

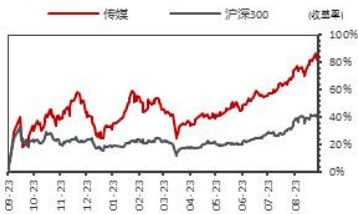
行业及产业
传媒

全球娱乐文化轻量级增长引擎

——卡牌产业深度报告

强于大市

一年内行业指数与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：聚源数据，爱建证券研究所

相关研究
《泡泡玛特首次覆盖报告：全球化战略成效显著，盈利能力实现结构性跃升》2025-08-28

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

- 投资要点：
- 卡牌是全球娱乐文化产业的“轻量级”增长引擎，以“符号化载体+规则化互动”为内核，横跨娱乐、收藏、文化三界。1) 集换式卡牌融合规则化玩法、文化内容、社交属性及收藏属性，以策略对抗为核心逻辑，依托丰富多元的玩法体系，形成“对战竞技+社交互动”的玩家生态。高粘性玩家生态赋予其情感层面的“社群价值”，而卡牌本身的战术价值与稀缺性，则赋予其功能层面的“实用与收藏价值”，二者共同构成了集换式卡牌区别于普通卡牌的独特价值逻辑。收藏卡牌聚焦稀缺性与艺术性价值，核心魅力根植于消费者对 IP 的情感认同，以体育球星卡、小马宝莉收藏卡为代表，通过限量发行、IP 情感绑定成为兼具情感寄托与资产属性的文化载体。2) IP 吸引力、社交认同感与悦己消费等多层次需求以及盲盒机制赋能，共同催生卡牌消费热潮。卡牌消费客群以小学生为核心，呈现高黏性、强付费特征，42%的用户每月稳定采购，不同代际消费者的购买动机和消费习惯存在差异，Z 世代依赖社交平台推荐，追求情感满足与美学体验；α世代尝新意愿强，品牌忠诚度低。
 - 中美日卡牌产业呈现差异化发展路径，中国已成为全球最大集换式卡牌市场。1) 美国万智牌开创集换式卡牌游戏先河，以成熟的赛事体系与深厚的玩家基础，占据高端竞技市场；收藏卡牌以球星卡为核心，生态体系完整，标准化程度高，PSA 等评级机构规范收藏市场，形成“收藏-交易-投资”闭环。2) 日本以集换式卡牌为核心，依托动漫 IP 跨媒介开发，销售额靠前的集换式卡牌品牌多是从动漫和电子游戏衍生而来，展现出更强的娱乐性和社交性。宝可梦通过 IP 衍生、线下体验、赛事传播扩大影响力等成功打造生态闭环，在疫情期间爆火带动近年来日本集换式卡牌市场规模快速增长。3) 中国卡牌产业经历了从引进模仿到本土崛起与创新突破的发展历程。在初期，收藏卡牌以“零食捆绑”模式率先打开市场，集换式卡牌市场充斥着盗版或模仿海外产品；当下，中国本土企业正通过 IP 运营和生态构建不断开发中国卡牌市场，逐渐崛起，并探索出差异化的发展路径，整体仍偏向于类玩具和 IP 衍生品公司反向推动热门 IP 参与进卡牌品类。目前中国集换式卡牌市场规模快速增长，行业集中度高，卡游是绝对龙头。
 - IP 驱动、多元产品与全渠道销售构成卡牌行业商业模式，高增长逻辑在于低成本扩张与高渗透。1) 卡牌行业的商业模式主要是围绕 IP 展开，有 61.8%的消费者购买动机源于“喜欢某 IP 形象”，头部企业通过“授权 IP+自有 IP”组合打造 IP 矩阵，品牌方通过线下赛事与线上社群深化用户黏性。不同卡牌侧重点不同，多元产品构建起丰富的需求满足网络，让卡牌突破年龄、圈层界限，能为玩家提供竞技、社交、收藏、审美等多重价值，同时在分层定价与动态运营策略下，构建起兼顾流量与利润的商业模型。全渠道销售体系是撬动用户增长的关键杠杆，线上引流、线下体验的闭环模式，最终将流量转化为稳定的商业价值与品牌忠诚度。2) 卡牌行业具有低门槛、高裂变特点，高增长逻辑在于低成本扩张与高渗透。卡牌生产的主要原材料为纸张和油墨等，成本较低，加上规模效应，2024 年卡游集换式卡牌的平均直接材料成本为 0.25 元/包，平均售价为 1.70 元/包（厂商收入口径），毛利率为 71.3%，利润空间大。“IP 生态构建”与“全渠道网络覆盖”双轮驱动卡牌高渗透，卡牌企业通过构建 IP 生态挖掘核心客群，实现社交裂变传播，同时积极参与线上渠道、拓展受众范围，广泛布局线下渠道、营造沉浸式消费体验，推动卡牌从圈层文化向大众市场渗透。
 - 中国卡牌市场呈现“卡游主导、多元细分”格局。卡游主导格局确立，其依托强大 IP 矩阵、社交性与互动性运营、多元化渠道，以 71.1%的市占率稳居龙头。杰森动漫以聚焦国漫 IP、B 站 IP 流量导流、成人客群精准定位构建竞争力，深耕成人向卡牌赛道。奥飞娱乐围绕自有动漫 IP 开发卡牌产品，技术赋能产品升级。姚记科技侧重游戏 IP 卡牌代理，并以战略投资切入球星卡领域，发展势头迅猛。京华激光是卡游上游主要供应商，具有激光全息防伪全产业链优势，构筑技术壁垒。
 - 风险提示：市场竞争加剧与同质化风险；政策监管不确定性风险；消费者行为变化风险等。

目录

1. 卡牌：全球娱乐文化产业的“轻量级”增长引擎	5
1.1 以“符号化载体+规则化互动”为内核，横跨娱乐、收藏、文化三界	5
1.2 多层次需求驱动与盲盒机制赋能催生卡牌热潮	10
1.3 卡牌消费客群：以小学生为核心，用户具有高黏性	11
2. 中美日卡牌产业差异化发展路径	13
2.1 美国集换式卡牌游戏与体育球星卡	13
2.2 跨媒介 IP 开发是日本卡牌产业发展的核心	16
2.3 中国卡牌产业发展脉络：从引进模仿到本土崛起与创新突破	18
3. 卡牌行业商业模式与高增长逻辑	21
3.1 卡牌行业商业模式：IP 驱动、多元产品与全渠道销售	21
3.2 卡牌行业高增长逻辑：低成本扩张与高渗透	25
4. 重点公司	29
4.1 卡游：中国卡牌行业龙头，竞争优势突出	29
4.2 杰森动漫：聚焦国漫 IP，B 站 IP 导流，成人客群定位	32
4.3 奥飞娱乐：自有动漫 IP 矩阵驱动，技术赋能产品升级	33
4.4 姚记科技：布局游戏 IP 卡牌代理与球星卡，发展势头迅猛	34
4.5 京华激光：卡游主要供应商，以技术实力打造核心竞争优势	35
5. 风险提示	37

图表目录

图表 1：卡牌的分类.....	5
图表 2：宝可梦卡牌对战布局示意.....	6
图表 3：宝可梦卡.....	7
图表 4：宝可梦能量卡.....	7
图表 5：宝可梦训练家卡.....	7
图表 6：集换式卡牌和普通卡牌游戏的区别.....	8
图表 7：小马宝莉主要角色的卡牌展示.....	9
图表 8：卡游不同卡包的抽卡概率.....	9
图表 9：卡牌购买的主要驱动因素.....	10
图表 10：2024 年中国卡牌客群年龄分布.....	11
图表 11：2024 年卡牌用户购买频次.....	12
图表 12：卡牌用户年消费额.....	12
图表 13：Z 世代与α世代消费特征对比.....	12
图表 14：中美日三国 2024 年卡牌市场规模.....	13
图表 15：《万智牌：聚会》首批发行版本.....	14
图表 16：《万智牌：秘室珍品》套牌.....	14
图表 17：万智牌线下赛事晋级过程.....	14
图表 18：19 世纪末美国烟草卡.....	15
图表 19：美国球星卡.....	15
图表 20：202304-202403 日本本土销售额前五集换式卡牌及 IP 来源.....	16
图表 21：日本集换式卡牌行业规模.....	17
图表 22：宝可梦系列电影（部分）.....	18
图表 23：宝可梦中心.....	18
图表 24：早期小浣熊方便面收集卡.....	19
图表 25：早期中国宝可梦卡牌.....	19
图表 26：中国集换式卡牌市场规模（按商品交易额统计）.....	20
图表 27：2024 年中国集换式卡牌行业格局.....	20
图表 28：卡游 IP 矩阵（部分）.....	21
图表 29：不同主题卡牌.....	22
图表 30：不同美术风格卡牌.....	22

图表 31：不同文化元素卡牌	22
图表 32：不同工艺卡牌	23
图表 33：卡游 x 戴敦邦 红楼梦奇缘包	23
图表 34：全渠道销售体系	24
图表 35：卡游分销售渠道收入结构	24
图表 36：卡游线上及线下渠道收入结构	24
图表 37：“轻量级”卡牌行业与“重量级”娱乐产业对比	25
图表 38：卡游成本结构	26
图表 39：卡游集换式卡牌业务毛利率	26
图表 40：卡游部分产品规格表	26
图表 41：卡游天猫旗舰店	27
图表 42：直播拆卡、拆卡分享	27
图表 43：卡游三大核心竞争力	29
图表 44：卡游 IP 数量（个）	30
图表 45：卡游五大 IP 收入及占比	30
图表 46：卡游小程序	31
图表 47：卡游自动贩卖机	31
图表 48：卡游经销商数量（个）	31
图表 49：卡游单个经销商平均创收（万元）	31
图表 50：2024 年热播国创 IP 联名衍生品品牌频次	32
图表 51：集卡社《秦时明月》卡牌	33
图表 52：《敦煌海外遗失物·丝路手信》系列收藏卡	33
图表 53：铠甲勇士卡牌	34
图表 54：喜羊羊与灰太狼卡牌	34
图表 55：闪魂部分游戏 IP 卡牌	35
图表 56：卡淘平台球星卡牌交易	35
图表 57：京华激光产品形态：激光全息防伪膜、纸	36

1. 卡牌：全球娱乐文化产业的“轻量级”增长引擎

1.1 以“符号化载体+规则化互动”为内核，横跨娱乐、收藏、文化三界

卡牌是一类以硬纸、塑料等材质制成的矩形薄片，表面通常印有图案、文字、数字或符号，主要用于游戏、娱乐、收藏或信息记录等场景。

结合具体场景以及卡牌的不同应用类型，卡牌可以分成**游戏卡牌**和**收藏卡牌**两大类。它们的侧重点不同，但也有交叉，比如游戏卡牌中的集换式卡牌中部分卡牌由于收集难度大或是发行年代久、具有纪念价值等从而具有收藏属性。

图表 1：卡牌的分类

	游戏卡牌	收藏卡牌
特征	依据预设规则进行竞技、策略类游戏，是核心道具	以稀有性、艺术性为核心，用于收藏、鉴赏
典型示例	扑克牌（斗地主、桥牌等）、 集换式卡牌 （《游戏王》卡牌）、 桌游卡牌（《狼人杀》身份卡）	球星卡（印有运动员形象与数据）、 动漫周边卡 （动画角色卡）、 影视 IP 收藏卡

