

体育收藏卡：兼具收藏与金融价值的资产

体育收藏卡兼具收藏与金融价值，海外行业发展迅速

体育收藏卡起源于 19 世纪末，经过长时间的文化积淀、市场培育和产业化发展，已成为一种独特的 IP 衍生品和收藏品品类。体育收藏卡的价值可以大致分为收藏价值与投资价值两大类，是一种类似股票的另类资产，市场发展完善，已经形成庞大的二级市场，投资者可以在市场上进行长线、短线投资。卡片的收藏价值总体来说来自于卡的稀缺性，受到球星、发行赛季、制作工艺等多个维度因素的影响。

新冠疫情以来，行业经历大幅波动，各公司动作频繁

疫情初期体育收藏卡市场扩张，2020 年 4 月行业迎来近期第一波大涨，在经历 9 月至 10 月的小幅修正后，2021 年一季度迎来第二波暴涨，Card Ladder 50 指数上涨近 200%。疫情后期，愈加严峻的形势迫使物流行业和线下零售业停摆，市场遇冷，多数卡种成交价较其高峰腰斩过半。但除却 2021 年 3 月到 7 月之间的暴涨暴跌，体育收藏卡价格的总体趋势是稳步上升的。评级公司方面，PSA 和 BGS 头部评级公司暂停评级服务，全球最大收藏品评级服务机构之一 CCG 在 2021 年初推出球星卡评级业务。

海外产业链成熟，头部厂商领跑，产业一体化模式成为新方向

体育收藏卡在国外已形成完整、成熟、庞大的产业链，可大致分为上游授权商和制造/发行商，中游评级机构和交易平台，下游体育收藏卡迷、收藏者、投资机构等消费者。从一级市场的整体价值链看，内容 IP 环节和卡片的制作发行环节处于产业链的价值高地。上游公司 Panini、Topps、Upper Deck 鼎足而立，各有专注领域，21 年以来 Fanatics 强势入局，迅速获得大量版权，抢占市场。评级公司和交易平台成熟，综合电商平台 eBay 独占鳌头，各体育收藏卡垂类平台持续发力，助力二级市场繁荣。下游体育收藏卡交易方式持续创新。Fanatics 的入局，改变现有商业模式，整合产业上下游，未来有望引领行业向一体化的商业模式发展。

海外行业规模巨大，国内体育收藏卡市场逐步萌芽

新冠疫情带来的生活娱乐方式的改变催化了球星卡行业的加速发展，加之其投资属性逐步显现，行业景气度不断提升。根据 Verified market research 数据，2019 年全球球星卡市场规模为 138.2 亿美元，2027 年将达到 987.5 亿美元。相比国外，国内的体育收藏卡市场还处于萌芽阶段，市场空间发展机会巨大。

风险提示：生产过剩；新冠疫情加剧；体育赛事停播、低迷；区块链相关政策变化，版权问题

互联网传媒

维持

强于大市

孙晓磊

sunxiaolei@csc.com.cn

18811432273

SAC 执证编号：S1440519080005

SFC 中央编号：BOS358

崔世峰

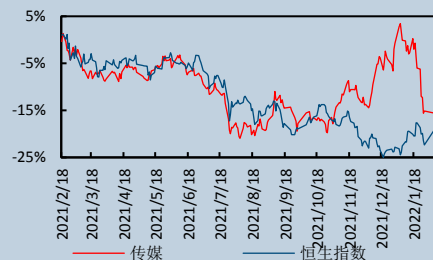
cuishifeng@csc.com.cn

15000106325

SAC 执证编号：S1440521100004

发布日期：2022 年 02 月 12 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、体育收藏卡：兼具收藏与金融价值的资产	1
1.1 体育收藏卡发展历程：从依附香烟到庞大市场，资本入局持续看好	1
1.2 体育收藏卡价值：收藏价值为本，投资价值显露	4
1.3 体育收藏卡分类：多维度因素决定卡片价值，新老玩家入局数字体育收藏卡	6
二、行业：上游中游头部厂商领跑，新玩家或重塑行业格局	10
2.1 上游：Panini、Topps、Upper Deck 鼎足而立，各有专注领域	10
2.1.1 商业模式：体育收藏卡业务类似泡泡玛特模式，其他领域业务并行	11
2.1.2 竞争格局：头部三足鼎立，Fanatics 强势入局	12
2.2 中游：评级公司和交易平台成熟，海内外新力量来势汹汹	13
2.2.1 评级公司：提供体育收藏卡市场价值，助力二级市场繁荣	13
2.2.2 电子交易平台：综合电商平台 eBay 独占鳌头，各大单一球星卡平台持续发力	14
2.3 下游：体育收藏卡交易方式持续创新	14
2.4 未来趋势：以 Fanatics 为首，产业一体化模式成为新方向	15
2.5 行业规模：行业潜力巨大，北美地区为最大球星卡市场	15
2.5.1 体育运动细分市场	16
2.5.2 地区细分市场	16
2.5.3 种类细分市场	16
2.5.4 交易平台规模	17
三、公司：海外头部公司成熟，国内发展滞后，未来空间大	18
3.1 PANINI：产品矩阵丰富，优先布局 NFT 领域	18
3.1.1 经营情况	18
3.1.2 产品	19
3.1.3 版权	21
3.1.4 融资情况	22
3.2 Topps：棒球球星卡巨头，被收购后将拥有更强 IP 资源	22
3.2.1 经营情况	22
3.2.2 产品	22
3.2.2 版权	23
3.3 Fanatics：体育收藏卡行业最强黑马，整合上下游资源布局体育电商帝国	24
3.3.1 经营情况	24
3.2.3 版权	25
3.2.4 融资情况	25
3.4 Upper Deck：版权争夺落败，早期球星卡升值空间大	26
3.4.1 经营情况	26
3.4.2 产品	26
3.4.3 授权	27
3.5 国内体育收藏卡产业：萌芽阶段，Card Hobby 成为市场的开拓者和领先者	28
四、未来趋势	30
五、风险提示	31

图表目录

图表 1: 体育收藏卡发展路径	1
图表 2: CL50 (CardLadder 追踪市面最顶级 50 张球星卡价格的指数)变化趋势	3
图表 3: 部分 PSA10 新秀卡不同时间段成交价 (单位: 美元)	3
图表 4: 部分高端 PSA10 新秀卡成交价 (单位: 美元)	3
图表 5: PWCC100 指数与标普 500 指数对比	5
图表 6: PWCC500 指数与标普 500 指数对比	5
图表 7: PWCC2500 指数与标普 500 指数对比	5
图表 8: 球星卡分类	6
图表 9: 安特托昆博 Prizm 银折卡价格走势	7
图表 10: 1933 Goudey Babe Ruth 球星卡不同评级的价格	7
图表 11: 相同限量级卡牌卡签与贴签价格对比	8
图表 12: 安东尼 戴维斯 logoman 国宝系列 RPA	8
图表 13: PANINU NFT 球星卡收集挑战	9
图表 14: NBA Top Shot 累计销量 (亿美元)	9
图表 15: 海外体育收藏卡产业链	10
图表 16: Topps 收入来源	12
图表 17: 2016-2020 评级业务年收入 (单位: 百万美元、%)	13
图表 18: 2016-2020 评级业务单卡平均收入 (单位: 美元、%)	13
图表 19: 球星卡全球市场规模及预测 (百万美元)	15
图表 20: 球星卡体育运动细分市场 (百万美元)	15
图表 21: 2020 年全球各地区球星卡市场规模	16
图表 22: 2020 年全球各种类球星卡市场规模	16
图表 23: 2020 年 eBay 不同种类球星卡销量同比增长率	17
图表 24: 四家公司版权情况	18
图表 25: Panini 2017、2018 年营业收入 (亿美元)	19
图表 26: Panini America	19
图表 27: Panini 产品矩阵	19
图表 28: StockX 上一张 2018 年世界杯梅西足球卡于 2020 年叫价 9.5 万人民币	20
图表 29: 贝利签名的 1970 世界杯贴纸册	21
图表 30: 高价交易的库里新秀球星卡	21
图表 31: 锡安威廉姆森新秀国家宝藏 Logoman 1/1	21
图表 32: 2020-21 Prizm Basketball NFT 区块链产品	21
图表 33: 米奇 曼托 (Mickey Mantle) 的第一张 Topps 卡	23
图表 34: Topps 推出的英超官方游戏卡牌 Match Attax	23
图表 35: Topps 1977 Star Wars 星球大战卡片	23
图表 36: Topps digital collections	23
图表 37: 日本本地网站 JP.Topps.com	24
图表 38: 2017-2021 Fanatics 公司营业收入及同比增长率	25

图表 39: Fanatics 赛事授权版权	25
图表 40: Fanatics 融资情况	25
图表 41: 其他融资情况	26
图表 42: 詹姆斯安东尼双签詹姆斯同背号卡	27
图表 43: 0304 木盒系列卡片	27
图表 44: Upper Deck 曼联系列卡	27
图表 45: 乔丹和詹姆斯签名藏品	27
图表 46: DAKA 在上海体博会展出的 CBA 篮坛传奇亲笔签字球星卡	28
图表 47: 2017 年面世的“壹”系列综合包	28
图表 48: DAKA 为邹市明本人推出的“王者之路”珍藏卡	28
图表 49: 卡淘 app 交易页面	29

一、体育收藏卡：兼具收藏与金融价值的资产

体育收藏卡起源于 19 世纪 80 年代的美国，当时的烟草、糖果、玩具制造商将其作为赠品以提高商品销量。经过长时间的文化积淀、市场培育和产业化发展，体育收藏卡已成为一种独特的 IP 衍生品和收藏品品类。





体育收藏卡本质上是印有各类体育明星肖像并展示明星相关信息的卡片，现有体育收藏卡市场以球星卡为主，可分为普卡、特卡、球衣卡、签名卡、球衣签名卡等不同种类。对于具有球星签名或球衣切片等特殊元素的体育收藏卡，发行商会控制其发行数量，保证其供给稀缺，因此这些卡往往具有很高的收藏价值。除稀缺性外，体育收藏卡的收藏价值也来自于卡迷对于特定球星、特定卡种或特定系列的喜爱。

与艺术品、稀有硬币、限量球鞋类似，体育收藏卡因其收藏价值而形成了庞大的二手交易市场。影响单卡二手交易价格的因素包括球星、系列、卡种、限量、品相等。其中，体育明星自身的赛场表现等因素会显著影响其体育收藏卡价格波动，这也使得体育收藏卡二手交易市场更加复杂。

1.1 体育收藏卡发展历程：从依附香烟到庞大市场，资本入局持续看好

体育收藏卡起源于 19 世纪晚期，从香烟、糖果赠品发展而来，之后经历增长期，1990 年代之后进入成熟期。2020 年新冠疫情以来，体育收藏卡市场格局大变。疫情初期市场迅速扩张，卡片价格疯涨，在疫情后期行业遇冷，多家评级公司暂停服务，多数卡种成交价近乎腰斩。但总体来看，除却 2021 年 3 月到 7 月之间的暴涨暴跌，体育收藏卡价格的总体趋势稳步上升，行业也在稳步扩张。

图表1：体育收藏卡发展路径

进展	开始出现印有 人物肖像的 收藏卡片	开始创作印有棒球 和篮球巨星的卡片	球星卡公司开始与体 育联盟签署垄断协议	疫情初期市场扩张， 严峻时期因物流导 致市场预冷	Fanatics 引领一体化趋势 评级公司技术变革 球星卡交易率破记录
	用于促进烟 草消费	需求量暴涨	卡片种类增加 出现评级机构		
典型事件	 烟草大亨 James Buchanan Duke 将印有 著名演员肖 像的卡片引 入市场	Topps 收购 Bowman， 行业进入了 25 年的 Topps 时代 1980 年代 反垄断法 规瓦解 Topps 垄断	Topps 垄断了 MLB 资源；帕尼 尼独占了 NBA、NHL、NFL； Upper Deck 控制了 Nascar。  包含运动员球 衣一角的稀有 卡应运而生	乔丹一夜 之间翻了 10 倍，在 eBay 上的 交易量增 高了 370% 	PSA 由此完成在技术、 品类、数据多方面升级 Fanatics 拿下重要独家球 星卡版权，直接导致 Topps 和帕尼尼发行商 的上市、合并计划搁浅。
		1987 至 1990 年代，这 一时期每年球星卡的 产量高达 800 亿张。	卡片评级公司如 PSA、SGC 开始出 现	PSA 和 BGS 暂停评级 服务；帕尼尼推迟 旗下产品上市时间	 Fanatics OFFICIAL PARTNER
时间	19 世纪晚期	1850-1990	1990 年代之后	2020 年至今	2021 年
阶段	萌芽阶段	增长时期	成熟时期	新冠疫情时期	行业近一年变化

资料来源：中信建投

(1) 萌芽期和增长期

19 世纪晚期，体育收藏卡开始萌芽。为了促进香烟的销售，烟草大亨 James Buchanan Duke 将印有著名演

员肖像的卡片引入市场。烟民们收藏卡片的热情让香烟大卖，但直到 20 世纪 50 年代，卡片收藏才在美国掀起了第一轮热潮。**1850 年代，体育收藏卡进入增长阶段。**分庭抗礼的口香糖公司 Topps 和 Bowman 开始创作印有棒球和篮球巨星的卡片，并引起需求量的暴涨。在 Topps 成功收购 Bowman 后，体育收藏卡行业进入了长达 25 年垄断的“Topps 时代”。1980 年代，随着反垄断法规推行，Topps 的垄断地位瓦解，NBA、NFL 和其他体育联盟开始分发大规模制造卡片的许可权。此后十年，体育收藏卡的供给和需求都显著增长，从 1987 至 1990 年代，体育收藏卡进入“Junk wax”时代。据估计，这一时期每年体育收藏卡的产量高达 800 亿张。**1990 年代中期，体育收藏卡市场遭遇第一次震荡，市场遭遇崩盘。**MLB、NBA、NHL 的运动员罢工风潮导致体育收藏卡的需求量显著下跌，卡片销售额在一年内从 10 亿美元骤降到 2 亿美元，美国 10000 家体育收藏卡店有 90% 左右倒闭，体育收藏卡市场崩盘。

