



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

卡游：集换式卡牌行业龙头，打造“产 研运销”一体

2024 年 05 月 12 日

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

刘旺传媒互联网及海外首席分析师

执业编号：S1500524120005

邮箱：liuwang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES 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

卡游：集换式卡牌行业龙头，打造“产研运销”一体

2025年05月12日

本期内容提要：

- **卡游：国内集换式卡牌龙头，积极开拓新品类实现多元化发展。**卡游是中国集换式卡牌业务的先行者。根据卡游招股书，公司在泛娱乐产品行业及泛娱乐玩具行业中排名第一，市场份额分别为13.3%和21.5%；在泛娱乐玩具行业集换式卡牌领域中排名第一，市场份额为71.1%。2022年获得来自红杉中国及腾讯的投资。公司在丰富玩具产品组合的同时，将产品矩阵进一步拓展至文具，推出笔和本册等产品。
- **“产研运销”一体，打造卡游核心竞争优势。**我们认为卡游因为其较强的IP运营能力、较精湛的工艺质量、全国布局的销售网络和自建供应链带来加快的响应速度，构建了卡游逐渐成为行业龙头的竞争优势。而一旦有行业爆款的IP内容出现，我们认为卡游有望通过其庞大的销售渠道布局和自建产线带来的产能调用优势，或可快速响应行业内的潜在需求，从而即时带动相关IP卡牌销量增长，更容易抢占市场份额。
- **中国卡牌产业还处在发展早期，相比欧美和日韩市场存在较大的人均支出提升空间，产业链商业模式较为清晰。**根据灼识咨询报告显示，按商品交易总额计，中国集换式卡牌行业的市场规模由2019年的人民币28亿元大幅增加至2024年的人民币263亿元，复合年增长率为56.6%，预计2029年将达到人民币446亿元，2024年至2029年复合年增长率为11.1%。于2024年，日本在集换式卡牌方面的人均支出为人民币119.3元，而美国的人均支出则为人民币64.0元，分别为中国消费者在集换式卡牌方面支出金额人民币18.7元的约六倍和三倍。
- **品牌力带动IP授权正向循环，供应链及销售渠道优势保证爆款输出。**截至2024年12月31日，卡游IP矩阵包括70个IP，其中包括奥特曼、小马宝莉、叶罗丽、斗罗大陆动画、蛋仔派对、火影忍者、咒术回战、名侦探柯南和哈利波特等知名IP。2022年、2023年及2024年，按收入贡献计，公司前五大IP主题产品的收入分别为4,064.4百万元、2,393.5百万元及8,653.0百万元，分别占同期总收入的98.4%、89.9%及86.1%，前五大IP产品收入占比较高。
- **投资建议：**卡游作为国内集换式卡牌行业龙头企业，在丰富的IP授权储备下，凭借强大的供应链体系，全国广泛布局的销售网络，较强的IP商品上线响应速度，精湛的卡牌技术工艺等，我们认为更容易诞生爆款IP卡牌产品。同时，随着公司后续自有IP产品的研发以及TCG等卡牌新玩法的增加，公司有望在卡牌行业继续保持领先优势。建议关注卡牌相关公司：卡游、姚记科技、泡泡玛特、上海电影、奥飞娱乐、阅文集团、华立科技、京华激光、哔哩哔哩、名创优品等。
- **风险因素：宏观风险、政策风险、IP授权风险、市场竞争加剧风险**

目录

一、卡游：国内集换式卡牌龙头，积极开拓新品类	4
二、核心业务：生产供应链、销售渠道布局较深打造核心产品矩阵	6
三、品牌力带动 IP 授权正向循环，供应链及销售渠道优势保证爆款输出	11
四、行业：我国集换式卡牌市场规模及产业链梳理	14
五、财务：爆款 IP 带动公司营收，盈利能力增强	16
六、风险因素	19

表目录

表 1：卡游发展里程碑摘要	4
表 2：公司董事及高级管理层	5
表 3：募集资金计划用途	6
表 4：公司在运营及待投产生产基地	10
表 5：公司主要自有生产线详情（截至 2024.12.31）	10
表 6：公司收入按销售渠道划分（截至 2024.12.31）	11
表 7：公司经销商和直营渠道数量划分（截至 2024.12.31）	11
表 8：公司获授权的五大 IP 续期情况梳理	12

图目录

图 1：卡游股权结构图	5
图 2：公司核心产品矩阵	7
图 3：不同的卡牌内容和分类	7
图 4：集换式卡牌中增添趣味互动元素	8
图 5：收入构成按产品类别（单位：百万元）	8
图 6：销量构成按产品类别（单位：百万销售单位，卡牌销售单位主要指包）	9
图 7：平均售价按产品类别（单位：元）	9
图 8：天猫旗舰店卡游和集卡社哪吒 IP 卡牌销量不完全对比	13
图 9：中国集换式卡牌行业市场规模（按商品交易总额计，单位：十亿元）	14
图 10：中国、美国、日本集换式卡牌市场规模及人均支出对比	14
图 11：中国泛娱乐产品行业价值链	15
图 12：2022-2024 年卡游营业收入及 yoy（单位：百万元）	16
图 13：2022-2024 年公司非卡牌业务营收占比逐渐提高	17
图 14：2022-2024 年公司成本端拆分（单位：百万元）	17
图 15：2022-2024 年公司销售费用、行政费用和财务费用情况（单位：百万元）	17
图 16：2022-2024 年公司综合毛利率及各产品毛利率情况	18
图 17：2022-2024 年公司经调整净利润（单位：百万元）及经调整净利润率	18

一、卡游：国内集换式卡牌龙头，积极开拓新品类

1.1 公司概况及发展历程

卡游是中国泛娱乐产品行业中领先的品牌方之一，泛娱乐产品是基于 IP 开发的实体产品，如玩具、文具和其他消费品等，而玩具中的细分品类—卡牌是公司的核心产品，卡游是中国集换式卡牌业务的先行者。在泛娱乐产品行业及泛娱乐玩具行业中公司排名第一，市场份额分别为 13.3%和 21.5%；在泛娱乐玩具行业集换式卡牌领域中排名第一，市场份额为 71.1%。

2011 年公司创始人李奇斌成立卡游（上海）文化传播，2018 年注册成立浙江卡游文化传播，根据公司获得授权的 IP—奥特曼推出首个卡牌系列产品；2019 年，公司推出首个 TCG 卡牌系列英雄对决卡；2020 年，公司自有的集换式卡牌产品生产线完成建设；2021 年，公司首家线下旗舰店在广州市开业，是其拓展线下旗舰店的开始；2022 年，公司获得红杉中国及腾讯的投资，产品矩阵拓展至文具；2023 年推出首款人偶产品，并成功推出首款原创的 IP 产品—卡游三国。

表 1：卡游发展里程碑摘要

年份	发展里程碑摘要
2011 年	首家运营实体卡游（上海）文化传播在中国注册成立
2018 年	浙江卡游文化传播在中国注册成立；根据获得授权的 IP 推出首个卡牌系列，集团开始有实质性的业务运营。
2019 年	注册成立浙江卡游动漫及浙江卡游科技
	推出首个 TCG 卡牌系列英雄对决卡
2020 年	公司自有的集换式卡牌产品生产线完成建设。（自 2018 年至 2020 年，集团处于早期发展阶段，因此处于亏损状态。在自有生产基地投入营运之前，集团主要依赖 OEM 供应商生产集换式卡牌）
2021 年	首家线下旗舰店在广东省广州市开业，开始全国拓展线下旗舰店
2022 年	获得来自红杉中国及腾讯的投资。产品矩阵进一步拓展至文具，推出首款 IP 主题笔产品
2023 年	推出首款人偶产品；推出首款原创 IP 产品——卡游三国。
2024 年	公司实现营收 100.57 亿元，经调整后归母净利润 44.66 亿元。
2025.04	公司核心产品之一——小马宝莉集换式卡牌迎来全球首发

