

“消费新解构”之“单身贵族”

GOLDEN SINGLE BOOM: BANG! BANG! BANG!

2017年4月20日

投资要点

- Single boom: 单身潮来袭, 引领消费新潮流。**截至 2015 年, 中国单身人口达到 2 亿。相较于过去三次“被动式”造成的单身, 当前适婚群体对自由与新财富的追求, 使得单身化以及晚婚化的趋势成为常态。大多数单身群体具有较高的消费实力, 以“双十一”的“剁手党”为例, 超 50% 单身男女月平均可支配收入达 3000-5000 元, 近 30% 单身男女月平均可支配收入达 5000-8000 元, 月平均可支配收入达 8000 元以上的占 10%。因此单身贵族是消费升级的主要目标群体, 也成为社会消费潮流的风向标。
- 群像素描: 单身消费四大趋势: 1) 休闲化: “空虚寂寞冷”, 娱乐至上&肉少难嚼滋味好。**单身群体一大消费特质即可支配时间较多, 表现在娱乐性消费时间和需求远高于已婚人群, 在饮食性消费上体现为偏好肉少难嚼滋味好的休闲食品。**2) 社交化: 网络社交&晒吃炫肌寻脱单。**单身贵族脱单意愿强, 社交需求亦强, 40.4% 的社交用户使用社交应用的目的是认识更多新朋友, 除了网上社交外, 单身男士通过运动健身搭配运动营养增强魅力、单身女士通过家庭烘焙体现贤惠, 提升异性吸引力。**3) 猎奇化: 隐“性”广宣&私密产品。**对于单身群体来说, 猎奇心理更强、敏感度更高, 隐含“性”色彩的广告宣传与“性”相关的私密产品更易击中单身群体的痛点, 从而获取商机。**4) 个性化: 从硬植入到软植入, 从普适到定制。**单身贵族崇尚推陈出新, 寻求能够彰显个性、标新立异、形成个人独特标签的表达方式, 因此日常快消品品牌正迅速加入本来只属于高端品牌的“私人定制”的队列, 从口味到包装都可实现个性化。营销层面, 硬广逐渐像软广转化, 譬如《三生三世十里桃花》衍生产品桃花醉及糯米团子紧贴剧情, 《奇葩说》中广告短片和广告词均有别于普世性广宣。
- 行业巡礼: 根据单身贵族吃喝玩乐的特性, 总结出有娱/有闲/有颜/有别四个层次的受益子行业。**(1) 有娱: 单身贵族喜欢沉浸于娱乐休闲活动, 在游戏、网络剧、电影等娱乐活动上的时间较长, 付费意愿仍有提升空间。(2) 有闲: 单身人士食品消费时长、价格敏感度低, 口味优先, 休闲零食以及私家火锅受偏好。(3) 有颜: 因单身人士社交需求强烈, 男性运动营养、女性美丽健康、家庭烘焙等高颜值子行业受益。(4) 有别: 个性化需求下, 定制化产品吸睛能力大幅提升, 结合大 IP+营销互动娱乐化+线上渠道便利化, 持续创造销量新成绩, 带动消费品本身与营销行业载体一同快速增长。
- 风险因素: 制度性政策方向变更; 食品安全风险等。**
- 投资策略。主线一: 吃喝。**关注单身贵族饮食习惯偏好、推荐“肉少难嚼味道好”的周黑鸭、“运动营养&美丽健康双子星”西王食品、合生元、家庭烘焙安琪酵母。**主线二: 玩乐。**追求轻奢体验的娱乐休闲活动, 建议关注以 IP 为核心的泛娱乐生态, 具备 ARPU 值提升能力的游戏, 以及新型颜值社交活动, 重点推荐: 美图公司、中文在线、三七互娱 (首次覆盖), 关注陌陌、YY、天鸽互动。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
周黑鸭	1458.HK	7.79	0.3	0.39	0.48	23.00	17.69	14.37 买入
安琪酵母	600298.SH	22.73	0.65	1.04	1.24	34.97	21.86	18.33 买入
西王食品	000639.SZ	20.48	0.26	0.76	1.03	78.77	26.95	19.88 买入
三七互娱	002555.SZ	18.90	0.51	0.85	1.05	37.06	22.24	18.00 买入
美图公司	1357.HK	11.96	-1.48	-0.11	0.29	-	-	36.52 增持

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2017 年 4 月 15 日收盘价, 周黑鸭、美图公司股价为港元



中信证券研究部

郭毅

(传媒行业首席分析师)

电话: 010-60836739

邮件: guoyi@citics.com

执业证书编号: S1010514070005

戴佳娴

(食品饮料行业首席分析师)

电话: 0755-23835428

邮件: daijiaxian@citics.com

执业证书编号: S1010516080004

相对指数表现



资料来源: 中信数量化投资分析系统

目录

单身潮来袭，引领新型消费潮流.....	1
第四次单身潮来袭.....	1
单身化趋势明显，提升时尚消费倾向.....	2
群像扫描：紧抓单身消费四大趋势	4
休闲化：“空虚寂寞冷”，娱乐至上&肉少难嚼滋味好	4
社交化：网络社交&晒吃炫肌寻脱单	10
猎奇化：隐“性”广宣&私密产品	15
个性化：从硬植入到软植入，从普适到定制.....	17
“单身经济”行业巡礼	20
有娱：轻奢消费盛行，娱乐至上	20
有闲：肉少难嚼滋味好，卤品坚果领成长，火锅获青睐.....	24
有颜：提升社交颜值魅力，男健身秀肌、女烘焙晒贤	25
有别：猎奇化、个性化需求大，私密经济&定制化吸睛	25
行业投资风险.....	26
行业评级与投资策略.....	26
行业评级及重点公司推荐.....	26

插图目录

图 1: 中国独居人口比例	1
图 2: 中国粗结婚率自 2013 年后持续下降	1
图 3: 90 后脱单的前两大劣势	1
图 4: 中国经历的四次“单身潮”	2
图 5: 北京市 30-44 岁单身女性占比	2
图 6: 北京市 92.5%单身女性生活在城镇	2
图 7: 各国/地区单身人口比重	3
图 8: 历年天猫在双十一当日的成交额	3
图 9: 中国单身群体的月均可支配收入分布	4
图 10: 2017 年单身女性收入分布图	4
图 11: 2017 年单身女性经济现状	4
图 12: 《问道》游戏的女玩家游戏目的	5
图 13: 《问道》游戏的男玩家游戏目的	5
图 14: 《问道》游戏的女玩家游戏时长	5
图 15: 《问道》游戏的男玩家游戏时长	5
图 16: 2010-2015 中国休闲食品行业零售价值及增速变化	6
图 17: 2015 年中国休闲食品子板块市场份额占比	6
图 18: 2010-2015 中国休闲食品子板块市场份额复合增长率	7
图 19: 包装/无包装休闲卤制品市场价值图	7
图 20: 品牌/非品牌休闲卤制品的市场价值图	7
图 21: 平均售价年均提升超 10%	7
图 22: 周黑鸭在竞品中毛利率最高	7
图 23: 各地区门店数	8
图 24: 各地区门店收益	8
图 25: 2004-2014 年坚果炒货行业总产值	8
图 26: 三只松鼠年销售额	8
图 27: 百草味年货研究报告	9
图 28: 来伊份直营和加盟门店数	9
图 29: 2015 年来伊份分渠道销售收入占比	9
图 28: 2015 年社交应用软件使用率	10
图 29: 手机端即时通信工具常用率	11
图 30: 用户使用社交应用的目的	11
图 31: 社交网民年龄结构	11
图 32: 三大社交软件的用户年龄分布	11
图 33: 富媒体形式的社交平台	12
图 34: 95 后与非 95 后在分享信息方面的差异	12
图 35: 中国运动营养品消费额及增长情况	13
图 36: 美国运动营养品消费额及增长情况	13
图 37: 2014-2016 年中国运动营养市场品牌份额比较	13

图 38: 烘焙行业快速增长	14
图 39: 糕点面包子行业利润总额提升	14
图 40: 公司西式小包装酵母产品.....	14
图 41: 火锅底料行业快速增长	15
图 42: 2015 年中高端火锅料市场份额.....	15
图 43: 火锅料业务收入维持两位数增长.....	15
图 44: 三只松鼠“约辣”产品展示.....	16
图 45: 三只松鼠“约辣”辣条 30 天销量趋势图.....	16
图 46: 白云山医药金戈产品展示.....	17
图 47: 2015 年中国人口结构	18
图 48: 2015 年淘宝网总体消费者年龄分布	18
图 49: 泸州老窖三生三世桃花醉.....	18
图 50: 泸州老窖三生三世桃花醉 30 天销量.....	18
图 51: 百草味桃花心糯米团子	19
图 52: 伊利抗饿神器谷粒多饮品.....	19
图 53: Kelly one 果蔬汁	19
图 54: 轻度、中度、重度手游分类	20
图 55: 国内移动游戏用户游戏频率	20
图 56: 国内移动游戏用户日均游戏时长.....	20
图 57: 国内移动游戏用户使用场景	21
图 58: 国内移动游戏用户付费情况	21
图 59: 移动游戏平均寿命	21
图 60: 中国视频付费用户规模	22
图 61: 中国视频付费收入规模	22
图 62: 2013-2020E 中国影像处理应用年度平均月活跃用户数.....	23
图 63: 2013-2020E 中国直播市场规模.....	23
图 64: 移动直播 DAU/MAU (2016 年 12 月)	24
图 65: 2010-2015 中国休闲卤制品行业零售价值及增速变化图	25

表格目录

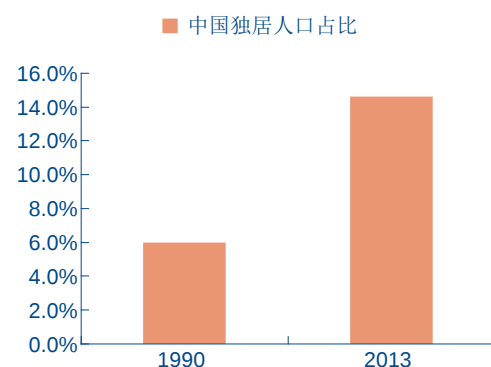
表 1: 2016 年单身群体择偶遇到的最大问题	1
表 2: 2016 年单身群体择偶的月收入要求	4
表 3: 2017 年 1 月网综播放量 TOP5 节目	6
表 4: 来伊份九大产品类别及代表产品	10
表 5: 三只松鼠天猫旗舰店近三十天销量排名前五产品	16
表 6: 2014-2016 年重点网络剧投资额	22
表 7: 美图公司盈利预测与估值	28
表 8: 中文在线盈利预测与估值	29
表 9: 三七互娱盈利预测与估值	30
表 10: 周黑鸭盈利预测与估值	31
表 11: 安琪酵母盈利预测与估值	32
表 12: 西王食品盈利预测与估值	33

单身潮来袭，引领新型消费潮流

第四次单身潮来袭

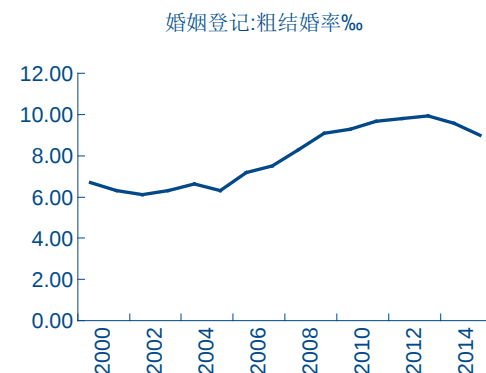
单身群体规模日益增长。根据国家统计局显示，截至 2015 年，中国单身人口达到 2 亿；全国独居人口从 1990 年的 6% 上升到 2013 年的 14.6%；而结婚率也自 2013 年起大幅下滑，单身独居群体日益庞大。根据珍爱网发布的《2016 单身人群现状系列报告》调查显示，太自我、收入低往往是 90 后脱单的主要两大障碍，而近五成 70 后和 80 后则表示“年龄大”让自己难以脱单。

图 1：中国独居人口比例



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 2：中国粗结婚率自 2013 年后持续下降



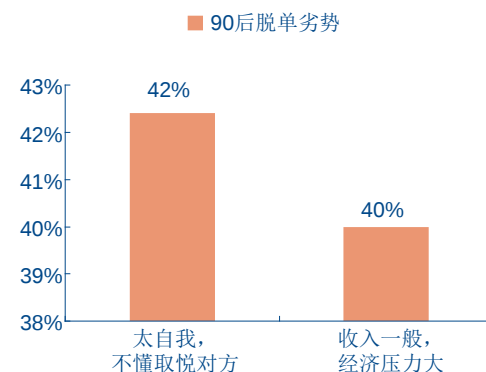
资料来源：Wind，中信证券研究部

表 1：2016 年单身群体择偶遇到的最大问题

	择偶遇到的问题
70/80 后	喜欢的人条件比自己好太多
	自己比追求者条件好太多
90 后	容易暗恋或单恋

资料来源：珍爱网《2016 单身人群现状系列报告》，中信证券研究部

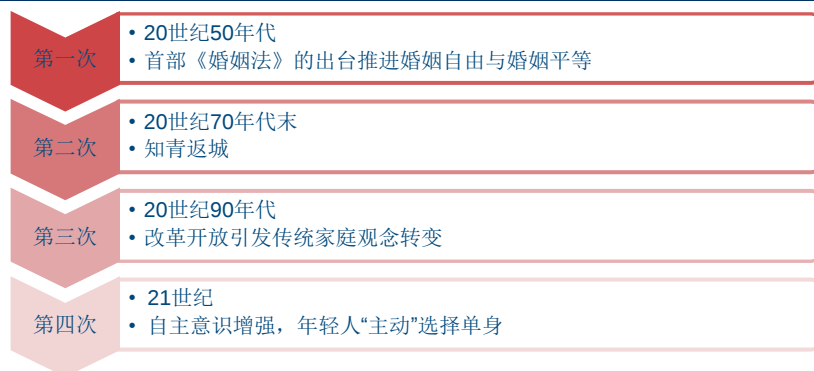
图 3：90 后脱单的前两大劣势



资料来源：珍爱网《2016 单身人群现状系列报告》，中信证券研究部

历史上我国曾经历过三次较大规模的单身潮。而相较于过去三次“被动式”造成的单身，当前的单身人士更多是因追求经济独立和精神独立而选择的“主动”单身。珍爱网《2016 单身人群现状系列报告》显示，有超七成单身认为自己是“一直没有遇上合适的人”。这其中有 67.2% 的 80 后和 56.6% 的 70 后表示自己常常陷于“喜欢上条件比自己好很多的人”或“自己条件比追求者好很多”的状态；而超四成 90 后“容易陷入单恋或者暗恋状态”。

图 4：中国经历的四次“单身潮”

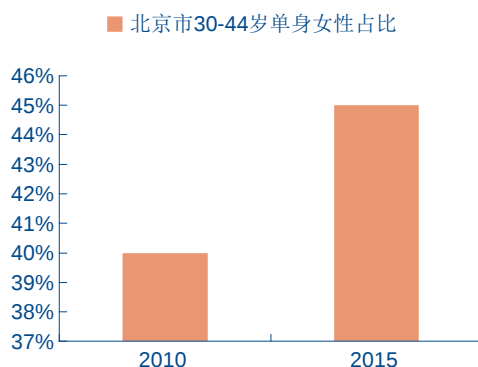


资料来源：中国网，中信证券研究部

单身已成为都市大龄青年的常态。随着经济和社会的发展，良好的教育以及经济的独立性促使越来越多的人在择偶条件上有了更高的要求，因此婚姻不再是人们唯一和必然的选择，单身正成为一种新的人生状态和生活方式。这点在女性身上体现尤为明显。

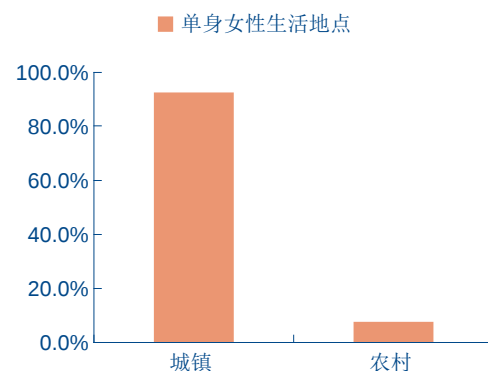
以北京市为例，2015年30岁至44岁单身的女性占比是45%，但5年前仅为40%；而其中81.1%的女性拥有大专以上学历，92.5%的女性生活在城镇。因此，现代中国女性的独立是未婚人口持续增加的主要原因之一。

