

## IP 为核，生态融合，成长可期

### ——IP 行业系列深度报告（二）

强于大市（维持）

2025 年 12 月 03 日

#### 行业核心观点：

集换式卡牌(Trading Card Game, TCG)是一种融合了特定主题、收藏、交换及对战功能的卡牌游戏，通常基于影视动漫 IP、知名游戏 IP 或原创设计，为玩家提供丰富的游戏体验和文化享受。这是依托 IP 生态发展的复合型文化消费产品，以“收集-交换-价值沉淀”为核心逻辑，通过实体或数字形态呈现 IP 衍生内容，兼具娱乐属性与资产属性，其核心价值源于 IP 与消费者的深度情感绑定，并通过收集、即时体验、社交及投资四大维度实现多场景价值输出。

#### 投资要点：

集换式卡牌市场已逐步构建起覆盖 IP 授权、内容创作、产品制造、渠道分发及社群运营的完整产业链闭环：

**上游：IP 是集换式卡牌行业的核心引擎与价值基石。**在集换式卡牌行业中，IP 是驱动用户认知、购买转化与长期留存的根本动力，其核心价值在于通过情感共鸣与粉丝认同，构建起产品与消费者之间的强连接。而卡游作为国内集换式卡牌行业的领军者，持续加码 IP 布局，从其收入组成来看，凸显出头部 IP 资源授权对于卡牌行业公司的“压舱石”作用，进一步验证了 IP 资源的战略重要性，IP 资源的储备与运营能力已成为集换式卡牌企业的核心竞争壁垒。

**中游：设计是实现产品差异化、精准触达细分客群的关键竞争力。**卡牌行业秉持“风格适配客群、工艺匹配需求”的设计逻辑，不仅让卡牌产品精准覆盖不同年龄层、不同爱好的用户群体，更通过差异化设计构建产品竞争壁垒，最终实现用户生命周期价值最大化与品牌溢价能力的双重提升。

**下游：渠道布局呈现“线下筑基、线上扩容”的双轮驱动格局。**线下渠道作为核心基本盘，以高触达性和体验感立足，核心覆盖校边文具店、社区超市、潮玩集合店等贴近大众的终端，同时延伸至官方授权店、主题道馆、展会等场景，既满足即时购买需求，又提供对战、换卡等社交体验，形成消费闭环。线上渠道则以灵活性和广覆盖性成为重要补充，涵盖综合电商平台、品牌自营店、社群电商、小程序等多元形态，既承接线下用户的复购需求，又通过精准运营触达更广泛的潜在消费者，构成“线下引流、线上沉淀”的渠道生态。

**行业发展：卡牌+多元业态融合创新发展。**1) 宝可梦构建“线上数字赋能-线下场景深耕-全球竞技破圈”的多生态融合体系。宝可梦作为世界级 IP，已经形成了非常成熟的集换式卡牌运营产业链，其核心在于构建了“线上数字赋能-线下场景深耕-全球竞技破圈”的多生态融合体系，

#### 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

#### 相关研究

11 月游戏版号过审 184 款，西山居《星砂岛》布局生活模拟赛道

IP 价值深挖，拉动衍生品市场新引擎

10 月游戏版号过审 166 款，鹰角网络《明日方舟》客户端获批

#### 分析师：

夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：(0755) 8322 3620

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

#### 分析师：

李中港

执业证书编号：S0270524020001

电话：17863087671

邮箱：lizg@wlzq.com.cn

以数字平台为枢纽打通虚实集换链路,以道馆场景与周边消费形成线下体验闭环,以层级化赛事体系锚定收藏与竞技价值,三大生态并非孤立存在,而是相互赋能、协同共振,共同构筑起覆盖收集、对战、社交、消费全场景的运营生态。2) **瞄准卡牌市场,华立科技挖掘“游戏设备+卡牌”新赛道。**华立科技作为国内最大的商用游乐设备发行与运营综合服务商之一,聚焦于设计、研发、制造、发行、营运、服务全球游乐场所和室内乐园等领域。立足于自身游艺设备龙头优势,华立科技探索自身业务新增长极,随着卡牌市场近年来快速发展,开始尝试卡牌与游艺设备的融合布局,实现多生态融合,为玩家提供更加丰富的沉浸消费体验。

**投资建议:**近年来,伴随 Z 世代消费崛起及情绪价值需求凸显,IP 经济在传媒行业中持续高速发展,谷子、卡牌、盲盒等形式在衍生品市场里呈现强劲增长态势。我们认为,集换式卡牌作为 IP 经济中衍生品重要组成部分,市场空间广阔。**建议关注:**1)上游 IP 资源储备丰富及具备原创 IP 开发能力的公司;2)中游卡牌设计及制造的龙头公司;3)下游销售渠道优势显著的公司。

