

古茗 Guming Holdings (1364 HK)

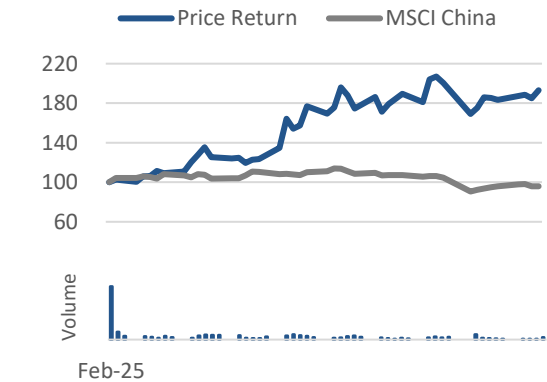
首次覆盖：细水长流，打造 4A 级全国现制饮品品牌

Steady and Sustainable, Crafting a National 4A Freshly-made Beverage Brand: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$17.70
目标价	HK\$24.20
HTI ESG	4.4-4.8-5.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	
市值	HK\$42.09bn / US\$5.42bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$14.62mn
发行股票数目	2,378mn
自由流通股 (%)	20%
1 年股价最高最低值	HK\$18.96-HK\$9.16
注：现价 HK\$17.70 为 2025 年 04 月 17 日收盘价	



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	9.3%	43.7%	110.9%
绝对值 (美元)	9.4%	43.5%	112.2%
相对 MSCI China	22.9%	27.9%	70.9%

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	8,791	10,836	12,838	14,420
Revenue (+/-)	15%	23%	18%	12%
Net profit	1,542	1,880	2,189	2,383
Net profit (+/-)	6%	22%	16%	9%
Diluted EPS (Rmb)	0.74	0.90	1.05	1.14
GPM	30.6%	30.8%	30.9%	31.1%
ROE	113.1%	46.8%	52.2%	51.4%
P/E	22	18	16	14

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

公司概况：4A 级全国现制饮品品牌。古茗是全国 4A（Available, Adorable, Affordable, Addicted）级现制饮品品牌，把握中国消费者的饮品消费升级大趋势，聚焦中低线城市消费者对新鲜、便利、性价比的饮品消费需求，以供应链为基础，数字化为手段，对重点市场逐个击破，稳扎稳打做全国化扩张。截至 2024 年末，古茗国内门店数已达 9914 间，覆盖中国 17 个省。根据灼识咨询数据，按 2023 年 GMV 计，古茗是中国第二大现制茶饮店品牌，市场份额为 9.1%；若按价格带划分，古茗是中国最大大众现制茶饮店品牌，市场份额为 17.7%。

现制饮品：即饮饮料的升级需求，增速领跑中国饮料市场。现制饮品本质上是在经济增长、人均可支配收入提升背景下出现的消费升级需求，是对即饮饮料（瓶装饮料）的部分替代。其通过采用新鲜材料和现制现饮方式提供口感更优且更差异化的产品，通过规模化开店提升便利性，利用先进生产技术和数字化降本增效，以高性价比不断获取市场份额。根据灼识咨询数据和预测，2018-2023 年现制饮品行业市场规模年复合增速 22.5%，高于中国饮料市场平均的 9.4%；预计 2023-2028 年复合增速 17.6%，亦高于同期中国饮料市场平均的 10.7%。

古茗：慢即是快，稳固地基托举高质量发展。不同于其他头部现制饮品品牌的全国规模化发展，古茗自 2010 年成立以来，开拓门店超万间但仅覆盖全国 17 个省份，主要集中在华东和华南区域，且尚未涉足海外市场。虽然门店布局区域化，但现存门店质量很高，2023 年加盟商店均年经营利润达到 37.6 万元，经营利润率 20.2%，是行业均值的 1.5-2.0 倍。作为中国现制饮品中门店数仅次于蜜雪冰城和瑞幸咖啡的品牌，古茗供应链基础扎实，运营效率高，且发展空间大。门店拓展方面，古茗选择地域加密策略，专注中低线城市饮品消费升级需求。供应链建设方面，古茗自建完整供应链系统，支持门店的高频冷链配送，把新鲜的原料成本控制得接近常温且品质稳定。在产品上新方面，古茗能在全行业创新的同时以最快且最标准化的方式紧跟主流趋势。门店运营方面，古茗以数字化自动化筑底，加盟商全身心投入提升门店业绩。

财务预测及估值。我们预计公司 2025-27 年收入各 108.4/128.4/144.2 亿元，经调净利各 18.8/21.9/23.8 亿元。参考可比公司，基于古茗相对高成长性和行业领先地位，以及门店快速拓展带来的规模效应、盈利改善，给予古茗 2025 年 25X PE，对应合理目标市值 506 亿港元，合理目标价为 24.2 港元（对应汇率为 HKD/CNY =0.93）。首次覆盖给予优于大市评级。

风险提示。经济及消费增长不及预期，现制饮品市场增长放缓，行业竞争加剧，食品安全风险，扩张速度不及预期。

胡佳璐 Rebecca Hu
rebecca.jl.hu@htisec.com

李一腾 Yiteng Li
yt.li@htisec.com

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

1. 公司概况：4A 级全国现制饮品品牌

古茗是全国 4A（Available, Adorable, Affordable, Addicted）级现制饮品品牌，把握中国消费者的饮品消费升级大趋势，聚焦中低线城市消费者对新鲜、便利、性价比的饮品消费需求，以供应链为基础，数字化为手段，对重点市场逐个击破，稳扎稳打做全国化扩张。

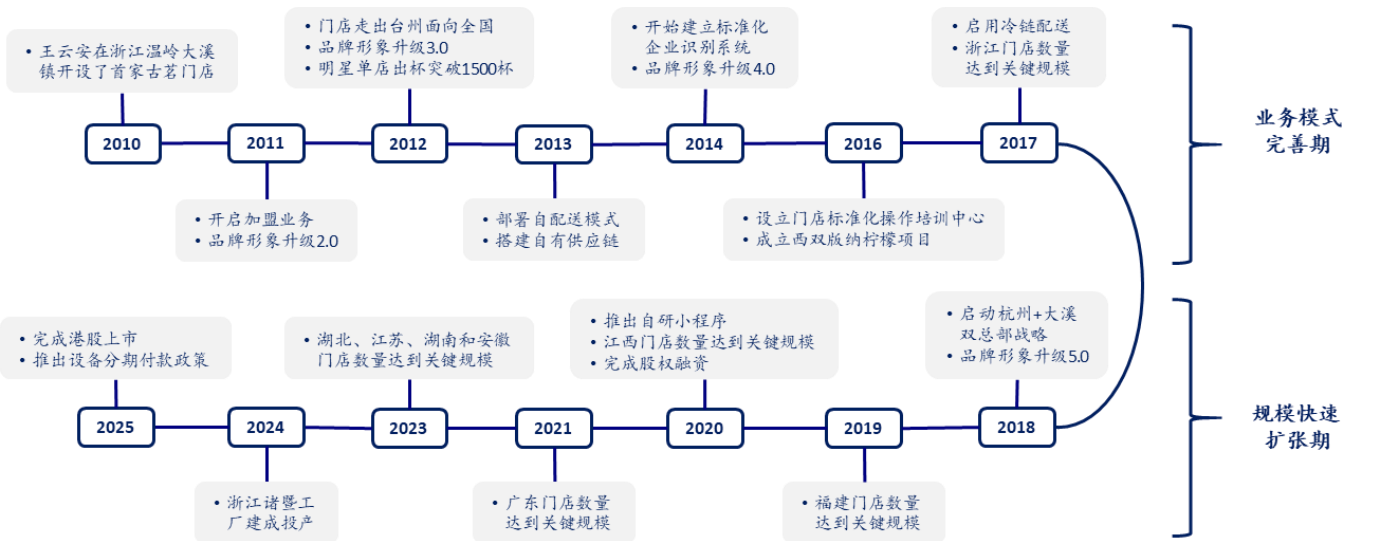
古茗是中国领先的现制饮品品牌，产品主要为现制茶饮、果饮和咖啡。古茗采用地域加密策略拓展门店并重点深耕下沉市场，截至 2024 年末国内门店数已达 9914 间（41%为乡镇门店），覆盖中国 17 个省，其中 8 省门店数量超过 500 间的关键规模。根据灼识咨询数据，按 2023 年的 GMV 计，古茗是中国第二大现制茶饮店品牌，市场份额为 9.1%；若按价格带划分，古茗是中国最大大众现制茶饮店品牌，市场份额为 17.7%。

1.1 发展历程：早期发展基础扎实，资本赋能加速扩张

业务模式完善期（2010-2017）：2010 年古茗创始人王云安在浙江温岭大溪镇开设了首家古茗门店。次年古茗启动加盟业务，同年 10 月完成首次品牌升级。2012 年古茗走出台州，到 2013 年门店数已破百间，但加盟商外采的弊端也逐渐开始暴露。为此，王云安下定决心自建供应链，并在随后几年陆续通过建立标准化企业识别系统、设立门店标准化操作培训中心、成立西双版纳柠檬项目、启用冷链配送等方式持续加强供应链和加盟商管理。2017 年古茗门店数已超千间，且浙江门店数达关键规模。

