

食品饮料

2025 年 04 月 09 日

古茗 (01364)

——大众现制茶饮第一，最大规模冷链赋能

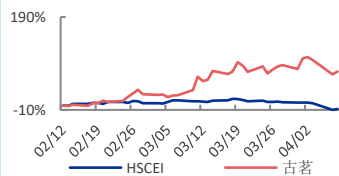
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025 年 04 月 08 日

收盘价 (港币)	16.06
恒生中国企业指数	7430.62
52 周最高/最低 (港币)	20.40/8.22
H 股市值 (亿港元)	381.94
流通 H 股 (百万股)	2,378.19
汇率 (人民币/港币)	1.0787

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

贾梦迪 A0230520010002
jiamd@swsresearch.com

联系人

贾梦迪
(8621)23297818x
jiamd@swsresearch.com

- 古茗成立于 2010 年，按照 2023 年的商品销售额及门店数量计算，是中国排名第一的大众现制茶饮店品牌，也是中国第二大现制茶饮店品牌。在浙江、福建及江西率先实现关键规模的省份以及每个地级市，古茗在全价格带市场排名第一。截至 2024 年底，古茗的门店数量达 9914 家门店，加盟店贡献收入的 97%。公司 80% 的门店位于二线及以下城市，41% 的门店位于乡镇，在低线城市及乡镇的影响力尤为显著。我们看好古茗的产品创新能力，基于地域加密策略的供应链效率，具备吸引力的股东回报，以及开店潜力。
- 研发能力强，产品更新快。**古茗以“每天一杯喝不腻”为核心理念，主打果茶和奶茶饮品。凭借强大的研发能力，古茗每年推出众多新品，且新品成功率较高。在截至 2023 年的三个年度中，十大畅销饮品中均包含两至三种当年或上一年推出的新品，季度平均复购率高达 53%。公司于 3 月上线果蔬汁产品，其中一款单品在上新期的表现超过了之前轻乳茶的最大单品。2024 年下半年，古茗开始大规模引入咖啡机，目前有超过 5000 家门店完成咖啡机铺设，对于门店业绩拉动作用明显，咖啡产品预计在长期为古茗贡献 20% 的收入。
- 业内规模最大的冷链供应链。**古茗拥有中国现制茶饮品牌中规模最大的冷链仓储及物流基础设施。在前十大现制茶饮店品牌中，古茗是唯一一家能够向低线城市门店提供两日一配的短保质期鲜果和鲜奶频繁配送服务的企业。相比之下，其他茶饮品牌通常四日一配，且多依赖第三方物流供货商，往往不提供冷链配送支持。2023 年，古茗完成的冷链配送原料总价值超过 40 亿元，位居行业之首。
- 加盟商利润高，加盟意愿强。**2023 年，古茗的加盟商的单店经营利润达 37.6 万元，单店经营利润率高达 20.2%，显著高于同期大众现制茶饮店市场的单店经营利润率（通常低于 15%）。截至 9M24，在开设古茗门店超过两年的加盟商中，平均每个加盟商经营 2.9 家门店，71% 的加盟商经营两家或以上加盟店。2025 年 2 月和 3 月新签约的加盟商中，老加盟商占比达到 63%。
- 盈利预测。**预计 2025 年收入同比增长 17% 至 103 亿元，主要受新开加盟门店驱动，预计净开店 2000 家，门店总数同比增长 20% 至 11914 家，同店收入同比持平。预计 2025 年经调整净利润同比增长 23% 至 19 亿元，经调整净利润率同比提升 1 个百分点至 19%。
- 首次覆盖给予买入评级。**古茗当前股价对应 2025 年 PE 估值 19 倍，高于港股餐饮股例如百胜中国和海底捞 16-18 倍的估值，低于港股茶饮公司蜜雪冰城 26 倍的估值。考虑到古茗在内业的冷链供应链优势，在中国还有 14 个省份尚未进入带来的潜在开店空间，以及股东回报，我们认为公司值得一定的估值溢价。给予 2025 年 PE 估值 25 倍，计算得出的目标价为 21.2 港币，对应 32% 的上涨空间，首次覆盖给予买入评级。
- 风险提示：**限售股解禁风险，加盟模式管理风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,676	8,791	10,259	12,139	14,019
同比增长率 (%)	38	15	17	18	15
经调整净利润 (百万元)	1,459	1,542	1,900	2,249	2,597
同比增长率 (%)	85	6	23	18	16
每股收益 (元/股)	0.58	0.71	0.79	0.94	1.08
市盈率	26	21	19	16	14
市净率	5	4	4	4	4

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

Established in 2010, Good me is China's largest mid-priced freshly-made tea store brand and the second largest freshly-made tea store brand across all price ranges, in terms of both GMV in 2023 and store count as of the end of 2023. In Zhejiang, Fujian and Jiangxi where it established store networks with a critical mass the earliest, it achieved the highest market share in terms of GMV in the freshly-made tea store markets across all price ranges. As of the end of 2024, Good me operated 9,914 stores, with 97% of the revenue from franchise stores. Among its stores, 80% were located in second-tier cities and below, and 41% in towns. We like Good me's product innovation ability, supply chain efficiency based on the regional densification strategy, attractive shareholder returns, and strong store opening potential.

Strong R&D capability and fast product updates. Good me's core philosophy—"One Cup a Day, Always Enjoy It"—guides its focus on two primary beverage categories: fruit teas and milk teas. Through its strong R&D and market analysis capabilities, the company demonstrates impressive product innovation, introducing multiple successful new items annually. This innovation strategy proves particularly effective, with 2-3 of its annual top 10 bestsellers consistently being newly launched or recent products and its quarterly average repurchase rate reaching 53%. In March, the company launched the fruit and vegetable juice series, with one single product outperforming the best-selling product of the previous light milk tea series during the new product launch period. Meanwhile, the company is stepping up investment in coffee products. The performance of stores with coffee machines has shown solid improvement in sales. We expect the long-term revenue contribution of coffee products to reach 20%.

The largest cold supply chain in the industry. The company operates the largest cold-chain storage and logistics infrastructure among fresh tea drink brands. Among the top 10 freshly-made tea store brands in China by GMV in 2023, Good me is the only brand capable of frequent deliveries every two days of short-shelf-life fresh fruits and fresh milk to stores in lower-tier cities. In contrast, competitors typically rely on third-party logistics with a four-day delivery cycle and limited cold chain support. In 2023, Good me delivered over Rmb4bn worth of raw materials via cold-chain, the highest in the industry.

Track record of franchisee profitability. In 2023, Good me franchisees' per-store operating profit reached Rmb376,000 and franchisees' per-store operating profit margin reached 20.2%, versus a low teens in the mid-priced market. As of 9M24, among the franchisees that had operated Good me stores for over two years, each on average operated 2.9 stores and 71% operated two or more franchised stores. Among the newly signed franchisees in February and March 2025, the proportion of existing franchisees reached 63%.

Earnings forecast. We forecast revenue to increase 17% YoY to Rmb10.3bn in 2025, mainly driven by new store opening. We expect the company to open a net of 2,000 new stores, with the total store number increasing by 20% to 11,914. We forecast a flat same-store sales growth. We expect the adjusted net profit to increase 23% YoY to Rmb1.9bn in 25E, with an adjusted net margin of 19% (+1ppts YoY).

Initiate with BUY. The stock is trading at 19x 25E P/E, higher than HK-listed catering stocks such as Yum China (09987:HK - Buy) and Haidilao (06862:HK - Buy) (16-18x), and lower than the 26x PE ratio of Mixue (02097:HK - Not rated). Considering Good me's cold chain supply advantage, store opening potential, and strong shareholder returns, we believe the company deserves a valuation premium. We apply a 25x 25E PE to derive a target price of HK\$21.2. With 32% upside, we initiate with a BUY rating.

