

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	706.9
52 周最高	752.49
52 周最低	456.84

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:王晓萱
SAC 登记编号:S1340522080005
Email:wangxiaoxuan@cnpsec.com

传媒行业点评

卡牌巨头上市倒计时，从 IP 到渠道引爆文娱新生态

● 事件回顾

2025 年 4 月 14 日，卡游有限公司向香港证券交易所递交招股书，并披露近三年业绩情况，公司在 2022-2024 年分别实现营收 41.31/26.62/100.57 亿元；经调整净利润分别为 16.20/9.34/44.66 亿元。2025 年 6 月 1 日，卡游通过 IPO 聆讯，港交所初步审核完成。

● 投资要点

爆款 IP 助推卡游龙头崛起，IP 争夺是卡牌行业竞争的关键。从卡游的发展历程来看，卡牌行业早有存在，起初归属玩具潮玩小众品类，以义乌辐射三四线城市、校边小店及批发商，多为无版权产品。后卡游前身甲壳虫跨入正版产品领域，取得淘米赛尔号精灵游戏授权。2018 年卡游取得奥特曼 IP 授权，通过地推模式，在学校门口进行卡牌等级兑换，成功将奥特曼卡牌推向校边店小男孩群体，2019 年底开始火爆，至 2021 年左右持续畅销。随后卡游推出小马宝莉卡牌，起初该 IP 相对冷门，公司通过小红书、抖音等线上推广运营，成功打入女性玩家市场。卡游陆续还布局了哪吒、叶罗丽、蛋仔派对、火影忍者、名侦探柯南、哈利波特等知名 IP，并于 2023 年 4 月推出首个自有 IP 卡游三国。得益于 IP 内容开发、产品设计以及生产销售方面的能力，卡游实现了产品类别和业务规模的不断扩张。目前卡牌市场较大的 IP 为奥特曼、小马宝莉、哪吒、宝可梦、第五人格等，未来如果米哈游授权推出原神低客单价收藏卡，将有望成为新的爆款（目前闪魂取得原神七圣召唤 TCG 版本授权）。

卡牌用户圈层正在向更高年龄段渗透。卡牌市场受众结构近年来正在发生变化，除哪吒的主要受众为儿童外，小马宝莉消费主力多为成年女性，奥特曼的核心受众为男性小学生。随着布鲁可、卡游等推出成人化产品，卡牌市场正往更高年龄段渗透，如卡游将奥特曼卡牌玩家衔接到英雄对决（类似宝可梦 TCG 卡），主要面向初高中及成年人。TCG 卡与收藏卡相比，收藏卡仅有收藏价值，无桌游玩法，主要依赖 IP 热度、运营方二创及先进工艺，以二级市场收藏价值为主，价格较低，受众主要为儿童、初中生、高中生等；而 TCG 卡有卡组搭配玩法，可多人对战，价格更高，因具有策略性和竞技性，更受年龄较大的青少年和成年人喜爱。

卡牌行业二八效应显著，渠道和供应链是绕不过的核心竞争力。从竞争格局看，卡游在国内集换式卡牌领域位居第一位，收入规模百亿，市占率 70%，第二梯队的集卡社、华立科技分别聚焦成人 IP 卡、对战卡，占据 4.2%、2% 的市场份额，行业二八效应明显。我们认为形成卡牌行业二八分布的主要原因，除了 IP 资源集中外，渠道和供应链能力是绕不过的核心竞争力。渠道方面，经多个爆品洗礼，卡游的渠道深度无孔不入，线下渗透到乡镇烟杂店，线上有几万家直播间，

相比集卡社等竞争对手优势明显。供应链方面，卡游的自有工厂和物流能承接任何爆品业绩，且利润率也因自有工厂更具优势。

● 投资建议

从最终的盈利能力来看，卡游的盈利能力极强，毛利率 60%+，净利率 40%+，可见卡牌属于较好的潮玩赛道。建议关注卡游上市进展带来的主题催化，关注姚记科技、奥飞娱乐、华立科技等公司，以及具有优质 IP 授权业务的上海电影、中文在线等。

● 风险提示

消费者需求及购买力变化的风险；竞争者加剧风险；产能供给不足风险；IP 授权协议变化风险；新 IP 市场认可度不及预期的风险；地缘政治风险；政策风险。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048