规模快速扩张期（2018 至今）：2018 年古茗启动杭州+大溪双总部战略，品牌形象升级 5.0，在全国范围内开始加速扩张。2019 年福建紧随浙江之后门店数达到关键规模。2020 年门店总数已超 4000 家，江西达到关键规模；公司自主开发的古茗茶饮点单小程序全国上线，当年会员数达 1300 万。同年公司完成上市前第一轮也是唯一一轮外部融资，由美团龙珠领投，红杉中国等跟投，融资金额共 6.74 亿元。此后，公司以地域加密策略持续扩张。截至 2024 年末，古茗国内门店数已达 9914 间；覆盖中国 17 个省，其中 8 省达关键规模，注册会员数达 1.51 亿人。2025 年 2 月，公司完成港股上市，融资约 18 亿港元。

图1 古茗发展历程（2010-2025）



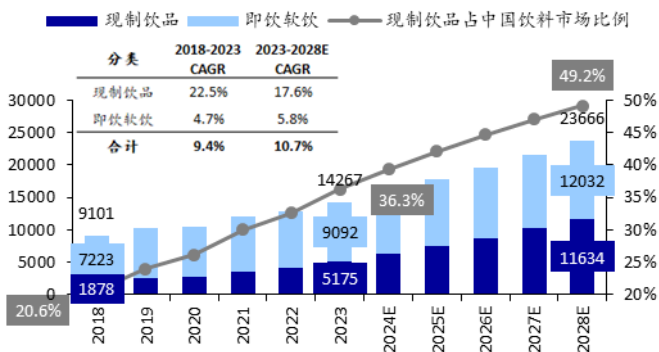
资料来源：公司招股书，公司官网，HTI

2. 现制饮品：即饮饮料的升级需求，增速领跑中国饮料市场

现制饮品本质上是在经济增长、人均可支配收入提升背景下出现的消费升级需求，是对即饮饮料（瓶装饮料）的部分替代，其通过采用新鲜材料和现制现饮方式提供口感更优且更差异化的产品，通过规模化开店提升便利性，利用先进生产技术和数字化降本增效，以高性价比不断获取市场份额。基于不同区域经济发展水平、原材料属地、饮食习惯等差异，现制饮品价格带逐渐分化出高中低端，并诞生了众多品牌特色产品。

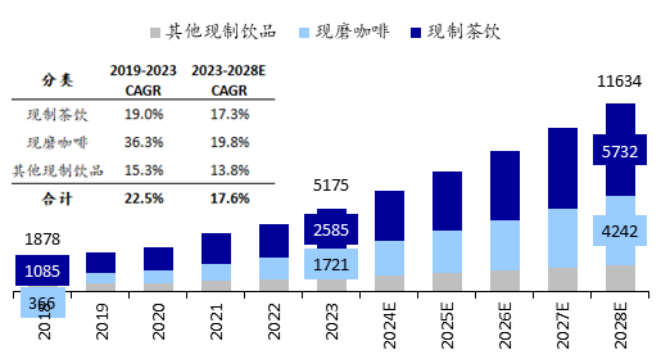
现制饮品行业增速领跑中国饮料市场，现制茶饮和现磨咖啡主导现制饮品。根据灼识咨询数据，2018-2023 年现制饮品行业市场规模从 1878 亿元增至 5175 亿元，年复合增速 22.5%，高于同期即饮软饮的 4.7%和中国饮料市场平均的 9.4%，同期现制饮品在中国饮料市场规模中的占比从 20.6%增至 36.3%；根据灼识咨询预测，到 2028 年现制饮品规模将达 11634 亿元，2023-2028 年复合增速 17.6%，亦高于同期即饮软饮的 5.8%和中国饮料市场的 10.7%平均水平，占中国饮料市场规模提升至 49.2%。中国现制饮品行业由现制茶饮和现磨咖啡主导，2023 年现制茶饮/现磨咖啡市场规模各 2585/1721 亿元，占中国现制饮品市场规模各 50%和 33%，预计到 2028 年两者规模各 5732/4242 亿元，2023-2028 年复合增速各 17.3%/19.8%，高于行业平均的 17.6%。

图2 中国饮料市场规模按品类划分（亿元，2018-2028E）



资料来源：灼识咨询，HTI

图3 中国现制饮品市场规模按品类划分（亿元，2018-2028E）

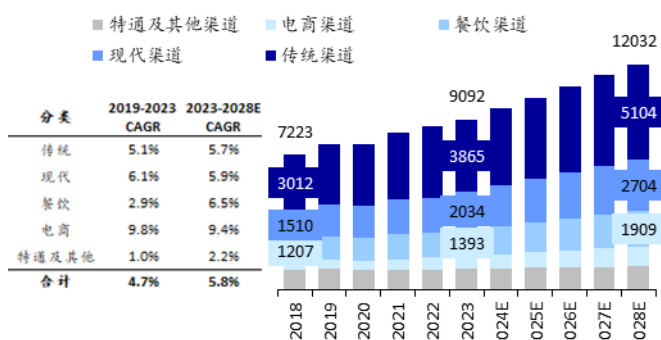


资料来源：灼识咨询，HTI

我们认为现制茶饮在中国饮料市场中占据更多份额主要受益于门店扩张满足的便利性需求，居民收入增长带来的品质升级需求，以及现制和即饮饮品价差缩小带来的性价比需求。

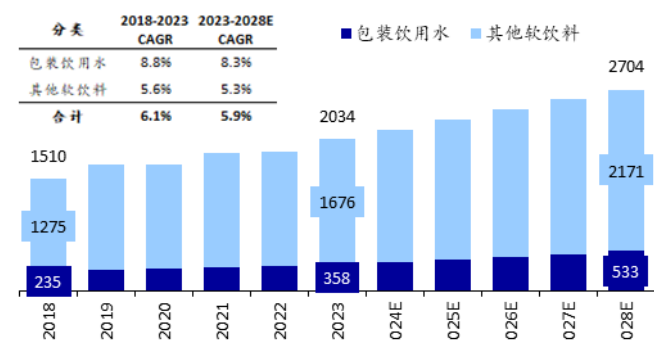
（1）便利性需求。目前，中国现制茶饮门店数量已超过现代渠道门店数量。根据灼识咨询和 Euromonitor 数据，2023 年中国现制茶饮门店数量约 46 万间，远超同期便利店数量的约 15 万间和超市数量的约 13 万间。受益于现制茶饮门店数量的迅速增长，现制茶饮相较现代渠道中的即饮饮料已逐渐取得便利性优势，并产生相应的替代需求。根据灼识咨询数据，2023 年中国即饮软饮市场中现代渠道销售规模 2034 亿元，占比约 22%，其中包装饮用水销售仅占 18%，绝大部分销售来自茶饮料、果汁类饮料、碳酸饮料等其他软饮料产品。除现代渠道外，中国现制茶饮门店密度增加带来的便利性提升，也对餐饮渠道和传统渠道即饮饮料销售形成了一定的替代需求。

图4 中国即饮软饮市场规模按渠道划分 (亿元, 2018-2028E)



资料来源: 灼识咨询, HTI

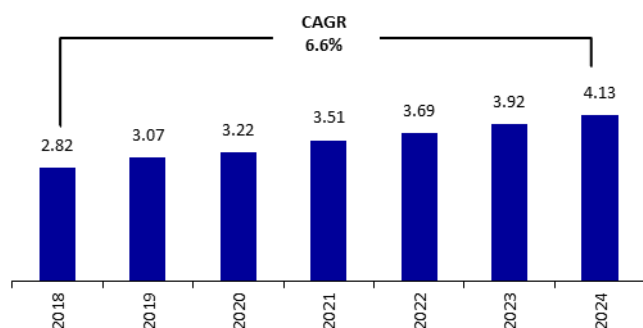
图5 即饮软饮现代渠道规模按品类划分 (亿元, 2018-2028E)



资料来源: 灼识咨询, HTI

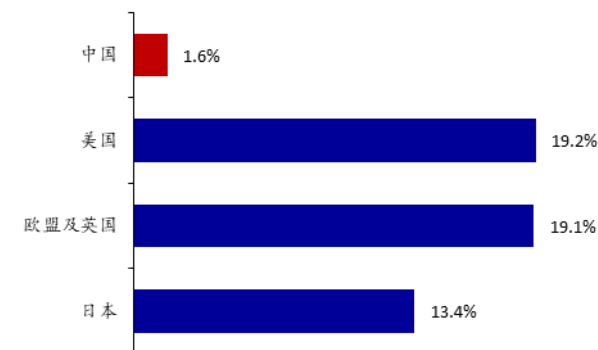
(2) 品质升级需求。根据国家统计局数据, 2024 年中国人均可支配收入 4.13 万元, 2018-2024 年复合增速为 6.6%。受益于居民收入增长以及消费者对更新鲜、更多元且更高品质饮品的需求提升, 现制饮品有望在居民饮用水分摄入总量中占据更多份额。根据灼识咨询数据, 2023 年中国现制饮品消费量占饮用水分摄入总量比例仅 1.6%, 远低于欧美的约 19% 和日本的约 13%。

图6 中国人均可支配收入 (万元, 2018-2024)



