4%	

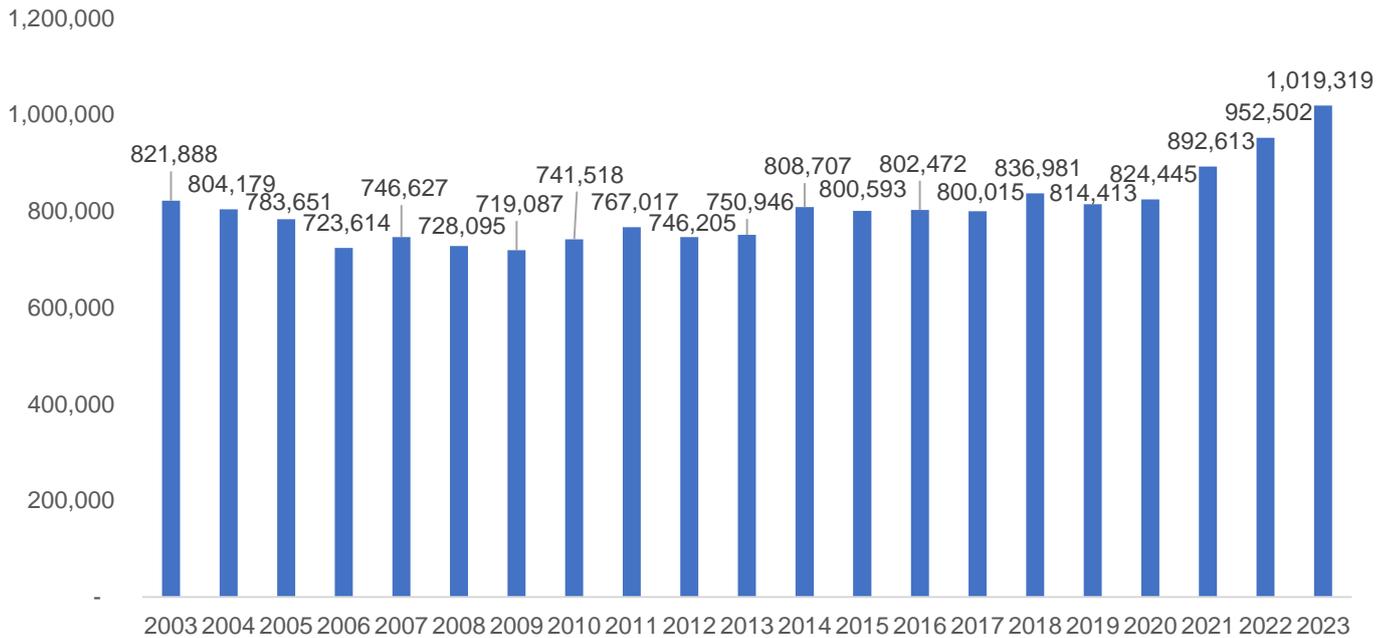
资料来源：日本玩具协会，信达证券研发中心

图 1：2018-2023 年日本玩具及卡牌行业市场规模



资料来源：日本玩具协会，信达证券研发中心

在经济下行周期，卡牌等潮品增长持续上行，与老年化、经济下行等数据没有必然关系，有“抗跌”属性。日本玩具协会分析认为，在少子化日趋严重的背景下，玩具市场呈现成人化消费趋势。

图 2: 日本玩具市场规模 (单位: 百万日元)


资料来源:日本玩具协会, 信达证券研发中心

(二) 核心产品介绍

从品牌来看, 根据 Media Create, 2023 年 4 月至 2024 年 3 月日本 TCG 销售额排名第一的卡牌为《宝可梦 TCG》, 实现 1337 亿日元 (折合人民币 67.1 亿元), 同比增长 137%, 宝可梦 PTCG 依然为卡牌行业龙头, 比销售额排名第二的《游戏王》高出约 2 倍。

表 2: 202304-202403 日本前十 TCG 卡牌及销售额

排名	名称	厂商	2023 年度销售额(日元)	对比 22 年涨跌幅
1	[PTCG]宝可梦集投式卡牌游戏	Pokenon	1337 亿	137%
2	[OCG]游戏王 OCG	KONAMI	471 亿	103%
3	[DM]决斗大师 DuoVasters	TAKARATOMY	289 亿	97%
4	[OPCG]航海王卡牌游戏	BANDAI	265 亿	313%
5	[Ws]黑白双翼 Wes	BUSHIROAO	139 亿	147%
6	[MTG]万智牌 Magie	Wizards of the coast	53 亿	94%
7	[BS]战斗之魂 Battle Sprits	BANDAI	38 亿	91%
8	[SVE]影之诗进化对决 Shadowverse EVOLVE!	BUSHIROAD	37 亿	50%
9	[UA]同盟竞技场[UNION ARENA]	RANDAI	32 亿	643%
10	[RD]游戏王 RushDud	KONAMI	31 亿	114%

资料来源:pokebeach, 信达证券研发中心

图 3：游戏王卡牌



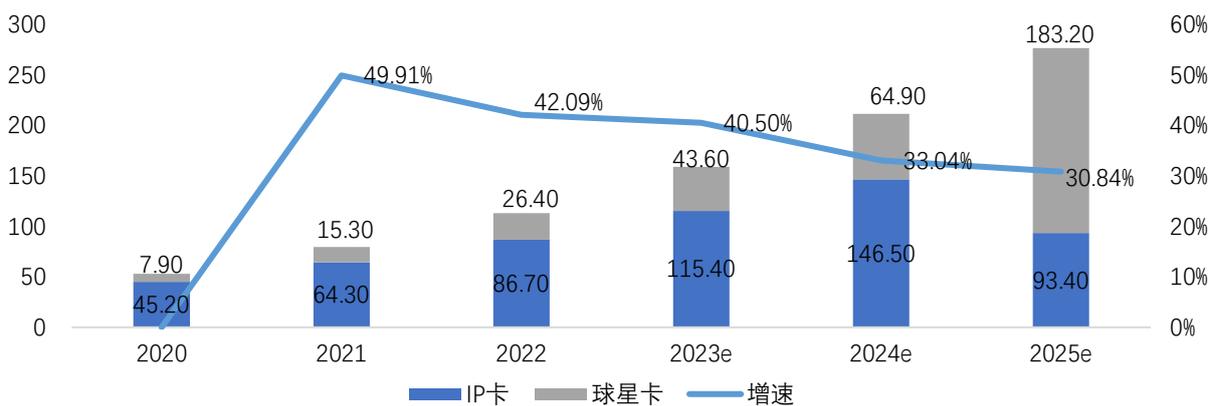
资料来源：游戏王官网，信达证券研发中心

根据万代南梦宫发布的 2023 年 2-4 季度财报显示，万代海贼王 IP 文创销售额 463 亿日元（约 23.21 亿元人民币），同比大幅增长 92.12%，主要得益于卡牌产品的发售。23Q4，《海贼王》卡牌举行纪念发售一周年的活动，举办快闪店、新品户外大型广告投放、邀请人气艺人小栗旬出演电视广告等，在稳定卡牌更新速度的同时，继续加大宣传力度，推动销售增长。

