



顺应政策导向，数实融合发展 —2022 年传媒行业年度投资策略

增持（维持）

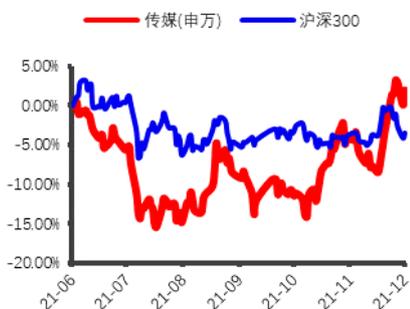
行业： 传媒行业
日期： 2021 年 12 月 23 日

分析师： 滕文飞
Tel: 021-53686151
E-mail: tengwenfei@shzq.com
SAC 编号: S0870510120025
分析师： 胡纯青
Tel: 021-53686150
E-mail: huchunqing@shzq.com
SAC 编号: S0870518110001

行业经济数据跟踪（2021Q1-Q3）

互联网企业收入（亿元） 11633 亿元
同比增长率 25.40%

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

主要观点

抑制板块估值提升的因素有望逐步消除。

截至 12 月 17 日，A 股传媒板块年初至今共下跌 3.56%，在 28 个 1 级行业中排名 20，板块估值处于历史低位。展望 2022 年，压制行业估值提升的因素有望逐步消除。线上方面，互联网反垄断、游戏行业未成年人保护、教育双减等多项监管政策相继落地，政策端边际影响有望缩小；元宇宙处于早期阶段，长期来看有望带动虚拟文娱内容产业重新走向繁荣。线下方面，疫情影响有望逐步消除，线下文娱消费将重回正轨。

线上：关注游戏出海、电商直播、国漫崛起等优质赛道。

游戏出海：政策上，国内监管趋严而鼓励“走出去”；竞争结构上，游戏出海处于品类扩张期，市占率持续提升；此外，游戏产业也是未来元宇宙落地的重要场景之一。**电商直播：**短视频平台加码电商直播构筑自有电商体系，电商直播服务商受益于直播品牌的快速扩张。**国漫崛起：**“先审后播”政策施行后，国漫在供给端上的优势有望推动市场影响力提升；同时关注优质动漫公司制作水平提升及资本化进展。

线下：聚焦线下文娱产业复苏与 Z 世代新消费。

院线：看好疫情影响消退后，院线业绩复苏及重点档期票房表现。**潮玩：**愿意为兴趣付费的 Z 世代孕育出多个百亿级新线下娱乐市场，关注盲盒/剧本杀/卡片机等新兴赛道。**体育：**多项大赛临近有望提升市场需求。

投资建议

未来十二个月内，维持传媒行业“增持”评级。建议关注吉比特、万达电影、恺英网络、心动公司、光线传媒、华立科技、值得买。

风险提示

1. 行业政策监管进一步趋严；2. 疫情影响持续；3. 市场竞争加剧；4. 新技术发展低于预期。

数据预测与估值

公司名称	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
		20A	21E	22E	20A	21E	22E		
吉比特	374.95	14.58	22.56	25.99	25.72	16.62	14.43	6.35	买入
万达电影	14.50	-2.99	0.69	0.88	n/a	21.01	16.48	3.49	买入
恺英网络	5.58	0.08	0.23	0.27	69.75	24.26	20.67	3.62	买入
心动公司	39.25	0.02	-1.39	-0.67	1713	n/a	n/a	5.50	买入
光线传媒	11.23	0.1	0.31	0.38	112.30	36.23	29.55	3.45	增持
华立科技	65.40	0.53	0.79	1.56	123.40	82.78	41.92	7.89	增持
值得买	75.85	1.76	2.36	3.02	43.10	32.14	25.12	3.87	增持

数据来源：Wind，上海证券研究所（股价取 2021 年 12 月 17 日收盘价，心动公司股价为港元，其余为人民币元）

目 录

一、2021 年行业复盘.....	5
1.1 受监管政策等多重因素影响，指数小幅下跌	5
1.2 业绩基本恢复至疫情前水平	7
1.3 行业估值处于历史低位	8
1.4 2022 年行业投资展望	9
二、游戏：顺应政策变化，推进精品化、全球化产业升级.....	10
2.1 理性看待各类监管新规对行业的影响	10
2.2 游戏市场规模持续扩大，出海表现较优	14
2.3 游戏出海发展前景依然广阔，把握国产手游产品红利期	15
2.4 精品化大势所趋，新产品储备依然丰富	19
2.5 VR/AR 或成为元宇宙重要入口，关注畅销产品	21
三、电商直播：行业高景气，关注模式创新.....	25
3.1 短视频平台发力，电商直播持续高速发展	25
3.2 平台扶持下，品牌自播持续快速增长	28
3.3 虚拟主播进军直播带货	29
四、动漫：国漫的影响力有望进一步扩大.....	30
4.1 动漫市场维持较快增长	30
4.2 政策变化、产能提升推动国漫崛起	30
五、影视院线：疫情影响减弱，院线龙头份额提升.....	32
5.1 疫情影响减弱，但院线经营情况依旧较困难	32
5.2 多部优质国产片定档，关注春节档表现	33
六、潮玩：Z 世代创造多个百亿级新市场	34
6.1 Z 世代：为兴趣的付费意愿高	34
6.2 盲盒：独特的产品机制推动行业快速发展	35
6.3 剧本杀：强社交属性的新型线下娱乐	35
6.4 卡牌机：重磅 IP 加持下有望实现快速扩张	36
七、体育：迎赛事大年，关注冰雪运动、电子竞技.....	37
7.1 体育产业总产值稳定增长，推进“体育强国”建设	37
7.2 重大赛事临近，关注冰雪运动、电子竞技	38
八、重点关注公司.....	40
九、风险提示.....	40

图

图 1 2021 年初至今 A 股传媒板块涨跌幅	5
图 2 2021 年初至今 A 股传媒板块各子行业涨跌幅	5
图 3 2021 年初至今 A 股传媒板块个股涨跌幅 Top5	6
图 4 2021 年初至今恒生资讯科技行业涨跌幅	6
图 5 2021 年初至今恒生资讯科技行业中市值超千亿港元的股票涨跌幅	7
图 6 2021Q1-Q3 A 股传媒板块营收及归母净利润	7
图 7 2021H1 港股互联网板块营收及归母净利润（亿元）	8
图 8 A 股传媒板块 PE-TTM 处于近三年低位	9
图 9 港股互联网板块 PE-TTM 今年大幅回调	9
图 10 近期版号发放数量	14
图 11 国内游戏市场实际销售收入（亿元）	15
图 12 国内移动游戏市场实际销售收入（亿元）	15
图 13 游戏出海收入规模（亿美元）	15
图 14 全球游戏市场规模	16
图 15 国别游戏出海收入占比	17
图 16 游戏出海主要国家市场占有率	17
图 17 全球移动游戏用户时长	17
图 18 不同类型游戏的收入占比	18
图 19 TGA2021 最佳手游及提名	19
图 20 全球 VR 头显出货量（万）	22
图 21 全球 AR 头显出货量（万）	22
图 22 Roblox 提出的元宇宙要素	25
图 23 LiveTopia 游戏截图	25
图 24 实物商品网上零售额（亿元）	25
图 25 电商直播市场规模（亿元）	26
图 26 电商直播在购物季的表现	26
图 27 各巨头占据的用户时长比例	26
图 28 短视频平台 DAU	26
图 29 抖店 GMV	27
图 30 快手电商 GMV 及直播收入	27
图 31 播主带货场次占比	29
图 32 品牌带货播主店铺号销售额占比	29
图 33 618 天猫直播间的虚拟偶像带货	29
图 34 超写实虚拟偶像 AYAYI 为天猫品牌日代言	29
图 35 中国动漫产业规模（亿元）	30
图 36 B 站播放量前 5 的日漫及国漫（亿次）	31
图 37 2016-2021 年电影票房（亿元）	32
图 38 国产电影票房 TOP5（万元）	32
图 39 2016-2025 年电影银幕数	33
图 40 2022 年春节档重点影片	33
图 41 2017-2021 年五大院线市占率	34

图 42 Z 世代感兴趣的文化内容偏好	34
图 43 中国盲盒市场规模	35
图 44 中国剧本杀市场规模	36
图 45 2016-2020 年全国游戏游艺机营收规模及增速	37
图 46 线下游戏游艺产业规模	37
图 47 中国体育产业总产值 (万亿元)	37
图 48 杭州亚运会电竞小项	39
图 49 中国体育彩票销售额 (亿元)	39

表

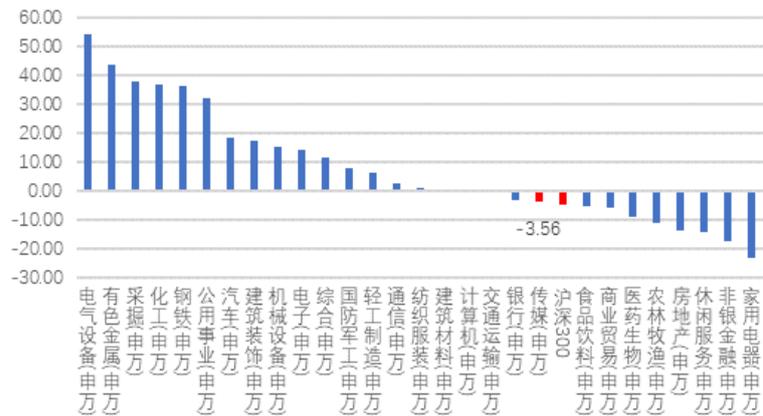
表 1 传媒板块公司 2021Q3 业绩汇总 (单位: 百万元)	8
表 2 各细分行业主要推荐逻辑	10
表 3 游戏行业监管政策梳理	11
表 4 游戏公司未成年人收入占比	13
表 5 出海游戏的三个方向	18
表 6 主要游戏厂商产品储备 (截至 11 月底)	19
表 7 Meta 与微软的元宇宙对比	21
表 8 主要 VR 设备参数	22
表 9 主要 AR 设备参数	23
表 10 百万销量 VR 游戏一览	24
表 11 反垄断处罚案例	27
表 12 中国动漫电影票房 Top5	31
表 13 主要国漫制作公司及其代表作品	31
表 14 2022 国内外大型综合/足球赛事开赛时间错误!未定义书签。	
表 15 北京冬奥会特许品生产商 (仅传媒板块) 错误!未定义书签。	

一、2021 年行业复盘

1.1 受监管政策等多重因素影响，指数小幅下跌

截至 2021 年 12 月 17 日，A 股传媒板块年初至今共下跌 3.56%，沪深 300 指数下跌 4.92%，板块表现小幅跑赢沪深 300，在 28 个 1 级行业中排名 20。

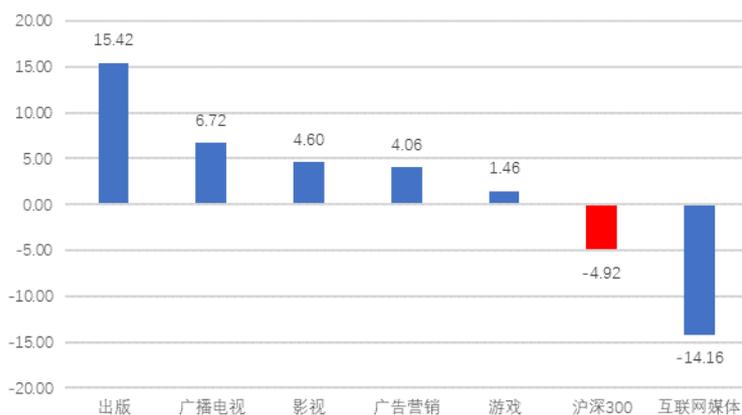
图 1 2021 年初至今 A 股传媒板块涨跌幅 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

分子行业来看，影视、游戏、营销等子行业走势均呈现小幅上涨态势，出版板块以 15.42% 的年涨幅成为表现最佳的细分板块。受细分板块龙头芒果超媒深度回调影响，互联网媒体板块下跌 14.16%，表现相对弱势。

图 2 2021 年初至今 A 股传媒板块各子行业涨跌幅 (%)

