

超配（维持）

IP+社交+情绪消费，卡牌快速崛起

卡牌行业专题报告

2024年12月30日

投资要点：

分析师：陈伟光

SAC 执业证书编号：

S0340520060001

电话：0769-22119430

邮箱：

chenweiguang@dgzq.com.cn

分析师：罗炜斌

SAC 执业证书编号：

S0340521020001

电话：0769-22110619

邮箱：luoweibin@dgzq.com.cn

研究助理：戴晓

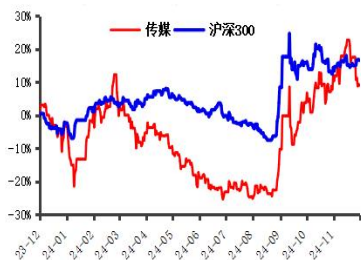
SAC 执业证书编号：

S0340123100029

电话：0769-22119297

邮箱：daixiao@dgzq.com.cn

传媒行业（申万）指数走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

- **IP为卡牌行业核心发展动力。**IP为消费者购买卡牌的核心要素，伽马数据的调查显示，用户购买衍生品的动机主要是为了与游戏建立更深层次的情感联系，超过半数的用户因喜爱特定角色而选择购买。卡牌公司的市场竞争力很大程度上取决于其IP塑造能力，能否构建一个市场广泛认同且具有持久生命力的IP产品矩阵，是决定其产品市场表现的决定性因素。
- **日本市场代表产品吸金能力强劲，宝可梦TCG手游引领卡牌数字化。**2023年日本卡牌市场销售额实现快速增长，市场规模达2774.29亿日元，主要得益于宝可梦TCG等经典IP产品的出色表现。根据数据统计，2023年4月-2024年3月，《宝可梦PTCG》狂澜1337亿日元，实现137%的同比增长；《游戏王OCG》、《决斗大师DuoVasteres》、《航海王TCG》分别实现471、289、265亿日元的收入，同比分别增长137%、107%、97%，多款代表产品均显示出强劲的吸金能力。此外，宝可梦公司24年10月正式发布宝可梦TCG手游《Pokemon TCG Pocket》，上线首日便成功闯入多个国家和地区的iOS畅销榜，《Pokemon TCG Pocket》强大的吸金能力充分展现了宝可梦IP强大的市场号召力，也极大程度上拓宽了卡牌市场的变现渠道，TCG手游有望成为卡牌厂商未来布局方向。
- **中国卡牌市场规模实现喷井式增长，优质IP储备丰富。**数据显示，中国卡牌行业市场规模由2017年的7亿元大幅增加至2022年的122亿元，五年CAGR达78.4%；到2027年市场规模预计扩大至310亿元。收藏卡方面，2022年中国收藏卡行业市场规模达113.1亿元，同比增长42.1%，到2025年其市场规模预计达276.6亿元。IP方面，中国早期IP市场主要依赖进口IP授权，但近年自研IP市场份额已逐步提升。动画片、游戏等行业IP储备丰富，如游戏行业经多年积累已孕育出了众多具有广泛影响力的IP，包括开放世界RPG《原神》、女性向IP《光与夜之恋》和动漫风格的《明日方舟》等，其中《原神》在淘宝2023年度IP价值榜上排名已超过《宝可梦》。优质IP源源不断的产出，将持续为卡牌市场注入活力，未来有望通过自研IP实现增量。
- **投资建议：**中国卡牌行业近年处于快速发展阶段，用户规模庞大，用户付费意愿较高，相较美日成熟市场仍蕴含广阔发展空间。此外，中国IP资源储备丰富，未来随着更多优质IP推出，卡牌赛道有望保持高景气度。建议关注优质IP储备丰富，IP打造能力突出的公司，相关标的包括奥飞娱乐（002292.SZ）、姚记科技（002605.SZ）等。
- **风险提示：**法规和政策风险；IP运营风险；市场竞争加剧风险等。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目 录

1. 卡牌行业概况	4
1.1 卡牌发展历程：起源于美国，在日本市场迅速崛起	4
1.2 卡牌分类&特点：兼备竞技、收藏价值、社交互动特性	5
1.3 卡牌产业链：IP 为核心发展动力	8
1.4 卡牌市场规模：市场规模快速增长，美中日为主要市场	10
2. 日本卡牌市场：代表产品吸金能力强劲，《Pokemon TCG Pocket》引领卡牌数字化	11
3. 中国卡牌市场：规模实现喷井式增长，优质 IP 储备丰富	14
3.1 卡牌市场规模实现喷井式增长	14
3.2 供给端：已孕育有广泛影响力 IP，未来有望通过自研 IP 实现增量	15
3.3 需求端：用户规模保持增长，付费意愿高	16
4. 国内卡牌赛道相关企业	19
4.1 卡游：集换式卡牌龙头，IP 矩阵丰富	19
4.2 姚记科技：积极推进卡牌业务，获《宝可梦 TCG》代理商	20
4.3 奥飞娱乐：自有 IP 资源深厚，卡牌为重点拓展的品类	21
5. 投资建议	22
6. 风险提示	22

## 插图目录

图 1：卡牌行业发展历程	4
图 2：各类卡牌特征	5
图 3：集换社卡牌集换仓	6
图 4：“中国体育”收藏卡乾坤系列	7
图 5：宝可梦 TCG 部分线下赛事	7
图 6：集换式卡牌产业链	8
图 7：国内外部分卡牌企业	9
图 8：用户购入衍生品成因分布	10
图 9：2022 年全球集换式卡牌游戏市场规模	10
图 10：2022 年美国、中国和日本集换式卡牌市场规模	10
图 11：2019-2023 年日本玩具及卡牌行业市场规模	11
图 12：宝可梦 TCG 卡牌销售情况	12
图 13：2023 年 4 月-2024 年 3 月日本前十 TCG 卡牌及销售额	12
图 14：宝可梦 ex 卡牌的卡面插画	12
图 15：《Pokemon TCG Pocket》各大榜单排名	13
图 16：2017-2023 年中国集换式卡牌行业市场规模	14
图 17：2020-2025 年中国收藏卡行业市场规模	14
图 18：2021-2023 年度国产电视动画片发行情况（单位：部）	15
图 19：2023-2024 年游戏版号发放情况	15
图 20：淘宝 2023 年度 IP 价值榜	15
图 21：2017-2026 年中国泛二次元用户人数及测算	16
图 22：2021 年中国泛二次元用户的年龄分布	16
图 23：2021 年中国泛 Z 世代群体特征标签	17
图 24：2020-2025 年中国收藏卡消费者规模	17

图 25 : 2020 年中国 Z 世代月度人均可支配收入区间分布 .....	18
图 26 : 2024 年年轻人情绪消费意愿度 .....	18
图 27 : 2022 年三大主要市场集换式卡牌人均支出 (元) .....	18
图 28 : 2021-2023Q1-Q3 公司总营收和卡牌业务营收 .....	19
图 29 : 2021-2023Q1-Q3 公司整体毛利率和卡牌业务毛利率 .....	19
图 30 : 卡游主要 IP 情况 .....	19
图 31 : DAKA 文化发布的球员签名卡 .....	20
图 32 : 卡淘交易平台卡牌拍卖与交易 .....	21
图 33 : 姚记潮品举办宝可梦卡牌大师赛 .....	21
图 34 : 《铠甲勇士》卡牌产品 .....	22

## 表格目录

表 1 : 2023 年日本玩具市场规模 (单位: 百万日元) .....	11
表 2 : 重点公司盈利预测及投资评级 (截至 2024 年 12 月 27 日) .....	22

## 1. 卡牌行业概况

### 1.1 卡牌发展历程：起源于美国，在日本市场迅速崛起

#### 1) 萌芽阶段（1993-1995 年）：

集换式卡牌游戏（Trading Card Game 或 TCG）起源于美国，1993 年威世智公司发行全球首款集换式卡牌游戏《万智牌》（《Magic: The Gathering (MTG)》），并以其独特的社区参与度和竞技特性，迅速打开卡牌游戏市场。目前，万智牌已经发行到全球 70 多个国家，并支持超过 11 种语言。据统计，截至 2023 年 2 月，万智牌的玩家数量已接近五千万。在 2008 年到 2016 年间，万智牌的产量累计超过 200 亿张。到 2022 财年，万智牌每年的收入超过 10 亿美元。

