

## 新茶饮再掀港股递表潮！带头大哥古茗控股：市场饱和，增长失速，肆意扩张的日子一去不返

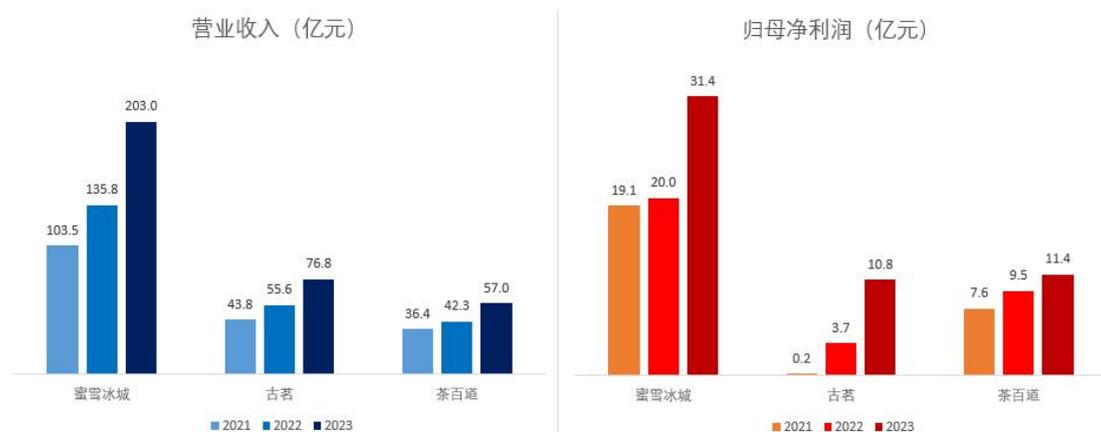
导语：参照奈雪的茶和茶百道，都在上市后发生业绩变脸。

作者：市值风云 App：萧瑟

回望 2023 年，随着疫情阴霾逐渐散去，线下消费亦开始从寒冬中复苏。

各类线下消费业态中，曾经的千亿黄金赛道新式茶饮是很有代表性的一类。据中国连锁经营协会统计，2023 年全国新式茶饮市场规模增长至 1,498 亿，同比增速超过了 40%。

有了业绩撑腰，各大品牌纷纷将蓄谋已久的上市计划摆上台面，2024 年初就有蜜雪冰城、古茗、茶百道、沪上阿姨相继向港交所递表。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

