

# 社交

## 卡牌行业：二十年代际跃迁，不变的文化符号

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 曹睿 SAC执业证书编号：S1110523020003



行业评级：强于大市（首次评级）  
上次评级：强于大市

# 摘要

## 核心观点一：

卡牌是承载内容的IP衍生品，在中国并非新兴行业，卡牌作为一种衍生品形态较早就存在。对标美、日等成熟市场，卡牌品类成玩具市场最大增长力。从全球来看，美国、日本集换式卡牌游戏市场发展较成熟，保持稳定增长的势头，并有着广泛的用户基础。

## 核心观点二：

中国卡牌市场高速增长，占泛娱乐玩具规模比重持续增长。到2027年：预计集换式卡牌市场规模有望达到310亿元。驱动力主要来自：**需求侧**，1) 泛二次元用户超5亿，IP消费情绪价值优先，42%消费者以“取悦自己”为目的；2) 人均可支配收入增长支撑精神消费升级。**供给侧**，1) IP矩阵分层：头部IP比如小马宝莉、奥特曼主导，影视游戏IP跨界联动。2) 二级市场完善：卡淘、集换社等平台催化一级销售，奥特曼、小马宝莉等头部IP卡牌二手交易活跃。3) 产业链成熟：上游IP授权→中游设计生产（卡游/集卡社）→下游全渠道销售（线下赛事+直播拆卡）。

## 核心观点三：

复盘热门卡牌产品成功经验，什么是卡牌的核心要素？通过小马宝莉收藏卡的复盘，我们认为主要原因如下：1) 群像式IP矩阵满足多元审美需求，强价值内核多形态渗透；2) 多渠道触达，社交属性强化实现圈层突破。通过宝可梦TCG卡牌的复盘，我们认为主要原因如下：1) IP：经典，IP内核符合TCG“收集”概念；2) 完整生态闭环：门店引流+赛事造势+直播裂变+交易反哺

## 核心观点四：

**卡游领跑，卡牌行业呈一超多强格局**：1) 卡游：中国泛娱乐产品领域的龙头企业，以集换式卡牌为核心业务实现收入高速增长。2022年卡游市占率71%，产品覆盖TCG/CCG，涵盖奥特曼/小马宝莉/斗罗大陆在内70+个IP的IP矩阵，毛利率高达60%+。我们认为公司构建了从柔性制造到全链路降本护城河体系（**供应链优势**）；直营店+KA零售纵深布局，经销商网络深度下沉（**渠道优势**）；**产品矩阵品类丰富，文具领域逐步发力（品类优势）**。2) 品牌差异化：集卡社-公司成立于2020年，以影视、漫画、游戏等内容IP为核心，合作全球IP品牌打造多元变现矩阵；姚记科技-前瞻布局卡牌全产业链的稀缺标的；京华激光-卡游高端卡防伪供应商，传统烟标酒标业务稳健增长；奥飞娱乐-构建优质的全年龄段IP矩阵，通过“玩点无限”品牌积极开拓潮玩业务；华立科技：国内游艺设备龙头，与全球知名游戏企业建立战略合作伙伴关系。

**风险提示：IP依赖风险，市场竞争加剧，政策变动带来的不确定性风险，消费者偏好变化风险。**

## 目录

1. 卡牌行业定义和拆解？怎么看待中国卡牌市场增长驱动？

2. 复盘热门卡牌产品成功经验，什么是卡牌的核心要素？

3. 卡游领跑，卡牌行业呈一超多强格局

## 1.1 卡牌：承载内容的IP衍生品，分为TCG与CCG两大核心形态

**集换式卡牌以特定主题设计的实体卡片产品，用户可以进行收藏、交换以及娱乐游玩。**从功能来讲，卡牌可以分为两大类，游戏/对战卡牌和收藏卡牌。

- **TCG卡牌（Trading card game）**：以收集和交换卡牌为核心玩法，融合了收集、交换、策略和对战元素的游戏类型。玩家通过购买随机卡包和交换构建卡组，并参与各种形式的对战，每张卡牌有独特的属性、能力和规则，最典型的代表是《万智牌》《宝可梦》和《游戏王》，也包括《奥特曼英雄对决卡》（卡游出品）、《迪士尼洛卡纳集换式卡牌游戏》等。
- **CCG收藏卡牌（Collectible Card Game）**：以收藏和展示为主要功能，设计目的是吸引收藏者，它们一般以固定的套系形式发行、内容明确，其价值主要体现在艺术设计、历史意义及稀有性上。代表的游戏有《圣火英雄传》、《Slay the Spire》、《混沌与秩序：对决》等热门游戏应用。

图：集换式卡牌主要可分为竞技对战类、集换收藏类两大类



# 1.1 卡牌的构成要素：IP内容吸引用户，不同元素设计适配竞技/收藏场景需求

- 卡面要素：**TCG卡牌以《奥特曼英雄对决卡》为例，一般卡面会包括角色的战斗力、技能、支援战力等对战要素。CCG收藏卡牌以《小马宝莉》为例来看，一般包括卡面、稀有度、星级等。
- 设计和工艺：**增加烫金、光栅印刷、铂金光刻、全息幻彩等特殊工艺，以带来更强的视觉和触觉体验。
- 价格：**区间较为广泛，一般每包1元-20元不等。CCG收藏卡牌以《小马宝莉-友谊永恒卡-辉月6》为例，产品售价10元/包，180元/盒，每盒含18包卡，每包含6张卡，推算每张卡售价约1.7元。

图：以卡游《奥特曼英雄对决卡》为例



图：以卡游《小马宝莉》卡牌为例



图：卡牌价格对比

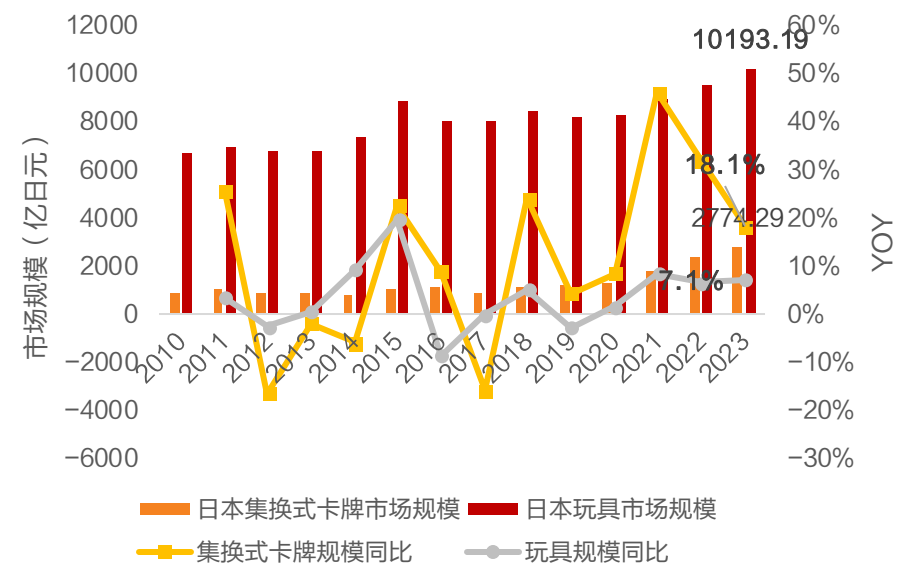
| 出品方 | 系列名              | 单张<br>(元) | 单包<br>(元) | 单盒<br>(元) |
|-----|------------------|-----------|-----------|-----------|
| 睿思  | 迪士尼洛卡纳《泼墨第一章》    | 2.5       | 30        | 300       |
| 宝可梦 | 宝可梦《收集啦151旅》     | 2 / 2.5   | 10 / 50   | /         |
| 卡游  | 小马宝莉辉月6          | 1.7       | 10        | 180       |
| 闪魂  | 第五人格-雕刻时光-第二弹基础版 | 0.5       | 2         | 40        |

# 1.2 卡牌行业：对标美、日等成熟市场，卡牌已成为玩具产业增长驱动力

对标海外成熟市场，我们认为卡牌品类成玩具市场最大增长力。从全球来看，美国、日本集换式卡牌游戏市场发展较成熟，保持稳定增长的势头，并有着广泛的用户基础。

- 日本：**根据日本玩具协会，2023财年（23年4月1日-24年3月31日）日本国内玩具市场实现大幅增长并突破万亿大关，主要得益于卡牌（含集换收藏卡牌和策略对战型卡牌）的销售增长推动。卡牌品类市场规模高达2774亿日元（约136亿元），同比增长18%，占日本整体玩具市场的27.2%。
- 美国：**根据卡游招股书，2022年美国集换式卡牌市场的商品交易总额为172亿元。根据NPD，2022上半年，美国玩具销售额同比增长2%，达114亿美元；销售量下滑6%，平均售价上涨8%，其中表现第二优异的是探索和其他玩具，在高速增长的交易卡业务带动下增长28%（与疫情前的2019年相比）。

图：2010-2023年日本玩具市场及集换式卡牌市场规模（亿日元）



图：日本玩具市场十大核心品类销售额(亿日元)

| 品类     | 规模      | 同比     |
|--------|---------|--------|
| 游戏     | 189.37  | 4.30%  |
| 卡牌     | 2774.29 | 18.10% |
| 拼图     | 123.09  | -4.50% |
| 智能流行玩具 | 128.53  | 21.50% |
| 角色授权玩具 | 646.93  | 2.70%  |
| 车辆轨道   | 547.41  | 8.90%  |
| 玩偶、过家家 | 315.7   | -9.90% |
| 毛绒     | 390.6   | 20.70% |
| 益智     | 1812.3  | 2.3%   |
| 季节性商品  | 491.53  | -1.20% |

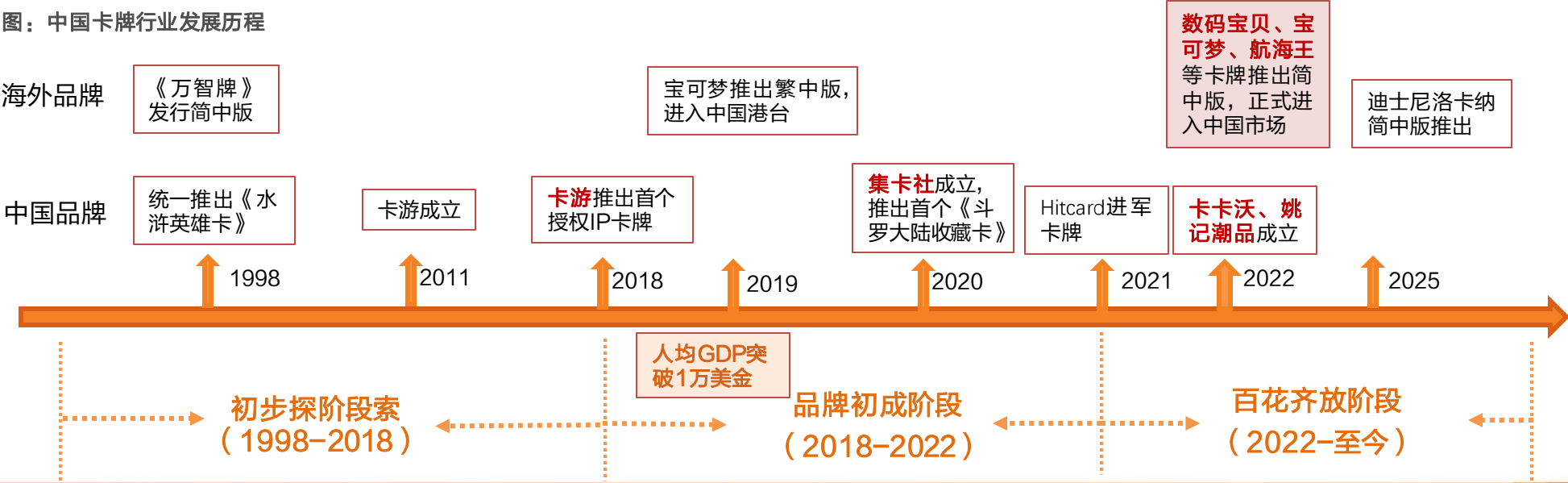
注：1.益智玩具中的婴儿、乘坐类玩具已建立独自市场，此处的金额不包括其在药妆店杂货店等的的数据；2.销售额统计以零售价(建议零售价)计算;3.统计时间为2023年4月1日~2024年3月31日

# 1.3 卡牌行业：卡牌在中国并非新兴行业，通过不断地供给创新激活潜在需求

卡牌在中国并非新兴行业，卡牌作为一种衍生品形态较早就存在。1998年，统一推出《水浒英雄传》系列卡片，同年98年央视《水浒传》首播。卡片全套共114张，由108将与6大恶人组成，按时间顺序分十几批发布。发售形式来看，作为干脆面的盲盒赠品发售；从画风来看，偏写实而非卡通。不管销售方式如何，卡牌的本质是承载内容的衍生品。