资料来源：爱建证券研究所

近些年受到关注度比较多的卡牌主要为游戏卡牌中的集换式卡牌，以及收藏卡牌（特别是动漫周边卡），前者凭借策略玩法吸引大众，并形成玩家交流生态；后者则依赖 IP 的知名度和认可度与消费者建立情感联系。

1.1.1 集换式卡牌：融合规则化玩法、文化内容、社交属性及收藏属性的文化产品

集换式卡牌（TCG, Trading Card Game）以策略对抗为核心逻辑，玩家通过自主购买、交换等方式构建个性化卡组。典型代表如开创集换式卡牌品类的《万智牌》，以及依托宝可梦 IP 形成全球收藏热潮的《宝可梦》卡牌，其规则体系的延展性与 IP 内容的持续迭代，构建了长线用户黏性。

集换式卡牌的价值构建于双重核心维度：其一，依托丰富多元的玩法体系，搭建起高粘性的玩家生态——从卡组策略构建的创造性，到对战互动中的竞技性，再到社群交流形成的归属感，玩法的深度与广度不仅支撑起持续的玩家参与，更催生了基于共同兴趣的情感联结，成为卡牌价值的重要情感基石；其二，聚焦部分核心卡牌的稀缺属性，这类卡牌往往因获取门槛高（如限量发行、高随机获取难度、赛事专属等），且在实战卡组中具备不可替代的战术优势（如关键技能、卡组兼容性强等），使其从“游戏道具”变为兼具实用价值与收藏价值的载体。

玩家生态赋予其情感层面的“社群价值”，让卡牌成为连接同好的媒介；而卡牌本身的战术价值与稀缺性，则赋予其功能层面的“实用与收藏价值”，二者共同构成了集

换式卡牌区别于普通卡牌的独特价值逻辑。

集换式卡牌具有规则化的玩法。以风靡全球的宝可梦卡牌为例，宝可梦卡牌的对战规则围绕“资源管理”与“战术博弈”展开。

图表 2：宝可梦卡牌对战布局示意



资料来源：B 站宝可梦集换式卡牌游戏官方号，爱建证券研究所

首先，玩家需从海量卡牌库中精心构筑包含 60 张卡牌的专属卡组，涵盖宝可梦卡、能量卡、训练家卡。这些卡牌拥有不同的功能和属性，在卡牌对战中发挥不同的作用，训练家卡如“进化宝可梦”需从基础形态逐步进化，道具卡可恢复宝可梦体力或干扰对手，支援者卡能提供一次性强力效果。

战斗时，玩家先布置 1 只出战宝可梦与 5 只后备宝可梦，每回合通过抓牌、使用道具卡调整局势，消耗对应类型能量卡发动宝可梦招式。对战双方需要根据对手的卡组和战术特点，灵活调整自己的卡牌配置和战术策略。

最终，当一方玩家的奖赏卡全部抽完，或者对方场上无宝可梦可战斗时，即判定该方玩家获胜。

图表 3：宝可梦卡



资料来源：B 站宝可梦集换式卡牌游戏官方号，爱建证券研究所

图表 4：宝可梦能量卡



资料来源：B 站宝可梦集换式卡牌游戏官方号，爱建证券研究所

图表 5：宝可梦训练家卡



资料来源：B 站宝可梦集换式卡牌游戏官方号，爱建证券研究所

集换式卡牌与普通的卡牌游戏在核心机制、玩法逻辑、玩家互动等方面存在显著差异。这些差异源于两者的设计目标——集换式卡牌更强调“收集、交换、策略构建”的复合体验，而普通卡牌游戏则更侧重“即时玩法”或“固定规则下的对战”。我们熟悉的三国杀卡牌游戏一般是玩家共用一套卡牌，虽然存在不同扩展包，但通常是在固定的卡牌体系内进行游戏，不需要玩家通过大量收集和交换卡牌来构建独特卡组，更接近普通卡牌游戏。

图表 6：集换式卡牌和普通卡牌游戏的区别

	集换式卡牌（TCG）	普通卡牌游戏
典型示例	宝可梦、奥特曼卡牌	三国杀
获取方式	以“随机包”为主，一包内含随机稀有度的卡牌，玩家需通过重复购买、交换、交易获取目标卡	通常是“固定获取”（如预组卡组、剧情解锁、任务奖励），或“非随机抽卡”（如指定兑换）
稀有度	卡牌分明确稀有度（如普通、稀有、史诗、传说），稀有卡强度可能更高或有独特效果，且获取难度大	极少区分稀有度，或稀有度仅影响外观（无强度差异）

资料来源：爱建证券研究所

1.1.2 收藏卡牌：聚焦稀缺性与艺术性价值

收藏卡牌通过限量发行或依托稀有度成为兼具情感寄托与资产属性的文化载体，形成独特的收藏经济生态。近些年来爆火出圈的小马宝莉系列卡牌即属于收藏卡牌，本质是凭借热门 IP 带来的粉丝效应，并通过盲盒玩法，激发消费者重复购买和集齐稀有卡的兴趣。

在中国消费市场，卡牌呈现显著的细分市场特征。奥特曼卡牌率先在小学男生群体中流行，延续了传统集换式卡牌的游戏属性；而以小马宝莉为代表的收藏卡牌则聚焦小学女生客群，其核心价值更偏向装饰性与收藏性。

尽管收藏卡牌与传统集换式卡牌存在显著差异，但在行业统计口径中，常将其纳入广义集换式卡牌范畴，因此在市场分析中需结合具体消费场景与用户需求进行区分研究。集换式卡牌更强调是基于集换式卡牌这个产品载体的内涵更宽泛的策略玩法，而如今在中国市场备受关注的“卡牌”语境则更接近收藏卡牌。

收藏卡的核心魅力根植于消费者对 IP 的情感认同，其价值评估紧密关联卡牌的稀有属性。这种稀有性一方面体现在卡牌角色的市场热度，热门 IP 中人气角色的卡牌往往比普通角色更具收藏价值；另一方面表现为高价值卡牌极低的获取概率，越难以获得的卡越稀有。

以深受儿童与女性群体喜爱的小马宝莉卡牌为例，其 IP 来源于美国公司孩之宝旗下的动画片《My Little Pony》。该动画围绕小马们的冒险故事展开，强调友谊、勇气等主题。动画包含了六位核心主角，每个角色拥有独特的性格、技能和“可爱标记”

(代表个人特质的符号)，世界观包含魔法、王室、不同种族。

2013 年左右，《小马宝莉》动画通过央视少儿频道、网络平台进入中国，迅速被观众接受；孩之宝与中国公司合作推出中文版玩具、图书，并在社交媒体上进行营销，吸引亲子家庭和年轻粉丝。

图表 7：小马宝莉主要角色的卡牌展示



资料来源：卡游小程序，爱建证券研究所

近些年以小马宝莉卡牌为代表的收藏卡多使用盲盒玩法，抽取概率低的卡牌具有高价值。这类卡牌以卡包的形式进行售卖，卡牌被划分为多个等级体系，包括普通卡、超稀有卡、特级超稀有卡等。其中，高价值收藏卡产量稀少，在盲盒包装中的出现概率可能低至 1%。为了将这些稀有卡牌纳入收藏，粉丝们常常不惜多次购买系列产品，在拆封盲盒的过程中体验收集的乐趣与惊喜。正是这种对稀缺性追求，不断推动着收藏卡市场的繁荣。

图表 8：卡游不同卡包的抽卡概率

抽卡规则 Game Rules	抽卡规则 Game Rules	抽卡规则 Game Rules
每包必含R卡1张 每包必含FR卡1张 每包含R卡概率为1:1.4 每包TR卡，概率为1:1.74 每包TGR卡，概率为1:6.98 每包MTR卡，概率为1:3.53 每包SR卡，概率1:1.28 每包SSR卡，概率1:3.53 每包UR卡，1:6.67 每包USR卡，概率1:20 每包XR卡，概率1:60	4.本产品概率公示（单包比例），本概率规则公示的仅为线上抽卡机概率： 每包必含R卡3张 每包必含PTR卡1张 每包必含SR卡1张 每包SSR卡，概率为1:2.25 每包UR卡，概率为1:3.6 每包LSR卡，概率为1:4.58 每包SGR卡，概率为1:18.31 每包SC卡，概率为1:216	7.本产品概率公示（单包概率）： 每包必出SSR卡1张 每包SSR卡，概率为1:2.74 每包SCR卡，概率为1:1.23 每包UR卡，概率为1:2.22 每包USR卡，概率为1:5.33 每包AR卡，概率为1:8 每包OR卡，概率为1:20.21 每包BP卡，概率为1:96 每包◇AR卡，概率为1:384

资料来源：卡游小程序，爱建证券研究所

在消费市场中，收藏卡与泡泡玛特等盲盒类产品在运营逻辑上呈现共性。二者均依托概率玩法构建消费吸引力，利用消费者对特定 IP 的情感偏好，通过稀缺性和随机性刺激重复购买行为。这种商业模式，通过设置不同稀有度等级的产品，激发用户的收集欲望与社交分享动力，形成稳定的消费循环。

两类产品在产品形态与社交价值实现路径上存在差异。卡牌以平面化图文设计承载 IP 内容，其核心价值更多聚焦于策略性玩法或收藏属性，尽管部分卡牌采用特殊工艺提升观赏性，但受限于二维载体，在视觉呈现与空间展示方面存在天然局限。相较之下，盲盒类玩偶凭借三维立体造型与场景化设计，具备更强的装饰属性与空间适配性，用户可通过桌面陈列、主题展示等方式实现个性化表达，在社交媒体传播场景中更易形成视觉冲击，进而增强产品的社交货币属性。

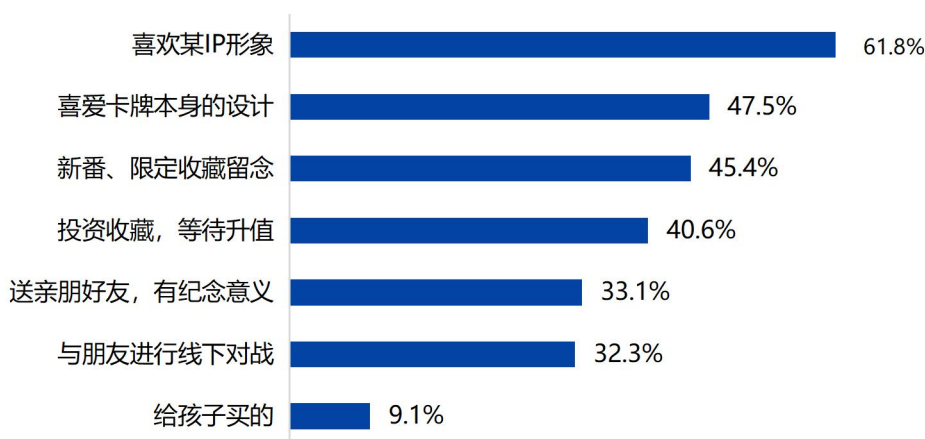
这种差异导致两类产品在用户场景选择与社交传播效果上产生分化，收藏卡牌多通过游戏对战、社群交流等垂直场景触达用户，而盲盒类产品则更易通过生活场景渗透与社交平台裂变实现广泛传播。

1.2 多层次需求驱动与盲盒机制赋能催生卡牌热潮

卡牌的走红并非偶然，背后在于其构建起集抽选、对战、交换、珍藏于一体的多元生态，为爱好者提供了沉浸式的互动网络。这些纸片不仅是娱乐载体，其所承载的内容与文化价值，更唤起了一代又一代人的共鸣。

