

2025 年 06 月 05 日

古茗 (01364. HK)

投资评级：买入（首次）

——现制茶饮头部品牌，产品及供应链驱动公司高效运营

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 06 月 04 日

收盘价（港元）	29.50
一年内最高/最低（港元）	30.00/8.22
总市值（百万港元）	70,156.48
流通市值（百万港元）	70,156.48
资产负债率（%）	69.28

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **中国现制饮品消费占比饮料市场不断提升，未来平价现制饮品有望成为行业新发展趋势。**据公司公告及灼识咨询，2023 年中国现制饮品市场规模为 5175 亿元，占中国饮料市场的 36.3%，较 2018 年增长 15.7 pct；预计 2028 年现制饮品市场规模将达 11634 亿元，占比中国饮料市场达 49.2%，较 2023 年增长 12.9 pct。
- **头部现制茶饮竞争激烈，古茗排名稳居第二。**据公司公告及灼识咨询，截至 2023 年 12 月 31 日，公司在中国现制茶饮市场的 GMV 达 192 亿元，市场份额为 9.1%，在全国拥有门店数 9001 家。在按照 GMV 和门店数的排名中，公司均排名第二，在大众现制茶饮品牌中处于领先竞争地位，生态稳固。
- **产品研发能力为公司核心竞争优势之一。**公司专注于果茶饮料、奶茶饮料和咖啡三种品类，并定期推出新品。据公司公告，以超 A 芝士葡萄为例，自 2019 年 6 月首次推出后，公司已对其配方进行了 11 次升级，且在不同季节选用不同种类葡萄以保持口味一致性。
- **供应链地域加密，实现降本增效。**截至 2024 年 Q3，公司在全国有 22 个仓储基地，其中约 76% 的门店位于仓储 150 公里范围内。门店密集区域可保证一日一配，低线城市门店可实现两日一配。截至 2023 年底，公司平均物流成本低于 GMV 总额的 1%。
- **盈利预测与评级：**公司深耕现制饮品行业多年，兼具产品创新、原料高品质、区域加密渠道提升物流供应链效率等多重竞争优势，市占率位居现制茶饮行业前列，叠加具备国内市场渠道扩张空间，未来发展空间较大。我们预计公司 2025–2027 归母净利润分别 19.25 亿元 /22.88 亿元 /26.35 亿元，同比分别增长 30.19%/18.87%/15.17%。我们选择与公司同属现制茶饮赛道的蜜雪集团以及同属食品饮料赛道的特海国际为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在现制茶饮行业的产品竞争壁垒、渠道覆盖广泛及供应链运营高效等特性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**市场竞争加剧风险；宏观环境修复不及预期风险；拓店数量不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7675.67	8791.36	10967.55	12926.70	14761.33
同比增长率（%）	38.07%	14.54%	24.75%	17.86%	14.19%
归母净利润（百万元）	1079.63	1478.51	1924.80	2287.99	2635.01
同比增长率（%）	194.48%	36.95%	30.19%	18.87%	15.17%
每股收益（元/股）	—	0.71	0.81	0.96	1.11
ROE（%）	185.19%	71.55%	48.33%	36.54%	29.65%
市盈率（P/E）	—	38.47	33.75	28.39	24.65

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

公司深耕现制饮品行业多年，兼具产品创新、原料高品质、区域加密渠道提升物流供应链效率等多重竞争优势，市占率位居现制茶饮行业前列，叠加具备国内市场渠道扩张空间，未来发展空间较大。我们预计公司 2025–2027 归母净利润分别 19.25 亿元/22.88 亿元/26.35 亿元，同比分别增长 30.19%/18.87%/15.17%。我们选择与公司同属现制茶饮赛道的蜜雪集团以及同属食品饮料赛道的特海国际为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在现制茶饮行业的产品竞争壁垒、渠道覆盖广泛及供应链运营高效等特性，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 销售费用率，公司为现制茶饮行业头部品牌，凭借规模化下产品创新及物流供应链等方面的竞争优势持续高效运营，公司销售费率未来有望逐步下行，预计 2025–2027 公司销售费用率分别为 5.30%、5.27%、5.24%；
- 2) 管理费用率，公司持续通过科技赋能管理体系，管理费用率有望逐步下行，因此预计 2025–2027 管理费用率分别为 3.40%、3.38%、3.36%。

投资逻辑要点

- 1) 产品端：原料确保高质量、产品持续迭代创新，公司用高品质产品赢得消费者心智，产品端竞争优势延续；
- 2) 供应链端：与渠道协同，通过地域加密渠道网络以降低供应链成本，提升运营效率，且在优势区域建立扎实的基础后再向外拓展业务区域，经营稳健。

核心风险提示

市场竞争加剧风险；宏观环境修复不及预期风险；拓店数量不及预期风险。

内容目录

1. 中国现制茶饮行业稳步增长，人均饮用量较海外仍有较大发展空间	5
2. 公司利润端稳步增长，产品创新及物流管理为核心竞争优势	8
3. 盈利预测与评级	11
3.1. 核心假设与盈利预期	11
3.2. 首次覆盖给予“买入”评级	12
4. 风险提示	13