资料来源: 国家统计局, HTI

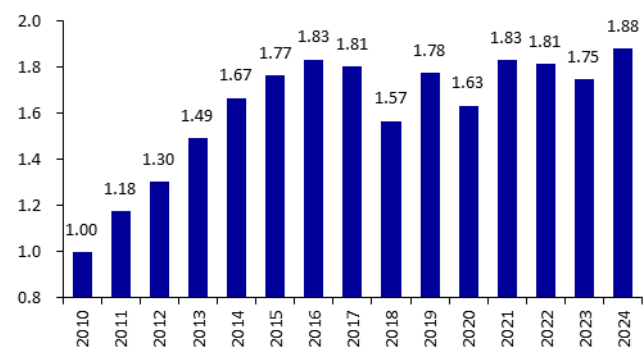
图7 现制饮品消费量占饮用水分摄入总量比例 (2023)



资料来源: 灼识咨询, HTI

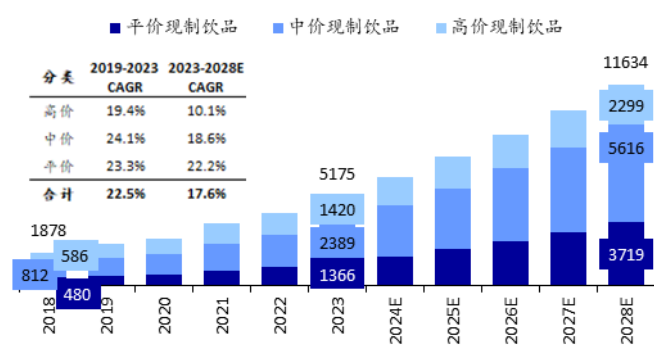
(3) 性价比需求。根据国家统计局数据, 2016 年中国软饮料产量基本达峰。相较下现制饮品行业中, 平价和中价市场发展速度远超高价市场, 行业价格带整体呈下移趋势, 使现制饮品和软饮料价格差持续缩小, 为现制饮品带来更多性价比消费需求。

图8 中国软饮料产量 (万吨, 2010-2024)



资料来源: 国家统计局, HTI

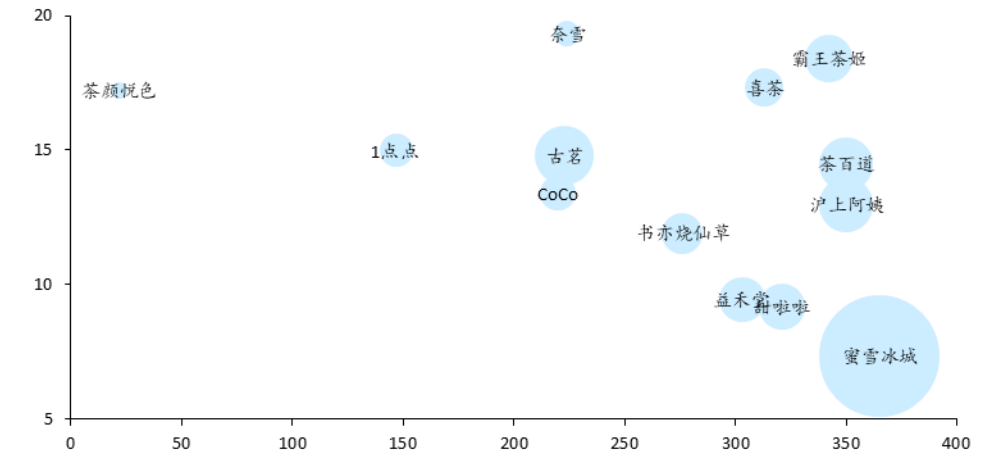
图9 中国现制饮品市场规模按价格带划分 (亿元, 2018-2028E)



资料来源: 灼识咨询, HTI

中价现制赛道竞争激烈，市场份额将向头部品牌倾斜。对比高价现制饮品，中价饮品普遍采用加盟模式，门店模型更灵活，具备强大的扩张能力，能够在短期内更快实现规模效应，占领市场。对比低价饮品，中价饮品有更高的客单价，从而确保了相对稳定的盈利水平，覆盖更广市场以及更多消费者。根据灼识咨询的数据，2023 年中价现制饮品零售额规模占比为 46.2%，为三个梯队中最大。相比于高、低价市场，中价现制饮品品牌百花齐放，不时出现黑马品牌携带新品类高调崛起，连锁化率不断提升，但至今行业绝对龙头尚未形成。在门店数量端，除瑞幸（以现磨咖啡为主）、古茗破万外，沪上阿姨、茶百道门店数近万间，霸王茶姬、库迪门店数超 6000 间。

图10 中国主要现制茶饮品牌概况



资料来源：窄门餐眼，HTI
注：X轴为覆盖城市数，Y轴为人均消费。气泡大小代表门店数量，蜜雪冰城、茶百道、古茗、霸王茶姬、奈雪的茶为 2024 年数据，其他品牌为窄门餐眼截至 2025 年 4 月 13 日数据。

考虑到现制饮品的发展是基于不断满足饮品新鲜、便利、性价比的需求，我们认为现制饮品行业马太效应显著，市场份额将向头部品牌倾斜，在竞争尤为激烈的中价现制饮品市场，行业出清是必经过程。拥有以下特点的中价品牌或能成功突围（1）持续拓宽门店网络，加厚低密度区域，在全国形成规模优势（满足便利及性价比需求）；（2）加码供应链、仓储及物流系统，在保证产品品质的前提下降低供应链成本，提升盈利能力（满足新鲜特点）；（3）进行差异化运营，通过推出独具特色的产品、采取新颖的营销方式提升品牌知名度，占领消费者心智，提升复购及粘性。

3. 古茗：慢即是快，稳固地基托举高质量发展

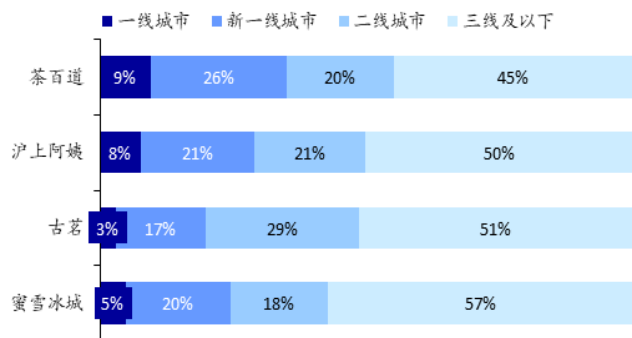
不同于其他头部现制饮品品牌的全国规模化发展，古茗自 2010 年成立以来，开拓门店超万间但仅覆盖全国 17 个省份，主要集中在华东和华南区域，且尚未涉足海外市场。虽然门店布局区域化，但现存门店质量很高，2023 年加盟商店均年经营利润达到 37.6 万元，经营利润率 20.2%，是行业均值的 1.5-2.0 倍。作为中国现制饮品中门店数仅次于蜜雪冰城和瑞幸咖啡的品牌，古茗供应链基础扎实，运营效率高，且发展空间大。在门店拓展方面，古茗选择差异化的地域加密策略，农村包围城市，专注中低线城市的饮品消费升级需求。在供应链建设方面，自建完整供应链系统，支持门店的高频冷链配送，把新鲜的原料成本控制得接近常温且品质稳定。在产品上新方面，能在不乏创新的同时以最快且最标准化的方式跟上市场主流趋势。在门店运营方面，以数字化自动化筑底，加盟商全身心投入抬升门店业绩。

3.1 地域加密策略提升便利性及供应链效率，建立下沉市场品牌心智

地域加密策略提升现制饮品的消费便利性，增加品牌露出，同时使得仓配效率提升，配送成本降低。自 2010 年在浙江台州开设首家门店以来，古茗始终采用地域加密策略推进门店网络建设，在通过高密度门店实现规模经济、建立品牌心智后，再利用相关的经验和优势，以及仓储物流配套策略性地扩展至邻近省份。根据公司经验，各省通常在门店数超 500 间时达到实现规模效应的基础门槛，因此单一省份 500 间也被公司称为关键规模。在古茗的发展历史中，浙江于 2017 年率先达到关键规模，目前门店数已超 2000 间；随后福建和江西分别于 2019 年和 2020 年达到关键规模；再之后则分别是广东、湖北、江苏、湖南和安徽。根据公司财报，截至 2024 年末，公司共计门店数 9914 间，在已进入的 17 个省份中，超过关键规模的八个省份合计贡献 GMV 的 83%。在物流成本方面，受益于地域加密策略和庞大的仓储物流基础设施，公司能在保证原材料新鲜度和品质的情况下以相对经济的成本给加盟店供货。2021-2023 年，公司仓到店的配送成本仅占 GMV 总额不到 1%。

农村包围城市，专注中低线城市的饮品消费升级需求，建立下沉市场绝对优势。对于现制饮品消费而言，更新鲜、更高品质的需求升级是长期大趋势，同时可得性也是关键因素。在中国主要现制饮品品牌中，古茗在国内的门店网络相对下沉。根据公司财报，截至 2024 年末，古茗三线及以下城市门店 5091 间，约占门店总数的 51%，仅低于蜜雪冰城的 57%；二线及以下城市门店约占 80%，高于中国其他主要现制饮品品牌。截至 2024 年末，古茗乡镇门店占比为 41%，同比提升 3pct，是中国前五大大众现制茶饮店品牌中为最高。古茗近两年门店拓展提速，尤其是低线市场，不断加密巩固优势。2022-2024 年，古茗三线及以下市场门店净增 2539 间，占比从 2021 年底的 45% 逐步增至 51%。

