

轻量化IP载体撬动百亿市场，全链条布局构筑壁垒

——IP衍生品行业研究之集换式卡牌

证券研究报告 2025年9月22日

证券分析师:李典

邮箱:lidian@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码:S0020516080001

证券分析师:徐梓童

邮箱:xuzitong@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码:S0020525080002

- **集换式卡牌以收集和交换卡牌为核心玩法，经由IP与消费者产生情感链接，为玩家提供多维度价值。**集换式卡牌兼具观赏和收集、即时体验、社交、投资等多维度价值，相较于其他IP衍生品类，具备轻量便携，单价低的特点，通过集换机制进一步强化了其社交货币属性。目前以宝可梦为代表的TCG卡牌（2024年销售约14亿美元）和以球星卡为代表的收藏卡牌（Fanatics Collectibles 2024年收入达16亿美元）依托竞技和交易生态的构建成为全球两大主导品类。
- **美国及日本集换式卡牌产业起步较早，中国市场24年迎来爆发式增长，市场规模达到263亿，人群破圈和人均消费金额提升均具备较大空间。**当下美、中、日三国卡牌市场规模居前，2024年分别为人民币219/263/147亿元。其中，美国市场球星卡植根国民体育文化，生态体系完善，投资金融属性凸显；日本市场TCG卡牌以二次元IP为切入，依托游戏和动画发行跨越周期，通过线下运营活动和分层赛事体系构建竞技生态维持用户粘性，并依托IP内容衍生和全球影响力实现出海；中国集换式卡牌行业受益供需共振下IP衍生品经济繁荣，市场规模由2019年的28亿元大幅增加至2024年的263亿元，预计2029年将达到446亿元。当下中国卡牌市场呈现出消费者年轻化、高频低价以及社交裂变三大特征，人均支出仅为日本的1/6和美国的1/3。IP挖掘及产业链完善有望进一步促进市场扩容。
- **集牌产业链涵盖IP授权、产品设计、生产及发行销售。**（1）**上游IP版权方：**IP受众的广度、即时热度奠定卡牌销售基础，同时卡牌为IP方提供内容价值变现，反哺IP热度提升以及人群破圈。本土IP方积极布局卡牌为市场注入活力。（2）**中游卡牌厂商：**一体化全链条布局构建运营壁垒。卡牌上市周期远短于其他衍生品类型，强调对市场需求和消费者偏好的敏捷反应。IP选取方面，关注厂商对IP商业化潜力的前瞻性评估、获取头部IP资源及有利授权条款以及IP矩阵的动态管理能力。设计生产方面，关注团队设计能力及供应链效率。发行和渠道方面，关注厂商推新、供货节奏把控、一二级市场平衡以及渠道流通管理和赛事运营能力。（3）**下游渠道：**线下渠道提供社交空间和即时拆卡的惊喜体验占据主导。线上拆卡直播等新型销售模式以内容和体验驱动交易，推动新品曝光贡献增量。一级市场产品热销也带动二手平台兴起，在TCG卡牌、球星卡以及IP收藏卡领域均有垂类头部交易平台诞生。
- **卡游占据领先地位，二梯队参与者差异化竞争，关注头部公司产业布局。**2024年中国集换式卡牌行业中前五大公司占总市场份额的82.4%，关注头部公司产业布局。（1）**卡游：**中国集换式卡牌头部企业，依托强大线下分销网络迅速渗透年轻消费者，24年营收破百亿，市场份额71.1%。（2）**姚记科技：**扑克牌龙头布局集换式卡牌全产业链，旗下拥有DAKA（国内球星卡发行商）、CardHobby（国内球星卡交易平台，2021年GMV破6亿）、姚记潮品（宝可梦TCG中国大陆代理商）、闪魂（IP卡牌发行商）。（3）**华立科技：**国内商用游艺设备头部企业，将集换式卡牌与街机游戏相结合，拓展IP卡牌业务。
- **风险提示：**政策监管收紧的风险，产品表现不及预期等风险，行业进入者增加竞争加剧的风险，重点IP热度波动的风险，现有IP后续合作受限的风险，消费需求变化的风险等。

1. 集换式卡牌：轻量化IP载体，提供多维度价值，供需共振下国内市场迎爆发式增长

1.1 集换式卡牌：轻量化IP载体，提供多维度价值

1.2 市场规模：24年中国集换式卡牌爆发式增长达到263亿

1.3 细分国家：美日市场发展成熟，国内市场产业链日趋完善

1.3.1 美国市场：球星卡以体育文化为基，生态体系完善

1.3.2 日本市场：TCG卡牌为玩具市场第一大细分，二次元文化为核心，竞技体系打造生态闭环

1.3.3 中国市场：人群破圈、IP挖掘及产业链完善空间大

2. 集换式卡牌产业链

3. 相关标的

4. 风险提示

1.1 集换式卡牌：轻量化IP载体，提供多维度价值

- 集换式卡牌以收集和交换卡牌为核心玩法，又可细分为竞技卡牌和收藏卡牌两类。卡牌按照集换属性可分为集换式和非集换式两大类，集换式卡牌按照功能属性可分为竞技卡牌和收藏卡牌，竞技卡牌按照是否拥有卡牌交换系统可分为TCG(TradingCardGame)和CCG(Collectible Card Game)。而收藏卡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。非集换式卡牌一般指无需收集或交换卡牌即可直接游戏的卡牌类型，卡牌本身不具备价值。包括大多数经典卡牌游戏如扑克牌和麻将、现代的卡牌游戏《三国杀》、UNO，以及以卡牌为道具的特色品类游戏如DBG、TRPG、Gacha等。
- 当前集换式卡牌以TCG和收藏卡牌为两大主导品类。目前以宝可梦为代表的TCG卡牌（2024年销售约14亿美元）和以球星卡为代表的收藏卡牌（Fanatics Collectibles 2024年收入达16亿美元）依托竞技和交易生态的构建成为全球两大主导品类。

图：卡牌游戏种类及介绍

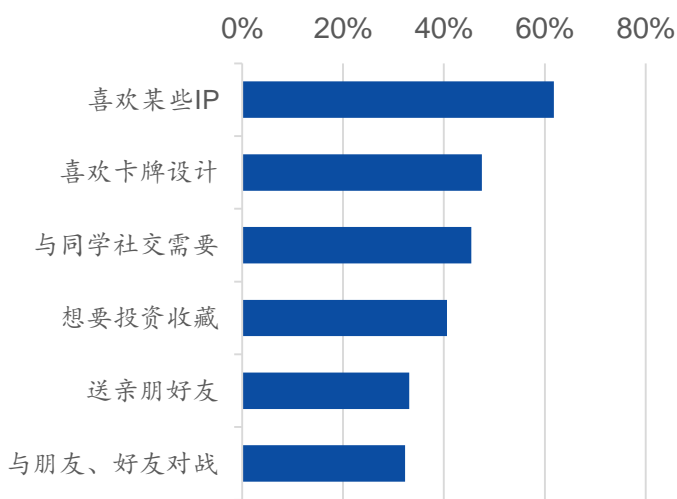


资料来源：网易游戏学堂，艾瑞咨询，摩点公众号，国元证券研究所整理

1.1 集换式卡牌：轻量化IP载体，提供多维度价值

- 集换式卡牌经由IP与消费者产生情感链接，为玩家提供多维度价值。（1）观赏和收集价值：集换式卡牌多以知名IP为主题，卡面设计精美，以系列为单位发行。消费者出于对IP或工艺设计的喜爱进行购买，以纪念观赏或满足图鉴收集的成就感。据嘉世咨询，60%的消费者出于对IP的喜爱购买卡牌。（2）即时体验价值：集换式卡牌多遵循一定稀有度等级体系且获取具有随机性，盲盒销售机制带来开包惊喜，提升消费者获得稀有卡牌时的喜悦和满足感。（3）社交价值：集换式卡牌轻量便携，方便展示，集换属性加持下易成为“社交货币”，卡牌收集和交换可以成为消费者之间交流的话题和互动的契机，提供归属和认同感。以TCG为代表的卡牌包含对战机制，因而具备更强社交属性。卡牌发行方通过举办多样线下卡牌活动和赛事构筑用户社群，增强用户竞技粘性。（4）投资价值：高稀有度卡牌发行量较少，进而拥有一定的收藏价值和二级市场溢价空间，第三方评级机构背书以及IP热度提升均会提升卡牌的收藏价值。
- 相较于其他IP衍生品类，集换式卡牌具备轻量便携，单价低的特点，通过集换机制进一步强化了其社交货币属性。卡牌相对盲盒、手办、立牌等摆件类产品体积更小、轻量便携，易融入社交场景，提供更紧密的情感连接。同时对比其他IP衍生品客单价及购买门槛较低，更有利于消费者做出购买决策，形成销售转化。卡牌集换机制进一步强化其社交货币属性，成为年轻群体中重要的社交媒介。

图：消费者购买卡牌的驱动因素



资料来源：嘉世咨询，国元证券研究所

图：收藏卡投资价值增值的四个维度

开卡获取稀有卡

最主流也是最直接的卡牌增值方式。虽然有概率因素，但一旦开出限量、物料、签字卡牌，会带来非常直接的收益。

追踪球员/明星

卡牌价值与其背后的球星/明星直接关联。提前布局高潜力、有发展前途的球星/明星，其卡牌价值也会随之水涨船高。

认证鉴定增值

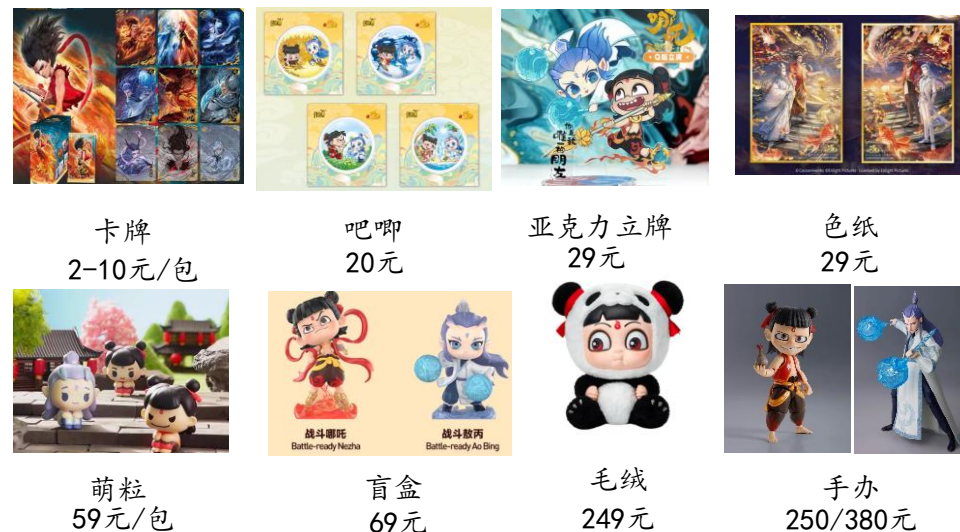
具备一定价值的卡牌在市场认可度高的鉴定机构评分为9分甚至更高的时候，卡牌价值会出现明显提升。

时间价值增值

卡牌价值会随着时间的推移而产生变动，随大IP或者头部明星(传奇)的老款卡牌稀缺度日益增加，其价值也会逐步提升。

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

图：哪吒IP官方授权各类衍生品及单价



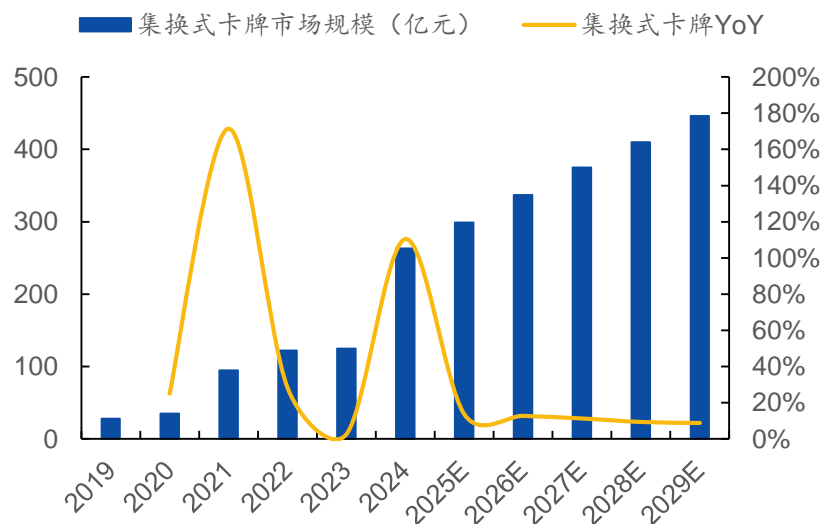
衍生品类型	单价
卡牌	2-10元/包
吧唧	20元
亚克力立牌	29元
色纸	29元
萌粒	59元/包
盲盒	69元
毛绒	249元
手办	250/380元

资料来源：卡游旗舰店，泡泡玛特旗舰店，森罗万象旗舰店，绿光旗舰店，万代官方旗舰店，国元证券研究所

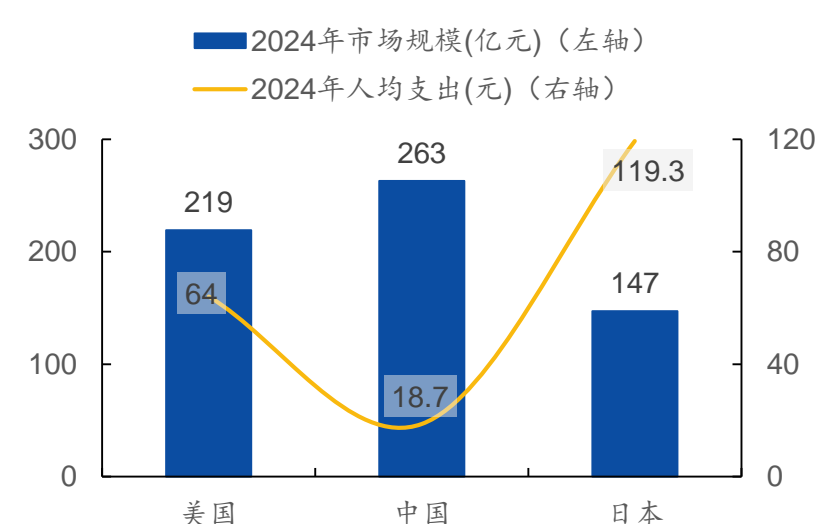
1.2 市场规模：24年中国集换式卡牌爆发式增长达到263亿

- 集换式卡牌产业在美国及日本起步较早，中国市场24年迎来爆发式增长，市场规模达到263亿。当下中、美、日三国市场规模居前。根据卡游招股书，2024年美国、中国和日本是集换式卡牌行业市场规模分别为人民币219/263/147亿元。其中，中国集换式卡牌行业的市场规模由2019年的28亿元大幅增加至2024年的263亿元，复合年增长率为56.6%，预计2029年将达到446亿元，2024年至2029年复合年增长率为11.1%。
- 中国集换式卡牌人均支出18.7元，仅为日本的1/6和美国的1/3，人均支出具备提升空间，同时消费者规模扩容具备潜力。根据卡游招股书，2024年日本在集换式卡牌方面的人均支出为人民币119.3元，而美国的人均支出则为人民币64.0元，分别为中国消费者在集换式卡牌方面支出金额人民币18.7元的约六倍和三倍，人均消费金额具备较大提升空间。另一方面，目前中国集换式卡牌行业仍处于消费习惯培育初期，根据艾瑞咨询，2022年中国收藏卡消费者规模433.3万人，同比增长37.8%。预计2025年将达到887.9万人，同比增长22.0%，消费人群规模持续扩容。

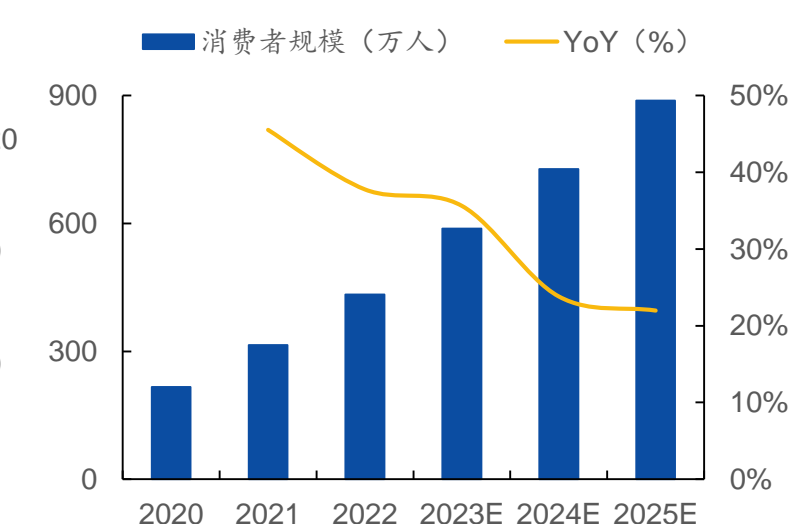
图：中国集换式卡牌市场规模（亿元）及增速



图：中美日三国2024年卡牌市场规模及人均支出



图：2020-2025年中国收藏卡消费者规模



资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

1 美国市场：球星卡以体育文化为基，生态体系完善

- 复盘美国球星卡的发展历史，可分为四个阶段。**早期雏形阶段（19世纪80年代）**：美国烟草公司在香烟产品中附赠棒球卡，主要作为广告包装使用。烟草卡营销模式和棒球运动推动集换式卡牌文化兴起。**现代球星卡阶段（20世纪50年代）**：TOPPS推出第一款现代意义上的集换式球星卡，以较大的卡片尺寸和创新设计（如球员签名和统计数据）广受欢迎，在收购Bowman后成为棒球卡市场领导者，奠定卡牌生产标准，主导市场长达25年。**生态形成阶段（20世纪80-90年代）**：市场参与者增加，多家专业的球星卡发行商如Fleer和Donruss、Upper Deck等开始涌现。卡牌主题多元化，从棒球卡拓展至篮球、足球、橄榄球等其他运动。卡片的设计制作更加精美，开始注重球星的个人形象和比赛数据等，签名卡、球衣卡、镜面折射等特殊卡牌出现。体育联盟IP独占模式带动市场规范化。线下卡牌店、社区建立，球星卡渗透率迅速提高。世界三大评级机构PSA/BGS/SGC相继成立，带动二手交易生态体系完善。**产业整合与数字化阶段（21世纪初至今）**：eBay等在线交易平台兴起，球星卡数字化进程加速，出现数字球星卡、NFT球星卡等新产品形态。同时产业链加速整合，各方通过兼并收购方式扩大授权版图，完善全产业链服务体系。