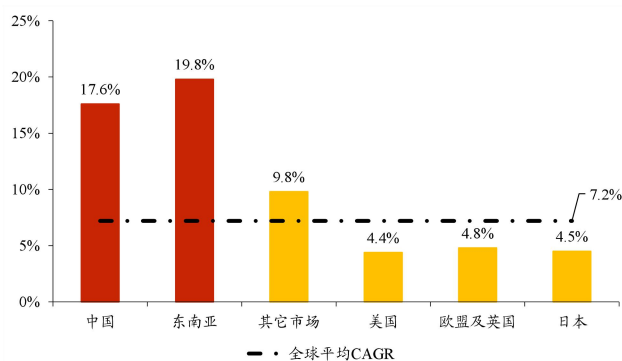
图表目录

图表 1： 2023–2028 年中国现制饮品市场规模 CAGR 预计为 18%.....	5
图表 2： 2023–2028 年全球现制饮品各地区预计规模（以终端零售额计）增量	5
图表 3： 2023 年世界各地区现制饮品消费量占饮用水摄入比例	5
图表 4： 2023 年世界各地区人均现制饮品消费量	5
图表 5： 中国现制茶饮店发展历程	6
图表 6： 预计 2028 年中国现制饮品市场规模增至 11634 亿元	7
图表 7： 预计 2028 年三线及以下城市现制茶饮店市场规模达 2682 亿元（单位：亿元）	7
图表 8： 中国现制饮品市场按品类拆分的市场规模（单位：亿元）	8
图表 9： 2023 年中国现制茶饮品牌 top5（按 GMV 排名）	8
图表 10： 2023 年中国现制茶饮品牌 top5（按门店数排名）	8
图表 11： 2024 年公司营业收入为 87.91 亿元	9
图表 12： 2024 年公司毛利润为 26.87 亿元	9
图表 13： 2024 年公司销售费率为 5.45%	9
图表 14： 2024 年公司归母净利润为 14.83 亿元	9
图表 15： 2021–2024 年公司单店 GMV 及售出杯数	10
图表 16： 2021–2024 年公司单店日均 GMV 及售出杯数	10
图表 17： 公司注重产品研发创新	10
图表 18： 古茗门店零售产品列表	11
图表 19： 公司物流供应链高效运营	11
图表 20： 古茗重点费率预测	12
图表 21： 古茗简易预测利润表（金额单位：亿元）	12
图表 22： 可比公司估值表	12

1. 中国现制茶饮行业稳步增长，人均饮用量较海外仍有较大发展空间

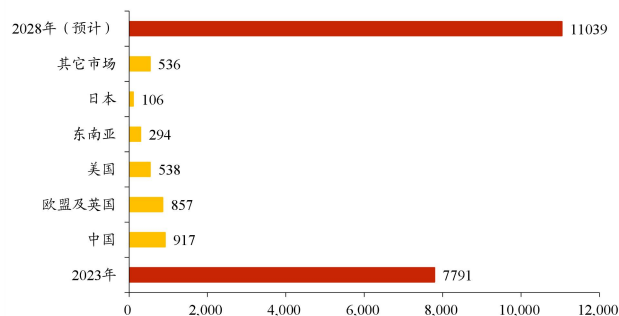
中国现制饮品市场近年发展迅速，且仍具有较大发展潜力。全球现制饮品市场快速发展，中国及东南亚所代表的新兴市场为重要驱动力，据蜜雪集团招股书及灼识咨询，2023-2028 年中国及东南亚市场规模（以终端零售额计）预期 CAGR 分别为 17.6%/19.8%，高于全球平均的同期 CAGR 7.2%；从绝对量角度看，据蜜雪集团招股书及灼识咨询，2023-2028 年中国现制饮品市场的规模增量预计将达 917 亿美元，位居全球前列。此外，据蜜雪集团招股书及灼识咨询，2023 年中国现制饮品消费量约占饮用水分摄入总量的 1.6%，人均年消费量为 22 杯，均低于世界现制饮品成熟市场，未来发展空间较大。

图表 1：2023-2028 年中国现制饮品市场规模 CAGR 预计为 18%



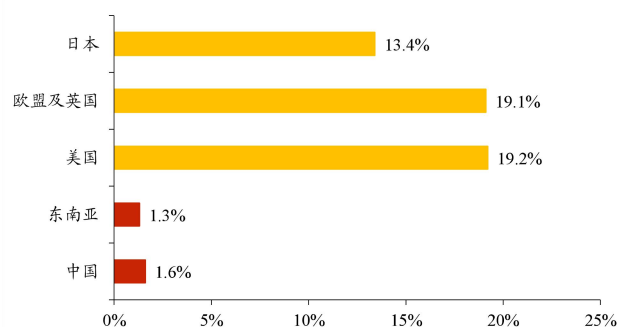
资料来源：蜜雪集团招股书，灼识咨询，国际货币基金组织，美国农业部，华源证券研究所

图表 2：2023-2028 年全球现制饮品各地区预计规模（以终端零售额计）增量



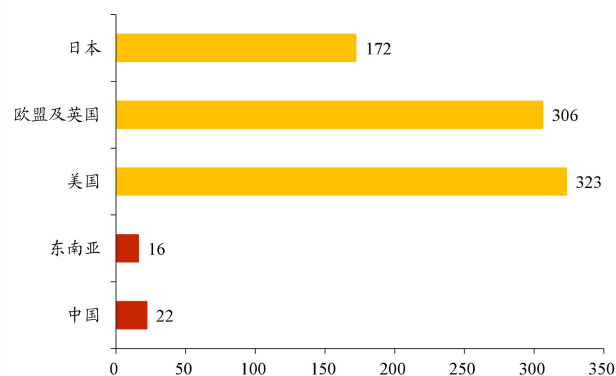
资料来源：蜜雪集团招股书，灼识咨询，国际货币基金组织，美国农业部，华源证券研究所（单位：亿美元）

