

域名将实现互联互通，《网络游戏行业防沉迷自律

公约》正式发布 ——9月行业动态报告

核心观点

- **最新观点** 工信部整治屏蔽网址链接问题，域名将实现互联互通 9月9日，工信部信管局召开165专项“屏蔽网址链接问题行政指导会”，提出三点合规标准，要求9月17日各平台必须按标准解除屏蔽，否则将采取执法措施。这一措施对互联网巨头以及整个市场的影响将不可忽视，各大网络平台之间愈演愈烈的链接、地址、域名相互屏蔽现象将得到有效治理，其中最受关注且影响最大的代表莫过于腾讯旗下的国民级社交平台微信与另外两大巨头阿里巴巴、字节跳动旗下的拳头产品淘宝、抖音之间的相互屏蔽。该政策施行后，预计淘宝、抖音都将从微信获得巨大的流量增长，短期内迎来利好，不过同时微信也将强化其社交第一应用的地位和属性。此外，该政策实施后所可能带来的信息安全以及是否挤压中小企业生存空间等负面影响仍需关注。9月17日，微信率先采取行动响应，官方账号“微信派”发布关于《微信外部链接内容管理规范》中国音数协游戏工委组织发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》继8月底出台了《通知》后，此次出台的《公约》中再一次强调，游戏企业及小游戏平台应坚决落实实名认证，必须全面接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统。《公约》中强调游戏企业应坚决反对追求“唯金钱”“唯流量”等不良倾向，下决心改变诱导玩家沉迷的各类规则和玩法设计；不得发布错误引导、诱导消费等内容；坚决抵制绕过监管机制，通过境外游戏平台向国内用户提供服务。
- **投资建议** 我们认为内容电商符合新世代人群喜好，同时行业无论渗透率还是空间都具备较大成长潜力，建议关注：芒果超媒（300413.SZ）、快手-W（1024.HK）、星期六（002291.SZ）；随着Z世代消费需求的崛起，多品类游戏产品有望全面爆发，建议关注具备完善产品矩阵且研发能力优异的腾讯控股（0700.HK）、网易（09999.HK）、三七互娱（002555.SZ）、祖龙娱乐（9990.HK）、心动公司（2400.HK）、完美世界（02624.SZ）等；此外，悦己需求催生医美行业快速发展，医美产业长期发展具有确定性，建议关注改善行业获客效率的新氧（SY.O）。
- **风险提示** 市场竞争加剧的风险，政策及监管环境的风险，作品内容审查或审核风险，公共卫生风险等。
- **核心组合上月表现**

证券代码	证券简称	月涨幅 (%)	市盈率 PE (TTM)	市值 (亿元)
300413.SZ	芒果超媒	1.81	17.39	1057.17
605168.SH	三人行	3.14	27.40	668.55
300788.SZ	中信出版	-4.83	-1.53	815.45

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

传媒互联网行业

推荐 (维持评级)

分析师

杨晓彤

☎：010-80927626

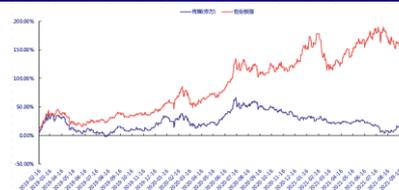
✉：yangxiaotong@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130518020001

特此鸣谢：岳铮

行业数据

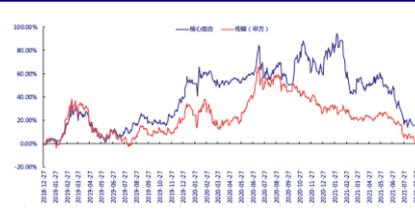
2021.09.30



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.09.30



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

- 【银河传媒互联网】8月行业动态报告：游戏行业进一步健全未成年防沉迷监管机制
- 【银河传媒互联网】7月行业动态报告：上半年游戏市场增势良好，暑期档国产动画备受关注
- 【银河传媒互联网】6月行业动态报告：暑期档将至，关注优质作品投资机会
- 【银河传媒互联网】5月行业动态报告：网易腾讯年度发布会召开，新品品类齐全
- 【银河传媒互联网】4月行业动态报告：档期票房屡创新高，互联网平台迈向规范化发展
- 【银河传媒互联网】3月行业动态报告：中概股回港渐入高峰 字节跳动加速手游布局

目 录

一、影视行业：暑假结束，各领域流量均环比下降.....	3
1. 开学季来袭票房环比下降，《失控玩家》《峰爆》扛9月票房半壁江山.....	3
2. 影视指数环比下降，开学效应明显.....	3
3. 广电总局坚决抵制含有不良情节动画片，动漫产业迈入良性发展轨道.....	6
二、互联网行业：打破互联网平台壁垒，网络互联再进一步.....	7
1. 多部网络信息安全相关法规落地，网络安全监管持续深化.....	7
2. 工信部整治屏蔽网址链接问题，域名将实现互联互通.....	7
3. 苹果应用内支付系统新规实施，应用开发者收入或将大幅提升.....	8
三、游戏行业：213家单位发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》.....	9
1. 8月游戏市场稳步增长，流水TOP3排名稳定.....	9
2. 8月中国游戏出海成绩优异，三七互娱表现优异.....	11
3. 中国音数协游戏工委组织发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》.....	11
4. 版号试点下放自贸区，游戏审批权力下放.....	13
5. 全球性热门IP《哈利波特：魔法觉醒》开服，持续霸榜iOS畅销榜.....	13
四、内容出版行业：中小学教辅读物畅销.....	14
1. 《少年读史记》蝉联榜首，中小学教辅读物畅销.....	14
五、营销行业：.....	15
1. 广告市场7月花费同比增长12.4%.....	15
2. 直播成电商标配销售渠道，快手体量大幅领先.....	16
六、传媒行业在资本市场中的发展情况.....	17
（一）传媒行业并购大潮回落，A股上市企业数量回升.....	17
（二）传媒行业估值徘徊在低位，溢价率持续走低.....	18
（三）A股IPO审核依然趋严，中概股回流趋势明显.....	18
七、投资建议.....	21
八、风险提示.....	22
附录：核心组合.....	22

一、影视行业：暑假结束，各领域流量均环比下降

1. 开学季来袭票房环比下降，《失控玩家》《峰爆》扛9月票房半壁江山

2021年9月票房为20.26亿元，月度场次达到1012.40次。本月暑假结束进入开学季，加之全国对于疫情的防控政策依旧保持在较为严格的水平，月度票房总额相比8月略有下降。8月底上映的海外大片《失控玩家》成为单月票房冠军，收获23.7%的票房占比，同时9月17日才上映的国产动作片《峰爆》凭借中秋档期开始的强劲表现，票房总额和占有率基本追平《失控玩家》，成为榜单第二名。此外，8月的票房冠军《怒火·重案》在9月依旧排到了榜单第三名，达到14%的票房占比。

今年国庆档前哨的中秋档表现欠佳，据灯塔数据显示，中秋档总票房为4.99亿元(含服务费)，场次达到123.33万次，延续了暑期档的低迷行情，为近年来新低。中秋档共有十二部影片上映，题材覆盖剧情、动作、爱情、青春等多种类型，影片供给相对丰富。其中，由朱一龙、黄志忠、陈数领衔主演的国产灾难片《峰爆》最为卖座，蝉联每日票房榜冠军，其次是《关于我妈的一切》《我的青春有个你》《失控玩家》《怒火·重案》位列今年中秋档票房榜Top5。

