

互联网广告生态治理持续升级，海外游戏收入

入预计将破千亿 ——11月行业动态报告

核心观点

- **最新观点** 1. **互联网广告管理办法公开征求意见**。近日，为进一步完善互联网广告监管制度，增强互联网广告监管的科学性、有效性，促进互联网广告业持续健康发展，根据《中华人民共和国广告法》等法律，市场监管总局在修订《互联网广告管理暂行办法》的基础上，起草了《互联网广告管理办法（公开征求意见稿）》，现向社会公开征求意见。主要对规章名称、适用范围和相关内容进行修改和调整，强化相关主体责任，删去程序化购买的有关规定。针对当前互联网广告发展新情况和新业态，明确将以互联网直播等方式直接或者间接地推销商品或者服务的商业广告、跨境电商广告纳入《办法》调整范围。2. **2021年国内游戏收入将超2900亿元，海外收入破千亿**。近期，伽马数据发布了《2021年游戏产业发展趋势报告》，指出中国游戏市场收入仍处于增长态势，2021年国内游戏实际销售收入将超2900亿元，其中移动游戏市场实际销售收入将超2300亿元；出海仍是今年游戏行业的主旋律，国内游戏在海外的收入正在不断增加，据伽马数据测算，2021年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入将突破170亿美元（约合人民币1086.98亿元），2020年同期为154.5亿美元。
- **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。关注四季度营销旺季 Q4 将迎来“双十一”“双十二”等购物狂节，品牌促销投放有望扩大，我们建议重点关注具有业绩支撑的头部公司投资机会，建议关注：分众传媒（002027.SZ）、三人行（605168.SH）、蓝色光标（300058.SZ）。
- **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)
002027.SZ	分众传媒	-3.94	-2.14	1021.06
605168.SH	三人行	6.98	8.79	80.05
300058.SZ	蓝色光标	38.32	26.48	172.63

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

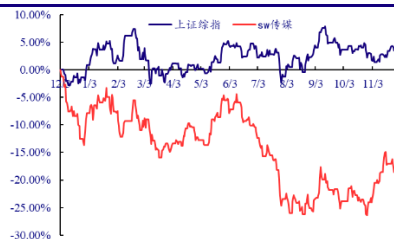
✉: yangxiaotong@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130518020001

特此鸣谢：岳铮

行业数据

2021.12.02



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】10月行业动态报告：鼓励建设全球化新媒体平台，助推优质文化内容走出去

【银河传媒互联网】9月行业动态报告：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

【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

【银河传媒互联网】2月行业动态报告：电影市场开门红 成就史上最强势春节档

【银河传媒杨晓彤团队】行业动态报告_传媒互联网行业_1月行业动态报告：广告投放连续多月回升，春节档预售火爆

目 录

一、影视行业：“十四五”中国电影发展规划发布	3
1. 市场总票房环比大幅下跌，创今年单月票房最低值.....	3
2. 影视指数整体热度下降.....	3
3. “十四五”中国电影发展规划发布，每年 50 部国产片票房过亿.....	6
二、互联网行业：互联网广告生态治理持续升级	7
1. 互联网行业三季度业绩点评总结.....	7
1.1 腾讯控股(0700.HK)：企业服务业务表现优秀，期待 Q4 游戏业绩释放.....	7
1.2 快手-W(1024.HK)：基本面向好，用户规模提振.....	7
1.3 哔哩哔哩(BILI.O)：用户指标亮眼，广告价值凸显.....	8
2. 《网络数据安全条例》公开征求意见，数据安全新规将至.....	8
3. 网易云音乐正式登陆港交所，亏损持续收窄.....	9
4. 字节调整组织架构，六大板块助力新发展.....	9
5. 互联网广告管理办法公开征求意见，互联网广告生态治理持续升级.....	10
三、游戏行业：海外游戏市场表现靓丽	11
1. Q3 环比下滑 0.85%，海外市场环比大幅增长 12.77%.....	11
2. 腾讯游戏全球收入环比增长 32%，创历史新高.....	12
3. 青瓷游戏通过港交所聆讯，研运一体为业绩高增速基石.....	13
4. 2021 年国内游戏收入将超 2900 亿元，海外收入将破千亿.....	13
四、内容出版行业：《蛤蟆先生去看心理医生》位居榜首	14
五、营销行业：双十一销售表现亮眼	15
1. 广告市场 10 月花费同比减少 12.3%.....	15
2. 双十一落下帷幕，新兴电商平台增速显著.....	16
六、传媒行业在资本市场中的发展情况	16
(一) 传媒行业并购大潮回落，A 股上市企业数量回升.....	16
(二) 传媒行业估值徘徊在低位，溢价率持续走低.....	17
(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	20
八、风险提示	21
附录：核心组合.....	21

一、影视行业：“十四五”中国电影发展规划发布

1. 市场总票房环比大幅下跌，创今年单月票房最低值

11月在国庆档和贺岁档之间，大体量商业片向前后两端集中，向来是票房淡季。2021年11月票房为18.84亿元，不及上年同期18.82亿元，相比10月票房环比大幅下跌75.09%。月度场次为866.28万次，环比下跌7.7%，观影人次为5139万，环比下跌69.35%。其中，本月共有6部影片月票房破亿，《长津湖》总票房正式超越《战狼2》，成为中国影史票房第一名。

