

## 传媒

2024 年 09 月 25 日

## 集换式卡牌：不断破圈，群雄逐鹿，决胜于 IP/渠道

### ——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

方光照（分析师）

田鹏（分析师）

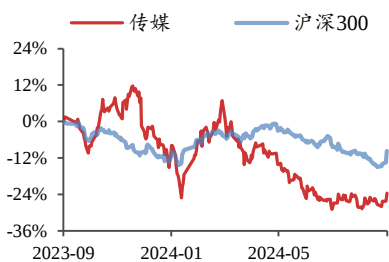
fangguangzhao@kysec.cn

tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790523090001

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《《三角洲行动》上线在即，关注对游戏产业拉动——行业点评报告》

-2024.9.23

《继续关注 AI 硬件发布、新游表现及沉浸式内容——行业周报》-2024.9.22

《继续关注大模型、端侧 AI 突破及重磅新游戏上线——行业周报》-2024.9.16

● **集换式卡牌满足用户多元需求，量价齐升驱动下，市场规模或延续快速增长**  
集换式卡牌（TCG）是指有特定主题，可供消费者收藏、交换或者畅玩的卡牌，分为竞技型（核心功能为对战，代表为宝可梦 PTCG 等）和非竞技型（核心功能为收藏和赏玩，代表为 NBA 球星卡、小马宝莉卡等）。量价齐升驱动下，市场规模或延续增长，根据灼识咨询，中国集换式卡牌市场规模由 2017 年的 7 亿元增加至 2022 年的 122 亿元，CAGR 为 78.4%，2027 年有望达到 310 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 20.5%。**量的角度来看**，卡牌复购率及用户规模有望提升，

**（1）复购率方面**，卡牌通过绑定 IP 获得年轻消费者青睐，拆卡玩法或强化用户粘性，提升复购率；**（2）用户规模方面**，基于卡牌社交属性及卡牌商持续开发新品类、直播拆卡等方式吸引新增用户，或持续破圈。**价格角度来看**，IP 效应、稀有度、卡牌功力等影响单卡价格，日本/美国集换卡人均支出分别为中国（2022 年为 8.6 元）的 11/6 倍，我国卡牌人均支出有较大提升空间。

● **行业当前集中度较高，新品牌崛起或驱动格局走向开放，IP 为核心竞争要素**  
竞争格局来看，2022 年卡牌行业商品交易总额前五大公司市占率合计为 76.7%，龙头卡游市占率为 71.0%，行业集中度较高。但线上新兴品牌蓬勃发展，集卡社、Hitcard、万画云游推出差异化品类，销售额快速增长，竞争格局有望趋向开放。卡牌制作供应链成熟，品类偏轻，优质 IP 资源或成为核心竞争要素，IP 储备丰富的内容方通过“授权+自营”进入卡牌行业，为自有 IP 推出相关卡牌产品，有望扩大 IP 变现空间，而拥有稳定强大渠道体系的公司亦有望受益行业高增长。

● **积极布局集换式卡牌赛道，优选优质 IP 储备丰富、渠道运营能力突出的公司**  
**IP 储备方面**，奥飞娱乐旗下拥有巴啦啦小魔仙、超级飞侠、量子战队等优质 IP，于 2024 年 7 月推出《铠甲勇士》集换卡牌，2024 年还将推出喜羊羊与灰太狼等 IP 卡牌新品；上海电影在“大 IP 开发”战略下，旗下上影元授权卡星时代推出《大闹天宫》IP 集换卡，并逐步打造“卡片英雄”宇宙，目前葫芦兄弟、孙悟空、哪吒、黑猫警长等已加入卡盟卡片宇宙；阅文集团利用庞大的网文 IP 资源提高内容变现上限，得益于《与凤行》、《庆余年》卡牌推出，2024H1 在 IP 卡牌销售 GMV 合计约为 1 亿元，后续计划推出《大奉打更人》、《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 卡牌。**渠道角度来看**，姚记科技已投资球星卡交易平台卡淘，且公司多年沉淀的扑克牌销售渠道优势或助力卡牌业务发展；华立科技陆续推出《奥特曼融合激战》《宝可梦加傲乐》《我的世界地下城 ARCADE》等 IP 卡牌，2023 年动漫 IP 衍生品收入同比增长 76.2%，并与上游优质 IP 方合作紧密，下游拥有广泛的游艺乐园场景及经销渠道。**我们建议关注拥有丰富的优质 IP 储备或突出的渠道优势，并积极布局集换式卡牌业务的公司，重点推荐奥飞娱乐、上海电影、阅文集团、姚记科技，受益标的包括华立科技等。**

● **风险提示：**新推出卡牌销量不及预期、卡牌行业竞争加剧等。

## 目 录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 1、集换式卡牌行业：起源于美日，近年来国内快速兴起               | 4  |
| 2、市场规模：量价齐升驱动下，市场规模或延续快速增长              | 6  |
| 2.1、量增驱动力：“复购+破圈”                       | 6  |
| 2.1.1、复购驱动力：IP 溢价获认可，拆卡玩法强化粘性           | 6  |
| 2.1.2、破圈驱动力：社交需求，卡牌商积极拓新品+直播拆卡          | 7  |
| 2.2、价升驱动力：单卡提价空间大                       | 11 |
| 2.3、市场规模：量价齐升驱动下，2027 年或达 310 亿元        | 12 |
| 3、竞争格局：新品牌快速崛起，IP 资源为核心竞争要素             | 13 |
| 3.1、当前集换卡行业集中度较高，新兴品牌快速崛起，竞争格局或趋于开放     | 13 |
| 3.2、IP 资源或成为后续核心竞争要素                    | 14 |
| 3.3、卡组设计、运营活动、销售渠道亦为重要竞争要素              | 17 |
| 4、投资建议：优选 IP 储备丰富、渠道优势突出、积极布局集换式卡牌赛道的公司 | 19 |
| 4.1、奥飞娱乐：动漫 IP 储备丰富，集换卡拓展 IP 变现品类       | 19 |
| 4.2、上海电影：“大 IP 开发”战略领航，IP 卡牌拓展增量        | 20 |
| 4.3、阅文集团：联合爆款影视剧推出卡牌周边，实现 IP 放大效应       | 20 |
| 4.4、姚记科技：扑克牌龙头，投资卡淘发力球星卡赛道              | 21 |
| 4.5、华立科技：立足游艺设备优势赛道，动漫 IP 衍生产品收入创新高     | 22 |
| 5、风险提示                                  | 23 |

## 图表目录

|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| 图 1：现存最早的卡牌为布鲁克林大西洋队的棒球卡                              | 4  |
| 图 2：2018 年以来日本卡牌行业增速持续高于玩具市场整体                        | 5  |
| 图 3：71.3%用户在选择商品时会考虑 IP 元素                            | 6  |
| 图 4：89.3%用户愿意为 IP 溢价付费                                | 6  |
| 图 5：小马宝莉卡位列闲鱼卡牌 2024 年 9 月销量榜第一位                      | 7  |
| 图 6：二手交易平台上辉月包第四弹想要人数达 106.6 万                        | 7  |
| 图 7：千岛可记录用户已拥有的卡牌，满足收集需求                              | 8  |
| 图 8：千岛 APP 在 2024 年 6 月下载量快速增长                        | 8  |
| 图 9：卡牌承接了“10 后”的收集需求                                  | 8  |
| 图 10：粉丝对小马宝莉 6 个主要角色形成各自的“我推”                         | 9  |
| 图 11：预计 2024 年全球球星卡市场规模为 126.2 亿美元                    | 9  |
| 图 12：预计我国球星卡/明星卡市场增速高于整体收藏卡市场增速                       | 10 |
| 图 13：预计我国球星卡/明星卡消费者规模快速增长                             | 10 |
| 图 14：孙颖莎亲签小卡二级市场交易价格为 2 万元以上                          | 10 |
| 图 15：抖音“拆卡”关键词搜索指数持续提升                                | 11 |
| 图 16：2024H1 卡游在玩具类抖音销售额仅次于泡泡玛特                        | 11 |
| 图 17：宝可梦基础套装第一版交易价格在 2024 年 7 月相比 2016 年 11 月上涨 3485% | 12 |
| 图 18：千岛上辉月包第 4 弹中部分单卡价格曾触达 39 元                       | 12 |
| 图 19：相较日本和美国，我国集换式卡牌人均支出仍有较大提升空间                      | 12 |
| 图 20：我国集换卡行业市场规模预计在 2027 年达到 310 亿                    | 13 |
| 图 21：2024 年上半年卡游在潮玩盲盒品牌市占率为 8.1%                      | 13 |
| 图 22：集换式卡牌产业链贯通上游 IP 至下游消费、交易市场                       | 15 |

|                                                         |    |
|---------------------------------------------------------|----|
| 图 23: 卡游 2022 年营业收入高增长 .....                            | 16 |
| 图 24: 卡游毛利率维持高位 .....                                   | 16 |
| 图 25: 卡游三国的经典卡种-章回卡 .....                               | 17 |
| 图 26: 奥特曼版权方日本圆谷制作株式会社宣布推出首款奥特曼策略卡牌游戏 .....             | 17 |
| 图 27: PTCG 允许玩家自由组合形成自己的专属卡组 .....                      | 18 |
| 图 28: 卡游持续举办“卡游杯”英雄对决线下赛 .....                          | 18 |
| 图 29: 宝可梦举办 2024 宝可梦北京大师赛 .....                         | 18 |
| 图 30: 卡游经销商渠道贡献主要收入 .....                               | 19 |
| 图 31: 奥飞娱乐将推出喜羊羊与灰太狼 IP 卡牌新品 .....                      | 19 |
| 图 32: 奥飞娱乐已推出铠甲勇士 IP 卡牌新品 .....                         | 19 |
| 图 33: 葫芦兄弟、孙悟空、哪吒、黑猫警长等已计划推出卡牌 .....                    | 20 |
| 图 34: 《庆余年 2》推出共 308 个卡面 .....                          | 21 |
| 图 35: 阅文集团版权运营收入在 2024H1 快速增长 .....                     | 21 |
| 图 36: DAKA 文化签约 IP 覆盖足球、篮球、影视等主题 .....                  | 21 |
| 图 37: 卡淘 GMV 快速增长 .....                                 | 21 |
| 图 38: 2023 年华立科技动漫 IP 衍生产品收入创新高 .....                   | 22 |
| 图 39: 2023 年华立科技动漫 IP 衍生产品毛利率创新高 .....                  | 22 |
| 表 1: 2023 年 4 月至 2024 年 3 月日本前 10 名 TCG 卡牌销售额快速增长 ..... | 5  |
| 表 2: 2021-2022 年间我国多家卡牌商获得融资 .....                      | 5  |
| 表 3: 小马宝莉卡的 20 个卡面等级 .....                              | 7  |
| 表 4: 2024 年上半年抖音潮玩盲盒类目 TOP10 品牌中, 卡牌公司销售额快速增长 .....     | 14 |
| 表 5: 卡游 IP 矩阵覆盖广泛受众 .....                               | 15 |
| 表 6: 部分卡牌公司获授权 IP 统计 .....                              | 16 |
| 表 7: 卡游的蛋仔派对、斗罗大陆动漫等 IP 将于 2025 年到期 .....               | 17 |
| 表 8: 建议优选 IP 储备丰富、渠道优势突出, 并积极布局集换卡的公司 .....             | 22 |

