

新股前瞻研究系列 2

古茗万店计划的底气来源——“属地深耕”战略

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 社会服务 · 酒店餐饮

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码: S0980511040003
证券分析师:	钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	执证编码: S0980513100003
证券分析师:	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码: S0980521120002
证券分析师:	杨玉莹		yangyuying@guosen.com.cn	执证编码: S0980524070006

事项:

2025年1月9日,据新京报、新浪财经等多家媒体报道,古茗控股有限公司已通过港交所聆讯。**本报告对古茗更新招股书进行了详细梳理总结,我们部分思考如下:**

国信社服观点

1、仅次于蜜雪冰城的国内第二大现制茶饮品牌。2010年,公司创始人王云安在浙江省温岭市大溪镇开出首家古茗门店,如今古茗已经成为国内大众定位(平均售价10-20元)现制茶饮品牌的NO.1(2023年GMV、门店数角度),也是全价格带下仅次于蜜雪冰城的国内第二大现制茶饮品牌。2024年前三季度,古茗实现收入64.41亿元/+15.6%;净利润11.20亿元/+11.7%;经调整净利润11.49亿元/+10.0%。截至2024年三季度末,门店总数达9778家,其中加盟店为9771家,与蜜雪冰城商业模式类似,古茗也是依靠“品牌加盟展店,供应链实现盈利”的茶饮公司。

2、“属地深耕”保障品牌下沉的成功率,是古茗万店目标的底气来源。2023年疫情结束,国内消费力阶段快速恢复,彼时2月古茗曾公布2023年战略目标:计划新增门店超过3000家,门店总数突破10000家。其后公司稳扎稳打,2025年初,据渠道跟踪古茗门店数已经接近万店。我们认为万店目标顺利达成的背后,古茗的“属地深耕”战略发挥着重要作用。

古茗主打杯均客单10-20元的中端价格带,该价格带消费者对产品品质(如鲜果/鲜奶,而非罐头/冲泡粉)有着高要求,所以供应链的及时配送锁鲜尤为重要,招股书显示古茗拥有22个仓库(97%门店在仓库150公里范围内)、362个运输车辆,支持向97%门店提供2日一配的冷链配送服务,而古茗也是头部茶饮品牌中唯一一家可向低线城市频繁配送短保质期鲜果鲜奶的企业。因此在现有供应链基础上,为保证品质稳定,公司扩张坚持“属地深耕”策略,即更多采用区域加密策略扩张而非全国布点,这也与大多数茶饮品牌形成鲜明对比,与之搭配公司提出门店的“关键规模”理念,即在单一省份门店超过500家表示该地区具备了凸显规模效应的基础。公司在发源地浙江率先进入关键规模,省内门店数已经超2000家,其后在福建、江西以及其他5个省份合计8个省份建立超过关键规模的门店网络,而上述省份2023年GMV占比也超87%。门店结构上看,古茗80%的门店位于二线及以下城市,其中40%的门店位于乡镇级区位,“属地深耕”策略也保证了古茗在下沉市场扩张的成功率。

综上所述,古茗在现有省份达到“关键规模”前不盲目对外扩张、匹配自有供应链覆盖半径的“属地深耕”战略,虽在某种程度上失去了部分区域的先发优势,但是这种稳扎稳打的扩张策略对于现有区域品牌口碑的维护也起到定海神针的作用,进而保证品牌在现有区域加密尤其是下沉城市布点的成功率。后续伴随着公司上市募资到位,供应链体系的增强,强品牌口碑保证下古茗仍有希望在新竞争市场中获得立足之地。

3、风险提示:国内消费者减少对传统含糖饮料的需求;竞争加剧;加盟门店监管难度;食品安全;

评论：

古茗控股：错位竞争的大众现制茶饮龙头，全价格带下国内第二大现制茶饮品牌

古茗是国内最大的大众现制茶饮品牌，也是全价格带下国内第二大现制茶饮品牌。按照公司招股书划分标准，中国现制茶饮店产品单价分为大于 20 元的高价现制茶饮、10-20 元之间的大众现制茶饮以及平均售价低于 10 元的平价现制茶饮店，古茗是大众价格定位的现制茶饮 NO. 1（2023 年 GMV、门店数角度）。当然，若将所有价格带品牌的 GMV、门店数进行横向对比，古茗则处于行业次席，蜜雪冰城是赛道的绝对霸主。