表 1：2021 年 10 月电影票房排名

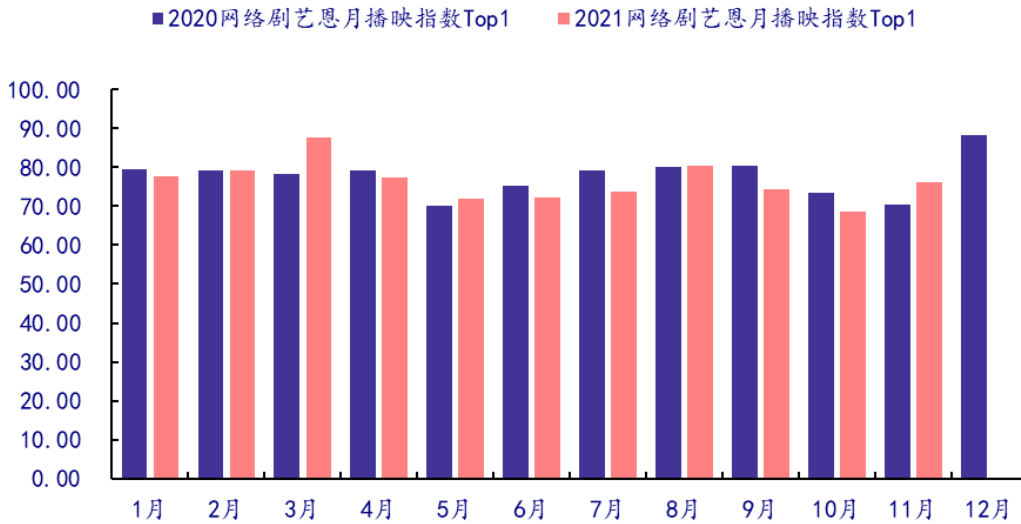
排名.影片名	单月票房(万)	票房占比	平均票价	场均人次	淘票票评分
1. 扬名立万	63,485.0	33.7%	38.0	10	9.0
2. 长津湖	22,909.0	12.2%	35.0	6	9.5
3. 007：无暇赴死	22,174.0	11.8%	40.0	6	8.4
4. 门锁	21,102.0	11.2%	34.0	7	8.4
5. 铁道英雄	11,633.0	6.2%	38.0	5	9.0
6. 梅艳芳	10,170.0	5.4%	33.0	6	9.2
7. 入殓师	4,241.0	2.3%	33.0	4	8.8
8. 丛林奇航	4,161.0	2.2%	38.0	4	8.5
9. 沙丘	3,905.0	2.1%	45.0	5	8.1
10. 不老奇事	3,602.0	1.9%	34.0	4	8.1

资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

2. 影视指数整体热度下降

网络剧：11月的网络剧热度同比、环比均有所上升。其中排名第一的《斛珠夫人》播映指数为76.2。根据艺恩网络剧播映指数，11月播映指数TOP10中新剧占6席，《斛珠夫人》、《当家主母》两部新剧分列总榜前2位，《女心理师》、《一见倾心》、《夜色暗涌时》三部新剧分列总榜4-6位。其中，腾讯独播和优酷独播分别占据三席，芒果和爱奇艺各占一席。

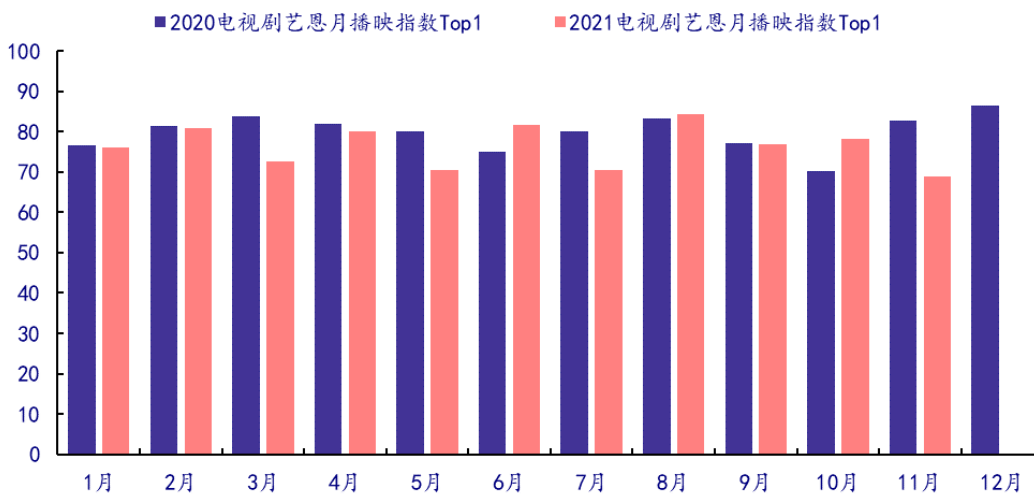
图 2：网络剧月度播映指数 Top1 变化情况



资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

电视剧：11月份电视剧 Top1 月度播映指数环比下降 11.89%，整体热度有所冷却。根据艺恩数据电视剧播映指数数据，反腐类的《突围》荣登榜首，播映指数 68.9；《星辰大海》、《功勋》、《前行者》、《不惑之旅》分列 2-5 位，播映指数为 62.6-56 之间，总体的播映指数相比 10 月均继续下降；总体来讲榜单前十中以现实/谍战/都市等类型为主。

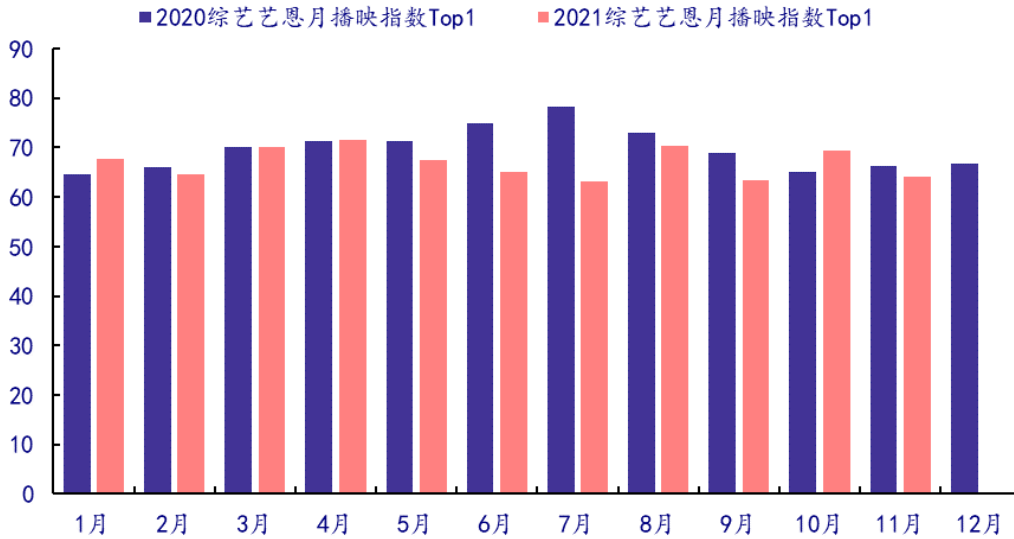
图 2：电视剧月度播映指数 Top1 变化情况



资料来源：艺恩数据，中国银河证券研究院

综艺节目：2021 年 11 月，根据艺恩数据所统计的综艺节目播映指数排行数据，Top1 月度播映指数环比下降 7.5% 至 64.1。爱奇艺独播的《一年一度戏剧大赛》热度攀升夺得榜单第一，腾讯独播的新综艺《令人心动的 offer 第三季》位列榜单第二名，《时光音乐会》、《导演请指教》、《最后的赢家》、《哈哈哈哈哈第二季》分列 3-6 名。

