

# 再论“补贴潮”后古茗的长期成长

华泰研究

2026年2月06日 | 中国香港

更新报告

餐饮

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

36.73

樊俊豪

SAC No. S0570524050001  
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com  
+(852) 3658 6000

曾琚

SAC No. S0570523120004  
SFC No. BTM417

研究员

zengjun@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

洪洋\*

SAC No. S0570125070021

联系人

hongyang@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

得益于外卖平台补贴, 2025年现制饮品头部品牌扩张再提速, 驱动行业集中度上行。古茗跨越万店门槛后, 未来成长空间应如何展望? 我们认为公司门店规模与单店店效均有提升空间。门店角度, 基于公司“洋葱圈”式门店扩张路径及扎实供应链功底, 当前万店仅是新起点, 未来优势区域加密、外圈新区同步拓展皆有空间, 远期门店空间有望达3.5万家。品类角度, 古茗2025年以来陆续落地咖啡、糖水、HPP果汁等新品类、推出6.0版本大店, 利好堂食占比提升, 拓宽经营时段及客群、复用供应链资源, 或带动单店店效持续上行。展望长期, 现饮品类边界正不断拓宽, 古茗“新鲜”品牌心智稳固, 门店拓展路径清晰、品类间协同效应有望逐步释放, 成长空间及经营韧性兼具。维持“买入”评级。

## 中远期门店空间或锚定3.5万家

“洋葱圈”式区域渗透扩张路径独特且表现稳健, 我们通过自下而上的区域密度推演与自上而下的供需成长两大视角, 测算公司中长期门店空间有望触达3.5万家: 1) 区域门店密度视角, 基于公司在已有优势地区/次新地区/成长中地区/空白地区的不同门店密度提升潜力, 我们测算其未来具备超2.1万家的增量潜力, 支撑中远期3.5万家门店规模。2) 自上而下的供需成长视角, 随需求端人均饮用量提升、供给端市占率提升及单店出杯增长, 我们测算古茗中远期门店空间有望达3.5万家。

## 从茶饮龙头到多品类先锋, 店型升级+品类扩张推升店效上限

2025年以来, 公司加速向多品类“饮品便利店”转型, 陆续推出咖啡/糖水/烘焙等新品类, 有效填补早餐/下午茶等非高峰时段空白, 亦拓宽客群边界。新品类高度复用鲜奶、水果、木薯等现制茶饮原料, 依托公司自有高频冷链配送体系, 实现品类新鲜度与供应链效率协同。咖啡品类25年内快速起量并逐步向早餐场景延展。多品协同效应下, 经营时段与消费场景持续外延、而无需增补门店人手, 对店效或有较大提振。六代店型通过空间与视觉迭代重塑品牌质感, 亦有效带动店效优化及堂食占比提升。

## 敏感性分析: 兼具中长期成长性与短期业绩韧性

店效稳健、拓店节奏有条不紊, 健康成长路径构筑较高盈利质量。中性假设下, 我们预计26E公司经调整净利润达29.13亿元/yoy+17%, 对应净利率18.3%。基于店均GMV同比变动及净开店数的敏感性分析表明, 公司盈利能力在环境波动下仍具备韧性, 在中性偏保守参数区间内, 公司26E仍有望录得同比双位数经调整净利润增长、且净利率水平健康。

## 盈利预测与估值

鉴于2H25外卖补贴加力下杯量同比有一定提升, 咖啡品类正快速贡献增量店效、新品类落地亦有加速, 我们上调公司25-27年归母净利润至24.86/29.13/36.93亿元(较前值分别+14.9%/+15.7%/+20.7%), 对应调整后EPS分别为1.05/1.22/1.55元。考虑公司中远期成长空间广阔, 短期内新品类/新店型对店效或有较大提振但或有一定同比高基数影响, 略削减溢价率, 参考可比公司Bloomberg 26年一致预期均值17倍PE, 给予公司26年27倍PE, 上调目标价为36.73港币(前值34.57港币, 对应26年30倍PE)。维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 开店不及预期, 加盟商管理风险, 测算与实际不符风险。

