

古茗(01364)

报告日期: 2025 年 03 月 27 日

结硬寨打呆仗，扩店空间广阔

——古茗深度报告

投资要点

□ 基本情况：古茗是全价位段第二、中价位最大的现制茶饮品牌

古茗产品价格集中在 10-18 元，门店网络扩张和 GMV 不断上升驱动公司营收持续增长。截至 2024 年 9 月底，古茗的门店网络已覆盖 9778 家门店。2024 年 1-9 月，公司收入 64.4 亿元，同增 15.6%，经调整利润 11.5 亿元，同增 10.0%，同期毛利率 30.5%，经调整净利率 17.8%。

□ 行业分析：中价市场和二线以下城市是赛懂扩容的核心驱动

中国现制饮品市场中规模最大的是现制茶饮市场，其中规模最大、发展势头最为迅猛的是中价现制茶饮店（10-20 元价格带）。激烈竞争下，古茗在增速最快的二线及以下城市（预计 2024-2028 年 CAGR 为 22.5%）布局优势明显。根据灼识咨询，按 GMV 计算，古茗在二线及以下城市的市场份额约为 22%，门店数量占比高达 78.8%，远超其他品牌。

□ 核心竞争力：结硬寨打呆仗，地域加密高质量扩张

（1）不同之处？卡位价格带和城市线级双维度 β 最快的细分市场。

（2）何以领先？地域加密策略下门店网络的高质量扩张。古茗地域加密的布店策略，一方面成功扩展了门店网络，同时提升了门店业绩表现；另一方面，战略性地调配资源，使公司从规模经济中受益，随后再扩展至邻近省份。古茗目前已在八个省份建立超过关键规模的门店网络，2023 年按 GMV 计，古茗在八个关键规模省份实现了超过 25% 的中价现制茶饮店市场份额。密集的门店网络有助于实现规模经济，从而显著提高品牌知名度、门店可及度以及仓储及物流效率。古茗目前的省份和城市覆盖面皆小于行业平均水平，拓展空间广阔。

（3）何以加密？加盟店业绩亮眼，加盟商粘性强。2023 年古茗的加盟商单店经营利润达到 37.6 万元，加盟商单店经营利润率达 20.2%，古茗通过其门店亮眼的业绩表现，持续吸引加盟商加盟开店。

（4）何以复购？推新快、品控稳、品牌强。《2025 中国饮品行业产业报告》统计的 38 个茶饮品牌中，古茗 2024 年上新数量最多。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 24-26 年收入 87.2/100.7/113.6 亿元，同比 +13.5%/+15.6%/+12.7%，归母净利润分别为 12.3/17.4/19.7 亿元，同比 +13.5%/+41.6%/+13.5%；经调整归母净利润分别为 15.5/17.7/20.0 亿元，经调整净利率分别为 18.0%/17.8%/17.9%。选择蜜雪集团、茶百道作为可比公司。考虑到古茗扩店空间广阔，成长性强，给予 20% 估值溢价，对应 2025 年 25X PE 目标估值，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

门店网络扩张及运营风险；行业竞争加剧风险；消费趋势迭代风险。

投资评级：增持(首次)

分析师：杨骥

执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师：孙天一

执业证书号：S1230521070002
suntianyi@stocke.com.cn

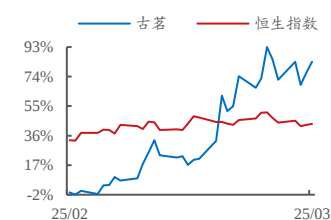
分析师：钟烨晨

执业证书号：S1230523060004
zhongyechen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$17.06
总市值(百万港元)	40,571.85
总股本(百万股)	2,378.19

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7676	8715	10072	11356
(+/-) (%)	38.07%	13.54%	15.57%	12.75%
归母净利润	1080	1225	1735	1969
(+/-) (%)	194.48%	13.48%	41.62%	13.46%
每股收益(元)	0.45	0.52	0.73	0.83
P/E	34.95	30.80	21.75	19.17

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 基本情况：全价位段第二、中价段最大的现制茶饮品牌	5
1.1 发展历程：通过地域加密策略获得行业领先地位	5
1.2 股权结构：控制权集中，创始团队经验丰富	6
1.3 经营情况：门店网络扩张和 GMV 不断上升驱动公司营收持续增长	7
2 行业分析：中价市场和二线以下城市是赛道扩容的核心驱动	12
2.1 现制饮品市场：五千亿规模赛道，24-28E CAGR 16.7%	12
2.2 现制茶饮店市场：中价市场 24-28E CAGR 20.8%，占比过半	13
2.3 中价现制茶饮店市场：二线及以下城市 24-28E CAGR 22.5%，超六成	16
3 核心竞争力：结硬寨打呆仗，地域加密高质量扩张	18
3.1 不同之处？卡位价格带和城市线级双维度 β 最快的细分市场	18
3.2 何以领先？地域加密策略下门店网络的高质量扩张	20
3.3 何以加密？加盟店业绩亮眼，加盟商粘性强	23
3.4 何以复购？推新快、品控稳、品牌强	25
4 盈利预测与估值	29
5 风险提示	30

图表目录

图 1: 古茗门店网络扩张步伐稳健、增长空间广阔	5
图 2: 股权结构 (截至 250112)	6
图 3: 产品矩阵	8
图 4: 23 年收入为 76.8 亿元	8
图 5: 23 年经调整利润 14.6 亿元	8
图 6: 门店持续扩张	8
图 7: 24Q1-3 同店 GMV 同比微降	8
图 8: 公司毛利率及经调整净利率	10
图 9: 公司历年费用率	10
图 10: 公司历年资本开支和货币资金	11
图 11: 公司历年现金流 (亿元)	11
图 12: 中国现制饮品市场的 GMV	12
图 13: 现制饮品的分类	12
图 14: 2023 年中国人均现制饮品年消耗量远低于发达国家	13
图 15: 现制茶饮规模最大, 现制咖啡增速最快	13
图 16: 中国现制茶饮店市场 GMV	14
图 17: 2023 年大陆人均现制茶饮品年消耗量远低于中国香港及台湾	14
图 18: 中国现制茶饮店市场进入追求规模化和性价比的时代	14
图 19: 预计 24-28 年中价现制茶饮店复合年增长率最高	15
图 20: 预计 24-28 年二线城市及以下地区的增速超市场平均水平	15
图 21: 集中度提升	15
图 22: 2023 年古茗排名第二、市占率达 9.1%	15
图 23: 中国中价现制茶饮店市场 GMV	16
图 24: 预计 24-28 年中国二线城市及以下地区在中价现制茶饮店市场的增速超市场平均水平	16
图 25: 2023 年古茗排名第一、市占率达 17.7%	17
图 26: 2023 年古茗排名第一, 二线及以下城市门店占比 78.8%	17
图 27: 头部品牌主要产品价格带分布	18
图 28: 古茗在二线及以下城市门店数量占比提升至 80%	19
图 29: 古茗已在二线及以下城市成功建立了领先地位	19
图 30: 古茗超三成门店选址位于乡镇	19
图 31: 古茗在乡镇门店的选址比例高于头部品牌	19
图 32: 古茗各省份门店网络稳步扩张步伐 (家)	20
图 33: 各现制茶饮店品牌的全国门店分布情况	22
图 34: 古茗仓库分布图	23
图 35: 古茗《杨梅的 72 小时》纪录片	23
图 36: 古茗历年加盟店数量	23
图 37: 各现制茶饮品牌 2022、2023 年单店 GMV 的同比增速	23
图 38: 加盟商数目的变动情况	24
图 39: 各现制茶饮品牌历年加盟商二店率	24
图 40: 古茗 23 年卖出 10 亿杯饮品, 受到广泛欢迎	25
图 41: 超 A 芝士葡萄累计售出 1.8 亿杯	25
图 42: 古茗每年持续推出多款新品	25

图 43: 2024 年古茗上新数量于 38 家茶饮店中最多	25
图 44: 古茗的研发投入比例高于其他现制茶饮品牌	26
图 45: 古茗产研团队的美食家和工程师合作研发出新品	26
图 46: 严把原料质量关, 自建柠檬基地	26
图 47: 自建冷链物流, 保证原料新鲜和品质稳定	26
图 48: 古茗利用数字化严格管理品控	27
图 49: 古茗亮眼的门店外观	27
图 50: 24 年前三季度古茗的广告及推广费用提升至 1.2 亿元	28
图 51: 古茗赞助《下一站! 春晚》	28
图 52: 古茗的线上线下营销活动	28
表 1: 高管职务	7
表 2: 古茗各业务营收、增速和占比一览表	9
表 3: 古茗各省份达到关键规模及 1000、2000 家门店的节奏	20
表 4: 达关键规模省份的期末门店数量及同店 GMV 增长	21
表 5: 古茗分业务收入拆分 (亿元)	29
表 6: 古茗费用拆分	29
表 1: 古茗可比公司估值表	30
表附录: 三大报表预测值	31

1 基本情况：全价位段第二、中价位最大的现制茶饮品牌

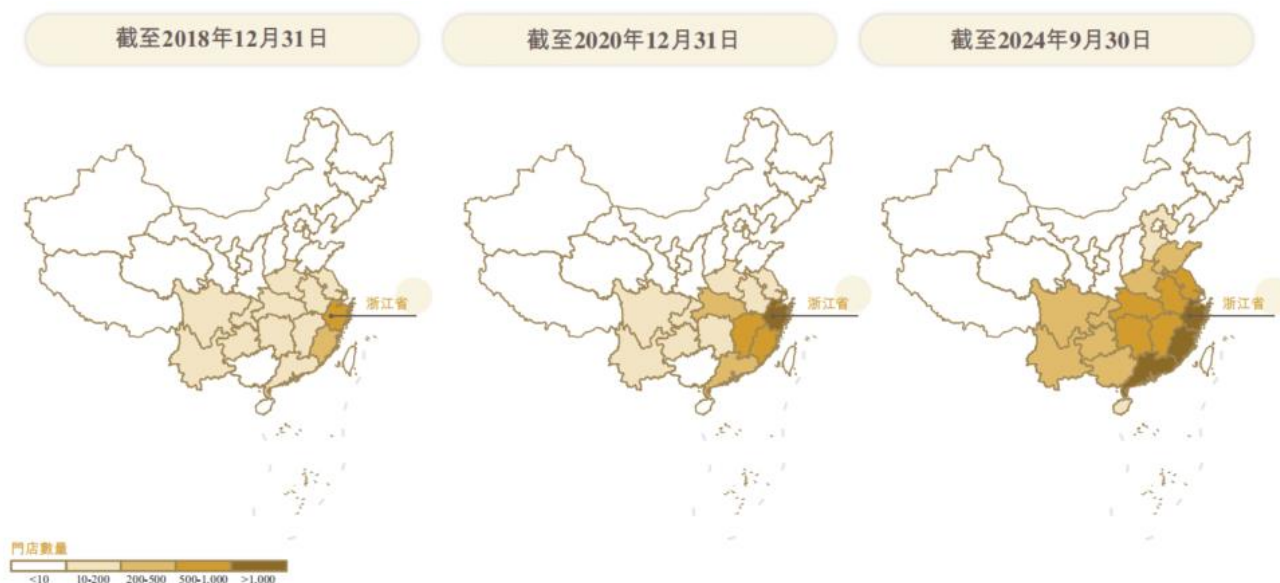
1.1 发展历程：通过地域加密策略获得行业领先地位

古茗自 2010 年创立以来，从一个小镇奶茶店成长为国内茶饮行业的头部品牌之一。以 2023 年的商品销售总额（GMV）及截至 2023 年底的门店数量来看，古茗均是中国最大的中价现制茶饮店品牌，同时也是全价位段下中国第二大现制茶饮店品牌。2023 年古茗的 GMV 达到人民币 192 亿元，同比增长 37.2%。截至 2024 年 9 月 30 日的九个月内，古茗的 GMV 为人民币 166 亿元，同比增长 20.4%，增长率超过其他前十大现制茶饮店品牌中的大多数。截至 2023 年底，古茗的门店网络已覆盖 9001 家门店，同比增长 35.0%，并在 2024 年 9 月 30 日扩展至 9778 家门店。