图 5：北京市 30-44 岁单身女性占比



资料来源：北京市统计局，中信证券研究部

图 6：北京市 92.5%单身女性生活在城镇



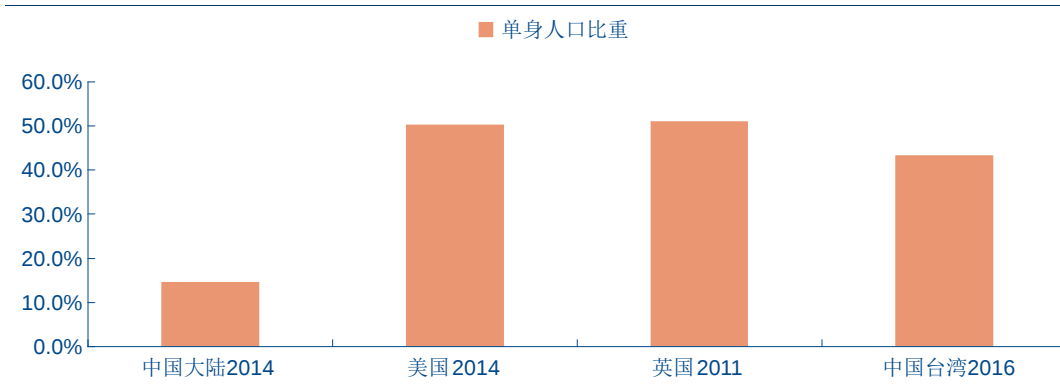
资料来源：北京市统计局，中信证券研究部

单身化趋势明显，提升时尚消费倾向

发达国家/地区的单身率往往比较高。一般来说，一个国家/地区的城市化进程、高等教育普及率、社会文化环境以及社会宽容度等对结婚率有较大的影响。从共性上看，发达国家/地区往往都存在单身率较高的倾向。以美国为例，2014年美国有将近1.3亿单身人口；而且在全美50个州中，有27个州的单身人群比例超过50%。而在我国台湾，近十年单身人口成长超过15%，规模已经近1000万人，占总人口的43.4%，其中65.5%的人单身是因为“找不到合适的结婚对象”。

我们认为，在第四次单身浪潮中，随着适婚群体对自由与新财富的追求，单身化以及晚婚化的趋势将会日益明显，中国的单身人口比重仍有进一步提升的可能性。而单身群体规模的扩大，也为单身经济的发展提供了庞大的人口基础。

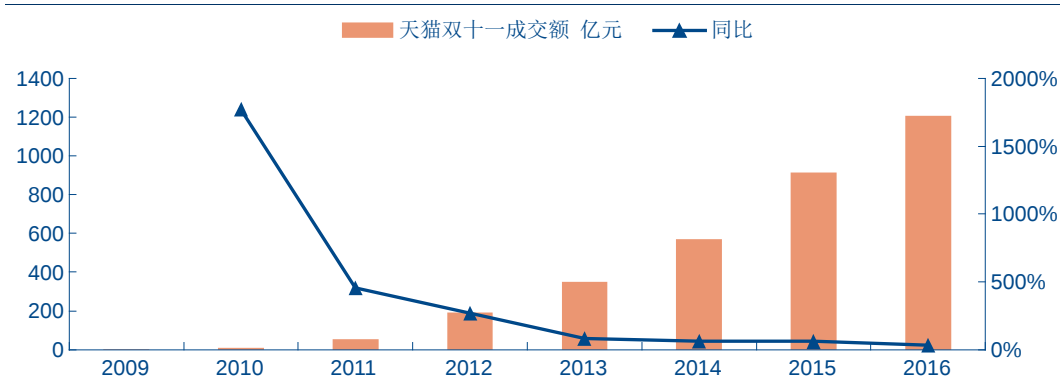
图 7：各国/地区单身人口比重



资料来源：Wind，中信证券研究部

单身群体拥有较高的消费需求。前面提到，当前大多数单身群体主要集中在有文化、有实力的中产阶层，相较于传统长相、经济双重困难的“被动单身者”，他们往往非常注重生活质量，更多的是为了享受生活而主动选择单身。因此单身群体在提高生活质量上有较高的消费需求，是消费升级的主要目标群体。除了庞大的人口基数外，“单身贵族”形象的深入使得单身群体在引领时尚消费上拥有绝对的影响力。比如“双十一”原本是一个诞生于网络、纪念“单身狗”的普通日子，后被天猫商城营销为年度的重要促销日，因营业额远超预想的效果，最后被众多电商默认为年度网购狂欢节，并有中国“黑色星期五”之称。

图 8：历年天猫在双十一当日的成交额



资料来源：淘宝网，中信证券研究部

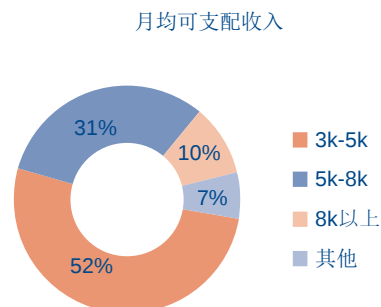
在社会大环境和传统观念变更的过程中，社会大众对单身群体的看法也在悄然改变。新时代的单身群体个人收入增加了，结婚年龄也往后移，这就使得他们有钱的同时也有更多的个人时间支持发展自己的兴趣爱好，并提升自己的生活质量和品位。以“双十一”的“剁手党”为例，超五成的单身男女月平均可支配收入达 3000-5000 元，近三成单身男女月平均可支配收入达 5000-8000 元，月平均可支配收入达 8000 元以上的占 10%。

表 2：2016 年单身群体择偶的月收入要求

排名	城市	对对象的月收入要求 (元)
1	深圳	15920
2	北京	14900
3	上海	12065
4	武汉	9134
5	广州	8975

资料来源：珍爱网《2016 单身人群现状系列报告》，中信证券研究部

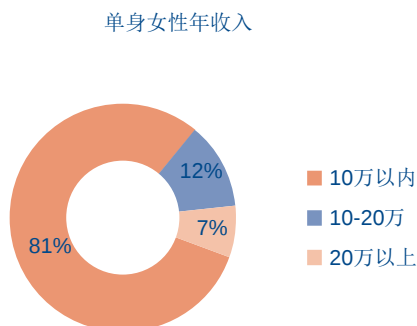
图 9：中国单身群体的月均可支配收入分布



资料来源：珍爱网《2016 单身人群现状系列报告》，中信证券研究部

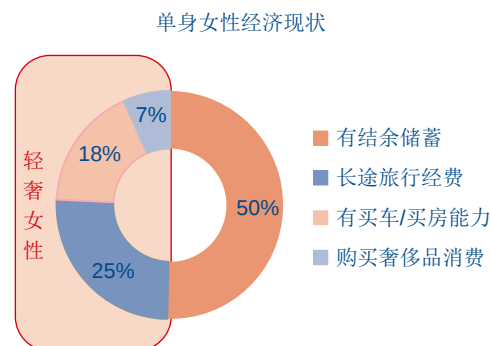
“单身贵族”具有极强的消费欲望。一般来说，平均可支配收入超 8000 元的单身男女被称为“单身贵族”。而在单身贵族中，女性的占比高于男性，换言之，经济独立且消费能力高的单身女性日趋增多。据珍爱网调研显示，超八成单身女性年收入在 10 万内，12.32% 的单身女性年收入在 10-20 万内，年收入 20 万以上的人群占 7.28%。随着经济独立性的提升，单身女性更加愿意为自己的兴趣买单，物质消费需求强大。在珍爱网《2017 年中国单身女性调研报告》的调查也作证了这一消费观念的变化。除日常生活开支外，八成单身女性有额外消费规划。其中超五成的女性表示有结余储蓄习惯，而另外的五成女性已从经济独立步入到“轻奢女性”的行列，她们中有 25.35% 的单身女性有额外长途旅行的经费，17.48% 的单身女性有“有买房/买车能力”，还有 6.75% 的单身女性会有购买奢侈品的消费。

图 10：2017 年单身女性收入分布图



资料来源：珍爱网，中信证券研究部

图 11：2017 年单身女性经济现状



资料来源：珍爱网，中信证券研究部

群像扫描：紧抓单身消费四大趋势

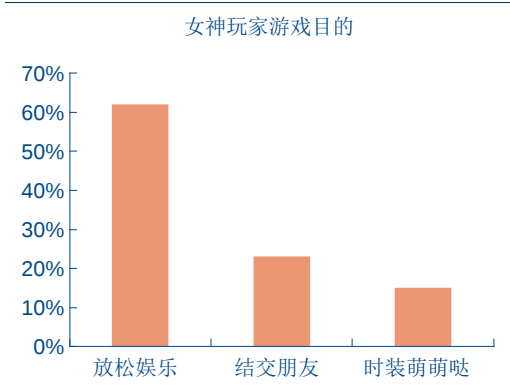
休闲化：“空虚寂寞冷”，娱乐至上&肉少难嚼滋味好

单身容易“空虚寂寞冷”。单身群体一大消费特质即可支配时间较多，无需与伴侣和家庭相伴的他们更愿意将时间用于满足个性化需求的消费上，尤其表现在娱乐性消费和食饮性消费。在物质生活充裕以及娱乐媒介丰富的时代下，单身群体一方面有大量的时间花费在网络终端上，网络可以满足他们休闲、社交、购物等需求，因此对网络上的娱乐活动有较强的

依赖度。另一方面在饮食上单身群体由于作息的相对不规律，进食频率低、时间长，更钟情于肉少难嚼滋味好的零食补充。

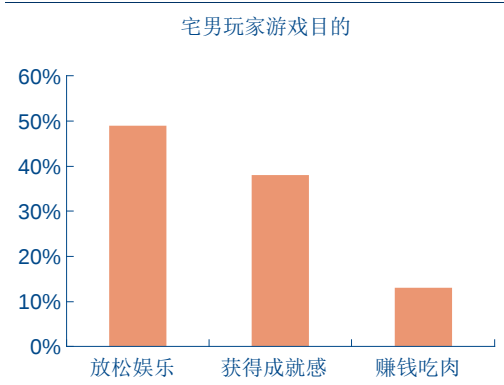
单身人士崇尚娱乐至上。针对单身群体最为典型的娱乐活动就是网络游戏。根据陌陌大数据显示，活跃的游戏用户里，单身人数高达 75%。无论对男女玩家来说，玩游戏的首要目的是为了放松娱乐，特别对于宅男来说，游戏几乎是他们的生活主体。根据《问道》游戏的调查显示，该游戏中有 51% 的男性玩家，日均游戏时长超过 4 个小时，即除了吃饭睡觉以外，有几乎近 1/3 的时间泡在游戏上；女玩家则相对理性，但是游戏时长达到 3 个小时及以上的群体也有 25% 的比重。

图 12:《问道》游戏的女玩家游戏目的



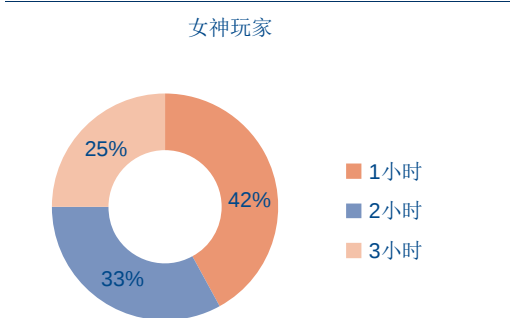
资料来源:《问道》游戏官网, 中信证券研究部

图 13:《问道》游戏的男玩家游戏目的



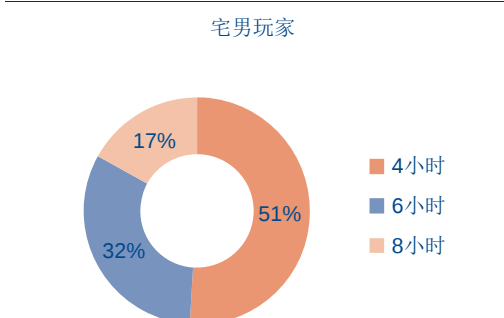
资料来源:《问道》游戏官网, 中信证券研究部

图 14:《问道》游戏的女玩家游戏时长



资料来源:《问道》游戏官网, 中信证券研究部

图 15:《问道》游戏的男玩家游戏时长



资料来源:《问道》游戏官网, 中信证券研究部

以单身贵族作为目标群体的娱乐节目收视效果颇佳。在影视行业上，针对单身群体也催生了众多新型的娱乐内容。自 2010 年起，电视婚恋交友节目在我国电视台遍地开花，其中江苏卫视的婚恋交友节目“非诚勿扰”应该说是单身经济的典型代表。虽然这类节目近年来遭遇瓶颈，但依然有着强势的收视需求。2016 年“相亲”和“户外真人秀”嫁接融合带起了一股热潮。如芒果 TV 热播的《黄金单身汉》未播先火，首期节目总播放量近 2500 万；乐视打造的国内首档生存式社交真人秀《单身战争》，颠覆了传统语言类恋爱交友节目模式，首播获超 5000 万点击量，并在 2017 年 1 月网综播放量中排名第二位。伴随着消费升级的大背景下，现代单身人士的消费更加追求享受，代表青春活力和潮流生活态度的轻奢理念也在娱乐休闲的各个方面持续发酵。在多元的社会环境中，这种“把时间浪费在美好的事物上”的价值观，成为新时代单身贵族的标签。基于此，娱乐休闲产业逐步在内容创作、商业模式定制与变现等领域积极探索。

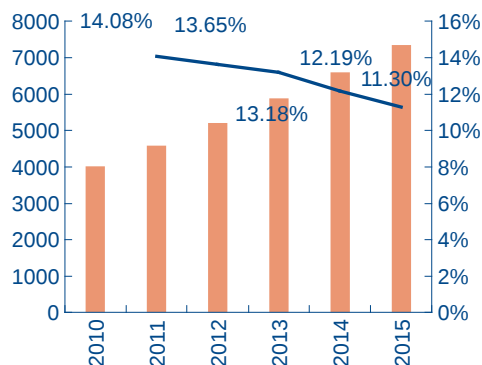
表 3：2017 年 1 月网综播放量 TOP5 节目

	剧名	播放平台	月播放量（万）
1	明星大侦探 2	芒果 TV	48,196
2	单身战争	乐视视频	42,023
3	吐槽大会	腾讯视频	26,817
4	奇葩大会	爱奇艺	15,956
5	我们的选择	乐视视频	10,931

资料来源：骨朵传媒，中信证券研究部

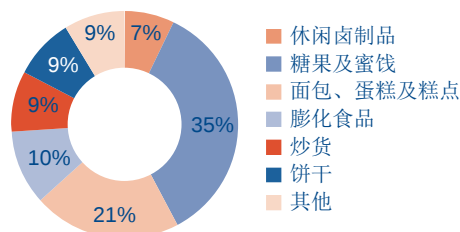
单身空闲多就要“浪”，重口味不重营养。单身群体由于空闲时间多，饮食习惯也存在变化，进餐时点更随性，更偏好于随时随地的食品补充，尤其是钟情于肉少难嚼滋味好的休闲零食。尽管用零食取代正餐并非最健康的选择，但在单身群体的决策排序上，他们更看重食品的口味，其次是趣味和价格，健康居末，突显出年轻就是任性、成家前“浪一浪”的单身特性。市场也给予了单身群体这类选择的足够多的支持，休闲食品种类快速扩大，行业规模过去十年的 CAGR 保持在 15.0% 以上，未来五年 CAGR 有望在 13% 左右，预计 2016 年休闲食品行业规模将突破 1.3 万亿。

图 16：2010-2015 中国休闲食品行业零售价值及增速变化（单位：亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，中信证券研究部

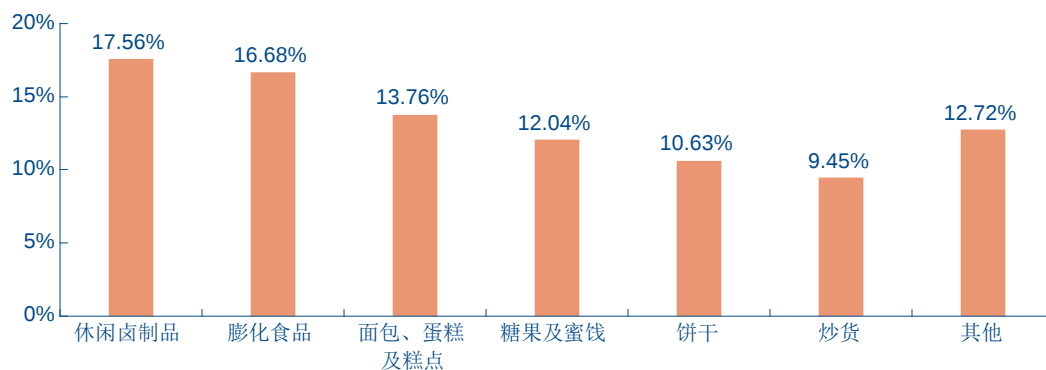
图 17：2015 年中国休闲食品子板块市场份额占比



资料来源：Frost&Sullivan，中信证券研究部

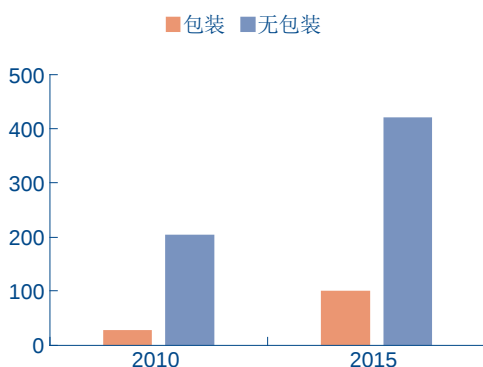
肉少难嚼滋味好之一：卤制品。作为肉少难嚼滋味好的突出代表，卤制品在单身群体中受到越来越多的关注，作为休闲食品的重要细分品类也在快速发展。休闲卤制品行业的市场价值从 2010 年的 232 亿元，经过 5 年的快速发展于 2015 年已增加至 521 亿元，复合增长率达 17.6%，增速位列休闲食品首位。从包装分类看，包装休闲卤制品的快速发展正抢占着无包装休闲卤制品的市场份额，占比由 2010 年的 12% 上升至 2015 年的 19.2%；品牌的休闲卤制品的零售价值从 2010 年的 59 亿上升到 241 亿，5 年间的复合增长率为 32.6%，远高于卤制品行业平均增长速度，市场份额由 25.4% 上升至 46.2%，接近半壁江山。最近五年，休闲食品行业都处于高速成长阶段，休闲卤制品又是其中景气最高的子行业，而该子行业中包装和品牌类趋势大好，周黑鸭凭借先进包装、品牌休闲卤制品站上金字塔尖，2013-2015 年公司收入复合增速 41.3%，景气度高。