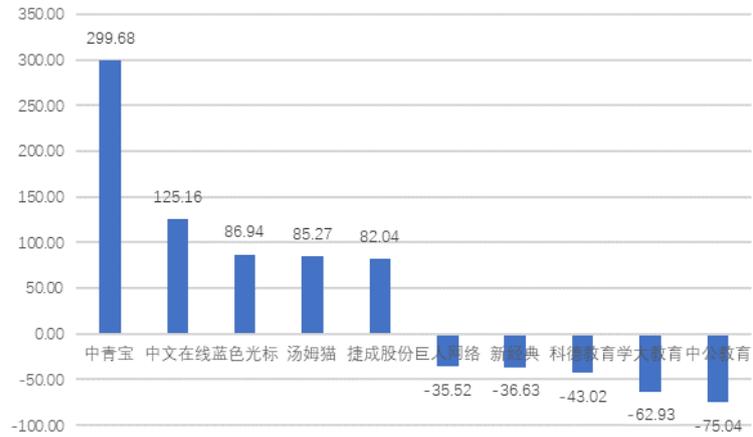


数据来源: Wind 上海证券研究所

从个股来看，传媒板块年初至今涨幅较大的公司与元宇宙概念的关联性较高，跌幅较大的公司多为受“双减”政策影响较大的教育行业公司。涨幅 Top5 的股票中，中青宝 (+299.68%)、中文在线

(+125.16%)、蓝色光标 (+86.94%)、汤姆猫 (+85.27%)、捷成股份 (+82.04%) 均为典型的元宇宙概念股；中公教育 (-75.04%)、学大教育 (-62.93%)、科德教育 (-43.02%) 三家教育行业公司名列跌幅榜 Top3。

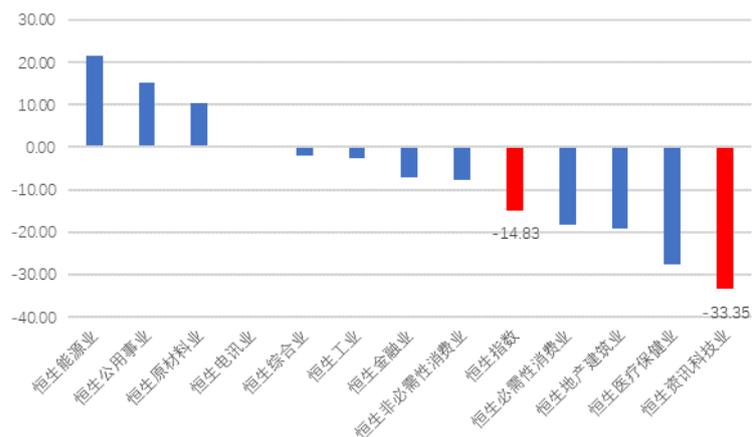
图 3 2021 年初至今 A 股传媒板块个股涨跌幅 Top5 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所 (注: 按照申万传媒分类, 剔除 21 年上市的次新股、ST 股票以及主营业务转型为非传媒业务的公司)

从港股市场看, 根据恒生行业综合指数分类, 恒生资讯科技行业指数年初至今下跌 33.35%, 跑输恒生指数 16.36 个百分点, 在 12 个行业中排名倒数第一。

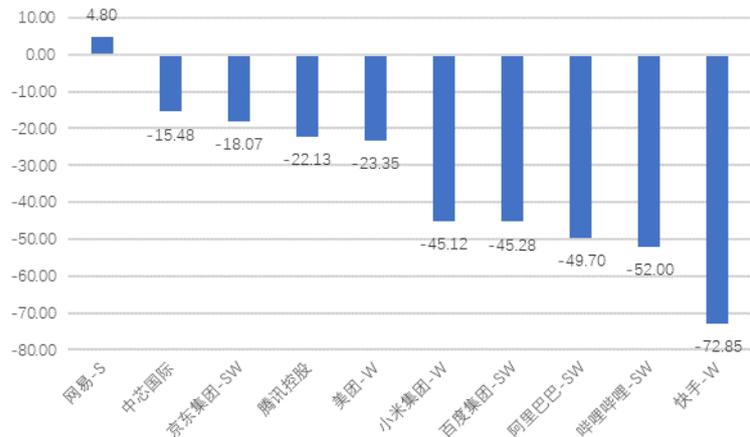
图 4 2021 年初至今恒生资讯科技行业涨跌幅 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

其中, 大型互联网公司受反垄断等政策因素影响, 整体表现欠佳。年初至今, 在市值超千亿港元的互联网公司中, 仅网易小幅上涨 4.80%, 其余大型互联网公司均出现了不同程度的下跌。

图 5 2021 年初至今恒生资讯科技行业中市值超千亿港元的股票涨跌幅 (%)



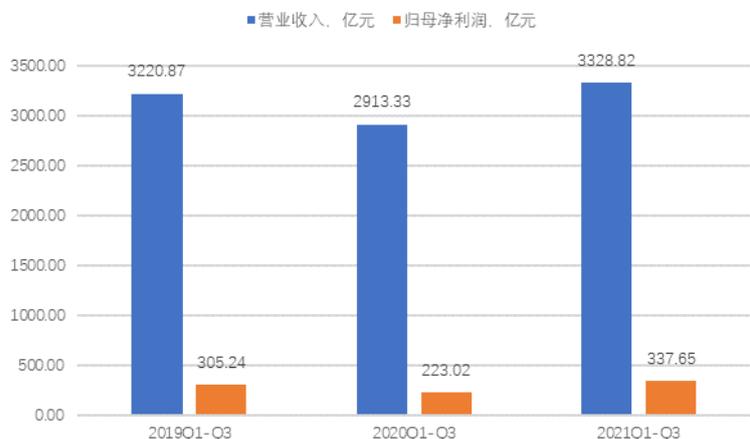
数据来源: Wind 上海证券研究所 (注: 上市不足一年的以首日收盘价作为起始点)

1.2 业绩基本恢复至疫情前水平

2020 年, 新冠疫情的爆发对线下娱乐产业带来了较大冲击, 经过 2021 年的恢复, 传媒板块整体业绩已经恢复至疫情前的水平并且实现了小幅增长, 但院线、影视等部分细分板块尚未完全走出疫情的阴霾。2021 年前三季度, A 股传媒板块公司合计实现营业收入 3329 亿元, 较 2020 年同期增长 14.26%, 较 2019 年同期小幅增长 3.35%; 实现归母净利润 338 亿元, 较 2020 年同比增长 51.40%, 较 2019 年增长 10.62%。

从各个子版块看, 2021 年前三季度, 营销、出版、广电、互联网板块的营收及归母净利润均实现了小幅增长; 院线、影视板块业绩成功实现扭亏, 但其收入规模尚未恢复至疫情前的水平; 游戏板块收入同比基本持平, 归母净利润小幅下滑, 主要是去年受益于疫情红利, 业绩基数较高所致。

图 6 2021Q1-Q3 A 股传媒板块营收及归母净利润



数据来源: Wind 上海证券研究所

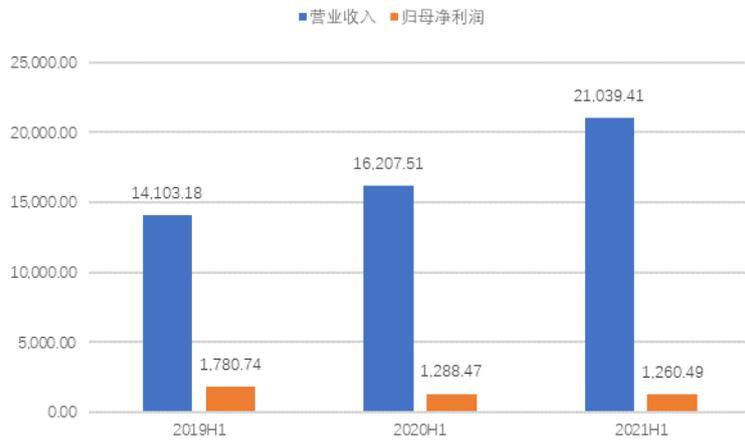
表 1 传媒板块公司 2021Q3 业绩汇总 (百万元)

简称	2021Q3 营业收入	2020Q3 营业收入	YoY%	2021Q3 归母净利润	2020Q3 归母净利润	YoY%
行业合计	332882.16	291332.59	14.26	33765.48	22302.44	51.40
营销	117789.82	107281.92	9.79	5768.38	3214.04	79.47
出版	80791.05	70685.79	14.30	9709.62	8163.75	18.94
游戏	53743.98	52508.52	2.35	11430.58	13286.47	-13.97
院线	17546.18	5520.00	217.87	44.91	-4677.93	N/A
影视	12590.22	9361.00	34.50	1842.31	-1643.58	N/A
互联网	18091.35	14515.40	24.64	2817.26	2203.26	27.87
广电	32329.55	31459.98	2.76	2152.42	1756.45	22.54

数据来源: Wind 上海证券研究所

港股方面, 互联网板块从营收端看整体上继续保持较快增速, 但利润端有所收缩。收入增长较快系互联网公司的新兴业务发展迅速, 一方面在短视频、直播电商等新兴市场继续开疆拓土, 同时也积极强化对下沉市场以及更多生活服务场景的覆盖。新兴业务收入占比提升, 但相应市场仍处于培育期, 前期投入较大, 竞争环境较为激烈, 盈利能力相对偏弱, 导致利润端表现平平。

图 7 2021H1 港股互联网板块营收及归母净利润 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

1.3 行业估值处于历史低位

从行业整体的历史市盈率看, sw 传媒指数目前的动态市盈率 30.46 倍, 板块估值低于去年同期水平, 处于近三年来相对低位。从传媒板块与 A 股整体估值水平的偏离度看, 目前与 A 股的偏离度为 1.53 倍, 近三年来最低点出现在 2021 年 8 月的 1.22 倍。在元宇宙

等近期热点板块的带动下，传媒板块的整体估值较年中略有回升，但仍处于历史低位。

图 8 A 股传媒板块 PE-TTM 处于近三年低位



数据来源: Wind 上海证券研究所

港股方面，港股互联网板块估值自年初以来出现明显回调。目前，恒生资讯科技板块动态 PE 仅为 31.80 倍，而在今年春节前夕互联网板块整体估值高达 56.77 倍。从偏离度上看，恒生资讯科技板块与恒生综合指数成分股 PE 的偏离度为 3.01 倍，处于近两年的中位。港股互联网板块估值持续回调主要受反垄断等政策趋严影响，未来相关政策趋于稳定后，板块估值吸引力有望逐渐显现。

图 9 港股互联网板块 PE-TTM 今年大幅回调



数据来源: Wind 上海证券研究所

1.4 2022 年行业投资展望

展望 2022 年，压制行业估值提升的几方面因素有望逐步消除。

请务必阅读尾页重要声明

线上方面，随着 2021 年内互联网反垄断、平台互联互通推进、游戏行业未成年人保护、教育双减等多项监管政策相继落地，行业发展得到进一步规范。游戏作为元宇宙重要的落地场景之一，有望受益于技术创新；受益于短视频平台的大力扶持，电商直播服务商有望持续受益；新政策环境下，国漫崛起势头彰显；线下方面，随着疫苗的进一步普及，以及我国疫情防控水平居于世界前列，疫情影响有望逐步消除，线下文娱消费重回正轨。影视院线业绩边际改善：潮玩、卡牌机等新娱乐消费需求有望在后疫情时代进一步释放；同时关注重大体育赛事对体育产业的推动作用。

行业整体估值处于底部区域，具有较高的安全边际。投资主线聚焦线上的游戏、电商、动漫及线下娱乐的影院、潮玩、体育产业。

表 2 各细分行业主要推荐逻辑

分类	细分行业	推荐逻辑	相关标的
线上	游戏	游戏出海处于品类扩张期，政策鼓励“走出去”；作为元宇宙落地的重要场景之一，有望受益于技术创新。	吉比特、三七互娱、完美世界、心动公司、恺英网络、宝通科技
	电商直播	短视频构建自有电商生态，平台扶持电商直播发展；服务商受益于自播品牌的快速扩张。	值得买、天下秀
	动漫	新政策环境下，国漫在供给端上的优势有望推动市场影响力提升。	光线传媒
线下	电影院线	看好疫情影响消退后的业绩复苏及重点档期表现。	万达电影、华策影视
	潮玩	后疫情时代，盲盒/剧本杀/卡片机等 Z 世代偏好的线下娱乐市场有望加速增长。	华立科技
	体育	多项大赛临近有望提升相关市场需求。	电魂网络、元隆雅图

数据来源：上海证券研究所

二、游戏：顺应政策变化，推进精品化、全球化产业升级

2.1 理性看待各类监管新规对行业的影响

2021 年是游戏行业的监管大年，各类监管政策的出台及相关媒体报道成为了影响游戏板块走势的核心因素。我们通过对游戏行业新一批监管政策的梳理发现，未成年人防沉迷仍是此轮监管的核心。2021 年 8 月，国家新闻出版署下发了《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》，《通知》明确了在 2019 年防沉迷规定的基础上，进一步限制未成年人的可游戏时长及时间段，游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时服务。10 月出台的新《未成年人保护法》当中也再一次强调了相关规定。而督促游戏公司切实履行未成

年人防沉迷体系的落地也成为了监管部门下半年的重点工作内容，包括要求游戏企业接入统一的实名验证平台，举办网络游戏内容管理培训班、近期游戏版号的再次停发也与未成年人保护落实情况不到位息息相关。