## 基本数据

收盘价(港币 截至2月5日)	29.58
市值(港币百万)	70,347
6个月平均日均成交额(港币百万)	160.91
52周价格范围(港币)	8.22-30.96

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	8,791	13,079	15,924	19,555
+/-%	14.54	48.77	21.75	22.80
归母净利润(百万)	1,479	2,898	2,885	3,656
+/-%	36.95	96.01	(0.47)	26.75
归母净利润(调整后, 百万)	1,528	2,486	2,913	3,693
+/-%	5.92	62.74	17.18	26.75
EPS(调整后, 最新摊薄)	0.64	1.05	1.22	1.55
PE(调整后, 倍)	41.01	25.20	21.51	16.97
PB(倍)	30.32	13.71	14.14	10.01
ROE(调整后, %)	115.33	74.91	64.73	69.09
EV EBITDA(倍)	34.22	17.50	17.35	13.51
股息率(%)	2.78	3.19	2.30	2.92

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 驱动一：健康扩张路径下中远期拓店仍有空间

我们认为，不盲目追求全国化布局广度，以“区域加密、供应链先行、稳步蔓延”逐层深入式开店是古茗实现高质量扩张的关键战术。2025年，古茗新进入河北、陕西两大省份，原有省份江苏/江西均已迈入1000家门店，在成熟区域进一步强化了竞争壁垒——即区域内强大的消费者认知度和明确的供应链协同效应，进而实现了规模与效益的同步增长。

展望后续，我们认为古茗坚守既有扩张策略，重视开店质量，健康的加盟网络体系有望进一步提升其市占率，抬升远期空间。据极海数据，古茗市占率从4Q24的2.2%提升至4Q25的3.4%（门店数口径，极海品牌监测）。据古茗加盟之家小程序，2026年公司延续低门槛加盟政策，加盟费与部分大型设备费用共计25万元、继续支持分期支付，新加盟商首年最低投入约23万元即可开出一家店（vs 2024年28.3万、2025年23.3万）。新政策鼓励当前已有1-2家店且在店管理的老加盟商多开，但不鼓励盲目开店而鼓励调优（如5.31前3店及以上老店搬迁/原址扩大等享受费用减免）。在门店扩张质与量并重、品牌与加盟商利益高度协同的健康体系下，公司有望持续吸引优质经营型加盟商，夯实门店网络基础并打开中远期市占率和规模成长空间。

中长期视角，我们通过区域门店密度提升视角、自上而下的供需成长视角对古茗开店空间进行测算，预计古茗的中远期门店数量空间有望达3.5万家：

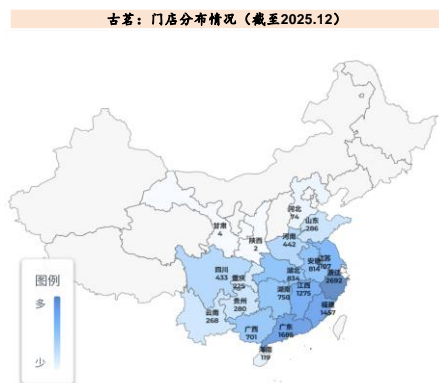
方法一：区域门店密度提升视角，对应中远期门店数量约35,375家。结合古茗地域现有分布及各省份门店密度，我们在测算中将区域分为以下四类：

- 1) 已有优势地区：为公司进入较早且已具备较大规模的地区，当前门店密度在0.13家/万人及以上。基于区域内扎实供应链能力及品牌新鲜心智，结合26年最新加盟政策中对存量老商实行费用减免优惠，我们预计古茗将持续在该区域内加密，中长期内门店密度较当前均提升0.05家/万人。美宜佳于其优势区域华南地区的门店密度超1.2家/万人（极海），考虑古茗对标“饮品便利店”的长远愿景，我们认为中期视角下该加密幅度相对合理。
- 2) 次新地区：为古茗近年来新进入地区，区域门店密度介于0.02-0.13家/万人之间，当前成长势能较优，如湖南及山东地区。该类地区茶饮竞争格局多数仍在优化进程中，本地小散持续品牌出清下头部集中度仍有提升空间，我们预计该类地区成长空间可持续加密并对标蜜雪冰城当地门店密度。
- 3) 成长中地区：主要为河北、甘肃、陕西此类较新开拓的外围市场。作为当地新进入者，我们认为公司在该等类型地区吸引并聚集本地加盟资源仍需一定时间，当前重点在于本地化团队建设及模型调整，落实公司稳扎稳打的扩张导向，故对标蜜雪冰城区域密度的80%。
- 4) 空白地区：公司洋葱圈式扩张策略下仍有华北/西北/东北内多数省份待进入。考虑供应链体系复用需要更大前置投入，且部分现有空白地区季节性显著、对现制饮品接受度或不及华东及华南地区，饮用习惯培育亦需时间，我们预测该类地区中长期门店密度对标蜜雪冰城的50%。

综上，方法一视角下我们估计公司中期门店数量有望达35,375家，较2025年12月底门店数量（13,448家，极海）仍有2万余家门店空间。

图表1: 古茗: 门店数量预测 (按省份密度)

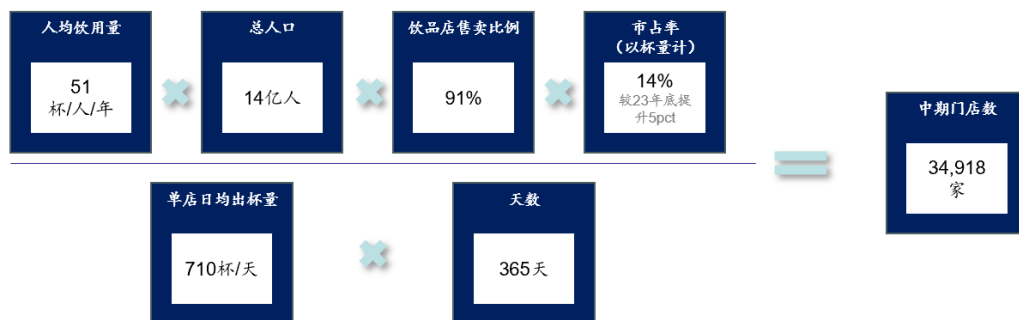
省	人口 (万人)	古茗				蜜雪		目标密度:		
		门店数量	门店密度 (家/万人)	类型	目标密度 (家/万人)	门店数量	门店密度			
浙江	6,627	2,692	0.406	已有优势地区	0.456	3,023	331	2,730	0.412	已有优势地区: 自身基础上再加密0.05家/万人
福建	4,183	1,457	0.348	已有优势地区	0.398	1,666	209	1,404	0.336	次新地区: 对标蜜雪当地密度
江西	4,515	1,275	0.282	已有优势地区	0.332	1,501	226	1,535	0.340	成长中地区: 对标蜜雪密度80%
湖北	5,838	834	0.143	已有优势地区	0.193	1,126	292	1,727	0.296	空白地区: 对标蜜雪密度50%
广西	5,027	701	0.139	已有优势地区	0.189	952	251	1,348	0.268	
安徽	6,121	814	0.133	已有优势地区	0.183	1,120	306	2,305	0.377	
广东	12,706	1,685	0.133	已有优势地区	0.183	2,320	635	3,240	0.255	
江苏	8,526	1,107	0.130	已有优势地区	0.180	1,533	426	3,006	0.353	
湖南	6,568	750	0.114	次新地区	0.242	1,587	837	1,587	0.242	
海南	1,043	119	0.114	次新地区	0.305	318	199	318	0.305	
贵州	3,865	280	0.072	次新地区	0.253	978	698	978	0.253	
重庆	3,191	225	0.071	次新地区	0.301	959	734	959	0.301	
云南	4,673	268	0.057	次新地区	0.236	1,101	833	1,101	0.236	
四川	8,368	433	0.052	次新地区	0.260	2,179	1746	2,179	0.260	
河南	9,815	442	0.045	次新地区	0.375	3,679	3237	3,679	0.375	
山东	10,123	286	0.028	次新地区	0.299	3,030	2744	3,030	0.299	
河北	7,393	74	0.010	成长中地区	0.257	1,902	1828	2,378	0.322	
甘肃	2,465	4	0.002	成长中地区	0.315	776	772	970	0.394	
陕西	3,952	2	0.001	成长中地区	0.357	1,412	1410	1,765	0.447	
宁夏	729	0	0.000	空白地区	0.274	200	200	399	0.547	
青海	594	0	0.000	空白地区	0.216	129	129	257	0.433	
辽宁	4,182	0	0.000	空白地区	0.176	738	738	1,476	0.353	
天津	1,364	0	0.000	空白地区	0.178	243	243	486	0.356	
山西	3,466	0	0.000	空白地区	0.171	591	591	1,182	0.341	
内蒙古	2,396	0	0.000	空白地区	0.166	399	399	797	0.333	
吉林	2,339	0	0.000	空白地区	0.159	373	373	745	0.319	
新疆	2,598	0	0.000	空白地区	0.161	418	418	835	0.321	
北京	2,186	0	0.000	空白地区	0.149	325	325	650	0.297	
黑龙江	3,062	0	0.000	空白地区	0.136	415	415	830	0.271	
上海	2,487	0	0.000	空白地区	0.126	314	314	628	0.252	
西藏	365	0	0.000	空白地区	0.159	58	58	116	0.318	
澳门	68	0	0.000	空白地区	0.022	2	2	3	0.044	
香港	754	0	0.000	空白地区	0.010	8	8	15	0.020	
合计	141,589	13,448				35,375	21,927	44,658		



注: 门店数据截至 2025.12, 人口数量参考 2023 年底数据  
资料来源: 极海品牌监测, 各地统计局, 华泰研究预测

方法二: 自上而下的供需成长视角下, 我们预测中远期 (28E) 门店数量有望达 34,918 家。核心驱动因素主要有三: 1) 需求端渗透率提升: 我们假设至 28E 现制饮品人均年饮用量达 51 杯, 现饮于饮品店渠道售卖占比达 91% (灼识)。2) 头部份额扩张: 25 年以来现饮头部正通过咖啡品类拓展、积极响应外卖渠道补贴等方式提升出杯量, 我们预计至 28E 公司市占率将达 14% (较 23 年底提升 5pct; 23 年杯量市占率数据来自灼识)。3) 单店效率提升: 我们对标星巴克 23 年单店日均杯量水平 (兼具咖啡/茶饮/烘焙全品类) 710 杯/天 (灼识)。综上, 我们预测公司中期门店数有望达 34,918 家。

图表2: 古茗: 门店数量预测 (从上至下考虑)



资料来源: 灼识咨询, 华泰研究预测

## 驱动二：堂食体验优化、品类扩张抬升单店店效天花板

拓品类、新店型打开店效成长空间，向“全时段、多品类”饮品届便利店转型：

我们认为，古茗凭借区域供应链效率所形成的对“新鲜”品类快速反应能力亦是实现厚积薄发的重要抓手。公司 25 年以来陆续上新鲜活柠檬水、咖啡、糖水、烘焙、HPP 瓶装果汁等新品类，有效填补空白消费时段、拓展受众群体。咖啡作为 25 年重点拓展的新品类，年内快速铺开，24 年 11 月起即全力推动门店配备咖啡机，截至 1H25 配备门店比例约 72%、我们估计咖啡占门店 GMV 比例已由 2025 年 3 月的 10% 左右(古茗业绩会)提升至约 15%。除咖啡之外，25 年 5 月上线 1 元冰水/2.5 元柠檬水试水低价高频场景饮品；11 月古茗上架桃胶木薯炖奶/芋泥麻薯炖奶两款 SKU，糖水系列新品上线首周即多次售罄；12 月上架 HPP 瓶装果汁，苹果汁/羽衣甘蓝复合果蔬汁分别定价 7.9/9.9 元。新品类采用的鲜牛奶、果汁、木薯、桃胶等原材料皆为现制茶饮常用原料，古茗凭借区域内高频冷链配送体系为新品类新鲜度管控提供坚实支撑，较强的供应链复用能力和快速敏捷的消费者洞察使得公司多品类成长曲线初露峥嵘。

**把握咖啡高增赛道，新品类短期快速爬坡。**25 年起新店标配咖啡机（约 8 万/台，古茗加盟之家），设备分期付款降低加盟商资金压力；产品端以奶咖/果咖及经典美式/拿铁为主，产品定位中低价位段（券后价集中在 8-14 元，古茗小程序）。咖啡品类成长迅速，25 年 6 月借助吴彦祖 IP、10 月借助渠道流量投放进行大规模宣传、培养用户心智，短期内快速增加新品类曝光度；Q4 起开启早时段营业，部分门店陆续辅以烘焙品类试水，区域内高密度门店及性价比产品定位满足早餐顺路+便捷需求，拓展早餐时段新场景。我们认为，咖啡品类拓展虽需门店增配咖啡机，但无需增配门店人手、亦能摊薄门店租金等固定成本，有望对同店上行形成支撑，并带来一定单店店效边际增量。

图表3：古茗：新品类一览

	咖啡	柠檬水/冰水	糖水	HPP果汁
				
	2025年1月	2025年5月	2025年11月	2025年12月
定价	集中在8-14元	冰水1元 柠檬水2.5-3元	16元/18元	苹果汁7.9元 羽衣甘蓝果蔬汁9.9元
SKU	约10个	2个（柠檬水季节限定）	2个	2个

资料来源：古茗点单小程序，华泰研究

拓品类之外，我们认为 6.0 版本新店型的推出亦有望帮助品牌价值建设再上一个高度。6.0 版本门店以空间、功能与视觉的多维迭代，成为品牌从“规模扩张”向“质量提升”转型的核心载体，同步实现品牌记忆点强化、堂食体验优化与门店效能提升。该版本门店摒弃传统茶饮店“小而快”布局，采用咖啡金与原木色主色调打造场景化空间，增设多元客座形态，启用全新四叶草标志与手写体“Goodme”标识，搭配特色装饰元素强化视觉辨识度，功能上适配咖啡+烘焙+饮品全品类战略，延长营业时间至早 7:30 覆盖全时段场景，品牌更通过 5 万元大店装修补贴、8.88 万元加盟费减免（同商圈新签同一加盟商减免）等政策引导加盟商升级六代店型（古茗加盟之家）。

我们认为，新版本更加优质、高端的场景体验有利于打破古茗“小镇做题家”的固有标签，结合现有会员私域运营的深化（截至 1H25 约 1.78 亿会员，公司公告），有望进一步强化复购、夯实品牌价值，帮助品牌提升抗潮流能力，实现周期穿越。店效视角，舒适空间体验激活堂食消费需求，为全时段运营创造潜在条件，有利于提升堂食占比和坪效，完善“扩张-体验升级-盈利提升”的正向循环，为高质量扩张筑牢单店模型根基。据古茗之家视频号，翻新至六代店型的门店顾客停留时间延长、体验有显著提升，连带可能性亦有增加；门店堂食占比提升 30%，店效同比提升超一倍。

图表4：古茗六代新店型外观



资料来源：咖新社公众号，华泰研究

## 盈利预测敏感性分析及估值

我们估计在中性假设下（26E 净开门店 3,052 家、店均 GMV 同比持平），公司经调整净利润达 29.13 亿元/yoy+17%，对应经调整净利率 18.3%。我们基于对净开门店数与店均 GMV 两大核心变量进行经调整净利润的敏感性测算，当店均 GMV 同比变动在-1%至 1%区间、净开门店数介于 2,852 至 3,252 家区间时，公司经调整净利润位于 27.68 亿元至 30.62 亿元区间，较中性假设分别-5.0%/+5.1%，同比 25E 分别+11.3%/+23.2%；对应经调整净利率分别达 17.4%/19.3%，yoy-1.6pct/+0.2pct。基于此我们认为公司利润端表现在波动环境下具备韧性，在相对保守的拓店与店效增长预期下仍有望维持盈利稳健性。

图表5：古茗经调整净利润敏感性测算

(人民币 百万元)		店均GMV同比								
		-5.0%	-3.5%	-2.5%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.5%	3.5%	5.0%
净开门店数(家)	2652	2,311	2,468	2,573	2,730	2,834	2,939	3,096	3,200	3,357
	2852	2,343	2,502	2,608	2,768	2,874	2,980	3,139	3,245	3,404
	3052	2,375	2,537	2,644	2,806	2,913	3,021	3,182	3,290	3,451
	3252	2,407	2,571	2,680	2,844	2,953	3,062	3,226	3,335	3,498
	3452	2,439	2,605	2,716	2,882	2,992	3,103	3,269	3,379	3,545

资料来源：华泰研究预测

考虑公司中远期成长空间广阔、但短期内或具备一定同比高基数影响，略削减溢价率，参考可比公司 Bloomberg 26 年一致预期 17 倍 PE，给予公司 26 年 27 倍 PE，上调目标价为 36.73 港币（前值 34.57 港币，对应 26 年 30 倍 PE）。维持“买入”评级。

图表6：古茗：可比公司估值表

公司代码	公司简称 (当地货币)	股价 (当地货币)	市值 (当地货币, 亿元)	EPS (元, 财报货币)				EPS CAGR	PE (倍)			
				2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
2555 HK	茶百道	6.41	94.72	0.12	0.57	0.64	0.71	83%	49.61	10.10	8.86	8.06
2097 HK	蜜雪集团	397.0	1507.09	12.32	15.38	17.58	20.18	18%	28.68	22.97	20.10	17.51
2150 HK	奈雪的茶	1.08	18.41	-0.54	-0.06	0.05	0.04	-	-	-	19.62	25.29
9987 HK	百胜中国	437.2	1548.91	2.33	2.51	2.89	3.23	12%	23.96	22.24	19.31	17.27
6862 HK	海底捞	17.04	949.81	0.87	0.78	0.87	0.96	3%	17.43	19.47	17.45	15.76
	均值							29%	29.92	18.70	17.07	16.78

注：采用经调整 EPS，数据截至 2026.2.5 收盘，皆为一致预测  
资料来源：Bloomberg，华泰研究

## 风险提示

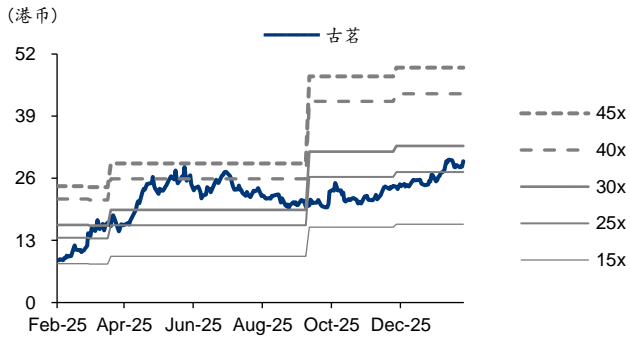
**行业竞争加剧：**价格战进一步加剧导致单店收入不及预期。

**开店不及预期：**公司当前南方市场开店密度已较高，进一步拓店节奏不及预期风险及北方拓店面临的口味差异风险等。

**加盟商管理风险：**由于对加盟商监管不严等因素导致的门店卫生问题、员工操作不当等，影响品牌声誉。

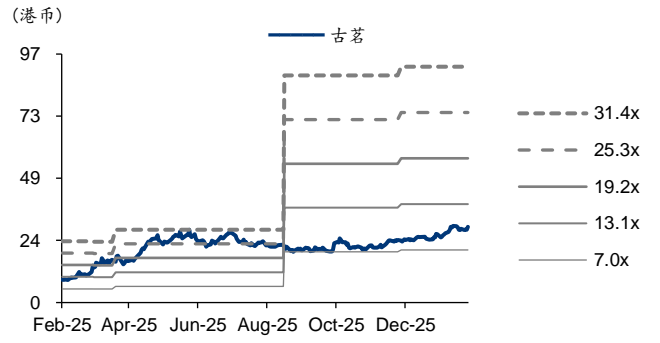
**测算与实际不符风险：**测算基于一系列假设，存在与实际不符风险。

图表7: 古茗 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表8: 古茗 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,676	8,791	13,079	15,924	19,555
销售成本	(5,272)	(6,104)	(8,993)	(11,010)	(13,455)
<b>毛利润</b>	<b>2,403</b>	<b>2,687</b>	<b>4,086</b>	<b>4,914</b>	<b>6,100</b>
销售及分销成本	(336.58)	(479.41)	(678.14)	(810.91)	(977.32)
管理费用	(282.85)	(311.44)	(417.75)	(481.37)	(558.20)
其他收入/支出	(294.22)	(25.65)	556.90	0.00	0.00
财务成本净额	48.50	61.74	58.33	108.22	157.46
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>1,445</b>	<b>1,804</b>	<b>3,443</b>	<b>3,510</b>	<b>4,449</b>
税费开支	(348.73)	(311.09)	(516.51)	(596.69)	(756.33)
少数股东损益	(16.73)	(14.71)	(28.84)	(28.70)	(36.38)
<b>归母净利润</b>	<b>1,080</b>	<b>1,479</b>	<b>2,898</b>	<b>2,885</b>	<b>3,656</b>
非通用准则调整项	362.64	49.17	(411.88)	28.70	36.38
调整后归母净利润	1,442	1,528	2,486	2,913	3,693
折旧和摊销	(135.14)	(140.34)	(182.96)	(225.80)	(268.65)
EBITDA	1,532	1,883	3,568	3,628	4,560
EPS (人民币, 基本)	0.45	0.62	1.22	1.21	1.54

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	881.14	984.24	1,764	1,601	2,511
应收账款和票据	369.23	618.72	851.01	938.45	1,259
现金及现金等价物	2,428	1,935	3,833	3,382	4,754
其他流动资产	330.33	1,321	1,321	1,321	1,321
<b>总流动资产</b>	<b>4,009</b>	<b>4,860</b>	<b>7,770</b>	<b>7,243</b>	<b>9,845</b>
固定资产	590.06	954.36	1,237	1,485	1,699
无形资产	0.11	0.85	2.46	3.95	5.33
其他长期资产	554.09	1,060	1,075	1,115	1,083
<b>总长期资产</b>	<b>1,144</b>	<b>2,015</b>	<b>2,314</b>	<b>2,604</b>	<b>2,787</b>
<b>总资产</b>	<b>5,153</b>	<b>6,875</b>	<b>10,084</b>	<b>9,847</b>	<b>12,632</b>
应付账款	923.49	1,089	1,876	1,755	2,682
短期借款	167.67	37.16	23.79	20.36	16.76
其他负债	3,271	3,326	3,326	3,326	3,326
<b>总流动负债</b>	<b>4,362</b>	<b>4,452</b>	<b>5,226</b>	<b>5,101</b>	<b>6,025</b>
长期债务	26.52	138.24	51.18	51.64	48.05
其他长期债务	148.70	172.09	161.11	161.11	161.11
<b>总长期负债</b>	<b>175.22</b>	<b>310.33</b>	<b>212.28</b>	<b>212.75</b>	<b>209.15</b>
股本	0.13	0.13	23.78	23.78	23.78
储备/其他项目	582.87	2,066	4,548	4,407	6,235
股东权益	582.99	2,066	4,571	4,430	6,258
少数股东权益	32.51	45.73	74.56	103.26	139.64
<b>总权益</b>	<b>615.51</b>	<b>2,112</b>	<b>4,646</b>	<b>4,534</b>	<b>6,398</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	58.03	42.38	21.62	21.72	17.14
PB	107.47	30.32	13.71	14.14	10.01
调整后 PE (倍)	43.44	41.01	25.20	21.51	16.97
调整后 ROE	(1,157)	115.33	74.91	64.73	69.09
EV EBITDA	41.70	34.22	17.50	17.35	13.51
股息率 (%)	0.00	2.78	3.19	2.30	2.92
自由现金流收益率 (%)	1.23	1.50	3.80	4.07	4.91

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,532	1,883	3,568	3,628	4,560
融资成本	(48.50)	(61.74)	(58.33)	(108.22)	(157.46)
营运资本变动	12.38	(186.71)	(225.27)	(45.73)	(303.23)
税费	(348.73)	(311.09)	(516.51)	(596.69)	(756.33)
其他	426.43	(2.81)	58.33	108.22	157.46
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,573</b>	<b>1,321</b>	<b>2,826</b>	<b>2,985</b>	<b>3,501</b>
CAPEX	(433.58)	(455.21)	(452.00)	(452.00)	(452.00)
其他投资活动	(37.38)	(1,366)	(41.34)	(63.42)	0.59
<b>投资活动现金流</b>	<b>(470.95)</b>	<b>(1,822)</b>	<b>(493.34)</b>	<b>(515.42)</b>	<b>(451.41)</b>
债务增加量	87.85	(18.80)	(100.42)	(2.97)	(7.19)
权益增加量	0.02	0.00	1,607	(1,583)	0.00
派发股息	0.00	0.00	(2,000)	(1,442)	(1,828)
其他融资活动现金流	52.09	35.72	58.33	108.22	157.46
<b>融资活动现金流</b>	<b>139.96</b>	<b>16.92</b>	<b>(435.12)</b>	<b>(2,920)</b>	<b>(1,678)</b>
现金变动	1,242	(484.09)	1,898	(450.65)	1,371
年初现金	1,114	2,358	1,935	3,833	3,382
汇率波动影响	71.20	61.39	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>2,428</b>	<b>1,935</b>	<b>3,833</b>	<b>3,382</b>	<b>4,754</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	38.07	14.54	48.77	21.75	22.80
毛利润	53.77	11.82	52.02	20.27	24.14
营业利润	62.59	4.58	59.95	20.28	26.16
净利润	194.48	36.95	96.01	(0.47)	26.75
调整后净利润	84.27	5.92	62.74	17.18	26.75
EPS (基本)	194.48	36.95	96.01	(0.47)	26.75
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	31.31	30.57	31.24	30.86	31.19
EBITDA	19.96	21.42	27.28	22.78	23.32
净利润率	14.07	16.82	22.16	18.11	18.70
调整后净利润率	18.79	17.38	19.01	18.30	18.88
ROE	(865.81)	111.62	87.32	64.09	68.41
调整后 ROE	(1,157)	115.33	74.91	64.73	69.09
ROA	26.38	24.59	34.18	28.95	32.53
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(383.16)	(85.17)	(82.21)	(74.72)	(74.92)
流动比率	0.92	1.09	1.49	1.42	1.63
速动比率	0.72	0.87	1.15	1.11	1.22
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	1.88	1.46	1.54	1.60	1.74
应收账款周转天数	15.09	20.23	20.23	20.23	20.23
应付账款周转天数	53.40	59.36	59.36	59.36	59.36
存货周转天数	54.17	55.01	55.01	55.01	55.01
现金转换周期	15.86	15.88	15.88	15.88	15.88
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS (基本)	0.45	0.62	1.22	1.21	1.54
EPS (调整后, 基本)	0.61	0.64	1.05	1.22	1.55
每股净资产	0.25	0.87	1.92	1.86	2.63

## 免责声明

### 分析师声明

本人，樊俊豪、曾琚，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、曾琚本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司