## 1、集换式卡牌行业：起源于美日，近年来国内快速兴起

集换式卡牌早期雏形为“赠品卡片”，逐步具有游戏、收藏价值。集换式卡牌诞生于 1880 年美国烟草制造商 Goodwin & Co. 推出的第一张球星卡，最初属于香烟的附赠品，早期雏形是烟草公司和糖果公司的“赠品卡片”，随后口香糖公司 Topps 通过丰富卡面信息设计，细化卡牌稀缺等级，逐步转型为卡牌发行公司，此后卡牌渐渐成为大众收藏品。20 世纪 90 年代以来，日本将二次元文化与卡牌文化结合，形成万智牌、宝可梦（PTCG）和游戏王（OCG）等世界三大集换式卡牌。

图1：现存最早的卡牌为布鲁克林大西洋队的棒球卡

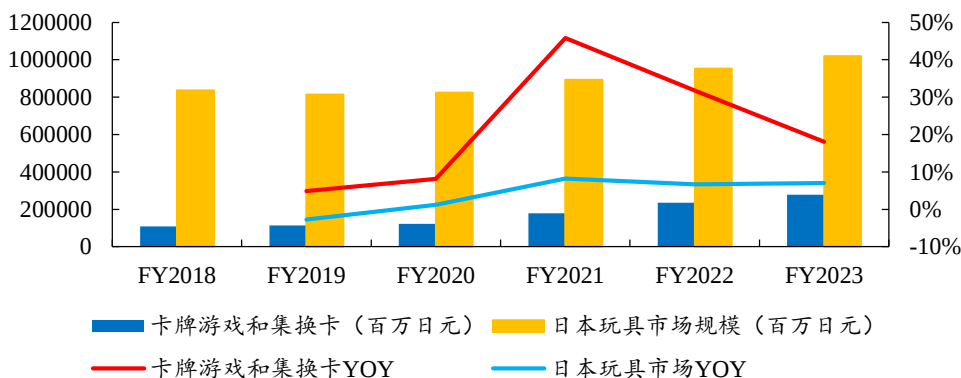


资料来源：Card Home

当前，集换式卡牌是指有特定主题的实体卡，可供消费者收藏、交换或者畅玩。一般由卡牌公司发行特定主题卡牌，对每张卡牌设置不同的稀有程度，并以盲盒形式销售。集换式卡牌可划分为竞技型（TCG，Trading card game）和非竞技型，竞技型卡牌功能主要是对战，需要玩家组成自己的卡组，在一定规则下与其他玩家对战，代表为三大 TCG 卡牌游戏《万智牌》《游戏王》与《宝可梦》系列；而非竞技性卡牌又称为收藏卡，主要价值是收藏和赏玩，以 NBA 球星卡、帕尼尼足球球星卡、小马宝莉卡等为主要代表。

日本是集换式卡牌游戏的发源地和领导者，卡牌行业增速快于玩具整体增速。根据日本玩具协会，2023 财年日本卡牌（含集换收藏类卡牌和策略对战型卡牌）市场规模为 2774.29 亿日元（折合人民币 139.2 亿元），同比增长 18.11%，占日本整体玩具市场的 27.2%，从而拉动日本国内玩具市场同比增长 7.0%至 10193 亿日元。集换卡卡组设计可玩性强，IP 与日本浓厚的二次元文化融合，推动日本卡牌行业市场规模增速持续高于玩具行业整体。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。（注：日元汇率取自 2024 年 9 月 18 日）

图2：2018 年以来日本卡牌行业增速持续高于玩具市场整体



数据来源：日本玩具协会等、开源证券研究所（注：FY2023 区间为 2023 年 4 月 1 日-2024 年 3 月 31 日）

表1：2023 年 4 月至 2024 年 3 月日本前 10 名 TCG 卡牌销售额快速增长

| IP 方     | 宝可梦 TCG | 游戏王 OCG | 决斗大师 | ONE PIECE 卡牌对战 | 黑白双翼 | 魔法风云会 | Battle Spirits | Shadowvers e EVOLVE | UNION ARENA | 游戏王 DUEL LINKS |
|----------|---------|---------|------|----------------|------|-------|----------------|---------------------|-------------|----------------|
| 销售额（亿日元） | 1337    | 471     | 289  | 265            | 139  | 53    | 38             | 37                  | 32          | 31             |
| YOY      | 137%    | 109%    | 97%  | 313%           | 147% | 94%   | 91%            | 50%                 | 643%        | 114%           |
| 归属 IP 方  | 宝可梦     | 科乐美     | 多美   | 万代南梦宫          | 武士道  | 威世智   | 万代南梦宫          | 武士道                 | 万代南梦宫       | 科乐美            |

数据来源：Media Create 等、开源证券研究所

我国集换式卡牌行业于 2022 年井喷，2023-2024 年延续快速扩张。2018 年，卡游公司的成立标志着我国 TCG 行业起步，2019 年卡游、集卡社和卡盟文创成为国内三家主要的专营卡牌商，卡游推出首款奥特曼系列卡牌，2020 年 11 月，卡游在全国范围举办“英雄对决”赛事，实现更大范围破圈。2022 年以来海外 IP 陆续进入我国市场，数码宝贝卡牌对战、航海王卡牌对战、游戏王卡牌纷纷发布第一款简体中文版 TCG，宝可梦 TCG 简中版发行则进一步助力 TCG 行业快速成长，集卡社、Hitcard、范斯猫等一众卡牌厂商获融资。2023 年线下娱乐需求的旺盛推动 TCG 需求持续释放，且卡牌供应商增加。进入 2024 年，收藏向卡牌成为新增增长点，女性向收藏卡如小马宝莉卡，及奥运会等体育赛事推动下的球星卡等细分赛道火热。

表2：2021-2022 年间我国多家卡牌商获得融资

| 公司            | 卡牌品牌    | 融资时间             | 投资方                         | 融资轮次 | 公司定位     | 公司估值            |
|---------------|---------|------------------|-----------------------------|------|----------|-----------------|
| 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 7 月 25 日  | Akastsuki、Cygames、Goodsmile | B    | 女性向卡牌    | \               |
|               |         | 2022 年 11 月 27 日 | 上海必有回响智能科技有限公司              | A+   |          |                 |
|               |         | 2022 年 7 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  |          |                 |
| 广州漫游舱文化科技有限公司 | 漫游舱     | 2022 年 12 月 26 日 | 清科文创                        | A    | IP 收藏卡牌  | \               |
| 浙江卡游动漫有限公司    | 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 | 2021 年 10 亿美元级别 |

|               |               |                 |                     |      |            |   |
|---------------|---------------|-----------------|---------------------|------|------------|---|
| 上海超旺信息科技有限公司  | 卡淘 Card Hobby | 2022 年 1 月 21 日 | 姚记科技                | A    | 球星卡拍卖、交易平台 | \ |
| 上海范斯猫文化发展有限公司 | 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<br>上海开大卡企业管理中心 | 天使轮  |            |   |

资料来源：天眼查、爱企查、开源证券研究所

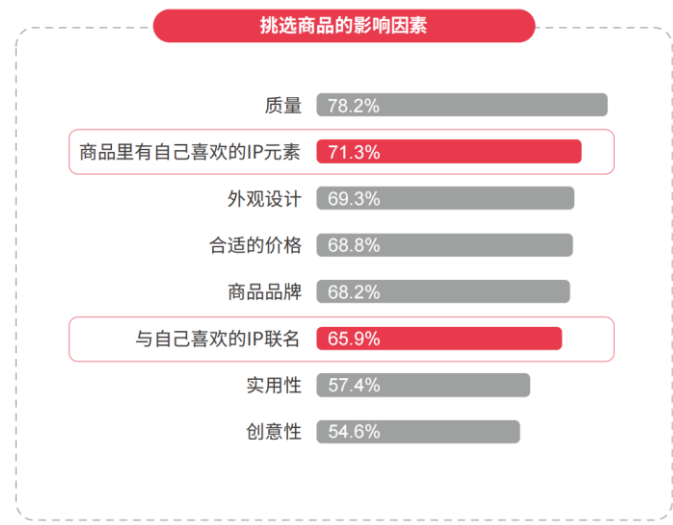
## 2、市场规模：量价齐升驱动下，市场规模或延续快速增长

### 2.1、量增驱动力：“复购+破圈”

#### 2.1.1、复购驱动力：IP 溢价获认可，拆卡玩法强化粘性

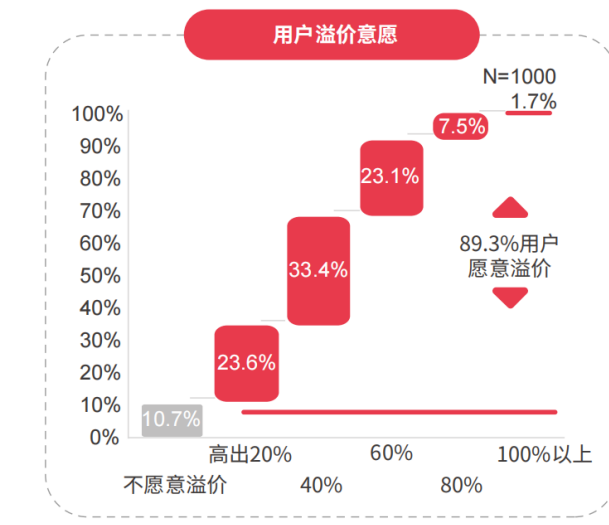
**复购驱动力之一：IP 溢价受到年轻消费者认可。**卡牌核心吸引力来自其背后的 IP，IP 角色对粉丝有强吸引力，能满足其情绪价值需求。根据阿里鱼调研，71.3%用户在挑选商品时考虑 IP 元素，77.3%用户在过去半年中购买过 IP 商品，89.3%用户愿意为 IP 溢价付费。宝可梦、游戏王、万智牌作为世界三大集换式卡牌也都依托于著名 IP。IP 拥有的高附加值被年轻消费者认可，IP 对用户消费决策行为的影响逐步增加。