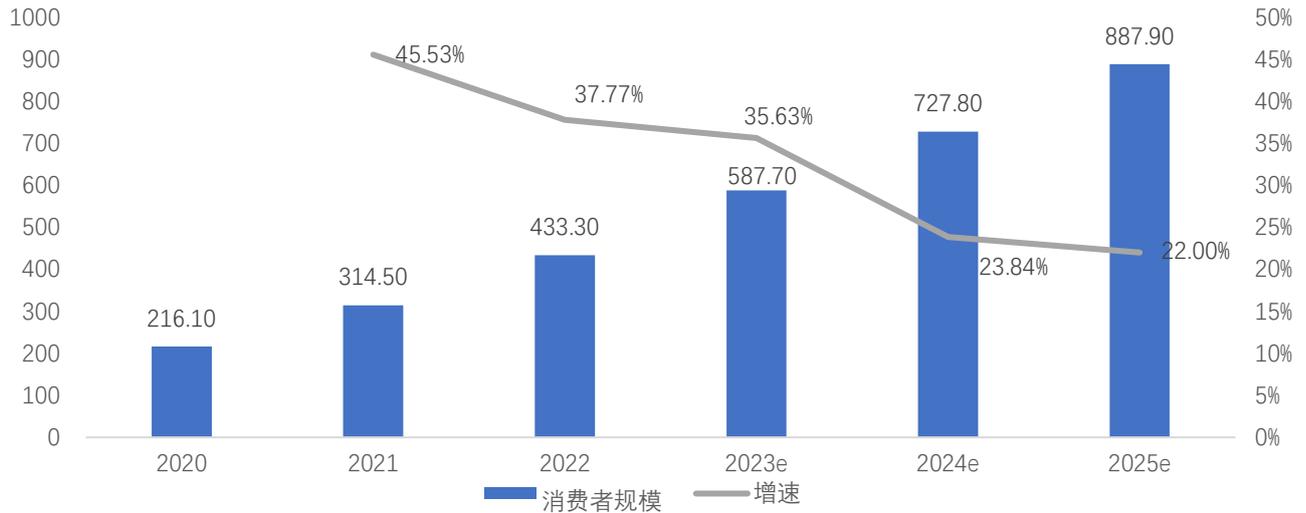
二、卡牌市场概况-国内市场-当前市场规模和未来空间的探讨

国内卡牌市场规模及增速：根据艾瑞咨询于 23 年 12 月的统计数据，23 年中国收藏卡（含球星/明星卡和 IP 卡）预估市场规模为 158.9 亿元，相较 22 年同比增长 40.5%，艾瑞咨询预计 2020-2025 年复合增长率约为 39.11%。其中球星/明星卡市场规模为 43.6 亿元，消费者规模为 177.8 万人，单用户年支出为 2452 元；IP 卡市场规模为 115.4 亿元，消费者规模为 491 万人，单用户年支出为 2350 元。

图 4：2020-2025 年中国收藏卡行业市场规模（亿元）

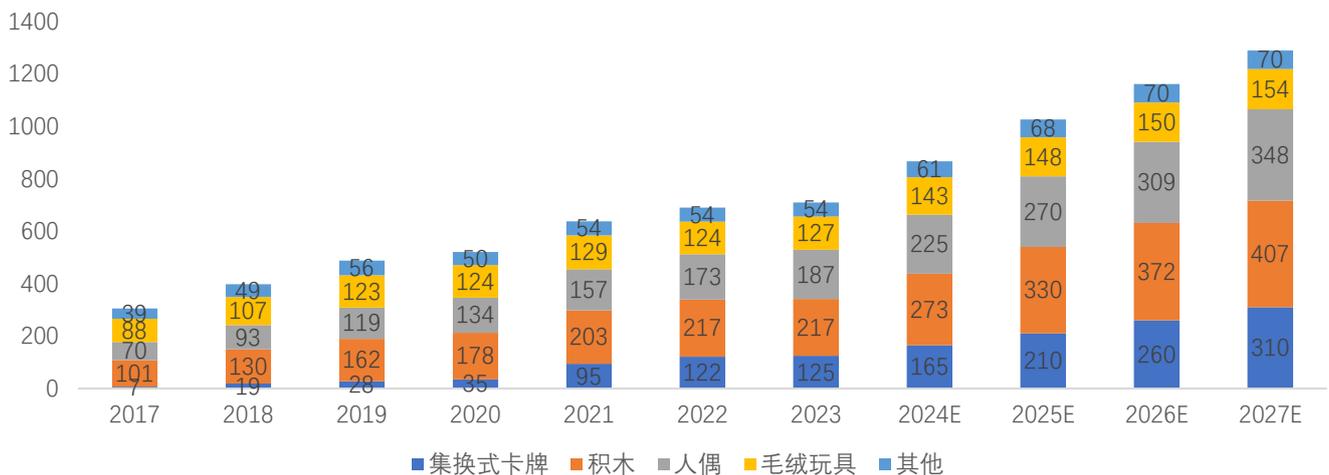


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 5: 2020-2025 年中国收藏卡行业消费者规模 (万人)


资料来源:艾瑞咨询, 信达证券研发中心

根据卡游招股说明书和灼识咨询报告, 美国、中国和日本是全球主要的集换式卡牌市场。2022 年, 按商品交易总额计, 美国、中国和日本是集换式卡牌行业市场规模分别为人民币 172 亿元、人民币 122 亿元和人民币 114 亿元。中国集换式卡牌方面的人均支出明显较低, 显示行业有巨大增长潜力。具体而言, 于 2022 年, 日本在集换式卡牌方面的人均支出为人民币 92.3 元, 而美国的人均支出则为人民币 50.7 元, 分别为中国消费者在集换式卡牌方面支出金额人民币 8.6 元的约 11 倍和 6 倍。东南亚的集换式卡牌行业市场规模达到人民币 17 亿元, 预计未来五年将快速增长。但经过计算, 该数据反映的美国/日本/中国集换式卡牌消费者规模达 3.39 亿人、1.23 亿人、14.18 亿人, 即对应假设 22 年美国/日本/中国的人口都有集换式卡牌的消费习惯, 然而 14.18 亿人为近乎中国全国人口数量, 与实际卡牌消费群体数量不符, 因此我们认为该假设条件无法反映真实情况。

图 6: 2017-2027E 中国按产品类别拆分的泛娱乐玩具行业市场规模 (单位: 亿元)