图：美国球星卡发展历程

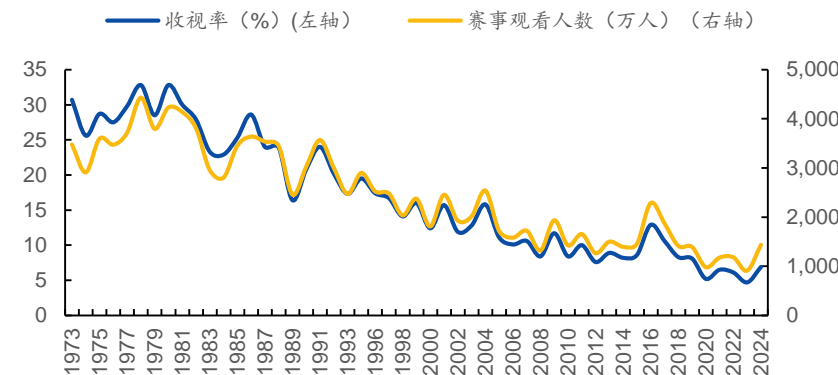


资料来源：NB球星卡平台，PSA公众号，体育大生意公众号，SGC官网，魔球社公众号，panini官网，华丽志公众号，ebay公众号，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

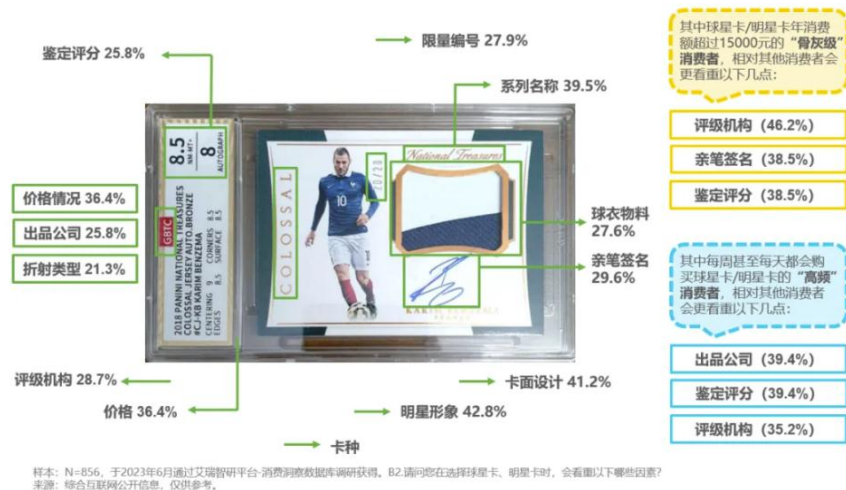
- 美国球星卡的价值体系植根于体育项目的国民热度，职业体育文化的广泛传播为球星卡的销售提供稳定的受众群体。体育运动在美国社区、学校、家庭和地方组织均有广泛参与基础，20世纪初期起四大职业体育联盟，NFL（国家橄榄球联盟）、MLB（美国职业棒球大联盟）、NBA（美国篮球职业联赛）和NHL（国家冰球联盟）先后成立，无线电和电视转播技术的问世使得体育赛事的商业化和球星IP热度迅速提升。据Baseball Almanac统计，上世纪60年代到70年代，MLB全明星赛的收视率常年达到20%以上，多届赛事收看人数超过3000万人。球星卡的发行销售节奏与赛季安排强相关，体育文化的广泛传播为球星卡的销售提供稳定的受众群体。
- 球星卡作为体育文化传播的载体，具备观赏和收藏价值。球星卡通常印有球星在某场特定比赛中的肖像、球星姓名、球队等基本信息，部分稀有卡牌采用特殊的印刷技术和材质，或包含球衣切片、球星签名等实物物料。

图：美国历年MLB全明星赛收视率



资料来源：Baseball Almanac，国元证券研究所

图：球星卡卡面内容组成



图：球星卡分类及介绍

类别	卡牌介绍
普卡	最基础、数量最多的卡。包含平行和折射，平行卡按照不同编数分为不带编卡和带编卡，几编就代表限量多少张，仅限量一张的就叫“一编一”。折射卡通过特殊的印刷技术和材质，使卡片在光线照射下呈现出独特的折射效果。
实物切割卡	从球员的球衣、球鞋切割下来的切片，嵌入卡中，分为球衣卡、球鞋卡、球皮卡、地板卡等，每个分支内部又按照切片的大小、单双色，继续分级。
签字卡	分为印签、贴签和卡签。卡签是球员亲签，最受追捧。
新秀卡	一般是在球员初登赛场的第一年发售，尤为珍贵。

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

资料来源：TechWeb，国元证券研究所

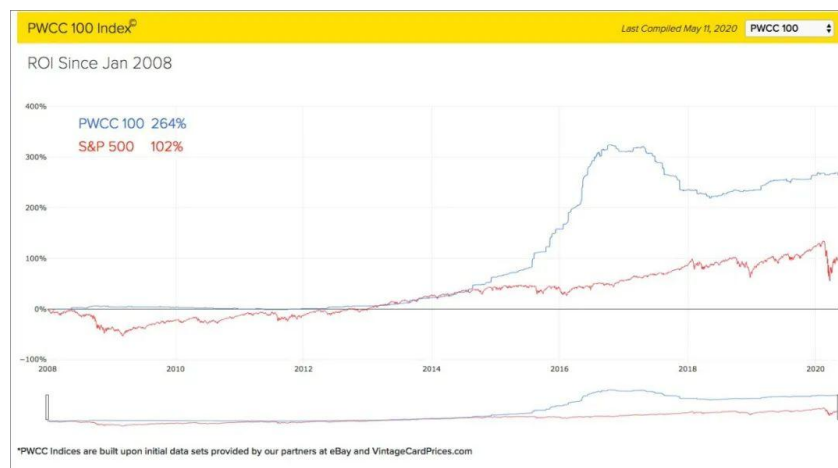
1.3 细分国家：美日市场发展成熟，国内市场产业链日趋完善

- 上游体育联盟与卡牌发行商深度绑定，IP排他性授权及限量随机销售提供稀缺性溢价。IP独占模式下体育联盟与特定的球星卡发行商签订独家协议，授予该发行商在一定期限内独家使用联盟IP制作和发行球星卡的权利，其他发行商则无法再使用该IP制作球星卡。据Topps公告，其收入中约30%为版权费，通常被联盟方用于体育赛事建设及球员收入。发行商对卡面进行设计，生产并分销到终端渠道，以盲盒形式售卖。以较低概率抽出的高卡位在绝版后价值将明显提升。
- 球星知名度、赛季成绩及特殊事件影响需求，进而引发卡牌价格波动，卡牌玩家可以基于预测的球员职业走向进行交易获利。2020年科比意外去世，与之相关的卡片变成了存量市场，收藏价值陡然提升。
- 以评级、拍卖公司及二手交易平台为代表的产业链服务机构构筑稳定的二级市场。评级机构为卡牌市场价值提供公允的第三方参考，较高的评分将进一步提升稀缺卡牌的二手市场溢价。2024年，四大主流收藏卡评级公司（PSA、SGC、CGC、BGS）为超过2000万张卡片完成评级。以ebay为代表的线上交易平台以及拍卖公司为卡牌交易提供流动性，进一步凸显其投资价值。2022年，1952年版的米奇·曼托球星卡在拍卖行以1260万美元的价格成交，创造了球星卡交易的历史最高纪录。据2018年底美国时年最大的交易卡投资、评级服务商PWCC发布的投资球星卡回报指数PWCC100在2008-2018年间回报率为264%，同期标普500指数回报率为102%。

表：球星卡公司部分版权情况

公司	赛事版权	球星版权
Fanatics	MLB (2023年生效)、NFL (2026年生效)、NBA (2026年生效)	-
Topps	欧冠、MLB (2025年到期)、MLS、F1	迈克·特劳特
Panini	2022世界杯、2020欧洲杯、英超、NFL (2026年到期)、NBA (2025年到期)、UFC、NASCAR、NPB	科比、杜兰特、锡安、东契奇、Paolo Banchemo C罗、贝克汉姆、普利西奇
Upper Deck	NHL	乔丹、詹姆斯

图：2008-2018年PWCC100指数与标普500走势对比



图：美国球星卡拥有完善的生态体系



资料来源：澎湃新闻，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

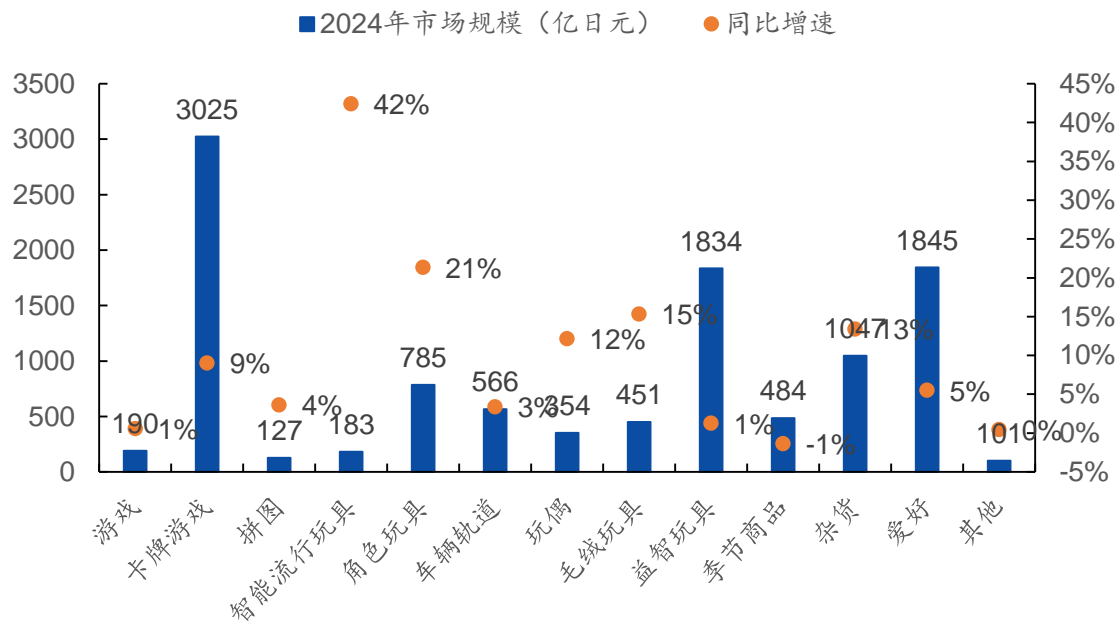
资料来源：PWCC，中国企业家杂志，国元证券研究所
注：PWCC100主要观察市面100张最有价值的球星卡价值变动。

资料来源：TOPPS公司公告，国元证券研究所

2 日本市场：TCG卡牌为玩具市场第一大细分，二次元文化为核心，竞技体系打造生态闭环

■ 日本的卡牌市场系玩具市场第一大细分，2019-2024年市场规模复合增速达22%。根据日本玩具协会，2024年，日本卡牌市场规模已达到3025亿日元，同比增长9.03%，成为玩具市场整体增长的第一大驱动，5年复合增速21.76%。从产品细分来看，日本卡牌市场以TCG对战卡牌为主。卡牌对战机制下，玩家需要不断购买补充包以增强卡组。卡牌发行方通过举办多样线下卡牌活动和赛事构筑用户社群，增强用户竞技粘性，并促进卡牌集换的持续渗透。

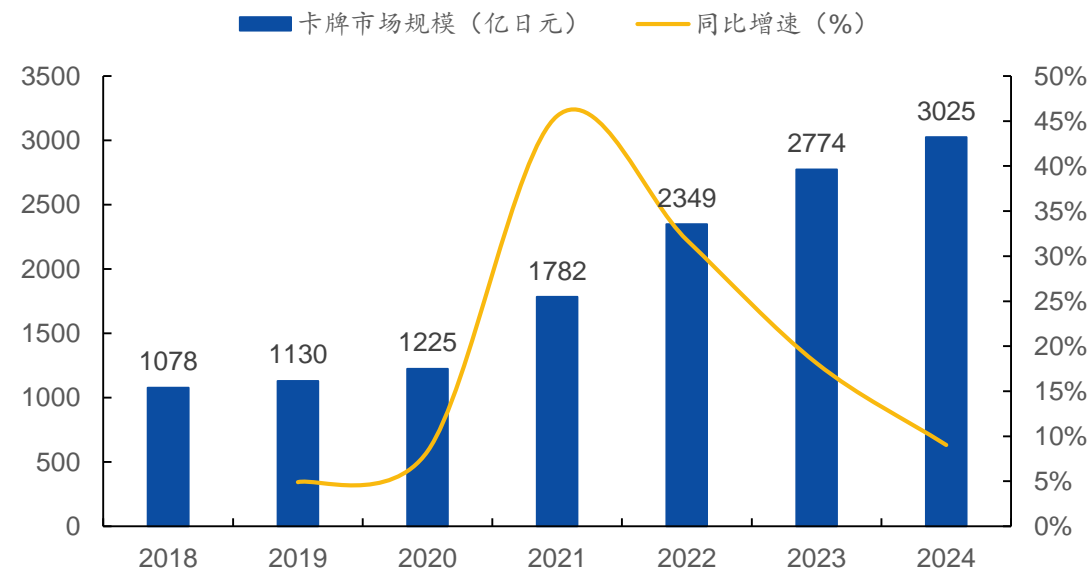
图：日本玩具市场细分赛道规模及增速



资料来源：日本玩具协会，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：日本卡牌游戏市场规模及增速

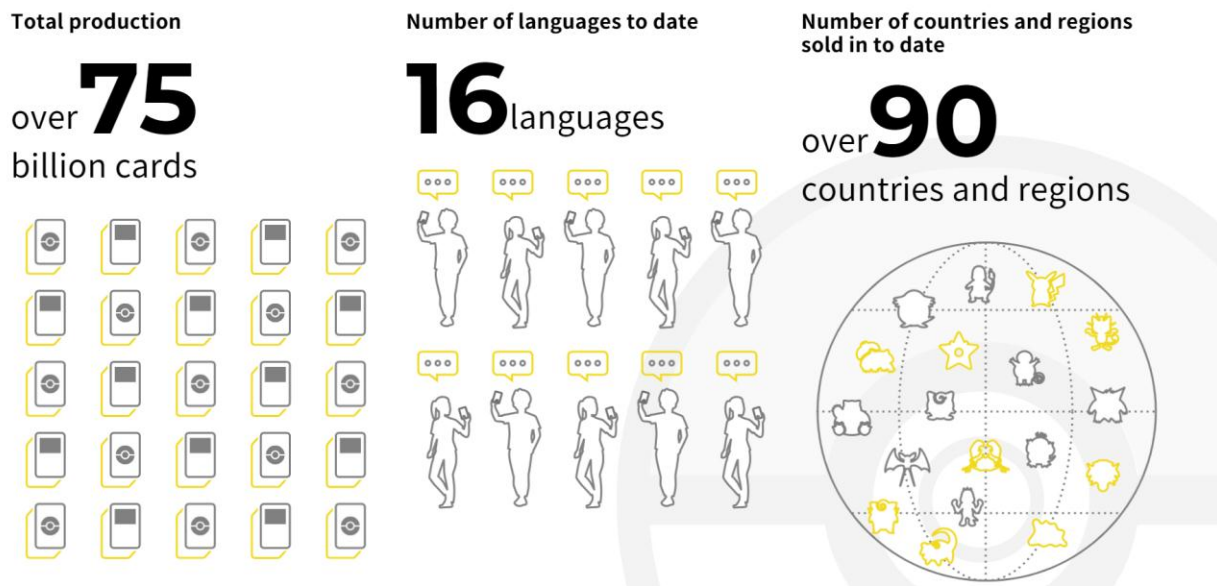


资料来源：日本玩具协会，国元证券研究所

1.3 细分国家：美日市场发展成熟，国内市场产业链日趋完善

■ 宝可梦TCG销量稳居行业首位，占据整体卡牌市场规模的近一半。根据Media Create的数据，2023年4月至2024年3月日本TCG销售额排名前五的卡牌分别是宝可梦（PTCG）、游戏王（OCG）、决斗大师（DM）、航海王（OPCG）和黑白双翼（WS）。其中宝可梦实现销售额1337亿日元，远超第二名游戏王，同比增速37%，占据整体卡牌市场规模（2774亿日元）的近一半。截至2025年3月31日，宝可梦TCG卡牌已覆盖全球超过90个国家和地区，累计生产超过750亿张卡牌，比去年同期增加102亿张。

图：截至2025年3月31日宝可梦TCG卡牌累计生产超过750亿张



资料来源：宝可梦官网，国元证券研究所

图：2023年4月至2024年3月日本TCG销售额TOP10

排名	名称	厂商	23年度销售额（日元）	对比22年百分比
1	[PTCG] 宝可梦集换式卡牌游戏	Pokemon	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	BUSHIRAO	139亿	147%
6	[MTG] 万智牌 Magie	Wizards of the coast	53亿	94%
7	[BS] 战斗之魂 Battle Sprits	BANDAI	38亿	91%
8	[SVE] 影之诗进化对决 Shadowverse EVOLVE!	BUSHROAD	37亿	50%
9	[UA] 同盟竞技场 [UNION ARENA]	RANDAI	32亿	643%
10	[RD] 游戏王 RushDud	KONAMI	31亿	114%

资料来源：Media Create，国元证券研究所

■ 复盘宝可梦TCG卡牌的发展历史，以二次元IP为切入，依托游戏和动画发行跨越周期，通过线下运营活动和分层赛事体系构建竞技生态维持用户粘性，并依托IP的丰富内容衍生和全球影响力实现出海。以宝可梦为例，自1996年以来《宝可梦》系列已经发售了超20款主系列游戏作品以及多款衍生游戏，宝可梦集换式卡牌游戏依托IP的全球影响力先后进入北美、中国香港、中国台湾、中国大陆地区。其最早的电子化产品《PTCG Online》于2009年推出，2024年10月其最新的手机游戏《PTCG Pocket》在海外市场上线，次日登上日本市场的iOS畅销榜榜首，在美国、韩国、中国香港、中国台湾、东南亚市场位列榜单TOP10，首月营收超2亿美元。在用户运营方面，宝可梦公司通过分层赛事体系和动画、游戏等媒介联动构建竞技生态。目前，日本有近1500家宝可梦道馆，每年大约有17万次宝可梦对战活动。

