

无糖茶：消费分级与品类繁荣

——软饮料行业深度报告（系列一）

食品饮料行业 **推荐**（维持评级）

分析师：刘光意 S0130522070002

2023年12月27日

中国银河证券股份有限公司
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

品类属性：1) **常青品种：**茶叶含有茶多酚与咖啡因等物质，因此无糖茶口味粘性较强、产品复购率较高，是饮料内能够穿越长周期的优秀品种；2) **消费场景广阔：**无糖茶不仅具备饮料的基本属性（解渴与口味），还具备保健与减脂等功能性，因此可通过场景扩容、功能细分与价格带延展实现品类持续扩张；3) **竞争激烈度较低：**无糖茶的口味粘性较强以及品牌文化存在一定区隔，因此产品易形成差异化竞争，且价格带更加广阔，竞争激烈度或低于其他饮品。

日本经验：无糖茶穿越40年周期，消费分级时代最具弹性。日本茶饮料（无糖茶为主）是最大的饮料品类，并且穿越40年产业周期，期间销量实现185倍增长，竞争格局呈现“一超四强”的稳态竞争特征，诞生了长期领跑行业的头部企业伊藤园，戴维斯双击推动公司股价最高涨幅约2900%。从行业周期来看，日本无糖茶诞生于1980年代的泡沫经济，但最终在1990年代消费分级背景下进入长达10年的景气周期，主要得益于：1) 经济泡沫破灭后家饮需求、平替消费显著增加；2) 家庭小型化、户外消费催生便捷的包装化饮料需求；3) 老龄化与肥胖率提升催生极大的健康诉求；4) 饮料包材政策放开推动茶叶快速饮料化。

国内映射：消费分级大时代，无糖茶逐渐步入繁荣期。国内无糖茶在2010年前后问市，2017年后在消费升级背景下逐渐起势，但2020-2022年增速被疫情因素所压制，2023年品类终迎来高速增长，底层驱动力是中国丰富的茶文化底蕴，以及消费分级时代无糖茶具备高性价比（口味好于包装水+价格低于现制饮品），而无糖化、零添加以及户外场景修复则起到催化作用。从空间来看，无糖茶零售口径规模约220亿元以上，谨慎/乐观假设下远期空间约545/1885亿元；从格局来看，目前特征为“双寡头竞争+南北区域竞争”（东方树叶+三得利），5元仍为主流价格带，我们预计未来随着消费场景扩容与市场下沉，将在不同价格带诞生多个大单品，或逐渐演变为“一超多强”的格局。

投资建议：品类渗透率提升背景下关注不同价格带的扩张。农夫山泉（未覆盖），卡位5元主流价格带，先发优势明显，渠道密度与品牌价值形成竞争壁垒，未来有望充分受益于品类红利；东鹏饮料，布局4元价格带，产品主打性价比，渠道复用能力较强，目前正处于新品导入期，建议关注2024年旺季单店动销与铺货速度，预计2023~2025年归母净利润分别为20.3/26.3/33.1亿元，同比+40.7%/29.6%/26.1%，根据最新收盘价计算，PE分别为35/27/21X，维持“推荐”评级。

风险提示：品类在下沉市场动销不及预期的风险；现制饮品加大促销力度后分散终端需求的风险；行业竞争加剧的风险。

一、日本经验：无糖茶穿越40年周期，消费分级时代最具弹性

二、国内映射：消费分级时代，无糖茶步入繁荣期

三、投资建议：品类渗透率提升背景下关注不同价格带的扩张

风险提示

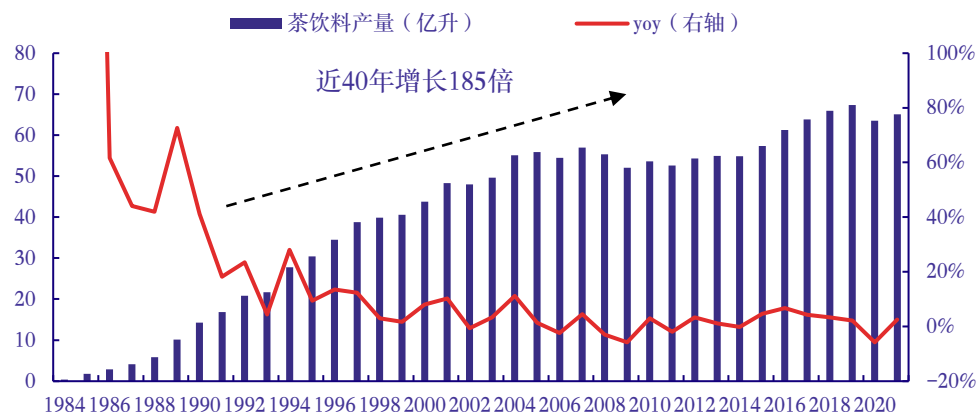
一、日本经验： 无糖茶穿越40年周期，消费分级时代最具弹性

（一）概况：无糖茶一穿越40年产业周期，消费分级时代最具弹性

1. 基本面：销量近40年增长185倍，竞争格局“一超四强”

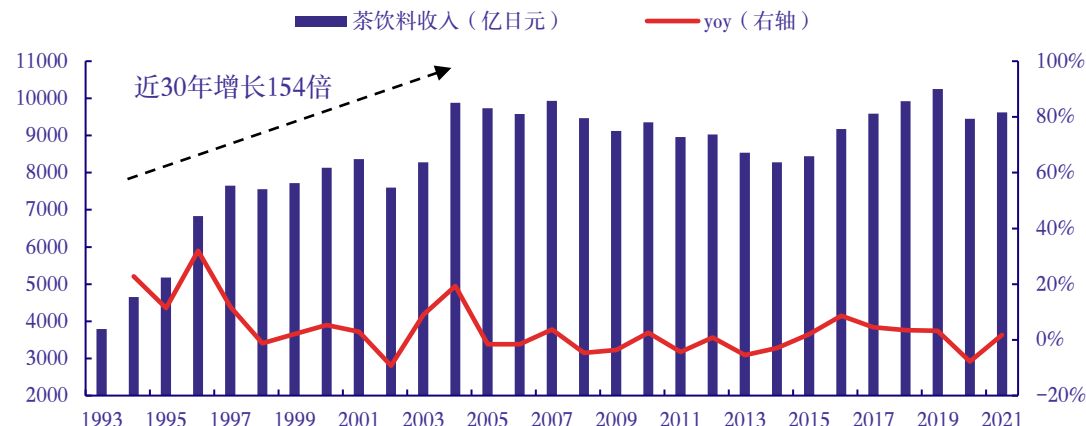
- 从行业空间来看，1984-2021年近37年间，日本茶饮料（85%以上均为无糖茶，后文研究范围均为茶饮料）销量从0.35亿升增至65亿升，期间增长约185倍；
- 从竞争格局来看，呈现一超四强的稳态竞争特征（22年CR5约86%），大部分卡位10日元/100ml价格带，少量品牌做功能化的高端细分产品。

图：日本茶饮料产量与增速



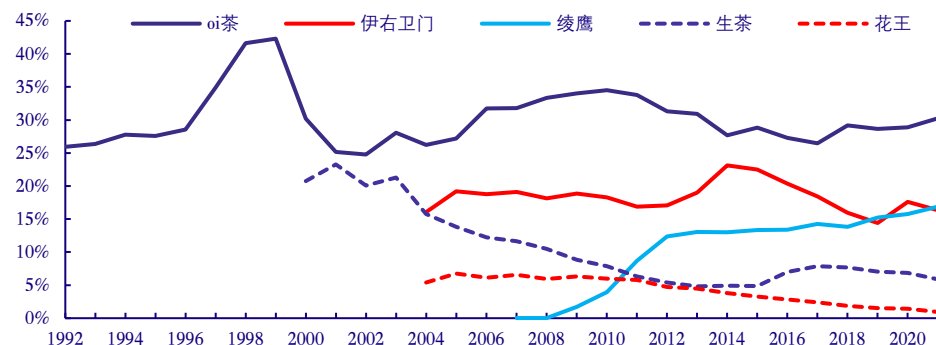
资料来源：日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：日本茶饮料收入与增速



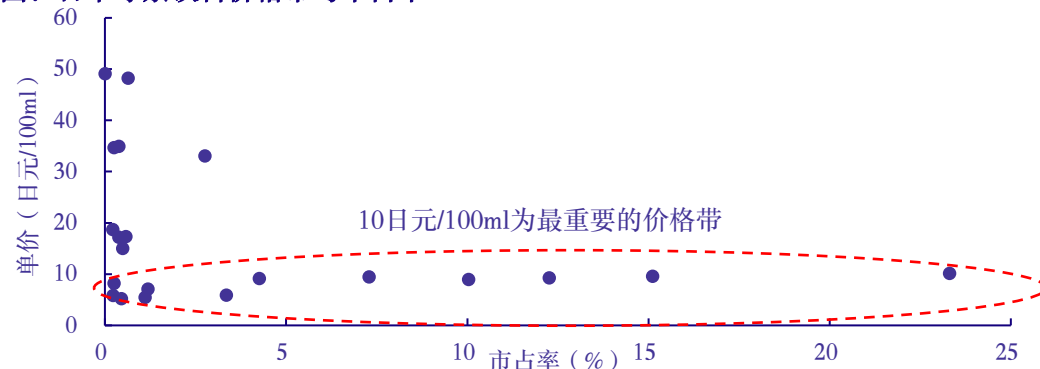
资料来源：日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：日本绿茶与麦茶饮料竞争格局（现代渠道）



资料来源：日本Mding ON，中国银河证券研究院

图：日本绿茶饮料价格带与市占率



资料来源：日刊经济通信社調査部，中国银河证券研究院

（一）概况：无糖茶一穿越40年产业周期，消费降级时代最具弹性

2. 股价：戴维斯双击推动龙头股价最高上涨2900%

1992年5月28日至2023年12月27日，茶饮料行业龙头伊藤园（ITOEN）股价从269日元上涨至4170日元，期间涨幅近1400%，对应年化收益率约9%；最高涨幅约2900%，相较于东证食品超额收益明显（约2800%）；其中主要上涨行情集中三个时间段：1992~1999年、2003~2005年与2013~2021年。

图：日本茶饮料行业龙头伊藤园上市至今涨幅近1400%（1992年5月28日至2023年12月27日）



资料来源：彭博，中国银河证券研究院

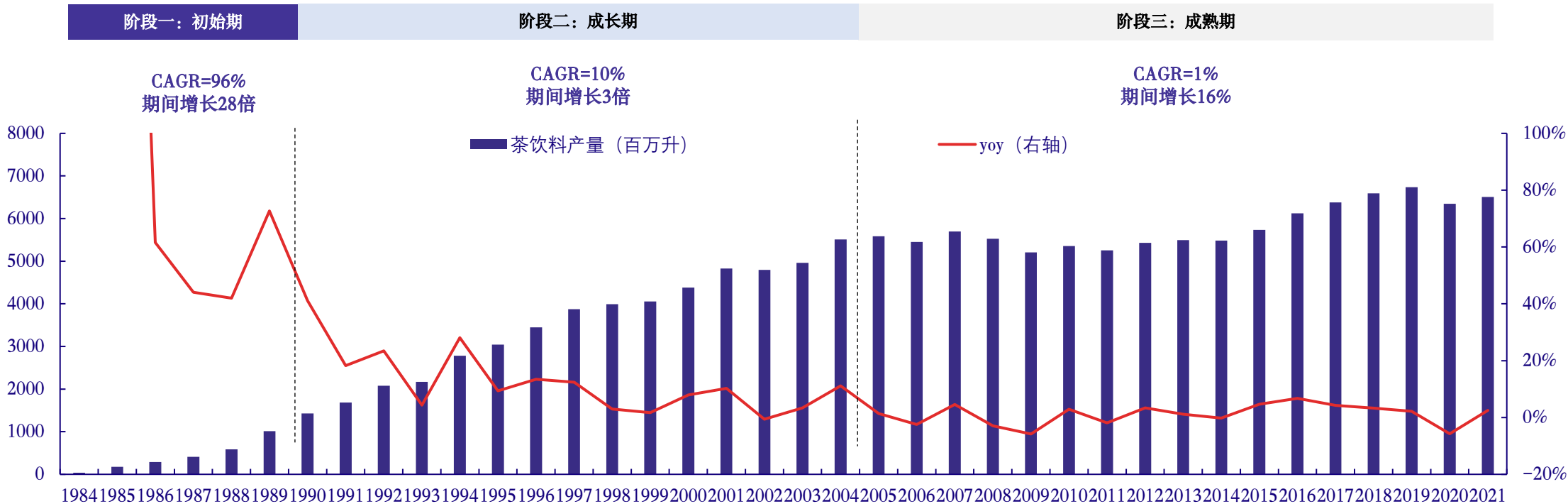
(一) 概况：无糖茶—穿越40年产业周期，消费分级时代最具弹性

3. 阶段：40年穿越3轮周期，1990年代最具弹性

复盘日本茶饮料成长历程，根据行业增速、品类结构、竞争激烈度可以将其划分为三个阶段。

- 初始期（1980-1989年）：经济泡沫背景下的小众品类，产量增长约28倍，CAGR约96%。
- 成长期（1990-2004年）：消费分级与“平替”催生品类繁荣，产量增长约3倍，CAGR约10%。
- 成熟期（2005-2022年）：从α高景气到顺周期低增速波动，产量增长约16%，CAGR约1%。

图：日本茶饮料行业近40年穿越3轮周期



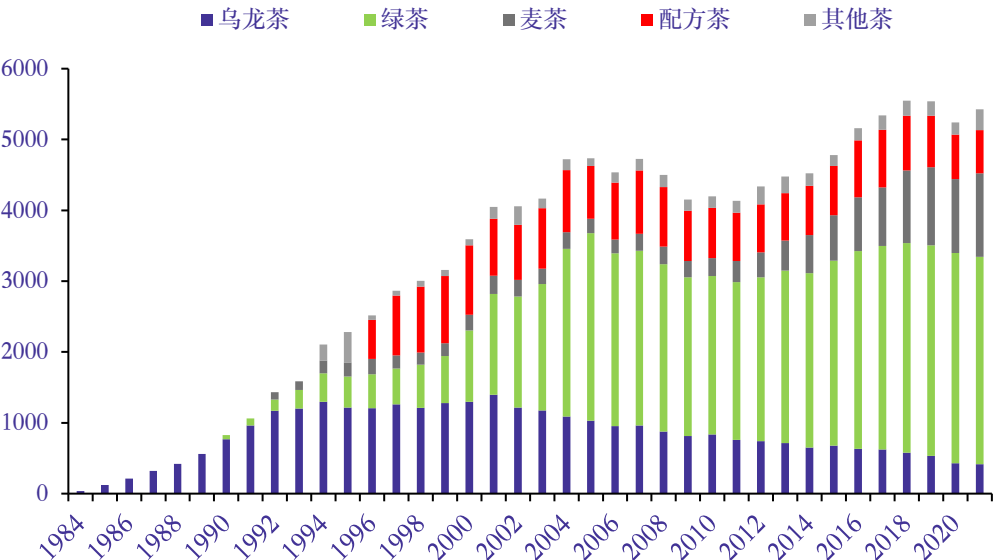
资料来源：日本茶叶中央协会，日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

（一）概况：无糖茶—穿越40年产业周期，消费降级时代最具弹性

3. 阶段：40年穿越3轮周期，1990年代最具弹性

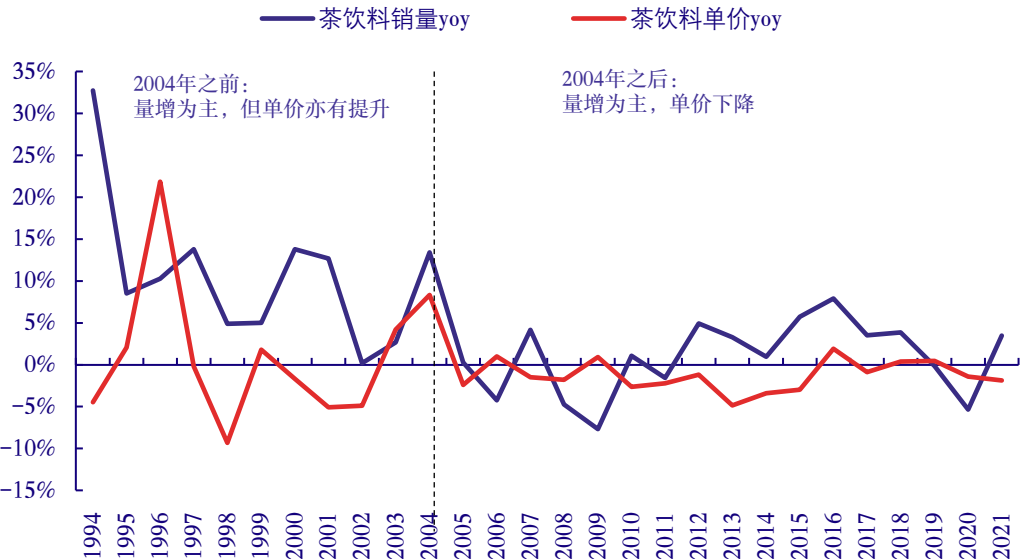
- 从品类角度，先后经历了乌龙茶→绿茶→绿茶+麦茶的演变，其中绿茶占比先快速提升随后长期保持稳定，具备穿越长周期的属性，主要得益于其独特且难被替代的健康属性，同时口味门槛较低，且相较于乌龙茶、红茶等有着更为广泛的消费场景（尤其是与和食强绑定）；
- 从量价角度，渗透率带来的量增是行业保持长期景气度的核心因素，并且随着竞争加剧叠加低价格带的品类占比提升，单价在大部分时间段维持下降趋势，整体走势与食品饮料CPI基本一致。

图：日本茶饮料行业不同品类销量（百万升）



资料来源：日本茶叶中央协会，日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：日本茶饮料行业的销量与价格变化

