

传媒

事件点评

超配

(维持评级)

2021年07月05日

从火岩控股看 NFT 在游戏、社区领域应用

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:

近日, 港股游戏公司火岩控股在泰国推出“奖赏积分平台测试”, 旨在连接公司泰国游戏, 用户可以通过游戏中算力和互动活动获取平台积分, 积分可以用于换取 NFT 道具或者泰国当地“八达通”, 目前已经吸引超过 15 万玩家参与。

国信传媒观点: 传统意义上, 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。除此外, 将 NFT 和积分结合, 可以通过 1) 积分激励, 提高用户黏性和时长; 2) 引流激励, 积分可以在多款游戏中互通, 实现不同游戏群内引流, 也可以设置相应机制, 可以实现低成本游戏推荐; 3) 丰富使用场景, 积分的使用也可以拓展到游戏以外场景, 实现类似“信用卡”的功能。推荐关注: 腾讯控股、完美世界、吉比特、火岩控股、视觉中国等。

评论:

■ NFT: 重塑流通性和价值重估, 在数字艺术品上广泛应用

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”, 典型的就人民币、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。近日, 支付宝与敦煌美术研究所共同推出基于两款蚂蚁链发行的付款码皮肤 NFT, 两款 NFT 各限量 8000 份, 售价为 10 支付宝积分+9.9 元。

图 1: 支付宝推出付款码皮肤 NFT



资料来源: 支付宝, 国信证券经济研究所整理

图 2: 支付宝推出付款码皮肤 NFT



资料来源: 支付宝, 国信证券经济研究所整理

NFT 数字收藏品在海外更加火爆。我们来看海外 TOP 20 销量 NFT 商品，其中 TOP 20 销售额达 16 亿美金（相较 3 月份实现了翻倍），总销量 1342 万，平均单价 121 美金，买家 86 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 40%（3 月份高达 60%，越来越分散），销量 744 万，平均单价 87 美金，相对比较亲民。

表 1: TOP 20 销量 NFT 数字收藏品

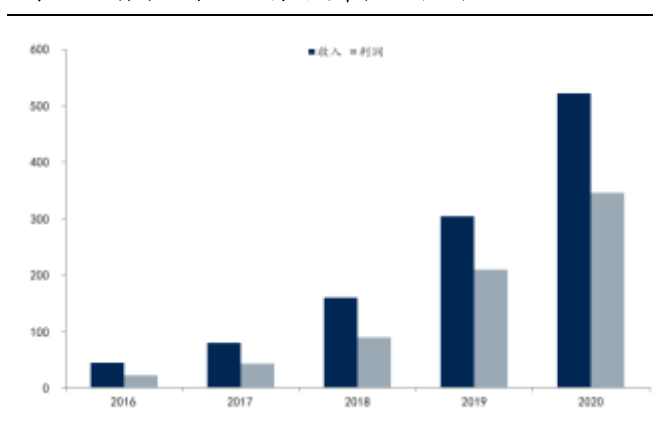
产品	销售额 (千美金)	销量 (千)	平均单价 (美金)	买家	拥有者
NBA Top Shot	645,675	7,440	87	315,803	526,318
CryptoPunks	367,872	14	26,277	3,006	2,489
Axie Infinity	190,508	782	244	106,095	286,381
Meebits	69,829	5	14,612	1,937	4,701
Bored Ape Yacht Club	62,004	14	4,315	4,837	4,455
Hashmasks	51,323	12	4,249	3,423	4,472
Sorare	51,035	285	179	19,625	21,332
CryptoKitties	33,553	767	44	102,408	100,977
Art Blocks	32,871	19	1,697	2,956	5,943
Alien Worlds	23,734	3,427	7	264,277	1,460,842
R Planet	15,487	70	222	9,455	12,292
Topps MLB	14,177	499	28	14,337	35,216
Mooncats	12,838	8	1,632	2,283	3,216
VeeFriends	12,031	1	14,340	372	4,552
Bored Ape Kennel Club	11,106	3	3,409	1,324	3,810
The Wicked Craniums	8,595	10	863	3,128	3,087
F1 Delta Time	5,374	7	818	772	1,197
MyCryptoHeroes	4,677	43	109	2,933	5,608
Bulls On The Block	4,665	6	826	2,331	2,646
Voxodeus	4,352	4	1,159	1,280	1,127
合计	1,621,706	13,415	121	862,582	2,490,661

资料来源: cryptoslam, 国信证券经济研究所整理 (截至 2021/7/3)

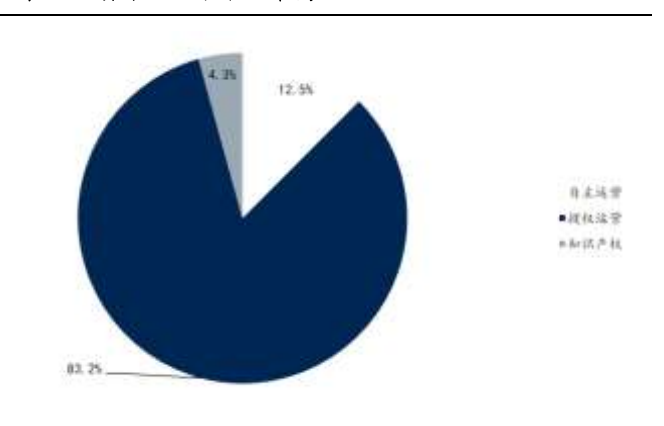
传统意义上，NFT 最大的潜力就是重塑流通性和价值重估。现实中的艺术品流通非常局限：1) 艺术品首先要被验证真伪，而区块链技术保证数字艺术品的真实性；2) 对艺术品价格要求高，大量中等价值的艺术品被淹没；3) 传统艺术品的受众非常小，通过拍卖行成交，覆盖用户有限；4) 很多作品难以分开销售，比如一个图库，传统拍卖难以将其每一个图片定价。所以说 NFT 降低了数字艺术品的交易成本，极大提高其流动性。

■ 火岩控股：专注海外的休闲游戏研发商，探索区块链与游戏结合道路

火岩控股是专注于海外的休闲游戏研发商，深耕休闲游戏赛道多年，覆盖全球百万活跃用户。2020 年公司实现收入 5.21 亿 (yoy+72.1%)，净利润 3.43 亿 (yoy+64.4%)。公司收入中授权运营占比 83.2%，由于授权运营为分成款、无游戏运营费用，故整体利润率较高。今年公司收购了一名主要授权运营商，2019 年净利润 1.89 亿，进一步完善游戏业务。

图 3: 火岩控股收入及利润 (单位: 百万)


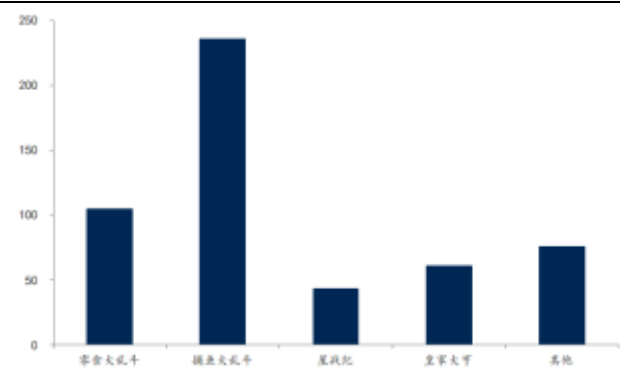
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 4: 火岩控股以授权运营为主


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

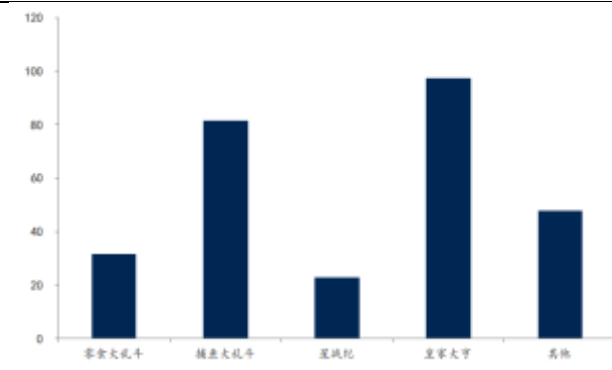
截至 2020 年底，公司累计推出 23 款游戏，并有 9 款游戏在研。包括《零食大乱斗》、《捕鱼大乱斗》、《星战纪》以及《皇家大亨》等游戏，拥有月付费用户接近 30 万（未去重）。

图 5：火岩控股主要游戏收入（单位：百万）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 6：火焰控股主要游戏月付费用户数（单位：千）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

公司积极探索区块链与游戏结合。1) 与领先游戏媒体游戏陀螺战略合作：游戏陀螺将其利用企业资源库，帮助公司介绍需要区块链技术的企业和团队；2) 与东南亚领先支付解决方案提供商 FOMO 合作：通过与 FOMO 促成公司游戏中数字资产（包括虚拟道具）进行跨平台或跨游戏交易和支付；3) 赏积分平台：火岩在泰国上线的游戏，建立一个互动交易生态，支持玩家将游戏中的成绩和游戏代币与其他玩家进行互动，并赚取平台积分可用于商店优惠。

■ NFT 游戏领域应用：提高用户黏性、低成本裂变以及丰富使用场景

这种 NFT 与积分结合的方式究竟会给游戏运营带来怎样的变化那？我们先看一下火岩控股的积分规则：

- 1) **积分获取**：目前用户获取方式包括两大途径，其一，通过在游戏中获取算力，进而获得平台挖矿收益；其二，通过参与应用中的互动活动获取。积分是完全去中心化的，算法、源码逐步开源，向所有用户开放，与比特币类似，产出逐步收缩。
- 2) **NFT**：主要是游戏中的道具和皮肤，通过去中心化技术将游戏内部的特定资产（皮肤或道具等）变得独一无二及不可复制，令玩家实现跨平台的交易和买卖。
- 3) **使用场景**：与泰国当地运营商进行合作，泰国玩家可在其积分奖赏平台上使用火岩游戏积分兑换电话卡使用。泰国当地电话卡类似于香港八达通卡功能，不止于通话服务功能，用户可使用电话卡余额在泰国进行餐饮、购物等线下场景的消费。据公司公告，泰国积分平台已有超 15 万玩家参与，足见效果。（财务处理上同营销费用）

图 7：火岩控股奖赏积分平台测试



资料来源：火岩控股，国信证券经济研究所整理

我们认为 NFT 和积分的使用，有助于提高用户黏性、低成本裂变以及丰富使用场景：（事实上，这些运营方式与拼多多等平台较为相似）

- 1) **提高用户黏性**：积分不仅可以换取 NFT 道具还可以换取电话卡，极大促进了用户获取积分的动力，而积分又需要参加活动或者在线时长，进一步提高用户黏性和时长。效果类似于快手极速版的金币激励、拼多多的多多果园。
- 2) **低成本裂变**：积分可以在多个游戏内互通，从而可以实现不同游戏间引流。很多 NFT 道具具有一定的收藏价值，也有望吸引一部分原有非游戏用户的加入。此外，基于 NFT 还可以设计类似于“推荐新用户获取积分/收益”的模式，刺激老用户帮忙拉新（类似于拼多多的“砍价”），从而实现低成本获客。
- 3) **丰富使用场景**：积分可以兑换电话卡以及在一些线下场景使用，财务上积分被记为销售费用，线下场景使用时，这部分费用实际消耗，并转移给线下服务方（由于集中支付，价格等方面都有一定优惠）。互联网公司的商业本质是“收税”，凭借原有庞大游戏用户，积分被广泛用户使用和接纳，承担起“一般等价物”的作用，未来可以基于积分做更多延申金融方面的商业化变现。

■ 投资建议：看好 NFT 在游戏、社区等领域应用场景

传统意义上，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。除此外，将 NFT 和积分结合，可以通过 1) 积分激励，提高用户黏性和时长；2) 引流激励，积分可以在多款游戏中互通，实现不同游戏群内引流，也可以设置相应机制，可以实现低成本游戏推荐；3) 丰富使用场景，积分的使用也可以拓展到游戏以外场景，实现类似“信用卡”的功能。推荐关注：腾讯控股、完美世界、吉比特、火岩控股、视觉中国等。

■ 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
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
002624	完美世界	未评级	23.55	0.80	1.25	1.55	37.0	18.9	15.2	5.1
603444	吉比特	买入	517.77	14.56	20.69	23.83	29.3	25.0	21.7	7.0
000681	视觉中国	买入	12.77	0.20	0.36	0.45	64.4	35.9	28.1	3.2

数据来源：wind、公司资料，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《传媒互联网行业7月投资策略：关注游戏板块，把握龙头超跌买入机会》 ——2021-07-01
 《传媒周报 6.21-6.25：暑期档将至，关注游戏行业机会》 ——2021-06-28
 《国信证券-游戏行业买量专题报告：“好”游戏的指标，买量下半场的趋势》 ——2021-06-25
 《国信传媒周报：“618”数据优异直播电商有望受益，持续关注剧本杀赛道》 ——2021-06-21
 《传媒周报 6.7-6.11：618大促进行中，关注电商产业链机会》 ——2021-06-15

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±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±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