**风险因素:**政策环境变化;市场竞争加剧与同质化风险;IP 授权期限风险;二手市场波动风险;内容制作不确定性风险;消费需求变动风险。

正文目录

1 集换式卡牌：由 IP 与消费者产生情感链接，提供多维度价值.....4

1.1 分类：可分为竞技型和收藏型 .....4

1.2 四大维度价值：源于 IP 与消费者的深度情感绑定.....5

1.3 发展历程：源于美国，日本助力，中国加速发展 .....5

1.4 市场规模：迅猛发展，潜力充足 .....6

1.5 竞争格局：行业集中度较高，卡游占据头部位置 .....7

2 产业链：以内容驱动为核心的完整产业链闭环.....8

2.1 上游：IP 是集换式卡牌行业的核心引擎与价值基石 .....9

2.2 中游：设计是实现产品差异化、精准触达细分客群的关键竞争力 .....10

2.3 下游：渠道布局呈现“线下筑基、线上扩容”的双轮驱动格局 .....11

2.4 商业模式：“低成本基础+高毛利变现” 高效闭环 .....12

3 行业发展：卡牌+多元业态融合创新发展.....12

3.1 宝可梦：构建“线上数字赋能-线下场景深耕-全球竞技破圈”体系 .....12

3.2 华立科技：挖掘“游戏设备+卡牌”新赛道 .....14

4 投资建议.....16

5 风险因素.....16

图表 1: 集换式卡牌分类 .....4

图表 2: 集换式卡牌发展历程 .....6

图表 3: 2019-2029E 年中国集换式卡牌市场规模（单位：亿元） .....6

图表 4: 2024 年美中日三国集换式卡牌市场规模及人均支出 .....6

图表 5: 2024 年国内集换式卡牌市场竞争格局.....7

图表 6: 卡游公司核心竞争力 .....7

图表 7: 卡游公司核心 IP 集换式卡牌.....7

图表 8: 卡游公司丰富 IP 矩阵.....8

图表 9: 集换式卡牌产业链 .....9

图表 10: 卡牌购买主要驱动因素 .....9

图表 11: 卡游前五大 IP 收入情况 .....10

图表 12: 不同风格设计的卡牌示例 .....11

图表 13: 不同制作工艺的卡牌示例 .....11

图表 14: 卡游产品文具店销售示例 .....12

图表 15: 卡游线下商店 .....12

图表 16: 《Pok é mon TCG Pocket》 .....13

图表 17: 《Pok é mon TCG Pocket》交换卡牌流程 .....13

图表 18: 广州宝可梦道馆新手比赛教学 .....13

图表 19: 广州宝可梦道馆 IP 衍生品.....13

图表 20: 2023 年宝可梦卡牌大师赛上海总决赛现场.....14

图表 21: 《宝可梦明耀之星》游玩方式 .....15

图表 22: 《三国幻战》电竞比赛 .....15

图表 23: 华立科技核心卡牌游艺设备示例.....15

万联证券研究所 www.wljq.cn

第3页共17页

1 集换式卡牌：由 IP 与消费者产生情感链接，提供多维度价值

集换式卡牌(Trading Card Game, TCG)是一种融合了特定主题、收藏、交换及对战功能的卡牌游戏。这类游戏通常基于影视动漫IP、知名游戏IP或原创设计，为玩家提供丰富的游戏体验和文化享受。

1.1 分类：可分为竞技型和收藏型

根据集换式卡牌的核心定位、价值核心、产品设计及用户需求等方面，我们可以将集换式卡牌分为竞技型卡牌及收藏型卡牌：

- 1) 竞技型卡牌：以策略对战为核心，收藏属性为衍生。竞技型卡牌以策略对战为核心定位，具备完善的对战规则、数值平衡设计与赛事生态，用户核心需求为构建战术体系、参与竞技赛事追求胜利；其收藏属性为衍生价值，依附于竞技生态存在，稀有卡、情怀卡通过稀缺性与情感溢价形成收藏潜力，但收藏价值持续性与赛事运营与规则更新形成一定依赖，核心价值逻辑仍聚焦竞技策略与赛事荣誉感。
- 2) 收藏型卡牌：以IP情感与稀缺性为核心。收藏型卡牌的核心价值导向为“IP文化载体+收藏标的”，其核心吸引力源于IP角色的艺术呈现、稀缺性的制度构建以及IP情感的链接，用户群体以IP核心粉丝为主，收藏行为更注重“情感满足”而非实用价值，本质是对IP文化的深度认同，其价格波动主要受稀缺度、IP热度、卡牌品相影响，完整套系、绝版稀有卡、高评级卡牌往往具备显著溢价空间。

综上，两者的核心差异在于价值导向的分化，竞技型卡牌虽具备收藏潜力，但收藏价值的持续性与其竞技生态的生命力有依赖性，而收藏型卡牌的价值则更聚焦于IP生命力与稀缺性管理，两者分别覆盖IP衍生品市场中“粉丝收藏”与“竞技娱乐”两大细分赛道，共同构成集换式卡牌市场的多元化格局。

图表1： 集换式卡牌分类

分类	竞技型	收藏型		
				
核心定位	策略对战工具 + 衍生收藏属性	IP 文化载体 + 收藏标的		
价值核心	竞技策略 + 规则体系 + 赛事生态	IP 情感 + 稀缺性 + 艺术价值		
产品设计	侧重技能效果、数值平衡、规则适配	侧重插画工艺、稀缺机制，无对战设计		
用户需求	构建战术、参与竞技，追求胜利	集齐套系、获取稀有卡，情感满足为主		

资料来源：游戏网官网、宝可梦官网、卡游官网、万联证券研究所



## 1.2 四大维度价值：源于 IP 与消费者的深度情感绑定

集换式卡牌是依托IP生态发展的复合型文化消费产品，以“收集-交换-价值沉淀”为核心逻辑，通过实体或数字形态呈现IP衍生内容，兼具娱乐属性与资产属性，其核心价值源于IP与消费者的深度情感绑定，并通过四大维度实现多场景价值输出：

- 1) **收集价值层面**，IP所承载的童年回忆、文化符号让卡牌从普通商品升级为情感载体，稀有款、限定款卡牌的稀缺性进一步强化“集齐完整IP矩阵”的情感诉求，成为玩家收藏行为的核心驱动力；
- 2) **即时体验价值层面**，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，同时卡牌设计深度还原IP场景与角色特质，让玩家在盲盒机制中获得拆卡的惊喜感、对战的策略博弈中即时获得沉浸式体验，快速兑现IP带来的娱乐满足感；
- 3) **社交价值层面**，IP作为共同话题纽带，推动玩家形成线下赛事社群、线上交流圈子，通过卡牌交换、对战竞技、收藏心得分享等行为，构建基于IP热爱的社交网络，强化用户粘性与群体认同感；
- 4) **投资价值层面**，IP的长期影响力与稀缺卡牌的供给刚性形成共振，既赋予卡牌“情感保值”属性（经典IP卡牌随时间沉淀持续凝聚情怀溢价），又通过二手交易市场的价格发现机制实现资产增值，让收藏行为兼具情感满足与投资回报。