多年来对下沉市场的深耕，积累出对消费者和市场的深刻洞察。行业领先的运营效率，使古茗能够以亲民的价格提供高品质饮品，满足消费者的日常饮用需求。十多年前，创始人王云安先生在他的家乡浙江省大溪镇开设了第一家古茗门店，大溪镇属于典型的下沉市场。由于当时当地的供应链基础设施还处于发展阶段，采用新鲜水果及其他优质食材制作的现制茶饮产品种类有限。王云安先生坚信，消费者对新鲜食材的追求将推动现制饮品行业的变革，于是开启了通过冷链物流运输高品质、短保质期食材制作现制茶饮的旅程。

古茗是中国前五大中价段现制茶饮店品牌（古茗、茶百道、沪上阿姨、书亦烧仙草、CoCo 都可）中，唯一采用地域加密布店策略的品牌。在单一省份的门店超过 500 家，表示该地区具备了凸显规模效应的基础，称为“关键规模”。借助在已有关键规模的省份所积累的经验和优势，战略性地进入邻近省份。根据招股书，（1）浙江省率先达到关键规模，并持续增长至目前的 2000 多家门店；（2）已在八个省份建立了超过关键规模的门店网络，这些省份在 2023 年合计占 GMV 的 87%；（3）其中，按 GMV 计算，最早达到关键规模的浙江、福建和江西，古茗在全价格带现制茶饮店品牌中的市场份额均为第一。（4）截至 2024 年 9 月底，已在全国 17 个省份建立布局，并将持续增加门店网络密度。

图1：古茗门店网络扩张步伐稳健、增长空间广阔

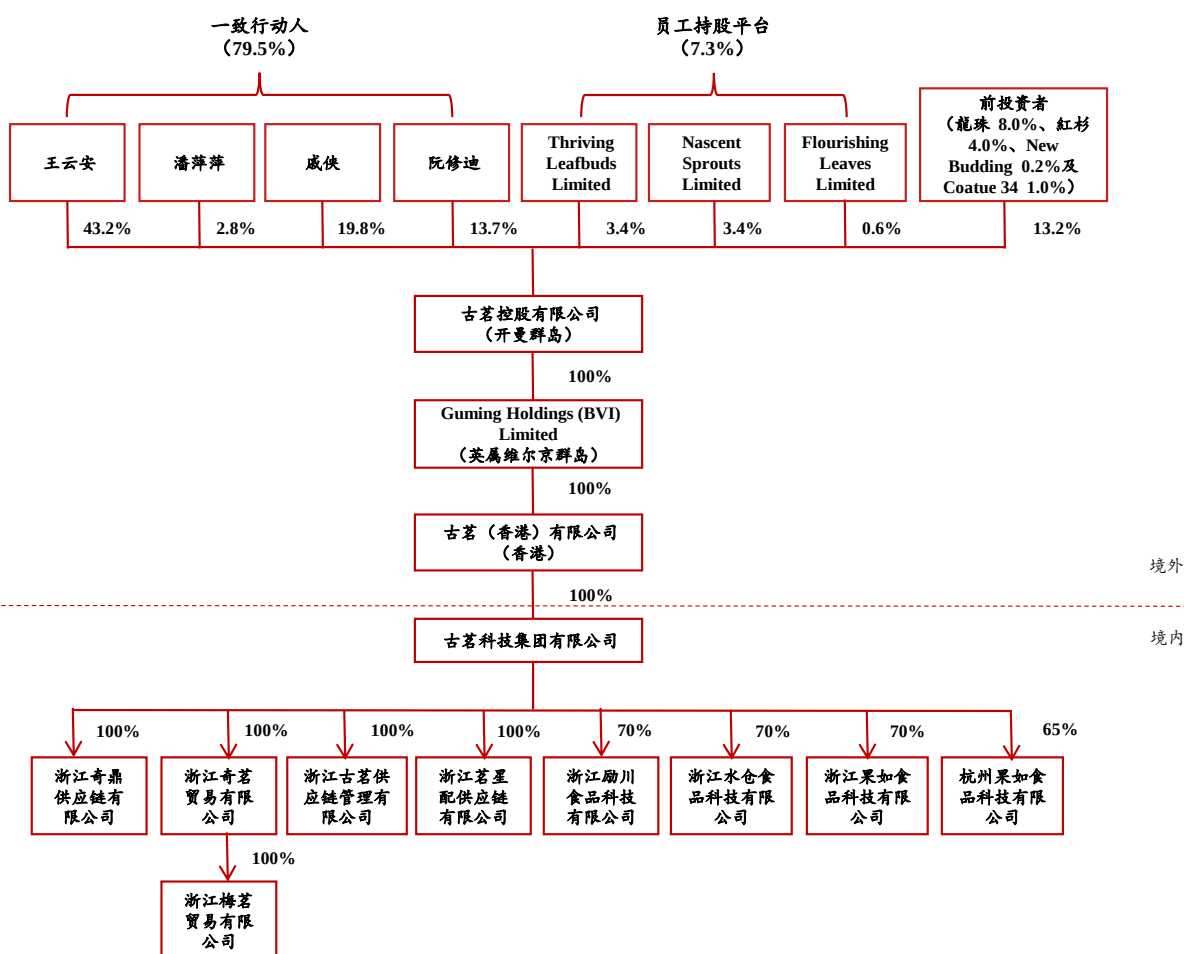


资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

1.2 股权结构：控制权集中，创始团队经验丰富

公司控制权集中，员工持股平台激励员工和公司共同成长。截止 2025 年 1 月 12 日，王云安先生持股 43.2%，为公司第一大股东兼实控人。王云安先生与戚侠先生、阮修迪先生、潘萍萍女士及各自的相关公司（合计控股 79.5%）订立一致行动协议，共同决议公司事务，若无法达成共识则由王先生决定。公司设有 Thriving Leafbuds Limited 和 Nascent Sprouts Limited 和 Flourishing Leaves Limited 三个员工持股平台，鼓励员工作出的贡献，激励员工和公司共同成长。

图2：股权结构（截至 250112）



资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

创始人团队亦是核心管理层，高管多具有丰富行业经验。创始人、董事会主席、执行董事兼首席执行官王云安十多年来一直负责制定古茗品牌的战略、发展方向及目标。执行董事兼总裁、联合创始人戚侠负责集团的业务发展及加盟商管理。执行董事、联合创始人阮修迪负责本集团的门店管理、采购及物流。首席运营官李继锋、首席财务官孟海陵在加入古茗前，亦有多段相关行业从业经历，经验丰富。

表1: 高管职务

姓名	职务	简介
王云安	创始人、董事会主席、执行董事兼首席执行官	王先生 2010 年开办了第一家古茗门店，此后十多年来一直负责制定古茗品牌的战略、发展方向及目标。自 2018 年古茗科技成立起一直担任其首席执行官。
戚侠	执行董事兼总裁	戚先生是古茗科技 2018 年 6 月成立时的初始股东之一，负责本集团的业务发展及加盟商管理，为本集团的加盟商委员会的初始成立及持续运作、加盟商培训系统及各种加盟商管理措施作出了重大贡献。
阮修迪	执行董事	阮先生是古茗科技成立时的初始股东之一，专注于本集团的产品研发，在茶饮相关研究及采购方面拥有丰富经验及深刻理解。此前，阮先生负责本集团的门店管理、采购及物流。阮先生共同创立古茗品牌，对品牌的成长与发展至关重要。
金雅玉	执行董事	金女士自 2016 年起在「古茗」品牌的起步阶段便开始与王先生共事。金女士主要负责本集团的整体行政管理、包装物料采购及执行本集团的反贪污政策，在企业文化形成方面发挥了重要作用。
蔡云江	执行董事	蔡先生早于 2015 年与王先生共同合作开发古茗品牌，现担任古茗科技业务发展主管，并专注于本集团业务发展及加盟商管理，包括加盟商发展、门店视察及运营支持。蔡先生于业务发展方面拥有逾十年经验，曾任西双版纳剑峰传媒有限公司的副总经理。
李继锋	首席运营官	2022 年 3 月以来，李先生一直担任古茗首席运营官，并于 2020 年 8 月至 2022 年 3 月担任古茗首席技术官。在加入集团之前，李先生曾任旅悦集团的首席技术官、便利蜂商贸有限公司产品副总裁等职务。
孟海陵	首席财务官	孟先生于 2020 年 6 月加入公司。曾任职 ZebraGlobalCapital 研究主管、多家投资银行担任中国互联网行业的股票研究分析师、曾任高盛（亚洲）有限责任公司担任执行董事、爱奇艺担任战略合作及投资者关系经理等。

资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

1.3 经营情况：门店网络扩张和 GMV 不断上升驱动公司营收持续增长

产品矩阵：古茗主要销售果茶饮品、奶茶饮品、咖啡饮品及其他三类饮品。于 24 年前 9 个月，古茗共售出 10 亿杯饮品，其中果茶/奶茶/咖啡及其他的售出杯数占比分别为 41%/47%/12%，即分别售出 4.0/4.7/1.2 亿杯，其中超 A 芝士葡萄、古茗奶茶是畅销单品。立足于现制茶饮市场的同时，公司计划扩充现制咖啡品类。

定价策略：产品价格集中在 10-18 元。古茗大多数产品集中在 10-18 元的价格区间，专注于中价现制茶饮店赛道（中价是指产品平均售价通常在 10~20 元）。公司目前并无任何计划调整产品价格范围。

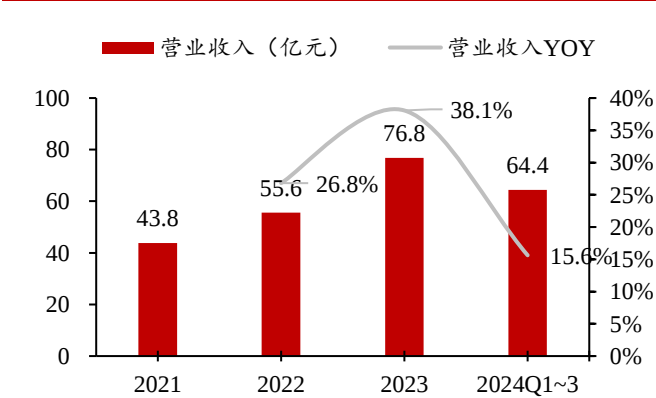
图3：产品矩阵

价格带	果茶	奶茶	咖啡饮品及其他
售出杯数占比	41%	47%	12%
<10元			 曲香茉莉
10-18元	 黑桑凤梨  百香双重奏  百香芒芒大橘	 古茗奶茶  龙井香青团  什么都  初春山茶香	 芝士茉莉
18-21元	 超A芝士葡萄  芝士莓莓  爆汁粒粒大橘	 布蕾脆脆奶芙  特浓抹茶牛乳	 大橘美式  功夫生椰拿铁  轻体·果蔬瓶

资料来源：价格数据来源于窄门餐眼 2025 年 3 月价格数据，古茗招股说明书，浙商证券研究所
备注：售出杯数数据来自招股书，统计时间段为 24 年前 9 个月

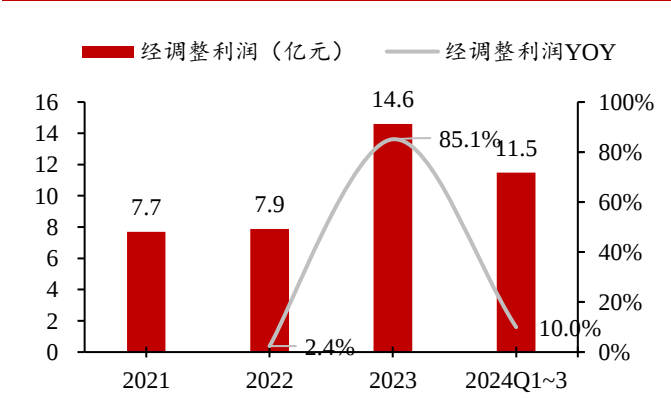
门店网络扩张和 GMV 不断上升驱动公司营收持续增长。21-23 年不断加速，24 年增速放缓主因受到行业整体放缓及竞争加剧的影响。根据招股书，（1）门店数量：公司门店数量 2022、2023 年分别同比增加 17.1%和 35.0%至 6669 家和 9001 家，并于 2024 年 9 月底达到 9778 家，门店网络稳步扩大。（2）同店 GMV：得益于不断加密各省份的门店网络，公司在 2021-2023 连续三年在全国的同店 GMV 实现了正增长。2024 年前三季度，公司的同店 GMV 下降 0.7%，主因行业整体放缓以及市场竞争加剧下部分参与者推出低价产品所致。（3）GMV 总额：尽管如此，古茗 2024 年前三季度的 GMV 总额同比增长 20.4%。由于上文所述的行业整体放缓及竞争加剧，公司 2024 年前三季度的单店 GMV、单店日均 GMV、单店售出杯数、单店日均售出杯数、每笔订单的平均 GMV、单店日均订单数以及每家新开加盟店的日均 GMV 同比均有所减少。由于公司持续拓展门店网络并开设多家新店，公司的 GMV 总额及售出总杯数仍持续增长，单店 GMV 下降幅度也低于其他前十大现制茶饮品牌中的大多数。