（2）成熟期

1990 年代之后，体育收藏卡行业进入成熟期，发行商形成三足鼎立态势，评级机构与二手交易平台出现，产业链逐步丰富。发行商方面，体育收藏卡发行公司从 1996 年起与体育联盟签署独家授权协议，市场逐步重构。在此之后，Topps 垄断了 MLB 资源，Panini 独占了 NBA、NHL、NFL 版权，Upper Deck 则专享 Nascar 授权，至此，发行商三大巨头地位奠定。从卡片种类来看，限量生产并包含运动员球衣切片的稀有卡应运而生。二级市场上，类似债券评级机构的卡片评级公司如 PSA、SGC 开始出现，体育收藏卡的评级增大了体育收藏卡市场的流动性。之后，线上交易系统 eBay 的出现让收藏者可以在未亲眼鉴卡的情况下根据评分安心购买，二者共同建立了行业信誉，促进了体育收藏卡市场的流动性与价格的增长。

（3）新冠疫情期和行业近期动态

2020 年以来，新冠疫情改写了全球体育收藏卡市场格局。国内方面，视频拆卡的新式玩法在居家隔离期间优势凸显，卡店积压的库存也在此期间大量售出，侧面展现出中国卡迷的强消费能力。但国内市场的体育收藏卡交易高度依赖 eBay 上的参考价格，所以美国体育收藏卡市场的遇冷会间接影响中国市场。

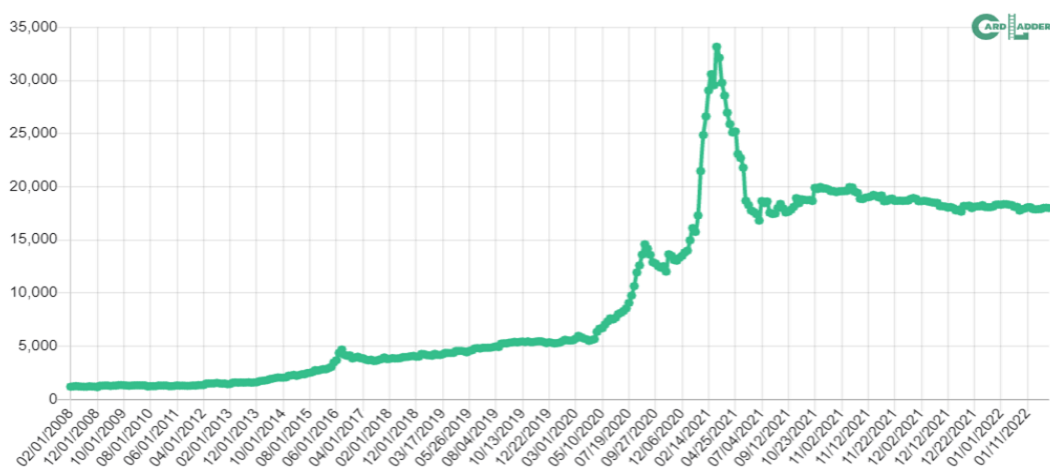
海外方面，疫情初期体育收藏卡市场扩张。主要驱动因素有：1) 居家隔离造成娱乐空白，新冠病毒的流行导致体育赛事取消，娱乐需求只能由往年的比赛回放补足，球迷们的怀旧情怀被勾起。2) 宽松货币政策促使大量资金涌入投资市场。美国政府轮番出台全民发钱刺激方案，球迷们手中有闲余资金，便将目光投向收藏体育收藏卡这一古老的爱好，大量资金流入体育收藏卡市场。3) 初代卡迷投资决策权高。在 1980、1990 卡片热潮中成长起来的卡迷如今已成长为拥有更多可支配收入的中年人，他们有能力重建自己的收藏。4) 体育收藏卡评级推高市场热情。象征顶级品质和稀少数量的 PSA10 级别体育收藏卡屡屡拍出高价，驱使人们争相将手里的体育收藏卡送评，体育收藏卡产业链迎来繁荣。5) 社交媒体讨论推波助澜。疫情期间，线下社交受限，社交媒体便格外热闹起来。体育收藏卡相关论坛、社群的火爆助推了体育收藏卡市场的繁荣，社交媒体也为私下交易提供可能。

价格方面，除却 2021 年 3 月到 7 月之间的暴涨暴跌，体育收藏卡价格的总体趋势是稳步上升的，而在过去的几年里，市场遵循了一个特定的模式：每一次明显的小繁荣之后会迎来一波价格修正，而随着每一次新的繁荣，市场很快就会超过之前的价格高点。根据 Card Ladder 50 指数，从 2000 年以后，体育收藏卡的市场价格在很长一段时间内都非常稳定，在截至 2020 年 3 月的九个月中，价格仅上涨了 5%。2020 年 3 月后，恰逢一波新冠疫的封锁，同时期，Netflix 推出关于乔丹的纪录片《最后一舞》，逐步掀起球迷们的怀旧情怀，与之相关的体育收藏卡一夜之间翻了 10 倍，在 eBay 上的交易量增高了 370%，迎来近期行业第一波大涨。2020 年 4 月至 9 月期间，CL50 上涨了 160%。在 2020 年 9 月的小幅修正之后，体育收藏卡在 2021 年一季度迎来新一波爆

涨，与 2020 年 10 月的低点相比，CL50 在 2021 年 3 月上涨了近 200%，几乎每张主卡都创下历史新高。

疫情后期，愈加严峻的形势迫使物流行业和线下零售业停摆，实物体育收藏卡交易难以为继。在 2021 年 3 月之后，随着美国疫情逐渐严峻，线下零售市场和物流被迫停摆，发行商、经销商、评级机构都受到了不同程度的影响：PSA 和 BGS 暂停评级服务；Panini 推迟旗下产品上市时间；零售实体店停止运营；多数卡种成交价较其高峰腰斩过半，市面最顶级 50 张球星卡价格大跌，球星卡市场遇冷。

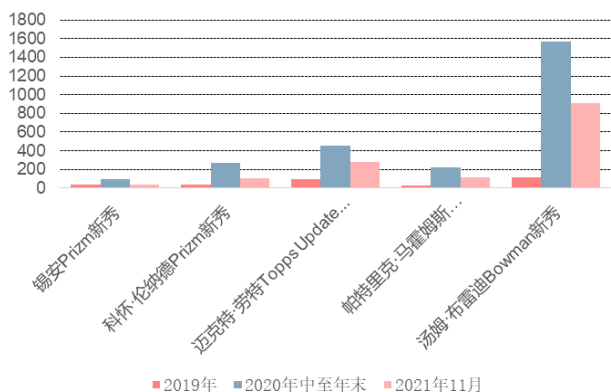
图表2： CL50 (CardLadder 追踪市面最顶级 50 张球星卡价格的指数)变化趋势



资料来源: CardLadder, 中信建投

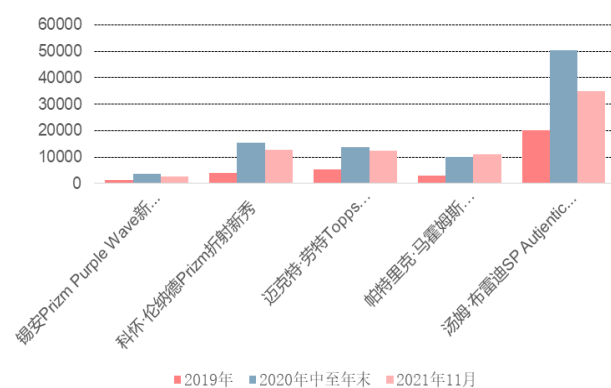
21 年一季度暴涨之后，市场又遭受新一轮暴跌，价格从最高点下跌了约 50%。但本轮价格波动可以用看做是球星卡市场对热潮导致的供小于求溢价的一种修正，而即使在第二季度修正之后，价格也远高于上涨前的水平，CL50 增幅约 50%。此外，从部分 PSA 10 新秀卡在不同时间段的代表性成交价可以看到，所有卡片的价格在 2019 年都处于低位，在热潮期间的 2020 年暴涨数倍，最终在 2021 年的修正后最多跌近 50%，且 2021 价格均高于 2019 年球星卡热潮，该趋势不受体育运动类别、新人或巨星的影响。但高端球星卡价格较热潮期峰值下跌幅度更小，跌幅均未超过 50%，其保值能力更强。另外，价格的修正也让球星卡的价格趋于亲民，降低入场门槛，有利于扩大消费群体。

图表3： 部分 PSA10 新秀卡不同时间段成交价(单位:美元)



资料来源: 卡特菲力克, 中信建投

图表4： 部分高端 PSA10 新秀卡成交价(单位:美元)



资料来源: 卡特菲力克, 中信建投

2021 年来，球星卡行业跌宕起伏，除了球星卡价格经历暴涨暴跌，行业内的各家公司也动作不断。

评级公司方面，CSG 入局球星卡评级业务，PSA、SGC 等传统球星卡评级巨头接连上调评级费用。PSA 收购 AI 评级公司 Genamint，其母公司收购视频游戏评级商 Wata Games 和球星卡交易平台 Card Ladder，完成在技术、品类、数据等多方面的升级，进一步巩固自身优势。此轮变革之后，球星卡评级市场的竞争将更加激烈，技术升级也成为评级领域未来趋势。

发行公司方面，Fanatics 强势入局，打破 Panini、Topps 和 Upper Deck 的“三国”局势。2021 年 8 月，体育用品零售巨头 Fanatics 以黑马之姿闯入体育收藏卡行业，并在极短时间内接连拿下 MLB、MLBPA、NBA、NBPA、NFLPA 独家球星卡版权，大有接管整个行业之势。此举直接导致 Topps 和 Panini 两大发行商的上市计划搁浅。仅仅一个月后，一款体育收藏卡产品都未发行，Fanatics 旗下新成立的体育收藏卡公司 Fanatics Trading Cards 获得一众顶级投资机构青睐，完成融资 3.5 亿美元，投后估值达到 104 亿美元。2022 年 1 月初，Fanatics 闪电收购 Topps，完成了体育收藏卡发行领域的初步建设。Fanatics 通过版权垄断、收购老牌发行商等战略动作对传统体育收藏卡发行商造成了较大冲击，但其一体化的计划尚需时间展开，发行商格局尘埃未定。

体育收藏卡二级市场上，拍卖价格屡破记录。2021 年 4 月，詹姆斯的 23 编木盒 RPA 通过 PWCC 以 520 万美元成交，打破当时的球星卡成交纪录。2021 年 7 月，库里的 1 编国宝 RLA 以 590 万美元的整体估值登顶最贵球星卡排行榜，成为迄今为止最贵的现代球星卡。2021 年 8 月，一张 T206 Honus Wagner 以超过 660 万美元的总成交价一举夺得历史最贵球星卡桂冠。三张打破记录的传奇球星的球星卡也让其逐步向艺术收藏品靠拢。

1.2 体育收藏卡价值：收藏价值为本，投资价值显露

体育收藏卡是一种类似股票的另类资产，体育收藏卡市场是一个由体育情绪引领的一个市场。按照不同的购买目的，体育收藏卡的价值可以大致分为收藏价值与投资价值两大类。

1.2.1 收藏价值

本质上体育收藏卡是一种收藏品，体育收藏卡的价值体现为一种附加价值。从这个附加价值角度讲，体育收藏卡价值就是潮流体育文化以及球员明星效应带来的附加文化价值，体育收藏卡的交易价格代表的是交易双方对体育收藏卡这种附加价值的认同。而从供需角度来讲，体育收藏卡的价值简单地反映了体育收藏卡市场的供需关系。概括来讲，体育收藏卡作为体育赛事的衍生商品，是体育文化传播的载体，其价值也正是出于大众对于体育文化的认同，能够促进体育产业的发展。

具体而言，对球迷本身来说大致有三个方面的附加价值来源。1) 在收藏自己喜欢的球员、球队的卡的时候，手中卡的价格会随着球星个人发展变化而产生波动。2) 看着自己看好的新秀一步一步成为体坛巨星，获得一种养成系的成就感。3) 这张体育收藏卡能够让球迷们想起曾经欣赏的球员，能够成为记忆深处某场比赛、某个瞬间的钥匙，进而获得一种精神上的愉悦感。