图表 3：2023 年世界各地现制饮品消费量占饮用水摄入量比例



资料来源：蜜雪集团招股书，灼识咨询，世界银行，世界卫生组织，中国营养学会，华源证券研究所

图表 4：2023 年世界各地人均现制饮品消费量

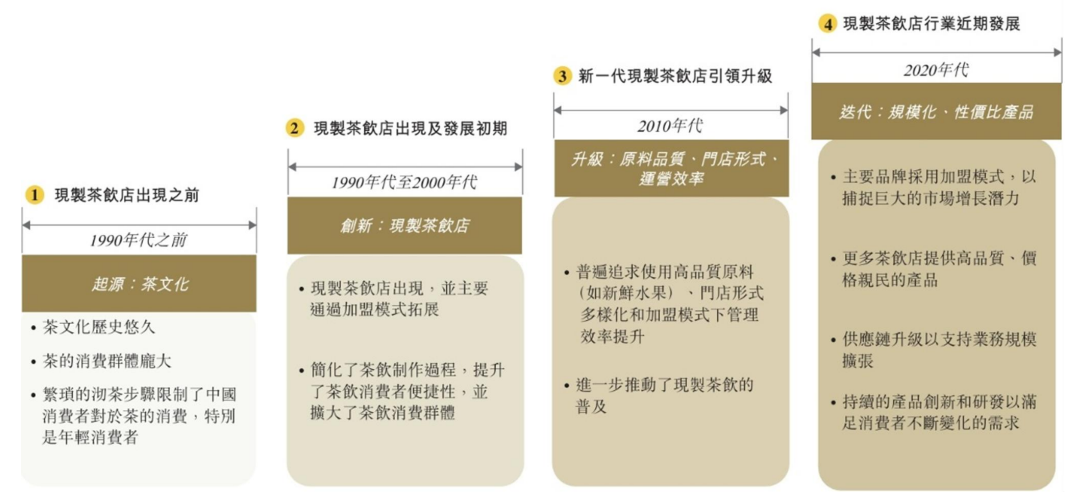


资料来源：蜜雪集团招股书，灼识咨询，世界银行，世界卫生组织，中国营养学会，华源证券研究所（单位：杯/年）

中国现制茶饮迭代升级，加盟模式日趋成熟。中国现制茶饮发展已进入规模化阶段，但市场仍存在增长空间。据公司公告及灼识咨询，截至 2023 年，中国大陆人均现制茶饮消耗量约每年 11 杯，而中国香港及中国台湾则超过 50 杯。其中一线城市人均消耗每年 27 杯，而

二线及以下城市人均消耗每年不到 10 杯，增长前景显著。预计到 2028 年，中国大陆人均现制茶饮消耗量将增加一倍以上至 26 杯。中国现制茶饮店进一步采用加盟模式。截至 2023 年底，加盟店占比连锁店总数的 91.9%。同时，中国现制茶饮店或将进一步提升数字化能力，优化运营策略，降低运营成本以追求更低的产品价格。

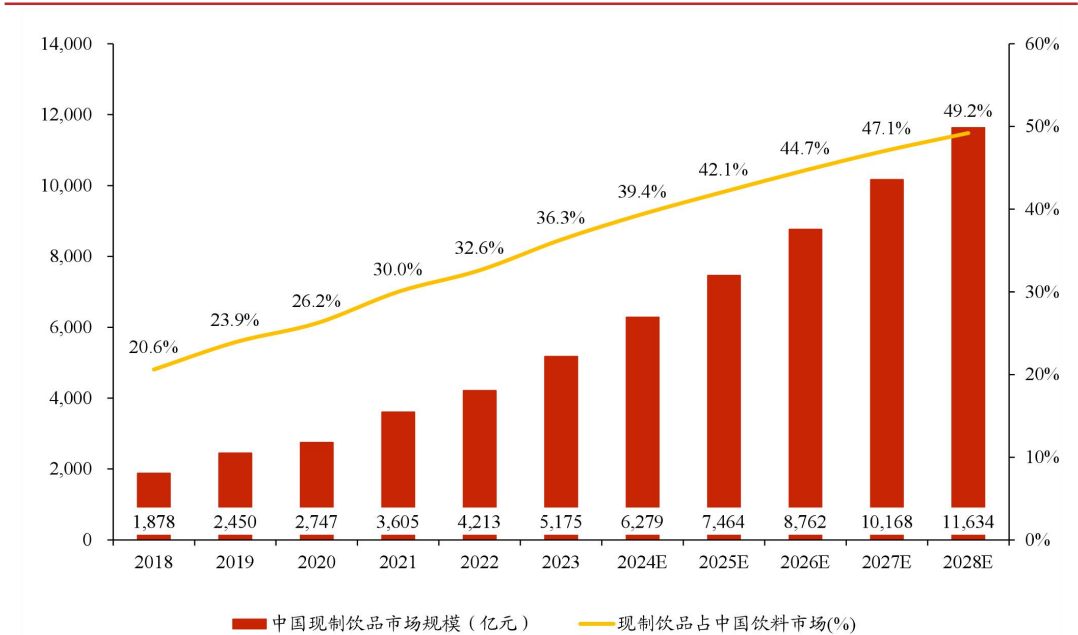
图表 5：中国现制茶饮店发展历程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