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

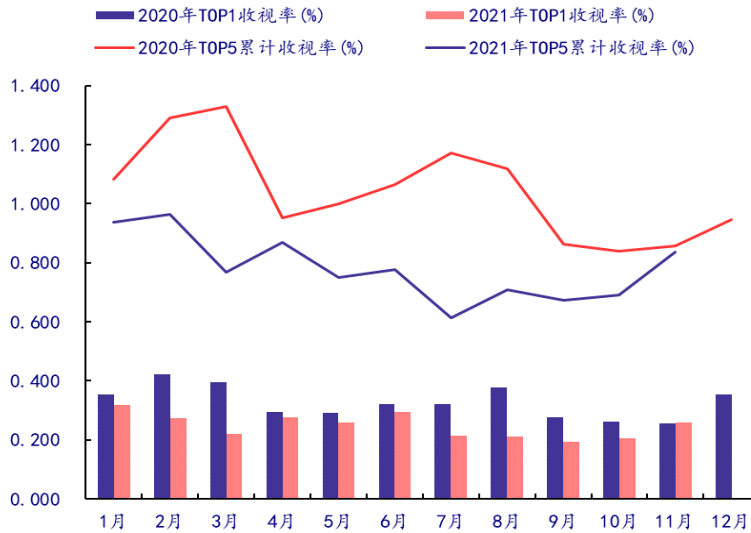
卫视收视率: 根据酷云 EYE 所统计的收视率排行数据, 2021 年 11 月卫视收视率排行榜中, 湖南卫视、浙江卫视、东方卫视、北京卫视、江苏卫视位列前 5, 其中湖南卫视以 0.259% 的收视率位列第一, 收视率环比上升 27.01%, Top5 收视率之和 0.835%, 环比上升 21%。

表 2: 卫视月度收视率排行榜

2021 年 11 月卫视全天 (00:00-24:00) 收视率		
排序	频道	收视率 (%)
1	湖南卫视	0.259
2	浙江卫视	0.193
3	东方卫视	0.147
4	北京卫视	0.123
5	江苏卫视	0.114
6	广东卫视	0.093
7	湖南金鹰卡通卫视	0.089
8	山东卫视	0.068
9	深圳卫视	0.067
10	卡酷少儿	0.065

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. “十四五”中国电影发展规划发布，每年 50 部国产片票房过亿

11月9日，国家电影局发布《“十四五”中国电影发展规划》（以下简称《规划》），对未来五年的中国电影行业发展进行了总体的规划和指导。《规划》中提出了7个专栏共25个工程项目，通过重点项目的实施来推动和实现发展目标：鼓励重点题材（中国历史、党史、新中国史、改革开放史、社会主义发展史、现实题材、人物传记等）、动画电影、科幻电影的创作以及电影评价体系；加强全国尤其是乡镇的院线和荧幕建设，给予优秀国产影片全流程的支持，提升人民的电影消费环境和氛围；提升和支持电影产业相关科技的技术水平和人才培养；并欢迎和鼓励中国电影产业“走出去”，提升海外影响力。

具体到电影生产环节来说，目标每年推出10部左右叫好又叫座的国产精品电影，票房过亿元的国产电影数量保持在50部以上，并且国产电影总票房保持在占比55%以上。而据数据显示，自2017年以来，除疫情严重的2020年以外，每年票房过亿的国产影片均超过了40部。

终端电影消费环节方面，目标在2025年达到10万块银幕数量，目前中国电影市场已经成为全球第二大电影消费市场，拥有14000+家影院和超过8万块银幕，且今年前九个月增加4862块银幕，按此速度2024年即可达到10万块目标。除了数量上的目标以外，乡镇甚至农村的影院数量和质量也是目标中的重点，整体的观影资源分布更加合理，基层群众观影能够更加方便，这些措施也将进一步扩大和提升中国电影市场的“蛋糕”。2021年开年以来，随着中国社会逐渐从疫情带来的影响中走出，涌现出《你好，李焕英》和《长津湖》这样票房超过50亿元的优秀电影。作为文化强国战略的一部分，我国目标在2035年成为电影强国，而《规划》在中国电影产业的全流程和全产业链上给出了规划和支持政策，对于全产业上下游的所有公司和从业者无疑是一大利好消息。

二、互联网行业：互联网广告生态治理持续升级

1. 互联网行业三季报业绩点评总结

1.1 腾讯控股(0700.HK)：企业服务业务表现优秀，期待 Q4 游戏业绩释放

总体营收稳健，净利润略高于预期。2021Q3 公司实现营业收入 1424 亿元，同比增长 13%。分业务来看，公司各项业务齐头并进，共同发力，各自占比情况较 2020 年变动幅度不大。净利润方面，Q3 净利润达 395 亿元，同比增幅 2%，环比下降 7%。

游戏业务增长放缓，长期看好游戏出海。2021Q3 腾讯控股游戏收入达 449 亿元，同比增长 8.4%，环比增长 4.41%。8 月底发布的未成年游戏限时禁令对总体收入影响不大，此外腾讯始终位列各月出海发行商收入榜 Top3，海外业务增长明显。

社交平台继续保持增长，媒体类广告收入有所下降。2021Q3 微信和 QQ 两大社交平台继续保持收入增长，微信小程序、视频号等业务的快速增长也推动了社交广告收入的增长。不过由于腾讯新闻应用广告收入减少，媒体广告收入下降 4%至 35 亿元。

金融科技稳健趋势不改。在商业支付、理财平台以及云服务收入的带动下，金融科技及企业服务业务收入同比增长 30%至 433 亿元，领涨所有业务。同时，金融科技及企业服务业务在公司总营收中的占比达 30%，已成为公司发展的第二引擎。

