

纵观头部茶饮品牌，为何看好蜜雪冰城的发展？

华西商社&海外团队	证券分析师：刘文正	SAC NO:S1120524120007
	许光辉	SAC NO:S1120523020002
	王璐	SAC NO:S1120523040001
	邓奕辰	SAC NO:S1120525020001

2025年2月27日

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

核心观点

◆ 野蛮生长后，如何看当前国内现制茶饮市场？

国内现制茶饮行业整体仍有可观的增长空间，呈现“总量增长、结构分化”的特征，其中下沉市场空间仍较大；据古茗招股书，2023年我国一线城市人均现制茶饮年消耗量为27杯，而二线及以下城市不到10杯。2025年喜茶暂停加盟申请，将坚持“不做低价内卷”，行业竞争或将迎来缓和拐点，回归产品、品牌和供应链等，头部品牌市占率有望进一步提升；据蜜雪冰城/古茗/沪上阿姨/茶百道招股书，2023年国内现制茶饮市场以GMV计的CR5达46.9%，其中蜜雪冰城以20.2%的市场份额位列第一，其次为古茗、茶百道、霸王茶姬（我们预计）、沪上阿姨。

◆ 纵观国内头部茶饮品牌，为何看好蜜雪冰城的发展？

1) 扎实内功：蜜雪冰城供应链体系规模最大、最完整、最纵深。采购端进一步延伸至上游，建立了合作种植基地；生产品类最全、规模最大，提供给加盟商的饮品食材超过60%为自产，其中核心饮品食材为100%自产；仓储物流网络覆盖广度和下沉深度最高，覆盖中国内地31个省份、自治区及直辖市，超过300个地级市、1700个县城和4900个乡镇。

2) 向下渗透：进一步下沉至乡镇市场。乡镇年轻人对品牌化、品质化饮品的需求在不断增长，而乡镇市场仍以传统“无牌”奶茶和自制饮品为主。蜜雪冰城凭借高质低价的产品定位，完美契合乡镇消费水平和需求；同时，蜜雪冰城凭借其品牌效应、低成本模型和供应链优势，有望快速抢占乡镇消费市场。

3) 向外延伸：海外市场和咖啡品牌成为新的增长曲线。蜜雪冰城是现制茶饮出海潮的领行者，已成为东南亚市场排名第一的现制茶饮品牌；截至2024年9月底，海外门店数达4786家，覆盖印尼、越南、马来西亚、泰国、菲律宾、柬埔寨、老挝、新加坡、澳大利亚、韩国、日本11个国家。咖啡品牌幸运咖延续蜜雪冰城打法，跻身国内现磨咖啡市场前五，全国门店超4000家。

◆ 风险提示：行业竞争加剧，门店下沉不及预期，海外市场政策、合规等相关风险，食品安全风险。

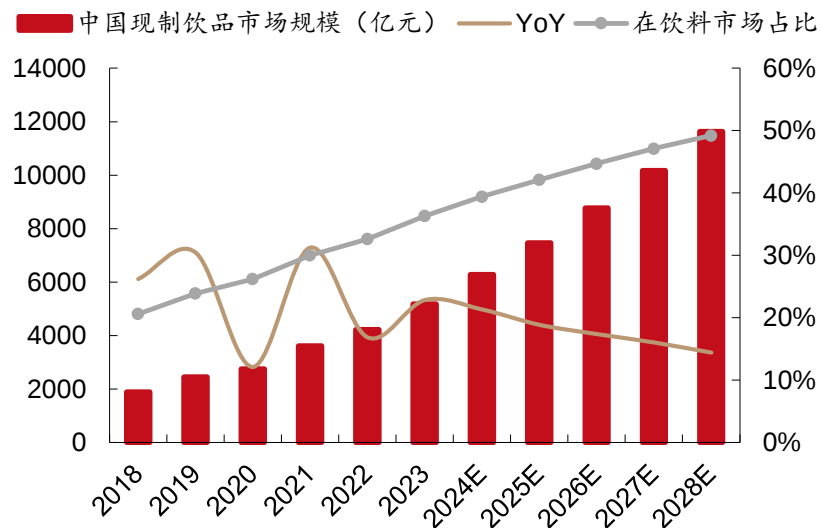
目录

- 01 茶饮行业：细分市场仍具潜力，行业竞争或将迎来缓和拐点
- 02 扎实内功：深耕供应链和数字化
- 03 向下渗透：进一步渗透至乡镇市场
- 04 向外延伸：海外市场+咖啡赛道，带来新的增长点
- 05 财务分析：业绩持续高增，盈利能力提升
- 06 风险提示

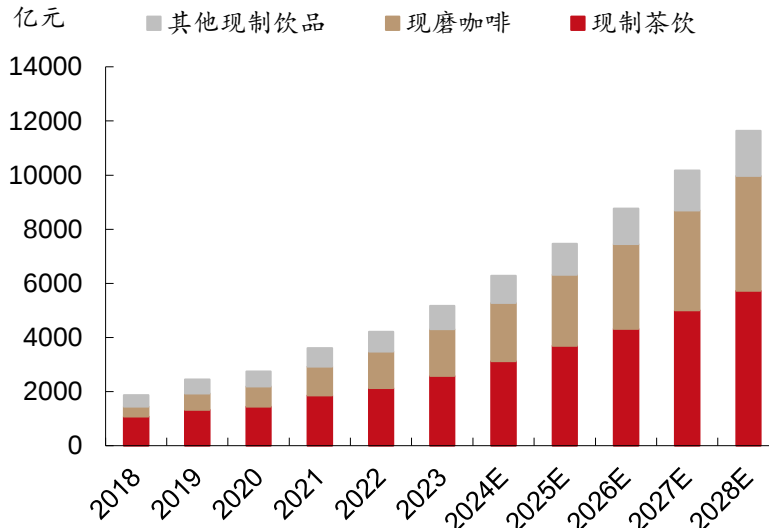
行业空间：国内现制茶饮千亿赛道

- 随着现制饮品平价化及获得方式便利化，我国现制饮品行业快速扩容。**相较于预包装饮料，现制饮品为消费者提供更新鲜的食材、更丰富的口感，以及定制化程度更高、互动性更强的消费体验。据蜜雪冰城招股书，近年来，我国现制饮品行业快速扩容，市场规模从2018年的1878亿元增长至2023年的5175亿元，CAGR+22%，占我国饮料市场比例从2018年的20.6%提升至2023年的36.3%；但相较于欧美等发达市场仍有较大提升空间，2023年，我国人均现制饮品年消费量为22杯，而美国/欧盟及英国/日本市场为323/306/172杯，随着现制饮品的平价化以及不断扩张的门店网络带来的便利性，我国现制饮品市场有望进一步增长。
- 其中，现制茶饮仍是最大的细分品类，2023年市场规模超2500亿元。**据蜜雪冰城招股书，2023年，我国现制茶饮/现磨咖啡/其他现制饮品市场规模分别为2585/1721/869亿元，在我国现制饮品市场占比50%/33%/17%，2018-2023年CAGR+19%/+36%/+15%；现制茶饮仍是最大的细分品类，而现磨咖啡则为增速最快的细分品类。

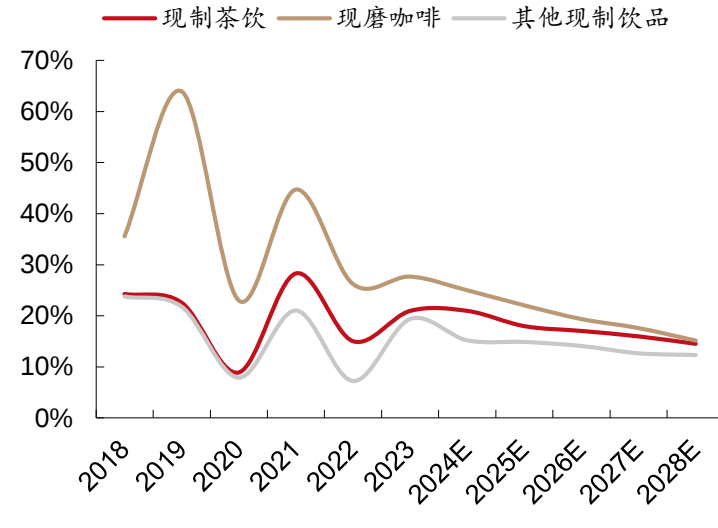
中国现制饮品市场规模及其在饮料市场占比



现制茶饮仍是中国现制饮品市场中最大的细分品类



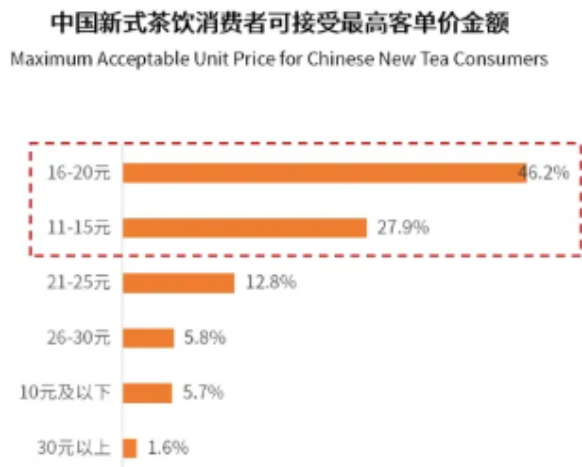
现磨咖啡是中国现制饮品市场中增速最快的细分品类



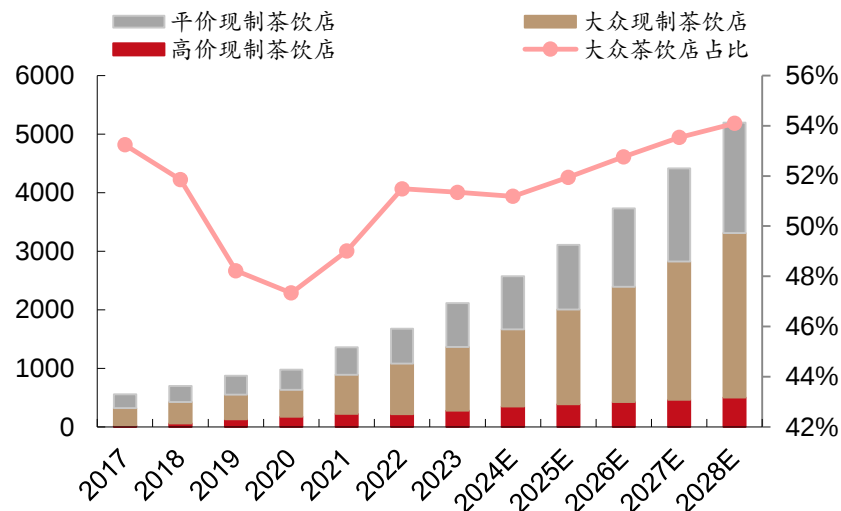
行业空间：整体增长斜率放缓，细分市场仍具潜力

- 从价格上来看，10-20元是主流价格区间。**随着消费观念理性化，现制茶饮行业加速向平价靠拢，据艾媒咨询数据，11-20元这一价格区间最受消费者接受；我们认为这一价格带也为品牌提供了更大的攻守空间，上可通过提供更优质的产品打入高价格带，下可借助平价产品形成质价比心智。据古茗招股书，2023年大众现制茶饮店（产品平均售价介于10-20元）市场占我国现制茶饮店市场比例达51%，预计2024-2028年我国大众现制茶饮店市场规模CAGR+21%，增长快于平价（产品平均售价不高于10元）和高价（产品平均售价不低于20元）现制茶饮店市场。
- 从渗透率上来看，下沉市场增长空间仍较大。**据古茗招股书，2023年我国一线城市人均现制茶饮年消耗量为27杯，而二线及以下城市不到10杯，下沉市场增长空间仍较大；2023年三线及以下城市现制茶饮店市场占我国现制茶饮店市场比例达45%，预计2024-2028年我国三线及以下城市市场规模CAGR+22%，增长快于一二线城市现制茶饮店市场。

