



Research and  
Development Center

# NFT：数字藏品背后的虚拟世界商品流通机制

传媒互联网

2022年01月11日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

传媒互联网

投资评级 看好

上次评级 看好

冯翠婷

执业编号: S1500522010001

联系电话: 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# NFT：数字藏品背后的虚拟世界商品流通机制

2022年01月11日

## 本期内容提要：

- **NFT 核心价值在于“数字内容资产化”，是虚拟世界的产权确权和交易机制。**非同质化通证（NFT）是一种架构在区块链技术上的，不可复制、篡改、分割的加密数字权益证明，其核心价值在于将数字内容转化为数字资产，利用区块链技术保证数字资产的唯一性和真实性，有效解决资产确权问题，主要应用于版权保护、版权交易、内容发行及 IP 价值衍生变现。
- **国内数字藏品平台与联盟链密切绑定，为数字藏品的铸造与发行提供技术、发行和运营服务。**与国外 BAYC、Decentraland 等热门项目直接在区块链上自主发行不同，国内大多数数字藏品项目都是通过数字藏品平台发行，而国内数字藏品平台大多架构在联盟链上。头部平台中，“鲸探”运营能力较强，联合动漫、文博、体育等领域的机构举办“国漫 IP 万创大赛”“宝藏计划”等活动，持续发行多元数字藏品；“幻核”与腾讯大文娱内容生态协同性较高，有望推进影视动漫 IP 及游戏 IP 的衍生变现；“元视觉”平台背靠视觉中国丰富高质的内容体系和完善的创作者生态，后续数字藏品供应稳定。
- **项目发行方面，NFT 创新内容发行方式并提供 IP 衍生新形式，国内市场单个项目发行金额从数千到上百万不等。**各类传统互联网内容平台及内容发行公司纷纷入局，Q 音推出《月光》黑胶唱片，阅文推出首个网文 IP 数字藏品，奥飞娱乐“喜羊羊与灰太狼”、汤姆猫“会说话的汤姆猫”等影视动漫或游戏 IP 通过数字版画、数字卡片、数字 3D 模型等形式实现衍生变现。海外市场，周杰伦与好友合办潮牌 PHANTACi 联合元宇宙平台 Ezek 限量发行 Phanta Bear NFT 10000 份，定价 6200 元，40 分钟售罄，总值 6200 万，1 月 1 日上线后 10 日增值高达 20 倍，明星效应显著，我们认为与头部 IP 或明星合作将来或成为 NFT 项目的重要发行方式。除数字内容发行之外，文化、旅游、体育、消费等 toC 的非互联网公司可以从品牌营销、产品促销、品牌或 IP 价值变现的角度切入 NFT。
- **寻求一个开放二级市场同时加强监管抑制炒作是国内 NFT 行业进一步发展的关键。**鉴于目前国家关于 NFT 还没有严格的法律规定和条文，且 NFT 与同质化代币应用相同的技术基础，我们认为随着 NFT 应用的推广和流行，未来 NFT 的铸造、发行、销售、流转都会有监管的介入。目前，非完全去中心化的平台架构加上未完全开放的二手交易市场，意味着国内参与方只能分享一级市场的收入，数字藏品可以视为新一代“潮玩”，背后代表的虚拟世界商品流通机制并未完全实现。
- **投资建议：**国内平台类公司价值捕捉来源于 NFT 的发行和交易，建议从区块链技术实力、联盟链联盟方的信誉度、背靠互联网平台的流量、运营公司的运营能力和内容实力等几个方面寻找优秀数字藏品平台，重点关注（视觉中国、三人行、汤姆猫、奥飞娱乐、中手游），目前建议关注全产业链布局的公司（阿里巴巴、腾讯、京东、网易、天下秀、天舟文化），拥有丰富高质的内容生态的互联网内容平台（视觉中国、腾讯音乐、阅文集团），国有背景授权平台（三人行、新媒股份、芒果超媒），关注互联网垂类平台相关动向（哔哩哔哩、心动、美团）。项目发行方的核心竞争力在于内容的丰富度与质量、IP 影响力以及衍生产品的运营能力，建议关注拥有丰厚内容和 IP 储备的内容平台及发行类公司（奥飞娱乐、汤姆猫、中手游、网龙、创梦天地、泡泡玛特、网易云音乐）、拥有头部明星艺人的经纪公司（华策影视、欢瑞世纪）及营销头部公司（三人行、蓝色光标、华扬联众）。
- **风险因素：**监管政策不确定性、区块链基础设施开发不达预期、投机性风险广泛存在。

## 目录

1. NFT 市场综述.....	4
1.1. 什么是 NFT：虚拟资产或实物资产的数字所有权证书.....	4
1.2. NFT 核心价值：数字内容资产化.....	4
1.3. NFT 主要应用：版权保护及版权交易，内容发行及 IP 价值变现。.....	4
2. NFT 行业产业链.....	5
2.1. 基础设施层-区块链.....	6
2.2. 项目创作层-发行平台.....	7
2.2.1. 鲸探（原蚂蚁链粉丝粒）.....	8
2.2.2. 幻核.....	8
2.2.3. 元视觉.....	9
2.3. 项目创作层-发行方（含 IP 授权方）.....	10
2.3.1. 国内外 NFT 行业案例.....	12
2.4. 衍生应用层：海外 NFT 衍生应用体系较为完善，国内尚处于起步阶段.....	15
2.4.1. OpenSea：世界上最大的 NFT 综合交易市场.....	15
3. 国内巨头动态及公司战略.....	16
4. 国内相关政策.....	17
5. 投资逻辑及投资建议.....	18
5.1. 基础设施层和数字藏品发行平台.....	18
5.2. 数字藏品项目发行方.....	19
风险因素.....	21

## 表目录

表 1：NFT 互联网 vs.现在的互联网.....	5
表 2：公链和联盟链在 NFT 行业对比.....	6
表 3：国内上市公司 NFT 平台概览.....	7
表 4：元视觉平台已上线或计划上线数字藏品.....	10
表 5：主流 NFT 市场平台服务费与版税设计.....	15
表 6：中国虚拟货币相关政策（2013-2021）.....	18
表 7：港股和美股可比公司估值.....	20
表 8：A 股可比公司估值.....	21

## 图目录

图 1：NFT 产业链图谱（上侧为海外，下侧为国内）.....	5
图 2：“赛博朋克喜羊羊/灰太狼”数字版画.....	8
图 3：“宝藏计划 001 期部分发行作品.....	8
图 4：《一人之下》IP 数字藏品.....	9
图 5：“元视觉”平台数字藏品映射内容形式多元.....	10
图 6：数字内容的资产化发行.....	11
图 7：ToC 类非互联网公司利用数字藏品进行营销、促销和 IP 价值衍生变现.....	11
图 8：CryptoPunks 稀缺性层级体系（按类别）.....	12
图 9：BAYC 的社交属性与社区建设.....	13
图 10：《Axie Infinity》游戏系统介绍.....	14
图 11：Phanta Bear (幻象熊)部分 NFT.....	14
图 12：Phanta Bear (幻象熊)1.1-1.8 二级市场交易额（单位：万美元）.....	15
图 13：Opensea 月交易量（右轴）和月交易额（左轴）.....	16

## 1. NFT 市场综述

### 1.1. 什么是 NFT：虚拟资产或实物资产的数字所有权证书

非同质化通证（Non-Fungible Token, NFT）是一种架构在区块链技术上的，不可复制、篡改、分割的加密数字权益证明，可以理解作为一种去中心化的“虚拟资产或实物资产的数字所有权证书”。

### 1.2. NFT 核心价值：数字内容资产化

**NFT 的核心价值在于数字内容资产化，是虚拟世界的产权确权和交易机制。**NFT 为数字内容提供产权证明，将数字资产的范围从数字货币拓展至图像、音视频、游戏道具（如游戏 Axie Infinity 中的一块虚拟土地卖出了 888ETH）等非同质化的数字内容。凭借区块链技术不可篡改、可追溯等特点和去中心化存储技术，NFT 保证数字资产的唯一性、真实性和永久性（不会因中心化平台停止运营而消失），有效解决数字资产的的确权和存储问题，提高数字资产交易效率和降低交易成本（如收藏品真假的鉴定成本），增强数字内容资产的流动性。

### 1.3. NFT 主要应用：版权保护及版权交易，内容发行及 IP 价值变现

根据 NFT 的核心价值，我们认为 NFT 主要应用于以下两个方面：一是版权保护及版权交易（转让和许可使用），二是内容发行及 IP 价值变现。

**版权保护及版权交易：**版权保护强调版权的确权和维权环节，此前国内已有很多联盟链推出版权保护服务，如阿里巴巴的蚂蚁链版权保护平台、百度的百度图腾、安妮股份的版权家、纸贵科技的纸贵版权、数秦科技的保全链等。区块链版权服务平台将版权信息上链，并将上链信息跨链接入司法区块链，简化确权和维权的操作流程，降低确权和维权成本。版权交易侧重于用权环节，包括版权转让和版权许可使用。NFT 可以自由地流通交易，为数字内容版权提供更有效的定价机制。2021 年 8 月 15 日，版权联盟区块链“新版链”和阿里拍卖共同推出“区块链数字版权资产交易”频道，购买人可获得除署名权等人身权以外的作品版权，并且在版权过户 90 天后可再次转让版权。许可使用方面，数字时代的数字内容创作形式从专业创作内容（PGC）转变为用户创作内容（UGC），对于创作者和版权方来说，版权授权（即许可使用）缺少有效的沟通渠道和定价机制，交易流程繁琐且交易成本较高。未来，NFT 或将变革数字内容版权授权，维护版权合法权益，促进互联网 UGC 内容生态的繁荣。