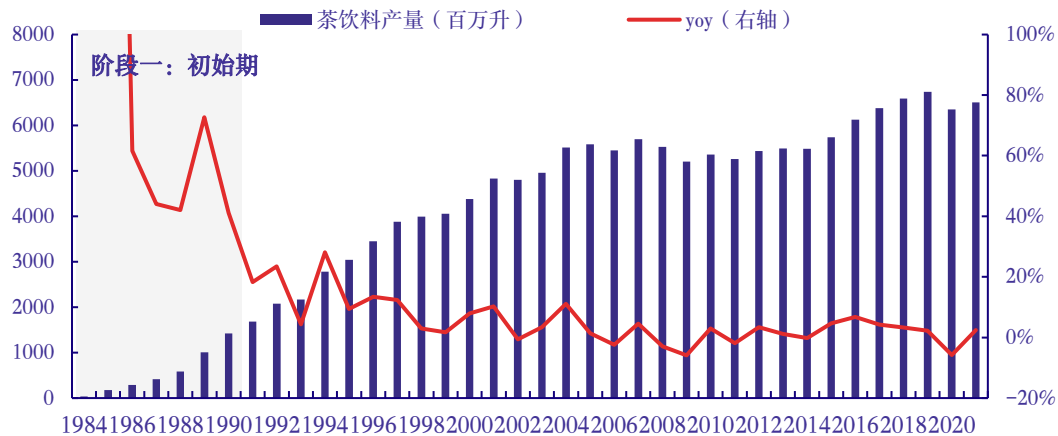


资料来源：日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

（二）初始期（1980-1989年）：泡沫经济背景下的小众品类

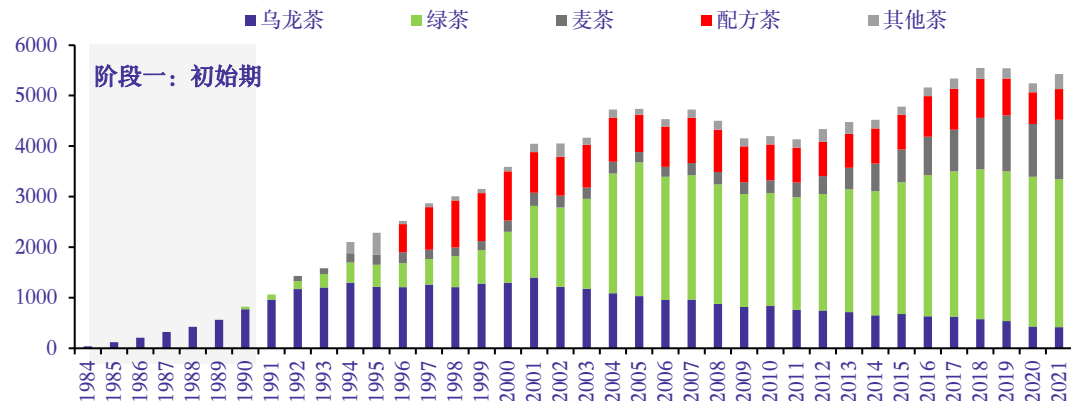
1980年代，日本处于泡沫经济时期，茶饮料以罐装乌龙茶为主，属于小众品类，主要系：1）经济高度繁荣推动餐饮旺盛，茶饮消费更多集中在餐饮端（店家免费供应为主）；2）饮食西化叠加劳动时间较长催生咖啡饮料需求高度繁荣，茶饮料面对咖啡严重冲击；3）茶饮料在C端的消费场景与消费群体不明确。

图：日本茶饮料行业在1980-1989年处于初始期



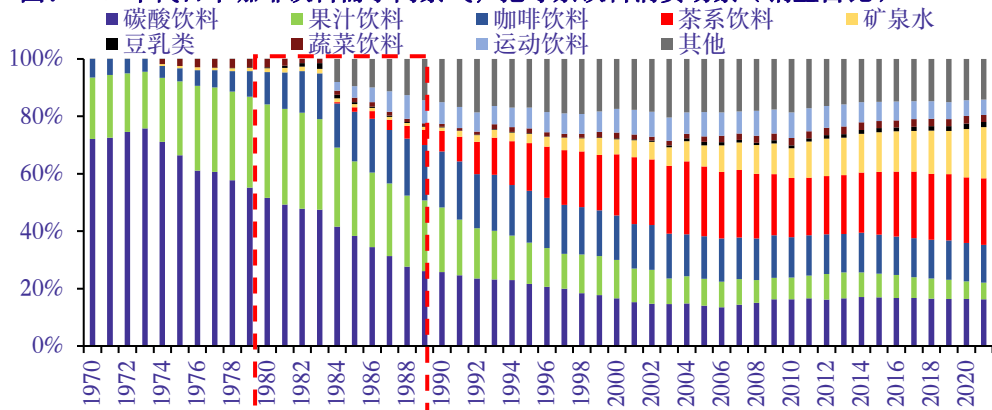
资料来源：日本茶叶中央协会，日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：日本茶饮料行业不同品类销量（百万升）



资料来源：日本茶叶中央协会，日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：1980年代日本咖啡饮料需求高景气，抢夺茶饮料消费场景（销量占比）



资料来源：日本茶叶中央协会，日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：三得利乌龙茶主打中国概念，后来居上超过伊藤园

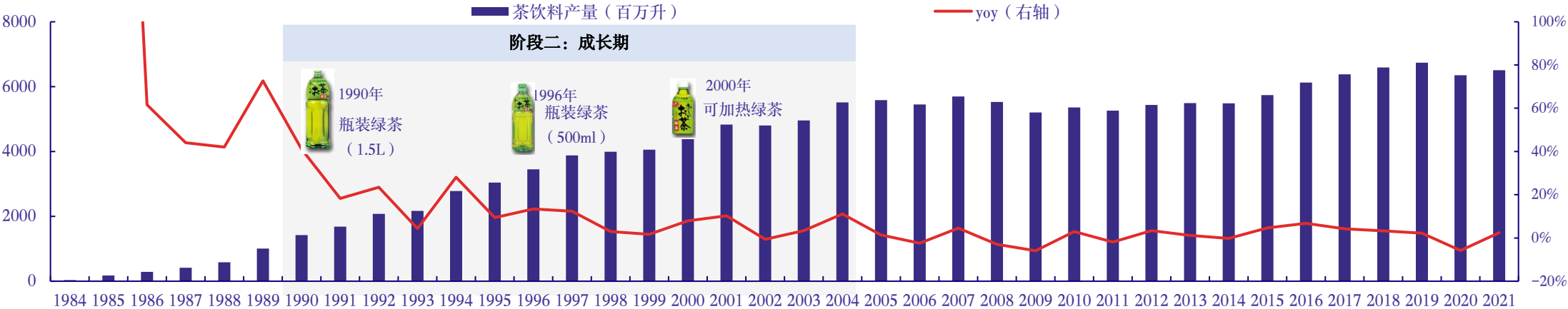


（三）成长期（1990-2004年）：消费分级催生品类快速繁荣

1. 行业需求：产量从10亿升到40亿升，品类迎来高度繁荣

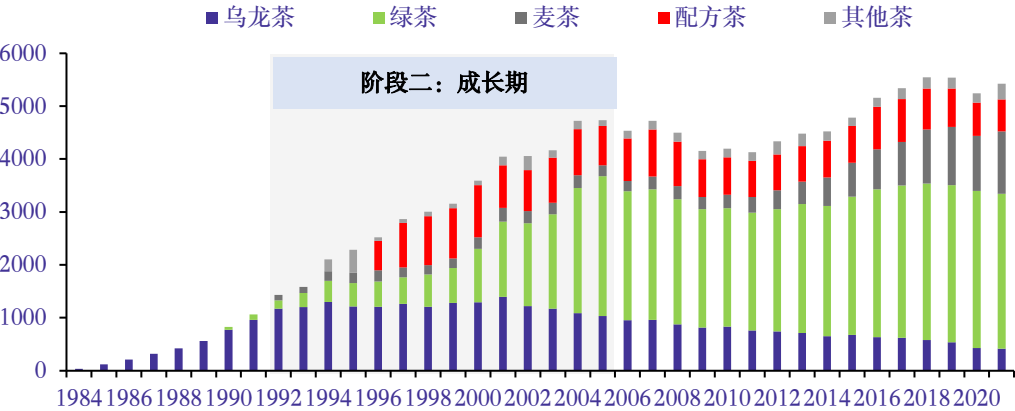
渗透率快速提升，逆经济周期释放 α 。1990年，伊藤园推出大包装PET瓶绿茶饮料，基于品类渗透率快速提升的逻辑，虽然1990年代日本经济泡沫破灭后步入长期萧条，但仍能推动品类进入长达10年的新一轮景气周期，并且通过进一步推出小包装产品、功能化产品等实现量价齐升。

图：日本茶饮料行业在1990-2004年处于成长期



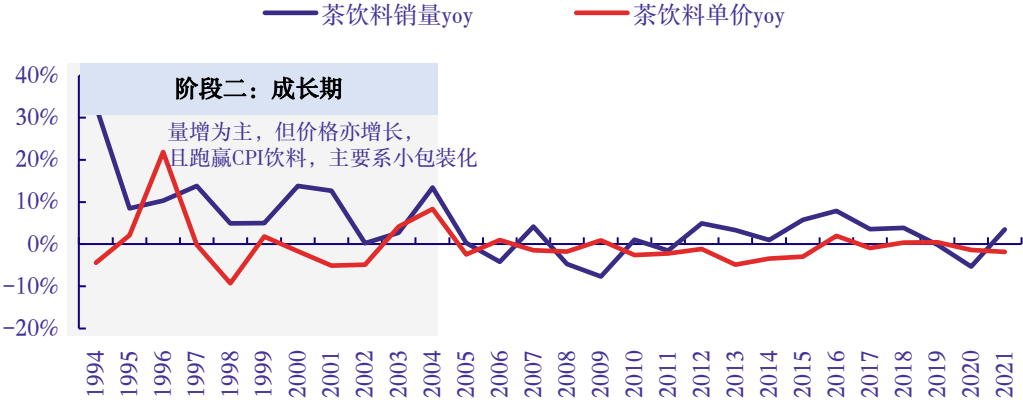
资料来源：日本茶叶中央协会，日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：日本茶饮料行业不同品类销量（百万升）



资料来源：日本茶叶中央协会，日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：日本茶饮料行业的销量与价格变化



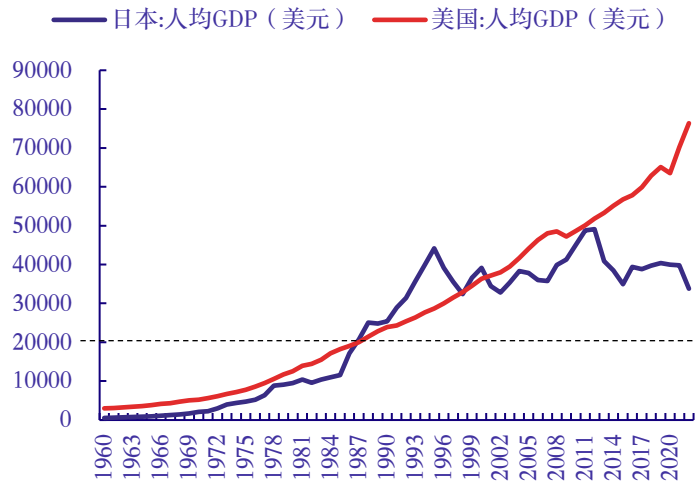
（三）成长期（1990-2004年）：消费分级催生品类快速繁荣

因素一：经济泡沫破灭后家饮需求、平替消费显著增加

1990年代日本经济泡沫破灭，虽然人均GDP与国民净收入处于发达国家水平，但增速较1980年代已有显著放缓，同时国内失业率持续增加，叠加金融市场短期大幅下跌给居民财富带来了巨大的压力，居民整体步入“资产负债表衰退”的状态。

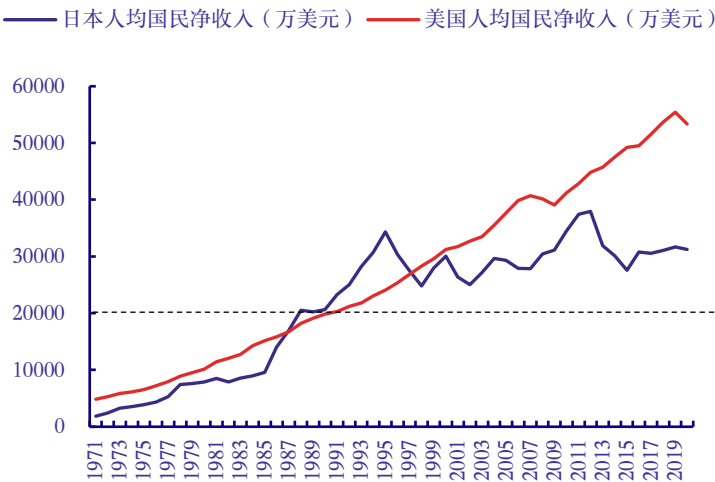
宏观经济的巨变驱动日本从第三消费时代向第四消费时代转型，一方面全球范围内相对较高的收入水平让日本消费者对产品的品质仍有较高要求（所谓“由俭入奢易、由奢入俭难”），但失业压力与收入增长的乏力导致消费者对性价比更加敏感，更加偏好“低价高质”的产品。

图：日本人均GDP处于发达国家水平但增速放缓



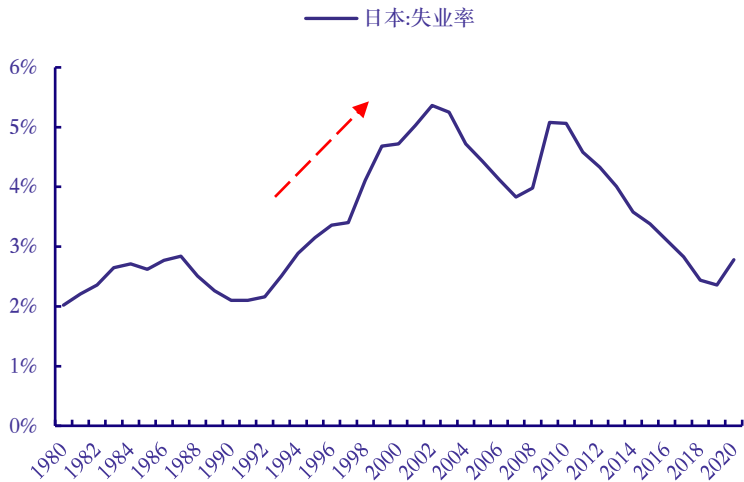
资料来源：，中国银河证券研究院

图：日本可支配收入处于发达国家水平但增速放缓



资料来源：，中国银河证券研究院

图：1990年代日本失业率快速提升



资料来源：，中国银河证券研究院

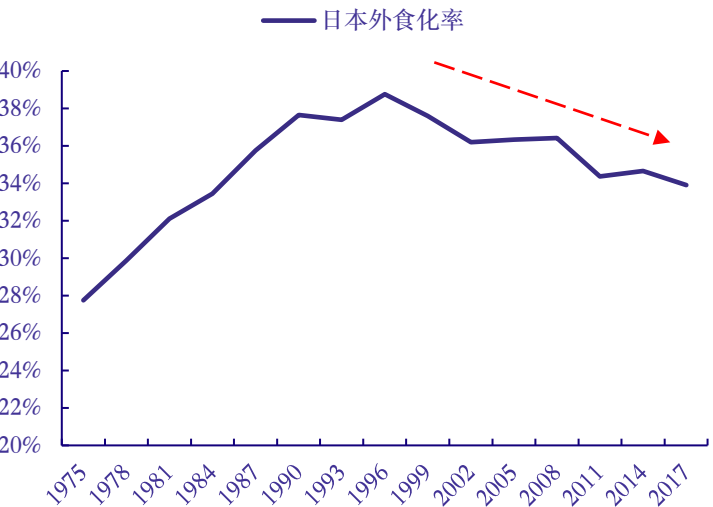
（三）成长期（1990-2004年）：消费分级催生品类快速繁荣

因素一：经济泡沫破灭后家饮需求、平替消费显著增加

1990年代家庭端对茶饮料的需求显著增加

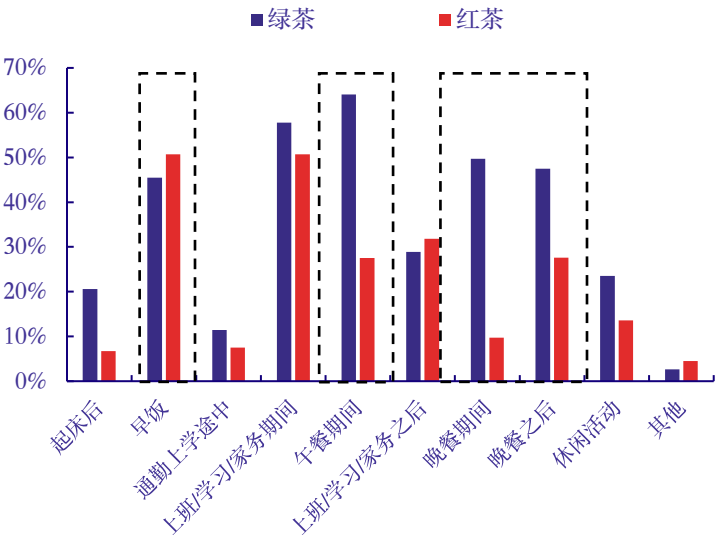
- **经济萧条驱动茶饮需求从餐饮向家庭转移：**经济泡沫破灭后，消费者收缩外出餐饮消费支出，日本外食率在1990年代之后呈现整体下降趋势，而日本向来有在餐厅饮用茶水佐餐的消费习惯，这一部分需求则转移至家庭端，其中“中食”（预制菜等）是新兴的消费渠道，而伊藤园等绿茶饮料头部品牌则抓住了这一风口，与便利店合作，将“绿茶饮料+便当”深度绑定。
- **“和食回归”大大扩充茶饮的消费场景：**日本料理与茶文化深度绑定，在食用寿司和生鱼片时通常会搭配绿茶，在食用比较油腻的食物（中国菜、炸物等）一般会搭配乌龙茶。而1990年之后，日本餐饮风潮逐步从西餐+中华料理向日本料理转变，即所谓“和食回归”。