## 1.3 发展历程：源于美国，日本助力，中国加速发展

集换式卡牌源于美国，日本助力，中国加速发展。集换式卡牌的起源可以追溯到早期的“赠品卡片”。这种形式最早出现在1880年，美国的烟草制造商G0odwin&co,将棒球球星卡作为烟草赠品，依托烟草营销与棒球运动，推动了集换式卡牌文化兴起。此后，烟草公司和糖果公司也纷纷推出类似的赠品卡片。而口香糖公司Topps通过优化卡面设计、丰富信息内容以及细化稀缺等级，逐渐从单纯的赠品生产者转型为专业的卡牌发行商。随着这些举措的推进，卡牌开始具备了收藏价值，并逐渐受到大众的喜爱。进入20世纪90年代，市场参与者与发行商增多、交易规模扩大，卡牌主题从体育拓展至多领域，日本将二次元文化与卡牌文化深度融合，诞生了万智牌、宝可梦（PTCG）和游戏王（OCG）这些具有全球影响力的集换式卡牌。这些卡牌不仅继承了早期赠品卡片的趣味性，还通过与流行文化IP的结合，进一步拓展了卡牌的功能和价值，使其成为兼具游戏性、收藏性与文化内涵的现代娱乐产品。21世纪国内市场逐步发展，国内互联网带动影视、音乐、游戏产业成熟，本土IP的完善推动了卡牌化进程，小浣熊“水浒卡”以及卡游“奥特曼”“小马宝莉”卡牌的推出见证了中国集换式卡牌产业加速兴起。

图表2: 集换式卡牌发展历程

行业起步  
(19世纪)

19世纪出现的球星卡是集换式卡牌雏形,1880年美国烟草制造商制造生产了第一张球星卡(棒球)作为烟草产品的赠送卡片。烟草卡营销模式和棒球运动推动集换式卡牌文化兴起。

交易市场初步形成  
(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,球星卡收藏属性逐步被用户挖掘,独立的卡片交易市场出现。

日本IP助力行业壮大  
(20世纪90年代)

市场参与者增加,多家专业的球星卡发行商涌现,随着收藏卡交易规模的持续扩大,卡牌主题逐渐多元化,收藏卡也开始从体育领域扩展到游戏、影视等其他IP领域。日本通过丰富的二次元IP以及动漫、游戏经典IP融合,形成万智牌、宝可梦(PTCG)和游戏王(OCG)等知名卡牌,将卡牌产业扩大,形成IP多元化。

国内市场逐步发展  
(21世纪)

近年来,随着国内互联网快速发展影视、音乐、游戏等产业发展,国内IP得到完善,推动着国内IP的卡牌化,国内卡牌产业逐步兴起。以小浣熊“水浒卡”及卡游“奥特曼”、“小马宝莉”的推出为两个重要时间节点,代表着中国集换式卡牌市场的高速发展。

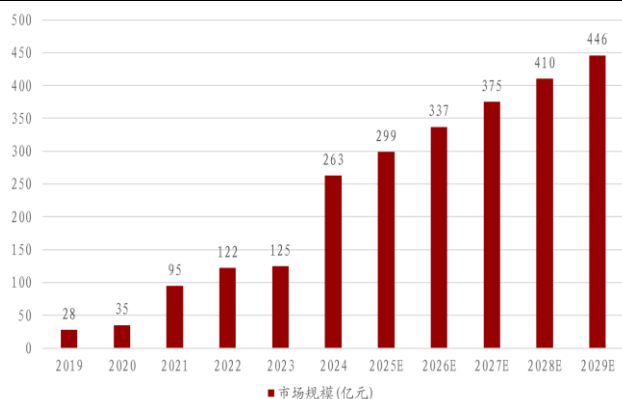
资料来源: 嘉世咨询、思瀚产业研究院、3DM游戏网、万联证券研究所

### 1.4 市场规模: 迅猛发展, 潜力充足

**中国集换式卡牌市场2024年发展迅猛, 规模增至263亿元。**全球集换式卡牌市场呈现三足鼎立的局面,美国、中国和日本是全球三大集换式卡牌消费国,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,中国集换式卡牌市场规模较2019年的28亿元增长显著,复合年增长率达56.6%,预计到2029年,市场规模将进一步增长至446亿元,2024-2029年复合年增长率约为11.1%,未来增长潜力较大。

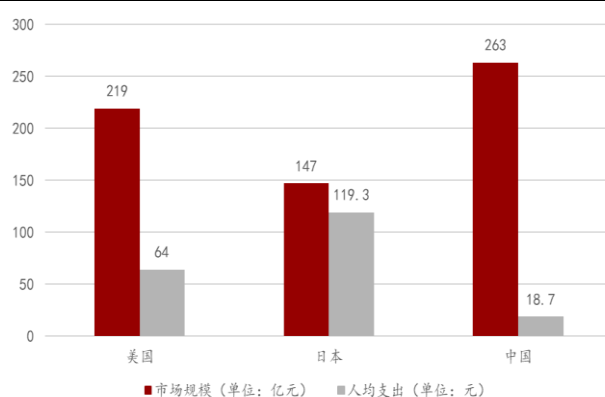
**集换式卡牌市场人均支出及消费者规模潜力充足。**根据卡游招股书,在集换式卡牌方面的人均支出,日本作为卡牌市场世界级IP宝可梦的起源地,人均支出在三个国家中处于首位,达到119.3元,而美国的人均支出则为人民币64.0元,分别为中国消费者在集换式卡牌方面支出金额人民币18.7元的6.38倍和3.42倍,但是中国消费者人均支出已经较于2023年的8.87元呈现翻倍成长,人均消费金额提升空间可期。从人数规模来看,根据艾瑞咨询,收藏型卡牌作为集换式卡牌重要组成部分,消费者规模预计从2020年216.1万人增至2025年887.9万人,同比保持高速增长,消费人群规模持续扩容。