#### 2) 快速发展阶段（1996-2006 年）：

1996 年，Media Factory 公司在日本首次推出基于精灵宝可梦系列的集换式卡牌游戏《Pokémon TCG (PTCG)》，并在 1997 年开设 Pokémon TCG 世界锦标赛，带动卡牌游戏在全球快速传播。到 1999 年夏天，PTCG 超越了万智牌 (MTG)，成为销量最高的 TCG。

宝可梦卡牌游戏的巨大成功吸引了众多厂商投身于卡牌游戏市场。其中，威世智公司推出了《星际迷航》和《星球大战》等以经典 IP 为题材的卡牌游戏；同时，一系列基于日本动漫的 TCG 也相继问世，如《战斗陀螺》、《高达战争》、《海贼王》、《犬夜叉》、《Zatch Bell!》、《Case Closed》和《幽游白书》等。此外，一些早期的卡牌游戏如《龙珠 GT》和《数码宝贝集换式卡牌游戏》也得到了更新或重启。

2006 年，暴雪娱乐与 Upper Deck 合作，推出了《魔兽世界》集换式卡牌游戏，借助《魔兽世界》PC 游戏的广泛影响力，进一步促进了卡牌游戏行业的繁荣。

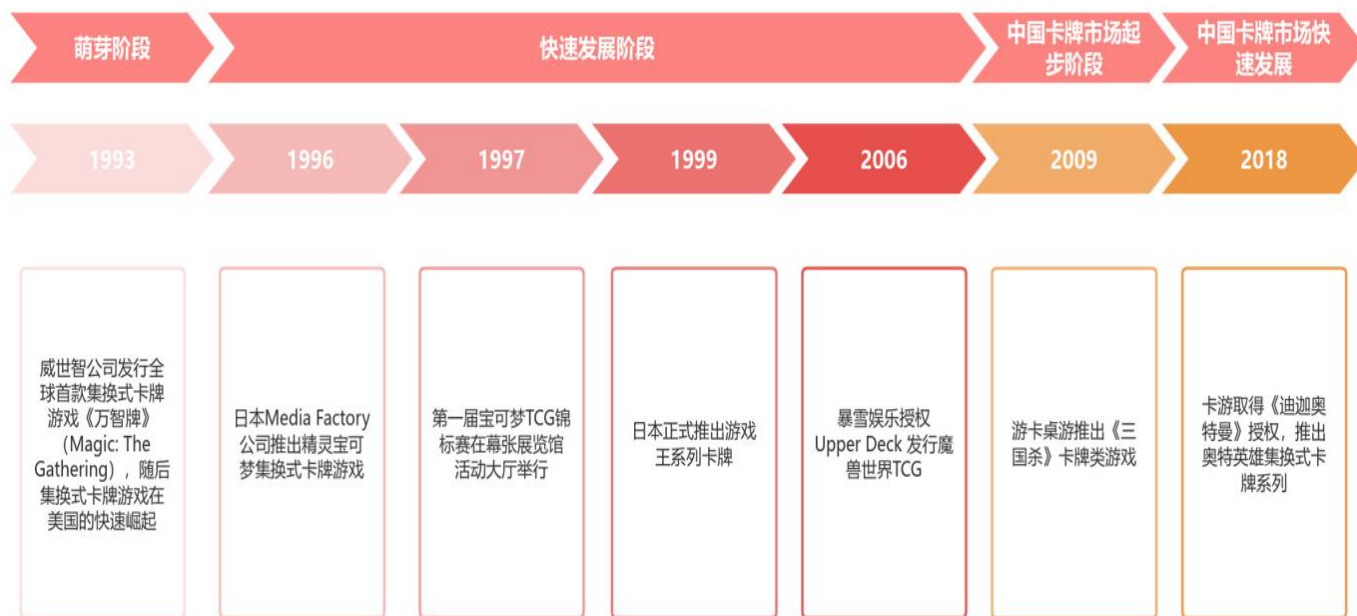
#### 3) 中国卡牌起步阶段（2009-2018 年）：

中国的卡牌游戏行业相对较晚起步。《三国杀》为国内早期卡牌类游戏代表，于 2009 年开启封闭测试，并迅速风靡全国，这也代表着中国卡牌游戏市场的开端。

#### 4) 中国卡牌快速阶段（2018 年至今）：

2018 年，卡游公司获得了一系列知名 IP 的授权，推出了包括奥特曼系列卡牌在内的多款产品，中国卡牌市场迎来了快速发展的新阶段。

图 1：卡牌行业发展历程



资料来源：wikipedia，日本玩具协会，百度百科，数科社，东莞证券研究所

## 1.2 卡牌分类&特点：兼备竞技、收藏价值、社交互动特性

基于玩法和用途不同，集换式卡牌分为竞技型卡牌和收藏型卡牌两大类。集换式卡牌（TCG）是指具有特定主题的实体卡，可供消费者收藏、交换或畅玩。1) **竞技型卡牌**：竞技类卡牌游戏的主要玩法为收集、培养和对战，玩家可以构建自己的卡组，与其他玩家进行策略对战。代表作品包括有《万智牌》《游戏王》《宝可梦》等。2) **收藏型卡牌**：收藏卡基本玩法为收集与欣赏，玩家可以收集不同的卡片，享受收集和交换的乐趣。代表产品包括有小马宝莉卡牌、奥特曼卡牌、NBA 球星卡等。

图 2：各类卡牌特征





收集你最爱的小马驹

### 小马宝莉强调社交和建造

**玩法介绍：**该游戏的基本玩法是收集与欣赏，卡片上印有动画片中的小马角色，每个角色都有独特的设计和色彩。玩家可以收集不同的卡片，享受收集和交换的乐趣。此外，小马宝莉还有派对游戏等多种形式的游戏，玩家可以打扮小马宝莉，参加各种派对



### 宝可梦侧重于收集和战斗

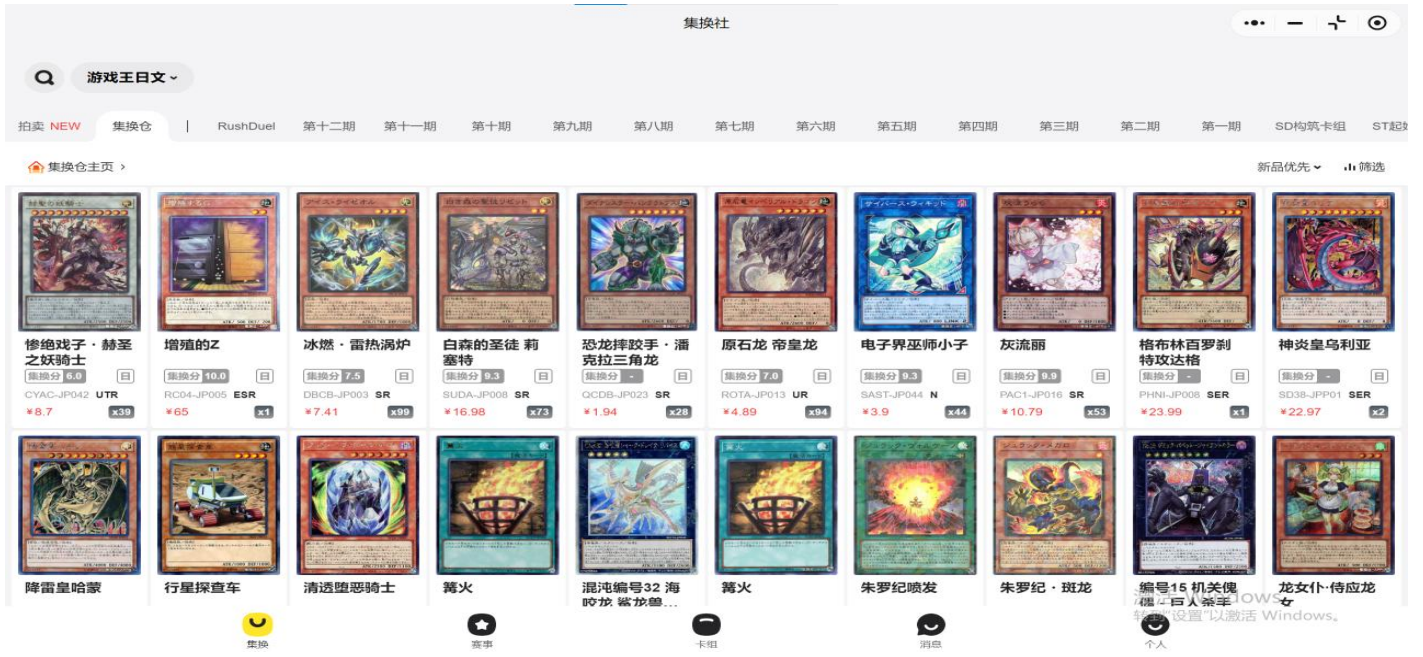
**玩法介绍：**该游戏的核心玩法是收集、培养和对战。玩家在游戏中扮演训练师，捕捉各种宝可梦，通过战斗提升它们的能力，并与其他训练师进行对战。游戏还包括探索新区域、解决谜题和完成任务。此外，宝可梦还有集换式卡牌游戏（PTCG），玩家可以构建自己的卡组，与其他玩家进行策略对

