

古茗 (01364.HK)

优于大市

2025H1 经调净利润同增 42%，门店扩张环比大幅提速

核心观点

2025H1 公司经调整利润同增 42.4%。2025H1，古茗实现收入 56.6 亿元/+41.2%；实现归母净利润为 16.3 亿元/+121.5%；实现经调整利润 10.9 亿元/+42.4%，二者差异主要系金融负债的公允价值变动产生 5.56 亿收益。2025H1，公司实现 GMV 为 141 亿元/+34.4%，门店扩张+店效提升综合带动。

分业务看，2025H1，销售商品及设备收入 45.0 亿元/+41.8%，收入占比达 79.4%/+0.3pct；加盟管理服务收入 11.6 亿元/+39.2%，收入占比为 20.5%/-0.3pct；直营门店销售收入 784 万元，收入占比为 0.1%。

2025H1 门店净增 1265 家环比大幅提速，下沉扩张持续验证。2025H1，公司门店新增 1570 家、关店 305 家，净增 1265 家，扩张节奏环比大幅提速（2024 年门店净增 913 家），期末门店数达 11179 家，我们将全年门店净增目标由 2100 家调升至 2500 家。分城市等级看，一线/新一线/二线城市及以下门店数分别为 318/1812/9049 家，其中二线及以下门店占比为 80.9%/+1.6pct，乡镇门店占比提升至 43%，下沉能力持续验证。

单店经营呈现量价齐增趋势。2025H1，店均 GMV 为 137.1 万元/+20.6%，考虑 2025Q1 同店收入约高单位数同比增长，推算 Q2 店均 GMV 同比增幅超 30%，高增背后系产品矩阵创新如布局咖啡+外卖收入爆发综合助力，截至 2025 年 6 月底，公司超 8000 家门店已配备咖啡机，且上半年累计上新 16 款咖啡饮品。**分量价看**，单店售出杯数为 7.94 万杯，同比+16.6%，估算杯均单价约同增 4%，单店经营呈现量价稳步抬升的经营趋势。

规模效应释放，盈利能力持续提升。2025H1，毛利率为 31.5%/-0.1pct，管理费率 3.3%/-0.4pct，研发费率为 2.0%/-0.6pct，收入增长带动规模效应释放。营业利润率提升 1.6pct 至 23.7%，经调整净利率提升 0.2pct 至 19.2%，经调整净利率提升幅度低于营业利润率主因所得税费占比有所提升。

风险提示：股东减持、食品卫生安全、加盟商流失、宏观下行风险。

投资建议：综合考虑门店扩张与同店复苏节奏，我们上调 2025-2027 年经调整归母净利润至 22.2/27.4/33.1 亿元（调整幅度为+10%/+9%/+7%），对应最新 PE 估值为 23.0/18.6/15.4x。一方面公司积极创新产品矩阵、借力外卖带动同店增长；另一方面，公司大本营卡位华东区域持续加密下沉，报告期内乡镇门店占比持续提升，后续新区域扩张效果若能持续得到验证，公司有望持续享受高势能扩张期的估值溢价，维持公司“优于大市”评级，继续重点推荐。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,676	8,791	12,000	14,733	17,616
(+/-%)	38.1%	14.5%	36.5%	22.8%	19.6%
经调净利润(百万元)	1459	1542	2215	2736	3307
(+/-%)	298.0%	5.7%	43.6%	23.5%	20.9%
每股收益(元)	0.61	0.65	0.93	1.15	1.39
EBIT Margin	16.7%	13.7%	20.6%	20.7%	21.0%
净资产收益率 (ROE)	250.3%	74.6%	51.7%	39.0%	32.0%
市盈率 (PE)	34.9	33.0	23.0	18.6	15.4
EV/EBITDA	37.1	35.7	22.8	18.8	15.7
市净率 (PB)	87.32	24.64	11.89	7.25	4.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.48 港元
总市值/流通市值	55840/55840 百万港元
52 周最高价/最低价	30.00/8.22 港元
近 3 个月日均成交额	136.45 百万港元

市场走势



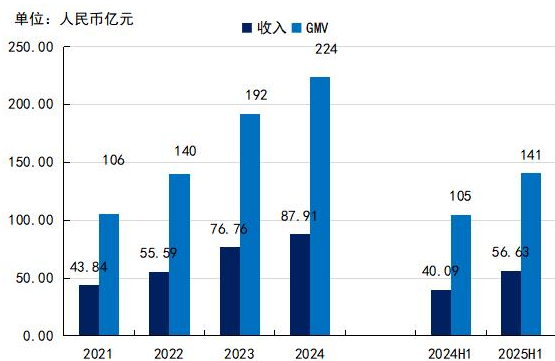
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《古茗 (01364.HK) - 区域深耕成就万店规模，打造中端茶饮高成长新范式》——2025-07-08

2025H1 公司经调整利润同增 42.4%。2025H1，古茗实现收入 56.6 亿元/+41.2%，实现归母净利润为 16.3 亿元/+121.5%；实现经调整利润 10.9 亿元/+42.4%，二者差异主要系金融负债的公允价值变动产生 5.56 亿收益及股权激励费用。2025H1，公司实现 GMV 为 141 亿元，同比+34.4%。

图1：古茗收入及 GMV 情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：古茗归母净利润及经调整（核心）利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务看，2025H1，销售商品及设备实现收入 45.0 亿元，同比+41.8%，收入占比达 79.4%/+0.3pct；加盟管理服务实现收入 11.6 亿元，同比+39.2%，收入占比为 20.5%/-0.3pct；直营门店销售实现收入 784 万元，收入占比为 0.1%。

图3：古茗收入结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：古茗门店数量分城市等级



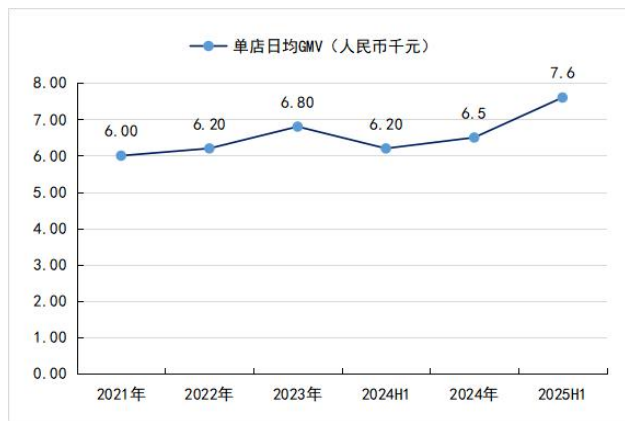
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2025H1 门店净增 1265 家环比大幅提速，下沉扩张持续验证。2025H1，公司门店新增 1570 家，关店 305，期内门店净增 1265 家，环比扩张大幅提速（2024 年门店仅净增 913 家），期末门店数达 11179 家，我们将全年门店净增目标由 2100 家调升至 2500 家。分城市等级看，一线城市/新一线城市/二线城市及以下门店数分别为 318/1812/9049 家，其中二线及以下门店占比为 80.9%，其中乡镇门店占比提升至 43%，下沉能力持续验证。

单店 GMV 维持健康增长。2025H1，店均 GMV 为 137.1 万元，同比+20.6%，考虑到 2025Q1 同店收入约高单位数同比增长，我们推算出 Q2 店均 GMV 同比增幅超 30%，

高增背后系产品矩阵扩张如咖啡新品布局+平台补贴外卖收入爆发综合助力，据公司披露截至 2025 年 6 月底，公司超 8000 家门店已配备咖啡机，且上半年累计上新 16 款咖啡饮品。**分量价看**，单店售出杯数为 7.94 万杯，同比+16.6%，估算杯均单价约同增 4%，单店经营呈现量价稳步抬升的经营趋势。

图5：古茗单店日均 GMV



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

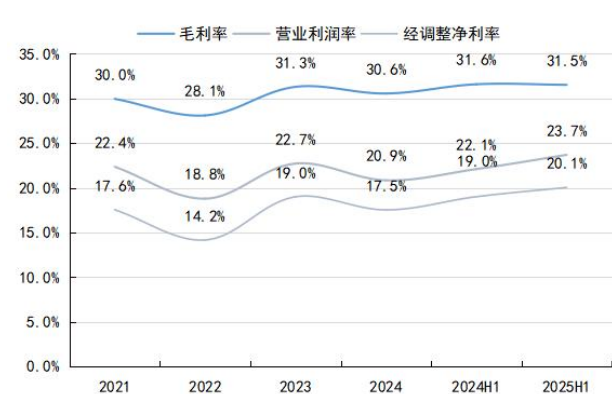
图6：古茗单店日均售出杯数及单杯价格



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

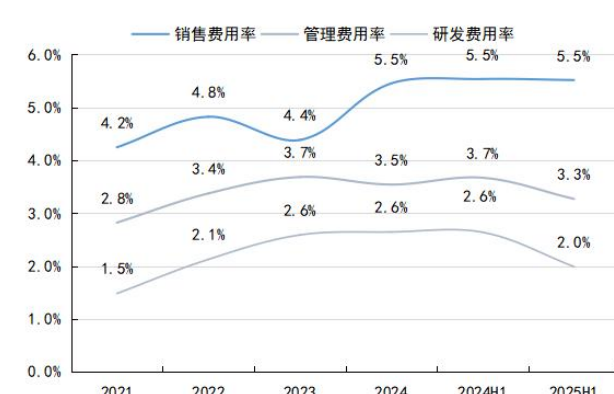
规模效应释放，营业利润率提升。2025H1，毛利率为 31.5%/-0.1pct，管理费率 3.3%/-0.4pct，研发费率为 2.0%/-0.6pct，收入增长带动规模效应释放。营业利润率提升 1.6pct 至 23.7%，经调整净利率提升 0.2pct 至 19.2%，经调整净利率提升幅度低于营业利润率主因所得税费占比有所提升。

图7：古茗毛利率/营业利润率/经调整（核心）净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2024H1 及 2025H1 采用经调整核心净利率

图8：古茗销售、管理、研发费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

供应链实力强化，私域流量池稳步扩大。截至 2025 年 6 月 30 日，已运营 22 个仓库，总建筑面积约 23 万平方米，冷库存容超 6.1 万立方米；直接拥有并运营 362 辆运输车辆，可实现 98%门店“两日一配”的冷链配送服务。此外，古茗小程序注册会员数达 1.78 亿人，季度活跃会员约 5000 万人，私域流量池进一步扩大。

投资建议：综合考虑门店扩张与同店复苏节奏，我们上调 2025-2027 年经调整归母净利润至 22.2/27.4/33.1 亿元（调整幅度为+10%/+9%/+7%），对应最新 PE 估值为 23.0/18.6/15.4x。一方面公司积极创新产品矩阵、借力外卖带动同店增长；另一方面，公司大本营卡位华东区域持续加密下沉，报告期内乡镇门店占比持续

提升，后续新区域扩张效果若能持续得到验证，公司有望持续享受高势能扩张期的估值溢价，维持公司“优于大市”评级，继续重点推荐。

表1:

代码	公司简称	股价 (元)	EPS			PE			投资评级
			25E	26E	27E	25E	26E	27E	
2097. HK	蜜雪集团	442.58	14.58	17.51	20.62	30.4	25.3	21.5	优于大市
1364. HK	古茗	21.38	0.93	1.15	1.39	23.0	18.6	15.4	优于大市

资料来源:

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2358	1865	3000	4685	6960	营业收入	7676	8791	12000	14733	17616
应收款项	369	619	1085	1332	1593	营业成本	5272	6104	8280	10166	12155
存货净额	881	984	1231	1513	1810	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	133	77	120	147	176	销售费用	337	479	576	692	828
流动资产合计	4009	4860	6751	9255	12432	管理费用	482	544	674	826	942
固定资产	590	954	1263	1548	1806	财务费用	(5)	(3)	(6)	(13)	(23)
无形资产及其他	73	58	43	33	24	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	183	243	243	243	243	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	299	760	1210	1630	2030	其他收入	150	162	126	135	150
资产总计	5153	6875	9510	12708	16536	营业利润	1739	1830	2601	3198	3865
短期借款及交易性金融负债	124	0	0	0	0	营业外净收支	(294)	(26)	30	52	64
应付款项	655	786	1074	1320	1580	利润总额	1445	1804	2631	3250	3929
其他流动负债	3583	3666	2002	2296	2702	所得税费用	349	311	395	488	589
流动负债合计	4362	4452	3076	3616	4282	少数股东损益	17	15	21	27	32
长期借款及应付债券	0	121	121	121	121	归属于母公司净利润	1459	1542	2215	2736	3307
其他长期负债	175	189	199	209	219						
长期负债合计	175	310	320	330	340	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4537	4763	3397	3947	4622	净利润	1459	1542	2215	2736	3307
少数股东权益	33	46	67	94	126	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	583	2066	4282	7018	10325	折旧摊销	346	492	126	135	150
负债和股东权益总计	5153	6875	7745	11058	15073	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(5)	(3)	(6)	(13)	(23)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	137	(129)	(265)	(121)	(134)
每股收益	0.61	0.65	0.93	1.15	1.39	其它	17	15	21	27	32
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	1959	1920	2098	2778	3356
每股净资产	0.25	0.87	1.80	2.95	4.34	资本开支	0	(399)	(420)	(410)	(400)
ROIC	-324%	144%	81%	68%	77%	其它投资现金流	(197)	(1047)	(230)	(263)	(280)
ROE	250%	75%	52%	39%	32%	投资活动现金流	(129)	(1907)	(1100)	(1093)	(1080)
毛利率	31%	31%	31%	31%	31%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	14%	21%	21%	21%	负债净变化	0	121	0	0	0
EBITDA Margin	21%	19%	22%	22%	22%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	38%	15%	36%	23%	20%	其它融资现金流	(587)	(748)	(654)	(624)	(597)
净利润增长率	298%	6%	44%	24%	21%	融资活动现金流	(587)	(506)	(654)	(624)	(597)
资产负债率	89%	70%	45%	37%	32%	现金净变动	1243	(493)	344	1061	1678
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1114	2358	1865	3000	4685
P/E	34.9	33.0	23.0	18.6	15.4	货币资金的期末余额	2358	1865	2209	4061	6363
P/B	87.3	24.6	11.9	7.3	4.9	企业自由现金流	0	963	1540	2197	2754
EV/EBITDA	37	36	23	19	16	权益自由现金流	0	339	891	1584	2177

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032