

IP 价值深挖，拉动衍生品市场新引擎

——IP 行业系列深度报告（一）

强于大市（维持）

2025 年 11 月 25 日

行业核心观点：

消费人群的转变及情绪价值凸显，带动 IP 经济的快速发展。随着时代发展，内容消费不再仅依赖内容品质本身，更依托于用户情绪、社交表达与文化认同的复合动因。其中，Z 世代作为新兴消费主力军，凭借其规模体量、媒介习惯与价值偏好，对 IP 产品展现出更强的情感黏性与消费活跃度。同时，随着消费观念从“功能性”向“情绪价值”转变，悦己型、体验型与社交驱动型消费动因持续释放，为 IP 内容的延展性与衍生品的商业化提供了更宽广的转化空间。

投资要点：

IP 分为内容型 IP 与形象型 IP 两大核心类别，前者倚靠内容端创作，后者倚靠独特视觉符号，两大类型 IP 可以相互转换，探寻更高的价值，并以开发 IP 衍生品去加强商业化程度：

内容型 IP：跨形态开发呈常态化，持续挖掘商业潜力。1) **文学型 IP&影视型 IP：**文学型 IP 与影视型 IP 跨形态转化较为频繁，同时网文型 IP 在文学型 IP 中占据核心主导地位，是文学 IP 生态的第一大创意策源地与价值引擎，跨圈联动、多端多频、一体开发正成为网文 IP 开发常态化策略；2) **游戏型 IP：**游戏产品在 IP 生态中兼具“源头供给”与“载体承接”双重核心属性，其商业化变现潜力具备较强确定性与广阔空间，同时成功的游戏 IP 具备强大的跨形态内容衍生能力，其本质是通过构建多元化的内容矩阵实现用户触达的全场景覆盖与商业价值的多维变现；3) **动漫型 IP：**动漫型 IP 的长线生命力，核心在于跳出“内容依赖”的局限，通过形象化、场景化、社交化的三维布局，将虚拟角色转化为粉丝可感知、可参与、可共鸣的情感载体，最终实现从一次性内容消费到持续性情感深度绑定的升级，从而实现动漫 IP 商业价值的最大化。

形象型 IP：IP 本身核心属性与运营策略互相配合，实现商业价值的变现与长期生命力的持续。商业化变现的深度与广度，高度取决于 IP 形象的识别度、覆盖人群及地域的辐射范围、商业变现模式的多元性等核心要素；而形象型 IP 生命周期的延续与热度的长效维持，则需依托人物矩阵的结构化打造、形象的持续更新迭代，以及向内容型 IP 衍生发展。

IP 衍生品：以 IP 的内容价值或形象价值为核心，通过多元载体将 IP 影响力具象化、消费化，既是粉丝情感的载体，也是内容价值变现的关键环节。IP 衍生品是指基于具有一定影响力的 IP 开发的相关周边产品，强调 IP 核心价值的多场景延伸，在扩大 IP 影响力的同时，构建起内容创作与消费市场之间的商业闭环。近年来，随着 Z 世代消费崛起与

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

10 月游戏版号过审 166 款，鹰角网络《明日方舟》客户端获批

9 月游戏版号发放量维持高位，米哈游崩坏 IP 新作《崩坏：因缘精灵》获批

2025H1 业绩向好，2025Q2 游戏板块表现突出

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

“情绪价值”经济盛行，IP 衍生品市场呈现爆发式增长，从简单的徽章挂件到复杂的潮流玩具，形态日益多元。其中，谷子、卡牌与盲盒作为三大核心品类，凭借各自独特的玩法机制与收藏属性，精准切中了年轻群体的社交、娱乐与身份认同需求，成为 IP 商业化运作中最具活力的增长极。

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，随着优质 IP 跨媒介开发深化，其商业化变现具备广阔成长空间，IP 经济未来市场规模具备较高增长潜力。**建议关注：**1) 具备丰富 IP 库和跨形态开发能力的公司；2) 具备内容型 IP 源头生产能力、创造能力强的内容厂商；3) 聚焦衍生品设计、供应链整合及线下场景运营能力突出的公司。

风险因素：政策环境变化；消费复苏不及预期；市场竞争加剧；IP 生命周期波动；内容制作不确定性风险。

正文目录

1 IP: Z 世代+情绪价值, IP 价值日益凸显	5
2 内容型 IP: 跨形态开发呈常态化, 持续挖掘商业潜力	8
2.1 文学型 IP&影视型 IP: 两者跨媒介转化频繁, 短剧成业态新布局方向	8
2.2 游戏型 IP: 兼具“源头供给”与“载体承接”, 商业化变现潜力充足	11
2.3 动漫型 IP: 形象化、场景化、社交化三维布局, 延长 IP 生命力	14
3 形象型 IP: IP 本身核心属性与运营策略互相配合, 实现商业价值的变现与长期生命力的持续	16
3.1 形象型 IP 商业化变现: 识别度、覆盖度、多元性	16
3.2 形象型 IP 生命周期延续: IP 生态化构建与内容持续赋能	17
4 IP 衍生品: 谷子、卡牌与盲盒表现突出, 成为 IP 商业化运作中最具活力的增长极	19
4.1 谷子: 市场快速发展, 赋能传统商城转型刺激线下消费	19
4.2 盲盒: 潮玩、文创及 IP 衍生多领域融合, 消费潜力充足	22
4.3 卡牌: 集换式卡牌主导市场, 线下市场增长显著	26
5 投资建议	29
6 风险因素	29

图表 1: IP 经济的延展方向	5
图表 2: IP 产业特点	5
图表 3: IP 经济驱动因素	6
图表 4: IP 在传媒行业产业链中的作用	7
图表 5: IP 及 IP 衍生品的分类	8
图表 6: 2024 年文化产业 IP 价值综合榜 TOP50	9
图表 7: 网文市场相关数据	9
图表 8: 影视 IP 短剧化示例	10
图表 9: 《庆余年》IP 生态构建	10
图表 10: 头部网文 IP 与游戏联动	10
图表 11: 游戏 IP 分类	11
图表 12: 2022-2025E 中国游戏 IP 市场实际销售收入 (单位: 亿元)	12
图表 13: 2025 年 1-9 月中国游戏市场实际销售收入 IP 拥有状况(按流水)	12
图表 14: 2025 年 1-9 月中国游戏市场 IP 类型流水分布	12
图表 15: 成功游戏 IP 示例-英雄联盟 IP	13
图表 16: 微信小游戏 IP 合作平台 IP 统计	14
图表 17: 瑞幸 X 鬼灭之刃联名	15
图表 18: 优衣库 X Chiikawa 联名	15
图表 19: 动漫型 IP 场景化示例	15
图表 20: 罗小黑战记 2 同人作品示例	16
图表 21: 米老鼠 IP 形象	17
图表 22: 超人 IP 标志	17
图表 23: 故宫 IP 文创	17
图表 24: 周生生 X Hello Kitty	17
图表 25: 三丽鸥 2024 年旗下形象 IP 选秀	18
图表 26: 孙悟空 IP 形象的演变更迭	19

图表 27: 谷子的分类.....	20
图表 28: 2019-2029 年中国泛二次元用户规模及预测（单位：亿人）.....	20
图表 29: 2019-2029 年中国“谷子经济”市场规模及预测（单位：亿元）.....	20
图表 30: “谷子经济”产业链.....	21
图表 31: 广州地王广场.....	22
图表 32: 成都天府红.....	22
图表 33: 早期盲盒 IP—Sonny Angel 系列（2005 年）.....	22
图表 34: 盲盒消费者用户画像.....	23
图表 35: 2020-2025E 盲盒行业市场规模.....	23
图表 36: 泡泡玛特旗下 IP-MOLLY.....	24
图表 37: 泡泡玛特旗下 IP-LABUBU.....	24
图表 38: 泡泡玛特部分产品矩阵图.....	24
图表 39: 泡泡玛特与奈雪的茶联名.....	25
图表 40: 泡泡玛特与优衣库展开多轮联名.....	25
图表 41: 泡泡玛特产业价值链.....	26
图表 42: 卡牌分类.....	26
图表 43: 2024-2030 年移动 TCG 市场规模（单位：亿美元）.....	27
图表 44: 移动 TCG 市场各年龄层分布.....	27
图表 45: Pokémon TCG Pocket (1).....	28
图表 46: Pokémon TCG Pocket (2).....	28
图表 47: 2019-2029E 年中国集换式卡牌市场规模（单位：亿元）.....	28
图表 48: 线下 TCG 产业链.....	29

1 IP: Z世代+情绪价值, IP 价值日益凸显

IP定义不断扩展, 其特点主要为多形态化、符号化、自传播及时间沉淀。IP (Intellectual Property, 知识产权) 指的是创作者或权利人对其文学、艺术及科学创作成果所享有的专属权利。随着文化创意产业的发展, IP的内涵逐步泛化, 从传统法律定义延伸为一切具备独创性、并能被市场接受与法律保护的内容资产, 典型如小说、漫画、影视作品及游戏角色等具象创作。在IP经济发展的早期阶段, 内容创作多遵循“内容即产品”的逻辑, 商业化路径主要通过出版、播放与基础授权实现, 形式较为单一。进入互联网时代后, IP的定义进一步扩展, 凡具备自主吸引力、持续流量能力与衍生开发潜力的内容, 均可被视为IP。

