

TCG卡牌行业深度

TCG行业快速兴起，国内IP潮玩龙头有望乘势而上

TCG卡牌是一种以收集和交换卡牌为核心的游戏形式，具有较大的商业潜力。1) TCG的玩法集娱乐、策略、社交、收藏于一体，玩家需要购买补充包来获得想要的卡牌，并在对战时使用一定的策略来达到自己的目标，丰富的玩法使得TCG近年快速兴起；2) 卡牌产业链中，IP授权和产品销售环节附加值较高；3) IP为卡牌的核心，世界知名的卡牌均有一定的文化背景，如宝可梦、游戏王、万智牌等，以动漫IP或西方魔幻故事为背景。

TCG已成日本第一大玩具品类，IP升级、玩法创新推动行业发展。1) TCG行业1993年起源于美国，90年代末在日本与动漫文化结合并举办国际联赛；截至2024年3月宝可梦/游戏王卡牌出货量超过600/350亿张，已成为风靡全球的一种游戏形式；2) 从日本头部卡牌厂商的发展历程看，日本的TCG行业发展的内在动力在于动漫IP与卡牌的结合和玩法的持续创新；3) TCG已成日本第一大玩具品类，2023年行业规模达到2774.3亿日元（约合人民币129亿元），占日本玩具行业33.6%的份额。

中国TCG行业2018年起进入快速发展期，中长期行业规模有望达到360~600亿元。1) 2018年起，一方面《奥特曼》《游戏王》《航海王》《宝可梦》等知名国外卡牌陆续进入中国，另一方面2019-2020年青少年游戏防沉迷政策实施和公共卫生事件影响，2022年TCG行业规模达到122亿元，一跃成为IP潮玩行业的第三大品类。2) 中长期看，中国TCG行业的规模有望达到360~600亿：2.1) 从用户量角度，假设中国卡牌的渗透率在2030年达到日本目前的水平，那么2030年中国卡牌用户数有望达到2.0亿人以上；2.2) 从ARPU角度，随着新卡牌的推出，假设中长期中国人均卡牌消费达到日本目前的30%~50%，即ARPU有望达到174~290元/每年；2.3) 综合来看，中长期卡牌行业的市场空间有望达到360~600亿元，相比当前市场规模有190%~380%的成长空间。

国内公司IP储备丰富、销售渠道强大，具备推出爆款IP卡牌的潜力。1) 卡游在国内集换式卡牌行业份额第一，目前有44个授权IP、1个自有IP，2022年收入规模超过40亿、经营利润率45%，发展势头强劲；2) 泡泡玛特的IP创作和运营能力较强，2024年5月推出了收藏向卡牌，市场反馈良好；3) 姚记科技、华立科技均代理销售了海外的知名卡牌，如宝可梦等，卡牌业务成为公司的新增长点；4) 奥飞娱乐自有IP的粉丝基础庞大，IP产品变现潜力大。

投资建议：中国卡牌行业未来成长空间大，头部IP潮玩公司有望抓住行业机遇。1) 从行业层面来看，中国卡牌行业近年快速兴起、用户基数庞大、Z时代用户较多，未来随着TCG用户渗透率的增长和Z世代用户收入的提升，TCG卡牌行业有望迎来量价双增。2) 从公司层面看，中国TCG行业的头部公司目前以代理海外知名产品为主，但中国本土文化底蕴深厚、动画产业作品较多，有望推出自有IP卡牌。推荐IP创作、运营、销售能力较强的泡泡玛特，销售渠道较为完善的姚记科技，以及IP粉丝基础庞大的奥飞娱乐。

风险提示：监管政策风险；宏观经济波动风险；利润不达预期风险；商誉及资产损失计提风险等。

- [01] TCG集娱乐、策略、社交、收藏于一体，商业潜力较大
- [02] 海外市场：TCG为日本玩具市场第一大品类
- [03] 中国TCG行业：快速成长的蓝海市场
- [04] 国内公司IP储备丰富，卡牌市场增长潜力浮现
- [05] 投资建议

1. TCG集娱乐、策略、社交、收藏于一体， 商业潜力较大

1.1 集换式卡牌是一种以收集和交换卡牌为核心的游戏形式

集换式卡牌是一种以收集和交换卡牌为核心的游戏形式，主要分为竞技、娱乐、收藏三类。在这种游戏中，玩家会收集不同的卡牌，并将它们组合成卡组进行对战。集换式卡牌主要分为竞技、娱乐和收藏三类，目前世界上公认的三大卡牌分别是万智牌、宝可梦PTCG和游戏王YGO。2020年起中国卡牌市场也迅速崛起，市面上较为流行的卡牌主要有奥特曼卡、小马宝莉卡等。

图：万智牌



图：宝可梦卡



图：游戏王卡



图：奥特曼卡



图：小马宝莉卡



1.1 集换式卡牌集游戏性、社交性、收藏性于一体

集换式卡牌是集游戏娱乐、智力策略、社交互动、文化收藏于一体的综合性产品。目前市面上的集换式卡牌主要有以下几个特征：1) 集换体系：与扑克牌之类的非集换式卡牌不同，集换式卡牌的玩家可以通过购买补充包来获得自己想要的卡牌。2) 益智策略：玩家需要根据自己的卡组和对面的情况来制定合适的战术和策略。每张卡牌都有自己的效果和限制，玩家需要考虑如何有效地利用卡牌的效果来达到自己的目标，同时也需要注意避免对手的干扰和反制。3) IP驱动：集换卡牌通常是根据某个知名的动漫、电影、游戏等 IP 进行设计和开发的，这样可以借助 IP 的影响力和忠实度来吸引玩家和消费者。4) 收藏价值：集换式卡牌的部分卡片十分稀有，部分玩家不管是为了游戏本身还是收藏爱好，会在二级市场用较高的价格购买特定的卡片。