图4：23 年收入为 76.8 亿元



资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

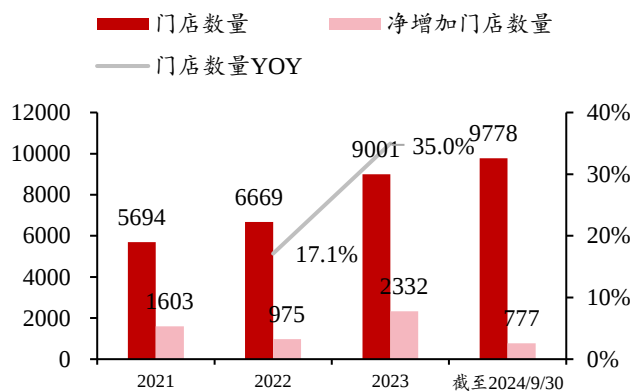
图5：23 年经调整利润 14.6 亿元



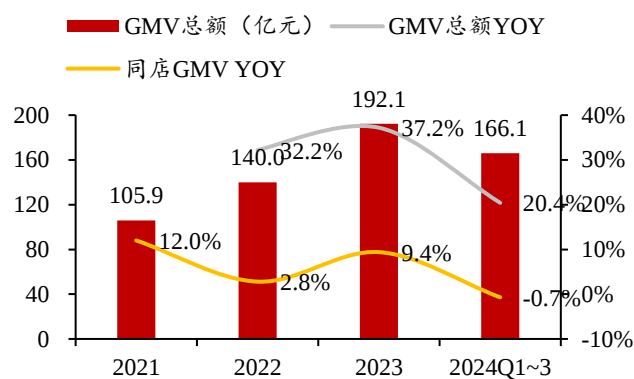
资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

图6：门店持续扩张

图7：24Q1-3 同店 GMV 同比微降



资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所



资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

近年来销售商品及设备贡献公司八成收入，加盟管理服务毛利率高。收入端：（1）销售商品及设备为公司主要业务收入来源，近年来占比稳定在80%左右，其中2024Q1-3销售商品/销售设备的收入占比分别为75.6%/4.4%。（2）加盟管理服务占收入比重约为20%，其中2024Q1-3初始加盟费/持续支持服务费/提供培训及其他服务的收入占比分别为1.4%/17.7%/0.7%。盈利能力上：（1）2022年为支持公共卫生事件期间的运营，降低了向加盟商提供商品的价格，故销售商品及设备的毛利率有所下降，公共卫生事件后毛利率恢复，2024年前三季度毛利率为18.0%。（2）加盟管理服务毛利率较高，一直稳定在80%以上。

表2：古茗各业务营收、增速和占比一览表

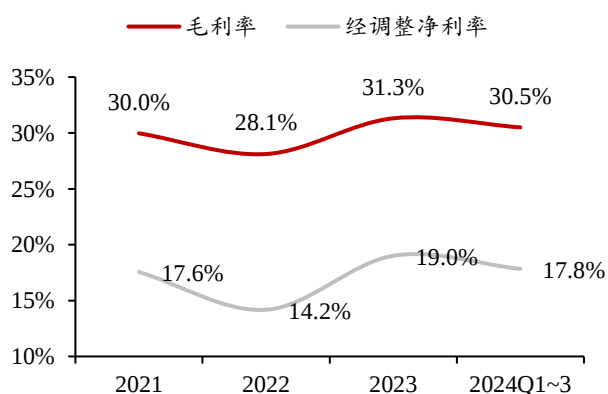
分业务收入（亿元）	2021	2022	2023	2024Q1-3
收入总计	43.8	55.6	76.8	64.4
YOY		26.8%	38.1%	15.6%
毛利率	30.0%	28.1%	31.3%	30.5%
销售商品及设备	35.5	45.1	61.4	51.5
YOY		27.0%	36.4%	15.1%
占比	80.9%	81.0%	80.1%	80.0%
毛利率	16.8%	15.5%	18.7%	18.0%
销售商品	33.5	42.8	57.8	48.7
YOY		27.9%	34.9%	16.7%
占比	76.4%	77.0%	75.3%	75.6%
毛利率	17.3%	15.8%	19.3%	18.4%
销售设备	2.0	2.2	3.7	2.8
YOY		13.2%	63.5%	-6.8%
占比	4.5%	4.0%	4.8%	4.4%
毛利率	8.2%	9.4%	9.5%	9.8%
加盟管理服务	8.3	10.4	15.2	12.8
YOY		25.6%	45.4%	17.8%
占比	19.0%	18.8%	19.8%	19.8%
毛利率	86.2%	82.6%	82.3%	81.3%
初始加盟费	0.7	0.9	1.1	0.9

YOY		19.8%	24.6%	8.2%
占比	1.7%	1.6%	1.4%	1.4%
毛利率	58.4%	56.1%	48.3%	54.4%
持续支持服务费	7.0	9.0	13.1	11.4
YOY		28.5%	45.9%	22.8%
占比	16.0%	16.2%	17.1%	17.7%
毛利率	92.1%	88.2%	87.5%	84.7%
提供培训及其他服务	0.6	0.6	1.0	0.5
YOY		-2.0%	69.0%	-34.7%
占比	1.3%	1.0%	1.3%	0.7%
毛利率	51.0%	35.3%	49.2%	48.4%
直营门店销售	0.1	0.1	0.1	0.1
YOY		84.9%	25.5%	14.7%
占比	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
毛利率	34.9%	18.6%	18.7%	14.3%

资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

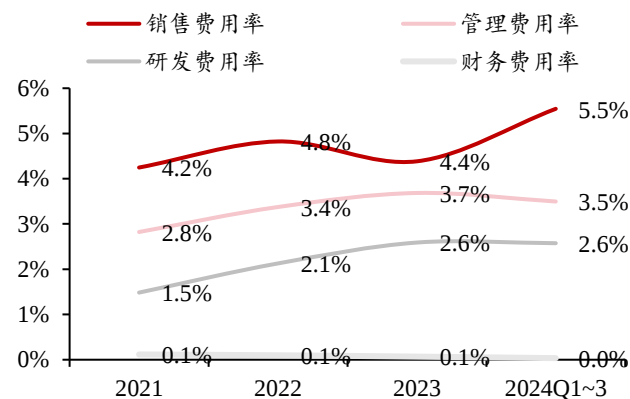
毛利率、经调整净利率基本保持稳定。根据古茗招股说明书，2024 年前三季度毛利率、经调整净利率分别为 30.5%、17.8%，2021 年-2024 年前三季度公司毛利率基本稳定在 30%-31%，2022 年毛利率下降主因公司为支持新冠疫情期间的运营，降低了向加盟商提供商品的价格，经调整净利率与毛利率基本保持一致走势。2024 年前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.5%/3.5%/2.6%/0.0%，2021-2024 年前三季度公司销售、管理、研发费用率整体呈现上升趋势，其中销售费用率的提升主因广告及宣传费率同比提升 1pct。

图8：公司毛利率及经调整净利率



资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

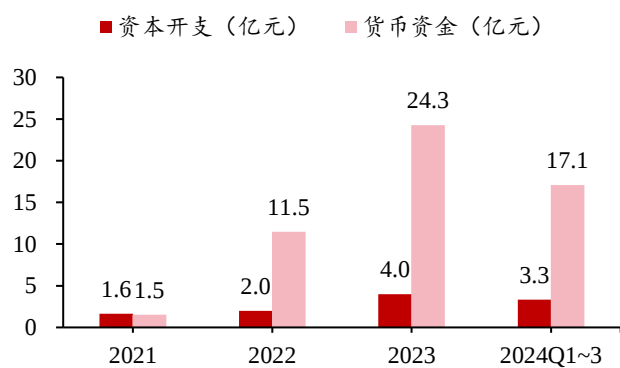
图9：公司历年费用率



资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

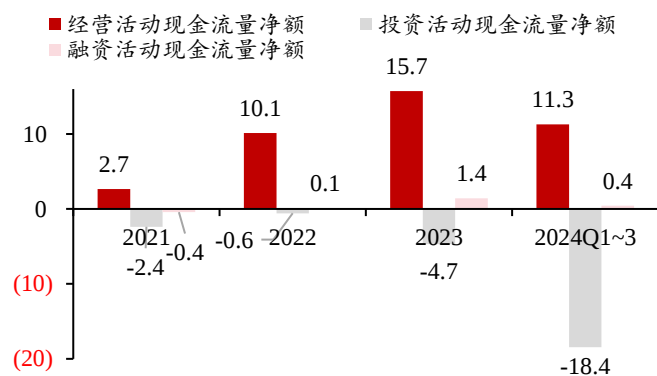
古茗的资本开支主要用来建设工厂和仓库，账面货币资金充足，经营活动现金流充裕。

图10: 公司历年资本开支和货币资金



资料来源: 古茗招股说明书, 浙商证券研究所

图11: 公司历年现金流 (亿元)



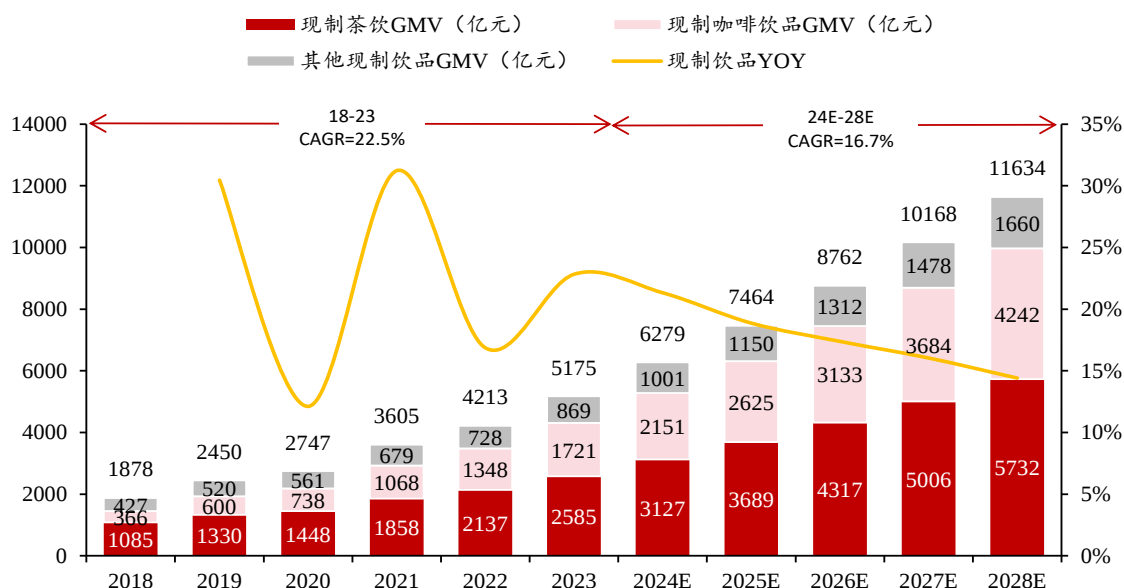
资料来源: 古茗招股说明书, 浙商证券研究所

2 行业分析：中价市场和二线以下城市是赛道扩容的核心驱动

2.1 现制饮品市场：五千亿规模赛道，24-28E CAGR 16.7%

(1) 中国现制饮品市场规模：2023 年 GMV 达 5175 亿元，2018-2023 年的 CAGR 为 22.5%，预计 2024-2028 年 CAGR 达 16.7%，较前五年增速或小幅放缓、但仍保持较快增长。得益于人均可支配收入增加、消费者习惯转变，以及由市场创新及供应链改善所带来的产品品质持续升级，中国的现制饮品市场于近年来规模快速增长。