资料来源：炼丹炉，东莞证券研究所

**集换式卡牌兼备竞技、收藏价值、社交互动的特征。**

- 1) 集换机制：**玩家通过购买补充卡包或二手交易获得所需卡牌。每个补充包内含随机卡牌，包括稀有和普通卡，前者效果更强大、收藏价值更高。玩家可交换或出售重复卡牌，增强卡组实力和多样性，并体验拆卡的乐趣。
- 2) 益智策略：**玩家需根据自己和对手卡组情况制定战术和策略，合理利用卡牌效果，规避对手干扰。集换卡牌游戏通常遵循回合制、资源制等规则，玩家需在规则内做决策，玩家可在游戏中锻炼逻辑思维和记忆力，并感受一种挑战和成就感。
- 3) 收藏价值：**集换卡牌具有高收藏性，消费者愿意为喜爱或珍贵卡牌的溢价付费。厂家会推出一些限量版或者特殊版的卡牌，例如银色、金色、闪光等不同材质或者图案的卡牌，这些卡牌通常具有更高的稀有度和价值，也更受到玩家和藏家的追捧。例如，巴黎奥运会期间，原价 379 元一张的“中国体育”乾坤系列签字卡在二手市场价格飙升，其中一张田径运动员夏思凝的 1/1 编实物签字卡在“卡淘”平台上以 39138 元的高价成交。
- 4) 社交互动：**集换卡牌具有强社交属性，玩家可通过参与各类卡牌活动或赛事结识志同道合的朋友，这也让玩家形成活跃的社区文化。

图 3：集换社卡牌集换仓



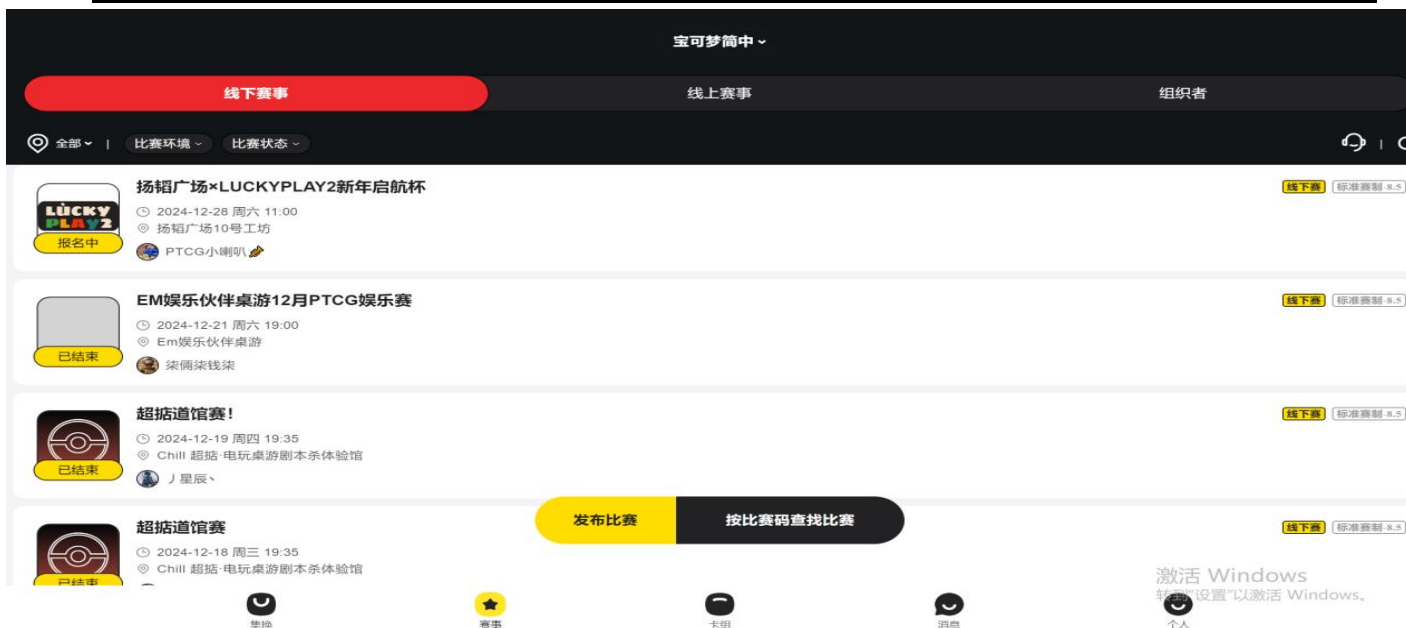
资料来源：集换社小程序，东莞证券研究所

图 4：“中国体育”收藏卡乾坤系列



资料来源：南方都市报，东莞证券研究所

图 5：宝可梦 TCG 部分线下赛事



资料来源：集换社小程序，东莞证券研究所

### 1.3 卡牌产业链：IP 为核心发展动力

从产业链来看，集换式卡牌游戏融合了娱乐、文化、艺术和科技等多重领域，构成了一个广泛而复杂的产业链结构。

1) **上游**：主要是 IP 创作、IP 运营以及 IP 授权代理。上游的 **IP 版权方**（动漫、游戏等版权方）负责为卡牌制造商提供基础素材。由于 IP 的影响力差异性，头部 IP 与非头部 IP 之间的授权费用有较大差距。另外，IP 方除收取固定的授权金外，还可获得卡牌销售金额的小比例分成。

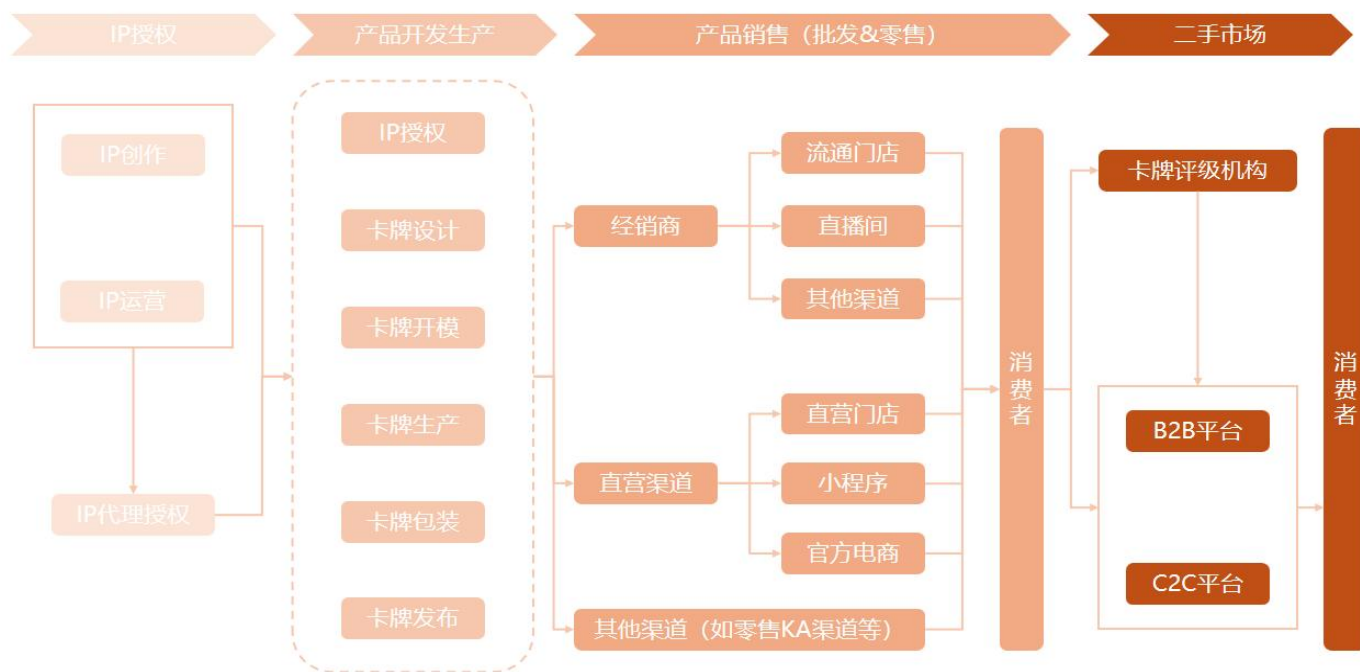
2) **中游**：主要负责集换式卡牌开发、设计及生产。中游的运营发行商围绕特定 IP 的世界观内容，确定卡牌美术风格，设计卡面图案、等级稀有度、制作工艺等卡面要素，并负责卡牌生产、包装与发布。此环节的主要公司包括 Uppe Deck、Topps、卡游、卡套淘、集卡社、姚记科技等。