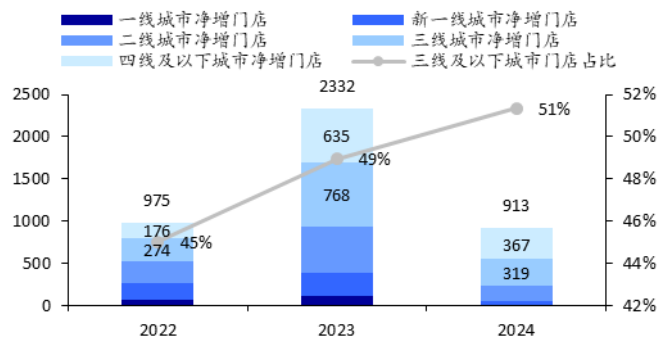
图11 中国主要现制饮品品牌国内门店按城市线级分布



资料来源：各公司 2024 年财报；沪上阿姨招股书，HTI

注：茶百道、蜜雪冰城和古茗截至 2024 年末，沪上阿姨截至同年 9 月

图12 古茗各线城市新增门店数及占比（2022-2024）



资料来源：公司财报，公司招股书，HTI

国内拓展空间广阔。根据《中国统计年鉴 2024》数据，在最早达成关键规模的浙江，古茗门店密度达约每百万人 32 间；在紧随浙江之后达到关键规模的福建及江西，门店密度为约每百万人 23 间；在其余五个较晚达关键规模的省份，门店密度为约每百万人 9 间；其他地区门店密度则为约每百万人 4 间。考虑到已达关键规模的省份仍有成长空间，我们假设华东地区（上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东）门店密度可达每百万人 40 间。大部分省份位于中国南方，且经济整体相对发达的中南地区（河南、湖北、湖南、广东、广西、海南）门店密度可达每百万人 30 间。经济相对欠发达的西南（重庆、四川、贵州、云南、西藏）和西北（山西、甘肃、青海、宁夏、新疆）地区门店密度分别可达每百万人 20 间和 15 间。由于气候偏冷等原因，现制茶饮消费习惯相对较弱的华北（北京、天津、河北、山西、内蒙古）和东北（辽宁、吉林、黑龙江）地区门店密度分别可达每百万人 20 间和 15 间。根据以上假设，我们测算得古茗国内门店空间可达约 **4 万间**，其中华东/中南/西南/华北/西北/东北地区各约 1.7/1.2/0.4/0.3/0.2/0.1 万间。

表 1 古茗国内门店空间测算

地区	常住人口（万人）	门店数（间）	每百万人门店数（间）
实际情况			
浙江	6627	2117	31.9
福建及江西	8698	2039	23.4
其余五个已达关键规模省份	39759	3643	9.2
其他地区	53498	1979	3.7
总计	108582	9778	9.0
预测情况			
华东地区	42582	17033	40
中南地区	40997	12299	30
西南地区	20462	4092	20
华北地区	16805	3361	20
西北地区	10338	1551	15
东北地区	9583	1437	15
总计	140767	39773	28.3

资料来源：公司招股书，《中国统计年鉴 2024》，HTI
注：常住人口数为 2023 年数据，分地区统计数据 and 全国汇总数据有差异。门店数为截止 2024 年 9 月末

3.2 以“先加盟商再公司的分利政策”为中心建立的加盟商生态

轻资产运营实现效益最大化，加盟商体系是古茗业务之本。自 2011 年开启加盟以来，古茗的门店数、收入和利润绝大部分来自于加盟业务。根据公司财报，2024 年古茗加盟业务收入为 87.8 亿元，收入占比 99.8%。在 2024 年末 9914 间总门店数中，直营门店数仅个位数。根据公司招股书，2024 年前 9 个月，加盟相关业务中，向加盟商销售商品及设备/加盟管理服务收入各占约 80%/20%；毛利各占约 47%/53%，毛利率各约 18%/81%。加盟相关服务收入包括向加盟商收取初始加盟费（品牌合作费 1.88 万+运营服务费 3 万+开店服务费 2.5 万），持续支持服务费（每月固定 500 元+采购总额的 15%-20%）和提供培训及其他服务（培训服务费 2.5 万+开业营销费 0.8 万+其他相关额外费用）。截至 2024 年末，古茗加盟商总数达 4868 名，每个加盟商平均开设门店约 2 间。

推出系列政策持续降低加盟门槛，共担风险。根据古茗 2025 年《新加盟商开店政策调整》相关规定，自 2025 年 2 月 21 日起，新加盟商开设首家门店可对平冷、不锈钢货柜、制冰机和泡茶机等低损耗且不易损坏的大型设备做分期付款，其中首付 3 万元，后续约 5 万元分 24 个月结清。以标店为例，新加盟商首店首月启动成本由 28.3 万元降至 23.3 万元，以延缓回本前的资金压力。

表 2 古茗 2025 年新加盟商首店（标店）政策调整

项目	类别	2024 年	2025 年				建店成本合计
		首月启动	首月启动	第 2-12 个月	第 13-24 个月	第 25-36 个月	
押金	合同保证金	0.5 万	0.5 万				0.5 万
	咖啡机押金	1.5 万	1.5 万		第 13 个月退 0.5 万 第 19 个月退 0.5 万	第 25 个月退 0.5 万	
加盟费	品牌合作费						1.88 万
	运营服务费				第 13 个月交 2.5 万 第 19 个月交 4.88 万	第 25 个月交 2.5 万	3 万
	培训服务费						2.5 万
	开店服务费						2.5 万
设备	可分期首付		3 万				3 万
	可分期月供	12.5 万			4167 元*12 期		5 万
	不可分期部分		4.5 万				4.5 万
	咖啡机			3212 元*12 期	3212 元*12 期		7.7 万
首批物料		3 万	3 万				3 万
开业营销费		0.8 万	0.8 万				0.8 万
装修		10 万	10 万				10 万
合计		28.3 万	23.3 万	3.9 万	15.28 万	2 万	44.38 万

资料来源：古茗加盟之家，古茗官网， HTI

此外，为减少加盟商风险，古茗 2025 年《新加盟商开店政策调整》规定若加盟商首年经营不善，加盟费分期付款可延期 6 个月；若选择放弃合作，无需补交剩余设备款和加盟费，仅扣除 30%设备货额作为折旧费（市场平均水平约 40%），其余首付金额退还。

表 3 古茗加盟商闭店相关政策

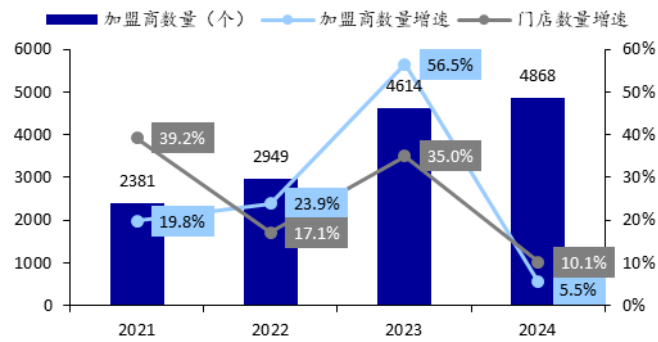
项目	政策
加盟费	首年微利或亏损，可在签约日起第 12 个月申请延期缴纳 还款时间由第 13、19、25 个月改为第 19、25、31 个月 若放弃合作，未支付加盟费无需补交
设备分期	签约日起 12 个月内闭店，后续款项无需缴纳，扣除货额 30%折旧费， 签约日起超过 12 个月内闭店，需补足分期款，设备归属加盟商，可委托公司售卖
咖啡机	公司回收咖啡机，新机使用未滿 6 个月按 6 个月折旧 需缴纳检测、清洁、物流等费用，退给公司需 4000 元，加盟商间交易需 2000 元

资料来源：古茗加盟之家， HTI

严控加盟商质量，设立汰换机制，增强辅助力度。古茗对加盟商有独特的标准，相较行业其他品牌对加盟商有资源资金门槛和经验要求，古茗要求单店加盟商亲自在店管理（有在店打卡要求），多店加盟商考察投入精力程度，建议找能全职负责门店

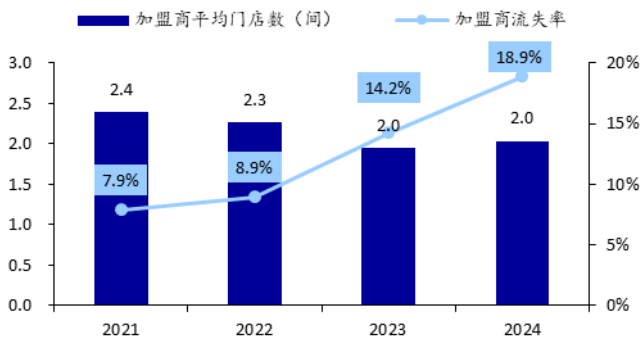
各项工作的老骨干合伙，强烈反对以财务投资等方式合伙。目前古茗的加盟商多为有加盟经验的一线小商户，或是店员积攒经验和资金后加盟单干。根据招股书及财报数据，2021-2024 年，古茗的加盟商流失率（当年退出数/年初加盟商总数）各 8%/9%/14%/19%，逐渐走高。除了经营不善关闭、无法续租等正常情况，相较行业其他品牌，古茗的主动解约率更高，公司曾拆档夫妻老婆店，以提升加盟商对门店的精力投放。相对严厉的汰换机制下，古茗的现存门店质量高，留存加盟商对品牌的熟悉度和忠诚度也较高。根据管理层业绩会披露，2025 年已签约的新门店中老加盟商占比达 63%，处于较高水平。在加盟商日常运营辅助上，古茗提供一系列加盟店运营标准，强制加盟商进行门店开业前培训，指导门店经理改善业绩、服务消费者以及员工管理的办法，倾听加盟商意见并及时反馈、解决问题。为促进沟通透明，古茗连续 11 年举办全国加盟商大会，其也是现制茶饮店行业第一个成立加盟商委员会的品牌。