Risks. Risk from the unlocking of restricted shares; management risk of the franchise model.

投资案件

投资评级与估值

根据彭博一致预期，古茗当前的股价对应 2025 年 PE 估值 19 倍，高于港股餐饮例如百胜中国和海底捞 16-18 倍的估值，低于港股茶饮公司蜜雪冰城 26 倍的估值。考虑到古茗在现制茶饮行业的冷链供应链优势，在中国还有 14 个省份尚未进入而带来的潜在开店空间，以及股东回报（常规分红率 50%，股息率 3%，以及 2025 年特别分红 20 亿，股息率 6%），我们认为公司值得一定的估值溢价。我们给予公司 2025 年 PE 估值 25 倍，计算得出的目标价为 21.2 港币，首次覆盖给予买入评级。

关键假设点

预计 2025 年的收入同比增长 17%至 103 亿元，主要受新开加盟门店驱动，预计 2025 年净新增门店 2000 家，门店总数同比增长 20%至 11914 家，重点发展省份包括湖南、湖北、广东、广西、安徽。预计同店收入同比持平。

预计 2025 年的毛利率回升至 2023 年 31%的水平，主要由于从去年舆情事件的恢复和提价（公司于 4Q24 针对外卖业务提价，主要由于过去平台的优惠和红包政策导致的外卖到手价格和堂食价格的倒挂），部分抵消低毛利率的咖啡机的影响。预计 2025 年的经调整净利润同比增长 23%至 19 亿元，经调整净利润率同比提升 1pct 至 19%。

有别于大众的认识

1) 市场担忧现制茶饮的门槛低、竞争激烈，然而我们认为相比直营模式，加盟模式的竞争壁垒高，毛利率虽然更低但是净利润率更高而且盈利更为稳定。古茗自 2013 年开始自建供应链，2017 年开启冷链配送，拥有内业规模最大的冷链供应链，构建了深厚的壁垒。

2) 市场担忧现制茶饮行业受消费者偏好影响较大，导致收入端不稳定。然而我们认为古茗以“每天一杯喝不腻”为核心理念，研发能力强，新品推新快，季度复购率高。例如公司 3 月上线果蔬汁产品，其中一款单品在上新期的表现超过了之前轻乳茶的最大单品。

股价表现的催化剂

- 1) 股票获纳港股通。纳入港股通有助于改善股票流动性，吸引更多资金配置。
- 2) 同店表现超预期。新品成功或者行业竞争趋缓将改善同店，进而带动收入增长。

核心假设风险

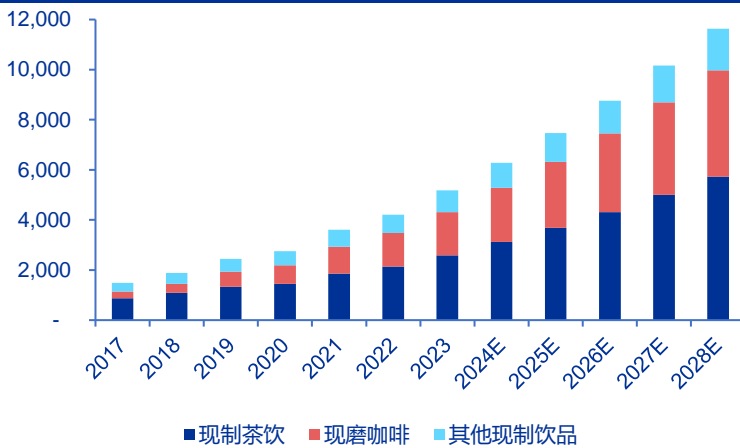
- 1) 限售股解禁风险。8 月 12 日解禁约 22.3 亿股、占总股本的约 94%。
- 2) 加盟模式管理风险。门店快速扩张可能带来管理难度增加，包括品控和供应链效率等问题，加盟商经营不善可能对品牌形象和业绩造成负面影响。

1. 行业概览

中国现制饮品行业快速增长。根据灼识咨询报告，中国现制饮品市场的商品零售额（GMV）由2018年的1,878亿元增加至2023年的5,175亿元，复合增长率为22.5%，预期2028年将达到11,634亿元，2024年至2028年的复合增长率为16.7%，受益于人均可支配收入增加、渗透率提升，以及由市场创新及供应链改善所带来的产品质量持续升级。2023年中国的现制饮品人均年消费量约为22杯，其中一线城市70杯，二线及以下城市16杯，低线市场潜力巨大，而美国、英国及日本则分别为323杯、225杯及172杯。2028年，中国的人均现制饮品年消耗量预计将显著增加一倍以上，达到51杯。

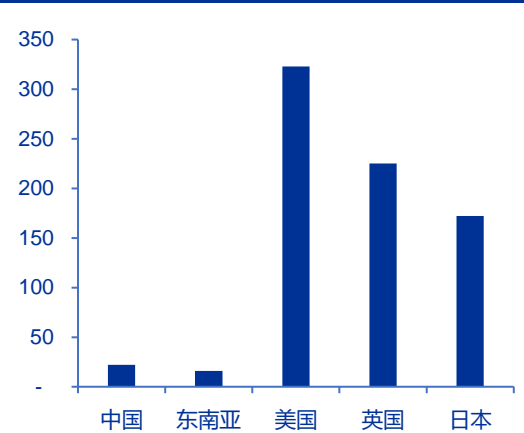
现制茶饮规模最大，现磨咖啡增速最快。现制饮品主要包括现制茶饮和现磨咖啡。现制茶饮市场是中国现制饮品市场中最大的细分市场，基于一直备受中国人喜爱的茶，并创新性加入新鲜水果等原料，现制茶饮日益受欢迎。得益于市场创新，咖啡饮品得到改进以适应中国消费者的口味，使消费咖啡饮品的习惯在中国日益盛行。2023年现制茶饮和现磨咖啡的市场规模分别为2,585亿元和1,721亿元，2018年至2023年的复合增长率分别为19.0%和36.3%，2024年至2028年的复合增长率预计分别为16.4%和18.5%，2028年的市场规模将分别为5,732亿元和4,242亿元。

图 1：中国现制饮品市场以终端零售额计的市场规模，按品类划分（亿元）



资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

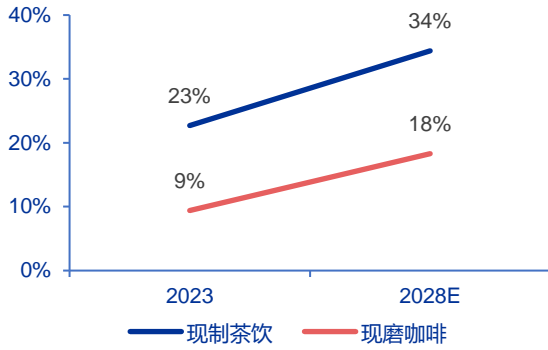
图 2：2023 年人均现制饮品年消费量，杯/年



资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

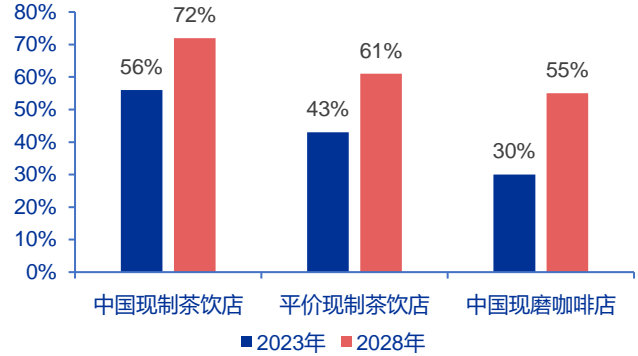
现制茶饮和现磨咖啡的消费人群渗透率和门店连锁化率预计进一步提升。归功于中国悠久的茶文化、茶的创新应用及多种消费场景，现制茶饮的消费人群渗透率预计从2023年的23%提升至2028年的34%，推动茶饮店的连锁化率由56%提升至72%。2023年，中国大陆人均现制茶饮品年消耗量为11杯，其中一线城市27杯，二线及以下城市不到10杯，低线市场潜力巨大，而有着相近饮茶文化的中国香港及中国台湾则超过50杯。到2028年，中国大陆人均现制茶饮品年消耗量预期增加一倍以上至26杯，增长前景显著。现磨咖啡店的行业增速快于现制茶饮店，主要源于消费人群渗透率和连锁化率的提升空间更大，2023年的消费人群渗透率和连锁化率分别为9%和30%，预计2028年分别提升至18%和55%。