1.2 快手-W(1024.HK)：基本面向好，用户规模提振

2021 年 Q1-Q3 公司实现营收 566.51 亿元 (YoY+39.3%)，接近去年全年。调整后净亏损为 145.11 亿元，同比扩大 100.3%。其中 Q3 实现营收 204.93 亿元 (YoY+33.4%，QoQ+6.10%) 并再创新高。调整后净亏损为 48.22 亿元，同比扩大 401.4%。

内容为王，用户活跃度进一步提升。本季度用户数据均创新高，平均日活跃用户为 3.20 亿 (YoY+17.92%，QoQ+9.28%)，平均月活跃用户为 5.73 亿 (YoY+19.50%，QoQ+13.18%)，日活跃用户日均使用时长增加至 119.1 分钟 (YoY+35.03%，QoQ+11.41%)。

线上营销增长强劲，品牌广告为战略重点。流量的强劲增长带动了广告主数量增长，Q3 线上营销收入达 109 亿元 (YoY+76.5%，QoQ+9%)，业务占比为 52.23% (YoY+23.03pct，QoQ+1.13pct)，每位日活跃用户平均线上营销收入为 34 元 (YoY+49.78%，QoQ+0%)。品牌广告作为公司战略重点，Q3 实现了高双位数的同比增长。

直播业务蓬勃发展，用户渗透率持续走高。21Q3 公司保持了高水平的内容创作活跃度并加强了直播在公域的曝光，用户渗透率由年初的 66%逐步提升至 78%。直播收入为 77 亿元 (QoQ+7.4%)，直播平均月付费用户增长至 4,610 万 (QoQ+3.6%)，每月直播付费用户平均收入增长至 55.9 元 (YoY+8.8%，QoQ+3.7%)。

电商闭环生态成型，GMV 接近翻倍增长。Q3 其他业务收入人民币 19 亿元 (YoY+53.0%，QoQ-5%)，主要受电商业务的推动，Q3GMV 为 1757.87 亿元

(YoY+86.10%, QoQ+20.90%)，9月复购率提升至70%以上。我们认为快手电商闭环生态基本成型，快手小店对电商交易额的贡献度增至90.0% (YoY+18.6pct)，好物联盟亦有所上升。

1.3 哔哩哔哩(BILI.O)：用户指标亮眼，广告价值凸显

业绩再创新高，非游业务发力明显。2021年前三季度营收为136.03亿元 (YoY+66.73%)，已经超过2020年全年营收。其中Q3实现营收52.07亿元 (YoY+61.41%, QoQ+15.82%)，再创业绩新高。本季度分业务来看，广告变现持续发力，收入达11.7亿元 (YoY+110.2%, QoQ11.7%)，连续6个季度实现同比翻倍以上增长；直播及增值服务同样增势迅猛，实现收入19.1亿元 (YoY+94.9%, QoQ+16.8%)；电商及其他业务实现收入7.3亿元人民币 (YoY+77.6%, QoQ+27.0%)；游戏业务有所回暖，实现收入13.9亿元人民币 (YoY+9.1%, QoQ+12.9%)。

净利承压，成本费用投入加大。21Q3，Non-IFRS归母净亏损为16.1亿元，净亏损为人民币26.77亿元，同比扩大近1.5倍；盈利能力方面，21Q3毛利率为19.57% (YoY-5%, QoQ-2.4%)；费用方面，21Q3季度营业费用为28.97亿元，费用率达55.64%。销售和营销费用为16.33亿元，同比增长37%；一般及行政费用4.75亿元，同比增长87%。一般及行政费用4.75亿元；同比增长87%。

用户指标亮眼，市场开拓效果明显。2021Q3平均月活跃用户为2.67亿，移动MAU达到2.50亿，同比分别增长35%和36%，其中MAU已实现连续5个季度上涨并提前完成全年用户增长目标；DAU达到7210万，同比增长35%；平均月付费用户(MPU)达到2390万，同比增长59%，付费比率达到8.9%。用户日均使用时长创历史新高达到88分钟。UP主方面，月均活跃UP主同比增长61%，月均投稿量突破1000万，同比增长80%，拥有万粉以上的UP主数量同比增长42%。日均视频播放量达23亿，同比增长77%，月均互动数达102亿，同比增长86%。

2. 《网络数据安全条例》公开征求意见，数据安全新规将至

数字经济时代，数据安全问题愈发重要，我国也高度重视数据安全保护，今年以来密集发布《个人信息保护法》、《数据安全法》等法规，正在试图通过建立并完善一整套相关机制。11月14日，国家互联网信息办公室发布《网络数据安全条例（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），并向社会公开征求意见。征求意见稿共九章七十五条，涵盖了个人信息保护、互联网平台运营者义务等多方面，首次将个人通信与非个人通信相区分、要求企业说明第三方收集个人信息的频次或者时机，并首次提出平台制定隐私政策需公开征求意见。

征求意见稿总体根据《中华人民共和国网络安全法》《中华人民共和国数据安全法》《中华人民共和国个人信息保护法》等法律制定条例。但在一定程度上细化规定并进行补充。征求意见稿首次将个人通信与非个人通信进行区分。征求意见稿第四十五条拟规定，国家鼓励提供即时通信服务的互联网平台运营者从功能设计上为用户提供个人通信和非个人通信选择。个人通信的信息按照个人信息保护要求严格保护，非个人通信的信息按照公共信息有关规定进行管理。首次要求制定隐私政策需公开征求意见。征求意见稿第四十三

条拟规定，互联网平台运营者在制定平台规则、隐私政策，或在对用户权益有重大影响的修订时，应面向社会公开征求意见，且时长不少于三十个工作日，并公布意见采纳情况，说明未采纳理由。日活用户超一亿的大型互联网平台制定或修订规则以及隐私政策还需经国家网信部门认定的第三方机构评估，并报省级及以上网信部门和电信主管部门同意。我们认为随着数据安全保护不断升级，该条例正式出台后也将使各互联网平台在规则制订方面更加规范，互联网安全边界设立愈加明确。

3. 网易云音乐正式登陆港交所，亏损持续收窄

11月16日网易云音乐通过港交所上市聆讯并于12月2日正式登陆港交所，上市联席保荐人为美银证券、中金及瑞信，募集资金主要用途是继续深耕音乐社区，还将用于丰富多元音乐内容，继续创新并提高技术能力，甄选合并、收购及战略投资等用途。

