

行业研究 | 深度报告 | 媒体 II

解构元宇宙系列深度之九： 从海外到国内，看 NFT 价值支撑

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

NFT 即“非同质化代币”，是存储在区块链上的不可交换的数据单位。NFT 具有六种较为明显的特性：可验证性、透明执行、有效性、不可篡改、可访问性、可交易性。以上特性使得 NFT 技术具备自身的价值，可为传统的数字资产交易市场贡献增量，激活市场活力。2021 年，海外 NFT 行业事件迭出，多样化的现象级产品现世+元宇宙概念催化使得行业在供需两端都迎来爆发。国内市场看，基于不同的发育环境，目前国内 NFT 市场正在寻找属于自身的合规、合法、合适的发展道路。

分析师及联系人



聂宇霄

SAC : S0490520060004



高超

SAC : S0490516080001



陆意

媒体 II

解构元宇宙系列深度之九： 从海外到国内，看 NFT 价值支撑

相较于传统的数字资产，NFT 带来了技术上的革新

NFT 即“非同质化代币”，是存储在区块链上的不可交换的数据单位。NFT 具有六种较为明显的特性：可验证性、透明执行、有效性、不可篡改、可访问性、可交易性。以上特性使得 NFT 技术具备自身的价值：可验证性、透明执行、有效性、不可篡改的特性使得 NFT 技术可以作为一种全新的确权机制，保证了数字资产的安全性及用户的权益；而可访问性和可交易性又提高了传统数字资产的流通性。对于传统的数字资产来说，盗版层出不穷、交易及流通困难等问题一直是妨碍市场进步的关键，而 NFT 的出现或为促进行业规范化及流通性带来了正向增量。

多样化的现象级产品现世+元宇宙概念催化使海外 NFT 行业于 2021 年迎来爆发

2021 年，海外 NFT 行业事件迭出，多样化的现象级产品现世+元宇宙概念催化使得行业在供需两端都迎来爆发，一级发售市场及二级交易市场快速起量。NFT 的品类及应用场景亦在 2021 年中展现出了更多的想象空间：从传统的 NFT 艺术品到游戏资产、虚拟地产等等更为广义的数字资产都可以与 NFT 技术相结合。

除 NFT 产品的物理价值外，附加价值亦是其价格的重要支撑

商品的价格与其价值呈正相关，但是商品的价值并不单单等于其物理价值。许多情况下，商品在物理价值外的附加价值或是决定其最终价值的关键，附加价值贡献了商品很大一部分的溢价空间。历史上看，海外 NFT 行业共经历过两次明显的火爆期。表面上看，是虚拟货币火爆+现象级产品迭出将 NFT 概念带入大众视野之后造就了 NFT 的热潮，而从更广义的角度上看，隐藏在 NFT 火爆现象背后的，是大众对于 NFT 产品附加价值的认知加深。

NFT 自身的特点为其背后的产品赋予附加价值。比如：1) NFT 技术所带来的确权机制保障了买卖双方的权益；2) NFT 技术带来的人为制造稀缺性的能力又满足了部分用户消费时存在的炫耀心理及占有欲，并在一定程度上保护了商品未来的投资价值。

因此，我们认为艺术收藏品本身的物理价值和 NFT 技术所带来的附加价值是 NFT 艺术品得以卖出高价的支点。一件 NFT 艺术收藏品之所以能获得用户的认可，一是用户认可了艺术收藏品本身的收藏价值（艺术品本身的物理价值），二是 NFT 技术为艺术收藏品带来了稀缺性、未来升值空间等附加价值。

放眼国内市场，现阶段正处于寻找合规、合法、合适的发展道路之时

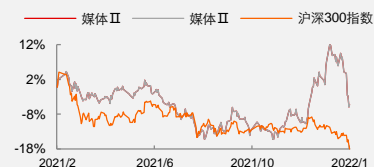
目前，国内 NFT 行业具备三大特点：**热度屡创新高、大厂下场参赛、品类/主题逐渐拓宽。**基于不同的发育环境，目前国内 NFT 市场正在寻找属于自身的合规、合法、合适的发展道路。从现状来看，国内市场中，NFT 在版权保护、规范市场、提高电子艺术藏品的变现能力等方面的作用较为明显。NFT 艺术品的出现可为买卖双方带来边际增量，从而起到激发艺术品市场活力的作用。大厂入局或将再次带领行业走向合规。

风险提示

- 1、行业增速不及预期风险；
- 2、政策监管风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《解构元宇宙系列深度之八：球星卡——即将爆发的新消费赛道》2022-01-23
- 《元宇宙行业 Beta 有望持续，看好头部公司估值修复和提升》2022-01-04
- 《解构元宇宙系列深度之七：虚拟人将如何颠覆现有赛道？》2021-12-31



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

什么是 NFT：非同质化代币	6
海外 NFT 行业产业链生态逐渐完善	6
海外市场：NFT 热潮席卷 2021 年	8
《CryptoPunks》V.S.《BAYC》：NFT 海外火爆或是因为用户认知到了 NFT 产品的附加价值.....	10
海外 NFT 艺术品的价格主要来自于物理价值+附加价值两方面	14
商品的附加价值是其价格的有力支撑	14
NFT 艺术品的特点使得它自带较高的附加价值，因此具备溢价空间	15
国内 NFT 市场：逐渐起步，探索合适、合法合规的发展路径	17
NFT 为电子艺术藏品市场带来新的想象空间	17
国内 NFT 行业三大特点：热度屡创新高、大厂下场参赛、品类/主题逐渐拓宽.....	18

图表目录

图 1：NFT 和 FT 对比	6
图 2：NFT 代币与数字艺术品的关系	7
图 3：海外 NFT 产业链梳理	8
图 4：海外 NFT 发挥历史复盘	9
图 5：买卖双方数量及钱包数量趋势	10
图 6：比特币和以太币价格相对于 2019 年初的涨幅	10
图 7：NFT 一级市场日交易量（单位：个）	10
图 8：NFT 二级市场日交易量（单位：个）	10
图 9：比特币价格与 NFT 市场交易量对比及复盘	11
图 10：《CryptoPunks》举例	12
图 11：《CryptoPunks》要素举例	12
图 12：《BAYC》在 Opensea 上的主页	13
图 13：《BAYC》系列与《CryptoPunks》系列地板价对比（单位：ETH）	14
图 14：《BAYC》系列与潮牌 Supreme 联名	14
图 15：《BAYC》拥有者在 Twitter 上互关其他的拥有者	14
图 16：2020 年售价最高的球星卡举例	15
图 17：eBay 上的许多球星卡都无法卖出高价（2022 年 1 月 17 日）	15
图 18：NFT 数字藏品价值示意	16
图 19：美国用户购买 NFT 的动机调查（2021.03）	17
图 20：NFT 有助于激发艺术品市场的活力	18
图 21：国内 NFT 百度搜索指数与关键事件对应复盘	19
图 22：鲸探发布文物类 NFT	20
图 23：幻核发布《狐妖小红娘》相关 NFT	20
图 24：幻核于伊利合作发布“闪耀冬奥 2022”的 NFT 数字藏品	21
图 25：幻核新年开售的沈阳故宫博物院系列 NFT	21
图 26：视觉中国旗下元视觉平台	21

表 1：海外 NFT 种类举例	7
表 2：代表性 NFT 物理价值及附加价值简析	16
表 3：NFT 价格区间数量及占比（截至 2022.03.08）	16
表 4：国内各 NFT 平台对比	19
表 5：2021 年中国 NFT 作品情况示例	19

什么是 NFT：非同质化代币

海外 NFT 行业产业链生态逐渐完善

NFT 即“非同质化代币”，NFT 是存储在区块链上的不可交换的数据单位。（区块链是一种数字分类账的形式，可以出售和交易）。NFT 数据单位的类型多样化，可以是照片、视频和音频。