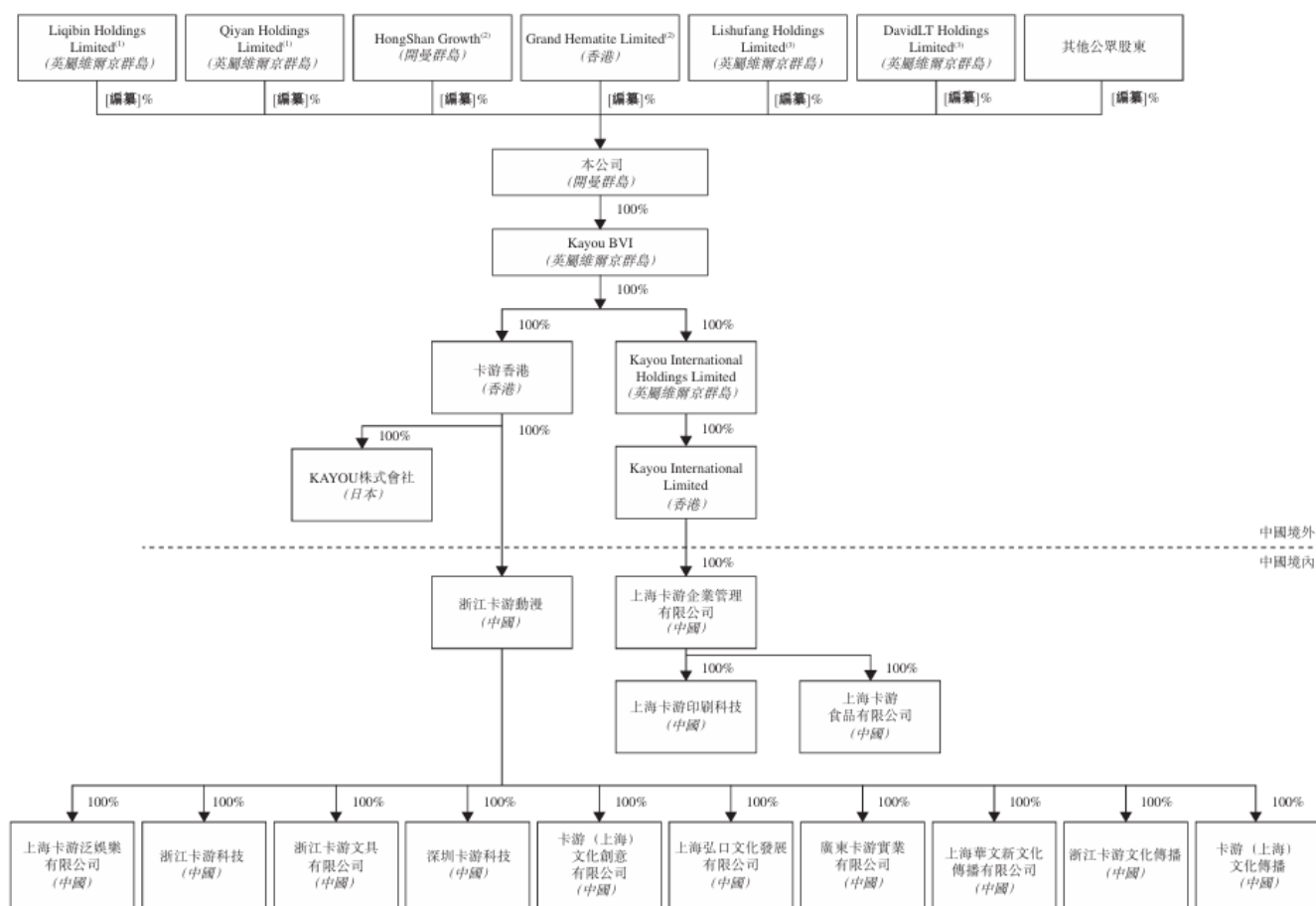
资料来源：卡游招股说明书、卡游微信公众号，信达证券研发中心

1.2 股权架构及管理团队

2019 年，公司创始人李奇斌及妻子齐女士成立浙江卡游动漫，浙江卡游动漫 100%持股浙江卡游科技。公司 IPO 之前，李奇斌透过全资拥有的 Liqibin Holdings Limited 间接持有公司已发行股本总额约 82%的权益，齐女士透过全资拥有的 Qiyan Holdings Limited 间接拥有约 1.5%的权益，两者作为一组控股股东合计持股 83.5%。此外，红杉中国透过 HongShan Growth 持股 10.5%，腾讯全资拥有的 Grand Hematite Limited 持股 3%，李淑芳

(李奇斌的姐姐) 透过 Lishufang Holdings Limited 持股 2%，罗宁林透过 DavidLT Holdings Limited 持股 1%。

图 1: 卡游股权结构图



资料来源: 卡游招股说明书, 信达证券研发中心 (截至招股说明书发布之日)

董事长李奇斌在泛娱乐行业拥有超过 20 年经验, 03 年涉足泛娱乐行业, 后续开始与配偶齐女士开始经营义乌市甲壳虫玩具厂, 从事泛娱乐玩具销售业务, 目前负责集团整体战略、发展及投资计划和业务方向。

表 2: 公司董事及高级管理层

姓名	年龄	职位	加入集团日期	职务及职责	与其他董事关系
李奇斌	52 岁	董事长、执行董事兼首席执行官	2011.04	制订整体战略、发展及投资计划以及带领本集团的业务方向	齐女士的配偶
王轩	51 岁	高级副总裁	2022.04	管理财务、法务、品牌、营销及行政	无
梅云轩	44 岁	高级副总裁	2017.11	管理产品研发及负责 IP 管理	无

郭越	35 岁	执行董事兼高级副总裁	2017.11	管理集团直营业务运营	无
----	------	------------	---------	------------	---

资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心

1.3 募集资金用途

表 3：募集资金计划用途

份额比例	项目	具体用途
45%	扩建和升级生产设施	35%用于扩建生产设施，主要为位于义乌和开化的生产基地建设新生产加工线及购买设备。义乌在建为文具生产基地，预计 25 年 12 月前竣工，投产后年产能达到 300w 个生产单位；浙江开化在建泛娱乐玩具生产基地预计 26 年 12 月前竣工，预计投产后年产能 700w 个单位。
		10%用于升级生产设施，优化生产及检测工艺及流程。
15%	丰富 IP 矩阵，加强 IP 运营	10%用于丰富及完善公司的授权 IP 矩阵
		3%用于开发及商业化公司自有 IP
		2%用于 IP 收购扩展自有 IP 矩阵
10%	产品设计及开发更多产品类别及系列	5%用于研发设计技术及材料以及探索和深化产品开发合作
		5%用于招聘、保留和培训公司产品开发团队和人才
8%	用于通过建设新设施及加强自动化完善 存货管理及提升运营效率	
7%	将用于业务运营数字化	5%用于进一步投资信息技术及系统， 采购数字系统及软件以及升级及整合现有信息系统。
		2%用于招聘、保留和培训信息技术人才。
5%	品牌推广	
10%	运营资金及一般用途	

资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心

二、核心业务：生产供应链、销售渠道布局较深打造核心产品矩阵

2.1 核心产品矩阵

公司为中国集换式卡牌业务的先行者，市场份额目前绝对领先。公司在巩固集换式卡牌市场地位的同时，着力于丰富玩具产品组合，不断推出了人偶、徽章、立牌、集换式卡牌收藏册及贴纸等，同时将产品矩阵进一步拓展至文具，推出笔和本册等产品。卡游于 2022 年、2023 年及 2024 年，分别推出了 190 个、236 个及 363 个玩具系列，各期分别包括 168 个、167 个及 210 个集换式卡牌系列，及分别推出了 6 个、64 个及 58 个文具系列。

