

古茗 (01364.HK)

大众现制茶饮龙头，供应链赋能扩店推新 买入（首次）

2025 年 06 月 14 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻璜

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书：S0600123070017

wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7,676	8,791	10,991	12,812	14,734
同比(%)	38.07	14.54	25.02	16.57	15.01
归母净利润（百万元）	1,080	1,479	2,005	2,356	2,725
同比(%)	194.48	36.95	35.59	17.52	15.65
EPS-最新摊薄（元/股）	0.45	0.62	0.84	0.99	1.15
P/E（现价&最新摊薄）	50.16	36.62	27.01	22.98	19.87

投资要点

■ **古茗是中国大众现制茶饮龙头。**古茗 2010 年成立于浙江台州，2025 年 2 月在港交所上市，门店主要销售果茶、奶茶及咖啡等现制饮品。2024 年公司收入为 87.91 亿元，同比+14.5%，其中向加盟商销售商品及设备/加盟管理服务分别占比 80%/20%。截至 2024 年底，全国门店数达 9914 家，2024 年公司 GMV 达 224 亿元。以 2023 年 GMV 和门店数计，古茗是中国第一大大众现制茶饮品牌和全价格带下第二大现制茶饮品牌。

■ **现制茶饮继续增长，头部品牌份额提升。**1) 现制茶饮规模持续扩张，大众和下沉市场增速领先。根据灼识咨询，2023 年中国现制茶饮/现制咖啡 GMV 分别为 2585/1721 亿元，预计 2024-2028 年 CAGR 分别为 16.4%/18.5%。分价格带看，2023-2028 年大众市场现制茶饮零售额 CAGR 为 20.8%，增速领先；分城市线级看，下沉市场增速领先。2) 现制茶饮集中度提升，古茗领跑中价市场。茶饮咖啡加盟模式驱动跑马圈地，行业老大已达数万家体量；下沉市场蜜雪冰城主导，中端市场瑞幸、古茗暂领先。在大众价格带市场，2023 年古茗 GMV 市场份额达 17.7%，排名第 1，二线及以下城市门店数占比为 78.8%，高于同价格带其他品牌。

■ **经营策略差异化，区域加密&高效上新卡位下沉市场。**1) **开店端：区域加密策略建立品牌心智，加盟体系助力抢占下沉市场。**公司扩店遵循地域加密策略，以加盟模式深耕下沉市场，严格筛选在店管理加盟商，单店投入规模较小，同店表现良好，2023 年加盟单店经营利润率 20.2%。未来继续门店加密扩张。2) **产品端：持续研发上线新品，优化拓展产品矩阵。**古茗产品定价 10~18 元，2024Q1-3 果茶/奶茶/咖啡机其他出杯量占比 41%/47%/12%。公司推广咖啡机增加咖啡品类，预计咖啡占比 10%，投资 1 年回本。研发平台高效推新，抓住流行趋势，产品矩阵提高黏性和复购率。3) **运营端：自建供应链构筑壁垒，数字化运营提高效率。**自建供应链支持门店经营扩张，公司建立合作种植基地，自建工厂加工食材，仓储物流系统可向 97%门店提供两日一配的冷链配送，数字化赋能门店和公司管理，规模效应凸显。4) **用户端：持续运营会员体系，营销助力品牌升级。**截至 2024 年底，古茗共有 1.51 亿会员，通过各种会员活动提高会员黏性，2023 年平均季度复购率达 53%。古茗开展精准营销活动，与热点联动驱动销量增长。

■ **盈利预测与投资评级：**古茗作为国内大众现制茶饮龙头，区域加密扩张+产品上新+自建供应链形成差异化竞争壁垒，随着公司门店网络持续扩张、同店表现改善，公司有望抢占市场份额。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.0/23.6/27.2 亿元，对应 PE 为 27/23/20 倍。考虑到古茗竞争地位和成长性领先行业，作为“新消费”标的具有一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**品牌价值和形象受损，市场竞争加剧，门店扩张不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	24.90
一年最低/最高价	8.22/30.00
市净率(倍)	20.79
港股流通市值(百万港元)	54,147.87

基础数据

每股净资产(元)	1.10
资产负债率(%)	69.28
总股本(百万股)	2,378.19
流通股本(百万股)	2,378.19

相关研究

内容目录

1. 公司概况：大众现制茶饮市场龙头	5
1.1. 发展历程：快速扩张的大众现制茶饮头部品牌	5
1.2. 业务模式：加盟扩张，销售商品和提供服务贡献收入利润	6
1.3. 股权结构：高管持股绑定，分红提高回报	9
2. 行业分析：现制茶饮继续增长，头部品牌份额提升	11
2.1. 现制茶饮规模持续扩张，大众和下沉市场增速领先	11
2.2. 现制茶饮集中度提升，古茗领跑中价市场	12
3. 核心看点：经营策略差异化，区域加密&高效上新卡位下沉市场	15
3.1. 开店端：区域加密策略建立品牌心智，加盟体系助力抢占下沉市场	15
3.2. 产品端：持续研发上线新品，优化拓展产品矩阵	17
3.3. 运营端：自建供应链构筑壁垒，数字化运营提高效率	19
3.4. 用户端：持续运营会员体系，营销助力品牌升级	21
4. 财务分析	22
5. 盈利预测与投资建议	23
5.1. 盈利预测	23
5.2. 投资建议	25
6. 风险提示	25

图表目录

图 1: 古茗主要产品.....	5
图 2: 古茗发展历程.....	6
图 3: 古茗收入分业务拆分 (单位: 亿元)	7
图 4: 古茗毛利润分业务拆分 (单位: 亿元)	7
图 5: 古茗销售商品和货物收入 (亿元) 及毛利率.....	7
图 6: 古茗加盟管理服务收入 (亿元) 及毛利率.....	8
图 7: 古茗门店数按城市线级拆分 (单位: 家)	8
图 8: 古茗门店数按省份拆分 (单位: 家)	8
图 9: 古茗 GMV 及单店日均 GMV	9
图 10: 古茗出杯量及单店日均出杯量.....	9
图 11: 古茗股权架构图 (截至 2025 年 2 月 12 日)	9
图 12: 2018-2028 年中国现制饮品市场按主要细分市场划分的 GMV (亿元)	11
图 13: 2018-2028 年中国现制茶饮店市场按价格带划分的 GMV (亿元)	12
图 14: 2018-2028 年按城市线级划分的中国现制茶饮市场的 GMV (亿元)	12
图 15: 门店数前十的茶饮咖啡品牌定价 (人均消费, 元) 及扩张情况 (大陆店数, 家) (截至 2025 年 5 月 25 日)	13
图 16: 2023 年中国前五大现制茶饮企业 (以零售额计)	14
图 17: 2023 年中国前五大大众现制茶饮 (以零售额计)	14
图 18: 霸王茶姬纽约首店.....	14
图 19: 茉莉奶白纽约法拉盛店.....	14
图 20: 古茗门店分布情况 (截至 2025 年 5 月 30 日)	15
图 21: 古茗同店 GMV 同比增速	15
图 22: 古茗国内分城市线级门店数 (家)	16
图 23: 茶饮品牌门店结构 (截至 2025 年 5 月 30 日)	16
图 24: 古茗加盟商数量和单加盟商平均加盟店数.....	16
图 25: 古茗出杯量分品类结构.....	18
图 26: 古茗杯单价 (元)	18
图 27: 古茗新款饮品数.....	18
图 28: 古茗研发费用 (亿元) 及研发费用率.....	18
图 29: 古茗全国仓库分布 (截至 2024 年 9 月 30 日)	20
图 30: 古茗全程冷链.....	20
图 31: 古茗门店数字化管理系统.....	20
图 32: 2024 年茶饮品牌会员数.....	21
图 33: 古茗出杯量和外卖占比.....	21
图 34: 古茗线上及线下营销.....	21
图 35: 古茗营收及 yoy.....	22
图 36: 同行业公司营收对比 (单位: 亿元)	22
图 37: 古茗分业务毛利率.....	22
图 38: 同行业公司毛利率对比.....	22
图 39: 销售费用率同行业对比.....	23
图 40: 管理费用率同行业对比.....	23
图 41: 古茗归母净利润及归母净利率.....	23

图 42: 同行业公司归母净利率对比.....23

表 1: 执行董事及高级管理层主要资料..... 10

表 2: 募集资金用途..... 10

表 3: 上市/拟上市茶咖酒品牌门店情况（家）及直营占比（截至 2024 年底） 13

表 4: 古茗开店一次性投入（单位：万元） 17

表 5: 茶饮企业供应链对比（截至 2025 年 4 月） 19

表 6: 古茗三大加工工厂利用率（截至 2024 年 9 月 30 日） 19

表 7: 古茗 2025-2027 年收入预测 24

表 8: 古茗 2025-2027 年毛利率和费用率预测 24

表 9: 古茗 2025-2027 年营收和归母净利润预测 25

表 10: 古茗可比公司估值（截至 2025 年 6 月 13 日） 25

1. 公司概况：大众现制茶饮市场龙头

古茗于 2025 年 2 月 12 日在港交所上市，是“新茶饮第三股”，古茗于 6 月 9 日被调入恒生综指，并进入港股通。

1.1. 发展历程：快速扩张的大众现制茶饮头部品牌

中国第二大现制茶饮品牌。古茗于 2010 年 4 月在浙江温岭成立，品牌以加盟模式扩张，地域加密深耕下沉市场，主要销售果茶、奶茶及咖啡等现制饮品。截至 2024 年底，全国门店数达 9914 家，覆盖 200 多城，小程序会员达 1.51 亿，2024 年公司 GMV 达 224 亿元。以 2023 年 GMV 和门店数计，古茗是中国第一大大众现制茶饮品牌和全价格带下第二大现制茶饮品牌。