除政策监管上的主线防沉迷外，市场上也存在着一些其他方面的担忧，如苹果 IDFA 新规以及《个人信息保护法》的出台、部分媒体评论应收紧游戏企业税收优惠等等，前者暂无游戏公司声称其对业绩造成了明显影响，后者在一段较长的时期内并无其他报道或政策跟进，预计这些担忧对游戏板块后续走势的影响有限。

表 3 游戏行业监管政策梳理

时间	政策文件	政策内容
事前监管（版号审批）		
2016/2	国家新闻出版广电总局、工信部颁布《网络出版服务管理规定》	规定通过网络向公众提供如游戏等 网络出版必须获得国家新闻出版广电总局批准 。出版网络游戏前，网络出版服务提供者须向其所在地的省级主管出版管理部门提出申请，若申请获审阅及批准，则将提交至国家新闻出版署以供审批。
2016/5	国家新闻出版广电总局办公厅发布《关于移动游戏出版服务管理的通知》	明确游戏出版服务单位应负责审阅游戏的内容并向出版管理部门申请游戏版号。未经广电总局核准前，不得发行网络游戏。
2016/8	国家新闻出版广电总局颁布《关于顺延〈关于移动游戏出版服务管理的通知〉有关工作时限的通知》	将存量游戏申报版号的工作时限由 2016 年 10 月 1 日延长至 2016 年 12 月 31 日。
2018/3	原国家新闻出版广电总局发布《游戏申报审批重要情况的通知》	由于国务院机构改革，自 2018 年 3 月起暂停版号的审批，同年 12 月重新恢复。 版号审批职权由广电总局变更为中宣部国家新闻出版署。
2021/3	中宣部颁布《游戏审查评分细则》	从 2021 年 4 月 1 日起， 游戏送审试行全新的评分审查制度 ，从 5 个方面对游戏作品进行评分，包括“观念导向”“原创设计”“制作品质”和“文化内涵”和“开发程度”。 低分游戏将被打回，退出版号审批流程。
2021/4	发改委发布《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施意见》	鼓励网络游戏产业发展， 探索将国产网结游戏试点审批权下放海南 ，支持海南发展网络游戏产业。
事中事后监管（游戏备案、内容审查等）		
2010/8	文化部颁布《关于贯彻实施〈网络游戏管理暂行办法〉的通知》	明确受《办法》监管的对象以及有关文化部审阅网络游戏内容的程序，并强调应保护未成年人用户及要求网络游戏运营企业 建立和完善用户实名注册 。
2016/12	文化部发布《关于规范网络游戏运营 加强事中事后监管工作的通知》	网络游戏运营企业不得为用户提供将虚拟货币兑换为法定货币或实物的服务。若其为用户提供选择将虚拟货币兑换为低价值的实物，有关实物的内容及价值须符合国家相关法律法规。
2017/12	文化部修订《网络游戏管理暂行	全面规范管理有关网络游戏业务的活动，包括网络游戏研发生产、网络

办法》

游戏运营、网络游戏内容规范、网络游戏虚拟货币发行及网络游戏虚拟货币交易服务。任何从事网络游戏运营的单位须取得网络文化经营许可证，而进口网络游戏须获得文化和旅游部内容审查批准后，方可运营。**国产网络游戏须在运营之日起 30 日内向文化部备案。**

2019/7	文化和旅游部发布《废止决定》	因部门职权调整，《网络游戏管理暂行办法》等规定被废止。
2020/11	天元律师事务所向文化和旅游部的咨询（根据 Bilibili 招股书）	由于文化和旅游部不再承担规范管理网络游戏经营的责任，企业无需获取网络文化经营许可证以经营网络游戏业务。目前，并无暂无是否将由另一政府部门承担文化和旅游部规范管理网络游戏的责任颁布法律、法规或官方指引。

防沉迷与未成年人保护

2007/4	新闻出版总署、教育部、公安部及工信部等八部委联合颁布《防沉迷通知》	规定中国所有网络游戏运营商实施防沉迷系统及实名注册系统。 根据防沉迷系统，未成年人（18 岁以下）累计在线游戏时间 3 小时以内的为“健康”游戏时间，3 至 5 小时的为“疲劳”游戏时间，须将网络游戏用户的游戏收益减半，5 小时以上的为“不健康”游戏时间，须将游戏内收益减至零。
2011/7	发布《实名认证工作通知》	网络游戏（手游除外）的运营商应自 2011 年 10 月 1 日起向公安部的下属事业单位全国公民身份证号码查询服务中心 提交游戏用户的身份信息作核证 ，以防止未成年人利用成人身份证参与网络游戏。
2016/7	中国音像与数字出版协会颁布《移动游戏内容规范通知》	除非申请出版的移动游戏属于不含情节或含有简单情节的休闲益智类移动游戏类别，并未获海外版权拥有者授权，否则 移动游戏应符合《实名认证工作通知》的规定。
2018/8	八部委发布《综合防控儿童青少年近视实施方案》	方案旨在控制新网络游戏的数量及限制孩子们用于玩电子设备的时间。目前暂未颁布实施规则。
2019/10	国家新闻出版署颁布《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	其自 2019 年 11 月 1 日起生效，对网络游戏运营作出了以下几项规定： (i) 实行实名注册制度。 所有网络游戏用户均须使用有效身份信息方可进行游戏账号注册。网络游戏企业可设置不超过一小时的游客体验模式，在此模式下，用户无须实名注册，不能充值或购买游戏内虚拟道具。对使用同一硬件设备的用户，网络游戏企业在 15 天内不得重复提供游客体验模式。 (ii) 严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长。 每日 22 时至次日 8 时不得为未成年人提供游戏服务，法定节假日每日累计不得超过 3 小时，其他时间每日累计不得超过 1.5 小时。 (iii) 规范向未成年人提供付费服务。 网络游戏企业不得为未满 8 周岁的用户提供游戏付费服务。8 周岁以上未满 16 周岁的用户，单次充值金额不得超过人民币 50 元，每月充值金额累计不得超过人民币 200 元；16 周岁以上未满 18 周岁的用户，单次充值金额不得超过人民币 100 元，每月充值金额累计不得超过人民币 400 元。 (iv) 切实加强行业监管。 对未落实本通知要求的网络游戏企业，各地出版管理部门应责令限期改正；情节严重的，依法依规予以处理，直至吊销相关许可。 (v) 探索实施适龄提示制度。 游戏企业应探索作出适合不同年龄段用户的提示，并在用户下载、注册、登录页面等位置显著标明。网络游戏企业应分析未成年人沉迷的成因，并及时对造成沉迷的游戏内容、功能或者规则进行修改。
2020/10	第十三届全国人民代表大会常务委员会修订新版《未成年人保护法》	增设“网络保护”专章，对网络保护的理念、网络环境管理、相关企业责任、网络信息管理、个人网络信息保护、网络沉迷防治等作出全面规范

2020/12	中国音像与数字出版协会颁布《网络游戏适龄提示》	提出 中国游戏分级标准 。适龄提示的标识符以三个不同的年龄为标准，分别为绿色的8+、蓝色的12+、黄色的16+。明确适龄提示标识必须放在游戏产品界面的显著位置。
2020/12	2020年度中国游戏产业年会致辞	指出“防沉迷”是游戏行业落实社会责任的集中体现，是游戏管理工作的头等大事。目前， 国家层面的实名认证系统已基本建成 ，相关部门正组织企业分批接入，在2021年6月1日前，所有上线运营的游戏须全部接入。
2021/7	2021年ChinaJoy致辞	提出四个“进一步”：进一步增强文化自觉，进一步增强精品意识，进一步增强国际化意识，进一步增强安全意识。 要全力以赴抓好防沉迷工作 ，不折不扣落实好各项管理规定，坚决保护青少年健康成长； 国家层面的防沉迷实名认证平台已建成 ，接入企业5000多家、游戏超万款，初步达成了防沉迷工作的基础性目标。
2021/8	国家新闻出版署下发《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 ，所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日20时至21时向未成年人提供1小时服务。
2021/9	国家新闻出版署上线“游戏企业防沉迷落实情况举报平台”	该平台面向公民、法人或其他组织参与游戏防沉迷违规举报监督，涉及的游戏防沉迷违规主要包括实名认证违规、游戏时段时长违规、未成年人付费违规三大类型。
2021/9	国务院印发《中国儿童发展纲要（2021—2030年）》	实施国家统一的未成年人网络游戏电子身份认证，完善游戏产品分类、内容审核、时长限制等措施

数据来源：港股各游戏公司聆讯后资料集 国家新闻出版署 中宣部 游戏日报 上海证券研究所整理

未成年人防沉迷虽为此轮监管的重点，但实则对游戏行业需求端的影响十分有限，对供给端可能的影响程度暂时仍不明朗。从需求端上看，未成年人用户数在整个游戏行业中的占比不高，其贡献的收入占比更是十分有限。腾讯、哔哩哔哩作为聚合了较多未成年人用户的平台型企业，未成年人用户占其游戏业务的收入占比仅为1%左右，而以成年人用户作为主要目标用户群体的其余上市游戏公司，其未成年人收入占比普遍在0.1%或更少。而在供给端，未成年人防沉迷确实为版号审批的重要环节之一，但目前并无证据表明版号发放数量将进一步收缩，相反，监管部门正在推进将版号审批的主体责任制下放到地方，在这种情况下版号效率有望提升，版号的发放数量或有所回升。

表4 游戏公司未成年人收入占比

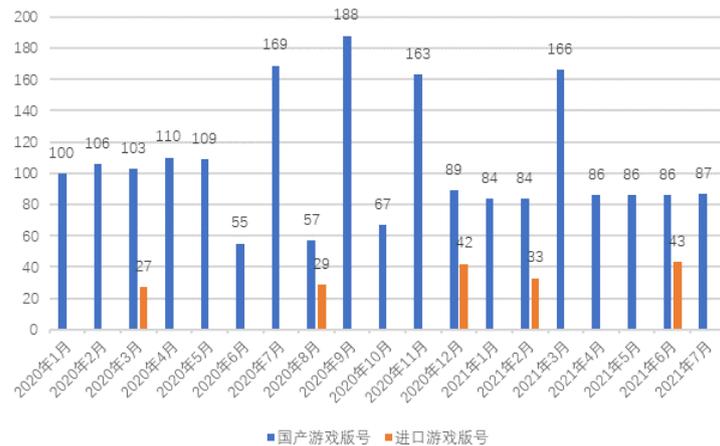
公司	未成年人收入占比
腾讯游戏	2021年9月，未成年人在腾讯本土市场游戏流水的占比为1.1%，较去年同期的4.8%显著下降
网易游戏	未成年人收入占比不到1%
哔哩哔哩	游戏业务中未成年人收入占比不超过1%
三七互娱	最近一年未成年人充值流水占比<0.05%
吉比特	雷霆平台近一个月未成年人充值占比0.14%，计划关闭未成年人注册

盛趣游戏	上半年自营平台未成年人注册用户占比 0.9%；充值占比 0.009%
恺英网络	自营平台未成年人用户注册占比 0.07%，计划关闭未成年人注册
游族网络	上半年未成年人流水占比 < 国内流水的 0.055%
IGG	收入绝大多数来自海外，《王国纪元》国内未成年人用户占比 0.1%
易幻网络/智明星通/壳木游戏	收入绝大多数来自海外

数据来源：各公司财报及公众号 上海证券研究所梳理

游戏版号自 8 月以来再次暂停发放，但在 7 月之前的发放数量与去年同期无明显差异。2021 年 1-7 月，新闻出版总署累计发放国产机进口游戏版号 755 个，全年同期共发放 779 个，数量上相差不大。从发放频次上看，今年的国产游戏版号基本上一月发放一次，频次上较去年有所减少，但同一批次的版号发放数量上升至 85 个左右。进口游戏版号方面，新闻出版总署对进口游戏版号的审批仍然较为谨慎，今年共发放了两个批次 76 个进口游戏版号。

图 10 近期版号发放数量



数据来源：国家新闻出版署官网 上海证券研究所

2.2 游戏市场规模持续扩大，出海表现较优

2021 年，国内游戏市场继续保持正增长，增速恢复至疫情前的正常水平。全年游戏市场实现销售收入 2965.13 亿元，同比增长 6.40%；手游市场增速略高于行业整体，全年实现收入 2255.38 亿元，同比增长 7.57%，其收入占比已经提升到行业整体的 76%。

图 11 国内游戏市场实际销售收入 (亿元)