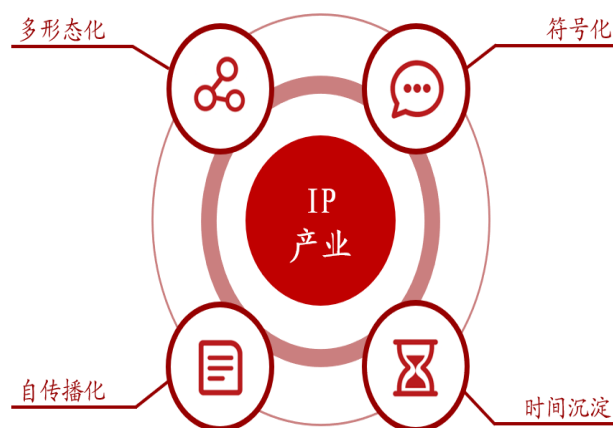
在当前的IP经济体系中, 优质IP通常呈现出以下特点: 1) **多形态化**: 优质IP常以多种媒介形态协同开发, 实现内容生态的延展与用户触达的最大化; 2) **符号化**: 标志性IP通过高度识别度与个性化形象构建起强烈的品牌形象, 成为文化符号的重要代表; 3) **自传播**: 社交媒体和兴趣社群的兴起使得优质IP具备强自传播能力, 通过用户共鸣与自发分享强化粉丝关系; 4) **时间沉淀**: 历经市场检验的优质IP, 则能伴随内容形态的不断演化实现价值沉淀, 具备穿越周期的生命力。

图表1: IP 经济的延展方向



资料来源: 第一财经、万联证券研究所

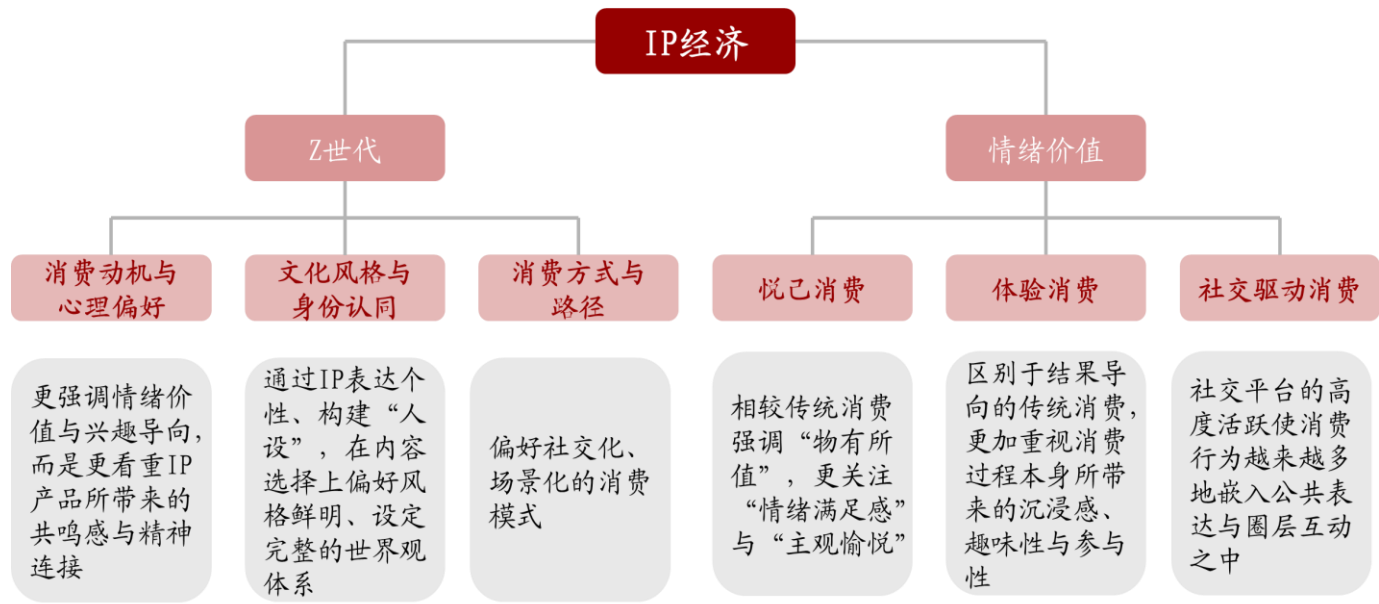
图表2: IP 产业特点



资料来源: 沙利文、万联证券研究所

消费人群的转变及情绪价值凸显, 带动IP经济的快速发展。随着时代发展, 内容消费不再仅依赖内容品质本身, 更依托于用户情绪、社交表达与文化认同的复合动因。其中, Z世代作为新兴消费主力军, 凭借其规模体量、媒介习惯与价值偏好, 对IP产品展现出更强的情感黏性与消费活跃度。同时, 随着消费观念从“功能性”向“情绪价值”转变, 悦己型、体验型与社交驱动型消费动因持续释放, 为IP内容的延展性与衍生品的商业化提供了更宽广的转化空间。

图表3: IP 经济驱动因素



资料来源: 万联证券研究所

在传媒行业产业链中, IP扮演着核心枢纽的角色, 从上游的创意源头到下游的商业变现, IP贯穿始终, 通过多形态开发、跨媒介传播和衍生变现, 实现产业价值的最大化。随着技术发展和消费需求变化, IP在产业链中的作用将更加凸显, 推动传媒行业不断创新和发展。

-上游内容创作与开发, 主要是提供内容生产所需的核心资源, 而IP作为创意源头, 本身是创意的具象化载体, 自带故事框架、核心设定或价值主张, 为内容创作提供基础素材和故事框架, 而通过长期的孵化培育让IP从单一创意成长为具备多元衍生潜力的IP矩阵, 为上游开发拓展边界, 适配影视、动漫、衍生品等多赛道的内容转化需求, 夯实上游开发的长期价值;

-中游内容制作与集成, 是负责内容的制作、加工与整合, 将上游资源转化为影视、音频、图文等可传播的传媒产品, 制作公司根据IP进行影视拍摄、游戏开发、动漫制作等, 将抽象的IP转化为具体的视听、互动产品, 同时还可以根据同一IP进行多形态开发, 通过不同媒介形式呈现, 实现跨媒介叙事;

-下游内容传播与发行, 是通过各类渠道(平台、终端)将传媒产品触达用户, 同时完成商业价值的变现。IP自带的知名度和粉丝基础, 能通过口碑分享、二次创作等形成裂变效应, 降低获客成本, 提升传播效率, 并通过周边、主题公园等衍生品的持续开发, 增强商业变现的可持续性, 拓宽盈利边界。

图表4: IP 在传媒行业产业链中的作用



资料来源：万联证券研究所

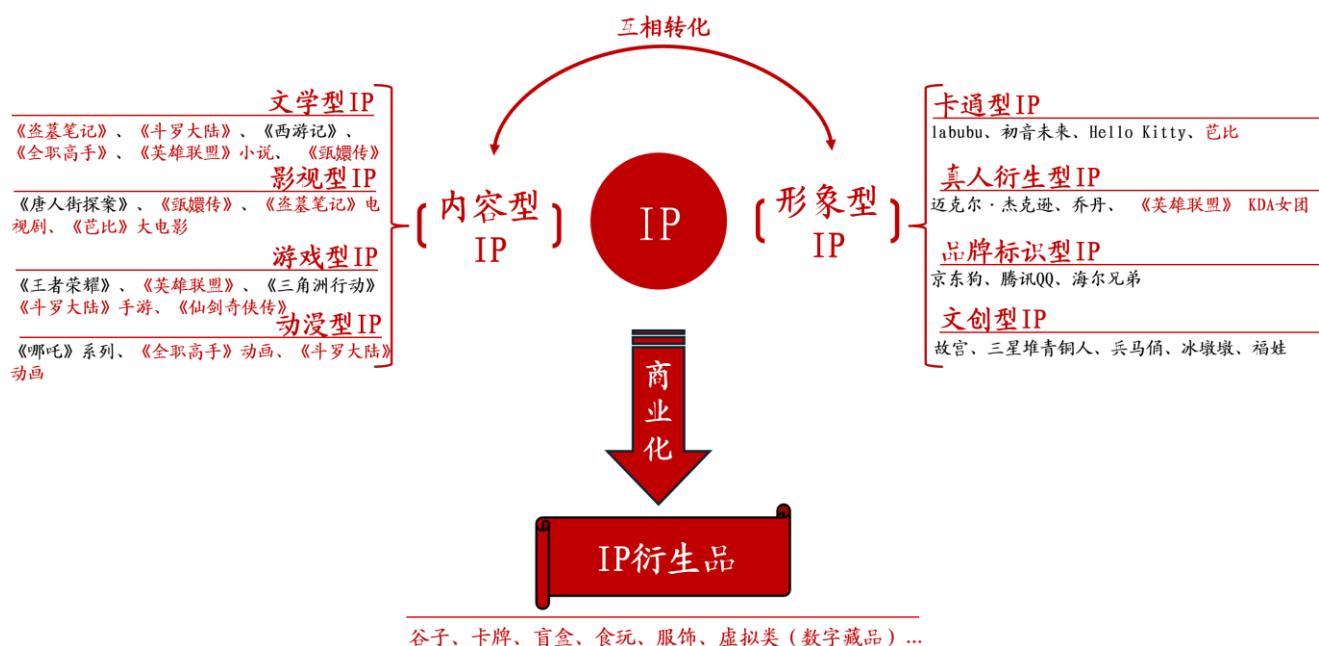
我们可以将IP分为内容型IP与形象型IP两大核心类别：

1) 内容型IP以完整的故事、世界观和人物关系为基础，通过深度叙事构建情感共鸣，让用户与角色命运产生紧密连接，主要类型包括文学型IP、影视型IP、游戏型IP、动漫型IP，运营模式主要倚靠长期内容创作和跨媒体开发，通过强内容粘性积累深度粉丝群体，生命周期相对较长，可通过多轮内容开发和衍生品拓展实现持续价值。同时随着内容型IP的深度运营，彼此之间会进行互相转换，例如文学类IP《斗罗大陆》可通过影视化改编转化为动漫、游戏等IP形式，这种多向度的相互转换，打破了单一载体的边界限制，让IP在不同内容形态中持续沉淀用户情感、拓宽受众圈层，最终形成价值共振；

2) 形象型IP以独特或者深刻的视觉符号为核心，引发用户的情感投射，成为用户表达个性和情绪的载体，主要类型包括卡通型IP、真人衍生型IP、品牌标识型IP、文创型IP。该类IP依赖设计创新和潮流趋势，更加侧重于倚靠社交传播维持热度，生命周期相对较短，但可通过快速复制和联名实现短期爆发，适合碎片化消费场景。