图13 古茗加盟商数量及增速，加盟店增速（2021-2024）



资料来源：招股书，公司年报，HTI

图14 古茗单一加盟商平均门店数以及年流失率（2021-2024）



资料来源：招股书，公司年报，HTI

低门槛高盈利是快速扩张的基础。加盟门槛方面，根据古茗加盟之家小程序披露，古茗加盟店（标店）投资成本（非启动成本）包括设备费 20.2 万元，装修费 10 万元和支付给品牌方的一次性费用 11.18 万元，合计共 41.38 万元。参考最新加盟及设备费分期政策，新加盟商首店首月启动成本仅 23.3 万元。盈利能力方面，根据招股书披露，2023 年古茗单店 GMV 为 246.6 万元，扣除外卖平台服务费和配送费等项目后，实收约 186.1 万元。成本费用项方面，货品成本约占门店实收的 40%（约为 GMV 的 30%），门店运营费用约占门店实收的 31%，持续支持服务费（固定 500 元/月+采购总额（货品成本+持续支持服务费）的 15%-20%）约占门店实收的 9%，单店年经营利润 37.6 万元，经营利润率 20.2%，回收期约 13.2 个月。

表 4 古茗门店 UE（2023）

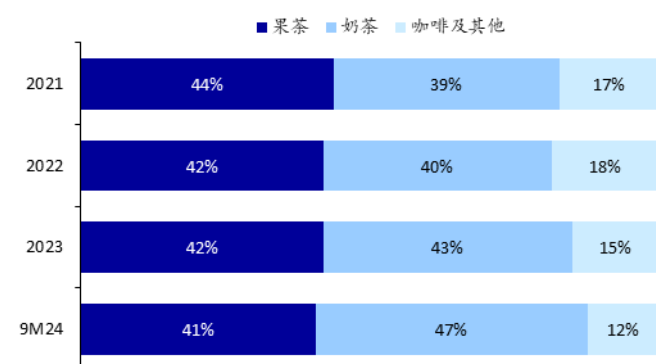
古茗门店			备注
CapEx（万元）	41.38		保证金 0.5 万，加盟费 9.88 万，设备 20.2 万，装修 10 万，营销 0.8 万
日杯量（杯）	417		
杯单价（元）	16.3		
年报表（2023）		门店实收占比	
GMV（万元）	246.6		外卖平台服务费和配送费等
三方收入（万元）	60.5		
门店实收（万元）	186.1		约占 GMV 的 30%
货品成本（万元）	74.2	39.9%	
毛利（万元）	111.9	60.1%	固定 500 元/月+采购总额（货品成本+持续支持服务费）的 15%-20%
门店运营费用（万元）	57.6	30.9%	
持续支持服务费（万元）	16.7	9.0%	
费用合计（万元）	74.3	39.9%	
利润总额（万元）	37.6	20.2%	
单店回收期（月）	13.2		

来源：招股书，古茗加盟之家，HTI 测算

3.3 “一杯好产品”是立店之本，品质稳定是持续提升消费者复购的核心

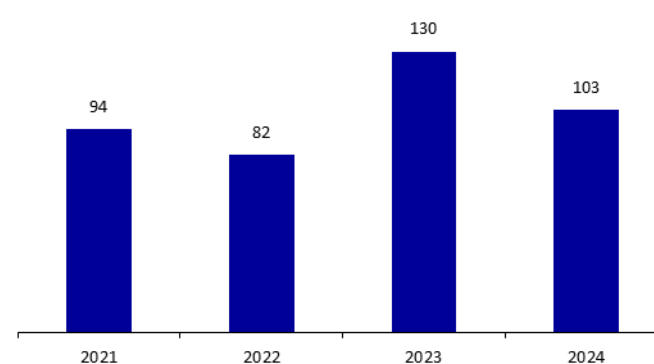
古茗不是单一茶饮品类，而是要潜移默化做消费者生活的一部分。近年来，中国现制茶饮行业流行趋势变化明显，珍珠奶茶、小料奶茶、果茶、轻乳茶、果蔬汁，每次品类创新皆伴有强势品牌突围。不同于其他品牌争相自贴标签以加深在消费者心目中的品牌心智，古茗保持产品品类以及品牌定位上的灵活性，产品上不乏创新的同时能紧跟市场趋势，以高频上新和品质稳定，做消费者日常生活工作中“说不出哪里好，但就是替代不了”的部分。古茗店内主要提供果茶、奶茶、咖啡及其他共三类饮品，通常维持约 30 款饮品的菜单组合。根据招股书披露，截至 2024 年 9 月末，古茗共售出 9.9 亿杯饮品，其中果茶/奶茶/咖啡及其他饮品占比各 41%/47%/12%。古茗产研团队包括前端研发及后端食品工程师共百余人，通过紧密合作确保定期、快速、高质量上新，让消费者及时购买到最流行的饮品。2021-2024 年，古茗每年推出约 100 款新品。虽然古茗不赌爆品（降低业绩风险），但古茗的经典款或畅销款不少，都是在日积月累的研发和销售中沉淀出来的。2021-2023 年，古茗每年会有 2-3 款同年或前年新品进入年度畅销饮品 TOP10。整体来看，古茗畅销品矩阵结构相对稳定且销量相对分散，2021-9M24 年，连续占据销量 TOP1 的古茗奶茶期间累计销量共 4.36 亿杯，约占期间总出杯量的 11.7%；2019 年 6 月推出后持续畅销的超 A 芝士葡萄，期间累计销量超 1.8 亿杯，约占期间总销量的 4.8%。

图15 古茗不同品类产品出杯量占比（2021-9M24）



资料来源：公司招股书，HTI

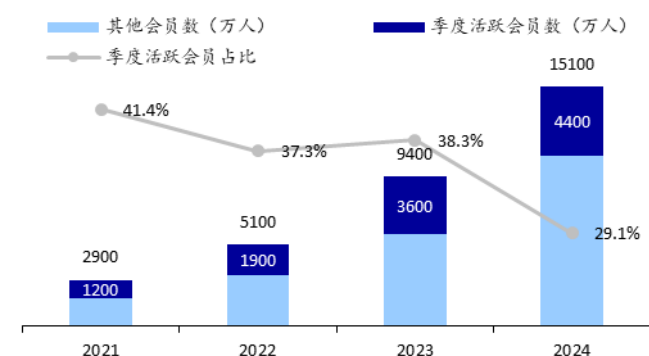
图16 古茗上新产品数量（2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司年报，HTI

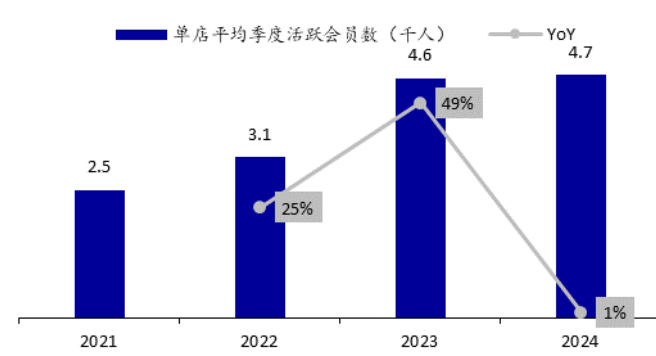
产品策略带来的广覆盖和品质稳定带来的高复购是古茗加密和下沉能力的核心。古茗产品品类丰富，强供应链背景下的产品发展战略使其能不断创新，且最快速度跟上产品流行趋势，把高品质的新鲜饮品以较低成本带到其门店所覆盖区域消费者。同时，销量相对分散的长青款让古茗能无需依赖单一原材料或产品，并在供应链中断时通过动态供应链管理机制减轻其影响，确保消费者能随时在店内找到喜爱的产品，维持较高的复购水平。覆盖方面，截至 2024 年末，古茗注册会员数达 1.51 亿人，同比增长 61%；季度活跃会员数约 4400 万人，同比增长 22%，占注册会员总数的 29%。虽然 2024 年活跃会员占比同比略有下滑，但同期单店平均活跃会员数达近 4700 人，同比仍有 1% 增长。复购方面，2023 年古茗平均季度复购率达 53%，远超行业低于 30% 的平均水平。此外，相对丰富的产品品类还能让古茗在面对不同现制饮品品牌的竞争时能采用更灵活的应对策略。

图17 古茗注册会员数量及季度活跃会员（2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司年报，HTI

