

香港股市 | 消费

古茗控股 (1364 HK)

公司亮点

- (一) 成立于2010年，公司是快速增长的现制饮品企业，主要销售果茶饮品、奶茶饮品及咖啡等其他饮品。按2023年商品销售额（GMV）和截止2023年底门店数量计算，公司均是中国最大的大众现制茶饮店品牌，亦是全价格带下中国第二大现制茶饮店品牌。2023年公司GMV为192亿元（人民币，下同），占中国大众现制茶饮店市场约18%市场份额。截止2024年9月公司的门店数量为9,778家。以GMV计算，“古茗”品牌在中国现制茶饮市场的市占率为4.8%。
- (二) 公司采取加盟模式开设并运营门店。2023年，加盟商单店利润达37.6万元，经营利润率为20.2%，同期市场平均茶饮店单店利润率为<15%。特别在四线及以下城市，2023年的单店经营利润为38.6万元。截止2024年9月，在开超过两年的加盟商中，平均每个加盟商经营2.9家门店，71%的加盟商经营两家或以上门店。四线及以下城市门店数量占比24%。
- (三) 公司利用产品研发能力，定期推出新品，保持产品吸引力。于2011年-2024年9月，分别推出94款、82款、130款及85款新品。公司通过线上社交媒体平台及线下营销渠道触及消费者，或通过品牌联名活动扩大知名度和提升GMV。公司的小程序注册会员人数超过1.3亿名，2023年全年平均季度复购率达到53%，行业平均为低于30%。

行业前景

根据灼识咨询报告，中国现制茶饮店市场的GMV从2018年的702亿增长至2023年的2115亿元，CAGR 24.7%。虽然2024年现制茶饮店市场的增长有所放缓，随着消费开支的预期增长，预计茶饮店的GMV仍将于2028年进一步增至5193亿元，2024-2028的CAGR为19.2%。预计中国大陆人均现制茶饮品年消耗量从2023年的11杯增长至2028年的26杯以上，其中增长主要来自于低线市场机遇。据统计，按城市线级划分，预计2024-2028年现制茶饮店市场的GMV的CAGR为一线和新一线城市分别为14.5%和15.5%；二线及以下城市为21.2%，底线城市的增长率高于全国平

中泰评分

综合得分：(100分为满)

中性

69

行业前景	15
公司经营	15
估值水平	13
稳价人往绩	13
市场氛围	13

注：各项满分为20分，综合得分满分为100分。

招股概要

公开发售价：	HK\$8.68 – HK\$9.94
每手股数：	400 股
每手费用：	约 HK\$4,016.10
公司市值：	HK\$202.5 – HK\$231.9 亿
保荐人：	高盛、瑞银集团
主要股东：	王云安、戚侠、阮修迪等
总发行新股：	158.6 百万股
公开发售：	15.9 百万股
国际发售：	142.8 百万股
截止认购日：	2月7日
分配结果日：	2月11日
正式上市日：	2月12日

来源：公司资料

分析师

陈怡 (Vivien Chan)

+852 3949 2941

vivien.chan@ztsc.com.hk

均。按价格带划分，预计 2024-2028 年高价/中端/平价现制茶饮店的 CAGR 分别为 9.4%/20.8%/20.1%，中端价格带的茶饮店增长最快。按 2023 年 GMV 和门店数量计，古茗都是中国最大的中端现制茶饮店品牌，拥有 17.7% 市场份额。从竞争格局来看，按 GMV 计算，2023 年前五大现制茶饮店品牌的市场份额总和为 46.8%，2020 年前五大占据 38.5% 的市场份额，显示行业持续整合中。古茗以 192 亿元的 GMV，以及 9001 家门店量位列现制茶饮店品牌第二位。

公司经营

公司收入主要来自于向加盟商销售商品及设备，以及加盟管理服务费。由于加盟店数量增加，以及销售 GMV 增加，公司总收入从 2021 年 43.8 亿增至 2023 年的 76.8 亿元。公司主要经营成本为销售商品和设备的成本，以及提供加盟管理服务的成本。过去三年公司毛利率保持稳定在 30%-31% 之间。销售开支比率维持在 4.2%-4.5% 之间；行政开支比率在 2.8%-3.2% 左右。净利润从 2021 年的 2,000 万增加至 2023 年的 10.6 亿元。剔除非经营开支后，经调整净利润从 7.7 亿增加至 14.6 亿元。净利润提升的最大驱动力为加盟商、新开门店以及 GMV 的增加。古茗的加盟门店从 2021 年的 5,694 加增加至 2023 年的 9,001 加，截止 2024 年 9 月门店数量进一步增至 9,778 加，其中二线及以下城市的门店数量最多，占比约 80%。截止 2023 年 12 月，公司 38% 的门店位于乡和镇，数量显著高于其他同业。公司相信二线及以下城市将是未来中端现制茶饮店 GMV 增长的主要驱动力。另一方面，受到国内消费增长动力不足的影响，公司 2024 年前三季度单店 GMV 额、售出杯数、日均订单数等有所下降。

资产负债表方面，2023 年底总资产为 51.5 亿，应收账款 7000 万，应收账款周转天数约 2.6 天。公司无银行有息借款。2023 年底账上现金共 25.5 亿元。2023 年经营现金流 15.7 亿元，自由现金流 11.0 亿。

估值水平

我们选取港股茶饮企业同业进行对标，包括奈雪之茶（2150 HK）、茶百道（2555 HK）；餐饮集团海底捞（6862 HK）、九毛九（9922 HK）等。估值方面，公司招股价对应 2023 年市盈率为 16.9-19.3 倍，市帐率为 31.3 - 35.8 倍，公司经营指标与同业茶百道（2555 HK）相仿，但估值稍高于茶百道。

图表 1: 同业比较 (最新已公布财全年之财务数据)

公司	代码	市值 (百万美元)	收入 (百万 美元)	净利润 (百 万美元)	毛利率 %	净利率 %	市盈率 FY0 (x)	市账率 FY0 (x)	ROE FY0 (%)
古茗	1364 HK	2,602 – 2,980	1,081	152	31.3%	14.1%	16.9-19.3	31.3-35.8	185.2
奈雪的茶	2150 HK	263	713	2	67.1%	0.3%	111.6	0.4	0.3
茶百道	2555 HK	1,883	787	157	34.4%	20.0%	11.7	16.2	154.6
海底捞	6862 HK	10,632	5,722	621	-	10.9%	16.6	7.8	45.4
九毛九	9922 HK	504	826	63	-	7.6%	8.4	1.2	9.1

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

保荐人往绩

此次保荐人是高盛和瑞银集团。2024 年高盛共参与保荐 2 个项目, 首日表现 1 平 1 涨; 2025 年高盛参与保荐 1 个项目, 首日上涨; 2024 年瑞银集团参与保荐 5 个项目, 首日表现 3 涨 1 跌 1 平。

市场氛围

今年年初至今港股新股市场表现分化, 累计上市 8 只新股, 首日破发率达 37.5%, 平均首日下跌 3.9%, 但布鲁可 (325 HK) 上升首日大涨 40.9%, 累计至今上涨 61.6%。

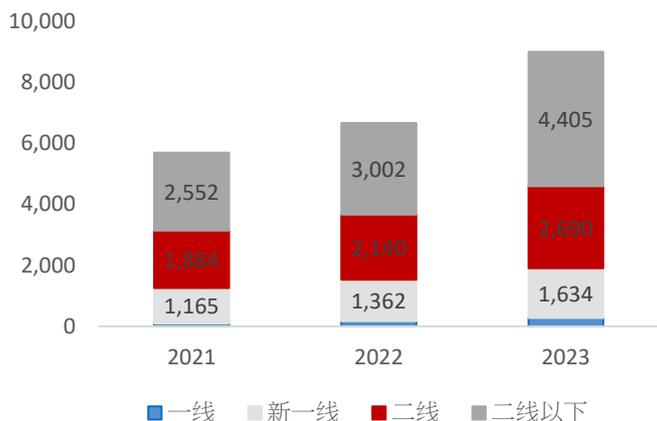
申购建议

古茗此次发行, 已经获得五家基石投资者认购, 包括腾讯旗下公司 Hung River Investment、专注投资消费领域 (媒体、娱乐及教育)、医疗保健等的私募股权公司 LVC、投资基金 Long-Z Fund I 等。基石投资者共认购 7,100 万美元, 约占已发行总股本 2.7%。年初至今港股投资氛围良好, 有利于新股上市。考虑到近期国内消费复苏缓慢, 以及公司 2024 年前三季单店业绩略微下滑, 我们给予古茗控股 (1364 HK) 69 分, 评级为“中性”。

风险提示

- (1) 国内消费疲弱风险; (2) 现制茶饮料市场竞争风险; (3) 加盟模式管理风险。

图表 2: 公司门店分布



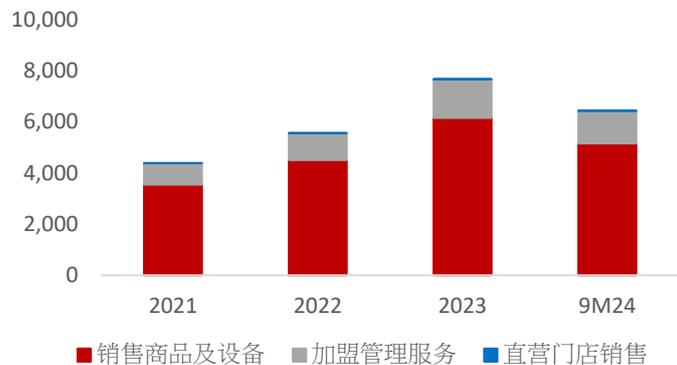
来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 3: 单店业绩

	2022	2023	9M23	9M24
单店 GMV (人民币百万)	2.3	2.5	1.9	1.8
单店人均 GMV (人民币)	6,200	6,800	6,800	6,500
单店售出杯数	140,600	152,100	114,200	105,800
单店日均售出杯数	385	417	417	386
单店人均订单数	221	243	241	234
每笔订单平均 GMV (人民币)	28	27.8	28.2	27.7

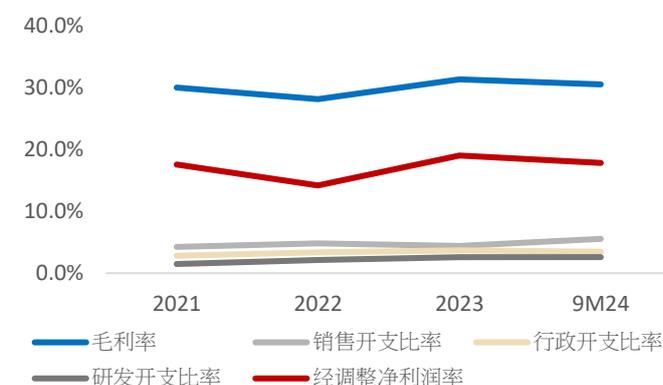
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 4: 收入分部 (人民币百万)



来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 5: 各经营比率



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 6: 相关保荐人往绩

公司	行业	上市日期	(HK\$) 上市价	超额倍数	中签率	首日表现	(HK\$) 现价	累积表现
布鲁可 (325 HK)	消费	15/01/2025	60.35	5,999	10%	+40.9%	98.65	63.4%
顺丰控股 (6936 HK)	快递	27/11/2024	34.30	78.1	20%	+0.0%	33.25	-3.1%
地平线 (9660 HK)	半导体	24/10/2024	3.99	32.8	100%	+2.8%	4.66	+16.8%
美的集团 (300 HK)	消费	17/09/2024	54.80	4.3	100%	+7.9%	74.5	+36.0%
小菜园 (999 HK)	消费	20/12/2024	8.50	0.4	100%	+13.7%	9.35	+10.0%
多点多智 (2586 HK)	软件	06/12/2024	30.21	0.9	100%	-54.3%	5.68	-81.2%
华润饮料 (2460 HK)	消费	23/10/2024	14.50	233.5	30%	+15.0%	12.2	-15.9%

注: 更新至 2025 年 2 月 3 日

来源: 彭博、中泰国际研究部

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

1. 行业前景评分： 1-20 分，20 分为最高分
2. 公司经营评分： 1-20 分，20 分为最高分
3. 估值水平评分： 1-20 分，20 分为最高分
4. 稳价人往绩评分： 1-20 分，20 分为最高分
5. 市场氛围评分： 1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = (行业前景评分 + 公司经营评分 + 估值水平评分 + 稳价人往绩评分 + 市场氛围评分) 之总和

积极申购： 综合评分总得分 \geq 80 分

申购： 70 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 80 分

中性： 60 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 70 分

不申购： 综合评分总得分 $<$ 60 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805