图3：71.3%用户在选择商品时会考虑 IP 元素



资料来源：阿里鱼

图4：89.3%用户愿意为 IP 溢价付费



资料来源：阿里鱼

**复购驱动力之二：拆卡玩法强化用户粘性。**除 IP 本身影响力外，以稀有性排列的卡牌等级所带来的拆卡不确定性，有助于强化用户粘性。为了提供更为有趣的抽卡体验，卡牌构建了可玩性较强的等级系统，如卡游于 2020 年推出的小马宝莉系列卡牌，卡包分别为：彩虹包、辉月包、暮光包、趣影包等，每包售价从 2 元至 10 元不等，每一款卡牌都有特定的等级，分为 N、R、SR、SSR、UR、CR 等 20 个等级，其中普通卡出现概率为 86.7%，隐藏卡概率仅为 0.05%，稀有卡往往更为精美，且更具收藏价值，抽出稀有卡成为用户复购重要考量因素。在二手交易平台千岛上，辉月包第四弹想要人数达 106.6 万，在卖人数则为 9.2 万，需求火热。

图5：小马宝莉卡位列闲鱼卡牌 2024 年 9 月销量榜第一位



资料来源：闲鱼 APP、开源证券研究所

图6：二手交易平台上辉月包第四弹想要人数达 106.6 万



资料来源：千岛 APP

表3：小马宝莉卡的 20 个卡面等级

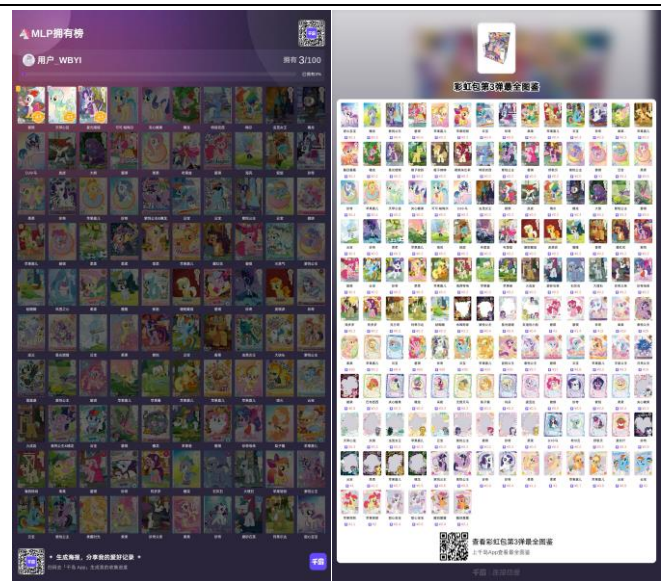
| 卡面等级 | 说明     | 卡面等级 | 说明         |
|------|--------|------|------------|
| N    | 最普通    | AR   | 挂卡赠卡       |
| ◇N   | 比 N 少见 | SP   | 特典卡片       |
| R    | 普通     | UR   | 稀有彩虹色卡片    |
| SR   | 较少见    | ◇UR  | 特殊彩虹卡片     |
| SSR  | 较稀有    | LSR  | 烫金色边卡片     |
| HR   | 3D 卡   | ◇LSR | 特殊烫金色边卡片   |
| TR   | 普通透明卡  | SGR  | 烫金珠光色卡片    |
| TGR  | 稀有透明卡  | CR   | 拍立得风格卡片    |
| PR   | 活动卡    | SC   | 罕见闪粉卡片     |
| ◇PR  | 特殊活动卡  | ◇SC  | 40 周年限定兑换卡 |

资料来源：好奇号公众号、开源证券研究所

### 2.1.2、破圈驱动力：社交需求，卡牌商积极拓新品+直播拆卡

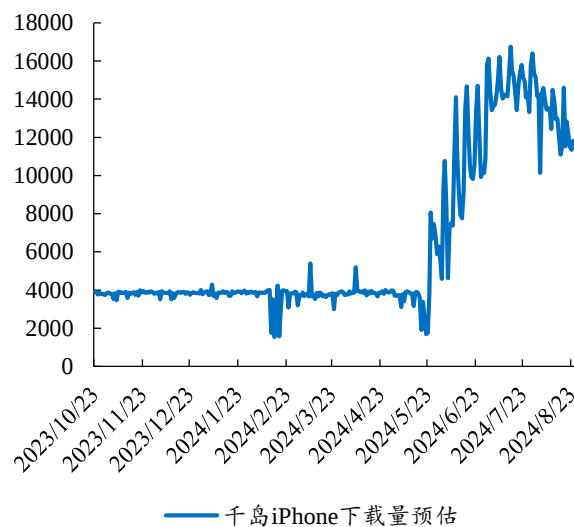
**破圈驱动力之一：社交、收集需求。**集换式卡牌的竞技和集换功能都需要社交环境的支持。竞技玩法要求玩家线下交流，集换玩法则需要用户间高频沟通，从而强化了“卡粉”的圈层连接。千岛等潮玩社区提供晒欧吐非、问答交流、小法庭、交易专区等功能，聚集了大批同频的兴趣圈层，强化卡牌粉丝的归属感。卡牌收集需求历来就有代际传承，从 80 后的集邮、集糖纸，到 90 后的水浒卡、三国卡、西游卡，再到 00 后收集泡泡玛特潮玩，10 后的收藏行为转向奥特曼、小马宝莉卡牌，千岛打卡拥有榜也进一步满足用户的收集需求，2024 年 6 月以来千岛 APP 下载量快速增长至单日 10000+，卡友活跃进一步推升了市场规模。

图7：千岛可记录用户已拥有的卡牌，满足收集需求



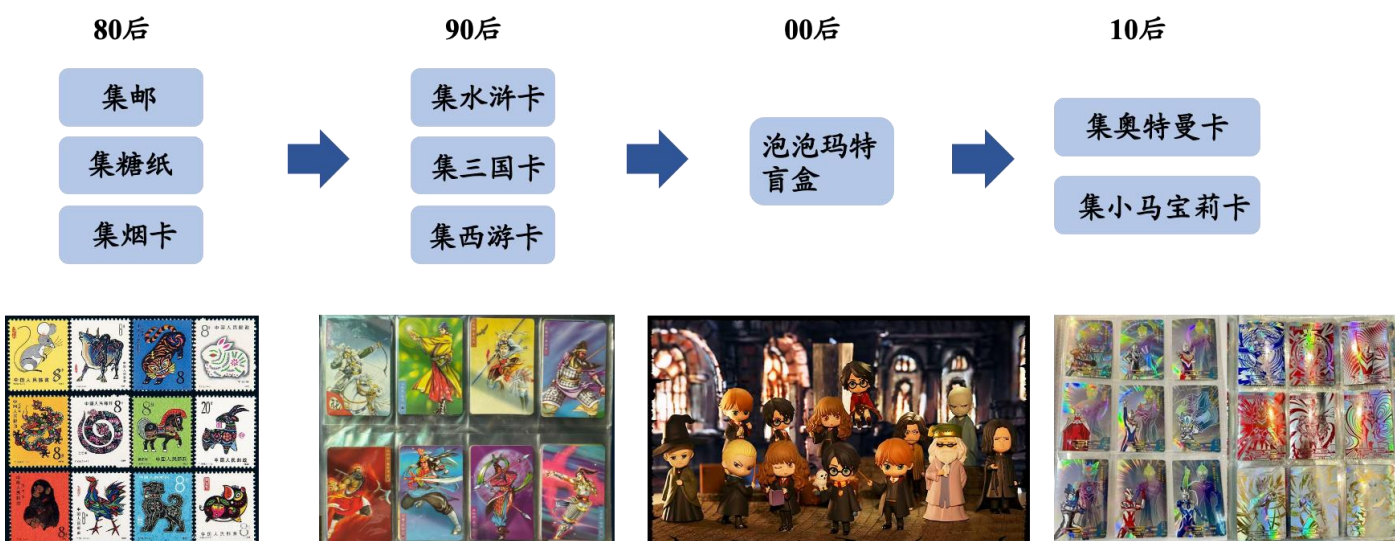
资料来源：千岛 APP

图8：千岛 APP 在 2024 年 6 月下载量快速增长



数据来源：七麦数据、开源证券研究所

图9：卡牌承接了“10后”的收集需求



资料来源：小红书、淘宝、开源证券研究所

## 破圈驱动力之二：新品类拓展新用户群

(1) 女性向卡牌市场快速崛起。根据阿里鱼调研，我国 IP 消费者画像中，女性占比为 59%，28 岁以上人群占比 28.8%，24-28 岁人群占比 43.8%，18-23 岁人群占比为 27.4%，年轻的女性用户占比较高。国内首先兴起的奥特曼、宝可梦卡牌，主要为男性向 IP 卡牌，但随着行业发展，卡牌品类进一步丰富，细分市场打开，女性用户成为重要客群，卡牌商逐步调整目标用户，集卡社推出《深海》联名卡、《铃芽之旅》动画电影收藏卡、迪士尼系列收藏卡等，卡游也推出小马宝莉集换卡，逐步拓展女性向卡牌市场。女性用户具有较强消费力，为“我推”IP 支持打 call，女性市场或成为卡牌后续重要的增量市场。

图10：粉丝对小马宝莉 6 个主要角色形成各自的“我推”