资料来源:卡游招股说明书、灼识咨询, 信达证券研发中心

根据泡泡玛特 24H1 中期报告, 截至 2024 年 6 月 30 日, 中国内地累计注册会员总数 3892.7 万人, 贡献销售额 (指内地销售额 32.06 亿元) 占比 92.8%, 会员复购率为 43.9%, 经计算得单会员销售额为 76.43 元/人。占目标用户群里 18-35 岁全国人数 3.6 亿人约 10.8%。

假设卡牌市场受众当前主要为 6~30 岁，全国人数约为 4.15 亿人，受众占比假设为 10.8%，即对应用户规模空间为 4482 万人。

假设卡牌市场受众当前主要为 6~25 岁，全国人数约为 3.23 亿人，受众占比假设为 10.8%，即对应用户规模空间为 3488 万人。根据艾瑞咨询假设年均用户支出为 2000 元，即对应市场规模为 698~896.4 亿元。

图 7：卡牌市场规模测算逻辑

用户规模 x 年均支出 = 市场规模

用户年龄层人数*渗透率
6~25岁 < 6~30岁

假设2000元

698~896.4亿元

资料来源:信达证券研发中心

表 3：卡牌市场规模测算

用户年龄层（岁）	全国对应年龄层人数（亿人）	卡牌受众渗透率	对应卡牌用户规模（万人）	单用户年均支出（元）	市场规模（亿元）
6~25	3.23	10.8%	3488	2000	698
6~30	4.15		4482		896.4

资料来源:信达证券研发中心

表 4：卡牌公司融资情况梳理

公司	卡牌品牌	融资日期	投资方	融资轮次	公司定位
杰森动漫	集卡社	2023年2月24日	哔哩哔哩	天使轮	集换式卡牌
上海骑形网络科技有限公司	Hitcard	2024年10月1日	阅文集团领投，预计持股10%		消费级IP收藏卡牌及衍生品
		2024年7月25日	Akastsuki、Cygames、Goodsmile	B	
		2022年11月27日	上海必有回响智能科技有限公司	A+	
		2022年8月1日	红杉种子基金	A	
		2022年2月7日	北京泡泡玛特	天使轮	
广州漫游舱文化	漫游舱	2022年12月26日	清科文创	A	IP收藏卡牌
浙江卡游动漫	卡游动漫	2021年10月12日	红杉中国	战略投资	集换式卡牌生产商
上海超旺信息科技	卡淘 Card Hobby	2022年1月21日	姚记科技	A	球星卡拍卖、交易平台
上海范斯猫文化	范斯猫	2022年9月6日	唐竹资本、Adam Zhu	战略投资	球星卡拍卖、交易平台
		2022年5月20日	Adam Zhu	战略投资	
		2021年11月2日	曜为资本等	天使轮	

资料来源:天眼查、IT 桔子、创新企业汇、信达证券研发中心

三、卡牌市场快速增长原因分析

卡牌市场增长背后有诸多因素：

1) 社交价值与收藏价值：社交价值方面，无论是在竞技玩法中还是集换交流，卡牌通常要求玩家进行互动，这种互动还促进了社区的形成和归属感的建立，使兴趣相似的同类圈层聚集，形成紧密的社交网络。收藏价值方面，卡牌作为一种文化符号，承载着历史和情感。从早期的邮票和糖纸到现代的潮玩卡牌，收藏行为反映了人们对特定文化的认同和对物品本身的珍视。这种代际传承使得不同年龄段的玩家都能找到与自己成长经历相关的卡牌，从而激发他们的收藏欲望。而近年来，千岛等潮玩社区的兴起更是为同好玩家提供更便利的聚集交流平台，此类社区提供的打卡榜单等功能，进一步满足了玩家的收集欲，鼓励他们分享和展示自己的珍藏，增强了收藏行为的社交性和互动性。

2) 新 IP 扩展新用户群体：新 IP 的引入为卡牌市场扩展了新的用户群体，推动了其多样化和创新性的发展。随着年轻消费者对新鲜事物的渴望，新 IP 能够通过独特的故事背景、角色设计和游戏机制吸引他们的关注。如近年来，小马宝莉集换卡和迪士尼系列收藏卡等 IP 吸引了众多女性用户，逐步拓展女性向卡牌市场；随着体育明星商业价值提升，体育明星相关 IP 卡也逐渐兴起，2024 年巴黎奥运会赛事期间，奇卡 QICA 推出“2024 中国体育·乾坤系列收藏卡”，吸引了众多竞体粉丝。

图 8：奥特曼 IP 卡牌



资料来源：卡游天猫官方旗舰店，信达证券研发中心

图 9：小马宝莉 IP 卡牌



资料来源：卡游天猫官方旗舰店，信达证券研发中心

3) 线下渠道渗透到位：线下渠道如专卖店、游戏店和展会等，为玩家提供了实地体验和交流的机会。通过面对面的互动，玩家可以直接接触到新卡牌，参与试玩活动，从而增加购买的可能性。此外，线下活动如竞技赛事和社区聚会能够增强玩家之间的社交联系，提升他们的参与感和归属感，进而促进销售。

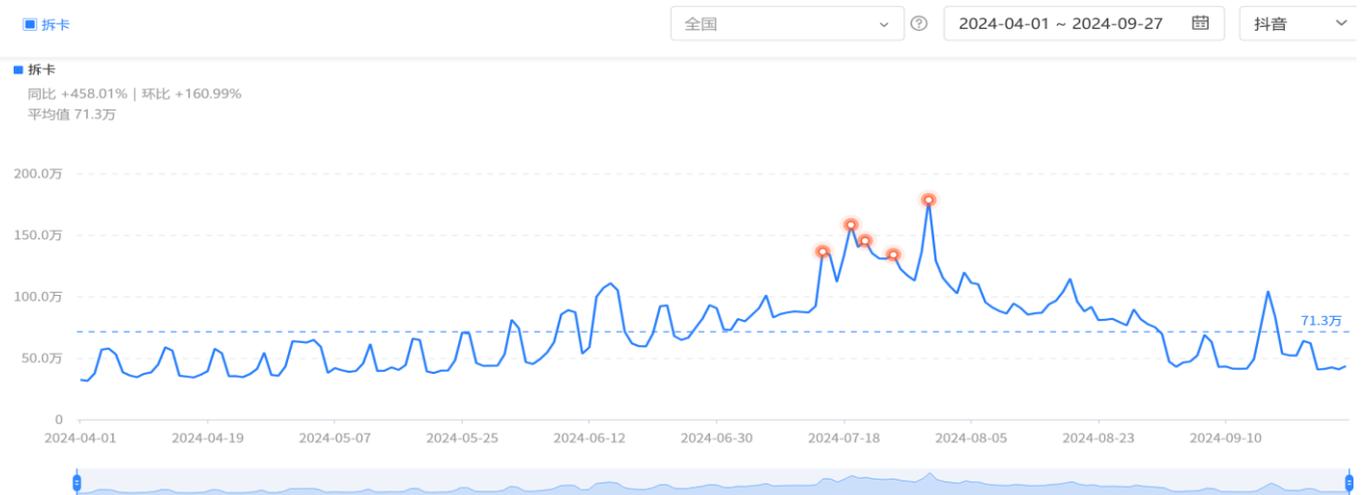
4) 直播拆卡拓宽渠道：直播拆卡作为一种新兴的推广方式，正在有效拓宽卡牌市场的渠道并促进其增长。直播带来的实时互动性使得玩家和观众能够即时参与其中，增加了观看的乐趣和参与感。在直播过程中，观众不仅可以看到卡牌的拆解过程，还能实时获取关于卡牌的专业分析和策略建议，这种参与感显著提升了用户的购买欲望；同时，直播平台的广泛覆盖和用户基础使得卡牌产品能够接触到更广泛的受众群体，还能够激发用户的收集欲望和竞争心理，引发后续的股份和讨论，进一步扩散影响力。根据蝉魔方，2024 年以来卡游在天猫平台的销售额超过 7500 万，在抖音平台 2024 年上半年销售额超过 2.5 亿元，同比增长 10380%。