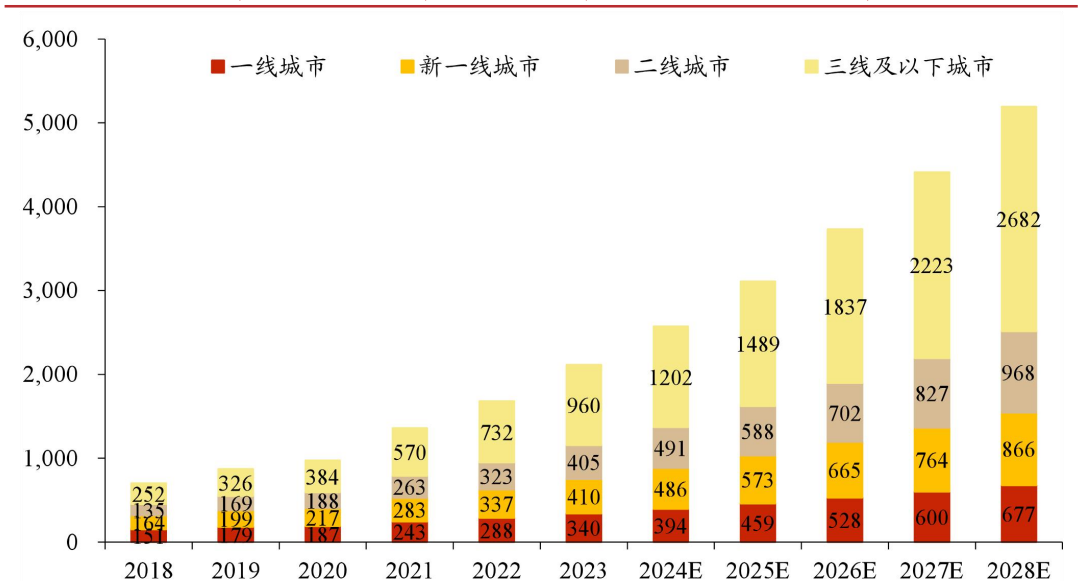
中国现制饮品消费占比饮料市场不断提升，未来平价现制饮品有望成为行业新发展趋势。据蜜雪集团招股书及灼识咨询，2023 年中国现制饮品市场规模为 5175 亿元，占中国饮料市场的 36.3%，较 2018 年增长 15.7 pct；预计 2028 年现制饮品市场规模将达 11634 亿元，占比中国饮料市场达 49.2%，较 2023 年增长 12.9 pct。**拆分城市级别看**，据蜜雪集团招股书及灼识咨询，2023 年，现制茶饮店国内规模最大的市场为三线及以下城市，为 960 亿元，2018–2023 年 CAGR 为 30.67%；据灼识咨询预期，2028 年三线及以下城市现制茶饮店市场规模有望达 2682 亿元，2023–2028 年 CAGR 为 22.81%，下沉市场发展空间仍较为广阔。

图表 6：预计 2028 年中国现制饮品市场规模增至 11634 亿元



资料来源：蜜雪集团招股书，灼识咨询，国家统计局，国际货币基金组织，美国农业部，华源证券研究所

图表 7：预计 2028 年三线及以下城市现制茶饮店市场规模达 2682 亿元（单位：亿元）

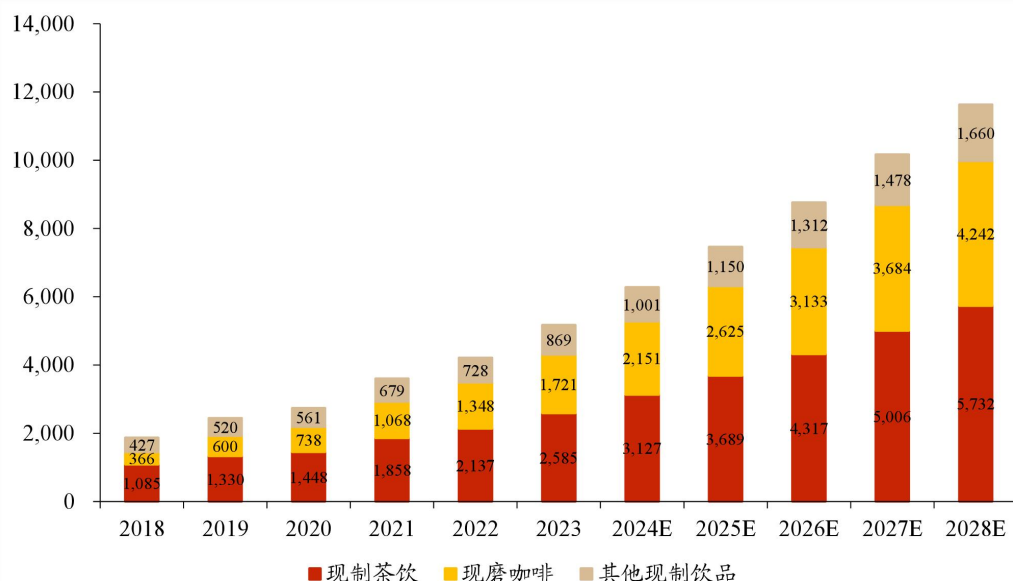


资料来源：蜜雪集团招股书，灼识咨询，国家统计局，国际货币基金组织，华源证券研究所

分品类看，2023–2028 年中国现制茶饮行业增速有望接近现磨咖啡。据蜜雪集团招股书及灼识咨询，现制茶饮为近年中国现制饮品市场中最大的细分品类，2023 年占比中国现制饮品市场规模约 50%，而现磨咖啡是中国现制饮品市场中增速最快的细分品类，2018–2023 年 CAGR 达 36.3%；据灼识咨询预测，伴随行业发展，现制茶饮行业 CAGR 有望逐步接近现磨咖啡，2028 年，预期现制茶饮市场规模达 5732 亿元，2023–2028 年 CAGR 为 17.3%，而

现磨咖啡市场规模有望达 4242 亿元，2023–2028 年 CAGR 为 19.8%，现制茶饮有望维持中国现制饮品市场中最大细分品类的地位。

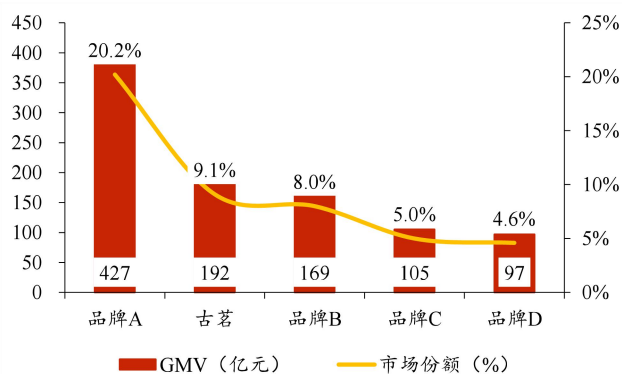
图表 8：中国现制饮品市场按品类拆分的市场规模（单位：亿元）



资料来源：蜜雪集团招股书，灼识咨询，国家统计局，国际货币基金组织，华源证券研究所

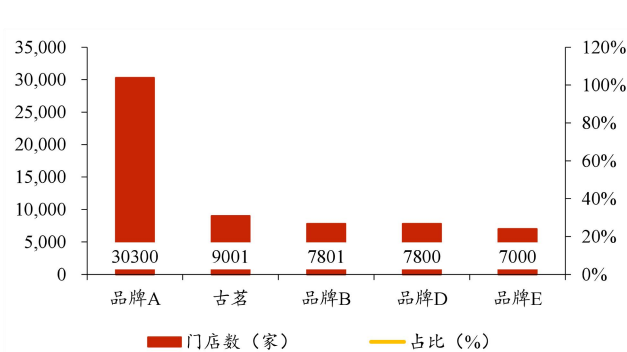
头部现制茶饮竞争激烈，古茗排名稳居第二。据公司公告及灼识咨询，截至 2023 年 12 月 31 日，公司在中国现制茶饮市场的 GMV 达 192 亿元，市场份额为 9.1%，在全国拥有门店数 9001 家。在按照 GMV 和门店数的排名中，公司均排名第二，在大众现制茶饮品牌中处于领先竞争地位，生态稳固。

图表 9：2023 年中国现制茶饮品牌 top5（按 GMV 排名）



资料来源：古茗招股书，灼识咨询，华源证券研究所

图表 10：2023 年中国现制茶饮品牌 top5（按门店数排名）



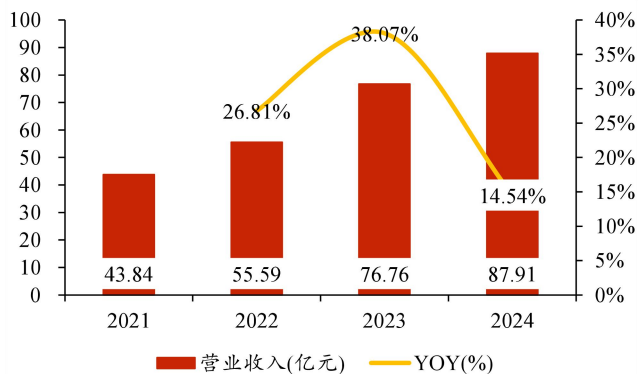
资料来源：古茗招股书，灼识咨询，华源证券研究所

2. 公司利润端稳步增长，产品创新及物流管理为核心竞争优势

中国现制茶饮市场参与者不断涌入，公司营收及毛利维持稳定增长。创立于 2010 年，作为最早进入现制茶饮市场的参与者之一，公司在经营方式上坚持以加盟模式为主，确定下

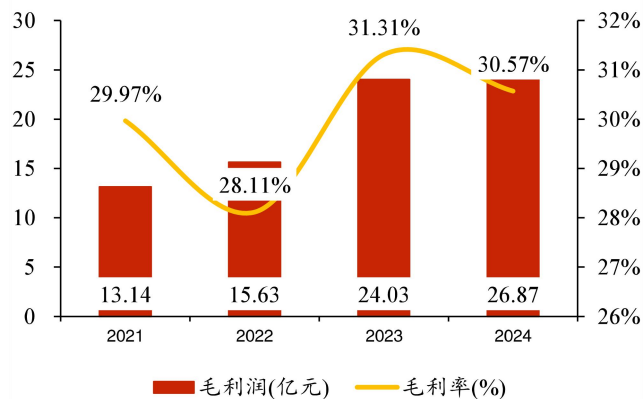
沉市场的扩张方向，自主研发数字化管理系统，成功维持公司长期以来的市场领先地位。2024 年公司营收/毛利分别为 87.91 亿元/26.87 亿元，同比分别+14.54%/+11.82%；2021–2024 年公司营收/毛利 CAGR 分别为 26.10%/26.95%，自 2021 年后持续保持增长趋势。2024 年公司毛利率较 2021 年增长 0.60pct 至 30.57%，自 2021 年后保持稳定。

图表 11：2024 年公司营业收入为 87.91 亿元



资料来源：古茗招股书，华源证券研究所

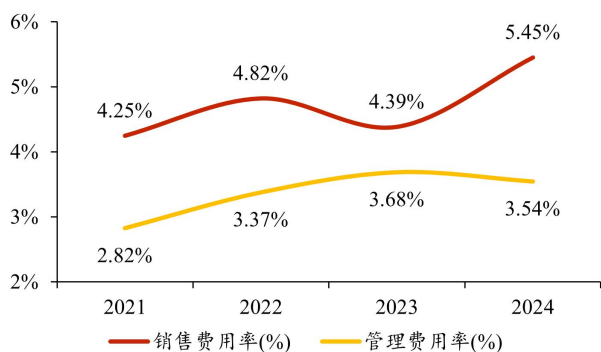
图表 12：2024 年公司毛利润为 26.87 亿元



资料来源：古茗招股书，华源证券研究所

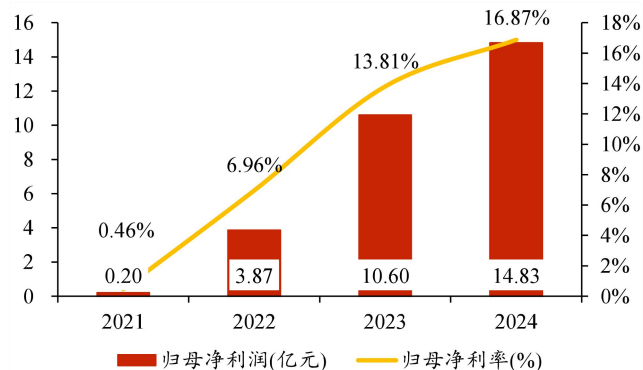
公司经营整体向好，归母净利润实现快速增长。从费用端看，公司保持门店扩张节奏，2024 年销售费率上升 1.07pct 至 5.45%，同时，受益于以加盟模式为主的经营方式，经营效率进一步提高，带动管理费率下降 0.14pct 至 3.54%。从利润端看，2024 年公司实现归母净利润 14.83 亿元，同比+39.96%，2021–2024 年 CAGR 为 319.18%，2024 年归母净利率达 16.87%，较 2023 年增长 3.06pct，自 2021 年起归母净利率持续提升。

图表 13：2024 年公司销售费率为 5.45%



资料来源：古茗招股书，华源证券研究所

图表 14：2024 年公司归母净利润为 14.83 亿元

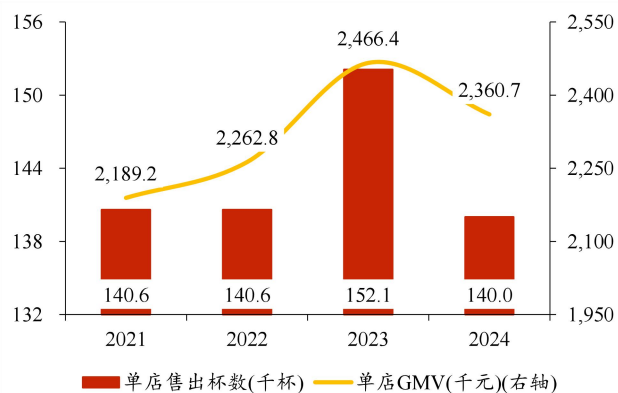


资料来源：古茗招股书，华源证券研究所

公司 2024 单店数据下滑，但长期维持稳定。2024 年，公司门店销售 GMV 总额为 223.97 亿元，同比+16.57%，售出总杯数为 13.28 亿杯，同比+12.14%。公司应对市场状况做出战略调整，放缓门店增速，年内开业 1587 家门店，关闭 674 家门店，但单店数据仍有所下降。2024 年，公司单店 GMV 为 2360.7 千元，同比-4.29%，公司单店售出杯数为 140.0 千杯，

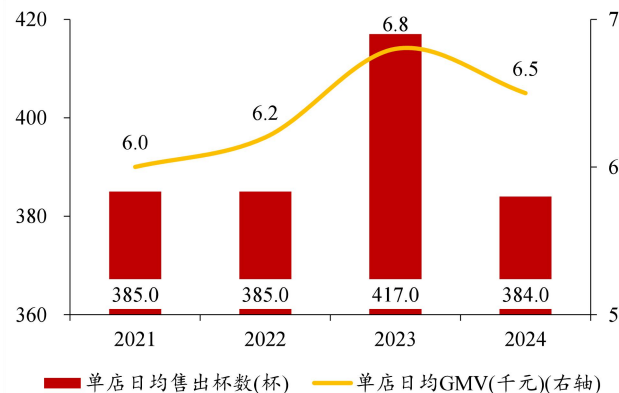
同比-7.96%。从日均层面看，公司单店 GMV 为 6.5 千元，同比-4.41%，公司单店售出杯数为 384 杯，同比-7.91%。剔除 2023 年的增长情况，公司单店数据维持稳定。