图：日本外出就餐率与食品外部化率



资料来源：日本外食协会，中国银河证券研究院

图：日本茶饮料的主要消费场景占比



资料来源：《日本成瘾品消费场景与群体》，中国银河证券研究院

图：日本茶饮料与日料文化关系紧密



资料来源：伊藤园公告，中国银河证券研究院

（三）成长期（1990-2004年）：消费分级催生品类快速繁荣

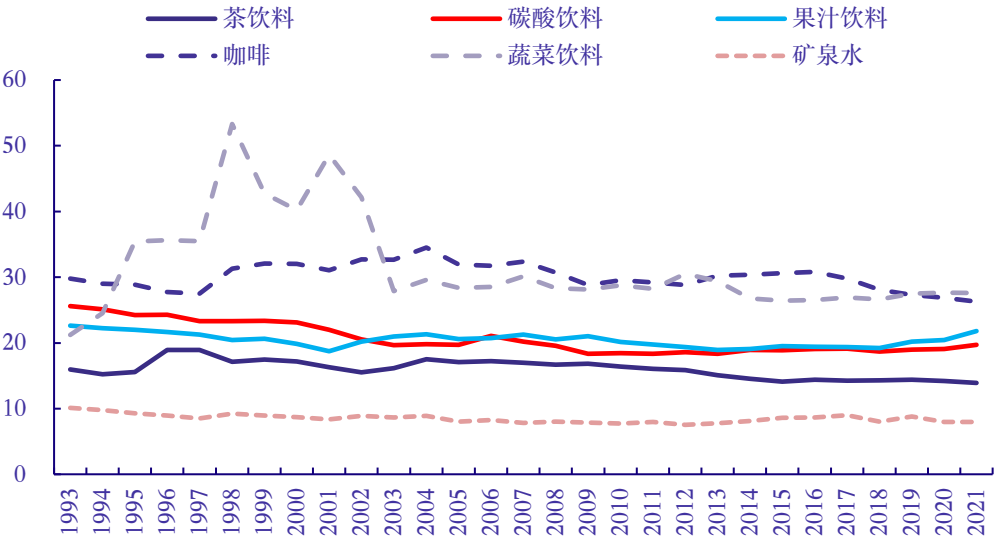
因素一：经济泡沫破灭后家饮需求、平替消费显著增加

90年代更加偏好“低价高质”的平替产品

1990年代日本失业压力与收入增长乏力导致消费者对性价比更加敏感，更加偏好“低价高质”的产品；

而恰好1990年伊藤园推出大包装的pet茶饮料，价格相较于碳酸饮料、果汁饮料、咖啡、蔬菜饮料等具备明显的价格优势。

图：日本茶饮料产品均价仅高于矿泉水（日元/升）



资料来源：日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：大包装茶在饮料品类中具备非常显著的价格优势（线上）

产品	价格 (日元)	规格	单价 (日元 /100ml)	热量 (千焦 /100ml)	产品图	主要成分	包材
伊藤园oi 茶	26	2L	1.3	0		绿茶、维生素c	pet瓶
可口可乐	5.9	500ml	0.6	45		碳酸水、高果糖糖浆、蔗糖、焦糖、磷酸、香料	pet瓶
boss咖啡	5	245ml	2.1	2.2		咖啡、香料、乳化剂	铝罐
可尔必思	7.8	485ml	1.6	46		水、砂糖、稀释发酵乳、脱脂奶粉、柠檬酸、香料、大豆多醣体、柠檬酸钠、蔗糖素及醋磺内酯钾	pet瓶
宝矿力水特	13.5	1.5L	0.9	25		乳粉、白砂糖、海藻酸钠、甜蜜素	pet瓶
Tropicana	21	720ml	2.9	44		橙子	纸塑复合

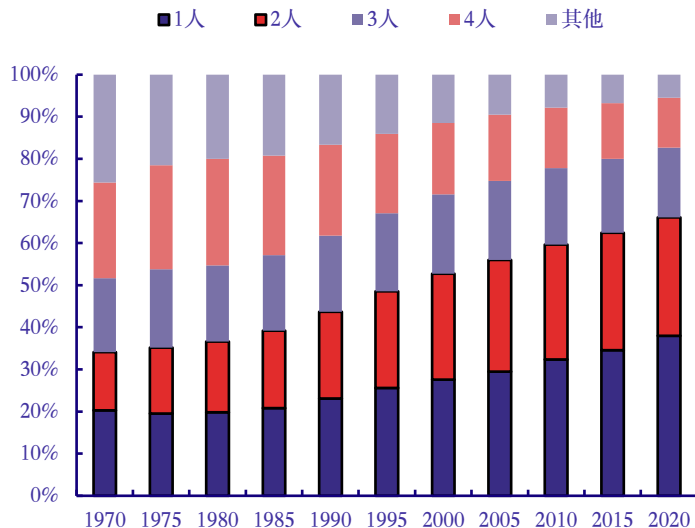
资料来源：乐天日本，中国银河证券研究院

（三）成长期（1990-2004年）：消费分级催生品类快速繁荣

因素二：家庭小型化、户外消费催生便捷的即饮包装需求

- **家庭小型化**：1990年至2005年间，日本2人及以下的家庭占比从44%提升至56%，家庭小型化导致消费者更加追求便捷化的“懒人经济”，而在家泡茶喝存在诸多不便利，如对水温与对冲泡时间的精确掌控。而伊藤园推出的oi茶基本可以还原现泡茶的口味，降低了产品推广的口味门槛。
- **户外消费扩容**：1990年代日本露营、高尔夫球等户外消费场景持续扩张，催生了即饮包装化的需求，而茶饮料的健康属性恰好契合这些主打健康、活力的户外场景。因此，伊藤园自2000年便举行女子高尔夫球赛，将其作为产品重要的宣传场景之一。

图：日本1990年之后家庭结构快速小型化（人/每个家庭）



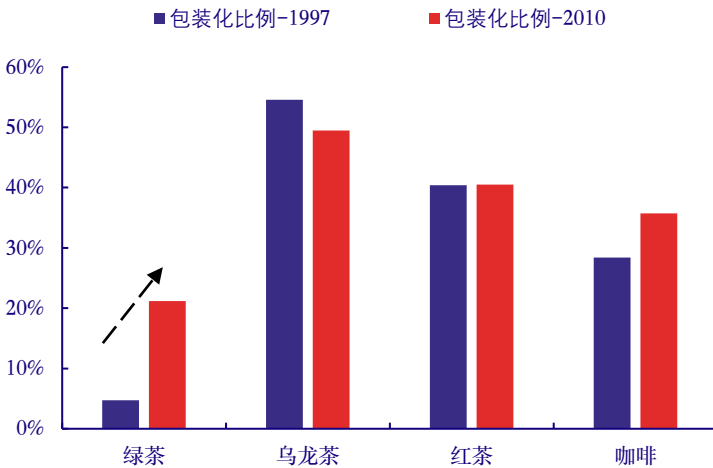
资料来源：日本国家统计局，中国银河证券研究院

图：高尔夫等轻运动与户外消费场景增加



资料来源：伊藤园公告，中国银河证券研究院

图：1990年代日本绿茶饮料化比例快速提升（使用茶叶量占比）



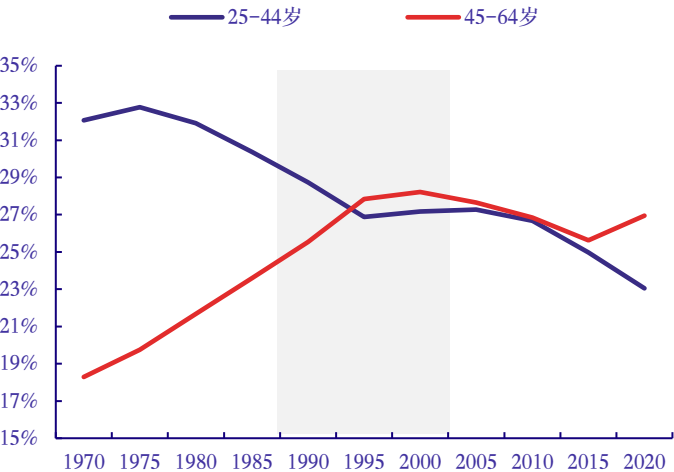
资料来源：伊藤园公告，中国银河证券研究院

（三）成长期（1990-2004年）：消费分级催生品类快速繁荣

因素三：老龄化与肥胖率提升催生极大的健康诉求

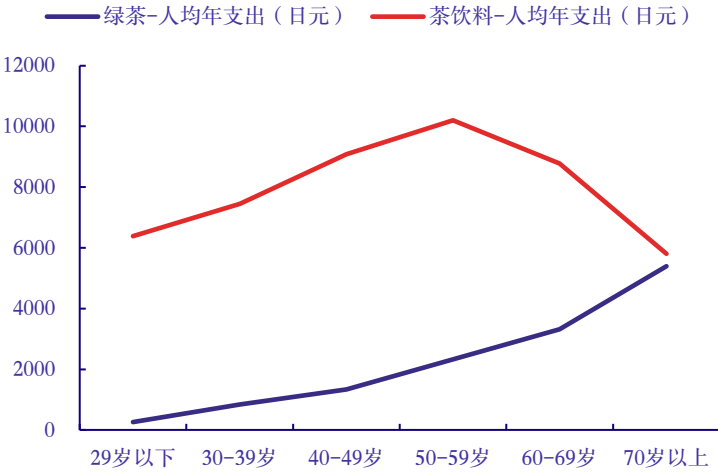
- **老龄化日益严重**：1990年之后，日本老龄化问题日趋严峻，其中45-64岁的人口比重从1980年的21.7%提升至2000年的28.2%，而根据日本总务省调查报告，50-59岁为消费茶饮料最高的群体，主要得益于绿茶具备抗癌、延缓衰老的成分，其健康属性深受消费者欢迎。
- **肥胖率快速提升**：1990-2004年间，日本肥胖率从约21%提升至最高26%，低热量、低糖成为消费者的核心诉求，而纯茶饮料具备0卡、减脂的卖点，深受消费者的欢迎。

图：日本老龄化比重提升



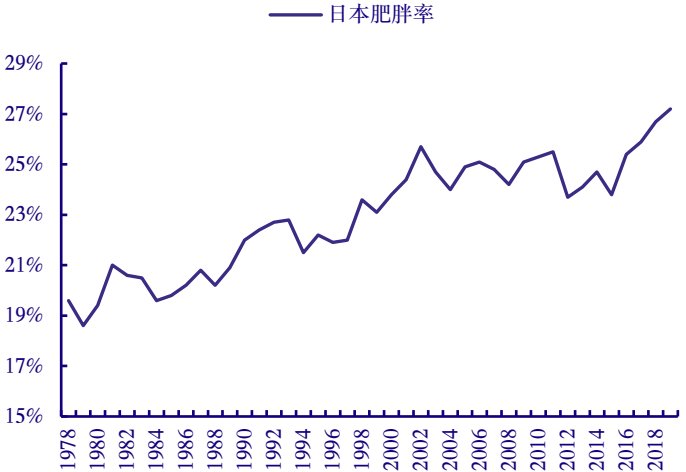
资料来源：，中国银河证券研究院

图：0-60岁，年龄与茶饮料支出呈现正相关



资料来源：日本总务省调查，中国银河证券研究院

图：日本1990年之后肥胖率呈现上升趋势



资料来源：，OECD，中国银河证券研究院

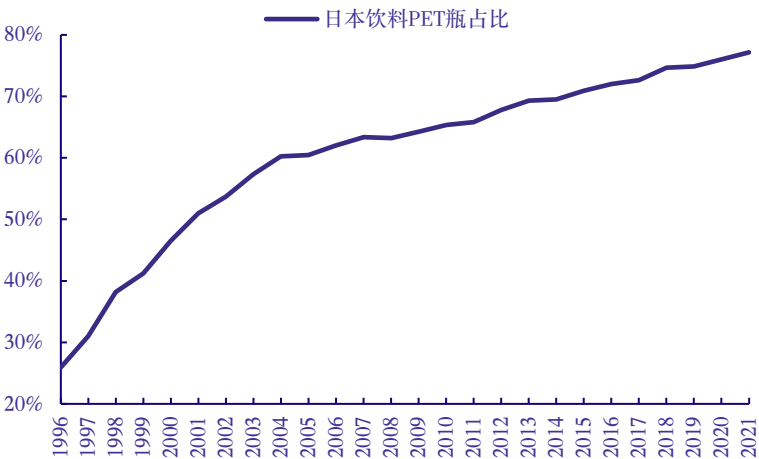
（三）成长期（1990-2004年）：消费分级催生品类快速繁荣

因素四：饮料包装政策放开推动茶叶快速饮料化

80 年代末日本因环保问题限制 1 升以下PET 瓶产品生产；

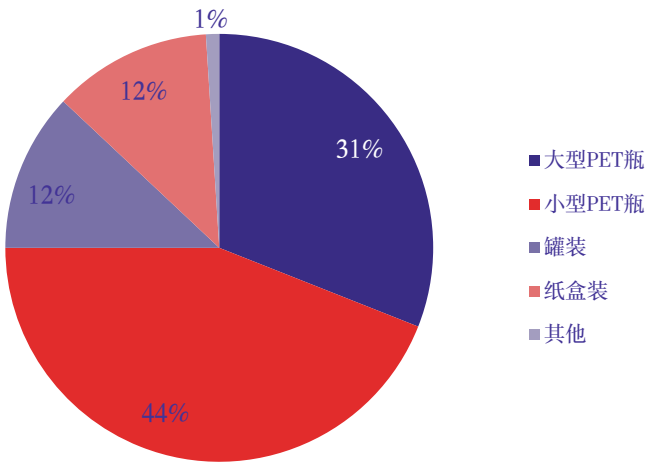
1996年，对未按规定处置容器的厂家和个人进行处罚，同时放开500mlPET 瓶生产，直接推动1996年之后茶饮料行业步入第二次高速增长期；

图：日本饮料中PET包装占比在1990年代之后快速提升



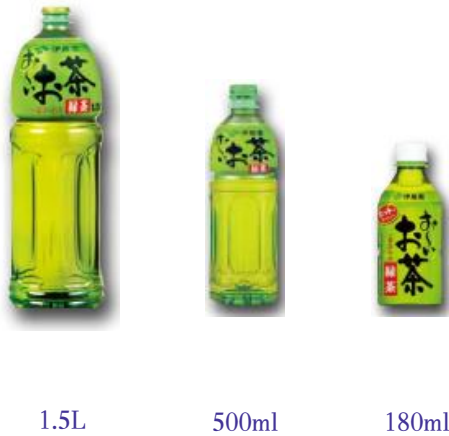
资料来源：日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：2022年伊藤园茶饮料包装中以PET型为主（销量结构）



资料来源：伊藤园公告，中国银河证券研究院

图：伊藤园瓶装产品



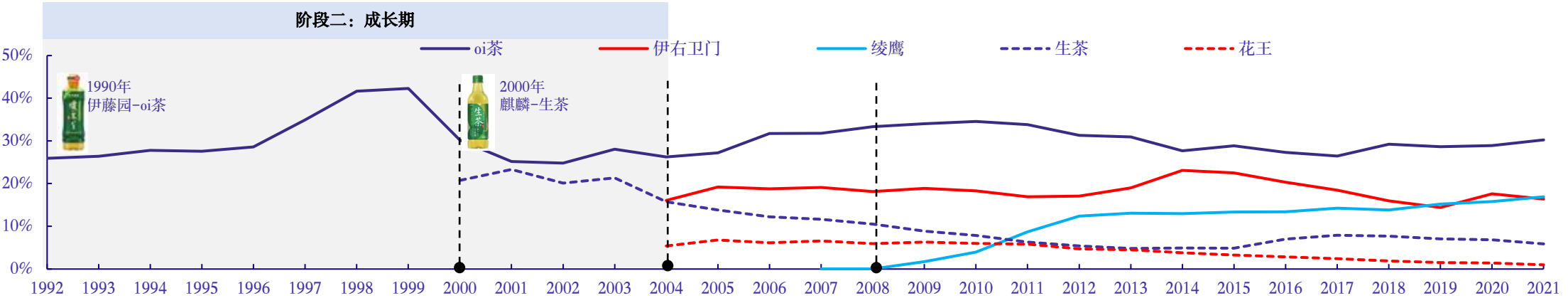
资料来源：伊藤园公告，中国银河证券研究院

（三）成长期（1990-2004年）：消费分级催生品类快速繁荣

2. 竞争格局：寡头领先与竞争温和

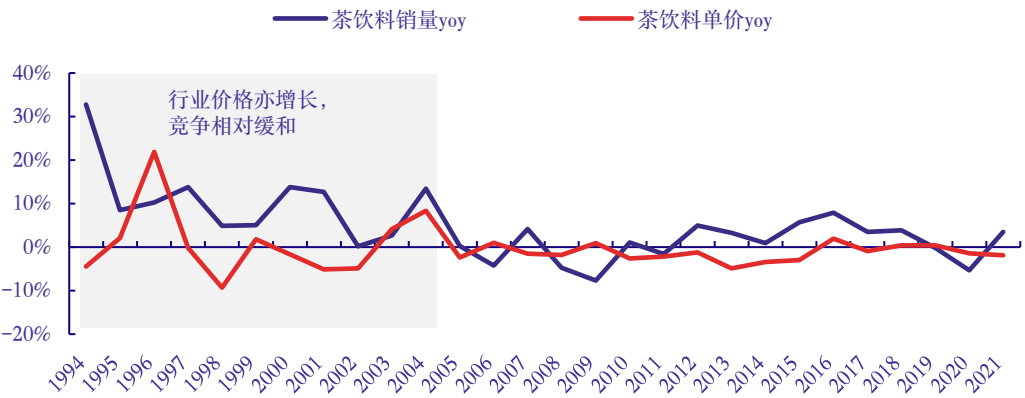
这一阶段行业竞争格局呈现寡头领先的特征，伊藤园在1990年率先推出大包装PET绿茶饮料，前期技术门槛形成一定壁垒，叠加规模快速起量形成先发优势，同时持续布局茶叶原料端生产与打通供应链，在生产成本方面形成一定规模优势，寡头地位愈加稳固。2000年，麒麟推出主打差异化的“生茶”，对行业竞争格局造成一定扰动，但整体冲击不明显；三得利虽然在1993年推出绿茶饮料产品，但表现平平后快速被市场淘汰。

