

## 证券研究报告—动态报告/行业快评

传媒

事件点评

超配

(维持评级)

2021年03月28日

## NFT 六问：重塑流通性和价值重估

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002

证券分析师：高博文

gaobowen@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030004

证券分析师：夏妍

021-60933162

xiayan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030003

## 事项：

近期，数码艺术家 Beeple 的 NFT 作品《Everdays: The First 5000 Days》以 6930 万美元价格出售，成为大型拍卖行历史上首次以 NFT 形式进行拍卖的纯数码拍品。

国信传媒互联网观点：NFT 重塑数字商品的流动性、带来数字资产价值重估，未来有望广泛应用于数字艺术品、数字收藏品以及游戏资产等领域。NFT 产业链的核心在于上游资源和 IP 能力，交易平台的流量竞争也取决于“藏品”价值。从资产价值重估、行业重塑和变现多元化角度，重点推荐：视觉中国、泡泡玛特、网易。

## 评论：

## ■ 问题一：什么是 NFT？

NFT 全称“Non Fungible Token”，中文为“非同质化代币”，其具有**唯一性、不可分割性和不可复制**。与其对应的是“同质化代币”，典型的人民币、美元等，虽然不同人民币的标识可能不同，但其作用是一致的，在加密货币领域，比特币也是“同质化”的。现实中电影票就是比较典型“非同质化的”，不同电影票的座位不同（唯一性）、电影票是不可分割的，同样，房子、艺术品、古董也有同样的特征。NFT 的独特信息会被存储在其智能合约中，并记录在代币的区块链上，而区块链有着公开、可信、去中心化的特征。

## ■ 问题二：NFT 的应用场景主要是哪些？

NFT 人人都可以制作，但其如果想有较高的价值，就需要得到买家认可，所以 NFT 更适合于**数字艺术品及类似商品**。包括数字艺术品，如 Beeple 的数字艺术品《Everdays: The First 5000 Days》在 2021 年以 6930 万美元价格出售；数字收藏品（含盲盒），如 2021 年 2 月 NBA Top Shot 平台上詹姆斯卡片（NBA 球员精彩瞬间）以 21 万美金出售；游戏资产，2021 年 2 月，游戏爱好者斥资 150 万美元购买 Axie Infinity 的 NFT 地图。

**图 1: 《Everdays: The First 5000 Days》**


资料来源:《Everdays: The First 5000 Days》, 国信证券经济研究所整理

**图 2: NBA Top Shot**


资料来源: NBA Top Shot, 国信证券经济研究所整理

### ■ 问题三: 相比于传统交易, NFT 带来了哪些变化?

NFT 最大的潜力就是**重塑流通性和价值重估**。现实中的艺术品流通非常局限: 1) 艺术品首先要被验证真伪, 而区块链技术保证数字艺术品的真实性; 2) 对艺术品价格要求高, 大量中等价值的艺术品被淹没; 3) 传统艺术品的受众非常小, 通过拍卖行成交, 覆盖用户有限; 4) 很多作品难以分开销售, 比如一个图库, 传统拍卖难以将其每一个图片定价。所以说 NFT 降低了数字艺术品的交易成本, 极大提高其流动性。

在资本市场, 我们经常会碰到一个现象——**账面价值和公允价值**。比如一家公司 10 年前以 100 万购得一处房产, 以成本法计入固定资产, 每年折旧 5 万, 而 10 年后该处房产的公允价值为 200 万, 但账面价值仅为 50 万。我们发现其公允价值和账面价值相差 150 万。在资本市场, 很多固定资产、无形资产都是按照账面价值计入, 其公允价值在传统交易中很难被衡量 (通常资产证券化、交易等方式才能得到重估), NFT 有助于数字类无形资产价值重估。

### ■ 问题四: NFT 是不是炒作, 并没有真实的交易价值?

通常来说, 我们理解一件商品的价值由其收益价值决定, 价格不会大幅偏离价值。比如一张图片, 每年可以带来 100 元的授权使用费, 权利年限 20 年, 不考虑折现这张图片的价值应该是 2000 元。但艺术品、收藏品价格是由供需决定的, 其有可能大规模偏离“收益价值”。我们并不能简单地认为价格大于收益价值就是“泡沫”, 尽管存在着很多虚炒价格的现象, 但其稀缺性和艺术价值仍存在一定的合理性。

以数字收藏品为例, 我们来看 TOP 20 销量 NFT 商品。其中 TOP 20 销售额达 8 亿美金, 总销量 530 万, 平均单价 141 美金, 买家 40 万。其中销售最火的是 NBA Top Shot (NBA 球员精彩瞬间视频), 占据 TOP 20 市场的 57%, 销量 300 万, 平均单价 152 美金, 相对比较亲民。单价比较高的当属 CryptoPunks (加密朋克, 不同元素的像素头像), 平均单价 1.6 万美金, 买家约 2200 人。可以看到 NFT 数字收藏品有一定的受众, 价格也相对亲民, 并不是单纯的炒作概念。

表 1: TOP 20 销量 NFT 数字收藏品

产品	销售额 (千美金)	销量 (千)	平均单价 (美金)	买家	拥有者
NBA Top Shot	456,454	3,007	152	217,586	337,416
CryptoPunks	182,577	11	16,016	2,212	1,986
Hashmasks	46,144	10	4,480	2,810	4,053
CryptoKitties	32,890	759	43	99,258	
Sorare	28,095	169	167	11,575	13,065
Axie Infinity	14,891	156	95	26,176	38,181
Art Blocks	13,066	8	1,711	1,477	3,246
MyCryptoHeroes	4,607	43	108	2,857	5,515
Gods Unchained	3,163	380	8	3,217	
F1 Delta Time	2,881	5	560	554	962
Street Fighter	1,858	275	7	6,024	29,637
Bitcoin Origins	1,722	12	140	1,385	2,967
Garbage Pail Kids	1,718	170	10	4,568	8,964
KOGS	1,541	172	9	2,922	4,213
Alien Worlds	1,061	246	4	11,807	50,545
Blockchain Heroes	863	112	8	2,791	9,504
MLB Champions	815	43	19	1,345	1,945
BraveFrontierHeroes	280	5	55	771	2,058
Shatner	238	27	9	636	758
The Horrors	209	19	11	696	1,956
合计	795,072	5,630	141	400,667	516,971

资料来源: cryptoslam, 国信证券经济研究所整理

## ■ 问题五: 怎么看待 NFT 产业链和其价值分割?

NFT 产业链的核心是上游资源和 IP。一般来说, 艺术品交易所的抽佣在 10% 左右, 但 NFT 交易所的价值核心在于其“藏品”, 自有/自产“藏品”的价值决定其流量和交易量。

以 NBA Top Shot 为例, 其本质是数字版的球星卡, 一个卡包含一个 NBA 球星的精彩瞬间。卡片获取主要有两种方式: 1) 类似盲盒的抽卡机制 (packs), 官方会不定时的发放不同等级的 packs; 2) 通过官网的 Market Place 购买喜欢的卡, 目前最贵的是詹姆斯的一张卡, 价值 25 万美金。可以看出, NFT 的价值取决于其艺术品和收藏品, 生产方/拥有方和交易平台一般为一体, 也就是说上游资源和 IP 是 NFT 产业链的核心。

图 3: NBA Top Shot 盲盒类抽卡机制



资料来源: NBA Top Shot, 国信证券经济研究所整理

图 4: NBA Top Shot 交易平台



资料来源: NBA Top Shot, 国信证券经济研究所整理

#### ■ 问题六：哪些上市公司可能受益于 NFT 发展？

从资产价值重估、行业重塑和变现多元化角度，重点推荐：视觉中国、泡泡玛特、网易。

**视觉中国：**NFT 从两个维度利于公司发展。1) 价值重估：其下 Corbis 图片库拥有超过一亿张创意类、娱乐类与历史类图片，还有一个丰富而全面的短片资源库，包括莱特兄弟、爱因斯坦吐舌头的照片以及美国“民权运动之母”罗萨·帕克斯坐在巴士前拍摄的照片等，账面价值 5.5 亿人民币。Corbis 图片具有非常大 NFT 化潜力，其价值有望重估。2) 交易平台：区块链技术有助于图片确权，重塑图片行业产业链，未来创作者可以将图片直接上传交易平台进行交易，确权便利性有望提升版权正版化，作为国内最大图片平台，也将受益于区块链技术。

**泡泡玛特：**作为国内最大潮玩品牌，泡泡玛特共运营 93 个 IP，包括 MOLLY、DIMOO、BOBO&COCO、YUKI 等；并与超过 350 位艺术家保持紧密合作关系。通过 NBA Top Shot 案例，我们可以看到 NFT 与 IP、盲盒机制结合，泡泡玛特强大的 IP 储备和运营能力在 NFT 领域也具有强大的潜力。

**网易：**NFT 在游戏领域应用的前提是自由交易系统，网易旗下《梦幻西游》等游戏具有开放的自由交易系统。NFT 有望提高游戏内道具交易的便利性和价值，进一步活跃游戏内经济系统，提升游戏生命周期。NFT 也方便游戏厂商推出更加稀有的道具商品，扩大付费深度。

#### ■ 风险提示

1、宏观经济波动等系统性风险；2、政策、监管风险；3、行业发展不及预期等。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020
000681	视觉中国	买入	14.82	0.25	0.36	0.48	59.3	41.2	30.9	3.3
9992.HK	泡泡玛特	买入	53.60	0.44	0.82	1.28	102.3	54.9	35.2	84.0
9999.HK	网易	买入	159.20	3.65	4.72	5.59	36.6	28.3	23.9	6.7

数据来源：wind、公司资料，国信证券经济研究所整理预测（视觉中国 EPS 为国信预测，泡泡玛特、网易 EPS 为 wind 一致预期）



## 相关研究报告:

- 《传媒互联网年报业绩前瞻暨 3 月投资策略：关注估值底部的游戏板块及超跌龙头》 ——2021-03-11
- 《二次元手游的黄金年代：新世代，新游戏，新消费》 ——2021-03-10
- 《国信证券-哔哩哔哩-BILI.O-个股快评：高质量内容抢占流量高地，2023 年 MAUs 目标 4 亿》 ——2021-02-26
- 《传媒互联网 2 月投资策略：春节档票房预售表现良好，关注港股 SaaS 及游戏板块》 ——2021-02-11
- 《哔哩哔哩（BILI.O）：旧时代的陨落和新世代的崛起》 ——2021-01-26

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032