两大类型IP可以相互转换，开发IP衍生品加强商业化程度。这两类IP并非对立的存在，当IP发展到相对成熟的地步，为了探寻更高的价值，IP运营方往往会选择进行IP类型的转化，例如芭比通过布局《芭比》真人大电影完善形象型IP的背景故事、角色性格和个人经历，使消费者对芭比这个形象有了更深入的情感连接；《英雄联盟》选取热门的角色打造KDA女团形象，使其更易于识别和传播，实现不同领域的商业价值落地。为了实现IP商业价值的最大化，IP衍生品应运而生，是指基于内容型IP与形象型IP而生产的商品，涵盖谷子、卡牌、盲盒、食玩、服饰、虚拟类商品（数字藏品）等多元品类。

图表5: IP 及 IP 衍生品的分类



资料来源：研智调研报告、万联证券研究所

2 内容型 IP：跨形态开发呈常态化，持续挖掘商业潜力

2.1 文学型 IP&影视型 IP：两者跨媒介转化频繁，短剧成业态新布局方向

文学型 IP 与影视型 IP 跨媒介转化。从本质上来看，文学型 IP 具有可开发性和易变现性，指以文字内容为基础，拥有一定价值基础并且有能力超越媒体平台进行多种形式开发的优质内容版权，其中最常见的方式就是将其改编成电影、电视剧等影视作品。由于现在网络媒介的发达，网络小说有着其固定的粉丝群和稳定的市场表现，所以针对名气、口碑较高的网络小说进行影视剧改编，已经成为中国影视剧剧本的重要来源。

网文型 IP 在文学型 IP 中占据核心主导地位，是文学 IP 生态的第一大创意策源地与价值引擎。《中国文化产业 IP 影响力报告（2024）》数据显示，在文化产业 IP 价值综合榜 TOP50 中，文学类 IP 占比达 50%，其中超 8 成为网络文学 IP，如《庆余年》《斗罗大陆》等头部网文 IP 通过影视、动漫、游戏、衍生品等多业态开发，形成“一源多端”的价值裂变。

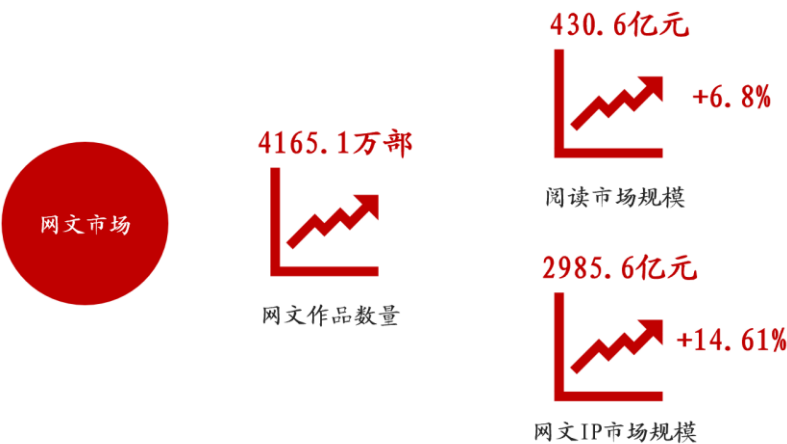
图表6: 2024 年文化产业 IP 价值综合榜 TOP50



资料来源:《中国文化产业IP影响力报告(2024)》、万联证券研究所

网络文学IP市场规模进一步扩大。网络文学作品类型丰富,囊括各种题材和表现手法,连载的形式也与剧集天然契合,在线阅读互动又使作品提前获得市场验证。这些特点使网络文学成为影视剧、微短剧、动漫、游戏、有声书乃至实体衍生品等多种文化产品的重要内容源头。《2024中国网络文学发展研究报告》数据显示,到2024年底,中国网络文学作品数量达4165.1万部,新增作品378.6万部;阅读市场规模达430.6亿元,同比增长6.8%;网络文学IP市场规模大幅跃升至2985.6亿元,同比增长14.61%,显现出在国内文化消费市场的强大影响力和吸金能力。

图表7: 网文市场相关数据



资料来源:《2024中国网络文学发展研究报告》、万联证券研究所

在IP开发与短剧产业的协同发展进程中,头部平台与企业的布局持续深化,推动行业向精品化、生态化方向迈进。2024年,阅文集团上线超百部短剧作品,依托自身创作者资源池,联合头部作家开展IP改编及原创短剧开发,助力短剧品类向高质量、精品

化赛道升级。2025年，阅文进一步开放2000余部网文IP用于优质短剧创作，发布300部网文IP名单，携手全行业编剧、制作方共筑精品短剧生态。其中，短剧与长剧的联动开发成效显著，《庆余年》衍生短剧《庆余年之帝王业》、《九重紫》衍生短剧《昭世录》等作品，既延续了原作的市场热度，又在情节叙事与制作水准上实现了创新突破。在“网络文学+”战略的强劲驱动下，番茄小说、咪咕阅读、点众科技、知乎盐言故事等平台纷纷借短剧释放IP价值；红果免费短剧、河马剧场等微短剧独立APP加速崛起，与后续长剧转化形成系列化开发的全新模式，为网文IP的全链路变现与影视内容生态的多元化发展提供了有力支撑。

图表8: 影视 IP 短剧化示例



资料来源：抖音、万联证券研究所

跨圈联动、多端多频、一体开发正成为网文IP开发常态化策略。在IP开发领域，单一影视化路径已经不再是唯一选择，跨圈联动、多端多频、一体开发正成为行业常态化策略，通过多元形态共振与跨域用户触达，持续释放IP的商业潜力与文化影响力。以《庆余年》为代表，其从网文IP的核心价值出发，纵向完成影视（长剧、短剧）、游戏、线下沉浸式剧场的全场景内容转化，横向通过谷子周边、衍生文学（《叶轻眉日记》）实现用户体验的多维度覆盖；同时，《大奉打更人》《道诡异仙》等头部IP通过与顶流游戏（《和平精英》、《新倩女幽魂》）的深度联动，打破领域壁垒，将IP影响力从单一圈层扩散至泛娱乐用户群体。这种开发模式不仅实现了IP在文学、影视、游戏、实体消费等场景的价值共振，更通过持续的内容迭代与跨域合作，成为驱动传媒产业与消费市场协同增长的核心引擎之一。

图表9: 《庆余年》IP 生态构建



图表10: 头部网文 IP 与游戏联动



资料来源：《2024中国网络文学发展研究报告》，万联证券研究所

资料来源：《2024中国网络文学发展研究报告》，万联证券研究所

2.2 游戏型 IP：兼具“源头供给”与“载体承接”，商业化变现潜力充足

游戏IP的来源具有多元性，可分为原创IP及衍生IP。游戏IP具体涵盖游戏产品中经明确界定与保护的特定角色形象、完整世界观架构、连贯故事情节及专属品牌标识等核心元素。这些元素相互关联、有机融合，不仅共同塑造了游戏的独特艺术风格与核心辨识度，更通过沉浸式的体验设计，为玩家构建起兼具情感共鸣与探索乐趣的虚拟场景，成为吸引用户、维系用户粘性的关键所在。游戏IP的来源具有多元性，既包括游戏研发团队自主创作的原生内容，凭借独特的创意设定形成差异化竞争力，分为中国原创及引进授权两大类，也涵盖基于文学名著、影视佳作、经典动漫等其他文化形态进行改编衍生的内容。

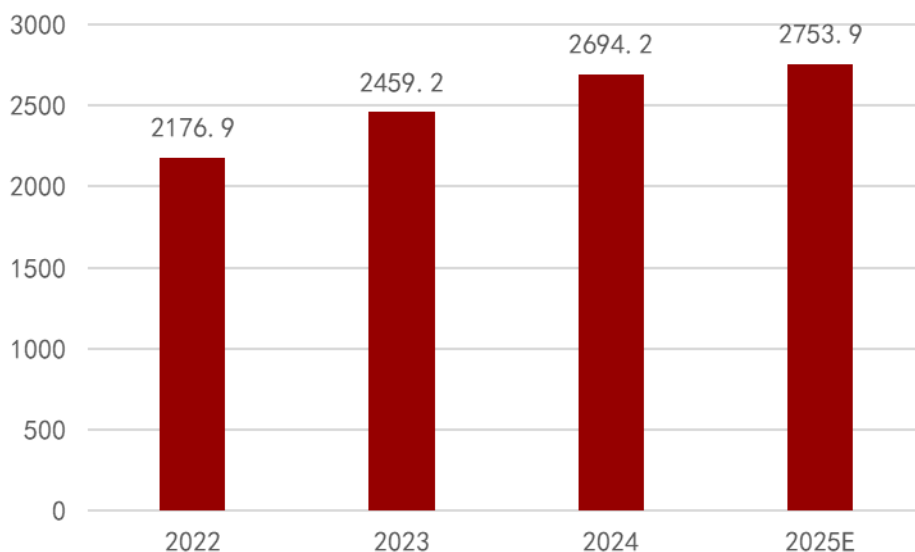
图表11：游戏 IP 分类



资料来源：伽马数据、万联证券研究所

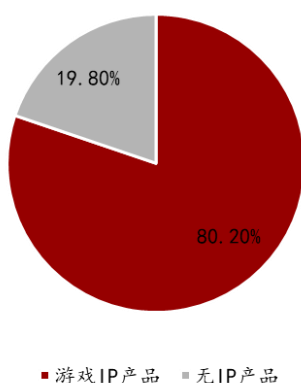
游戏产品在IP生态中兼具“源头供给”与“载体承接”双重核心属性，其商业化变现潜力具备较强确定性与广阔空间。根据伽马数据显示，2025年中国游戏IP市场实际销售收入预计超过2750亿元，呈现持续上升趋势，其中中国游戏市场中IP产品流水当前占比超八成，市场核心地位稳固，其中49.30%来自于中国原创游戏IP，43.50%来自于引进授权游戏IP。我们认为游戏产品在IP生态中兼具“源头供给”与“载体承接”双重核心属性，其商业化变现潜力具备较强确定性与广阔空间。从IP源头供给端来看，国内原创游戏IP在品类创新与题材突破上持续发力，目前已占据国内游戏市场近半数份额；从IP载体承接端而言，以小程序游戏为代表的新兴场景，其轻量化、高传播性的特性与IP改编需求高度适配，IP承载能力正持续被市场验证与发掘，进一步丰富了游戏IP的改编变现渠道矩阵。因此从长期看，IP产品依然会是中国游戏产业的核心构成。