图1：古茗主要产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

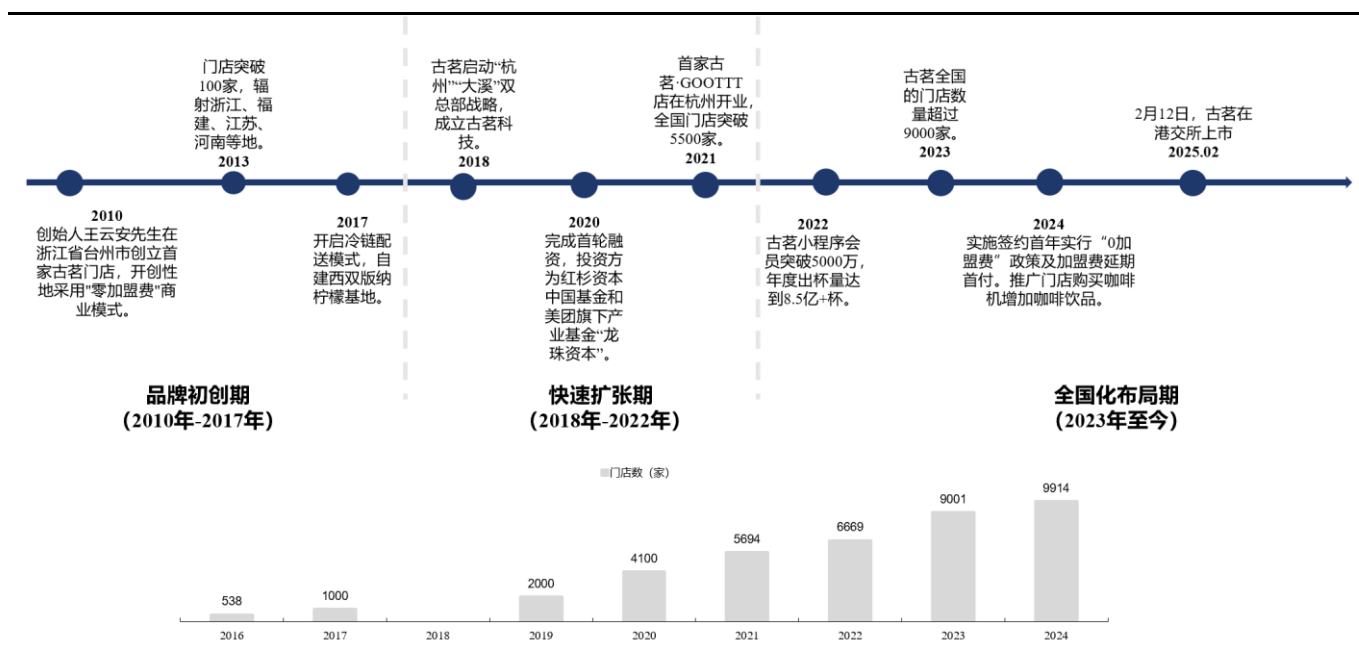
古茗的发展历程可分为三个阶段：

品牌起步阶段（2010-2017 年）：开启加盟模式。自建供应链。2010 年，创始人王云安先生在浙江台州温岭创立首家古茗门店，2011 年开启加盟模式，2012 年走出台州进行扩张。2013 年部署自配送模式，开始搭建自有供应链，后续建立标准化企业识别系统、设立门店标准化操作培训中心、源头把关自建果品标准，2017 年古茗开启冷链配送模式。古茗陆续加密浙江、福建、江西等省份，2017 年门店数突破 1000 家。

快速扩张阶段（2018-2022 年）：核心省份快速扩张，搭建小程序会员体系。2018 年，古茗科技成立，启动双总部战略，升级品牌形象，迈入规模化发展阶段。2019 年，古茗门店已突破 2000 家，其中浙江约 1000 家，福建超 500 家。2020 年，自主开发“古茗茶饮点单”小程序上线，会员累计达 1300 万人，门店数超 4000 家；完成首轮融资，投资方为红杉资本中国基金和龙珠资本。2022 年，小程序会员突破 5000 万，年出杯量达到 8.5 亿+杯。

全国布局阶段（2023 年-至今）：区域加密战略，继续全国化布局。2023 年，古茗高速增长，门店总数突破 9000 家。2024 年起在门店推广咖啡机，菜单增加咖啡品类；实施签约首年实行“0 加盟费”政策及加盟费延期首付。截至 2024 年底，门店数达 9914 家。2025 年 2 月，古茗成功登陆港交所，公司将继续区域加密战略，进行全国化扩张，品牌发展进入全新阶段。

图2：古茗发展历程

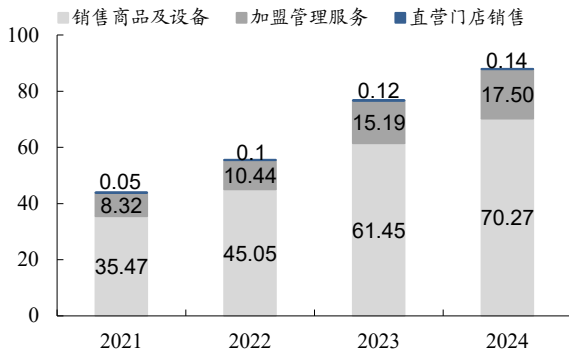


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 业务模式：加盟扩张，销售商品和提供服务贡献收入利润

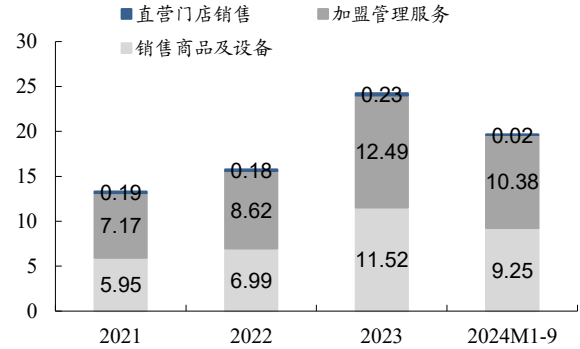
向加盟商销售商品设备和提供管理服务贡献主要收入和利润。2024 年公司收入为 87.91 亿元，同比+14.5%；分业务来看，销售商品及设备/加盟管理服务/直营门店销售收入分别为 70.27/17.50/0.14 亿元，占比 79.9%/19.9%/0.2%，公司绝大部分收入来自加盟店。2024Q1-3 毛利润为 19.64 亿元，毛利率为 30.5%，其中销售商品及设备/加盟管理服务/直营门店销售毛利润占比为 47.1%/52.8%/0.1%，毛利率为 17.7%/81.6%/14.1%。2024 年毛利润为 26.87 亿元，毛利率为 30.6%。

图3：古茗收入分业务拆分（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

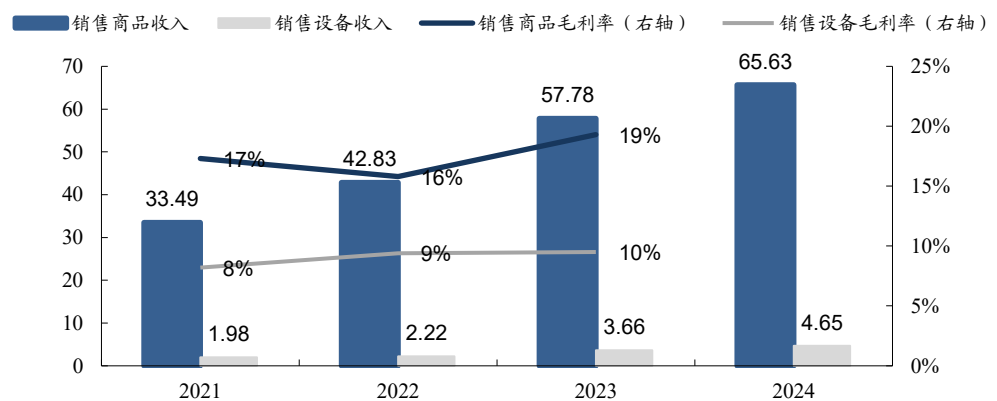
图4：古茗毛利润分业务拆分（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

向加盟门店销售原材料及设备贡献收入 8 成。公司向加盟商销售商品和货物，商品包括新鲜水果、果汁、茶叶及乳制品等原料及包装材料；同时向新门店提供泡茶机、冷藏柜、冷冻柜、净水器、葡萄加工机、咖啡机等设备。2024 年销售商品/设备收入分别为 65.63/4.65 亿元，同比+14%/27%。

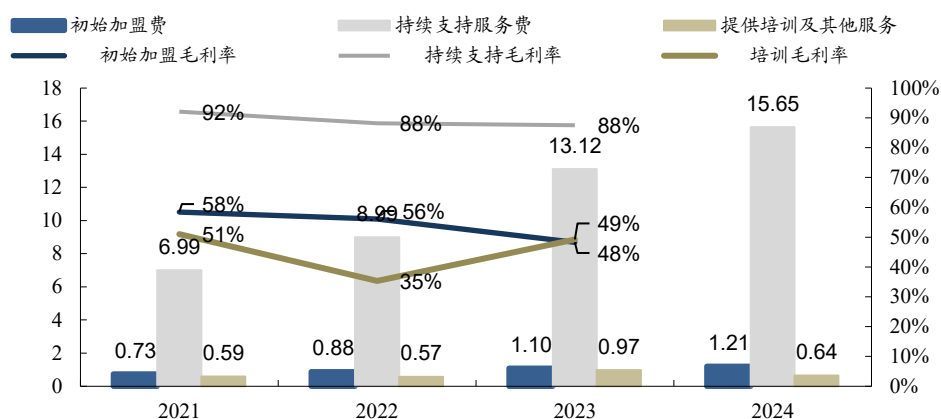
图5：古茗销售商品和货物收入（亿元）及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

加盟管理服务主要为初始加盟费、持续支持服务费和培训收入。新开加盟店的品牌授权、营销咨询和运营支持服务费用共 7.38 万元计入初始加盟费收入；新开加盟店的培训服务费 2.5 万元计入提供培训及其他服务收入。持续支持服务费按月向加盟商收取，包括每家门店 500 元的固定部分，以及门店总采购金额 15%~20%的浮动部分。2024 年初始加盟收入/持续支持服务费/提供培训及其他服务收入分别为 1.21/15.65/0.64 亿元，同比+10%/19%/-34%。

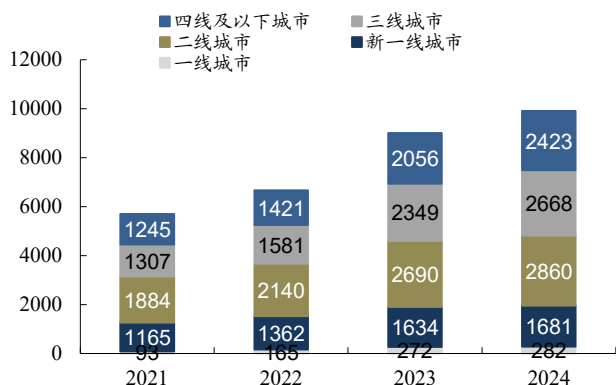
图6：古茗加盟管理服务收入（亿元）及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