图 3：消费人群渗透率预计进一步提升



资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

图 4：连锁化率预计进一步提升

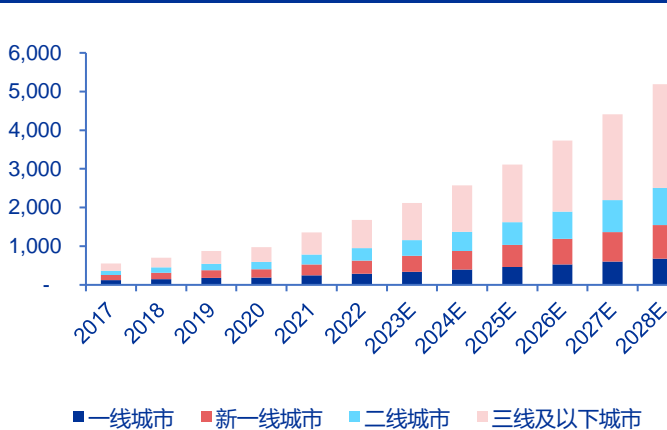


资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

中国现制茶饮：二线及以下城市增长最快。现制茶饮店市场的 GMV 由 2018 年的 702 亿元增长至 2023 年的 2,115 亿元，复合增长率为 24.7%，预计 2028 年增至 5,193 亿元，2024 年至 2028 年的复合增长率为 19.2%。按照线城市划分，2018 年至 2023 年，二线及以下城市是增长最快的城市线级，预计 2024 年至 2028 年将仍为增长最快的城市线级，一线城市、新一线城市以及二线及以下城市的市场规模的复合年增长率分别为 14.5%、15.5% 及 21.2%。

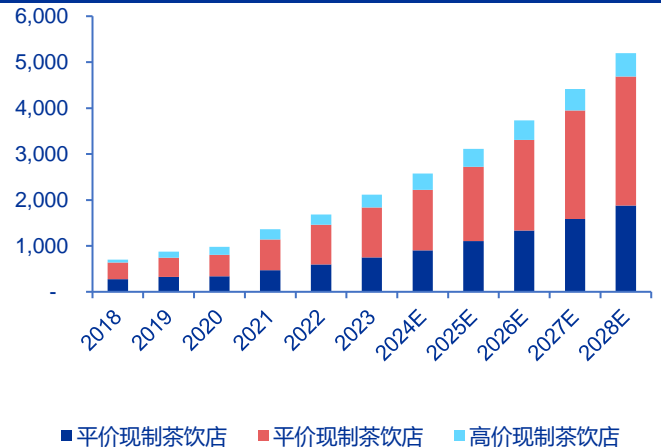
中国现制茶饮：大众价格带规模最大同时增长快。按照价格带拆分，中国现制茶饮店分为平价、大众、高价三类，分别对应产品平均售价不高于 10 元、10 至 20 元，以及不低于 20 元。按 2023 年 GMV 计，大众现制茶饮店是现制茶饮店市场中规模最大的细分市场，按 2024 年至 2028 年预期增长率计，也是增长最快的细分市场。与平价品牌相比，大众品牌一般使用新鲜水果及鲜奶等优质原料制作饮品，从而满足消费者对优质饮品的需求；与高价品牌相比，大众品牌能够以更亲民的价格提供高质量饮品。大众现制茶饮店市场的 GMV 由 2018 年的 364 亿元增长至 2023 年的 1,086 亿元，复合增长率 24.4%，预计 2028 年增长至 2,809 亿元，2024 年至 2028 年的复合年增长率为 20.8%，占中国现制茶饮店市场 2023 年 GMV 总额的 51%，预计 2028 年增长至 54%。

图 5：现制饮品市场以 GMV 的市场规模，按城市线级划分 (亿元)



资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

图 6：现制饮品市场以终端零售额计的市场规模，按价格带划分 (亿元)



资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

中国现制饮品行业集中度较低，蜜雪冰城市占率第一。按照 2023 年的终端零售额计算，中国现制饮品市场的 CR4 约 42%，其中蜜雪冰城和古茗的市场份额分别为 20.2%和 9.1%。按照截至 2023 年的门店数量计算，蜜雪冰城的门店数量超过 3 万家，古茗门店数量接近 1 万家。

表 1：中国前五大现制茶饮品牌，以 2023 年的终端零售额计

排名	品牌	主要产品价格带 (元)	终端零售额 (亿元)	市场份额
1	蜜雪冰城	2-8	427	20.2%
2	古茗	10-18	192	9.1%
3	茶百道	10-22	169	8.0%
4	霸王茶姬	15-24	105	5.0%
5	沪上阿姨	7-22	97	4.6%
	小计		990	46.9%
	总计		2115	100%

资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

表 2：中国前五大现制茶饮品牌，以 2023 年的门店数量计

排名	品牌	主要产品价格带 (元)	门店数	市场份额
1	蜜雪冰城	2-8	~30,300	6.5%
2	古茗	10-18	9,001	1.9%
3	茶百道	10-22	7801	1.7%
4	沪上阿姨	7-22	7,789	1.7%
5	书亦烧仙草	11-20	~7000	1.5%
	小计		~61900	13.3%
	总计		~463800	100%

资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

古茗在大众现制茶饮店品牌市占率第一，在低线城市及乡镇的影响力显著。无论是按照 2023 年的 GMV 计算还是按照截至 2023 年底的门店数量计算，古茗均是中国最大的大众现制茶饮店品牌，GMV 口径下的市场份额为 17.7%。古茗在低线城市及乡镇的影响力处于领先地位。截至 2023 年底，古茗有 78.8%的门店位于二线及以下城市，在前五大品牌中比例最高，古茗在二线及以下城市的市占率按照 2023 年的 GMV 计算为 22%。同时，古茗有 38%的门店位于乡镇，而其他前五大品牌的门店位于乡镇的比例普遍低于 25%，截至 2024 年底古茗位于乡镇门店的占比进一步增加到 41%。

表 3：中国前五大大众现制茶饮品牌，以 2023 年的终端零售额计

排名	品牌	终端零售额 (亿元)	市场份额
1	古茗	192	17.7%
2	茶百道	169	15.6%
3	霸王茶姬	105	9.7%
4	沪上阿姨	97	8.9%
5	Coco	87	8.0%
	小计	650	59.9%
	总计	1086	100.0%

资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

表 4：中国前五大大众现制茶饮品牌，以 2023 年的门店数量计

排名	品牌	门店数量	市场份额
1	古茗	9001	4.5%
2	茶百道	7801	3.9%
3	沪上阿姨	7789	3.9%
4	书亦烧仙草	~7,000	3.5%
5	Coco	~4,300	2.2%
	小计	~35900	18.1%
	总计	~198500	100.0%