图表12: 2022-2025E 中国游戏 IP 市场实际销售收入 (单位: 亿元)



资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

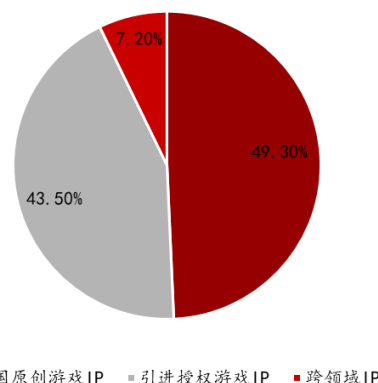
图表13: 2025 年 1-9 月中国游戏市场实际销售收入 IP 拥有状况(按流水)



■ 游戏 IP 产品 ■ 无 IP 产品

资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

图表14: 2025 年 1-9 月中国游戏市场 IP 类型流水分布



■ 中国原创游戏 IP ■ 引进授权游戏 IP ■ 跨领域 IP

资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

成功的游戏IP具备强大的跨形态内容衍生能力,其本质是通过构建多元化的内容矩阵实现用户触达的全场景覆盖与商业价值的多维变现。以“英雄联盟IP”为典型案例,该IP以核心端游《英雄联盟(LOL)》为价值锚点,通过纵向延伸与横向拓展形成了完整的内容生态:在游戏赛道,实现了从端游到移动端(《英雄联盟手游》)、从MOBA类到自走棋类(《金铲铲之战》)的品类覆盖;在泛内容领域,通过文学载体(《英雄联盟:我的时代》)完成IP叙事的深度沉淀,借助动画作品(《英雄联盟:双城之战》)实现世界观的视觉化升维,甚至通过虚拟偶像(KDA女团)切入音乐赛道构建情感连接。这种多形态的内容衍生策略,本质上是基于IP核心世界观与角色资产的复用,通过不同内容形态的协同效应,持续强化用户对IP的认知与情感绑定,最终实现IP生命周期的延长与商业价值天花板的突破,为游戏IP的生态化运营提供了可复制的标杆范式。

图表15: 成功游戏 IP 示例-英雄联盟 IP



资料来源：英雄联盟、万联证券研究所

作为IP改编载体，小程序游戏等新兴领域的IP承载能力被持续发掘，使游戏改编变现渠道更为丰富。IP联动与IP授权改编为微信小游戏提供了精准的流量入口与内容差异化优势。一方面，借助知名IP的粉丝基础和市场认知度，微信小游戏能快速触达目标用户，大幅降低获客成本，并拥有更快的回本周期和更长线的生命周期；另一方面，成熟IP的世界观、角色和玩法体系为微信小游戏的内容创作提供了优质蓝本，既保证了游戏的内容质量与用户接受度，又通过授权改编实现了IP价值的二次开发，例如将经典IP的核心元素融入休闲、益智类微信小游戏，既能满足用户的IP情怀，又能依托微信的轻量化场景特性，提升游戏的用户留存与变现效率，最终助力IP微信小游戏在品类竞争中形成独特的市场壁垒。

微信小游戏2024年IP合作近百次，为游戏长线运营提供了有效路径。自2023年10月，微信小游戏上线IP合作平台后，截止至2025年3月，已经有腾讯视频&动漫、阅文集团、哔哩哔哩、SNK、三丽鸥、QQ音乐、奥飞娱乐等多家重量级的IP方入驻平台，有着超200+的丰富优质IP库。根据官方统计，2024年全年微信小游戏累计进行了近百次IP合作，联动次数同比增长106%，共有30+个IP和近50款游戏参与到合作中来，将玩家喜爱的IP与游戏深度碰撞结合，为游戏长线运营提供了有效路径。

图表16: 微信小游戏 IP 合作平台 IP 统计



资料来源：微信小游戏开发者大会、IP角研社、万联证券研究所

2.3 动漫型 IP：形象化、场景化、社交化三维布局，延长 IP 生命力

动漫型IP的长线生命力，核心在于跳出“内容依赖”的局限，通过形象化、场景化、社交化的三维布局，将虚拟角色转化为粉丝可感知、可参与、可共鸣的情感载体，最终实现从一次性内容消费到持续性情感深度绑定的升级，从而实现动漫IP商业价值的最大化。

1) **形象化：动漫型IP长线运营的基石。**其核心是将角色从具体剧情中抽离，提炼出兼具视觉辨识度与情感内核的文化符号，让IP突破内容周期的限制，成为独立的形象型IP，通过情感价值及商业赋能使其成为独立的精神象征与消费标的。**情感价值**在于通过原作的持续更新将角色本身的特质不断强化，成为“自由”“治愈”“叛逆”等抽象情感的具象化符号，当粉丝购买相关衍生品时，本质上是在消费这份情感认同，而非单纯的商品本身；**商业赋能**本质在于打破“内容-衍生品”的单一链路，形象化的角色能够脱离原内容场景，适配不同行业的商业逻辑，同时通过跨界合作反哺IP影响力，让符号渗透到更广泛的消费群体中，形成“形象曝光-消费转化-影响力扩散”的正向循环，成为跨界合作的“流量密码”。

图表17: 瑞幸 X 鬼灭之刃联名



资料来源: 瑞幸、万联证券研究所

图表18: 优衣库 X Chiikawa 联名



资料来源: 优衣库、万联证券研究所

2) 场景化: 动漫型IP走进现实的桥梁。通过将虚拟IP与现实场景深度融合,打破“屏幕内外”的壁垒,让粉丝在日常生活中能够持续感知IP的存在,实现从观看IP”到“体验IP”的场景延伸,通过沉浸式体验加深情感连接。可实现方式为**线下场景的沉浸式渗透**,通过打造“可触摸、可参与”的实体场景,让IP成为现实空间的“主角”,或者是**跨界场景的实用性绑定**,让IP成为现实生活的“实用工具”,提升粉丝的使用频次与依赖度。

图表19: 动漫型 IP 场景化示例



资料来源: 阅文集团、数字显示与元宇宙生态博览会、广州巴士、万联证券研究所

3) 社交化: 是动漫型IP实现情感连接升华的关键。其核心是将IP转化为粉丝之间的“社交货币”与“身份标签”,通过构建粉丝社群、激发共创行为,让IP从“官方产出”变成“粉丝共建”的情感载体,实现从“内容消费”到“生活方式”的深度渗透。例如**通过提炼专属的文化暗号、视觉标识**(《哈利·波特》的学院围巾与魔杖),打造粉丝的专属“圈层符号”,此外,还会衍生出专属的话术体系、表情包、梗文化,成为粉丝日常交流的“社交语言”,进一步强化圈层的身份认同,让“喜欢某IP”成为一种可展示的个人标签;或者**通过多元社交场景,让粉丝从“个体喜欢”变成“群体共鸣”**,例如官方搭建官方社群,让粉丝有固定的交流平台;鼓励粉丝自发组织线下活动(cosplay聚会等),让粉丝在共同参与中深化情感连接;粉丝围绕角色创作同人小说、漫画、短视频,在社交平台分享传播。

图表20: 罗小黑战记 2 同人作品示例



资料来源：电影罗小黑战记2微博、万联证券研究所

3 形象型 IP：IP 本身核心属性与运营策略互相配合，实现商业价值的变现与长期生命力的持续

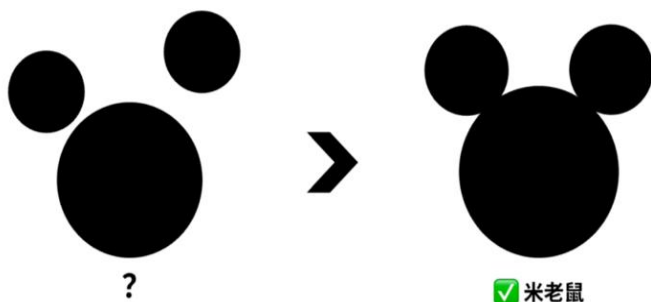
形象型IP实现商业价值的变现与长期生命力的持续，本质上是IP本身核心属性与运营策略互相配合。商业化变现的深度与广度，高度取决于IP形象的识别度、覆盖人群及地域的辐射范围、商业变现模式的多元性等核心要素；而形象型IP生命周期的延续与热度的长效维持，则需依托人物矩阵的结构化打造、形象的持续更新迭代，以及向内容型IP衍生发展。

3.1 形象型 IP 商业化变现：识别度、覆盖度、多元性

形象IP的商业化本质是“用户价值向商业价值的转化”，其变现效率与规模直接受IP自身属性与运营布局的多重因素制约，核心要素的落地质量决定了商业闭环的完整性与盈利能力。

1) IP形象的识别度：商业化的基础前提。优秀的形象型IP需要在外观造型上，具备强烈的可识别性和可记忆性。例如米老鼠的IP形象用3个圆形相切贴近在一起，用极其简约的形式构成，搭建了一个强而有效的符号系统，给消费者留下深刻印象并激发联想，形成了强大的图形价值。总体来说，成功的IP造型设计基本上有两种思路，一种思路是简洁而具有识别性的设计，以米老鼠、熊本熊、Chiikawa为代表；另一种思路，就是为IP制造独特的视觉抓手，比如路飞的草帽、冰墩墩的冰壳外套、超人胸口的“S”等，为IP形象加入一个过目不忘的视觉定位，极大地提升造型设计的辨识度。