资料来源：环球网

## （2）海外球星卡市场发展成熟，我国球星卡市场规模快速增长

**海外球星卡市场发展成熟。**根据 Verified market research，预计 2024 年全球球星卡市场规模为 126.2 亿美元，预计 2031 年将达到 230.8 亿美元，2024-2031 年 CAGR 为 7.8%，其中棒球卡占比最高，预计到 2030 年棒球卡占比 52.57%，2023 年至 2030 年期间的复合年增长率为 8.14%。海外球星卡行业发展至今已形成以 Panini SPA、The Topps Company, Inc. 为代表的一级发行商、ebay 为代表的二级市场交易平台以及以 BGS、PSA 为代表的独立第三方鉴定及评级机构构成的完整产业链条，在海外已形成较为稳定的用户群。

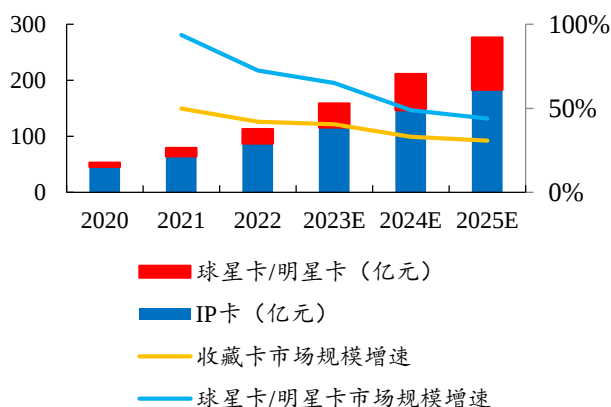
图11：预计 2024 年全球球星卡市场规模为 126.2 亿美元



资料来源：Verified market research

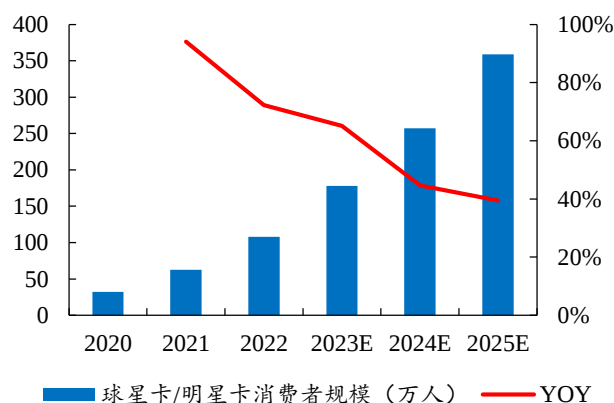
近年来我国球星卡市场规模快速增长。球星卡粉丝群体多有较强的消费能力和消费意愿，作为球迷的生命周期较长，推动市场规模增长。根据艾瑞咨询，2022 年我国收藏卡市场规模为 113.1 亿元，预计 2025 年市场规模为 276.6 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 39.1%，其中，2022 年球星卡/明星卡市场规模为 26.4 亿元，预计 2025 年市场规模为 93.4 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 63.9%，增速快于收藏卡整体增速。2024 年巴黎奥运会赛事期间，奇卡 QICA 推出"2024 中国体育·乾坤系列收藏卡"交易价格上涨，其中孙颖莎 10 编实物签字卡在 8 月 6 日以 1.8 万元的高价成交。体育明星商业价值提升或进一步推动我国球星卡市场规模增长。

图12：预计我国球星卡/明星卡市场增速高于整体收藏卡市场增速



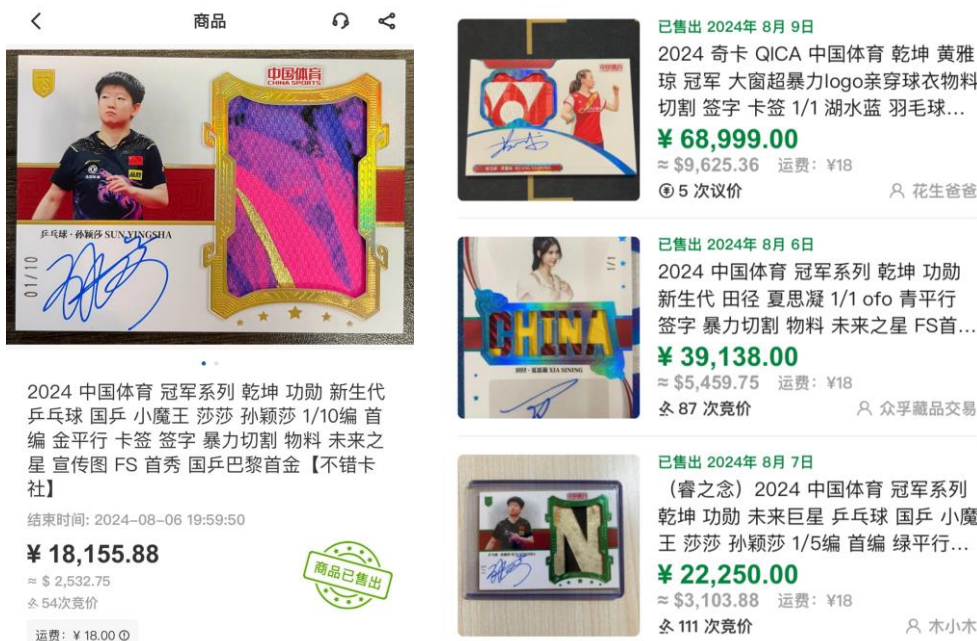
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图13：预计我国球星卡/明星卡消费者规模快速增长



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图14：孙颖莎亲签小卡二级市场交易价格为2万元以上

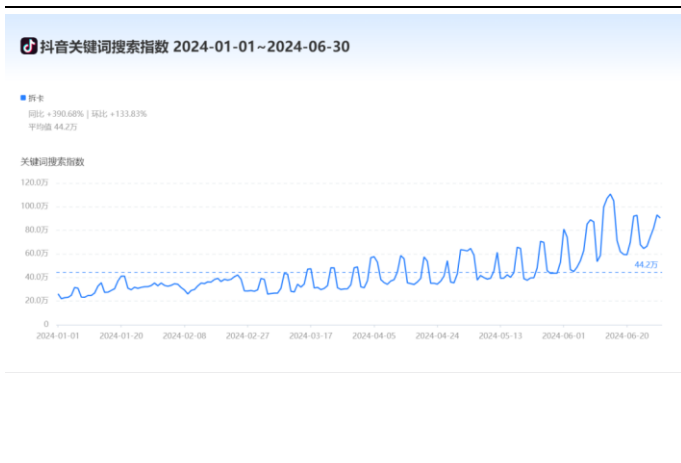


资料来源：IPC 情报局公众号、元宇宙数字资产 NFT 研究发展中心公众号

**破圈驱动力之三：直播拆卡加速卡牌推广。**由于卡牌常以卡包出售，每包卡牌都有不同的概率抽到不同稀有度的卡，因此衍生出直播代拆服务。直播拆卡由用户在直播间下单，主播拆卡后展示卡面，再邮寄给消费者。若抽出稀有卡，直播间观

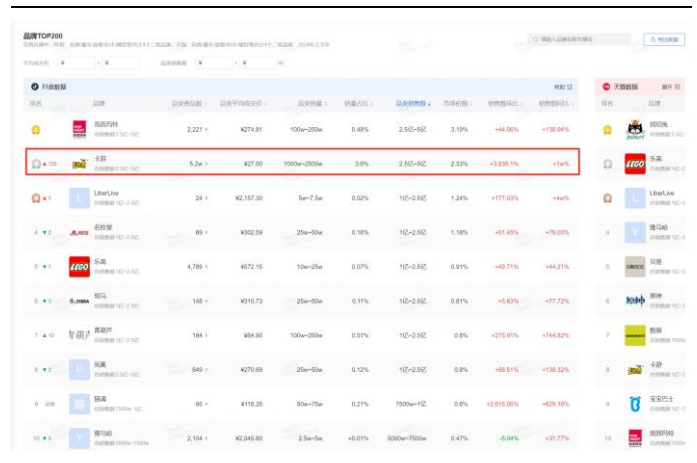
众会报之以祝贺。此外，抬箱、叠叠、拼车等多种有趣的开包玩法吸引用户观看和停留。根据巨量算数，2024 年上半年以来，抖音平台“拆卡”一词的搜索指数持续提升，平均值为 44.2 万，同比增长 390.68%，环比增长 133.83%。根据灰豚数据，拥有 156.2 万粉丝的抖音账号“九欧拆卡”，在 2024 年 4 月 30 日到 5 月 29 日的直播销售额达到 100 万元-250 万元，新增点赞超过 1826 万。根据灰豚数据分析直播人群画像，以 18 到 23 岁的女性居多，大部分观众消费水平在 50-100 元。根据蝉魔方，2024 年以来卡游在天猫平台的销售额超过 7500 万，在抖音平台 2024 年上半年销售额超过 2.5 亿元，同比增长 10380%，在玩具乐器品类中排名第二，仅次于泡泡玛特，由于拆卡直播没有退换货，部分货物无需邮寄，直播间利润率约为 10-20%，头部主播直播利润率约为 30%。直播拆卡在“货找人”的流量分发逻辑下更容易击中粉丝兴趣点，加速卡牌市场推广出圈。

