

蜜雪/古茗招股，咖啡和现制茶饮的对比研究

2024年01月17日

► 2024年1月2日，蜜雪冰城、古茗控股两家公司向港交所递表；2023年12月21日茶百道也通过证监会境外上市备案。本篇报告我们主要对：1) 现磨咖啡和现制茶饮两大赛道进行对比研究；2) 对蜜雪冰城、古茗控股、茶百道三家公司主要经营数据及定位、打法进行梳理及分析；3) 分析目前主要咖啡品牌在加盟政策、单店模型等方面与茶饮品牌的差异性。

► **咖啡 VS 茶饮：需求本源、市场成熟度、行业竞争格局等均有所不同。** 1) **需求本源不同**：咖啡主要是咖啡因的摄入，办公室为第一大消费场景；茶饮更多是饮料获取与糖分摄入，消费的偶发性更强。2) **市场需求成熟度不同**：茶饮消费市场更为成熟，十几元中价格带市场最大；咖啡市场目前仍处于教育阶段，主流价格带仍聚焦在十几元价格带及以上，低价格带门店体量小。3) **行业竞争格局差异**：咖啡市场集中度相对茶饮更高，瑞幸及星巴克 Top2 优势突出；而茶饮市场蜜雪冰城位列市占率 Top1 达 20%(据灼识咨询，2023 年前 9 个月)，而中端价格带竞争激烈。4) **消费结构及频次不同**：我们认为，随着年轻群体逐步从“校园”到“职场”及年龄增长，出于健康等因素，茶饮消费频次“斜率”向下，而喝咖啡逐步会成为一种办公提神的习惯及生活方式，消费频次逐步增加，二者消费频次随年龄趋势而形成典型“V 字型”。5) **门店爬坡模型差异**：我们认为茶饮门店能够快速上量并形成赚钱效应；而咖啡尽管单店层面需求难以像成熟的茶饮市场一样迅速达到峰值，但成熟后能够形成稳定的需求和复购。6) **咖啡茶饮品类相互渗透的可能性**：目前主要品牌的品类渗透为 SKU 补充，相互渗透/跨界难度高，可少量搭售作为补充。

► **主流茶饮品牌对比**：目前主流茶饮品牌均已放开加盟，加盟模式下，门店能够实现快速的扩张，且盈利能力可观，蜜雪/古茗/茶百道均能实现 30% 上下的毛利率，以及 15%-22% 的净利率水平，但各品牌定位、打法有所不同：①**蜜雪冰城**，定位平价，门店网络全国第一；②**古茗**，定位中端，区域加密，冷链领先；③**茶百道**，定位中端，门店覆盖区域广。三家品牌在出海方面来看，目前蜜雪海外门店已初具规模达 4000 家布局 11 个国家，茶百道开启出海尝试。

► **主流咖啡品牌与主流茶饮品牌的对比**：1) 咖啡直营与加盟并举，主流品牌中大店模式下直营比例更高，小店模式下直营与加盟均有。咖啡加盟模式中，瑞幸及 Tims 中国 (Go 店) 初始投资略高于茶饮品牌 (主要在设备及装修)，且瑞幸更倾向于利润分享的加盟盈利模式，而主流茶饮加盟品牌不采取利润分享的加盟模式。2) 瑞幸与中端价格带茶饮古茗/茶百道单店日均营收相近，均为 6000-7000 元，但门店经营利润率略高于茶饮品牌，我们认为主要系咖啡 SOP 较为简单，人员压力较小，同时茶饮外送占比较高，配送等其他费用成本较高所致。

► **投资建议**：1) 尽管近期咖啡行业进入淡季，瑞幸单店杯量环比下滑，但我们认为经营无需过度担忧，瑞幸产品-价格-渠道-品牌-供应链持续强势，且高速扩店抢占市场，行业格局有望优化，建议积极关注回调后的机会。2) 蜜雪冰城、古茗、茶百道均已递表，积极关注现制茶饮公司新上市带来的投资机会。

► **风险提示**：1) 消费复苏不及预期风险；2) 食品安全风险；3) 行业竞争加剧；4) 咖啡及茶饮行业在国内渗透速度及力度不及预期；5) 公司业务发展不及预期。6) 原材料成本大幅上涨影响盈利风险；7) 粉单市场交易风险。

**分析师 易永坚**

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

研究助理 李华熠

执业证书：S0100123090003

邮箱：lihuayi@mszq.com

相关研究

1. 新消费研究之咖啡系列报告：复盘咖啡历史发展，溯源产业链上游-2023/11/11
2. 咖啡行业点评：瑞幸咖啡 (LKNCY) 发布 2023 年 Q3 业绩-优惠活动影响经营指标，下半年加速扩张-2023/11/03
3. 新消费研究之咖啡系列报告：瑞幸咖啡核心十四问-2023/09/04
4. 新消费研究之咖啡系列报告：中国现磨咖啡市场有多大&瑞幸的天花板在哪？-2023/08/08

目录

1 咖啡 VS 茶饮，看两大赛道的差异性	3
1.1 需求本源不同：咖啡消费是主动的咖啡因摄入，茶饮消费更多是饮料获取与糖分摄入	3
1.2 市场需求成熟度不同：咖啡消费仍处于市场教育阶段，茶饮消费市场更为成熟	4
1.3 行业竞争格局差异：目前咖啡行业集中度较茶饮更高	6
1.4 消费结构及频次不同：茶饮及咖啡消费频次有望形成 V 字型结构	6
1.5 门店爬坡模型差异	8
1.6 咖啡茶饮品类相互渗透的可能性：相互渗透/跨界难度高，可少量搭售作为补充	9
2 咖啡&茶饮主流品牌的对比分析	11
2.1 主流茶饮品牌基本均放开加盟，加盟模式下门店起量快&盈利能力可观，但各家定位、打法有所不同	11
2.2 咖啡直营与加盟并举，大店模式下直营比例更高	17
3 投资建议	20
4 风险提示	21
插图目录	22
表格目录	22

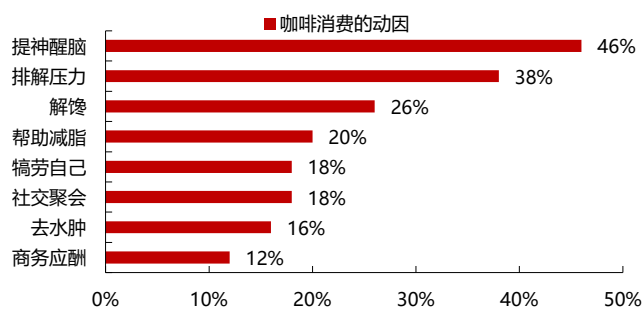
1 咖啡 VS 茶饮，看两大赛道的差异性

1.1 需求本源不同：咖啡消费是主动的咖啡因摄入，茶饮消费更多是饮料获取与糖分摄入

咖啡消费动因主要是咖啡因摄入。咖啡更多满足功能性诉求，是一种主动的咖啡因摄入，据极光调研数据（图 1），提神醒脑、排解压力、帮助减脂等功能性诉求成为主要消费动因；社交需求也是消费原因，但是位居功能性之后。

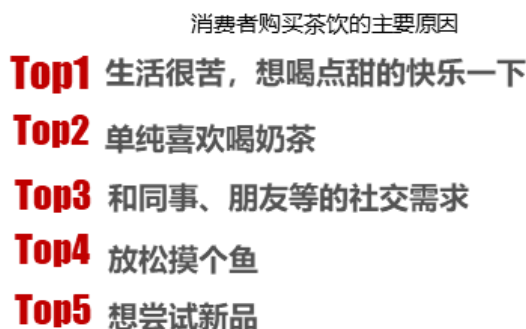
茶饮消费是一种主动的饮料与糖分摄入。据后浪研究所调研数据（图 2），糖分摄入，社交需求及口味尝新诉求更多是茶饮的消费动因，因此我们认为，茶饮消费更多是一种饮料及糖分需求，更多满足休闲动因，消费的随机性更强。

图1：咖啡消费动因主要是功能性诉求



资料来源：极光调研，民生证券研究院

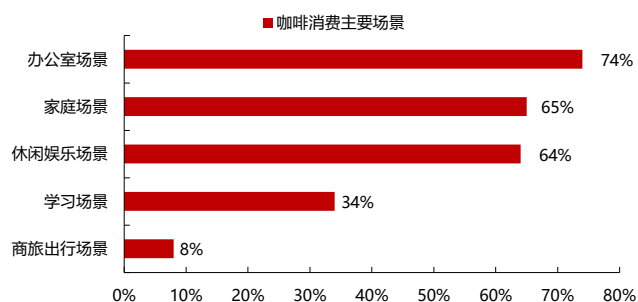
图2：茶饮消费是一种主动的饮料与糖分摄入



资料来源：后浪研究所，民生证券研究院

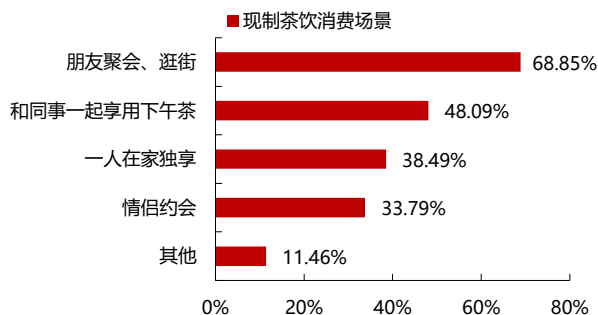
消费动因决定消费场景，因此咖啡消费场景更多是办公室，而茶饮消费场景更加聚焦于休闲场合。结合上文咖啡消费动因分析，消费者需要借助咖啡因帮助提神醒脑、消除疲劳、减轻困倦、缓解压力以维持大脑及身体的正常工作状态，因此办公室为咖啡消费的第一大场景。而结合上文茶饮消费动因分析，奶茶消费休闲属性更为突出，消费场景也多聚焦于聚会、逛街、下午茶等休闲娱乐场合。