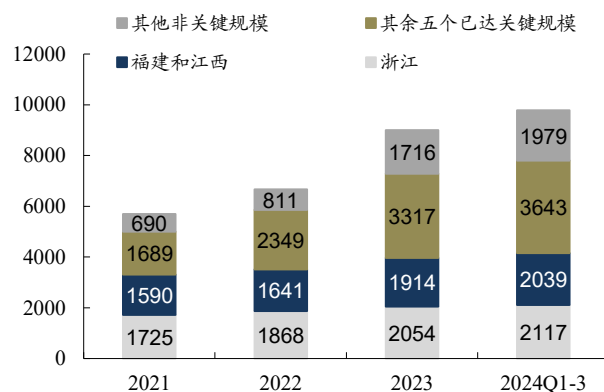
采用地域加密策略深耕下沉市场，门店网络快速扩张。截至 2024 年末，公司有门店 9914 家，同比+10.1%，门店网络快速扩张，其中直营门店仅个位数。分城市线级看，一线/新一线/二线/三线/四线及以下城市分别有 282/1681/2860/2668/2423 家门店，占比为 3%/17%/30%/27%/23%，古茗深耕下沉市场。按省份看，公司采用地域加密策略，把单省份门店数超 500 家定义为达到关键规模，截至 2024Q3 末，已有浙江/福建及江西/其余 5 个关键省份/其他 9 个非关键省份门店数分别为 2117/2039/3643/1979 家，占比分别为 22%/21%/37%/20%。

图7：古茗门店数按城市线级拆分（单位：家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

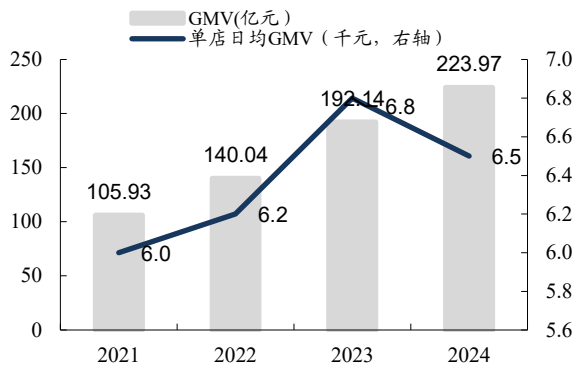
图8：古茗门店数按省份拆分（单位：家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

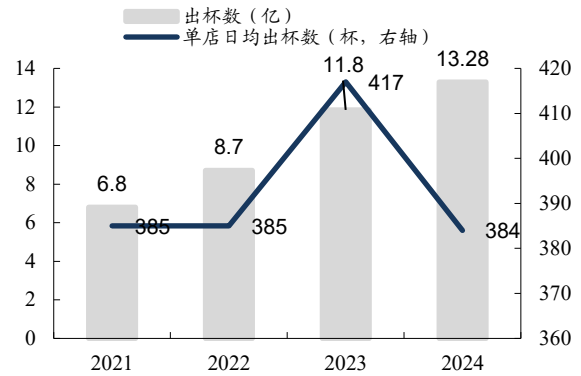
杯量和销售额快速增长，同店表现有韧性。2024 年 GMV 为 224 亿元，同比+16.6%，单店日均 GMV 为同比-4%，主要因为新开店拖累平均表现，同店口径 GMV 同比略降。2024 年公司门店饮品总出杯量 13 亿杯，同比+12.1%；单店日均出杯量 384 杯；杯单价为 16.9 元，同比+4%，结构优化带动杯单价持续提升。2024Q1-Q3 出杯量为 9.9 亿杯，分品类看，果茶/奶茶/咖啡饮品及其他杯量占比为 41%/47%/12%。

图9：古茗 GMV 及单店日均 GMV



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：古茗出杯量及单店日均出杯量

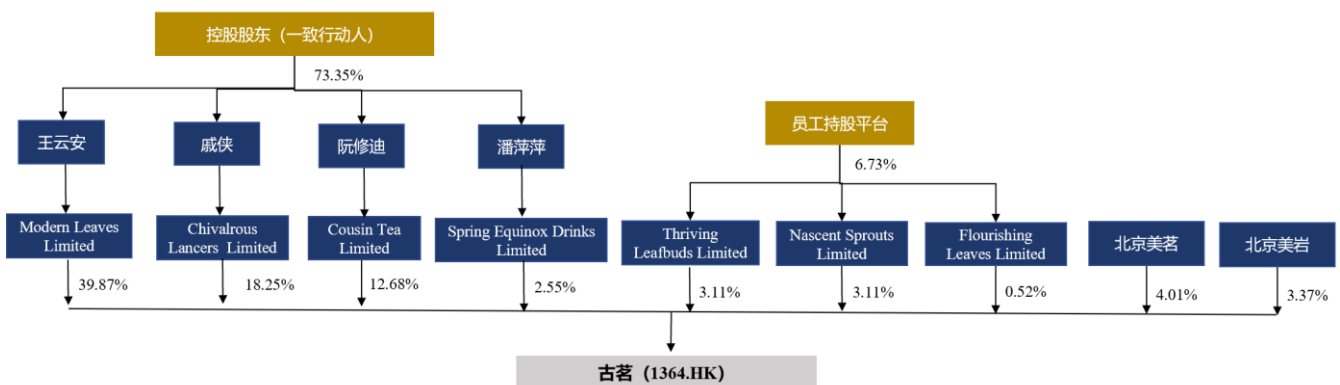


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 股权结构：高管持股绑定，分红提高回报

创始人团队持股集中，高管持股激励。股权主要集中在创始人团队手中，创始人王云安及联合创始人戚侠、阮修迪和潘萍萍作为一致行动人，截至2025年2月12日，四人合计持股 73.35%；三大员工持股平台合计持股 6.73%，参与者包括首席技术官强宇，首席运营官李继峰，执行董事金雅玉、蔡云江，CFO 孟海陵及其他员工，高管和核心员工绑定公司利益，激励较为充分。此外，IPO 前唯一轮融资的投资者持股 12.18%，包括美团龙珠、红杉中国、寇图资本等。

图11：古茗股权架构图（截至2025年2月12日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

管理团队分工明确，通过精细化管理提升公司运营效率。公司创始及管理团队经验丰富，分工明确。创始人、董事会主席、执行董事兼首席执行官王云安负责品牌集团战略和方向，联合创始人、执行董事兼总裁戚侠负责业务发展和加盟管理，联合创始人、执行董事阮修迪负责产品研发等。

表1: 执行董事及高级管理层主要资料

姓名	职位	工作职责及经历
王云安	创始人、董事会主席、执行董事兼首席执行官	于 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首席执行官。
戚侠	执行董事兼总裁	初始股东之一，负责集团的业务发展及加盟商管理，为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重大贡献。
阮修迪	执行董事	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。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	专注于本集团企业文化发展,曾在本集团多个部门任职，主要负责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。
蔡云江	执行董事	专注于集团业务发展及加盟商管理，包括加盟商发展、门店视察及运营支援。自 2018 年 6 月起担任古茗科技业务发展主管。
黄珏鑫	非执行董事	自 2012 年 7 月至 2018 年 5 月，在中国国际金融股份有限公司任职，最后职务为执行董事。2018 年 5 月入职宁波梅山保税港区美兴私募基金，现任董事总经理。2022 年 5 月至今，担任公司董事和认养一头牛控股集团董事。
李继峰	首席运营官	在加入集团之前，曾于 2020 年 1 月至 8 月担任旅悦集团的首席技术官及于 2017 年 4 月至 2020 年 1 月担任便利蜂商贸有限公司产品副总裁。于 2003 年 8 月获得中国科学院计算技术研究所计算机软件与理论硕士学位。
孟海陵	首席财务官	2020 年 6 月加入集团之前，于 2016 年 6 月 22 月 ZebraGlobal Capital 担任研究主管。2015 年 7 月至 2016 年 6 月在高盛(亚洲)有限责任公司担任执行董事。
强宇	首席运营官	2023 年 5 月加入集团之前，于 2020 年 12 月至 2023 年 5 月担任乐普医疗科技副总经理。在此之前，担任瑞幸咖啡(北京)有限公司首席技术官。

数据来源：招股书，东吴证券研究所

IPO 募资 18 亿港元，用于数字化、供应链、品牌建设和加盟商支持等。古茗控股此次发行 1.82 亿股，占发行完成后总股份的约 7.74%。募资 18.13 亿港元；扣除发行应支付费用 9300 万港元，募资净额为 17.21 亿港元。古茗共引入 5 名基石投资者，累计认购持股 2.36%，包括腾讯、元生资本、正心谷资本、美团龙珠和 Duckling Fund。募集资金将用于数字化建设、供应链提升、品牌建设、加盟商支持、产品研发和营运资金等。

表2: 募集资金用途

序号	用途	资金占比
1	信息技术与数字化提升	25%
2	供应链优化	25%
3	品牌建设与消费者互动	20%
4	加盟商管理与支持	10%
5	产品研发	10%
6	营运资金及其他一般企业用途	10%

数据来源：招股书，东吴证券研究所

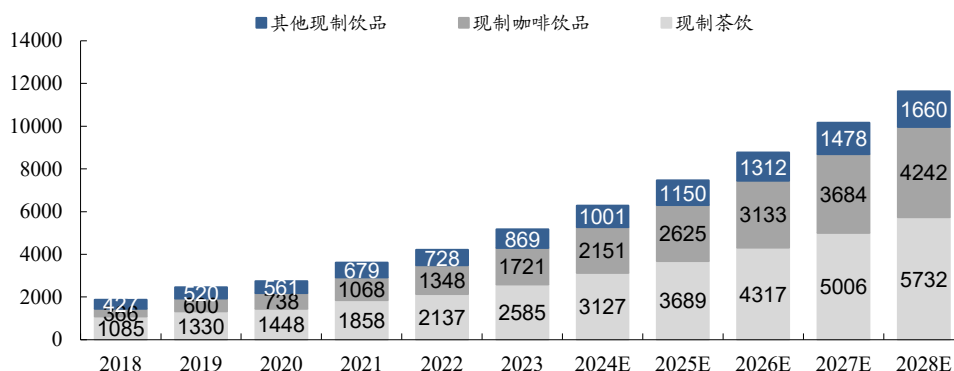
特别分红不少于 20 亿元，后续分红率不低于 50%。古茗向截至 2024 年 12 月 31 日在册的股东派息 17.4 亿元，同时计划在 2025 年底前特别派息不少于 20 亿元，未来年度分红率不低于 50%（扣除重大资本开支）。