图：日本绿茶与麦茶饮料竞争格局演变趋势（商超渠道市占率）



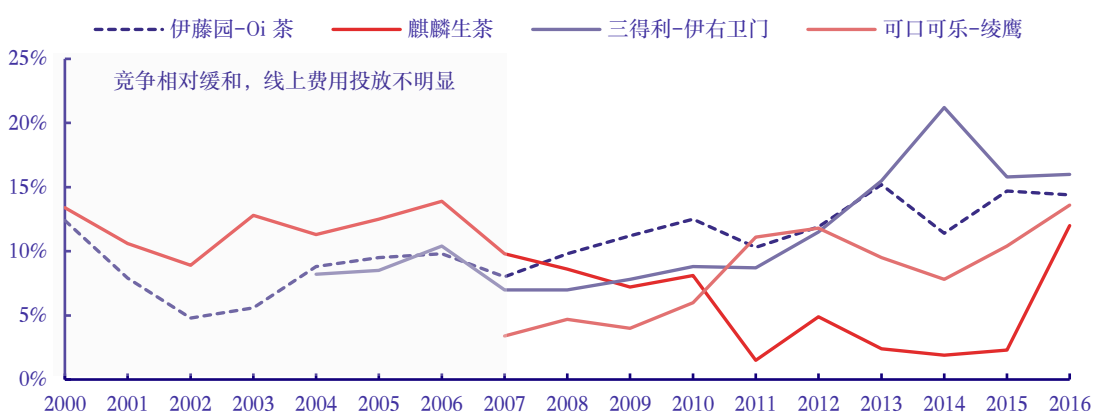
资料来源：日本Mding ON，中国银河证券研究院

图：日本茶饮料行业的销量与价格变化



资料来源：日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：日本关东地区绿茶饮料品牌的广告投放GRP份额



资料来源：日本关东地区《麒麟生茶对以竞争对手品牌策略思考》，中国银河证券研究院

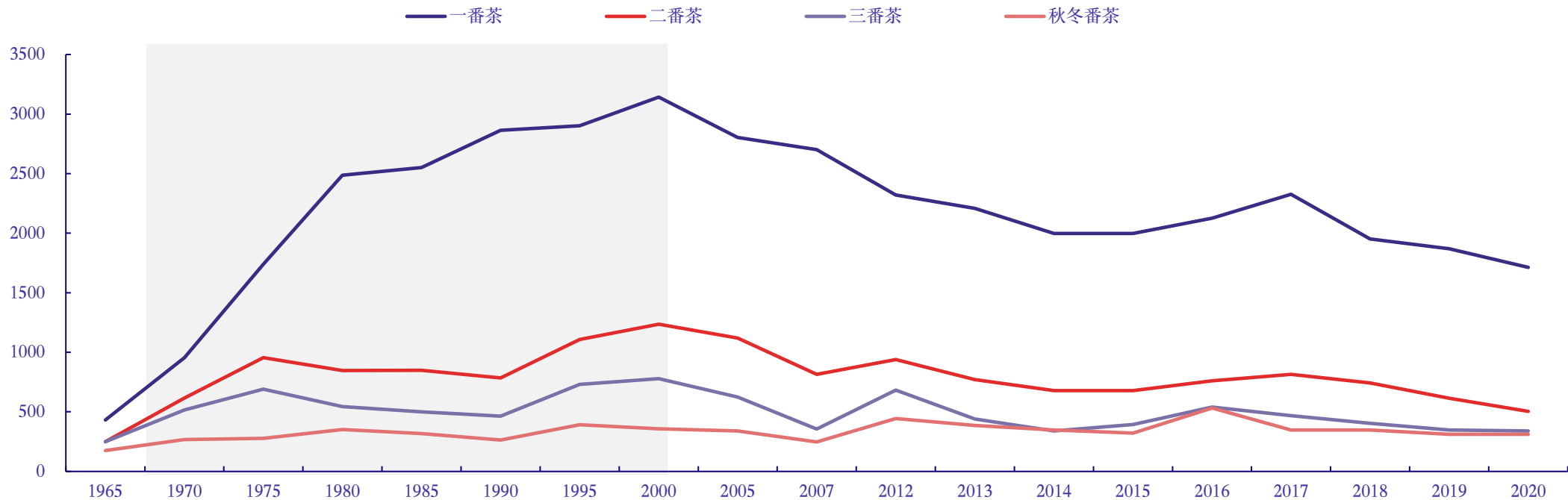
（三）成长期（1990-2004年）：消费分级催生品类快速繁荣

2. 竞争格局：寡头领先与竞争温和

为什么2000年之前的茶饮料品类竞争不激烈？

- 品类仍处于高增长阶段，持续扩容为品牌提供充足的成长空间。
- 相较于其他饮料品类，茶饮料的品牌差异化价值更为突出，渠道在某些阶段并非最重要的因素。
- 茶叶上游原料端的压力束缚着竞争弹性。

图：日本茶叶价格走势（日元/千克）



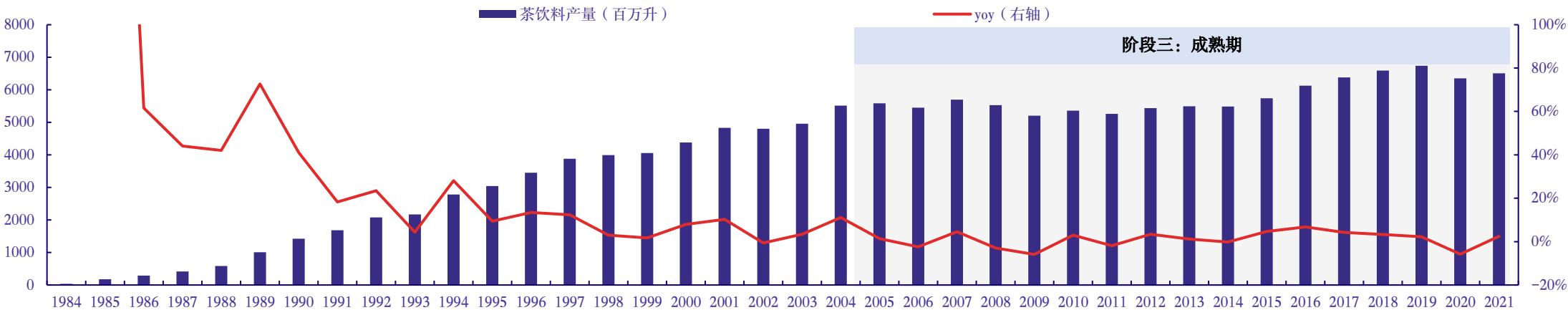
资料来源：《日本茶产业现状》，中国银河证券研究院

（四）成熟期（2005-2022年）：从α高景气到顺周期低增速波动

1. 行业需求：跟随宏观周期步入低增速波动阶段

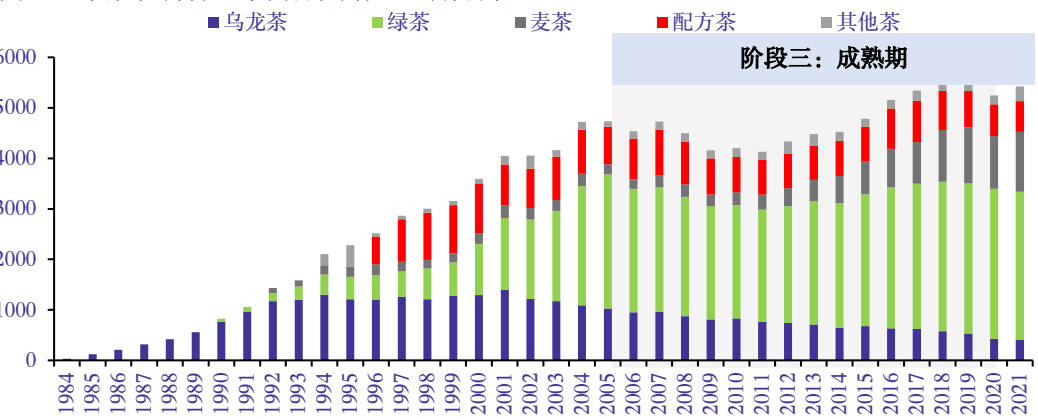
行业步入低增速阶段，顺宏观经济周期波动。2005年之后日本茶饮料品类红利逐渐消失，顺经济周期步入低增速波动阶段，并且单价会受到竞争环境影响，销量会受到矿泉水（负面）、运动饮料（正面）的替代效应。具体来看呈现二大特征，一是麦茶接力绿茶成为增速最快的子品类，二是持续通过功能化、保健品化延长品类生命周期。

图：日本茶饮料行业在2005-2022年处于成熟期



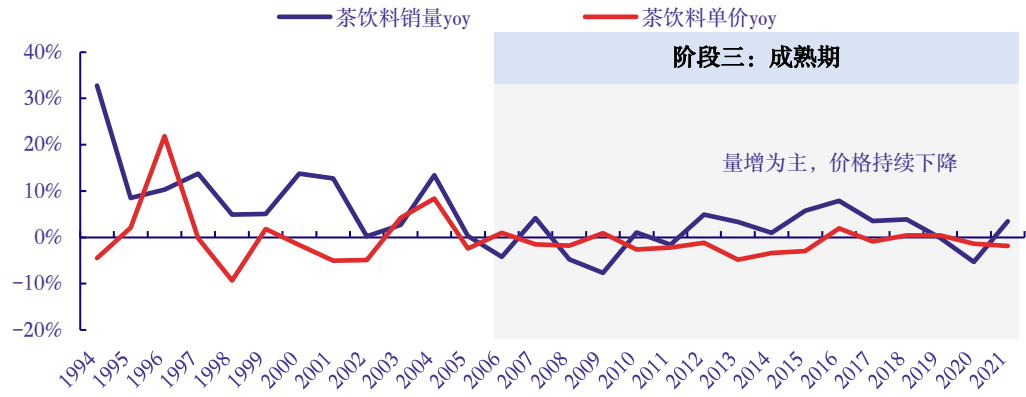
资料来源：日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：日本茶饮料行业不同品类销量（百万升）



资料来源：日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：日本茶饮料行业的销量与价格变化



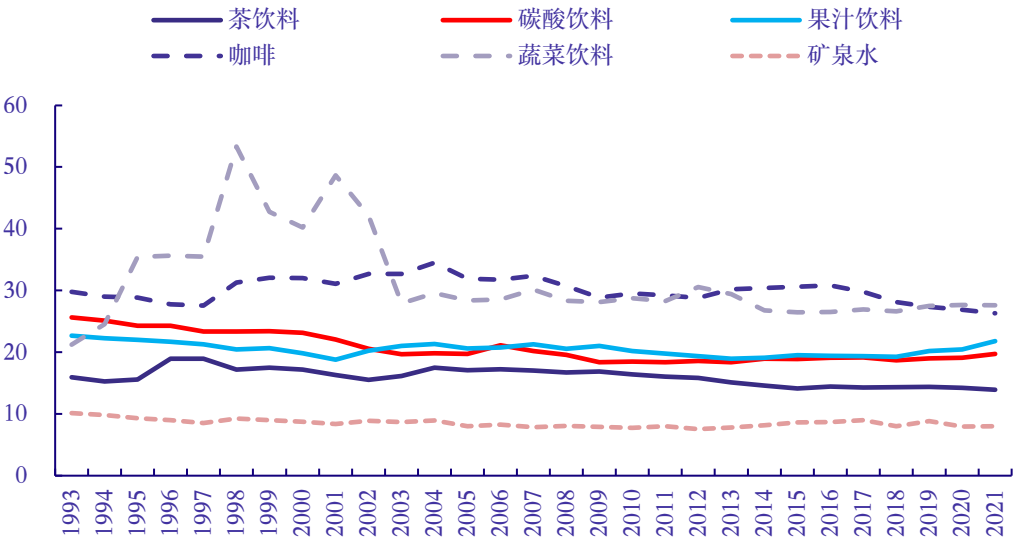
（四）成熟期（2005-2022年）：从α高景气到顺周期低增速波动

1. 行业需求：跟随宏观周期步入低增速波动阶段

为什么茶饮料在2005年之后景气度下降？

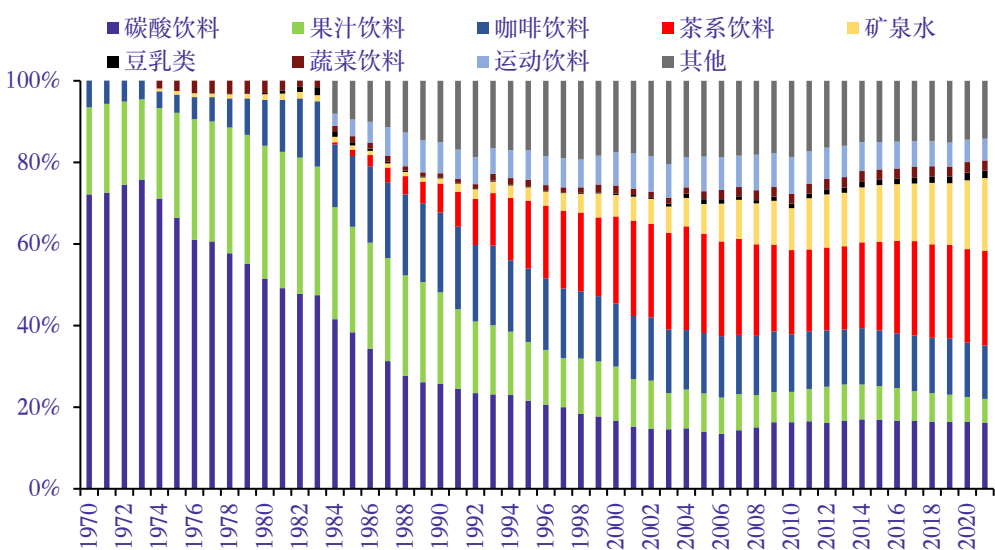
- 因素一：矿泉水兴起，得益于价格更具优势以及品类升级
- 因素二：老龄化进一步加深，65岁以上更偏好冲泡茶叶
- 因素三：餐饮与现磨咖啡重新繁荣

图：矿泉水是单价最低的饮料产品（日元/升）



资料来源：日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：日本矿泉水产量在2005年之后占比快速提升



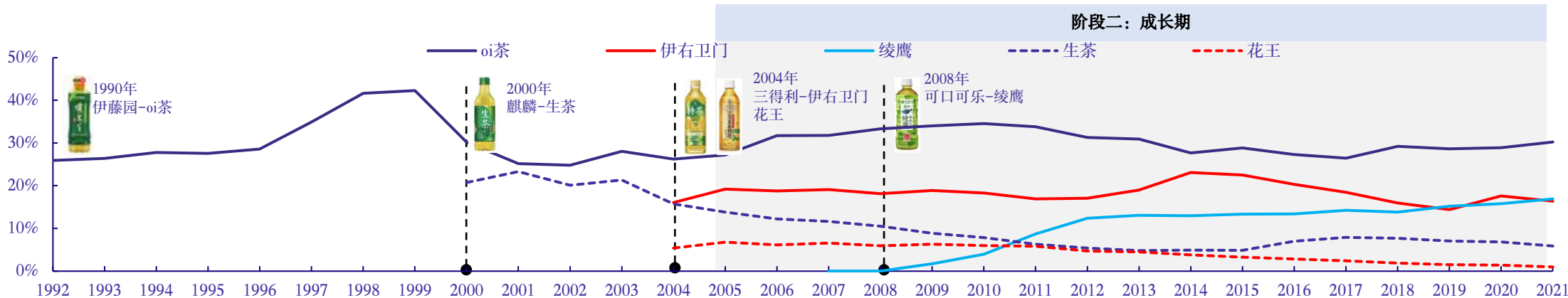
资料来源：日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

（四）成熟期（2005-2022年）：从α高景气到顺周期低增速波动

2. 竞争格局：一超多强并存，竞争边际趋紧

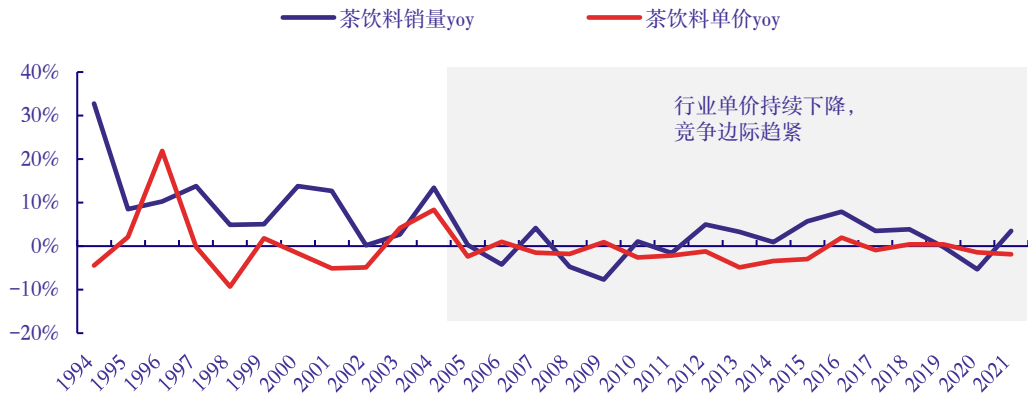
这一阶段行业竞争格局从“寡头领先”向“一超多强”切换，伊藤园、三得利、可口可乐、麒麟、花王为主要玩家，行业竞争整体升温，反映为品类单价持续下降，广告投入明显增加，但整体来看相对可控，各个品牌相对节制，并没有演变为非常剧烈的价格战。

图：日本绿茶与麦茶饮料竞争格局演变趋势（现代渠道市占率）



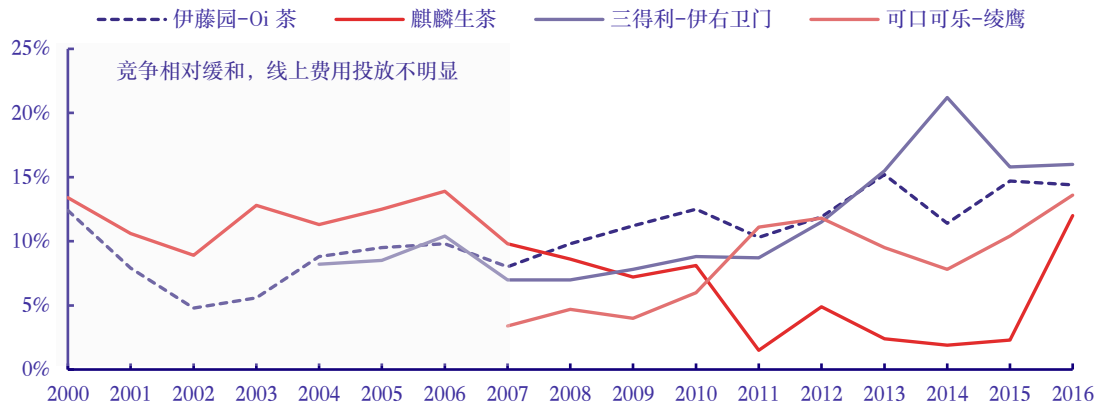
资料来源：日本Mding ON，中国银河证券研究院

图：日本茶饮料行业的销量与价格变化



资料来源：日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：日本关东地区绿茶饮料品牌的广告投放GRP份额



资料来源：日本关东地区绿茶饮料品牌广告投放GRP份额，中国银河证券研究院

（四）成熟期（2005-2022年）：从 α 高景气到顺周期低增速波动

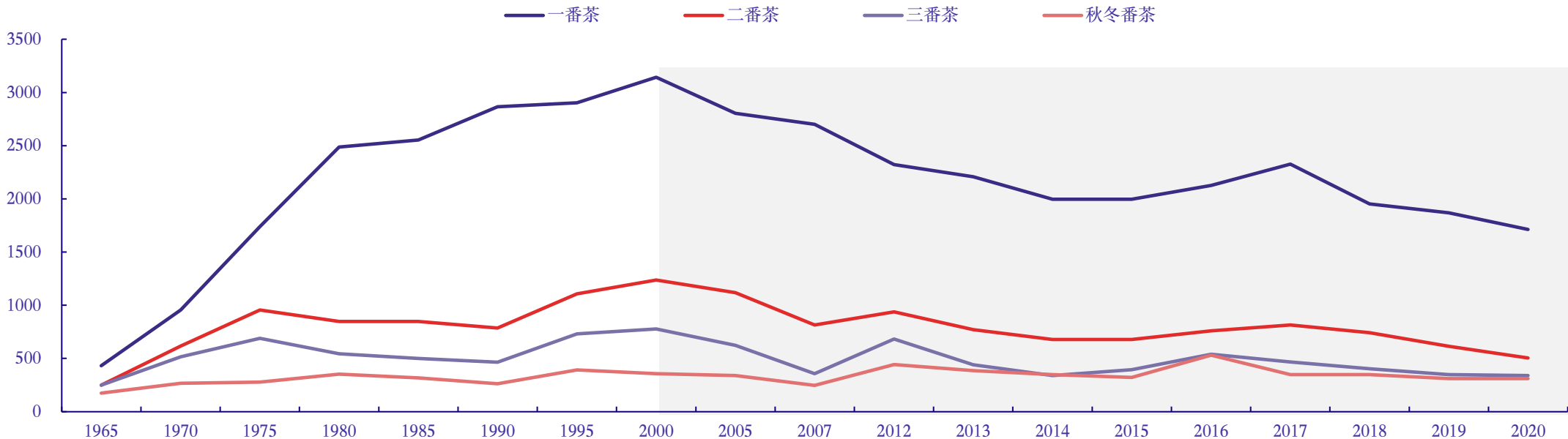
2. 竞争格局：一超多强并存，竞争边际趋紧

为什么茶饮料在2005年之竞争趋紧？

需求不景气：随着2005年之后绿茶饮料人均消费量不断提升与渗透空间逐渐有限，品类的增长红利逐渐消失，需求开始跟随宏观经济进行同频共振，但2007年之后受日东地震、世界金融危机等因素冲击，日本宏观经济持续低迷，虽然安倍进行改革后有所改善，但整体仍处于低增速区间运行。

成本下行：2000年之后日本茶叶原料价格持续下降，上游成本压力的减轻导致下游茶饮品牌的利润弹性逐渐显现，开启价格战与费用战的空间较为充裕。

图：日本茶叶价格走势（日元/千克）



资料来源：《日本茶产业现状》，中国银河证券研究院

（四）成熟期（2005-2022年）：从α高景气到顺周期低增速波动

2. 竞争格局：一超多强并存，竞争边际趋紧

后发品牌的差异化策略大获成功

麒麟—“生茶”：主打“生”概念，使用未经过干燥或焙火的生茶叶，采用低温冲泡的方式能够抑制住高温泡茶下产生的儿茶素苦味成分。

三得利—“伊右卫门”：与京都茶叶老字号“福寿园”合作，主打“正宗”+“历史底蕴”，100%国产茶叶，采用京都山崎的天然水。

可口可乐—“綾鷹”：与京都茶铺老字号上林春松总店合作，后者拥有450年历史，曾为古代将军提供茶叶。

花王：主打功能性、高端化，定位为保健品/功能性食品，核心卖点是减脂等健康属性。

图：日本五大绿茶品牌的差异化对比

公司	2022年收入 (亿元)	收入结构	绿茶大单品	单价 (日元/100ml)	茶多酚含量 (mg/100ml)	差异点
伊藤园	4317	茶叶与饮料90% 餐饮8% 其他2%		10	0.4	-
三得利	14504	酒与饮料97% 保健品3%		9	0.38	主打茶文化底蕴
麒麟	19895	烈酒33% 综合饮料25% 医药20%		9	0.34	主打“生口感”
可口可乐	-	-		10	0.3	主打茶文化底蕴与冲泡口感还原度
花王	15511	卫生与生活护理33% 保健美容24% 化妆品16%		48	1.54	主打功能性

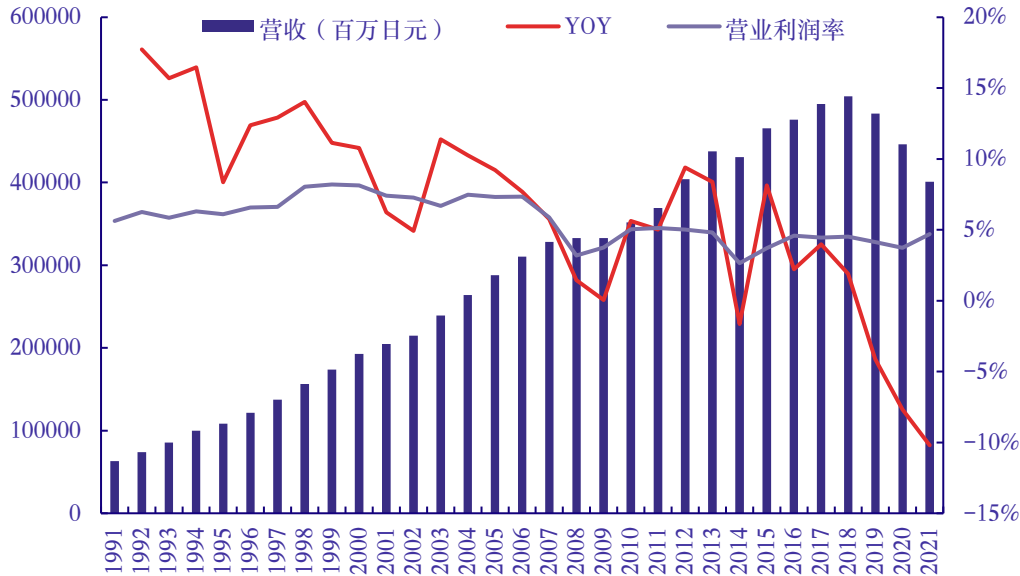
资料来源：日本乐天、《日刊经济通信社调查部》、中国银河证券研究院

（五）伊藤园：先发优势与供应链管理铸就茶饮料龙头

1. 伊藤园：30年收入增长6倍，穿越3轮经营周期

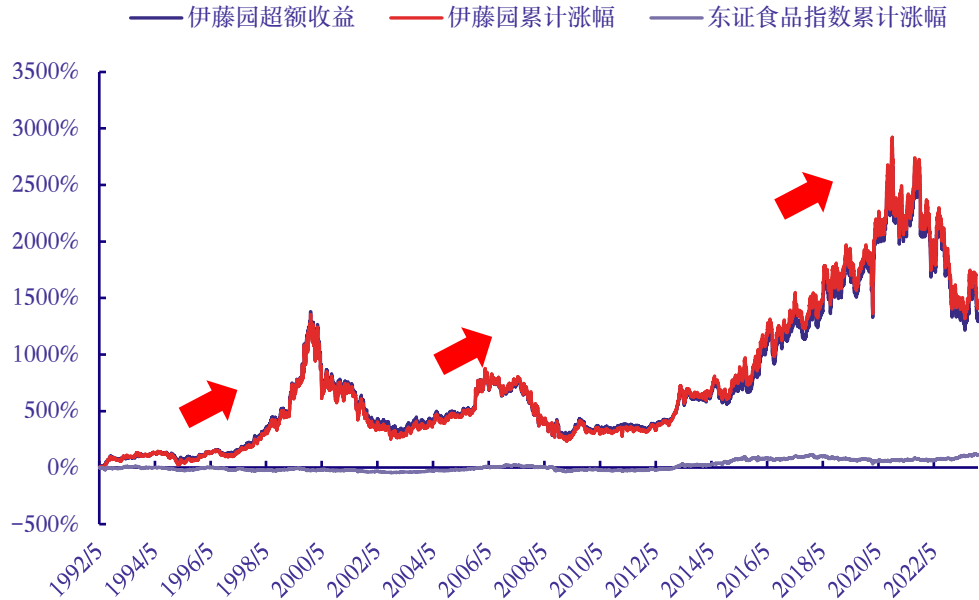
- 伊藤园是日本茶饮料行业龙头，自1964年成立至今约60年，以茶叶生产与销售起家，并逐步涉足饮料行业，成功培育出接近100亿RMB规模的大单品oi 茶。
- 从基本面来看，1991-2022年期间，收入从约630亿日元增长至约4317亿日元（期间增长585%，CAGR约6%），营业利润从35亿日元增长至196亿日元（期间增长460%，CAGR约6%）。
- 从股价来看，1992年5月28日至2023年12月27日，期间涨幅近1400%，对应年化收益率约9%；最高涨幅约2900%，相较于东证食品超额收益明显（约2800%）。

图：伊藤园历史收入、营业利润与利润增速



资料来源：伊藤园公司公告，中国银河证券研究院

图：伊藤园上市至今涨幅近1400%（1992年5月28日至2023年12月26日）



资料来源：彭博，中国银河证券研究院

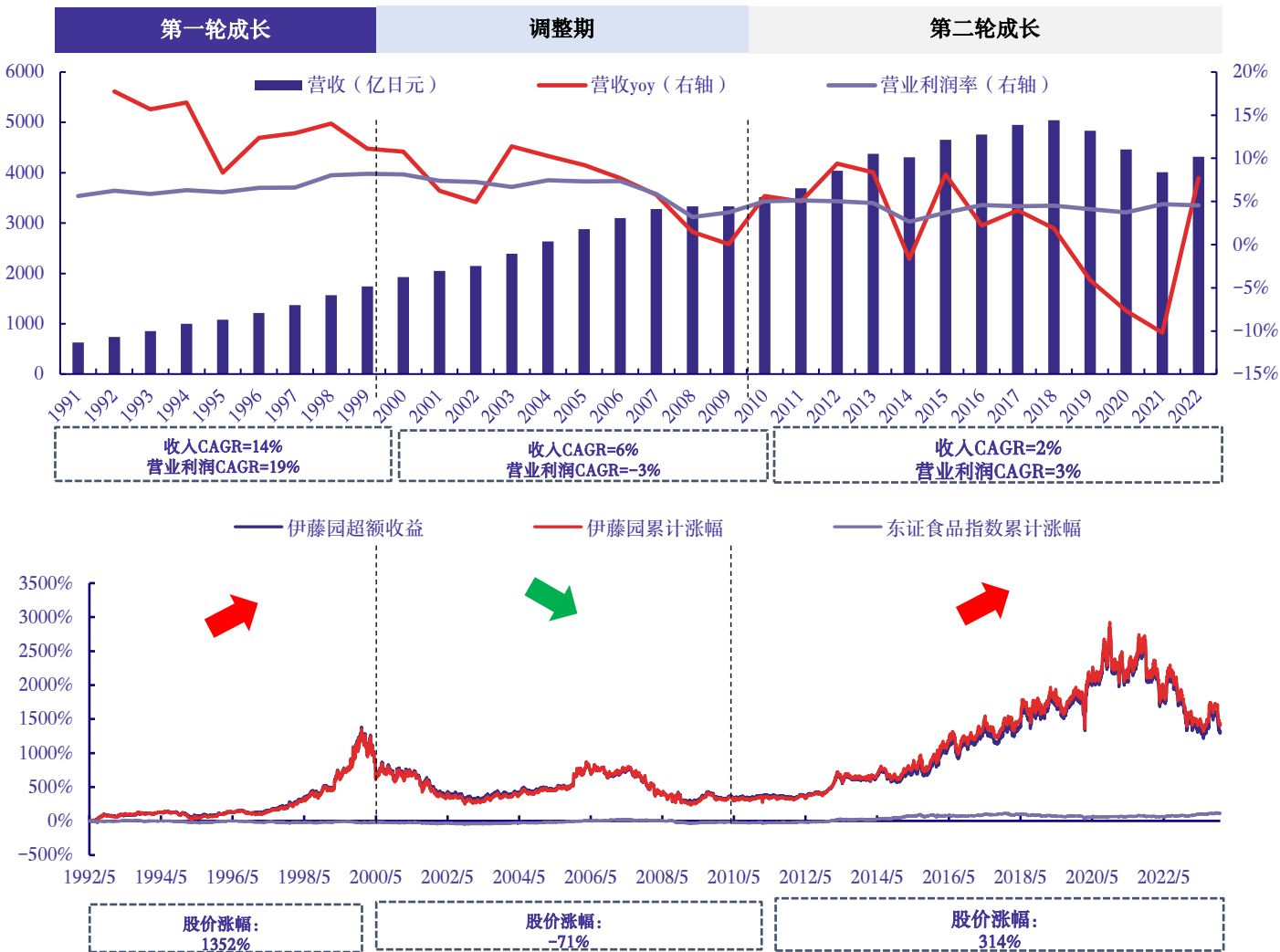
（五）伊藤园：先发优势与供应链管理铸就茶饮料龙头

1. 伊藤园：30年收入增长6倍，穿越3轮经营周期

公司在过去30年共经历了3轮较大的周期，主要受宏观经济、品类需求、行业竞争、企业策略等因素影响，具体如下：

- **第一轮成长：**1991-1999年，收入/营业利润年均复合增速为14/19%，期间股价涨幅1352%，主要得益于绿茶大单品快速放量。
- **调整期：**2000-2009年，收入/营业利润年均复合增速为6/-3%，期间股价涨幅-71%，主要系品类需求边际放缓叠加行业竞争趋紧。
- **第二轮成长：**2010-2022年，收入/营业利润年均复合增速为2/3%，期间股价涨幅314%，主要得益于海外战略推进以及麦茶、咖啡等品类贡献新的增量。

图：伊藤园成长历史分为三个阶段



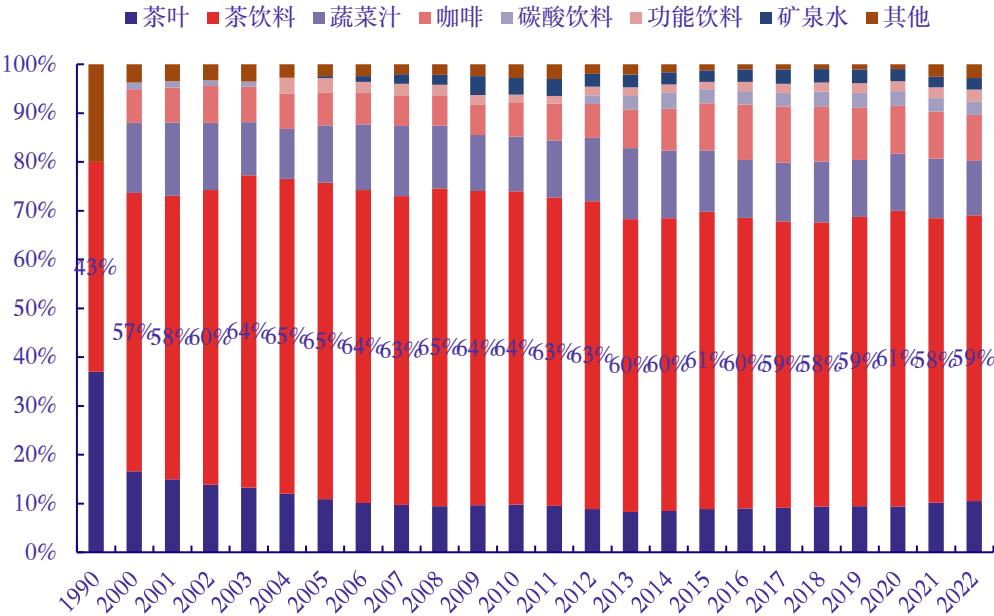
（五）伊藤园：先发优势与供应链管理铸就茶饮料龙头

2. 产品扩张：从大单品竞争到品类矩阵竞争

纵向来看，公司定位茶饮行业龙头，早年以茶叶生产与销售起家，随后通过拓展茶饮料快速起量奠定行业地位，并逐步向蔬菜汁、即饮咖啡、矿泉水、功能饮料、碳酸饮料等品类扩张。