**内容发行及 IP 价值变现：**在现在的互联网下，数字内容可以无限量地分发，用户实质上仅拥有数字内容（如数字音乐专辑）的使用权，无法像拥有实体资产（如实体音乐唱片）一样真正拥有数字内容的所有权。NFT 为原生的图片、音乐等数字内容提供一个类似于实体的新的发行方式，收藏者获得图片和音乐的所有权，并且可以像处置实物资产一样收藏、使用、分享和转让。NFT 也提供了一种 IP 衍生品的形式，衍生品不再只是周边、盲盒、手办等实体，而可以是图片、动画、3D 建模等数字内容，给内容 IP 实现衍生变现提供了新思路。

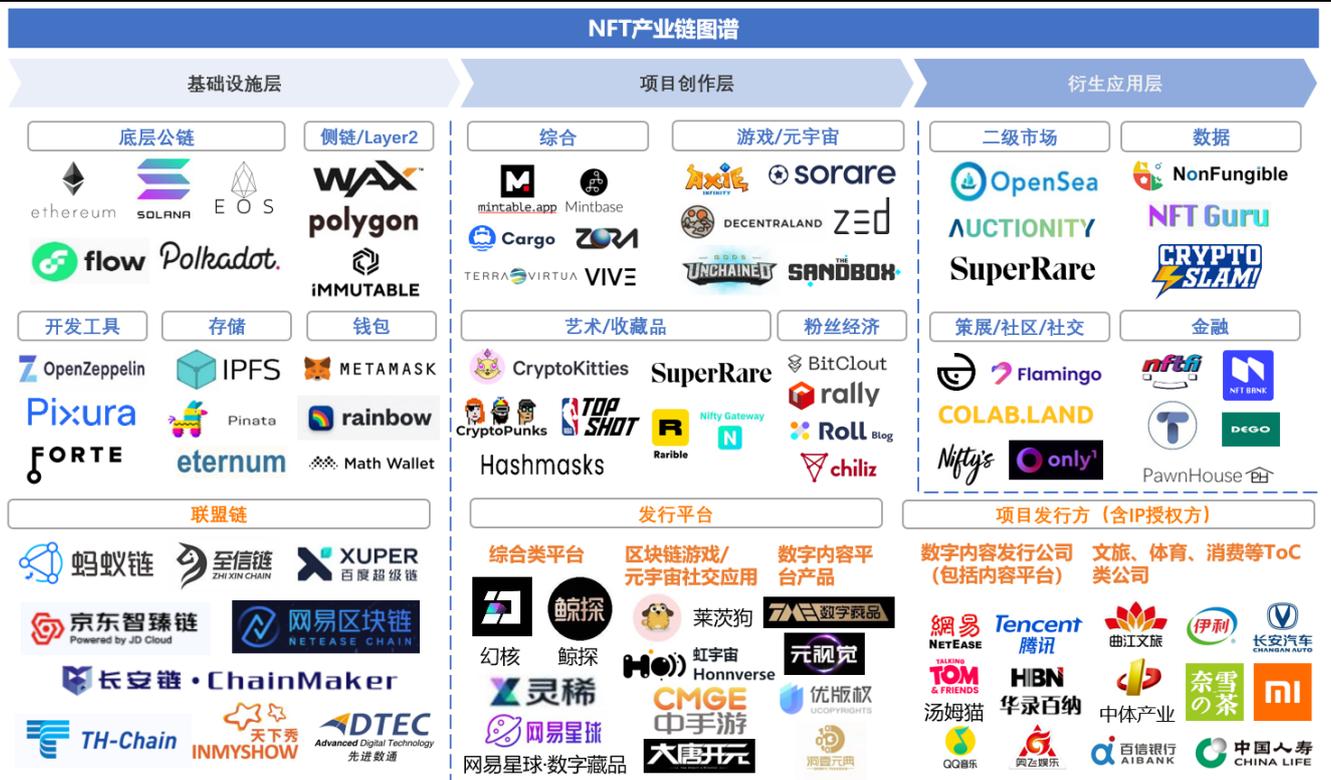
**表 1: NFT 互联网 vs.现在的互联网**

NFT 互联网	现在的互联网
每个 NFT 都是独一无二的，具有唯一的 token ID，保证了资产的唯一性和所有权的确定，有助于交易流转。	文件的副本（如.mp3 或.jpg）与原始文件相同
NFT 将数字内容资产化，用户真正地永久性拥有数字内容的所有权，并可以自由处置自己的数字资产，甚至可以使用数字艺术品作为去中心化贷款的抵押品。	用户实质上仅拥有数字内容（如音乐、图片、游戏道具等）的使用权，无所有权，在处置（转售、转让）数字资产上受到很大限制；数字资产随中心化平台或机构的停止运营而消失
去中心化：每个 NFT 都必须有一个所有者，所有权公共记录在去中心化的区块链上，任何人都可以轻松验证	中心化：数字物品的所有权记录存储在机构控制的服务器上
NFT 与使用以太坊构建的任何东西兼容。某活动的 NFT 门票可以在所有以太坊市场上交易，换取完全不同的 NFT，例如用一件艺术品换一张票	拥有数字产品或项目的公司必须建立自己的基础设施，例如为活动发行数字门票的应用程序必须建立自己的门票交易系统
内容创作者可以在任何地方出售他们的作品，并可以进入全球市场	创作者依赖于他们使用的平台的基础设施和分布，通常受使用条款约束和地域限制。
创作者可以保留对自己作品的所有权，不仅可以获得首次发行分成，而且可以在二次转售时获得版税	音乐流媒体服务等平台保留了大部分销售利润

资料来源：以太坊，信达证券研发中心

## 2. NFT 行业产业链

NFT 行业产业链由基础设施层、项目创作层和衍生应用层构成。基础设施层为 NFT 的铸造、发行和交易提供区块链和存储技术支持；项目创作层根据 NFT 铸造协议铸造 NFT 并在一级市场发行，包括 IP 授权方、项目创作方、项目发行方和发行平台，其中项目发行方为核心；衍生应用层则是对铸造出的 NFT 项目的衍生应用，包括 NFT 二级市场、融资平台、社交平台等。

**图 1: NFT 产业链图谱（上侧为海外，下侧为国内）**


资料来源：公众号“链闻 ChainNews”，A&amp;T Capital，信达证券研发中心

## 2.1. 基础设施层-区块链

基础设施层为 NFT 提供区块链、存储、钱包等技术，负责 NFT 价值的记录与结算，搭建起整个 NFT 生态的安全性和最终性。

国外区块链以公链、公链的侧链为主。其中以太坊（ETH）公链的 NFT 生态发展较早，形成了 ECR721、ECR1155 等非同质化通证协议标准，是目前 NFT 领域的基础设施的绝对霸主。截至 2022 年 1 月 5 日，近 30 日（2021.12.6-2021.1.5）NFT 领域的交易总额为 25.47 亿美元，其中有 84.43% 基于以太坊，另外有 9.65% 基于以太坊的侧链 Ronin（主要为 Axie Infinity），Solana 占比 2.70%，Flow（为 NBA Top Shot 提供技术支持）占比 1.58%，其余占比不足 1%。

国内为 NFT 提供区块链技术支持的主要为联盟链，如阿里巴巴的蚂蚁链、腾讯的至信链、百度的超级链、京东的至臻链、天舟文化的天河链等。部分项目或平台则架构在公链上，如 NFT 中国平台架构在以太坊上。联盟链虽然为非完全去中心化的区块链，安全性相对低于公链，但联盟链在炒作管控、存储和能源消耗方面均具备一定优势。第一，联盟链中心方可对控制链上 NFT 的铸造和交易规则，限制二手交易和场外交易，规避了数字藏品的过度炒作，降低监管风险。第二，联盟链无须经过大量节点验证，可以把较大的图片上传至链上，避免 NFT 所映射的内容丢失或被篡改。第三，联盟链只需经过数个联盟方节点验证，能源消耗较低，无须耗费大量算力进行挖矿，符合国家“双碳政策”方向。

基础设施层的捕获价值基于 NFT 的铸造和交易。海外 NFT 行业的底层公链和侧链/Layer 2 捕获 NFT 铸造、首次发售和二次转让产生的 Gas Fee，NFT 数量越多，捕获的价值越大。国内 NFT 行业的联盟链的算力成本较低，平台和区块链一般按项目发售总额的百分比收取服务费，NFT 的发售金额越高，捕获的价值越大。

表 2：公链和联盟链在 NFT 行业对比

	公链	联盟链
去中心化与安全	上链信息完全去中心化，安全性较高	联盟链的共识机制由联盟方决定，联盟方可联合起来修改链上信息，未实现完全去中心化，安全性低于公链
交易机制	NFT 的铸造上链、首次发售和二次转让都需要支付 Gas 费（矿工的报酬）	NFT 的铸造上链和发售的算力成本较低，平台和区块链一般按照项目发售总额的百分比收取服务费
炒作	完全去中心化保证资产的唯一性和真实性，限量发行且独一无二的特性使得 NFT 具有，货币化属性，容易导致炒作。	联盟链的联盟方可以控制 NFT 的铸造和交易规则，限制二手交易和场外交易，对炒作有较好的管控。
存储	公链对算力的要求较高，把很大的图片或视频放到链上的成本较高，所以公链上的 NFT 映射的数字内容一般存储在链下的中心化存储服务器或去中心化的存储服务器中，这对资产的安全性有很大影响。	联盟链无须经过大量节点验证，可以把较大的图片上传至链上，避免 NFT 所映射的内容丢失或被篡改。
能源消耗	公链需要经过大量节点验证，算力要求和能源消耗较高	联盟链只需要经过几个联盟方的节点验证，能源消耗较低
原生产权确权	区块链技术虽然能够对已上链的数字内容进行信息溯源，保证数字内容上链后的真实性和所有权归属，但在数字内容被铸成 NFT 之前的资产确权环节却存在漏洞，铸币平台无法确认数字内容的版权归属。	

资料来源：信达证券研发中心整理

## 2.2. 项目创作层-发行平台

国外较为知名的 NFT 项目，如 Cryptopunks、BAYC、NBA Top Shot 等大多数是自建官网或通过社交渠道自主发行，国外的 NFT 发行平台主要是为个人艺术家提供数字艺术品创作平台，如 Superrare、Act Blocks，以及为个人铸造 NFT 提供平台，如 OpenSea、Rarible。

国内的 NFT 发行平台主要是通过自主研发区块链技术或合作区块链公司的形式为项目发行提供区块链技术和流量支持。目前鲸探、幻核、元视觉、洞壹元典等国内主流 NFT 平台只支持机构或者是签约艺术家发行数字藏品，不允许个人自行铸造 NFT。国内发行平台主要包括三类公司：

**一是拥有基础设施的互联网巨头或公司。**阿里巴巴的鲸探、腾讯的幻核凭借公司基础设施、平台流量和内容生态等优势成为目前国内最知名的数字藏品交易平台。京东、网易等互联网大厂也具有成为综合性发行平台的潜力。此外，天舟文化基于参股公司天河文链的天河链推出 Ulab 优版权平台。

**二是网文、漫画、音乐、音频、视频等领域的互联网数字内容平台，**包括以 OGC 为主的流媒体平台，以图文、视频形式 UGC 平台。这类公司从两个角度切入 NFT 领域：一是为平台上的数字内容提供版权保护，如腾讯至信链已应用于企鹅号文章的版权保护中，安妮股份的“版权家”平台。二是将数字内容以 NFT 的形式发行或实现平台 IP 价值的衍生变现，如腾讯音乐的 TME 数字藏品平台（音乐领域），视觉中国的元视觉平台（图片领域）。

**三是开发基于区块链技术的区块链游戏或元宇宙社交应用的公司。**区块链/元宇宙游戏本身即 NFT 承载平台，国外的区块链/元宇宙游戏较为发达，包括交易额 Top1 的 NFT 项目 Axie Infinity、Sandbox 等，国内相关项目包括百度的莱茨狗（模仿 CryptoKitties），以及中手游在研的仙剑元宇宙，其经济系统方面与阿里巴巴蚂蚁链合作。元宇宙社交应用方面，天下秀推出了虹宇宙平台，并推出等级各不相同的虚拟房产。

表 3：国内上市公司 NFT 平台概览

	平台名称	区块链	搭建平台的切入点	平台相关标的
拥有区块链技术的公司	鲸探	阿里蚂蚁链	基础设施、平台流量、内容生态	阿里巴巴
	幻核	腾讯至信链	基础设施、平台流量、内容生态	腾讯控股
	灵稀	京东至臻链	基础设施、平台流量	京东
	网易星球·数字藏品 (游匿名平台)	网易区块链	基础设施、内容生态	网易
互联网数字内容平台或内容公司	Ulab 优版权	天河链	基础设施	天舟文化
	元视觉	长安链	内容生态	视觉中国
	TME 数字藏品平台	腾讯至信链	内容生态	腾讯音乐
	阅文集团数字藏品	腾讯至信链	内容生态	阅文集团
	版权家	安妮版权区块链	内容生态	安妮股份
	元氣星空	-	内容生态	美盛文化
	洞壹元典	百度超级链	内容生态	数码视讯
	TopHolder「头号藏家」	-	内容生态	天下秀
计划开发元宇宙社交应用或游戏的公司	莱茨狗	百度超级链	基础设施、平台流量、内容生态	百度
	虹宇宙（内测）	-	内容生态	天下秀
	仙剑元宇宙（在研）	阿里蚂蚁链	内容生态	中手游
	大唐开元	中国旅游链	内容生态	曲江文旅

资料来源：信达证券研发中心整理

### 2.2.1. 鲸探（原蚂蚁链粉丝粒）

“鲸探”原为“蚂蚁链粉丝粒”，是支付宝于2021年6月推出的小程序，于2021年12月10日发布升级公告，目前已完成数字藏品平台的品牌升级，更名为“鲸探”。分别于2021年12月25日和12月28日上线ios版和安卓版独立APP“鲸探”。蚂蚁链为平台数字藏品发行提供底层技术服务，确保数字藏品确权和交易。平台对发行内容实行严格筛选管控机制，目前尚未支持个人用户自行铸造数字藏品。用户交易需要通过实名认证，目前不支持二次交易，仅支持持有者180天后无偿转赠给符合条件的支付宝实名好友。数字收藏品版权归发行方或原创者所有，购买者仅获得非商用使用权。

鲸探通过积极运营，持续提高平台知名度并丰富平台数字藏品生态，数字藏品涵盖动漫、文创、体育等多元领域。9月6日蚂蚁链、天猫IPmart携手设计师互动平台站酷，发起国漫IP万创设计大赛，面向1300万本土设计师发出邀约，对以《喜羊羊与灰太狼》为首的6大国漫IP进行二次创作。赛事获奖佳作“赛博朋克喜羊羊”“赛博朋克灰太狼”数字版画于12月14日正式上线蚂蚁链。10月21日，蚂蚁链粉丝粒上线“宝藏计划001期(10.21-11.11)”，已有故宫、国博、湖北省博物馆、湖南省博物馆、河南博物院等17家文博机构入驻并在蚂蚁链的技术支持下发行了数字藏品。此外，蚂蚁链联合欧洲杯赛事主办方、中体产业旗下中体数科发行“2020欧洲杯得分王数字奖杯”“首届北京马拉松纪念徽章”等体育领域数字藏品。通过积极运营，平台知名度不断提高，2022年1月10日，“鲸探”支付宝小程序近期使用人数超过70万人。

图 2：“赛博朋克喜羊羊/灰太狼”数字版画



资料来源: 公众号“奥飞娱乐”，信达证券研发中心

图 3：“宝藏计划 001 期部分发行作品



资料来源: 公众号“NFT 数字藏品”，信达证券研发中心

### 2.2.2. 幻核

“幻核”App 是腾讯旗下 PCG 事业群 2021 年 8 月推出的一个数字藏品交易平台，其数字藏品基于“至信链”数字藏品技术协议发行，在“至信链”上有唯一标识，且不可篡改。幻核平台的数字藏品业务采用用户全流程实名、内容全链路审查，且不开放用户间的数字产品转移（包括转增和转售）。购买者购买数字藏品仅用于收藏。

幻核与腾讯大文娱生态协同性较高，预计未来幻核将持续挖掘文娱领域网文、影视动漫和游戏 IP 价值，实现 IP 价值衍生变现。2021 年 11 月 9 日，幻核联合腾讯动漫共同发行《一人之下》主题数字藏品，以“卷轴秘籍”为概念，围绕花草水墨主题的国风形象设计。每款限量发行 1000 枚，总发行 6000 枚，单价 98 元，后续不以任何形式增发，一秒售罄。

图 4：《一人之下》IP 数字藏品



资料来源：公众号“幻核”，信达证券研发中心

### 2.2.3. 元视觉

元视觉平台是视觉中国基于摄影师社区 500px 推出视觉艺术数字藏品交易平台。平台由长安链提供区块链技术支持，将“数字内容”转化为“数字资产”，保证数字资产的唯一性和真实性，解决数字资产的确权问题，促进视觉艺术数字藏品的创作、交易和流通。**平台商业模式方面**，公司与上游创作者采取分成的合作模式，与创作者签署授权协议后，经过审核、挑选、排期后将数字作品上线发售，取得的销售收入按协议约定的分成比例支付给相应的内容创作者；如果是公司的自有内容，则公司无需支付分成。**收藏者权益方面**，用户拥有数字藏品的所有权，类似于拥有基于作品版权发行的实体唱片或实体摄影画册的所有权，但数字藏品的版权由艺术家或艺术机构所有，用户不得将数字藏品用于任何商业用途，包括但不限于出售数字藏品的副本、使用权、衍生作品。**交易规则方面**，平台买卖双方须实名认证且仅支持人民币交易，保证数字藏品交易合法合规进行；平台禁止用户对数字藏品进行炒作、场外交易等。

视觉中国 20 多年积淀海量图片、音频、视频等数字内容，社区聚集和签约众多内容创作者和创作机构，为平台项目发行提供坚实支撑。截至 2022 年 1 月 8 日，元视觉平台已上线或计划上线六个系列的数字藏品。首发数字藏品是摄影师解海龙的希望工程标志性作品《我要上学（大眼睛女孩）》，于 2021 年 12 月 31 日开售，限量 1 万份，定价为 199 元/份，于 40 分钟内售罄。2022 年 1 月 7 日跨界艺术家、摄影家李舸的首创数字藏品《矩阵 THE MATRIX》开售，限量 800 份，定价为 199 元/份，秒售罄。此外，平台将陆续上线当代影像艺术家孙略运用计算机程序算法创作的《雪花工场》系列、王思博《光绘山海经神兽》系列、贾伟《如花在野》系列以及《Cyberpunk Chongqing 2022》系列等 19 款产品。平台合作的创作者包括知名艺术家或摄影家以及签约摄影师等，数字藏品映射的数字内容形式涵盖照片、原画、计算机生成数字影像等多元品类。未来，视觉中国还将依托旗下 500px 社区、Corbis 历史经典影像等丰富的版权资源，发布经典、新锐及跨界艺术等多种类型不同形态的视觉艺术数字藏品。从已上线项目的发行策略来看，单个数字藏品项目发行总额从几万到几百万不等，单份数字藏品价格从几元到上千元不等，多为 50-300 元。平台保留了相同数字内容二次发行的权利。

**表 4：元视觉平台已上线或计划上线数字藏品**

数字藏品项目名称	创作者	数字内容形式	发售日期	发售数量及价格
《我要上学（大眼睛女孩）》	解海龙（中国著名纪实摄影家）	照片	2021.12.31	限量 10000 份，定价 199 元/份
《矩阵 THE MATRIX》	李舸（跨界艺术家、摄影家）	跨界艺术作品	2022.1.7	限量 800 份，定价 199 元/份
《雪花工场》系列	孙略（当代数字影像艺术家）	计算机生成数字影像	2022.1.11	1-6 阶分别限量 999、599、299、199、99、9 份；定价分别为 1、9、99、199、299、1999 元/份
《光绘山海经神兽》系列	王思博（光绘艺术家）	照片	待售	5 款，每款限量 66 份，定价 66 元/份
《如花在野》系列	贾伟（元宇宙 AI 艺术家）	原画	待售	花园：限量 500 份，299 元/份 朋友：限量 3000 份，19.9/份
《Cyberpunk Chongqing 2022》系列	张硕、陈炜等 6 位摄影师，其中 4 位为视觉中国或 500px 签约摄影师	照片	待售	6 款，每款限量 30 份，定价 69.9 元/份

资料来源：公众号“元视觉数字藏品”，“元视觉”平台，信达证券研发中心

**图 5：“元视觉”平台数字藏品映射内容形式多元**

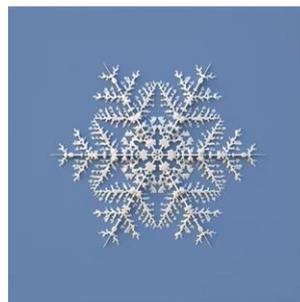

**照片**  
**《我要上学》**

限量发行10000份  
定价199元/份



**跨界艺术作品**  
**《矩阵THE MATRIX》**

限量发行800份  
定价199元/份



**计算机生成数字影像**  
**《雪花工场》系列**

1-6阶限量999/599/299/199/99/9份；  
定价分别为1/9/99/199/299/1999元/份



**原画**  
**《如花在野》系列**

花园：限量500份，299元/份  
朋友：限量3000份，19.9/份

资料来源：公众号“元视觉数字藏品”，“元视觉”平台，信达证券研发中心

### 2.3. 项目创作层-发行方（含 IP 授权方）

互联网数字内容平台及其上游的内容发行方（网文、音乐、影视动漫、游戏发行方）拥有较多的 IP 储备，可以从三个方面切入 NFT 发行领域：一是数字内容的资产化发行，如阅文集团推出的国内首个网文 IP 数字藏品《大奉打更人之诸天万界》，酷狗直播推出的《怎叹》典藏版数字藏品，元视觉平台推出的《我要上学》摄影数字藏品。二是实现 IP 价值衍生变现，即将网文、漫画、影视动漫或游戏 IP 制作成图片、3D 模型、动画等形式的数字藏品实现衍生变现。IP 衍生数字藏品项目包括 IP 授权发行和自主发行两种方式，IP 授权发行即 IP 方将 IP 授权给发行商进行发行，如网易《永劫无间》IP 授权发行的《NARAKAHERO》系列 NFT 盲盒等，自主发行如腾讯动漫 IP《一人之下》的花草水墨主题数字藏品、奥飞娱乐动漫 IP《喜羊羊与灰太狼》的“赛博朋克喜羊羊”和“赛博朋克灰太狼”数字版画、汤姆猫游戏 IP“会说话的汤姆猫家族”的飞车主题限量版卡牌等。三是作为内容宣发的新形式，近期的《雄狮少年》《反贪风暴 5》都有数字藏品配合电影宣发。

**图 6：数字内容的资产化发行**


**音乐**  
**《怎叹》典藏版**

酷狗直播数字藏品  
 限量发行500份，定价199元/份



**网文**  
**《大奉打更人之诸天万界》**

阅文集团数字藏品  
 限量发行2000份，定价158元/份



**摄影图像**  
**《我要上学（大眼睛女孩）》**

元视觉  
 限量发行10000份，定价199元/份

资料来源：公众号“酷狗直播”，公众号“网文派”，公众号“元视觉数字藏品”，信达证券研发中心

除数字内容发行公司之外，文化、旅游、体育、消费等 toC 的非互联网公司可以从品牌营销、产品促销、品牌或 IP 价值变现的角度切入 NFT。品牌营销方面，娃哈哈、合味道、卡萨帝、雪佛兰迈锐宝、珠江啤酒等品牌在网易“品牌共创”数字藏品展中联合发行数字藏品。产品促销方面，OPPO 发布全球限量 100 份的型号词-元宇宙奇旅数字藏品限定礼盒，内含 1 份随机数字藏品、价值 799 元的 OPPO Enco X 真无线降噪耳机、价值 448 元的配件礼包。品牌或 IP 价值变现方面，奈雪的茶在品牌 6 周年的生日上正式官宣了一个元宇宙 IP 形象“NAYUKI”并限量推出数字藏品。曲江文旅旗下大唐不夜城与太一网络联合发行“大唐开元”系列数字藏品，中体产业旗下中体数科联合冬运中心共同发布的中国冰雪吉祥物“冰娃、雪娃” 3D 数字藏品。

**图 7：ToC 类非互联网公司利用数字藏品进行营销、促销和 IP 价值衍生变现**


**品牌营销 王老吉**  
**王老吉·吉运BUFF罐**

王老吉×网易游戏共创  
 限量发行455份



**产品促销 网易严选**  
**祺宴 坚果果干礼盒**

购买“祺宴 坚果果干礼盒”（199元），  
 获得严选首发数字藏品一枚（限量2022份）



**品牌IP价值衍生变现 大唐不夜城**  
**《大唐开元·钟楼》**

曲江文旅旗下大唐不夜城IP数字藏品  
 限量发行10000份，定价19.9元/份

资料来源：公众号“网易态度营销”，公众号“网易严选”，公众号“大唐灵境”，信达证券研发中心

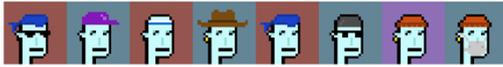
### 2.3.1. 国内外 NFT 行业案例

#### 收藏品项目 CryptoPunks: 稀缺性层级体系奠定收藏价值

**CryptoPunks** 是世界上第一个 NFT 项目，于 2017 年 6 月在以太坊发布，由 10,000 个独一无二的 24x24、8bit 样式的不规则像素组成。像素分为男性、女性、僵尸、猿、外星人五类，每个像素都有自己随机生成的独特外观和特征，例如飞行员头盔、牛仔帽、蓝色眼影等。

**CryptoPunks** 按类别和特征数量搭建起稀缺性层级体系，奠定其收藏价值。从类别来看，男性/女性/僵尸/猿/外星人分别有 6039/3840/88/24/9 个，僵尸、猿和外星人较稀有，因此其价格也远高于男性和女性类型。截至 2022 年 1 月 8 日，CryptoPunk #3100 外星人以 758 万美元保持该项目的最高售价记录。从特征数量来看，不同像素具有不同数量的特征，其中拥有 7/0/6 个特征的像素头像的发行数量分别为 1/8/11 个，在售最低价高于其他特征数量的像素的十倍。根据 CryptoPunks 官网数据显示，2021 年 CryptoPunk 销售总额高达 20.69 亿美元，平均售价为 17.58 万美元。截至 2022 年 1 月 8 日，售价最低的 CryptoPunk 的价格为 18.97 万美元。

图 8: CryptoPunks 稀缺性层级体系 (按类别)

类型	发行数量	在售数量	历史均价 (以太币)	在售最低价 (以太币)	部分图像
外星人	9	3	0	 23K€	
猿	24	3	2.5K€	 4.16K€	
僵尸	88	3	900€	 1.38K€	
女性	3840	518	415.71€	 60.95€	
男性	6039	884	97.22€	 58.95€	

资料来源: CryptoPunks 官网, 信达证券研发中心

#### 收藏品项目 Bored Ape Yacht Club (BAYC): 社交资本和社区建设

**Bored Ape Yacht Club (BAYC)** 是架构在以太坊区块链上的一组猿猴 NFT 收藏品，项目团队通过编程方式将眼睛、嘴巴、毛皮、衣服、耳环、帽子、背景 7 类共 170 余种不同属性进行随机组合，生成外貌、神态、穿着各异的 1 万个猿猴 NFT。截至 2022 年 1 月 8 日，BAYC 购买者数量达到 8890 人，交易量为 23571 个，历史交易总额达到了 10.46 亿美元（2021 年 10 月 16 日为 5.65 亿美元），超过 NBA Top Shop 成为历史交易总额排名第四的收藏品项目（前三分别为 Axie Infinity、Cryptopunks 和 Art Blocks）。

**BAYC** 项目的成功离不开其社交属性和社区建设。每个猿猴 NFT 不仅是艺术收藏品，而且是游艇俱乐部的会员卡，是一种身份的象征。俱乐部会员会把社交网络的头像设置为猿猴，并且会互相关注，刮起了 Ape follow Ape 的潮流”，其中不乏 NBA 球星 Stephen Curry、DJ 组合 The Chainsmokers、陈柏霖等国内外明星，这给予持有人额外的社交资本。俱乐部持续向俱乐部会员发放专享权益，包括专属限量周边（棒球帽、T 恤）、Club Dog NFT（只需要支付 Gas 费）、创建 MAYC NFT 的变异血清（截至 2021 年 1 月 8 日，MAYC NFT 的

历史成交总额达到 6.64 亿美元，排名第六）等。发行还在虚拟世界中建立俱乐部，包括在 The Sandbox 游戏中购买土地并建立仅面向俱乐部成员的的场所，投放一件可穿戴连帽衫使其成员能快速识别元宇宙 Decentraland 中的同类。版权方面，BAYC NFT 的持有者拥有猿猴图像的版权和使用权，可以基于该猿猴进行二次创作、衍生品制作乃至各类商业用途。我们认为，随着 Twitter 等社交平台宣布对 NFT 头像进行认证，用户能更容易地识别出 NFT 头像的真正所有者，NFT 的社交属性将越来越强。

图 9：BAYC 的社交属性与社区建设



资料来源：公众号“NFT Labs”，信达证券研发中心

### 游戏领域 Axie Infinity：边玩边赚（Play to earn）模式

Axie Infinity 是一款去中心化的开放式的回合制策略类数字宠物游戏，包括战斗、繁殖、地块和交易市场四个系统。游戏资产体系包括 NFT Axie、地块和治理代币 AXS、SLP 等，NFT 可在官网及其他二级交易市场进行交易，治理代币可在主流加密货币交易所交易。

边玩边赚（Play to earn）模式是 Axie Infinity 达到今天高度的主要原因。Axie Infinity 的经济系统由 SLP/AXS 代币以及战斗和繁殖这三个核心模式组成：新玩家向老玩家购买 Axie，凑够三只 Axie 组成队伍，通过战斗赢取 SLP 代币；Axies 通过消耗 SLP 代币和支付 Gas 费用繁殖新的 Axie；战斗和繁殖获得的 SLP 和 Axie 可再放进市场出售获取收入。新出的 Land 系统还可以通过探索来获取 AXS 和资源，同样也可以在市场交易中。在交易中，所获得的资金收益有 95% 归玩家所有，剩下的 5% 则作为维持游戏运转的成本以及活动奖励的来源。Axie Infinity 团队为维持经济系统的内部平衡，设定每只 Axies 繁殖次数上限为 7 次，且越往后所消耗的 SLP 越高，并将相当一部分交易手续费用于回收低于市场价的 Axies。

2020 年底至 2021 年初，Axie Infinity 边玩边赚的特性让新冠疫情和“周光”文化下的菲律宾居民看到赚钱的希望，Axie Infinity 开始在菲律宾流行。随着 Axie 交易量和交易价格不断提升，入局门槛越来越高，当地的区块链公会 Yield Guild Games 通过租号的形式，将账号暂时借给玩家并培训其通过《Axie Infinity》进行赚钱，最后将总收益 37 分成（玩家占 7 成）。这种模式逐渐从菲律宾拓展到印度、印度尼西亚、巴西等国家，甚至是中国。据 Sky Mavis 称，Axie Infinity 在第三季度的活跃用户已超过 150 万。根据 Dappradar 的数据，Axie Infinity 在 2021Q3 产生了超过 7.76 亿美元的交易额，截至 2022 年 1 月 10 日，Axie Infinity 历史交易总额达到 38.1 亿美元，排在 NFT 收藏项目的第一名。为了应对以太坊网络拥堵和高 Gas 费（即交易手续费），Axie Infinity 搭建了自己的以太坊侧链 Ronin，将游戏中的主要链上操作从以太坊转移侧链上，大大减少交易时间和降低交易成本，提高用户体验。

**图 10: 《Axie Infinity》游戏系统介绍**

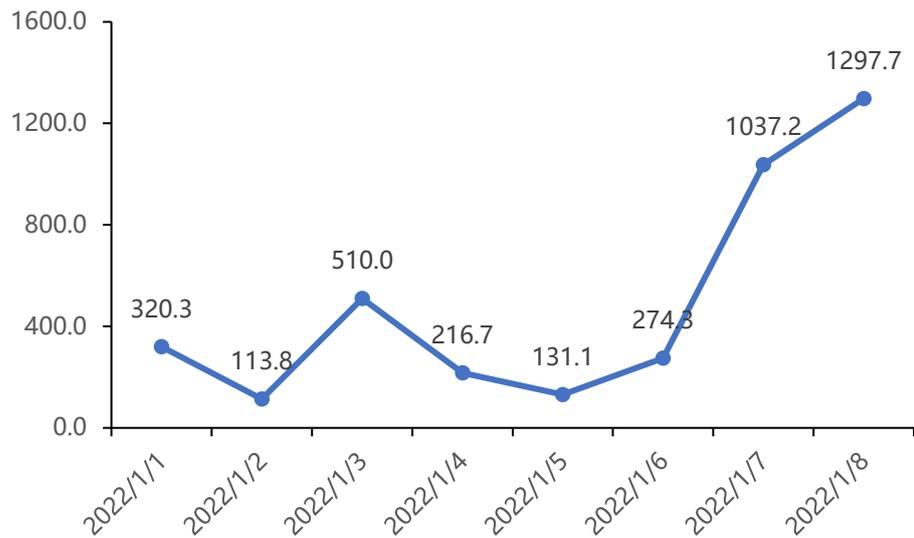

资料来源：信达证券研发中心整理

### Phanta Bear: 明星效应显著

我们认为与头部IP或明星合作将来或成为NFT项目的重要发行方式。2022年1月1日，元宇宙平台Ezek联合周杰伦与好友合伙创办的潮牌PHANTACi限量发售NFT项目Phanta Bear (幻象熊)，限量1万个，单价约6200元，约40分钟售罄，销售额共计6200万元。Phanta Bear是10000个通过算法生成的数字收藏品的集合，兼作Ezek俱乐部的会员卡。每只幻影熊都有一套独特的特征，并为持有者解锁不同的、独特的访问权限和特权。根据Cryptoslam，2022年1月8日Phanta Bear二级市场的交易额达到1297.7万美元。截至2022年1月10日09:16，Phanta Bear的24小时交易额达到1423.61万美元，交易数为619个，平均成交价2.30万美元，相比发行价6200人民币(约0.26ETH)，涨幅超20倍。

**图 11: Phanta Bear (幻象熊)部分 NFT**


资料来源：Phanta Bear 官网，信达证券研发中心

**图 12: Phanta Bear (幻象熊)1.1-1.8 二级市场交易额 (单位: 万美元)**


资料来源: Cryptoslam, 信达证券研发中心

## 2.4. 衍生应用层: 海外 NFT 衍生应用体系较为完善, 国内尚处于起步阶段

衍生应用层主要包括基于项目创作层铸造的 NFT 的衍生应用, 包括二级市场、社交平台、融资平台等。海外的 NFT 衍生应用体系较为完善, Opensea、SuperRare、Rarible 等二级市场平台加强 NFT 的流动性, 提高其升值空间。目前国内对 NFT 监管尚未明朗, 鉴于 NFT 与 FT (同质化代币)、虚拟货币有相同的技术基础备受关注, 因此国内平台对开放二手交易较为谨慎。此外, 我国 NFT 处于起步阶段, 社交平台、融资平台等其他衍生应用尚未搭建。

**表 5: 主流 NFT 市场平台服务费与版税设计**

NFT 市场	成立时间	创造者入驻方式	首次销售服务费	转售服务费	创作者版税
OpenSea	2017	未设限	2.50%	2.50%	最高 10%
SuperRare	2018	申请制	15%	3%-收藏者版税	10% (新增收藏者版税计划)
MakersPlace	2018	定向邀请及申请	15%	2.50%	10%
Nifty Gateway	2018	定向邀请及申请	未知	5%+0.3USD	自行设计
Rarible	2019	申请制	2.5% (价内)	2.5% (价外)	最高 50%
Foundation	2020	定向邀请及申请	15%	5%	10%
Zora	2020	定向邀请及申请	无	无	自行设置
币安 NFT 市场	2021	申请制	Premium: 最高 10% Marketplace: 最低 1%	1%	1%

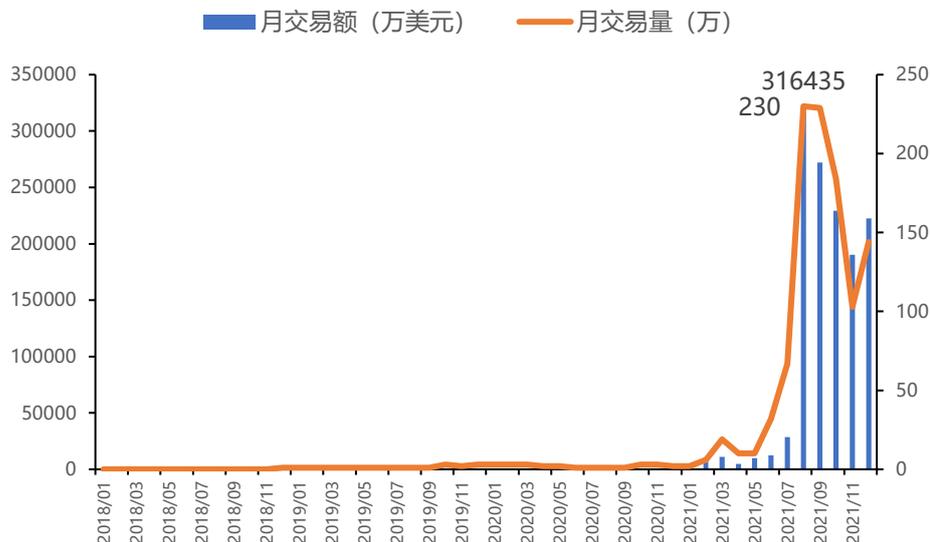
资料来源: 链闻 ChainNews, 信达证券研发中心

### 2.4.1. OpenSea: 世界上最大的 NFT 综合交易市场

OpenSea 创立于 2017 年, 是第一个和目前世界上最大的 NFT 综合交易市场, 为用户提供铸造、展示、交易、拍卖 NFT 等一站式服务。2021 年下半年, OpenSea 的用户量、交易量和交易额随 NFT 赛道整体扩张迅速拉升, 8 月 30 日单日用户数量突破 4 万人, 8 月份成交量突破 230 万, 环比增长 241%, 成交额高达 31.64 亿美元, 环比增长 1013%, 日均成交额超过 1 亿美元, 创造了新的成交额纪录。据 DuneAnalytics, OpenSea 在以太坊上月

交易量已连续四个月超过 20 亿美元。截至 12 月，用户总量超过 75 万人，12 月 ETH 交易量市场份额占比高达 98.2%。1 月 5 日 OpenSea 宣布以 133 亿美元的投后估值完成 3 亿美元的 C 轮融资，由 Paradigm 和 Coatue 领投。该笔资金的主要用途包括加速产品开发、显著改善客户支持和客户安全、对更广泛的 NFT 和 Web3 社区进行有意义的投资，以及发展团队。

图 13: Opensea 月交易量 (右轴) 和月交易额 (左轴)



资料来源: Dappradar, 信达证券研发中心

### 3. 国内巨头动态及公司战略

**腾讯控股：数字藏品平台“幻核”与文娱生态布局有较高协同性，未来将持续挖掘文娱领域网文、影视动漫和游戏 IP 的衍生变现价值。**依托腾讯云至信链的区块链技术支撑，公司 PCG 事业群于 2021 年 8 月推出综合型数字藏品交易平台“幻核”。大文娱生态布局各领域数字内容及 IP 资源储备丰厚，网文领域，阅文集团推出国内首个网文 IP 数字藏品《大奉打更人之诸天万界》。影视动漫领域，2021 年 11 月幻核联合腾讯动漫共同发行《一人之下》主题数字藏品共六款，总发行 6000 枚，单价 98 元，一经发售一秒售罄。音乐领域，腾讯音乐推出“TME 数字藏品平台”，并联合胡彦斌、张楚等音乐人推出音乐数字藏品。未来或可依托微信小程序和公众号生态实现数字藏品破圈发展。

**阿里巴巴：“蚂蚁链粉丝粒”完成品牌升级，正式更名为“鲸探”，积极联合各领域公司或机构举办活动，持续丰富平台多元数字藏品生态。**2021 年 5 月，阿里拍卖聚好玩 520 拍卖节推出 NFT 数字艺术专场，拍卖艺术家万文广作品《U107-无废星球系-拒族之梵高》等多件数字艺术品。2021 年 8 月阿里拍卖联合版权联盟组织和运营的版权基础设施“新版链”推出“数字版权资产交易”频道，为从事文学、游戏、动漫、音乐、美术等著作权人，提供基于“新版链”进行数字作品版权资产确权认证、上链交易。2021 年 6 月基于自主研发的联盟链蚂蚁链推出支付宝“蚂蚁链粉丝粒”小程序，并于 2021 年 12 月完成品牌升级，更名为“鲸探”，于 2021 年 12 月 25 日和 12 月 28 日上线 ios 版和安卓版独立 APP“鲸探”。项目发行方面，蚂蚁链积极联合动漫、文博、体育等领域的公司或机构，持续推出多元化的数字藏品。体育领域，欧洲杯期间合作赛事举办方为射门榜前三甲球员颁发“上链”奖杯，2021 年 12 月联

合中体数科发行“首届北京马拉松纪念徽章”等 6 款体育数字藏品。动漫领域，2021 年 9 月携手设计师互动平台站酷发起国漫 IP 万创设计大赛，对《喜羊羊与灰太狼》等 6 大国漫 IP 进行二次创作，获奖佳作“赛博朋克喜羊羊/灰太狼”数字版画于 2021 年 12 月 14 日正式上线蚂蚁链。文博领域，2021 年 10 月上线“宝藏计划 001 期（10.21-11.11）”，故宫、国博、河南博物院等 17 家文博机构入驻并在蚂蚁链的技术支持下发行了数字藏品。

**百度：国内 NFT 项目先行者，基于百度超级链的数字藏品生态逐渐丰富。**2018 年公司开发“莱茨狗”区块链游戏及 NFT 收藏项目，是我国较早的 NFT 项目之一。百度超级链为数码视讯旗下的洞壹元典平台提供技术支持，该平台目前已发行“一棵树的声音”、《航天 YUAN 宇宙系列》、《机器与自我》等数个系列 NFT。2021 年 12 月 27 日元宇宙产品“希壤”上线，同日在希壤的“数字艺术馆”中开展基于百度超级链的数字艺术品展，百信银行发行的银行业首个数字藏品、洞壹元典平台的 7 款数字藏品入驻该展区。

**京东：21 年年底自主搭建数字藏品平台，依托京东流量优势作品销售成绩较佳。**2021 年 11 月 22 日首发 NFT “2021 JDD 大会 NFT 纪念凭证”，报名“JD Discovery - 京东全球科技探索者大会”（JDD）的用户可免费获得，该 NFT 由京东智臻链提供区块链技术支持。2021 年 12 月 17 日京东正式上线“灵稀数字藏品交易平台”，京东 APP 搜索“数字藏品”或“灵稀”即可进入小程序，平台由京东智臻链提供区块链技术支持，同日平台首发藏品“JOY&DOGA 系列数字藏品”，相关平台收益将用于公益援助。后续已上线 4 件萧剑波江南牙刻系列作品和 5 件山海神奇动物系列作品，目前均已售罄。

**网易：依托丰富的 IP 资源积累项目发行经验，21 年年底入局数字藏品平台。**内容发行方面，通过自主或授权发行数字藏品，实现文创、游戏 IP 价值衍生变现，21 年 6 月网易文创旗下三三工作室发行其首个 IP 向 NFT 作品《小羊驼三三纪念金币》；7 月网易旗下游戏《永劫无间》IP 授权澳洲 NFT 发行商 MetaList Lab 发行《NARAKAHERO》系列 NFT 盲盒，上线于币安 NFT 市场，15 分钟售罄。网易 IP 与品牌共创开启新型品牌营销，12 月联合卡萨帝、王老吉等品牌推出“品牌共创”数字藏品展，11 日首发当天，8 款首批数字藏品在 5 小时内被抢空。