图 10: 卡游线下卡牌销售门店


资料来源:卡游官网, 信达证券研发中心

图 11: 直播间卡牌销售


资料来源:海报新闻, 信达证券研发中心

图 12: 2024 年 4 月至今抖音“拆卡”关键词搜索指数


资料来源: 算数指数-巨量算数, 信达证券研发中心

5) “盲盒”玩法的稀缺性与二手流通价值

“盲盒”玩法在卡牌市场中的引入为其增长提供了新的动力，主要体现在稀缺性和二手流通价值的双重刺激上。首先，盲盒的设计本身就带有不确定性，玩家在购买时无法确定自己将获得哪张卡牌。这种稀缺性激发了玩家的好奇心和购买欲望，许多人愿意尝试购买多盒以获得心仪的稀有卡牌，从而形成了持续的消费行为；同时，稀缺卡的出现为卡牌增添了收藏价值，特别是限量版或特殊版卡牌，往往成为玩家争相追逐的目标。稀缺性不仅提升了卡牌的市场价值，也增强了玩家的成就感和归属感。拥有稀有卡牌的玩家，往往愿意在社区中分享和展示，进一步推动了卡牌的社交互动。此外，二手流通市场的活跃为玩家提供了额外的价值。在盲盒购买后，玩家如果获得了不需要的卡牌，可以通过二级市场进行交易。这种流通机制使得卡牌的使用价值和经济价值得以提升，玩家可以在一定程度上“投资”他们的卡牌收藏，降低购买盲盒的风险。这种二手流通的便利性不仅促进了卡牌的持续流动，还吸引了更多的新用户参与到这一市场中来。

四、卡牌市场行业核心竞争力

1) 产品设计和运营能力

IP 收藏卡：IP 收藏卡消费者选择卡包的核心原因是符合审美的卡牌设计以及喜爱的 IP 形象，两者选择率分别为 39.5%和 38.9%。与此同时，有 82.5%的消费者会有定期购买卡包的习惯，其中 43.4%为高频购买。高频购买者的动力支撑与球星卡/明星卡消费者也有差异，最重要的是追求高价值卡牌（69.3%），其次才是未知的惊喜感（63.8%）。

球星卡/明星卡：大多数人购买球星卡/明星卡卡包的核心原因是开出喜爱的明星/球星，以及欣赏卡牌的设计，两者选择率均超过 40%。与此同时，有 82.8%的消费者会有定期购买卡包的习惯，其中 44.5%为高频购买。支撑这部分高频购买者的原因主要有，未知的惊喜感（55.6%）、感兴趣的新星和新系列持续出现（54.6%和 53.8%）以及追求高价值的卡牌。还有 45.9%的消费者是存在习惯驱动购买的情况。

图 13: IP 收藏卡要素



图 14: 球星卡要素



资料来源:艾瑞咨询、36 氪，信达证券研发中心

资料来源: 艾瑞咨询、36 氪，信达证券研发中心

图 15: 消费者选择 IP 收藏卡卡包的因素以及购买收藏卡包的行为及态度

消费者选择 IP 收藏卡卡包的因素



消费者购买 IP 收藏卡卡包的行为及态度



样本: N1=N2=870,N3=378, 于2023年6月通过艾瑞智研平台-消费者洞察数据库调研获得。C3-1.请问您在选择球星卡/明星卡卡包时, 会看重以下哪些因素? C3-2.请问您购买卡包的习惯是? C3-3.请问您购买大量卡包的核心原因是?

资料来源:艾瑞咨询、36 氪，信达证券研发中心

2) 渠道铺设能力

对收藏卡而言，销售渠道较为重要。以卡游为例，截至 2023Q3 卡游主要渠道包括经销商渠道（拥有 230 个经销商，覆盖 31 个省）、直营渠道（卡游旗舰店 31 家，覆盖 17 个省，11 家线上自营店，及 526 台自动贩卖机）、零售渠道（34 名零售 KA 合作伙伴；25 个加盟经营的卡游中心）。铺设销售渠道时间周期较长，对卡牌商而言，拥有稳定强大的渠道销售体系将成为重要竞争力。

表 5: 卡游渠道收入及占比

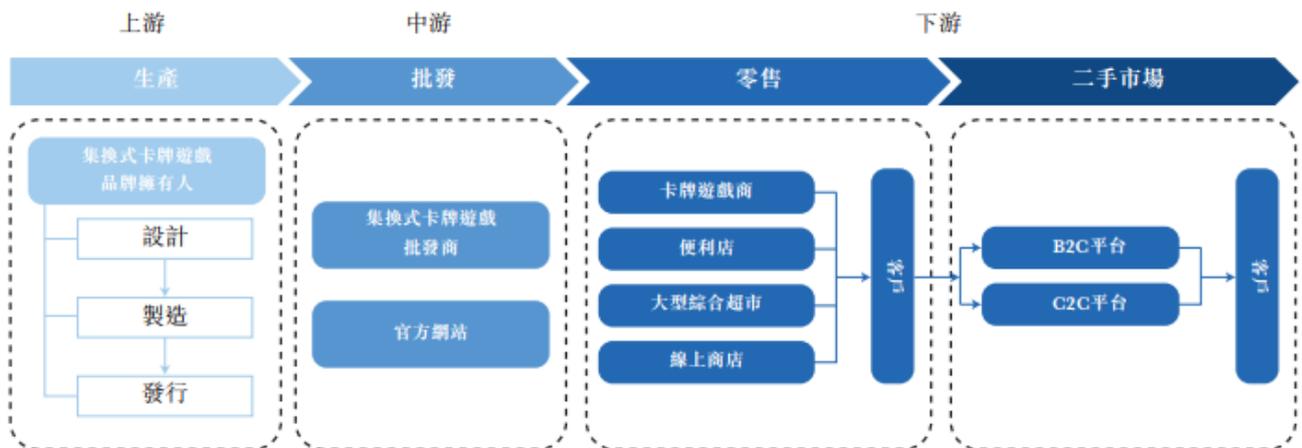
	2021年规模 (人民币: 百万元)		2022年规模 (人民币: 百万元)		23Q1~Q3规模 (人民币: 百万元)	
	占比 (%)	占比 (%)	占比 (%)	占比 (%)	占比 (%)	占比 (%)
经销商渠道	2,225.00	96.8	3,826.90	92.7	1,585.00	81.2
直营渠道	17.6	0.8	215.8	5.2	191.4	9.8
零售渠道	55.7	2.4	88.4	2.1	175.1	9
总计	2,298.30	100	4,131.10	100	1,951.50	100