在消费者购买卡牌的动机中，IP 的吸引力是核心因素。从调查数据来看，“喜欢某 IP 形象”以 61.8% 的占比成为驱动消费的首要动力。就像喜爱奥特曼、宝可梦等 IP 的消费者，会因对相关角色或世界观的热爱，产生强烈的情感联结，进而购买对应卡牌进行收藏。这些经典 IP 凭借经年累月塑造的独特角色魅力、丰富世界观，让消费者愿意为情怀买单，将卡牌作为承载热爱的实体载体，在收藏过程中重温 IP 带来的美好回忆，后续即便不考虑投资升值等其他因素，单纯为了留存对 IP 的情感，也会持续催生购买行为，凸显 IP 在卡牌消费决策里的核心驱动价值。

图表 9：卡牌购买的主要驱动因素



资料来源：艾瑞咨询，爱建证券研究所

社交认同感与悦己消费是驱动消费者购买卡牌的深层情感动力。根据腾讯&凯度发布的《Z 世代消费力白皮书》，Z 世代群体的消费行为呈现显著的情感导向特征：超过 65% 的 Z 世代通过消费来维持与朋友的共同话题，以此获得社交认同感；而超过 50%

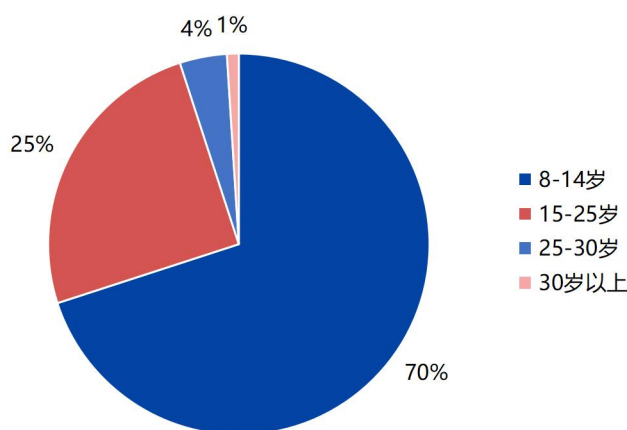
的 Z 世代则将消费视为获取幸福感的重要途径，践行“为悦己而消费”的理念。在卡牌消费领域，这种趋势尤为明显——玩家购买限量版卡牌，既可以通过展示稀有收藏融入社群，获得他人的认可与羡慕，也能通过满足自身对 IP 的热爱，实现精神愉悦，让每一次购买都成为自我犒赏的仪式。

盲盒抽卡模式通过制造不确定性，精准拿捏了消费者的心理诉求，成为刺激卡牌消费的核心引擎。盲盒抽卡模式的精妙之处在于赋予购买行为以“未知性”，玩家购入卡包时，无法预知其中的卡牌构成，尤其是稀有卡牌极低的出现概率，进一步放大了开包时的紧张与期待。这种稀缺机制如同心理催化剂，将开卡瞬间的惊喜感转化为强烈的情感反馈，促使玩家不断复购，试图通过重复消费解锁稀有卡牌。从心理学角度看，每一次开包都是对“即时满足”的追逐，而盲盒模式通过延长期待与结果之间的张力，持续激发消费者的购买冲动，推动卡牌市场的需求增长。

1.3 卡牌消费客群：以小学生为核心，用户具有高黏性

线下门店调研数据显示，70%的线下购买者为小学生。从线下门店调研来看，70%的卡牌购买者是小学生，而线上购买人多是小学生家长，因此小学生是核心消费群体。15-25 岁中青年学生群体是第二大消费群体，消费占比呈上升趋势，他们更偏好成熟 IP 卡牌，借经典内容寻求情感共鸣与收藏价值。此外，25 岁以上上班族群体因童年情怀延续或潮流文化追随，以约 5% 的消费占比成为卡牌消费的补充力量，多元群体共同构建起卡牌消费生态。

图表 10：2024 年中国卡牌客群年龄分布

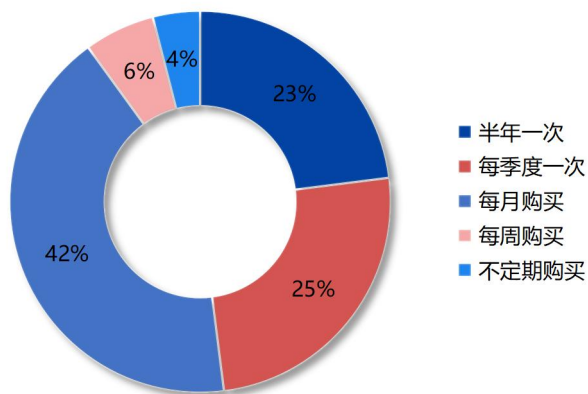


资料来源：嘉世咨询，爱建证券研究所

卡牌消费市场呈现出显著的用户高黏性与强付费特征。根据嘉世咨询的调研，约 42% 的消费群体保持着每月稳定采购卡牌的习惯，这一数据充分印证了该领域用户群体具备较高的消费持续性与品牌忠诚度。

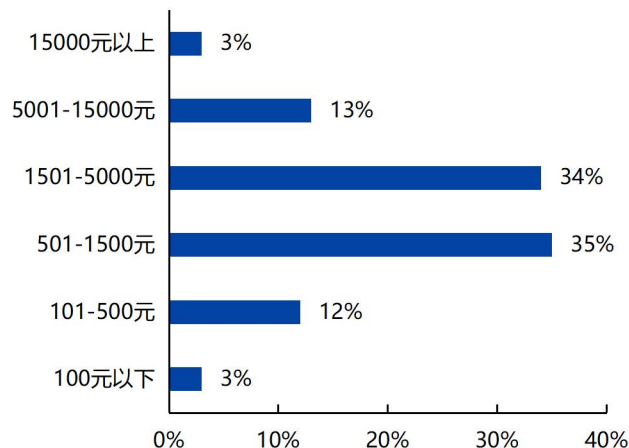
从消费规模来看，卡牌用户群体展现出强劲的消费实力。过半消费者年支出超过 500 元，高端消费层级扩张趋势明显，年消费超 5000 元的核心用户占比预计将从当前的 16%稳步攀升至 20%，反映出卡牌消费市场不仅具备稳固的消费根基，更在高端化、深度化方向呈现出持续增长态势。

图表 11：2024 年卡牌用户购买频次



资料来源：嘉世咨询，爱建证券研究所

图表 12：卡牌用户年消费额



资料来源：嘉世咨询，爱建证券研究所

不同年龄段消费者具有不同的购买动机和消费习惯，呈现出跨代际差异。Z 世代和α 世代作为当前卡牌市场的主要消费力量，展现出一系列鲜明的特征和行为模式。Z 世代身为数字原住民，依赖互联网、社交媒体购物，超 80%会因社交平台推荐尝试新卡牌，还追求能反映自身身份价值观、兼具情感满足与美学体验的产品；α世代作为数字技术天生使用者，对数字、AR 卡牌接受度更高，习惯借社交平台开箱视频等做消费决策，且对品牌忠诚度低，热衷尝新，二者差异为卡牌行业精准触达、运营客群提供了代际维度的洞察。

图表 13：Z 世代与α世代消费特征对比

Z 世代	α世代
通常指 1995 年至 2009 年间出生的人群	通常指 2010 年后出生的人群
具有数字原住民属性与线上购物习惯： 高度依赖互联网和社交媒体购物，关注抖音、微信等平台提供的产品信息和评价	数字技术的天生使用者： 从小生活在更加数字化的环境中，更愿意尝试数字卡牌、AR 卡牌
购买决策深受社交媒体影响： 超 80%的中国 Z 世代消费者会因为社交媒体的推荐而尝试新产品	习惯通过社交媒体获取信息并决策： 在卡牌消费中更可能因为某个受欢迎的开箱视频而产生购买欲望
追求情感满足与美学体验： 倾向于选择能够反映个人身份和价值观的品牌	对品牌多样性具有强烈兴趣： 与 Z 世代相比，对品牌的忠诚度更低，更愿意尝试新品牌和新产品

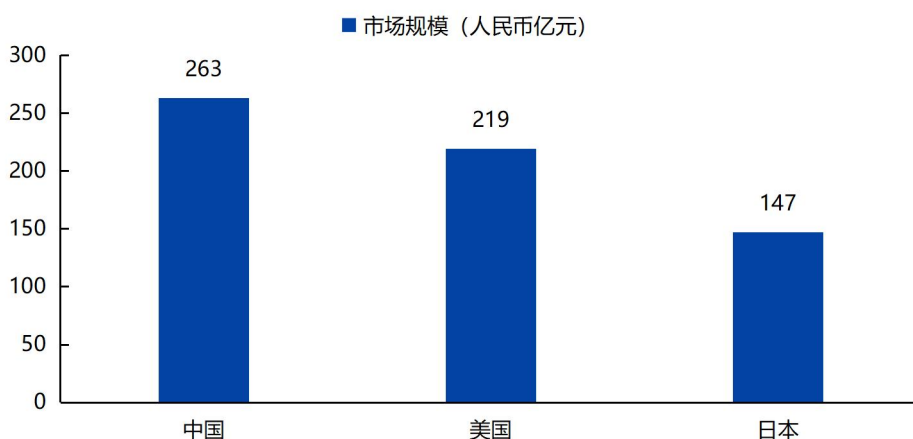
资料来源：嘉世咨询，爱建证券研究所

2. 中美日卡牌产业差异化发展路径

根据中国市场卡牌龙头企业卡游的招股说明书，2024 年，按商品交易总额计，中国、美国和日本的集换式卡牌行业市场规模分别为人民币 263 亿元、219 亿元和 147 亿元。中国已成为全球最大的集换式卡牌市场。

美国市场以成熟的赛事体系与深厚的玩家基础，占据全球高端竞技市场主导地位。日本市场凭借宝可梦、游戏王等本土 IP 的强势影响力，在收藏与衍生领域独具优势。中国市场以人民币 263 亿元的规模位居世界首位，展现出强劲的增长潜力。近年来，中国市场依托庞大的人口基数、快速崛起的 Z 世代消费群体，以及国产动画动漫等本土 IP 的创新突破，不仅在消费规模上实现超越，更在卡牌设计、赛事运营与数字化营销等领域形成差异化竞争力，成为推动全球行业增长的核心引擎。

图表 14：中美日三国 2024 年卡牌市场规模



资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

2.1 美国集换式卡牌游戏与体育球星卡

2.1.1 万智牌开创集换式卡牌先河

1993 年 8 月，世界第一款集换式卡牌游戏（TCG）万智牌诞生。万智牌以丰富的卡牌构筑、深度的策略博弈和紧张的竞技体验吸引玩家。它不仅催生了专业的赛事体系，包括官方组织的大奖赛、世界锦标赛，以及民间举办的各类区域性赛事，还在全球范围内培养出庞大且忠诚度极高的玩家社群。这些赛事与社群的形成，进一步推动了万智牌的传播与发展，使其成为集换式卡牌游戏的标杆。

图表 15:《万智牌：聚会》首批发行版本



资料来源：boostercrate，爱建证券研究所

图表 16:《万智牌：秘室珍品》套牌



资料来源：万智牌小程序，爱建证券研究所

万智牌赛事体系一共分为四个层级：世界冠军赛、专业赛、区域冠军赛、区域冠军资格赛。赛事体系丰富且完善，为不同水平的牌手提供了展现实力的舞台，晋级过程层层递进，充满挑战与机遇。

