



港股研究 | 公司深度 | 古茗 (1364.HK)

古茗深度报告：深渠长流，万店耕新

报告要点

当下，外卖大战拉动单量及高温旺季来临，茶饮子行业景气度空前。古茗为大众现制茶饮龙头，市场规模大且增速快，尽管市场竞争激烈，但我们看好公司区域密集开店的发展战略，深度自控的供应链能力效率，高研发投入赋能产品快速推陈出新、紧跟茶饮潮流趋势等，助力公司逐步拓展高密度开店的地域版图。公司稳扎稳打，区域规模优势模式已经跑通，从区域走向全国的潜力可观，我们测算预计公司仍有一倍以上开店空间，同时咖啡业务开拓下沉市场新增量，公司成长空间明确，价值逐渐凸显，有望实现收入业绩的稳健增长。预计公司 2025-2027 年营收 110.3、127.5 和 147.0 亿元，归母净利润 19.4、22.8 和 26.5 亿元，给予“买入”评级。

分析师及联系人



赵刚

SAC: S0490517020001

SFC: BUX176



杨会强

SAC: S0490520080013



马健轩

古茗 (1364.HK)

古茗深度报告：深渠长流，万店耕新

公司概况：大众现制茶饮龙头，供应链效率赋能门店扩张

古茗 2010 年创立于浙江温岭，公司的成长路径以供应链为核心驱动，2013 年开始部署自配送体系，2017 年启动冷链配送，2023 年已拥有冷库容积超 6 万立方米、冷链运输车辆超 300 台，构建起行业领先的仓配网络；随着供应链能力逐步成熟，2020 年起公司门店数量迅速扩张，形成先供应链、后规模化的复制模式。2024 年，公司在行业增长放缓与竞争加剧的背景下实现营收 87.91 亿元，同比增长 14.54%；经调整净利润达 14.93 亿元，同比增长 5.69%。

现制茶饮：千亿规模新消费赛道，头部品牌份额提升

当下，茶饮已突破基础产品功能属性，成为新消费时代年轻人展现生活方式、表达自我和价值认同、寻求情绪价值的载体，叠加外卖大战拉动单量及高温旺季来临，头部茶饮企业单店 GMV 已实现同比加速增长，茶饮子行业景气度空前。古茗定位于市场规模最大和增速最快的中端大众价格带，2023 年分别以 9%/18% 的 GMV 市场份额位列整体市场第二/大众市场第一。2024 年在行业整体增速放缓、价格带向中端集中、竞争激烈的背景下，头部品牌经营初显分化，古茗更显韧性，单店经营稳健，2023/2024 年单店日均 GMV 达 6800/6500 元，价值逐渐凸显。

竞争优势：稳扎稳打，高效制胜

在茶饮品牌加速迈向万店的当下，头部品牌的真正壁垒在于：通过前端对加盟商的全面赋能与后端供应链的极致深度优化，实现拓店不稀释利润，增长不牺牲质量的平衡。古茗凭借领先行业的冷链仓储物流基础设施、地域加密的门店管理、高频迭代的产品上新策略，构建起“供应链+密度+产品”的效率闭环，在同质化赛道中跑出精细化优势。公司拥有行业规模最大的冷链仓储及物流基础设施，使用三温仓物流车运输鲜果，向 97% 门店提供两日一配。而公司稳扎稳打，地域加密下密集的门店网络更强化了仓储及物流效率，平均配送成本占 GMV 的 0.9%，低于行业 2% 的均值。供应链能力和管理效率，以及由美食家+工程师构成的研发团队共同支撑了公司产品的质价比优势，2023 年，古茗平均季度复购率达 53%，高于行业 30% 的均值；同时赋能公司高频迭代的推新策略，2024 年，古茗累计推新超 100 款产品，上新数量居行业首位。

未来成长性：茶咖品类延展，从区域走向全国潜力可观

区别于其他茶饮品牌全国性铺店，古茗采取地域加密的开店策略，以单省 500 家门店为关键规模节点。公司当前已在浙江、福建、江西等八省达成关键规模，占据大众现制茶饮市场的 25%；在浙江、福建、江西三省，达到市占率第一，占据全价格带市场份额的 25%、大众现制茶饮市场份额的 45%。截至 2025 年 6 月，古茗门店总数达到 10403 家（窄门餐眼），覆盖 20 个省份，但仍有十余个空白省份尚未进入。我们分情景测算古茗开店空间：1) 假设古茗不进入其他城市，在中性假设下古茗开店空间约 9866 家，5 年 CAGR 为 15%；2) 假设古茗继续扩张至当前未进入城市，中性假设下开店空间约 19314 家，5 年 CAGR 为 25%，预计古茗仍具备一倍以上开店空间。同时，古茗咖啡业务开拓下沉市场新增量，对门店带动效果初步验证。公司具备充分的长期开店空间，成长空间明确，品牌价值逐渐凸显，从区域走向全国潜力可观。

风险提示

- 1、行业竞争加剧，价格战压缩盈利能力；2、食品安全事件，影响品牌形象；
- 3、门店扩张遭遇难题，进展不及预期；4、产品创新落后，失去消费者喜爱。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 24.50

注：股价为 2025 年 7 月 23 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

公司概况：大众现制茶饮龙头，供应链效率赋能门店扩张.....	7
发展历程：围绕冷链构筑的扩张模式	7
股权结构：创始人主导+产业资本赋能	8
业务概况：秉持长期主义，重视加盟商利益	9
财务概况：经营韧性较优，发力营销费用抬升.....	11
现制茶饮：千亿规模新消费赛道，头部品牌份额提升.....	14
现制茶饮满足新消费需求，消费理性化与升级需求并存.....	14
价格带向中端集中，高低端品牌互攻腹地.....	16
大众市场增量空间大，竞争激烈，古茗领跑市场.....	19
竞争优势：稳扎稳打，高效制胜	23
产品端：高频迭代，持续优化拓展产品矩阵	24
供应链：效率突出，冷链物流赋能下沉市场	26
渠道端：地域加密，门店网络高质量扩张.....	29
未来成长性：茶咖品类延展，从区域走向全国潜力可观	30
开店测算：中国大陆仍具备一倍以上空间	30
品类延展：茶到咖啡，构建下沉咖啡增量	36
品牌建设：锚定鲜活，塑造长期心智认知.....	40
盈利预测与投资建议.....	43
风险提示.....	44

图表目录

图 1：古茗发展历程	7
图 2：古茗股权结构（截至 2025 年 2 月 12 日）	8
图 3：公司主营业务构成：销售商品及设备占比近 8 成.....	9
图 4：2021-2024 年公司加盟情况	9
图 5：古茗主要产品销售情况.....	11
图 6：2021-2024 年公司营收、经调整净利润及同比	12
图 7：2021-2024 年公司收入构成	12
图 8：2021-2024 年公司总 GMV 及同比	12
图 9：主要茶饮品牌收入结构对比.....	12
图 10：古茗 2021-2024 年毛利率及净利率.....	13
图 11：2021-2024 年分业务毛利率.....	13
图 12：主要茶饮品牌净利率对比	13
图 13：古茗 2021-2024 年费用率	13
图 14：2021-2024 年单店日均 GMV 及同比.....	14
图 15：2021-2024 年单店售出杯数及同比.....	14
图 16：2021-2024 年单店杯均 GMV 及同比.....	14

图 17: 新式茶饮历经消费者需求迭代, 从“产品+体验+社交+品牌”四个维度满足新时代消费需求	15
图 18: 2024 新茶饮消费者画像	16
图 19: 2020 年新茶饮不同梯队客单价对比 (元)	16
图 20: 2020 年主要茶饮品牌客单价对比 (元)	16
图 21: 2023 年新茶饮消费者可接受最高客单价金额	17
图 22: 截至 2025 年 4 月现制茶饮客单价逐步向 15-25 元集中	17
图 23: 现制茶饮头部品牌中国门店数量及平均客单价 (元)	17
图 24: 现制茶饮头部品牌平均客单价 (元)	18
图 25: 中国现制茶饮零售额市场规模 (十亿元)	18
图 26: 中国现制茶饮零售额市场规模增速	18
图 27: 2023 年现制饮品消费量占饮用水分摄入总量百分比	19
图 28: 2023 年人均现制饮品年消费量中国提升空间较大 (杯/年)	19
图 29: 预计 2025 年及以后现制茶饮行业市场规模增速略放缓 (单位亿元 右轴为同比增速)	19
图 30: 平价、大众、高端市场份额变化	20
图 31: 不同价格带现制茶饮核心品牌	20
图 32: 平价、大众、高端茶饮竞争格局分化 (纵轴: 平均客单价 元)	20
图 33: 2023 年以 GMV 计的整体现制茶饮市场份额	21
图 34: 2023 年以 GMV 计的大众现制茶饮市场份额	21
图 35: 近几年, 蜜雪冰城、古茗、茶百道、霸王茶姬、沪上阿姨的总门店数及闭店数对比	21
图 36: 蜜雪冰城、古茗、茶百道、霸王茶姬、沪上阿姨的总门店数同比	22
图 37: 蜜雪冰城、古茗、茶百道、霸王茶姬、沪上阿姨的闭店率	22
图 38: 各茶饮品牌门店平均日均量价收入表现对比	22
图 39: 会员数体现覆盖消费者范围, 复购率彰显消费者认可度	23
图 40: 督导管理半径体现管理精细度、开店密度、人效等多个指标水平	23
图 41: 古茗自建供应链+门店区域加密+上新快带来极致效率	24
图 42: 2022-2024 年 11 月主要茶饮品牌产品上新数量对比 (单位: 个)	25
图 43: 2025 年 3-5 月现制茶饮行业新品元素分布	25
图 44: 古茗高频推新背后的研发能力支撑	26
图 45: 茶饮公司供应链分析	27
图 46: 茶饮供应链薄弱导致的连锁反应	27
图 47: 主要茶饮品牌供应链对比	28
图 48: 主要茶饮品牌覆盖省份城市及集中度对比	30
图 49: 古茗各城市线级门店数量占比: 二三线及以下城市占比高	30
图 50: 2024 年各茶饮品牌城市分布对比	30
图 51: 古茗门店数量: 8 省已达关键规模, 广西即将突破 500 家	31
图 52: 古茗在已进入城市中的开店空间情景测算 (假设 2030 年达到理论店铺数量)	32
图 53: 已进入城市古茗开店空间测算	33
图 54: 古茗在全国所有城市中的开店空间情景测算 (假设 2030 年达到理论店铺数量)	34
图 55: 所有城市古茗开店空间测算	35
图 56: 古茗门店城市分布 (数据截至 2025/6/22)	36
图 57: 古茗门店选址分布 (数据截至 2025/6/22)	36
图 58: 现制咖啡市场规模及同比增速	37

