

一包卡牌卖1.7元,一年赚逾44亿元

# 卡游这张“牌”还能打多久

羊城晚报记者 莫谨榕



在浙江卡游动漫有限公司(下称“卡游”)的生产基地里,每年有数以亿计的卡牌从全流程自动化生产线上产出,这些印有奥特曼、小马宝莉、哪吒等IP形象的卡片,以1.70元/包的价格在全国各大终端门店和直播间里热销。这张小小的卡片不仅撬动了卡游年超百亿元的营收,还有望催生“集换式卡牌第一股”。

作为国内集换式卡行业的龙头,卡游日前再次向港股递交招股书,计划募资用于扩大生产和IP运营等。这家被称为“小孩收割机”的公司,去年经调整净利润达到44.66亿元,综合毛利率高达67.3%,甚至超越泡泡玛特。解码卡游招股说明书,我们或能在暴利和争议背后重新审视“一张卡”的商业价值。



## 1 超七成毛利率“暴利收割”小学生

大关。

从去年1月首次递交港股IPO申请未果后,时隔一年多后,卡游再次对港股IPO发起冲击。此次,摩根士丹利、中金公司和摩根大通依旧担任联席保荐人。

集换式卡牌指具有特定主题的实体卡,可供消费者收藏、交换或畅玩,为消费者提供娱乐、认知发展及社交互动方面的体验。卡游是集换式卡牌领域的龙头企业,据招股说明书,2024年卡游迎来收入的爆发式增长,从2023年的26.62亿元大幅增加至100.57亿元,突破百亿

为3.21亿元和10.23亿元。而文具则贡献了5.13亿元营收。

卡牌“低成本+高溢价”的特点直接催生了“IP印钞机”的高额利润。招股说明书显示,集换式卡牌的毛利率常年保持稳定并且高得惊人。2024年公司整体毛利率为67.3%,其中卡牌毛利率高达71.3%,2022年及2023年也在七成上下。与卡牌形成鲜明对比的是,人偶和文具的毛利率较低,2024年的毛利分别为41.80%和39.40%。

从上述数据不难算出一笔账:2024年,卡游集换式卡牌的

平均售价为1.7元,按照毛利率71.3%计算,一包1.7元的卡牌就能产生约1.21元的毛利,而剩下的0.49元花在哪里呢?从中山公司研报中对卡游的成本结构分析来看,版权费(IP)占16%—18%,而直接材料成本约为六成。以此数据估算,一包卡牌的成本中仅有约3毛钱用于纸张、油墨等直接材料,约7—9分钱用于IP版权费。值得一提的是,随着卡游不断引进先进生产设备及工艺,同时受益于规模经济,其直接材料成本占比还在不断下降。

2

## 头部IP带动卡游业绩“起飞”

招股书引用的数据显示,卡游在集换式卡牌的市占率高达71.1%,位列行业第一,卡游的护城河来自哪里?

丰富的IP矩阵和运营能力无疑是第一道也是最重要的护城河。数据显示,截至2024年12月31日,卡游的IP矩阵已有70个IP,包括69个授权IP及一个自有IP。卡游IP矩阵数量连年提升,从2022年末的30个增加至2023年末的37个,其后增加至70个。

同时,卡游高度依赖头部IP,各年度来自五大IP主题产品分别占同期总收入的98.4%、89.9%及86.1%。这也意味着,包括奥特曼、小马宝莉、叶罗丽、卡游三国、斗罗大陆动画、蛋仔派对、火影忍者、咒术回战、名侦探柯南及哈利波特等在内的名IP几乎决定了卡游的业绩走向。比如,卡游自2018年起取得奥特曼IP授权起至2024年12月31日,基于50多个奥特曼英雄角色推出共计320个集换式卡牌系列及42个文具系列,这也是带动卡游业绩“起飞”的主要IP,在2022年和2023年奥特曼IP为卡游贡献了绝大部分收入。

在IP矩阵之外,卡游深谙卡牌的收藏价值、娱乐属性和社交功能,通过不断强化IP运营让这笔生意常做常新。

首先,卡牌深谙“稀缺即价值”的商业逻辑。

玩家通过购买补充卡包或二手交易获得所需卡牌。

其中,稀有卡具有高收藏性,

厂家会推出一些限量版或特殊版的卡牌,例如银色、金色、

闪光等不同材质或者图案的卡牌,让消费者为喜爱或珍视卡牌的溢价付费。

此外,部分卡牌还有竞技和社交功能。玩家可以构建自己的卡组,与其他玩家进行策略对战。玩家可通过参与各类卡牌活动或赛事结识志同道合的朋友。例如,卡游自2020年开始运营英雄对决活动。