图：集换式卡牌的特征

集换式卡牌大多与知名IP绑定，可以根据IP影响力吸引玩家，也可以让玩家更多地与IP产生互动



部分卡片十分稀有，二级市场交易价格较高



抽卡的过程与抽盲盒类似



玩家可以购买补充包获得自己想要的卡牌

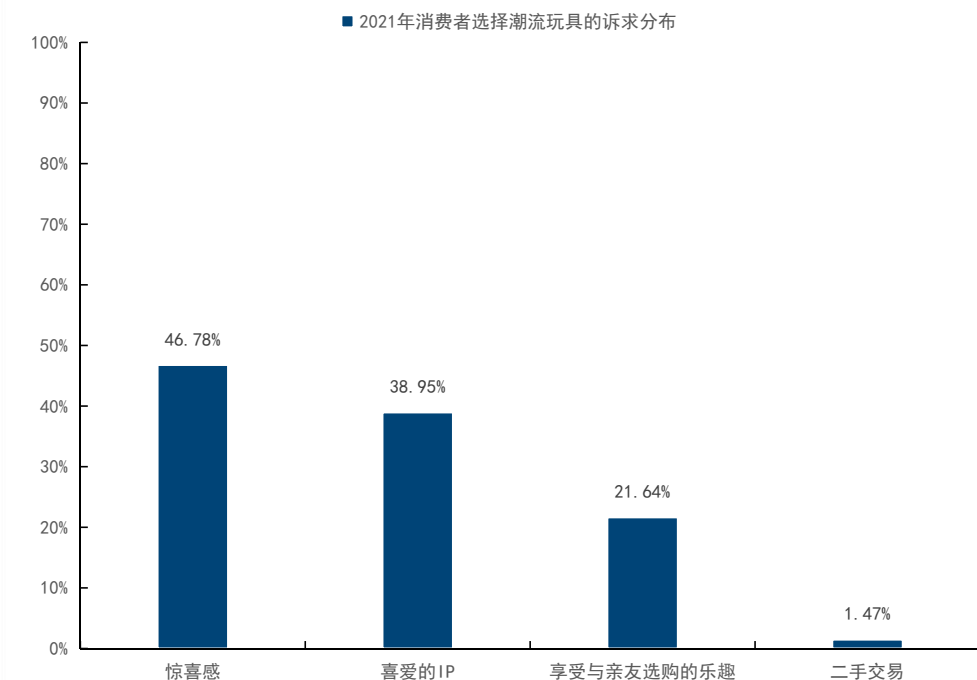


玩家需要组合一定的卡组与对手进行对战

1.1 集换式卡牌玩法多样，蕴含较大的商业价值

卡牌，除了对战收藏带来的乐趣外，还蕴含着巨大的收藏和商业价值。以三大TCG（Trading card game，集换式卡牌）之一的宝可梦卡牌为例，据统计该产品贡献了“宝可梦”这一世界第一IP每年超过十分之一的收入，仅次于其他周边和游戏收入，甚至大幅超越了其漫画与动画。在较为成熟的海外二级市场，一张稀有卡牌的价格最高甚至可达百万人民币。现如今，这股TCG风潮开始在中国市场蔓延开来，游戏王、宝可梦、航海王、数码宝贝等知名卡牌游戏先后推出简体中文版本，争相抢国内市场，国内斗罗大陆、秦时明月、仙剑奇侠传，乃至LPL电竞联赛等知名IP也陆续推出自己的卡牌产品。一时间，中国卡牌市场暗流涌动，并借助潮玩、直播等渠道极力抬升热度和影响力。

图：中国消费者选择潮流玩具的诉求分布



资料：中国社科院，国信证券经济研究所整理

图：哔哩哔哩拆卡视频上线1.5个月播放量超过100万



资料：哔哩哔哩，国信证券经济研究所整理

图：抖音拆卡视频1个月点赞接近20万



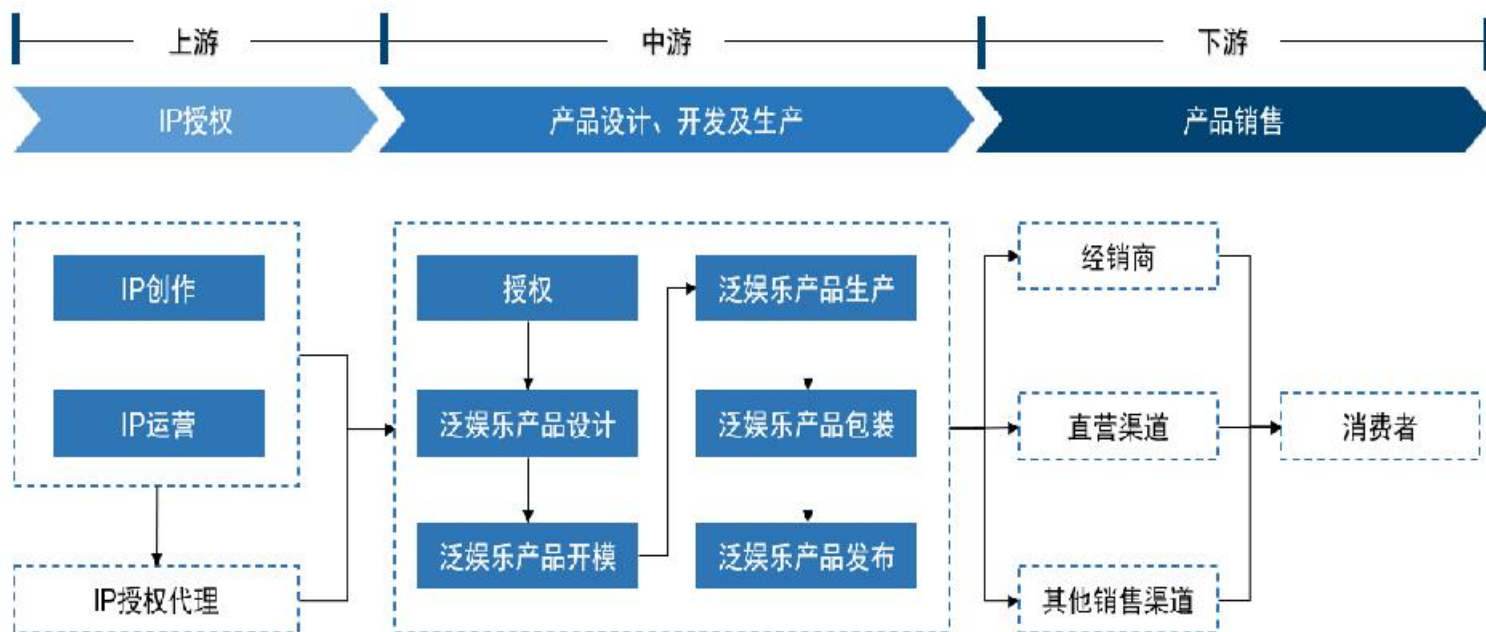
资料：抖音，国信证券经济研究所整理

1.2 IP为卡牌的核心，卡牌行业的IP授权和IP产品销售环节附加值较高

从产业链来看，卡牌产业链的上游主要为IP创作和运营；中游为产品的设计、开发、生产；而下游为产品的销售。其中，上游的IP授权运营与下游的产品宣传销售为附加值较高的环节。