- **重大节点→2018-2019年：**供给端来看，2018年，卡游获奥特曼授权，推出首个授权IP卡牌。后该业务收入保持高速增长，带来国内卡牌行业的高速成长。根据卡游招股书，卡游2021年卡牌收入达21.7亿，22年卡牌收入达39亿元，同比增长80%。需求端来看，2019年中国人均GDP突破1万美金。
- **百花齐放→2022年开始：**海外TCG巨头陆续推出简中版正式进入中国，大量中国卡牌品牌集中成立。2024年，小马宝莉成为人气卡牌IP。

图：中国卡牌行业发展历程



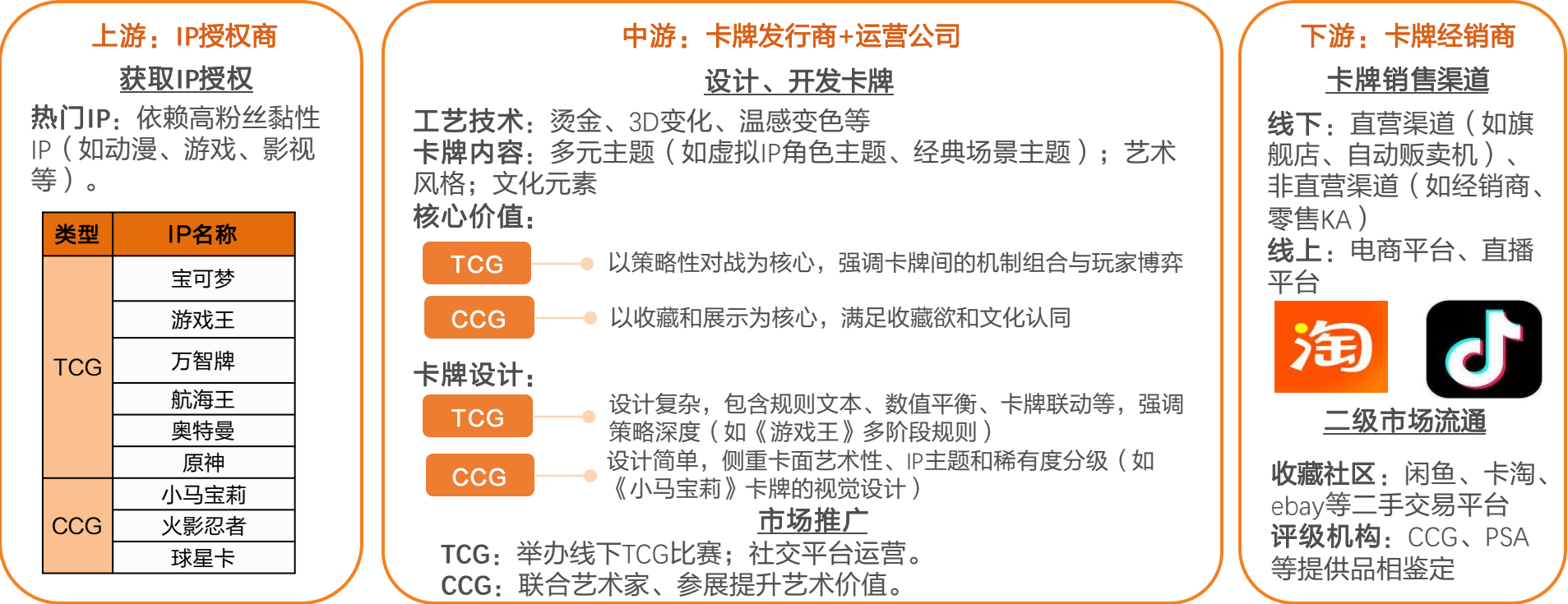
资料来源：卡游公司公告，中国政府网，万智牌Magic公众号等，天风证券研究所

1.3.1 卡牌产业链拆解：IP生态化+赛事护城河做厚价值，柔性供应链+渠道覆盖做快周转

TCG以“竞技+收集”双轮驱动，产业链价值集中于IP长线运营能力与赛事生态壁垒；CCG以“工艺+流量”快速变现，产业链依赖IP短期爆款效应与潮玩渠道红利

- 上游-IP授权：主要参与方包括创作及运营IP的IP授权商。
- 中游-卡牌设计、开发及生产：主要参与方包括集换式卡牌运营发行商（如，卡游），以及IP方衍生部门（如，万代、泡泡玛特）。
- 下游-卡牌销售：主要参与方包括经销渠道下的分销商、门店、直播间等，直营渠道下的直营门店、小程序、电商等，以及二手交易平台流通及评级机构构筑收藏生态。

图：集换式及收藏式卡牌全产业链

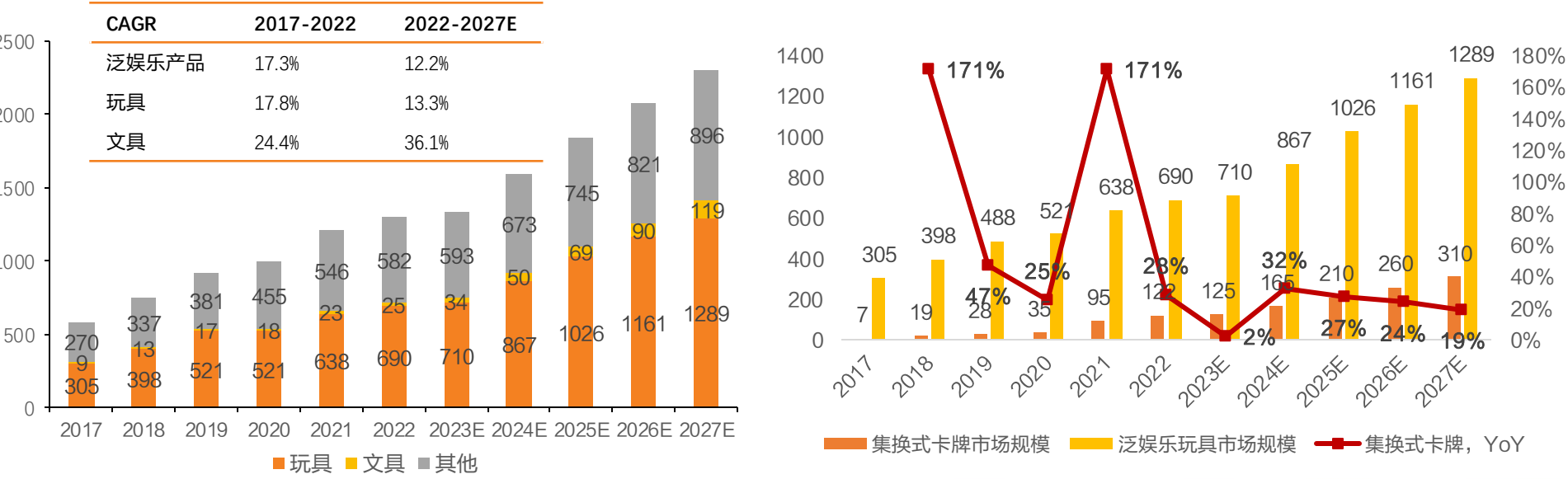


# 1.3.2 市场规模：卡牌行业市场规模有望持续增长

中国千亿级泛娱乐产品市场，玩具占比及增速始终保持高位。泛娱乐产品是依据各IP内容开发的实体娱乐产品，包括玩具、文具和服饰等。根据灼识咨询数据，2022年中国泛娱乐产品行业市场规模达1297亿元。随着中国Z世代逐渐成为消费群体主力，消费趋向内容主导，2027年预计市场规模将达到2304亿元。其中，玩具在泛娱乐产品中占比及增速始终保持高位。2022年玩具类目市场规模达690亿元，占泛娱乐产品行业规模的53%。

中国卡牌市场高速增长，占泛娱乐玩具规模比重持续增长。到2027年：预计集换式卡牌市场规模有望达到310亿元，占泛娱乐玩具市场的24.1%，2022-2027E复合年增长率（CAGR）为20.6%。根据灼识咨询，2017-2022年中国集换式卡牌市场的规模从7亿元扩张至122亿元，期间复合年增长率（CAGR）高达78.4%；占泛娱乐玩具市场比例由2017年2.3%增长至2022年17.7%。

图：2017-2027E中国泛娱乐产品行业市场规模及CAGR（以商品交易额计，亿元）图：2017-2027E集换式卡牌市场规模及同比增速（亿元，%）

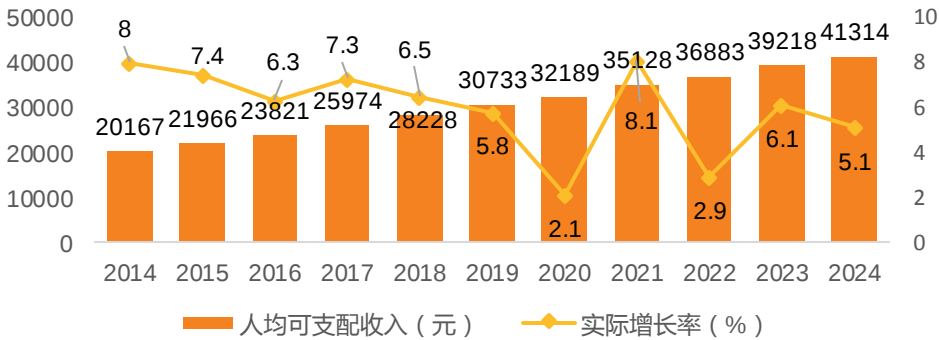


# 1.3.2.1 增长驱动力-需求侧：泛二次元用户群体庞大

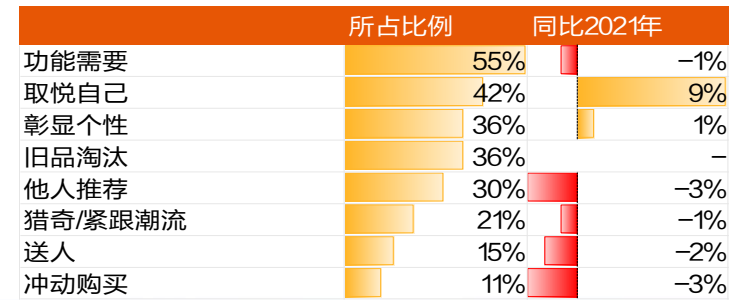
我们认为，由于卡牌的本质是IP消费（粉丝经济），因此用户群体长期可渗透空间可参考泛二次元用户规模。根据艾媒咨询，2024年中国“泛二次元”用户群体数量已超5亿人。基于体育、动漫、影视、音乐领域庞大的粉丝基础，以及奥特曼、宝可梦、航海王、小马宝莉等重量级IP的广泛受众，我们认为，未来国内卡牌的消费者规模仍将保持高速增长。

情绪价值为先，IP衍生品为精神消费窗口，消费者有意愿持续消费。伴随社会生活水平提高及产品表现形式多元，年轻消费者购物动机不再局限于实用性，而是更加重视商品情绪价值，根据《后疫情时代消费心理研究报告》，2023年以“取悦自己”为目的的消费者占比同比提升9pct至42%。

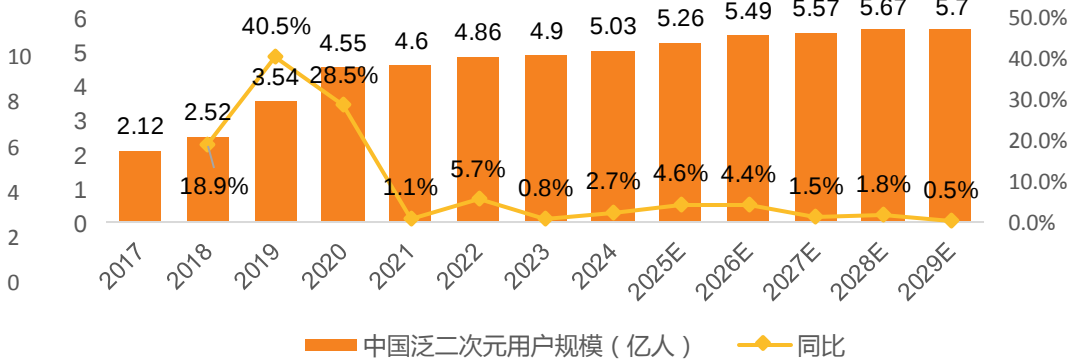
图：2014-2024年全国居民人均可支配收入稳定增长



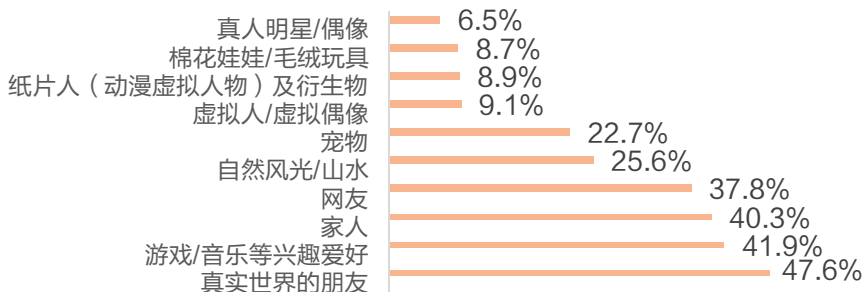
图：消费者越发重视自我收藏与展示价值



图：2017-2029E年中国泛二次元用户规模及同比增长



图：2023年12月份调查，对于年轻人最能带来陪伴感的事



1.3.2.2 增长驱动力-供给侧：头部+垂类IP协同赋能卡牌生态繁荣

卡牌产品IP授权呈现分层化竞争。头部IP通过独家代理巩固市场地位，中小IP聚焦垂直赛道，IP方矩阵化布局加速。

- **国际IP主导市场：**小马宝莉、奥特曼等头部IP占据主流，卡游通过全球授权拓展影响力。
- **国潮文化崛起：**卡游三国、戴敦邦四大名著系列将传统文化与现代卡牌工艺结合，有望成为出海新载体。
- **影视IP跨界：**《哪吒2》《庆余年2》等影视卡牌实现电影与衍生品同步开发，推动IP长尾价值。