图 2：公司核心产品矩阵



资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心（其他玩具主要包括徽章、立牌、集换式卡牌收藏册和贴纸）

从卡牌内容和分类角度来看，可以增添很多差异化元素来吸引用户购买、复购和收藏交换等，比如加入奥特曼英雄角色签名，设计增添电影电视剧、漫画及动画中的经典场景，在卡牌上描绘著名艺术珍品，不同类型的美术风格设计，增添趣味和文化元素提高收藏价值，探索文化价值 IP 的合作、产品印刷工艺设计等。

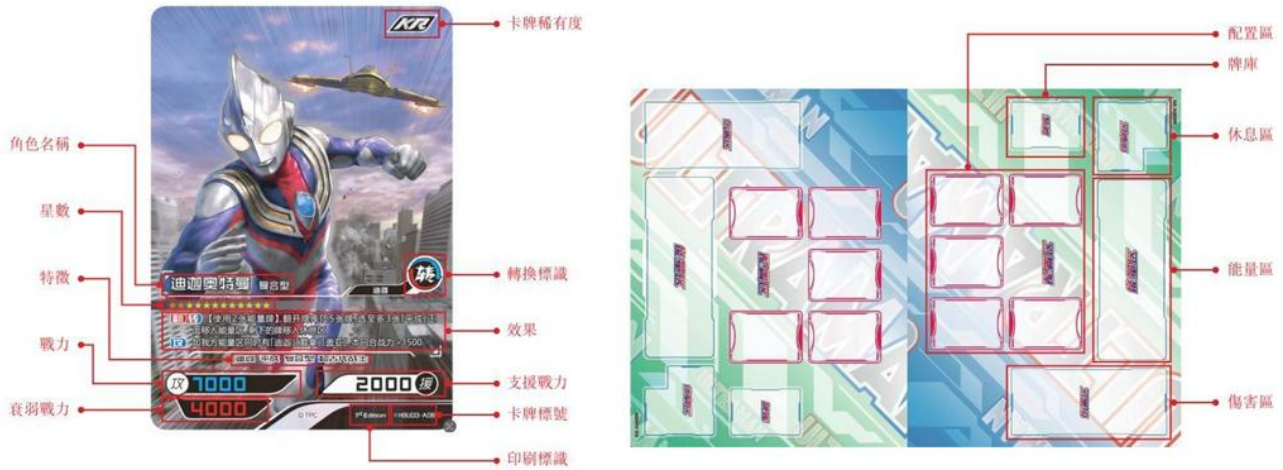
图 3：不同的卡牌内容和分类



资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心

TCG 对战卡：除了主题图形、稀有度符号和描述栏的标准布局外，公司集换式卡牌亦展示不同板块来增加互动元素。英雄对决是一款回合制卡牌游戏，一局需两名玩家参与。在对局中，两名玩家需在对局地图上策略性地使用自己的卡组来分出输赢

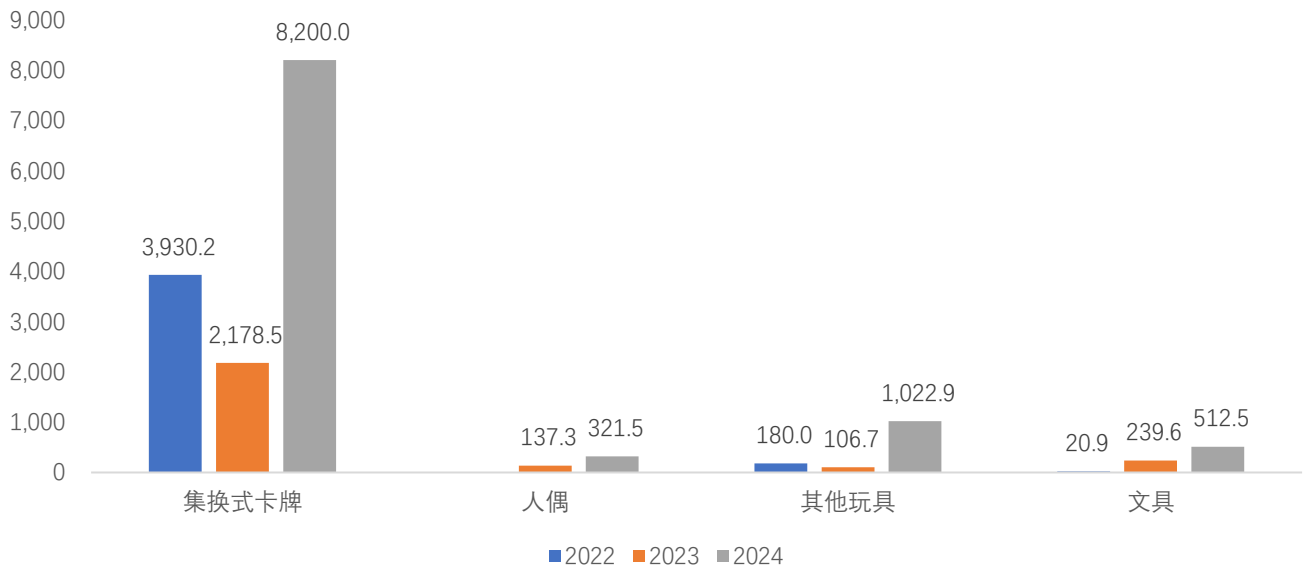
图 4：集换式卡牌中增添趣味互动元素



资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心

2.2 核心产品收入、销量及平均售价

图 5：收入构成按产品类别（单位：百万元）

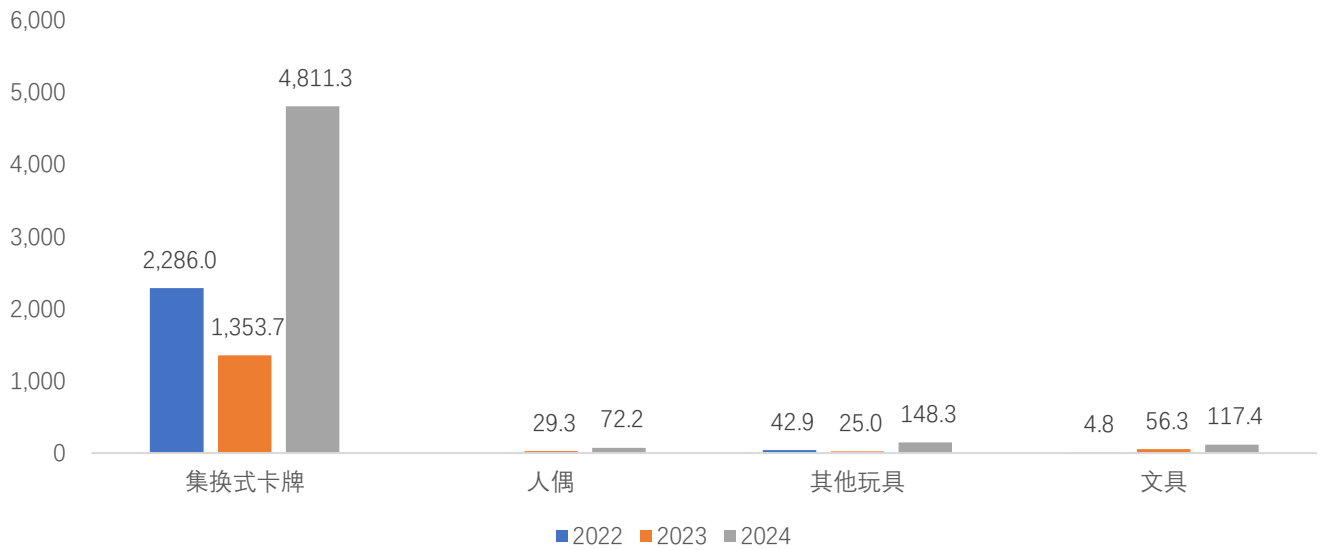


资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心（其他玩具主要包括徽章、立牌、集换式卡牌收藏册和贴纸）