横向来看，核心业务**茶饮料**2022年收入占比约59%，基本盘**茶叶**占比为11%，第二大饮品**蔬菜汁**占比11%，**咖啡**占比提升至9%，碳酸、功能、矿泉水占比分别均在2~3%。

图：伊藤园产品结构



资料来源：伊藤园公司公告，中国银河证券研究院

图：伊藤园产品矩阵



资料来源：伊藤园公司公告，中国银河证券研究院

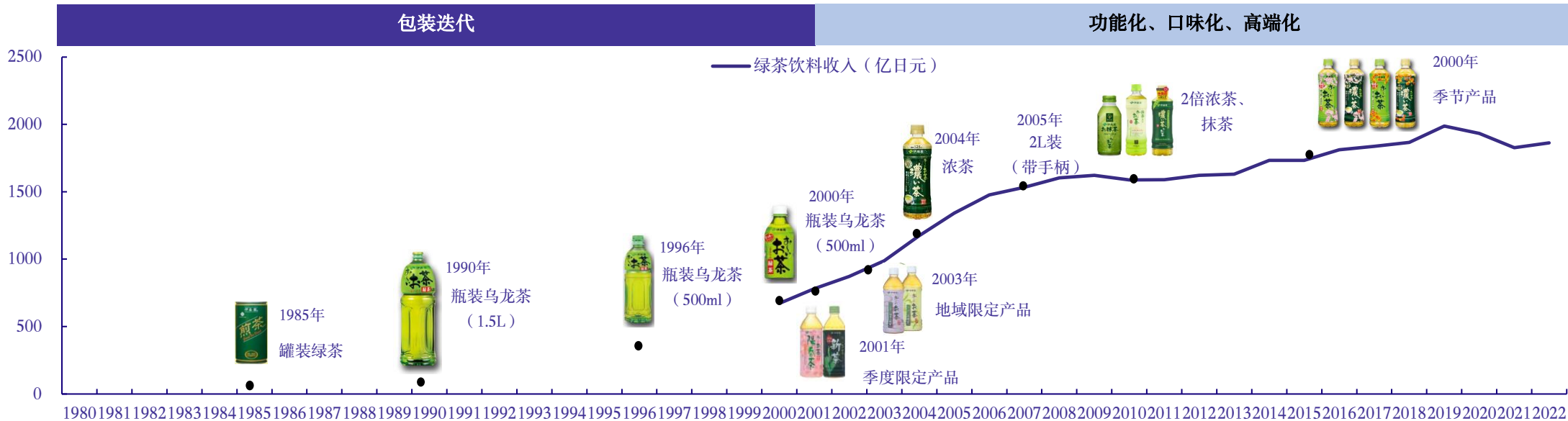
（五）伊藤园：先发优势与供应链管理铸就茶饮料龙头

2. 产品扩张：从大单品竞争到品类矩阵竞争

核心大单品：绿茶饮料-Oi 茶， 2022年收入约1800亿日元（折合90亿RMB），为公司贡献50%收入，相较之下1990年的占比仅为9%，主要从4个方向实现延长产品生命周期

- 1) 卡位大众价格带：约120~140日元/瓶*500ml，紧贴此前品类最大的碳酸饮料以及功能相似的咖啡饮料
- 2) 包装迭代：罐装→大瓶装→小瓶装→可加热瓶装，不断延伸消费场景
- 3) 功能开发：2004年发售浓茶，以40~50代的男性为中心，2019年升级定位为具有减脂效果的功能性食品；2010年推出特定保健食品儿茶素绿茶。
- 4) 口味裂变：推出玄米茶、焙茶等口味，以及季节性与地域性的限制产品，但并未成为主流产品。

图：伊藤园通过产品裂变延长大单品生命周期



资料来源：伊藤园公司公告，中国银河证券研究院

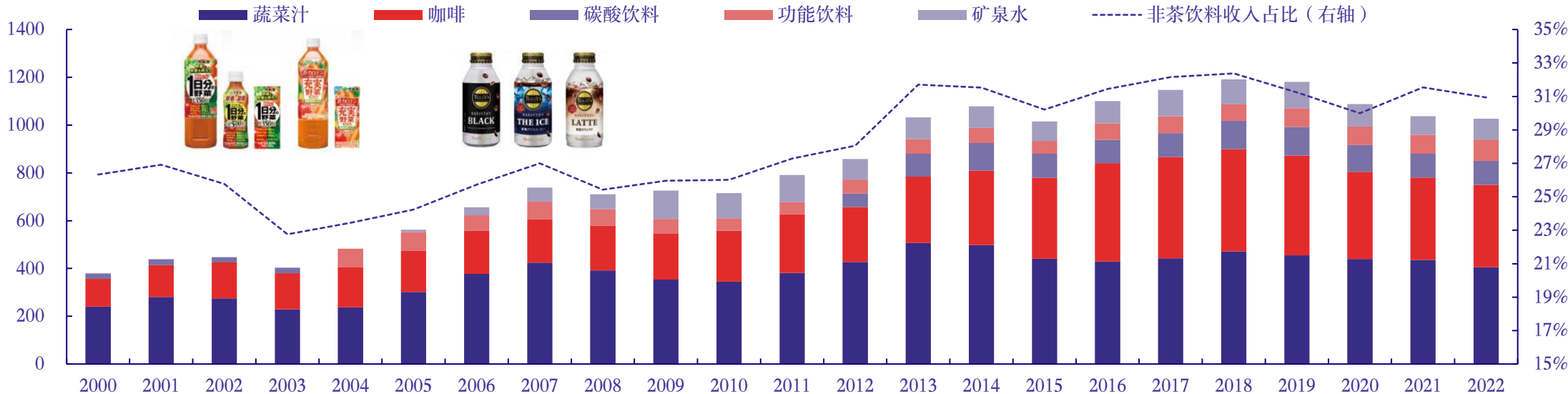
（五）伊藤园：先发优势与供应链管理铸就茶饮料龙头

2. 产品扩张：从大单品竞争到品类矩阵竞争

产品矩阵扩张：非茶饮料（含茶叶）业务占比收入持续从1990年的26%提升至2022年的31%

- 1) **蔬菜汁**：基于产品的健康与营养卖点，改良产品口味，定位“每日的蔬菜”，不断推出新品延长产品生命周期，推动收入从2000年281亿日元增长至2022年406亿日元，但收入占比从14%下降至11%。
- 2) **咖啡**：消费场景与渠道与茶饮料存在一定重叠性，公司2006年收购主营咖啡厅的Tully's Coffee（764家门店），此后通过打造咖啡供应链、推出差异化的包装饮品、瞄准年轻人实现快速发展，推动收入从2000年116亿日元增长至2022年345亿日元，收入占比从7%提升至9%。

图：伊藤园持续拓展其他品类，其中蔬菜汁与咖啡增长情况较好（收入：亿日元）



资料来源：伊藤园公司公告，中国银河证券研究院

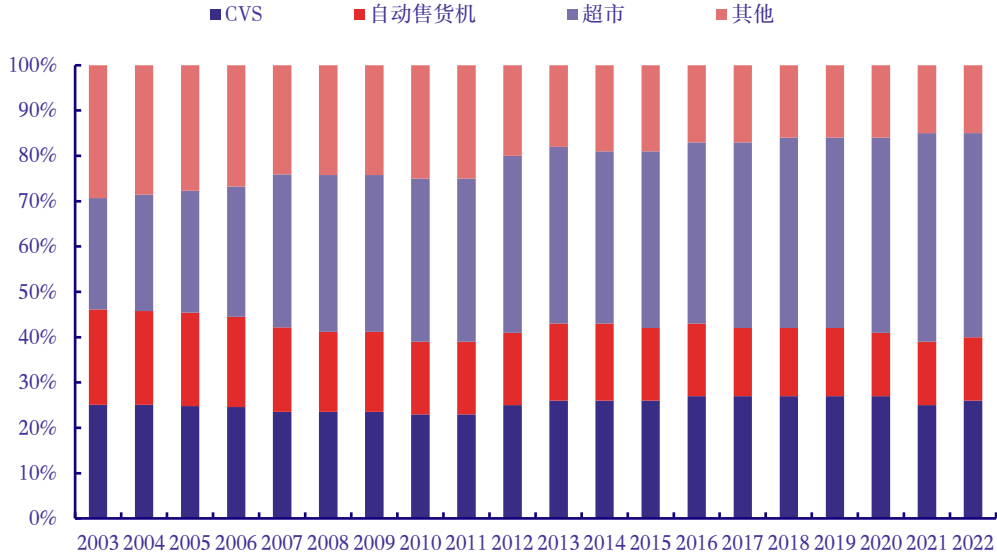
（五）伊藤园：先发优势与供应链管理铸就茶饮料龙头

3. 渠道扩张：捕捉渠道结构变革的红利

纵向来看，公司对渠道流量变迁具备较强的捕捉能力，1990年代在便利店兴起的进程中，将绿茶与便当/预制菜进行强绑定，成功承接了1990年代后餐饮萧条后转移的需求；2000年之后，则加大对超市、药妆店等渠道的布局，推动相关渠道收入占比持续提升。

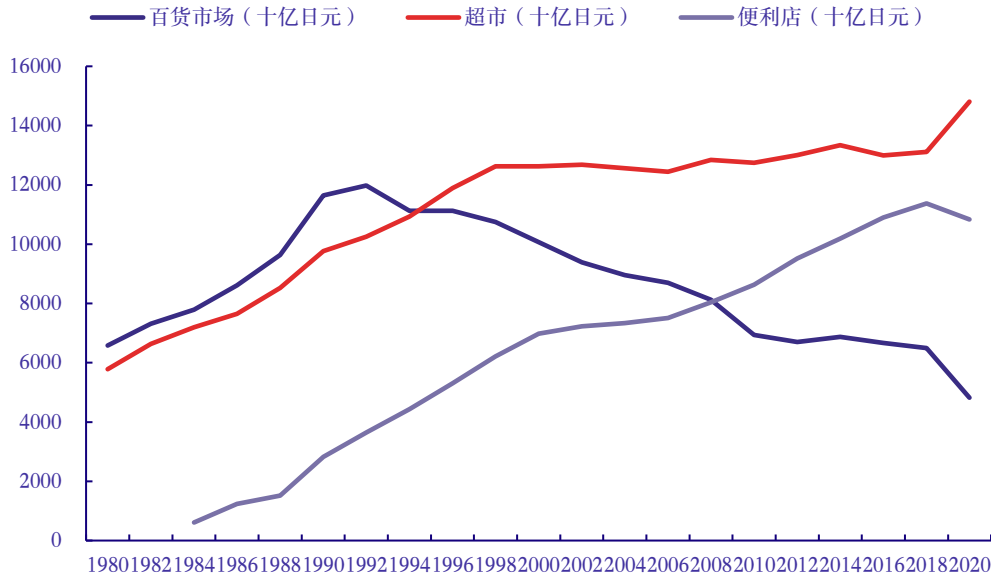
横向来看，2022年CVS（便利店）/超市/自动售货机的收入分别为24%/49%/8%，剩余19%则为批发商、直营店、大B客户。

图：伊藤园渠道结构



资料来源：伊藤园公司公告，中国银河证券研究院

图：日本各个渠道变迁趋势



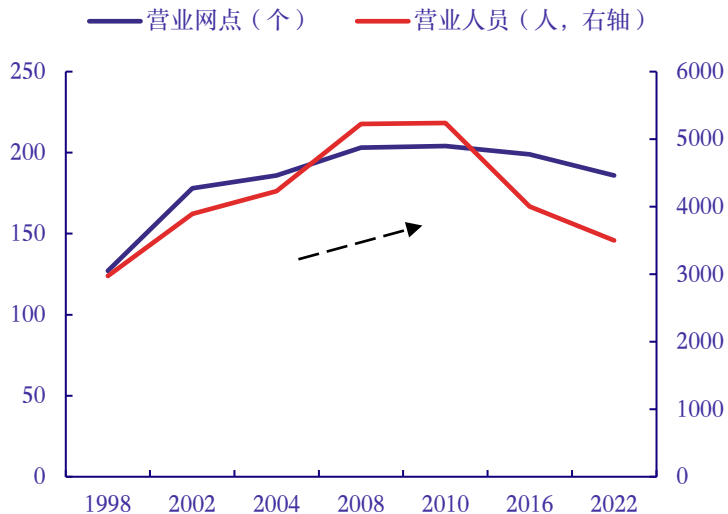
资料来源：日本经济产业省，中国银河证券研究院

（五）伊藤园：先发优势与供应链管理铸就茶饮料龙头

3. 渠道扩张：捕捉渠道结构变革的红利

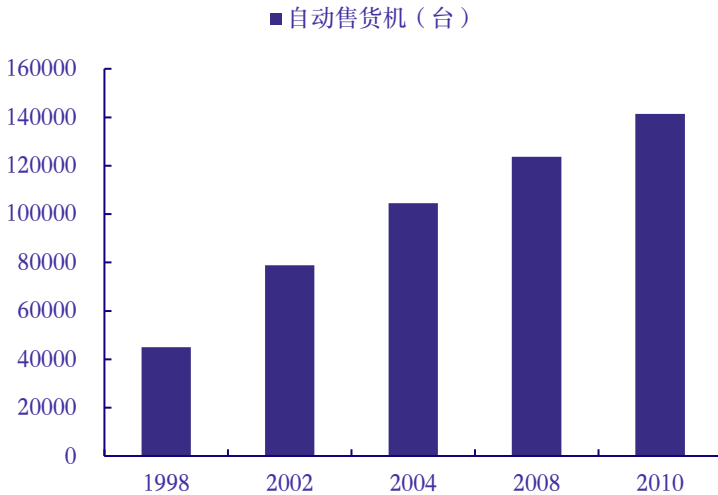
- **渠道精耕、掌控终端：**公司践行“地域密着型营业”，在日本国内选取部分终端网点进行精细化管理，包括商谈、配送、交货与卖场建设，并辅之以“VOICE”制度，以便更好地掌握终端消费的变化。公司直控的营业据点从2000年的127个增加至2022年的186个，营业员从2974人增加至3500人。
- **持续布局自动售货机：**日本饮料C端渠道比较特殊之处在于自动售货机占比较高，具备高利润率、强渗透的特征，因此公司亦加强在这一领域的布局，自动售货机数量从1998年的4.5万台增加至2010年的14万台，增幅约3倍。

图：伊藤园直营网点与营业人员呈现增加趋势



资料来源：伊藤园公司公告，中国银河证券研究院

图：伊藤园自动售货机



资料来源：伊藤园公司公告，中国银河证券研究院

图：伊藤园加强终端管理



资料来源：伊藤园公司公告，中国银河证券研究院

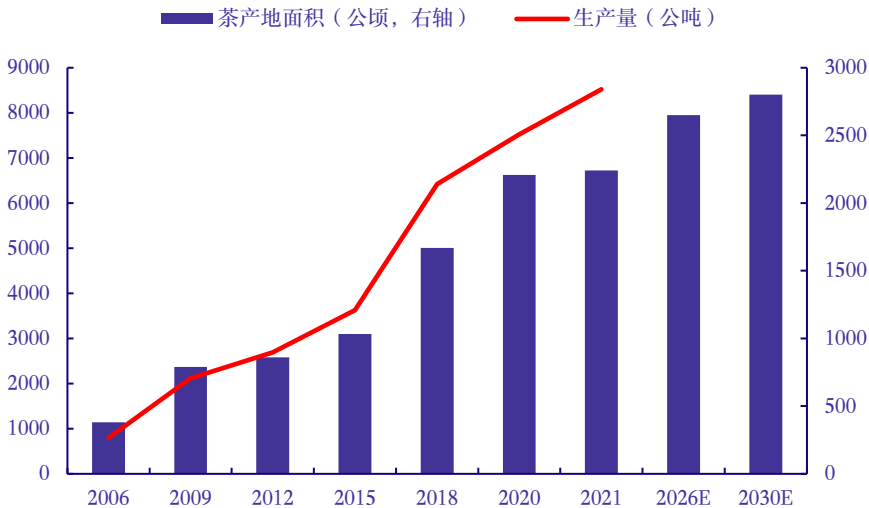
（五）伊藤园：先发优势与供应链管理铸就茶饮料龙头

4. 供应链：原料自产带来成本优势与品质稳定

公司从1976年便开展独自的可持续农业模式“茶产地培育事业”，2001年开始致力于将荒废农地等转换为茶田的新产地，通过长达约50年的原料端布局，公司在供应链端形成了二大核心优势。

- **成本优势：**公司原叶茶产量占国内产量比重25%（2017年），大规模茶园种植以及缩减从茶原叶到生产的环节，有利于降低原料端成本，同时日本农业劳动力成本较高，而公司通过独特的工艺、长期生产经验积累相较于其他竞争对手更能提升效率。
- **品质保证：**相较于其他品牌部分原料来自进口，伊藤园茶叶原料100%本土生产，并且大部分属于自产，因此与上游茶叶种植者保持了长期良好的合作关系，能稳定地确保高品质的茶原料，并且在市场端可以主打“传统”、“纯国产”等概念。

图：伊藤园自有茶园规模持续增加



资料来源：伊藤园公司公告，中国银河证券研究院

图：伊藤园将契约茶园作为产品的卖点



资料来源：伊藤园公司公告，中国银河证券研究院

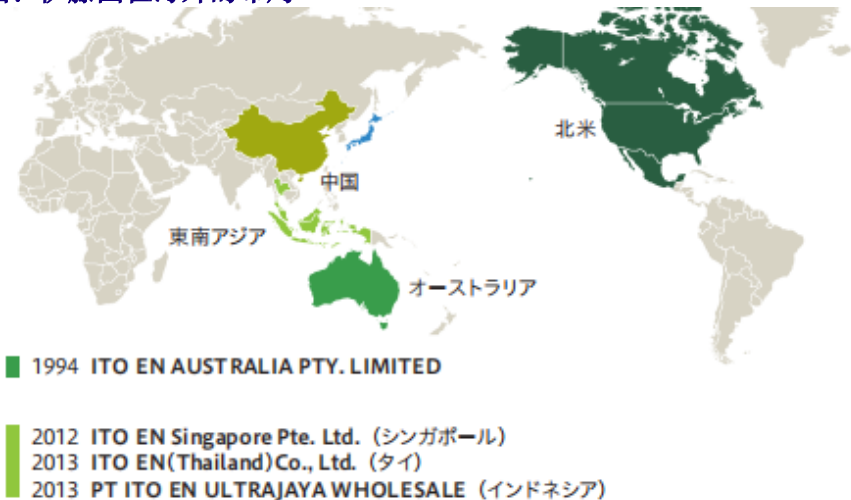
(五) 伊藤园：先发优势与供应链管理铸就茶饮料龙头

5. 海外战略：跟随日料传播逐步布局北美、亚太地区

公司在1987年便尝试布局美国市场，2010年之后随着日本宏观经济长期处于低增速阶段，且国内饮料市场增量与市占率提升空间有限，叠加全球范围内无糖饮料需求旺盛，同时茶叶属于世界三大饮料之一，因此公司逐步加快海外扩张步伐，以2013年日本和食申遗成功、硅谷上班族等为切入点，目前已形成北美、东南亚、中国为主的海外市场。