2. 行业分析：现制茶饮继续增长，头部品牌份额提升

2.1. 现制茶饮规模持续扩张，大众和下沉市场增速领先

中国现制饮品市场规模持续扩大，现制茶饮和现制咖啡饮品市场增长势头不减。2023 年中国现制饮品 GMV 为 5175 亿元，2018-2023 年复合年增长率为 22.5%。其中，现制茶饮/现制咖啡市场 2023 年 GMV 为 2585/1721 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 19.0%/36.3%。中国人均现制饮品年消费量 22 杯，显著低于美国 323 杯、英国 225 杯及日本 172 杯，根据灼识咨询，预计 2028 年中国人均现制饮品年消费量达 51 杯。预计 2028 年现制茶饮/现制咖啡 GMV 达 5732/4242 亿元，2024-2028 年 CAGR 为 16.4%/18.5%。

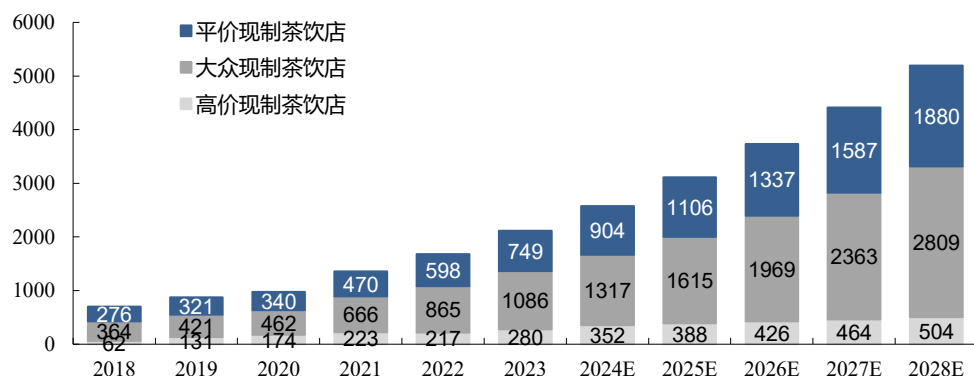
图12：2018-2028 年中国现制饮品市场按主要细分市场划分的 GMV（亿元）



数据来源：灼识咨询，招股书，东吴证券研究所

未来现制茶饮店大众市场增速领先。中国现制茶饮可分为平价（产品平均售价不高于 10 元人民币）、大众（产品平均售价低于 20 元人民币但高于 10 元人民币）和高价（产品平均售价不低于 20 元人民币）三个价格带。2023 年中国现制茶饮的市场规模为 2115 亿元，其中平价/大众/高价现制茶饮零售额分别为 749/1086/280 亿元，2018-2023 年平价/大众/高价现制茶饮复合增速为 22.1%/24.4%/35.2%，2024E-2028E 平价/大众/高价现制茶饮复合增速为 20.1%/20.8%/9.4%，未来大众市场增速领先。

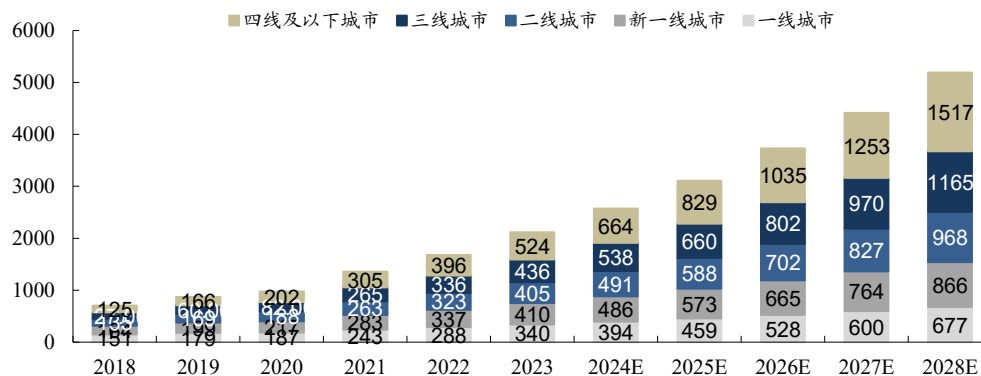
图13: 2018-2028 年中国现制茶饮店市场按价格带划分的 GMV (亿元)



数据来源: 灼识咨询, 招股书, 东吴证券研究所

下沉市场空间较大。中国现制茶饮市场分城市消费力显著分化, 2023 年一线/新一线/二线/三线/四线及以下城市现制茶饮店市场 GMV 分别为 340/410/405/436/524 亿元, 2018-2023 复合增速为 17.6%/20.1%/24.6%/28.0%/33.2%, 低线城市增速领先。2023 年一线城市人均现制饮品年消耗量为 70 杯, 二线及以下城市 16 杯, 低线城市潜力较大。预计 2024-2028 年一线/新一线/二线/三线/四线及以下城市现制茶饮店零售额 CAGR 分别为 14.5%/15.5%/18.5%/21.3%/22.9%。

图14: 2018-2028 年按城市线级划分的中国现制茶饮市场的 GMV (亿元)



数据来源: 灼识咨询, 招股书, 东吴证券研究所

2.2. 现制茶饮集中度提升, 古茗领跑中价市场

加盟模式驱动跑马圈地, 行业老大已达数万家体量。在茶饮咖啡酒馆行业中, 加盟模式成为了品牌快速扩张的强大引擎, 推动着品牌门店数量的迅猛增长。目前已上市的 8 个茶咖酒品牌仅有瑞幸和奈雪的茶直营门店占比超过 50%。行业老大蜜雪冰城 2024 年成功上市, 门店数量达 46479 家 (包含幸运咖品牌)。其凭借强大的供应链支持体系, 以相对较低的加盟门槛和完善的加盟支持体系为加盟商提供了良好的创业环境, 使得品牌能够迅速在各个地区扎根。加盟模式不仅降低了品牌的扩张成本, 还借助加

盟商的本地资源和经营积极性，实现对目标市场的加速渗透。蜜雪冰城通过单品打爆IP 出圈，并积极拓展海外市场，成为茶饮行业的领军品牌。

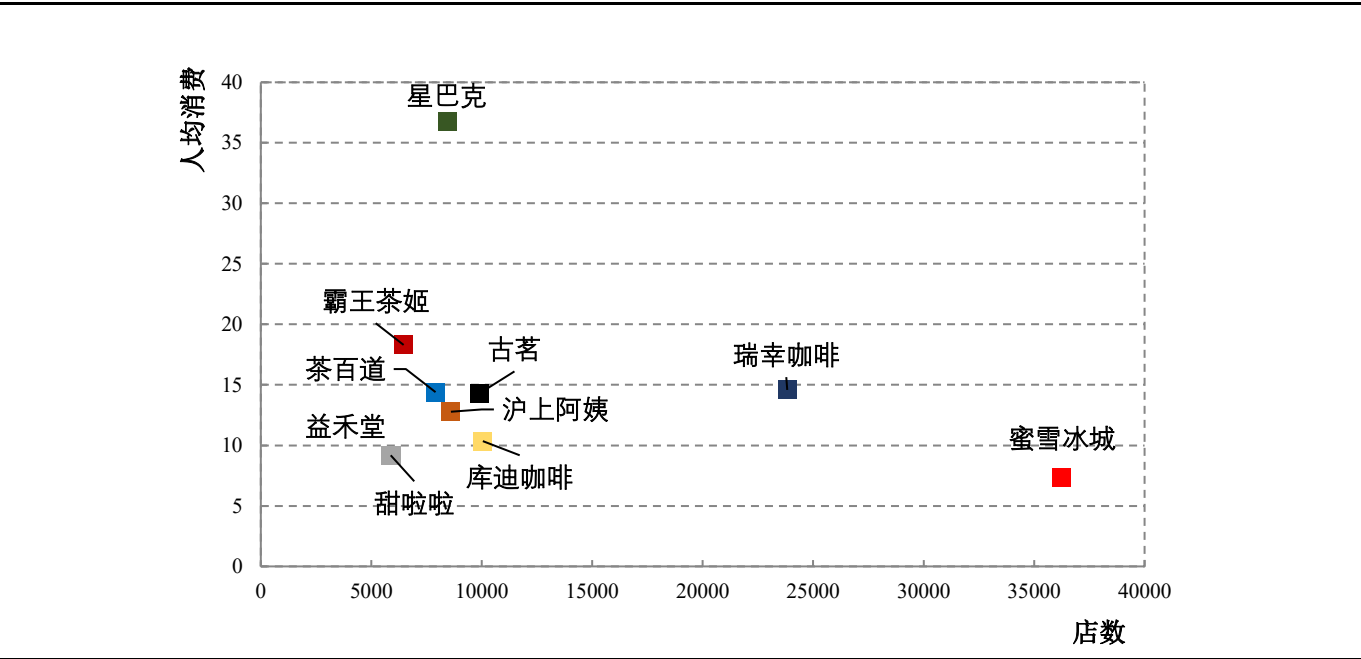
表3: 上市/拟上市茶咖酒品牌门店情况（家）及直营占比（截至 2024 年底）

门店数	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	直营占比
瑞幸咖啡	9	2073	4789	4803	6024	8214	16248	22340	65%
蜜雪冰城（含幸运咖）					20001	28983	37565	46479	0%
古茗					5694	6669	9001	9914	0%
茶百道					5077	6361	7801	8395	0%
沪上阿姨					3776	5307	7789	9152	0%
霸王茶姬					462	1087	3511	6440	3%
奈雪的茶				491	817	1068	1655	1798	81%
海伦司		162	252	351	782	767	479	560	20%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

下沉市场蜜雪冰城主导，中端市场瑞幸、古茗暂领先。蜜雪冰城在下沉市场的主导地位得益于其低价格、高性价比的品牌定位和强大的供应链体系支持。其人均消费仅为 7.3 元，产品价格亲民，很好地满足价格敏感消费者的需求，以极低的单品价格持续渗透瓶装饮料市场。同时在中端市场，瑞幸咖啡通过不断创新产品和营销策略，实现了快速增长。瑞幸咖啡的人均消费为 14.6 元，定位中端市场，通过推出高品质的咖啡和茶饮产品，扎根写字楼高频场景。在中端市场 10-20 价位段，古茗、霸王茶姬、沪上阿姨、茶百道、库迪咖啡各自利用自身品牌定位和品类心智仍在继续渗透市场。