图表 17: 万智牌线下赛事晋级过程



资料来源：wizards，爱建证券研究所

2.1.2 收藏卡牌以球星卡为核心，生态体系完整，标准化程度高

美国卡牌文化起源于 19 世纪末至 20 世纪初的烟草卡和贸易卡。这些卡片最初作为促销赠品，图案涵盖了各种主题，如体育明星、野生动物等，深受消费者喜爱。随着时间的推移，卡牌生产逐渐标准化，主题也更加多样化。

图表 18: 19 世纪末美国烟草卡



资料来源: collectable cards, 爱建证券研究所

到了 20 世纪末，球星卡市场迅速发展，形成了完整的投资生态体系。为了吸引消费者，球星卡市场推出了亲笔签名卡和纪念品卡等特殊类型卡，进一步增加了卡片的稀缺性和吸引力。同时，美国卡牌市场在卡片的标准方面做得非常完善，对卡片的大小、材质等都有明确规定，并且建立了专业的评级机构，如 PSA 和 BGS 等提供卡片品相的标准化评估，使得球星卡的品质有了标准化的衡量依据，投资者能够更准确地评估卡片的市场价值。对卡牌的品相进行评估，为卡牌的交易和投资提供了可靠的依据。

“球星卡”在美国本土收藏卡产业中规模最大，具有收集与交换的属性，以及以此为核心形成的卡牌社交生态圈。不过，和自带游戏性和游戏生态的集换式卡牌游戏不同，收藏卡牌几乎完全基于文化和价值认同，形成收藏品市场。

图表 19: 美国球星卡



资料来源: 公众号 iPangHobby, 爱建证券研究所

2.2 跨媒介 IP 开发是日本卡牌产业发展的核心

2.2.1 动漫 IP 与卡牌深度融合发展

日本卡牌产业以集换式卡牌（TCG）为核心，依托动漫 IP 跨媒介开发。在动漫文化的影响下，日本卡牌产业展现出更强的娱乐性和社交性。与开辟了集换式卡牌游戏玩法的原创 IP 万智牌不同，日本知名的集换式卡牌品牌，多是从电子游戏和漫画领域衍生而来。这一独特的发展路径，本质上是日本卡牌产业对 IP 进行跨媒介开发和运用。日本在动漫、游戏领域拥有强大的创作能力与庞大的受众基础，卡牌产业借助这一优势，实现了与游戏、漫画的深度融合。通过跨媒介的 IP 开发，卡牌不仅成为一种娱乐产品，更成为粉丝们表达对喜爱 IP 热爱的载体。

从市场表现来看，日本销售额前五的集换式卡牌均来源于漫画或游戏。这充分证明了 IP 开发的成功，也凸显了动漫文化对日本卡牌产业的强大推动作用。这种娱乐性与社交性兼具的产业模式，不仅让玩家在收集和对战卡牌的过程中获得乐趣，还通过卡牌这一媒介，增强了粉丝之间的互动与交流，进一步丰富了日本的动漫文化生态。

图表 20：202304-202403 日本本土销售额前五集换式卡牌及 IP 来源

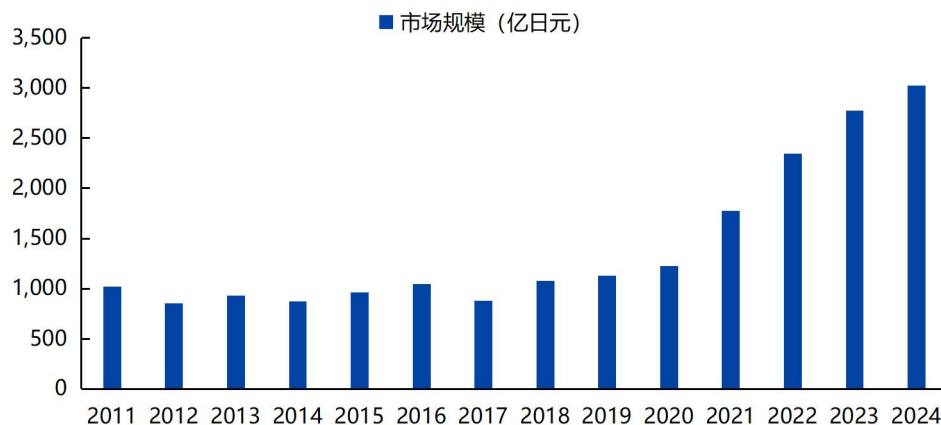
排名	卡牌	IP 来源
1	宝可梦集换式卡牌游戏	Game Boy 平台角色扮演游戏《宝可梦红·绿》是宝可梦系列的开端
2	游戏王 OCG	《游戏王》漫画
3	决斗大师 Duel Masters	《决斗大师》漫画
4	航海王卡牌游戏	《航海王》漫画
5	黑白双翼 Weiß Schwarz	以日本热门动画、漫画和游戏角色为主题

资料来源：SNKRDUNK MAGAZINE，爱建证券研究所

卡牌是一种可同时实现“游戏化”与“谷子化”双重价值的 IP 开发模式。其运营体系已形成成熟框架：通过与 IP 节奏同步迭代卡牌版本，围绕卡牌游戏布局线下对战场景及电竞赛事，并推进卡牌 IP 的跨媒介内容衍生；同时，在 IP 方主导下，卡牌本身亦可作为 IP 漫画、动画、游戏的配套衍生品进行销售或赠送。

日本集换式卡牌行业近年增长趋势强劲。日本玩具协会数据显示，2020 年之前，日本集换式卡牌行业规模较为稳定，保持在 900 亿日元上下，2020 年后增长速度明显加快，2024 年日本集换式卡牌市场规模达到 3024 亿日元，2020-2024 年年均复合增长率达 25.3%。

图表 21：日本集换式卡牌行业规模



资料来源：日本玩具协会，爱建证券研究所

日本集换式卡牌行业规模显著提升，主要原因是宝可梦卡牌在疫情期间爆火。根据海喵研究院，2021 年宝可梦集换式卡牌在日本的销售收入达 625 亿日元，同比增加 132%，贡献了日本市场主要增量。

宝可梦卡牌再度掀起热潮与日本年轻玩家群体的一系列行为密切相关。他们为抢购重磅新品，常通宵排队等候；在挑选卡包时，甚至会借助精密电子秤来判断其中是否藏有稀有卡牌；加之网红群体为获取稀缺卡牌不惜高价购入，这些举动共同推动宝可梦卡牌获得了极高的社会关注度。

随着大众对稀有卡牌的需求持续攀升，宝可梦卡牌在二手交易市场的价格也随之显著走高，交易者在社交媒体、eBay、在线集换式卡牌市场 TCGplayer 以及卡牌展等实体场所买卖卡牌、未拆封卡包和卡盒。在此趋势下，宝可梦卡牌的属性逐渐发生转变，不再仅仅是娱乐收藏品，更成为日本及其他国家民众热衷参与的投资理财标的，甚至引发投机热潮。2022 年，网红洛根·保罗以 530 万美元购得一张近乎完美品相的《插画家皮卡丘》卡牌，创下非公开交易中最昂贵宝可梦集换式卡牌的吉尼斯世界纪录，随后，这股热潮愈演愈烈。

2.2.2 宝可梦：IP 衍生、线下体验、赛事传播构筑生态闭环

在全球卡牌行业的头部阵营中，宝可梦公司凭借系统性生态构建策略，成功打造出极具标杆意义的卡牌产业闭环。作为 IP 运营的典范，宝可梦以卡牌为核心，通过线下渠道深耕、赛事体系赋能、衍生内容反哺，形成了高度协同、可持续发展的商业生态。

衍生内容生态方面，宝可梦形成了“动画+游戏+电影”的内容矩阵，反哺卡牌业务。宝可梦动画系列全球热映，并且将角色和剧情直接转化为卡牌设计灵感。《宝可梦 GO》《宝可梦朱/紫》等游戏通过数据互通，将虚拟角色实体化成为卡牌，实现跨媒介联动。这些衍生内容与卡牌的深度融合，持续激活粉丝经济，延长 IP 生命周期。

图表 22：宝可梦系列电影（部分）



资料来源：公开资料，爱建证券研究所

线下渠道建设方面，宝可梦构建了覆盖全球的实体网络体系。品牌专卖店“宝可梦中心”以沉浸式体验为核心，店内不仅陈列限量卡牌、主题周边，还设置互动体验区、卡牌对战角等场景，为粉丝提供集消费、社交、娱乐于一体的空间。同时，宝可梦通过标准化的陈列规范和促销活动，确保卡牌产品在商超、玩具店等终端的稳定触达。这种渠道布局不仅提升了品牌曝光度，还通过线下社群活动增强用户黏性。

图表 23：宝可梦中心



资料来源：公开资料，爱建证券研究所

赛事体系的完善，是构建宝可梦卡牌生态的核心驱动力。公司搭建起分层级赛事体系，从区域预选赛到国际锦标赛，每年在全球多个国家和地区落地官方赛事。其中，世界锦标赛作为行业金字塔尖的顶级赛事，凭借高额赛事奖金、权威竞技认证，以及能与全球顶尖选手同场切磋的吸引力，汇聚各国高水平玩家参赛，持续放大宝可梦卡牌的竞技影响力，推动生态在全球深度渗透。

2.3 中国卡牌产业发展脉络：从引进模仿到本土崛起与创新突破

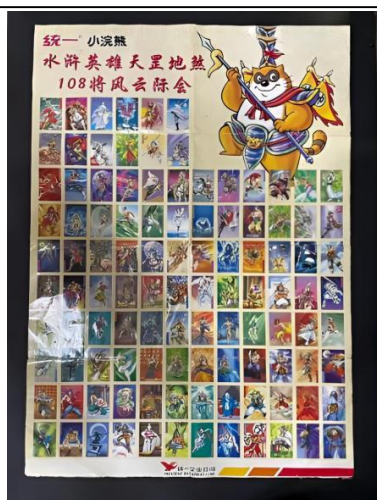
2.3.1 初期以引进与模仿为主

20 世纪末 21 世纪初，收藏卡牌以“零食捆绑”模式率先打开市场。以方便面集卡为代表，厂商将印有动漫角色、历史人物的卡放入零食中，如统一小浣熊干脆面推出的

《水浒卡》《三国卡》系列，凭借精美的手绘图案、成套收集的趣味性，迅速在中小學生群体中掀起收藏热潮。此类卡牌与零食强绑定，通过“拆包随机得卡”的机制刺激重复消费，虽缺乏竞技规则，但依托渠道庞大的销售网络，形成规模化传播，推动卡牌与零食跨界营销模式的普及。

现如今火热的小马宝莉集卡热，也可以看作当年三国卡集卡热的重演，同样的依托热门 IP，在学生群体中快速传播，只不过时至今日卡牌的精美程度更高，等级分类越加复杂，营销方式更加多元。