世界上的货币可以分为两种：**同质化货币（如美元、比特币）和非同质化货币（如一件艺术品）。**同质化货币是可以兑换的，如同质化的一美元可以兑换一美元；非同质化货币是独一无二的，两件非同质化货币无法进行等价的置换，比如同一场音乐会的两张门票看上去类似却并不等价，因为二者代表了不同座位的观看权力。

图 1：NFT 和 FT 对比



资料来源：哔哩哔哩（作者：设计师 Omega），长江证券研究所

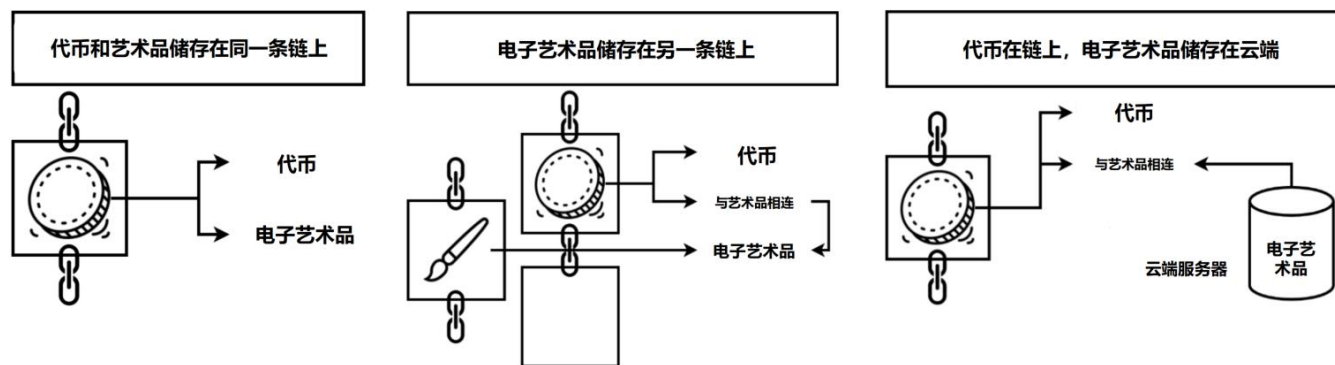
NFT 具有六种主要的特性，分别为可验证性、透明执行、有效性、不可篡改、可访问性、可交易性。

1. 可验证性：NFT 机器代币元数据和所有权是可公开验证的。
2. 不可篡改：NFT 元数据及其交易记录是持续储存的，一旦交易被确认就不能被操纵或篡改。
3. 透明执行：NFT 相关活动如铸造、销售和购买都是公开的。
4. 可访问性：每一个 NFT 都包含最新所有权信息，这些信息对于用户是公开透明的。
5. 有效性：NFT 系统永远不会停止，即所有的代币和已经发行的 NFT 始终可以交易买卖。
6. 可交易性：每个 NFT 及其对应的产品都可以任意交易和交换。

以上特性使得 **NFT 技术具备自身的价值：可验证性、透明执行、有效性、不可篡改的特性使得 NFT 技术可以作为一种全新的确权机制，保证了数字资产的安全性及用户的权益；而可访问性和可交易性又提高了传统数字资产的流通性。对于传统的数字资产来说，盗版层出不穷、交易及流通困难等问题一直是妨碍市场进步的关键，而 NFT 的出现或为促进行业规范化及流通性带来了正向增量。**

非同质化代币 (NFT) 并不是电子艺术品本身, NFT 可以理解为是虚拟或物理资产的所有权证书。以电子艺术品为例, NFT 与电子艺术品的关系大致有以下三种: 1) 代币和艺术品储存在同一区块链上; 2) 代币和艺术品存在不同的区块链上, 并以某种方式连接; 3) 代币储存在区块链上, 电子艺术品储存在云端服务上。其中, 第一种方式是最为安全的储存方式。

图 2: NFT 代币与数字艺术品的关系



资料来源: Veronica Coutts, 长江证券研究所

目前, 海外的 NFT 市场亦逐渐多元化, 主要的种类为艺术收藏品、人物形象和游戏等。NFT 技术使得现实世界和虚拟世界的资产得以以一种更为安全、可信、高效的方式运转, 是元宇宙世界构件中不可欠缺的一环。

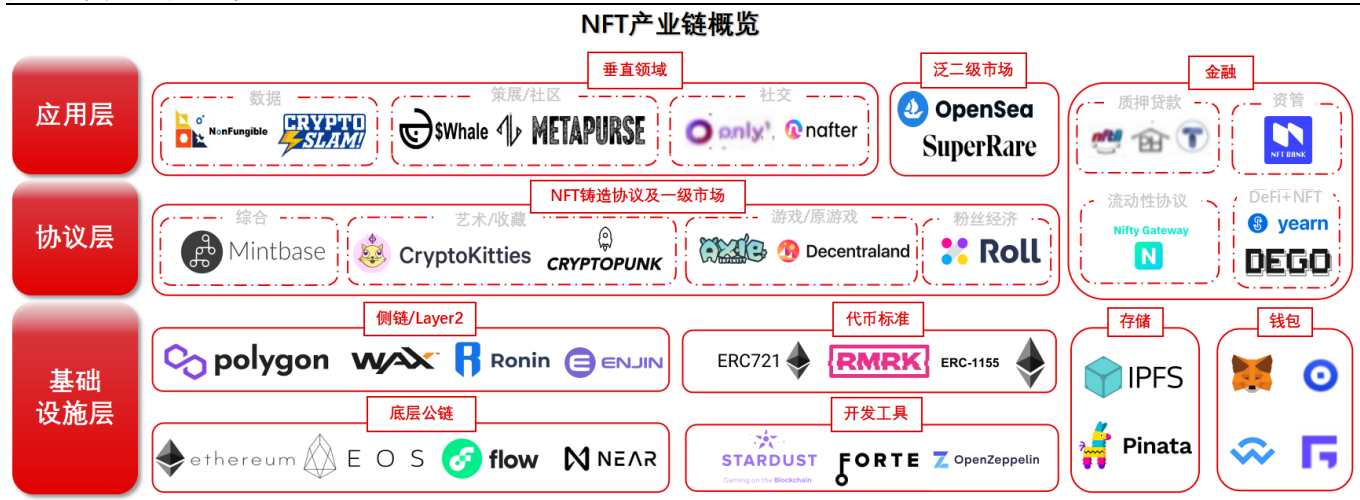
表 1: 海外 NFT 种类举例

种类	释义	举例
人物形象	通常是以不同的元素组合而成的形象, 大多数以系列的形式出现, 主要用于社交媒体的头像。	《CryptoPunks》《BAYC》
收藏品	从形式上看更接近传统的电子艺术品。	《Art Blocks》
游戏	游戏资产以 NFT 形式储存在区块链中。利用 NFT 技术, 虚拟物品所有权得以确定。	《Axie Infinity》 《Sandbox》

资料来源: 长江证券研究所

从产业链上看, 海外 NFT 已逐步发展成为由基础设施层-协议层-应用层构成的三层市场。基础设施层是 NFT 的底层技术支撑, 其中包括公链 (如 Ethereum、Flow 等)、相关开发工具、钱包等等; 协议层通过构筑协议创造 NFT 资产 (如数字藏品、游戏); 应用层是上述两层的拓展和延伸, 包括了数字艺术品交易的泛二级市场 (如 OpenSea 平台) 和相关的平台等更广泛的服务平台。应用层逐渐焕发生机, 或亦是海外 NFT 行业逐步成熟的有效证明。