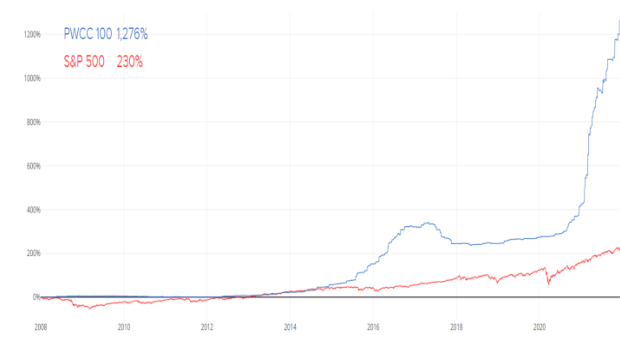
1.2.2 投资价值

体育收藏卡市场发展完善，形成庞大的二级市场，具备另类资产属性。体育收藏卡行业已经具有完善的产业链，目前买卖双方，交易平台与统计网站等仍在不断增加。体育收藏卡价值的波动，不仅给体育收藏卡收藏者们带来一定的额外收入，也为许多投资者提供了一种可以通过分析进行低买高卖赚取收益的途径。从投资的角度来看，除了需要物权转移外，体育收藏卡市场已经和股票市场有了很多的相似之处，球星的职业发展分析

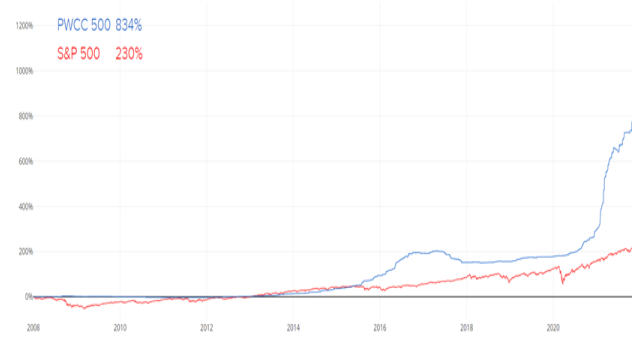
与预测就是球星卡的基本面分析。近些年，一些专家和机构甚至将机器学习等量化投资方式应用到了球星卡的投资。

球星没有永续经营的假设，一些球星卡因为球星成为了传奇而具备了保值的功能。这些卡片构成了一个稳固的市场：卡片不会受到伤害、不会组成巨头抱团、不会有违背道德的丑闻、不会像现役运动员的卡片有贬值风险，人们所知道的就是这张卡片的全部。比如贝比·鲁斯或乔·迪马吉奥的原版球星卡价值始终稳固。不仅限于稳固，当怀旧情怀复苏的时候，卡片的价格还可能会暴涨，比如疫情期间 Netflix 推出的关于乔丹的纪录片《最后一舞》播出后，乔丹卡的价格很快翻了 10 倍。

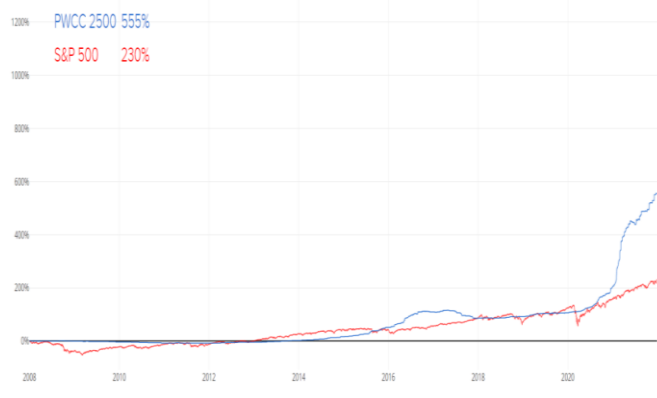
目前球星卡市场上的投资主要有长线与短线投资两种。长线投资类似于股票市场的分散化投资或被动投资，投资者们以 PWCC、Card ladder 提供的投资建议、数据分析等球星卡相关服务为辅助，进行多卡种长期投资。以 PWCC 指数为例，该指数是在二级市场可供交易的球星卡中选取出的 100 张、500 张、2500 张球星卡构成组合，形成 PWCC100、500、2500 指数。PWCC 指数选取的球星卡所涵盖的球员基本都已经退役了，受基本面波动较小，而其又涵盖了许多传奇运动员稀有卡，极具保值效应，因此 PWCC 指数的长期投资战略相对稳健。从历史数据来看，球星卡的组合收益率跑赢市场的概率较大，从 2008 年 1 月至 2021 年 12 月，三种组合的收益率均高于标普 500 的两倍。但是该投资策略的投资基数较大，据估计，2500 张卡片中，仅收集全部篮球球星卡大致需要 62 万美元，收集全部 2500 张卡片大概需要 620 万美元。

图表5： PWCC100 指数与标普 500 指数对比


资料来源：PWCC，中信建投

图表6： PWCC500 指数与标普 500 指数对比


资料来源：PWCC，中信建投

图表7： PWCC2500 指数与标普 500 指数对比


资料来源：PWCC，中信建投

短线投资主要有两种方式：1) 根据投资者自己对球员的认知、早期趋势，以及卡片本身的需求量、稀缺度、评级情况、成交记录等行情进行预判。比如 2011 年收斯蒂芬·库里球星卡，2015 年收扬尼斯·阿德托昆博球星卡等，玩家通过投资新秀和还没有完全成长起来的球星进行短线投资。但即使是 NBA 的数据专家也无法准确预测一个球员的职业走向，因此这种投资方式也带有一定的运气成分，回报率相对高，但是投资风险大。2) 借助机器学习模型进行预测。这是海外的球星卡投资机构采用的一种新的预测球员职业发展走向的方法。他们针对近 6 年进入 NBA 的新秀成员进行数据统计和分析，并且加入目前球员的关键新秀卡价格，用这些数据进行建模，再通过往年暴涨的这些新秀的数据来进行分析和筛选，从而让计算机选出来一份值得投资的名单。但这种方式也可能导致某个球员的球星卡莫名涨起来，可能会对市场有些许的扰乱作用。

此外，除了长线投资和短线投资，球星卡收藏价值、投资价值以及需要实物转移的特点也使其具备了另类资产分散所有权的属性，并且已经吸引了一些资本的注意。早在 2020 年末，Lyft、SpaceX、Pinterest 以及 Ring 等初创企业的早期投资人 Courtney Reum 和 Carter Reum 两兄弟就曾为专注于球星卡领域的百万美元级基金“Mint 10”进行募集。他们将球星卡作为除初创企业非流通股之外，另一种分散所有权的方式。“Mint 10”将通过买入三大主要运动领域、新旧球星卡结合的多样化操作来对冲风险，这已经几乎与长短期基金的资产配置一致。

1.3 体育收藏卡分类：多维度因素决定卡片价值，新老玩家入局数字体育收藏卡

以体育收藏卡中的球星卡为例，从存在形式、发行赛季、制作工艺三个维度出发，球星卡可以被划分为多种类型。从存在形式来看，球星卡可以分为实物球星卡和数字球星卡，目前的数字球星卡以 NFT 球星卡为主流。从球星卡发行赛季来说，可以分为新秀卡和其他普通赛季发行业卡。新秀卡只在球员的第一个赛季发行，更为稀有珍贵。从制作来说，球星卡可以分为普卡和特卡。普卡为普通基础卡牌，制作工艺简单，数量多，价值低。特卡采用精致制作工艺或附上球星物料，较为稀缺。

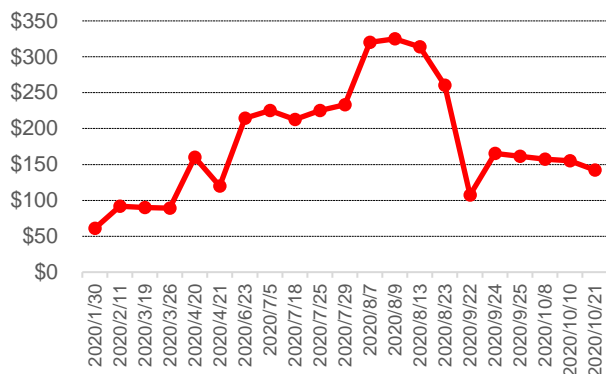
图表8： 球星卡分类

		存在形式	发行赛季
		实物球星卡	数字球星卡 以NFT球星卡为主流
		新秀卡 在球员新秀赛季发行的卡	
		在普通赛季发行的卡	
制作	普卡	Base Card 制作工艺简单	
	特卡	折射卡	平行卡：一组样式相同，背景颜色或折射效果不同的卡
		限量卡	编号卡：卡上有独特编号 无编号卡：按一定比例插放
		签名卡	卡签：直接签名在卡上 贴签：先签在贴纸，再贴到卡上
		物料卡	Patch：切片含不同颜色 Logoman：切片含NBA标志
	附有与球星相关的物料切片，如球衣、球鞋、篮球等		

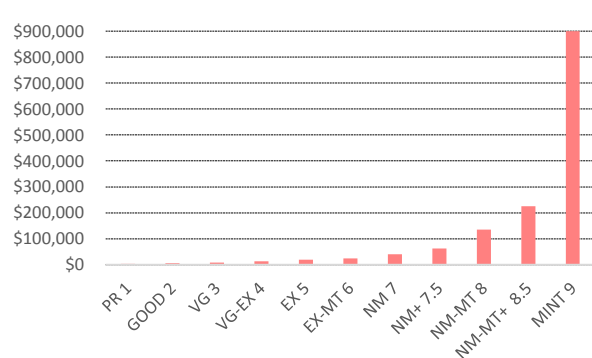
资料来源：中信建投

卡片的收藏价值总体来说来自于卡的稀缺度，以及卡迷对于特定球星、特定卡种或特定系列的喜爱。球星作为球星卡的基本面，其成就和知名度影响球星卡的价值。卡圈将知名度高的体育明星称为“好人”，知名度一

般的球员则被称为“路人”。球星在重大赛事中获胜、伤病风险增加等黑天鹅事件也会影响球星卡的价值。2021年7月底，球星安托昆博率领球队在NBA总决赛夺冠，并获得全明星MVP，受这一利好消息影响，其球星卡价格大涨。

图表9：安托昆博 Prizm 银折卡价格走势


资料来源：Card Ladder，中信建投

图表10：1933 Goudey Babe Ruth 球星卡不同评级的价格


资料来源：Market Movers，中信建投

1.3.1 实物球星卡与数字球星卡

实物球星卡由特殊纸张制作，可能叠加特殊制作工艺；数字球星卡则是从传统实物球星卡衍生而来，以数字技术实现球星卡特征。

(1) 实物球星卡：卡牌评级和制作工艺影响价值

实物球星卡的评级得分会影响价格，得分一般由第三方评级机构评定。实物球星卡的保存是一个难题，因此卡牌的品相对其价值影响很大。第三方评级机构主要从卡牌居中度、四角整齐度、边缘平滑度和表面状况等方面判断卡牌品相，给出评级。一旦得到专业评分机构的背书，卡牌的品相、真伪都得到了权威认证，价值较未评级卡牌有一定提升。目前公认的的球星卡评级三巨头为 PSA (Professional Sports Authenticator)、BGS (Beckett Grading Services)和 SGC (Sports Card Guarantee)。

球星卡的价值主要由稀有度决定，而实物球星卡的稀有度与其制作工艺精美程度相关。采用特殊制作工艺的球星卡可以被称为特卡，以与制作简单的普卡相区分。根据不同的制作手法，特卡可以被分为折射卡、限量卡、签名卡、物料卡等。

折射卡的折射效果越精美，卡牌就越珍稀，价值也就越高。PANINI 中端系列 Select 主打各种颜色、效果的折射卡，单张价格往往能达到数千美元。折射技术的高门槛也使得高端球星卡难以被伪造。一系列内容相同，但背景折射颜色、花纹等不同的球星卡被称为一组“平行卡”。

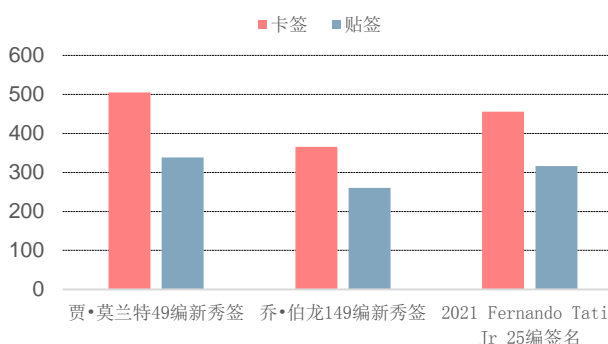
限量卡有一定的发行数量，发行数量越少，价值越高。“编”常被用来指限量卡的发行数量，如一张限量发行 100 张的卡牌会被称为“100 编”的卡。总发行数量越少，卡牌的价值也就越高。有编号的限量卡被称为编号卡，特殊的编号会使球星卡的价值上升。例如系列中的同背编，即卡牌编号与球星背后的球衣号码一致，独一无二，价值在同款卡中最高。2021 年 12 月，著名球星詹姆斯的一张 99 编同背 RPA 卡以 240 万美元的拍卖价成交，而与之 BGS 评分相同的一张同款卡在拍卖平台上的估价仅为 116 万美元，约为前者的 50%。

签名卡指有球星亲笔签名的球星卡，分为卡签和贴签。卡签指球星直接在卡牌上签名，贴签则指球星先在特殊材质的纸上签名，而后贴到球星卡上。由于球星本人的接触，卡签的价值更高。

物料卡上附有与球星有关的物料，物料越罕见精美，球星卡价值越高。发行商将球衣、球鞋等物料的切片附在球星卡上。如果切片正好包含了球衣上的不同色彩，这张卡牌就会被称为“patch 卡”，颜色越多，价值越高。如果切到了球衣上的字母、数字等，卡牌的价值还会进一步提升，如含有“NBA”标志的“logoman”卡牌价值很高。