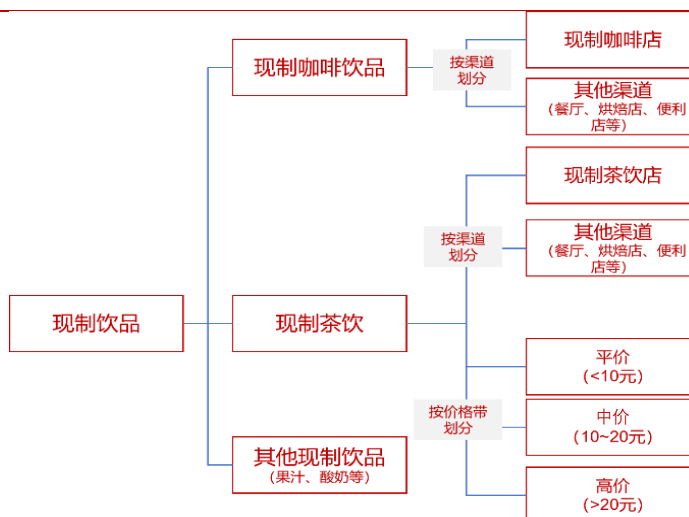
图12：中国现制饮品市场的 GMV



资料来源：灼识咨询，中国国家统计局，国际货币基金组织（转引自古茗招股说明书），浙商证券研究所

现制饮品指现场制作、可立即饮用的饮品，包括茶饮、咖啡以及其他饮品（如果汁及酸奶饮品）。现制饮品店（如现制茶饮店及现制咖啡店）是消费者购买现制饮品的主要渠道。以 2023 年的 GMV 计算，“古茗”品牌在中国现制饮品店市场（此处含咖啡店等其他类别现制饮品店）的市占率为 4.8%。其中现制茶饮按销售渠道，可分为现制茶饮店和其他渠道（如餐厅、烘焙店、便利店等）；按价格带，可分为平价、中价和高价市场。

图13：现制饮品的分类



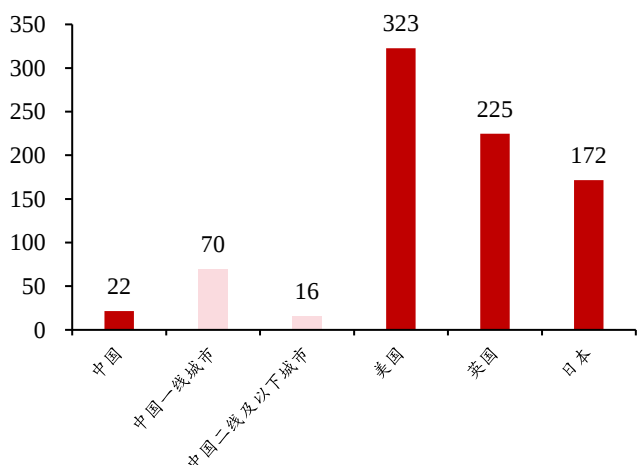
资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

人均现制饮品年消耗量有望从 23 年的 22 杯增加一倍以上达到 2028 年的 51 杯。2023 年中国人均现制饮品年消耗量为 22 杯，而美国、英国、日本分别达到 323、225、172 杯。根据古茗招股说明书，2028 年，中国的人均现制饮品年消耗量预计将增加一倍以上，达到 51 杯，呈现出显著的增长前景。2023 年中国一线城市人均现制饮品年消耗量为 70 杯，而二线及以下城市为 16 杯，低线市场潜力更大。

（2）中国现制饮品市场的主要细分市场

- **现制茶饮：规模最大。**2023 年，现制茶饮市场 GMV 达 2585 亿元，占现制饮品市场 GMV 的 50%，是最大的细分市场。基于一直备受中国人喜爱的茶，并创新性地加入新鲜水果等原料，现制茶饮日益受消费者欢迎。
- **现制咖啡饮品：增速最快。**2023 年，现制咖啡饮品市场 GMV 达 1721 亿元，为现制饮品市场中增速最快的赛道。得益于市场创新，咖啡饮品得到改进以适应中国消费者的口味，使消费咖啡饮品的习惯在中国日益盛行，现制咖啡饮品的受欢迎程度持续飙升。现已有众多现制茶饮品牌布局现制咖啡赛道，如蜜雪冰城有幸运咖、茶颜悦色有鸳鸯咖啡、喜茶有喜鹊咖、奈雪有咖飞、茶百道有咖灰。

图14：2023 年中国人均现制饮品年消耗量远低于发达国家



资料来源：灼识咨询（转引自古茗招股说明书），浙商证券研究所
备注：一线城市指北上广深

图15：现制茶饮规模最大，现制咖啡增速最快

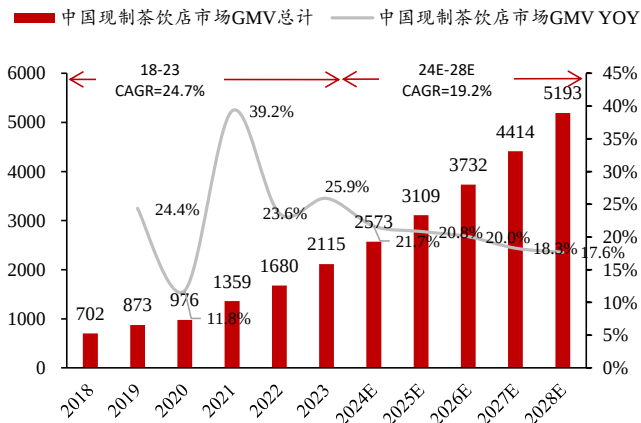
	占比	18-23 CAGR	24E-28E CAGR
现制茶饮	50.5%	19.0%	16.4%
现制咖啡饮品	33.3%	36.3%	18.5%
其他现制饮品	16.8%	15.3%	13.5%
总计	100.0%	22.5%	16.7%

资料来源：灼识咨询，中国国家统计局，国际货币基金组织（转引自古茗招股说明书），浙商证券研究所
备注：“占比”为几个细分市场在中国现制饮品市场中的 GMV 占比，CAGR 按 GMV 计算

2.2 现制茶饮店市场：中价市场 24-28E CAGR 20.8%，占比过半

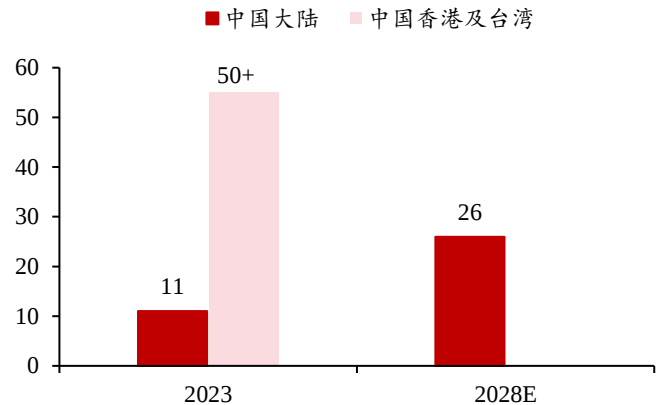
（1）中国现制茶饮店市场规模：2023 年 GMV 达 2115 亿元，2018-2023 年的 CAGR 为 24.7%，预计 2024-2028 年 CAGR 为 19.2%，到 2028 年预计规模达 5193 亿元。相较饮茶文化相近的港台地区，中国大陆的现制茶饮店市场规模有提升空间。于 2023 年，中国大陆人均现制茶饮店年消耗量 11 杯，而中国香港及中国台湾则为超过 50 杯，两者有着相近的由来已久的饮茶文化。到 2028 年，中国大陆人均现制茶饮店年消耗量预期增加一倍以上至 26 杯，增长前景显著；

图16: 中国现制茶饮店市场 GMV



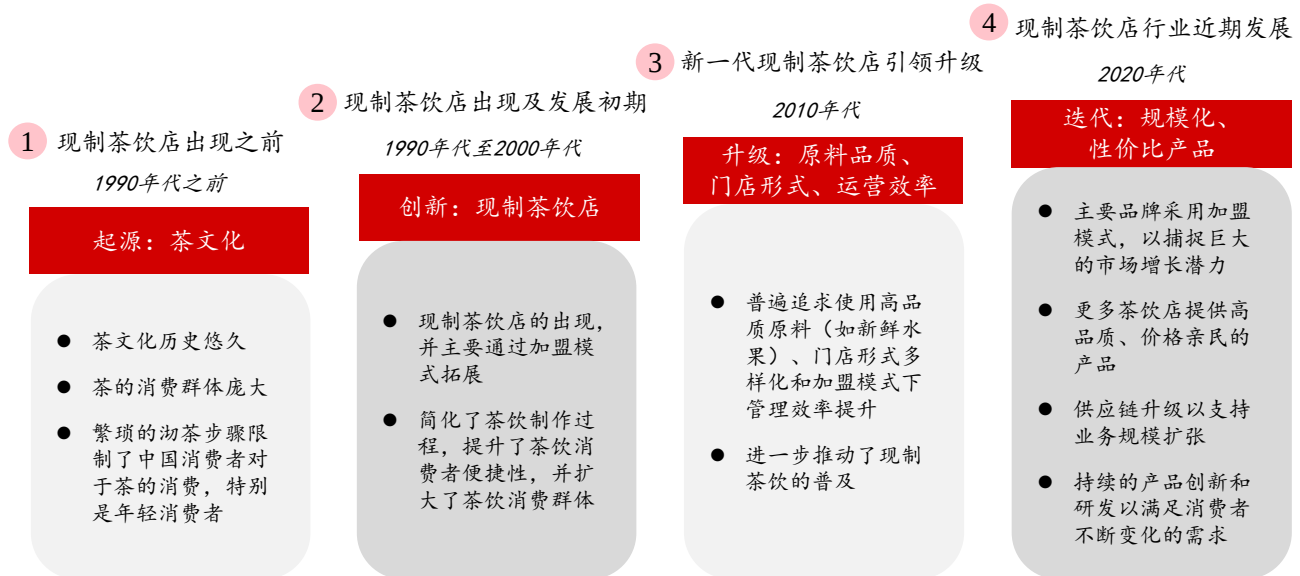
资料来源: 灼识咨询, 中国国家统计局 (转引自古茗招股说明书), 浙商证券研究所

图17: 2023 年大陆人均现制茶饮品年消耗量远低于中国香港及台湾



资料来源: 灼识咨询 (转引自古茗招股说明书), 浙商证券研究所

图18: 中国现制茶饮店市场进入追求规模化和性价比的时代



资料来源: 古茗招股说明书, 浙商证券研究所

(2) 中国现制茶饮店市场的主要细分市场

- **从价格区间看:** 中价现制茶饮店市场规模最大, 发展势头最为迅猛。
- **从城市线级看:** 二线城市及以下地区为重要驱动力。长期而言 (2028 至 2033 年), 随着中国经济和消费者支出预期增长, 现制茶饮店市场预计将以约 15% 的复合年增长率进一步扩大。其中, 一线城市、新一线城市以及二线及以下城市的复合年增长率预计分别为约 10%、约 10% 及约 15%。
- **从购买方式看:** 外卖服务增长迅速, 占比持续提升。2018-2023 年, 外卖服务 GMV 复合年增长率高达 51.8%, 预计 2024-2028 年将以 22.1% 的复合年增长率