资料来源: 卡游招股说明书, 信达证券研发中心

五、产业链及价值链分析

换式卡牌游戏的品牌拥有者负责这些游戏的设计和开发, 他们大多数是知识产权的所有者。通常情况下, 他们会将卡牌的印刷工作委托给外部的制造商, 而自己则负责发行这些卡牌游戏。这些卡牌游戏产品主要是通过各地的授权分销商来分销的, 但也有一些品牌拥有者会直接在官方网站上批发销售他们的卡牌游戏产品。在零售环节, 这些游戏产品主要通过卡牌游戏店、便利店、大型超市和网上商店销售给最终用户。分销商还会与他们的客户(尤其是卡牌游戏店)保持联系, 定期组织比赛和游戏培训活动, 以此来保持现有玩家的兴趣并吸引新的集换式卡牌游戏玩家。

图 16: 集换式卡牌产业链分析



资料来源: 卡游招股书、灼识咨询, 信达证券研发中心

以行业终端零售价为 10 元的卡包为例:

卡牌厂商: 根据市场调研及中国企业家杂志官方公众号, 经销商拿货价格约为零售价的 55 折, 其中零售门店拿货价约为零售价的 6 折。即出厂价约零售价的 55%~60%, 则出厂价约为 5.5 元~6 元;

IP 授权方: 根据卡游招股说明书, 2023 年前三季度中数据中, IP 授权费用占卡游整体收入约 5.8%, 即出厂价 5.8%, 则取出厂价 5.8 为例, ip 版权成本为 $5.8 \times 5.8\% = 0.34$ 元;

卡牌材料成本: 根据卡游招股说明书, 直接材料成本约占卡游整体收入 20%, 即出厂价的 20%, 则 $5.8 \times 20\% = 1.16$ 元;

经销商: 零售价与出厂价 (经销商拿货价) 之间的差额, 约 5~10%。根据中国企业家杂志官方公众号, 经销商拿货价格约为零售价的 5~6 折, 取中位数约 55 折, 经销商分销给不同下游渠道折扣率有所差异; 此外, 行业存在返点制度鼓励经销商大力分销卡牌产品, 返点点数约 3~10 个点。

零售门店: 零售价 - 出厂价 (- 经销商/分销商分成) = 约 40%。根据市场调研及中国企业家杂志官方公众号, 零售门店拿货价约为零售价的 6 折。零售门店主要成本为进货成本、租金、人员成本及其他。

二手交易平台: 交易平台的佣金收入。

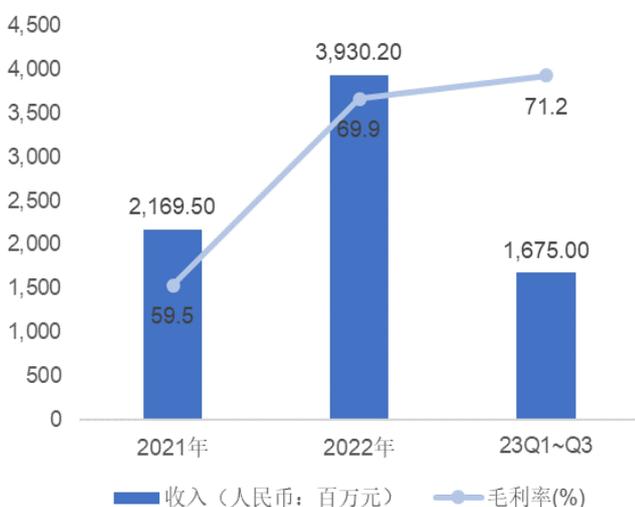
六、卡牌赛道相关公司分析

(1) 卡游

公司概况: 卡游是集换式卡牌运营发行龙头。根据招股说明书, 集换式卡牌业务收入占比近九成, 公司于 2021/2022/2023Q1- Q3 分别实现总收入 22.98/41.31/19.52 亿元, 其中集换式卡牌业务收入分别为 21.70/39.30/16.75 亿元, 占比分别为 94%/95%/86%。产品销量维度, 公司集换式卡牌业务于 2021/2022/2023Q1- Q3 实现销量 12.71/22.86/10.40 亿包。

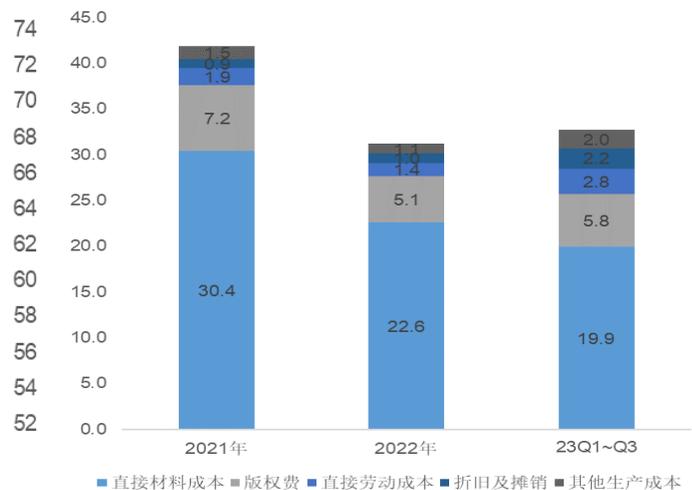
盈利能力: 毛利率水平接近 70%, 净利率水平接近 30%。根据卡游招股说明书, 公司 2021/2022/2023Q1- Q3 整体毛利率为 58%/69%/71%, 其中集换式卡牌业务毛利率分别为 60%/70%/71%。成本端主要为直接材料成本, 占收入比重分别为 30%/23%/20%, 次之为版权费用, 占收入比重分别为 7%/5%/6%。卡游在 2021/2022/2023Q1- Q3 分别实现经调整净利润 7.95/16.20/5.78 亿元, 经调整净利润率分别为 35%/39%/30%