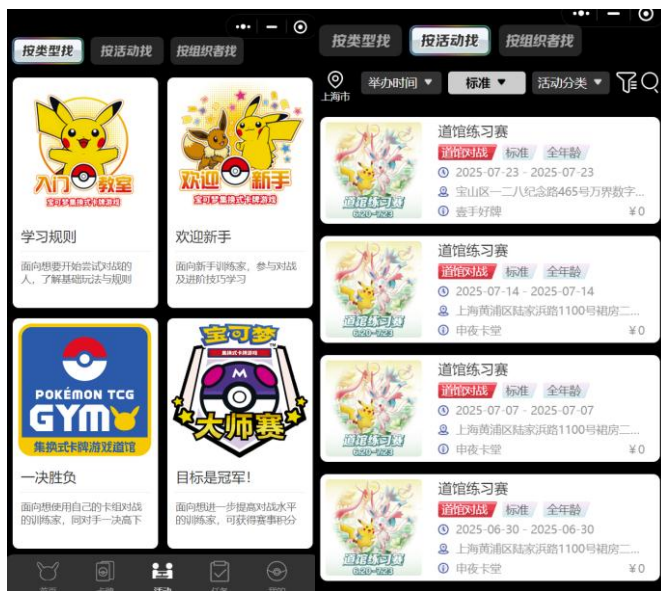
图：宝可梦集换式卡牌发展历程



资料来源：游戏新知公众号，UCGMedia公众号，大家的宝可梦Pokemon公众号，国元证券研究所

■ 中国地区赛事活动依托代理商落地，快速聚集玩家社群。2022年10月28日，简体中文版《宝可梦集换式卡牌游戏》在中国大陆地区正式发售，依托姚记潮品等代理商进行渠道铺设、市场运营和官方积分赛事运营，包括城市赛、超级赛以及大师赛。2023年底，宝可梦卡牌年度官方赛事的收官之战在上海举行，吸引超过5000名选手参加，2024年底深圳大师赛参赛选手上升至6000多名。2025年7月杭州大师赛参赛选手总数突破1万名，共吸引全国游客超3.5万人次到场参与，赛事规模再创巅峰。

图：宝可梦卡牌线下赛事



图：2024年深圳大师赛活动现场



表：宝可梦卡牌线下赛事等级

赛事等级	赛事内容
道馆对战 	在道馆进行的玩家交流对战
城市赛 	以官方认证店铺为中心举办的中型赛事
超级赛 	在全国主要城市举办的大型赛事
大师赛 	在一线城市举办的最具权威的大型赛事
世界锦标赛 	由任天堂举办国际范围内高级别赛事

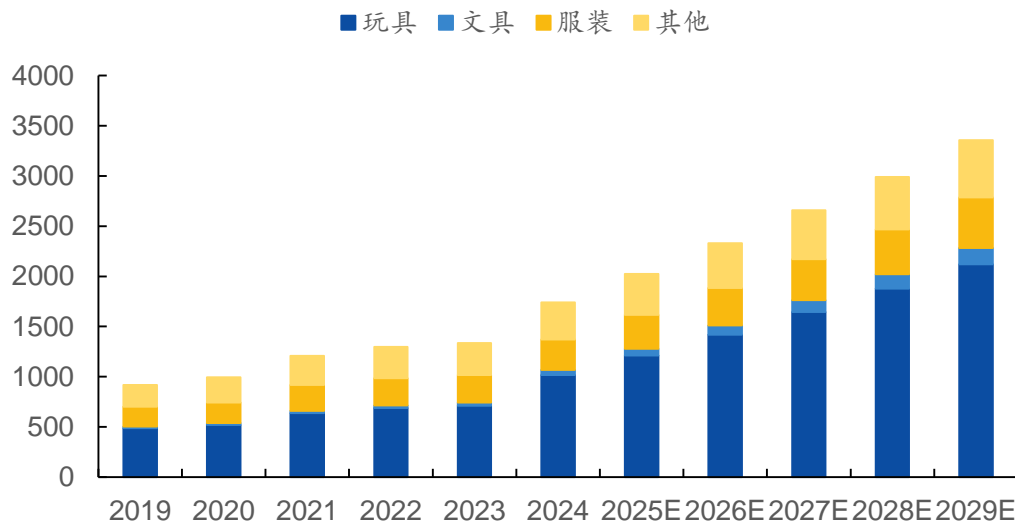
资料来源：宝可梦卡牌会员官方小程序，姚记潮品，国元证券研究所

资料来源：宝可梦官方小程序，国元证券研究所

3 中国市场：人群破圈、IP挖掘及产业链完善空间大

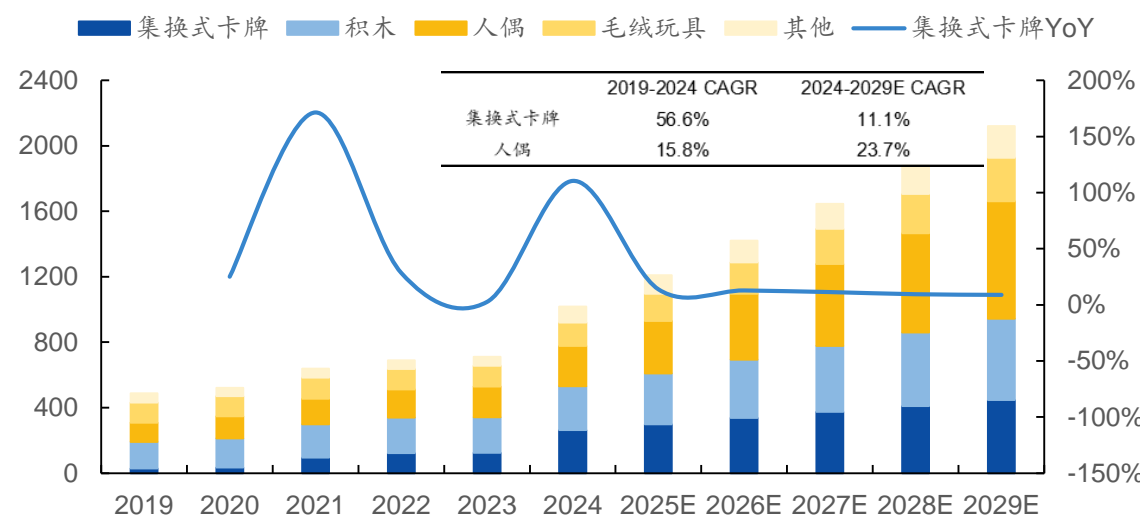
- 情绪消费崛起背景下，我国集换式卡牌市场作为泛娱乐玩具的重要分支兴起，2019-2024年市场规模CAGR达56.6%。泛娱乐玩具主要包括集换式卡牌、积木、人偶、毛绒玩具及其他玩具，多具备娱乐性，可吸引IP受众并与其建立联系。受益近年来上游IP端、终端渠道繁荣叠加情绪消费崛起，中国泛娱乐玩具行业增长迅猛，2019-2024年由488亿元增长至1018亿元，复合年增长率达15.8%。细分赛道中，2024年我国集换式卡牌市场规模达263亿元，占泛娱乐玩具行业整体市场规模的25.8%，2019年至2024年市场规模复合增速达56.6%，成为中国泛娱乐玩具行业增长最快的行业。

图：中国泛娱乐产业行业市场规模（亿人民币）



资料来源：卡游招股书，国家统计局，灼识咨询，国元证券研究所

图：中国的泛娱乐玩具市场规模（亿人民币）及增速

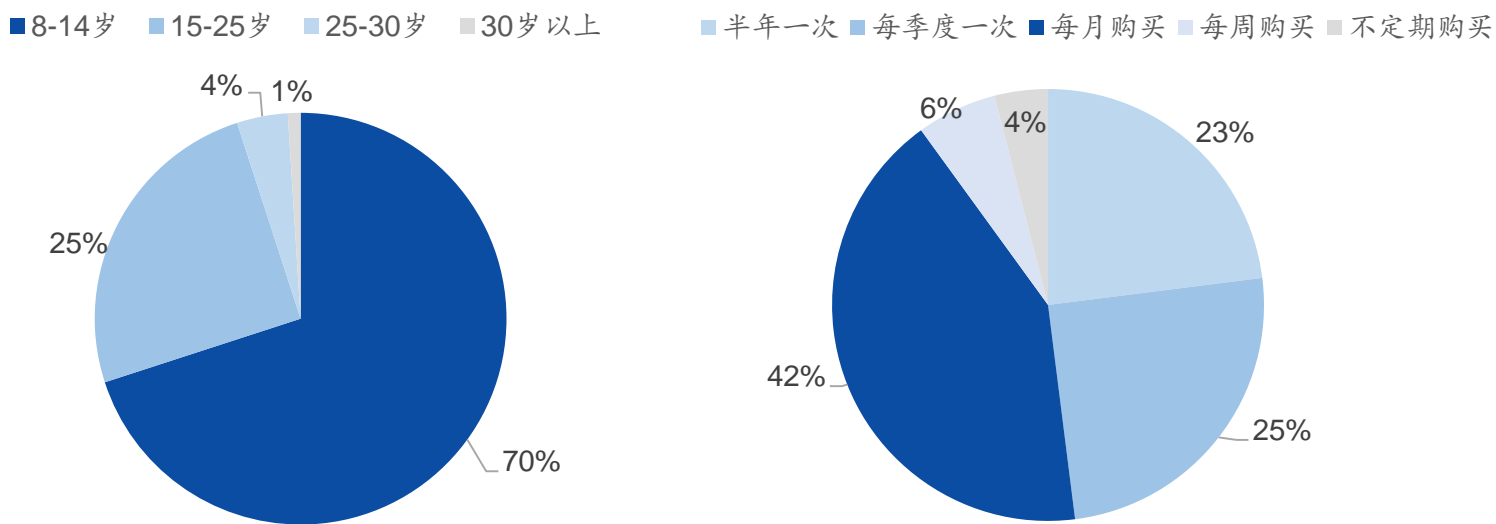


资料来源：卡游招股书，中国玩协桌游和卡牌专业委员会，灼识咨询，国元证券研究所

1.3 细分国家：美日市场发展成熟，国内市场产业链日趋完善

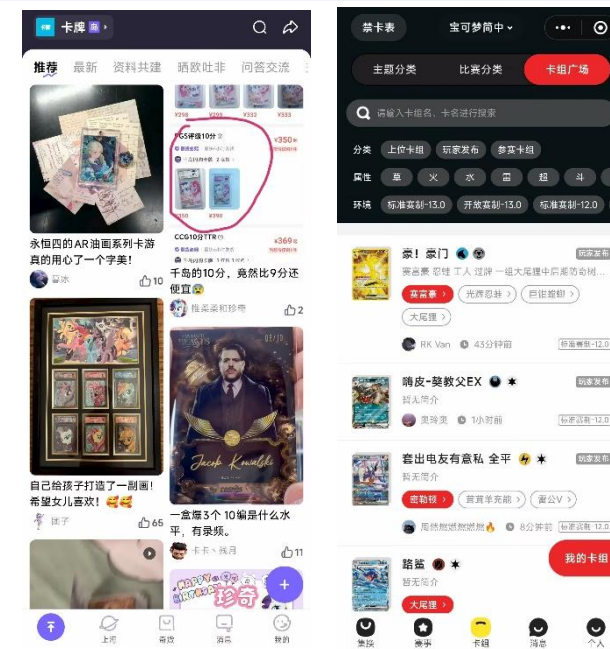
■ 区别于美国和日本，我国集换式卡牌市场呈现出用户群体年轻化、高频低价以及社交裂变三大特征。根据嘉世咨询数据，2024年我国卡牌购买者8-14岁年龄段中小學生占比70%，构成当前市场基本盘，15-25岁的中青年学生群体占比25%，25岁以上的上班族群体约占5%。从消费者偏好来看，国内市场呈现出明显的重抽卡收集，轻竞技对战特征，稀缺卡牌获取的随机性和附加的社交属性驱动复购。当前国内市场卡牌单价较低，以卡游为例，核心单包价格带为2-10元。消费频次方面，根据嘉世咨询，6%消费者每周购买卡牌，42%的消费者每月购买卡牌，呈现明显的低价高频消费特征。消费者通过晒卡换卡、竞技对战形成卡牌社交圈层，线上二手交易及社交媒体平台进一步推动社交裂变和人群破圈。

图：2024年国内卡牌客群年龄分布及购买频率



资料来源：嘉世咨询，国元证券研究所

图：二手交易APP设立晒卡及卡组分享专区



资料来源：千島APP，集换社APP，国元证券研究所

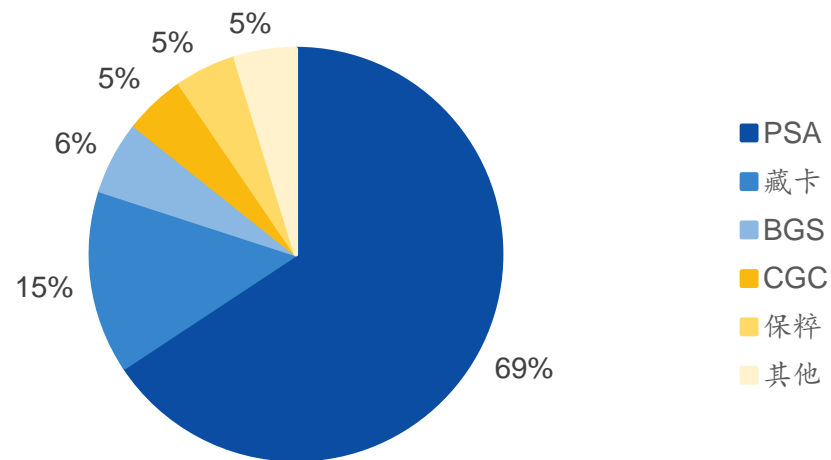
- **供需共振下IP衍生品经济繁荣。**供给端来看，中国上游内容市场的繁荣提供了坚实的IP基础叠加海外IP的开发，推动集换式卡牌的发展，根据卡游招股书，中国涉及授权业务的IP数量由2019年的2000个增加至2023年的2400个。需求端来看，情绪消费近年来逐渐崛起，年轻消费者越来越青睐于通过购买满足情感和心理需求的产品或服务。供需共振驱动IP衍生品经济繁荣。
- **交易体系和竞技生态完善有望进一步促进国内卡牌的流通渗透和年龄层破圈。**美国球星卡评级、交易、拍卖、鉴定全产业链完善，形成收藏投资市场。日本以宝可梦、游戏王为代表，通过分层赛事体系和动画、游戏等媒介联动构建TCG竞技生态，成功实现卡牌的跨代际运营。我们认为IP经济繁荣的大背景下，卡牌便携、轻量化消费的契合年轻消费需求，低客单更易撬动转化，二手市场交易以及竞技生态的完善有望进一步丰富卡牌的价值内涵，提升受众年龄层、延长用户生命周期，培育卡牌消费习惯，市场规模有望进一步扩容。

图：国内二手交易平台卡淘部分成交卡牌



资料来源：卡淘公众号，国元证券研究所

图：2024年集换社成交评级卡中15%为国产评级公司藏卡评级



资料来源：集换社公众号，国元证券研究所

1. 集换式卡牌：轻量化IP载体，提供多维度价值，供需共振下国内市场迎爆发式增长

2. 集换式卡牌产业链

2.1 上游：关注IP内容与素材储备，本土IP方积极入局带动破圈

2.2 中游：关注厂商一体化全链条布局

2.2.1 IP资源管理：前瞻洞察+授权安排+矩阵布局，多IP全周期管理

2.2.2 设计生产：卡牌设计影响产品表现力，创新工艺技术提升卡牌附加值

2.2.3 发行销售：把握内容流量爆发点，动态调整供货节奏，平衡一二级市场

2.2.4 渠道：关注厂商深度分销及赛事运营能力

2.3 下游：线下经销主导，线上爆发式增长，二手交易繁荣

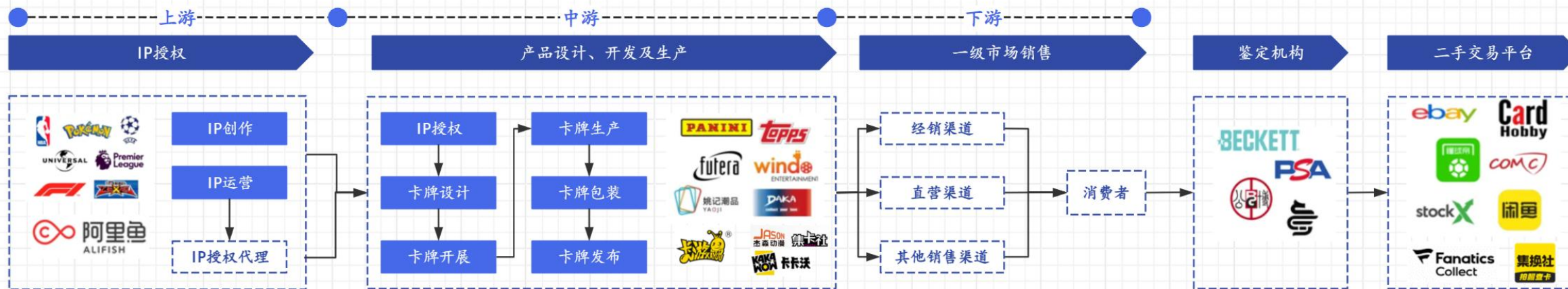
3. 相关标的

4. 风险提示

2. 集换式卡牌产业链

- 集换式卡牌产业链涵盖IP授权、产品设计、生产及发行销售。(1) 上游环节：IP创作与授权，主要参与方包括国内及海外动漫、游戏、影视公司、体育联盟、明星经纪公司IP版权方以及阿里鱼、木棉花、羚邦集团等IP代理商等。(2) 中游环节：卡牌发行商基于IP内容进行产品开发设计和发行，厂商核心能力包括IP获取、商业化、市场推广、赛事运营、渠道能力等。(3) 下游环节：渠道销售。国内以经销模式为主，校边文具文创店、谷子店、潮玩店、零售KA等年轻客流充足的渠道均有布局。中游发行商亦积极开设实体卡店，承担社区运营和链接C端角色，如TOPPS旗下Hobby Store，宝可梦授权道馆，卡游中心等。线上方面，除传统直营渠道外，拆卡直播等新型销售模式以内容和体验驱动交易，推动新品曝光，贡献可观增量。
- 相较其余IP衍生品，集换式卡牌产业发展历史更为悠久，因而衍生出发达的卡牌鉴定、二手交易、拍卖等环节。国内头部二手交易平台包括集换社、卡淘、闲鱼、千岛等，海外市场则以ebay，FanaticsCollect主导。

