下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

传媒行业 2026 年中报总结

景气度资产体现业绩韧性

行业评级

买入

前次评级 买入

游戏：业绩表现强劲，长线运营与新品周期推动景气延续。2026 年上半年国内游戏市场实际销售收入同比增长 12.17%至 1884.5 亿元，其中客户端游戏收入同比增长 27.92%，自研游戏海外收入同比增长 30.22%，客户端与出海市场表现突出。2026H1 A 股样本游戏公司营业收入同比增长 19.27%至 660.67 亿元，归母净利润同比增长 63.78%至 133.68 亿元；26Q2 营业收入同比增长 18.40%至 336.18 亿元，归母净利润同比增长 70.85%至 79.59 亿元。盈利能力同步改善，2026H1 板块毛利率、净利率分别同比提升 2.98pct、5.50pct 至 69.49%、20.23%。我们认为，长青产品流水增长、头部新品放量及全球化发行共同推动板块业绩提升，叠加管理及研发效率优化，行业高景气度有望延续。目前龙头公司 2026 年 PE 约为 12-14 倍，处于 2019-2025 年历史中枢偏下位置，具备估值性价比。

广告营销：上半年广告大盘稳健增长，从流量供给端来看，线上广告媒体端继续向短视频、电商倾斜，且投放仍聚焦于头部流量，需求端，聚合信息（AI 应用为主，如元宝、千问等）、教育学习、零售服务（淘宝闪购等）增速较快。业绩表现来看，广告营销板块上半年收入稳健增长，盈利能力承压。2026 年上半年广告营销板块合计营收 941.10 亿元，同比增长 8.6%；归母净利 34.75 亿元，同比下降 3.0%。26Q2 单季合计实现营收 476.03 亿元，同比增长 1.4%；归母净利 15.56 亿元，同比下降 21.9%。

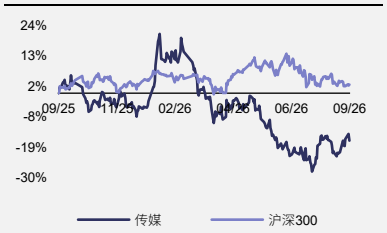
影视院线：Q2 开始票房同比相对回暖。26Q2，全国累计票房（含服务费）54.77 亿元，同比增长 13.04%，主要由于热门影片《给阿嬤的情书》带动。26Q2 影视院线板块的营业收入为 65.67 亿元，同比减少 22.62%；归母净利润为-4.95 亿元，亏损同比小幅缩窄。26H1 之后，7-8 月全国累计票房 108.53 亿元，同比小幅提升 7.91%。暑期档头部片的档期票房上限继续下探至 25 亿元以下，但 10-20 亿票房区间影片增多，观影需求具备韧性。

出版：出版公司面临需求、政策与渠道的多重压力，业绩相对承压。26Q2，教育出版公司的总营收为 247.44 亿元，同比减少 15.48%；归母净利润 35.97 亿元，同比减少 22.41%。大众出版公司的总营收为 8.88 亿元，同比减少 3.86%；归母净利润 0.30 亿元，同比减少 71.23%。建议关注后续收并购与重组预期。

投资建议：我们认为游戏板块业绩兑现度持续提升，建议积极配置。推荐估值性价比较高、产品矩阵稳健的腾讯控股；推荐大单品表现突出、业绩增长确定性较强的巨人网络、世纪华通、恺英网络和吉比特；推荐储备丰富、后续具备新品催化或利润修复空间的网易、三七互娱和完美世界。此外，建议关注研发及平台能力突出的心动公司、神州泰岳等优质企业。

风险提示。板块系统性风险、政策监管风险、游戏公司技术性风险、AI 技术发展不及预期。

相对市场表现



旷实
SAC 执证号：S0260517030002
SFC CE No. BNV294
kuangshi@gf.com.cn

廖志国
SAC 执证号：S0260525060001
liaozhiguo@gf.com.cn

章驰
SAC 执证号：S0260523080001
gfzhangc@gf.com.cn

罗悦纯
SAC 执证号：S0260524120001
luoyuechun@gf.com.cn

黄静仪
SAC 执证号：S0260526060002
huangjingyi@gf.com.cn

请注意，廖志国,章驰,罗悦纯,黄静仪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

互联网传媒 AI 双周专题（八）:GPT-6 Astra 发布，模型智能持续提升	2026-09-07
互联网传媒行业:8 月游戏版号下发，OpenAI 推出 GPT-6 Astra	2026-09-06
互联网传媒行业:腾讯发布 Hy4 Preview，网易《无限大》官宣定档	2026-08-30

下载日志已记录，仅供内部参考

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
横店影视	603103.SH	人民币	16.55	2025/10/24	买入	18.18	0.52	0.63	31.83	26.27	10.70	9.00	20.5	19.9
芒果超媒	300413.SZ	人民币	18.57	2026/8/23	买入	22.77	0.46	0.70	40.37	26.53	3.90	3.30	3.5	5.0
儒意电影	002739.SZ	人民币	8.99	2025/10/31	买入	14.20	0.47	0.60	19.13	14.98	6.10	5.20	11.5	12.7
新媒股份	300770.SZ	人民币	35.12	2026/8/31	买入	43.63	2.91	2.97	12.07	11.82	7.90	7.60	18.4	18.6
世纪华通	002602.SZ	人民币	15.78	2026/8/30	买入	19.64	1.23	1.49	12.83	10.59	7.20	5.70	24.2	26.3
巨人网络	002558.SZ	人民币	26.13	2026/8/30	买入	37.87	2.37	2.70	11.03	9.68	9.20	7.50	26.8	27.9
完美世界	002624.SZ	人民币	10.85	2026/8/21	买入	13.33	0.67	0.96	16.19	11.30	10.40	6.80	15.5	19.1
神州泰岳	300002.SZ	人民币	8.26	2025/11/1	买入	17.09	0.74	0.83	11.16	9.95	11.60	9.60	15.7	15.5
吉比特	603444.SH	人民币	387.78	2026/8/14	买入	474.82	27.93	30.54	13.88	12.70	7.80	6.60	33.4	33.5
三七互娱	002555.SZ	人民币	18.39	2026/8/27	买入	21.62	1.35	1.53	13.62	12.02	12.30	9.20	19.8	20.2
恺英网络	002517.SZ	人民币	17.10	2026/8/28	买入	23.49	1.30	1.44	13.15	11.88	9.90	7.30	26.5	26.8
分众传媒	002027.SZ	人民币	4.88	2026/8/19	买入	7.91	0.40	0.38	12.20	12.84	7.30	7.00	38.8	37.0
天下秀	600556.SH	人民币	4.81	2026/4/10	买入	7.23	0.05	0.08	96.20	60.13	44.60	36.70	2.1	3.4
中南传媒	601098.SH	人民币	10.22	2026/8/26	买入	13.38	0.89	0.93	11.48	10.99	2.40	1.40	9.0	8.6
凤凰传媒	601928.SH	人民币	8.59	2026/8/27	买入	9.94	0.55	0.62	15.62	13.85	11.10	10.10	7.0	7.7
皖新传媒	601801.SH	人民币	5.38	2026/4/29	买入	6.67	0.37	0.39	14.54	13.79	3.80	3.40	5.9	6.2
蓝色光标	300058.SZ	人民币	13.60	2025/10/30	买入	8.84	0.09	0.11	151.11	123.64	30.00	26.90	3.6	4.2
华立科技	301011.SZ	人民币	15.63	2026/4/15	买入	25.64	0.57	0.77	27.42	20.30	14.20	12.10	8.6	10.8
浙数文化	600633.SH	人民币	10.42	2026/8/16	买入	15.59	0.52	0.57	20.04	18.28	14.30	13.10	6.2	6.5
易点天下	301171.SZ	人民币	37.18	2026/3/26	买入	48.80	0.53	0.71	70.15	52.37	70.00	50.50	6.3	7.7
腾讯控股	00700.HK	港元	434.00	2026/8/13	买入	667.51	29.50	30.49	12.71	12.30	12.70	11.90	20.6	20.1
美团-W	03690.HK	港元	77.80	2026/8/30	买入	119.52	0.79	2.70	85.11	24.90	43.90	15.60	3.2	10.4
泡泡玛特	09992.HK	港元	156.10	2026/8/23	买入	186.91	8.05	9.86	16.76	13.68	13.50	11.20	51.4	59.7
哔哩哔哩	BILI.O	美元	16.20	2026/8/28	买入	24.71	1.07	1.31	15.10	12.39	9.00	8.00	11.0	13.0
哔哩哔哩-W	09626.HK	港元	125.00	2026/8/28	买入	193.71	8.41	10.25	14.86	12.19	9.00	8.00	11.0	13.0
网易	NTES.O	美元	119.45	2026/8/23	买入	141.26	1.81	2.10	13.22	11.39	10.80	9.20	21.1	21.1
网易	09999.HK	港元	183.20	2026/8/23	买入	221.59	2.84	3.29	12.92	11.13	10.80	9.20	21.1	21.1
腾讯音乐	TME.N	美元	8.06	2026/8/12	买入	13.35	0.94	1.04	8.60	7.78	1.07	0.98	11.0	11.0
腾讯音乐-SW	01698.HK	港元	31.52	2026/8/12	买入	52.36	3.67	4.06	8.58	7.76	1.07	0.98	11.0	11.0
阿里巴巴	BABA.N	美元	112.66	2026/8/23	买入	175.57	7.16	10.36	15.65	10.81	15.89	11.44	11.4	10.1
阿里巴巴-W	09988.HK	港元	109.80	2026/8/23	买入	180.96	7.02	10.16	15.65	10.81	15.89	11.44	11.4	10.1
京东集团	JD.O	美元	27.68	2026/8/15	买入	35.66	1.54	2.12	17.95	13.07	4.05	2.82	10.0	15.5
京东集团-SW	09618.HK	港元	106.30	2026/8/15	买入	149.71	6.05	8.30	17.58	12.80	4.05	2.82	10.0	15.5
微博	WB.O	美元	6.70	2026/8/20	买入	11.62	1.50	1.70	4.47	3.94	3.90	3.10	4.8	6.5
微博-SW	09898.HK	港元	52.60	2026/8/20	买入	91.14	10.19	11.76	5.16	4.47	3.90	3.10	4.8	6.5
百度集团	BIDU.O	美元	92.55	2026/8/19	买入	167.00	6.49	7.38	14.25	12.54	3.00	3.00	4.0	4.0
百度集团-W	09888.HK	港元	92.20	2026/8/19	买入	163.00	6.36	7.23	14.49	12.75	3.00	3.00	4.0	4.0

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算，哔哩哔哩、网易、腾讯音乐、阿里巴巴、京东集团、微博、百度集团的 EPS 单位为美元/ADS，哔哩哔哩-W、网易-S、腾讯音乐-SW、阿里巴巴-W、京东集团-SW、微博-SW、百度集团-SW 的 EPS 单位为港元/股。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、26Q2 营收与利润总体改善，销售费用率有所提升 6
（一）26Q2 传媒板块收入小幅提升，归母净利润明显改善 6
（二）毛利率与归母净利率小幅提升，销售费用率同比增长 7
二、游戏：业绩增长显著，景气度周期有望持续 10
（一）复盘：游戏市场规模持续增长，板块景气度有望持续 10
（二）业绩表现：收入保持高增长趋势，盈利能力持续提升 12
（三）新品储备丰富，建议持续关注产品周期带动下的个股机会 14
三、广告营销：收入稳健增长，盈利能力同比略下降 21
（一）行业回顾：广告大盘稳健，AI 应用线上及线下加大投放 21
（二）业绩表现：收入稳健增长，盈利能力承压 23
四、影视院线：Q2 票房大盘相对回暖，累计票房仍居于低位区间 28
五、出版行业：面临需求、政策与渠道的多重压力 31
六、投资建议 34
七、风险提示 34

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：26H1 传媒行业盈利分布图（同比 25H1，右边为业绩亏损公司中持续亏损与盈转亏数量占比）.....6
图 2：传媒行业营业收入（亿元）和同比增速（%）.....7
图 3：传媒单季度收入（亿元）.....7
图 4：传媒行业归母净利润（亿元）和增速（%）.....7
图 5：传媒单季度归母净利润（亿元）.....7
图 6：传媒行业扣非归母净利润（亿元）和增速（%）.....7
图 7：传媒单季度扣非归母净利润（亿元）.....7
图 8：传媒行业毛利率及净利率（%）.....8
图 9：传媒行业期间费用率（%）（财务费用率在右轴）.....8
图 10：传媒行业经营性现金流净额（亿元）.....9
图 11：分季度中国游戏市场收入及同比增速.....10
图 12：中国游戏用户规模及同比增速.....10
图 13：分季度中国手游收入及同比增速.....10
图 14：分季度中国客户端游戏收入及同比增速.....10
图 15：25 年初至今 A 股游戏行业指数、重点游戏公司指数和中信传媒指数涨跌幅（%）.....11
图 16：2019~2026 年 8 月 31 日游戏行业的 Forward-PE 估值（x）.....12
图 17：游戏板块营收和同比增速.....12
图 18：游戏板块单季度营收和环比增速.....12
图 19：游戏板块归母净利润和同比增速.....13
图 20：游戏板块单季度净利润.....13
图 21：游戏板块毛利、净利率走势（%）.....13
图 22：单季度游戏板块季度毛利、净利率走势（%）.....13
图 23：游戏板块费用率走势（%）.....14
图 24：分季度游戏板块费用率走势（%）.....14
图 25：中国互联网广告市场规模变化.....21
图 26：2025/2026H1 硬广投放费用 TOP10 媒介类型分布.....21
图 27：2026H1 硬广投放费用 TOP10 媒介-费用占比.....21
图 28：2026H1 典型广告主行业广告投放费用分结构同比变化.....22
图 29：分众传媒草根调研-广告主结构.....22
图 30：海外代表型媒体及广告公司收入同比增速.....23
图 31：广告营销板块营业收入及增速.....24
图 32：广告营销板块归母净利.....24
图 33：广告营销行业分季度营业收入及增速.....24
图 34：广告营销行业分季度归母净利.....24