图 18：2010-2015 中国休闲食品子板块市场份额复合增长率



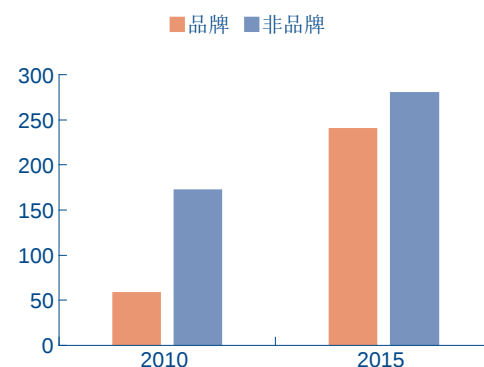
资料来源：Frost&Sullivan，中信证券研究部

图 19：包装/无包装休闲卤制品市场价值图（单位：亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，中信证券研究部

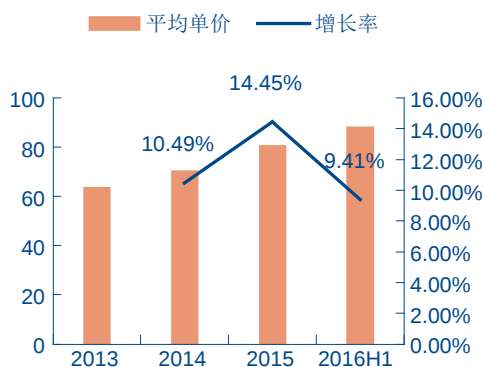
图 20：品牌/非品牌休闲卤制品的市场价值图（单位：亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，中信证券研究部

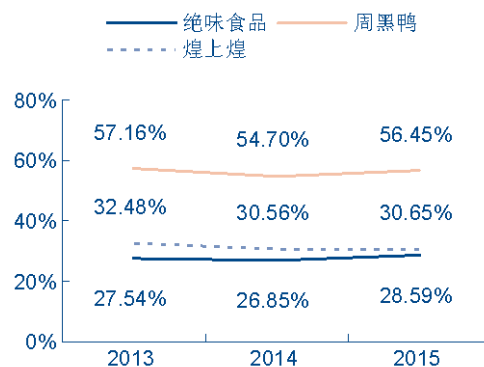
周黑鸭产品为基、渠道织网、品牌加持。产品上：口味独特是核心竞争力，客户粘性强，且专注鸭和鸭副产品识别度高；MAP 锁鲜装保留口感并延长保质期、提升品牌形象，使得过去两年平均售价年均提升超 10%。渠道上：目前商圈占据销售终端 80%以上，将加快交通枢纽布局，未来 2-3 年预计交通枢纽门店将提升至 1/3，按目前火车站和机场规模测算预计有 3500 家门店空间，加之地铁布局空间巨大。产能上：目前仅有两处产能，深圳租赁产能到期影响短期供给，公司规划以华中为中心陆续向华东、华南、华北、西南分区域融资建立五大基地，IPO 募投产能建成后产能将达 7.64 万吨，翻番以上。营销上：结合娱乐营销、话题营销、会员营销和线上线下互动等方式，打造“会娱乐更快乐”的品牌理念。

图 21：平均售价年均提升超 10%



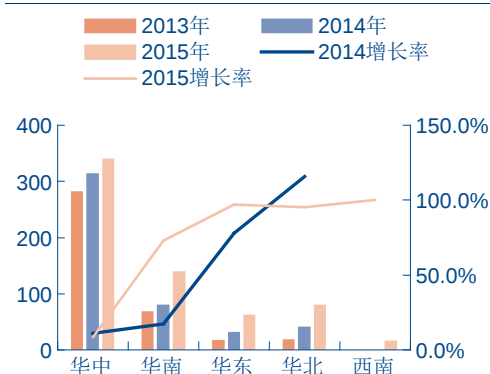
资料来源：公司招股说明书等，中信证券研究部

图 22：周黑鸭在竞品中毛利率最高



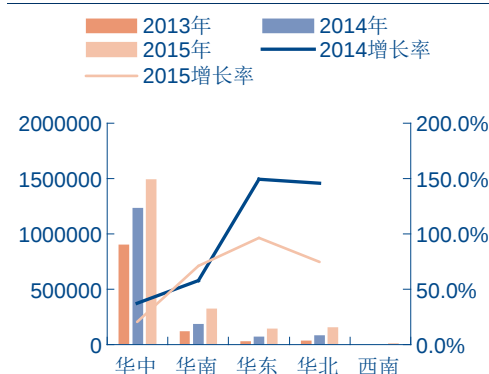
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：各地区门店数（个）



资料来源：公司招股说明书等，中信证券研究部

图 24：各地区门店收益（千元）

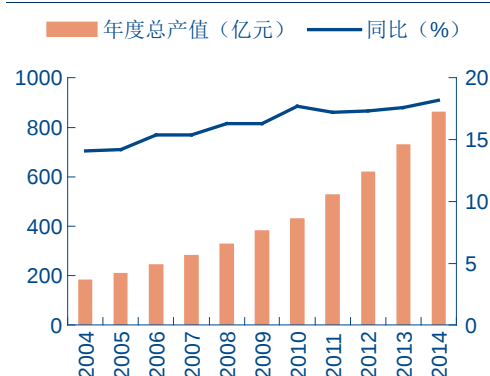


资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

肉少难嚼滋味好之二：坚果。坚果是肉少难嚼滋味好的又一代表，是陪伴单身贵族宅家煲剧、看戏、打游戏的重要零食伴侣，近年来随着线上坚果行业的高速发展，坚果行业景气度急剧提升，其网购属性也十分契合单身群体消费特征。2010年之后以三只松鼠、百草味为代表的互联网新贵，将高端坚果带入大众视野，根据中国食品工业协会发布的《休闲食品行业发展现状及趋势研究（2014）》，2004年我国坚果炒货行业年度总产值185亿元，2014年已增长至863亿元，CAGR为17%。

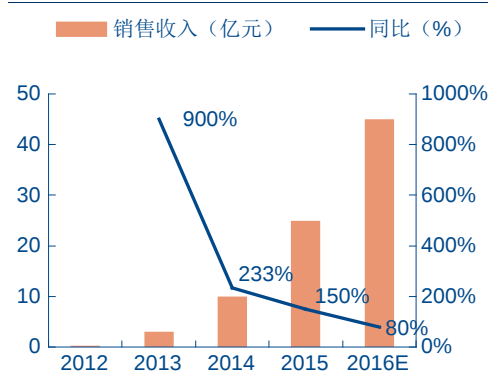
三只松鼠：互联网坚果领导品牌，萌宠陪伴属性强。2012年，三只松鼠凭借热销产品碧根果开辟市场，攻下互联网坚果行业半壁江山，至2016年实现从零到55亿的突破。目前，坚果作为第一大品类，占据松鼠一半以上的收入份额。三只松鼠将目标客户群体瞄准目前使用网络最多且对休闲食品需求最大的80后及90后，这年龄段也分布了大量的单身消费群体，三只松鼠从产品研发、包装、广告及客服都围绕该消费群购物习惯和偏好展开，以满足年轻消费群体的需求为目标。同时，公司倡导“慢食快活”的生活理念，与单身群体时间相对充裕的特征相吻合。在淘宝旗舰店的客服服务中，三只松鼠一改淘宝盛行的“亲”文化，让客服扮演小松鼠的角色，以松鼠口吻进行沟通交流，将客户称为“主人”，奉行“顾客就是上帝”的服务理念，比如问候语为“主人，你回来啦”，推销的话语为“主人，快带我回家吧”，语言表达更加贴心且轻松，表达出的关爱及陪伴属性亦契合单身群体消费需求。

图 25：2004-2014 年坚果炒货行业总产值



资料来源：中国食品工业协会，中信证券研究部

图 26：三只松鼠年销售额



资料来源：Wind，中信证券研究部

百草味：打造趣味零食，提升消费品质。单身贵族对于滋味好的定义各有不同，因此多品类的覆盖更容易匹配单身群体的口味需求，而且消费的同时若能提升娱乐性，将赋予寂寞的单身贵族更多的趣味，代表品牌有百草味。区别于三只松鼠，百草味起家线下，曾拥有百余家线下门店，后转型互联网，凭借品质与物流优势，跻身互联网坚果行业第一阵营。由于曾扎根线下多年，百草味品类更为多元，目前拥有坚果果仁、肉脯海鲜、糕点糖果、精美礼

盒等多个品类，300 余个 SKU，以“趣味零食探索家”为定位，致力于打造休闲零食的一站式购物平台，能够给单身群体提供更多高品质、趣味性的选择。在 2017 年 1 月 5 日结束的京东超级品牌日，百草味单日总销售额是其 2016 年在京东平台双 11 销售额的 5.81 倍，总计卖出 38 万盒年货坚果礼盒。2017 阿里巴巴年货消费数据显示百草味表现亮眼，零食坚果销售额占食品类目的 47.25%，购买数量相当于平均每人 6.5 件，其中百草味一家独占 2000 万件坚果销售额，平均每 10 个年货礼盒就有一个来自百草味。作为老牌休闲食品企业，百草味致力于品类创新，2017 年年货期间通过对市场精准的分析，推出了 5 款“年的味道”系列礼盒，在主题和包装的设计上赋予充分的趣味性，多品类的覆盖给予单身群体更高品质的休闲坚果选择。

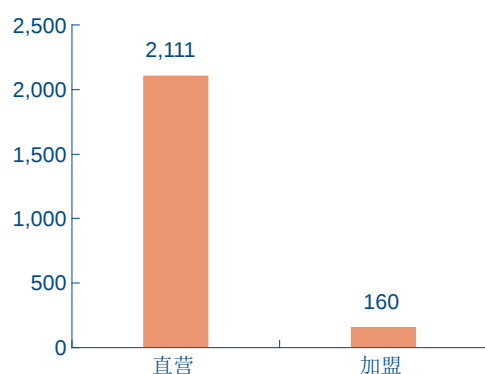
图 27：百草味年货研究报告



资料来源：百草味：《百草味年货研究报告》

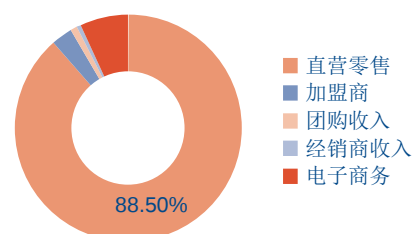
来伊份+盐津铺子：消磨时光杂货铺。与已婚人士逛店消费目的强、时间紧任务重的特征不同，单身群体有更多时间流连于小街小店，在五花八门的陈列中挑选属于自己的坚果零食，享受购物过程本身带来的休闲愉悦，因此覆盖广的线下连锁店和直营商超更能成为单身贵族消磨时光的好去处，与群体追求高品质、休闲消费的诉求相匹配，代表品牌有来伊份和盐津铺子。来伊份作为专业化休闲食品连锁经营企业，销售产品分九大类多达 900+SKU，渠道优势明显，是国内销售规模、拥有门店数量领先的休闲食品连锁经营企业之一，以“商品开发+连锁经营”相结合，提升单店运营效率和用户体验，直营门店收入份额/毛利率/单店平均收入分别为 88%/48.41%/126.14 万元。盐津铺子作为因豆制品和蜜饯起家的企业，是湖南传统特色小品类休闲食品领导品牌之一，基于“直营商超主导、经销跟随”的营销网络发展理念，以大型商超的直营渠道作为渠道拓展中心，真正打造单身群体邻近的零食坚果铺。

图 28：来伊份直营和加盟门店数



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

图 29：2015 年来伊份分渠道销售收入占比



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

表 4：来伊份九大产品类别及代表产品

序号	类别	代表产品 1	代表产品 2	代表产品 3
1	炒货	手剥松子	山核桃仁	开心果
2	肉制品	猪肉脯	鸭胗	凤爪
3	蜜饯	榴莲干	芒果干	蔓越莓
4	水产品	美味香蚌	手啦鱿鱼片	烤鱼片
5	糖果/果冻	核桃糕	牛轧糖	什锦很花心
6	膨化	小俏酥	香脆薯片	芝士卷
7	果蔬	综合果蔬干	杏鲍菇	金针菇
8	豆制品	豆腐卷	麻辣味豆腐干	开心百叶
9	糕点	伊仔蛋糕	法国黄油曲奇	芝士凤梨酥

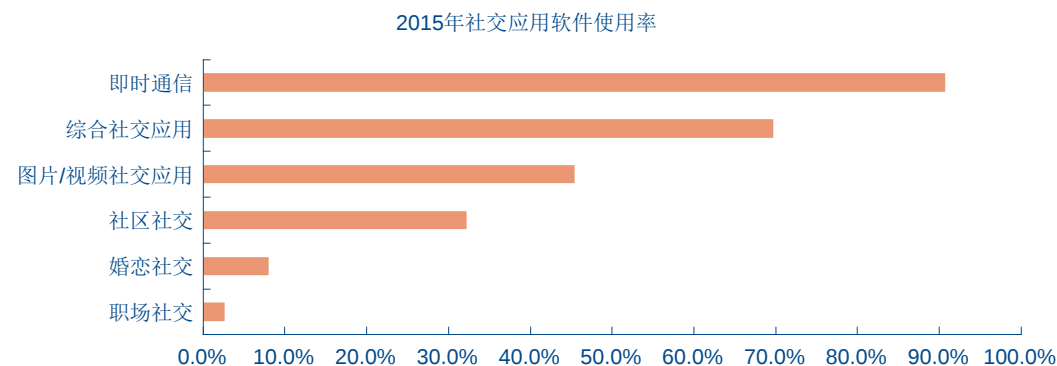
资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

社交化：网络社交&晒吃炫肌寻脱单

单身群体的第二大特质即求脱单。寂寞的单身生活难耐，单身群体往往更需要朋友的陪伴和关爱，主观上也更有动力去寻求脱离单身的法门，对于社交需求的渴望更强烈。落实在行动上，一方面体现在积极通过各类社交媒体进行网络化、互动化社交，增进沟通的频率，扩大交流群体，选择芸芸潜在的另一半；另一方面则体现在通过健身进补增强社交魅力，在朋友圈晒吃、深夜秀食扩大圈内影响力，渴望早日脱单。

在用户群体和媒介渠道的变化之下，社交媒体发展不断地演进。目前，我国的社交应用类型主要分为即时通信工具、综合社交应用、图片/视频社交应用等。其中即时通信工具的使用率最大，占 90.7%；综合社交应用的使用率为 69.7%；工具性较强的图片/视频类应用使用率为 45.4%，排在第三。

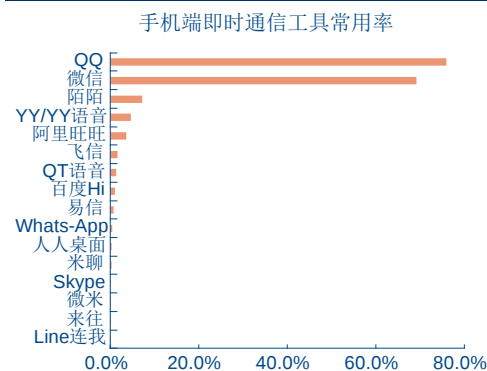
图 30：2015 年社交应用软件使用率



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

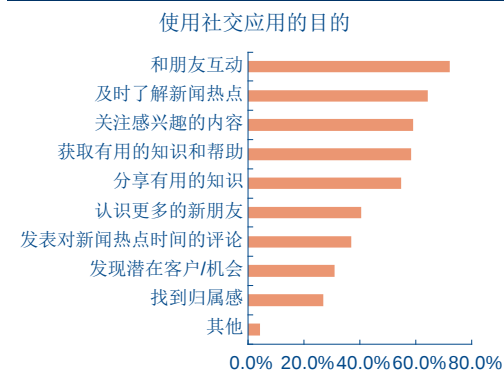
用户使用社交应用的主要目的是沟通交流、关注新闻热点及感兴趣的内容、获取及分享知识。CNNIC 调查结果显示，40.4%的社交用户使用社交应用的目的是认识更多新朋友，45.2%的社交用户联系人中有网上认识的朋友。陌生人社交其实一直贯穿于人类社交行为中，在移动互联网时代，这种需求通过陌生人社交应用产品被引导和释放。像陌陌等定位为认识新朋友的社交平台通过引入可识别的身份和个人标签，建立接近真实的社交场景，让相似社会经历的用户能够匹配，极大地发挥出弱关系的价值。