图表3: 2019-2029E 年中国集换式卡牌市场规模(单位: 亿元)



资料来源: 卡游招股书、万联证券研究所

图表4: 2024 年美中日三国集换式卡牌市场规模及人均支出

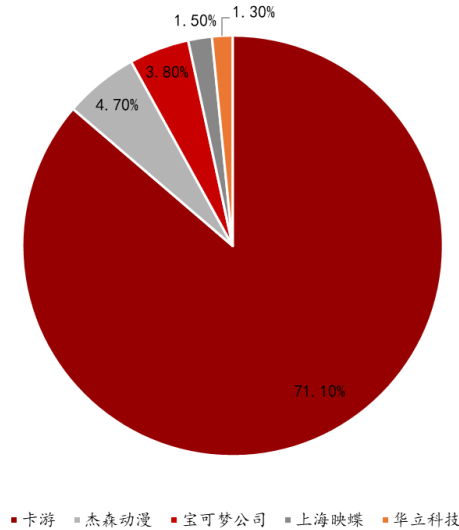


资料来源: 卡游招股书、万联证券研究所

### 1.5 竞争格局：行业集中度较高，卡游占据头部位置

中国集换式卡牌行业集中度较高，卡游占据头部位置。根据卡游招股书，2024年根据商品交易额统计，中国集换式卡牌行业前五大公司占市场份额的82.4%，分别是卡游、杰森动漫、宝可梦公司、上海映蝶及华立科技，其中卡游凭借71.1%的占有率占据龙头地位。

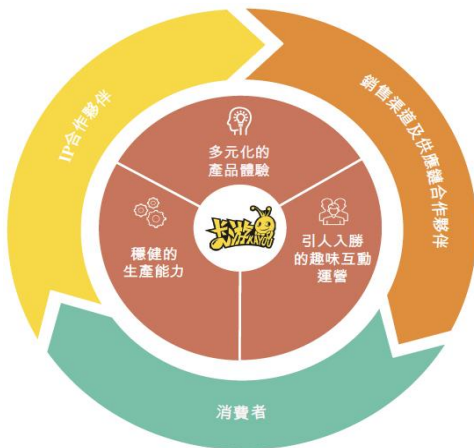
图表5： 2024 年国内集换式卡牌市场竞争格局



资料来源：卡游招股书、企查查、万联证券研究所

卡游作为中国集换式卡牌业务的先行者，公司围绕“产品开发—生产制造—趣味运营”三大核心环节，构建起高度整合的一体化商业模式。公司受益于基于三大核心竞争力的一体化商业模式：多元化的产品体验、引人入胜的趣味互动运营以及稳健的生产能力。凭借上述核心能力，公司能够为其商业模式的主要利益相关方提供具有吸引力的价值主张，其业务模式覆盖了全产业链的核心环节，使其在推广泛娱乐文化与提升行业标准方面具备重要影响力。

图表6： 卡游公司核心竞争力



资料来源：卡游招股书、万联证券研究所

图表7： 卡游公司核心 IP 集换式卡牌



资料来源：卡游招股书、万联证券研究所

凭借多元化、高质量的IP矩阵及强大运营能力，市场热度逐渐提升。截至2024年末公司共拥有70个IP，涵盖奥特曼、哈利波特、火影忍者等国际知名IP，也包括斗罗大陆、卡游三国等本土热门IP。公司通过授权与自有开发双轮驱动持续拓展IP储备，凭借敏锐的内容嗅觉与消费洞察，精准把握国漫及新兴文化潮流，成功实现IP的商业



转化与本土化创新表达。同时，公司具备成熟的IP运营能力，围绕每一IP系列不断推出新产品并构建情感链接，有效延长IP生命周期并提升其市场热度。例如，奥特曼IP已推出逾320个卡牌系列，叶罗丽IP卡牌系列也超过120个。