下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：广告营销行业归母扣非净利 24
图 36：广告营销公司营业收入及增速（右轴） 25
图 37：广告营销公司归母净利润 25
图 38：广告营销公司单季度营业收入及增速（右轴） 26
图 39：广告营销公司单季度归母净利润 26
图 40：广告营销公司毛利率及净利率 27
图 41：广告营销公司期间费用情况 27
图 42：行业单季度盈利能力 27
图 43：广告营销公司商誉 27
图 44：全国月度票房推移（亿元，含服务费） 28
图 45：全国月度观影人次推移（亿人次） 28
图 46：全国平均票价推移（元/张，含服务费） 28
图 47：影视院线板块营业收入和同比增速（右轴） 29
图 48：影视院线板块归母净利润 29
图 49：影视院线单季度营收（亿元）和环比增速（%） 29
图 50：影视院线板块单季度归母净利润 29
图 51：影视院线板块毛利率和净利率（%） 30
图 52：影视院线板块三大期间费用率（%） 30
图 53：影视院线板块单季度毛利率和净利率（%） 30
图 54：影视院线板块单季度三大期间费用率（%） 30
图 55：A 股教育出版公司的单季度营收及其增速（右轴） 31
图 56：A 股教育出版公司的单季度归母净利润及增速（右轴） 31
图 57：A 股大众出版公司的单季度营收及其增速（右轴） 31
图 58：A 股大众出版公司的单季度归母净利润及增速（右轴） 31
图 59：出版类国企的在手资金与股息率 32
图 60：出版行业毛利率和净利率 33
图 61：出版行业的期间费率 33
图 62：出版行业单季度毛利率和净利率 33
图 63：出版行业单季度期间费率 33

表 1：传媒板块单季度财务指标（%，分母口径均为营业收入）和 26Q2 同环比变动（pct） 8
表 2：截至 2026 年 8 月 31 日游戏板块股价区间涨跌幅（%） 11
表 3：游戏板块的财务指标单季度走势（%） 14
表 4：重点游戏公司 2026H1、2026Q2 业绩和主要储备产品梳理（截至 8 月 31 日） 16

下载日志已记录，仅供内部参考

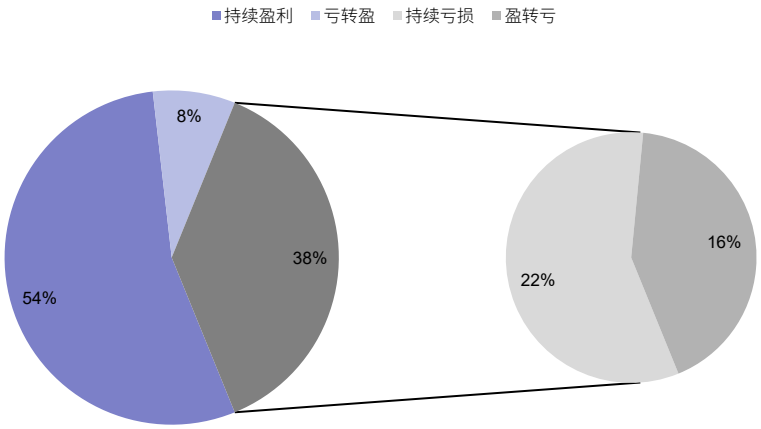
样本筛选、行业分类与数据来源说明：

本文在中信传媒指数的基础上，根据公司主营业务构成，选择传媒业务收入占比 15%以上的公司作为样本，共计 138 家传媒公司。按照公司的传媒业务性质和类别进行行业划分，若经营多种传媒类业务则按照最高的收入来源占比作为划分基准。得到 10 个行业分类，按照公司数量从高到低为游戏行业、新闻出版发行、广告营销、影视院线、教育行业、有线电视、互联网行业、其他、体育、动漫，汇总分析主要围绕传媒行业指数标的和行业分类展开。本文如无特别说明，数据来源均为 wind 数据和公司财报。

一、26Q2 营收与利润总体改善，销售费用率有所提升

从整体上看，26H1 共有 86 家公司实现盈利，其中 75 家公司连续两年盈利，11 家公司由亏转盈。26H1 共有 52 家公司亏损，其中连续两年亏损的公司有 30 家，盈转亏公司 22 家。26Q2 单季度来看，85 家公司实现盈利，53 家公司亏损。

图 1：26H1 传媒行业盈利分布图（同比 25H1，右边为业绩亏损公司中持续亏损与盈转亏数量占比）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：盈利口径为归母净利润

（一）26Q2 传媒板块收入小幅提升，归母净利润明显改善

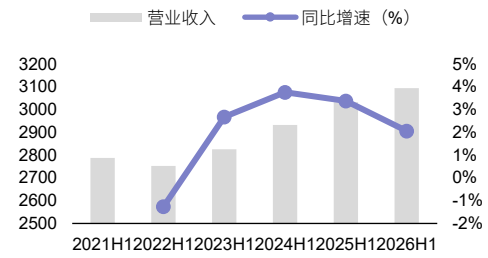
26H1 传媒行业实现营业收入 3094.66 亿元，同比增长 2.06%。26Q2 单季度实现营业收入 1571.41 亿元，同比增长 0.83%，环比增长 3.16%。

归母净利润层面，26H1 传媒行业实现归母净利润 253.61 亿元，同比增长 10.91%。26Q2 单季度归母净利润 143.88 亿元，同比增长 25.03%，环比增长 31.13%。

扣非归母净利润看，26H1 传媒行业扣非归母净利润 181.97 亿元，同比减少 5.58%。传媒行业 26Q2 单季度扣非归母净利润 99.12 亿元，同比增长 1.91%，环比增长 19.63%。

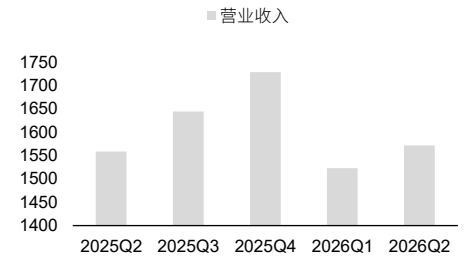
下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：传媒行业营业收入（亿元）和同比增速（%）



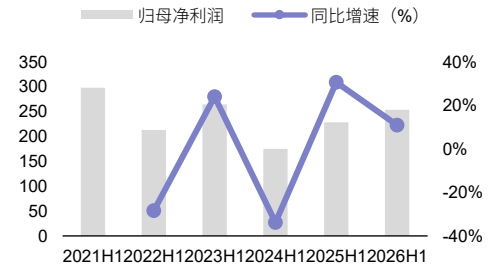
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：传媒单季度收入（亿元）



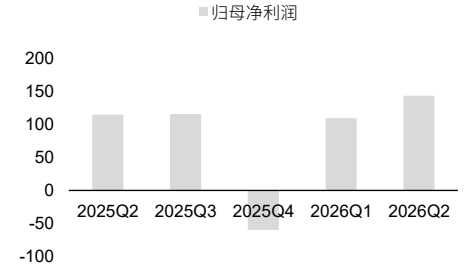
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：传媒行业归母净利润（亿元）和增速（%）



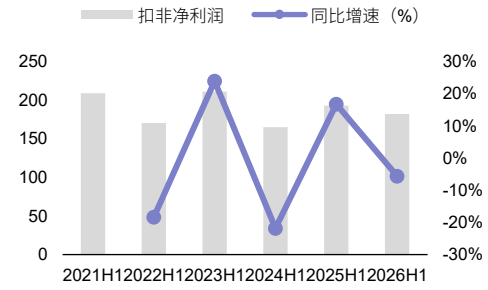
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：传媒单季度归母净利润（亿元）



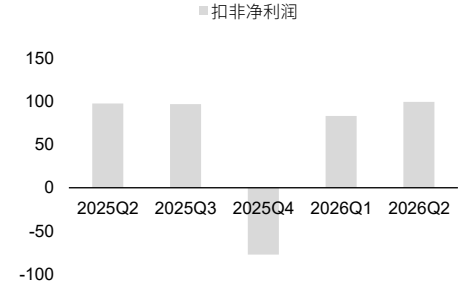
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：传媒行业扣非归母净利润（亿元）和增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：传媒单季度扣非归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

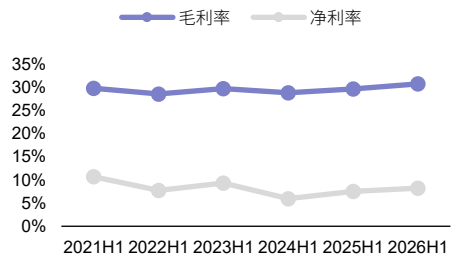
（二）毛利率与归母净利率小幅提升，销售费用率同比增长

26H1 传媒行业总体实现毛利润 951.82 亿元（YOY+ 5.71%），毛利率为 30.76%，同比增长 1.06pct；净利率 8.20%，同比增长 0.65pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

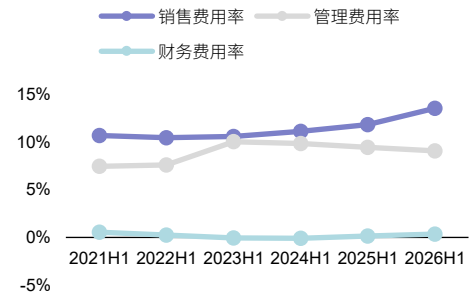
从三大期间费用来看，26H1 行业总体产生销售费用 418.60 亿元（YOY+ 16.87%），销售费用率 13.53%，同比增长 1.72pct；产生管理费用 281.06 亿元（YOY-1.87%），管理费用率 9.08%，同比降低 0.36pct；产生财务费用 11.06 亿元，财务费用率 0.36%，同比增长 0.21pct。

图 8：传媒行业毛利率及净利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：传媒行业期间费用率（%）（财务费用率在右轴）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

单季度来看，2026Q2 单季度实现毛利润 487.12 亿元（QoQ +4.82%，YoY+7.16%），毛利率 31.00%，同比增长 1.83 pct；归母净利率 9.16%，同比增长 1.77 pct。

2026Q2 行业总体产生销售费用 215.10 亿元（YoY+ 16.09%），销售费用率 13.69%，同比增长 1.80 pct；产生管理费用 97.34 亿元（YoY -1.05%），管理费用率 6.19%，同比减少 0.12 pct；产生研发费用 47.20 亿元（YoY+ 3.70%），研发费用率 3.00%，同比增长 0.08 pct；产生财务费用 5.65 亿元，财务费用率 0.36%，同比增加 0.22 pct。

表 1：传媒板块单季度财务指标（%，分母口径均为营业收入）和 26Q2 同环比变动（pct）

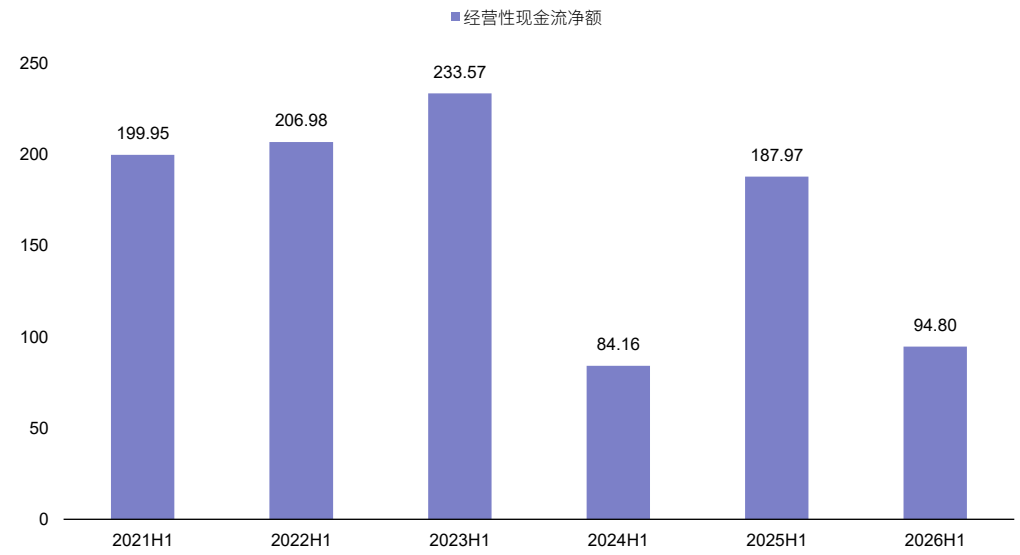
	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	季度环比（pct）	季度同比(pct)
毛利率	29.17%	28.87%	28.26%	30.51%	31.00%	0.49	1.83
销售费用率	11.89%	11.82%	12.34%	13.36%	13.69%	0.33	1.80
管理费用率	6.31%	6.12%	8.25%	6.09%	6.19%	0.10	-0.12
研发费用率	2.92%	3.20%	2.91%	2.87%	3.00%	0.14	0.08
财务费用率	0.14%	0.10%	0.22%	0.36%	0.36%	0.00	0.22
资产减值损失率	-0.38%	-0.33%	-6.34%	-0.20%	-0.43%	-0.23	-0.05
投资收益率	0.97%	0.73%	0.26%	1.24%	2.72%	1.48	1.75
归母净利率	7.38%	7.05%	-3.47%	7.20%	9.16%	1.95	1.77
扣非净利率	6.24%	5.86%	-4.47%	5.44%	6.31%	0.87	0.07

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

26H1 传媒行业经营性现金流净额为 94.80 亿元，同比减少 49.57%。单季度看，26Q2 经营性现金流 134.16 亿元，同比减少 14.34%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：传媒行业经营性现金流净额（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

