

2026年01月16日

八马茶业深度报告：高端茶企的发展现状与增长密码

八马茶业 (6980. HK)

核心观点：

本报告基于八马茶业港股上市招股说明书（股份代号：6980）核心内容，对公司的经营现状、财务表现、行业格局、公司发展及潜在风险进行深度解读。

看行业：当前行业机会明显，公司地位领先。

中国茶叶行业正处于“整体分散、高端集中”的结构性升级阶段。在消费升级驱动下，高端茶市场增长空间较高，品牌高端化将在未来成为趋势。八马茶业作为国内高端茶领军企业，在行业高端化、集中化趋势中占据了有利位置。

看质地：公司营销体系完备，整体盈利能力突出。

从经营现状看，公司虽短期面临宏观环境波动与行业竞争加剧的双重压力，但深入剖析其基本面，公司核心竞争力未发生根本变化。在产品上多品牌矩阵定位清晰、协同互补，形成覆盖全客群的产品布局；线下“加盟+直营”密网式布局与线上数字化运营深度融合，渠道护城河持续深化。高端产品结构支撑毛利率稳定在55%左右，多项盈利指标显著优于行业同行。

看未来：公司重点方向高度匹配行业发展趋势。

长期来看，公司发展路径清晰：其一，公司凭借品牌、渠道、工艺壁垒有望持续提升市场份额；其二，消费升级推动高端茶需求扩容，叠加年轻消费群体与女性客群崛起，公司产品高端化与年轻化转型精准契合趋势；其三，港股IPO落地将聚焦产能升级、品牌推广、渠道扩张与数字化建设，为长期增长注入强劲动力。

投资建议

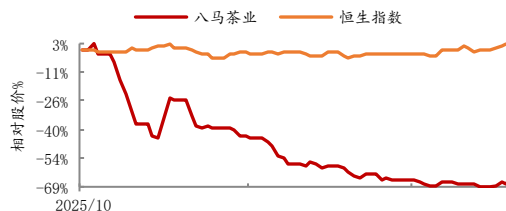
我们预计公司25-27年营业收入22.00/24.51/28.56亿元，分别同比+2.66%/+11.41%/+16.53%；25-27年EPS分别为2.71/3.07/3.85元，对应2026年1月15日34港元/股（1港元=0.89人民币）收盘价，PE估值分别为12.54/11.08/8.82倍。首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

关联交易公允性、公司决策独立性、市场宏观环境、原材料供应风险、市场扩不及预期

评级及分析师信息

| | |
|-----------------|------------|
| 评级： | 买入 |
| 上次评级： | |
| 目标价格(港元)： | |
| 最新收盘价(港元)： | 34 |
| 股票代码： | 6980 |
| 52周最高价/最低价(港元)： | 115.0/28.6 |
| 总市值(亿港元) | 28.90 |
| 自由流通市值(亿港元) | 18.02 |
| 自由流通股数(百万) | 52.99 |



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040004
联系电话：

分析师：任从尧

邮箱：rency@hx168.com.cn
SAC NO: S1120525080001
联系电话：

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2122.31 | 2143.26 | 2200.27 | 2451.32 | 2856.40 |
| YoY (%) | 16.77% | 0.99% | 2.66% | 11.41% | 16.53% |
| 归母净利润(百万元) | 205.83 | 224.34 | 230.39 | 260.83 | 327.64 |
| YoY (%) | 23.92% | 8.99% | 2.69% | 13.22% | 25.61% |
| 毛利率 (%) | 52.30% | 54.99% | 54.62% | 54.41% | 55.00% |
| 每股收益 (元) | 2.71 | 2.95 | 2.71 | 3.07 | 3.85 |
| ROE (%) | 22.1 | 19.94 | 13.12 | 12.93 | 13.97 |
| 市盈率 | 0.00 | 0.00 | 12.54 | 11.08 | 8.82 |

资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

正文目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 公司基本面：高端茶领军者的品牌基因与扩张路径..... | 4 |
| 1.1. 品牌矩阵：全品类覆盖与差异化定位..... | 4 |
| 1.2. 渠道布局：线下“密网”+线上“赋能”的全渠道融合..... | 4 |
| 2. 财务数据分析：业绩波动背后的驱动因素与结构特征..... | 7 |
| 2.1. 营收与利润：增长放缓与阶段性承压..... | 7 |
| 2.2. 成本与费用：毛利率稳定显产品力，费用管控需持续优化..... | 8 |
| 3. 茶叶行业概况：趋势、挑战与转型方向..... | 9 |
| 3.1. 行业核心趋势：整体分散 + 高端集中，高端茶增速领先..... | 9 |
| 3.2. 行业增长驱动因素：文化认同、消费群扩展、高端化与全球化..... | 11 |
| 3.3. 行业进入壁垒：品牌壁垒、渠道壁垒与原材料壁垒..... | 12 |
| 4. 八马茶业：龙头优势、当前困境与战略深化..... | 12 |
| 4.1. 市场份额领先：高端茶龙头地位稳固..... | 12 |
| 4.2. 竞争壁垒深厚：工艺+渠道+品牌+高端化构建护城河..... | 13 |
| 4.3. 挑战与机遇：经营短期受困，但长期看存在机遇..... | 13 |
| 4.4. 业务战略：当前路径的持续加强与深化..... | 14 |
| 4.5. 未来展望：港股 IPO 进程与募资用途..... | 14 |
| 4.6. 盈利预测与估值..... | 15 |
| 5. 股权结构与治理：家族控制及潜在风险..... | 16 |
| 5.1. 股权结构与董事会构成：家族保持控制力..... | 16 |
| 5.2. 潜在治理风险：关联交易、决策独立性..... | 17 |
| 5.3. 其他风险：市场、原材料以及公司运营风险..... | 17 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 图表 1：八马茶业品牌矩阵详情表..... | 4 |
| 图表 2：公司 2022-2025H1 渠道收入结构（亿元）..... | 5 |
| 图表 3：八马茶业线下渠道分类..... | 5 |
| 图表 4：公司线下门店数量分类趋势图..... | 6 |
| 图表 5：公司线下门店区域分布数量占比（2025H1）..... | 6 |
| 图表 6：公司线下门店区域销量占比（2025H1）..... | 6 |
| 图表 7：2025H1 分产品类别收入占比..... | 7 |
| 图表 8：2025H1 茶叶产品收入分茶种占比..... | 7 |
| 图表 9：2024-2025H1 营业收入增速（单位：千元）..... | 8 |
| 图表 10：2022-2025H1 净利润增速（单位：千元）..... | 8 |
| 图表 11：八马茶业 2022-2024 年费用结构变化..... | 9 |
| 图表 12：中国茶叶价位结构发展趋势图（单位：亿元）..... | 10 |
| 图表 13：中国茶叶分价位复合增长率变化趋势..... | 10 |
| 图表 14：中国茶叶品类结构发展趋势图（单位：亿元）..... | 11 |
| 图表 15：中国茶叶分品类复合增长率变化趋势..... | 11 |
| 图表 16：2024 年中国高端茶市场竞争格局..... | 13 |
| 图表 17：八马茶业上市募资用途..... | 15 |
| 图表 18：公司收入拆分预测（单位：百万元）..... | 错误!未定义书签。 |
| 图表 19：可比公司估值一览..... | 16 |
| 图表 20：八马茶业上市后董事会构成..... | 17 |

1. 公司基本面：高端茶领军者的品牌基因与扩张路径

1.1. 品牌矩阵：全品类覆盖与差异化定位

八马茶业围绕“高端化+细分化”战略，构建了层次清晰、协同互补的多品牌矩阵，以“八马”主品牌为核心，“信记号”“万山红”子品牌为两翼，覆盖不同消费场景与客群。具体来看：

主品牌“八马”：聚焦全品类高端原叶茶，涵盖乌龙茶、红茶、黑茶、白茶等六大茶类，2024 年以高端中国茶销量排名全国第一。该品牌有“百年制茶世家”的工艺传承与“中国驰名商标”背书（2010 年认定），其中武夷岩茶、铁观音等核心品类连续多年位居全国销量榜首。

子品牌“信记号”：深耕高端年份普洱茶赛道，2024 年被认定为“中华老字号”。其产品以陈化 5 年以上的普洱茶为主，价格带更高，且通过“黄金产区+传统渥堆工艺”形成自身独特产品力。

子品牌“万山红”：2024 年推出的年轻化子品牌，主打多口味红茶、调味茶及代用茶，价格带亲民，以线上渠道为主，2025 年上半年收入 2008.3 万元，虽占比仅 1.9%，但增长迅速，已成为触达年轻客群的重要入口。

从产品逻辑看，多品牌策略既避免了单品牌对单一客群的依赖，又通过“高端占位+大众破圈”形成协同，主品牌巩固高端市场份额，子品牌切入细分赛道拉动增长，不同类型消费者都能对品牌形成清晰认知。目前主品牌“八马”与子品牌“信记号”增速放缓，虽然 25 年上半年子品牌“万山红”的增速仍然较高，但只有八马主品牌恢复增长才能有效带动整体品牌价值和市场份额的提升，因此后续仍然应重点关注八马主导产品的增长情况。

图表 1：八马茶业品牌矩阵详情表

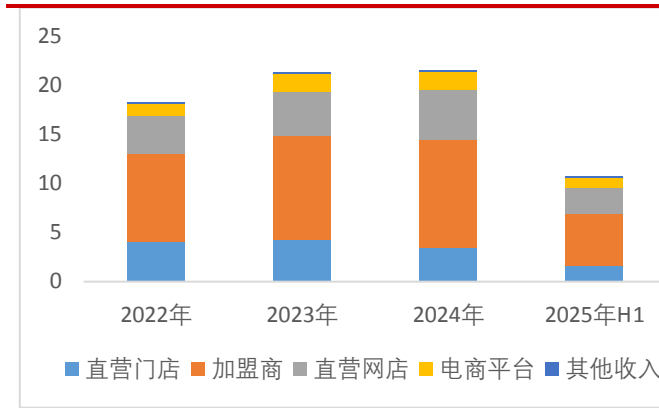
| 品牌/子品牌 | 推出时间 | 核心产品 | 茶叶主要价格带(元) | 目标客群 | 2024 年收入占比 | 销售渠道 |
|---------|--------|-------------|-------------|--------------|------------|---------------|
| 八马(主品牌) | 1997 年 | 全品类高端原叶茶、茶具 | 727-240,000 | 商务人士、高购买力茶客 | 87.7% | 线下+线上全渠道 |
| 信记号 | 2019 年 | 高端年份普洱茶 | 807-224,087 | 收藏级茶客、普洱茶爱好者 | 10.9% | 线下门店+高端品鉴渠道 |
| 万山红 | 2024 年 | 多口味红茶、调味茶 | 840-2,200 | 年轻女性、大众消费者 | 1.0% | 线上渠道为主(抖音、淘宝) |

资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

1.2. 渠道布局：线下“密网”+线上“赋能”的全渠道融合

八马茶业以线下门店为核心触达场景，线上渠道为增量引擎，构建了“线下深耕+线上渗透”的全渠道网络，截至 2025 年 6 月 30 日，线下门店总数达 3585 家，收入占比 64.2%，而线上收入占比提升至 35.4%，具体结构如下：

图表 2：公司 2022-2025H1 渠道收入结构（亿元）



资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

线下渠道：加盟为主，直营为辅的“密网式”布局

门店规模与结构：线下门店中加盟店 3341 家（占比 93.2%），直营店 244 家（占比 6.8%），覆盖全国 31 个省份的核心商圈、社区及写字楼。从区域数量分布看，华东（36.1%）、华北（17.5%）、华南（14.6%）为核心分布区域，2024 年贡献线下收入的 68.6%；从城市分布看，一线城市门店 396 家、新一线城市 779 家，合计占线下门店 31.5%，支撑高端产品销售。

图表 3：八马茶业线下渠道分类

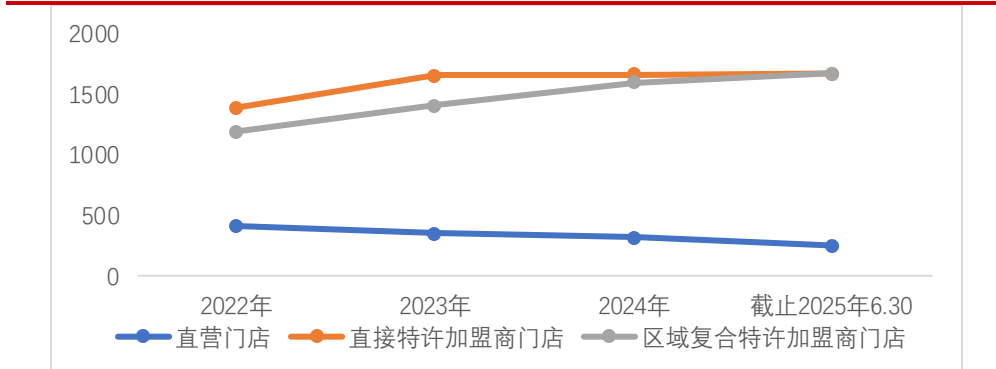
| 类别 | 定义 | 核心特征 | 功能定位 | 24 年销量占比 |
|-----------|---------------------------------|-----------------------------|------------------------|----------|
| 直营网点 | 由公司直接投资、管理和运营的门店 | 归公司所有，统一管理 | 树立品牌标杆，探索新模式，直接触达核心消费者 | 16.5% |
| 直接特许加盟商 | 与公司直接签订特许经营协议，独立运营单店的加盟商 | 自主投资、自负盈亏，遵守公司规范、接受公司督导 | 快速渗透区域市场，扩大品牌覆盖 | 27.7% |
| 区域复合特许加盟商 | 获得特定区域内发展下级加盟商（包括直接特许加盟商）权利的加盟商 | 拥有区域独家特许权，可在授权区域内发展和管理次级加盟商 | 整合区域资源，降低公司扩张成本 | 23.1% |

资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

加盟模式运营：加盟商通过“区域复合特许”与“直接特许”（即单店加盟）两种模式合作，公司提供统一的门店设计、产品供应与营销支持，加盟商需缴纳加盟费，并遵守定价政策。2024 年加盟商贡献收入 10.90 亿元，占总营收 50.9%，是收入核心来源。

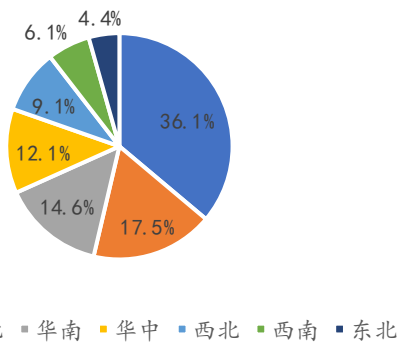
直营门店定位：直营店以“品牌展示+高端体验”为核心目标，主要布局核心城市的核心商圈（如深圳万象城、上海陆家嘴），承担新品试销、客户体验与品牌形象塑造功能。24年直营店单店年均营收约142万元，是加盟店的4倍以上。

图表 4：公司线下门店数量分类趋势图



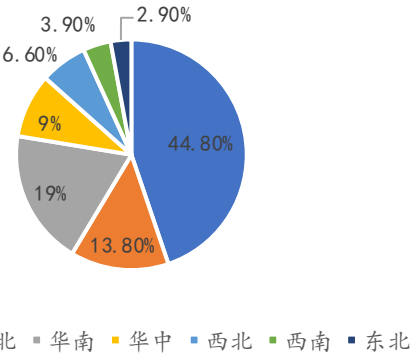
资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

图表 5：公司线下门店区域分布数量占比(2025H1)



资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

图表 6：公司线下门店区域销量占比(2025H1)



资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

线上渠道：从“流量获取”到“会员运营”的升级

平台覆盖：线上渠道覆盖淘宝、京东、抖音等主流平台，其中 85%以上来自于官方直营网店。官方直营网店覆盖 7 个主流平台，其中直营网店数量最多的是抖音 27 家，其次为拼多多 20 家，其余平台均为 2-5 家。

数字化赋能措施：通过“会员体系+直播推广”提升用户粘性，截至最后实际可行日期，线上渠道粉丝总数达到 4090 万人，会员数量超过 2600 万人；同时不断探索数字化赋能会员管理及营销，为消费者洞察和精准营销提供助力。

从渠道协同效果看，公司线上门店同时承担了向线下引流、会员吸收与服务、精准营销以及产品销售的功能，在公司的营销体系中发挥着越来越重要的作用，但线下

渠道仍然是品牌体验、消费者深度触达、消费者粘性提升以及销量实现的主要渠道。现阶段公司积极推进全渠道营销、推动线上线下业务的融合，是大势所趋。不论线上还是线下，都需要在市场竞争烈度快速上升的背景下，积极寻找营销的创新思路与方法。公司在线下正在进行的品牌 IP 栏目打造、新型门店空间功能（城市会客厅）设计，在线上进行的个性化产品推广、精准营销等工作，都是十分积极的尝试，可以持续观察各项动作的执行力度与有效性。

2. 财务数据分析：业绩波动背后的驱动因素与结构特征

2.1. 营收与利润：增长放缓与阶段性承压

营收趋势：2023 年高增后 2024 年趋稳，2025H1 短期承压

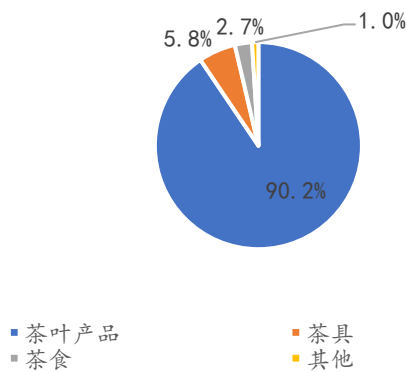
2022-2024 年，公司营收从 18.18 亿元增至 21.43 亿元，年均复合增长率 8.7%，其中 2023 年同比增长 16.8%（主要受益于加盟店扩张与线上直播放量），2024 年增速放缓至 1.0%（受宏观经济影响，高端茶礼品需求减弱）。2025 年上半年营收 10.63 亿元，同比下滑 4.2%，核心原因有二：

线下渠道拖累：部分加盟商因 2024 年存货积压减少采购，加之市场环境变化，导致线下收入同比下降 6.8%；

线上竞争加剧：25 年宏观环境转弱，茶业市场线上竞争加剧，分流部分大众客群，八马线上收入增速从 2024 年+11.1%降至 2025H1-2.5%。

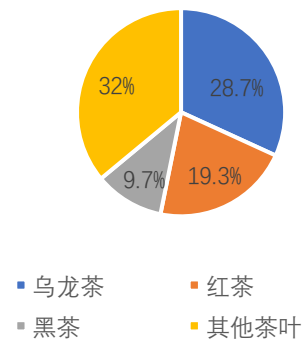
从产品结构看，茶叶收入占比每年保持微增，至 2025H1 达到 90.2%，其中乌龙茶（28.7%）、红茶（19.3%）、普洱茶（9.6%）为核心品类；茶具（5.7%）、茶食（2.7%）等衍生品贡献不足 10%，公司主业支柱效应明显，且产品品类分布相对分散，为消费者提供充足的产品类别选择的同时，有效避免了个别茶品类热度急速变化带来的风险（如普洱茶收藏热度下滑等）。

图表 7：2025H1 分产品类别收入占比



资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

图表 8：2025H1 茶叶产品收入分茶种占比



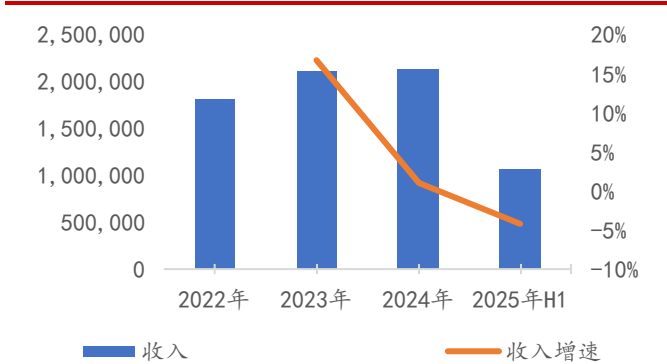
资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

利润表现：净利率受费用冲击，但总体盈利质量领先

2022-2024年，公司净利润从1.66亿元增至2.24亿元，年均复合增长率16.4%，高于营收增速，主要受益于毛利率提升与规模效应。但2025年上半年净利润1.20亿元，同比下滑17.8%，净利率从13.2%降至11.3%，核心拖累因素为行政开支增加：

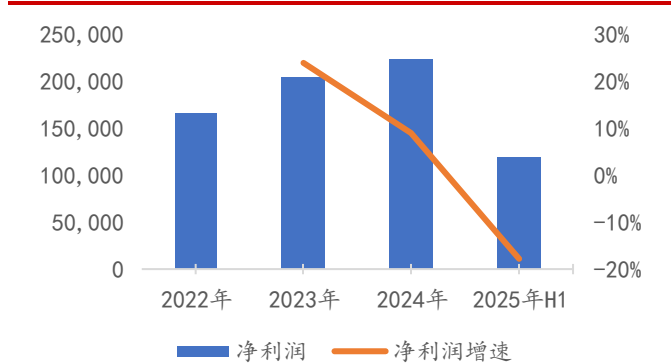
从盈利能力看，公司盈利能力随规模扩大而不断提升，25年因上市相关开支，影响了公司净利率，后续有望迅速恢复。24年公司ROE为19.94%，ROA为12.46%，明显高于其他茶业板块上市公司，盈利质量领先。

图表 9：2024-2025H1 营业收入增速(单位：千元)



资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

图表 10：2022-2025H1 净利润增速(单位：千元)



资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

2.2. 成本与费用：毛利率稳定显产品力，费用管控需持续优化

毛利率：高端定位支撑高毛利，品类差异显著

2022-2024年，公司整体毛利率维持在52%-55%区间，2025H1达55.3%，核心支撑为高端产品结构：

茶叶产品毛利率58.5%（2025H1）；非茶产品则毛利率较低，茶具（22.3%）、茶食（23.1%），议价能力弱，毛利率显著低于茶叶产品。

从成本结构看，2022-2025H1销售成本中存货成本占比一直维持在90%左右，主要包括生产所用的原材料及第三方制造商OEM方式生产的成品。从生产方式来看，自产产品销售成本占比由2022年31.5%逐年上升至2025H1的45.0%，公司品牌与产品自主性稳步提升。2024年五大供应商采购额2.65亿元，占采购总额23.2%，其中最大供应商采购额6580万元（占5.8%），供应商集中度较低，原材料采购价格波动风险可控。

费用结构：销售费用率优化，行政费用成利润拖累

2024年，公司期间费用率（销售+行政+研发）为40.8%，较2023年提升了1.8个百分点，2025H1公司费用率为40.4%，比2024H1的37.7%提升了2.7个百分点，费用结构呈现“销售优化、行政上升”特征。

销售费用率：2024年32.3%，较2023年下降1.6个百分点，主要因加盟店占比提升（加盟店无需承担门店租金与人员成本），直营门店费用占比下降；2025H1销售费用3.32亿元，同比下降3.5%，主要因直营店减少（关闭5家门店）导致使用权资产折旧与人员成本下降，部分抵消行政费用压力。

行政费用率：2024年7.7%，较2023年上升1.8个百分点，主要因上市筹备导致专业服务费增加（2024年上市开支0.14亿元，占行政费用8.4%）；2025H1行政费用0.91亿元，同比增加36.0%，其中专业服务费（公司战略定位咨询费用、律师、审计费）增加1055万元，上市相关开支增加516.7万元，行政人员数目增加导致员工成本增加460万元。

上市开支说明：公司上市相关费用估计约为5410万元，其中1400万元已计入2024年报表，516.7万元已计入2025H1报表，预期仍有1430万元将计入公司后续报表，其余部分在上市后从股东权益扣除。在扣除上市相关费用后，2024年行政费用率为7.1%，同比增加0.7个百分点，2025H1行政费用率为8.1%，同比增加2个百分点，核心原因为上文提到的专业服务费增加1055万元，如再扣除此部分一次性支出，2025H1行政费用率为7.1%，同比增加1个百分点，与2024年全年扣除上市费用后的费用率持平。

研发费用率：2024年0.8%，处于较低水平，但较2023年有明显提升，反映公司在茶叶产品设计及开发方面的持续投入。2025H1研发费用率0.6%与2024H1持平。

图表 11：八马茶业 2022-2024 年费用结构变化

| 费用类型 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|---------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 33.9% | 32.1% | 32.3% |
| 行政费用率 | 6.4% | 6.4% | 7.7% |
| 研发费用率 | 0.5% | 0.5% | 0.8% |
| 期间费用率合计 | 40.8% | 39.0% | 40.8% |

资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

3. 茶叶行业概况：趋势、挑战与转型方向

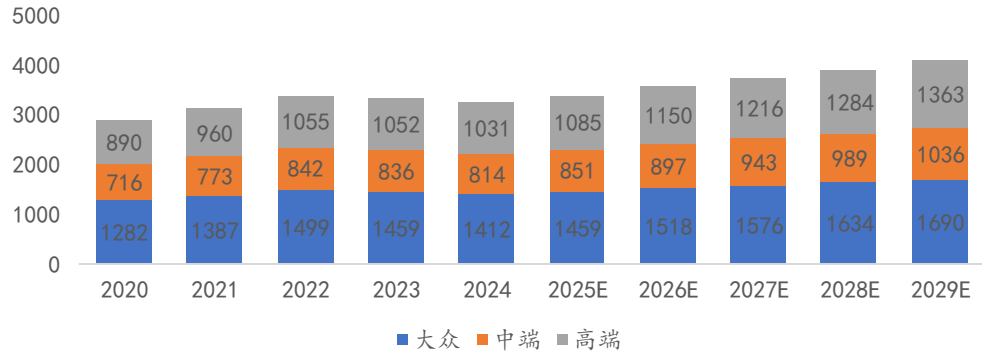
3.1. 行业核心趋势：整体分散 + 高端集中，高端茶增速领先

茶叶市场总体规模：根据弗若斯特沙利文提供的茶行业报告，按消费量计，中国的茶叶消费量由2020年的约2.2百万吨增加至2024年的约2.4百万吨，复合年增长率约为2.3%，且预期于2024年至2029年期间将继续增加至约2.8百万吨，复合年增长率约为3.2%。按销售收入计，中国茶叶市场的市场规模由2020年的约人民币2889亿元增加至2024年的约人民币3258亿元，复合年增长率约为3.0%；且预期于2024年至2029年期间将继续增加至约人民币4079亿元，复合年增长率约为4.6%。

茶叶市场价位结构：中国茶叶市场价位结构呈现“整体分散、高端集中”的显著特征。据弗若斯特沙利文提供的茶行业报告，从增长速度看，2020-2024年行业CR5为3.0%，高端茶市场CR5达3.7%，且预计2024-2029年高端茶市场增速（5.6%）高于行业整体增速（4.6%），消费升级驱动下，高端化与品牌化成为核心方向，适配

高收入人群需求的企业将持续受益。在高端茶预期较快速增长的同时，当前中国高端茶 TOP5 市占率合计仅约 5.6%，整体格局极为分散，龙头企业整合发展空间巨大。

图表 12：中国茶叶价位结构发展趋势图（单位：亿元）



资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

图表 13：中国茶叶分价位复合增长率变化趋势

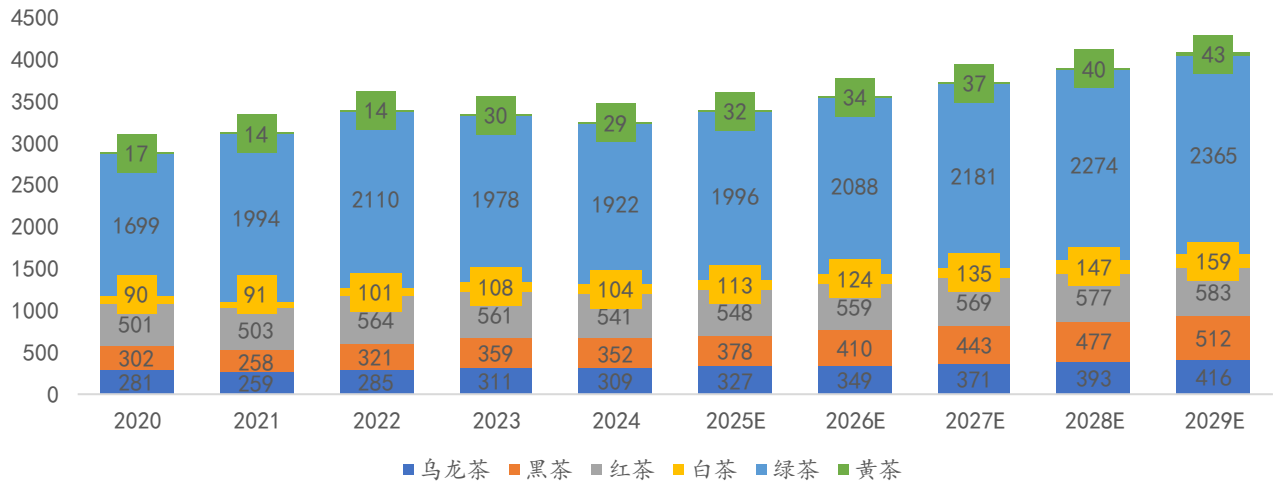
| | 大众 | 中端 | 高端 | 总计 |
|--------------------|------|------|------|------|
| 2020 年-2024 年 | 2.4% | 3.3% | 3.7% | 3.0% |
| 2024 年-2029 年 (估计) | 3.7% | 4.9% | 5.6% | 4.6% |

资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

茶叶市场渠道结构：据弗若斯特沙利文提供的茶行业报告，2024 年，中国茶叶市场线下销售占比 89.0%，线上渠道占比 11.0%。线上渠道的市场规模由 2020 年的约人民币 283 亿元增加至 2024 年的约人民币 358 亿元，复合年增长率约为 6.1%，且预期于 2024 年至 2029 年期间将继续增加至约人民币 510 亿元，复合年增长率约为 7.3%；线下渠道的市场规模由 2020 年的约人民币 2606 亿元增加至 2024 年的约人民币 2900 亿元，复合年增长率约为 2.7%，且预期于 2024 年至 2029 年期间将继续增加至约人民币 3569 亿元，复合年增长率约为 4.2%。

茶叶市场品类结构：按照发酵度从低到高进行排序，中国茶叶产品主要分为六大类：绿茶、白茶、黄茶、乌龙茶、红茶、黑茶。据弗若斯特沙利文提供的茶行业报告，分品类销售结构发展趋势如下图所示。

图表 14：中国茶叶品类结构发展趋势图（单位：亿元）



资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

图表 15：中国茶叶分品类复合增长率变化趋势

| | 乌龙茶 | 红茶 | 黑茶 | 白茶 | 绿茶 | 黄茶 | 总计 |
|--------------------|------|------|------|------|------|-------|------|
| 2020 年-2024 年 | 2.5% | 1.9% | 3.9% | 3.9% | 3.1% | 14.7% | 3.0% |
| 2024 年-2029 年 (估计) | 6.1% | 1.5% | 7.8% | 8.8% | 4.2% | 8.1% | 4.6% |

资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

3.2. 行业增长驱动因素：文化认同、消费群扩展、高端化与全球化

茶文化认同日渐增强：中国线下正式茶叙场景中以高端茶叶为媒，强化社交纽带并满足同侪间的深度互动需求，这是传统茶叶市场的基本盘。而电商渠道的扩张及社交媒体营销的策略性运用使线上消费者也更容易探索高端茶叶品牌背后的文化底蕴和故事，从而培养更牢固的情感联系和品牌忠诚度。同时，随着国人日益意识到茶与健康和自我保健之间的联系，他们对茶等天然功能性食品和饮料的偏好日益增加。

消费群体多元化：一方面中老年消费者倾向购买兼具卓越品质与文化底蕴的茶品，另一方面年轻消费者受到生活方式偏好转变及持续产品创新所推动对高端茶叶的兴趣日益浓厚。同时，随着对健康的关注度增加以及对天然及养生类产品的推崇，年轻消费者及女性消费者也开始日益青睐茶消费。

茶叶高端化：随着可支配收入增加，中国消费者日益重视茶的品质及产地，高端茶以及稀有品种的需求预期将会增加。具有悠久历史、丰富品牌文化和高品质的品牌在品牌推广及营销活动中着重突出历史及文化，这些品牌叙事不仅提升了茶的感知价值，而且在品牌和消费者之间建立了更强大的情感联系，将高端茶定位为超越基础消费品的文化选择。

全球化扩张：根据弗若斯特沙利文的资料，于 2024 年，中国茶叶出口量达到约 40 万吨，产生约 14 亿美元的收入。随着中国文化出海，中国的茶出口也有望进一步增长，尤其是北美、欧洲及东南亚市场。中国茶制造商将专注于扩大国际影响力，与全球经销商合作，并量身定制产品以满足不同地区的多种口味和偏好。

3.3. 行业进入壁垒：品牌壁垒、渠道壁垒与原材料壁垒

品牌塑造及营销：文化相关的产业，品牌壁垒极高，先发优势极强，建立品牌知名度是小众茶品牌的最大难点，对企业的营销战略、组织执行力以及资源持续性提出了极高要求。

跨区域和全渠道运营：茶产品的销售网络复杂，涉及传统专卖店、批发商、经销商及新兴电商平台等多个渠道，公司需要具备多渠道的驾驭能力以及强大的跨地区运营能力。

优质原材料供应：中国优质茶园区资源稀缺，老牌茶企已经获得了对黄金种植地点的茶叶采摘权利，且与种植者保持了紧密合作，甚至签订了长期合同及独家采购协议。

4. 八马茶业：龙头优势、当前困境与战略深化

4.1. 市场份额领先：高端茶龙头地位稳固

高端茶市场：2024 年以 1.7% 的市场份额位居第一，2024 年高端茶收入 17.58 亿元，较 2022 年增长 18.2%；

细分品类：2024 年乌龙茶（2.1%）、红茶（0.8%）市场份额均排名第一，其中铁观音销量连续 10 余年全国第一，武夷岩茶连续 5 年全国第一，红茶销售收入连续 4 年位居全国第一；

渠道规模：截至 2024 年 12 月 31 日，线下门店 3504 家，为行业最多（第二名 2618），加盟店 3237 家，同样位居行业第一（第二名 2255 家），两者领先优势均比较明显。

图表 16：2024 年中国高端茶市场竞争格局

| 排名 | 公司 | 高端茶收入 (亿元) | 市场份额 | 核心品类 | 专卖店数量 (家) |
|----|------|------------|------|--------|-----------|
| 1 | 八马茶业 | 17.58 | 1.7% | 全品类高端茶 | 3504 |
| 2 | 公司 A | 13.65 | 1.3% | 普洱茶 | 2335 |
| 3 | 公司 B | 9.56 | 0.9% | 全品类 | 2057 |
| 4 | 公司 C | 8.80 | 0.9% | 全品类 | 1349 |
| 5 | 公司 D | 8.65 | 0.8% | 绿茶 | - |

资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

4.2. 竞争壁垒深厚：工艺+渠道+品牌+高端化构建护城河

工艺壁垒：百年制茶世家传承（始于 1736 年），拥有国家级非物质文化遗产项目传承人（王文礼），安溪生产基地第六代生产线获“中国茶科技创新大赛特等奖”，武夷山生产基地为武夷岩茶数字化生产线，智能化程度行业领先；

渠道壁垒：线下 3500+门店形成“密网”，覆盖全国核心区域，线上会员超 2600 万人，全渠道协同能力行业稀缺；

品牌壁垒：八马品牌 2024 年在中国连锁茶叶品牌中的品牌知名度排名首位，并在 2023 年至 2025 年连续三年位居中国连锁茶叶品牌消费者满意度榜首（Chnbrand2024 年报告），具备明显的品牌优势。

高端化壁垒：八马作为目前行业高端茶龙头，充分受益于消费升级，产品精准匹配高收入人群茶消费需求，高端化品牌形象的先发优势明显。

4.3. 挑战与机遇：经营短期受困，但长期看存在机遇

短期受困：行业竞争与发展路径受困双重压力

行业竞争加剧：宏观经济环境较弱的情况下，同行企业通过“全渠道布局”“下沉市场拓展”等策略加速扩张，对八马线上线下市场形成挤压，2025H1 的营收与净利双降就是主要表现之一，且在行业环境未发生扭转前，此趋势可能会延续。

区域依赖风险：华东、华南、华北 2025H1 贡献 77.6%收入，中西部市场渗透率低，区域集中度相对较高，若核心区域经济波动，将直接影响营收。

加盟模式遇困：加盟商渠道销售收入占公司总收入近半，但 24 年以来收入增速显著降低，在数量上，直接特许加盟店 2024-2025 年仅新增 16 家，比较 2022-2023 每年 200 余家的扩张速度大幅下降，加盟模式需要重新调整与激活。

长期机遇：龙头优势+高端化+国际化的机遇把握

品牌集中度提升：茶行业当前分散度极高，八马作为行业龙头，已经占据了整合行业的有利位置，后续有机会通过品牌和渠道运营能力的提升来逐渐扩大市场份额，逐渐形成“滚雪球”效应，扩大自身龙头优势。

产品高端化与多样化：随着消费者对生活品质的追求以及收入水平的逐渐提高，对茶产品的品牌和价值感的要求必然逐渐升高，高端化将是行业未来最重要的增长动力，八马作为行业高端品牌代表将最为受益。同时除传统茶外，公司也将同步开发茶饮料（如纯茶乌龙茶）、茶保健品（如含浓缩茶提取物的膳食补充剂），优化“万山红”子品牌，并推出更受市场欢迎的花草茶、冷泡茶、调味茶等，适配年轻客群口味。

中国茶出海：公司将继续加强海外宣传营销，此外，计划继续寻求机会，为重要的国际活动（例如全球品鉴会）提供茶饮服务，向世界展示中国茶的形象。公司也计划继续在世界各地举办更多全球品鉴会，助力中国茶走向世界。

4.4. 业务战略：当前路径的持续加强与深化

在业务战略上，公司更希望通过对当前路径进行持续加强与深化，确立行业地位与竞争优势。

扩大产能并完善供应链管理：扩建或新建生产基地，将六大原叶茶核心技艺与现代化生产管理体系相结合，保证基础产能和产品品质的稳定，在现有四大仓配基地的基础上继续提升仓储能力，以更加先进的技术和设施支持全国业务运营。

进一步扩展线上线下门店：基于现有优势市场进行深耕，全面提升全国范围内的门店渗透率。在优势市场提升门店密度和门店体验，在空白市场稳步推进千城万店布局，预计未来三年内新开设门店 1500 家。同时持续对直营门店进行改造升级，全面打造商务会客厅式的门店，持续提升线下门店收入与客户粘性。在线上，持续推出创新个性化产品以打造爆款，扩大会员数量基础，并进一步加大在社交平台的曝光，聚焦核心客群进行精准营销

丰富产品矩阵：在茶叶产品线中，瞄准新消费人群，推出更具质价比的明星单品。在即饮茶产品线中，持续研发纯茶饮料，打造新增长点。在茶衍生品产品线中，持续开发茶具、茶食等，推出含浓缩茶提取物的膳食补充剂等。

持续贯彻多品牌战略：强化八马茶业高端中国茶品牌的定位，同时在现有万山红和信记号两个子品牌的基础上，充分发挥专业优势，大力拓展更多子品牌以覆盖不同价格区间、消费群体和饮茶场景，形成品牌矩阵合力。在品牌推广上，进一步加强消费者互动，深化全渠道品牌推广。

4.5. 未来展望：港股 IPO 进程与募资用途

八马茶业已通过港交所聆讯，在港股主板上市，股份代号 6980，全球发售 900 万股 H 股，募资净额约 3.68 亿港元，募资用途聚焦“产能+品牌+渠道+数字化”，具体分配如下：

图表 17：八马茶业上市募资用途

| 转型方向 | 具体措施 | 募资占比 | 目标成效 |
|---------|------------------------------------|------|-------------------------------------|
| 生产基地建设 | 武夷山、安溪基地扩建，新建云南生产基地 | 35% | 三大基地预期最大年产能分别达到 1661、1805、370-400 吨 |
| 品牌与产品提升 | 品牌推广与营销投入，发展子品牌，并拓宽公司产品组合 | 20% | 研发更多新产品，吸引更多消费者成为会员 |
| 直营门店扩张 | 2025-2027 年分别开设 10、35、35 家新的直营线下门店 | 15% | 优化品牌效应，激发并提高整个销售网络的销售额 |
| 数字化升级 | ERP 系统升级、终端运营数字化水平提升、数字化指挥体系建立 | 10% | 提高消费者洞察能力与日常管理运营效率 |
| 收购或投资 | 拟考虑收购或投资声誉良好、年净利润 800 万以上的茶行业参与者 | 10% | 获取优质茶源与区域渠道，加速市场整合 |
| 运营资金 | 运营资金及其他一般企业用途 | 10% | 应对宏观经济波动导致的现金流压力 |

资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

4.6. 盈利预测与估值

公司营收：八马作为公司主导品牌，25H1 因市场环境产生下滑，下半年随着商务礼品消费环境好转以及公司积极调整，全年有望恢复微幅增长。随着其上市后线下新型门店逐渐开展和数字化系统的逐渐导入，有望在 2-3 年内继续保持并逐渐扩大增长趋势。

信记号作为高端普洱茶代表，拥有非常成熟的市场和消费群体，在公司生产基地建设完成逐渐完善后，预计能够率先恢复较快增速。

万山红作为公司新渠道、新产品、新模式运作的新品牌，当前体量较小，网络平台的发展空间巨大，预计未来 2-3 年仍将以较快速度增长。

总体来看，随着公司上市新资金的注入，公司前述各项工作将有序推进，叠加宏观形势的逐渐好转，公司未来业绩向上的确定性较高。

毛利率：公司产品成本一直相对稳定，预计整体毛利率会持续在 54%-55% 上下波动，其中，茶叶产品的毛利率估计在 59% 左右，茶具、茶食与其他产品的毛利率估计在 22%-24% 左右，随着公司生产基地建设逐渐完成，2027 年开始毛利率预计将持续提升。

净利率：由于公司高端产品的持续增长、新品不断推出以及线下新业务的逐渐开展，加之上市之后行政费用的明显减少，我们预计公司净利率将持续提升。

我们预计公司 25-27 年营业收入 22.00/24.51/28.56 亿元，分别同比 +2.66%/+11.41%/+16.53%；25-27 年 EPS 分别为 2.71/3.07/3.85 元，对应 2026 年 1

月 15 日 34 港元/股（1 港元 = 0.89 人民币）收盘价，PE 估值分别为 12.54/11.08/8.82 倍。首次覆盖，给予买入评级。

图表 18：公司收入拆分预测

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------|-------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 八马 | 16.06 | 18.40 | 18.82 | 19.01 | 20.91 | 24.04 |
| yoy | | 14.6% | 2.3% | 1.0% | 10.0% | 15.0% |
| 信记号 | 2.01 | 2.76 | 2.33 | 2.45 | 2.94 | 3.67 |
| yoy | | 37.35% | -15.58% | 5.00% | 20.00% | 25.00% |
| 万山红 | - | - | 0.21 | 0.48 | 0.60 | 0.78 |
| yoy | | | | 123.46% | 25.00% | 30.00% |
| 其他收入 | 0.11 | 0.06 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 |
| yoy | | -45.26% | 13.73% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 收入合计 | 18.18 | 21.22 | 21.43 | 22.00 | 24.51 | 28.56 |
| yoy | | 16.8% | 1.0% | 2.7% | 11.4% | 16.5% |

资料来源：wind、华西证券研究所

图表 19：可比公司估值一览

| 代码 | 公司 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | | 市盈率 PE | | | |
|-----------|----------------|------------|-------------|------------|--------|--------|---------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 866141.WI | 万德食品产 业主体指数 | 1191.5 | 13889 | 629.89 | 673.94 | 827.00 | 1003.92 | 22.05 | 21.86 | 17.82 | 14.68 |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 1411 | 17669 | 862.28 | 912.62 | 963.81 | 1024.97 | 22.2 | 19.36 | 18.33 | 17.24 |
| 300972.SZ | 万辰集团 | 194.5 | 367 | 3.94 | 11.67 | 16.91 | 21.44 | 49.31 | 31.49 | 21.72 | 17.13 |

资料来源：wind，华西证券研究所（收盘价截至 2026/1/13，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期）

5. 股权结构与治理：家族控制及潜在风险

5.1. 股权结构与董事会构成：家族保持控制力

上市前，王文彬、王文礼等家族成员及一致行动人持有 55.9% 投票权；上市后，家族持股比例降至 49.98%，仍保持绝对控制权。董事会 9 个董事席位中有 6 席为家族成员。

图表 20：八马茶业上市后董事会构成

| 董事类型 | 人数 | 家族成员人数 | 非家族成员人数 | 占比 | 核心职责 |
|---------|----|--------|---------|-------|--------------|
| 执行董事 | 5 | 5 | 0 | 55.6% | 主导日常经营与重大决策 |
| 非执行董事 | 1 | 1 | 0 | 11.1% | 指导集团整体发展 |
| 独立非执行董事 | 3 | 0 | 3 | 33.3% | 监督决策公允性、审计合规 |
| 合计 | 9 | 6 | 3 | 100% | |

资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

5.2. 潜在治理风险：关联交易、决策独立性

关联交易公允性质疑：公司与实际控制人亲属控制的关联方存在持续采购交易，虽称定价与普通加盟商一致，但具体成本与利润率披露不足，定价公允性需持续关注。

决策独立性与内部人控制风险：股权集中度高，且核心管理层多为家族成员，可能影响决策独立性，存在倾向于家族利益的风险。

5.3. 其他风险：市场、原材料以及公司运营风险

市场宏观环境疲软：茶叶消费与经济环境相关度较高，如果经济、消费者消费水准或茶叶市场有下降或放缓，均可能对公司业务、财务状况、经营业绩及前景造成重大不利影响。

公司原材料供应风险：公司核心原材料主要依靠外部供应，价格波动及质量变化可能对公司的盈利能力及经营业绩造成重大不利影响。同时外部产品品控出现问题也有可能直接造成公司产品出现质量问题，从而导致客户流失及销售额下跌。

市场推广不及预期：公司预计将从线上线下多个方面开展营销活动，但新品口碑、运营方式的有效性仍需时间验证，如市场推广遇挫，将直接影响公司后续业绩表现。

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 | 2143.26 | 2200.27 | 2451.32 | 2856.40 | 净利润 | 224.34 | 230.39 | 260.83 | 327.64 |
| YoY (%) | 0.99% | 2.66% | 11.41% | 16.53% | 折旧和摊销 | 135.78 | 103.57 | 100.41 | 98.10 |
| 营业成本 | 964.71 | 998.58 | 1117.63 | 1285.50 | 营运资金变动 | -88.03 | 19.62 | 23.08 | 15.43 |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

| | | | | | | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业税金及附加 | | | | | 经营活动现金流 | 269.03 | 347.26 | 376.25 | 430.26 |
| 销售费用 | 692.15 | 715.09 | 796.68 | 914.05 | 资本开支 | -101.83 | -80.00 | -85.00 | -85.00 |
| 管理费用 | 165.70 | 154.02 | 161.79 | 188.52 | 投资 | 140.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 9.62 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 投资活动现金流 | 42.40 | -64.02 | -66.93 | -64.09 |
| 资产减值损失 | | | | | 股权募资 | 0.00 | 400.92 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 债务募资 | -128.72 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 301.50 | 310.58 | 350.71 | 439.76 | 筹资活动现金流 | -170.78 | 390.92 | -10.00 | -10.00 |
| 营业外收支 | | | | | 现金净流量 | 140.64 | 674.16 | 299.33 | 356.17 |
| 利润总额 | 308.36 | 316.90 | 358.78 | 450.67 | 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 所得税 | 84.16 | 86.51 | 97.95 | 123.03 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 224.20 | 230.39 | 260.83 | 327.64 | 营业收入增长率 | 0.99% | 2.66% | 11.41% | 16.53% |
| 归属于母公司净利润 | 224.34 | 230.39 | 260.83 | 327.64 | 净利润增长率 | 8.99% | 2.69% | 13.22% | 25.61% |
| YoY (%) | 8.99% | 2.69% | 13.22% | 25.61% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 2.95 | 2.71 | 3.07 | 3.85 | 毛利率 | 54.99% | 54.62% | 54.41% | 55.00% |
| 资产负债表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 净利率 | 10.47% | 10.47% | 10.64% | 11.47% |
| 货币资金 | 347.20 | 1021.36 | 1320.68 | 1676.85 | 总资产收益率 ROA | 12.46% | 9.27% | 9.22% | 10.03% |
| 预付款项 | | | | | 净资产收益率 ROE | 19.94% | 13.12% | 12.93% | 13.97% |
| 存货 | 438.98 | 471.55 | 512.25 | 571.33 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 6.12 | 6.60 | 7.35 | 8.57 | 流动比率 | 2.02 | 3.03 | 3.19 | 3.32 |
| 流动资产合计 | 1075.76 | 1788.75 | 2148.86 | 2597.49 | 速动比率 | 1.19 | 2.22 | 2.42 | 2.58 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 现金比率 | 0.65 | 1.73 | 1.96 | 2.14 |
| 固定资产 | 448.54 | 409.01 | 380.03 | 355.40 | 资产负债率 | 37.39% | 29.22% | 28.62% | 28.11% |
| 无形资产 | 201.93 | 217.89 | 231.46 | 242.99 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 725.13 | 696.10 | 680.69 | 667.59 | 总资产周转率 | 1.19 | 1.03 | 0.92 | 0.94 |
| 资产合计 | 1800.89 | 2484.86 | 2829.55 | 3265.08 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 2.95 | 2.71 | 3.07 | 3.85 |
| 应付账款及票据 | 155.75 | 194.17 | 232.84 | 267.81 | 每股净资产 | 13.24 | 20.67 | 23.73 | 27.59 |
| 其他流动负债 | 313.11 | 330.04 | 367.70 | 428.46 | 每股经营现金流 | 3.17 | 4.09 | 4.43 | 5.06 |
| 流动负债合计 | 531.76 | 590.22 | 674.08 | 781.96 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 141.66 | 135.87 | 135.87 | 135.87 | PE | 0.00 | 12.54 | 11.08 | 8.82 |
| 非流动负债合计 | 141.66 | 135.87 | 135.87 | 135.87 | PB | 0.00 | 1.65 | 1.43 | 1.23 |
| 负债合计 | 673.42 | 726.08 | 809.94 | 917.83 | | | | | |
| 股本 | 76.00 | 84.10 | 84.10 | 84.10 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | 2.25 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1127.47 | 1758.78 | 2019.61 | 2347.25 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 1800.89 | 2484.86 | 2829.55 | 3265.08 | | | | | |

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跨部门、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。