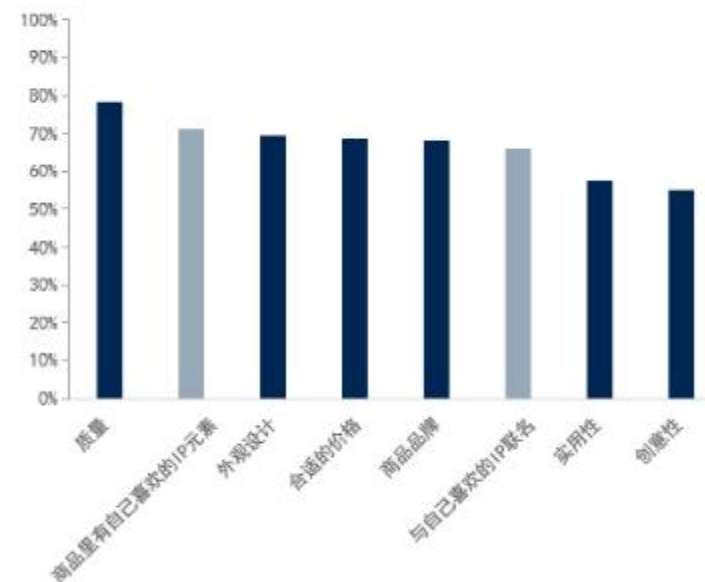
近年，IP逐渐成为消费者决策的主要决策因素，IP的授权和IP商品销售环节具备较大的商业潜力。据《阿里鱼消费品与营销项目授权报告2024》，IP在用户心中的消费决策地位正越来越高，超过七成用户会在挑选商品时考虑IP元素，愿意为IP带来的高溢价买单。而卡牌的成本较低、产业链基础完善、具有游戏和社交属性，IP商品尤其是IP卡牌有巨大的商业潜力。

图：卡牌产业链



资料：卡游招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：消费者购买商品的影响因素



资料：阿里鱼，国信证券经济研究所整理

1.3 典型卡牌之宝可梦卡：60张卡进行对战的游戏

宝可梦卡牌是由60张卡组成的“卡组”进行对战的游戏，共分为宝可梦卡、训练家卡和能量卡三种。宝可梦卡分为基础和特殊两种类型，基础卡和特殊卡上标注了宝可梦的类型、招式、HP值、属性等，均可进行“进化”；训练家卡可以在玩家对战中起到助力的作用，一张宝可梦卡可以搭载一张训练家卡；能量卡是用于附在宝可梦卡上的卡，使出招式和撤退都需要对应属性的能量卡。在对战中，玩家需要使用自己手中的宝可梦供给对手的宝可梦，将HP削减至0使其陷入“昏厥”，以此获得奖赏卡。

图：宝可梦卡牌参数介绍



图：宝可梦卡进化



图：宝可梦训练家卡



图：宝可梦能量卡



1.3 典型卡牌之奥特曼卡：对战类玩法&收藏价值

奥特曼IP是1966年起推出的科幻题材特摄系列作品，是爆火了57年的现象级IP。2018年卡游获得奥特曼IP集换式卡牌和文具授权，基于50多个奥特英雄的角色，推出274个集换式卡牌系列和28个文具系列。奥特曼卡牌的玩法与宝可梦较为类似，都会标着不同卡片的攻击力和防御力，可以根据不同的攻击或防御数值的换算进行对战。

奥特曼卡片可分为R, SR, SSR, PR, UR, HR, CP, LGP, SP, GP SR SSR的等级。稀有程度最高的为UR，其中SSR是特级稀有的卡片，越是稀有的卡牌可以在二手平台上交易的价格越高，“收藏价值”就越高。

图：奥特曼卡牌



资料：英子游戏汇，国信证券经济研究所整理

图：奥特曼全套卡牌二手交易平台定价



包邮 卡游奥特曼【金沙欧布sp】九宫格 陪儿子玩卡
几乎全新 | 卡游

¥16.65万 65人想要



百分百好评



包邮 奥特曼荣耀1弹-12弹
HR大全套! 全新自拆! 套
全新 | 卡游 | 10cm以下

¥12万 32人想要



百分百好评

资料：闲鱼，国信证券经济研究所整理

1.3 典型卡牌之小马宝莉卡：玩法类似抽盲盒，收藏价值较高

“小马宝莉”最初是美国玩具公司孩之宝推出的一款玩具，随着系列动画片《小马宝莉》的成功，成为一个家喻户晓的卡通IP。2020年，卡游动漫宣布获得授权，推出小马宝莉系列卡牌。

小马宝莉卡的玩法类似抽盲盒，小马宝莉卡有“R”“SR”“SSR”等诸多类型，分别对应着稀有、超稀有和特级超稀有，越稀有的卡牌越“值钱”，根据卡牌工艺分为R、SR、SSR、LGR、USR、GP、XR等二十多个等级。玩家为了抽到最为稀有的卡片，常常会持续购买，难以自拔。这种分类不仅增加了收集的难度和挑战性，同时也提升了稀有卡片的价值，如小马宝莉卡热门卡片二手流通价可达数百元到数千元。

图：小马宝莉部分卡牌价位



图：小马宝莉稀有卡SGR紫悦007在二手交易平台上售价数万元



2. 海外市场：TCG为日本玩具市场第一大品类

2.1 发展历程：TCG行业1993年起源于美国，90年代末兴起于日本

集换式卡牌1993年起源于美国，90年代末在日本兴起，之后成为席卷全球的一种潮流文化。1) 1993-1995年，TCG行业萌芽：集换式卡牌（TCG）的前身是1993年美国数学家理查德·加菲尔德设计的万智牌，当时由威世智公司发行，这种游戏之外的讨论与社交很快帮助万智牌在全世界取得了口碑和商业的双丰收。2) 1996-2008年，TCG行业进入快速成长阶段：看到这种商业模式的潜力后，其他公司也纷纷推出自己的卡牌，其中影响力最大的是1996年推出的宝可梦卡牌和1999年推出的游戏王卡牌，玩法也更为丰富。1997年起宝可梦开始举办世界锦标赛、2003年起游戏王开始举办世界联赛，推动卡牌游戏的热度持续攀升。3) 2009年-2018年，海外TCG赛事使卡牌热度维持高位、国内的TCG行业起步：欧美的TCG多根植于西方魔幻传说，而日本则更多源于动漫作品，文化属性和国际赛事使得卡牌在海外的热度持续攀升。2009年开始国内公司也基于中国历史和武侠文化开发TCG，如2009年发行的《三国智》、2011年发行的《论剑》、2014年发行的《三国杀》等等。4) 2018年至今，国内卡牌迎来快速发展期：2018年起，奥特曼、宝可梦、小马宝莉卡等进入中国市场，随着IP消费的崛起，国内卡牌行业快速成长，目前中国已成为除了美国、日本之外，全球最大的卡牌市场。