图15: 门店数前十的茶饮咖啡品牌定价（人均消费，元）及扩张情况（大陆店数，家）（截至 2025 年 5 月 25 日）



数据来源：窄门餐眼、东吴证券研究所

茶饮竞争趋缓，头部品牌份额持续提升。现制茶饮竞争激烈，以终端零售额计，

2023 年中国现制茶饮市场 CR5 为 46.8%，较 2020 年的 38.5%提升了 8.3pct；其中古茗市场份额 9.1%，仅次于蜜雪冰城。过去几年茶饮品牌竞争激烈，奈雪和古茗依托价格定位、供应链、会员体系等优势，同店表现和开店速度表现较好，市场份额提升。在大众价格带市场，古茗终端零售额市场份额达 17.7%，排名第 1，二线及以下城市门店数占比为 78.8%，高于同价格带其他品牌。

图16：2023 年中国前五大现制茶饮企业（以零售额计）

排名	品牌	主要产品价格带（人民币元）	终端零售额（亿人民币）	以终端零售额计的市场份额
1	蜜雪冰城	2-8	427	20.2%
2	古茗	10-18	192	9.1%
3	茶百道	10-22	169	8.0%
4	霸王茶姬	15-24	105	5.0%
5	沪上阿姨	7-22	97	4.6%

数据来源：招股书，灼识咨询，东吴证券研究所

图17：2023 年中国前五大大众现制茶饮（以零售额计）

排名	品牌	终端零售额（亿人民币）	以终端零售额计的市场份额	2023年末门店数
1	古茗	192	17.7%	9001
2	茶百道	169	15.6%	7801
3	霸王茶姬	105	9.7%	3400
4	沪上阿姨	97	8.9%	7789
5	coco都可	87	8.0%	4300

数据来源：招股书，灼识咨询，东吴证券研究所

新品浪潮驱动，加盟商网络稳定性为先，积极海外扩张。新品研发和创新成为了茶饮咖啡品牌吸引消费者、提升品牌认知度的关键。从 2017 年至今，茶饮赛道已先后出现芝士茶、水果茶、生椰拿铁、轻乳茶等多种潮流大爆品，几乎每一个爆火的产品都足以把一个茶饮品牌带入千店门槛。在行业大爆品的不断切换中，茶饮品牌需要加盟商提供全面的培训和支持，确保加盟商能够从运营门店中获得稳定收益，提高加盟商的满意度和忠诚度，保证加盟网络的稳定性。同时，茶饮品牌也在积极探索海外市场，为行业的持续增长寻找新的动力。

图18：霸王茶姬纽约首店



数据来源：公众号，东吴证券研究所

图19：茉莉奶白纽约法拉盛店



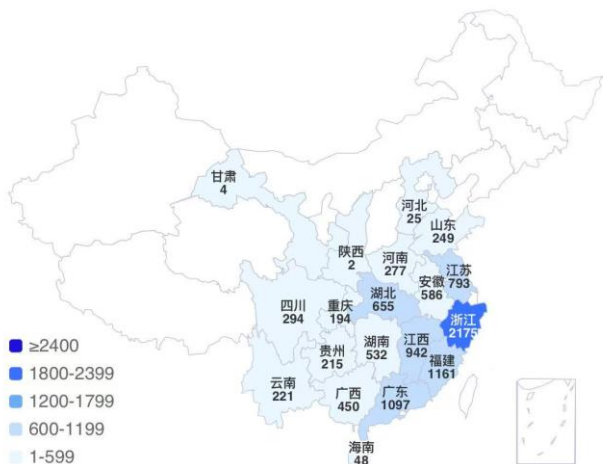
数据来源：万商俱乐部公众号，东吴证券研究所

3. 核心看点：经营策略差异化，区域加密&高效上新卡位下沉市场

3.1. 开店端：区域加密策略建立品牌心智，加盟体系助力抢占下沉市场

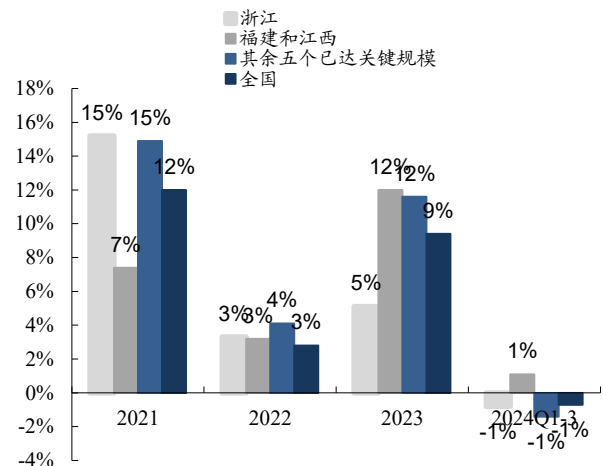
关键规模省份树立品牌心智，地域加密扩张至周边，同店表现较优。公司扩店遵循地域加密策略，进入新省份后，公司以加盟模式快速拓展门店网络，成为该区域大众现制茶饮乃至全价格茶饮店市场份额头部品牌，供应链规模效应凸显，同店表现良好，品牌声量助力继续加密；后续公司将加密策略推广至邻近省份。截至 2024 年底，公司已布局 17 个省份，其中 8 个已达到关键规模，2023 年关键省份 GMV 占比 87%。浙江大本营率先到达关键规模，树立品牌心智，门店数超 2000 家；随后扩展至周边的福建和江西，分别于 2019、2020 年到达关键规模，古茗在前三大省份每个地级市全价格带现制茶饮品牌的市场份额第一。截至 2024 年 9 月 30 日，广东、湖北、江苏、湖南和安徽已达到关键规模。

图20：古茗门店分布情况（截至 2025 年 5 月 30 日）



数据来源：窄门餐眼，东吴证券研究所
注：口径与公司公告有差异

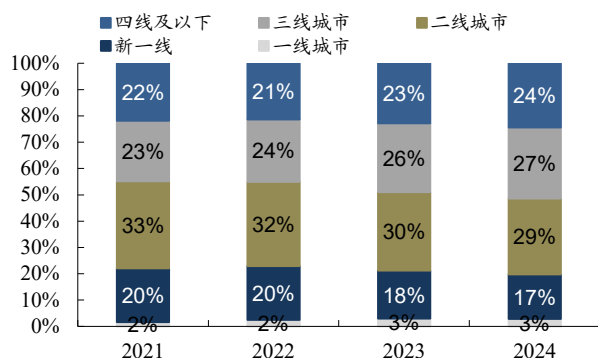
图21：古茗同店 GMV 同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

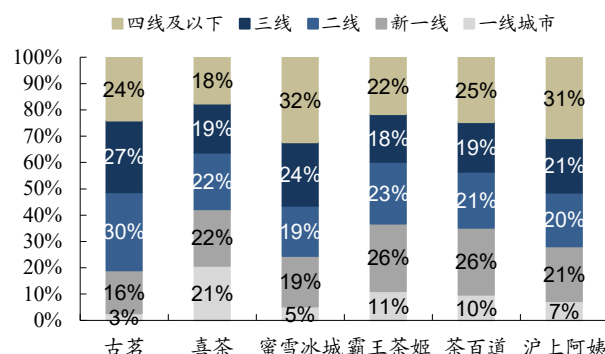
古茗以加盟模式深耕下沉市场，乡镇店单店表现较好。古茗核心产品价格带在 10-20 元区间，卡位大众市场，以加盟模式深耕下沉市场，2024 年底三线及以下城市门店数占比为 51%。根据窄门餐眼数据，截至 2025 年 5 月 30 日，古茗、蜜雪冰城、沪上阿姨深耕下沉市场，二线以下城市门店数占比分别为 81%/75%/72%；喜茶侧重一线及新一线城市；霸王茶姬和茶百道二线及以上占比超一半。截至 2023 年底，古茗乡镇门店数占比为 38%，其他前五大大众现制茶饮品牌的乡镇门店数占比普遍低于 25%。2023 年古茗四线及以下城市单店 GMV 为 230 万元，乡镇单店 GMV 为 240 万元。

图22: 古茗国内分城市线级门店数(家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图23: 茶饮品牌门店结构(截至 2025 年 5 月 30 日)

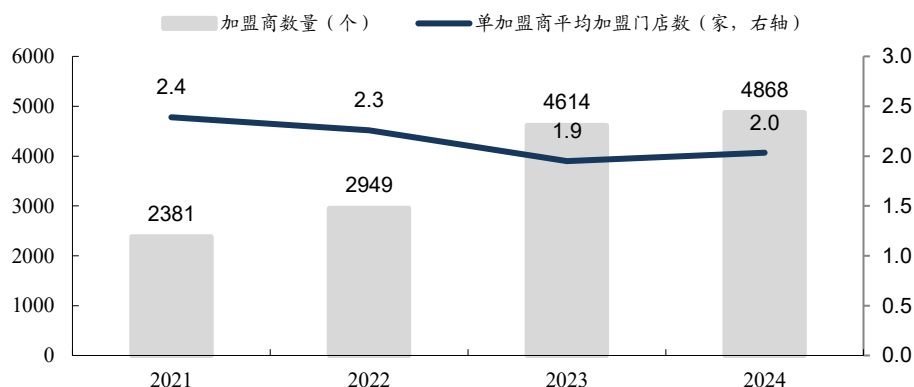


数据来源: 窄门餐眼, 东吴证券研究所

注: 口径与公司公告有差异

严格筛选在店经营的加盟商, 提供全流程支持, 建立合作共赢关系。古茗以加盟模式为核心进行扩张, 与加盟商建立合作供应关系。严格筛选加盟商开始, 要求加盟商本人驻店, 且不建议财务投资型大商加盟。古茗提供全流程支持, 在开设新店时进行选址辅导及全面培训, 日常经营提供有质价比的原材料, 并承担大部分仓储和物流费用, 保证门店同店 GMV 水平。截至 2024 年 9 月 30 日, 2 年以上加盟商平均加盟经营 2.9 家门店, 71% 的加盟商经营 2 家以上门店; 截至 2024 年底, 加盟商共 4868 个, 平均经营 2.0 家加盟店; 2024 年流失率为 15.2%, 由于新增加盟商流失率高和行业竞争激烈。

图24: 古茗加盟商数量和单加盟商平均加盟店数



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

单店初始投入规模较小, 经营业绩好&加盟意愿强, 良性循环。古茗针对新加盟商给予加盟费和设备费用分期付款的优惠政策, 新门店一次性初始投资金额降低约 15 万元, 投资规模较小, 吸引新加盟商。公司持续通过优化产品结构、增加堂食占比、提高供应链效率等方式优化经营模型, 保持加盟商盈利水平, 加盟意愿赋能门店网络继续扩张。2023 年加盟店单店年度经营利润达 37.6 万元, 经营利润率达 20.2%, 同期