据网易云音乐2021Q3财报数据显示，网易云音乐在营收方面依然维持高速增长阶段，2021年前三季度总营收51亿元，同比增长52%；今年上半年，网易云音乐调整后净亏损从去年同期的8亿元收窄为5亿元，净亏损显著收窄，前三季度毛利率大幅提升并转正为0.4%。上半年分业务来看，在线音乐板块收入从2020年同期18.5亿元增至24.4亿元，收入占比47.7%；社交娱乐及其他板块收入从去年同期的15.2亿元增至26.7亿元，收入占比52.3%。用户数据方面，在线音乐服务板块2021年前三季度MAU从2020年同期的1.80亿增至1.84亿；在线音乐付费用户数2752万，同比增长超93%；在线音乐付费率达14.9%。从用户数据来看，社交娱乐服务板块MAU为2110万；付费用户数达58万人，同比增长93%；社交娱乐服务月度ARPPU为504.1元。

目前，网易云音乐与一些主要音乐厂牌也在积极推进合作发展进度。随着独家版权壁垒日渐被打破，网易云音乐在社区属性、原创音乐和年轻用户上具有的独有优势将帮助公司在音乐市场保持前进。

4. 字节调整组织架构，六大板块助力新发展

2021年11月2日，字节跳动CEO梁汝波发部内部信宣布对公司组织框架进行调整，将业务重新梳理为六个业务板块：抖音、大力教育、飞书、火山引擎、朝夕光年和TikTok，其中字节将头条、西瓜、搜索、百科以及国内垂直服务业务整合并入抖音板块，同时，员工发展部门的技能与职业培训职能，转型为职业教育业务，并入大力教育板块。此外，字节跳动对于海外未来业务的业务延伸和发展质量的关注的重视度也登上了新高度，未来其将重点发展海外业务，进一步提升Tik Tok跟火山引擎的地位，此番调整也响应近期17部门联合发表了《关于支持国家文化出口基地高质量发展若干措施的通知》的政策导向，未来字节海外的增量空间大有可期。目前国内短视频市场竞争激烈，互联网平台开拓新用户成本逐渐提高，尽管抖音作为字节跳动的主要业务发展已经成熟，但仍然需要垂类服务业务跟进做增长第二曲线，我们认为字节此番调整一方面有利于公司优化运营效率，提高用户服务体验，另一方面在一定程度上分化了领导职责，聚焦优势领域、降低冗余支出，起到了降本提效的作用，为未来拓展新业务激发更多潜能。

5. 互联网广告管理办法公开征求意见，互联网广告生态治理持续升级

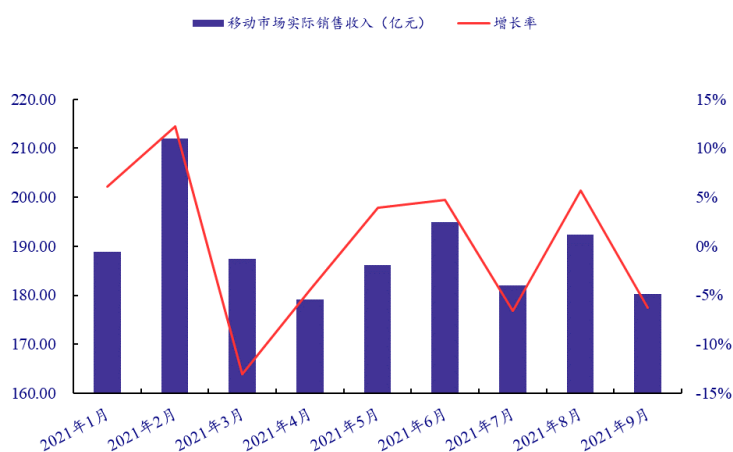
11月26日，为进一步完善互联网广告监管制度，增强互联网广告监管的科学性、有效性，促进互联网广告业持续健康发展。市场监管总局发布《互联网广告管理办法（公开征求意见稿）》并公开征求意见。广告内容方面，要点具体包括：医疗、药品、特殊医学用途配方食品、医疗器械、农药、兽药、保健食品广告等法律、行政法规规定须经广告审查机关进行审查的特殊商品或者服务的广告，未经审查，不得发布。不得利用互联网发布面向中小学、幼儿园的校外培训广告。不得利用针对未成年人的网站、网页、互联网应用程序等互联网媒介发布医疗、药品、保健食品、医疗器械、化妆品、酒类、美容广告以及不利于未成年人身心健康的网络游戏广告。广告标注方面，征求意见稿要求：互联网广告应当具有可识别性，能够使消费者辨明其为广告。通过互联网媒介，以竞价排名、新闻报道、经验分享、消费测评等形式，或者附加购物链接的其他形式推销商品、服务的，应当显著标明“广告”。此外，征求意见稿还规定，以启动播放、视频插播、弹出等形式发布的互联网广告，应当显著标明关闭标志，确保一键关闭。互联网广告作为流量变现的一个载体，在迅猛发展的同时也滋生了不少弊端，对互联网环境及网民的信息安全造成了一定影响，随着互联网监管和规范不断加强，将更有效地助力互联网广告生态良性发展。

三、游戏行业：海外游戏市场表现靓丽

1. Q3 环比下滑 0.85%，海外市场环比大幅增长 12.77%

11月12日，伽马数据发布《2021年10月移动游戏报告》显示，今年10月，中国移动游戏市场实际销售收入186.38亿元，环比增3.37%，同比微增0.48%。海外市场，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入15.77亿美元，环比降1.79%。数据分析主要原因是：一方面长线产品《王者荣耀》通过推出“金秋十月”、与86版《西游记》联动推出新皮肤等活动刺激流水增长；另一方面，新游《英雄联盟手游》《地下城3：魂之诗》等带来流水增量；此外“十一”小长假产品运营活动多，活跃用户数增长，随之带来流水增长。2021年10月，流水测算榜TOP10中，TOP3产品较上月保持不变，新游《英雄联盟手游》进入榜单，TOP5中MOBA类产品占据两款。