图15：抖音“拆卡”关键词搜索指数持续提升



资料来源：巨量算数

图16：2024H1 卡游在玩具类抖音销售额仅次于泡泡玛特

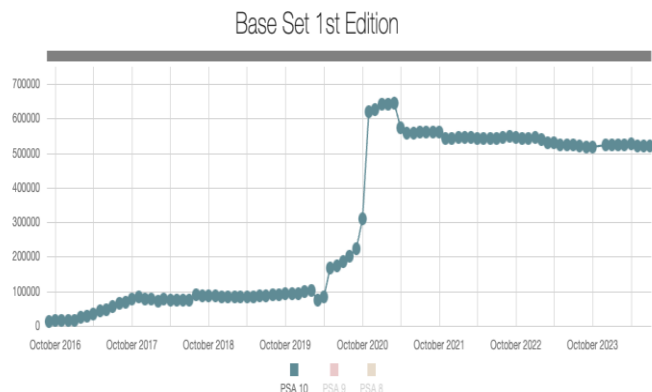


资料来源：蝉魔方公众号

## 2.2、价升驱动力：单卡提价空间大

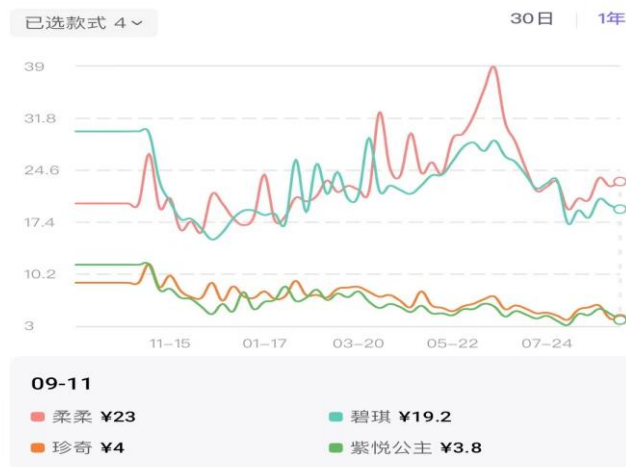
当前集换式卡牌单卡价格较低，提升空间较大。卡牌单卡价格变动受多方面因素影响。(1) 卡牌 IP 效应：卡牌对应 IP 越受欢迎，价格更高。以小马宝莉卡为例，根据千岛数据，小马宝莉辉月包第 4 弹中柔柔卡于 2024 年 9 月 11 日交易价格为 23 元，碧琪卡为 19.2 元，售价来看 1 卡包 10 元，内含 6 张卡牌，单卡价格可估计为 1.67 元，存在溢价；(2) 稀有度：稀有卡的制作工艺更好，价值更高，其价值会根据角色人气、是否绝版等供求关系上下波动。整体而言，稀有卡保值效应较好，根据 Pokemonprice 统计，以宝可梦基础套装第一版为例，2024 年 7 月交易价格为 52 万美元，相比 2016 年 11 月交易价格上涨 3485%；(3) 卡牌功力：卡牌强度越高，定价越高；(4) 精美度：卡牌精美度越高，受欢迎程度越高，则定价可更高；(5) 新品：新产品推出配合赛事活动，价格上涨。由于卡牌一般以“卡包”形式出现，单卡价格一般较低，提升空间较大。

图17：宝可梦基础套装第一版交易价格在2024年7月相比2016年11月上涨3485%



资料来源：Pokemonprice

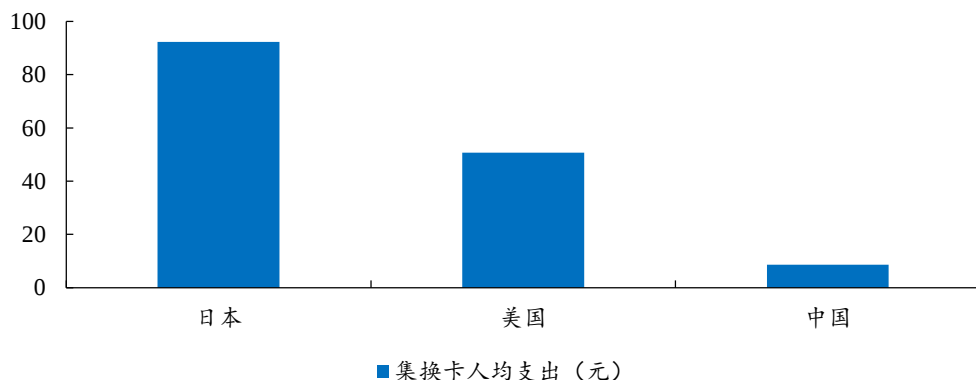
图18：千岛上辉月包第4弹中部分单卡价格曾触达39元



资料来源：千岛 APP

借鉴日本、美国等发达国家，我国集换式卡牌人均支出仍有较大提升空间。从人均支出来看，2022年日本集换卡的人均支出为92.3元，美国为50.7元，中国集换卡的人均支出为8.6元，日本和美国分别为我国人均支出的11倍和6倍。

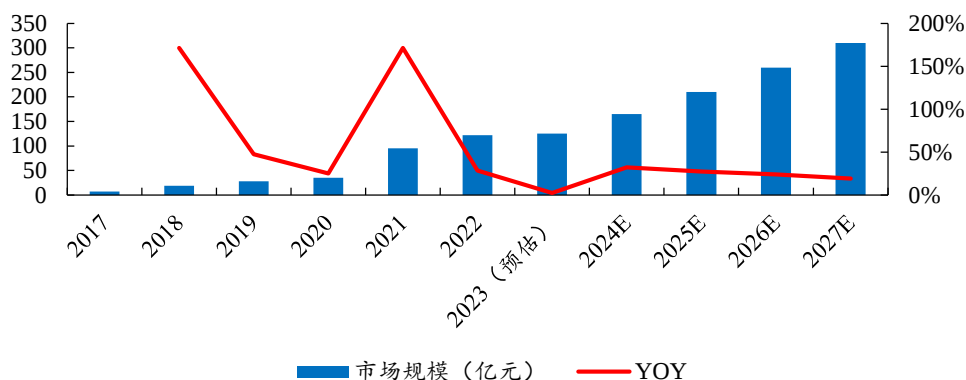
图19：相较日本和美国，我国集换式卡牌人均支出仍有较大提升空间



数据来源：卡游招股书、开源证券研究所

## 2.3、市场规模：量价齐升驱动下，2027年或达310亿元

量价齐升驱动下，我国集换卡市场规模或延续快速增长。根据灼识咨询，以商品交易总额计，中国集换式卡牌市场规模（包括一级发行市场与二级市场交易）由2017年的7亿元增加至2022年的122亿元，2017-2022年CAGR为78.4%。用户规模与复购率有望提升，预计2024年我国集换卡市场规模为165亿，2027年有望达到310亿元，2022-2027年CAGR为20.5%，或将保持稳定增长。

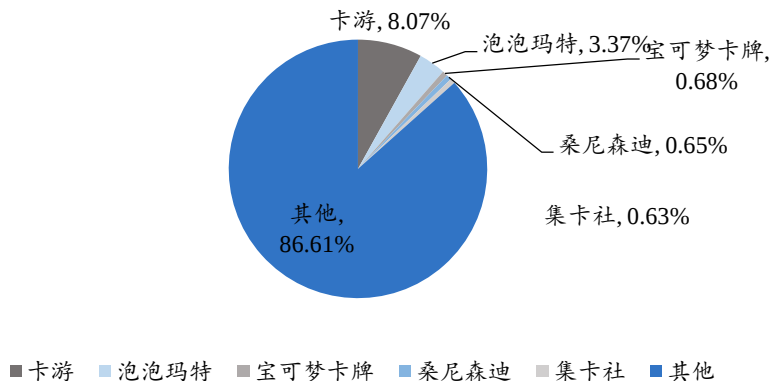
**图20：我国集换卡行业市场规模预计在 2027 年达到 310 亿**


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

### 3、竞争格局：新品牌快速崛起，IP 资源为核心竞争要素

#### 3.1、当前集换卡行业集中度较高，新兴品牌快速崛起，竞争格局或趋于开放

根据灼识咨询，2022 年在我国集换式卡牌前五大公司市占率合计为 76.7%，卡游以 71.0% 的市场份额位居中国集换式卡牌行业第 1 位。线上渠道多个新兴品牌销售额快速增长。抖音销售渠道方面，根据蝉魔方数据，2024 年上半年潮玩盲盒品类品牌 TOP5 的整体集中度为 13.39%，TOP5 品牌分别为卡游(8.07%)、泡泡玛特(3.37%)、宝可梦卡牌 (0.68%)、桑尼森迪 (0.65%)、集卡社 (0.63%)。从卡牌类目来看，排名第一的卡游以销量取胜，2024 上半年销量占比为 15.38%，平均成交价偏低，为 26.72 元，宝可梦卡牌 IP 影响力大，销量占比为 0.43%，平均成交价则达 79.9 元，新兴品牌销售额快速增长，集卡社同比增长 701.85%，WOWLUCKY、Hitcard 作为新入驻抖音的品牌，环比增长速度分别约为 65000%、17000%，万画云游同比增长超过 62000%，集换卡行业竞争格局有望趋于开放。