图 31：手机端即时通信工具常用率



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

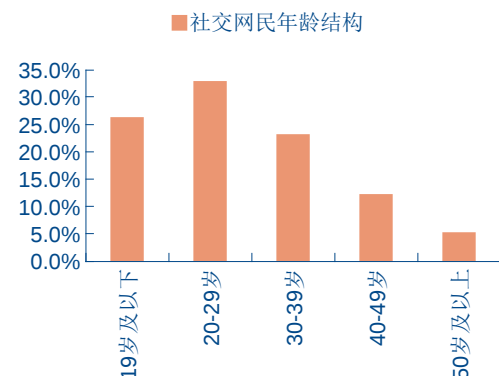
图 32：用户使用社交应用的目的



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

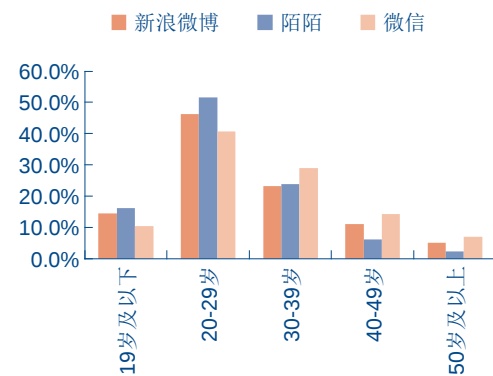
从年龄属性来看，微博、微信、陌陌三大应用的用户年龄主要集中在 20-29 岁，占整体用户的 45% 左右，其次是 30-39 岁用户，占比在 20% 以上；陌陌用户最年轻，用户在 39 岁以下的比例占 90% 以上，其次是新浪微博，39 岁以下用户占 85% 左右，微信在 40 岁以上用户中的渗透率较高。可见，三大社交应用的主要用户群体与单身群体具有较高的人群重合度，符合年轻群体热爱张扬个性、乐于分享的群体特点。

图 33：社交网民年龄结构



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

图 34：三大社交软件的用户年龄分布



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

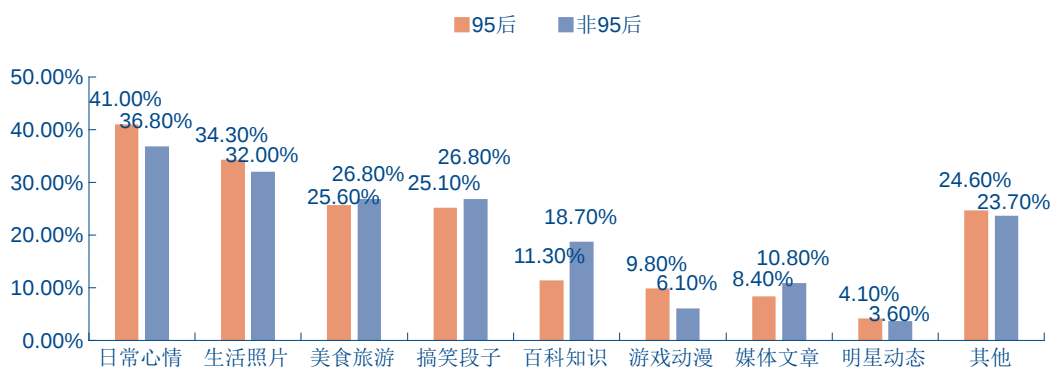
从媒介的角度看，富媒体时代已经来临，而主流社交应用已不能满足富媒体的传播形式。语音、图片、视频等传播方式丰富了互联网渠道的内容资源，对于传统的互联网媒介形成了颠覆。富媒体重新塑造了社交平台的形态，包括图片社交、短视频平台、直播平台等多种类型的社交平台出现，人们沟通的方式从文字，变成语音、图片、视频等多种形式，社交方式极大地多元化。在富媒体时代，信息维度呈现多元化趋势，传播的载体更加丰富，包括图片类的 Instagram、Snapchat，视频类的 Youtube、美拍和直播类的映客、花椒成为了富媒体时代中新的社交平台。对于“单身贵族”来说，这类集社交、娱乐、媒体等属性的社交应用更能表达自己独特的个性主张，成为与新朋友“破冰”的主要工具。

图 35：富媒体形式的社交平台



资料来源：中信证券研究部

图 36：95 后与非 95 后在分享信息方面的差异

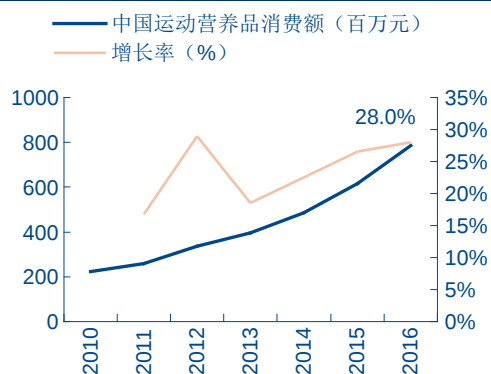


资料来源：企鹅智库、中信证券研究部

单身群体普遍具有较强的脱单意愿。珍爱网发布《2017 情人节调查报告》抽取的 1935 份样本中，7 到 8 成的单身人士表达出强烈的脱单意愿。而社交是脱单最为有效的途径之一，对于单身男性而言，运动健身、操练体型、壮实肌肉是他们的重要选择，从外在塑性去提高个人魅力以求早日脱单；对于单身女性而言，她们更多选择烘焙蛋糕、发朋友圈秀厨艺等类似行为来提升社交圈子中的贤惠魅力值，渴望获得认可从而加快脱单。

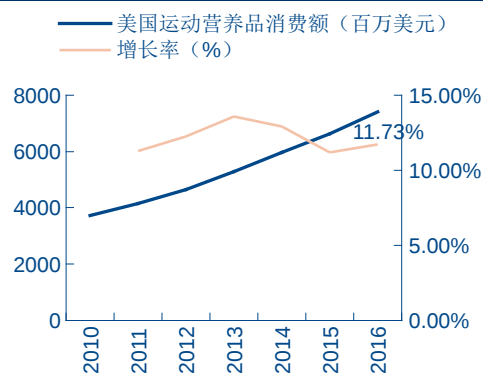
国内健身塑形成潮流，修练肌肉提魅力。随着西方运动方式的流行，居民健康保健意识的提升，国内参加健身、马拉松等各种运动的人数量近两年呈爆发式的增长，运动营养与体重管理行业也迎来快速发展的春天。截至 2014 年底，全国经常参加体育运动的人数比例达到 33.9%。国务院于 2016 年 6 月颁布的《全民健身计划（2016-2020 年）》将全民健身计划提升为国家的重要发展战略，并提出到 2020 年，经常参加体育锻炼的人数达到 4.35 亿，相关消费总规模达到 1.5 万亿元。受健身热潮影响，运动营养产品不断走高，Euromonitor 数据显示，2016 年中国运动营养产品市场规模约为 7.87 亿元，同比增长 28%，而同期美国运动营养市场规模达到 74 亿美元，同增 12%，国内对标国外仍有发展空间。与北美成熟市场相比，中国市场仍处于发展初期，但增长极为迅速。Roland Berger 预计至 2020 年，中国运动营养产品每年可增长 15%及体重管理产品每年可增长 10%。

图 37：中国运动营养品消费额及增长情况



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

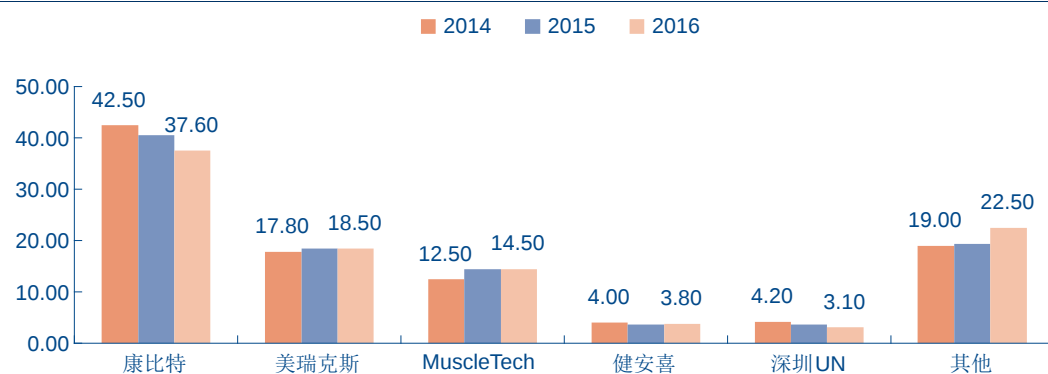
图 38：美国运动营养品消费额及增长情况



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

MuscleTech：Kerr 旗下知名健身品牌，西王助力打造行业标杆。KERR 旗下产品属于北美运动营养产品及体重管理的领导品牌，其中以 MuscleTech 为代表收到广泛市场认可，根据 AC 尼尔森近期数据，MuscleTech、Six Star 两款产品在美国运动营养产品市场 FDMC 及沃尔玛等渠道中销售排名第一。在国内，运动营养行业的概念才刚刚兴起，MuscleTech 系列产品依托其专业品质，得到广大健身爱好者认可，并已经成为国内运动营养细分品类的第一品牌，2016 年双十一当天 MuscleTech 天猫旗舰店销售突破 1900 万，同比增速超过 100%，远超其他竞争品牌。Euromonitor 数据显示 MuscleTech 中国市场份额由 2013 年的 9.8% 上升到 2016 年的 14.5%，处于高速增长阶段，体现了较强的国内市场认可度及加快渗透的品牌普及率。通过西王掌握的 1.3 万家健身房终端渠道加速推广，MuscleTech 将获更大的销量增长空间，未来计划创立国内首个非健身领域运动营养品牌，并推出定位城市轻运动和女性运动的产品，主打“轻能量、轻生活”概念来进一步提升品牌竞争力。

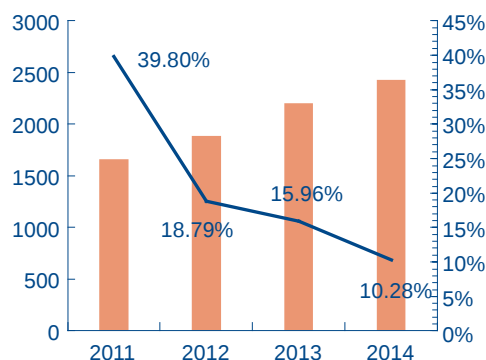
图 39：2014-2016 年中国运动营养市场品牌份额比较



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

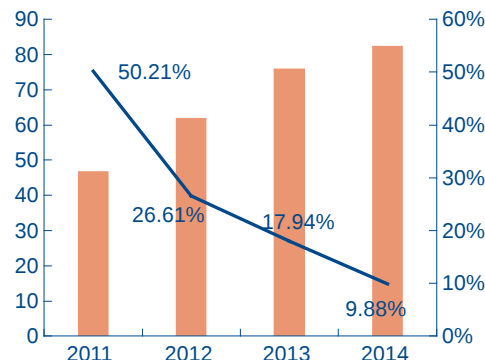
家庭烘焙减压，秀朋友圈实现社交互动。与传统重油重烟的中式料理不同，单身群体更偏好具有文化、时尚、休闲等附加属性的烘焙活动，将其视为休闲减压的新选择。另外智能化设备、新技术的发展，使得家庭烘焙成为可能，将烤制曲奇饼干、蛋糕照片发布在朋友圈已经成为单身群体社交的新方式。我国烘焙行业 20 世纪末呈现快速发展趋势，烘焙行业规模稳步扩大，2011-2015CAGR 达 18.4%。根据 Euromonitor 预测中国将在 2020 年成为全球第二大焙烤食品市场。

图 40：烘焙行业快速增长



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 41：糕点面包子行业利润总额提升



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

安琪酵母：西式小包装酵母先行者，顺应消费升级获提价空间。近几年随着国内家庭烘焙理念传导、城市面包房的快速发展，西式小包装烘焙类酵母需求增速超 20%，销售规模达到 20 万吨，公司是国内最早开始生产西式小包装家庭用酵母的企业，目前产品结构上传统面用酵母占比 3/4，另有 1/4 用于烘焙，消费增量客群主要来自于西式烘焙客户，在当前国内西式酵母 5 万吨的消费体量中安琪占比 70%。国内酵母行业目前近 10% 增长，其中又以西式烘焙酵母需求的高景气带来整体酵母业务的快速提升，公司在市场中占据主导地位，而且由于西式小包装酵母直接对应家庭烘焙消费和个体面包房需求，具有更强的消费属性，有望打开公司过去由于传统产品 2B 属性所带来的提价瓶颈，从而提升整体盈利能力。公司也不遗余力的通过收购整合餐饮杂志《贝太厨房》、自有电商平台来加速宣传和培育国内烘焙消费理念和习惯，提供烘焙培训和体验式服务，未来也可能进一步通过线下体验店进行市场培育，从而更快打开 C 端消费空间。

图 42：公司西式小包装酵母产品



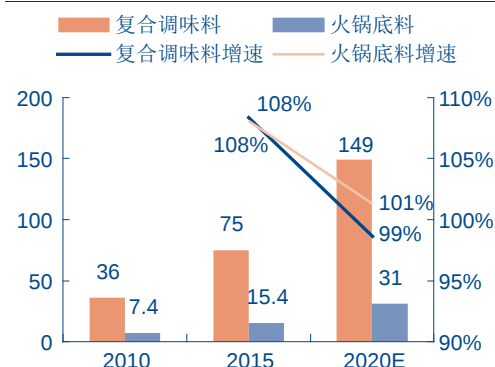
资料来源：京东商城，中信证券研究部

单身派对聚会打火锅，社交不再寂寞。对于单身群体而言，通过聚餐社交互动是实现脱单的重要手段。如今火锅已经成为线下聚餐派对的首选，火锅以炖煮为核心，拥有多样化的锅底搭配，浓油重酱、清汤寡水均能满足需求，自选式的食材也给予了单身群体充分的自由选择空间。美团大众点评研究院 2015 年 11 月的《中国火锅大数据报告》显示，大众点评收录火锅商户数量占全国餐饮商户比例达到 7.3%，为各类菜系之首。受益火锅市场的繁荣，火锅料行业具有巨大潜力。

颐海国际：海底捞背后领先的火锅底料供应商。海底捞是中国知名连锁火锅餐饮企业，按销售额是中国最大连锁火锅餐厅，以其优质的服务和口味受到越来越多的年轻人认可。颐海国际由海底捞子公司拆分而来，具有独家的“海底捞”品牌使用权，以及独家的海底捞餐厅供应权，是中国市场上领先的火锅调味料生产厂商。其业务主要为生产以及销售火锅底料，

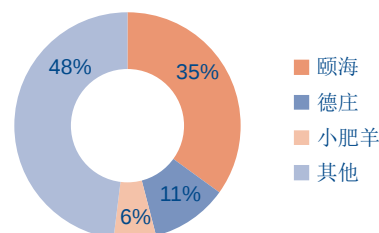
火锅蘸料以及中式复合调味料。颐海为餐饮服务供应商、食品行业公司提供烹饪调味料解决方案，并向中国家庭烹饪客户出售调味料产品。根据 Frost & Sullivan 的调查统计，火锅底料业从 2010 年的 74 亿元增长至 2015 年的 154 亿元，5 年翻倍，预测未来仍有上升空间，颐海在中国火锅调料市场份额第二、中高端火锅调料市场份额第一。

图 43：火锅底料行业快速增长（单位：十亿）



资料来源：Frost&Sullivan，中信证券研究部

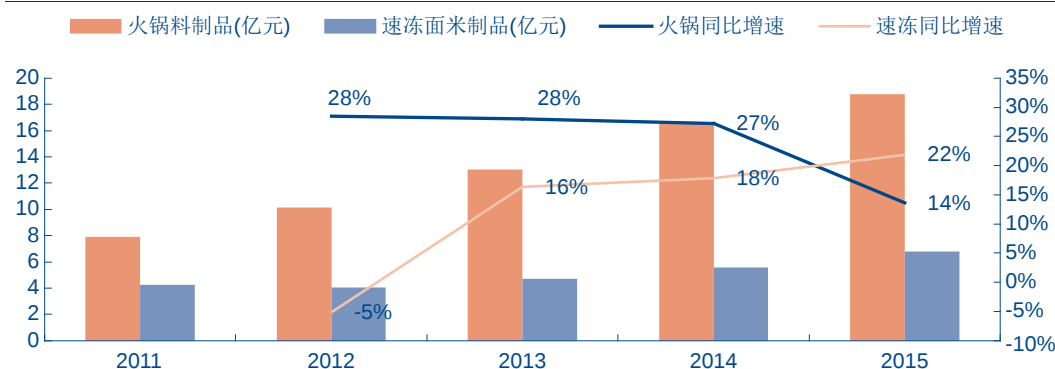
图 44：2015 年中高端火锅料市场份额



资料来源：Frost&Sullivan，中信证券研究部

安井食品：力主火锅料及速冻米面研发，产品线丰富。安井食品主要从事火锅料制品和速冻米面制品等速冻食品的研发、生产和销售，是行业内产品线较为丰富的企业之一。大单品、新产品增量带动销售收入增长。公司采取火锅料制品为主、米面制品为辅的产品策略，2013-2015 年公司火锅料制品销售收入占营业收入的比重为 72.84%、74.52%、73.37%，分别同比增长 28%、27%、14%。公司实施“战略大单品”营销策略，积极培育并大力推广有较强竞争力的单品，战略大单品包括撒尿肉丸、霞迷饺、千夜豆腐、爆汁小鱼丸、手抓饼等，公司大单品销售增长对营业收入增长的贡献达到 50% 左右，有效带动销售规模的扩大。

