

古茗 (01364.HK)

优于大市

区域深耕成就万店规模，打造中端茶饮高成长新范式

核心观点

古茗：中端现制茶饮赛道 NO. 1，稳扎稳打成就万店规模。2010 年创始人王云安在浙江台州开设首店，其后开启全国扩张。2024 年底，古茗门店数达 9914 家，是门店规模最大的中端（10-17 元）现制茶饮品牌，也是全价格带下仅次于蜜雪集团规模的第二大现制茶饮品牌。2025 年 2 月 12 日公司成功登陆港交所。2024 年，古茗营收 87.9 亿元/+14.5%；经调净利润 15.4 亿元/+5.7%，收入/经调整净利润/门店规模 CAGR（2021-2024 年）分别为 26%/26%/20%增速靓丽。加盟模式主导，商品销售&持续支持加盟费是创收核心，王云安、戚侠、阮修迪及潘萍萍 4 人为一致行动人，持股比例为 72.67%。

如何看待中端现制茶饮这门生意？中端茶饮能够较好地兼顾消费者品质要求与性价比的双重诉求，已成为现制茶饮赛道“最大公约数”消费者选择。灼识咨询数据显示，2025 年中端现制茶饮市场规模约 1615 亿元，规模占比 51.9%，CAGR（2024-2028 年）为 20.8%，是规模最大且未来 3 年增速最快的细分赛道。伴随而来中端茶饮赛道竞争也更为激烈，按 2023 年 GMV 算，古茗份额居首、茶百道、霸王茶姬、沪上阿姨、CoCo 都可跟随，各家份额差距不大。展望未来，在中端茶饮这个容量够大、但高度内卷的赛道中，品牌若想脱颖而出，核心是要做好供应链打磨，以满足好消费者与加盟商双方需求。

成长看点：基本盘稳固，单店 GMV 改善&门店扩张双轮驱动。一看门店扩张，华东/华南/华中优势区域加密&异地省份拓展，预计 25-27 年门店分别净增 2100/2350/2450 家；二看单店 GMV 增长，据我们测算成熟加盟店年均 GMV 约 234 万，净利润率 19.1%，新店回本周期约 16.5 月，短看平台补贴助力、中看品类推新如咖啡品类等驱动，预计 25-27 年分别同增 8.5%/4.5%/3.8%。

中期思考：5 年期维度看公司（2030 年），中性预期门店规模有望达 2.7 万，收入利润分别有望达到 293/53 亿元。乐观预期下（北方区域/内陆省份古茗也可顺利进入），门店数看至 3.1 万家、收入利润达到 336/60 亿元。

投资建议：预计公司 2025-2027 年经调整归母净利润为 20.1/25.2/30.8 亿元，同增 30.1%/25.6%/22.2%。古茗大本营卡位华东，战略拓展华中/华南强消费能力区位，短期同店增长有保障，且门店积极加密下沉，考虑到古茗处于高势能成长期，给与公司 2025 年 PE 目标 32-35x，未来 1 年合理 RMB 市值区间为 642-702 亿（区间中值较最新收盘价 12.4%空间），若后续异地新区域扩张效果持续得到验证，公司将预计有望持续享受估值溢价，首次覆盖给予公司“优于大市”评级，看好古茗从中端现制茶饮赛道的突围前景。

风险提示：股东减持、食品卫生安全、加盟商流失、宏观下行风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,676	8,791	11,329	13,925	16,737
(+/-%)	38.1%	14.5%	28.9%	22.9%	20.2%
经调净利润(百万元)	1459	1542	2007	2521	3080
(+/-%)	298.0%	5.7%	30.1%	25.6%	22.2%
每股收益(元)	0.61	0.65	0.84	1.06	1.30
EBIT Margin	16.7%	13.7%	19.6%	20.1%	20.5%
净资产收益率(ROE)	250.3%	74.6%	49.3%	38.2%	31.8%
市盈率(PE)	41.9	39.7	30.5	24.3	19.9
EV/EBITDA	43.2	41.4	29.4	23.7	19.6
市净率(PB)	104.93	29.61	15.02	9.28	6.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司深度报告

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

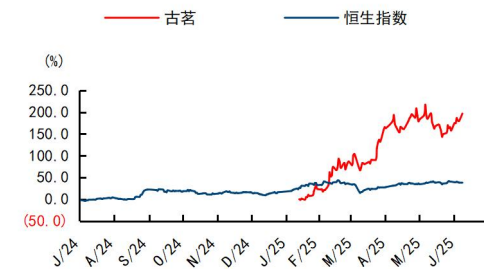
联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	29.60 - 32.40 港元
收盘价	27.60 港元
总市值/流通市值	65638/65638 百万港元
52 周最高价/最低价	30.00/8.22 港元
近 3 个月日均成交额	120.79 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

写在前面	5
古茗：现制茶饮长期主义者，属地深耕策略助力品牌行稳致远	6
历史沿革：中端现制茶饮行业 NO. 1，稳扎稳打成就万店规模	6
管理分析：核心高管团队年富力强，股权激励绑定充分	6
产品策略：定位中端/货架型茶饮，时尚性风险相对可控	7
经营分析：深耕华东大本营，下沉市场贡献主要增量	9
如何看待中端现制茶饮这门生意？	11
市场规模：茶饮消费的最大公约数，赛道空间足够宽广	12
竞争格局：NO. 1 宝座数度易主，玩家聚焦爆款产品研发	14
关于中端现制茶饮这门生意的 3 点思考！	16
中端茶饮龙头想要穿越周期需要做好什么？——以书亦烧仙草为例	17
成长看点：基本盘稳固，积跬步致千里	19
成长公式=单店创收*门店规模，同店改善&门店扩张双轮驱动	19
供应链 PK：品牌运营的定海神针，古茗供应链实力仅次于蜜雪	19
门店扩张：大本营加密&异地稳步扩张，预计 25-27 年门店分别净增 2100/2350/2450 家	20
单店创收：短看平台补贴&中线品类推新拉动，预计 25-27 年分别同增 8.5%/4.5%/3.8%	22
中期思考：2030 年，中性预测门店规模有望达 2.7 万家，利润规模达 53 亿元	24
门店规模：中性预期门店规模有望达 2.7 万，乐观预期约 3.1 万	24
收入利润：中性预期收入/利润有望达 293.3/52.8 亿元，乐观预期下较中性有 15%上行空间	27
盈利预测	28
估值讨论：高势能成长期&确定性现制饮品品牌应享受估值溢价	28
投资建议：首次覆盖，给予公司“优于大市”评级	30
风险提示	31
附表：财务预测与估值	32

图表目录

图 1: 古茗发展历程复盘	6
图 2: 2021 年至今古茗每年产品推新的数量	8
图 3: 2024 年前三季度古茗奶茶、果茶以及咖啡等产品杯量占比分别为 47%/41%/12%	8
图 4: 2018 年底-2024 年前三季度古茗全国门店布局	9
图 5: 古茗在关键省份的深挖与新市场拓宽同时进行	9
图 6: 古茗以加盟模式为主导	9
图 7: 古茗的门店增长动力主要源于下沉市场的持续扩张	9
图 8: 2021-2024 年古茗的收入、净利润和经调净利润	10
图 9: 2021-2024 年古茗毛利率、期间费率、净利率	10
图 10: 2021-2024 年前三季度古茗的收入组成拆解	10
图 11: 2021-2024 年前三季度古茗的毛利组成拆解	10
图 12: 当下各价格带代表性品牌及其规模	12
图 13: 7 成消费者茶饮消费价格带在 10-20 元区间	13
图 14: 质量安全、口感口味是影响消费者茶饮决策的前两大因素	13
图 15: 中端现制茶饮店是现制茶饮店赛道中 GMV 最大细分赛道	13
图 16: 2023 年前 5 大中端现制茶饮品牌 GMV (单位:十亿)	14
图 17: 按 2023 年 GMV 计现制茶饮前五大品牌 GMV (单位:十亿)	14
图 18: 中端茶饮赛道龙头经历过多轮迭代	15
图 19: 书亦烧仙草创立至今门店规模	17
图 20: 书亦烧仙草 Logo 经过 2 轮设计调整	18
图 21: 2023 年书亦烧仙草倒闭门店设备滞销冲上微博热搜	18
图 22: 中端现制茶饮核心竞争力解析	18
图 23: 古茗成长逻辑示意图	19
图 24: 古茗是布局省份数量最少得头部茶饮品牌	21
图 25: 古茗平均单店 GMV 仅次于霸王茶姬	21
图 26: 2021 年-2024 年古茗单店日均 GMV (单位:万元)	22
图 27: 2021 年-2024 年古茗单店日均订单数 (单位:千杯)	22
图 28: 7 月 2 日, 淘宝闪购宣布启动 500 亿元补贴计划。	24
图 29: 2025 年古茗官宣吴彦祖为咖啡品质合伙人	24
图 30: 星巴克动态 PE 估值水平	29
图 31: 星巴克 1991 年至今营收及业绩数据	29

表1：古茗核心高管团队信息梳理	7
表2：古茗不同股东禁售解禁日期说明	7
表3：头部茶饮品牌 SKU 数据以及价格带梳理（单位：个、元）	8
表4：古茗 2024-2025 年加盟政策开始加盟费、设备费分期	11
表5：古茗上市融资资金计划用途（单位：百万港元）	11
表6：现制茶饮品牌历史爆款单品以及对应推出品牌	1
表7：现制茶饮行业供应链能力对比分析（2024 年）	20
表8：古茗达到关键规模省份的期末门店数量及同店 GMV 增长	20
表9：2025-2027 年古茗门店扩张预测	21
表10：古茗 2024-2025 年加盟店单店模型	23
表11：古茗 2025-2027 年 GMV 假设以及商品销售、持续支持加盟费收入预测	24
表12：古茗门店空间测算示意图	26
表13：2030 年古茗收入及利润终局测算	27
表14：古茗盈利预测拆分	28
表15：可比公司 PE 估值水平	29

写在前面

中端现制茶饮赛道投资是把双刃剑！中端现制茶饮赛道是一条让投资者又爱又恨的赛道，爱的是中端茶饮品牌所处的 10-17 元的产品价格带，能够较好地兼顾消费者的品质升级与产品性价比的双重诉求，已经成为现制茶饮赛道“最大公约数”消费者的选择，**是当下规模最大且未来 3 年增速最快的细分茶饮赛道**；但与蜜雪集团在平价现制茶饮赛道一骑绝尘领先的地位形成鲜明对比，中端现制茶饮赛道自诞生以来便是一条竞争激烈、品牌高度迭代的赛道，复盘 2015 年以来赛道格局的变化，我们确实也发现中端现制茶饮 NO.1 的龙头交椅数度易主，也存在昔日龙头一蹶不振的案例，因此，**赛道竞争格局的动态演变是投资中端现制茶饮品牌始终需要面临的问题。**

古茗具备突围中端茶饮赛道的潜力。我们认为，茶饮品牌若想从竞争中脱颖而出，核心是要做好消费者、加盟商与供应链三方的动态平衡，既要及时跟进把握消费者最新需求变化产品推新，也要做好加盟商的管控，保证门店运营流程标准与合规，同时提供较为可观的投资回收期，而上述两者背后的定海神针便是供应链，目前看古茗供应链布局完善，且公司主打的门店“区域深耕”策略能够最大程度享受到供应链的赋能。在中端现制茶饮这条高度内卷、快速迭代的赛道中，**古茗有望依靠自身“慢即是快”的战略赢得这场中端茶饮马拉松长跑。**

古茗：现制茶饮长期主义者，属地深耕策略助力品牌行稳致远

历史沿革：中端现制茶饮行业 NO. 1，稳扎稳打成就万店规模

古茗系国内规模第二大的现制茶饮品牌。2010 年，公司创始人王云安于浙江台州温岭大溪镇开设首家古茗门店，次年便开启加盟连锁扩张；2012 年，公司便开出 27 家分店，明星单店单天出杯突破 1500 杯，公司也决定开启全国化扩张。此后几年，古茗部署自配送与冷链配送模式，设立门店标准化操作培训中心，使用优质茶叶取代香精茶，布局新水果茶；2018 年，古茗启动“杭州”+“大溪”双总部战略，并于 2020 年完成股权融资。2024 年底，公司布局全国 17 省，在其中的 8 个省份超过单省 500 家门店的关键规模，全国门店总数达 9914 家，是中国最大的中端现制茶饮店品牌，也是全价格带下规模第二大的现制茶饮店品牌。2025 年 2 月 12 日，古茗成功在港交所主板挂牌上市，成为浙江茶企第一股，继奈雪的茶、茶百道后的中国茶饮第三股。2025 年 6 月 11 日，据窄门餐眼数据，古茗全国门店数破万家，成为中端茶饮赛道（10-17 元价格带）首个达成该成就的品牌。