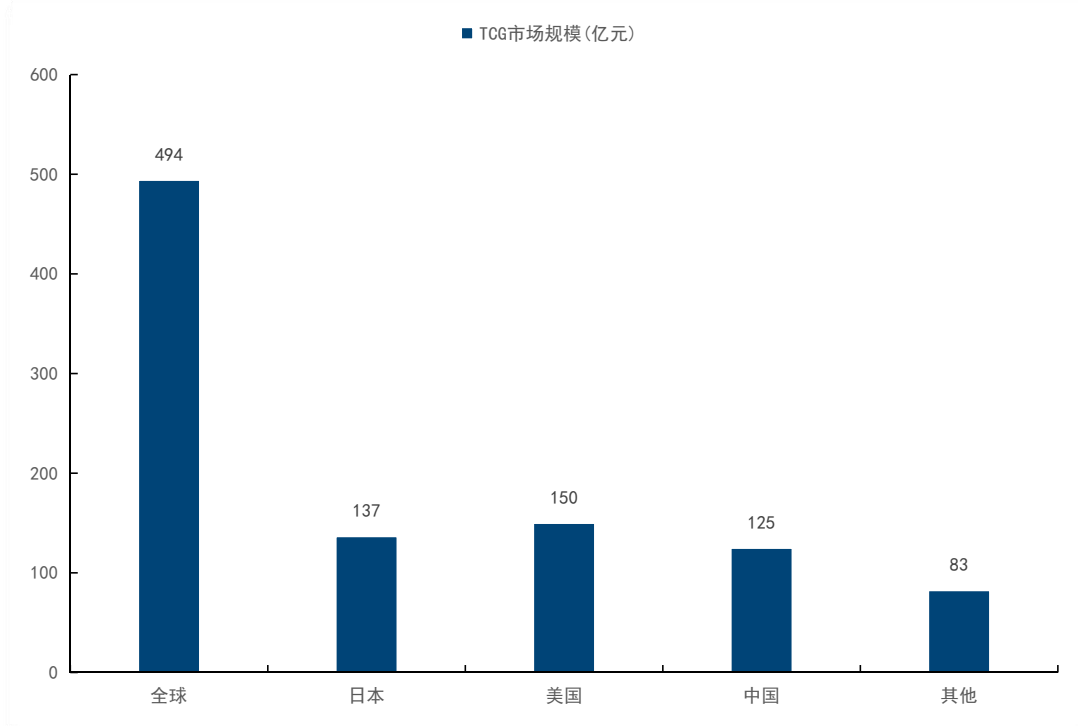
图：卡牌行业发展历程图



2.2 全球TCG行业规模接近500亿元，中美日为前三大市场

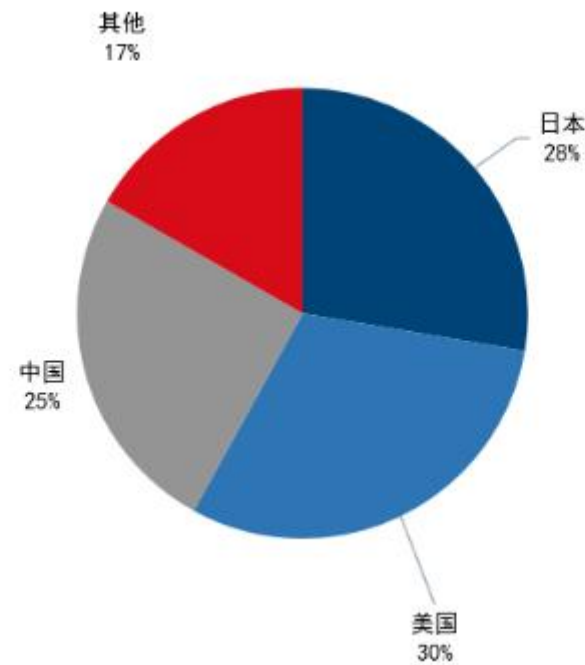
全球TCG行业规模接近500亿，美国、日本、中国为前三大市场。2023年全球TCG行业的市场规模约为70亿美元（约合人民币494亿元），其中美国的TCG市场规模约为21亿美元（约合人民币150亿元）为全球第一大TCG消费国，在全球份额为30%；日本、中国次之，市场规模分别为137、125亿元，份额分别为28%、25%，近年成长速度均十分迅猛。

图：2023年全球及中美日TCG市场规模



资料：research and markets、日本玩具协会、灼识咨询，国信证券经济研究所整理

图：2023年中美日三国在TCG全球市场的份额



资料：research and markets、日本玩具协会、灼识咨询，国信证券经济研究所整理

2.3 卡牌为日本玩具行业第一大品类，近年维持快速增长

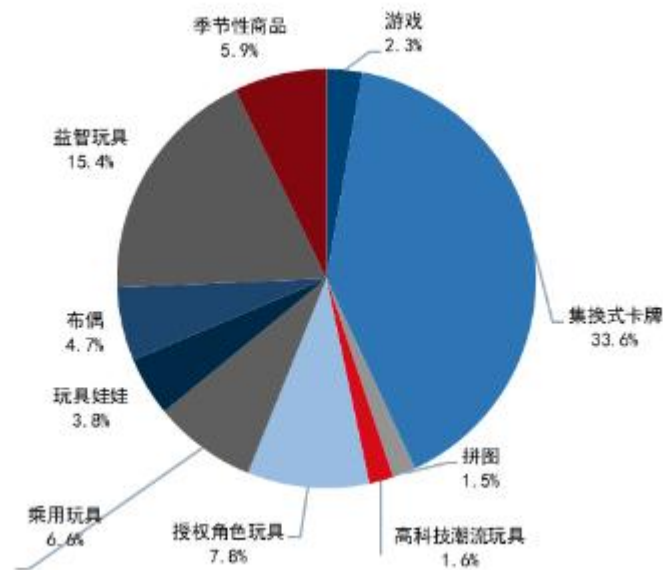
卡牌为日本玩具行业第一大品类，近五年年均复合增速21%。日本卡牌行业2023年的市场规模为2774.3亿日元（约合人民币129亿元），近五年年均复合增速20.6%。从份额上来看，2023年集换式卡牌在日本玩具市场的份额为33.6%，已成为第一大品类。

图：卡牌行业市场规模（单位：亿日元）



资料：日本玩具协会，国信证券经济研究所整理

图：2023年日本玩具行业十大品类份额



资料：日本玩具协会，国信证券经济研究所整理

2.3 日本卡牌行业的头部企业主要有五家

根据Cardbox日本TCG综合销量榜，宝可梦、科乐美（Konami）、多美、万代、武士道（Bushiroad）等公司的卡牌销量始终位于行业前列。其中，宝可梦、游戏王卡牌始终位居日本最受欢迎的卡牌前三名。