图 45：火锅料业务收入维持两位数增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

猎奇化：隐“性”广宣&私密产品

单身群体猎奇心强，隐“性”广宣&私密产品存商机。对于单身群体来说，针对“性”的猎奇心理更强、敏感度更高，进入 21 世纪后，社会文化进一步开放，“性”与“性需求”不再是难以启齿的话题。根据《求是》杂志发布的《2012 年中国人性健康感受报告》显示，婚前性行为的比例由 1994 年 40% 上升到 2012 年 71.4%，社会认知上已经不再把性等同于婚姻，社会“性”观念得到一定程度的解放。在社会开放的背景下，涉“性”的言论和话题快速增多，为了迎合这类群体猎奇心态，隐含“性”色彩的广告宣传与“性”相关的私密产品更易击中单身群体的痛点，从而获取商机。

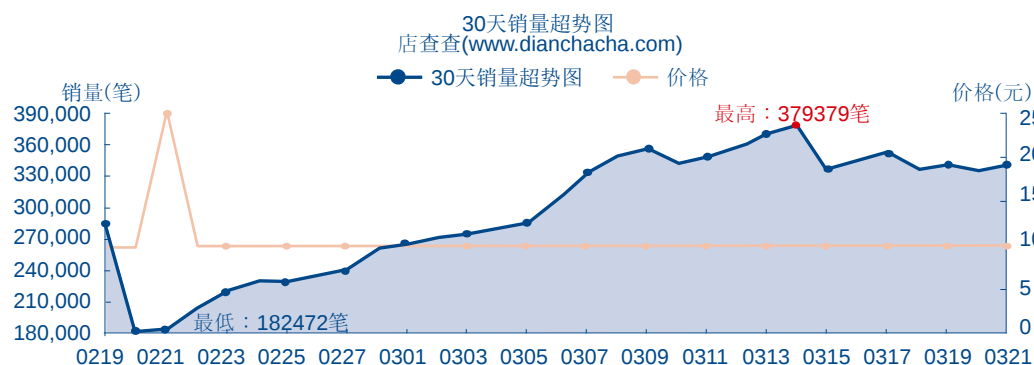
三只松鼠“单纯”不在：新品包装强暗示性。2016 年，三只松鼠推出了新品辣饼——“约辣”，该产品包装设计与传统避孕套包装极为类似，在不同包装上印有“SEXY”、“HOT”、“COOL”、“MISS”等词语，暗示这款产品的试吃体验。包装设计契合了年轻人尤其是单身群体的猎奇心态，一推出便受到市场的广泛关注和青睐。根据“店查查”数据显示，截止 2017 年 3 月 20 日，“约辣”辣条在近三十天内“三只松鼠天猫旗舰店”销量排行中名列首位，月销量 34 万件。

图 46：三只松鼠“约辣”产品展示



资料来源：三只松鼠京东旗舰店、中信证券研究部

图 47：三只松鼠“约辣”辣条 30 天销量趋势图



资料来源：店查查、中信证券研究部

表 5：三只松鼠天猫旗舰店近三十天销量排名前五产品

序号	产品名称	月销量 (件; 30 天内)
1	约辣辣条	340,356
2	猪肉铺	338,522
3	碧根果	309,256
4	夏威夷果	268,404
5	芒果干	245,896

资料来源：店查查，中信证券研究部

ED 市场前景广阔，观念解放助力销售增长。相关资料显示，ED（阴茎勃起功能障碍）在我国患病率近 30%，56%的患者集中在 30~50 岁之间，新发 ED 患者中约有 1/4 为 40 岁以下的中青年患者。西地那非是目前治疗 ED 安全有效的药物，针对目前约 1.27 亿人的国内 ED 患者群体，市场空间广阔。根据杜蕾斯（Durex）公司全球性生活调查显示，国人性生活频率有所提升，对于“性需求”相关问题不再遮遮掩掩，这也有助于促进“伟哥”等抗 ED 药物的销售。

白云山金戈：仿制伟哥打破垄断，私密需求得到满足。金戈是白云山医药于 2014 年 10 月上市的，用于治疗 ED 的药物。在国外原研伟哥在国内专利于 2014 年 5 月 12 日到期后，白云山金戈在 2014 年 9 月 2 日抢获 CFDA 核发的枸橼酸西地那非原料药和片剂生产批件，成为首款“国产伟哥”。专利到期前，原研药售价达 115 元/0.1g。金戈上市后售价为 96 元/0.1g，比竞品价格降低 16.5%且根据国人的身体特点，对有效成分进行适当调整，使其更符合国情。2015 年 11 月，白云山在金戈上市一周年庆典上公布，金戈一年间以出厂价计算的含税销售额突破 3 亿元，如果按照市场零售价计算，其销售将突破 7 亿元大关，据称销售数量已赶超原研药，市场占有率居全国前三。预计借助白云山的终端零售布局，在招标全面完成后，金戈市场份额还将稳步提升。

图 48：白云山医药金戈产品展示



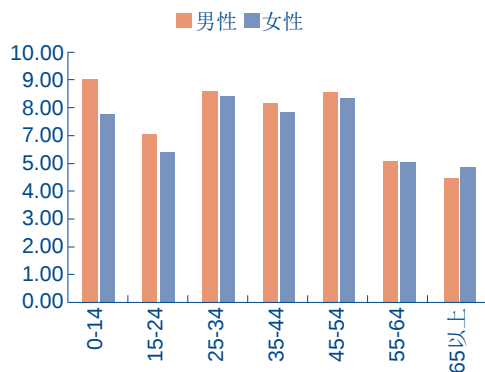
资料来源：京东大药房、中信证券研究部

个性化：从硬植入到软植入，从普适到定制

单身贵族在追求生活品质的过程中崇尚推陈出新，寻求能够彰显个性、标新立异、形成个人独特标签的表达方式。这要求产品能够赋予该群体创造自我、表达自我的方式，满足其个性化需求。因此，原有普适性、同质化的商品以及生硬的广告植入宣传方式已无法匹配该群体的要求。日常快消品品牌，正迅速加入本来只属于高端品牌的“私人定制”的队列。如一些食品饮料企业推出定制酒、定制月饼等定制产品；另外借助独特传媒媒介，进行特征化的软性广告植入将获得上述群体更多的关注，也为企业带来新的业务增长点。

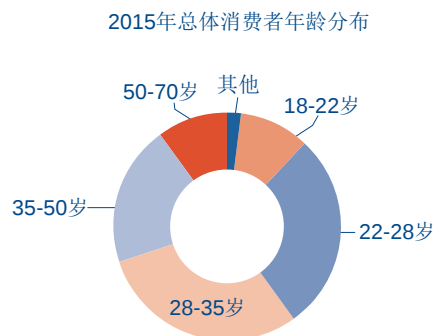
个性化需求觉醒，定制化消费方兴未艾。从消费者结构来看，80、90 后正逐渐成为消费主力军，这其中又包含了大量适婚年龄的单身群体。在网络消费的大潮下，占全国总人口 31% 的 80、90 后却贡献了中国网购人群的 73%，在人数上成为绝对消费主力。与此同时，他们的消费行为与消费理念有了很大的改变。相比消费相对理性的已婚群体，单身贵族消费行为更加情绪化、感性化，渴望通过特殊的标签化产品来彰显自身个性，对价格的敏感度较低。

图 49：2015 年中国人口结构



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

图 50：2015 年淘宝网总体消费者年龄分布



资料来源：淘宝网，中信证券研究部

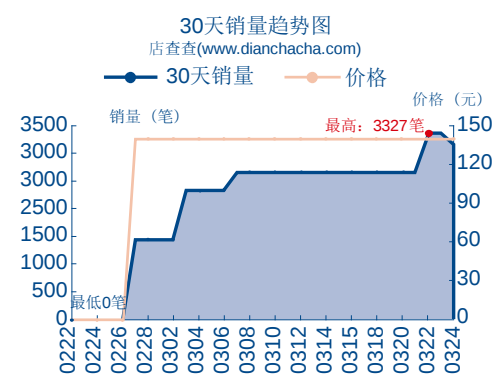
定制广告深度植入，销量与品牌齐飞。一些知名企业依据剧情或平台特性，定制化广告及产品，并且由原来的硬植入转为软植入，使品牌与产品成为节目中的一部分。影视剧广告植入方面，在《三生三世十里桃花》剧中，作为其唯一酒类合作品牌，泸州老窖结合《三生三世十里桃花》剧情，全新注册“桃花醉”酒类品牌，开发研制出 22 度水蜜桃口感的利口酒，专注女性消费群体，并同步推出剧中同款仙侠版和幻灵瓶。通过四海八荒皆爱的“桃花醉”，泸州老窖避免了现代品牌在古装剧中生硬、牵强、雷人的植入乱象，实现完美定制化植入，不仅满足其粉丝的个性化需求，还成功打造品牌声量，实现从剧集流量到产品销量的完美转化。采用预售方式销售的桃花醉，一经上线便被抢购一空。

图 51：泸州老窖三生三世桃花醉



资料来源：泸州老窖天猫旗舰店，中信证券研究部

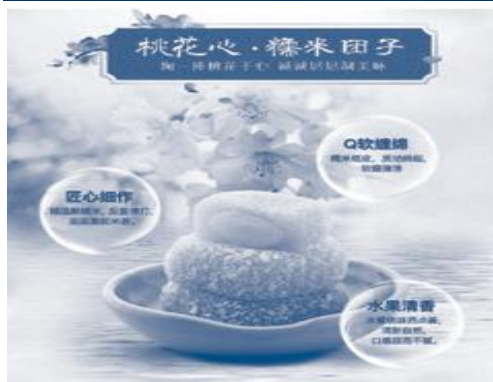
图 52：泸州老窖三生三世桃花醉 30 天销量



资料来源：店查查，中信证券研究部

定制化产品与广宣吸睛，完美拉近消费距离。除了桃花醉之外，剧中另一大广告植入商百草味在情人节当天，为《三生三世十里桃花》量身定制了限量款桃花主题产品——桃花心·糯米团子。不论是取名还是包装，百草味定制款的糯米团子贴合粉丝的心理期待，满足了粉丝消费族群的个性化需求。综艺节目定制产品方面，伊利重金赞助《奇葩说》第二季、第三季，马东独特风格的口播式广告让定位奇葩新颖的国际抗饿神器谷粒多一炮而红。为此，伊利还特意推出奇葩说谷粒多定制限量产品，主打“别压抑，喝吧”，拉近与消费者之间的距离又完美诠释产品特点。奇葩说第三季播出阶段，谷粒多销量同比 2015 年增长 488%。

图 53：百草味桃花心糯米团子



资料来源：百草味天猫旗舰店，中信证券研究部

图 54：伊利抗饿神器谷粒多饮品



资料来源：天猫超市，中信证券研究部

NFC 果汁高端私人定制，聚焦小众个性化需求。娃哈哈继承人宗馥莉推出一款名为 KellyOne 的定制化新品 NFC 果蔬汁。300ml 售价 48 元的背后原因在于该果汁成分是完全定制化的：一种定制方式是可以从已调配好的六个系列共 30 款果蔬汁中选；另一种方式是提供的 80 种水果和蔬菜当中选择 3-5 种，可自行调整每种果蔬的成分比例，自己命名从而实现真正意义上的定制化。无论哪种都是等消费者下单后才会进行生产，保证果汁的新鲜度。虽然 Kelly one 刚刚起步，但优选全球范围内果蔬原料、HPP 超高压杀菌等先进工艺，以及在包装上的印有唯一代码的设计，满足了当下年轻人爱美、爱玩、爱秀的城市精神。

图 55：Kelly one 果蔬汁



资料来源：宏胜饮料集团官网，中信证券研究部

面对这群愿意消费且具备消费实力的“金主”，单身贵族已然成为广告主追捧的群体。为了更好地实现对该群体实现精准营销效果，内容营销则成为“娱乐化”消费下的首选。通过与 IP 绑定，一方面提高品牌知名度，达成推广目的；另一方面以喜闻乐见的新玩法和营销方式，将创新衍生品带给消费者升级体验，提高品牌粘性。

“单身经济”行业巡礼

有娱：轻奢消费盛行，娱乐至上

游戏：用户需求助推品质升级，精品化研发大有可为

随着智能手机的普及与软硬件性能的进一步完善，网民的每天使用时长、游戏留存周期、手机付费比例等指标均有显著提高，用户不再满足仅仅用于打发时间的轻度游戏，而是在随身携带的设备上寻求更加深入的游戏体验。整个行业正由轻度游戏向中重度游戏转变。

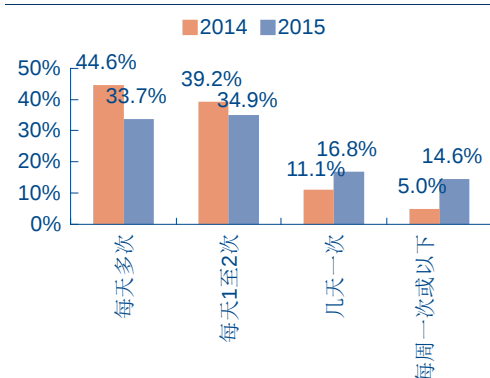
图 56：轻度、中度、重度手游分类



资料来源：易观智库，中信证券研究部

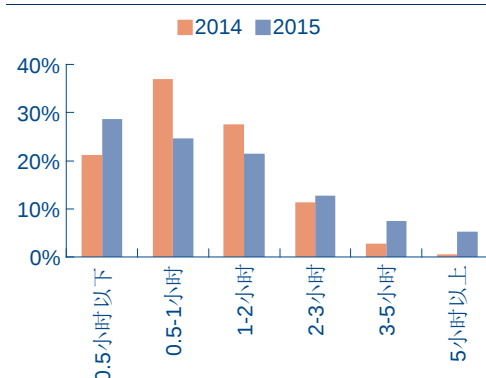
根据 CNNIC 对于移动游戏用户行为的统计，用户每日游戏的频率在下降，而每次游戏的时长在上升，呈现了“低频次、高时长”的态势。其中，2015 年每日游戏时间超过 2 小时的用户占比达到 25.3%，相比 2014 年的 14.6% 明显上升。用户使用场景的统计显示，超过 70% 的用户在晚上睡觉前、周末或休假、家里休息等大块空闲时间使用移动游戏。用户已经不仅将碎片化的时间使用移动游戏，而是更倾向于利用大块空闲时间。因此，用户对于游戏的体验感、画面制作、情节设计等要求更高，需要制作更加精良的移动游戏作品。

图 57：国内移动游戏用户游戏频率



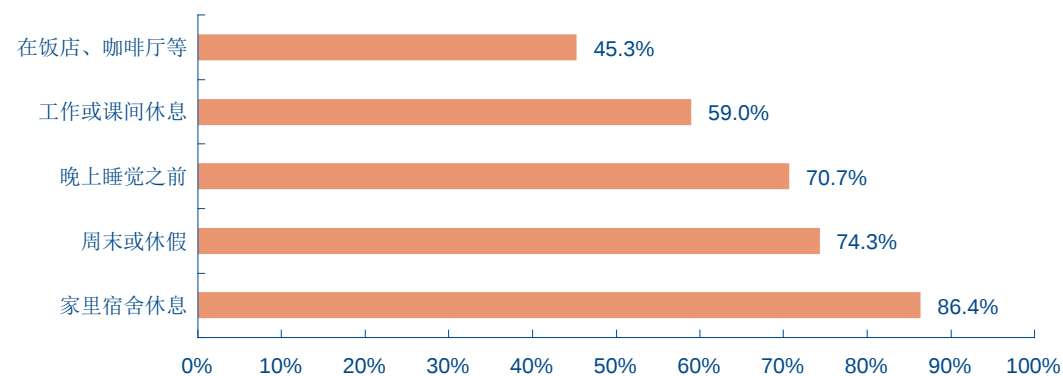
资料来源：CNNIC，中信证券研究部

图 58：国内移动游戏用户日均游戏时长



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

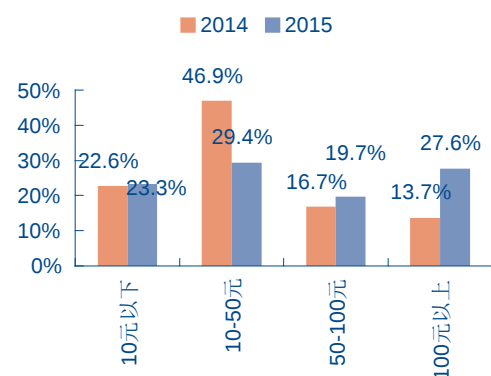
图 59：国内移动游戏用户使用场景



资料来源：CNNIC，中信证券研究部测算

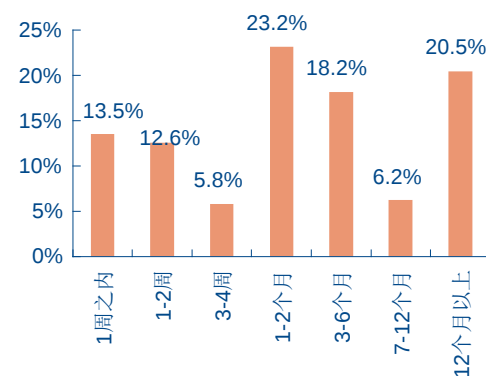
从游戏产品的数据看，移动游戏的平均大大提高，生命周期在 1 个月以上的移动游戏达到了 68.1%；用户对于游戏的付费金额也在提升，愿意支付 50-100 元的用户为 19.7%，支付 100 元以上的用户为 27.6%。游戏生命周期和用户付费金额的变化反映了用户对于精品游戏的需求更加强烈，设计简单、开发成本低的轻度游戏将难以满足用户的需求。我们认为，移动游戏的精品化研发需要从表现与操作形式、社交性、深度与平衡性这三个层面加以考虑。