图表8: 卡游公司丰富 IP 矩阵



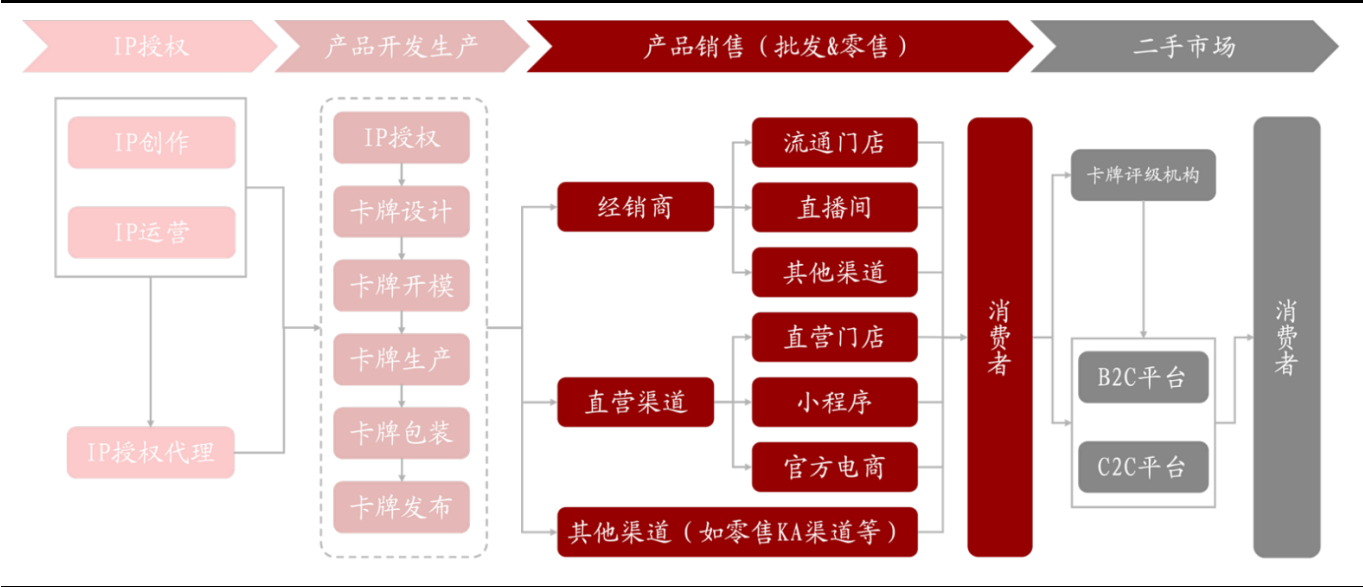
资料来源：卡游官网、万联证券研究所

## 2 产业链：以内容驱动为核心的完整产业链闭环

集换式卡牌市场已逐步构建起覆盖IP授权、内容创作、产品制造、渠道分发及社群运营的完整产业链闭环。上游环节是IP供应方，由影视剧、小说、游戏等IP持有及运营公司构成，负责IP孵化与运营，通过授权中游企业获取收益，是产业链的内容源头与价值锚点，代表公司有阅文集团、腾讯、光线传媒等；**中游环节**为卡牌设计生产企业，依托IP授权完成角色设定、稀有度体系、美术设计，再经自主/委外生产包装后，通过多渠道推向市场，是内容落地为产品的核心环节，代表公司有卡游、杰森动漫、Hitcard等；**下游环节**则依托多样化渠道完成最终触达，既包括直营或加盟门店、桌游店、赛事组织场所等线下终端，也逐步拓展出社群平台、电商旗舰店等线上辅助路径，而**二手市场**是产业链中值得关注的环节，依托专业评级机构，围绕IP与卡牌的稀缺性做权威评级，既解决了二手卡牌的价值标准化问题，也让卡牌从消费品延伸为收藏、投资标的，我们认为这既盘活存量卡牌的流通价值，又通过“稀缺性溢价”放大IP长尾商业价值，还凝聚了收藏交易社群，是连接C端、延长产业链生命周期的关键支点。



图表9: 集换式卡牌产业链

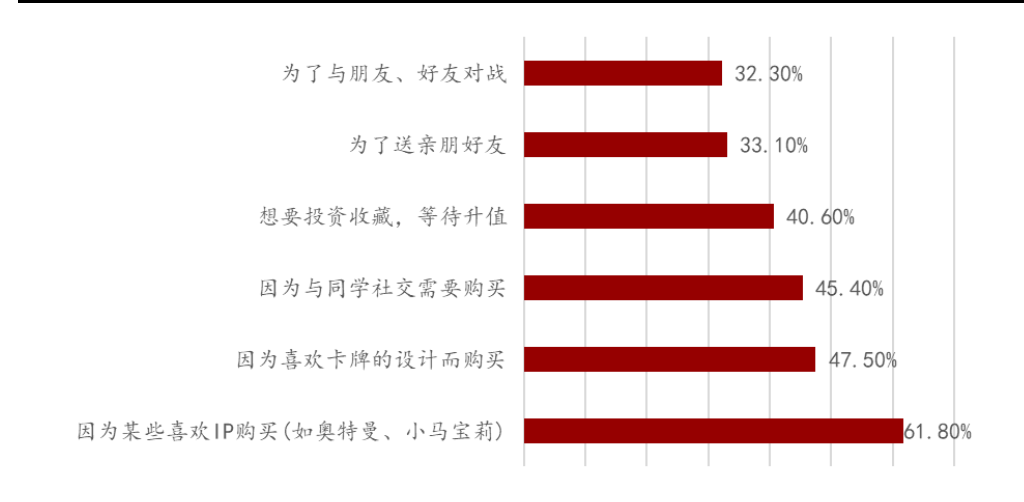


资料来源: 行业数据分享公众号、万联证券研究所

2.1 上游: IP 是集换式卡牌行业的核心引擎与价值基石

IP是集换式卡牌行业的核心引擎与价值基石。在集换式卡牌行业中, IP是驱动用户认知、购买转化与长期留存的根本动力, 其核心价值在于通过情感共鸣与粉丝认同, 构建起产品与消费者之间的强连接。集换式卡牌的核心吸引力并非仅在于卡牌本身的收藏、竞技属性, 更在于其背后IP所承载的故事、角色与文化符号—从经典动漫、影视IP到游戏、原创IP, IP为卡牌赋予了超越商品本身的情感价值, 成为驱动消费者购买的核心逻辑。从需求侧看, 消费者为“爱”买单的特征极为显著, 据嘉世咨询数据, 61.80%的消费者因喜欢特定IP而进行购买, IP吸引力构成了卡牌消费的首要决策因子, 充分印证了IP在激活终端需求、撬动消费决策中的关键作用。

