

证券研究报告

2024年09月25日

行业报告：行业专题研究

泛娱乐产品行业报告

卡牌：IP+社交+盲盒属性助推卡牌不断破圈

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 曹睿 SAC执业证书编号：S1110523020003



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

卡牌行业：玩具类目中增长最快的细分市场，渗透率有望持续提升

集换式卡牌作为国内泛娱乐消费的高增细分赛道，市场规模超百亿，2017-2022年中期间复合年增长率（CAGR）超70%；2022-2027E复合年增长率（CAGR）为20.6%，对标海外成熟市场渗透空间大。建议关注：

➤ **卡游：集换式卡牌龙头，热门产品驱动成长**

卡游是中国集换式卡牌领军企业，以奥特曼等IP为核心，在泛娱乐产品行业内多元拓展。IP壁垒+产品强获客高黏性+渠道布局精准高效。

➤ **泡泡玛特：多元IP矩阵构筑壁垒，卡牌是行业β+自有IP的尝试**

泡泡玛特是覆盖潮流玩具IP全产业链的综合运营平台，多元IP矩阵构筑壁垒，公司平均每年从外部吸纳约14-15个IP，自研3-4个IP，创造热门IP的持续性得到验证。卡牌是行业β+自有IP的尝试。

➤ **京华激光：涉及集换式卡牌的生产和技术支持，为卡牌游戏提供激光刻印等增值服务**

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

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

公司是国内商用游戏游艺设备龙头，业务布局设计、研发、生产、销售和运营全产业链。国内率先推出动漫IP衍生产品业务模式，涉足集换式卡牌领域。与全球知名游戏企业建立了战略合作伙伴关系。