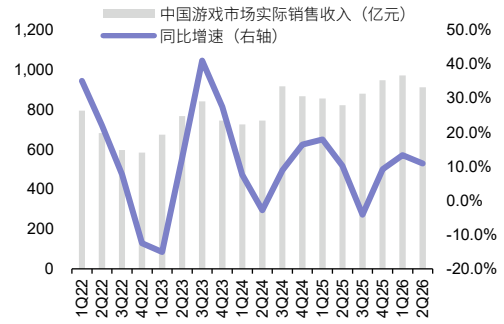
下载日志已记录，仅供内部参考

二、游戏：业绩增长显著，景气度周期有望持续

（一）复盘：游戏市场规模持续增长，板块景气度有望持续

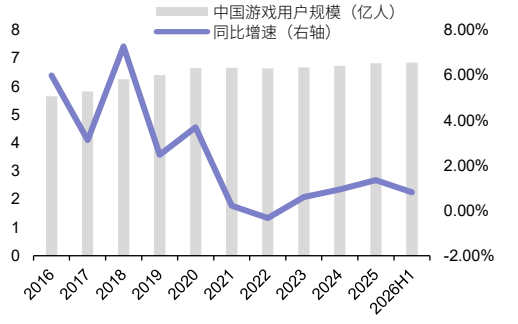
游戏市场规模保持较快增长，客户端与出海成为核心驱动。根据游戏工委与伽马数据联合发布的《2026 年 1—6 月中国游戏产业报告》，2026 年上半年国内游戏市场实际销售收入 1884.5 亿元，同比增长 12.17%；用户规模达 6.84 亿，同比增长 0.82%。市场增长主要得益于：（1）移动端基本盘保持稳健，长青产品持续贡献、新品陆续上线；（2）客户端游戏受益于双端互通及热门长青产品表现突出；（3）小程序游戏延续高增；（4）自研游戏及海外市场新品与长线产品共同放量。

图 11：分季度中国游戏市场收入及同比增速



数据来源：游戏工委，广发证券发展研究中心

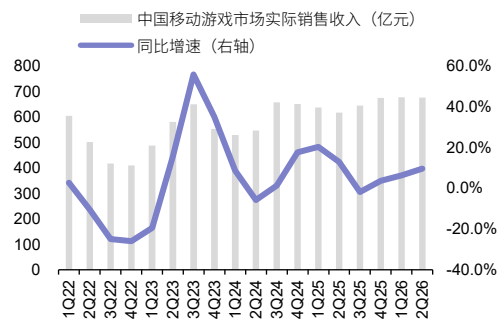
图 12：中国游戏用户规模及同比增速



数据来源：游戏工委，广发证券发展研究中心

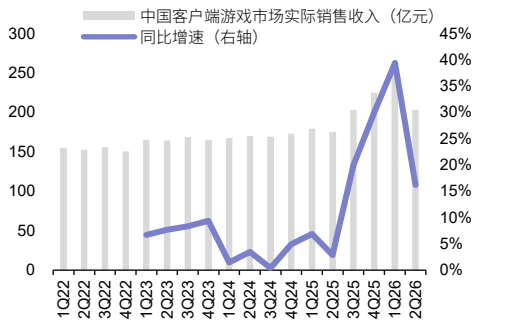
结构上看，2026 年上半年客户端游戏市场实销收入 452.88 亿元，同比增长 27.92%，增速显著领先整体市场，占国内市场的 24.03%；移动游戏收入 1352.1 亿元，同比增长 7.9%，占比 71.75%。同时，自研游戏国内市场实销收入 1633.56 亿元，同比增长 16.31%；海外市场实销收入 123.72 亿美元，同比增长 30.22%，延续高增长态势。其中，美、日、韩合计贡献 53.84%的自研移动游戏海外收入，策略类仍为出海第一大品类，合成类收入占比同比提升 9.74 个百分点至 16.22%，成为重要增量赛道。细分市场方面，小程序游戏收入 316.57 亿元，同比增长 36.01%；二次元移动游戏收入同比下降 8.97%，行业增长继续呈现明显的品类分化。

图 13：分季度中国手游收入及同比增速



数据来源：游戏工委，广发证券发展研究中心

图 14：分季度中国客户端游戏收入及同比增速



数据来源：游戏工委，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

纵观整体市场表现，2025 年 1 月 1 日至 2026 年 8 月 31 日 A 股游戏行业指数累计上涨 38.22%，中信传媒指数累计上涨 12.18%，A 股重点游戏指数累计上涨 67.94%。游戏行业自 2025 年以来基本面保持改善趋势，带动板块股价提升。

图 15：25 年初至今 A 股游戏行业指数、重点游戏公司指数和中信传媒指数涨跌幅（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：A 股游戏行业指数包含了全部 A 股游戏公司，按照市值加权得；重点游戏公司指数仅包含世纪华通、巨人网络、三七互娱、恺英网络、吉比特、神州泰岳、完美世界。

表 2：截至 2026 年 8 月 31 日游戏板块股价区间涨跌幅（%）

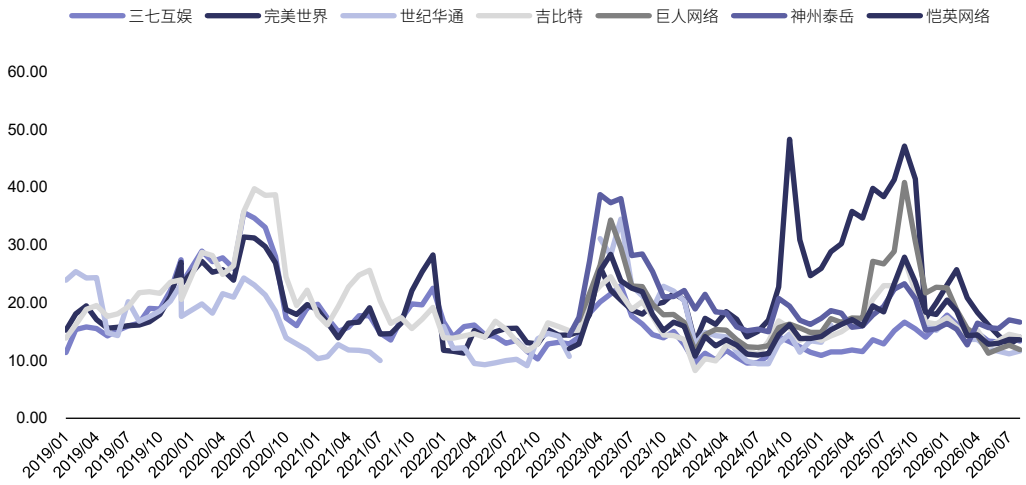
代码	游戏公司	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026YTD
002174.SZ	游族网络	-0.86%	30.85%	-4.45%	5.61%	-22.06%	32.18%	-2.53%
603444.SH	吉比特	1.90%	37.41%	90.38%	-24.34%	-14.43%	0.64%	-7.85%
002602.SZ	世纪华通	25.10%	72.32%	86.91%	-17.62%	-6.45%	-11.29%	-16.78%
300315.SZ	掌趣科技	-2.55%	13.25%	-12.36%	-7.14%	-3.04%	-18.58%	-18.42%
002555.SZ	三七互娱	-4.73%	20.67%	26.92%	9.70%	-9.28%	-9.15%	-19.38%
002517.SZ	恺英网络	18.00%	20.94%	45.42%	-22.12%	-19.07%	-7.56%	-20.95%
300002.SZ	神州泰岳	14.06%	-10.74%	21.87%	-19.27%	-19.10%	-15.53%	-28.16%
002624.SZ	完美世界	11.04%	34.40%	26.30%	-14.46%	7.20%	-27.52%	-31.56%
002558.SZ	巨人网络	10.95%	68.95%	92.49%	-4.18%	-27.14%	-11.98%	-36.12%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2025 年以来，游戏行业供给持续改善，产品创新能力显著增加，版号持续稳定发放，行业呈现出供给繁荣的景象，多款重磅新品推动板块内公司业绩增长。估值表现上，游戏行业当前估值总体处于历史偏中位数水平，截至 2026 年 8 月 31 日，游戏龙头股世纪华通、巨人网络、恺英网络、三七互娱对应 26 年 PE 分别为 11.64x、11.89x、13.58x、13.38X。目前龙头游戏股估值处于历史（19～25 年）中枢偏下位置，具有估值性价比。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：2019~2026 年 8 月 31 日游戏行业的 Forward-PE 估值（x）

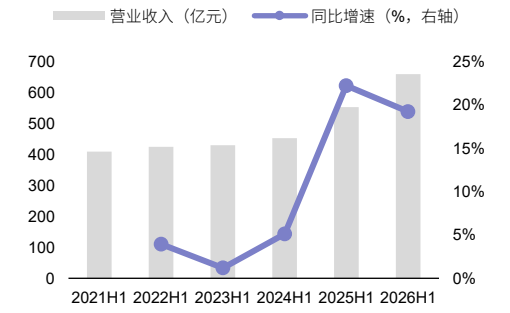


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：按照每年 11 月开始估值切换，如 2025 年 11 月的净利润预期由 2025 年调至 2026 年

（二）业绩表现：收入保持高增长趋势，盈利能力持续提升

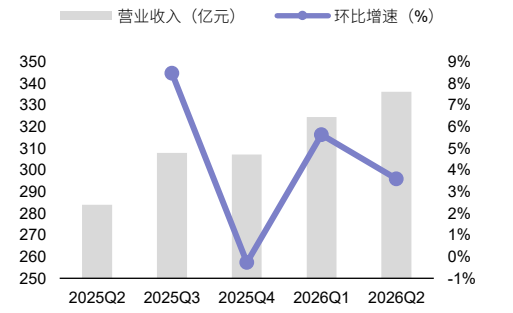
2026 年上半年，A 股游戏板块公司营业收入同比增长 19.27%至 660.67 亿元。2026 年 Q2，板块营业收入同比增长 18.40%、环比增长 3.60%至 336.18 亿元，主要受头部厂商大单品持续增长驱动。

图 17：游戏板块营收和同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 18：游戏板块单季度营收和环比增速

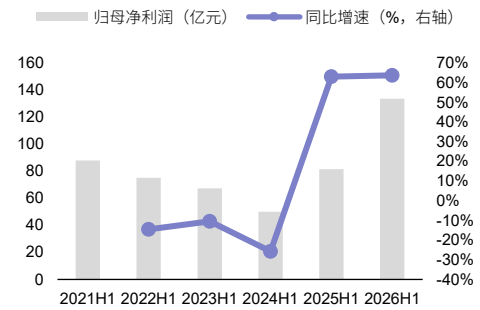


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2026Q2 游戏行业归母净利润环比增长 47.11%，行业盈利能力持续改善。游戏行业 2024 年利润显著承压，2025 年明显修复；2026H1 板块归母净利润合计 133.68 亿元，同比增长 63.78%。其中，26Q2 归母净利润 79.59 亿元，同比增长 70.85%、环比增长 47.11%，经营业绩进一步向上。

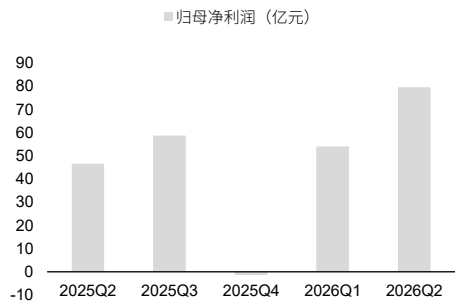
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：游戏板块归母净利润和同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 20：游戏板块单季度净利润

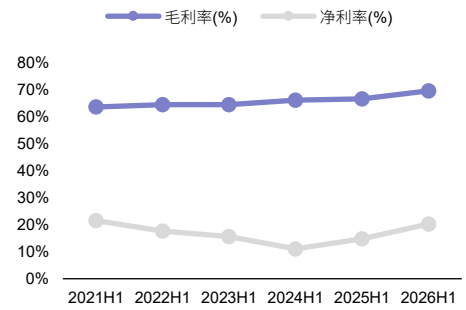


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

毛利率和净利率明显提升，销售投放力度保持高位。26H1 行业毛利率为 69.49%，同比提升 2.98pct；净利率为 20.23%，同比提升 5.50pct。单季度来看，2026Q2 毛利率为 69.17%，同比提升 2.00pct、环比下降 0.65pct；净利率为 23.67%，同比提升 7.26pct、环比提升 7.00pct，盈利能力进一步增强。

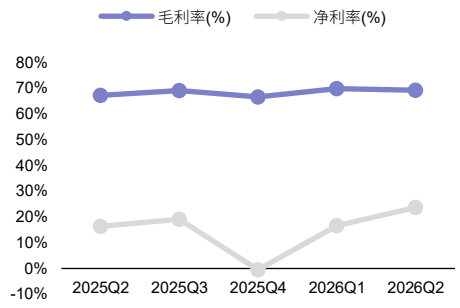
费用率方面，行业销售投放维持较高水平，管理及研发效率有所优化。2026H1 销售费用率为 37.24%，同比提升 4.95pct，销售费用约 246.05 亿元，同比增长约 37.6%。2026Q2 销售费用率为 37.12%，同比提升 4.79pct、环比下降 0.25pct；管理费用率为 6.08%，同比下降 1.36pct、环比提升 0.19pct；研发费用率为 8.44%，同比下降 0.94pct、环比提升 0.38pct。整体来看，游戏公司在加大产品推广的同时，管理及研发费用率同比下降，叠加高毛利产品放量，推动板块利润率显著改善。

图 21：游戏板块毛利、净利率走势（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

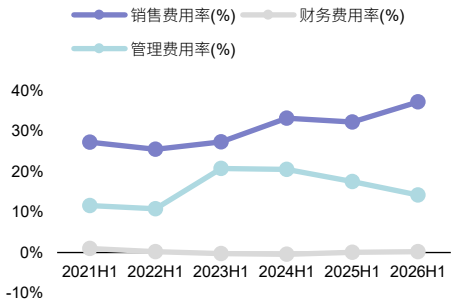
图 22：单季度游戏板块季度毛利、净利率走势（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