这些造成稀缺性的特征可以叠加，特征越多，球星卡价值越高。一张同时附有“patch”和球员亲笔签名的新秀卡会被称为“RPA”，属于球星卡中的顶级梯队。2021年1月，球星卡拍卖平台 Golden Auctions 的一场拍卖会上，安东尼·戴维斯的 logoman RPA 以 104.55 万美元，成为目前史上第 8 贵的球星卡。

图表11： 相同限量级卡牌卡签与贴签价格对比



资料来源: eBay, 卡特菲力克, 中信建投

图表12： 安东尼·戴维斯 logoman 国宝系列 RPA



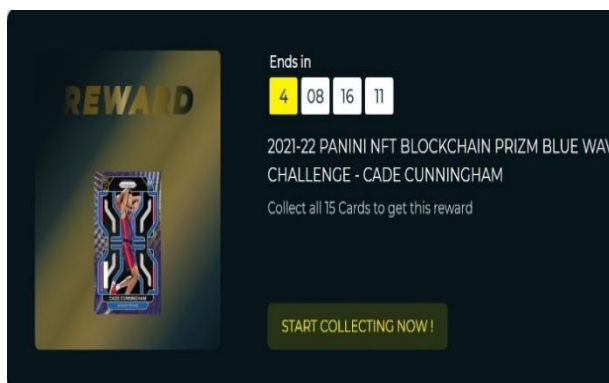
资料来源: Golden Auctions, 中信建投

(2) 数字体育收藏卡：独特性和娱乐性得到增强，新老发行商入局

NFT 球星卡成为主流，盘活数字体育收藏卡市场。NFT 藏品以其不可复制、独一无二的特性闻名，具有内生的稀缺性，不会如从前的数字球星卡一般容易被替代和淘汰。NFT 技术极大地缩短了球星卡制造的供应链，降低了卡牌生产的边际成本。相较于传统实物球星卡，数字球星卡的保存、保养成本显然更低。同时，数字球星卡在跨区域交易上优于实物球星卡，没有运输过程中的损毁风险，流通性更强。此外，NFT 藏品的交易都是在互联网上公开进行，交易透明可靠，更有利于卡牌价值的市场化。根据德勤全球预测，2022 年体育媒体的 NFT 将产生超过 20 亿美元的交易额，大约是 2021 年的两倍。到 2022 年底，预计全球将有 400-500 万体育迷购买或被赠送 NFT 体育收藏品。

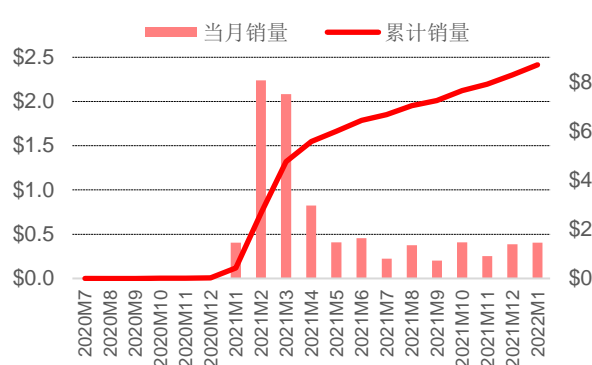
数字球星卡可借助数字互动功能，打造更丰富的娱乐生态。数字球星卡平台会发布限时挑战，用户只要集齐指定球星的数字球星卡，即可获得奖励。此类互动增强了球星卡收藏的可玩性，更符合年轻一代的兴趣。

图表13: PANINU NFT 球星卡收集挑战



资料来源: PANINI 官网, 中信建投

图表14: NBA Top Shot 累计销量 (亿美元)



资料来源: CryptoSlam, 中信建投

新玩家入局数字球星卡, 传统发行商也积极转型。NBA Top Shot 是市场上最大的 NFT 球星卡厂商, 由曾推出过爆款区块链游戏 (Crypto Kitties) 的游戏工作室 Dapper Labs 与 NBA、球员工会共同打造, 于 2020 年 8 月上线, 2021 年 1 月成交额达到 2000 万美元。根据 CryptoSlam 数据, 2022 年 1 月 NBA Top Shot 的累计交易额已超过 8.8 亿美元, 为交易量排名第二的区块链应用, 其交易量超过 CryptoKitties、Art Blocks (NFT 艺术品平台) 和 The Sandbox (区块链沙盒游戏) 等知名 NFT 应用, 表现出较高的市场热度和用户关注度。

传统球星卡发行商 Panini 和 Topps 也都基于实物球星卡的设计思路, 推出了自己的 NFT 数字球星卡。2020 年初, Panini 开始发售 NFT 球星卡, 截至 2022 年 1 月, Panini America 的 NFT 球星卡销售额已经超过 2400 万美元。2021 年 4 月, Topps 发行首个 MLB NFT 球星卡系列, 进军数字收藏品领域。

二、行业：上游中游头部厂商领跑，新玩家或重塑行业格局

体育收藏卡在国外已形成完整、成熟、庞大的产业链，可大致分为上游授权商和制造/发行商，中游评级机构和交易平台，下游体育收藏卡迷、收藏者、投资机构等消费者。授权商拥有赛事联盟、球星个人版权的授权，通过与下游企业签订版权合约赚取利润，是整个产业链中 IP 的发源地。从整个产业链上看，体育收藏卡发行商从体育联盟及球星个人获得 IP 版权，依据授权 IP 制作、发行体育收藏卡，再通过多样的渠道触达一级消费者，形成一级市场。其次，由于消费者不同的购买目的（收藏用、投资用等），部分用户会产生再次交易卡片的需求，二级市场应运而生。此外，评级机构的出现，为卡片市场价值提供第三方参考，提升体育收藏卡的金融资产属性，增大了体育收藏卡市场的流动性，完善二级市场。

图表15：海外体育收藏卡产业链



资料来源：中信建投

2.1 上游：Panini、Topps、Upper Deck 鼎足而立，各有专注领域

体育收藏卡产业链的上游由体育收藏卡版权方及发行商构成，从一级市场的整体价值链看，内容 IP 环节和卡片的制作发行环节处于产业链的价值高地。当前发行商行业头部公司格局正在重构，老牌龙头公司——Panini、Topps、Upper Deck 专注领域不同，但商业模式趋同；Fanatics 则以全新商业模式入局。

具体来看，在 Fanatics 入局之前，Panini 已稳坐行业龙头宝座超十年，独占 NBA、NBPA、NFL、NFLPA、UFL、Nascar、足球世界杯等 IP 版权，在三大发行商中居于首位。Topps 在棒球卡领域一度占据统治地位，在足球卡领域则拥有英超等赛事联盟版权。随着 Fanatics 的收购，Topps 将获得更多的篮球卡版权，或将在篮球卡市场有所突破。Upper Deck 专注高端卡领域，率先发行高端卡、认证签名卡、限量卡和比赛实物卡，这些产品元素成为 21 世纪以来整个体育卡行业的主流。除了与体育联盟签署独家协议，Upper Deck 也非常注重直接与球

星本人签署协议以争夺稀有版权。三大发行商都已经进入 NFT 体育收藏卡领域。

2.1.1 商业模式：体育收藏卡业务类似泡泡玛特模式，其他领域业务并行

(1) 球星卡业务

发行公司需要首先取得体育联盟或球星本人的 IP 授权，然后根据球星所处的职业阶段和取得的成就，设计针对不同目标市场的系列球星卡产品。

实物球星卡的模式和泡泡玛特相似，具有盲盒和赌博性质，玩家可以从中获取较大的利润。一级市场现有多销售渠道和模式，包括零售渠道、整盒出售和电商渠道等。在疫情催化和线上消费渗透率提升的作用下，电商渠道占比逐渐提升；销售模式方面，主要包括单卡交易、拍卖交易、拼团交易等。多元化的销售渠道及模式或有效降低球星卡参与门槛，扩展球星卡玩家群体。

对 NFT 球星卡来说，发行方式则更为多样。三大发行商都推出了自己的 NFT 球星卡网站或 App，用户可以在其中完成球星卡的购买、收藏、拍卖和二次交易等行为，搭建起完整的闭环。NFT 卡片的时效性很强，可在体育赛事里程碑和重大时刻之后的次日提供相关收藏品。NFT 球星卡的商业模式与实体卡略有不同，如 Panini 的 NFT 球星卡以拍卖形式上市，以美元而非数字货币进行结算。Topps 推出的 NFT 球星卡交互式 App 则支持数字货币支付。

(2) 其他业务

除了球星卡业务，几大巨头也在其他领域进行了业务扩展。

Panini 除了各类体育卡和贴纸业务外，还通过经营收藏品和出版业务的子公司生产书籍、漫画、杂志及其他物品，同时也销售第三方产品。而其旗下的数字业务公司 Panini Digital 则是一家足球数据信息公司，主要服务于各大代理商、球队、媒体和视频游戏厂商，通过提供内容产品和销售数据产生收入。

Topps 在被迈克尔·艾斯纳并购后开始将球星卡的商业模式复制到媒体娱乐业务中，并推出 Garbage Pail Kids、Wacky Packages 等娱乐卡牌产品。而随着数字化趋势的兴起，Topps 从 2012 年开始涉足数字卡领域，其发布的《星球大战》数字卡应用程序 Star Wars Card Trader 极受欢迎。数字卡无须邮寄，免去了中间商的介入。同时，Topps 还有很大一部分收入来自于其糖果业务。

图表16: Topps 收入来源



资料来源: 卡特菲力克, 中信建投

2.1.2 竞争格局: 头部三足鼎立, Fanatics 强势入局

版权决定了经营领域, 对球星卡发行商至关重要。体育赛事联盟的 IP 授权具有垄断和排他性, 是发行公司构筑竞争力的关键。此外, 高昂的 IP 成本和独家授权费用, 亦使得头部球星卡厂商拥有其他小厂商难以建立的版权优势。与头部厂商相比, 其他中小球星卡厂商在版权数量和球星卡销量等方面均有较明显的差距。球星卡公司 Topps 披露, 其收入中约 30% 流向版权方, 而其 2021Q1 集换卡业务增加的 25.8 百万美元成本中的约 40% 为版权费用。

版权可来自与体育联盟的垄断性协议和绕开联盟与体育球星直接签署的协议。

在体育联盟垄断协议方面, 上游头部公司瓜分了主要体育赛事联盟的版权。Panini 目前仍独占 NBA、NBPA、NFL、NFLPA、UFL、Nascar、英超以及 2018 年俄罗斯世界杯版权; Upper Deck 同 NHL 及 NHLPA 就球星卡版权独家合作达成多年续签协议; 2021 年 Fanatics 以疾风骤雨之势迅速拿下 NBA、NBPA、MLB、MLBPA、NFLPA 未来的版权; 而老牌巨头 Topps 在 2022 年被 Fanatics 收购, 理论上这也代表着 Topps 的 MLB 版权不但能够延续, 且还将得到 NBA 和 NFL 球星卡版权。

与球星直接签署方面, 受限于制造商巨头的垄断, 一些体育明星开始绕开联盟直接与球星签署协议, Upper Deck 将这种模式发挥到极致。在 Fanatics 入局之前, Upper Deck 在联盟版权方面弱于其他两大巨头, 但其却与体育巨星迈克尔·乔丹、老虎·伍兹、勒布朗·詹姆斯、本·西蒙斯等签有独家协议。这种模式与 Upper Deck 专注于高端卡的制作有着密不可分的关系。

除了体育版权, 各大巨头也引进了影视, 文娱等其他领域的版权。Panini 拥有迪士尼、梦工厂和华纳兄弟旗下 IP 版权, 还与奈史密斯篮球名人堂和职业橄榄球名人堂建立了独家合作伙伴关系; Topps 也涉足了媒体娱乐业务与数字卡领域, 其推出的《星球大战》系列数字卡片全球瞩目。Upper Deck 则与漫威、迪士尼等文娱 IP 公司达成合作。

2.2 中游：评级公司和交易平台成熟，海内外新力量来势汹汹

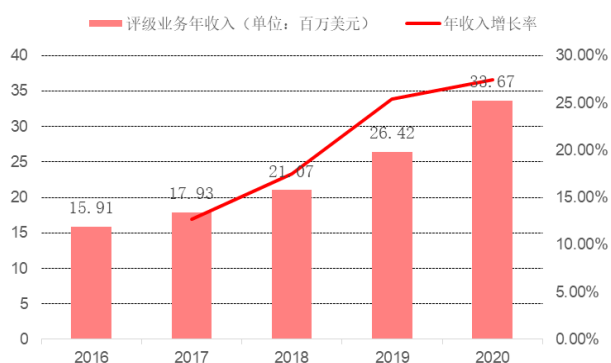
2.2.1 评级公司：提供体育收藏卡市场价值，助力二级市场繁荣

(1) 商业模式

球星卡评级公司的商业模式可概括为：以自身专业的技能、经验、硬件与行业影响力，对客户邮寄的球星卡进行品相、价值等方面的鉴别，为客户提供价值上的标杆、减少交易纠纷、增加市场流动性。评级机构的出现助长了行业繁荣，从根本上改变了卡片收集行为的性质，同时吸引了将卡片视为金融资产的新型投资型客户。评级机构让爱好者了解了卡片的 market 价值，并提供了一种简单的方式来升级他们的收藏：只需购买更高等级的卡片。除了评级业务，一些机构推出了“卡片翻修”等业务，修复并改善卡片的状态以增加其价值。据估算，全球评级机构的市场规模超过 20 亿美元。