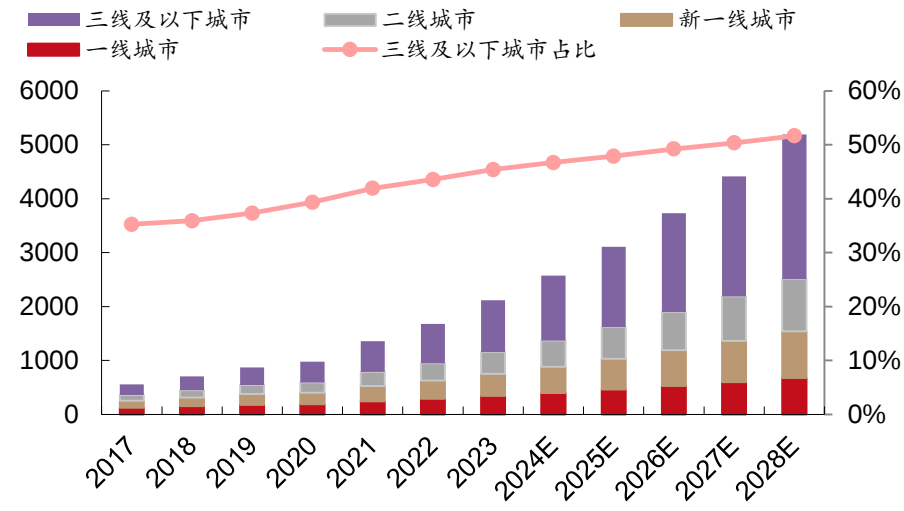
11-20元这个价格区间最受消费者接受



不同价格带下的我国现制茶饮店市场规模（亿元）



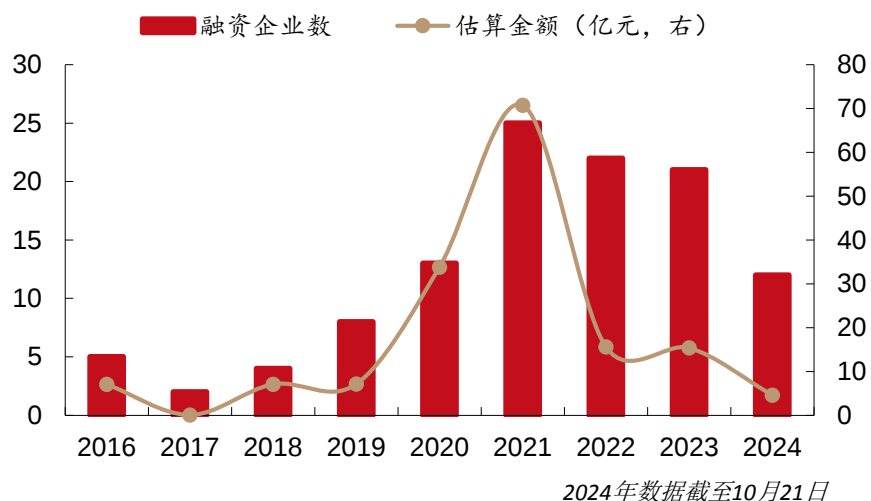
不同城市层级下的我国现制茶饮店市场规模（亿元）



行业竞争：资本加持+加盟助力，国内现制茶饮店快速扩张

- 近年来，在资本加持、跨界者涌入、加盟模式等因素下，国内现制茶饮店快速扩张，据窄门餐眼数据，截至2025年1月15日，全国现制茶饮门店总数超39万家。
- **资本持续加持**：据IT桔子数据，现制茶饮的融资浪潮可追溯到2016年，这一年头部现制茶饮品牌奈雪的茶和喜茶获得了首轮融资；2019年后现制茶饮融资逐渐火热，并于2021年达到高峰（25家现制茶饮品牌获得了融资，融资总额达70.7亿元）。近两年，随着现制茶饮市场竞争加剧，行业融资有所放缓，2024年截至10月21日，12家现制茶饮品牌获得新融资，融资总额约4.6亿元。
- **加盟模式助力**：蜜雪冰城、古茗、沪上阿姨、茶百道等大众/平价现制茶饮品牌大多以加盟模式为主，轻资产模式下门店网络快速扩张，据窄门餐眼数据，截至2025年2月12日，共有7个现制茶饮品牌门店数超5000家。喜茶和奈雪的茶分别于2022年11月、2023年7月开放加盟，开放加盟后展店显著提速，据窄门餐眼数据，2023-2024年喜茶新开店2392/1414家。

2016-2024年国内现制茶饮赛道的融资情况

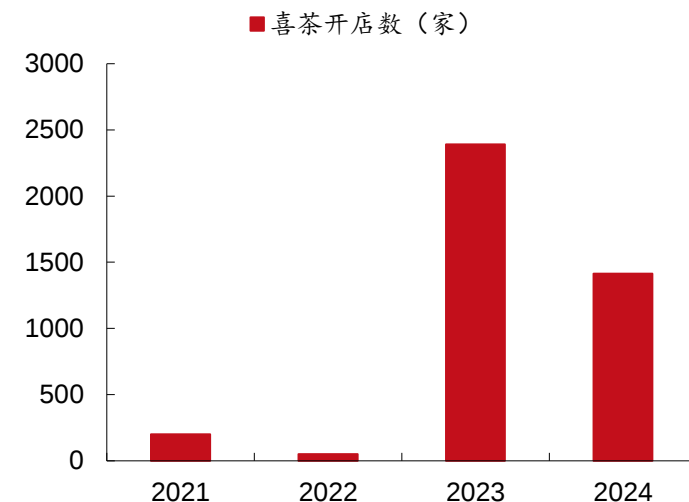


我国门店总数前十的现制茶饮品牌

	人均消费 (元)	现有门店 (家)
蜜雪冰城	7	33141
古茗	14	9749
沪上阿姨	13	8537
茶百道	13	8388
霸王茶姬	18	6306
甜啦啦	9	6060
益禾堂	10	5863
书亦烧仙草	12	4902
喜茶	17	4475
CoCo都可	13	3734

门店数截至2025年2月12日

2021-2024年喜茶的新开店数



行业竞争：市场竞争加剧，多方位“内卷”层出不穷

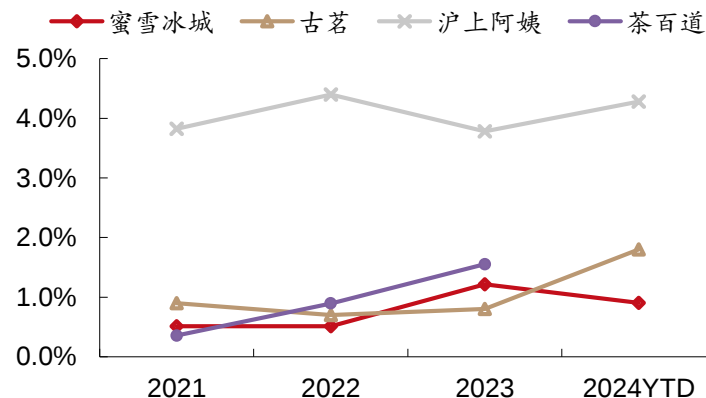
- 随着相关品牌/企业不断布局，现制茶饮市场竞争愈发激烈，市场从价格、到产品、再到营销等方面“内卷”不断加剧。
- 价格下降**：据餐宝典数据，2021-2024年，在监测的50多个茶饮品牌中，56%的品牌有不同程度的降价；其中，乐乐茶、奈雪的茶、喜茶三大品牌降幅最大，整体降幅均超过10元。
- 产品上新速度快**：据咖门数据，2023年12月-2024年11月，统计的38个茶饮品牌平均每个品牌年上新41.5款，平均每月上新3-4款产品。
- 联名营销频繁**：众多品牌通过与影视、动漫、游戏、艺术等领域的跨界合作，吸引不同圈层的客流，营销开支持续上升。

2021-2024年部分茶饮品牌客单价变化（元）

编号	品牌	价格变化	编号	品牌	价格变化	编号	品牌	价格变化
1	乐乐茶	-12.4	11	伏小桃	-2.2	21	TANING	-0.4
2	奈雪的茶	-10.7	12	苏闽鲜茶	-2.2	22	盾内小眷村	-0.3
3	喜茶	-10.4	13	快乐番薯	-1.4	23	桃园三章	-0.3
4	SEVENBUS	-3.7	14	茶百道	-1.3	24	娃哈哈	-0.2
5	YO!TEA有茶	-3.7	15	沪上阿姨	-1.2	25	古茗	-0.2
6	椿风	-3.5	16	书亦烧仙草	-1.1	26	林香柠	-0.1
7	大口九	-3.3	17	茶理宜世	-1.0	27	卡旺卡	-0.1
8	黑泷堂	-2.8	18	CoCo都可	-0.8	28	新时沏	-0.1
9	丘大叔柠檬茶	-2.5	19	霸王茶姬	-0.4	29	茶救星球	0.0
10	7分甜	-2.4	20	桂桂茶	-0.4	30	益禾堂	0.1