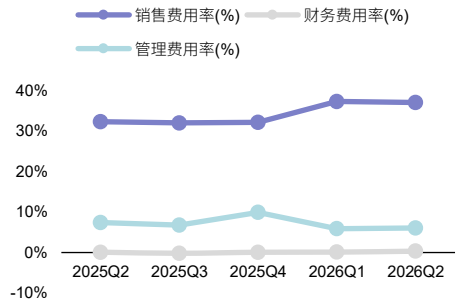
下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：游戏板块费用率走势（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 24：分季度游戏板块费用率走势（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 3：游戏板块的财务指标单季度走势（%）

	毛利率	销售费用率	管理费用率	研发费用率	财务费用率	净利率
2025Q2	67.17%	32.33%	7.44%	9.38%	0.09%	16.41%
2025Q3	69.07%	32.07%	6.79%	10.39%	-0.19%	19.09%
2025Q4	66.60%	32.23%	9.92%	8.83%	0.07%	-0.49%
2026Q1	69.82%	37.37%	5.89%	8.06%	0.11%	16.67%
2026Q2	69.17%	37.12%	6.08%	8.44%	0.34%	23.67%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）新品储备丰富，建议持续关注产品周期带动下的个股机会

我们认为 A 股主要游戏公司中报总体表现出色，主要由于头部公司核心大单品长线能力较此前更加突出，新品周期的利润贡献期更长，随着游戏公司运营能力的提升，板块总体业绩稳定性或有所增强。具体而言：

网易：主业经营质量持续向好，26H2-27H1 或将迎来新一轮产品周期。公司 2026H1 实现营业收入 606.98 亿元，同比+7.0%；归母净利润 176.55 亿元，同比-6.6%；Non-GAAP 归母净利润 190.22 亿元，同比-8.4%；经营活动现金流净额 237.06 亿元，同比+3.2%。26Q2 实现营业收入 301.07 亿元，同比+7.9%、环比-1.6%；归母净利润 69.81 亿元，同比-18.8%、环比-34.6%；Non-GAAP 归母净利润 77.47 亿元，同比-18.7%、环比-31.3%。游戏业务方面，26H1 游戏及相关增值服务收入 507.36 亿元，同比+8.3%，主要受《梦幻西游》系列、《燕云十六声》及《蛋仔派对》等自研产品带动；26Q2 游戏收入 250.23 亿元，同比+9.7%、环比-2.7%，其中在线游戏收入占比 97.7%。Q2 游戏业务毛利率约 76.1%，同比提升 5.9pct、环比提升 1.3pct，主要受高毛利自研及 PC 游戏收入占比提升、收入分成成本下降等因素推动。Q2 营业利润 120.89 亿元，同比+33.4%，但股票投资公允价值下降、减值计提及有效税率上升拖累表观利润。截至 6 月末，公司合同负债 192.97 亿元，同比+13.7%、环比-11.5%。产品方面，《遗忘之海》已于 7 月在国内上线，《无限大》定档 2027 年 1 月，《诡影藏锋》《雾海之下》等项目节奏稳健，后续关注经典产品流水韧性、新品上线及商业化进展。

世纪华通：SLG 增长驱动业绩向上，休闲赛道增量逻辑持续验证，H2 利润预计加速释放。公司 2026H1 实现营业收入 221.17 亿元（同比+28.53%），归母净利润 45.03 亿元（同比+69.51%），经营活动现金流 44.97

下载日志已记录，仅供内部参考

亿元（同比+14.78%），收入、利润和现金流延续增长。26Q2 实现营业收入 111.07 亿元（同比+22.6%、环比+0.9%），归母净利润 24.75 亿元（同比+89.5%、环比+22.1%）。游戏业务方面，26H1 互联网游戏收入 213.42 亿元（同比+29.87%），其中点点互动分部贡献核心增量，实现收入 184.41 亿元（同比+40.5%）、净利润 34.09 亿元（同比+46.5%）。海外方面，《WoS》上线三年后再创新高，《Kingshot》长期位居中国手游出海榜前三；《Tasty Travels: Merge Game》跻身中国手游出海榜前五，验证公司在休闲品类复制爆款的能力。国内方面，点点互动旗下《无尽冬日》长期稳居 iOS 游戏畅销榜前五，2025 年 8 月上线的《奔奔王国》排名稳步提升；盛趣游戏继续深化经典 IP，26H1 已推出《传奇新百区合击-盟重神兵》《传奇世界无双》《幻兽征途：放置冒险》《大航海时代：起源》及韩国版《龙之谷世界》等产品。后续关注《Whiteout Survival》《Kingshot》等核心产品流水韧性、《Tasty Travels》等休闲产品对第二增长曲线的持续验证，以及《永恒之塔：经典》《饥困荒野》《AION2》等储备产品的研发及上线节奏。

巨人网络：《超自然行动》DAU 再创新高，业绩增长预期叠加股息率逻辑具备配置价值。巨人网络 2026H1 实现营业收入 46.89 亿元，同比+182.08%；归母净利润 21.44 亿元，同比+175.96%；扣非归母净利润 22.36 亿元，同比+177.23%；经营活动现金流 20.72 亿元，同比+178.93%。26Q2 实现收入 23.60 亿元，同比+151.5%、环比+1.4%；扣非归母净利润 12.23 亿元，同比+175.2%、环比+20.6%。2026H1 移动游戏收入 43.68 亿元，同比+236.18%，占收入 93.15%。《超自然行动组》春节期间单日、单月流水均创新高，Q2 运营保持稳定；暑期《鬼吹灯》联动推动产品重返 iOS 畅销榜 TOP5，8 月新皮肤上线后位列畅销榜第 6 名。“征途”IP 保持稳健，《原始征途》H1 新增用户同比+3.67%、日均 DAU 基本持平，《王者征途》H1 新增用户 1417 万。截至 6 月末，公司合同负债 16.01 亿元，较 3 月末下降 24.2%，主要系递延收入确认，其中 14.05 亿元预计于 2026 年内确认。后续关注《超自然行动组》海外版《Tomb Busters》的本地化及商业化进展，该产品已于 5 月 27 日上线日韩美市场；在研卡牌产品《名将杀》自 Q2 以来累计注册用户突破 100 万，DAU 及 MAU 稳步提升。

吉比特：新品周期驱动业绩增长，海外扩张有望持续提供增量空间。吉比特 2026H1 实现营收 37.27 亿元，同比+48.01%，归母净利润 10.92 亿元，同比+69.31%。核心增量来自《杖剑传说》《道友来挖宝》等新品及海外版本。26Q2 营收 18.79 亿元，同比+35.97%，归母净利润 5.74 亿元，同比+58.84%。据中报及一季报，Q2 主要游戏流水合计 16.40 亿元，同比+49.2%；其中《问道手游》6.21 亿元，《道友来挖宝》3.08 亿元，《杖剑传说》大陆及境外版合计 7.11 亿元，境外收入 3.21 亿元、同比+278.6%。

恺英网络：预计发行业务仍将加速扩张，后续自研产品储备充足。恺英网络 2026H1 实现营收 47.97 亿元，同比+86.1%；归母净利润 14.28 亿元，同比+50.3%；扣非归母净利润 11.67 亿元，同比+24.3%；经营活动净现金流 14.63 亿元，同比+98.7%。26Q2 实现营收 25.75 亿元，同比+110.2%、环比+15.9%；扣非归母净利润 6.21 亿元，同比+47.0%、环比+13.9%，主业延续较快增长。分业务看，H1 移动游戏收入 41.64 亿元，同比+96.8%；用户平台收入 6.10 亿元，同比+44.2%。Q2 仍处于发行产品集中推广期，销售费用约 9.17 亿元，同比+125.0%、环比-5.1%，销售费用率约 35.6%，较 Q1 下降 7.9pct，投放压力边际回落。产品方面，《烈焰觉醒》上半年提供核心流水增量，《三国：天下归心》《巨兽战场》《Stranger Heroes》《永恒龙族》等新品于 Q2 上线；《盗墓笔记：启程》已于 8 月 11 日全平台公测，后续关注《斗罗大陆：诛邪传说》《代号：奥特曼》等储备产品的测试及上线进展。

完美世界：受《异环》费用确认节奏错配影响，H1 业绩表现承压，Q3 产品利润逐步释放。完美世界 2026H1

下载日志已记录，仅供内部参考

实现营业收入 27.51 亿元，同比-25.47%；归母净亏损 1.18 亿元，扣非归母净亏损 2.11 亿元。游戏业务收入 26.39 亿元，同比-9.19%，归母净亏损 0.89 亿元，主要受《异环》上线初期发行费用一次性确认、充值流水分期确认造成的收入费用错配影响；影视业务收入 1.03 亿元，主要系确收剧集数量同比减少。26Q2 实现收入 15.80 亿元，同比-5.28%、环比+34.90%；归母净亏损 2.21 亿元，扣非归母净亏损 2.72 亿元；其中游戏业务收入 15.63 亿元，同比约+5.0%、环比+45.2%。重磅新品《异环》于 4 月 23 日国服公测、4 月 29 日上线海外，截至 6 月末全球累计流水超 14 亿元，其中官方 PC 及官方安卓渠道占比超 60%；截至 8 月 18 日累计流水已超 20 亿元。26H1 经营活动现金流净额 6.47 亿元，同比+28.89%；Q2 净流入 7.97 亿元，6 月末合同负债 22.31 亿元，较 3 月末增加约 7.43 亿元，为后续收入确认提供充足支撑。预计《异环》业绩贡献将从 Q3 起逐步体现，后续关注版本更新后的流水及用户留存、递延收入释放速度。

三七互娱：投资收益增厚 H1 业绩表现，海外 SLG 产品有望于 27H1 进入利润释放周期。三七互娱 2026H1 实现营收 72.75 亿元，同比-14.28%；归母净利润 17.66 亿元，同比+26.14%，其中通过联营企业投资智谱带来的收益增厚表观利润；扣非归母净利润 10.16 亿元，同比-26.74%。收入端，境内收入 42.54 亿元，同比-26.18%，主要受《寻道大千》等长线产品流水自然回落，以及新品仍处于导入期影响；境外收入 30.21 亿元，同比+10.90%，收入占比提升至 41.53%。出海新品表现亮眼，SLG《Last Asylum: Plague》覆盖全球 137 个国家及地区，跻身 Sensor Tower 6 月中国出海手游收入榜第 16 名；《RO 仙境传说：世界之旅》在港澳台市场表现优异，并于 7 月上线东南亚。长线运营方面，《Puzzles & Survival》《斗罗大陆：魂师对决》《英雄没有闪》《时光杂货店》等产品保持良好表现，公司储备包括《荒漠沙舟》《代号 YC》等 SLG，以及《代号 ML》《斗罗大陆：零》等 RPG 产品，后续关注海外新品流水持续性及储备产品上线节奏。

神州泰岳：云业务增收迅速，游戏业务毛利率持续改善，后续新游上线或将带来盈利修复。神州泰岳 2026H1 实现营收 32.34 亿元，同比+20.45%；归母净利润 3.82 亿元，同比-25.03%；扣非归母净利润 3.66 亿元，同比-25.08%；经营活动现金流净额 4.64 亿元，同比+25.99%。26Q2 营收 18.33 亿元，同比+34.6%、环比+30.8%；归母净利润 2.11 亿元，同比-22.1%、环比+23.2%，收入延续增长，利润环比修复。游戏业务方面，26H1 收入 16.68 亿元，同比-17.73%，主要受《Age of Origins》《War and Order》市场竞争加剧及新游尚处测试调优阶段影响；游戏毛利率同比提升 2.86pct 至 76.34%。软件和信息技术服务方面，AI 应用与云服务收入 14.21 亿元，同比+166.0%，业务毛利率为 7.28%，后续利润释放重点关注毛利率改善。

综上所述，上半年业绩验证了游戏公司在一轮产品周期后的业绩兑现能力。同样从产品周期角度来看，26H1 新产品数量相对较少，但此前发行的产品的长线能力普遍表现出色，典型产品包括《WoS》《KingShot》《超自然行动组》等，这些产品流水长期保持稳定或处于增长轨道，保证了板块内公司的业绩稳定性。同时，随着前期买量费用逐步减少，今年板块内各公司利润率有所提升。展望 26H2~27H1，我们认为板块内公司或迎来新一轮产品周期，若新品表现较好，有望推动板块内公司迎来新的增长周期，建议关注新游落地进展。