图 17: 卡游集换式卡牌业务收入及占比



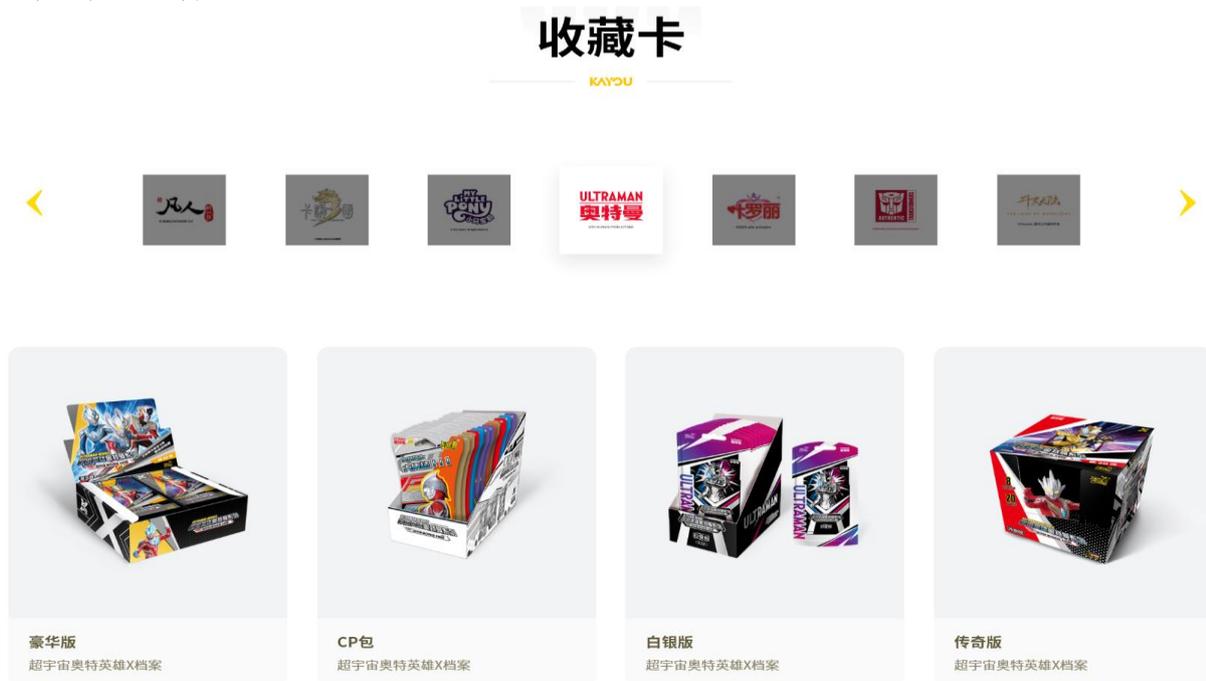
资料来源: 卡游招股说明书, 信达证券研发中心

图 18: 卡游销售成本占比



资料来源: 卡游招股说明书, 信达证券研发中心

图 19: 卡游部分收藏卡产品



资料来源: 卡游官网, 信达证券研发中心

全渠道优势: 卡牌作为便携轻量的 IP 衍生产品之一, 目标客群以年轻群体为主, 单价相对其他产品较低, 而购买频次较高, 这就需要覆盖广泛、深度渗透、全场景触达消费者的销售网络渠道。截至 2023 年 9 月 30 日其 i) 建立了覆盖国内 31 个省 230 个经销商渠道; ii) 建立了覆盖 17 个省的 31 家线下直营门店及 11 家线上自营店; iii) 与国内 34 家零售 KA 合作伙伴合作; iv) 建立了 25 个通过加盟商经营的卡游中心; v) 探索自动贩卖机销售, 运营机器 526 台等。

从经销商发行渠道来看, 经销商渠道在 2021/2022/2023Q1- Q3 实现收入 22.25/38.27/15.85 亿元, 占收入比重为 97%/93%/81%。

(2) 泡泡玛特

公司概况: IP 生命力强, 全产业链布局+出海空间广阔, 公司持续拓展新品类, 24H1 盲盒收入占比降至 58%。公司持续拓展非盲盒品类, 尤其是近期推出的卡牌、积木等, 盲盒收入占比降低至 23 年的 70%左右, 24H1 则进一步下降至 58%。

投资布局: 泡泡玛特投资国内潮玩卡牌厂商 Hitcard。据 36 氪, Hitcard 创立于 2021 年, 以“万物可卡, 珍藏一生”为品牌理念, 专注于生产收藏级卡牌。据电商报, 2022 年 2 月泡泡玛特成为 Hitcard 股东, 持股 15%。此外, Hitcard 还获得红杉中国种子基金、千岛潮玩族等著名投资机构的投资。

图 20: 泡泡玛特卡牌



资料来源: 好物情报公众号, 信达证券研发中心

(3) 姚记科技

公司概况: 国内扑克牌和休闲娱乐游戏龙头, 战略投资卡牌公司以及董事长关联卡牌产业链相关公司。

达咖文化 DAKA——球星卡开发商: 姚记科技持股比例为 38%。达咖文化 23 年官宣与国际米兰足球俱乐部合作, DAKA 将成为国际米兰在中国地区的官方球星卡授权合作伙伴, 并负责推出俱乐部的球星卡收藏系列产品, 合作为期三年。

图 21: 达咖文化与 CBA 达成合作



资料来源: 体育产业生态圈公众号, 信达证券研发中心

卡淘：卡淘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。根据新识研究所数据，卡淘 2021 年 GMV 突破 6 亿元，同比增长超过 300%。2024 年预计全年 GMV 达到 30 亿元，保持 50% 的同比高速增长。

图 22：卡淘球星卡牌示例

即将结束	最新上架	一口价最高	竞价目前最高
 <p>2023-24 Panini Crown Royale Tari Eason [WowCard]特里伊森 火箭 皇冠</p> <p>¥49.00 约\$ 6.93 WOW沃卡代卖 (93)</p> <p>19次出价 运费：¥18 1秒后结束</p>	 <p>2022-23 Panini Hoops Jayson Tatum 杰森 塔图姆 凯尔特人队 绿兔 《热门球</p> <p>¥1.00 约\$ 0.14 买卡买卡1111 (845)</p> <p>0次出价 运费：¥15 1秒后结束</p>	 <p>2021-22 Panini Illusions Gary Trent Jr. 小加里 特伦特 猛龙队 幻想 折射卡 热</p> <p>¥1.00 约\$ 0.14 nba球星卡 (649)</p> <p>0次出价 运费：¥15 2秒后结束</p>	 <p>【汽水拍卖】2020-21 Panini Prizm Taurean Prince 陶林 普林斯 篮网 绿折</p> <p>¥1.00 约\$ 0.14 zhi汽水奶瓶 (657)</p> <p>0次出价 运费：¥15 7秒后结束</p>

资料来源：卡淘官网，信达证券研发中心

姚记潮品：公司董事长姚朔斌通过海南鸿言信息科技有间接持有姚记潮品 38% 的股权，是其第一大股东，其余股东为管理层 LP。据姚记潮品公众号，该公司成立于 2022 年，负责全国卡牌销售渠道铺设、市场运营和赛事运营。公司代理发行的卡牌主要有集换式卡牌游戏及收藏卡两类，集换式卡牌游戏包括宝可梦 IP 《宝可梦集换式卡牌游戏》、碧蓝航线 IP 《碧蓝战卡》、仙剑奇侠传 IP 《卡乐仙剑 TCG 卡牌》、影之诗 IP 《影之诗：进化对决》。