图：集换式卡牌产业链

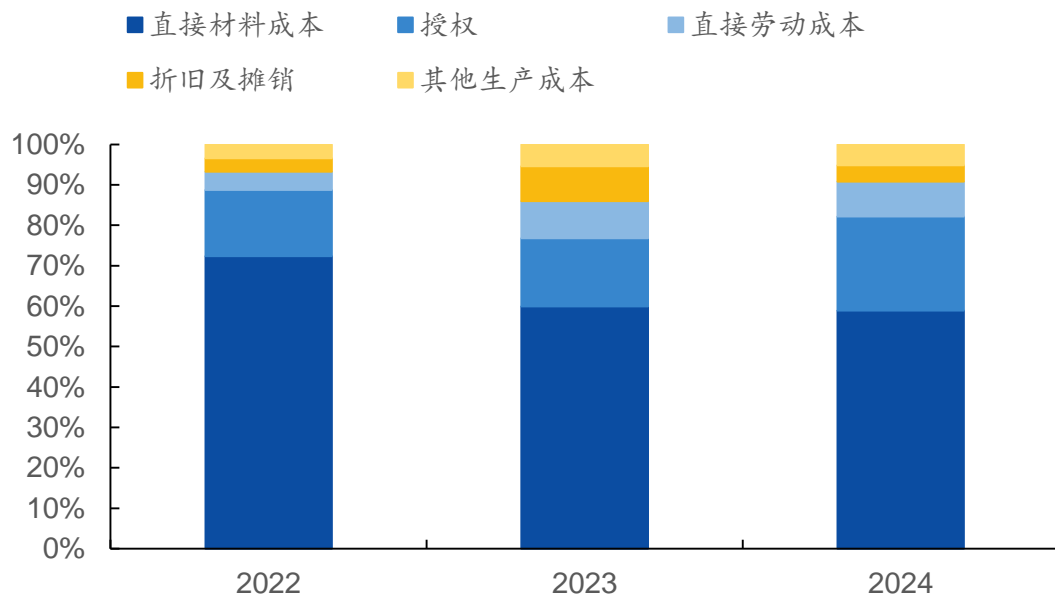


资料来源：卡游招股书，艾瑞咨询，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

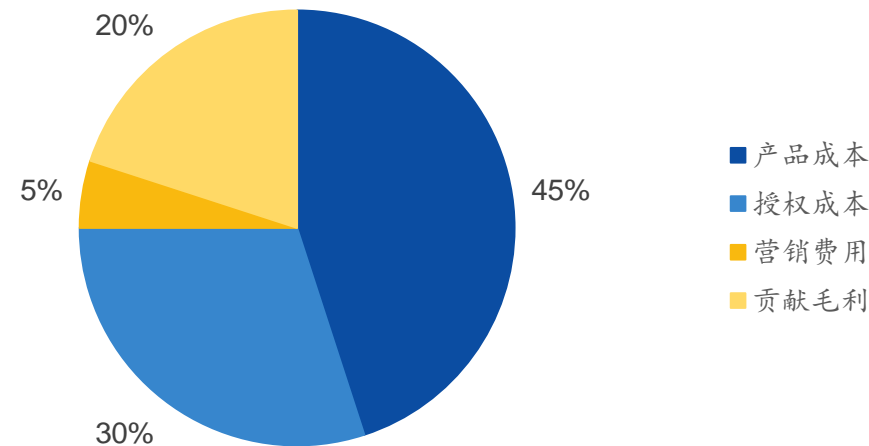
- **价值链拆分方面**，以卡游为例，根据卡游招股书，2024年公司毛利率为67.27%，假设终端零售价在10元/包，卡游供货价格为零售价的5.5折，则卡游收入为5.5元/包，代理商及渠道商总毛利为4.5元/包。卡游收入的5.5元中毛利约3.7元，支付上游IP方授权费0.42元(占收入7.64%)，相关生产成本约为1.06元(占收入的19.27%)。根据TOPPS公告球星卡授权协议财务测算，授权业务带来的总收入中，支付给授权方的保证金+分成占比30%，产品生产成本占比45%，营销费用占比5%，贡献毛利占比20%。

图：卡游营业成本拆分



资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

图：TOPPS球星卡授权协议财务测算



资料来源：TOPPS公司公告，国元证券研究所

2.1 上游：关注IP内容与素材储备，本土IP方积极入局带动破圈

- IP是卡牌的核心，IP受众的广度、即时热度奠定卡牌的销售基础，同时卡牌凭借精美的工艺设计以及发行商的产品和渠道运营能力也可反哺IP，助力其热度提升以及人群破圈。今年年初现象级电影《哪吒之魔童闹海》热映，据广州日报，一周时间内获得官方授权的卡游官方旗舰店、集卡社旗舰店哪吒相关卡牌卖出超过70万张，累计成交额突破百万元。以小马宝莉为例，原系孩之宝公司于1983年所推出的玩具产品，其电视卡通作品于2013年引进中国大陆，2022年《小马宝莉：新世代》中国大陆的票房仅为1721万元。2020年卡游获取小马宝莉IP授权并发布系列卡牌产品带动IP热度攀升，2024H1小马宝莉位居卡牌类目最受欢迎IP TOP1，热度远超其余IP。

图：2020年以来小马宝莉IP热度变化



资料来源：百度指数，猫眼电影，央视网，千岛卡牌小程序，国元证券研究所
注：繁星包（20元/包）、辉月包（10元/包）、彩虹包（5元/包）、趣影包（2元/包）

请务必阅读正文之后的免责条款部分

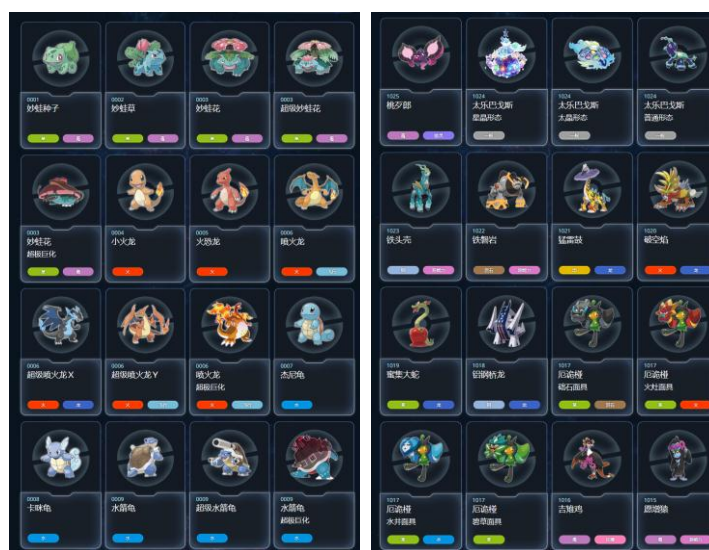
2.1 上游：关注IP内容与素材储备，本土IP方积极入局带动破圈

- IP内容延展性以及世界观和可用素材的丰富度是决定卡牌化潜力的重要因素。卡牌产品有较强的IP内容承载力以及精细的稀有度等级划分，因而需要丰富的IP内容及世界观和海量柄图支持卡牌发行商的产品设计、迭代和更新，驱动消费者复购和用户圈层的形成。柄图储备量较少可能导致卡包重复率上升，影响卡牌的复购，影响系列生命周期。海外成熟卡牌球星卡和宝可梦卡牌均依托具备内容延展性的IP提供庞大角色库和多样具备记忆点的场景，动态更新柄图，如新赛季的球星肖像以及游戏和番剧更新。国内以卡游哪吒卡牌为例，其电影收藏卡斗天包单系列分为12个稀有度等级，卡面设计多达近200种。依托《哪吒2》丰富的人物设定、艺术风格、剧情安排和衍生素材，卡游持续推出多个产品规格，如基于剧情主线的聚力卡、决战卡，基于不同艺术风格的速写卡、描金卡、窗花卡，炽影包系列海报卡、电影票卡更是收录了导演绘制的1-130亿票房海报素材。
- IP卡牌柄图素材可进一步复用至谷子、文具等多元品类，提升开发效率。如卡游将小马宝莉、柯南等IP拓展至印刷类谷子如色纸、吧唧，亚克力产品如立牌、挂件，以及笔和便签本等文具品类，不同品类复用同一柄图，有效提升开发效率，提供多元消费选择。

图：卡游哪吒卡牌拥有丰富卡面设计



图：宝可梦图鉴已收录1025只宝可梦提供丰富素材



资料来源：宝可梦官网，国元证券研究所

图：卡游基于一柄图素材拓展多元品类



资料来源：卡游小程序，名侦探柯南官方微信公众号，国元证券研究所

资料来源：卡游小程序，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.1 上游：关注IP内容与素材储备，本土IP方积极入局带动破圈

- 同时卡牌也为IP方提供内容价值变现，进一步延伸IP影响力。在众多衍生品中，卡牌轻量化消费的特征使得卡牌的触达用户和变现能力较强，同时其便携流通和传播特性为IP带来持续曝光，进一步扩大受众圈层。
- 本土IP积极参与卡牌业务，有望为市场注入活力。根据千岛，2024H1最受欢迎的前15大卡牌IP中海外授权IP占10席，其中小马宝莉断层领先。本土IP中叶罗丽、第五人格、蛋仔派对、魔道祖师等优秀作品上榜。目前市场上本土影视制作公司、娱乐公司、视频平台、原创文学类公司、游戏制作公司，以及IP授权代理公司均下场布局卡牌业务。2024年阅文集团衍生品GMV突破5亿元，其中卡牌GMV突破2亿元。随着更多IP方下场有望推动卡牌破圈，吸引更多IP受众成为卡牌玩家，为市场持续注入活力。

图：阅文集团2024年卡牌GMV突破2亿元

IP商业化：全面突破 收入创历史新高



资料来源：阅文集团公众号，国元证券研究所

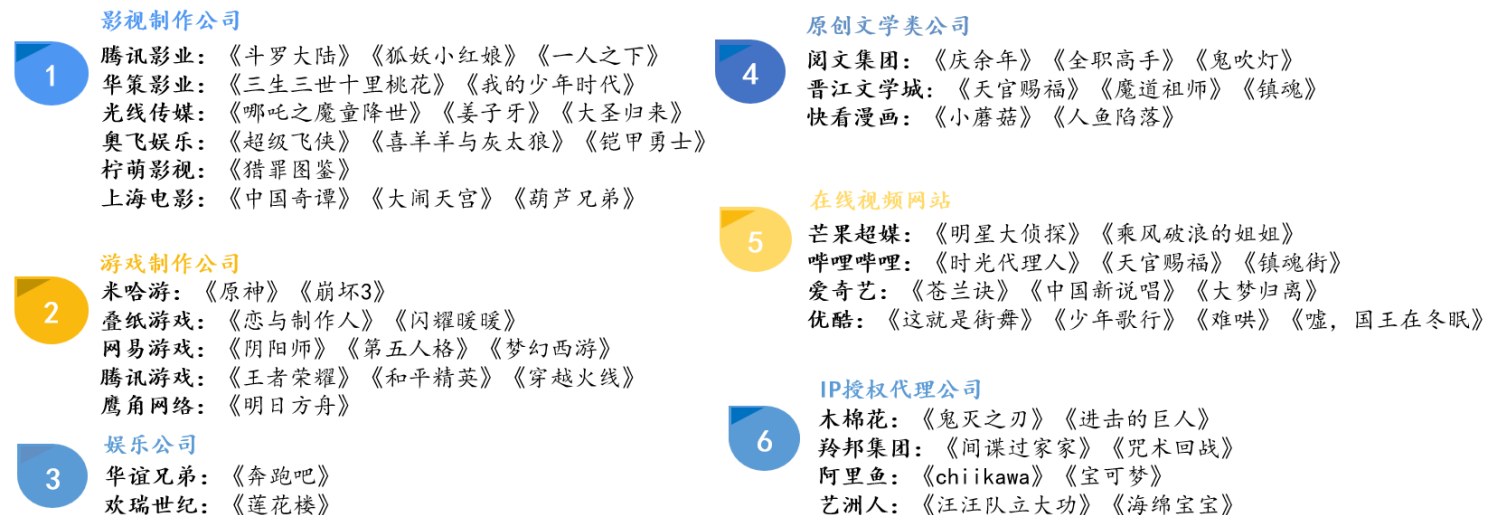
图：2024H1千岛卡牌最受欢迎IP TOP15

排名	名称	购物系数	排名	名称	购物系数
1	小马宝莉	70736	8	三丽鸥	1200
2	叶罗丽	22116	9	海绵宝宝	1190
3	火影忍者卡牌	3038	10	咒术回战	1180
			11	蜡笔小新	934
4	名侦探柯南	4271	12	哈利波特	943
5	第五人格	3081	13	蛋仔派对	528
6	VOCALOID	1506	14	魔道祖师	429
7	蜡笔小新	1400	15	人鱼陷落	400

资料来源：千岛卡牌公众号，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：国内头部IP版权方及旗下参与卡牌业务的IP

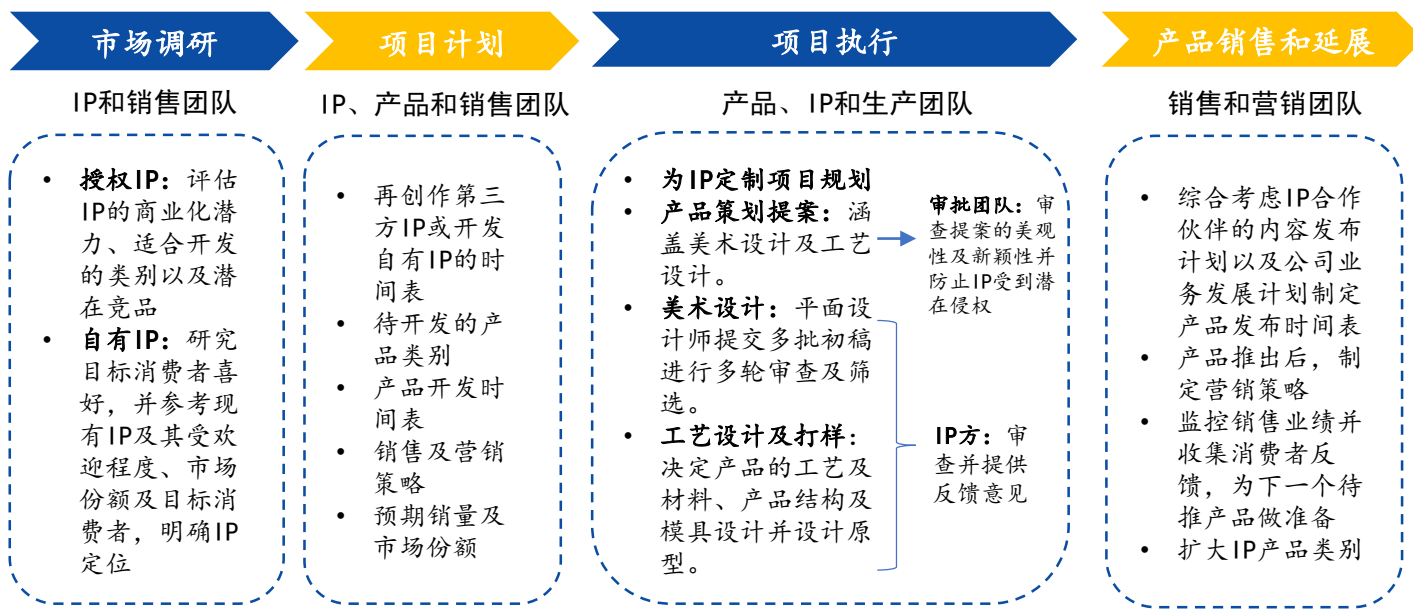


资料来源：各公司官网，国元证券研究所

2.2 中游：关注厂商一体化全链条布局

- 相较其余IP衍生品，卡牌整体开发到上市周期更短，强调对市场需求和消费者偏好的敏捷反应，中游卡牌厂商从IP获取到卡牌生产设计到终端渠道销售的一体化全链条布局构建运营壁垒。卡牌作为标准印刷品，其开发至上市周期较短，例如卡游从产品设计到终端销售所需的时间可短至20至30天。中游厂商全链路协同布局，一方面有助于优化供应链效率，应对快速变化的市场需求和消费者偏好，同时也有助于通过各核心环节的协同运作主动赋能IP生命周期的延长。IP选取方面，关注厂商对IP商业化潜力的前瞻性评估、获取头部IP资源及有利授权条款以及IP矩阵的动态管理能力。产品设计生产方面，关注设计团队设计能力及供应链效率。产品发行和渠道方面，关注厂商推新、供货节奏把控，终端渠道流通管理以及赛事运营能力。

图：卡游IP开发及商业模式



资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

图：TOPPS IP、产品矩阵和渠道布局



资料来源：TOPPS公司公告，国元证券研究所

1 IP资源管理：前瞻洞察+授权安排+矩阵布局，多IP全周期管理

- IP热度和卡牌销量直接挂钩，国内市场IP热度更迭较快且IP授权以非排他性居多，更考验厂商对于IP资源的管理。复盘美国球星卡以及日本宝可梦卡牌的产业逻辑，IP版权方职业体育赛事联盟以及宝可梦依托国民文化渗透进行长周期、跨代际运营，与发行方达成稳定排他性授权（如TOPPS与MLB合作时间长达70余年）。相比之下，国内市场IP热度更迭较快，生命周期较短，且IP授权以非排他性为主。行业头部公司卡游截至2024年末与43个IP方展开授权合作，其中非独家授权IP占比88.0%。因而卡牌发行商更可能面临IP热度下滑及同质化竞争风险，对于IP资源的管理能力重要性凸显。

图：中国、日本、美国集换式卡牌头部发行商对比

	卡游（中国）	宝可梦（日本）	Topps（美国）
成立时间	2011年	1998年	1938年
核心业务	集换式卡牌（占比81.5%）、文具、潮玩	宝可梦IP全产业链运营（游戏、卡牌、影视）	体育交易卡（占比61%）、礼品卡、糖果
IP来源	授权IP为主	自有IP（宝可梦）	授权IP（MLB、NFL、UFC、MLS，迪士尼/皮克斯等）
全球市场	重点布局中国市场	截至2025年3月31日，已覆盖全球超过90个国家和地区	聚焦北美市场
2024年集换式卡牌业务营收	82亿元	14亿美元	Fanatics Collectibles收入达16亿美元
用户画像	中小學生为主，集中在8-25岁	主力用户年龄在25至34岁之间，总体集中在18-34岁之间	30-40岁之间的中年男性
2024年人均支出	18.7元/年	119.3元/年	64元/年
渠道结构	2024年经销（92.5%），其中经销商（80.2%），KA（10.7%），直销（7.5%）	“宝可梦中心”线上线下店铺、休闲商店“宝可梦商店” 宝可梦自动贩卖机、宝可梦官方卡牌道馆	2020年零售渠道（25%），爱好商店（45%），电商（30%）