图表 15：2021-2024 年公司单店 GMV 及售出杯数



资料来源：古茗招股书，华源证券研究所

图表 16：2021-2024 年公司单店日均 GMV 及售出杯数



资料来源：古茗招股书，华源证券研究所

产品研发能力为公司核心竞争优势之一。公司专注于果茶饮料、奶茶饮料和咖啡三种品类，并定期推出新品。据公司公告，以超 A 芝士葡萄为例，自 2019 年 6 月首次推出后，公司已对其配方进行了 11 次升级，且在不同季节选用不同种类葡萄以保持口味一致性。公司研发团队包括“美食家”与“工程师”，“美食家”负责追踪消费者最新消费趋势并提供产品开发灵感，而“工程师”则通过成分分析完成原料搭配，研发团队的高效协作是公司研发能力位于业内上乘的主要驱动力。

图表 17：公司注重产品研发创新



资料来源：咖门微信公众号，华源证券研究所

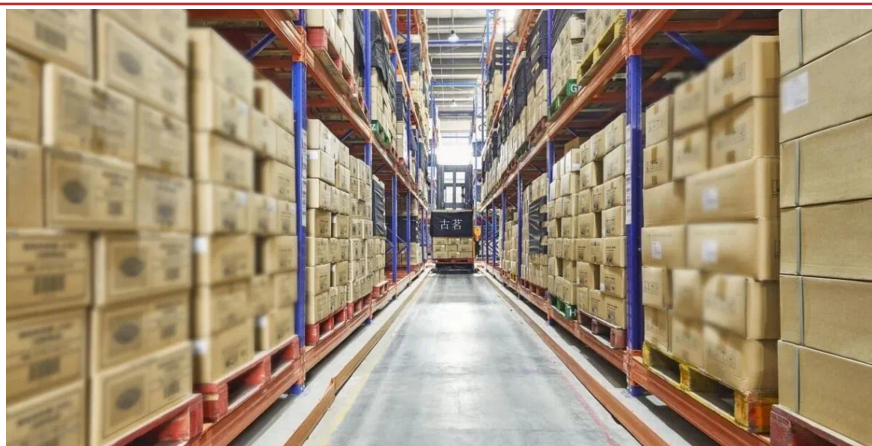
图表 18：古茗门店零售产品列表

果茶飲品			
			
超A芝士葡萄	超A芝士桃桃	一顆香水檸	滿杯楊梅
奶茶飲品			
			
古茗奶茶	什麼都有	龍井香青團	雲嶺茉莉白
咖啡飲品及其他			
			
大橘美式	香水椰椰拿鐵	牛油果奶昔	曲香茉莉

资料来源：公司公告，华源证券研究所

供应链地域加密，实现降本增效。截至 2024 年 Q3，公司在全国有 22 个仓储基地，其中约 76%的门店位于仓储 150 公里范围内。门店密集区域可保证一日一配，低线城市门店可实现两日一配。截至 2023 年底，公司平均物流成本低于 GMV 总额的 1%。

图表 19：公司物流供应链高效运营



资料来源：咖门微信公众号，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 核心假设与盈利预期

期间费率端：1) 销售费用率，公司为现制茶饮行业头部品牌，凭借规模化下产品创新及物流供应链等方面的竞争优势持续高效运营，公司销售费率未来有望逐步下行，预计2025-2027 公司销售费用率分别为 5.30%、5.27%、5.24%；**2) 管理费用率**，公司持续通过科技赋能管理体系，管理费用率有望逐步下行，因此预计 2025-2027 管理费用率分别为 3.40%、3.38%、3.36%。

图表 20：古茗重点费率预测

	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	5.45%	5.30%	5.27%	5.24%
管理费用率	3.54%	3.40%	3.38%	3.36%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

最终，我们预计公司 2025-2027 营业收入分别为 109.68 亿元/129.27 亿元/147.61 亿元，同比分别增长 24.75%/17.86%/14.19%；归母净利润分别 19.25 亿元/22.88 亿元/26.35 亿元，同比分别增长 30.19%/18.87%/15.17%。

图表 21：古茗简易预测利润表（金额单位：亿元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	87.91	109.68	129.27	147.61
YOY	14.54%	24.75%	17.86%	14.19%
营业成本	61.04	75.24	88.42	100.67
YOY	15.77%	23.26%	17.52%	13.86%
毛利率	30.57%	31.40%	31.60%	31.80%
归母净利润	14.79	19.25	22.88	26.35
YOY	36.95%	30.19%	18.87%	15.17%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 首次覆盖给予“买入”评级