## 4. 国内相关政策

国内对虚拟货币的监管态度历来十分严厉。9 月 24 日，国家发改委等 11 部门发布《关于整治虚拟货币“挖矿”活动的通知》，宣布虚拟货币“挖矿”活动将被正式列为淘汰类产业；同时，央行等 10 部门发布《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》明确虚拟货币不具有与法定货币等同的法律地位，相关业务活动属于非法金融活动。尽管 NFT 与虚拟货币并不等同，但鉴于目前国家关于 NFT 还没有严格的法律规定和条文，且 NFT 与同质化代币应用相同的技术基础，我们认为随着 NFT 应用的推广和流行，未来 NFT 的铸造、发行、销售、流转都会有监管的介入。

在目前的监管环境下，国内 NFT 更多体现的是商品确权价值。NFT 在中国的发展路径将遵循不同于海外市场的商业模式，中国企业更多是从版权保护切入，发挥 NFT 数字产权证明功能，强调无币化 NFT 的探索。目前，支付宝粉丝粒小程序和腾讯“幻核”App 的底层区块链技术分别架构在多中心化的联盟链蚂蚁链和至信链上，阿里和腾讯可以设计其使用和交易规则，在平台上发行的 NFT 产品可以从源头设计上实现不可转让，因此 NFT 在联盟链上发行可以做到真正的“去货币化”。

非完全去中心化的平台架构加上未完全开放的二手交易市场，意味着目前国内参与方只能

分享一级市场的收入，目前阶段的数字藏品可以视为新一代“潮玩”。同时，这意味着 NFT 并未实现数字内容的真正资产化，用户只有使用权而非所有权，物权无法清晰界定，元宇宙新经济系统无法成功搭建。未来，寻求一个开放二级市场同时能抑制炒作的解决方案是国内 NFT 行业进一步发展的关键。

表 6：中国虚拟货币相关政策（2013-2021）

政策及发布部门	发布时间	主要内容
中国人民银行等五部委 《关于防范比特币风险的通知》	2013 年 12 月 3 日	<ul style="list-style-type: none"> <li>明确比特币是一种特定的虚拟商品，不具有与货币等同的法律地位，不能且不应作为货币在市场上流通使用。但是，比特币交易作为一种互联网上的商品买卖行为，普通民众在自担风险的前提下拥有参与的自由。</li> <li>规定各金融机构和支付机构不得以比特币为产品或服务定价，不得买卖或作为中央对手买卖比特币，不得直接或间接为客户提供其他与比特币相关的服务。</li> </ul>
中国人民银行等 7 部门 《关于防范代币发行融资风险的公告》	2017 年 9 月 4 日	<ul style="list-style-type: none"> <li>明确代币发行融资本质上是一种未经批准非法公开融资的行为，涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动。</li> <li>规定任何组织和个人不得非法从事代币发行融资活动。</li> </ul>
国家发改委等 11 部门 《关于整治虚拟货币“挖矿”活动的通知》	2021 年 9 月 24 日	<ul style="list-style-type: none"> <li>宣布虚拟货币“挖矿”活动将被正式列为淘汰类产业</li> </ul>
中国人民银行等 10 部门 《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》	2021 年 9 月 24 日	<ul style="list-style-type: none"> <li>明确比特币、以太坊等虚拟货币不具有与法定货币等同的法律地位；相关业务活动属于非法金融活动；境外虚拟货币交易所通过互联网向我国境内居民提供服务同样被定性为非法金融活动。</li> </ul>

资料来源：中国政府网，信达证券研发中心

## 5. 投资逻辑及投资建议

NFT 行业的产业链由基础设施层、项目创作层和衍生应用层构成。由于国内 NFT 行业尚处于起步阶段，加上国内监管尚未明朗，国内尚未出现 NFT 二级市场、融资平台、社交平台等衍生应用。与国外不同，国内基础设施层与项目创作层的发行平台形成紧密的绑定或合作关系，二者共同在技术、发行和运营方面为数字藏品项目赋能，国内大多数数字藏品项目都是在发行平台发行，而非基于区块链通过官网或社交网站自主发行。

### 5.1. 基础设施层和数字藏品发行平台

基础设施层和发行平台密切绑定，其价值捕获来源于 NFT 的铸造和发行，平台按发行总金额的一定比例收取平台手续费并与区块链技术提供商分成，因此，发行的 NFT 项目越多，发行总额越高，基础设施层和平台的收入也越高。

我们认为国内数字藏品平台的核心竞争因素包括以下三点：一是联盟链的技术实力与联盟链联盟方的权威度和信誉度。与去中心化的公链不同，联盟链的共识机制和验证节点由联盟方所决定，因此链上数字资产权的真实性和安全性有赖于联盟链联盟方的权威度和信誉度。“幻核”基于腾讯至信链，“鲸探”基于阿里蚂蚁链，“洞壹元典”（数码视讯旗下）基于百度超级链，在非完全去中心化的情况下，有互联网大厂做背书的平台更能被收藏者所信赖，因此更受到项目发行方的青睐。二是发行平台背靠的互联网平台的流量及运营公司的运营能力。京东的“灵稀”和小红书的“R-数字藏品”分别背靠京东和小红书，具备一定的流量优势，二者还兼具较强的电商或平台运营能力。三是数字藏品平台的内容实力，丰富且高质的内容体系和完善的内容创作者生态为平台发行数字藏品提供持续的内容支持。视觉中国

目前提供 4 亿张图片、3,000 万条视频和 35 万首音乐等各类素材，是全球最大的同类数字内容平台之一，且公司于 2018 年收购全球领先的摄影师社区 500px，目前全球签约供稿人超过 50 万名，并与国内外 280 余家专业版权内容机构建立紧密合作关系。我们认为前期资源积淀为元视觉平台后续数字藏品的供应提供强力支撑。我们同样看好音乐领域腾讯音乐的“TME 数字藏品平台”、网文领域阅文集团的“阅文集团数字藏品”。

基础设施层和发行平台层面，我们建议关注以下几类公司：

### 1) 全产业链布局的公司

阿里巴巴（蚂蚁链；鲸探）、腾讯控股（至信链；幻核；大文娱内容生态布局）、百度（超级链；希壤元宇宙社区、莱茨狗）、京东（智臻链；灵稀）、网易（天玄链；网易星球·数字藏品馆；游戏、文创生态）、天下秀（区块链；虹宇宙元宇宙社交平台、TopHolder 头号藏家平台；虹宇宙虚拟房产）、天舟文化（旗下天河文链的天河链、Ulord 公链；Ulab 优版权平台）等。

### 2) 已有或潜在的 NFT 发行平台

已有平台：数码视讯（洞壹元典平台）、视觉中国（元视觉平台）、阅文集团（阅文集团数字藏品）、腾讯音乐（TME 数字藏品平台）、风语筑（旗下星图比特是一家原生数字资产 NFT 发行技术服务公司）；

国有背景授权平台：三人行（1 月 10 日与北文中心达成战略合作，共同建立数字文化创意产品交易平台）、新媒股份、芒果超媒；

关注其他潜在的综合发行平台或垂类发行平台，包括快手、哔哩哔哩（B 站、哔哩哔哩漫画；1 月 7 日首发数字艺术头像“鸽德”）、爱奇艺等。

## 5.2. 数字藏品项目发行方

对于数字藏品项目发行方而言，NFT 的价值主要体现在以下三个方面：从版权保护和版权交易的角度来看，NFT 价值来源于版权保护所降低的损失，版权转让及授权收入，以及对平台内容创作者生态的繁荣的贡献。从数字内容发行及 IP 价值衍生变现的角度来看，NFT 价值来源于内容发行收益以及 IP 实现衍生变现的价值。从 ToC 类公司的角度来看，目前国内品牌 IP 衍生变现能力较弱，NFT 价值主要来源于产品促销以及提高用户品牌感知和认同。

从内容发行和 IP 衍生变现的角度来看，我们认为数字藏品项目发行方的核心竞争因素包括以下几点：一是内容资源的丰富度和质量，内容丰富度影响发行项目数量，内容质量影响项目发行金额。我们认为图像、网文和音乐类内容以 NFT 形式发行较容易实现，目前均有相关案例，建议关注这几类内容的发行公司。二是 IP 影响力，IP 粉丝是衍生品消费的基础群体，IP 影响力越大，数字藏品受众越广，发行收益越高。奥飞娱乐旗下拥有“喜羊羊与灰太狼”“铠甲勇士”等众多知名 IP；“会说话的汤姆猫”IP 实现从游戏到影视、衍生品、线下乐园衍生，具有较大影响力；中手游 IP 储备丰富，目前正基于国民级 IP“仙剑奇侠传”打造“仙剑元宇宙”，建议关注奥飞娱乐、汤姆猫、中手游等各领域具有较强 IP 资源的内容发行公司。此外，Phanta Bear 中明星效应凸显，明星与 IP 一样具备较强的粉丝基础，关注拥有头部明星艺人的经纪公司（欢瑞世纪、华策影视）及营销头部公司（三人行、蓝色光标、华扬联众）。三是衍生产品的运营能力，衍生产品运营包括发行数量、定价和玩法等，好的运营有助于提高产品关注度。网易除了拥有较为丰富的游戏内容和影响力较大的游戏 IP 之外，其 IP 衍生品运营能力较强。