图 3：海外 NFT 产业链梳理

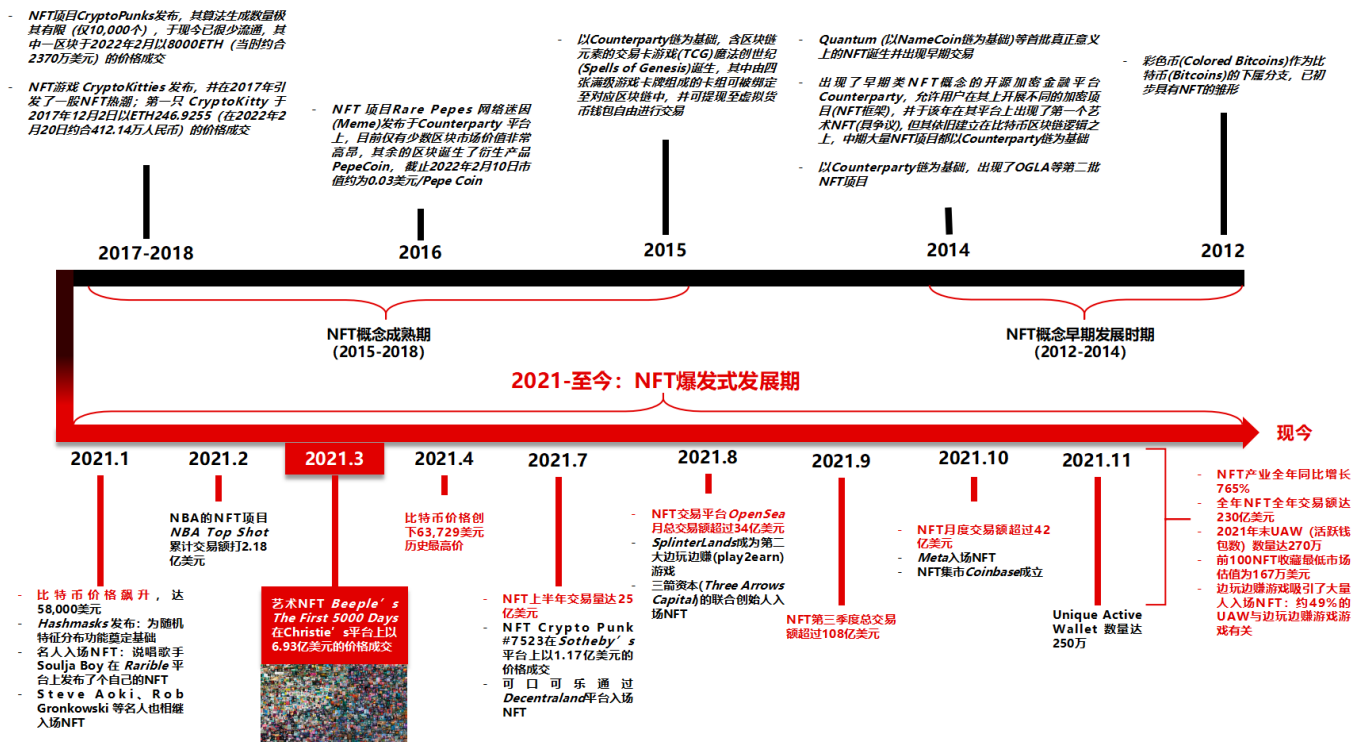


资料来源：行行查，长江证券研究所

海外市场：NFT 热潮席卷 2021 年

海外 NFT 历史复盘看，自早期 NFT 概念及产品冒头以来，产品形态逐渐成熟。以比特币为代表的虚拟货币的火爆+NFT 自身的优势和特性使得 NFT 概念在 2017-2018 年中拥有过间歇性的爆发期。2021 年，以 NBA Top Shot、《Everydays: The First 5000 Days》、《BAYC》无聊猿系列为代表的众多著名 NFT 作品接连登上历史舞台，展示了 NFT 巨大的发展潜力和投资价值，一举吸引了人们的眼球。

图 4：海外 NFT 发挥历史复盘

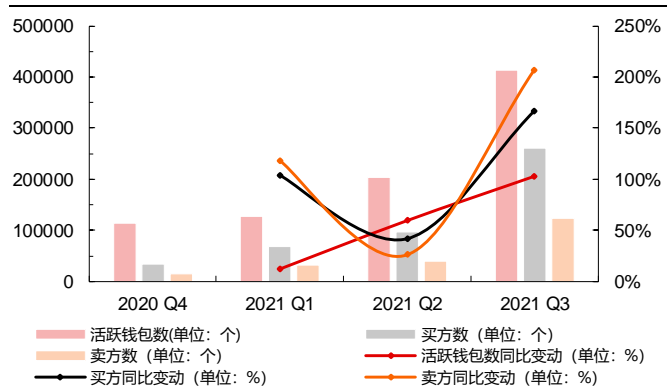


资料来源：Medium, NFT Timeline, CoinMarketCap, Dappradar 等, 长江证券研究所

海外 NFT 艺术品市场在 2021 年迎来爆发。2021 年 3 月, 佳士得拍行拍卖了其历史上首幅 NFT 作品——来自艺术家 Beeple 的电子艺术作品《Everydays: The First 5,000 Days》。该作品由 Beeple 自 2007 年拍摄的 5000 张照片所组成, 最终成交价格超 6900 万美金。这起 NFT 拍卖是 NFT 发展过程中的里程碑, 让大众再次关注到 NFT 行业, 并发觉了其中的投资价值。

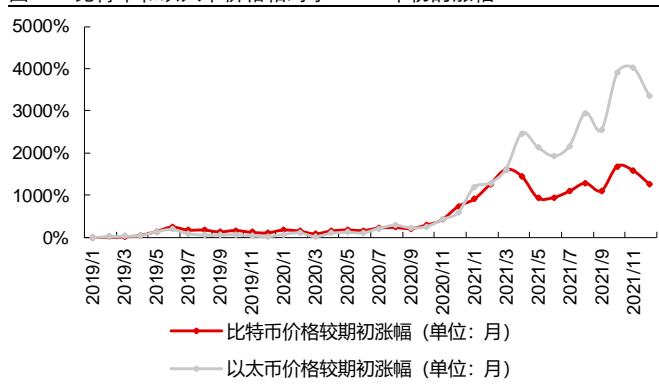
除《Everydays: The First 5,000 Days》外, 2021 年火爆“出圈”的 NFT 作品层出不穷, 用户积极参与, 使得一级市场、二级市场交易活跃度均达到了历史高点。以太币作为 NFT 交易中最常使用的虚拟货币之一, NFT 的浪潮使得以太币的涨幅在 2021 年超越了比特币(以 2019 年 1 月 1 日为基点)。