图表 24：早期小浣熊方便面收集卡



资料来源：公开资料，爱建证券研究所

图表 25：早期中国宝可梦卡牌



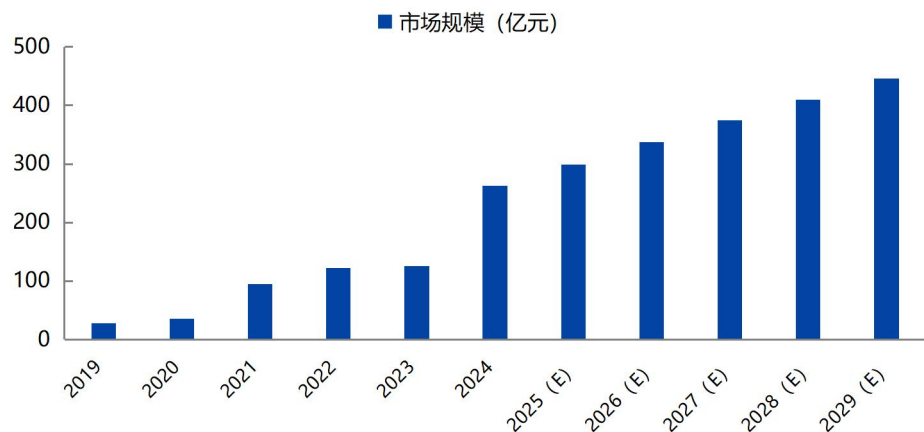
资料来源：公开资料，爱建证券研究所

集换式卡牌市场充斥着盗版或模仿海外产品。伴随游戏王、万智牌、宝可梦等海外集换式卡牌游戏风靡全球，中国厂商在知识产权保护缺失、正版引进受阻的背景下，大量生产仿制卡牌。这些产品印刷粗糙、材质低劣，卡面设计多直接抄袭原版图案，甚至出现融合多个 IP 元素的“混搭”版本。尽管质量欠佳，但凭借低廉的价格（单包售价仅 0.5-2 元），仿制卡在校园周边小卖部、文具店广泛流通，成为学生群体课间对战的热门选择。

2.3.2 本土崛起与创新探索

中国集换式卡牌市场规模呈现快速增长态势。中国集换式卡牌市场规模从 2019 年 28 亿元快速攀升至 2024 年 263 亿元，年均复合增速高达 56.6%。从长期看，增速虽有所放缓，但规模仍然持续扩张，预计 2029 年达 446 亿元，2024-2029 年年均复合增速仍有 11.1%，产业正逐步走向成熟且规模不断壮大。

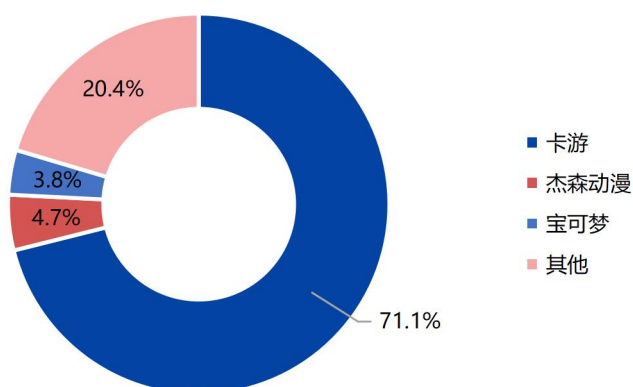
图表 26：中国集换式卡牌市场规模（按商品交易额统计）



资料来源：灼识咨询，爱建证券研究所

中国集换式卡牌行业集中度高，卡游是绝对龙头。卡游市占率稳居第一，2024 年市占率高达 71.1%。杰森动漫（集卡社）主要聚焦成人 IP 卡，2024 年市占率为 4.7%。

图表 27：2024 年中国集换式卡牌行业格局



资料来源：灼识咨询，卡游招股说明书，爱建证券研究所

中国本土企业正通过 IP 运营和生态构建不断开发中国卡牌市场，逐渐崛起，并探索出差异化的发展路径。目前，中国市场上的本土企业各具特色，卡游依托奥特曼、火影忍者等热门 IP，采用全产业链运营模式，市占率第一；奥飞娱乐依托强大的自有动漫 IP 矩阵，将《喜羊羊与灰太狼》《超级飞侠》等国民级动画形象融入卡牌产品。

目前中国卡牌产业发展路径整体仍偏向于类玩具和 IP 衍生品公司反向推动热门 IP 参与进卡牌品类，很大程度是吃到了 IP 产业生态和 IP 衍生消费升级换代的红利。卡牌相当于一种轻量化、便携式内容与文化展示物，比一般的徽章、挂件、毛绒等能承载更多信息量，加上可交换、有玩法，各种工艺、编码等又强化了卡牌的收藏属性，使得卡牌比手办盲盒等更容易成为学生人群中的“社交货币”。奥特曼在小学男生群体、小马宝莉在小学女生群体的吸引力，很大程度得益于此。

3. 卡牌行业商业模式与高增长逻辑

3.1 卡牌行业商业模式：IP 驱动、多元产品与全渠道销售

3.1.1 打造 IP 矩阵，线下赛事+线上社群深化用户黏性

头部企业通过“授权 IP+自有 IP”组合打造 IP 矩阵。热门 IP 能够吸引大量忠实粉丝。为吸引消费者，卡游通过来自 IP 合作伙伴的授权和开发自有 IP 不断扩充 IP 矩阵，为持续设计、开发及推出新的泛娱乐产品奠定了坚实的基础，截至 2024 年底，卡游拥有 70 个 IP 组成的多元化矩阵，授权 IP 不仅涵盖《奥特曼》《火影忍者》等海外经典 IP，还包括《哪吒 2》等本土 IP；自有 IP《卡游三国》获评“中华文化符号”。

图表 28：卡游 IP 矩阵（部分）



资料来源：卡游官网，爱建证券研究所

品牌方通过线下赛事与线上社群深化用户黏性。卡游主办的“英雄对决”赛事覆盖全国 100 多个城市，累计举办 5100 余场，将竞技属性转化为品牌传播抓手；海外品牌如万智牌通过世界锦标赛形成全球玩家社群，构建“卡牌即社交货币”的文化圈层。

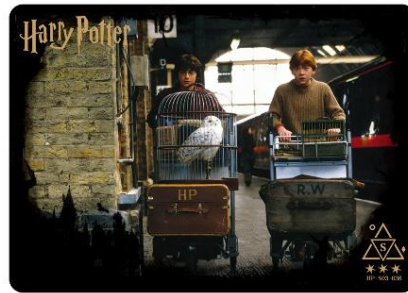
3.1.2 多维属性及分层定价产品满足差异化需求

卡牌凭借多维属性精准契合大众多元需求，不同品类侧重各异。集换式卡牌聚焦竞技属性，以赛事体系支撑玩家深度比拼，借社交互动实现圈层联结，同时稀缺卡牌构建收藏价值；收藏卡牌则强化收藏属性，将艺术设计融入卡面，打造视觉美学载体。多元属性叠加交织，构建起丰富的需求满足网络，让卡牌突破年龄、圈层界限，成为能为玩家提供竞技、社交、收藏、审美等多重价值的复合文化消费品，热门于文化消费市场。

图表 29：不同主题卡牌



虚构 IP 角色主题



经典场景主题



艺术绘品主题

资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

图表 30：不同美术风格卡牌



漫画风格



彩绘玻璃风格



水墨画风格

资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

图表 31：不同文化元素卡牌



大英博物馆拼图卡



卡游三国集换式卡牌



中华体育集换式卡牌

资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

图表 32：不同工艺卡牌



烫金卡



3D 光栅卡



温感变色卡

资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

在分层定价与动态运营策略下，卡牌行业构建起兼顾流量与利润的商业模型。基础款以 2-10 元/包的盲盒卡包作为流量入口，通过高频次复购形成稳定现金流（卡游 2024 年营收 100.6 亿元，基础款盲盒贡献了主要消费频次）；限量款则聚焦联名 IP 与稀缺属性，例如卡游与中国知名国画大师戴敦邦合作推出中国四大名著集换式卡牌，2023 年出品的红楼梦奇缘包，打造红楼梦国风系列高端收藏卡，售价 20 元/包，199 元/盒，创造高毛利空间。衍生服务层面，拆卡直播通过互动式消费场景激发用户参与感，定制卡膜、卡牌评级等增值服务则进一步延长产品生命周期，形成“购买 - 收藏 - 衍生消费”的闭环生态。

图表 33：卡游 x 戴敦邦 红楼梦奇缘包



资料来源：公开资料，爱建证券研究所

3.1.3 线上引流、线下体验，全渠道销售体系撬动用户增长

卡牌的商业化进程中，全渠道销售体系是撬动用户增长的关键杠杆。企业通过线上线下的协同发力构建立体化的触达网络：线上依托电商平台的流量优势，在天猫、京东开设官方旗舰店，推出“盲盒预售+限时折扣”组合拳，配合抖音、小红书等平台的开箱测评与直播带货，增加市场热度；线下则精准锚定消费场景，如卡游以中小学为核

心，在周边文具店、便利店铺设高密度经销网络，深度绑定学生群体。同时，在购物中心打造品牌体验店，设置对战专区与稀有卡展示墙，吸引核心玩家打卡消费。线上引流、线下体验的闭环模式，不仅实现了用户规模的快速增长，更通过会员数据互通与权益共享，持续提升用户粘性，最终将流量转化为稳定的商业价值与品牌忠诚度。

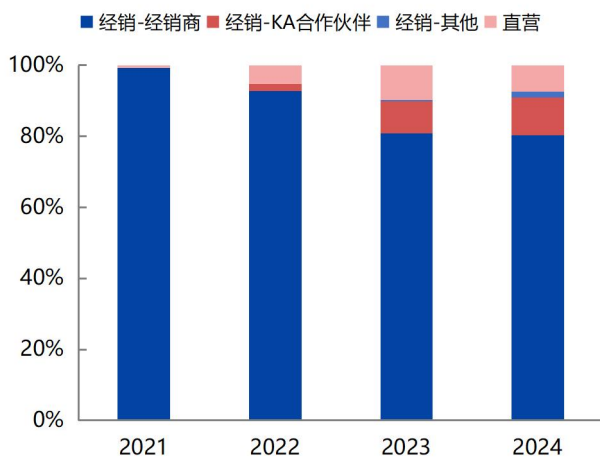
图表 34：全渠道销售体系

细分渠道		具体示例
线下	传统零售	商超、小卖部：高频人流+标准化陈列
		玩具店：精准触达儿童及家长群体
	卡牌专卖店	沉浸式体验+会员体系
	垂直渠道	桌游吧：场景化社交+赛事引流
线上		赛事现场售卡点：即时性消费+竞技氛围转化
	电商平台	天猫/淘宝：品牌形象展示+标准化产品销售
	社交平台直播	拆箱内容驱动冲动消费
	私域流量	微信小程序：会员积分体系+定向推送

资料来源：爱建证券研究所

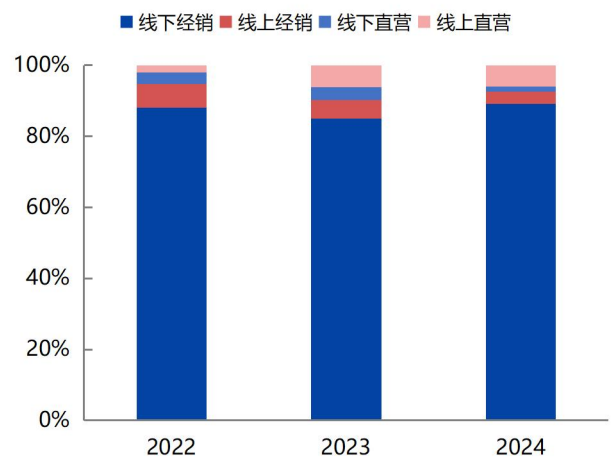
线下渠道占比高，对经销商依赖程度高。以卡游为例，经销商为公司核心渠道，截至 2024 年底，有 217 家经销商，覆盖 31 个省份及部分海外地区。公司为渠道提供培训、库存管理、营销等多方面支持，并进行价格和渠道管理，防范压货和窜货风险。KA 渠道包括知名超市、零售门店、电商平台等 39 家合作伙伴；此外，2023 年开始运营加盟模式小型零售店，截至 2024 年底，公司拥有 351 个卡游中心。