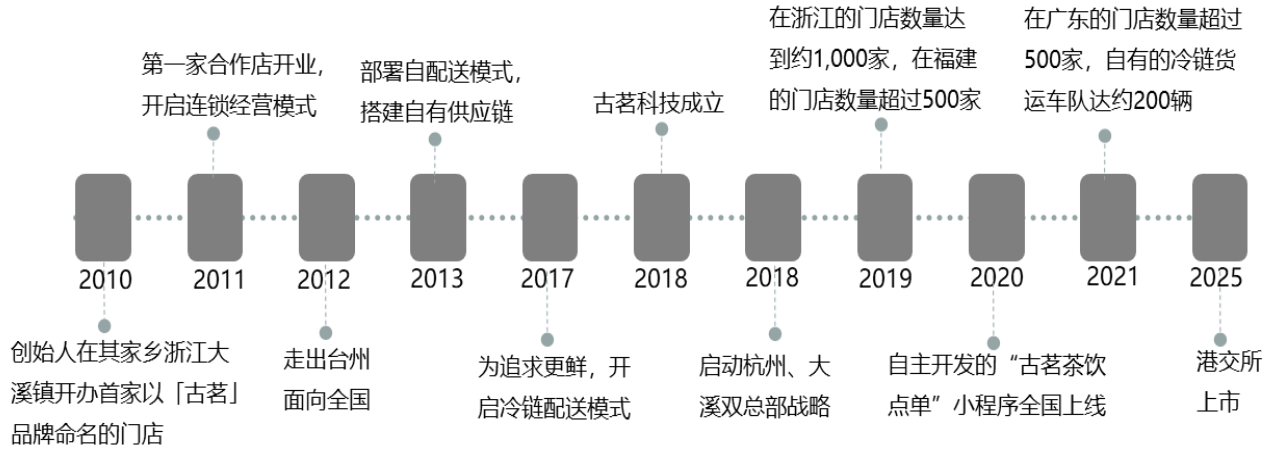
资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

2. 古茗概览

古茗成立于 2010 年，总部位于浙江省，品牌名称指中国源远流长的名优茶文化。公司于 2011 年开启连锁经营模式，2013 年开始自建供应链，2017 年开启冷链配送。截至 2024 年末，古茗拥有 9914 家门店，大部分为加盟店。按照 2023 年的商品销售额及截至 2023 年底的门店数量计算，古茗是中国第一大大众现制茶饮店品牌，也是中国第二大现制茶饮

店品牌。公司主打果茶饮品、奶茶饮品、咖啡饮品及其他产品，坚持“鲜活、高质、平价”的价值主张，品牌口号为“每天一杯喝不腻”。

图 7: 古茗的历史沿革



资料来源: 招股书, 公司官网, 申万宏源研究

管理层经验丰富, 核心成员均为初创成员, 股权集中。古茗的管理层由创始人王云安先生担任董事会主席兼首席执行官, 核心管理团队成员均具有丰富的行业经验, 为内部培养, 平均年龄约 40 岁。创始人等四人为一致行动人持股比例 73.35%, IPO 前投资者持股 12.18%, 员工持股平台持股 6.73%, 基石投资持股 2.36%, 其他公众股东持股 5.38%。

表 5: 古茗的管理层

	姓名	年龄	职位/职衔	主要责任
执行董事	王云安先生	38 岁	创始人、董事会主席、执行董事	领导战略及业务方向以及整体管理
	戚侠先生	38 岁	执行董事	领导业务发展及加盟商管理
	阮修迪先生	38 岁	执行董事	产品研发
	金雅玉女士	35 岁	执行董事	企业文化发展
	蔡云江先生	40 岁	执行董事	业务发展及加盟商管理
高级管理层	王云安先生	38 岁	首席执行官	-
	戚侠先生	38 岁	总裁	-
	李继锋先生	46 岁	首席运营官	领导业务运营
	孟海陵先生	41 岁	首席财务官	领导资本运作及财务管理
	强宇先生	43 岁	首席技术官	领导技术发展

资料来源: 招股书, 申万宏源研究

表 6: 古茗的持股结构

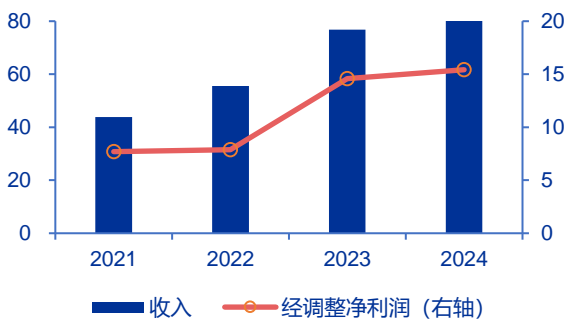
股东名称	最终控制人	持股数量 (万股)	占总股本比例
控股股东 (王云安、戚侠、阮修迪、潘萍萍为一致行动人)			
Modern Leaves Limited	王云安	93,944	39.87%
Chivalrous Lancers Limited	戚侠	43,000	18.25%
Cousin Tea Limited	阮修迪	29,878	12.68%
Spring Equinox Drinks Limited	潘萍萍	6,004	2.55%

IPO 前投资者		28,696	12.18%
北京美茗企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	美团 朱拥华	9,449	4.01%
北京美岩企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	美团 朱拥华	7,942	3.37%
Max Mighty Limited (红杉璟茗)	红杉璟茗 周逵	8,696	3.69%
Coatue PE Asia 34 LLC	Philippe Laffont	2,174	0.92%
New Budding Capital Inc	Wang Yimiao	435	0.18%
员工持股平台		15,870	6.73%
Thriving Leafbuds Limited	首席技术官强宇等	7,323	3.11%
Nascent Sprouts Limited	首席运营官李继峰等	7,323	3.11%
Flourishing Leaves Limited	执行董事金雅玉、蔡云江, CFO 孟海陵等	1,223	0.52%
基石投资者		5,564	2.36%
Huang River Investment Limited 黄河资本	腾讯	1,959	0.83%
GM Charm Yield (BVI) Limited 元生资本	Zhijian Peng	1,176	0.50%
LVC 正心谷	Lijun Lin	1,176	0.50%
Duckling Fund, L.P.	Eric Li	627	0.27%
Long-Z Fund I, LP	美团 朱拥华	627	0.27%
其他公众股股东		12,676	5.38%

资料来源：招股书，申万宏源研究

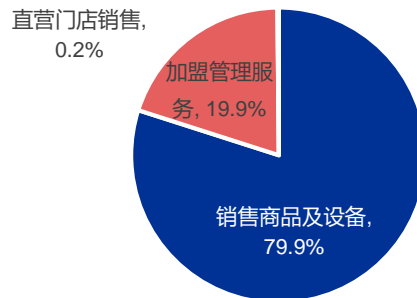
商业模式以加盟为主，利润率高。2024 年，古茗的收入同比增长 15%至 87.9 亿元，经调整净利润同比增长 6%至 15.4 亿元，经调整净利率为 18%。公司的主要收入来源为向加盟商销售商品及设备，贡献收入的接近 80%，加盟费和相关服务收入占比接近 20%，直营门店销售收入占比仅 0.2%。

图 8：收入和经调整净利润（亿元）



资料来源：招股书，申万宏源研究

图 9：收入拆分（2024 年）



资料来源：招股书，申万宏源研究

门店总数近万家，二线及以下城市和乡镇门店占比高。截至 2024 年末，古茗门店数达 9914 家，同比增长 10%，其中 80%的门店位于二线及以下城市，乡镇门店占比达 41%。截至 9M24，公司门店数量最多的省份浙江的门店数量达到 2117 家，其中新一线城市/二线城市/三线城市/四线城市及以下的门店数量占比分别为 34%/54%/5%/7%，乡镇门店数量 681 家，占比 32%。