图1：古茗发展历程复盘



资料来源：公司官网、公司公告、公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

管理分析：核心高管团队年富力强，股权激励绑定充分

核心高管以 80 后为主，年富力强且分工明确。公司控股股权为王云安、戚侠、阮修迪以及潘萍萍 4 人，持股占比合计约 72.67%；Pre-IP0 投资者、员工持股平台、基石投资者及其他公众股东分别持股占比为 12.07%、6.67%、2.34%、6.25%。高管团队方面，创始人王云安任董事会主席兼首席执行官，戚侠兼任总裁；执行董事阮修迪、金雅玉、蔡云江分别负责产品研发、企业文化发展及业务与加盟商管理；首席运营官李继锋、首席财务官孟海陵、首席技术官强宇等高管同样具备深厚业界经验，管理层分工明确且年富力强。

表1：古茗核心高管团队信息梳理

	姓名	年龄	职位	加入时间	获任时间	主要责任
执行董事	王云安先生	38岁	创始人、董事会主席、执行董事兼首席执行官	2018年6月12日	2021年8月31日	领导战略及业务方向以及整体管理
	戚侠先生	38岁	执行董事兼总裁	2018年6月12日	2022年5月18日	领导业务发展及加盟商管理
	阮修迪先生	38岁	执行董事	2018年6月12日	2023年12月28日	产品研发
	金雅玉女士	35岁	执行董事	2018年6月12日	2023年12月28日	企业文化发展
	蔡云江先生	40岁	执行董事	2018年6月12日	2023年12月28日	业务发展及加盟商管理
(独立) 非执行董事	黄鑫鑫先生	37岁	非执行董事	2020年6月29日	2022年5月18日	向董事会提供意见及建议
	卓越先生	37岁	独立非执行董事	2025年2月12日	2025年2月12日	向董事会提供独立意见和判断
	郑晓冬女士	68岁	独立非执行董事	2025年2月12日	2025年2月12日	向董事会提供独立意见和判断
	李建波先生	54岁	独立非执行董事	2025年2月12日	2025年2月12日	向董事会提供独立意见和判断
高级管理层	王云安先生	38岁	创始人、董事会主席、执行董事兼首席执行官	2018年6月12日	2018年6月12日	领导战略及业务方向以及整体管理
	戚侠先生	38岁	执行董事兼总裁	2018年6月12日	2023年12月28日	领导业务发展及加盟商管理
	李继峰先生	46岁	首席运营官	2020年8月29日	2020年8月29日	领导业务运营
	孟海陵先生	41岁	首席财务官	2020年6月17日	2020年6月17日	领导资本运作及财务管理
	强宇先生	43岁	首席技术官	2023年5月20日	2023年5月20日	领导技术发展

资料来源：公司公告、公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

关注两次股权解冻期。根据 2025 年 2 月 11 日发布的股权分配结果公告内容，遵照公司法规定，基石投资者、员工持股平台和控股股东均需要遵守 6 个月的禁售限制，其中控股股东到期虽可减持，但需维持上市公司控股股东的身份，即禁售股权解冻时间为 2025 年 8 月 11 日。此外，控股股东还需遵守第 2 个 6 个月的股权限售规定，解冻时间为 2026 年 2 月 11 日。

表2：古茗不同股东禁售解禁日期说明

	股东	最终控制人	占总股本比例	禁售期限至
控股股东		王云安、戚侠、阮修迪、潘萍萍为一致行动人	72.67%	2025 年 8 月 11 日(首六个月后可出售或转让股份，但仍应该为控股股东)； 2026 年 2 月 11 日
	Thriving Leafbuds Limited	首席技术官强宇等	3.08%	2025 年 8 月 11 日
	Nascent Sprouts Limited	首席运营官李继峰等	3.08%	同上
员工持股平台	Flourishing Leaves Limited	执行董事金雅玉、蔡云江、首席财务官孟海陵等	0.51%	同上
IPO 前投资者	北京美茗企业管理咨询合伙企业(有限合伙)及北京美岩企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	美团 朱拥华	7.31%	2025 年 8 月 11 日
	Max Mighty Limited (红杉璟茗)	红杉璟茗 周逵	3.66%	同上
	Coatue PE Asia 34 LLC	Philippe Laffont	0.91%	同上
	New Budding Capital Inc	Wang Yimiao	0.18%	同上
	Huang River Investment Limited	腾讯	0.82%	2025 年 8 月 11 日
	GM Charm Yield (BVI) Limited	Zhijian Peng	0.49%	同上
	LVC	Lijun Lin	0.49%	同上
	Long-Z Fund I, LP	美团 朱拥华	0.26%	同上
	Duckling Fund, L.P.	Eric Li	0.26%	同上
	基石投资者	/	6.25%	/
自由流通股本		/	100.00%	/
总计		/	100.00%	/

资料来源：公司公告、公司招股说明书，国信证券经济研究所整理；股份占比为考虑超额配股行使权后

产品策略：定位中端/货架型茶饮，时尚性风险相对可控

产品主打 10-18 元中端定位，质量优先、健康鲜活、亲民为主要特点。古茗饮品价格带维持在 10-18 元区间，产品 SKU 为 34-50 居行业中低水平，单店菜单长期保持在 30 种饮品左右，主要包括奶茶、果茶、咖啡(氛围店和现磨咖啡店提供)

这三大类饮品，同时，部分门店还尝试了烘焙产品的销售，积极拓宽门店和产品多样性。**古茗价格带属于中端定位，略低于霸王茶姬的中高端定位。**

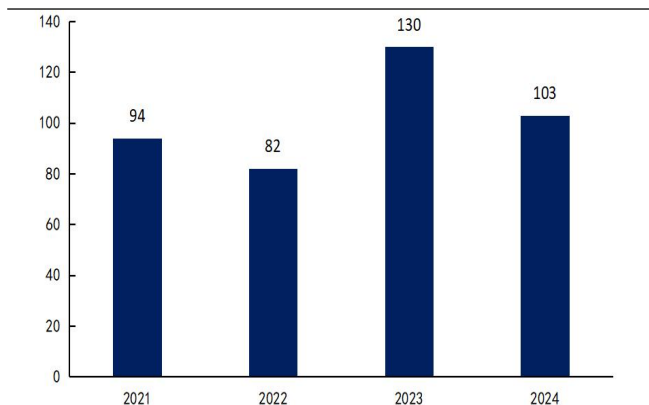
表3: 头部茶饮品牌 SKU 数据以及价格带梳理 (单位: 个、元)

	古茗		沪上阿姨		茶百道		喜茶		奈雪的茶		霸王茶姬	
	SKU	价格带	SKU	价格带	SKU	价格带	SKU	价格带	SKU	价格带	SKU	价格带
纯茶	3	6-7	2	8-13	2	7	1	7	2	9-11	6-11	16-23
奶茶	7	10-17	8	9-14	12	10-16	13	13-21	3	16-19	7-11	16-18
轻乳、牛乳茶	6	14-15	4	14-16	5	9.9-16			/	/	/	
奶盖茶、雪顶	2	15	/	/	/	/	/	/	/	/	0-3	20-22
果茶、果蔬汁	13	2.5-20	30	11-24	16	13-22	22	13-22	15	18-24	2-4	18-20
咖啡	0-7	9-15.9	2	11-18	/	/	2	8-16	4	15-22	/	/
酸奶	/	/	1-4	15-21	4	14-18	/	/	3	21-25	/	/
冰淇淋	/	/	/	/	/	/	1	9	/	/	/	/
零食、茶包	2	1-2	2	3	/	/	4	1.9-8.9	19	5-109	/	/
烘焙	1-10	5-10.9	/	/	/	/	/	/	16-25	9.8-28	/	/
总计	34-50	/	48-51	/	39	/	44	/	52-71	/	15-29	/

资料来源: 品牌小程序整理, 国信证券经济研究所整理

定位货架型茶饮，产品结构均衡、推新速度快。在产品创新上，古茗凭借行业规模排名前列的研发团队，始终保持产品高频上新节奏，据公司招股说明书，2021-2024 年分别推出 94、82、130 及 103 款新品，涵盖鲜果茶、奶茶、咖啡等多个品类，如当季限定的“芝士葡萄”、“龙井香青团”等，既融合时令特色，又紧跟流行趋势，**十大畅销饮品中均包含 2-3 种当年或上一年的新品**。2024 年 Q1-Q3，公司售出饮品总杯数达 9.895 亿杯，其中奶茶、果茶、咖啡及其他饮品分别占售出总杯数的 47%，41%和 12%，品类结构较为均衡。

图2: 2021 年至今古茗每年产品推新的数量



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图3: 2024 年前三季度古茗奶茶、果茶以及咖啡等产品杯量占比分别为 47%/41%/12%

产品种类	代表产品	2024年Q1-Q3总售出杯数(亿杯)	占比
奶茶		4.668	47%
果茶		4.026	41%
咖啡及其他		1.201	12%

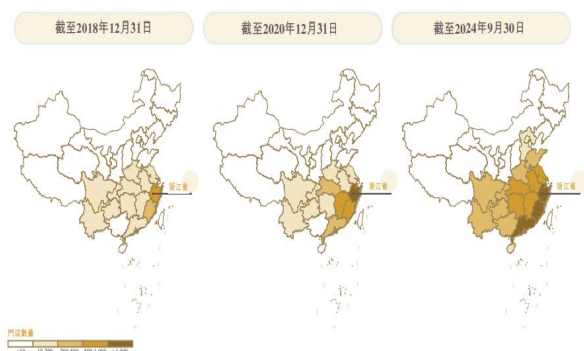
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

货架型茶饮 VS 大单品策略。与霸王茶姬的大单品策略相比，古茗的货架型茶饮思路优势在于广泛的产品体系能全方位覆盖不同消费层次、场景和偏好的人群，**有效规避了因产品风格单一、时尚性变化带来的市场风险，持续保持消费者的新鲜感和关注度**，极大提升品牌市场渗透率。同时得益于在高损耗、高制作复杂度的果茶品类保持相对低的日常 SKU，避免对于供应链和加盟商经营管理产生过大负担，快速推新品牌的常见弊端得以极大程度削弱。参考公司招股说明书，古茗 2023 年产品平均季度复购率达 53%，优于中国中端现制茶饮店品牌平均低于 30%的水平。

经营分析：深耕华东大本营，下沉市场贡献主要增量

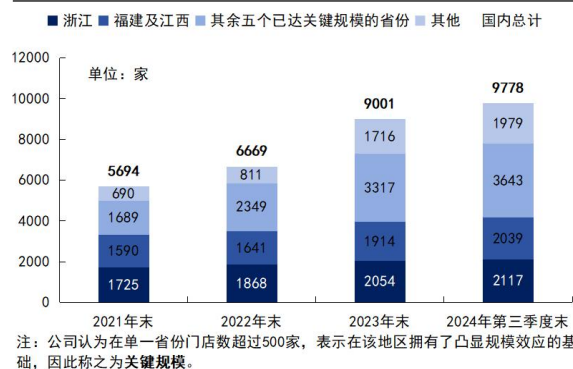
门店扩张坚持属地深耕战略：以浙江为中心，沿海省份深挖，持续朝内陆拓展。古茗的门店扩展逻辑是先夯实基础，再辐射拓宽，即在以浙江省为发展中心的前提下，深度挖掘广东、福建这两个茶饮消费大省，并逐步朝内陆省份辐射渗透。这是在保证关键省份（单一省份门店数超 500 家）牢固基本盘的同时向外稳步扩张，这既符合古茗以鲜果品类为主打产品对于供应链的要求，也有利于公司对加盟体系的管理。同时在关键省份成功的管理、经营经验也具备推广的可能，这也是古茗能够在竞争激烈的中端茶饮赛道稳步脱颖而出的重要原因之一。