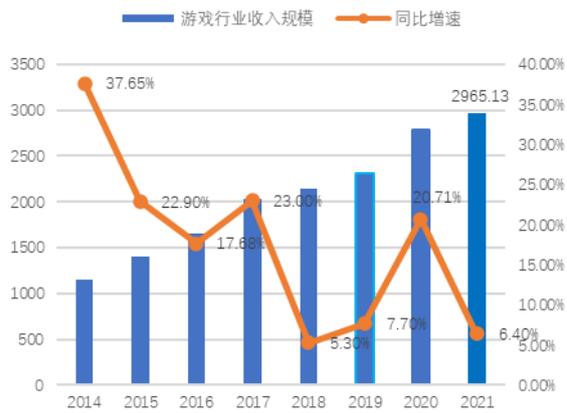
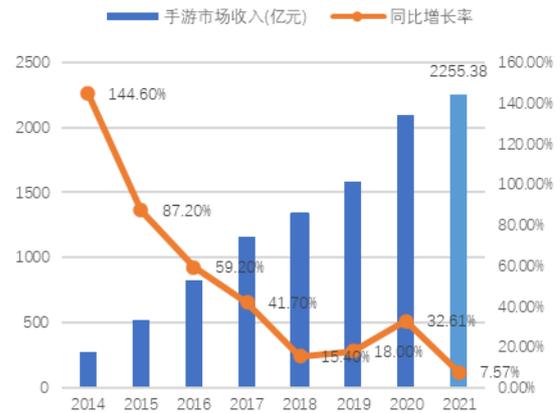


图 12 国内移动游戏市场实际销售收入 (亿元)

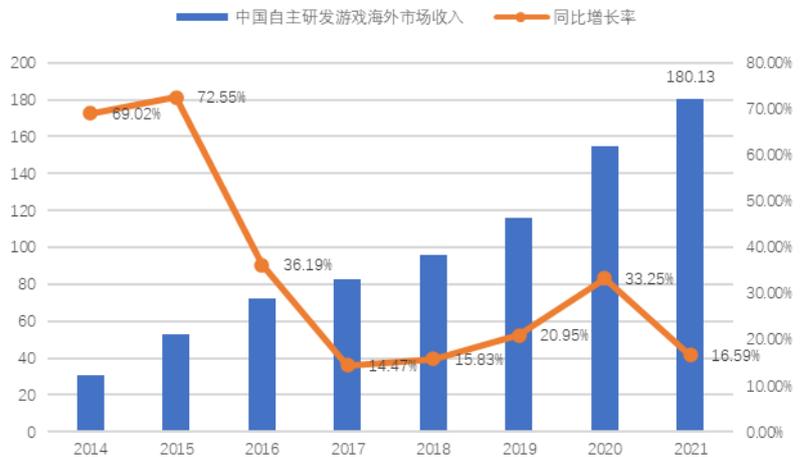


数据来源: GPC& 中国游戏产业研究院 上海证券研究所

数据来源: GPC& 中国游戏产业研究院 上海证券研究所

游戏出海收入增速高于国内市场, 2021 年国产游戏在海外市场合计实现收入 180.13 亿美元, 同比增长 16.59%。游戏出海已经成为了游戏企业业绩增长的重要支撑, 尤其是腾讯、网易等龙头公司在海外市场的扩张迅速。根据腾讯 2021Q3 财报, 其单季海外游戏收入约为 113 亿元, 同比增长 20% (按固定汇率计算则为 28%), 而同期国内手游业务增速仅为 9%。

图 13 游戏出海收入规模 (亿美元)



数据来源: GPC& 中国游戏产业研究院 上海证券研究所

2.3 游戏出海发展前景依然广阔, 把握国产手游产品红利期

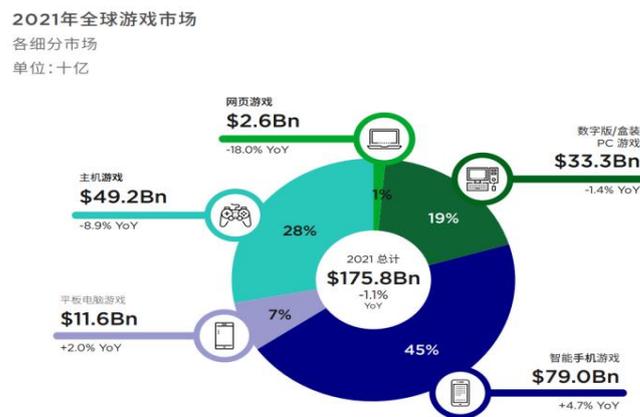
多重因素推动下, 手游出海持续较快发展。

在政策方面, 监管部门长期支持手游出海。游戏产业作为文化产业出口的绝对主力, 在今年 ChinaJoy 同期产业峰会中, 监管部门领导再次肯定了游戏在文化输出中的重要地位, 指出要通过游戏这一载体让中国故事、中国文化在国际上走得更远。在国内游戏产业

监管环境整体趋严的大背景下，游戏出海作为政策支持的分领域之一，必将促使各大游戏厂商将经营战略向游戏出海靠拢。

游戏出海的潜在发展空间十分广阔。根据 Newzoo 数据显示，2021 年全球游戏市场整体规模约为 1758 亿美元，同期国内游戏市场整体规模约为 2965 亿元，海外游戏市场的整体规模约为国内市场的 3 倍有余。目前，国产游戏出海主打手游市场，全球手游市场的整体规模约 906 亿美元（含智能手机及平板电脑），则手游出海的潜在市场规模在 4000 亿元以上，市场空间约为国内市场的两倍。

图 14 全球游戏市场规模



数据来源：Newzoo 上海证券研究所

国产手游出海正处于重要的产品红利期。由于海外游戏厂商早期并不重视手游的研发，许多在 PC、主机游戏领域具备深厚技术积累的公司长期以来并未推出手游产品或产品质量不达标，而国产手游在全球范围内具备一定的先发优势，其在全球范围内的技术实力及运营经验丰富，海外游戏厂商也愿意作为 IP 授权方与国内游戏厂商合作。

手游出海的主要目标市场已切换为美、日、韩等发达国家，目前，国产手游海外收入的约 60% 来自上述三个国家。国产手游在上述三个国家的市占率均高于 20%，且市占率仍处于缓慢爬升阶段。2021Q3 国产手游在美、日、韩的市占率分别为 23.30%、27.40% 和 24%，较去年同期分别增长 6.3、1.8、3.0 个百分点。

图 15 国别游戏出海收入占比

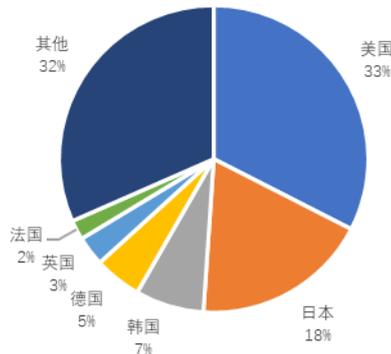
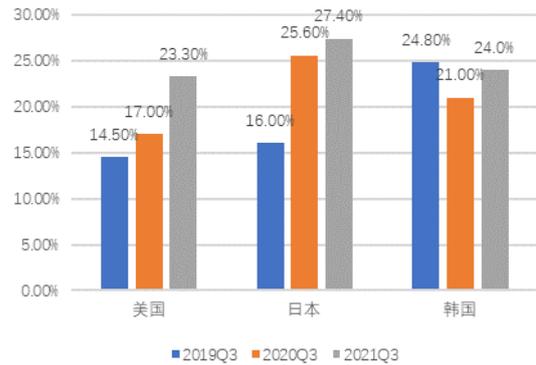


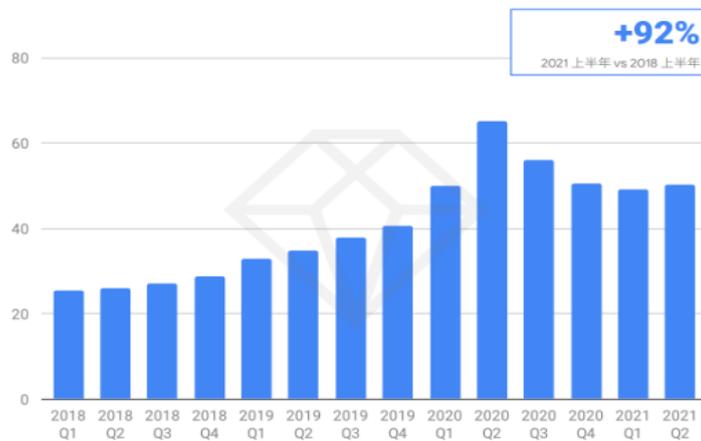
图 16 游戏出海主要国家市场占有率



数据来源: GPC& 中国游戏产业研究院 上海证券研究所 数据来源: SensorTower 上海证券研究所

疫情带来的线上流量红利对手游出海市占率的提升也起到了积极作用。疫情防控常态化后，海外手游用户的使用时长虽然较疫情爆发初期有所回落，但仍显著高于疫情前的水平。根据 AppAnnie 数据显示,2021H1 海外手游用户的使用时长较 2018H1 增长了 92%。

图 17 全球移动游戏用户时长



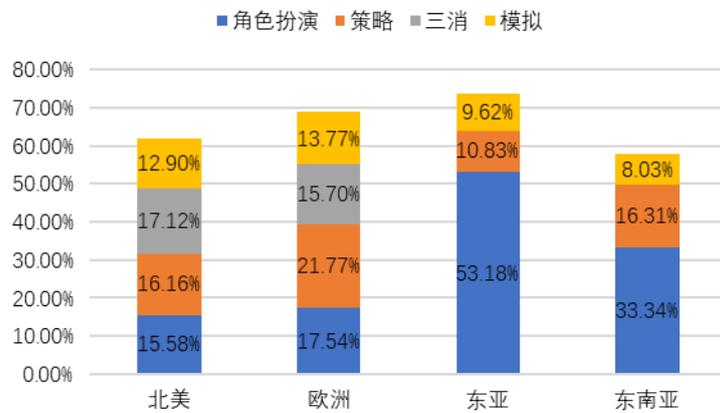
数据来源: AppAnnie 上海证券研究所

国产手游继续深耕 SLG 这一优势品类。不同于东亚国家手游市场以 RPG 类游戏为主，欧美手游市场策略、三消、模拟经营类游戏的市场份额较高。其中，策略类游戏偏重数值刺激及长线运营，长期以来一直是国内厂商的重点布局领域之一。尤其是在疫情爆发后，丧尸题材融合 SLG+ 的玩法在欧美广受欢迎，包括《State of Survival》、《Puzzles&Survival》、《Age of Z》等头部产品均是这一赛道的新秀，进一步拓展了国内厂商在该领域的影响力。

精品化也是手游出海的重要方向。随着国产手游品质的提升，

部分游戏与 PC 端、主机端的同类游戏有了一战之力，促使欧美手游市场中开始出现一些 MOBA、FPS、RPG 类的人气手游，丰富了欧美手游市场的游戏品类。目前，在在精品化这一方向取得重大突破的包括米哈游的《原神》，作为一款原创 IP 作品，其凭借过硬的品质及开放世界的玩法大获成功，SensorTower《2021 年 Q3 美国手游市场概览》显示，《原神》第 3 季度在美国移动市场收入高达 1.46 亿美元，成为首款在美国单季收入过亿的中国手游产品。此外，腾讯以及网易两家国内游戏龙头公司近期推出了多款大 IP 改编的精品化手游产品，尤其是在竞技类手游这一赛道中成为了欧美市场最具影响力的厂商。

图 18 不同类型游戏的收入占比



数据来源: AppAnnie 上海证券研究所

表 5 出海游戏的三个方向

	游戏	厂商	类型
精品化原创	原神	米哈游	RPG
	英雄联盟手游	腾讯	MOBA
精品化 IP 改编	使命召唤手游	腾讯	FPS
	宝可梦 unite	腾讯	MOBA
	Apex 手游	腾讯/EA	FPS
	哈利波特魔法觉醒	网易	卡牌
	漫威对决	网易	卡牌竞技
	暗黑破坏神: 不朽	网易	RPG
数值型	State of Survival	FunPlus	策略
	Puzzle Survival	三七互娱	策略
	万国觉醒	莉莉丝	策略
	王国纪元	IGG	策略
	三国志 战略版	灵犀互娱	策略

数据来源: AppStore 上海证券研究所整理

2.4 精品化大势所趋，新产品储备依然丰富

2020年，《原神》上线后大获成功，其收入水平一度达到了此前仅有《王者荣耀》、《PUBG》等大DAU游戏的水平，大大提升了精品化重度游戏的用户付费水平上限，起到了良好的示范作用，带动多家游戏厂商争相效仿，高品质手游的立项数量大幅增加，游戏行业有望迎来新一波精品游戏浪潮。

TGA (The Game Award) 作为全球最有影响力的游戏奖项之一，今年在最佳手游奖项的提名之中，过半数提名的手游均由国产厂商打造，并且最终由《原神》夺得了年度最佳手游的桂冠，反应国产手游精品化升级初见成效，诸多产品得到海内外用户的普遍认同。