但最终四家公司中有三家铩羽而归，仅茶百道（2555.HK）一家顺利过关，显然市场并没有买账。

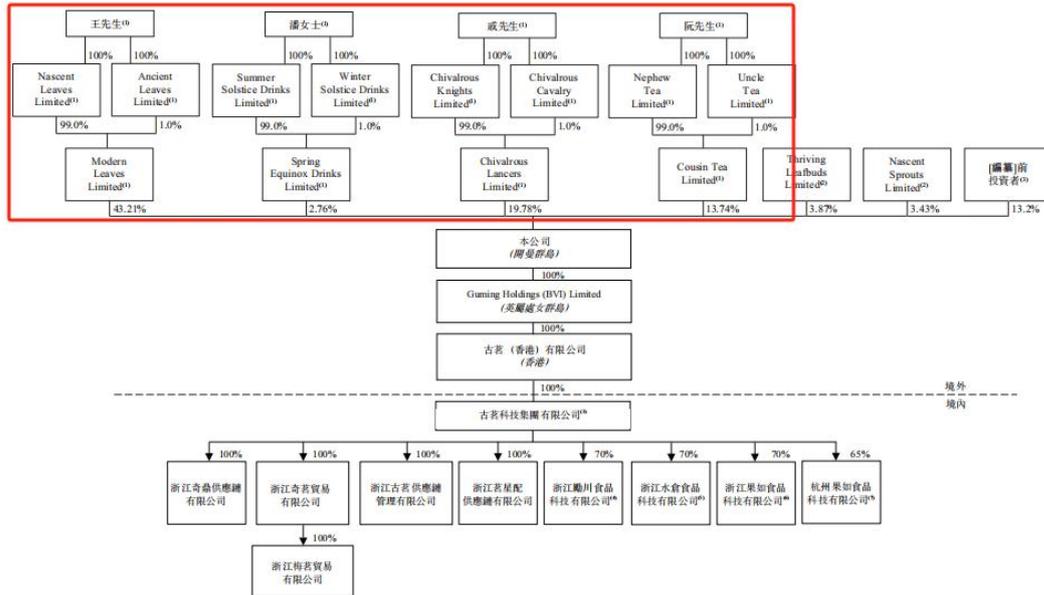
沉寂了半年过后，新式茶饮 IPO 方才再起波澜。

风云君注意到在 12 月中旬起，古茗、沪上阿姨、蜜雪冰城先后更新了招股书，再度开启上市进程。

古茗作为本轮密集递表的领头人，计划发行 4.41 亿普通股，约占当前普通股总数的 23.4%，由高盛、瑞银两家境外投行联合保荐，今天我们就一起围观下。

## **一、新茶饮行业老二，高度依赖加盟商**

古茗成立于 2010 年 4 月，总部位于浙江温岭市大溪镇，创始人王云安及另外三位一致行动人合计持有 79.5% 的股份，股权结构相当集中。



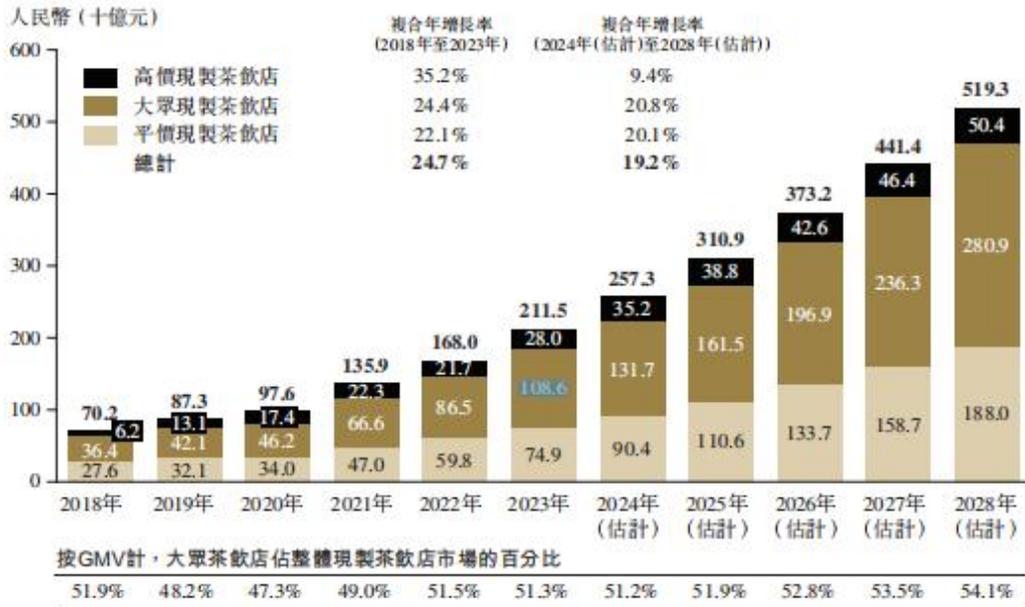
(来源：古茗控股招股书)

在招股书中，古茗称，无论是按照 GMV 还是门店数量，截至 2023 年末自己都已是中国最大的大众现制茶饮店品牌。

这个 title 听着相当响亮，不过这里的“大众”只是灼识咨询对现制茶饮的等级划分，特指产品价格位于 10 至 20 元区间，是市场空间最广，同时也是竞争最为激烈的价格带。