公司海外市场收入从2015年的151亿日元增加至2022年的420亿日元，对应收入占比从3.5%提升至10%，期间年均复合增速为16%。其中，お~いお茶、抹茶茶包表现较好，4年平均复合增速分别为6%、14%。

图：伊藤园在海外的布局



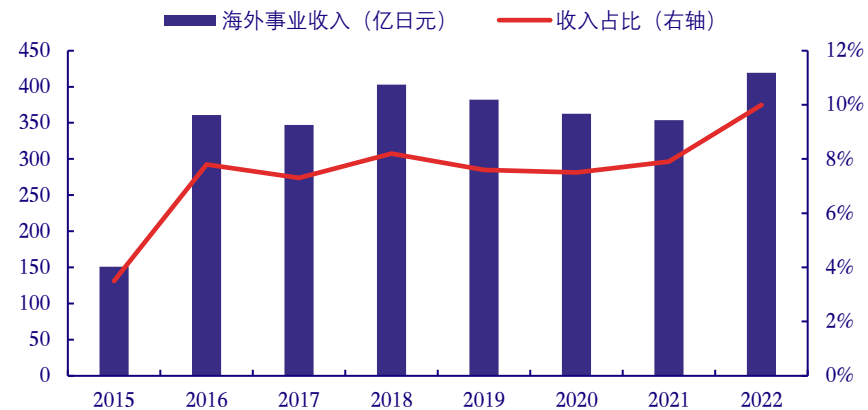
资料来源：伊藤园公司公告，中国银河证券研究院

图：公司在海外市场的主力产品，お~いお茶、抹茶茶包表现较好



资料来源：伊藤园公司公告，中国银河证券研究院

图：海外市场收入结构与占比



资料来源：伊藤园公司公告，中国银河证券研究院

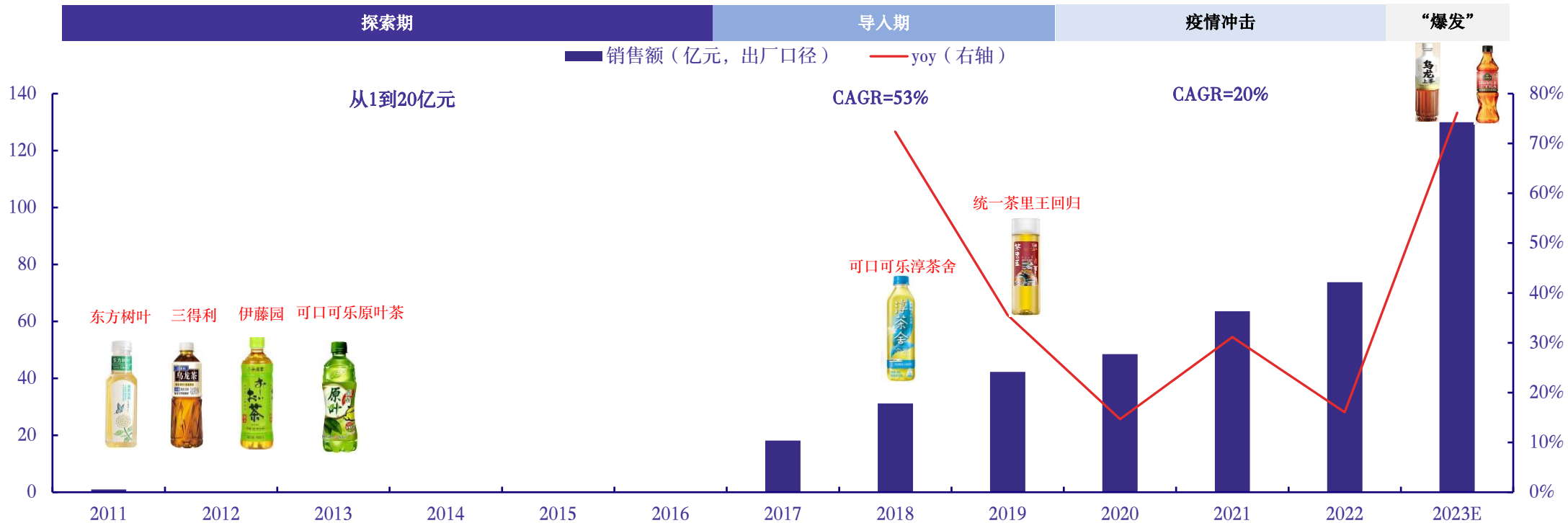
二、国内映射： 消费分级时代，无糖茶步入繁荣期

（一）现状：逐渐由小众品类成长为大众产品

我们判断2023年中国大陆的无糖茶行业体量130亿元以上（出厂口径），终端市场体量约在200亿元以上，其发展历程主要经历以下几个阶段

- 2010年-2016年，无糖茶饮料市场的企业探索试错期；
- 2017年-2019年，开始快速成长，步入导入期；
- 2020年-2022年，疫情期间仍逆势快速增长；
- 2023年至今，疫情放开后积攒的品类势能迅速释放，迎来爆发式增长

图：中国大陆无糖茶的发展阶段复盘



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

（二）底层逻辑：茶持续饮料化、内部结构分级、消费场景扩容

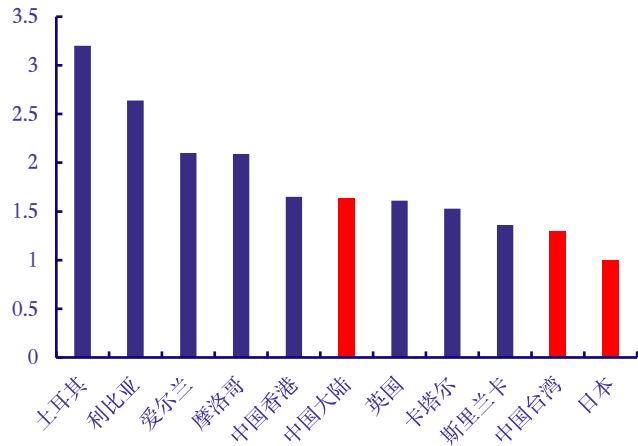
参考饮食文化相同且经济水平更高的日本、中国台湾，我们判断中国大陆无糖茶处于有望从小众品种成长为大品类的前期，目前已经步入品类繁荣期

主线一：中国茶文化底蕴深厚，茶叶持续饮料化，因此将部分抢夺茶叶市场

1.茶叶大盘稳固：中国大陆的茶文化底蕴更加深厚，茶相关产品的潜在客户大、消费场景丰富

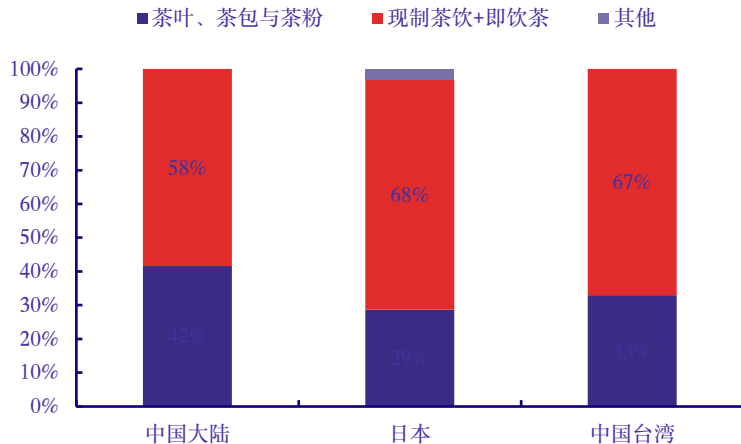
2.持续的饮料化：家庭小型化与户外消费增加，推动消费者追求更加便捷的包装茶饮料

图：2020年全球茶叶人均消费量比较（千克/人）



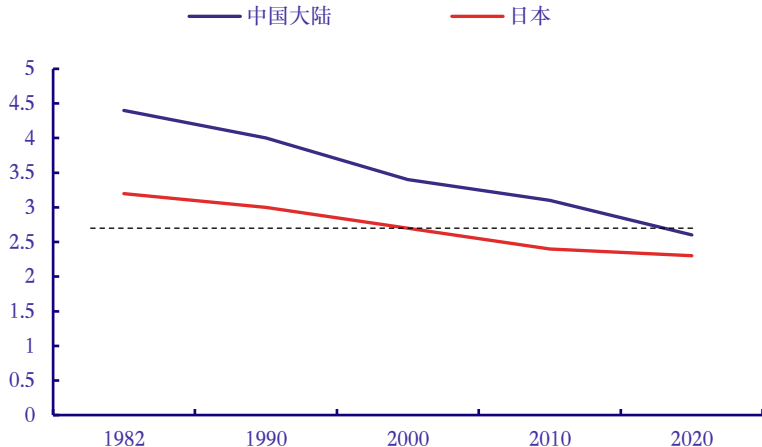
资料来源：国际茶叶委员会，中国银河证券研究院

图：茶叶下游需求结构（茶叶VS茶饮料）



资料来源：沙利文，日本总务省，台湾制茶工业同业公会，中国银河证券研究院

图：户均人口，中国大陆家庭小型化类似日本1990S



资料来源：国家统计局，日本总务省，中国银河证券研究院

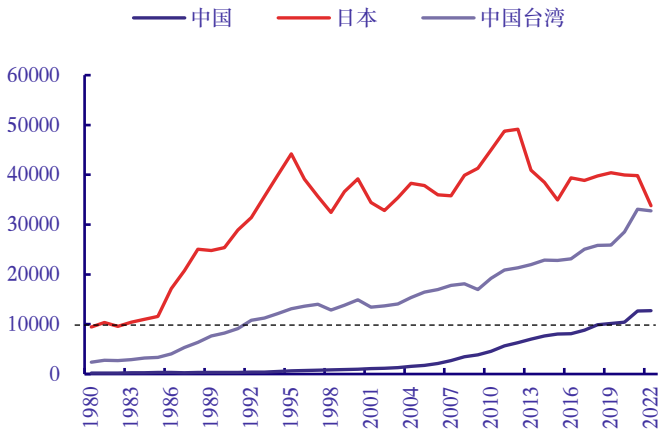
（二）底层逻辑：茶持续饮料化、内部结构分级、消费场景扩容

主线二：无糖茶是消费分级的产物，顺应茶饮料内部的结构分级，因此抢夺的是含糖茶市场

1) **无糖化**：随着人均GDP破万美元，叠加肥胖率+老龄化提升，无糖茶替代含糖茶、代糖茶，回归茶的本味；

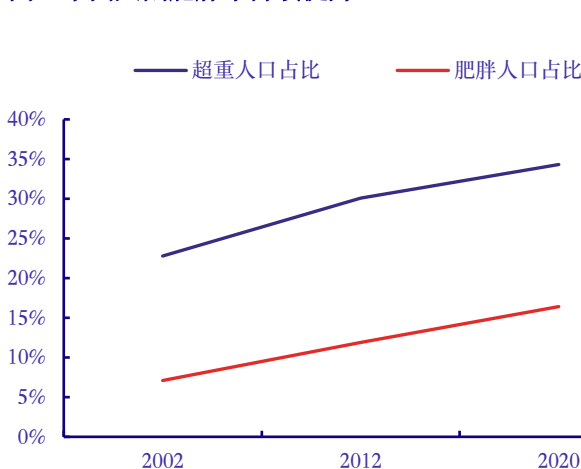
2) **性价比**：经济增速下台阶，5元价格的健康饮料属于高性价比产品，一方面承接2-3元饮料的升级，另一方面承接10元以上饮料现制饮品的分流。但与日本、中国台湾的差异点在于结构：日本-橄榄型、中国台湾-哑铃型、中国大陆-类三角型。

图：中国大陆人均GDP破万美元，类似日本1990S、中国台湾2000S



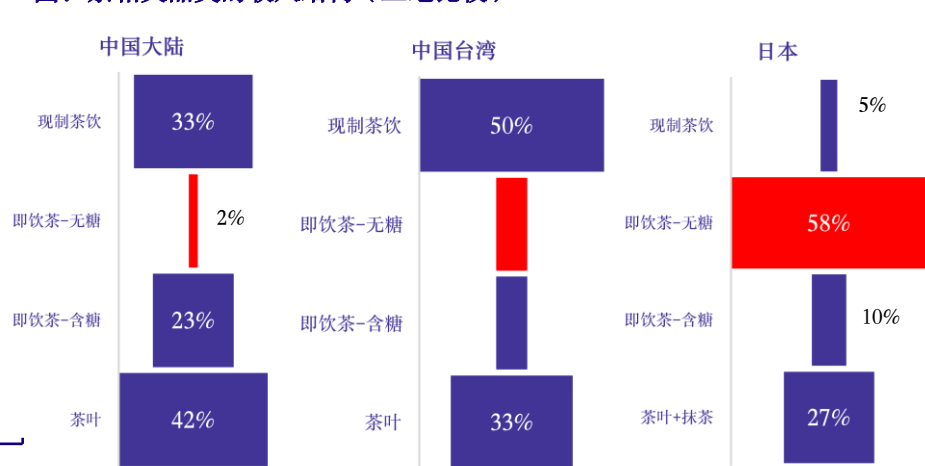
资料来源：，中国银河证券研究院

图：中国大陆肥胖率持续提升



资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

图：茶相关品类的收入结构（三地比较）



资料来源：沙利文，日本总务省，台湾制茶工业同业公会，中国银河证券研究院

（二）底层逻辑：茶持续饮料化、内部结构分级、消费场景扩容

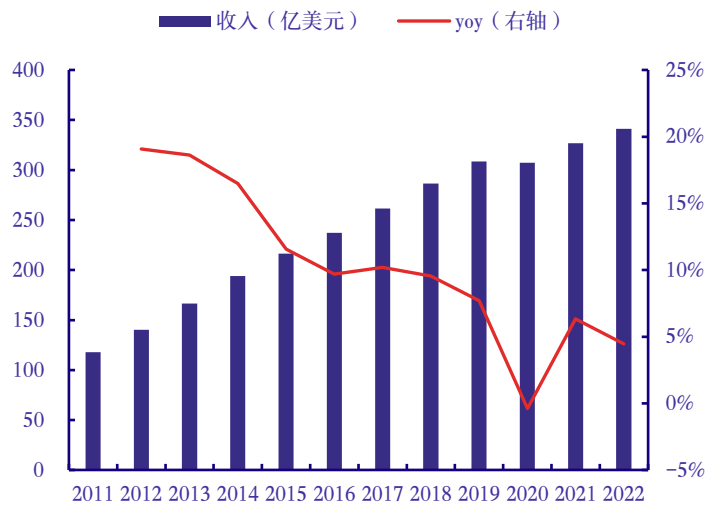
主线三：无糖茶消费场景扩容，“水替”需求下沉+功能细分，因此创造了一个空白的市场+部分抢夺包装水市场

从消费场景来看，无糖茶目前以“水替”与“口粮茶”为主，挖掘了一个新的有口味的饮用水空白市场，并部分替代了包装水的市场，消费人群集中在上线城市的25-40岁群体（白领、大学生、健身爱好者），少数为40岁以上男性饮茶爱好者；

1）“水替”需求的下沉，未来随着无糖茶价格带的下移与扩展，叠加大包装产品的增多，预计将获取更多的饮料市场份额；

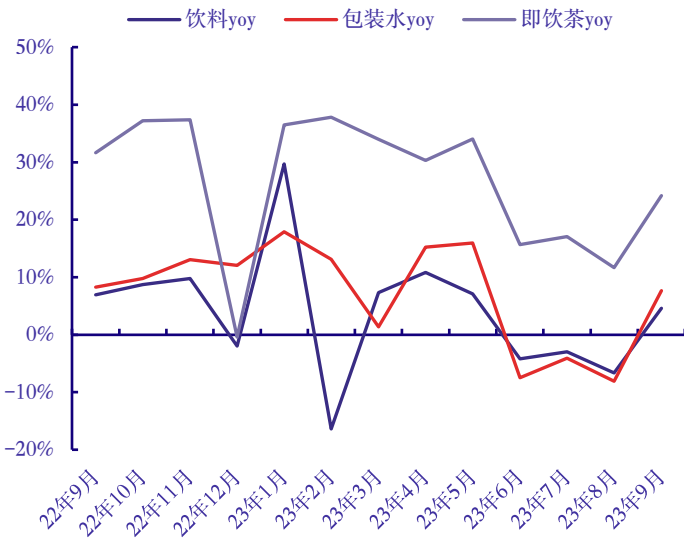
2）功能不断细分，保健、减脂、解腻等功能值得挖掘，可以依托于此挖掘餐饮市场、健身人群。