➤ **姚记科技：前瞻布局卡牌全产业链的稀缺标的**

公司体内布局卡牌全产业链，包括参股球星卡一级发行平台DAKA文化（中国首家专业化体育文化收藏卡牌发行商），参股卡牌二级市场交易平台卡淘，以及体外孵化姚记潮品。

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

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

风险提示：行业政策风险；IP授权风险；IP吸引力不及预期；销售渠道管理风险；规模效应不及预期

1

卡牌：中国泛娱乐玩具行业中增长最快的细分市场之一

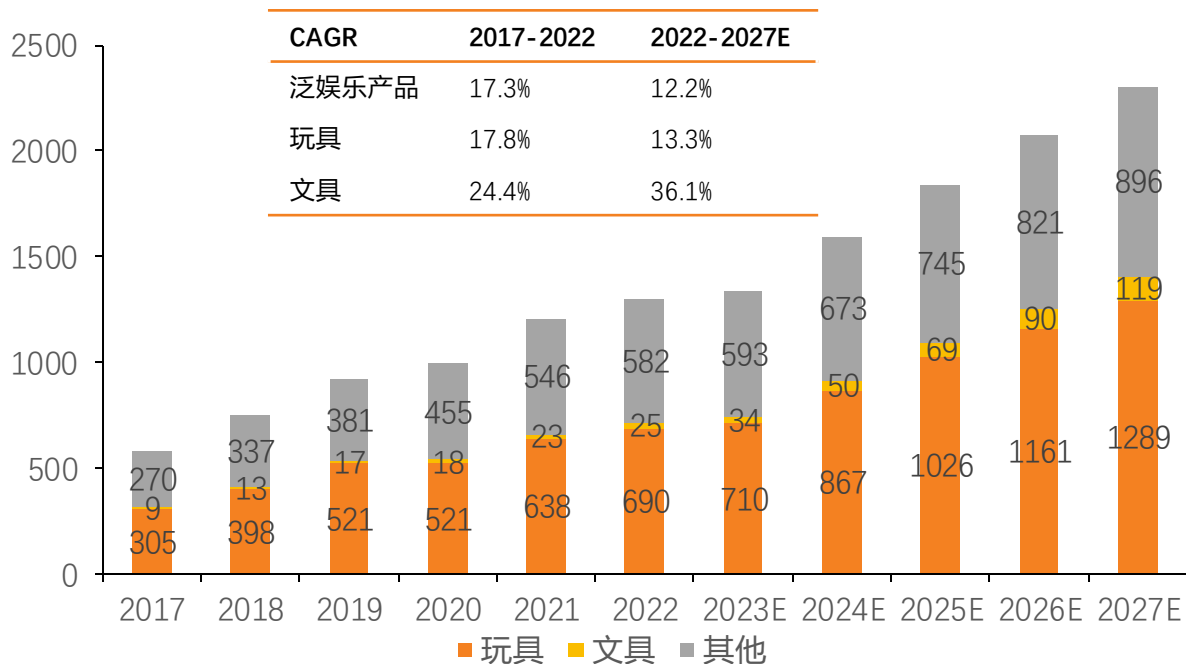
1.1 泛娱乐行业：市场规模增长迅猛，玩具类目占比高

- 中国千亿级泛娱乐产品市场，玩具占比及增速始终保持领先。泛娱乐产品是依据各IP内容开发的实体娱乐产品，包括玩具、文具和服饰等。根据灼识咨询数据，2022年中国泛娱乐产品行业市场规模达1297亿元，处于发展早期阶段。随着中国Z世代逐渐成为消费群体主力，消费趋向内容主导，2027年预计市场规模将达到2304亿元，2022-2027E复合年增长率（CAGR）约为12.2%。其中，玩具在泛娱乐产品中占比及增速始终保持领先。根据灼识咨询数据，2022年玩具类目市场规模达690亿元，占泛娱乐产品行业规模的53%。2027年预计市场规模将达到1289亿元，2022-2027E复合年增长率（CAGR）约为13.3%，增速高于泛娱乐产品行业。

图：泛娱乐行业分类



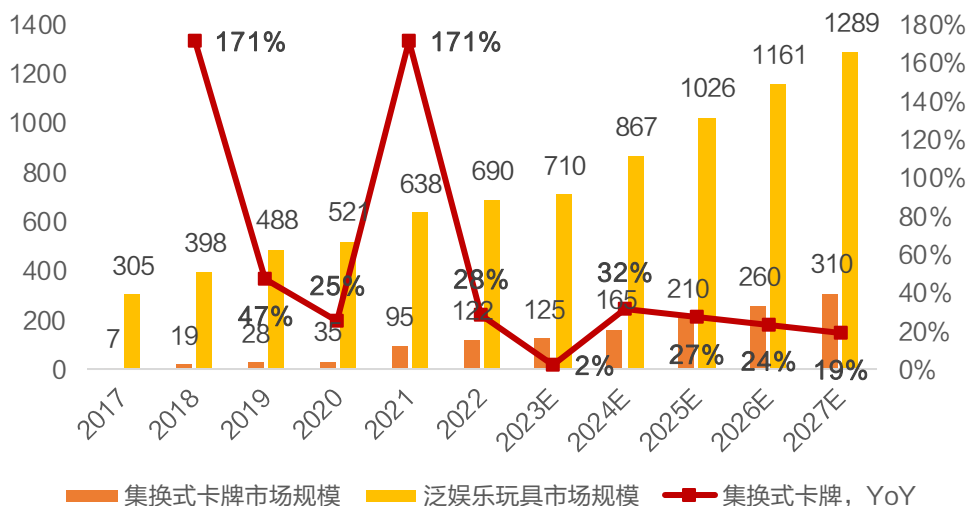
图：2017-2027E中国泛娱乐产品行业市场规模及CAGR（以商品交易额计，亿元）



1.2 集换式卡牌：玩具类目中增长最快的细分市场，占比持续提升

- 市场规模保持高增，占比持续提升。集换式卡牌是一种以特定主题设计的实体卡片产品，用户可以进行收藏、交换以及娱乐游玩。根据灼识咨询数据，2017-2022年中国集换式卡牌市场的规模从7亿元扩张至122亿元，市场规模显著扩大，期间复合年增长率（CAGR）高达78.4%；占泛娱乐玩具市场比例由2017年2.3%增长至2022年17.6%。2021年，卡游等卡牌公司开启大规模线上+线下卡牌竞技比赛，吸引众多消费者。据共研网，2021年集换式卡牌市场需求大幅增长，产量为3.31亿张，同比增长24.71%。
- 根据灼识咨询数据，2027年预计集换式卡牌市场规模有望达到310亿元，占泛娱乐玩具市场的24.1%，2022-2027E复合年增长率（CAGR）为20.6%。