图4：2018 年底-2024 年前三季度古茗全国门店布局



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

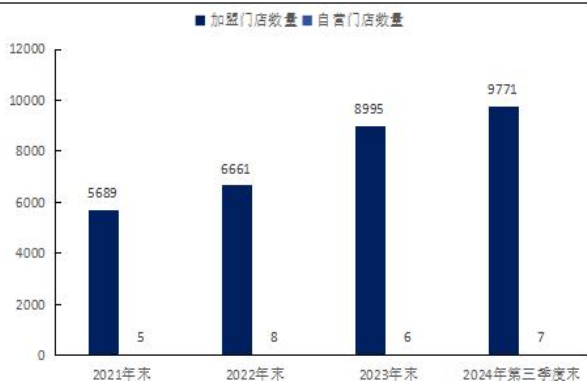
图5：古茗在关键省份的深挖与新市场拓宽同时进行



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

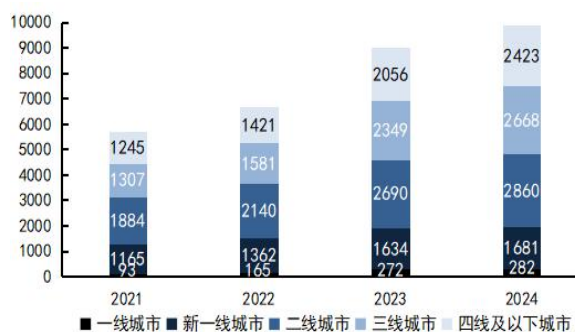
加盟模式为主，门店复合增速（2021-2024 年）20.3%，三、四线下沉市场是新的增长动力。2021-2024 年，古茗门店总数复合增速 20.3%，根据窄门餐眼最新数据门店总数已破万家。分经营模式看，加盟门店占比超 99.9%，直营门店仅 7 家；分门店区域看，截至 2024 年末，国内门店中一线/新一线/二线/三线/四线及以下城市门店数占比分别为 2.8%/17.0%/28.8%/26.9%/24.4%，同比分别 -0.18pct/-1.19pct/-1.04pct/+0.81pct/+1.60pct；分门店增速看，2022-2024 年，三线及以下城市的下沉市场门店复合增速为 25.9%高于整体水平。自 2022 年起，随着整体规模的持续扩张，古茗的门店布局模式开始倾向于下沉市场的持续拓宽，三线及以下城市的门店规模已经由 2022 年末的 3002 家（占比 45.0%）增长至 2024 年末的 5091 家（占比 51.4%），下沉市场规模已接近 2021 年年末的品牌总规模 5694 家，下沉市场成为门店保持扩张的新动能。

图6：古茗以加盟模式为主导



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

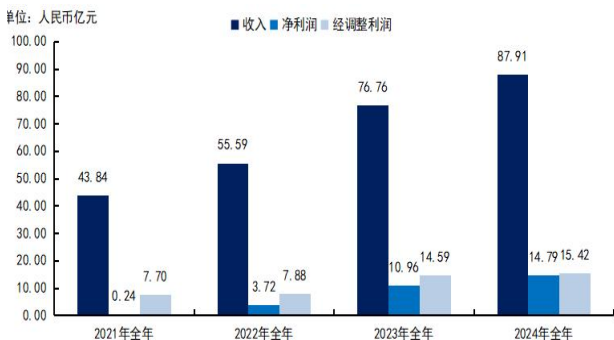
图7：古茗的门店增长动力主要源于下沉市场的持续扩张



资料来源：公司公告，公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

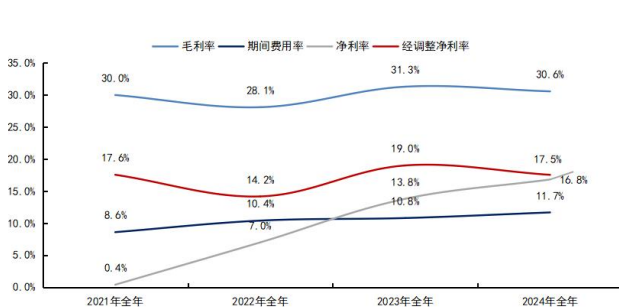
营收与经调整利润 CAGR（2021–2024 年）为 26%。2024 年，古茗实现营收 87.9 亿元/+14.5%；经调净利润 15.4 亿元/+5.7%。2021–2024 年收入和经调净利润 CAGR 均为 26.1%，实现稳健增长。2024 年公司营收和经调净利润增速放缓源于行业的增长放缓、业内竞争加剧带来客源抢夺以及门店数量增长放缓。

图8：2021–2024 年古茗的收入、净利润和经调净利润



资料来源：公司公告，公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

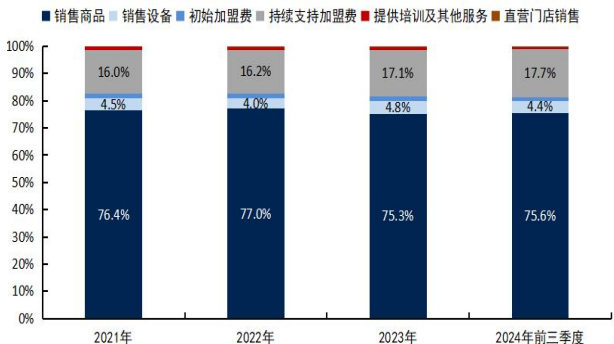
图9：2021–2024 年古茗毛利率、期间费率、净利率



资料来源：公司公告，公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

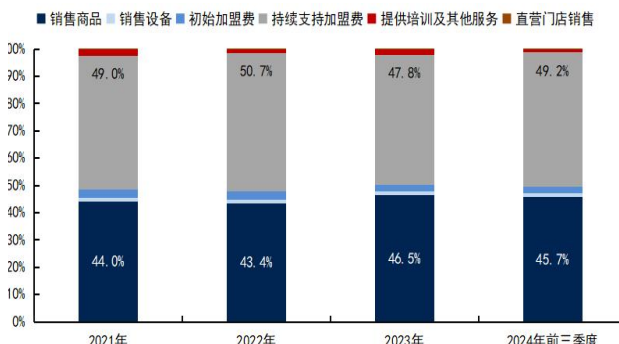
商品销售和持续支持加盟费是创收核心。2024 年前三季度，商品销售/设备销售/初始加盟费/持续支持加盟费/提供培训服务及其他服务/直营门店销售占比分别为 75.6%/4.4%/1.4%/17.7%/0.7%/0.2%，与直营模式的公司直接并表门店收入与成本不同，面向加盟商的商品销售是古茗的主要创收来源，收入占比高达 75.6%，其次为持续支持加盟费和设备销售。但从毛利贡献角度看，2024 年前三季度，商品销售/设备销售/初始加盟费/持续支持加盟费/提供培训服务及其他服务/直营门店销售毛利率分别为 18.4%/9.9%/54.4%/84.7%/48.4%/14.2%，对应 6 项业务毛利贡献分别为 45.7%/1.4%/2.4%/49.2%/1.2%/0.1%，**尽管商品销售在收入中的占比更高，但由于持续支持加盟费收入的毛利更高，这两个项目的毛利贡献接近。**

图10：2021–2024 年前三季度古茗的收入组成拆解



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图11：2021–2024 年前三季度古茗的毛利组成拆解



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

2025 年推出设备分期计划，降低加盟门槛。2025 年，古茗调整加盟模式以鼓励更多具备管理能力但资金不足的新加盟商的加盟，通过部分设备分期支付的方式，在不考虑房租/转让费/前置装修/人工的费用下，**降低首月启动资金 5 万元，同时将这一部分的资金分期至经营第二年按月支付。**加盟费和设备的分期付款模式也进一步的减轻了新加盟店回本之前的资金压力。

完善退出机制，降低新加盟商退出壁垒。新加盟政策还强调，若新加盟商首年经

营不善放弃合作，无需补交剩余设备款，仅扣除 30%分期设备全款作为折旧使用费（损坏、丢失另付），退还剩余首付；一年后盈利不佳的新加盟商，可向分公司申请加盟费延期 6 个月支付；若最终不合作，加盟费无需补交，这大大减轻了新加盟商的经营压力。

表4: 古茗 2024-2025 年加盟政策开始加盟费、设备费分期

项目	类别	2024 年(标店)		2025 年(标店)			建店成本合计
		首月启动	首月启动	第 2-12 月	第 13-24 月	第 25-36 月	
		新加盟商	新加盟商	新加盟商	新加盟商	新加盟商	
押金	合同保证金	0.5 万	0.5 万				0.5 万
	咖啡机押金	1.5 万	1.5 万		第 13 个月退 0.5 万 第 19 个月退 0.5 万	第 25 个月退 0.5 万	
加盟费用	加盟费分期	同 2025 年			第 13 个月交 2.5 万 第 19 个月交 4.88 万	第 25 个月交 2.5 万	9.88 万
设备费用	可分期设备首付		3.0 万				3.0 万
	可分期设备分期金额	12.5 万			4167 元*12 期		5.0 万
	其他不可分期设备款		4.5 万				4.5 万
	咖啡机分期			3212 元*12 期	3212 元*12 期		7.7 万
首批物料		3.0 万	3.0 万				3.0 万
开业营销费		0.8 万	0.8 万				0.8 万
装修	上匠部分	10.0 万	10.0 万				10.0 万
合计		28.3 万	23.3 万	每月 3200 元	每月 0.74 万元+2 次加盟费	2 万	44.38 万
				合计 3.9 万	合计 15.28 万		

资料来源：古茗官方小程序，国信证券经济研究所整理

IPO 资金净额 13.56 亿港元，分四年实施，涵盖六大用途。本次 IPO 募集资金所得款净额为 13.56 亿港元，其中 25%用于扩充信息技术团队与数字化运营；25%用于增强供应链能力与管理；20%用于品牌建设及消费者联结；10%用于地域加密策略下加盟商管理团队扩充与生态构建；10%用于产品研发人才招聘与能力提升；10%用作运营资金及一般企业用途，各用途按比例分配，支撑公司多维度发展。

表5: 古茗上市融资资金计划用途（单位:百万港元）

资金用途	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	总计	占所得款项净额 概约百分比
(i) 扩充信息技术团队及继续提升业务管理和门店运营的数字化	54	75	95	115	339	25%
(ii) 加强供应链能力和提升供应链管理效率	61	75	92	110	339	25%
(iii) 加强品牌建设和与消费者联系以及采取多元化方式建立品牌形象和提高消费者认知度	62	66	70	74	271	20%
(iv) 持续推行地域加密策略的同时新招聘员工负责加盟商管理，加强对加盟商的支持，并进一步建立紧密的加盟商圈子	13	26	40	57	136	10%
(v) 聘用产品研发方面的专家及提升产品研发能力	24	31	37	44	136	10%
(vi) 用作运营资金及其他一般企业用途	34	34	34	34	136	10%
总计	248	306	368	434	1,356	100%

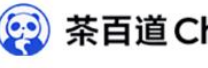
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

如何看待中端现制茶饮这门生意？

参考灼识咨询分类标准，现制茶饮行业分为高端（17 元以上）、中端（10-17 元）和平价（10 元以下）三类品牌定位。其中高端定位产品强调品质与体验，代表品

牌包括喜茶、奈雪的茶、乐乐茶以及茶饮新锐霸王茶姬（更偏中高端）；**中端茶饮定位则需兼顾品质与性价比**，品牌如古茗（华东市场领先）、茶百道（西南优势）、沪上阿姨（轻乳茶赛道）、书亦烧仙草（西南区域龙头）等品牌在地理区位、产品品类上有不同侧重；**平价定位性价比是核心**，代表品牌蜜雪冰城总门店数已突破 4.6 万家，益禾堂、甜啦啦等品牌门店数也接近 6000 家。此外，2023 年以来部分茶饮品牌也通过降价策略向下渗透，例如奈雪推出 9-19 元“轻松系列”、沪上阿姨推出子品牌“茶瀑布”主攻 10 元以下价格带。**而本章节将重点讨论古茗所处的中端茶饮赛道。**

图12：当下各价格带代表性品牌及其规模

价格区间	代表性品牌
平价 10元以下	 蜜雪冰城 (3.5w)  甜啦啦 (5.9k)  益禾堂 (5.9k)
中端 10-17元	 古茗 (9.9k)  沪上阿姨 (8.6k)  茶百道 (7.9k)  书亦烧仙草 (4.6k)
中高端 17元以上	 霸王茶姬 (6.5k)  喜茶 (4.3k)  奈雪的茶 (1.7k)

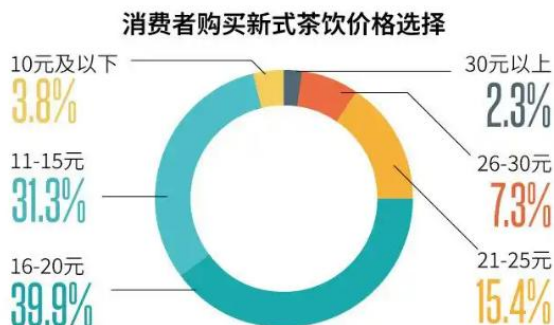
资料来源：各品牌官网，窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

市场规模：茶饮消费的最大公约数，赛道空间足够宽广

中端茶饮品牌所处的 10-17 元的产品价格带，能够较好地兼顾消费者的品质升级与产品性价比的双重诉求，逐渐成为现制茶饮赛道“最大公约数”消费者的选择。参考艾媒咨询、灼识咨询等三方统计数据，超 7 成消费者的现制茶饮价格在 11-20 元区间，中端现制茶饮赛道是当下规模最大且未来 3 年增速最快的细分茶饮赛道。

