



古茗 (01364.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究
证券研究报告

深耕产品、区域加密，成长与红利兼备

公司简介

古茗为中国现制茶饮第二大品牌，根据灼识咨询，23年行业 GMV 市占率 9.1%。25 年 2 月公司于港交所 IPO，发行 1.82 亿股，发行价 9.94 港元/股，募资净额 17.2 亿港元，主要用于数字化（25%）、供应链（25%）等。25E 拟特别派息 20 亿元，承诺常规年度分红不低于当年纯利 50%，对应最新 25E/26E 股息率（下限 7.4%/3.9%，25E 含特别）。

投资逻辑

茶饮品牌分化加剧、行业边际现净出清，公司韧性优于同业，格局改善望加速成长。24 年行业竞争竞争加剧，古茗 24Q1-3 店均 GMV-4.4%、明显好于同业（多个头部品牌双位数下滑）。24 年 11 月开始国内茶饮门店数月环比增速转负，龙头品牌开始提价、价格战趋缓。

产品平台化开发，上新快、紧抓热点、质价比高。产品上新快（23 年 130 款），善于捕捉热点、质价比高，如抓住轻乳茶品类热度（24Q1-3 奶茶单店出杯量+17%），定价较竞品低、更多客制化选项，质价比突出；传统优势品类果茶鲜果占比高、口味稳定。

供应链布局深入，有效控制成本、保障出品稳定性。产地直采+规模优势控制成本和出品；自建工厂生产茶叶拼配、混合果汁，4Q24 诸暨新工厂投产，预计自产比例将进一步提升。自营仓储物流，3Q24 公司为 97%门店提供两日一配的冷链配送服务（行业四日一配），21~23 年平均仓到店配送成本占 GMV 不足 1%、低于行业平均（约 2%）。

关键规模省份市占率高、同店稳健，区域加密有效性逐步验证。3Q24 末门店总数 9778 家/+14%，22%位于浙江省，21%位于福建省及江西省，37%门店位于其余 5 个达到关键规模省份，24Q1-3 同店 GMV 分别同比-0.8%/+1.1%/-1.4%，开店同时同店保持稳健、加密有效。

未来看点：1) 开店端：关键规模 8 省继续加密（中性情景空间 1.3 万家、较当前+68%），广西、四川等 6 省门店接近或超 200 家、短中期期望成长为关键省份，长期看中国内地仍有 12 个省级行政单位未进入（剔除港澳台），开店天花板无忧；2) 同店端：深化布局咖啡品类、补充早餐场景，24Q1-3 咖啡及其他品类出杯量贡献 12%，预期新咖啡机 capex 回本合理，对订单形成正面支撑。

盈利预测、估值和评级

预计 24E~26E 公司经调整归母净利润 15.4/19.0/22.8 亿元、同比 +7.0%/+23.2%/+20.0%，PE 17.5/14.2/11.8X。成长性强于同业、股东回报较高，给予一定估值溢价，给予 25E PE 20.0X，对应目标价 17.49 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

行业价格战升级，股票流动性风险，限售股解禁风险等。

国金证券研究所

分析师：叶思嘉（执业 S1130523080001）

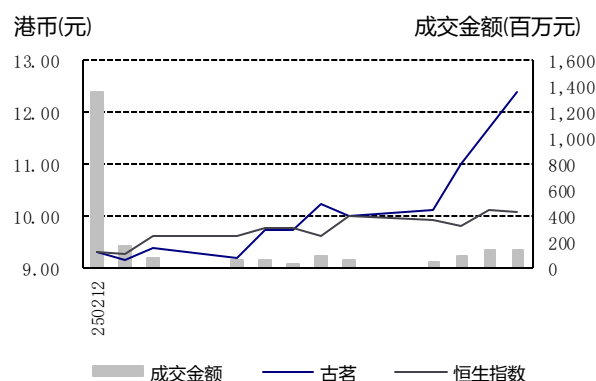
yesijia@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价（港币）：12.400 元

目标价（港币）：17.49 元



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,559	7,676	8,653	10,399	12,268
营业收入增长率	26.81%	38.07%	12.74%	20.17%	17.97%
经调整归母净利润(百万元)	783	1,442	1,543	1,902	2,281
经调整归母净利润增长率	2.21%	84.27%	7.00%	23.23%	19.97%
摊薄经调整每股收益(元)	0.33	0.61	0.65	0.81	0.97
每股经营性现金流净额	0.43	0.67	0.62	0.77	0.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	-44.04%	185.19%	72.24%	119.77%	109.13%
P/E	0.00	0.00	17.48	14.18	11.82
P/B	0.00	0.00	13.03	16.14	12.90

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、茶饮行业更新：预计品牌分化加剧，供给快速扩张转为出清开始.....	5
1.1、中长期：渗透率、消费频次提升仍是主旋律，低线城市潜力更大.....	5
1.2、边际变化：品牌分化加剧，行业整体性扩张转为出清开始.....	6
2、古茗：大众现制茶饮龙头，基本面稳健.....	8
2.1、公司概况：大众现制茶饮龙头，高管激励充分、股东回报较高.....	8
2.2、财务分析：行业竞争加剧情况下，利润率更稳健、现金流状况良好.....	9
3、核心竞争力：产品平台化开发+供应链深度，区域加盟行之有效.....	12
3.1、产品力：平台化开发，产品上新快、紧抓热点、质价比高.....	12
3.2、供应链：产地直采、自建工厂、门店两日一配等保障原料新鲜度、出品稳定性.....	15
3.3、门店布局：关键规模省份市占率高、同店稳健，区域加密有效性逐步验证.....	17
4、未来看点：开店端区域加密、空白拓展，同店端扩品类、拓场景.....	20
4.1 开店端：核心八省看存量加密空间仍大，长期空白省份拓展值得期待.....	20
4.2 同店端：布局咖啡品类，拓展销售场景、支撑单店稳健性.....	23
5、盈利预测及估值.....	25
5.1、盈利预测.....	25
5.2、估值.....	29
6、风险提示.....	29

图表目录

图表 1：中国现制茶饮店行业发展历程.....	5
图表 2：中国现制茶饮店市场中大众价格带占比提升最高并有望继续提升（亿元）.....	5
图表 3：中国现制茶饮店市场中二线及以下城市市场空间望更快增长（亿元）.....	6
图表 4：我国现制茶饮店竞争格局（2023，按 GMV）.....	6
图表 5：我国现制茶饮店竞争格局（2023，按门店数）.....	6
图表 6：我国大众价格带现制茶饮店竞争格局（2023，按 GMV）.....	7
图表 7：我国大众价格带现制茶饮店竞争格局（2023，按门店数）.....	7
图表 8：茶饮可比公司单店 GMV（万元）.....	7
图表 9：茶饮可比公司单店 GMV YOY.....	7
图表 10：茶饮可比公司加盟店平均单店货品销售（万元）.....	7
图表 11：茶饮可比公司加盟店平均单店货品销售收入增速.....	7
图表 12：24 年 11 月开始国内茶饮门店总数月环比增速转负.....	8
图表 13：国内茶饮店月度新关率有所上升.....	8



图表 14: 公司 IPO 募集资金用途	8
图表 15: 公司股权集中于创始人, 三大员工持股平台绑定核心高管利益 (截至 2025/2/12)	9
图表 16: 可比茶饮公司营收体量对比 (亿元)	10
图表 17: 可比茶饮公司营收增速对比	10
图表 18: 可比茶饮公司期末门店数对比 (家)	10
图表 19: 可比茶饮公司门店增速对比	10
图表 20: 可比茶饮公司单店收入贡献 (万元)	10
图表 21: 可比茶饮公司单店收入贡献增速对比	10
图表 22: 可比茶饮公司毛利率对比	11
图表 23: 可比茶饮公司销售费用率对比	11
图表 24: 可比茶饮公司管理费用率对比	11
图表 25: 可比茶饮公司归母净利率对比	11
图表 26: 可比茶饮公司归母净利对比 (亿元)	12
图表 27: 可比茶饮公司归母净利增速对比	12
图表 28: 可比茶饮公司存货周转天数 (天) 对比	12
图表 29: 可比茶饮公司净现比对比	12
图表 30: 公司研发团队规模较大, 内部分前端产品、后端原料开发	13
图表 31: 茶饮可比品牌菜单对比	13
图表 32: 公司上新速度较快 (款)	14
图表 33: 公司门店销售出杯量品类结构变化	14
图表 34: 2023~2024 年公司抓住轻乳茶热点, 奶茶品类支撑单店出杯量增速	14
图表 35: 以桑葚草莓果茶为例, 公司类似产品“质价比”较高	15
图表 36: 公司供应链布局自营程度高, 门店配送频次更高	16
图表 37: 公司加工厂产能利用率逐渐提升	17
图表 38: 对比国内茶饮市场头部品牌, 古茗门店覆盖省份相对少但主力省份门店密度较高	18
图表 39: 公司各市场同店 GMV 增速表现均较好	19
图表 40: 公司分市场门店数 (家)	19
图表 41: 古茗在关键省份市占率较高 (按门店数计, 2024 年 12 月)	19
图表 42: 公司在营店分省份分布情况 (截至 2025/1/31)	20
图表 43: 公司在营店分省份分布情况 (截至 2025/1/31)	21
图表 44: 公司于关键八省门店密度及未来开店空间测算	22
图表 45: 公司加盟前期预算中增加咖啡机设备	23
图表 46: 1H24 沪上阿姨旗下沪咖门店数净减少, 咖啡出杯量占比 0.4%	24
图表 47: 我们预计若公司单店日均出杯量达到 52 杯左右, 咖啡机 Capex 可在 1 年回本	24
图表 48: 公司发力咖啡业务有望推动 UE 模型进一步向好 (基于 24 年数据测算)	25



图表 49: 公司收入拆分及预测	27
图表 50: 公司盈利预测	28
图表 51: 可比港股餐饮公司相对估值 (收盘价 2025/2/27)	29



1、茶饮行业更新：预计品牌分化加剧，供给快速扩张转为出清开始

1.1、中长期：渗透率、消费频次提升仍是主旋律，低线城市潜力更大

2020 年以来我国现制饮品市场发展至“规模化、性价比”阶段。根据灼识咨询数据，2023 我国现制饮品市场规模 5175 亿，其中现制茶饮 2585 亿元、占比 49.3%，现制咖啡饮品 1721 亿元、占比 36.5%，其他现制饮品 1001 亿元、占比 16.3%。

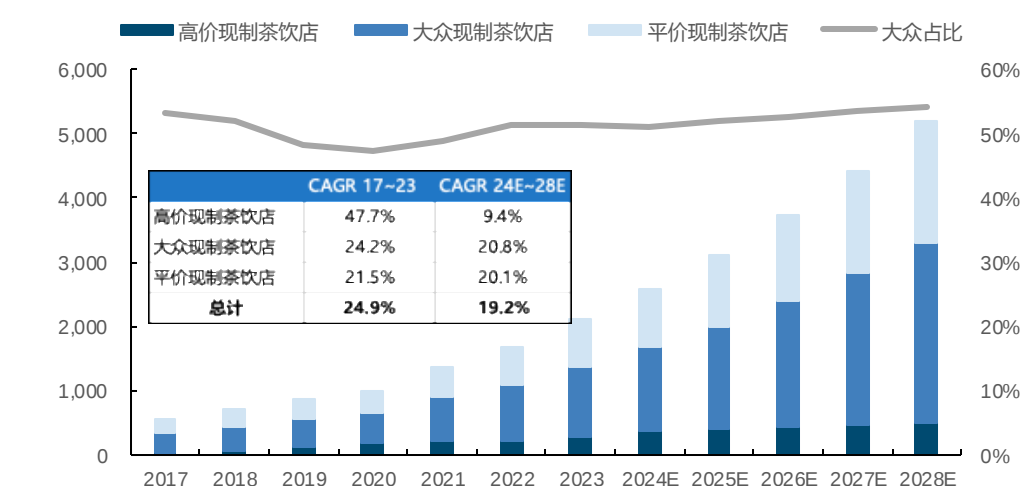
聚焦现制茶饮店市场，大众价格带规模占比最高，性价比诉求推动下预计占比将继续上升。根据灼识咨询，2023 年中国现制茶饮店市场规模 2115 亿元，2017~2023 年 CAGR 为 24.9%，其中杯单价 20 元及以上的高价现制茶饮店 280 亿元、占比 13.2%，杯单价 10~20 元的大众现制茶饮店 1086 亿元、占比 51.3%，杯单价 10 元以下的平价现制茶饮店 749 亿元、占比 35.4%。从价格带看，高价茶饮一般选材优质、新鲜，同时具备较高品牌溢价，典型代表为降价前的喜茶、奈雪；大众现制茶饮一般也采用部分新鲜水果及鲜奶等原料，同时价格定位适中，性价比综合较高，预计在消费者性价比诉求提升趋势下，大众价格带茶饮店有望取得更快增长，根据灼识咨询预测，预计 2028E 大众现制茶饮店规模有望增至 2809 亿元、于现制茶饮店中占比提升至 53.5%。

图表1：中国现制茶饮店行业发展历程



来源：灼识咨询，国金证券研究所

图表2：中国现制茶饮店市场中大众价格带占比提升最高并有望继续提升（亿元）

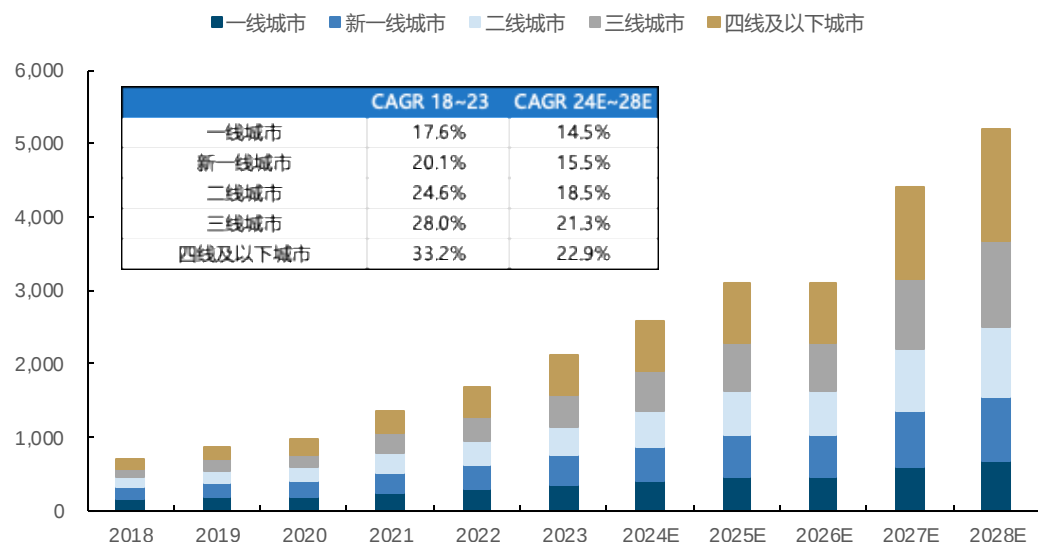


来源：灼识咨询，国金证券研究所；注：高价定义为平均售价不低于 20 元的现制茶饮，大众为 10~20 元，平价为 10 元以下，后同。



大众茶饮于下沉市场渗透空间仍大。根据灼识咨询数据，22 年二线及以下城市每百万人对应 108 家大众现制茶饮店，而一线及新一线为 208 家。大众茶饮市场于下沉市场持续渗透的驱动力来自 1) 现制茶饮消费习惯养成；2) 消费者对产品品质及性价比的重视；3) 健康需求促进对新鲜原料需求增长；4) 加盟店比例增加、标准化供应；5) 外卖扩大消费者覆盖面，外卖占大众现制茶饮 GMV 比例由 17 年的 13.1% 增至 22 年的 41.8%。根据灼识咨询预测，二线及以下城市现制茶饮市场规模增速高于一线、新一线，预计 2028E 二线及以下城市占比望增至 70.3%、较 2023 年提升 5.7pct。

图表3：中国现制茶饮店市场中二线及以下城市市场空间望更快增长（亿元）



来源：灼识咨询，国金证券研究所

1.2、边际变化：品牌分化加剧，行业整体性扩张转为出清开始

按 GMV、门店数市占率计算，蜜雪冰城、古茗为中国现制茶饮市场前两大品牌，其中古茗于大众价格带中市占率第一大品牌。根据灼识咨询数据，按照 2023 年 GMV 计算，中国现制茶饮 Top5 品牌为蜜雪冰城 (20.2%)、古茗 (9.1%)、茶百道 (8.0%)、霸王茶姬 (5.0%)、沪上阿姨 (4.6%)；按 2023 年末国内门店数计算，蜜雪冰城、古茗、茶百道、沪上阿姨、书亦烧仙草为 TOP5 品牌，其中古茗 23 年末 9001 家、市占率 1.9%。看 10~20 元大众价格带，按 2023 年 GMV、门店数计算，古茗市占率分别为 17.7%、4.5%，位列第一，其次为茶百道的 15.6%、3.9%。

图表4：我国现制茶饮店竞争格局（2023，按 GMV）

排名	品牌	细分市场	产品价格带（元）	2023GMV（亿元）	市场份额
1	蜜雪冰城	平价	2~8	427	20.2%
2	古茗	大众	10~18	192	9.1%
3	茶百道	大众	10~22	169	8.0%
4	霸王茶姬	大众	15~24	105	5.0%
5	沪上阿姨	大众	7~22	97	4.6%
	小计		-	990	46.9%
	总计		-	2115	100.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：我国现制茶饮店竞争格局（2023，按门店数）

排名	品牌	细分市场	产品价格带（元）	23年末门店数（家）	市场份额
1	蜜雪冰城	平价	2~8	30300	6.5%
2	古茗	大众	10~18	9001	1.9%
3	茶百道	大众	10~22	~7800	1.7%
4	沪上阿姨	大众	7~22	7789	1.7%
5	书亦烧仙草	大众	11~20	~7000	1.5%
	小计		-	~61890	13.3%
	总计		-	465338	100.0%

来源：公司公告，国金证券研究所



图表6: 我国大众价格带现制茶饮店竞争格局 (2023, 按 GMV)

排名	品牌	2023 GMV (亿元)	市场份额
1	古茗	192	17.7%
2	茶百道	169	15.6%
3	霸王茶姬	105	9.7%
4	沪上阿姨	97	8.9%
5	COCO 都可	87	8.0%
	小计	650	59.9%
	总计	1086	100.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

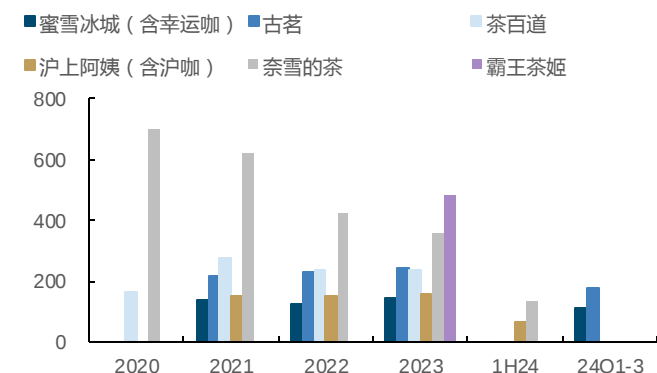
图表7: 我国大众价格带现制茶饮店竞争格局 (2023, 按门店数)

排名	品牌	23 年末门店数	市场份额
1	古茗	9001	4.5%
2	茶百道	~7800	3.9%
3	沪上阿姨	7789	3.9%
4	书亦烧仙草	~7000	3.5%
5	COCO 都可	~4300	2.2%
	小计	~35900	18.1%
	总计	~198500	100.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

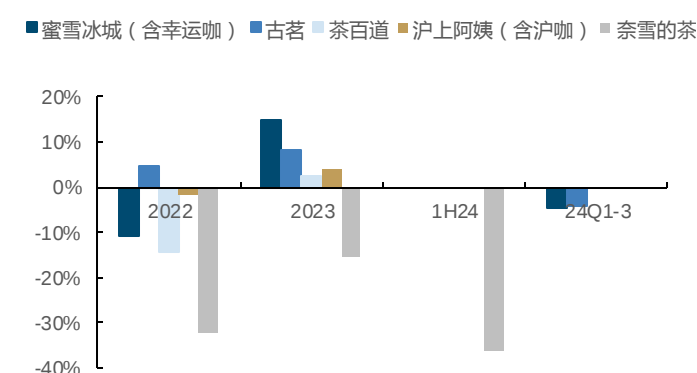
供给扩张+价格内卷, 2024 年竞争激烈, 古茗、蜜雪则单店销售韧性相对强。24 年行业整体单店承压, 品牌表现分化, 从 GMV 增速看, 2024Q1-3 古茗单店 GMV178 万元/-4.4%, 增速略好于蜜雪冰城 (-4.7%, 包含海外及幸运咖), 好于奈雪 (1H24 店均收入-36%); 从单店货品销售收入维度看, 2024Q1-3 蜜雪冰城、古茗同比分别-4.6%、-5.3%, 1H24 沪上阿姨、茶百道分别-20.4%、-27.2%, 其中蜜雪、古茗表现更好。此外根据古茗招股书, 2024Q1-3 古茗同店 GMV 同比-0.7%、基本与 23 年水平持平, 表现有韧性。

图表8: 茶饮可比公司单店 GMV (万元)



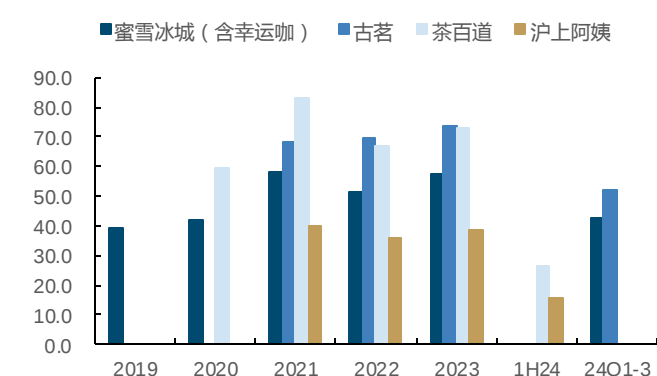
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表9: 茶饮可比公司单店 GMV YOY



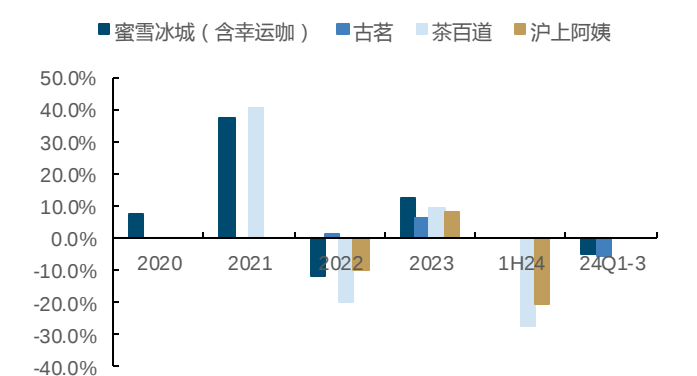
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表10: 茶饮可比公司加盟店平均单店货品销售 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表11: 茶饮可比公司加盟店平均单店货品销售收入增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

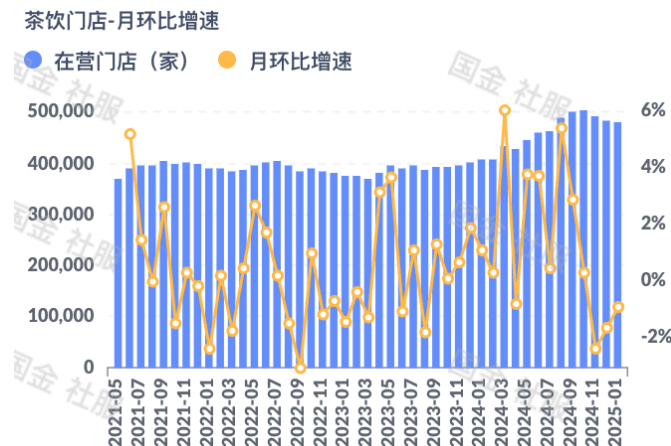


2024 年竞争加剧、品牌表现分化，4Q24 开始观察到供给格局改善迹象。1) 门店数：2024 年 11 月开始国内茶饮行业门店总数月环比增速转负，延续至 1 月仍为环比净减少状态，月度新关率亦有所抬升。2) 价格战有所趋缓：如行业龙头蜜雪冰城于 2024 年 12 月中旬提价，对部分高线城市饮品进行提价、单品幅度约 1 元。

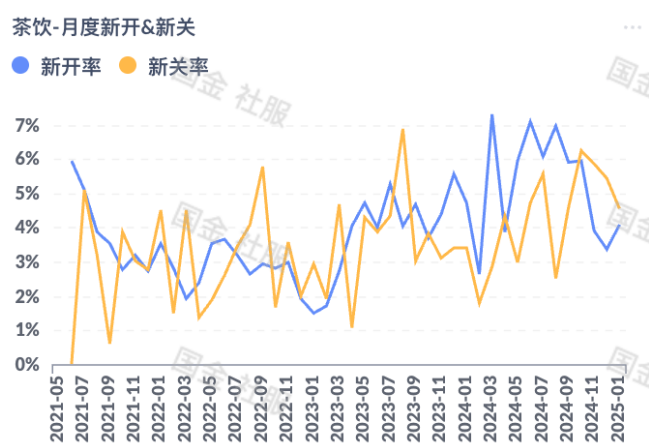
展望 2025 年，我们预计终端价格战延续 4Q24 趋缓趋势；供给端整体开始小幅净减少，品牌间分化加剧，品牌上同店维持相对好、门店利润率较高的强势品牌望加速开店，部分弱势品牌开始净关店、结构性撤离部分市场。

图表 12：24 年 11 月开始国内茶饮门店总数月环比增速转负

图表 13：国内茶饮店月度新关率有所上升



来源：久谦，国金数字未来 Lab，国金证券研究所



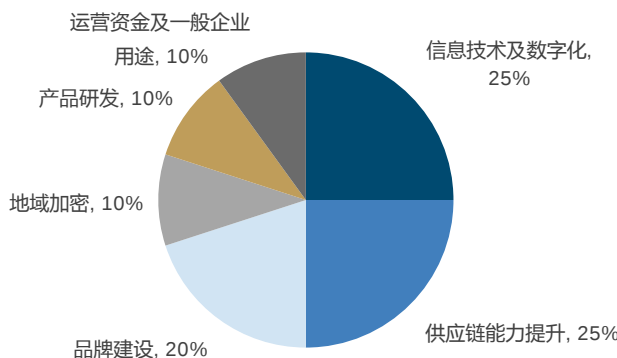
来源：久谦，国金数字未来 Lab，国金证券研究所；注：月新关率=当月关店数/期初门店数，新开业率计算类似。

2、古茗：大众现制茶饮龙头，基本面稳健

2.1、公司概况：大众现制茶饮龙头，高管激励充分、股东回报较高

古茗创立于 2010 年，目前已成长为中国头部现制茶饮企业之一。2025 年 2 月 12 日，公司于港交所挂牌上市，IPO 发行股数 1.82 亿股，发行价为 9.94 港元/股，募集资金净额 17.21 亿港元（不含交易费、经纪佣金等），募资用途中信息技术及数字化、供应链能力提升各占 25%，品牌建设占 20%，推行地域加密策略、扩充产品研发团队各占 10%，剩余 10%资金预计用于运营资金及一般企业用途。

图表 14：公司 IPO 募集资金用途



来源：公司招股书，国金证券研究所

公司股权集中于创始人团队，三大员工持股平台绑定核心高管利益。2010 年公司创始人王云安在浙江开办首家古茗门店，其他初始股东包括戚侠、阮修迪和潘萍萍，目前四人为一致行动人，合计持股数量占上市后总股本的 73.35%。其中王云安担任董事会主席、CEO，持股比例最高（39.87%），戚侠担任公司执行董事兼总裁，持股比例 18.25%，阮修迪担任公司执行董事，目前专注于产品研发工作，持股比例 12.68%，潘萍萍持股 2.55%。Thriving Leafbuds Limited、Nascent Sprouts Limited、Flourishing Leaves Limited 为公司三大员工持股平台，分别占上市后总股本 3.11%、3.11%、0.52%，受益人包括首席技术官



强宇、首席运营官李继峰、执行董事金雅玉、执行董事蔡云江、首席财务官孟海陵及其他公司员工。公司目前股权架构清晰，绑定创始人团队与核心高管团队利益。

承诺上市后常规年度股利支付率不低于当年净利 50%、股东回报较高。公司 2025 年 1 月完成向截至 2024/12/31 的股东宣派 17.4 亿元股息。截至 3Q24 末公司账面现金及银行结余以及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产总额为 33 亿元、类现金资产充裕。根据公司招股书，计划于 2025 年 12 月以前特别派息不少于 20 亿元（对象包含 IPO 后新股东），按照 2025/2/27 收盘价计算，对应股息率约 7.9%；计划未来年度常规股利支付率不低于当年净利的 50%（扣除重大资本开支），股东回报较高。

图表 15：公司股权集中于创始人，三大员工持股平台绑定核心高管利益（截至 2025/2/12）

股东名称	最终控制人	持股数量(万股)	占总股本比例
控股股东（王云安、戚侠、阮修迪、潘萍萍为一致行动人）		172,826	73.35%
Modern Leaves Limited	王云安	93,944	39.87%
Chivalrous Lancers Limited	戚侠	43,000	18.25%
Cousin Tea Limited	阮修迪	29,878	12.68%
Spring Equinox Drinks Limited	潘萍萍	6,004	2.55%
IPO 前投资者		28,696	12.18%
北京美茗企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	美团 朱拥华	9,449	4.01%
北京美岩企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	美团 朱拥华	7,942	3.37%
Max Mighty Limited (红杉璟茗)	红杉璟茗 周逵	8,696	3.69%
Coatue PE Asia 34 LLC	Philippe Laffont	2,174	0.92%
New Budding Capital Inc	Wang Yimiao	435	0.18%
员工持股平台		15,870	6.73%
Thriving Leafbuds Limited	首席技术官强宇等员工	7,323	3.11%
Nascent Sprouts Limited	首席运营官李继峰等员工	7,323	3.11%
Flourishing Leaves Limited	执行董事金雅玉、蔡云江，CFO 孟海陵等员工	1,223	0.52%
基石投资者		5,564	2.36%
Huang River Investment Limited 黄河资本	腾讯	1,959	0.83%
GM Charm Yield (BVI) Limited 元生资本	Zhijian Peng	1,176	0.50%
LVC 正心谷	Lijun Lin	1,176	0.50%
Duckling Fund, L.P.	Eric Li	627	0.27%
Long-Z Fund I, LP	美团 朱拥华	627	0.27%
其他公众股股东		12,676	5.38%

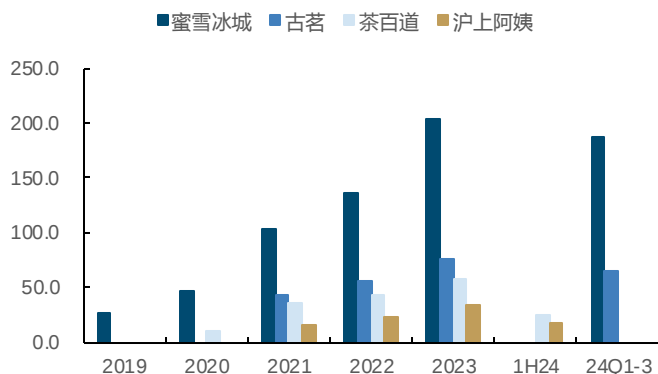
来源：公司公告，国金证券研究所

2.2、财务分析：行业竞争加剧情况下，利润率更稳健、现金流状况良好

收入增速：拓店为收入增长主驱动力，24 年单店收入表现好于同业。公司 2023 年收入 76.8 亿元，2021~2023 年 CAGR 32.3%，增速较快主要受益于行业扩容、门店扩张，期间门店数增速 CAGR 25.7%。2024 年宏观经济压力加大+竞争有所加剧，行业内品牌表现出现分化，古茗 2024Q1-3 收入 64.4 亿元/+15.6%，在可比公司中仅次于蜜雪冰城（+21.2%），优于沪上阿姨（1H24 收入+6.0%）、茶百道（1H24 收入-10.0%）；拆解背后驱动力，除门店继续扩张外（4Q23 末门店总数 9778 家、较 2023 年底+8.6%），古茗单店收入表现处于同业相对较好水平，2024Q1-3 单店收入贡献同比-6.1%，仅次于蜜雪冰城（-4.7%），优于茶百道（-25.9%）、沪上阿姨（-24.4%）。

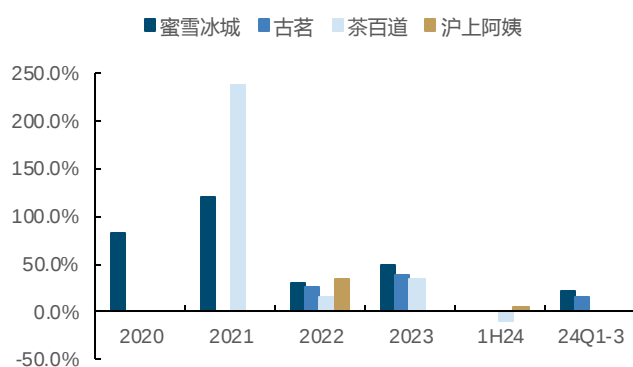


图表16：可比茶饮公司营收体量对比（亿元）



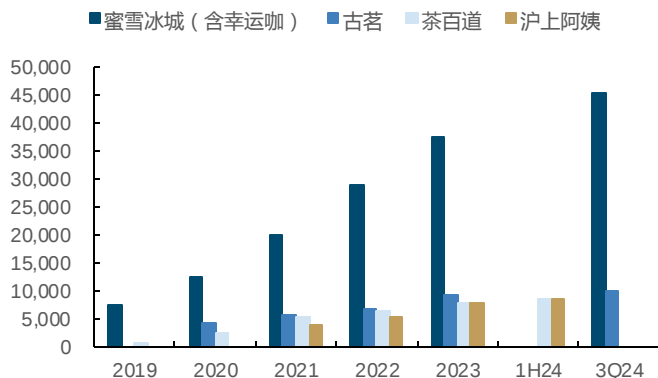
来源：公司公告，国金证券研究所

图表17：可比茶饮公司营收增速对比



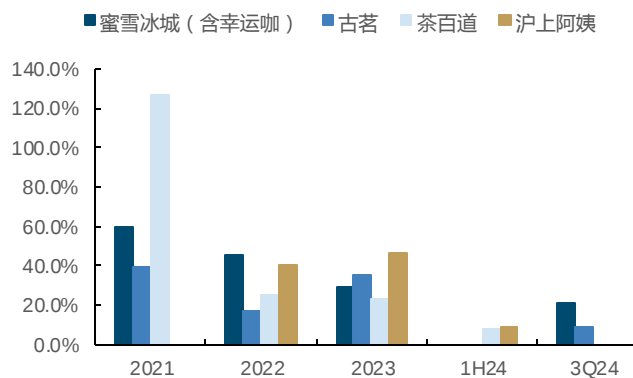
来源：公司公告，国金证券研究所

图表18：可比茶饮公司期末门店数对比（家）



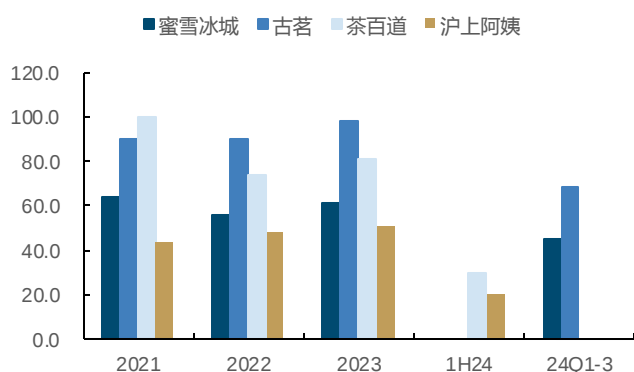
来源：公司公告，国金证券研究所

图表19：可比茶饮公司门店增速对比



来源：公司公告，国金证券研究所；注：1H24、3Q24 增速为期末增速相较 23 年底门店数增速

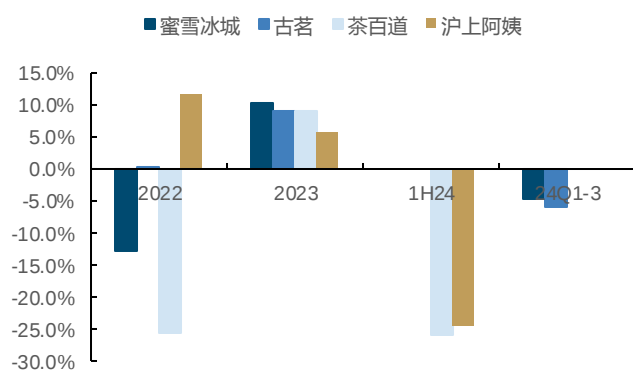
图表20：可比茶饮公司单店收入贡献（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所；注：单店收入贡献=营业收入/期末期初平均

门店数

图表21：可比茶饮公司单店收入贡献增速对比



来源：公司公告，国金证券研究所

盈利能力：仅次于蜜雪冰城，市场竞争加剧情况下利润率较同业相对稳定。

毛利率：2024 年各公司普遍下降，蜜雪逆势回升、古茗相对稳健。蜜雪冰城 2024Q1-3 毛利率 32.4%/+2.6pct，得益于供应链效率提升、原材料成本下降，此前 22 年呈现下降主因主动降低对加盟商供货价格（22 年 69 款物料及设备供货价格平均降幅约 15%）。古茗



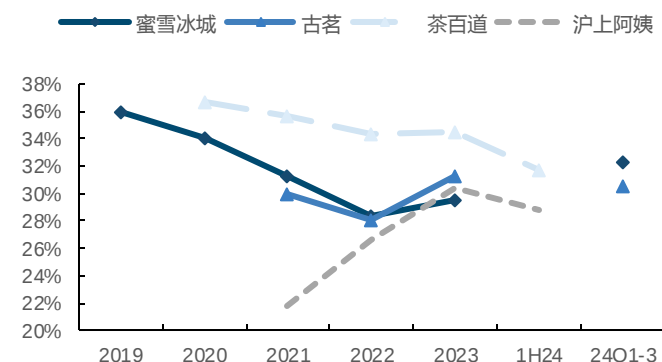
24Q1-3 毛利率 30.5%/-0.5pct，降幅小于沪上阿姨（-1.7pct）、茶百道（-5.6pct）。

销售费用率：竞争加剧情况下有所上升，但升幅低于同价格带可比公司。古茗 2024Q1-3 销售费用率为 5.5%/+1.2pct，源于公司加大投入广告推广费，与同价格带品牌相比升幅相对更小，1H24 沪上阿姨销售费用率 11.9%/+1.3pct、茶百道 4.4%/+2.7pct。蜜雪冰城则有所优化，2024Q1-3 为 5.9%/-0.6pct，推测与 10 元以下价格带竞争格局更稳定，蜜雪冰城规模效应提升。

管理费用率：蜜雪冰城、古茗较同业更低。2024Q1-3，蜜雪冰城、古茗管理费用率分别为 2.3%/-0.6pct、3.5%/+0.3pct，推测较同业更低主因规模效应（门店规模为行业第一、第二）；1H24 茶百道为 9.1%/+2.1pct，沪上阿姨较高为 5.3%/+0.6pct。

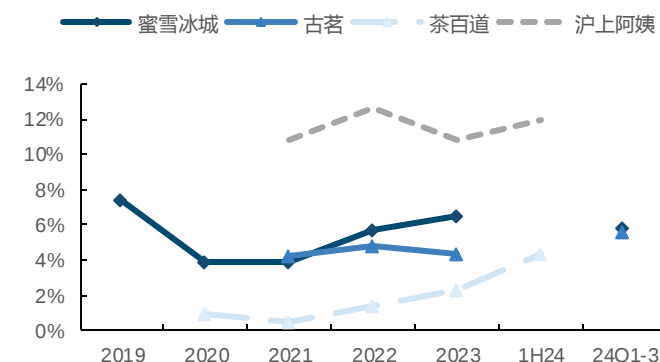
净利率：处于行业中上水平且边际相对稳健。比对 2024Q1-3 或 1H24 归母净利率，蜜雪（18.7%）>古茗（17.2%）>沪上阿姨（11.5%）>茶百道（9.9%）；边际变化上，蜜雪冰城逆势上升（+3.1pct）得益于毛利率回升、规模效应下费用摊薄，古茗相较同价格带公司较为稳健，2024Q1-3 同比-0.6pct，而茶百道则因毛利率承压+费用率上升盈利能力净利率下滑较多。

图表22：可比茶饮公司毛利率对比



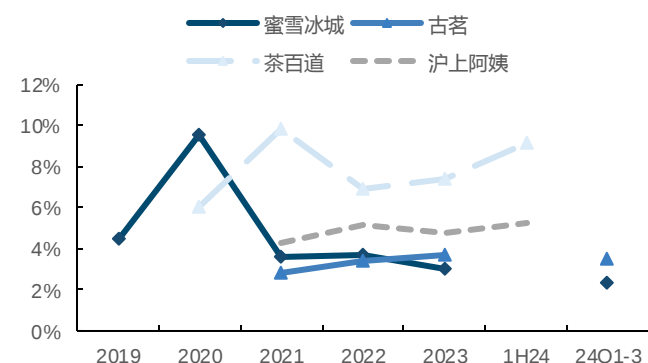
来源：公司公告，国金证券研究所

图表23：可比茶饮公司销售费用率对比



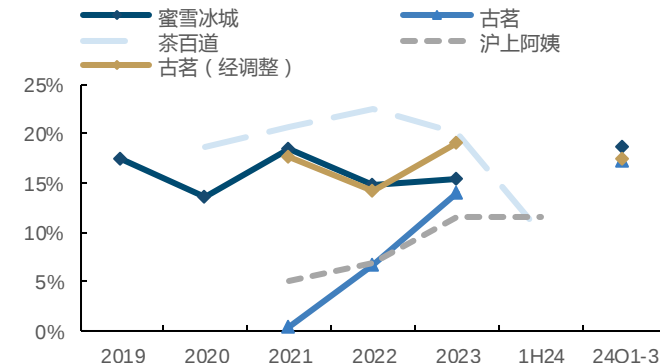
来源：公司公告，国金证券研究所

图表24：可比茶饮公司管理费用率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表25：可比茶饮公司归母净利率对比

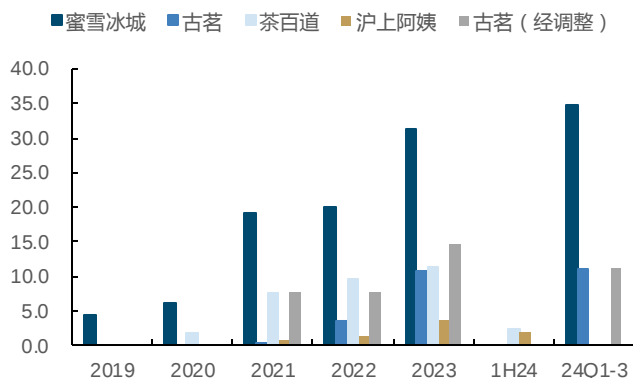


来源：公司公告，国金证券研究所；注：古茗经调整净利加回可赎回普通股等公允价值计量的金融负债公允价值变动损益、股权激励等，后同。

业绩增长得益于开店扩张+行业偏上的利润率水平，2024Q1-3 古茗归母净利 11.1 亿元/+11.8%，经调整净利 11.2 亿元/+17.4%，2021~2023 年经调整净利 CAGR 37.7%、高于同期收入端增速。

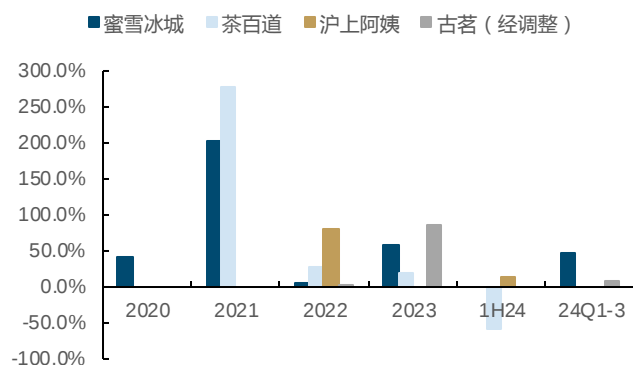


图表26：可比茶饮公司归母净利对比（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表27：可比茶饮公司归母净利增速对比

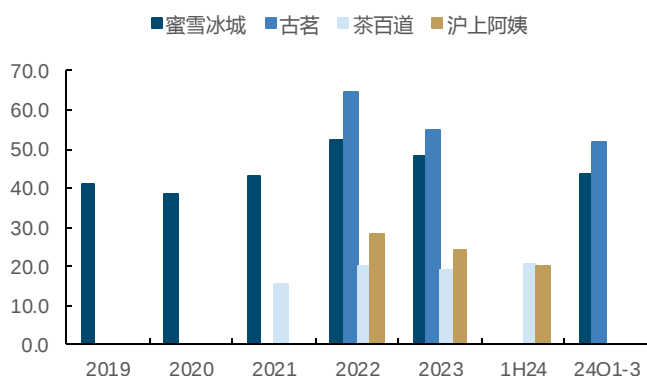


来源：公司公告，国金证券研究所

周转效率看，存货周转天数边际下降。古茗、蜜雪冰城存货周转天数高于茶百道、沪上阿姨主因供应链更重资产，后两者原材料主要采用代工或向第三方采购。2024Q1-3 古茗存货周转天数 52 天，2022 年以来持续下降，体现周转效率提升。

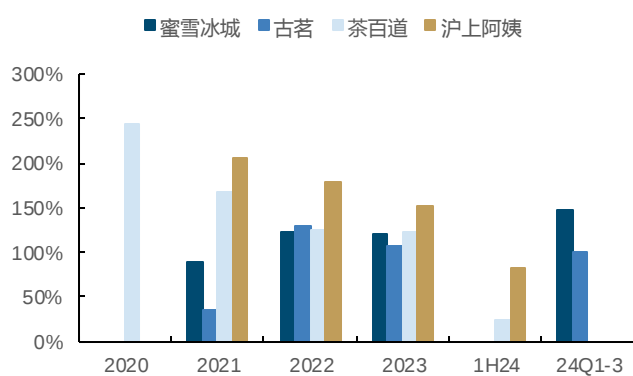
现金流状况看，净现比仍高于 100%、现金流健康。2024Q1-3 古茗经营性现金流净额 11.3 亿元/-6.4%，下滑推测与开店放缓、部分初期加盟费可分期付款等相关，净现比 101%。

图表28：可比茶饮公司存货周转天数（天）对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表29：可比茶饮公司净现比对比



来源：公司公告，国金证券研究所

3、核心竞争力：产品平台化开发+供应链深度，区域加盟行之有效

3.1、产品力：平台化开发，产品上新快、紧抓热点、质价比高

公司重视产品开发，创始股东之一直接负责，研发团队规模大，细分前端产品、后端原料开发职能。公司从研发团队看，公司创始股东之一阮修迪（持股比例 12.68%）为负责人，团队规模约 120 人，与蜜雪冰城相近，规模明显大于茶百道、沪上阿姨。团队职能分工上，古茗、蜜雪冰城分工上均明确前端（产品口味、消费者偏好等）、后端（原料、食材相关的技术、生产工艺、配方、设备等）两类职能，其中古茗约 40 人专注茶叶及萃取工艺研究。



图表30：公司研发团队规模较大，内部分前端产品、后端原料开发

品牌	蜜雪冰城	茶百道	古茗	沪上阿姨
产品特点				
经典产品	冰鲜柠檬水、新鲜冰淇淋、珍珠奶茶、棒打鲜橙等	豆乳玉麒麟、招牌芋圆奶茶、元气枸杞红枣奶茶等	超A芝士葡萄、超A芝士桃桃、古茗奶茶、云岭茉莉白、大橘美式等	杨枝甘露、厚芋泥波波奶茶、浅浅清茉等
季节性/区域性产品	山楂莓莓、山楂酸奶	轻畅羽衣甘蓝、闪亮·清体小麦草	茉香芋泥奶绿、红岩桃胶炖奶等	草莓牛乳奶冻、超嘭草莓大福等
大单品销售集中度	24Q1-3 前三大/前五大单品出杯量占集团总出杯量 41%/50%	23 年前三大/前五大单品占出杯量 34%/45%	24Q1-3，果茶占出杯量 41%，奶茶占 47%，咖啡及其他占 12%	-
研发团队				
产品开发负责人	前端应用研发-蔡卫森 后端基础研发-赵红果	朱明星	阮修迪（创始股东之一）	周蓉蓉（创始人之一）
团队规模（人）	124	45	约 120（其中 40 人专注茶叶及萃取工艺研究）	20
团队分工	分前端应用研发和后端基础研发（食材相关的技术、生产工艺、配方、设备等）	-	前端产品美食家+后端原料工程师	-

来源：公司招股书，国金证券研究所

产品力上新速度快、紧抓当下消费热点、质价比高价。

- 1) 菜单设计方面，多品类布局，涉及奶茶、果茶、咖啡、纯茶等饮品品类，品类布局相对齐全，价格带较宽，咖啡、纯茶价格带起价低于 10 元，奶茶最低 10 元起，略低于部分大众价格带竞品。

图表31：茶饮可比品牌菜单对比

	平价		大众								中高端			
	蜜雪冰城		古茗		茶百道		沪上阿姨		霸王茶姬		奈雪的茶		喜茶	
	SKU数 (个)	价格带 (元)	SKU数 (个)	价格带 (元)	SKU数 (个)	价格带 (元)	SKU数 (个)	价格带 (元)	SKU数 (个)	价格带 (元)	SKU数 (个)	价格带 (元)	SKU数 (个)	价格带 (元)
奶茶	24	7 ~ 10	19	10~18	24	10 ~ 16	27	11 ~ 21	14	15 ~ 22	11	16 ~ 19	24	15 ~ 23
果茶	14	5 ~ 10	11	12~21	18	10 ~ 22	23	15 ~ 21	4	18	15	18 ~ 22	21	13 ~ 28
咖啡	5	6 ~ 9	10	9~18	-	-	10	13 ~ 19	-	-	8	15 ~ 22	2	8 ~ 16
纯茶	2	5	2	7~12	3	7	1	11	7	15 ~ 18	7	9 ~ 13	7	8 ~ 23
酸奶	3	10 ~ 11	-	-	1	14	-	-	-	-	-	-	-	-
冰淇淋	10	3 ~ 8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-
烘焙零食茶包等	15	1~9.9	7	2~6.9	-	-	10	1 ~ 13.8	-	-	47	5 ~ 109	5	1.9~8.9
合计（不含烘焙零食等）	58	3 ~ 11	42	7~21	46	7 ~ 22	61	11 ~ 21	25	15 ~ 22	41	9 ~ 22	55	8 ~ 28

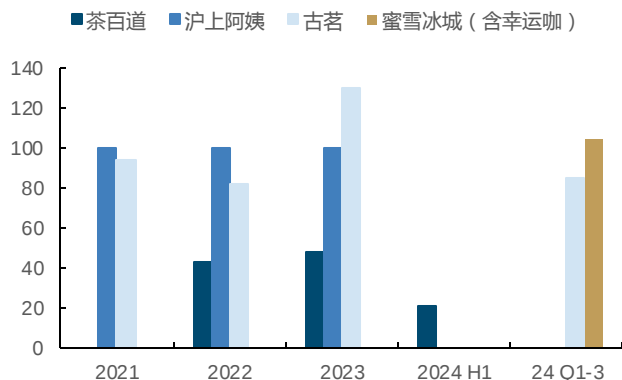
来源：品牌官方小程序，国金证券研究所；注：1) 统计时间：2025/2/9，SKU 数不统计单独小料；2) 统计 SKU 不含小料、保温袋，不区分杯型大小，价格按照 SKU 起价统计；3) 统计门店所在地区为江浙沪一线或新一线城市，不同城市或门店间 SKU 数及定价或存在细微差异。

- 2) 上新速度方面，上新频次快，快速捕捉流行趋势。2023 年公司新品数量 130 款、高于同业，我们认为公司菜单常规保有的 SKU 数相对更精简，但能通过高频次上新给消费者带来新鲜感。产品上新对当下流行趋势捕捉较快，如 2023 年轻乳茶产品流行，公司于 2023 年 8 月上市云岭茉莉白等轻乳茶产品，根据公司招股书，云岭茉莉白在上市后数月内成为三大热销饮品之一，推出一年内成为产品组合中销售冠军，24Q1-3 公司出杯量中 47%为奶茶/+9pct，24Q1-3 店均日出杯量 293 杯/-5.8%，其中奶茶+16.9%、对杯量形成有力支撑，



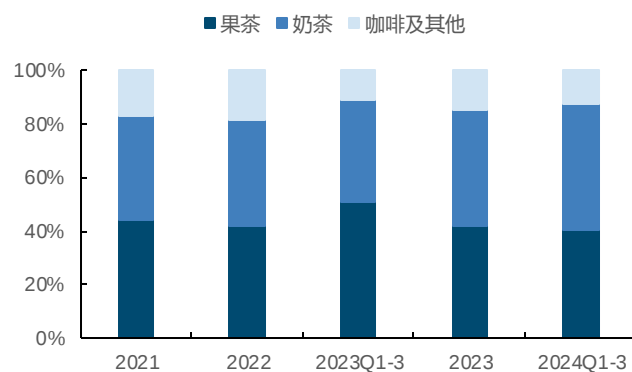
有效应对短期消费流行热点变化。

图表32：公司上新速度较快（款）



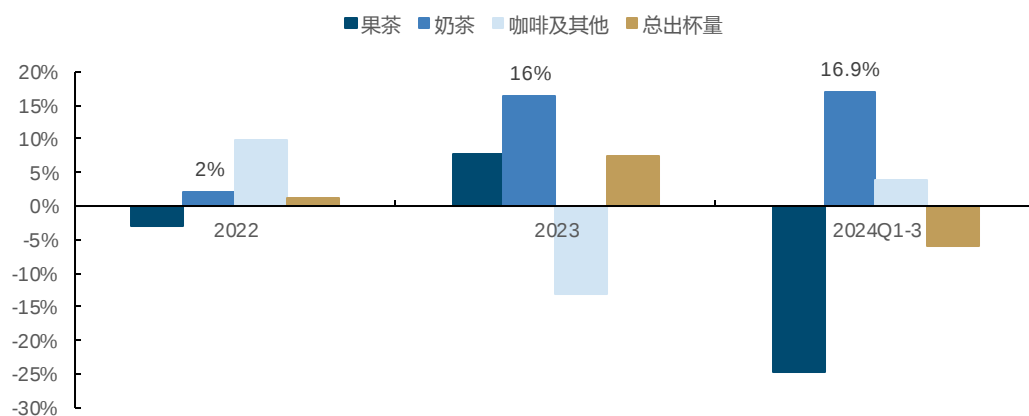
来源：公司公告，国金证券研究所

图表33：公司门店销售出杯量品类结构变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表34：2023~2024年公司抓住轻乳茶热点，奶茶品类支撑单店出杯量增速

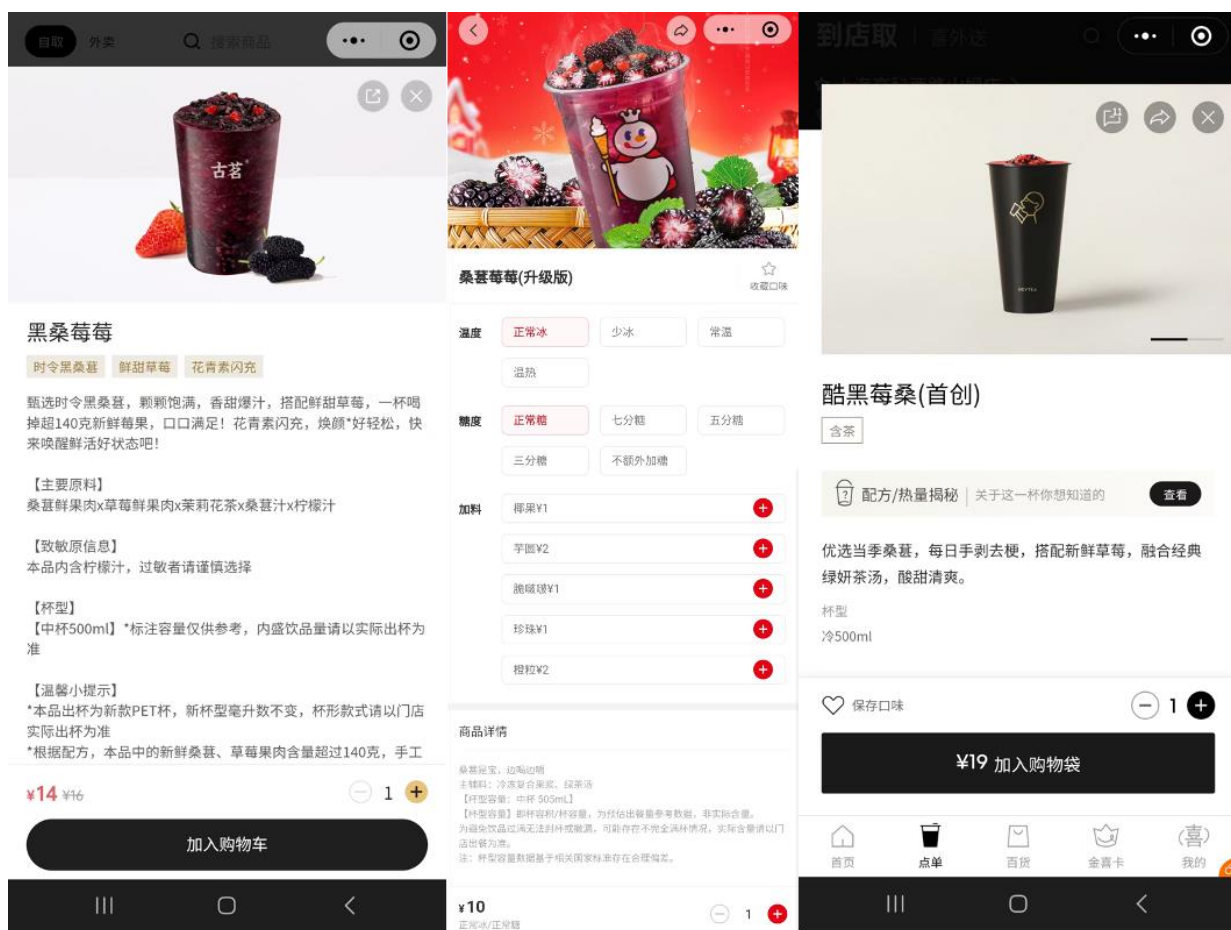


来源：公司公告，国金证券研究所

3) 果茶原料鲜果占比高，类似产品质价比突出。公司优势品类为果茶，主要在于鲜果使用比例较高、口味稳定、质价比高，如桑葚草莓果茶，对比 500ml 左右中杯规格类似产品，公司推出的黑桑梅梅鲜果不少于 140 克，相较蜜雪的桑葚梅梅（主要采用冷冻复合果酱）原料更新鲜，售价低于喜茶的类似产品 3 元。新品类轻乳茶方面，云岭茉莉白中杯(550ml) 15 元起（日常折扣价 13 元起），低于霸王茶姬类似产品中杯（16 元起），同时相较霸王茶姬有加料、替换 0 卡糖客制化选项，质价比较高。



图表35：以桑葚草莓果茶为例，公司类似产品“质价比”较高



来源：品牌官方小程序，国金证券研究所

3.2、供应链：产地直采、自建工厂、门店两日一配等保障原料新鲜度、出品稳定性

公司在供应链上深入布局，比较头部品牌，除蜜雪冰城外，可比品牌中公司在采购-生产-物流运输布局上更为领先。水果产地直采、自建加工厂、高比例自营仓储物流、两日一配等供应链投入能有效强化公司产品质价比优势，尤其在鲜果茶品类的消费者认知度。



图表36：公司供应链布局自营程度高，门店配送频次更高

		蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨
采购	前五大供应商占比（最新）	18.3%（24Q1-3）	18.8%（24Q1-3）	36.6%（2023年）	15.1%（1H24）
	合作种植园	四川安岳柠檬（23年柠檬采购11万吨、大部分来自安岳合作基地）、安徽草莓、云南咖啡种植园	香水柠檬、芒果等水果采用产地直采	-	-
生产	生产基地	5个，河南、重庆、广西、海南、安徽	4个自营加工厂（果汁、茶叶），自加工原料占加盟店销量13%，第三方供应商	1个茶厂，1个包材工厂（森冕工厂），23年占总包材比26.7%	1个，浙江海盐，4条产线主要生产及加工珍珠、芋圆、芋泥、茶叶等食材
	占地面积（万平米）	79	-	1.112（包材厂）	超过1万
	产能（最新）	164万吨	-	约1.4万吨（包材厂）	8184吨（24H1理论年化产能）
	扩建计划	重庆、安徽、海南均有扩建计划	24年诸暨新加工厂建设完成	24年五月投产福州茶厂	扩大海盐工厂食材产能、开发半成品茶饮生产线、智能奶茶机及智能柠檬机
仓储	仓库数量	27个自营（东南亚7个）	22个自有	21个多温仓（自营6个+第三方租赁共管15个）	12大仓储物流基地+4个设备仓库+8个新鲜农产品仓库+16个前置冷链仓库（3个大仓储物流基地及所有前置冷链仓为第三方运营）
	面积（万平米）	~35万	超过20万	约8万	-
	覆盖半径	-	76%以上门店位于仓库周围150公里内（浙江省达94%）	一般门店与中心仓距离300公里以内，超过300公里通过前置仓满足	-
	扩建计划	-	台州新建仓库	-	-
物流	物流车	第三方合作	362辆自有+第三方补充	300辆第三方车队	委托第三方物流服务供应商
	运输能力	超过90%国内县级行政区可实现12小时内触达；97%以上门店冷链覆盖；海外覆盖4国超过560个城市	支持向97%门店提供2日1配冷链配送服务（一般4日1配）	97%门店提供每周2次或以上配送，北京、成都及重庆等地推出41条夜间配送路线	一周2~3次
	配送成本	-	仓到店平均配送成本约GMV 1%（行业~2%）	-	-

来源：公司招股书，国金证券研究所

具体看古茗供应链：

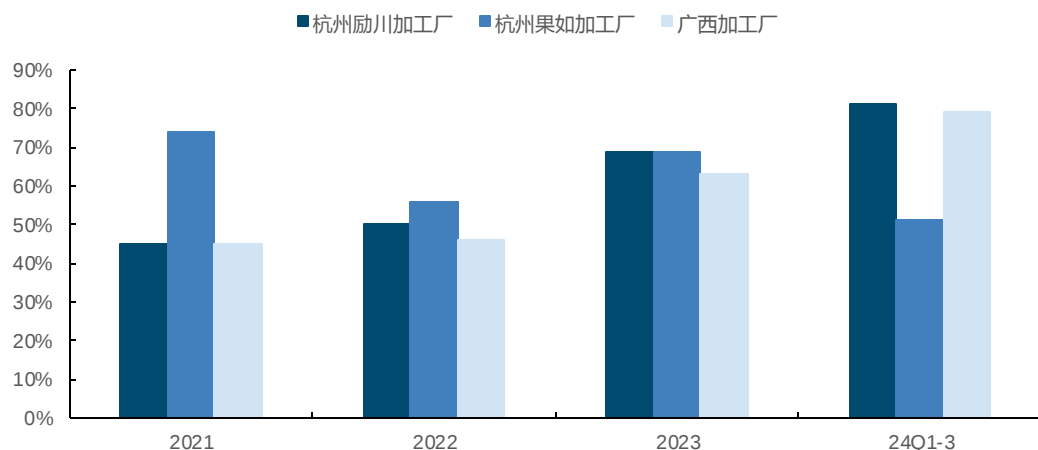
采购：新鲜水果直采规模大，有效控制成本、保障供应稳定性。根据公司招股书，2023年公司采购涵盖36个品种约8.5万吨的新鲜水果，亦采购果汁、茶叶及乳制品原料，采购方式上更多采用产地直采，从而更好控制成本及原料品质稳定性，如2023年公司香水柠檬直采规模约4000吨、直采比例89.9%。庞大的采购规模+产地直采方式使得公司能获取



低于市场价的采购价格，从而为供应商提供更低成本的原材料、设备采购，如 2023 年公司为加盟门店供应的芒果价格较市价低约 30%。

生产：水果熟成损耗率较低，自建茶叶拼配、果汁原料加工厂。公司技术加工水果，以确保新鲜，根据招股书，如通过在产地及时处理芒果，并严格把控包装、配送及熟成过程，于 2023 年，公司芒果熟成损耗率降至 10%，低于行业平均水平（约 20%）。截至 3Q24 末，公司有三座加工厂已投入运营，其中杭州励川、广西加工厂用于生产茶叶拼配，杭州果如加工厂用于生产混合果汁，按销量计算 2024 年前三季度公司向加盟店供应的原料中 13% 经由自有加工厂处理。4Q24 公司完成浙江诸暨加工厂建设，未来现有加工厂部分加工工序将转移至新工厂，有望增加产能及减少长期成本。

图表 37：公司加工厂产能利用率逐渐提升



来源：公司招股书，国金证券研究所；注：杭州果如加工厂 24Q1-3 利用率下降主因将部分生成供需转移至诸暨新工厂。

仓储物流：97%门店原料两日一配，保障原料新鲜度、产品口感，同时区域加密策略下配送成本低于行业。仓储方面，截至 3Q24 末公司运营 22 个仓储、约 22 万平米，76%门店的 150 公里范围内有仓库，公司直接运营管理仓库，支出多种不同温度区间冷藏，更精确确保水果新鲜度。物流方面，区别于其他品牌以第三方物流车队为主，公司直接运营 362 辆运输车、2023 年占车辆部署的六成左右；自营比例较高的仓储物流设施+区域集中加密策略，截至 3Q24 公司为旗下 97%门店提供两日一配的冷链配送服务（行业一般四日一配且不一定支持冷链配送），同时仓到店平均成本较低（2021~2023 年平均仓到店配送成本占 GMV 不足 1%，行业平均约 2%）。

3.3、门店布局：关键规模省份市占率高、同店稳健，区域加密有效性逐步验证

区域加密策略，战略性选择目标省份，匹配投资供应链，优先配置资源、快速加密达到规模效应，以浙江为中心逐步开拓省外关键市场。截至 3Q24 末，公司门店总数 9778 家、较 2021 年底增长 71.7%，其中 21.7%门店位于浙江省，20.9%门店位于福建省及江西省，37.3%门店数位于其余 5 个已达关键规模的省份（广东省、湖北省、江苏省、湖南省、安徽省）。我们对比了国内其他茶饮头部品牌，相较同业，古茗门店总数为大众价格带（10~20 元）第一，但覆盖省份数（截至 25 年 1 月中旬为 19 个省）明显少于同业（超过 30 个省），开店策略上更侧重目标省份集中加密后再对外拓展新市场而非各个省份同步开发。我们认为，古茗产品以鲜果茶为传统特色，匹配自建程度较高的供应链，打造产品新鲜、稳定、质价比的优势，该种区域加密的开店策略和公司产品特色、竞争优势匹配度高。



图表38：对比国内茶饮市场头部品牌，古茗门店覆盖省份相对少但主力省份门店密度较高

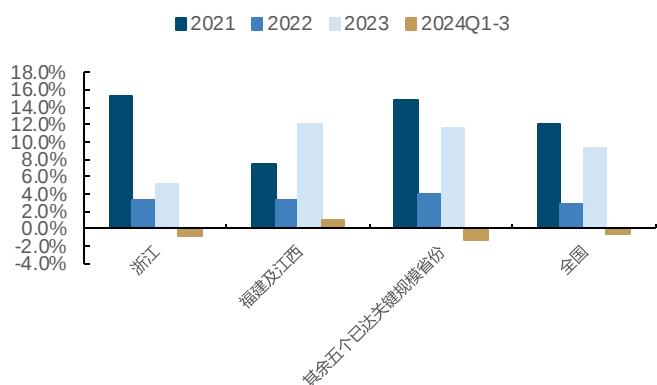
		蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨	霸王茶姬	书亦烧仙草
门店数量		37495	9960	8058	9336	6507	5609
覆盖省份		33	19	31	31	32	31
主力省份	TOP1	河南省（ 3248 ）	浙江省（ 2163 ）	江苏省（ 706 ）	山东省（ 1234 ）	广东省（ 634 ）	湖南省（ 1239 ）
	TOP2	江苏省（ 2530 ）	福建省（ 1151 ）	浙江省（ 675 ）	广东省（ 1027 ）	浙江省（ 633 ）	四川省（ 1110 ）
	TOP3	山东省（ 2478 ）	广东省（ 1067 ）	四川省（ 674 ）	安徽省（ 608 ）	江苏省（ 618 ）	贵州省（ 412 ）
	TOP3 省份占比	22.0%	44.0%	25.5%	30.7%	29.0%	49.2%
覆盖城市		369	224	352	353	344	291
城市等级	一线	5.21%	2.76%	9.48%	7.46%	10.90%	2.87%
	新一线	19.50%	17.30%	26.15%	20.79%	26.57%	28.83%
	二线	18.91%	27.96%	20.19%	21.08%	22.76%	10.06%
	三线	24.56%	26.79%	18.89%	22.32%	18.36%	19.33%
	四线	18.91%	8.65%	15.49%	16.75%	12.29%	24.73%
	五线	12.88%	6.50%	10.04%	11.60%	9.10%	14.19%
城市覆盖率	一线	4/4	2/4	4/4	4/4	4/4	4/4
	新一线	15/15	13/15	15/15	15/15	15/15	15/15
	二线	30/30	24/30	30/30	30/30	30/30	28/30
	三线	70/70	62/70	70/70	70/70	70/70	58/70
	四线	90/90	65/90	90/90	90/90	90/90	80/90
	五线	158/159	58/159	143/159	144/159	134/159	106/159
功能区分布	住宅区	49.69%	49.15%	39.61%	43.87%	22.26%	48.27%
	办公场所	10.30%	13.67%	17.46%	14.15%	22.17%	12.51%
	学校	20.98%	11.29%	8.67%	13.76%	1.90%	13.78%
	购物场所	18.31%	24.55%	33.39%	27.19%	52.40%	21.56%
	交通枢纽	0.41%	0.93%	0.49%	0.49%	1.27%	3.47%
	医疗保健	0.30%	0.41%	0.38%	0.54%	0.00%	0.42%
90 天新增门店数		1007	502	343	604	778	270
90 天关闭门店数		189	139	264	277	71	489
门店密度（ 1000 米范围内的门店密度 ）		54.3%	27.8%	17.0%	20.8%	21.7%	25.6%

来源：极海，国金证券研究所；注：统计时间 2024/1/15

关键省份市占率较高、同店表现良好，验证公司区域加密策略有效性。公司在已达关键规模省份市占率已达到较高水平：1) 按 2024 年末门店数计算，古茗在浙江省、福建省占率第一，分别为 15.4%、10.9%，在江西省、湖北省、广东省市占率排名第二，分别为 12.8%、8.2%、3.4%，在安徽省、江苏省市占率排名第三，分别为 5.9%、4.2%，在湖南省市占率排名第四 (5.5%)。2) 按 GMV 计算，根据公司招股书，2023 年公司在浙江省、福建省、江西省及这三个省每个地级市现制茶饮市场总市占率第一，其中在浙江省市占率超过 30%。门店加密同时同店表现良好，统计 3Q24 末门店数相较 2023 年末门店数增速，古茗浙江省 +3.1%、福建及江西+6.5%、其余五个已达关键规模省份+9.8%，24Q1-3 同店 GMV 分别同比 -0.8%/+1.1%/-1.4%，净开店同时同店增速维持稳健，体现公司产品优势、选址精准度及区域加密策略有效性。

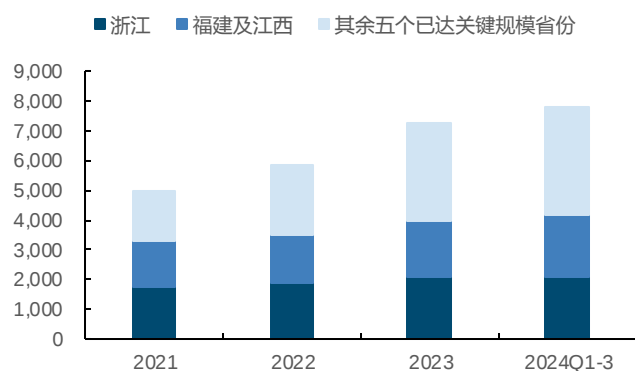


图表39：公司各市场同店 GMV 增速表现均较好



来源：公司公告，国金证券研究所；注：其余 5 个已达关键规模省份指广东、湖北、江苏、湖南、安徽。

图表40：公司分市场门店数（家）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表41：古茗在关键省份市占率较高（按门店数计，2024 年 12 月）

门店数 排名	浙江		福建		湖北		江西	
	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
1	古茗	15.4%	古茗	10.9%	蜜雪冰城	15.6%	蜜雪冰城	16.2%
2	蜜雪冰城	13.7%	蜜雪冰城	9.0%	古茗	8.2%	古茗	12.8%
3	茶百道	4.8%	快乐番薯	6.9%	吾饮良品	7.4%	茶百道	3.6%
4	霸王茶姬	4.3%	益禾堂	3.4%	茶百道	4.3%	洪都大拇指	3.5%
5	新时沏	4.1%	茶百道	2.7%	书亦烧仙草	4.2%	茶理王子	2.7%
6	一点点	3.5%	一点点	2.6%	爷爷不泡茶	3.2%	霸王茶姬	2.5%
7	加减茶饮	2.8%	霸王茶姬	2.4%	霸王茶姬	2.8%	沪上阿姨	2.1%
8	喜茶 Heytea	2.6%	沪上阿姨	1.9%	益禾堂	2.5%	益禾堂	1.9%
9	沪上阿姨	2.1%	茶巢	1.7%	沪上阿姨	2.3%	喜茶 Heytea	1.7%
10	coco 都可	1.8%	上官栗子四果汤	1.6%	柠季手打柠檬茶	2.1%	爷爷不泡茶	1.7%

门店数 排名	江苏		湖南		安徽		广东	
	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
1	蜜雪冰城	12.2%	蜜雪冰城	11.8%	蜜雪冰城	18.6%	蜜雪冰城	6.7%
2	coco 都可	5.8%	书亦烧仙草	11.2%	甜啦啦	14.3%	古茗	3.4%
3	古茗	4.2%	柠季手打柠檬茶	5.8%	古茗	5.9%	沪上阿姨	2.9%
4	茶百道	3.9%	古茗	5.5%	沪上阿姨	5.6%	喜茶 Heytea	2.8%
5	一点点	3.2%	益禾堂	4.8%	茶百道	3.3%	益禾堂	2.7%
6	霸王茶姬	3.2%	茶颜悦色	4.6%	卡旺卡	3.0%	霸王茶姬	1.9%
7	蜜城之恋	2.7%	茶百道	2.9%	霸王茶姬	3.0%	茶百道	1.9%
8	沪上阿姨	2.7%	沪上阿姨	1.9%	coco 都可	2.5%	林里手打柠檬茶	1.6%
9	喜茶 Heytea	2.3%	喜茶 Heytea	1.8%	喜茶 Heytea	1.4%	奈雪的茶	1.5%
10	R&B 巡茶	2.3%	霸王茶姬	1.2%	卡米卡蜜	1.3%	茶理宜世	1.4%

来源：久谦，国金证券研究所



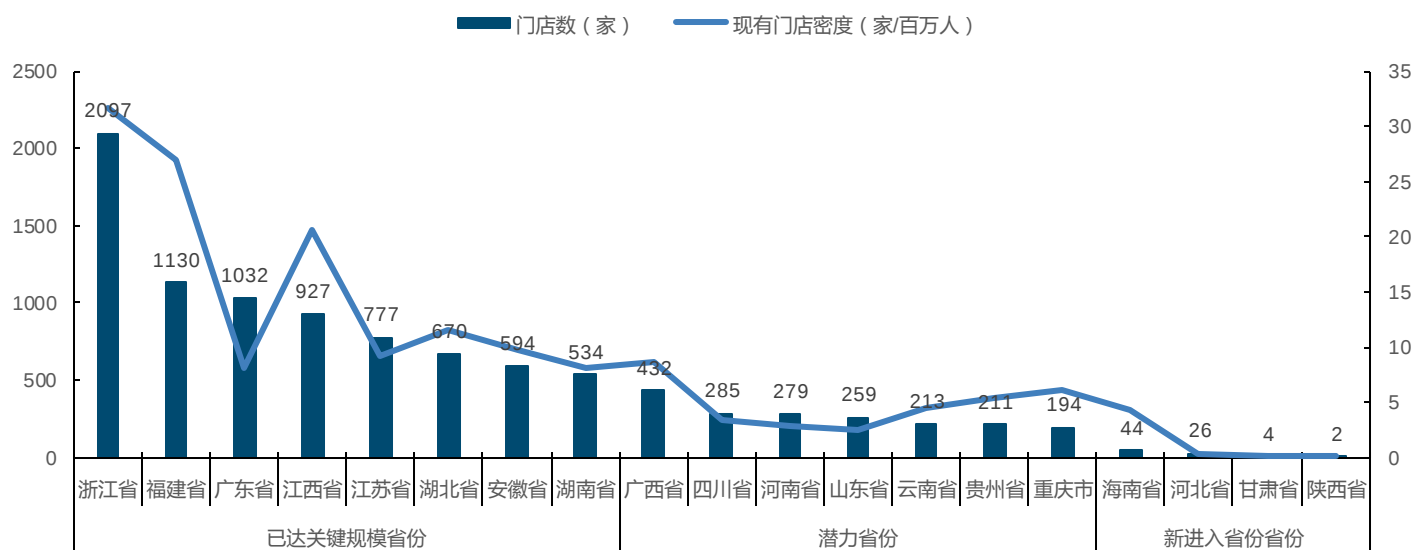
4、未来看点：开店端区域加密、空白拓展，同店端扩品类、拓场景

4.1 开店端：核心八省看存量加密空间仍大，长期空白省份拓展值得期待

公司采用区域加密策略，从截至 2025/1/31 门店省份分布看，达到关键规模、在营门店超过 500 家的有浙江省、福建省、广东省、江西省、江苏省、湖北省、安徽省、湖南省八省，门店数超过 100 家的省份有广西省、四川省、河南省等七省，另外有门店布局但数量低于 100 的新进入省份有 4 个，剩余剔除港澳台看未进入的空白省级行政单位共 12 个、空白市场广阔。

我们认为公司中短期关键八省仍有加密空间、潜力省份有望复制区域加密成功经营，长期空白省份拓展值得期待。后文我们以关键八省为例具体分析公司在区域市场开店天花板。

图表 42：公司在营店分省份分布情况（截至 2025/1/31）



来源：极海，国金证券研究所；注：第三方数据存在一定偏差，以公司最终口径为准。

我们整理了达到关键规模八省的具体城市城市线、人均 GDP、常住人口、古茗在营门店数等数据，筛选了不同城市线中目前门店密度最高的城市，一线为广州市、新一线为宁波市、二线为台州市、三线为湖州市、四线为景德镇、五线为鹰潭市，并计算了当前不同城市线平均门店密度水平。公司在品牌发源地台州市密度最高（每百万人 39.3 家店），分城市线看，二线（每百万人 22.4 家店）、新一线（百万人 14.3 家店）整体门店密度相对高。



图表 43：公司在营店分省份分布情况（截至 2025/1/31）

城市线	城市	人均 GDP (元/人)	常住人口 (万人)	门店数(家, 截至 25/1/31)	门店密度 (店/百万人)
已达关键规模省份整体		106,443	55,079	7,761	14.1
一线城市	密度最高-广州市	161,634	1,883	153	8.1
	整体或平均	177,956	3,662	267	7.3
新一线城市	密度最高-宁波市	170,363	970	360	37.1
	整体或平均	157,841	9,684	1,384	14.3
二线城市	密度最高-台州市	93,214	671	264	39.3
	整体或平均	122,764	10,865	2,430	22.4
三线城市	密度最高-湖州市	117,195	344	107	31.1
	整体或平均	85,634	16,727	2,083	12.5
四线城市	密度最高-景德镇&衢州				
	平均	83,099	196	67	35.0
	整体或平均	63,180	12,072	1,290	10.7
五线城市	密度最高-鹰潭市	111,176	115	26	22.6
	整体或平均	64,702	1,563	180	11.5

来源：极海，国家统计局，国金证券研究所；注：1）人均 GDP、常住人口为 2023 年数据；2）第三方数据存在一定偏差，以公司最终口径为准

我们提出以下针对某一目标城市开店空间测算公式：目标城市理论开店密度=目标城市人均 GDP 水平/基准城市人均 GDP 水平*基准城市当前门店密度，目标城市理论开店空间=目标城市理论开店密度*目标城市常住人口。

分别以各线城市密度最高城市门店密度、平均门店密度作为测算基准，对关键八省加密天花板进行以下测算：

1)乐观场景(按最高密度):测算得到关键八省理论开店空间为 16733 家、较当前水平+116%，其中最成熟的浙江省 2655 家/较当前+27%，理论空间最高的江苏省 3635 家/较当前+368%、湖南省 1562 家/较当前+193%、广东省 2797 家/较当前+171%。

2)保守场景(按平均密度):测算得到关键八省理论开店空间为 9285 家、较当前水平+20%。

我们认为八个关键省份人均 GDP 水平较高、消费能力较强，目前除浙江省、江西省以外和乐观情景开店空间均有 50%以上距离。古茗已在关键八省市占率做到当地市场相对领先，供应链+产品力持续输出，看好持续加密能力，因此我们更看好关键八省长期开店供给高



于保守场景测算结果、更接近乐观情景。

谨慎起见，取两大情景假设中间值，预计关键八省开店空间为 13009 家、较当前+68%，若按照每年 1000+ 关键八省开店速度，我们预计 5 年左右可以达到 1.3 万目标（具体过程预计各省份开店速度有所分化，门店密度更低的省份或开店更快）。

图表 44：公司于关键八省门店密度及未来开店空间测算

城市线		城市	人均GDP (元/人)	常住人口 (万人)	门店数 (家,截至 25/1/31)	门店密度 (店/百万 人)	以最高密度城市为基准			以平均密度城市为基准		
							经济系数	理论开店密 度(店/百 万人)	理论开店空 间(家)	经济系数	理论开店密 度(店/百 万人)	理论开店空 间(家)
浙江省												
新一线城市	杭州	161,129	1,252	337	26.9	0.95	35.1	440	1.02	26.9	337	
	宁波	170,363	970	360	37.1	1.00	37.1	360	1.08	37.1	360	
	整体或平均	165,159	2,222	697	31.4	0.97	36.0	800	1.05	31.4	697	
二线城市	温州市	89,821	976	331	33.9	0.96	37.9	370	0.73	33.9	331	
	金华市	84,133	716	215	30.0	0.90	35.5	254	0.69	30.0	215	
	嘉兴市	126,851	558	159	28.5	1.36	53.5	299	1.03	28.5	159	
	台州市	93,214	671	264	39.3	1.00	39.3	264	0.76	39.3	264	
	绍兴市	144,992	539	175	32.4	1.56	61.2	330	1.18	32.4	175	
	整体或平均	103,873	3,461	1,144	33.1	1.11	43.8	1517	0.85	33.1	1144	
三线城市	湖州市	117,195	344	107	31.1	1.00	31.1	107	1.85	31.1	107	
	丽水市	77,908	253	61	24.1	0.66	20.7	52	1.23	24.1	61	
	整体或平均	100,551	597	168	28.2	0.86	26.7	159	1.59	28.2	168	
四线城市	衢州	92,662	230	70	30.5	1.12	39.1	90	1.47	30.5	70	
	舟山	179,322	117	18	15.3	2.16	75.6	89	2.84	15.3	18	
	整体或平均	121,957	347	88	25.4	1.47	51.4	178	1.93	25.4	88	
浙江省整体或平均			125043	6627	2,097	31.6	-	40.1	2,655	-	31.6	2,097
福建省												
福建省整体或平均			129865.25	4183	1,130	27.0		49.1	2,052		27.0	1,130
广东省												
一线城市	广州市	161,634	1,883	153	8.1	1.00	8.1	153	0.91	8.1	153	
	深圳市	195,230	1,779	114	6.4	1.21	9.8	175	1.10	8.0	142	
	整体或平均	177,956	3,662	267	7.3	1.10	8.9	328	1.00	7.3	267	
新一线城市	东莞市	109,339	1,049	74	7.1	0.64	23.8	250	0.69	9.9	104	
二线城市	佛山市	132,517	962	91	9.5	1.42	55.9	538	1.08	24.1	232	
	惠州市	93,036	607	94	15.5	1.00	39.3	238	0.76	17.0	103	
	珠海市	170,300	249	36	14.4	1.83	71.9	179	1.39	31.0	77	
	中山市	96,636	446	43	9.6	1.04	40.8	182	0.79	17.6	78	
	整体或平均	119,023	2,264	264	11.7	1.28	50.2	1137	0.97	21.7	491	
三线城市	汕头市	56,910	556	53	9.5	0.49	15.1	84	0.90	9.6	53	
	江门市	83,409	482	34	7.1	0.71	22.1	107	1.32	14.1	68	
	湛江市	53,757	708	32	4.5	0.46	14.3	101	0.85	9.1	64	
	肇庆市	67,614	413	32	7.7	0.58	18.0	74	1.07	11.4	47	
	揭阳市	43,322	565	48	8.5	0.37	11.5	65	0.69	8.5	48	
整体或平均	59,585	2,724	199	7.3	0.51	15.8	431	0.94	10.1	275		
四线城市	汕尾市	53,252	269	25	9.3	0.64	22.4	60	0.84	9.3	25	
	潮州市	52,665	258	31	12.0	0.63	22.2	57	0.83	12.0	31	
	河源市	47,472	284	33	11.6	0.57	20.0	57	0.75	11.6	33	
	梅州市	36,549	385	39	10.1	0.44	15.4	59	0.58	10.1	39	
	清远市	53,188	399	28	7.0	0.64	22.4	89	0.84	9.0	36	
	茂名市	63,844	625	26	4.2	0.77	26.9	168	1.01	10.8	68	
	阳江市	60,294	262	16	6.1	0.73	25.4	67	0.95	10.2	27	
	韶关市	56,677	286	22	7.7	0.68	23.9	68	0.90	9.6	27	
整体或平均	53,687	2,768	220	7.9	0.65	22.6	626	0.85	9.1	251		
五线城市	云浮市	50,382	240	8	3.3	0.45	10.2	25	0.78	9.0	21	
广东省整体或平均			106985	12706	1,032	8.1		22.0	2,797		11.1	1,409
江西省												
江西省整体或平均			71216	4515	927	20.5		23.6	1,066		20.5	927
湖北省												
湖北省整体或平均			95537.8	5838	670	11.5	-	27.5	1,601	-	11.8	688
江苏省												
江苏省整体或平均			150487	8526	777	9.1	-	42.6	3,635	-	19.4	1,650
安徽省												
安徽省整体或平均			76830	6121	594	9.7	-	22.3	1,365	-	10.2	623
湖南省												
湖南省整体或平均			75938	6568	534	8.1	-	23.8	1,562	-	11.6	761
八省合计			106,430	55,084	7,761	14.1	-	30.4	16,733	-	16.9	9,285

来源：极海，国家统计局，国金证券研究所；注：1）人均 GDP、常住人口为 2023 年数据；2）第三方数据存在一定偏差，以公司最终口径为准；3）篇幅有限，部分



省份不展示具体城市测算过程。

4.2 同店端：布局咖啡品类，拓展销售场景、支撑单店稳健性

近年来中国咖啡普及度持续上升，根据公司官网，最新加盟政策中新开店机器设备费用新增 8 万元咖啡机，我们预计公司将进一步布局咖啡品类。我们认为咖啡有望补充门店消费场景（特别是早餐时段）、拓展可选品类。

图表45：公司加盟前期预算中增加咖啡机设备

品牌合作费 ¥18800 首年0费用 分期支付 三年单店授权/新品更新/品牌活动策划	运营服务费 ¥30000 首年0费用 分期支付 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 ¥25000 首年0费用 分期支付 1.调饮技能及门店经营培训及返训；2.培训期间原材料损耗及三人住宿费
开店服务费 ¥25000 首年0费用 分期支付 1.选址指导及可行性评估；2.辅助多店规划；3.试营业辅导	合作保证金 ¥5000 老开新合作保证金全免 无违规门店关、转可退还	培训保证金 ¥5000 按培训要求名额（新加盟商1名老板+2名店员/铁杆）全部通过培训后，公司审核无问题，退还保证金
咖啡机保证金 ¥15000 当前在古茗没有已开业状态的门店，需缴纳的咖啡机保证金。 在完成咖啡机设备第12、18、24期分期账单后30个自然日内分3次返还，每次返还¥5000	开业营销费 ¥8000 开业营销活动通用版（如：现场活动策划）	装修费用 ¥100000 左右 以标准店为例，包含店面设计、装修材料、施工工时费，不包含前置拆除、水路铺设等前置费用
设备费用 ¥180000 左右 包含制冰机、冷藏柜、奶盖机、封口机、收银机、咖啡机等。 其中咖啡机约¥80000，支持分期支付，每期约¥3000。	首批原料 ¥20000~40000 左右 经营所需原材料、物料（根据淡旺季及商圈匹配相应数量）	/

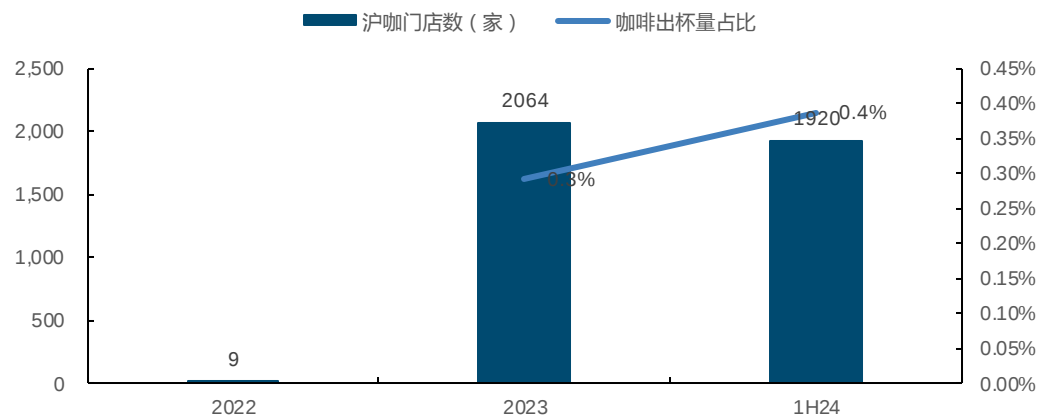
来源：公司官网，国金证券研究所

我们看好公司成功拓品类基于：

- 1) 公司产品平台化开发能力强，历史上成功抓住果茶、轻乳茶等品类发展机会，看好成功经验复制。
- 2) 公司已有布局咖啡品类，对单店贡献为正且好于同业店中店模型。24Q1-3 公司咖啡及其他品类单店日均出杯量约 36 杯/+4.6%、占总出杯量的 12%，对单店贡献正面。对比同业店中店咖啡业务拓展情况，沪上阿姨旗下沪咖 1H24 末门店数 1920 家、较 23 年底净减少 144 家，咖啡出杯量占总饮品出杯量 0.4%、远低于古茗，我们测算预计店均单日咖啡出杯量在 3~4 杯、贡献不高。



图表46：1H24 沪上阿姨旗下沪咖门店数净减少，咖啡出杯量占比 0.4%



来源：公司公告，国金证券研究所；咖啡出杯量占比=沪咖出杯量/总出杯量

- 3) 咖啡新增设备 Capex 预计门店在 1 年左右回本概率较高，成本可控、对门店出杯量有正向作用。根据公司公告，2023 年公司加盟店经营利润率 20.2%、处于行业较高水平，考虑公司 24Q1-3 同店 GMV 仅下降 0.7%，预计 24 年加盟单店仍维持 20% 左右经营利润率。考虑增加一台专业咖啡机设备（8 万元），非咖啡饮品出杯量不变前提下，假设单店日出杯量中咖啡占比提升至 20%，预计日咖啡出杯量较过去增加 37 杯，理想状态下对单店 GMV 拉动约 10%，对经营利润率拉动约 1.8pct。咖啡机回本期测算上，我们预计在门店 EBITDA 率维持现状（25%）假设下，咖啡日均出杯量 52 杯即可在一年左右回本，对应需要提升的日咖啡出杯量约 6 杯、预计难度较低。

综上，我们认为 10~20 元现制饮品价格带产品竞争内卷较严重，公司产品平台化开发能力强、供应链布局深入，提前布局新品类对同店出杯稳定性能形成良好支撑。

图表47：我们预计若公司单店日均出杯量达到 52 杯左右，咖啡机 Capex 可在 1 年回本

项目	数值
咖啡机新店投资（万元）	80000
日均咖啡出杯量（杯）	52
杯单价（元）	16.8
单日 GMV（元）	873
年 GMV(万元)	31
年收入（万元）	24
EBITDA 利润率	25.3%
EBITDA	8.0
咖啡机回本期	~1 年

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所测算


图表48：公司发力咖啡业务有望推动 UE 模型进一步向好（基于 24 年数据测算）

	古茗（无咖啡机）	古茗（有新咖啡机）
门店信息		
员工人数	4	4
员工月薪（元/人）	4500	4500
门店面积（平方米）	32	32
单位面积租金（元/平米/天）	25	25
前期投入（万元，不含保证金、配货及年付项）	29.9	37.9
加盟店利润表（无特殊说明，万元）		
日均营业额（元）	6378	7004
杯单价（元）	16.8	16.8
杯数（杯）	380	417
其中咖啡	46	83
占比	12%	20%
非咖啡	334	334
年 GMV（万元）	233	256
年收入	175	192
实收率	75.0%	75.0%
促销、平台抽成等（%GMV）	25.0%	25.0%
原材料	70	76
%GMV	29.9%	29.9%
%收入	39.6%	39.6%
员工薪酬	21.6	21.6
%收入	12.4%	11.3%
租金	29	29
%收入	16.7%	15.2%
水电杂项	9	10
%收入	5.0%	5.0%
折旧摊销（假设三年）	10.0	12.6
%收入	5.7%	5.7%
合作费、持续管理、培训费等（万元）	1.2	1.2
%收入	0.7%	0.7%
经营利润	34.3	41.1
经营利润率	19.6%	21.4%
EBITDA	44.3	53.7
EBITDA 利润率	25.3%	28.0%

来源：公司公告，国金证券研究所测算

5、盈利预测及估值

5.1、盈利预测

收入预测：主要由加盟开店驱动，预计 2024E~2026E 公司营业收入 86.5/104.0/122.7 亿元，同比+12.7%/20.2%/18.0%。

加盟业务：基于开店与单店预测，预计 2024E~2026E 加盟业务收入 86.4/103.8/122.5 亿元，同比+12.7%/20.2%/+18.0%。



1) 开店端, 预计 2024E~2026E 公司新开加盟店 1250/2500/2500 家, 关店率维持 5% (较期初) 附近, 期末加盟店数为 9750/11762/13674 家、同比+8.4%/20.6%/16.3%。其中 2024E 参考前三季度实际表现 (新开 1217 家), 2025E~2026E 加快基于公司开店空间广阔、目前加盟店 UE 较好开店动力足。湖北、江苏、福建、安徽、广东等多个省份门店数达关键规模预计加密加快, 此外公司目前覆盖 19 省、与头部其他品牌相比仍有较大新市场开发空间。

2) 单店表现, 预计 2024E~2026E 公司加盟店单店商品销售同比-4.5%/+2.0%/+1.0%, 其中 2024 年下降主要源于 2023 年基数相对高及行业价格战加剧, 4Q24 以来行业价格战趋于缓和 (如蜜雪冰城提价等)、预计 2025 年望延续, 此外公司产品创新、品类拓展能力强, 目前已更深入布局咖啡, 预计对单店销售形成有效支撑。加盟管理服务方面, 设备销售、初始加盟费与新店相关, 新开店加速时后两类收入相应增长, 此外布局咖啡情况下单加盟店机器设备收入预计提升至 18 万元/店, 单店持续支持服务费、培训等服务费保持稳定。综合看 2024E~2026E 平均单店收入贡献分别为 92.1/96.5/96.3 万元, 同比-5.9%/+4.7%/-0.2%。

直营店业务: 公司直营店主要为样板店作用, 在总门店数中占比低, 参考 3Q24 末直营店数 7 家、较 2023 年末净开 1 家, 我们预计后续门店数量维持稳定, 预计 2024E~2026E 公司直营店收入分别为 1891/2077/2119 万元, 同比+53.6%/9.8%/2.0%。



图表49：公司收入拆分及预测

单位：无特殊说明，百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	24Q1-3
营业收入	4,384	5,559	7,676	8,653	10,399	12,268	6,441
YOY		26.8%	38.1%	12.7%	20.2%	18.0%	15.6%
期末门店数（家）	5694	6669	9001	9757	11769	13681	9778
YOY		17.1%	35.0%	8.4%	20.6%	16.2%	14.0%
加盟业务收入	4,379	5,549	7,663	8,635	10,378	12,246	6,430
YOY		26.7%	38.1%	12.7%	20.2%	18.0%	15.6%
销售商品及设备	3,547	4,505	6,145	6,889	8,341	9,876	5,153
YOY		27.0%	36.4%	12.1%	21.1%	18.4%	15.1%
销售商品	3,349	4,283	5,778	6,606	7,732	9,234	4,872
YOY		27.9%	34.9%	14.3%	17.1%	19.4%	16.7%
销售设备	198	222	366	283	609	641	281
YOY		12.3%	64.8%	-22.8%	115.0%	5.4%	-6.8%
新店店均设备销售（万元/店）	9.5	10.1	10.9	11.0	18.0	18.0	11.1
加盟管理服务	832	1,044	1,519	1,746	2,037	2,371	1,277
YOY		25.6%	45.4%	15.0%	16.7%	16.4%	17.8%
初始加盟费	73	88	110	114	141	138	87
YOY		19.7%	24.6%	4.4%	22.9%	-1.5%	8.2%
持续支持服务费	699	899	1,312	1,566	1,797	2,125	1,142
YOY		28.5%	45.9%	19.3%	14.8%	18.2%	22.8%
提供培训及其他服务	59	57	97	66	100	108	48
YOY		-2.1%	69.1%	-32.5%	52.2%	7.7%	-34.8%
期末加盟门店数（家）	5,689	6,664	8,995	9,750	11,762	13,674	9,778
YOY		17.1%	35.0%	8.4%	20.6%	16.3%	14.0%
新开（家）		1317	2596	1250	2500	2500	1,217
加盟关店率	5.0%	6.0%	4.0%	5.5%	5.0%	5.0%	4.9%
净开（家）	1603	975	2331	755	2012	1912	776
平均单店收入贡献（万元）	89.6	89.8	97.9	92.1	96.5	96.3	68.5
YOY		0.3%	8.9%	-5.9%	4.7%	-0.2%	-6.1%
销售商品及设备（万元）	72.6	72.9	78.5	73.5	77.5	77.7	54.9
销售商品（万元）	68.5	69.3	73.8	70.5	71.9	72.6	51.9
YOY		1.2%	6.4%	-4.5%	2.0%	1.0%	-6.6%
销售设备（万元）	4.1	3.6	4.7	3.0	5.7	5.0	3.0
加盟管理服务（万元）	17.0	16.9	19.4	18.6	18.9	18.6	13.6
初始加盟费（万元）	1.5	1.4	1.4	1.2	1.3	1.1	0.9
持续支持服务费（万元）	14.3	14.6	16.8	16.7	16.7	16.7	12.2
提供培训及其他服务（万元）	1.2	0.9	1.2	0.7	0.9	0.8	0.5
直营业务收入	5	10	12	18.91	20.77	21.19	11
YOY		83.3%	25.8%	53.6%	9.8%	2.0%	14.7%
期末直营店数（家）	5	5	6	7	7	7	7
YOY		0.0%	20.0%	16.7%	0.0%	0.0%	16.7%
平均单店收入（万元）	1.1	2.0	2.2	2.9	3.0	3.0	2.3
YOY		83.3%	14.3%	30.0%	2.0%	2.0%	33.3%

来源：公司公告，国金证券研究所预测；注：单店收入贡献采用当期收入除以期末期初平均门店数计算。



毛利率：向加盟店销售商品为主要成本项，考虑公司持续投入供应链，随着采购、生成规模扩大有一定加盟优势，行业价格战有所缓和、“3.15事件”影响缓和，预计2024E~2026E该业务毛利率从18.6%提升至19.5%；设备销售业务毛利率维持在10%左右。加盟管理服务业务毛利率较高，预计2024E~2026E为81.6%/83.8%/84.3%，其中细分项毛利率基本较24Q1-3水平或微升。直营店毛利率2024E~2026E预计为14.0%/15.0%/16.0%，相较2023年先下降后回升，主要考虑新店爬坡、单店收入趋于稳定后利润率回升。基于不同业务拆分，我们预计2024E~2026E公司综合毛利率为31.0%/31.4%/31.5%，同比-0.3pct/+0.4pct/+0.1pct，逐渐回升。

销售费用率：预计2024E为5.5%/同比+1.1pct，主要源于行业竞争加剧，公司增加品牌推广等费用投放；我们预计2025E~2026E分别为5.2%/5.0%，有所改善。

管理费用率：预计2024E~2026E分别为3.5%/3.1%/3.0%，规模效应提升下微降，其中2025E下降相对明显主因上市费用减少。

利润端：预计2024E~2026E归母净利润15.0/20.0/22.8亿元、同比+38.5%/+33.9%/+14.0%，经调整归母净利润15.4/19.0/22.8亿元、同比+7.0%/+23.2%/+20.0%，经调整净利率17.9%/18.3%/18.6%。（调整项主要为以公允价值计量且当期变动计入当期损益的金融负债的公允价值变动，相关可赎回股份在上市后转为普通股，预计将不再产生相关影响）

图表50：公司盈利预测

单位：无特殊说明，百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	24Q1-3
营业收入	4,384	5,559	7,676	8,653	10,399	12,268	6,441
YOY		26.8%	38.1%	12.7%	20.2%	18.0%	15.6%
营业成本	3,070	3,996	5,272	5,969	7,133	8,402	4,477
毛利率	30.0%	28.1%	31.3%	31.0%	31.4%	31.5%	30.5%
pct chg		-1.9%	3.2%	-0.3%	0.4%	0.1%	-0.5%
分业务毛利率：							
销售商品及设备	16.8%	15.5%	18.7%	18.2%	18.7%	18.9%	18.0%
销售商品	17.3%	15.8%	19.3%	18.6%	19.3%	19.5%	18.4%
销售设备	8.2%	9.4%	9.5%	9.8%	10.0%	10.0%	9.8%
加盟管理服务	86.2%	82.6%	82.3%	81.6%	83.8%	84.3%	81.3%
初始加盟费	58.4%	56.1%	48.3%	54.4%	54.4%	54.4%	54.4%
持续支持服务费	92.1%	88.2%	87.5%	85.0%	88.0%	88.0%	84.7%
提供培训及其他服务	51.0%	35.3%	49.2%	48.4%	49.0%	49.0%	48.4%
直营门店销售	34.9%	18.6%	18.7%	14.5%	15.0%	16.0%	14.3%
销售费用率	4.2%	4.8%	4.4%	5.5%	5.2%	5.0%	5.5%
pct chg		0.6%	-0.4%	1.1%	-0.3%	-0.2%	1.2%
管理费用率	2.8%	3.4%	3.7%	3.5%	3.1%	3.0%	3.5%
pct chg		0.6%	0.3%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	0.3%
研发费用率	1.5%	2.1%	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.6%
pct chg		0.6%	0.5%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.3%
归母净利润	20	367	1,080	1,495	2,002	2,281	1,106
YOY		1720.4%	194.5%	38.5%	33.9%	14.0%	11.8%
经调整净利润	770	788	1,459	1,567	1,933	2,317	1,120
YOY		2.4%	85.1%	7.4%	23.4%	19.9%	7.2%
经调整归母净利	766	783	1,442	1,543	1,902	2,281	1,106
YOY		2.2%	84.3%	7.0%	23.2%	20.0%	-1.4%
经调整净利率	17.5%	14.1%	18.8%	17.9%	18.3%	18.6%	17.2%
pct chg		-3.4%	4.7%	-0.9%	0.5%	0.3%	-1.4%

来源：公司公告，国金证券研究所预测



5.2、估值

公司为中国现制茶饮第二大品牌，具备平台化产品开发能力强、之家比高，供应链深度布局，区域加密策略下已在中国大陆八大省份门店数超 500 家，目前除港澳台仍有 14 个省份未进入，存量加密+空白拓展空间广阔、未来几年预计加速拓店。我们预计 2024E~2026E 公司营业收入 86.5/104.0/122.7 亿元，同比+12.7%/20.2%/18.0%；归母净利润 15.0/20.0/22.8 亿元、同比+38.5%/+33.9%/+14.0%；经调整归母净利润 15.4/19.0/22.8 亿元、同比+7.0%/+23.2%/+20.0%，对应 PE 17.5/14.2/11.8X，业绩增速较快。

采用可比估值法，参考港股已上市茶饮公司（茶百道、奈雪）、龙头餐饮公司（百胜中国、海底捞、九毛九）、卤味连锁（周黑鸭）业绩增速及 PE 水平，2024E/2025E 中位数 PE 估值为 20.06/17.41X。古茗 2023~2026E 归母净利 CAGR 16.5%、高于可比公司中位数水平（11.1%），成长性更强；同时加盟模式下现金流稳健增长，股东回报较高（按最低 50%常规股利支付率算 2025E、2026E 股息率 3.7%/4.1%），可给予一定估值溢价，我们给予 2025E PE 20.0X，对应目标市值 412.0 亿港元（人民币：港元汇率 0.9230），对应目标价 17.49 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 51：可比港股餐饮公司相对估值（收盘价 2025/2/27）

代码	公司	归母净利润（百万元，报表货币）					增速 YOY（%）					23~26			
		22	23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E	CAGR	PE（x）			
2555.HK	茶百道	954	1,139	842	1,083	1,724	19.4%	-26.1%	28.7%	59.2%	14.8%	NA	17.31	13.45	8.45
2150.HK	奈雪的茶	-469	13	-683	0	125	-103%	-5264%	NA	NA	111.2%	372.59	NA	NA	27.19
9987.HK	百胜中国	442	827	911	960	1,024	87.1%	10.2%	5.4%	6.7%	7.4%	20.94	20.06	19.36	18.15
6862.HK	海底捞	1,374	4,499	4,517	5,049	5,565	227.3%	0.4%	11.8%	10.2%	7.3%	16.32	19.45	17.41	15.79
9922.HK	九毛九	49	453	185	275	334	820.2%	-59.2%	48.6%	21.5%	-9.7%	17.51	22.31	15.01	12.36
1458.HK	周黑鸭	25	116	91	162	199	357.1%	-20.9%	77.2%	22.5%	19.8%	41.67	43.42	24.50	20.00
	中位数	246	640	513	618	679	157%	-23%	29%	21%	11.1%	20.94	20.06	17.41	16.97
1364.HK	古茗	783	1,442	1,543	1,902	2,281	84.3%	7.0%	23.2%	20.0%	16.5%	NA	17.48	14.18	11.82

来源：公司公告，国金证券研究所；注：1）古茗金融资产公允价值变动损益对业绩影响较大，采用经调整口径；2）盈利预测除百胜中国、九毛九、古茗为国金证券预测，其余为 ifind 一致预期。

6、风险提示

行业价格战加剧风险。从 4Q24 看行业价格战有所趋缓，若行业内卷再次加剧，对公司加盟门店利润率、公司毛利率将产生负面影响。

股票流动性风险。目前公司尚未进入港股通，大股东持股比例较高，短期或存在股票流动性风险。

禁售股解禁风险。2025/8/12 解禁 15.2 亿股、占总股本约 65%，短期或对股价造成压制。

加盟商管理不当风险。公司门店以加盟模式为主，目前采用区域加密方式，在开店加快过程中，若短期管理半径拉长、对终端门店管理不够细致，或出现门店经营质量下降、品牌口碑受影响风险。

食品安全风险。餐饮行业食品安全为红线，若出现门店原料过期、操作流程不当等问题造成食品安全事故，将对公司品牌、消费者口碑造成负面影响。


附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	4,384	5,559	7,676	8,653	10,399	12,268
增长率	—	26.8%	38.1%	12.7%	20.2%	18.0%
主营业务成本	3,070	3,996	5,272	5,969	7,133	8,402
%销售收入	70.0%	71.9%	68.7%	69.0%	68.6%	68.5%
毛利	1,314	1,563	2,403	2,684	3,266	3,866
%销售收入	30.0%	28.1%	31.3%	31.0%	31.4%	31.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	186	268	337	476	541	613
%销售收入	4.2%	4.8%	4.4%	5.5%	5.2%	5.0%
管理费用	124	188	283	303	322	368
%销售收入	2.8%	3.4%	3.7%	3.5%	3.1%	3.0%
研发费用	65	118	199	223	257	291
%销售收入	1.5%	2.1%	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	252	656	1,450	1,809	2,419	2,756
%销售收入	5.8%	11.8%	18.9%	20.9%	23.3%	22.5%
财务费用	5	5	5	4	2	2
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	939	989	1,585	1,683	2,145	2,593
营业利润率	21.4%	17.8%	20.7%	19.4%	20.6%	21.1%
营业外收支						
税前利润	247	650	1,445	1,805	2,416	2,754
利润率	5.6%	11.7%	18.8%	20.9%	23.2%	22.4%
所得税	223	278	349	286	383	437
所得税率	90.3%	42.8%	24.1%	15.9%	15.9%	15.9%
净利润	24	372	1,096	1,519	2,033	2,317
少数股东损益	4	5	17	24	31	36
归属于母公司的净利润	20	367	1,080	1,495	2,002	2,281
净利率	0.5%	6.6%	14.1%	17.3%	19.2%	18.6%

现金流量表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	20	367	1,080	1,495	2,002	2,281
少数股东损益	4	5	17	24	31	36
非现金支出	801	324	351	-99	-239	-125
非经营收益						
营运资金变动	-623	202	7	-39	-86	-76
经营活动现金净流	267	1,011	1,573	1,456	1,805	2,223
资本开支	-165	-199	-399	-450	-320	-220
投资	-75	133	-145	-53	-30	-30
其他	2	9	73	96	273	162
投资活动现金净流	-238	-57	-471	-407	-77	-88
股权募资	0	649	10	0	1,608	0
债权募资	-38	-56	64	-3	0	0
其他	-5	-588	67	-4	-4,002	-1,856
筹资活动现金净流	-43	5	140	-7	-2,394	-1,856
现金净流量	-14	963	1,243	1,034	-675	272

资产负债表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	152	1,114	2,358	3,392	2,717	2,989
应收款项	267	274	369	401	482	568
存货	707	706	881	962	1,129	1,307
其他流动资产	242	70	400	497	558	620
流动资产	1,368	2,165	4,009	5,252	4,886	5,484
%总资产	66.9%	71.4%	77.8%	77.5%	74.0%	75.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	192	234	590	911	1,105	1,184
%总资产	9.4%	7.7%	11.5%	13.4%	16.7%	16.3%
无形资产	129	108	73	103	101	99
非流动资产	676	867	1,144	1,526	1,717	1,794
%总资产	33.1%	28.6%	22.2%	22.5%	26.0%	24.7%
资产总计	2,044	3,032	5,153	6,778	6,603	7,279
短期借款	0	0	124	0	0	0
应付款项	150	390	601	630	713	817
其他流动负债	2,931	3,276	3,637	3,724	3,834	3,951
流动负债	3,080	3,666	4,362	4,354	4,547	4,767
长期贷款	0	0	0	121	121	121
其他长期负债	169	183	175	176	176	176
负债	3,249	3,848	4,537	4,652	4,844	5,065
普通股股东权益	-1,216	-832	583	2,070	1,671	2,090
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	-1,216	-828	590	2,077	1,679	2,098
少数股东权益	10	16	33	56	88	123
负债股东权益合计	2,044	3,032	5,153	6,778	6,603	7,279

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.00	0.00	0.00	0.63	0.85	0.97
每股净资产	-0.52	-0.35	0.25	0.88	0.71	0.89
每股经营现金净流	0.11	0.43	0.67	0.62	0.77	0.94
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	1.70	0.79
回报率						
净资产收益率	-1.66%	-44.04%	185.19%	72.24%	119.77%	109.13%
总资产收益率	0.99%	12.09%	20.95%	22.06%	30.31%	31.34%
投入资本收益率	-2.03%	-45.94%	148.79%	67.73%	108.26%	99.31%
增长率						
主营业务收入增长率	—	26.81%	38.07%	12.74%	20.17%	17.97%
EBIT 增长率	—	160.05%	121.16%	24.71%	33.73%	13.94%
净利润增长率	—	1720.44%	194.48%	38.49%	33.87%	13.97%
总资产增长率	—	48.36%	69.97%	31.53%	-2.57%	10.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.4	2.3	2.5	3.0	2.7	2.8
存货周转天数	41.4	63.6	54.2	55.6	52.8	52.2
应付账款周转天数	8.8	24.3	33.8	37.1	33.9	32.8
固定资产周转天数	7.9	13.8	19.3	31.2	34.9	33.6
偿债能力						
净负债/股东权益	18.61%	118.69%	-366.53%	-154.84%	-148.80%	-130.49%
EBIT 利息保障倍数	49.6	120.9	277.1	480.9	994.0	1,447.2
资产负债率	159.01%	126.94%	88.06%	68.63%	73.36%	69.58%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究