图：2017-2027E集换式卡牌市场规模及同比增速（亿元，%）



图：集换式卡牌行业发展历程



1.3 集换式卡牌：头部效应明显，热门IP优势显著

图：集换式卡牌行业重点公司

公司名称	经营模式	IP合作	经营情况
卡游	卡牌+文具	奥特曼、叶罗丽、小马宝莉、蛋仔派对、斗罗大陆	已向港交所申请上市，22年占集换式卡牌市场71%，文具2022年起步，23前三季度营收1.34亿元。
华立科技	游艺机+卡牌	宝可梦、奥特曼、我的世界、火影忍者等	已A股上市。前期过于注重卡片制作工艺升级，动漫IP业务2022年收入1.47亿，同比2021年下降15.78%。重心调整至卡牌内容、自研IP后，2023年上半年收入1.18亿，YoY +104.2%。
杰森动漫 (集卡社)	集换式卡牌	国内外版权合作方超100+，IP产品包括：斗罗大陆、时光代理人、敦煌博物馆、迪士尼100周年等	2021年营收保持100%同比增长，2022年获bilibili哔哩哔哩领投的首轮融资
姚记科技 (姚记潮品)	游戏+卡牌多领域发展	宝可梦卡牌代理、第五人格、大英图书馆	体内布局卡牌全产业链，包括一级发行平台-参股球星卡发行平台DAKA达咖文化，二级交易平台-参股卡牌交易平台卡淘，体外孵化姚记潮品。
帕尼尼	球星卡	NBA独家授权、产品涵盖FIFA、英超、NFL等众多国际知名体育赛事机构及体育联赛	2010年携手中国合作伙伴中雅图公司进入中国市场，为北京国安开发系列产品，借助NBA热度展开推广
万代南梦宫	游艺机+卡牌	机动战士高达、偶像大师闪耀色彩、初音未来、名侦探柯南、假面骑士等	在卡片游戏机业务上，“万代卡玩”已推出奥特曼、超级龙珠英雄等众多IP商品，业务范围不仅涵盖卡片游艺机，还包括收藏卡牌、集换式卡牌、PETA贴纸等各类动漫平面产品

1.4 产业链：多元IP内容累积+完善产业链，发展潜力充足

上游-IP授权：主要参与方包括创作及运营IP的IP授权商。据《阿里鱼消费品与营销项目授权报告2024》，IP逐渐成为消费者决策的主要决策因素，超过七成用户会在挑选商品时考虑IP元素，愿意为IP带来的高溢价买单。