中端茶饮的定位较好兼顾消费者对性价比与品质升级的双重诉求。据艾媒咨询《2023-2024 年中国新式茶饮行业运行状况与消费趋势分析报告》统计，质量安全、口感口味、品类丰富是影响消费者购买决策的前三大因素，价格因素排在第四位。中端茶饮品牌通过原料透明化（如霸王茶姬公示热量）、功能创新（添加益生菌/膳食纤维）以及工艺创新（冷萃技术保留茶多酚）满足消费者对健康消费的升级需求。而在产品性价比层面，头部中端茶饮品牌通过供应链垂直整合、门店运营效率提升，将产品主力价格带控制在 10-20 元之间，较之部分高端品牌动辄 30 元的定位也具备高性价比。艾媒数据显示，约 71.2% 的消费者购买新式茶饮价格选择在 11-20 元之间。

图13: 7成消费者茶饮消费价格带在10-20元区间



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

图14: 质量安全、口感口味是影响消费者茶饮决策的前两大因素

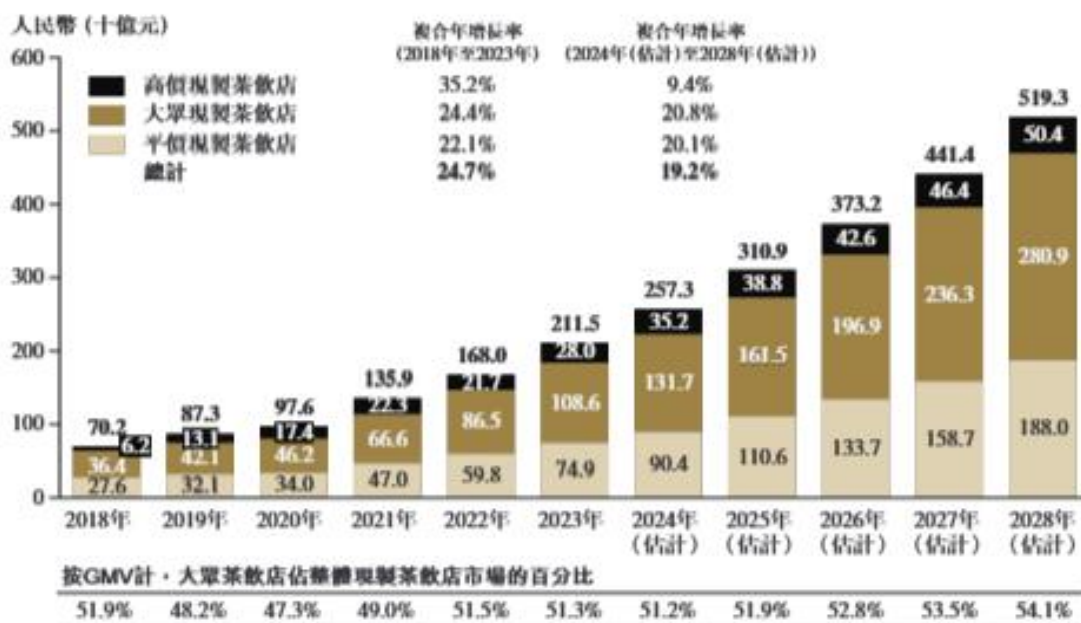


资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

中端茶饮赛道是现制茶饮增速最快&规模最大细分赛道。参考灼识咨询数据, 2025年现制茶饮市场规模约3109亿元, 2024-2028年市场规模CAGR约19.2%, 保持较为快速增长。**从当前市场结构看**, 2025年中端现制茶饮市场规模约1615亿元, 规模占比约51.9%, 是最大细分茶饮赛道。**从赛道成长性角度看**, 中国中端现制茶饮店市场GMV由2018年的人民币364亿元增长至2023年的1086亿元, 年复合增长率达24.4%, 且2024年至2028年市场规模复合增速为20.8%, 也是增速最快的细分茶饮赛道。

图15: 中端现制茶饮店是现制茶饮店赛道中GMV最大细分赛道

按价格带划分的中国现制茶饮店市场的GMV 2018年至2028年(估计)

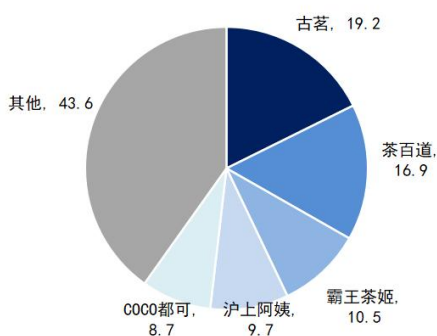


资料来源: 灼识咨询, 国信证券经济研究所整理

竞争格局：NO. 1 宝座数度易主，玩家聚焦爆款产品研发

与蜜雪在平价赛道一骑绝尘的地位不同，中端现制茶饮头部玩家份额占比相对接近。参考灼识咨询数据，按全部价格带统计口径，2023 年蜜雪冰城 GMV 约 427 亿，以绝对优势占据全价格带的领先地位，而中端现制茶饮四大龙头古茗、茶百道、霸王茶姬以及沪上阿姨分列后四位，也即若看平价茶饮市场（10 元以内）竞争格局，蜜雪冰城门店数突破 3 万家，其他平价茶饮竞对甜啦啦、益禾堂位列其后且门店规模尚未破万，蜜雪领先优势显著。若看中端现制茶饮赛道，按 2023 年 GMV 计，前五大中端现制茶饮店品牌合计市占率（CR5）达 59.9%，其中古茗份额最高占比 17.7%、茶百道（15.6%）、霸王茶姬（9.7%）、沪上阿姨（8.9%）、CoCo 都可（8.0%）分居其后，与蜜雪在平价茶饮赛道份额一骑绝尘相比，中端茶饮赛道各玩家市场份则相对接近。

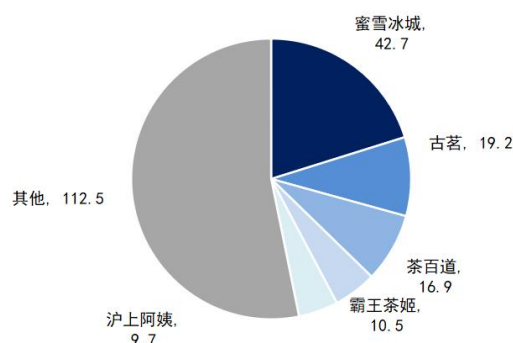
图16: 2023 年前 5 大中端现制茶饮品牌 GMV（单位:十亿）



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

注：该数据为灼识咨询统计数据，灼识咨询将霸王茶姬划分为中端茶饮品牌，本文则把霸王茶姬划分为中高端现制茶饮

图17: 按 2023 年 GMV 计现制茶饮前五大品牌 GMV（单位:十亿）

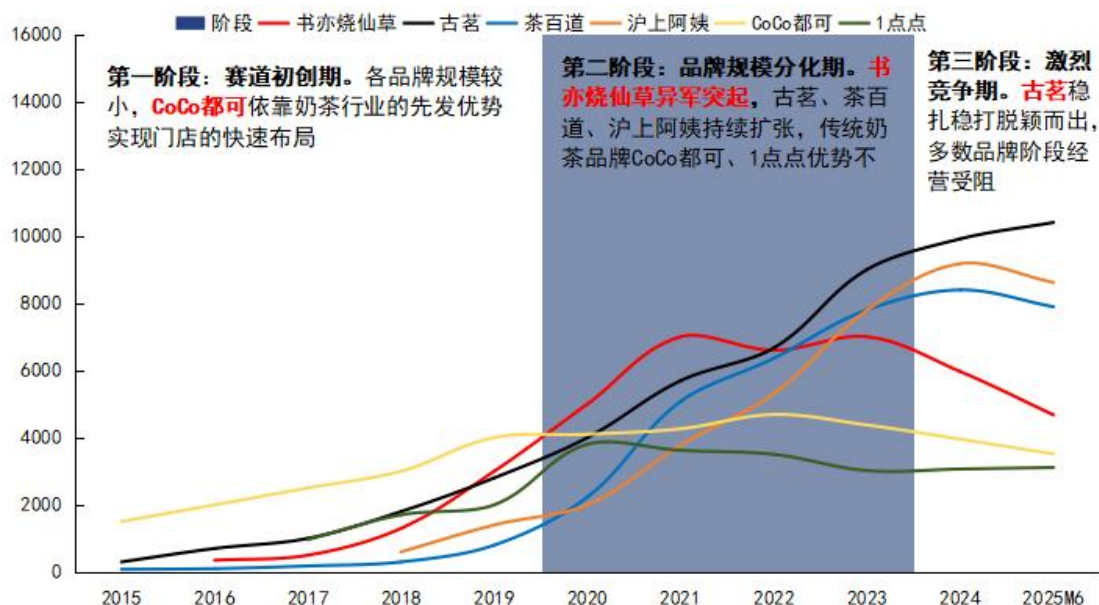


资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

注：该数据为灼识咨询统计数据，灼识咨询将霸王茶姬划分为中端茶饮品牌，本文则把霸王茶姬划分为中高端现制茶饮

复盘中端现制茶饮赛道发展史，**赛道龙头地位多次易主**。如下图所示，我们复盘了 2015 年以来中端现制茶饮赛道的市场格局，我们发现中端茶饮龙头品牌发生过数次更迭。2010 年左右是初代中端现制茶饮品牌如古茗、茶百道、1 点点的创立元年，凭借奶茶市场教育较早的先发优势，CoCo 都可最开始牢牢把持龙头地位；2015 年开始现制果茶逐渐被消费者接受，书亦烧仙草依靠“半杯都是料”、独特的烧仙草品牌使得门店规模一度跃居中端茶饮赛道之首（7000 家+），其后是 CoCo 都可、古茗和 1 点点以及沪上阿姨和茶百道，不同的产品策略、区域扩张策略使得各品牌在竞争中均可有一席之地；2022 年中端茶饮龙一品牌书亦烧仙草不想再仅仅押注烧仙草大单品，主动进行品牌升级，推出“植物基新茶饮”概念且主动降价，最终爆发了较大规模的闭店潮（加盟商流失），据窄门餐眼最新数据，书亦烧仙草门店数约 4676 家、较巅峰时期下滑超 3 成，与此同时古茗、沪上阿姨、茶百道等品牌持续维持稳健经营进步，2024 年底时古茗、沪上阿姨、茶百道门店数分别达到 9914、9176、8395 家，古茗稳扎稳打成为新的赛道龙头。

图18: 中端茶饮赛道龙头经历过多轮迭代



资料来源：品牌官网，窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

注：2025 年数据截止至 2025/6/11 日窄门餐眼的数据

PK 平价茶饮赛道，为何中端茶饮市场竞争更为激烈、品牌更迭更加频繁？我们认为原因有二，一是价格带定位使然，10-20 元的杯单价定位，给与品牌产品研发极大的灵活性，可以尝试不同原材料组合搭配，因此中端茶饮赛道时常出现爆品，如书亦烧仙草的烧仙草、茶颜悦色的幽兰拿铁、霸王茶姬的伯牙绝弦与桂馥兰香等，任何一款爆款单品带来的发展机遇均有希望让一个品牌实现突围。与平价茶饮注重提升规模降本不同，中端茶饮市场本质是爆款研发的效率之争。其次，由于消费市场的趋于理性，2022 年开始传统高端品牌如喜茶、奈雪的茶也纷纷降低品牌单价以提振客流，高端品牌的价格带下探边际也加剧了行业竞争。

茶饮品牌可以依托爆款单品实现弯道超车。回顾 2018-2025 年至今的现制饮品赛道突出的爆品，我们发现其中共同点有二，一是部分爆品源于新原料挖掘，如油柑、杨梅、黄皮、橄榄、椰子（水、浆、汁）是极具地区特色的水果的代表，碧螺春、鸭屎香等则是对茶叶原料的探索，往往一个品牌对于这种原料的成功尝试会激发同行之间的模仿，竞争也由此加剧；二是部分爆品包含了产品组合的逻辑，如茶咖，豆乳、米乳奶茶，以椰云拿铁和酱香拿铁为代表的品牌强强联合，都是产品组合的成功实践。有理由相信，在普遍采取加盟模式的中端茶饮赛道，谁能具备更强的原料挖掘能力和敏锐度，并且具备更强的产品组合能力，就可能有机会通过持续的贡献爆品同时吸引加盟商和消费者，从而脱颖而出。

表6: 现制茶饮品牌历史爆款单品以及对应推出品

	代表品牌	代表产品	备注
2018	喜茶 邱大叔柠檬茶	多肉葡萄 鸭屎香柠檬茶	鲜果茶领域的经典 业内首次引入鸭屎香做茶底
2019	茶百道 茶颜悦色	豆乳米麻薯、豆乳玉麒麟 幽兰拿铁	豆乳奶茶
2020	喜茶 奈雪的茶 瑞幸咖啡	多肉杨梅 霸气杨梅 生椰拿铁	杨梅果茶 椰子系列产品在后续得到广泛应用
2021	喜茶、益禾堂、奈雪的茶等 奈雪的茶	黄皮系列 霸气玉油柑	黄皮这一小众水果的首次广泛应用 油柑这一小众水果的首次广泛应用
2022	喜茶 霸王茶姬、古茗、CoCo 都可等 瑞幸咖啡、益禾堂等	芭乐系列 轻乳茶系列 新中式茶咖	
2023	库迪咖啡、益禾堂、CoCo 都可等 瑞幸咖啡	米乳系列 酱香拿铁	茶+咖啡的初次广泛尝试 从豆乳到米乳的全新尝试 酒+咖啡的初次广泛尝试
2024	喜茶、奈雪的茶、茶百道等	超级植物茶	羽衣甘蓝为代表性产品

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

关于中端现制茶饮这门生意的 3 点思考！

思考 1：中端现制茶饮赛道市场空间足够宽阔，能够容纳多个品牌发展的大赛道。灼识咨询数据显示，2025 年现制茶饮市场规模约 3109 亿元，2024-2028 年市场规模 CAGR 约 19.2%，保持较为快速增长。从市场规模构成看，2025 年中端现制茶饮市场规模约 1615 亿元，规模占比约 51.9%，是最大细分茶饮赛道。参考艾媒咨询、灼识咨询等三方统计数据，超 7 成消费者的现制茶饮价格带在 11-20 元区间，侧面也有所印证。**中端茶饮品牌所处的 10-17 元产品价格带，之所以是现制茶饮赛道最大细分赛道，主因中端定位能够较好地兼顾消费者对品质升级与产品性价比的双重诉求，是注重性价比与偏好产品品质的两类消费者的“最大公约数”选择。**规模足够宽广的赛道，也让诸多中端茶饮品牌均有希望寻得一席之地。

思考 2：复盘历史，爆款大单品是中端现制茶饮品牌弯道超车的主要策略。与蜜雪集团所定位的 10 元以下产品定位不同，10-17 元的单杯均价的定位，给与品牌产品研发极大的灵活度，品牌可以尝试不同原材料组合搭配去测试市场需求，因此复盘过往，中端茶饮赛道时常出现现象级的爆款单品，如烧仙草品类在 2020 年前的爆发让书亦烧仙草一度霸占中端茶饮龙一地位多年，霸王茶姬的伯牙绝弦与桂馥兰香的爆火出圈也让这个 2017 年创立的品牌迅速成长为中高端现制茶饮龙头，简而言之，任一爆款单品的发展机遇都有可能让一个初创茶饮品牌从默默无闻变为家喻户晓一杯难求的网红品牌，这也正是中端茶饮赛道的魅力所在。

思考 3：欲戴王冠必承其重，中端茶饮赛道市场规模足够宽广，伴随而来的是更加激烈的品牌迭代速度与竞争压力。市场规模空间较为宽广以及产品创新带来的弯道超车机会，让中端现制茶饮赛道对初创品牌充满吸引力，换个角度看这也意味着现有的中端茶饮龙头时刻面临外部新进者的竞争压力。从书亦烧仙草凭借烧仙草品牌实现弯道超车到 2022 年战略调整阶段失误，份额逐渐被古茗、茶百道、霸王茶姬、沪上阿姨等品牌反超，中端现制茶饮赛道的市场竞争始终处在较为激烈的状态，存量龙头品牌需始终保持战略警惕与创新驱动力。

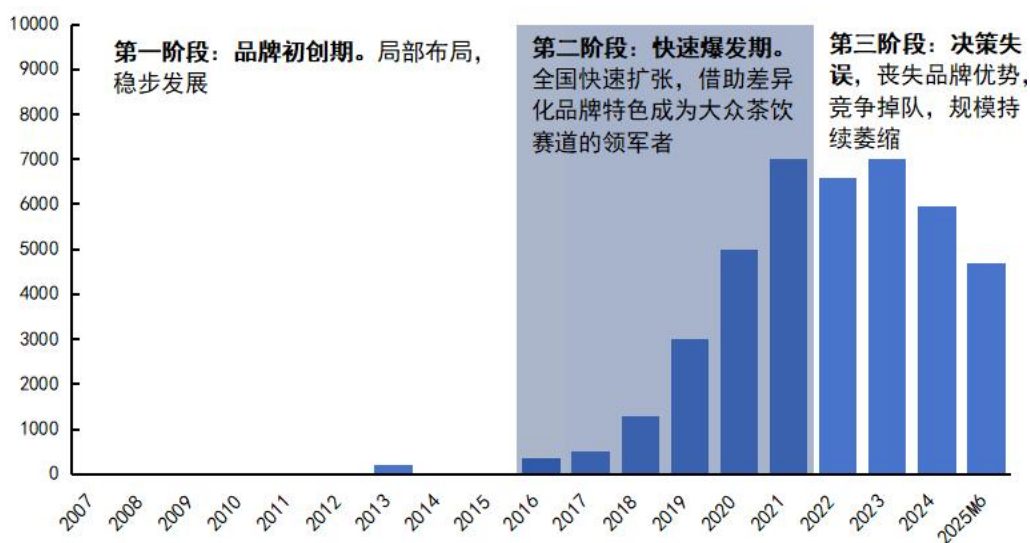
参考我们前期撰写的蜜雪集团深度报告《蜜雪集团（02097.HK）-茶饮下沉与出海标杆，未来成长空间几何？》，蜜雪在平价市场的构筑了绝对领先优势，大家也许想知道，面对中端现制茶饮市场“机遇与挑战”并存的现状，中端现制品牌是否也有破局之法，能否从某个角度构筑起竞争壁垒以应对外部压力。下文我们

复盘书亦烧仙草的发展历程，希望能够对该议题有所启示。

中端茶饮龙头想要穿越周期需要做好什么？——以书亦烧仙草为例

据财经涂鸦信息，书亦烧仙草创立于 2007 年，创始人王斌在四川起家，将当时在台湾、福建流行的传统特色食材仙草引入四川；2018 年公司提出“半杯都是料”的口号，门店进入爆发增长期，据窄门餐眼数据，门店数巅峰期一度曾达到 7000 家，仅次于蜜雪冰城。证券时报报导，2022 年书亦烧仙草完成来自绝味、恰恰等超 6 亿元融资，估值飙升至百亿，成功晋级为估值超过 10 亿美元的独角兽。

图19：书亦烧仙草创立至今门店规模



资料来源：品牌官网，窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

注：2025 年数据截止至 2025/6/11 日窄门餐眼的数据

但 2022 年开始，书亦烧仙草门店扩张步伐有所放缓，规模也逐渐在竞争中掉队被竞对超越。参考窄门餐眼数据，截至 2024 年底，书亦烧仙草相比于中端茶饮赛道的三大龙头品牌古茗、沪上阿姨、茶百道，在门店规模上已经处于落后地位。

参考鳌头财经数据，上述变化与书亦烧仙草主动做出的战略转向、大力推广“植物基新茶饮”有关。如在原料层面，将植脂末替换为鲜奶、燕麦奶等高价原料，单杯饮品成本提升压缩了加盟商利润空间。期间多款热销单品因频繁调整配方导致口感变差，部分加盟商和消费者反馈品牌出现“爆款即下架”的现象；同时，品牌视觉形象的重塑效果也较为一般，将传统书卷气汉字标识替换为卡通小红兔形象，门店主色调改为大面积嫩草绿，品牌识别度降低；此外，“仙草植物基，清爽无负担”的全新品牌主张，与消费者已形成认知的“多料型茶饮”定位产生冲突，导致品牌形象模糊，消费者忠诚度也有所下降。

简而言之，书亦烧仙草曾凭借仙草原料创新与“半杯都是料”的精准定位，在新茶饮赛道迅速崛起，成为赛道龙头。但后续也因为押注植物基概念、改变品牌视觉形象以及供应链管理失当，致使品牌阶段陷入增长瓶颈。

图20: 书亦烧仙草 Logo 经过 2 轮设计调整



资料来源: U88 创业网, 国信证券经济研究所整理

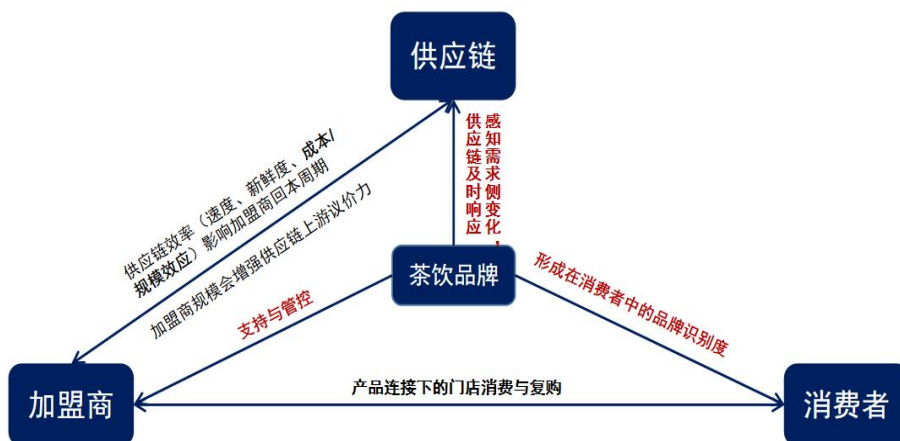
图21: 2023 年书亦烧仙草倒闭门店设备滞销冲上微博热搜



资料来源: U88 创业网, 国信证券经济研究所整理

中端茶饮赛道最终比拼的是品牌的运营能力，需同时兼顾消费者、加盟商与自身供应链效率的三角平衡。复盘书亦烧仙草发展历程，我们可以发现，书亦烧仙草的阶段经营受阻，本质是供应链效率未能有效跟进产品策略的更新（当然加盟商配合度也不够高），导致了消费者口碑下滑，加盟商回本周周期拉长后纷纷退出。通过上文复盘，与平价茶饮赛道通过规模降本逻辑不同，中端茶饮赛道由于产品迭代频繁，难以形成类似于平价茶饮的强规模效应。结合上文分析，中端茶饮品牌若想从竞争中脱颖而出，核心是要做好消费者、加盟商与供应链三者的动态平衡，既要做好消费者最新需求的跟进把握，及时推出新品；另一方面，也要做好加盟商的管控，保证门店运营流程标准与合规，保障总部最新战略举措能够顺利在门店端实施；最后，品牌还需要做好供应链基本功的修炼，以提供给加盟商更好的回本周期与消费者更好的消费体验。中端现制茶饮生意，本质上比拼的是茶饮品牌的综合运营实力。

图22: 中端现制茶饮核心竞争力解析



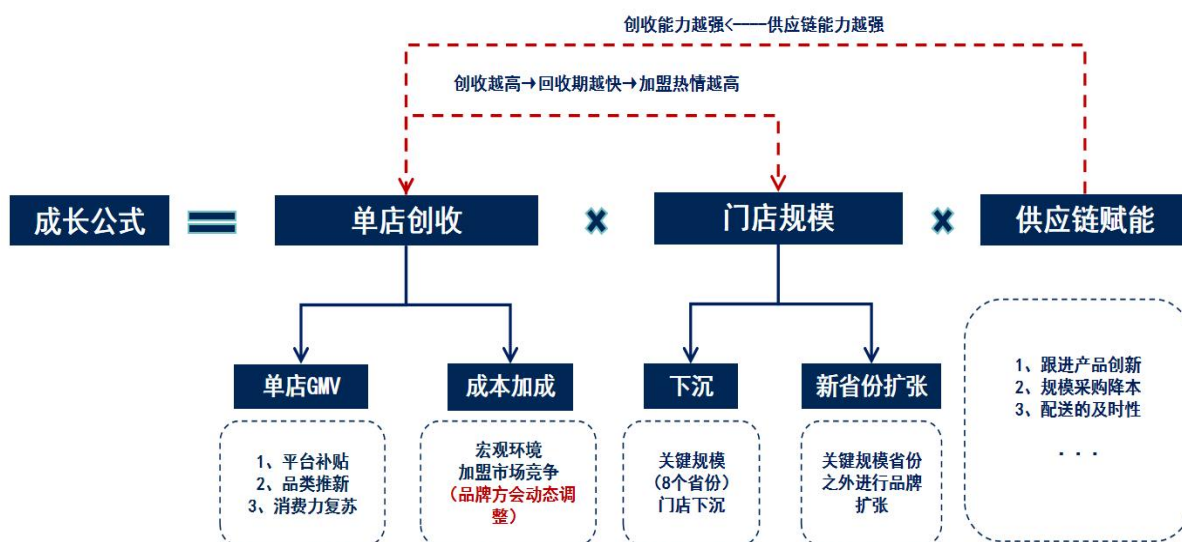
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

成长看点：基本盘稳固，积跬步致千里

成长公式=单店创收*门店规模，同店改善&门店扩张双轮驱动

与蜜雪集团成长逻辑类似，古茗的成长逻辑同样可以概括为门店规模*单店创收，另外供应链规模采购降本边际上也可放大盈利。首先，门店规模决定了公司成长空间的天花板，古茗在江浙区域具有极强的品牌口碑支持品牌门店下沉，与此同时公司也积极探索异省扩张进而拓展门店规模天花板；单店创收（单店店效*成本加成）最核心的景气度指标，对应在古茗也即公司针对加盟店的创收能力（商品销售+持续支持加盟费），在成本加成相对稳定的情况下，越高的加盟店店效也就意味着更高的单店创收能力。与此同时，店效优秀的单店回本周期也能吸引更多加盟商加入，提升潜在的门店规模空间；最后，中端茶饮供应链同样是所有加盟模式为主公司的定海神针，稳定的供应链体系既可保障食品安全的稳定性，也可通过采购的规模效应反哺门店端提升盈利能力。下文我们核心就门店扩张与单店店效两个路径进行分析：

图23：古茗成长逻辑示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

供应链 PK：品牌运营的定海神针，古茗供应链实力仅次于蜜雪

供应链能力是现制茶饮品牌的定海神针。我们在行业部分已经分析，中端茶饮赛道最终比拼的是品牌的运营能力，核心是要做好消费者、加盟商与供应链三方的动态平衡，既要做好消费者需求的跟进掌控，及时推出新品满足需求，当然这需要供应链采购的跟进；另一方面，也要做好加盟商的管控，保证门店运营流程标准与合规，而前提则是供应链能够给与加盟商具有吸引力的投资回收期。因此，供应链是茶饮品牌运营的最核心环节。

下表详细梳理了四家茶饮品牌供应链建设情况的对比：蜜雪集团供应链体系为业内最强，凭借上游大规模原料产地直采+核心食材 100%自产、可以把供给加盟商的物料成本压到最低，仓储物流也可保障原材料最快到达加盟商门店。古茗整体

供应链综合实力居行业次席，是具备自有冷链物流车队的茶饮品牌，能够做到向低线城市两天一配短保鲜果和鲜奶；其他品牌供应链建设则更多采用轻资产模式，将大部分生产、仓储&配送的重资产环节外包给第三方，这种模式可以降低供应链的管理难度，可以将有限资金集中用于品牌营销和市场推广上，实现规模的快速扩张，但一定程度上会出现品牌方对成本的控制力弱、品控不一致、断货等风险。

表7：现制茶饮行业供应链能力对比分析（2024 年）

评估维度	蜜雪冰城	古茗	霸王茶姬	茶百道	沪上阿姨
采购能力	全球直采（60%为自产）+100%核心食材自产	水果直采（HPP 鲜果技术）	茶叶直控（原叶轻乳茶）	轻资产外包	地域覆盖最广
生产基地	5 大基地（143 万吨产能）	3 个加工厂（鲜果/茶叶）	无自建（代工为主）	1 个工厂（包材为主）	1 个基地（4 条生产线）
仓储能力	1) 国内 27 个自营仓（>35 万㎡，行业最大）；2) 东南亚建立了本地化仓储体系，合计 6.9 万平米的 7 个自主运营仓库	21 个自营仓（>20 万㎡）	依赖第三方	21 个仓（8 万㎡，80%租赁）	30 个仓（多第三方运营）
物流效率	-	75%门店 150 公里内冷链覆盖	未披露	300 辆第三方车队	第三方物流为主
冷链能力	全国 97%门店冷链覆盖	97%门店“两日一配”鲜果冷链	无鲜果需求	部分区域冷链	19 个前置冷链仓

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

门店扩张：大本营加密&异地稳步扩张，预计 25-27 年门店分别净增 2100/2350/2450 家

卡位深耕华东富饶区域，品牌大本营优势显著。公司创始人王云安曾概括公司扩张策略为“得三四线者得天下，并且局部战场赢比综合实力赢更重要”。因为公司要求单省门店突破 500 家（公司称之为关键规模）后才向邻近省份扩张，门店网络最终形成以浙江（品牌创始地）为中心的布局结构。截至 2024 年底，古茗已经在华东、华南的 8 个核心省份（浙江、福建、江西、江苏、湖南、湖北、广东、安徽等）建立起关键规模，达到关键规模的省份门店数占比达 80%，上述省份贡献总体 GMV 的 83%。

表8：古茗达到关键规模省份的期末门店数量及同店 GMV 增长

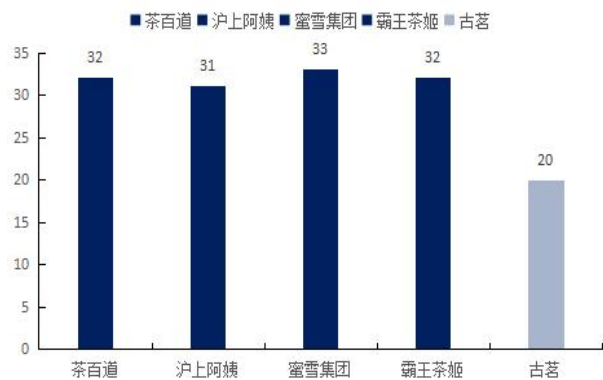
		2021	2022	2023	2024 前三季度
浙江	期末门店数	1725	1868	2054	2117
	同店 GMV 增速	15.2%	3.3%	5.1%	-0.8%
福建及江西	期末门店数	1590	1641	1914	2039
	同店 GMV 增速	7.4%	3.2%	12.0%	1.1%
其余 5 个已达关键规模的省份（广东、江苏、湖北、湖南、安徽）	期末门店数	1689	2349	3317	3643
	同店 GMV 增速	14.9%	4.1%	11.6%	-1.4%
全国	期末门店数	5694	6669	9001	9778
	同店 GMV 增速	12.0%	2.8%	9.4%	-0.7%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

稳定的品牌大本营，是古茗对外扩张的底气来源。截至 2025 年 7 月初，古茗门店布局省份数 20 家为头部茶饮品牌最少，而同行如茶百道、沪上阿姨、蜜雪集团以及霸王茶姬基本实现全国范围的覆盖，而古茗严格坚守区域深耕、稳扎稳打的战略，本质是为了匹配自身冷链供应链能力，保证尽可能多的门店能享受享受“两日一配”服务，保证加盟商门店产品的新鲜度与稳定性。整体而言，古茗虽为了匹配供应链能力，短期放弃了部分省份如北方区域的先发优势，但品牌本身卡位在消费能力较强的华东、华中、华南区域，从 2024 年不同品牌单店 GMV 估算数据

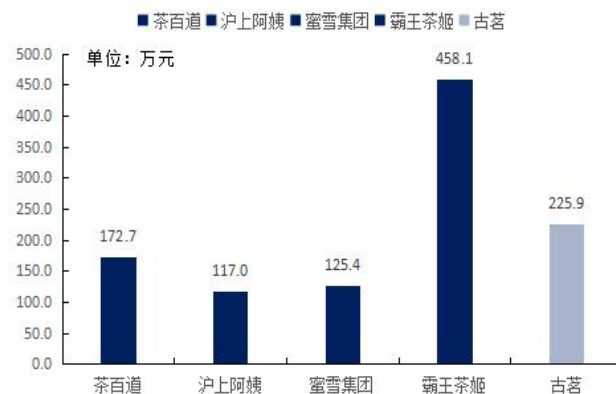
看,古茗平均单店 GMV 仅次于霸王茶姬居行业次席(霸王茶姬以商圈 MALL 店为主),侧面印证了大本营强大的消费潜力,展望未来,稳定的品牌根据地表现也会为古茗新区域扩张提供资源支持。

图24: 古茗是布局省份数量最少得头部茶饮品牌



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图25: 古茗平均单店 GMV 仅次于霸王茶姬



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 单店 GMV (2024 年) = 品牌总 GMV / 门店总数

2024 年起加盟费、设备费支持分期支付, 加盟商政策友好度持续提升。据古茗加盟官方微信信息, 2024 年 3 月起, 古茗实施首年“0 加盟费”政策(原加盟费 98,800 元), 允许分 3 年支付(签约时 0 元、第 13 个月起分期); 2025 年推出设备分期计划, 进一步降低加盟门槛招徕具备管理能力但资金不足的新加盟商。通过部分设备分期支付的方式, 在不考虑房租/转让费/前置装修/人工的费用下, 降低首月启动资金 5 万元, 同时将这一部分的资金分期至经营第二年按月支付。加盟费和设备的分期付款模式也进一步的减轻了新加盟店回本之前的资金压力。新加盟政策还强调, 若新加盟商首年经营不善放弃合作, 无需补交剩余设备款, 仅扣除 30% 分期设备全款作为折旧使用费(损坏、丢失另付), 退还剩余首付; 一年后盈利不佳的新加盟商, 可向分公司申请加盟费延期 6 个月支付; 若最终不合作, 加盟费无需补交, 这大大减轻了新加盟商的经营压力。

2024 年古茗新开 1587 家门店、关闭 674 家, 其中关店数同比大幅提升, 预计主要系 2024 年行业竞争环境激烈且公司山东异地扩张阶段受阻关店影响, 综合考虑中端现制茶饮市场较为广阔的市场空间, 以及古茗品牌强势省份的下沉, 叠加 2025 年加盟政策更为友好以及平台补贴的综合助力, 我们认为古茗 2025-2027 年有望持续保持门店端强劲的增长势头, 预计 2025-2027 年门店分别新增 2600/2850/3000 家, 且关店数目整体可控, 分别对应净增 2100/2350/2450 家。

表9: 2025-2027 年古茗门店扩张预测

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
期初门店数		4091	5694	6669	9001	9914	12014	14364
期内开业门店		1808	1317	2597	1587	2600	2850	3000
期内关闭门店		205	342	265	674	500	500	550
总计	4091	5694	6669	9001	9914	12014	14364	16814
yoy		39.2%	17.1%	35.0%	10.1%	21.2%	19.6%	17.1%

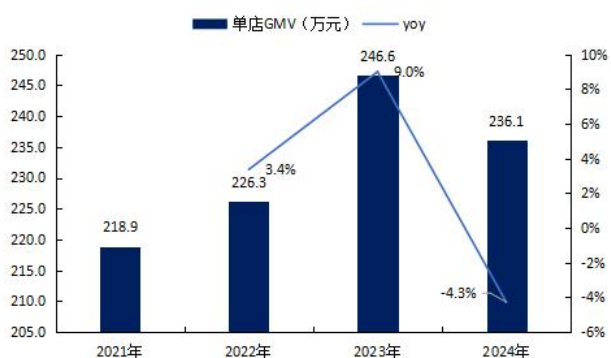
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

单店创收：短看平台补贴&中线品类推新拉动，预计 25-27 年分别同增 8.5%/4.5%/3.8%

单店创收=单店 GMV*成本加成（约 36-38%，考虑持续支持加盟费）。在第一章节我们曾分析，古茗核心创收来源系针对加盟店的商品销售与持续支持加盟费，即终端门店的原材料（含包材等）需要全部从公司采购，单店销售额越高对应原材料进货需求越大。成本抽成方面，为保证加盟商门店端盈利能力稳定，商品定价上也会保证加盟商的毛利率稳定，**据我们测算成本加成约 36-38%**，其中 2024 年成本加成测算约 36.3%，我们预计系市场竞争激烈下品牌与加盟方共担成本。

行业竞争加剧，2024 年单店 GMV 同比走低。根据公司招股书披露数据，2024 年，公司平均单店 GMV 约 236.1 万元，同比下降 4.3%，其中单店订单量为 14.0 万单，同比下降 8.0%，若简单拆分量价关系，预计单均价格同比上升约 3.7%，受宏观消费复苏节奏、业内低价竞争等因素扰动，2024 年单店终端营收同步走低，**但外卖单量提升边际上客单价同比上升有所对冲。**

图26：2021 年-2024 年古茗单店日均 GMV（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图27：2021 年-2024 年古茗单店日均订单数（单位：千杯）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

单店模型：成熟加盟店年均 GMV 约 240 万，新加盟店回本周期约 16.5 月

2024 年，成熟加盟店年均 GMV 约 234 万，单店净利润率约 19.1%，新店回本周期测算约 16.5 月。如下图表所述，对于一家成熟加盟店，门店年 GMV 约 236.1 万元，门店毛利率 52%，考虑员工薪酬、租金、水电开支后经测算成熟加盟店利润率约为 19.1%；针对一家新加盟店，经测算，一家 35 m²、房租 350 元/月/m²、招 4 名月薪 4500 元员工的加盟店，日出杯量需达 180/300/380 杯以上，才能分别实现不亏损/收回第一年投入/直接回本。参考往年新加盟店表现，由于存在 3-6 个月的新店养店期，新一年加盟店的年 GMV 约为上一年留存老加盟店平均水平的 85%。扣除促销和平台抽成，综合毛利率、员工成本、租金占比以及加盟费用等，**预计新加盟店利润率预计约 16.1%、平均回本周期 16.5 个月。**

表 10: 古茗 2024-2025 年加盟店单店模型

	古茗-加盟店平均	古茗-新加盟店
单位（如无特殊标注：元）	2024	2025
单店年均 GMV	2361000	2006850
日均单量	384	326
订单均价	16.8	16.8
日均 GMV	6451	5483
根据往年数据，新加盟店 GMV 低于平均水平	/	85%
1. 月均门店 GMV	196750	167237.5
促销、平台抽成等（%GMV）	25%	25%
2. 年门店实收	1770750	1505138
月均门店实收	147563	125428
3. 门店年毛利润	920790	782672
门店毛利率	52%	52%
食材成本（考虑门店损耗）	849960	722466
4. 年租金成本	147000	147000
%实收	8.3%	9.8%
租金成本（元/月/㎡）	350	350
门店面积（㎡）	35	35
5. 年员工薪酬	216000	216000
%	12.2%	14.4%
员工人数	4	4
月均薪酬（元/月）	4500	4500
6. 水电开支	36000	36000
%	2.0%	2.4%
7. 折旧摊销（假设三年）	70830	60206
%	4.0%	4.0%
8. 门店利润	450960	323466
%	19.1%	16.1%
累计加盟投入（首月加盟支付+若正常经营三年需要额外支付的加盟相关费用）		443800
初次加盟费		/
保证金		5000
咖啡机押金		15000
可分期设备首付		30000
不可分期设备款		45000
首批物料		30000
开业营销费		8000
装修		100000
剩余分期加盟费用		210800
回本周期（月）	/	16.5

资料来源：古茗加盟之家，公司招股说明书，公司公告，报告鱼仔，国信证券经济研究所整理

注：2025 年数据截止至 2025/6/11 日窄门餐眼数据

GMV 趋势：扩品咖啡&平台补贴助力，预计单店 GMV25-27 年同增 8.5%/4.5%/3.8%

短看平台补贴综合助力，中看深耕优势区域下的品类推新，成长均有看点。1）**线上渠道扩容带动**：公司招股书数据显示，公司超 40%产品销售占比来自于第三方线上平台销售（小程序、美团、饿了么等），考虑到茶饮产品与外卖的高适配性，本身线上化率已较高。但 2025 年以来，线上外卖平台竞争边际又有加剧，京东、淘宝纷纷入局即时零售赛道，且通过高额补贴形式邀请商家进驻，其中茶饮品牌是平台重点发力赛道，受益于线上渠道多元化趋势以及平台补贴力度提升，门店销售尤其是单量方面短期将显著受益；2）**品类上新**：古茗自 2023 年起开始试水咖啡业务，截至 2025 年 6 月，古茗的现磨咖啡产品已覆盖全国超过 7600 家门店，据咖门数据，古茗引入咖啡后，门店销售额平均增长约 10%。整体而言，古茗主打货架型茶饮品牌，品类创新、爆品跟随策略有望带动店均 GMV 中期稳健

增长。

图28：7月2日，淘宝闪购宣布启动500亿元补贴计划。



资料来源：淘宝平台，国信证券经济研究所整理

图29：2025年古茗官宣吴彦祖为咖啡品质合伙人



资料来源：百度文库，国信证券经济研究所整理

短期看外卖平台补贴单量助力，中期看品类持续推新下店均 GMV 仍有看点，我们预计 2025-2027 年古茗单店 GMV 分别同比增 7.5%/3.5%/3.2%，其中 2025 年增速较快主要考虑到京东淘宝平台入局外卖带动，其后增速回归相对稳健，综上所述，我们预计 2025-2027 年单店 GMV 分别为 242.9/251.4/259.4 万元，对应增速为 7.5%/3.5%/3.2%，具体假设见下表：

表11：古茗 2025-2027 年 GMV 假设以及商品销售、持续支持加盟费收入预测

单位：千元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
GMV（亿元）	106	140	192	224	292	361	436
店均 GMV（万元）	186.0	209.9	213.5	225.9	242.9	251.4	259.4
yoy		12.9%	1.7%	5.8%	7.5%	3.5%	3.2%
1、销售商品	3,348,943	4,282,733	5,778,264	6,562,701	8,606,969	10,686,809	12,953,530
成本抽成	31.6%	30.6%	30.1%	29.3%	29.5%	29.6%	29.7%
2、销售设备	197,975	222,412	366,447	464,774	478,717	488,292	493,174
3、持续支持加盟费	699,488	898,883	1,311,905	1,564,634	2,042,332	2,527,286	3,053,020
成本抽成	6.6%	6.4%	6.8%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理预测

注：2021-2024 年经调整店均 GMV 数据与上文图 26-27 中数据不同，系计算口径差异，本表数据为年度总 GMV 数据/年底总门店数。

中期思考：2030 年，中性预测门店规模有望达 2.7 万家，利润规模达 53 亿元

门店规模：中性预期门店规模有望达 2.7 万，乐观预期约 3.1 万

门店空间测算思路：关键规模省份下沉加密+潜力区域布局。上文我们介绍了古茗的门店扩张思路，即以浙江为中心向周围省份扩张，每当当前省份达到关键规模（门店数超 500 家）时方才对外扩张。参考窄门餐眼最新数据，目前古茗已经在浙江、福建、广东、江西、江苏、湖北、安徽以及湖南达到关键规模，其中浙江、福建、江西 3 个进入较早的省份门店密度较高。此外，古茗也在江西、四川、河南、山东、云南、贵州、重庆也初具规模（尚未达到关键规模），除广西省已经接近门店的关键规模外，其他省份暂时门店规模普遍为 200-300 家左右；除此之外，类似于海南、河北门店数仅数十家，以及北京、上海、天津等省份/直辖市

仍未进入，未来也可关注品牌的扩张计划。展望未来 5 年，古茗的门店规模测算思路如下：

1、已达关键规模省份的下沉加密（广东、江苏、湖北、安徽、湖南）预计将是优先级最高的扩张战略，因为可以最大程度上发挥现有的供应链赋能优势。整体而言，浙江以及江西属于门店密度相对较高的代表省份，参考单店人口密度以及人均消费水平（人均 GDP），我们认为福建、广东、江苏、湖北省（年人均 GDP 超 10 万元）远期门店的省份达到浙江省的密度；而安徽、湖南省的远期门店密度则参考江西省的加密程度，对应远期门店空间测算如下表所示，其中广东、江苏、湖北、安徽、以及湖南均具备门店翻倍增长的潜力。

2、潜在发力区域的布局，门店规模后续有望突破关键规模。目前广西已经是古茗确定性发力的区域，目前门店数 489 家即将突破关键规模，据我们跟踪古茗在当地门店爬坡效果良好。此外，四川、河南、山东、云南、贵州、重庆等省份也具备较为广阔的展店空间，远期看，伴随着供应链能力逐渐延展，上述区域门店密度有望对标江西、安徽、湖南等区域。具体门店空间数据见下表，部分人口体量、人均消费水平较高的省份，门店具备较为宽广的展店空间。

3、新进入/暂无布局的城市：具体省份名单见下表，短期看我们认为古茗的核心精力会更多集中在上述两大区域进行扩张，因为上述区域与公司现有供应链资源协同性会更高。因此，**若在中性预测下**，古茗暂未进入的省份（一般而言对应区域市场竞争已经较为激烈），我们认为公司短期也不会采取过于激进的门店扩张计划，但不排除部分区域茶饮品牌可能经营阶段受挫，给与古茗这类稳健经营选手弯道超车的机会，**因此在乐观假设下，我们会考虑古茗在该部分区域的扩张可能性。**

表12: 古茗门店空间测算示意图

		常住人口 (万)	GDP (亿元)	常住人均 GDP	现有门店数	单店人口密度	目标单店人口密度	门店数量目标	增长空间
关键规模	浙江	6,670	90,131	135,128	2248	2.97	3.0	2248	0.0%
	福建	4,193	57,761	137,756	1214	3.45	3.0	1398	15.1%
	广东	12,780	141,634	110,825	1164	10.98	3.0	4260	266.0%
	江西	4,502	34,203	75,972	982	4.58	4.5	1000	1.9%
	江苏	8,526	137,008	160,694	846	10.08	3.0	2842	235.9%
	湖北	5,834	60,013	102,868	683	8.54	3.0	1945	184.7%
	安徽	6,123	50,625	82,680	638	9.60	4.5	1361	113.3%
潜在发力区域	湖南	6,539	53,231	81,405	551	11.87	4.5	1453	163.7%
	广西	5,013	28,649	57,150	489	10.25	4.5	1114	127.8%
	四川	8,364	64,697	77,352	310	26.98	4.5	1859	499.6%
	河南	9,785	63,590	64,987	296	33.06	4.5	2174	634.6%
	山东	10,080	98,566	97,784	255	39.53	4.5	2240	778.4%
	云南	4,655	31,534	67,742	224	20.78	4.5	1034	361.8%
	贵州	3,860	22,667	58,723	224	17.23	4.5	858	282.9%
中性假设 (古茗短期不进行门店布局): 新进入或者暂无进入市场	重庆	3,190	32,193	100,919	195	16.36	4.5	709	263.5%
	海南	1,048	7,936	75,722	55	19.05	19.1	55	0.0%
	河北	7,378	47,527	64,417	32	230.56	230.6	32	0.0%
	甘肃	2,458	13,003	52,893	4	614.59	614.6	4	0.0%
	陕西	3,953	35,539	89,903	2	1976.50	1976.5	2	0.0%
	辽宁	4,155	32,613	78,490	1	4155.00	4155.0	1	0.0%
	上海	2,480	53,927	217,424	0				
	北京	2,183	49,843	228,303	0				
	天津	1,364	18,024	132,143	0				
	内蒙古	2,388	26,315	110,195	0				
	宁夏	729	5,503	75,484	0				
	吉林	2,317	14,361	61,974	0				
	黑龙江	3,029	16,477	54,397	0				
	西藏	370	2,765	74,727	0				
	新疆	2,622	20,534	78,314	0				
	青海	593	3,951	66,624	0				
	山西	3,446	25,495	73,984	0				
中性预期, 暂不第三市场的扩张空间 (新进入或者暂无进入市场)					10413			26589	155.3%
乐观假设 (古茗逐渐进入且尝试加密): 新进入或者暂无进入市场	海南	1,048	7,936	75,722	55	19.05	10.0	105	90.5%
	河北	7,378	47,527	64,417	32	230.56	10.0	738	2205.6%
	甘肃	2,458	13,003	52,893	4	614.59	10.0	246	6045.9%
	陕西	3,953	35,539	89,903	2	1976.50	10.0	395	19665.0%
	辽宁	4,155	32,613	78,490	1	4155.00	10.0	416	41450.0%
	上海	2,480	53,927	217,424	0		10.0	248	
	北京	2,183	49,843	228,303	0		10.0	218	
	天津	1,364	18,024	132,143	0		10.0	136	
	内蒙古	2,388	26,315	110,195	0		10.0	239	
	宁夏	729	5,503	75,484	0		10.0	73	
	吉林	2,317	14,361	61,974	0		10.0	232	
	黑龙江	3,029	16,477	54,397	0		10.0	303	
	西藏	370	2,765	74,727	0		10.0	37	
	新疆	2,622	20,534	78,314	0		10.0	262	
	青海	593	3,951	66,624	0		10.0	59	
	山西	3,446	25,495	73,984	0		10.0	345	
乐观预期, 考虑第三市场给古茗进入且加密的机会					10413			30546	

资料来源: 窄门餐眼, 各地统计数据, 国信证券经济研究所整理

注: 图中常住人口、GDP 数据均为 2024 年数据; 门店数据为截至 2025 年 7 月 6 日数据

门店扩张小结: 中性假设下 (关键规模省份下沉+潜力区域持续扩张为主), 2030 年古茗门店规模预计有望达到 2.66 万元; 在乐观预期下 (关键规模省份下沉+潜

力区域持续扩张+新区域也尝试门店布局），门店规模数有望达到 3.1 万家，但对于古茗供应链会提出更高的要求。

收入利润：中性预期收入/利润有望达 293.3/52.8 亿元，乐观预期下较中性有 15%上行空间

中性假设：2030 年，收入利润分别有望达到 293.3/52.8 亿元。具体假设对应门店规模为 2.65 万家，以及单店 GMV 维持年化 2-3% 的增长。

乐观假设：2030 年，收入利润分别有望达到 335.9/60.4 亿元。具体假设对应门店规模为 3.05 万家，以及单店 GMV 维持年化 2-3% 的增长。

表13：2030 年古茗收入及利润终局测算

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中性情况							
门店数	9,778	11,878	14,178	16,678	19,378	22,378	26,589
单店 GMV（万元）	226						283
商品销售收入（考虑持续加盟费）	812,734						2,788,535
设备销售	46,477						54,679
初始加盟费+服务费+直营店	19,961						25,885
营收规模	879,172						2,869,099
利润规模	154,239						516,438
乐观情况							
门店数	9,778	11,878	16,028	20,178	24,328	28,478	30,546
单店 GMV（万元）	226						283
商品销售收入（考虑持续加盟费）	812,734						3,203,527
设备销售	46,477						54,679
初始加盟费+服务费+直营店	19,961						25,885
营收规模	879,172						3,284,091
利润规模	154,239						591,136

