

股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	24.70
总股本/流通股本(亿股)	23.78
总市值/流通市值(亿港元)	587.41
52周内最高/最低价	29.50/8.22
资产负债率(%)	69.2781
市盈率	36.7916
第一大股东	Modern Leaves Limited

研究所

分析师:李鑫鑫
SAC 登记编号:S1340525010006
Email:lixinxin@cnpsec.com

古茗(1364.HK)

结硬寨打呆仗，日拱一卒稳步前进

● 投资要点

古茗成立于2010年4月，总部位于浙江温岭大溪。从创立至今，公司经过近15年稳步发展，成为茶饮行业的头部品牌之一。公司产品主要集中在10-18元价格带，以奶茶及鲜果茶为核心品类，是大众茶饮品牌的典型代表。截至2024年底古茗全国共有门店9914家。

行业分析：现制茶饮进入战国时代，龙二角逐势在必行。

1) 行业维度：行业进入中速增长。中国现制饮品市场发展迅速，根据灼识咨询数据，现制茶饮行业gmV由18年的1878亿元增长至23年的5175亿元，CAGR为22.5%，其中现制茶饮占比最高（23年占比50%），现制咖啡增速最快（18-23年CAGR为36.3%）。未来现制饮品赛道预计能保持较高增速增长，根据灼识咨询数据，28年行业规模将增长至11634亿，23-28年CAGR为16.7%。

2) 市场格局：龙头出现，但大众现制茶饮龙头尚未出现。根据灼识咨询数据，现制茶饮行业集中度高，23年口径现制茶饮CR5为46.8%，其中蜜雪市占率20.2%、古茗9.1%、茶百道8%，除龙一外市占率差异不大；大众现制茶饮23年gmV口径CR5为59.9%，其中古茗17.7%、茶百道15.6%，龙头尚未出现，我们认为未来将迎来龙头角逐战。

3) 行业阶段：战国初期，群雄争霸。从行业生命周期角度，我们认为当下茶饮行业进入成长中后期，行业正从春秋时期步入战国，即行业增速已由高速迈入中速，优势企业差距不大但差距正逐渐拉开。后续行业将进入战国群雄争夺战，此时挖掘具有潜力成为行业龙头的企业并长期持有是当下最重要是事情，也是二级投资的黄金时期。

公司竞争力：日拱一卒稳步前进，小单快反构筑壁垒。我们认为新茶饮行业区别于传统茶饮，最大的特点在于运用互联网思维做茶饮，现有龙头企业差距不大，把从原料到消费者的每一环做到极致的企业有望在竞争中胜出。我们认为公司的优势主要体现在：

1) 产品研发：公司拥有120人的产品研发团队，40人专注茶叶及萃取工艺研究，一半拥有硕士及以上学历。公司产品研发测试上，采取互联网思维小单快反模式，一方面做好茶饮趋势的搬运工，另一方面打造自己的古茗特色，努力打造最好喝最具性价比的茶饮。

2) 门店管理：截至24Q3公司具有130人的质量控制团队和约470人的督导稽核团队，对全国各个门店进行直接且有效的监督和检查，对于在检查中发现的问题，总部还会安排专人跟进整改情况，形成了一个高效的闭环管理模式。

公司逻辑一：目前仅在八省达到关键规模，未来门店空间广阔。

1) 门店布局：公司目前在八个省份建立超过关键规模（超过 500 家）的门店网络，分别为浙江、福建、江西、广东、湖北、江苏、湖南和安徽，24 年合计 gmV 占比 83%。城市分布上，古茗门店二线及以下为主，24 年门店占比 80%。

2) 门店空间：公司仍有 17 个省份未有门店布局，我们按照浙江省茶饮门店数量来推测全国（古茗与蜜雪门店数量 1: 1），我们测算古茗全国门店天花板预期与当下蜜雪国内门店相当，即 3-4 万家。

3) 开拓进度：未来公司将继续执行地域加密政策，及优势省份周边逐步开店政策，中期重心放在二线及以下城市，并适度开拓北京上海，短期关注两湖两广和安徽下沉市场开拓。

公司逻辑二：同店销售优异仍有空间。

1) 单店表现：表现优异。24 年受行业竞争加剧、黑天鹅事件以及外卖渠道提价的影响，单店日均 GMV 和单店日均售出杯数有一定下降，但仍保持了较好水平，单店日均 gmV 在 6500 元左右、单店日售出杯数 384 杯，处于行业较好水平。

2) 同店空间：仍有空间。一方面随着门店加密，门店逐步成熟，公司同店收入将逐步提升；另一方面不断丰富产品品类以及餐饮的五道口，今年以来古茗推出了售价 1 元的冰水、7.9 元的鲜奶产品补充 10 元以内产品品类，去年以来公司增加咖啡品类，官宣了吴彦祖为咖啡品质合伙人，更好的填补了早餐时间的空白，目前正在测试烘焙品类，进一步填充早餐时点销售的空白，未来同店收入有望进一步提升。

● **投资建议与盈利预测**

公司作为国内现制茶饮行业龙头之一，拥有稳定高质量的出品和稳健的门店表现。短期来看，25 年公司继续执行门店加密策略，加密+新品带动同店表现提升，毛利率和净利率有望恢复 23 年以上水平。长期来看，公司持续通过丰富优质的产品提升消费者复购率和品牌知名度，我们预计国内门店将达 3 万至 4 万家，未来亦有出海计划，同店增加产品品类及五道口供应，同店亦有较大空间。随着规模优势继续增加，效率有望继续提升，公司净利率可能进一步提升。

我们预计公司 25-27 年营业收入增速为 31%、25%、22%，归母净利润增速为 39%、29%、23%，EPS 分别为 0.86 元/股、1.11 元/股、1.37 元/股，当下股价对应 PE 分别为 27x、21x、17x。首次覆盖，给予“增持”评级。

● **风险提示：**

消费复苏不及预期风险；市场竞争加剧风险；食品安全问题；政策超预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,791.36	11,479.35	14,345.05	17,503.09
增长率(%)	14.54	30.58	24.96	22.01
EBITDA（百万元）	1,947.99	2,861.57	3,667.97	4,468.90
归属母公司净利润（百万元）	1,478.51	2,054.76	2,647.73	3,266.77
增长率(%)	36.95	38.98	28.86	23.38
EPS(元/股)	0.71	0.86	1.11	1.37
市盈率（P/E）	32.38	26.61	20.65	16.74
市净率（P/B）	21.00	13.30	8.10	5.46
EV/EBITDA	21.38	17.91	13.29	10.18

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,860	6,849	9,716	13,384	营业收入	8,791	11,479	14,345	17,503
现金	1,865	3,668	6,306	9,680	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	291	380	475	579	营业成本	6,104	7,806	9,683	11,815
存货	984	1,259	1,561	1,905	销售费用	479	574	717	875
其他	1,719	1,543	1,375	1,220	管理费用	311	344	430	525
非流动资产	2,015	2,583	2,904	3,097	研发费用	233	230	287	350
固定资产	954	1,524	1,847	2,042	财务费用	3	-38	-77	-136
无形资产	58	56	55	53	除税前溢利	1,804	2,767	3,565	4,399
其他	1,003	1,003	1,003	1,003	所得税	311	692	891	1,100
资产总计	6,875	9,432	12,620	16,481	净利润	1,493	2,075	2,674	3,299
流动负债	4,452	4,822	5,223	5,673	少数股东损益	15	20	26	33
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,479	2,055	2,648	3,267
应付账款及票据	698	893	1,107	1,351	EBIT	1,808	2,729	3,489	4,263
其他	3,754	3,930	4,116	4,322	EBITDA	1,948	2,862	3,668	4,469
非流动负债	310	432	553	674	EPS（元）	0.71	0.86	1.11	1.37
长期债务	121	242	364	485					
其他	189	189	189	189	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	4,763	5,254	5,776	6,347	成长能力				
普通股股本	0	0	0	0	营业收入	14.54%	30.58%	24.96%	22.01%
储备	2,070	4,116	6,755	10,013	归属母公司净利润	36.95%	38.98%	28.86%	23.38%
归属母公司股东	2,066	4,112	6,752	10,010	获利能力				
少数股东权益	46	66	93	125	毛利率	30.57%	32.00%	32.50%	32.50%
股东权益合计	2,112	4,179	6,844	10,135	销售净利率	16.82%	17.90%	18.46%	18.66%
负债和股东权益	6,875	9,432	12,620	16,481	ROE	71.55%	49.96%	39.22%	32.64%
					ROIC	66.99%	46.30%	36.30%	30.10%
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	1,321	1,895	2,479	3,058	资产负债率	69.28%	55.70%	45.77%	38.51%
净利润	1,479	2,055	2,648	3,267	净负债比率	-82.58%	-81.97%	-86.82%	-90.72%
少数股东权益	15	20	26	33	流动比率	1.09	1.42	1.86	2.36
折旧摊销	140	132	179	206	速动比率	0.85	1.14	1.54	2.00
营运资金变动及	-313	-312	-374	-447	营运能力				
投资活动现金流	-1,822	-196	61	224	总资产周转率	1.46	1.41	1.30	1.20
资本支出	-450	-700	-500	-400	应收账款周转率	48.67	34.23	33.58	33.22
其他投资	-1,371	504	561	624	应付账款周转率	9.40	9.82	9.68	9.61
筹资活动现金流	17	112	106	100	每股指标（元）				
借款增加	-59	121	121	121	每股收益	0.71	0.86	1.11	1.37
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	0.70	0.80	1.04	1.29
已付股利	0	-9	-15	-21	每股净资产	1.10	1.73	2.84	4.21
其他	76	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	-493	1,803	2,638	3,374	P/E	32.38	26.61	20.65	16.74
					P/B	21.00	13.30	8.10	5.46
					EV/EBITDA	21.38	17.91	13.29	10.18

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。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，中邮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。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000