图 19 TGA2021 最佳手游及提名



数据来源：手游那点事公众号 上海证券研究所

虽然游戏版号的停发一定程度上影响了游戏公司的产品上线节奏，但从各家龙头公司的产品储备看，短期内仍有足够的内容储备投放市场。从上线时间临近的游戏的宣传物料看，游戏品质有所提升，市场期待度较高。

表 6 主要游戏厂商产品储备（截至 11 月底）

厂商	新游名称	游戏类型	有无版号
腾讯	火源计划	FPS	有
	虚幻争霸	MOBA	有
	百变球球	ACT	无
	生存王者	FPS	无

网易	绝地求生	FPS	无
	手工星球	Sanbox	有
	艾兰岛	Sanbox	有
	罗博造造	Sanbox	无
	万智牌：竞技场	TCG	无
	无线法则	FPS	无
	冠军盛典	MOBA	有
	彩虹六号：围攻	FPS	无
	庆余年手游	RPG	无
	地下城与勇士	RPG	有
	黎明觉醒	开发世界生存建造	有
	诺亚之心	MMORPG	有
	绝对演绎	偶像养成	有
	《永劫无间》主机板	吃鸡	有
	暗黑破坏神	ARPG	有
《哈利波特：魔法觉醒》海外版	卡牌	有	
倩女幽魂隐士录	MMO	有	
星海求生	沙盒	无	
三七互娱	代号海岛 SLG	SLG	无
	最后的原始人	卡牌类	有
	斗罗大陆：魂师对决	卡牌类	有
	空之要塞：启航	卡牌类	有
	传世之光	MMO	有
	异能都市	MMO	有
曙光计划	MMO	有	
完美世界	幻塔	开放世界 MMORPG	有
	天龙八部 2 手游	MMORPG	无
	完美世界：诸神之战	竖版 MMO	有
	Project：棱镜	二次元沙盒 RPG 卡牌	无
	一拳超人：世界	3D 动作	无
	梦间集 2	二次元 3D，女性向	无
	代号 MA 百万亚瑟王	多人协同 CCG，二次元 IP	无
	黑猫奇闻社	互动解谜	无
	新诛仙世界（双端）	MMORPG	有
	Perfect New World (PC)	动作	无
完美世界	开放世界 MMORPG	无	
诛仙 2	MMORPG，云游戏	无	
吉比特	地下城堡 3：魂之诗	Roguelike	有
	世界弹射物语	二次元	有
	黎明精英	2D Roguelike 射击游戏	有

花落长安	古风宫廷题材的养成 RPG 手游	有
石油大亨	模拟经营	有
恶魔秘境	DBG	有
精灵魔塔	Roguelike 手游	有
军团	Roguelike 策略类手游	有
冰原守卫者	沙盒	有
上古宝藏	-	有
奇缘之旅	-	有
光之守望	-	有
航海日记 2	-	有
纪元：变异	-	无

数据来源：各公司财报&官网 上海证券研究所

2.5 VR/AR 或成为元宇宙重要入口，关注畅销产品

从《头号玩家》到《失控玩家》，在影视作品构建的元宇宙世界中，VR/AR 设备都是连结元宇宙的核心硬件设备入口。从海外巨头对元宇宙的布局来看，Meta 及微软等海外巨头在这一方面均有较为深入的布局。VR/AR 产业经过近几年的发展，无论是技术水平还是设备普及度较此前均有了较为显著的进步。

表 7 Meta 与微软的元宇宙对比

时间	Meta	微软
底层技术	暂无详细信息	Azure IoT、Azure Maps、Azure Synapse Analytic、Azure Ai/Autonomous Systems、Power Platform、Mesh
基础设备	Presence 开发平台、Horizon 等	Mesh、Azure、Dynamics 365 Connected Spaces、Mixed Reality
硬件入口	Oculus、Oculus2、内部代号 Project Cambria 的高端 VR 头显、以及内容代号 Project Nazare 的 XR 眼镜	Hololens、Hololens2
目标用户	消费者	企业用户
内容生态	Oculus 游戏平台、Creator App 创作社区、Oculus Developer Hub 社区等	XBOX 游戏生态体系
产品研发	Facebook AI Lab 和 Meta Reality Labs Research 为主	微软人工智能研发中心

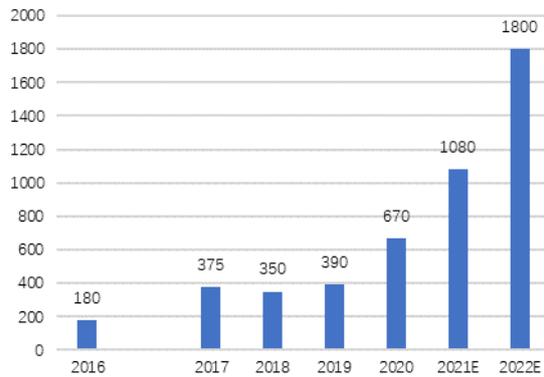
数据来源：智东西 上海证券研究所

从出货量上看，根据 VR 陀螺数据，2021 年全球 VR 头显出货量有望突破 1000 万台，其中，Oculus Quest2 占据大部分市场份额，

此前，高通 CEO 克里斯蒂亚诺·安蒙在公司的投资者会议上表示，Quest2 的累计销量已破千万。Quest2 或有望成为 VR 头显走向普及化的标志性产品，对标 iPhone 手机的发展史，在 2008 年 iPhone3G 出货量首次破千万之后，短短四年间，2012 年 iPhone5 累计销量便破亿，宣告了智能手机时代的到来。

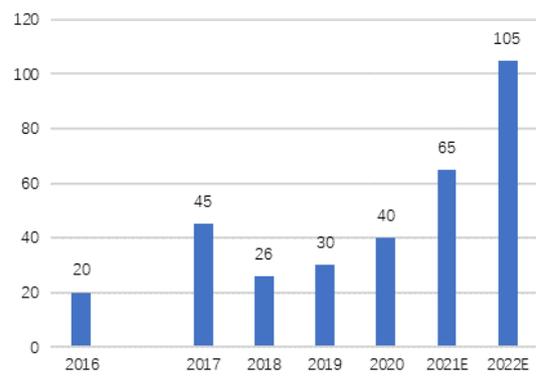
与 VR 头显相比，AR 头显今年的预计出货量仅为 65 万台，量级相对较小，主要是因为 AR 头显面向 toB 市场，随着未来以苹果公司为代表的新一代 AR 头显进军 C 端市场，AR 头显的出货量有望实现跨越式增长。

图 20 全球 VR 头显出货量（万）



数据来源：VR 陀螺 上海证券研究所

图 21 全球 AR 头显出货量（万）



数据来源：VR 陀螺 上海证券研究所

我们看好 2022 年 VR 出货量的持续增长。从海外市场看，Meta 的 Oculus Quest2 有望继续保持较快增速，同时公司宣布将于明年推出代号 Cambria 的高端头显，其将包含 Quest 产品线中未能运用的尖端功能，包括一些混合现实的场景应用等。苹果公司同样也宣布有望于明年推出其首款 AR (MR) 头显，首款产品偏高端，未来计划持续推出新的 AR 头显，并最终实现对 iPhone 系列产品的替代。从国内市场看，国内 VR 头显的出货量相对偏低，但产品在硬件参数、售价等方面与 Quest2 等海外产品相差不大。在 Dpvr 加入字节跳动阵营后，字节跳动可能会强化相关产品的宣发及后续产品研发投入，从而带动 VR 头显国内市场普及度快速提升。

表 8 主要 VR 设备参数

	Pico	dpvr	Oculus	htc	爱奇艺	META
产品名称	NEO 3	P1 pro	Quest 2	Pro 2	奇遇 Dream3	代号 Cambria
产品形态	VR 一体机	VR 一体机	VR 一体机	VR 一体机	VR 一体机	VR 一体机
处理器	高通骁龙 XR2	高通骁龙 XR1	高通骁龙 XR2	-	高通骁龙 XR2	-
屏幕	Fast-LCD	Fast-LCD	Fast-LCD	Fast-LCD	Fast-LCD	
分辨率	4K	4K	4K	5K	2.5K	
刷新率	90Hz	-	90Hz/120Hz	90Hz/120Hz	72Hz	
光学方案	菲涅尔透镜	菲涅尔透镜	菲涅尔透镜	菲涅尔透镜		短焦

视场角	98°	96°	100°	120°	93°	
IPD	58/63.5/69mm 三档	-	58/63/68mm 三 档	52-72mm		
屈光度	不可调节	不可调节	不可调节	不可调节		
交互-头部	6DOF	6DOF	6DOF	6DOF	6DoF	6DoF
交互-手柄	6DOF	6DOF	6DOF	6DOF	6DoF	6DoF
眼动追踪	-	-	-	-	-	-
空间定位	inside-out	inside-out	inside-out	inside-out		inside-out
RAM	6G	3G	6G	-	8G	
ROM	128/256G	32G	64G/256G	-	128G	
操作系统	安卓 10.0	安卓 7.1	Windows10	-		
电池	5300mAh	4000mAh		-	5500mAh	
重量	390g	398g	503g	-	610g	
官方定价	2499/2999 元	2999 元	3169 元	6888 元起	1999 元	偏高端
上市日期	2021/05 上市	2020/01 上市	2020/10 上市	2021/05 上市	2021/12 上市	预计 2022 年

数据来源: VR 陀螺 上海证券研究所

表 9 主要 AR 设备参数

	MagicLeap	Microsoft	Nreal	APPLE
产品名称	MagicLeap	HoloLens2	Nreal Light	MR 设备
产品形态				
处理器	Nvidia Tegra X2 多核处理器	高通骁龙 850 计算平台		双处理器, 其中 一个与 M1 性能 相近
屏幕			OLED	OLED
分辨率	1280*960	2k	1920×1080	4K
刷新率				
光学方案	透明全息透镜 (波导)	透明全息透镜 (波导)		
视场角	40°	52°	52°	
交互-头部			6DoF	
交互-手柄			6DoF	
RAM		4G		
ROM	128G	64-GB		
操作系统		Windows10		
电池	3h	2-3h	3h	
重量	500g	566g	106g	
官方定价	2295 美元	27388 元	599 美元	偏高端定位
上市日期	预计 22 年 2 月	2019 年 11 月	2021 年 12 月	预计 2022 年

数据来源: VR 陀螺 上海证券研究所

从应用端看, 在硬件出货量破千万, VR 设备实现初步普及的当下, 投入 VR 内容的开发已经有了初步盈利的可能。目前已经有

多款 VR 游戏实现百万级别销量，如 Beat Saber、Half-Life: ALYX 等。而在早期的主机游戏市场，销量破百万的作品被称为白金作品，是彼时主机游戏厂商的主力创收作品。由此推断，虽然 VR 游戏的内容研发成本相对较高，但一些主打玩法创新、画面等内容投入不高的产品可能已经实现盈利。在存在盈利可能，同时产业的想象空间广阔的前提下，投入 VR 内容开发的厂商数量有望快速增加。

表 10 百万销量 VR 游戏一览

游戏	上线时间	Steam 大陆售价	销量/销售额
Beat Saber	2018.5	90 元	游戏官方宣布，截至 2021.2，全平台销量破 400 万
Half-Life: ALYX	2020.3	163 元	SteamSpy 预测，截至 2020.12，游戏销量破 200 万
The Walking Dead: Saints & Sinners	2020.2	116 元	游戏官方宣布，截至 2021.10，全平台收入超 5000 万美元
Moss	2019.7	90 元	游戏官方宣布，截至 2021.7，全平台销量破百万
Gorn	2019.7	68 元	游戏官方宣布，截至 2021.7，全平台销量破百万
SUPERHOT	2016.2	110 元	游戏官方宣布，截至 2019.12，全平台销量破 200 万
Elite Dangerous: Horizons	2015.4	191 元	游戏官方宣布，截至 2019.4，全球销量破 140 万
Job Simulator	2016.4	70 元	游戏官方宣布，截至 2021.1，全平台销量破百万

数据来源: Gamelook Steam 上海证券研究所整理

我们认为，游戏与社交应用是目前相对较接近元宇宙定义的应用产品，但距离真正意义上的元宇宙产品落地还需要很长一段时间。目前市场上所认知的元宇宙游戏大致分为两种，一种强调沉浸感，以 Half-Life: ALYX 等 VR 游戏为代表，一种强调自由度，游戏的内容多元化，社交属性较强，但画面偏弱，以 Roblox、Fortnite 为代表。当前的元宇宙游戏无法兼顾沉浸感及自由度，这是元宇宙游戏在技术上所面临的主要瓶颈。Roblox 等强调自由度的元宇宙游戏技术难度相对偏低，部分国内游戏厂商通过为其提供游戏内容参与其中，如世纪华通在 Roblox 中推出的 LiveTopia 系该平台的明星产品之一，DAU 峰值破 500 万。