除了IP外,卡游的另一道护城河来自渠道端。数据显示,卡游的主要销售渠道是经销渠道,即经销商、KA合作伙伴及卡游中心。2024年经销渠道收入占总收入的92.5%,其中经销商渠道收入占约八成。这些经销商下沉至校边文具店、小卖部,精准触达小学生群体,是卡游的产品精准“收割小学生”的重要途径。

3

## 未来高额毛利率或难以维继

尽管卡牌市场存在争议,但这一产业在全球已具有相当规模,并且发展前景广阔。近年来,中国泛娱乐产品市场呈现爆发式增长态势。灼识咨询数据显示,2017年至2022年,中国泛娱乐产品市场规模从584亿元跃升至1297亿元,复合年增长率达17.3%。随着衍生品市场的持续扩容,2027年市场规模有望突破2304亿元。在泛娱乐产品中,泛娱乐玩具是规模最大的品类,占了市场规模的半壁江山。其中,集换式卡牌成为最具成长性的赛道。数据显示,2017—2022年卡牌市场规模年复合增长率高达78.4%。

卡牌产业的爆发绝非偶然。中国早期IP市场主要依赖进口IP授权,但近年自研IP市场份额已逐步提升。尤其是国产动画片和游戏行业经过多年积累,已经孕育出众多有影响力的IP,为卡牌增长奠定供给端的基础。

而在消费端,近年来中国泛二次元用户增长势头强劲。东莞证券研报统计显示,泛二次元用户人数2017—2021年复合增长率达10.5%,预计到2026年将突破5亿大关。这些泛二次元用户主要集中在18至34岁,以

学生和白领为主,他们注重线上社交和分享,崇尚兴趣多元有个性,重视精神体验,同时更愿意为情绪价值付费。

根据《2024Z世代新兴趣报告》,Z世代年轻人在消费时更加重视情感价值,平均每月的兴趣花费为1645元。随着消费群体的扩大,卡牌、潮玩等产业有望激发更多的消费潜力。

蛋糕越做越大,分羹者越来越多。伴随参与方逐渐增加及海外卡牌公司布局加速,卡牌行业市场竞争进一步加剧,卡游的龙头位置不断面临冲击。卡牌行业对IP具有较强依赖性,众多入局者对于授权IP的竞争激烈,可能导致高额毛利率难以维继。卡游也在招股说明书中表示:“我们面临与IP授权相关的风险。如果我们未能以有利条款取得、维持或重续IP授权安排,或我们的IP合作伙伴未能维持及保护其IP,我们的业务、财务状况及经营业绩可能会受到重大不利影响。”

为突破发展瓶颈,卡游于2023年4月正式推出首个原创IP《卡游三国》。但值得注意的是,卡游现存IP矩阵中,仅有1个自有IP,其余均是授权IP。业绩

高度依赖非独家授权IP,前五大外部IP贡献了绝大部分的营收,这种失衡将使卡游不得不面临授权到期、续约成本上升等挑战,自主研发战略推进迟缓,也为后续维持高毛利率埋下不确定性风险。

政策与合规风险也伴随着卡牌行业。关于“孩子集卡成瘾”“诱导未成年人消费”等争议在社交媒体屡见不鲜,部分家长担忧,集换式卡牌收藏和社交属性容易诱导未成年人沉迷,催生非理性消费行为。日前,国家出台了《盲盒经营行为规范指引》,禁止向8岁以下儿童销售盲盒。卡游绝大部分的集换式卡牌、其他玩具及文具均是以盲盒销售,面对庞大的经销商群体,卡游招股书中所列的消费者保护措施实际落地效果仍有待观察。卡游也在招股书中表示,泛娱乐产品行业监管法律法规的变动有可能对行业带来重要影响。

小小卡片创造百亿造富神话,折射出中国消费市场庞大的想象空间。然而,要在资本市场讲好故事,卡游不能仅仅满足于做一个IP的搬运工,更要打好中国文化这张“牌”,在中国文化故事的深度挖掘与创新发展中寻找新的增长点。