表：2023年12月日本TCG行业综合销量榜单前十

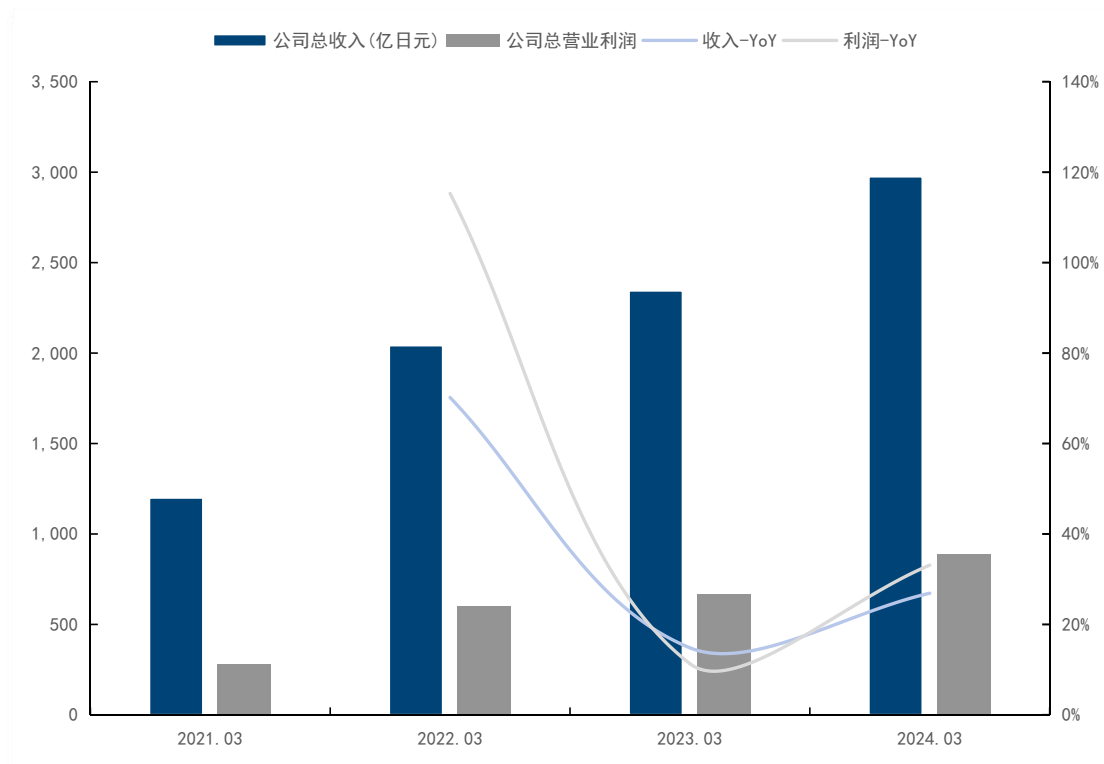
排名	卡牌系列	厂商
1	宝可梦PTCG	宝可梦
2	游戏王OCG	科乐美
3	决斗大师DM	多美
4	海贼王OPCG	万代
5	黑白双翼WS	武士道
6	游戏王RUSH DUEL	科乐美
7	Battle Spirits	万代
8	影之诗SW	武士道
9	万智牌MTG	威世智
10	UNION ARENA	万代

2.4 头部公司之宝可梦：卡牌全球出货量累计超过600亿张

宝可梦公司是由任天堂、GAME FREAK与Creatures三家公司合资创立的宝可梦品牌公司，主要负责授权与贩售宝可梦系列的相关商品，如宝可梦游戏软件、集换式卡牌游戏、动画与电影等等。目前，日本有近1200家宝可梦卡道馆，每年举办约17万场活动；除此之外，宝可梦从1997年起每年8月就举办世界锦标赛，持续提高宝可梦卡牌的影响力和热度。近年来宝可梦卡牌的销量呈加速上升的趋势，截至2024年3月，宝可梦系列卡牌累计出货量超过648亿张，在全球93个地区以15种不同的语言发售。

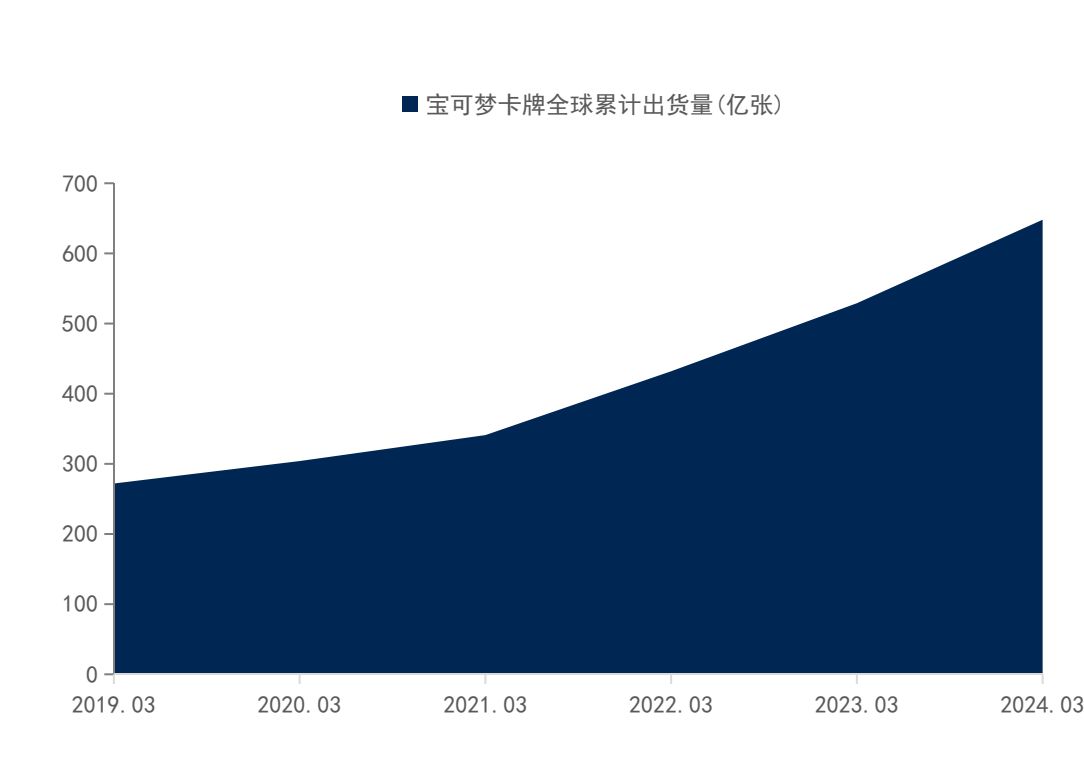
宝可梦IP具有巨大的商业价值，2024财年宝可梦公司的总销售额为2975.8亿日元（约合人民币146亿元），21-24财年CAGR为35.3%；总营业利润为886.9亿日元（约合人民币43亿元），21-24财年CAGR为47.2%。