3) **下游**：主要是卡牌批发&零售销售与二级市场流通。卡牌制作完成后被投放至线下门店、线上直播、官网网站、小程序、二级市场等多种销售渠道触达消费者购买。

我们认为，IP 为消费者购买卡牌的核心要素，伽马数据的调查显示，用户购买衍生品的动机主要是为了与游戏建立更深层次的情感联系，超过半数的用户因喜爱特定角色而选择购买。卡牌公司的市场竞争力很大程度上取决于其 IP 塑造能力，能否构建一个市场广泛认同且具有持久生命力的 IP 产品矩阵，是决定其产品市场表现的决定性因素。

图 6：集换式卡牌产业链





资料来源：行业数据分享，东莞证券研究所

图 7：国内外部分卡牌企业

序号	公司	地区	业务情况	成立时间	开展收藏卡业务时间
1	Fanatics	美国	设计、制造和分销高品质的球迷装备和球衣。后成立Fanatics Trading Cards介入收藏卡业务。	1995年	2021年
2	Topps	美国	体育收藏品公司，全球售价发布球星卡的公司，现业务覆盖体育/娱乐实体收藏卡和数字收藏卡。	1938年	1951年
3	Panini	意大利	以收藏卡、贴纸及相关产品为主要经营项目，其中足球是最重要的领域，也覆盖橄榄球和篮球领域。	1961年	1961年
4	Upper Deck	美国	收藏卡制作公司，与乔丹和詹姆斯等球星签约，设计和出品了很多经典系列，如sp系列，终极系列以及最顶级的Exquisite系列。	1988年	1988年
5	Futera	美国	收藏卡制作公司，目前业务范围已经涵盖各个运动领域，也是球星卡带编及切割玩法的开创者。	1989年	1989年
6	CCNB	中国	致力于体育、影视等收藏品交易，主打【组队拼团】【抢队模式】等独特拆卡玩法。	2021年	2021年
7	DAKA	中国	国内首家专业化的体育文化收藏卡发行商，主要领域为足球、篮球，合作伙伴均较为头部，拥有曼城、马竞等豪门俱乐部IP。	2016年	2016年
8	映蝶	中国	国内头部收藏卡IP代理、制作公司，拥有丰富的IP代理资源和极强的卡牌设计及制作能力，拥有数码宝贝、航海王、游戏王等顶流IP。	2016年	2016年
9	卡游	中国	国内专业从事动漫衍生品行业的文创企业，是动漫衍生品市场最具影响力的品牌之一，拥有奥特曼、漫威、斗罗大陆等顶流IP。	2018年	2018年
10	卡淘	中国	国内头部收藏卡交易平台，其经营范围涵盖体育、游戏、动漫、娱乐等各个方向，足球、篮球最核心。	2015年	2015年
11	集卡社	中国	致力研发国内外优质动漫、游戏等IP正版授权收藏卡以及带有竞技游戏规则的对战收藏卡，拥有斗罗大陆、梦幻西游、灵笼等热门IP。	2019年	2019年
12	姚记潮品	中国	国内头部的TCG卡牌综合运营商，拥有宝可梦卡牌的代理权，其业务包含渠道发行、线下零售以及赛事组织等。	2022年	2022年

资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

图 8：用户购入衍生品成因分布



资料来源：伽马数据，东莞证券研究所

#### 1.4 卡牌市场规模：市场规模快速增长，美中日为主要市场

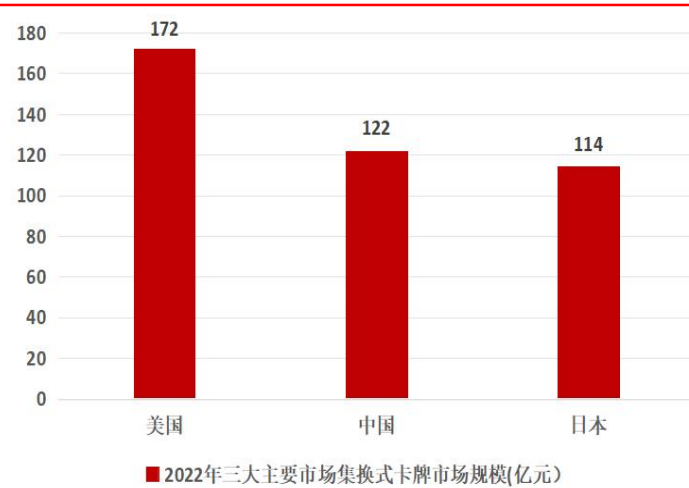
市场规模快速增长，美中日为主要市场。2022 年全球集换式卡牌游戏市场规模达 64 亿美元，根据 research and markets 的测算，2022-2028 年卡牌行业的复合增长率预计为 8.1%，到 2028 年卡牌市场规模有望超 101.9 亿美元。从全球市场份额来看，美国、中国和日本是集换式卡牌的三大主要市场。2022 年，美国、中国和日本是集换式卡牌行业市场规模分别为 172 亿元、122 亿元和 114 亿元。

图 9：2022 年全球集换式卡牌游戏市场规模



资料来源：research and markets，东莞证券研究所

图 10：2022 年美国、中国和日本集换式卡牌市场规模



资料来源：卡游招股说明书，东莞证券研究所

## 2. 日本卡牌市场：代表产品吸金能力强劲，《Pokemon TCG Pocket》引领卡牌数字化

卡牌市场规模保持较好增速。2023 财年（2023 年 4 月 1 日-2024 年 3 月 31 日），日本玩具市场规模达 10193.19 亿日元，首次突破 10000 亿日元大关，同比增长 107.1%。主要来自于卡牌市场的快速增长，卡牌市场销售额较去年增加了 425 亿日元，市场规模达 2774.29 亿日元，规模占比达 27.2%。此外，卡牌游戏仍为日本玩具市场第一大品类，2019-2023 年卡牌市场规模增速均超过玩具市场的总体增速，主要得益于宝可梦集换式卡牌游戏的持续热销，以及海贼王卡牌游戏《ONE PIECE Card Game》和游戏王卡牌游戏《Yu-Gi-Oh OCG》等经典 IP 产品的出色表现。

图 11：2019-2023 年日本玩具及卡牌行业市场规模



资料来源：日本玩具协会，东莞证券研究所

表 1：2023 年日本玩具市场规模（单位：百万日元）

分类	主要商品	2022 年度	2023 年度	同比 (%)
游戏	一般类游戏（包括迷你电子游戏）、立体拼图、其他（包括排队玩具、恶作剧玩具、魔术道具）	18156	18937	104.30%
卡牌类游戏		234906	277429	118.10%
拼图		12883	12309	95.50%
高科技潮玩玩具	互动玩具、机器人、电脑相关	10578	12853	121.50%
角色授权玩具	电视人物玩具、电影人物玩具等	62993	64693	102.70%
乘用玩具（玩具车等）	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）	50262	54741	108.90%
娃娃、过家家	换装（娃娃、房子）、艺术和手工艺品、过家家、抱偶等（包括首饰件、化妆品）	35048	31570	90.10%
布偶公仔	授权角色布偶、原创布偶	32358	39060	120.70%

益智玩具	积木、木制玩具、学龄前玩具、幼儿授权玩具、婴儿玩具、其他（包括乐器、电话、绘本等）	177129	181230	102.30%
季节性玩具	夏季玩具、夏季用品、小型玩具、体育用品	49729	49153	98.80%
杂货	装饰品、礼品等	90275	92455	102.40%
兴趣类玩具	塑料模型、手办、铁路模型等	166946	174857	104.70%
其他		10852	10032	92.40%
合计		952115	1019319	107.10%

