

2022年05月05日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

传媒互联网新消费行业：总结与展望

增持（维持）

投资要点

分析师：朱珠

执业证书编号：S1050521110001

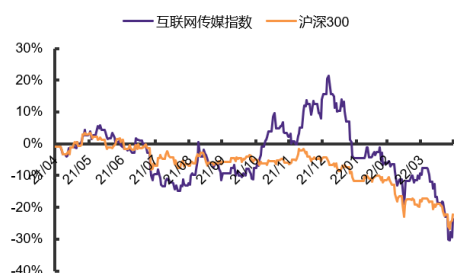
电话：021-54967577

邮箱：zhuzhu@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
互联网传媒指数	2.6	-9.6	-23.7
沪深300	3.0	-6.8	-22.2

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

2021年及2022一季度总结：2021年总营收已恢复疫情前但2022Q1营收同比未新增

2021年A股传媒板块总营收为5821亿元（同比增12.3%），较2019年总营收增8.8%，总营收已恢复至疫情前水平；2022年一季度A股传媒板块总营收1207亿元（同比增0.02%），2022年一季度中3月已受到局部地区疫情波动影响，进而同比看营收尚未实现较大新增；2021年归母净利润恢复到2020年疫情前但2022Q1盈利承压，2022年4月由于华东地区疫情多点散发后二季度营收预计有所影响，目前该部分影响已在情绪面逐步释放中，伴随疫情控制进展，叠加政策端助力，看企业端复工复产进展，三季度环比看有望回暖。

2022年展望：新需求 新供给 新增量

新需求看用户，Y世代人群数量达到3.15亿，Z世代人群2.33亿，从消费规模来看，Y世代的年消费规模达到6.68万亿元，Z世代达到4.94万亿元，当前Y世代仍是消费市场的主力军，但Z世代已经开始在某些领域引领消费趋势的变化，随着Z世代步入职场，收入逐步提升，他们有望成为未来消费市场的有力增长点。4亿女性拉动10万亿元的她经济。新供给带来新增量。2022可关注亚运会（电竞、球星卡）、元宇宙（VR消费级进展、数字藏品、数字人）新增量。

行业评级及投资策略

给予传媒互联网新消费行业增持评级。2021年整体看营收利润已逐步恢复至疫情前，但2022年一季度中3月受到疫情多点散发致企业经济活动受其影响，4月华东地区仍受疫情扰动，预计2022年二季度企业经济活动仍受其影响，但目前该部分影响已在情绪端逐步释放，进入5月，疫情已从相对高发阶段回到总体可控，伴随复工复产后，5月政策有望助力经济恢复，上海与北京地区元宇宙峰会预计将于5月底与7月举办，6月迎618电商节，9月迎亚运会，10月迎国庆档，11月迎双十一，二季度经济盈利承压已提前情绪面凸显，三季度有望实现业绩的环比改善（蓝色光标、芒果超媒、横店影视等）；2022年二三季度可看新需求，新需求带来的新增量。可关注亚运会电竞（电魂网络、浙文互联、腾讯、浙数文化等）、球星卡板块（姚记科技），元宇宙板块中的VR、数字藏品、数字人板块（风语筑、视觉中国、蓝色光标、芒果超媒、新经典、浙文互联、华策影视等），进而给予传媒互联网新消费行业增持评级。

风险提示

产业政策变化风险、推荐公司业绩不及预期的风险、行业竞争风险、新技术发展不及预期的风险、隐私数据保护不及预期的风险、优质内容供给不及预期的风险、经营不达预期风险；疫情波动风险、宏观经济波动风险。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022/4/29 股价	EPS			PE			投资评级
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
300413.SZ	芒果超媒	35.80	1.14	1.38	1.77	31.4	25.9	20.2	推荐
002605.SZ	姚记科技	14.63	1.42	1.67	2.06	10.3	8.8	7.1	推荐
300058.SZ	蓝色光标	5.74	0.21	0.26	0.34	27.3	22.1	16.9	推荐
300133.SZ	华策影视	4.34	0.21	0.26	0.31	20.7	16.7	14.0	推荐
603466.SH	风语筑	16.92	1.04	0.83	1.01	16.3	20.4	16.8	推荐
603096.SH	新经典	17.01	0.80	1.12	1.42	21.3	15.2	12.0	推荐
603444.SH	吉比特	338.00	20.43	22.24	26.22	16.5	15.2	12.9	推荐
603103.SH	横店影视	9.92	0.02	0.22	0.37	496.0	45.1	26.8	推荐
600986.SH	浙文互联	5.01	0.22	0.29	0.37	22.8	17.3	13.5	推荐
603258.SH	电魂网络	21.63	1.37	1.43	1.66	15.8	15.1	13.0	推荐
9626.HK	哔哩哔哩-SW	171.02	-17.87	-17.35	-12.94	-9.6	-9.9	-13.2	未评级
0700.HK	腾讯控股	317.02	23.16	16.92	19.37	13.7	18.7	16.4	未评级
000681.SZ	视觉中国	11.94	0.22	0.35	0.45	54.3	34.1	26.5	未评级
300251.SZ	光线传媒	7.25	-0.11	0.32	0.40	-65.9	22.7	18.1	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究

注：港元对人民币汇率取1港元=0.84元人民币；美元对人民币汇率取1美元=6.61元人民币；表中股价均为人民币元；“未评级”盈利预测取自万得一致预期

正文目录

1、 2021年及2022Q1总结：2021年总营收已恢复疫情前但2022Q1营收同比未新增	5
1.1、 传媒之营销：2021年归母利润74亿元已恢复到2020年疫情前 2022Q1盈利承压	8
1.2、 传媒之院线：2021年总归母利润亏损收窄票房未恢复至疫情前 2022Q1盈利但未新增	10
1.3、 传媒之广电：2021年及22年一季度归母利润同比增长但尚未恢复至疫情前	12
1.4、 传媒互联网之视频（长视频、短视频）：2021视频付费用户7.1亿人	13
1.5、 传媒之内容端：2021年电影剧集动漫利润亏损收窄 22Q1利润同比下滑	15
1.6、 传媒之内容端：2022Q1游戏利润同比增加宅经济红利难再现核心看产品	16
1.7、 传媒之内容端：2021Q1出版阅读利润下滑7.6% 需新增长动力	18
2、 2022年展望：新需求新供给新增量	19
2.1、 新需要来自用户	19
2.2、 新供给带来新消费新增量：亚运会电竞球星卡元宇宙	21
3、 行业评级及投资策略	23
4、 风险提示	25

图表目录

图表1：2019-2021年传媒板块总营收及同比增速	5
图表2：2019-2022年一季度传媒板块总营收及同比增速	6
图表3：2019-2021年传媒板块总商誉及较2019年同期增速	6
图表4：2019-2021年传媒板块总归母利润及较2019年同期增速	7
图表5：2019-2022年一季度传媒板块总归母利润及同比增速	8
图表6：2019-2021年传媒板之营销板块总归母利润及较2019年同期增速（左）、总商誉（右）	9
图表7：2019-2022年一季度传媒板之营销板块总归母利润及较2019年同期增速	9
图表8：2019-2021年传媒之院线总归母利润（左）、院线总商誉（右）	11
图表9：2018-2021年全国分账票房及同比增速	11
图表10：2019-2022年一季度传媒板之院线板块总归母利润	11
图表11：2019-2021年传媒之广电板块总归母利润及较2019年同期增速	12
图表12：2019-2022年一季度传媒板之广电板块总归母利润及较2019年同期增速	12
图表13：2019-2021年主要视频企业营收及同比增速及2021年TOP2主业构成占比	14
图表14：2019-2021年传媒之电影剧集动漫内容板块总归母利润（左）、商誉总值	16
图表15：2019-2022年一季度传媒板之电影剧集动漫内容总归母利润及21Q1同比增速	16
图表16：2019-2022年一季度传媒板之游戏内容总归母利润及同比增速	17
图表17：2021-2022年游戏季度收入及环比（左）、2020-2022Q1游戏收入及同比（右）单位：亿元	18

图表18：2019-2022年一季度传媒板之游戏内容总归母利润及同比增速..... 18

图表19：2020-2021Q1全国图书零售增速（上）、2016-2021全国图书零售增速走势（下）..... 19

图表20：YZ世代用户规模（左）、不同世代人群年消费规模（右）..... 20

图表21：中国女性用户规模及拉动的消费市场规模 21

图表22：2020年-2030年元宇宙市场规模及同比增速 22

图表23：2020-2025年中国VR市场出货量一体机（万台）、同比增速..... 22

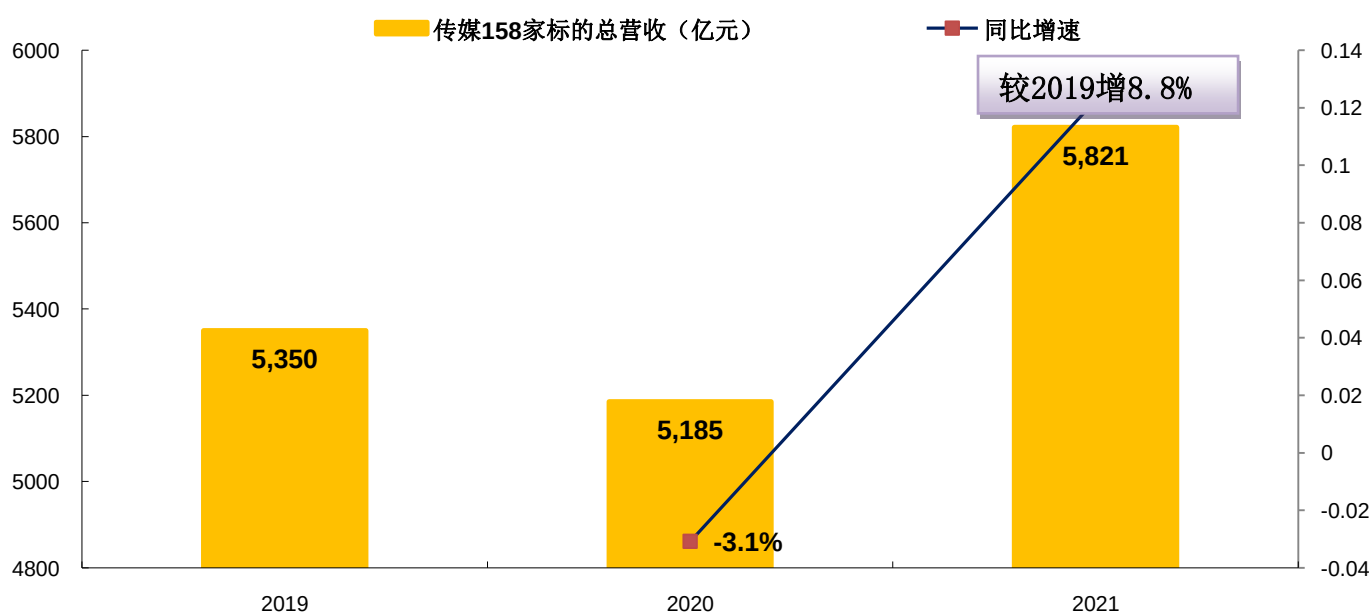
图表24：2030年我国虚拟数字人整体市场规模（左）、虚拟数字人案例（右）..... 23