资料来源：宝可梦官网，万智牌官网，卡游招股书，嘉世咨询，国元证券研究所

2.2 中游：关注厂商一体化全链条布局

- IP洞察方面，综合IP内容、素材储备、受众、内容发布节奏、终端试销反馈等多因素评估IP卡牌化潜力，前瞻把握潜在优质IP和上升期IP。如卡游在哪吒电影制作阶段取得IP授权，并在电影上映期间同步推出斗天包卡牌，上市短期内即成为顶流。
- 授权安排方面，国内头部厂商凭借较强销售能力在IP获取上取得优势，二梯队厂商部分通过股权合作绑定上游IP大厂，未来更多IP和中游厂商的合作形式值得期待。以卡游为代表的头部厂商已与多个IP方成功合作实现卡牌产品的商业化落地，如2024年10月公司正式宣布与孩之宝达成深度合作，取得小马宝莉系列的全球授权，进军东南亚、日韩市场。近期公司推出的哪吒斗天包第3弹，近半数的卡种拥有“独占”特性。以Hitcard、集卡社为代表的二梯队厂商，依托股权安排绑定阅文、Bilibili等国内头部内容方，庞大IP库的稳定内容释出支撑卡牌推新和销售。

图：卡游产品拥有独占卡面



资料来源：西单大悦城公众号，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：Hitcard及集卡社绑定头部内容方

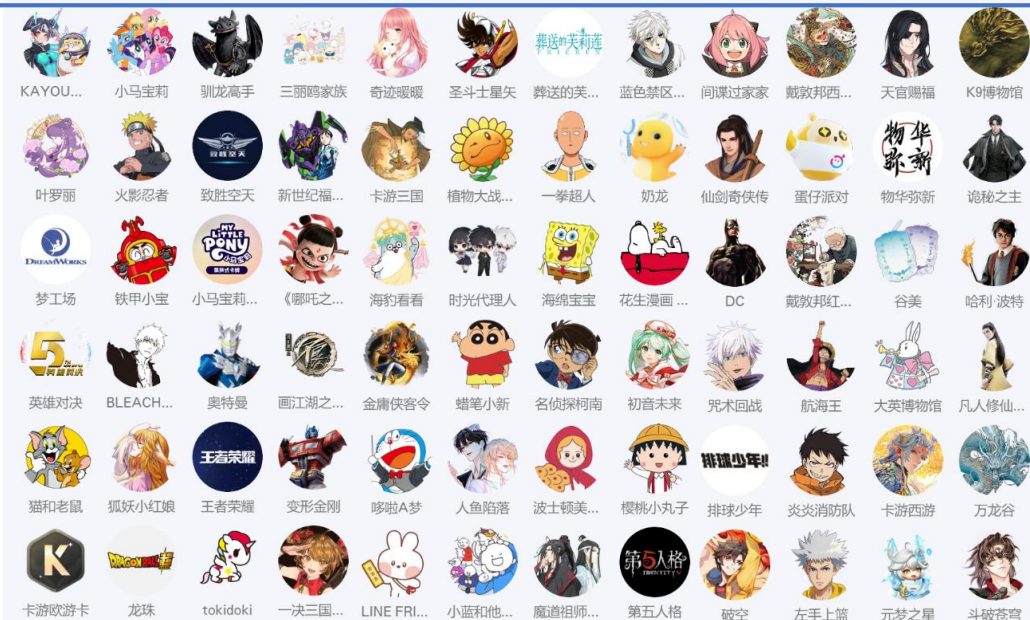


资料来源：Hitcard小程序，集卡社公众号，国元证券研究所

2.2 中游：关注厂商一体化全链条布局

- IP布局方面，矩阵化布局切入更多受众细分，对冲单一IP热度下滑风险，构建多元增长驱动。以卡游为例，其授权IP数量2024年达到70个，其中奥特曼和小马宝莉IP分别在低年龄段男生和女生消费者中有极高辨识度；叶罗丽、咒术回战等IP面向Z世代和中学生群体；哈利波特、名侦探柯南、猫和老鼠等全球知名IP则面向消费能力更强的泛二次元及成人用户。以HITCARD为例，其产品主力消费带从100+元到1000+元，IP布局构成三大层级：动漫、潮玩类IP，因用户基础庞大且客单价低，容易打开市场；娱乐、体育等明星类产品，受益粉丝经济，因而处于更高的价格带；高端艺术类IP，对收藏爱好者有独特的吸引力。
- 积极开发自有IP，完善卡相关领域布局。以卡游为例，于2023年1月作为联合出品方参与了以卡牌战斗为主题的原创动漫《维将》的制作，4月推出首款《卡游三国》原创IP产品，2024年年初，其首个原创漫画IP《英雄对决·破空》开启连载，并登陆腾讯动漫、快看等平台，2025年上新自研TCG产品《一决三国》，打造自有IP的同时持续完善与卡牌强相关的内容布局。

图：卡游IP矩阵布局



资料来源：卡游小程序，国元证券研究所

图：国内卡牌厂商自有IP布局

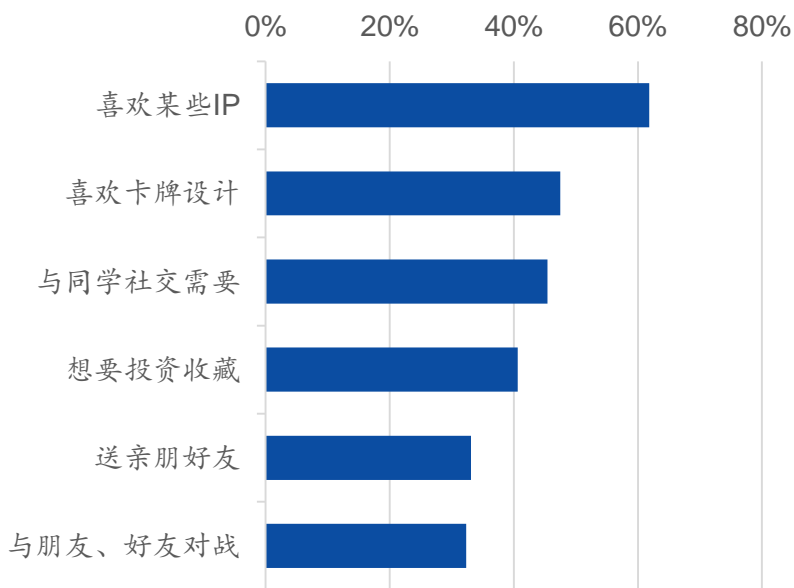
名称	自有IP	推出时间	简介	图示
卡游	《卡游三国》	2023年4月	以三国为背景，玩法系统围绕三国框架展开，对战节奏强调高频率博弈和快速反应，打造MOBA式爽快操作体验，线上支持与线下联动并行	
	《英雄对决·破空》	2024年1月	以国粹川剧变脸为底蕴的热血少年漫画作品，将全球潮流动漫元素与中国传统文化深度融合，已在海外（日本地区）连载中	
集卡社（杰森）	《卡皮巴拉》	2024年推出收藏卡	有盲盒收藏卡、聚会桌游卡牌等形式，陆续推出4弹表情包、毛绒挂件等多种衍生品，还与伊利、雀巢两大食品品牌实现了跨界联动	
	《超时空小队》	2024年11月	由母公司杰森娱乐集团启动的原创IP项目，融合了冒险、悬疑与亲情的全新少儿动画片，是杰森娱乐推出的首个原创少儿动画IP	
华立科技	《三国幻战》	2023年12月30日	首款自研国潮IP卡片机游戏，将三国故事与现代游戏技术融合，以魔幻闯关为主线，卡片收集、对战为核心玩法，线上线下联动设计	
	《雷动》竞速系列	2014年	业内知名的竞速类内容IP，雷动竞速系列产品已由当初单一赛车款式拓展至摩托、赛艇等产品系列，在引入欧美发达游戏市场后受到当地玩家欢迎，并获得国际游戏产业巨头SEGA认可，由SEGA代理销往国外	

资料来源：卡游招股书，卡游公众号，杰森公众号，华立科技公众号，华立科技招股书，国元证券研究所

2 设计生产：卡牌设计影响产品表现力，创新工艺技术提升卡牌附加值

■ 卡牌设计的精美程度是驱动消费者购买的重要动机之一。精美的卡牌设计能够带来积极的视觉反馈，快速吸引年轻受众，同时强化卡牌的收集价值。根据嘉世咨询的调研，消费者购买卡牌的动机中，卡牌设计精美程度占比47.5%。不同稀有度卡牌往往采取不同视觉设计进行直观的区隔。

图：消费者购买卡牌的动机中，卡牌设计精美程度占比47.5%



资料来源：嘉世咨询，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：不同稀有度卡牌采取不同工艺和美术设计



资料来源：宝可梦hubs，Pokemonwiki，国元证券研究所

2.2 中游：关注厂商一体化全链条布局

- 卡牌产品设计包括美术设计和工艺设计，卡牌表现力依赖团队审美及专业协同。TCG卡牌在卡面效果设计的基础上需要关注卡牌数值和对战体系的设计。美术设计主要为平面设计，设计师根据IP图库素材确定基调、系列划分，设计多种卡面视觉风格并进行适当的二创。工艺设计决定卡牌的纸张、画面层和工艺层的材料、印刷的设计以及产品结构。设计师需选取合适的材料和工艺组合进一步放大卡面的图形和色彩细节，部分卡牌稀有度越高，可能叠加工艺越复杂。卡牌整体的表现力与美术与工艺设计团队的设计能力及协同高度相关。此外，TCG卡牌在卡面效果设计的基础上需要关注卡牌数值和对战体系的设计。
- 充足的设计开发人才储备为持续的新品推出奠定基础。以卡游为例，截至2024年末，拥有11个产品设计开发工作室，由471名专业从事原画、平面设计及3D设计等领域的专业人才组成，另有一个由100多名全职雇员组成的团队支持美术设计工作，可根据需要灵活部署。2022-2024年，卡游分别集换式卡牌系列推出周期通常为二至三个月，从产品设计到终端销售所需的时间短至20至30天。
- 卡牌头部厂商在材料及印刷设备累积优势。生产设备方面，卡牌生产所需设备包括印刷设备、模切机、注塑机、烫金机、配件组装机、发卡机及包装机等，高精度印刷设备以及高精度雕刻机床多依赖进口。头部厂商如卡游向海外知名制造商购买印刷设备，在印刷质量、速度、效率等方面达到较高水平。印刷材料方面，卡游为卡牌定制了平整度极高的纸张，根据设计需求灵活选用不同厚度。

图：卡牌由纸张、画面层和工艺层组成



资料来源：卡游公众号，国元证券研究所

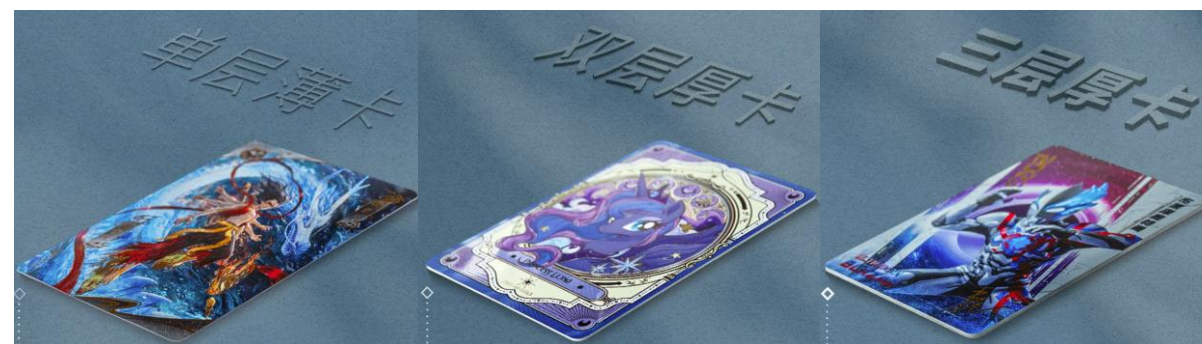
图：卡牌制造高端材料设备多依赖进口

供应链环节	关键材料/设备	供给格局
纸张供应	特种印刷纸(厚度/纹理)	高端卡牌专用纸依赖进口(如日本王子造纸)，在质感、耐用性上较优
印刷工艺	高精度印刷设备(海德堡)	全球70%高端印刷机被德国/日本垄断，设备采购周期长(6-12个月)、维护成本高
卡模制作	高精度雕刻机床	日本牧野、瑞士阿奇夏米尔等品牌垄断模具加工，单套模具成本超5万美元，交付周期长达2-3个月

资料来源：中国印刷及设备工业协会《2022高端印刷装备进口报告》，艾瑞咨询《中国IP经济研究报告》，卡游招股书，华立科技财报，铅笔道pro公众号，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：卡游卡牌根据不同纸张厚度有所区分



资料来源：卡游公众号，国元证券研究所

2.2 中游：关注厂商一体化全链条布局

- 工艺材质创新+互动技术应用，凸显艺术效果和情感价值，进一步提升卡牌附加值。卡牌印刷技术包括光栅印刷(3D图像或动态效果)、丝印热烫金术(金属光泽效果以及凹凸质感)、铂金光刻(浮雕效果)、全息幻彩技术(动态图案和景深视觉效果)、逻辑光纹(压印或光油)等，能够在卡牌表面呈现各种感官效果以及纹理。在此基础上，头部厂商如Hitcard将影视衣料嵌入卡牌，加深情感链接；融合锡画、大漆、螺钿、蜡染、剪纸等多种传统非遗工艺推出系列卡牌，提升卡牌的艺术收藏价值；同时借助NFC及AR技术连接虚拟与现实，极大地丰富卡牌的互动性与故事性，以创新工艺材质和内容设计将卡牌打造成消费级收藏品，单张价格6元+，远高于传统小卡0.4-1.5元/张的售价。

图：各类卡牌印刷技术、工艺、材质及互动技术



资料来源：卡游公众号，卡仕界公众号，Hitcard 公众号，卡宝文创公众号，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3 发行销售：把握内容流量爆发点，动态调整供货节奏，平衡一二级市场

- **卡位内容流量爆发点，形成更好的销售转化。**对于内容强相关的卡牌，发行商往往选择配合内容释出的时间点进行产品预热上新并迅速铺货，以最大化借势IP内容流量红利，如《庆余年》系列收藏卡牌在第二季播出前的GMV已达到2000万元。
- **动态调整推新供货节奏，平衡一二级市场。**卡牌一级市场产品热销带动二级市场繁荣，二级市场稀有卡牌溢价也能够反哺一级市场终端动销。针对IP长期价值支撑稳固，消费者忠诚度较高的卡牌，厂商可依据相对稳定的二级市场需求制定一级市场发行量，推新节奏相对固定，如简中宝可梦卡牌补充包商品发行周期根据系列不同分为2个月、3个月、4个月。而对于面向泛用户，依赖短期热度和内容驱动的IP卡牌，厂商需通过大量发行、加印、高频推新在短期内拓展用户圈层，最大化享受IP的长尾价值，同时监控二手市场价格等精准把控终端供需，动态调整推新和供货节奏，保障IP和产品的稀缺性溢价，构建可持续的经营生态。例如卡游在运营奥特曼IP期间，基于50多个英雄角色推出320个集换式卡牌系列，通过同一IP多系列发行纵向延长系列产品的生命周期；其小马宝莉系列则在10元辉月包的基础上推出2元趣影包，通过价格带下探实现引流和破圈。

图：2025年宝可梦简中集换式卡牌上新节奏



图：奥特曼经典版收藏卡已推出44弹



4 渠道：关注厂商深度分销及赛事运营能力

渠道方面，线下渠道提供社交空间和即时拆卡的惊喜体验，是厂商触达C端的重要抓手。部分厂商凭借广泛的分销网络深度触达核心消费群体，在产品推广方面具备优势。海外方面，Fanatics 球星卡主要通过遍布全美的卡片商店、爱好商店和体育用品店销售，2020年爱好商店销售占比达45%。国内以卡游代表的头部厂商具备更强的渠道管控能力。截至2024年底，卡游经销渠道合作方包括217个经销商、39名零售KA以及351个加盟商经营的卡游中心。经销网络覆盖全国31省，渗透校边玩具店、文具店触达年轻用户群体，通过开展卡牌兑换、物料发放等推广助销活动形成天然的社交空间，培养复购习惯。在渠道管控方面，卡游设有专门赋能部门服务经销商和终端门店，统筹新品发售，存货管理，陈列打造，能够获取第一手销售反馈，动态调整产品组合，助力销售目标达成。