资料来源：日本玩具协会，东莞证券研究所

**代表产品吸金能力强劲。**《宝可梦 PTCG》仍稳坐卡牌行业的头把交椅，截至 2024 年 3 月，宝可梦 TCG 卡牌已覆盖全球 93 个国家和地区，累计生产超过 648 亿张，比去年同期增加了 119 亿张，实体卡牌年销量突破百亿张。根据数据统计，2023 年 4 月至 2024 年 3 月期间，日本 TCG 销售额最高的卡牌是《宝可梦 PTCG》，狂澜 1337 亿日元，实现 137% 的同比增长。此外，《游戏王 OCG》、《决斗大师 DuoVasteres》、《航海王 TCG》分别实现 471、289、265 亿日元的收入，同比分别增长 137%、107%、97%。多款代表产品均显示出强劲的吸金能力。

图 12：宝可梦 TCG 卡牌销售情况

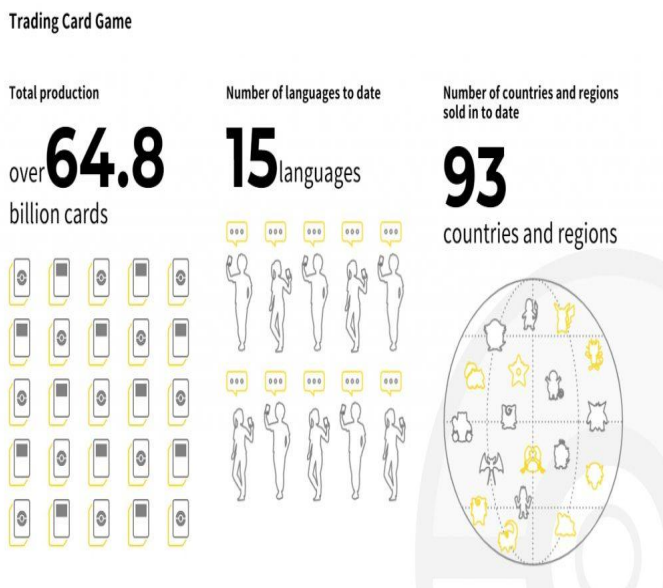


图 13：2023 年 4 月-2024 年 3 月日本前十 TCG 卡牌及销售额

排名	名称	厂商	2023年度销售额(日元)	对比2022年涨跌幅
1	[PTCG]宝可梦集换式卡牌游戏	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	Wizardsofthecoast	53亿	94%
7	[BS]战斗之魂BattleSprits	BANDAI	38亿	91%
8	[SVE]影之诗进化对决ShadowverseEVOLVE!	BUSHIROAD	37亿	50%
9	[UA]同盟竞技场[UNIONARENA]	RANDAI	32亿	643%
10	[RD]游戏王RushDud	KONAMI	31亿	114%

资料来源：GameLook，东莞证券研究所

资料来源：观研天下，东莞证券研究所

**宝可梦公司推出宝可梦 TCG 手游。**24 年 10 月 30 日，宝可梦公司正式向全球发布宝可梦 TCG 手游《Pokemon TCG Pocket》。玩法设计上，《Pokemon TCG Pocket》将实体卡牌数字化并转至线上对战后，进行了一定程度的简化以适应手游玩家，每场战斗大约只需要 2-3 分钟，通常在六回合内就能决出胜负。同时，游戏引入自动对战和“租用牌组”、自动编制牌组等，以配合手游用户的操作需求。卡面效果方面，手游版卡牌不仅复刻了早期游戏的怀旧插画卡牌，还有专为手游设计的全新卡牌。其中，宝可梦 ex 卡牌的卡面插画在不同视角下能呈现逼真的动态效果。

图 14：宝可梦 ex 卡牌的卡面插画





资料来源：GameLook，东莞证券研究所

实体卡数字化拓宽变现渠道，TCG 手游或为卡牌赛道未来发展趋势。根据 GameLook 的统计，《Pokemon TCG Pocket》上线首日便成功闯入日本、美国、韩国等多个国家和港澳台地区的 iOS 畅销榜 TOP15；并在 10 月 31 日跻身 125 个国家和地区的 iOS 免费榜前十，以及 39 个国家和地区的 iOS 畅销榜 TOP10，其中在日本、中国澳门畅销榜上占据榜首位置。《Pokemon TCG Pocket》强大的吸金能力充分展现了宝可梦 IP 强大的市场号召力，也极大程度上拓宽了卡牌市场的变现渠道，TCG 手游有望成为卡牌厂商未来布局方向。

图 15：《Pokemon TCG Pocket》各大榜单排名



资料来源: GameLook, 东莞证券研究所

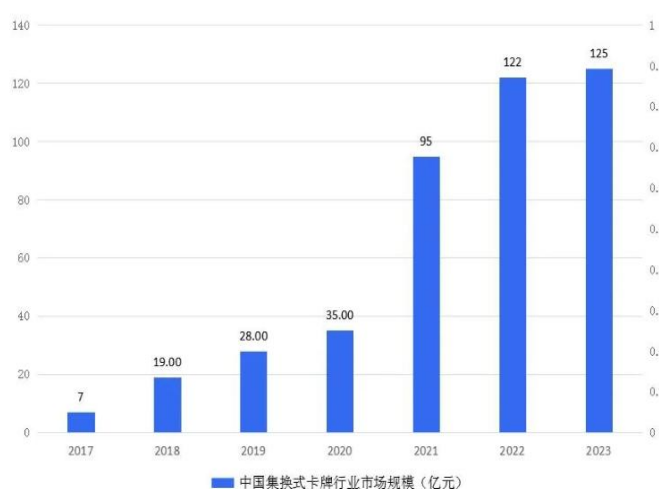
### 3. 中国卡牌市场：规模实现喷井式增长，优质 IP 储备丰富

#### 3.1 卡牌市场规模实现喷井式增长

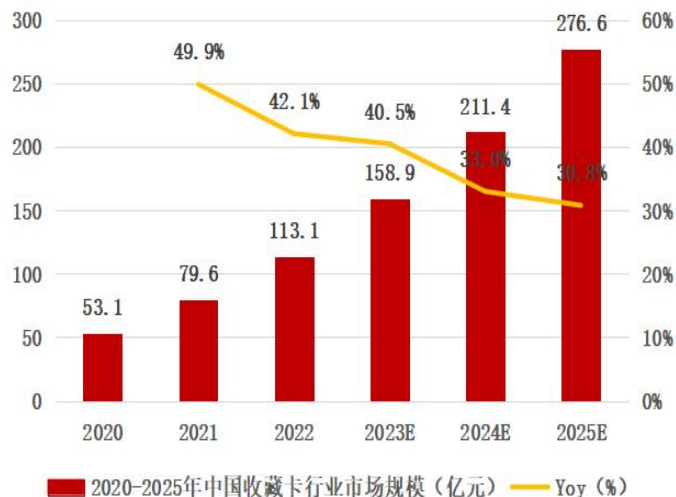
集换式卡牌市场实现喷井式发展。数据显示，中国集换式卡牌行业的市场规模由 2017 年的 7 亿元大幅增加至 2022 年的 122 亿元，五年 CAGR 达 78.4%；2023 年集换式卡牌行业收入增加至 125 亿元，同比增长 2.46%；到 2027 年市场规模预计扩大至 310 亿元。收藏卡方面，2022 年中国收藏卡行业市场规模达 113.1 亿元，同比增长 42.1%，到 2025 年其市场规模预计将来 276.6 亿元。