图5：2021M1-2021M10 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9月名次变化	10月全平台流水测算 (亿元)
1	王者荣耀	MOBA类	-	45.00
2	和平精英	射击类	-	35.00
3	哈利波特：魔法觉醒	卡牌类	-	25.00
4	英雄联盟手游	MOBA类	new	20.00
5	斗罗大陆：魂师对决	卡牌类	+1	15.00
6	梦幻西游	回合制RPG类	-1	12.00
7	三国志·战略版	策略类 (SLG)	0	10.00
8	一念逍遥	放置类	+2	8.00
9	原神	ARPG	-5	5.00
10	穿越火线：枪战王者	射击类	-2	4.00

资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

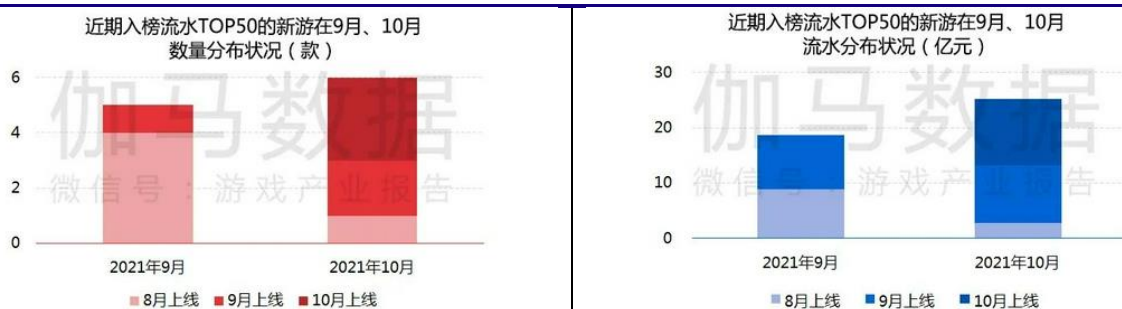
近三个月进入月流水榜 TOP50 的新游中，9 月上线的新游流水表现依旧强劲；本月新游中，《英雄联盟手游》表现最佳，至今在 iOS 畅销榜上保持在 TOP10 以内，具备长线运营特质，后续表现值得期待。2021 年 10 月，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 15.77 亿美元，环比下降 1.79%。主要原因是移动游戏《原神》《万国觉醒》《天地劫：幽城再临》等产品海外流水下滑。

图 7：2021 年 5 月-2021 年 10 月中国自主研发海外市场实际销售收入情况



资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

图 8：2021Q3 入榜流水游戏分布情况



资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

2. 腾讯游戏全球收入环比增长 32%，创历史新高

11 月 5 日，Sensor Tower 公布了 10 月份中国手游发行商在全球 App Store 和 Google Play 的收入排名。此次共计 36 个中国厂商入围全球手游发行商收入榜 TOP100，合计吸金超过 23.8 亿美元，占全球 TOP100 手游发行商收入的 40%。收入 TOP3 厂商依旧是腾讯、网易、米哈游不变。腾讯旗下手游全球收入，按月收入增长 32%，

按年收入增长 23.3%，打破历史纪录。在中国 App Store 手游收入 TOP20 排名中，腾讯旗下《王者荣耀》《英雄联盟手游》占据前两位。一方面《王者荣耀》在 10 月推出了六周年庆典，10 月在内地 iOS 预估收入达到 3.2 亿美元，创造了收入纪录。另外《英雄联盟手游》在内地推出后，同时登顶内地 iOS 手游下载榜榜首以及 iPhone 手游畅销榜前三，10 月全球预估收入达到 1.08 亿美元，按月环比增长 17 倍。网易《哈利波特：魔法觉醒》在 10 月依旧有着不错的表现，相关数据披露该游戏月均 DAU 已达到 871.2 万。米哈游《原神》在 10 月开启了人气角色公子的复刻，在美国移动市场收入再创新高，成为首款单季收入突破 1 亿美元的中国手游。此外表现优异的还包括灵犀互娱，其 10 月收入环比增长 16%，主要原因系《三国志·战略版》在国内和海外市场的卓越表现。雷霆游戏发行商收入环比增长 44%，主要原因系其 10 月 20 日推出了新游《地下城堡 3》，上线后即冲入国区 App Store 手游畅销榜 Top5。

3. 青瓷游戏通过港交所聆讯，研运一体为业绩高增速基石

11 月 25 日，根据港交所文件显示，青瓷游戏有限公司通过港交所上市聆讯，联席保荐人为中金公司和中信证券。作为 2021 年第一家通过港交所聆讯的游戏公司，青瓷游戏股东背景雄厚，IPO 前吉比特占股 21.37%，阿里巴巴、腾讯、上海幻电（哔哩哔哩）分别持有 4.99% 股份，博裕资本持 1.87% 的股份。从游戏代表作来看，青瓷游戏目前运营 6 款手游产品，包含《最强蜗牛》、《提灯与地下城》、《不思议迷宫》、《阿瑞斯病毒》等，多款游戏实现高额流水。并拥有 10 款游戏储备，主要以休闲、RPG、SLG 品类为主，包括《时光旅行社》《使魔计划》《阿瑞斯病毒 2》等移动游戏。其旗下《最强蜗牛》作为公司的主要收入来源，于 2020 年 6 月上线，上线首日不仅登顶 iOS 免费榜榜首，游戏上线 10 余天 iOS 流水便已超一亿元，累计下载量则达到约百万次。从财务数据来看，据招股书显示，2018-2020 年公司营收分别为 0.98 亿元、0.89 亿元、12.27 亿元；2018-2020 年调整净利润分别为 0.39 亿元、0.22 亿元、1.66 亿元，增速喜人。2021H1，青瓷游戏的营收与经调整净利润继续保持高歌猛进的态势，分别达到了 7.63 亿元和 3.14 亿元。从用户数据来看，2021H1，青瓷游戏的累计注册玩家已超过 7000 万，平均 MAU 为 306 万人，平均 MPU 为 57.5 万人，ARPPU 为 221 元。青瓷游戏拥有成熟的体系化游戏开发方法及强大的发行与运营能力，其体系化游戏开发主要由三部分构成：目标分解、有效验证和高效迭代，有效的提高了游戏的爆款率，其研运一体化能力也为业绩增速的重要基石。