图 60：国内移动游戏用户付费情况



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

图 61：移动游戏平均寿命



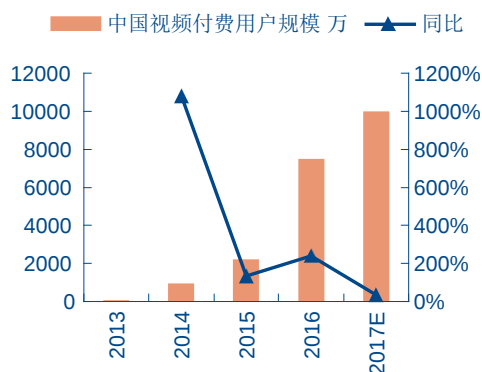
资料来源：CNNIC，中信证券研究部

影视：优质剧目成为抢夺焦点，付费习惯逐步成型

在影视娱乐消费主体结构改变的背景下，群体的消费偏好迁移正在影响整个行业内部的创意结构。2015 年以来，以《盗墓笔记》、《花千骨》、《煎饼侠》、《小时代 4》为代表的一系列热门 IP 改编的现象级作品带来的强关注度，在收获商业价值的同时，也使得“IP 模式”成为时下最热话题。

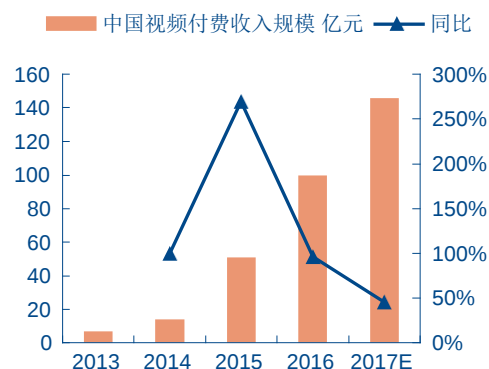
在整个影视内容产业中，网络剧是伴随着互联网技术发展和互联网消费升级成长起来的新“品种”，与单身贵族天然的亲近性。因为具有较为灵活的观影方式、相对广泛的题材选择范围，以及精准定位的受众群体，也成为了当下“IP 模式”的重要战场之一。截至 2016 年底，我国网络视频的付费用户数目已经达到 7500 万人，在线视频付费收入规模约为 100 亿元，同比增长 96%。

图 62：中国视频付费用户规模



资料来源：艺恩咨询，中信证券研究部

图 63：中国视频付费收入规模



资料来源：艺恩咨询，中信证券研究部

网络剧的蓬勃发展，其背后的逻辑在于几点：1）在线视频用户基数的扩容带来的观影习惯的改变；2）用户偏好的可记录可交互性，带来了精准化分众市场的形成；3）付费习惯的养成和付费模式的灵活化，带来的商业模式的多元发展。

在这之中，我们发现契合网剧主要受众——单身贵族，消费品味的 IP 数量占据了绝大多数的份额。随着投资额度提升带来的优质制作力量的加盟，网络剧有望逐步摆脱“廉价低质”的偏见，成为真正意义上的标准剧，甚至比肩电影产品的大制作。我们预计，2017 年将是网络剧获得进一步突破的关键时点，顶级 IP+优质制作+精准定位将成为这一产业规模壮大的基石，也将在这基础上演绎出更多的商业新模式。

表 6：2014-2016 年重点网络剧投资额

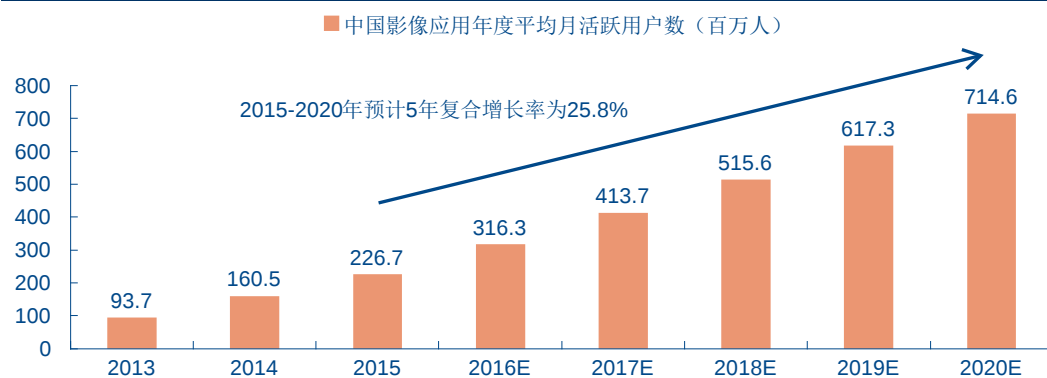
时间	网剧	网络自制剧 单分钟投资额	网络自制剧单集成 本（45 分钟）
		万元	万元
2014	匆匆那年	2.5	113
	暗黑者 2	2.2	99
2015	他来了，请闭眼	3.2	144
	无心法师	4	180
	盗墓笔记	11	495
	余罪	2.2	99
2016	灭罪师	6.6	297
	老九门	7.7	347
	重生之名流巨星	7	315

资料来源：艺恩咨询，中信证券研究部

社交：新生代和富媒体成为新方向，直播市场即将进入整合阶段

随着图片在社交媒体上表现得更加重要，国内影像处理应用的用户规模呈现了快速增长的趋势。根据艾瑞咨询的数据，预计 2016 年国内影像处理的月活跃用户达到 3.16 亿人，预计 2020 年将达到 7.15 亿人，5 年复合增长率为 25.8%。

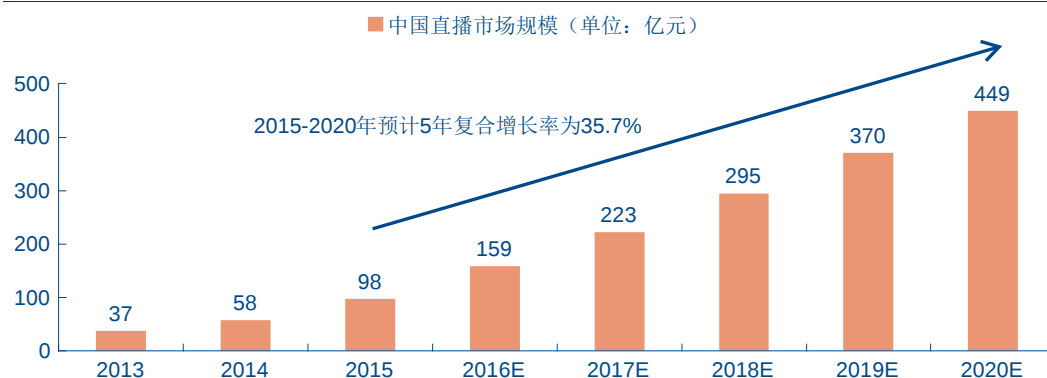
图 64：2013-2020E 中国影像处理应用年度平均月活跃用户数



资料来源：艾瑞咨询（含预测）、中信证券研究部

直播平台以为主播和用户实时互动功能的特点迅速成为国内社交应用领域的新星。直播平台的主播的视频内容具有较强的互动性、及时性和真实性，能够极大地提高用户的活跃度，因此平台的互动性质和主播的庞大粉丝群体蕴含着巨大的变现机遇。会员费、广告、增值服务等形式成为直播平台的主要收入来源。直播市场正处于快速成长期。根据艾瑞咨询的预测，2016 年中国直播市场规模为 159 亿元，2020 年将达到 449 亿元，5 年复合增长率为 35.7%。

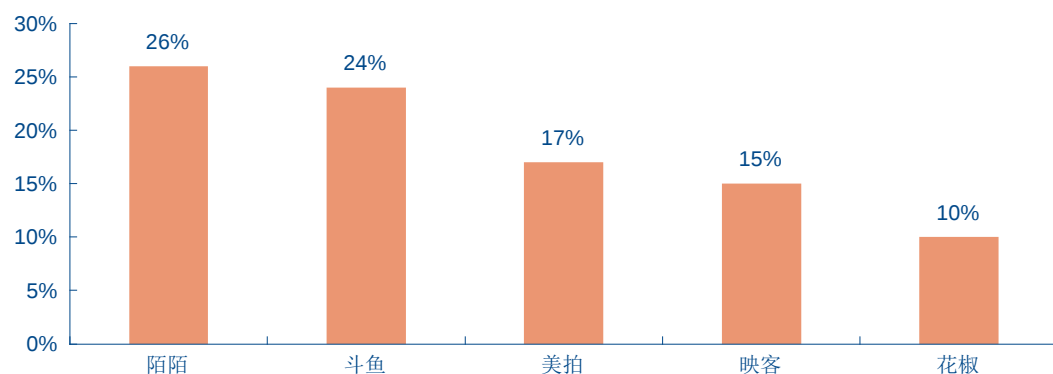
图 65：2013-2020E 中国直播市场规模



资料来源：艾瑞咨询（含预测）、中信证券研究部

从竞争格局来看，2015 年之后直播市场进入高速发展时期，网络巨头竞相布局，竞争激烈。在泛娱乐直播、游戏直播、秀场直播等细分市场中已经出现了较多的竞争者。在这种竞争环境之下，直播平台对于流量和网红主播的争夺使得运营成本不断攀升，“烧钱”成为行业目前的状态。我们认为直播平台在经历了野蛮生长之后，将逐步进入整合阶段，少数拥有资本支持和流量优势的直播平台将得以生存。

图 66：移动直播 DAU/MAU（2016 年 12 月）



资料来源：艾瑞咨询、中信证券研究部

对比平台型直播和独立直播，平台型直播在用户粘性、获客成本、分成比例等方面具备较强的优势。而独立直播由于功能单一，没有平台支持等因素，因此需要独立引流，在获取流量、与主播分成等方面成本开支过高。**我们判断由于直播行业竞争激烈，独立直播将在整合阶段被洗牌，而平台型直播有望获得更长的生命周期和经济收益。**

娱乐之余餐饮相伴，三大特质全面匹配。单身贵族由于自身特质对于食品饮料有较典型的选择倾向。在从时间维度、社群维度及个体维度对单身贵族生活条件和需求特征进行剖析后，我们认为针对单身贵族的餐饮推荐主要可从该群体所具有的有闲（时间富裕）、有颜（社交偏好）、有别（独特个性）三大特征分别进行挖掘和行业匹配。

有闲：肉少难嚼滋味好，卤品坚果领成长，火锅获青睐

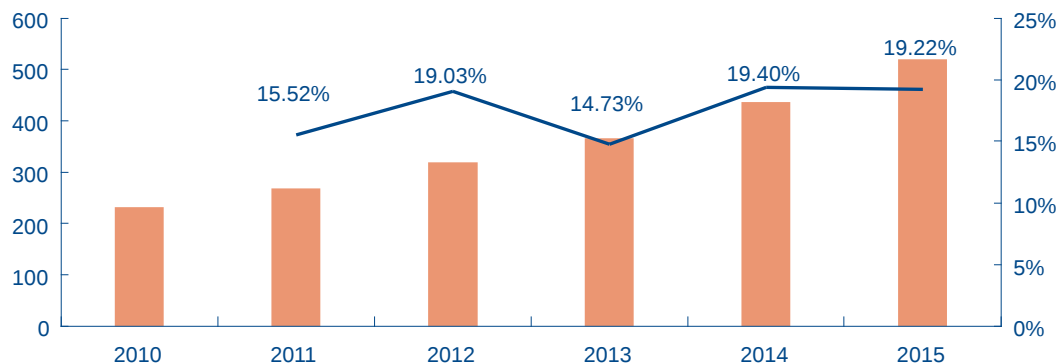
空闲时间多，偏好肉少难嚼滋味好。由于不受伴侣或家庭的约束，单身人士拥有充裕的可支配时间，闲暇时间较多，也即“有闲”。受此特征影响，他们对于食品消费时长、价格的敏感度较低，取而代之更看中产品品质，突显个体偏好性选择；而且因无需顾虑来自伴侣的约束，他们生活更随性不规律，对于健康的重视程度较非单身群体更低。据此，我们认为单身群体的餐饮决策树中占比最大因素是产品口味，而占比最小的因素是营养健康，这类特征化需求与常说“肉少难嚼滋味好”的多品类休闲零食高度契合。尽管这类零食不能给予或替代正餐所具有的稳定营养补充功能，但凭借优质口感和多元品类高度契合单身群体需求，是他们闲暇空当随性进食、消磨时光、娱乐陪伴的绝佳“伴侣”。

卤制品、休闲坚果行业领衔，单身生活好伴侣。卤制品凭借特有的好口感和色香味俱全的特色，是“肉少难嚼滋味好”的突出代表，成为单身群体零食首选。2011 年至 2015 年休闲卤制品市场规模保持两位数增长，增速位列休闲食品首位。随着卤制品点在休闲场所加快铺设，购买便利度提升，卤制品与单身群体联系将更为紧密。而行业包装化和品牌化的趋势也符合单身群体追求生活品质、强调标签化的特征，行业代表公司有周黑鸭、绝味等。除卤制品外，难嚼难啃的坚果是“肉少难嚼滋味好”的又一代表，坚果由于其具有饱腹感和消磨时光的特性，是陪伴单身贵族宅家煲剧打游戏的重要零食伴侣，而且考虑到单身群体年轻化、网络化特征更明显，坚果以线上网购为主要导向的属性也高度契合单身群体的消费特征，代表公司有兼具关爱陪伴属性的线上龙头坚果品牌三只松鼠、品类多元线下转线上的百草味以及渠道深覆盖广、消费者身边的零食店铺来伊份及盐津铺子。

闲暇聚会火锅首选，火锅底料业迎发展空间。对于拥有大量空闲时间的单身群体而言，需时较长的火锅聚餐成为他们社交脱单的重要方式。如今火锅已经成为线下聚餐派对的首选，火锅多样选择性给予了单身群体充分的表达空间。受益火锅市场的繁荣，火锅料行业也具有巨大潜力，优先推荐海底捞背后领先的火锅底料供应商颐海国际及产品线丰富的安井食品。前者具有独家的“海底捞”品牌使用权，以及独家的海底捞餐厅供应权，是中国市场上领先的火锅调味料生产厂商，在中国火锅调料市场份额第二、中高端火锅调料市场份额第一；后

者积极研发多样单品，实施战略大单品战略，包括撒尿肉丸、霞迷饺等速冻打火锅单品引领公司成长。

图 67：2010-2015 中国休闲卤制品行业零售价值及增速变化图（单位：亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，中信证券研究部

有颜：提升社交颜值魅力，男健身秀肌、女烘焙晒贤

单身也惧寂寞，社交也需有颜。群体往往更需要朋友的陪伴和关爱，主观上也更有动力去寻求脱离单身的法门，对于社交需求的渴望更强烈，针对单身群体的第二大特征社交需求，我们提出“有颜”消费予以匹配：对于单身男性而言，通过健身进补增强社交魅力，运动健身、操练体型、壮实肌肉是他们的重要选择，从外在塑性去提高个人魅力以求早日脱单；对于单身女性而言，家庭烘焙突显贤惠魅力，烤制蛋糕晒秀朋友圈形成自我推销新潮流。

健身塑性提魅力，烘焙晒秀互动。国内运动健身氛围提升，健身凭借其时间灵活、场地限制较低的特征，满足了消费者对于运动健身、塑性美体、互动社交的多元化需求，形成了一种追逐健康的潮流，同时也带动了运动营养品类的发展，重点推荐西王旗下运动营养标杆 Muscletech；家庭烘焙具有文化、时尚、休闲等附加属性，与传统重油重烟的中式烹饪有显著区别，契合单身女性偏好，烤制曲奇饼干、蛋糕照片发布在朋友圈已经成为单身群体社交的新方式，也带动了西式小包装酵母的发展，重点推荐国内西式小包装酵母先行者、行业龙头安琪酵母。