图表25：重点关注公司及盈利预测 24

1、2021年及2022Q1总结：2021年总营收已恢复疫情前但2022Q1营收同比未新增

2020年疫情开始到2021年疫情局部波动，我们对比2019-2021年三年维度财务数据看行业恢复进展。剔除阿里巴巴、腾讯、网易、快手、哔哩哔哩、美团等港股标的，以及2022年新上市的兆讯传媒、青木股份，并剔除退市的艾格拉斯（*ST艾格），2021年A股传媒板块合计158家标的总营收为5821亿元（同比增加12.3%），较2019年总营收增加8.8%，总营收已恢复至疫情前水平。单个公司来看，蓝色光标连续三年营收位居A股传媒板块头把交椅，表现靓丽也得益于企业夯实主业的同时不断迭代。

图表 1：2019-2021 年传媒板块总营收及同比增速

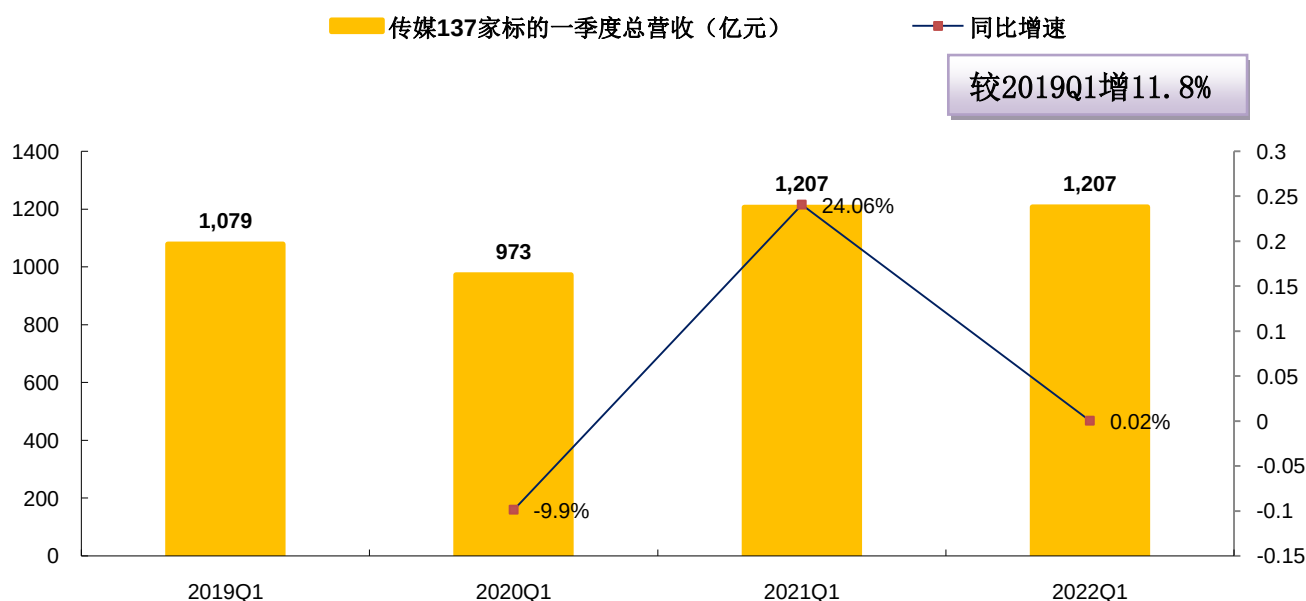


资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

- 2022年一季度A股传媒板块总营收1207亿元（同比增0.02%），较2019年同期增加11.8%，已恢复至疫情前但未较大新增

纵观2019-2022年一季度A股传媒板块137家标的（剔除2021-2022年新上市企业及港股）总营收1207亿元（同比增加0.02%），较2019年同期增加11.8%。2022年一季度中3月已受到局部地区疫情波动影响，进而同比看营收尚未实现较大新增，2022年4月由于华东地区疫情多点散发后2022年二季度营收预计有所影响，目前该部分影响已在情绪面逐步释放中，伴随疫情控制进展，叠加政策端助力，看企业端的复工复产进展，三季度环比看有望回暖。

图表 2：2019-2022 年一季度传媒板块总营收及同比增速

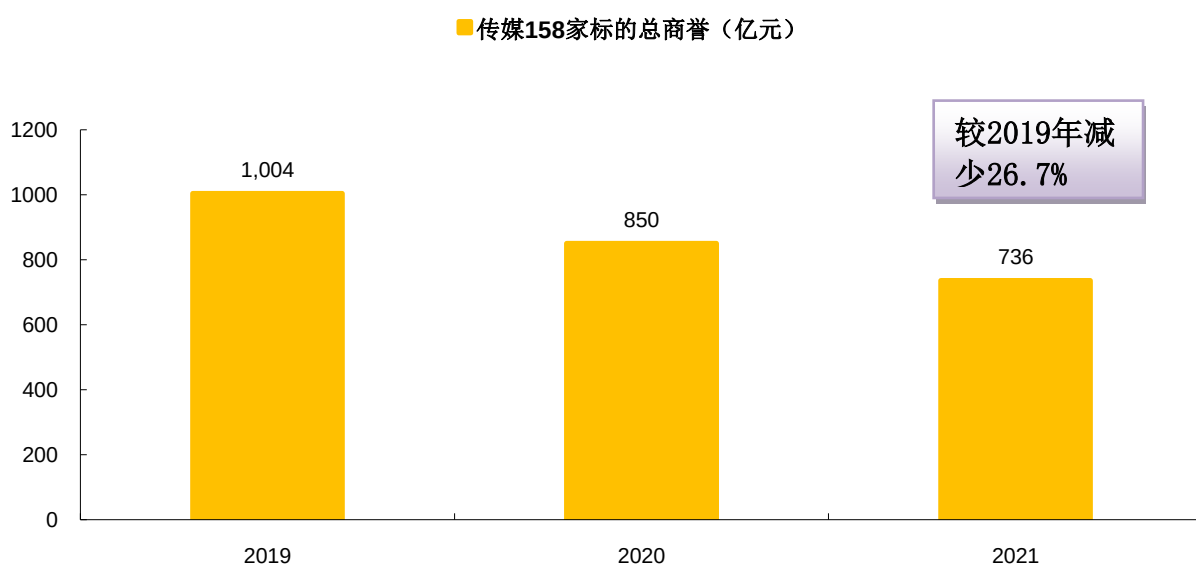


资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

➤ 2021年A股传媒板块总商誉持续下滑，风险进一步释放

商誉对于轻资产为主的传媒板块是较为重要组成部分，商誉减值对利润的潜在影响也需权衡。2021年A股传媒板块合计商誉736亿元（同比减少13.5%），较2019年同期已减少26.7%，商誉总额进一步减少，板块风险也进一步释放，单个公司来看，2021年商誉总额首位为世纪华通的164亿元（但较2020年的220.5亿元已有所减少）。

图表 3：2019-2021 年传媒板块总商誉额及较 2019 年同期增速



资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

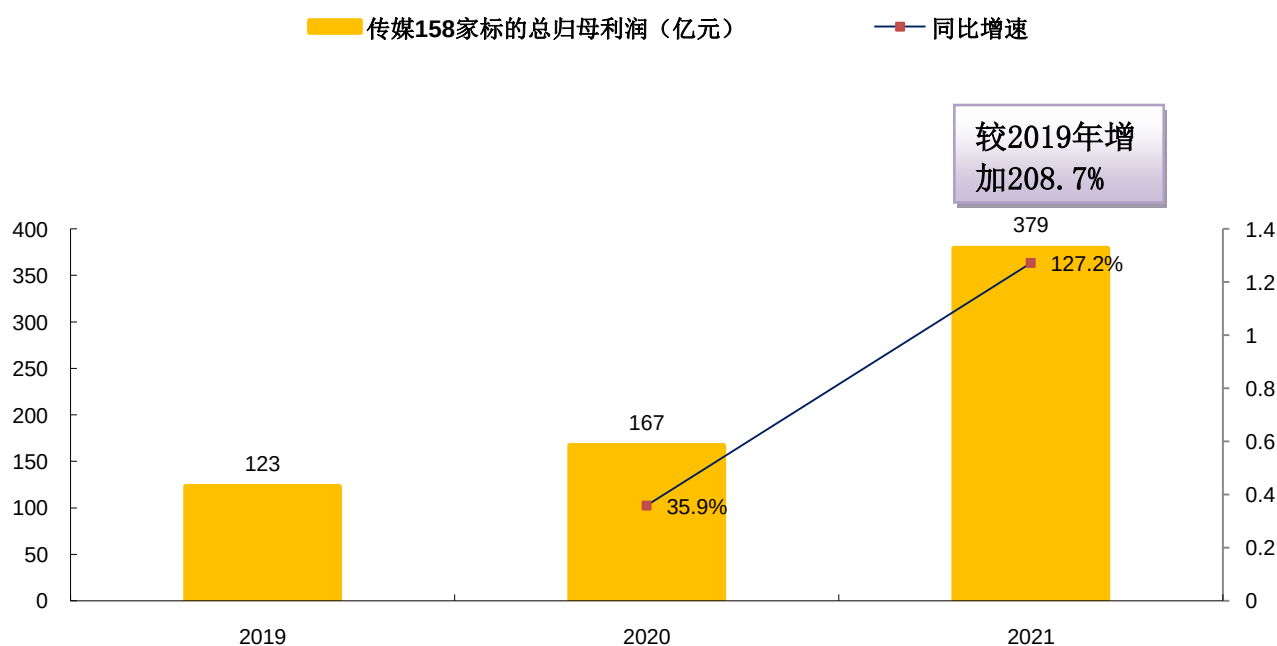
➤ 2021年A股传媒板块总归母利润已恢复至疫情前但企业盈利能力在分化

A股传媒板块158家标的总归母利润实现379亿元（同比增加127.2%），较2019年同

期增加208.7%，归母利润的持续增长一方面来自基数效应，另一方面来自经历2020年疫情后，2021年部分头部企业的主业逐步恢复与回暖带来总利润增长贡献。

从亏损企业数看，2019-2021年归母利润亏损企业数分别为28家、48家、40家，2021年在总归母利润实现持续增长的同时，亏损企业数仍大于疫情前，也进一步说明企业盈利能力在分化，部分企业在疫情下抗风险能力较弱，其盈利能力尚未恢复致亏损家数仍高于疫情前的2019年，疫情的压力测试仍在蔓延。2019年由于商誉减值影响企业亏损如万达电影、华谊兄弟归母利润分别亏损47.3亿元、39.8亿元，2021年两家企业归母利润分别为1亿元、-2.5亿元，实现扭亏为盈及亏损收窄，2021年亏损企业中大额亏损在减少，但亏损企业在增加，也进一步说明2021年后疫情下，企业的盈利能力在分化，三年压力测试下企业主业的韧性也进一步在分化。细分行业头部企业相对抗风险能力较好，2019-2021年归母利润持续保持增长或略增企业如分众传媒、三七互娱、芒果超美、中南传媒、吉比特、南方传媒、中国出版、新媒股份、皖新传媒、浙数文化、风语筑等，同时部分企业在经历2019年商誉减值后盈利能力从修复到重新增长的如恺英网络、华策影视、万达电影、浙文互联等。我们认为，2019年的商誉减值，2020-2021年疫情压力测试等内外因素致归母利润波动，在面对不确定性下，一方面说明企业主业的抗风险能力，另一方面也说明企业的管理能力在抵御外部压力是否具有高效的应对能力与解决问题的能力。