图表10: 卡牌购买主要驱动因素

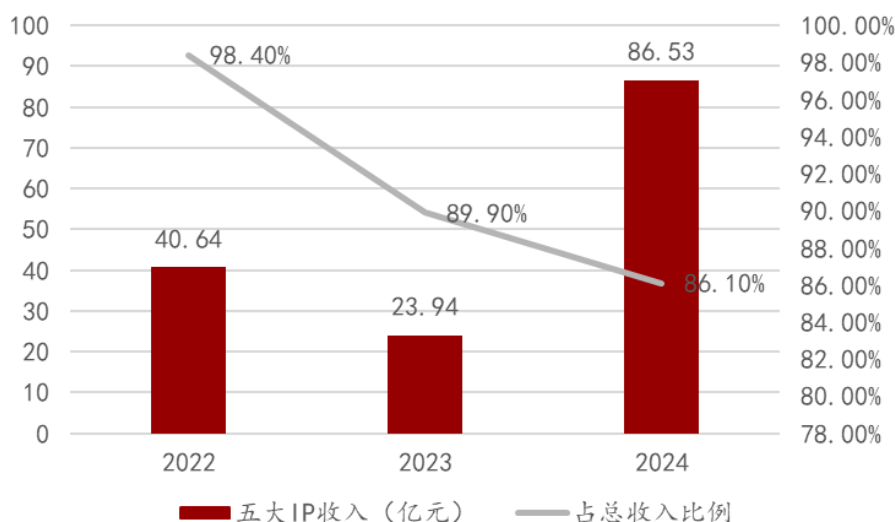


资料来源: 嘉世咨询、万联证券研究所

行业头部企业的发展实践进一步验证了IP的战略重要性。卡游作为国内集换式卡牌行业的领军者, 持续加码IP布局, 其IP矩阵从2022年的30个快速扩容至2024年的70个, 覆盖了海内外热门动漫、影视、游戏等多个赛道, 同时打造自研IP, 通过多元化IP组合持续扩大用户覆盖边界。更关键的是, 头部IP对业绩的支撑作用尤为显著,

2022-2024年前五大IP贡献收入分别为40.64亿元、23.94亿元、86.53亿元，占当期总收入比重高达98.4%、89.9%及86.1%。即便IP矩阵持续扩容，头部IP仍贡献了绝大部分营收，凸显出头部IP资源授权对于卡牌行业公司的“压舱石”作用，是企业实现业绩稳定增长的核心保障。

图表11: 卡游前五大 IP 收入情况



资料来源: 卡游招股书、万联证券研究所

**IP资源的储备与运营能力已成为集换式卡牌企业的核心竞争壁垒。**在产品同质化竞争逐渐加剧的背景下，IP的独特性与稀缺性直接决定了产品的市场竞争力，拥有优质IP授权的企业能够快速触达海量粉丝用户，降低市场教育成本，而缺乏核心IP支撑的企业则难以突破增长瓶颈。卡游的IP布局策略既体现了头部IP的核心价值，也展现了IP矩阵多元化的战略意义，通过“头部IP筑牢基本盘+潜力IP开拓新市场”的组合模式，既保障了短期业绩稳定性，也为长期增长预留了空间。由此可见，IP不仅是驱动消费者购买的核心动机，更是行业企业实现规模扩张、构建竞争优势的关键，其重要性贯穿于集换式卡牌产业的全价值链。

## 2.2 中游：设计是实现产品差异化、精准触达细分客群的关键竞争力

**设计是集换式卡牌行业实现产品差异化、精准触达细分客群的关键竞争力**，其价值贯穿风格定位与制作工艺两大维度，直接决定产品对不同用户群体的吸引力。**在风格设计上**，行业针对核心客群需求形成多元化布局：面向青少年群体，以动漫IP衍生卡牌为核心，采用色彩鲜艳、角色形象还原度高的潮流风格，贴合青少年审美偏好；针对成年收藏者，推出国风、科幻、写实等特色风格，通过细腻的画面构图与文化元素融入，满足其对审美表达与收藏价值的双重需求。**在制作工艺上**，通过烫金、闪膜、镭射、立体浮雕及AR特效等技术梯度，构建从基础普卡到稀缺隐藏卡的收藏价值阶梯，契合核心收藏者对增值空间与收藏体验的追求。这种“风格适配客群、工艺匹配需求”的设计逻辑，不仅让卡牌产品精准覆盖不同年龄层、不同爱好的用户群体，更通过差异化设计构建产品竞争壁垒，最终实现用户生命周期价值最大化与品牌溢价能力的双重提升。

图表12: 不同风格设计的卡牌示例



漫畫風格



彩繪玻璃風格



水墨畫風格



燙金卡



3D 光欄卡



較低溫外觀



較高溫外觀

溫感變色卡

资料来源: 卡游招股书、万联证券研究所

资料来源: 卡游招股书、万联证券研究所

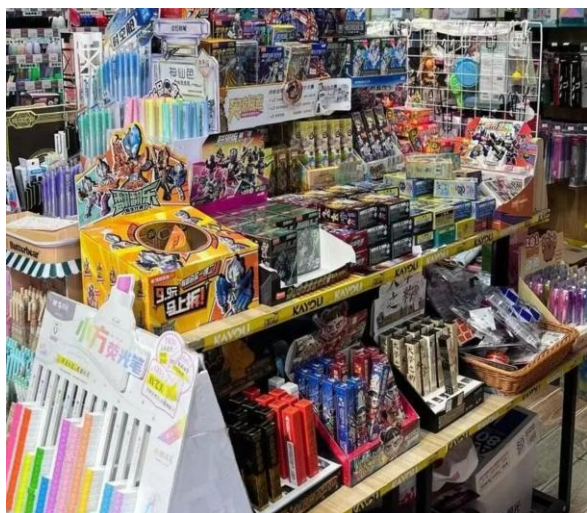
## 2.3 下游: 渠道布局呈现“线下筑基、线上扩容”的双轮驱动格局

集换式卡牌市场的渠道布局呈现“线下筑基、线上扩容”的双轮驱动格局。线下渠道作为核心基本盘,以高触达性和体验感立足,核心覆盖校边文具店、社区超市、潮玩集合店等贴近大众的终端,同时延伸至官方授权店、主题道馆、展会等场景,既满足即时购买需求,又提供对战、换卡等社交体验,形成消费闭环。线上渠道则以灵活性和广覆盖性成为重要补充,涵盖综合电商平台、品牌自营店、社群电商、小程序等多元形态,既承接线下用户的复购需求,又通过精准运营触达更广泛的潜在消费者,构成“线下引流、线上沉淀”的渠道生态。