图表 35：卡游分销售渠道收入结构



资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

图表 36：卡游线上及线下渠道收入结构



资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

3.2 卡牌行业高增长逻辑：低成本扩张与高渗透

在供应链端可以尽可能地降低成本，实现低成本扩张。厂商建立集中化印刷基地，统一采购纸张、油墨等原材料，凭借大规模采购降低单位物料成本，通过标准化生产流程压缩边际成本，实现规模效应

突破传统消费场景，实现高渗透。线下可与文具店、潮玩空间打造“卡牌体验角”，借场景联动降低获客成本，让消费者在购物、社交中自然接触卡牌；线上可依托社交平台构建“卡牌互动社区”，内容驱动用户自发传播，从娱乐场景向社交、创作场景渗透，提升用户粘性与行业渗透率。

低成本扩张与高渗透形成协同，构建独特壁垒。一方面，持续的低成本运营积累价格优势，挤压跟风者利润空间；另一方面，高渗透带来庞大用户基数与多元场景，为卡牌升级迭代提供海量数据反馈，让新卡牌更精准契合市场需求，巩固行业核心竞争力。

卡牌行业具有低门槛、低成本、高灵活性、易传播的特征，与重资产、高门槛的传统娱乐产业（如大型电子游戏开发、影视制作、主题乐园等）形成对比，相比重资产娱乐产业，卡牌行业强调“轻资产敏捷性”。针对传统娱乐高研发风险，卡牌行业以小步快跑的“微创新”持续输出，用极低试错成本捕捉市场新需求；在用户触达上，通过社群带动、线下快闪交换等“轻触达”方式，实现用户渗透。

图表 37：“轻量级”卡牌行业与“重量级”娱乐产业对比

	轻量级卡牌行业	重量级娱乐产业（如 3A 游戏、影视）
初始投入	低（设计、印刷成本可控）	高（研发、拍摄、特效费用达千万级）
用户门槛	低（物理成本低）	高（设备要求高，内容复杂）
市场反馈周期	快（新卡牌包可季度性更新）	慢（3A 游戏开发周期 2-5 年，电影制作 1-3 年）
传播效率	高（社交裂变快，如线下交换卡牌）	依赖渠道投放（如广告、平台推荐）

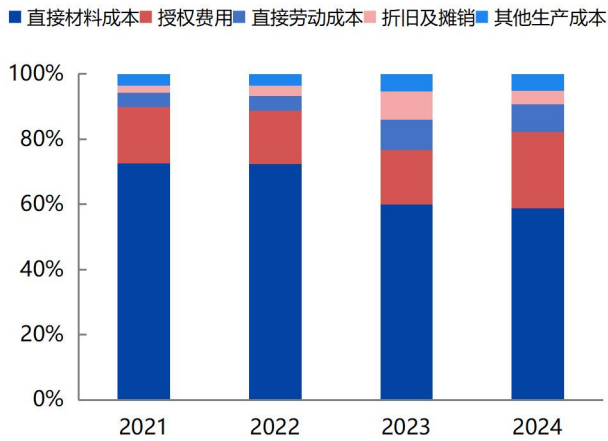
资料来源：爱建证券研究所

3.2.1 低成本与高毛利率

卡游成本结构中，直接材料成本占比过半。卡牌生产的主要原材料为纸张和油墨等，成本较低。根据卡游招股说明书，2024 年卡游集换式卡牌销量 48.1 亿包，对应的直接材料成本 12.2 亿元，即每包卡牌的平均直接材料成本约为 0.25 元，而每包卡牌的平均售价为 1.70 元（厂商收入口径），利润空间巨大。

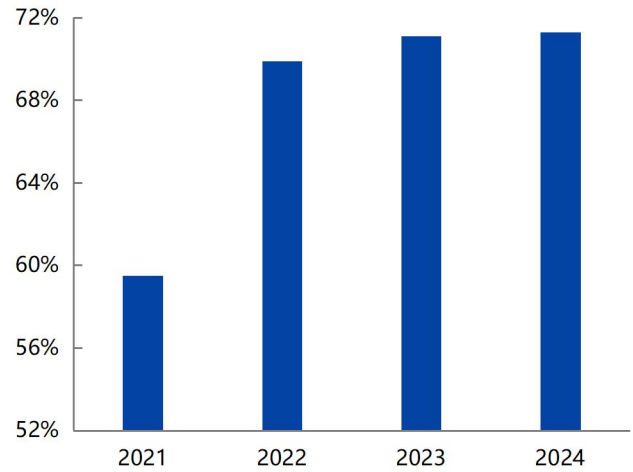
从卡游集换式卡牌业务的毛利率看，毛利率高且近年来大幅上升，从 2021 年 59.5% 提升至 2024 年 71.3%，主要系引进先进生产设备，改进生产工艺，提高生产效率，以及受益于规模经济，加强采购成本控制，直接材料成本占比显著下降。

图表 38：卡游成本结构



资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

图表 39：卡游集换式卡牌业务毛利率



资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

在价格设定上，卡游热销卡牌产品终端售价主要集中在 2 元包、5 元包、10 元包三个价格带。

图表 40：卡游部分产品规格表

IP	产品名称	价格	规格	样式	IP	产品名称	价格	规格	样式
小马宝莉	趣影包	2元/包	5张/包		哪吒之魔童闹海	灵焰包	2元/包	4张/包	
	彩虹包	5元/包	5张/包			炽影包	5元/包	5张/包	
	辉月包	10元/包	6张/包			斗天包	10元/包	5张/包	
蛋仔派对	潮流包	2元/包	4张/包		樱桃小丸子	初心包	2元/包	4张/包	
	典藏包	10元/包	5张/包			纯真包	10元/包	5张/包	

资料来源：卡游小程序，爱建证券研究所

图表 38 是卡游部分产品，涵盖小马宝莉、哪吒之魔童闹海、蛋仔派对、樱桃小丸子等 IP，借热门 IP 热度引流，样式贴合 IP 风格增强粉丝吸引力，可以看出，价格主要分为 2 元、5 元、10 元等档位，覆盖低中高不同层次消费需求，而同价格档位下规格也有差异，如 2 元包中，小马宝莉趣影包 5 张/包、哪吒之魔童闹海灵焰包 4 张/

包，影响消费者性价比感知与购买决策，体现卡游通过多样化产品策略适配不同需求的布局思路。

3.2.2 “IP 生态构建”与“全渠道网络覆盖”双轮驱动卡牌高渗透

通过 IP 生态构建挖掘核心客群，实现社交裂变传播。1) 在卡牌行业，热门 IP 能够吸引大量忠实粉丝。比如卡游公司推出的奥特曼系列卡牌，借助奥特曼这一全球知名的特摄 IP，精准触达从小就热爱奥特曼形象和故事的核心客群。他们不仅会因为对 IP 的热爱而主动购买卡牌，还会深入研究卡牌的稀有度、收藏价值等，形成了稳定且具有高消费意愿的核心客群。同样，宝可梦、火影忍者等知名 IP 的卡牌，也都凭借着对 IP 粉丝的精准触达，在市场上获得了巨大成功。2) **除了单纯的卡牌产品，还通过丰富 IP 衍生内容来强化社交裂变效应。**以宝可梦为例，除了卡牌游戏本身，还有动画、漫画、电影等多种衍生形式。动画中精彩绝伦的卡牌对战情节，激发了观众对实体卡牌的兴趣，促使他们购买卡牌去模仿动画中的对战场景。同时，玩家们会在社交媒体、线下游戏社群等平台上分享自己的卡牌收藏、对战视频等内容，吸引更多人关注并加入宝可梦卡牌的玩家群体中。此外，一些卡牌厂商还会举办基于 IP 的线下活动，比如主题卡牌比赛、粉丝见面会等，让玩家们有机会面对面交流，进一步增强了玩家之间的社交联系，加速了 IP 在社交网络中的裂变传播，吸引更多潜在消费者进入卡牌市场。

线上渠道积极参与，拓展受众范围。随着互联网的发展，卡牌行业积极布局多元化的线上渠道。官方电商平台成为重要的销售阵地，如天猫、京东等平台上的卡牌官方旗舰店，为消费者提供了便捷、安全的购买渠道，消费者可以在这些平台上轻松浏览各种卡牌产品，查看详细的产品信息和用户评价，并且享受快速的物流配送服务。此外，短视频平台、直播平台也成了卡牌推广和销售的新阵地，主播们通过展示卡牌开箱、对战演示等内容，吸引观众购买相关卡牌产品，拓展了卡牌受众范围。

图表 41：卡游天猫旗舰店



资料来源：天猫，爱建证券研究所

图表 42：直播拆卡、拆卡分享



资料来源：小红书，抖音，爱建证券研究所

线下渠道广泛布局，营造沉浸式消费体验。线下渠道在卡牌产业全渠道网络覆盖中至关重要。卡牌厂商通过与玩具店、书店、便利店等各类零售终端合作，广泛布局线下销售网点，让消费者能够在日常生活中方便地接触到卡牌产品。同时，一些大型卡牌专卖店、主题体验店也不断涌现，不仅销售卡牌，还为玩家提供了沉浸式的消费体验空间，在这些店铺中，玩家可以参与卡牌对战活动、交流收藏经验，还能购买到限量版、定制版的卡牌产品。此外，卡牌厂商还会在漫展、游戏展会等线下活动中设置展位，展示最新的卡牌产品和玩法，吸引更多人了解和购买卡牌，进一步拓展了消费场景，推动卡牌从圈层文化向大众市场渗透。

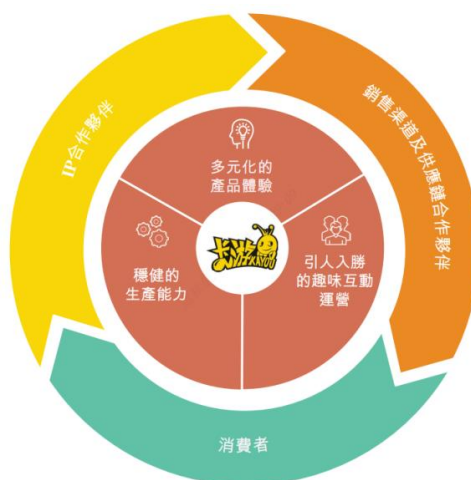
4. 重点公司

4.1 卡游：中国卡牌行业龙头，竞争优势突出

4.1.1 基于三大核心竞争力的一体化商业模式

中国卡牌市场集中度较高，卡游处于龙头地位，其他企业则在细分领域或特定受众群体中寻求发展机会。卡游的业务模式覆盖全产业链核心环节，具备多元化的产品体验、引人入胜的趣味互动运营、稳健的生产能力等三大核心竞争力，使其能在推广泛娱乐文化和提升行业标准方面发挥重要作用。

图表 43：卡游三大核心竞争力



资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

多元化的产品体验：战略性地构建了集换式卡牌、人偶、其他玩具及文具的多元产品组合，以满足广泛消费者需求。产品设计及开发得益于优质的 IP 内容及工艺，辅以先进的生产工艺和强大的供应效率，不断推出兼具极佳收藏性、娱乐性和功能性，同时与消费者产生情感共鸣的产品。