图表 4：2019-2021 年传媒板块总归母利润及较 2019 年同期增速



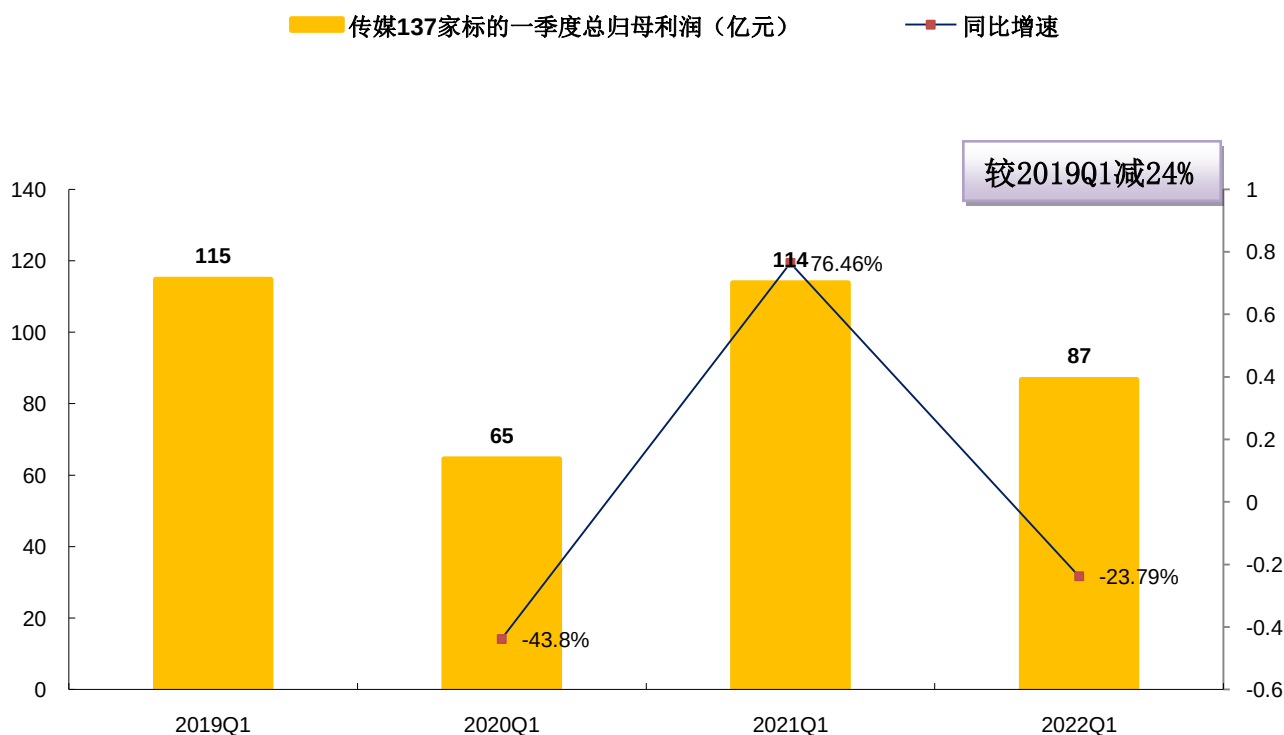
资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

➤ 2022年一季度A股传媒板块总归母利润87亿元（同比下滑23.79%）较疫情前的2019年同期下滑24%企业盈利能力尚未恢复至疫情前

A股传媒板块137家标的总归母利润实现87亿元（同比下滑23.79%），较2019年同期下滑24%，归母利润尚未恢复至疫情前，但2022年一季度营收已恢复到疫情前，也进一步凸显出，后疫情下企业增收不增利的趋势，成本端、费用端以及商誉减值、权重企业的盈利在2022年一季度也有所下滑（2022年3月疫情已多点散发，线下为主的权重标的的盈利能力受到冲击）均有所影响。2022年4月华东疫情波动对经济活动有所影响，

预计2022年单二季度同比看阶段性承压（二季度中有618拉动内需的电商节，若物流畅通、疫情控制较好，也有望拉动线上电商业务），该部分盈利下滑已在情绪面逐步释放（2022年二季度已是相对盈利端及情绪端的底部区间），伴随后续复工复产进展以及政策助力，2022年三季度盈利能力环比改善可期（三季度的暑假档以及9月的亚运会均有望提振内需消费）。

图表 5：2019-2022 年一季度传媒板块总归母利润及同比增速

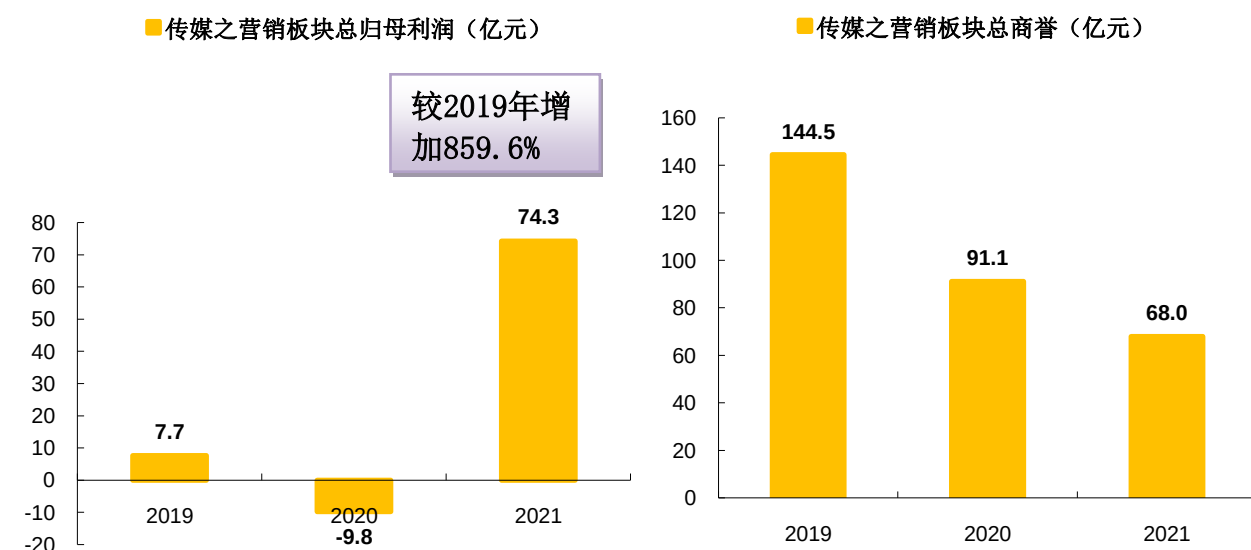


资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

1.1、传媒之营销：2021年归母利润74亿元已恢复到2020年疫情前2022Q1盈利承压

营销板块，我们可以看到2019-2021年营销标的20家总归母利润分别为7.7亿元、-9.8亿元、74.3亿元，营销作为轻资产代表性板块其商誉基数较高，我们看到营销板块总商誉从2019年的144.5亿元下滑至2021年68亿元，营销板块因商誉减值带来的利润下滑风险进一步释放；从亏损企业来看，2019年浙文互联归母利润亏损25亿元，2020年智度股份、思美传媒、省广集团归母利润分别为-29亿元、-11.5亿元、-9.3亿元，2021年营销板块中引力传媒归母利润亏损2亿元也是当年亏损较大标的，2019-2021年营销板块亏损企业数量分别为4家、9家、6家，从亏损额度与家数可看出，2019年企业亏损更多源自企业主动选择优化业务带来的阶段性调节，2020年的亏损更多源自外部疫情扰动的被动盈利能力承压，2021年在商誉影响与疫情相对减少后，头部企业盈利能力逐步恢复与回暖，同时，我们也看TOP2（分众传媒、蓝色光标）企业的归母利润排名位置连续三年未改变，营销行业竞争格局相对稳定，规模优势进一步凸显。

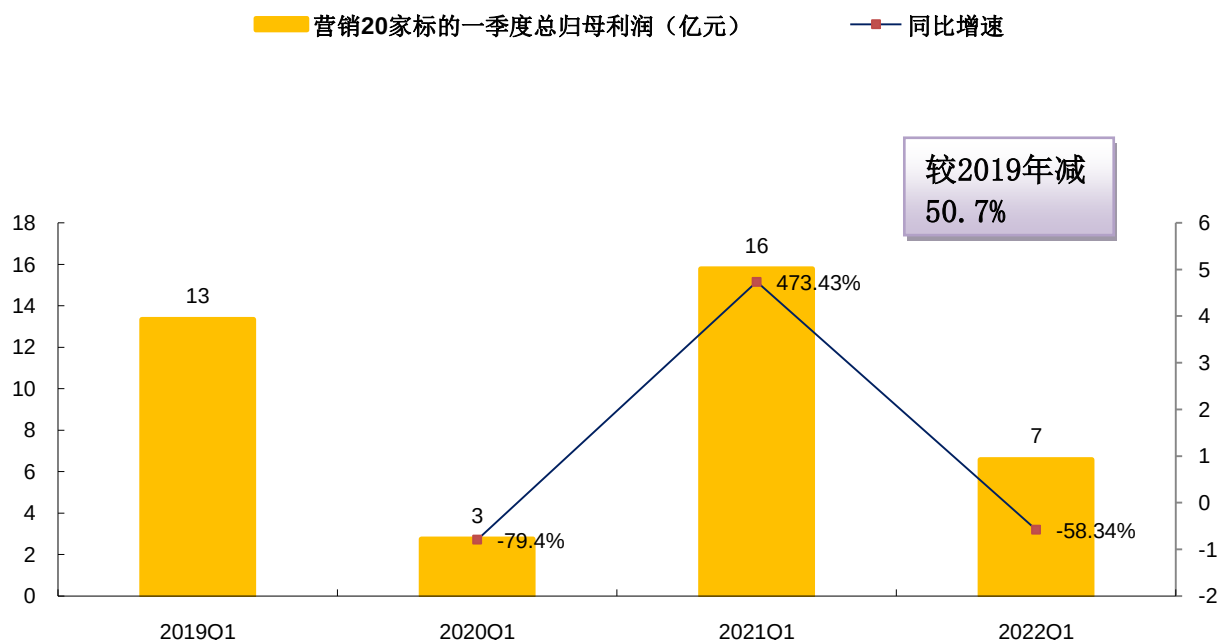
图表 6：2019-2021 年传媒板之营销板块总归母净利润及较 2019 年同期增速（左）、总商誉（右）