大众现制茶饮单店经营利润率通常低于 15%；古茗四线及以下城市加盟单店经营利润 38.6 万元。

表4：古茗开店一次性投入（单位：万元）

项目	老加盟商一次投入	新加盟商政策	新加盟商首次投入	新加盟商全部投入
品牌合作费	1.88	首年 0 费用，第 13 个月 2.5w，第 19 个月 4.88w，第 25 个月 2.5w；若首年经营不善，分期付款可延期 6 个月		1.88
运营服务费	3			3
培训服务费	2.5			2.5
开店服务费	2.5			2.5
合作保证金	0.5	门店转让/关闭时可以退还	0.5	0.5
培训保证金	0.5	培训通过后退还	0.5	
开业营销费用	0.8		0.8	0.8
装修费用	10		10	10
设备费用	13	首次：首付款 3 万+不可分期 5 万；分期：5 万	8	13
首批原料	2~4		3	3
门店租金	约 4.5	首个季度租金	4.5	4.5
空调等设备采购	约 2		2	2
总投入	约 44		29	44

数据来源：古茗官网，东吴证券研究所测算

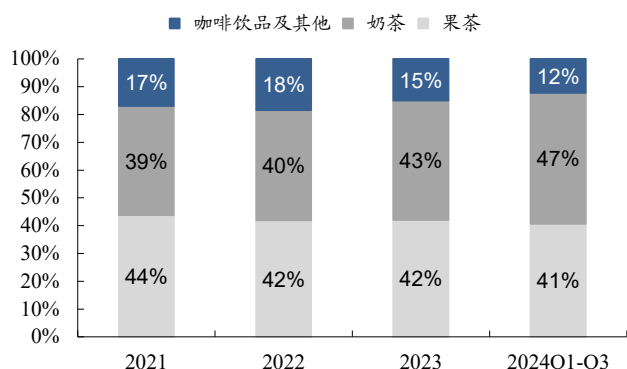
注：假设新门店为新点位，不考虑转让费

继续门店加密扩张，评估海外市场机会。古茗将继续加密已布局的 17 个省份，其中 2025 年重点拓展湖南、湖北、广东、广西和安徽 5 个省份，预计新开约 2500 家门店，净增约 2000 家门店；后续古茗将进入已布局省份的相邻区域，拓展 17 个空白省份。同时，公司持续评估境外市场机会，在合适的时机考虑搭建供应链等平台支持海外扩张。

3.2. 产品端：持续研发上线新品，优化拓展产品矩阵

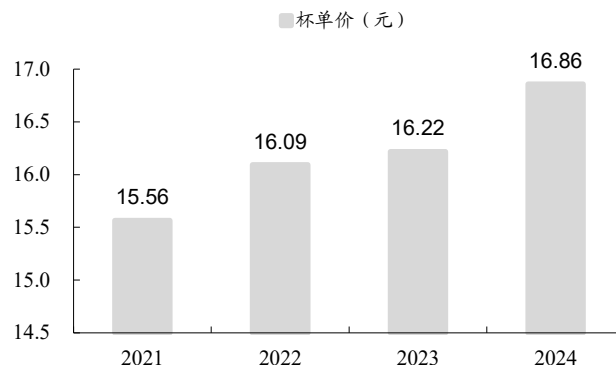
产品定价 10~18 元，以果茶、奶茶为核心品类。古茗聚焦大众现制茶饮市场，产品以果茶（含果蔬汁）、奶茶（含轻乳茶）和咖啡及其他（含纯茶、酸奶奶昔、烘焙和周边等）为主，2024Q1-3 果茶/奶茶/咖啡及其他出杯量占比为 41%/47%/12%，轻乳茶带动奶茶占比提升，2025 年果蔬汁和咖啡占比有望提升。产品定价稳定在 10~18 元区间。

图25: 古茗出杯量分品类结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

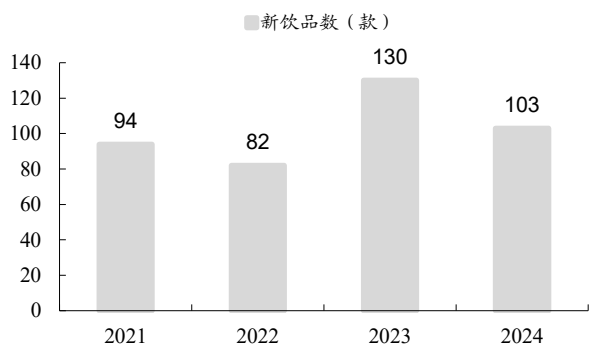
图26: 古茗杯单价 (元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

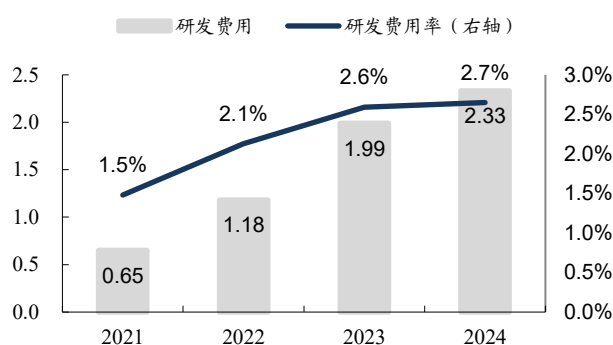
研发平台高效推新, 抓住流行趋势, 产品矩阵提高黏性和复购率。古茗拥有专业的产品研发团队, 通过系统化方法进行产品研发, 定期推出新品, 研发新品步骤为创意生成及筛选、寻找合适的供应商及原料、配方开发、内部样品及店内测试、发布前准备和发布后反馈收集。公司研发平台依托供应链优势, 将受欢迎的新品快速推广至下沉市场, 抓住行业流行趋势, 提高用户黏性, 实现“每天一杯喝不腻”的目标。2021-2023 年的十大畅销饮品包括同年或上一年推出的 2-3 款新品, 2024 年共推出 103 款新品。

图27: 古茗新款饮品数



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图28: 古茗研发费用 (亿元) 及研发费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

铺设咖啡机增加咖啡类产品, 拓宽消费场景。公司向加盟门店推广咖啡机, 每家店 1 台咖啡机来增加现制咖啡品类, 交叉销售满足消费需求, 提升 GMV 表现, 丰富消费场景。截至 2025 年 3 月, 公司已铺设咖啡机门店超 5000 家。咖啡机设备款 8 万元, 支持 24 期免息分期支付, 每期约 3000 元; 另外若无已开业门店, 需缴纳咖啡机保证金 1.5 万元, 分三期返还。公司测算投放咖啡机的门店咖啡类产品出杯量占比约为 10%, 咖啡机投资回收期约一年。

3.3. 运营端：自建供应链构筑壁垒，数字化运营提高效率

自建供应链支持门店经营和扩张，规模效应凸显。古茗已经形成供应链管理的竞争优势，结合地域加密策略，实现成本端的规模效应，包括原料采购、食材加工和仓储物流的各个环节。

1) 在采购环节，古茗通过其精细化的供应链管理策略，实现了成本控制和原材料的稳定供应。公司通过大规模采购各种商品和设备，包括新鲜水果、茶类及乳制品等原材料，包装材料以及泡茶机等设备，规模效应降低采购成本，保证新鲜度。此外，古茗从多个产地，如从秘鲁、智利及墨西哥采购优质牛油果，确保了原材料的新鲜度和品质。2023 年，古茗采购了 36 个品种约 8.5 万吨新鲜水果，香水柠檬从产地直采比例 89.9%。公司采购中心筛选供应商并签订协议，与产品研发团队合作保证新品原料可得性。

表5: 茶饮企业供应链对比（截至 2025 年 4 月）

	古茗	蜜雪冰城	茶百道
采购环节	全球采购，建立合作种植基地。	拥有直达产地的全球采购网络；建立合作种植或养殖基地	全球采购，全部向供应商采购
生产环节	拥有四个生产工厂	拥有河南、海南、广西、重庆、安徽五大生产基地	有包材工厂和 2024 年 5 月投产的福州原叶茶生产基地
仓储物流	22 个仓库，约 22 万平方米，超过 60000 立方米专业冷库；自营 362 辆冷链车，97% 门店可实现两日一配。	内地有 27 个仓库，约 35 万平方米；第三方专车配送，90% 以上门店可实现 12 小时到达。	22 个仓库，约 8 万平方米；约 300 辆第三方多温运输车队，92% 门店实现下单补货次日达。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2) 在食材加工方面，古茗采用先进技术确保新鲜和口味，向加盟商提供的原料中，有约 13% 来自加工工厂。在原料预处理环节，降低损耗率，保持新鲜口感，例如采用的超高压灭菌技术（HPP）处理规模居行业首位。2024 年 Q1-3，励川、果如和广西加工工厂的利用率分别为 81%/51%/79%。公司新建的诸暨工厂将释放果汁和茶叶产能。

表6: 古茗三大加工工厂利用率（截至 2024 年 9 月 30 日）

	地点	产品	2021 年	2022 年	2023 年	2024Q1-3
励川加工工厂	杭州	茶叶拼配	45%	50%	69%	81%
果如加工工厂	杭州	混合果汁	74%	56%	69%	51%
广西加工工厂	广西	茶叶拼配	45%	46%	63%	79%

数据来源：招股书，东吴证券研究所

3) 在仓储和物流管理环节，古茗构建冷链仓储物流网络体系，凸显供应链优势。在仓储布局方面，古茗在全国范围内运营 22 个仓库，其中，专业冷库容量超 6 万立方米。在物流配送环节，通过 362 辆自营冷链车辆与第三方物流的协同运作，构建配送网络。截至 2024 年底，公司 75% 门店位于距离某一仓库 150 公里范围内，公司可按要求向约 97% 的门店提供两日一配的冷链配送，2023 年古茗完成超 40 亿元原料的冷链配送。