表 1：2021年9月电影票房排名

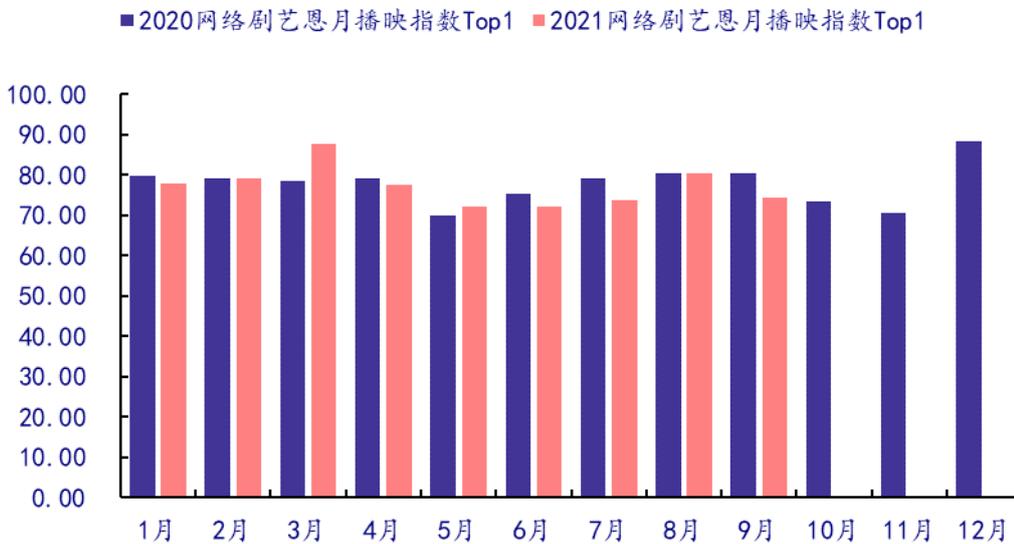
排名.影片名	单月票房(万)	票房占比	平均票价	场均人次	淘票票评分
1.失控玩家	40344	23.7%	39	6	9.0
2.峰爆	40086	23.5%	38	9	9.2
3.怒火·重案	23848	14%	39	5	9.2
4.关于我妈的一切	12816	7.5%	34	5	9.3
5.明日之战	12253	7.2%	34	4	8.5
6.陪你很久很久	9247	5.4%	32	5	6.6
7.我的青春有个你	5932	3.5%	36	4	8.2
8.宝可梦：皮卡丘和可可的冒险	4451	2.6%	33	3	8.5
9.日常幻想指南	2393	1.4%	33	3	8.0
10.白蛇2：青蛇劫起	1723	1%	31	3	9.2

资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

2. 影视指数环比下降，开学效应明显

网络剧：暑期结束进入开学季，9月的网络剧热度从8月的峰值回落到74.3，与7月相近的正常水平。根据艺恩网络剧播映指数，9月播映指数TOP10中新剧占5席，前三位分别为《周生如故》、《云南虫谷》、《一生一世》。其中，爱奇艺独播和腾讯独播分别占据三席，优酷占据两席。

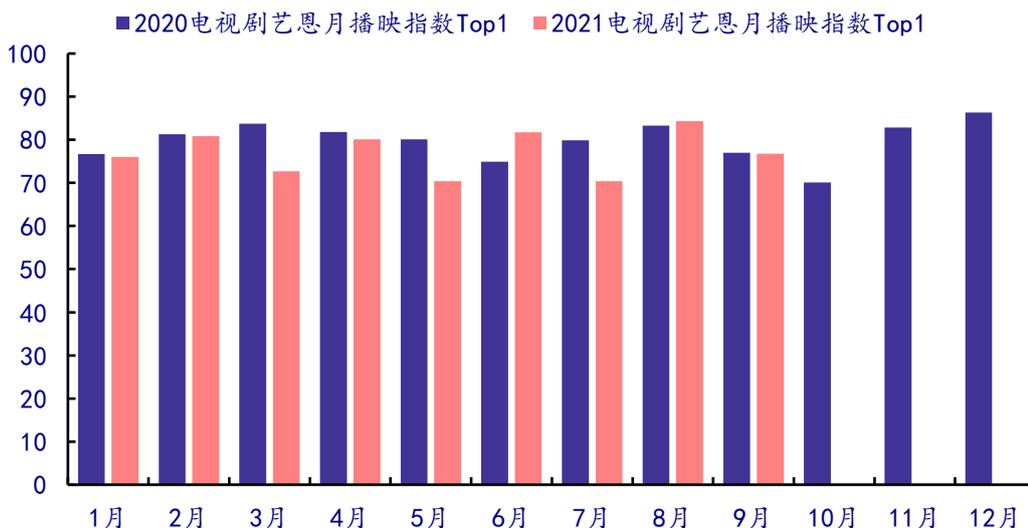
图 2：网络剧月度播映指数 Top1 变化情况



资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

电视剧：9月份电视剧热度下降，Top1 月度播映指数环比下降 8.96%。根据艺恩数据电视剧播映指数数据，剧情类的《光芒》荣登榜首，阅读播放指数 76.75；《一生一世》《启航：当风起时》、《功勋》、《周生如故》分列 2-5 位，播映指数为 76.59-65.01 之间，总体的播映指数相比 8 月均有所下降；总体来讲榜单前十中以爱情/古装和都市/爱情剧为主。

图 2：电视剧月度播映指数 Top1 变化情况

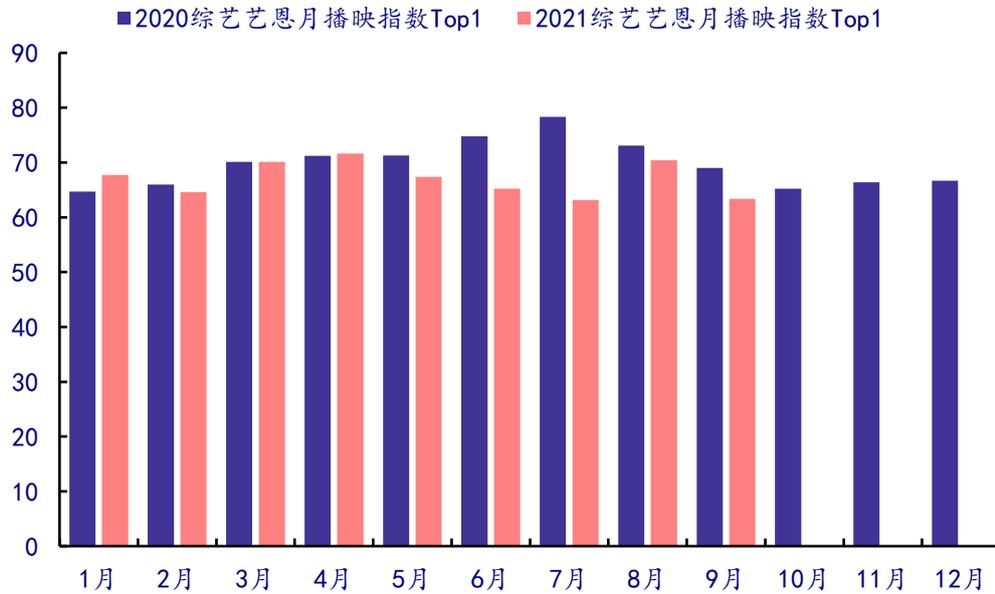


资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

综艺节目：2021 年 9 月，根据艺恩数据所统计的综艺节目播映指数排行数据，Top1 月度播映指数继续下降，环比下降 9.97% 至 63.38。芒果 tv 独播的《披荆斩棘的哥哥》蝉联冠军位置，腾讯独播的《脱口秀大会》热度继续攀升至榜单第二名，榜单 2-8 名均为

真人秀类节目,《这!就是街舞第四季》、《嗨放派》、《德云斗笑社第二季》分列 3-5 名,而老牌综艺节目《中国好声音 2021》列第 8,《快乐大本营 2021》列第 10。

