

# 茶饮行业专题 1：蜜雪冰城的秘密

## ——餐饮系列研究之茶饮专题

### 投资要点

- 蜜雪冰城招股书一经披露便吸引了全市场的高度关注。本篇专题作为茶饮系列的专题将重点阐述蜜雪冰城为什么值得关注、它是如何成长的、以及它为何能成功。我们以点及面，看好茶饮行业在优秀企业的推动下进一步繁荣向好。
- 为什么蜜雪冰城关注度这么高？  
蜜雪冰城在茶饮果汁板块市占率（门店计）超6%，超过2-4名市占率总和，是茶饮果汁领域一骑绝尘的王者。我们基于大众点评平台，筛选出全国茶饮果汁分项全部门店数据，共计33万余条。基于这全部的33万余条数据，做总量及分省市的统计，我们认为蜜雪冰城的成功可分解为2个方面：一个是策略的成功，真正实现了全国范围内的开店；一个是能力的成功，已在60%以上省份实现了市占率（门店计）第一。其王者地位不是一天练就的，剖析其成长历程、分析其成功原因对研究整体茶饮板块乃至餐饮行业都显得尤其重要。
- 蜜雪冰城是如何成长的？  
蓝海崛起，红海中突围。蜜雪冰城生于地摊、长于市井，脱胎于创始人1997年创立的冷饮摊，首家门店在2000年开启于郑州。公司自成立起秉持“让每个人享受高质平价的美味”的理念，尽享平价现制茶饮市场高成长性红利。2012年建立中央工厂，实现了核心原料自产。2014年建立焦作物流园，成为全行业第一家免物流费的品牌。2017年公司成立ERP项目，推动信息化建设。2012~2017年，公司初步建立了完整产业链，在行业步入红海之前已完成自身供应链的自主可控。
- 为什么蜜雪冰城能够成功？  
蜜雪冰城的成功是优质赛道与优秀公司的双向奔赴，更是“居安思危”的价值兑现。起步阶段，蜜雪冰城选对了高成长性的茶饮赛道，并在产品定位上切准了最具普适性的平价市场，高质低价回归饮品初心。发展中期居安思危，在享受行业红利的同时积极完善供应链体系，建立了原料供应、研发生产、仓储物流、信息化建设多位一体的完整产业链，成功实现了供应链和加盟扩张的正向循环。我们认为，高成长性的蓝海赛道+低价高质的产品定位是蜜雪冰城早期起势的充分条件，完善的供应链闭环是中后期蜜雪冰城红海突围的必要条件。“雪王”品牌意外出圈是加速器，加速了蜜雪冰城成功的进程。
- 风险提示  
食品安全风险、疫情反复风险、宏观经济下行风险等。

### 行业评级：看好(首次)

分析师：马莉  
执业证书号：S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

研究助理：盛超  
shengchao@stocke.com.cn

研究助理：钟烨晨  
zhongyechen@stocke.com.cn

### 相关报告

1 《复苏之下，海外酒店业绩再创新高》 2022.08.23

## 正文目录

1 为什么蜜雪冰城的关注度这么高? .....	4
2 它是如何成长的? 蓝海崛起, 红海突围 .....	5
1.1 现制茶饮成瘾性强, 过往数年赛道实现超高增长 .....	5
1.2 平价赛道普适性强, 平价品牌具备做强做大的基础 .....	5
2.1 稳扎稳打深耕产品, 布局产业链行稳致远 .....	6
2.2 加盟模式驱动门店扩张, 营收维持高速增长 .....	8
2.3 股权结构明晰, 去家族化管理改革 .....	10
3 为什么它能成功? 产品、供应链、品牌形成飞轮效应 .....	12
3.1 深刻理解消费者需求, 高质低价产品返璞归真 .....	12
3.1.1 高质低价刻进基因, 原料和配方标准化 .....	12
3.1.2 门店饮品品类精简, 产品研发能力稳定 .....	13
3.2 极致的规模效应: 供应链和加盟形成正向循环的扩张回路 .....	14
3.2.1 规模效应增强议价能力, 加盟模式狂飙扩张 .....	14
3.2.2 募投项目扩大产能、提高仓配能力, 增强综合竞争力 .....	17
3.3 坚不可摧的品牌护城河: IP 营销与产品售卖互相加持, 品牌规划完善 .....	17
3.3.1 成功的品牌形象加速飞轮效应, 雪王 IP 是差异化竞争力 .....	17
3.3.2 门店装修与品牌形象呼应, 线上线下围绕雪王集中发力 .....	18
3.3.3 雪王爆红加速传播, 品牌形象深入人心 .....	18
4 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1: 茶饮果汁行业按省市品牌市占率（门店计）排名 .....	4
图 2: 2015~2021 年现制茶饮市场规模（亿元） .....	5
图 3: 2015~2025 年不同等级的现制茶饮销售额 .....	6
图 4: 不同年龄段人群的购买茶饮频次 .....	6
图 5: 不同年龄段人群的现制茶饮价格偏好 .....	6
图 6: 现制饮品及冰淇淋产业链上下游结构 .....	7
图 7: 蜜雪冰城成长史 .....	8
图 8: 公司 2019~2022 年 Q1 业绩 .....	9
图 9: 公司 2019~2022Q1 营业收入按业务划分 .....	9
图 10: 公司 2019~2022Q1 门店数量及单店销售额 .....	9
图 11: 蜜雪冰城、绝味、巴比 2019~2022Q1 毛利率 .....	9
图 12: 营收按地区划分 .....	9
图 13: 门店按地区划分 .....	9
图 14: 蜜雪冰城及可比公司销售费率 .....	10
图 15: 蜜雪冰城 2019~2022Q1 管理费及研发费率 .....	10
图 16: 公司股权架构 .....	10
图 17: 公司高管介绍 .....	11
图 18: 公司主要原料产品 .....	12
图 19: 各类型食材营收占比 .....	13
图 20: 棒打鲜橙制作流程 .....	13
图 21: 公司主要门店产品 .....	13
图 22: 蜜雪冰城菜单 .....	14
图 23: 幸运咖菜单 .....	14
图 24: 主要产品线产能利用率 .....	14
图 25: 2019~2022Q1 主要产品产量（单位：吨） .....	14
图 26: 公司 2019~2022Q1 主要原料采购额 .....	15
图 27: 公司 2019~2022Q1 生产性采购额和贸易性采购额 .....	15
图 28: 2019~2022Q1 主要产品产销率 .....	15
图 29: 固体饮料生产工艺流程 .....	15
图 30: 公司生产工厂内部实景（杀菌釜） .....	15
图 31: 公司生产线（后包装码垛系统） .....	15
图 32: 大咖食品产业园 .....	16
图 33: “蜜雪商学”公众号赋能经销商 .....	16
图 34: 2019~2022Q1 前五大经销商营收和份额 .....	16
图 35: 加盟流程 .....	17
图 36: 蜜雪冰城门店宣传图 .....	18
图 37: 蜜雪冰城门店升级图 .....	18

### 1 为什么蜜雪冰城的关注度这么高？

我们基于大众点评平台，筛选出全国茶饮果汁分项全部门店数据，共计 33 万余条。基于这全部的 33 万余条数据，做总量及分类统计，由此得到我国目前茶饮果汁品牌前五甲依次为：**蜜雪冰城、古茗、书亦烧仙草、茶百道及沪上阿姨鲜果茶**。其中，蜜雪冰城在茶饮果汁板块市占率（门店计）超 6%，超过 2-4 名市占率总和，是茶饮果汁领域一骑绝尘的王者。其王者地位不是一天练就的，剖析其成长历程、分析其成功原因对研究整体茶饮板块乃至餐饮行业都显得尤其重要。

从结果来看，可分解为 2 个方面，一个是策略的成功，真正实现了全国范围内的开店；一个是能力的成功，已在 60% 以上省份实现了市占率（门店计）第一。策略上看，蜜雪冰城从郑州起家，围绕河南大本营不断延伸，现已在全国 31 个省及自治区都实现了开店。市占率紧随其后的古茗就因“偏科”而落后，其门店集中于浙江、江西等省市，在华东、华中势头强劲，但在华北、东北、西北区域的多个省市 0 开店，现有门店 6000 余家。能力上看，蜜雪冰城已在 60% 以上省份实现门店数量夺冠。Top2-top5 中，除古茗、沪上阿姨鲜果茶在个别省份居榜首外，未形成较具规模性的绝对优势。

图 1：茶饮果汁行业按省市品牌市占率（门店计）排名

区域	省市	市占率排名									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
华东	江苏	CoCo都可	蜜雪冰城	悸动烧仙草	一点点	茶百道	7分甜	茉沏	古茗	柚见鲜茶	柚见鲜茶
	浙江	古茗	蜜雪冰城	茶百道	一点点	新时沏	CoCo都可	加減茶饮	鼎龙堂	悸动烧仙草	沪上阿姨鲜果茶
	上海	CoCo都可	悸动烧仙草	一点点	7分甜	桂桂茶	茶百道	蜜雪冰城	喜茶	快乐柠檬happylemon	奈雪的茶
	山东	蜜雪冰城	阿水大杯茶	沪上阿姨鲜果茶	冰雪时光	茶百道	CoCo都可	书亦烧仙草	诺贝烧仙草	全味时间	贡茶
	安徽	蜜雪冰城	甜啦啦	沪上阿姨鲜果茶	古茗	CoCo都可	茶百道	卡旺卡	悸动烧仙草	贡茶	遇见烧仙草
华南	福建	古茗	快乐番薯	蜜雪冰城	益禾堂	茶百道	一点点	茶巢	萃春疯	贡茶	壹见
	广东	益禾堂	蜜雪冰城	古茗	书亦烧仙草	益禾烤奶	沪上阿姨鲜果茶	一点点	茶百道	LINLEE手打柠檬茶	徐其稼凉茶
	广西	益禾堂	蜜雪冰城	梁小糖	琉璃净	书亦烧仙草	茶之都	查理王子	茶道夫	萃茶师	溢禾烤奶
	海南	星食茶	益禾堂	蜜雪冰城	甜啦啦	CoCo都可	汇萃	茶百道	茶百道	街饮港式水吧	益禾烤奶
	湖北	蜜雪冰城	吾饮良品水果茶	古茗	书亦烧仙草	茶百道	港饮之港	CoCo都可	沪上阿姨鲜果茶	沪上阿姨鲜果茶	沪上阿姨鲜果茶
华中	湖南	书亦烧仙草	蜜雪冰城	古茗	益禾堂	茶颜悦色	柠季·手打柠檬茶	茶百道	霓裳茶舞	沪上阿姨鲜果茶	CoCo都可
	河南	蜜雪冰城	书亦烧仙草	冰淳茶饮	甜啦啦	沪上阿姨鲜果茶	茶百道	古茗	益禾堂	CoCo都可	Wedrink茶主张
	江西	古茗	蜜雪冰城	澜将军茶饮	书亦烧仙草	茶百道	CoCo都可	轻茶里	快乐番薯	益禾堂	ARTEASG
	北京	贡茶	蜜雪冰城	CoCo都可	茶百道	一点点	喜茶	沪上阿姨鲜果茶	本宫的茶	书亦烧仙草	奈雪的茶
	天津	沪上阿姨鲜果茶	蜜雪冰城	贡茶	甜啦啦	CoCo都可	茶百道	和气蜜桃	湖伯杯	书亦烧仙草	益禾堂
华北	河北	蜜雪冰城	沪上阿姨鲜果茶	甜啦啦	益禾堂	书亦烧仙草	CoCo都可	冰语时间	Wedrink茶主张	茶主张	茶手贩返
	山西	蜜雪冰城	甜啦啦	鼎洪堂	Wedrink茶主张	沪上阿姨鲜果茶	书亦烧仙草	茶主张	芳茗烧仙草	茶百道	茶手贩返
	内蒙古	蜜雪冰城	沪上阿姨鲜果茶	元氣插座	甜啦啦	易阿姨奶茶	蜜念雪	鲜果时间	珍奶工坊	吾饮良品水果茶	鲜果时光
	黑龙江	蜜雪冰城	沪上阿姨鲜果茶	甜啦啦	吾饮良品水果茶	冰雪时光	茶百道	鲜果时光	贡茶	冰语时间	冰语时间
	吉林	蜜雪冰城	贡茶	黑龙堂	小狮同学	沪上阿姨鲜果茶	C位牛男	鲜果时光	鲜果时间	鲜果时间	鲜果时间
东北	辽宁	蜜雪冰城	贡茶	700C天然苏打水茶饮	沪上阿姨鲜果茶	茶百道	甜啦啦	鼎龙堂	CoCo都可	柠檬工坊	大叔私房茶
	新疆	蜜雪冰城	Wedrink茶主张	茶主张	茶百道	吾饮良品水果茶	R&B TEA 珍奶	冰雪时光	R&B TEA	RB TEA	柠檬工坊
	青海	蜜雪冰城	沪上阿姨鲜果茶	CoCo都可	书亦烧仙草	冰菓倾城	陈多多新式豆腐鲜果茶	冰雪时光	冰雪时光	冰雪时光	茶百道
	甘肃	蜜雪冰城	沪上阿姨鲜果茶	甜啦啦	书亦烧仙草	冰菓倾城	茶百道	益禾堂	CoCo都可	刘阿晶	蜜菓禾茗
	宁夏	蜜雪冰城	梦幻雪	CoCo都可	书亦烧仙草	书亦烧仙草	麦克风	茶百道	茶百道	茶百道	茶百道
西北	陕西	蜜雪冰城	茶话弄	书亦烧仙草	冰菓倾城	益禾堂	贡茶	CoCo都可	茶百道	麦克风	一点点
	西藏	蜜雪冰城	兵立王	书亦烧仙草	茶百道	小兔子台湾奶茶	柠檬工坊	柠檬工坊	本宫的茶	本宫的茶	小兔子
	四川	蜜雪冰城	书亦烧仙草	兵立王	茶百道	陈多多新式豆腐鲜果茶	古茗	茶屿水果茶	沪上阿姨鲜果茶	九摩堂鲜果茶	CoCo都可
	重庆	蜜雪冰城	书亦烧仙草	古茗	茶百道	贡茶	街吧	豆吉汤圆奶茶	益禾堂	CoCo都可	沪上阿姨鲜果茶
	贵州	蜜雪冰城	书亦烧仙草	茶百道	益禾堂	CHAGEE霸王茶姬	快乐番薯	贡茶	古茗	CoCo都可	梦幻雪
西南	云南	蜜雪冰城	书亦烧仙草	CHAGEE霸王茶姬	卡C诺	益禾堂	果麦	茶百道	贡茶	大维饮品	吾饮良品水果茶

资料来源：大众点评，浙商证券研究所，数据截止 2022 年 10 月中，基于大众点评 33 万余条茶饮果汁板块数据所做统计，数据颗粒度精确到县级市。

蜜雪冰城目前除了主品牌外，还要幸运咖、极拉图 2 个子品牌，3 个品牌分属茶饮、咖啡、现制冰淇淋赛道。本篇报告由于篇幅问题，暂时不对咖啡、现制冰淇淋赛道做探讨，仅针对茶饮果汁细分赛道做剖析。

## 2 它是如何成长的？蓝海崛起，红海突围

蜜雪冰城首家门店在 2000 年开启于郑州，2007 年开启首家冰淇淋店。公司自成立起秉持“让每个人享受高质平价的美味”的理念，为消费者提供现制茶饮、冰淇淋，主要从事现制饮品、冰淇淋的食材研发、原材料加工生产、门店销售及品牌运营。公司通过“直营为引导、加盟为主体”的经营模式，现已成为国内门店数量最多、规模最大的现制饮品企业。截至 2022 年 3 月，公司已有 2 万余家门店，门店网点覆盖 31 个省份，同时版图延伸至东南亚市场，目前在越南、印尼各开设约 300、600 家门店。

蜜雪冰城享受了过往数年现制茶饮赛道的高成长性，在蓝海中崛起。在顺应时代浪潮的发展中没有被暂时性的顺遂蒙蔽双眼，而是一直居安思危，不断完善自身供应链、深耕产品，才最终在红海实现突围。

### 1.1 现制茶饮成瘾性强，过往数年赛道实现超高增长

现制茶饮成瘾性强、复购率高，市场空间广阔，2015-2020 年我国现制茶饮市场年复合增速 20+%。嗜甜是人类的天性，对多巴胺的渴望刻在了人类的基因里。现制茶饮相对于瓶装饮料，通过茶叶等原料辅以不同的萃取方式提取加工，加入牛奶、奶油或水果调制而成，风味更佳、口感更好。据艾瑞咨询，中国现制茶饮市场规模由 2015 年的 422 亿元增至 2020 年的 1200 亿元，年复合增长率为 23.3%。随着居民可支配收入提高、外卖平台提高购买便捷性、以及消费习惯的常态化，现制茶饮市场规模稳中有增，预计 2025 年市场规模扩容至 2880 亿元。蜜雪冰城身处高成长性的现制茶饮赛道，在过往除却自身的实力，也享受了赛道的高成长性红利。

图 2： 2015~2021 年现制茶饮市场规模（亿元）



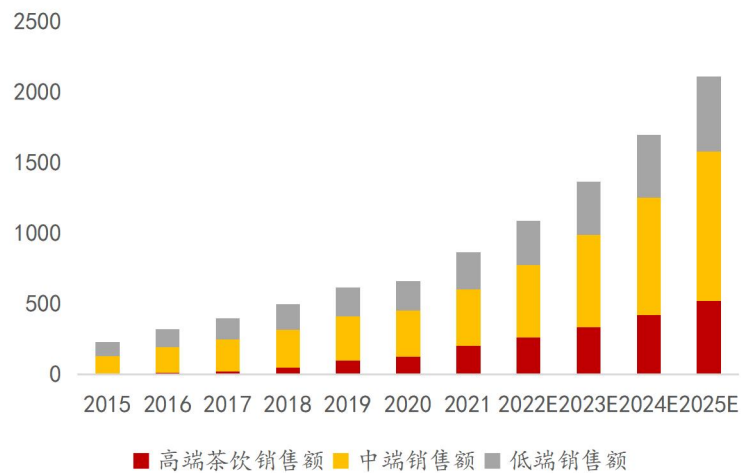
资料来源：奈雪的茶招股书，町芒研究院，浙商证券研究所

### 1.2 平价赛道普适性强，平价品牌具备做强做大的基础

我国国土幅员辽阔、人口众多，相比高端市场，平价赛道更具普适性，身处平价赛道的品牌先天性地具备做强做大的基础。2020 年国务院总理曾表示，我国人均年收入 3 万元，仍有 6 亿人每个月收入仅 1000 元。我国仍是一个发展中国家，2021 年中端、低端现制茶饮销售额占比 77%，平价是我国消费市场绝对的主流。立足平价市场的品牌，在我国更容易立于鳌头。

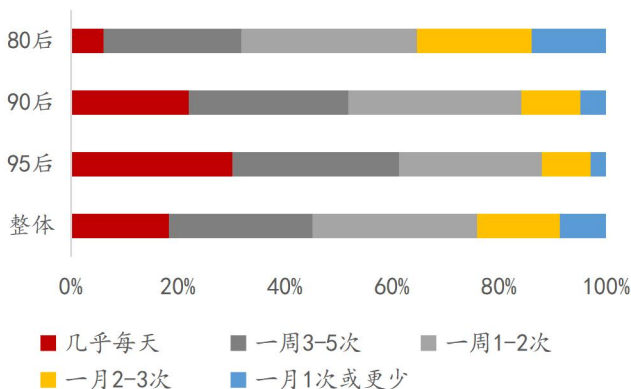
平价茶饮品牌众多，行业经历供给出清，现阶段格局渐趋稳定。1998~2007年，现制茶饮主要由预拌粉调制而成，香精味浓重廉价。2007年~2012年，连锁品牌CoCo和一点点开始采用天然原材料，带动行业迭代、价格升级。2012~2018年，喜茶、奈雪的茶等新式茶饮不断入局，贡茶、鹿角巷、答案茶等一系列同质化中端品牌爆发式增长。由于开店门槛低、高毛利高净利，吸引大量加盟商开店，高同质化造成高闭店率，大量新品牌昙花一现，2019年奶茶闭店率达12%与开店率齐平。2018年后行业经历供给出清已进入成熟期，形成经营壁垒，目前品牌梯队稳定。高端市场由喜茶、奈雪、乐乐茶寡头垄断，主攻高线城市；平价市场中，中端品牌一点点、CoCo、茶颜悦色各具特色；大众品牌蜜雪冰城、书亦烧仙草、茶百道、益禾堂等连锁品牌冲出红海，以农村包围城市路线实现门店扩张。

图3：2015~2025年不同等级的现制茶饮销售额



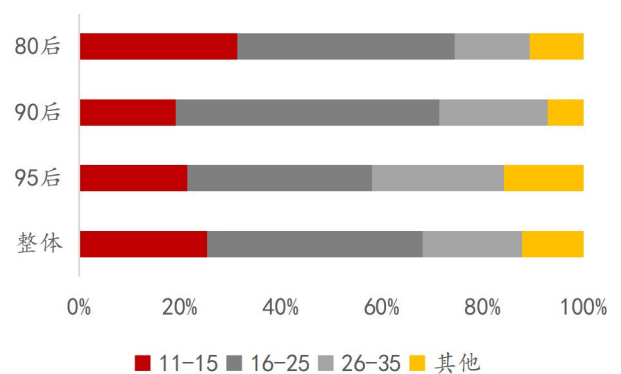
资料来源：奈雪的茶招股书，浙商证券研究所

图4：不同年龄段人群的购买茶饮频次



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图5：不同年龄段人群的现制茶饮价格偏好



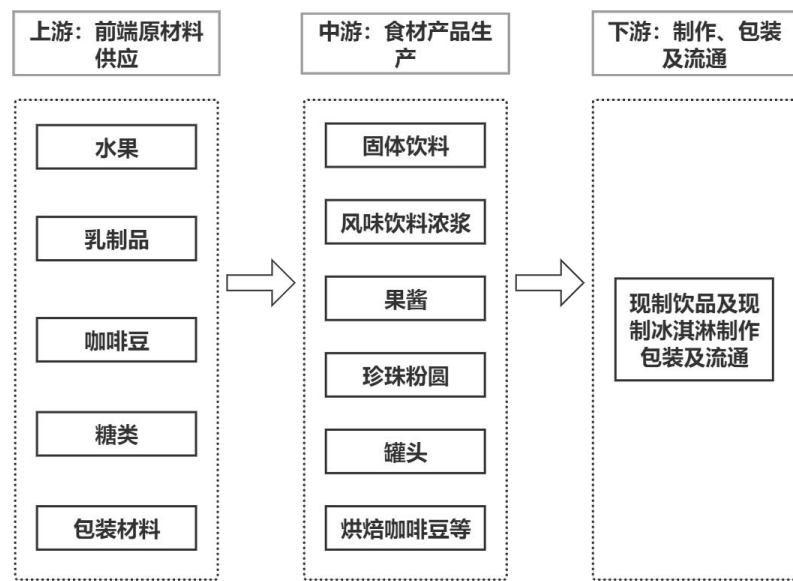
资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

## 2.1 稳扎稳打深耕产品，布局产业链行稳致远

现制茶饮产业链较短，结构简单。现制饮品、冰淇淋的上游原材料主要包括水果、乳制品、咖啡豆等大宗农副产品，行业门槛低、整体市场供应充裕，竞争充分价格稳定。中游为食材生产环节，主要产品包括固体饮料、风味浓浆、果酱等半成品，生产工艺较为简单标准、技术门槛低。下游为饮品及冰淇淋制作、包装及流通环节，由终端门店进行制作和包装后销售给消费者。

然而高频次、冲动型的消费特征，决定了现制茶饮行业下游门店布局的分散化，与此同时近些年消费升级引领下原料端的向“天然”迭代，一齐对中上游的供应链体系提出了极高的要求。主要体现在3个方面：1) **门店配送**：配送端的时效性直接决定终端门店的产品新鲜度和效率。近年来我国冷链物流行业的发展，使得高频次、小批量、快速、多点的配送成为可能。这得益于产业红利。2) **产品品质**：自2007年起，连锁品牌 CoCo 和一点点开始采用天然原材料带动行业向“天然”迭代，自此整个现制茶饮行业对食材的原始品质、口味标准化程度、保鲜度开启了产业升级，如原材料产地直采、加工工艺升级、门店流程标准化等。3) **成本控制**：根据艾瑞咨询数据，按价格带区分11-25元茶饮占总体比重近70%，是绝对的主流，这是由消费能力及消费意愿共同决定的。在这样的终端背景下，供应链端不得不降本增效，以效率、技术或规模换利润。

图 6： 现制饮品及冰淇淋产业链上下游结构



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

蜜雪冰城生于地摊、长于市井，在多年的发展中已形成完善的供应体系和配送网络，构建多位一体的产业链闭环。生产研发方面，2012年，蜜雪冰城建立了中央工厂，实现了核心原料自产，保证了质量稳定、规模化生产控制成本。仓储配送方面，2014年建立焦作物流园，成为全行业第一家免物流费的品牌，为蜜雪冰城全国化的战略布局提供保障。原料供应方面，公司与新西兰最大企业合作商恒天然乳业集团进行合作，奶源营养美味、纯正香浓；公司从柠檬之都四川安岳选取优质柠檬，果肉细腻、清香扑鼻。信息化方面，2017年公司成立ERP项目，推动信息化建设。2012~2017年，公司初步建立了原料供应、研发生产、仓储物流、信息化建设多位一体的完整产业链。在供应链的带动下，2012-2015年期间蜜雪冰城每年保持门店数量翻倍、营业额翻三番的高速增长。

图 7: 蜜雪冰城成长史

时间	事件
1997	蜜雪冰城品牌创始人张红超于郑州开启创业之路，创立“寒流刨冰”主营刨冰冷饮
2000	正式启用“蜜雪冰城”品牌名称，成立第一家门店
2007	第一家冰淇淋店在郑州开业。开启加盟模式，迅速开启 26 家加盟店
2008	组建团队注册郑州蜜雪冰城商贸有限公司，设计企业 VI。蜜雪冰城新鲜冰淇淋加盟门店超 180 家
2010	郑州蜜雪冰城商贸有限公司改名为郑州两岸企业管理有限公司
2013	成立河南大咖食品有限公司，实现核心原材料自产
2014	在焦作建立物流仓储中心，在全国推行物流免运费政策
2016	成立成都分公司，辐射西南市场
2017	设立东南亚海外事业部，积极开拓海外市场
2017	成立 ERP 项目，推动信息化建设
2018	建立两岸集团产业园，形成集市场调研、产品研发、工艺改造、智能生产为一体的科技化新型产业园
2018	成立广州分公司
2018	启用品牌形象“雪王”
2020	门店数量突破 10000 家
2021	郑州两岸企业管理有限公司更名为蜜雪冰城股份有限公司

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

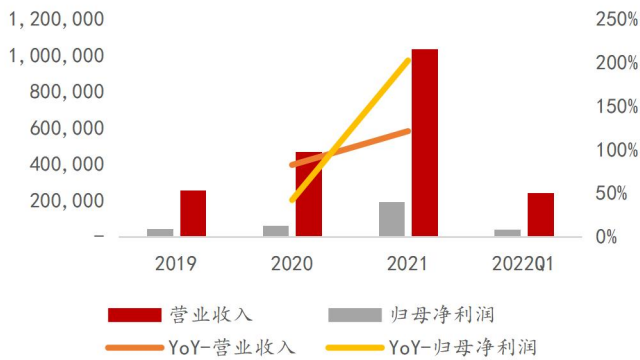
## 2.2 加盟模式驱动门店扩张，营收维持高速增长

公司近年来营收维持高速增长，营收主要依赖加盟模式。公司 19/20/21 年营收分别为 17.8/32.6/72.3 亿元，19~21 年复合增速 101.3%。19/20/21 年归母净利润分别为 4.4/6.3/19 亿元，19~21 年复合增速 107.3%。公司主营业务以加盟为主，2007 年公司正式开启加盟后迅速扩张，2010 年通过商务部特许经营备案后门店数量突飞猛进。目前加盟营收占比稳定在 96%，其中加盟模式下商品销售业务占比稳定保持在 94% 以上。直营及电商占比较小。

门店数量和单店收入双轮驱动，加盟销售收入高速增长。公司近年来不断加密门店网络布局，2020/2021 年末门店总数达到 1.3/2.1 万家。单店销售收入保持同步增长，20/21 年分别为 44.4/58.7 万。19~21 年单店收入复合增速达 19.2%。分地区来看，公司 21 年华东/华中/华北/西南/西北/东北/华南营收占比分别为 28%/18%/13%/14%/10%/7%/8%。

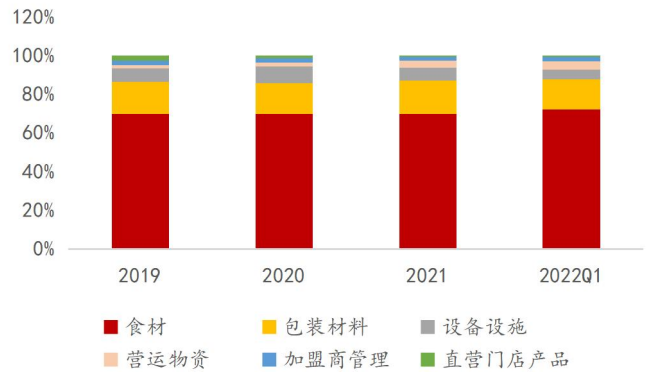
公司近年来毛利率受食材原料影响有所降低。公司 19/20/21 年整体毛利率分别为 35.9%/34.1%/31.7%。其中，食材毛利率从 2019 年的 37.1% 降至 2021 年的 34.8%。主要系原材料乳制品、糖类及水果采购价格逐年提高所致。相较于为开店业态的绝味、巴比仍有优势。公司各项费用水平均处于行业低位。2019/2020/2021 年公司销售费率分别为 7.4%/3.9%/3.9%，管理费率分别为 4.5%/9.6%/3.5%。低于巴比食品 6.6%、绝味 8.0% 的销售费率。

图 8: 公司 2019~2022 年 Q1 业绩



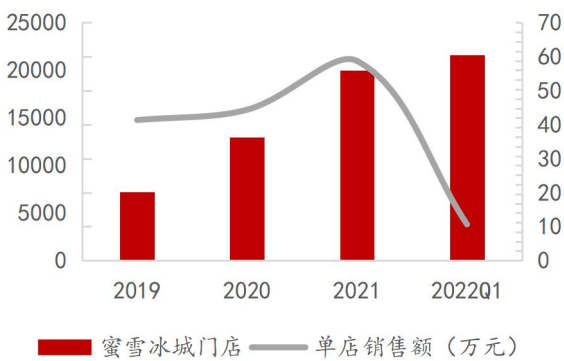
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 9: 公司 2019~2022Q1 营业收入按业务划分



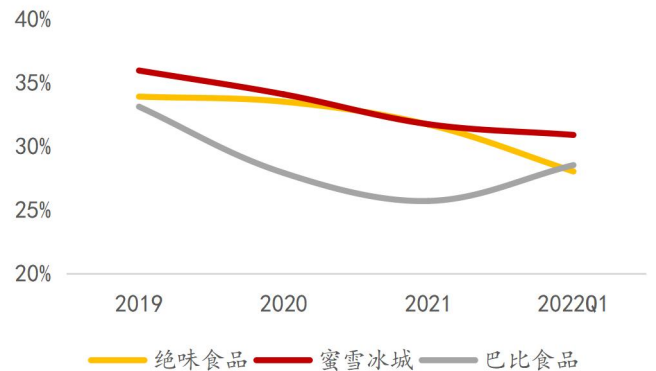
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 10: 公司 2019~2022Q1 门店数量及单店销售额



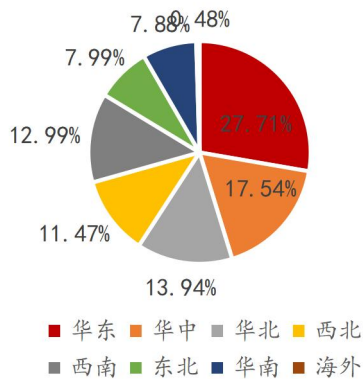
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 11: 蜜雪冰城、绝味、巴比 2019~2022Q1 毛利率



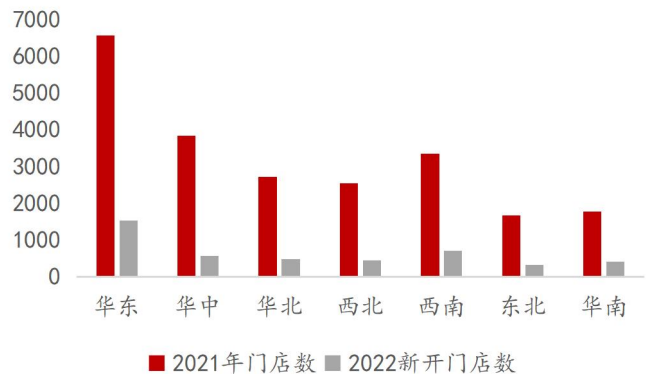
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 12: 营收按地区划分



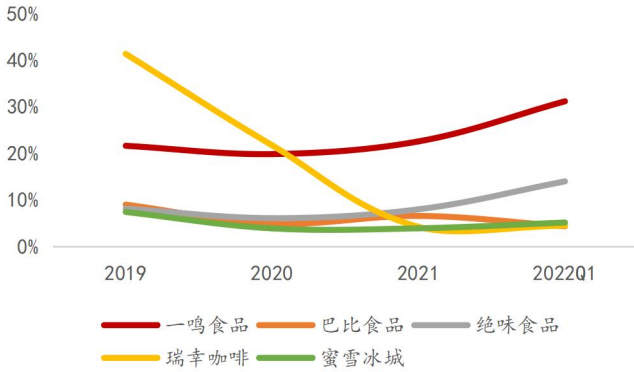
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 13: 门店按地区划分



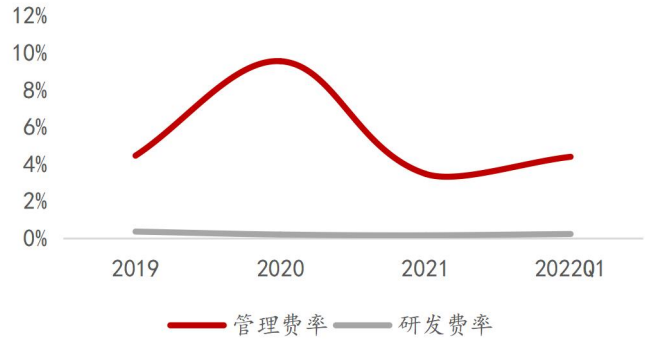
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 14: 蜜雪冰城及可比公司销售费率



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 15: 蜜雪冰城 2019~2022Q1 管理费率及研发费率



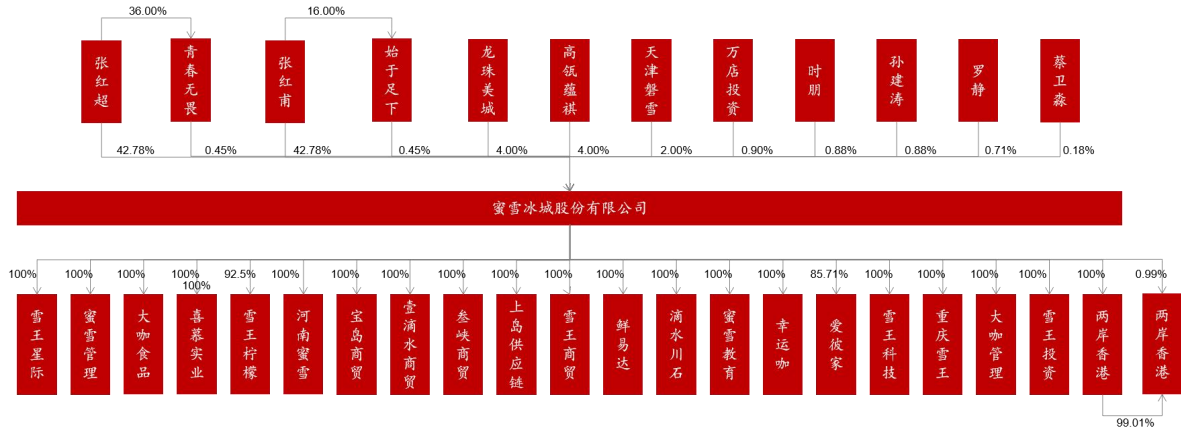
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

### 2.3 股权结构明晰, 去家族化管理改革

公司股权架构成熟, 创始人张红超、张红甫兄弟控股, 持股比例达 85.5%。2020 年美国龙珠旗下龙珠美城和高瓴旗下高瓴蕴祺入股, 各持股 4%。公司 2009 年调整为合伙制, 引入职业经理人并进行管理改革。2020 年公司完成股改, 实施工员工股权激励, 搭建青春无畏、始于足下两个员工持股平台, 与子公司核心员工共享发展红利。

高管成员大部分于创业前期加入公司, 已沉淀数十年业务经验, 其中罗静为公司财务总监, 蔡卫森为公司仓储物流中心负责人, 张璐为公司研发中心负责人。公司现有十五个职能部门。

图 16: 公司股权架构



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图 17: 公司高管介绍

公司高管	简介
张红超	男, 1976 年出生, 长江商学院 EMBA 在读。1997 年起开始创业, 主要从事冰淇淋、餐饮等行业, 并于 2008 年创办两岸有限。历任两岸有限的执行董事、喜慕实业的执行董事兼总经理, 现任公司董事长、大咖食品执行董事、青春无畏执行事务合伙人、超越不凡执行事务合伙人
张红甫	男, 1984 年出生, 长江商学院 EMBA 在读。2005 年至 2007 年, 担任郑州丹尼斯百货有限公司运营经理。2007 年 5 月加入其兄长张红超的创业团队中。2008 年至今, 历任两岸有限的运营副总、执行董事, 现任公司董事兼总经理、幸运咖监事、雪王投资执行董事、始于足下执行事务合伙人。
罗静	女, 1973 年出生, 大专学历, 中级会计师、注册税务师。1995 年至 2000 年, 担任郑州瑞丰食品有限公司会计。2002 年至 2005 年, 担任鸿大工程有限公司会计。2005 年至 2012 年, 担任郑州满江红服饰有限公司会计主管。2012 年至今, 负责蜜雪冰城财务部工作, 现任公司董事、副总经理兼财务总监。
李凯	男, 1976 年出生, 博士研究生学历。1998 年至 2000 年, 担任郑州市市政工程总公司工程质量检测员。2000 年至 2003 年, 历任河南江河会计师事务所有限责任公司审计员、审计部主任。2006 年至今, 历任河南财经政法大学会计学院审计系教师、副主任、主任。现任河南财经政法大学会计学院审计系主任、公司独立董事。
黄艳敏	女, 1970 年出生, 硕士研究生学历。1989 年至 1997 年, 担任郑州纺织机械股份有限公司(现名为“恒天重工股份有限公司”)教育处教师。1997 年至 2000 年, 担任中国人寿保险股份有限公司河南省分公司直属营销部培训讲师。2007 年至 2010 年, 担任仁和东方投资(北京)有限公司投资经理。2010 年至 2014 年, 担任郑州恒兴华房地产开发有限公司高级经理。2014 年至 2016 年, 担任河南国君资本投资管理有限公司总经理; 2014 年至 2017 年, 担任河南国君资本投资管理有限公司董事。现任公司独立董事、深圳市森得瑞股权投资基金管理有限公司管理合伙人、郑州冠辰企业管理咨询有限公司执行董事兼总经理。
奚沿河	男, 1989 年出生, 本科学历, 中欧国际工商学院 EMBA 在读。2012 年至 2015 年担任郑州思八达文化传播有限公司销售经理。2015 年至今, 历任两岸有限总经办负责人、河南六零三商贸有限公司执行董事兼总经理、幸运咖执行董事。现任公司事业群副总经理、监事会主席。
蔡卫森	女, 1988 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 长江商学院 EMBA 在读。2012 年 8 月至今, 任职于河南艾斯可润、宝岛商贸、鲜易达。现任公司仓储物流中心负责人、河南蜜雪执行董事兼总经理、雪王柠檬执行董事、重庆雪王执行董事、鲜易达监事、公司监事。
于敏	女, 1989 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 大专学历。2012 年 10 月至 2014 年 4 月, 任职于北京小雨国际投资有限公司。2014 年 6 月至今, 任职于公司。现任公司人力资源中心薪酬主管、公司职工代表监事、蜜雪管理监事。
刘洋	男, 1982 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士研究生学历。2008 年 7 月至 2010 年 3 月, 担任广发证券股份有限公司总部发展研究中心研究员。2010 年至 2016 年, 担任广发信德投资管理有限公司投资总监。2016 年至 2018 年, 担任广州证券创新投资管理有限公司副总经理、首席投资官。2018 年至 2020 年, 担任招银国际资本管理(深圳)有限公司执行董事。2016 年至今, 担任上海叁陆伍网络科技有限公司监事; 2020 年至今, 担任公司董事会秘书; 2021 年至今, 担任雪王投资总经理。
张璐	女, 1989 年出生, 硕士研究生学历。2014 年任职于河南华英农业发展股份有限公司, 负责产品质量控制。2015 年任职于郑州市大河食品有限公司。2015 年从事两岸有限研发; 2017 年至 2018 年, 担任两岸有限研发组组长; 2018 年至今, 历任大咖食品研发中心负责人、公司研发中心负责人。作为公司的核心技术人员, 张璐在食品以及现制饮品行业有着丰富的经验, 参与制定公司现制饮品新产品的开发流程, 长期实际从事、管理公司的具体研发工作。

资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

### 3 为什么它能成功？产品、供应链、品牌形成飞轮效应

蜜雪冰城的成功是优质赛道与优秀公司的双向奔赴，更是“居安思危”的价值兑现。高成长性的蓝海赛道+低价高质的产品定位是蜜雪冰城早期起势的充分条件，完善的供应链闭环是中后期蜜雪冰城红海突围的必要条件。“雪王”品牌意外出圈是加速器，加速了蜜雪冰城成功的进程。

#### 3.1 深刻理解消费者需求，高质低价产品返璞归真

##### 3.1.1 高质低价刻进基因，原料和配方标准化

蜜雪冰城脱胎于创始人 1997 年大学创业的冷饮摊，奠定了公司年轻化和平价基调。公司首家门店即具备气泡水系列、冰淇淋球系列等上百种冰品，产品矩阵丰富。2006 年创始人自研配方“鸡蛋+牛奶”，推出的 1 元新鲜冰淇淋成为爆品，“高质平价”的产品基因得以强化。

丰裕社会下，消费者可以用更低的单价获得更丰富的物质消费。现制茶饮本质是人们茶余饭后的调味剂，逆经济周期下高端奶茶背后的符号意义正在被消解，蜜雪冰城重构消费者对低价茶饮的想象。创始人兄弟创业经历坎坷，草根本色渗透到公司的里里外外，创业初期公司从原料成本出发反向定价，力求薄利多销。多款爆品长期不涨价，“魔天脆脆”冰淇淋定价 3 元、冰鲜柠檬水定价 4 元、摇摇奶昔定价 6 元。在反消费主义声浪下，亲切的 IP、朴实的价格和物超所值的品质是收割消费者忠心的秘诀。

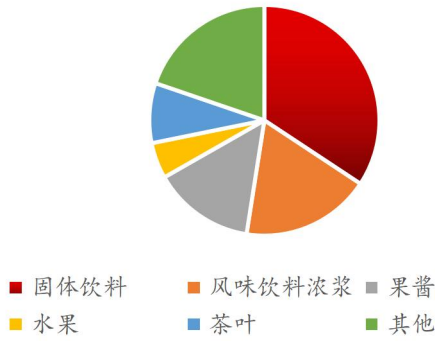
原料简单、制作流程标准化，产品平价不平庸。从原材料来看，公司向加盟商销售的核心食材主要为固体饮料（奶茶粉、奶昔粉为主）、风味饮料浓浆、果酱，原料生产简单可控。公司 2021 年固体饮料销量超 9.6 万吨、风味饮料浓浆 15.4 万吨，分别占主营收入 21.5%、15.2%。公司结合生产性采购与贸易性采购，由大咖食品生产加工后向加盟商销售，自建生产基地不断扩充自产食材品类，成本优势突出。

图 18： 公司主要原料产品



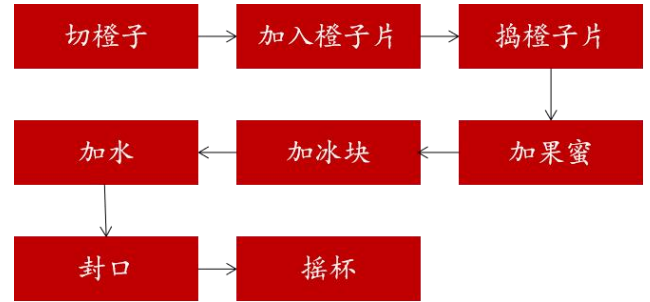
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 19: 各类型食材营收占比



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 20: 棒打鲜橙制作流程



资料来源: Bilibili@蜜雪冰城官方网站, 浙商证券研究所

### 3.1.2 门店饮品品类精简, 产品研发能力稳定

公司门店产品线精简稳定, 蜜雪冰城现有四个主要品类, 包括冰淇淋与茶系列、奶茶&特饮、奶盖茶&原味茶、真果茶系列。各系列产品配方和制作流程简单、口味稳定, 降低饮品制作和员工培训难度, 易于建立标准化管理和培训体系。相比高端茶饮 20+元、中端茶饮 10~20 元的价格带, 蜜雪冰城 5~10 元的价格带为门店带来可观的营收增效。蜜雪冰城/一点点/喜茶的门店年平均营收为 150 万元/80 万元/700 万元。幸运咖亦精简饮品系列, 菜单总共含 22 款咖啡、9 款茶饮。

公司产品研发能力饱经市场验证, 新品上新速度稳定。镇店之宝“魔天脆脆”冰淇淋采用新西兰奶源、哥润脆筒(蒙牛伊利供货商), 一年卖出 1.2 亿支。爆品冰爽柠檬水年销量 4.5 亿杯、珍珠奶茶年销量 1.9 亿杯。公司遵循以市场需求为导向的研发战略, 以自主研发为主、合作研发为辅, 目前有 30 余项在研课题。公司研发费用逐年提升, 2019/2020/2021 年研发费用分别为 939/964/1715 万元。公司为应对消费者口味变化需求, 引进食品饮料行业工程师, 组建生产研发团队和门店产品研发团队, 共 8 个小组 68 人分别从消费者感官、食品安全、茶叶、咖啡、水果、乳品、茶饮、器具八个方面进行研究, 其中硕士以上学历超 20%。同时整合外部资源, 加强与高校研究所的产学研合作力度, 保证研发进度。

图 21: 公司主要门店产品



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 22: 蜜雪冰城菜单



资料来源：大众点评，浙商证券研究所

图 23: 幸运咖菜单



资料来源：大众点评，浙商证券研究所

### 3.2 极致的规模效应：供应链和加盟形成正向循环的扩张回路

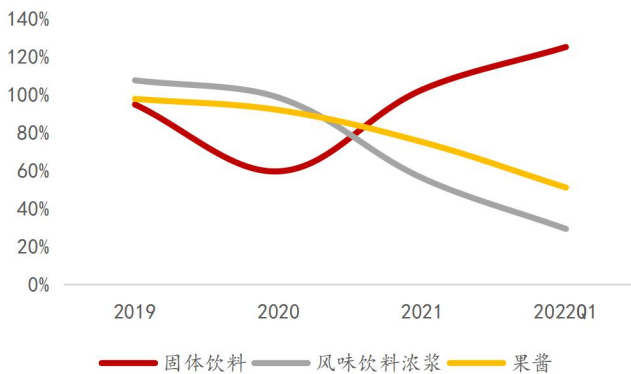
#### 3.2.1 规模效应增强议价能力，加盟模式狂飙扩张

公司薄利多销的盈利模式吸引了庞大的粉丝基础，继而吸引更多加盟商，从而扩大渠道和门店规模，随之摊平原料固定生产成本、扩大利润空间，形成飞轮效应的闭合回路。

低价的底气来自于大规模采购的强议价能力和大规模生产能力。公司不断提升产能缓解供给紧张，2021 年固体饮料、风味饮料浓浆产量翻倍，分别提升至 10/12 万吨，产销率超 100%。公司现已在上游重要原料产地建厂，包括四川安岳柠檬初加工生产基地，通过当地采购当地加工，减少运损降低采购成本。公司目前于郑州有 252 亩智能制造产业园，13 万平全自动化生产车间，已实现固体饮料、风味饮料浓浆、果酱等核心食材的自产自销，降本增效、保证食材稳定供给和品质。主要产品的生产工艺流程成熟，规模效应显著。

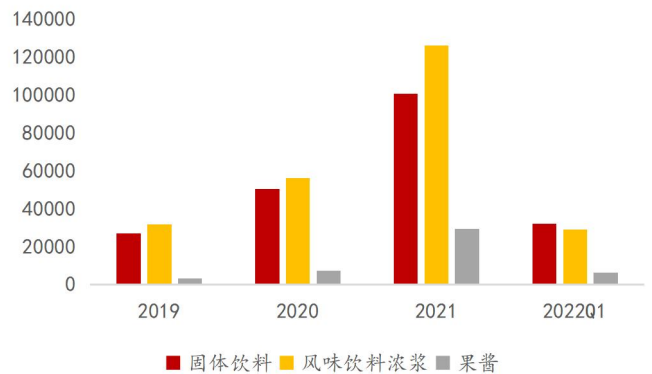
公司针对供应、生产、仓储、配送、门店销售五大环节，分别制定了质量控制制度。供应商管理体系从到货验收、虫害控制、原料追溯等角度监控供应商质量。生产方面，公司制定了完善的卫生标准操作程序，仓储环境方面，公司建立了仓储物流管理制度。

图 24: 主要产品线产能利用率



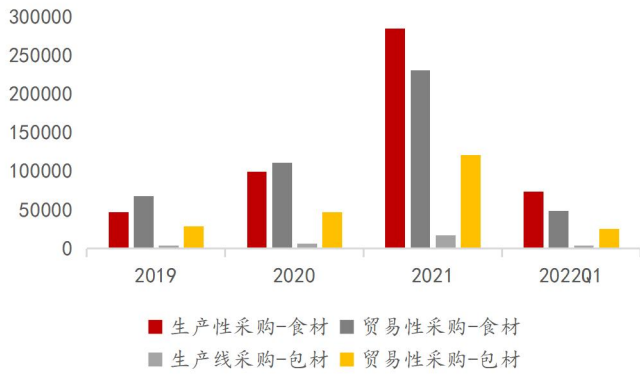
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 25: 2019~2022Q1 主要产品产量 (单位: 吨)



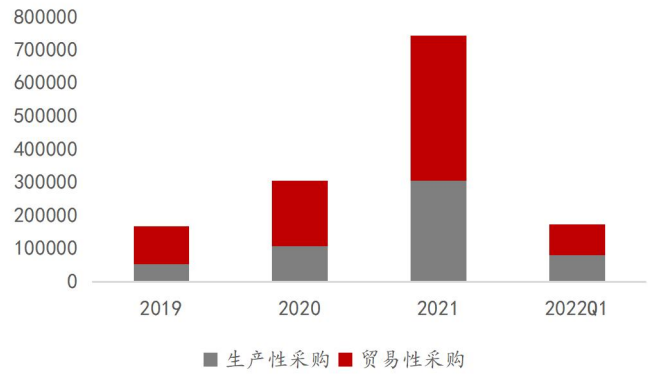
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 26: 公司 2019~2022Q1 主要原料采购额



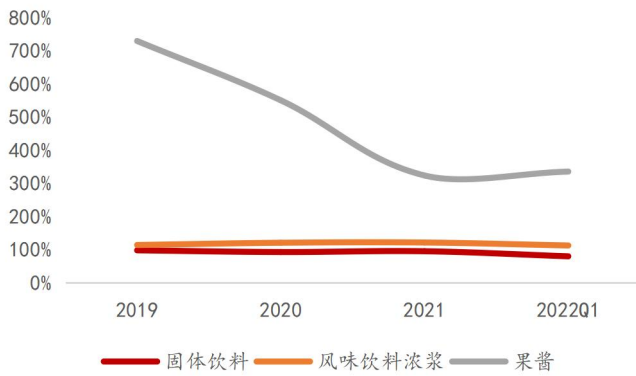
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 27: 公司 2019~2022Q1 生产性采购额和贸易性采购额



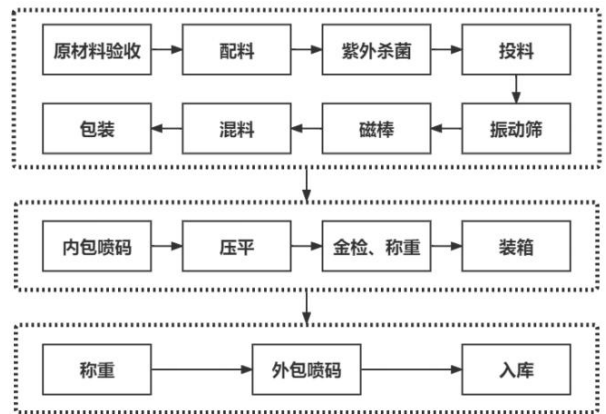
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 28: 2019~2022Q1 主要产品产销率



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 29: 固体饮料生产工艺流程



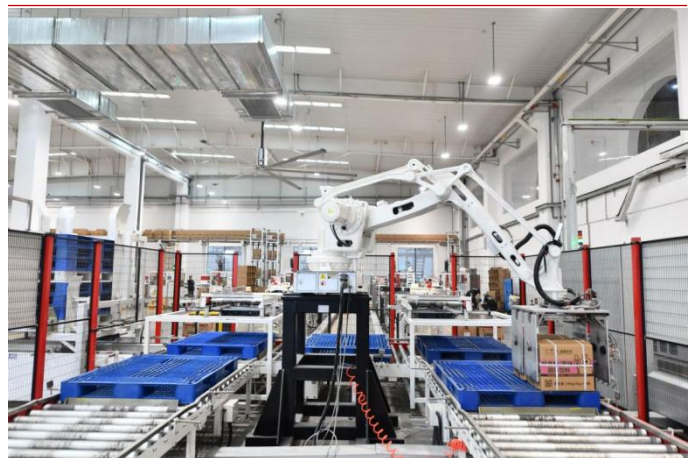
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 30: 公司生产工厂内部实景 (杀菌釜)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 31: 公司生产线 (后包装码垛系统)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 32: 大咖食品产业园



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

**公司加盟机制稳定、资金门槛低, 实施统一的物料供应和操作标准。**公司门店加盟流程透明快捷, 秉持加盟商共同富裕原则, 对加盟商收取的一次性费用包括加盟费、合同保证金、日常管理费和后期运营咨询费, 总计仅约 3.8 万元。三四线城市加盟商开一家门店初始投入包括门店装修、租金、设备原材料, 总计近 40 万。**公司坚持创业初心, 以“让品牌更强大, 让伙伴更富有, 让全球每个人享受高质平价的美味”为使命, 始终追求公司、消费者、加盟商三方共赢。**公司让利经销商弥补疫情损失, 22 年下调 69 款核心物料价格, 平均降价幅度达到 15%, 提高加盟商门店运营能力及盈利能力。

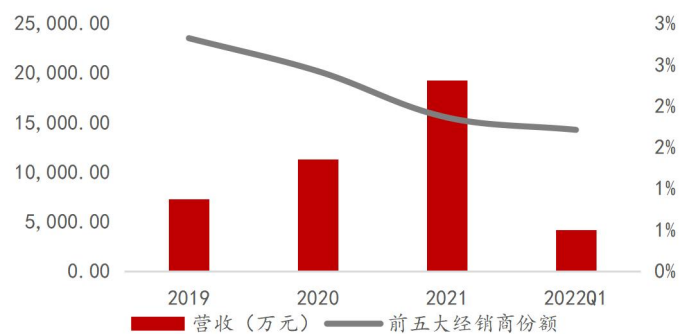
**公司建立健全门店监督机制, “蜜雪商学”内培机构赋能加盟商。**公司提倡“三现主义”, 讲究现场、现实和现物, 从实际情况出发采取解决对策, 提升门店运营能力。公司设立市场督导团队, 现有督导人员 900 余人, 共负责六个大区, 通过门店监控系统进行线上巡店。同时设立稽核团队, 现有 40 余人, 独立于督导部门, 不定期进行门店抽查并监督督导部门工作。培训制度方面, 除门店员工培训上岗外, 公司定期进行线上培训, 持续更新门店的食品安全知识。**2021 年公司成立内部培训机构蜜雪商学, 秉持“厚德博学, 弘扬商道”的教学理念, 为公司中高层管理团队、基层员工、加盟商及工厂员工提供系统的经营管理培训, 包括办公职业技能、投融资管理、英语法律、企业文化等, 促进加盟商伙伴良性发展。**

图 33: “蜜雪商学”公众号赋能经销商



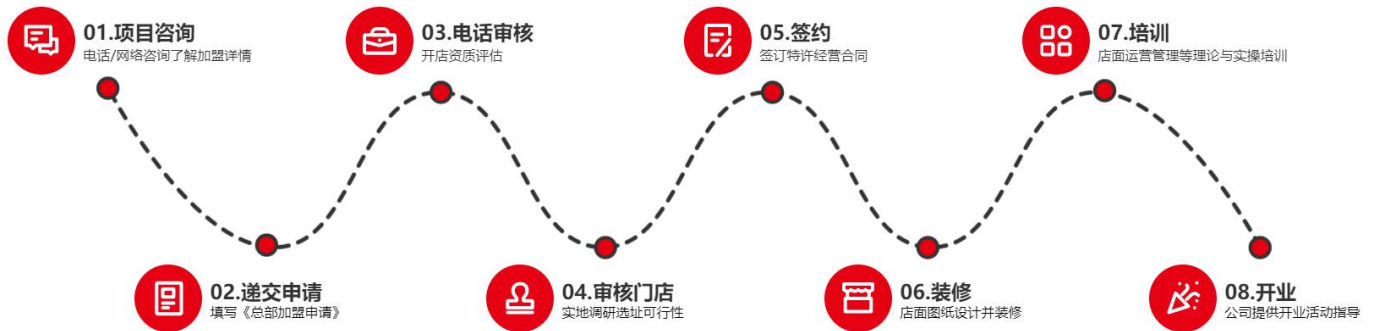
资料来源: 公司公众号, 浙商证券研究所

图 34: 2019~2022Q1 前五大经销商营收和份额



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图 35: 加盟流程



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

### 3.2.2 募投项目扩大产能、提高仓配能力, 增强综合竞争力

公司募投项目主要为生产建设类、仓储物流配套类项目、少量综合配套类项目。生产基地方面, (1) 公司布局海南安定生产基地, 依托当地优质农产品资源扩大生产优势, 预计增加产能固体饮料 6 万吨/年、风味饮料浓浆 6 万吨/年、椰乳 5 万吨/年、咖啡制品 2.87 万吨/年, 珍珠制品 1.8 万吨/年, 脆筒 5760 万支/年, 品类合计占主营业务 38% 以上。安定生产基地亦面向东南亚海外市场, 为开拓东南亚市场提供支持。(2) 公司对河南焦作大咖食品产业园进行升级扩能, 搭建原材料植脂末产能建设, 将植脂末从外购转为自产, 设计 10 万吨/年产能。针对固体饮料(奶茶粉、奶昔粉)产线进行工艺升级, 引进喷雾干燥工艺, 增强品质把控能力, 设计奶昔粉 12 万吨/年、奶茶粉 9 万吨/年的产能。(3) 公司依托广西农产品资源优势, 建设大咖国际冷冻水果深加工项目, 延伸产业链、保障食材供应稳定性。预计增加风味饮料浓浆 15 万吨/年、芋圆 3.5 万吨/年的产能。(4) 公司于重庆建设数字农业产地, 依托川渝产地资源开展柑橘深加工项目。

募投项目还包括成都中央仓配中心、上岛智慧供应链中心项目, 围绕中央配送中心提升智能仓配能力。公司计划新增 30 个区域配送中心 (RDC) 和前置仓 (FDC), 结合现有的焦作、成都、佛山、沈阳、乌鲁木齐五大中央配送中心 (CDC), 搭建多级分仓体系, 提高货物周转效率和配送时效, 确保顺利消化新增门店配送需求, 缓解现有各仓压力。

公司重视信息化系统建设, 募投项目加快数字系统建设。目前已建立 ERP 系统、SCM 供应链管理系统、CMS 加盟管理系统、POS 门店收银系统、小程序点餐、APP 在内的信息管理体系, 高效支持供应商管理、生产库存管理、库存管理、门店管理, 提升业务效率和消费者体验。募投项目计划建立消费者运营系统、智慧门店平台系统、智慧供应链系统、双中台系统、集团数据分析平台在内的数字化生态。

## 3.3 坚不可摧的品牌护城河: IP 营销与产品售卖互相加持, 品牌规划完善

### 3.3.1 成功的品牌形象加速飞轮效应, 雪王 IP 是差异化竞争力

在物质极大丰富的时代, 消费者已经从生存消费转为认知消费, 消费者买的不仅是产品, 更是对品牌的认可和情感连接。公司以“雪王”IP 为中心的营销动作多次破圈, 超级符号红利加深品牌护城河。营销动作主要集中在节日活动和新品推介两方面, 如“520 去蜜雪冰城领情侣证”情人节活动、“雪王摘桑葚被晒黑”为桑葚莓莓新品造势, 多次登上微博热

搜榜收割流量，让品牌进入消费者的生活，在日积月累中形成品牌资产，在时间的发酵下占领消费者心智。

国内策划行业扛鼎者华与华为公司的品牌营销提供强大后盾。在华与华的助推下，2018年雪王力排众议成为“蜜雪冰城唯一代言人”，拥有自己的立体性格和独特世界观。公司2021年的“蜜雪冰城甜蜜蜜”洗脑神曲大火出圈后，2022年元宵节继续推出“雪王卖汤圆”新神曲，后续不断推出“雪王打卡刘畊宏”、冰淇淋 rap 大赛、雪王出道四周年演唱会生日趴等主题热点营销，公司通过展示雪王接地气的日常生活，构建其搞怪耍宝人设，带来纯真、欢乐，极大唤起年轻人的共情，引发网友大型二次创作。目前“雪王”相关视频播放量超过10亿次，抖音平台“蜜雪冰城”相关话题播放量超过170亿次。公司各大自媒体平台粉丝量总计超三千万。

图 36: 蜜雪冰城门店宣传图



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

图 37: 蜜雪冰城门店升级图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 3.3.2 门店装修与品牌形象呼应，线上线下围绕雪王集中发力

门店形象经过七代升级更迭，风格鲜明简洁。门店形象是前端营销的窗口，蜜雪冰城招牌的红白配色与雪王形象相统一，接地气的装潢、简单粗暴的物料审美与低价格带相统一，进一步强化“高质低价的”。蜜雪冰城设置四大门店类型，覆盖各类选址需求，包括标准店、轻食店、堂食店、旗舰店，为不同层级的加盟商提供多样化选择，扩大渠道渗透率、提升扩张速度。公司物料更新速度快。

线上线下营销同步整活，IP 发展规划完善。雪王出现在门店吧台、菜单、海报、地贴、杯身、封口膜等一切目光可及处，门店活动有雪王人偶站台，天猫官方旗舰店上线吨吨桶等周边，通过高强度的重复增加品牌形象触达消费者的频次，让更多顾客形成“雪王=蜜雪冰城”的共识。蜜雪冰城 B 站官方账号保持一周三更，丰富雪王人设、增强 IP 内容属性。

### 3.3.3 雪王爆红加速传播，品牌形象深入人心

“雪王”超级符号加速品牌传播，现象级洗脑神曲爆火出圈。2018 年公司与知名咨询公司华与华合作打造超级符号，推出拟人化 IP“雪王”。通过可爱形象拉近与消费者距离，活跃品牌形象，消除大众对蜜雪冰城固有的“贫民饮品”消费偏见。2019 年公司对蜜雪冰城视觉设计系统进行升级，围绕“雪王”进一步打造营销体系。2021 年 6 月，“你爱我，我爱你，蜜雪冰城甜蜜蜜”洗脑神曲脍炙人口，MV 形成现象级刷屏。蜜雪冰城百度搜索指数创新高，品牌认知家喻户晓。公司以雪王形象为核心进行形象丰富延续 IP 红利，进行条幅、包装等物料的延伸设计，创作周边、沉淀品牌形象，加强与消费者情感连接并促进全民认知。

综上，我们看好茶饮行业在优秀企业的推动下繁荣向好。

#### 4 风险提示

- 1、**食品安全风险**。现制茶饮行业属于食品加工制造行业，一旦加工环节出现纰漏导致食品安全事故，将对整个行业造成负面影响。
- 2、**疫情反复风险**。2020年初以来，新冠疫情来势汹汹，现制茶饮行业依赖线下业态，一旦疫情反复，将对整体行业的经营造成不利的影响。
- 3、**宏观经济下行风险**。现制茶饮行业属于消费行业，其发展依赖居民收入水平。若宏观经济出现大幅波动影响居民收入水平，将对整体行业造成不利的影响。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>