图29：古茗全国仓库分布（截至 2024 年 9 月 30 日）



数据来源：招股书，东吴证券研究所

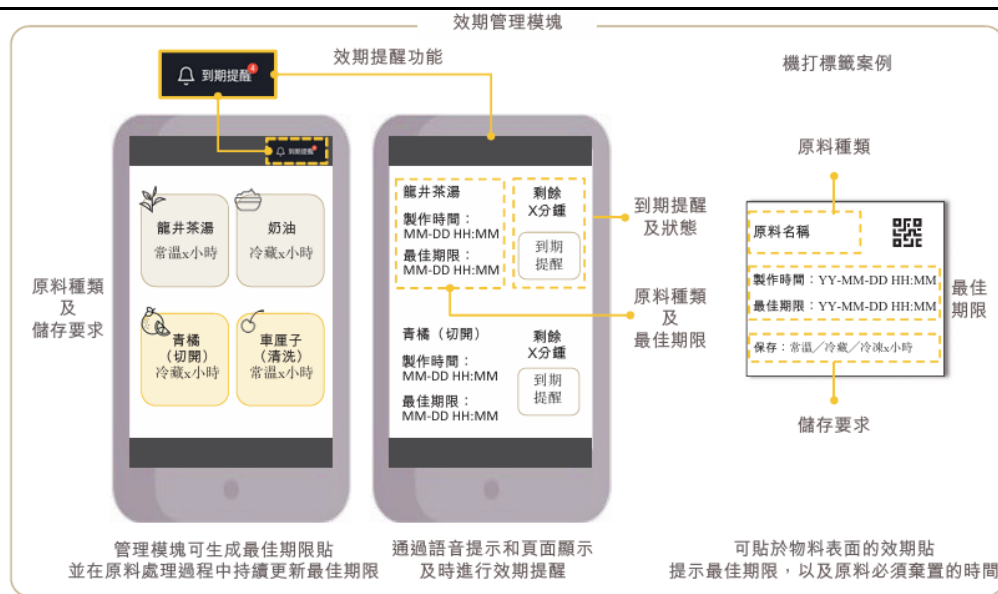
图30：古茗全程冷链



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4) 门店层面，数字化系统提升管理效率。加盟商使用“门店宝”系统下达原料配送订单，订单自动传输至仓库管理模块，仓库系统发出打包订单等实时工作指令，同时将相关信息传输至运输管理模块。运输管理模块根据成本、时间效益及责任方等多项参数安排合适的司机、车辆及配送路线，利用先进的算法优化配送路线，从而降低配送成本，并将该等安排反馈给仓库管理系统，以传递给相关仓库工人，以便其与配送司机协调。地域加密策略+仓储物流基础设施+数字化平台，古茗以相对经济的成本为加盟店提供新鲜、高品质的原料，2021-2024 年仓到店的平均配送成本仅占 GMV 的不足 1%，而行业的平均水平约 2%。

图31：古茗门店数字化管理系统



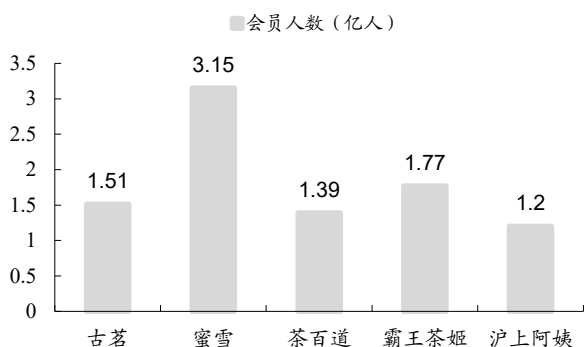
数据来源：招股书，东吴证券研究所

公司持续投资业务数字化，提升管理运营效率。公司信息技术团队开发了专有 IT 模块，打通公司内部和与供应商、加盟商之间的效率，实现在消费者下单、饮品准备、加盟商培训监督和库存管理等各个门店运营环节的数字化，提升全链路业务管理效率。

3.4. 用户端：持续运营会员体系，营销助力品牌升级

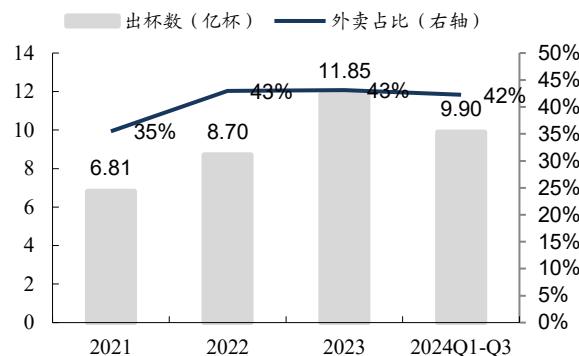
通过小程序打造会员体系。古茗通过小程序及微信公众号推广会员计划，鼓励消费者在门店使用小程序下单获取私域流量，截至 2024 年底，古茗共有 1.51 亿会员，2024Q4 季度活跃会员 4400 万人。分渠道看，2024 年 Q1-3 古茗外卖出杯量占比为 42%。公司通过各种会员活动提高会员黏性，2023 年平均季度复购率达 53%。

图32：2024 年茶饮品牌会员数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所
 注：蜜雪数据截至 2024 年 Q3 末

图33：古茗出杯量和外卖占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

营销势能持续释放，与热点联动驱动销量增长。在营销创新层面，古茗展现出敏锐的热点捕捉能力，2023 年与《天官赐福》联名活动创下三天 670 万杯的销售记录，2024 年“秋天的第一杯奶茶”单日 GMV 突破 1.6 亿元。面向未来，古茗计划通过多维度品牌升级战略强化市场竞争力，在线下端优化门店设计以提升消费体验，线上端深化与 KOL 合作、借势潮流话题及跨界联名打造创意营销；同时完善会员体系，通过专属互动活动增强用户粘性。

图34：古茗线上及线下营销

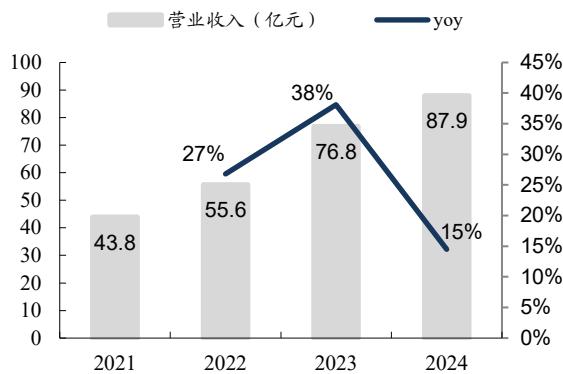


数据来源：招股书，东吴证券研究所

4. 财务分析

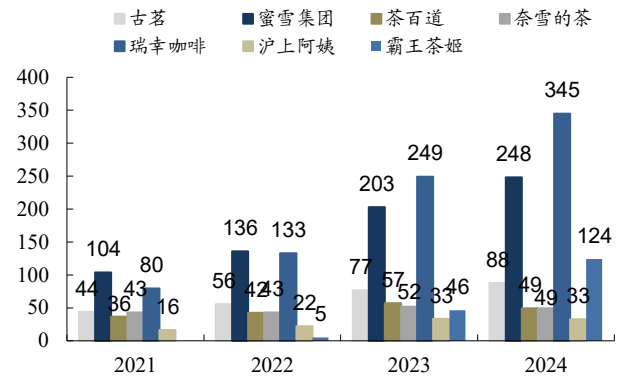
门店快速扩张与下沉市场渗透，驱动其营收稳健增长。2024 年公司营收 87.9 亿元，同比+15%，展现出强劲的增长势头。2021-2024 年营业收入 CAGR 达 26%，门店数量的快速扩张及门店经营水平稳步提升，支撑营收规模稳步扩大。从同行业公司营收对比来看，古茗规模仅次于蜜雪集团。随着古茗门店网络开启快速扩张、以及同店 GMV 同比转正，未来营收将持续快速增长。

图35：古茗营收及 yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

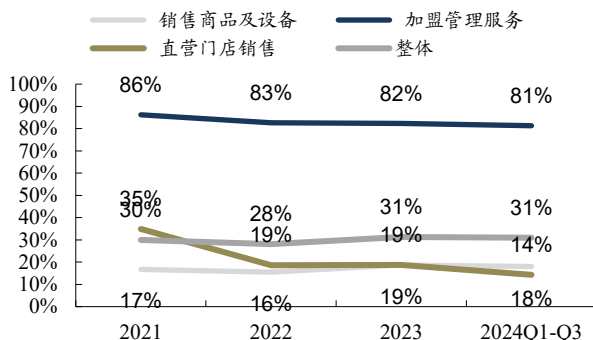
图36：同行业公司营收对比（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

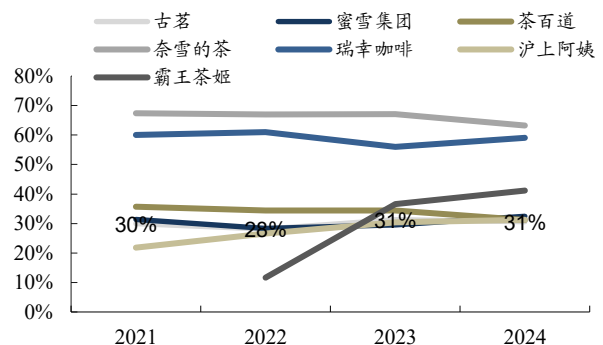
毛利率较为稳定，2024 年小幅承压。古茗 2024 年毛利率为 30.6%，同比-0.02pct，主要受原材料及物流成本上涨、市场竞争加剧导致促销增加以及加盟商管理成本上升影响。分业务看，2023 年 Q1-Q3 销售商品及设备/加盟管理服务/直营门店销售毛利率分别为 18.0%/81.3%/14.3%。2024 年古茗/奈雪/茶百道/蜜雪的毛利率为 31%/63%/31%/32%，古茗毛利率较同行偏低，主要因为公司以加盟模式为主，销售商品及设备的毛利率较低。

图37：古茗分业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图38：同行业公司毛利率对比

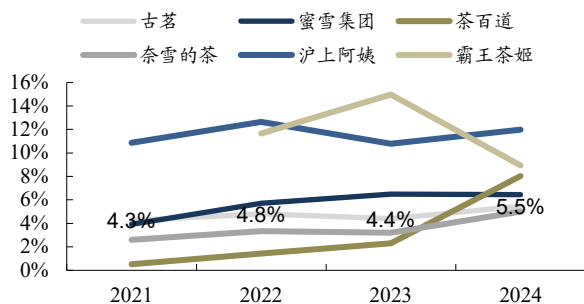


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用管控优势显著，为下沉市场扩张提供成本护城河。2021-2023 年古茗销售费用率稳定在 4%左右，销售费用率控制在行业较低水平，主要得益于成熟的加盟体系降低

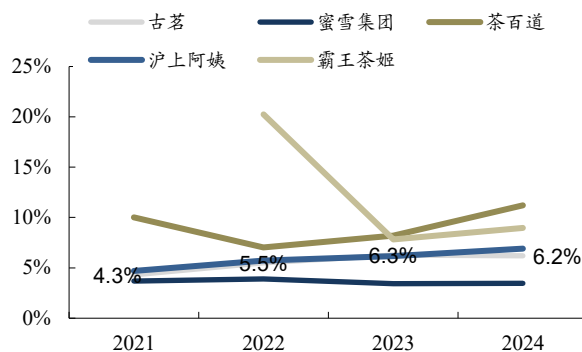
了直营门店占比带来的营销投入；2024 年销售费用率为 5.5%，较 2023 年同期同比 +1.1pct。管理费用率在同行业茶饮品牌中处于较低水平，2024 年管理费用率为 6.2%，较 2023 年同期-0.2pct。