从相对估值角度看：公司深耕现制饮品行业多年，兼具产品创新、原料高品质、区域加密渠道提升物流供应链效率等多重竞争优势，市占率位居现制茶饮行业前列，叠加具备国内市场渠道扩张空间，预计未来发展空间较大。我们选择与公司同属现制茶饮赛道的蜜雪集团以及同属食品饮料赛道的特海国际为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在现制饮品行业的产品竞争壁垒、渠道覆盖广泛及供应链运营高效等特性，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 22：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）		EPS（元/股）				PE		
		2025-6-4	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
1364.HK	古茗	27.3	0.7	0.8	1.0	1.1	38.5	33.7	28.4	24.7
可比公司										
2097.HK	蜜雪集团	569.9	12.3	13.8	16.0	18.7	46.3	41.4	35.6	30.5
9658.HK	特海国际	15.1	0.3	0.5	0.6	0.8	52.8	30.2	23.5	19.2
可比公司 PE 均值							49.5	35.8	29.5	24.9

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司数据为 Wind 一致预期，收盘价均调整为人民币计价，对应汇率取 1 人民币=1.08 港元，特海国际 EPS 调整为人民币计价，对应汇率取 1 人民币=0.14 美元

4. 风险提示

市场竞争加剧风险。若现制饮品市场竞争加剧，对行业单杯价格及终端利润或有负面影响；

宏观环境修复不及预期风险。宏观消费环境修复不及预期将影响消费者信心，对终端消费产生负面影响；

拓店数量不及预期风险。国内拓店存在不确定性，存在拓店数量不达预期的风险。

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,791	10,968	12,927	14,761	货币资金	1,865	3,429	5,481	7,978
增长率	14.5%	24.8%	17.9%	14.2%	应收款项	619	699	782	845
营业成本	6,104	7,524	8,842	10,067	存货	984	1,212	1,400	1,566
%销售收入	69.4%	68.6%	68.4%	68.2%	其他流动资产	1,391	1,424	1,431	1,433
毛利	2,687	3,444	4,085	4,694	流动资产	4,860	6,765	9,094	11,821
%销售收入	30.6%	31.4%	31.6%	31.8%	权益性投资	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	固定资产	954	1,065	1,160	1,242
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	58	73	85	96
销售费用	479	581	681	773	非流动资产	2,015	2,324	2,562	2,730
%销售收入	5.5%	5.3%	5.3%	5.2%	资产总计	6,875	9,089	11,656	14,551
管理费用	311	373	437	496	应付款项	698	857	1,009	1,151
%销售收入	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%	短期借款	0	0	0	0
研发费用	233	274	324	372	其他流动负债	3,754	3,873	3,981	4,076
%销售收入	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	流动负债	4,452	4,729	4,990	5,227
财务费用	3	-24	-47	-78	长期债务	121	121	121	121
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.5%	其他长期负债	189	189	189	189
息税前利润 (EBIT)	1,808	2,409	2,810	3,175	非流动负债	310	310	310	310
%销售收入	20.6%	22.0%	21.7%	21.5%	负债总计	4,763	5,040	5,300	5,537
投资收益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	2,066	3,982	6,262	8,888
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	46	67	94	126
除税前利润	1,804	2,433	2,858	3,252	负债股东权益合计	6,875	9,089	11,656	14,551
利润率	20.5%	22.2%	22.1%	22.0%	比率分析				
所得税	311	487	543	585		2024A	2025E	2026E	2027E
所得税率	17.2%	20.0%	19.0%	18.0%	每股指标				
净利润 (含少数股东损益)	1,493	1,946	2,315	2,667	每股收益	0.71	0.81	0.96	1.11
少数股东损益	15	21	27	32	每股净资产	1.10	1.67	2.63	3.74
归属于母公司的净利润	1,479	1,925	2,288	2,635	每股经营现金净流	0.70	0.80	0.99	1.17
增长率	36.9%	30.2%	18.9%	15.2%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利率	16.8%	17.5%	17.7%	17.9%	回报率				
现金流量表					净资产收益率	71.55%	48.33%	36.54%	29.65%
单位：人民币(百万)					总资产收益率	21.51%	21.18%	19.63%	18.11%
	2024A	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	66.99%	46.21%	35.15%	28.50%
净利润	1,479	1,925	2,288	2,635	增长率				
少数股东损益	15	21	27	32	营业收入增长率	14.54%	24.75%	17.86%	14.19%
营运资金变动	-337	-64	-17	7	EBIT增长率	24.64%	33.28%	16.66%	12.96%
其他变动	165	11	57	120	净利润增长率	36.95%	30.19%	18.87%	15.17%
经营活动现金流量净额	1,321	1,892	2,355	2,794	总资产增长率	33.41%	32.22%	28.24%	24.84%
资本开支	-450	-325	-328	-331	资产管理能力				
投资	-1,488	-184	-130	-75	应收账款周转天数	7.4	9.8	8.7	7.9
其他	117	194	168	122	存货周转天数	55.0	52.5	53.2	53.0
投资活动现金流量净额	-1,822	-316	-290	-284	应付账款周转天数	38.3	37.2	38.0	38.6
股权募资	0	0	0	0	固定资产周转天数	31.6	33.1	31.0	29.3
债权募资	-59	0	0	0	偿债能力				
其他	76	-4	-4	-4	流动比率	1.09	1.43	1.82	2.26
筹资活动现金流量净额	17	-4	-4	-4	速动比率	0.85	1.15	1.52	1.94
现金净变动	-493	1,564	2,052	2,497	净负债/股东权益	-82.58%	-81.68%	-84.33%	-87.16%
					EBIT利息保障倍数	541.5	552.0	644.0	727.4
					资产负债率	69.28%	55.45%	45.47%	38.05%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

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

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。