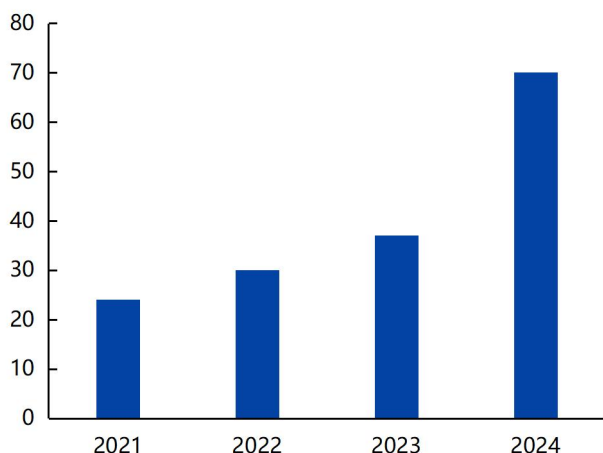
引人入胜的趣味互动运营：泛娱乐产品，尤其是集换式卡牌，本质上具有趣味属性。引人入胜的趣味互动运营，主要包括创新的玩法设计和 TCG 活动。在产品中注入独特的互动趣味元素，以增强产品的可收藏性和娱乐性。举办 TCG 活动，通过与家人、朋友及其他玩家建立联系，与消费者进行密集互动扩大产品价值。

稳健的生产能力：紧跟全球最新的生产工艺发展，并在原材料开发、技术进步及设备升级方面与领先供应商合作，在生产中利用先进技术，如光栅印刷、丝印热烫金及铂金光刻等。凭借先进的技术及生产设备不断改善产品的质感及外观，并提高生产效率，亦不断提升整个生产链的自动化、数字化及智能化水平。卡游已建成卡牌/文具智慧产业园区，印刷工艺全球领先。引进多条全球先进的德国曼罗兰全自动印刷生产线具备无人 AGV 自动物流系统等信息化系统实现生产、销售、仓储为一体。

4.1.2 IP 生态扩容、运营能力突出、渠道多元化带来强劲增长动力

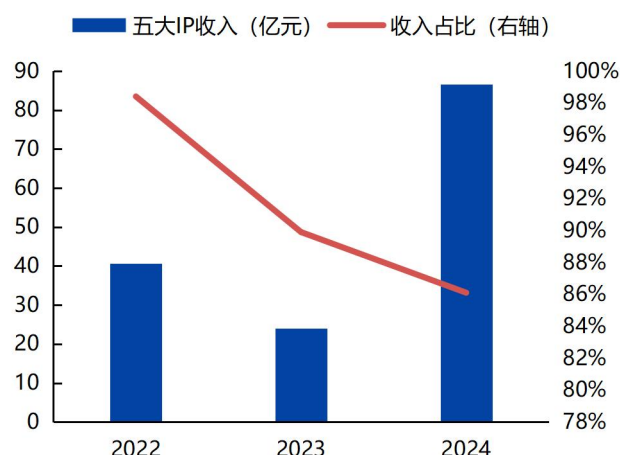
新 IP 不断涌现，产品结构愈发均衡。截至 2024 年底，卡游拥有 70 个 IP（包括 69 个授权 IP、1 个自有 IP），包括奥特曼、小马宝莉、叶罗丽、斗罗大陆动画、蛋仔派对、火影忍者、名侦探柯南、哈利波特等知名 IP。公司来自五大 IP 的收入从 2022 年 40.6 亿元增长至 2024 年 86.5 亿元，但收入占比从 98.4%下降至 86.1%，产品结构愈发均衡，对单一 IP 依赖度持续降低。

图表 44：卡游 IP 数量（个）



资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

图表 45：卡游五大 IP 收入及占比



资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

社交性与互动性突出。竞技玩法、集换交流需玩家频繁互动，利于构建紧密社交网络，形成浓厚社区归属感。公司运营全面的英雄对决活动体系，面向年龄及熟练程度不同的各类消费者，涵盖本地门店级别的活动以至全国冠军赛。截至 2024 年底，公司在中国逾 100 个城市成功举办逾 5100 场活动。

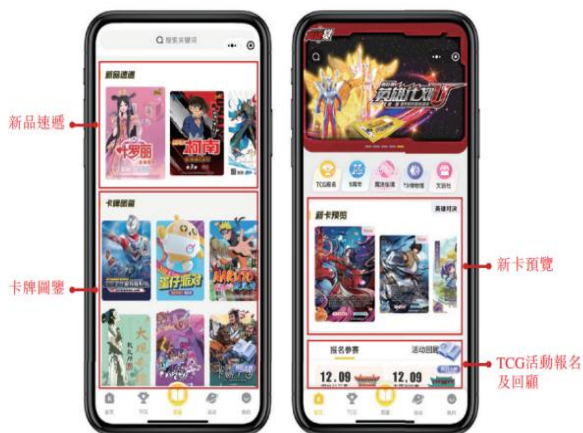
线上线下双渗透，销售渠道多元化。公司进行线上线下多渠道布局，构建了覆盖全国的销售网络。

1) 经销商为公司核心渠道，随着其他渠道的拓展，经销商渠道营收占比持续下降，从 2021 年 96.8%下降至 2024 年 80.2%。截至 2024 年底，有 217 家经销商，覆盖 31 个省份及部分海外地区。公司提供培训、库存管理、营销等多方面支持，并进行价格和渠道管理，防范压货和窜货风险。KA 渠道包括知名超市、零售门店、电商平台等 39 家合作伙伴；此外，公司于 2023 年开始运营加盟模式小型零售店，截至 2024 年底，公司拥有 351 个卡游中心。

2) 直营渠道包括线下旗舰店、自动贩卖机、线上自营店等。公司主要经营线下卡游旗舰店以直接与消费者进行互动并提升品牌知名度，亦设有线下自动贩卖机以提供便利的购买体验，此外还通过电商平台的在线自营店及其他在线销售渠道扩大在线布局，从而紧抓新零售机会。截至 2024 年底，公司在 19 个省份有 32 家线下卡游旗舰店，作为品牌展示、产品销售和 TCG 活动的枢纽，直接与消费者互动；有 699 台自动贩

卖机在营运，提供便捷购买体验；在天猫、京东、拼多多、抖音、微信小程序、B 站等平台开设 13 家在线自营店，抓住新零售机遇，并收集消费者反馈。

图表 46：卡游小程序



资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

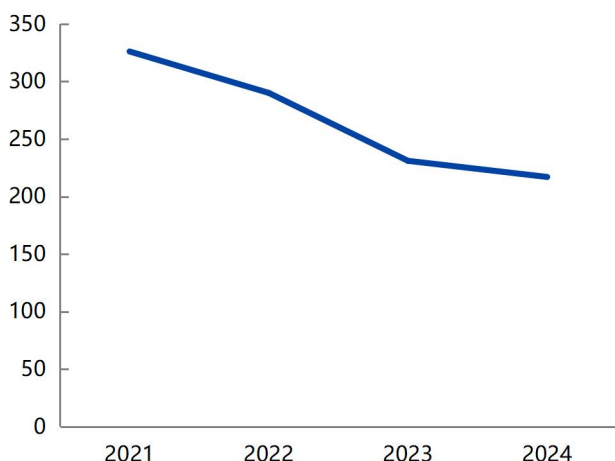
图表 47：卡游自动贩卖机



资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

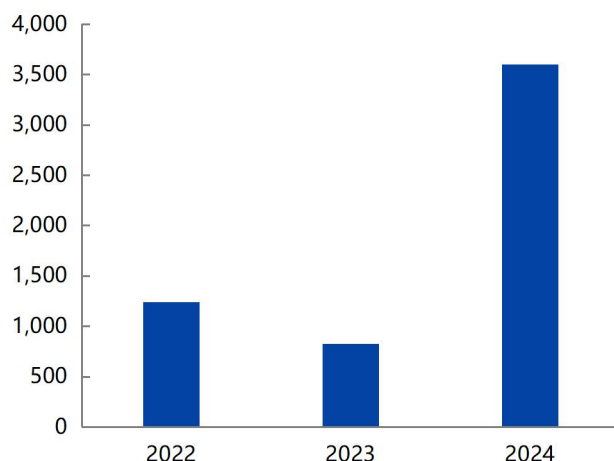
优化调整经销商结构，聚焦优质经销商。近年来卡游经销商数量持续减少，从 2021 年 326 个下降至 2024 年 217 个，呈现出精简态势，主要系持续优化及升级经销商网络，聚焦优质经销商合作，淘汰低效伙伴，单个经销商平均创收从 2022 年 1243 万元提升至 2024 年 3602 万元。公司目前合作的经销商通常为区域经销商，拥有强大当地资源，主要从事玩具及文具的销售及经销，并拥有完善的本地经销商网络。

图表 48：卡游经销商数量（个）



资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

图表 49：卡游单个经销商平均创收（万元）



资料来源：卡游招股说明书，爱建证券研究所

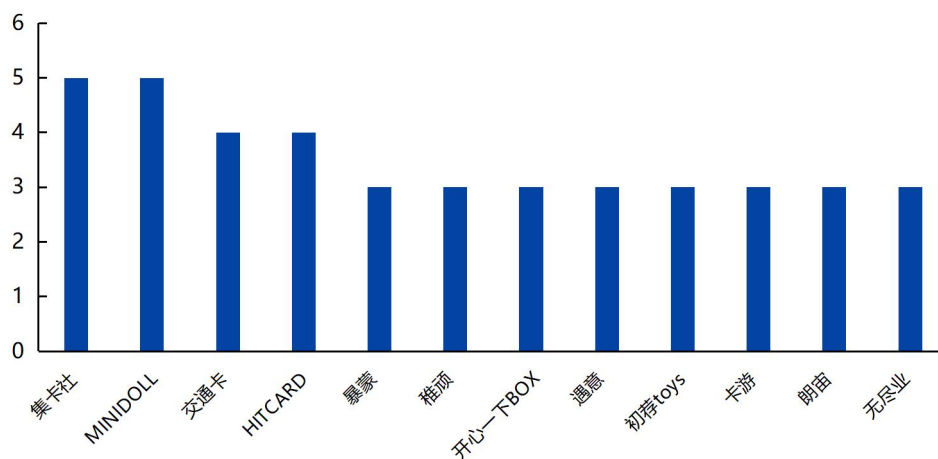
4.2 杰森动漫：聚焦国漫 IP，B 站 IP 导流，成人客群定位

杰森动漫成立于 2019 年，是一家集影视投资、IP 衍生品创作开发、版权运营为体的综合型动漫文化企业，拥有优秀的动漫衍生品研发能力。作为中国动漫衍生品领域的深耕者，杰森动漫凭借对 IP 价值的精准把控与产品创新能力，2020 年开始推出卡牌品牌“集卡社”，强势切入卡牌赛道，在竞争激烈的潮玩市场中构建起差异化优势，成为连接 IP 与消费者的重要桥梁。集卡社凭“聚焦国漫 IP、B 站 IP 流量导流、成人客群精准定位”构建竞争力，持续深耕成人向卡牌赛道。