资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

2019-2022年一季度A股营销板块总归母净利润分别为13、3、16、7亿元（同比增速分别为-79%、473%、-58%），从2020年一季度疫情影响带来盈利低点后，2021年一季度实现较大回暖与新增，2022年一季度由于3月局部疫情影响以及广告主投放预期波动致其尚未恢复至疫情前以及新增，预计2022年二季度仍受4月疫情影响带来阶段性盈利低点，但二季度有电商节618，若伴随复工复产以及物流畅通，有望实现较业务回暖。

图表 7：2019-2022 年一季度传媒板之营销板块总归母净利润及较 2019 年同期增速



资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

线上数字营销在新兴媒体加速商业化下也助力其逐步释放新潜能，同时互联网广告产业链条延中，后链路营销破增长困局。步入2022年，市场较为关注广告主预算趋势，由于宏观经济以及疫情的波动，也相应影响不同行业广告主的投放预算，例如消费品、游戏娱乐、电商、美容美妆、3C类等广告主均有不同投放节奏，2022年由于一季度及二

季度上半场的疫情局部波动，同时上海暂停经济活动1月余，也间接影响华东区域的广告主广告投放预期，该部分预期已经在2022年一季报财报中逐步体现，二季度环比看广告主投放有望逐步回暖，同时618与双十一全年两个较为重要的电商节日也有望推动广告投放预期的增长。

营销的发展离不开媒介的迭代，2021-2022年较大媒介增量来自元宇宙助推，数字营销企业积极布局元宇宙，其中以蓝色光标为代表在元宇宙中不断从人力、财力、技术力多维度投入，我们认为，一家企业需要带来用户价值、行业价值、社会价值甚至是国家价值，其竞争力以及门槛的高度取决于其满足不同价值的深度，营销企业满足企业客户品牌建立的需要，以营销促收入的需要，在行业发展中，蓝色光标作为数字营销头部企业，积极布局新生事物，创造新就业，也在促进存量员工不断进行学习，进而间接带动行业的人才供给。一家有所成的企业，被现在这个时代所成就，也会被下一个时代所抛弃，而企业能穿越周期的核心要点之一，即是在夯实主业的同时也具有自我迭代能力。营销板块的存在与发展均来自在满足客户需求的同时，也需要具备快速学习能力进而赋能客户，蓝色光标也是为数不多具备这一特征的企业之一。

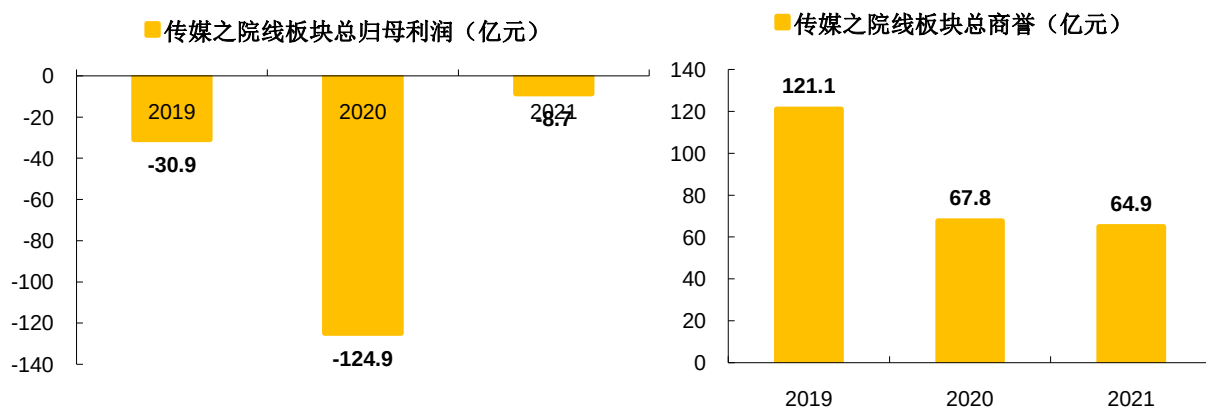
1.2、传媒之院线：2021年总归母利润亏损收窄

票房未恢复至疫情前2022Q1盈利但未新增

纵观2019-2021年院线板块也受到商誉与疫情内外压力测试，总体看2019-2021年院线总归母利润分别为-30.9亿元、-124.9亿元、-8.7亿元（2021年院线板块总归母利润亏损收窄），2019年万达电影归母利润亏损47.3亿元致院线板块总利润承压，该亏损主要来自主动的资产优化，2020年由于疫情影响致线下院线业务暂停带来全国分账票房在2020年仅为186.11亿元（同比下滑69%，如下图所示，2021年全国分账票房428.6亿元，同比增加130%，但较2019年下滑28%，2021年全国院线票房尚未恢复至疫情前），外部疫情影响致2020年院线盈利能力下滑，万达电影、文投控股归母利润分别为-66.69亿元、-34.6亿元，该部分被动的盈利亏损主要由于外部环境冲击，伴随疫情控制以及行业观影消费恢复及优质内容供给后也有望回暖。

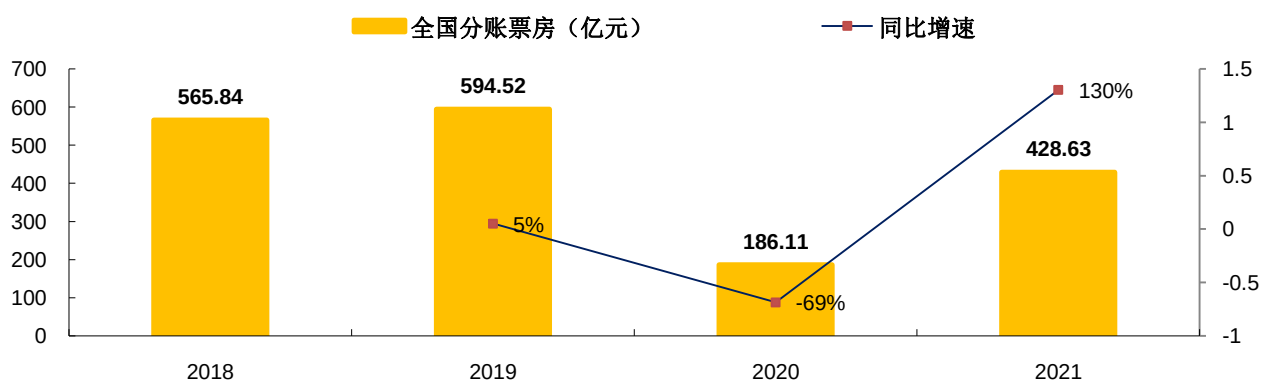
2021年我们看到院线中归母利润大幅亏损家数减少，同时我们看到横店影视也是为数不多在内部商誉、外部疫情影响下，其归母利润相对稳定也凸显其内部管理能力以及面对外部不确定下的较好应对能力。总体看，院线盈利能力核心来自观影票房，票房收入的核心变量为票价与观影人次，其中后者观影人次为主要核心因子，观影人次的增减来自疫情影响以及核心是优质内容供给。2022年一季度院线板块总归母利润实现7亿元（同比下滑58%），春节档增厚一季度业绩，但2022年一季度盈利尚未恢复至疫情前水平，与2020年疫情后中外优质内容项目进展及供给不及预期也有关系，2022年一季度及二季度前半程仍受到疫情局部波动及散点多发，2022年下半年需看暑假档、国庆档的疫情波动以及优质影片内容供给。

图表 8：2019-2021 年传媒之院线总归母利润（左）、院线总商誉（右）



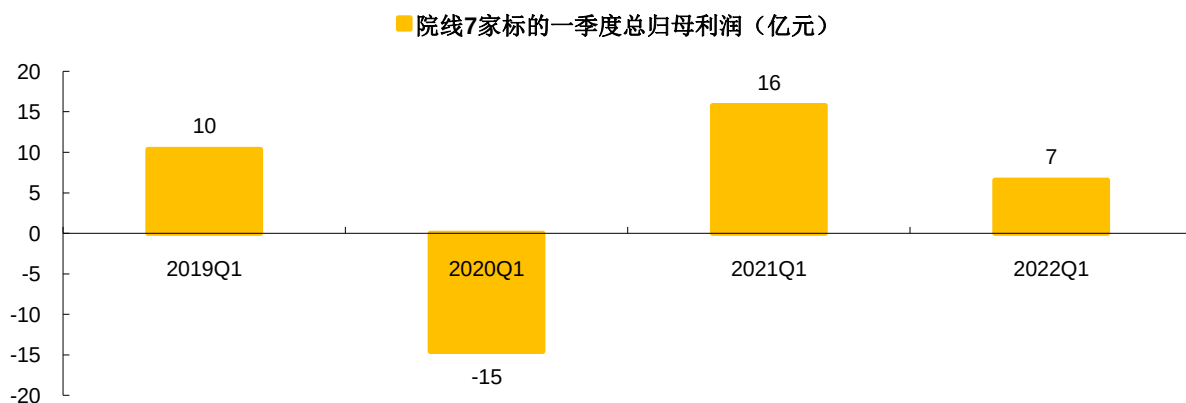
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 9：2018-2021 年全国分账票房及同比增速