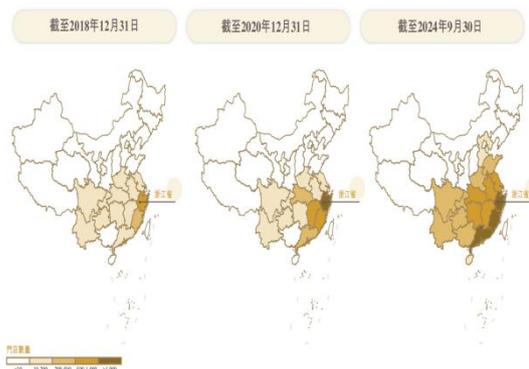
“属地深耕”特征明显。2010 年，公司创始人王云安在浙江省温岭市大溪镇开出首店。与同行采取全国扩张策略不同，公司采用“地域加密”的布店策略来扩张门店网络，公司提出门店的“关键规模”，即在单一省份门店超过 500 家表示该地区具备了凸显规模效应的基础。公司在发源地浙江率先进入关键规模，目前省内门店数已经超 2000 家，目前公司已在 8 个省份（浙江、福建、江西以及其他 5 个省份）建立超过关键规模的门店网络，上述省份 2023 年 GMV 占比超 87%。**供应链效率也确实受益于上述门店布局策略**。公司招股书提及密集的门店网络大幅提高了仓储及物流效率，公司按要求向约 97% 门店提供两日一配的冷链配送服务，公司也是头部茶饮品牌中唯一能够向低线城市门店频繁配送短保鲜果和鲜奶的企业。截至 2023 年为止的三个年度，公司仓到店平均物流成本占 GMV 比重低于 1%，低于行业平均水平的 2%。

图1：2021 年至 2024 年前三季度公司门店按省份划分数据



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图2：2018、2020 年末及 2024 年三季度末公司门店区域分布



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

与蜜雪冰城相同，古茗控股也是典型的“供应链驱动”的茶饮公司。2024 年前三季度，公司实现收入 64.41 亿元，同比+15.6%；实现净利润 11.20 亿元，同比+11.7%；经调整净利润 11.49 亿元，同比+10.0%，其中前三季度净利润水平已超 2023 年全年。依靠加盟模式快速展店是“供应链型”茶饮公司的经营基础，2024 年三季度末，古茗共拥有门店 9778 家，其中加盟店为 9771 家，商业模式以加盟店为主。**从收入结构角度看**，2024 前三季度，向加盟商销售商品、持续支持加盟费占比居前分别为 75.6%/17.7%，二者占比达 93.3%，其次为销售设备（4.4%）、初始加盟费（1.4%）、提供培训及其他服务（0.7%）以及直营门店销售（0.2%）。