**图21：2024 年上半年卡游在潮玩盲盒品牌市占率为 8.1%**


数据来源：蝉魔方公众号、开源证券研究所

表4：2024 年上半年抖音潮玩盲盒类目 TOP10 品牌中，卡牌公司销售额快速增长

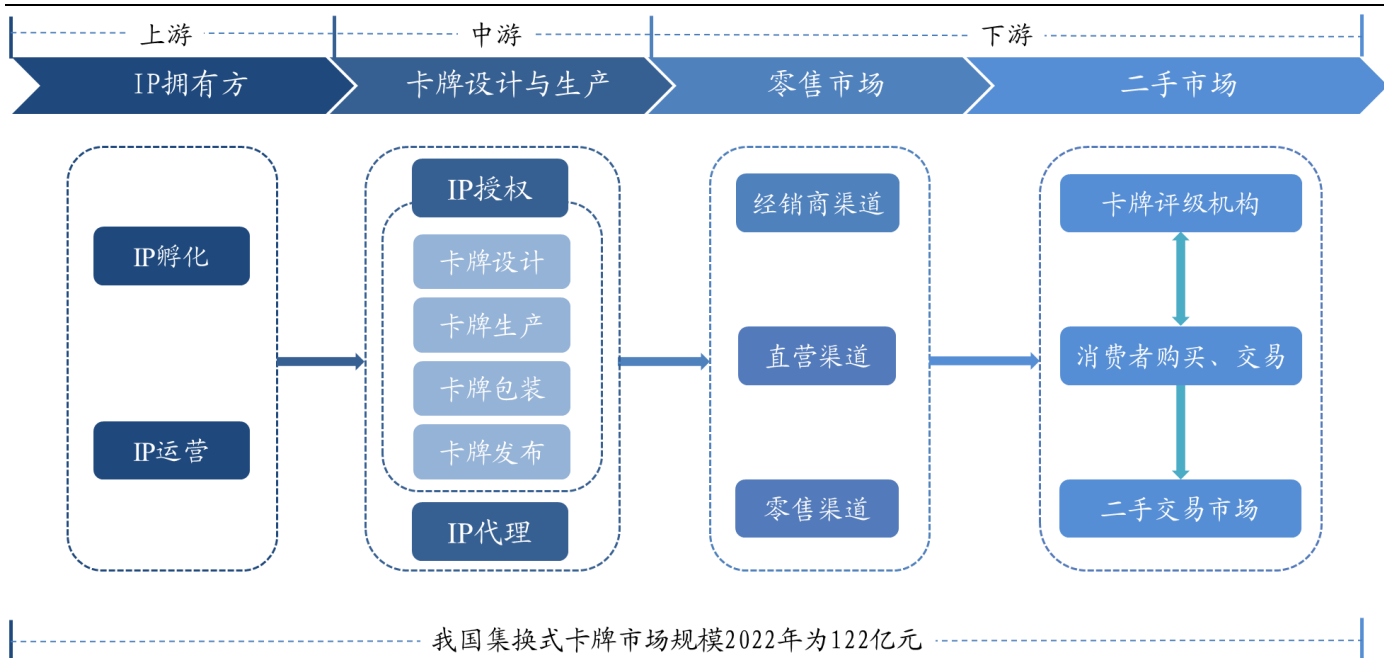
| 排名 | 排名变化 | 品牌       | 总销售额        | 品类平均成交价 | 品类商品数 | 品类销量       | 销量占比   | 品类销售额       | 市场份额  | 销售额环比    | 销售额同比    |
|----|------|----------|-------------|---------|-------|------------|--------|-------------|-------|----------|----------|
| 1  | ↑20  | 卡游       | 2.5 亿-5 亿   | ¥26.72  | 4.6w  | 750w-1000w | 15.38% | 2.5 亿-5 亿   | 8.07% | 8850.04% | 20000%   |
| 2  | ↓1   | 泡泡玛特     | 2.5 亿-5 亿   | ¥121.10 | 1529  | 75w-100w   | 1.42%  | 1 亿-2.5 亿   | 3.37% | 17.02%   | -4.90%   |
| 3  | ↑4   | 宝可梦卡牌    | 1000w-2500w | ¥79.90  | 663   | 25w-50w    | 0.43%  | 1000w-2500w | 0.68% | 172.04%  | 6153.56% |
| 4  | ↑28  | 桑尼森迪     | 1000w-2500w | ¥74.21  | 11    | 25w-50w    | 0.44%  | 1000w-2500w | 0.65% | 1552.39% | 427.62%  |
| 5  | ↑1   | 集卡社      | 1000w-2500w | ¥80.41  | 3819  | 25w-50w    | 0.40%  | 1000w-2500w | 0.63% | 136.11%  | 701.85%  |
| 6  | ↓2   | TNTSPACE | 1000w-2500w | ¥73.60  | 117   | 25w-50w    | 0.42%  | 1000w-2500w | 0.60% | 40.47%   | -        |
| 7  | ↓4   | 寻找独角兽    | 1000w-2500w | ¥154.09 | 254   | 7.5w-10w   | 0.15%  | 1000w-2500w | 0.44% | -14.16%  | 53.17%   |
| 8  | ↑2   | 宝可梦      | 2500w-5000w | ¥157.53 | 568   | 7.5w-10w   | 0.14%  | 1000w-2500w | 0.44% | 173.45%  | 1339.91% |
| 9  | ↓7   | 52TOYS   | 1000w-2500w | ¥124.21 | 317   | 10w-25w    | 0.16%  | 1000w-2500w | 0.38% | -51.36%  | 68.61%   |
| 10 | ↑1   | 阿玛莉莉丝    | 1000w-2500w | ¥107.05 | 50    | 10w-25w    | 0.17%  | 1000w-2500w | 0.36% | 128.83%  | 966.07%  |

数据来源：蝉魔方公众号、开源证券研究所

### 3.2、IP 资源或成为后续核心竞争要素

集换式卡牌产业链贯通上游 IP 至下游消费、交易市场。集换卡行业包括上游的 IP 拥有方，中游的 IP 授权分销商、代理商，下游的零售渠道及二手流通市场。从市场规模来看，2022 年我国集换卡整体市场规模为 122 亿元（包括一级发行市场与二级交易市场），参与玩家超过百万。

图22：集换式卡牌产业链贯通上游 IP 至下游消费、交易市场



我国集换式卡牌市场规模2022年为122亿元

资料来源：云涌控股招股书、卡游招股书、灼识咨询、开源证券研究所

**卡牌各参与方不断加码 IP 资源布局。**由于卡牌是 IP 的承载，卡牌授权方所拥有的 IP 资源成为核心竞争力。以卡游为例，公司 2021-2023 年前三季度分别推出集换式卡牌 132 个、168 个及 121 个。截至 2023Q3，公司的 IP 矩阵包括 44 个，包括动漫类：叶罗丽、咒术回战、斗罗大陆等；网文/文学类：魔道祖师、天官赐福、红楼梦；游戏类：蛋仔派对、第 5 人格、元梦之星等热门 IP。其中，自 2018 年取得奥特曼 IP 授权以来至 2023Q3，公司基于超过 50 个奥特曼英雄角色推出总共 274 个集换式卡牌系列及 28 个文具系列。业内其他卡牌授权商正持续扩大 IP 授权矩阵，集卡社拥有斗罗大陆、时光代理人、小黄人、星际宝贝、小王子等影视、动漫 IP 授权，万画云游针对女性市场，与三丽鸥、芭比等女性向 IP 合作，形成差异化产品定位。

表5：卡游 IP 矩阵覆盖广泛受众

| IP 名称 | IP 来源 | 影响力                                                                       | 粉丝受众                                            |
|-------|-------|---------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| 奥特曼   | 获得授权  | 《奥特曼》2020 年在淘宝平台搜索量达 2 亿次，影响力庞大                                           | 主要受众是小学生和初中生                                    |
| 叶罗丽   | 获得授权  | 《精灵梦叶罗丽》系列动画片积累了大量的忠实粉丝。                                                  | 卡牌的受众主要集中在 4-14 岁的儿童及少女                         |
| 英雄对决  | 自有产权  | 《英雄对决》凭借其独特的玩法和丰富的 IP 内容吸引了大量玩家。                                          | 其受众年龄跨度相对较大，但主要集中在青少年和年轻成年人之间                   |
| 蛋仔派对  | 获得授权  | 官方宣布，《蛋仔派对》已达成 5 亿用户里程碑                                                   | 其卡牌及其他衍生品受众集中于年轻用户                              |
| 斗罗大陆  | 获得授权  | 目前整个《斗罗大陆》核心用户大概有 2 亿~3 亿人。根据新华旗下的中国经济信息社发布报告，《斗罗大陆》在多个年份中均位居 IP 综合价值榜单前列 | 覆盖广泛网文受众                                        |
| 火影忍者  | 获得授权  | 2014 年 5 月《火影忍者》在日本国内发行量突破两亿                                              | 在 20-40 岁之间                                     |
| 小马宝莉  | 获得授权  | 《小马宝莉》卡牌在线上平台的月销售额接近 1000 万元，平台上的拆卡店铺数量超过 1000 家                          | 主要集中在中小学生群体，特别是 10 后                            |
| 魔道祖师  | 获得授权  | 动画《魔道祖师》前尘篇开播首日平台播放量超过 2.6 亿，豆瓣评分达到 8.9 分                                 | IP 卡牌的受众主要为 10-25 岁的青少年和年轻人                     |
| 海绵宝宝  | 获得授权  | 已被翻译成 25 种语言在全球 160 多个国家地区播出，品牌受众覆盖小朋友到成人全年龄层，拥有 1.16 亿社交粉丝，家喻            | 《海绵宝宝》卡牌的适用年龄跨越了多个年龄段，包括儿童(4-6 岁)、少年(7-14 岁)、青年 |

| IP 名称 | IP 来源 | 影响力                                                              | 粉丝受众                                            |
|-------|-------|------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| 卡游三国  | 自有产权  | 户晓的卡通时尚 icon                                                     | (15-35 岁); 每月有约 5780 万人观看《海绵宝宝》, 其中约 1310 万为青少年 |
| 卡游三国  | 自有产权  | 截至 2023 年 9 月 30 日, 卡游三国主题产品的累计商品交易总额已超过 1.1 亿元, 超 10 万人拥有卡游三国卡牌 | 快速成为 10 后新宠                                     |

资料来源: 千岛、界面新闻、中国周刊网、新华网、新浪新闻等、开源证券研究所 注: 篇幅所限, 仅列示部分卡游 IP

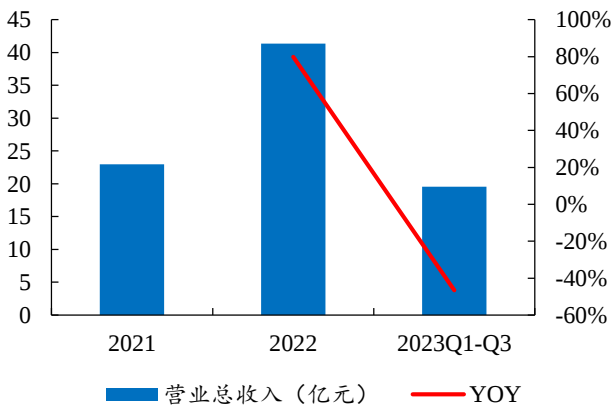
表6: 部分卡牌公司获授权 IP 统计

| 卡牌公司    | IP 数量统计 | 代表性 IP                                     | 千岛粉丝量 |
|---------|---------|--------------------------------------------|-------|
| 卡游      | 100+    | 小马宝莉、叶罗丽、奥特曼 X 档案、英雄对决、魔道祖师、海绵宝宝、奥特曼、斗罗大陆等 | 4.3 万 |
| 趣卡社     | 6+      | 三国、封神榜、绝代双骄等                               | 3432  |
| 集卡社     | 43+     | 斗罗大陆、撒野、小黄人、时光代理人、鬼灭之刃、一人之下、全职高手、斗破苍穹等     | 3402  |
| 卡宝文创    | 8+      | 妖精的尾巴、魔卡少女樱、狐妖小红娘、蜡笔小新等                    | 3185  |
| 万画云游    | 1+      | 三丽鸥、芭比、创造营、乘风 2024 等                       | 390   |
| 万代卡牌    | 10+     | OPCG 简中、原神、哆啦 A 梦、机动战士高达等                  | 310   |
| Hitcard | 5+      | 大闹天宫、泡泡玛特、幻雾等                              | /     |

数据来源: 千岛、开源证券研究所 (统计截至 2024 年 9 月 9 日)