图3：咖啡第一大消费场景为办公室



资料来源：Data100，民生证券研究院

图4：茶饮消费场景更加聚焦于休闲场合



资料来源：后浪研究所，民生证券研究院整理

1.2 市场需求成熟度不同：咖啡消费仍处于市场教育阶段，茶饮消费市场更为成熟

咖啡消费仍然处于市场教育阶段。咖啡在 80-90 年代进入中国，并以速溶咖啡的形式完成了对市场认知的普及，但因口味偏苦涩，大众接受度不高，仍主要被当做提神醒脑的饮品。后来，星巴克 1999 年进入中国大陆，将咖啡消费上升为一种综合体验，但因较高的价格带且主要针对商务及社交的“第三空间”，因此咖啡市场教育相对缓慢。瑞幸 2017 年成立，主打“平价小店自提”模式，并于 2021 年 4 月推出「生椰拿铁」这一“饮料化”原点产品，此后瑞幸通过“口味普适性+价格大众化”还原现磨咖啡大众消费品本质并快速扩店教育市场。

咖啡市场在需求端城镇化率提升，人口代际变化造成消费偏好的结构性改变；供给端产品结构丰富化（过往只有速溶咖啡及星巴克，供给端咖啡价格带可选有限；但目前供给端出现速溶、挂耳/精品速溶咖啡、小店大众现磨咖啡、小店综合模式咖啡、精品现磨咖啡等不同价格带产品），供需端共振使得咖啡潜在消费需求得到释放，咖啡市场迎来高速发展期。目前独立现磨咖啡品牌仍主要聚焦在十几元价格带区间及以上，主要系低价格带咖啡在不成熟的市场中难以通过高杯量实现门店经营杠杆，十元以下价格带品牌及门店数量较少。

茶饮市场相对更为成熟。奶茶等茶饮发源于 90 年代中国台湾，2000 年左右便进入中国大陆，“牛奶+糖分”为主的配料，使得口味接受度高。21 世纪初，调制奶茶以学校附近门店，路边摊贩等形式开始出现，凭借较低的价格快速渗透学生和年轻人群体，也迅速向二三线城市和乡镇发展。此后“香飘飘”、“优乐美”等冲剂奶茶等广告进一步强化消费者认知，早期的奶茶消费迸发基本完成了品类教育。2016 年以来以“喜茶”、“奈雪的茶”为代表的新式茶饮更多是对原有奶茶的原料升级，在一定程度上实现了对甜品和鲜榨果汁的替代，并在家外卖行业高速发展及社交传播媒介的改变下带动行业实现二次增长。

我们认为，目前茶饮消费者的品类教育已经基本完成，目前供给端高、中、低端价格带均存在一定规模体量的品牌。茶饮作为偶发性的饮料摄入需求，中端价格带有着广泛的受众，目前高端价格带品牌逐步下移，10-20 元价格带市场需求最广泛，据灼识咨询数据，2022 年中端价格带茶饮占据整个茶饮市场份额的 44.8%。十元以下的市场一方面有着广泛的人群基础，另一方面能够实现一定意义上瓶装饮料的替代，因此也出现了蜜雪冰城国内 3 万家以上的门店规模。

图5：咖啡供给端价格带多样化，释放潜在需求



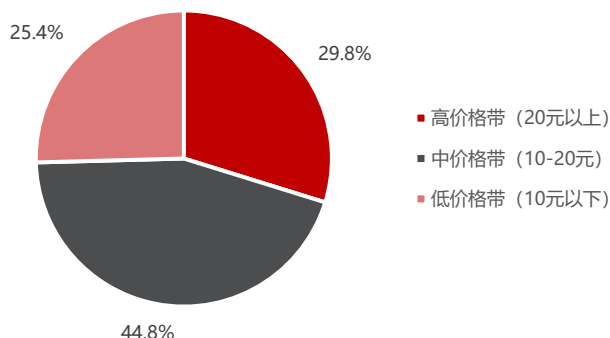
资料来源：极海品牌监测，民生证券研究院绘制（注：品牌为不完全统计，括号内为门店数来源极海，截至 2024.1.9。）

图6：茶饮高、中、低端价格带均出现成规模品牌



资料来源：极海品牌监测，民生证券研究院绘制（注：品牌为不完全统计，括号内为门店数来源极海，截至 2024.1.9。）

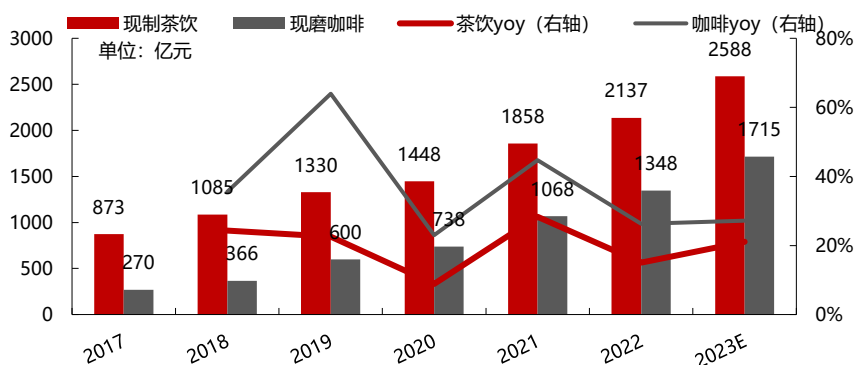
图7：2022 年各价格带茶饮市场占比中，中价格带市场最大



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

目前，现磨咖啡市场规模低于茶饮。据灼识咨询数据，2022 年中国现磨咖啡市场规模达 1348 亿元，约为现制茶饮 2019 年规模水平，“饮料化”咖啡加速了现磨咖啡市场教育，现磨咖啡行业处于高速发展阶段。

图8：中国现磨咖啡及现制茶饮市场规模及增速

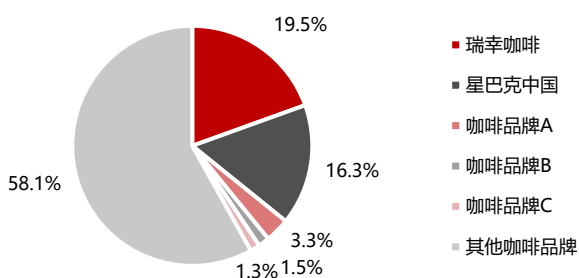


资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

1.3 行业竞争格局差异：目前咖啡行业集中度较茶饮更高

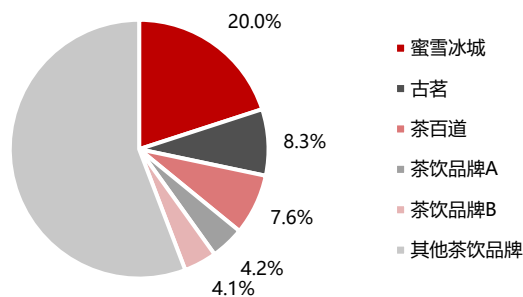
咖啡市场 Top2 优势突出；中端价格带茶饮品牌竞争更为激烈。1) 咖啡：星巴克 1999 年进入中国，在 20 余年的中国咖啡市场教育中积累了深厚的品牌势能，据灼识咨询数据，2023 年前 9 个月星巴克中国终端零售额口径市占率达到 16.3%，位列行业第二，是“大店综合”模式下的龙头。瑞幸以“口味普适性+价格大众化”还原现磨咖啡大众饮品本质，加速教育中国咖啡市场，叠加公司较强的“渠道-营销-运营-供应链”能力，目前处于国内现磨咖啡行业市占率第一。2) 茶饮：蜜雪冰城领衔大众价格带现制茶饮，据灼识咨询数据，2023 年前 9 个月零售额口径市占率为 20.0%。在需求端成熟的茶饮市场中，中端价格带茶饮品牌起步期相近且抓住相同的行业发展窗口期，因此各品牌之间市占率差距相对有限，叠加过往高价格带茶饮（喜茶、奈雪的茶）加大活动力度并下移价格带，中端价格带茶饮品牌竞争更为激烈。