资料来源：猫眼 app、华鑫证券研究绘制

图表 10：2019-2022 年一季度传媒板之院线板块总归母利润

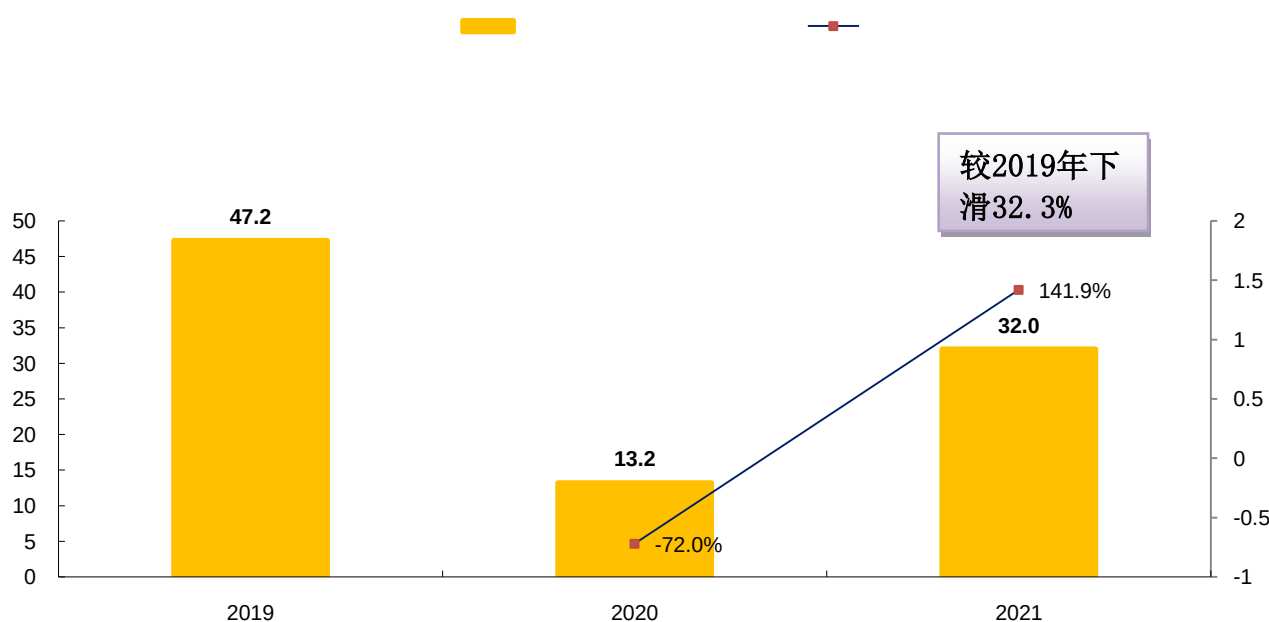


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究绘制

1.3、传媒之广电：2021年及22年一季度归母利润同比增长但尚未恢复至疫情前

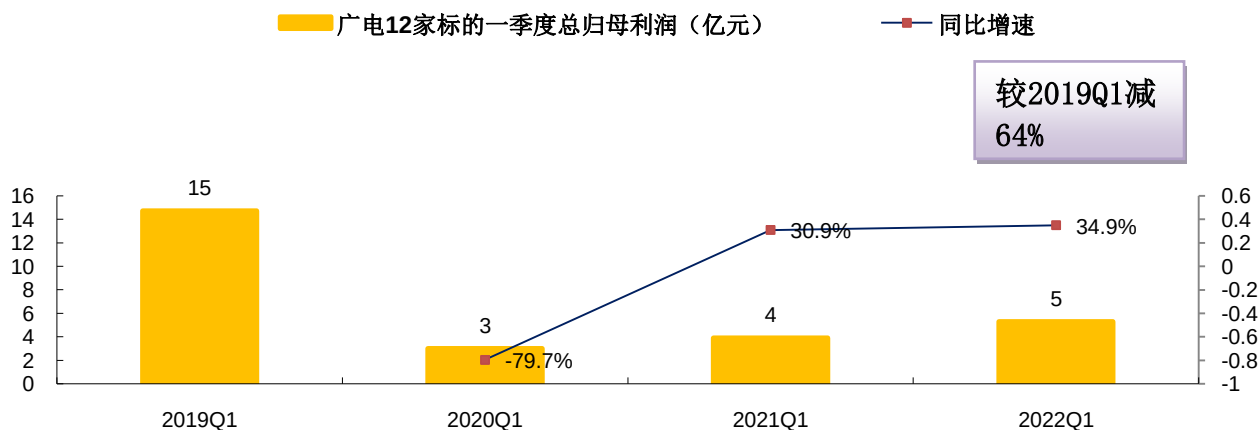
2019-2021年全国广电12家上市企业总归母利润为32亿元（同比增加141.9%），但较2019年下滑32.3%。广电行业企业主要收入来自有线电视收看与维护为主，从行业发展趋势看，用户需求逐步从有线电视收看逐步转向移动端的长短视频，但由于有线电视总体存量用户具有基础，进而也带来广电的营收与利润的相对稳定。国家广电总局《2021年全国广播电视行业统计公报》显示，有线电视网络整合与广电5G建设一体化加快发展，全国有线电视实际用户数2.04亿户，同比下降1.45%。

图表 11：2019-2021 年传媒之广电板块总归母利润及较 2019 年同期增速



资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

图表 12：2019-2022 年一季度传媒板之广电板块总归母利润及较 2019 年同期增速



资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

广电系的关注度主要来自2016年广电+VR的热度，2019年全国一网整合的热度，以及2021年VR热度再起以及国家数字化发展战略助推东数西算工程等外部事件。例如备受关注的贵广网络，2021年12月贵州省广播电视信息网络股份有限公司参与投资的“贵州东数西算产业项目”在2021贵州东数西算产业招商发展研讨会期间正式启动，其官宣中已明确该项目将构建贵州与粤港澳、长三角、京津冀等地区大数据中心集群的算力资源输送通道，推动东数西算产业加快发展，充分发挥贵州省作为南方数据中心示范基地优势，有效承接东部算力需求，真正实现“东数西算、云网联动”。

2022年中国广电拟开始建设自有光纤光缆传输网络并启动了2022年度光纤光缆招标，光纤光缆传输网络不仅仅是固网宽带的基础，也是5G网络的基础，后续广电系在新战略发展中如何定位、商业模式如何突破目前发展瓶颈均有望带来板块的阶段性波动。

1.4、传媒互联网之视频（长视频、短视频）：

2021视频付费用户7.1亿人

行业端，国家广电总局《2021年全国广播电视行业统计公报》显示，互联网视频年度付费用户7.1亿，互联网音频年度付费用户1.5亿，短视频上传用户超7亿。2021年全国网络视听收入3594.65亿元，同比增长22.10%。其中：用户付费、节目版权等服务收入大幅增长，达974.05亿元，同比增长17.24%；网络直播、短视频等其他收入增长迅速，达2620.60亿元，同比增长24.02%。企业端，我们看到2021年芒果超媒、爱奇艺、哔哩哔哩、快手的收入均实现同比增长，2020年疫情后线上内容供给带动“宅经济”阶段性红利，2021年在疫情总体可控下，线上视频媒介仍实现收入增长已凸显其较强刚性需求。

2021年企业端，我们看到芒果超媒收入中互联网视频收入占比73.34%，爱奇艺第一大营收来自收入占比54.7%的会员收入，哔哩哔哩2021年收入结构相对平均其中第一大收入占比35.8%的直播及增值收入，快手第一大收入来自线上销售占比52.6%，换言之，以长短视频为代表的企业中，视频的主要商业模式来自会员付费、广告收入、电商收入等。在商业模式中，伴随移动互联网红利见顶后会员付费模式通过从数量的增长逐步转移至用户增值价值的放大，例如会员涨价，用户的私域运营，但目前行业存量移动互联网头部企业与新晋企业均手握千万级、亿级用户，用户付费在到会员涨价，涨价的前提是优质内容的供给，但目前看，媒介平台在内容成本投入端，也逐步从粗放购买到自制再到精细化运营的演变，优质内容也成为用户留存的核心要素之一，后续平台之间的竞争，逐步从单纯用户数量的指标到后链路的商业模式的拓展，例如广告、内容电商等市场的深挖。

图表 13：2019-2021 年主要视频企业营收及同比增速及 2021 年 TOP2 主业构成占比

主营收（亿元）及同比增速				
	芒果超媒	爱奇艺	哔哩哔哩	快手
2019	124	290	68	391
2020	140	297	120	588
YOY+	12.7%	2.5%	77.0%	50.3%
2021	153	306	194	811
YOY+	9.6%	2.9%	61.5%	38.0%
2021年视频内容成本（亿元）	73	207	27	
2021年财报年第一、第二大营收及占比	互联网视频业务:73.3% 内容电商:14.1%	会员服务:54.7%; 在线广告服务:23.1%;	直播及增值业务:35.8%; 移动游戏:26.3%	线上销售服务:52.6%; 直播服务:38.2%

资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

政策导向：2022年4月29日《国家“十四五”期间人才发展规划》提及平台经济

2021年反垄断下互联网平台企业均受到波及，反垄断，防止资本无序扩张等指引下，致使互联网及移动互联网企业从商业模式的诟病、估值的下修、到商业价值与社会价值的争辩均使其在2021年市场表现中差强人意。2022年4月29日，中共中央政治局4月29日召开会议，审议《国家“十四五”期间人才发展规划》，其中提及“要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”。该部分的内容凸显出监管层对平台经济发展的已从较为严格整改到常态化监管态度微调，并提出**出台支持平台经济规范健康发展的具体措施**。也说明平台经济的反垄断整改取得阶段性的成绩，例如我们看到“二选一”、“大数据杀熟”等热点问题得到关注，平台企业也在积极履行反垄断下的业务梳理。

回顾政策导向发展路径，我们可看到：

1. 2020年11月11日，市场监管总局关于《关于平台经济领域的反垄断指南(征求意见稿)》公开征求意见的公告发布；
2. 2021年02月07日，国家市场监管总局发布《平台经济领域反垄断指南》，其中指出该指南起草的背景旨在预防和制止平台经济领域垄断行为，促进平台经济规范有序创新健康发展。针对社会各方反映较多的“二选一”、“大数据杀熟”等热点问题，《指南》明确，认定平台经济领域滥用市场支配地位行为，通常需要先界定相关市场，分析经营者在相关市场是否具有支配地位，再根据个案情况分析是否构成滥用市场支配地位行为。《指南》逐一细化滥用市场支配地位行为表现形式，如不公平价格行为、低于成本销售、拒绝交易、限定交易、搭售或者附加不合理交易条件差别待遇等，促进平台经济领域各类市场主体依法合规经营。《指南》为加强平台经

济领域反垄断监管提供了科学有效、针对性强的制度规则，有利于反垄断执法机构统一执法标准、提高执法透明度，促进各类市场主体深化对《反垄断法》的理解和认识。下一步，反垄断执法机构将深入把握平台经济发展规律和特点，强化平台经济反垄断监管，不断健全平台经济监管规则，严格规范公正文明执法，保护市场公平竞争，维护消费者利益，促进我国平台经济规范有序创新健康发展。

3. **2021年08月30日**，习近平主持召开中央全面深化改革委员会会议：加强反垄断反不正当竞争监管力度，指出要加大监管执法力度，加强平台经济、科技创新、信息安全、民生保障等重点领域执法司法。要完善反垄断体制机制，充实反垄断监管力量。
4. **2021年09月24日**，市场监管总局发布《中国反垄断执法年度报告(2020)》指出，规范平台经济竞争秩序。坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，加强平台经济领域反垄断执法。依法查处阿里巴巴收购银泰商业股权等3起平台企业未依法申报经营者集中案件，对阿里巴巴集团实施“二选一”行为涉嫌垄断案立案调查，树起反垄断执法权威。切实加强线上经济和规范社区团购秩序行政指导，引导企业依法合规经营，促进平台经济规范有序创新健康发展。
5. **2021年11月18日**，市场监管总局发布《企业境外反垄断合规指引》。
6. **2021年11月19日**，国家反垄断局举行挂牌仪式。
7. 2022年4月29日，《国家“十四五”期间人才发展规划》提及“要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”

历时一年多的自上而下的反垄断问题逐步得到正面反馈，有利于互联网企业的后续发展，从美股到港股再到A股的头部企业均有望受益本次自上而下的政策导向，也如我们在2022年年度策略《新秩序新增量再进化》指出的旧秩序在洗牌，新秩序在建立。

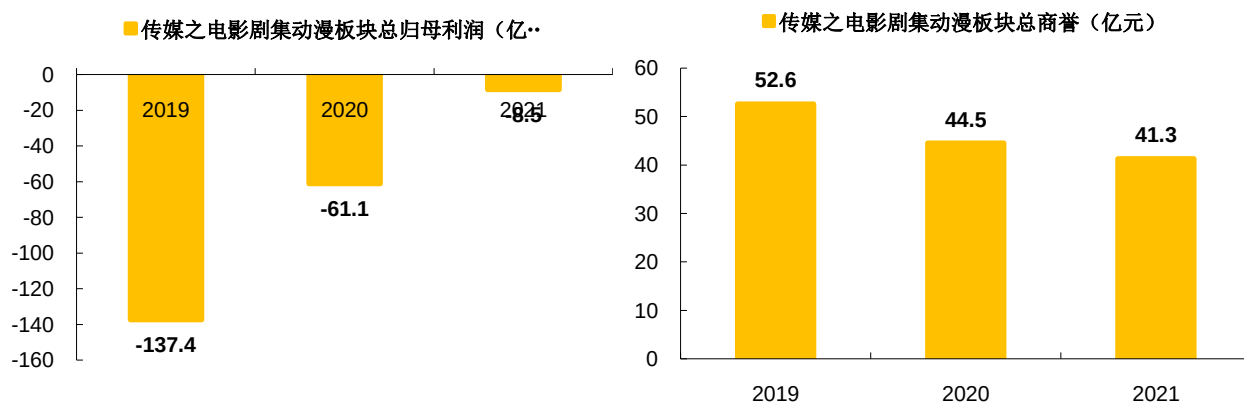
1.5、传媒之内容端：2021年电影剧集动漫利润 亏损收窄22Q1利润同比下滑

电影剧集动漫板块也属于轻资产占比较大板块，其商誉对利润的影响也相对较大，在外部疫情与内部商誉双重压力测试下，我们看到行业中聚焦主业的企业抗风险能力进一步提升。2019-2021年电影剧集动漫板块总归母利润分别为-137亿元、-61亿元-8.5亿元，亏损进一步收窄，2019年由于商誉减值测试，我们看到华谊兄弟、捷成股份、中南文化、华策影视、浙文影业等进行主动商誉减值致板块总归母利润承压，2020年遇疫情后，电影板块受项目进展以及电影无法上映带来较大亏损，在经历2019-2020年内外压力下，我们看到2021年华策影视、捷成股份归母利润分别为4亿元、4.3亿元，实现正向盈利。商誉端，2019-2021年电影剧集动漫板块总商誉分别为52.6亿元、44.5亿元、41.3亿元，商誉总额已呈下滑态势。

2022年一季度电影剧集动漫板块总归母利润4亿元（同比下滑56.8%），一季度由于

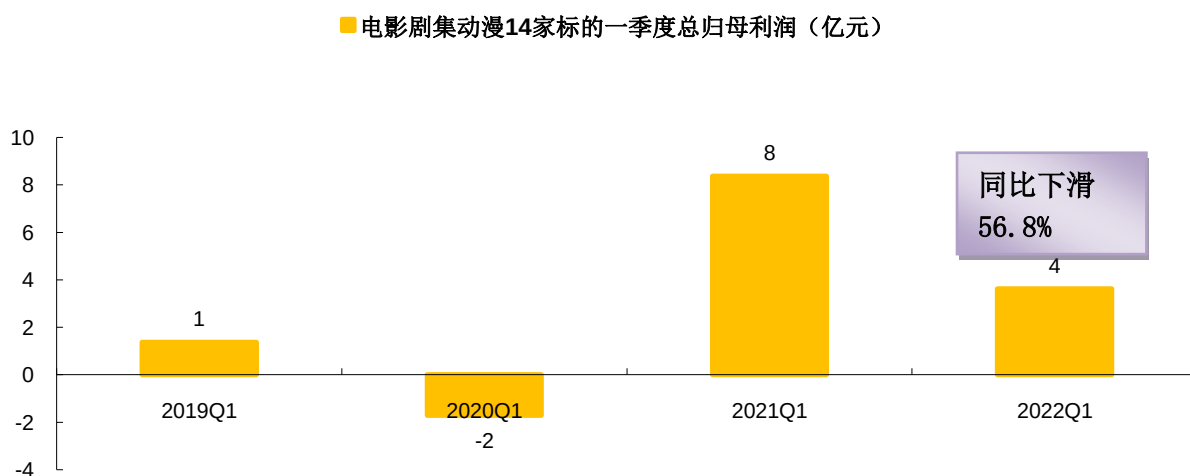
春节档助力，总体受疫情影响在2022年3月；电影端，伴随2022年二季度疫情管控进展（4月清明档及5月五一档均受疫情影响），三四季度看后续暑假档、国庆档进展，但核心看疫情管控进展以及优质内容片单供给（例如光线传媒的《深海》若定档有望提振动画电影）。2022年对于内容企业的一大利于提升长尾优质内容IP价值的推动力来自元宇宙数字藏品的快速发展以及响应的政策试点进展。

图表 14：2019-2021 年传媒之电影剧集动漫内容板块总归母利润（左）、商誉总值



资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

图表 15：2019-2022 年一季度传媒之电影剧集动漫内容总归母利润及 21Q1 同比增速



资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

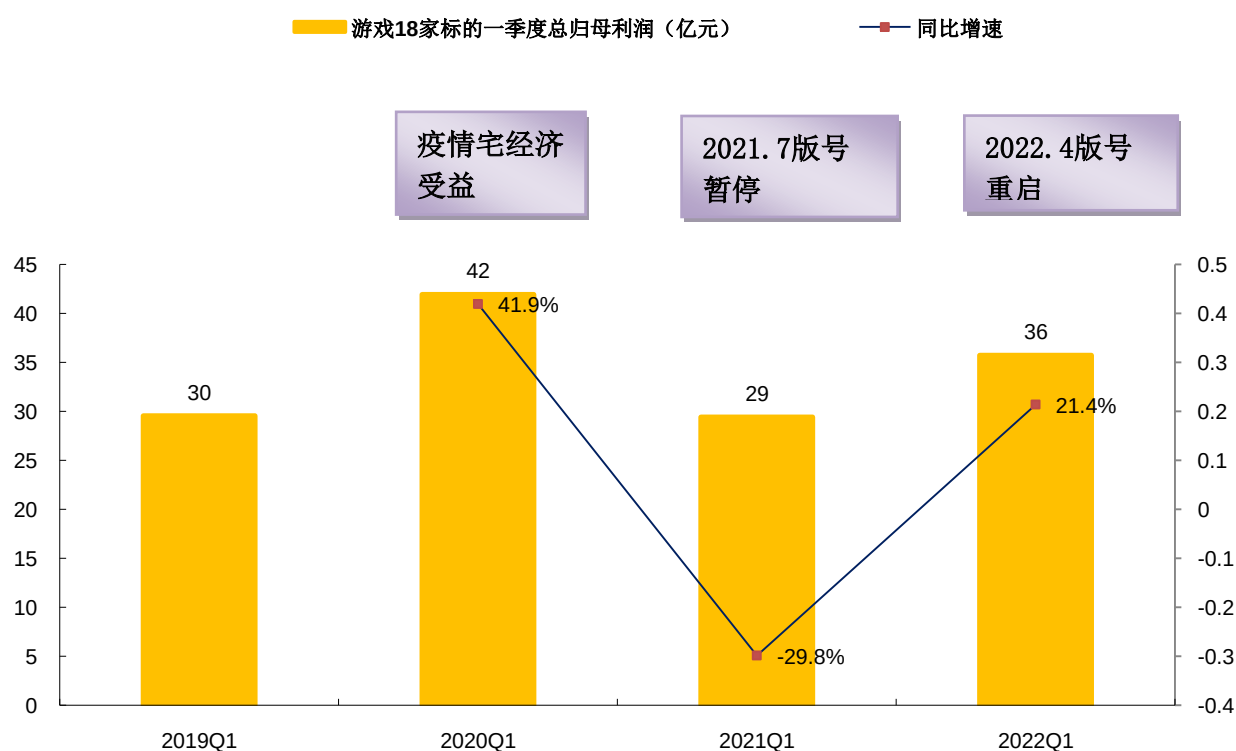
1.6、传媒之内容端：2022Q1游戏利润同比增加 宅经济红利难再现核心看产品

- 2022年看版号重启后产品发布节奏、出海产品表现、亚运会与电竞催化、元宇宙及元游戏热度

纵观2019-2022年一季度游戏板块总归母利润，2022年一季度实现36亿元（同比增加21.4%），得益于头部企业如完美世界三七互娱的利润贡献，但2020年一季度在疫情

下宅经济相对火热助推板块实现归母利润42亿元（同比增加41.9%），高基数在2021年一季度归母利润下爱护29.8%，同时，2022年一季度归母利润未超越2020年一季度宅经济的基数；伴随流量成本高企以及优质游戏产品供给来自未上市新势力，均对存量市场的游戏公司利润带来承压，2022年一季度完美世界新品《幻塔》以及三七互娱的产品贡献，带来2022年一季度的归母利润同比增长，游戏板块总归母利润的增减与新品产出直接相关，2022年4月11日游戏版号重启，情绪面提振较大，但游戏行业的核心竞争力已经从流量竞争进入产品竞争，2022年政策端的影响逐步减弱，后续看米哈游新品表现，完美世界《幻塔》出海表现以及三七互娱的出海战略进展，同时，2022年9月亚运会中电竞首次入选，对电竞游戏板块有较大提振，可关注电魂网络、腾讯、完美世界、浙数文化等浙江板块内容标的，同时，可关注吉比特的新产品表现。

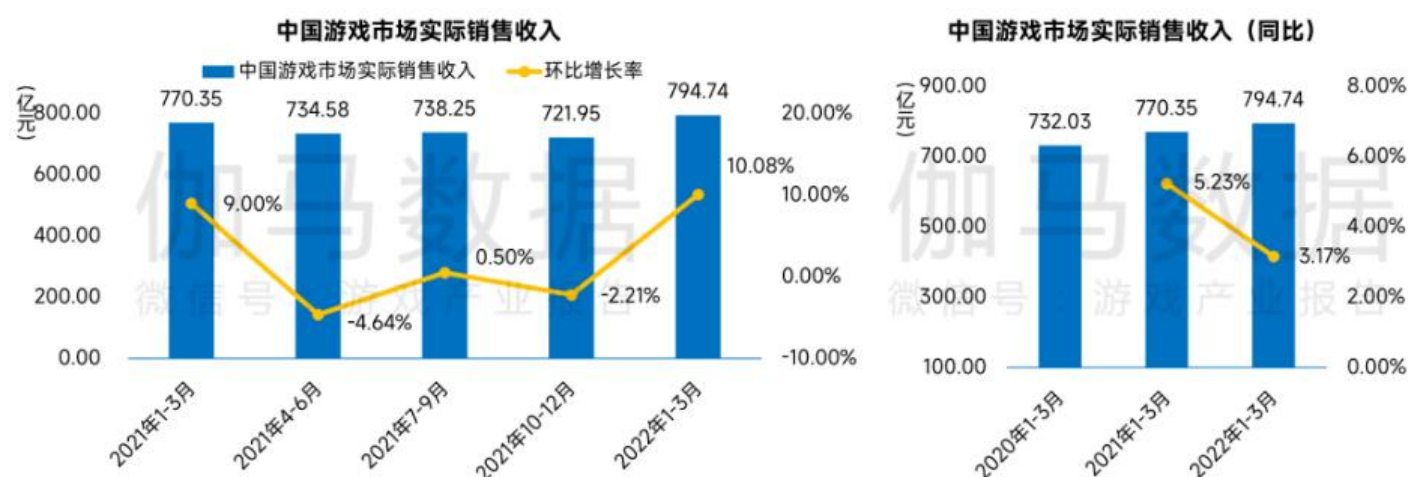
图表 16：2019-2022 年一季度传媒板之游戏内容总归母利润及同比增速



资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

行业端，据伽马数据发布《2022年1—3月游戏产业报告》显示，2022Q1中国游戏市场实际销售收入794.74亿元，环比增长10.08%，同比增长3.17%。2022Q1，中国移动游戏市场实际销售收入604.32亿元，环比增长9.28%，同比增长2.72%。未上市游戏企业米哈游旗下《原神》对行业整体流水、收入拉动较大显著，《原神》的iOS畅销榜排名起伏与该产品每月一次的版本更新有关，在2022Q1期间，《原神》在保持版本内容更新的同时，也加大广告投放数量以带来更多流量，因此产品畅销榜排名相较其他季度而言更加稳定，A股中2022年一季度表现较为亮眼如恺英网络（2022年第一季度恺英网络营业收入10.29亿元，同比增长129.73%；归母净利润2.48亿元，同比增长66.66%，报告期运营的《原始传奇》《天使之战》《王者传奇》《高能手办团》《热血合击》等多款游戏表现良好带来收入增加），恺英网络也有元宇宙项目规划。2022年中国移动通信联合会元宇宙产业委员会公布第六批接纳名单，其中恺英网络也在其列。

图表 17：2021-2022 年游戏季度收入及环比（左）、2020-2022Q1 游戏收入及同比（右）单位：亿元

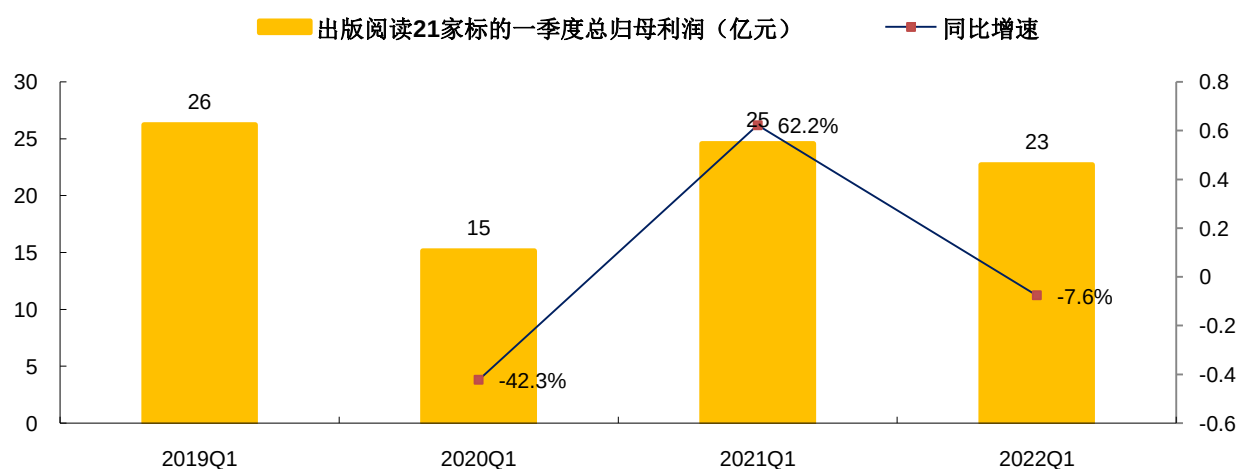


资料来源：CNG、华鑫证券研究

1.7、传媒之内容端：2021Q1出版阅读利润下滑 7.6% 需新增长动力

纵观2019-2022年一季度，出版及大众阅读板块总归母利润分别为26亿元、15亿元、25亿元、23亿元，2020年一季度由于疫情带来低基数进而2021年同期实现增长，2022年一季度中由于3月疫情多点散发也影响物流及图书板块，同时2022年3月新书也受到疫情较大影响，进而2022年一季度出版阅读板块总归母利润23亿元（同比下滑7.6%），尚未实现疫情前新增。图书板块也在发力新媒介（例如短视频营销），也在加码自有版权的数字内容力，总体看图书零售市场在疫情下表现疲弱，出版行业的深度融合需提速，后续可关注新动能进展。国家十四五规划中提出出版强国，并提及图书价格战，后续伴随外部政策端自上而下的助力以及内部企业的内容厚度加深叠加新动力，后疫情的复工复产带来的恢复性增长可期。

图表 18：2019-2022 年一季度传媒板之游戏内容总归母利润及同比增速



资料来源：wind 资讯、华鑫证券研究

图表 19：2020-2021Q1 全国图书零售增速（上）、2016-2021 全国图书零售增速走势（下）



资料来源：开卷、华鑫证券研究

2、2022年展望：新需求新供给新增量

2.1、新需要来自用户

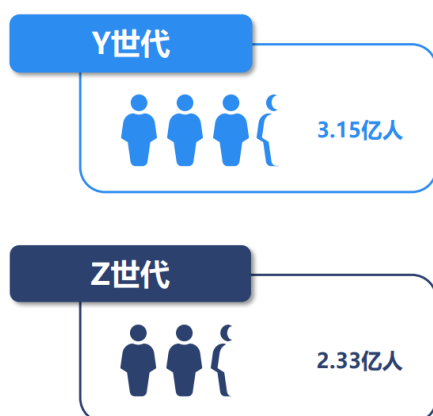
用户变了？该问题是我们研究内容端时常思考的问题之一，内容端的电影、剧集、游戏、动漫、综艺等多领域看，供给与需求是否实现较好耦合？我们看到爆款产品越来越少，是疫情导致的供给不足？还是企业端不懂用户了？用户的时间碎片化了导致较难短时间内流量聚集引爆产品舆论？我们在新媒介端的抖音电商、快手电商、小红书等新

晋垂类平台中，各领域的新消费品牌不断涌现并快速成长，供给端优质的消费品、内容产品在新晋平台中快速通过用户自发种草且快速传播。新供给带来用户新需求，或者说用户的需求一直在，但如何精准的去满足用户需求的前提是了解用户，我的用户是谁，我的产品是否能满足该年龄段用户的需求，如果不能，如何补足？从战略到战术将如何调整来迎接企业在后续五年、十年的再成长。Meta Platforms (Facebook) 率先宣布布局元宇宙，通过资金投入、组织架构调整、公司更名等多维度践行该战略，未来十年的发展远景即是当下企业正在思考与布局的现在。每十五年即是一个代际的变迁，进入2022年，我们从Y世代、Z世代、女性用户三大维度窥视用户端是否变了，其需求有何不同，其物质与精神消费趋向何方。

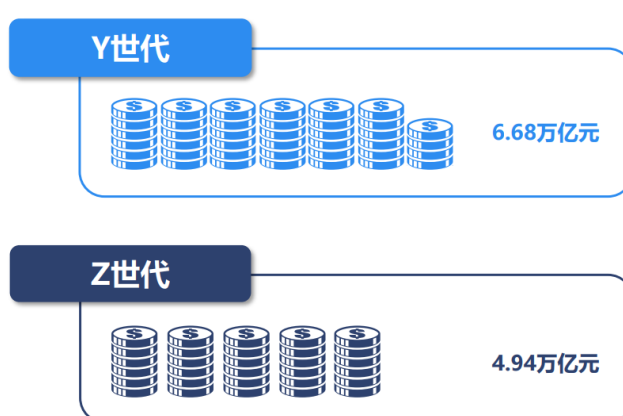
用户端的成长也带来新需求，例如抖音提出兴趣电商也伴随用户的变迁而变化。快手与抖音短视频上的用户自发生产UGC (user generated content)，B站用户的二创，从颜值经济、潮玩经济、睡眠经济、健身经济、耳朵经济、嗅觉经济，因为年轻人的独特喜好，无数垂类市场正在茁壮成长。我们从YZ世代 (Y世代指代1980-1994年出生人群)，Z世代指代1995-2009年出生人群) 用户看，Y世代人群数量达到3.15亿，Z世代人群2.33亿，从消费规模来看，Y世代的年消费规模达到6.68万亿元，Z世代达到4.94万亿元，当前Y世代仍是消费市场的主力军，但Z世代已经开始在某些领域引领消费趋势的变化，随着Z世代步入职场，收入逐步提升，他们有望成为未来消费市场的有力增长点。

图表 20: YZ 世代用户规模 (左)、不同世代人群年消费规模 (右)

➤ 不同世代人群人口规模



➤ 不同世代人群年消费规模



资料来源: TalkingData, 华鑫证券研究

*消费规模按 2020 年中国人均消费支出计算

➤ 4亿女性与10万亿元驱动“她经济”

中国4亿女性撼动10万亿消费市场，从轻医美到美容养颜，从健身到精致的终生学习，助推小红书、华熙生物、爱美客、珀莱雅、Keep、思维造物、小仙炖、燕之屋、蕉下、ubras、新经典、中信出版等企业的发展。从我需要到我主张，“她经济”蓬勃发展。

我国20岁~60岁之间的女性消费者约4亿人 (如下图，截至2022年1月移动互联网月活女性用户约5.82亿人，剔除18岁以下的14.6%占比，全网中19岁及以上用户占比85.4%，即4.9亿人)，有望支撑十万亿元规模消费市场，伴随女性消费者的物质基础水平与教育水平不断提升，促使女性消费行为在除了满足基本需求之外，更多寻找精神层面的满足，“她经济”已迈向个人态度驱动时代发展。

图表 21：中国女性用户规模及拉动的消费市场规模



资料来源：埃森哲，华鑫证券研究

2.2、新供给带来新消费新增量：亚运会电竞球星卡元宇宙

➤ 2022年9月亚运会：电竞首次入选

内容供给细分之一的游戏是每一代年轻人的社交语言或社交货币，如何供给具有创新的产品是获得新一代用户支持的核心要素，好玩的产品新世代不会吝嗇其赞美与支持。近两年，我们看到一大批中腰部游戏厂商，包括米哈游、鹰角、叠纸、莉莉丝制作出一批创新的产品如《原神》等。进入2022年，移动互联网的后段，元宇宙的前段，内容游戏的市场的核心矛盾，不是游戏版号的供给与厂商的矛盾，而是优质产品的供给数量与新世代用户需求是否匹配的矛盾。2022年9月亚运会中电竞首次入选，其意义也在于获得更多年轻用户的参与及关注（电竞赛事及相关内容受益标的如电魂网络、腾讯、浙文互联、浙数文化、完美世界、VSPN等）。