表 4：重点游戏公司 2026H1、2026Q2 业绩和主要储备产品梳理（截至 8 月 31 日）

公司名称	业绩摘要	今年已上线新品（核心产品标黑）	后续储备产品

下载日志已记录，仅供内部参考

腾讯	**业绩摘要**：公司26Q2实现营业收入2,048亿元，同比+11%、环比+4%；Non-GAAP归母净利润684亿元，同比+9%、环比+1%。Q2 Non-GAAP经营利润为861亿元，同比+19%。分业务看，游戏、社交网络、营销服务及金融科技和企业服务收入分别为659亿元、325亿元、436亿元和603亿元，同比分别+11%、+1%、+22%和+9%。其中，本土游戏收入473亿元，同比+17%；海外游戏收入186亿元，同比-0.8%，按固定汇率计算增长4%。 **业绩变动原因：**Q2收入及利润增长主要受本土游戏和营销服务业务驱动。《三角洲行动》《无畏契约》《洛克王国：世界》等产品推动本土游戏收入超预期；营销服务受益于AI广告推荐模型持续优化、AIM+智能投放系统升级及微信闭环营销能力增强。与此同时，公司加大AI基础设施投入，Q2资本开支528亿元，同比+176%、环比+65%；经营现金流净额527亿元，自由现金流为-138亿元，若剔除算力采购预付款，自由现金流为376亿元。	**上线主要新品：**《洛克王国：世界》《王者荣耀世界》 **主要贡献：**《和平精英》《王者荣耀》《金铲铲之战》《VOLORANT》《荒野乱斗》《英雄联盟手游》《GODDESS OF VICTORY: NIKKE》《无畏契约》《地下城与勇士手游》《三角洲行动》《胜利女神：新的希望》《无畏契约：源能行动》	**《王者万象棋》**《粒粒的小人国》《战术小队：破晓攻势》**《影之刃零》**《异人之下》《怪物猎人：旅人》《彩虹六号：围攻》《ARC Raiders》《归环》《穿越火线：虹》《虚环》《奥星热浪》《雪中悍刀行》《追逐卡蕾多》《灰境行者》《星际理想国》《魔刻猎手》《湮灭之潮》《荒野起源》《美职篮全明星》《剑灵2》
网易	**业绩摘要：**公司26H1实现营业收入606.98亿元，同比+7.0%；归母净利润176.55亿元，同比-6.6%，Non-GAAP归母净利润190.22亿元，同比-8.4%。其中，26Q2实现营业收入301.07亿元，同比+7.9%、环比-1.6%；游戏及相关增值服务收入250.23亿元，同比+9.7%、环比-2.7%。Q2归母净利润69.81亿元，同比-18.8%、环比-34.6%；Non-GAAP归母净利润77.47亿元，同比-18.7%、环比-31.3%。 **业绩变动原因：**26H1游戏及相关增值服务收入主要受存量游戏收入增长带动。公司Q2营业利润同比增长33.4%，但股票投资公允价值下降及减值计提、有效税率上升拖累归母利润表现。	**上线主要新品：《梦幻西游》怀旧服**；《燕云十六声》海外版；《遗忘之海》；《星绘友晴天》PC先行版；《梦幻西游：再续前缘》 **主要贡献：《梦幻西游》**《第五人格》《大话西游》**《蛋仔派对》《燕云十六声》**《无尽的拉格朗日》《永劫无间》《逆水寒手游》《永劫无间手游》《漫威：争锋》	**《无限大》**《归唐》**《诡影藏锋》《雾海之下》**《山海奇旅》
世纪华通	**业绩摘要：**2026H1 实现营业收入 221.17 亿元，同比增长 28.53%；归母净利润 45.03 亿元，同比增长 69.51%。26Q2 实现营业收入 111.07 亿元，同比增长 22.6%、环比	**上线主要新品：《Kingshot》《奔奔王国》**《Hotel Legacy》《Just Desserts》《Family Farm Merge》《冒险岛：怀旧服》	**《永恒之塔：经典》《饥困荒野》**

下载日志已记录，仅供内部参考

	增长 0.9%；归母净利润 24.75 亿元，同比增长 89.5%、环比增长 22.1%。 **业绩变动原因：**互联网游戏业务表现突出，Century Games 旗下《Whiteout Survival》上线三年后再创新高，《Kingshot》长期稳居中国手游出海榜前三，《Tasty Travels: Merge Game》跻身出海前五；国内《无尽冬日》稳居 iOS 游戏畅销榜前五，《奔奔王国》排名稳步提升，多款产品共同推动收入及利润增长。	**主要贡献：**《Whiteout Survival》《Kingshot》《无尽冬日》《热血传奇》《传奇世界》《龙之谷世界》《Tasty Travels: Merge Game》	
巨人网络	**业绩摘要：**公司2026H1实现营收46.89亿元，同比增长182.1%；归母净利润21.44亿元，同比增长176.0%；扣非净利润22.36亿元，同比增长177.2%。26Q2实现营收23.60亿元，同比增长151.5%、环比增长1.4%；归母净利润10.64亿元，同比增长147.9%；扣非净利润12.23亿元，同比增长175.2%、环比增长20.6%。 **业绩变动原因：**现象级手游《超自然行动组》持续贡献较高收入，春节期间单日、单月流水均创新高；叠加“征途”系列及《球球大作战》等成熟产品稳定贡献。	上线主要新品：**《超自然行动组》****《Tomb Busters》**《名将杀》 主要贡献：《超自然行动组》《原始征途》《王者征途》《球球大作战》	**《五千年》**
吉比特	**业绩摘要：**2026H1实现营业收入37.27亿元，同比增长48.01%；归母净利润10.92亿元，同比增长69.31%；扣非归母净利润10.87亿元，同比增长67.77%。26Q2营业收入18.79亿元，同比增长35.97%、环比增长1.74%；归母净利润5.74亿元，同比增长58.84%、环比增长10.91%。 **业绩变动原因：**《杖剑传说（大陆版）》《道友来挖宝》进入完整运营周期，叠加2025H2 上线的境外版本及《九牧之野》贡献增量。2026H1《杖剑传说》全版本流水14.59 亿元，《问道手游》10.23 亿元，《道友来挖宝》5.89 亿元；境外营业收入 6.07 亿元，同比增长 201.39%，共同推动业绩增长。	**上线主要新品：**《问剑长生》《杖剑传说》《九牧之野》《道友来挖宝》 **主要贡献：**《杖剑传说》《一念逍遥（大陆版）》《问道》《问道手游》《问剑长生》	《失落城堡 2》手游、《问剑长生》欧美版、自研旗舰项目 M95、M98
恺英网络	**业绩摘要：**恺英网络2026H1实现营收47.97亿元，同比+86.1%；归母净利润14.28亿元，同比+50.3%；扣非归母净利润11.67亿元，同比+24.3%。26Q2实现营收25.75亿元，同比+110.2%、环比+15.9%；扣非归母净利润	**上线主要新品：**《龙之谷：世界》**《烈焰觉醒》**《盗墓笔记：启程》 **主要贡献：**《烈焰觉醒》《石器时代：觉醒》《龙之谷：世界》	**《斗罗大陆：诛邪传说》《王者传奇 2》**《小兵打天下》《永恒龙族》

下载日志已记录，仅供内部参考

	6.21亿元，同比+47.0%、环比+13.9%。 **业绩变动原因：**公司运营的游戏及用户平台业务表现良好，推动收入高速增长。同期市场推广及对外分成增加，阶段性压制利润增速。		
完美世界	**业绩摘要：**公司 2026H1 实现营收 27.51 亿元，YoY-25.47%；归母净亏损 1.18 亿元，上年同期盈利 5.03 亿元；扣非归母净亏损 2.11 亿元，上年同期盈利 3.18 亿元；经营活动现金流净额 6.47 亿元，YoY+28.89%。26Q2 实现营收 15.80 亿元，YoY-5.28%/QoQ+34.90%；归母净亏损 2.21 亿元，扣非归母净亏损 2.72 亿元，同比、环比均由盈转亏；经营活动现金流净额 7.97 亿元。 **业绩变动原因：**公司 2026H1 游戏业务实现收入 26.39 亿元，YoY-9.19%，归母净亏损 0.89 亿元。一方面，重点产品《异环》于 4 月开启全球公测，新游上线初期市场及发行费用一次性确认，玩家充值流水则按生命周期分期确认，造成收入与费用阶段性错配。另一方面，部分在营游戏受产品生命周期及运营节奏影响，流水和利润贡献同比回落。	**上线主要新品：**《异环》；**《异环》海外版；**《女神异闻录：夜幕魅影》；《诛仙2》 **主要贡献：**《诛仙世界》《DOTA2（刀塔）》《CS（反恐精英：全球攻势）》	《梦幻新诛仙：轻享》《代号 Castle》《代号普洱》等
三七互娱	**业绩摘要：**2026H1 实现营业收入 72.75 亿元，同比-14.28%；归母净利润 17.66 亿元，同比+26.14%；扣非归母净利润 10.16 亿元，同比-26.74%。26Q2 实现收入 35.54 亿元，YoY-16.23%/QoQ-4.46%；归母净利润 8.93 亿元，YoY+4.92%/QoQ+2.25%。 **业绩变动原因：**公司处于存量产品回落与新品导入阶段，《寻道大千》等长线产品流水自然下降，《生存 33 天》《RO 仙境传说：世界之旅》《Last Asylum: Plague》等新品流水贡献尚未稳定，导致收入及扣非利润承压。归母净利润同比增长主要受智谱股价上涨带来的投资收益增加驱动。	**上线主要新品：**《生存 33 天》《RO 仙境传说：世界之旅》**《Last Asylum: Plague》《Z Route: Redemption》**《赘婿》 **主要贡献：**《斗罗大陆：魂师对决》《Puzzle & Survival》《云上城之歌》《寻道大千》《灵魂序章》《灵剑仙师》《无名之辈》《时光杂货店》《时光杂货店》《时光大爆炸》《英雄没有闪》	《无尽黑夜》、《斗破苍穹：萧炎传》、《小头盔大冒险》、《代号 K3》、《代号 Hope》等
心动公司	**业绩摘要：**公司2026H1实现营业收入33.12亿元，同比增长7.5%；归母净利润7.14亿元，同比下降5.4%；经调整归母净利润7.72亿元，同比下降3.0%。分业务来看，游戏业务收入23.18亿元，同比增长11.9%；TapTap平台收入9.94亿元，同比下降1.6%。	**上线主要新品：**《伊瑟》《心动小镇》海外版 **主要贡献：**《心动小镇》《出发吧麦芬》《仙境传说M：初心服》《火炬之光：无限》	《仙境传说 RO2》

下载日志已记录，仅供内部参考

	业绩变动原因：《心动小镇》全球上线、《火炬之光：无限》稳健运营及《星痕共鸣》贡献增量，推动游戏收入保持增长；但受海外游戏渠道佣金、云服务成本及《火炬之光》IP摊销增加影响，游戏业务毛利率同比下降4.0pct至64.0%。同时，公司加大TapTap Maker等AI工具投入，叠加所得税费用增加，归母净利润有所下降。

数据来源：各公司 2026 年一季报及 2026 年中报，TapTap，广发证券发展研究中心

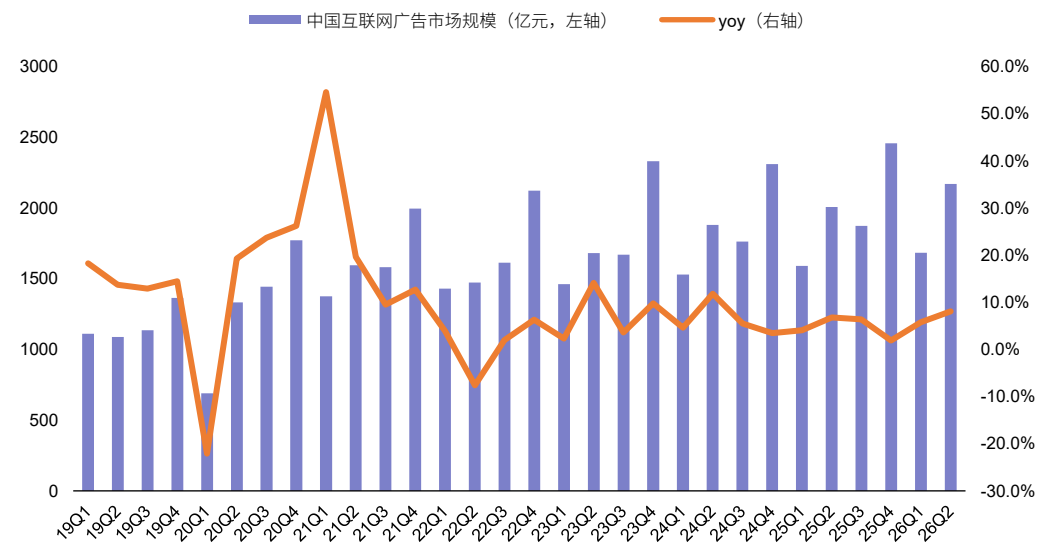
下载日志已记录，仅供内部参考

三、广告营销：收入稳健增长，盈利能力同比略下降

（一）行业回顾：广告大盘稳健，AI 应用线上及线下加大投放

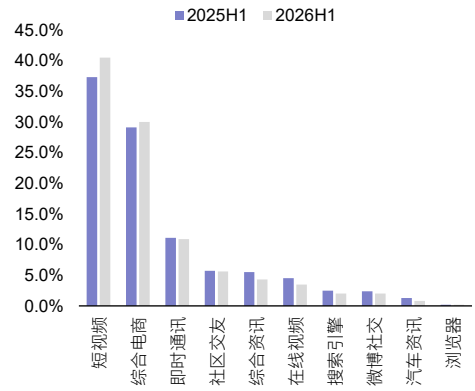
国内互联网广告市场稳步增长，广告预算向短视频、电商倾斜，AI 应用投放预算增速较快。根据 QuestMibile，2026H1 国内互联网广告市场规模同比增长 7.1%，其中 Q1/Q2 分别同比增长 5.8%/8.1%。从流量供给端来看，线上广告媒体端继续向短视频、电商倾斜，且投放仍聚焦于头部流量，如淘宝、抖音、千川、微信、快手等 App。从广告主需求端来看，聚合信息（AI 应用为主，如元宝、千问等）、教育学习、零售服务（淘宝闪购等）增速较快。