图3: 古茗控股 2021 年-2024 年前三季度收入利润表现



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

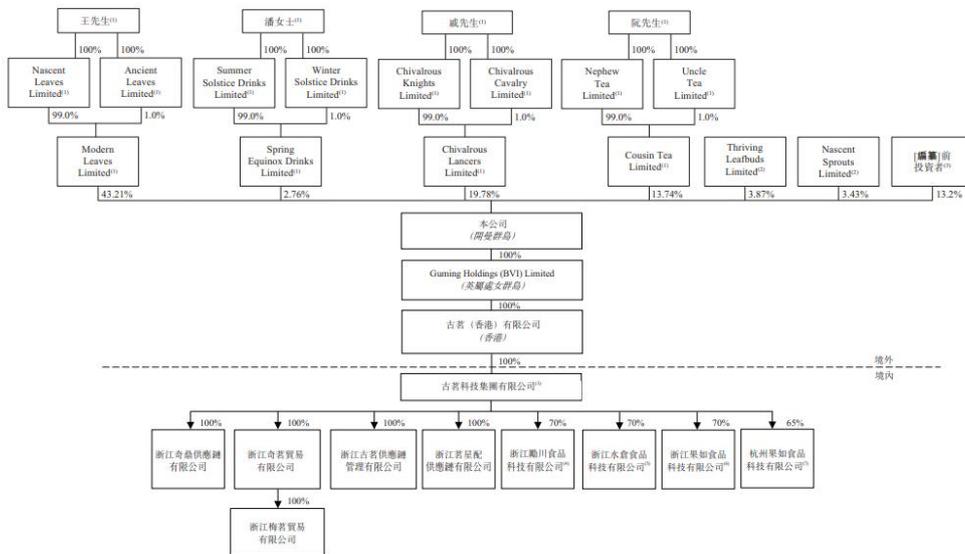
图4: 古茗控股经营以加盟模式为主



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

本次 IPO 募资前, 一致行动人王云安、潘萍萍、戚侠、阮修迪合计通过间接方式持股 79.49%。公司本次 IPO 募资前, 1) 实控人为王云安、潘萍萍、戚侠、阮修迪共同组成的一致行动人, 其合计持股 79.49%, 其中 CEO 王云安间接持股 43.21%。2) 公司雇员持股平台, Thriving Leafbuds Limited、Nascent Sprouts Limited 合计持股 7.30%, 金雅玉女士及蔡云江先生分别拥有该持股平台所持股份的约 0.78%及 0.97%权益。3) 独立第三方投资者龙珠、红杉、Coatue 34、New Budding 分别持股 8.00%、4.00%、1.00%、0.20%。

图5: 本次 IPO 前公司股权结构 (截至 2024 年三季度末)



资料来源: 古茗控股招股说明书, 国信证券经济研究所整理

公司现任执行董事均为品牌初创成员, 管理团队经验丰富。公司现任董事会主席及首席执行官王云安先生为古茗品牌创始人, 而其余四位执行董事戚侠、阮修迪、金雅玉、蔡云江也为品牌初创重要成员, 在品牌起步阶段便加入团队, 伴随企业成长。其余高管成员亦在所处岗位有多年工作经验。

表1: 截至 2024 年三季度末公司执行董事及高级管理层

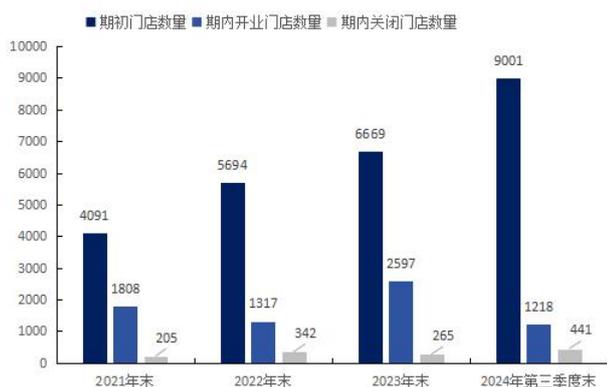
姓名	年龄	职位	主要职责	履历
王云安	38 岁	创始人、董事会主席、执行董事兼首席执行官	领导本集团的战略及业务方向及整体管理	于 2010 年开办第一家古茗门店，而后十余年一直负责制定品牌战略、发展方向及目标。自 2018 年古茗科技成立起一直担任首席执行官。
戚侠	37 岁	执行董事总裁	领导本集团的业务发展及加盟商管理	古茗品牌的起步阶段便与王先生共事，对品牌成长与发展至关重要。为本集团的加盟商委员会的初始成立及持续运作、加盟商培训系统及各种加盟商管理措施作出了重大贡献。
阮修迪	37 岁	执行董事	产品研发	共同创立古茗品牌，此前主要负责门店管理、采购及物流
金雅玉	35 岁	执行董事	企业文化发展	古茗品牌的起步阶段便与王先生共事，此前主要负责整体行政管理、包装物料采购及执行本集团的反贪污政策，在企业文化形成方面发挥了重要作用
蔡云江	40 岁	执行董事	业务发展及加盟商管理	专注于本集团业务发展及加盟商管理，包括加盟商发展、门店视察及运营支援。蔡先生于业务发展方面拥有逾十年经验，早于 2015 年即与王先生合作开发古茗品牌，并对其成长发挥重要作用。
李继锋	46 岁	首席运营官	领导业务运营	李先生曾于 2020 年 1 月至 8 月担任旅悦集团的首席技术官及于 2017 年 4 月至 2020 年 1 月担任便利蜂商贸有限公司产品副总裁
孟海陵	41 岁	首席财务官	领导资本运作及财务管理	2020 年 6 月加入本集团之前，孟先生于 2016 年 6 月至 2020 年 6 月在 Zebra Global Capital 担任研究主管。在加入 Zebra Global Capital 之前，孟先生曾于多家投资银行担任中国互联网行业的股票研究分析师。
强宇	43 岁	首席技术官	领导技术发展	强先生于 2020 年 12 月至 2023 年 5 月担任乐普医疗科技的副总经理。在此之前，强先生担任瑞幸咖啡（北京）有限公司首席技术官，于 2017 年 10 月首次加入该公司。在此之前，强先生曾于北京神州汽车租赁有限公司工作逾十年，其最后职务为首席技术官。