统计时间：2024年3月31日

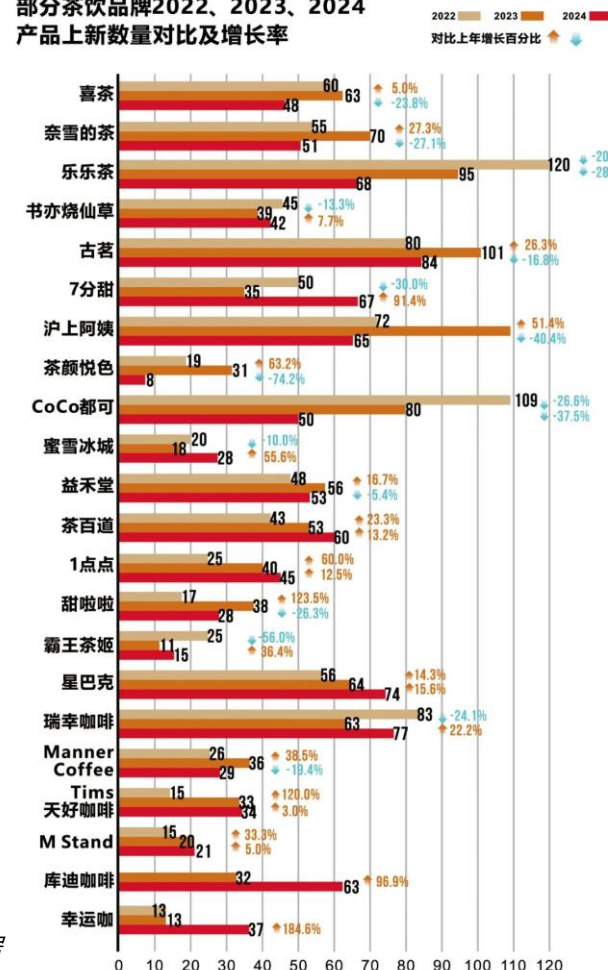
2021-2024年四大头部茶饮品牌营销费用率



2024 YTD：蜜雪冰城和古茗为前三季度数据，沪上阿姨为上半年数据

部分茶饮品牌2022-2024年产品上新数量

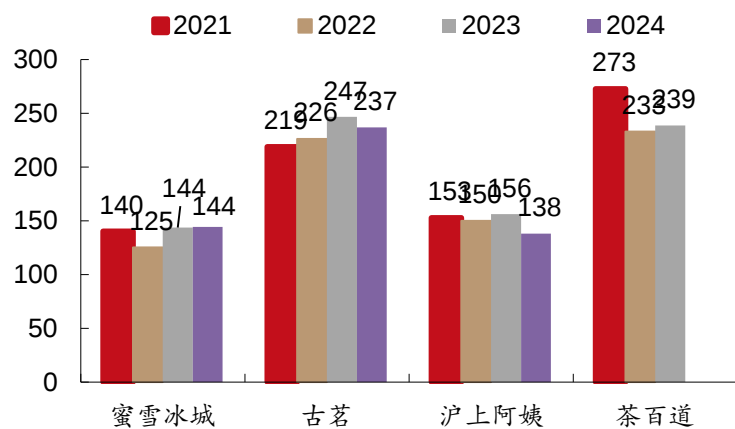
部分茶饮品牌2022、2023、2024
产品上新数量对比及增长率



行业竞争：内部出清进行时，头部品牌市占率有望进一步提升

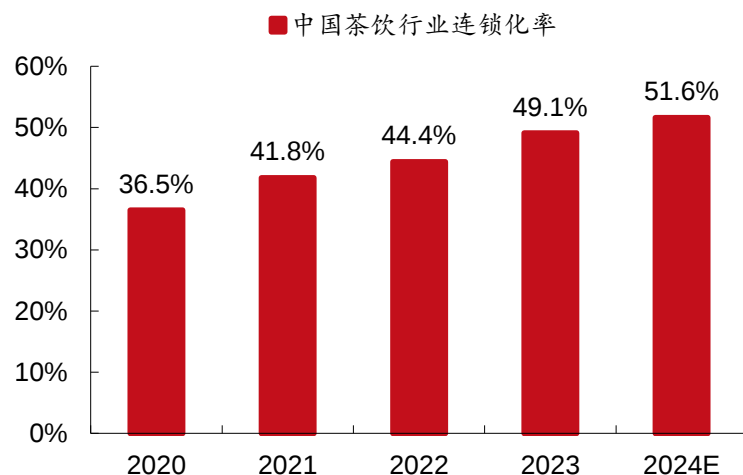
- 行业迈入出清阶段，连锁化率持续提升。**在门店的持续加密、激烈的价格战等因素影响下，现制茶饮单店GMV增长承压；据古茗、沪上阿姨招股书，2024年前三季度，古茗单店GMV同比-4%，2024年沪上阿姨单店GMV预计同比-12%（按2024H1 GMV线型外推全年）。同时，在收入端增长乏力、营销开支较高等因素影响下，门店利润空间不断被压缩，行业加速出清；据窄门餐眼数据，截至2025年1月15日的近一年内，全国“奶茶饮品”约新开店11万家、关店15万家、净关店4万家。据餐宝典援引的美团数据，国内茶饮行业连锁化率从2020年的36.5%持续提升至2023年的49.1%，并预计2024年将达51.6%，独立茶饮店的生存空间将进一步被压缩。
- 头部梯队已形成，且市场有望进一步向头部集中。**国内现制茶饮市场集中度较高，据蜜雪冰城/古茗/沪上阿姨/茶百道招股书，2023年我国现制茶饮市场以GMV计的CR5达46.9%，其中蜜雪冰城以20.2%的市场份额位列第一，其次为古茗、茶百道、霸王茶姬（我们预计）、沪上阿姨。当前头部品牌门店仍保持扩张态势，我们认为头部品牌凭借自身的品牌优势、运营能力和市场策略等，市场份额有望进一步提升。

2021-2024年部分茶饮品牌单店GMV变化（万元）

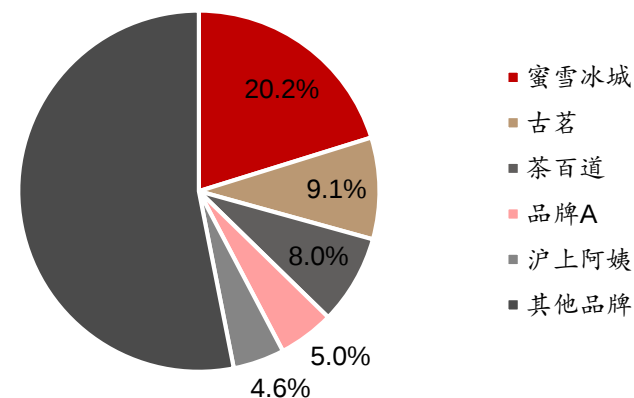


注：蜜雪冰城、古茗和沪上阿姨2024年单店GMV分别由其2024年前三季度/2024年上半年单店GMV线型外推

2020-2024年国内茶饮行业连锁化率变化



2023年国内现制茶饮品牌市场份额（以GMV计）



行业展望：价格战有望缓和，构建自身护城河为发展要义

- 喜茶暂停加盟申请，行业竞争或将迎来缓和拐点。**据界面新闻，2025年2月10日，喜茶宣布暂停接受事业合伙申请，2025年喜茶将坚持“不做低价内卷”，不玩“数字游戏”，拒绝门店规模内卷。我们认为现制茶饮行业当前的竞争属于低质“内卷”，产品、营销同质化严重，难以培养消费者对品牌的忠诚度，也为企业的经营管理带来挑战；打破当下低质竞争，需要从自身产品、品牌定位出发，打造独特的品牌认知形象。同时，国内现制茶饮行业已经从初期快速扩张的跑马圈地阶段过渡到精耕细作的新阶段，企业需要通过提升供应链效率、运营效率等方式构建自身护城河。
- 展望未来，我们认为现制茶饮品牌有三大发展方向：**一是通过资本运作实现规模化升级（尤其是潜力较大的下沉市场），目前奈雪的茶、茶百道、古茗已成功上市，蜜雪冰城、沪上阿姨正冲击上市，据IT桔子，茉莉奶白、邓氏阿嬷手作等品牌也在近一年内获得新融资；二是通过供应链和数字化建设等提升运营效率，夯实发展根基；三是通过探索增量市场开辟第二增长曲线，如布局多品类及海外市场等。

近一年内获得新融资的现制茶饮品牌

时间	公司名称	轮次	金额	投资方
2024. 10. 9	茉莉奶白	A轮	近亿元	阿里本地生活服务领投
2024. 10. 8	唐饮	天使轮	7000万元	深圳龙智创投中心
2024. 8. 2	茶山颂	天使轮	-	-
2024. 7. 23	田百亿餐饮	天使轮	1000万元	山东华鹏控股
2024. 5. 17	南京金盈	A轮	2000万元	香港金英祥有限公司
2024. 4. 18	豆斯基DOUSKI	天使轮	-	知化数标股份资本
2024. 4. 7	邓氏阿嬷手作	Pre-A轮	5000万元	年年有余领投
2024. 3. 6	茉蓝山	天使轮	-	明日资本
2024. 2. 29	茶韵东来	天使轮	数百万元	金天秤控股、玖胜投资
2024. 2. 17	一代茶师	A轮	3000万元	-
2024. 2. 14	沪上阿姨	C轮	1.215亿元	金鼎资本、瀚晖资本、海融科技
2024. 1. 17	盖是茶	A轮	5000万元	-

资料来源：界面新闻，IT桔子，餐饮老板内参，

目录

01 茶饮行业：细分市场仍具潜力，行业竞争或将迎来缓和拐点

02 扎实内功：深耕供应链和数字化

03 向下渗透：进一步渗透至乡镇市场

04 向外延伸：海外市场+咖啡赛道，带来新的增长点

05 财务分析：业绩持续高增，盈利能力提升

06 风险提示

扎实内功：蜜雪冰城供应链体系规模最大、最完整、最纵深

- 品牌力决定茶饮品牌的高度，供应链体系决定茶饮品牌的宽度。近年来，各现制茶饮品牌正努力通过升级供应链不断完善自身的护城河。对比四大头部现制茶饮品牌现有的供应链体系：1) 蜜雪冰城供应链体系规模最大、最完整、最纵深，2) 古茗冷链仓储及物流基础设施行业领先，密集的门店网络显著加强仓储及物流效率。
- **采购端**：茶百道对头部供应商依赖度相对较高，2023年前五大供应商采购额占比达36.6%；蜜雪冰城进一步延伸至上游，建立了合作种植基地，从源头确保农产品的稳定供应。
- **生产端**：蜜雪冰城生产品类最全，包括糖、奶、茶、咖、果、粮、料在内的7大类食材以及包材和设备，古茗主要生产茶、果汁，茶百道主要生产包材、茶，沪上阿姨主要生产珍珠、芋圆、芋泥及茶；同时，蜜雪冰城生产规模最大，提供给加盟商的饮品食材超过60%为自产，其中核心饮品食材为100%自产。
- **仓储物流端**：蜜雪冰城仓储体系行业内最大，且为自主运营；物流体系通过与本地化配送服务机构合作，实现配送网络覆盖中国内地31个省份、自治区及直辖市，超过300个地级市、1700个县城和4900个乡镇，覆盖广度和下沉深度最高。古茗拥有最大的冷链仓储及物流基础设施，包括能支持各种温度范围的超过6万立方米的冷库库容，以及自有的配备专门设备、可实现高效优质冷链配送的362辆运输车；同时，古茗密集的门店网络可显著加强仓储及物流效率，76%以上门店位于仓库周围150公里以内。



扎实内功：蜜雪冰城供应链体系规模最大、最完整、最纵深

四大头部茶饮品牌供应链对比

		蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨
	前五大供应商采购额占比	18.3% (24Q1-Q3)	18.8% (24Q1-Q3)	36.6% (23年)	15.1% (24H1)
采购	上游布局	在四川省、重庆市等地区合作种植基地，截至24年9月底，与合作种植基地相关的供应商超过120家			
生产	生产基地	在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有五大生产基地，总面积约79万平方米，年综合产能达约165万吨	运营三个加工厂（两个位于杭州、一个位于广西）+浙江诸暨工厂待正式投入运营	位于成都的森冕工厂，总面积约1.11万平方米；位于福州晋安区的原叶茶生产基地(24年5月正式投产)	海盐工厂，总面积逾1万平方米
	生产品类	七大类食材，包括糖、奶、茶、咖、果、粮、料，以及包材和设备	茶叶拼配、混合果汁	包装材料、茶叶	若干食材，主要包括珍珠、芋圆、芋泥及茶叶
	自产比例	提供给加盟商的饮品食材超过60%为自产，其中核心饮品食材为100%自产	24Q1-Q3，向加盟商提供的原料中约13%（按销售量计）经公司加工厂处理	2023年，向门店供应的包材中有26.7%（按销售额计）由森冕工厂供应	
仓储	运营模式	自主运营	自主运营	自营+第三方	自营+第三方
	基础设施	27个仓库，总面积达约35万平方米	22个仓库，总面积约22万平方米，包括能支持各种温度范围的超过6万立方米的冷库库容	自主运营的6个仓库+向第三方租赁并由公司共同管理的15个仓库，总面积约8万平方米	12个大仓储物流基地+4个设备仓库+8个新鲜农产品仓库+16个前置冷链仓库，其中3个大仓储物流基地及所有前置冷链仓库由独立第三方运营
物流	运营模式	第三方合作	自有+第三方合作	第三方合作	第三方合作
	基础设施	截至24年9月底，于中国内地有约40家本地化配送服务机构	截至24年9月底，直接拥有并运营362辆运输车辆，且车辆配备专门的设备，可实现高效优质冷链配送；2023年，第三方车辆占每月车辆部署的37%-	一支大约300辆归属且来自第三方移动服务提供商的多温运输车辆组成的车队	
	配送网络	截至24年9月底，覆盖中国内地31个省份、自治区及直辖市，超过300个地级市、1700个县城和4900个乡镇			
	配送时效	截至24年9月底，在中国内地逾90%的县级行政区划实现12小时内触达	截至24年9月底，向约97%的门店提供两日一配的冷链配送服务	截至24年6月底，约90%的门店下单次日达，约97%的门店每周获得两次或以上的配送服务	截至24年6月底，每周将新鲜食材送达门店2-3次
	配送质量	截至24年9月底，在中国内地约97%以上的门店实现了冷链物流覆盖			