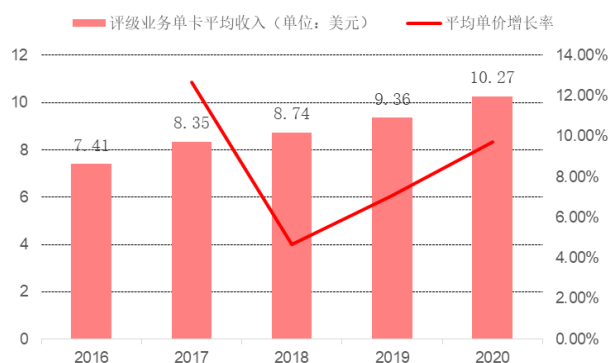
球星卡评级公司的收入主要由订单量和客单价两大因素驱动。PSA 的母公司 Collector's Universe（股票代码：CLCT）曾是评级机构中唯一一家上市公司，在 2020 年末通过私有化邀约退市，但从其已披露的财务数据可以窥见评级公司的收入模式。从评级业务年收入来看，2016 年之后 PSA 的评级业务年收入与增长率均逐年增加。但从单卡平均收入来看，尽管单卡平均收入逐年增加，其增长率却有较大波动。从二者的增长率比较来看，自 2018 年开始，年收入的增长率可达平均单卡增长率的 3 倍，说明近些年评级机构的收入增长主要来自订单量的增长。

图表17： 2016-2020 评级业务年收入（单位：百万美元、%）



资料来源：CLCT 年报，中信建投

图表18： 2016-2020 评级业务单卡平均收入（单位：美元、%）



资料来源：CLCT 年报，中信建投

(2) 竞争格局

球星卡行业的中游主要由评级机构构成。由于球星卡评级不涉及版权垄断，该细分行业目前形成的格局是：海外方面，PSA、BGS、SGC 三大巨头鼎足而立，新生力量 CSG 和 HGA 虎视眈眈，都计划借助计算机来标准化卡片品相分析与评级服务；国内方面，随着球星卡在国内市场的壮大，以公博为代表的国内球星卡评级机构也逐渐在国内评级市场占据一席之地，但目前还没有得到国际上的认可。

2.2.2 电子交易平台：综合电商平台 eBay 独占鳌头，各大单一球星卡平台持续发力

(1) 商业模式

现有的球星卡交易平台分为综合类电商平台和单一球星卡交易平台，据估算，全球二手交易平台的规模高达 100 亿美元。在商业模式上，除了按比例收取服务费外，综合类电商平台和单一球星卡交易平台略有不同。

具体来看，eBay 是球星卡交易最多的网站，是玩家首选线上交易渠道，也是国内卡迷进行球星卡交易的价格参考，且美国各大卡店老板、经销商都会在 eBay 开设账号。但作为中间商，eBay 只为交易双方提供一个进行拍卖的平台，没有任何存货。这也意味着 eBay 对运营资本的要求可以降到最低限度，能使公司投入资金的回报率保持在较高的水平。

单一球星卡交易平台模式各有不同。COMC 的经营模式有别于其他平台，它采用寄售制模式，即所有卖家需要把卡寄给 COMC，由 COMC 负责卡片上架售卖，待卡片售出后 COMC 负责卡片寄送发货及后续事宜。单一电商网站中的新生力量 StarStock 则选择与评级机构进行合作。2021 年 10 月 Starstock 同 PSA、BGS、SGC 及 CSG 四家业内现有顶级球星卡评级机构达成合作，其用户不仅可以交易上述四家评级机构评级卡，还可随时向平台提交评级需求并自行选择评级机构，由 StarStock 代用户完成卡片评级工作。平台和评级的合作打通了卡迷与投资者的两种需求，以更加便捷的特点吸引用户。

在收入模式上，与股票交易所类似，球星卡交易平台的主要营收来自服务费。综合电商方面，例如 eBay，向每笔拍卖收取刊登费，费用从 0.25 至 800 元美金不等；此外，再向每笔已成交的拍卖再收取一笔成交费，在成交价的 7~13% 不等。而单一球星卡电商方面，StarStock 将从每张球星卡的交易中收取 5% 的服务费，目前该平台上交易的球星卡总张数超 60 万。

(2) 竞争格局

线上交易平台方面，海外目前已经形成了综合类电商 eBay 独占鳌头，主打球星卡的单一电商平台 COMC、StarStock 等持续发力的格局。国内的情况与海外略有不同，主要是单一球星卡交易平台如卡淘、TC 卡藏占据主导地位，综合类电商平台如淘宝、闲鱼等处于下风。另外，国内目前球星卡交易价格仍然以 eBay 上的成交价格作为主要参考依据。

2.3 下游：体育收藏卡交易方式持续创新

随着体育收藏卡市场的逐渐活跃，体育收藏卡的交易方式亦出现明显的多样化趋势。多样化的交易方式不仅有助于提高体育收藏卡的流通性，也有利于降低体育收藏卡购买门槛，从而吸引更多收藏者与投资者入场。

传统二级交易平台的买卖依旧活跃。主流平台 eBay 允许用户采取三种基本的要价方式进行球星卡交易：最佳出价、拍卖和立即购买形式。最佳出价即用户可以针对产品提出自己心中的理想价格，若卖方接受则交易完成。立即购买则相当于一口价购买。卡片的形式可以是已拆开单张出售，亦或未拆封以原包装盒装出售。

“团购+盲盒”的购买方式随着互联网的发达而兴起。互联网的便利为多名玩家合资购买球星卡的“团购”模式提供了便利。由于藏有一定数量的高等级卡片的盒装球星卡价格较为昂贵，用户独立购买成本较高。而合资团购的方式使得每名用户只需支付部分价格，就可以先购买一整盒球星卡，随后以随机的方式分配。海外主流的合资团购交易平台包括 Layton、Dynasty 等。合资团购的购买方式往往与直播购物相结合。

高价值球星卡以类似股票的方式拆分，投资者以部分所有权的形式投资球星卡，给更多小投资者以参与机会。具有投资价值的球星卡往往需要用户以高价购入并等待其升值，投资的门槛较高。而部分所有权的投资模式使投资者可以仅购买部分比例的卡片，从而可以将高昂的入场费用平摊到多名用户身上，大大降低了用户的入场门槛。球星卡交易平台 Alt 即以此类业务模式起家。

2.4 未来趋势：以 Fanatics 为首，产业一体化模式成为新方向

体育收藏卡产业上中下游原本有着较为清晰的界限，但 Fanatics 迅猛入局打破局势，很快掌握主动权，引领行业向一体化的商业模式发展。Fanatics 强势入局后，不仅凭借多个赛事联盟的独家版权改变了体育收藏卡行业原来三足鼎立的竞争局势，也改变了发行商的商业模式

1) Fanatics 与各大体育联盟的合作方式不再如以往那般依靠协议绑定，而是以体育赛事联盟入股的方式达成，二者形成利益捆绑。NBA、NBPA、MLB、MLBPA 等体育联盟将在 Fanatics 新成立的 Fanatics Trading Cards 中占据一定股份。这种合作方式，将体育联盟与球员工会更深深地捆绑在了一起，意味着联盟和工会也将投入资金来确保球星卡业务的推广和扩大，并且提高续签的可能性。

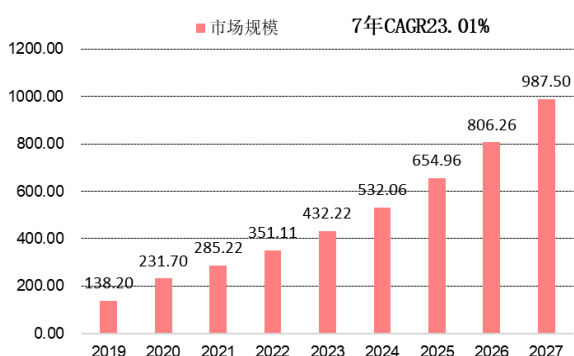
2) Fanatics 将致力于直接面向消费者，削减层层分销的中间商渠道。这意味着 Fanatics 将打造集球星卡发行、交易、评级于一体的一站式服务平台。在这种模式下，Fanatics 将最大化收入，联赛方也能获得对各自有价值的的数据。

3) Fanatics 的入局表明球星卡市场的潜力巨大，球星卡有望成为年轻一代的金融资产。Fanatics 远比帕尼尼和 Topps 拥有充足得多的资金预算，或使他们更为注重市场营销，从而吸引更多新目光和新群体涌入这个市场，扩大球星卡的消费与投资群体。

2.5 行业规模：行业潜力巨大，北美地区为最大球星卡市场

新冠疫情带来的生活娱乐方式的改变催化了球星卡行业的加速发展，加之其投资属性显现和 NFT 技术为产业链赋能，行业景气度不断提升。根据 Verified market research 数据，2019 年全球球星卡市场规模为 138.2 亿美元，预计到 2027 年将达到 987.5 亿美元，从 2020 年到 2027 年的复合年增长率为 23.01%。

图表19： 球星卡全球市场规模及预测（百万美元）



资料来源: Verified market research, 中信建投

图表20： 球星卡体育运动细分市场规模（百万美元）



资料来源: Card Ladder, 中信建投 (数据截至 2022 年 1 月)

按照体育运动、地理区域和卡牌种类等不同标准，球星卡市场可以被划分为不同的细分市场。

2.5.1 体育运动细分市场

球星卡通常指其上印有体育明星形象的收藏卡牌，覆盖的体育运动其实不止于球类运动。但目前市场热度最高的仍然是主流球类运动的球星卡，包括篮球、棒球、美式橄榄球、冰球、足球等。

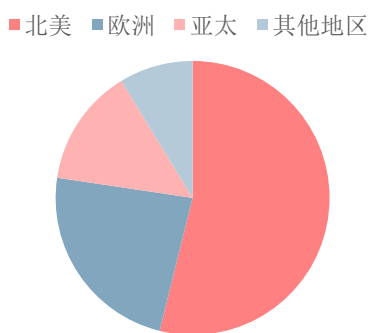
棒球球星卡的发行历史最为悠久，截至 2019 年底一直占据球星卡市场份额榜首，但目前已被篮球球星卡超越。截至 2022 年 1 月，篮球球星卡的市场规模已有约 28 亿美元，棒球球星卡市场规模约为 20 亿美元。但由于棒球卡发源更早，目前存世的高价值老卡较多，目前成交价前三高的球星卡都为棒球球星卡，成交价分别为 660 万美元、600 万美元和 520 万美元。足球球星卡市场规模仅为约 1 亿美元，有被低估的可能。球类运动以外的其他运动的体育明星卡牌市场规模较低，摔跤和高尔夫球球星卡的市场规模均不超 4000 万美元。

2.5.2 地区细分市场

球星卡在北美地区的发展最为繁荣，已经形成了较为成熟的产业链和市场机制，其市场规模占全球市场超 50%。北美地区的市场规模增长也十分迅速，2019 年美国体育交易卡市场价值 47.07 亿美元，预计到 2027 年将达到 620.638 亿美元，从 2020 年到 2027 年的复合年增长率为 28.76%。欧洲市场紧随其后，市场规模占全球市场 23%，为第二大球星卡市场。

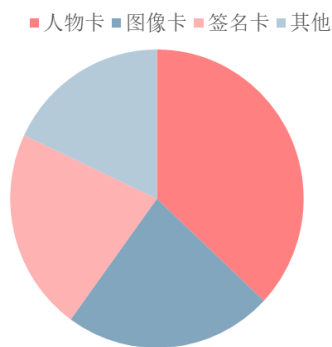
目前球星卡在亚太地区的热度有限，2021 年球星卡市场规模约为 35.8 亿美元，但球星卡在亚太地区的市场前景十分广阔。物流运输体系的成熟与数字球星卡的兴起降低了跨地区交易的难度，亚太市场有望在未来迎来快速增长。各大球星卡发行商也对亚太地区这片蓝海不断加码。2020 年 7 月，Panini 登陆天猫开办旗舰店，并针对亚洲市场推出了亚洲特别版球星卡系列。2021 年 3 月，Topps 宣布在东京开设了新办事处。在此之前，2018 年，专业球星卡评级机构 PSA 就在东京开设办事处，以方便需要评级的日本客户。

图表21： 2020 年全球各地区球星卡市场规模



资料来源：Verified Market Research， 中信建投

图表22： 2020 年全球各种类球星卡市场规模



资料来源：Verified Market Research， 中信建投

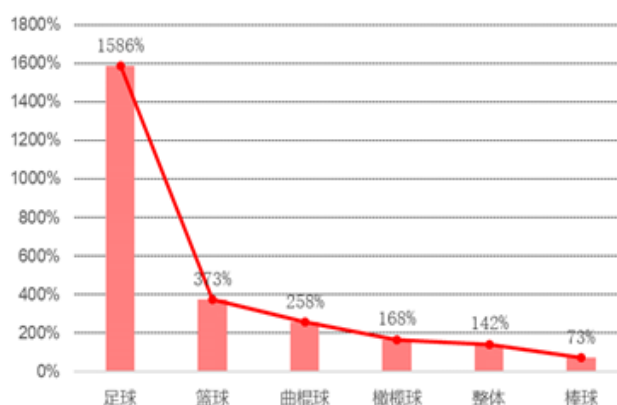
2.5.3 种类细分市场

按种类来看，全球球星卡市场分为四大类，分别是人物卡、图像卡、签名卡和其他卡，各种类占比分别约为 37%、23%、22%、18%。人物卡的市场份额优势明显，其他几款球星卡的市场份额相对均衡。签名卡等卡牌种类更加稀有，但价值也更高，市场规模不容小觑。