资料来源：古茗控股招股说明书，国信证券经济研究所整理

核心经营数据：持续加盟费&物料销售是利润核心来源，门店数接近万店规模

门店总数突破万家近在咫尺。2024 年前三季度，古茗新开 1218 家店，同期关闭门店 441 家，季度末门店数约 9778 家，按照现有品牌拓展节奏，2024 年底门店数突破 1 万家店具有较高可能性。从加盟商角度看，公司加盟商从 2021 年的 2381 个增加至 2024 季度末的 4842 个，在加盟商快速增长的同时，公司加盟商的流失率也有小幅提升。

下沉城市（二线及以下城市）是主阵地。公司招股书最新数据显示，古茗 80% 的门店位于二线及以下城市，其中 40% 的门店位于乡镇级区位，公司“属地深耕”的经营特点也有助于公司充分开发下沉市场。

图6: 古茗控股 2021 年-2024 年前三季度开关店数据


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图7: 古茗控股 2021 年-2024 年前三季度加盟商流失率


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

表2: 2021-2024 年三季度末公司门店数据, 按城市等级分布

	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年第三季度末	
	门店数量	%	门店数量	%	门店数量	%	门店数量	%
一线城市	93	2%	165	2%	272	3%	288	3%
新一线城市	1165	20%	1362	20%	1634	18%	1694	17%
二线及以下城市	4436	78%	5142	77%	7095	79%	7796	80%
二线城市	1884	33%	2140	32%	2690	30%	2853	29%
三线城市	1307	23%	1581	24%	2345	26%	2606	27%
四线及以下城市	1245	22%	1421	21%	2056	23%	2337	24%
总计	5694		6669		9001		9778	

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

受行业增速阶段放缓及竞争加剧影响, GMV 增长边际降速。古茗招股书数据, 2024 年三季度末, 公司单店日均 GMV6.5 千元, 同比去年同期下降 4.4%, 单店日均售出杯数 386 杯, 同比下降 7.4%, 受行业竞争加剧影响, 上述数据同比均面临压力。分区域看, 2024 前三季度, 公司全国同店 GMV 同比-0.7%, 浙江同店同比-0.8%, 福建及江西同比+1.1%保持增长韧性, 其余 5 个已达关键规模的省份同店 GMV 同比-1.4%。

表3: 2021-2024 年三季度末公司单店经营核心数据分析

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第三季度末
单店日均 GMV (人民币千元)	6.00	6.20	6.80	6.50
单店日均 GMV-同比		3.3%	9.7%	-4.4%
单店日均售出杯数 (杯)	385	385	417	386
单店日均售出杯数-同比		0.0%	8.3%	-7.4%

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

表4: 2021-2024 年三季度末公司分区域同店 GMV 增长 (%)