图表21: 米老鼠 IP 形象



资料来源: 品牌人一元、万联证券研究所

图表22: 超人 IP 标志



资料来源: DC漫画咨询、万联证券研究所

2) 覆盖人群及地域的广度: 商业变现的规模基础。形象型IP的商业价值与用户基数直接正相关,覆盖人群的年龄跨度、圈层分布及地域延伸能力,决定了变现的天花板。**从人群覆盖来看**,优质形象IP往往具备“全年龄段渗透”能力。例如宝可梦各种宠物小精灵的形象从初始的儿童受众,通过游戏迭代、影视内容升级,逐步覆盖青少年、年轻职场人乃至中年怀旧群体,形成“家庭式消费场景”;**从地域覆盖来看**,全球化适配能力也是必不可少的,三丽鸥的Hello Kitty通过无语言依赖的视觉形象与普适性情感表达,覆盖全球70多个国家/地区,地域广度的拓展直接提升了IP的商业变现规模,50年来Hello Kitty的形象为三丽鸥创造了超过860亿美元的收入,其中授权商品占到858亿美元。

3) 商业变现模式的多元性: 商业价值持续增长的重要支撑。单一变现模式易受行业周期、市场环境波动影响,而多元变现模式能够构建“核心业务+衍生业务”的商业闭环,实现IP价值的全链条挖掘。**一是核心产品变现**,即依托IP形象开发直接面向消费者的产品,如盲盒、手办,文创IP的非遗衍生品等;**二是品牌授权变现**,通过将IP版权授权给第三方品牌,拓展至食品、饮料、服饰、数码、文旅等多元场景;**三是场景化变现**,通过构建线下消费场景实现价值延伸,如迪士尼乐园、Hello Kitty主题餐厅等;**四是数字资产变现**,在元宇宙、区块链等新技术加持下,形象IP通过数字藏品、虚拟形象等形式实现新增长。

图表23: 故宫 IP 文创



资料来源: 故宫文创淘宝旗舰店、万联证券研究所

图表24: 周生生 X Hello Kitty



资料来源: CLE中国授权展、万联证券研究所

3.2 形象型 IP 生命周期延续: IP 生态化构建与内容持续赋能

形象IP的热度并非天然具有持续性,若缺乏系统性运营,极易陷入“短期爆红后快速沉寂”的困境。其生命周期的延长与热度的长效维持,核心在于通过IP生态化构建与

内容持续赋能，实现从“单一形象”到“可持续内容生态”的升级。

1) **打造结构化人物矩阵。**单一IP形象的受众覆盖与商业适配性存在天然局限，而结构化的人物矩阵能够有效破解这一难题，成为IP生命周期延续的核心支撑。例如通过不同人设、风格的IP形象组合，覆盖多元用户需求，例如三丽鸥打造了Hello Kitty（治愈可爱）、库洛米（傲娇反叛）、玉桂狗（软萌治愈）等差异化形象，既满足儿童对可爱风格的偏好，也契合年轻群体对个性表达的需求，降低了对单一IP的依赖。

图表25：三丽鸥 2024 年旗下形象 IP 选秀



资料来源：全球IP经济合作交易会、万联证券研究所

2) **稳住核心辨识度，保持形象的新鲜感。**形象IP的视觉设计与核心人设需紧跟时代趋势，通过持续迭代避免审美疲劳，维持用户关注度，但形象迭代的关键在于保留核心辨识度，这一辨识度是该形象IP传递出来的核心价值观，是观众与角色之间建立情感联系的纽带，决定了角色是否能够跨越时空，成为不同群体的文化符号。从视觉迭代来看，需结合不同时代的设计潮流与技术手段，优化形象的适配性：例如经典IP孙悟空，从《大闹天宫》中的京剧脸谱设计风格，到《西游记》（央视动画版）低龄化设计版本、再到《西游记之大圣归来》中的肌肉发达、面部沧桑的“中年大叔”形象叠加现代化3D设计，再到《黑神话：悟空》中的暗黑系风格，通过视觉语言的更新适配不同时代观众的审美偏好，孙悟空的IP在不同的影视文化作品不断被重构，但始终没有背离其最核心的价值观—崇自由守正义，勇担当求超越。

图表26: 孙悟空 IP 形象的演变更迭



资料来源: 言无言吾、万联证券研究所

3) 内容和世界观的赋能是形象型IP生命周期延长的关键所在，它让形象型IP从单纯的视觉符号升级为有情感、有内涵的“立体存在”，不仅能通过鲜活的故事、完整的设定与用户建立深层情感连接，让用户因认同形象型IP的价值观、沉浸于其构建的世界而产生长久粘性，还能为其持续发展提供坚实支撑，让形象迭代、跨场景延伸有章可循，避免陷入“昙花一现”的困境。更重要的是，扎实的内容与完善的世界观能不断拓宽形象型IP的商业边界，为衍生品开发、品牌授权、跨界联动等多元变现提供源源不断的素材，成为形象型IP持续创造价值、实现长久生命力的核心根基。

4 IP 衍生品：谷子、卡牌与盲盒表现突出，成为 IP 商业化运作中最具活力的增长极

IP衍生品以IP的内容价值或形象价值为核心，通过多元载体将IP影响力具象化、消费化，既是粉丝情感的载体，也是内容价值变现的关键环节。IP衍生品是指基于具有一定影响力的IP开发的相关周边产品，强调IP核心价值的多场景延伸，在扩大IP影响力的同时，构建起内容创作与消费市场之间的商业闭环。近年来，随着Z世代消费崛起与“情绪价值”经济盛行，IP衍生品市场呈现爆发式增长，从简单的徽章挂件到复杂的潮流玩具，形态日益多元。其中，谷子、卡牌与盲盒作为三大核心品类，凭借各自独特的玩法机制与收藏属性，精准切中了年轻群体的社交、娱乐与身份认同需求，成为IP商业化运作中最具活力的增长极。

4.1 谷子：市场快速发展，赋能传统商城转型刺激线下消费

伴随Z世代群体的兴起与消费观念的情绪化转向，“谷子经济”应运而生并迅速崛起。

“谷子经济”是指围绕动漫、游戏、影视等内容IP所衍生出的周边商品市场，其产品形态多为具象化、小体量的收藏类商品，如徽章、挂件、立牌、手办等。其中，“谷子”一词来源于英文“goods”的音译，原指各类实物商品，在国内语境中逐渐特指以二次元IP为核心的实物衍生品。这一市场本质上是通过商品化手段延续IP内容生命力，增强用户的情感联结与品牌归属。谷子经济的发展与二次元文化的传播密切相关，伴随Z世代群体的兴起与消费观念的情绪化转向，用户不再满足于“观看内容”，而是倾向通过“拥有角色”实现情感投射与圈层表达。在此背景下，谷子产品逐步演变为IP生态中的关键情绪载体，成为IP商业变现路径中不可忽视的组成部分。

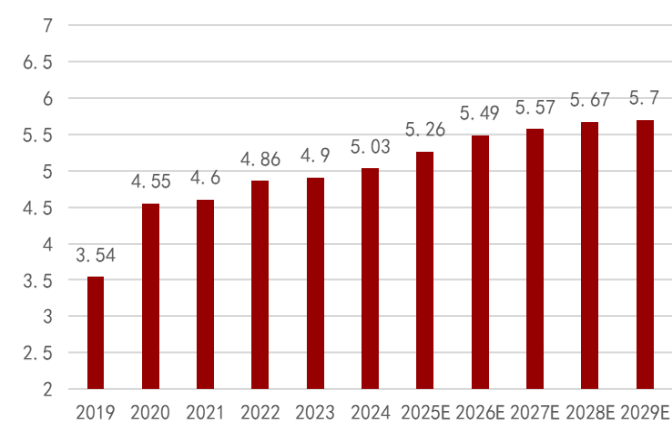
图表27: 谷子的分类

分类	吧唧(徽章)	公仔	立牌	拍立得	镭射票	小卡
定义	包括铁皮/布艺/毛毡徽章等,具有较强的收藏和交易属性	如玩偶、手偶、团子、挂件、fufu等	亚克力质地,以桌面摆件为主	纸制品,以动漫照片为主	纸制品,以横版为主的镭射材质票据	纸制品,IP人物形象卡片
示例						

资料来源: 米哈游天猫旗舰店、EAKI天猫潮玩旗舰店、万联证券研究所

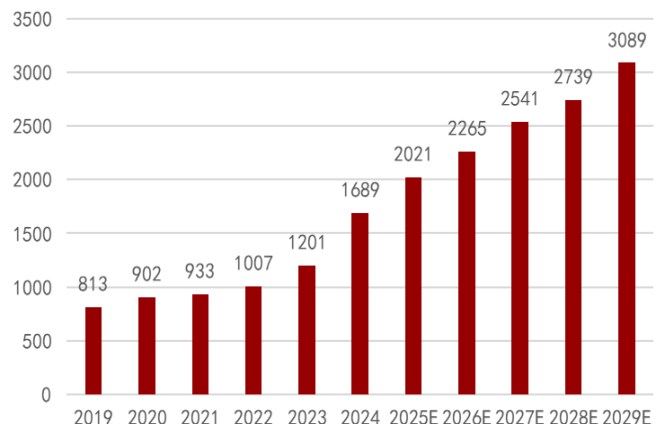
泛二次元用户规模增长提供消费者基础,谷子经济市场潜力充足。近年来,二次元文化逐渐从一个小众领域扩展到大众视野,核心用户群体不断增长,为“谷子经济”提供了庞大的潜在消费者基础。根据艾媒咨询数据显示,中国泛二次元用户(指对二次元文化感兴趣,但并非深度投入的人群)规模逐年递增,2024年达5.03亿人,同比增长率为2.65%,预计2029年将达5.70亿人,随着行业逐渐成熟,用户规模将趋于稳定;“谷子经济”在二次元生态及周边衍生市场的发展促进下,市场规模呈现上升趋势,2024年市场规模达1689亿元,较2023年增长40.63%,在2029年有望突破3000亿市场规模,潜力充足。