图 5：买卖双方数量及钱包数量趋势



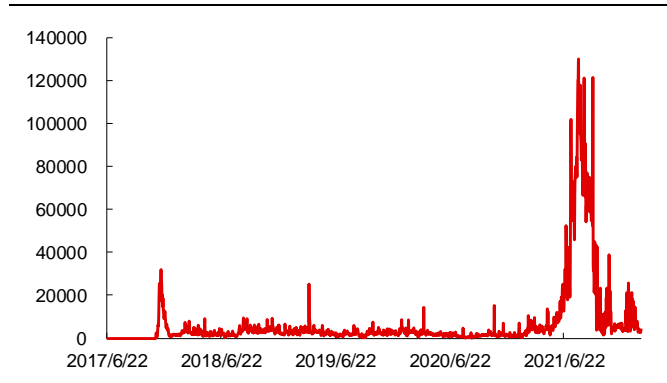
资料来源：NonFungible，长江证券研究所

图 6：比特币和以太币价格相对于 2019 年初的涨幅



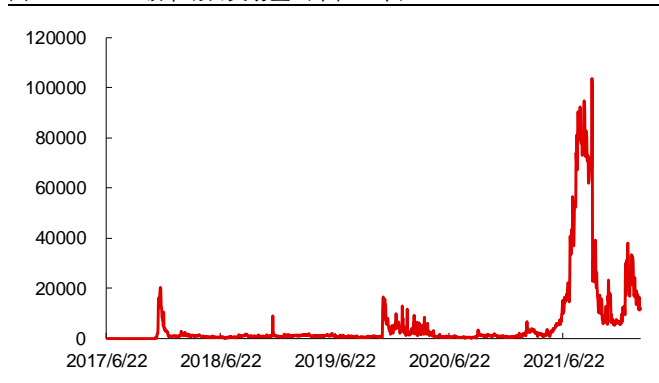
资料来源：Statista，长江证券研究所

图 7：NFT 一级市场日交易量（单位：个）



资料来源：NonFungible，长江证券研究所

图 8：NFT 二级市场日交易量（单位：个）

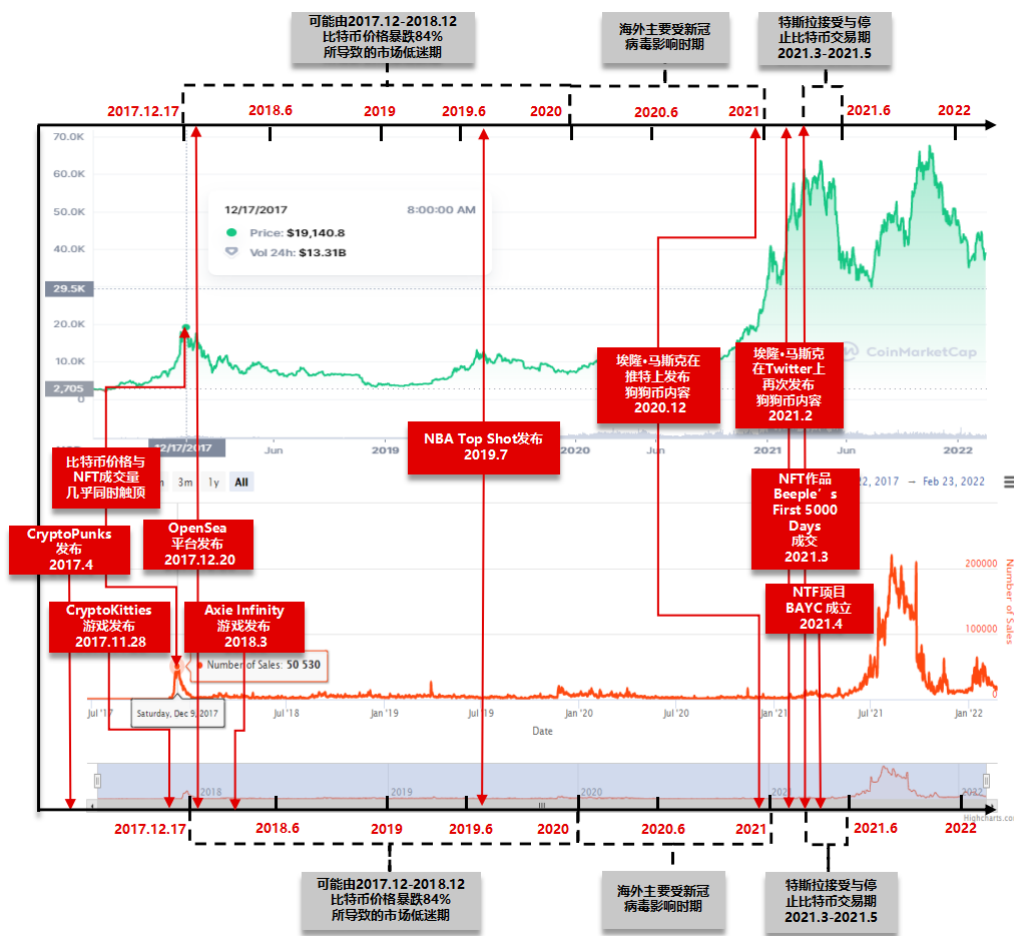


资料来源：NonFungible，长江证券研究所

《CryptoPunks》 V.S. 《BAYC》：NFT 海外火爆或是因为用户认知到了 NFT 产品的附加价值

NFT 在海外经历过两次爆发期：一次是 2017-2018 年，一次是 2021 年，其中 2021 年是 NFT 的全面爆发期。回看两次 NFT 行业火爆的异同之处，我们发现，NFT 行业的爆发与虚拟货币的价格相关度较强。但除此之外，更为成熟、有趣、具备多样性的 NFT 产品所展示出的附加价值或亦是带动 NFT 在 2021 年全面爆发的重要原因之一。

图 9：比特币价格与 NFT 市场交易量对比及复盘



资料来源：NonFungible, CoinMarketCap, CoinDesk, Business Insider 等, 长江证券研究所

NFT 两次热潮中，分别出现了两款“出圈”级别的头像类 NFT 作品：《CryptoPunks》和《BAYC》系列。鉴于二者都是 NFT 头像类艺术收藏品，通过对二者异同之处的分析，我们认为，NFT 和传统的商品一样，在物理价值之外，附加价值几何或亦是支撑其价格和价值的重要支点。

2017 年《CryptoPunks》：“元老级” NFT 系列作品《CryptoPunks》横空出世，稀缺性+炫耀心理构筑买家底层心理需求

《CryptoPunks》是全球第一个 NFT 项目，发布于 2017 年 6 月，该系列由不同的元素所随机生成的人物形象组成，数量被限定在 10000 个。自发布以来，热度和流行度持续保持高位。截至 2022 年 3 月 10 日，《CryptoPunks》累计销售额已经超过 20 亿美元，过去 12 个月销售量为 10040 件。截至 2022 年 3 月 10 日，售价最高的是编号为 5822 的作品，价格为 2370 万美元。由于其数量有限，且价格高昂，多数买家选择试用其作为社交媒体的头像，作为身份和财力的象征。根据 Dune Analytics 数据，截至 2022 年 3 月 10 日，《CryptoPunks》的地板价为 71.4ETH。

图 10: 《CryptoPunks》举例



资料来源: Larva Labs, 长江证券研究所

图 11: 《CryptoPunks》要素举例

Punk Types					
Attribute	#	Avail	Avg Sale	Cheapest	More Examples
Alien	9	3	8K€	10K€	
Ape	24	0	2.5K€		
Zombie	88	6	1.04K€	1.37K€	
Female	3840	491	66.13€	65.95€	
Male	6039	857	77.51€	69€	

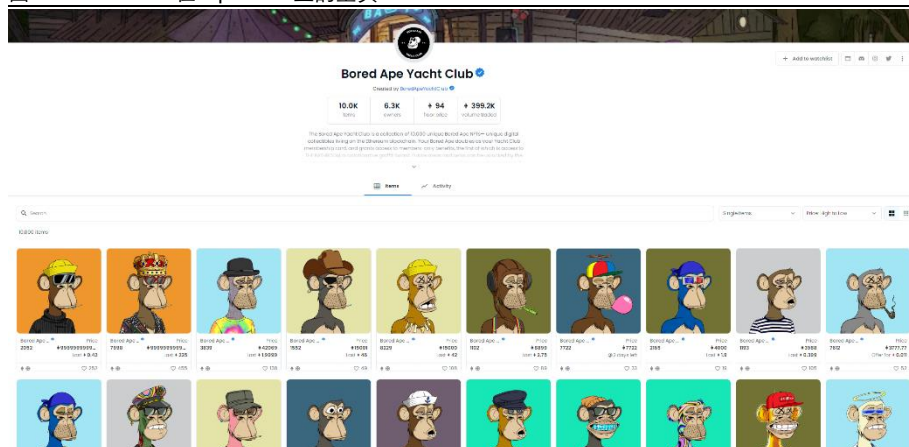
Attributes					
Attribute	#	Avail	Avg Sale	Cheapest	More Examples
Beanie	44	10	352.41€	450€	
Choker	48	11	100.64€	139.95€	
Pilot Helmet	54	11	142.50€	161€	
Tiara	55	7	164.98€	180€	
Orange Side	68	15	118.60€	109.99€	