图9：以终端零售额统计的现磨咖啡品牌市占率（2023 年前 9 个月）



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

图10：以零售额统计的现制茶饮品牌市占率（2023 年前 9 个月）

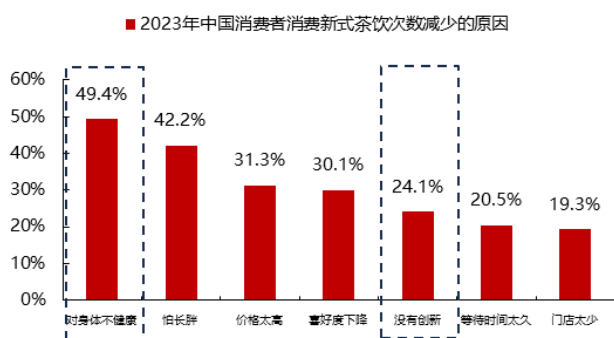


资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

1.4 消费结构及频次不同：茶饮及咖啡消费频次有望形成 V 字型结构

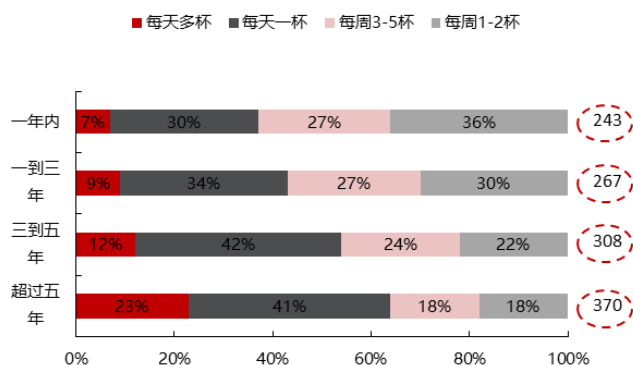
茶饮消费“尝鲜”及随机属性更强，用户对单一品类粘性弱；咖啡具有饮用时间越久，消费频次越高的特征，品类偏好也逐步向美式/拿铁等基础 SKU 倾斜。据艾瑞咨询数据，2023 年 49.4% 消费者考虑因健康减少新茶饮消费；且茶饮饮料化摄入的本质下使得“尝鲜”属性更强，24.1% 的消费者可能会因为创新不够而减少茶饮消费（图 2 茶饮消费 Top5 原因为尝试新品），因此我们认为，消费者对某一茶饮品类粘性较弱，用户更容易形成漂移。而根据德勤数据，咖啡具有饮用时间越久，消费频次越高的特征，伴随消费者对咖啡口味接受度提升，品类偏好也逐步向美式/拿铁/浓缩等基础 SKU 倾斜。

图11：2023年中国消费者消费新茶饮次数减少的原因



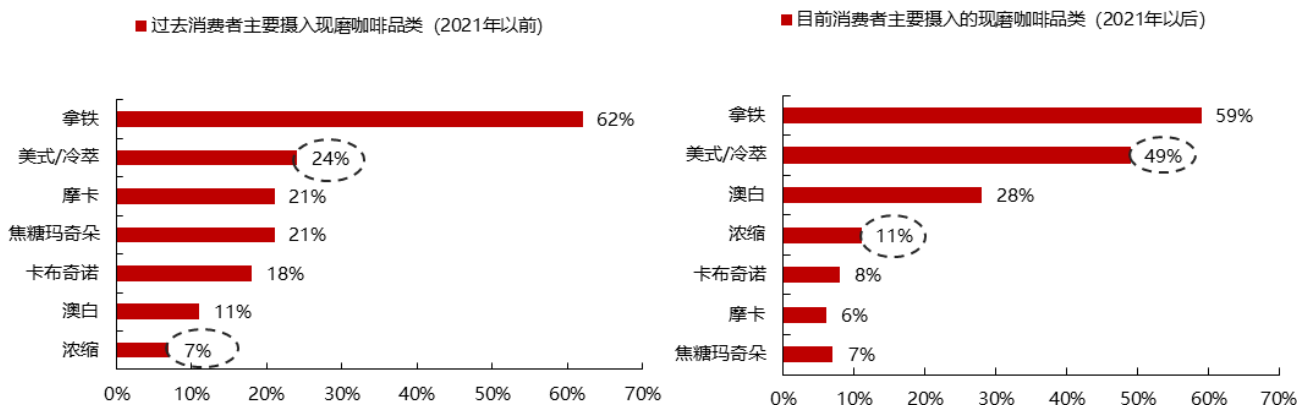
资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图12：饮咖者咖啡饮用时间越久，消费频次越高



资料来源：德勤，民生证券研究院（注：右侧虚线圆圈内数据代表平均每年摄入量。）

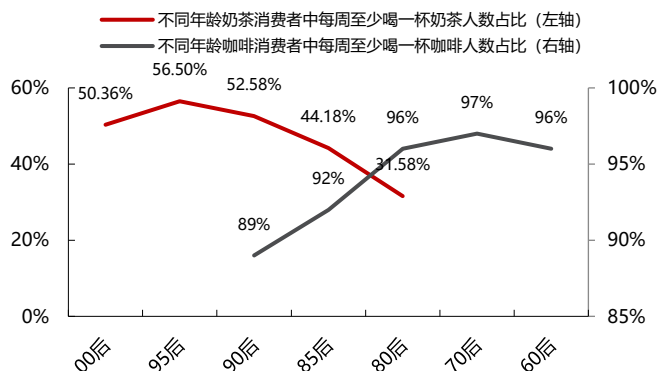
图13：伴随咖啡消费时间增加，品类偏好也逐步向美式等更基础的SKU倾斜



资料来源：德勤，民生证券研究院（注：德勤发布《中国现磨咖啡行业白皮书》时间为2021年4月，我们以2021年作为过去/目前的时间划分界定。）

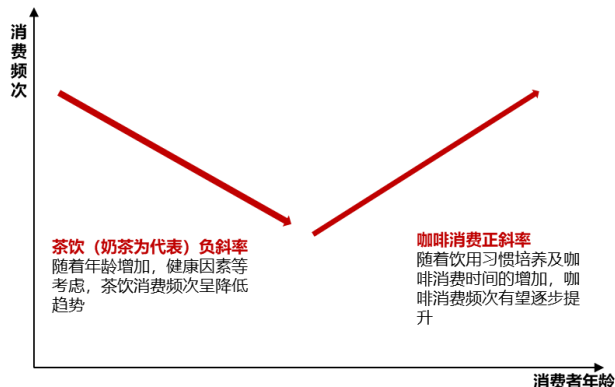
消费者对于现制饮品有望形成“V字”型消费结构。我们认为，相比于额外材料及糖分摄入的茶饮，“功能性”诉求下的咖啡高频刚需消费场景更易形成消费粘性；近两年咖啡行业的兴起及新茶饮高速增长决定了两类饮品消费群体年龄结构均以90后、00后为主，但我们认为，随着年轻群体逐步从“校园”到“职场”及年龄增长，出于健康等因素，茶饮消费频次“斜率”向下，而喝咖啡逐步会成为一种办公提神的习惯及生活方式，消费频次逐步增加，二者消费频次随年龄趋势而形成典型“V字型”。因此，目前茶饮品牌也纷纷推出“减糖健康化”产品，希望顺应消费趋势并延长产品生命周期。

图14：不同年龄阶段消费者现制饮品消费频次



资料来源：DATA100，后浪研究所，民生证券研究院（注：咖啡茶饮统计样本有差异，但曲线趋势反映了消费变化趋势。）

图15：消费者对于现制饮品 V 字型消费结构及频次

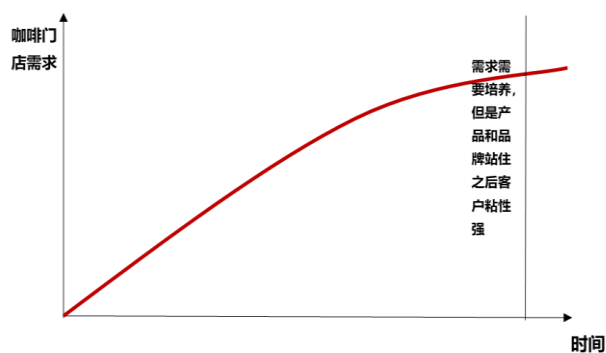


资料来源：民生证券研究院绘制

1.5 门店爬坡模型差异

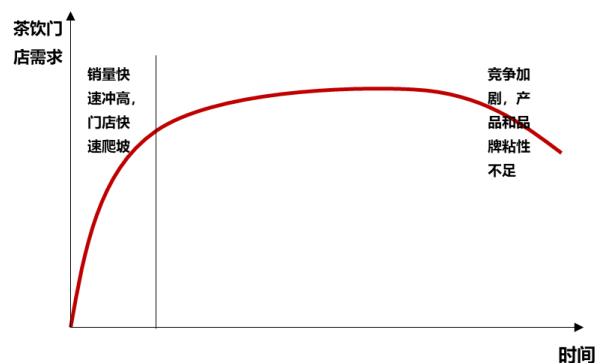
咖啡消费需求需要培育，我们认为单店的门店爬坡斜率更为平缓，但需求和复购也更为稳定。1) 茶饮：我们认为，茶饮本质是对糖分“快乐”的获取，消费习惯不需要培养，产品能够快速上量并形成赚钱效应；但用户转换成本低且粘性差，因此品牌需要持续推新吸引用户，维持门店的经营效率。2) 咖啡：我们认为，咖啡是“功能”舶来品，市场仍处于教育阶段，尽管单店层面需求难以像成熟的茶饮一样迅速达到峰值，但成熟后能够形成稳定的需求和复购。

图16：咖啡需求需要培养，单店爬坡斜率平缓



资料来源：民生证券研究院绘制

图17：茶饮需求相对成熟，门店能够快速形成赚钱效应



资料来源：民生证券研究院绘制

1.6 咖啡茶饮品类相互渗透的可能性：相互渗透/跨界难度高，可少量搭售作为补充

目前主要品牌的品类渗透为 SKU 补充。为满足更多样化的用户需求，现有的咖啡/茶饮品牌会有少量的茶饮/咖啡 SKU 来补充已有品类，但各品牌渗透 SKU 占总产品的比例整体不高，目前在 15% 以内。且比较 2022 年情况，喜茶、瑞幸等补充品类 SKU 有所收缩。

表1：目前主要咖啡/茶饮品牌相互渗透现状

品牌	茶饮品牌推出咖啡饮品 (2024.01.11)					咖啡品牌推出部分茶饮 (2024.01.11)				
	喜茶	奈雪的茶	古茗	茶百道	蜜雪冰城	瑞幸	星巴克	Tims中国	Manner	库迪咖啡
在售咖啡/茶饮产品	美式咖啡 ¥15 拿铁咖啡 ¥19 生椰拿铁 ¥22 茉莉初雪茶咖 ¥19 状元大红袍茶咖 ¥19 奈雪东阿阿胶枣香茶咖 ¥21				咖啡椰椰 ¥8 雪王雪顶咖啡 ¥7 拿铁咖啡 ¥7 美式咖啡 ¥5	抹茶好喝椰 ¥19	冰摇红梅黑加仑茶 ¥31 冰摇柠檬茶 ¥29 碧螺春绿茶 ¥25 金萱乌龙茶 ¥25 英式早餐红茶 ¥25 伯爵调味红茶 ¥25	鲜萃红茶 ¥16 满杯车厘子柠檬茶 ¥22 柠檬蜜桃乌龙茶 ¥22		乌龙茶酸米乳 ¥11.9 玫瑰贴贴右榴冰茶 ¥11.9 正当红榴榴冰茶 ¥11.9 柚见手摇冰茶 ¥11.9 蜜意茉莉粉椰 ¥12.9 阿根廷柠檬马黛茶 ¥11.9 生椰大红袍 ¥11.9 生椰茉莉茶 ¥11.9
在售咖啡/茶饮SKU数	0	6	0	0	4	1	6	3	0	8
门店在售现制饮品总数	74	52	42	50	29	58	51	36	44	62
占门店总饮品SKU比例	0.0%	11.5%	0.0%	0.0%	13.8%	1.7%	11.8%	8.3%	0.0%	12.9%

资料来源：各品牌小程序，民生证券研究院（统计时间截至：2024年1月11日。）

注：1) 不考虑茶饮品牌另外投资或孵化咖啡品牌的情况。2) 门店总饮品 SKU 比例不考虑预包装饮料。3) 多数咖啡品牌会推出冰沙/风味牛奶/抹茶拿铁/热可可等产品，暂不视为现制茶饮。4) 不同门店 SKU 数可能存在差异，仅供参考。5) 价格为划线价，非实付价。

表2：2022年7月主要咖啡/茶饮品牌相互渗透情况

品牌	茶饮品牌推出咖啡饮品 (2022.07.14)			咖啡品牌推出部分茶饮 (2022.07.14)			
	喜茶	奈雪的茶	蜜雪冰城	瑞幸	星巴克	Tims中国	
在售咖啡/茶饮产品	波波咖啡 ¥18 拿铁 ¥16 美式 ¥8 生打椰拿铁 ¥17 香草拿铁 ¥19	美式咖啡 ¥15 拿铁咖啡 ¥19 卡布奇诺 ¥19 澳白咖啡 ¥15 奈雪厚乳拿铁 ¥22 燕麦咖啡 ¥22 生椰拿铁 ¥22 生椰斑斓拿铁 ¥22 荔枝生椰拿铁 ¥22	美式咖啡 ¥4 拿铁咖啡 ¥6 雪王雪顶咖啡 ¥6	椰云芒芒 ¥25 椰云蜜桃 ¥25 椰云荔枝 ¥25 大颗荔枝甘露 ¥25 轻盈版荔枝甘露 ¥25 荔枝甘露椰子冻 ¥25 荔枝甘露芒果多 ¥25 如梦令 功夫轻乳茶 ¥18 如梦令 生椰乳茶 ¥21 满庭芳 茉莉轻乳茶 ¥18 抹茶好喝椰 ¥21 芒果好喝椰 ¥23	冰摇蜜桃乌龙 ¥37 冰摇红梅黑加仑 ¥31 井撞柠檬茶 ¥29 英式早餐红茶 ¥25 碧螺春 ¥25 金萱乌龙茶 ¥25 伯爵调味红茶 ¥25	鲜萃红茶 ¥19 四百次浮云奶茶 ¥28 柠檬蜜桃乌龙茶 ¥28	
在售咖啡/茶饮SKU数	5	9	3	12	7	3	
门店在售现制饮品总数	51	47	43	82	48	31	
占门店总饮品SKU比例	9.8%	19.1%	7.0%	14.6%	14.6%	9.7%	

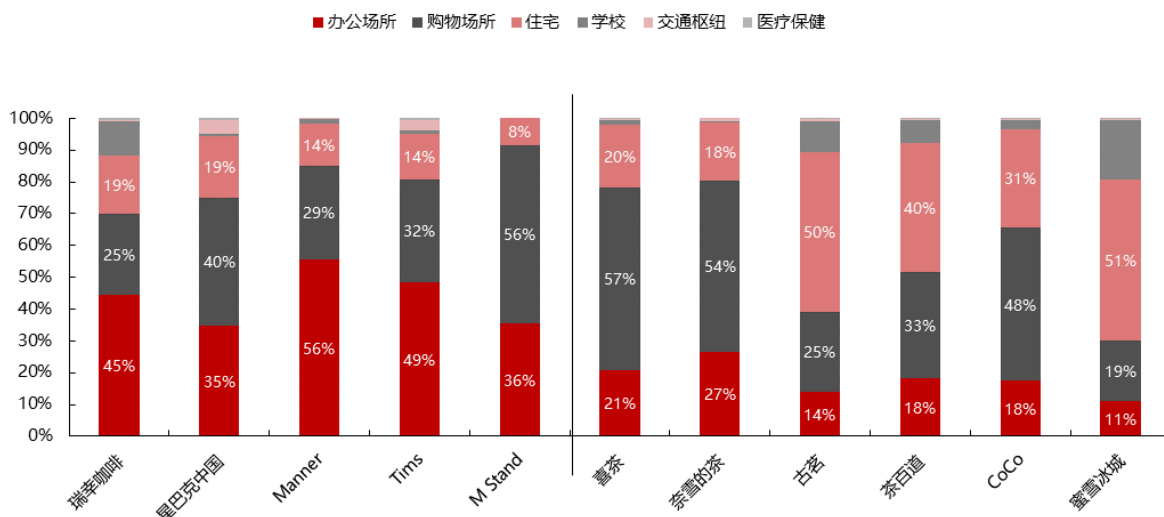
资料来源：各品牌小程序，民生证券研究院（统计时间截至：2022年7月5日。）

注：1) 不考虑茶饮品牌另外投资或孵化咖啡品牌的情况。2) 门店总饮品 SKU 比例不考虑预包装饮料。3) 多数咖啡品牌会推出冰沙/风味牛奶/抹茶拿铁/热可可等产品，暂不视为现制茶饮。4) 不同门店 SKU 数可能存在差异，仅供参考。5) 价格为划线价，非实付价。

咖啡茶饮相互渗透取代难度高，但可搭售。 1) 消费者形成的品牌定位及印象短期内难以改变。2) 咖啡与茶饮门店覆盖客群及选址存在差异性：消费动机、场景不同决定了目前多数现磨咖啡店选址在“办公场所”周边，满足功能性需求；而现制茶饮更多满足情感性及休闲型需求，选址则更多覆盖“购物场所”和“住宅”；品类差异下已有布局点位难以有效覆盖对方主要消费人群。3) 运营端：供应链要求、产品研发、及品类认知等存在差异。因此，我们认为，咖啡与茶饮属于两大赛道，协同效应有限导致单一品牌下大量非核心品类 SKU 渗透难度高，品牌方布局

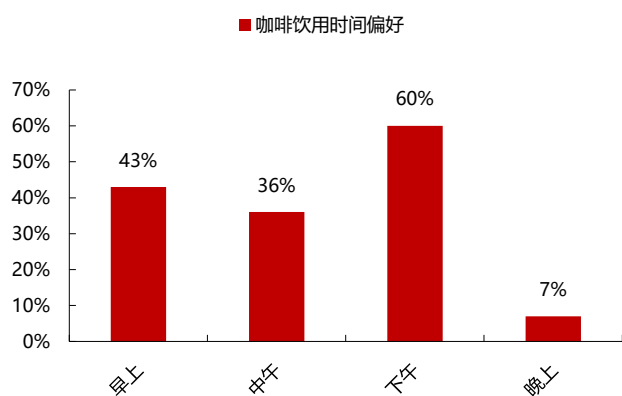
新子品牌对跨赛道运营能力有一定要求。但是茶饮与咖啡消费高峰期存在错位，因此部分茶饮门店会增加咖啡机设备，提供基础 SKU 进行搭售，我们认为搭售的协同效应能否充分发挥仍取决于周边人群咖啡消费成熟度以及门店覆盖场景性。

图18：目前主要咖啡/茶饮品牌门店点位分布（全国范围）



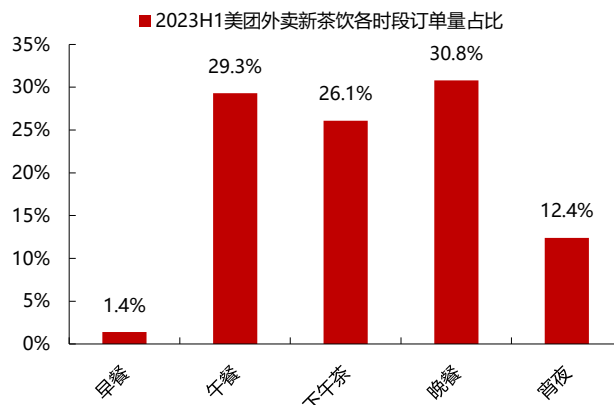
资料来源：极海品牌监测，民生证券研究院（注：统计时间截至 2024.1.11。）

图19：咖啡消费主要集中在早上和下午



资料来源：CBNDData，民生证券研究院（注：统计时间为 2021 年。）

图20：茶饮消费主要集中在中午、下午和傍晚



资料来源：美团外卖，民生证券研究院

2 咖啡&茶饮主流品牌的对比分析

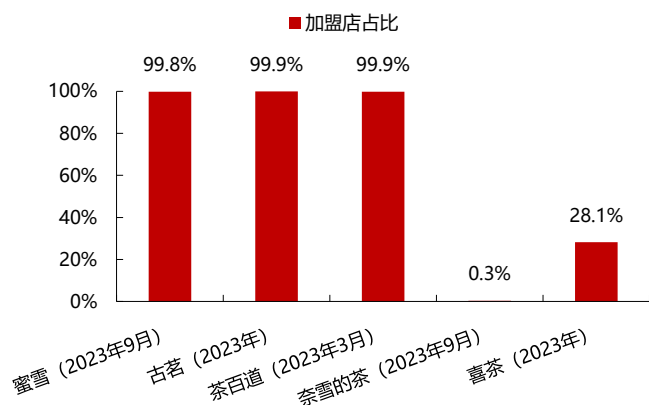
2.1 主流茶饮品牌基本均放开加盟, 加盟模式下门店起量快

&盈利能力可观, 但各家定位、打法有所不同

2.1.1 主流茶饮品牌基本情况对比

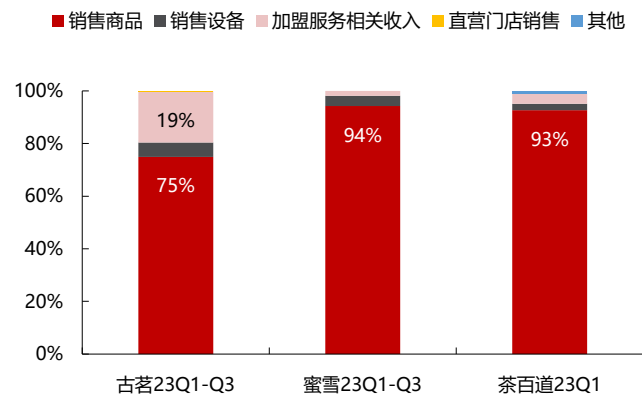
目前, 除「茶颜悦色」外主流现制茶饮连锁品牌基本均已放开加盟。自 2022 年 11 月喜茶放开加盟, 2023 年 7 月奈雪放开加盟后, 除茶颜悦色外, 主流茶饮品牌基本均已放开加盟模式。蜜雪冰城、古茗、茶百道以加盟模式为主, 加盟模式下品牌收入主要来源于向加盟商销售原料、设备, 从各公司招股书披露数据来看, 古茗加盟服务相关收入占比较高, 达 19%; 而蜜雪及茶百道销售商品收入占比均超过 90%。

图21: 部分茶饮品牌加盟店的比例



资料来源: 蜜雪冰城/古茗/茶百道招股说明书, 奈雪的茶财报, 喜茶 2023 年度报告, 民生证券研究院

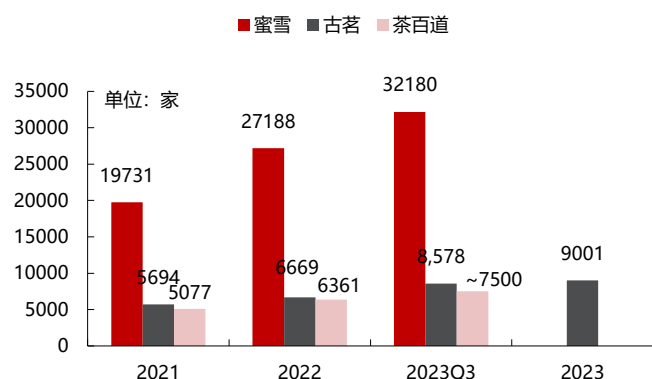
图22: 加盟模式为主的古茗/蜜雪/茶百道收入构成



资料来源: 蜜雪冰城/古茗/茶百道招股说明书, 民生证券研究院

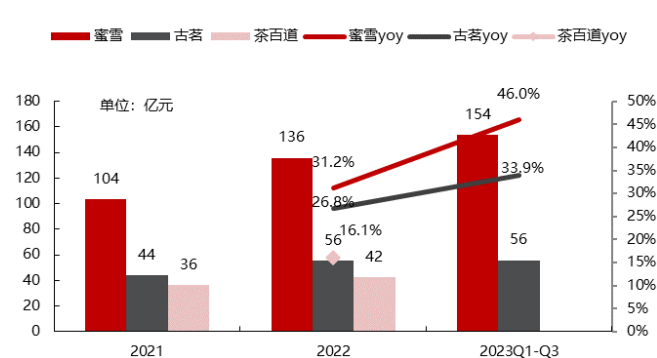
加盟模式下门店快速扩张带动营收显著增长, 且盈利能力可观。加盟模式下, 品牌方可以借力民间资本杠杆实现快速扩张, 以喜茶为例, 2012-2022 的十年喜茶以直营模式开店 900 余家, 而 2022 年 11 月放开加盟后, 新开加盟店 2300 余家, 截至 2023 年末喜茶门店数突破 3200 家。蜜雪/古茗/茶百道以加盟模式实现了 23Q3 较 2021 年门店数量分别增加 63%/51%/38%, 且门店数量的快速扩张带来营收显著增长, 2023Q1-Q3 蜜雪/古茗分别实现 154/56 亿元收入, yoy+46.0%/+33.9%。加盟模式下盈利能力也较为可观, 品牌毛利率能够达 28%-35%, 由于公司终端渠道直接对接加盟门店, 且产品研发不需要过重投入, 各品牌期间费用率相对有限, 净利率能够达到 15%以上。

图23: 蜜雪/古茗/茶百道国内门店数量



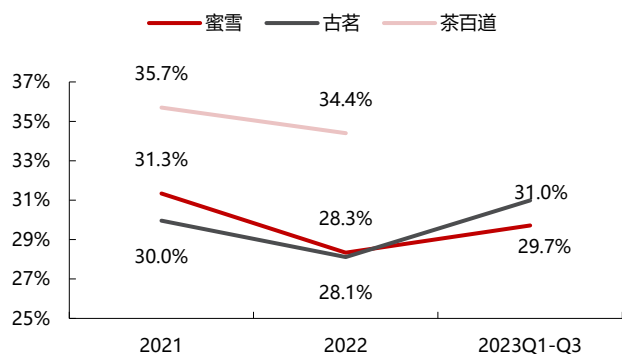
资料来源: 蜜雪冰城/古茗/茶百道招股说明书, 民生证券研究院

图24: 蜜雪/古茗/茶百道收入及增速



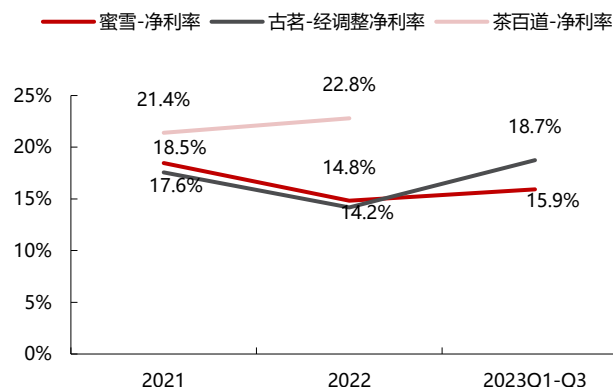
资料来源: 蜜雪冰城/古茗/茶百道招股说明书, 民生证券研究院

图25: 蜜雪/古茗/茶百道毛利率对比



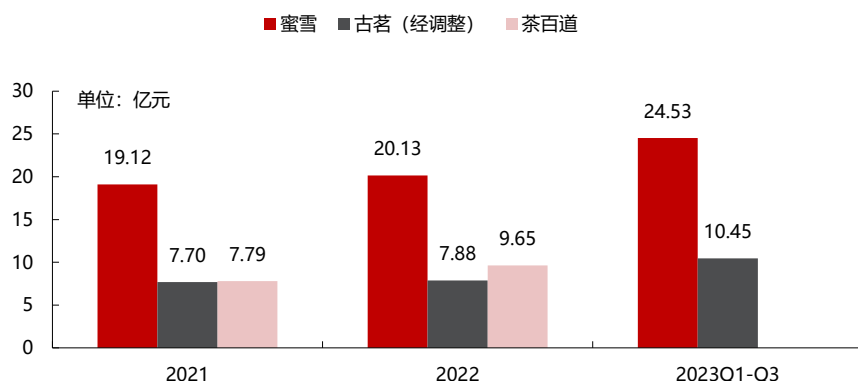
资料来源: 蜜雪冰城/古茗/茶百道招股说明书, 民生证券研究院

图26: 蜜雪/古茗 (经调整) /茶百道净利率对比



资料来源: 蜜雪冰城/古茗/茶百道招股说明书, 民生证券研究院

图27: 蜜雪/古茗 (经调整) /茶百道净利润对比



资料来源: 蜜雪冰城/古茗/茶百道招股说明书, 民生证券研究院

各品牌定位、打法有所不同。1) 蜜雪冰城，定位平价，门店网络全国第一：蜜雪核心产品定价 2-8 元，通过 60% 的自产饮品食材（根据灼识咨询的报告，是中国现制品行业中最高，其中核心饮品食材为 100% 自产），向国内最大的现制饮品门店网络（截至 23Q3 国内达 3.2 万家）供给原料和设备，且拥有现制饮品行业内最大的物流仓储体系。**2) 古茗，定位中端，区域加密，冷链领先：**主打产品为果茶，2023 年前 9 个月果茶产品销量占比高达 51%，但鉴于鲜果对冷链物流及供应链管理要求较高，古茗目前仅覆盖 15 个省份，同时在渗透省份采取区域深耕的加密下沉政策，目前古茗超过 500 家关键规模的省份已经有浙江、福建、江西、广东、湖北、江苏、湖南及安徽 8 个，截至 2023 年底古茗 79% 的门店位于二线及以下城市，乡镇门店占比达 38%。区域内较高的门店密度，使得古茗能够实现较高的配送管理效率，于招股书往绩记录期间，古茗仓到店的平均配送成本仅占 GMV 的约 0.9%，远低于行业 2% 的平均水平。目前古茗也是唯一一家能够向低线城市门店频繁配送短保质期鲜果和鲜奶的企业，满足制作门店菜单中的绝大部分饮品需求。**3) 茶百道，定位中端，门店覆盖区域广：**主打产品为杨枝甘露、豆乳玉麒麟、招牌芋圆奶茶等经典茶饮，因此对供应链的建设压力较小，使得茶百道能够实现更为广泛的门店覆盖，截至 2022 年 8 月 8 日，茶百道已经覆盖 31 个省份及地区，且高线城市门店占比更高，一线及新一线城市门店占比分别达 11%、29%。茶百道更加倾向于采取单一加盟策略，2021 及 2022 年平均单个加盟商开店数为 1 家。

出海方面，目前蜜雪海外门店已初具规模，茶百道开启出海尝试。1) 蜜雪：截至 2023 年 9 月 30 日，蜜雪已经在海外 11 个国家开设了约 4000 家门店，是东南亚市场最大的现制茶饮品牌。**2) 古茗：**目前仅覆盖国内 15 个省市、8 个省份具有密集的门店网络，但国内尚有 19 个省份没有渗透，目前门店网络以国内拓展为主。**3) 茶百道：**有出海计划，优先拓展东南亚市场，2023 年 10 月海外首店落地韩国。

表3：蜜雪冰城/古茗/茶百道核心经营数据对比

蜜雪冰城/古茗/茶百道核心经营数据对比						
品牌	国内门店数	覆省份（直辖市/自治区）	一线/新一线/二线/三线及以下门店分布	定价	产品	推新节奏
蜜雪冰城	32180 (23Q3)	31 (截至2023年9月)	5%/21%/18%/57%	核心产品 2~8元	23Q1-Q3 前5大畅销产品为冰鲜柠檬水、新线冰激凌、珍珠奶茶、蜜桃四季春、满杯百香果，出杯量占42.3%。	2023年前九个月，推出47款新产品。
古茗	9001 (2023)	15 (截至2023年末)	3%/18%/30%/49%	10~18元	主打果茶品类，23Q1-Q3 果茶/奶茶/咖啡及其他分别占51%/38%/11%。	在2021年、2022年和2023年前9个月，分别推出了94、82和107款新品。
茶百道	~7500 (23Q3)	31 (截至2022年8月8日)	11%/29%/21%/40%	8~26元	经典茶饮（杨枝甘露、豆乳玉麒麟、招牌芋圆奶茶等）占SKU总数60%。	2022年推出43款新品。
品牌	仓储物流	加盟申请通过率	2021/2022年单个加盟商平均开店数	闭店率	会员及复购	
蜜雪冰城	自主运营仓库+专属配送网络，截至2023年9月30日，仓储体系总面积达到30多万平方米的26个仓库组成，为行业内最大；配送网络覆盖了中国31个省份、自治区、直辖市，约300个地级市、1,700个县城和3,100个乡镇；超过90%的国内县级行政区划可实现12小时内触达；国内90%以上的门店实现了冷链物流覆盖。	不到5%	2.0/2.1	2021/2022/2023Q1-Q3 分别为3%/2%/2%	截至23Q3注册会员数2.15亿，2023年9月活跃用户3800万。	
古茗	截至2023年9月30日，拥有21个仓库，总建筑面积超过20万平方米，包括逾4万立方米可支持不同低温范围的冷库；直接拥有并运营327辆运输车辆；超75%的门店位于仓库的150公里范围内；截至2023年9月30日，运营的冷链仓储及物流基础设施在中国现制茶饮店中规模最大，支持向97%以上的门店提供两日一配的冷链配送服务。	/	2.4/2.3，截至23Q3超过两年的加盟商中，平均每个加盟商经营3.1家门店，75%的加盟商经营两家或以上加盟店。	2021/2022/2023 分别为4%/5%/3%	截至2023年末注册会员9400万，平均季度复购率53%；23Q4活跃用户数3600万。	
茶百道	截至2023年3月31日，综合性冷链仓储及配送网络包括22个多温仓库，由17个中心仓和5个前置仓组成（运营的6个仓库及向第三方租赁并由共同管理的16个仓库），总面积约为8万平方米。调度一支由大约300辆来自第三方移动服务提供商的多温运输车队，为约92%的茶百道门店提供每周两次或以上的配送服务。	约4%	1.0/1.0	2021/2022/2023Q1 分别为0.3%/1.2%/0.7%	截至2023年6月末，注册会员数6600万，23Q2活跃用户数1670万；23Q2会员复购率32.8%。	

资料来源：蜜雪冰城/古茗/茶百道招股说明书，灼识咨询，民生证券研究院整理及测算（注：为保证口径统一，蜜雪/古茗/茶百道统一按照闭店率=期间关闭门店数/期末门店数计算，单个加盟商平均开店数=期末加盟店数/期末加盟商数计算。）

2.1.2 主流茶饮品牌 UE 模型对比

如考虑房租、人力及开办费等，茶饮品牌大店模式初始投资过百万，小店初始投资约 40 万起。茶饮加盟初始投资主要包含设备装修、保证金、加盟合作相关费用及首批物料费用，大店模式因装修及设备费用较高，奈雪初始投资过百万；而小店模式下初始投资也需要 20-25 万，如考虑租、人力及开办费等费用，初始投资 40 万起。

表4：各茶饮品牌初始投资对比（不含房租、人力及开办费等）

品牌	蜜雪冰城	古茗	茶百道	奈雪的茶
加盟/合作费（一次性）/品牌授权费	省会 1.1 万/年，地级市 0.9 万/年，县级市 0.7 万/年	1.88 万（0 首付，分期付款）	3 万	6 万
开店综合服务费/管理费（选址、试营业辅导等）	/	2.5 万（0 首付，分期付款）	4 万	4 万
开店营销费	/	8000 元	/	/
设计费	/	/	/	/
培训费用	2000 元/年	2.5 万（0 首付，分期付款）	5000 元/人（不少于 4 人）	3 万
管理费	4800 元/年	/	/	/
综合运营服务费	/	/	营业额满 6 万/月，收 1%；部分地区按固定费用 1 万/年收取	营业额满 6 万实收，抽取 1%，次月 10 号前扣取
保证金	2 万	1 万	1.5 万	3 万
外卖平台管理服务费	/	3 万（0 首付，分期付款）	2000 元/年	/
设备	7 万左右	10 万左右	13-15 万	35 万起
装修预算	6 万左右	10 万左右	装修公司报价（按 8-10 万测算）	40 万起
首次配货费用（物料）	5 万左右	2-4 万	4 万起	7 万起
总预算（不含房租、人力及开办费等）	21 万起	23 万起（0 首付，分期费用暂不计入初始预算）	35.5 万元起	98 万起

资料来源：蜜雪冰城/古茗/茶百道/奈雪的茶加盟页，民生证券研究院

单店经营对比：1) 大众价格带蜜雪：23Q1-Q3 期间，单店日杯量约 652 杯，杯单价约 6.38 元，期间门店零售额 114 万；2022 年年度单店零售额约 122 万。
2) 中端价格带古茗&茶百道：两个品牌杯单价相当，据公司招股书披露数据测算，古茗/茶百道杯单价均为 16 元左右，2022 年两个品牌单店日均销量均为 380 杯左右，单店年度零售额也均在 230 万左右。2023 年古茗日均杯量为 428 杯，单店零售额达到 250 万元，加盟商单店经营利润 37.6 万元，除单店零售额 250 万测算，门店经营利润率为 15%（公司披露值为 20.2%）。Q1 相对 Q2-Q3 为饮品销售淡季，茶百道 23Q1 单店日杯量约 389 杯；门店利润率方面我们参考茶百道直营店利润率，2021/2022/23Q1 直营利润率为 17.1%/14.5%/14.4%。
3) 中高端价格带奈雪：据公司披露数据，奈雪客单价逐步下移，从 2021 年的 41.6 元下降至 2023H1 的 32.4 元，2023H1 奈雪单店日单量约为 363 单，门店经营利润

率达到 20.1%。

表5：茶百道/古茗/蜜雪冰城/奈雪的茶经营数据对比

茶百道	2021	2022	23Q1	古茗	2021	2022	2023
零售额 (百万元)	9,984.00	13,331.70	3,730.80	零售额 (亿元)	106	140	192
总销量 (百万杯)	597.2	794.4	226.6	总销量 (亿杯)		8.5	12
调整门店数 (家)	3,660	5,719	6,479	期间单店零售额 (万元)	220	230	250
期间单店零售额 (万元)	273	233	58	单店日杯量 (杯)		383	428
单店日杯量 (杯)	447	381	389	单杯价格(元)		16.47	16.00
单杯价格(元)	16.72	16.78	16.46	加盟商单店经营利润 (万元)			37.6
直营门店利润率	17.1%	14.5%	14.4%	加盟商单店经营利润率			15%(计算值)/20.2% (披露值)
				期间同店零售额增长	12.0%	2.8%	9.4%
蜜雪冰城	2021	2022	23Q1-Q3	奈雪的茶	2021	2022	2023H1
零售额 (亿元)		300	370	单店销售额 (万)	633	436	214
总销量 (亿杯)			58	单店日单量	417	348	363
调整门店数 (家)		24492	32568	客单价	41.6	34.3	32.4
期间单店零售额 (万元)		122	114	门店经营利润率			20.1%
单店日杯量 (杯)			652				
单杯价格(元)			6.38				

资料来源：蜜雪冰城/古茗/茶百道招股说明书，奈雪的茶财报，民生证券研究院测算

注：1) 测算逻辑：调整门店数=(期初门店数+期末门店数)/2；单杯价格=零售额/总销量；期间单店零售额=零售额/调整门店数；单店日杯量=单店期间零售额/单杯价格/时间周期；2) 奈雪的茶为披露数据，非测算数据。

2.1.3 主要茶饮品牌历史融资对比

我们梳理了蜜雪、古茗、茶百道三家递交招股书公司的历史融资及估值，详见表 4。蜜雪在 2021 年 1 月完成的一轮融资投后估值达 233 亿元，茶百道在 2023 年 5-6 月的 Pre-IPO 融资后，估值超 175 亿元。

表6：蜜雪、古茗、茶百道融资及估值梳理

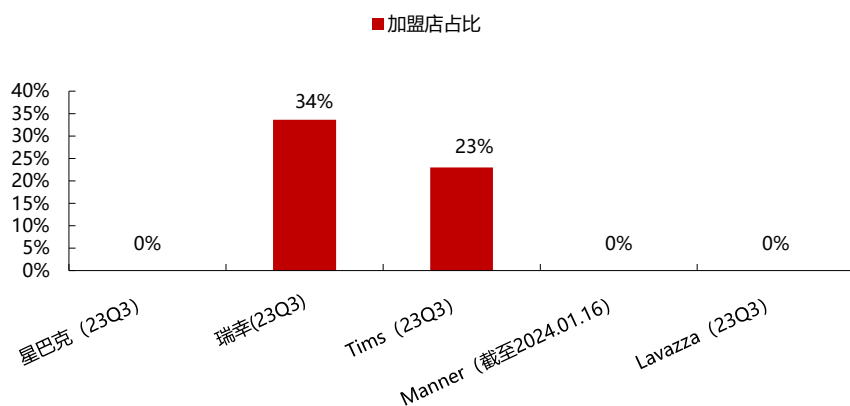
时间	投资机构	对价金额	估值	对价支付日期	每股成本	股份占比
2020年12月15日	由美团龙珠和高瓴领投，CPE源峰等机构跟投	23.33亿元	233亿元	2021年1月13日	64.81元	占发售前10%
2022年9月	拟A股IPO（已失效）	拟募集65亿元	650亿（按拟募集资金占发售后股本占比测算）	/	/	占发行后总股本不低于10%
2020年3月31日及2020年6月27日	寇图资本、美团龙珠、红杉、Abbeay Street	6.74亿元	约51亿元（按对价金额占股本比估算）	2020年11月26日	2.33元（就龙珠及寇图而言）、人民币2.40元（就红杉而言）及人民币2.20元（就Abbeay Street而言）	合计13.2%
2023年5月22日及2023年6月19日	兰馨亚洲领投、正心谷、草根知本、中金、番茄资本等跟投。	9.7亿元	估值超175亿元（按对价金额占股本比估算）	2023年6月27日	13.2元	5.53%

资料来源：蜜雪冰城/古茗/茶百道招股说明书，民生证券研究院

2.2 咖啡直营与加盟并举， 小店模式下直营比例更高

咖啡直营与加盟并举，主流品牌中大店模式下直营比例更高，小店模式下直营与加盟均有。大店模式下，星巴克、Lavazza 均采用全部直营模式；小店模式下，瑞幸采取直营与加盟并举模式，而 Manner 为全直营模式，也有以加盟为主的咖啡品牌如 Nowwa 咖啡、库迪咖啡等。

图28：各咖啡品牌加盟店占比



资料来源：星巴克/瑞幸/Tims 咖啡中国/百胜中国财报，Manner 官网，民生证券研究院

小店模式下瑞幸及 Tims 中国加盟初始投资略高于茶饮，与茶饮相比瑞幸加

盟模式更偏向于利润分享。我们梳理了加盟模式下,瑞幸/挪瓦/Tims 中国(Go 店)的初始投资,其中瑞幸及 Tims 中国初始投资略高于茶饮品牌(主要在设备及装修)。瑞幸与茶饮品牌相比,不收取加盟费及开店综合服务等费用,更倾向于加盟商收入扣掉原材料成本后,当毛利超过一定水平后,毛利润抽成的盈利方式,与加盟商形利益绑定;而主流茶饮品牌往往不采取利润分享的加盟模式。

表7: 瑞幸/挪瓦/Tims 中国 (Go 店) 加盟初始投资 (不含房租、人力及开办费等)

品牌	瑞幸咖啡	挪瓦咖啡	Tims 中国 (Tims Go)
加盟/合作费(一次性)/品牌授权费	/	5 万元	5 万元/3 年或 8 万元/5 年
开店综合服务费/一次性服务费 (选址、试营业辅导等)	/	3.5 万元	3 万元起
开店营销费	/	/	/
设计费	5000 元	包含于综合服务费中	包含于一次性服务费中
培训费	前两个名额免费	包含于综合服务费中	包含于一次性服务费中
管理费	/	/	/
综合运营服务费	/	/	/
保证金	5 万元	1 万元	5 万元
外卖平台管理服务费	/	/	/
设备	21 万元左右	10.8 万元 (单台)、14.9 万 (双台)、16.2 万 (咖啡车)	装修、设备共 40 万元起 (大堂店)、50 万元起 (独立店)
装修预算	15 万左右	5 万元-10 万元	
首次配货费用(物料)	无需支付, 物料配送到店开业后, 随订单中产品的物料成本收回	2 万元	8 万元起
总预算(不含房租、人力及开办费等)	41.5 万元起	25 万元起	61 万元起

资料来源: 瑞幸咖啡/挪瓦咖啡/Tims 咖啡中国加盟页, 民生证券研究院

表8: 瑞幸咖啡利润抽成模式

月商品毛利总额	现制饮品返还商品毛利比例	外购预包装食品返还商品毛利比例
0~2 万元部分	100%	100%
2~3 万元部分	90%	100%
3~4 万元部分	80%	100%
4~8 万元部分	70%	100%
8 万元以上的部分	60%	100%

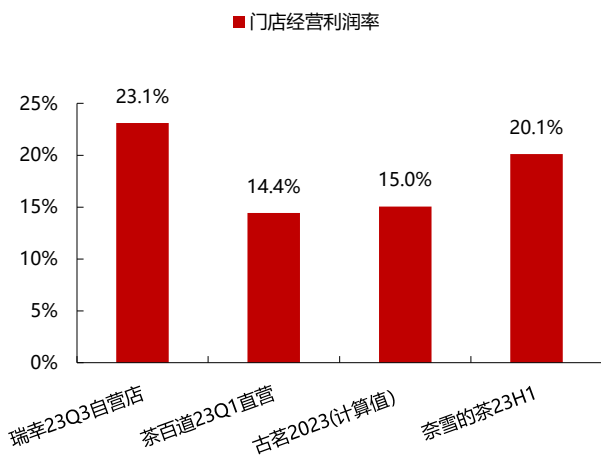
资料来源: 瑞幸加盟页, 民生证券研究院

小店模式下, 目前瑞幸门店经营利润率略高于中端价格带茶饮。从主要咖啡品牌 UE 及对比茶饮门店经营利润率来看, 小店模式下瑞幸咖啡单店日营收与中端价格带茶饮品牌(古茗/茶百道)相近, 均为 6000-7000 元, 但门店经营利润率略高于茶饮品牌, 我们认为主要系咖啡 SOP 较为简单, 人员压力较小, 同时茶饮外送占比较高, 配送等其他费用成本较高所致。

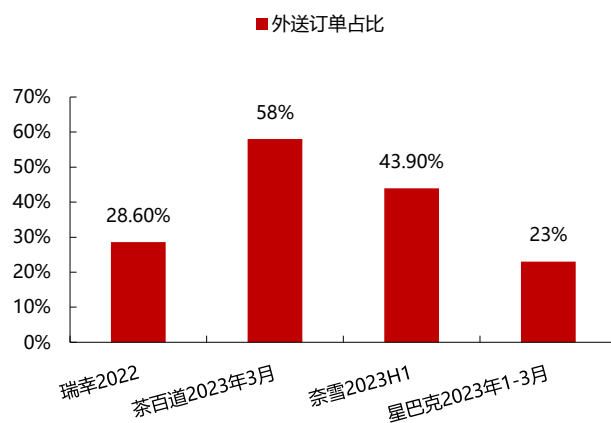
表9：主要连锁咖啡品牌单店模型对比

	瑞幸(参考 23Q1-Q3 水平)	星巴克中国 (基于 2019 年, 成熟门店)	Tims 中国 (成熟标准店)
日单量 (件/单)	485	330-375	300
客单价 (元)	13.97	40	32-33
日营收 (元)	6775.45	13200-15000	9600-10000
月营收 (万元)	20.33	40-45	28.8-30
原材料 (%)	34-37%	28%-30%	33%-34%
毛利率 (%)	63%-66%	70-72%	66%-67%
人工成本 (%)	15%-16%	18%-20%	18%-19%
租金 (%)	8%-9%	8%-12%	16%-18%
水电及其他 (含配送) (%)	13%-15%	10%-11%	15%-16%
折旧摊销 (%)	3%左右	6%-8%	10%-11%
门店经营利润率 (%)	20%-27%	19%-30%	2%-8%
门店 EBITDA 利润率 (%)	23%-30%	27%-36%	13%-18%
门店面积 (m ²)	30-50 m ² (快取店)	100-150 m ² (标准店)	130-150 m ² (标准店)
初始投资 (万)	50-60 万	200 万	150 万
回收期	10—16 月	小于 2 年	2-3 年

资料来源：瑞幸/星巴克/Tims 咖啡中国财报，民生证券研究院测算（注：原材料、人工成本、租金、水电及其他、折旧摊销等为占门店收入比例；瑞幸回收期为直营店回收期考虑门店爬坡，加盟门店考虑利润抽成回收期更长。）

图29：主要咖啡茶饮品牌门店经营利润率


资料来源：瑞幸/奈雪财报，古茗/茶百道招股说明书，民生证券研究院（注：古茗经营利润率计算值=门店经营利润/单店 GMV；茶百道为直营业务毛利率；瑞幸及奈雪的茶为公司财报披露值，可能存在口径差异。）

图30：瑞幸/茶百道/奈雪/星巴克外送订单占比


资料来源：瑞幸/奈雪财报，茶百道招股说明书，星巴克 23Q2 Transcript，民生证券研究院

3 投资建议

尽管近期咖啡行业进入淡季，瑞幸单店杯量环比下滑，但我们认为经营无需过度担忧，瑞幸产品-价格-渠道-品牌-供应链持续强势，且高速扩店抢占市场，行业格局有望优化，建议积极关注回调后的机会。

蜜雪冰城、古茗、茶百道均已递表，积极关注现制茶饮公司新上市带来的投资机会。

4 风险提示

- 1) **消费复苏不及预期风险。**消费复苏是影响咖啡及茶饮等消费行业走势的重要因素之一，其具有不确定性等，或将影响股价。
- 2) **食品安全风险。**咖啡茶饮品牌若发生食品安全问题及负面新闻，或对公司品牌、客流产生严重负面影响。
- 3) **行业竞争加剧。**咖啡及茶饮主要品牌均发布高速扩店计划，行业存在竞争加剧的风险。
- 4) **咖啡及茶饮行业在国内渗透速度及力度不及预期。**若咖啡及茶饮行业在国内渗透速度及力度低于预期，导致公司发展天花板低于预期，可能对公司营收及利润增长产生较大负面影响。
- 5) **公司业务发展不及预期。**公司层面，如果业务发展和落地不及预期将影响股价表现。
- 6) **原材料成本大幅上涨影响盈利风险。**若原材料价格大幅上涨，将挤压企业的利润空间。
- 7) **粉单市场交易风险：**粉单市场交易量及流动性相对弱势，粉单市场筹码分布可能导致额外交易风险。

插图目录

图 1: 咖啡消费动因主要是功能性诉求.....	3
图 2: 茶饮消费是一种主动的饮料与糖分摄入.....	3
图 3: 咖啡第一大消费场景为办公室.....	3
图 4: 茶饮消费场景更加聚焦于休闲场合.....	3
图 5: 咖啡供给端价格带多样化, 释放潜在需求.....	5
图 6: 茶饮高、中、低端价格带均出现成规模品牌.....	5
图 7: 2022 年各价格带茶饮市场占比中, 中价格带市场最大.....	5
图 8: 中国现磨咖啡及现制茶饮市场规模及增速.....	5
图 9: 以终端零售额统计的现磨咖啡品牌市占率 (2023 年前 9 个月).....	6
图 10: 以零售额统计的现制茶饮品牌市占率 (2023 年前 9 个月).....	6
图 11: 2023 年中国消费者消费新茶饮次数减少的原因.....	7
图 12: 饮咖者咖啡饮用时间越久, 消费频次越高.....	7
图 13: 伴随咖啡消费时间增加, 品类偏好也逐步向美式等更基础的 SKU 倾斜.....	7
图 14: 不同年龄阶段消费者现制饮品消费频次.....	8
图 15: 消费者对于现制饮品 V 字型消费结构及频次.....	8
图 16: 咖啡需求需要培养, 单店爬坡斜率平缓.....	8
图 17: 茶饮需求相对成熟, 门店能够快速形成赚钱效应.....	8
图 18: 目前主要咖啡/茶饮品牌门店点位分布 (全国范围).....	10
图 19: 咖啡消费主要集中在早上和下午.....	10
图 20: 茶饮消费主要集中在中午、下午和傍晚.....	10
图 21: 部分茶饮品牌加盟店的比例.....	11
图 22: 加盟模式为主的古茗/蜜雪/茶百道收入构成.....	11
图 23: 蜜雪/古茗/茶百道国内门店数量.....	12
图 24: 蜜雪/古茗/茶百道收入及增速.....	12
图 25: 蜜雪/古茗/茶百道毛利率对比.....	12
图 26: 蜜雪/古茗 (经调整) /茶百道净利率对比.....	12
图 27: 蜜雪/古茗 (经调整) /茶百道净利润对比.....	12
图 28: 各咖啡品牌加盟店占比.....	17
图 29: 主要咖啡茶饮品牌门店经营利润率.....	19
图 30: 瑞幸/茶百道/奈雪/星巴克外送订单占比.....	19

表格目录

表 1: 目前主要咖啡/茶饮品牌相互渗透现状.....	9
表 2: 2022 年 7 月主要咖啡/茶饮品牌相互渗透情况.....	9
表 3: 蜜雪冰城/古茗/茶百道核心经营数据对比.....	14
表 4: 各茶饮品牌初始投资对比 (不含房租、人力及开办费等).....	15
表 5: 茶百道/古茗/蜜雪冰城/奈雪的茶经营数据对比.....	16
表 6: 蜜雪、古茗、茶百道融资及估值梳理.....	17
表 7: 瑞幸/挪瓦/Tims 中国 (Go 店) 加盟初始投资 (不含房租、人力及开办费等).....	18
表 8: 瑞幸咖啡利润抽成模式.....	18
表 9: 主要连锁咖啡品牌单店模型对比.....	19

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026