项目发行层面，建议关注以下几类公司：

**3) 各类互联网内容平台及其上游的内容发行公司：**网文、图片、音乐内容资产化发行；网文、漫画、动漫、影视、游戏内容 IP 的衍生变现；元宇宙/区块链游戏是 NFT 的天然平台  
 摄像图片领域：视觉中国（元视觉平台；数字图片 NFT 限量发行）、

音乐领域：腾讯音乐（TME 数字藏品平台；QQ 音乐、酷狗已发行数字藏品）、网易云音乐（石头计划数字藏品）、等

网文领域：阅文集团（1 月 5 日发布首个网文 IP 的 NFT）、掌阅科技

影视动漫领域：奥飞娱乐（喜羊羊 IP 发行赛博朋克风数字藏品）、华录百纳（《雄狮少年》数字藏品）、捷成股份（正探索部分影视版权通过 NFT 变现的可行性）、华策影视（《反贪风暴 5》数字藏品）、慈文传媒、哔哩哔哩（国内最大的动漫出品方之一）、爱奇艺等

游戏领域：中手游（仙剑元宇宙；与蚂蚁链合作）、网龙（尼奥宠物 IP 发行 NFT）、创梦天地、吉比特、三七互娱、完美世界、凯撒文化等。

潮玩领域：泡泡玛特等

#### 4) 拥有头部明星艺人的经纪公司 & 营销头部公司

拥有头部明星艺人的经纪公司：华策影视、欢瑞世纪；

营销头部公司：三人行（1 月 10 日与北文中心达成战略合作，共同建立数字文化创意产品交易平台）、蓝色光标（已经开始帮助客户发行 NFT）、华扬联众。

#### 5) 具有消费类 IP 的文旅、体育等 ToC 消费类公司

曲江文旅（大唐开元数字藏品平台；大唐不夜城与太一网络联合发行“大唐开元”系列数字藏品）、中体产业（子公司中体数科联合冬运中心共同发布的中国冰雪吉祥物“冰娃、雪娃”3D 数字藏品）、奈雪的茶（品牌 6 周年发布的元宇宙 IP 形象「NAYUKI」仅 1 秒售罄）等。此外，潮玩标的泡泡玛特值得关注。

表 7：港股和美股可比公司估值

证券代码	证券简称	涉及环节 (含潜在)	总市值(亿元)	21E 净利润 (亿元)	22E 净利润 (亿元)	21 净利 增速	22 净 利增速	2021PE	2022PE	月涨 幅	三个月 涨幅
9988.HK	阿里巴巴 -SW	基础设施、平台、内容生态	22,842.70	1,800.75	1,438.67	21%	-20%	12.69	15.88	4%	-17%
0700.HK	腾讯控股	基础设施、平台、内容生态	34,808.61	1,298.11	1,506.18	-19%	16%	26.81	23.11	-6%	-8%
9888.HK	百度集团 -SW	基础设施、平台、内容生态	3,392.77	179.20	195.81	-20%	9%	18.93	17.33	1%	-3%
9999.HK	网易-S	基础设施、平台、内容生态	4,260.66	171.09	203.50	42%	19%	24.90	20.94	-7%	7%
9618.HK	京东集团 -SW	基础设施、平台	6,853.73	163.13	218.96	-67%	34%	42.01	31.30	-14%	-9%
TME.N	腾讯音乐	平台、内容生态	728.65	42.48	42.02	2%	-1%	17.15	17.34	2%	-12%
1024.HK	阅文集团	平台、内容生态	403.26	13.03	16.85	129%	29%	30.96	23.93	-17%	-16%
2400.HK	哔哩哔哩 -SW	平台、内容生态	938.82	-55.68	-54.02	-85%	3%	-	-	-22%	-17%
9992.HK	心动公司	平台、内容生态	139.86	-5.70	-2.67	-6330%	-53%	-	-	-13%	-20%
IQ.O	爱奇艺	平台、内容生态	223.00	-54.63	-37.91	22%	31%	-	-	-11%	-50%

证券代码	证券简称	涉及环节 (含潜在)	总市值(亿元)	21E 净利润 (亿元)	22E 净利润 (亿元)	21 净利 增速	22 净利 增速	2021PE	2022PE	月涨幅	三个月 涨幅
1119.HK	云音乐	平台、内容生态	241.59	-	-	-	-	-	-	-16%	32%
2150.HK	快手	平台、内容生态	2,445.46	-204.77	-147.35	82%	28%	-	-	-23%	-39%
0777.HK	美团-W	平台	10,236.17	-176.70	-57.05	-475%	-68%	-	-	-6%	-2%
0772.HK	网龙	内容生态	80.17	11.37	13.14	19%	16%	7.05	6.10	-15%	-15%
9899.HK	创梦天地	内容生态	62.40	-0.48	3.07	89%	742%	-	20.31	-29%	-29%
9626.HK	中手游	内容生态	69.72	9.71	10.88	38%	12%	7.18	6.41	-37%	-45%
3690.HK	泡泡玛特	IP 价值衍生变现	491.83	11.33	17.83	116%	57%	43.42	27.59	-17%	-20%
0302.HK	奈雪的茶	IP 价值衍生变现	97.06	-0.10	2.90	95%	2870%	-	33.48	-6%	1%

资料来源: Bloomberg, Wind, 信达证券研发中心

注: 月涨幅和三个月涨幅数据来自 Wind, 月涨幅的时间区间为 2021.12.9-2022.1.9, 三个月涨幅的时间区间为 2021.10.9-2022.1.9; 其他数据来自 Bloomberg。

表 8: A 股可比公司估值

证券代码	证券简称	涉及环节 (含潜在)	总市值 (亿元)	21E 净利 润(亿元)	22E 净利 润(亿元)	21 净利 增速	22 净利 增速	2021PE	2022PE	月涨幅	三个月 涨幅
600556.SH	天下秀	基础设施、平台、内容生态	214.94	4.64	7.22	57.03%	55.63%	46.32	29.77	-2%	43%
300148.SZ	天舟文化	基础设施、平台	45.59	-	-	-	-	-	-	22%	46%
000681.SZ	视觉中国	平台、内容生态	170.17	1.97	2.65	38.99%	34.62%	86.51	64.26	49%	84%
300079.SZ	数码视讯	平台、内容生态	133.33	1.67	2.55	117.64%	52.69%	79.84	52.28	10%	10%
605168.SH	三人行	平台	140.05	5.12	7.45	41.12%	45.51%	27.35	18.80	72%	63%
603466.SH	风语筑	平台	112.62	4.87	6.01	42.03%	23.43%	23.15	18.75	38%	72%
603533.SH	掌阅科技	内容生态	116.66	3.31	4.22	25.31%	27.49%	35.24	27.64	14%	34%
300413.SZ	芒果超媒	内容生态	1,027.21	24.26	30.09	22.39%	24.03%	42.34	34.14	17%	15%
002343.SZ	慈文传媒	内容生态	28.02	1.13	1.51	132.13%	33.63%	24.80	18.56	22%	18%
002292.SZ	奥飞娱乐	内容生态	99.22	1.28	2.13	128.43%	66.41%	77.52	46.58	27%	24%
300459.SZ	汤姆猫	内容生态	187.74	8.09	9.32	7.45%	15.20%	23.21	20.14	16%	44%
300133.SZ	华策影视	内容生态、艺人	130.22	4.84	5.93	21.16%	22.51%	26.93	21.98	15%	14%
000892.SZ	欢瑞世纪	内容生态、艺人	41.89	-	-	-	-	-	-	26%	45%
300058.SZ	蓝色光标	营销头部公司	283.73	8.82	10.10	21.73%	14.56%	32.18	28.09	38%	100%
603825.SH	华扬联众	营销头部公司	64.50	2.56	4.21	22.10%	64.37%	25.21	15.34	55%	60%
600706.SH	曲江文旅	IP 价值衍生变现	19.61	-	-	-	-	-	-	17%	12%
600158.SH	中体产业	IP 价值衍生变现	133.08	0.79	1.25	46.42%	57.66%	168.46	106.85	15%	4%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 月涨幅的时间区间为 2021.12.9-2022.1.9, 三个月涨幅的时间区间为 2021.10.9-2022.1.9。

## 风险因素

**监管政策不确定性:** 目前中国 NFT 行业处于起步阶段, 尚未发布相关政策。随着 NFT 应用的推广和流行, 未来 NFT 的铸造、发行、销售、流转都会有监管的介入, 国家对 NFT 的监管存在不确定性, 因此行业公司项目发展存在不确定性。

**区块链基础设施开发不达预期:** NFT 架构在区块链技术, 目前区块链基础设施尚不能支撑高性能网络部署, 去中心化程度和安全都会对高性能存在一定的牵制, 区块链基础设施存在开发不达预期的风险。

**投机性风险广泛存在:** NFT 仍然处于发展早期, 市场参与者的不理性因素导致投机性的行为广泛存在。

## 研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，元宇宙二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
<b>全国销售总监</b>	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
<b>华南区销售总监</b>	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。