图 10: 门店数量近万家

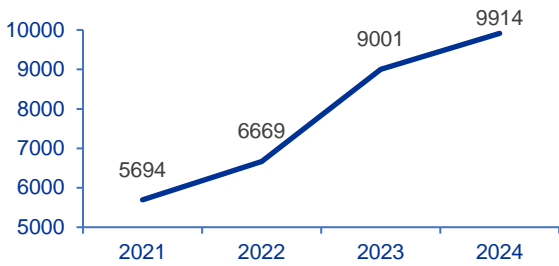
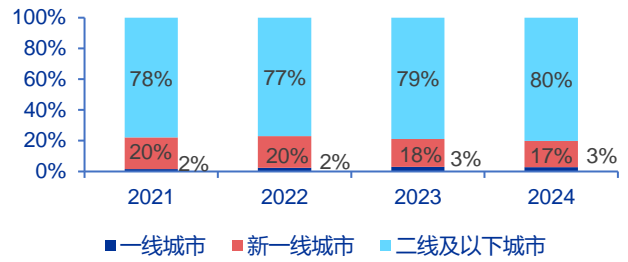


图 11: 二线及以下城市门店占比高



资料来源: 招股书, 申万宏源研究

资料来源: 招股书, 申万宏源研究

3. 古茗的竞争优势

3.1 产品更新快、复购率高

古茗以“每天一杯喝不腻”为核心理念, 致力于为消费者提供多样化且品质一致的饮品, 菜单 SKU 保持在 30 种左右, 产品价格保持相对稳定在 10 元至 18 元, 涵盖果茶、奶茶、咖啡及其他饮品。9M24 期间, 公司的果茶饮品、奶茶饮品、咖啡及其他饮品分别占售出总杯数的 41%, 47%和 12%。前三大产品的杯量贡献约 30%, 满足不同消费偏好的需求。

图 12: 产品矩阵图

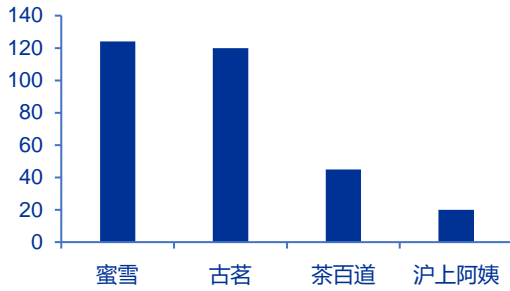
产品种类	代表产品	截至9M24总销量 (亿杯)	截至9M24销售杯数占比
果茶	   	4.026	41%
奶茶	   	4.668	47%
咖啡	   	1.201	12%

资料来源: 招股书, 申万宏源研究

产品推新速度快。作为即时满足型消费, 奶茶的产品众多, 古茗重视产品研发和创新, 通过产品不断推进保持品牌的新鲜感和高复购率。古茗是中国现制茶饮市场中从事食品科学研究的领军者之一, 产品研发团队由“美食家”和“工程师”组成, 前者负责激发产品灵感并追踪消费者偏好趋势, 后者则严格分析成分, 确保产品的科学性和品质。截至 2024

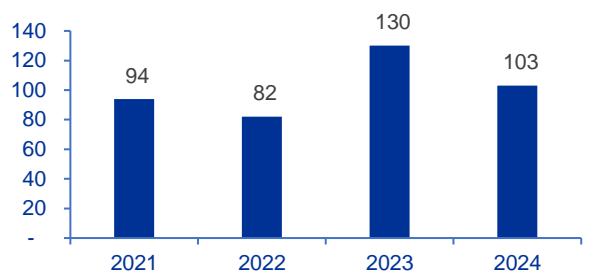
年 9 月 30 日，古茗拥有约 120 人的产品研发团队，其中超过 40 人专注于茶叶及萃取工艺研究，约一半团队成员拥有硕士及以上学历。公司每年推出的新品数量多，并且有较高的成功率，截至 2023 年的三个年度，十大畅销饮品中均包括两至三种当年或上一年推出的新品。

图 13: 产品研发团队人员数量与蜜雪冰城接近 (截至 9M24)



资料来源: 招股书, 申万宏源研究

图 14: 产品推新多 (单位: 个)



资料来源: 招股书, 申万宏源研究

3 月上线果蔬汁产品对于业绩拉动明显。古茗于 3 月上线果蔬汁产品，轻体果蔬瓶以天然羽衣甘蓝为主调，主要原料还包括苹果，凤梨，黄柠檬，奇亚籽，茉莉花茶，HPP 混合果汁（柠檬、青提、葡萄、苹果），1 蔬 5 果的创新配比与工艺带来层次丰富的口味和多元复合的营养，清新解腻；维 A 果蔬瓶以苹果，凤梨，橙子，奇亚籽，茉莉花茶，以及胡萝卜混合果蔬汁为主要原料，维 A 维 C 搭配，口感酸甜清爽。果蔬汁产品满足了消费者对于健康、轻负担饮品的需求，其中一款果蔬汁单品在上新期的表现超过了之前轻乳茶的最大单品。

图 15: 古茗 3 月上线果蔬汁产品，1Q25 已成为公司最大的单品

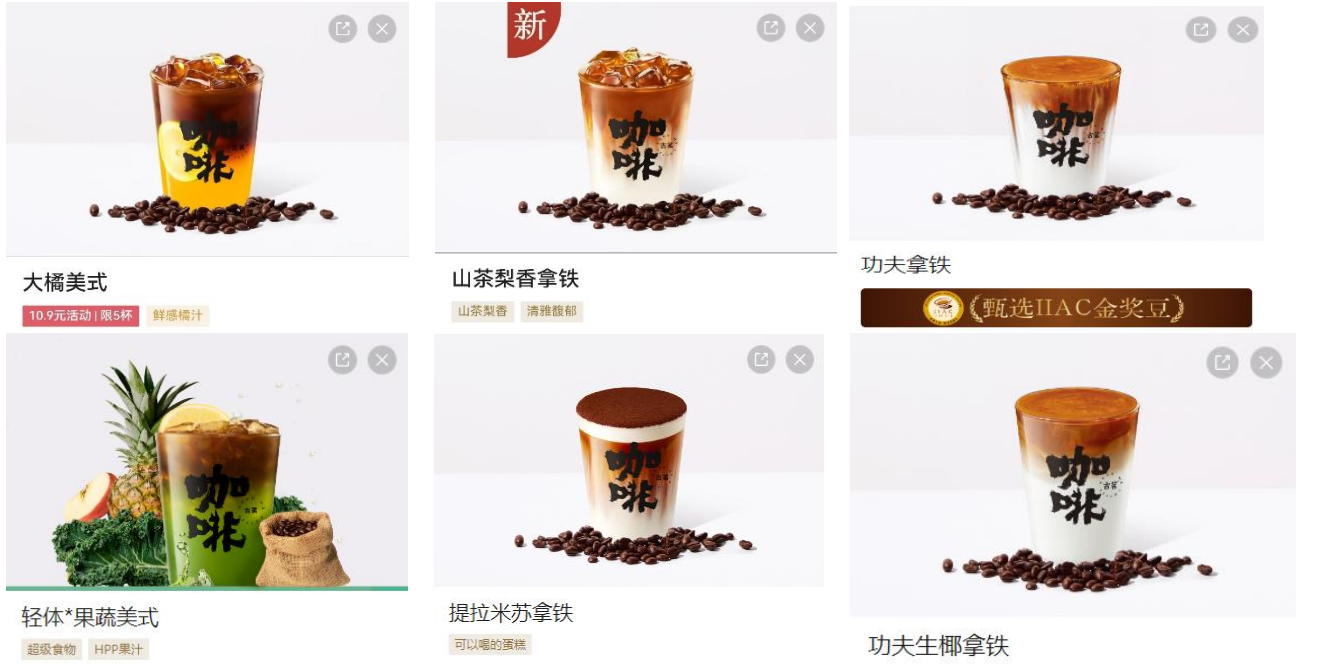


资料来源: 古茗微信小程序, 申万宏源研究

近一年咖啡品类持续升级拉动单店业绩。2022 年，古茗初试咖啡领域，推出的产品中既有现磨咖啡，也有闪萃咖啡。2024 年下半年，古茗开始大规模引入咖啡机，为咖啡业务的拓展筑牢基础。公司于 2025 年 1 月正式推出添加自研 HPP 柑橘汁的大橘美式，通过供应链优化与 HPP 灭菌工艺保障鲜果与咖啡的融合品质。2 月下旬，古茗推出山茶梨香拿铁，以 IIAC 金奖拼配豆为基底，融合山茶花乌龙茶底与梨汁，通过瑞士进口咖啡机标准化萃取，确保品控与稳定性。截至 3 月底，古茗已有超过 5000 家门店完成咖啡机铺设，且后续新