中游-卡牌设计、开发及生产：主要参与方包括集换式卡牌运营发行商（如，卡游），以及IP方衍生部门（如，万代、泡泡玛特）。

下游-卡牌销售：主要参与方包括经销渠道下的分销商、门店、直播间等，直营渠道下的直营门店、小程序、电商等，以及卡牌二级市场交易流通。

图：集换式卡牌全产业链

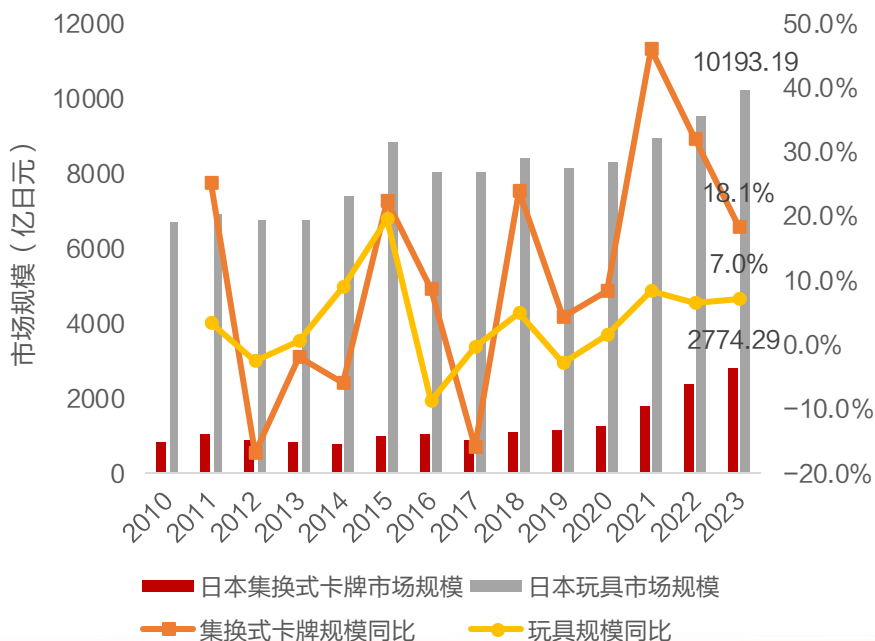


1.5 对标海外：TCG卡牌品类占日本玩具市场近30%，成为玩具市场最大增长驱动力

对标海外成熟市场，卡牌品类成玩具市场最大增长力。据日本玩具协会分析，2023年日本国内玩具市场实现大幅增长并突破万亿大关，主要得益于卡牌（含集换收藏卡牌和策略对战型卡牌）的销售增长推动。该品类市场规模高达2774亿日元（约135.68亿元人民币），占日本整体玩具市场的27.2%，是日本玩具市场中占比最大的品类，且在2023财年实现了425亿日元的增长（约20.79亿元人民币），增幅高达18.1%。

与动漫IP结合，表现强劲。《精灵宝可梦》卡牌延续去年的强劲增长外，《航海王》卡牌游戏、《游戏王OCG》等卡牌新品也表现不俗。

图：2010-2023年日本玩具市场及集换式卡牌市场规模（亿日元）



图：2023年度(23/4~24/3)日本本土TCG销量排名前15

排名	名称	厂商	2023年度销售额(日元)
1	宝可梦集换式卡牌游戏	Pok é mon	1337亿
2	游戏王OCG	KONAMI	471 亿
3	决斗大师 DuelMasters	TAKARATOMY	289 亿
4	航海王卡牌对战	BANDAI	265 亿
5	黑白双翼 WeißSchwarz	BUSHIROAD	139 亿
6	万智牌 Magic The Gathering	Wizards of the Coast	53 亿
7	战斗之魂 Battle Spirits	BANDAI	38 亿
8	影之诗进化对决 Shadowverse EVOLVE	BUSHIROAD	37 亿
9	同盟竞技场 UNION ARENA	BANDAI	32 亿
10	游戏王RushDuel	KONAMI	31 亿
11	卡片战斗先导者 Vanguard	BUSHIROAD	29 亿
12	数码宝贝卡牌对战	BANDAI	12 亿
13	梦限少女 Wixoss	TAKARATOMY	10 亿
14	创之界限 BuildDivide	Aniplex	9 亿
15	Rebirth for you	BUSHIROAD	8.7 亿

资料来源：日本玩具协会，SNKRDUNK Magazine，天风证券研究所

2

重点公司：IP壁垒+产品强获客高黏性
+渠道布局精准高效

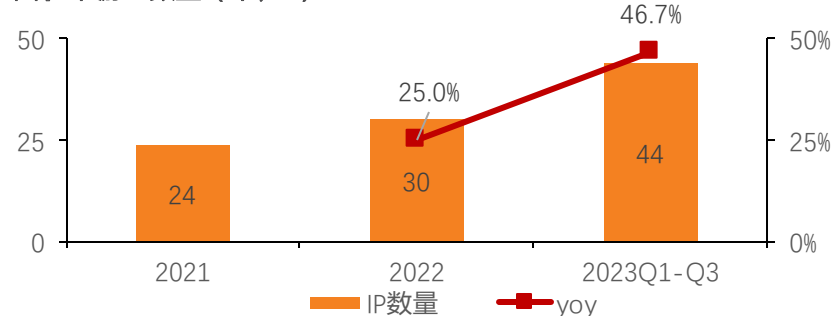
2.1 卡游：集换式卡牌龙头，热门产品驱动成长

2024年1月26日，卡游有限公司向港交所提交上市申请书。作为中国集换式卡牌领军企业，卡游以奥特曼、小马宝莉等IP为核心，在泛娱乐产品行业内多元拓展。22年公司实现收入41.31亿元，同比提升80%；毛利、经调整净利润分别达28.42、16.20亿元（毛利率及经调整净利润率分别为68.8%、39.2%）。截至9月30日止9个月，公司实现收入19.52亿元；毛利、经调整净利润分别达13.14、5.78亿元（毛利率及经调整净利润率分别为67.3%、29.6%）。