2.5.4 交易平台规模

从海外生态看,包括 eBay 在内的球星卡二级市场交易量在近两年中增幅较大。以 eBay 为例,截至 2022 年 1 月 18 日,eBay 平台上的球星卡数量已经超过 4800 万张。2020 年,美国 eBay 平台上足球、篮球、曲棍球的卡片销量同比增长率分别为 1586%、373%、258%。2021 Q1,eBay 平台上美国区球星卡 GMV 超 8.7 亿美元,活跃买家实现翻倍,出售超 2000 万张集换卡,平均每分钟售出 139 张,市场热度远超往年。

图表23: 2020 年 eBay 不同种类球星卡销量同比增长率



资料来源: eBay, 中信建投

三、公司：海外头部公司成熟，国内发展滞后，未来空间大

Panini、Topps、Upper deck 和 Fanatics 是目前体育收藏卡市场的“四大天王”。四家公司在几十年来不断争夺版权，以巩固市场地位。Panini 以拥有各大赛事的版权优势，成为行业最热门的龙头，几十年以来引领潮流，所发行卡片价格不断攀升。因其拥有世界杯和足球联赛的版权，每两年就会迎来一次产量高峰，具有稳定市场。总体而言，无论是从年收入还是版权方面，Panini 在球星卡领域上目前均处于绝对领先的位置。Topps 目前拥有棒球和足球顶级赛事的授权，在线上领域和数字收藏品布局较早，产品被业界认可。而另一家球星卡公司 Upper Deck 规模较小、营业额较低，与行业巨头公司仍有较大差距。但由于其拥有乔丹以及詹姆斯的签字权，因此在篮球球星卡领域占有一席之地。

Fanatics 新入局但势头强劲，背靠其母公司，拥有丰富 IP 资源和完善的销售渠道。2021 年拿下 MLB、NBA、NFL 等独家协议，为球星卡发行奠定优势。Fanatics 对各大版权的强势“截胡”，直接摧毁了 Topps 通过 SPAC 上市的计划。2022 年初，Fanatics 闪电收购 Topps，被收购之后 Topps 将被融入 Fanatics 的商业版图，用于扩充其销售渠道和完善基础设施。两家联合将会拥有更完善的上下游资源，与竞争对手抗衡。而被抢夺了核心赛事版权的 Panini 将在 2026 年后丧失篮球球星卡市场的竞争优势，前景或将面临巨大考验。

图表24： 四家公司版权情况

公司	赛事版权	球星版权
Fanatics	MLB（2023 年生效）、NFL（2026 年生效）、NBA（2026 年生效）	-
Topps	欧冠、MLB（2025 年到期）、MLS、F1	迈克·特劳特
Panini	2022 世界杯、2020 欧洲杯、英超、NFL（2026 年到期）、NBA（2025 年到期）、UFC、NASCAR、NPB	科比、杜兰特、锡安、东契奇、Paolo Banchero；C 罗、贝克汉姆、普利西奇
Upper Deck	NHL	乔丹、詹姆斯

资料来源：中信建投

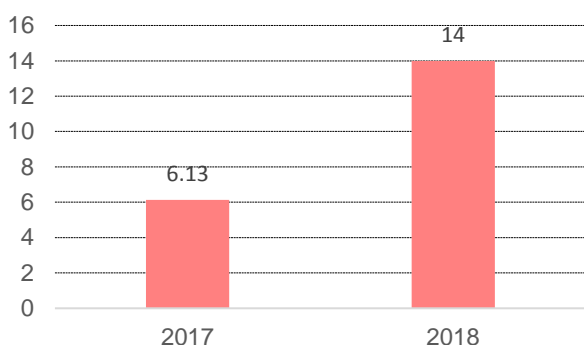
3.1 PANINI：产品矩阵丰富，优先布局 NFT 领域

3.1.1 经营情况

Panini 作为最早一批球星卡公司，经营时间长，产品类型多，发行量稳定，一直以来占据行业头部地位。Panini 自 20 世纪五六十年代开始布局球星卡业务，产品热销近半个世纪，以球星卡、贴纸以及相关产品为主要经营项目。根据 eBay 数据显示，球星卡是该公司 2020 年销量增长最快的品类。其产品众多，每年发布包括足球、篮球、F1 以及 UFC（终极格斗冠军赛）在内的 1000 多种球星卡系列产品。

Panini 分销范围广，全球知名度高。其球星卡在意大利、南非、英国、巴西、瑞士等 130 多个国家及地区拥有分销渠道，近几年来也进入了中国市场，在天猫开设旗舰店。在营业收入方面，由于拥有世界杯和 NBA 的授权，Panini 在赛季年度会迎来收入高峰，如 2018 年在俄罗斯世界杯主题球星卡的推动下，其全年的营业额达 14 亿美元，约为 2017 年 6.13 亿美元的两倍。

图表25: Panini 2017、2018 年营业收入 (亿美元)



资料来源: Insider, 中信建投

图表26: Panini America



资料来源: twitter, 中信建投

3.1.2 产品

图表27: Panini 产品矩阵

分类	系列示例	产品示例	特征
高端	<p>Immaculate (如右图) 高端铁盒系列, 官网售价\$1750/盒</p> <p>Flawless 也称作手提(箱)系列, 官网售价\$9250/盒</p> <p>National Treasures 国宝系列: 卡面整洁高雅, 卡收藏盒是木头盒子</p>		高端产品的绝对价值最高。热门球员和新秀卡非常抢手。产品中最普通的基础卡片也是限量款, 各种签字和大面积的球衣 patch (布料), 设计大气精美。适合资金充裕的投资者和收藏家。
中端	<p>Prizm 以新秀银色/普通折射而闻名, 各色平行卡一律价格不高</p> <p>Donruss Optic 最经典篮球球星卡系列之一, 卡片制作精良, 官网售价\$575/盒</p> <p>Spectra (如右图) “光谱系列”卡片设计变化不大, 二手价格趋于稳定, 官网售价\$500-1000/盒</p>		最经典的球星卡系列, 热度甚至赶超高端系列产品。产品价格相对亲民, 适合各类型玩家入手。卡片设计闪亮, 卡片产量足够且价格容易接受, 中端线的新秀卡是现在收藏的大热门。
入门级	<p>NBA Hoops 经典篮球球星卡系列, 卡面设计简单</p> <p>Threads (如右图) 博点就是球员背心卡, 值得收藏, 劣势是卡片用纸质量较差</p> <p>Elite 系列 会有异形切割的签名特卡, 发行价格不高, 官网售价\$25/盒</p>		发行数量多, 价格低, 相对好入手, 适合新手。二手卡市场交易价格低。

<p>数字卡片</p>	<p>2020-21 Prizm Basketball NFT 区块链包卡: Green Ice Prizm Preview 官网售价\$20</p>	 <p>于 2021 年开始发布，卡包形式允许 Panini America 扩展其 NFT 产品组合，同时为收藏家提供以更实惠的方式进入市场的机会。</p>
<p>其他</p>	<p>书籍、漫画、杂志及第三方产品。公司设有专门的版权业务部门负责买进和转售版权许可，并为个人及报纸提供版权购买代理服务。其旗下的数字业务公司 Panini Digital 则是一家足球数据信息公司，各大代理商、球队、媒体和视频游戏厂商是其主要客户。</p>	

资料来源: Panini 官网, 中信建投

PANINI 的主要产品为品种多样的球星卡。在足球、篮球两大主要营收分类中，帕尼尼针对不同主题发行球星卡。在联赛主题中，Panini 每年都会发行意甲、西甲等 20 个足球联赛的收藏产品。球星卡包单价在 1 美元至 1250 美元之间，不同的产品线卡片设计、发行量以及卖点不同，针对不同爱好和需求的玩家和投资者，因此价格区间较大。帕尼尼发行的球星卡拥有稳定受众群体，十分受玩家追捧，2018 年世界杯期间，帕尼尼日均卡包产量达 800-1000 万。其 2014 年、2018 年两届世界杯官方足球卡的产品上市至今价格一路上扬。

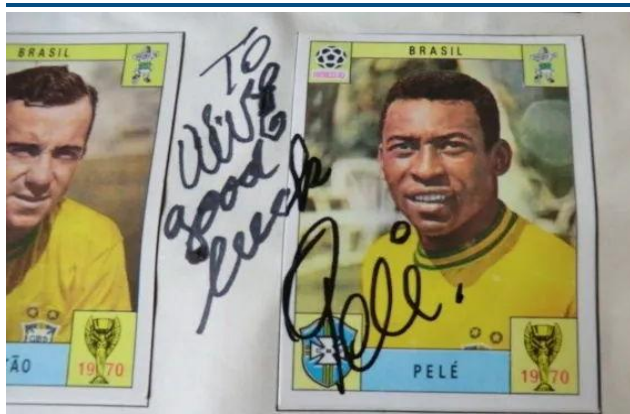
图表28: StockX 上一张 2018 年世界杯梅西足球卡于 2020 年叫价 9.5 万人民币



资料来源: swagger, 中信建投

除联赛球卡外，帕尼尼公司还推出主题为球星的卡片，如 PANINI INSTANT 系列产品就是针对某些球星在比赛中的高光时刻，在比赛当晚根据现场拍摄的图片制作并发行限量球星卡。这类卡片极具升值空间，今年球星卡行业几项最著名的高价交易均来源于此。2017 年，一套球王贝利签名的 1970 年世界杯贴纸以创纪录的 10450 英镑售出。2021 年 7 月 7 日一张 PANINI 发行的库里新秀球星卡由 Alt 平台以 590 万美元的估值购买其中 51% 的份额，刷新了此前由詹姆斯保持的新秀球星卡拍卖纪录。帕尼尼集团还出品了俱乐部相关的收藏册和球星卡，其曼联、大巴黎的欧洲豪门俱乐部系列产品尤其受到球迷和收藏爱好者的热捧。

图表29： 贝利签名的 1970 世界杯贴纸册



资料来源: SWNS.com, 中信建投

图表30： 高价交易的库里新秀球星卡



资料来源: Goldin Auctions, 中信建投

除实体卡之外，近年来 Panini 积极打通线上产品研发、虚拟收藏品及区块链应用。Panini 为方便收藏家们交换球星卡，开发了 Panini Blitz 和 Panini Dunk 这两款应用程序并推出虚拟球星卡。

Panini 是虚拟球星卡方面的“先驱”。早在 NFT 概念还未兴起的 2006 年，Panini 就曾以世界杯为主题，推出首款虚拟球星卡套装。2020 年，Panini 正式宣布进军 NFT 领域，希望通过最新的数字加密技术打造球星卡二级市场交易，彻底杜绝假卡的流通。2021 年 6 月，Panini 宣布推出首款 Prizm 系列 NFT。2020 年 Panini America 正式进入区块链收藏品市场，发行了第一套基于区块链的交易卡。根据公告，Panini America 将每周发布 10 张独特的区块链卡，共计 100 张。每张区块链收藏卡都有 1:1 对应的实体收藏卡，允许拍卖获胜者保留实体收藏卡并转售数字版本，反之亦然。最早的成功故事之一是 2019 年锡安威廉姆森新秀国家宝藏 Logoman 1/1（实物和 NFT 配对），售价为 60,816.30 美元。此后，这两张卡片（NFT 和实物卡）都在二级市场上以超过 200,000 美元的价格转售。通过这些技术应用，Panini 公司希望丰富球星卡的玩法，以此增加用户黏性，并且吸引更多的年轻人来收藏球星卡。同时通过开发数字收藏品，增加 IP 版权的营收。

图表31： 锡安威廉姆森新秀国家宝藏 Logoman 1/1



资料来源: 知乎, 中信建投

图表32： 2020-21 Prizm Basketball NFT 区块链产品

- 06.28 - Prizm普卡包 Base Prizm Pack
- 07.05 - 银色平行包 Silver Parallel Pack
- 07.07 - 漫威特卡包 Donruss Net Marvels Insert Pack
- 07.09 - 银色平行包 Silver Parallel Pack
- 07.12 - 高压电特卡包 NBA Hoops High Voltage Insert Pack
- 07.16 - 蓝圈平行包 Blue Circles Parallel Pack
- 07.19 - 闪回特卡包 Prizm Flashback Insert Pack
- 07.23 - 金色/爆金平行包 Gold & Gold Vinyl Insert Pack
- 07.26 - 鞋灯特卡包 Noir Sneaker Spotlight Insert Pack

资料来源: 体育 NFT, 中信建投

3.1.3 版权

PANINI 过往长期“垄断”版权，但其竞争优势将在 2026 年面临巨大考验。Panini 与国际上众多知名体育赛事机构、联赛、俱乐部、运动员都有深入的合作，拥有世界杯、欧洲杯、欧冠、NBA 等国际知名体育赛事的

体育收藏品独家授权，是世界上唯一一家获得 NFL，NFL 球员，NHL（国家冰球联盟），NHLPA（北美职业冰球联赛球员工会），MLBPA（美国职棒大联盟球员工会）和 FIFA（国际足联）世界杯球星卡发行的全权授权公司，还与奈史密斯篮球名人堂和职业橄榄球名人堂建立了独家合作伙伴关系。此外，该公司还拥有迪士尼、One Direction、贾斯汀·比伯和迈克尔·杰克逊的独家授权，以及 600 多个其他体育和娱乐产业的全球授权，在全球集藏品与卡牌市场首屈一指。然而 2021 年 Fanatics 抢夺了 NBA、NFL 版权，意味着 2026 年之后 Panini 将不再拥有篮球和橄榄球顶级赛事的独家授权，其市场的发行地位将会受挫，但在足球领域依旧保持龙头地位。公司目前在加强球星 IP 的储备，于 2021 年创举性地签下了一名大学篮球运动员。