相对应地，10 元以下被称为“平价”，例如蜜雪冰城；20 元以上被称为“高价”，例如奈雪的茶 (2150.HK)。

## 按價格帶劃分的中國現製茶飲店市場的GMV 2018年至2028年（估計）



（来源：古茗控股招股书）

若放在全价位之下，古茗的 GMV 和店铺数量均能排在全国第二。

虽说也是不错的成绩，但 9.1% 的市场份额并没有领先第三名茶百道（8.0%）太多，而与行业标杆蜜雪冰城（20.2%）间的差距就很大了。

排名	品牌	於2023年 的GMV (人民幣十億元)	按2023年GMV 計的市場份額 (%)
1	品牌A <sup>(1)</sup> 蜜雪冰城	42.7	20.2
2	古茗	19.2	9.1
3	品牌B <sup>(2)</sup> 茶百道	16.9	8.0
4	品牌C <sup>(3)</sup> 霸王茶姬	10.5	5.0
5	品牌D <sup>(4)</sup>	9.7	4.6
	小計	<b>99.0</b>	<b>46.8</b>
	總計	<b>211.5</b>	<b>100.0</b>

排名	品牌	截至2023年 12月31日門店數量
1	品牌A <sup>(1)</sup> 蜜雪冰城	~30,300
2	古茗	9,001
3	品牌B <sup>(2)</sup> 茶百道	7,801
4	品牌D <sup>(4)</sup>	~7,800
5	品牌E <sup>(5)</sup>	~7,000
	小計	<b>~61,900</b>
	總計	<b>~463,800</b>

(来源：古茗控股招股书)

古茗的商业模式则采用了标准化加盟模式。自己作为品牌方负责门店选址、装修、培训，加盟商们则按照品牌标准经营，并承担房租、人工、水电等成本。

2024年三季度末，古茗拥有加盟店 9771 家，而直营店仅有 7 家，且超过 97% 的收入都来自加盟店。

进一步细分后，古茗接近 8 成收入都来自向加盟商销售水果、果汁、茶叶、乳制品、包装材料等商品。

此外有约 17%来自加盟商经营过程中支付的各项支持服务费，也就是业内常讲的加盟费。

这部分具体包含 9.88 万的初始加盟费（由品牌授权费、营销咨询费、支持服务费、培训服务费构成），每店每月 500 元的固定持续支持服务费，以及总采购金额 15%-20% 的浮动金额。

	截至12月31日止年度						截至9月30日止九個月			
	2021年		2022年		2023年		2023年		2024年	
	人民幣	%	人民幣	%	人民幣	%	人民幣	%	人民幣	%
	(未經審核)									
	(人民幣千元，百分比除外)									
收入：										
銷售商品及設備	3,546,918	80.9	4,505,145	81.0	6,144,711	80.1	4,477,504	80.4	5,153,346	80.0
— 銷售商品	3,348,943	76.4	4,282,733	77.0	5,778,264	75.3	4,175,719	75.0	4,872,023	75.6
— 銷售設備	197,975	4.5	222,412	4.0	366,447	4.8	301,785	5.4	281,323	4.4
加盟管理服務	831,645	19.0	1,044,290	18.8	1,518,646	19.8	1,083,910	19.5	1,277,085	19.8
— 初始加盟費	73,414	1.7	87,911	1.6	109,509	1.4	80,794	1.5	87,421	1.4
— 持續支持服務費	699,488	16.0	898,883	16.2	1,311,905	17.1	929,906	16.7	1,141,904	17.7
— 提供培訓及其他服務	58,743	1.3	57,496	1.0	97,232	1.3	73,210	1.3	47,760	0.7
直營門店銷售	5,338	0.1	9,787	0.2	12,308	0.1	9,468	0.1	10,857	0.2
總計	4,383,901	100.0	5,559,222	100.0	7,675,665	100.0	5,570,882	100.0	6,441,288	100.0

(来源：古茗控股招股书)