图 25：中国互联网广告市场规模变化



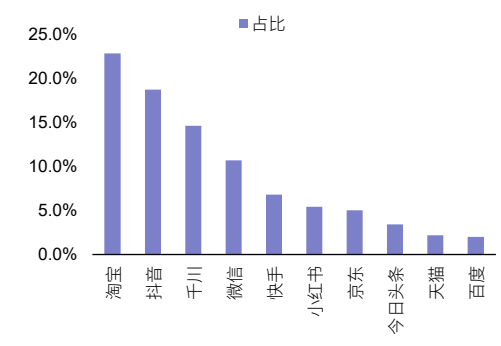
数据来源：QuestMibile、广发证券发展研究中心

图 26：2025/2026H1 硬广投放费用 TOP10 媒介类型分布



数据来源：QuestMibile、广发证券发展研究中心

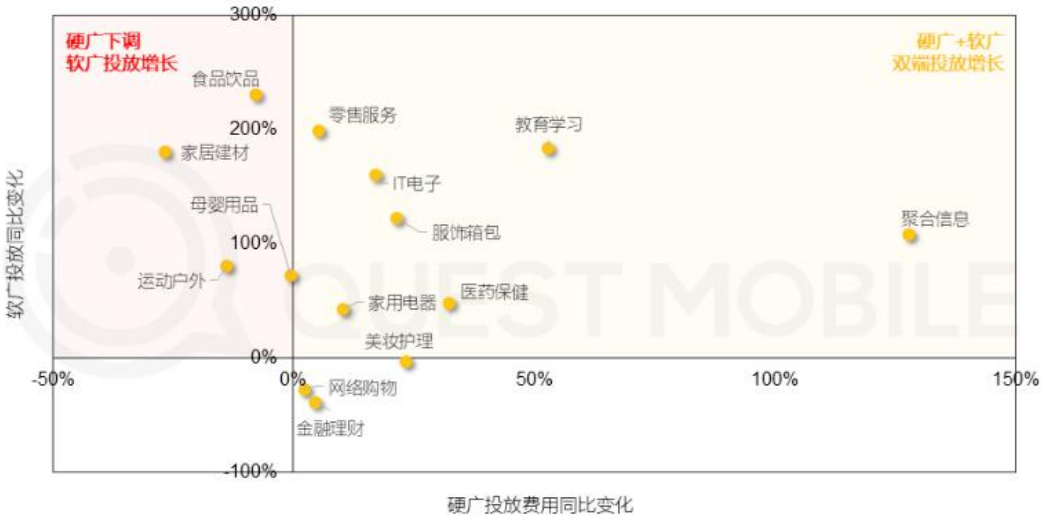
图 27：2026H1硬广投放费用TOP10媒介-费用占比



数据来源：QuestMibile、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

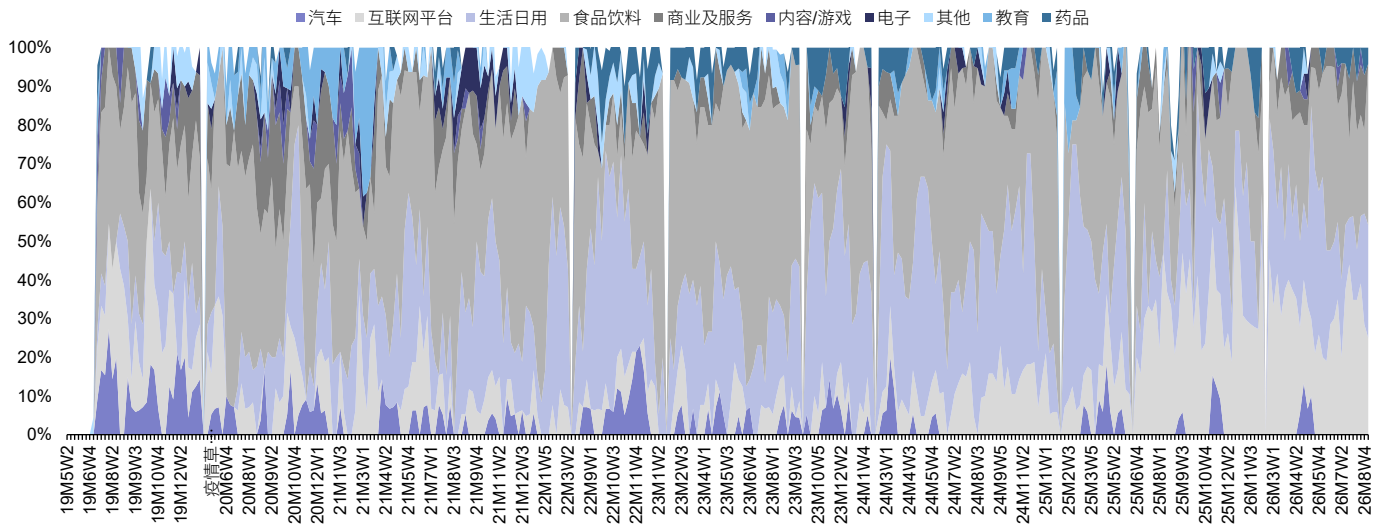
图 28：2026H1 典型广告主行业广告投放费用分结构同比变化



数据来源：QuestMibile、广发证券发展研究中心

线下广告来看，以分众梯媒为例，26H1 互联网平台投放广告次数同比大幅增长。具体而言，2-3 月 AI 应用（如阿里千问、淘宝闪购等）增投明显，7 月以来 WorkBuddy、Traework 等办公类应用开始投放。此外，2026 年以来消费大类当中的欧莱雅、可复美、薇诺娜等美护品牌增投明显，但消费大类在 26H1 整体同比下滑，预计下半年仍将有所承压。

图 29：分众传媒草根调研-广告主结构

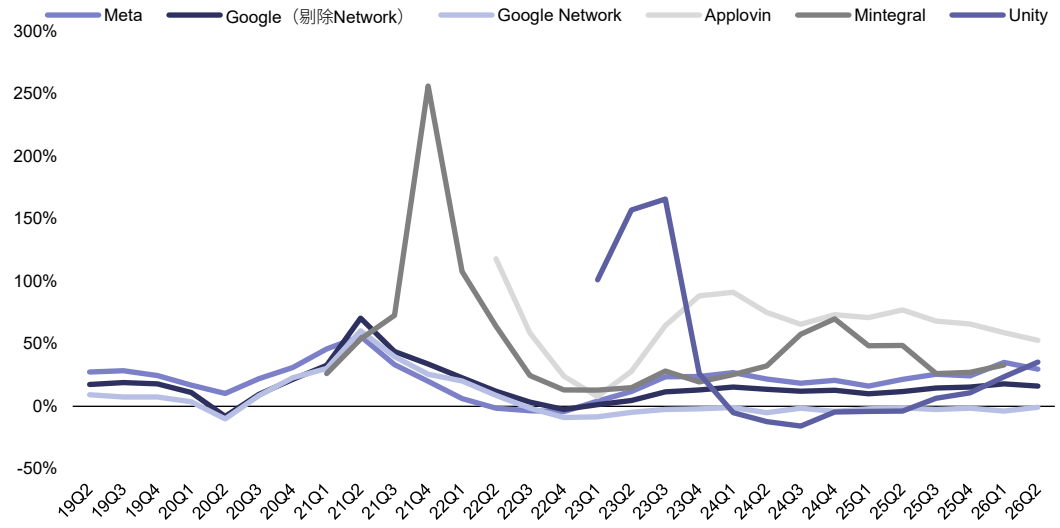


数据来源：分众传媒草根调研、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

海外广告媒体来看，大媒体增速稳定，程序化广告景气度持续。在 2022-2023 年，独立平台如 AppLovin、Mintegral 等，由于模型能力迭代，推出基于 ROAS（Return on Ad Spend）的广告产品，相较此前基于 CPI/CPM 的传统结算模式，能够为广告主带来更高的收益。根据各公司财报，在过去几年的广告收入增速超过了 Meta、Google 等大媒体，26Q2 Applovin、Unity 广告收入维持高速增长，其中 Unity Vector 平台增速超预期，程序化广告景气度持续。

图 30：海外代表型媒体及广告公司收入同比增速



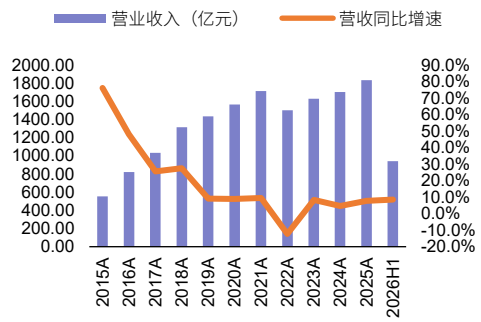
数据来源：各公司财报、广发证券发展研究中心

（二）业绩表现：收入稳健增长，盈利能力承压

营销板块收入端保持稳健增长，利润端同比下滑。上市公司业绩方面，我们选取 A 股 23 家广告营销上市公司作为标的池。营收端，2026 年上半年广告营销板块合计营收 941.10 亿元，同比增长 8.6%；26Q2 单季合计实现营收 476.03 亿元，同比增长 1.4%。净利来看，2026 上半年广告营销板块合计归母净利 34.75 亿元，同比下降 3.0%。26Q2 单季度板块实现归母净利 15.56 亿元，同比下降 21.9%。扣非口径看，26 上半年板块整体归母扣非净利 25.42 亿元，同比下降 10.6%。

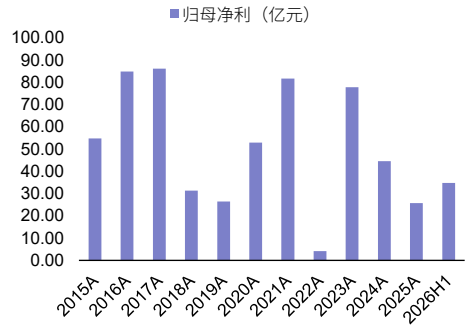
下载日志已记录，仅供内部参考

图 31：广告营销板块营业收入及增速



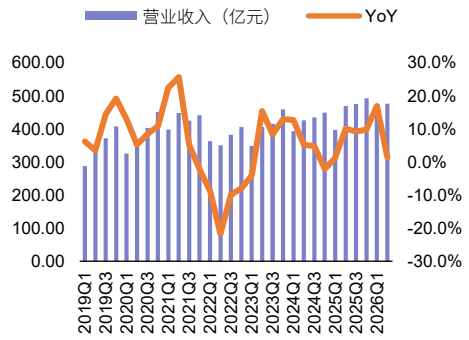
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 32：广告营销板块归母净利



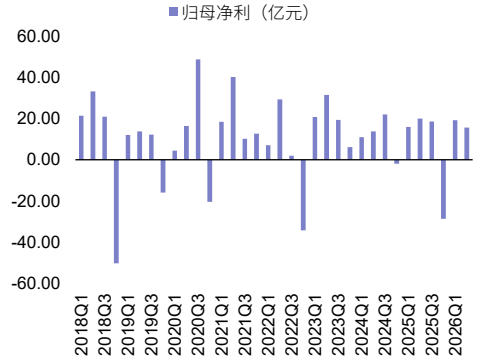
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 33：广告营销行业分季度营业收入及增速



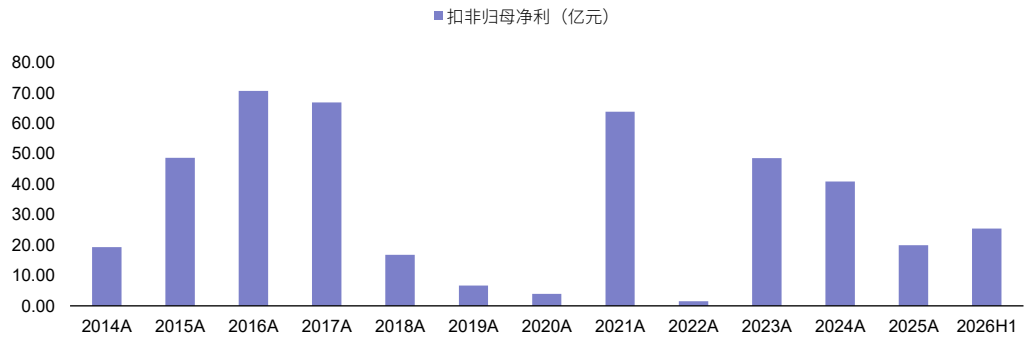
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 34：广告营销行业分季度归母净利



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 35：广告营销行业归母扣非净利

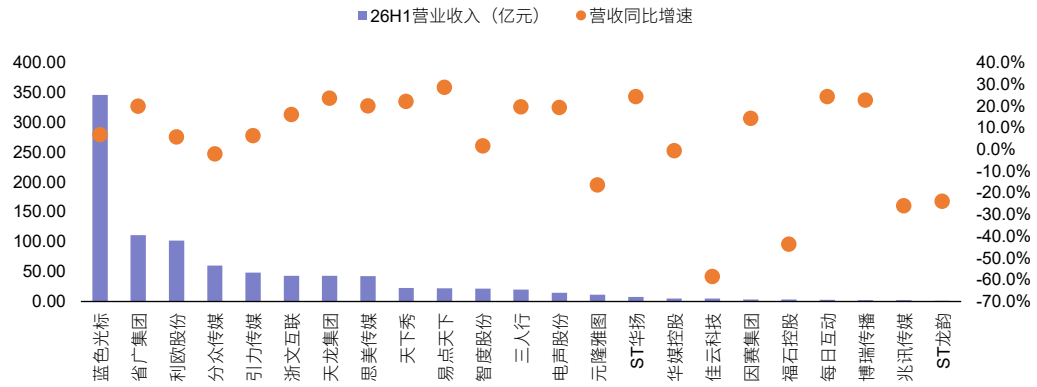


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

具体公司来看，2026 上半年广告营销行业营收规模排前的公司包括蓝色光标（26H1 营收 345.62 亿元，同比增长 6.8%）、省广集团（26H1 营收 111.25 亿元，同比增长 19.9%）、利欧股份（26H1 营收 101.88 亿元，同比增长5.7%）以及分众传媒和引力传媒。2026 上半年广告营销行业净利规模排前的公司包括分众传媒（26H1 净利为 31.28 亿元，同比增长 17%）、蓝色光标（26H1 净利为 2.11 亿元，同比增长 119%）、智度股份（26H1 净利为 1.43 亿元，同比增长 74%）。26H2，关注双 11 等消费旺季广告主投放预算的释放及电商、短剧等国内厂商加速出海的浪潮下带来的营销增量。