销量来看，公司玩具销量自 2022 年的 2,328.9 百万销售单位减少至 2023 年的 1,408.0 百万销售单位，主要是由于集换式卡牌——奥特曼的销量下降，叠加部分不可控的影响整体社会活动因素存在导致销量下跌；玩具销量由 2023 年的 1,408.0 百万销售单位增加至 2024 年的 5,031.8 百万销售单位，主要是由于新 IP——小马宝莉的集换式卡牌销量增加。集换式卡牌销量近三年存在波动性，而集换式卡牌以外的产品销量稳步增加，由 2022 年

的 47.7 百万销售单位大幅增加至 2023 年的 110.6 百万销售单位，2024 年升至 337.9 百万销售单位。

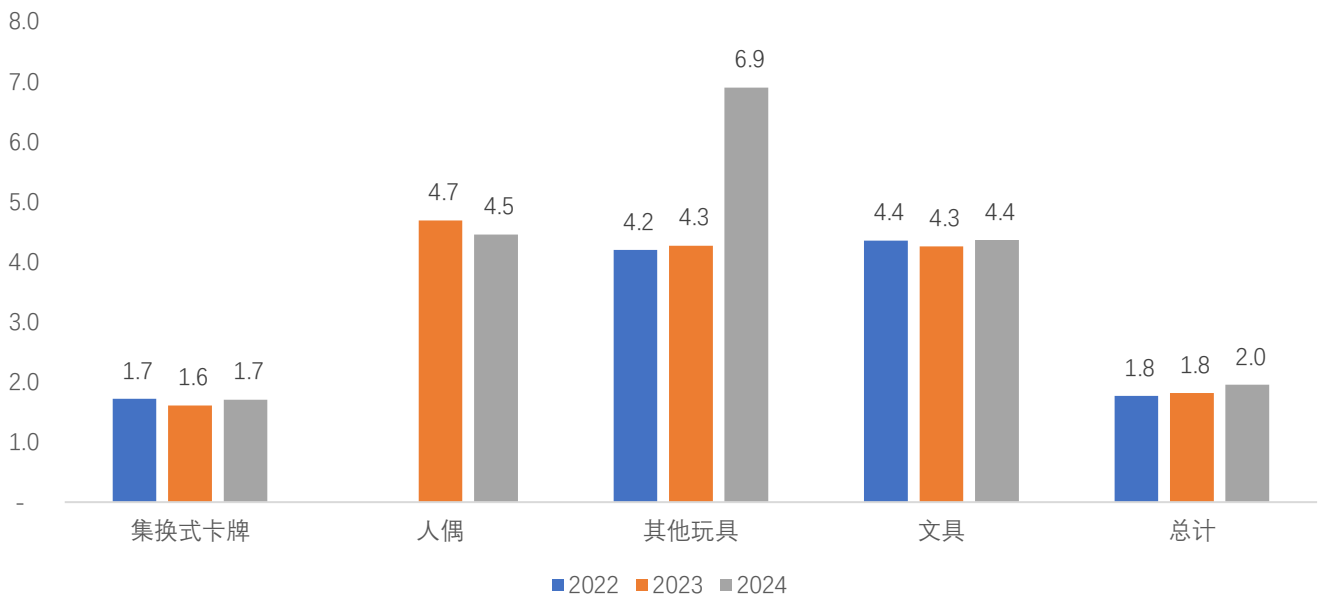
图 6：销量构成按产品类别（单位：百万销售单位，卡牌销售单位主要指包）



资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心（其他玩具主要包括徽章、立牌、集换式卡牌收藏册和贴纸）

平均售价来看相对稳定，集换式卡牌产品的平均售价 2022-2024 年分别为 1.7、1.6、1.7 元，其他玩具的平均售价自 2023 年的 4.3 元增长至 2024 年的 6.9 元，主要由于公司 2024 年推出价格较高的产品系列。

图 7：平均售价按产品类别（单位：元）



资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心（其他玩具主要包括徽章、立牌、集换式卡牌收藏册和贴纸）

2.3 生产端：生产基地、产能及产能利用率

生产基地：截至招股发布日，公司有三个在营生产基地、一个待投产的生产基地及两个在建生产基地。2020 年

8 月浙江省开化县生产基地开始运营，主要生产集换式卡牌。2023 年 3 月浙江省义乌市生产基地开始运营，主要生产文具。2023 年 4 月广东省东莞市生产基地开始运营，主要从事包装人偶。此外公司与多家 OEM 供应商合作，主要生产文具和人偶。

表 4：公司在运营及待投产生产基地

生产基地	主要功能	投产时间	概约建筑面积 (平方米)	截至 24 年 12 月 31 日生产 线数量 (个)
开化生产基地	集换式卡牌生产	2020.08	87789.3	25
义乌生产基地	文具生产	2023.03	15060.0	2
东莞生产基地	包装	2023.04	9800	5
IPO 募集资金用于 生产线扩建等	35%资金用于扩建生产设施，主要为位于义乌和开化的生产基地建设新生产加工线及购买设备。义乌在建为文具生产基地，公司预计 25 年 12 月前竣工，投产后年产能达到 300w 个生产单位；浙江开化在建泛娱乐玩具生产基地预计 26 年 12 月前竣工，预计投产后年产能可为 700w 个单位。			

资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心

表 5：公司主要自有生产线详情（截至 2024.12.31）

单位：千生产单位	2022	2023	2024
集换式卡牌			
产能	2939.4	2819.7	3002.8
实际产量	2314.4	1396.5	4663.0
产能利用率	78.7%	24.7%	155.3%
文具			
产能	-	38.5	117.9
实际产量	-	24.7	95.7
产能利用率	-	64.2%	81.2%

资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心

2.4 销售端：全国布局的销售网络

公司销售网络覆盖全国，包括经销渠道和直销渠道，其中经销渠道主要包括经销商、KA 合作伙伴及卡游中心。截止 2024 年 12 月 31 日，公司拥有 217 个经销商，39 名零售 KA 合作伙伴，拥有 351 个卡游中心。直营渠道来看，公司拥有 32 家线下卡游旗舰店和 13 家线上自营店。

表 6：公司收入按销售渠道划分（截至 2024.12.31）

单位：百万元	2022		2023		2024	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
经销渠道	3915.3	94.8%	2400.5	90.2%	9303.0	92.5%
—经销商	3826.9	92.7%	2152.1	80.8%	8068.7	80.2%
—KA 合作伙伴	86.8	2.1%	236.7	8.9%	1071.9	10.7%
—其他	1.6	0%	11.7	0.5%	162.4	1.6%
直营渠道	215.8	5.2%	261.6	9.8%	753.9	7.5%
总计	4131.1	100%	2662.1	100%	10056.9	100%

资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心

表 7：公司经销商和直营渠道数量划分（截至 2024.12.31）

单位：	2022	2023	2024
期末经销商数量	290	231	217
KA 合作伙伴			
—线下	20	33	34
—线上	2	2	5
直营渠道			
—期末线下旗舰店数量	30	33	32
—期末线上自营店数量	7	12	13

资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心

三、品牌力带动 IP 授权正向循环，供应链及销售渠道优势保证爆款输出

3.1 IP 矩阵及运营

卡游通常以独家或非独家的方式从 IP 合作伙伴获授 IP 权益，截至 2024 年底大部分产品乃根据非独家 IP 授权安排开发及销售，根据非独家 IP 授权安排开发的集换式卡牌收入分别为人民币 3,772.5 百万元、人民币 1,728.9 百万元及人民币 7,027.5 百万元，分别占同期的集换式卡牌总收入的 96.0%、79.4%及 85.7%。