(4) 奥飞娱乐

公司概况：幼龄向 IP 储备丰富，基于自有 IP 积极开发卡牌产品，具有强玩具线下渠道（90% 线下销售占比）；

产品系列：目前铠甲勇士卡牌第一弹、喜羊羊与灰太狼年轻向产品已上市，后续将继续推出各类新产品。根据 IPC 情报局新闻，由奥飞娱乐出品的“铠甲勇士竞技收藏卡- 战神版”已于 2024 年 7 月上线，产品售价为 10 元/包，120 元/盒，一同上市的还有 5 元包武神版与 2 元包勇神版。

图 23：奥飞卡牌产品系列



资料来源：中外玩具网公众号，信达证券研发中心

（5）上海电影

公司概况：旗下上影元（上海）独家运营众多知名动画 IP 及真人影视版权，包括《大闹天宫》《哪吒闹海》《葫芦兄弟》《黑猫警长》《中国奇谭》等动画作品，《巴山夜雨》《日出》《阿 Q 正传》等影视作品。

图 24：《大闹天宫》集换式卡牌



资料来源：卡星时代，信达证券研发中心

产品介绍：《大闹天宫》是上海美术电影制片厂于 1961 年至 1964 年间制作的一部彩色动画长片。影片融合了中国的传统艺术元素，以其独特的风格、生动的人物形象和富有想象力的情节，赢得了国内外观众的喜爱。这款《大闹天宫》集换式卡牌，由上影元、上海美术电影制片厂正版授权，国内卡牌厂商卡星时代倾力打造，旨在为广大卡牌玩家和动画粉丝带来一场独特的收藏卡体验。卡星时代作为一家国产卡牌产品的生产商，一直以研发、生产、出品中国卡牌为己任。从 2022 年的《天书奇谭》卡牌，到 2023《哪吒闹海》《中国奇谭》《葫芦兄弟》卡牌，再到 2024 年即将上市的《大闹天宫》集换式卡牌，卡星时代始终秉承将中国动画与现代卡牌艺术相融合，呈现出别具一格、独具创意的视觉风格。

（6）阅文集团

公司概况：公司致力于构建阅文 IP 宇宙的卡牌生态系统，利用庞大的网文 IP 资源提高内容变现上限。

产品情况：目前已在影视卡牌系列中与 Hitcard 合作推出《与凤行》、《庆余年》卡牌，后续计划推出《大奉打更人》等影视项目的卡牌产品。公司还拥有动漫卡牌开发管线并具备全球化发行卡牌的能力，《全职高手》《斗破苍穹》《诡秘之主》《一人之下》《狐妖小红娘》等知名 IP 也均计划在 2024 年下半年于海内外市场推出产品。

业绩贡献：目前卡牌 IP 已贡献规模化收入，2024H1 公司版权运营收入同比增长 75.7%至 22.03 亿元，其中 IP 卡牌的 GMV 合计约为 1 亿元。以标杆产品《庆余年》卡牌为例，共计推出包含 308 个卡面设计的高端收藏卡牌，影视卡牌在《庆余年》播出之前的 GMV 达 2000 万人民币，销量位居剧集类收藏卡牌历史第一。

图 25: 《庆余年》集换式卡牌



资料来源: Hitcard 潮玩卡公众号, 信达证券研发中心

据 36 氪独家报道, 卡牌潮流文化品牌 Hitcard 近日获得了新一轮融资, 由阅文集团领投。权益变动完成后, 预计阅文拥有 Hitcard 公司 10% 的股权。投资 Hitcard 可能是“阅文好物”业务商业化提速的其中一环, 未来, 阅文好物将与 Hitcard 加深合作, 拓展 IP 商业化合作范围, 提升合作 IP 数量, 丰富卡牌玩法, 以及利用 Hitcard 的工厂和渠道合作更多轻软周产品。2024 年, 阅文好物计划开设多家自营门店, 目前西安、杭州已开业, 北京、南昌计划 10 月下旬开业, 其他地区门店计划 11-12 月陆续开业, 主要围绕一线城市及省会城市的二次元动漫城、优质商圈 mall 布局, 单店面积在 80-200 平左右。

(7) 华立科技

公司概况: 国内游艺设备龙头, 业务布局全产业链。华立科技是国内商用游艺设备的发行与运营综合服务商龙头企业。公司集游艺设备的设计、研发、生产、销售和运营于一体, 同时将业务范围拓展至终端游乐场运营及 IP 卡牌, 行业地位突出, 产业链完整, 竞争优势明显。**动漫 IP 衍生产品业务是公司长期培育的新兴业务**, 已验证其高速增长。该业务模式为公司免费向下游合作门店提供 IP 游艺设备的同时, 向其持续销售配套使用的 IP 卡牌。《奥特曼融合激战》《宝可梦加傲乐》《我的世界》受到市场充分认可, 卡牌销售收入的快速增长, 2023 年实现销售收入 2.59 亿元, 同比增长 76%。

2024 年上半年, 公司实现营业收入 4.62 亿元, 同比增长 27.85%; 归母净利润 3600.34 万元, 同比增长 106.02%。2024 年第二季度实现营业总收入 2.47 亿元, 同比增长 20.42%, 环比增长 14.64%; 归母净利润 1602.72 万元, 同比增长 36.66%, 环比下降 19.77%; 扣非净利润 1686.36 万元, 同比增长 50.21%, 环比下降 14.19%。2024 年上半年, 公司毛利率为 29.86%, 同比上升 2.04 个百分点; 净利率为 7.79%, 较上年同期上升 2.95 个百分点。

图 26: 华立科技《宝可梦加傲乐》集换式卡牌



资料来源: 华立科技公众号, 信达证券研发中心

(8) 杰森动漫

如国内集 IP 版权运营、影视及动漫内容投资、IP 衍生品设计开发生产销售于一体的综合型文化娱乐公司——杰森动漫 JASON。面向海内外市场全面布局卡牌、动漫周边、手办、玩具等多元化业务，成功构建了 Card.Fun 集卡社（潮玩卡牌品牌）、GOODS.FUN 森罗万象（动漫周边卡牌）、XtremeArt 造极工作室（旗下手办品牌）、Jason 杰森（旗下玩具品牌）等多个知名品牌，国内外合作版权方超过 100 家，合作的 IP 矩阵超过 500 家，涵盖国漫、日漫、游戏等多元化 IP。