图表28: 2019-2029 年中国泛二次元用户规模及预测(单位: 亿人)



资料来源: 艾媒咨询、万联证券研究所

图表29: 2019-2029 年中国“谷子经济”市场规模及预测(单位: 亿元)



资料来源: 艾媒咨询、万联证券研究所

“谷子经济”产业链可以划分为四个核心环节: IP生产、IP运营、产品设计与生产以及产品销售。这四个环节共同构成了“谷子经济”的完整生态系统。

1) IP生产: 这是“谷子经济”的起点,也是谷子的卖点和需求来源,涉及到IP的创作。在这个阶段,企业通过创作或授权IP实现盈利。主要分为游戏类IP及非游戏类IP,游戏类IP主要来自网易、米哈游、腾讯等游戏公司,包括《崩坏》IP系列、《光与夜之恋》、《王者荣耀》、《第五人格》等;非游戏类IP则主要来自动漫、网文领域,包括动漫类《名侦探柯南》、《咒术回战》、《宝可梦》、《时光代理人》等,网文类《盗墓笔记》、《全职高手》、《天官赐福》等,主要形式为网文转动漫,进而联动动漫形象;

2) IP运营: 企业通过媒体内容授权和商品授权两大业务来运营IP。媒体内容授权涉

及与影视制作公司合作，获取动画和影视作品的发行权；商品授权则允许企业将IP授权给其他公司，用于开发衍生产品和举办相关活动；

3) **产品设计与生产**：企业将IP转化为实体商品，如手办、徽章、服装等。代表企业姚记科技、广博集团、卡游、奥飞娱乐等；

4) **产品销售**：主要分为线上及线下销售，线上以淘宝、京东等；线下销售主要通过专门销售谷子的谷店和集合型文创店，如泡泡玛特、名创优品、TOPTOY、潮玩星球等。同时**二手市场交易**也是“谷子经济”的一大特点，在谷子经济中，由于部分谷子产品具有限量发行、稀缺性强等特点，使得二手市场交易十分活跃。

图表30: “谷子经济”产业链



资料来源：艾媒咨询、万联证券研究所

“谷子经济”带动传统商城转型，为线下消费场景注入新增量。随着“吃谷”文化的扩散普及，部分老旧商圈借助IP衍生品消费热潮完成定位重塑，通过引入“谷子店”“谷子市集”等业态吸引目标消费者，显著提升人流密度与商业活力。以成都天府红为例，项目近年来持续发力二次元垂类内容，通过加密“谷子”类门店布局，聚焦动漫、手办、文创等IP产品，二次元及文创体验业态占比已超过50%。在2024年五一期间，项目销售额同比增长超过200%，逐步成为天府广场区域二次元用户的核心聚集场所；广州地王广场于2024年启动“吃谷胜地”主题空间改造，重点引入谷子类品牌与潮玩集合业态，并通过IP快闪展、二创市集等形式增强用户粘性与圈层互动氛围。根据新快报数据显示，截至2025年初，场内“谷子市集”已扩展至超过170个摊位，周末客流量峰值突破2万人次，较去年同期实现翻倍增长。整体来看，随着城市商业空间对新消费文化的深度适配，谷子线下场景正进入连锁化、规模化发展阶段。据艾媒咨询统计，目前全国已有超过20个一、二线城市正在建设二次元消费城市地标，覆盖60余个核心商圈。

图表31: 广州地王广场



资料来源: 广州漫展前线、万联证券研究所

图表32: 成都天府红



资料来源: 成都日报、万联证券研究所

4.2 盲盒: 潮玩、文创及 IP 衍生多领域融合, 消费潜力充足

盲盒是一种基于“概率抽取”机制的消费形态, 其核心是将商品或服务封装为外观一致、内容未知的“盲盒”, 消费者在支付固定价格后方可得知具体内容。这一模式最早可追溯至日本“福袋”文化, 是将购物决策与游戏机制相结合的现代零售创新形式。进入中国市场后, 盲盒迅速与潮玩、文创、IP 衍生等领域融合, 成为年轻群体中的高频消费现象, 展现出以下几个关键特征:

- 1) **不确定性与惊喜感:** 基于“盲选”机制的设计, 消费者在购买前无法得知产品具体内容, 这种不确定性强化了“开盒”瞬间的情绪刺激与探索动机。企业常通过设置“隐藏款”与概率机制增强稀缺性, 引导用户形成持续尝试的心理预期;
- 2) **收集性与社群文化:** 盲盒产品通常以系列化呈现, 用户往往基于“凑齐全套”或获取特定款式的动因产生反复购买行为, 进而催生以“晒盒/换盒/代抽”等行为为核心的社群互动生态。这种二次消费与用户内容共创行为, 强化了品牌的社区粘性;
- 3) **设计内容化与IP化运营并重:** 盲盒在产品供给上体现为“设计内容化”与“IP化运营”并行。一方面, 品牌通过开发原创IP或与艺术家、知名IP联名构建识别度, 提升内容价值; 另一方面, IP形象所承载的情绪符号、叙事设定与价值观标签, 满足了消费者个性化表达与审美认同的需求。

图表33: 早期盲盒 IP—Sonny Angel 系列 (2005 年)



资料来源: Sonny Angel 官网、万联证券研究所

盲盒的核心消费群体以年轻中产为主，年龄集中于15至40岁之间，该群体普遍受过良好教育，具有较高的文化素养和消费能力。根据泡泡玛特招股书显示，超过95%的潮玩消费者年龄介于15至40岁之间，其中63%拥有学士及以上学历，显示出显著的高学历、高素质特征。该类人群在快速变化的社会文化环境中成长，习惯于多元文化的接触与内容消费，倾向通过具体商品表达自我认同和情绪价值。他们在盲盒产品中不仅寻求新鲜感与惊喜感，更重视产品所承载的IP文化符号与审美设计。盲盒产品常被用于展示、收藏或社交互动，满足其在文化归属、个性表达与社群认同等方面的需求。此外，这类消费者具备较强的情绪消费动机与悦己消费倾向，偏好通过“开盒”这一仪式化过程获得愉悦感与陪伴感，进一步强化了盲盒产品在情绪安抚和生活仪式感方面的价值。

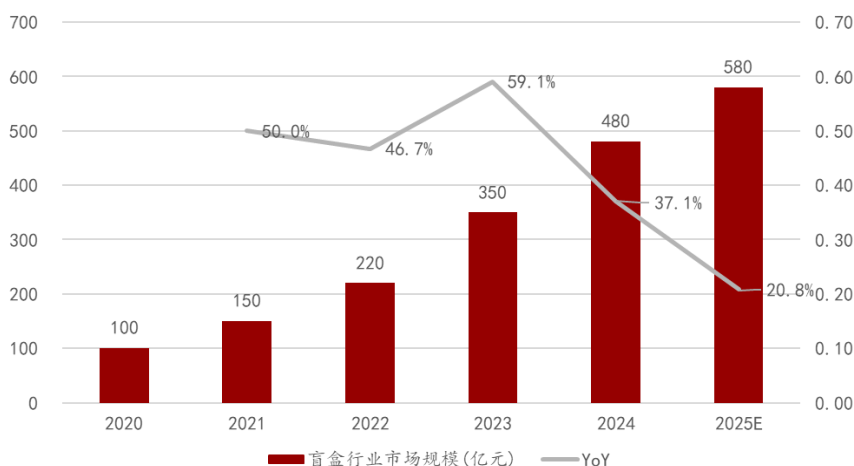
图表34: 盲盒消费者用户画像



资料来源：泡泡玛特招股书、万联证券研究所

中国盲盒市场增速有所放缓，逐渐迈入成熟阶段。2020年至2023年，中国盲盒市场处于高速扩张期，年增长率保持在40%以上，而在2024-2025年，市场进入相对成熟阶段，增速虽然有所放缓但仍保持在20%以上的较高水平，2025年中国盲盒行业市场预计达到580亿元，展现较为强劲的发展动力。

图表35: 2020-2025E 盲盒行业市场规模



资料来源：嘉世咨询、万联证券研究所

在中国的盲盒市场中，泡泡玛特作为代表性企业，我们以此为例分析其盲盒IP打造策略及产业链：

泡泡玛特已建立一套高度系统化的IP孵化与运营机制，通过内部孵化与外部合作并行、艺术家签约与内容策展并举的方式，构建起内容差异化壁垒。根据2024年年报，公司拥有多个自主艺术家IP且有13个IP收入过亿，这其中包括了MOLLY、THE MONSTERS（LABUBU所在系列）、SKULLPANDA和CRYBABY等多个明星IP。同时公司组建了PDC（POP MART Design Center）产品设计中心进行集中孵化，并取得了不凡表现。其IP的打造策略主要分为两种，分别是产品设计及跨行业联名：

1) 在产品设计策略方面，泡泡玛特注重构建具有“识别性+延展性”的IP形象，即通过高度辨识度的视觉特征建立用户认知，同时保留在题材、美术风格和表达方式上的可塑性，以支撑IP的多系列开发和长期运营。其产品多采用具象人物设定、统一比例造型、系列化主题包装与故事线推进，强调“角色驱动+主题变体”的设计方法，兼顾艺术性与市场接受度。在产品维度，公司不再依赖单一盲盒爆款，而是构建起涵盖盲盒、毛绒、MEGA摆件等多品类协同的产品体系；在内容维度，Molly、DIMOO、SKULLPANDA、LABUBU等核心IP形成分层化运营格局，支撑起“高频更新+差异化圈层”的内容矩阵，从“单品驱动”向“多元IP矩阵”演进。