图：包装水自2016年以来销量增速放缓



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图：23年包装水增速仍然与饮料行业基本持平



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图：餐饮端解腻场景、保健、减脂等功能有待充分挖掘



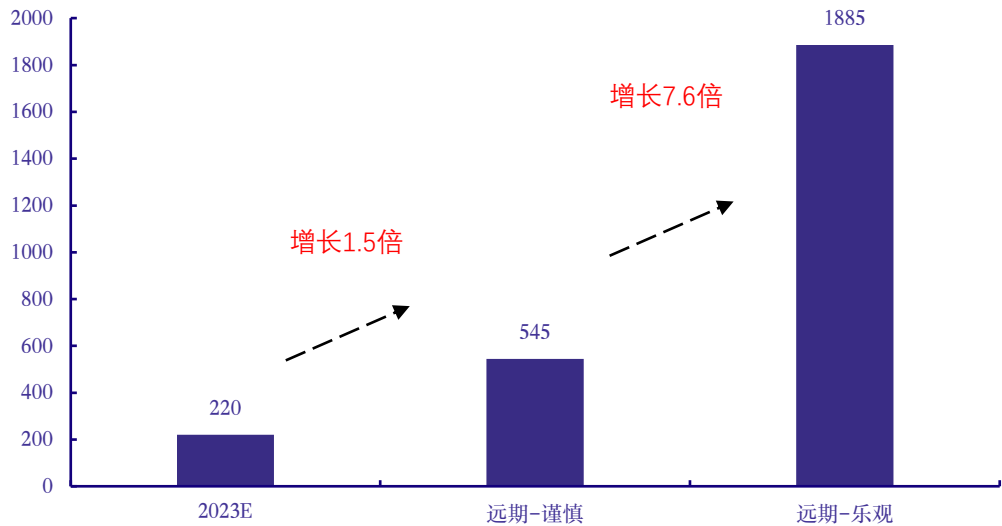
资料来源：天猫，三得利微信公众号，中国银河证券研究院

（三）空间：逐渐步入品类繁荣期，远期零售规模550亿元以上

23年中国大陆无糖茶行业出厂口径规模约130亿元以上，零售口径规模约220亿元，预计远期规模约550~1900亿元，对应增幅150%~760%，未来3年处于品类快速扩张阶段。

- 1) 考虑到目前茶叶已处于全球较高水平，谨慎假设下未来茶整体市场保持稳定，乐观假设下规模略增10%；
- 2) **茶叶持续饮料化**，茶饮料与现制茶饮逐渐替代低质茶包/散茶，对标日本与中国台湾，即饮茶+现制茶饮的占比从约60%提升至70%；
- 3) **茶饮料内部**，谨慎假设下，对标中国台湾现制茶饮为主流（占比50%），即饮茶占比20%；乐观假设下，现制茶饮保持目前水平（占比33%），即饮茶占比为37%；
- 4) **无糖茶占比提升**，对标中国台湾，谨慎假设无糖茶在即饮茶占比提升至50%；对标日本，则乐观假设占比为85%。

图：中国无糖茶销售额（亿元，终端零售口径）



资料来源：欧睿，沙利文，日本总务省，台湾制茶工业同业公会，中国银河证券研究院

图：中国无糖茶远期空间测算（终端零售口径）

品类	2022年	远期	
		谨慎	乐观
茶叶（亿元）	2269	1635	1798
占比	42%	30%	30%
现制茶饮（亿元）	1806	2725	1978
占比	33%	50%	33%
即饮茶（亿元）	1374	1090	2218
占比	25%	20%	37%
一无糖茶（亿元）	114	545	1885
占比	8%	50%	85%
整体（亿元）	5449	5449	5994
增幅	-	0	10%

资料来源：欧睿，沙利文，日本总务省，台湾制茶工业同业公会，中国银河证券研究院

（四）格局：双寡头与南北区域竞争，5元仍为主流价格带

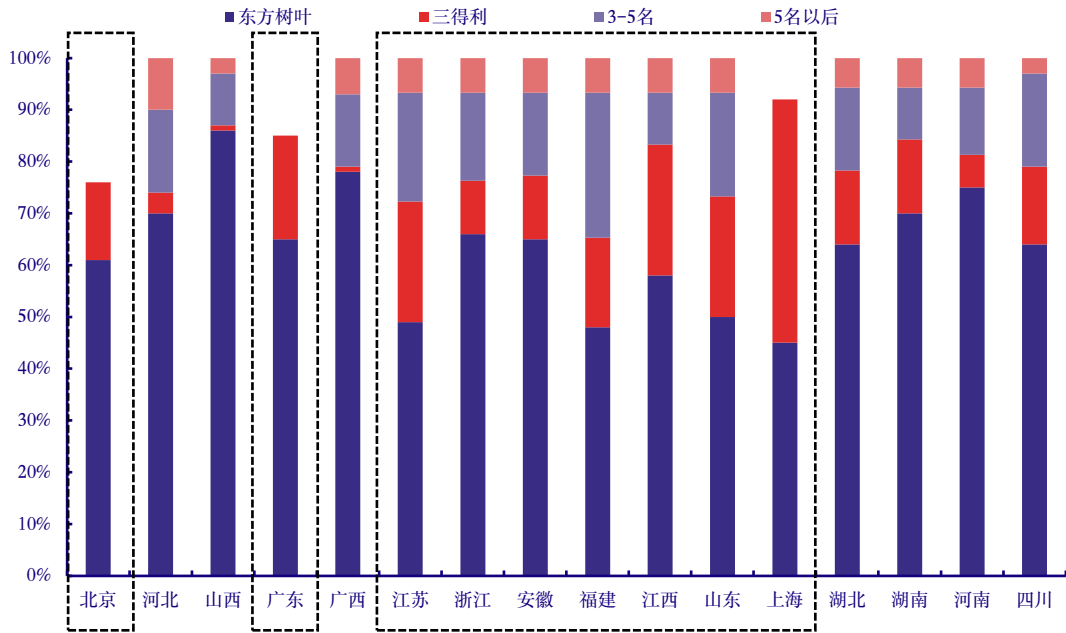
- 区域结构：双寡头格局下的南北竞争，东方树叶（全国）VS三得利（华东+广东+北京占优势）
- 价格带：5元及以上仍为主流，东方树叶、三得利基本贴近5元或在5元以上，东鹏乌龙茶、今麦郎（代糖）、康师傅（代糖）在4元附近
- 趋势：预计将逐渐形成一超多强的格局，在不同价格带培育多个大单品，包括1个百亿元级别的超级大单品，以及多个数十亿元级别的大单品。

图：中国大陆无糖茶饮料竞争格局（2023年，终端零售口径）

排名	公司名称
1	农夫山泉（东方树叶）
2	三得利
3	元气森林
CR3=86%	
4	康师傅
5	奈雪的茶
6	统一（茶里王）
7	可口可乐（淳茶舍）
8	果子熟了
9	茶小开
10	达亦多
CR3=98%	

资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图：无糖茶行业呈现南北区域竞争（2023年4月，终端零售口径）



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院
备注：虚线框内为三得利占一定优势的区域

(四) 格局：双寡头与南北区域竞争，5元仍为主流价格带

图：中国无糖茶饮料主要价格带

产品	价格 (元)	规格 (ml)	单价 (元/100ml)	茶多酚含量 (≥ Xmg/kg)	内容物	产品图
东方树叶	5	500	1	360	水、绿茶、维生素C、碳酸氢钠	
三得利乌龙茶	5	500	1	400	水、乌龙茶叶、维生素C、碳酸氢钠	
东鹏乌龙上茶	4	555	0.72	-	水、乌龙茶 (含特级水仙)、乌龙茶浓缩液、乌龙茶粉、维生素C、碳酸氢钠	
伊藤园绿茶	6	500	1.2	-	水、绿茶、维生素C、碳酸氢钠	
淳茶舍茉莉花茶	5	480	1.04	150	水、茉莉花茶茶叶、抗坏血酸钠、柠檬酸钾、碳酸氢钠	
茶里高山红茶	6.5	390	1.67	-	水、红茶、碳酸氢钠	

资料来源：天猫，中国银河证券研究院

- 东方树叶，卡位5元价格带，在渠道结构、网点数量等方面具备显著优势；
- 三得利乌龙茶，卡位5元价格带，偏现代渠道，传统渠道管理粗放，渠道价差较小。
- 东鹏乌龙茶，凭借性价比优势，高渠道利润，可在二线城市以上的传统渠道抢占三得利的市场，尤其是在华南、西南、华中等三得利较弱但东鹏较强的区域。

图：主要无糖茶品牌的渠道比较

品牌	网点数量	渠道结构	零售价 (元/瓶)	规格 (ml/瓶)
东方树叶	农夫山泉 240万家以上	全渠道	5~6	500
三得利	-	现代渠道为主	4.5~5.5	500

东鹏乌龙茶	东鹏饮料 330万家	目前铺传统渠道	4	555
-------	------------	---------	---	-----

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三、投资建议： 品类渗透率提升背景下关注不同价格带的扩张

（一）农夫山泉（未覆盖）：先发优势明显，尽享品类红利

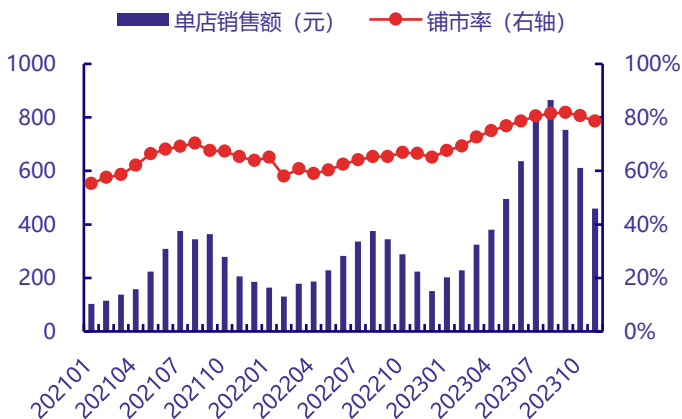
- **先发优势明显，渠道与品牌为基。**公司早在十余年前便前瞻性地布局无糖茶品类，并一直默默打磨产品力、塑造品牌价值与搭建渠道网络，目前在SKU数量、产品稳定性、渠道密度以及品牌知名度方面均形成了较强的竞争壁垒。
- **头部品牌地位稳固，尽享品类扩张红利。**1) 无糖茶相较于其他饮料拥有较强的口味粘性与品牌文化区隔，因此公司建立的竞争优势难以被同质化的产品所替代，但仍需要观察其他品牌是否能够通过品牌差异化、口味差异化以及性价比实现市场份额的侵蚀；2) 根据马上赢监测的终端网点数据，2023年8月旺季峰值，东方树叶铺市率约80%，单店销售额约865元，目前公司产品的渠道渗透率仍有一定提升空间，而随着更多口味与规格的推出，单店销售亦有望提升。综合以上二点，我们判断东方树叶未来仍有望分享无糖茶品类快速扩容的红利。

图：东方树叶无糖茶产品



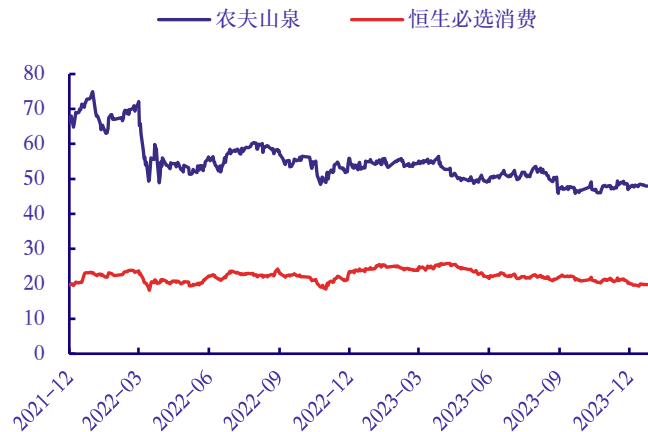
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图：农夫山泉无糖茶终端动销与铺市情况



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图：农夫山泉估值复盘（PE，TTM）



资料来源：中国银河证券研究院

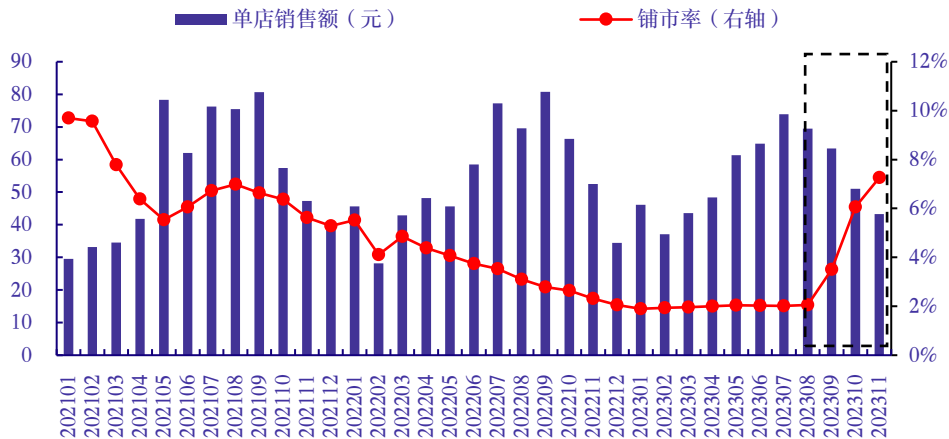
（二）东鹏饮料：布局性价比价格带，渠道复用能力较强

- 性价比优势叠加口味裂变，部分渠道存在品类复用性。1）东鹏乌龙茶终端定价4元/555ml，低于竞品东方树叶与三得利，并且康师傅宣布2023年11月1日起对即饮茶进行提价，有利于抬升整个行业价格带，对4-5元存量品牌的价格压制将有所减小。2）根据公司公告，24年将推出更多口味产品，通过口味裂变实现扩张；3）公司基本实现全国化布局，尤其是华南、华东、华中、西南的渠道优势明显，可在二三线市场进行快速铺货。总体来看，凭借性价比优势，高渠道利润，可在二线以上市场的传统渠道抢占三得利的市场，尤其是在华南、西南、华中等三得利较弱但东鹏较强的区域。
- 产品正处于新品导入期，关注2024年产品单店动销。公司23年9月推出产品并开始铺市，根据马上赢监测的终端网点数据，23年9-11月公司即饮茶正处于快速铺货阶段，但淡季情况下单店动销表现有待观察。考虑到饮料的季节性明显，我们更建议24年3-9月再进一步观察新品的单店动销，以验证产品成长为大单品的可能性。

图：东鹏无糖茶产品



图：东鹏无糖茶终端动销与铺市情况



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

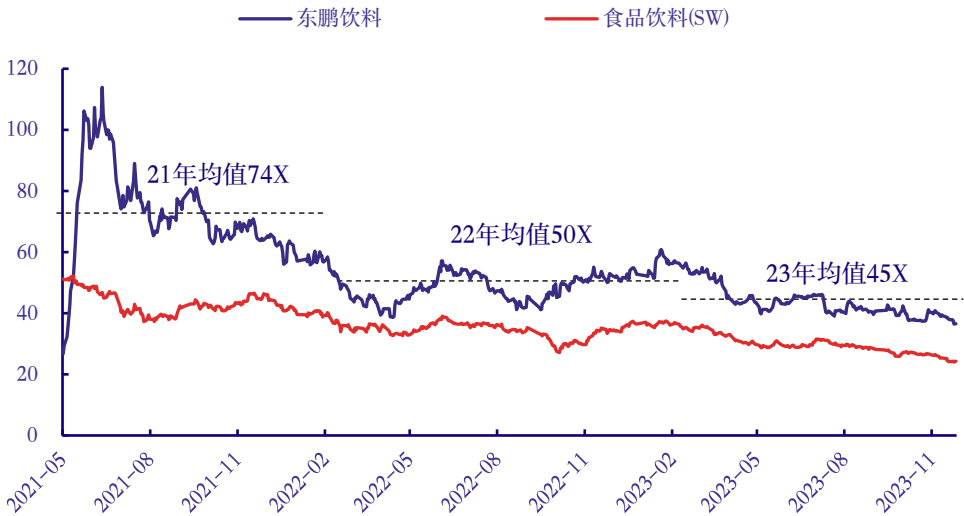
资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

（二）东鹏饮料：布局性价比价格带，渠道复用能力较强

投资建议：1）短期看，收入端，随着行业逐渐步入淡季，亚运会催化以及开学后校园等高势能网点将驱动自然动销仍保持较快增长，渠道库存水平良性，23Q4内部财年提前开启有望推动报表端延续高速增长；成本端，虽然白糖价格仍维持高位震荡态势，但PET瓶片价格同比下跌较多，叠加规模效应，公司成本压力整体可控。2）长期看，“大金瓶”：西南、北方市场产品需求验证成功，前期渠道组织架构逐渐搭建完毕，市场下沉空间仍充足，有望复制21年华东经验；新品：电解质水、无糖茶均有望构筑第二增长曲线，在消费分级时代迎来品类高景气度，不同于市场担心公司产品力，我们认为只要品类需求验证成功，渠道力将至饮料行业的最终胜负手。

预计2023~2025年归母净利润分别为20.3/26.3/33.1亿元，分别同比+40.7%/29.6%/26.1%，EPS分别为5.1/6.6/8.3元，根据2023年12月27日收盘价计算，PE分别为35/27/21X，考虑到公司全国化叠加新品培育，业绩的确定性与成长性较稀缺，维持“**推荐**”评级。

图：东鹏饮料估值复盘（PE，TTM）



图：东鹏饮料估值比较

公司	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
农夫山泉	66	52	44	37	32
养元饮品	17	19	14	13	11
香飘飘	31	29	23	17	14
李子园	41	32	20	16	14
平均值	39	33	25	21	18
东鹏饮料	61	49	35	27	21
估值溢价率	157%	148%	139%	130%	118%

资料来源：，中国银河证券研究院

25年PE根据银河预测的EPS计算，其余公司基于一致预期

风险提示

- **品类在下沉市场动销不及预期的风险：**目前无糖茶消费主要集中在偏高线城市，若下沉市场对产品的接受度较低，则品类空间或迎来阶段性增长瓶颈。
- **现制饮品加大促销力度后分散终端需求的的风险：**消费分级背景下，无糖茶相较于现制饮品具备较强的价格竞争力，但若现制饮品加大促销力度，或导致无糖茶需求被分流。
- **行业竞争加剧的风险：**随着越来越多的饮料公司布局无糖茶，行业可能会迎来阶段性的竞争加剧。



分析师：刘光意

分析师登记编码：S0130522070002

经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。



谢 谢!