图：卡游对于认证店铺提供丰富的权益和支持

权益一：优先到货

- 提前抢购，提前到货，领先同行
- 下单满1件支持卡游直发门店
- 认证店新品组合购活动，展陈&物料&样品拿到手软

认证店 VS 非认证店

到货当天即可售卖
千城万店提前7天新品预定
经销商到货当天配送

注：具体以当地经销商实际情况为准

权益二：独占产品

- 不定期上线认证店独占产品

权益三：专业陈列打造

- 可获得专属陈列形象打造
- 可获得新品展箱、样品、道具支持
- 业务员定期到店陈列维护

轻松搭起好看又好卖的卡游形象专区

支持按店匹配陈列类型；专人维护，不用自己多操心；各类展箱样品道具支持，定期焕新！

权益四：终端销售支持

- 专属新品助销物料每月到店
- 每月提供多场专属卡游助销活动

轻松开展店内活动，维持顾客粘性

日常使用专属物料进行满赠等活动，提升销量、增加稳定客群；每月多场专属活动，吸引人流、建立口碑！

权益五：线上专属权益

- 认证店专属积分商城
- 认证店铺“18”会员日

新品独占物料

积分商城自由兑换
更有海量优惠新品物料

海量积分&精美展陈

超多满赠活动
下单就能带回家

TOP认证店月度巡展

全国月度巡展
官方引流助力动销

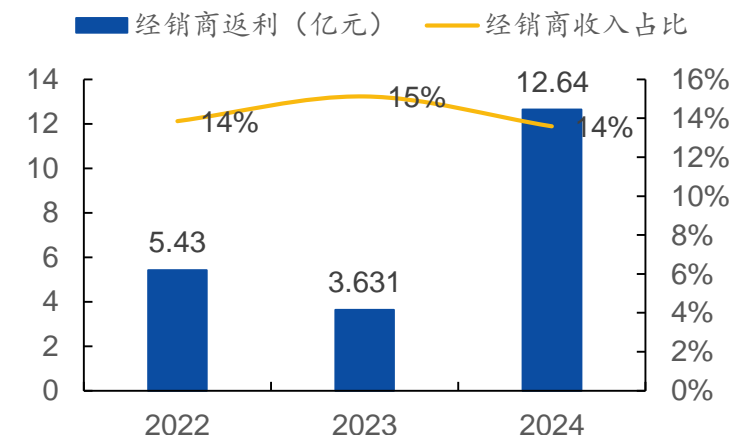
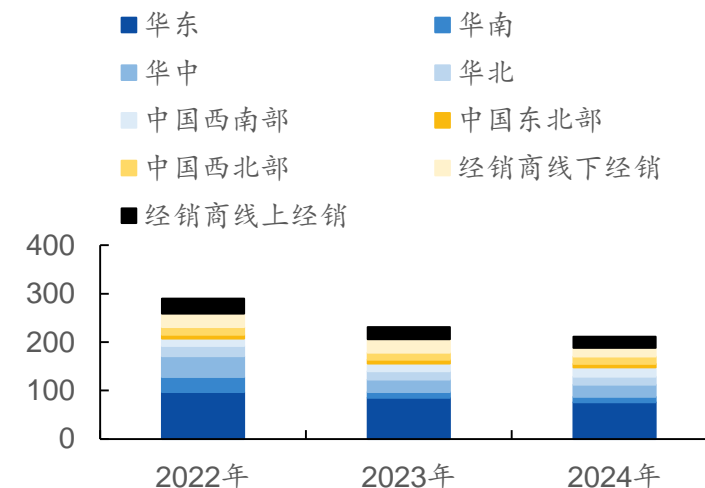
权益六：商家产品售后

- 完整链路，进货无忧

注：具体以当地经销商实际情况为准

注：可向当地业务&经销商咨询详细信息

图：2022-2024卡游经销商地域分布（家）（上图）
图：2022-2024卡游经销商返利金额及占比（下图）



2.2 中游：关注厂商一体化全链条布局







TCG卡牌打造长周期竞技生态，提升消费者粘性驱动复购，关注厂商线下活动运营能力。TCG赛事是卡牌游戏体验的重要环节，大型赛事的举办有助于IP知名度提升。目前国内头部卡牌厂商通过自营门店与授权卡店两种方式承载日常线下TCG运营场景，并通过与IP方合作出品TCG卡牌或代理宝可梦等海外TCG卡牌积累赛事运营经验。以卡游为例，公司2019年推出首款TCG卡牌奥特曼英雄对决，运营多层次活动体系，涵盖本地门店级别的活动以至全国冠军赛。根据招股书披露，截至2024年底公司已在国内逾100个城市成功举办逾5100场活动。2025年公司上新一决三国和小马宝莉两款对战卡牌，进一步拓展年龄层覆盖。以姚记为例，旗下姚记潮品获宝可梦简中TCG以及迪士尼洛卡纳TCG中国区代理权；闪魂合作米哈游上新并运营原神七圣召唤TCG，合作拳头游戏推出符文战场TCG卡牌，赛事运营能力居于行业前列。

图：25H1国内TCG卡牌赛事运营排行

排名	IP	赛事运营	大中型赛事数	参赛人次	单场最大人数
1	宝可梦	5.00	5.00	5.00	5.00
2	航海王	3.14	4.84	2.29	1.45
3	游戏王	2.77	3.91	1.76	2.50
4	数码宝贝	2.25	3.16	1.78	1.35
5	洛卡纳	2.21	3.16	1.68	1.39
6	影之诗	1.19	1.35	1.06	1.15
7	WS	1.14	1.24	1.09	1.05
8	UA	1.13	1.20	1.03	1.20
9	VG	1.13	1.27	1.03	1.05
10	一决	1.00	1.00	1.00	1.00

图：国内厂商代理或运营的TCG卡牌

资料来源：集换社公众号，国元证券研究所

名称	推出时间	IP版权方	国内代理商	游戏目标	卡组构筑	玩家数量	定价（元）	图示
宝可梦	2022年10月28日在中国大陆正式发售	宝可梦公司	姚记潮品	击败对手的宝可梦并收集奖牌卡	由60张卡牌所组成，包含宝可梦、能量和训练家卡	2	20	
卡游一决·三国	2025年5月17日正式发售	卡游	卡游	攻城，通过击败战线上的敌方武将，率先获得三座城池的一方获胜	3个武将卡和30张由形态牌，装备牌、技能牌组成的主要卡组	2	50	
小马宝莉	2025年4月8日在中国大陆全球首发	孩之宝	卡游	将故事推进至第四阶段；使对方在主要牌组中卡牌数量为0时进行抽牌	70张固定卡牌、50张主卡组卡牌、15张场景卡组卡牌、1张角色卡、4张故事卡	2	50	
符文战场	将于2025年夏季在中国大陆首发	拳头游戏	闪魂	一名玩家获得规定分数时，取得戏胜利	12张符文卡、1张传奇卡、40张主卡牌和3张战场卡	2-4	50	
原神七圣召唤	2022年12月7日原神 3.3版本上线游戏内；实体卡牌由闪魂于2024年11月发售	米哈游	闪魂/米哈游	控制我方场上的角色卡牌，击倒对手所有的角色卡牌	由3张角色牌和30张行动牌组成	2	40	
迪士尼洛卡纳	2025年1月10日全域发售简中版	华特迪士尼公司	姚记潮品	率先获得20点或更高的奇谈值	60张卡牌，包含角色卡、物品卡、行动卡、歌曲卡、场地卡	1-4	79	

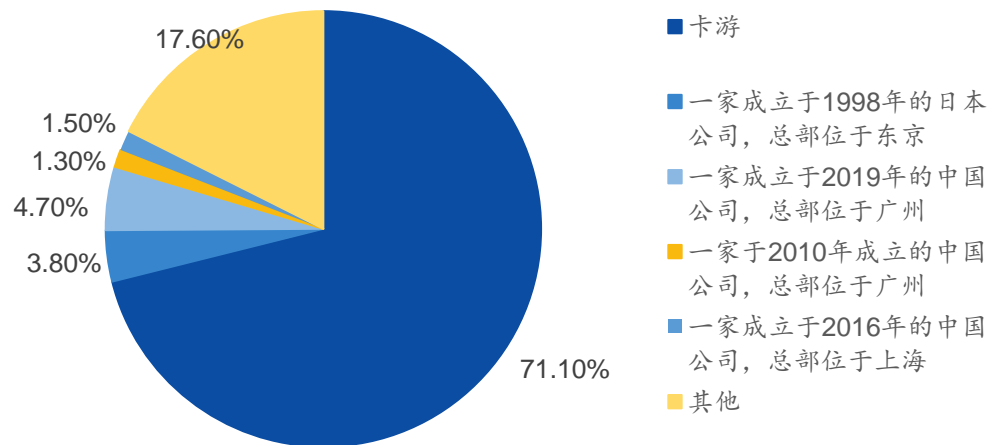
资料来源：闪魂天猫旗舰店，卡游天猫旗舰店，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2.2 中游：关注厂商一体化全链条布局

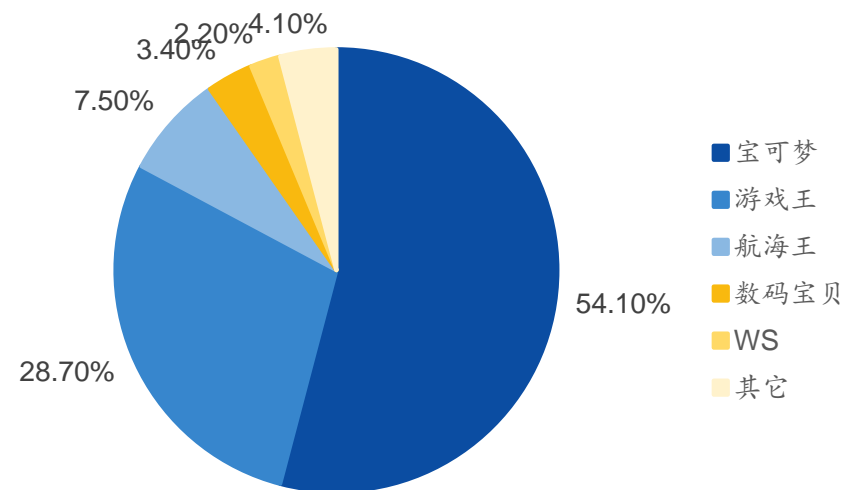
■ 竞争格局方面，卡游占据领先地位，二梯队参与者差异化竞争。根据卡游招股书，2024年按商品交易总额计，中国集换式卡牌行业中前五大公司占总市场份额的82.4%，卡游在中国集换式卡牌行业中位居第一位，市场份额为71.1%，受众以学生群体为主，单包价格2-10元不等，线下渠道遍布全国各省。其余主要市场参与者包括集卡社、宝可梦、闪魂、Hitcard、华立科技等。宝可梦系目前国内最大的TCG品牌，根据集换社统计，2024年全年宝可梦卡牌IP的成交额占比54.1%。集卡社、卡卡沃聚焦成人IP卡，价格带高于卡游，单包价格10-100元不等；HITCARD以潮玩联名收藏卡牌起家，深度合作泡泡玛特、寻找独角兽、腾讯视频、优酷视频、阅文等头部IP版权方。不凡玩品、WUDOLL分别围绕电竞赛事和影视明星细分赛道构建IP矩阵，形成差异化竞争优势。华立科技聚焦线下游艺设备，其开发的卡牌可直接用于公司的游艺机，进行可视化对战，卡牌价格达到8-20元。

图：2024年中国集换式卡牌竞争格局



资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

图：2024年集换社平台卡牌IP成交额占比



资料来源：集换社公众号，国元证券研究所

2.2 中游：关注厂商一体化全链条布局

表：中国集换式卡牌主要市场参与者

	成立时间	淘天旗舰店粉丝量	游戏	影视明星	国漫	网络小说	海外动画/插画IP	运动电竞	文博艺术	IP布局	融资情况	单价(元)
卡游	2011	102w	√	√	√	√	√	√	√	截至2024年12月31日拥有70个IP，包括奥特曼、小马宝莉、叶罗丽、卡游三国、斗罗大陆动画、蛋仔派对、火影忍者、咒术回战、名侦探柯南及哈利波波特等。	2021.10.12，战略投资，投资方为红杉中国	2-10
集卡社 (杰森动漫)	2020	15.4w	√	√	√	√	√	√	√	以国漫、国产动画电影IP为特色，版权合作方超100+，合作IP矩阵已达500+，包括斗罗大陆动画、斗破苍穹、迪士尼100周年、时光代理人、WIXOSS、铃芽之旅、深海、大侦探、敦煌博物馆、人民海军舰艇	2023.2，完成首轮融资，领投方为哔哩哔哩 2025.6，获横店影视的关联公司横店资本战略投资	10-20
闪魂	2023	10w	√				√	√	√	第五人格、原神、重返未来1999、FATE、绝对演绎、七圣召唤、猛兽派对、迷你世界、小猪佩奇、纸嫁衣	2025.8，完成首轮融资，由高瓴创投领投，高榕创投、凯辉基金跟投，金额为数亿元人民币	10-30
卡卡沃	2022	3w					√	√	√	定位品质高端、面向成人的收藏卡牌，合作IP包括故宫系列、国家图书馆、冰雪运动国家队、中国足协女子体育联赛、迪士尼、猫和老鼠、哈利波特、线条小狗、名侦探柯南、非人哉、三丽鸥、红小豆、初音未来、空山基	2019.12.1，完成天使轮融资，投资方为LittleJoy，金额为数十万美元 2020.6.5，完成Pre-A轮融资，投资方为源码资本，金额为数百万美元 2021.1.1，完成A轮融资，投资方为吉相股权，金额为数百万美元 2021.11.3，完成A++轮融资，投资方为米哈游，金额为千万美元	10-100
HITCARD (骑形网络)	2016	2.54w		√	√	√	√			潮玩联名收藏卡牌起家，深度合作泡泡玛特、寻找独角兽、腾讯视频、优酷视频、阅文等头部IP版权方，IP布局涵盖甄嬛传、庆余年、盗墓笔记、斗破苍穹、全职高手、非人哉、狐妖小红娘、LoveLive	2022.2.7，完成A轮融资，投资方为泡泡玛特旗下玩心回归 2022.8.1，完成A+轮融资，投资方为红杉资本 2022.11.28，完成A++轮融资，投资方为必有回响 2024.7.25，获Akatsuki、Cygames、Good Smile Company等战略投资 2024.10.14，获阅文集团战略投资，金额达数千万元人民币	10-20
不凡玩品	2021	1.05w	√	√				√	√	布局电竞、游戏、动漫、明星收藏卡四大分类，IP矩阵涵盖王者荣耀、金铲铲之战、KPL、LPL、PEL、TARA女团等	/	10-200
WUDOLL (吾流文化)	2020	2.2w		√						聚焦热播剧集的衍生品公司，合作IP包括狂飙、苍兰诀、永夜星河、陷入我的热恋、雁归时、大梦归离、猎罪图鉴等	/	10-20
风卡游戏	2022	-					√			卡牌、电子游戏代理商，主要代理卡牌品牌包括宝可梦、游戏王、Bushiroad、万智牌	/	5-50
姚记潮品	2022	-					√			卡牌代理发行商，主要代理集换式卡牌IP包括宝可梦、碧蓝航线、仙剑奇侠传、影之诗等	2024.1.25，发行可转换债券，融资金额为5.83亿元人民币	10-50
华立科技	1994	-					√			将卡牌嵌入游艺设备，实现“实体卡牌+可视化对战”互动体验。	2015.12.22，定向增发，募集2024万元 2017.8.4，定向增发，募集3000万元 2021.6.7，创业板IPO，募集金额3.08亿	3-10

资料来源：各公司官网，各公司天猫旗舰店，企业预警通，国元证券研究所

2.3 下游：线下经销主导，线上爆发式增长，二手交易繁荣

- 卡牌的购买渠道可分为线上、线下以及二手交易市场。卡牌的购买渠道可分为线上、线下以及二手交易平台。线下渠道提供社交空间和即时拆卡的惊喜体验，占据主导，其中街边文具店主要覆盖学生人群；潮玩集合店、谷子店、文创店等多位于大型商场内，面向更广泛的年轻消费群体；官方授权店以宝可梦道馆、卡游旗舰店等为代表，承载厂商产品矩阵的展示以及消费者日常对战场景，是厂商重要的C端触点和品牌窗口。线上渠道包括厂商官方线上直营店铺及各大拆卡直播间。近两年卡牌一级市场产品热销也带动二手平台兴起，在TCG卡牌、球星卡以及IP收藏卡领域均有垂类头部交易平台诞生。

图：卡牌产业下游主要销售渠道

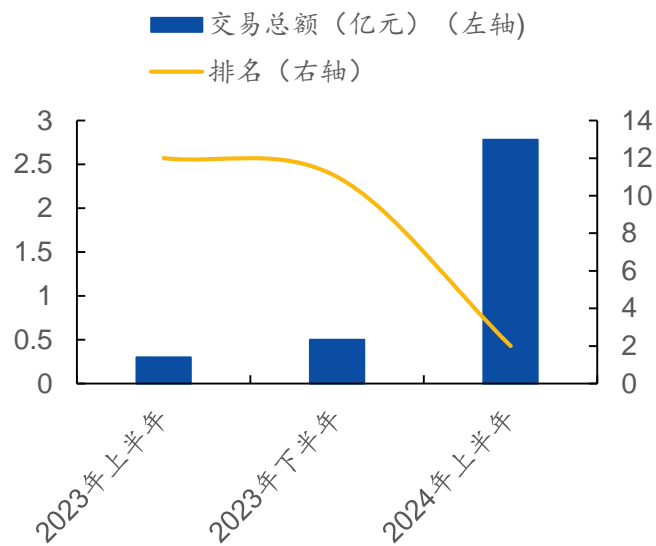


资料来源：嘉世咨询,卡游招股书,国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

■ **线上渠道24年爆发式增长，直播间体验式拆卡贡献增量。**直播拆卡通过直播平台展示和销售商品的模式，客户下单卡牌，由主播在直播间代拆并邮寄，受众以24-30岁女性消费者为主。相比于自行拆卡，直播间通过观众互动以及玩法加持放大拆卡的情绪价值和体验感。一方面，直播的形式扩大了拆卡的观众范围，稀有卡牌的揭晓可能吸引数千名观众的共同见证，相比仅有身边少数朋友见证的线下拆卡，惊喜感被放大。主播以及观众对于拆卡结果的正反馈进一步提升体验感和情绪价值。另一方面，直播间通过玩法叠加强化节目效果，玩法驱动下有概率以同样价格获取更多卡牌。常见的玩法为“叠叠”，即如果在一包中抽到中卡位、高卡位，就可以继续免费拆卡，由此衍生出抽到指定角色赠送额外拆卡次数等多样玩法。截至2024年1月集卡社已签约带货主播2500+，IP产品开播场次全年累计90w+，全年曝光量7.5亿+人次。根据飞瓜数据，头部卡牌公司卡游在2024年上半年的销售额达到2.78亿，比2023年全年增加近2个亿。