图 22 Roblox 提出的元宇宙要素



数据来源: Roblox 招股说明书 上海证券研究所

图 23 LiveTopia 游戏截图



数据来源: 游戏日报 上海证券研究所

三、电商直播：行业高景气，关注模式创新

3.1 短视频平台发力，电商直播持续高速发展

根据统计局数据，实物商品网上零售额维持稳健增长，其中，电商直播为行业发展提供了的重要增量。

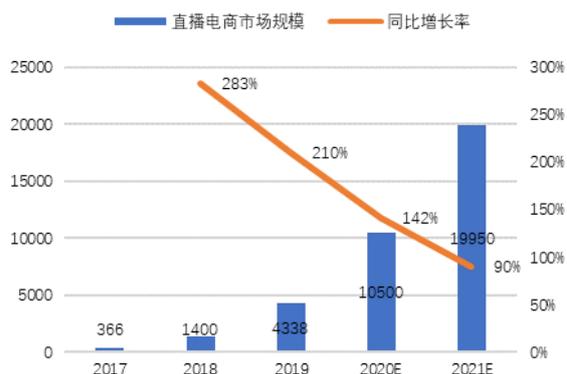
图 24 实物商品网上零售额（亿元）



数据来源: 国家统计局 上海证券研究所

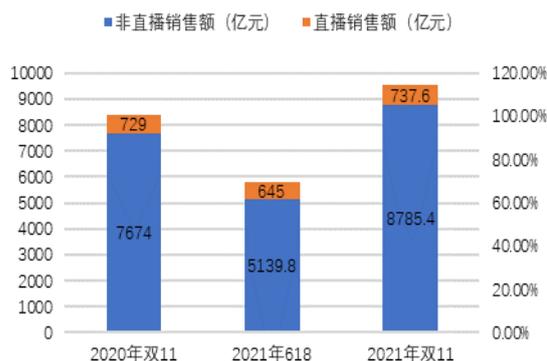
根据阿里研究院数据，电商直播市场规模将保持高速增长态势，预计 2021 年电商直播市场规模有望接近 2 万亿元，同比增长 90%，渗透率提升至 14.3%。电商直播的发展越来越偏向于日常化、常态化，而对电商购物季 GMV 的拉动作用不明显。2021 年的双 11 电商直播销售额达 737.6 亿元，较 2020 年双 11 仅有小幅增长。

图 25 电商直播市场规模 (亿元)



数据来源: 阿里研究院 上海证券研究所

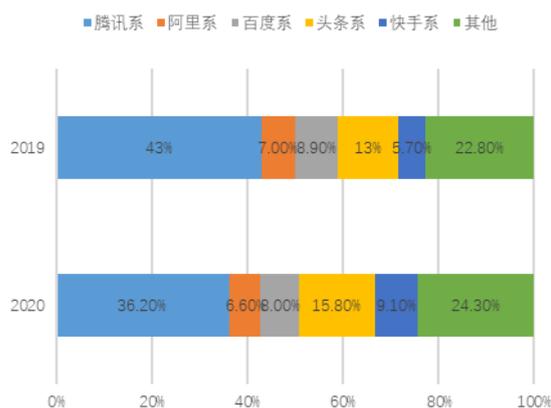
图 26 电商直播在购物季的表现



数据来源: 星图数据 上海证券研究所

电商直播的高速发展主要得益于短视频平台对电商直播的大力扶持。从互联网流量大盘来看, 短视频平台是此轮流量争夺的赢家。根据 Questmobile 数据, 截至 2020 年底, BAT 三家在中国移动互联网用户 APP 使用时长上的占比为 50.8%, 相较于去年同期降低 8.1pct。而头条及快手等短视频巨头则实现用户时长份额的快速提升, 用户市场占比分别同比增长 2.8pct、3.4pct 至 15.8% 和 9.1%。根据快手招股说明书, 短视频平台 DAU 及用户日均使用时长均呈现高速增长势头。截止 2020 年, 短视频平台 DAU 预计将达 6.29 亿人, 用户平均使用时长增长至 84.3 分钟。

图 27 各巨头占据的用户时长比例



数据来源: QuestMobile 上海证券研究所

图 28 短视频平台 DAU



数据来源: 快手招股书 上海证券研究所

抖音及快手均将直播带货视作未来业绩增长的重要突破口, 两平台自营电商 GMV 增长迅速, 根据《抖音电商生态白皮书》, 抖音 GMV 在 2020 年快速增长了 50 倍, 而根据快手财报, 快手小店

2021Q3 的 GMV 达 1582 亿元，同比大幅增长 135%，占当季电商业
务总 GMV 的 90%。

图 29 抖店 GMV

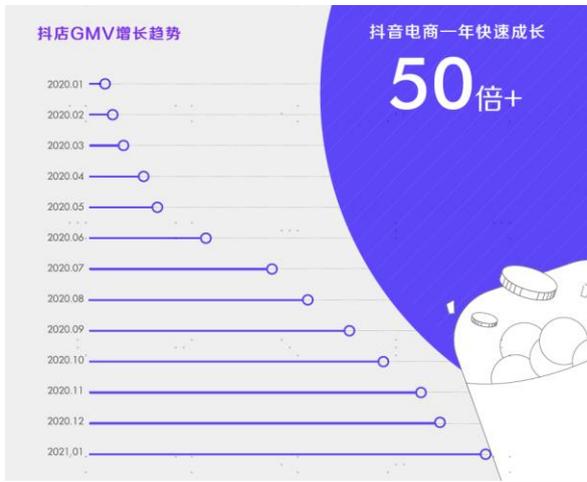
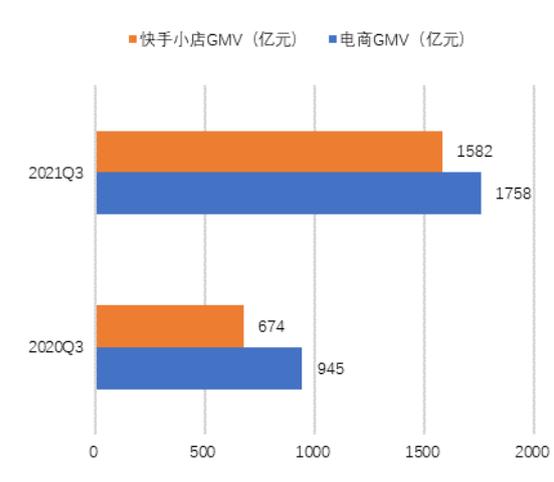


图 30 快手电商 GMV 及直播收入



数据来源:《2021 抖音电商生态发展报告》 上海证券研 数据来源:快手财报 上海证券研究所

从政策端看，短视频平台电商直播业务同样相对收益。一方面，今年以来各部委密集下发政策，督导平台经济反垄断政策落地。从近期披露的反垄断处罚案例看，针对大型平台强制“二选一”行为的惩罚力度最大，是监管的重点方向之一。在这一背景下，短视频平台等新兴电商相对容易吸引品牌商到新平台开设新店。另一方面，随着电商直播的发展，国家对电商直播激活市场的作用给予了一定的认可，推进电商直播相关行业职业化、正规化。根据新版《国家职业分类大典》，互联网营销师被正式纳入职业名录，下属选品员、直播销售员、视频创推员、平台管理员四个工种。同时，推出《互联网营销师国家职业技能标准目录》，对从业人员的专业技能水平做出了细致划分。

表 11 反垄断处罚案例

时间	公司	案件	理由	处罚措施
2021 年至今	BAT 等多家主体	未申报经营者集中的 70 余个案例	违法实施经营者集中，不具有排除、限制竞争的效果	罚款 50 万元。
2021 年 3/5 月	橙心优选、北京十荟等	排挤竞争对手，以低于成本的价格倾销	不正当价格行为	罚款 150 万元。
2021 年 4 月	阿里巴巴	实施“二选一”垄断行为	滥用市场支配地位行为	(一) 责令停止违法行为；(二) 对当事人处以其 2019 年度中国境内销售额 4% 的罚款，计 182.28 亿元。

2021年5/6月	新东方、学而思等	网站存在虚假宣传行为	实施虚假或引人误解的商业宣传行为	处以3650万元顶格罚款。
2021年7月	虎牙、斗鱼	虎牙、斗鱼合并案	违法实施经营者集中，可能具有排除、限制竞争的效果	禁止此项经营者集中。
2021年7月	腾讯控股	腾讯控股收购中国音乐集团	违法实施经营者集中，可能具有排除、限制竞争的效果	(一)责令腾讯及其关联公司采取解除独家版权等措施恢复相关市场竞争状态；(二)处以50万元罚款。
2021年10月	美团	美团在中国境内网络餐饮外卖平台服务市场实施“二选一”垄断行为	没有正当理由，限定交易相对人只能与其进行交易	依法作出行政处罚决定，责令美团停止违法行为，全额退还独家合作保证金12.89亿元，并处以其2020年中国境内销售额1147.48亿元3%的罚款，计34.42亿元。

数据来源：市场监管总局 上海证券研究所整理

3.2 平台扶持下，品牌自播持续快速增长

电商直播经过几年的发展，尤其是2020年疫情的催化，市场热度整体上处于较高水平。对于品牌商而言，传统模式的电商直播主要依靠头部主播/KOL带货，这一模式能够在短时间内快速做大GMV，营销效果立竿见影，投入产出比清晰。但是，在直播带货市场热度较高的情况下，高昂的坑位费、主播及平台分账比以及产品本身需低于市场价格的隐含条件使得品牌商的利润空间受到严重挤压，同时，这一模式使得流量向头部主播进一步集中，对于培养品牌认知度的效果并不理想。伴随着电商直播的常态化，品牌商将电商直播纳入长期营销投入的一环，不仅仅追求短期效益，也开始追求培养品牌认知度。在这一背景下脱颖而出的新形式电商直播就是品牌自播，所谓品牌自播指的是围绕品牌官方形象做账号自播或者店铺自播，主播可以使自身培养也可以由MCN机构提供，比起聘用单一主播更多情况下是筛选出主播的矩阵，共同为品牌账号服务。根据飞瓜数据，目前自播号带货场次已占到总带货场次的2成左右，并仍在高速增长中。从销售额的贡献程度看，店播号贡献的销售额占到品牌商总销售额的50%以上。由于自播聚焦于自身产品，对于提升品牌认知度有着良好的效果，在服饰、家居、数码等领域都有着不错的表现。

品牌自播最初起源于淘直播，而现阶段依靠抖音、快手的平台政策扶持，在短视频平台电商发展更为迅速。抖音对品牌自播的扶持体现在流量扶持及销售额返点两个方面；快手电商2021年的三个关键词为“大搞信任电商、大搞品牌、大搞服务商”，重点围绕产业代工集群做白牌升级。

图 31 播主带货场次占比



数据来源：飞瓜数据 上海证券研究所

图 32 品牌带货播主店铺号销售额占比



数据来源：飞瓜数据 上海证券研究所

3.3 虚拟主播进军直播带货

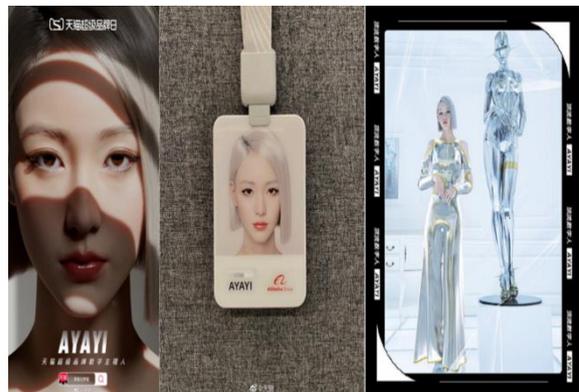
一方面，头部主播佣金高企挤占品牌商利润空间；另一方面，真人主播、明星负面新闻频发，可能影响合作品牌的品牌形象。在这一背景下，虚拟主播成功进军直播带货，凭借其不会塌房的形象特征，在短时间内就收到了相当一部分市场的认可，在各大社交媒体上长期拥有者较高的话题度。此外，当前时间点虚拟主播带货的成本较低，品牌方能够保有更多利润。

进军电商直播的虚拟偶像类型正变得不断丰富。早期进军电商直播的虚拟主播多以 B 站为主要宣传阵地，有相对明显的二次元画风，如初音未来、洛天依、A-Soul 等，适宜需要拓展年轻用户的品牌主。而在近期，写实向虚拟人的关注度正快速提升，在国内市场，超写实虚拟偶像 AYAYI 成为天猫超级品牌日数字代言人的事件一度引发社交媒体热议，而在海外，写实向虚拟人 Lil Miquela、Imma Gram 已经与多家快消、服饰、奢侈品品牌达成合作，其目标用户圈层有望较传统虚拟偶像进一步扩大。

图 33 618 天猫直播间的虚拟偶像带货



图 34 超写实虚拟偶像 AYAYI 为天猫品牌日代言



数据来源：克劳锐 上海证券研究所

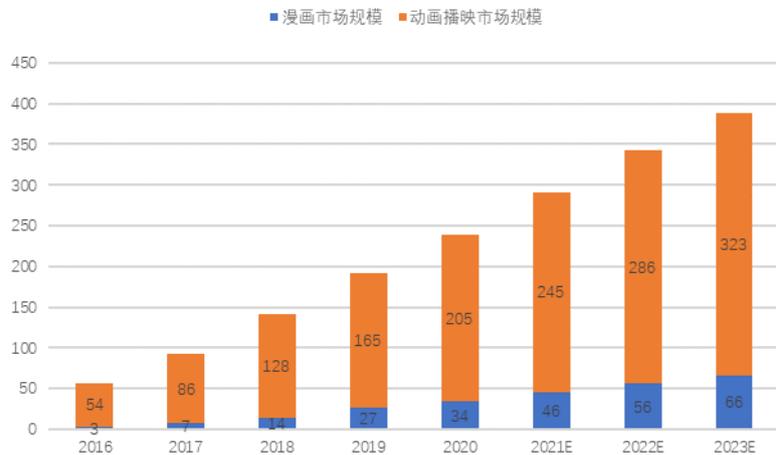
数据来源：时趣研究 上海证券研究所

四、动漫：国漫的影响力有望进一步扩大

4.1 动漫市场维持较快增长

根据艾瑞咨询数据,2020年中国动漫市场整体规模约239亿元,其中动画市场规模205亿元,漫画市场规模34亿元,动画产品仍是市场主力。从行业增速上看,中国动画市场连续两年保持20%+的增速,未来有望持续稳健增长势头。庞大的Z世代群体对动漫产业的接受程度普遍较高,是支撑行业发展的根本原因。随着未来Z世代人口的个人可支配收入的不断提升,中国动漫市场的商业化潜力十分巨大。

图 35 中国动漫产业规模 (亿元)



数据来源：艾瑞咨询 上海证券研究所

4.2 政策变化、产能提升推动国漫崛起

国漫崛起是中国动漫产业的主旋律。从供给端看,根据哔哩哔哩国创动画作品发布会披露的数据,2019年,国漫内容的MAU反超日漫,成为了哔哩哔哩最大的内容品类,2020年,这一领先优势呈现进一步扩大的态势。从政策端看,今年4月份起,我国对日本动画番剧正式施行“先审后播”制度,从结果上看,日漫的数量以及播出的及时性都出现了比较明显的下滑,这也为国漫的进一步发展腾出了空间。

从产品表现看,大银幕上高票房国产动画电影频出,票房冠军为《哪吒之魔童降世》,国内累计票房超50亿,其票房为进口动画电影票房冠军《疯狂动物城》的3倍有余。除《哪吒之魔童降世》外,《捉妖记》系列、《姜子牙》的票房也超过了《疯狂动物城》。在番剧市场,我们比较了哔哩哔哩播放量前五的日漫及国漫,两者的播放量基本处于同一量级。近年来,国创动画市场更是涌现出了一批诸如《雾山五行》、《天官赐福》等口碑、播放量双高的优质动

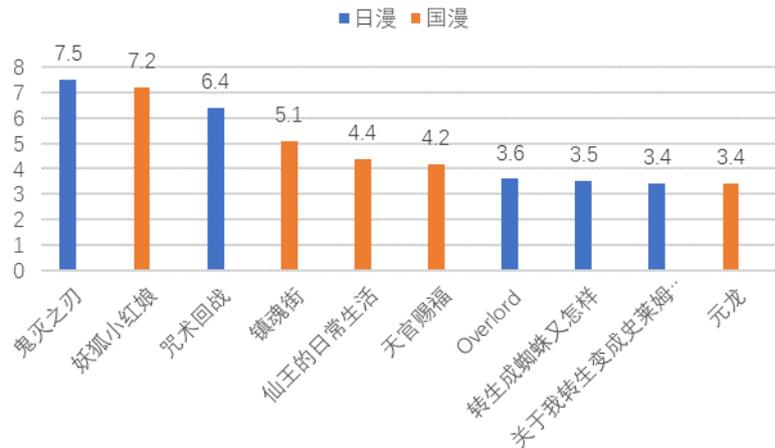
画，进一步强化了国漫对用户的吸引力。

表 12 中国动漫电影票房 Top5

影片	票房/亿元	制作公司
哪吒之魔童降世	50.35	光线影业
捉妖记	24.36	浙江影视集团、安乐影片等
捉妖记 2	22.37	无锡影都传媒、猫眼、中国电影等
姜子牙	16.03	光线影业
疯狂动物城	15.32	华特迪士尼

数据来源：猫眼数据 上海证券研究所整理

图 36 B 站播放量前 5 的日漫及国漫（亿次）



数据来源：哔哩哔哩动画 上海证券研究所

国内大型动画制作公司如光线传媒等已上市多年，而一批中型动画制作公司也有望于未来一两年上市。3D 动画制作公司原力数字已披露其招股说明书，2020 年公司实现营收 3.3 亿元，归母净利润 6290 万元，盈利情况较前年有较大幅度提升。国产动画在 3D 动画领域具备一定优势，产量超过日本。3D 动画公司除了动画制作的业务外，也能够承接诸如游戏 CG 制作、虚拟人物建模等多样化的业务，盈利能力相对较好。

表 13 主要国漫制作公司及其代表作品

制作公司	代表作品
光线传媒	哪吒之魔童降世，大鱼海棠，大护法
腾讯动漫	斗罗大陆，斗破苍穹，完美世界，武神主宰
哔哩哔哩	灵笼，仙王的日常生活，天官赐福

奥飞娱乐	十万个冷笑话，神奇马戏团，喜洋洋与灰太狼
原力数字	凡人修仙传，全职高手，妈妈咪鸭，驯龙记
幻维数码	斗破苍穹第二季，梦幻西游2
玄机科技	斗罗大陆第一季，秦时明月，天行九歌

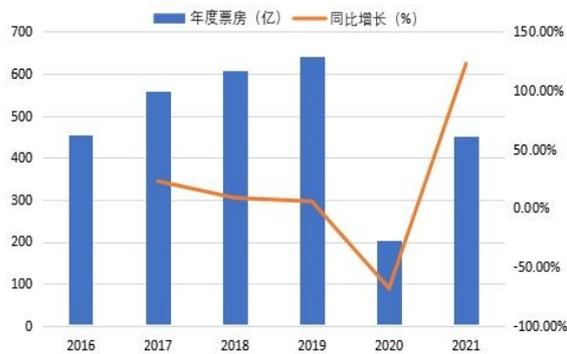
数据来源：公司官网 上海证券研究所整理

五、影视院线：疫情影响减弱，院线龙头份额提升

5.1 疫情影响减弱，但院线经营情况依旧较困难

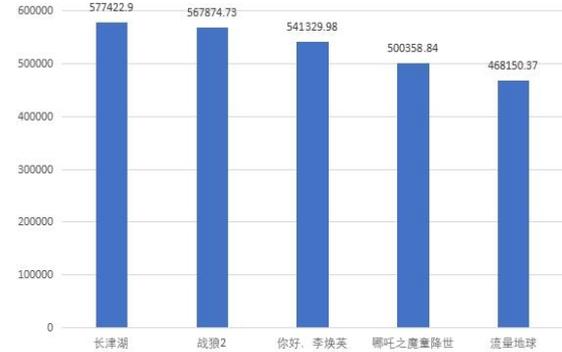
我们预计 2022 年疫情影响对票房的影响将持续减弱，优质影片供给决定票房空间上限。经历了多年快速增长的电影行业在 2020 年疫情的影响下，影院停业半年，致使 2020 年票房下滑到 203 亿。2020 年 7 月复工以来，电影市场在重磅大片带领下持续回暖。2021 年虽然也受到几轮疫情影响，但总体票房同比翻倍。从国产电影票房 TOP5 数据来看，《长津湖》、《你好，李焕英》都是在 2021 年上映。疫情虽然存在局部反复，但线下观影需求的刚性使 2021 年票房重回 400 亿以上。中国市场是目前全球少数还能保持正常运作的电影市场，疫情不改行业长期向好趋势。

图 37 2016-2021 年电影票房（亿元）



数据来源：猫眼专业版 上海证券研究所

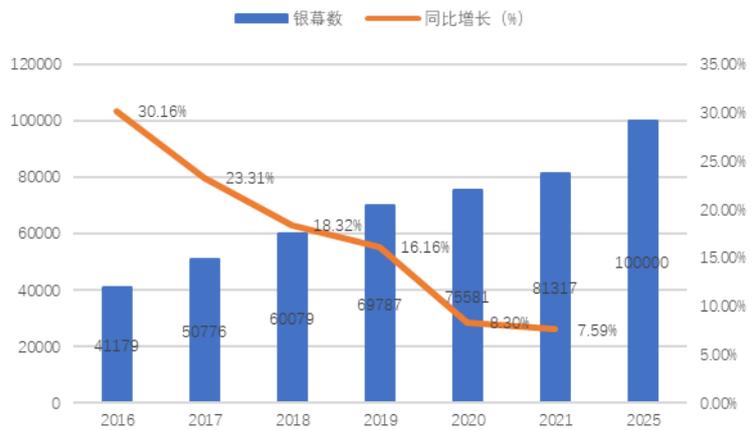
图 38 国产电影票房 TOP5（万元）



数据来源：猫眼专业版 上海证券研究所

我国影院基础设施建设依然保持较快增速，预计 2025 年银幕数超过 10 万块。相比 2016 年的 41129 块银幕，今年截至 12 月 8 日，全国银幕数达 81317 块，巨型银幕规模位居世界第一。按照《“十四五”中国电影发展规划》，2025 年我国电影银幕数要超过 10 万块。近 2 年电影银幕数的增长没有受到疫情影响，2020 年、2021 年分别保持了 8.3% 和 7.59% 的增速。票房下滑与银幕数持续增长导致单屏幕票房产出进一步下跌，院线公司毛利率走低。

图 39 2016-2025 年电影银幕数



数据来源：国家电影局《“十四五”中国电影发展规划》 上海证券研究所

5.2 多部优质国产片定档，关注春节档表现

多部优质国产电影宣布定档春节，档期票房有望再创新高。2022 年春节档已有多部国产大片定档，包括《超能一家人》、《四海》、《奇迹》、《熊出没》、《这个杀手不太冷》等。《超能一家人》、《奇迹》、《四海》三部电影目前关注热度最高，在各平台上的“想看”数据不相上下，组成了第一梯队。有市场号召力的影片宣布定档春节将有效拉动电影消费，使行业加速回暖，明年的春节档有望再创档期票房新高。

图 40 2022 年春节档重点影片

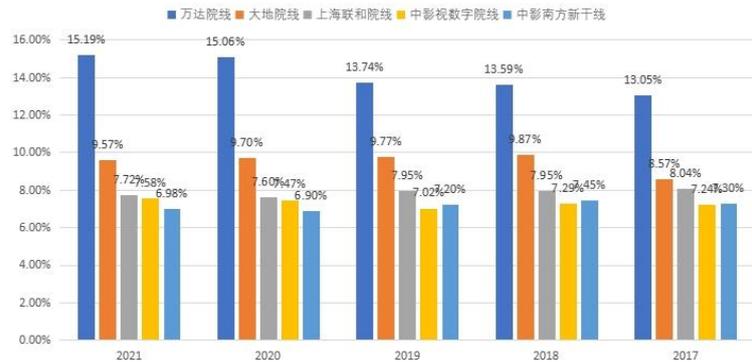


数据来源：猫眼专业版 上海证券研究所

近 2 年整体票房受疫情影响有所下滑，但头部院线公司逆势布局，市占率稳步提升。根据艺恩数据，万达院线市占率从 2017 年

的 13.05% 提高到 2021 年的 15.19%，继续稳居第一。目前我国银幕数量跃居世界第一，银幕数已超过 8 万块。TOP5 院线票房占比 47%，整体票房继续向头部院线集中。疫情迫使大量小影院退出市场，而头部公司趁机扩张份额。2022 年预计头部院线公司新建影院数量有望继续增加，影院行业集中度将进一步提升。

图 41 2017-2021 年五大院线市占率



数据来源：艺恩数据 上海证券研究所

六、潮玩：Z 世代创造多个百亿级新市场

6.1 Z 世代：为兴趣的付费意愿高

随着我国经济的高速发展，在物资充裕的环境下成长的 Z 世代用户已不再过于追求性价比，而愿意为兴趣付费，并享受因兴趣付费带来的满足感，对价格的敏感度相对不高。由此，在符合 Z 世代兴趣圈层的领域中诞生了诸多新的市场，其中多个细分市场已达到百亿级别。

图 42 Z 世代感兴趣的文化内容偏好



数据来源：阿里妈妈&哔哩哔哩《了不起的新世代》 上海证券研究所

6.2 盲盒：独特的产品机制推动行业快速发展

盲盒是极具 Z 世代消费特色的玩具产品。根据 MobData，中国盲盒市场在 2020 年已达到百亿规模，同比增速接近 40%。盲盒在设计理念上独具匠心，具备消费门槛低、收益不确定的特征，同时产品的艺术设计上具备显著的二次元文化特征，迎合了 Z 世代的审美观，同时较容易催生用户的社交、收藏需求。

泡泡玛特是盲盒市场的绝对龙头，近三年来，公司业绩持续保持高速增长态势。公司销售渠道已经完成了对国内一二线城市的广泛覆盖，同时在产品上扩充自有 IP 及授权 IP 产品矩阵，多元化的产品战略有望帮助公司维持高速增长态势。

图 43 中国盲盒市场规模



数据来源：Mob 研究院 上海证券研究所

6.3 剧本杀：强社交属性的新型线下娱乐

剧本杀脱胎于桌游，玩法上依托剧本进行角色扮演。剧本的内容以悬疑推理为主，游玩场景分实景剧本杀与桌面剧本杀，游玩时间一般在 1.5 小时起，部分剧本可能耗时 6 小时以上。剧本杀对新手的门槛相对不高，但一定程度上依赖于剧本杀主持人的经验。

根据艾媒咨询，剧本杀的市场规模同样来到了百亿级别，剧本杀的社交裂变能力较强，在一定程度上也能够接受陌生人组团，叠加剧本杀综艺的影响，用户群体扩张迅速。

芒果 TV 的人气综艺《明星大侦探》是推动剧本杀行业快速发展的重要推手。芒果超媒也在持续加码剧本杀赛道，今年 5 月，公司首家自营线下剧本杀体验店芒果 M-City 长沙店开业，五一期间店铺体验人数超 900 人。11 月，公司第二家剧本杀体验店落户上海，同样引起了广泛关注。

图 44 中国剧本杀市场规模



数据来源：艾媒咨询 上海证券研究所

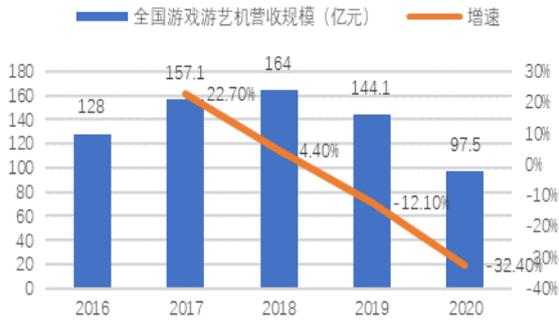
6.4 卡牌机：重磅 IP 加持下有望实现快速扩张

在游戏游艺市场更成熟的日本等国家，卡牌机是各大游戏厅中不可或缺的重要组成部分。过去，我国由于游戏游艺设备禁令的存在，使得相关产业的发展一度停滞，随着 2015 年禁令正式废止，产业开始重新焕发生机。卡牌机的业务模式与传统游艺设备不同，一般不收取设备价款及租金，而是通过持续销售对应的动漫 IP 形象卡片获取收益。当前，在一台设备的使用寿命中，其通过卡牌可获取的收益远超销售设备的价款。

当前我国卡牌机市场规模仍然较小，但其潜在市场规模可观。2020 年，受疫情影响，我国游艺机设备市场整体规模缩小至百亿，2018 年设备市场规模 164 亿元，对应商用游戏娱乐产业规模 1210 亿元（含游戏厅运营及设备）。在日本等成熟市场，卡牌机约占游艺设备的 15%-20% 份额，在国内卡牌机市场发展成熟之后，预计可辐射的市场规模达 200 亿上下。

华立科技是国内卡牌机产业龙头，近年来，公司大力发展卡牌机业务，公司运营的主要卡牌机 IP 产品包括《宝可梦加傲乐》、《奥特曼融合激战》以及《机甲勇者》系列；公司卡牌机投放数量逐年增加，2020 年投放数量近 7000 台，随着设备投放数量的逐渐增多，该项业务已成为公司收入增长的重要来源。

图 45 2016-2020 年全国游戏游艺机营收规模及增速



数据来源：华立科技招股说明书 上海证券研究所

图 46 线下游戏游艺产业规模



数据来源：《2018 年线下游戏产业数据报告》 上海证券研究所

七、体育：迎赛事大年，关注冰雪运动、电子竞技

7.1 体育产业总产值稳定增长，推进“体育强国”建设

我国体育产业总产值长期持续稳定增长。根据国家统计局、国家体育总局核算的数据，2019 年，我国体育产业总产值达到 2.95 万亿元，同比增长 10.9%。体育产业增加值达 1.12 万亿元，同比增长 11.6%。多年以来，我国体育产业总产值始终维持 10% 以上增速，若能够在未来维持这一增速，那么到 2025 年，我国体育产业总产值能够突破 5 万亿元，实现由《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》（即 46 号文）提出的阶段性目标。

图 47 中国体育产业总产值（万亿元）



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

国家政策对体育产业持续大力扶持，加快推进“体育强国”建设成为“十四五”的重点工作之一：2019 年 8 月，由国务院办公厅印发

的《体育强国建设纲要》明确提出：到 2020 年，建立与全面建成小康社会相适应的体育发展新机制。到 2035 年，体育治理体系和治理能力实现现代化，全民健身更亲民、更便利、更普及，经常参加体育锻炼人数达到 45% 以上，人均体育场地面积达到 2.5 平方米，城乡居民达到《国民体质测定标准》合格以上的人数比例超过 92%；青少年体育服务体系更加健全，身体素养极大提升；竞技体育综合实力和国际影响力大幅提升，体育产业成为国民经济支柱性产业。到 2050 年，全面建成社会主义现代化体育强国，人民身体素养和健康水平、体育综合实力和国际影响力居于世界前列。《纲要》的出台，为未来体育产业的发展提供了明确的指引。

7.2 重大赛事临近，关注冰雪运动、电子竞技

2022 年，北京冬奥会、杭州亚运会、卡塔尔世界杯等重大赛事将陆续召开，有望提振体育板块关注度。

表 14 2022 国内外大型综合/足球赛事开赛时间

赛事名称	开赛时间	举办地
冬奥会	2022.2	北京
亚运会	2022.9	杭州
世界杯	2022.11	卡塔尔

数据来源：各大赛事官网 上海证券研究所整理

距离北京冬奥会开幕已经不到 50 天，各项筹备工作正在紧锣密鼓地开展中。传媒板块中，多家公司取得了冬奥会特许品生产商或特许零售商资格，各项纪念品销售或进入最后冲刺阶段。此外，冬奥会的举办有望提升国民对冰雪运动乃至全民健身的意愿，相关设备厂商有望从中受益。考虑到冰雪运动对地域、场地要求较高，一些提供将冰雪运动虚拟化从而提供更普适性服务的公司也有望受益。

表 15 北京冬奥会特许品生产商（仅传媒板块）

特许生产商名称	许可产品类别
元隆雅图	徽章、钥匙扣及其他非贵金属制品、贵金属制品、陶瓷制品
安踏体育	服装、服饰及配饰
文投控股	贵金属制品、工艺品、陶瓷制品

数据来源：北京冬奥组委会官网，上海证券研究所整理

亚运会方面，本届亚运会首次将电子竞技纳入正式项目，其中包括 8 个小项，对应电子竞技游戏的热度有望提升，利好相应游戏

厂商。此外，电竞正式入亚后，国家或地方或给予电子竞技产业以相应的政策扶持，或将推动整个电子竞技生态实现更加健康蓬勃的发展。

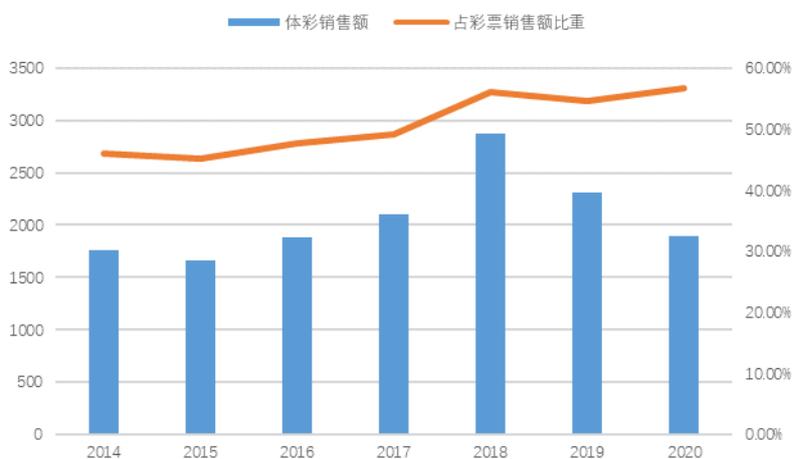
图 48 杭州亚运会电竞小项



数据来源：新浪科技 上海证券研究所

此外，每逢重大赛事年，体彩销量便有望实现大幅度增长。我国体彩销售额的峰值出现在 2018 年，前一届世界杯在这一年举办。受赛事刺激，当年的体彩销售额达 2869 亿元，同比增长 36.82%。此后两年，体彩年销售期迅速回落。明年密集的大型体育赛事排期有望带动体彩销售额再创新高。

图 49 中国体育彩票销售额（亿元）



数据来源：财政部 上海证券研究所

八、 重点关注公司

吉比特：公司为国内知名游戏研发及运营企业，旗下雷霆游戏运营平台目前运营了《问道手游》、《一念逍遥》、《不思议迷宫》、《地下城 3》等多款移动游戏，现有游戏保持了较高的运营效率。我们预测 2021-2022 年公司每股收益为 22.56 和 25.99 元，维持“买入”评级。

万达电影：公司是国内院线行业龙头企业，拥有先进的连锁院线管理服务模式，疫情中公司加速布局，进一步提升了市占率。看好疫情过后电影市场回暖及公司的影视产品储备。我们预测 2021-2022 年公司每股收益为 0.69 元和 0.88 元，维持“买入”评级。

恺英网络：公司专注于游戏业务主业，“传奇+创新”两大品类的新品均有良好表现。公司投资有大朋 VR9.01%股权，其为国内头部 VR 头戴设备厂商。我们预测 2021-2022 年公司每股收益为 0.23 元和 0.27 元，给予“买入”评级。

心动公司：公司是少有的集游戏研发、发行、渠道全产业链为一体的平台型游戏公司，TapTap 作为手游垂类社区领军者，其用户规模及商业化变现水平均有可观的增长空间。按照 SOTP 法估值，给予公司 2023 年远期 535 亿港元目标市值，给予“买入”评级。

光线传媒：公司作为影视行业龙头企业，拥有雄厚的项目储备。公司深耕动画电影优质赛道，制作能力、引进能力以及宣发能力均处于业内领先水平，有望持续受益于国产动漫产业发展。我们预测公司 2021-2022 年每股收益分别为 0.31 元、0.38 元，维持“增持”评级。

华立科技：公司是国内游戏游艺设备龙头。公司动漫 IP 衍生品业务实现业务模式创新，重磅 IP 加持未来有望保持高速增长，同时进军游乐场运营业务，打开千亿市场空间。公司短期受国内疫情反复影响，业绩增量尚未完全释放。我们预测公司 2021-2022 年每股收益分别为 0.79 元、1.56 元，给予“增持”评级。

值得买：公司作为内容型电商导购的龙头企业之一，其商业模式和变现路径成熟，用户规模及业绩增长稳健。星罗等新业务发展势头迅猛，预计将继续带来可观的收入增量。预计 2021-2022 年每股 EPS 分别为 2.36 元、3.02 元，维持“增持”评级。

九、 风险提示

1. **行业政策监管进一步趋严。**2021 年内互联网反垄断、平台互联互通推进、游戏行业未成年人保护、教育双减等多项监管政策相继落地，行业发展得到进一步规范。如果未来监管政策进一

步趋严，或对板块估值、业绩带来一定压力

2. **疫情影响持续。**新冠疫情对线下文娱产业造成了较大冲击，如果疫情影响持续，线下文娱产业复苏进程或晚于预期。
3. **市场竞争加剧。**随着移动互联网流量红利见顶，产业进入存量博弈阶段。长期来看，充分竞争有利于行业良性发展，但如果短期内部分市场参与者选用了激进的经营方针，导致市场竞争环境加剧，可能会压缩市场参与者的利润空间。
4. **新技术发展低于预期。**互联网产业的发展与技术进步密切相关，如果 VR/AR、元宇宙、Web3.0 等前沿技术发展低于预期，可能导致产业发展速度放缓。

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	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
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。