

# 现制茶饮龙头，供应链优势铸就核心竞争力

## ——蜜雪集团（2097.HK）首次覆盖报告

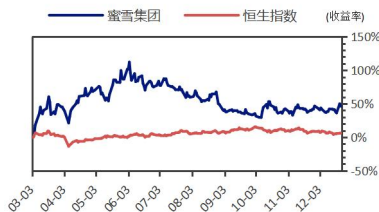
食品饮料

报告原因：

**买入**（首次评级）

|              |                  |
|--------------|------------------|
| 市场数据：        | 2025 年 12 月 24 日 |
| 收盘价（港元）      | 424.60           |
| 一年内最高/最低（港元） | 615.50/289.60    |
| 总股本（亿股）      | 37,962           |
| 总市值（亿港元）     | 636              |

一年内股价与恒生指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

范林泉  
S0820525020001  
021-32229888-25516  
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩  
S0820125020001  
021-32229888-25515  
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点：

- **投资评级与估值：**公司作为全球最大的现制饮品企业，凭借端到端供应链体系和 5.3 万家门店网络构建的规模效应，在现制茶饮赛道确立领先地位。预计公司 2025/2026/ 2027 年营业收入分别为 335.5/403.0/443.9 亿元，同比增长 35.1%/20.1%/10.1%，净利润分别为 60.0/74.0/84.1 亿元，同比增长 34.9%/23.6%/13.7%，对应 PE 分别 24.2X/19.6X/17.3X。首次覆盖，给予“**买入**”评级。
- **行业与公司分析：**中国现制饮品行业保持较快增长，2023 年现制茶饮市场规模约 2585 亿元，现磨咖啡市场规模约 1515 亿元，下沉市场渗透率提升和消费频次增加驱动行业持续扩容。公司主营现制茶饮和现磨咖啡的研发、生产与销售，旗下蜜雪冰城定位 6-8 元平价茶饮、幸运咖定位 5-10 元平价咖啡，采用加盟模式运营，收入主要来源于向加盟商销售商品设备及提供加盟服务。公司凭借端到端供应链体系构建的成本优势和雪王 IP 的品牌势能，截至 25H1 全球门店数量达 5.3 万家，按 2023 年出杯量计市占率约 49.6%，稳居中国现制茶饮行业龙头地位。
- **关键假设点：**商品和设备销售方面，公司将维持稳健的门店扩张节奏，国内下沉市场持续加密叠加一二线城市渗透率提升，预计 2025/2026/2027 年商品和设备销售收入分别为 326.8/392.2/431.4 亿元，同比增长 35.0%/20.0%/10.0%，供应链产能利用率提升带动成本优化，预计毛利率分别为 30.6%/31.0%/31.5%。加盟和相关服务方面，门店网络持续扩张带动加盟费及服务收入增长，预计 2025/2026/2027 年营业收入分别为 8.7/10.9/12.5 亿元，同比增长 40.0%/25.0%/15.0%，随着加盟体系成熟度提升和服务能力强化，预计毛利率分别为 83.0%/83.3%/83.6%。
- **有别于大众的认识：**市场认为公司低价模式易被复制、增长空间有限、加盟体系品控难以保证等，但我们认为：**1) 全链路供应链体系构筑成本壁垒，规模效应强化低价定位的可持续性。**蜜雪集团产品均价约 6-8 元，远低于行业主流价格带，低价定位的根基在于供应链工业化能力。公司 2012 年即建立首家中央工厂，是中国现制饮品行业最早布局自有生产体系的企业，经十余年持续投入，目前已形成覆盖采购、生产、仓储、物流的端到端供应链闭环。上游端，公司建立覆盖全球六大洲 38 个国家的采购网络，凭借行业领先的采购规模实现源头直采的成本优势；中游端，五大生产基地实现核心饮品食材 100%自产，减少中间加价环节；下游端，27 个自营仓库配合专车直配网络，90%的国内县级行政区可实现 12 小时内触达，高效物流体系在降低门店库存压力的同时，确保产品新鲜度。公司加盟商 100%从总部采购食材设备的机制设计，保障了终端品控一致性。供应链基础设施的构建需要长期资本投入与运营经验积累，后进入者难以在短期内复制。门店扩张与成本优势形成正向循环，供应链壁垒持续强化。**2) 加盟商利益绑定机制成熟，万店规模验证商业模式的可复制性与稳定性。**截至 25H1，公司全球门店数量达 5.3 万家，2021-2024 年门店数 CAGR 达 32%，加盟商盈利模型的可持续性为高速扩张的核心支撑。公司门店初始投资和加盟费均低于行业平均水平，极致轻量化的店型模型降低了开店门槛和运营成本，使加盟商在低客单价下仍可获得合理回报。公司在行业困难时期主动减免加盟费并下调物料设备价格，与加盟商利益与共的经营理念增强了加盟体系的稳定性。公司自建工厂将生产成本压至行业较低水平，从成本上消除加盟商外采动机；专车直配缩短配送周期，叠加长保质期食材为主的产品结构，有效降低门店库存压力和过期损耗。成熟的利益绑定机制使公司闭店率保持在行业较低水平，单个加盟商平均经营门店数量领先同业，为门店网络的稳健扩张提供保障。**3) 雪王 IP 构筑自有流量壁垒，打破行业对外部联名的依赖。**当前现制茶饮市场竞争激烈，品牌普遍依赖与热门影视、游戏等外

部 IP 联名引流破圈，授权成本高企且营销效果难以持续，一旦联名热度消退即面临流量回落。蜜雪冰城的“雪王”IP 则走出了差异化路径：公司于 2018 年推出该 IP 形象，围绕其打造主题曲、动画、周边产品等系列内容矩阵，相关话题在主要社交平台累计曝光量超 286 亿次，实现病毒式传播。“雪王黑化”等营销案例验证了 IP 商业化能力。自有 IP 无需支付高额授权费用，流量获取成本显著低于依赖外部联名的竞品，同时规避真人代言舆情风险，IP 资产可通过人格化运营持续强化消费者心智。在行业联名内卷加剧、边际效用递减的背景下，雪王 IP 构成蜜雪冰城独特的竞争优势。

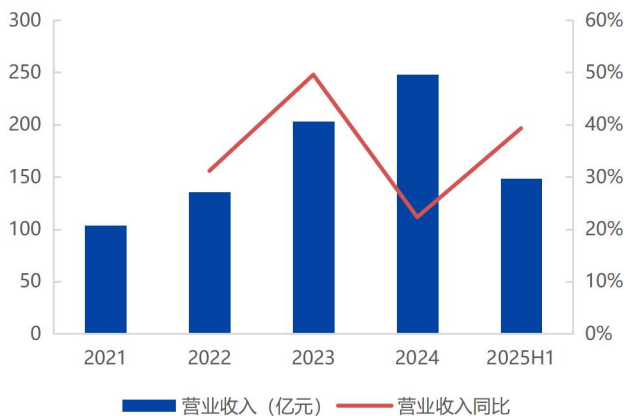
- **股价表现的催化剂：1) 国内门店网络仍具备持续扩张空间，下沉市场与一二线城市双向渗透。** 公司三线及以下城市门店占比保持在 55%以上，强大的供应链能力保障了公司在下沉市场的竞争优势，下沉市场仍有空间。与此同时，公司在一二线城市的渗透率仍有提升空间，2025 年公司优化开店政策，从区域限制转向市场化选址，门店布局灵活性增强，门店网络规模的持续扩大将直接带动商品销售及加盟服务收入增长。**2) 海外市场空间广阔，东南亚供应链本地化建设支撑持续扩张。** 截至 25H1，中国内地以外门店数达 4733 家，主要集中于印尼、越南等东南亚市场。公司已在东南亚 4 国建立 7 个自营仓库，通过供应链本地化建设降低跨境物流成本、提升配送时效，复制国内“供应链驱动规模化扩张”的成功模式。经过 2023-2024 年的团队调整与市场策略优化，海外业务已整装待发，门店扩张节奏加速。**3) 幸运咖调整完成重启扩张，咖啡业务打开第二增长曲线。** 幸运咖定位 5-10 元平价现磨咖啡，与蜜雪冰城形成茶饮、咖啡双品牌布局。2023-2024 年公司通过团队重组、产品线升级、品牌营销强化等举措完成调整，2025 年重启扩张，拓展重点转向一二线城市核心点位。幸运咖依托蜜雪冰城供应链体系，公司仓储网络逐步向其开放服务，在采购成本和配送效率方面形成协同优势，双品牌覆盖茶饮与咖啡两大现制饮品赛道，抗风险能力和增长持续性增强。
- **风险提示：**1) 门店扩张不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 海外市场拓展不及预期；4) 食品安全风险；5) 汇率波动风险。

财务数据及盈利预测

| 报告期（人民币）   | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入（百万元） | 20,302.5 | 24,828.9 | 33,550.0 | 40,303.4 | 44,388.0 |
| 同比增长率（%）   | 49.6     | 22.3     | 35.1     | 20.1     | 10.1     |
| 净利润（百万元）   | 3,137.3  | 4,436.5  | 5,985.1  | 7,400.2  | 8,411.4  |
| 同比增长率（%）   | 57.1     | 41.4     | 34.9     | 23.6     | 13.7     |
| 毛利率（%）     | 29.5     | 32.5     | 32.0     | 32.4     | 33.0     |
| 净利率（%）     | 15.7     | 17.9     | 17.9     | 18.4     | 19.0     |
| ROE（%）     | 29.9     | 29.7     | 28.6     | 26.1     | 22.9     |
| EPS（元/股）   | 8.3      | 11.7     | 15.8     | 19.5     | 22.2     |
| P/E（倍）     | 46.2     | 32.7     | 24.2     | 19.6     | 17.2     |

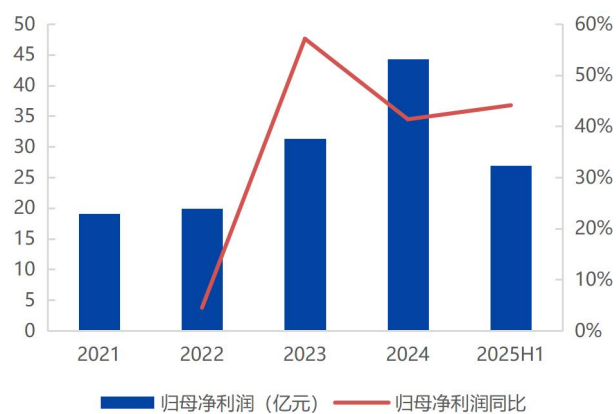
资料来源：iFinD，爱建证券研究所

图表 1：公司营业收入及同比



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 2：公司归母净利润及同比



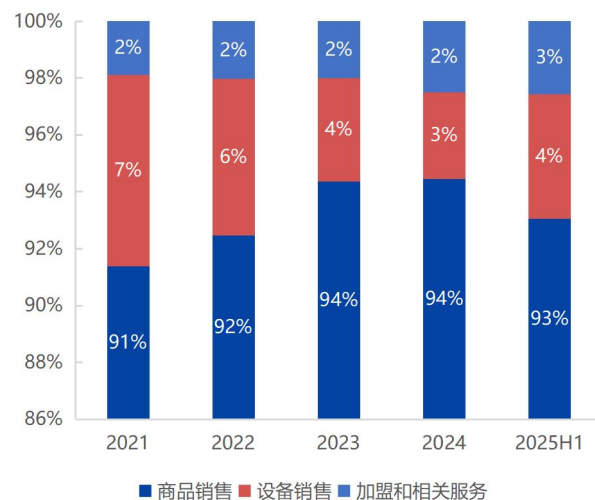
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3：商品销售/设备销售/加盟和相关服务收入及同比



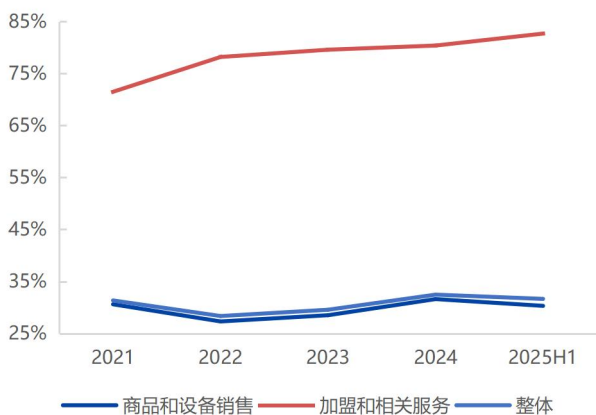
资料来源：招股说明书，公司公告，爱建证券研究所

图表 4：分业务收入结构



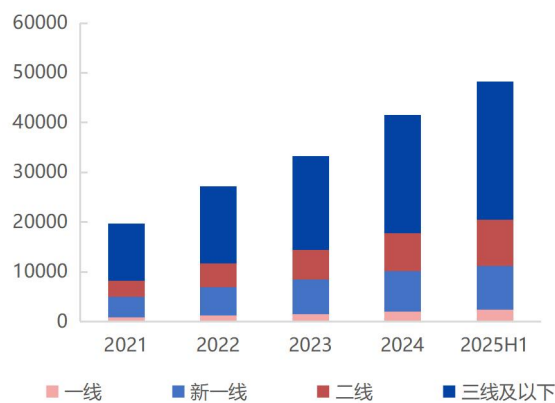
资料来源：招股说明书，公司公告，爱建证券研究所

图表 5：分业务毛利率



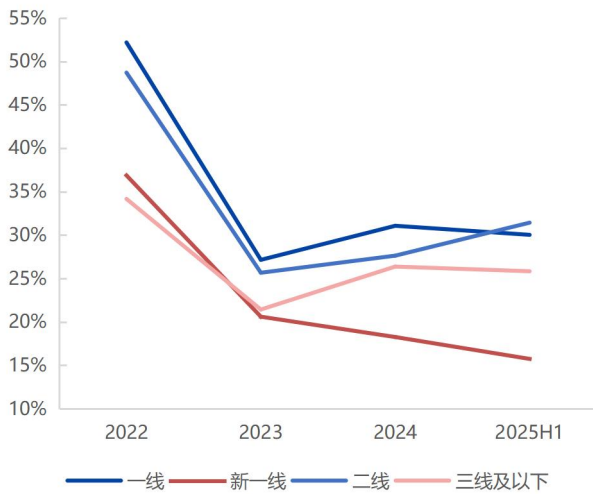
资料来源：招股说明书，公司公告，爱建证券研究所

图表 6：一线/新一线/二线/三线及以下门店数量



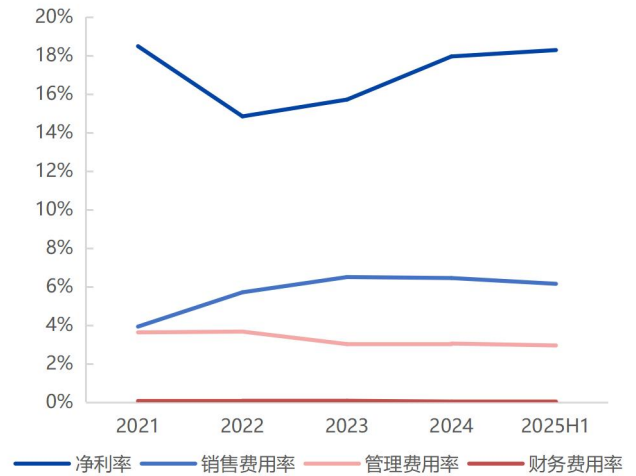
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 7：一线/新一线/二线/三线及以下门店数量同比



资料来源：招股说明书，公司公告，爱建证券研究所

图表 8：净利率及各项费用率



资料来源：Wind，爱建证券研究所

## 风险提示

- 1) 门店扩张不及预期：**公司收入增长主要依赖门店网络规模扩张，若加盟商拓店意愿下降，将影响商品销售及加盟服务收入增长。
- 2) 行业竞争加剧：**现制茶饮行业进入门槛较低，若竞争对手加大价格促销或费用投放力度，可能对公司市场份额及加盟商盈利能力造成冲击。
- 3) 海外市场拓展不及预期：**公司海外业务主要集中于东南亚市场，若当地政策环境变化、消费者接受度不足或供应链本地化推进受阻，将影响海外门店扩张节奏。
- 4) 食品安全风险：**公司门店数量达 5.3 万家且以加盟模式为主，若发生产品质量问题或食品安全事件，将影响消费者信任及品牌声誉，对公司销售造成负面影响。
- 5) 汇率波动风险：**公司海外业务收入占比持续提升，若人民币兑东南亚主要货币汇率大幅波动，将对公司海外业务收入及利润产生影响。

**财务预测摘要:**

| 资产负债表          |                 |                 |                 |                 |                 | 人民币:百万元 |  |  |  |  |  |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------|--|--|--|--|--|
| 会计年度           | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |         |  |  |  |  |  |
| <b>流动资产</b>    | <b>9,148.2</b>  | <b>11,896.1</b> | <b>19,104.5</b> | <b>28,110.9</b> | <b>37,715.8</b> |         |  |  |  |  |  |
| 现金             | 5,727.5         | 4,345.9         | 8,478.2         | 16,052.0        | 24,614.7        |         |  |  |  |  |  |
| 应收款项合计         | 28.5            | 25.6            | 34.0            | 38.6            | 41.3            |         |  |  |  |  |  |
| 其他应收款          | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |         |  |  |  |  |  |
| 预付账款           | 133.4           | 158.7           | 202.2           | 237.4           | 257.8           |         |  |  |  |  |  |
| 存货             | 2,231.7         | 2,215.4         | 2,877.1         | 3,283.9         | 3,505.5         |         |  |  |  |  |  |
| 其他流动资产         | 1,027.1         | 5,150.5         | 7,513.0         | 8,498.8         | 9,296.4         |         |  |  |  |  |  |
| <b>非流动资产</b>   | <b>5,445.4</b>  | <b>7,887.3</b>  | <b>8,499.0</b>  | <b>8,423.8</b>  | <b>8,208.4</b>  |         |  |  |  |  |  |
| 长期投资           | 3.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |         |  |  |  |  |  |
| 固定资产           | 3,390.1         | 5,317.8         | 4,695.5         | 4,266.0         | 3,796.4         |         |  |  |  |  |  |
| 无形资产           | 452.6           | 424.2           | 353.5           | 282.8           | 212.1           |         |  |  |  |  |  |
| 其他非流动资产        | 1,599.7         | 2,145.3         | 3,450.0         | 3,875.0         | 4,200.0         |         |  |  |  |  |  |
| <b>资产总计</b>    | <b>14,593.6</b> | <b>19,783.3</b> | <b>27,603.5</b> | <b>36,534.6</b> | <b>45,924.2</b> |         |  |  |  |  |  |
| <b>流动负债</b>    | <b>3,734.3</b>  | <b>4,516.8</b>  | <b>6,280.2</b>  | <b>7,784.5</b>  | <b>8,733.2</b>  |         |  |  |  |  |  |
| 短期借款           | 259.7           | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |         |  |  |  |  |  |
| 应付款项合计         | 1,316.8         | 1,767.3         | 2,439.2         | 2,948.1         | 3,260.9         |         |  |  |  |  |  |
| 其他流动负债         | 2,157.8         | 2,749.6         | 3,840.9         | 4,836.4         | 5,472.4         |         |  |  |  |  |  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>263.8</b>    | <b>205.7</b>    | <b>260.0</b>    | <b>265.0</b>    | <b>270.0</b>    |         |  |  |  |  |  |
| 长期借款           | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |         |  |  |  |  |  |
| 其他非流动负债        | 263.8           | 205.7           | 260.0           | 265.0           | 270.0           |         |  |  |  |  |  |
| <b>负债合计</b>    | <b>3,998.1</b>  | <b>4,722.5</b>  | <b>6,540.2</b>  | <b>8,049.5</b>  | <b>9,003.2</b>  |         |  |  |  |  |  |
| 少数股东权益         | 88.5            | 105.3           | 123.3           | 145.6           | 170.9           |         |  |  |  |  |  |
| 股本             | 360.0           | 360.0           | 360.0           | 360.0           | 360.0           |         |  |  |  |  |  |
| 资本公积           | 10,147.0        | 14,595.5        | 14,595.5        | 14,595.5        | 14,595.5        |         |  |  |  |  |  |
| 留存收益           | 0.0             | 0.0             | 5,984.5         | 13,384.0        | 21,794.6        |         |  |  |  |  |  |
| 归母股东权益         | 10,507.0        | 14,955.5        | 20,940.1        | 28,339.6        | 36,750.1        |         |  |  |  |  |  |
| <b>负债和权益总计</b> | <b>14,593.6</b> | <b>19,783.3</b> | <b>27,603.5</b> | <b>36,534.6</b> | <b>45,924.2</b> |         |  |  |  |  |  |

| 利润表          |                 |                 |                 |                 |                 | 人民币:百万元 |  |  |  |  |  |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------|--|--|--|--|--|
| 会计年度         | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |         |  |  |  |  |  |
| <b>营业收入</b>  | <b>20,302.5</b> | <b>24,828.9</b> | <b>33,550.0</b> | <b>40,303.4</b> | <b>44,388.0</b> |         |  |  |  |  |  |
| 营业成本         | 14,303.5        | 16,768.7        | 22,828.8        | 27,241.8        | 29,755.6        |         |  |  |  |  |  |
| 营业税金及附加      | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |         |  |  |  |  |  |
| 销售费用         | 1,318.6         | 1,599.5         | 2,046.5         | 2,398.1         | 2,574.5         |         |  |  |  |  |  |
| 管理费用         | 695.6           | 860.0           | 1,040.0         | 1,209.1         | 1,309.4         |         |  |  |  |  |  |
| 研发费用         | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |         |  |  |  |  |  |
| 财务费用         | 14.7            | 6.4             | -22.4           | -42.9           | -71.2           |         |  |  |  |  |  |
| 资产减值损失       | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |         |  |  |  |  |  |
| 信用减值损失       | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |         |  |  |  |  |  |
| 其他经营收益       | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |         |  |  |  |  |  |
| 公允价值变动       | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |         |  |  |  |  |  |
| 投资净收益        | 0.2             | -3.0            | 0.0             | 0.0             | 0.0             |         |  |  |  |  |  |
| <b>营业利润</b>  | <b>3,970.3</b>  | <b>5,591.4</b>  | <b>7,657.0</b>  | <b>9,497.3</b>  | <b>10,819.6</b> |         |  |  |  |  |  |
| 其他非经损益       | 183.7           | 219.2           | 180.0           | 180.0           | 180.0           |         |  |  |  |  |  |
| <b>利润总额</b>  | <b>4,154.0</b>  | <b>5,810.6</b>  | <b>7,837.0</b>  | <b>9,677.3</b>  | <b>10,999.6</b> |         |  |  |  |  |  |
| 所得税          | 967.4           | 1,356.4         | 1,833.9         | 2,254.8         | 2,562.9         |         |  |  |  |  |  |
| <b>净利润</b>   | <b>3,186.6</b>  | <b>4,454.2</b>  | <b>6,003.1</b>  | <b>7,422.5</b>  | <b>8,436.7</b>  |         |  |  |  |  |  |
| 少数股东损益       | 49.3            | 17.7            | 18.0            | 22.3            | 25.3            |         |  |  |  |  |  |
| <b>归母净利润</b> | <b>3,137.3</b>  | <b>4,436.5</b>  | <b>5,985.1</b>  | <b>7,400.2</b>  | <b>8,411.4</b>  |         |  |  |  |  |  |
| EBITDA       | 4,436.5         | 6,236.3         | 8,757.5         | 10,659.6        | 12,043.7        |         |  |  |  |  |  |

资料来源: 公司公告, iFinD, 爱建证券研究所

| 现金流量表          |               |                |                |                |                | 人民币:百万元 |  |  |  |  |  |
|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------|--|--|--|--|--|
| 会计年度           | 2023          | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |         |  |  |  |  |  |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>3793.9</b> | <b>6008.7</b>  | <b>7481.3</b>  | <b>8838.6</b>  | <b>9749.3</b>  |         |  |  |  |  |  |
| 净利润            | 3186.6        | 4454.2         | 6003.1         | 7422.5         | 8436.7         |         |  |  |  |  |  |
| 折旧摊销           | 267.8         | 419.4          | 943.0          | 1025.2         | 1115.3         |         |  |  |  |  |  |
| 财务费用           | 14.7          | 6.4            | -22.4          | -42.9          | -71.2          |         |  |  |  |  |  |
| 其他经营现金流        | 324.8         | 1128.8         | 557.6          | 433.7          | 268.5          |         |  |  |  |  |  |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-825.3</b> | <b>-7019.0</b> | <b>-3370.8</b> | <b>-1306.9</b> | <b>-1256.9</b> |         |  |  |  |  |  |
| 资本支出           | -1554.4       | -1507.9        | -445.7         | -545.0         | -595.0         |         |  |  |  |  |  |
| 其他投资现金流        | 729.1         | -5511.1        | -2925.2        | -761.9         | -661.9         |         |  |  |  |  |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-111.3</b> | <b>-277.4</b>  | <b>21.8</b>    | <b>42.2</b>    | <b>70.3</b>    |         |  |  |  |  |  |
| 短期借款           | 119.7         | -259.7         | 0.0            | 0.0            | 0.0            |         |  |  |  |  |  |
| 长期借款           | 0.0           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |         |  |  |  |  |  |
| 其他筹资现金流        | -231.0        | -17.7          | 21.8           | 42.2           | 70.3           |         |  |  |  |  |  |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>2857.2</b> | <b>-1287.7</b> | <b>4132.3</b>  | <b>7573.8</b>  | <b>8562.7</b>  |         |  |  |  |  |  |

| 财务比率             |       |       |       |        |        |  |  |  |  |  |  |
|------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--|--|--|--|--|--|
| 会计年度             | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E  | 2027E  |  |  |  |  |  |  |
| <b>成长能力指标</b>    |       |       |       |        |        |  |  |  |  |  |  |
| 营业收入增速           | 49.6  | 22.3  | 35.1  | 20.1   | 10.1   |  |  |  |  |  |  |
| 归母净利润增速          | 58.3  | 39.8  | 34.8  | 23.6   | 13.7   |  |  |  |  |  |  |
| <b>盈利能力指标</b>    |       |       |       |        |        |  |  |  |  |  |  |
| 毛利率 (%)          | 29.5  | 32.5  | 32.0  | 32.4   | 33.0   |  |  |  |  |  |  |
| 净利率 (%)          | 15.7  | 17.9  | 17.9  | 18.4   | 19.0   |  |  |  |  |  |  |
| ROE (%)          | 29.9  | 29.7  | 28.6  | 26.1   | 22.9   |  |  |  |  |  |  |
| ROIC (%)         | 71.4  | 66.9  | 60.3  | 69.5   | 78.8   |  |  |  |  |  |  |
| <b>偿债能力</b>      |       |       |       |        |        |  |  |  |  |  |  |
| 资产负债率 (%)        | 27.4  | 23.9  | 23.7  | 22.0   | 19.6   |  |  |  |  |  |  |
| 净负债比率 (%)        | -51.6 | -28.9 | -40.3 | -56.4  | -66.7  |  |  |  |  |  |  |
| 流动比率             | 2.4   | 2.6   | 3.0   | 3.6    | 4.3    |  |  |  |  |  |  |
| 速动比率             | 1.8   | 1.8   | 2.3   | 2.9    | 3.6    |  |  |  |  |  |  |
| <b>营运能力</b>      |       |       |       |        |        |  |  |  |  |  |  |
| 总资产周转率           | 1.4   | 1.3   | 1.2   | 1.1    | 1.0    |  |  |  |  |  |  |
| 应收账款周转率          | 713.0 | 969.0 | 986.5 | 1042.9 | 1073.5 |  |  |  |  |  |  |
| <b>每股指标 (摊薄)</b> |       |       |       |        |        |  |  |  |  |  |  |
| 每股收益             | 8.3   | 11.7  | 15.8  | 19.5   | 22.2   |  |  |  |  |  |  |
| 每股经营性现金流         | 10.0  | 15.8  | 19.7  | 23.3   | 25.7   |  |  |  |  |  |  |
| 每股净资产            | 27.7  | 39.4  | 55.2  | 74.7   | 96.8   |  |  |  |  |  |  |
| <b>估值比率</b>      |       |       |       |        |        |  |  |  |  |  |  |
| P/E              | 46.2  | 32.7  | 24.2  | 19.6   | 17.2   |  |  |  |  |  |  |
| P/B              | 14.3  | 10.0  | 7.2   | 5.3    | 4.1    |  |  |  |  |  |  |
| EV/EBITDA        | 0.0   | 0.0   | 17.1  | 14.1   | 12.4   |  |  |  |  |  |  |





## 爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

## 评级说明

### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

### 股票评级

|    |                                |
|----|--------------------------------|
| 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%        |
| 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间 |
| 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间 |
| 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%        |

### 行业评级

|      |                      |
|------|----------------------|
| 强于大市 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数  |
| 中性   | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| 弱于大市 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数  |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

## 法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时间更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

## 版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。