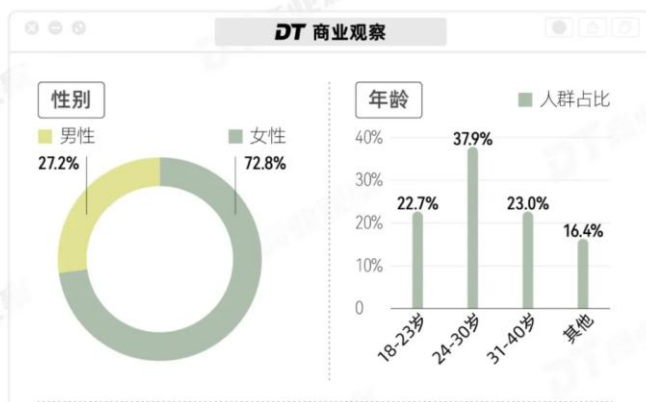
图：2023-2024H1卡游抖音GMV及排名



资料来源：飞瓜数据，国元证券研究所

图：抖音潮玩盲盒直播间观众画像

抖音上，观看潮玩盲盒直播间的观众画像



资料来源：DT行业观察，国元证券研究所

图：部分拆卡直播间专有名词

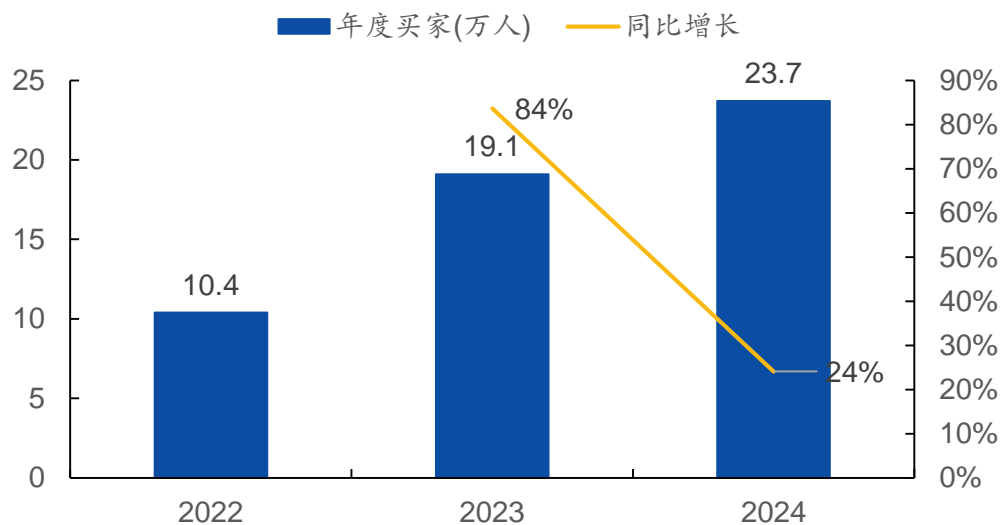
专有名词	含义
卡位	指全套卡片不同等级/稀有度的卡片的占比设计情况，分低卡位、中卡位、高卡位。
普卡	低卡位，工艺简单，发行量大，通常标记为N或R
中卡位	工艺复杂，发行量较少，标记为SR、SSR、CP等。
高卡位	最高高价值卡，工艺精美，发行量少，标记为SP、SSP、UR。
毕业	把某套卡牌全部集齐。
抬箱	购买整箱卡牌产品。
上楼	指在散包玩法中，用户通过普包拆出对应欧包，可以选取台面上层欧包，欧包好卡更多
卡片上班	展示拆出的好卡片，暂时放置在展示位。
平拆	直接拆包，没有其他特殊玩法。
叠叠乐	抽到特定卡位时，增加额外的拆包次数。
炒菜	主播把整箱卡牌拆散并混成散包，增加随机性。
欧气	运气极好或好运爆棚。
兜底	用户把剩下的所有货全部买完。

资料来源：DT行业观察，国元证券研究所

2.3 下游：线下经销主导，线上爆发式增长，二手交易繁荣

- 卡牌一级市场产品热销带动二手平台兴起。目前国内在TCG卡牌、球星卡以及IP收藏卡领域分别拥有集换社、卡淘以及千岛三大头部交易平台。2021年，卡淘的GMV突破6亿元，同比增速超过300%，月GMV最高突破5000万元。2024年，集换社全年成交订单数为387万笔，较2023年增长35%，成交买家23.7万人，较2023年增长24%，年度成交卖家8.3万人，较2023年增长22%。2019-2024年，千岛用户规模达到3000万人，月平台交易规模将近10亿人民币。以卡淘为例，目前已逐步完善二次交易卡牌价格参照标准，提供专业交易机制和购买保障，在卡包/卡盒等新卡销售、卡牌评级以及寄售等业务方面积极布局，逐渐成为一站式卡牌服务平台。我们认为卡牌赛道景气度提升背景下，随着国内交易量和用户数的增加，二手交易平台有望率先受益。

图：2024年集换社成交买家数



资料来源：集换社公众号，国元证券研究所

图：卡淘逐步完善专业交易功能，打造一站式卡牌服务平台



资料来源：卡淘APP，国元证券研究所

1. 集换式卡牌：轻量化IP载体，兼具游戏和收藏属性，供需共振下国内市场迎爆发式增长

2. 集换式卡牌价值链

3. 相关标的

3.1 卡游：集换式卡牌领军企业，24年营收破百亿

3.2 姚记科技：扑克牌龙头深度布局集换式卡牌

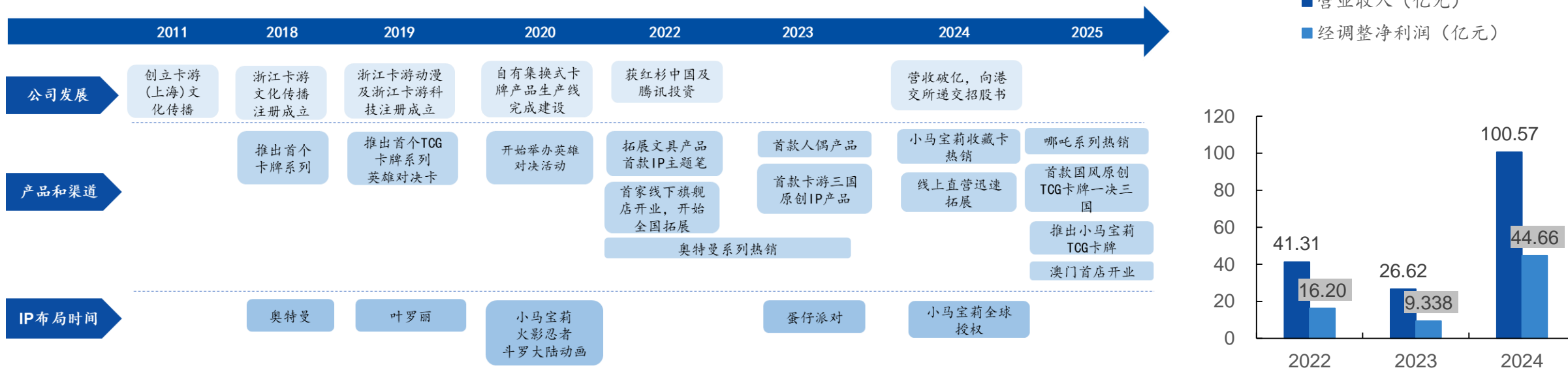
3.3 华立科技：国内商用游艺设备龙头，拓展IP卡牌业务

4. 风险提示

3.1 卡游：集换式卡牌领军企业，24年营收破百亿

卡游是国内领先的泛娱乐产品公司之一，布局集换式卡牌全产业链，2024年营收破百亿市场份额达71.1%。公司创始人及董事长李奇斌自2003年起开始经营义乌市甲壳虫玩具厂并涉足泛娱乐玩具销售，2008年至2014年陆续成立甲壳虫集团多个分部，从事OEM印刷服务、IP运营、文化及娱乐主题项目策划、海外泛娱乐产品代理等，布局全产业链。2018年，首家公司及当时运营实体卡游（上海）文化传播成立并推出首个卡牌系列。2019年首个TCG卡牌系列英雄对决卡上市。2020年，公司自有的集换式卡牌产品生产线完成建设，开始举办英雄对决活动。2021年首家线下旗舰店落地广州市。2022-2023年奥特曼系列卡牌热销带动公司实现收入41.31/26.62亿元。2024年在小马宝莉、叶罗丽及蛋仔派对等多元IP带动下公司实现收入100.57亿元，同比增长278%，其中集换式卡牌贡献收入82亿元。2024年，公司经调净利润为44.66亿元，毛利率为67.2%，在集换式卡牌市场份额达到71.1%。

图：卡游发展历程(左)以及卡游营业收入及净利润情况



资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

3.1 卡游：集换式卡牌领军企业，24年营收破百亿

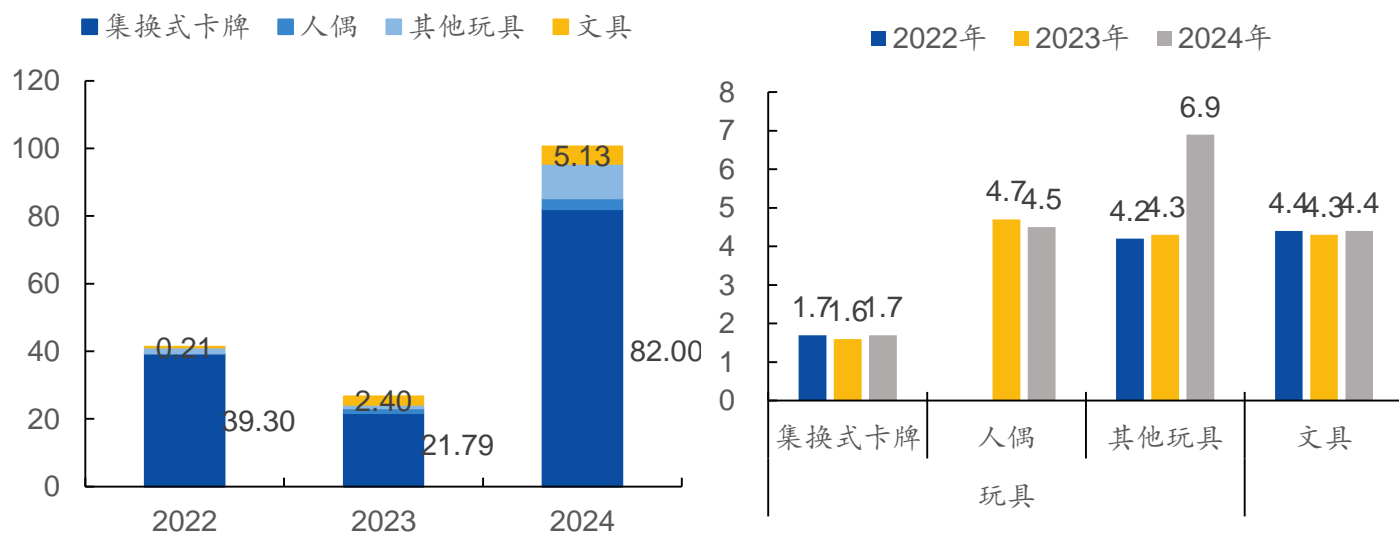
卡游以集换式卡牌为主导，其他玩具及文具多元化布局。2024年集换式卡牌业务实现收入82亿元，占比81.5%。公司卡牌业务布局以收藏卡为主，TCG产品主要围绕奥特曼英雄对决卡进行运营。在集换式卡牌以外，公司立足丰富IP储备，将产品矩阵拓展至客单相对较高的衍生品细分，2018及2021年推出集换式卡牌收藏册及徽章，2022年推出贴纸以及文具类产品，主要包括笔及本册，2023年推出立牌、冰箱贴及拼图。2024年文具、人偶及其它玩具产品分别贡献收入5.13/3.22/10.23亿元，同比分别增长114%/134%/859%。

图：卡游产品矩阵



图：卡游分业务收入（亿元）

图：卡游产品每销售单位售价（元）



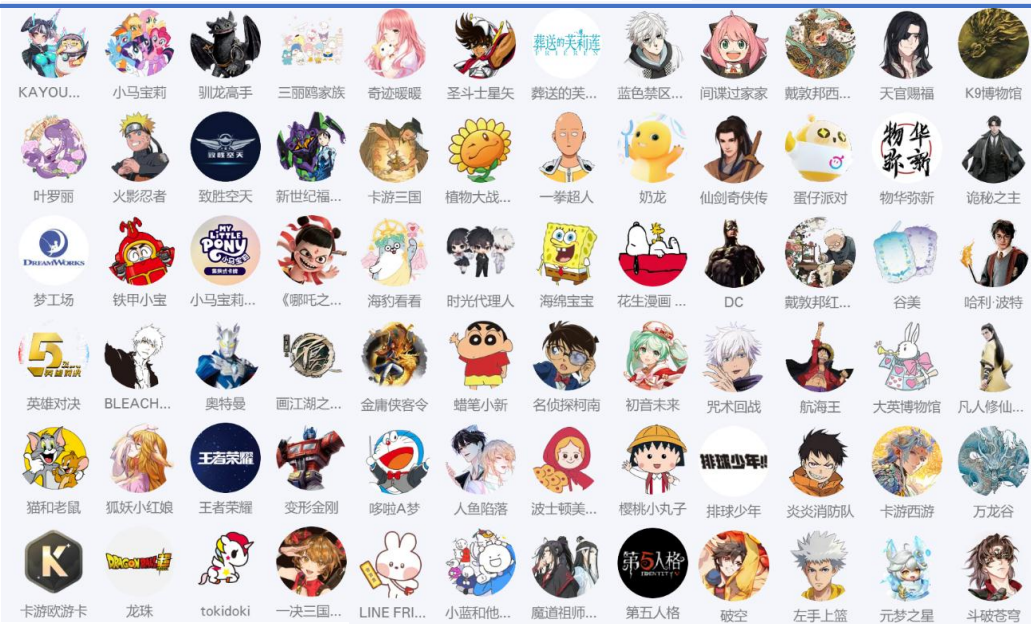
资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

3.1 卡游：集换式卡牌领军企业，24年营收破百亿

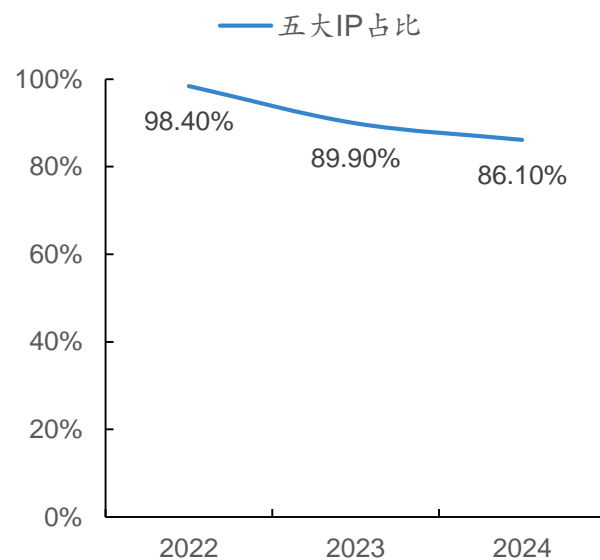
■ **授权IP为基础，自有IP持续打造。**截至2024年卡游已获得70个卡牌IP的授权，其中1个为自有IP，其余69个均为外部授权。授权IP包括海外知名IP如奥特曼、小马宝莉、火影忍者、咒术回战、名侦探柯南和哈利波特等，以及知名国产内容IP如叶罗丽、斗罗大陆动画、秦时明月、蛋仔派对、哪吒等，广泛覆盖低年龄段消费者到泛二次元及成人用户等各圈层受众。2022-2024年前五大IP主题产品的收入分别为40.64/23.94/86.53亿元，分别占同期总收入的98.4%/89.9%/86.1%。公司于2023年4月推出首款卡游三国原创IP产品，截至2024年年底，推出了49个卡游三国主题集换式卡牌系列、3个卡游三国主题人偶系列及4个卡游三国主题文具系列，2025年上新自研TCG产品一决三国，自有IP持续打造。

图：卡游IP矩阵布局



资料来源：卡游小程序，国元证券研究所

图：卡游前五大IP收入占比



资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

表：卡游IP授权情况

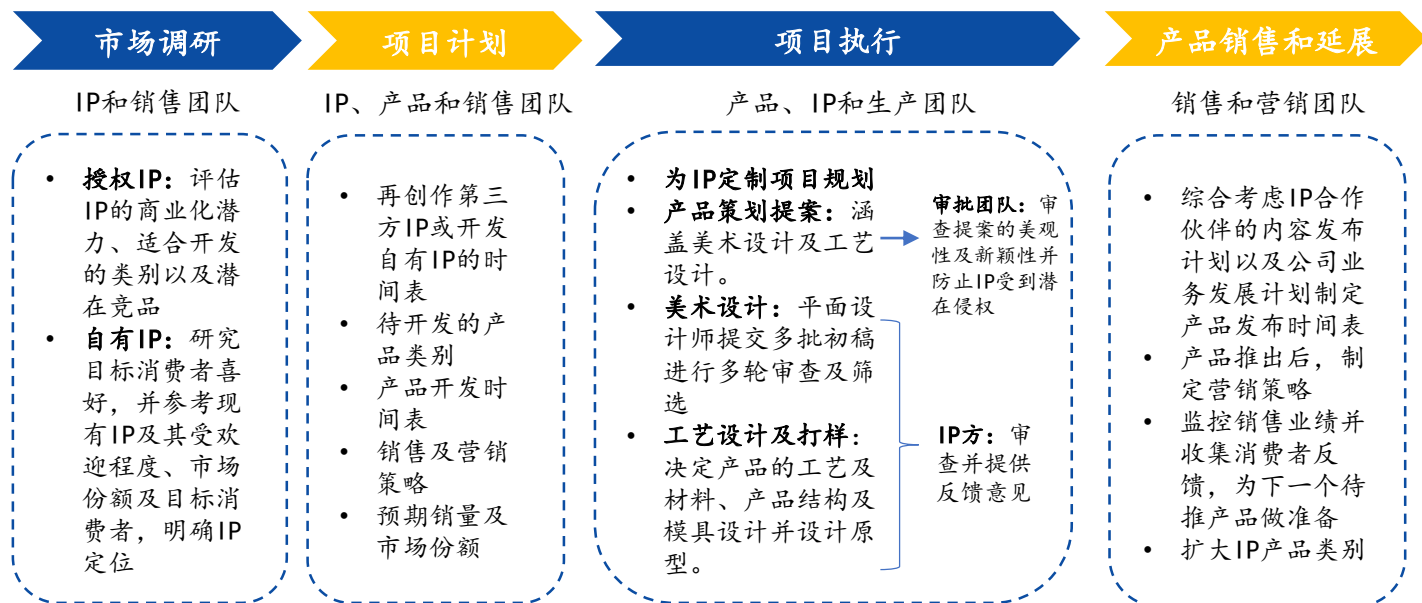
IP	IP初始执行时间	续期次数	到期时间
奥特曼	2018年	4	2029年
叶罗丽	2019年	2	2033年
小马宝莉	2020年	4	2029年
火影忍者	2020年	2	2027年
斗罗大陆动画	2020年	2	2026年
蛋仔派对	2023年	0	2025年