3.1.4 融资情况

2021 年帕尼尼曾与 SLAM 公司谈判上市事宜。这是一家 SPAC 公司，在 2021 年 2 月份的首次公开募股中筹集了 5.75 亿美元，在上市文件中表示将专注于体育、媒体等领域的收购目标。Panini 意在通过 SPAC 方式进行上市，有望使合并后的实体估值达到 30 亿美元或更多。但由于 Fanatics 于今年 8 月首次签下 MLB、NBA 和 NFL 的独家合作协议，对 Panini 造成重大影响，导致 Panini SPAC 上市计划暂时搁置。

3.2 Topps：棒球球星卡巨头，被收购后将拥有更强 IP 资源

3.2.1 经营情况

Topps 从事球星卡发行已近 70 载，一直以来与 PANINI 共同垄断星球卡业务。Topps 公司曾于 2007 年 10 月 12 日被 Tornante 公司以 3.85 亿美元收购。2021 年 Topps 原计划通过 SPAC 上市，估值约 13 亿美元。但 Fanatics 截胡 MLB 版权，导致 Topps 于 8 月取消 IPO 计划。2022 年 1 月 3 日 Topps 被 Fanatics 以 50 亿美元收购。

此前 Topps 为棒球球星卡市场领导者。2020 年，Topps 的销售额为 5.67 亿美元，比 2019 年的 4.6 亿美元增长了 23%，当年年收入的 55% 来自实物交易卡。当前 Topps 球星卡全球知名度较高，有数百万粉丝。公司除了纽约总部，还在欧洲、巴西和印度设有多个办事处。近期，Topps 进军亚洲市场，在东京开设了新办事，更好地满足日本和亚洲市场对交易卡日益增长的需求。

3.2.2 产品

Topps 主攻棒球领域，也在 1992 年，晚于竞争对手数年后，重返篮球卡市场。其 1952 发行的第一款棒球卡成为了棒球卡史上的里程碑产品，其中米奇·曼托的第一张 Topps 卡是最有价值的现代棒球卡，当今一份 1952 Topps 卡包的市场价至少为 5000 美元。

图表33: 米奇曼托 (Mickey Mantle) 的第一张 Topps 卡



资料来源: AP Photo / David Zalubowski, 中信建投

图表34: Topps 推出的英超官方游戏卡牌 Match Attax



资料来源: Topps 官网, 中信建投

Topps 积极探索数字领域的应用。2012 年开始创建数字卡片, 在 2013 年发行的 tops Bunt 棒球卡 app 取得成功之后, 他们将其拓展到 2014 年 8 月的 Kick Soccer app、2016 年 4 月的 Huddle Football app, 以及 2017 年的 Skate Hockey app。此外, Topps 还扩大了其数字商品收藏者市场, 2015 年发布了《星球大战: 卡片交易者》应用程序, 2016 年发布了《行尸走肉》交易卡应用程序。随着各种数字交易卡应用程序的成功推出, 几年后他们再次扩大了数字收藏者的市场, 在 2019 年春天发布了一款漫威交易卡应用程序, 同年 11 月发布了迪斯尼交易卡应用程序。2020 年 3 月 Topps 宣布合作发行区块链卡片, 成为 Panini 之后第二家进入区块链领域的卡片发行商。

图表35: Topps 1977 Star Wars 星球大战卡片



资料来源: ebay, 中信建投

图表36: Topps digital collections



资料来源: topsapps, 中信建投

3.2.2 版权

Topps 在棒球行业独具优势, 它是目前美国职业棒球大联盟唯一授权的棒球卡制造商, 同时还生产名为 Allen & Ginter 和 Bowman 的卡片。2021 年 Fanatics 抢夺了 MLB 后, Topps 在棒球行业的垄断地位受到重击。目前公司转向争取日本球星卡版权。2021 年 10 月 6 日与日本职业棒球协会 (NPB) 签订生产许可协议, 这是该公司长达 80 年的历史中首次发行整个联盟的球星卡, 共包含了 12 只 NPB 的球队。

图表37: 日本本地网站 JP.Topps.com



资料来源: JP.Topps 官网, 中信建投

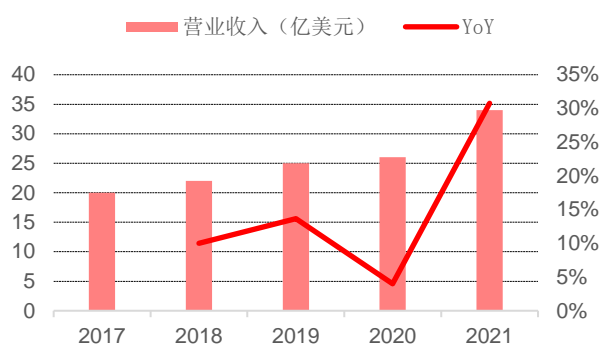
3.3 Fanatics: 体育收藏卡行业最强黑马，整合上下游资源布局体育电商帝国

3.3.1 经营情况

Fanatics 靠获取体育 IP、销售运动服饰、体育器材已经成长为市值约 180 亿美元，全球最大的体育授权用品零售商，2021 年总销售额超过 30 亿美元，同比增长超过 30%，近五年营业收入稳定提高。公司积极拓宽销售渠道和商业领域，2021 年成立了名为 Candy Digital 的 NFT 公司。在全球业务布局上，Fanatics 也考虑进军中国市场，2021 年 Fanatics 宣布将和高瓴资本合作成立一家合资公司 Fanatics China 拓展在中国市场业务。Fanatics 预计中国业务的估值超过 10 亿美元。

Fanatics Trading Cards 是 Fanatics 的独立子公司，也是其体育电商“帝国”的一部分。背靠母公司的丰富体育 IP 资源，Fanatics 在去年签下重大赛事 MLB 和 NBA 的合约，直接导致行业巨头 PANINI 和 Topps 公司的上市计划搁浅。虽然还未发行一款球星卡，但已强势入局球星卡行业。2022 年初 Fanatics 以 5 亿美元价格收购球星卡公司 Topps，本次收购为 Fanatics 提供了成熟的基础设施和分销渠道，或将拓宽其在体育领域的市场版图。作为球星卡独家授权新一代“接班人”，Fanatics 不仅希望成为这些卡片的最初销售商，还将进军利润丰厚的转售市场。新公司致力于成为球星卡行业的“一站式商店”，包括初级销售、二级市场交易、卡片分级甚至存储。通过整合上下游，改变之前的签约 IP 方式、经销商将卡片出售给零售商再转售给消费者的球星卡传统销售模式，转为版权方入股，公司集授权、发行为一体的商业新模式。

图表38: 2017-2021 Fanatics 公司营业收入及同比增长率



资料来源: Wikipedia, CNBC, the wall street journal, 中信建投

图表39: Fanatics 赛事授权版权



资料来源: Fanatics 官网, 中信建投

3.2.3 版权

Fanatics 于 2021 年 8 月取得了 MLB、NFL 和 NBA 的球星卡授权, 意味着今后 MLS (美国职业足球大联) 和 UEFA (欧洲足球协会联盟) 等 trading cards 权限也将属于该公司。Fanatics 最早能在 2023 年生产 MLB 球星卡, 但只能使用球员的肖像和形象, 2025 年之后才能加上联盟。同时 Fanatics 还将整合 Fanatics 与 FanDuel 的赛事 IP 以及线上线下资源。至此 Fanatics 将掌握棒球、篮球最重要的赛事授权以及球队和球员, 极具竞争优势。

3.2.4 融资情况

近十年中 Fanatics 多次进行融资, 市值一翻再翻, 势头强劲。公司从 2021 年 8 月开始 G 轮融资, 此举或将公司估值推向 180 亿美元。Fanatics 预计将利用新资金扩大其在线业务, 进行收购, 探索其他商业机会, 并向更多国家扩张。Fanatics 激进的增长举措有望实现 IPO, 但公司目前的立足点仍然是业务和资本增长。

Fanatics Trading Cards 作为新成立的子公司, A 轮融资已经结束, 募集资金 3.5 亿, 公司估值达 104 亿美元。本轮投资约占新公司 3.4% 的股份, 共来自 3 个投资者: 私募股权公司银湖资本、娱乐巨头奋进集团以及私募股权和风险投资机构 Insight Partners。合作的体育联盟共计将获得 Fanatics Trading Cards 约 14% 的股份, Fanatics 仍将拥有新公司 80% 以上的股份。

图表40: Fanatics 融资情况

时间	融资轮次	投资方	金额	备注
2012.4		Insight Venture Partners, Andreessen Horowitz	\$150M	估值或有 15 亿美元
2013.6		淡马锡、阿里巴巴	\$170M	估值增至 31 亿美元
2015.8		银湖资本	\$300M	
2017.9		软银领投, NFL, MLB, NHL, MLS, NFLPA 参与	\$1 b	
2020.8	E 轮	兴盛资本、富达投资集团、路博迈、富兰克林邓普顿基金集团	\$350M	
2021.3	F 轮	现有股东	\$325M	
2021.8		MLB、软银愿景基金、私募巨头银湖资本, 说唱歌手 Jay-Z 和他的公司 Roc Nation 共同投资	\$325M	将公司估值推向 180 亿美元; 向 digital sport platform 转型

资料来源: Fanatics 官网、crunchbase, 中信建投

图表41： 其他融资情况

公司	时间	融资轮次	投资方	金额	备注
Fanatics Trading Cards	2021M9	A 轮	Insight P.和软银领投,	\$350M	公司估值达 104 亿美元
Candy Capital	2021M10		NFL Hall of Famer Peyton Manning, Connect Venture, Will Venture 等参与	\$100M	

资料来源: Fanatics 官网、crunchbase, 中信建投

3.4 Upper Deck: 版权争夺落败, 早期球星卡升值空间大

3.4.1 经营情况

Upper Deck 成立于 1988 年, 总部位于美国加利福尼亚州, 主要从事球星卡以及各类体育签名产品的制作和销售。2020 年收入 1200 万美元。成立之初, Upper Deck 就获得了 MLB 的棒球卡生产许可; 1990 年, 又分别获得 NHL、NFL 以及 NBA 的生产许可。不过 Upper Deck 并没有将最初在版权许可上的强势地位延续下去。到了 2015 年, Upper Deck 所拥有的一系列独家版权已被竞争对手蚕食殆尽。截至目前, Upper Deck 仅剩唯一一家体育联盟 NHL 的许可, 以及一些个人球星诸如乔丹、詹姆斯的独家合作协议。

3.4.2 产品

早期球星卡是 Upper Deck 的主力产品。后来因在版权战中落败, 很多系列的球星卡停产。但正因此, Upper Deck 一些早期的球星卡成为绝版卡片。一些老牌系列卡片成为收藏圈的顶级藏品, 在二级市场的交易价格屡创新高。首当其冲的系列自然是 Upper Deck NBA Exquisite Collection, 也就是中国玩家口中的“木盒”系列。该系列在 2003-2004 赛季首次亮相。每包包含五张篮球卡。该系列当时的建议零售价为 500 美元, 使其成为当时有史以来生产的最昂贵的篮球卡产品 (少数未开封的包现在售价超过 4,000 美元)。该系列中最受追捧的卡有编号为 99 的新秀签名 patch 卡 (詹姆斯、韦德、安东尼和波什签名)、超大队徽暴力切割卡, 以及新秀的同背签名/球衣卡。直到现在, 木盒系列的卡片仍然是全世界收藏家追逐和热捧的系列。此外今年 4 月, 一张由詹姆斯亲笔签名的 2003-04 Upper Deck Exquisite Collection 新秀球星卡以 520 万美元的拍卖价格, 成为篮球历史上最高价的一张球星卡; 今年 8 月, 詹姆斯的一张新秀球星卡以 202.95 万美元被高价拍卖, 再次刷新了该类别球星卡的历史最高价。

图表42：詹姆斯安东尼双签詹姆斯同背号卡



资料来源：Fanatics 官网，中信建投

图表43：0304 木盒系列卡片

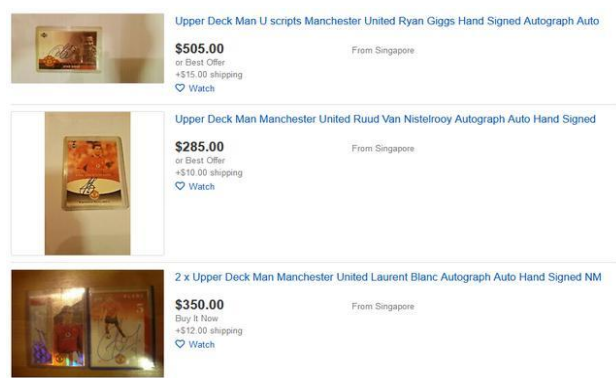


资料来源：eBay、中信建投

除了篮球，早期 Upper Deck 也跟很多足球联赛有过合作，如 2001-2004 年期间的曼联系列和 1999 年开始的甲 A 联赛系列，留下了很多传世佳作。如曼联首映版的贝克汉姆签名卡、老甲 A 签名等，这些卡在同类型的卡片中一直处于增值阶段。Upper Deck 也逐渐成为众多藏家心目中最具情怀的体育纪念品公司之一。