聚焦国漫 IP，探索“传统文化+热点国漫+卡牌”模式。

- 1) 国产动漫 IP 拥有大量的粉丝群体，中国 Z 世代年轻人对优质国漫 IP 的认可度甚至超过很多海外 IP。集卡社以正版授权动漫卡牌为切入点，成立当年便推出第一款卡牌产品《斗罗大陆》动画收藏卡，并成为爆款。集卡社立足国风文化、国漫作品等，持续挖掘更多展现中国元素的的卡牌产品，推出《秦时明月》《小倩》《异人之下》《解密》《红楼梦》《雄狮少年 2》《哪吒 2》等具有中国特色的影视作品典藏卡。2024 年，集卡社和国创动画 IP 的合作频次达到 5 起，在衍生品品牌中并列最高。
- 2) 集卡社致力于通过文化创意产品传承和弘扬中国文化，例如开发了敦煌博物馆等国风向 IP，推出的《敦煌海外遗失物·丝路手信》系列收藏卡，以敦煌遗失海外的文物为创作素材，结合佛教经典《金刚经》的文化元素，不仅展现了敦煌文化的深邃之美，也让年轻人在收藏过程中感受到文化的情感共鸣。

图表 50：2024 年热播国创 IP 联名衍生品品牌频次



资料来源：角研社，爱建证券研究所

图表 51：集卡社《秦时明月》卡牌



资料来源：公开资料，爱建证券研究所

图表 52：《敦煌海外遗失物·丝路手信》系列收藏卡



资料来源：公开资料，爱建证券研究所

联手 B 站。2022 年初获 B 站战略投资后，集卡社迎来关键突破。B 站不仅注入资金，更开放 Z 世代用户池与头部国漫 IP，这些 IP 成为其拳头产品，依托 B 站社区生态（UP 主测评、番剧联动）实现流量转化。

Z 世代 18-35 岁女性用户为核心消费人群。根据集卡社的市场调研，其核心消费人群集中在 18-35 岁的女性，该群体家庭负担相对小、有自主收入，消费力强且重情感共鸣与美学收藏。为此，集卡社推出女性向 IP 卡牌、高颜值透卡，通过 B 站 UP 主、小红书测评触达用户，举办线下收藏交流会，区别于行业泛人群模式，提升粘性 with 复购。

4.3 奥飞娱乐：自有动漫 IP 矩阵驱动，技术赋能产品升级

作为中国本土动漫产业领军企业，坐拥多个中国知名 IP，借助已有优势进入卡牌赛道。公司以儿童为核心目标客户群体并逐步覆盖年轻人群体，以 IP 为核心驱动力，打造集动画、电影、婴童用品、玩具、潮玩手办、衍生品授权、实景娱乐等业务为一体的 IP 全产业链平台，并致力于构筑以动漫 IP 为核心的文化产业生态。数据显示，奥飞娱乐旗下拥有 20 余个自有动漫 IP，包括《喜羊羊与灰太狼》《超级飞侠》《巴啦啦小魔仙》《铠甲勇士》等七大国民级 IP 矩阵，形成了从低幼到青少年的全年龄覆盖。

卡牌业务主要围绕自有动漫 IP 开发产品。现阶段卡牌业务主要围绕自有 IP 开发产品，已陆续推出喜羊羊与灰太狼、巴啦啦小魔仙、铠甲勇士等 IP 相关卡牌产品，后续将围绕“IP 内容赋能+玩法创新驱动+产业链生态共创”发展策略，开发更具收藏价值与社交属性的 IP 主题卡牌系列产品。

在核心技术参数方面，奥飞娱乐的卡牌产品不仅在图案设计上追求精美，同时在材料和工艺上也不落俗套。以铠甲勇士系列卡牌为例，采用高级环保纸张，边缘经过精细磨边处理，保障了用户在使用过程中的手感及耐用性，还引入了高精度数字印刷技术，

色彩还原度高，其卡牌类型多样、工艺各异，有能感受如动画一般动感的“五变光栅卡”、采用尖端光刻技术的“辉宏光刻卡”、以钻石火彩闪光纹理工艺为特色的“钻石纹理卡”，给用户不同的视觉和色彩体验。在卡牌设计中还融入了 AR 技术，用户可以通过手机进行互动，增强了娱乐性与趣味性。

图表 53：铠甲勇士卡牌



资料来源：天猫，爱建证券研究所

图表 54：喜羊羊与灰太狼卡牌



资料来源：天猫，爱建证券研究所

4.4 姚记科技：布局游戏 IP 卡牌代理与球星卡，发展势头迅猛

姚记科技是中国扑克牌行业的龙头，主要从事精品手机游戏的研发与运营以及扑克牌的生产。姚记科技在卡牌市场的布局主要包括：

1) 游戏 IP 卡牌代理业务。

2022 年，姚记科技成立姚记潮品，负责卡牌销售渠道铺设、市场运营和赛事运营，并成为宝可梦 TCG（简中版）中国大陆地区代理商。公司代理发行的集换式卡牌游戏包括宝可梦 IP《宝可梦集换式卡牌游戏》、碧蓝航线 IP《碧蓝战卡》、仙剑奇侠传 IP《卡乐仙剑 TCG 卡牌》、影之诗 IP《影之诗：进化对决》等。

2023 年，姚记科技董事长兼实控人姚朔斌联手卡牌行业资深人士盛川创立闪魂（ShiningSoul）。闪魂的发展策略清晰，聚焦文创产业下的卡牌行业，以“IP 故事翻译器”为核心定位，专注于将顶级 IP 内容转化为卡牌形态，覆盖 IP 获取、设计、发行、粉丝运营全链条。在创立后的一年多时间里，闪魂与多家头部游戏公司展开合作，推出了一系列重磅 IP 联名卡牌，迅速在卡牌市场占据一席之地，比如与腾讯旗下拳头公司合作的《英雄联盟》卡牌，与网易合作的《第五人格》《阴阳师》卡牌，以及与米哈游合作的《原神》卡牌等。除了游戏 IP 卡牌，闪魂还涉足其他领域的热门 IP，如《小猪佩奇》等。2025 年 8 月，闪魂对外宣布已完成数亿元人民币首轮融资，这是卡牌市场上迄今为止最大的一笔融资。

图表 55：闪魂部分游戏 IP 卡牌

产品	合作 IP/游戏	市场表现	意义
符文战场	英雄联盟（拳头游戏）	上线一周跻身头部 TCG 阵营	定义下一代 TCG 生态，展现全链路能力
七圣召唤	原神	现象级爆品，推动公司指数级增长	验证 IP 价值转化能力
第五人格	网易游戏 IP	爆款产品，建立初期市场地位	奠定用户基础与品牌认知
重返未来 1999	深蓝互动手游 IP	现象级爆品，贡献显著增长	展示多 IP 运营能力

资料来源：公开资料，爱建证券研究所

2) 球星卡业务。姚记科技通过战略投资布局，进入了球星卡领域。2022 年，姚记科技通过战略投资持有上海璐道粗体育文化发展有限公司 38% 股份，间接持有 DAKA 文化和 Card Hobby 卡淘股权，其中，DAKA 文化是中国领先的卡牌 IP 发行商，专注于球星卡的发行和销售，业务覆盖足球、篮球、电竞等多个领域，拥有丰富的版权资源和产品线，近年购买的版权 IP 从中国延伸至海外，如巴塞罗那足球俱乐部等海外热门球队的版权；卡淘聚焦体育类卡牌收藏交易，是中国专业度较高的头部二手收藏卡平台，主要收入来源于向卖家收取中介费。

图表 56：卡淘平台球星卡牌交易

 2019-20 Panini Status KZ Okpala RC 热火新秀奥克拉帕，小粉红shimmer折 ¥1.00 约\$ 0.14 18839362634 (3001) 0次出价 运费：¥14 22小时15分44秒后结束	 2023-24 Panini top class Khrist Middleton 米坤米德尔蒙，tc特卡，实 ¥1.00 约\$ 0.14 18839362634 (3001) 0次出价 运费：¥14 22小时16分14秒后结束	 2021-22 Panini Prizm Rudy Gay 盖伊，pz银折，实卡好看，凑套必备，卡品 ¥1.00 约\$ 0.14 18839362634 (3001) 0次出价 运费：¥14 22小时16分44秒后结束	 2022-23 Panini NBA Hoops DayRon Sharpe 夏普，hoops蓝风车折，实卡好 ¥1.00 约\$ 0.14 18839362634 (3001) 0次出价 运费：¥14 22小时17分14秒后结束
--	--	--	--

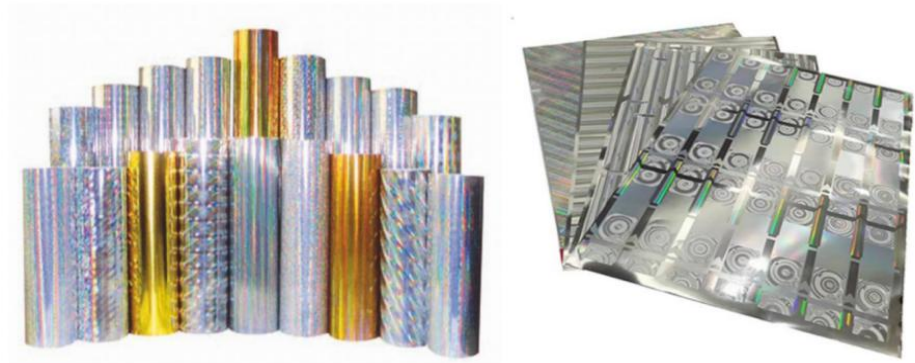
资料来源：卡淘官网，爱建证券研究所

4.5 京华激光：卡游主要供应商，以技术实力打造竞争优势

卡游上游主要供应商。公司是卡游上游主要供应商，主要为卡游提供包括《哪吒》《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。公司生产的卡牌经印刷后具有画质细腻、色彩炫酷、视觉冲击效果强等特点，有助于提高客户产品的辨识度和品牌价值。公司与卡游深度合作的过程中，已建立起稳定的供货、服务体系及长期的合作关系。

具有激光全息防伪全产业链优势，是业内极少数拥有激光全息防伪完整产业链的企业之一。公司掌握激光全息防伪、铂金浮雕工艺等关键环节技术，卡游的高阶 SR 卡（稀有卡）主要由公司负责，其微纳米压印技术可实现卡牌动态光变、3D 立体效果，显著提升产品收藏价值。

图表 57：京华激光产品形态：激光全息防伪膜、纸



资料来源：公司年报，爱建证券研究所

5. 风险提示

1) 市场竞争加剧与同质化风险。当前卡牌与潮玩市场参与者持续增多，围绕热门 IP、渠道资源、技术工艺的竞争日益激烈。若行业无法持续创新 IP 运营模式、推出差异化产品，或在新品研发、市场推广中落后于竞争对手，将面临市场份额被挤压、盈利能力下降的风险。

2) 政策监管不确定性风险。卡牌行业涉及内容创作、文化传播、未成年人消费等领域，易受文化市场监管、版权保护、广告规范、未成年人保护等政策影响。若未来政策法规出现调整，如对 IP 内容审核趋严、对盲盒销售模式加强限制，或对版权授权流程提出更高要求，行业内公司可能因合规成本上升、产品下架整改等问题，对经营业绩和业务发展造成不利影响。

3) 消费者行为变化风险。卡牌消费群体以年轻用户为主，消费偏好易受潮流趋势、社交热点、经济环境等因素影响，呈现较强的不确定性。若行业未能及时捕捉消费者需求变化，或在 IP 选择、产品设计、营销推广上与市场趋势脱节，可能导致产品滞销、库存积压。

4) 消费需求疲软风险。宏观经济波动引发的消费需求疲软，可能抑制消费者对非必需品的购买意愿，进而影响经营业绩。

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建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、意见等均仅供签约客户参考，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，爱建证券及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、评估及预测后续可随时更改。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，爱建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。

版权声明

任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。