图 36：广告营销公司营业收入及增速（右轴）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

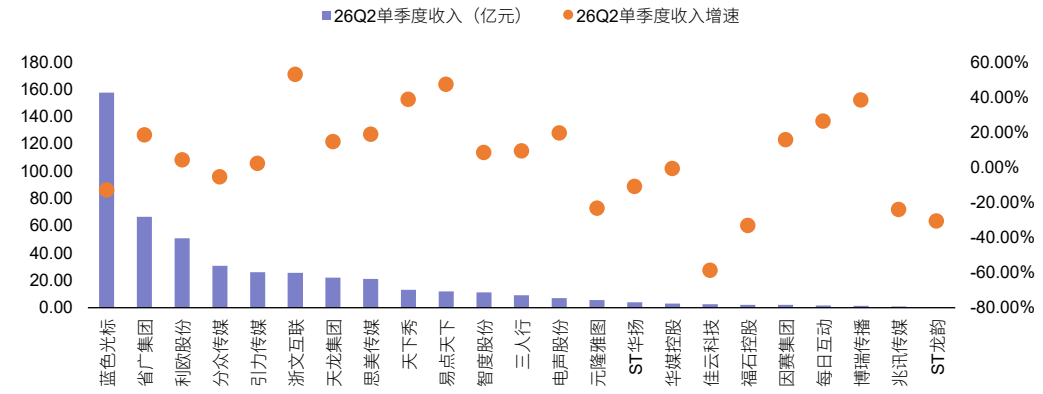
图 37：广告营销公司归母净利润



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

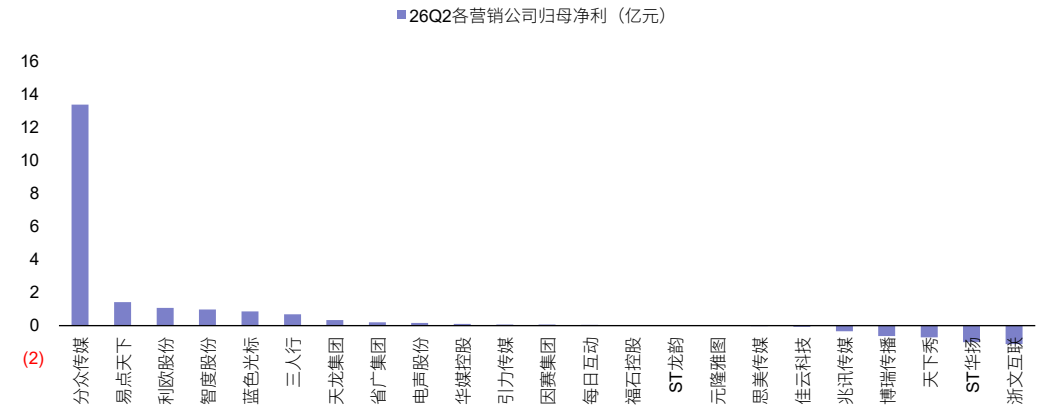
下载日志已记录，仅供内部参考

图 38：广告营销公司单季度营业收入及增速（右轴）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 39：广告营销公司单季度归母净利润

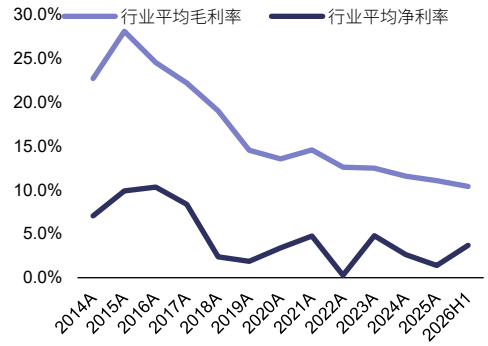


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从具体的盈利能力来看，26H1 板块毛利率、净利率整体略有下滑。26 上半年，营销板块毛利率同比降低 0.7pct 至 10.4%，净利率看，净利率同比减少 0.4pct 至 3.7%。单季度看，26Q2 板块整体毛利率同比下降 0.2pct 至 10.8%，净利率同比减少 1.0pct 至 3.3%。

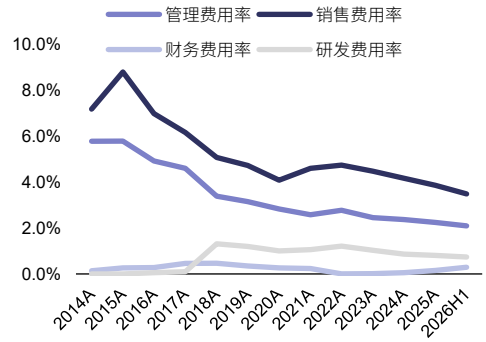
下载日志已记录，仅供内部参考

图 40：广告营销公司毛利率及净利率



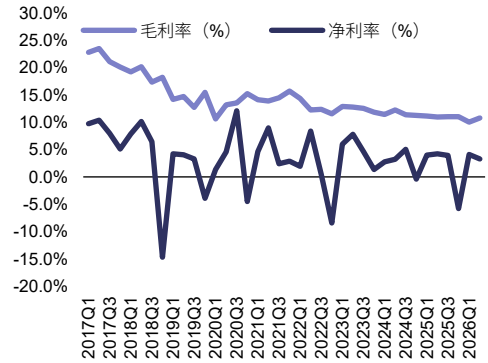
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 41：广告营销公司期间费用情况



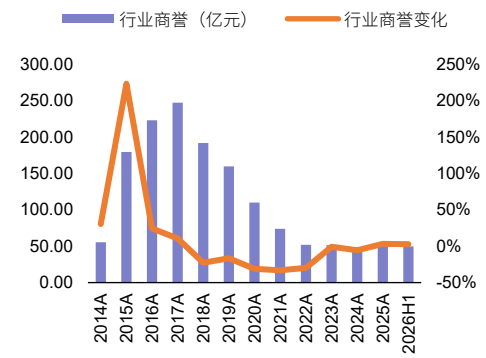
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 42：行业单季度盈利能力



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 43：广告营销公司商誉



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

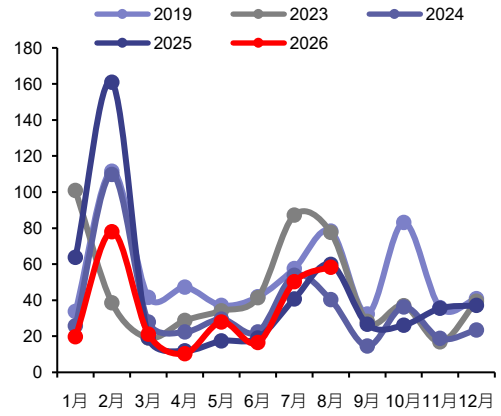
四、影视院线：Q2 票房大盘相对回暖，累计票房仍居于低位区间

Q2 开始大盘同比相对回暖。根据拓普数据，2026 年 1-6 月，全国累计票房（含服务费）173.56 亿元，同比减少 40.63%，主要因为 25 年《哪吒之魔童闹海》在春节档上映拉高了基数。26Q2，全国累计票房（含服务费）54.77 亿元，同比增长 13.04%，主要由于热门影片《给阿嬤的情书》带动，该片于 4/30 上映，累计票房已超 20 亿元（根据猫眼专业版）。26H1 之后，7-8 月全国累计票房 108.53 亿元，同比小幅提升 7.91%；整体上看，1-8 月全国累计票房（含服务费）282.09 亿元，同比减少 28.21%，比 24 年减少 14.99%。暑期档头部片的档期票房上限继续下探至 25 亿元以下，但 10-20 亿票房区间的影片增多，观影需求具备韧性。

根据拓普数据，2026 年 1-6 月，全国累计观影人次为 4.22 亿人次，同比减少 34.16%，比 2019 年同期减少 47.95%。26Q2，全国累计观影人次为 1.51 亿人次，同比增长 25.72%。

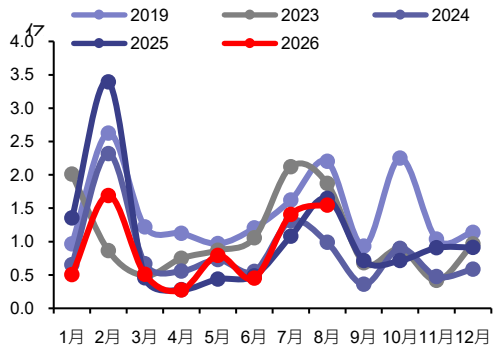
截至 2026 年 6 月平均票价为 36.55 元/张（含服务费），环比增长 3.42%，同比减少 6.67%。

图 44：全国月度票房推移（亿元，含服务费）



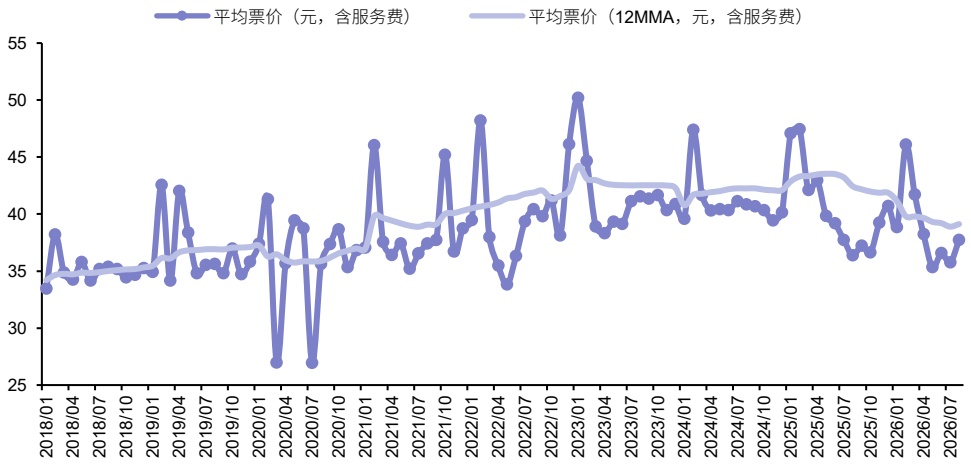
数据来源：拓普数据，广发证券发展研究中心

图 45：全国月度观影人次推移（亿人次）



数据来源：拓普数据，广发证券发展研究中心

图 46：全国平均票价推移（元/张，含服务费）



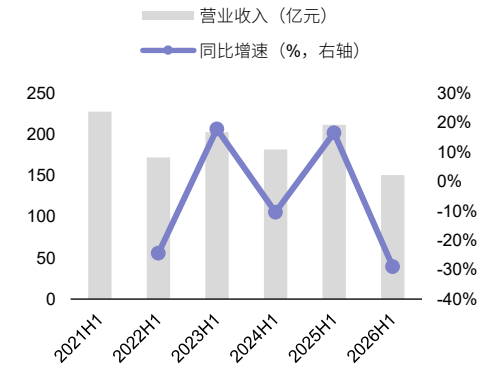
数据来源：拓普数据，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

从影视院线板块上市公司的营收和净利润来看，26H1 影视院线板块的营业收入为 150.53 亿元，同比减少 28.95%；归母净利润为-4.10 亿元，同比转亏。

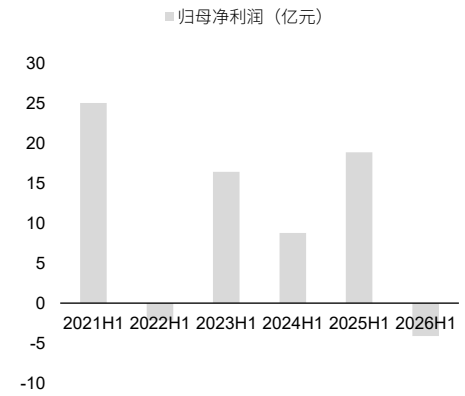
26Q2 影视院线板块的营业收入为 65.67 亿元，同比减少 22.62%；归母净利润为-4.95 亿元，亏损同比小幅缩窄。

图 47：影视院线板块营业收入和同比增速（右轴）



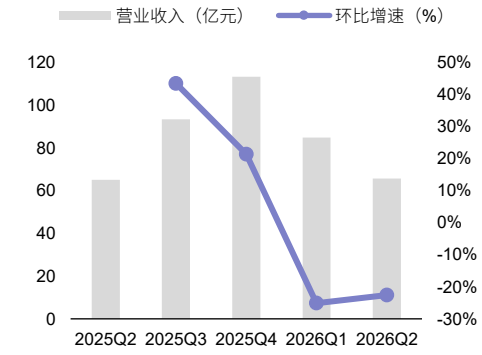
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 48：影视院线板块归母净利润



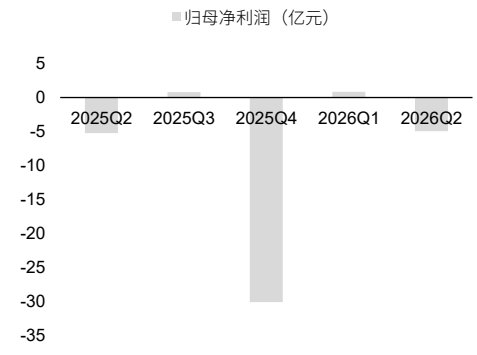
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 49：影视院线单季度营收（亿元）和环比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 50：影视院线板块单季度归母净利润



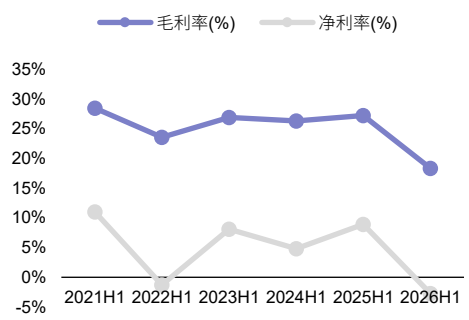
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从影视院线板块上市公司的毛利率和净利率来看，26H1 影视院线板块的毛利率为 18.35%，同比减少 8.87pct；净利率为-2.72%，同比减少 11.63pct。销售费率为 5.69%，同比增长 0.85pct；管理费率为 11.86%，同比增长 3.22pct；财务费率为 3.69%，同比增长 1.11pct。

26Q2 影视院线板块的毛利率为 14.68%，同比减少 2.24pct；净利率为-7.53%，同比增长 0.53pct；销售费率为 6.13%，同比减少 0.43pct；管理费率为 12.55%，同比减少 0.49pct；财务费率为 4.11%，同比增长 0.73pct。