开的门店大部分都将咖啡机作为标配，对于门店业绩拉动作用明显。咖啡产品预计在长期为古茗贡献 20% 的收入。

图 16: 持续升级咖啡产品线，拉动单店业绩



资料来源：古茗微信小程序，申万宏源研究

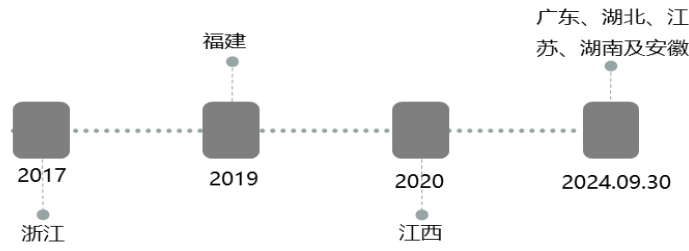
高复购率的忠实会员基础。2023 年，古茗的季度平均复购率达 53%，而中国大众现制茶饮店品牌的平均水平低于 30%。主要由于公司定期更新菜单，仓储物流基础设施使其能以短保质期的鲜果、茶叶及/或鲜奶制作几乎所有饮品，以及在二线及以下城市的领先地位，而二线及以下城市主要以小区为主，客户主要为回头客。

3.2 基于地域加密策略的供应链效率

通过地域加密提升效率。公司在门店扩张方面采用地域加密的策略，也是中国前五大大众现制茶饮店品牌中唯一采取此策略的品牌。公司集中精力优先配置资源增加效率，并借助品牌声誉在消费者与加盟商之间的自然传播，将地域加密策略推广到邻近省份。在单一省份的门店超过 500 家表示该地区具备了凸显规模效应的基础，并被称之为关键规模。古茗 2017 年率先在浙江达到关键规模，截至 9M24 的门店数量达到 2117 家。古茗于 2019 年在福建达到关键规模，于 2020 年在江西达到关键规模。截至 2024 年末，古茗已在中国八个省份建立了超过关键规模的门店网络，2024 年这八个省份合计贡献公司 GMV 的 83%。2023 年，古茗在八个省份的大众现制茶饮中的市占率超过 25%，在浙江、福建及江西这些最早达成关键规模门店网络的省份以及该三个省份的每个地级市，在全价格带现制茶饮店市场中，均排名第一，并在该三省的每个省份实现了超过 25% 的全价格带市场份额，以及超过 45% 的大众市场份额。

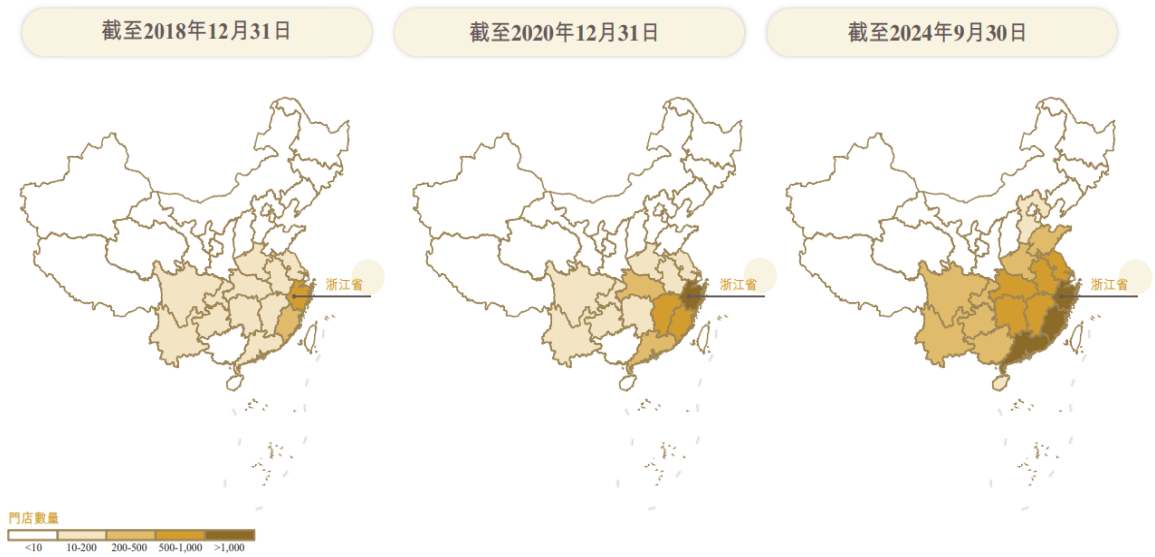
地域加密策略使得公司能够高效建立及拓展供应链，优化物流成本并确保原料质量，从而支持其提供优质饮品及行业领先的消费者复购率。例如在浙江等优势区域，古茗的门店密度达到 2.5 家/万人，物流成本较稀疏区域低 30%。

图 17: 门店数量达到关键规模的省份时间线



资料来源: 招股书, 申万宏源研究

图 18: 古茗的门店网络



资料来源: 招股书, 申万宏源研究

产地直采与规模效应利于降低价格把控品质。公司的采购品规模庞大, 例如 2023 年的采购涵盖 36 个品种约 85,000 吨的新鲜水果。大规模采购赋予了公司显著的议价能力, 公司的采购成本低于市场价, 能够以更具竞争力的价格向加盟商供应食材, 例如 2023 年向门店供应芒果的价格较市价低约 30%。公司坚持产地直采, 例如, 2023 年, 古茗直接从生产商采购约 4,000 吨香水柠檬, 占总采购量的 89.9%。公司与供应商建立长期合作关系, 通过预测原料种类和数量, 提前锁定采购协议的关键条款, 从而优化成本并保持质量一致及供应稳定。

自有加工厂和先进的加工技术确保食材新鲜。截至 2024 年末, 公司运营四个专用于果汁及茶叶加工的加工厂。截至 9M24, 向加盟商提供的原料中约 13% 经公司自有的加工厂处理。除满足内部需求, 古茗还向其他客户供应部分加工原料, 茶叶拼配产品是其中的主要品类。2H24 公司完成浙江诸暨加工厂建设, 未来现有加工厂的部分加工工序将转移至新工厂, 利于增加产能及减少长期成本。在原料处理上, 古茗通过优化流程, 提升了供应链管理。以芒果为例, 通过在产地及时处理原料, 并对包装、配送及熟成环节严格把控, 2023 年, 公司将芒果熟成损耗率成功降至 10%, 远低于行业平均的 20%。在加工技术革新方面, 古茗在行业内率先将超高压灭菌技术(HPP)引入原料加工, 有助于保持果

汁丰富新鲜风味,截至 2023 年底,古茗的门店使用了中国现制茶饮行业内最大规模的 HPP 处理果汁量。截至 9M24,公司采用中国大陆唯一的 Hyperbaric 525i HPP 系统,为相应供货商产品名录中规格最高的 HPP 设备,体现了古茗在原料加工环节的技术优势。