2025年5月7日/星期三/经济新闻部主编/责编 周寿光 / 美编 湛晓萱 / 校对 刘媛元

行业首创!重塑电竞观赛体验

# 首个电竞AI智能体上线虎牙“传奇杯”

文/陈旭泽 图/受访者提供



“虎小Ai”在选人大会环节提供决策分析



## 电竞垂直领域模型“虎小Ai”引领内容生态革新

当前,我们在内容生产的时效性与准确性上有显著提升。例如“传奇杯”的BP分析和预测能做到1秒内响应,全程与直播画面同步,这在业内也是首创。”

“虎小Ai”并非简单的工具型AI,而是我们深耕电竞赛事领域,长期积累和AI结合的结果。”虎牙相关负责人表示,“与通用型AI不同,‘虎小Ai’专门针对电竞场景进行训练,整合了大量赛事数据、英雄属性、玩家行为标签及用户喜好标签,实现了电竞场景下的专业化理解力。此

外,待相关产品功能成熟后,将逐步推广至更多游戏品类,并从专业电竞赛事延伸至主播日常直播领域,虚拟形象+语音解说也在产品计划之中。

业内人士表示,虎牙此次技术突破源于其对游戏与电竞市场的长期深耕,其AI生态的构建不仅为平台建立技术护城河,更为整个游戏直播行业的可持续发展探索出创新路径。在AI深度赋能的趋势下,虎牙仍将继续领跑游戏直播的“技术+内容”双赛道竞争。



“虎小Ai”在BP环节提供预测分析

## 2 AI解说+趣味复盘 打造沉浸式观赛体验

“AIW这波远古龙团直接白给!AIW水晶炸得比某些人退游戏还快!恭喜OP完成史诗翻盘,AIW教练组今晚通宵写检讨吧!”在直播间,“虎小Ai”持续输出犀利解说。除了会硬核分析外,它还以“教练”身份活跃于直播间,在比赛直播过程自动生成风格化的实时赛事解说,为赛事注入娱乐基因。

此外,在赛事复盘维度,“虎小Ai”实现了“数据采集—内容生成—分发互动”的全自动化。例如,在赛事过程中,它自动识别

别“击杀”“团战”等关键事件,生成图文战报和视频切片,产出圈话题,延续赛事热度。比赛结束后,它立即结合赛事数据生成一段带有“玩梗”元素的MVP提名内容,在日前BL对阵HPA的焦点战中,它实时生成“趣味打油诗”MVP评选内容,引发观众热议。这种“即时产出+个性化解读”的模式,不仅将单向输出变为双向互动,大大提升了用户的黏性和参与度,同时让碎片化观赛的玩家也能快速抓住赛事精髓。

## 首个电竞AI智能体“虎小Ai” 让选手到BP实现智能化

“传奇杯”S3作为虎牙最高等级的《英雄联盟》自制赛事,人气极高。本届赛事的“双赛区对抗”“双螺旋BP”“赛点局盲选”等赛制也是看点十足。同时,赛事在技术方面与AI深入结合,增加了丰富的趣味性和互动性。

此前赛事的选人环节,时而会出现队长人选纠结、观众对规则理解偏误等情况。“虎小Ai”作为行业首个“懂游戏、懂电竞、懂解说”的AI智能体,则在选人大会中展示了其硬核决策实力。它的“选手拍卖分析”通过分析选手历史数据、英雄池、团队适配度等,实时为队长提供阵容搭配评分及策略建议。“以前看选手环节看得一头雾水,但这次‘虎小Ai’直接把每个选择的利弊用图表展示,甚至预测阵容评分,队伍强弱一目了然。”有《英雄联盟》玩家表示。

在BP环节,引入AI之前,

观众只能通过解说和自己的理解对BP进行思考,导致BP环节一定程度缺乏关注度和讨论。而“虎小Ai”加入后,凭借其对电竞的理解,将一切复杂的决策变得简单明了。通过解析游戏版本数据与实时战况,其不仅能推荐最优BP策略,还能预测阵容强度变化、阵容优劣等,让观众不再是“外行看热闹”,而是能像教练一样思考:为什么选这个英雄?阵容弱点在哪里?观众纷纷感叹:“现在看BP就像开了上帝视角。”

例如在BL vs CS的焦点对局中,当BL战队锁定阵容加里奥+安妮萨+佛耶戈的强大组合时,“虎小Ai”精准推荐“英勇投弹手—库奇”作为针对选择,有效发挥BL战队阵容优势。最终,“英勇投弹手—库奇”贡献全队最高84%参团率和28%的伤害占比,帮助BL战队拿下本局的胜利。

“虎小Ai”在BP环节提供预测分析