**从本质上看，古茗的定位更接近一家供应链公司。**

这方面也是古茗重点发展的方向，近年来在持续地自建原材料生产基地、食品加工工厂，以及自运营仓储设施等。

据招股书中披露，此次 IPO 的募集资金也将花在加强供应链能力以及提升门店运营数字化水平上。

## 二、高加盟费占比+地域加密扩张

除古茗之外，蜜雪冰城、茶百道、沪上阿姨等头部品牌同样选择了以加盟为主的商业模式。

原因在于相较于自营店铺，加盟模式下品牌方不仅承担了更低的经营风险，还具备了迅速扩张店铺数量的能力，这在跑马圈地时代就是核心竞争力。

虽说明面上都是加盟，但落脚到细节上，各大品牌就是花样百出了。

例如已成功上市且同为“大众”价位的茶百道，同样超 99%收入来自加盟店贡献，但收入结构就与古茗有着很大差别。

2023年，茶百道有 95%的收入来自货物和设备销售，加盟费收入占比仅有 4.1%，而古茗同期这两个数字分别为 80.1%和 19.8%。

	截至12月31日止年度					
	2021年		2022年		2023年	
	人民幣元	%	人民幣元	%	人民幣元	%
	(以千計，百分比除外)					
銷售貨品及設備：						
貨品	3,048,007	83.6	3,813,075	90.1	5,164,203	90.5
設備	398,857	11.0	206,444	4.9	255,777	4.5
<b>小計</b>	<b>3,446,864</b>	<b>94.6</b>	<b>4,019,519</b>	<b>95.0</b>	<b>5,419,980</b>	<b>95.0</b>
特許權使用費及						
加盟費收入：						
不可退還的						
前期初始費用	49,281	1.4	80,142	1.9	103,558	1.8
特許權使用費						
收入	48,145	1.3	73,213	1.7	96,468	1.7
開業前培訓服務	61,309	1.7	18,287	0.4	31,569	0.6
<b>小計</b>	<b>158,735</b>	<b>4.4</b>	<b>171,642</b>	<b>4.0</b>	<b>231,595</b>	<b>4.1</b>
其他	38,610	1.0	40,509	1.0	52,732	0.9
<b>總計</b>	<b>3,644,209</b>	<b>100.0</b>	<b>4,231,670</b>	<b>100.0</b>	<b>5,704,307</b>	<b>100.0</b>

(来源：茶百道招股书)

同时，茶百道对加盟商销售商品、货物的毛利率高达 31.8%，明显高于古茗的 18.7%。

	截至12月31日止年度					
	2021年		2022年		2023年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
	人民幣元	%	人民幣元	%	人民幣元	%
	(以千計，百分比除外)					
銷售貨品及						
設備 .....						
貨品 .....	1,016,228	33.3	1,208,864	31.7	1,637,029	31.7
設備 .....	115,028	28.8	69,453	33.6	83,832	32.8
<b>小計 .....</b>	<b>1,131,256</b>	<b>32.8</b>	<b>1,278,317</b>	<b>31.8</b>	<b>1,720,861</b>	<b>31.8</b>

(来源：茶百道招股书)

可以看出，在加盟模式中，茶百道更多以产品供应商的身份获利，古茗则更多在加盟费上做文章。

因此在招股书中，古茗强调自己加盟店平均经营利润率高达 20.2%，远高于“大众”级别市场平均的 10%-15%。

据招股书定义，此处经营利润为：销售净所得款项-原材料成本-租金成本-人工成本-水电费及杂项开支，不含支付的各项加盟费。

茶百道则强调，自家的闭店率远低于行业平均值。

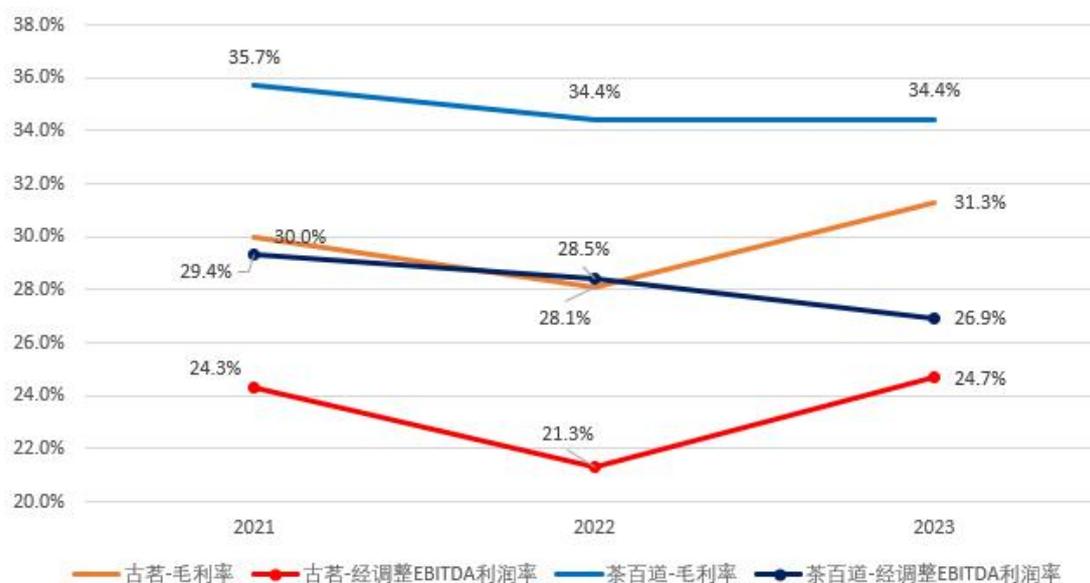
依託我們行業領先的加盟模式，我們培育了穩定且龐大的加盟商夥伴。根據弗若斯特沙利文的報告，於2021年、2022年及2023年，茶百道加盟店的閉店率僅為0.2%、1.1%和2.3%，閉店率遠低於行業平均水平。

(来源：茶百道招股书)

大家都在挑各自更好看的数据展示出来，但羊毛出在羊身上，两者商业模式的本质都是从加盟商处抽成，差异仅是抽成环节不同而已。

从过去三年的盈利能力看，古茗总体水平还是要被茶百道压过一头的。

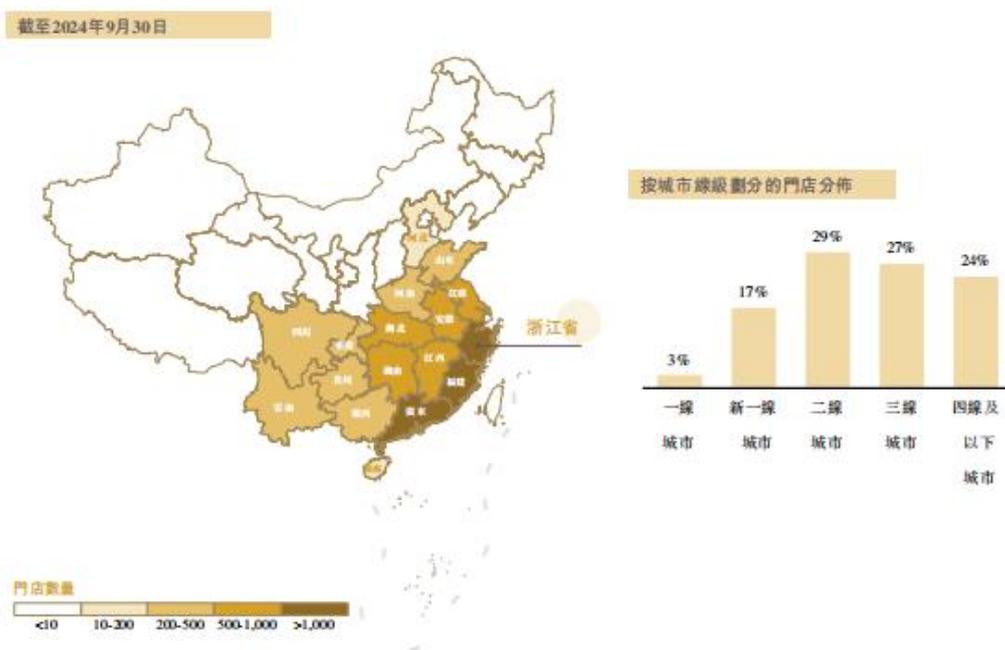
由于可赎回普通股、可换股可赎回优先股等以公允价值计量的融资工具存在，古茗的净利润受公允价值变动损益影响较大，此处以经调整 EBITDA 替代净利润作为盈利指标。



(来源：各公司招股书，制图：市值风云 APP)

在招股书中，古茗还着重描述了自己“地域加密”的门店网络布局策略，简单来说就是，**只有在单一省份门店数超过 500 家（称为达到关键规模）的情况下，才会考虑进入邻近省份。**

这也对应了古茗虽拥有国内第二多的门店，但在内地 31 个省市中，仅在 17 省有门店布局。



(来源：古茗控股招股书)

相比之下，茶百道和沪上阿姨两家“大众”价位同行的扩张策略则是全国遍地开花，门店数虽不及古茗，但均已实现内地 31 个省市的全面覆盖。



(来源：各公司招股书)

此外，截至 2023 年末，古茗有 79%的店铺位于二线及以下城市，这一比例是同期新茶饮五大品牌中最高的。

甚至古茗同期有 38%的门店位于远离城市的乡、镇，而在北京、上海两大城市反而鲜有布局，市场下沉特征十分明显。

综合两方面数据看，古茗的经营策略可以概括为有限区域内的极致运营，虽说约束了地域扩张速度，但优势在于规模经济，尤其体现在仓储物流效率的提升。

据招股书中披露，古茗的平均到店物流成本在 GMV 中占比不足 1%，而行业平均水平为 2%。

至于能否借此在单一省份中实现垄断地位，风云君的答案更偏向“不能”。

加盟模式下的茶饮店门槛并不高，即便是古茗拥有逾 2,000 家店铺的大本营浙江省，省内的 CR10 也不过 41%，竞争仍十分激烈。

区域	区域top10市占率	省市	top10市占率	市占率排名									
				1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
华东	34.52%	江苏	28%	蜜雪冰城	CoCo都可	新百得	佛动修仙	茶百道	1点点	7分甜	霸王茶姬	一点点	蜜雪冰城
		浙江	41%	古茗	一鸣鲜奶吧	蜜雪冰城	茶百道	新时地	1点点	加碱茶饮	霸王茶姬	蜜雪冰城	CoCo都可
		上海	35%	佛动修仙	蜜雪冰城	CoCo都可	1点点	茶百道	桂桂茶	7分甜	来顺奶	LINLEE林里	蜜雪冰城
		山东	31%	蜜雪冰城	阿水大杯茶	沪上阿姨	冰露时光	茶百道	茶百道	茶百道	茶百道	茶百道	茶百道
		安徽	43%	甜啦啦	蜜雪冰城	古茗	沪上阿姨	茶百道	CoCo都可	正邦芬味酸奶	卡旺卡	伟伟冰酒酸	霸王茶姬

(来源：浙商证券)

### 三、展店趋缓，效益走弱

不论各大品牌采取怎样的商业模式，新式茶饮行业的景气度都是绕不开的话题。

进入 2024 年以来，“低价”似乎成为了行业的主旋律，据窄门餐眼的统计，多数头部品牌的客单价相较于 2023 年 5 月都出现了不同程度的下滑。

表：客单价趋势（同比2023年5月）

	蜜雪冰城	书亦烧仙草	古茗	茶百道	coco都可	益禾堂	沪上阿姨	甜啦啦	一点点	7分甜	黑泷堂	奈雪的茶	喜茶	茶颜悦色	乐乐茶	霸王茶姬
2023年7月	-0.9%	-0.3%	0.3%	-0.4%	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.0%	0.1%	0.5%	-1.6%	-2.0%	1.2%	-4.5%	-0.4%
2023年8月	-2.2%	-0.5%	0.1%	-0.3%	1.8%	1.8%	-0.1%	4.7%	0.3%	0.7%	0.5%	-5.5%	-9.3%	2.4%	-8.2%	-1.1%
2023年9月	-2.6%	-1.4%	0.2%	-0.5%	1.9%	2.1%	-0.5%	6.4%	0.4%	0.7%	2.7%	-6.7%	-10.6%	3.5%	-9.9%	-1.3%
2023年10月	-2.7%	-2.6%	0.1%	-1.1%	1.6%	2.0%	-0.5%	4.7%	0.6%	0.3%	2.0%	-8.6%	-12.5%	3.9%	-12.1%	-1.5%
2023年11月	-5.6%	-3.9%	-3.7%	-1.7%	0.4%	-5.8%	0.5%	29.0%	0.4%	1.2%	-3.6%	-9.3%	-9.9%	4.5%	-12.2%	-1.6%
2023年12月	1.9%	-4.4%	2.3%	-3.0%	1.0%	3.9%	0.2%	16.4%	0.7%	-1.7%	-12.4%	-10.0%	-13.7%	4.9%	-13.5%	-1.8%
2024年1月	3.3%	2.2%	-5.1%	-3.7%	0.6%	3.2%	-6.0%	10.5%	0.7%	-3.5%	-14.9%	-11.8%	-15.5%	5.4%	-15.3%	-2.6%
2024年2月	4.4%	-9.1%	-0.8%	-3.4%	0.2%	1.1%	-10.4%	13.1%	0.7%	-3.5%	-17.1%	-10.5%	-16.2%	5.6%	-15.6%	-1.7%
2024年3月	0.9%	-9.0%	-1.2%	-3.5%	-0.1%	2.3%	-9.6%	10.7%	1.0%	-3.5%	-13.7%	-11.5%	-17.4%	6.2%	-16.5%	-1.6%
2024年4月	0.1%	-6.6%	-1.7%	-4.3%	0.4%	2.2%	-5.5%	11.2%	1.0%	-3.3%	-9.6%	-12.2%	-17.6%	6.2%	-16.5%	-1.6%
2024年5月	-0.1%	-7.3%	2.6%	-4.1%	0.1%	4.5%	-4.9%	11.1%	0.1%	-3.7%	-9.2%	-11.7%	-18.0%	5.3%	-17.8%	-1.5%
2024年6月	-0.6%	-7.6%	3.1%	-4.7%	-0.1%	1.5%	-3.4%	11.1%	-0.3%	-1.3%	-10.9%	-12.1%	-18.3%	6.7%	-18.5%	-1.3%
2024年7月	-2.7%	-8.6%	-2.3%	-6.1%	-0.5%	1.3%	-5.5%	11.5%	-0.3%	-0.9%	-12.1%	-12.4%	-18.0%	6.6%	-18.8%	-1.1%
2024年8月	-2.9%	-8.8%	-1.7%	-6.6%	-0.6%	1.0%	-5.8%	10.6%	-0.3%	-1.0%	-12.0%	-13.1%	-20.0%	6.4%	-19.6%	-1.3%
2024年9月	-3.1%	-8.8%	-1.6%	-6.7%	-0.7%	0.7%	-5.8%	10.4%	-0.5%	-0.9%	-12.8%	-13.3%	-20.1%	6.5%	-19.8%	-1.4%
2024年10月	-3.3%	-9.3%	-1.6%	-6.9%	-0.8%	-1.0%	-5.7%	9.4%	-0.9%	-1.0%	-14.5%	-13.6%	-20.4%	6.4%	-19.6%	-1.5%

(来源：浙商证券)

受此影响，上半年茶百道（-59.7%）的归母净利润也均出现了不同程度的下滑。

古茗的情况较两家“大众”价位的同行稍好，前三季度实现营业收入 64.41 亿，同比增长 15.6%；归母净利润 11.06 亿，同比增长 11.8%，增速较往年大幅下滑。

若采用经调整 EBITDA 口径，14.17 亿的规模，对应增幅就只剩下 2.6%，增长失速的问题更加凸显。

	2021	2022	2023	2024Q1-3
营业收入 (亿元)	43.84	55.59	76.76	64.41
归母净利润 (亿元)	0.20	3.67	10.80	11.06
经调整EBITDA (亿元)	10.65	11.85	18.94	14.17
营业收入yoy	-	26.8%	38.1%	15.6%
归母净利润yoy	-	1720.4%	194.5%	11.8%
经调整EBITDAyoy	-	11.3%	59.8%	2.6%

(来源：古茗控股招股书，制表：市值风云 APP)

从业绩归因的角度看，在不改变加盟协议的情况下，古茗的增长要么来自店铺数量的增长，要么来自单店 GMV 的增长。

**过去三年内，古茗算是做到了二者兼而有之。但进入 2024 年后，这两条路径却都越走越窄。**

先看店铺增量，2024 年前三季度，古茗加盟店数量净增长 776 家，仅有 2023 年同期 1,908 家的 40%。

拆分来看，1,218 家的开店量不足上年全年的一半，反而是 441 家的闭店数量高于过去三年内的任意一年。无论是古茗自身以及加盟商们，开店意愿均大不如前。

	截至12月31日止年度			截至9月30日止
	2021年	2022年	2023年	九個月 2024年
年／期初門店數量.....	4,091	5,694	6,669	9,001
年／期內開業門店數量.....	1,808	1,317	2,597	1,218
年／期內關閉門店數量.....	205	342	265	441
年／期末門店數量.....	5,694	6,669	9,001	9,778

(来源：古茗控股招股书)

与此同时，前三季度古茗的单店 GMV、单店日均 GMV 也均不及上年同期。单店效益走弱，这可是自有数据披露以来的头一回。

	截至12月31日止年度			截至9月30日止九個月	
	2021年	2022年	2023年	2023年	2024年
GMV總額(人民幣千元)	10,593,182.6	14,004,430.4	19,213,723.3	13,792,517.5	16,607,526.0
單店GMV(人民幣千元)	2,189.2	2,262.8	2,466.4	1,857.6	1,776.3
單店日均GMV(人民幣千元)	6.0	6.2	6.8	6.8	6.5
售出總杯數(千杯)	680,583.3	870,131.3	1,184,648.7	847,707.5	989,536.7
單店售出杯數(千杯)	140.6	140.6	152.1	114.2	105.8
單店日均售出杯數	385	385	417	417	386
訂單總數(以千計)	397,816.6	500,215.6	690,665.8	489,673.6	599,801.7
每筆訂單的平均GMV(人民幣)	26.6	28.0	27.8	28.2	27.7
每家門店日均訂單數	225	221	243	241	234
每家新開加盟店的平均門店設備 支出(人民幣千元)	95.2	100.8	109.2	110.3	110.8
每家新開加盟店的日均GMV (人民幣千元)	5.3	5.3	5.8	5.8	5.2

(来源：古茗控股招股书)

**按照经济学中的边际效用递减原理，这似乎意味着古茗的市场拓展空间已趋于饱和？风云君不禁为古茗未来的增长前景捏一把汗。**

参照奈雪的茶和茶百道，二者在上市后都出现了业绩变脸的情况。

2021年，奈雪的茶经调整净利润，自上年的0.17亿下滑至-1.45亿。

自上市以来至 2024 年末, 后者股价在大半年的时间内已有 35.4% 的下跌, 前者的累计跌幅更是已高达 93.1%, 十不存一。

两次前车之鉴过后, 预计市场对古茗的态度也会更加谨慎。