截至 2024 年 12 月 31 日，卡游 IP 矩阵包括 70 个 IP，其中包括奥特曼、小马宝莉、叶罗丽、斗罗大陆动画、蛋仔派对、火影忍者、咒术回战、名侦探柯南和哈利波特等知名 IP。此外，公司于 2023 年 4 月推出首款卡游三国原创 IP 产品。2022、2023 年公司 IP 矩阵数量分别为 30 个、37 个。2022 年、2023 年及 2024 年，卡游以授权 IP 为主题的产品的毛利率分别为 68.8%、65.2%及 67.3%。

奥特曼 IP：自 2018 年取得奥特曼 IP 授权起至 2024 年 12 月 31 日，公司基于 50 多个奥特英雄角色推出合共 320 个集换式卡牌系列及 42 个文具系列。

叶罗丽 IP：自 2019 年取得叶罗丽 IP 授权起至 2024 年 12 月 31 日，公司基于叶罗丽角色推出合共 121 个集换式卡牌系列及四个文具系列。

截至 2024 年底，根据公司预计：38 份 IP 授权协议预计将于 2025 年到期，39 份预计将于 2026 年到期，七份预计将于 2027 年到期以及五份预计将于 2028 年及其后到期。

表 8：公司获授权的五大 IP 续期情况梳理

IP 名称	IP 授权协议的初始执行时间	续期次数	IP 授权协议的到期时间
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，信达证券研发中心

IP 授权费用：公司通常向 IP 合作伙伴支付一次性预付款并根据 IP 下开发的产品销售表现或产量支付特许权使用费。从成本分拆中，2022 年-2024 年授权费用分别为 210.9、154.1、768.3 百万元，占比成本比例分别为 16.4%、16.9%、23.3%，占营收比例分别为 5.1%、5.8%、7.6%，IP 授权费用相对可控，2024 年授权费用升高主要系孩之宝 IP 产品小马宝莉的销售增长，2024 年公司向孩之宝采购的 IP 授权费用为 5.4 亿元。根据公司招股书披露，重续任何授权协议后，公司获授权的五大 IP 的预付款或特许权使用费并无大幅增加。

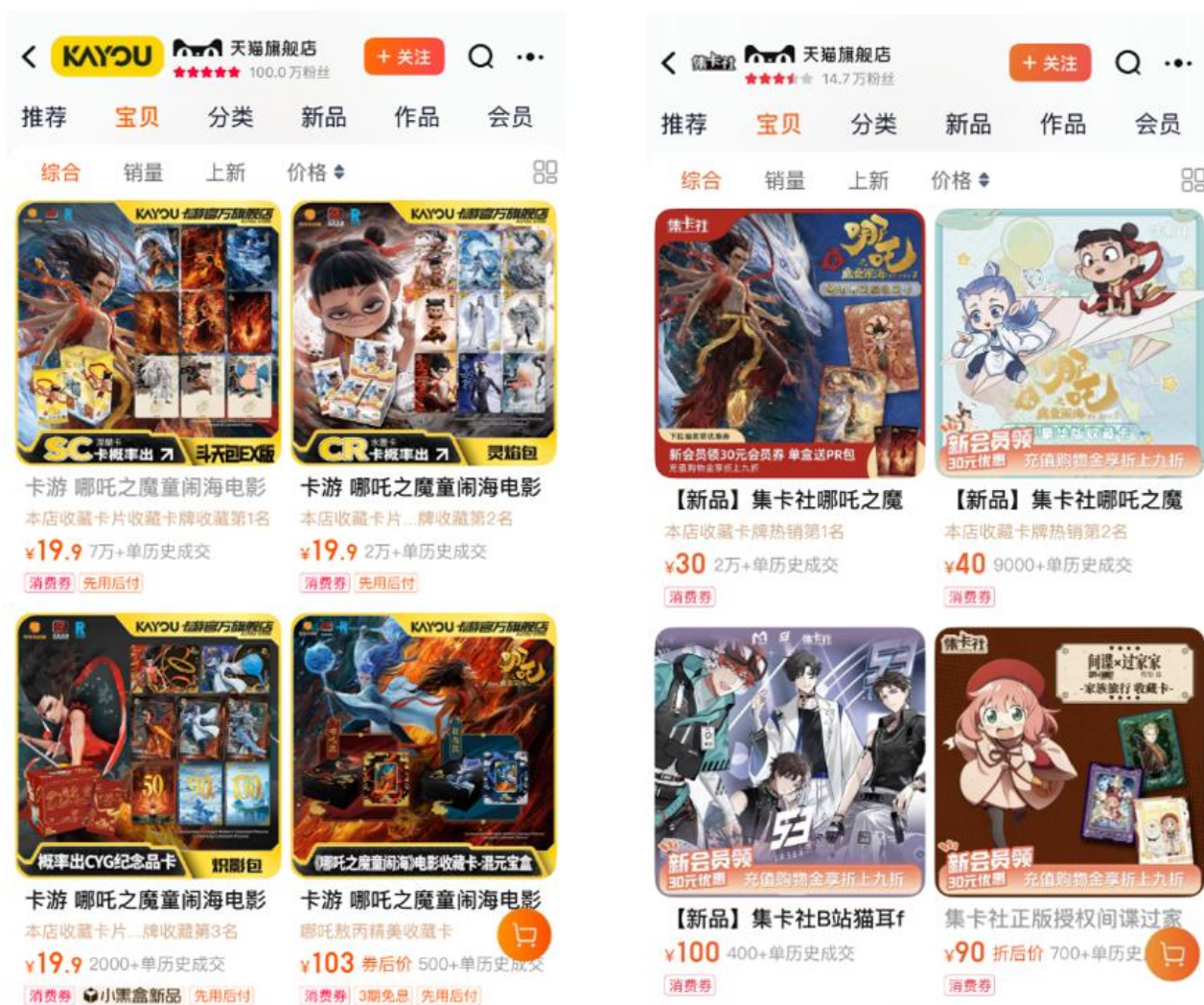
前五大 IP 产品收入：2022 年、2023 年及 2024 年，按收入贡献计，公司前五大 IP 主题产品的收入分别为 4,064.4 百万元、2,393.5 百万元及 8,653.0 百万元，分别占同期总收入的 98.4%、89.9%及 86.1%，前五大 IP 产品收入占比较高。以奥特曼 IP 为主题的新产品系列数量占新产品系列总数的百分比由 2022 年的 44.4%下降至 2023 年的 32.3%。

3.2 竞争优势分析

综上所述我们认为，卡游因为其较强的 IP 运营能力、较精湛的工艺质量、全国布局的销售网络和自建供应链带来加快的响应速度，构建了卡游逐渐成为行业龙头的竞争优势。从 IP 数量供给角度来看，卡游因为其行业认可度和市场份额较高，更容易受到 IP 方授权的青睐且 IP 授权费用谈判占优，因此 IP 数量供给暂不太可能会成为制约公司长期发展的主要因素。

而一旦有行业爆款的 IP 内容出现，我们认为卡游有望通过其庞大的销售渠道布局和更早自建产线带来的产能调用优势，或可快速响应行业内的潜在需求，从而第一时间带动相关 IP 卡牌的销量增长，更容易抢占市场份额，形成正向循环，打出品牌效应。举例来看，在 2025 年爆款动画电影—《哪吒之魔童闹海》登顶当晚，行业头部公司集卡社发布说明：其出品的《哪吒之魔童闹海》系列收藏卡全渠道销售额破亿，称其当时收藏卡全国销售位居第一。而从目前的线上天猫旗舰店渠道来观察，卡游的哪吒 IP 卡牌销量要好于集卡社的哪吒 IP 销量（截至 2025 年 4 月 28 日，不完全对比，总销量未知）。