图 16：2017-2023 年中国集换式卡牌行业市场规模

图 17：2020-2025 年中国收藏卡行业市场规模



资料来源: 智研瞻, 东莞证券研究所

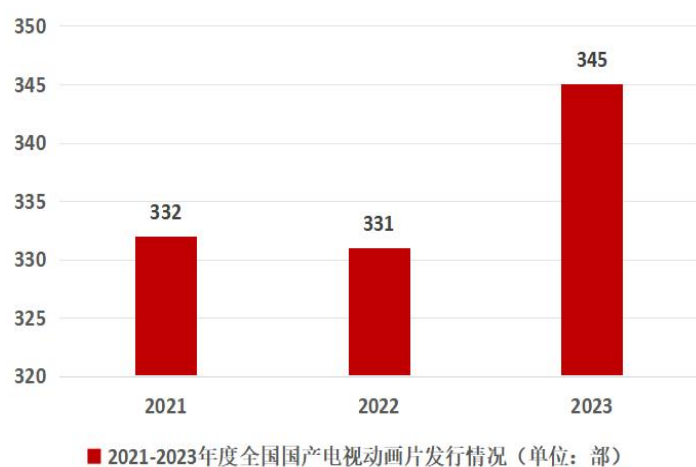


资料来源: 艾瑞咨询, 东莞证券研究所

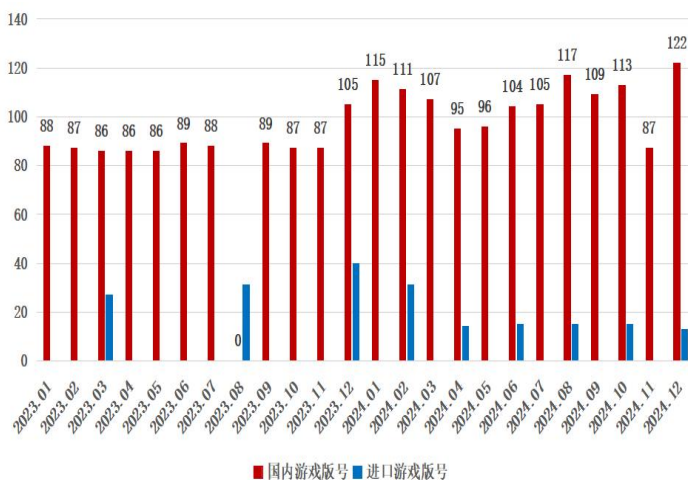
### 3.2 供给端: 已孕育有广泛影响力 IP, 未来有望通过自研 IP 实现增量

已孕育有广泛影响力 IP, 未来有望通过自研 IP 实现增量。中国早期 IP 市场主要依赖进口 IP 授权, 但近年自研 IP 市场份额已逐步提升。动画片 IP 方面, 2021-2023 年期间, 中国电视动画片发行数量连续 3 年超 300 部; 游戏 IP 方面, 2024 年游戏版号均已公布, 1-12 月获批游戏版号数量共计为 1416 款, 相较 23 年实现 31.6% 的增长; 各类 IP 内容储备充足。具体产品方面, 中国游戏行业经过多年积累, 已孕育出了众多具有广泛影响力的 IP, 如开放世界 RPG《原神》、女性向 IP《光与夜之恋》和动漫风格的《明日方舟》等, 其中《原神》在淘宝 2023 年度 IP 价值榜上排名已超过《宝可梦》。优质 IP 源源不断的产出, 将持续为卡牌市场注入活力, 未来有望通过自研 IP 实现增量。

图 18: 2021-2023 年度国产电视动画片发行情况 (单位: 部) 图 19: 2023-2024 年游戏版号发放情况



资料来源: 国家广播电视总局, 东莞证券研究所



资料来源: 国家新闻出版署, 东莞证券研究所

图 20: 淘宝 2023 年度 IP 价值榜



排名	游戏IP	游戏类型	IP持有者	故事设定
6	《原神》	开放世界 二次元RPG	米哈游	“提瓦特”世界由七种元素力量构成，分别对应着七个不同的国家。玩家扮演的“旅行者”角色，与一对双胞胎在穿越世界时被神秘力量分离。为了寻找失散的兄弟姐妹，“旅行者”踏上了探索世界、揭露世界秘密的旅程。
11	《宝可梦》	战斗RPG	任天堂，宝可梦	游戏的核心玩法是收集、训练和对战虚构生物——宝可梦。玩家扮演宝可梦训练师，旅行于不同的地区，捕捉宝可梦，培养它们成为强大的战斗伙伴，并挑战其他训练师和宝可梦道馆。
13	《光与夜之恋》	二次元乙女	腾讯	游戏设定在现代都市背景下，但存在“神的后裔”群体，包括血族、灵族和有特殊天赋的人类。男主角们各自有一个表身份以及一个里身份，主线剧情围绕女主角与男主角的故事展开。
23	《明日方舟》	塔防，二次元，养成	鹰角网络	在一个架空的未来世界里，主要居民是带有动物特征的亚人类。这个世界遭受着名为“天灾”的自然灾害，导致人们不得不居住在移动城市中以躲避灾难。源石是这个世界的能源，但同时也带来了“感染者”。游戏的故事围绕罗德岛制药公司以及整合运动等组织展开。
24	《崩坏3》	二次元，动作，冒险	米哈游	在一个名为崩坏的世界中，崩坏是一种周期性出现的灾难，对人类文明构成巨大威胁。玩家将扮演女武神，与同伴们一起对抗崩坏的源头——律者。
26	《蛋仔派对》	MOBA	网易	每轮游戏有多达60名玩家参与，通过多个越来越难的迷你游戏，最终只有一名玩家能够胜出。
34	《崩坏：星穹铁道》	二次元RPG	米哈游	玩家乘坐星穹铁道列车与同伴们降临到各类危机的星球，找到星核，解决危机。崩坏系列的大设定中，宇宙由虚数之树和量子之海构成，两者形成动态平衡，游戏中存在命途，星神，以及不同的派系。
35	《马里奥》	动作	任天堂	玩家控制马里奥通过各种障碍，收集金币，打败敌人，最终救出公主。
38	《未定事件簿》	二次元乙女	米哈游	故事发生在2030年的架空城市“未名市”——一个在文明碰撞中崛起的、科技与阴暗共存的城市。玩家扮演的角色是初级律师，调查组代号“蔷薇”，与不同男主角合作解决案件。

资料来源：观研天下，东莞证券研究所

### 3.3 需求端：用户规模保持增长，付费意愿高

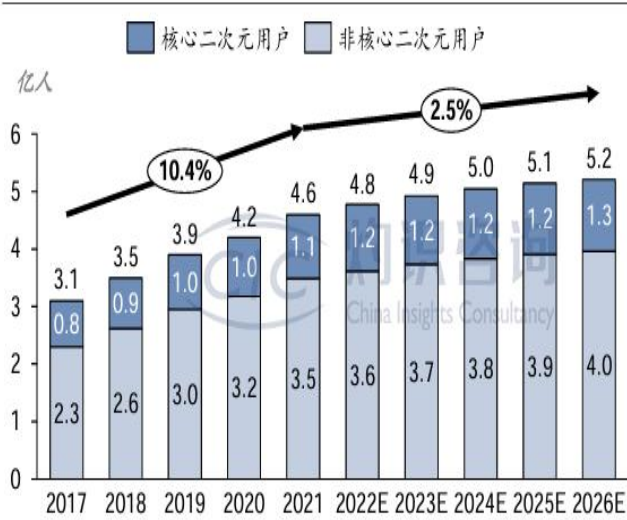
**用户规模保持增长。**近年来中国泛二次元（含 TCG）用户增长势头强劲，2017-2021 年复合增长率达 10.5%，预计到 2026 年中国泛二次元用户人数将突破 5 亿大关。年龄分布来看，中国泛二次元用户主要集中在 18 至 34 岁，以学生和白领（泛 Z 世代群体）为主。从细分赛道来看，TCG 主力消费军同样来自于泛 Z 世代群体（1995 年-2019 年出生），泛 Z 世代群体拥有热衷于线上社交和分享、兴趣多元有个性、重视精神体验以及追求时尚的特征，在潮玩圈泛人数占比超过 60%。在收藏卡领域，2022 年消费者规模为 433.3 万人，同比增长 37.8%，到 2025 年消费者人数预计将增至 887.9 万人。