资料来源: Larva Labs, 长江证券研究所

2021 年《BAYC》无聊猿系列: 可作为头像却又不仅仅是头像, 更多的附加价值造就更为火爆的 NFT 产品

《BAYC》是一个艺术收藏品组合, 由 10000 只属性各异的猴子形象组成。每一只猴子的形象都是由眼睛、衣服、装饰等等元素随机排列组合形成的, 因此每一个猴子形象都独一无二, 这一点和早期出现的《CryptoPunks》系列类似。《BAYC》系列于 2021 年 4 月创建并开始发售, 起初每个猴子形象每只售 0.08ETH, 而截至 2022 年 3 月 10 日, Dune Analytics 数据显示《BAYC》的地板价为 72.18ETH。从地板价看, 《BAYC》系列在 2022 年初超过了同类型产品中的元老作品《CryptoPunks》, 后来者居上。

图 12:《BAYC》在 Opensea 上的主页



资料来源：Opensea，长江证券研究所

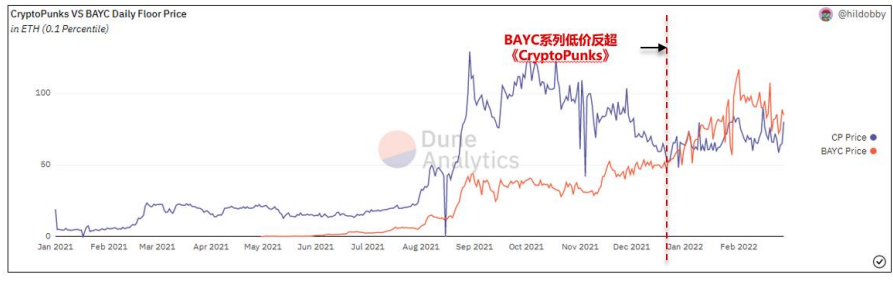
我们认为，人们愿意花高价购买《BAYC》系列和《CryptoPunks》系列的产品的主要原因有以下几点：

1. **看重拥有 NFT 的形象可以彰显自己的财力和个性，可以满足炫耀欲和独占欲：**
《BAYC》和《CryptoPunks》系列作为 NFT 的头部作品，价格不菲，类比“奢侈品”，因此可以满足用户内心的炫耀欲望。由于二者均是限量发售，因此可以满足购买者的独占欲。
2. **看重背后的投资价值：**NFT 艺术品都可以认为制造稀缺性，如《BAYC》即只有 10000 份，且作为头部的 NFT 藏品知名度较高。在这样的背景下，未来二级市场所带来的潜在升值空间较为可观。

但是，作为后起之秀，《BAYC》系列能在 2021 年底完成对《CryptoPunks》系列在地板价上的超越，主要的原因或是因为《BAYC》系列赋予了买家更为丰厚的附加价值。

1. **看重与《BAYC》形象所绑定的特权，以及特权所带来的特殊性待遇：**拥有至少一个《BAYC》形象的用户即可在“Bathroom”——一个虚拟空间上创作。另外，《BAYC》形象的拥有者们可以拥有相应的会员资格，获得独家额外福利：如《BAYC》俱乐部曾随机向钱包中拥有至少一个《BAYC》艺术品的用户投放新的 NFT 产品。
2. **《BAYC》的拥有者同时拥有其购买的 NFT IP 版权。《BAYC》将用户购买的 NFT IP 版权提供给用户，使得用户在支配自己所购买的形象时拥有更大的自由，其形象的附加价值亦得以凸显。**《CryptoPunks》的藏家并没有 NFT 的相关版权，因此无法制作周边等更多的个性化衍生品。
3. **《BAYC》后期运营更出色。**与潮牌联名、社交媒体发起互关等运营手段使得《BAYC》名气迅速扩张，成为了潮流的代名词，亦再次加深了《BAYC》的品牌声量，支撑品牌溢价。另外，《BAYC》系列的拥有者亦会在社交媒体上发起互关等活动，自发组建了自己的社群，或亦在某种程度上赋予了其拥有者特权。

图 13: 《BAYC》系列与《CryptoPunks》系列地板价对比 (单位: ETH)



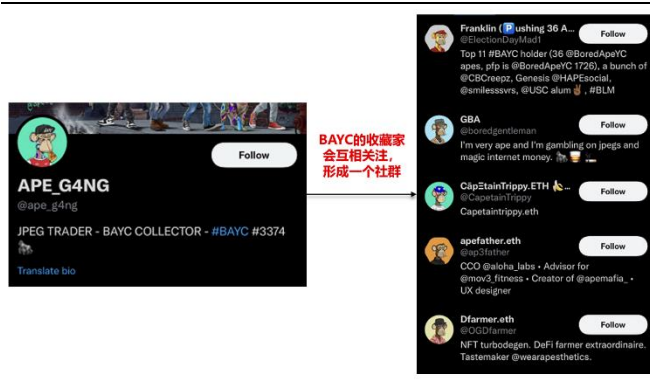
资料来源: Dune Analytics, 长江证券研究所

图 14: 《BAYC》系列与潮牌 Supreme 联名



资料来源: Coinlive, 长江证券研究所

图 15: 《BAYC》拥有者在 Twitter 上互关其他的拥有者



资料来源: Twitter, 长江证券研究所

总结来看,《CryptoPunks》系列和《BAYC》系列的基本属性非常类似,最初设计的用途亦然。《BAYC》系列之所以能够做到后来者居上的或是因为《BAYC》为用户提供了物理价值之外的更多的附加价值。如果说《CryptoPunks》系列为用户提供的是表达自己的符号,那《BAYC》就在这个基础上做了更多、更丰富的延展,使得用户为实际收到的价值更多,因此更愿意为其支付高价。

海外 NFT 艺术品的价格主要来自于物理价值+附加价值两方面

商品的附加价值是其价格的有力支撑

商品的价格与其价值呈正相关,但是商品的价值并不单单等于其物理价值。许多情况下,商品在物理价值外的附加价值才是决定其最终价值的关键,附加价值贡献了很大一部分的溢价空间。举例说明:

1. 回力球鞋 V.S. Air Jordan 篮球鞋: 哪怕是物理价值完全相同的情况下,比如同样是鞋子,回力淘宝店铺中在 200 人民币以下的款式不在少数,但 Nike 旗下的篮球鞋 Air Jordan 却可以卖到动辄上千甚至几千人民币的价格。支撑 Air Jordan 篮球鞋溢价的是 AJ 所代表的叛逆文化及潮流文化,而消费者希望通过购买 Air Jordan 的球鞋彰显自己的个性与不同。**一言以蔽之,购买回力球鞋是日常消费,而购买 AJ**

球鞋是炫耀性消费，这二者的价差就是商品带来的附加价值。

2. **收藏品-球星卡**：从物理价值的层面上看，球星卡只是一张印了球星照片的卡片，物理价值较低，但是 2020 年最贵的球星卡价格却高达 300 万美元。普通的纸质卡片之所以可以买到如此高的价格，主要是因为他已经具备了投资价值：球星卡拥有较为完善的一二级市场及供应链生态，使得有价值、稀有的卡片可以在其间流通。