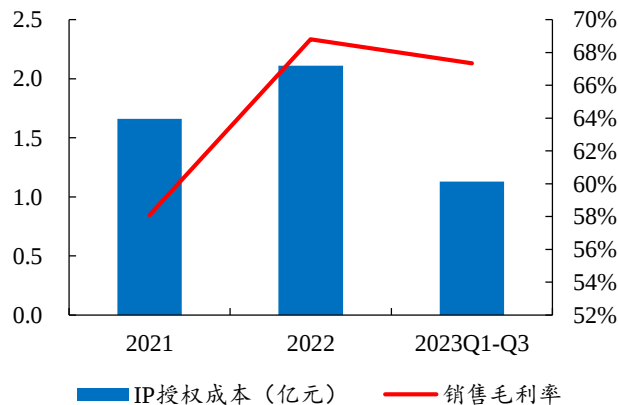
**打造旗舰 IP 卡牌, 同时以丰富的 IP 矩阵覆盖更广泛受众, 有助于筑高竞争壁垒。**庞大的 IP 矩阵及主力产品奥特曼卡牌助推卡游收入持续增长, 2021、2022 年及 2023 年前三季度分别实现收入 22.99、41.35、19.56 亿元。丰富的 IP 矩阵也有助于降低 IP 授权成本占比, 根据卡游招股书, 2021-2023 年前三季度, 卡游支付的 IP 授权费用分别为 1.66 亿元、2.11 亿元、1.13 亿元, 占总收入的 7.2%、5.1%和 5.8%, 费用占比相对较低, 公司毛利率维持高位。

图23: 卡游 2022 年营业收入高增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 卡游毛利率维持高位



数据来源: Wind、卡游招股书、开源证券研究所

**授权卡牌竞争激烈, 自有 IP/自研 IP 成为卡牌商突破口。**从业内竞争情况来看, (1) 随卡牌供给的进一步扩大, 少数优质 IP 获得更多卡牌商关注, 同质化卡牌增多, 竞争愈发激烈; (2) 授权 IP 可能面临续约风险, 授权费用也成为固定成本, 卡游的蛋仔派对、斗罗大陆等 IP 将于 2025 年到期, 需续签授权协议; (3) IP 授权方纷纷推出卡牌, 2024 年 7 月, 奥特曼的制作及版权方日本圆谷制作株式会社宣布, 将于 2024 年 10 月 25 日在全球推出首款奥特曼策略卡牌游戏, Ravensburg 及迪士尼

洛卡宣布将发行迪士尼洛卡纳集换式卡牌游戏简体中文版，也意味着 IP 资源的竞争愈发激烈。此时，孵化自有 IP 成为卡牌公司发展的突破口。卡游逐步构建起《卡游三国》、《金庸侠客令》等自有 IP，形成“授权+自有”的 IP 矩阵。另外，卡牌制作供应链成熟，品类偏轻，优质 IP 资源或成为核心竞争要素，IP 储备丰富的内容方通过“授权+自营”进入卡牌行业，为自有 IP 推出相关卡牌产品，有望扩大 IP 变现空间。

图25：卡游三国的经典卡种-章回卡



资料来源：IPC 情报局公众号

图26：奥特曼版权方日本圆谷制作株式会社宣布推出首款奥特曼策略卡牌游戏



资料来源：卡游公众号

表7：卡游的蛋仔派对、斗罗大陆动漫等 IP 将于 2025 年到期

| IP 名称  | IP 来源 | 主要产品类型   | 权利性质                     | 有效期限   | 与 IP 合作伙伴展开合作年份 |
|--------|-------|----------|--------------------------|--------|-----------------|
| 奥特曼    | 获得授权  | 集换式卡牌及文具 | 中国内地设计、开发、生产、销售和营销权利     | 2029 年 | 2018 年          |
| 叶罗丽    | 获得授权  | 集换式卡牌及文具 | 中国内地设计、开发、生产、销售和营销权利     | 2033 年 | 2019 年          |
| 斗罗大陆动漫 | 获得授权  | 集换式卡牌    | 中国内地设计、开发、生产、销售和营销权利     | 2025 年 | 2020 年          |
| 蛋仔派对   | 获得授权  | 集换式卡牌及文具 | 中国内地及东南亚设计、开发、生产、销售和营销权利 | 2025 年 | 2019 年          |
| 卡游三国   | 自有产权  | 集换式卡牌    | 不适用                      | 不适用    | 不适用             |

资料来源：卡游招股书、开源证券研究所

### 3.3、卡组设计、运营活动、销售渠道亦为重要竞争要素

对 TCG 而言，卡组设计为卡牌影响力的重要影响因素。以宝可梦为例，宝可梦卡牌分为宝可梦卡、训练师卡、能量卡三种类型，玩家可根据自己的喜好，使用 60 张卡牌所组成的卡组进行对战，根据卡组的构成不同，战斗的风格方式有明显差异。除自行构筑卡组外，还可以直接购买卡组或改造一套强力卡组。对战时，两名玩家在卡垫上轮流发动攻击，玩家需合理搭配不同类型的卡牌，以发挥最大的协同效果。可玩性强的卡组和酷炫的卡牌工艺设计，提高玩家沉浸感，有效扩大宝可梦卡牌影响力。

图27：PTCG 允许玩家自由组合形成自己的专属卡组



4 放入与你喜欢的宝可梦相同属性的宝可梦卡

你的卡组应该还能再加入一些卡牌。

加入与 1 中选择的宝可梦属性相同的宝可梦卡，让卡组的卡牌数达到正好60张，1套属于你的卡组就完成啦！

资料来源：宝可梦官网

**举办线下运营活动有助于增强用户粘性。**通过线下营销活动与组织定期赛事，卡牌厂商或能逐步增强用户粘性，推动用户购买新卡牌，从而延长卡牌与 IP 的生命周期。为了在对战中保持竞争力，玩家需要不断购买新的卡片，调整自己的卡组构成，因此线下赛事不仅有助于扩大用户面，也有助于单个用户提高消费额。以《游戏王》为例，收集一套卡组可能花费数百元，但如果希望参与比赛，年开销可在五千元以上，上限较高。美国游戏公司 Wizards of the Coast 创作并出版的《万智牌》举办的世界锦标赛，《游戏王》及《宝可梦》的世界锦标赛都充当了类似作用。从我国来看，截至 2023 年，英雄对决卡牌杯全国大奖赛已经在百余座城市举办了两万多场，成为国内规模最大、参与人数最多的 TCG 赛事，2018-2020 年，云涌控股在中国、马来西亚、新加坡等地举办 48 场、47 场及 24 场锦标赛。

图28：卡游持续举办“卡游杯”英雄对决线下赛



资料来源：卡游公众号

图29：宝可梦举办 2024 宝可梦北京大师赛

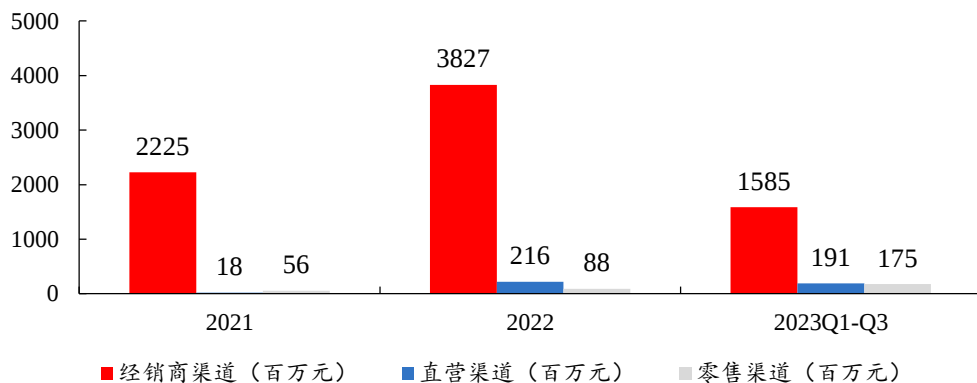


资料来源：宝可梦官网

**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。

图30: 卡游经销商渠道贡献主要收入



数据来源: 卡游招股书、开源证券研究所

## 4、投资建议: 优选 IP 储备丰富、渠道优势突出、积极布局集换式卡牌赛道的公司

### 4.1、奥飞娱乐: 动漫 IP 储备丰富, 集换卡拓展 IP 变现品类

作为国内动漫 IP 头部公司, 奥飞娱乐旗下“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”、“量子战队”、“巴啦啦小魔仙”、“萌鸡小队”、“贝肯熊”等优质 IP 沉淀庞大的粉丝群体, 已于 2023 年授权推出《喜羊羊与灰太狼》GOAT 极藏卡豪华版、《巴啦啦小魔仙》魔法闪耀卡、《量子战队》新势力激战卡等系列, 于 2024 年 7 月推出“铠甲勇士竞技收藏卡-战神版”。根据公司 2024 年 8 月奥迪双钻秋季新品发布会, 2024 年公司还将推出喜羊羊与灰太狼等 IP 卡牌新品, 后续或将有更多热门 IP 加入, 拓展产品品类并推进整体营销矩阵, 扩大奥迪双钻品牌在卡牌领域的影响力, 打开变现空间。

图31: 奥飞娱乐将推出喜羊羊与灰太狼 IP 卡牌新品



资料来源: 奥飞娱乐公众号

图32: 奥飞娱乐已推出铠甲勇士 IP 卡牌新品



资料来源: 奥飞娱乐公众号

## 4.2、上海电影：“大 IP 开发”战略领航，IP 卡牌拓展增量

公司旗下上影元（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。在上影集团“大 IP 开发”战略引领下，不断拓展 IP 卡牌业务，2024 年 2 月公司授权《大闹天宫》IP，由卡星时代出品《大闹天宫》集换式卡牌，2024 年 6 月，上影元与卡盟文创宣布正式展开战略合作，上影元将联手卡盟文创打造全新卡牌产品-“卡片英雄”，打造破次元、多元化、更新鲜有趣的中国国产英雄题材宇宙，目前葫芦兄弟、孙悟空、哪吒、黑猫警长等已加入卡盟卡片宇宙，后续卡牌业务有望为公司持续带来业绩增量。