	2021 年全年	2022 年全年	2023 年全年	2024 年前三季度
浙江	15.2%	3.3%	5.1%	-0.8%
福建及江西	7.4%	3.2%	12.0%	1.1%
其余五个已达关键规模的省份	14.9%	4.1%	11.6%	-1.4%
全国	12.0%	2.8%	9.4%	-0.7%

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

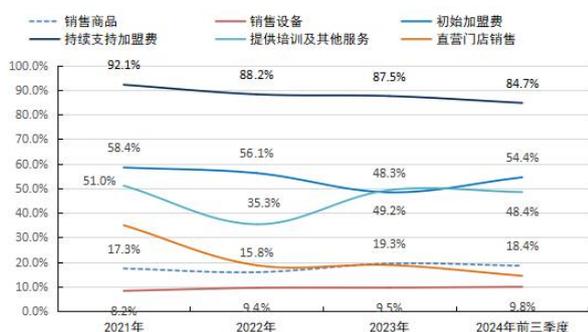
持续支持加盟费、物料销售是利润核心来源。上文我们提及, 2024 前三季度, 来自向加盟商销售商品、持续支持加盟费的收入占比居前分别为 75.6%/17.7%, 二者占比达 93.3%, 又因为持续支持加盟费毛利率高达 85%, 所以从毛利绝对值贡献角度看, 持续支持加盟费毛利贡献占比达 49.2%, 其次是物料销售 (销售商品) 占比 45.7%, 二者毛利贡献占比达到 94.9%, 这点与行业龙头蜜雪冰城存在一定差异, 蜜雪冰城销售物料毛利贡献占比达 93% (当然蜜雪冰城销售物料的毛利率也更高达 31.5%, 高于古茗的 18.4%), 加盟费毛利贡献约 6%。

表5: 公司 2021-2024 前三季度收入构成及各项业务毛利率情况 (单位: 千元)

	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年前三季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
销售商品	3348943	17.3%	4282733	15.8%	5778264	19.3%	4872023	18.4%
销售设备	197975	8.2%	222412	9.4%	366447	9.5%	281323	9.8%
初始加盟费	73414	58.4%	87911	56.1%	109509	48.3%	87421	54.4%
持续支持加盟费	699488	92.1%	898883	88.2%	1311905	87.5%	1141904	84.7%
提供培训及其他服务	58743	51.0%	57496	35.3%	97232	49.2%	47760	48.4%
直营门店销售	5338	34.9%	9787	18.6%	12308	18.7%	10857	14.3%
总计	4383901		5559222		7675665		6441288	

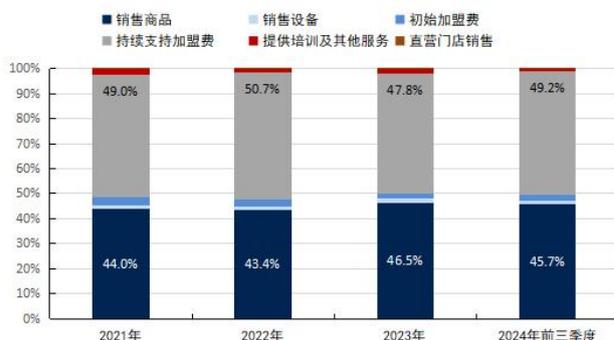
资料来源: 古茗控股招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图8: 古茗 2021 年-2024 年前三季度分业务毛利率



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图9: 古茗 2021 年-2024 年前三季度毛利率贡献占比



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

加盟商相关费用拆解: 相对较高的初始加盟费+浮动金额的持续支持服务费。据招股说明书披露, 公司对加盟商收取的费用主要包括三方面, 1 是原材料及饮品标准化制作等用途的相关设备, 该部分按照成本加成法公允定价; 2 是初始加盟费, 包括品牌授权及初始培训, 合计约 9.98 万元; 3 是持续支持服务费, 每月收取固定金额 500 元+当月门店总采购金额的 15%-20%, 以及不定期培训或营销支持的相关费用。横向对比蜜雪冰城, 古茗的加盟费用要更高(蜜雪冰城初始加盟费为 0.7-1.1 万元, 管理费、培训费每年分别为 4800、2000 元每年, 无其他浮动费用)。作为客单价定位相对高的品牌, 公司加盟门槛更高, 但另一方面公司也为加盟商提供充分渗透下沉市场的供应链、产品高频推新等服务, 支持加盟商开展业务。根据招股说明书, 2023 年古茗加盟商单店经营利润率达 20.2%, 而同期其他大众茶饮约为 10%-15%。