继续增长，占比也有望从 2023 年的 45.0%提升至 2028 年的 51.1%，超过店内饮用及自取比例，核心原因是消费者对购买便利性的需求不断增加。

图19： 预计 24-28 年中价现制茶饮店复合年增长率最高

	占比	18-23 CAGR	24E-28E CAGR
高价现制茶饮店	13.2%	35.2%	9.4%
中价现制茶饮店	51.3%	24.4%	20.8%
平价现制茶饮店	35.4%	22.1%	20.1%
总计	100.0%	24.7%	19.2%

资料来源：灼识咨询，中国国家统计局，国际货币基金组织（转引自古茗招股说明书），浙商证券研究所

备注：“占比”为 2023 年按 GMV 计算，每个价格带市场规模在中国现制茶饮店市场中占比，CAGR 按 GMV 计算

图20： 预计 24-28 年二线城市及以下地区的增速超市场平均水平

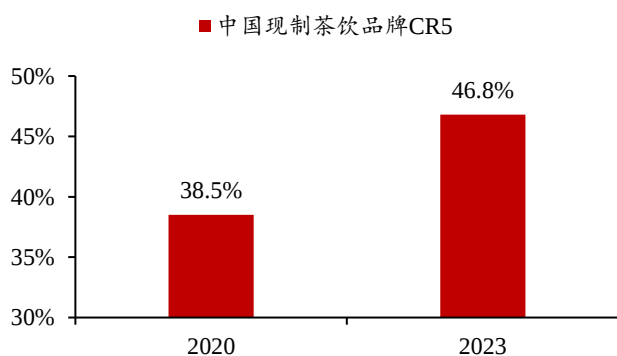
	占比	18-23 CAGR	24E-28E CAGR	28E-30E CAGR
一线城市	16.1%	17.6%	14.5%	约 10%
新一线城市	19.4%	20.1%	15.5%	约 10%
二线城市	19.1%	24.6%	18.5%	
三线城市	20.6%	28.0%	21.3%	
四线城市及以下	24.8%	33.2%	22.9%	
二线城市及以下	64.5%	28.7%	21.2%	约 15%
总计	100.0%	24.7%	19.2%	

资料来源：灼识咨询，中国国家统计局，国际货币基金组织（转引自古茗招股说明书），浙商证券研究所

备注：“占比”为 2023 年按 GMV 计算，每个城市线级的市场规模在中国现制茶饮店市场中占比，CAGR 按 GMV 计算

（3）竞争格局：按 2023 年 GMV 计，中国现制茶饮店市场 CR5 达 46.8%，头部集中度逐步提升。中国的现制茶饮店市场格局历来分散，如今存在持续整合趋势，行业集中度上升。按 2023 年 GMV 计，前五大现制茶饮店品牌的市场份额由 2020 年的 38.5%增至 2023 年的 46.8%，古茗在中国前五大现制茶饮店品牌中排名第二、市占率达 9.1%。按截至 2023 年 12 月 31 日的门店数量计，蜜雪冰城以超 3 万家的门店数位列第一，古茗门店数达 9001 家，位列第二，茶百道、沪上阿姨等品牌门店总数也均在 7000 家以上，竞争仍然激烈。

图21： 集中度提升



资料来源：灼识咨询，古茗招股说明书，浙商证券研究所

图22： 2023 年古茗排名第二、市占率达 9.1%

品牌	GMV(亿元)	市场份额	门店数量
蜜雪冰城	427	20.2 %	约 30,300
古茗	192	9.1 %	9,001
茶百道	169	8.0 %	7,801
霸王茶姬	105	5.0 %	
沪上阿姨	97	4.6 %	约 7,800

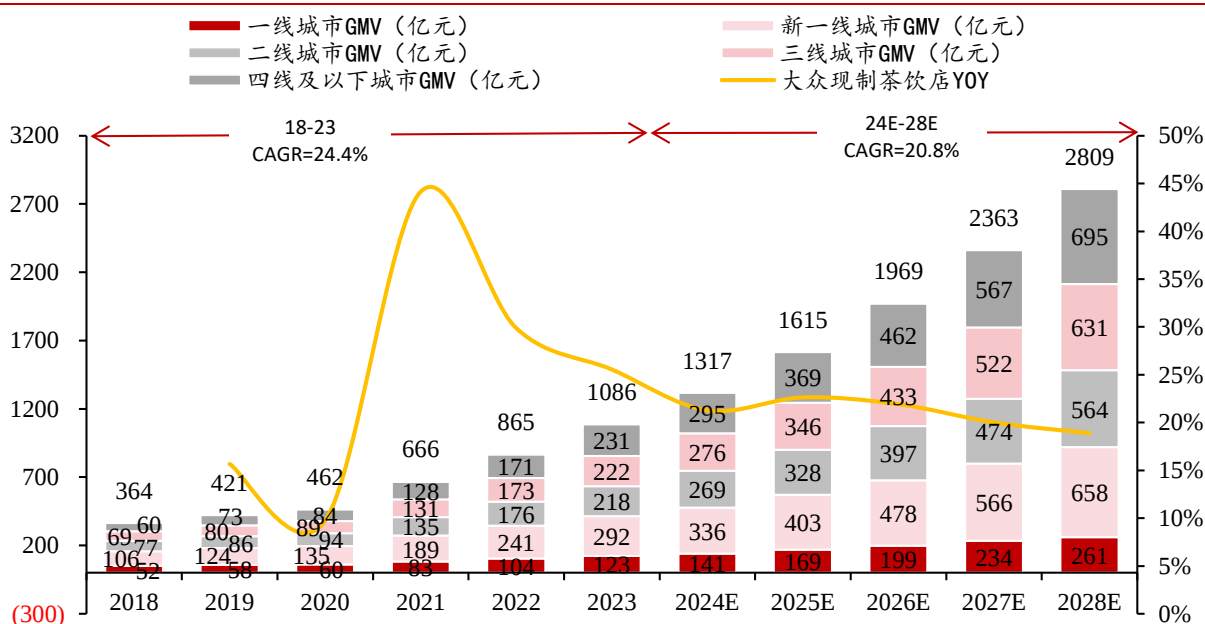
资料来源：灼识咨询，古茗招股说明书，浙商证券研究所

备注：“市场份额”为按 2023 年 GMV 计，中国现制茶饮店市场中市占率排名前五的品牌的份额，“GMV”和“门店数量”均为截至 2023 年底数据

2.3 中价现制茶饮店市场：二线及以下城市 24-28E CAGR 22.5%，超六成

(1) 中价现制茶饮店市场规模：2023 年 GMV 达到 1086 亿元，2018-2023 年的 CAGR 为 24.4%，预计 2024-2028 年 CAGR 为 20.8%，到 2028 年预计规模达 2809 亿元。增速高于中国现制茶饮店市场总体水平。这一增长趋势得益于中价现制茶饮店以适中的价格提供多样化产品，契合市场需求。同时，中价现制茶饮店在现制茶饮店市场中的 GMV 占比自 2022 年起就超过半数，且预计到 2028 年将进一步提升至 54.1%，占比有望持续扩大。

图23：中国中价现制茶饮店市场 GMV



资料来源：灼识咨询，中国国家统计局，国际货币基金组织（转引自古茗招股说明书），浙商证券研究所

(3) 细分市场：二线及以下城市是核心增长驱动。根据灼识咨询报告，2023 年，一线及新一线城市平均每百万人对应约 214 家中价现制茶饮店，而二线及以下城市平均每百万人仅对应约 122 家，该区域市场增长潜力巨大。2023 年，二线及以下城市的中价现制茶饮店 GMV 占市场 GMV 总额的 61.8%，预计 2028 年将增长至 67.3%，在市场中的地位愈发重要。因此，对于中价现制茶饮店品牌，在二线及以下城市深耕布局，提升品牌影响力，是实现在现制茶饮市场领先的关键。

图24：预计 24-28 年中国二线城市及以下地区在中价现制茶饮店市场的增速超市场平均水平

	占比	18-23 CAGR	24E-28E CAGR
一线城市	11.3%	18.8%	16.6%
新一线城市	26.9%	22.5%	18.3%
二线城市	20.1%	23.1%	20.3%
三线城市	20.4%	26.3%	23.0%
四线城市及以下	21.3%	30.9%	23.9%
二线城市及以下	61.8%	26.6%	22.5%
总计	100.0%	24.4%	20.8%

资料来源：灼识咨询，中国国家统计局，国际货币基金组织（转引自古茗招股说明书），浙商证券研究所
 备注：“占比”为 2023 年按 GMV 计，中国中价现制茶饮店市场中各线城市城市的占比，“复合增长率”用 GMV 计算得出，CAGR 按 GMV 计算

（4）竞争格局：激烈竞争下，古茗在增速最快的二线及以下城市布局优势明显。中价现制茶饮店市场竞争激烈，一方面，赛道内品牌众多，各品牌在产品、价格、营销等方面竞争激烈。另一方面，以喜茶、奈雪的茶为代表的高价现制茶饮品牌下调价格并开放加盟，逐渐进入中价赛道，进一步加剧了市场竞争。古茗在下沉市场具有强大的竞争力，其品牌定位和产品服务契合了低线城市消费者的需求。根据灼识咨询，按 2023 年 GMV 排序，古茗是中国最大的中价现制茶饮店，市场份额达 17.7%。从门店数量来看，截至 2023 年，古茗拥有 9001 家门店，同样位列中国中价现制茶饮店之首；从城市布局来看，古茗在各城市线级均有布局，尤其在二线及以下城市优势明显，根据灼识咨询，按 GMV 计算，其在二线及以下城市的市场份额约为 22%，门店数量占比高达 78.8%，远超其他品牌。

图25：2023 年古茗排名第一、市占率达 17.7%

品牌	GMV(亿元)	市场份额	门店数量
古茗	192	17.7%	9,001
茶百道	169	15.6%	7,801
霸王茶姬	105	9.7%	
沪上阿姨	97	8.9%	约 7,800
CoCo 都可	87	8%	约 4,300

资料来源：灼识咨询（转引自古茗招股说明书），浙商证券研究所
 备注：“市场份额”为 2023 年按 GMV 计，中国中价现制茶饮店市场中排名前五品牌的份额，“GMV”和“门店数量”均为截至 2023 年底数据

图26：2023 年古茗排名第一，二线及以下城市门店占比 78.8%

品牌	一线城市	新一线城市	二线及以下城市
古茗	3.0 %	18.2%	78.8%
茶百道	10.6%	26.9%	62.5%
沪上阿姨	约 8 %	约 22 %	约 70 %
书亦烧仙草	约 4 %	约 31 %	约 65 %
CoCo 都可	约 16 %	约 31 %	约 53 %

资料来源：灼识咨询（转引自古茗招股说明书），浙商证券研究所
 备注：表中比例为以 2023 年门店数计，中国中价现制茶饮店市场中排名前五的品牌在各线城市城市的门店占比

3 核心竞争力：结硬寨打呆仗，地域加密高质量扩张

3.1 不同之处？卡位价格带和城市线级双维度β最快的细分市场

从价格区间来看：如前文所分析，中价现制茶饮店市场是三个价格带中规模最大、增长最快的细分市场，古茗 10-18 元的主要产品价格定位卡位精准。中价现制茶饮店市场 GMV 预计 2024-2028 年 CAGR 达 20.8%，快于平价 20.1%和高价市场 9.4%的 CAGR 预期。

图27：头部品牌主要产品价格带分布



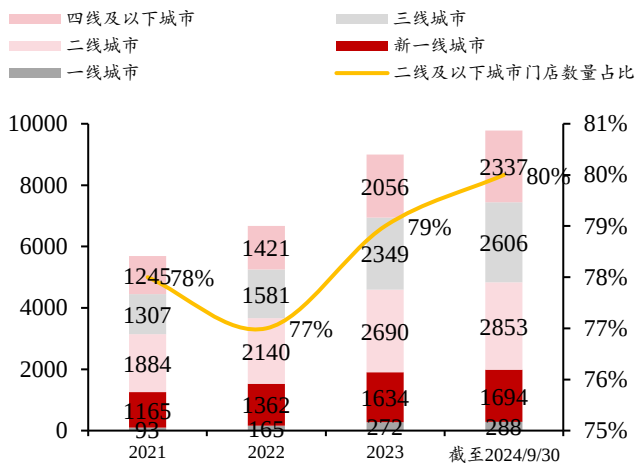
资料来源：灼识咨询（转引自古茗招股说明书，蜜雪集团招股说明书），窄门餐眼，浙商证券研究所

备注：甜啦啦和奈雪的茶的产品均价来源于窄门餐眼截至 2025 年 3 月 26 日的数据，其余品牌的主要产品价格带数据来源于古茗和蜜雪集团的招股说明书

进一步，从城市等级来看：如前文所分析，在中价现制茶饮店市场中，二线及以下城市增长最快，潜力巨大。古茗在低线城市及乡镇的影响力处于领先地位，这些地区的物流基础设施普遍并不发达，为现制茶饮店带来供应链及成本的挑战，仅有少数领先品牌有能力渗透到这些区域，展现出公司的先发优势。二线及以下城市中价现制茶饮店的 GMV 2024-2028 年的预计 CAGR 为 22.5%。按 GMV 计算，该增长预计贡献同期中国中价现制茶饮店市场增长的 70.4%。

- （1）古茗已在二线及以下城市成功建立了领先地位。2023 年底，古茗在二线及以下城市的门店数量占总门店数量的 79%，在按门店数量计的前五大中价现制茶饮品牌中比例最高，并于 2024 年 9 月底略增至 80%。在 2023 年，古茗门店在二线及以下城市的 GMV 达到人民币 147 亿元，占该等市场中价现制茶饮店约 22%的市场份额，使古茗成为市场中最大的品牌。

图28：古茗在二线及以下城市门店数量占比提升至 80%



资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

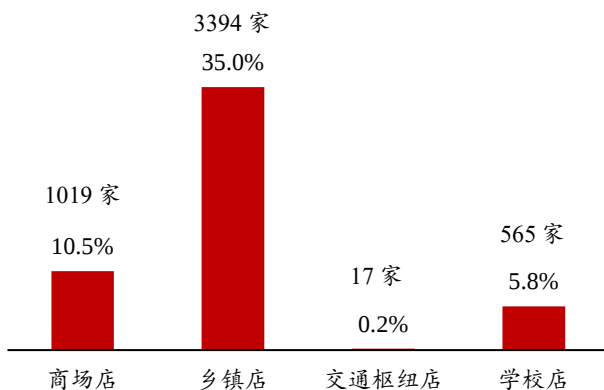
图29：古茗已在二线及以下城市成功建立了领先地位

品牌	一线城市	新一线城市	二线及以下城市
古茗	3.0 %	18.2%	78.8%
茶百道	10.6%	26.9%	62.5%
沪上阿姨	约 8 %	约 22 %	约 70 %
书亦烧仙草	约 4 %	约 31 %	约 65 %
CoCo 都可	约 16 %	约 31 %	约 53 %

资料来源：灼识咨询（转引自古茗招股说明书），浙商证券研究所
备注：以 2023 年门店数统计的占比数据

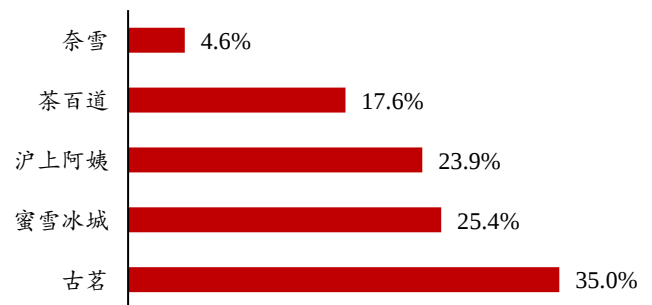
- (2) **古茗在乡镇的影响力处于领先地位。**与此同时，乡、镇是中国大多数人口居住的区域：根据 2020 年进行的中国人口普查，约 8.4 亿人居住在乡、镇，占全国人口近 60%。根据古茗招股说明书，截至 2023 年底，古茗门店有 38.3% 位于乡镇，该比例在 2024 年 9 月底增至 40%，而 2023 年底中国其他前五大中价现制茶饮店品牌的门店位于乡镇的比例普遍低于 25%。从窄门餐眼的数据来看，古茗门店位于乡镇的比例高于头部品牌（具体数字或与公司公告口径有出入）。

图30：古茗超三成门店选址位于乡镇



资料来源：窄门餐眼，数据截至 2025 年 3 月 25 日，浙商证券研究所
备注：窄门餐眼口径或与公司公告口径的具体数字有出入，此处仅展示窄门餐眼同一口径下的选址比较

图31：古茗在乡镇门店的选址比例高于头部品牌



资料来源：窄门餐眼，数据截至 2025 年 3 月 25 日，浙商证券研究所
备注：窄门餐眼口径或与公司公告口径的具体数字有出入，此处仅展示窄门餐眼同一口径下的同业对比

- **古茗的门店在乡镇有良好的业绩表现。**根据古茗招股说明书，于 2023 年、2024 年前三季度，古茗整体的单店 GMV 分别为 246 万元及 177 万元，于四线及以下城市的单店 GMV 分别为约 230 万元及约 170 万元，于乡镇的单店 GMV 分别为人民币约 240 万元及约 180 万元，乡镇地区 24 年前三季度的单店 GMV 表现超越了公司整体水平。

3.2 何以领先？地域加密策略下门店网络的高质量扩张

地域加密的布店策略，一方面成功扩展了门店网络，同时提升了门店业绩表现；另一方面，战略性地调配资源，使公司从规模经济中受益，随后再扩展至邻近省份。随着经验累积，古茗在一个省份的门店网络达到关键规模的速度持续加快。同时公司认为已达到关键规模的省份仍有成长空间，亦继续在这些省份加密。

图32：古茗各省份门店网络稳步扩张步伐（家）

省份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025. 2 月底
浙江	625	841	1415	1690	1967	2062	2161	2161
福建	300	466	854	957	998	1067	1167	1175
广东	15	65	230	413	747	964	1090	1099
江西	120	220	517	613	723	832	911	922
江苏	50	81	158	220	439	664	776	785
湖北	48	91	227	347	503	622	683	677
安徽	40	61	135	177	311	547	586	593
湖南	13	44	146	301	514	512	534	537
广西	1	1	1	1	41	284	424	431
四川	104	116	180	207	269	282	282	288
河南	20	48	159	204	246	249	283	279
山东	2	4	8	10	22	297	259	256
云南	10	28	52	58	60	145	218	218
贵州	10	14	16	22	62	188	213	216
重庆	39	66	158	199	218	223	201	200

资料来源：久谦数据（或与招股书口径有差异），浙商证券研究所

备注：数据截至 2025 年 2 月，图中仅展示截至 2025 年 2 月门店数超过 200 家的省份，随着门店数量达到 500 家、1000 家、2000 家临界值，数据底纹颜色加深

（1）关键省份表现

- 古茗目前已在八个省份建立超过关键规模的门店网络，其中广东和福建门店数量超过 1000 家，浙江超过 2000 家。根据招股书，古茗在浙江省率先达到关键规模，此后，古茗先后于 19 年/20 年/21 年/23 年在福建/江西/广东/湖南、湖北、安徽、江苏达到关键规模，且于 23 年福建的门店数量突破 1000 家、浙江的门店数突破 2000 家；根据久谦数据，广东的门店数量于 24 年也突破了 1000 家。

表3：古茗各省份达到关键规模及 1000、2000 家门店的节奏

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
达成关键规模 (突破 500 家)	福建	江西	广东		湖北、湖南、 安徽、江苏	
突破 1000 家	浙江				福建	广东
突破 2000 家					浙江	

资料来源：23 年及之前数据来源于招股书（或与图 32 久谦口径有差异），24 年数据来源于久谦数据库，浙商证券研究所

- 2023 年按 GMV 计，古茗在八个关键规模省份实现了超过 25% 的中价现制茶饮店市场份额，于浙江、福建及江西这些最早达成关键规模的省份以及这三个省份的每个地级市，在全价格带现制茶饮店市场中，均排名第一。并在这三省的每个省

份实现了超过 45%的平价现制茶饮店市场份额。据王云安总结，古茗选择先赢在局部战场，等在一个城市拿下第一后，再去打下一个点。

- **古茗在不断加密门店网络的同时，20-23 年均保持了全国同店 GMV 增长。**从门店经营表现上看，根据古茗招股说明书，古茗达到关键规模的八个省份，2020-2023 年各年均保持同店 GMV 增长。于 2023 年及截至 2024 年 9 月 30 日止九个月，八个达关键规模的省份合计分别贡献古茗 87%及 84%的 GMV，助力古茗成为中国最大的现制茶饮店品牌之一。

表4：达关键规模省份的期末门店数量及同店 GMV 增长

		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月
浙江	期末门店数量	1725	1868	2054	2117
	同店 GMV 增长	15.2%	3.3%	5.1%	-0.8%
福建及江西	期末门店数量	1590	1641	1914	2039
	同店 GMV 增长	7.4%	3.2%	12.0%	1.1%
其余五个已达关键规模的省份	期末门店数量	1689	2349	3317	3643
	同店 GMV 增长	14.9%	4.1%	11.6%	-1.4%
全国	期末门店数量	5694	6669	9001	9778
	同店 GMV 增长	12.0%	2.8%	9.4%	-0.7%

资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

（2）未来拓展空间广阔

- **古茗目前的省份和城市覆盖面皆小于行业平均水平，拓展空间广阔。**根据窄门餐眼数据，截至 2025 年 3 月，古茗前五省份的门店数占总门店数比例达 62.3%，高于行业平均水平；古茗目前共覆盖 19 个省份，223 座城市，相比其他现制茶饮品牌，仍有较多城市未开启加盟，未来增长空间广阔。

图33: 各现制茶饮店品牌的全国门店分布情况

门店分布			
门店总数	9702	1763	4430
门店数排前五省份的 总计门店数占比	62.3%	53.3%	50.0%
覆盖省份/城市数量	19/223	32/228	33/314
门店分布			
门店总数	8511	8557	34408
门店数排前五省份的 总计门店数占比	41.9%	39.3%	34.7%
覆盖省份/城市数量	31/349	32/350	33/365

资料来源: 窄门餐眼, 数据截至 2025 年 3 月 26 日, 浙商证券研究所

备注: 窄门餐眼口径或与公司公告口径的具体数字有出入

- 古茗亦持续评估进入境外市场的机会。2023 年, 全球现制饮品市场规模达到了 7791 亿美元, 预计到 2028 年将达到 11039 亿美元的市场规模, 2024 年至 2028 年的复合年增长率为 7.1%。公司将优先关注在现制茶饮领域拥有巨大增长潜力的市场, 也将考虑搭建供应链基础设施为海外门店网络提供支持。

(3) 供应链效率提升

密集的门店网络有助于实现规模经济, 从而显著提高品牌知名度、门店可及度以及仓储及物流效率。

- 古茗的加密开店策略, 通过提高门店集中度, 从而提升供应链效率, 带来显著的成本优势。根据招股说明书, 截至 2024 年前三季度, 古茗约 76% 的门店位于距离古茗其中一个仓库 150 公里范围内。2020-2023 年, 古茗仓到店的平均物流成本低于其 GMV 总额的 1%, 而行业平均水平约为 2%。举例来看: 于 2024 年 9 月, 古茗台州仓库的门店覆盖率较南宁仓库高 123%。按单店基准, 台州仓库覆盖的门店仓储及物流成本比南宁仓库覆盖的门店成本低 22%。

- 随着消费者健康意识增强，采用新鲜水果和鲜奶制成的茶饮广受欢迎，古茗的加密开店策略提高了其新鲜原料的配送频率，能够制作出更新鲜的饮品，符合中价消费者的需求。根据古茗招股说明书，受益于古茗所构建的截至 2023 年业内最大规模的冷链仓储和物流基础设施。依托对低线城市的密集门店布局，古茗是 2023 年按 GMV 计的中国前十大现制茶饮店品牌中，唯一一家能够向低线城市门店频繁配送短保质期鲜果和鲜奶的企业，且古茗可按要求向约 97% 的门店提供两日一配的冷链配送，相比之下，其他中国的现制茶饮店品牌通常四日一配，且通常不提供冷链配送支持，这为古茗产品的新鲜度提供了强有力的保障。

图34：古茗仓库分布图



资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

图35：古茗《杨梅的 72 小时》纪录片



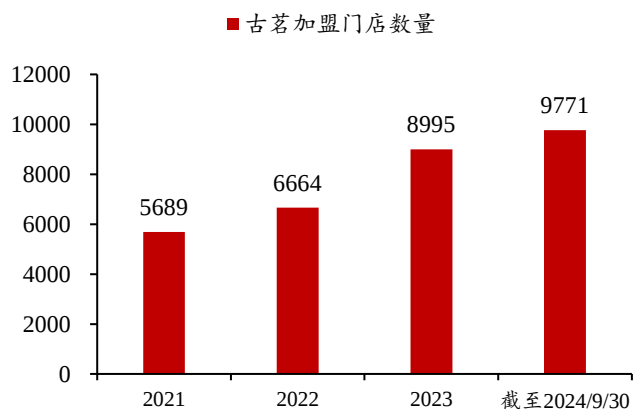
资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

3.3 何以加密？加盟店业绩亮眼，加盟商粘性强

地域加密策略的成功，离不开加盟店的快速扩张。古茗通过其门店亮眼的业绩表现，持续吸引加盟商加盟开店。古茗的门店经营质量高，可体现为经营的稳健性，以及经营利润率高两方面。

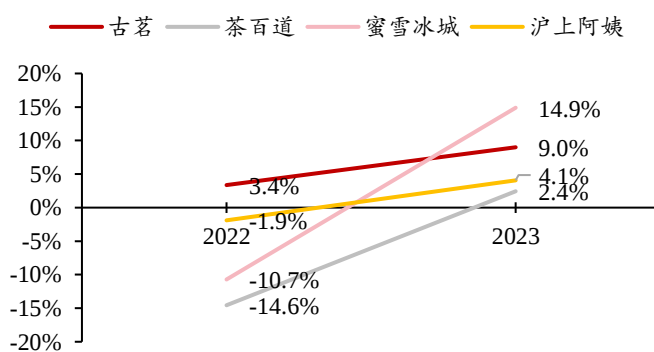
(1) 古茗的加盟店经营于公共卫生事件期间显韧性，单店 GMV 仍实现增长。公共卫生事件的爆发对国内消费产生冲击，尽管如此，22 年古茗单店 GMV 仍实现增长。据招股说明书，其 2022 年 GMV 总额仍实现增长，可归因于古茗单店 GMV 增长以及不断努力扩展门店网络，古茗的单店 GMV 由 2021 年的 218.9 万元增加 3.4% 至 2022 年的 226.3 万元，2022 年加盟门店总数增加 975 家至 6664 家。

图36：古茗历年加盟店数量



资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

图37：各现制茶饮品牌 2022、2023 年单店 GMV 的同比增速



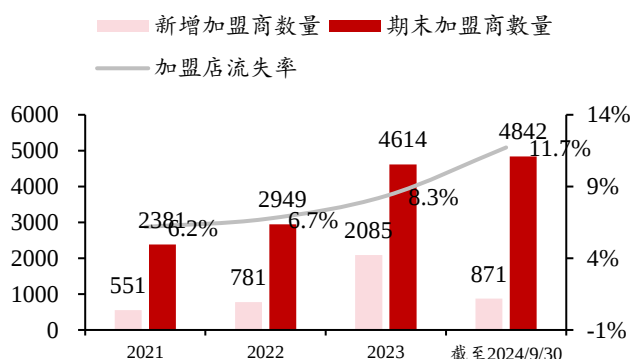
资料来源：古茗招股说明书，蜜雪冰城招股说明书，茶百道招股说明书，沪上阿姨招股说明书，浙商证券研究所

备注：古茗的加盟店贡献 99.9% 的 GMV，故其整体单店 GMV 的变动情况与加盟店 GMV 基本一致。图中的“单店 GMV”指标，对应到各品牌披露口径为：古茗“单店 GMV”、沪上阿姨“每家门店的平均 GMV”、茶百道“每家门店平均零售额”、蜜雪冰城“平均单店终端零售额”

（2）古茗门店亮眼的经营表现，提升了加盟商的加盟意愿，可以体现为以下两点：

- **老加盟商愿意多开店，二店率较高：**老加盟商是优质的合作伙伴。根据招股说明书，截至 2024 年前三季度，在门店经营超过两年的加盟商中，平均每个加盟商经营 2.9 家门店，75% 的加盟商经营两家或以上加盟店。且用古茗加盟店数量/加盟商数量测算二店率，古茗的加盟商二店率在头部品牌中较高、为 2.0，其中 2021-2023 年古茗的二店率有所下降，是受到更多新加盟商涌入的影响。
- **不断吸引新加盟商加入：**如图 38 所示，2023 年古茗新增 2085 个加盟商，是 2022 年新增数量的近三倍；同时我们看到加盟商流失率近年来在提升，一方面因为新加入的加盟商流失率通常较高，而 2021-2023 年新加入的加盟商数量一直上升，另一方面因为 24 年行业增速放缓、竞争加剧。

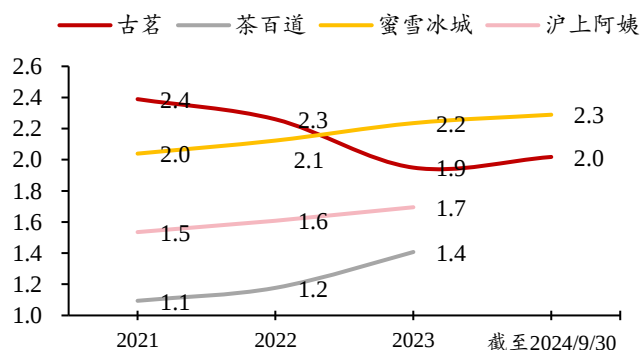
图38： 加盟商数目的变动情况



资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

备注：加盟店流失率=按指定年度终止的加盟店数量/（年初加盟商数量+年内加入的加盟商数量）

图39： 各现制茶饮品牌历年加盟商二店率



资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

备注：二店率=加盟店数量/加盟商数量

- （3）**古茗门店经营利润率高：**根据古茗招股说明书，2023 年古茗的加盟商单店经营利润达到 37.6 万元，加盟商单店经营利润率达 20.2%，而同期中国中价现制茶饮店市场的估计单店经营利润率通常低于 15%。

3.4 何以复购？推新快、品控稳、品牌强

「每天一杯喝不腻」，古茗获得广泛的消费者好评，积累了忠实的会员基础，并录得行业领先的复购率。2023 年全年的平均季度复购率达到 53%，远超中价现制茶饮店品牌平均低于 30%的复购率。且古茗推出的产品持续受到消费者欢迎。

图40：古茗 23 年卖出 10 亿杯饮品，受到广泛欢迎



资料来源：古茗官网，浙商证券研究所

图41：超 A 芝士葡萄累计售出 1.8 亿杯

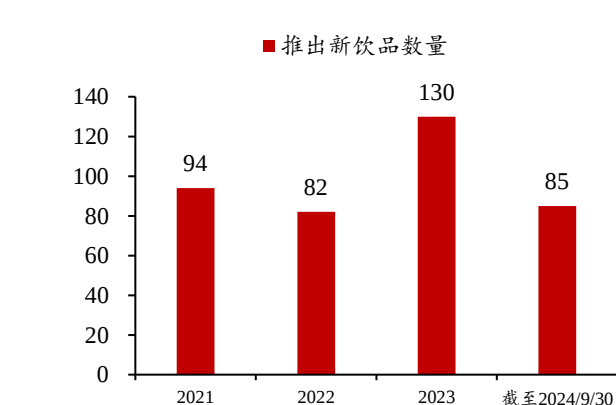


资料来源：古茗官网，浙商证券研究所

（1）推新快

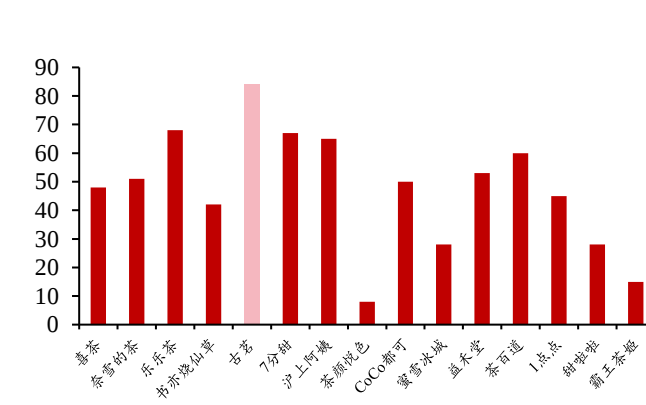
- 《2025 中国饮品行业产业报告》统计的 38 个茶饮品牌中，古茗 2024 年上新数量最多。根据古茗招股说明书，古茗于 2021 年/2022 年/2023 年/2024 年前 9 个月分别推出了 94/82/130/85 款新品。如图 41 所示，在《2025 中国饮品行业产业报告》统计的 38 个茶饮品牌中，古茗全年上新数量最多，古茗的上新有着“品类全”“系列多”“同系产品丰富”的特点。

图42：古茗每年持续推出多款新品



资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

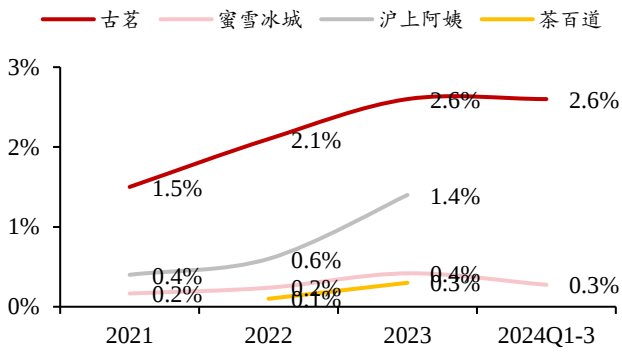
图43：2024 年古茗上新数量于 38 家茶饮店中最多



资料来源：《2025 中国饮品行业产业报告》，浙商证券研究所
备注：《2025 中国饮品行业产业报告》数据或与公司公告口径有出入

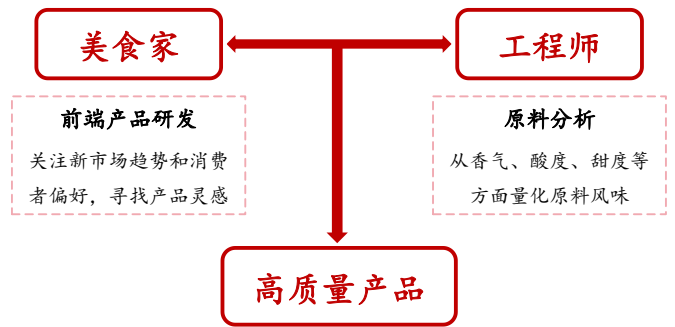
- 古茗拥有强大的研发团队，2024 年前三季度研发费用率达 2.6%。截至 2024 年三季度末，古茗拥有约 120 人的产品研发团队，2024 年前三季度投入研发开支 1.7 亿元，研发费用率 2.6%，行业领先。古茗的产品研发成员包括在前端追踪消费者偏好趋势的“美食家”和研究量化原料风味的“工程师”。截至 2024 年 9 月 30 日，古茗积累了逾 1000 款不同种来自不同供应商的食材数据，透过这种方法，古茗能够始终如一地推出深受消费者欢迎的新饮品。

图44: 古茗的研发投入比例高于其他现制茶饮品牌



资料来源: 古茗、蜜雪冰城、沪上阿姨、茶百道招股说明书, 浙商证券研究所

图45: 古茗产研团队的美食家和工程师合作研发出新品



资料来源: 古茗官网, 浙商证券研究所

(2) 品控稳定

另一方面, 在产品快速迭代出新的同时, 古茗有能力在数万家门店同步提供质量稳定、口味一致的产品。其高品控能力来源于购买运输新鲜原料的能力、食品安全的严把关, 以及门店营运的标准化。

- **自建供应链:** 在原料采购和运输环节严把关, 保证原料和品质稳定。原料选取上, 根据古茗招股说明书, 古茗于全球采购优质原料, 如从秘鲁、智利及墨西哥采购优质牛油果, 庞大的采购规模使得古茗获得低于市场价的采购价, 2023 年古茗采购涵盖 36 个品种约 85000 吨的新鲜水果。**原料运输上,** 古茗采用多种先进技术加工、包装及运送水果, 以确保新鲜。根据古茗招股说明书, 通过在产地及时处理芒果, 并严格把控其包装、配送及熟成过程, 于 2023 年将熟成损耗率降至 10%, 远低于行业平均约 20%。

图46: 严把原料质量关, 自建柠檬基地



资料来源: 古茗官网, 浙商证券研究所

图47: 自建冷链物流, 保证原料新鲜和品质稳定



资料来源: 古茗官网, 浙商证券研究所

- **严格的食品安全控制:** 古茗对食品质量和安全决不妥协。截至 2024 年 9 月 30 日, 在由逾 130 人的质量控制团队和约 470 人的督导稽核团队支持下, 古茗的质量控制措施贯穿整个运营流程, 包括产品开发、采购、仓储及物流以及门店运营。
- **运营的标准化:** 根据古茗招股说明书, 在配方开发阶段, 古茗考虑门店运营中潜在差异的影响, 实施门店系统以规范运营程序, 采用集中供应链管理, 并提供全

面的加盟商培训和监督。古茗的自动泡茶机可以根据集中输入数据调整冲泡参数，以确保各个门店制备的茶汤口味一致、风味最佳。

图48：古茗利用数字化严格管理品控



资料来源：古茗官网，浙商证券研究所

(3) 品牌强

除了用稳定优质的出品吸引消费者，古茗还通过线上社交媒体平台及线下营销渠道触及消费者。

- 门店是品牌最直观的形象载体。根据古茗招股说明书，古茗认为其门店的设计在建立品牌认知及为消费者提供舒适的空间方面发挥举足轻重的作用。古茗门店分为面积在 30-50 平的标店和 70-80 平的大店。古茗的门店灯光格外明亮，王云安曾表示“古茗要成为当地的路灯”，他认为古茗的店灯光一定要是别人的两倍亮，装灯泡也要装两倍。不论在城市还是乡镇，明亮的灯光让顾客很容易找到古茗店面。

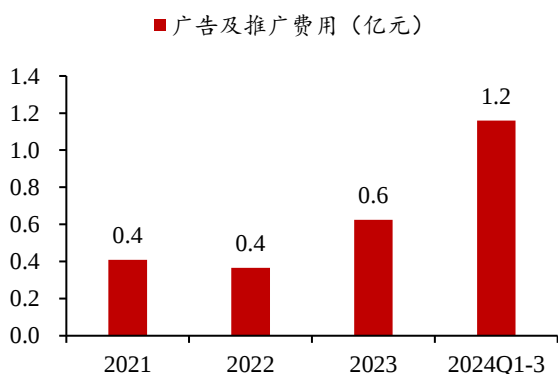
图49：古茗亮眼的门店外观



资料来源：古茗招股说明书，古茗加盟之家视频号（转引自晚点 latepost），浙商证券研究所

- **古茗通过多元化的营销渠道触及消费者，从年轻社交平台走向全国。**根据古茗招股说明书，古茗的广告及推广费用持续增加，2024 年前三季度广告及推广费用达 1.2 亿元，同比增加 171.4%。古茗于 2024 年 8 月 7 日的「秋天的第一杯奶茶」活动中，通过整合线上和线下营销活动，单日 GMV 超过人民币 1.6 亿元。此外，古茗一直在策划及发起富有创意和多元化的营销活动，与古茗的消费者产生良好共鸣。于 2024 年 6 月，古茗与中国人气手游《恋与深空》开展品牌联名活动，并在上海开设首家快闪店，并于活动首日取得单店 GMV 超过 29 万元。2025 年，古茗从年轻人的社交平台走向总台，赞助中央广播电视总台《下一站！春晚》。

图50：24 年前三季度古茗的广告及推广费用提升至 1.2 亿元



资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所

图51：古茗赞助《下一站！春晚》



资料来源：古茗茶饮视频号，浙商证券研究所

图52：古茗的线上线下营销活动



资料来源：古茗招股说明书，古茗加盟之家视频号（转引自晚点 latepost），浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

古茗营业收入可分为销售商品及设备、加盟管理服务、直营门店三大板块，我们分别预估了各板块 2024-2026 年的收入，预计 2024-2026 年总营业收入分别为 87.2/100.7/113.6 亿元，同比+13.5%/+15.6%/+12.7%。

1) **销售商品及设备板块：**销售商品及设备收入的增长主要受门店扩张带动和设备更新需求的推动，2023 年门店总数 9001 家，2024-2026 年预计分别增长至 9951/11346/12246 家。预计 2024-2026 年销售商品及设备的营业收入分别为 69.7/80.6/90.9 亿元，同比+13.5%/+15.6%/+12.7%。

2) **加盟管理服务板块：**该业务增长主要受门店扩张带动。由于预计未来门店数量将持续高速增长，预计 2024-2026 年加盟管理服务收入分别为 17.3/20.0/22.5 亿元，同比+13.7%/+15.6%/+12.7%。

3) **直营门店板块：**该业务增长主要受门店扩张带动。预计 2024-2026 年直营门店收入分别为 0.1/0.2/0.2 亿元，同比+15.0%/+15.0%/+15.0%。

表5：古茗分业务收入拆分（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	43.8	55.6	76.8	87.2	100.7	113.6
yoy		26.8%	38.1%	13.5%	15.6%	12.7%
销售商品及设备	35.5	45.1	61.5	69.7	80.6	90.9
yoy		27.0%	36.4%	13.5%	15.6%	12.7%
加盟管理服务	8.3	10.4	15.2	17.3	20.0	22.5
yoy		25.6%	45.4%	13.7%	15.6%	12.7%
直营门店销售	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
yoy		83.3%	25.8%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所整理

费用端：在费用方面，随着公司规模扩大和品牌建设的加速，我们预计销售费用率会呈现稳定趋势，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 5.5%/5.5%/5.3%。管理费用率方面，随着公司管理规模的扩大，预计公司的运营效率将得到进一步改善。我们预计 2024-2026 年管理费用率分别为 3.7%/3.5%/3.5%。研发费用率预计将在未来几年保持稳定，预计 2024-2026 年研发费用率为 2.6%/2.6%/2.6%。

表6：古茗费用拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	4.2%	4.8%	4.4%	5.5%	5.5%	5.3%
管理费用率	2.8%	3.4%	3.7%	3.7%	3.5%	3.5%
研发费用率	1.5%	2.1%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%

资料来源：古茗招股说明书，浙商证券研究所整理

综上，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 12.3/17.4/19.7 亿元，同比+13.5%/+41.6%/+13.5%；经调整后归母净利润分别为 15.5/17.7/20.0 亿元，经调整后净利润率分别为 18.0%/17.8%/17.9%。

采用相对估值法对公司进行估值分析，我们选择蜜雪集团、茶百道作为可比公司。考虑到古茗卡位中价价格带和二级以下城市线级双维度β最快的细分赛道，同时公司在地域加密策略指引下，于已进入省份门店经营稳健且业绩亮眼，再者尚有较多省份还未布局，加之供应链能力领先，推新速度快，给予 20% 的估值溢价，给予 2025 年 25X PE 目标估值，首次覆盖给予“增持”评级。

表1：古茗可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (港元)	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2097.HK	蜜雪集团	431.0	1521.6	44.4	51.5	58.7	34.3	29.5	25.9
2555.HK	茶百道	9.2	125.7	7.9	10.9	12.7	15.9	11.6	9.9
	平均值						25.1	20.5	17.9
1364.HK	古茗	17.1	377.3	12.3	17.4	19.7	30.8	21.7	19.2

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：采用汇率 1 港元=0.93 元，收盘价为 2025 年 3 月 27 日数据；可比公司归母净利润采用 Wind 一致预期

5 风险提示

- （1）门店网络扩张及运营风险：公司未来增长高度依赖跨拓店能力，存在无法有效渗透新市场或巩固现有市场份额，将影响公司规模扩张。
- （2）行业竞争加剧风险：现制茶饮行业整体增速已有放缓趋势，若未能通过产品创新/供应链能力构建差异化优势，或存在市占率下滑风险。
- （3）消费趋势迭代风险：行业产品生命周期呈现快速迭代特征，若未能及时把握消费趋势，或存在新品研发与市场需求错配风险，将影响公司业绩增长。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,009	6,221	9,153	12,056	营业收入	7,676	8,715	10,072	11,356
现金	2,358	4,195	6,875	9,382	其他收入	169	150	150	150
应收账款及票据	70	69	80	95	营业成本	5,272	6,057	6,940	7,813
存货	881	1,159	1,237	1,398	销售费用	337	479	554	602
其他	699	798	960	1,181	管理费用	283	322	353	397
非流动资产	1,144	1,376	1,776	1,955	研发费用	199	227	262	295
固定资产	590	649	875	985	财务费用	5	5	5	5
无形资产	73	80	61	44	除税前溢利	1,445	1,553	2,200	2,496
其他	481	647	840	926	所得税	349	311	440	499
资产总计	5,153	7,597	10,929	14,011	净利润	1,096	1,243	1,760	1,997
流动负债	4,362	5,572	7,152	8,245	少数股东损益	17	17	25	28
短期借款	124	124	124	124	归属母公司净利润	1,080	1,225	1,735	1,969
应付账款及票据	601	673	771	868					
其他	3,637	4,775	6,257	7,253	EBIT	1,450	1,558	2,205	2,501
非流动负债	175	176	176	176	EBITDA	1,585	1,713	2,390	2,719
长期债务	0	0	0	0	EPS (元)	0.45	0.52	0.73	0.83
其他	175	176	176	176					
负债合计	4,537	5,748	7,328	8,422					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
储备	590	1,807	3,534	5,494	成长能力				
归属母公司股东权益	583	1,800	3,527	5,487	营业收入	38.07%	13.54%	15.57%	12.75%
少数股东权益	33	50	75	102	归属母公司净利润	194.48%	13.48%	41.62%	13.46%
股东权益合计	616	1,850	3,601	5,589	获利能力				
负债和股东权益	5,153	7,597	10,929	14,011	毛利率	31.31%	30.50%	31.10%	31.20%
					销售净利率	14.07%	14.06%	17.23%	17.34%
					ROE	185.19%	68.07%	49.20%	35.88%
					ROIC	148.79%	63.16%	47.35%	35.02%
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	1,573	1,486	1,885	2,020	资产负债率	88.06%	75.65%	67.05%	60.11%
净利润	1,080	1,225	1,735	1,969	净负债比率	(3.63)	(2.20)	(1.87)	(1.66)
少数股东权益	17	17	25	28	流动比率	0.92	1.12	1.28	1.46
折旧摊销	135	155	185	218	速动比率	0.69	0.90	1.10	1.28
营运资金变动及其他	342	89	(60)	(195)	营运能力				
投资活动现金流	(471)	364	808	501	总资产周转率	1.88	1.37	1.09	0.91
资本支出	(399)	(221)	(392)	(311)	应收账款周转率	142.24	124.98	135.10	129.89
其他投资	(72)	585	1200	812	应付账款周转率	10.64	9.51	9.61	9.53
筹资活动现金流	140	(5)	(5)	(5)	每股指标 (元)				
借款增加	64	0	0	0	每股收益	0.45	0.52	0.73	0.83
普通股增加	10	0	0	0	每股经营现金流	0.66	0.63	0.79	0.85
已付股利	0	(5)	(5)	(5)	每股净资产	0.25	0.76	1.48	2.31
其他	67	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	1,243	1,837	2,679	2,508	P/E	34.95	30.80	21.75	19.17
					P/B	64.72	20.96	10.70	6.88
					EV/EBITDA	22.39	19.65	12.96	10.47

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>