图 21：2017-2026 年中国泛二次元用户人数及测算

图 22：2021 年中国泛二次元用户的年龄分布



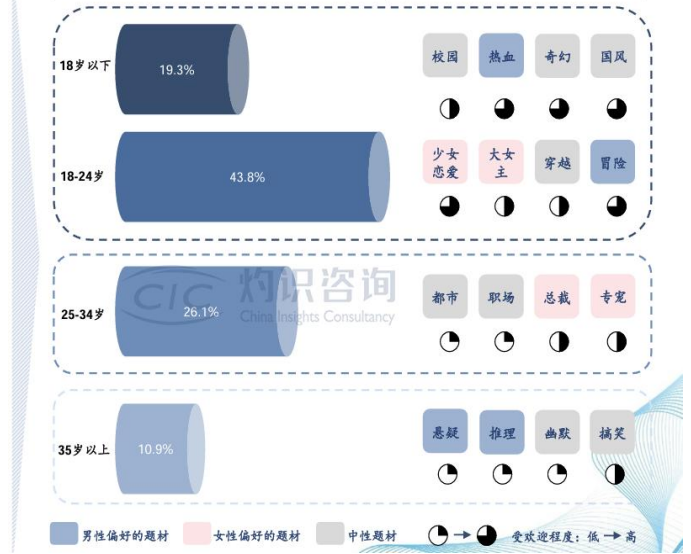
中国泛二次元用户人数，2017-2026E



资料来源：灼识咨询，东莞证券研究所

中国泛二次元用户的年龄分布，2021

中国泛二次元用户偏好的题材，2021



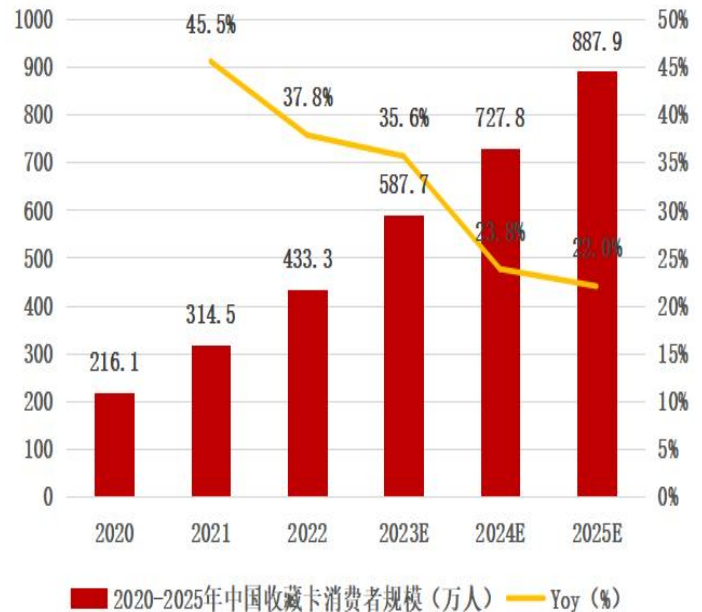
资料来源：灼识咨询，东莞证券研究所

图 23：2021 年中国泛 Z 世代群体特征标签



资料来源：灼识咨询，东莞证券研究所

图 24：2020-2025 年中国收藏卡消费者规模

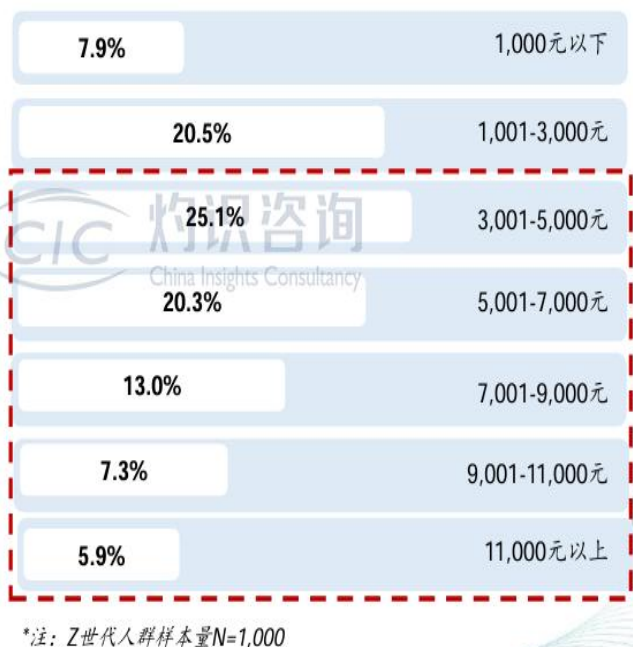


资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

Z 世代年可支配收入超十万亿元，情绪价值消费意愿高。中国 Z 世代年可支配收入规模总额高达 13 万亿元，消费潜力巨大。根据《2024Z 世代新兴趣报告》，Z 世代年轻人在消费时更加重视情感价值，平均每月的兴趣花费为 1645 元。其中，月消费在 500-1000 元、1001-2000 元、2000-3000 元、3000-5000 元的比例分别为 24.4%、12.8%、9.4%和 6.4%。从付费品类来看，近三成年轻人双十一在“快乐消费”上占比超 50%，其中，分别有 38.9%、27.7%、27.3%和 22.3%的受访者愿意为游戏、潮玩、IP 相关和

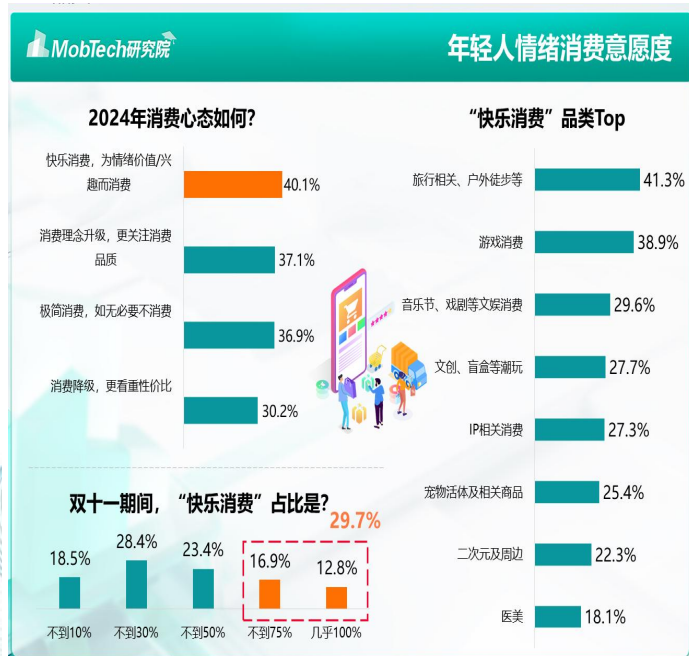
二次元及周边品类付费。Z世代年轻人情绪价值消费意愿高涨，为卡牌行业的快速发展奠定了坚实基础。

图 25：2020 年中国 Z 世代月度人均可支配收入区间分布



资料来源：灼识咨询，东莞证券研究所

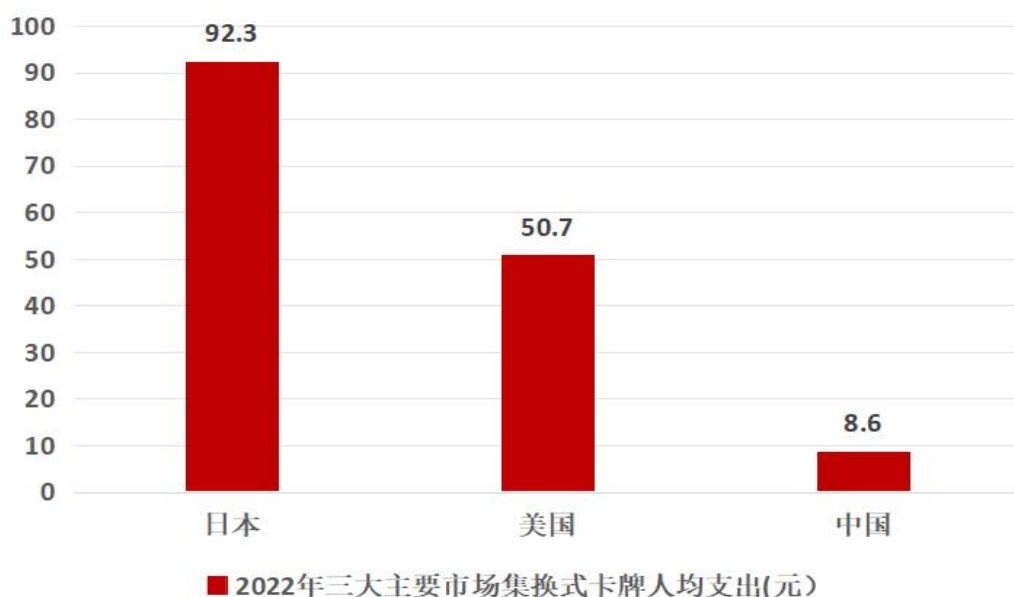
图 26：2024 年年轻人情绪消费意愿度



资料来源：MobTech 研究院，东莞证券研究所

从用户付费情况来看，与日本和美国这些集换式卡牌行业较为成熟的国家相比，中国的卡牌市场起步较晚，消费者人均消费水平相对较低。2022 年，日本在集换式卡牌方面的人均支出为 92.3 元，美国的人均支出为 50.7 元，分别为中国消费者人均支出金额 8.6 元的约 11 倍和 6 倍。我们认为随着供给端持续改善，优质 IP 产品的陆续释放，叠加消费群体不断扩大，预计将激发更大的付费潜力，推动人均支出的增长。