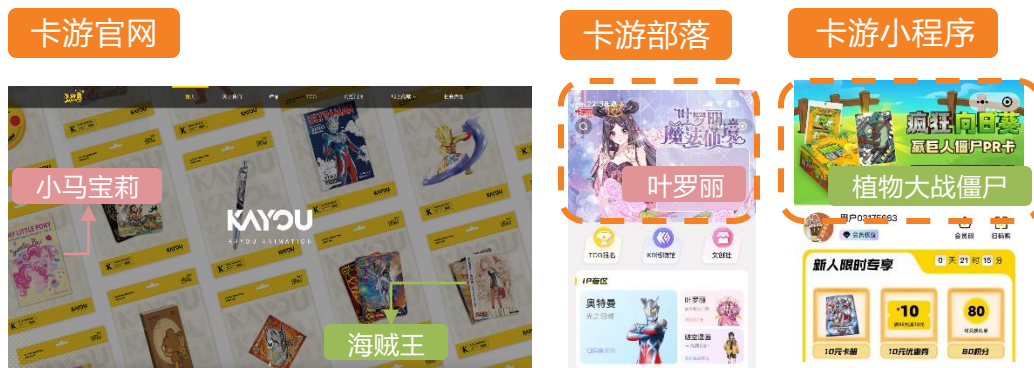
卡游不断巩固集换式卡牌基础，建设自有生产基地，打造集换式卡牌全产业链布局，同时积极开拓泛娱乐文具业务。

IP壁垒+产品强获客高黏性+渠道布局精准高效。卡游持有IP热度提升，奥特曼IP获得品牌效应，各类型IP多元发展，打造成熟IP矩阵；产品价格能力、社交属性明显，消费者黏性高；渠道布局线上线下全覆盖，广泛触达目标客群。

图：卡游IP数量（个，%）



图：卡游各平台官方宣传主页



图：卡游主要卡牌系列分类情况



2.2 泡泡玛特：多元IP矩阵构筑壁垒，卡牌是行业β+ 自有IP的尝试

- **多元IP矩阵构筑壁垒：**截至24年6月，公司艺术家IP共计73个。公司20人内部艺术家发掘团队全球触达。2019-2023年期间，公司平均每年从外部吸纳约14-15个IP，持续扩充IP的储备。2023年公司获取包括KUBO在内的6个新IP，2024年PDC陆续推出Nyota、OIPIPPI、inosoul等自研IP，平均每年推新3-4个，创造热门IP的持续性得到验证。
- **卡牌是行业β+ 自有IP的尝试：**2022年11月，公司推出「Labubu一起圣诞系列」，并引入身份卡新玩法——潮玩卡。每张常规潮玩卡可以凭兑换码在泡泡抽盒机小程序点亮，点亮了任意4张常规潮玩卡后即可兑换一个隐藏潮玩卡。2024年5月，泡泡玛特首套卡牌“艺术生活收藏卡”上线。产品分为基础卡和多种特卡（POP Figure特卡、Photo Shooting特卡、13周年纪念特卡、POP LAND特卡等），采用限编、亲签、拼卡等方式，将卡牌与泡泡玛特其他业务线结合，涉及包括SKULLPANDA、MOLLY、DIMOO、HIRONO、THE MONSTERS (LABUBU) 等5大热门IP。单包收藏卡售价为29元，内含4张收藏卡；一盒收藏卡售价为290元，内含10包收藏卡。

图：2022年泡泡玛特引入潮玩卡玩法



图：2024年泡泡玛特上线首款卡牌产品



2.3 京华激光：卡游高端卡防伪供应商，传统烟标酒标业务稳健增长

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

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

公司凭借先进的技术工艺、完整的产业链及不断更新的技术创新等综合优势在不同领域奠定了良好的市场地位优势。2024年上半年，受益于以“小马宝莉”“叶罗丽”等知名IP的卡牌产品迅速风靡学生群体，并在短期内迅速放量，公司文创业务营业收入同比增长219.06%。