图 8：天猫旗舰店卡游和集卡社哪吒 IP 卡牌销量不完全对比



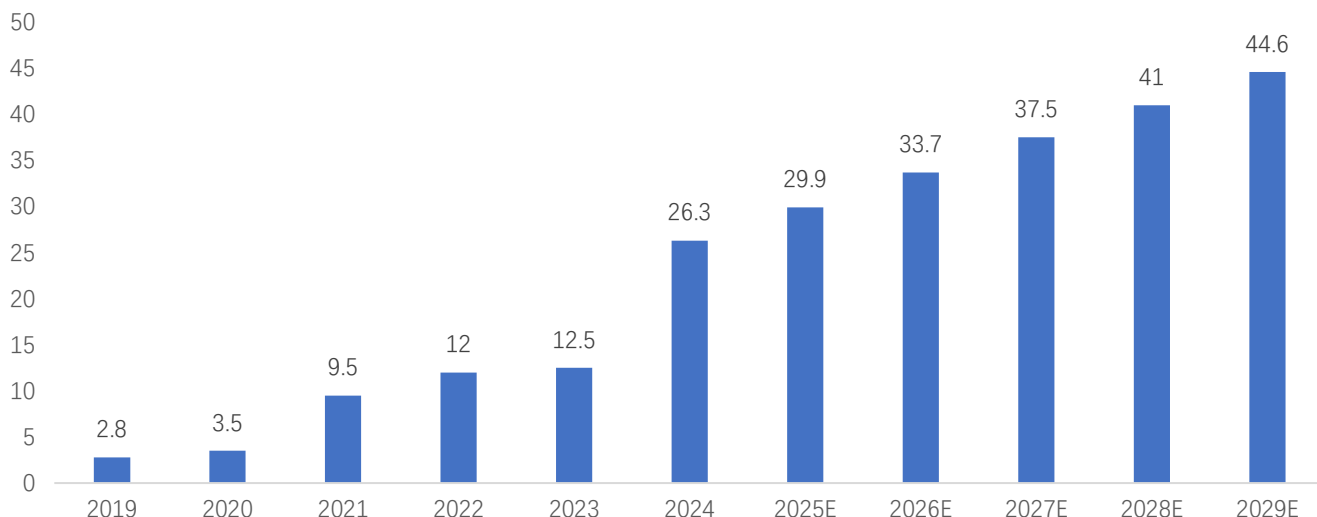
资料来源：淘宝 APP，信达证券研发中心（截至 2025 年 4 月 28 日）

四、行业：我国集换式卡牌市场规模及产业链梳理

4.1 中国集换式卡牌市场规模

根据灼识咨询报告显示，按商品交易总额计，中国集换式卡牌行业的市场规模由 2019 年的人民币 28 亿元大幅增加至 2024 年的人民币 263 亿元，复合年增长率为 56.6%，预计 2029 年将达到人民币 446 亿元，2024 年至 2029 年复合年增长率为 11.1%。

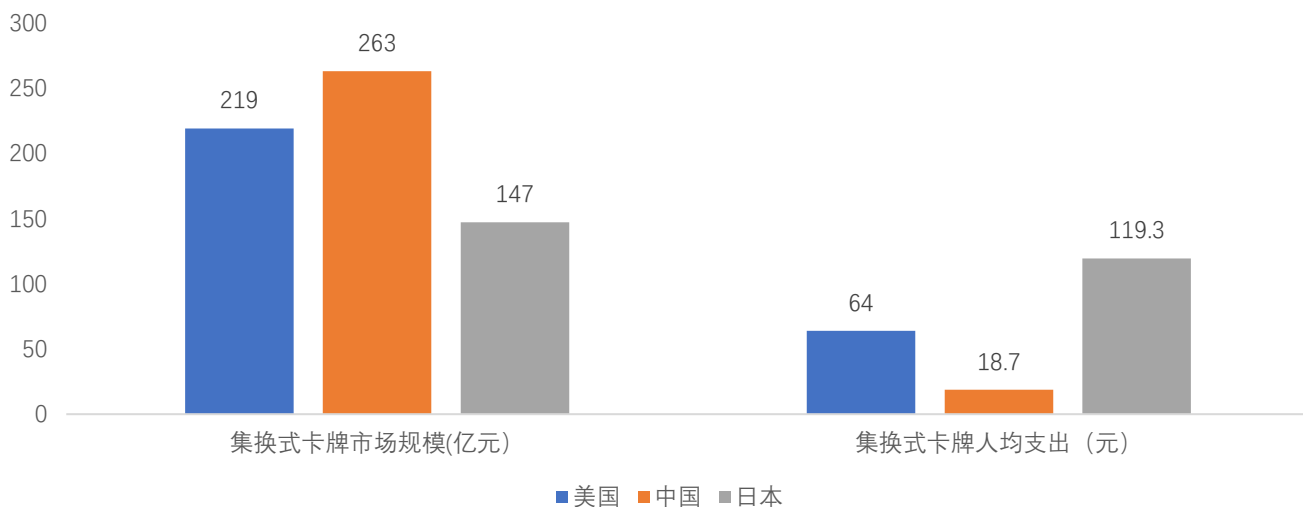
图 9：中国集换式卡牌行业市场规模（按商品交易总额计，单位：十亿元）



资料来源：卡游招股说明书、灼识咨询、信达证券研发中心

美国、中国和日本是全球主要的集换式卡牌市场。根据灼识咨询报告显示：于 2024 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 219 亿元、人民币 263 亿元和人民币 147 亿元。于 2024 年，日本在集换式卡牌方面的人均支出为人民币 119.3 元，而美国的人均支出则为人民币 64.0 元，分别为中国消费者在集换式卡牌方面支出金额人民币 18.7 元的约六倍和三倍。于 2024 年，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，预计未来五年将快速增长。

图 10：中国、美国、日本集换式卡牌市场规模及人均支出对比

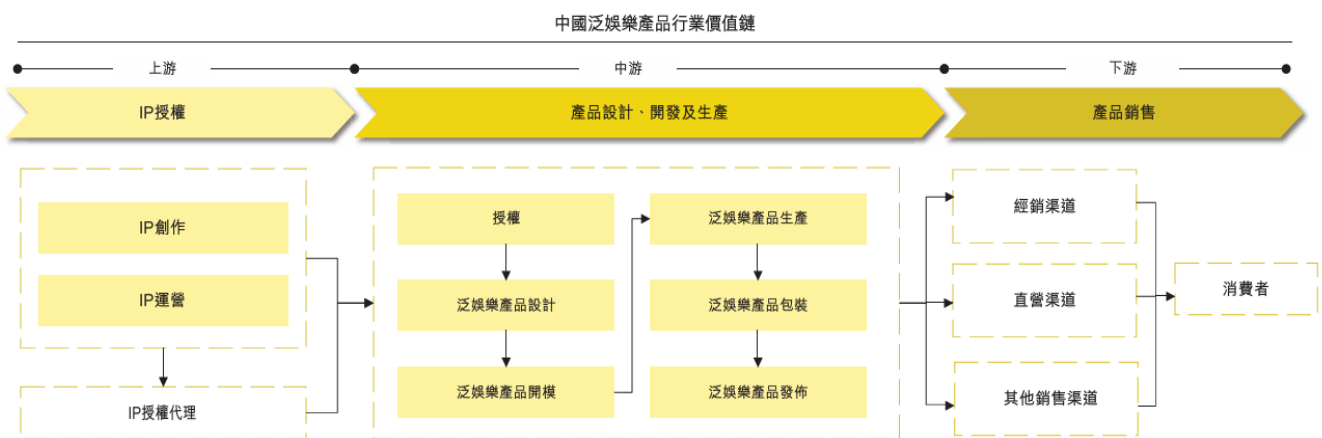


资料来源：卡游招股说明书、灼识咨询、信达证券研发中心

4.2 产业链概况

中国泛娱乐产业行业的价值链条涵盖 IP 授权、产品设计、开发、生产及销售渠道等，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。集换式卡牌游戏的品牌所有者负责这些游戏的设计和开发，通常情况下，品牌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，但也有一些品牌所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 11：中国泛娱乐产品行业价值链



资料来源：卡游招股说明书、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，2024 年，卡游 IP 授权费用为 7.68 亿元，占卡游 2024 年整体收入 100.57 亿元的比例约为 7.6%，即出厂价的 7.6%，则取出厂价 5.8 为例，IP 版权成本为 $5.8 \times 7.6\% = 0.44$ 元；

卡牌材料成本：根据卡游招股说明书，2024 年卡游直接材料成本 19.38 亿元约占卡游整体收入 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。

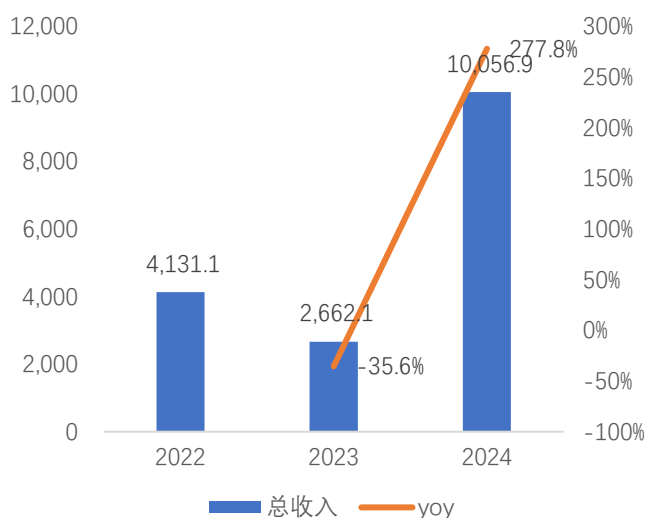
五、财务：爆款 IP 带动公司营收，盈利能力增强

5.1 收入端

公司近几年收入实现快速增长。2022 年公司营收实现 41.31 亿元，同比 2021 年营收 22.98 亿元近+80%的幅度增长，主要系公司生产发行的奥特曼卡牌成为行业内爆款，从而带动公司 2022 年营收较大幅度增长。2023 年一方面由于宏观不可控因素带来的消费水平下滑，另一方面因为奥特曼卡牌的出货量可能有所下滑导致营收缩减至 26.62 亿元。而 2024 年公司生产发行的小马宝莉卡牌再一次成功出圈，成为爆款，驱动公司营收同比 2023 年增长至 100.57 亿元，同比增幅达到+278%，公司根据授权 IP 打造爆款的能力逐渐得到验证。

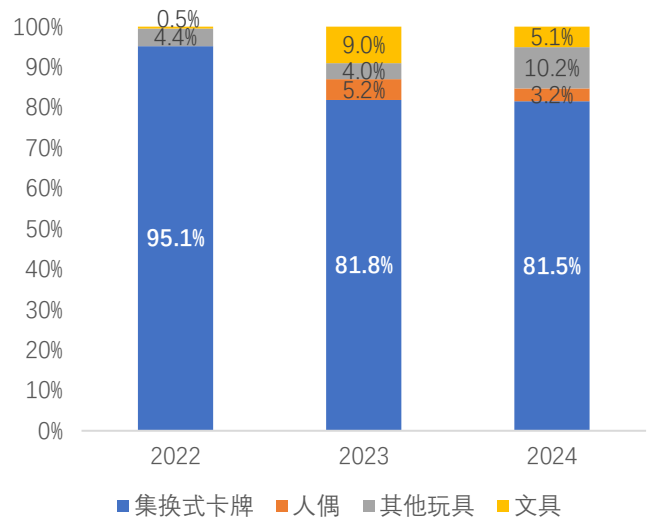
从收入结构分拆来看，集换式卡牌是公司长期成长的基石，而非集换式卡牌业务，如人偶、文具、徽章、立牌等产品的销量增长使公司的营收结构更加健康，2022-2024 年公司集换式卡牌业务营收占比自 95.1%下降至 81.5%，公司积极寻求多元产品增长曲线。

图 12：2022-2024 年卡游营业收入及 yoy（单位：百万元）



资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心

图 13：2022-2024 年公司非卡牌业务营收占比逐渐提高

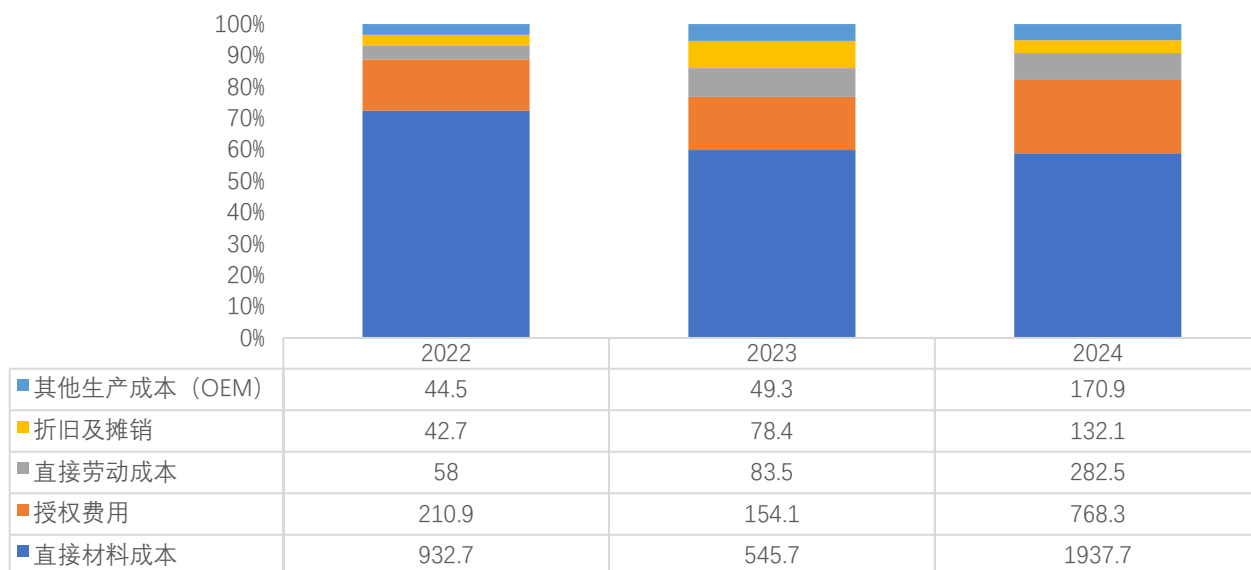


资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心

5.2 成本端

2022 年、2023 年及 2024 年，公司销售成本分别为人民币 1,288.8 百万元、人民币 911.0 百万元及人民币 3,291.5 百万元，销售成本主要包括(i)直接材料成本，主要为购买纸张、油墨及其他原材料的成本；及(ii)支付给 IP 合作伙伴的授权费用及(iii)直接劳动成本，主要为与生产有关的劳动成本。

图 14: 2022-2024 年公司成本端拆分 (单位: 百万元)



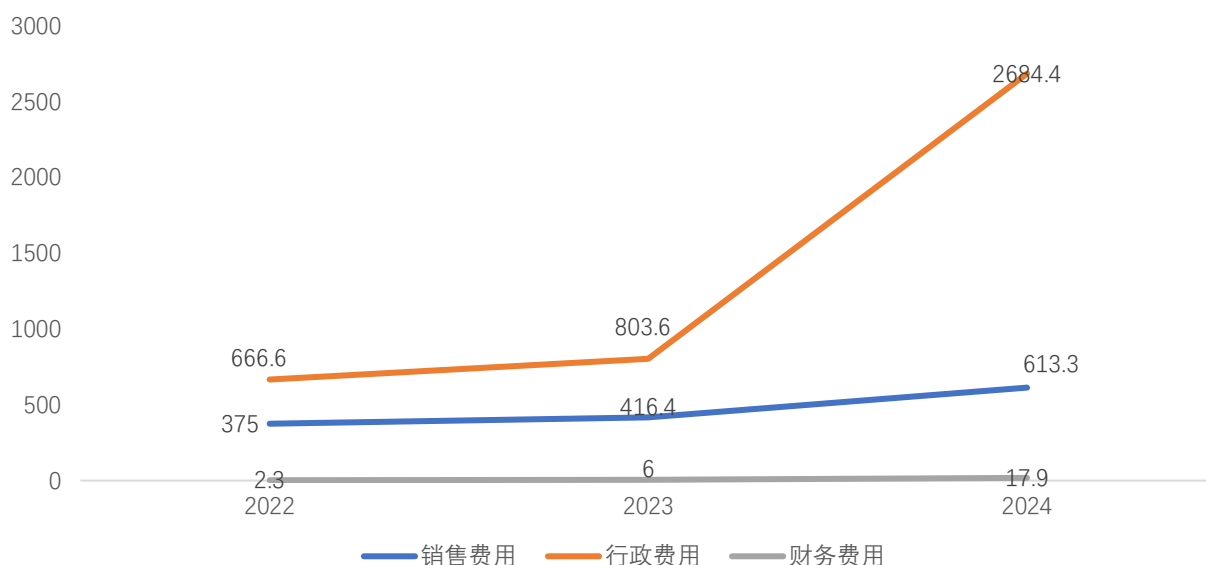
资料来源: 卡游招股说明书, 信达证券研发中心

5.3 费用端

销售费用: 2022 年、2023 年及 2024 年, 公司销售及分销费用分别为 375.0 百万元、416.4 百万元及 613.3 百万元。销售及分销费用主要包括(i)人工成本, 主要为与销售有关人员的薪金、奖金及其他福利; 及(ii)广告及营销费用, 主要为线上及线下营销及推广活动产生的费用;

行政费用: 2022 年、2023 年及 2024 年, 公司行政费用分别为 666.6 百万元、803.6 百万元及 2,684.4 百万元。其中, 2024 年行政费用较高主要包括股份支付的非现金开支 1795.2 百万元。

图 15: 2022-2024 年公司销售费用、行政费用和财务费用情况 (单位: 百万元)

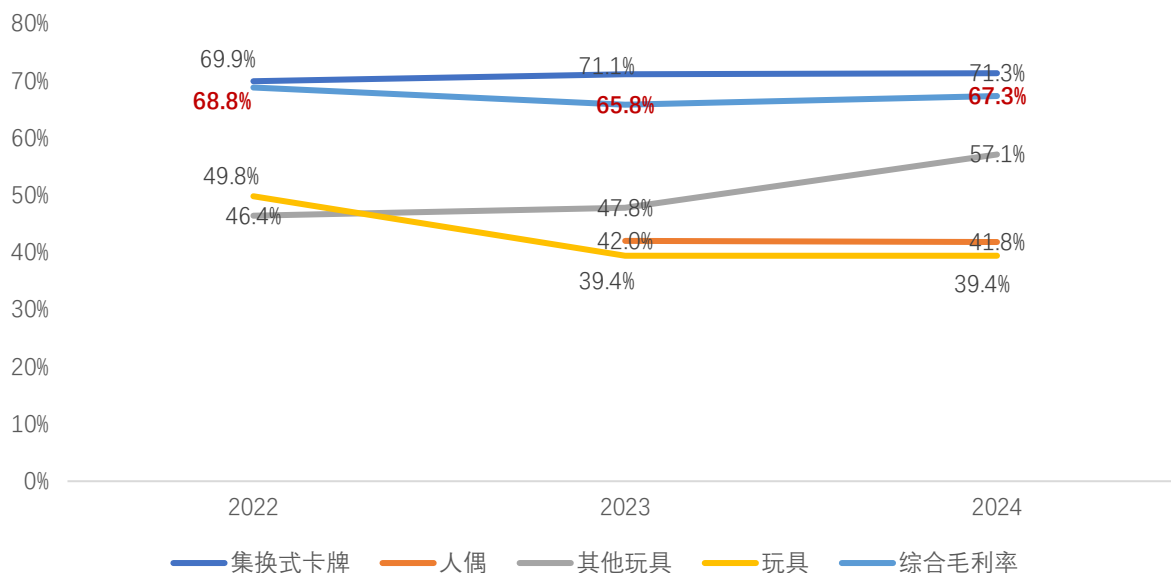


资料来源: 卡游招股说明书, 信达证券研发中心

5.4 利润端

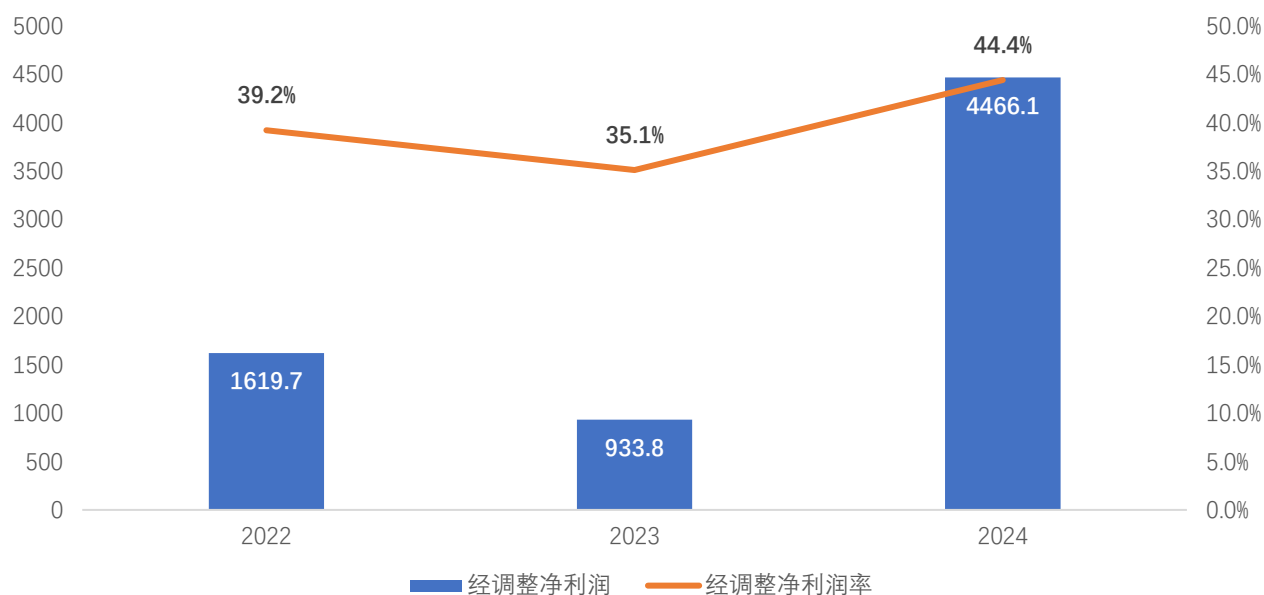
卡游集换式卡牌毛利率目前稳定在 71% 上下，2022-2024 年呈现稳步上升趋势。公司整体综合毛利率 2022-2024 年分别为 68.8%、65.8% 和 67.3%。

图 16：2022-2024 年公司综合毛利率及各产品毛利率情况



资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心

图 17：2022-2024 年公司经调整净利润（单位：百万元）及经调整净利润率



资料来源：卡游招股说明书，信达证券研发中心

六、风险因素

宏观风险：国内经济增速下滑，居民可支配收入下降导致对卡牌行业消费减少；

政策风险：文化意识形态不符合国家核心价值观的风险；

IP 授权风险：授权爆款 IP 存在不续约的风险。

市场竞争加剧风险：市场参与公司增多，有更受欢迎的卡牌产品出现加剧市场竞争。

研究团队简介

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。