资料来源：各公司招股书，茶百道2024年中报，

更多免费行业报告

并购家

www.ipoiipo.cn

扎实内功：蜜雪冰城数字化系统建设较为完善

- **数字化系统为茶饮企业有效管理不断扩的业务规模奠定了坚实的基础。**近年来，茶饮企业不断将数字化能力建设融入到全业务流程中，以数字化工具实现对包括采购、生产、物流等在内的供应链各个环节的高效控制，通过数字化系统及工具优化门店选址，强化全渠道用户营销，并实现智慧门店管理，从而持续加强管理能力并提升效率。
- **门店层面：**通过操作程序数字化、标准化及自动化，提高门店的运营效率及提升产品和服务质量。古茗在门店配备8款专有智能设备（如专利泡茶机），沪上阿姨在门店采用智能奶茶机。
- **加盟商层面：**通过数字化加盟商系统，高效管理和监督加盟商。如蜜雪冰城的“蜜管家”“蜜雪通”，古茗的“门店宝”，沪上阿姨门店助手等。
- **消费者层面：**借助小程序、接入第三方外卖平台等线上渠道，积累第一手的消费者洞察。
- **供应链层面：**蜜雪冰城的智能化工厂拥有60多条智能化生产线，同时，采用数字化系统管理供应链，覆盖包括采购、生产、物流及存货管理等主要环节，提高运营效率，保障高效交付。

四大头部茶饮品牌数字化建设情况对比

	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨
门店层面		配备8款专有智能设备，如专利泡茶机		智能奶茶机
加盟商层面	“蜜管家”系统、“蜜雪通”APP	“门店宝”系统，线上管理系统包括招聘、选址、全面培训、以及门店的巡访和检查等一些功能	数字化运营系统，如大数据选址系统	沪上阿姨门店助手，智能选址系统、数字化监督系统
消费者层面	小程序、APP、第三方外卖平台等线上渠道	小程序、第三方外卖平台等线上渠道	小程序、第三方外卖平台等线上渠道	小程序、第三方外卖平台等线上渠道
供应链层面	智能工厂，拥有60多条智能化生产线；采用数字化系统管理供应链，覆盖包括采购、生产、物流及存货管理等主要环节	在供应链的采购、仓储、物流等方面应用数字化	供应链管理系统主要包括订单管理、仓储管理及运输管理、供应商关系管理	原料全程追踪系统

目录

- 01 茶饮行业：细分市场仍具潜力，行业竞争或将迎来缓和拐点
- 02 扎实内功：深耕供应链和数字化
- 03 向下渗透：进一步渗透至乡镇市场
- 04 向外延伸：海外市场+咖啡赛道，带来新的增长点
- 05 财务分析：业绩持续高增，盈利能力提升
- 06 风险提示

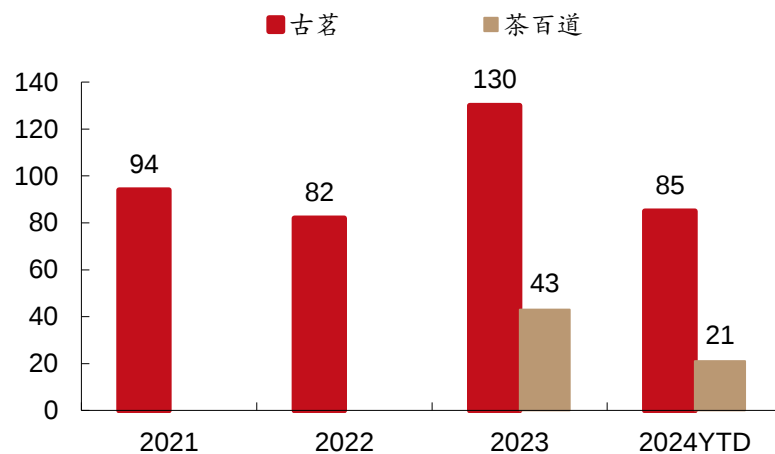
向下渗透：产品策略差异化，蜜雪冰城以大单品策略为主

- 对于品牌方来说，开店仍是当前增长的主要驱动力之一；前五大现制茶饮品牌开店均以加盟模式为主，对于加盟商来说，品牌及产品力、初期投入、品牌方扶持力度、回本周期等都是决策的重要依据。
- 产品定位及策略的差异化：**1) 蜜雪冰城、霸王茶姬为大单品策略：蜜雪冰城产品极具性价比，核心产品价格通常为2-8元，同时，据蜜雪冰城招股书，2024年前三季度，蜜雪冰城前五大畅销常青款产品（冰鲜柠檬水、新鲜冰淇淋、珍珠奶茶、蜜桃四季春、满杯百香果）占总出杯量的约41.2%。霸王茶姬产品定位高质健康，以原叶鲜奶茶为主打，据《霸王茶姬2024会友报告》，经典产品伯牙绝弦累计销售突破6亿杯。2) 古茗、沪上阿姨注重产品推新：古茗、茶百道、沪上阿姨的果茶、奶茶等产品分布较为均衡，定位上有所重叠，更注重产品推新。据各公司招股书，2021-2024年前三季度，古茗推出94/82/130/85款新品，沪上阿姨亦均推出超过100款新品；研发投入上，2023年，蜜雪冰城/古茗/茶百道/沪上阿姨研发费用率为0.4%/2.6%/0.3%/1.4%，古茗和沪上阿姨研发费用率显著高于蜜雪冰城和茶百道。

前五大茶饮品牌主要产品类别

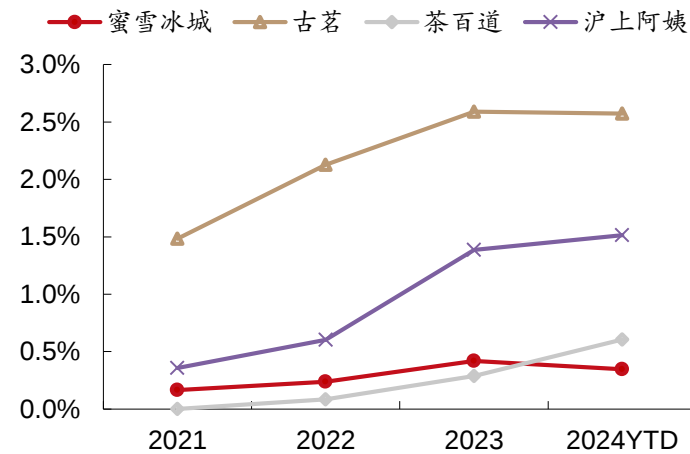
品牌	产品类别
蜜雪冰城	奶茶、果茶、轻乳茶、咖啡、芝士奶盖、纯茶、冰淇淋等
古茗	奶茶、果茶、芝士茶、咖啡、原叶鲜奶茶、纯茶等
茶百道	奶茶、果茶、果蔬茶、酸奶昔、纯茶、原叶鲜奶茶等
霸王茶姬	原叶鲜奶茶、果茶、纯茶等
沪上阿姨	果茶、果蔬茶、奶茶、轻乳茶、纯茶、咖啡、酸奶昔等

古茗和茶百道产品上新情况



2024 YTD：蜜雪冰城和古茗为前三季度数据，沪上阿姨为上半年数据

近年来各茶饮企业研发费用率



向下渗透：打造“雪王”超级IP，品牌形象深入人心

- 两条路径打造出蜜雪冰城和霸王茶姬的独特品牌认知：**
1）借助品牌IP实现品牌实体化，与消费者进一步建立情感连结：蜜雪冰城于2018年推出“雪王”IP，并通过围绕“雪王”形象持续推出优质的视听内容，如主题曲、短剧、动画片等，培养了参与度和互动性很高的消费者和粉丝社区，最终将“雪王”打造成一个超级IP。茶百道和沪上阿姨也分别于2023年和2024年推出全新的IP形象“茶茶”和“猎豹女士”。
2）围绕独特的品牌定位展开清晰的营销，从而加深品牌区隔度：霸王茶姬定位新中式国风茶饮品牌，将东方茶与现代健康理念深度结合。一方面，与故宫博物馆、中国国家地理等知名文化IP联手，围绕非遗、戏剧、诗词和茶文化等领域进行营销，让传统文化沉淀为品牌资产；另一方面，在行业内首创产品身份证、热量计算器，率先试行“营养选择标识”和“低GI标识”，公开展示产品热量值和营养成分，强化产品的健康形象。
- 据各公司招股书及《霸王茶姬2024会友报告》，蜜雪冰城/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨注册会员数达315（24Q3末）/135（24Q3末）/114（24Q2末）/178（24年末）/98（24Q2末）百万名。

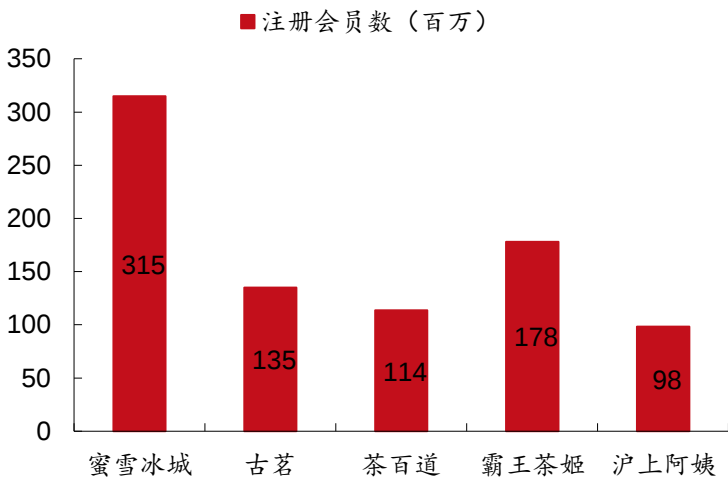
部分茶饮品牌的IP形象

	蜜雪冰城	茶百道	沪上阿姨
推出时间	2018年	2023年	2024年
IP形象	雪王 	茶茶 	猎豹女士 
IP营销	持续推出优质的视听内容，如主题曲、短剧、动画片等	设计并推出表情包等一些列虚拟形象	

霸王茶姬首创产品身份证、率先试行营养选择标识



前五大茶饮品牌注册会员数



注：蜜雪冰城、古茗数据截至24Q3末，茶百道、沪上阿姨数据截至24Q2末，霸王茶姬数据截至2024年末

资料来源：各公司招股书，茶百道2024年中报，
 究所

向下渗透：蜜雪冰城初始投资低于其他品牌

- 从初始投资来看，蜜雪冰城 < 沪上阿姨 < 茶百道 < 古茗 < 霸王茶姬。其中，设备费和装修费是占比最大的两项投入，蜜雪冰城这两项费用均显著低于其他品牌；而沪上阿姨由于免除了7项前期费用，所需投资金额也较低。从经营过程中的持续收费来看，蜜雪冰城按年收取固定费用，古茗、茶百道、霸王茶姬和沪上阿姨则按采购金额或营业额收取浮动费用（茶百道部分区域按年收取固定费用）。

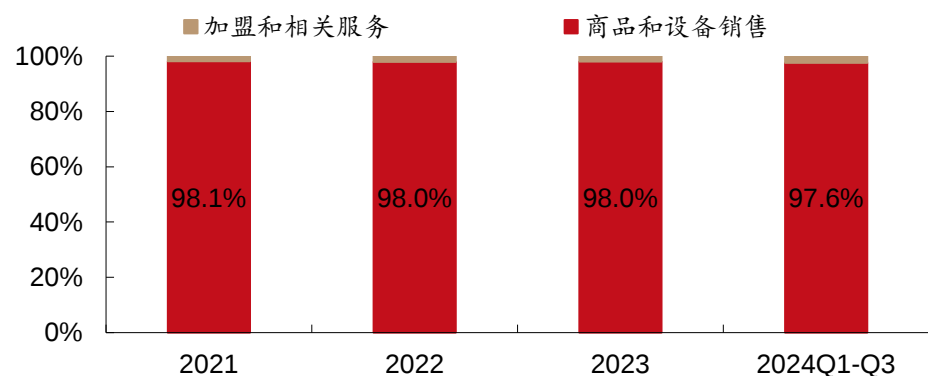
前五大茶饮品牌加盟政策对比

	蜜雪冰城	古茗	茶百道	霸王茶姬	沪上阿姨
前期投资	21-22万元	44-46万元（若采用分期支付为33-35万元）	34万元起（若考虑加盟费等首年0费用则为25万元起）	53万元以上	27-29万元
加盟费	省会城市1.1万元/年，地级城市9000元/年，线级城市7000元/年	1.88万元（三年单店授权）	3万元	1.98万元+1.5万元/年品牌使用费	4.98万元
设备费用	7万元	18万元	12万元	16万元	9万元起
装修费用	6万元	10万元	10万元	15万以上	10万元（我们假设）
培训服务费	2000元/年	2.5万元	2万元	3000元（按6人计算）+在线学习账号费500元	
开业综合服务费	4800元/年	6.3万元	4万元+外卖平台管理服务2000元/年及运营管理工具服务费1000元/年	5万元+设计费5000元+信息系统服务费7000元/年	
首次配货费用	5万元	2-4万元	2万元起	10万元	3-5万元
保证金	2万元	3万元	1万元	2万元	5000元
优惠政策		其中，1.88万元加盟费、3万元运营服务费、2.5万元培训服务费、2.5万元开店服务费可分期支付，首年0费用）	其中，3万元加盟费、2万元培训服务费、4万元开业综合服务费首年0费用）	还有其他服务费（以各省市实际情况为准）未计入	管理费、培训费、首次设计费、营销费、选址费、开业服务费、外卖运营费7项费用全免
持续支付的支持服务费		按月支付500元/店+门店采购总额的15%-20%的浮动金额	营业额满6万元/月按照1%收取，部分区域按固定费用1万元/年收取	按月支付实收营业额的3%	按采购金额的约17.6%厘定，在下达采购订单时支付

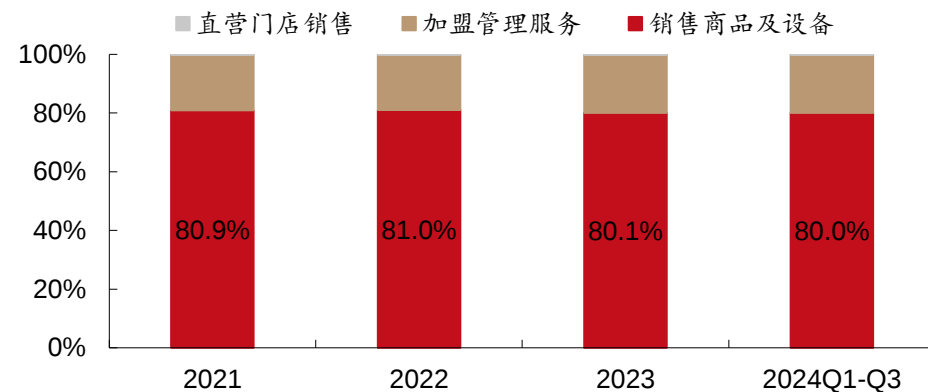
向下渗透：蜜雪冰城来自加盟相关服务的收入占比最小

- 从各品牌方收入结构来看，蜜雪冰城来自加盟相关服务的收入占比最小：蜜雪冰城“加盟和相关服务”收入占比稳定在2%-3%左右，古茗“加盟管理服务”收入占比稳定在19%-20%左右，茶百道“特许权使用费及加盟费”收入占比稳定在4%-5%左右，沪上阿姨“加盟服务”收入占比稳定在16%-19%左右。

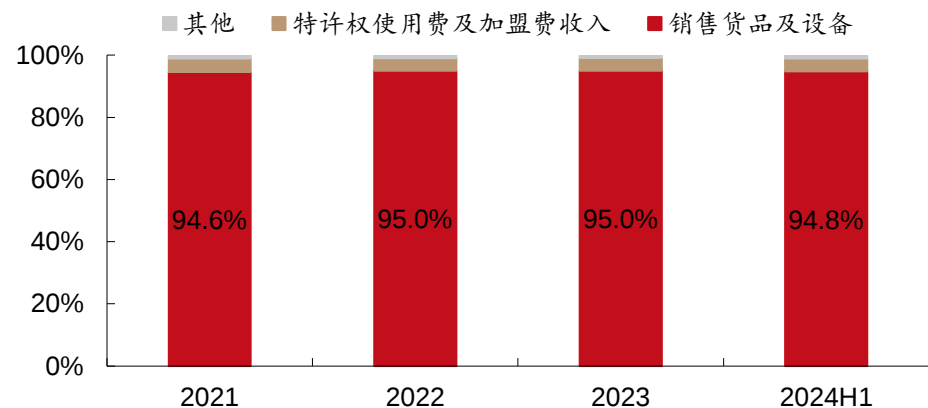
2021-2024年前三季度，蜜雪冰城收入结构



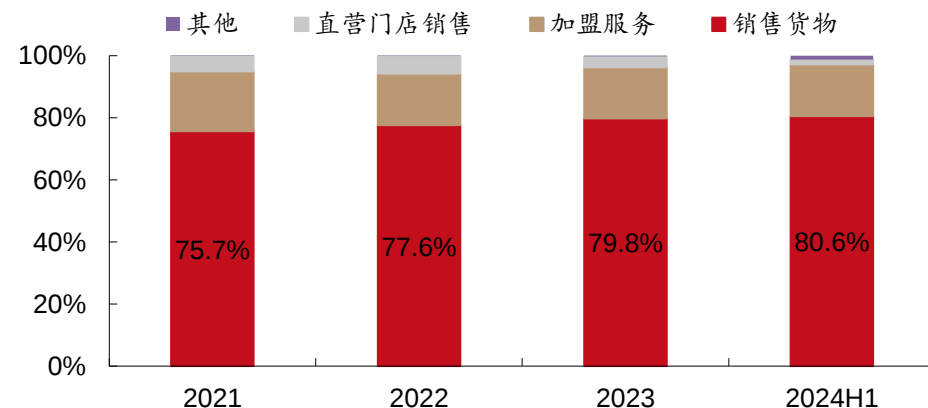
2021-2024年前三季度，古茗收入结构



2021-2024H1，茶百道收入结构



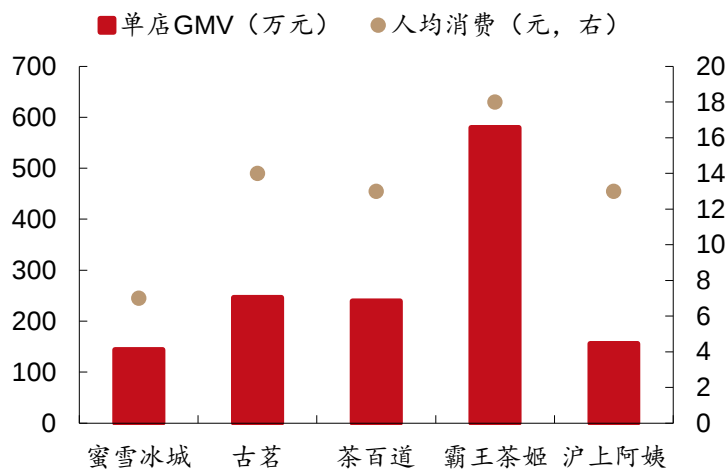
2021-2024H1，沪上阿姨收入结构



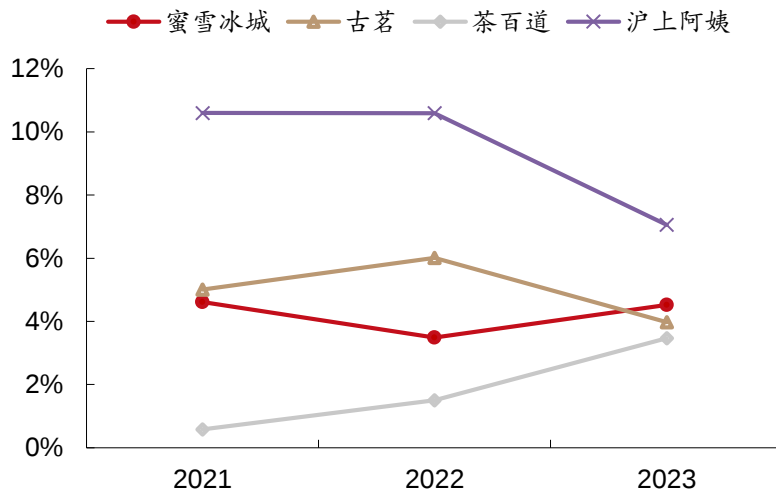
向下渗透：极致低价下蜜雪冰城单店GMV相对较低，闭店率和加盟商流失率亦较低

- **从单店GMV来看，霸王茶姬 > 古茗 > 茶百道 > 沪上阿姨 > 蜜雪冰城。**据各公司招股书、21世纪经济报道援引的霸王茶姬创始人公开发言，2023年，蜜雪冰城/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨单店GMV达144/246/239/580/156万元。其中，蜜雪冰城由于产品定价更低，单店GMV低于其他品牌；而霸王茶姬由于产品定价相对较高、品牌力较强以及门店密度相对较低，单店GMV显著高于其他品牌。
- **从闭店率和加盟商流失率来看，蜜雪冰城较为稳定且相对较低。**据各公司招股书，2023年，蜜雪冰城/古茗/茶百道/沪上阿姨闭店率为4.5%/4.0%/3.5%/7.1%，加盟商流失率为8.3%/14.2%/12.3%/12.6%。其中，蜜雪冰城闭店率和加盟商流失率相对较低，且近年来较为稳定；茶百道闭店率和加盟商流失率在2021-2022年期间显著低于其他品牌，但2023年出现明显上升。