图33：葫芦兄弟、孙悟空、哪吒、黑猫警长等已计划推出卡牌



资料来源：卡盟文创公众号

## 4.3、阅文集团：联合爆款影视剧推出卡牌周边，实现 IP 放大效应

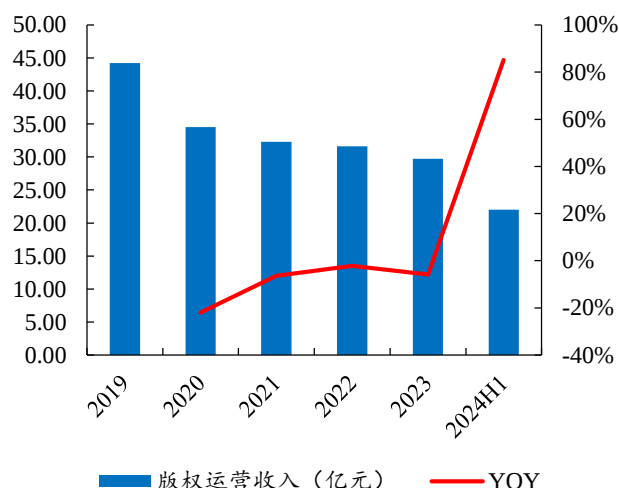
公司致力于构建阅文 IP 宇宙的卡牌生态系统，利用庞大的网文 IP 资源提高内容变现上限。目前已在影视卡牌系列中与 Hitcard 合作推出《与凤行》、《庆余年》卡牌，后续计划推出《大奉打更人》等影视项目的卡牌产品。公司还拥有动漫卡牌开发管线并具备全球化发行卡牌的能力，《全职高手》《斗破苍穹》《诡秘之主》《一人之下》《狐妖小红娘》等知名 IP 也均计划在 2024 年下半年于海内外市场推出产品。目前卡牌 IP 已贡献规模化收入，2024H1 公司版权运营及其他收入同比增长 85.1%至 22.03 亿元，其中 IP 卡牌的 GMV 合计约为 1 亿元。以标杆产品《庆余年》卡牌为例，共计推出包含 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。公司通过线上合作直播渠道助力破圈，线下通过在商圈、博物馆、图书馆等地开展“庆余年”线下展、沉浸式灯光秀等，带动卡牌销量增长的同时，也拉动小说、影视剧及衍生品的宣发和售卖。随着影视衍生品进入长线化、常态化开发运营，公司网文及影视 IP 优势有望借由卡牌实现 IP 放大效应。

图34: 《庆余年2》推出共 308 个卡面



资料来源: 腾讯视频草场地天猫旗舰店

图35: 阅文集团版权运营收入在 2024H1 快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 4.4、姚记科技: 扑克牌龙头, 投资卡淘发力球星卡赛道

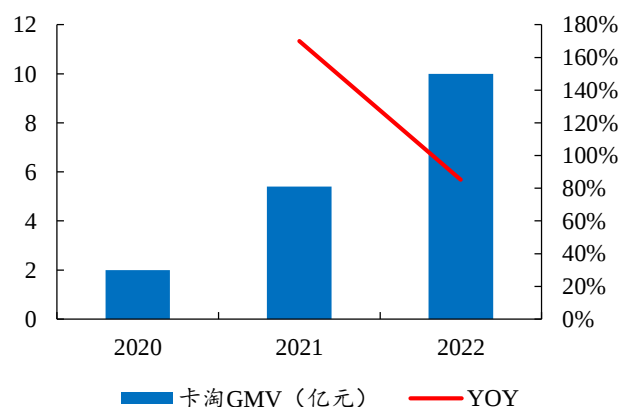
公司于 2022 年 1 月投资卡牌交易平台“卡淘”, 持股 38%, 进军球星卡牌赛道。“卡淘”两大板块业务 Card Hobby (卡牌交易平台业务) 及 DAKA (收藏卡发行业务) 分别是国内头部二手卡牌交易平台及国内首家专业化体育文化收藏卡发行商。Card Hobby GMV 快速增长, 根据上海元促会数据, 卡淘 2020-2022 年 GMV 分别约为 2、5.4、10 亿元。截至 2023 年 9 月, 注册用户超过 25 万, 日活超过 2 万; 目前已实现国内外顶级体育 IP、电竞、文化娱乐等全品类覆盖, 占国内球星卡二手交易市场份额近 70%; DAKA 专注于收藏卡发行, 截至 2022 年 1 月, DAKA 文化已签约、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、网络综艺等品类, 其中代表性独家签约发行权 IP 有: 中国男子篮球职业联赛、中超劲旅北京国安、上海申花足球俱乐部、德甲劲旅多特蒙德俱乐部等。姚记科技的扑克牌销售覆盖终端渠道百万家, 扑克牌工艺先进, 有望与“卡淘”平台展开业务协同, 突出的渠道优势助力公司卡牌业务快速发展。

图36: DAKA 文化签约 IP 覆盖足球、篮球、影视等主题



资料来源: 上海嘉定元宇宙产业促进会

图37: 卡淘 GMV 快速增长

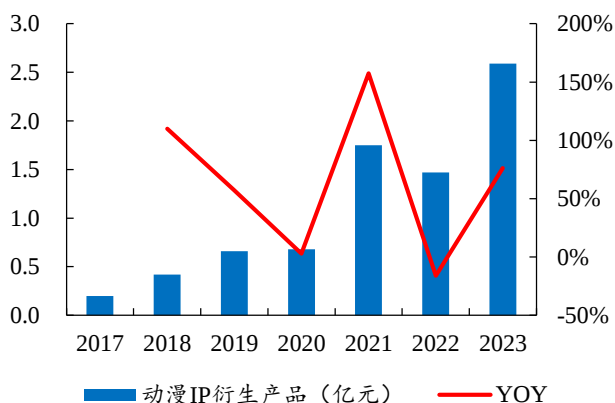


数据来源: 上海嘉定元宇宙产业促进会、开源证券研究所

#### 4.5、华立科技：立足游艺设备优势赛道，动漫 IP 衍生产品收入创新高

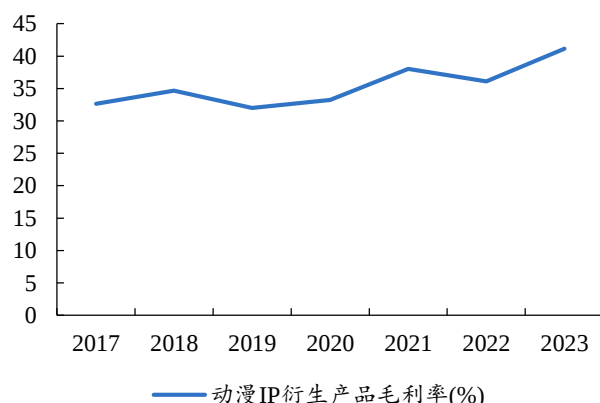
公司主营游艺设备销售、动漫 IP 衍生品销售、代理销售海外知名卡牌等，凭借在行业内多年的积累，与 Microsoft（微软）、Bandai Namco（万代南梦宫）、SEGA（世嘉）、Raw Thrills、IGS（鈊象电子）等全球知名游戏企业建立了战略合作伙伴关系。目前公司已获得了多款 IP 在游戏游艺设备领域的全球或区域代理权，包括《闪电摩托 DX》、《极品飞车》、《巨兽浩劫 3》、《假面骑士正义变身》、《太鼓之达人》、《舞萌 DX》、《头文字 D 激斗》、《狂野飙车 9》、《我的世界》、《宝可梦》、《奥特曼》、《三国幻战》等，IP 渠道优势明显。渠道方面，公司合作的客户包括万达宝贝王、大玩家、风云再起、永旺幻想、星际传奇、天空之城、Round 1、Time Zone、HELIX LEISURE PTE LTD 等国内外知名连锁品牌。公司 2023 年动漫 IP 衍生品收入为 2.59 亿元，同比增长 76.2%，毛利率为 41.2%，皆创历史新高。公司凭借多年游艺设备销售经验，上游与优质 IP 方紧密合作，下游拥有广泛的游艺乐园场景及经销渠道。

图38：2023 年华立科技动漫 IP 衍生产品收入创新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2023 年华立科技动漫 IP 衍生产品毛利率创新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们建议优选拥有丰富的 IP 资源储备或突出的渠道优势，并积极布局集换式卡牌业务的公司，重点推荐奥飞娱乐、上海电影、阅文集团、姚记科技，受益标的包括华立科技等。

表8：建议优选 IP 储备丰富、渠道优势突出，并积极布局集换卡的公司

| 股票代码      | 公司名称 | 评级   | 总市值<br>(亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       |       | PE    |       |       |       |
|-----------|------|------|-------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |      |             | 2023A      | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 002292.SZ | 奥飞娱乐 | 买入   | 81.33       | 0.94       | 2.05  | 3.14  | 4.11  | 86.85 | 39.67 | 25.94 | 19.76 |
| 002605.SZ | 姚记科技 | 买入   | 83.44       | 5.62       | 7.08  | 7.86  | 8.54  | 14.83 | 11.78 | 10.62 | 9.77  |
| 601595.SH | 上海电影 | 买入   | 86.82       | 1.27       | 2.37  | 3.45  | 4.64  | 68.37 | 36.70 | 25.16 | 18.71 |
| 0772.HK   | 阅文集团 | 买入   | 235.22      | 8.05       | 11.04 | 13.49 | 15.13 | 29.22 | 21.31 | 17.43 | 15.55 |
| 301011.SZ | 华立科技 | 未有评级 | 22.43       | 0.52       | 0.80  | 1.08  | 1.33  | 43.17 | 28.03 | 20.74 | 16.81 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2024 年 9 月 24 日收盘价，港元汇率 1 港元=0.903 人民币，已评级公司盈利预测来自开源证券研究所，未有评级公司盈利预测来自 Wind 一致预测）

## 5、风险提示

**(1)新推出卡牌销量不及预期的风险:**受到受众审美喜好变化、营销推广方式、行业监管及偶发事件等影响,新推出的 IP 卡牌销量或不及预期,从而影响整体行业规模。

**(2)行业竞争加剧的风险:**随集换式卡牌市场进入者增多,产业链各环节竞争或加剧,从而影响行业格局演变及行业整体盈利能力。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

|                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                  |                       |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|-----------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                  |                       |
| 证券评级                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 |                  |                       |

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn