

2025 年 11 月 16 日

高品质平价茶饮，向下扎根向上生长

古茗 (1364. HK)

► 古茗：扎根中端茶饮市场，经营韧性强

自创立以来，古茗致力于提供新鲜美味、口味一致、价格亲民的高品质饮品，历经 15 年稳步发展现已成为茶饮行业的头部品牌之一；截至 2025 年 6 月底，全国门店总数达 11179 家，覆盖 200 余个城市。公司以加盟模式为主，收入主要来自向加盟商销售货品及设备以及提供服务，2025H1，实现收入 56.63 亿元/+41.2%，经调整净利润 10.86 亿元/+42.4%，经调整净利率 19.2%/+0.2pct。

► 竞争壁垒：战略打法与供应链共振，规模与效率正向循环

不同于其他茶饮品牌，公司具有独特的战略打法——采用货架型高频上新的产品策略和区域加密扩张的门店策略，并自建冷链物流体系打造供应链壁垒。区域加密扩张策略带来的密集门店网络有利于缩短运输半径，降低仓储物流成本，同时保障食材高频配送（率先在业内实现“两日一配”服务），兑现品牌“新鲜”承诺；而供应链效率提升带来的成本节约又可直接转化为定价优势，支撑品牌高质价比策略，提升加盟商盈利，从而促进门店数量再增加，进一步摊薄成本，实现规模与效率的正向循环。

► 未来看点：单店销售有支撑，加盟开店有空间

虽然公司作为品牌方不直接参与加盟店的分成，但公司收入与加盟店的 GMV 紧密相关，因此单店销售的提升和门店数量的增加是公司业绩增长的核心驱动力。从单店销售来看，短期在外卖大战助力下实现快速增长，即使外卖补贴放缓，公司仍可通过品类/场景拓展和品牌力提升为单店销售提供有力支撑。从加盟开店来看，今年 2 月公司调整加盟政策，增强了新加盟商信心，开店速度明显加快；未来随着公司在存量区域的持续加密以及空白区域的不断渗透，门店规模将稳步扩大，我们推算公司在中国内地的开店空间或超 3.5 万家，较目前仍有翻倍以上的增长空间。

投资建议

我们预计 2025-2027 年，公司收入分别为 124.58/156.77/184.34 亿元，同比+41.7%/+25.8%/+17.6%；归母净利润分别为 27.68/28.88/34.50 亿元，同比分别+87.3%/+4.3%/+19.5%；EPS 分别为 1.16/1.21/1.45 元，最新股价（11 月 14 日收盘价 22.3 港元，汇率 1HKD=0.91CNY）对应 PE 分别为 17.4/16.7/14.0X。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	22.3
股票代码：	1364
52 周最高价/最低价(港元)：	30.0/8.22
总市值(亿港元)	530.34
自由流通市值(亿港元)	530.34
自由流通股数(百万)	2,378.19



分析师：许光辉

邮箱：xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系电话：

分析师：王璐

邮箱：wanglu2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523040001

联系电话：

行业竞争加剧，食品安全风险，品类拓展不及预期，门店扩张不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7675.67	8791.36	12458.48	15677.14	18433.70
YoY (%)	38.07%	14.54%	41.71%	25.84%	17.58%
归母净利润(百万元)	1079.63	1478.51	2768.48	2887.60	3449.83
YoY (%)	194.48%	36.95%	87.25%	4.30%	19.47%
毛利率 (%)	31.31%	30.57%	30.50%	30.70%	31.00%
每股收益 (元)	0.00	0.71	1.16	1.21	1.45
ROE (%)	185.19%	71.55%	57.17%	37.32%	30.82%
市盈率	—	0.00	17.43	16.71	13.99

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 古茗：扎根中端茶饮市场，经营韧性强	4
2. 竞争壁垒：战略打法与供应链共振，规模与效率正向循环	9
2.1. 独特打法：全品类高频上新，区域加密扩张	9
2.2. 供应链：自建冷链物流，成本与效率优势凸显	11
3. 未来看点：单店销售有支撑，加盟开店有空间	13
3.1. 单店销售：外卖补贴+品类拓展+品牌建设助力增长	13
3.2. 加盟开店：长期仍有翻倍以上空间	16
4. 盈利预测与估值	19
5. 风险提示	21

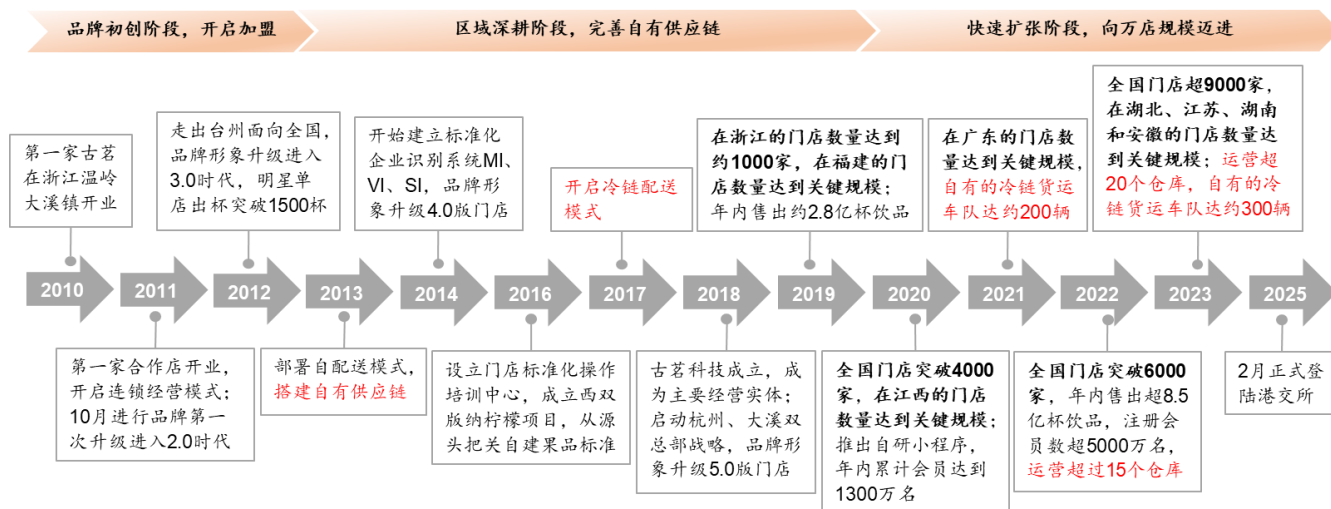
图表目录

图 1 公司发展历程	4
图 2 公司营收结构拆分	6
图 3 公司营收及增速	6
图 4 公司门店总数及净增数量	7
图 5 公司单店 GMV 及增速	7
图 6 公司经调整净利润及经调整净利率	7
图 7 公司毛利率及核心费用率	7
图 8 公司经营性净现金流	8
图 9 公司资本开支	8
图 10 2024Q1-Q3，果茶/奶茶/咖啡及其他饮品占售出总杯数的 41%/47%/12%	9
图 11 近年来年均新品数量稳定在百款以上	10
图 12 公司研发费用率高于同业	10
图 13 公司门店网络分布	10
图 14 各茶饮品牌国内门店分布（截至 2025H1）	11
图 15 公司已达关键规模省份的同店 GMV 增长	11
图 16 “外卖大战”时间线梳理	13
图 17 古茗咖啡 SKU 及售价	14
图 18 今年 6 月以来加大咖啡推广力度	15
图 19 古茗烘焙系列 SKU 及售价	15
图 20 古茗五代店面和六代店面对比	16
表 1 公司股权结构及禁售期（截至 2025 年 2 月 12 日）	4
表 2 公司核心管理层资料梳理	5
表 3 四大上市茶饮企业供应链对比	11
表 4 新加盟商开店费用对比（不含房租、装让费、前置装修、人工）	16
表 5 古茗在中国内地的开店空间测算	17
表 6 公司 2025-2027 年盈利预测表	19
表 7 可比公司估值表	21

1.古茗：扎根中端茶饮市场，经营韧性强

扎根中端茶饮市场，门店规模破万家。自创立以来，古茗致力于提供新鲜美味、口味一致、价格亲民的高品质饮品，历经 15 年稳步发展现已成为茶饮行业的头部品牌之一。2010 年，第一家古茗在浙江温岭开业，2013-2019 年，古茗持续深耕浙江、福建等省份，搭建并不断完善自有供应链，开启冷链配送模式；2020 年以来，古茗进入快速扩张阶段，江西、广东、湖北、江苏、湖南、安徽等省份门店数量相继达到关键规模（超过 500 家），截至 2025 年 6 月底，全国门店总数达 11179 家，覆盖 200 余个城市。2025 年 2 月，公司正式登陆港交所，成为继奈雪的茶、茶百道之后，国内“新茶饮第三股”。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司招股书，公司官网，华西证券研究所

股权高度集中，员工持股计划绑定核心管理层。公司控股股东为王云安先生、戚侠先生、阮修迪先生、潘萍萍女士，四人作为一致行动人合计持股 73.35%（截至 2025 年 2 月 12 日，下同）；Pre-IP0 投资者包括美国龙珠、红杉中国、寇图资本等，合计持股 12.18%；基石投资者包括腾讯、元生资本、正心谷资本、美团龙珠、Duckling Fund，合计持股 2.36%；三大员工持股平台合计持股 6.73%，参与人包括执行董事金雅玉女士及蔡云江先生、首席运营官李继锋先生、首席财务官孟海陵先生、首席技术官强宇先生等。

表 1 公司股权结构及禁售期（截至 2025 年 2 月 12 日）

股东	持股比例	须遵守禁售承诺的最后一天
控股股东	王云安先生、戚侠先生、阮修迪先生、潘萍萍女士 73.35%	2025 年 8 月 11 日（首六个月期间） 2026 年 2 月 11 日（第二个六个月期间）
Pre-IP0 投资者	Coatue PE Asia 34 LLC 0.92%	2025 年 8 月 11 日
	New Budding Capital Inc 0.18%	2025 年 8 月 11 日

	北京美茗企业管理咨询合伙企业（有限合伙）及北京美岩企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	7.38%	2025年8月11日
	Max Mighty Limited	3.69%	2025年8月11日
	小计	12.18%	
员工持股平台	Thriving Leafbuds Limited	3.11%	2025年8月11日
	Nascent Sprouts Limited	3.11%	2025年8月11日
	Flourishing Leaves Limited	0.52%	2025年8月11日
	小计	6.73%	
基石投资者	Huang River Investment Limited	0.83%	2025年8月11日
	GM Charm Yield(BVI) Limited	0.50%	2025年8月11日
	LVC	0.50%	2025年8月11日
	Long-Z Fund I, LP	0.27%	2025年8月11日
	Duckling Fund, L.P.	0.27%	2025年8月11日
	小计	2.36%	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 2 公司核心管理层资料梳理

姓名	年龄	加入公司时间	主要职责及履历
王云安	38岁	2018年6月	公司创始人、董事会主席、执行董事兼首席执行官，负责制定品牌战略、发展方向及目标。于2010年6月获得浙江理工大学科技与艺术学院材料科学于工程学士学位。
戚侠	38岁	2018年6月	公司初始股东之一、执行董事兼总裁，负责业务发展及加盟商管理。于2011年11月至2013年12月任职于慈溪市附海镇安监局；2010年6月获得浙江理工大学科技与艺术学院电子信息科技与技术学士学位。
阮修迪	38岁	2018年6月	公司初始股东之一、执行董事，负责产品研发。于2009年9月至2010年2月在台州宾利经贸有限公司担任销售代理；2009年6月毕业于杭州职业技术学院模具设计及制造专业。
金雅玉	36岁	2018年6月	公司执行董事，负责企业文化发展。于2013年6月至2016年7月任职于浙江西溪玻璃有限公司驻杭州办事处，担任人力资源专员；2012年3月至2013年5月任职于杭州行动成功企业管理有限公司，担任EMBA课程助教；2011年6月毕业于浙江长征职业技术学院办公室行政专业。
蔡云江	41岁	2018年6月	公司执行董事，负责业务发展及加盟商管理。于2013年10月至2015年1月担任西双版纳剑峰传媒有限公司的副总经理；2009年7月毕业于淮南师范学院电子商务专业。
李继锋	46岁	2020年8月	公司首席运营官，负责业务运营。于2020年1月至8月担任旅悦集团首席技术官，2017年4月至2020年1月担任便利蜂商贸有限公司产品副总裁，2012年3月至2017年4月任职于北京趣拿软件科技有限公司；2003年8月获得中国科学院计算技术研究所计算机软件与理论硕士学位，并于2000年7月获得清华大学计算机科学学士学位及汉语语言及文学学士学位。

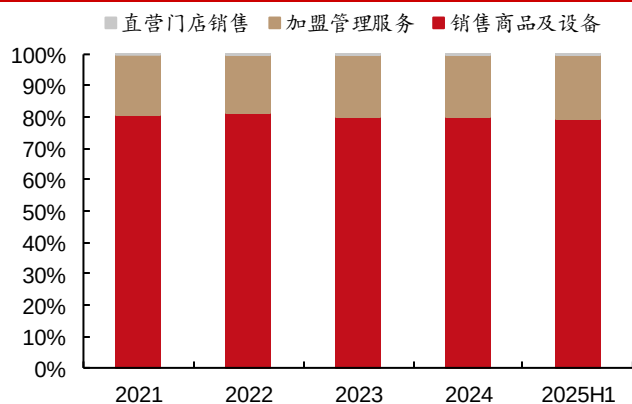
孟海陵	41 岁	2020 年 6 月	公司首席财务官，负责资本运作及财务管理。于 2016 年 6 月至 2020 年 6 月在 Zebra Global Capital 担任研究主管，并曾于多家投资银行担任中国互联网行业的股票研究分析师；2007 年 11 月获得香港科技大学电机及电子工程硕士学位，并于 2005 年 6 月获得东南大学信息工程学士学位。
强宇	44 岁	2023 年 5 月	公司首席技术官，负责技术发展。于 2020 年 12 月至 2023 年 5 月担任乐普医疗科技副总经理，并曾担任瑞幸咖啡（北京）有限公司首席技术官；2003 年 7 月获得北京工业大学应用化学学士学位。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

茶饮赛道“卖铲人”，经营韧性较强。公司以加盟模式为主，收入主要来自向加盟商销售货品及设备以及提供服务，2024 年，公司销售商品及设备/提供加盟管理服务/直营门店销售产生的收入占比分别为 79.9%/19.9%/0.2%。2021-2023 年，在门店快速扩张以及单店 GMV 稳步提升的共同推动下，公司营收保持高速增长，CAGR+32.3%。2024 年，公司实现营收 87.91 亿元/+14.5%，增速有所放缓，主要系现制茶饮行业竞争加剧，出杯量减少导致单店 GMV 同比-4.3%，同时，新店开业速度有所放缓、闭店率提升至 7.5%；但横向对比来看，公司经营韧性仍较强，2024 年，蜜雪集团/茶百道/沪上阿姨营收同比+22.3%/-13.8%/-1.9%，闭店率分别为 4.3%/11.4%/12.7%。

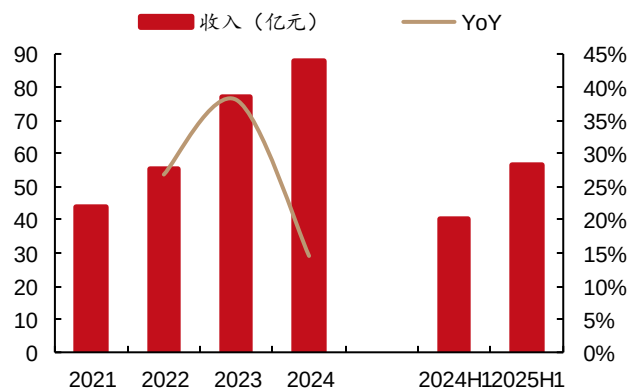
单店提升+开店加速，驱动 2025H1 收入高增。2025H1，公司实现收入 56.63 亿元/+41.2%，一方面，低基数叠加外卖补贴大战影响下，上半年单店 GMV 同比+20.6%至 137 万元；另一方面，受益于单店 GMV 提升以及一系列优惠加盟政策（如费用分期支付等），开店明显加速，上半年净增门店 1265 家。

图 2 公司营收结构拆分



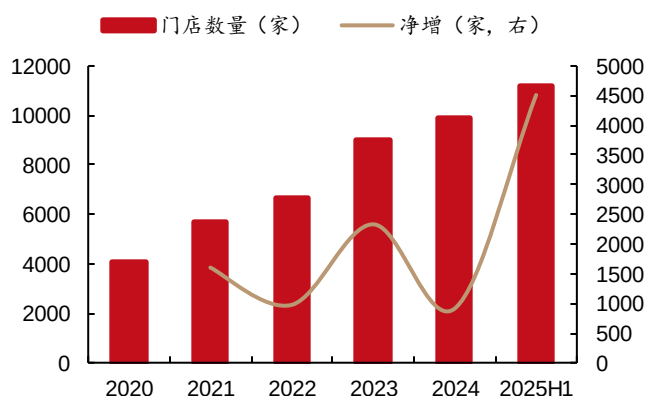
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 公司营收及增速



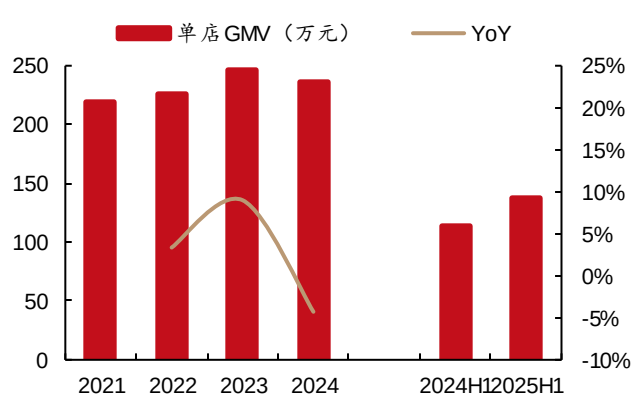
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 公司门店总数及净增数量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

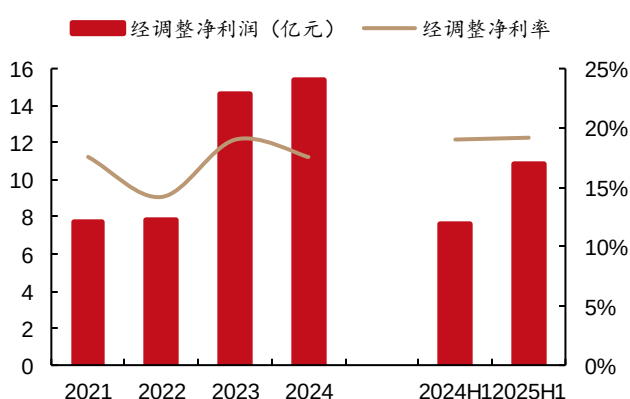
图5 公司单店 GMV 及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

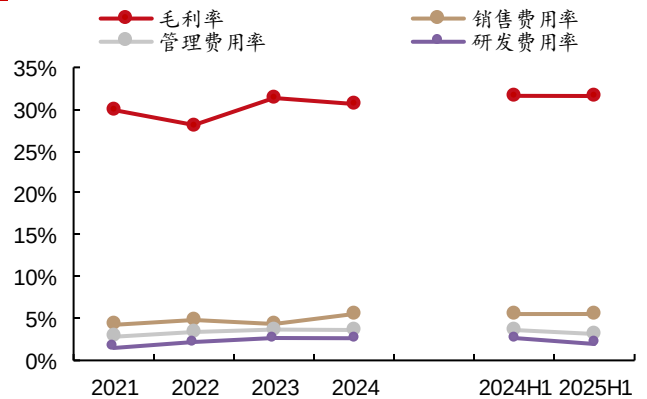
毛利率保持平稳，经营杠杆释放带动盈利能力提升。2025H1，公司实现经调整净利润 10.86 亿元/+42.4%，经调整净利率 19.2%/+0.2pct。2025H1，公司毛利率 31.5%/-0.1pct，深耕供应链带来的成本优化抵消了门店铺设咖啡机带来的毛利率下降。费用率方面，因公司持续加大营销及推广力度以建立品牌知名度，2025H1 销售费用率同比持平，而管理费用率和研发费用率因经营杠杆作用呈现逐步下降的趋势，同比分别-0.4pct/-0.6pct。

图6 公司经调整净利润及经调整净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

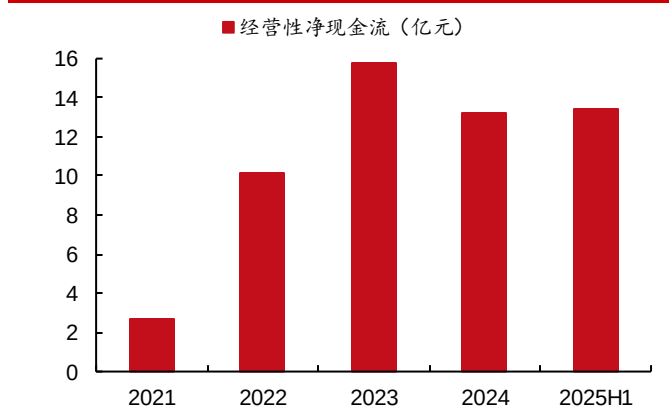
图7 公司毛利率及核心费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

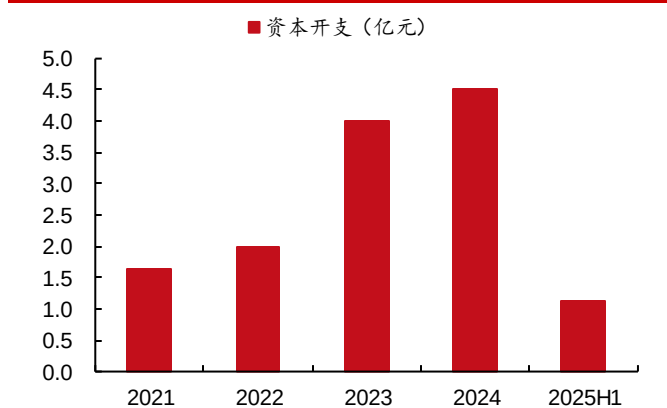
轻资产运营下现金流充沛，积极回馈股东。公司具有稳定的现金流，2024 年/2025H1 经营活动产生的现金流净额分别为 13.21/13.40 亿元，截至 2025 年 6 月底，在手现金达 42.69 亿元。2024 年/2025H1，公司资本开支分别为 4.50/1.11 亿元，主要来自于浙江诸暨加工厂、浙江台州仓库及办公楼建设。在持续完善供应链建设的同时，公司致力于将多余的现金回馈给股东，据公司招股书，2025 年 1 月向上市前的股东宣派股息 17.4 亿元（拟于 2026 年 3 月前完成支付），并向股东宣派金额不少于 20 亿元的特别股息；此外，公司计划自 2026 年起分派不少于年度纯利的 50%（扣除重大资本开支）的年度股息。

图8 公司经营性净现金流



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图9 公司资本开支



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.竞争壁垒：战略打法与供应链共振，规模与效率正向循环

独特的战略打法和扎实的供应链能力相辅相成，公司竞争壁垒不断强化。不同于其他茶饮品牌，公司具有独特的战略打法——采用货架型高频上新的产品策略和区域加密扩张的门店策略，并自建冷链物流体系打造供应链壁垒。区域加密扩张策略带来的密集门店网络有利于缩短运输半径，降低仓储物流成本，同时保障食材高频配送，兑现品牌“新鲜”承诺；而供应链效率提升带来的成本节约又可直接转化为定价优势，支撑品牌高质价比策略，提升加盟商盈利，从而促进门店数量再增加，进一步摊薄成本，实现规模与效率的正向循环。

2.1.独特打法：全品类高频上新，区域加密扩张

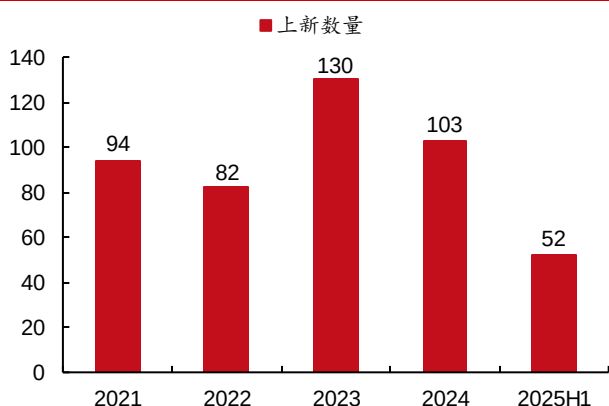
全品类货架型品牌，高频上新保持新鲜感。古茗门店内主要提供果茶、奶茶、咖啡及其他产品（如酸奶奶昔、纯茶、烘焙产品等），作为一个全品类货架型品牌，产品结构较为均衡，据公司招股书，2024 年前三季度，果茶/奶茶/咖啡及其他饮品分别占售出总杯数的 41%/47%/12%。同时，产品保持高强度的迭代更新，近年来年均新品数量稳定在百款以上，研发费用率高于同业；在产品创新上，以市场需求为导向，博众家之长，有效减少无效创新，提升爆款成功率，如据今日头条报道，2025 年 3 月份果蔬茶上线后迅速成为全国多地门店的销量榜首。尽管产品高频上新，古茗菜单仍较为精简，在满足消费者对新鲜感需求的同时，提升了门店运营效率；据各品牌点单小程序，古茗/茶百道/沪上阿姨/蜜雪冰城（不含冰淇淋）的饮品 SKU 数量分别为 39/45/72/54 个（取自 2025 年 10 月 21 日），其中，咖啡饮品 SKU 数量分别为 9/13/15/7 个。

图 10 2024Q1-Q3，果茶/奶茶/咖啡及其他饮品占售出总杯数的 41%/47%/12%



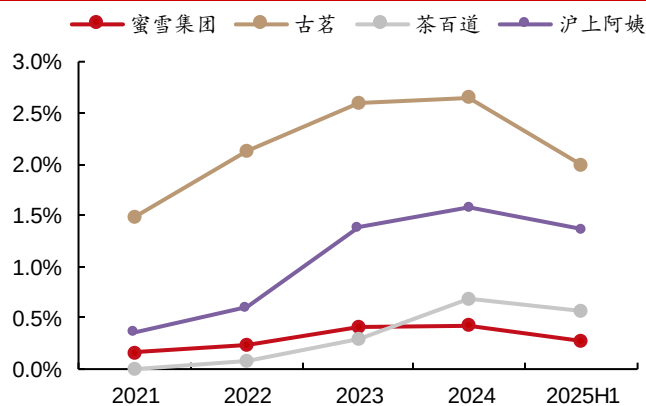
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 11 近年来年均新品数量稳定在百款以上



资料来源：公司公告，华西证券研究所

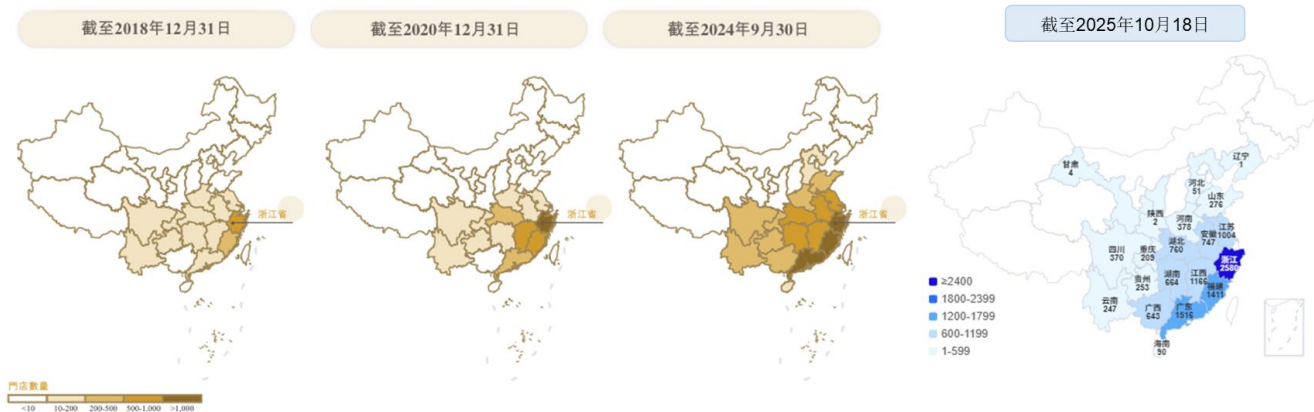
图 12 公司研发费用率高于同业



资料来源：公司公告，华西证券研究所

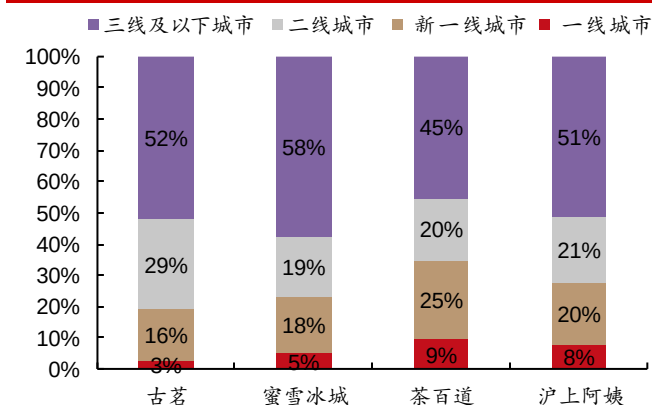
地域加密的扩张策略，品牌心智和规模效应不断增强。公司采用地域加密的布店策略，战略性地选择目标省份进行扩张，并优先配置资源以在目标省份各城市线级均实现高密度的门店网络，然后借助在已具有关键规模（门店数量超500家）的省份所积累的经验和优势进入临近省份。据窄门餐眼数据，截至2025年10月18日，公司在浙江、福建、江西、广东、广西、江苏、安徽、湖南、湖北9个省份已达关键规模；且门店网络较同业更为下沉，据公司公告，截至2025年6月30日，公司在二线及以下城市的门店数量占比81%（蜜雪冰城/茶百道/沪上阿姨为77%/65%/72%），位于乡、镇的门店数量占比43%。密集的门店网络，一方面有利于强化品牌心智，提升市占率，据公司招股书，2021-2023年，浙江、福建及江西等已达关键规模的省份同店GMV实现持续正增长，同时，2023年公司在浙江、福建及江西的各个地级市的全价格带现制茶饮店市场中的市占率（以GMV计）均为第一；另一方面，有利于形成规模经济，提高仓储及物流效率，据公司招股书，2021-2023年，公司仓到店平均物流成本低于GMV总额的1%，而行业平均水平约为2%。

图 13 公司门店网络分布



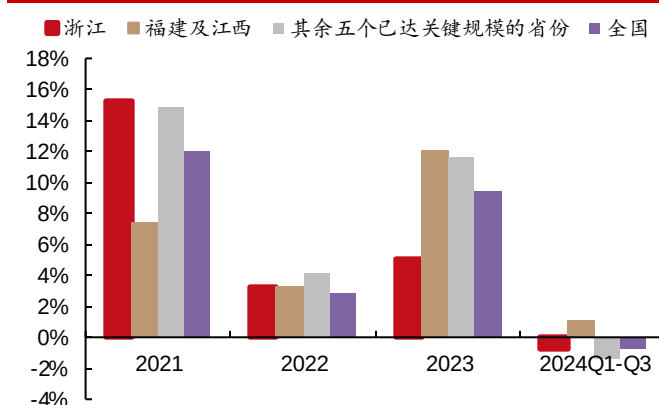
资料来源：公司招股书，窄门餐眼，华西证券研究所

图 14 各茶饮品牌国内门店分布（截至 2025H1）



资料来源：各公司公告，华西证券研究所

图 15 公司已达关键规模省份的同店 GMV 增长



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

2.2.供应链：自建冷链物流，成本与效率优势凸显

现制茶饮店多采用鲜果、鲜奶、茶叶等原料，这些原料对饮品的口味有至关重要的影响，各茶饮品牌需要加强供应链能力，包括原料采购、加工、仓储及物流（尤其冷链能力），以维持产品质量及稳定供应，维持正向的消费者印象并提高忠诚度。同时，供应链能力也决定了各茶饮品牌加盟商的抗风险能力和盈利能力。

从蜜雪集团、古茗、茶百道和沪上阿姨四个上市的大众茶饮企业的供应链对比来看，古茗整体供应链能力仅次于蜜雪集团。原料采购方面，公司采用集中采购的方式，借助规模化采购积累上游供应商资源、增强议价能力；并且严把茶叶、水果等原料的质量关，从源头保障品质，还在云南西双版纳自建柠檬基地。食材加工方面，不同于蜜雪集团，公司产品品类多、上新频繁且有很多鲜果，因此自建工厂聚焦产业链关键环节，如果汁加工的核心榨汁与灭菌技术，保证出品的稳定性。仓储物流方面，公司采用自主运营的仓库网络和大部分自有运输车辆（四个上市的大众茶饮企业中唯一拥有自有冷链运输车队的茶饮企业），截至 2025 年 6 月 30 日，约 75% 的门店位于距离某一仓库 150 公里范围内，支持向约 98% 的门店提供两日一配的冷链配送服务，一方面，大幅缩短运输半径，降低运输成本，另一方面，短保食材次日达，保证产品新鲜。

表 3 四大上市茶饮企业供应链对比

		蜜雪集团	古茗	茶百道	沪上阿姨
采购	采购模式	集中采购，在四川省、重庆市等地区合作种植基地，与君乐宝合资建设雪王牧场等	集中采购，鲜果、茶叶等饮品主要原料从产地直采，在云南西双版纳自建柠檬基地	注重水果的集中采购及产地直采，对门店的水果统一配送已覆盖总门店的 80%	集中采购
	前五大供应商采购额占比	18.3%（24Q1-Q3）	18.8%（24Q1-Q3）	36.6%（23 年）	15.9%（24 年）
生产	生产基地	在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有五大生产基地	在浙江、广西拥有四个加工厂	福州原叶茶生产基地及成都包材生产基地	海盐工厂

	生产品类	七大类食材（包括糖、奶、茶、咖、果、粮、料）以及包材和设备	茶叶拼配、混合果汁	包装材料、茶叶原料	若干食材，主要包括珍珠、芋圆、芋泥及茶叶
	自产比例	提供给加盟商的饮品食材超过 60%为自产，其中核心饮品食材为 100%自产	向加盟商提供的原料中约 13%（按 24 年前三季度销售量计）经公司加工厂处理	向门店供应的包材中有 26.7%（按 23 年销售额计）来自森冕工厂	
仓储	运营模式	自主运营	自主运营	自主运营+第三方运营	自主运营+第三方运营
	基础设施	中国 29 个仓库、海外 4 个国家建立了本地化的仓储体系	22 个仓库，约 75%的门店位于距离某一仓库 150 公里范围内	26 个仓配中心，各区域仓配中心服务周边平均配送半径 500 公里的门店	13 个大仓储物流基地、4 个设备仓库、7 个新鲜农产品仓库、14 个前置冷链仓库
物流	运营模式	第三方合作	自有+第三方合作	第三方合作	第三方合作
	基础设施	约 40 家本地化配送服务机构，覆盖 33 个省级行政区，超过 300 个地级市、1700 个县城和 4900 个乡镇	直接拥有并运营 362 辆运输车辆，车辆配备专门的设备，可实现高效优质冷链配送	一支大约 300 辆归属且来自第三方移动服务提供商的多温运输车辆组成的车队	
	配送质量及时效	在中国内地约 97%以上的门店实现了冷链物流覆盖，逾 90%的县级行政区划实现 12 小时内触达	向约 98%的门店提供两日一配的冷链配送服务	约 93.8%的门店下单后次日达，约 95%的门店每周获得两次或以上的配送服务，同时已在北京、上海、成都及重庆等地推行夜间配送（覆盖 500 余家门店）	每周将新鲜食材送达门店 2-3 次

资料来源：各公司招股书，各公司公告，华西证券研究所

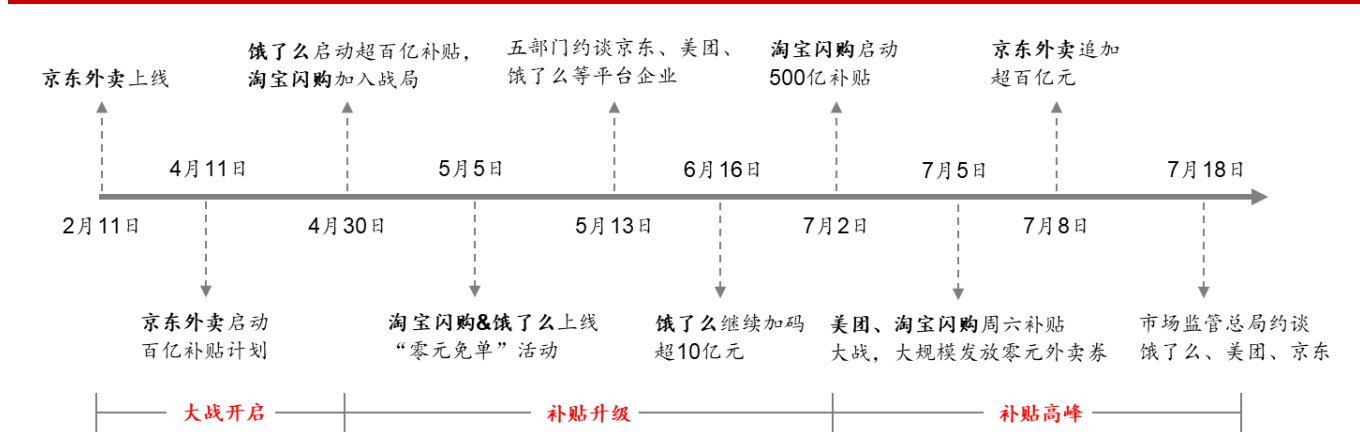
3.未来看点：单店销售有支撑，加盟开店有空间

单店销售的提升和门店数量的增加是公司收入增长的核心驱动力。虽然公司作为品牌方不直接参与加盟店的分成，但公司收入与加盟店的 GMV 紧密相关，因此单店销售的提升和门店数量的增加是公司业绩增长的核心驱动力。从单店销售来看，短期在外卖大战助力下实现快速增长，即使外卖补贴放缓，公司仍可**通过品类拓展**和**品牌力提升**为单店销售提供有力支撑。从加盟开店来看，今年 2 月公司调整加盟政策，增强了新加盟商信心，开店速度明显加快；未来随着公司在存量区域的持续加密以及空白区域的不断渗透，门店规模将稳步扩大，我们推算公司在中国内地的开店空间或超 3.5 万家，较目前仍有翻倍以上的增长空间。

3.1.单店销售：外卖补贴+品类拓展+品牌建设助力增长

“外卖大战”助力下，单店销售实现较快增长。2025 年 4 月 11 日，京东外卖启动百亿补贴计划，成为外卖大战的导火索，5-6 月份，淘宝闪购&饿了么、美团等平台相继加码，外卖补贴不断升级；茶饮和咖啡因消费高频、低客单价、出餐简单稳定等属性，成为承接这一轮流量红利的最大赢家，2025H1，古茗单店 GMV 同比+20.6%，单店售出杯量同比+16.6%。7 月 5 日起，美团、淘宝闪购掀起周六补贴大战，大规模发放零元外卖券，外卖补贴进入高峰期；7 月 18 日，市场监管总局约谈饿了么、美团、京东，要求外卖平台企业理性竞争，外卖补贴力度开始调整。但即使外卖补贴放缓，公司仍可通过**品类/场景拓展**和**品牌力提升**实现单店销售的持续提升。

图 16 “外卖大战”时间线梳理



资料来源：新华网，京东黑板报，饿了么，央广网，界面新闻，华西证券研究所

加速布局咖啡品类，坚持“高质价比”定位，打造差异化竞争优势。为了弥补营业低峰时段、提升时间效率，公司正将其在茶饮领域积累的核心优势复制到现磨咖啡赛道；今年以来，公司加速布局咖啡品类，截至 2025 年 6 月底，超过 8000 家门店已配备咖啡机。公司咖啡同样坚持“高质价比”定位，从产品定价来看，据古茗点单小程序，美式售价 10-17 元（小程序优惠价 8-14.9 元）、拿铁售价 16-18 元（小程序优惠价 11.9-15.9 元），避开蜜雪冰城的 6-8 元、星巴克的 25-40 元；从产品品质来

看，据古茗茶饮公众号，公司选用烘焙后 30 天内新鲜咖啡豆、低温冷藏鲜牛乳、HPP 新鲜果汁以及瑞士进口高端咖啡机，鲜豆+鲜奶+好机器，打造更好喝的咖啡。

咖啡精准选品+促销引流，从而实现后发制人。在产品上，延续茶饮以市场为导向、高频上新的特点（2025H1，已上新 16 款新咖啡饮品），将经过市场教育、有稳定消费群体的美式咖啡、柠 C 美式、生椰拿铁等作为基本款；同时，与茶饮上新联动推出季节特色单品，如 9 月份上新的桂花系列包括“桂花酒酿小丸子”和“桂花拿铁”，在打造自己的咖啡特色的同时，通过原料复用降低成本、保障供应链的灵活性。在推广上，今年 6 月以来，公司加大了咖啡品类的推广力度，致力于培养消费者到古茗买咖啡的习惯，提升咖啡知名度，具体包括 6 月官宣吴彦祖为品质合伙人，并同步启动“全场咖啡 8.9 元”限时活动，9 月推出“万店狂欢，首杯咖啡 4.9 元起”，10 月推出早时段咖啡限时活动，送出 200 万张咖啡 2.9 元券。

图 17 古茗咖啡 SKU 及售价

 生椰拿铁 9.9元活动 限2杯 人气之选 椰香 2小时极速锁鲜生椰乳×IIAC金奖豆，椰香浓郁，一口入魂！ ¥9.9 到手价② ¥12.9起 ¥18起	+	 鲜奶拿铁 口感丝滑 冷藏牛乳 简单纯粹，滴滴醇香！ ¥11.9起 ¥16起	+	 早安鲜牛奶 100%冷链鲜奶 好营养 每一滴都是 100% 鲜活牛奶！ ¥7.9起 ¥10起
 卡美罗焦糖拿铁 12.9元活动 限2杯 卡美罗焦糖块 一口尽享双重焦糖风味 ¥12.9 到手价② ¥15.9起 ¥18起	+	 鲜橙美式 11.9元活动 限2杯 IIAC金奖豆 一杯果汁含量约等于1.5个橙子！ 酸甜可口，活力唤醒！ ¥11.9 到手价② ¥14.9起 ¥17起	+	 Good轻椰拿铁 年度咖啡 泰国丹嫩沙多香椰水×鲜打低脂椰云顶，较生椰拿铁所含脂肪和能... 本店暂时售罄 ¥14.9起 ¥18起
 桂花拿铁 IIAC金奖豆 广西桂林金桂 闽南乌 IIAC金奖咖啡豆×广西桂林金桂×闽南乌龙×100%冷链鲜奶，一... ¥13.9起 ¥17起	+	 美式咖啡 咖啡复购第一 经典黑咖 IIAC金奖咖啡豆，0添加，健身强推！ ¥8起 ¥10起	+	 柠C美式 健康 鲜切柠檬 一杯果汁含量约等于1个柠檬！鲜活果汁，活力唤醒！ 本店暂时售罄 ¥9.9起 ¥13起

资料来源：古茗点单小程序，华西证券研究所（取自 11 月 10 日杭州某一样本门店）

图 18 今年 6 月以来加大咖啡推广力度



资料来源：古茗茶饮公众号，华西证券研究所

试点早餐场景，拉长早时段营业时间。在咖啡的基础上，公司也正结合烘焙拓展早餐场景。据古茗点单小程序，目前烘焙系列产品主要包括贝果、肉桂卷、牛肉卷、大福、巴斯克芝士蛋糕等，并且早时段营业门店比例提升（从 9 点营业提早至 7 点半营业）。

图 19 古茗烘焙系列 SKU 及售价

 苹果肉桂卷 松软面团加入肉桂苹果馅，肉桂香混合苹果香，风味巧妙融合，甜... 仅剩20件 ¥5.9起 +	 半熟芝士 甄选Kiri芝士，芝香浓厚纯正，口感绵软轻盈，入口即化。 ¥5起 +	 原味巴斯克芝士蛋糕 精选澳洲奶油芝士，芝香醇厚绵密，口感如丝绸般顺滑 ¥6.9起 +
 猪柳蛋贝果堡 米贝果柔软Q弹，烟熏猪肉饼，肉感满满，搭配嫩滑滑心蛋和浓香... 仅剩16件 ¥11.9起 +	 提拉米苏大福 糯叽叽的外皮裹满可可粉，提拉米苏风味内馅绵密香甜！ ¥5起 +	 芝香牛肉卷 外饼皮筋道软糯包裹绵密芝士和软嫩牛肉，满口喷香，能量加满。 ¥9起 +
 桂花酒酿绿豆糕 轻甜绿豆沙皮，搭配麻薯内馅，包裹桂花酒酿馅心，口感绵密，香... ¥4.9起 +	 焦糖可颂蛋挞 层层酥皮注入焦糖酱和特调蛋挞液，蛋香和奶香兼具 ¥5.9起 +	

资料来源：古茗点单小程序，华西证券研究所（取自 11 月 10 日厦门某一样本门店）

推出第六代门店，加强品牌建设。除了拓展产品品类、场景外，公司还持续进行品牌建设，推进多维度升级，如推出第六代门店。门店形象是品牌与消费者对话的

第一触点，六代店的形象、品牌感较五代店有明显的提升，据咖新社，六代店装修风格从黑白工业风换成了原木自然风，logo、客休区也进行了优化调整，有利于品牌调性的提升，或将进一步促进单店销售。

图 20 古茗五代店面和六代店面对比



资料来源：咖新社，古茗茶饮微博，华西证券研究所

3.2.加盟开店：长期仍有翻倍以上空间

加盟政策调整，增强了新加盟商信心。2025 年 2 月，古茗加盟之家发布《关于新加盟商开店政策调整的通知》，此次调整主要围绕强化在店经营、降低加盟门槛、优化风险分担等方面进行。首先，强调公司筛选合作伙伴的要求是“在店经营，亲自参与门店的一线管理”，加盟商在店经营对门店的产品服务、品质保障及卫生管理等至关重要。其次，通过加盟费和部分大型设备费用（含咖啡机）分期的方式，让新加盟商首年开店投入从 28 万元降低至 23 万元。此外，若加盟门店首年盈利不佳但保持在店经营，可申请进一步延期支付 6 个月；次年不续约者只需承担 30% 的大型设备折旧费，剩余首付款还能退还。“严进宽出”的新加盟商政策将品牌方与加盟商绑定得更深，极大增强了新加盟商信心。2025H1，公司新增加盟商 1338 名、新开门店 1570 家，开店速度较去年同期明显加快。

表 4 新加盟商开店费用对比（不含房租、装让费、前置装修、人工）

项目	类别	2024 年	2025 年				
		首月启动	首月启动	第 2-12 月	第 13-24 月	第 25-36 月	建店成本合计
押金	合同保证金	0.5 万元	0.5 万元				0.5 万元

	咖啡机押金	1.5 万元	1.5 万元		第 13 个月退 0.5 万元 第 19 个月退 0.5 万元	第 25 个月退 0.5 万元	
加盟费	加盟费分期				第 13 个月交 2.5 万元 第 19 个月交 4.88 万元	第 25 个月交 2.5 万元	9.88 万元
设备	可分期设备首付		3.0 万元				3.0 万元
	可分期设备分期金额	12.5 万元			4167 元*12 期		5.0 万元
	其他不可分期设备款		4.5 万元				4.5 万元
	咖啡机分期			3212 元*12 期	3212 元*12 期		7.7 万元
首批物料		3.0 万元	3.0 万元				3.0 万元
开业营销费		0.8 万元	0.8 万元				0.8 万元
装修	上匠部分	10.0 万元	10.0 万元				10.0 万元
合计		28.3 万元	23.3 万元	3212 元/月 合计 3.9 万元	7379 元/月+2 次加盟费 合计 15.2 万元	2.0 万元	44.38 万 元

资料来源：古茗加盟之家，咖新社，华西证券研究所

长期来看，我们预计古茗在中国内地的开店空间超 3.5 万家，仍有翻倍以上的增长空间。据窄门餐眼数据，截至 2025 年 10 月 18 日，公司在浙江、广东、福建、江西、江苏、湖北、安徽、湖南、广西这 9 个省份的门店数量均已达关键规模，而在上海、北京、天津、山西、黑龙江、吉林、宁夏、内蒙古、青海、西藏、新疆这 11 个地区仍尚未开店；未来随着公司在存量区域的持续加密以及空白区域的不断渗透，门店规模仍将稳步扩大。以公司大本营浙江省作为标杆（目前门店渗透率为 2.6 万人/家，假设目标渗透率为 2.2 万人/家），综合考虑各地区的经济发展水平、茶饮消费习惯以及市场竞争情况，我们推算公司在中国内地的开店空间或超 3.5 万家。

表 5 古茗在中国内地的开店空间测算

		门店数量 (家)	常住人口 (万人)	人均 GDP (万元)	渗透率 (万人/家)	潜在渗透率 (万人/家)	潜在门店数量 (家)
重点区域	浙江	2580	6670	13.6	2.6	2.2	3032
	广东	1516	12780	11.1	8.4	3.6	3550
	福建	1411	4193	13.8	3.0	2.4	1747
	江西	1166	4502	7.6	3.9	3.0	1501
	江苏	1004	8526	16.1	8.5	3.0	2842
	湖北	760	5834	10.3	7.7	3.2	1823
	安徽	747	6123	8.3	8.2	3.6	1701
	湖南	664	6539	8.1	9.8	3.8	1721
	广西	643	5013	5.7	7.8	2.6	1928
潜力区域	河南	378	9785	6.5	25.9	6.5	1505
	四川	370	8364	7.7	22.6	5.0	1673
	山东	276	10080	9.8	36.5	6.0	1680

	贵州	253	3860	5.9	15.3	5.0	772
	云南	247	4655	6.8	18.8	5.0	931
	重庆	209	3190	10.1	15.3	4.0	798
	海南	90	1048	7.6	11.6	5.0	210
	河北	51	7378	6.4	144.7	6.5	1135
	甘肃	4	2458	5.3	614.6	6.0	410
	陕西	2	3953	9.0	1976.5	5.0	791
	辽宁	1	4155	7.8	4155.0	6.0	693
潜在区域	上海		2480	21.7		2.5	992
	北京		2183	22.8		2.5	873
	天津		1364	13.2		3.5	390
	山西		3446	7.4		6.0	574
	黑龙江		3029	5.4		6.0	505
	吉林		2317	6.2		6.0	386
	宁夏		729	7.5		6.0	122
	内蒙古		2388	11.0		6.5	367
	青海		593	6.7		0	99
	西藏		370	7.5		7.0	53
	新疆		2623	7.9		7.0	375
合计		12372					35176

资料来源: wind, 窄门餐眼, 华西证券研究所

4. 盈利预测与估值

核心假设：

GMV端：预计2025-2027年公司GMV总额分别为317.31/399.78/472.92亿元，同比+41.7%/+26.0%/+18.3%。

1) **单店：**今年在外卖补贴、咖啡品类发力等因素影响下，单店GMV有望高增，明后年虽然面临高基数及门店持续加密等挑战，但咖啡复购率提升、早餐场景发力及品牌升级等仍有望对单店GMV形成支撑，因此我们预计2025-2027年，单店GMV同比分别+17.7%/-0.5%/-1.0%。

2) **门店：**新加盟政策下开店门槛降低、开店风险共担，增强了新加盟商的开店信心，我们预计2025-2027年分别新开店3500/3600/3200家，闭店率分别为5%/4%/4%，对应净增门店3004/3083/2560家。

收入端：预计2025-2027年公司收入分别为124.58/156.77/184.34亿元，同比+41.7%/+25.8%/+17.6%。

1) **销售商品及设备：**近三年公司销售商品收入占GMV的比例维持在29%-31%左右，我们预计2025-2027年，销售商品收入占GMV的比例分别为29.5%/29.8%/30.0%，单店销售设备收入维持18万元，对应销售商品及设备收入分别为99.91/125.62/147.64亿元，同比+42.2%/+25.7%/+17.5%。

2) **提供加盟管理服务：**包括初始加盟费收入、持续支持服务费收入及提供培训及其他服务收入，其中，加盟商支付的7.38万元的品牌授权、营销咨询及运营支持服务计入初始加盟费收入、2.5万元的培训服务计入提供培训及其他服务收入，持续支持服务费收入包括加盟商按月支付的500元/店的固定金额以及门店总采购金额15%-20%的浮动金额，近三年公司持续支付服务费收入占GMV的比例维持在6%-7%左右，因此我们预计2025-2027年，持续支付服务费收入占GMV的比例维持7%，对应提供加盟管理服务收入分别为24.51/30.99/36.54亿元，同比+40.1%/+26.4%/+17.9%。

3) **直营门店销售：**预计2025-2027年，直营门店销售收入同比分别+17.7%/-0.5%/-1.0%。

成本费用端：随着收入的不断提升以及供应链的持续深化，公司成本费用率有望呈下降趋势。我们预计2025-2027年，公司毛利率分别为30.5%/30.7%/31.0%，销售费用率分别为5.5%/5.3%/5.1%，管理费用率分别为3.3%/3.1%/3.0%，研发费用率维持2.0%水平。

表6 公司2025-2027年盈利预测表

单位：百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
GMV	14,004	19,214	22,397	31,731	39,978	47,292
YoY	32.2%	37.2%	16.6%	41.7%	26.0%	18.3%
-门店数量	6,669	9,001	9,914	12,918	16,002	18,562
净增	975	2,332	913	3,004	3,083	2,560
-单店GMV（万元）	226	247	236	278	276	274
YoY	3.4%	9.0%	-4.3%	17.7%	-0.5%	-1.0%

收入	5,559	7,676	8,791	12,458	15,677	18,434
YoY	26.8%	38.1%	14.5%	41.7%	25.8%	17.6%
-销售商品及设备	4,505	6,145	7,027	9,991	12,562	14,764
YoY	27.0%	36.4%	14.4%	42.2%	25.7%	17.5%
-提供加盟管理服务	1,044	1,519	1,750	2,451	3,099	3,654
YoY	25.6%	45.4%	15.2%	40.1%	26.4%	17.9%
-直营门店销售	10	12	14	17	17	17
YoY	83.3%	25.8%	15.8%	17.7%	-0.5%	-1.0%
毛利率	28.1%	31.3%	30.6%	30.5%	30.7%	31.0%
销售费用率	4.8%	4.4%	5.5%	5.5%	5.3%	5.1%
管理费用率	3.4%	3.7%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%
研发费用率	2.1%	2.6%	2.6%	2.0%	2.0%	2.0%
归母净利润	367	1,080	1,479	2,768	2,888	3,450
YoY	1720.4%	194.5%	36.9%	87.3%	4.3%	19.5%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

综上，预计 2025-2027 年，公司收入分别为 124.58/156.77/184.34 亿元，同比 +41.7%/+25.8%/+17.6%；归母净利润分别为 27.68/28.88/34.50 亿元，同比分别 +87.3%/+4.3%/+19.5%；EPS 分别为 1.16/1.21/1.45 元，最新股价（11 月 14 日收盘价 22.3 港元，汇率 1HKD=0.91CNY）对应 PE 分别为 17.4/16.7/14.0X。

我们选取蜜雪集团、茶百道、沪上阿姨作为可比公司，2025/2026 年平均 PE 为 19.1/16.0X。公司独特的战略打法和扎实的供应链能力相辅相成，竞争壁垒不断强化；外卖补贴、品类/场景拓展及品牌升级等驱动单店销售增长，随着存量区域的持续加密以及空白区域的不断渗透，门店规模亦将稳步扩大。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 7 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价	EPS (元)				PE			
		(港元)	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
2097. HK	蜜雪集团	414.80	12.32	15.18	17.70	20.42	30.6	24.9	21.3	18.5
2555. HK	茶百道	7.32	0.34	0.59	0.68	0.78	19.6	11.3	9.8	8.5
2589. HK	沪上阿姨	108.70	3.22	4.67	5.85	6.79	30.7	21.2	16.9	14.6
平均值							27.0	19.1	16.0	13.9
1364. HK	古茗	22.30	0.71	1.16	1.21	1.45	28.6	17.4	16.7	14.0

资料来源: wind, 华西证券研究所

注: 股价和汇率均取自 2025 年 11 月 14 日, 1HKD=0.91CNY; 蜜雪集团/茶百道/沪上阿姨 EPS 均取自 wind 一致预期

5.风险提示

行业竞争加剧, 食品安全风险, 品类拓展不及预期, 门店扩张不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8791.36	12458.48	15677.14	18433.70	净利润	1478.51	2768.48	2887.60	3449.83
YoY (%)	14.54%	41.71%	25.84%	17.58%	折旧和摊销	140.34	106.08	84.87	67.89
营业成本	6103.87	8658.64	10864.26	12719.25	营运资金变动	-337.27	-1.16	-331.66	-129.07
营业税金及附加					经营活动现金流	1320.57	2056.08	2408.75	3162.18
销售费用	479.41	685.22	830.89	940.12	资本开支	-450.14	-131.56	0.00	0.00
管理费用	311.44	411.13	485.99	553.01	投资	-1488.44	-3777.24	0.00	0.00
财务费用	3.34	32.03	59.21	59.21	投资活动现金流	-1821.58	-3098.42	320.00	320.00
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	-59.07	1544.95	0.00	0.00
营业利润	1646.47	2444.57	3170.19	3838.21	筹资活动现金流	16.92	1512.93	-59.21	-59.21
营业外收支					现金净流量	-492.72	478.27	2677.23	3430.66
利润总额	1804.31	3289.44	3430.98	4099.00	主要财务指标				
所得税	311.09	493.42	514.65	614.85	成长能力				
净利润	1493.22	2796.03	2916.33	3484.15	营业收入增长率	14.54%	41.71%	25.84%	17.58%
归属于母公司净利润	1478.51	2768.48	2887.60	3449.83	净利润增长率	36.95%	87.25%	4.30%	19.47%
YoY (%)	36.95%	87.25%	4.30%	19.47%	盈利能力				
每股收益 (元)	0.71	1.16	1.21	1.45	毛利率	30.57%	30.50%	30.70%	31.00%
资产负债表 (百万元)					净利率	16.82%	22.22%	18.42%	18.71%
货币资金	1865.24	2343.51	5020.74	8451.40	总资产收益率 ROA	21.51%	31.43%	24.18%	21.80%
预付款项					净资产收益率 ROE	71.55%	57.17%	37.32%	30.82%
存货	984.24	1202.59	1508.92	1766.56	偿债能力				
其他流动资产	76.76	124.58	156.77	184.34	流动比率	1.09	1.88	2.63	3.34
流动资产合计	4859.65	6644.15	9864.28	13814.45	速动比率	0.85	1.50	2.19	2.87
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.42	0.66	1.34	2.04
固定资产	954.36	865.32	789.79	729.37	资产负债率	69.28%	44.19%	34.36%	28.40%
无形资产	57.93	172.45	163.11	155.64	经营效率				
非流动资产合计	2014.99	2164.21	2079.35	2011.45	总资产周转率	1.46	1.59	1.51	1.33
资产合计	6874.64	8808.36	11943.62	15825.90	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	1487.92	1487.92	1487.92	每股收益	0.71	1.16	1.21	1.45
应付账款及票据	697.89	986.12	1237.32	1448.58	每股净资产	1.10	2.04	3.25	4.71
其他流动负债	484.36	685.22	862.24	1013.85	每股经营现金流	0.70	0.86	1.01	1.33
流动负债合计	4452.29	3533.02	3744.26	4134.70	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	121.23	178.26	178.26	178.26	估值分析				
其他长期负债	189.10	181.35	181.35	181.35	PE	0.00	17.43	16.71	13.99
非流动负债合计	310.33	359.62	359.62	359.62	PB	0.00	9.97	6.24	4.31
负债合计	4762.62	3892.63	4103.87	4494.31					
股本	0.13	0.13	0.13	0.13					
少数股东权益	45.73	73.27	102.00	136.33					
股东权益合计	2112.02	4915.73	7839.75	11331.59					
负债和股东权益合计	6874.64	8808.36	11943.62	15825.90					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。