图表36: 泡泡玛特旗下 IP-MOLLY



资料来源：泡泡玛特官网、万联证券研究所

图表37: 泡泡玛特旗下 IP-LABUBU



资料来源：泡泡玛特官网、万联证券研究所

图表38: 泡泡玛特部分产品矩阵图

IP 形象图					
IP 名称	MOLLY	LABUBU	DIMOO	HIRONO	SKULLPANDA
上市时间	2016	2018	2019	2020	2020
类型归属	潮流少女	怪诞潮萌	奇幻治愈	艺术少年	暗黑潮酷
核心人设	傲娇艺术少女	趣味怪兽精灵形象	梦境少年	安静、孤独、自省	高冷少女 / 反差萌
涉及产品线	盲盒、MEGA、毛绒、积木、饰品	盲盒、毛绒、潮玩摆件	盲盒、毛绒、积木、饰品、MEGA	盲盒、MEGA	盲盒、MEGA、毛绒

资料来源：泡泡玛特官网、万联证券研究所

2) 在跨行业联名策略方面，泡泡玛特持续拓展跨行业合作，形成“IP+品牌”双向赋能的内容运营模式。以2023年与奈雪的茶的合作为例，双方联合推出“霸气鲜果茶”系列与联名限定周边，包括定制手提袋、饮品包装与赠品盲盒，通过“饮品+潮玩”融合场景吸引线下流量。与此同时，公司还与优衣库开展多轮联名，2023年首度合作推出“Molly的生活想象”UT系列T恤；2025年再度携手，推出以SKULLPANDA为主题的“SKULLPANDA PLANET”系列。

图表39: 泡泡玛特与奈雪的茶联名



资料来源：泡泡玛特公众号、万联证券研究所

图表40: 泡泡玛特与优衣库展开多轮联名

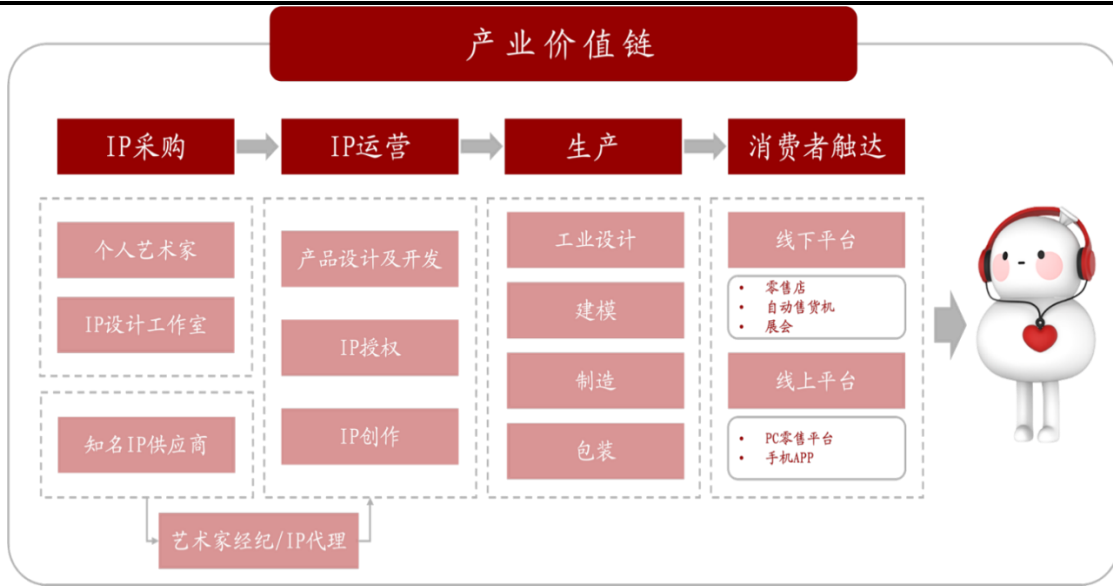


资料来源：优衣库公众号、万联证券研究所

以IP内容为驱动核心，通过平台化设计与柔性制造体系提升产品周转效率，再结合多元渠道布局与用户运营机制，构建起前中后台一体化的价值链架构。这一模式不仅增强了品牌的IP运营深度与产品丰富度，也构成了其与传统玩具制造业在内容能力、更新节奏和用户连接上的关键差异化竞争壁垒。具体来看，盲盒产业链可划分为四大核心环节：

- 1) **IP采购**：产业的起点，内容来源主要包括签约的个人艺术家、IP设计工作室，以及来自知名IP提供商的授权内容。部分内容通过艺术家经纪人或IP代理机构中转。
- 2) **IP运营**：中台环节，主要由品牌方主导，承担产品开发、IP创作与授权等关键职能。其中，产品设计需完成角色主题设定、形象图库搭建与版本演化规划；IP授权则面向外部合作方开展跨界联名与内容授权；原创IP则通过内部设计团队完成从形象创意到模型打样的完整闭环。
- 3) **生产**：工业设计、建模、制造与包装的主要节点，通常采用外包生产模式进行执行。品牌方统一负责样品开发、材料规范、美术监修与工艺标准，确保视觉风格一致性与产品交付质量。
- 4) **消费者触达**：构建于线下与线上两大平台系统之上。线下平台包括直营门店、自助贩售机及各类主题展会，是沉浸式消费与IP体验的重要场景；线上平台涵盖PC电商平台与移动App等数字端口，实现日常交易、会员运营与IP传播的全流程闭环。

图表41: 泡泡玛特产业价值链

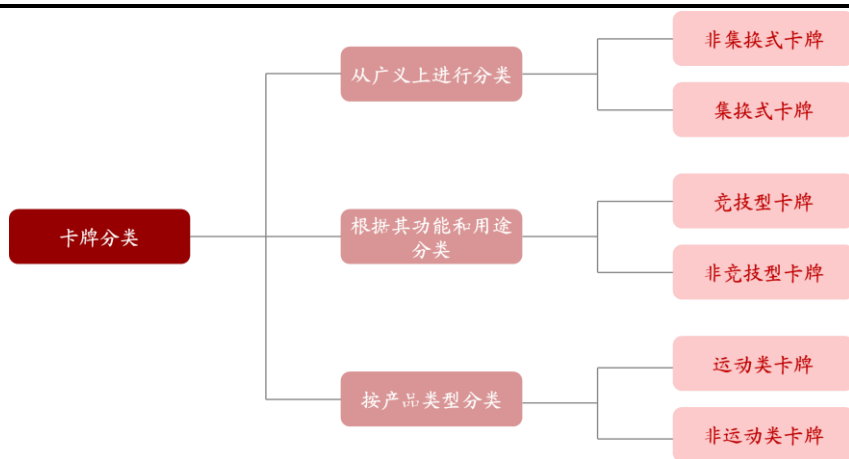


资料来源：泡泡玛特招股书，万联证券研究所

4.3 卡牌：集换式卡牌主导市场，线下市场增长显著

集换式卡牌占据卡牌市场重要组成部分。对于卡牌市场来看，行业内普遍采用多维度交叉的方式对产品形态进行分类。较为通行的观点通常从三条路径进行划分：**从广义上进行分类**，卡牌可分为“集换式”与“非集换式”两类，其中集换式卡牌具备卡片收集、交易与构筑属性，是当前市场主流；**从功能和用途层面上进行分类**，卡牌产品可再划分为“竞技型”与“非竞技型”，前者强调策略性与对抗体系，适用于具备长期运营能力的对战环境，后者则多用于IP内容的呈现与纪念价值延展，强调收藏属性；**从产品类型分类**，又可区分为“运动类”与“非运动类”，其中运动类以球星卡、赛事纪念卡为代表，融合体育文化与粉丝经济逻辑，而非运动类则广泛覆盖动漫，游戏等IP内容。

图表42: 卡牌分类



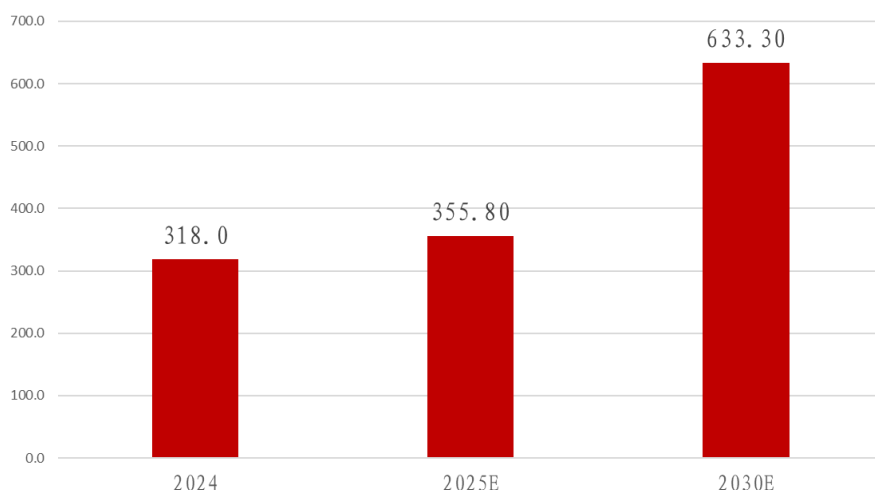
资料来源：智研咨询，万联证券研究所

集换式卡牌（Trading Card Game, TCG）作为一种融合策略性、收藏性与社交性的IP衍生产品形态，近年来在年轻用户群体中快速发展，尤其在10至18岁青少年群体中渗透率显著提升。产品通常围绕动漫、游戏等强IP构建，借助卡牌设定、玩法机制与角色关联实现用户沉浸，同时通过赛事组织、平台互动与社群建设强化用户黏性。相较于其他形态，卡牌产品在内容互动性与用户生命周期上具备明显优势，并逐渐衍生

出两大主要形态，分别是移动TCG及线下TCG。

在IP经济线上化进程中，移动集换式卡牌游戏(移动TCG)正日益成为关键承载形式。依托智能设备的高普及率、内容分发的即时性及玩法机制的演进，移动TCG在全球范围内构建起集娱乐、社交与付费为一体的数字消费场景。其在用户渗透、商业转化与内容延展方面均显示出较强活力。根据Research and Markets数据，2024年全球移动TCG市场规模已达318亿美元，预计2025年增至355.8亿美元，至2030年有望突破633.3亿美元，2025-2030年期间CAGR预计达12.2%。