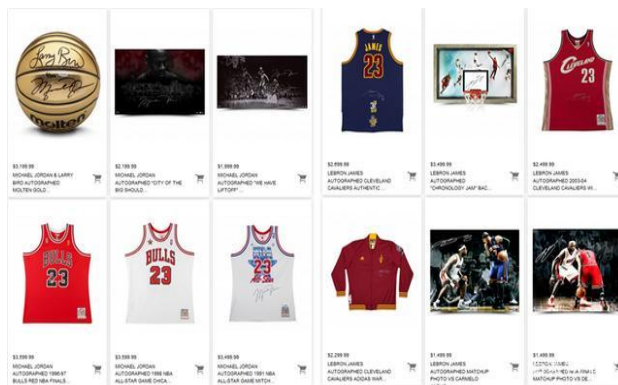
Upper Deck 在失去一系列联盟官方版权之后，将重心调整到了球星的个人藏品上。通过合理的定位和出色的运作，UDA 系列成功将乔丹、詹姆斯和伍兹等人的签名纪念品打造成为收藏圈的奢侈品。同时公司目前大力开发游戏领域的 IP，出版守望先锋联赛（OWL）相关的交易卡、贴纸及贴纸册、版画、海报和纪念品等。

图表44：Upper Deck 曼联系列卡



资料来源：eBay，中信建投

图表45：乔丹和詹姆斯签名藏品



资料来源：UDA 官网，中信建投

3.4.3 授权

Upper Deck 也在争取授权方面动作频频，持有詹姆斯、乔丹独家授权。2021 年 10 月 12 日 Upper Deck 宣布，与冰球联盟（NHL）的明星球员 Nick Suzuki 签署了独家签名、纪念品和收藏品协议。这位 22 岁球员于 2019 年首次亮相 NHL，并入选 NHL 最佳新秀，目前为蒙特利尔加拿大人队效力。

在体育界获取 IP 授权受阻，Upper Deck 也尝试开发游戏领域的 IP。2019 年，Upper Deck 与暴雪公司达成合作，签下了守望先锋联赛的授权。Upper Deck 作为特许经营商，被允许出版 OWL 相关的交易卡、贴纸及贴纸册、版画、海报和纪念品等。

3.5 国内体育收藏卡产业：萌芽阶段，Card Hobby 成为市场的开拓者和领先者

随着宏观经济的发展，疫情影响和文化传播，体育收藏卡正在逐步由小众开始破圈，进入越来越多的中国体育迷的视野。目前中国体育衍生品市场消费品种较为单一，而体育收藏卡将丰富这一市场中的品类。受众广、市场大、粘性强的鲜明特点将使得体育收藏卡成为体育衍生品的重要力量，在未来可能会成为我国继潮鞋和潮玩之后又一个爆发式增长的文化消费品赛道。

Card Hobby（卡淘）是国内目前专业化程度最高、交易规模最大的体育文化收藏卡发行商及交易平台，是国内体育收藏卡市场的开拓者也是领先者，下设 DAKA 和与卡淘两大业务板块。Card Hobby 于 2022 年完成 A 轮亿元级融资，其投资人姚记科技创立于 2014 年，以扑克牌业务、游戏和创新营销作为核心业务。Card Hobby 此次融资后将有望与其母公司姚记科技在全方面多维度进行产业融合，在商业模式上形成一二级市场联动，打通从优质 IP 获取、产品设计、渠道分发、平台交易、专业化社群运营的完整闭环。

DAKA 文化是专业化的体育文化收藏卡发行商，DAKA 的体育收藏卡发行业务中深耕国内体育 IP，并积极拓展国外知名 IP，为卡片生态打下扎实的基础。DAKA 是中国唯一一家具有中国国家级体育 IP 授权的发行商，现产品覆盖足球(中超、欧洲五大顶级联赛)、篮球(CBA)、电子竞技(LOL)、中国特色体育文化主题等品类。其中代表性独家签约发行权 IP 有：中国男子篮球职业联赛、中超劲旅北京国安、上海申花足球俱乐部、德甲劲旅多特蒙德俱乐部等。DAKA 在 2016 年 5 月成功获得 2015-16 赛季 CBA 官方球星卡制卡版权，成为官方授权的 CBA 球星卡独家发行商。2015-16 赛季 CBA 球星卡成为 DAKA 历史上第一款产品。除了篮球，DAKA 还选择了奥运冠军、世界拳王邹市明作为首款个人系列收藏卡的尝试。

图表46： DAKA 在上海体博会展出的 CBA 篮坛传奇亲笔签字球星卡



资料来源：中国体育收藏门户网，中信建投

图表47： 2017 年面世的“壹”系列综合包



资料来源：中国体育收藏门户网，中信建投

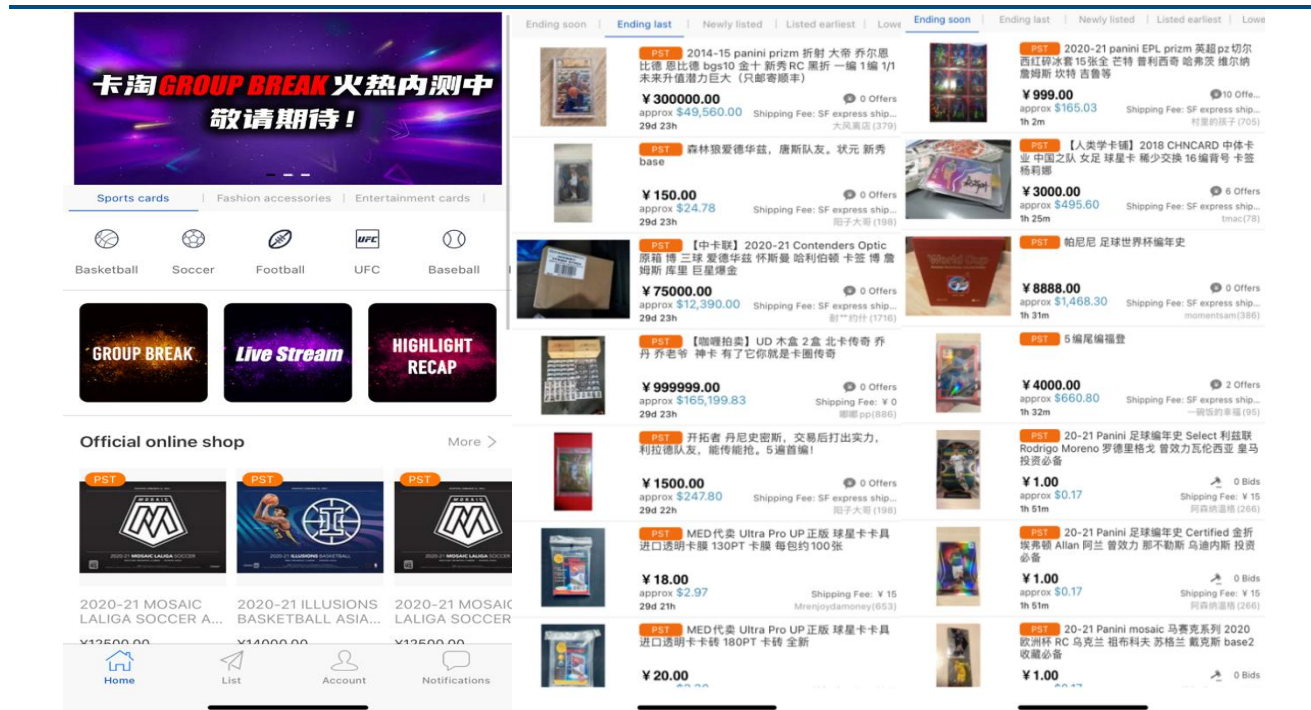
图表48： DAKA 为邹市明本人推出的“王者之路”珍藏卡



资料来源：中国体育收藏门户网，中信建投

卡淘是中国用户规模最大且打通海内外市场的头部二手收藏卡交易平台，日均 GMV 破百万元。2018 年卡淘平台打通海外注册，2019 年获得拍卖许可证。现已实现线上担保交易，有效增加交易安全性。目前平台支持买家进行篮球、足球、橄榄球、拳击、棒球和冰球等球星卡的二手交易。

图表49：卡淘 app 交易页面



资料来源：卡淘 app、中信建投

相比于国外相对完整、成熟和庞大的球星卡产业链，国内的体育收藏卡市场还处于萌芽阶段，但这也意味着市场空间发展机会巨大。总的来说，国内体育收藏卡市场特征如下：

- 1) 在 IP 授权方面，发行商并未获得国内头部体育赛事的长期授权，造成球星卡在国内发行的最大壁垒。
- 2) 卡片制造方面，国内发行商生产规模较小，且发行商品类单一，质量层次不齐，因此并未形成良好口碑，导致二级市场的卡片价格不稳定，缺乏固定收藏群体。
- 3) 在经销零售环节，除 Panini 直营渠道外的流通环节高度分散，销售体系不成熟。
- 4) 目前国内的球星卡受众群体主要是球迷，类比海外，随着消费群体不断扩大，未来收藏爱好者和投资者也可能会进入市场。
- 5) 在球星卡评级方面，国内缺乏权威评级机构，使得球星卡市场不够规范，球星卡缺乏背书从而无法保值。
- 6) 作为交易重要环节，国内球星卡主要在二手平台如闲鱼、卡淘、TC 等进行交易，仍然存在诸多痛点。

四、未来趋势

合作、并购将是大趋势，产业模式将向一体化方向迈进。体育收藏卡行业中，公司最终目的不是成为一个制造业企业，而是致力于帮助客户提高改善体验感，而想要达到这样的行业战略目标，则需要行业内上中下游不同玩家的共同努力，加大对行业投资、创新、制度的改进，以此来吸引新的资本，构建新的系统和基础设施，从而完善整体行业的生态系统，全方位的提升客户的体验感。根据 verified market research 数据显示，行业内公司在战略层面分化为四个方向：产品发展占 35%、战略合作 24%、合并收购 22%、业务扩展 19%，其中收购合并、战略合作以及业务扩展占据整个行业了 65%。2021 年 Fanatics 入局，22 年初收购 Topps，有望进一步引领行业进行一体化产业链整合。总体来看，未来行业内合作和并购将是大趋势，行业头部玩家将通过合作、合并收购等方式布局上下游产业链，不断拓宽业务和丰富 IP 矩阵增强其核心竞争力。

以 NFT 为代表的数字体育收藏卡有望成为主流体育收藏卡，进一步推动产业发展。传统体育收藏卡作为具有收藏和投资属性的实物卡，其与 NFT 结合天然具有优势，有望成为主流模式：1) NFT 卡能有效降低制造成本，利于球星卡厂商降本增效；2) NFT 收藏卡或可使交易和确权更为简单，有利于杜绝假卡的流通，便于卡片的流通、玩家收藏与投资；3) NFT 球星卡能有效避免实体卡氧化、破损等存储难题；4) 体育赛事与区块链技术、加密货币结合成为新趋势，球星卡 NFT 应用市场热度高。此外，在 NFT 赋能下，卡片的唯一性及价值更有保障，官方 NFT 交易平台使交易便捷性大幅提升，同时也为玩家提供了更多的玩法，让体育收藏卡走进更多人的视野，助力行业发展。

注重平衡供需关系，维持市场稳定。供需关系是体育收藏卡行业影响卡片价格的重要因素之一，供应如需求保持相对稳定的情况下，过多的生产卡片导致现存卡片数量快速上升，可能会过快的使需求达到饱和，并侵蚀品牌的长期健康。相反，如果发行商保持产量有限，就会创造一个具有长期需求和吸引力的品牌。整个产业链中发行商控制了整个球星卡行业的供应水平，具有较高的议价能力。我们预计若发行商过度发行卡片有可能导致产品的稀缺性大幅下降和通货膨胀，卡片的价格快速上升但其真实价值保持不变甚至贬值，到一定程度，还有可能引起整个行业的大幅震荡。

未来有望向进一步扩展到其他新兴市场，国内市场空间巨大。目前体育收藏卡在北美地区的发展最为繁荣，已经形成了较为成熟的产业链和市场机制，在亚太地区的热度相对有限，但行业市场前景十分广阔。物流运输体系的成熟与数字球星卡的兴起降低了跨地区交易的难度，亚太市场有望在未来迎来快速增长。传统球星卡厂商均在尝试开拓新市场，挖掘其市场潜力，加快实现业务的全球化布局。

五、风险提示

生产过剩：供需关系是球星卡行业影响终端卡片价格的重要影响因素之一，如在需求保持相对稳定的情况下，过多的生产卡片导致现存卡片数量快速上升，可能会过快使需求达到饱和，并侵蚀品牌的长期健康。

新冠疫情加剧：受疫情影响，物流行业和线下零售业停摆，导致行业遇冷，不及预期。

体育赛事低迷、停播的风险：追溯本源，体育收藏卡的价值来源于不同赛事和运动员的个人价值，如将来因疫情或其他因素导致赛事停播、延期等情况，卡片的价格有大幅下滑的风险（90年代烧毁卡片事件）。

区块链相关政策变化：数字体育收藏卡的推进，尤其是 NFT 体育收藏卡的应用与区块链和基于区块链的数字货币关联性高，目前相关政策尚不完善。

版权问题：体育收藏卡竞争优势高度依赖版权获取情况，版权不及预期可能导致行业大洗牌。

分析师介绍

孙晓磊：海外研究首席分析师，北京航空航天大学硕士，游戏产业和金融业 6 年复合从业经历，专注于互联网研究，对腾讯、网易、阿里、美团、阅文等互联网巨头有较为深入的理解。2019 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2020 年、2021 年新财富港股及海外最佳研究团队第五名。

崔世峰：海外研究联席首席分析师，南京大学硕士，5 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网龙头公司研究，所在卖方团队获得 2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk