

古茗 (1364.HK)

优质果茶下沉龙头，供应链构建核心竞争力

古茗作为行业领先的大众茶饮品牌，以在下沉市场经营鲜果茶为特色，通过区域加密摊薄成本提升效率，打造国内领先的水果茶饮供应链，门店布局与供应链构成闭环。公司目前深耕华东、华南等区域，在北方有较多空白城市，随着未来古茗品牌力沉淀、供应链和加盟商管理进一步成熟，有望助力公司进一步优化成本和加速开业。

□ 行业领先的大众茶饮品牌，地域加密策略开启拓张步伐。古茗愿景在下沉市场做高质价比的水果茶，自建冷链供应链，为实现规模经济，让门店尽可能开在供应链周围以便覆盖，以此达到水果供应链的成本与质量优势。公司采用地域加密开店策略，以浙江为中心向外拓张，深耕华东、华南等茶饮消费习惯较为丰富的区域，在北方仍有较多空白城市，长期门店数量有望达 3 万家。2025 年 4 月外卖平台开启三方补贴，公司积极拥抱京东等平台，单量同比达到两位数增长。

□ 现制茶饮逐步渗透下沉市场，性价比茶饮消费趋势凸显。灼识咨询预计 2024 年茶饮行业规模 2573 亿，茶饮门店约 40 万家，消费人群渗透率为 22.7%，其中四线以下城市渗透率只有 10%-15%，是未来各家茶饮主要争夺的市场。由于消费者在不同茶饮品牌间的切换，中国茶饮市场呈现出高端消费萎缩，性价比茶饮消费增长的趋势。

□ 一体化供应链管理&加盟商招商管理体系构筑品牌竞争力吸引加盟商。大众茶饮一般以加盟为主要扩张方式，注重规模效应与加盟商盈利。古茗在江浙地区的品牌力强，以高性价比果茶为主打，产品价格 10-18 元。古茗会员季度复购率 53%，高于行业平均水平，公司拥有大规模冷链物流，供应链效率高。公司严格筛选加盟商，数量稳步增长，至 2024 年末与 4868 名合作。单店盈利能力强，回本周期约 19 个月，加盟商平均经营 2.9 家门店，71%经营两家以上。

□ 投资建议：预计 2025-2027 年间公司门店数有望达 11414/12914/14414 家，单店 GMV 收入为 255/255/260 万元/年，分别同比+7.6%/0.0%/2.0%，预计公司 2025~2027 年实现营业收入 107.3/121.5/138.5 亿，分别同比增长 +22.1%/+13.2%/+14.0%，公司归母净利润为 18.9/21.7/24.9 亿元，同比增长 27.9%/14.5%/15.1%。

□ 风险提示：宏观经济消费下滑风险；开业不及预期风险；市场竞争加剧风险；食品安全风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7676	8791	10730	12149	13851
同比增长	38%	15%	22%	13%	14%
营业利润(百万元)	1585	1664	2146	2455	2825
同比增长	60%	5%	29%	14%	15%
归母净利润(百万元)	1080	1479	1891	2166	2494
同比增长	194%	37%	28%	14%	15%
每股收益(元)	0.52	0.71	0.80	0.91	1.05
PE	43.7	32.4	28.8	25.2	21.8
PB	80.9	23.2	13.8	9.8	7.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (首次)

消费品/商业

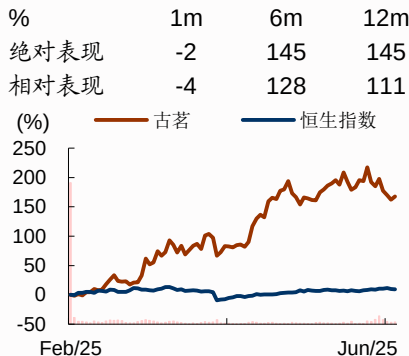
目标估值：NA

当前股价：24.9 港元

基础数据

总股本 (百万股)	2378
香港股 (百万股)	2378
总市值 (十亿港元)	58.0
香港股市值 (十亿港元)	58.0
每股净资产 (港元)	0.9
ROE (TTM)	71.6
资产负债率	69.3%
主要股东	Chivalrous Cavalry Limited
主要股东持股比例	72.7739%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《现制茶饮深度系列（一）—高速增长黄金业态，龙头壁垒逐渐显现》2021-02-25
- 《古茗招股书深度解读—大众茶饮龙头品牌，供应链与加盟体系构筑核心竞争力》2024-03-21
- 《茶饮行业深度报告—蜜雪立足国内供应链优势，拓展海外市场新蓝海》2025-03-03

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李秀敏 S1090520070003

lixiumin1@cmschina.com.cn

潘威全 S1090524070002

panweiquan@cmschina.com.cn

正文目录

一、古茗控股：行业领先的大众茶饮品牌，地域加密策略开启拓张步伐.....	5
1.1 核心看点一：区域加密限南未北，长期开业数量有望达 30000 家.....	5
1.2 核心看点二：店随仓行，餐饮供应链构建核心壁垒	7
1.3 核心看点三：积极拥抱三方平台，公司同店增长亮眼.....	8
二、现制茶饮：逐步渗透下沉市场，性价比消费趋势凸显	9
2.1 行业概况：现制茶饮高速增长，大众茶饮店规模最大	9
2.2 行业趋势：性价比消费增长明显，品牌发力下沉	12
2.3 竞争格局：行业集中度较高，古茗为大众茶饮市场龙头	15
三、竞争优势：一体化供应链管理&加盟商招商管理体系构筑品牌竞争力吸引加盟商	17
3.1 产品矩阵：主打高性价比果茶，产品持续推陈出新.....	19
3.2 区域龙头：深耕东南沿海市场，地域品牌力强	20
3.3 供应链：一体化供应链管理保障食材新鲜、供给稳定	21
3.4 加盟管理：加盟招商管理体系完善，加盟单店盈利能力强.....	22
四、财务分析与盈利预测.....	25
4.1 财务分析	25
4.2 盈利预测及估值	28
五、风险提示	29

图表目录

图 1：古茗简介	5
图 2：古茗门店数量稳定增长（单位：家）	6
图 3：古茗门店城市线分布占比.....	6
图 4：外卖补贴大战时间节点	8
图 5：三平台相同抽样 sku 每单红包额度均值对比	8
图 6：按主要细分市场划分的中国现制饮品市场 GMV（单位：亿元）	9
图 7：中国现制茶饮店行业演进过程	10
图 8：按价格带划分的中国现制饮品市场 GMV（单位：亿元）	11
图 9：按城市线划分的茶饮门店数量（家）	11

图 10: 2020-2024 全国茶饮行业连锁化率.....12

图 11: 2021-2024 年茶饮行业平均店效与同店店效.....12

图 12: 2020-2024 全国茶饮品牌人均消费价位占比分布.....12

图 13: 2024 上半年现制茶饮新品消费者购买产品价格分布.....12

图 14: 各品牌客单价变化情况（单位：元）.....13

图 15: 线级划分的中国现制茶饮市场 GMV（单位：亿元）.....13

图 16: 各线城市 GMV 占比情况.....13

图 17: 前十大品牌一二三线城市开业速度.....14

图 18: 2024 年每万人茶饮门店数量（家）.....14

图 19: 茶饮市场规模拆分.....14

图 20: 各品牌城市线级分布.....15

图 21: 按 GMV 计各品牌在现制茶饮店市场的份额.....16

图 22: 按门店数量计各品牌在现制茶饮店市场的份额.....16

图 23: 现制茶饮门店加盟连锁的商业模式.....18

图 24: 加盟商经营利润与品牌方规模效应.....18

图 25: 古茗产品矩阵.....19

图 26: 古茗 2025 年门店菜单.....19

图 27: 古茗新品开发流程.....20

图 28: 古茗新品发布情况.....20

图 29: 前五大供应商采购情况（单位：百万元）.....21

图 30: 最大供应商采购情况（单位：百万元）.....21

图 31: 古茗加盟商稳步增长.....23

图 32: 古茗加盟商新增和退出情况.....23

图 33: 古茗加盟商招商要求.....23

图 34: 古茗加盟商管理服务能力强.....24

图 35: 公司营业收入及同比增速（单位：百万元）.....25

图 36: 公司整体门店 GMV 情况（单位：亿元）.....25

图 37: 古茗单店杯量和杯单价情况.....26

图 38: 古茗单店 GMV 情况（单位：万元）.....26

图 39: 古茗营业收入构成.....27

图 40: 销售商品及设备情况（单位：百万元）.....27

图 41: 加盟管理服务情况.....27

图 42: 直营门店销售情况 (单位: 百万元)27

图 43: 公司毛利及毛利率情况 (单位: 百万元)27

图 44: 公司经调整净利润及净利率情况 (单位: 百万元)27

图 45: 公司销售成本情况 (单位: 百万元)28

图 46: 公司费用情况.....28

表 1: 2024 年古茗门店数及区域茶饮总门店数情况6

表 2: 古茗区域开业空间测算7

表 3: 主要奶茶品牌供应链优势对比7

表 4: 各茶饮品牌 2025 年同店增长情况.....9

表 5: 各城市线奶茶渗透率.....14

表 6: 前十五大茶饮品牌门店数量趋势16

表 7: 前十五大茶饮品牌单店销售额趋势.....17

表 8: 古茗果茶类产品售价低于行业平均.....19

表 9: 大众茶饮品牌龙头区域分布20

表 10: 古茗加工工厂情况22

表 11: 古茗开店前期投入情况24

表 12: 茶饮品牌单店模型情况.....24

表 13: 古茗盈利预测.....28

一、古茗控股：行业领先的大众茶饮品牌，地域加密策略开启拓张步伐

古茗是行业领先的大众现制茶饮品牌，致力于提供新鲜美味、价格亲民的茶饮产品。2010 年，古茗品牌创立于浙江省台州温岭市大溪镇，成立至今，古茗进行过数次品牌形象升级，依靠强大的自建供应链和加盟招商体系，古茗于 2024 年底门店数量突破 9914 家，2024 年 GMV 达到 224 亿元，同比增长 16.6%。

图 1：古茗简介

项目	内容
品牌	古茗
成立时间	2010



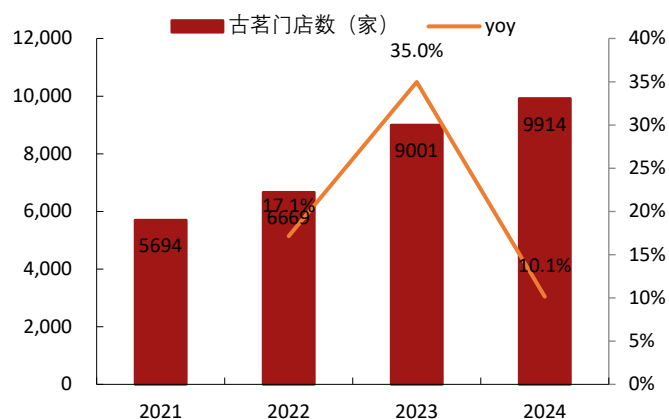
品牌定位	大众茶饮
门店数	9914（截至 2024 年年底）
闭店率	3%-4%
点位分布	主要集中在住宅区、学校、办公场所
城市线级分布	重点布局二线及以下城市
区域分布	主要分布于浙江及周边省份（福建、江西、江苏、安徽、湖北、湖南、广东）
产品	果茶（41%）、奶茶（47%）、其他（12%）
杯单价	16.2
复购率	53%（根据公司招股书数据，大众现制茶饮行业平均复购率 30%）
供应链	招股书表明公司自建常用原料种植基地和加工工厂，运营 22 个仓库和行业内规模最大冷链基础设施，支持向 97%以上的门店提供两日一配的冷链配送服务
加盟管理	加盟商 4842 名，在开设古茗超过两年的加盟商中，平均每个加盟商经营 2.9 家门店，71%的加盟商经营两家及以上门店。

资料来源：招股说明书、窄门餐眼、招商证券

1.1 核心看点一：区域加密限南未北，长期开业数量有望达 30000 家

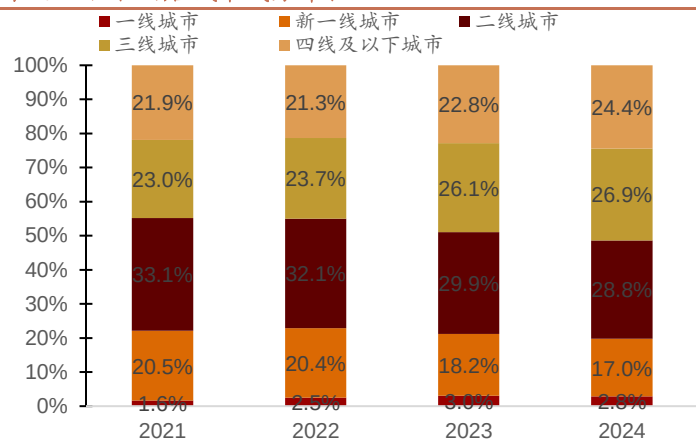
古茗采用地域加密开店策略，以浙江为中心向外拓张。从门店数量上看，2021 年至 2024 年公司门店数量分别为 5694/6669/9001/9914 家，近三年保持了较为高速的扩张门店节奏。古茗采用地域加密的布店策略稳步扩张门店网络，古茗认为在单一省份的门店超过 500 家表示在该地区具备了凸显规模效应的基础即达到关键规模。借助在已具有关键规模的省份所积累的经验 and 优势，古茗策略性地进入邻近省份。截至 2024 年，古茗已在江、福建、江西、广东、湖北、江苏、湖南及安徽八个省份建立了超过关键规模的门店网络，八个省份占整体门店数量的 80%，合计贡献 2024 年 84%的 GMV。

图 2: 古茗门店数量稳定增长 (单位: 家)



资料来源：招股说明书、招商证券

图 3: 古茗门店城市线分布占比



资料来源：招股说明书、招商证券

长期开业空间广阔，门店数量有望达3万家。公司坚持区域加密策略，公司深耕华东、华南等茶饮消费习惯较为丰富的区域，拓展品牌供应链并持续下沉，在单一省份达到相应规模后再考虑向邻近省份扩展，并且使得整体竞争分布呈现显著区域性。因此我们将品牌未来按省份区分为优势区域、潜力区域、空白区域进行分别测算，长期门店数量有望达30241家，约205%的开业增长空间；在不考虑空白区域的保守估计下，公司通过区域加密和邻近省份扩展，在优势&潜力区域长期门店数量也有望达23331家门店，约135%的开业增长空间。

按区域划分:

- (1) **优势区域 (8 个省份):** 浙江、江苏、安徽、福建、江西、广东、湖南、湖北是古茗的优势区域, 目前优势区域现有密度为 14.4 家/百万人, 公司坚持区域下沉加密策略, 考虑到江浙、江苏等地居民消费力较强, 我们认为后续仍然具备下沉加密空间, 预计长期渗透率可达 25.1 家/百万人, 长期开业空间为 13844 家, 相较于目前门店数 (7981 家) 仍具备约 74% 的开业空间。
- (2) **潜力区域 (7 个省份):** 山东、广西、河南、重庆、四川、贵州、云南是较具潜力的 7 大省份, 目前品牌门店市占率在区域内仅约为 1%-3%, 自有区域现有门店密度为 4.2 家/百万人, 渗透率较低, 有望成为未来 3-5 年公司门店增长的重要来源, 是古茗未来重要的增量区域。预计未来长期渗透率达 21.0 家/百万人, 开业空间为 9466 家, 约 398% 的增长空间。
- (3) **空白区域 (16 个省份):** 由于公司产品以鲜果茶为主, 气候和季节性角度上更契合南方市场, 因此目前公司在北方仍有大量的空白省份有待开发, 诸如北京、上海等均是极具潜力的空白市场。目前空白区域门店密度仅为 0.2 家/百万人, 但空白区域人均 GDP 可达 84997 元, 人均消费能力较强, 我们预计长期门店密度为 21.0 家/百万人, 开业空间约为 6930 家。

表 1: 2024 年古茗门店数及区域茶饮总门店数情况

存量 8 省					空白 16 省				
	省份	茶饮行业	古茗门店	古茗门店		省份	茶饮行业	古茗门店	古茗门店
	浙江省	20,981	2248	10.7%		河北省	13,538	32	0.2%
	江苏省	26,372	846	3.2%		陕西省	7,679	2	0.0%
	安徽省	14,063	637	4.5%		甘肃省	4,631	4	0.1%
	福建省	16,492	1213	7.4%		海南省	7,693	55	0.7%
	江西省	10,184	981	9.6%		北京市	5,372	0	0.0%
	广东省	76,108	1162	1.5%		天津市	3,163	0	0.0%
	湖南省	13,485	550	4.1%		上海市	7,394	0	0.0%

潜力 7 省	湖北省	11,070	683	6.2%	内蒙古省	4,901	0	0.0%
					宁夏省	1,585	0	0.0%
	山东省	21,389	254	1.2%	新疆省	5,241	0	0.0%
	广西省	22,754	487	2.1%	西藏省	836	0	0.0%
	河南省	19,345	296	1.5%	山西省	5,844	0	0.0%
	重庆市	6,706	195	2.9%	辽宁省	8,840	1	0.0%
	四川省	17,951	309	1.7%	吉林省	4,457	0	0.0%
	贵州省	8,715	224	2.6%	黑龙江省	5,422	0	0.0%
	云南省	15,081	224	1.5%	青海省	1,576	0	0.0%

资料来源：久谦中台、招商证券整理

表 2：古茗区域开业空间测算

省份	人均 GDP (元, 23 年)	常住人口 (万人)	现有门店数(家)	现有密度 (店 / 百万人)	长期密度 (店 / 百万人)	长期空间(家)	增幅
存量 8 省	106,430	55,084	7,941	14.4	25.1	13,844	74%
潜力 7 省	70,802	45,062	1,900	4.2	21.0	9466	398%
空白 16 省	84,997	40,621	79	0.2	17.1	6930	8672%
合计	89,358	140,767	9,920	7.0	21.5	30,241	205%

资料来源：招商证券预测

1.2 核心看点二：店随仓行，餐饮供应链构建核心壁垒

古茗以鲜果茶起家，把好喝且性价比高的产品送到乡镇和下沉地区，针对浙江、福建下沉市场做鲜果茶面临新鲜水果运输难、成本高、消费者负担不起等问题，公司从建立之初就开始自建冷链供应链。冷链供应链要实现规模经济，要让门店尽可能开在供应链周围以便覆盖，因此在门店扩张上采取先在一个省份加密到足够密度后再逐步外拓的策略。

未来茶饮市场的竞争主要在下沉乡镇市场，供应链能力至关重要。供应链能力主要分采购、加工和配送三个部分，其中蜜雪规模大采购成本低，多数供应材料自产，自产率 60%+，成本上远低于对手，是能够站稳低价的核心竞争力；古茗采购加工有一定优势，在仓储物流上更为突出，多数奶茶品牌借助第三方物流和仓储体系，而古茗区域加密+自建供应链能够做到一天两配，对于鲜果茶这个赛道来说优势很大。

表 3：主要奶茶品牌供应链优势对比

茶饮供应链对比	蜜雪冰城	古茗	茶百道	霸王茶姬
采购	38 个国家的采购网络	采购中心由 110 多名专职雇员组成，全球采购，超过 1100 名供应商	335 名雇员的供应链中心，333 名供应商	拥有 2700 亩自营茶园
采购优势	柠檬、奶粉、橙子、茶叶、咖啡生豆各约 11.5 万吨、5.1 万吨、4.6 万吨、1.6 万吨、1.6 万吨，采购成本比同行低 10%-20%	36 个品种约 85,000 吨的新鲜水果，芒果比市价低 30%	采购乳制品、茶叶、糖、鲜果、果汁及包装材料	茶叶、鲜奶、鲜果、包材
加工厂数量	河南、海南、广西、重庆、安徽	励川、果如、广西三个加工厂	一家位于四川成都的制造工厂	在潮汕、江门自建茶叶加工厂，同时与茶百道合资建立了包材供应链公司
加工类型	糖、奶、茶、咖、果、小料	茶叶拼配、混合果汁	包装材料	包装材料、茶叶

茶饮供应链对比	蜜雪冰城	古茗	茶百道	霸王茶姬
加工产能	79 万平，产量 165 万吨，60%自产，自产比外采成本低 50%	加工比例 13%，熟成损耗率降至 10%，远低于行业平均约 20%	加工比例 26.7%，产能 1.4 万吨	/
物流中心数量	全国 27 个仓库，35 万平；东南亚 7 个，6.9 万平	22 个仓库，22 万平，冷库 6 万平	21 个省级仓配中心，3 个前置仓配中心	两级仓储系统（中央仓库和区域仓库），在中国有 37 个仓储点位
配送能力	配送网络国内覆盖超 300 个地级市、1,700 个县城和 4,900 个乡镇，国外覆盖了 4 个国家的超 560 个城市。在中国内地逾 90%的县级行政区实现 12 小时触达，约 97%以上的门店实现冷链物流覆盖。	直接运营 362 辆自有车队，能够向下沉市场约 97%的门店提供两日一配的冷链配送服务（同业一般 4 日一配），2021~2023 年平均仓到店配送成本不足 GMV1%（行业平均约 2%）	调度 300 余辆多温运输车队，约 92%的门店实现下单后次日达，97%的门店每周获得两次或以上的配送服务，截至 2024 年底，水果统一配送覆盖率达 71.1%	能够在国内的门店网络内提供冷链运输和次日达服务，物流成本 2024 年占海内外总 GMV 的 1%以下，库存周转天数 5.3 天
配送周期	可日配/两日配送 海外每周两配/三配，但保质期较长	两日一配	每周两配及以上	\

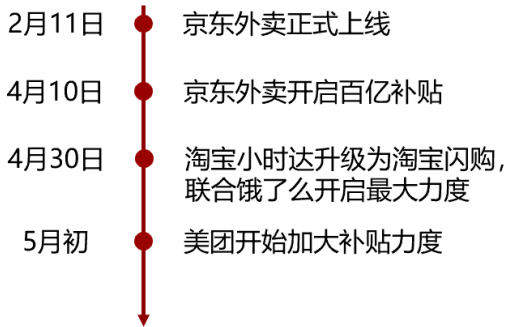
资料来源：公司公告、招商证券

古茗用料实在口感醇厚，消费者复购率高。由于公司拥有水果供应链的成本与质量优势，古茗产品口味普遍较鲜、较醇厚，以葡萄饮品为例，古茗原来要添加 90CC 的葡萄汁，而其他品牌可能只添加 60CC 葡萄汁；古茗的杨枝甘露会添加西米、西柚、芒果、椰奶、奶盖等 5-6 种料，水果含量较高。由于果茶的真材实料，公司消费者平均季度复购率达到 53%，高于行业的 30%。

1.3 核心看点三：积极拥抱三方平台，公司同店增长亮眼

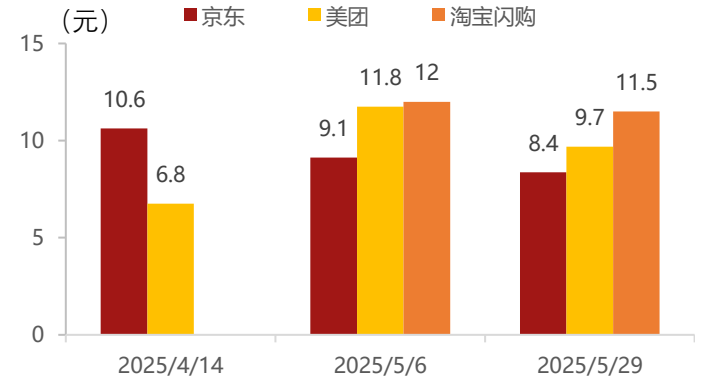
平台开启外卖补贴，茶饮行业受益。2025 年 2 月，京东外卖平台正式上线，并于 4 月开启百亿补贴，目前京东日均订单量稳定 2000 万+，其中饮品约占 40%+。为了应对竞争，淘宝于五一期间升级淘宝闪购，联合饿了么亦开启外卖补贴活动，美团也在 5 月初加大了补贴力度。从不同平台的抽样数据看，每单外卖红包平均金额约 10 元，茶饮作为低客单价（10-20 元），高外卖占比（40%-60%）的行业，在此轮外卖补贴竞争中最为受益。

图 4：外卖补贴大战时间节点



资料来源：官方公众号、招商证券

图 5：三平台相同抽样 sku 每单红包额度均值对比



资料来源：草根调研、招商证券

2024 年咖啡行业价格战激烈，降价压力波及到茶饮行业，叠加 315 的食品安全

舆情事件，多数品牌同店下降，进入调整阶段。2025 年以来，由于行业出清，暖冬天气热，茶饮行业在一季度有一定的复苏趋势，二季度外卖价格战开启后，茶饮品牌同店普遍大幅增长。古茗一季度同店已经录得高个位数增长，二季度外卖补贴活动开启，公司积极拥抱京东等平台，单量增速达到 20%-30%，好于同类竞品。

表 4: 各茶饮品牌 2025 年同店增长情况

	Q1 同店增速 (%)	4 月同店增速 (%)	5 月同店增速 (%)
蜜雪冰城	5%左右	13%	15%-20%
古茗	7%-9%	20%-30%	30%
茶百道	-5%	10%-15%	15%-20%
霸王茶姬	-15%	-10%	-6%
瑞幸咖啡	8%	8%	14%

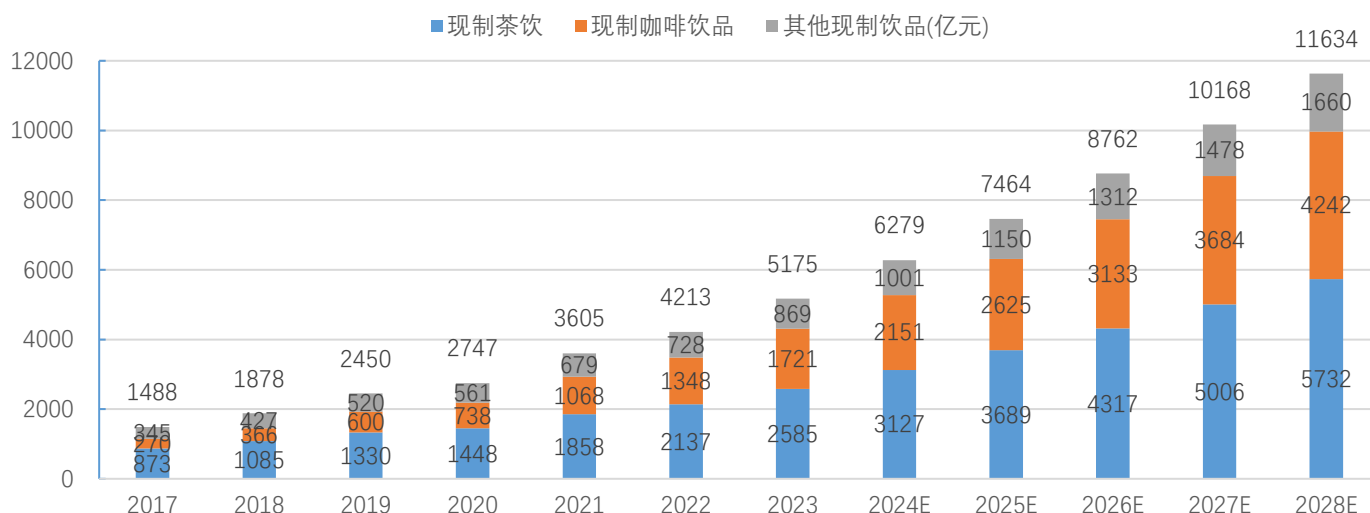
注：部分数据来自草根调研，仅供参考。资料来源：公司公告、草根调研，招商证券

二、现制茶饮：逐步渗透下沉市场，性价比消费趋势凸显

2.1 行业概况：现制茶饮高速增长，大众茶饮店规模最大

中国的现制饮品市场蓬勃发展，相比成熟市场仍具庞大增长空间。现制饮品市场种类多样，包括茶饮、咖啡饮品及其他饮品（果汁及酸奶等饮品）。根据灼识咨询，过去五年得益于人均可支配收入增加、消费者习惯转变以及产品品质持续升级，中国现制饮品市场 GMV 由 2018 年的 1878 亿元增长至 2023 年的 5175 亿元，CAGR 达 22.5%。中国现制饮品市场主要包括茶饮及咖啡饮品，2023 年两者分别占整体现制饮品市场 GMV 的 50.0%和 33.3%。

图 6: 按主要细分市场划分的中国现制饮品市场 GMV (单位: 亿元)



资料来源：招股说明书、招商证券

产品创新需求迭代，现制延续高增长趋势。奶茶兴起于 20 世纪 80 年代的台湾，到 20 世纪末引入中国大陆。最初，街头小店以低价珍珠奶茶为主打产品，随后在 2006 年和 2007 年，快乐柠檬和 CoCo 都可等品牌通过引入柠檬和百香果等新原料，推动了产品的首次升级，产品价格也随之上升。进入 21 世纪 10 年代，1 点点等品牌通过网络营销和标准化运作，打造了网红奶茶概念，并加速了行业

的连锁化进程。2015 年起，喜茶、奈雪的茶等新式茶饮品牌通过全方位升级，推动了鲜果茶的流行，并以直营方式进入繁华商圈。2020 年疫情的出现促使行业进一步细分，企业开始注重个性化、数字化和零售化，通过新品研发和 SKU 升级来占领细分市场，同时加强线上线下资源整合，古茗、茶百道开始崛起。2023 年，霸王茶姬蛰伏多年后，通过轻乳茶和国风营销快速打开异地市场，成为近期最热门的茶饮品牌。

图 7：中国现制茶饮店行业演进过程

	行业萌芽	新品探索	流程升级	品牌成长	赛道细分	降价与存量竞争
原料	人工奶茶粉	人工奶粉+茶末/茶渣		高品质茶叶+新鲜水果+鲜奶		萃茶机萃茶+鲜奶
配料	珍珠、椰果、布丁、红豆、冰淇淋等			芝士、奶油顶、牛乳等		爆爆珠、奶冻、轻芝士
价格	3-8元	8-16元		20元以上		回落至10-20元区间
渠道	店铺	店铺+电话外送		店铺+线上外卖+自有程序		直播、抖音、小红书
开店场所和风格	学校、公园、交通枢纽等街边小店			购物商场、写字楼附近设大面积店铺		商场B1、下沉市场、店中店
重要因素	地理选址	产品创新	营销策略	品牌渠道	赛道定位和新品研发	价格、新品和运营效率
阶段特点	街边小店、个体独立	产品和价格初次升级	制作流程精细化，营销重要性显现，连锁化率提高	健康潮流下，产品、价格、运营再次升级，SKU快速增长	个性化、数字化、零售化	9.9元价格战、轻乳茶（口味清淡）、小店型

资料来源：招股说明书、招商证券

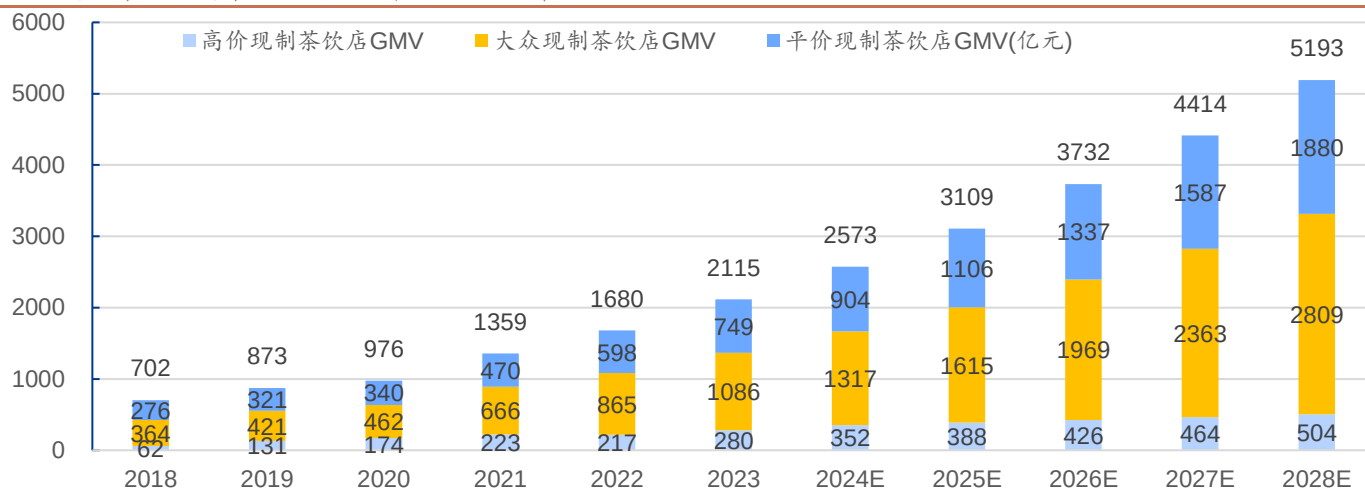
细分来看，现制茶饮店又可以根据价格带分为高价、大众、平价三个档次，满足消费者差异化需求。目前我国茶饮市场品牌众多，现制茶饮各个价位带均有多家品牌覆盖。按照不同价格层次可以分为高价、大众、平价三个档次，具体而言：

高价茶饮：原来普遍价格位于 20-40 元之间，目前价格带逐渐下移至 20 元左右，主要采用直营模式进行扩张（近年来部分品牌也有开放加盟），门店面积较大（50-150 平米）且多位于商圈以打造舒适的社交空间，代表品牌如奈雪的茶、喜茶、乐乐茶等。

大众茶饮：普遍价格位于 10-20 元之间，主要采用加盟模式进行扩张，门店面积通常为 15-30 平方米，地段多处于街边或商场，代表品牌如古茗、茶百道、一点点、书亦烧仙草、coco 等等，是现制茶饮中占比最高的赛道。

平价茶饮：普遍价格小于 10 元，代表品牌如蜜雪冰城、益禾堂等，主要采用加盟模式进行扩张，单店面积较小（5-20 平方米）且多为街边店，由于客单价较低，在下沉市场具有广阔发展前景。

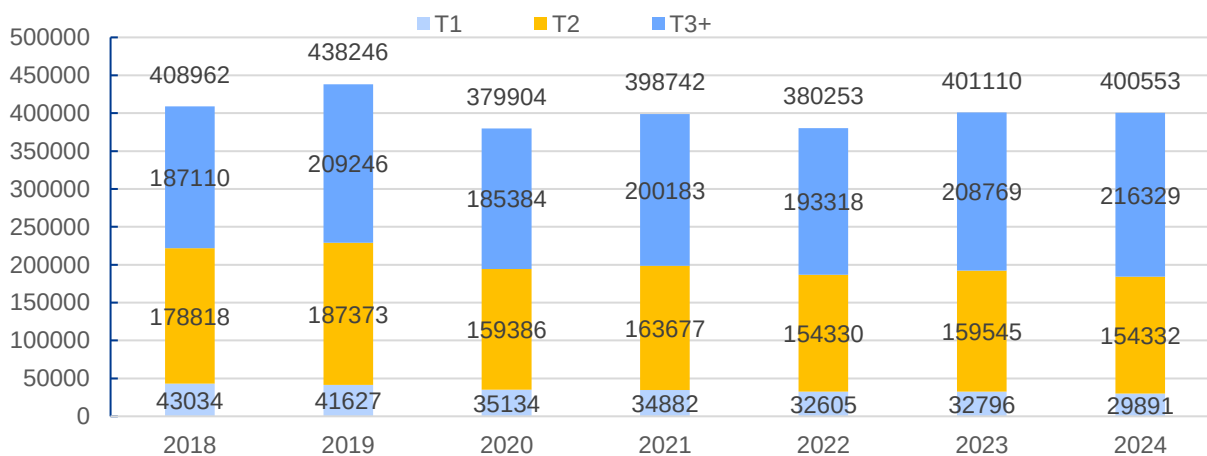
图 8：按价格带划分的中国现制饮品市场 GMV（单位：亿元）



资料来源：招股说明书、招商证券

全国茶饮门店约 40 万家，2024 年门店规模基本持平。根据窄门餐眼数据，截至 2024 年底，全国奶茶饮品行业门店总数达到 412,579 家，而根据久谦数据，2024 年底全国奶茶饮品行业门店总数为 400,553 家，和上年同期相比少了 557 家，两家数据口径有所差异，但 2024 年奶茶行业门店体量约为 40 万家，数量上持平微降。

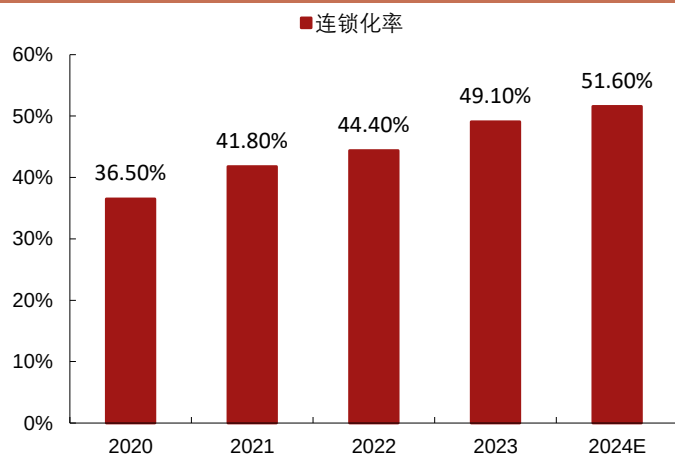
图 9：按城市线划分的茶饮门店数量（家）



资料来源：招股说明书、招商证券

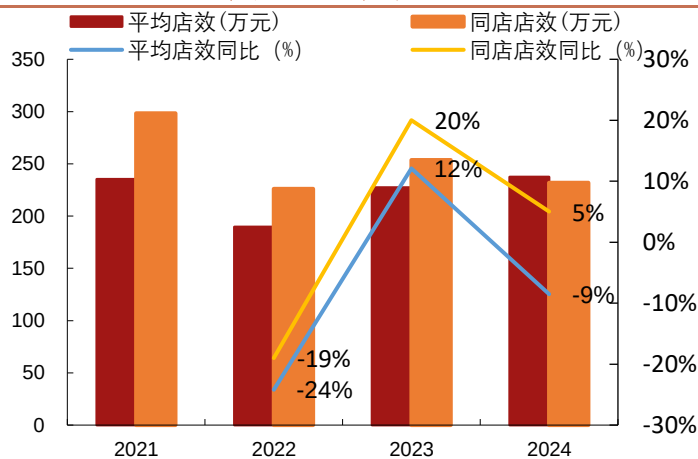
连锁化率持续提升，品牌结构升级，平均单店规模提升。尽管茶饮行业门店体量变化不大，但茶饮行业连锁化率从 2020 年的 36.5% 快速提升至 2024 年的 51.6%，并且头部品牌增长较快，CR10 的门店规模从 2020 年的 9.6% 提升至 2024 年的 22.5%。因此尽管 2024 年饮品行业竞争激烈，品牌的老店同店销售有所下滑，但行业平均门店规模受产业结构性升级（头部品牌的门店单店销售更高）有所提升，带动行业整体规模增长。

图 10: 2020-2024 全国茶饮行业连锁化率



资料来源: 美团、NCBD、招商证券

图 11: 2021-2024 年茶饮行业平均店效与同店店效



资料来源: 久谦、招商证券

2.2 行业趋势: 性价比消费增长明显, 品牌发力下沉

高端消费萎缩, 性价比茶饮消费增长迅速。红餐大数据显示, 2024 年人均消费 10-20 元的价位占比最高, 占整体消费的 65%, 10 元及以下消费同样高速增长, 从 20 年的 7% 提升至 24 年的 22%。高端茶饮消费逐渐萎缩, 人均消费 20 元以上的占比从 2020 年的 33% 迅速减少至 2024 年的 12%。观察各品牌客单价变化可以发现, 高价茶饮客单价下移, 大众及平价茶饮客单价维持相对稳定, 人均消费的变化尤其是 15 元以下的消费增长系消费者在不同茶饮品牌间的切换所致而非品牌自身客单价的下移, 上述变化反应了当前消费者对茶饮定价更加敏感, 性价比茶饮消费价值凸显。

新品价位同样反应了性价比消费增长趋势。根据红餐产业研究院数据统计, 2024 上半年头部品牌上新数量分布情况来看, 10 元至 20 元区间的新品数量占比达到 65%; 结合销量来看, 新茶饮销量最高的实付外卖价格段也落在 10-20 元价格区间内 (81.8%), 而 20 元及以上新品数量占比虽然较大 (36%), 但销量明显不足, 占比仅 16%, 反应出消费者对价格愈加敏感, 高性价比产品将逐渐成为市场的主流。

图 12: 2020-2024 全国茶饮品牌人均消费价位占比分布

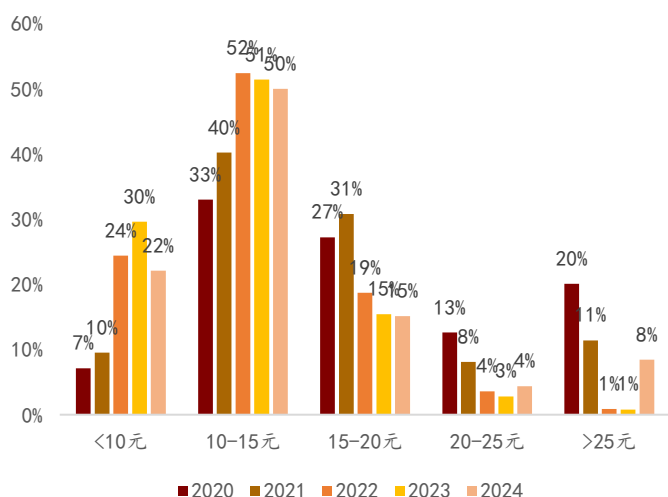
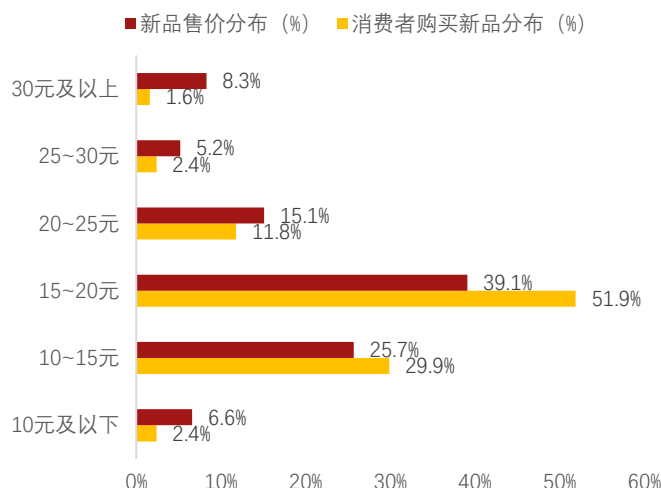


图 13: 2024 上半年现制茶饮新品消费者购买产品价格分布

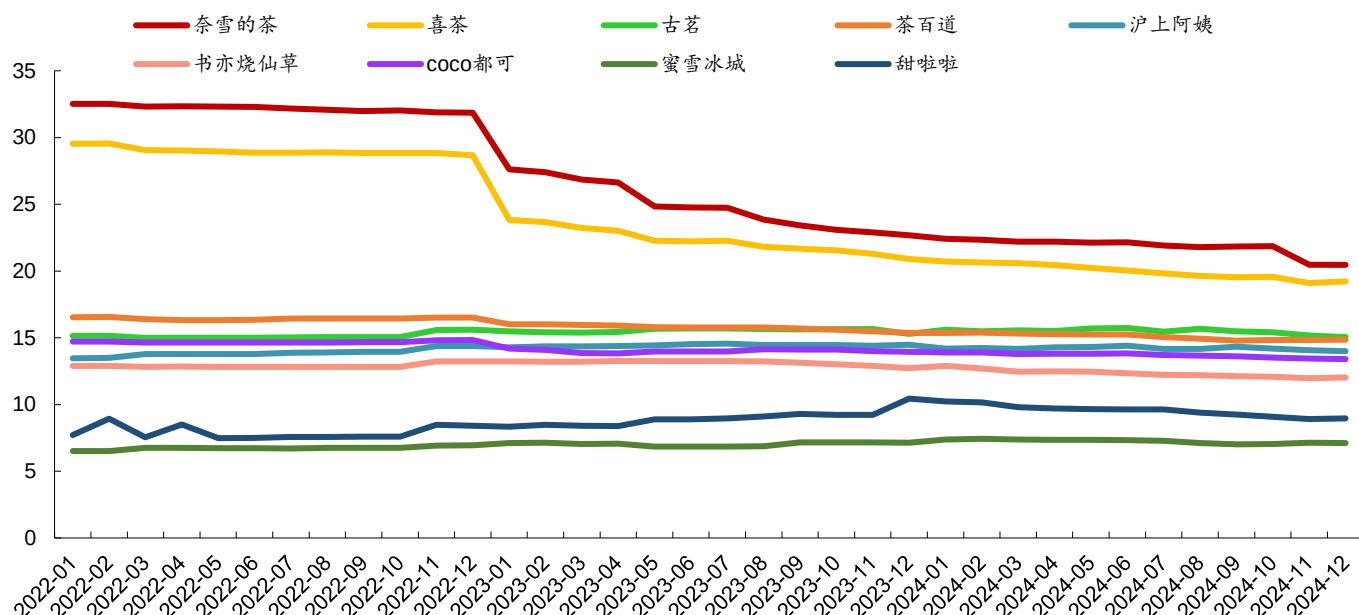


资料来源：红餐大数据、招商证券

资料来源：红餐产业研究院、招商证券

从各大品牌近两年的价格走势来看，20 元以上价格带的品牌客单价普遍都调整至 20 元附近，10-20 元价格带的品牌客单价相对稳定，但 2024 年客单价有低个位数水平下调，10 元以下价格带品牌客单价基本不变。

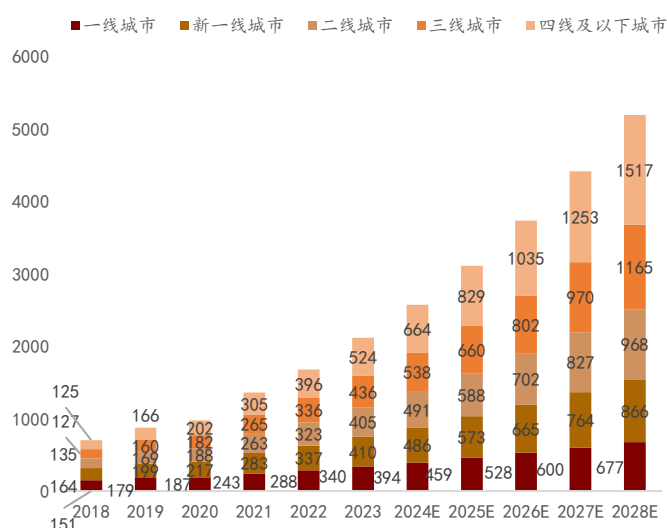
图 14：各品牌客单价变化情况（单位：元）



资料来源：久谦中台、招商证券

下沉市场空间大、增速快，市场潜力尚未完全挖掘。下沉市场拥有较大的市场容量和较快的增速，根据灼识咨询，2018-2023 年一线/新一线/二线/三线/四线及以下现制茶饮 GMV 复合增长率分别为 17.6%/20.1%/24.6%/28.0%/33.2%，2023 年二线及以下城市 GMV 占比达到 46%，占据半壁江山。

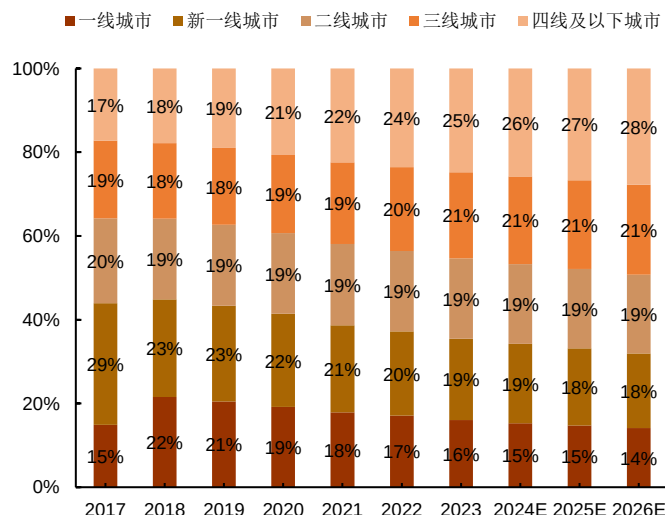
图 15：线级划分的中国现制茶饮市场 GMV（单位：亿元）



资料来源：招股说明书、招商证券

随着蜜雪冰城及其他平价品牌在下沉市场的布局，下沉市场消费者得到了充分的市场教育，并且一线城市竞争日趋激烈，不少原高价品牌（喜茶、奈雪、乐乐茶）下沉竞争，叠加蜜雪冰城开放全国乡镇加盟申请，下沉市场茶饮增速快于一二线城市。三线及以下城市人口达 9 亿，万人平均茶饮门店数仍较一线城市有较大的

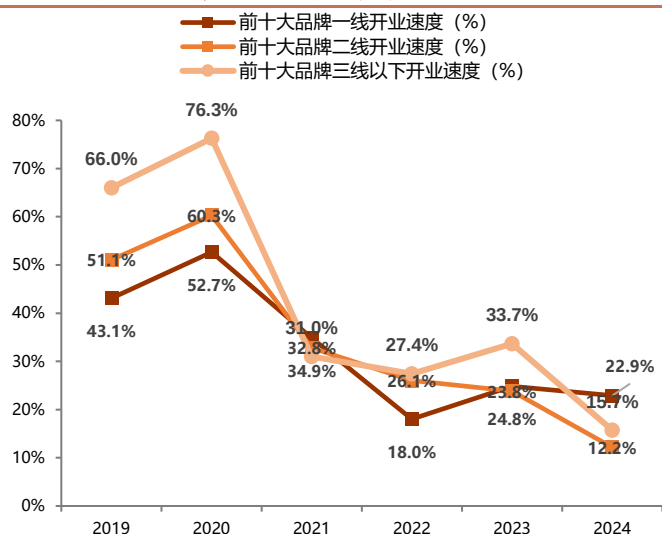
图 16：各线城市 GMV 占比情况



资料来源：招股说明书、招商证券

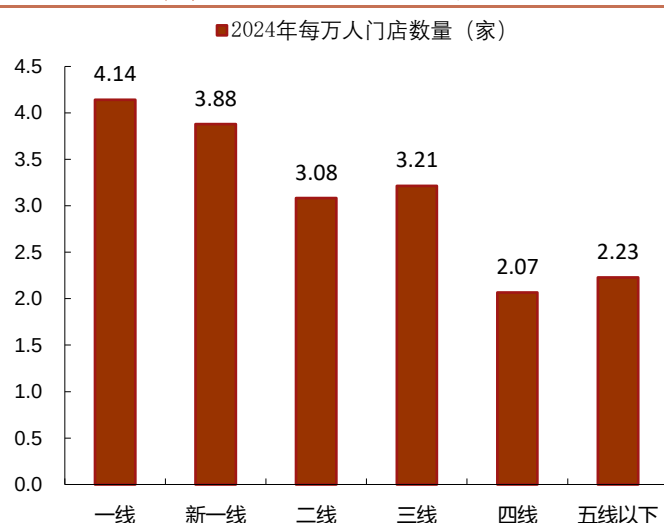
差距，低线城市乃至乡镇市场潜力尚未被完全挖掘。

图 17：前十大品牌一二三线城市开业速度



资料来源：古茗招股说明书、招商证券

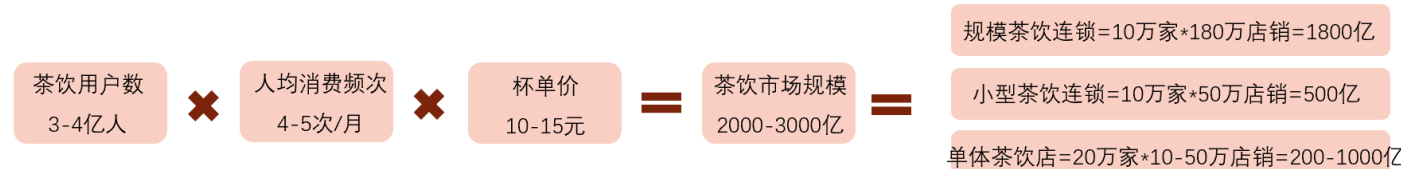
图 18：2024 年每万人茶饮门店数量（家）



资料来源：窄门餐眼、招商证券

根据灼识咨询数据，目前中国现制茶饮消费人群渗透率为 22.7%，全国约有 3 亿+的现制茶饮消费人群，人月均消费限制茶饮 3-4 次，杯单价在 10-15 元，构筑了 2500 亿的现制茶饮市场。而从供应方来看，前 10-20 家大型茶饮品牌月 10+ 万家，单店效益较高，占据茶饮市场 2/3 的规模，中小型茶饮品牌和单体茶饮店则占据剩余的 1/3 市场。

图 19：茶饮市场规模拆分



资料来源：招股说明书、灼识咨询、久谦咨询、招商证券

根据灼识数据和 QM 数据，目前茶饮用户是 3.2 亿人次，主要集中在 15-30 岁的 Z 世代人群和 30-40 岁的 Y 世代人群，从城市分布来看，一线和新一线的渗透率达到 35%，二三线还有一些渗透空间，四线以下城市渗透率只有 10%-15%，所以各家奶茶品牌普遍布局下沉市场。假设一线新一线渗透率到 40%，二三线到 35%，四五线到 20%-25%，奶茶用户数能达到 4-4.5 亿人次，还有 30%-40% 空间。

表 5：各城市线奶茶渗透率

	人口总数 (万人)	奶茶用户量 (万人)	渗透率 (%)
一线城市	8299	2880	34.7%
新一线城市	18118	6560	36.2%
二线城市	24528	7296	29.7%
三线城市	29200	7520	25.8%
四线城市	31300	4768	15.2%
五线以下城市	28555	2976	10.4%

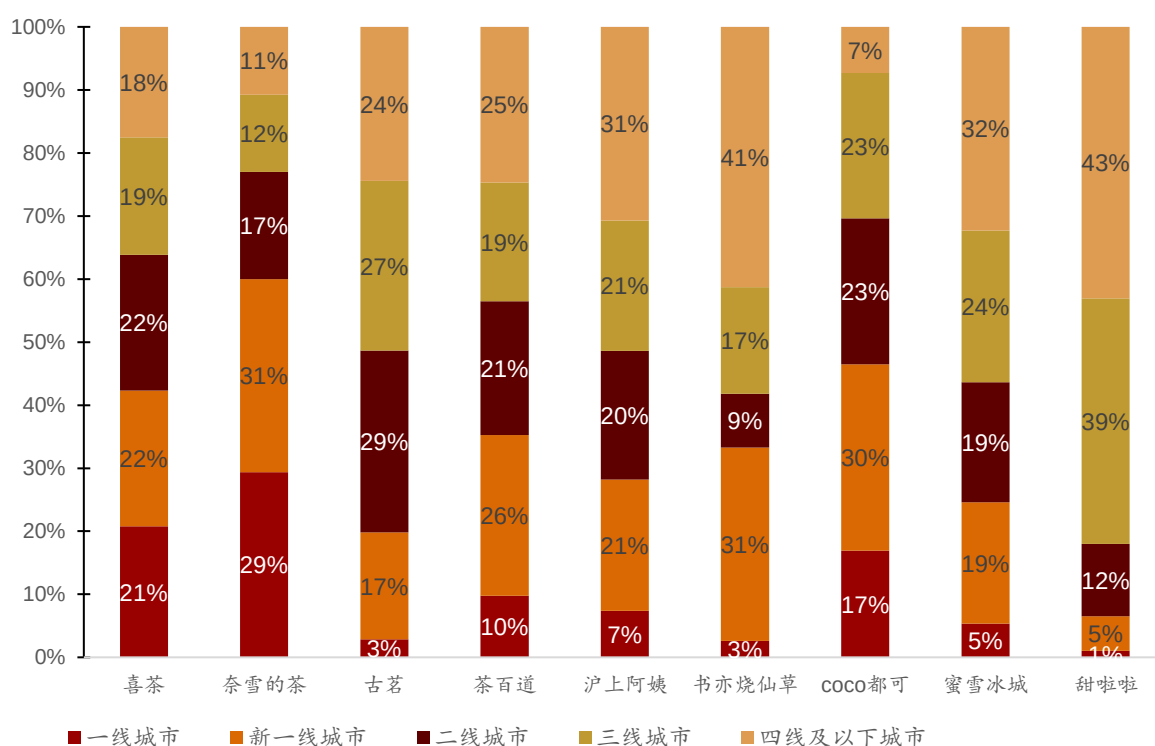
资料来源：QuestMobile、灼识咨询、招商证券

高价品牌下沉竞争，二、三线或成竞争重点区域。高价茶饮重点布局高线城市，大众茶饮于新一线、二线城市占比较高，平价茶饮发力三线及以下城市。根据窄

门餐眼的数据显示，一线城市及新一线城市是高端茶饮布局的重点区域，头部品牌大部分的门店均开设于高线城市，奈雪的茶在一线及新一线城市的占比之和为60%，喜茶开放加盟后，布局城市逐渐下沉，占比由2022年9月的74%迅速下降到25年6月的43%，继2022年11月喜茶宣布开放加盟、乐乐茶、奈雪的茶相继宣布开放加盟，头部高价茶饮相继下沉竞争。

相对高价茶饮，大众茶饮则于新一线及二线城市占比较高，头部品牌古茗/茶百道/沪上阿姨/书亦烧仙草/CoCo 都可于新一线及二线城市门店占比分别为46%/47%/41%/39%/53%；而平价茶饮则是重点发力三线至五线的城市，蜜雪冰城和甜啦啦在三线/四线/五线城市门店占比分别为24%/19%/13%和39%/29%/15%，各价格段品牌均有重点布局的城市线级，性价比与下沉趋势下，预计高价、大众茶饮品牌未来布局将继续下沉，二线、三线城市或将成为高价与大众、大众与平价茶饮竞争重点区域。

图 20：各品牌城市线级分布

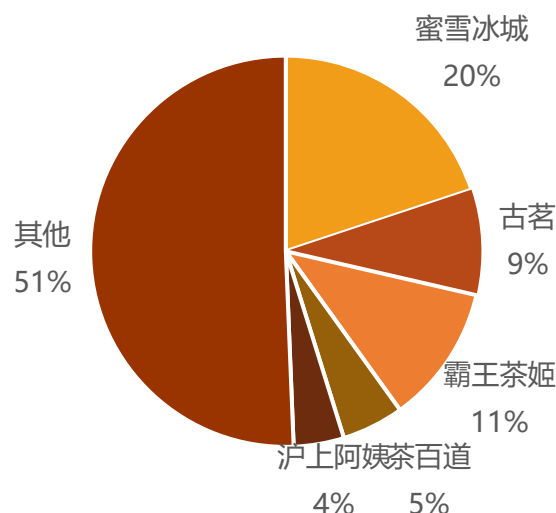


资料来源：公司公告。窄门餐眼、招商证券，注：古茗数据来自公司公告，其余数据来自窄门餐眼，数据截至2025年6月9日

2.3 竞争格局：行业集中度较高，古茗为大众茶饮市场龙头

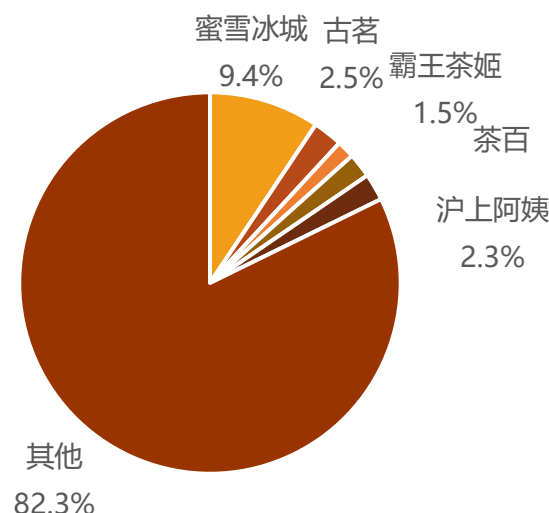
现制茶饮店行业整体集中度较高，古茗在大众现制茶饮市场领先。按截至2024年12月31日的GMV计，我国现制茶饮店市场CR5为48.9%，前三的品牌分别为蜜雪冰城（21%）、霸王茶姬（11%）和古茗（9%），行业整体集中度较高。从门店数量来看，现制茶饮店市场CR5为17.7%，前三的品牌分别为蜜雪冰城（9.4%）、古茗（2.5%）和沪上阿姨（2.3%）。

图 21：按 GMV 计各品牌在现制茶饮店市场的份额



资料来源：招股说明书、招商证券，数据截至 24 年 12 月 31 日

图 22：按门店数量计各品牌在现制茶饮店市场的份额



资料来源：招股说明书、招商证券，数据截至 24 年 12 月 31 日

衡量品牌的发展状态，主要有开业情况和门店经营表现两个维度，由于现有茶饮店普遍开放了加盟，因此开业速度反映的是品牌的投资回收期和加盟商对于品牌信心。从 2024 年的开业兼顾 2023 年数据看，霸王茶姬和喜茶保持了非常快的开业速度，蜜雪在大体量下开业非常稳定且高速，这三个品牌也基本上是这两年低端、中端和高端茶饮品牌的龙头，柠季和 Linlee 手打柠檬茶也是最近快速兴起的柠檬茶品牌，但是柠檬茶受季节性影响较大，其发展规模仍需验证。古茗、沪上阿姨和茶百道等大众品牌，仍处于扩张期，但 2024 年品牌增速一般，盈利能力尚可。甜啦啦、书亦烧仙草、Coco、一点点处于品牌势能下行期，面临品牌老化和净关店状态。

表 6：前十五大茶饮品牌门店数量趋势

名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	YOY	2024	YOY
蜜雪冰城	4020	7176	12866	19243	25388	30334	19.5%	37584	23.9%
古茗	1413	2162	4277	5694	6669	9001	35%	9914	10.1%
沪上阿姨					5307	7789	47%	9176	17.8%
茶百道	266	673	2400	4788	6352	7795	23%	8382	7.5%
霸王茶姬	40	120	231	419	1087	3511	223%	6440	83.4%
益禾堂	1434	2436	3797	4394	4383	5154	18%	5840	13.3%
甜啦啦	592	917	2036	2814	3233	5353	66%	5153	-3.7%
书亦烧仙草	1035	2896	5534	6391	6185	6668	8%	4996	-25.1%
喜茶 Heytea	192	454	747	849	723	3127	333%	4386	40.3%
Coco 都可	3833	4295	4817	5115	4820	4222	-12%	3726	-11.7%
一点点	1913	2693	3300	3625	3500	3058	-13%	3101	1.4%
奈雪的茶	192	349	501	828	1071	1578	47%	1806	14.4%
Linlee 林里手	2	12	60	564	961	1443	50%	1775	23.0%
柠季手打柠檬茶	-	-	-	175	659	1373	108%	1696	23.5%
快乐番薯	1347	1633	1668	1634	1816	2057	13%	1610	-21.7%

注：沪上阿姨数据来源为招股书。资料来源：公司公告、久谦咨询、招商证券

门店销售额衡量的是品牌经营的稳定性，餐饮的模型较为脆弱，毛利率相对稳定，租金、折摊、人工、水电等费用相对固定，一旦同店下滑，经营杠杆下餐厅利润率将非线性下降。蜜雪、古茗、霸王茶姬，在快速扩张的情况下，门店下滑有限（小于餐饮大盘），加密实际上是满足新增需求，但是由于瑞幸咖啡和其他奶茶品牌布局轻乳茶赛道，叠加快速开业，霸王茶姬的单店数据在 9 月后快速下滑。

喜茶和奈雪的单店销售下滑 20%-30%，主要是高端茶饮普遍降价，客单价从原先的 25-30 元下降至 20 元附近，喜茶、奈雪普遍选择关闭大店开小店，因此单店销售大幅收窄，处于单店模型调整期。

表 7：前十五大茶饮品牌单店销售额趋势

店数（万元）	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	YOY	2024H2	YOY
蜜雪冰城	44.7	56.8	71	78.8	72.2	1.7%	77.4	-1.8%
古茗	104.5	102.4	99.6	107.2	97.5	-2.1%	102.3	-4.6%
茶百道	84.4	90.4	88.4	92.4	81.9	-7.4%	83.9	-9.2%
霸王茶姬	159.5	159.7	199.8	288.7	287.1	43.7%	273.6	-5.2%
益禾堂	58.3	79.8	77.5	75.1	63.5	-18.1%	59.3	-21.0%
甜啦啦	29.8	39.4	69.2	46.3	37.9	-45.2%	29.9	-35.4%
书亦烧仙草	47.8	51.7	57.3	54.8	47.2	-17.6%	53	-3.3%
喜茶 Heytea	231.4	258.9	286.8	242.8	188.9	-34.1%	173.4	-28.6%
coco 都可	75.7	87.6	91.7	95.4	93.6	2.1%	98.2	2.9%
一点点	76.9	91.4	90.9	99.7	102.5	12.8%	118.8	19.2%
奈雪的茶	241.8	247.5	251.5	221.9	181.5	-27.8%	176.3	-20.5%
Linlee 林里手	50.3	57.9	54	61.5	61.2	13.3%	61.4	-0.2%
柠季手打柠檬茶	53.9	59.8	59	61.1	53.6	-9.2%	51.9	-15.1%
阿水大杯茶	40.9	35.5	45.6	49.3	58.2	27.6%	54.6	10.8%

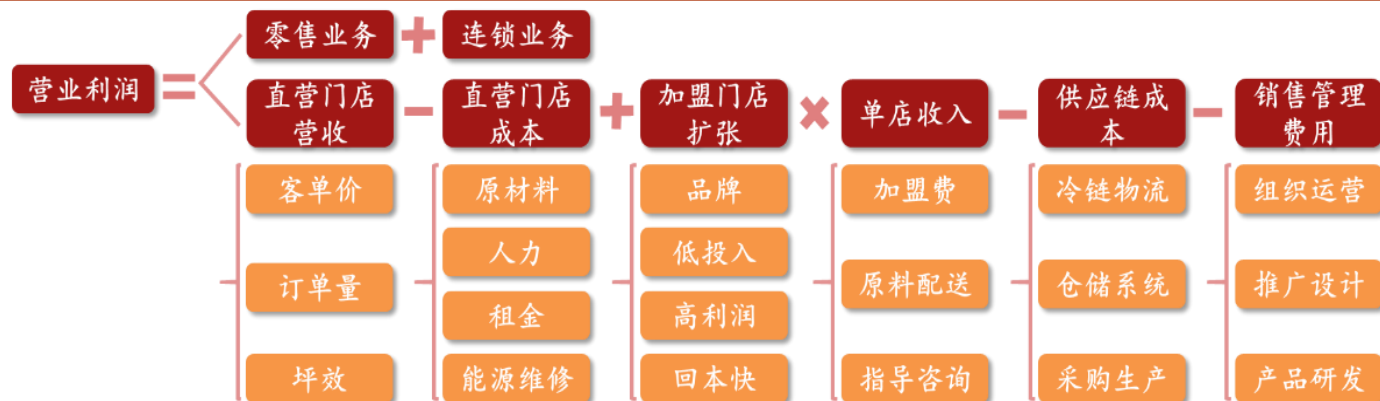
资料来源：公司公告、久谦咨询、招商证券

三、竞争优势：一体化供应链管理&加盟商招商管理体系构筑品牌竞争力吸引加盟商

古茗采用加盟模式，通过打磨供应链打造性价比，提升加盟商盈利水平，实现快速开店进一步强化供应链的规模效应，构筑护城河。高端茶饮看品牌力，大众茶饮看运营效率，平价茶饮看供应链成本，大众茶饮一般以加盟为主要扩张方式，加盟模式注重规模效应，盈利的长期增长受供应链驱动，企业致力于在大体量店面的运营中实现成本最小化，以保证在快速开业的同时，维持加盟商的盈利水平。

企业创立之初往往先采用直营模式展店，以极致性价比策略吸引消费者不断尝试；当企业能够实现盈利、品牌有一定知名度之后，加盟商陆续寻求合作，品牌采用直营+加盟双模式展店，在区域内加密，同时，企业布局区域供应链，为加盟商提供服务，收取加盟费、物料费、管理等；随着品牌影响力增强，加盟商将越来越多，此时企业将以加盟形式为主开设新店，并严格筛选加盟商资格，以保证品牌声誉；在特许加盟的助力下，品牌快速拓展渠道，并不断优化产品研发、营销推广、供应链等总部职能，定期向加盟商提供管理咨询和营销指导，在扩张的同时，保证渠道的量质并升；当品牌朝着全国覆盖的方向行进时，企业往往会建立全国范围内的供应链体系，提供物料的产、仓、运、配，寻找全国范围内成本最小的配送点，最大化规模效应。

图 23：现制茶饮门店加盟连锁的商业模式

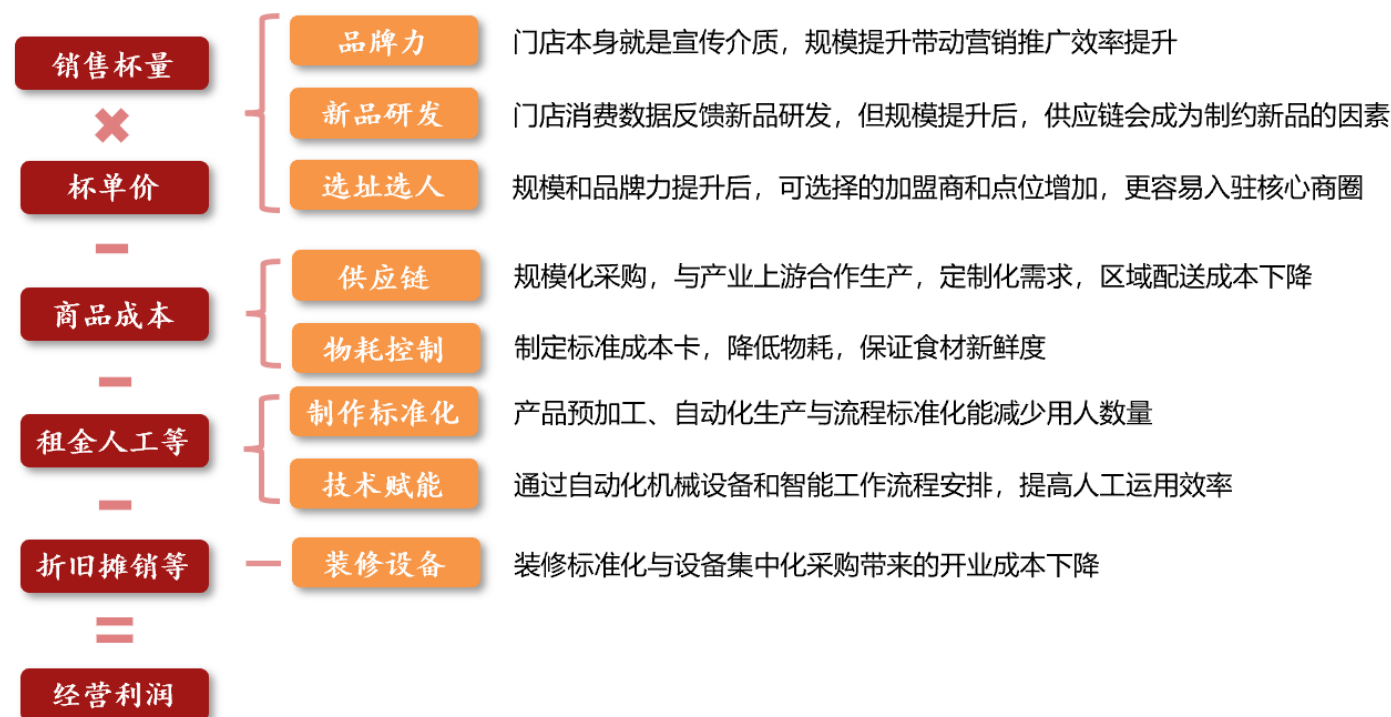


资料来源：招商证券

对于古茗而言，与其同一赛道的茶百道、沪上阿姨、书亦烧仙草等品牌亦采用加盟模式展店，因此保证加盟商盈利与投资回收期，保持良好的加盟商口碑是公司能够持续开业并维持竞争优势的核心。而从单店的经营来看，销售杯量是影响利润的核心因素，品牌力、新品研发、好的点位都有助于杯量的提升，杯单价则取决于品牌定位，从成本端看，供应链建设、制作流程标准化、技术赋能等能有效地提高门店运营效率，优化成本费用。运营效率是诸多因素的综合作用，产品定位高端的同时也会带来成本和费用的增加，目前国内的大众茶饮龙头在不同维度上有独到之处，而古茗则是在供应链建设、江浙区域品牌力、高性价比果茶、加盟商准入等方面优于同业。

对于加盟商而言，加盟古茗可以直接借用古茗的研发产品和品牌基础，并且有稳定的供货渠道和较完善的管理体系；而古茗的主要收益来源于加盟费和提供物料，通过规模优势降低成本提高品牌议价能力，从而构建成本护城河。古茗通过加盟进行区域加密，深耕浙江及周边省份并在其中积累了数量众多的加盟商，通过一体化的供应链管理，古茗强化自身规模效应，进一步提高品牌竞争优势。

图 24：加盟商经营利润与品牌方规模效应



资料来源：招商证券

敬请阅读末页的重要说明

3.1 产品矩阵：主打高性价比果茶，产品持续推陈出新

果茶为主力产品，产品价格通常在 10-18 元之间。古茗专注于大众现制茶饮市场，门店的菜单通常保持在 30 种饮品左右，价格带位于 10-18 元之间，门店主打销售三类产品：果茶、奶茶、咖啡及其他产品，截至 2024 年三种产品的销售占比分别为 41%/47%/12%。其中果茶饮品由各种新鲜水果制成，包含许多短保质期水果，口感新鲜，杯单价和成本均相对较高，是古茗最主要的品类；奶茶由牛奶和茶叶制作而成，可选配珍珠等小料，杯单价和成本相对果茶较低；古茗亦在门店提供咖啡和其他产品，包括传统咖啡饮品、创新咖啡饮品和其他产品（酸奶昔、纯茶、烘焙产品等）。

图 25：古茗产品矩阵



资料来源：招股说明书、招商证券

主打高性价比果茶，果茶售价低于行业水平。以古茗的明星产品“超 A 芝士葡萄”和“招牌柠檬茶”为比较对象，比较多家茶饮店品牌在售芝士葡萄类产品和柠檬果茶，对比发现，古茗所售果茶类产品定价位于行业平均偏低水平，但公司果茶采用新鲜水果制成，健康新鲜，符合公司的高性价比果茶品牌定位，并有助于吸引消费者和形成更优质的品牌口碑。

表 8：古茗果茶类产品售价低于行业平均

产品/售价	古茗	喜茶	奈雪	乐乐茶	茶百道	沪上阿姨	COCO	蜜雪冰城
杨枝甘露	16	18	19	19	18	19	14	-
柠檬茶	14	13	16	16	13	13	9	5

资料来源：各品牌小程序点单、招商证券，注：产品售价以杭州地区门店线下自取为例

基于食品科学的产品研发体系，“美食家”和“工程师”合作研发。古茗拥有良好的产品研发能力，定期推出新品保持产品吸引力，古茗的产品研发体系以食品科学相关的研究、分析和实验为中心，截至 2024Q3，公司拥有逾 120 人的产品研发团队，团队中逾 40 人专注茶叶及萃取工艺研究，且约一半拥有硕士及以上

图 26：古茗 2025 年门店菜单



资料来源：古茗小程序、招商证券

学历。产品研发团队包括美食家和工程师，前者不断追踪市场趋势和消费者偏好，后者从香气、酸度和甜度等方面量化不同原料的风味，以此积累了超过 1000 款不同种类、来自不同供应商的食材数据，持续改良现有产品、快速推出新品和扩展产品种类，抓住行业趋势变化带来的新机遇。

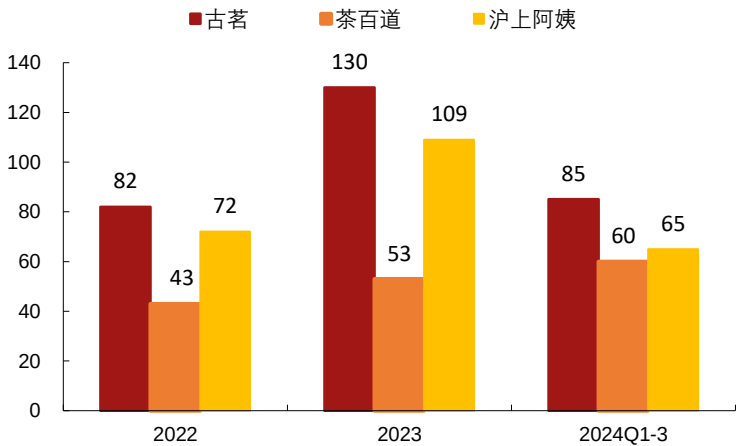
产品持续推陈出新，新品广受消费者欢迎。在 2023 年和 2024 年的前九个月，古茗分别推出了 130/85 款新品，数量超过竞品品牌。尽管产品迭代迅速，但古茗在开发阶段就采用了科学配方以考虑潜在的操作差异对口味的影响，古茗推出“智慧门店”系统降操作流程标准化，采用集中的供应链管理、向加盟商提供全面培训和督导，使古茗门店能够始终如一的提供质量和味道一致的产品。

图 27：古茗新品开发流程



资料来源：招股说明书、招商证券

图 28：古茗新品发布情况



资料来源：2025 中国饮品行业产品报告、公司公告、招商证券

会员基础坚实，复购率领先行业。受益于古茗的门店出品质量稳定和多样的营销活动，古茗持续提升在消费者中的品牌知名度，得到广泛的消费者好评，积累了忠实的会员基础，并录得行业领先的复购率。截至 2024 年末，古茗小程序注册会员达到约 1.35 亿人，其中 Q3 季度活跃会员人数超 4300 万人。同时，古茗 2024 年全年的平均季度复购率达 53%，远超大众现制奶茶店品牌低于 30%的复购率。根据灼识咨询的消费者调研，古茗是受访消费者中最受喜爱的现制茶饮店品牌，超 95%消费者认为古茗产品新鲜美味，超 90%消费者认为口味一致、性价比高、产品多元和购买方便，并表示愿意复购。

3.2 区域龙头：深耕东南沿海市场，地域品牌力强

古茗品牌成立于中国浙江省台州温岭市大溪镇，公司的开业策略是打通一个城市，在该区域达到关键规模后再拓展周边城市，可以看到在头部品牌中，古茗在浙江省和福建省的门店数量 and 市场份额稳居第一，甚至超过蜜雪冰城。从全国的门店布局来看，相比其他茶饮品牌，古茗的门店布局更为集中，也有更多的空白城市，而在其优势的东南沿海六省，古茗的门店数量已经达到了 6973 家，远超茶百道和沪上阿姨。集中开业能够聚焦供应链和营销资源，使古茗在优势区域具备较强的品牌影响力和运营效率，通过周边辐射、逐步渗透的开业方式能够有效缩短品牌培育期，降低进入新市场的风险，但相对应也容易错失进入新市场的最佳时机。

表 9：大众茶饮品牌龙头区域分布

古茗	茶百道	沪上阿姨	蜜雪冰城
----	-----	------	------

	古茗	茶百道	沪上阿姨	蜜雪冰城
品牌发源地	浙江	成都	上海	郑州
优势区域	东南沿海	西南地区	华东华北（安徽）	全国、中部
门店前三省	浙江、福建、江西	浙江、江苏、四川	山东、广东、安徽	河南、江苏、山东
浙江省	2197	653	318	2087
福建省	1171	283	223	1013
江苏省	843	702	592	2419
广东省	1124	604	1071	2350
安徽省	641	328	617	1871
江西省	997	269	178	1237
合计	6973	2839	2999	10977

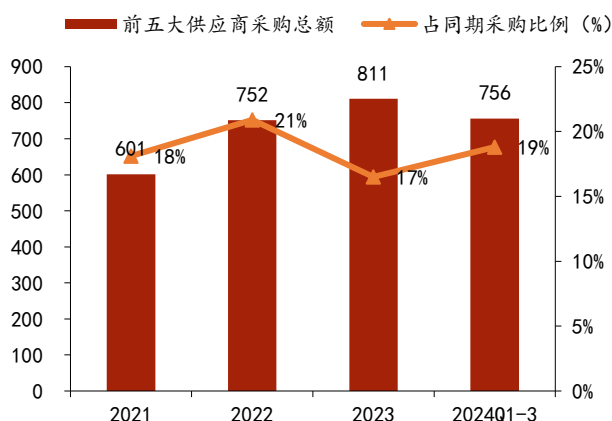
注：数据截止 2025 年 5 月。资料来源：招股说明书、极海大数据、招商证券

3.3 供应链：一体化供应链管理保障食材新鲜、供给稳定

1) 采购：

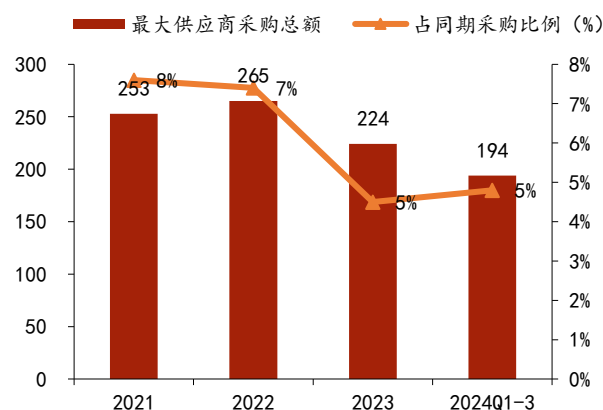
鲜果采购规模效应显著，常用原料拥有自建种植基地。2023 年，古茗采购了逾 85000 吨、品种超 36 种的新鲜水果，是同期中国现制茶饮店品牌中最大的水果采购商。庞大的鲜果采购量形成了巨大的规模效应，使古茗能够以低于市场平均水平的具竞争力价格向门店供应原材料。同时，直接采购主要原材料并与值得信赖的供应商建立长期合作关系亦有助于保持一致的质量和稳定的供应。根据草根调研，古茗常用的葡萄、桃子、芒果、柠檬包括茶叶都拥有自己的专属基地。单一供应商依赖程度低，2024 年前五大供应商合计采购额占比 19%，其中最大供应商占 4.8%。

图 29：前五大供应商采购情况（单位：百万元）



资料来源：公司招股书、招商证券

图 30：最大供应商采购情况（单位：百万元）



资料来源：公司招股书、招商证券

2) 加工：

自建加工工厂处理原料，运用多种先进技术确保产品新鲜。古茗采用多种先进技术加工、包装及运送水果以确保新鲜，根据灼识咨询，古茗率先将超高压灭菌技术（HPP）引入行业用于原料加工，并于 2024 年录得中国现制茶饮行业内最大规模得 HPP 处理果汁量。古茗目前运营有三个加工工厂来处理原材料，2024 年古茗向加盟商提供的原料中约 13% 由公司的加工工厂进行处理，2024 年底浙江

诸暨新建加工厂投入使用，将进一步提高古茗的加工能力。

表 10：古茗加工工厂情况

加工工厂	产品	地点	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
蜀川加工工厂	茶叶拼配	杭州	45%	50%	69%	81%
果加加工工厂	混合果汁	杭州	74%	56%	69%	51%
广西加工工厂	茶叶拼配	广西	45%	46%	63%	79%

注：浙江诸暨的加工工厂未体现在上述表格中。资料来源：公司公告、招商证券

3) 仓储物流:

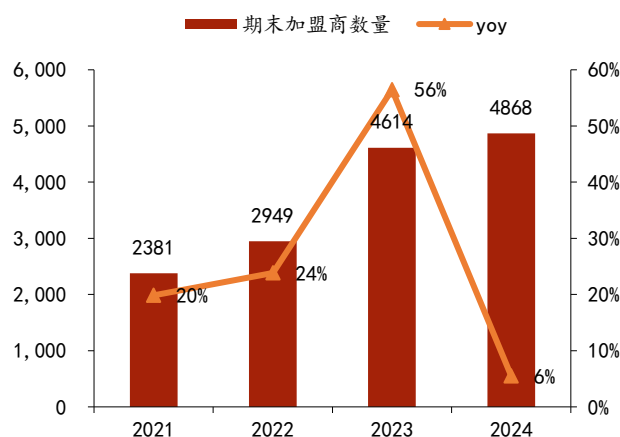
运营行业内规模最大冷链仓储和物流基础设施，冷链配送水平领先行业。根据灼识咨询，截至 2024 年 Q3，古茗运营中国现制茶饮店品牌中规模最大的冷链仓储及物流基础设施。不同于许多同行使用第三方仓储设施，古茗自建仓库网络以更好满足业务需求。古茗拥有 22 个仓库，总建筑面积超过 220000 平方米，包括逾 60000 立方米可支持不同低温范围的冷库，古茗亦直接拥有并运营 362 辆运输车，用于在仓库之间以及从仓库到门店之间的配送，古茗强大的仓储及物流能力支持其向 97% 以上的门店提供两日一配的冷链配送服务。同期，古茗完成了价值超过 40 亿元的原材料冷链配送，为行业内最高水平。

密集的门店网络大幅提高公司仓储物流效率和成本效益。由于公司的地域加密策略形成的密集门店网络，大幅提高了古茗仓储及物流的效率和成本效益。截至 2024 年 Q3，古茗逾 76% 的门店位于仓库的 150 公里范围内。于往绩记录期间，古茗仓到店的平均配送成本仅占 GMV 的 0.9%，根据灼识咨询，远低于行业 2% 的平均水平。古茗所构建的业内最大规模的冷链仓储和物流能力令其可以用短保质期的鲜果、茗茶、鲜奶来制作门店菜单中的绝大部分饮品。

3.4 加盟管理：加盟招商管理体系完善，加盟单店盈利能力强

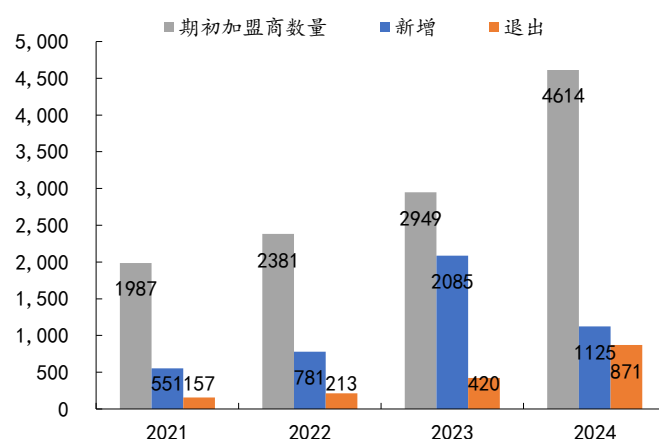
古茗加盟商筛选严格，加盟商数量稳步增长。由于茶饮门店迭代成本低（转让门店成本低），加盟商更换经营品牌可能性大，因此茶饮品牌对加盟商的管理十分重要。根据调研，古茗对加盟商筛选较为严格，古茗要求新加盟商必须自身在店经营，代表古茗是其唯一的事业，增加了加盟商对古茗的粘性。古茗对新加盟商的筛选和开店包括以下步骤：前期咨询/申请、初步筛选进入人才池、面试、在意向地区选址、最终审查及订立加盟协议。截止 2024 年底，公司共有 4868 名加盟商，2021 年至 2023 年公司退出加盟商较少，2024 年受 315 影响有所增加。

图 31：古茗加盟商稳步增长



资料来源：公司招股书、招商证券

图 32：古茗加盟商新增和退出情况



资料来源：公司招股书、招商证券

图 33：古茗加盟商招商要求

加盟要求

Franchise Requirements

驻店要求



1. 一店加盟商有在店打卡要求，本人需要完全在店进行基础操作，比如调饮、后厨、点单、出杯等；
2. 三店及以上，本人不必完全在店进行基础操作，但仍需全职负责门店各项工作。

初始店员



至少准备2名初始铁杆店员，要求如下：

- 1、能全职在店6个月以上；建议年龄18至45周岁之间为佳，身体健康；
- 2、铁杆店员夫妻最佳，另外可优先选择年龄差距较大的弟弟妹妹、曾经的下属、晚辈，不建议选择朋友、发小、闺蜜、长辈等；

申请人要求



1. 申请人必须为实际经营者；
2. 18至45周岁之间最佳，身体健康；
3. 认可古茗价值观（简单真诚、永不懈怠、团结一致、勇争第一），无不良记录（违法、被执行、失信等）。

资金及股权

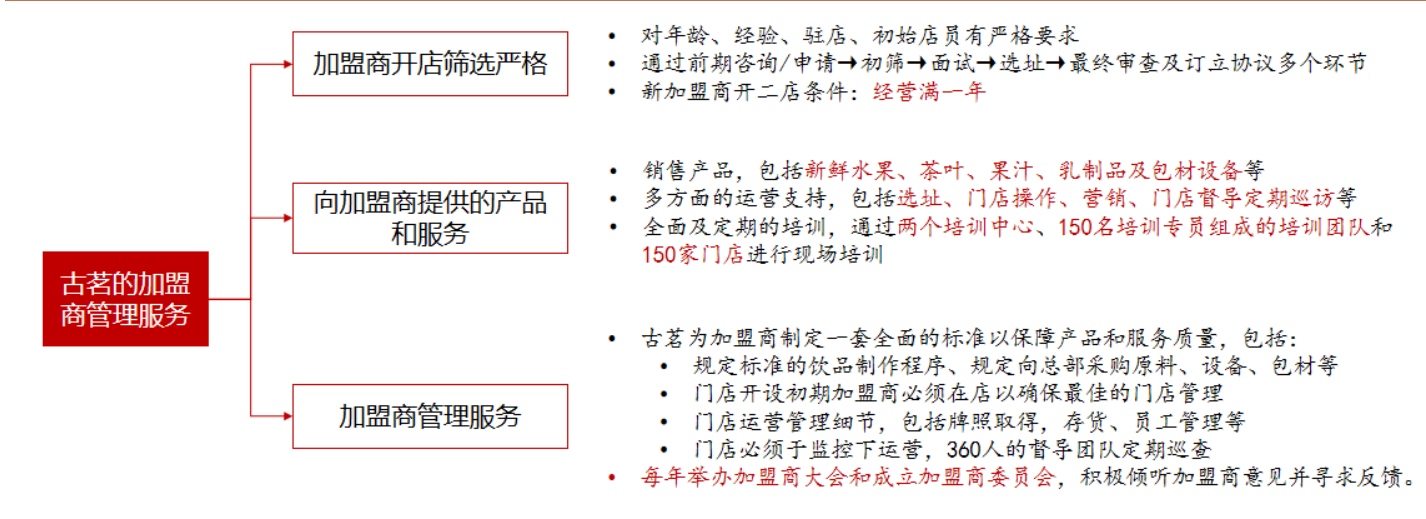


1. 基础资金：准备23万及以上（不包含店面租金转让费、加盟费可分期），具体根据当地市场决定；
2. 股权合伙：经营一至二家店时，自己单干或夫妻最佳，不建议与他人合伙；经营三家店及以上时，可以找老骨干合伙，帮助你一起进行多店管理，强烈不建议以财务投资型等其他形式的各种合伙。

资料来源：公司官网、招商证券

较强的单店盈利能力带来更高的单加盟商门店数和更低的闭店率。严格的加盟商筛选体系和完善的加盟商管理服务能力带来了较强的单店盈利能力，根据招股书，2023 年古茗加盟商单店经营利润率达 20.2%，高于大众现制茶饮店市场估计水平（10%-15%）。强大的单店盈利能力令加盟商有意开设更多门店，截至 2024 年Q3，在开设古茗超过两年的加盟商中，平均每个加盟商经营 2.9 家门店，71% 的加盟商经营两家及以上门店。加盟商结构方面，根据调研，拥有一家店的加盟商大概占 40%，2-3 家店的加盟商占 40%，三家以上的加盟商大概占 20%左右，其中超过 10 家店加盟商占 5%-8%。

图 34：古茗加盟商管理服务能力强



资料来源：招股说明书、招商证券

古茗开店前期投入**50万元左右**。根据调研，古茗新店初始投资额约为50万元，其中包括：装修费用15-20万元、设备费用10-12万元、3个月的营运资金10万元、运营服务费3万元、培训服务费2.5万元、开店服务费2.5万元、品牌合作费1.88万元、保证金1万元和开业营销费0.8万元。

表 11：古茗开店前期投入情况

项目	金额（万元）	收费类型	备注
装修费用	10-15	开业一次性支出	店面设计/装修材料/施工工时费
设备费用	10-12	开业一次性支出	制冰机、冷藏柜、奶盖机、封口机、收音机等
三个月营运资金	10	持续运营支出	涵盖人力、房租、原材料
运营服务费	3	持续运营收费	公司自主研发软件授权使用，大众点评、外卖平台、小程序会员运营辅助
培训服务费	2.5	开业一次性收费	调饮技能、门店经营培训及返训；培训期间原材料损耗和住宿费
开店服务费	2.5	开业一次性收费	选址指导及可行性评估；辅助多店规划；试营业指导
品牌合作费	1.88	三年签约一次	三年单店授权/新品更新/品牌活动策划
开业营销费	0.8	开业一次性收费	包含开业现场活动策划等
合作保证金	0.5	开业一次性收费	无违约闭店时退还
培训保证金	0.5	开业一次性收费	按培训要求名额（1名老板+2名铁杆/店员）全部 通过培训后审核无问题退还

资料来源：公司官网、草根调研、招商证券整理

古茗单店盈利能力较强。根据草根调研、招股书和对单店模型进行测算得到，2024年古茗单店月收入18-19万元，日均收入6000-6500元，客单价为16元。成本端方面原材料/人力成本/资金成本/外卖扣点为主要支出，分别占比47.0%/15.5%/9.4%/10.0%，加盟商到手利润率为13.0%，加盟商回本周期约为19个月，整体门店利润率和加盟商回本周期与同行相比表现较好。

表 12：茶饮品牌单店模型情况

单位：万元	古茗	茶百道	蜜雪冰城（国内）
初始投资	45	40	40
月营业额	18.0	16.0	13.0
日收入（元）	6006	5333	4333

客单价（元）	16.2	16.6	7
日单量（单）	371	321	619
原料成本（万元/月）	8.5	7.2	6.2
原材料成本占比	47%	45%	48%
毛利率	53%	55%	52%
员工成本（万元/月）	2.8	3.1	2
员工成本占比	15.5%	19.4%	15.4%
门店租金（万元/月）	1.7	1.6	1.2
租金占比	9.4%	10.0%	9.2%
外卖比例	50%	60%	25%
外卖扣点率	20%	20%	12%
外卖扣点（万元/月）	1.8	1.9	0.4
外卖扣点占比	10.0%	12.0%	3.0%
水电、摊销、杂费等其他开支（万元/月）	0.9	1	1
其他开支占比	5.0%	6.3%	7.7%
门店经营利润（万元/月）	2.3	1.2	2.2
门店经营利润率	13.0%	7.4%	16.7%
加盟商投资回报周期（月）	19.2	33.9	18.4

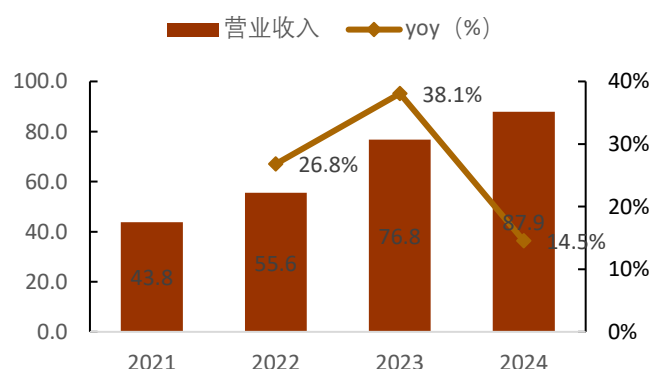
资料来源：招商证券整理，注：古茗提价率为 18-20%，加盟商投资回收期按初始投资减去初始营运资金除以加盟商利润计算

四、财务分析与盈利预测

4.1 财务分析

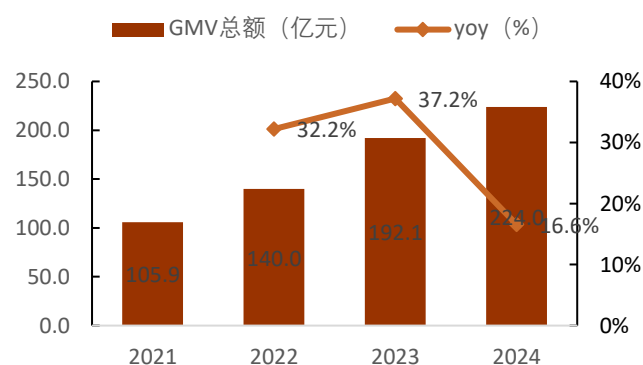
门店扩展驱动收入高速增长，2024 年单店 GMV 小幅回落。2021-2024 公司营业收入分别为 43.8/55.6/76.8/87.9 亿元，较往年同期增长 26.8%/38.1%/14.5%，实现所有门店整体 GMV 106/140/192/224 亿元，较往年同期增长 32.2%/37.2%/16.6%，收入和 GMV 增长较快。公司营业收入快速增长，主要是由于门店数量的快速扩张以及单店 GMV 的持续提升。2021 年至 2024 年公司门店数量分别为 5694/6669/9001/9914 家，CAGR 达 20.3%。

图 35：公司营业收入及同比增速（单位：百万元）



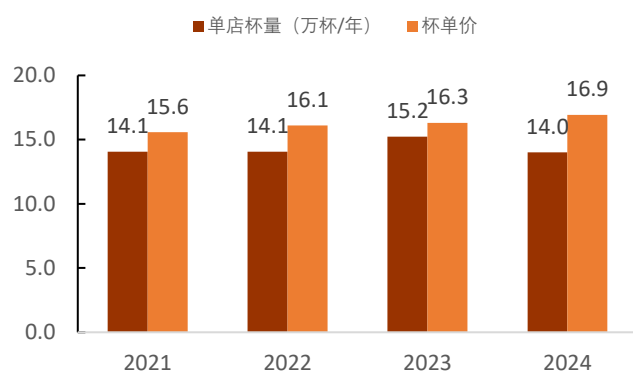
资料来源：招股说明书、招商证券

图 36：公司整体门店 GMV 情况（单位：亿元）



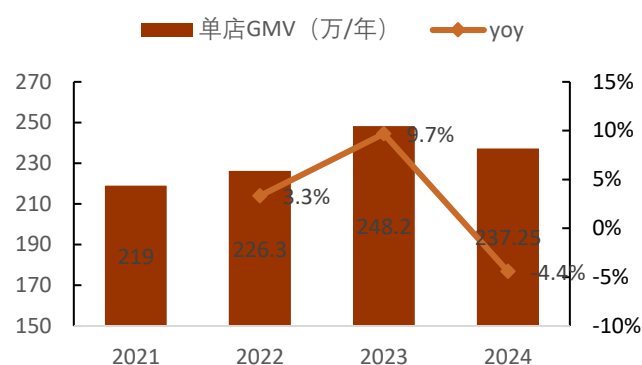
资料来源：招股说明书、招商证券

图 37：古茗单店杯量和杯单价情况



资料来源：招股说明书、招商证券

图 38：古茗单店 GMV 情况（单位：万元）

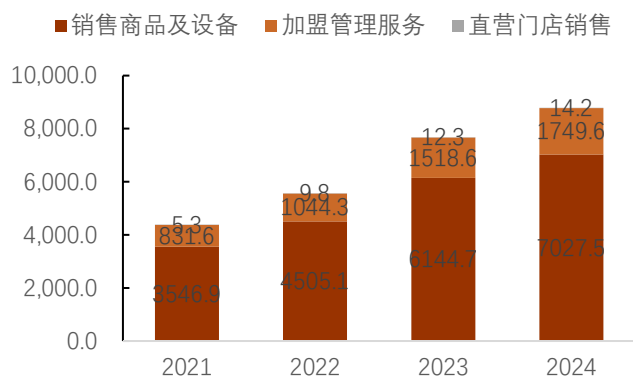


资料来源：招股说明书、招商证券

公司主营收入主要来自于向加盟商销售商品及设备和提供服务。销售商品及设备 and 加盟管理服务是主营业务收入的主要来源，2024 年公司销售商品及设备收入贡献近 80%，近三年稳定在 80% 左右水平。加盟管理服务收入指向加盟商提供各种服务收取的费用，占比 20% 左右。另外，直营门店由于数量较少，占收入比重较低。

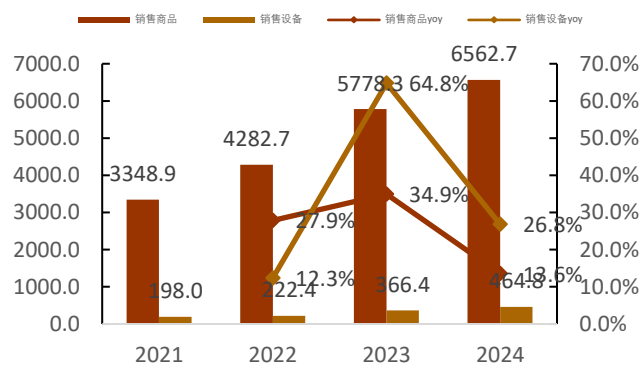
- **销售商品及设备：**古茗销售的商品和设备主要为向加盟商门店出售的各种原材料和设备，古茗为加盟商提供新鲜高质的商品，主要包括新鲜水果、果汁、茶叶及乳制品等原料以及包装材料，设备包括智能设备在内的设备，如泡茶机、冷藏柜、冷冻柜、净水器及其他设备。销售商品及设备是公司收入的重要来源，根据调研和招股说明书计算，古茗会对食材和包材等原材料加价 18%-20% 销售给加盟商。2021-2024 年分别销售商品取得收入 33.5/42.8/57.8/65.6 亿元，销售规模持续扩大，毛利率稳定在 15%-20% 之间，销售设备取得收入 2.0/2.2/3.7/4.6 亿元，加价率为 10%，毛利率在 9% 左右水平。
- **加盟管理服务：**公司加盟管理服务主要包括初始加盟费、持续支持服务费和提供培训及其他服务。古茗为加盟商提供多方面的运营支持从而收取费用，就新店而言收取的初始费用包括品牌合作费、初始培训费、开店服务费、开业营销费等费用，几项费用合计 10 万元，于加盟期内确认收入，对老店收取的持续支持费用包括提供运营服务和物流服务的管理费等费用，包括单店每年 1-1.2 万的固定费用和单店采购金额一定百分比的服务费。其中，持续支持服务费无论是规模还是毛利率均好于另外两项管理业务。2024 年，初始加盟费/持续支持服务费/提供培训及其他服务分别占加盟管理服务收入的比例为 6.9%/89.4%/3.7%。

图 39：古茗营业收入构成



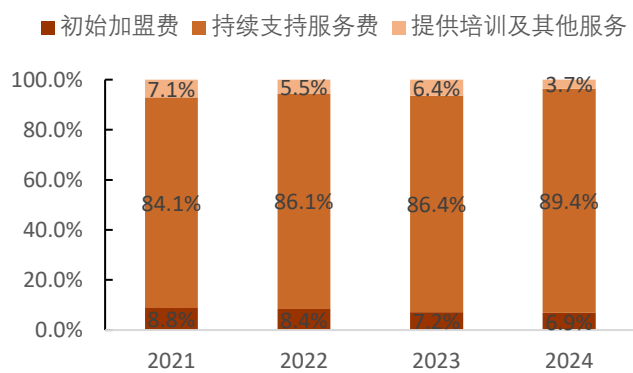
资料来源：招股说明书、招商证券

图 40：销售商品及设备情况（单位：百万元）



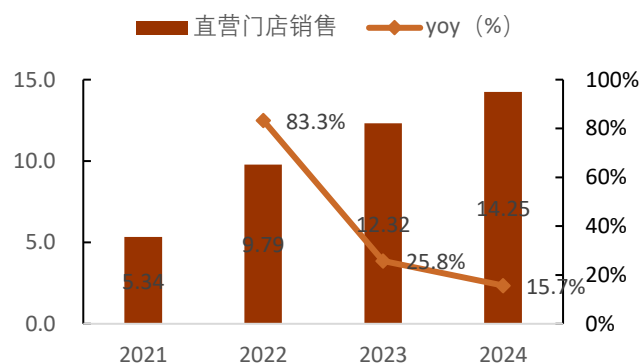
资料来源：招股说明书、招商证券

图 41：加盟管理服务情况



资料来源：招股说明书、招商证券

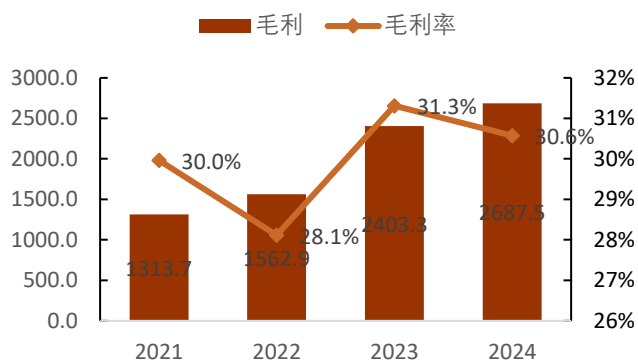
图 42：直营门店销售情况（单位：百万元）



资料来源：招股说明书、招商证券

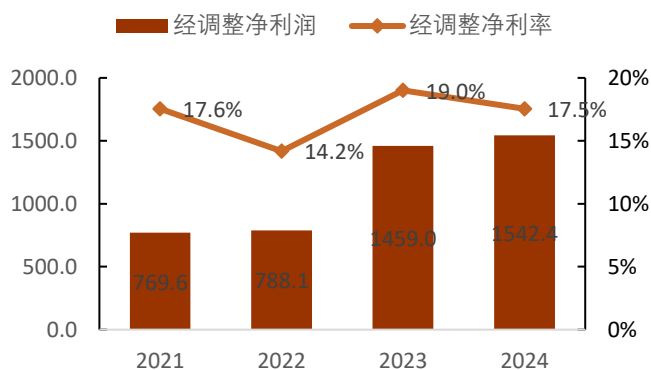
毛利率和经调整净利率较为稳定。2021-2024 年公司毛利率分别为 30.0%/28.1%/31.3%/30.6%，经调整净利率 17.6%/14.2%/19.0%/17.5%，毛利率和经调整净利率保持相对稳定的水平。毛利率中，销售商品和设备的毛利率 24 年较上年同期（18.7%）下降 1.3%达到 17.4%，24 年加盟管理服务毛利率从去年同期的 82.3%增加至 83.4%，主要是由于古茗加速投入资源以在新地区拓展门店网络。2021-2024 年公司经调整净利润分别为 769.6/788.1/1459.0/1542.4 百万元，22—24 年分别同比+2.4%/+85.1%/+5.7%，cagr 为 26.1%。

图 43：公司毛利及毛利率情况（单位：百万元）



资料来源：招股说明书、招商证券

图 44：公司经调整净利润及净利率情况（单位：百万元）

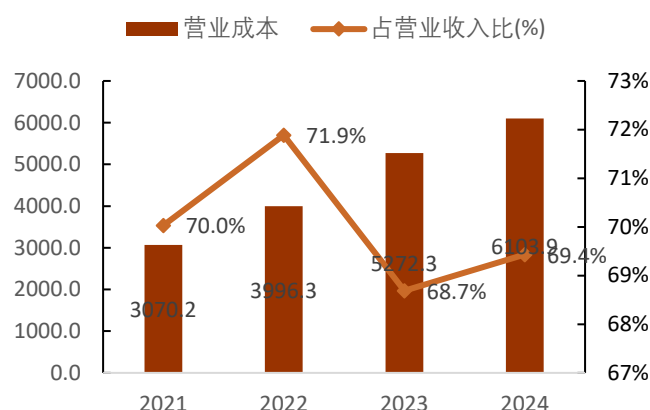


资料来源：招股说明书、招商证券

原材料是古茗最主要的成本，期间费用略有提高。由于古茗的主要收入来自于向加盟商的销售，销售成本成为公司最重要的成本，2021-2024 年销售成本占营业

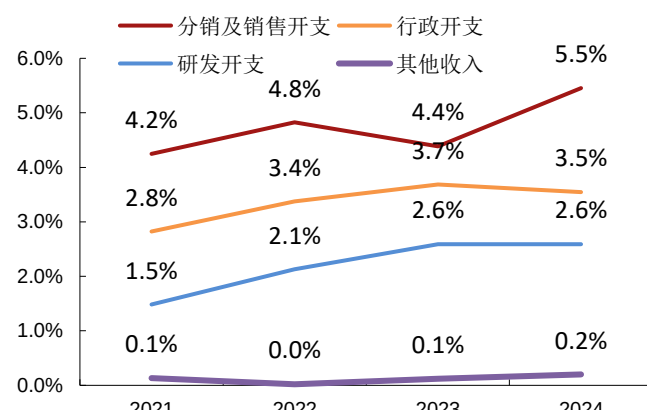
收入比分别为 70.0%/71.9%/68.7%/69.4%，维持在 70%附近，与公司的业务扩展及收入增长情况大致相符。期间费用中，分销和销售开支、行政开支和研发开支为主要开支，2024 年分别为 5.5%/3.5%/2.6%/0.6%，三项费用合计较去年同期（10.7%）提高 0.9pct 至 11.6%，主要系营销推广力度的增加所致。

图 45：公司销售成本情况（单位：百万元）



资料来源：招股说明书、招商证券

图 46：公司费用情况



资料来源：招股说明书、招商证券

4.2 盈利预测及估值

收入方面，得益于门店方面的高速扩张，我们预计公司 2025~2027 年实现营业收入 107.3/121.5/138.5 亿，分别同比增长+22.1%/+13.2%/+14.0%。其中 2025-2027 年间公司门店数有望达 11414/12914/14414 家，分别同比+15.1%/13.1%/11.6%，考虑到 2025 年外卖价格战推动同店上升&24H1 低基数环境，我们预计 2025-2027 年间公司单店 GMV 收入为 255/255/260 万元/年，分别同比+7.6%/0.0%/2.0%。

费用方面，得益于公司品牌规模的持续扩展&区域加密策略延续，预计 2025-2027 年毛利率分别为 31.0%/31.1%/31.2%，分别同比增长 0.5pct/0.1pct/0.1pct，我们预计销售&管理费用率会呈现稳定趋势，预计 2025-2027 年销售费用率为 5.0%/4.9%/4.8%，分别同比-0.5pct/-0.1pct/-0.1pct，预计 2025-2027 年管理费用率为 3.4%/3.4%/3.4%，保持持平；研发费用方面，考虑到公司新品持续推陈出新，上新节奏保持稳定，我们预计 2025-2027 年研发费用率为 2.6%/2.6%/2.6%。预计 2025-2027 年公司归母净利润为 18.9/21.7/24.9 亿元，同比增长 27.9%/14.5%/15.1%。

表 13：古茗盈利预测

单位：百万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
门店数量	5,694	6,669	9,001	9,914	11,414	12,914	14,414
yoy	0.00%	17.12%	34.97%	10.14%	15.13%	13.14%	11.62%
单店 GMV（万元/年）	219	226	247	231	255	255	260
yoy	0.00%	3.36%	9.00%	-6.48%	10.65%	-0.01%	2.01%
营业收入	4,384	5,559	7,676	8,791	10,730	12,149	13,851
yoy	0.00%	26.81%	38.07%	14.54%	22.05%	13.22%	14.01%

——商品设备	3,547	4,505	6,145	7,027	8,581	9,729	11,088
——加盟管理	3,349	4,283	5,778	6,563	8,161	9,309	10,668
——直营店	5	10	12	14	12	12	12
营业成本	3,070	3,996	5,272	6,104	7,399	8,369	9,530
毛利率	186	268	337	479	537	595	665
销售费用	4.2%	4.8%	4.4%	5.5%	5.0%	4.9%	4.8%
销售费用率	124	188	283	311	365	413	471
管理费用	2.8%	3.4%	3.7%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用率	65	118	199	233	284	316	360
研发费用	1.5%	2.1%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
经营利润	939	989	1585	1664	2146	2455	2825
yoy	21.4%	17.8%	20.7%	18.9%	20.0%	20.2%	20.4%
归母净利润	20	367	1080	1479	1891	2166	2494
yoy	0.0%	1721.0%	194.5%	36.9%	27.9%	14.5%	15.1%
经调整归母净利润	770	788	1459	1528	2015	2299	2639
yoy	0.0%	2.4%	85.1%	4.7%	31.9%	14.1%	14.8%
经调整归母净利润率	17.6%	14.2%	19.0%	17.4%	18.8%	18.9%	19.1%
pct chg		-3.4%	4.8%	-1.6%	1.4%	0.1%	0.1%

资料来源：招股说明书、公司公告、招商证券预测

五、风险提示

- 1、宏观经济消费下滑风险：若出现宏观消费力持续疲软、消费力降级等现象，可能导致行业增速不及预期。
- 2、开业不及预期风险：若公司进入新的区域不顺利，可能导致开业速度不及预期
- 3、市场竞争加剧风险：若现制茶饮行业竞争加剧，可能导致加盟商盈利能力下滑，闭店率增加
- 4、食品安全风险：企业规模扩张导致加盟商管理难度增加，零星的违规操作和食品安全问题对品牌存在巨大冲击

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4009	4860	8899	10771	12917
现金及现金等价物	2358	1865	5542	7145	8970
交易性金融资产	197	1245	1245	1245	1245
其他短期投资	70	70	70	70	70
应收账款及票据	70	291	355	402	458
其它应收款	299	328	400	453	517
存货	881	984	1193	1350	1537
其他流动资产	133	77	94	106	121
非流动资产	1144	2015	1937	1873	1821
长期投资	299	760	760	760	760
固定资产	590	954	876	813	760
无形资产	179	161	161	161	161
其他	77	140	140	140	140
资产总计	5153	6875	10836	12644	14737
流动负债	4362	4452	4703	4891	5116
应付账款	601	698	846	957	1090
应交税金	54	88	88	88	88
短期借款	124	0	0	0	0
其他	3583	3666	3769	3846	3938
长期负债	175	310	310	310	310
长期借款	0	121	121	121	121
其他	175	189	189	189	189
负债合计	4537	4763	5013	5201	5426
股本	0	0	0	0	0
储备	(832)	583	2066	5758	7356
少数股东权益	33	46	65	86	112
归属于母公司所有者权益	583	2066	5758	7356	9200
负债及权益合计	5153	6875	10836	12644	14737

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1573	1321	1763	2028	2297
净利润	1080	1479	1891	2166	2494
折旧与摊销	135	140	173	159	148
营运资本变动	7	(337)	(111)	(81)	(97)
其他非现金调整	351	39	(191)	(216)	(247)
投资活动现金流	(471)	(1822)	119	147	182
资本性支出	(399)	(450)	(150)	(150)	(150)
出售资产和现金	11	55	55	55	55
投资增减	2427	14554	0	0	0
其它	62	62	215	243	277
筹资活动现金流	140	17	(5)	(572)	(655)
债务增减	64	(59)	0	0	0
股本增减	10	0	0	0	0
股利支付	0	0	0	567	650
其它筹资	67	76	(5)	(5)	(5)
其它调整	0	0	0	(1135)	(1299)
现金净增加额	1243	(493)	3677	1603	1824

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7676	8791	10730	12149	13851
主营收入	7676	8791	10730	12149	13851
营业成本	5272	6104	7399	8369	9530
毛利	2403	2687	3331	3779	4321
营业支出	818	1023	1185	1324	1496
营业利润	1585	1664	2146	2455	2825
利息支出	5	3	5	5	5
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	159	169	215	243	277
非经常项目损益	(294)	(26)	(26)	(26)	(26)
除税前利润	1445	1804	2330	2668	3072
所得税	349	311	419	480	553
少数股东损益	17	15	19	22	25
归属普通股股东净利润	1080	1479	1891	2166	2494
EPS (元)	0.52	0.71	0.80	0.91	1.05

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	38%	15%	22%	13%	14%
营业利润	60%	5%	29%	14%	15%
净利润	194%	37%	28%	14%	15%
获利能力					
毛利率	31.3%	30.6%	31.0%	31.1%	31.2%
净利率	14.1%	16.8%	17.6%	17.8%	18.0%
ROE	185.2%	71.6%	32.9%	29.4%	27.1%
ROIC	179.0%	67.9%	32.9%	29.5%	27.2%
偿债能力					
资产负债率	88.1%	69.3%	46.3%	41.1%	36.8%
净负债比率	2.4%	1.8%	1.1%	1.0%	0.8%
流动比率	0.9	1.1	1.9	2.2	2.5
速动比率	0.7	0.9	1.6	1.9	2.2
营运能力					
资产周转率	1.5	1.3	1.0	1.0	0.9
存货周转率	6.6	6.5	6.8	6.6	6.6
应收帐款周转率	23.8	17.8	15.6	15.1	15.1
应付帐款周转率	10.6	9.4	9.6	9.3	9.3
每股资料(元)					
每股收益	0.52	0.71	0.80	0.91	1.05
每股经营现金	0.76	0.63	0.74	0.85	0.97
每股净资产	0.28	0.99	2.42	3.09	3.87
每股股利	0.00	0.00	0.24	0.27	0.31
估值比率					
PE	43.7	32.4	28.8	25.2	21.8
PB	80.9	23.2	9.5	7.4	5.9
EV/EBITDA	26.8	25.5	19.8	17.6	15.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。