图18 古茗店均季度活跃会员数（2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司年报，HTI

品质稳定来自于采购、加工、仓储物流、门店管理全链路的严格管控。零售企业“生死供应链”，虽行业进入门槛较低，但古茗磨刀不误砍柴工，凭借在供应链的重投入、严管控，大幅提升品牌竞争壁垒。

现制饮品的竞争已经从喝“配方”升级到喝“原料”，新鲜的原材料是征服消费者味蕾的根本。采购方面，古茗在多种鲜果、茶叶及其他主要原料上实现产地直采。根据招股书披露，2023年古茗采购了36个品种约8.5万吨新鲜水果，其中柠檬直采规模达4000吨，占柠檬采购总量的90%。除此，古茗在云南西双版纳有4300亩香水柠檬基地。通过产地直采，与可信赖的供货商建立长期合作，古茗能更好地控制原材料可得性、质量及价格。具体方式包括提前锁定采购协议确保持续供应、协商调整生产商收获时间以达成内部品控要求等。加工方面，古茗除在产地做预处理外，还在加工阶段使用最高规格超高压灭菌系统（Hyperbaric 525i HPP，为行业内唯一）以保持果汁风味。2023年古茗门店HPP处理果汁使用量为中国现制茶饮行业内最高。根据招股书披露，截至2024年9月末，古茗共运营三个加工厂，产能占向加盟商供应原料总量的约13%。其中，杭州励川和广西加工厂主要用于茶叶拼配，杭州果如加工厂主要用于混合果汁。目前，古茗在浙江诸暨使用自有土地新建的加工厂已投产，同时具备茶叶拼配和混合果汁加工能力，产值约15亿元。

高频冷链配送是保持新鲜度的秘诀，高密度的门店布局是提高物流效率的关键。仓储物流方面，古茗通过业内规模领先的仓储物流设施，以高频冷链配送降低原材料损耗，保证品质稳定。根据招股书披露，截至2024年9月末，古茗共运营22个仓库（绝大部分为三方租赁或承包），建筑面积约22万平方米；冷库库容约6万立方米，支持零下20度至零下15度、1度至5度、8度至13度及10度至15度的各温区，以确保各类水果维持最佳新鲜度。此外，同期古茗共运营362辆自有冷链车用于仓库配送（另有约四成运力由三方提供，主要为旺季提供额外支持）。除现有仓储物流设施设备外，古茗还计划在四年内新建约27个仓库，并采购约405辆货运车辆。截止2024年末，古茗约76%门店位于仓库150公里范围内，约97%门店可实现冷链两日一配，优于行业平均水平的无冷链四日一配。古茗强大的仓储物流能力能够高效地满足各线城市门店的配送需求，并且更好地触达低线城市乃至乡镇地区的门店。根据招股书披露，2023年，在按GMV计的中国前十大现制茶饮店品牌中，古茗是唯一能向低线城市门店两日一配短保鲜果和鲜奶品牌。2023年，古茗冷链配送总价值达40亿元，为中国现制茶饮店行业中最高水平。在仓储物流效率方面，受益于古茗的地域加盟策略，2021-2023年，公司仓到店的平均物流成本低于GMV总额的1%，低于行业平均水平。从另一维度比较，截至2024年9月末，以单店月均仓储及物流成本计，月配送门店数超500家的9个仓库所覆盖的门店成本较其他仓库所覆盖的门店低9%。

图19 古茗仓库分布（2024.9）



资料来源：公司招股书，HTI

门店落地执行和交付能力是保证产品品质稳定的最后一道关口。古茗总部+位置决定门店运营天花板，加盟商管理决定门店业绩离天花板距离，其中数字化是两者的强有力助手。门店管理及落地执行方面，古茗要求加盟商向公司采购所有原材料，同时为门店提供各种数字化工具以高效处理交易、数字化订单、追踪销售及管理存货，其中原料效期管理模块可在原料处理的每个步骤（如清洗、切割及煮制）后追踪及更新原料的最佳期限。此外，古茗自主设计了泡茶机等设备，可通过物联网自动调整泡茶时间等参数，为所有门店都提供风味优质、稳定的茶汤。不同于其他以标准化产品为主要品类的现制饮品品牌，古茗做鲜果茶起家，鲜果处理工序较难标准化，因此对加盟商的在店管理和精力投放有更高的要求。除此，古茗的加盟是非托管加盟，对比托管加盟，加盟商对门店运营有更高自主决策权，在不动摇古茗的品牌形象、价格体系、营销节奏的情况下，可利用对门店周边生态充分的认知，自主决定部分折扣、试饮等营销方式，延长畅销品的在架期，灵活调节用工来增强竞争能力，提升门店业绩。

图20 古茗效期管理模块



资料来源：公司招股书，HTI

3.4 稳定的股权架构和观念一致、富有经验的管理团队是长期发展基石

在本次全球公开发售完成后（假设无发售量调整及超额配售），古茗创始人王云安（现集团董事长、执行董事兼 CEO），通过 Modern Leaves Limited 持股 40.3%。戚侠（现集团执行董事兼总裁）通过 Chivalrous Lancers Limited 持股 18.3%，阮修迪（现集团执行董事）通过 Cousin Tea Limited 持股 12.8%。王云安、戚侠、阮修迪和潘萍萍订立有一致行动协议，以王云安为最终决策人，因此王云安对古茗实控。此外，机构投资者中，龙珠持股 7.7%，红杉持股 3.7%，其他机构投资者持股 1.1%，员工持股平台持股 6.8%，其他公众股东持股 6.5%。

表 5 古茗全球发售完成后股权结构（假设无发售量调整及超额配售）

股东	所有方	持股总数（亿股）	持股占比
Modern Leaves	王云安	9.39	40.3%
Chivalrous Lancers	戚侠	4.30	18.3%
Cousin Tea	阮修迪	2.99	12.8%
Spring Equinox Drinks	潘萍萍	0.60	2.6%
北京美茗及北京美岩	龙珠	1.81	7.7%
Max Mighty	红杉	0.87	3.7%
其他 IPO 前投资者	Coatue PE, New Budding	0.26	1.1%
员工持股平台	-	1.59	6.8%
其他公众股东	-	1.52	6.5%
总计	-	23.33	100%

资料来源：公司招股书，HTI

根据招股书披露，古茗董事会共 9 人，其中包括 5 位执行董事，4 位非执行董事。执行董事包括公司创始人王云安、公司主要经营实体古茗科技的两位创始股东戚侠和阮修迪、及公司两位元老金雅玉和蔡云江。非执行董事包括来自龙珠的黄垚鑫，以及三位独立非执行董事。高管层面，除在董事会任职的王云安和戚侠外，李继峰于 2022 年 3 月加入古茗任 COO，此前曾在旅悦集团、便利蜂等公司任职；孟海陵于 2020 年 6 月加入古茗任 CFO，此前曾在高盛、摩根士丹利等多家国际金融机构任职；强宇于 2023 年 5 月加入古茗，此前曾任瑞幸咖啡 CTO。

表 6 古茗董事及高级管理层

姓名	年龄	职位	履历
王云安	38	董事长、执行董事兼 CEO	公司创始人，负责品牌战略、发展方向及目标
戚侠	38	执行董事兼总裁	古茗科技（主要经营实体）初始股东，负责业务发展及加盟商管理
阮修迪	38	执行董事	古茗科技（主要经营实体）初始股东，负责集团门店管理、采购及物流
金雅玉	35	执行董事	负责集团整体行政管理、包装物料采购及反贪污政策执行
蔡云江	40	执行董事	负责集团业务发展及加盟商管理
黄垚鑫	37	非执行董事	宁波梅山保税港区美兴私募基金管理有限公司（北京美茗 GP）现任董事总经理
卓越	37	独立非执行董事	滴滴董事兼 CFO
郑晓冬	68	独立非执行董事	浙江大学食品生物科学技术研究所所长
李建波	54	独立非执行董事	普乐师集团非执行董事，永辉彩食鲜发展有限公司 CEO
李继峰	38	COO	2022 年 3 月加入古茗，期间曾兼任 CTO，曾任旅悦集团 CTO，便利蜂产品副总裁
孟海陵	41	CFO	2020 年 6 月加入古茗。曾任在高盛、摩根士丹利等多家机构任分析师
强宇	43	CTO	2023 年 5 月加入古茗，曾任瑞幸咖啡 CTO