图 3: 综艺节目月度播映指数 Top1 变化情况



资料来源: 艺恩数据, 中国银河证券研究院

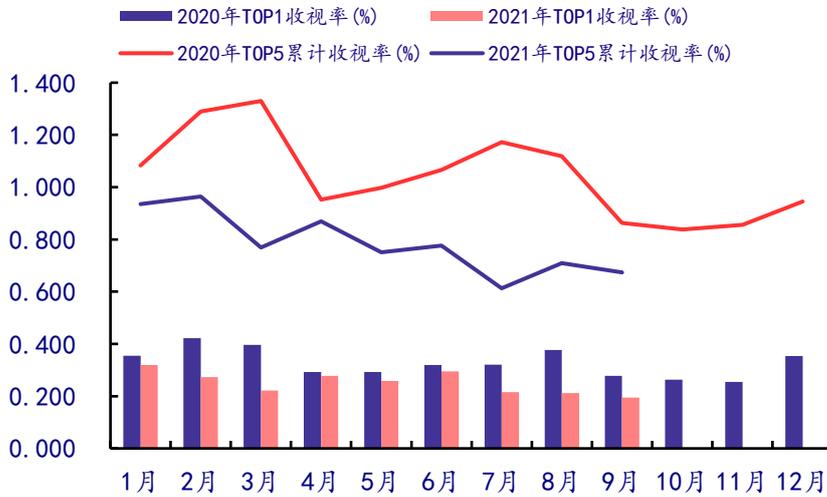
卫视收视率: 根据酷云 EYE 所统计的收视率排行数据, 2021 年 8 月卫视收视率排行榜中, 湖南卫视、北京卫视、浙江卫视、江苏卫视、东方卫视位列前 5, 其中湖南卫视以 0.195% 的收视率位列第一, 收视率同比下降 29.86%, Top5 收视率之和 0.665%, 环比下降 6.21%。

表 2: 卫视月度收视率排行榜

2021 年 9 月卫视全天 (00:00-24:00) 收视率		
排序	频道	收视率 (%)
1	湖南卫视	0.195
2	北京卫视	0.128
3	浙江卫视	0.117
4	江苏卫视	0.113
5	东方卫视	0.112
6	广东卫视	0.079
7	湖南金鹰卡通	0.076
8	深圳卫视	0.058
9	天津卫视	0.054
10	山东卫视	0.053

资料来源: 酷云 EYE, 中国银河证券研究院

图 4：卫视收视率变化情况



资料来源：酷云EYE，中国银河证券研究院

3. 广电总局坚决抵制含有不良情节动画片，动漫产业迈入良性发展轨道

9月24日，国家广播电视总局网络视听节目管理同志表示：支持符合条件的互联网视听节目服务机构依法依规制作、引进、播出内容健康向上、弘扬真善美的优秀动画片，坚决抵制含有暴力血腥、低俗色情等不良情节和画面的动画片上网播出，随后《迪迦奥特曼》被爆出全网下架的消息。儿童和青少年是动画片的主要受众群体，各互联网视听节目服务机构应办好“儿童频道”“青少专区”，进一步规范节目内容、优化节目编排，为青少年健康成长营造良好的网络视听空间。近几年，国产动画发展迅猛，踊跃出如《西游记之大圣归来》、《大鱼海棠》、《白蛇缘起》、《哪吒之魔童降世》等一批优秀产品，其中《哪吒之魔童降世》以50.35亿人民币力压一众好莱坞影片位列中国票房史第三。我们认为，中国动漫产业经过多年的发展和人才培养，已经呈现出崛起之势，国家对国产动画严格把关，在一定程度上得以构建更加有序的内容生产体系，中国动漫产业未来将持续走进良性发展的道路。

二、互联网行业：打破互联网平台壁垒，网络互联再进一步

1. 多部网络信息安全相关法规落地，网络安全监管持续深化

2021年9月1日，《中华人民共和国数据安全法》《网络产品安全漏洞管理规定》《关键信息基础设施安全保护条例》正式施行。其中《安全法》我国第一部有关数据安全的专门法律，对“数据处理”及“数据安全”均作出规定，“数据处理”包括数据的收集、存储、使用、加工、传输、提供、公开等，“数据安全”是指通过采取必要措施，确保数据处于有效保护和合法利用的状态，以及具备保障持续安全状态的能力；《规定》明确了网络产品提供者和网络运营者是自身产品和系统漏洞的责任主体，要建立畅通的漏洞信息接收渠道，及时对漏洞进行验证并完成漏洞修补，保护网络产品和重要网络系统的安全稳定运行；《条例》明确关键信息基础设施范围和保护工作原则目标、明确了监督管理体制、完善了关键信息基础设施认定机制、明确运营者责任义务、明确了保障和促进措施、明确了法律责任。此外，2021年8月20日，十三届全国人大常委会第三十次会议表决通过《中华人民共和国个人信息保护法》，自2021年11月1日起施行。网络信息安全相关法规的出台不仅保障国家、企业及个人的数据安全，也将极大推动国家数字经济发展，有利于进一步健全关键信息基础设施安全保护法律制度体系。

2. 工信部整治屏蔽网址链接问题，域名将实现互联互通

(1) 政策解读：9月9日工信部信管局召开165专项“屏蔽网址链接问题行政指导会”，提出三点合规标准，要求9月17日各平台必须按标准解除屏蔽，否则将采取执法措施。具体标准包括以下三点：（1）具有外部网址链接访问功能的即时通信软件，对于用户分享的同种类型产品或服务的网址链接，展示和访问形式应保持一致；（2）具有外部网址链接访问功能的即时通信软件，用户在即时通信中发送和接收合法网址链接，点击链接后，在应用内以页面的形式直接打开；（3）不能对特定的产品或服务网址链接附加额外的操作步骤，不能要求用户手动复制链接后转至系统浏览器打开。

这一措施对普通的网民以及用户来说最直观的改变就是分享信息更加方便，而这一措施对互联网巨头们以及整个市场的影响将不可忽视，各大网络平台之间愈演愈烈的链接、地址、域名相互屏蔽现象将得到有效治理，而这其中最典型的代表莫过于腾讯旗下的国民级社交平台微信与另外两大巨头阿里巴巴、字节跳动旗下的拳头产品淘宝、抖音之间的相互屏蔽。该政策施行后，预计淘宝、抖音都将从微信获得巨大的流量增长，短期内迎来利好，不过同时微信也将强化其社交第一应用的地位和属性。此外，该政策实施后，我们认为也有以下几个方面的问题和隐忧值得关注。第一，彻底放开链接屏蔽之后，海量的垃圾信息和链接会不会影响到互联网用户接触的信息质量和信息安全。第二，大平台之间会产生协作性质的流量垄断，进一步挤压中小互联网企业的生存空间。

(2) 微信率先调整：9月17日下午，微信率先采取行动，官方账号“微信派”发布关于《微信外部链接内容管理规范》调整的声明称，外链管理措施将分阶段分步骤实施，第一阶段将于17日起开始执行，主要包括三点：用户在一对一聊场景中可以访问外部

链接、群链接还处于开发中、设立外链投诉入口。微信对视听外链进行规范，是出于业者的敏感度，同时顺应了监管政策和行业环境的趋势。监管趋严，平台又很难对第三方外链进行逐一审核以确保其合法，如果不提前做好其它方面的应对措施，则一旦出现违规，微信或将承担监管不严、审核不力的连带责任。

而一些开发者的合理反馈，也是微信修改公告的另外一个原因。并且，一些视听外链在分享传播的过程中不仅影响用户体验，且一定程度上涉及了隐私安全问题，可能导致用户个人信息的泄露，出于安全和用户体验考虑，规范外链也是保护用户。

这样看来，一方面是监管层面的规定、用户安全与体验的保证，另一方面要考虑开发者的实际情况，微信对公告做出调整，是一个多方权衡后的结果，也在尽量规避微信生态内全体开发者的系统风险，所以才表示“平台会进一步与开发者研究方案，共同做好视频内容的质量和合规性管理”。

微信是靠合作生态成长起来的，商家、开发者、第三方合作伙伴、用户都是微信生态的参与者，所以，参与者的整体利益不容忽视。这涉及到生态的利益共建和共同维护。用户、第三方开发者和微信，三者属于协同利益关系，用户和开发者是这一生态内最重要的两个要素，可谓手心手背都是肉，而微信这次紧急更新公告，从互联网业者的角度来看，算是在立足微信生态，在尊重微信用户的前提下，也同样尊重了开发者等。

3. 苹果应用内支付系统新规实施，应用开发者收入或将大幅提升

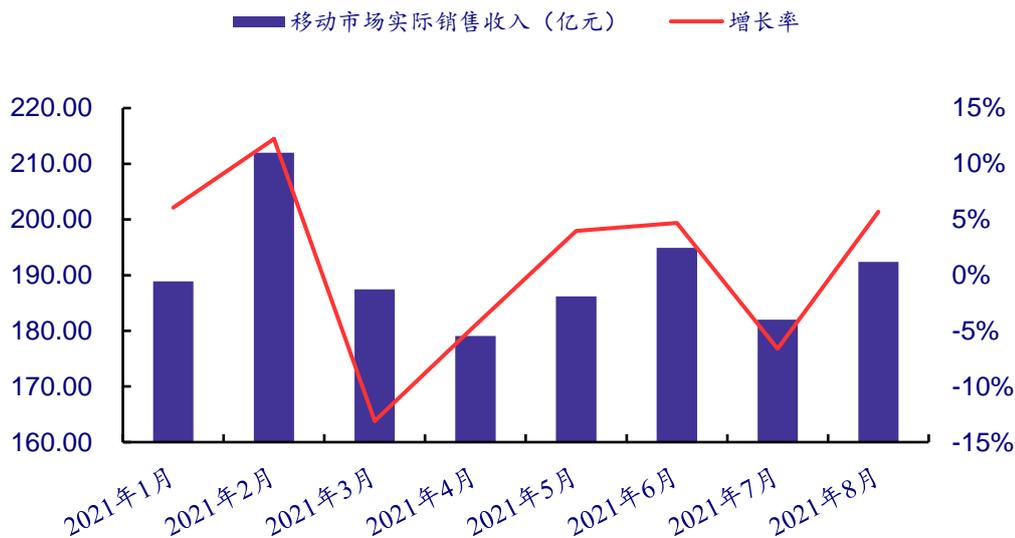
2021年9月2日，苹果在其官方网站发布声明称，苹果应用商店将进行更新，这一更新将允许“阅读器”应用程序的开发者添加一个应用内链接，以使用户跳转到外部网站进行注册服务并支付费用。苹果在声明中表示：为了确保安全无缝的用户体验，App Store 的指导方针要求开发者使用苹果的应用内支付系统销售数字服务和订阅服务。由于阅读应用的开发者不提供应用内的数字商品和服务，苹果同意 JFTC 允许这些应用的开发者分享一个链接跳转到他们的网站，以帮助用户设置和管理自己的账户。根据苹果对“阅读器”应用的定义，这一变化适用于杂志、报纸、书籍、音频、音乐和视频等应用程序。一直以来，苹果向开发者在每笔交易中收取高达 30% 佣金，并且强制使用内部支付系统，以收取一部分交易费。在全球范围内，苹果上一财年总营收为 2745 亿美元，其中包括应用商店在内的服务业务收入为 538 亿美元。而近年来，苹果高昂抽佣引发众多争议，在全球范围内遭到“抗议”。一度风靡全球的《堡垒之夜》游戏的开发商 Epic Games，去年建立了自己的游戏内的支付系统，试图绕过苹果支付平台，这打响了“苹果税”大战第一枪。Spotify、Tinder 的母公司 Match Group 和其他几家公司近年来都表示，科技巨头不应该垄断支付系统。面对日益增大的反垄断监管压力，这也是苹果公司不断做出的让步。此外苹果还推出 App Store 小微企业和个体开发者计划。根据新计划，年营收少于 100 万美元的开发者 App Store 佣金从之前的 30% 降至 15%。

三、游戏行业: 213 家单位发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》

1. 8 月游戏市场稳步增长，流水 TOP3 排名稳定

9 月 13 日，伽马数据发布《2021 年 8 月移动游戏报告》，2021 年 8 月移动游戏市场移动游戏市场实际销售收入 192.38 亿元，环比同比均明显增长，其中同比增长 8.17%，环比增 5.70%。数据分析增长的主要原因是：一方面长线产品《Fate/Grand Order》周年活动、《大话西游》嘉年华活动等多款产品活动促使流水上升；另一方面，近两月新游《斗罗大陆：武魂觉醒》《小浣熊百将传》《金铲铲之战》《真·三国无双霸》带来流水增量。2021 年 8 月，流水测算榜 TOP10 中，TOP3 排名保持不变。值得注意的是，这已经是连续 8 月前没有变化了。《穿越火线：枪战王者》8 月 2 日版本更新后新模式“西游生化 4.0”上线，8 月 iOS 畅销榜基本保持在 TOP10 以内，伽马数据移动游戏月流水测算榜排名较上月前进两位。TOP5 中射击类占据两款。

图 5: 2021M1-2021M8 中国游戏市场实际销售收入 (亿元)



资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

图 6：移动游戏收入测算榜

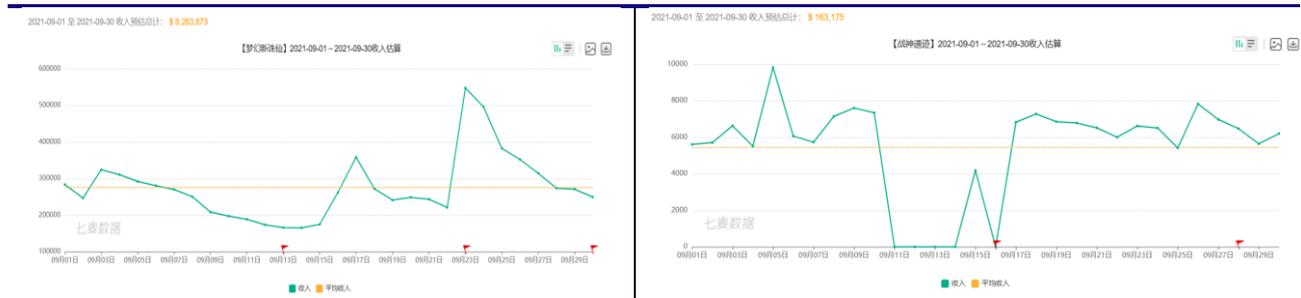
伽马数据移动游戏流水测算榜TOP10

排名	游戏名称	游戏类型	较7月名次变化	8月全平台流水测算(亿元)
1	王者荣耀	MOBA类	-	
2	和平精英	射击类	-	
3	梦幻西游	回合制RPG类	-	
4	穿越火线：枪战王者	射击类	+2	
5	三国志·战略版	策略类(SLG)	-	
6	斗罗大陆：魂师对决	卡牌类	+15	
7	原神	ARPG	-3	
8	QQ飞车	竞速类	+4	
9	火影忍者	ARPG	+1	
10	一念逍遥	放置类	-2	

资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

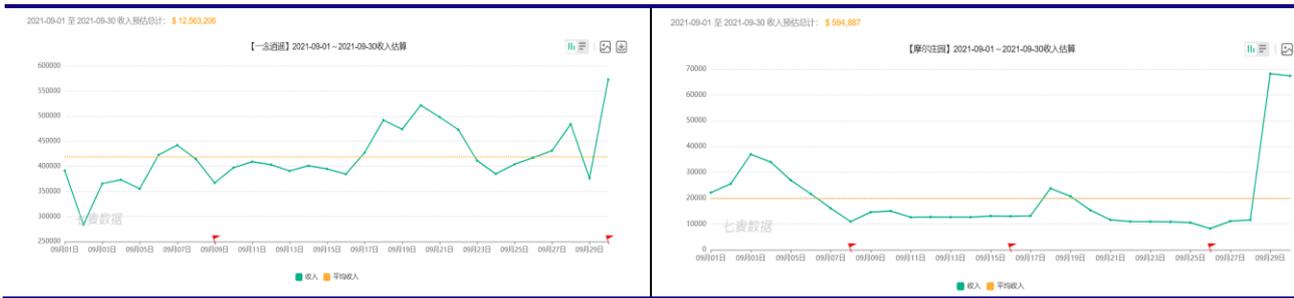
2021年9月重点关注完美世界、吉比特、三七互娱、腾讯新游表现情况。根据七麦数据显示，完美世界《梦幻新诛仙》在6月25日上线后首月流水超5亿，全平台营收斩获第7名的成绩，8月营收回落至826万美元，《战神遗迹》ios端营收16.3万美元。吉比特《摩尔庄园》6月上线初期的热度消退，9月ios收入59万美元，较上月153万美元继续大幅下降。《一念逍遥》表现稳定，月收入ios端收入1256万美元，环比小幅上升。三七互娱8月7日上线的《斗罗大陆：魂师对决》表现亮眼，8月ios端收入2293万美元，9月收入1868万美元，经估算已经打破斗罗IP游戏首月收入的最高记录。由光荣特库摩授权，中手游研发，腾讯代理的大ip手游《真三国无双 霸》8月10日上线，首月收入439万美元，9月下滑至188万美元。英雄联盟云顶之弈正版授权的《金铲铲之战》还原了端游玩法，玩法机制契合移动端属性，上线6天总收入就已经达到960万美元，9月IOS端总收入2549万美元，《金铲铲之战》火爆证明英雄联盟ip在手游领域的成功拓展，建议重点关注10月正式发布的英雄联盟手游。

图 7：2021 年完美世界新上线游戏 iOS 端流水预估



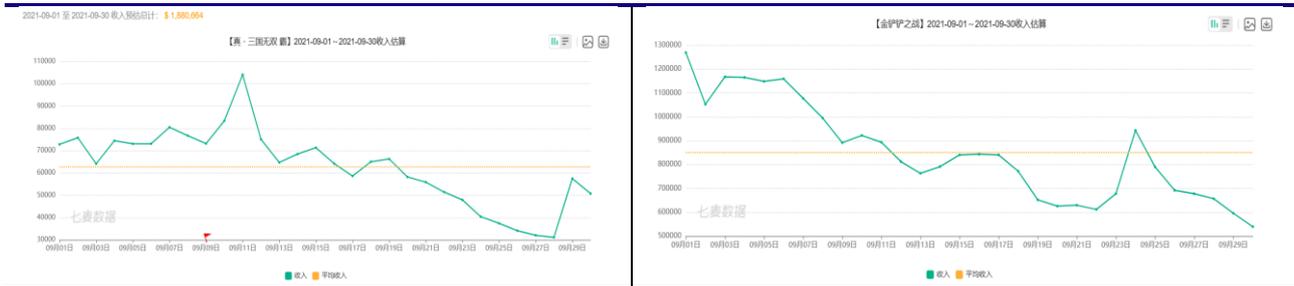
资料来源：七麦数据，中国银河证券研究院

图 8：2021 年吉比特新上线游戏 iOS 端流水预估



资料来源：七麦数据，中国银河证券研究院

图 9：2021 年腾讯新上线游戏 iOS 端流水预估



资料来源：七麦数据，中国银河证券研究院

2. 8 月中国游戏出海成绩优异，三七互娱表现优异

9 月 14 日，Sensor Tower 公布了 8 月成功出海的中国手游 TOP30。排名前五的产品依旧是《原神》《PUBG Mobile》《State of Survival》《万国觉醒》和《使命召唤手游》。其中《原神》在 8 月的海外收入超过了 1.1 亿美元，继续位列出海手游收入冠军，且继 2.1 版本更新后，《原神》截至目前的 9 月收入已经超过了 8 月整月收入；腾讯《PUBG Mobile》8 月海外收入再次突破 1 亿美元，其中美国市场贡献了 8 月收入的 23.2%，来自土耳其和沙特阿拉伯的收入分别占 17% 和 6%，中东地区和土耳其的收入合并占比则高达 28.7%。从收入增量方面看，《明日方舟》8 月海外收入增幅超过 1200 万美元，登顶本期收入增长榜单，三七互娱共有 4 款产品入围。手游下载方面，由于《PUBG Mobile》重回印度市场，8 月海外下载量超过 1650 万次，蝉联榜首。此外，三七互娱表现尤其优异，位列 8 月出海收入榜第六，收入环比增长 45.6%，同比增长 349.2%，创下历史新高。其中海外市场的占比高达 66.4%，日本、美国和韩国作为海外前三大市场，分别贡献了 25%、12% 和 10.5%。其中《Puzzles & Survival》在美日大受欢迎，8 月该游戏收入继续提升至 19%，日本市场收入占比已达到 45.4%，超过美国市场 30% 的占比；主打韩国市场的《云上城之歌》在 8 月收入环比增长 23.2%，榜单排名上升至第 18 名。

3. 中国音数协游戏工委组织发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》

为认真贯彻中宣部《关于开展文娱领域综合治理工作的通知》和国家新闻出版署《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》有关精神，坚决防止未成

年人沉迷网络游戏，强化行业自律自省，推动游戏行业健康有序发展。中国音像与数字出版协会游戏出版工作委员会与会员单位以及相关游戏企业在国家主管部门指导下，共同发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》，携手共创风清气正的网络游戏产业生态在网络游戏防沉迷机制中，实名认证环节是不可绕过的一环。此次出台的《公约》中再一次强调，游戏企业及小游戏平台应坚决落实实名认证，必须全面接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统。值得注意的是，《公约》还对用户识别的精准度提出了更高的要求，鼓励游戏企业积极探索运用人脸识别等手段进行身份验证。此前由国家新闻出版署主办，中国搜索承办的游戏企业防沉迷落实情况举报平台正式上线，和本次《公约》共同监督互联网行业健康。此外，网络游戏内容的审核力度也在不断加码。9月8日，中央宣传部、国家新闻出版署有关负责人会同中央网信办、文化和旅游部等部门，对腾讯、网易等重点网络游戏企业和游戏账号租售平台、游戏直播平台进行约谈。约谈中指出，要加强网络游戏内容审核把关，严禁含有错误价值取向、淫秽色情、血腥恐怖等违法违规内容，坚决抵制拜金主义、“娘炮”“耽美”等不良文化。而《公约》中也对游戏企业提出了以上要求，并强调游戏企业应坚决反对追求“唯金钱”“唯流量”等不良倾向，下决心改变诱导玩家沉迷的各类规则和玩法设计；不得发布错误引导、诱导消费等内容；坚决抵制绕过监管机制，通过境外游戏平台向国内用户提供服务。同时，游戏电商平台不得以任何形式向未成年人提供账号租赁交易服务；游戏陪练平台要集中清理违法违规信息和账号，不得向未成年人提供陪玩、代练等服务，维护网络游戏生态环境。

2021年9月16日，为响应并落实我国未成年人防沉迷的一系列新出台政策，国家新闻出版署上线了“游戏企业防沉迷落实情况举报平台”。在该平台上，民众可自行收集各个游戏在落实防沉迷相关规定时的不合规情况，并进行举报，以此贯彻落实有关“未成年防沉迷保护措施”的具体条款。该平台主要功能是收集举报主体提供的游戏企业防沉迷措施落实情况，进一步严格管理、切实防止未成年人沉迷网络游戏。有关负责人表示通知印发后，将进一步加强监督巡查，开展专项集中整治，组织各地对游戏企业进行逐一排查，推动防沉迷工作常态化机制化，对心存侥幸、敷衍应付的企业，发现一起严处一起，决不允许任何打折扣、搞变通的行为。下一步，国家新闻出版署还将根据通知落实情况和社会反映，坚持问题导向、效果导向，举一反三、查漏补缺，推动防沉迷工作取得实在的成效，切实保护青少年健康成长。面对行业政策的调整，目前已有超60家游戏公司通过官方渠道以公告、通知等方式表明态度，回应将积极落实。

表 3：2021 年游戏行业政策梳理

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2021年3月	全国人民代表大会	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	扩大优质文化产品供给，实施文化产业数字化战略
2021年8月	文化部	《网络游戏管理暂行办法》	对网络游戏的娱乐内容、市场主体、经营活动、运营行为、管理监督和法律责任做出明确规定。
2021年8月	国家新闻出版署	《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间。严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。

资料来源：网络资料，中国银河证券研究院

4. 版号试点下放自贸区，游戏审批权力下放

2021年9月3日，国务院印发《关于推进自由贸易试验区贸易投资便利化改革创新若干措施的通知》。共有19项措施，涉及金融、医药、航运、司法、游戏等领域。其中第十六条规定“在符合条件的自贸试验区所在地推进网络游戏审核试点工作”，并由中宣部负责。之前网络游戏公司先提交审批材料至全国任意具有网络出版资质的出版社做前期审读和修改工作，再省级新闻出版局审批，最后国家新闻出版署复批。我们认为该规定出台，游戏审批权力下放有利于流程更加规范化，国内游戏业务将会在政府部门的协同下继续展开进行，审核速度有望变得更加快捷。

5. 全球性热门IP《哈利波特：魔法觉醒》开服，持续霸榜iOS畅销榜

9月9日，由国内游戏巨头网易自主研发、《哈利·波特》官方正版授权的RPG手游《哈利波特：魔法觉醒》正式开服。该游戏最大亮点无疑是依托于原著的巨大IP效应，游戏内的对角巷、魔杖店、城堡密室、魁地奇球场、四大学院休息室等经典场景悉数还原。《哈利波特：魔法觉醒》主体玩法是一款卡牌类游戏，采用的是即时动作卡牌玩法，玩家需要将不同魔法的卡牌组合成自己的卡组，战斗中则要将卡牌拖放到场景中或是敌人的位置释放。此外游戏中还精心设计了包含：“好友”、“宿舍”、“学院”等在内的社交系统。具体的游戏模式上，有剧情模式、课堂模式、决斗俱乐部、禁林、无名之书、舞会、迷你巫师、魁地奇等众多模式选择。除了依靠卡组进行战斗之外，还包含剧情向、音乐游戏（舞会）、自走棋（迷你巫师）以及跑酷类游戏（魁地奇）等多种风格的游戏元素，满足各位不同玩家的需求和取向。此外，经济系统也是一款游戏很重要的部分，该游戏中的货币可以分为钻石，金币，以及积分。总体而言，《哈利波特：魔法觉醒》依托大IP与大牌厂商的背景，加之较为精美的背景设计，上线以来游戏的网络热度和上线人数均较为火爆，首发当日仅7小时便登顶iOS畅销榜、位列双榜第一，截至目前上线接近一个月，目前稳定在游戏榜前二（另一款为同样近期上线的新游戏金铲铲之战），压住王者荣耀这一全民爆款游戏；作为全球性热门IP，我们认为该游戏有潜力成为继《阴阳师》后又一爆款的网易手游。

四、内容出版行业：中小学教辅读物畅销

1. 《少年读史记》蝉联榜首，中小学教辅读物畅销

根据当当网 2021 年 9 月数据显示，9 月图书畅销榜单中《蛤蟆先生去看心理医生》蝉联第一名，随着开学季的来临，童书和教辅的排行普遍上升。9 月新书热卖榜单中，漫画类型的《bibi 动物园：忍不住想打扰你》继续登顶，TOP10 中图书类型较为分散，涵盖小说、童书、成功/励志、动漫/幽默、文学、历史等类型，整体类型呈现多元化。

表 4：2021 年 9 月图书畅销榜单 TOP10

名次	图书	作者	出版单位	定价	类型
1	蛤蟆先生去看心理医生	罗伯特·戴博德	天津人民出版社	19.0	心理学
2	快乐读书吧 小鲤鱼跳龙门	金近, 陈伯吹, 冰波, 孙幼军, 严文井	商务印书馆	109	中小学教辅
3	少年读史记 (套装全 5 册)	张嘉骅	青岛出版社	50.0	童书
4	活着	余华	北京十月文艺出版社	35.0	小说
5	小王子	圣埃克苏佩里	浙江工商大学出版社	26	小学教辅
6	走遍中国 图说天下 寻梦之旅	霍晨昕	四川人民出版社	29.90	旅游/地图
7	古汉语常用字字典	王力 岑麒祥 林焘 等	商务印书馆	39.90	工具书
8	马尔克斯：百年孤独（50 周年纪念版）	加西亚·马尔克斯	南海出版公司	55.0	小说
9	童年	高尔基	浙江工商大学出版社	25.0	小说
10	人生海海	麦家	新经典	55	小说

资料来源：当当网，中国银河证券研究院

表 5：2021 年 9 月新书热卖榜单 TOP10

名次	图书	作者	出版单位	定价	类型
1	bibi 动物园：忍不住想打扰你	bibi 园长	南海出版公司	49	漫画
2	天堂旅行团	张嘉佳	湖南文艺出版社	48	小说
3	古代人的日常生活 2	讲历史的王老师	江苏凤凰文艺出版社	75.90	历史
4	没头脑和不高兴（注音版）	任溶溶	浙江少年儿童出版社	25.00	童书
5	向上：让你的优秀远超同龄人	张自豪	北京联合出版有限公司	65.00	成功/励志
6	半小时漫画党史 1921—1949	半小时漫画团队	上海人民出版社	49.90	历史
7	漏洞（第二版）	齐向东	同济大学出版社	68.00	计算机/网络
8	半小时漫画青春期：生理篇	陈磊 半小时漫画团队	天津科学技术出版社	49	亲子
9	午夜降临前抵达	刘子超	文汇出版社	59	随笔
10	六神磊磊读金庸	六神磊磊	浙江文艺出版社	68.00	文学

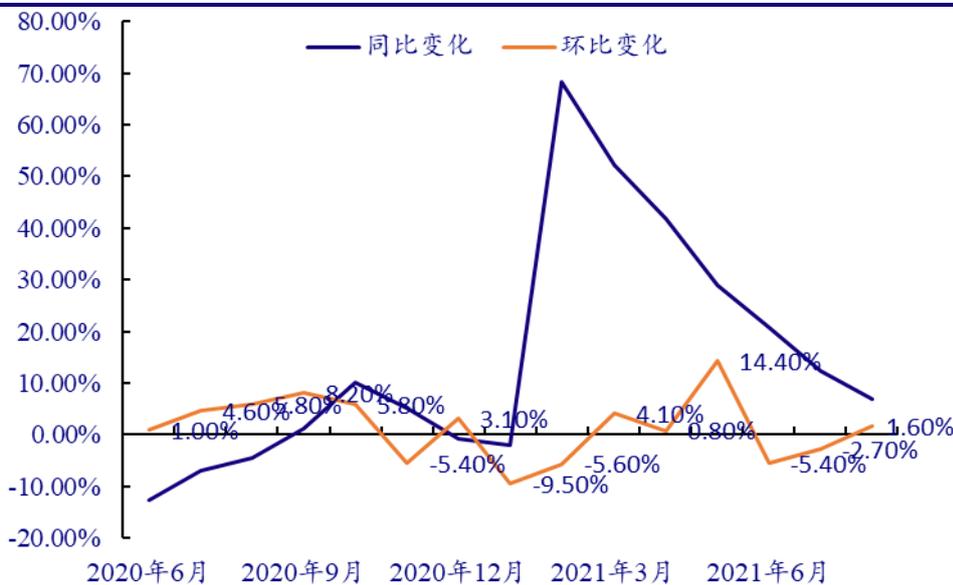
资料来源：当当网，中国银河证券研究院

五、营销行业：

1. 广告市场 7 月花费同比增长 12.4%

根据 CTR 媒介智讯的数据显示，2021 年 8 月广告市场花费同比增长 6.9%，环比增加 1.6%。分广告渠道看，电梯广告刊例花费同比保持上涨态势，传统户外广告花费跌幅进一步收窄，电视、广播、报纸和杂志广告花费有不同程度的缩减。2021 年 8 月整体广告花费前五行业中，食品、化妆品/浴室用品、酒精类饮品行业增长较为明显。食品行业在电梯 LCD 广告花费同比上涨 175.7%，在电梯海报的广告花费涨幅为 19.7%，在传统户外广告花费同比上涨 34.4%。该行业增长主要源自奶类产品、零食糖果、肉类和食用油的增投。头部品牌包括妙飞、洽洽、伊利、妙可蓝多、蟹状元、喜多多、福临门等投放量大且增长明显。化妆品/浴室用品行业在电视和电梯 LCD 的广告花费持续增加，在电视广告花费同比增长 14.4%，在电梯 LCD 的广告投放是翻倍增长。该行业在电视的花费增长继续由洗发美发护发用品、化妆品/浴室系列用品的增投带动，头部品牌包括舒肤佳、海飞丝、佳洁士、飘柔、潘婷等。此外，彩妆、护肤用品、口腔清洁用品投放量大，带动电梯 LCD 化妆品行业整体上扬，投放突出的品牌包括花西子、飞利浦、娇韵诗、林清轩和水密码等。酒精类饮品行业 8 月份增投各大户外广告渠道，尤其在电梯 LCD 的广告花费同比上涨达 227.3%，在电梯海报的花费同比也增长了 123.2%。从品类看，中国餐酒和啤酒的广告投放最为活跃，中国餐酒的头部品牌有泸州、剑南春和红星，啤酒增投明显的品牌包括百威、喜力、上气轻等。

图 10：2020 年 6 月-2021 年 8 月广告刊例花费变化



资料来源：CTR 媒介动量，中国银河证券研究院

2. 直播成电商标配销售渠道，快手体量大幅领先

2020 年受疫情影响，基于企业私域流量运营需求和用户教育的完成，品牌商已经将直播作为标配销售渠道。直播打破了电商的地域与时间限制，使得品牌商原来在线下参加的展销会、发布会，能通过直播的方式，介绍自身的资质实力，展示产品的性能，并提供在线的实时服务。通过 $GMV = \text{流量} * \text{转化率} * \text{客单价}$ ，这一电商经典公式可以看出，直播主播自带私域流量，用户粘性高，付费意愿强，可直接带动直播增量的上升；而通过主播的讲解，以及秒杀（饥饿营销）、独家（个性化）、赠品等主播常用的方式，购买转化率大大提升。

表 6：2021 年 8 月快手播主榜单 TOP10

排名	播主昵称	粉丝数（万）	开播场次	总销量（万）	销售额（亿）
1	蛋蛋·明天挑战辛巴	3729.13	33	1007.08	13.84
2	辛有志 辛巴 818	9217.38	4	487.77	8.21
3	漂亮 11 号爆抢大牌福利!	2324.12	18	349.64	4.75
4	朵拉朵尚珍姐 5 号生日会	2773.61	47	206.58	2.60
5	猫妹妹 13 号食品低至 2 折	4480.96	5	571.94	2.33
6	斌哥珠宝	807.15	26	159.55	1.95
7	周周 7 号 18 点超级服装周	2838.79	13	215.79	1.87
8	瑜大公子	2713.90	8	279.71	1.68
9	倾城雅安娜	315.71	44	213.83	1.83
10	77 英姐广州护肤工厂	3586.48	25	96.56	1.49

资料来源：壁虎看看，中国银河证券研究院

六、传媒行业在资本市场中的发展情况

(一) 传媒行业并购大潮回落，A股上市企业数量回升

近年来，受国家政策扶持与产业较快发展、居民文化消费结构升级以及发展战略需求等因素驱动，传媒行业并购重组迎来快速发展期。2013-2015年传媒行业迎来并购热潮，数据显示，2013年传媒行业上市公司并购21起，并购金额327.84亿元；2014年，上市公司并购34起，并购金额988.00亿元；到2015年并购数量增至52起，并购金额高达1544.59亿元。但随着2016年监管收紧，传媒行业并购大潮逐渐回落，2016年完成并购31起，并购金额898.01亿元，2017年完成并购22起，并购金额减少至599.47亿元，2018年传媒行业中上市公司完成并购仅5起，并购金额519.13亿元；多家上市公司如出版传媒、印纪传媒等主动终止多起重大资产重组事项，并购重组渐趋理性。2019年传媒行业中上市公司完成并购共5起，并购金额610.16亿元。2020年至今，共披露重大重组事件13项，完成5起，并购金额166.92亿元，分别为哈高科定增收购电广传媒所持湘财证券99.73%股权（多元化战略）；科斯伍德定增收购龙门教育50.17%股权（多元化战略）；三爱富出售常熟新材料100%股权及新材料销售100%股权（战略合作）；中体产业定增收购中体彩科技51%股权、国体认证62%股权、中体彩印务30%股权和华安认证100%股权（资产调整）；以及ST慧球吸收合并天下秀100%股权。

传媒行业A股上市情况则呈现不同的特点。2014-2016年，传媒行业A股上市数较少：根据数据显示，2014年传媒行业A股上市企业为0，2015年有5家传媒企业登陆A股，融资规模29.72亿元，2016年有7家传媒企业登陆A股，融资规模102.49亿元。但随着2017年《国家“十三五”时期文化发展改革纲要》、《电影产业促进法》、动漫游戏产业专项资金扶持项目等多个政策文化出台，推动传媒产业与资本深度融合，传媒行业迎来上市热潮，2017年有14家传媒企业登陆A股，融资规模达95.16亿元。但是2018年整体市场环境恶化，加之IPO审批趋严，传媒行业上市企业数再次为0。2019年，有8家传媒互联网企业登陆A股，融资规模达到48.51亿元。2020年至今有5家传媒互联网企业登录A股。2021年1月12日，“A股教育行业第一股”传智教育正式上市，发行价8.46元/股，公开发行股票4024.475万股，募集资金29165.11万元。2021年5月11日，川网传媒在深圳证券交易所创业板市场上市，发行的股票数量为3336万股，发行价格为6.79元/股，本次发行募集资金总额约2.27亿元。2021年5月28日，凯淳股份在深圳证券交易所创业板市场上市，发行价为25.54元/股，发行数量2000万股，募集资金总额5.11亿元。2021年7月19日，读客文化在深圳证券交易所创业板市场上市，发行的股票数量为4001万股，发行价格为1.55元/股，本次发行募集资金总额约0.62亿元。2021年7月23日，浙版传媒在上海证券交易所主板上市，发行的股票数量为22222.22万股，发行价格为10.28元/股，本次发行募集资金总额约22.84亿元；龙版传媒8月24日首发上市，本拟发行股份数量为4444.44万股，，发行价为5.99元；果麦文化8月30日在深交所上市。果麦文化此次发行1801万股，发行价为8.11元，募资1.46亿元。

（二）传媒行业估值徘徊在低位，溢价率持续走低

截至2021年10月8日，传媒行业滚动市盈率为20.81倍（TTM整体法，剔除负值），全部A股16.55，分别较13年以来的历史均值低49.26%和高2.40%。行业估值溢价率方面，目前传媒股的估值溢价率较历史平均水平低133.83个百分点。当前值为25.79%，历史均值为159.62%。

图 11：传媒股估值及溢价分析



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）A股IPO审核依然趋严，中概股回流趋势明显

2021年2月23日，艺术教育培训机构老鹰教育IPO正式过会，报告期内，公司营业收入整体呈增长状态，毛利连续三年呈增长，第一家A股上市的艺术教育企业即将诞生。但近年来传媒行业相对于其他行业，更主动地参与海外资本市场原因如下：

首先，中国的上市资质标准更偏好于企业存续时间长、现金流稳定的成熟型公司，然而传媒行业中包括大量新兴的互联网企业，这些企业成长性较强，但是成立时间较短，前期投入较大，短期内可能处于亏损，在A股上市相对困难，但是美股、港股对于此类新经济企业的接纳度较高。

其次，2017年以来，证监会进一步加强了影视、娱乐类企业IPO审核，如2016年7月15日，深交所发布《深圳证券交易所创业板行业信息披露指引第1号——上市公司从事广播电影电视业务(2016年修订)》，进一步规范广播电影电视相关业务所涉及的信息披露行为，在国内政策趋紧的背景下，传媒企业更多寻求海外资本市场融资。

但伴随着美国资本市场的确定因素加剧，以及港交所对新经济公司上市制度改革的完成，中概股公司回流上市趋势加速。2019年11月阿里巴巴在香港二次上市，共募资1012亿港元，占当年香港IPO市场募资总额的32.4%，是港交所有史以来第三大IPO，

也是新上市制度下第三家同股不同权上市公司。2020年6月，网易和京东也先后通过港交所上市聆讯在香港二次上市。2021年2月5日，“短视频第一股”快手正式登陆港交所，开盘价报333港元/股，较其发行价11港元上涨193.91%。当日收盘报300港元/股，涨幅达160.87%，盘中最高价为345港元/股，市值1.23万亿港元（约合人民币1.03万亿元）。3月15日上，汽车之家（2518.HK）在香港成功上市，开盘价181.3港元，是第四家在香港与美国两地完成上市的大型中概股互联网企业。公司于2018年、2019年、2020年的营收分别为72.33亿元、84.2亿元、86.59亿元人民币，净利润分别为28.64亿元、32亿元、34亿元。2021年3月23日百度集团（9888.HK）在港二次上市，首发价格252港元每股，发行股份数量9500万股，募集资金239.4亿港元。2021年3月29日上午，bilibili（9626.HK）正式在香港二次上市，发售价808港元每股，发行股份数量2500万股，募资净额约202亿港元。5月26日，高质量音乐社区网易云音乐向港交所提交上市申请书。2021年6月20日，专注于日本快速消费品领域的品牌电商运营服务商优趣汇通过上市聆讯，并于6月28日起正式在港公开招股。招股书显示，优趣汇于2018年-2020年的收入分别为25.4亿、27.8亿、28.0亿，毛利润分别为24.3%、28.9%及31.7%。6月23日，中国最大美妆品牌电商服务商悠可集团也通过了港交所聆讯，公司2020年市场份额占比达到13.3%，实现GMV163亿元。7月13日及7月16日，两家教育行业公司华南职业教育、中国通才教育先后在港交所上市，华南职业教育2018-2020年营业收入分别为4.70亿元、5.14亿元、5.21亿元，中国通才教育2018-2020年营业收入分别为2.75亿元、2.76亿元、2.78亿元。7月19日，天有教育也在港交所递交了上市申请。

表 7：2021 年传媒互联网行业上市公司

	证券代码	证券简称	上市时间	分类
A 股	301052.SZ	C 果麦	2021-8-30	传媒
	605577.SH	龙版传媒	2021-8-24	传媒
	601921.SH	浙版传媒	2021-07-23	传媒
	301025.SZ	读客文化	2021-07-19	传媒
	301001.SZ	凯淳股份	2021-05-28	电商
	300987.SZ	川网传媒	2021-05-11	传媒
	003032.SZ	传智教育	2021-01-12	教育
港股	2175.HK	中国通才教育	2021-07-16	教育
	6913.HK	华南职业教育	2021-07-13	教育
	2177.HK	优趣汇控股	2021-07-12	电商
	9961.HK	携程集团-S	2021-04-19	互联网
	9626.HK	哔哩哔哩-SW	2021-03-29	互联网
	9888.HK	百度集团-SW	2021-03-23	互联网
	1024.HK	快手-W	2021-02-05	互联网
	1490.HK	CHESHI	2021-01-15	互联网
2125.HK	稻草熊娱乐	2021-01-15	传媒	
美股中概股	DIDI.N	滴滴出行	2021-06-30	互联网
	CPOP.O	普普文化	2021-06-30	互联网
	DDL.N	叮咚买菜	2021-06-29	电商

MF.O	每日优鲜	2021-06-25	电商
YMM.N	满帮集团	2021-06-22	互联网
RERE.N	万物新生	2021-06-18	互联网
BZ.O	BOSS 直聘	2021-06-11	互联网
ZME.N	掌门教育	2021-06-08	教育
OG.N	洋葱	2021-05-07	互联网
EM.O	怪兽充电	2021-04-01	互联网
ZH.N	知乎	2021-03-26	互联网
TUYA.N	涂鸦智能	2021-03-18	互联网
JWEL.O	聚好商城	2021-03-17	电商
FHS.N	长水教育	2021-03-11	教育
SDH.O	师董会	2021-02-09	互联网
BAOS.O	宝盛科技	2021-02-08	互联网
KUKE.N	库客音乐(KUKE MUSIC)	2021-01-12	互联网

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整

七、投资建议

随着新时代的到来，Z世代逐渐登上时代舞台，成为消费市场的重要力量。目前我国Z世代约有2.6亿人口，年龄在12-26岁之间，且他们大都物质生活富足、注重体验、个性鲜明、愿意追求尝试各种新鲜事物，其独特的成长环境造就其独特的价值观和消费观，目前Z世代消费人群已经逐渐成为主流消费人群，因此，把握Z世代用户画像及消费特征，获取年轻消费者的喜爱并争夺市场份额，成为各类企业前瞻布局的关键。

在移动互联网后周期，流量成本不断走高，用户的获取效率至关重要，我们认为内容电商符合新世代人群喜好，同时行业无论渗透率还是空间都具备较大成长潜力，因此我们看好产业链相关投资机会。**建议关注：芒果超媒(300413.SZ)、快手-W(1024.HK)、星期六(002291.SZ)。**

随着Z世代消费需求的崛起，多品类游戏产品有望全面爆发，游戏行业仍然具备较好的成长性，随着近期估值的持续回落，行业逐渐进入具有配置价值的区间，建议关注具备完善产品矩阵且研发能力优异的相关标的。**建议关注：腾讯控股(0700.HK)、网易(09999.HK)、三七互娱(002555.SZ)、祖龙娱乐(9990.HK)、心动公司(2400.HK)、完美世界(02624.SZ)等。**

此外，悦己需求催生医美行业快速发展，我们认为医美产业长期发展具有确定性，中国医美行业目前集中度较低，医美垂直平台通过社区分享的方式，有望打通产业链上下游，有效缓解消费者与医美机构之间的信息沟通不畅的问题，撮合交易，促进医美行业健康良性发展。**建议关注改善行业获客效率的相关标的。建议关注：新氧(SY.O)。**

八、风险提示

市场竞争加剧的风险，政策及监管环境的风险，作品内容审查或审核风险，公共卫生风险等。

附录：核心组合

表 8：核心推荐组合及推荐理由（截至 9 月 30 日）

	证券代码	证券简称	推荐理由	月涨幅 (%)	市盈率 PE (TTM)	市值 (亿元)
核心组合	300413.SZ	芒果超媒	具备优质内容储备，会员+广告驱动业绩长期发展	1.81	17.39	1057.17
	605168.SH	三人行	上半年业绩增长强劲，看好下半年持续向好	3.14	27.40	668.55
	300788.SZ	中信出版	旗下常有爆款书籍，尝试布局线上销售渠道并建立 MCN 矩阵	-4.83	-1.53	815.45

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨晓彤，传媒互联网及教育团队负责人 哈尔滨工业大学管理学硕士，具有7年证券从业经历，2017年加入银河证券研究院投资研究部。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn