

公司研究

全品类货架型品牌，“结硬寨”践行长期主义

——古茗（1364.HK）投资价值分析报告

要点

平价现制茶饮龙头，多重优势领跑行业。古茗深耕现制茶饮十余年，从浙江走向全国。截至24年底，公司在全国17个省份覆盖超过200个城市，共有9914家门店，主要分布于二线、三线及更低线城市。古茗是中国最大的大众现制茶饮店品牌，亦是全价格带下中国第二大现制茶饮店品牌。2023年古茗平均季度复购率高达53%，门店经营利润率约20%，均领先行业。

行业下沉市场空间大，供应链打造核心竞争力。根据灼识咨询数据，按GMV统计，2024年中国现制饮品行业拥有超过6000亿元的市场规模，其中现制茶饮行业规模最大（超过3000亿元），现制咖啡行业增速较快（24-28年CAGR预计为18.5%）。按城市线级划分来看，低线市场具有更大的增长潜力，预计三线及以下城市24-28年CAGR均超过20%。按价格带划分来看，大众价格带产品增长势头最好，预计24-28年CAGR为20.8%。从企业各项能力看，供应链为最核心的竞争力。

供应链优势和独特渠道策略，公司快速成长为行业第二大品牌。茶饮市场竞争激烈，古茗避开一二线城市的激烈竞争，将目光投向三线及以下城市、乡镇城郊和县域市场。其强大的加盟体系成为下沉的关键动力，加盟商较高的单店经营利润吸引众多加盟商，使得门店快速在下沉市场布局。同时，古茗强大的供应链体系为门店运营提供有力支撑，区域密集开店策略在供应链覆盖区域发挥出规模效应。此外，供应链加持下，公司得以为消费者提供低价优质的产品，并快速迎合市场需求进行快速上新。

加盟政策调整，咖啡业务兴起。24年古茗取消扣点费用，将约10万加盟费和8万元新增设备费改为分期支付，并对闭店设备进行二手估价回收，减轻加盟商资金压力与闭店损失。25年古茗计划净增2000家店，重点开拓安徽、湖北、湖南、广东和广西。远期来看，我们测算古茗加密现有城市可达2万家门店，再加上新进入城市的门店，开店空间广阔。此外，公司新增咖啡品类，为门店收入利润带来正向贡献，门店销售额增长约10%，门店利润年增加数万元。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为19.61/23.56/27.61亿元，折合EPS为0.82/0.99/1.16元，对应PE分别为31X/25X/22X。公司为平价现制茶饮的龙头品牌，具备较强的冷链供应链优势，区域加密策略下门店扩张稳扎稳打。公司仍有较大开店空间，引入咖啡产品进一步推动同店销售增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，宏观经济波动风险，行业竞争加剧风险，新股价波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,676	8,791	11,161	13,214	15,255
营业收入增长率	38%	15%	27%	18%	15%
净利润（百万元）	1,080	1,479	1,961	2,356	2,761
净利润增长率	194%	37%	33%	20%	17%
EPS（元）	0.57	0.78	0.82	0.99	1.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	185.2%	71.6%	64.4%	55.8%	49.3%
P/E	44	32	31	25	22

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-06-03

注：1HKD=0.9227CNY，2023-2027年总股本数分别为18.87/18.87/23.78/23.78/23.78亿股

买入（首次）

当前价：27.30 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.78
总市值(亿港元)	649.24
一年最低/最高(港元)	8.22/29.00
近3月换手率	11.78%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	上市以来
相对	11.52	168.87	185.98
绝对	16.13	171.18	193.55

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

公司 2023-2024 年分别实现营收 76.76/87.91 亿元，截至 2024 年底门店总数达 9914 家（较 2023 年净增 913 家），受益于下沉市场消费潜力及品牌势能提升，预计 2025-2027 年分别净增 2100/1800/1700 家门店。

1) 商品销售：预计 2025-2027 年商品销售额增速为 24.4%/22.0%/17.9%，其中老店单店销售额 2025 年将回升至 2023 年水平（同比+7%），2026-2027 年同比增速稳定在 3%，新店单店销售额保持 2023 年水平，对应 2025-2027 年收入增速分别为 3.2%/0%/0%。**2) 设备销售：**因 2025 年加盟政策调整（分期付款+新增咖啡机）推动单店销售额增长 10%，2026-2027 年增速降至 2%，2025-2027 年整体收入增速为 80.5%/-7.9%/-6.2%。**3) 加盟及相关服务：**受门店基数扩大影响该业务收入增速逐年放缓，2025-2027 年分别为 22.2%/15.0%/12.2%。**4) 直营门店销售：**直营门店以存量老店为主，假设 2025-2027 年单店销售额增速与老加盟店同步，分别为 7%/3%/3%，假设每年新增 1 家门店；综合看，预计 2025-2027 年直营门店收入增速分别为 24.8%/17.7%/15.9%。

成本及支出方面：**1) 毛利率：**2024 年毛利率为 30.6%，随着规模扩大后产能利用率的提升，预计毛利率逐步提升，预计 2025-2027 年毛利率分别为 30.7%/30.8%/30.9%。**2) 销售费用率：**2024 年销售费用率为 5.5%，同比提升较多主要系公司加大 IP 联名等营销活动力度。后续随着规模效应的显现，预计销售费用率逐渐降低，预计 2025-2027 年分别为 5.3%/5.2%/5.1%。**3) 管理费用率：**2024 年管理费用率为 3.5%，随着规模效应的显现，预计 2025-2027 年分别为 3.2%/3.1%/3.0%。**4) 研发费用率：**2024 年研发费用率为 2.6%，近两年基本保持稳定。公司长期保持较高频率的产品上新，预计研发投入将继续保持稳定，维持在 2.6%。

我们与市场观点的不同

市场担心激烈的市场竞争下，古茗门店拓展和同店销售增长乏力。从行业看，未来下沉市场现制茶饮行业市场规模增速更快，古茗本身的“货架”型产品布局下，上新能力突出，不受制于单品风潮；且其鲜果起家，磨练出更强大的供应链体系，助力古茗在下沉市场占据领先地位。并且从全国来看，古茗仍有多个省份尚未布局，未来仍有较大开店空间。同店方面，公司一方面提升上新频次满足消费者不断变化的需求，另一方面新增咖啡品类，为门店销售增长提供增量，从已上咖啡产品的门店表现看，同店销售已有一定程度改善。综合来看，古茗开店数量和同店销售额仍有较大增长空间。

股价上涨的催化因素

1) 门店拓展超预期；2) 同店增长提速；3) 营销效果超预期。

估值与评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.61/23.56/27.61 亿元，折合 EPS 为 0.82/0.99/1.16 元，对应 PE 分别为 31X/25X/22X。公司为平价现制茶饮的龙头品牌，具备较强的冷链供应链优势，区域加密策略下门店扩张稳扎稳打。公司仍有较大开店空间，引入咖啡产品进一步推动同店销售增长，首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、平价现制茶饮龙头，多重优势领跑行业	6
1.1 脚踏实地，守正创新	6
1.2 股权结构合理，管理层经验丰富	7
1.3 盈利能力逐步提升，单店模型优异	8
2、行业下沉市场空间大，供应链打造核心竞争力	10
2.1 现制饮品市场蓬勃发展	10
2.2 现制茶饮行业：下沉市场渗透空间广阔	11
2.3 现制咖啡饮品行业：中国现制饮品市场中增长最快的细分市场	16
2.4 现制茶饮行业发展趋势：产品突出性价比，果蔬茶新品款数增长明显	17
3、供应链优势和独特渠道策略，公司快速成长为行业第二品牌	19
3.1 产品端：产品种类丰富，积极开拓创新	19
3.2 供应端：供应商筛选严格，仓储物流稳健	21
3.3 渠道端：地域加密策略，深入二线及以下城市	23
3.4 市场口碑良好，营销方式多样	25
4、加盟政策调整，咖啡业务兴起	26
4.1 开店空间：现有城市加密预计能达 2 万家门店	26
4.2 同店销售：咖啡品类助力同店提升	29
5、盈利预测和估值	30
5.1 关键假设及盈利预测	30
5.2 相对估值	32
5.3 绝对估值	32
5.4 估值结论与投资评级	34
6、风险提示	34

图目录

图 1: 古茗发展历程里程碑.....	6
图 2: 2021-2024 年古茗加盟商数量及增速.....	7
图 3: 2021-2024 年按城市线级古茗门店数量及整体增速.....	7
图 4: 股权结构示意图 (截至 2025.4)	7
图 5: 2021-2024 年古茗总 GMV/售出杯数及增速 (亿元; 亿杯)	8
图 6: 古茗历年收入结构变化 (百万元)	8
图 7: 2021-2024 年古茗及可比公司毛利率变化.....	9
图 8: 2021-2024 年古茗及可比公司销售费用率变化	9
图 9: 2021-2024 年古茗及可比公司管理费用率变化	9
图 10: 2021-2024 年古茗及可比公司归母净利率变化	9
图 11: 2021-2024 年古茗及可比公司净利润变化 (百万元)	9
图 12: 2021-2024 年古茗及可比公司扣非归母净利率变化	9
图 13: 中国现制饮品市场规模 (亿元)	11
图 14: 按城市线级分中国现制茶饮店市场规模 (亿元)	11
图 15: 按价格带分中国现制茶饮店市场规模 (亿元)	11
图 16: 2024.5-2025.4 现制茶饮行业开店与闭店情况 (家)	12
图 17: 2023 年中国现制茶饮市场市占率前五	12
图 18: 2023 年中国大众现制茶饮市场市占率前五	12
图 19: 各省 10-20 元价格带茶饮门店市占率 (截至 2025.2)	13
图 20: 2021-2024 年现制茶饮市场竞争格局变化.....	14
图 21: 2018-2020 年喜茶、奈雪与大众价格带品牌单价比较.....	14
图 22: 2022 年产品调价后, 15-19 元成为喜茶主流价格带	15
图 23: 2020-2024 年主要现制茶饮品牌门店数变化 (家)	15
图 24: 主要现制茶饮品牌单价变化 (元)	15
图 25: 中国现制咖啡饮品市场规模 (亿元)	16
图 26: 部分现制茶饮品牌推出的咖啡类产品	16
图 27: 2024 年现制饮品消费者对茶饮细分种类消费偏好	17
图 28: 2024 年现制饮品消费者选择现制茶饮的影响因素	17
图 29: 2024.8-2025.4 现制茶饮行业上新情况.....	18
图 30: 现制茶饮企业关键竞争要素.....	19
图 31: 古茗的主要产品类别及销量占比 (2024 年 1-9 月)	20
图 32: 2021-2024 年古茗/茶百道/沪上阿姨上新数量 (款)	20
图 33: 古茗/茶百道/沪上阿姨饮品 SKU 数量	20
图 34: 古茗及可比公司前五大供应商采购金额占比	21
图 35: 古茗及可比公司最大供应商采购金额占比.....	21
图 36: 古茗自建的柠檬基地.....	22
图 37: 2024 年古茗仓库分布状况.....	23
图 38: 古茗门店数量分布	23

图 39: 古茗现有门店一览	24
图 40: 2021-2024 年古茗按城市线级划分的门店分布	24
图 41: 古茗及可比公司按城市线级划分的门店数量占比	24
图 42: 古茗的线上及线下营销活动	25
图 43: 古茗邀请樊振东作为代言人	26

表目录

表 1: 公司主要管理层情况	8
表 2: 现制茶饮品牌国内单店模型 (万元)	10
表 3: 国内头部现制茶饮行业品牌介绍	12
表 4: 古茗、喜茶、奈雪、沪上阿姨、茶百道部分代表品类单价比较 (元)	21
表 5: 古茗加工工厂基本情况	22
表 6: 古茗近年获奖与认可情况	25
表 7: 不同茶饮品牌的加盟政策及前期门店投入	26
表 8: 达到关键规模省份的期末门店数量及同店 GMV 增长	27
表 9: 2024 年已有 8 个省份达到关键规模 (家)	27
表 10: 各省份城市门店密度参考值	28
表 11: 各省份现有/远期门店数量	28
表 12: 引入咖啡前后古茗单店模型对比 (万元)	29
表 13: 古茗收入预测 (百万元, 家)	30
表 14: 主要成本及支出占收入的比重	32
表 15: 餐饮行业主要上市公司 PE 估值表	32
表 16: 绝对估值核心假设表	33
表 17: 现金流折现及估值表	33
表 18: 敏感性分析表 (港元)	33

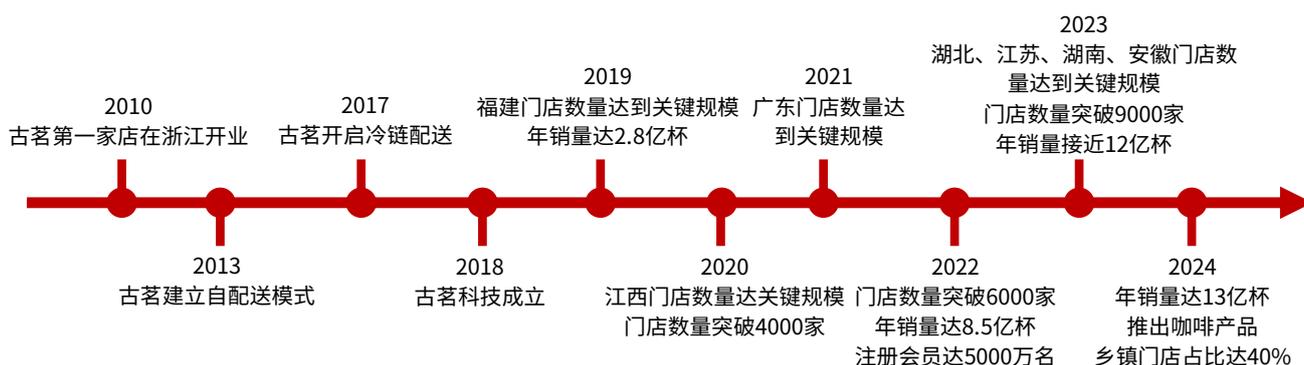
1、平价现制茶饮龙头，多重优势领跑行业

古茗致力于成为货架型茶饮品牌，即“卖新鲜”的便利店，旨在为消费者提供丰富多元的饮品选择。鉴于消费者存在尝新、跟风心理，且市场热点更迭迅速，古茗坚守货架型品牌定位，以此快速响应市场变化。在产品策略方面，古茗采用跟随策略，依托其强大的供应链和研发实力快速复制市场爆品，满足消费者不断变化的口味需求，既安全又高效。

1.1 脚踏实地，守正创新

深耕现制茶饮十余年，从浙江走向全国。古茗成立于 2010 年，创始人王云安在浙江开办首家门店，同年开放加盟。2013 年，古茗开始部署自配送模式，搭建自有供应链。2017 年，古茗开启冷链配送模式，加强供应链建设。2018 年，古茗科技成立，成为古茗的主要经营实体。2019 年-2021 年，古茗门店数量在浙江达到约 1000 家，并陆续于福建、江西和广东达到关键规模 500 家。2022 年，古茗门店总数突破 6000 家大关。2023 年，古茗门店总数再上新台阶，超过 9000 家，于湖北、江苏、湖南和安徽达到关键规模，并继续在中国南方其他省份快速扩张。2024 年古茗上线咖啡产品，进军现制咖啡赛道，同时下沉市场渗透度进一步提升，乡镇地区门店数量占比提升至 40%。

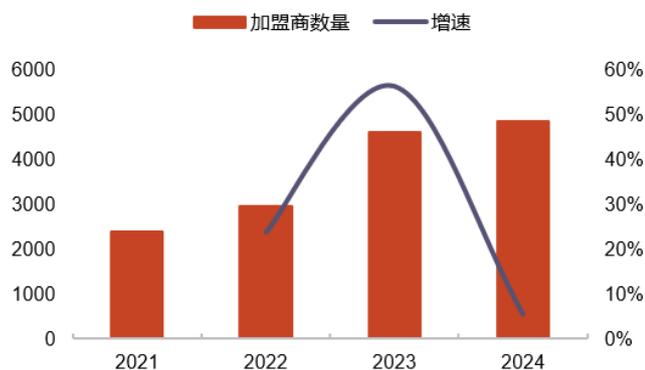
图 1：古茗发展历程里程碑



资料来源：古茗招股说明书，古茗官网，公司公告，光大证券研究所

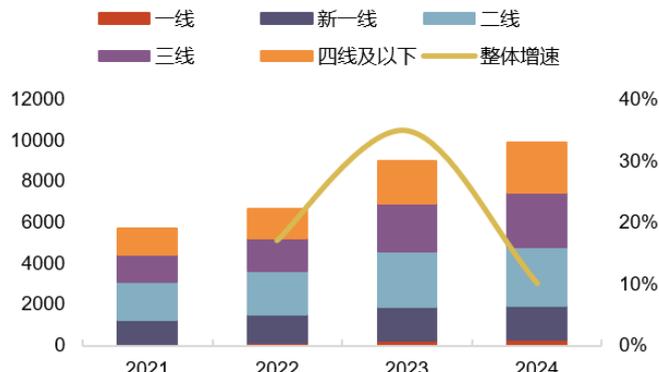
按 2023 年的商品销售额和门店数量计，古茗均是中国最大的大众现制茶饮店品牌，亦是全价格带下中国第二大现制茶饮店品牌，在复购率方面优势明显。公司主要通过加盟模式，开设门店并运营“古茗”品牌，主要销售果茶、奶茶、咖啡及其他饮品。公司采用地域加密的布店策略稳步扩张门店网络，截至 2024 年底，公司已于全国 17 个省份进行布局，覆盖城市数量超过 200 个，共计 9914 家门店，主要分布于二线、三线及更低线城市，占总门店数量的 80%。古茗目前在浙江、福建、江西、广东、湖北、江苏、安徽、湖南共 8 个省份均达到门店数量 500 家的关键规模，并从门店地域密集的规模经济中充分受益。同时，古茗 2023 年的平均季度复购率高达 53%，大幅领先于不到 30% 的行业平均复购率水平。根据调研，同一区域内古茗门店数量的增加亦会增加复购率，带动同店业绩的提升。门店作为公司最有效的品牌宣传窗口，随着区域内门店布局的加密，消费者对品牌的认知度与粘性将持续增强。

图 2：2021-2024 年古茗加盟商数量及增速



资料来源：古茗招股说明书，光大证券研究所；左轴单位：家

图 3：2021-2024 年按城市线级古茗门店数量及整体增速

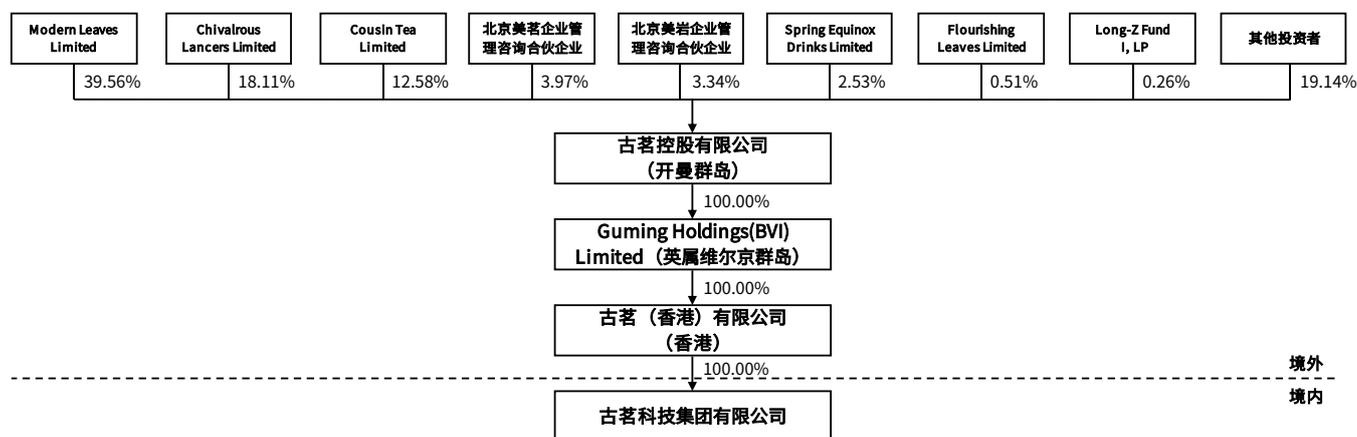


资料来源：古茗招股说明书，光大证券研究所；左轴单位：家

1.2 股权结构合理，管理层经验丰富

股权结构集中，员工持股平台绑定核心高管利益。截至 2025 年 4 月，公司的第一大股东为 Modern Leaves Limited（由王云安先生及其家族信托持有），持股比例为 39.56%；第二大股东为 Chivalrous Lancers Limited（由戚侠先生及其家族信托持有），持股比例为 18.11%；第三大股东为 Cousin Tea Limited（由阮修迪先生及其家族信托持有），持股比例为 12.58%。公司实控人为王云安先生，公司一致行动人持股比例总计 72.77%，公司股权结构较集中。

图 4：股权结构示意图（截至 2025.4）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

核心管理层为创始团队成员，管理经验丰富。公司董事中的王云安与戚侠先生兼任高级管理职位，均为公司创始团队成员，长期深耕于现制饮品行业，具备深厚管理经验。其余高级管理人员基本拥有较高的学历与专业基础，且在相关领域工作多年，拥有丰富从业经验。

表 1: 公司主要管理层情况

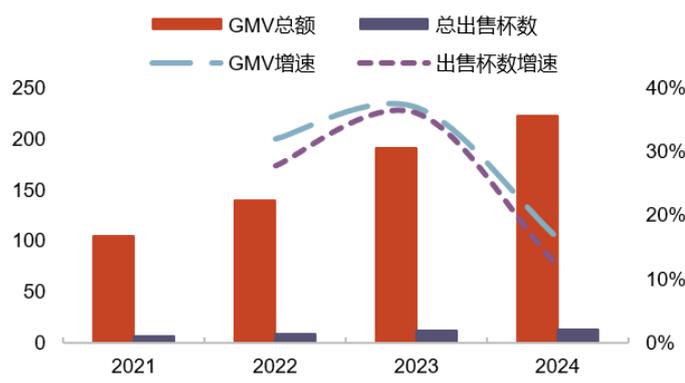
姓名	职务	年龄 (岁)	个人简介
王云安	创始人/董事会主席/ 执行董事/首席执行官	38	于 2010 年开办了首家古茗门店, 此后十余年一直负责制定品牌战略、发展方向及目标, 对于现制饮品行业在多年以来的变化和发展机遇具有深刻洞见。
戚侠	执行董事/总裁	38	自品牌起步阶段长期与创始团队共事, 持续负责加盟商委员会的成立与运作、加盟商培训系统及相关管理措施等工作, 在加盟商管理方面具备丰富阅历。
李继锋	首席运营官	46	拥有中国科学院计算技术研究所计算机软件与理论硕士学位, 曾先后担任旅悦集团首席技术官、便利蜂商贸有限公司产品副总裁等职位, 对于业务运营和相关技术支持具有深厚的工作经验。
孟海陵	首席财务官	41	拥有香港科技大学电机及电子工程硕士学位, 曾先后担任麦格理资本证券高级经理、摩根士丹利 (亚洲) 副总裁、高盛 (亚洲) 执行董事等职位, 在股票与资本市场领域颇有研究与阅历。
强宇	首席技术官	43	拥有北京工业大学应用化学学士学位, 曾先后担任瑞幸咖啡 (北京) 首席技术官、乐普医疗科技副总经理等职位, 主要负责领导技术发展工作。

资料来源: 古茗招股说明书, 光大证券研究所; 统计截至 2025 年 1 月 12 日

1.3 盈利能力逐步提升, 单店模型优异

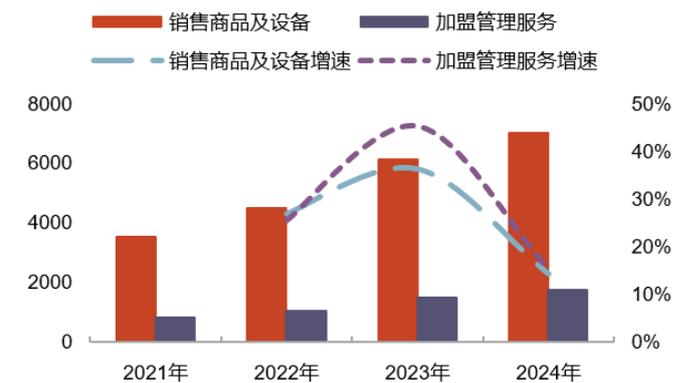
大众现制茶饮的领先者。公司近年来营收增长强劲, 2021-2024 年, 公司营业收入连年增长, 分别达到 43.84/55.59/76.76/87.91 亿元, 期间 CAGR 为 26.10%, 规模扩张迅速。从收入结构来看, 由于公司主要采用加盟模式, 收入 80%以上来自于向加盟商出售产品和设备, 其余部分则主要来自于加盟管理服务。

图 5: 2021-2024 年古茗总 GMV/售出杯数及增速 (亿元; 亿杯)



资料来源: 古茗招股说明书, 光大证券研究所

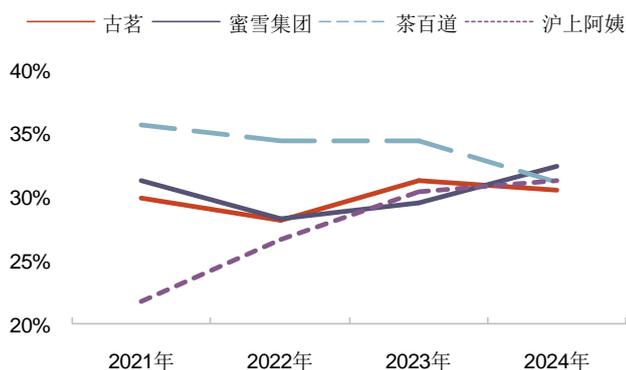
图 6: 古茗历年收入结构变化 (百万元)



资料来源: 古茗招股说明书, 光大证券研究所

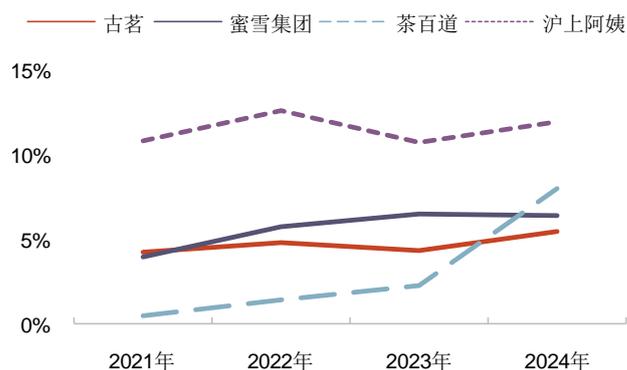
古茗毛利率及主要费用率处于行业中游, 总体保持相对稳定。与若干可比公司相比, 古茗的毛利率、销售费用率和管理费用率均处于中等水平, 其中毛利率总体保持相对稳定, 表明公司在成本控制和产品定价策略上取得了较好的效果。

图 7: 2021-2024 年古茗及可比公司毛利率变化



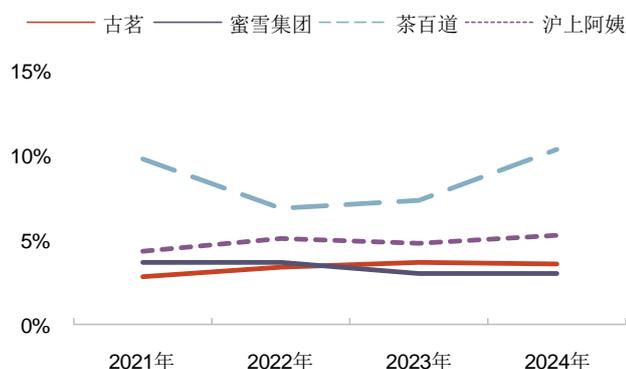
资料来源: 各公司招股说明书, 各公司年度业绩公告, 光大证券研究所

图 8: 2021-2024 年古茗及可比公司销售费用率变化



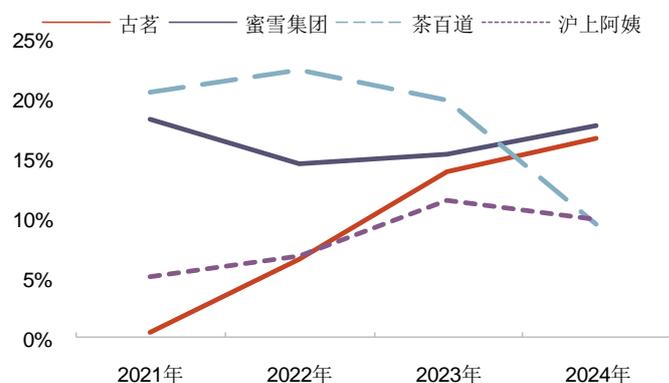
资料来源: 各公司招股说明书, 各公司年度业绩公告, 光大证券研究所

图 9: 2021-2024 年古茗及可比公司管理费用率变化



资料来源: 各公司招股说明书, 各公司年度业绩公告, 光大证券研究所

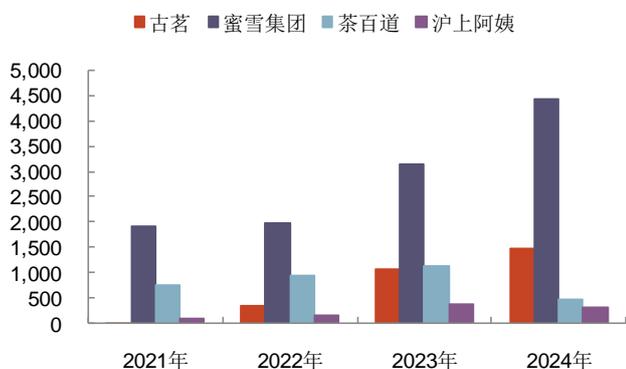
图 10: 2021-2024 年古茗及可比公司归母净利率变化



资料来源: 各公司招股说明书, 各公司年度业绩公告, 光大证券研究所

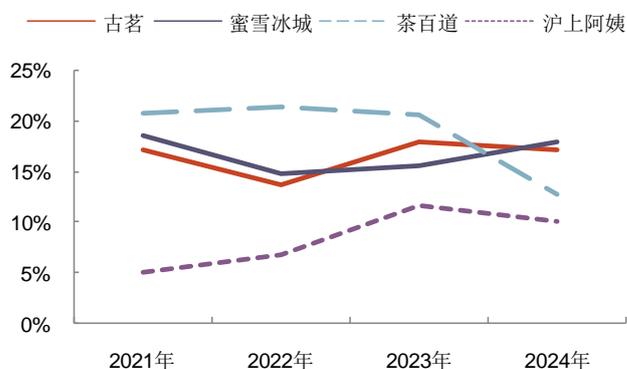
古茗盈利能力逐年增强, 净利率大幅增长。横向比较来看, 2023-2024 年古茗的扣非后归母净利率基本保持在 17%-18% 之间, 扣非后归母净利率已接近行业龙头蜜雪冰城。若看净利润, 古茗净利润由 2021 年的 0.24 亿元增长至 2024 年的 14.93 亿元, CAGR 高达 296%。

图 11: 2021-2024 年古茗及可比公司净利润变化 (百万元)



资料来源: 各公司招股说明书, 各公司年度业绩公告, 光大证券研究所

图 12: 2021-2024 年古茗及可比公司扣非归母净利率变化



资料来源: 各公司招股说明书, 各公司年度业绩公告, 光大证券研究所

古茗门店利润率较高，对加盟商具备吸引力。根据古茗招股说明书，古茗的单店经营利润率在 2023 年达 20.2%，而同期大众现制茶饮店的单店经营利润率大多低于 15%。从渠道调研来看，古茗单店年收入约为 182 万元，毛利率约为 55%，与现制茶饮主流品牌基本处于同一水平，扣除各类其他成本之后，单店最终利润率为 18.2%，属于业内较高水平。此外，由于古茗单店投入规模相对合理，且大部分费用允许分期支付，结合单店利润率的优势对于加盟商颇具吸引力。

表 2：现制茶饮品牌国内单店模型（万元）

	古茗	蜜雪冰城	喜茶
年收入	182	168	396
原材料成本	82	76	160
占收入%	45.0%	45.0%	40.0%
毛利率	55.0%	55.0%	60.0%
人工成本	22	22	54
占收入%	12.0%	13.0%	13.6%
租金	16	29	66
占收入%	8.5%	17.0%	16.7%
水电开支	4	5	12
占收入%	2.0%	3.0%	3.0%
其他	26	10	20
占收入%	14.3%	6.0%	5.0%
门店层面利润	33	27	86
利润率	18.2%	16.0%	21.7%

资料来源：渠道调研，光大证券研究所测算（注：古茗为 24 年数据，蜜雪冰城和喜茶为 23 年数据）

2、行业下沉市场空间大，供应链打造核心竞争力

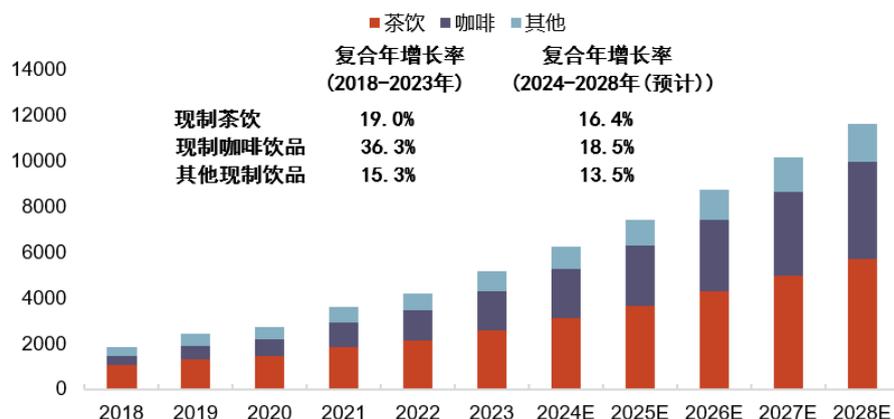
2.1 现制饮品市场蓬勃发展

现制茶饮属于现制饮品中的主要类别，现制饮品指现场制作、可立即饮用的饮品。除茶饮以外，还包括咖啡饮品以及其他饮品（如果汁及酸奶饮品等）。

预期现制饮品市场将达万亿规模，空间广阔。根据灼识咨询，中国现制饮品市场规模由 2018 年的 1,878 亿元增加至 2023 年的 5,175 亿元，复合年增长率为 22.5%，预计市场规模将于 2028 年达到 11,634 亿元，预计 2024-2028 年复合年增长率将达到 16.7%。受人均可支配收入增加、消费者习惯转变以及产品品质持续升级的影响，中国现制饮品市场尚有很大的发展空间。

中国现制饮品市场主要包括茶饮及咖啡饮品，在 2023 年，二者分别占现制饮品整体市场规模的 50.0%及 33.3%。

图 13: 中国现制饮品市场规模 (亿元)

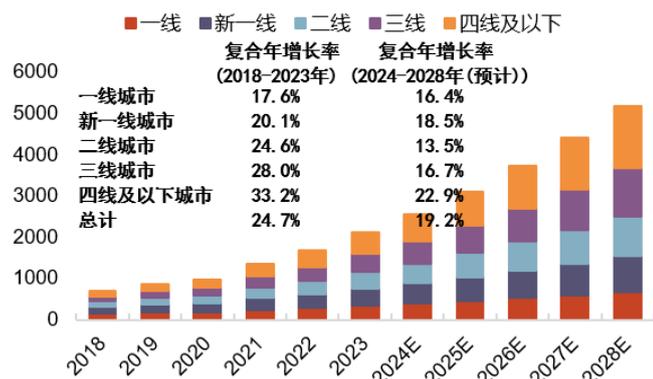


资料来源: 灼识咨询预测, 古茗招股说明书, 光大证券研究所 (注: 现制茶饮主要在现制茶饮店销售, 亦可以由咖啡店、烘焙店及餐厅提供)

2.2 现制茶饮行业: 下沉市场渗透空间广阔

根据灼识咨询报告, 现制茶饮店市场规模在 2018-2023 年由 702 亿元增长至 2115 亿元, 复合年增长率为 24.7%, 预计到 2028 年市场规模将达到 5193 亿元, 预计 2024-2028 年复合年增长率为 19.2%。按城市线级划分来看, 中低线城市和地区具有更大的增长潜力。按价格带划分来看, 大众和平价价格带的产品预期将成为现制茶饮店市场的主流 (高价现制茶饮店产品平均售价不低于 20 元, 大众现制茶饮店产品平均售价在 10-20 元, 平价现制茶饮店产品平均售价不高于 10 元)。目前, 现制茶饮日益受到欢迎, 成为人们日常工作及休闲生活的重要饮品, 是现制饮品市场中最大的细分市场。

图 14: 按城市线级分中国现制茶饮店市场规模 (亿元)



资料来源: 灼识咨询预测, 古茗招股说明书, 光大证券研究所

图 15: 按价格带分中国现制茶饮店市场规模 (亿元)



资料来源: 灼识咨询预测, 古茗招股说明书, 光大证券研究所 (注: 高价现制茶饮店产品平均售价不低于 20 元, 大众现制茶饮店产品平均售价在 10-20 元, 平价现制茶饮店产品平均售价不高于 10 元)

现制茶饮行业门店更迭较快, 25Q1 闭店率环比放缓。现制茶饮行业开店和闭店数量常年维持较高水平, 其中月度闭店数量基本在 1 万家店以上。与 24Q4 相比, 25Q1 闭店率有所下降, 行业竞争格局环比趋稳。

图 16: 2024.5-2025.4 现制茶饮行业开店与闭店情况 (家)

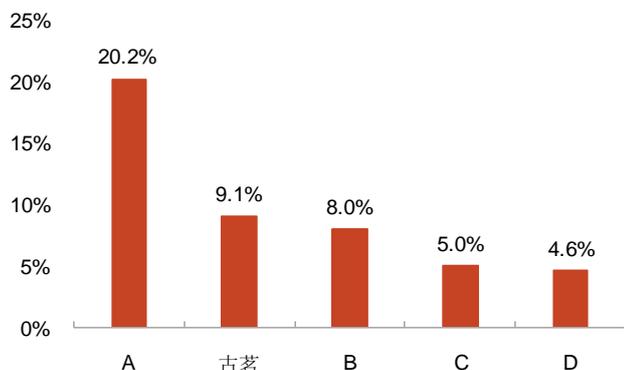


资料来源: 久谦中台, 光大证券研究所

中国现制茶饮市场集中度持续提升。根据灼识咨询报告, 截至 2023 年底, 按 GMV 统计, 现制茶饮市场的 CR5 为 46.8%, 较之 2020 年提升 8.3 个百分点。按 2023 年市场份额计, 古茗在中国现制茶饮店品牌中排名第二, 拥有 9.1% 的市场份额; 古茗在中国大众现制茶饮店品牌中排名第一, 拥有 17.7% 的市场份额。

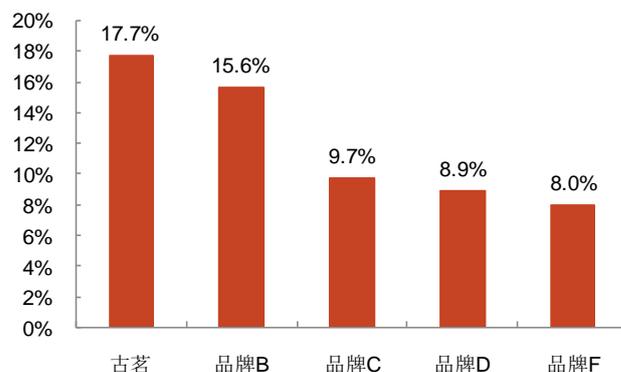
古茗门店数量跻身行业第二, 大众现制茶饮行业第一。蜜雪冰城门店数量占据明显优势, 其余品牌门店数量差异则较小。截至 2023 年底, 古茗的门店数量在中国现制茶饮店品牌中排名第二, 在中国大众现制茶饮品牌中排名第一, 拥有 9001 家门店, 在华南地区拥有明显优势。

图 17: 2023 年中国现制茶饮市场市占率前五



资料来源: 灼识咨询, 古茗招股说明书, 光大证券研究所 (注: 按 GMV 统计)

图 18: 2023 年中国大众现制茶饮市场市占率前五



资料来源: 灼识咨询, 古茗招股说明书, 光大证券研究所 (注: 按 GMV 统计, 大众现制茶饮店产品平均售价在 10-20 元)

表 3: 国内头部现制茶饮行业品牌介绍

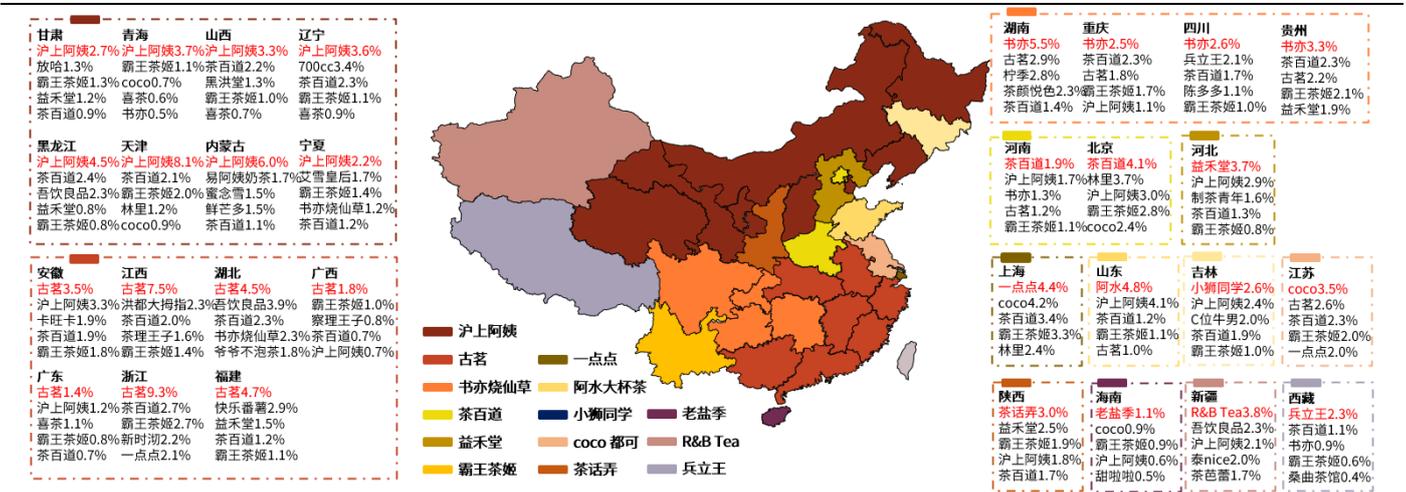
	蜜雪冰城	古茗	茶百道	霸王茶姬	沪上阿姨
品牌					
客单价 (元)	7.32	14.44	14.44	18.39	12.93
门店数 (家)	36264	9920	7908	6464	8605

覆盖省份	33	19	32	32	31
覆盖城市	365	224	352	348	350
口碑评分	77.64	79.08	81.42	86.56	77.56
城市分布	一线 5.25% 新一线 19.28% 二线 19.09% 三线 24.12% 四线 19.38% 五线 11.99% 其他 0.90%	一线 2.71% 新一线 16.35% 二线 29.61% 三线 27.25% 四线 17.49% 五线 6.05% 其他 0.54%	一线 9.67% 新一线 25.50% 二线 21.23% 三线 18.83% 四线 14.90% 五线 9.07% 其他 0.71%	一线 11.17% 新一线 25.68% 二线 23.43% 三线 18.07% 四线 12.53% 五线 8.26% 其他 0.85%	一线 7.39% 新一线 20.79% 二线 20.45% 三线 20.65% 四线 18.23% 五线 11.68% 其他 0.80%
选址分布	商场店 5.42% 乡镇店 24.13% 交通枢纽店 0.26% 学校店 5.61%	商场店 10.15% 乡镇店 34.61% 交通枢纽店 0.16% 学校店 5.62%	商场店 18.25% 乡镇店 17.62% 交通枢纽店 0.16% 学校店 6.21%	商场店 25.50% 乡镇店 11.85% 交通枢纽店 0.17% 学校店 1.01%	商场店 12.13% 乡镇店 23.35% 交通枢纽店 0.24% 学校店 6.66%
门店数量分布					
核心省份	河南、江苏、山东	浙江	四川、浙江、江苏	广东、浙江、江苏	山东、广东

资料来源：各公司官网，窄门餐眼，光大证券研究所 注：门店数统计含港澳台地区，时间截至 2025.5.15

现制茶饮市场 10-20 元价格带呈现三足鼎立的格局，兼有地域性强势品牌。根据 10-20 元价格带的主要现制茶饮品牌的门店分布及占有率情况，目前古茗、沪上阿姨和书亦烧仙草三大品牌的门店市占率领先，分别在东南、北方和西南地区多个省份位列第一。除上述三大品牌之外，其余省份亦有地域性龙头品牌，并拥有较高的门店市占率，如在河南和北京占优的茶百道、在河北占优的益禾堂等。

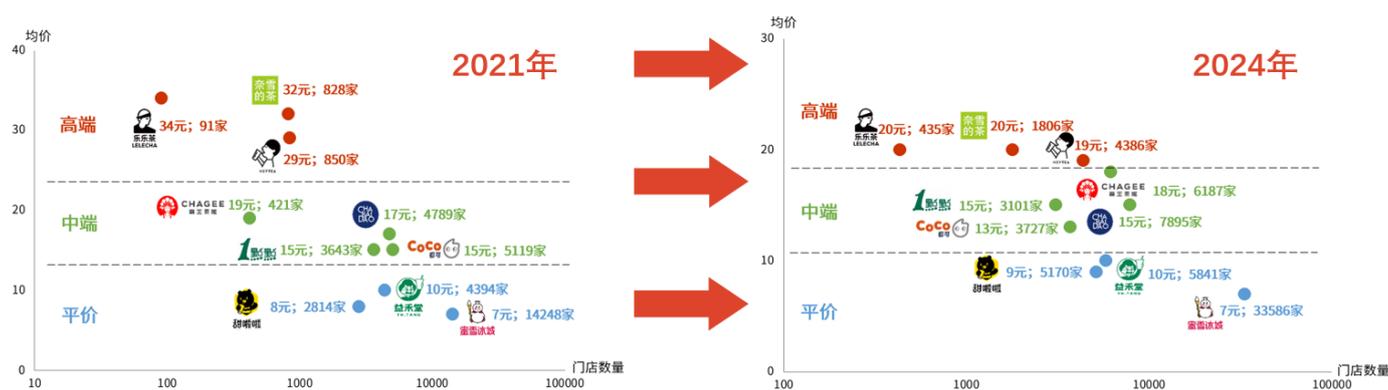
图 19：各省 10-20 元价格带茶饮门店市占率（截至 2025.2）



资料来源：久谦中台，光大证券研究所；注：按门店数量统计

2021 年以来现制茶饮市场竞争格局总体表现为价格带持续挤压，目前档次区度有再度扩大趋势。在 2021 年及以前现制茶饮品牌价格区度较大，以喜茶、奈雪的茶为代表的高端品牌产品单价普遍在 30 元以上。在 2021 年后，高端品牌竞相下调产品单价，逐步向中档挤压，加剧了价格竞争。2024 年下半年以来，高端品牌价格出现回升趋势，档次区度或将再度拉大。

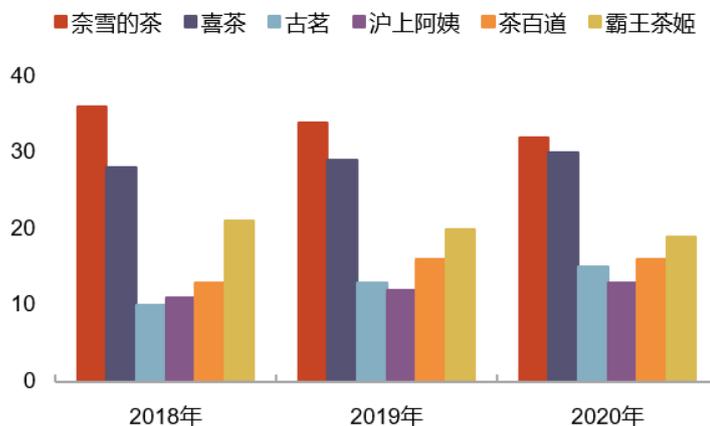
图 20: 2021-2024 年现制茶饮市场竞争格局变化



资料来源: 久谦中台, 光大证券研究所

2021 年前, 国内茶饮市场价格差异较大, 品牌档次区别明显。随着市场对于新式茶饮体验的需求不断增长, 国内的高端现制茶饮市场蓬勃发展, 自 2015 年始保持了较高速度的增长, 2015-2020 年其规模 CAGR 高达 74.4%, 以喜茶、奈雪为代表的高端茶饮品牌表现突出。同时, 其产品单价较之于中低端茶饮品牌高出一倍左右, 在价格上存在明显的分层。2020 年及之前, 高端茶饮品牌平均单价大幅领先, 而中低端茶饮品牌则在门店覆盖范围和数量上具备显著优势, 总体呈现出差异化竞争格局。

图 21: 2018-2020 年喜茶、奈雪与大众价格带品牌单价比较



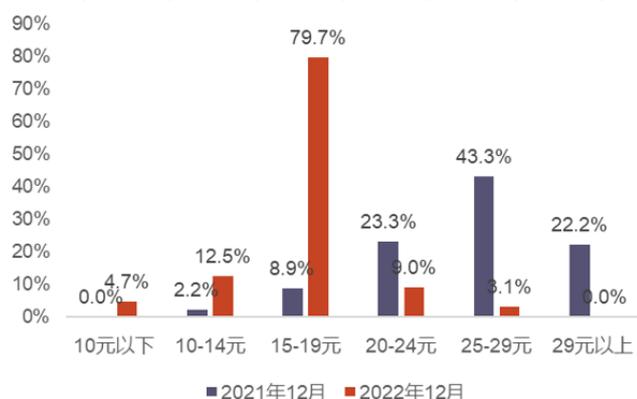
资料来源: 久谦中台, 光大证券研究所; 单位: 元/杯

2022 年来, 随着高端茶饮品牌争相降价和开放加盟, 行业整体竞争加剧。

2022 年 2 月 24 日, 喜茶宣布完成全面产品调价, 宣布 2022 年不再推出 29 元以上新品, 并承诺 2022 年绝不涨价。2022 年 3 月 17 日, 奈雪的茶也官宣降价, 并承诺每月推出“1 字头”新品。高端茶饮品牌全面告别“3 字头”, 顺应消费降级趋势, 同时加剧了大众现制饮品赛道的竞争。

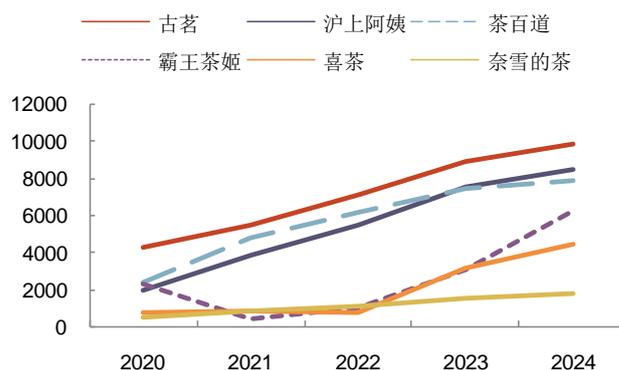
2022 年 11 月, 喜茶正式开放门店加盟, 门店数量迎来迅速增长。2023 年 7 月, 奈雪的茶也正式宣布开放加盟, 并于 2024 年 2 月大幅下调了单店投资预算, 以吸引更多加盟商。目前, 依靠加盟实现快速扩店成为现制茶饮品牌的主流选择。

图 22: 2022 年产品调价后, 15-19 元成为喜茶主流价格带



资料来源: 喜茶微信公众号《喜茶这十年》, 光大证券研究所

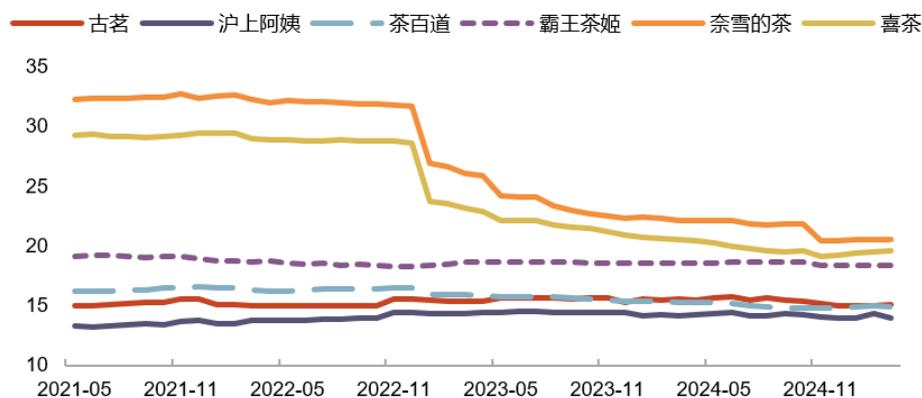
图 23: 2020-2024 年主要现制茶饮品牌门店数变化 (家)



资料来源: 久谦中台, 光大证券研究所

2025 年以来, 行业价格战放缓, 古茗性价比优势有望显现。高端茶饮领跑者喜茶于 2025 年 2 月正式宣布终止加盟, 不再以门店扩张的形式参与低价竞争, 进而回归用户、产品与品牌建设, 这在一定程度上反映了当下行业竞争模式的部分转变。随市场的成熟和消费者需求的多样化, 高端茶饮品牌单价或保持稳定, 行业平均价格亦有望在满足消费者需求的基础上缓慢回升, 进而促使现制茶饮市场的价格梯度再度拉开。古茗凭借其稳定的价格水平和产品品质, 有望在新环境下更好地发挥其性价比优势。

图 24: 主要现制茶饮品牌单价变化 (元)



资料来源: 久谦中台, 光大证券研究所; 统计时间区间: 2021 年 5 月-2025 年 3 月

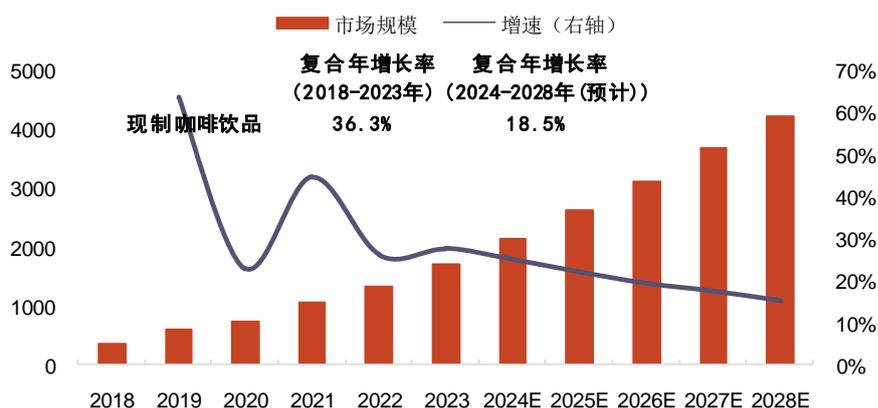
2025 年 4 月 11 日, 京东外卖“百亿补贴”全面上线, 给予奶茶品牌较多补贴。在京东外卖补贴的刺激下, 现制茶饮门店收入和加盟商利润将得到一定改善: 一方面, 补贴力度大带动茶饮杯数增加; 另一方面, 京东收取的平台费用相较于美团更低, 加盟商外卖实收率有所上升, 增厚加盟商利润。

自“百亿补贴”上线以来, 平台和商家的补贴成本承担比例一直动态调整, 商家承担比例不断上升。2025 年 5 月底, 京东外卖“百亿补贴”规则再次调整: 商家承担比例从 50% 提升至 70%-80%, 该调整在全国多地落地试行。

2.3 现制咖啡饮品行业：中国现制饮品市场中增长最快的细分市场

现制咖啡饮品市场规模在 2018-2023 年由 366 亿元增长至 1,721 亿元，复合年增长率为 36.3%，预计到 2028 年将达到 4,242 亿元，预计 2024-2028 年复合年增长率为 18.5%。咖啡饮品是中国现制饮品市场中增长最快的细分市场，消费咖啡饮品的习惯在中国日益盛行，受欢迎程度持续上升。

图 25：中国现制咖啡饮品市场规模（亿元）



资料来源：灼识咨询预测，古茗招股说明书，光大证券研究所

随着茶饮行业逐渐饱和，各茶饮品牌开始瞄向咖啡赛道。瑞幸咖啡作为国内现制咖啡行业的领跑者，近三年门店数量增加了两倍以上，同时盈利能力在扭亏为盈的基础上实现了显著提升。瑞幸在现制咖啡领域的成功先例，加上现制茶饮行业的激烈竞争态势，共同促使主流茶饮品牌“另辟蹊径”，尝试进军现制咖啡赛道。茶颜悦色于 2022 年 8 月推出咖啡品牌“鸳央咖啡”，茶百道和沪上阿姨也于 2023 年陆续新增咖啡产品，古茗亦于 2024 年开始涉足咖啡产品，目前大多数主流现制茶饮店均有不同程度地涉足咖啡产品。

图 26：部分现制茶饮品牌推出的咖啡类产品



资料来源：各品牌微信小程序，光大证券研究所（注：价格时间为 2025.2.18）

2.4 现制茶饮行业发展趋势：产品突出性价比，果蔬茶新品款数增长明显

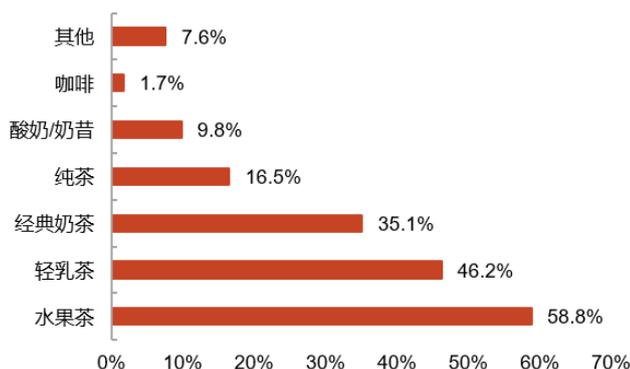
2022 年以来，现制茶饮行业的规模化趋势突出，同时茶饮产品更加追求性价比，共同推动现制茶饮行业的迭代。

主要品牌采用加盟模式，以捕捉巨大的市场增长潜力。现制茶饮店主要分为连锁店和非连锁店，而连锁店则包括加盟和直营两种模式。通过加盟模式，品牌方可利用加盟商的本地经验以及资源，以较少的资本投入实现快速增长以满足消费者不断增长的需求。截至 2023 年底，加盟店占中国现制茶饮连锁店总数的 91.9%。

供应链升级趋势加强，以满足消费者对新鲜原料和健康饮食的追求。目前现制茶饮店更多采用鲜果、茗茶以及鲜奶等原料来进行产品制作，原料的品质与新鲜程度对产品的口味具有至关重要的影响。各品牌均有加强供应链的需求，包括加强原料采购、加工、仓储及物流，尤其是冷链能力，以维持其产品质量及稳定供应。

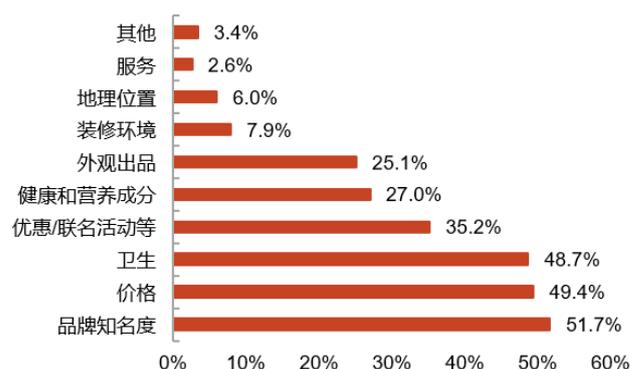
更多茶饮店提供高品质、价格亲民的产品。随着消费者更频繁地消费现制茶饮，并将其融入日常生活中，因而也日益追求高品质并价格亲民的高性价比产品。能够以相对实惠的价格提供高品质产品及服务的现制茶饮店在消费者中更受欢迎。

图 27：2024 年现制饮品消费者对茶饮细分种类消费偏好



资料来源：《现制饮品新品趋势观察报告 2024》，光大证券研究所

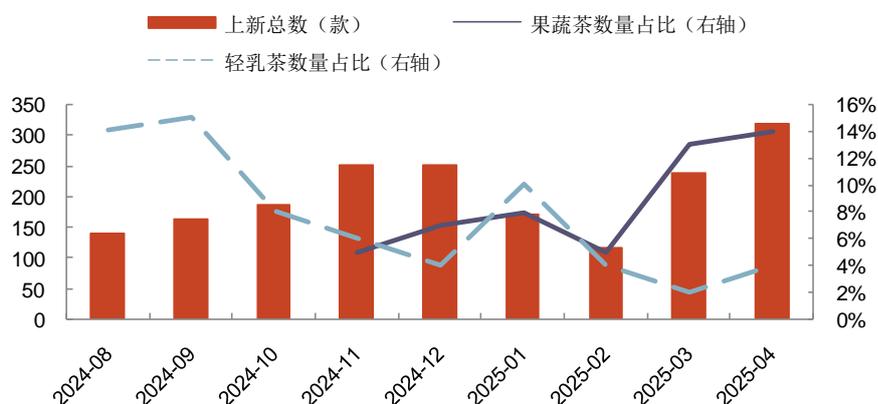
图 28：2024 年现制饮品消费者选择现制茶饮的影响因素



资料来源：《现制饮品新品趋势观察报告 2024》，光大证券研究所

此外，健康化、新鲜化亦逐步成为现制茶饮的消费趋势。2024 年，喜茶创新推出“羽衣纤体瓶”，上线一个半月销量超过 1000 万瓶，成为爆款产品。随后一众新茶饮品牌围绕“蔬菜+水果+茶”的创新搭配，将羽衣甘蓝、西芹、胡萝卜等蔬菜融入到产品中。从现制茶饮新品趋势看，果蔬产品款数占比逐步提升，轻乳茶款数经过 24 年高峰后，25 年逐步回落。

图 29：2024.8-2025.4 现制茶饮行业上新情况



资料来源：《澳大茶饮》公众号统计，光大证券研究所

现制茶饮赛道竞争日益激烈，企业要想在竞争中胜出需要在四大方面均处于领先地位：

渠道端：门店网络扩展能力和对二线及以下城市的渗透。门店拓展将直接促进现制茶饮店品牌的销售增长，广泛且密集的门店网络不仅能提升品牌形象，也能巩固消费者忠诚度。此外，由于中国的二线及以下城市人口超过 11 亿人，而现制茶饮店密度低于一线及新一线城市，随着这些地区购买力的增长，为现制茶饮行业提供了巨大增长潜力，对这些地区的渗透是茶饮店品牌实现可持续发展的关键因素。

产品端：对新鲜优质产品的坚持。目前大多数现制茶饮店已经从使用深度加工的原料演变为越来越多地采用新鲜水果及鲜奶等天然原料，为此，品牌需要在供应采购、产品开发、供应链管理和质量控制等方面加大投入。

供应端：保证稳健的供应链能力。由于原料的新鲜程度和质量对于饮品口感具有很大影响，是否具有稳健的供应链能力是现制茶饮品牌重点关注的因素，包括原料采购、加工、仓储物流和冷链能力等多个方面。

品牌端：树立优秀品牌形象。品牌口碑的形成能够使现制茶饮店持续吸引新消费者并留住现有消费者，提高消费者忠诚度及提供消费者复购率。品牌形象的打造对加盟商及品牌方均至关重要。

图 30：现制茶饮企业关键竞争要素



资料来源：古茗官网，古茗公众号，光大证券研究所

3、供应链优势和独特渠道策略，公司快速成长为行业第二品牌

截至 2024 年底，古茗已跻身中国现制茶饮市场第二大品牌，同时也是头部品牌中唯一一个未实现全国覆盖的品牌，其凭借相对有限的门店覆盖区域实现了业绩层面的高速增长，这主要得益于其前瞻性的经营战略所形成的竞争优势，主要包括基于其符合消费趋势的产品定位、强大稳健的供应链能力以及地域加密布店策略等方面。

新鲜产品占比高，上新速度快满足消费者多变的需求。古茗的产品中以鲜果、鲜奶制作的产品销量占比较高，且产品性价比高，符合当前消费者对健康化和高质价比的追求。同时公司研发能力强，保持较快的上新速度，有效捕捉市场热门需求。

自建工厂和物流车队，供应链优势突出。古茗通过自建工厂分别负责茶叶拼配和果汁混合，目前 10% 以上的物料实现了自加工，降低了配送成本。同时古茗拥有 300 辆以上的自有物流车和相应的工作人员，能更充分地保障新鲜原料稳定配送至门店。

采取区域加密的开店策略，进一步发挥供应链优势。借助于在生产和物流方面的优势，古茗并未采用盲目大批量扩店的方式，而是选择了在城市进行加密布局，确保区域内的门店数量达到一定规模。通过该策略，古茗得以使自身的供应链优势得到更好的体现，以较低成本为区域内门店提供更好的服务。

3.1 产品端：产品种类丰富，积极开拓创新

公司优势品类为果茶，兼具丰富的品类布局和产品矩阵。在 2024 年 1-9 月，古茗的产品序列中果茶产品销量约 4 亿杯，占比约 41%；奶茶产品销量约 4.7 亿杯，占比约 47%；咖啡及其他饮品销量约 1.2 亿杯，占比约 12%，25 年公司加快咖啡上新，前 4 个月已推出多款咖啡新品，包括咖啡冰冰乐、山茶梨香咖啡、果蔬美式、苹果流沙美式、苹果丝绒拿铁。今年古茗还推出比蜜雪冰城、便利店

饮料更便宜的 1 元冰水、2.5 元柠檬水，取得较好的市场反响。总体而言，古茗的产品类别丰富多样，低价新品拓宽了产品价格带，有利于覆盖更多人群。

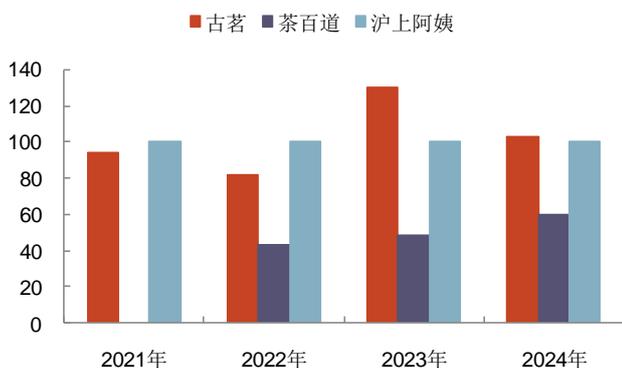
图 31：古茗的主要产品类别及销量占比（2024 年 1-9 月）



资料来源：古茗招股说明书，光大证券研究所

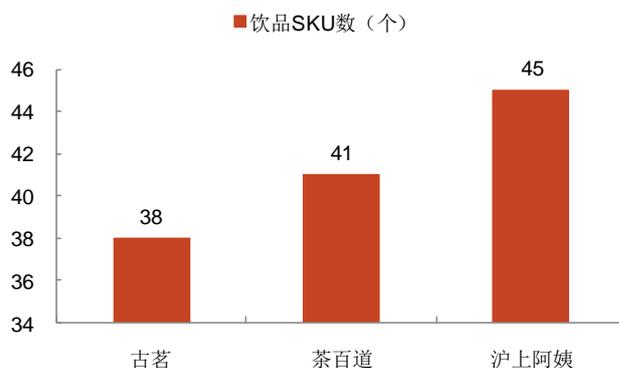
公司产品策略灵活，通过跟进式创新不断推动产品上新。古茗及时追踪最新的消费者偏好趋势，并通过供应链加持快速捕捉市场风口，以跟进式创新不断开发出受市场欢迎的产品。同时，古茗亦具备强大的食品研发团队，在产品原料的使用和搭配上不断进行尝试与创新。2021-2024 年，古茗分别推出了多达 94/82/130/103 款新品。尽管公司上新数量多，但相比起同业古茗菜单更精简。古茗通过不断推新来持续满足消费者的新鲜感，但同时通过控 SKU 数量保证整体运营效率。

图 32：2021-2024 年古茗/茶百道/沪上阿姨上新数量（款）



资料来源：各公司招股说明书，光大证券研究所（注：沪上阿姨数据为约数，其招股说明书公告为 2021-2024 年均超过 100 款新品）

图 33：古茗/茶百道/沪上阿姨饮品 SKU 数量



资料来源：各品牌微信小程序，光大证券研究所（注：时间为 2025.6.3）

公司产品具有较高性价比。与其他茶饮品牌的同类型产品相比，古茗的产品在价格上具有相当的优势，在主流的果茶、奶茶品类以及最近流行的果蔬汁饮品上均有布局，且价格相对较低，有利于配合公司的开店策略，继续打入三线及更低线城市或地区的市场。

表 4: 古茗、喜茶、奈雪、沪上阿姨、茶百道部分代表品类单价比较 (元)

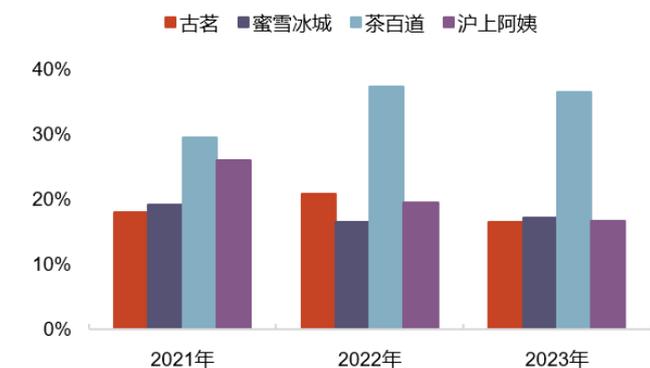
品牌	古茗	喜茶	奈雪	沪上阿姨	茶百道	
芝士果茶类	产品					
	价格	20	28	24	20	—
	推出时间	2019年6月	2018年	2020年3月	2025年3月	
果蔬汁类	产品					
	价格	15	19	19	16	22
	推出时间	2025年3月	2024年7月	2024年8月	2024年11月	2024年12月
杨枝甘露类	产品					
	价格	18	18	19	19	17
	推出时间	2020年4月	2019年7月	2020年4月	/	/
珍珠奶茶类	产品					
	价格	9	19	19	16	10
	推出时间	2010年	2012年	2018年	/	/

资料来源: 各品牌微信小程序, 光大证券研究所 (注: 标注时间为 2025.6.3)

3.2 供应端: 供应商筛选严格, 仓储物流稳健

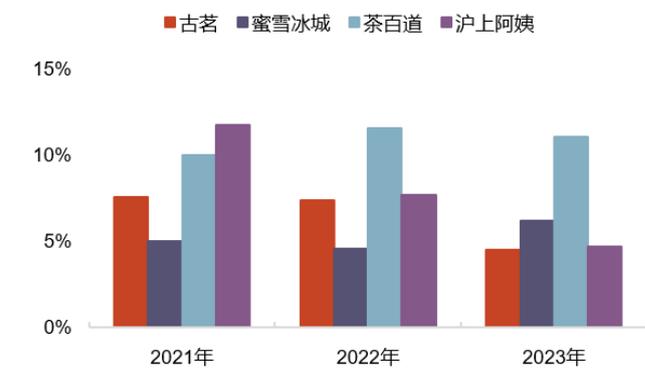
公司优先选择资质齐全、实力较强、口碑良好的供应商。古茗设有采购中心负责筛选供应商, 供应链团队与产品研发团队合作紧密, 能够更好地确定优质供应商, 并随之逐步加强合作。公司对单一或个别供应商依赖度较低, 其五大供应商在采购总额中的占比基本不高于 20%, 最大供应商占比低于 10%。公司长期严把茶叶、水果等原料质量关, 并在云南西双版纳自建供应基地。

图 34: 古茗及可比公司前五大供应商采购金额占比



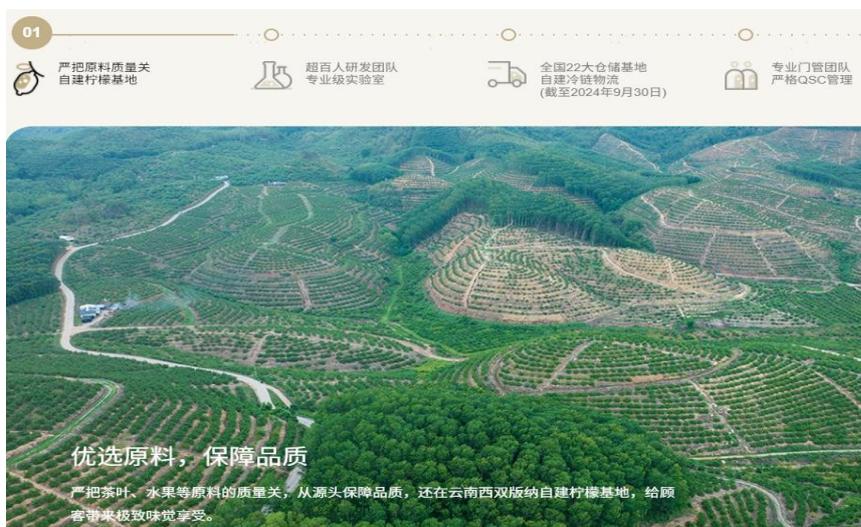
资料来源: 古茗招股说明书, 光大证券研究所 (注: 蜜雪冰城 2023 年数据仅包括 1-9 月)

图 35: 古茗及可比公司最大供应商采购金额占比



资料来源: 古茗招股说明书, 光大证券研究所 (注: 蜜雪冰城 2023 年数据仅包括 1-9 月)

图 36: 古茗自建的柠檬基地



资料来源: 古茗官网, 光大证券研究所

公司拥有并运营四大加工工厂，原料加工能力强大。2022 年以来古茗向加盟商提供的原料中约有 13%由自有加工工厂进行处理，主要提供茶叶拼配和混合果汁产品，有效地增强了古茗供应链的稳定性。2023 年，古茗门店使用了中国现制茶饮行业内最大规模的 HPP 处理果汁量。2024 年 6 月，古茗正式建成投运了第四家加工工厂，加工能力预计能满足价值 15 亿元的产品规模。截至 2024 年 9 月 30 日，古茗采用中国大陆唯一的 Hyperbaric525iHPP 系统，为相应供应商产品名录中规格最高的 HPP 设备。

表 5: 古茗加工工厂基本情况

加工工厂	产品	地点	产能利用率		
			2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月
励川加工工厂	茶叶拼配	杭州	50%	69%	81%
果如加工工厂	混合果汁	杭州	56%	69%	51%
广西加工工厂	茶叶拼配	广西	46%	63%	79%
诸暨加工工厂	/	诸暨	/	/	/

资料来源: 古茗招股说明书, 光大证券研究所 (注: 2024 年度数据尚未披露; 诸暨工厂已于 2024.6.11 建成投运, 有关数据尚未披露)

公司的仓储及物流管理能力强大，全程冷链运输。古茗拥有规模庞大的仓储及物流基础设施，在中国现制茶饮店品牌中居于第一梯队。截至 2024 年底，古茗运营 22 个仓库，总建筑面积约 22 万平方米，冷库库容超 6 万立方米。约有 75% 的古茗门店位于特定仓库 150 公里范围内，加之强大物流基础设施的支持，能保障新鲜原料的稳定配送。古茗基本不使用第三方运营的仓储服务，直接运营自身仓库网络以更好满足变化的业务需求。

图 37：2024 年古茗仓库分布状况



资料来源：古茗招股说明书，光大证券研究所

3.3 渠道端：地域加密策略，深入二线及以下城市

地域加密布店策略，步步为营。古茗已在 8 个省份达到 500 家门店的关键规模，建立起较为密集的门店网络，并同时在 17 个省份建立布局，主要集中于中国南方地区。古茗选择加密布店策略的原因为考虑供应链效能的发挥，在同一区域范围的密集布店能较好地利用古茗的仓储和物流基础设施优势，随着新进入城市业务的扩大，古茗也将逐步在当地打造供应链，实现门店网络和供应链的稳步推进。整体来看，古茗开店策略稳扎稳打，通常在核心区域做深做好之后，再考虑向周边扩张。

图 38：古茗门店数量分布



资料来源：窄门餐眼，光大证券研究所（注：时间截至 2025.5.15）

古茗通过密集开店策略提升品牌露出与知名度，进而推动复购率增长。作为高复购茶饮品牌，其季度复购率可达 50% 以上，且呈现区域差异：老城区复购率高于高新区，低线城市复购率高于高线城市。随着区域门店密度加深，品牌认知度

进一步提升，消费者接触品牌的机会增多，进店消费频率随之增加，复购率也因此得到提升。

古茗门店兼有统一风格和定制化设计，以舒适轻松的环境带来更佳消费体验。为达到较高标准的装修水平和设计感，古茗对于加盟商店内装饰有严格的要求，在确保一致的消费者体验的同时提升品牌形象，部分门店也会采取定制化的设计风格以适应周边环境。在店铺面积方面，古茗的门店在 30-50 平方米的标店之外亦有 70-80 平方米的大店，凭借更宽敞的布局和齐全的设施满足消费者堂食的需求。截至 2024 年 9 月，古茗有 51% 的门店设有堂食区域。

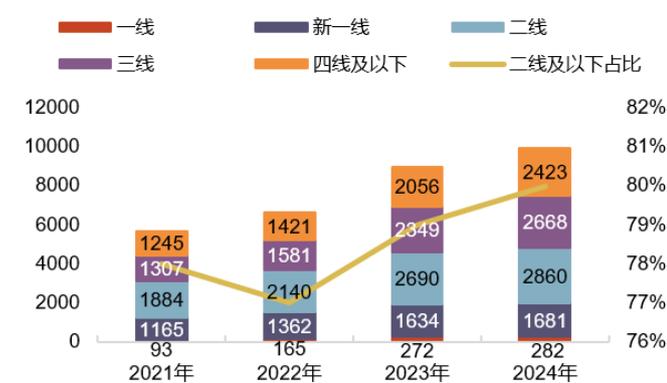
图 39：古茗现有门店一览



资料来源：古茗招股说明书，光大证券研究所

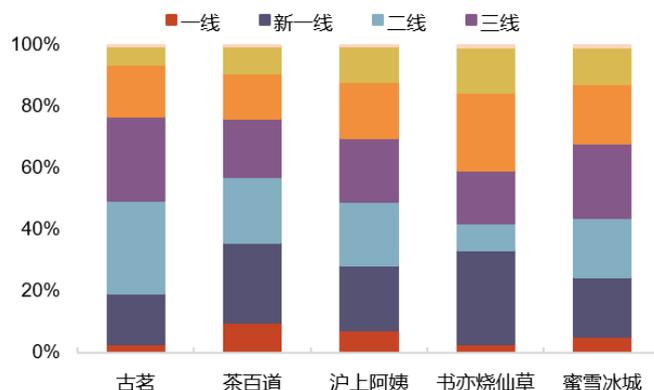
广泛布局二线及以下线城市，充分挖掘市场潜力。截至 2024 年底，古茗在二线及以下城市建立领先地位，这部分地区的门店数量占总门店数的 80%，该比例在行业中处于领先地位。此外，在 2023 年底，古茗在乡镇地区的门店数量也达到总数的 38%，门店在乡镇区域的覆盖率处于上升趋势。在上述地区的深耕有助于更好触达消费能力日渐提升的当地消费者，进一步巩固在中国低线城市的优势地位。

图 40：2021-2024 年古茗按城市线级划分的门店分布



资料来源：古茗招股说明书，光大证券研究所；左轴单位：家

图 41：古茗及可比公司按城市线级划分的门店数量占比



资料来源：窄门餐眼，光大证券研究所（注：数据截至 2025.4.21）

3.4 市场口碑良好，营销方式多样

公司近年来获得一系列奖项，受到多方高度认可。长期以来，古茗在对产品与服务质量的不懈追求中赢得了市场认可，在现制茶饮行业乃至餐饮业中具有较高的知名度及美誉度，市场影响力强大。

表 6：古茗近年获奖与认可情况

奖项/认可	获奖年份	颁发机构/部门
中国餐饮加盟榜	2021	中国连锁经营协会；美团
抖音年度影响力品牌	2022	抖音
咖门年度战略影响力品牌	2022	咖门
2022 年度行业标杆——腾讯智慧零售全域数字经营榜	2022	腾讯——腾讯智慧零售
2023 年高品质消费百强榜	2023	南方都市报
2023 年度餐饮品牌力百强——红鹰奖	2023	红餐网
2023 年度质量金盾案例	2023	中国质量报社；中国质量新闻网

资料来源：古茗招股说明书，光大证券研究所

线上线下渠道针对性营销，积极推进会员计划。古茗凭借其营销策略中心，整合资源在逐个地域打造品牌知名度，包括与动漫、游戏、电视剧等年轻人热衷的 IP 进行联名，取得良好反响。古茗不断整合线上和线下营销活动进行组合发力，并在营销中不断增加创意和多元化的元素，提高营销活动的有效性。古茗还通过小程序和微信公众号大力推广会员计划，吸引会员并建立社群，从而向会员进行精准的产品推荐，积累了庞大而忠诚的会员群体。

图 42：古茗的线上及线下营销活动



资料来源：古茗招股说明书，光大证券研究所

邀请大牌体育明星作为产品代言人，强化品牌影响力。古茗于 2025 年 3 月 26 日正式宣布邀请樊振东作为果蔬汁类产品代言人，以其阳光、自律、健康的公众形象宣传古茗的健康饮品理念，意在树立全新品牌形象，并积极拓展在健康饮品类别中的影响力。

图 43: 古茗邀请樊振东作为代言人



资料来源: 古茗微信公众号, 光大证券研究所

4、加盟政策调整，咖啡业务兴起

4.1 开店空间：现有城市加密预计能达 2 万家门店

为抢夺更多优质加盟商，古茗调整加盟政策。2024 年古茗免除了扣点费用，约 10 万的加盟费以及新增的 8 万元的设备费用均可分期支付；25 年该政策延续。另外，对于闭店的情况，古茗会对门店设备进行二手估价回收，降低了加盟商闭店时的损失，为门店的进一步扩张提供了政策支持。

表 7: 不同茶饮品牌的加盟政策及前期门店投入

	古茗	茶百道	沪上阿姨	喜茶	霸王茶姬
单店合作及投资费用	<p>前期费用：23.3 万元起 (不包含店面租金、转让费、加盟费、咖啡机设备款等)</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 品牌合作费: 1.88 万元 (分期支付) 2. 运营服务费: 3 万元 (分期支付) 3. 培训服务费: 2.5 万元 (分期支付) 4. 开店服务费: 2.5 万元 (分期支付) 5. 合作保证金: 0.5 万元 (无违规门店关、转可退还) 6. 培训保证金: 0.5 万元 (培训完毕可退还剩余保证金) 7. 咖啡机保证金: 1.5 万元 (完成咖啡机设备分期账单后分期退还) 8. 开业营销费: 0.8 万元 9. 装修费用: 10 万元左右 10. 咖啡机设备款: 8 万元左右 (支持分期免息支付) 11. 设备费用: 13 万元左右 (首年 8 万元) 12. 首批原料: 2-4 万元左右 	<p>前期费用：22 万元起 (不含店面租金、转让费、加盟费):</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 加盟费: 9 万元 (包括品牌授权费 3 万元; 培训服务费 2 万元; 开业综合服务费 4 万元) 2. 设备费: 12 万元 3. 装修费: 10 万元 4. 首次配货费: 2 万元 	<p>前期费用：17 万元起 (不含店面租金、转让费及装修费)</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 品牌加盟费 4.98 万元 (现新签一间门店, 加盟费减免 50%; 现新签 2 间门店, 免加盟费, 并奖励 2 万元; 现新签 3 间门店, 免加盟费, 并奖励 3 万元) 2. 保证金: 0.5 万元 (合同履约保证金, 合同终止时, 若无违约情况, 可全额退还) 3. 设备费: 9 万元起 4. 首批原物料费用: 3~5 万元左右 	<p>前期费用：40 万元起 (不含首批进货款及房屋租赁费)</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 单店合作服务费: 5 万元 (三年一缴) 2. 首次培训费: 2 万元 (一次性) 3. 设计费: 1 万元 (一次性) 4. 营运管理费: 月实收金额满 6 万元, 收取 1% 5. 工程监理费: 0.8 万元 (一次性) 6. 系统运营使用费: 2 万元 (每年一缴) 7. 保证金: 3 万元/店 (一次性) 8. 设备费: 15 万元起 (一次性) 9. 装修费: 10 万元起 (一次性) 	<p>前期费用：51 万元起</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 加盟费: 1.98 万元 (一次性收取) 2. 综合服务费: 5 万元 (一次性收取) 3. 保证金: 2 万元 4. 品牌使用费: 1.5 万元 (按年收取) 5. 设备费: 约 16 万元 6. 首批物料费: 约 10 万元 7. 装修费: 15 万元以上 8. 设计费: 0.5 万元/店 9. 培训费: 500 元/人 10. 信息系统服务费: 0.7 万元 (按年收取) 11. 在线学习账号费: 500 元 (按年收取) 12. 运营管理费: 实收营业额的 2% (按月收取) 13. 市场推广费: 实收营业额的 1% (按月收取)
开店需要的员工数	至少 2 名初始铁杆店员	未作明确要求	至少 3 名初始骨干店员	至少 1 名店长, 5 名员工	未做明确要求
门店面积	标店: 30-50 平方米 大店: 70-80 平方米	30-100 平方米		60-80 平方米	≥ 80 平方米

资料来源: 各品牌官网, 各品牌微信小程序, 光大证券研究所

保持高位开店指引，开店踊跃度较好。2025 年公司开店指引为 2500 家，减去约 500 家的关店数量，预计净增约 2000 家。截至 3 月底，2025 年开店签约数量已经接近 1000 家，加盟商开店积极性较高。

开店战略强调下沉市场，重点关注五大省份。2024 年古茗逐渐将开店重心转移至部分省份的下沉市场，以期在地区内争取领先地位。2025 年大部分新店将布局在非省会的三、四线城市等下沉市场。分省份来看，安徽、湖北、湖南、广东和广西等华东和华南市场是 2025 年主要布局地域。

表 8：达到关键规模省份的期末门店数量及同店 GMV 增长

		2021	2022	2023	2024 年 1-9 月
浙江	期末门店数量 (家)	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 (家)	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 (家)	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 (家)	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，光大证券研究所

远期来看，通过现有城市加密预计能达 2 万家门店，再加上新进入城市的门店，开店空间进一步提升。

表 9：2024 年已有 8 个省份达到关键规模 (家)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
浙江	625	841	1415	1690	1967	2062	2162
福建	301	467	857	957	998	1067	1167
广东	15	65	230	413	747	964	1089
江西	120	220	517	613	723	832	911
江苏	50	81	158	220	439	664	776
湖北	48	91	227	347	503	622	683
安徽	40	61	135	177	311	547	586
湖南	13	44	146	301	514	512	534
广西	1	1	1	1	41	284	425
河南	20	48	159	204	246	249	283
四川	104	116	180	207	269	282	282
山东	2	4	8	10	22	297	259
云南	10	28	52	58	60	145	218
贵州	10	14	16	22	62	188	213
重庆	39	66	159	199	218	223	201

资料来源：久谦中台，光大证券研究所（注：第三方数据或有误差，以公司披露数据为准）

我们根据各省份门店数量的不同，将已进入的省份分为已达到关键规模的省份（浙江、福建、广东、江西、江苏、湖北、安徽、湖南），有增长潜力的省份（广西、河南、四川、山东、云南、贵州、重庆），待发展省份（海南、河北、甘肃、陕西）。

对于已达到关键规模的省份，我们假设各城市密度向省内密度最高的城市看齐；对于有增长潜力的省份，我们假设各城市密度向这 7 个省份中密度最高的城市看齐；对于待发展的省份，我们假设各城市密度向山东密度最高的城市（山东为有增长潜力中密度最小的省份）看齐。

表 10：各省份城市门店密度参考值

省份	省内城市最大密度 (万人/家)	省内城市参考密度 (万人/家)
浙江	2.3	2.3
福建	2.9	2.9
广东	5.0	5.0
江西	2.4	2.4
江苏	6.0	6.0
湖北	2.9	2.9
安徽	4.5	4.5
湖南	8.1	8.1
广西	7.1	7.1
河南	10.8	7.1
四川	12.5	7.1
山东	19.5	7.1
云南	10.3	7.1
贵州	12.8	7.1
重庆	15.9	7.1
海南	7.9	7.9
河北	76.4	19.5
甘肃	147.5	19.5
陕西	653.9	19.5

资料来源：大众点评，国家统计局，光大证券研究所（注：密度为常住人口数除以门店数，门店数为 2025.4.14 数据，第三方数据或有误差，以公司披露数据为准；数值最小说明密度越大；海南省内城市最大密度高于山东，该省份参考省内最高的密度；考虑到广州、深圳为一线城市，公司重点发展低线城市，故测算时假设广州、深圳门店密度数值为省内其他城市的 2 倍）

经测算，现有城市加密后，门店规模预计能到 20190 家。当前古茗共覆盖 222 个城市，较蜜雪冰城的 365 个城市仍有较大空间，随着空白城市逐步覆盖，公司门店数仍有较大空间。

表 11：各省份现有/远期门店数量

省份	现有门店数 (家)	远期门店数 (家)
浙江	2332	2882
广东	1292	2175
江西	1047	1882
湖北	664	1815
福建	1299	1444
山东	273	1427
安徽	691	1359
河南	327	1353
江苏	893	1262
四川	343	1151
湖南	607	811
广西	541	709
云南	248	652

重庆	201	449
贵州	183	401
河北	38	199
海南	65	129
陕西	2	67
甘肃	3	23
总计	11049	20190

资料来源：大众点评，国家统计局，光大证券研究所（注：现有门店数为 2025.4.14 数据，第三方数据或有误差，以公司披露数据为准；远期门店数为光大证券研究所预测）

4.2 同店销售：咖啡品类助力同店提升

顺应行业发展，古茗进军平价咖啡市场。古茗的咖啡产品在公司战略定位中具有重要的地位。目前咖啡产品在门店的销售比例已经上升至 10%-15%，共提供 5-6 款咖啡产品。古茗非常注重咖啡豆的质量，坚持使用 60 元/千克的咖啡豆原料，而通过提升物流效率将鲜奶的价格从 10 元/升压至 7 元/升以实现整体的成本控制，在保证性价比的同时维持咖啡风味的稳定，使其咖啡产品具有较强的竞争力。

咖啡产品引入拉动单店收入与利润率提升。2024 年咖啡产品上新以来，安装咖啡机的古茗单店销售额实现了近 10% 的增长，门店年利润增加约 9 万元，预计在古茗大规模推广咖啡机并提供咖啡产品之后，单店能实现约 7 万元的利润增长。目前，古茗的咖啡产品尚处于尝试与调整期，预计未来将继续提高咖啡在业务中的占比，咖啡产品对于单店盈利能力的提升有望得到更充分释放。

表 12：引入咖啡前后古茗单店模型对比（万元）

	引入前	引入后
年收入	182	201
原材料成本	82	93
占收入%	45.0%	46.3%
毛利率	55.0%	53.7%
人工成本	22	22
占收入%	12.0%	10.9%
租金	16	16
占收入%	8.5%	7.7%
水电开支	4	4
占收入%	2.0%	2.0%
其他	26	26
占收入%	14.3%	13.0%
门店层面利润	33	40
利润率	18.2%	20.0%

资料来源：渠道调研，光大证券研究所

5、盈利预测和估值

5.1 关键假设及盈利预测

收入方面：公司 2023/2024 年分别实现收入 76.76/87.91 亿元，截至 24 年底共有 9914 家门店，较 23 年底净增加 913 家。公司仍处于扩张期，在广大二线城市及更低线城市具有较为充足的潜在消费者，随着品牌势能的提升，预计门店扩张速度仍将处于高位。预计 2025-2027 年净增加门店数分别为 2100/1800/1700 家。

1) 商品销售：我们根据披露的新店和老店 GMV 占比来估计新店和老店商品销售额的占比，门店同店销售额增速估计与老店商品销售额增速相当。①**对于老店（定义为非当年新开的门店）**，考虑到 25 年 1-4 月门店同店销售额增速较快，同店销售额基本回到 2023 年水平（2024 年受行业价格战以及“315”事件影响，同店销售额基数较低），我们预计公司 2025 年老店单店商品销售额与 2023 年相近，对应增速为 7%；预计 2026-2027 年老店单店商品销售额增速保持平稳，为 3%。②**对于新店（定义为当年新开的门店）**，考虑到过去 3 年新店的单店商品销售额差别不大，我们假设 2025-2027 年新店单店商品销售额维持在 2023 年水平，对应 2025-2027 年增速分别为 3.2%/0%/0%。综合来看，预计 2025-2027 年公司商品销售额增速分别为 24.4%/22.0%/17.9%。**2) 设备销售：**设备销售主要发生在新店开业，因此该业务收入与新店数量及设备单价有关。公司 2025 年调整加盟政策，设备采用分期付款，加上新增咖啡机带来的影响，预计 2025 年单个新店设备销售额增速较快，预计 2025-2027 年单个新店设备销售额增速分别为 10%/2%/2%。预计公司 2025-2027 年设备销售收入增速分别为 80.5%/-7.9%/-6.2%。**3) 加盟和相关服务：**主要包括初始加盟费、培训服务费、持续支持服务费用等，预计随着门店数量增速的放缓和基数的增大，该业务收入增速逐年下降，预计 2025-2027 年该业务收入增速分别为 22.2%/15.0%/12.2%。**4) 直营门店销售：**直营门店和加盟门店终端销售的产品无差异，且以老店为主，假设 2025-2027 年单个直营店销售额增速与单个老加盟店商品销售额增速一致，分别为 7%/3%/3%。直营门店非公司发展重点，假设 2025-2027 年平均每年增加 1 家直营店。综合看，预计 2025-2027 年直营门店收入增速分别为 24.8%/17.7%/15.9%。

我们预计 2025-2027 年古茗的营业收入分别为 111.61/132.14/152.55 亿元，营业收入同比增速分别为 27.0%/18.4%/15.4%。

表 13：古茗收入预测（百万元，家）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	7,676	8,791	11,161	13,214	15,255
yoy	38.1%	14.5%	27.0%	18.4%	15.4%
总门店数	9,001	9,914	12,014	13,814	15,514
净增加数	2,332	913	2,100	1,800	1,700
商品和设备销售收入	6,145	7,027	9,005	10,734	12,472
yoy	36.4%	14.4%	28.1%	19.2%	16.2%
商品销售额	5,778	6,563	8,166	9,961	11,746
yoy	34.9%	13.6%	24.4%	22.0%	17.9%
老加盟店商品销售额	4,980	6,086	7,359	9,232	11,076
yoy	28.0%	22.2%	20.9%	25.5%	20.0%
单个加盟店商品销售（万元）	78	73	78	81	83

	yoy	7.0%	-6.0%	7%	3%	3%
老加盟门店数量 (家)		6,405	8,327	9,410	11,462	13,350
	yoy	19.7%	30.0%	13.0%	21.8%	16.5%
新加盟店商品销售额		798	477	807	729	671
	Yoy	103.1%	-40.3%	69.3%	-9.7%	-8.0%
单个加盟店商品销售 (万元)		31	30	31	31	31
	yoy	3.0%	-2.3%	3.2%	0.0%	0.0%
新加盟门店数量 (家)		2,596	1587	2604	2352	2164
	yoy	97.1%	-38.9%	64.1%	-9.7%	-8.0%
设备销售额		366	465	839	773	725
	yoy	64.8%	26.8%	80.5%	-7.9%	-6.2%
单个加盟新店设备销售 (万元)		14	29	32	33	34
	yoy	-16.4%	107.5%	10%	2%	2%
加盟和相关服务		1,519	1,750	2,139	2,459	2,759
	yoy	45.4%	15.2%	22.2%	15.0%	12.2%
初始加盟费		110	121	200	183	170
		24.6%	10.3%	65.7%	-8.8%	-7.1%
单个加盟新店初始加盟费 (万元)		4.2	7.6	7.7	7.8	7.8
	yoy	-36.8%	80.3%	1%	1%	1%
提供培训及其他服务		97	64	107	97	90
	yoy	69.1%	-33.9%	65.7%	-8.8%	-7.1%
单个加盟新店提供培训及其他服务 (万元)		3.7	4.0	4.1	4.1	4.2
	yoy	-14.2%	8.1%	1%	1%	1%
持续支持服务费		1,312	1,565	1,832	2,179	2,499
	yoy	45.9%	19.3%	17.1%	19.0%	14.7%
单个加盟店持续支持服务费 (万元)		16.7	16.5	16.7	16.9	17.0
	yoy	15.1%	-1.2%	1%	1%	1%
直营门店销售		12	14	18	21	24
	yoy	25.8%	15.8%	24.8%	17.7%	15.9%
单个直营店收入 (万元)		205	237	254	262	270
	yoy	4.8%	15.8%	7%	3%	3%
直营门店数量 (家)		6	6	7	8	9
	yoy	20.0%	0.0%	16.7%	14.3%	12.5%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

成本及支出方面: 1) **毛利率:** 2024 年毛利率为 30.6%, 随着规模扩大后产能利用率的提升, 预计毛利率逐步提升, 预计 2025-2027 年毛利率分别为 30.7%/30.8%/30.9%。2) **销售费用率:** 2024 年销售费用率为 5.5%, 同比提升较多主要系公司加大 IP 联名等营销活动力度。后续随着规模效应的显现, 预计销售费用率逐渐降低, 预计 2025-2027 年分别为 5.3%/5.2%/5.1%。3) **管理费用率:** 2024 年管理费用率为 3.5%, 随着规模效应的显现, 预计 2025-2027 年分别为 3.2%/3.1%/3.0%。4) **研发费用率:** 2024 年研发费用率为 2.6%, 近两年基本保持稳定。公司长期保持较高频率的产品上新, 预计研发投入将继续保持稳定, 维持在 2.6%。

表 14: 主要成本及支出占收入的比重

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	31.3%	30.6%	30.7%	30.8%	30.9%
销售费用率	4.4%	5.5%	5.3%	5.2%	5.1%
管理费用率	3.7%	3.5%	3.2%	3.1%	3.0%
研发费用率	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

综合来看, 我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.61/23.56/27.61 亿元, 对应 EPS 分别为 0.82/0.99/1.16 元, 当前股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 31X/25X/22X。

5.2 相对估值

蜜雪集团、茶百道、星巴克均为茶饮、咖啡类上市公司, 可以作为有相似业务的可比公司, 为丰富可比公司数量, 我们另选取了餐饮公司百胜中国、海底捞作为可比公司。2025-2027 年可比公司平均 PE 分别为 24x/21x/18x, 古茗 PE 高于行业平均; 2025-2027 年可比公司 PEG 平均估值分别为 1.7x/1.5x/1.4x (不含星巴克), 古茗 2025-2027 年 PEG 低于行业平均水平。古茗门店在全国各城市的覆盖度仍较低, 未来拓店还有较大空间, 未来 PEG 估值有望向行业均值靠拢。

表 15: 餐饮行业主要上市公司 PE 估值表

	股价 (港元/美元)	EPS (元/美元)				PE (倍)				PEG (倍)			CAGR
		6月3日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	
蜜雪集团 2097.HK	586.00	12.32	13.78	16.01	18.69	44	39	34	29	2.3	2.0	1.7	17%
茶百道 2555.HK	9.59	0.34	0.58	0.69	0.73	26	15	13	12	0.5	0.4	0.4	32%
百胜中国 9987.HK	343.20	2.34	2.56	2.77	2.98	19	17	16	15	2.5	2.3	2.1	7%
海底捞 6862.HK	14.88	0.87	0.92	1.01	1.09	16	15	14	13	1.7	1.5	1.4	9%
星巴克 SBUX.O	85.19	3.31	2.38	2.93	3.59	26	36	29	24	21.7	17.6	14.4	2%
平均						26	24	21	18	1.7	1.5	1.4	
古茗 1364.HK	27.30	0.78	0.82	0.99	1.16	32	31	25	22	1.4	1.2	1.0	22%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 蜜雪集团、茶百道、百胜中国、海底捞 EPS 取自 wind 一致预期, 星巴克 EPS 取自彭博一致预期, 古茗盈利数据为光大证券研究所预测, 蜜雪集团、茶百道、海底捞、古茗 EPS 单位为元, 百胜中国、星巴克 EPS 单位为美元, 蜜雪集团、茶百道、百胜中国、海底捞、古茗股价单位为港元, 星巴克股价单位为美元, HKD/CNY=0.9227, USD/HKD=7.9004; 因星巴克 PEG 过高, 计算可比公司平均 PEG 时剔除了星巴克

5.3 绝对估值

我们采用绝对估值法对公司进行估值。根据以下假设, 我们利用 FCFF 估值法, 测算公司每股价值为 32.32 港元。

基于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率:** 考虑餐饮有较稳定的需求, 假设长期增长率为 1.0%。
- 2、β 值选取:** 采用申万三级行业分类-餐饮 (港股) 板块的历史平均 β (1.64) 作为公司的近似 β。
- 3、无风险收益率:** 采用十年期美国国债收益率 (3.74%) 作为无风险收益率;
- 4、税率:** 我们预测公司未来税收政策相对稳定, 假设公司未来税率为 25.00%。

表 16: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	3.74%
Rm-Rf	4.00%
β ($\beta_{levered}$)	1.64
Ke(levered)	10.28%
税率	25.00%
Kd	3.00%
Ve (百万元)	70,364
Vd (百万元)	121
目标资本结构	0.17%
WACC	10.27%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 17: 现金流折现及估值表

	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	8,354	11.89%
第二阶段	23,940	34.06%
第三阶段 (终值)	37,986	54.05%
企业价值 AEV	70,280	100.00%
加: 非经营性净资产价值	799	1.14%
减: 少数股东权益 (市值)	46	-0.07%
减: 债务价值	121	-0.17%
总股本价值	70,912	100.90%
股本 (百万股)	2,378	
每股价值 (元)	29.82	
每股价值 (港元)	32.32	
PE (2025 年-隐含)	36	
PE (2025 年-动态)	31	

资料来源: 光大证券研究所预测 (注: HKD/CNY=0.9227)

表 18: 敏感性分析表 (港元)

WACC/长期增长率	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
9.9%	32.25	33.24	34.34	35.57	36.95
10.1%	31.34	32.27	33.30	34.45	35.75
10.3%	30.47	31.35	32.32	33.39	34.60
10.5%	29.64	30.46	31.37	32.39	33.52
10.7%	28.84	29.62	30.48	31.42	32.48

资料来源: 光大证券研究所预测

5.4 估值结论与投资评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.61/23.56/27.61 亿元，折合 EPS 为 0.82/0.99/1.16 元，当前股价对应 PE 分别为 31X/25X/22X。公司为平价现制茶饮的龙头品牌，具备较强的冷链供应链优势，区域加密策略下门店扩张稳扎稳打。公司仍有较大开店空间，引入咖啡产品进一步推动同店销售增长，首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险提示

食品安全风险：食品在原料采购、生产流通过程中需要经历较多中间环节，若质量控制不达标或操作不规范，可能导致不合格产品面世并诱发食品安全事故，将对行业持续发展产生重大不利影响。

宏观经济波动风险：由于外部环境与国内经济发展形势仍有不确定性，若经济增长信心回落，消费需求存在下降风险。

行业竞争风险：现制茶饮店行业的发展吸引了众多市场参与者涌入，各公司面临的市场竞争日趋激烈，若不能通过提高研发实力、拓展营销网络、加强管理、及时扩大产能等方式提高竞争力，则可能面临市场份额下降、市场空间受到挤压、产品价格受到冲击，进而导致营业收入或者净利润出现下滑。

新股股价波动风险：市场给予新股较高估值，价格波动会比非新股大，有一定的价格波动风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,676	8,791	11,161	13,214	15,255
材料成本	-5,272	-6,104	-7,740	-9,150	-10,547
毛利	2,403	2,687	3,421	4,064	4,709
其他收入	169	187	253	300	346
运营成本及其他开支	-823	-1,027	-1,249	-1,452	-1,645
经营利润	1745	1833	2408	2891	3385
衍生金融负债公允价值变动	-294	-26	-10	-10	-10
税前利润	1,445	1,804	2,393	2,875	3,369
所得税开支	-349	-311	-413	-496	-581
期内溢利	1,096	1,493	1,980	2,380	2,788
非控股权益	17	15	20	23	27
归母净利润	1,080	1,479	1,961	2,356	2,761
资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	5,153	6,875	9,057	10,629	12,567
货币资金	2,358	1,865	3,308	4,046	4,929
贸易及其他应收款项	70	291	321	331	380
存货	881	984	1,094	1,062	1,250
物业、设备及使用权资产	768	1,115	1,484	1,834	2,171
无形资产	0	1	1	1	1
其他资产	1,075	2,618	2,849	3,356	3,836
负债总额	4,537	4,763	4,964	5,138	5,465
贸易及其他应付款项	601	698	829	876	1,089
合同负债	322	391	457	546	610
短期借款	39	65	65	65	65
租赁负债	103	104	137	164	204
其他负债	3,472	3,504	3,477	3,487	3,497
权益总额	616	2,112	4,092	5,492	7,102
股本	0	0	0	0	0
储备	583	2,066	4,027	5,403	6,986
少数股东权益	33	46	65	89	116
归属母公司股东权益	583	2,066	4,027	5,403	6,986
现金流量表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,573	1,321	2,198	2,768	3,052
税前利润	1,445	1,804	2,393	2,875	3,369
折旧和摊销	135	140	179	220	255
营运资金变动	22	-210	33	163	3
融资成本	5	3	5	6	6
支付所得税	-246	-413	-496	-581	-667
其他经营现金流	212	-5	83	85	86
投资活动现金流	-471	-1,822	-571	-791	-866
购买物业及设备	-399	-449	-527	-554	-581
购买其他无形资产	0	-1	-1	-1	-1
其他投资活动现金流	-72	-1,372	-43	-237	-285
融资活动现金流	140	17	1,629	-1,239	-1,303
融资租赁租金付款	-60	-59	-33	-33	-34

已付股息-筹资活动	-1	0	0	-980	-1,178
IPO 融资所得款	0	0	1,776	0	0
其他融资活动现金流	202	76	-114	-225	-92
净现金流	1,242	-484	3,256	738	883

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
6thFloor,9AppoldStreet,London,UnitedKingdom,EC2A2AP