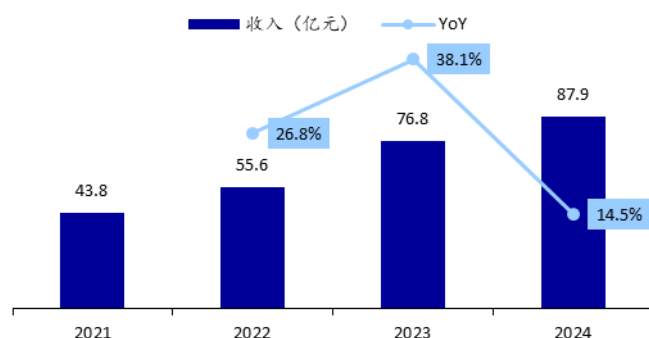
资料来源：公司招股书，HTI

注：年龄、职位及履历以招股书时间为准。

4. 财务分析

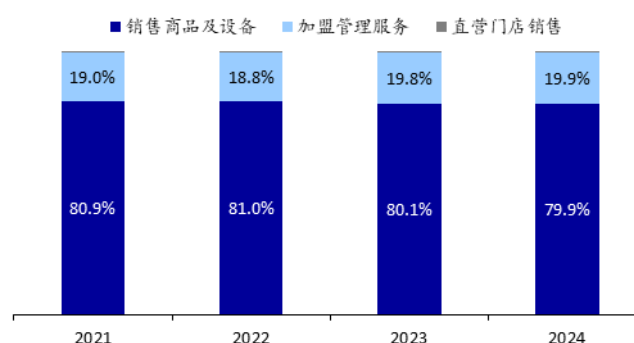
营收稳健增长，大部分收入来自向加盟商销售商品和提供支持服务。古茗收入随门店网络扩张稳健增长，2024 年达 87.9 亿元，同比增长 14.5%。分业务看，古茗收入大部分来自加盟相关业务，直营业务收入占比不足 1%。加盟相关业务中销售商品和设备收入约占 80%，其中绝大部分为销售商品收入；加盟管理服务收入约占 20%，其中绝大部分为持续支持服务费收入。受益于行业竞争环境改善，以及古茗的能力破圈，我们预计随着未来门店拓展加速，收入将持续稳定提升。

图21 古茗收入及增速（2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司年报，HTI

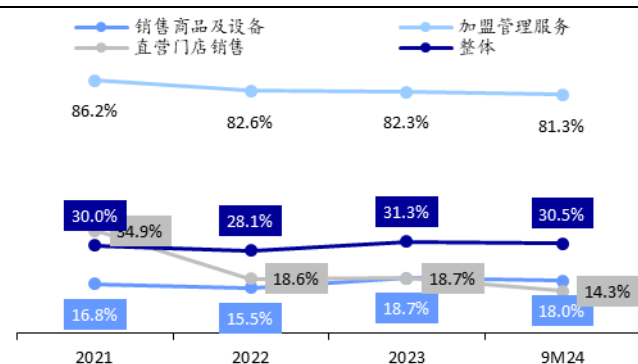
图22 古茗分业务收入占比（2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司年报，HTI

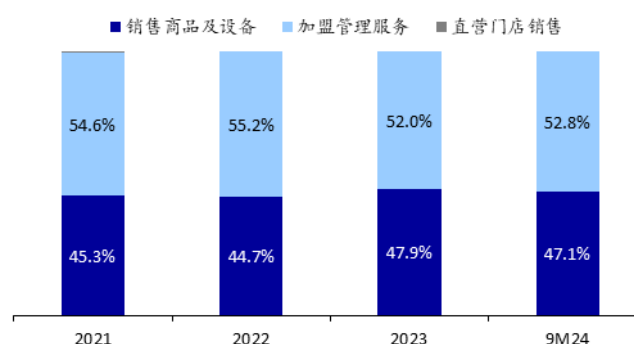
毛利率维持基本稳定，未来仍有提升空间。2024 年公司整体毛利率 30.6%，同比下滑 0.7pct，主因年内公司为提升加盟商盈利水平，适当加大向加盟商让利力度。未来随着公司规模持续扩大，供应链效率进一步提升，以及产品品类结构调整，毛利率仍有一定的上行空间。毛利分业务看，2021 年至 2024 年前 9 个月，直营业务占比较小，加盟相关业务中向加盟商销售商品及设备 and 加盟管理服务贡献基本持平。

图23 古茗整体及分业务毛利率（2021-9M24）



资料来源：公司招股书，HTI

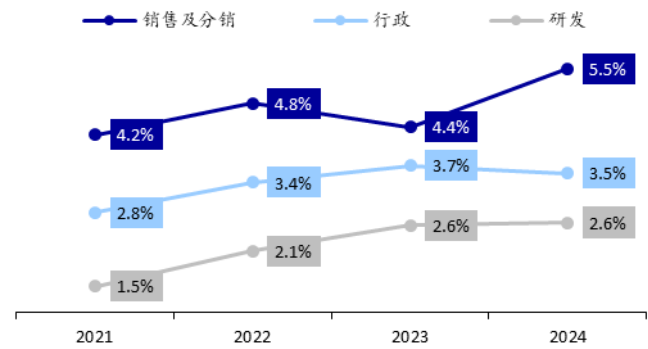
图24 古茗分业务毛利占比（2021-9M24）



资料来源：公司招股书，HTI

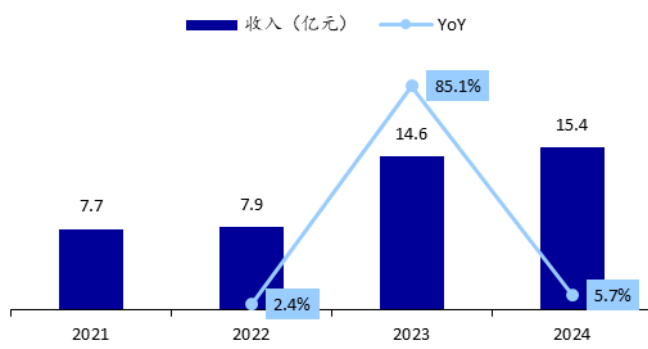
费用端规模效应尚待释放，利润端受拓展策略影响有所波动。费用端，2024 年古茗销售及分销费用率 5.5%，同比提升 1.1pct，主因 IP 联名活动及与新品发布相关费用增长；行政和研发费用率各 3.5% 和 2.6%，同比基本持平。未来随公司收入增长，各项费率仍有一定摊薄空间。利润端，2024 年古茗经调净利 15.4 亿元，同比增长 5.7%，增速落后于收入端主因 2024 年新进山东等市场，新店尚在爬坡期且尚未形成规模效应，拖累整体盈利表现。2025 年随着行业竞争趋缓，同时公司将更多精力投入现有市场拓展，将对利润端形成更有力支撑。

图25 古茗费用率（2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司年报，HTI

图26 古茗经调净利及增速（2021-2024）



资料来源：公司招股书，公司年报，HTI

5. 盈利预测与估值

基于以上对所处行业，公司业务、财务状况的分析与判断，我们进一步作如下假设：（1）**门店拓展**：预计公司 2025 年门店拓展基本符合指引的开店 2500 间，关店 500 间。2026-2027 年预计开店各 1800 和 1500 间。（2）**单店 GMV**：预计随 2025 年公司将重点开店省份转回现有的两湖两广和安徽市场，将推动同店和单店重回增长。（3）**运营费用**：长期看，随公司门店网络不断扩大，规模效应凸显，总部费用将在一定程度上摊薄，预计 2025-2027 年公司销售费用率各 5.3%/5.1%/5.0%；行政费用率各 3.4%/3.4%/3.3%；研发费用率各 2.5%/2.5%/2.5%。

综上，我们预计公司 2025-27 年收入各 108.4/128.4/144.2 亿元，同比增长各 23%/18%/12%，经调净利各 18.8/21.9/23.8 亿元，同比增长各 22%/16%/9%，经调净利率各 17.4%/17.1%/16.5%。

表 7 古茗收入预测的主要假设（2023-2027E）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
期初门店数	6669	9001	9914	11918	13301
新开	2597	1587	2500	1800	1500
关闭	(265)	(674)	(496)	(417)	(399)
期末门店数	9001	9914	11918	13301	14402
销售商品及设备（亿元）	61.4	70.3	87.4	105.1	118.5
加盟管理服务（亿元）	15.2	17.5	20.9	23.1	25.5
直营门店销售（亿元）	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
总收入（亿元）	76.8	87.9	108.4	128.4	144.2
YoY（%）	38%	15%	23%	18%	12%
毛利（亿元）	24.0	26.9	33.3	39.6	44.8
毛利率（%）	31.3%	30.6%	30.8%	30.9%	31.1%
销售费用率（%）	4.4%	5.5%	5.3%	5.1%	5.0%
行政费用率（%）	3.7%	3.5%	3.4%	3.4%	3.3%
研发费用率（%）	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
经调净利润（亿元）	14.6	15.4	18.8	21.9	23.8
经调净利率(%)	19.0%	17.5%	17.4%	17.1%	16.5%

资料来源：HTI

参考可比公司，基于古茗相对高成长性和在大众现制茶饮行业的领导地位，以及门店快速拓展带来的规模效应、改善盈利，给予古茗 2025 年 25 X PE，对应合理目标市值 506 亿港元，合理目标价为 24.2 港元（对应汇率为 HKD/CNY=0.93）。首次覆盖给予优大于市评级。

表 8 可比公司估值情况（倍，20250417）

公司名称	股票代码	收盘价	市值	EPS(LC)			PE			PEG	PS		
		LC	US\$ mn	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	25-27E	FY25E	FY26E	FY27E
蜜雪冰城	2097 HK	466.6	22,817	15.6	18.4	21.2	30.0	25.4	22.0	1.5	5.7	4.9	4.3
茶百道	2555 HK	8.8	1,477	0.5	0.6	0.8	16.4	13.8	11.7	0.8	2.4	2.2	2.0
海底捞	6862 HK	17.4	12,493	1.1	1.2	1.3	16.2	14.7	13.5	1.5	2.0	1.9	1.8
百胜中国	9987 HK	342.2	16,878	20.0	22.6	25.4	17.1	15.1	13.5	1.2	1.4	1.3	1.2
行业平均							19.9	17.2	15.2	1.2	2.9	2.6	2.3
古茗	1364 HK	17.7	5,422	1.0	1.1	1.2	18.3	15.7	14.4	1.2	3.2	2.7	2.4