有别：猎奇化、个性化需求大，私密经济&定制化吸睛

单身群体猎奇心态强，个性化需求彰显。对于单身群体来说，针对性的猎奇心理更强、敏感度更高。为了迎合这类猎奇心态，隐含“性”色彩的广告宣传与“性”相关的私密产品更易击中单身群体的痛点，从而获取商机。同时，单身贵族在追求生活品质的过程中崇尚推陈出新，要求产品能够赋予该群体创造自我、表达自我的方式，满足定制化、个性化需求，相比消费相对理性的已婚群体，单身贵族消费行为更加情绪化、感性化，渴望通过特殊的标签化产品来彰显自身个性，对价格的敏感度较低。因此，原有普适性、同质化的商品以及硬植入的广告营销以难以吸引他们的关注。食品正迅速加入本来只属于高端品牌的“私人定制”的队列。而借助优质的传媒媒介，实现定制化的广告植入和宣传推广也为企业带来新的业务增长点。

隐“性”私密经济获益，定制化产品吸睛。针对猎奇心态，三只松鼠和白云山金戈走在前列：2016 年三只松鼠推出了新品辣饼包装设计与传统避孕套包装类似，契合了年轻人尤其是单身群体的猎奇心态，一推出便受到市场的广泛关注和青睐；而白云山金戈 2014 年 9 月抢获生产批文，以高性价比打破伟哥垄断地位，一年含税销售额已突破 3 亿元，以市场零售价计销售突破 7 亿元，市场占有率居全国前三位，市场份额仍稳步提升。针对定制化消费需求，分广告和产品两类，知名企业依据剧情或平台特性，定制化广告及产品，并且由原来的硬植入转为软植入，突出代表有泸州老窖结合《三生三世十里桃花》剧情创建的“桃花醉”

酒类品牌以及百草味在情人节当天为《三生三世十里桃花》量身定制的主题产品糯米团子；此外，伊利谷粒多燕麦牛奶在《奇葩说》所获独特风格的口播式广告也吸引了广泛关注。未来相关的定制化产品和广宣模式还将持续酝酿，而有效把握这种趋势和消费偏好的公司和产品也将迎来更快的成长速度

行业投资风险

制度性政策方向与事件触发带来传媒板块风格转化风险

文化体制市场化改革的方向仍具有一定的不确定性，或将在一定程度上影响到板块具体的热点，带来风格转化风险；短期的热点性事件同样可能造成板块的风格变化；政策对于新兴互联网的监管政策可能带来不确定性。

并购标的业绩不及预期带来商誉减值的风险

传媒行业上市公司通过并购实现外延增长，而并购标的的实际业绩有可能达不到业绩承诺，从而产生商誉减值，为上市公司的业绩带来不确定性

食品安全风险

随着生活水平和人均收入的不断提升，消费者对食品安全、健康饮食等问题的关注度持续增加。近几年食品饮料行业在三聚氰胺、瘦肉精等事件的冲击下，短期内影响了消费者对相关产业的消费信心，进而影响到相关公司的营收状况。

消费偏好变化风险

90 后消费群体体现出新的消费特征，其中整体对酒精饮料的偏好度有下降的风险，尤其是白酒等高度烈酒。此外，90 后群体体现出前所未有的“喜新厌旧”属性，快消品可能越来越难出现畅销十余年的大单品，更快的创新和迭代使公司的产品风险加大。

保健品国家监管政策变化

我国保健品注册和备案政策尚未完全定型，备案目录尚未完全确定；跨境电商新政对海外保健品进口形成冲击，过渡期结束后具体操作方式仍不确定。

行业评级与投资策略

行业评级及重点公司推荐

传媒：“娱未央”，只待春意盎然时。虽然受票房增长低于预期影响，整个娱乐消费环境略显疲态，但是文化消费的消费升级趋势依旧不变，长期发展空间确定。尤其随着“单身贵族”引领的轻奢型文化消费模式逐步成为主流，他们独特的消费习惯为文化传媒行业未来的趋势添加了新的成长动力。我们认为，在轻奢消费趋势的带动下，传媒行业依然处于高速成长的黄金时期，A 股公司有望沿着细分成长领域、创新商业模式、热点主题等逻辑，持续分享行业增长红利。

食品饮料：迎合 Single boom，有闲利好休闲零食，有颜助力脱单需求。单身群体一大消费特质即可支配时间较多，表现在娱乐性消费时间和需求远高于已婚人群，在食饮性消费上体现为偏好肉少难嚼滋味好的休闲食品。除直观的单身“有闲”需求外，脱单意愿带来“有颜”需求，单身男士通过运动健身搭配运动营养增强魅力、单身女士通过美丽健康类保

健品驻颜有术，通过家庭烘焙体现贤惠，提升异性吸引力。迎合即将到来的 Single boom，休闲零食、家庭烘焙、运动营养&美丽健康保健品有望受益。

我们推荐下列投资主线：

主线一：吃喝。关注单身贵族饮食习惯偏好，推荐“肉少难嚼味道好”的周黑鸭、“运动营养&美丽健康双子星”西王食品、合生元、家庭烘焙安琪酵母。

主线二：玩乐。追求轻奢体验的娱乐休闲活动，建议关注以 IP 为核心的泛娱乐生态，具备 ARPU 值提升能力的游戏，以及新型颜值社交活动，重点推荐：美图公司、中文在线、三七互娱，关注陌陌、YY、天鸽互动。

重点公司介绍

美图公司：打造颜值生态圈，互联网新贵崛起

亏损大幅减少，颜值生态初步确立。2016 年公司实现营业收入 15.79 亿元，同比增长 112.8%；经调整后亏损为 5.41 亿元，同比减少 23.9%。智能硬件收入 14.74 亿元，同比增加 120.9%；互联网服务及其他收入 1.05 亿元，同比增加 40.1%。我们认为公司的产品不仅仅是影像处理的工具型应用，已经形成了图片与视频的产品阵列，包括工具、平台、变现三大层次的生态系统。

用户规模及粘性持续增强，平台化建设更进一步。2017 年 1 月 MAU 总数达到 5.2 亿，同比增长约 32%；其中，美拍的 MAU 达到 1.6 亿。截止 2016 年底，用户在美拍上传视频超过 5.10 亿，单用户每天在美拍花费时间为 28 至 36 分钟，而 2015 年则为 15 至 27 分钟。我们认为美拍已经成为领先的短视频平台，有望在社交平台的建设上更进一步。此外，美妆相机于 2016 年四季度推出美颜及美妆信息流；闪聊将于年中发布正式版本。公司的平台化战略不断推进，提高用户参与度并增加变现机会。

广告及直播收入大幅增长，新品问世带动手机销售创新高。互联网服务方面，广告和直播收入增长明显。2016 年下半年美拍的充值金额大幅增加至 4430 万元，相比上半年增幅超过 3200%；每月付费用户从 58000 人增加至超过 22 万人。广告业务团队于 2016 年 9 月完成重组，2017 年开屏广告、信息流广告等落地将带动广告收入增长。智能硬件方面，2016 年手机销售量 74.8 万台，同比增长 92.8%；平均售价 1959 元，同比增长 15.3%；毛利率 20.1%，上升 1.3%。2017 年 2 月公司推出 T8 系列手机，有望带动手机销量再创新高。

颜值生态逐步完善，挖掘人工智能新机遇。公司用户的 78% 为女性、83% 在 30 岁以下，57% 集中在一二线城市，具有更强的消费能力和意愿。公司打造颜值生态，形成了图片与视频的产品阵列，包括工具、平台、变现三大层次的生态系统。公司将于 2017 年上半年推出社交电商平台“美铺”，增添商业化变现路径。此外，公司将挖掘大数据和人工智能的机遇，基于用户海量的图片及视频数据，为用户指定个性化的美颜方案，提升颜值生态的服务效率。

风险因素。受到智能手机市场竞争激烈的影响，存在硬件销售收入下滑的风险；广告招商情况不理想；增值服务推广不理想。

盈利预测、估值及投资评级：我们维持公司 2017-2019 年收入预测 38.8/88.6/137.1 亿元，维持 EPS 预测-0.11/0.29/0.49 元。采用分布估值法，互联网业务采用单用户市值的方法。美拍对标平台型应用，与富媒体社交平台的单用户市值对标（SNAP100 美元，Instagram57 美元），考虑广告、电商等业务推进，带动用户价值的兑现，上调单用户市值 37 美元（原估值为 25 美元）；其他应用对标工具型应用，维持单用户市值 3 美元；硬件业务维持 PE9 倍。公司目标市值合计 684 亿港元，维持目标价 16.18 港元。考虑公司作为互联网平台的稀缺性，以及深港通开通带动港股的估值提升，维持“增持”评级，建议投资者积极关注。

表 7：美图公司盈利预测与估值

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	742	1,580	3,882	8,858	13,710
增长率 YoY%	52%	113%	146%	128%	55%
归属母公司净利润（百万元）	-2,218	-6,261	-477	1,210	2,090
增长率 YoY%	25%	-182%	92%	354%	73%
每股收益 EPS（元/股）	-0.52	-1.48	-0.11	0.29	0.49
净资产收益率 ROE%	52%	-104%	-8%	17%	23%
PE	-20	-7	-93	36	21
PB	-10	7	8	6	5

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 14 日收盘价

中文在线：亮剑 IP 泛娱乐，乘风互联网教育

深耕 IP 源头的互联网平台型公司。2016 年公司实现收入 6.01 亿元，同比增长 54.14%；实现归母净利润 3504 万元，同比增长 12.13%；公司收入保持高速增长，主要得益于其 IP 价值不断显现以及数字教育业务高速增长。公司围绕“文学”，“教育”双翼发展的战略，以用户为中心、依托内容及出品运营优势，以 IP 一体化开发构建泛娱乐生态，以数字出版构建在线教育生态，成为互联网龙头。

数字内容增值服务快速增长，IP 运营值得期待。2016 年数字内容增值服务收入 2.28 亿元，同比增长 264.83%，收入占比达到 37.99%。该项收入快速增长的主要原因是 IP 运营及衍生开发的影视剧内容有较大贡献；数字阅读产品收入 2.98 亿元，占比 49.62%。公司与奥飞娱乐、咪咕文化、华策影视、唐德影视、万达影视、冰锋科技签订战略合作协议，将打造 IP 原创+IP 宣发+IP 变现全产业链，后续以 IP 为核心泛娱乐布局值得期待。

IP 龙头地位稳固，泛娱乐内容全面开花。公司是 IP 产业链源头公司，龙头地位稳固。截至 2016 年 9 月 30 日，以 17K 小说网、汤圆创作、四月天文学网为核心，公司共拥有数字内容资源过百万种，签约知名作家、畅销书作者 2,000 余位。2016 年 8 月，公司投资新浪阅读并获得 16.67% 股权，进一步加码自身 IP 布局。另一方面，公司泛娱乐内容全面开花，包括《我的美女老师》第一季收获 3.5 亿次播放量，并与上海大米游戏联合开发游戏；与克顿影视全面开发《橙红年代》等。

“三级火箭”布局在线教育，抢占行业先机。2016 年教育业务收入 1.02 亿元，同比增长 39.21%。公司以自身优质教育资源为基础，以数字阅读、数字教材教辅、MOOC 三级火箭形式大力布局互联网教育，以 ToB 模式为主要盈利模式，打造在线教育龙头。“书香中国”已经拥有注册用户 3000 万，覆盖 5 万多所中小学、2000 余所高校和公告图书馆。我们看好公司以“娱乐”和“教育”为双核心驱动的未来成长价值。

风险提示。IP 项目开发的波动风险；在线教育业务推进不及预期的风险。

盈利预测及估值。考虑到公司泛娱乐布局不断完善，后续 IP 价值不断显现以及泛娱乐产业链不断深化，数字图书馆、MOOC 平台等教育业务不断开展为公司带来的业绩贡献，我们维持公司 2016-2018 年 EPS 预测 0.14/0.24/0.29 元，当前价 46.01 元，对应 2016-2018 年 PE 为 324/188/155 倍。考虑公司在 IP 产业链源头稀缺性以及 IP 生态的巨大市场空间，我们维持“买入”评级。

表 8：中文在线盈利预测与估值

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入(百万元)	269.74	390.25	559.46	763.58	1,012.73
增长率 YoY %	22.42%	44.68%	43.36%	36.48%	32.63%
净利润(百万元)	46.17	31.25	40.39	69.45	84.22
增长率 YoY%	2.17%	-36.30%	34.83%	70.52%	20.21%
每股收益 EPS(元)	0.51	0.27	0.14	0.24	0.30
净资产收益率 ROE	15.33%	6.11%	1.57%	2.62%	3.09%
PE	90	170	324	188	155
PB	14	11	5	5	5

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 13 日收盘价

三七互娱：转型手游带动成长，泛娱乐布局稳步推进

业绩快速成长，游戏小巨头持续崛起。2016 年公司营业收入 52.48 亿元，同比增长 12.69%；归母净利 10.7 亿元，同比增长 111.49%；扣非归母净利 10.11 亿元，同比增长 125.08%。公司业绩的快速增长主要受益于游戏研发和手游发行业务的较大突破，以《永恒纪元》为代表的产品取得良好表现。公司基于强大的研发及运营优势，在页游、手游及泛娱乐领域进行深度布局，将持续崛起，有望成为国内游戏行业的“小巨头”。

页游维持行业龙头，2017 年新作陆续上线。根据易观数据，2016Q3 公司在页游运营平台的市场份额为 13.4%（仅次于腾讯），在页游研发商的市场份额 10.5%。2016 年公司页游收入 24.49 亿元，同比下降 20%，主要受到页游市场收缩的影响。公司擅长精品页游的运营，《大天使之剑》、《传奇霸业》等上线 2 年以上，仍然表现持久生命力。公司已经签订独家代理页游 10 款，将于 2017 年陆续上线；在研产品包括《天堂 2》、《大天使之剑 2》、《永恒纪元页游版》等 6 款游戏。我们认为随着公司页游产品的推出，页游业务将有所恢复，维持行业龙头地位。

《永恒纪元》大获成功，手游爆发值得期待。2016 年公司发行手游超过 700 款，包括《永恒纪元》、《梦幻西游》等产品，公司国内手游发行业务最高月流水超 4.1 亿元。《永恒纪元》的火爆验证了公司在手游研发和发行的能力，2016 年该产品全球最高月流水超 3.15 亿元，海外流水最高接近 7000 万。公司已签订独家代理手游 11 款，将于 2017 年陆续上线。在研手游包括《传奇霸业》、《奇迹》等 7 款。我们认为公司具备较强的流量购买和渠道合作能力，助力手游业务的成功，有望成长为国内手游行业的“小巨头”。

泛娱乐广泛布局，保持精品内容供给。公司在泛娱乐领域进行了广泛的投资布局。2016 年公司参与的重大股权投资包括：墨鹍科技、上海芒果互娱、南广影视等，涵盖游戏研发、游戏运营、影视制作、动漫等领域。公司与芒果传媒、中汇影视等达成良好合作，将依托于精品 IP 打造泛娱乐体系。公司已经储备的 IP 包括游戏《传奇》、《天堂 2》；影视《琅琊榜》、《天将雄狮》；动漫《航海王》；文学《天启之门》、《寻秦记》等，后续的泛娱乐布局值得期待。

风险因素：游戏产品受到行业巨头竞争影响；游戏作品质量波动风险。

投资建议。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 为 0.85/1.05/1.23 元，当前价 19.60 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 23/19/16 倍。公司今年将有更多页游和手游大作上线，泛娱乐布局稳步推进。目前游戏板块估值中枢为 PE 30X 左右，我们给予公司 2017 年 30 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 25.50 元，建议投资者积极把握成长价值。

表 9：三七互娱盈利预测与估值

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,656.79	5,247.89	8,518.10	10,101.51	12,246.37
营业收入增长率 YoY	678.43%	12.69%	62.31%	18.59%	21.23%
净利润(百万元)	506.02	1,070.16	1,764.53	2,180.45	2,559.05
净利润增长率 YoY	1224.18%	111.49%	64.88%	23.57%	17.36%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.58	0.51	0.85	1.05	1.23
净资产收益率 ROE	14.20%	23.66%	29.02%	27.54%	25.46%
PE	34	38	23	19	16
PB	11	9	6	5	4

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 13 日收盘价

周黑鸭：关注多重偶发因素，单店销量存预期差

2016 年收入同增 15.8%，利润同增 29.5%，由于湖北洪涝 Q3 收入仅增长 7%，Q4 收入增速恢复至 21%。公司 2016 年收入 28.16 亿元，同增 15.8%，利润 7.16 亿元，同增 29.5%。根据全球招股书披露，单三季度收入 6.83 亿元，仅同增 7%，主要系湖北洪涝灾害，而公司 2016 年华中销售占比为 67%，影响主要需求，另公司主要产能位于武汉，洪涝亦影响了运输，由于公司 MAP 产品保质期 7 天，可售时间短，影响更甚；值得关注的是，2016Q4 收入 7.44 亿元，同增 20%，迅速恢复，证明 Q3 异常确系洪涝暂时影响带来，2017 年有望修复。毛利率 62.3%，同比提升 5.9pcts，主要系鸭子原料成本降低，预期 17 年上涨风险不大；净利率提升 2.7pcts 至 25.4%。