图：授权卡牌IP整理

| IP类型 |    | IP名称      | 授权方               | 合作方     | 代表产品/卡牌系列      |
|------|----|-----------|-------------------|---------|----------------|
| 全球IP | 影视 | 小马宝莉      | 孩之宝（Hasbro）       | 卡游      | 卡游（彩虹包、辉月包）    |
|      |    | 哈利·波特     | 华纳兄弟（Warner Bros） | 卡游      | 卡游巫师典藏卡        |
|      |    | 迪士尼       | 迪士尼（Disney）       | 集卡社     | 集卡社（公主系列、群星系列） |
|      | 日漫 | 奥特曼       | 圆谷制作（Tsuburaya）   | 卡游      | 卡游奥特曼集换式卡牌     |
|      |    | 宝可梦       | 任天堂（Nintendo）     | /       | 宝可梦集换式卡牌       |
|      |    | 三丽鸥       | 三丽鸥（Snario）/阿里鱼   | 卡游/卡宝文创 | 卡游三丽鸥家族萌梦收藏卡   |
|      | 体育 | 中超/CBA球星卡 | 中超/CBA            | DAKA文化  | 体育明星收藏卡        |
| 国产IP | 国漫 | 斗罗大陆      | 企鹅影视/玄机科技/腾讯视频    | 卡游      | 卡游武魂收藏令        |
|      |    | 叶罗丽       | 精英动漫              | 卡游      | 卡游叶罗丽收藏卡       |
|      | 影视 | 哪吒之魔童闹海   | 光线传媒              | 卡游、集卡社  | 《哪吒2》系列卡牌      |
|      |    | 庆余年2      | 阅文集团/腾讯视频         | Hitcard | 二次元化角色收藏卡      |
|      |    | 莲花楼       | 欢瑞世纪/爱奇艺          | Hitcard | 江湖之上系列典藏卡      |
|      | 游戏 | 第五人格      | 网易游戏              | 卡游      | 卡游第五人格战斗黑杰克卡组  |
|      |    | 原神        | 米哈游               | 闪魂      | 七圣召唤对战卡牌       |
|      | 综艺 | 名侦探学院     | 芒果TV              | 小芒      | 《名侦探学院》南波万侦心卡  |
|      | 文创 | 卡游三国      | 卡游原创              | 卡游      | 《卡游三国》群英耀世卡    |
|      |    | 戴敦邦（国画家）  | /                 | 卡游      | 卡游艺术家系列 戴敦邦西游记 |
|      |    | 中车文创      | 中国铁路              | 卡盟文创    | 中国铁路150年限量珍藏卡  |

### 1.3.2.3 增长驱动力-供给侧：头部企业优势突出，新兴企业聚焦垂直领域

- **头部企业优势突出：**1) **卡游：**凭借奥特曼、小马宝莉等头部IP占据市场主导地位，2024年上半年抖音销售额超过2.5亿元，同比增长10380%，玩具乐器销售额排名仅次于泡泡玛特。2020年11月，卡游在全国范围举办“英雄对决”赛事，形成“IP+赛事+生产”闭环。2) **姚记科技：**依托宝可梦IP代理权及二级交易平台卡淘，打通卡牌流通全链条，2024年宝可梦卡牌平均成交价达79.9元。
- **聚焦垂直领域差异化竞争：**1) **集卡社**以影视、动漫IP为主，吸引Z世代用户，并于2023年获得了哔哩哔哩的投资。2) **Hitcard**专注潮流文化卡牌，先后与泡泡玛特、幻雾、魔鬼猫等潮玩品牌合作。2024年抖音销售额环比增长17000%，增速亮眼。

图：中国卡牌行业中游主要参与企业

\* 粉丝数量仅涉及天猫旗舰店，统计截至2025年4月21日

| 公司名称        | 成立时间       | 核心业务           | 股东背景/融资                                                                | 重要IP                          | 天猫粉丝量 |
|-------------|------------|----------------|------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|-------|
| 卡游          | 2018年2月27日 | 集换式卡牌、人偶、文具    | 红杉、腾讯                                                                  | 奥特曼、叶罗丽、小马宝莉、哪吒2<br>蛋仔派对、斗罗大陆 | 99.9万 |
| 集卡社         | 2020年      | 卡牌、IP衍生品       | B站（2023）                                                               | 斗罗大陆、时光代理人、哪吒2、敦煌博物馆、迪士尼100周年 | 14.7万 |
| 卡卡沃（suplay） | 2022年      | suplay旗下高端藏卡品牌 | 母公司suplay投资方包括米哈游、源码资本等                                                | 故宫文化、三丽鸥、原神、迪士尼等              | 9.6万  |
| 闪魂          | 2020年4月21日 | 收藏卡、潮玩         | 姚记科技                                                                   | 《第五人格》《英雄联盟手游》                | 2.3万  |
| Hitcard     | 2021年      | 收藏卡、TCG卡牌      | 泡泡玛特、红杉、千岛潮玩族、阅文集团、日本龙头游戏公司Cygames、游戏制作公司Akastsuki、日本最大的潮玩分销商Goodsmile | 《莲花楼》《与凤行》《庆余年第二季》            | 1.9万  |
| 不凡玩品        | 2022年2月16日 | 电竞选手卡、收藏卡      | /                                                                      | LPL、秦时明月、中手游                  | 1万    |
| 万画云游        | 2022年3月9日  | 文创、IP衍生品       | 摩点集团旗下                                                                 | 创造营亚洲第二季、芭比、三丽鸥、乘风2024等       | /     |
| DAKA文化      | 2015年      | 球星卡交易、发行       | 姚记科技                                                                   | 曼城俱乐部、国际米兰足球俱乐部等              | /     |
| 卡盟文创        | 2019年7月24日 | 文创产品           | B站                                                                     | 星卡梦少女、小王子的旅行等                 |       |
| 卡星时代        | 2021年3月31日 | 文创产品           | /                                                                      | 大闹天宫、哪吒闹海（上影）、只此青绿（中影）        |       |

资料来源：卡游招股申请书，天眼查，各公司官网等，天风证券研究所

1.3.2.4 增长驱动力-供给侧：IP全球化卡位+产品形态破圈+产业链纵深整合

|      |            | 1月                 | 2月              | 3月                 | 4月                  | 5月                               | 6月                                                      | 7月                              | 8月                    | 9月                 | 10月                 | 11月                   | 12月                                    |
|------|------------|--------------------|-----------------|--------------------|---------------------|----------------------------------|---------------------------------------------------------|---------------------------------|-----------------------|--------------------|---------------------|-----------------------|----------------------------------------|
| 品牌方  | 卡游         | 提交招股书              | “西游记”收藏卡（戴敦邦合作） | 首次和评级公司合作          | “第五人格”新一弹收藏卡        | 真人IP：戚薇演唱会纪念收藏卡                  | 小马宝莉趣影2元包大卖                                             | 圆谷、新创华、卡游联合开发ULTRAMAN CARD GAME | 进军食玩卡赛道               | 小马宝莉-辉月6           | 出海：首推小马宝莉进入东南亚及日韩市场 | 推“人鱼陷落”和“天官赐福”两弹续作    | 卡游香港首店开业                               |
|      | 集卡社        | “小浣熊”水浒卡           | “画猫”收藏卡（戴敦邦签名）  |                    | “人鱼陷落”收藏卡（年度爆品）     | “花儿与少年”综艺收藏卡<br>“时光代理人”收藏卡（年度爆款） | 推出收藏卡新品种：蝴蝶卡                                            |                                 | 探索自研IP授权合作            | 迪士尼公主系列收藏卡         | 爱奇艺年番作品“大主宰”收藏卡     | 推出“冰雪奇缘”收藏卡<br>进军食玩赛道 | “小倩”、“雄狮少年2”卡牌（电影同步）<br>“狮子王”、“小熊维尼”卡牌 |
|      | 闪魂         | “第五人格”收藏卡          |                 |                    | “第五人格”第一弹精华版        |                                  |                                                         |                                 | “原神七圣召唤”对战卡及“第五人格”第二弹 |                    | 与“重返未来1999”合作       |                       |                                        |
|      | Hitcard    |                    | QQ25周年龙年限定收藏卡   |                    | “幽游白书”30年收藏卡        |                                  |                                                         |                                 | 融资：多家日本企业组团投资         | “诡秘之主”收藏卡第一弹       | 融资：阅文集团入股           |                       | 影视卡：春花焰”、“珠帘玉幕”、“九重紫”、“长相思”等           |
|      | 其他品牌       |                    |                 |                    | 卡卡沃、万画云游：“三丽鸥”系列收藏卡 |                                  | 卡卡沃：迪士尼节日系列收藏卡<br>华纳100周年收藏卡<br>不凡玩品：KPL系列产品<br>直播间开始起量 |                                 |                       | 不凡玩品：KPL第三弹十元包（爆品） | 卡卡沃：迪士尼“疯狂动物城”官方授权卡 | 奥飞娱乐：推出铠甲勇士和喜羊羊卡牌     |                                        |
| 平台方  | 抖音         | 发布多个针对盲盒与拆卡的专项治理公告 |                 |                    |                     |                                  |                                                         |                                 |                       |                    |                     |                       |                                        |
| 评级机构 | 收藏卡评级（CCG） |                    |                 | 和卡游合作              |                     |                                  |                                                         |                                 | 谷子：开启吧唧评级服务           |                    |                     | 卡牌评级量累积突破200万张        |                                        |
|      | 市场运营/展会等   |                    |                 | 推动了小马宝莉二级市场的体量与活跃度 |                     | 真人IP带来人群拓宽，饭圈                    |                                                         |                                 |                       |                    |                     | MOJOfest卡趣嘉年华在上海举办    |                                        |
|      | 海外厂商       |                    |                 |                    |                     | 万代卡牌中心在上海龙之梦开业                   | 宝可梦顶流“白帽莉莉艾”二级市场急剧下滑                                    |                                 |                       |                    |                     |                       | 睿思发布了迪士尼洛卡纳TCG产品                       |

### 1.3.2.5 增长驱动力-卡牌二级市场逐步完善

- 健全完善的二级市场平台和交易机制有助于卡牌的流转流通，催化一级市场的发行。目前国内卡牌二级市场主要包括卡淘、集换社、千岛潮玩族、闲鱼、以及线下等渠道。我们认为，由于卡牌发售形式多采用盲抽形式，不同稀有度/竞技能力卡片对应不同发售数量且带有IP属性，因此往往会催生二级市场交易需求。
- 根据姚记科技公司公告和三文娱数据，2021 年卡淘平台 GMV 突破 6 亿元，同比增长超过 300%，主要来自国内市场，月 GMV 最高突破 5000 万元。根据二手交易平台千岛官方账号公布的交易数据，截至2024年8月1日，该平台本年度最受欢迎的前5大IP是小马宝莉、叶罗丽、火影忍者、名侦探柯南、第五人格。在其2024年H1卡牌成交TOP30榜单上，前三十名均被小马宝莉全数霸榜，其中成交第一的碧琪卡牌成交张数达6.6万张。

表：国内卡牌二级交易平台

| 公司                                                                                       | 成立时间 | 核心业务           | 商业模式                                  |
|------------------------------------------------------------------------------------------|------|----------------|---------------------------------------|
| <br>卡淘   | 2015 | 球星卡交易平台        | 1、单张2元/5元<br>2、抽成：GMV*5%（假设GMV不到15万元） |
| <br>集换社  | 2020 | TCG卡牌为主的二手交易平台 | 1、单张0.1元<br>2、抽成：GMV*3%（假设新手信用）       |
| <br>千岛 | 2019 | 潮流文化的社区和交易平台   | 1、单张1元的入库鉴别费<br>2、抽成：GMV*2.6%         |
| <br>闲鱼 | 2014 | 中国最大的二手商品交易市场  | 1、GMV*0.6%的基础软件服务费（单笔最高收取60元）         |