销售渠道: 杰森全面覆盖线上线下全渠道，从 2024 年逐步铺开完善四大销售布局，构建销售全闭环链路，在各大城市陆续开设品牌直营门店、线下线上销售渠道、线下抽卡机投放。杰森目前已在广州、成都等城市 成功开设品牌旗舰店，2024 年布局武汉/重庆/西安/杭州/南京/上海/北京 全国各地重点商圈开设品牌旗舰店。同时，杰森旗下产品已进驻东南亚/中东/北非/港澳台/韩国等国家与地区。

推广渠道: 联动线上线下多渠道、多 IP 赋能产品营销推广,对品牌资源进行整合营销,通过内容营销、KOL、内容电商等板块,以全方位、多触点、立体化的整合营销体系,实现了人、货、场的高效匹配。

图 27: 杰森动漫发展历程



资料来源: 广东省玩具协会公众号, 信达证券研发中心

图 28：杰森动漫部分合作卡牌 IP

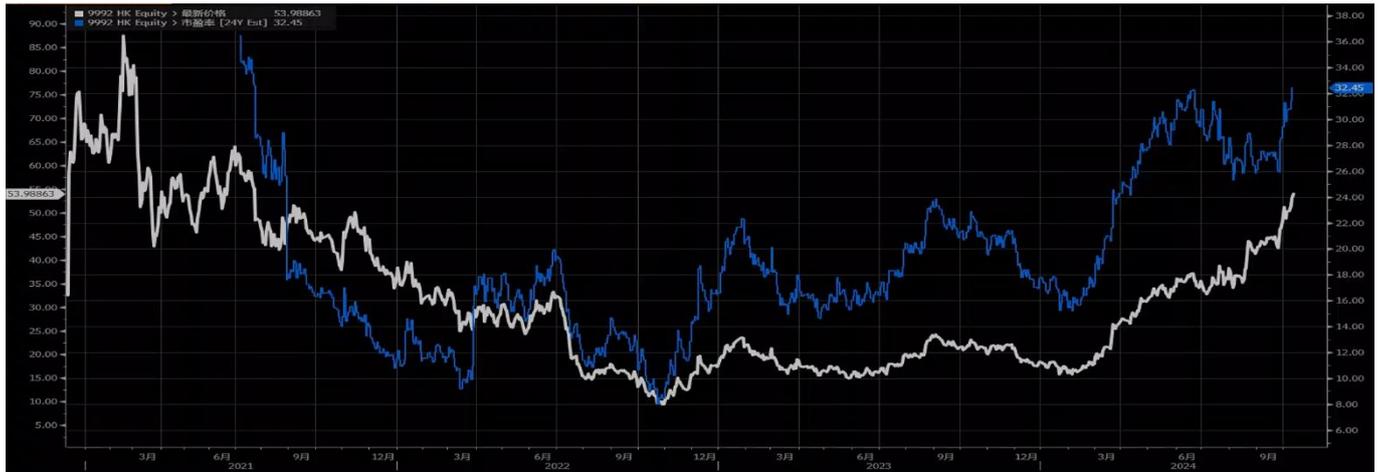


资料来源:国际授权业协会公众号, 信达证券研发中心

七、投资建议

我们回顾处在盲盒赛道的头部公司——泡泡玛特，其在 IPO 阶段的估值为 40-50 亿美元（约合 284 亿元至 355 亿元），截至 2024 年 10 月 14 日，泡泡玛特的总市值为 102.4 亿美元（约合 725.2 亿元），市值完成翻倍。从股价最底部的 2022 年 10 月底的 9.8 港元，两年时间，泡泡玛特的股价涨幅超过了 260%，市值突破了 510 亿港元。虽然前期经历了监管风险、业绩和估值双杀，但最终通过 IP 孵化、品类拓展和渠道铺新等方式维持住了稳健增长，同时也有望将国内的成功模式搬运到海外进行复刻。

具体来看，在此过程中，以盲盒玩法为根基，最开始泡泡玛特将潮流艺术玩具标准化然后找代工厂批量生产，开启陆续搭建自身的线上+线下销售渠道，同时在不断将 IP 产品化和产品 IP 化的过程中进行消费者心智教育，截至目前泡泡玛特已然成为一个品牌 IP，其旗下所联动的 IP 有了泡泡玛特品牌的加持会在和竞品的竞争中更具优势。目前，公司进入了发展新阶段，泡泡玛特境外业务拓展起于 2019 年，2023 年内地营收为 52.3 亿元，同比增长 25.7%；海外市场营收超过 10 亿元，达到 10.66 亿元，同比增长 134.9%。境外经营利润率优于内地，公司有望在海外再造一个“泡泡玛特”。

图 29: 泡泡玛特上市以来股价和 PE 波动趋势


资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

而对于同样处在相同潮流玩具赛道，且同样具备“盲盒抽卡玩法”的卡牌行业来说，有望复制盲盒赛道的成长。即从一个相对开始小众人群开始，通过和 IP 的不断结合推陈出新进行标准化生产，同时扩大受众人群提高付费渗透率。在销售渠道陆续完善的同时，会有一批公司崭露头角，完成自己品牌 IP 化，最后开启海外市场的探索。

因此，我们看好卡牌赛道 3 年投资机会与产业链相关公司，建议关注：方向一：全产业链布局：卡游（待上市）、杰森动漫（非上市公司）、泡泡玛特；方向二：IP 授权方：奥飞娱乐、上海电影、阅文集团；方向三：发行/渠道：姚记科技、华立科技、哔哩哔哩、名创优品。

表 6: 可比公司估值（截至 2024 年 10 月 18 日）

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润预测 (亿元)					PE		
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
泡泡玛特	787.5	4.8	10.8	20.6	27.2	33.7	38.2	29.0	23.3
姚记科技	107.8	3.5	5.6	6.9	7.9	8.6	15.6	13.7	12.6
奥飞娱乐	94.8	-1.7	0.9	2.0	3.0	4.0	48.2	31.5	23.8
华立科技	29.6	-0.7	0.5	0.8	1.1	1.3	36.1	26.8	22.0
上海电影	112.1	-3.3	1.3	1.9	3.0	3.8	60.1	37.9	29.4
阅文集团	258.2	6.1	8.0	12.0	13.6	15.0	21.6	18.9	17.3
名创优品	361.8	6.4	17.7	27.5	33.7	40.5	13.1	10.7	8.9
哔哩哔哩-W	632.3	-75.0	-48.2	-14.7	2.5	12.6	-42.9	251.5	50.2
平均值							33.3	24.1	19.6

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (来源于 ifind 一致预测, 平均值除去哔哩哔哩-W)

八、风险因素

政策风险: 卡牌的“盲盒”、“抽卡”玩法存在经营管理政策风险、未成年人购买限制政策风险;

潮流风险: Fashion Risk, 潮流产品的持续性问题;

市场风险: 消费者需求不充分、二级市场过分炒作等风险;

运营风险: 新 IP 表现不及预期、核心人才流失、热钱流入导致行业竞争加剧等风险;

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道。2023 年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对 A 股、港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。