图39：销售费用率同行业对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

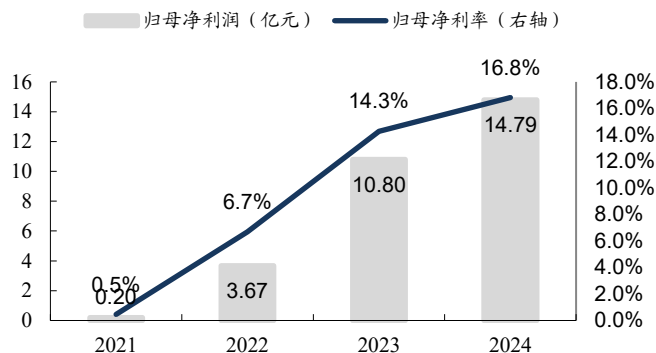
图40：管理费用率同行业对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

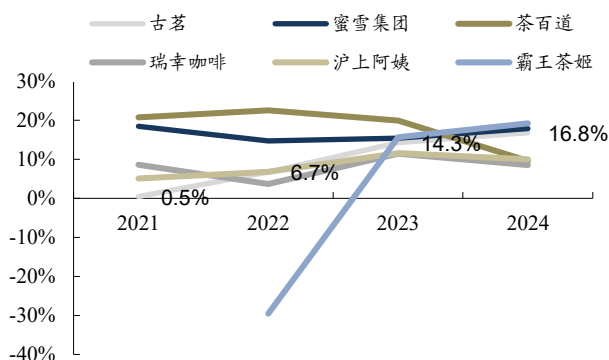
净利率持续攀升，展现强劲盈利韧性。2021-2023 年古茗归母净利润分别为 0.20/3.67/10.80 亿元，归母净利率分别为 0.5%/6.7%/14.3%；2024 年归母净利润为 14.79 亿元，归母净利率提升至 16.8%，处于同行较高水平。古茗净利率的提升，主要受益于规模效应带来的成本摊薄、高毛利产品结构优化，以及加盟模式深化带来的费用率下降。

图41：古茗归母净利润及归母净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图42：同行业公司归母净利率对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

关键假设：

门店数：公司预计 2025 年新开 2500 家门店，净开 2000 家门店，门店数同比+20%。

平均单店 GMV：由于 2024 年受舆论影响和行业竞争激烈，单店 GMV 低基数，2025 年起因竞争趋缓、品类拓展和外卖补贴支持单店 GMV 恢复正增长。

销售商品及设备：随着门店数量增长和平均单店收入提升，加盟商商品采购规模增长，我们预计 2025-2027 年销售商品收入为 81.3/95.7/110.9 亿元，同比+24%/+18%/+16%。新开店和铺设咖啡机带动设备销售增加，我们预计 2025-2027 年收入为 5.8/6.2/6.4 亿元。

加盟管理服务：门店持续扩张带动加盟费及管理服务收入提升，我们预计 2025-2027 年收入为 22.6/26.0/29.8 亿元，同比+29%/15%/15%。

表7：古茗 2025-2027 年收入预测

业务	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售商品（亿元）	57.78	65.63	81.35	95.75	110.93
yoy	35%	14%	24%	18%	16%
销售设备（亿元）	3.66	4.65	5.75	6.16	6.38
yoy	65%	27%	24%	7%	4%
加盟管理服务（亿元）	15.19	17.50	22.64	26.02	29.80
yoy	45%	15%	29%	15%	15%
直营门店销售（亿元）	0.12	0.14	0.17	0.19	0.22
yoy	26%	16%	18%	16%	14%
总计（亿元）	76.76	87.91	109.91	128.12	147.34
yoy	38%	15%	25%	17%	15%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

毛利率及费用率：古茗的毛利率主要受益于规模效应带来的成本优化、高效供应链管理以及销售结构优化，我们预计公司 2025-2027 年毛利率分别为 31.9%/32.0%/32.2%。公司费用率则稳中略降。

表8：古茗 2025-2027 年毛利率和费用率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	31.3%	30.6%	31.9%	32.0%	32.2%
销售费用率	4.4%	5.5%	5.3%	5.3%	5.2%
管理费用率	3.7%	3.5%	3.4%	3.3%	3.3%
研发费用率	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

随着门店网络扩张、单店销售额增长，收入规模显著增长，我们预计公司 2025-2027 年营收为 109.9/128.1/147.3 亿元，同比+25.0%/+16.6%/+15.0%；2025-2027 年归母净利润预测 20.0/23.6/27.2 亿元，同比+35.6%/+17.5%/+15.6%。

表9：古茗 2025-2027 年营收和归母净利润预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	76.76	87.91	10,991	12,812	14,734
yoy	38.1%	14.5%	25.0%	16.6%	15.0%
归母净利润（亿元）	10.8	14.79	20.05	23.56	27.25
yoy	194.5%	36.9%	35.6%	17.5%	15.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

古茗作为国内大众现制茶饮龙头，区域加密扩张+产品上新+自建供应链形成差异化竞争壁垒，随着公司门店网络持续扩张、同店表现改善，公司有望抢占市场份额。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 20.0/23.6/27.2 亿元，对应 PE 为 27/23/20 倍。

我们选取加盟为主的茶饮港股上市公司蜜雪集团和茶百道作为可比公司，2025 年可比公司平均估值为 34 倍，考虑到古茗拥有差异化的扩张和经营策略，竞争地位和成长性领先行业，作为“新消费”标的之一，公司具有一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

表10：古茗可比公司估值（截至 2025 年 6 月 13 日）

股票代码/简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				P/E				投资评级
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
2097.HK/蜜雪集团	1908	44.4	53.7	60.8	68.8	43	35	31	28	增持
2555.HK/茶百道	126	4.7	7.6	9.2	10.8	27	17	14	12	未评级
两家可比公司按市值加权平均 PE							34	30	27	
1364.HK/古茗	542	14.8	20.0	23.6	27.2	37	27	23	20	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：古茗和蜜雪集团盈利预测由东吴证券研究所给出，茶百道盈利预测为 wind 一致预期；货币单位均为人民币，取 2025 年 6 月 13 日港元兑人民币汇率 0.91

6. 风险提示

品牌价值 and 形象受损：加盟门店若出现负面舆情，可能降低公司品牌价值，降低消费者的品牌认可度。

市场竞争加剧：中国茶饮市场竞争激烈，公司的市场份额可能被其他公司抢占。

门店扩张不及预期：若古茗的门店扩张速度或选址策略未能达到预期效果，可能导致销售增长放缓，影响整体业绩。

古茗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,859.65	7,005.11	9,535.74	12,535.28	营业总收入	8,791.36	10,990.57	12,811.68	14,734.10
现金及现金等价物	1,865.24	3,616.26	5,801.78	8,462.28	营业成本	6,103.87	7,486.06	8,707.50	9,993.63
应收账款及票据	290.87	305.29	320.29	327.42	销售费用	479.41	582.50	679.02	766.17
存货	984.24	1,185.29	1,354.50	1,526.80	管理费用	311.44	373.68	422.79	486.23
其他流动资产	1,719.29	1,898.26	2,059.17	2,218.77	研发费用	232.62	280.26	320.29	368.35
非流动资产	2,014.99	2,251.26	2,377.40	2,420.93	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	954.36	1,048.93	1,086.53	1,072.88	经营利润	1,664.02	2,268.07	2,682.09	3,119.72
商誉及无形资产	57.93	99.64	118.17	125.36	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	3.34	0.58	1.15	1.15
其他长期投资	759.62	859.62	929.62	979.62	其他收益	143.63	169.35	179.35	189.35
其他非流动资产	243.08	243.08	243.08	243.08	利润总额	1,804.31	2,436.85	2,860.29	3,307.92
资产总计	6,874.64	9,256.37	11,913.15	14,956.21	所得税	311.09	411.83	480.53	555.73
流动负债	4,452.29	4,817.64	5,103.30	5,402.81	净利润	1,493.22	2,025.02	2,379.76	2,752.19
短期借款	0.00	50.00	50.00	50.00	少数股东损益	14.71	20.25	23.80	27.52
应付账款及票据	697.89	852.58	991.69	1,138.16	归属母公司净利润	1,478.51	2,004.77	2,355.96	2,724.67
其他	3,754.40	3,915.06	4,061.61	4,214.65	EBIT	1,807.65	2,437.42	2,861.44	3,309.07
非流动负债	310.33	310.33	310.33	310.33	EBITDA	1,947.99	2,551.15	2,985.29	3,435.54
长期借款	121.23	121.23	121.23	121.23					
其他	189.10	189.10	189.10	189.10					
负债合计	4,762.62	5,127.97	5,413.63	5,713.14					
股本	0.13	0.13	0.13	0.13	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	45.73	65.98	89.77	117.29	每股收益(元)	0.62	0.84	0.99	1.15
归属母公司股东权益	2,066.29	4,062.43	6,409.75	9,125.78	每股净资产(元)	1.10	1.71	2.70	3.84
负债和股东权益	6,874.64	9,256.37	11,913.15	14,956.21	发行在外股份(百万股)	2,378.19	2,378.19	2,378.19	2,378.19
					ROIC(%)	100.65	62.01	43.40	34.23
					ROE(%)	71.55	49.35	36.76	29.86
					毛利率(%)	30.57	31.89	32.03	32.17
					销售净利率(%)	16.82	18.24	18.39	18.49
					资产负债率(%)	69.28	55.40	45.44	38.20
					收入增长率(%)	14.54	25.02	16.57	15.01
					净利润增长率(%)	36.95	35.59	17.52	15.65
					P/E	36.62	27.01	22.98	19.87
					P/B	20.79	13.33	8.45	5.93
					EV/EBITDA	(0.90)	19.88	16.25	13.35

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,320.57	1,960.89	2,335.96	2,720.93
投资活动现金流	(1,821.58)	(250.65)	(140.65)	(50.65)
筹资活动现金流	16.92	49.43	(1.15)	(1.15)
现金净增加额	(492.72)	1,751.02	2,185.52	2,660.49
折旧和摊销	140.34	113.73	123.86	126.47
资本开支	(450.14)	(250.00)	(180.00)	(120.00)
营运资本变动	(337.27)	(9.09)	10.54	30.47

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年6月13日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>