表 7: 古茗的自有加工厂

加工工厂	产品	地点
鄞川加工工厂	茶叶拼配	杭州
果如加工工厂	混合果汁	杭州
广西加工工厂	茶叶拼配	广西
诸暨加工工厂	混合果汁、茶叶拼配	诸暨

资料来源:招股书,申万宏源研究

强大的冷链仓储与自有物流实现业内唯一两日一配。古茗于 2013 年开始自建供应链,2017 年开启冷链配送。截至 2023 年,古茗拥有中国现制茶饮品牌中规模最大的冷链仓储及物流基础设施,使其得以频繁地将短保质期的鲜果、茶叶、鲜奶配送至低线城市及乡镇。截至 2024 年底,公司经营 22 个仓库,其中 2 个为自有物业,其余 20 个为自第三方租赁或承包,总建筑面积约 220,000 平方米,包括能支持各种温度范围的超过 60,000 立方米的冷库库容。约 75%的门店位于距离某一仓库 150 公里范围内。此外,古茗直接拥有并运营 323 辆冷链运输车辆,确保产品在整个配送过程中均在低温环境中妥善储存。2023 年,在按 GMV 计的中国前十大现制茶饮店品牌中,古茗是唯一一家能够向低线城市门店两日一配频繁配送短保质期鲜果和鲜奶的企业,支持向约 97%的门店提供两日一配的冷链配送服务。相比之下,其他茶饮店品牌通常四日一配,依赖第三方物流供货商,且通常不提供冷链配送支持。2023 年,公司完成了总价值超过 40 亿元的原料的冷链配送,为中国现制茶饮店行业中最高。

图 19: 自建物流体系,率先在行业实现两日一配



资料来源:公司官网,申万宏源研究

中国现制茶饮行业最大的信息技术团队,提高运营效率。公司自 2018 年起积极建设信息技术团队,截至 2023 年底,信息技术团队包括逾 320 名工程师,根据灼识咨询报告,是中国现制茶饮行业规模最大的信息技术团队。通过自有技术将业务模块数字化、自动化并无缝整合,以提高运营效率,并加强公司与门店、加盟商及消费者的沟通。

3.3 持久的加盟商关系

加盟商利润高，加盟意愿强。2023 年，古茗的加盟商的单店经营利润达 37.6 万元，单店经营利润率高达 20.2%，显著高于同期大众现制茶饮店市场的单店经营利润率（通常低于 15%），特别是在四线及以下城市，加盟商的单店经营利润高达 38.6 万元。单店经营利润高得益于：一方面，产品销售收入较高，源于古茗品牌知名度高，且内部研发的门店管理模块与物联网互联设备提升了经营效率；另一方面，由于公司在二线及以下城市的领先地位导致的租金费用率低。截至 9M24，在开设古茗门店超过两年的加盟商中，平均每个加盟商经营 2.9 家门店，71%的加盟商经营两家或以上加盟店。2025 年 2 月和 3 月新签约的加盟商中，老加盟商占比达到 63%左右。

对加盟商的管理与支持。原材料与设备采购方面，为确保饮品质量及一致性，古茗要求加盟商向其采购所有的食品原料、包装材料及互联设备，使其成为业内少数达成此要求的现制茶饮店品牌。门店管理方面，在门店开设初期，古茗通常要求加盟商必须在店，以保障最佳的门店管理。成本优化支持方面，古茗承担大部分仓储及物流费用，进一步降低加盟商成本，优化其盈利能力。

加盟商关系建设。古茗建立了以“团结一致、简单真诚、永争第一”价值观为基础的加盟商文化，以此构建密切而持久的加盟商关系。作为中国第一家成立加盟商委员会的现制茶饮公司，古茗通过该委员会收集加盟商对潜在重大商业决策的意见。同时，一年一度的古茗全国加盟商大会已连续举办 11 年，促进了透明的沟通交流。

4. 盈利预测和估值

4.1 盈利预测

古茗的门店扩张策略以“地域加密”为核心，依托现有供应链能力深耕已覆盖区域，并向邻近市场延伸。截至 2024 年底门店覆盖中国 17 个省份，仍有 14 个省/自治区/直辖市（不包括中国港澳台）处于空白状态，主要集中在北方及中西部，包括北京、上海、天津等直辖市及东北三省、山西、甘肃等，在开店方面还有很大的渗透空间。

我们预计公司 2025 年的收入同比增长 17%至 103 亿元，主要受新开加盟门店驱动，预计公司 2025 年开店 2500 家，关店 500 家，门店总数同比增长 20%至 11914 家，今年重点发展省份包括湖南、湖北、广东、广西、安徽。预计同店收入同比持平。

毛利率方面，2024 年的毛利率同比下滑 0.7 个百分点至 30.6%，主要由于 2024 年 3 月舆情事件后对加盟商有一定让利，以及 4Q24 销售较多的毛利率较低的咖啡机。预计 2025 年的毛利率回升至 2023 年 31%的水平，主要由于从去年舆情事件的恢复和提价，部分抵消低毛利率的咖啡机的影响。公司于 4Q24 针对外卖业务提价，主要由于过去平台的优惠和红包政策导致了外卖到手价格和堂食价格的倒挂，加盟商实收率低，提价改善了加盟商的盈利能力。

我们预计 2025 年的经调整净利润同比增长 23%至 19 亿元，经调整净利润率同比提升 1 个百分点至 19%。利润率长期的提升空间主要来自于规模效应带来的经营杠杆的提升。

4.2 估值

根据彭博一致预期，古茗当前的股价对应 2025 年 PE 估值 19 倍，高于港股餐饮股例如百胜中国和海底捞 16-18 倍的估值，低于港股茶饮公司蜜雪冰城 26 倍的估值。考虑到古茗在现制茶饮行业的冷链供应链优势，在中国还有 14 个省份尚未进入而带来的潜在开店空间，以及股东回报（常规年度分红不低于当年净利润的 50%，按照 4 月 8 日的收盘价计算的股息率为 3%，以及 2025 年特别分红 20 亿，按照 4 月 8 日的收盘价计算的股息率为 6%），我们认为公司值得一定的估值溢价。我们给予公司 2025 年 PE 估值 25 倍，计算得出的目标价为 21.2 港币，对应 32%的上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

表 8：可比公司估值

公司代码	公司名称	市值(亿港元)	P/E (X)			收入 (亿元)				净利润 (亿元)			
			25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
港股茶饮股													
02097.HK	蜜雪集团	1440	26	22	19	248	295	343	398	45	52	61	72
01364.HK	古茗	375	19	16	14	88	105	122	152	15	19	22	26
02555.HK	茶百道	120	16	14	12	49	52	57	61	5	7	8	9
02150.HK	奈雪	16	-	-	-	49	51	55	53	(9)	(2)	(1)	(0)
港股餐饮价值股													
09987.HK	百胜中国	1344	18	16	15	814	870	929	993	66	70	77	84
06862.HK	海底捞	905	16	15	14	428	462	493	519	47	52	57	62
港股餐饮成长股													
01405.HK	达势股份	124	69	43	30	43	54	69	83	1	2	3	4
09658.HK	特海国际	99	23	19	16	56	66	75	83	2	4	5	6
美股餐饮公司													
SBUX	星巴克	909	27	22	20	362	374	400	432	38	34	41	46

资料来源：彭博，申万宏源研究

注：市场数据为截至 4 月 8 日的数据；星巴克的市值和利润表单位为亿美元，其他公司的市值和利润表单位分别为亿港元和亿人民币

表 9：目标价计算过程

目标价计算	
2025E PE 估值 (倍数)	25
2025E 净利润 (亿元)	19
港币人民币汇率	0.94
股数 (亿股)	23.78
目标价 (港币)	21.2
收盘价 (4 月 8 日)	16.06
上涨空间	32%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