资料来源：公司公告，窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们的盈利预测如下，具体假设见成长看点章节：其中销售设备、初始加盟费收入增速低于门店增速，系考虑 2024-2025 年的分期付款的加盟新政策。

表 14: 古茗盈利预测拆分

单位：千元	2024	2025E	2026E	2027E
收入	8,791,355	11,328,677	13,924,861	16,736,611
yoy	14.5%	28.9%	22.9%	20.2%
GMV (亿元)	224	292	361	436
店均 GMV (万元)	225.9	242.9	251.4	259.4
yoy	5.8%	7.5%	3.5%	3.2%
1、销售商品	6,562,701	8,606,969	10,686,809	12,953,530
2、销售设备	464,774	478,717	488,292	493,174
3、初始加盟费	120,735	117,000	136,800	150,000
4、持续支持加盟费	1,564,634	2,042,332	2,527,286	3,053,020
5、提供培训及其他服务	64,624	66,563	67,894	68,573
6、直营门店销售	14,247	17,096	17,780	18,314
毛利	2,687,485	3,477,904	4,288,857	5,171,613
%	30.6%	30.7%	30.8%	30.9%
销售费用	-479,413	-611,749	-738,018	-870,304
%	-5.5%	-5.4%	-5.3%	-5.2%
管理费用	-311,439	-362,518	-431,671	-502,098
%	-3.5%	-3.2%	-3.1%	-3.0%
研发费用	-232,618	-283,217	-334,197	-368,205
%	-2.6%	-2.5%	-2.4%	-2.2%
营业利润	1,833,297	2,406,921	2,982,972	3,641,005
%	20.9%	21.2%	21.4%	21.8%
经调整利润	1,542,385	2,007,413	2,520,526	3,080,454

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综上所述，预计未来 3 年营收 113.3/139.2/167.4 亿元，同比+28.9%/22.9%/20.2%，毛利率 30.7%/30.8%/30.9%；经调整归母净利润为 20.1/25.2/30.8 亿元。

估值讨论：高势能成长期&确定性现制饮品品牌应享受估值溢价

我们在分析相对估值时，一是选取国际餐饮龙头不同发展阶段的估值情况进行对比，二是对比目前国内几个代表上市茶饮龙头估值情况，以期进行更全面的分析和判断。

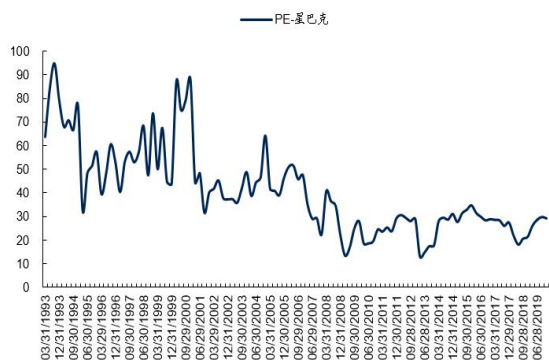
连锁餐饮品牌在高势能往往享受溢价。国信社服小组曾在 2021 年餐饮行业深度报告《餐饮行业报告-深度报告：谁是影响餐饮龙头估值的关键因子？》中提及，上升期餐饮品牌的高确定性、强爆发性属性，是连锁餐企估值溢价的根基，一方面是确定性带来的成长预期，另一方面是强爆发性下快速消化估值的能力，两方面因素导致餐饮企业当下估值水平往往处于溢价状态。

国际视角维度，重点关注咖啡龙头星巴克的估值变化。如下图所示。首先，我们关注星巴克，主要因为其上市至今经历了完整的高速成长期、震荡发展期和成长成熟期等，不同阶段估值差异较大，对古茗的估值有一定借鉴意义。星巴克 1992 年上市时，仅在北美有 165 家门店，因其国内连锁扩张的想象空间，上市之初估值高达 90-100X，在 1992-2004 年之间，国内加密+品牌出海双重助力扩张支撑高速增长，门店年复合增速达到 37.06%，营收和业绩年复合增速分别达到 40.04%/58.91%，估值中枢 57x，持续处于高位。2005-2008 年时，公司自身发展

战略调整不尽如人意，叠加阶段外部经济压力等影响，估值阶段从 60x 震荡回落到 20x 左右。2009 年后，舒尔茨掌舵改革，对内优化，并加速海外扩张（尤其中国等区域扩张），带来营收和业绩较稳健成长，估值从 20x 左右回升至 30x 左右。

复盘国际咖啡龙头，成长期一般对应估值溢价，星巴克上市初期 90x-100x 估值，高增长期估值中枢也有 57x，溢价明显；而成熟期营收和业绩 5-10% 增长下，凭借休闲饮料赛道相对更易复制扩张和加盟成长，其估值成熟期也能达到 20x~30x+，高峰期 35x+。

图30: 星巴克动态 PE 估值水平



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图31: 星巴克 1991 年至今营收及业绩数据



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

横向对比茶饮板块，古茗短期成长性较强。PK 其他中端现制茶饮品牌，一方面，古茗本身卡位消费能力较强的华东、华中&华南区域，2024 年古茗平均单店 GMV 仅次于霸王茶姬居行业次席（霸王茶姬以商圈 MALL 店为主），侧面印证了大本营强大的消费潜力。其次，供应链先行的扩张模式下，广西等省份进入后反馈良好，公司异地扩张逻辑也初步得到验证。目前蜜雪集团动态 PE 估值约 32.3x，考虑蜜雪国内业务虽可维持稳健增长，但门店基数较高增速相对稳健，且短期海外阶段尚处调整状态（蜜雪集团未来 3 年业绩 CAGR 为 20.8%），对比来看古茗短期成长性相对更强（未来 3 年业绩 CAGR 为 26.5%），我们认为公司短期能享受高成长带来的阶段估值溢价。

按相对估值法，参考现制茶饮行业，我们给予公司 2025 年动态 PE 估值 32-35x（目前蜜雪 2025 年动态估值为 32.3x），对应公司未来 1 年合理市值区间为 642-702 亿 RMB。若按照 2030 年稳态下利润规模 52.8 亿测算，当前 PE 估值约 12.2-13.3x，成熟期估值也相对不高。

表15: 可比公司 PE 估值水平

公司代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE			
				24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E
		RMB	百万 RMB								
现制饮品板块											
2555. HK	茶百道	8.82	13,034	0.34	0.48	0.57	0.67	25.94	18.38	15.48	13.17
CHA. O	霸王茶姬	196.10	35,995	14.26	16.28	19.93	22.45	13.75	12.05	9.84	8.73
SBUX	星巴克	678.39	770,923	23.20	18.59	23.26	27.50	29.24	36.49	29.17	24.67
2097. HK	蜜雪集团	472.30	179,293	11.69	14.58	17.51	20.62	40.40	32.39	26.97	22.90
平均值									25.24		
1364. HK	古茗	23.89	56,816	0.65	0.85	1.07	1.31	36.84	28.23	22.33	18.19

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理预测

注: 港股公司股价按 2025 年 7 月 7 日 wind 折算美元汇率 1HKD=1.0883RMB/1USD=7.1833RMB; 茶百道、霸王茶姬、星巴克、沪上阿姨均参

考 Bloomberg 一致预期。

投资建议：首次覆盖，给予公司“优于大市”评级

预计公司 2025-2027 年经调整归母净利润为 20.1/25.2/30.8 亿元，同增 30.1%/25.6%/22.2%。古茗大本营卡位华东，战略拓展华中/华南强消费区位，短期同店增长有保障，且门店积极加密下沉，考虑到古茗处于高势能成长期，给与公司 2025 年 PE 目标 32-35x，未来 1 年合理 RMB 市值区间为 642-702 亿（区间中值较最新收盘价 12.4%空间），若后续异地新区域扩张效果持续得到验证，公司将预计有望持续享受估值溢价，首次覆盖给予公司“优于大市”评级，看好古茗从中端现制茶饮赛道的突围前景。

风险提示

我们采取了相对估值方法，多角度综合得出公司合理股价区间在 29.6-32.4 元港币，相对估值方面我们选取了美股、港股现制茶饮龙头进行比较，并参考板块龙头历史动态估值区间和公司业绩增速中枢，按 2025 年动态 PE~32-35x 进行估值，可能存在 2025 年业绩预期高估或因宏观经济周期波动公司估值体系下移等风险。

盈利预测风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 28.9%/22.9%/20.2%，可能存在对门店扩张、单店 GMV 增速偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险；我们综合供应链发展和门店结构变化，预计 2024-2026 年毛利率为 30.7%/30.8%/30.9%，但可能存在行业竞争加剧或规模扩张不及预期，毛利率下滑或成本费用率提升等风险，导致导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

食品安全/卫生风险

若加盟商门店销售产品出现原材料过期等食品安全等风险，严重情况下造成了消费者身体不适等情况，对于茶饮品牌经营会是较为沉重的打击。

加盟商流失风险

中端现制茶饮行业的加盟商资源是品牌最为宝贵的财富，若加盟商大面积流失，品牌的收入以及利润增长预计会受到影响。

原材料风险

古茗核心业务是面向加盟商的供应链业务，若原材料成本大幅上升，公司若无法及时通过提价或者降本抵消相关影响，则对应利润表现会受到影响。

宏观风险

宏观经济波动、大规模传染疫情及其他国际政治事件、自然灾害等不可抗力等可能影响出行，导致公司经营低于预期。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司实际控制人即创始人拥有公司绝对控制权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

其它风险

股东减持风险：如美团/红杉/腾讯公司重要股东如及其他重要股东减持。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2358	1865	3000	4474	6524	营业收入	7676	8791	11329	13925	16737
应收款项	369	619	1024	1259	1513	营业成本	5272	6104	7817	9608	11548
存货净额	881	984	1161	1429	1719	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	133	77	113	139	167	销售费用	337	479	589	691	787
流动资产合计	4009	4860	6613	8879	11816	管理费用	482	544	701	832	979
固定资产	590	954	1263	1548	1806	财务费用	(5)	(3)	(6)	(13)	(21)
无形资产及其他	73	58	43	33	24	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	183	243	243	243	243	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	299	760	1210	1630	2030	其他收入	150	162	126	135	150
资产总计	5153	6875	9372	12332	15920	营业利润	1739	1830	2354	2942	3594
短期借款及交易性金融负债	124	0	0	0	0	营业外净收支	(294)	(26)	30	52	64
应付款项	655	786	1013	1247	1500	利润总额	1445	1804	2384	2994	3658
其他流动负债	3583	3666	2017	2263	2656	所得税费用	349	311	358	449	549
流动负债合计	4362	4452	3030	3510	4156	少数股东损益	17	15	19	24	30
长期借款及应付债券	0	121	121	121	121	归属于母公司净利润	1459	1542	2007	2521	3080
其他长期负债	175	189	199	209	219						
长期负债合计	175	310	320	330	340	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4537	4763	3350	3841	4497	净利润	1459	1542	2007	2521	3080
少数股东权益	33	46	65	90	119	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	583	2066	4073	6594	9674	折旧摊销	346	492	126	135	150
负债和股东权益总计	5153	6875	7488	10524	14290	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(5)	(3)	(6)	(13)	(21)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	137	(129)	(218)	(114)	(129)
每股收益	0.61	0.65	0.84	1.06	1.30	其它	17	15	19	24	30
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	1959	1920	1934	2567	3130
每股净资产	0.25	0.87	1.71	2.77	4.07	资本开支	0	(399)	(420)	(410)	(400)
ROIC	-324%	144%	75%	63%	73%	其它投资现金流	(197)	(1047)	(230)	(263)	(280)
ROE	250%	75%	49%	38%	32%	投资活动现金流	(129)	(1907)	(1100)	(1093)	(1080)
毛利率	31%	31%	31%	31%	31%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	14%	20%	20%	20%	负债净变化	0	121	0	0	0
EBITDA Margin	21%	19%	21%	21%	21%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	38%	15%	29%	23%	20%	其它融资现金流	(587)	(748)	(654)	(624)	(597)
净利润增长率	298%	6%	30%	26%	22%	融资活动现金流	(587)	(506)	(654)	(624)	(597)
资产负债率	89%	70%	46%	37%	32%	现金净变动	1243	(493)	180	850	1453
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1114	2358	1865	3000	4474
P/E	41.9	39.7	30.5	24.3	19.9	货币资金的期末余额	2358	1865	2046	3850	5927
P/B	104.9	29.6	15.0	9.3	6.3	企业自由现金流	0	963	1377	1986	2530
EV/EBITDA	43	41	29	24	20	权益自由现金流	0	339	728	1373	1951

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032