图：公司产品形态：激光全息防伪膜



图：公司产品形态：激光全息防伪纸



2.4 华立科技：国内游艺设备龙头，与全球知名游戏企业建立战略合作伙伴关系

公司是国内商用游戏游艺设备龙头，业务布局设计、研发、生产、销售和运营全产业链。

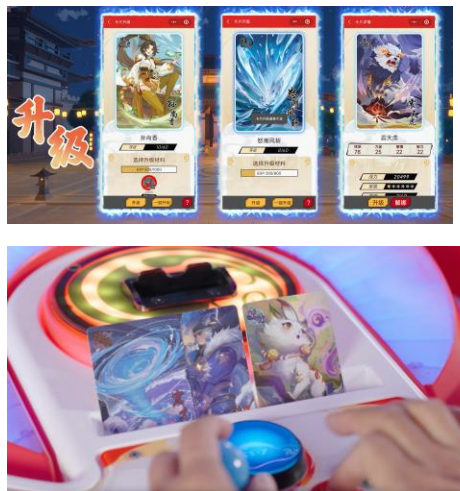
国内率先推出动漫 IP 衍生产品业务模式，涉足集换式卡牌领域。动漫IP衍生产品配套动漫卡通设备使用，动漫IP衍生产品融合了动漫形象，用户使用动漫卡通设备时可获取相关产品。其中，以卡片收集、对战为核心玩法的集换式卡片机游戏包括，《三国幻战》《火影忍者卡牌世界》《奥特曼融合激战》《宝可梦加傲乐》《我的世界地下城》等5款产品。

与全球知名游戏企业建立了战略合作伙伴关系。包括，Microsoft（微软）、Bandai Namco（万代南梦宫）、SEGA（世嘉）、Raw Thrills、IGS（鈔象电子）等。

图：公司集换式卡牌游戏《三国幻战》



图：线上培养+线下游玩的游玩模式



图：公司全球战略合作伙伴



2.5 姚记科技：前瞻布局卡牌全产业链的稀缺标的

体内布局卡牌全产业链，包括一级发行平台-参股球星卡发行平台【DAKA达咖文化】，中国首家专业化体育文化收藏卡牌发行商。DAKA达咖文化已签约、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，还曾与《我和我的祖国》《我和我的家乡》等电影合作发行收藏卡。

二级交易平台-参股卡牌交易平台卡淘（卡牌二手交易平台，类似于“闲鱼”的二手平台），主要交易球星卡、宝可梦卡、万智牌、游戏王等各类集换式卡牌。

体外孵化姚记潮品：成立于2022年9月，宝可梦TCG中国大陆地区代理商，负责渠道铺设、市场运营和赛事运营，开展PTCG相关产品销售和赛事运营业务。

图：公司发行球星卡具备收藏价值



图：公司参股卡牌交易平台卡淘



图：姚记潮品为宝可梦TCG中国大陆地区代理商



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

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

已构建优质的全年龄段IP矩阵：“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”、“巴啦啦小魔仙”、“铠甲勇士”、“量子战队”、“萌鸡小队”、“贝肯熊”、“飓风战魂”、“爆裂飞车”、“火力少年王”等。

渗透年轻圈层，通过“玩点无限”品牌积极开拓潮玩业务。目前已针对旗下铠甲勇士、喜羊羊与灰太狼推出IP卡牌。根据公司8月20日秋季新品发布会，后续将有更多热门IP加入，拓展产品线并推进整体营销矩阵，建立奥迪双钻品牌在卡牌领域的市场基础及潜力。

图：公司发行铠甲勇士、喜羊羊与灰太狼等奥飞IP卡牌新品



风险提示

- **行业政策风险：**日后行业若对盲盒类集换式卡牌的销售实施更严格的监管，影响产品销售模式与消费者消费偏好，则卡牌可能面临行业政策监管风险。
- **IP授权风险：**卡牌公司从第三方IP合作伙伴获得用于开发泛娱乐产品的IP。以卡游为例，于往绩记录期间，奥特曼IP贡献了大部分收入。奥特曼等IP于2029年到期后，不会自动续期，可能无法以有利条件或根本无法从目标IP持有人获得授权。
- **IP吸引力不及预期：**泛娱乐产品行业的发展存在不确定性，消费模式及偏好不断变化，卡牌公司可能无法获得吸引消费者的IP授权，可能无法开发出具有吸引力的泛娱乐产品，则对公司的销量及盈利能力产生不利影响。
- **销售渠道管理风险：**卡牌公司主要通过经销商进行销售，对销售渠道合作伙伴的控制有限。任何销售渠道合作伙伴不遵守合作要求及政策，可能对产品销售产生负面影响、影响消费者体验或损害品牌知名度。卡牌产品可能存在二次交易，可能无法控制或影响此类二次交易，且在此类二次交易中可能存在不当行为或定价。
- **规模效应不及预期：**卡牌公司日后的成功取决于能否以具成本效益的方式提高生产能力及扩大产能。卡牌公司未能提高生产能力及扩大产能可能会阻碍满足客户需求及前景的能力。即使成功地实施生产设施扩张及升级计划，如果未来市场需求下降，卡牌公司可能面临过度扩张的风险。

分析师声明

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

一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

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

THANKS