卡游销售渠道主打广覆盖与精细化运营。卡游秉持着广覆盖与精细化运营的运营理念,以线下为核心基本盘、线上为增量引擎,形成精准触达目标客群的渠道闭环。经销体系作为线下渠道的核心支柱,2024年贡献了80.2%的总收入,公司通过217个经销商网络实现全国31个省份的全覆盖,渠道深度下沉至县域市场,结合嘉世咨询数据显示,国内卡牌客群70%为8-14岁学生的特征,经销商重点布局学校周边小卖部、文具店及街边零售店等高频消费场景,精准匹配核心客群的购买习惯,为销售规模奠定坚实基础。同时,品牌通过32家直营旗舰店、351家加盟制“卡游中心”及自动贩卖机构建品牌专属线下触点,既强化了品牌形象展示,又提供了对战、交流等沉浸式体验,进一步巩固用户粘性;线上端则采取“传统电商+社交电商”双轨布局,在天猫、京东等平台开设13家自营旗舰店承接稳定复购需求,同时积极布局抖音、微信小程序、哔哩哔哩等社交电商渠道,实现公域流量的高效抓取与私域用户的深度沉淀。



图表14: 卡游产品文具店销售示例



资料来源: 案例SHOWCASE、万联证券研究所

图表15: 卡游线下商店



资料来源: 东西文娱、万联证券研究所

近年来,直播拆卡成为集换式卡牌渠道的重要创新形态,尤其在抖音、快手、B站等平台快速兴起。主播通过实时开包、稀有卡展示与即时解说,将卡牌的“盲盒惊喜”与“社交围观”合二为一,既放大了IP的情绪张力,又借助弹幕互动与打赏机制营造强参与氛围。这种模式降低了新用户的学习与尝试门槛,观众可在观看过程中完成“种草—下单—模仿”的转化,同时为存量玩家提供炫耀、交流与评估卡组价值的公共舞台。对商家而言,直播拆卡不仅是销售渠道,更是品牌曝光的放大器,高频、可视化的内容输出持续提升品类热度,推动非核心用户向核心玩家迁移,并促进线上成交与线下到店的联动。随着平台算法推荐与虚拟礼物经济的成熟,直播拆卡有望进一步成为集换式卡牌在年轻群体中的主流获客与促活渠道,重塑行业的流量分配与交易节奏。

## 2.4 商业模式:“低成本基础+高毛利变现”高效闭环

集换式卡牌行业的商业模式核心是“低成本基础+高毛利变现”的高效闭环,其盈利逻辑贯穿生产、定价、销售全链条。生产端以卡纸为核心原材料,叠加规模化印刷、标准化工艺,单位生产成本极低,且通过批量生产摊薄模具开发、IP授权等固定成本,边际成本随销量提升持续下降;盈利端凭借强IP赋予的情绪溢价、盲抽机制制造的稀缺感与收藏属性,以及直播拆卡、社群交易等渠道放大的社交价值,实现高倍率定价,形成60%以上的高毛利率空间;渠道端以经销模式为主,直销环节的运营成本占比较低,且卡牌作为轻资产、低损耗产品,无高额库存折旧与售后维护压力,进一步优化盈利结构。这种模式下,企业只需持续获取或运营优质IP、控制生产与渠道费用,即可通过快速周转与规模效应将低边际成本的卡牌转化为高利润商品,同时利用二级市场与限量款进一步拉伸溢价,构筑起轻资产、高回报的商业护城河。

## 3 行业发展: 卡牌+多元业态融合创新发展

### 3.1 宝可梦: 构建“线上数字赋能-线下场景深耕-全球竞技破圈”体系

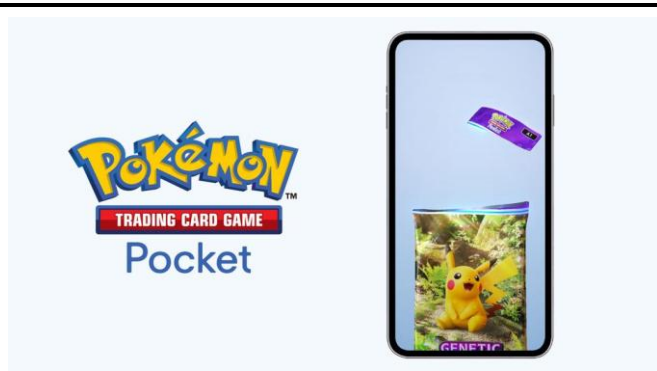
宝可梦构建“线上数字赋能-线下场景深耕-全球竞技破圈”的多生态融合体系。宝可梦作为世界级IP,已经形成了非常成熟的集换式卡牌运营产业链,其核心在于构建了“线上数字赋能-线下场景深耕-全球竞技破圈”的多生态融合体系,以数字平台为枢纽打通虚实集换链路,以道馆场景与周边消费形成线下体验闭环,以层级化赛事体系



锚定收藏与竞技价值，三大生态并非孤立存在，而是相互赋能、协同共振，共同构筑起覆盖收集、对战、社交、消费全场景的运营生态。

**线上集换式卡牌手游激活宝可梦卡牌生态的数字流通，强化卡牌集换属性。**集换式卡牌是宝可梦IP的核心，也是主要收入来源之一，为了进一步推动宝可梦卡牌的全球发展，推出了卡牌新手游《Pokémon Trading Card Game Pocket》（《Pokémon TCG Pocket》）。该游戏完全模拟线下宝可梦IP集换式卡牌玩法，以“真实开包体验+快节奏对战”为核心卖点，并通过好友交易、稀有卡兑换等功能激活数字卡牌流通。据AppMagic数据显示，上线10周的《Pokémon TCG Pocket》全球总收入已经超过4亿美元。这种数字化布局将实体卡牌延伸至虚拟空间，为线下道馆和赛事引流，形成“线上练习-线下对战-线上分享”的循环，极大提升了用户粘性与活跃度，促进宝可梦IP生态更加繁荣。