资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

3.1 卡游：集换式卡牌领军企业，24年营收破百亿

- **IP开发流程成熟，设计开发团队人才储备丰富，保障供应链效率和推新节奏。**公司IP开发流程涵盖市场调研-项目计划-项目执行-产品销售及延展全周期，确保产品与IP风格的一致性以及开发效率和市场灵活性，持续推出系列新品维持IP热度。在组织架构方面，公司产品设计及开发由多个工作室及一个支持团队推动。截至2024年末，拥有11个专注于产品设计及开发的工作室，由471名专业从事原画、平面设计及3D设计等领域的优秀人才组成，另有一个由100多名全职雇员组成的支持团队，负责支持美术设计工作，可根据需要灵活部署以支持工作室。从产品设计到终端销售所需的时间可短至20至30天，保障高频的推新节奏。
- **推新方面，2022-2024年，卡游分别推出集换式卡牌系列168个/167个/210个，推出周期通常为二至三个月；文具系列6个/64个/58个，推出周期通常为二至八个月。**以奥特曼为例，公司自2018年取得奥特曼IP授权起至2024年12月31日，基于50多个奥特英雄角色推出共计320个集换式卡牌系列及42个文具系列，推动奥特曼IP热度的延续。

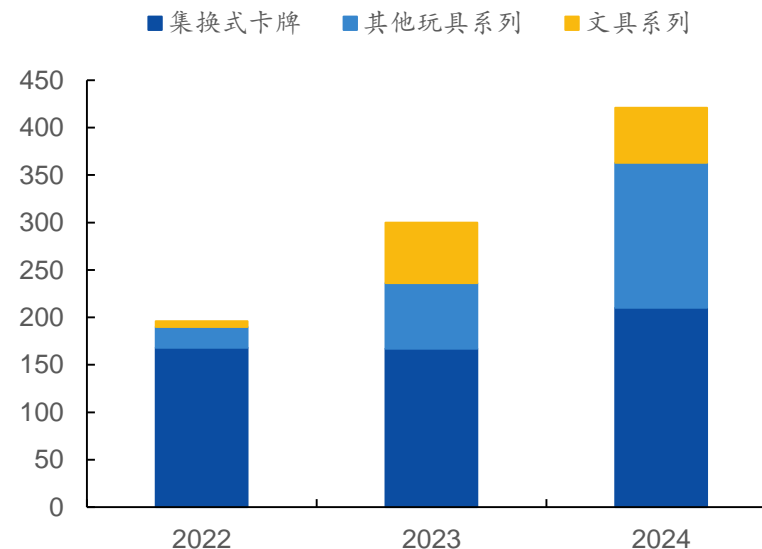
图：卡游IP开发及商业模式



资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：卡游新产品上新数量（个）

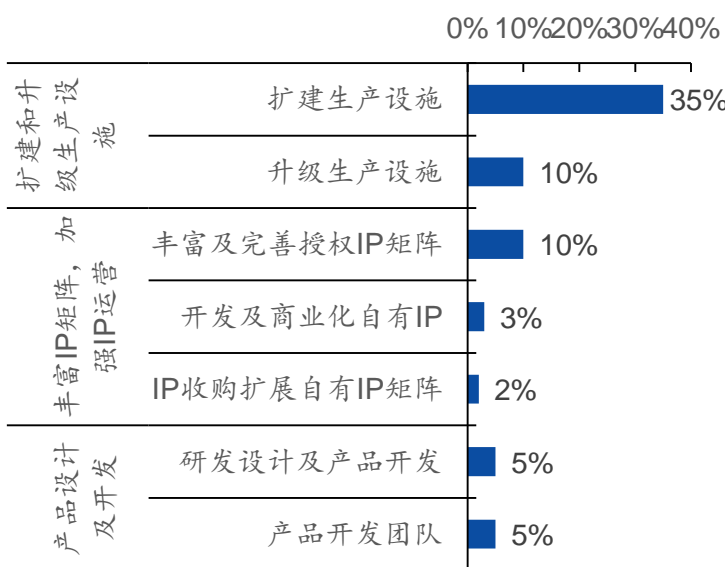


资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

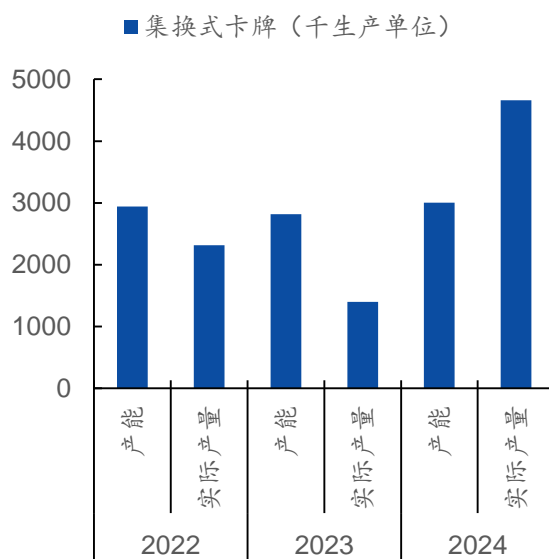
3.1 卡游：集换式卡牌领军企业，24年营收破百亿

■ **自有生产基地，募投扩产进一步提升规模效应。**截止24年底，公司拥有三个生产基地及一个物流中心，以及一个准备投产的生产基地及两个在建生产基地。生产基地位于浙江省及广东省，拥有丰富的消费品供应链资源，可有效支持全国销售网络。通过自建产线公司得以根据终端动销情况更好地把控生产节奏和产品质量，实现供应链协同。三大生产基地中，浙江省开化县的生产基地于2020年8月开始运营，主要生产集换式卡牌，2022-2024年产能利用率分别为78.7%/49.5%/155.3%，产能利用饱和；浙江省义乌市的生产基地于2023年3月开始运营，主要生产文具；广东省东莞市的生产基地于2023年4月开始运营，主要从事包装人偶。根据招股书，公司拟将募集资金的35%/10%分别用于扩建和升级生产设施。目前公司在浙江义乌新建两大生产基地，文具生产基地预计将于2025年12月前竣工，预计投资19.2亿元；玩具基地预计25Q2投产，预计投资4.7亿元。浙江开化玩具基地预计2026年竣工，预计投资10.3亿元。随着公司募投扩产逐步落地，规模效应及供应链稳定性有望进一步提升。

图：卡游IPO募集资金用途占比



图：卡游开化生产基地产能情况



图：卡游生产基地（上）及扩张计划（下）

生产基地	主要功能	投产时间	概约建筑面积 (平方米)	截至2024年底 生产线数量
开化生产基地	集换式卡牌生产	2020年8月	87,789.30	25
义乌生产基地	文具生产	2023年3月	15,060.00	2
东莞生产基地	包装	2023年4月	9,800.00	5

生产基地地点	主要产品	关键时间线	概约建筑面积 (平方米)	年产能 (千生产单位)	估计投资额 (亿元)
义乌	玩具(如立牌)及文具	已于2024年3月竣工, 预计于2025年Q2安装生产设备后投产	57,000.00	300	4.7
义乌	文具	预计将于2025年12月前竣工, 并于该月投产	147,416.00	3,000.00	19.20
开化	玩具(如集换式卡牌及立牌)	于2024年7月开始动工, 并预计于2026年12月前竣工	204,876.50	7,000.00	10.30

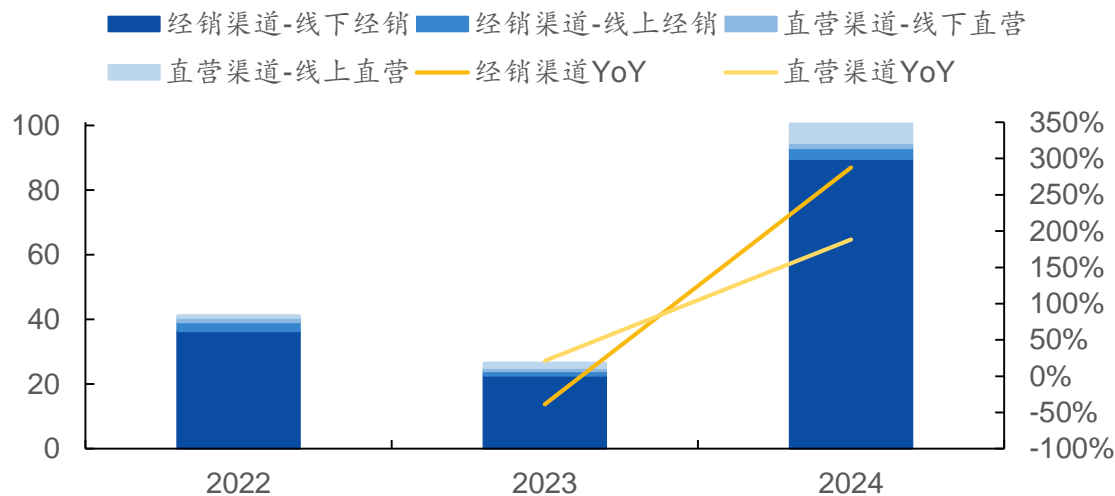
资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

3.1 卡游：集换式卡牌领军企业，24年营收破百亿

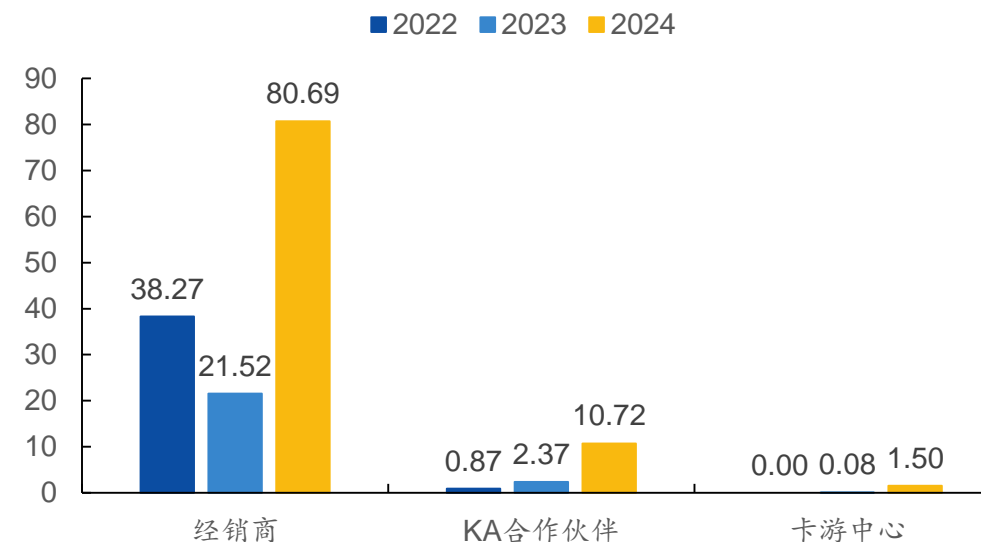
- 公司销售渠道以线下经销为主导，多层次广泛覆盖深度渗透，直营渠道积极拓展塑造品牌形象。经销渠道2022-2024年分别实现收入39.15/24.01/93.03亿元，收入占比94.8%/90.2%/92.5%。经销渠道以线下为主，2024年线下/线上经销分别实现收入89.59/3.44亿元。分零售业态来看，公司经销渠道合作方包括217个经销商、39名零售KA以及351个加盟商经营的卡游中心。2024年经销商、KA合作伙伴及卡游中心分别实现收入80.69/10.72/1.5亿元。直营渠道主要经营线下卡游旗舰店、线下自动贩卖机、电商平台的线上自营店及其他线上销售渠道。截至2024年年底，拥有覆盖中国19个省的32家线下卡游旗舰店、699台自动贩卖机以及13家线上自营店。2022-2024年，直营渠道产生的收入分别为2.16亿元/2.62亿元/7.54亿元，分别占同期总收入的5.2%/9.8%/7.5%。

图：卡游分渠道收入（亿元）及增速



资料来源：卡游小程序，国元证券研究所

图：卡游经销渠道分零售业态收入（亿元）

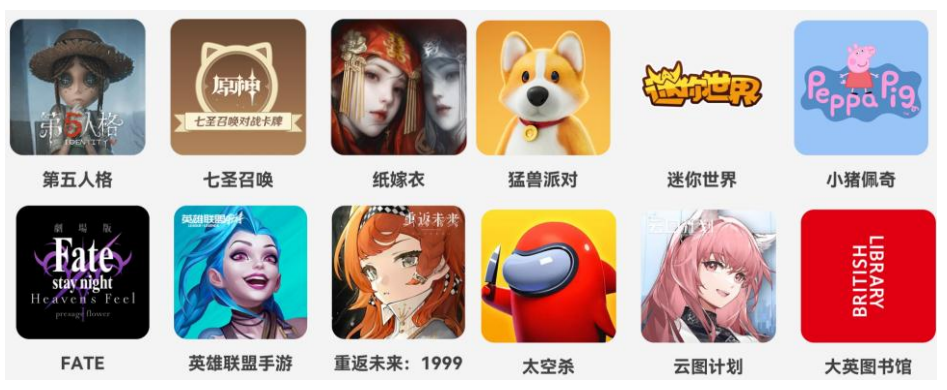


资料来源：卡游招股书，国元证券研究所

3.2 姚记科技：扑克牌龙头深度布局集换式卡牌

- 扑克牌龙头，多元布局游戏、数字营销、卡牌等领域。**公司旗下姚记扑克经历多年行业深耕，享有较高的行业地位和知名度，是中国文教体育用品协会向社会公布的“中国扑克牌行业知名品牌”的六大品牌之一。上市后公司从传统纸牌制造业向互联网领域转型，拓展游戏运营、数字营销等业务，并逐步布局集换式卡牌等新业务。游戏运营业务方面，公司先后完成对成蹊科技、大鱼竞技的全资收购。数字营销方面，2020年公司收购芦鸣科技涉足数字营销领域。
- 集换式卡牌方面，2022年公司投资上海璐到粗企业管理咨询有限公司，当前持股比例38.14%，璐到粗控制企业包括上海达咖文化发展有限公司、上海超旺信息科技有限公司，其下设DAKA（国内球星卡发行商）与CardHobby（国内球星卡交易平台）。卡淘CardHobby成立于2015年3月，是球星卡收藏交流网站与球星卡交易APP平台的服务提供商，专注于球星卡收藏、交易、互联网平台及解决方案的研发和运营，2021年CardHobby GMV突破6亿元。姚记潮品为公司实控人控制企业，是宝可梦集换式卡牌在中国大陆的代理商，根据姚记潮品公众号，目前宝可梦卡牌合作门店已经覆盖全国28个省份。闪魂（上海真友趣文化科技有限公司）于2023年创立，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，主要股东包括耀乐（香港）控股有限公司（52.965%）、盛川（40%）、卞大云（姚记科技前高管4.785%）、宁波保税区愉游创业投资合伙企业（1.64%），何朝军（0.6056%）。闪魂目前拥有热门卡牌IP包括“第五人格”、“原神”、“纸嫁衣”、“猛兽派对”、“小猪佩奇”等。其中第五人格《雕刻时光》系列收藏卡在2024年1月末正式发售，原神《七圣召唤》于2024年10月末正式发售。**
- 我们预计2025-2027年公司实现归母净利润分别为6.02/6.64/7.24亿元，对应PE分别为20/18/17x，维持“买入”评级。**

图：闪魂IP卡牌图鉴



资料来源：ShiningSoul 闪魂官方公众号，国元证券研究所

表：姚记科技盈利预测

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4306.87	3271.41	3489.19	3654.33	3802.25
收入同比(%)	10.01	-24.04	6.66	4.73	4.05
归母净利润(百万元)	562.46	539.01	601.64	663.76	724.28
归母净利润同比(%)	61.37	-4.17	11.62	10.33	9.12
ROE(%)	17.46	15.35	15.71	14.67	13.80
每股收益(元)	1.36	1.30	1.45	1.60	1.75
市盈率(P/E)	21.24	22.16	19.85	18.00	16.49

资料来源：iFinD，国元证券研究所
注：时间为2025年9月20日

3.3 华立科技：国内商用游艺设备龙头，拓展IP卡牌业务

- 华立科技是国内商用游戏游艺设备的发行与运营综合服务商龙头企业。游戏游艺设备方面，自主研发的《雷动》系列受到国内外客户的欢迎，产品畅销国内外。公司与微软（Microsoft）、万代南梦宫（Bandai Namco）、世嘉（SEGA）、MARVELOUS、Raw Thrills、鈹象电子（IGS）等建立了战略合作伙伴关系，持续推出了《闪电摩托DX》《极品飞车》《巨兽浩劫3》《假面骑士正义变身》《头文字D激斗》《狂野飙车9》《太鼓之达人》《舞萌DX》等游戏游艺设备。
- IP衍生品方面，公司将集换式卡牌与街机游戏相结合，IP卡牌配套动漫卡通设备使用，兼具盲盒、游艺玩乐、收藏、社交属性。目前公司旗下拥有《宝可梦》《奥特曼》《我的世界》以及公司首款自研国潮卡片产品《三国幻战》等IP产品。出海方面，2024年公司率先在日本市场启动《我的世界》产品的试点运营，取得了较好市场表现。
- 根据iFinD 6个月一致预期，预计公司2025-2027年公司实现归母净利润分别为1.02/1.31/1.55亿元，对应PE分别为41/32/27x。

图：《宝可梦明耀之星》游艺机以及卡牌展示



表：华立科技盈利预测（一致预期）

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	816.28	1,017.47	1,120.11	1,243.97	1,342.87
收入同比(%)	34.97	24.65	10.09	11.06	7.95
归母净利润(百万元)	51.96	84.65	101.96	131.31	154.75
归母净利润同比(%)	172.96	62.93	20.44	28.79	17.85
ROE(%)	7.52	11.30	11.87%	13.21	13.55
每股收益(元)	0.35	0.58	0.7	0.89	1.06
市盈率(P/E)	66.07	44.52	40.69	31.59	26.81

资料来源：iFinD，国元证券研究所

注：采用同花顺iFinD 6个月一致预期，时间：2025.9.20

资料来源：华立科技官方公众号，国元证券研究所

- 1.集换式卡牌：轻量化IP载体，兼具游戏和收藏属性，供需共振下国内市场迎爆发式增长
- 2.集换式卡牌产业链
- 3.相关标的
- 4.风险提示

- 政策监管收紧的风险，产品表现不及预期等风险，行业进入者增加竞争加剧的风险，重点IP热度波动的风险，现有IP后续合作受限的风险，消费需求变化的风险等。



投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证50指数。

分析师声明

作者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、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的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投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027