5. 催化剂和风险提示

5.1 催化剂

股票获纳港股通。纳入港股通有助于改善股票流动性，吸引更多资金配置。

同店表现超预期。新品成功或者行业竞争趋缓将改善同店，进而带动收入增长。

门店扩张超预期。古茗如果能在空白市场或现有市场进一步提升门店密度，将带动收入端超预期的增长。

利润率提升超预期。规模效应或者供应链的整合进一步降低成本，将增强盈利能力。

5.2 风险提示

限售股解禁风险。8月12日解禁约22.3亿股、占总股本的约94%，短期或对股价造成压制。

加盟模式管理风险。门店快速扩张可能带来管理难度增加，包括品控和供应链效率等问题，加盟商经营不善可能对品牌形象和业绩造成负面影响。

附表

附表：董事及高管履历

姓名	年龄	职位	简介
王云安	38岁	创始人、董事会主席、执行董事	王先生于2010年开办了第一家「古茗」门店，此后十多年来一直负责制定「古茗」品牌的战略、发展方向及目标，自2021年8月获委任为董事。王先生自2018年古茗科技成立起一直担任其首席执行官。王先生于2010年6月获得浙江理工大学科技与艺术学院材料科学与工程学士学位。
戚侠	38岁	执行董事	自2022年5月起担任公司董事会成员，且自2018年6月成立时便是初始股东之一，并在古茗科技任职至今，负责集团的业务发展及加盟商管理。戚先生于2011年11月至2013年12月任职于慈溪市附海镇安监所。戚先生于2010年6月获得浙江理工大学科技与艺术学院电子信息科学与技术学士学位。
阮修迪	38岁	执行董事	自2023年12月起担任公司董事会成员，阮先生是古茗科技成立时的初始股东之一，自2020年5月起一直担任其监事，专注于集团的产品研发。自2009年9月至2010年2月在台州宝利经贸有限公司担任销售代理。阮先生于2009年6月毕业于杭州职业技术学院模具设计及制造专业。
金雅玉	35岁	执行董事	自2023年12月起担任公司董事会成员，自2016年起在「古茗」品牌的起步阶段便开始与王先生共事。金女士曾在集团多个部门任职，主要负责集团的整体行政管理、包装物料采购及执行集团的反贪污政策。自2013年6月至2016年7月任职于浙江西溪玻璃有限公司驻杭州办事处，担任人力资源专员。自2012年3月至2013年5月，彼任职于杭州行动成功企业管理有限公司，担任EMBA课程助教。金女士于2011年6月毕业于浙江长征职业技术学院办公室行政专业。
蔡云江	40岁	执行董事	自2023年12月起担任公司董事会成员，自2015年即与王先生合作开发「古茗」品牌。自2013年10月至2015年1月担任西双版纳剑峰传媒有限公司的副总经理。自2018年6月起担任古茗科技业务发展主管，专注于集团业务发展及加盟商管理，包括加盟商发展、门店视察及运营支持。蔡先生于2009年7月毕业于淮南师范学院电子商务专业。

李继锋	46岁	首席运营官	自2020年8月起担任高级管理层，自2022年3月，李先生一直担任首席运营官，并于2020年8月至2022年3月担任首席技术官。自2020年1月至8月担任旅悦集团的首席技术官；自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；自2012年3月至2017年4月任职于北京趣拿软件科技有限公司，其最后职务为大住宿事业部首席执行官。李先生于2003年8月获得中国科学院计算技术研究所计算机软件与理论硕士学位，并于2000年7月获得清华大学计算机科学学士学位及汉语语言及文学学士学位。
孟海陵	41岁	首席财务官	自2020年6月起担任高级管理层，自2016年6月至2020年6月在Zebra Global Capital担任研究主管。自2015年7月至2016年6月在高盛(亚洲)有限责任公司担任执行董事；自2014年6月至2015年7月在摩根士丹利亚洲有限公司担任副总裁；自2012年7月至2014年6月在麦格理资本证券股份有限公司担任高级经理。自2011年8月至2012年7月在爱奇艺担任战略合作及投资者关系经理；自2007年9月在德勤企业风险服务部门担任顾问并开始其职业生涯。孟先生于2007年11月获得香港科技大学电机及电子工程硕士学位，并于2005年6月获得东南大学信息工程学士学位。
强宇	43岁	首席技术官	自2023年5月起担任高级管理层，自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。强先生于2003年7月获得北京工业大学应用化学学士学位。

资料来源：招股书，申万宏源研究

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,676	8,791	10,259	12,139	14,019
销售成本	(5,272)	(6,104)	-7047	-8338	-9630
毛利	2,403	2,687	3212	3801	4390
其他收入及收益	169	187	218	258	298
销售及分销开支	(337)	(479)	-583	-690	-796
行政开支	(283)	(311)	-256	-303	-350
研发开支	(199)	(233)	-271	-321	-371
其他开支	(9)	(18)	-20	-24	-28
经营利润	1,745	1,833	2,322	2,748	3,174
财务费用	(5)	(3)	-3	-3	-3
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债的公允价值变动	(294)	(26)	-	-	-
除税前利润	1,445	1,804	2,296	2,717	3,138
所得税费用	(349)	(311)	(396)	(468)	(541)
年/期内利润	1,096	1,493	1,900	2,249	2,597
经调整净利润	1,459	1,542	1,900	2,249	2,597

资料来源：公司财报，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	590	954	1,211	1,529	1,913
使用权资产	178	161	161	161	161
其他无形资产	0	1	1	1	1
全面收益的股权投资	257	258	258	258	258
其他非流动资产	37	5	5	5	5
递延税项资产	40	25	25	25	25
长期贸易应收款项	-	105	105	105	105
合约资产	-	5	5	5	5
长期银行存款	41	502	502	502	502
非流动资产总值	1,144	2,015	2,272	2,590	2,974
存货	881	984	762	896	1,046
贸易应收款项	70	291	337	396	462
合约资产	9	35	35	35	35
预付款项、其他应收款项及其他资产	-	-	-	-	-
其他资产	299	328	328	328	328
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	197	1,245	1,245	1,245	1,245
受限制现金	124	42	42	42	42
现金及银行结余	2,428	1,935	2,975	3,802	4,747
流动资产总值	4,009	4,860	5,723	6,743	7,905
贸易应付款项	601	698	807	944	1,102
其他应付款项及应计费用	322	391	453	529	618
应付税项	39	65	65	65	65
合约负债	76	79	79	79	79
计息其他借款	124	-	-	-	-
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	3,156	3,182	3,182	3,182	3,182
租赁负债	44	37	37	37	37
流动负债总额	4,362	4,452	4,622	4,836	5,084
递延税项负债	112	136	136	136	136
合约负债	27	25	25	25	25
计息银行借款	-	121	121	121	121
递延收入	10	11	11	11	11
租赁负债	27	17	17	17	17
非流动负债总额	175	310	310	310	310
股本	0	0	0	0	0

储备	583	2,066	3,016	4,141	5,439
非控股权益	33	46	46	46	46
权益总额(资产净值)	616	2,112	3,062	4,186	5,485

资料来源：公司财报，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2025E	2026E	2027E
净利润	650	1,445	1,804	2,296	2,717
加：折旧摊销减值	119	135	50	50	50
财务费用	-5	-5	-3	-3	-3
非经营损失	-11	-2	0	0	0
营运资本变动	202	7	-184	346	21
其它	57	-7	-369	-454	-527
经营活动现金流	1,011	1,573	1,298	2,235	2,258
资本开支	-199	-399	-248	-307	-368
其它投资现金流	142	-72	-535	-535	-535
投资活动现金流	-57	-471	-783	-842	-903
吸收投资	716	310	0	0	0
负债净变化	0	123	-3	-3	-3
支付股利、利息	0	-1	-3	-3	-3
其它融资现金流	-710	-291	-3,001	1,653	-521
融资活动现金流	5	140	-3,007	1,647	-528
净现金流	959	1,242	-2,493	3,039	827

资料来源：公司财报，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。