表6: 截至 2024 年三季度末, 公司执行的加盟商收费标准及会计处理口径

项目	子项目	收费标准	会计处理口径
销售商品和设备		成本加成	销售商品、销售设备收入
初始加盟费	品牌授权	73800 元	初始加盟费收入
	提供培训	25000 元	提供培训及其他服务的收入
持续支持服务费	固定金额	500 元/每月	持续支持服务费收入
	浮动金额	相当于其门店总采购金额的 15%-20%	持续支持服务费收入
	不定期培训或营销支持	额外收取费用	提供培训及其他服务的收入
新加盟商预计总前期投资(不含门店租金)约 33 万元			
保证金		1 万元	不计入
门店装修费		10 万元	
其他一次性服务费		3.3 万元	提供培训及其他服务的收入
初始加盟费		7.38 万元	初始加盟费收入
初始设备费用		10 万元	销售商品、销售设备收入
初始原料费用		2-4 万元	销售商品、销售设备收入

资料来源: 古茗控股招股说明书, 国信证券经济研究所整理

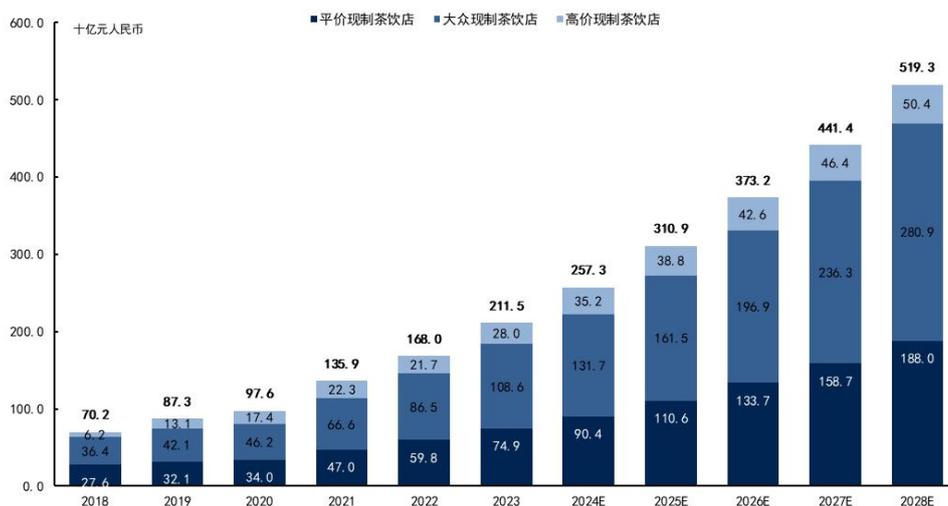
现制茶饮行业: 价格带端 10-20 元价格带、城市线级端四线及以下城市市场更具亮点

千亿元级规模现制茶饮市场, 预计 2024-2028 年间市场规模将以 17.3% 的复合增速增长。根据灼识咨询数据, 2023 年现制茶饮市场规模已达 2585 亿元, 且 2018-2023 年均复合增速为 19.0%, 赛道增速可观。预计后续 2024-2028 年间现制茶饮市场将以 17.3% 的复合增速增长, 至 2028 年达到 5732 亿元规模。而进一步细分, 价格带端 10-20 元价格带、城市线级端四线及以下城市市场更具亮点。

从价格带划分, 大众现制茶饮店(对应产品单价 10-20 元)是现制茶饮店赛道中 GMV 最大细分赛道。通常而言, 中国现制茶饮店按照客单价分为产品平均售价不高于 10 元的平价现制茶饮店、产品平均售价在 10-20