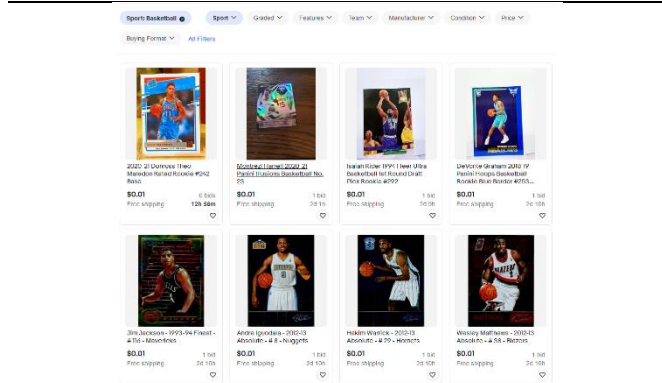
球星卡的投资价值即是商品的附加价值。

图 16：2020 年售价最高的球星卡举例



资料来源：Sports Card Research，长江证券研究所

图 17：eBay 上的许多球星卡都无法卖出高价（2022 年 1 月 17 日）



资料来源：eBay 官网，长江证券研究所

3. **冬奥会吉祥物-冰墩墩**：2022 年北京冬奥会吉祥物冰墩墩因其可爱的外形受到了大家的喜爱，频上微博热搜，甚至因为外国记者的喜爱而出圈。淘宝奥林匹克官方旗舰店中商品大都售罄，可谓“一墩难求”。话题性或是冰墩墩形象在冬奥会期间的附加价值。

NFT 艺术品的特点使得它自带较高的附加价值，因此具备溢价空间

我们认为，**艺术品本身的物理价值和 NFT 技术所带来的附加价值是 NFT 艺术品得以卖出高价的支点**。一件 NFT 艺术品之所以能获得用户的认可，一是用户认可了艺术品本身的收藏价值（**艺术品本身的物理价值**），二是 NFT 技术为艺术品带来了**稀缺性、未来升值空间等附加价值**。

相对于普通的商品，艺术品的附加价值所带来的溢价空间更为明显。NFT 基于区块链的延展技术，具有可验证性、透明执行、有效性、不可篡改、可访问性、可交易性等特点。以上特性使得 NFT 技术具备自身的价值：可验证性、透明执行、有效性、不可篡改的特性使得 NFT 技术可以作为一种全新的确权机制，保证了数字资产的安全性及用户的权益；而可访问性和可交易性又提高了传统数字资产的流通性。

除此之外，**NFT 还可以人为制造稀缺性，因此可满足购买 NFT 产品的人的独占欲**：许多商品的真正价值并不等于他的固有价值（物理价值）。在其固有价值之上，物品的稀缺性使得商品拥有较高的溢价空间。比如现实生活中卡片的物理价值较低，但是球星卡赋予了其较高的溢价空间；手绘草稿的物理价值较低，但漫画家手稿可以卖出高价。

基于以上几点特性，我们认为 NFT 作为商品、作为艺术品，理解其背后溢价的逻辑与传统的商品及艺术品类似。不同于实体的艺术品资产，NFT 艺术品作为数字资产，物理价值较低；NFT 艺术品的溢价空间亦来自于 NFT 技术对于艺术品的加持。

表 2：代表性 NFT 物理价值及附加价值简析

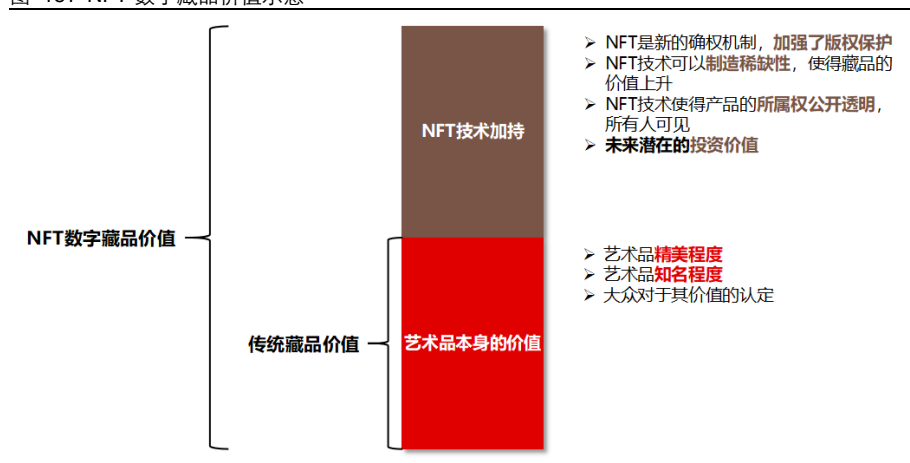
作品名称	物理价值	附加价值
无聊猿系列	电子艺术品，可做社交媒体头像	展示购买者的财力、
Twitter 创始人的第一条 Twitter	几乎为零	仅此一条，具有代表意义且数量稀缺
马斯克创作的音乐	几乎为零	具有稀缺性，且马斯克的个人 IP 亦为商品提供了附加价值
《Everydays: The First 5000 Days》 摄影作品	电子艺术品，可展示	作为佳士得拍卖的第一幅 NFT 产品，开创了历史先河，具备稀缺性，且作品本身也具有一定的艺术价值
NBA 球星瞬间	电子艺术品，可展示	对于 NBA 观众来说具备纪念价值和一定的观赏价值

资料来源：长江证券研究所

值得注意的是，艺术品或数字资产并不会仅仅因为变成了 NFT 就拥有了溢价的权利。

以海外头部 NFT 交易平台 Opensea 为例，大多数的 NFT 作品并无法卖出高价，仅有小部分的 NFT 商品可以获得溢价资格。我们认为，这或许说明艺术品本身的价值亦是支撑 NFT 艺术品价格的重要支柱：用户对于艺术品本身价值的认知、艺术品本身的精美程度、趣味性等等都决定了物品的价格。

图 18：NFT 数字藏品价值示意



资料来源：长江证券研究所

表 3：NFT 价格区间数量及占比（截至 2022.03.08）

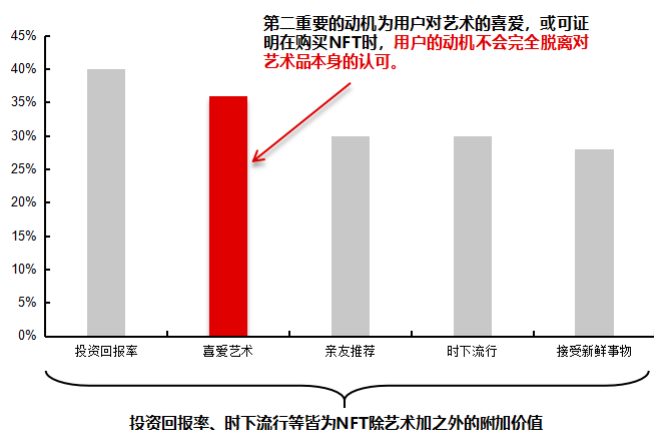
NFT 价格区间	数量 (单位：个)	占 NFT 总数比例 (单位：%)
价格在 1000 万美元以上	8	0.0001%
价格在 100 万美元以上	199	0.0013%
价格在 50 万美元以上	781	0.0051%
价格在 10 万美元以上	9862	0.0639%
价格在 1 万美元以上	198040	1.2839%
价格在 5000 美元以上	409184	2.6527%
价格在 500 美元以下	3073773	19.9273%

NFTGO 上统计的 NFT 总数	15424941	100.0000%
--------------------------	----------	-----------

资料来源：NFTGO，长江证券研究所

一项针对美国用户购买 NFT 动机的调查亦显示，投资回报率、艺术价值、时下流行、炫耀等要素对于构成用户购买动机的重要性。其中，艺术价值即针对于 NFT 的物理价值（如藏品本身的精美程度），而其余的要素则皆可理解为 NFT 包含的附加价值。

图 19：美国用户购买 NFT 的动机调查（2021.03）



资料来源：Harris Poll，长江证券研究所

国内 NFT 市场：逐渐起步，探索合适、合法合规的发展路径

NFT 为电子艺术藏品市场带来新的想象空间

国内 NFT 行业的发展环境与海外相比有着很大的不同之处，其中主要有两个较大的区别：1) 目前，海外的 NFT 基本都是生成在公有链上（如 Opensea 平台），并使用虚拟货币进行交易（如 ETH）。而国内目前禁止将 NFT 生成在公链上以求安全，亦禁止虚拟货币的使用。2) 目前国内 NFT 市场并没有打开二级交易市场，主要的流通集中在一级市场的购买，因此，国内的 NFT 交易主要做收藏之用。相较海外，国内 NFT 行业还处于较为早期的阶段，正在摸索合适、合法合规的发展路径。

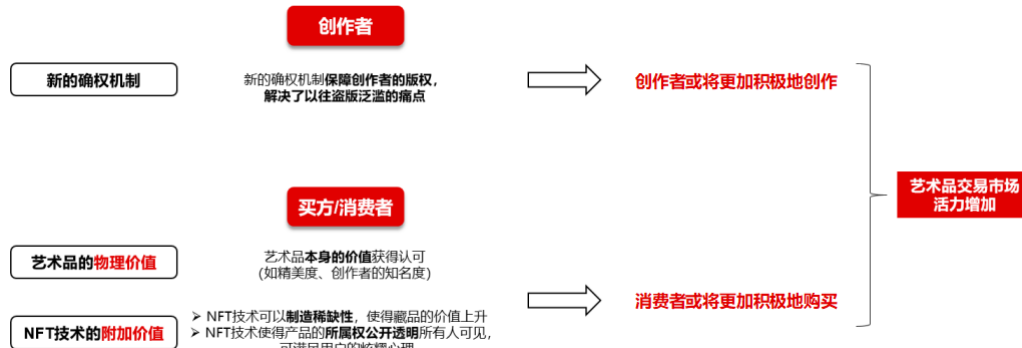
从现状来看，国内市场中，NFT 在版权保护、规范市场、提高数字资产的变现能力等方面的作用较为明显。NFT 艺术品的出现可为买卖双方带来边际增量，从而起到激发艺术品市场活力的作用。

从内容创作者的角度看：NFT 是一种新的确权机制，可有效保护作者的知识产权，这解决了目前数字资产盗版泛滥的痛点，维护市场的公平性，或可激发内容创作者的创作动机。另外，NFT 亦提高了数字资产的变现能力。

从内容消费者的角度看：NFT 艺术品具备可追溯的特性，可以帮助消费者更高效地确认数字资产版权，保护消费者的权益。另外，NFT 收藏品可以人为地制造稀缺性，或可在更大程度上激发用户的购买欲望。

如果内容创作和和内容消费者都可以从中获益，则预计会吸引更多的买家卖家入局 NFT 艺术品的交易，市场活力或将被进一步激发。

图 20: NFT 有助于激发艺术品市场的活力



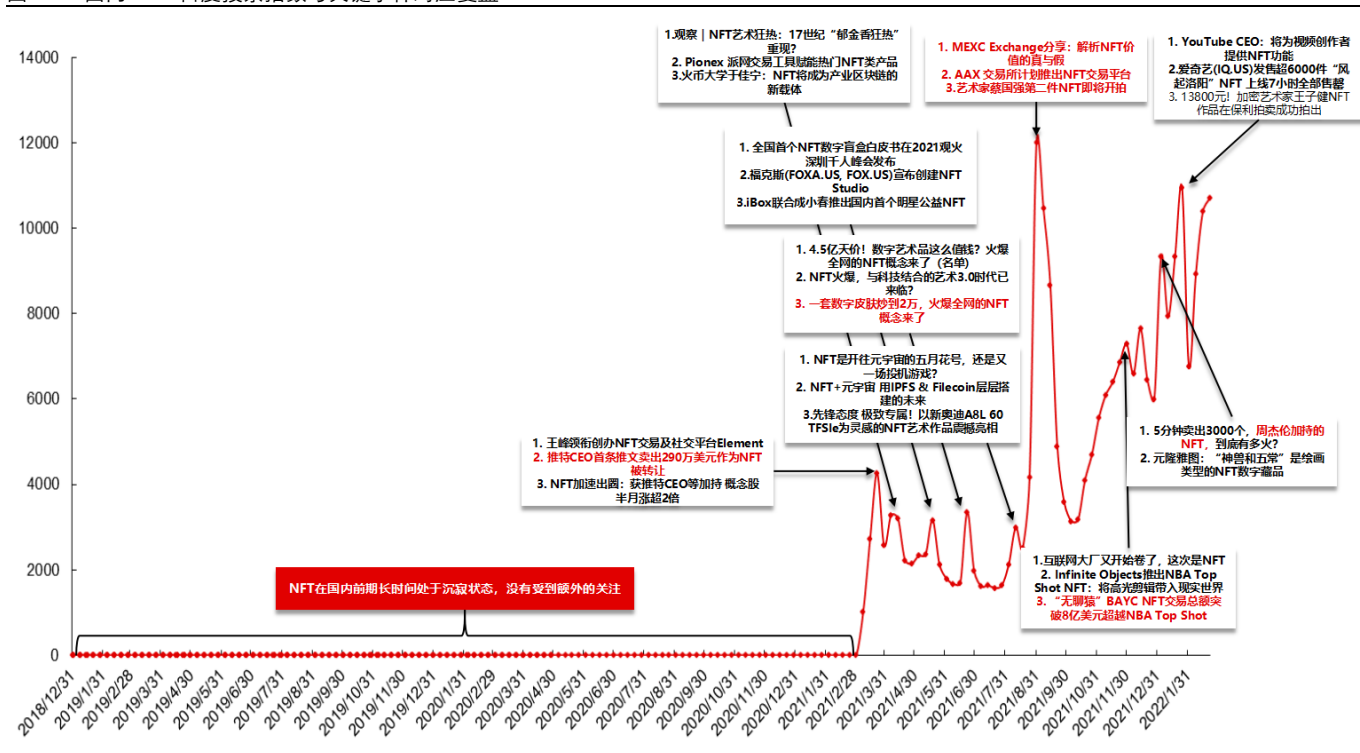
资料来源：长江证券研究所

国内 NFT 行业三大特点：热度屡创新高、大厂下场参赛、品类/主题逐渐拓宽

➤ 话题热度先行：NFT 话题热度在 2021 年亦迎来爆发

2021 年以来，海外 NFT 市场热度持续扩散，叠加国内 NFT 市场出现创新性的产品，NFT 话题一改之前无人问津的状态，热度在国内持续走高，NFT 艺术品层出不穷地出现。在主流的 NFT 售卖平台上（如幻核、鲸探等）售卖情况亦较为火爆，优秀的、有创意的产品受到用户的欢迎。

图 21：国内 NFT 百度搜索指数与关键事件对应复盘



资料来源：百度指数，凤凰网科技，新浪看点，网易，澎湃号等，长江证券研究所

➤ 大厂下场紧随：互联网大厂入局带动国内 NFT 行业发展，探索多元化发展路径

目前国内 NFT 赛道中已可见多家互联网大厂的身影。包括支付宝、腾讯都在自己旗下的联盟链上推出了 NFT 交易平台及产品。目前主流的 NFT 交易仍以一级市场为主，商品禁止进行二次交易，商品限量发行。平台用户交易热情较高，上架商品几乎全部售罄。2022 年初，BSN-DDC 基础网络正式上线，为中国 NFT 技术合规发展保驾护航。此项技术代表了跨链交易的可能性，或可成为未来国内 NFT 行业探索的方向之一。

表 4：国内各 NFT 平台对比

NFT 平台	蚂蚁链	至信链	阿里拍卖
区块链	联盟链	联盟链	联盟链
交易媒介	鲸探 app 注册	使用幻核 app 注册	使用阿里拍卖 APP，上树图链
交易规则	180 天后可无偿转增，但不支持交易	不支持转增或转卖	用户出价，出价高者得
所有权	有使用权，购买者无版权	用于收藏，购买者无版权	用于收藏，购买者无版权，不可商用
主要作品举例	《敦煌飞天》《九色鹿》皮肤	《十三邀》《水调·银汉曲》	/

资料来源：头豹研究院，长江证券研究所

表 5：2021 年中国 NFT 作品情况示例

发行平台	时间	项目名称	合作对象	内容
幻核	2021.08.20	万华镜:名族图鉴	GGAC 合作艺术家周方圆	本次共发行 56 种 NFT 商品，总发行 3,136 枚 NFT，其中 112 枚随机图鉴将用于活动和赠送给用户使用。其余将限量出售，且后续不以任何形式增发

蚂蚁链	2021.06.23	敦煌飞天、“九色鹿”皮肤	敦煌美术研究所	这两款皮肤均限量发行 8,000 个, 该 NFT 是基于蚂蚁链发行的, 具有蚂蚁链专属唯一编码。如果要购买, 需要 10 个蚂蚁积分+9.9 元
阿里拍卖	2021.05.20	《U107-无废星球系-柜族之梵高》、《魔鬼猫-多彩流浪体 绿》等	/	淘宝阿里拍卖聚好玩 520 拍卖节推出 NFT 数字艺术专场, 于 5 月 20 日 10 点起拍卖艺术家万文广作品《U107-无废星球系-柜族之梵高》、海爹雨海的作品《魔鬼猫-多彩流浪体 绿》等多件数字艺术品
京东	2021.11.22	7 款 JOY (京东吉祥物) 形象	/	在京东年度重磅技术大会——“JD Discovery-京东全球科技探索者大会”(JDD) 上, 用户报名之后可免费获得基于区块链技术的 JDD 大会 NFT 纪念凭证。半套 NFT 纪念凭证共含 7 款 JOY (京东吉祥物) 形象。此虚拟凭证基于京东智臻链建立, 不可篡改, 永不增发、可流转
新华社	2021.12.24	新闻数字藏品	腾讯云至信链	该系列收藏品将精选的 2021 年新闻摄影报道并进行铸造, 其是中国首套“新闻数字藏品”。首批“新闻数字藏品”预发行 11 张, 每张限量 10000 份。还将推出仅发行 1 份的特别版本。

资料来源: 头豹研究院, 长江证券研究所

➤ 品类/主题纵向拓宽: 商品形式及涉及主题的多元化或是市场高速发展的信号

从商品的品类、形式上看除去传统的艺术藏品外, 国内 NFT 品类亦逐渐拓展到了更多的领域。不同的平台已经探索出如动漫+NFT、音乐+NFT、文物+NFT 等产品形式, 涉及场景面明显拓宽。我们认为, 本身就具备趣味性、高人气及更被大众所熟悉的产品本身的艺术价值和 IP 价值已经得到保证, 再叠加 NFT 技术之后, 就更容易凸显出 NFT 数字艺术品对于传统电子艺术品的增量。未来或将出现更多的针对细分主题 NFT。如支付宝蚂蚁链于 2021 年 10 月正式发起“宝藏计划”, 利用区块链、3D、IoT、虚拟现实等等复合的技术助力文旅业以数字藏品为载体、推进文化创新形态发展。

图 22: 鲸探发布文物类 NFT



资料来源: 鲸探 App, 长江证券研究所

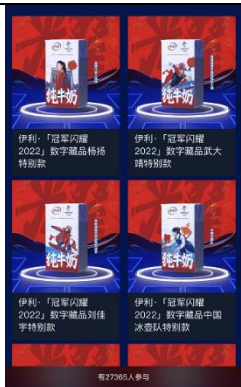
图 23: 幻核发布《狐妖小红娘》相关 NFT



资料来源: 幻核 App, 长江证券研究所

从商品所涉及的主题看, 国内 NFT 平台积极挖掘如女足、冬奥会、春节等具备广大群众基础和热情的话题, 及时上线相关的产品。

图 24：幻核于伊利合作发布“闪耀冬奥 2022”的 NFT 数字藏品



资料来源：幻核，长江证券研究所

图 25：幻核新年开售的沈阳故宫博物院系列 NFT

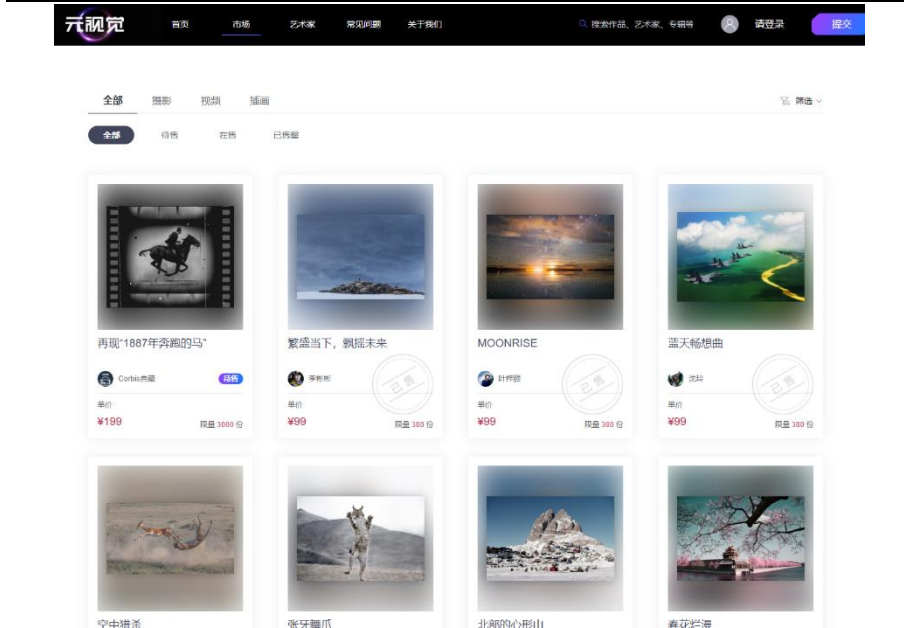


资料来源：幻核，长江证券研究所

我们认为，从目前的市场特征来看，国内 NFT 市场正处于较为早期的探索阶段，以在未来发展出符合国内环境的发展之路。NFT 本身自带的技术可以保护数字文化版权、提升转化效率、并保护内容创作者和内容消费者的合法权益，为传统的文化行业打开想象空间。另外，NFT 交易平台亦开始探索将区块链技术与其他的技术相结合的可能性，从而在未来为更多的产业带来更多元化、更具有创造力的解决方案，服务更多的场景。

目前，国内如视觉中国、三人行在内的公司皆已经开始在 NFT 赛道有所布局：视觉中国通过区块链技术完成对 500px 影像社区的升级，于 2021 年推出了旗下 NFT 交易平台元视觉，帮助艺术家把“数字作品”转化为“数字资产”，以打造全球领先的基于区块链的更为活跃的、更具影响力的视觉艺术数字藏品的创作、分享与交易平台。三人行宣布与北文中心合作，共同建立数字文化创意产品交易平台。

图 26：视觉中国旗下元视觉平台



资料来源：元视觉，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。