图：卡淘交易平台（竞价模式高价优先）

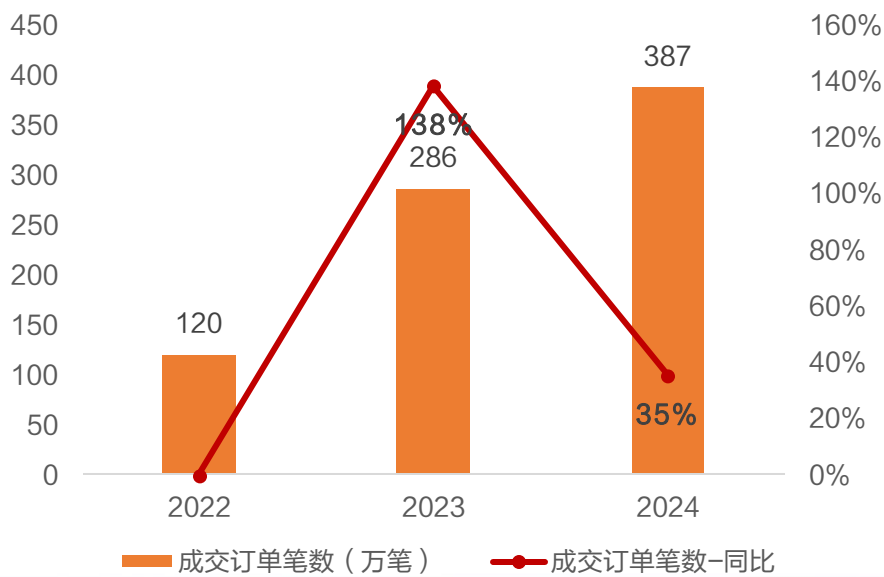


资料来源：卡淘公司官网，集换社官网，集换社服务号公众号，千岛潮玩族APP，澎湃新闻，阿里巴巴官网等，天风证券研究所

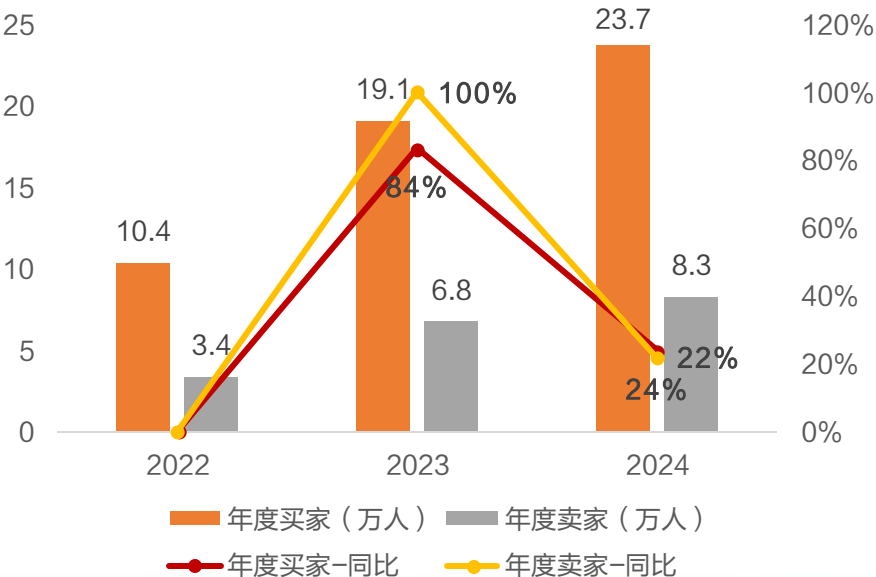
### 1.3.2.5 增长驱动力-卡牌二级市场逐步完善

- 对标海外eBay：eBay是全球领先的收藏品交易平台之一，收藏卡、收藏玩具、艺术品、体育纪念品和钱币等一直是eBay平台的热门品类。2022年8月22日，eBay宣布将以2.95亿美元（约合人民币20亿元）的价格收购集换式卡牌在线交易市场TCGplayer。
- 卡牌二级交易市场活跃，21年eBay卡牌品类二级市场交易额或近300亿元：根据eBay数据，平台2021H1卡牌GMV达20亿美金，与2020年全年持平。假设上下半年交易额持平，2021年eBay卡牌交易额或达40亿美元（约合人民币290亿元）。2024年收藏卡作为eBay上交易额最大的子类目之一，持续展现出强劲的发展态势。
- 卡牌一级核心市场交易额约408亿元：仅考虑美、日、中三大核心市场，根据卡游招股书，2022年，按商品交易总额计，美国、中国和日本的集换式卡牌行业市场规模分别为172亿/122亿/114亿元。

图：2022-2024年集换社成交订单数（万人，%）



图：2022-2024年集换社成交买家及卖家数（万人，%）



## 目录

1. 卡牌行业定义和拆解？怎么看待中国卡牌市场增长驱动？

2. 复盘热门卡牌产品成功经验，什么是卡牌的核心要素？

3. 卡游领跑，卡牌行业呈一超多强格局

## 2.1 小马宝莉：从内容破圈→IP运营→生态闭环的长期布局

- 内容破圈阶段（2010-2018）**：  
1) **动画内容本土化**：第四代（G4）动画通过央视少儿频道首播，精准覆盖中国儿童群体，建立基础认知。  
2) **电影票房助推**：2018年《小马宝莉大电影》以歌舞片形式在中国斩获4681.7万票房，突破年龄圈层吸引青少年及年轻家长。  
3) **角色价值观共鸣**：强调“友谊”的普世价值观，降低文化隔阂。
- IP运营深化阶段（2020-2024）**：  
1) **谷子经济火热助推IP卡牌流行**：根据巨量算数数据，购买周边已经成为“泛二次元”用户最频繁的消费行为，56.2%的人会购买周边。卡游等卡牌品牌积极将更多动漫IP转化为卡牌产品，以满足消费者需求。  
2) **IP品类扩容**：与名创优品、雷曦文化等合作覆盖文具、家居、毛绒玩具等品类，渗透日常消费场景。
- 生态闭环构建阶段（2022-2024）**：  
1) **全产业链布局**：从动画内容→卡牌/盲盒→联名商品→主题展览形成闭环。  
2) **代际传承设计**：G1-G4代产品线覆盖80后情怀用户与Z世代新客群，实现“家长带孩子共同消费”场景。

图：小马宝莉发展历程



资料来源：卡游招股申请书，猫眼专用APP等，天风证券研究所

# 2.1.1 核心原因1：群像式IP矩阵满足多元审美需求，强价值内核多形态渗透

## IP设计与内容

- 多元化角色矩阵：**小马宝莉以“六主角群像”为核心，每个角色具备鲜明的性格特征，覆盖不同用户偏好，形成互补吸引力。群像式IP矩阵让观众在群体中找到情感投射对象，满足多元审美需求。
- 价值观驱动+多形态渗透：**1) **强价值观内核：**友谊、成长等主题超越文化边界，类似《冰雪奇缘》的“自我认同”价值观穿透力。2) **多内容形态组合：**TV动画（长线引流）+电影（事件营销）+短视频二创（用户自发传播），与《熊出没》的“动画+电影+衍生短剧”模式具有相似性。

图：小马宝莉多元化角色矩阵



图：小马宝莉价值观核心及其他IP价值观对比

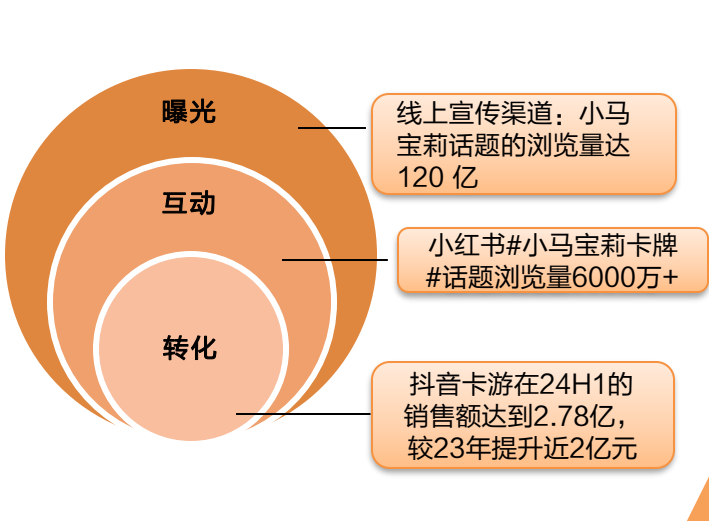


## 2.1.2 核心原因2：多渠道触达，社交属性强化实现圈层突破

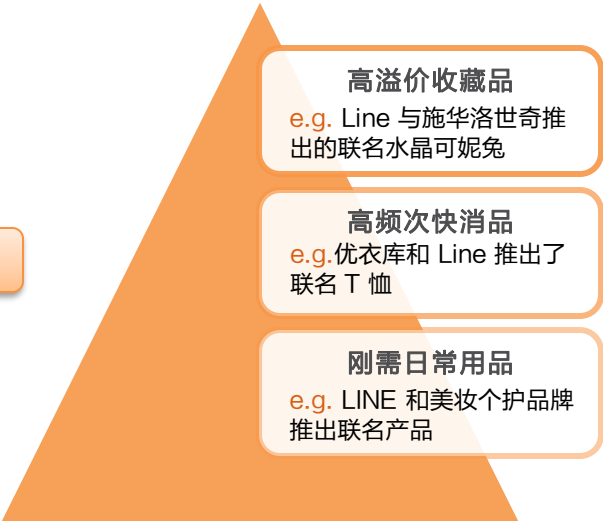
### IP运营

- 多渠道布局与场景覆盖：**1) **跨平台内容分发：**以抖音、小红书为主阵地构建“直播拆卡+UGC共创”的生态，形成“盲盒+直播”的即时互动模式，2024年上半年抖音单渠道卡牌销售额达2.78亿元。2) **卡牌二级市场交易平台构建跨圈层价值传导链：**稀有卡高溢价刺激炒家入场。这种“一级市场造势-二级市场造富”的循环，或使IP热度呈指数级扩散。3) **线下场景延伸：**通过“小马宝莉2024校园行”高校主题活动、名创优品小马宝莉主题店铺等，覆盖多个年龄段群体。
- 精准分层授权+社交属性强化：**1) **金字塔式授权体系：**高溢价收藏品（卡游、泡泡玛特）+高频次快消品（名创优品）+刚需日常用品（文具），类似Line Friends的 奢侈品联名（Maison Kitsuné）+快时尚（优衣库）”分层策略。2) **社交属性强化：**卡牌设计成为社交货币，小学生通过交换稀有卡建立社交圈层，成年人则因收藏价值参与二手交易，形成跨代际互动。

图：小马宝莉多渠道触达客户



图：小马宝莉分层授权体系的普适性  
(通过复用到line friends验证)

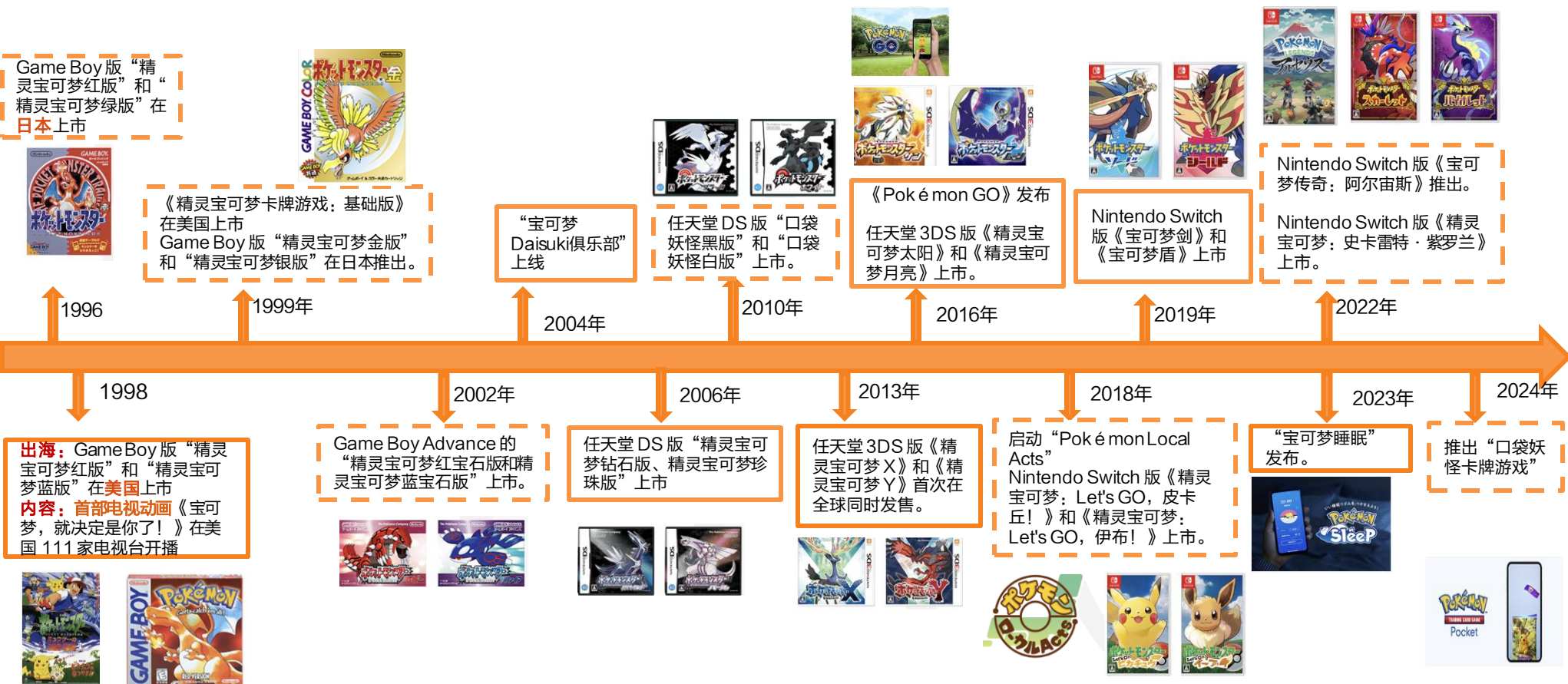


图：小马宝莉稀有卡售价高达25万元+



## 2.2 宝可梦卡牌：TCG的代表，复盘其经久不衰的原因

- 宝可梦卡牌（PTCG）是世界三大集换式卡牌游戏之一，最早1996年在日本首发。
- 2023年4月至2024年3月，PTCG销售额1337亿日元，同比大幅增长37%，比第二位的游戏王高出3倍。