元间的大众现制茶饮店、以及产品平均售价不低于 20 元的高价现制茶饮店。大众现制茶饮店品牌一般使用新鲜水果及鲜奶等优质原材料，产品品质相对平价现制茶饮店更高，而相对于高价现制茶饮店，价格又更为亲民，总体而言其提供的产品更适合消费者日常饮用。据灼识咨询数据，中国大众现制茶饮店市场 GMV 由 2018 年的人民币 364 亿元增长至 2023 年的 1086 亿元，年复合增长率达 24.4%，并预计后续将以年复合增长率 20.8% 增长至 2809 亿元。该细分市场 2023 年占国内现制茶饮市场 GMV 总额的 51.3%，预计 2028 年将提升至 54.1%。

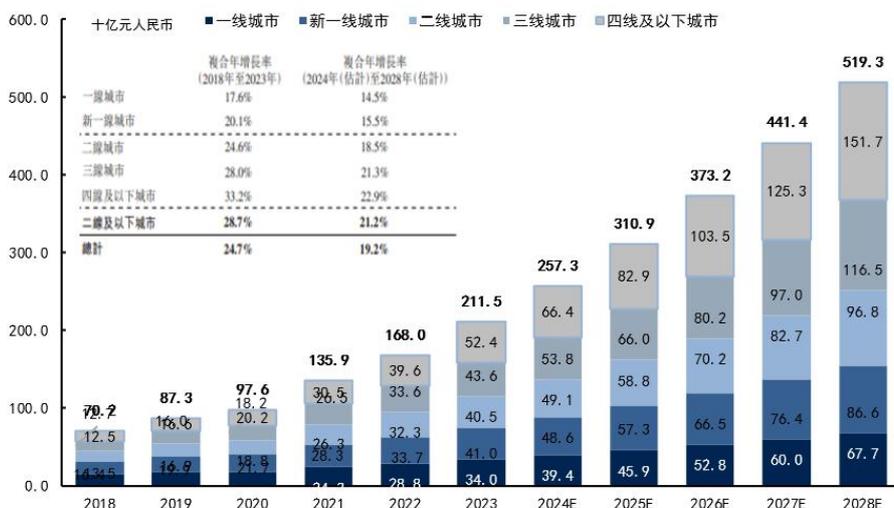
图10: 按价格带划分的中国现制茶饮店市场 GMV (2018–2028 年, 2024–2028 年为估计数)



资料来源: 灼识咨询, 古茗控股招股说明书, 国信证券经济研究所整理

从城市线级划分, 四线以下市场 GMV 规模最大、增长最快。中国有大量的乡、县级城市, 根据 2020 年人口普查, 国内有约 8.4 亿人居住在乡、镇。由于这些区域商业发展及物流基础设施建设进展相对落后于城市, 现制茶饮品牌渗透不足, 有大量需求尚未满足。据灼识咨询数据, 2023 年, 四线及以下城市现制茶饮店的 GMV 达 524 亿元人民币, 大于其他线级城市, 且 2018–2023 年间复合增速达 33.2%, 远超其他线级城市, 灼识咨询数据测算后续 2024–2028 年间四线及以下城市也将以 22.9% 的复合增速增长, 领先于其他线级城市。

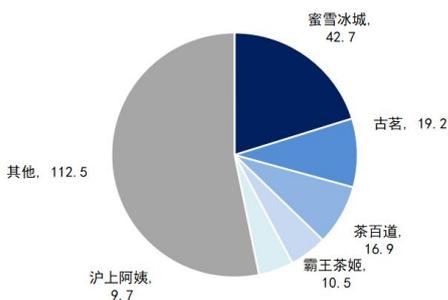
图11: 按城市线级划分的中国现制茶饮店市场 GMV (2018–2028 年, 2024–2028 年为估计数)