2016 年新开门店 190 家，闭店 53 家；每单消费 59 元+5%，千克均价 85.8 元+8%。公司 2016 年新设 190 家自营门店，关闭 53 家，截止 2016 年末共计自营店 778 家，同增 21%；覆盖 13 个省份和直辖市，其中华中店数占比 47.6%居第一，收入占比 66.6%；预计未来三年开店速度约 180-220 家/年，开店能够带来 20%以上收入增长。每张采购订单的平均消费为 59.24 元，较 2015 年提升 5%；产品平均售价为 85.8 元/千克，同增 8%，其中鸭及鸭附（收入占比 89%）千克均价 88.1 元，同增 9%。

剥去迷雾看店均：店均销售额下滑 11%，华南搬迁产能造成可销日期缩短，华东新店占比超 50%拉低店均，华中洪涝影响。考虑年末店数含新开店，并不全部全年可售，选择 2015 年末与 2016 年末店数平均数作为店数计算店均收入，2016 年店均收入 341 万元，同减 11%。不佳的数据下隐藏着什么？分区域来看，华南年均店收入 232 万元同降 21.3%，我们认为主要因深圳产能租赁到期，搬迁至武汉后运输距离增大，陆运到达后可售时间仅约 3 天，周黑鸭自营店过期产品需由店长本人出钱回收，因此可售时间缩短使之进货谨慎影响单店销售；华东 2016 年店均年收入 259 万，同降 14%，预计主要因华东 50%以上垫付均由 2016 年新开导致；华中 H1 店均收入同增 2.1%，全年下滑 0.5%，主要系 Q3 洪涝造成。剥去浮云看店均，多重偶发因素导致店均数据不佳，长趋势需拨云见日来看。

单店趋势存预期差：弥合多重偶发因素，17 年宜适当乐观。总结一下，16 年单店销量下滑主要有四个因素：16Q3 湖北洪涝；深圳产能租赁到期搬迁影响华南供给；公司前两年加快扩张节奏，新店和次新店占比提升，单店收入爬坡期拉低均值；15 年末主力产品提价超过 15%一定程度影响量。我们预计 17 年单店销量会有一定恢复发展，原因有四，其一，水灾偶发因素的恢复增长；第二，搬迁产能带来可售时间缩短同比影响解除；第三，快速扩张的新店和次新店（40%多为过去两年新增）店龄熟化销量提升；第四，渠道结构变化，交通枢纽店占比提升，单店收入有显著优势。虽省外口感偏好不及省内，但目前省外店叠加新店多、可售时间缩短及提价因素，并不是稳态，并不能线性外推趋势。弥合多重偶发因素，17 年宜适当乐观。

风险提示。食品安全问题，口感偏好造成区域接受度低。

盈利预测及估值。关注多重偶发因素，单店销量存预期差，维持 2017-2019 年摊薄后 EPS 预测 0.39/0.48/0.58 元（单位 RMB，2016 年 EPS 0.30 元，2019 年为新增预测，对应 0.44/0.54/0.65 港元），现价对应 17 年 18 倍，维持“买入”评级。

表 10：周黑鸭盈利预测与估值

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	2818	3278	4018	4892
增长率 YoY %	15.87%	16.31%	22.59%	21.73%
净利润(百万)	716	939	1140	1382
增长率 YoY%	29.47%	31.25%	21.38%	21.23%
每股收益(元)	0.30	0.39	0.48	0.58
毛利率%	62.34%	62.84%	62.75%	62.65%
净资产收益率%	19.90%	22.08%	22.57%	22.96%
P/E	25.94	19.77	16.28	13.43
P/B	48.22	5.16	4.36	3.68
EV/EBITDA	23.61	16.11	13.99	10.71

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 12 日收盘价

安琪酵母：再次超预期，未来亦可期

Q1 业绩预增 80%-100%，再超预期。公司 6 日晚间发布 2017Q1 业绩预增公告，预计归母净利润 2.02-2.25 亿元，同增 80%-100%大超预期。公司 Q1 业绩超预期主要系以下原因：第一，产品应用领域拓展，小品类高增长，如高毛利的西式小包装烘焙酵母、小包转 YE 调味品、动物营养等，带来新的增长驱动和毛利提升；第二，汇率变动，16Q2&Q4 埃及磅贬值较多，利于出口，17Q1 对应基数并无贬值影响，因此 17Q1 埃及磅汇率同比有优势助出口高增；第三，2017 年公司糖蜜已基本采购完毕，均价 730 元/吨，再超预期，大幅提升毛利；第四，降本增效，费用率持续下降，净利提升快于毛利。以上，除汇率影响外均为可持续的经营性改善，因此，来路超预期基础上，未来亦可期。

2017 年糖蜜基本采购完毕，730 元/吨再超预期，毛利大幅提升；根据供需糖蜜中期无大涨风险。公司 2017 年糖蜜采购已基本完成，均价 730 元/吨，较前 2/3 均价 750 元/吨继续下降，再超预期。2017 年公司共需采购 90 万吨糖蜜，其中 20 万吨为甜菜糖蜜，价格波动不大，均价约 800-900 元，另 70 万吨为甘蔗糖蜜，去年采购均价 910 元/吨，今年均价为 730 元/吨，有望节省超过 1.26 亿元成本，继续提升毛利，带来超过 20%利润弹性。中期糖蜜供给增加，需求端酵母为大宗，酵母中安琪为大宗，安琪着力布局海外，国内糖蜜需求无大幅增长，预期中期国内糖蜜无大涨风险，加之公司俄罗斯甜菜糖蜜成本仅约 600 元，亦将摊薄成本。

7 月起俄罗斯产能开始折旧压力小，关注大额递延所得税资产减亏带来大幅增厚利润的可能。俄罗斯 2 万吨产能预计投资 4.63 亿元，7 月开始折旧，预期每季度折旧金额约 580 万元，影响较小。值得关注的是，2016 年埃及公司亏损 1.19 亿元，可在未来五年抵扣所得税（税率 22.5%），公司过去五年合计未确认递延所得税资产的可抵扣亏损达 7.14 亿元（多数为母公司扣投资收益后亏损，税率为 15%），预计未来共可抵扣税款 1.6 亿元，将有效增厚利润，因此，公司在经营性改善的基础上业绩另有大超预期的空间和可能。

消费属性增强、糖蜜中期无大涨风险，EB 使减持压力落地，以上，估值压力释放。第一，公司目前传统面用酵母占比 3/4，另有 1/4 用于烘焙，消费增量客群主要来自于西式烘焙客户，具有更强的消费属性，淡化 2B 瓶颈。第二，预期中期国内糖蜜无大涨风险，成本周期影响应无大忧。第三，日升通过私募可交换债减持 3000 万股，减持压力落地。以上，压制估值的压力有望释除，且公司业绩连超预期，有望受到青睐。

风险因素。原料价格波动风险；食品安全风险。

盈利预测及估值。公司业绩连续超预期，维持 2017-2019 年 EPS 预测 1.04/1.24/1.48 元（2016 年 EPS0.65 元），结合 EB 换股价格维持目标价 28 元，维持“买入”评级。

表 11：安琪酵母盈利预测与估值

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4213	4861	5849	6878	8055
增长率 YoY%	15.30%	15.36%	20.34%	17.59%	17.11%
净利润（百万元）	280	535	857	1020	1221
增长率 YoY%	80.24%	91.04%	60.17%	19.02%	19.66%
每股收益 EPS（基本）（元）	0.34	0.65	1.04	1.24	1.48
净资产收益率 ROE%	9.22%	16.45%	21.69%	21.32%	21.12%
PE	63.43	33.20	20.73	17.42	14.56
PB	5.85	5.46	4.50	3.71	3.07
EV/EBITDA	10.53	18.27	13.54	11.71	9.76

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 6 日收盘价

西王食品：而今迈步从头越

公司概况：从食用油到保健品，健康三步走。公司主营业务为玉米胚芽油的生产及销售，致力于打造成为以“非转基因”玉米油为核心的多品类油经营企业。公司自去年5月起收购加拿大保健品公司 Kerr 100% 股权，标的公司聚焦高速增长运动营养和体重管理板块，海外并购践行大健康三步走战略，为公司带来新的利润增长点。公司 2016 年收入 33.75 亿元，同增 50.43%；归属母公司净利润 1.35 亿元，同减 7.84%，EPS 0.30 元。扣除 11 月起并表 Kerr 收入 5.29 亿元影响，主业收入 28.46 亿元，同增 26.8%，保持稳健增长。公司 16 年全年植物油销量 23.7 万吨，同增 26.11%，其中小包装食用油销量 17.38 万吨，同比增长 21.81%，由于原料玉米胚芽涨价等原因，致使毛利率同减 2.34%，短期承压，2017 年初起玉米胚芽价格开始显著下行，预计毛利将有所改善，小包装油高增长支撑主业中期双位数增长。净利润下滑的主要原因在于并购 Iovate 产生的重大资产重组中介费 6211 万元以及期间内借款致利息支出增加。

聚焦 Kerr：汇兑损益、新渠道拓展促收入高增，原料价格回落致毛利提升。Kerr 公司 2016 年营业收入 30.5 亿元，同比增长 18.98%；净利润 3.69 亿元，若加回管理层一次性奖金 0.63 亿元影响，则净利润同增近 30%。从盈利能力上看，2016 年整体毛利率 44.8%、净利率 13.6%（扣除奖金影响），分别同增 2.8 和 1.2pcts。受益于人民币贬值带来汇兑损益、中国市场快速增长以及海外沃尔玛等新渠道渗透开发，Kerr 收入增长提速；毛利率整体提升主要因期间原料乳清蛋白价格回落，由 2014 年 3 月的 4 美元/磅下降至 2016 年初的 1.5 美元/磅，使得收入合计占比近 70% 的 MuscleTech 和 Six Star 两大单品毛利率大幅提升；并表部分采购成本 3 亿占比收入 57% 维持较高水平，预计乳清蛋白价格将回暖，但振幅较上轮将收窄，预计毛利率回调压力不大。受渠道拓展和管理费用增长影响，净利率增速慢于毛利率。

落地启动：交割后保健品新团队成立，多元布局，而今迈步从头越。公司结束与盈奥团队合作，建立资深业内人士组成的国内新团队，在渠道利润分配和品牌打造上或更具优势，新团队对国内打造有以下思路：产品研发上，计划重点拓展 10 个产品系列、超过 50 个 SKU，推出定位城市轻运动和女性运动的产品。市场布局上，加速传统渠道建设，设立北上广等七个核心销售区域，持续开展地推活动，计划扩充 200 家经销商。渠道建设上，线上在确保现有销售平台增长的情况下开发国内主流电商平台的 B2B 业务，发展 B2C 渠道，开设 Six star 品牌旗舰店；线下在已有的 1.3 万家全国健身房终端资源基础上，计划拓展至 2.5 万家，与一兆韦德合作进军连锁健身领域。品牌推广上，围绕 2 个圈（城市红人圈、城市运动圈）、三条线（顶级马拉松赛事线、场景化用户体验线、时尚互联线）展开，并计划依托明星代言提升品牌形象及知名度。

风险因素。食品安全风险；原料成本风险；渠道拓展风险。

盈利预测与估值。预计 2017 年主业盈利同增 15%，扣除 10 亿内债利息费用约 1.7 亿；Kerr 业务预计 2017 收入增长近 20%，假设净利率维持 13%，并表 60% 并扣除外债 2.67 亿美元 4.3% 利息率的利息支出税后影响至 2.3 亿元。维持 2017-2019 年 EPS 预测 0.76/1.03/1.26 元（假设以新增 7000 万股摊薄，具体视发行价格和股数调整），近期公司因集团与齐星互保事件影响超跌，对上市公司并无直接影响，目标市值 135 亿元，对应摊薄后目标价 25.7 元，维持“买入”评级。

表 12：西王食品盈利预测与估值

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（万元）	224378	337522	692715	826605	960179
增长率 YoY%	19.97%	50.43%	105.24%	19.33%	16.16%
净利润（万元）	14628	13482	40065	54117	66292
增长率 YoY%	24.50%	-7.84%	197.18%	35.07%	22.50%
每股收益 EPS（基本）（元）	0.28	0.26	0.76	1.03	1.26
净资产收益率 ROE%	10.76%	7.02%	8.98%	10.85%	11.78%
PE	73.90	80.19	26.98	19.98	16.31
PB	6.89	4.88	2.10	1.88	1.66
EV/EBITDA	35.11	42.17	15.93	13.21	11.09

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 5 日收盘价

三七互娱财务报表

利润表

(百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,657	5,248	8,518	10,102	12,246
营业成本	1,896	1,941	3,054	3,523	4,324
毛利率	59.29%	63.01%	64.14%	65.12%	64.69%
营业税金及附加	42	30	48	57	69
销售费用	1,459	1,608	2,624	3,131	3,833
营业费用率	31.33%	30.64%	30.80%	31.00%	31.30%
管理费用	422	515	836	991	1,202
管理费用率	9.07%	9.81%	9.81%	9.81%	9.81%
财务费用	(14)	(5)	(19)	(61)	(108)
财务费用率	-0.30%	-0.10%	-0.23%	-0.60%	-0.89%
投资收益	5	55	20	27	34
营业利润	809	1,165	1,995	2,486	2,961
营业利润率	17.37%	22.20%	23.43%	24.61%	24.18%
营业外收入	127	164	98	130	131
营业外支出	3	10	5	6	7
利润总额	933	1,319	2,089	2,610	3,085
所得税	11	102	83	112	165
所得税率	1.20%	7.74%	3.97%	4.30%	5.34%
少数股东损益	416	147	242	301	352
归属于母公司股东的净利润	506	1,070	1,765	2,197	2,568

资产负债表

(百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,110	819	1,705	3,832	6,028
存货	68	71	112	130	159
应收账款	467	816	1,324	1,570	1,903
其他流动资产	477	744	1,235	1,213	1,499
流动资产	2,121	2,451	4,377	6,745	9,590
固定资产	311	271	271	271	271
长期股权投资	170	787	787	787	787
无形资产	51	44	44	44	44
其他长期资产	1,970	2,834	2,834	2,834	2,834
非流动资产	2,502	3,936	3,936	3,936	3,936
资产总计	4,623	6,386	8,312	10,680	13,526
短期借款	31	373	0	0	0
应付账款	603	701	1,102	1,272	1,561
其他流动负债	272	551	650	696	760
流动负债	906	1,624	1,753	1,967	2,321
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	33	33	33	33
非流动性负债	6	33	33	33	33
负债合计	912	1,657	1,785	2,000	2,354
股本	1,042	2,085	2,085	2,085	2,085
资本公积	1,976	934	934	934	934
归属于母公司所有者权益合计	3,563	4,524	6,080	7,933	10,073
少数股东权益	148	205	447	748	1,099
股东权益合计	3,711	4,729	6,527	8,680	11,172
负债股东权益总计	4,623	6,386	8,312	10,680	13,526

现金流量表

(百万元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	933	1,319	2,089	2,610	3,085
所得税支出	-11	-102	-83	-112	-165
折旧和摊销	122	174	0	0	0
营运资金的变化	5	-326	-539	-27	-296
其他经营现金流	33	-13	-39	-88	-142
经营现金流合计	1,081	1,052	1,428	2,383	2,482
资本支出	-158	-209	0	0	0
投资收益	5	55	20	27	34
其他投资现金流	-3,097	-1,363	0	0	0
投资现金流合计	-3,250	-1,518	20	27	34
发行股票	2,822	16	0	0	0
负债变化	76	499	-373	0	0
股利支出	-104	-208	-208	-344	-428
其他融资现金流	-115	-137	19	61	108
融资现金流合计	2,679	169	-562	-283	-319
现金及现金等价物净增加额	511	-297	886	2,127	2,197

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率(%)					
营业收入	678.43%	12.69%	62.31%	18.59%	21.23%
营业利润	1304.14%	44.01%	71.29%	24.57%	19.11%
净利润	1224.18%	111.49%	64.88%	24.48%	16.93%
利润率(%)					
毛利率	59.29%	63.01%	64.14%	65.12%	64.69%
EBITDA Margin	921.85%	43.97%	22.13%	22.96%	16.75%
净利率	10.87%	20.39%	20.72%	21.74%	20.97%
回报率(%)					
净资产收益率	14.20%	23.66%	29.02%	27.69%	25.50%
总资产收益率	10.94%	16.76%	21.23%	20.57%	18.99%
其他(%)					
资产负债率	19.73%	25.95%	21.48%	18.73%	17.40%
所得税率	1.20%	7.74%	3.97%	4.30%	5.34%
股利支付率	20.60%	19.48%	19.48%	19.48%	19.48%

资料来源：中信量化投资分析系统

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
股票评级	报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级		强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。