## 2.2.1 核心原因1：宝可梦IP的生命力+完整生态闭环

### IP：经典，IP内核符合TCG“收集”概念

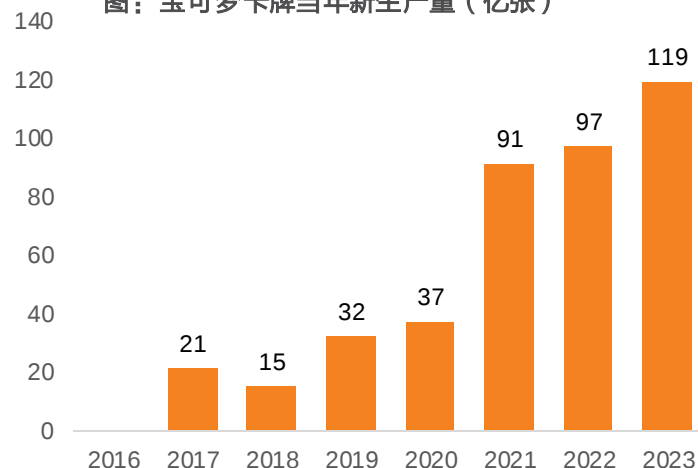
- 经典的“Catch Them All”，《宝可梦》这个IP从诞生以来，“收集”的概念就潜移默化地存在于其各种形式的媒介中。我们认为，其IP的收集内核和卡牌的收集概念完美契合，消除了宝可梦在TCG中的违和感，增强玩家收集卡牌时的故事感和代入感。
- IP的多品类变现持续注入生命力：宝可梦IP的变现全面，包括电子游戏、TCG卡牌、App、影视、商店、授权与衍生品等。

图：宝可梦简中卡牌在中国的发展趋势-通过集换社白帽莉莉艾二级市场价格变化

☑ 流通品相    □ PSA10



图：宝可梦卡牌当年新生产量（亿张）



## 2.2.2 核心原因2：完整生态闭环：门店引流+赛事造势+直播裂变+交易反哺

- **游戏和赛事：**集换式卡牌的“内核”，用户运营+营销的媒介。宝可梦之所以长青，是通过不断修正游戏规则来延续卡牌游戏的生命力，以赛事推动玩法创新和热度提升，持续吸引新玩家以及增强原有玩家黏性。为了在对战中保持竞争力，玩家需要不断购买新卡以更新其卡组组合。同时，赛事的丰厚奖池也能激励玩家参与。
- **直播：**Tiktok、抖音直播间提供拆卡沉浸感和仪式感。其中，直播拆卡行业流水已经从2020年的2亿一路攀升至2023年上半年的30亿，并且还在急速扩张中；小红书拆卡主题帖子浏览量超45亿（vs盲盒浏览量约为74亿）。
- **二级市场：**玩家认可TCG的收藏属性和交易价值，流通性较好的二级市场对TCG的发展十分重要。

图：宝可梦打造完整的生态闭环

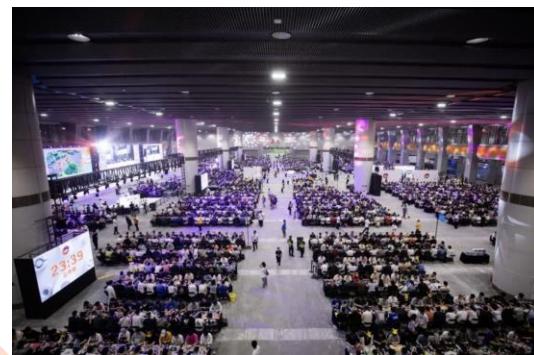


### 门店

**卡牌道馆：**以宝可梦为例，官方+授权道馆+经销商三种形式。不仅仅是零售渠道，更是玩家聚会，举办赛事，提升IP影响力的场地。

### 游戏和赛事

**赛事：**以宝可梦为例，分为“城市赛-区域赛-全国大师赛”。前者由认证店铺组织的中型赛事，后者则更强调专业和竞技。



### 直播

销售渠道之一，社交属性的极致（帮人拆卡和看人拆卡）

提供拆卡沉浸感和仪式感。

### 二手交易

衍生的二手交易，主要交易平台为专业平台，完成社交、流通的生态闭环。



## 目录

1. 卡牌行业定义和拆解？怎么看待中国卡牌市场增长驱动？

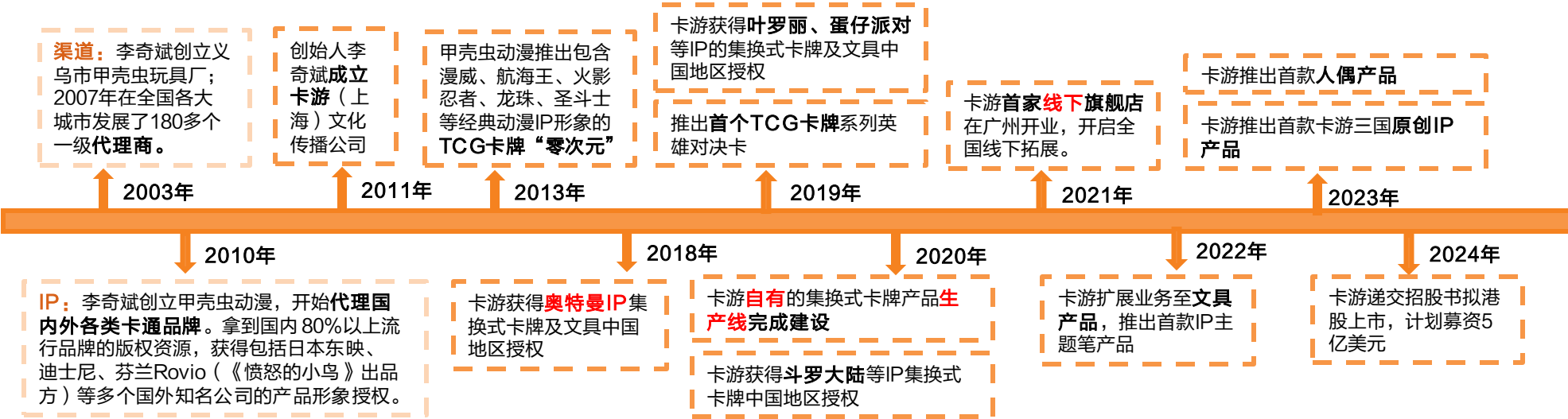
2. 复盘热门卡牌产品成功经验，什么是卡牌的核心要素？

3. 卡游领跑，卡牌行业呈一超多强格局

### 3.1 卡游：集换式卡牌龙头，IP矩阵扩展品类丰富

- **初创与市场布局阶段（2011-2018年）**：率先切入集换式卡牌赛道，并获取关键IP授权。2011年卡游成立，公司早期以印刷业务为基础，2018年正式切入集换式卡牌市场。通过获得奥特曼等国际动漫IP授权，推出首款卡牌产品，迅速打开市场。
- **规模化扩张与产业链整合阶段（2019-2022年）**：IP矩阵持续扩展，自建生产线构筑壁垒。截至2022年底，卡游IP矩阵中IP数量由2021年的24个增至30个。2020年8月，公司于浙江省开化县的生产基地开始运营，主要生产集换式卡牌，2022年实现产能293.9万生产单位，利用率达78.7%。
- **多元化与全球化阶段（2022年至今）**：产品多元化拓张。卡游先后推出人偶、集换式卡牌收藏册、徽章、贴纸及亚克力立牌等其他产品类别，并成功扩展至文具产品类别，推出笔、本册等产品。2023年4月，公司开发自有IP《卡游三国》，融入传统文化元素，探索国潮市场。

图：卡游发展历程

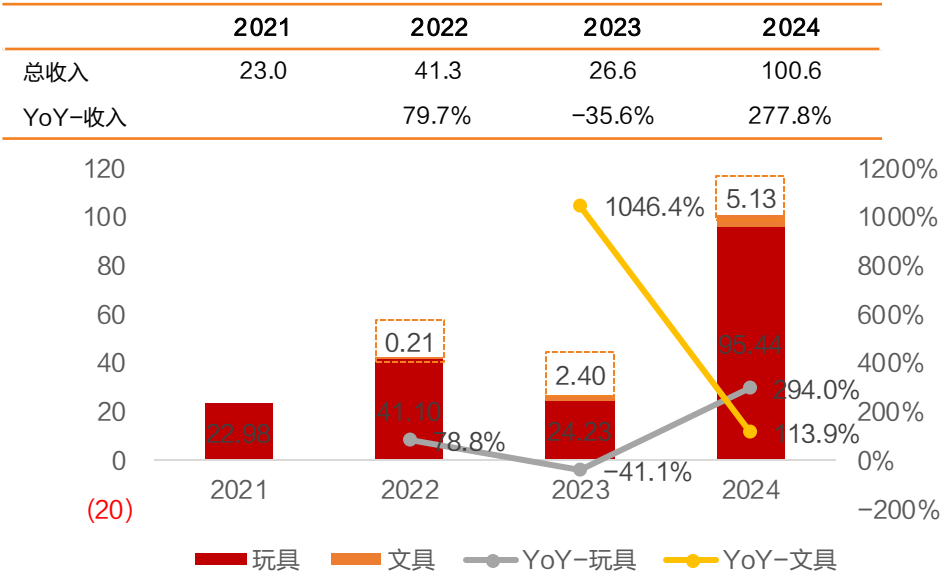


资料来源：卡游招股申请书、36Kr公众号、独角兽早知道公众号、天风证券研究所

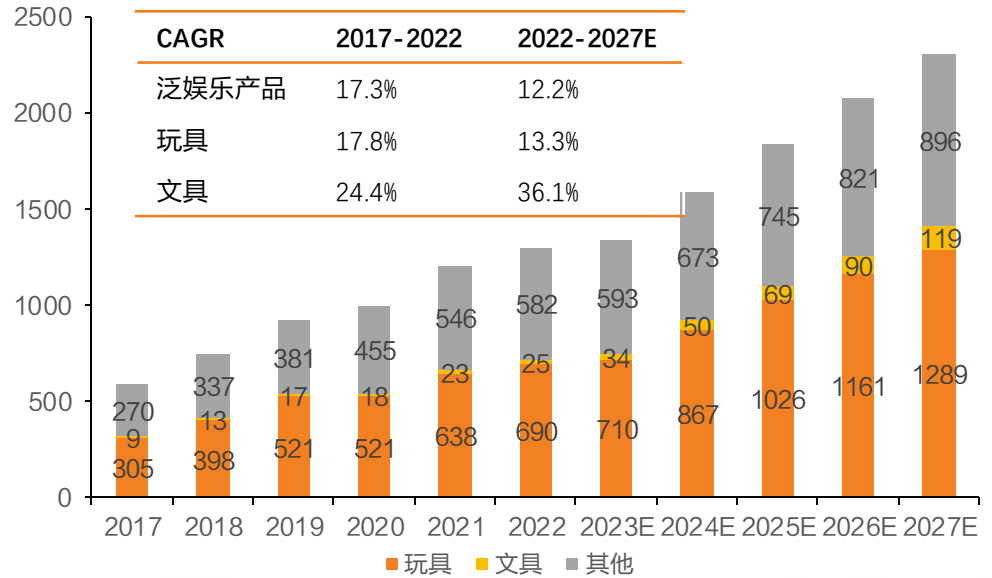
### 3.1.1 卡游：中国泛娱乐产品领域的龙头企业，以集换式卡牌为核心业务实现收入高速增长

- 2021年，公司收入突破20亿元，主要来源于线下经销商网络，占比为96.8%。2022年，公司在集换式卡牌行业的市场份额达71%，占据绝对主导地位。2024年，公司实现收入100.57亿元，其中集换式卡牌以外的玩具销售收入达18.57亿元，文具产品销售收入达5.13亿元，产品类别不断拓展。
- 泛娱乐玩具行业集中度较低，卡游位居卡牌行业第一。**根据灼识咨询，2022年以商品交易总额计，中国泛娱乐玩具行业前五大企业占总市场份额的44.3%，卡游占据市场份额为13.1%，排名第二。其中，集换式卡牌为增长最快的行业，2017-2022年CAGR高达78.4%，预期2022-2027年将保持20.6%的高增速持续增长。卡游凭借强大的产品设计、创新能力以及先进的生产力，以71%的市场份额占据行业第一。

图：2021-2024年卡游营业收入分业务拆分（亿元，%）



图：2017-2027E中国泛娱乐产品行业市场规模及CAGR（以商品交易额计，亿元）



### 3.1.2 卡游：构建以IP为核心的分层卡牌生态体系，以卡牌为核心的产品矩阵

卡游以集换式卡牌（TCG）为核心，构建“内容+产品+场景”的闭环生态，通过分层产品矩阵覆盖大众消费与高端收藏市场，依托独家IP授权与赛事运营强化用户粘性。

- 产品矩阵：**产品定价区间布局完整，（1）**集换式卡牌：**具有特定主题的实体卡，可供消费者收藏、交换或畅玩。定价为1-99元/销售单位。（2）**人偶：**尺寸通常在4.5-7cm之间，除具有收藏性外，突出功能性和玩法设计，例如部分人偶由橡皮材料制成。定价为10-25元/销售单位。（3）**其他玩具：**包含集换式卡牌收藏册、贴纸、徽章、亚克力立牌、拼图等多种玩具类别。定价为5-70元/销售单位。（4）**文具产品：**主要包含笔及本册。定价为5-30元/销售单位。
- IP壁垒：**卡游陆续获得全球70+头部IP授权包括奥特曼、火影、哈利波特、小马宝莉等并致力于优质国漫IP推广与斗罗大陆、叶罗丽、秦时明月等热门IP双向赋能形成覆盖全年龄段的庞大“IP宇宙”。

图：卡游与IP合作伙伴的协议期限通常介乎1-10年

| IP名称   | IP来源 | 主要产品类型   | 权利性质                               | 开始关系的年份 | 有效期限  |
|--------|------|----------|------------------------------------|---------|-------|
| 奥特曼    | 获得授权 | 集换式卡牌及文具 | 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 | 集换式卡牌及文具 | 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 | 集换式卡牌及文具 | 中国内地及 <b>东南亚</b> 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    | 不适用                                | 不适用     | 不适用   |

图：卡游已发售各卡包信息



### 3.1.2 卡游：以IP运营为核心，打造多元化IP矩阵与全产业链生态体系

- **丰富IP打破单一营收渠道，热门IP发挥引流作用。**持续拓宽IP矩阵，减少单一IP依赖。卡游IP数量稳步增长，2021-2024年IP数量分别为24个/30个/37个/70个。与头部IP授权商合作，IP矩阵不断拓宽。拥有日本热门动画IP如奥特曼、名侦探柯南、蜡笔小新等，中国游戏影视类大众IP蛋仔派对、叶罗丽、奇迹暖暖等，欧美热门影视IP海绵宝宝、哈利波特、漫威等，以及文化类IP红楼梦、大英博物馆等。公司不断对自研IP投入，2023年4月推出首个自研IP卡游三国，截至2024年年底该IP下共推出49个集换式卡牌系列、3个主题人偶系列及4个主题文具系列，累计商品交易额达到2.94亿元。
- **全产业链生态：**从市场调研→IP开发→营销投放→延展运营形成完整闭环，打通“内容创作-产品生产-渠道销售-用户运营”链条，从产品设计到产品在销售终端上线所需时间可短至20-30天。

图：卡游主要卡牌系列分类情况



图：卡游IP运营流程



### 3.1.4.3 品类扩张：产品矩阵多元发展，集换式卡牌带动文具业务成长

- 产品矩阵品类丰富，文具领域逐步发力。卡游在2022年开启文具业务后，逐步拓宽文具涉及品类，目前已有中性笔、活动铅笔、本册、橡皮人等与集换式卡牌目标客群文具需求较为吻合的文具品类。2022-2024年，文具收入分别占卡游总收入的0.5%/9.0%/5.1%，2024年文具业务实现收入5.13亿元，同比增长113.9%。
- 集换式卡牌市场认可度高，带动文具业务成长：与奥特曼IP带动其他优质IP类似，卡游以公司占有超七成市场份额的集换式卡牌吸引消费者，并在公司的线上宣传平台中，放入相当比例的文具宣传信息，塑造消费者卡游泛娱乐文具认知，获得潜在文具消费者。同时卡游通过推出“新年版礼盒”等集换式卡牌和文具的组合类限定产品，以限定版卡牌吸引忠实用户群体，以高质量高IP体验感文具使消费者进一步转化为文具忠实用户，带动文具业务成长。

图：卡游混合礼盒信息

图：卡游玩具及文具产品矩阵

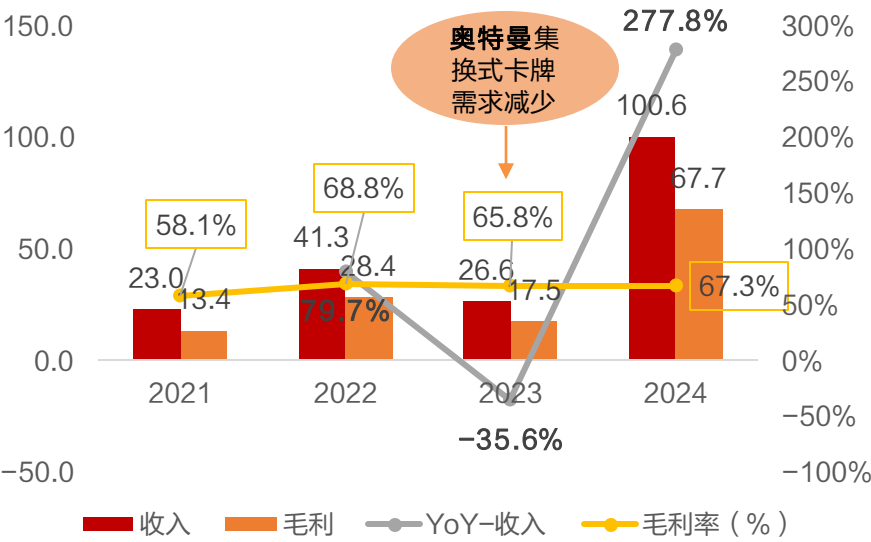


| 卡牌内容                    | 文具内容                                  |
|-------------------------|---------------------------------------|
| 4包*6张<br>稀有卡牌：<br>HR、XR | 橡皮人偶*4<br>日历卡*12张<br>红包*6<br>奥特曼中性笔*1 |

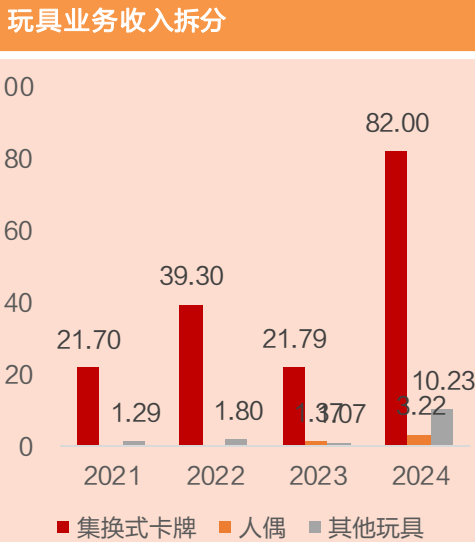
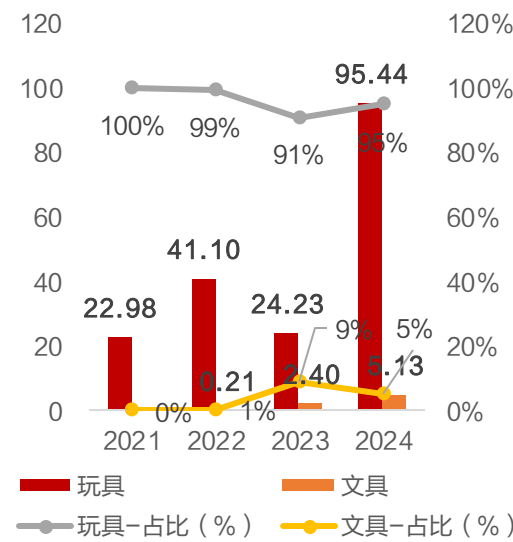
### 3.1.3 收入端：营业收入受产品驱动，玩具业务贡献超90%收入

- 受热门产品驱动，公司22、24年实现收入高增。2024年，卡游实现收入100.57亿元，同比大幅增长277.8%，主要系公司持续推行IP多样化带动集换式卡牌销量大幅提升。2021-2023年期间，卡游分别实现营收23.0/ 41.3/ 26.6亿元，其中22/23来自五大IP主题产品的收入分别为40.6/ 23.9亿元，占总收入的98.4%/ 89.9%。
- 集换式卡牌类玩具为主要收入，文具业务逐步拓展。玩具业务于2021-2024年分别占总收入的100%/99.5%/91.0%/94.9%。2024年玩具收入实现95.44亿元，同比大幅提升294%。集换式卡牌作为玩具业务中重要组成部分，2021-2024年占玩具总收入94.4%/ 95.6%/89.9%/85.9%。2024年集换式卡牌实现收入82亿元，同比增长276.4%，随着消费者群体扩大、营收渠道拓宽，有望持续贡献业绩增量。公司自2022年开始布局文具业务，当年收入达到0.21亿元，2024年迅速增长至5.13亿元，同比增长113.9%，有望依托IP内容，扩大业务规模。

图：2021-2024年卡游经营业绩概览（亿元，%）



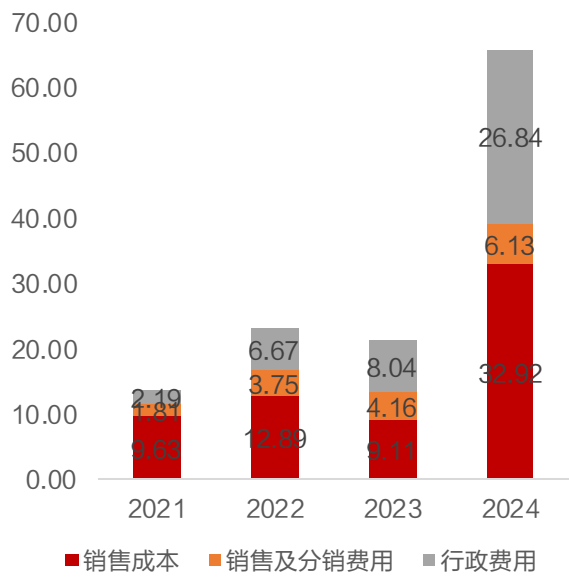
图：2021-2024年卡游营业收入拆分（亿元）



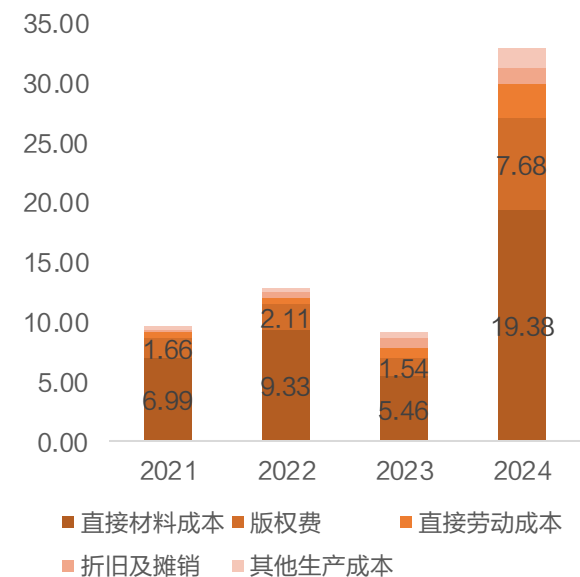
### 3.1.3 成本及费用端：卡牌制作及IP版权费用占成本超80%

- 销售成本占据整体费用的大部分，卡牌直接材料及IP版权费为主要销售成本。2024年总成本为65.89亿元，同比上涨209.2%。2022年为23.30亿元，同比提升71.0%，主要系需求端数量增长。2021-2023年，销售成本分别占据总成本的70.7%、55.3和42.7%。**直接材料成本与IP版权费是销售成本中的主要部分。**2021-2024年，直接材料成本分别占据总销售成本的72.6%/ 72.4%/59.9%/58.9%，版权费分别占比为17.3%/16.4%/16.9%/23.3%。
- 期间费用率逐年增长，销售及研发费用整体波动较小，行政费用率受股份支付开支影响有所提升。 2021-2024年期间费用率为22.1%/ 31.3%/ 52.1%/ 36.7%。**1) 销售费用率**2021-2024年分别为7.9%/9.1%/15.6%/6.1%，2023年销售及分销费用较22年同期小幅上涨0.41亿元至4.16亿元，销售费用率提升至15.6%。**2) 管理费用率**增长幅度较大， 2021-2024年分别达9.5%/16.1%/30.2%/26.7%，2023年大幅上涨主要系受支持文具业务的新聘用人员工资上涨影响行政人工成本同比增长74.8%，以及股份支付开支因公司估值增长。**3) 研发费用**整体波动较小， 2021-2024年分别为1.08/ 2.51/ 1.68/ 3.88亿元，研发费用率在4-6.5%之间波动。

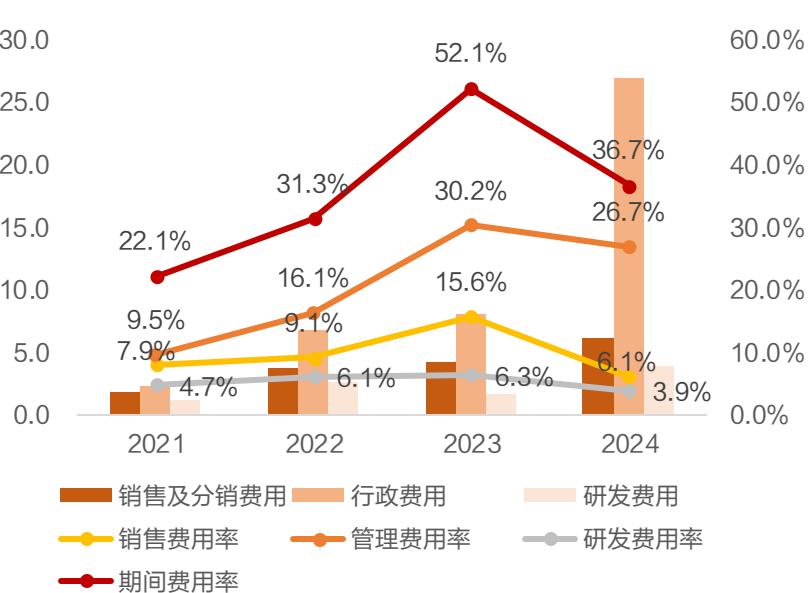
图：2021-2024年卡游成本费用拆分（亿元）



图：2021-2024年卡游销售成本拆分（亿元）



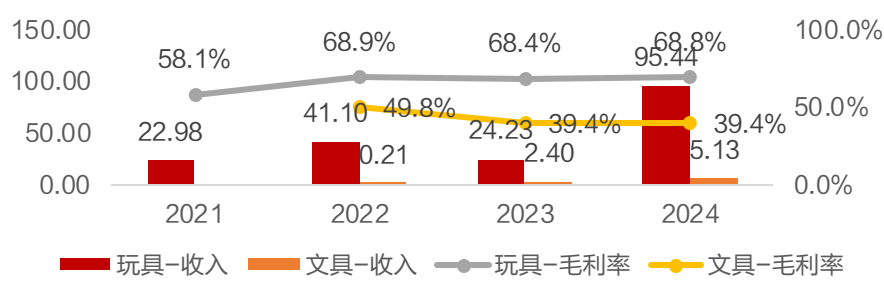
图：2021-2024年卡游期间费用率变化（亿元，%）



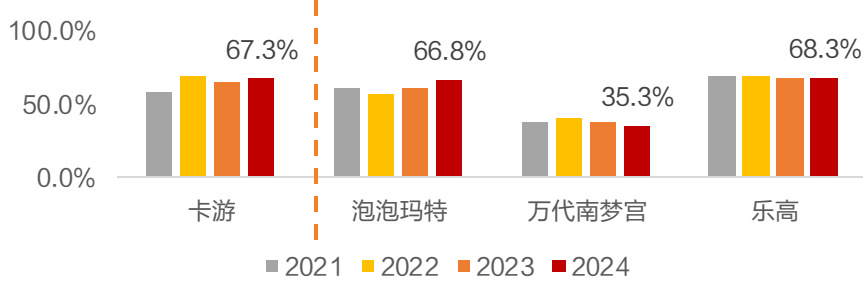
### 3.1.4.1 供应链壁垒构建：从柔性制造到全链路降本护城河体系

- 自主生产体系下的成本控制优势。**1) 纸制品生产成本较低：卡牌作为为纸制品，生产成本较低。根据中国出版传媒商报采访，以10万套起印量计算，剔除创作费、品牌形象的版税等费用，卡牌的印刷成本低至0.1元/张。2024年，卡游总毛利率为67.3%，其中集换式卡牌毛利率同比增长0.2pct达71.3%，呈持续提升态势，有望驱动公司毛利率整体提升。2024年同期泡泡玛特、万代南梦宫、乐高集团毛利率分别为66.8%、35.3%及68.3%，卡游较可比公司毛利率处于高位。2) 产能弹性调节能力：2024年，公司**自有**集换式卡牌生产基地产能实际利用率为155.3%，2021/22/23年分别为68.1%/78.7%/49.5%。配套物流中心体系完善，21年-23年Q3期间运输及物流费用占据公司收入始终低于1%，降本增效效果明显。

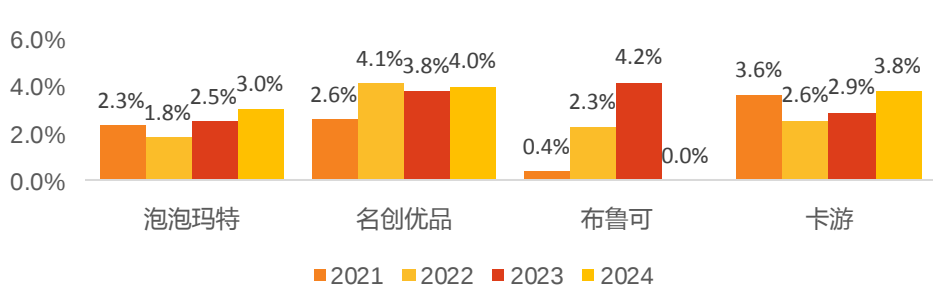
图：2021-2024年卡游分业务毛利及毛利率（亿元，%）



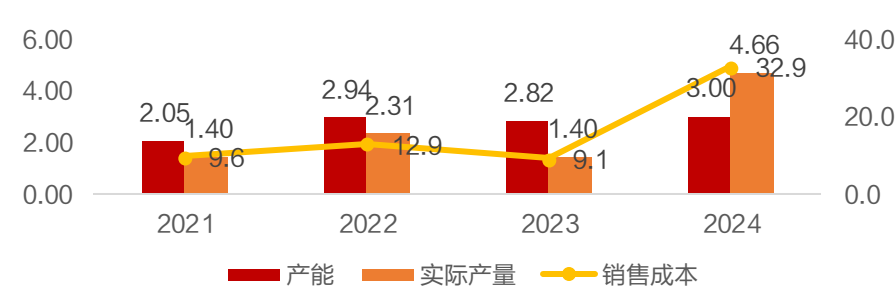
图：2021-2024年卡游及可比公司毛利率(%)



图：各潮玩公司IP授权费占比



图：卡游集换式卡牌实际产量/产能（百万件）及销售成本（亿元）



### 3.1.4.1 供应链壁垒构建：技术升级与产能扩张双轮驱动

- 公司通过先进的生产技术及规模化生产能力保证产品品质。卡游通过不断引入先进生产设备和优化生产技术，提升产品质量及生产效率，核心设备包括印刷设备、模切机、注塑机、烫金机、配件组装机、发卡机及包装机等，在印刷质量、速度及效率方面达到世界一流水平。
- 公司与通过科技智造提升核心竞争力，驱动产品创新。卡游通过互联网与数字化工艺流程技术将供应商、印刷生产线、客户连接在一起，实现网上传版、网上确认和异地印刷，还可将数据储存在硬盘上，供多次调用输出。得益于智能化设备和先进的生产线，光栅印刷技术、丝印热烫金技术、铂金光刻技术、全息幻彩技术等技术陆续融入卡牌制造，组合成为3D变换卡、温感变色卡、香味卡等创新产品。

图：卡游智能工厂



图：卡游不断创新的设计能力

| 纸张层 | 单层薄卡 | 双层厚卡 | 三层厚卡 |
|-----|------|------|------|
|-----|------|------|------|

| 工艺层 | 闪膜 | 烫金 | 精细纹理 |
|-----|----|----|------|
|-----|----|----|------|



光刻&立体浮雕



滴胶



表：卡游在建生产基地情况

| 地点        | 浙江义乌  | 浙江义乌   | 浙江开化     |
|-----------|-------|--------|----------|
| 竣工时间      | 2024  | 2025   | 2026     |
| 主要产品      | 玩具、文具 | 文具     | 玩具       |
| 建筑面积 (m2) | 57000 | 147416 | 204876.5 |
| 年产能 (千)   | 300   | 3000   | 7000     |
| 投资额 (亿元)  | 4.7   | 19.2   | 10.3     |

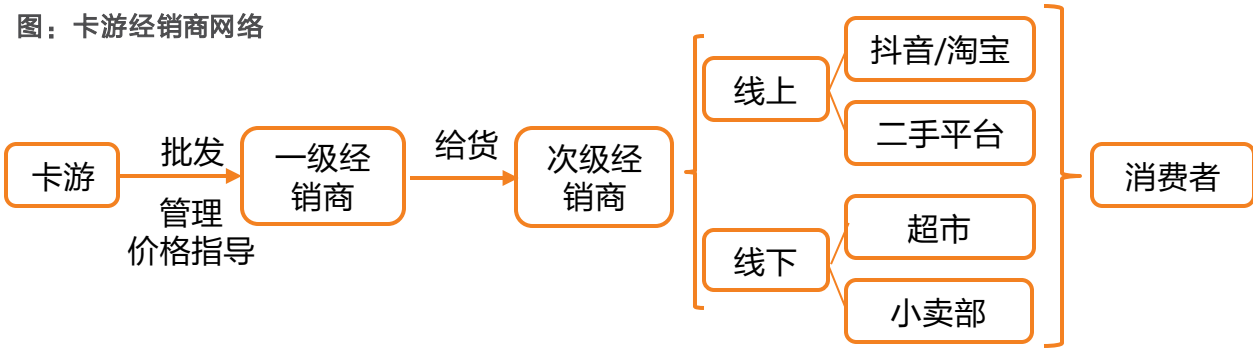
### 3.1.4.2 渠道布局：线上线下全覆盖，精准触达目标客群

- **直营店+KA零售纵深布局，经销商网络深度下沉：**截至2024年年底，卡游拥有覆盖31个省份的217个经销商，形成渠道壁垒。同时，公司通过线上自营店及零售渠道纵深渠道布局，截止2024年年底公司共计拥有32家线下卡游旗舰店以及13家线上自营店，并通过39名零售KA合作伙伴以及加盟商经营的351个卡游中心实现销售渠道多元化。
- **线上社交电商与私域形成闭环：**抖音生态深度运营，截至2025年4月，卡游情报官方账号总粉丝数276万人，卡游品牌月度销售额达100-250万元。2024年上半年，卡游品牌关联的抖音书账号超过4700个，同比增长1635%。同时，公司通过小程序商城“卡游”及社群运营工具“卡游部落”沉淀核心用户，形成公域到私域流量闭环。
- **TCG赛事流量裂变：**卡游已在中国内地超100个城市举办超过5100场TCG活动，以专业承办团队、系统活动设计和网络直播等方式使消费者能够充分体验到卡牌竞技乐趣，扩大线下赛的影响力，拉动线下直营店流量，提高公司关注度。

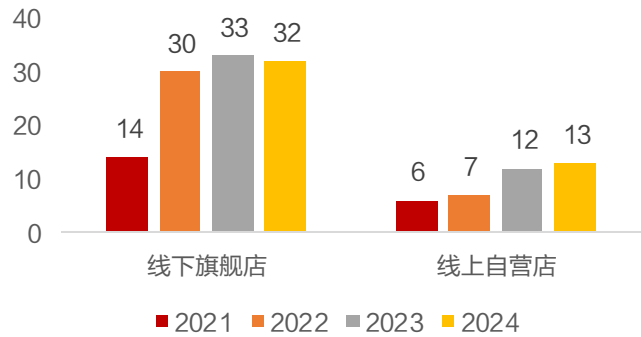
图：合作品牌渠道丰富，打通线上线下多模式经营



图：卡游经销商网络



图：卡游2021-2024年各类自营店数量（家）



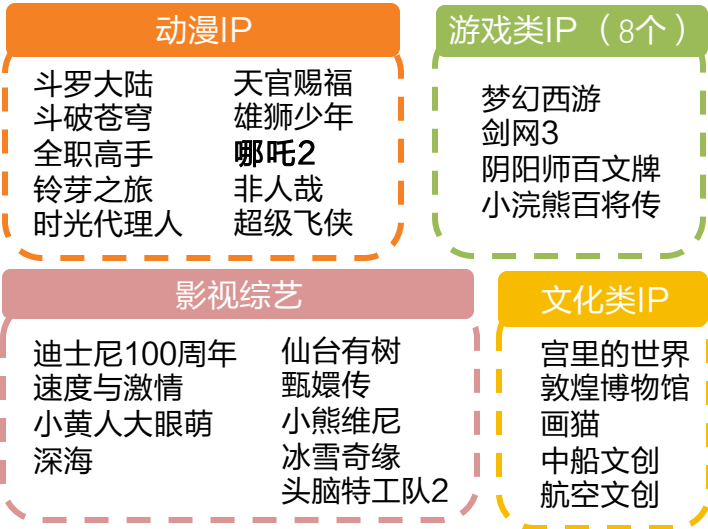
### 3.2 集卡社：内容驱动的矩阵型卡牌公司

公司成立于2019年，以影视、漫画、游戏等内容IP为核心，合作全球IP品牌（包括迪士尼、环球、b站、阅文等）打造多元变现矩阵；包括动漫IP（国漫、日漫），影视综艺、游戏、文创等多个分类。

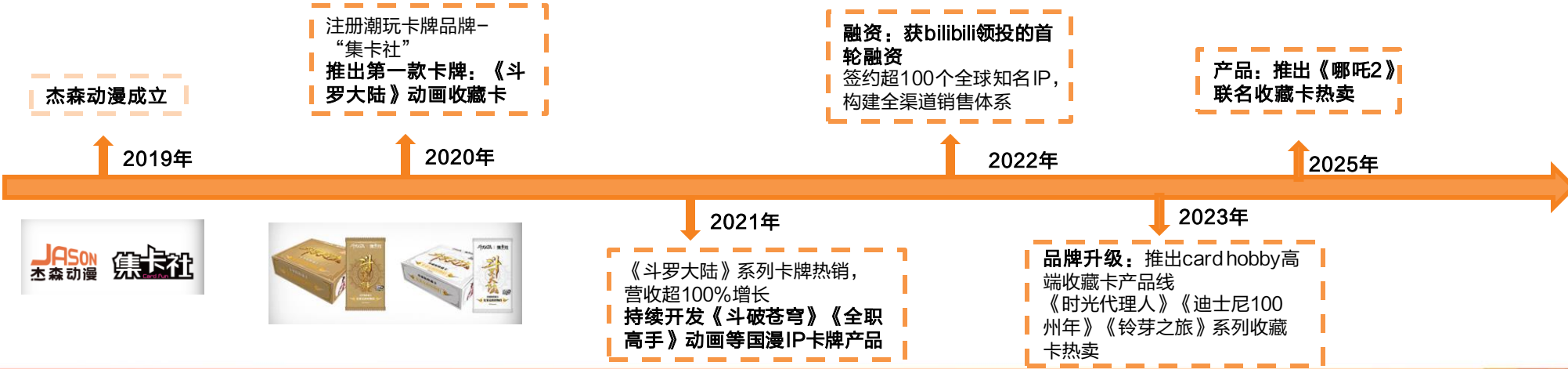
**线上线下渠道覆盖：**线下经销体系已覆盖全国各大区域与城市，产品全方位流通于各大商超、KA、校边店等共80000+线下分销渠道；线上电商销售覆盖多渠道多平台，着力发展内容电商，集卡社抽卡机覆盖群体超过5000万，签约抖音kol带货主播300+，IP产品开播场次全年累计5W+，全年曝光量7.5亿+人次。

我们看好公司的产品研发能力和IP全域开发能力，通过卡牌这一IP衍生品的方式传承文创产品、弘扬传统文化。2025年2月6日，集卡社推出的《哪吒之魔童脑海》电影官方联名收藏卡，全渠道销售额1周内突破1亿元。

图：集卡社主要卡牌系列分类情况



图：集卡社发展历程



资料来源：集卡社小程序，集卡社官网，玩世代公众号，天风证券研究所

### 3.3 姚记科技：前瞻布局卡牌全产业链的稀缺标的

体内布局卡牌全产业链，包括：

**一级发行平台**-参股球星卡发行平台**DAKA达咖文化**（占38%），中国首家专业化体育文化收藏卡牌发行商。已签约、发行的产品覆盖足球（中超、欧洲五大顶级联赛）、篮球（CBA）、电子竞技（LOL）、中国特色体育文化主题、影视动漫、网络综艺等，还与《我和我的祖国》《我和我的家乡》等电影合作发行收藏卡。

**二级交易平台**-参股卡牌交易平台**卡淘**（卡牌二手交易平台，类似于“闲鱼”，占38%），主要交易球星卡、宝可梦卡、万智牌、游戏王等各类集换式卡牌。卡淘的商业模式通过在交易中按照交易张数收取服务费及GMV抽佣模式，以拍卖模式为例，单张收取2元/5元并抽佣GMV\*5%（假设GMV不到15万元）。

**代理渠道-姚记潮品（体外）**：丰富的卡牌店铺资源以及赛事推广与运营经验。成立于2022年9月，宝可梦TCG和迪士尼洛卡纳卡牌中国大陆地区代理商，负责渠道铺设、市场运营和赛事运营，开展PTCG相关产品销售和赛事运营业务。

**新兴卡牌品牌-闪魂（体外）**：

- 闪魂ShiningSoul是上海真友趣文化创意有限公司于2023年创立的文创品牌，主营业务包括自有IP卡牌研发、多个知名IP联名卡牌创作等。从股权架构来看，耀樂(香港)/盛川（闪魂创始人，曾在卡游任职）/卞大云分别持股53%/40%/4.785%。
- 产品：游戏IP产品开发经验丰富，第五人格卡牌热销。**目前，闪魂已推出《第五人格》、《英雄联盟手游》、《原神》、《少女前线：云图计划》《绝对演绎》以及大英图书馆等IP的卡牌。2024年1月发售第五人格《雕刻时光》系列收藏卡，现货发售不到1个月线上直营渠道首轮售罄，以人气IP、独特的美术风格、稀有度玩法和2元包低售价驱动市场销售。
- 供应链：深度参与上游供应链。**2024年6月，闪魂与广东汕头的印刷包装企业成立了合资公司。



图：姚记潮品为宝可梦TCG中国大陆地区代理商（左）

图：闪魂第五人格卡牌展示（右）

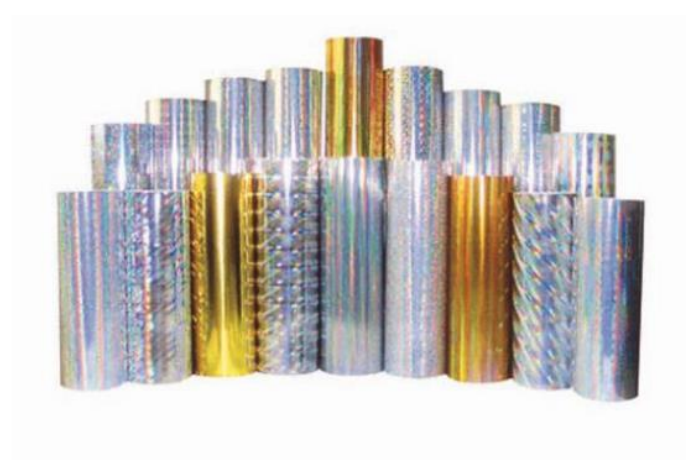
### 3.4 京华激光：卡游高端卡防伪供应商，传统烟标酒标业务稳健增长

公司是业内少数拥有激光全息防伪完整产业链的企业之一，主要为国内卡游龙头企业提供包括“小马宝莉”“叶罗丽”“奥特曼”“名侦探柯南”等知名 IP 在内的卡牌深加工服务。

公司与客户建立起稳定的供货、服务体系及长期的合作关系。公司文创业务始于早期为卡游龙头企业配套“奥特曼”卡牌。近两年，公司在配套“奥特曼”卡牌的基础上，陆续新增包括“小马宝莉”“叶罗丽”“名侦探柯南”等知名 IP 的卡牌产品。

公司凭借先进的技术工艺、完整的产业链及不断更新的技术创新等综合优势在不同领域奠定了良好的市场地位优势。2024年上半年，受益于以“小马宝莉”“叶罗丽”等知名 IP 的卡牌产品迅速风靡学生群体，并在短期内迅速放量，公司文创业务营业收入同比增长 219.06%。根据公司互动易，公司为卡游配套包括哪吒斗天包、灵焰包在内的系列产品。

图：公司产品形态：激光全息防伪膜



图：公司产品形态：激光全息防伪纸



### 3.5 奥飞娱乐：构建优质的全年龄段IP矩阵，通过“玩点无限”品牌积极开拓潮玩业务

公司以IP为核心，打造了“IP+”全产业运营平台，构建了涵盖动漫、玩具、婴童、授权、媒体、实景娱乐等多元一体的泛娱乐产业链。

已构建优质的全年龄段IP矩阵：“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”、“巴啦啦小魔仙”、“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。

渗透年轻圈层，通过“玩点无限”品牌积极开拓潮玩业务。卡牌是公司今年重点拓展的品类，现阶段主要针对自有IP开发，已推出《铠甲勇士》和《喜羊羊与灰太狼》第一弹产品，并于近期开始销售《铠甲勇士》卡牌第二弹，《巴啦啦小魔仙》卡牌等产品也已进入研发阶段；同时公司也在寻求与外部知名IP授权合作卡牌等形式。

图：公司发行铠甲勇士、喜羊羊与灰太狼等奥飞IP卡牌新品



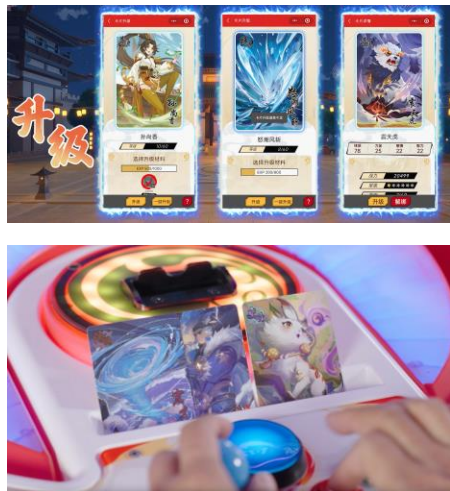
## 3.6 华立科技：国内游艺设备龙头，与全球知名游戏企业建立战略合作伙伴关系

- 公司是国内商用游戏游艺设备龙头，业务布局设计、研发、生产、销售和运营全产业链。
- 国内率先推出动漫 IP 衍生产品业务模式，涉足集换式卡牌领域。动漫IP衍生产品配套动漫卡通设备使用，动漫IP衍生产品融合了动漫形象，用户使用动漫卡通设备时可获取相关产品。其中，以卡片收集、对战为核心玩法的集换式卡片机游戏包括，《三国幻战》《火影忍者卡牌世界》《奥特曼融合激战》《宝可梦加傲乐》《我的世界地下城》等5款产品。
- 与全球知名游戏企业建立了战略合作伙伴关系。包括，Microsoft（微软）、Bandai Namco（万代南梦宫）、SEGA（世嘉）、Raw Thrills、IGS（鈊象电子）等。

图：公司集换式卡牌游戏《三国幻战》



图：线上培养+线下游玩的游玩模式



图：公司全球战略合作伙伴



## 风险提示

- **IP依赖风险：**卡牌作为内容的载体，若相关卡牌公司IP矩阵中现有IP的市场认可度或受欢迎度下降，或未能成功开发、培育及商业化新IP的情况，可能对公司的业务运营、财务表现及整体业绩产生重大负面影响。
- **市场竞争加剧：**随着竞争加剧，潜在竞争对手增加，相关卡牌公司可能需要投入更多管理、财务或人力资源。倘若无法有效竞争，市场份额可能会下滑，而业务、财务状况及经营业绩可能会受到重大不利影响。
- **政策变动带来的不确定性风险：**针对泛娱乐行业和业务的现行法律、法规或政策的变化，新法律、法规或政策的实施，或对其的新解释，可能会损害相关卡牌公司的竞争能力，并可能对相关卡牌公司的业务、财务状况及经营业绩产生重大不利影响。
- **消费者偏好变化：**鉴于生产技术的快速发展，相关卡牌公司无法保证能够持续在生产技术及工艺方面保持行业前列，以迎合消费者偏好。若未能紧跟生产技术进步，或未能设计及生产符合消费者偏好的产品，可能导致相关卡牌公司的市场份额下滑，进而对业务、财务状况及经营业绩造成重大不利影响。

# 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                         | 评级   | 体系               |
|--------|----------------------------|------|------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益20%以上    |
|        |                            | 增持   | 预期股价相对收益10%-20%  |
|        |                            | 持有   | 预期股价相对收益-10%-10% |
|        |                            | 卖出   | 预期股价相对收益-10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅5%以上     |
|        |                            | 中性   | 预期行业指数涨幅-5%-5%   |
|        |                            | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下    |

THANKS