图 27：2022 年三大主要市场集换式卡牌人均支出（元）



资料来源：卡游招股说明书，东莞证券研究所

## 4. 国内卡牌赛道相关企业

### 4.1 卡游：集换式卡牌龙头，IP 矩阵丰富

中国集换式卡牌领军企业。以 2022 年商品交易总额计算，在泛娱乐产品和泛娱乐玩具行业中，卡游的排名分别为第二和第七。在集换式卡牌领域，卡游以 71.0% 的市场份额占据中国集换式卡牌行业的第一位。

集换式卡牌为主要收入来源，近年毛利率保持在 60%-70% 之间。公司 2021 年、2022 年、2023 年前三季度的营业收入分别为 22.98 亿元、41.31 亿元、19.52 亿元，其中 2022 年的营收突破 40 亿元大关，主要是得益于小马宝莉卡爆火出圈。集换式卡牌业务方面，2021 年、2022 年、2023 年前三季度的收入分别为 21.70 亿元、39.30 亿元、16.75 亿元，均占公司总营收的 85% 以上。盈利能力方面，整体毛利率近年来稳定在 60% 至 70% 之间，成本端主要费用来自于直接材料的花销。

图 28：2021-2023Q1-Q3 公司总营收和卡牌业务营收

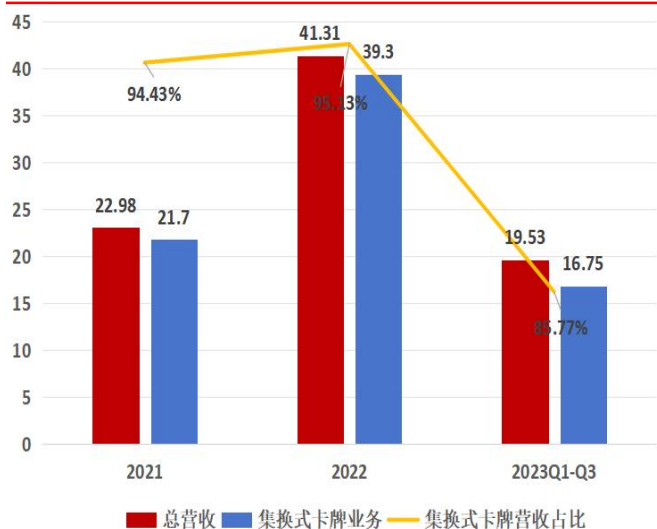
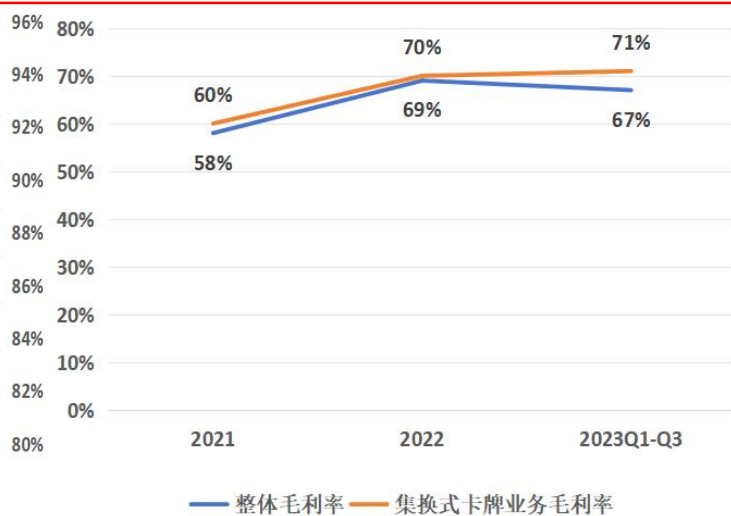


图 29：2021-2023Q1-Q3 公司整体毛利率和卡牌业务毛利率



资料来源：卡游招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：卡游招股说明书，东莞证券研究所

IP 授权矩阵丰富，积极推进自研 IP。截至 2023 年 9 月 30 日，公司已积累了一个由 44 个 IP 构成的丰富产品矩阵，涵盖了奥特曼、叶罗丽、斗罗大陆动画和蛋仔派对等知名 IP。自研产品方面，卡游于 2023 年 4 月推出首个自有 IP《卡游三国》，标志着公司在构建“外部授权&自有开发”的双类别产品矩阵方面迈出了重要步伐。

图 30：卡游主要 IP 情况



IP名称	IP来源	主要产品类型	权利性质	主要产品类型的有效期限	与IP合作伙伴开始关系的年份
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	2029年	2018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	2033年	2019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	2025年	2020年
蛋仔派对	获得授权	集换式卡牌及文具	中国内地及东南亚的设计和开发、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：卡游招股说明书，东莞证券研究所

#### 4.2 姚记科技：积极推进卡牌业务，获《宝可梦TCG》代理商

**积极推进卡牌业务。**姚记科技通过战略投资持有上海璐到粗企业咨询管理有限公司38.14%股份，间接持有DAKA文化（达咖文化）和Card Hobby卡淘股权。DAKA文化为中国首家专业化体育文化收藏卡发行商，已经签约并发行了包括足球（欧洲五大顶级联赛）、篮球、电子竞技等多个领域的产品。同时，DAKA与中影集团达成合作，发行了《我和我的祖国》《我和我的家乡》等具备重大意义影片的收藏卡。卡淘交易平台是国内专业程度较高的二手收藏卡交易平台，专注于体育类卡牌的拍卖和交易。我们认为，姚记科技有望整合DAKA文化的发行优势和卡淘的专业服务优势，持续扩大其在卡牌业务领域的版图。

图 31：DAKA 文化发布的球员签名卡



资料来源：GameLook，东莞证券研究所



图 32：卡淘交易平台卡牌拍卖与交易



资料来源：GameLook，东莞证券研究所

姚记潮品获《宝可梦 TCG》代理商。公司旗下姚记潮品于 2022 正式成为宝可梦 TCG 中国大陆地区代理商，业务范围包括渠道铺设、市场运营和赛事运营，以及 PTCG 相关的产品销售和赛事运营。目前，姚记潮品已开设 100 余家大型道馆，200 余家道馆，400 余家体验店，650 余家零售店及 2500 余家流通店，并覆盖了约 4000 家便利店网络，以实现终端渠道的全覆盖。

图 33：姚记潮品举办宝可梦卡牌大师赛



资料来源：姚记潮品微信公众号，东莞证券研究所

#### 4.3 奥飞娱乐：自有 IP 资源深厚，卡牌为重点拓展的品类

自有 IP 资源深厚，卡牌为重点拓展的品类。公司经过多年耕耘，构建了一个覆盖全年龄段的优质 IP 矩阵，包括《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》等。2024 年，公司依托自有 IP 的优势，重点拓展卡牌业务，

目前《铠甲勇士》和《喜羊羊与灰太狼》第一弹产品已成功推出，并开始销售《铠甲勇士》卡牌第二弹产品。未来，公司还计划推出更多种类的卡牌产品，《巴拉啦小魔仙》卡牌已在研发中，同时将积极寻求与其他知名 IP 的授权合作。

图 34：《铠甲勇士》卡牌产品



资料来源：文创潮，东莞证券研究所

## 5. 投资建议

中国卡牌行业近年处于快速发展阶段，用户规模庞大，用户付费意愿较高，相较于日成熟市场仍蕴含广阔发展空间。此外，中国 IP 资源储备丰富，未来随着更多优质 IP 推出，卡牌赛道有望保持高景气度。建议关注优质 IP 储备丰富，IP 打造能力突出的公司，相关标的包括奥飞娱乐（002292.SZ）、姚记科技（002605.SZ）等。

表 2：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2024 年 12 月 27 日）

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
002292.SZ	奥飞娱乐	9.49	0.06	0.08	0.14	158.2	118.6	67.8	买入	维持
002605.SZ	姚记科技	27.34	1.36	1.48	1.78	20.1	18.5	15.4	买入	首次

资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 6. 风险提示

(1) **法规和政策风险**。政府可能会出台严格的规章制度来规范卡牌的发行和销售，特别是针对未成年人的保护措施。

(2) **IP 运营风险**。目前卡牌行业产品主要依赖于 IP 授权，卡牌厂商与第三方 IP 发生版权纠纷，可能会导致产品下架、销售受阻，甚至面临法律诉讼和赔偿责任。

(3) **市场竞争加剧风险**。众多厂商入局，卡牌行业的激烈竞争，可能导致市场份额的减少、用户流失以及营收下滑。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgza.com.cn