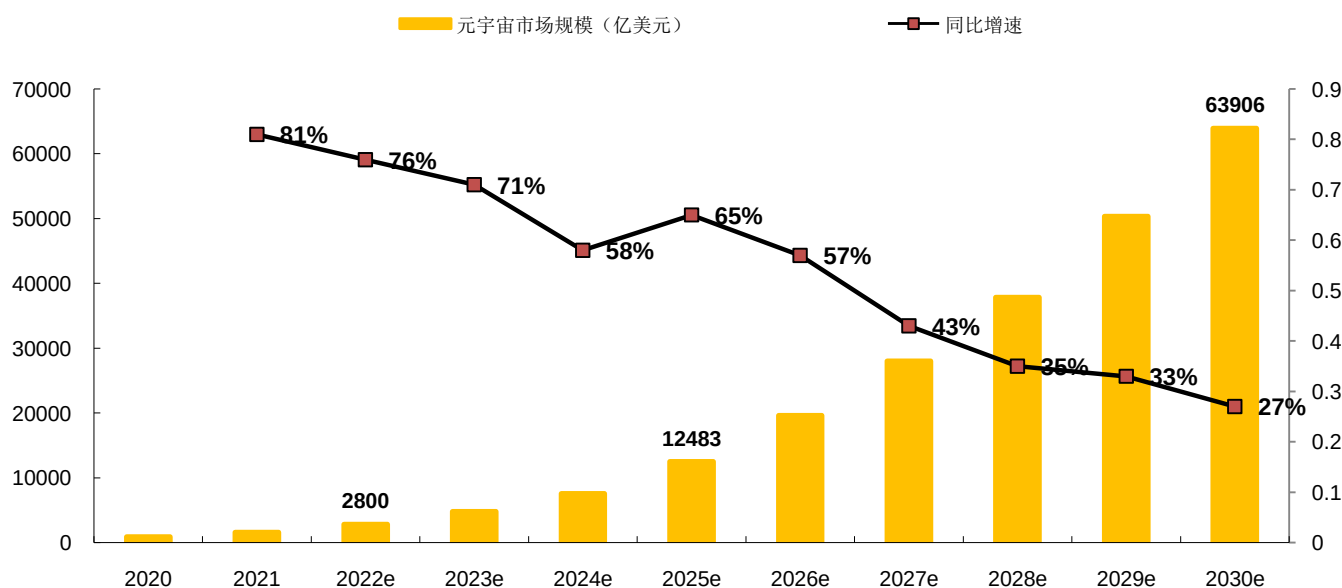
➤ 2022年体育大年：星球卡赛道初露锋芒

中国年轻用户购买球星卡三大原因，第一，收藏，购买球星卡的年轻人多为体育爱好者，对球星表现、球类赛事本身就有一定了解。第二，投资；第三，社交（在B站中关于球星卡讨论的视频内容播放量均较高）。互联网交易平台、线上卡迷交流渠道，让卡迷圈发生变化的最主要的原因，进而也推动球星卡从消费品到收藏品再到投资品的发展路径。涨价高的球星卡是限量的即具备稀缺性，互联网交易平台的出现、卡迷数量的增长使其市场具备了流通属性。球星卡的核心是IP以及被赋予的价值，该价值来自外部体育事件的推动、重要赛事的推动、用户的参与等多方共振，在中国，球星卡的商业模式的可拓展性仍具生长空间，同时，2022年是体育大年也利于推动球星卡市场的发展（可关注姚记科技等）。

➤ 2022年元宇宙：企业携手政治摸索前进（字节跳动产业化红利、VR的Pico产业链红利、数字藏品、数字人）

元宇宙是整合多种新技术产生的下一代互联网应用和社会形态。元宇宙市场规模有望从2020年的879亿美元增加至2030年63906亿美元（复合增速达55%），其中2022年全球元宇宙市场规模有望达到2800亿美元（同比增加76%）。

图表 22：2020 年-2030 年元宇宙市场规模及同比增速



资料来源：亿欧智库，华鑫证券研究

2022年元宇宙推动VR的快速发展，中国Pico以及美国的Meta均将处于主导地位，中国VR头显有望从2021年的143万台增至2022年的297万台（同比增加108%），企业端中国Pico VR出货量有望从2021年50万台增至2022年180万台，消费级VR硬件快速发展助力元宇宙进展再下一城。我们认为，移动手机的普及助推移动互联网红利，下一代移动互联网有望在VRAR的硬件的发展带来新展望，元宇宙是否承接下一代价值互联网，自上而下看政策护航，自下而上看企业端的投入，中国字节跳动、腾讯、网易、百度等企业均在通过硬件、平台、算力、内容等多维度进行投入与探索，2022至2023年字节跳动产业链红利以及其旗下的Pico产业链红利可期。

图表 23：2020-2025 年中国 VR 市场出货量一体机（万台）、同比增速

	Pico VR (万台)	全球VR出货量 (万台)	Pico VR全球占比	中国VR出货量 (万台)	Pico VR中国占比
2021	50.4	1120	4.5%	142.7	35%
2022E	180	1645	10.9%	296.9	60.6%
YOY+	260%	47%		108%	

资料来源：IDC、IT之家、iimedia research，华鑫证券研究

➤ 元宇宙：2021-2022年中国数字藏品平台涌现（从互联网平台到内容营销公司）

NFT（Non-Fungible Token）的全名为非同质化代币，是创建于区块链上的数字所有权凭证，证明用户拥有某个数字收藏。在元宇宙中记录拥有与交易过程需要的经济系统，NFT依靠区块链进行交易（通过使用区块链去中心化技术，将一个已存在的事物数字化存放并记录在区块链账本上，NFT提供了一种利用区块链标记原生数字资产所有权的方法，赋予了其真实性稀缺性，包括但不限于数字画作、图片、音乐、视频、3D

模型等各种形式，也可帮助例如艺术、收藏品、影视作品等文化内容生产行业数字化升级，并带来更多商业模式创新），NFT的特点在于其唯一性，不可分割、非同质化，资产可绑定NFT，进而让众多物品成为数字化的替身，进而成为数字资产，数字藏品也属于其中一个分支。2021年年底视觉中国推出元视觉后，2022年3月，蓝色光标与芒果超媒（芒果TV）均推出自身数字藏品平台。

元宇宙的发展中不可或缺要素之一即Avatar（虚拟形象），虚拟数字人指存在于非物理世界中，由计算机图形学、图形渲染、动作捕捉、深度学习、语音合成等计算机手段创造及使用，并具有多重人类特征（外貌特征、人类表演能力、人类交互能力等）的综合产物，可被称为虚拟形象、虚拟人、数字人等，代表性的细分应用包括虚拟助手、虚拟客服、虚拟偶像、主播等。元宇宙商业化之数字人 2030年中国虚拟数字人整体市场规模将达2700亿元，其中元名片市场规模达116亿元至236亿元，虚拟数字人行业未来的主要驱动力来自用户代际变化下新需求，伴随技术迭代成本回落，应用场景将扩大。

图表 24：2030 年我国虚拟数字人整体市场规模（左）、虚拟数字人案例（右）



资料来源：量子位，华鑫证券研究

3、行业评级及投资策略

给予传媒互联网行业增持评级。2021年整体看营收利润已逐步恢复至疫情前，但2022年一季度中3月受到疫情多点散发致企业经济活动受其影响，4月华东地区仍受疫情扰动，预计2022年二季度企业经济活动仍受其影响，但目前该部分影响已在情绪端逐步释放，进入5月，疫情已从相对高发阶段回到总体可控，伴随复工复产后，5月政策有望助力经济恢复，上海与北京地区元宇宙峰会预计将于5月底与7月分别举办，6月迎618电商节，9月迎亚运会，10月迎国庆档，11月迎双十一，二季度经济盈利承压已提前情绪面凸显，三季度有望实现业绩的环比改善（蓝色光标、芒果超媒、横店影视等）；2022年二三季度可看新需求，新需求带来的新增量。可关注亚运会电竞（电魂网络、浙文互联、腾讯、浙数文化等）、球星卡板块（姚记科技），元宇宙板块中的VR、数字藏品、数字人板块（风语筑、视觉中国、蓝色光标、芒果超媒、新经典、浙文互联、华策影视等）。

图表 25：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022/4/29 股价	EPS			PE			投资评级
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
300413.SZ	芒果超媒	35.80	1.14	1.38	1.77	31.4	25.9	20.2	推荐
002605.SZ	姚记科技	14.63	1.42	1.67	2.06	10.3	8.8	7.1	推荐
300058.SZ	蓝色光标	5.74	0.21	0.26	0.34	27.3	22.1	16.9	推荐
300133.SZ	华策影视	4.34	0.21	0.26	0.31	20.7	16.7	14.0	推荐
603466.SH	风语筑	16.92	1.04	0.83	1.01	16.3	20.4	16.8	推荐
603096.SH	新经典	17.01	0.80	1.12	1.42	21.3	15.2	12.0	推荐
603444.SH	吉比特	338.00	20.43	22.24	26.22	16.5	15.2	12.9	推荐
603103.SH	横店影视	9.92	0.02	0.22	0.37	496.0	45.1	26.8	推荐
600986.SH	浙文互联	5.01	0.22	0.29	0.37	22.8	17.3	13.5	推荐
603258.SH	电魂网络	21.63	1.37	1.43	1.66	15.8	15.1	13.0	推荐
9626.HK	哔哩哔哩-SW	171.02	-17.87	-17.35	-12.94	-9.6	-9.9	-13.2	未评级
0700.HK	腾讯控股	317.02	23.16	16.92	19.37	13.7	18.7	16.4	未评级
000681.SZ	视觉中国	11.94	0.22	0.35	0.45	54.3	34.1	26.5	未评级
300251.SZ	光线传媒	7.25	-0.11	0.32	0.40	-65.9	22.7	18.1	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究

注：港元对人民币汇率取1港元=0.84元人民币；美元对人民币汇率取1美元=6.61元人民币；表中股价均为人民币元；“未评级”盈利预测取自万得一致预期

4、风险提示

- (1) 产业政策变化风险
- (2) 推荐公司业绩不及预期的风险
- (3) 经营不达预期风险
- (4) 行业竞争风险
- (5) 新技术发展不及预期的风险
- (6) 隐私数据保护不及预期的风险
- (7) 优质内容供给不及预期的风险
- (8) 疫情波动风险
- (9) 宏观经济波动风险

■ 传媒新消费组简介

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对传媒互联网新消费有长期跟踪经验。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。