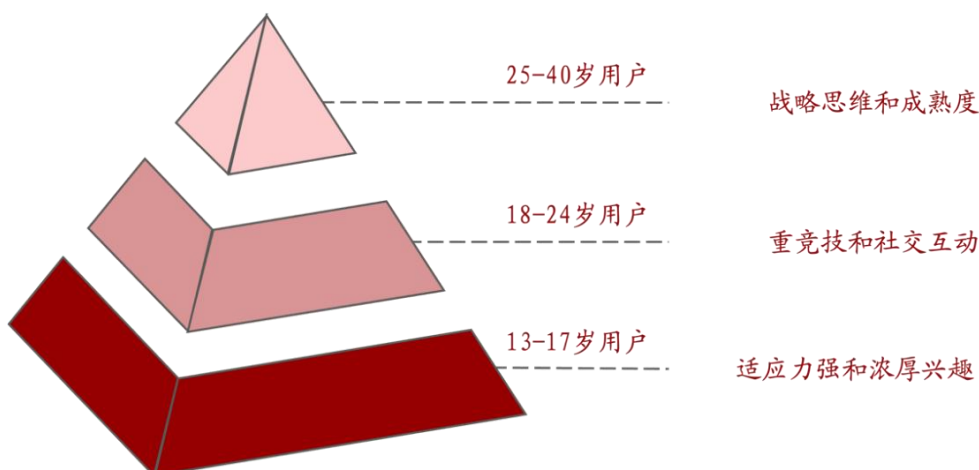
图表43: 2024-2030 年移动 TCG 市场规模 (单位: 亿美元)



资料来源: research and markets、万联证券研究所

从产品形态来看，移动TCG的技术与平台基础已趋成熟。智能手机和平板设备的图形处理能力、联网性能和社交功能为卡牌游戏的移动化提供了硬件保障。厂商普遍围绕“集换+养成+对战+构筑”四类基础机制进行模块化整合，构建出具备成长体系、可持续运营与多维参与路径的内容结构。玩法上逐步向多元叠加、策略分层演进，并通过活动、任务、实时对战、联动运营等手段强化用户黏性。在用户层面，移动TCG显示出显著的年轻化与分层化特征。25-40岁年龄段的科技达人拥有战略思维和成熟度；18-24岁年轻人则为游戏社区增添了活力和竞争优势；13-17岁的青少年群体具备适应能力强、对新奇体验兴趣浓厚等特点。

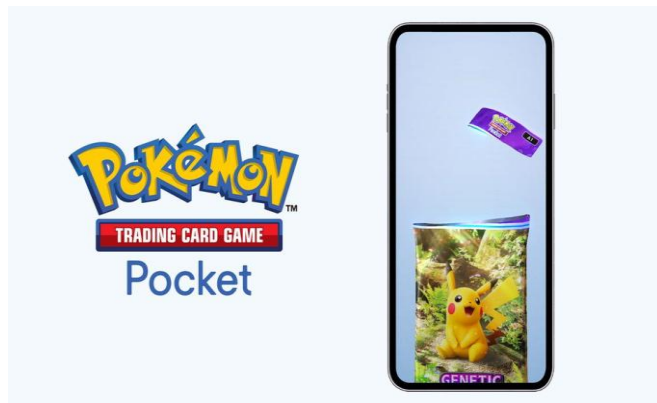
图表44: 移动 TCG 市场各年龄层分布



资料来源: research and markets、万联证券研究所

在产品层面,《Pokémon TCG Pocket》的推出为移动TCG发展提供了值得关注的样本路径。该产品由The Pokémon Company与DeNA联合开发,基于原有实体卡牌IP设计,在移动端高度还原集换、开包、构筑、对战等核心机制,辅以“双卡抽取”、卡面动画渲染等强化沉浸体验的数字化交互形式。其运营策略上引入每日开卡、限时活动、收藏评级等机制。在卡牌图鉴、稀有度体系、IP内容衍生等维度的处理上,该产品初步构建起一套具备长期内容生命力与商业价值支撑的移动TCG模型。

图表45: Pokémon TCG Pocket (1)



资料来源: 宝可梦TCG口袋版官网、万联证券研究所

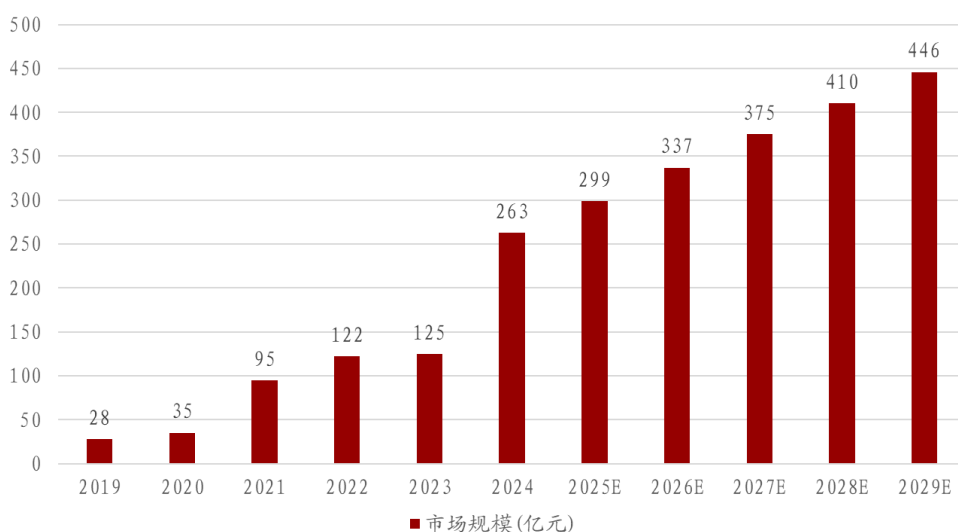
图表46: Pokémon TCG Pocket (2)



资料来源: 宝可梦TCG口袋版官网、万联证券研究所

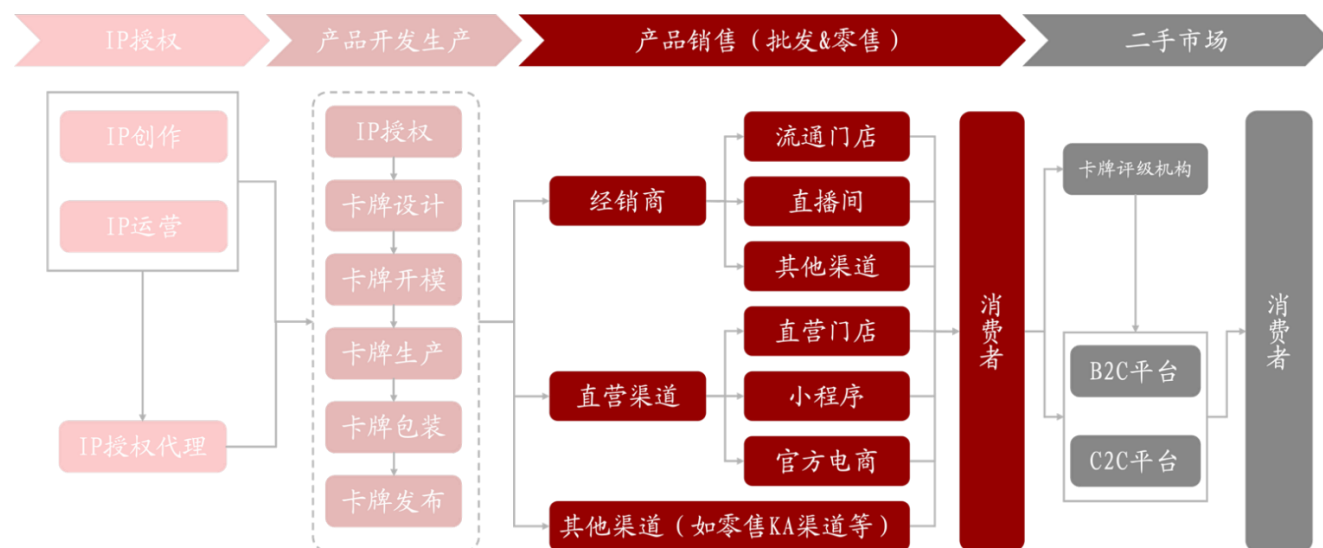
线下集换式卡牌(线下TCG)市场已逐步构建起覆盖IP授权、内容创作、产品制造、渠道分发及社群运营的完整产业链闭环。上游环节以IP内容方和卡牌设计团队为主,负责角色设定、美术风格、稀有度系统及扩充机制等规则体系的构建;中游环节则涵盖卡牌印刷、包装与集成等环节,对产品工艺、材质和供应链反应速度提出较高要求;下游则依托多样化渠道完成最终触达,既包括直营或加盟门店、桌游店、赛事组织场所等线下终端,也逐步拓展出社群平台、电商旗舰店等线上辅助路径。根据卡游招股书,中国集换式卡牌市场规模近年来呈现快速增长态势。2024年中国集换式卡牌市场规模达到263亿元,较2019年的28亿元增长显著,复合年增长率达56.6%。预计到2029年,市场规模将进一步增长至446亿元,2024-2029年复合年增长率为11.1%,未来增长潜力较大。

图表47: 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48: 线下 TCG 产业链



资料来源: 行业数据分享公众号、万联证券研究所

5 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, 随着优质IP跨媒介开发深化, 其商业化变现具备广阔成长空间, IP经济未来市场规模具备较高增长潜力。建议关注: 1) 具备丰富IP库和跨形态开发能力的公司; 2) 具备内容型IP源头生产能力、创造能力强的内容厂商; 3) 聚焦衍生品设计、供应链整合及线下场景运营能力突出的公司。

6 风险因素

政策环境变化; 消费复苏不及预期; 市场竞争加剧; IP生命周期波动; 内容制作不确定性风险。

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