图表16: 《Pokémon TCG Pocket》



资料来源：宝可梦TCG口袋版官网、万联证券研究所

图表17: 《Pokémon TCG Pocket》交换卡牌流程



资料来源：竞核、万联证券研究所

**线下道馆与周边市场形成协同共振，形成“对战+零售+社交”的复合业态。**官方道馆作为线下核心体验载体，构建起整合卡牌零售、新手培育、日常对战的沉浸式社交空间，成为连接玩家与品牌的关键触点。道馆运营核心在于实现卡牌体验与IP周边的深度绑定，将周边消费转化为卡牌生态的参与动力，同时以场景化体验降低新玩家入门门槛，形成“场景体验-周边消费-卡牌复购”的正向循环。这种“对战+零售+社交”的复合业态，使道馆成为玩家聚集据点，卡牌消费自然延伸至周边产品，形成“对战促消费，消费增粘性”的良性循环，构建从内容到商品的持续变现通道。

图表18: 广州宝可梦道馆新手比赛教学



资料来源：广州宝可梦道馆、万联证券研究所

图表19: 广州宝可梦道馆 IP 衍生品



资料来源：广州天河发布、万联证券研究所

以全球化赛事构建竞技体系，锚定品牌价值与生态扩容。宝可梦并未将卡牌产品的生命周期停留在销售环节，而是进一步打造了完善的官方赛事体系，将玩家留在品牌的长期生态中。宝可梦通过层级化赛事体系构成卡牌价值升华与生态扩容的核心引擎，除去全球性赛事之外，还通过道馆开展小型日常对战赛事，构建全维度竞技生态。这既锚定了卡牌的长期价值，又推动品牌破圈传播，为生态持续增长提供核心支撑。

图表20: 2023年宝可梦卡牌大师赛上海总决赛现场



资料来源：数说零售、万联证券研究所

### 3.2 华立科技：挖掘“游戏设备+卡牌”新赛道

**瞄准卡牌市场，华立科技挖掘“游戏设备+卡牌”新赛道。**华立科技作为国内最大的商用游乐设备发行与运营综合服务商之一，聚焦于设计、研发、制造、发行、营运、服务全球游乐场所和室内乐园等领域。立足于自身游艺设备龙头优势，华立科技探索自身业务新增长极，随着卡牌市场近年来快速发展，开始尝试卡牌与游艺设备的融合布局，实现多生态融合，为玩家提供更加丰富的沉浸消费体验，公司凭借与全球顶级IP联动与自研国潮IP双路径，推动自身动漫IP衍生品业务快速增长，2023年及2024年分别增长75.64%/26.14%。

**公司关于卡牌的核心产品矩阵可以分为两类，分别是联动IP及自研IP。**1) **联动IP:** 公司聚焦高流量的世界级IP打造深度融合玩法的卡牌与游艺设备组合，例如《宝可梦明耀之星》通过街机设备还原IP世界观，通过卡牌实现“虚拟对战+实体收藏”的玩法，使卡牌成为IP体验的延伸，极大提高沉浸感；2) **自研IP:** 通过自有厂牌“warawara”孵化原创IP，代表产品《三国幻战》构建多元场景体系，既推出街机适配卡牌，又拓展独立集换式卡牌对战场景，并积极组织线下电竞赛事，拓宽产品影响力及用户边界。



图表21: 《宝可梦明耀之星》游玩方式



资料来源: 宝可梦明耀之星公众号、万联证券研究所

图表22: 《三国幻战》电竞比赛



资料来源: 华立电竞公众号、万联证券研究所

图表23: 华立科技核心卡牌游艺设备示例



资料来源: 华立科技官网、万联证券研究所

华立科技的创新模式从多维度推动集换式卡牌市场升级。一是打破实体卡牌与街机游戏壁垒,玩家购买的实体卡牌不仅具有传统的收藏、交换和桌面对战价值,更可以通过特定技术在机台上激活特殊技能和角色,促进了数字娱乐体验与物理世界收藏的深度融合,真正实现了线上线下、虚拟现实的无缝连接;二是拓宽市场覆盖,创新集换式卡牌行业运营模式,“游艺设备+卡牌”作为新的场景化生态运营模式,替代传统单一产品销售,为行业提供可复制的创新范本,国集换式卡牌市场向线下场景创新价值挖掘,并填补了下沉市场与商业综合体的渠道空白,通过“游乐场体验+全渠道零售”双轨模式,将卡牌受众从核心玩家延伸至泛娱乐消费群体。

## 4 投资建议

近年来，伴随Z世代消费崛起及情绪价值需求凸显，IP经济在传媒行业中持续高速发展，谷子、卡牌、盲盒等形式在衍生品市场里呈现强劲增长态势。我们认为，集换式卡牌作为IP经济中衍生品重要组成部分，市场空间广阔。**建议关注：**1) 上游IP资源储备丰富及具备原创IP开发能力的公司；2) 中游卡牌设计及制造的龙头公司；3) 下游销售渠道优势显著的公司。

## 5 风险因素

政策环境变化；市场竞争加剧与同质化风险；IP授权期限风险；二手市场波动风险；内容制作不确定性风险；消费需求变动风险。



**行业投资评级**

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

**公司投资评级**

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

**风险提示**

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。

**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并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**免责声明**

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告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。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

**万联证券股份有限公司 研究所**

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场