图：宝可梦卡牌销售量变化趋势



资料：宝可梦官网，国信证券经济研究所整理

图：宝可梦公司销售收入及营业利润变化趋势



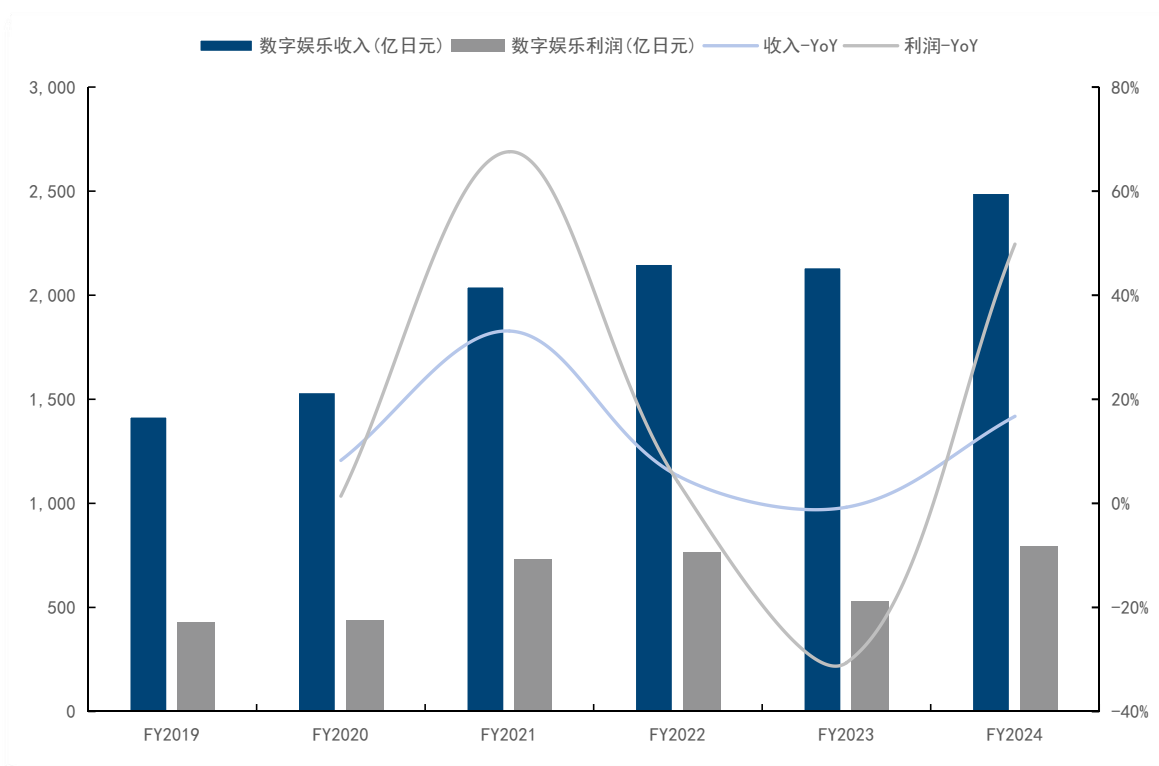
资料：宝可梦官网，国信证券经济研究所整理

2.4 头部公司之科乐美：《游戏王》系列卡牌全球销量超350亿张

Konami 创立于1969年，以制作小型电器、游戏机起家，1978年推出街机作品《方块游戏》转型软件开发商，是日本最具影响力的游戏软件商之一。1999年开始 Konami 开展卡牌业务，代表作主要为《游戏王》系列。2003年起，公司举办“游戏王全球锦标赛”并持续丰富卡片，赛事和新玩法推动《游戏王》卡牌热度持续攀升，截至2022年《游戏王》卡牌的全球销量预计超过350亿张。

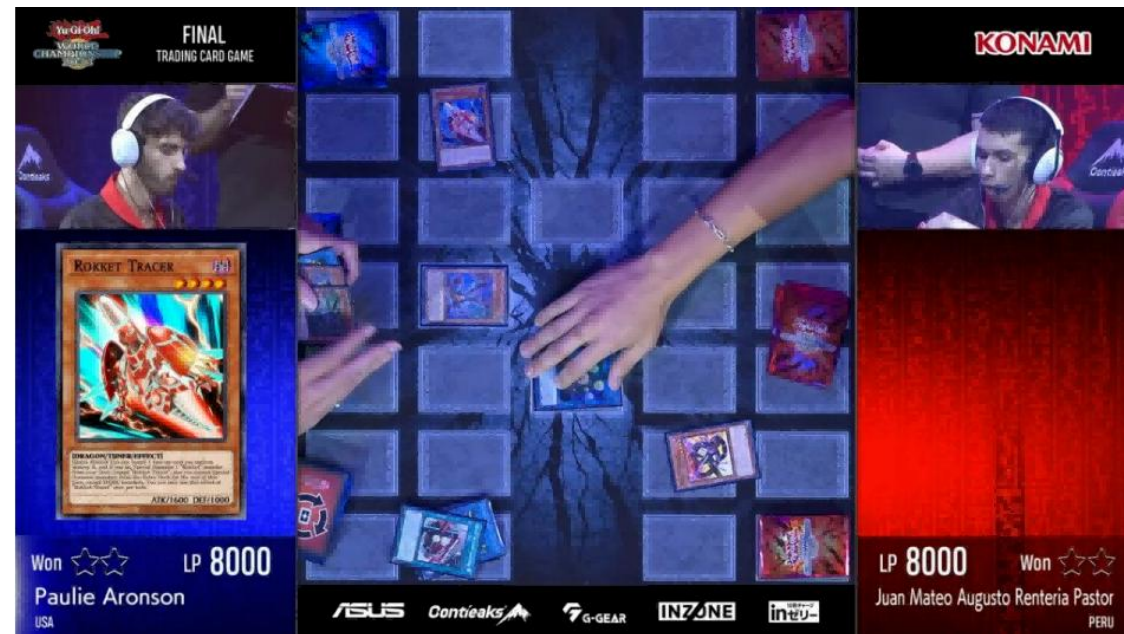
从财务表现来看，Konami 的数字娱乐业务2024财年的收入规模为2491亿日元（约合人民币122亿元），19-24财年CAGR为11.9%；利润规模为794亿日元（约合人民币39亿元），19-24财年CAGR为12.9%；净利率维持在25%~32%之间。

图：Konami数字娱乐业务（含TCG）收入和利润变化（单位：亿日元、%）



资料：Konami 官网，国信证券经济研究所整理

图：Konami2023年世界锦标赛



资料：三文娱，国信证券经济研究所整理

2.4 头部公司之万代：拥有多个头部IP，卡牌助力玩具业务增长



万代南梦宫（7832.T）为日本最大综合娱乐性公司（旗下包括高达、七龙珠、奥特曼等），南梦宫为游戏开发商（旗下包括吃豆人、铁拳等）。2006年两家公司合并，万代南梦宫成立，业务领域涵盖玩具、互联网娱乐、主机游戏、街机游戏、游乐设施、电影、音乐等。万代南梦宫旗下有丰富的IP矩阵，大部分知名IP均有卡牌产品，较为知名的有《航海王》卡牌和《奥特曼》卡牌。

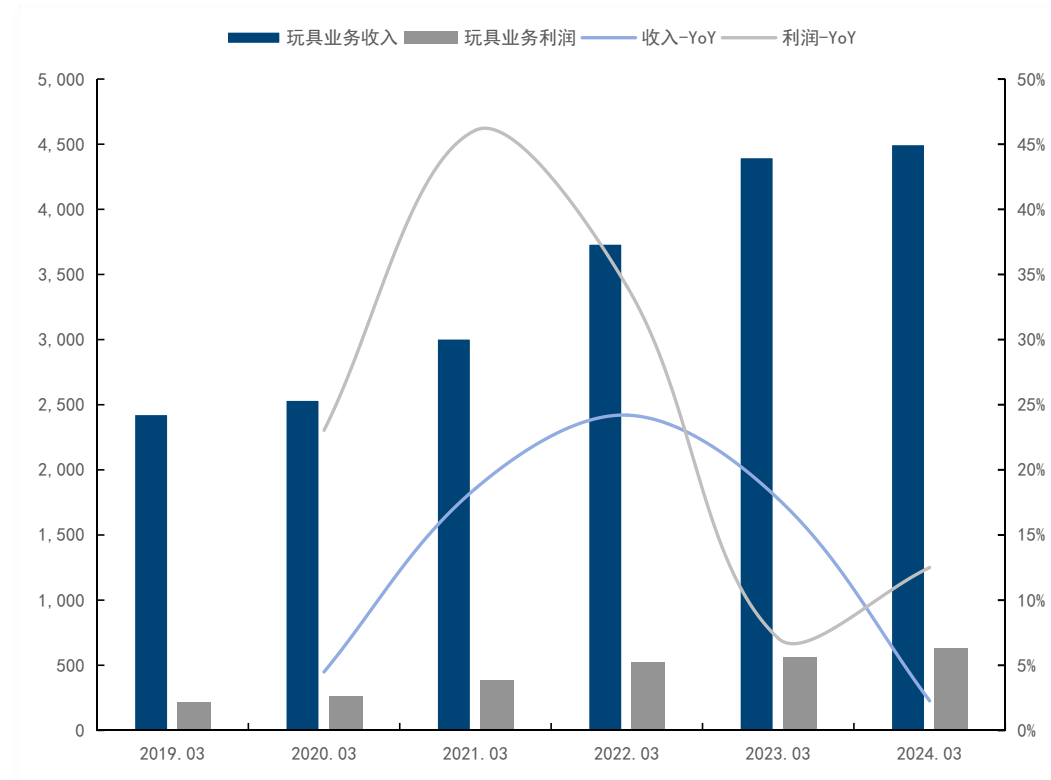
从财务表现来看，2024财年万代南梦宫玩具业务（含TCG卡牌）的收入为4500亿日元（约合人民币211.5亿元），19-24财年CAGR 13.1%；利润为630亿元（约合人民币29.6亿元），19-24财年CAGR 23.8%。分IP来看，2024财高达/航海王/假面骑士/龙珠/奥特曼的收入分别为605/319/230/225/92亿日元，主要的产品为集换式卡牌、玩具、手办等，主要在日本、中国和美国销售。

表：万代南梦宫卡牌业务主要产品介绍

IP名称	简介	价格
高达	1979年推出IP，1999年推出首款TCG。高达的TCG在全球范围内销售，覆盖了多个地区，包括亚洲、美洲、欧洲、澳洲等地，这些地区的销售贡献了高达TCG的大部分收入。	47~149/组（20袋60张）
航海王	1997年推出IP，2022年推出TCG。日本是航海王TCG的主要销售地区。	240~580元/组（24包6张）
假面骑士	1971年推出IP，2013年推出TCG。	50~60元/组（30包6张）
龙珠	1984年推出IP，2017年推出TCG。销售地区有美国、加拿大、澳大利亚、中国和日本等。	125~370元/组（24包6张）
奥特曼	1966年推出IP，2011年推出TCG。销售地区主要涵盖了日本、北美、中国以及东南亚等国家及地区。在中国主要有卡游、华立科技销售奥特曼TCG。	25~32元/组（36包6张）

资料：万代官网、万代天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

图：万代南梦宫收入和利润



资料：万代官网，国信证券经济研究所整理

2.4 头部公司之武士道：投资动画并推出独家卡牌，用户忠诚度高



株式会社武士道（英文名Bushiroad）创立于2007年，是日本一家主要从事卡片游戏、交换卡片、游戏软件以及角色周边商品的企业。武士道惯用的方法与万代、多美等不同，他们将TCG包装成ACG周边概念，通过向动画投资，获取该系列TCG周边的发行授权。因此只要成功推广，便能收获大量忠诚度极高的玩家。

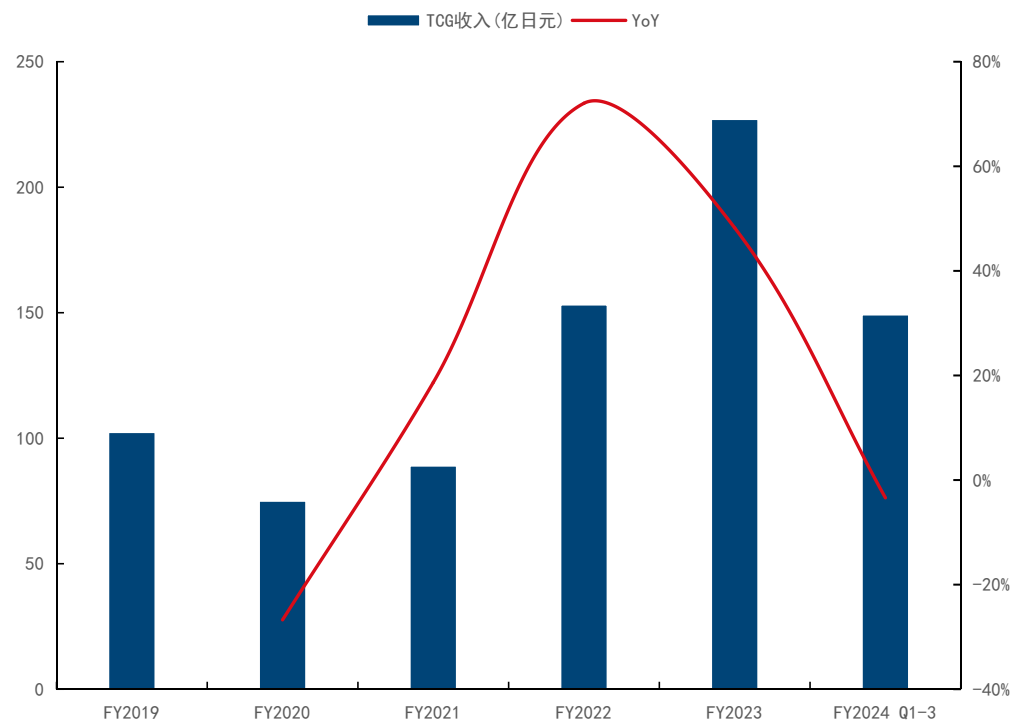
从财务表现来看，2023财年武士道TCG业务的收入为227.2亿日元（约合人民币11.1亿元），19-23财年CAGR为22.0%。在武士道公司的整体收入中，TCG业务的占比在35%~50%左右。

表：武士道主要卡牌产品介绍

IP名称	简介	价格
黑白双翼	《黑白双翼》（英文：Weiss Schwarz）是以动漫游戏角色为主题的卡片对战游戏负责市场上全部热门主流的系列，青年向。玩家可以享受操控人气角色在舞台上对决的乐趣。WS自2008年3月开始发售，目前在世界38个国家中发售日文版和英文版。卡牌里面的角色均是各种日本知名动漫和游戏角色，IP数超过80个。WS在宣传初期投入了大量的资源，据木谷本人回忆，早期《黑白卡片大战》在年间销售额不足2亿的情况下，单是广告投入就超过了2亿日元。	218~400元/组 (30包6张)
卡片战斗先导者	《卡片战斗!! 先导者》（英文：Cardfight!! Vanguard）是武士道于2011年2月起发售的集换式卡牌游戏，发售仅一年就取得了TCG市场销售额第3名的成绩，此后成为武士道TCG业务支柱之一。如今，《卡片战斗!! 先导者》累计销售卡片超过20亿张，在日本国内国外都有着极高人气。该游戏先后被译为英语、意大利语、泰语、韩语等，销往海外61个国家，目前也正在制作中文版。	95~276元/组 (12包8张)
未来卡片战斗伙伴	《未来卡片 战斗伙伴》（日文名：フューチャーカード バディファイト，英文名：Future Card Buddyfight，简称BF）自2014年1月起发售，目前被译成英语、泰语、中文在全世界42个国家发售。	230~300元/组 (30包6张)

资料：Bushiroad官网，国信证券经济研究所整理

图：武士道TCG收入与变化情况



资料：Bushiroad官网，国信证券经济研究所整理

2.4 头部公司之多美：卡牌助力公司实现品牌年轻化

多美公司成立于1953年，以设计和生产高端玩具起家。2006年多美收购竞争对手TAKARA公司，成为了今日的TAKARA TOMY。多美的业务范围主要涵盖手办、动漫周边、卡牌、儿童玩具等等。多美的卡牌业务从2000年左右开始，主要包括对战卡和高端收藏卡，产品主要有《决斗大师》《WIXOSS》等。

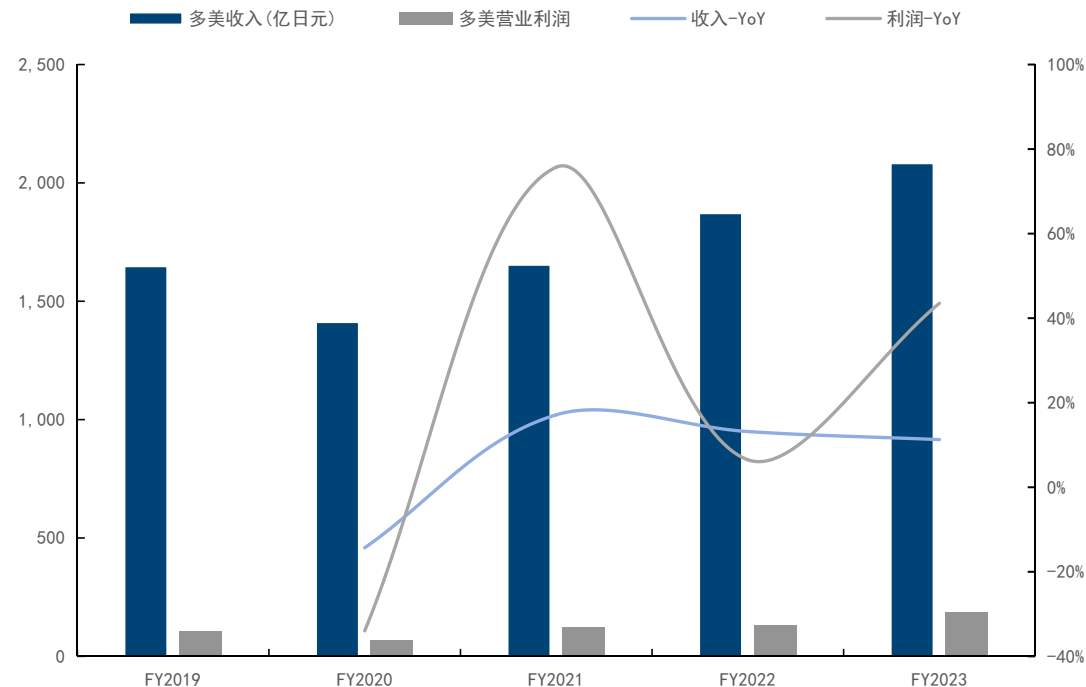
从财务表现来看，2023财年多美公司的收入为2083亿日元（约合人民币102.0亿元），19-23年CAGR为6%；营业利润为188亿日元（约合人民币9.2亿元），19-23年CAGR为15.4%。卡牌业务为多美整体增收增益，如《决斗大师》卡牌游戏满20周年时，多美更新了电视动画并推出了新的卡组，维持了《决斗大师》卡牌的高热度。此外，卡牌的社交属性也为多美带来了更多中轻度的青年客户，实现了整体品牌的年轻化。

图：《决斗大师》卡牌



资料：多美官网，国信证券经济研究所整理

图：多美公司收入、营业利润与变化情况



资料：多美官网，国信证券经济研究所整理

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/118054124142006120>