2023年前五大茶饮品牌单店GMV及人均消费

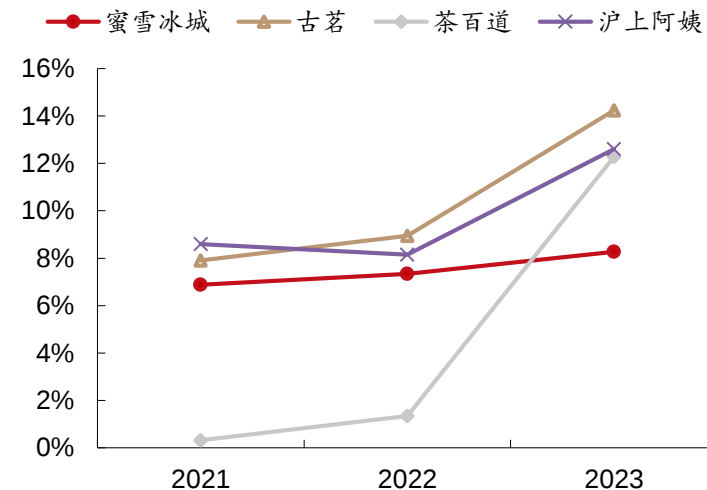


近年来四大茶饮品牌闭店率



注：当期闭店率=当期关闭加盟店数量/期初加盟店数量

近年来四大茶饮品牌加盟商流失率

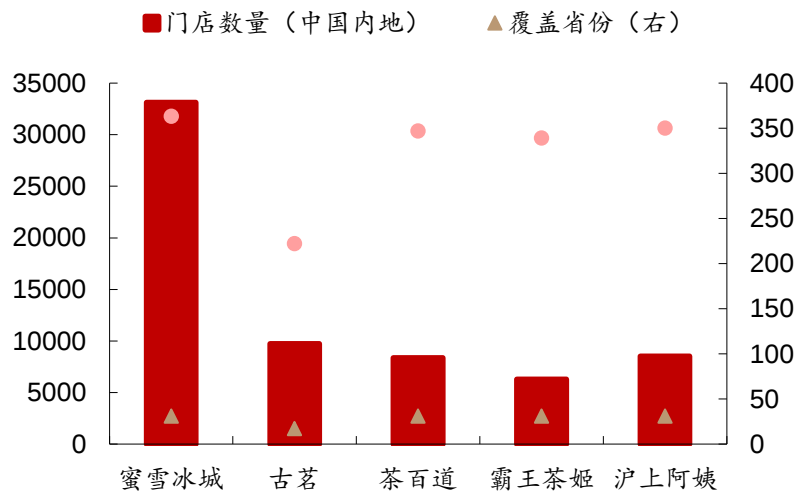


注：当期加盟商流失率=当期退出加盟商数量/期初加盟商数量

向下渗透：蜜雪冰城有望进一步渗透至更下沉的乡镇市场

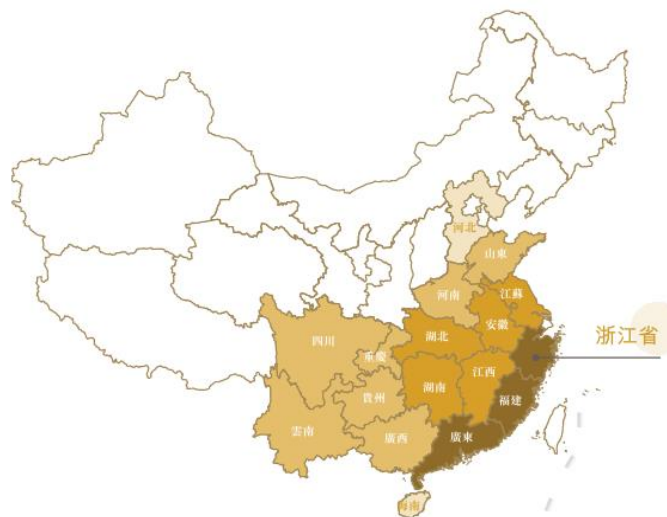
- 对比前五大现制茶饮品牌在中国内地的门店布局现状：1) 蜜雪冰城门店数量遥遥领先；2) 古茗因其独特的门店扩张策略仍有较多空白市场待进入；3) 霸王茶姬、茶百道下沉市场门店占比相对较低，仍有进一步加密空间。
- 据窄门餐眼，截至2025年2月12日，蜜雪冰城/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨在中国内地的门店数量分别达33131/9749/8387/6305/8537家；其中，蜜雪冰城、茶百道、霸王茶姬、沪上阿姨门店已覆盖全国31个省市，古茗已覆盖17个省份。门店扩张上，古茗采用独特的地域加密策略，战略性选择目标省份进行扩张，并优先将资源集中于建设覆盖该省份各线城市的密集门店网络，然后持续于临近省份复制地域加密策略。
- 前五大茶饮品牌均实现各线级城市的全覆盖，而正如前文所述，下沉市场仍具较大的增长空间，蜜雪冰城/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨在三线及以下城市的门店占比分别达56.8%/51.1%/43.2%/39.4%/51.2%。

前五大茶饮品牌门店数量及覆盖省份和城市

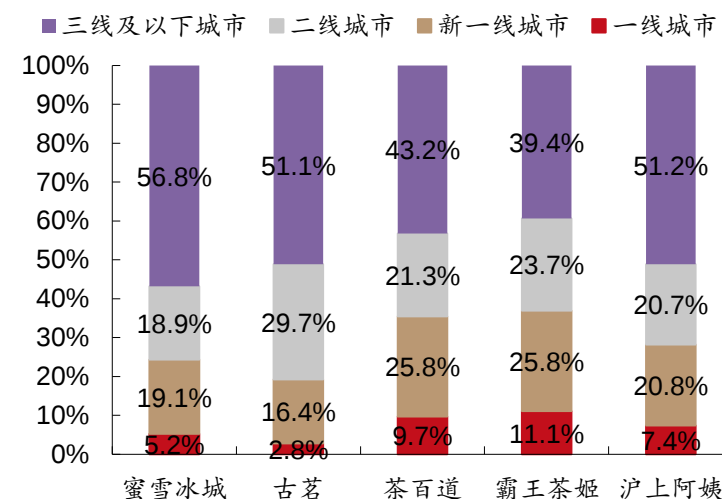


注：数据截至2025年2月12日

古茗门店网络分布 (截至2024Q3末)



前五大茶饮品牌按城市线级划分的门店分布



注：数据截至2025年2月12日

向下渗透：蜜雪冰城有望进一步渗透至更下沉的乡镇市场

- 据蜜雪合作中心公众号，蜜雪冰城自2024年12月16日对开店政策进行调整，倡导加盟商提前关注以下重点方向，做好开店策略：
 - 1) 深耕已开发商圈，减少门店异地管理成本，在商圈内打造门店运营护城河，提升自身竞争力。
 - 2) 关注景区、院校、新商场、交通枢纽、厂区等空白市场开发，合理布局点位，抢占发展先机。
 - 3) 挖掘下沉市场，对经济发展相对较好的空白乡镇进行开发，服务更多消费者。

- 乡镇年轻人对品牌化、品质化饮品的需求在不断增长，而乡镇市场仍以传统“无牌”奶茶和自制饮品为主。蜜雪冰城凭借高质低价的产品定位，完美契合乡镇消费水平和需求；蜜雪冰城凭借其品牌效应、低成本模型和供应链优势，能够快速抢占乡镇消费市场。

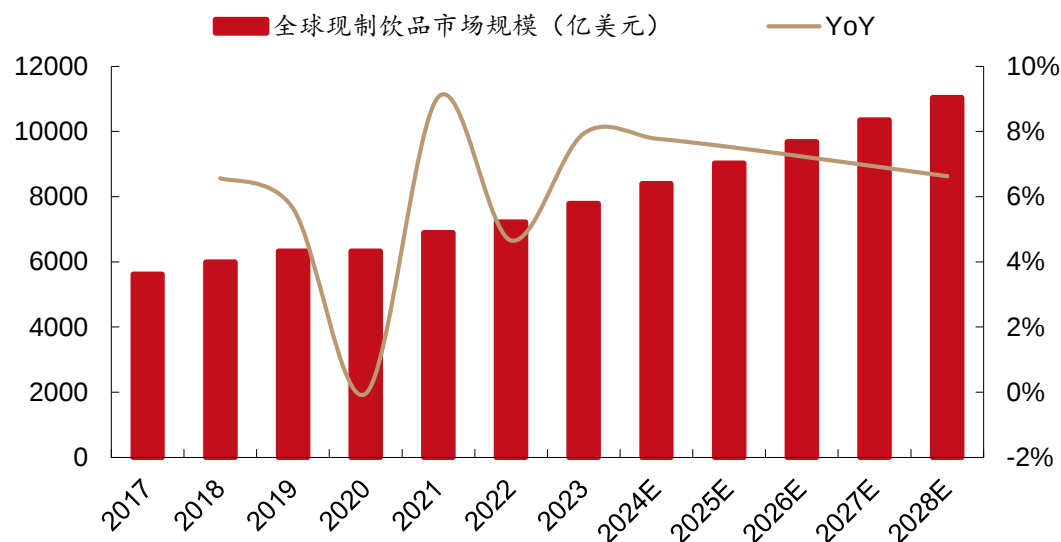
目录

- 01 茶饮行业：细分市场仍具潜力，行业竞争或将迎来缓和拐点
- 02 扎实内功：深耕供应链和数字化
- 03 向下渗透：进一步渗透至乡镇市场
- 04 向外延伸：海外市场+咖啡赛道，带来新的增长点
- 05 财务分析：业绩持续高增，盈利能力提升
- 06 风险提示

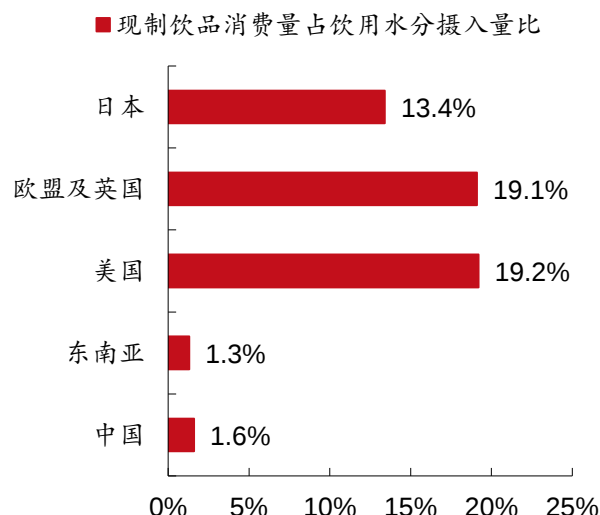
向外延伸：角逐海外蓝海市场，寻找新的增长点

- 随着现制茶饮在国内迈入“万店时代”，现制茶饮品牌开始将目光转向海外，在海外市场开辟第二战场，寻找新的增长点。
- 全球现制饮品市场规模超7000亿美元，呈现稳步增长态势。**据蜜雪冰城招股书，全球现制饮品市场规模（以终端零售额计）从2018年的5989亿美元增长至2023年的7791亿美元，CAGR+5.4%。
- 其中，中国和东南亚现制饮品渗透率仍较低，行业增长空间大。**据蜜雪冰城招股书，2023年，中国和东南亚的现制饮品消费量在饮用水分摄入总量中的占比均不足2%，显著低于欧美及日本等发达市场；中国和东南亚的人均现制饮品年消费量分别为22/16杯，亦显著低于欧美及日本等发达市场。

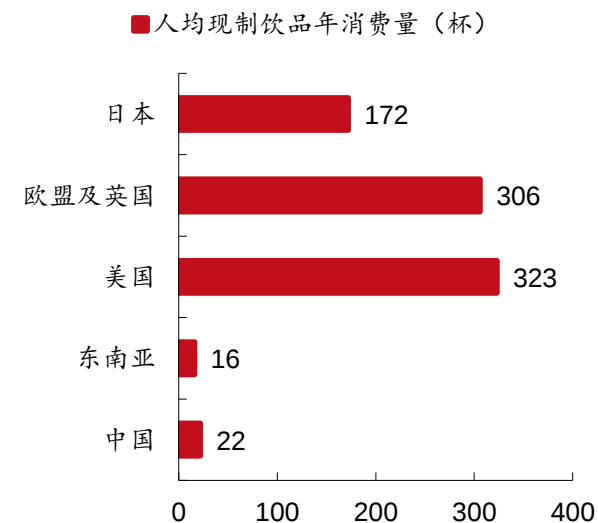
全球现制饮品市场规模及增速



2023年部分国家和地区现制饮品消费量占饮用水分摄入量比



2023年部分国家和地区人均现制饮品年消费量



向外延伸：天时地利人和，东南亚市场为出海首选

- 自2018年蜜雪冰城、喜茶等打响出海第一枪，越来越多的茶饮品牌加入海外征程。其中，东南亚市场成为众多品牌的首选战场：

 - **天时**：东南亚大部分国家地处热带，炎热的气候决定了当地饮品需求大；
 - **地利**：东南亚与中国地理位置相近，供应链触达更便利，物流运转周期较短、成本较低，也更便于管理与建立合作；
 - **人和**：一方面，东南亚人口基数较大且年轻消费群体众多，加上经济水平不断增长，对新鲜事物接受程度较高；另一方面，东南亚地区不仅华人较多，且饮食习惯和口味偏好与国内较为接近，茶饮品牌进入当地市场产生水土不服的概率较小。

□

近年来，东南亚现制茶饮市场规模快速增长。据蜜雪冰城招股书，东南亚现制饮品市场规模从2018年的94亿美元增长至2023年的201亿美元，CAGR+16.4%；其中，现制茶饮市场规模从2018年的26亿美元增长至2023年的63亿美元，CAGR+19.4%。

□

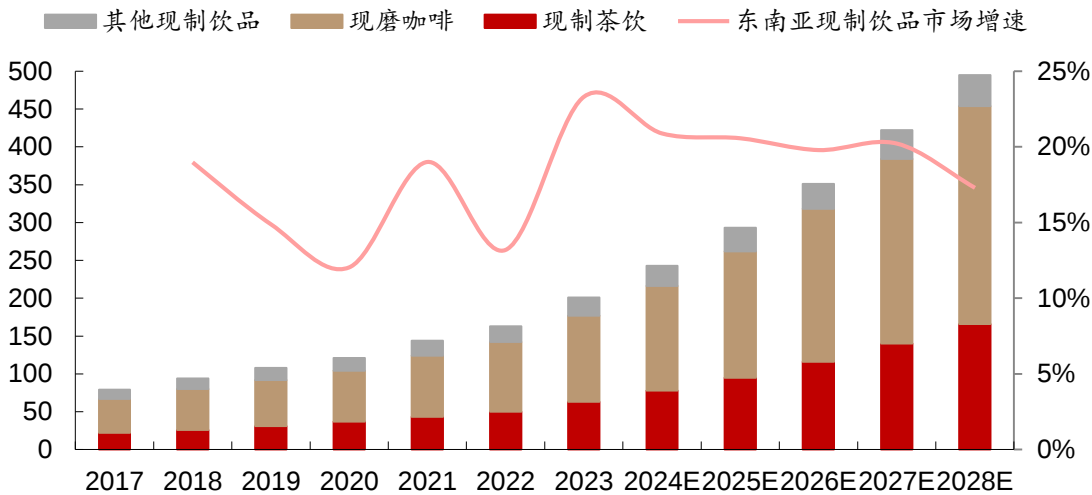
除了具备天然优势的东南亚市场，日韩、欧美市场也是各茶饮品牌在逐步尝试的市场。

部分茶饮品牌的出海进程及覆盖区域

品牌	出海时间	海外门店	覆盖国家及地区
蜜雪冰城	2018年	4786家	印尼、 越南 、马来西亚、泰国、菲律宾、柬埔寨、老挝、新加坡、澳大利亚、韩国、日本
喜茶	2018年	70+家	新加坡 、英国、澳大利亚、加拿大、马来西亚、美国、韩国
霸王茶姬	2019年	130+家	马来西亚 、新加坡、泰国
茶百道	2024年	14家	韩国 、泰国、澳大利亚、马来西亚、西班牙
沪上阿姨	2024年	1家	马来西亚

注：标红的为出海首站；蜜雪冰城门店数截至2024年9月底，喜茶、霸王茶姬门店数据截至2024年，茶百道门店数据截至2025年2月，沪上阿姨数据截至2024年6月底

东南亚现制茶饮市场规模及增速

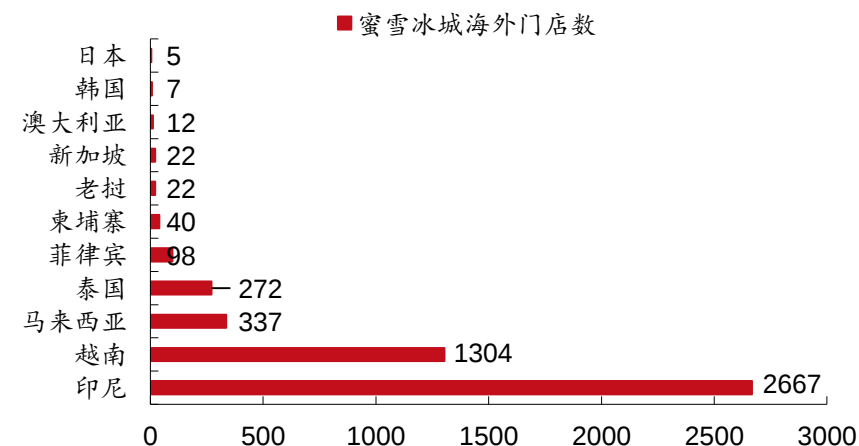


资料来源：各公司招股书，第一财经，茶姬茶饮

向外延伸：蜜雪冰城出海进程领先，已成为东南亚市场排名第一的现制茶饮品牌

- **蜜雪冰城是新茶饮出海潮的领行者，已成为东南亚市场排名第一的现制茶饮品牌。**据公司招股书，截至2024年9月底，蜜雪冰城海外门店数达4786家，覆盖印尼、越南、马来西亚、泰国、菲律宾、柬埔寨、老挝、新加坡、澳大利亚、韩国、日本11个国家；其中，印尼和越南市场门店分别达2667/1304家，合计占海外门店总数的83%。据公司招股书援引的灼识咨询报告，按照截至2023年底的门店数量及2023年的饮品出杯量计，蜜雪冰城已成为东南亚市场排名第一的现制茶饮品牌。
- **出海历程：**据《中国企业家》、印尼企业通报道，2018年9月，蜜雪冰城首家海外门店落地越南；2020年3月，进入印尼市场，借助低价和产品本土化策略，迅速赢得当地消费者喜爱；2022年1月起，海外拓展加速，陆续进入东南亚多国和澳大利亚、日本、韩国。
- **低价+产品本土化：**以印尼市场为例，据印尼企业通报道，蛋筒冰淇淋定价为8千印尼盾（约3.8元人民币），珍珠奶茶等产品价格均在2万印尼盾（约10元人民币）以内；同时，考虑到印尼消费者偏爱甜度较高的饮品，蜜雪冰城提高了饮品的甜度，并推出了香茅、凤梨等当地人喜爱的口味较重的水果茶。
- **供应链本土化：**据公司招股书，截至2024年9月底，蜜雪冰城在东南亚的4个国家建立了本土化的仓储体系，包括共计约6.9万平方米的7个自主运营的仓库，配送网络覆盖了4个海外国家的超560个城市。此外，蜜雪冰城计划在东南亚建立一个多功能供应链中心。

蜜雪冰城海外门店布局（截至24年9月底）



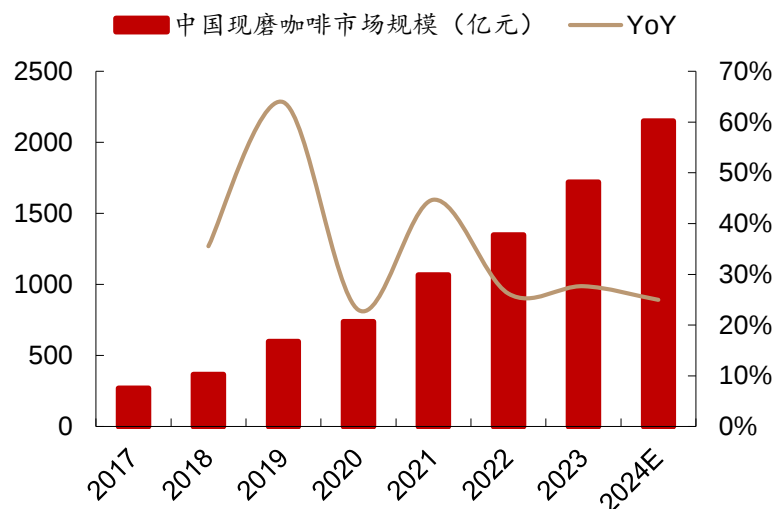
印尼的蜜雪冰城菜单



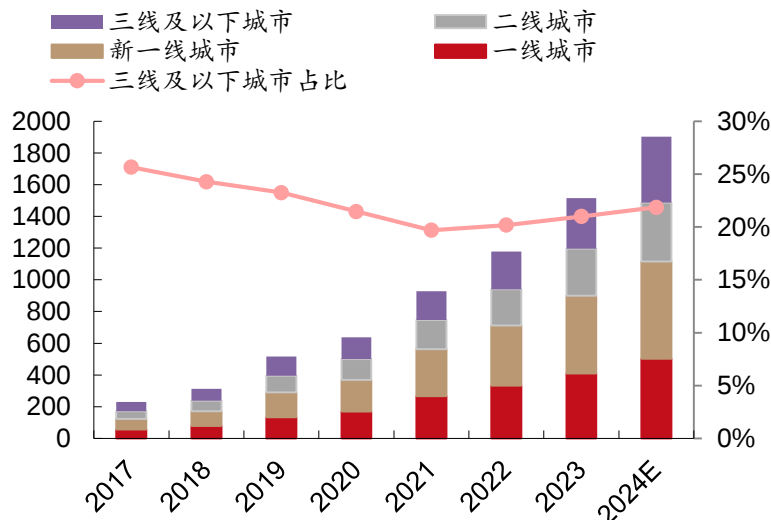
向外延伸：加注咖啡赛道，寻找新的增长曲线

- 除了探索海外新市场，现制茶饮品牌也尝试在国内市场寻找一条新的增长曲线，比如加注咖啡赛道。我们认为茶饮品牌做咖啡有着天然的优势——可以通过共享供应链实现快速布局。
- 国内现磨咖啡赛道仍在高速增长，下沉市场空间仍较广。**据蜜雪冰城招股书，国内现磨咖啡市场规模从2018年的366亿元增长至2023年的1721亿元，CAGR+36.3%，呈高速增长态势；分城市层级来看，2023年，三线及以下城市现磨咖啡店市场占比仅21%，仍有进一步渗透空间。
- 据红餐网报道，**茶饮品牌拓展咖啡业务的形式主要有三种**：1) 投资或收购咖啡品牌，如奈雪的茶投资了AOKKA咖啡、怪兽困了等，喜茶投资过seesaw，并收购了喜鹊咖；2) 在茶饮门店增设咖啡产品线，如古茗、CoCo都可等；3) 孵化新的咖啡品牌，如蜜雪冰城、沪上阿姨、茶百道、茶颜悦色等。

中国现磨咖啡市场规模及增速



分城市层级的中国现磨咖啡店市场规模 (亿元)



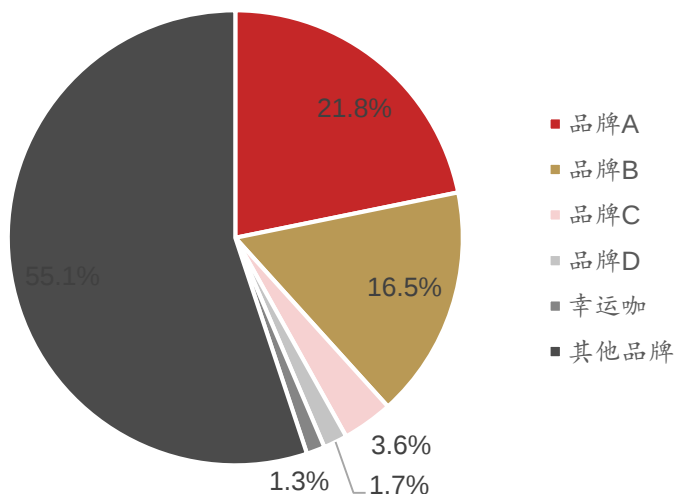
部分茶饮品牌孵化的咖啡品牌情况

茶饮品牌	旗下咖啡品牌	创立时间	门店数
蜜雪冰城	幸运咖	2017年	4000+
沪上阿姨	沪咖	2022年	2000+
茶颜悦色	鸯央咖啡	2022年	100+
7分甜	轻醒咖啡	2022年	20+
甜啦啦	卡小逗	2022年	10+
茶百道	咖灰	2023年	1

向外：延续蜜雪冰城打法，幸运咖跻身国内现磨咖啡市场前五

- **幸运咖全国门店超4000家，跻身国内现磨咖啡市场前五。**幸运咖创立于2017年，据蜜雪冰城公共事务部负责人、副总裁白砥在咖门2025万有饮力年度大会上的分享，2024年底幸运咖全国门店已经突破4000家，其中河南门店突破1000家；据蜜雪冰城招股书，2023年，国内现磨咖啡市场以终端零售额计的前五大品牌合计市场份额达44.9%，其中幸运咖位列第五，市场份额为1.3%。
- **品牌定位：**幸运咖延续了蜜雪冰城的平价路线，核心产品售价维持在5-10元，走“农村包围城市”路线，深入县城和乡镇市场；2024年6月6日，幸运咖启动“66幸运季”，推出“全场6块6”活动，进一步降低现磨咖啡的消费门槛。
- **供应链协同：**幸运咖和蜜雪冰城的供应链逐渐贯通，共享采购、研发资源以及仓储物流体系，从而降低原料成本、缩短配送时间等。

2023年中国现磨咖啡品牌市场份额（按终端零售额计）



幸运咖概况



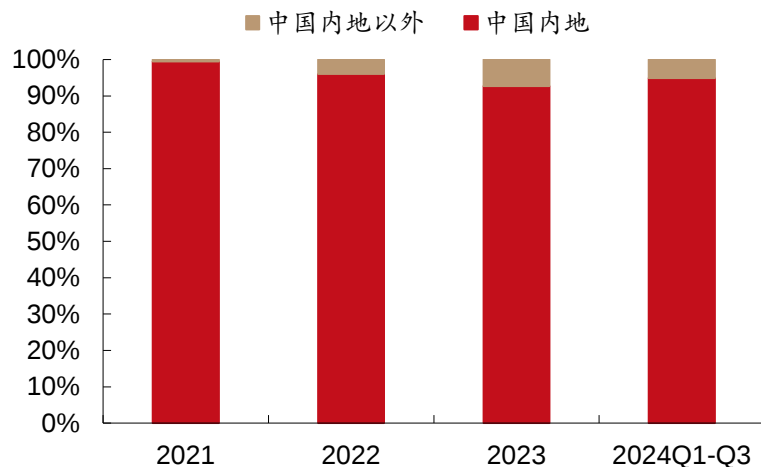
目录

- 01 茶饮行业：细分市场仍具潜力，行业竞争或将迎来缓和拐点
- 02 扎实内功：深耕供应链和数字化
- 03 向下渗透：进一步渗透至乡镇市场
- 04 向外延伸：海外市场+咖啡赛道，带来新的增长点
- 05 财务分析：业绩持续高增，盈利能力提升
- 06 风险提示

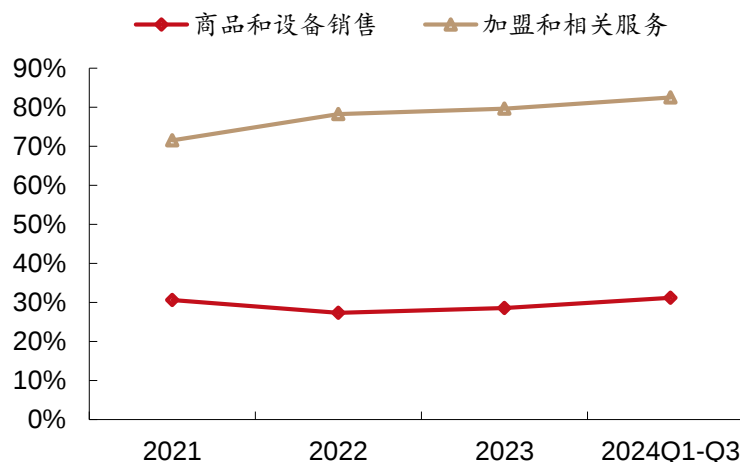
财务分析：业绩持续高增，盈利能力提升

- 随着门店网络的不断扩大，蜜雪集团收入保持高速增长。2021-2023年，蜜雪集团收入CAGR+40.1%。2024年前三季度，蜜雪集团实现收入186.60亿元/+21.2%，全球门店总数净增7737家；其中，95%的收入来自中国内地，98%的收入来自商品和设备销售。
- 毛利率和管理费用率持续优化，带动净利率提升。2021-2023年，蜜雪集团净利润CAGR+29.1%。2024年前三季度，蜜雪集团实现净利润34.91亿元/+42.3%，净利率从2022年的14.8%提升至2024年前三季度的18.7%，主要系毛利率从2022年的28.3%提升至2024年前三季度的32.4%，管理费用率从2022年的3.7%下降至2024年前三季度的2.3%。

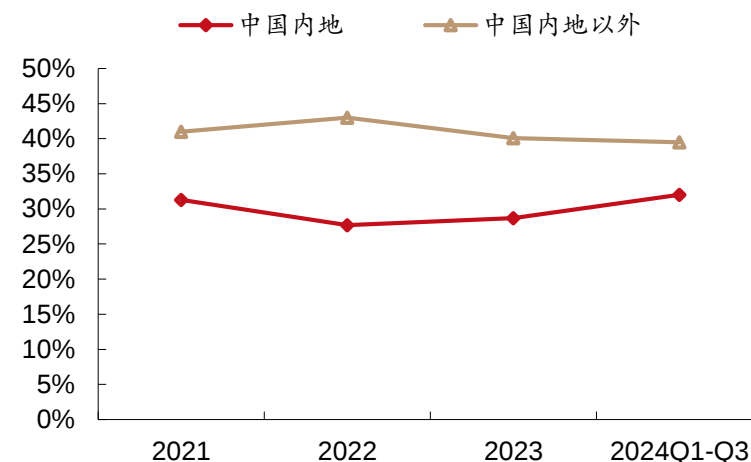
蜜雪集团分地域收入结构



蜜雪集团按产品及服务性质划分的毛利率



蜜雪集团按地域划分的毛利率



财务分析：业绩持续高增，盈利能力提升

	蜜雪集团				古茗				茶百道				沪上阿姨			
	2021	2022	2023	2024Q1-3	2021	2022	2023	2024Q1-3	2021	2022	2023	2024H1	2021	2022	2023	2024H1
收入（亿元）	103.51	135.76	203.02	186.60	43.84	55.59	76.76	64.41	36.44	42.32	57.04	23.96	16.40	21.99	33.48	16.58
YoY		31.2%	49.6%	21.2%		26.8%	38.1%	15.6%		16.1%	34.8%	-10.0%		34.0%	52.3%	6.0%
门店总数	20001	28983	37565	45302	5694	6669	9001	9778	5077	6361	7801	8385	3776	5307	7789	8437
净增门店		8982	8582	7737		975	2332	777		1284	1440	584		1531	2482	648
毛利率	31.3%	28.3%	29.5%	32.4%	30.0%	28.1%	31.3%	30.5%	35.7%	34.4%	34.4%	31.7%	21.8%	26.7%	30.4%	31.2%
销售费用率	3.9%	5.7%	6.5%	5.9%	4.2%	4.8%	4.4%	5.5%	0.5%	1.4%	2.3%	4.4%	10.8%	12.7%	10.8%	11.9%
管理费用率	3.6%	3.7%	3.0%	2.3%	2.8%	3.4%	3.7%	3.5%	9.8%	6.9%	7.4%	9.1%	4.3%	5.1%	4.8%	5.3%
研发费用率	0.2%	0.2%	0.4%	0.3%	1.5%	2.1%	2.6%	2.6%	0.0%	0.1%	0.3%	0.6%	0.4%	0.6%	1.4%	1.5%
财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
净利润（亿元）	19.12	20.13	31.87	34.91	0.24	3.72	10.96	11.20	7.79	9.65	11.51	2.39	0.83	1.49	3.88	1.68
YoY		5.3%	58.3%	42.3%		1450.6%	194.7%	11.7%		23.9%	19.3%	-34.0%		79.2%	159.5%	-12.3%
净利率	18.5%	14.8%	15.7%	18.7%	0.5%	6.7%	14.3%	17.4%	21.4%	22.8%	20.2%	10.0%	5.1%	6.8%	11.6%	10.1%

目录

- 01 茶饮行业：细分市场仍具潜力，行业竞争或将迎来缓和拐点
- 02 扎实内功：深耕供应链和数字化
- 03 向下渗透：进一步渗透至乡镇市场
- 04 向外延伸：海外市场+咖啡赛道，带来新的增长点
- 05 财务分析：业绩持续高增，盈利能力提升
- 06 风险提示

风险提示

- 行业竞争加剧；
- 门店下沉不及预期；
- 海外市场政策、合规等相关风险；
- 食品安全风险。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。