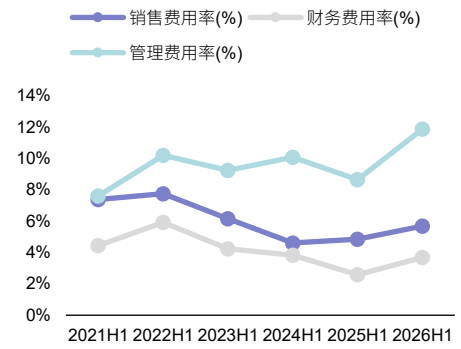
下载日志已记录，仅供内部参考

图 51：影视院线板块毛利率和净利率（%）



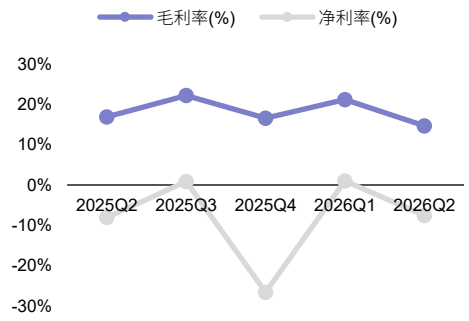
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 52：影视院线板块三大期间费用率（%）



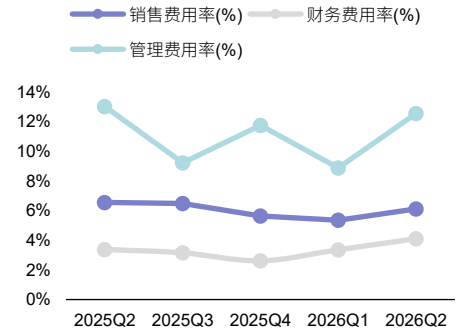
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 53：影视院线板块单季度毛利率和净利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 54：影视院线板块单季度三大期间费用率（%）



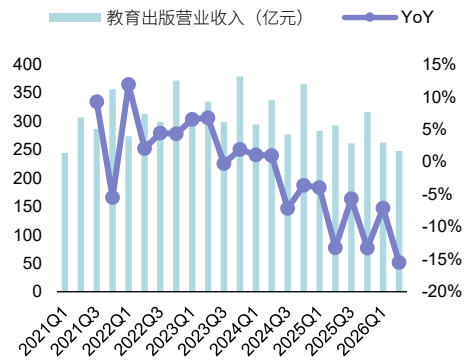
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

五、出版行业：面临需求、政策与渠道的多重压力

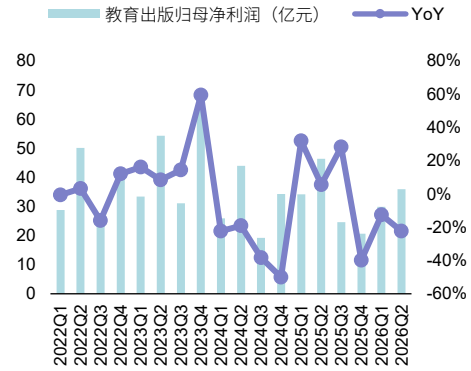
26H1，A 股 17 家教育出版公司的总营收为 510.24 亿元，同比减少 11.37%；归母净利润 65.85 亿元，同比减少 18.21%。26Q2，教育出版公司的总营收为 247.44 亿元，同比减少 15.48%；归母净利润 35.97 亿元，同比减少 22.41%。整体来看，教育出版公司从 25 年秋季学期以来受到教辅政策执行力度普遍趋严的影响，市场化教辅销售相对下滑，营收与利润层面皆有一定的承压。

图 55：A 股教育出版公司的单季度营收及其增速（右轴）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 56：A股教育出版公司的单季度归母净利润及增速（右轴）

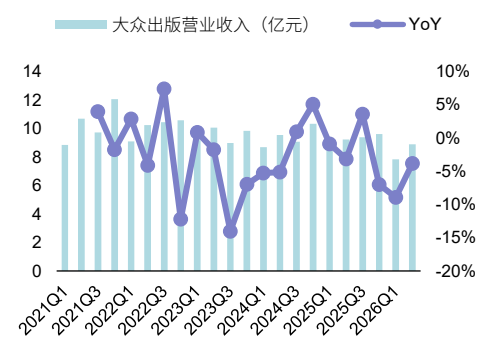


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

26H1，A 股大众出版公司的总营收为 16.71 亿元，同比减少 6.31%；归母净利润 0.75 亿元，同比减少 58.71%。

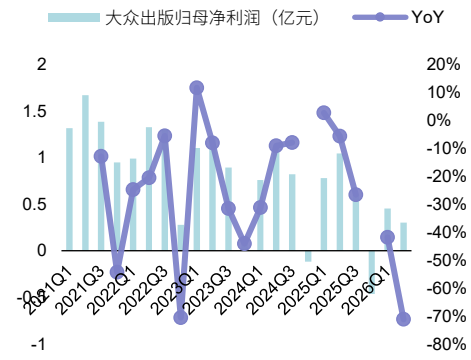
26Q2，大众出版公司的总营收为 8.88 亿元，同比减少 3.86%；归母净利润 0.30 亿元，同比减少 71.23%。一方面由于大众图书零售市场整体下行，另一方面，短视频等渠道端投流侵蚀 ROI，净利润端压力较大。

图 57：A 股大众出版公司的单季度营收及其增速（右轴）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 58：A股大众出版公司的单季度归母净利润及增速（右轴）



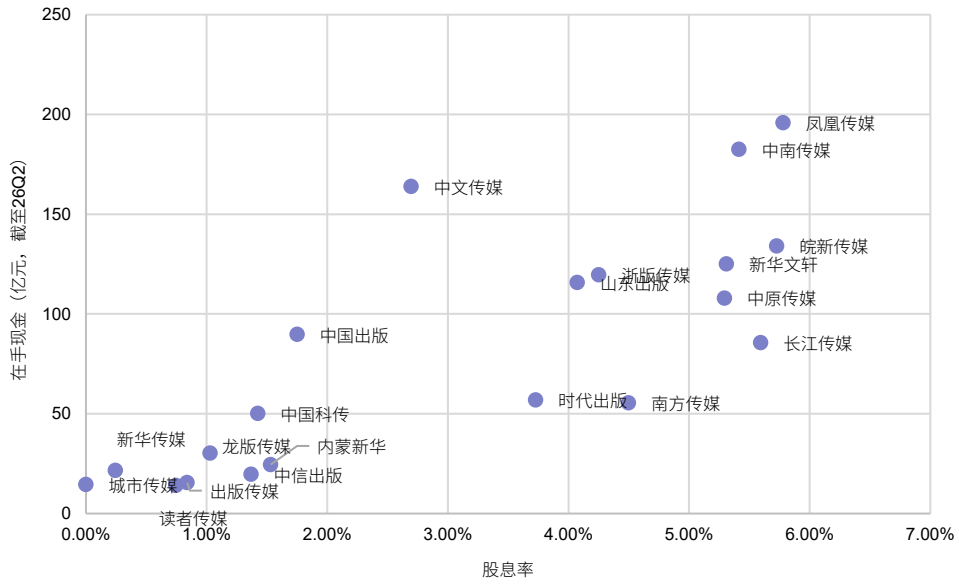
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

教育出版公司的在手资金充沛，统计 26Q2 期末教育出版公司账上的货币资金+交易性金融资产+一年内到期的其他非流动资产+其他非流动金融资产+其他非流动资产，有凤凰传媒、中南传媒、中文传媒、皖新传媒、新华文轩、山东出版、浙版传媒、中原传媒共 8 家公司的资金超过 100 亿元。

7 家教育出版公司宣告中期分红，包括凤凰传媒、皖新传媒、山东出版、浙版传媒、新华文轩、读者传媒、时代出版。按照 25 年分红总额与 2026/9/4 收盘价算得股息率相对靠前的有凤凰传媒（5.78%）、皖新传媒（5.73%）、中南传媒（5.41%）等。

图 59：出版类国企的在手资金与股息率

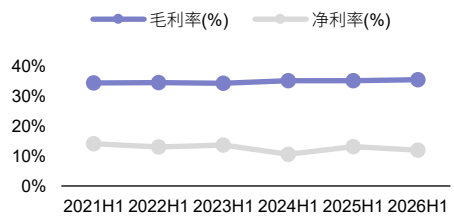


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从样本的出版类上市公司的毛利率和净利率来看，26H1 出版板块的毛利率为 35.47%，比去年同期增长 0.30pct；净利率为 11.99%，比去年同期减少 1.13pct；销售费率为 11.48%，比去年同期增长 0.59pct；管理费率为 12.74%，比去年同期增加 0.96pct；财务费率为-1.14%，比去年同期增加 0.10pct。26Q2 出版板块的毛利率为 35.72%，比去年同期增长 0.20pct；净利率为 13.31%，比去年同期下降 1.47pct；销售费率为 11.96%，比去年同期增长 1.04pct；管理费率为 12.32%，比去年同期增长 1.61pct；财务费率-1.13%，比去年同期减少 0.03pct。

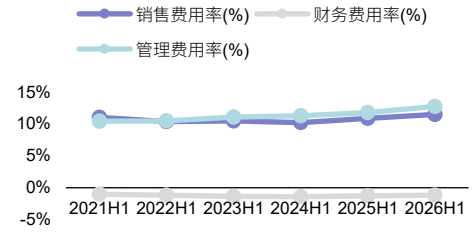
下载日志已记录，仅供内部参考

图 60：出版行业毛利率和净利率



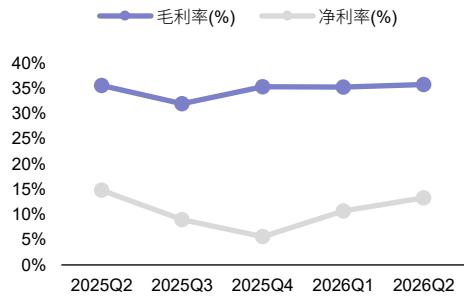
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 61：出版行业的期间费率



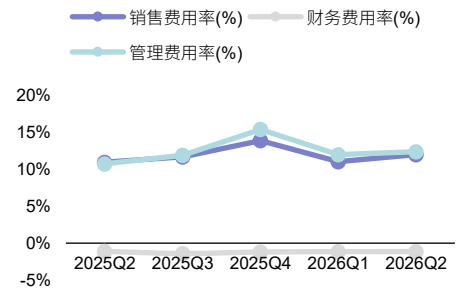
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 62：出版行业单季度毛利率和净利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 63：出版行业单季度期间费率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

六、投资建议

（1）游戏：建议关注具备大单品表现突出、后续产品储备丰富的龙头公司。推荐腾讯控股等估值性价比较高的头部公司；推荐产品储备充足、新品催化丰富的网易；推荐大单品表现突出、业绩增长确定性较强的世纪华通、巨人网络、恺英网络和吉比特；推荐研发及平台能力突出的心动公司；建议关注后续具备利润修复空间的完美世界、三七互娱和神州泰岳。

（2）广告营销：Applovin、UnityQ2 广告收入维持高速增长，其中 Unity Vector 平台增速超预期，程序化广告景气度持续。推荐关注汇量科技，公司治理及股权问题改善，Q2 利润符合预期，26Q4 新系统上线，有望见证业绩弹性；公司进行多次回购。线下品牌广告赛道，分众 Q2 表现符合预期，预计全年分红稳定，当下性价比强、股息率可观，建议关注。

（3）出版：部分出版公司受到教育政策执行趋严的负面影响，市场化教辅业务承压。建议关注主业质地优异、股息率较高的中南传媒等。

（4）影视院线：暑期档票房同比温和增长，电影消费具备韧性，关注国庆档后续定档节奏，建议关注在手或参投头部片的儒意电影、横店影视、中国电影、大麦娱乐、猫眼娱乐等；以及 AI 叙事对于影视制作端、版权方股价的催化，内容侧建议关注华策影视、中文在线等，平台侧关注芒果超媒等。

（5）AI：当前国内模型发布密集，商业化进展加速。我们持续看好 AI 发展带来的产业需求加速，当前重点关注在办公 Agent 领域有所突破的腾讯；建议围绕自研模型+算力+云生态的垂直整合进行标的选择，关注阿里巴巴；多模态应用场景建议关注快手、美图公司；AI 营销关注汇量科技、易点天下、蓝色光标、钛动科技（拟上市）等。

七、风险提示

传媒板块系统性风险。传媒行业属于价格较低的可选消费品，居民收入增速放缓，消费需求不及预期，宏观经济放缓等风险将导致传媒板块系统性风险。

监管政策趋严程度超预期的风险。行业监管进一步收紧的风险。传媒行业属于对政策最为敏感的行业，影视、游戏等政策可能显著压制行业股价，政策的风向变化有待持续观察。

游戏公司技术性风险。受版号发放、产品研发周期、测试情况影响，储备产品可能延迟、取消发行，影响公司业绩情况。

AI 技术发展不及预期。AI 技术作为新兴技术可能陷入发展瓶颈，大模型与应用的效果不及预期，对于影视、游戏等细分赛道的助力有限。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发传媒与互联网行业研究小组

旷　实　：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017 年 3 月加入广发证券，2011-2017 年 2 月，供职于中银国际证券。

廖志国　：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025 年 6 月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4 年证券行业研究经验。

周　喆　：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

章　驰　：资深分析师，　硕士，毕业于北京大学，2023 年 8 月加入广发证券发展研究中心。

王颖婕　：资深分析师，硕士，毕业于清华大学，2026 年加入广发证券发展研究中心。

罗悦纯　：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024 年加入广发证券发展研究中心。

朱壹　　：高级分析师，硕士，毕业于哥伦比亚大学，2026 年加入广发证券发展研究中心。

黄静仪　：高级分析师，华东师范大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



旷实

SAC 执证号：S0260517030002
SFC CE No. BNV294
kuangshi@gf.com.cn



廖志国

SAC 执证号：S0260525060001
liaozhiguo@gf.com.cn



章驰

SAC 执证号：S0260523080001
gfzhangc@gf.com.cn



罗悦纯

SAC 执证号：S0260524120001
luoyuechun@gf.com.cn



黄静仪

SAC 执证号：S0260526060002
huangjingyi@gf.com.cn

请注意，廖志国,章驰,罗悦纯,黄静仪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。