资料来源: 灼识咨询, 古茗控股招股说明书, 国信证券经济研究所整理

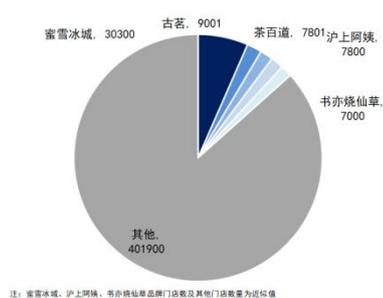
大众现制茶饮店是集中度更高的现制茶饮店细分赛道，2023 年以 GMV 计 CR5 近 60%。无论是按 2023 年 GMV 或者按 2023 年年末的门店数计算，现制茶饮业的前三大品牌均为蜜雪冰城、古茗、茶百道，在细分市场上看，蜜雪冰城是“平价现制茶饮店”，而古茗、茶百道是“大众现制茶饮店”。相较于平价现制茶饮店，大众现制茶饮店在食材供应链的门槛相对更高，因此尾部品牌较少，集中度更高。按 2023 年的 GMV 计，前五大大众现制茶饮店品牌合计市占率达 59.9%，其中古茗是中国最大的大众现制茶饮品牌，以 GMV 计拥有 17.7% 的市场份额。而从门店端看，前五大大众现制茶饮品牌门店数合计仅占 18.1%，意味着前五大大众现制茶饮品牌单店 GMV 要远超于行业平均水平。

图12: 按 2023 年 GMV 计前五大现制茶饮品牌(单位:十亿元)



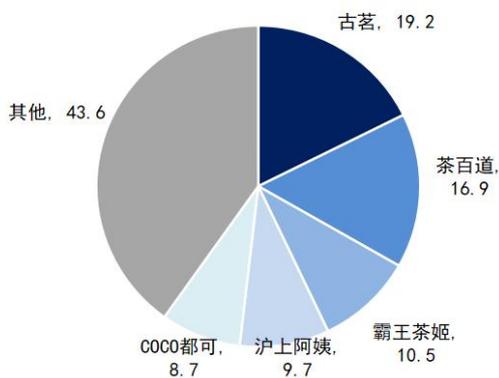
资料来源: 古茗控股招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图13: 按 2023 年门店数前五大现制茶饮品牌门店数



资料来源: 古茗控股招股说明书, 国信证券经济研究所整理

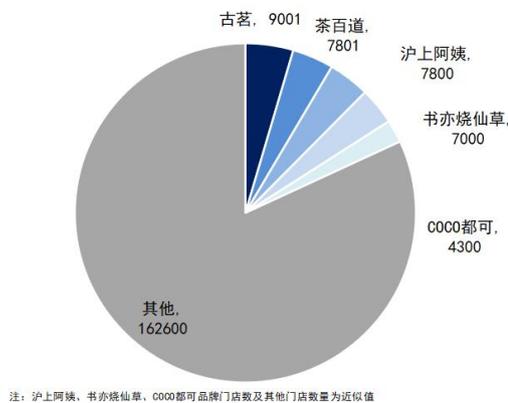
图14: 按 2023 年 GMV 计前五大大众现制茶饮品牌



资料来源: 古茗控股招股说明书, 国信证券经济研究所整理

注: 单位为十亿元

图15: 按 2023 年门店数计前五大大众现制茶饮品牌



资料来源: 古茗控股招股说明书, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

国内消费者追求健康饮食，可能减少对传统含糖饮料的需求；海外市场消费习惯仍在培育，进度可能不及预期；现制饮品行业品牌较多，竞争可能加剧；加盟门店相较直营门店监管难度更大，食品安全等方面可能出现问题的影响品牌声誉；盗版 IP 对市场可能存在破坏。

相关研究报告:

《新股前瞻研究系列-蜜雪冰城逆势增长的三大核心驱动因素》——2025-01-12

- 《餐饮行业系列研究之六-日本餐饮 30 年：复盘与启示》 ——2024-04-22
- 《社服板块 2025 年 1 月投资策略：短期优选相对确定性，关注春节旺季催化》 ——2025-01-07
- 《社会服务行业双周报（第 97 期）-市内免税店项目招标陆续落地，推动免税行业中线发展》 ——
2024-12-30
- 《2025 年教育行业策略-三条掘金主线：需求复苏、业绩确定、AI 赋能》 ——2024-12-29

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032