资料来源：彭博一致预期，HTI 测算

6. 风险提示

宏观层面：经济及消费增长不及预期。

行业层面：

（1）现制饮品市场增长放缓。

（2）行业竞争加剧。现制茶饮产品同质化严重，进入门槛较低，竞争激烈。

公司层面：

（1）**食品安全风险**。随着门店的扩张，卫生管控难度加大。若由于经营管控不当导致发生重大食品安全问题，对于现制饮品企业的品牌力将会是严重的打击。产品创新不及预期。

（2）**扩张速度不及预期**。新开门店需要资金、人才、物业等多方面的支持，伴随行业竞争加剧和门店数量级提高，茶饮企业新开门店速度和质量可能不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
摊薄每股指标（元）					营业总收入	8,791	10,836	12,838	14,420
经调每股收益	0.74	0.90	1.05	1.14	营业成本	(6,104)	(7,502)	(8,876)	(9,939)
每股净资产	1.01	1.46	1.98	2.55	毛利润	2,687	3,334	3,962	4,481
每股经营现金流	0.63	0.97	1.04	1.28	毛利率%	30.6%	30.8%	30.9%	31.1%
每股股利	0.83	0.45	0.52	0.57	销售费用	(479)	(574)	(655)	(721)
价值评估（倍）					销售费用率%	5.5%	5.3%	5.1%	5.0%
P/E	22.32	18.31	15.72	14.44	管理费用	(311)	(368)	(436)	(476)
P/B	16.30	11.29	8.30	6.45	管理费用率%	3.5%	3.4%	3.4%	3.3%
P/S	3.92	3.18	2.68	2.39	研发费用	(233)	(271)	(321)	(360)
EV/EBITDA	19.35	15.36	12.48	10.48	研发费用率%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
股息率（%）	5.1%	2.7%	3.2%	3.5%	营业利润	1,833	2,299	2,743	3,143
盈利能力指标（%）					营业利润率%	20.9%	21.2%	21.4%	21.8%
毛利率	30.6%	30.8%	30.9%	31.1%	经调 EBIT	2,072	2,565	3,114	3,603
经调归母净利率	17.5%	17.4%	17.1%	16.5%	经调 EBITDA	1,932	2,399	2,888	3,320
净资产收益率	113.1%	46.8%	52.2%	51.4%	所得税	(311)	(414)	(549)	(754)
资产回报率	25.6%	25.2%	25.4%	24.1%	有效所得税率%	17.2%	18.0%	20.0%	24.0%
投资回报率	75.0%	64.9%	57.3%	49.3%	经调净利润	1,542	1,880	2,189	2,383
盈利增长（%）					经调净利率%	17.5%	17.4%	17.1%	16.5%
营业收入增长率	14.5%	23.3%	18.5%	12.3%	资产负债表（百万元）				
营业利润增长率	5.1%	25.4%	19.3%	14.6%	现金及银行结余	1,935	2,484	3,320	4,563
经调归母净利增长率	5.7%	21.9%	16.4%	8.9%	应收款项	291	65	286	109
偿债能力指标					存货	984	1,308	1,404	1,633
资产负债率	69.3%	62.0%	55.1%	49.5%	其它流动资产	1,649	2,119	2,146	2,228
流动比率	1.09	1.28	1.51	1.75	流动资产合计	4,860	5,977	7,156	8,533
速动比率	0.87	1.00	1.21	1.41	固定资产	954	1,032	1,050	1,013
现金比率	0.43	0.53	0.70	0.94	使用权资产	161	192	194	194
经营效率指标					其他非流动资产	900	825	826	825
应收账款周转天数	7.5	6.0	5.0	5.0	非流动资产合计	2,015	2,049	2,069	2,032
存货周转天数	55.8	55.8	55.8	55.8	资产总计	6,875	8,027	9,226	10,565
应付账款周转天数	38.8	38.8	38.8	38.8	应付账款	698	899	990	1,125
现金流量表（百万元）					其它流动负债	3,754	3,754	3,754	3,754
税前利润	1,804	2,292	2,738	3,138	流动负债合计	4,452	4,653	4,745	4,880
非现金支出	140	1,253	1,645	2,123	租赁负债	17	30	43	56
非经营收益	99	6	6	6	其它长期负债	293	293	293	293
营运资金变动	(321)	(12)	(252)	1	非流动负债合计	310	323	336	349
已付所得税	(246)	(414)	(549)	(754)	负债总计	4,763	4,976	5,081	5,228
经营活动现金流	1,321	2,038	2,170	2,673	股本	0	0	0	0
投资活动现金流	(1,923)	(356)	(202)	(202)	储备	2,066	2,986	4,058	5,226
融资活动现金流	(46)	(977)	(1,132)	(1,229)	普通股股东权益	2,066	2,986	4,059	5,226
现金净流量	(649)	705	836	1,243	少数股东权益	46	65	86	110
期末现金	1,935	2,484	3,320	4,563	负债和所有者权益合计	6,875	8,027	9,226	10,565

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 17 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司财报，HTI

APPENDIX 1**Summary**

GOODME is a 4A (Available, Adorable, Affordable, Addicted) freshly made beverage brand. Capitalizing on the consumption upgrade trend in the beverage market, GOODME focuses on meeting the demand for fresh, convenient, and cost-effective drinks among consumers in lower-tier cities. Leveraging its supply chain and digitalization, GOODME adopts a targeted approach to key markets and expands nationwide steadily. By the end of 2024, GOODME had 9914 stores across 17 provinces in China. By GMV in 2023, GOODME ranked second in as China freshly made tea market, and first in mid-priced segment.

Freshly made beverages represent a consumption upgrade driven by economic growth and rising disposable income, serving as a partial substitute for RTD beverages, gaining market share by differentiation, convenience, and cost-performance. From 2018-23, freshly made beverage market grew at a CAGR of 22.5%, surpassing the 9.4% average of overall beverage market. From 2023-28, the sector is projected to maintain a 17.6% CAGR, again exceeding the beverage market's 10.7% average.

Since founded in 2010, GOODME has opened over 10k stores but only operates in 17 provinces, primarily in East and South China, and with no overseas presence yet. Despite these, GOODME stores present high quality, with average franchisee store OP reaching RMB 376k in 2023 and an OPM of 20.2%, which is 1.5-2 times of the industry average. As China's third-largest freshly made beverage chain by store count (after MIXUE and Luckin), GOODME has robust supply chain, high operational efficiency, and significant growth potential.

We project the revenue from 2025-27 to be RMB 10.84/12.84/14.42bn, and adjusted NP to be RMB 1.88/2.19/2.38bn, respectively. We value the company by 25X 25PE, with a TP of HKD 24.2 (HKD/CNY=0.93), and initiate the coverage with an OUTPERFORM rating

Risk: Economy and consumption growth under expectations, Freshly-made beverage industry growth slows down, Industry competition intensifies, Food safety risks, Store expansion under expectations.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

GOODME has very strong capability in environmental protection.

Social:

GOODME has very strong capability in social responsibility.

Governance:

GOODME has very strong capability in corporate governance.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，胡佳璐，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Rebecca Hu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，李一腾，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yiteng Li, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case,

评级分布 Rating Distribution

ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

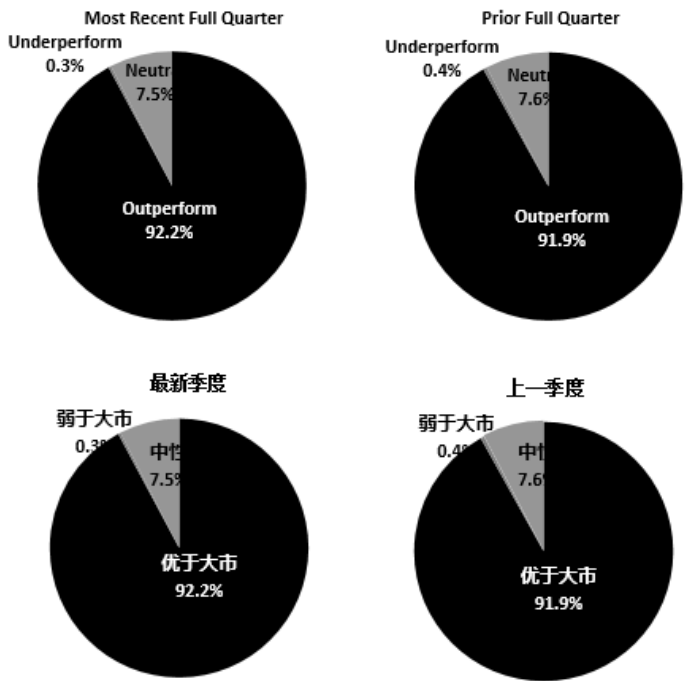
Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.



截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.2%	7.5%	0.3%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2025

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%
IB clients*	3.3%	3.5%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest

prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (HS; 601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款：在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项：海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称"SFO"）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA，电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission（“SEC”）注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc.（“FINRA”）的成员。HTIUSA 不负责编写

本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
1460 Broadway, Suite 11017
New York, NY 10036
联系人电话：+1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
1460 Broadway, Suite 11017
New York, NY 10036
Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”))第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>