4. 2021 年国内游戏收入将超 2900 亿元，海外收入将破千亿

11 月 4 日，伽马数据联合腾讯云发布了《2021 年游戏产业发展趋势报告》（以下简称《报告》），《报告》给出了以下几大游戏行业发展趋势预测：中国游戏市场收入仍处于增长态势，2021 年国内游戏实际销售收入将超 2900 亿元，其中移动游戏市场实际销售收入将超 2300 亿元；海外市场具备较高的探索空间，2021 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入将突破 170 亿美元（约合人民币 1086.98 亿元）；2021 年新品突围难点提升，上半年新品流水占比仅有 21.3%，且头部新品的标签略有变化，从古风、三国、体育

为主演变为养成、自由、开放世界；玩法上，MMO、回合制、策略仍是流水贡献主力，射击类、放置类、换装类等品类成长快速。题材上，玄幻/魔幻、文化融合、神话/传说占比较大，科幻、漫改、现代等增速超 200%。在上述大方向观点外，《报告》也对国内游戏市场的产品、用户状况进行分析，并给出了现阶段游戏行业发展趋势相关观点，包括 VR、AI、云游戏等游戏创新领域。

四、内容出版行业：《蛤蟆先生去看心理医生》位居榜首

根据当当网 2021 年 11 月数据显示，11 月图书畅销榜单中《蛤蟆先生去看心理医生》获得第一名，开学季期间童书和教辅等排名靠前的类型图书均有所下降。11 月新书热卖榜单中，漫画类型的《活着》（2021 新版精装）登顶，TOP10 中图书类型较为分散，涵盖文学、小说、童书、科普、青春文学、管理等类型，整体类型呈现多元化。

表 4：2021 年 10 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	38	心理学
2	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	小说
3	云边有个小卖部	张嘉佳	湖南文艺出版社	42	小说
4	你当像鸟飞往你的山	塔拉·韦斯特弗	南海出版公司	59	文学
5	三体：全三册	刘慈欣	重庆出版社	93	历史
6	古代人的日常生活	讲历史的王老师	江苏凤凰文艺出版社	69.9	历史
7	沟通的方法	脱不花	新星出版社	69	成功/励志
8	平凡的世界	路遥	北京十月文艺出版社	138	小说
9	人生海海	麦家	北京十月文艺出版社	55	小说
10	少年读史记	张嘉骅	青岛出版社	100	童书

资料来源：当当网，中国银河证券研究院

表 5：2021 年 11 月新书热卖榜单 TOP10

名次	图书	作者	出版单位	定价	类型
1	活着（2021 新版，精装）	余华	北京十月文艺出版社	45	小说
2	她来了请准备	（澳）优米·斯泰恩斯，（澳）梅丽莎·康	海豚出版社	59	童书
3	半小时漫画论语	陈磊·半小时漫画团队	文汇出版社	59.9	文化
4	一切境	庆山	人民文学出版社	66	文学
5	半小时漫画三国演义	陈磊·半小时漫画团队	河南文艺出版社	54.9	文学
6	小猪唏哩呼噜	孙幼军	春风文艺出版社	40	童书
7	我失去你的那一天	蕊希	湖南文艺出版社	49.8	青春文学
8	底层逻辑：看清这个世界的底牌	刘润	机械工业出版社	69	管理
9	人间词话	王国维，讲评叶嘉莹	万卷出版公司	68	文学

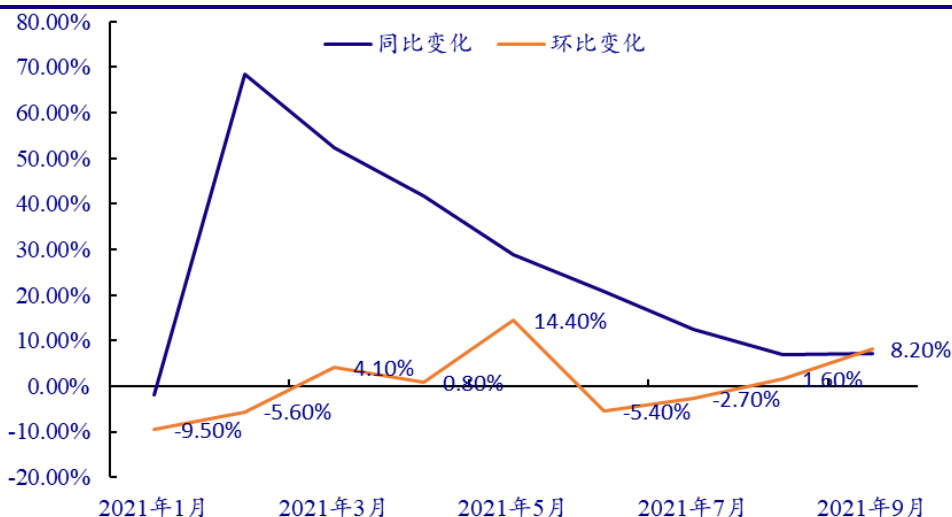
资料来源：当当网，中国银河证券研究院

五、营销行业：双十一销售表现亮眼

1. 广告市场 10 月花费同比减少 12.3%

根据 CTR 媒介智讯的数据显示，2021 年 10 月电视广告刊例花费同比减少 12.3%，环比微跌 0.1%。头部行业中，继续由药品和化妆品/浴室用品行业领涨，同比分别上涨 20.6% 和 58.3%。化妆品/浴室用品的洗发护发用品电视广告增投迅猛，同比上涨达 123.4%。头部品牌海飞丝、潘婷和飘柔的广告花费均翻倍增长。食品、饮料和酒精类饮品行业 10 月份的广告花费同比降幅较上个月有所扩大，分别下跌 24.8%、39.4% 和 28.5%。食品行业主要是保健食品和方便食品花费下滑明显；饮料行业则是婴幼儿奶粉和果蔬汁广告投放下滑较大；酒精类饮品行业主要是药酒/补酒、啤酒品类减投较明显。食品、饮料和酒精类饮品行业环比同样呈现降幅，分别下跌 8.9%、12.3% 和 9.8%。省级卫视新增品牌榜单中食品和饮料产品较多。其中，微笑趣泡集中在湖南卫视《时光音乐会》和《初入职场的我们》这两档综艺节目时段投放广告。微笑趣泡是百事旗下的首款气泡水，主要针对年轻人的口味喜好，0 糖 0 卡 0 脂，并甄选出中国市场独享的白桃、百香果、蜜柚三种口味。微笑趣泡由拥有庞大粉丝群体的肖战作为品牌代言人，该产品希望以年轻的姿态、向上的态度与消费者对话，传递着积极轻松的生活观。新产品方面，多个饮料行业的产品在 2021 年 10 月新增投放省级卫视频道，如康师傅果汁达人鲜果橙，广告覆盖 8 个省级卫视频道多个节目时段；元气森林苏打气泡水在 6 个省级卫视多个节目时段投放广告；伊利臻浓牛奶集中在湖南卫视全民互动欢唱类真人秀《欢唱大篷车》和金鹰剧场时段发力宣传。

图 10：2020 年 6 月-2021 年 9 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. 双十一落下帷幕，新兴电商平台增速显著

2021“双十一”落下帷幕，综合电商销售额 9523 亿元，同比增长 13.4%。据官方数据，天猫总交易额为 5403 亿，同比增长 8.5%。今年参加天猫双 11 的商家数量已增长至 29 万，其中 65% 是中小商家、产业带商家和新品牌，首次参与的新商家有达 7 万。而京东方面的官方数据显示，今年最终成交额超 3491 亿，同比增长 28.6%，其中中小品牌新增数量同比增长超 4 倍。平台第三名则由拼多多获得。直播电商平台销售额 737.6 亿元，淘宝直播、快手、抖音分列前三名，主播前两名则不出意外的分别被李佳琦、薇娅占得。此外，新零售平台和社区团购等也分别获得了 197.2 和 133.8 亿元的销售额，未来有望成为电商领域新的增长点。具体品类而言，家用电器、手机数码以及服装依旧占据了销售额的 TOP3，不过卫生巾、猫主粮以及个护美妆则成为了增速最快的品类。

总结而言，双十一近年来已经成为了消费者和商家的一个“习惯”，不过仍旧保持着每年超过 10% 的高速增长，平台上看天猫和京东两大巨头仍旧占据了市场份额的大头，不过以直播类电商平台和其他新兴电商平台也在飞速发展和增长，未来将影响或改变市场格局。此外，无论是天猫还是京东，今年中小商家和新品牌在数量和销售额的飞速增长，这也可能是未来电商发展的一大趋势，而从品类的角度而言，年轻女性比较钟爱的消费品类成为增速最快的产品也说明了消费者的年龄结果呈现年轻化的趋势。

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。

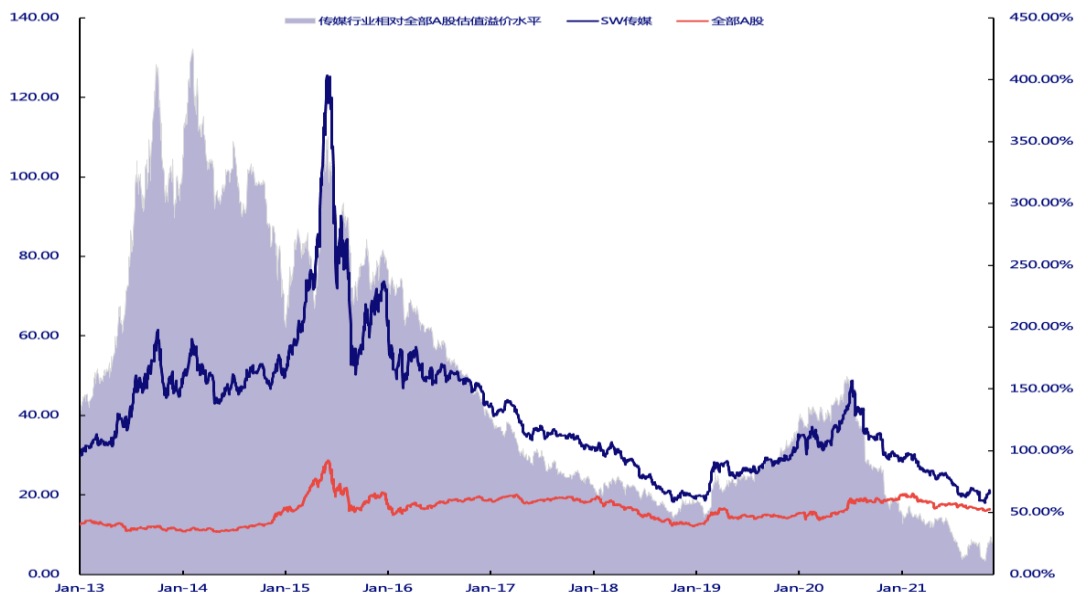
传媒行业 A 股上市情况则呈现不同的特点。2014-2016 年，传媒行业 A 股上市数较少：根据数据显示，2014 年传媒行业 A 股上市企业为 0，2015 年有 5 家传媒企业登陆 A

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，公开发行业股票 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 11 月 28 日，传媒行业滚动市盈率为 20.39 倍（TTM 整体法，剔除负值），全部 A 股 16.45，分别较 13 年以来的历史均值低 49.87%和高 2.23%。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 133.94 个百分点。当前值为 23.42%，历史均值为 157.36%。

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

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 uncertain 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一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。11 月营销公司 UJU HOLDING、12 月互联网公司网易云音乐依次登陆港交所。此外，青瓷游戏和微博已经通过港交所；聆讯。

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
	9899.HK	云音乐	2021-12-2	互联网
	1948.HK	UJU HOLDING	2021-11-08	
	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
港股	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
	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
美股中概股	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

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。**

关注四季度营销旺季 Q4 将迎来“双十一”“双十二”等购物狂节，品牌促销投放有望扩大，我们建议重点关注具有业绩支撑的头部公司投资机会，**建议关注：分众传媒（002027.SZ）、三人行（605168.SH）、蓝色光标（300058.SZ）。**

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 11 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	002027.SZ	分众传媒	业绩持续恢复，客户结构不断优化	-3.94	-2.14	1021.06
	605168.SH	三人行	上半年业绩增长强劲，看好下半年持续向好	6.98	8.79	80.05
	300058.SZ	蓝色光标	业务全球化持续推进，营销智能化规模可期	38.32	26.48	172.63

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学士、硕士，于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）向其客户提供。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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，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资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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分，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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

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