图 59：现制咖啡店铺城市分布：下沉市场空间较大	37
图 60：主要咖啡品牌门店数排序及对应客单价：价格带主要集中在 10-40 元	37
图 61：古茗热门单品作品与互动量	38
图 62：古茗小红书品牌心智情况	40
图 63：古茗抖音品牌心智情况	40
图 64：古茗围绕“鲜活”展开的供应链建设与标准制定	41
图 65：古茗推出 5A 鲜活标准	42
图 66：未来品牌形象塑造方法	42
图 67：公司盈利预测	43
表 1：古茗董事及高级管理层	8
表 2：2025 加盟费用情况（单位：元）	10
表 3：主要茶饮品牌不同产品 SKU（单位：个）	24
表 4：古茗部分新品推出后销售情况	25
表 5：古茗加工工厂情况（不包括浙江诸暨加工工厂）	28
表 6：关键规模省份门店数量及同店 GMV 增长	36
表 7：咖啡和茶饮环节协同维度	38
表 8：古茗引入咖啡前后单店模型测算	39
表 9：古茗引入咖啡机后不同门店销售额增长对应的经营利润弹性测算	39

公司概况：大众现制茶饮龙头，供应链效率赋能门店扩张

2010 年，古茗创立于浙江温岭，为中国头部茶饮品牌之一，以“每天一杯喝不腻”为理念，通过 22 个仓库、6 万立方米冷库容量和 362 辆冷链车，打造行业最大的全程自建冷链基建之一，实现全链路温控配送和鲜度管控，支撑全国超 9914 家门店（截至 2024 年底）运营。伴随加盟网络的扩张，公司收入同步增长，2024 年达到 87.9 亿元。2025 年上市后，古茗持续强化供应链能力、提高运营效率、优化并拓展产品矩阵、加强品牌建设、稳健扩张门店网络，巩固中国最大大众现制茶饮品牌地位。

发展历程：围绕冷链构筑的扩张模式

古茗的成长路径是一条以供应链为核心驱动力的茶饮加盟连锁品牌扩张范式。2010 年，品牌发端于浙江温岭，起初深耕本地市场。2012 年，古茗走出台州，开始跨省布局，逐步将门店开到了华东、华中、西南等区域。早于 2013 年，古茗便开始部署自配送体系，初步搭建起自有供应链；2017 年，源于对原材料新鲜度的追求，开始冷链配送模式。为了从源头把控果品标准，2016 年在西双版纳启动“柠檬项目”，自建 1200 亩柠檬基地，并在 2019 年扩建至超 4000 亩，构建原料标准化的基础。

在追求新鲜与效率的路上，古茗持续加码冷链能力。2017 年公司启动冷链配送，2023 年已拥有冷库容积超 6 万立方米、冷链运输车辆超 362 台，构建起行业领先的仓配网络。随着供应链能力逐步成熟，2020 年起门店数量迅速扩张，形成先供应链、后规模化的复制模式。2023 年，公司进一步投资 10 亿元，在诸暨打造集茶、水果原料加工与区域仓储于一体的生产基地，夯实原料与渠道协同。2025 年，古茗成功上市，计划将部分募资投向冷链升级和智慧仓储建设，继续区域加密战略下的全国化扩张。

图 1：古茗发展历程

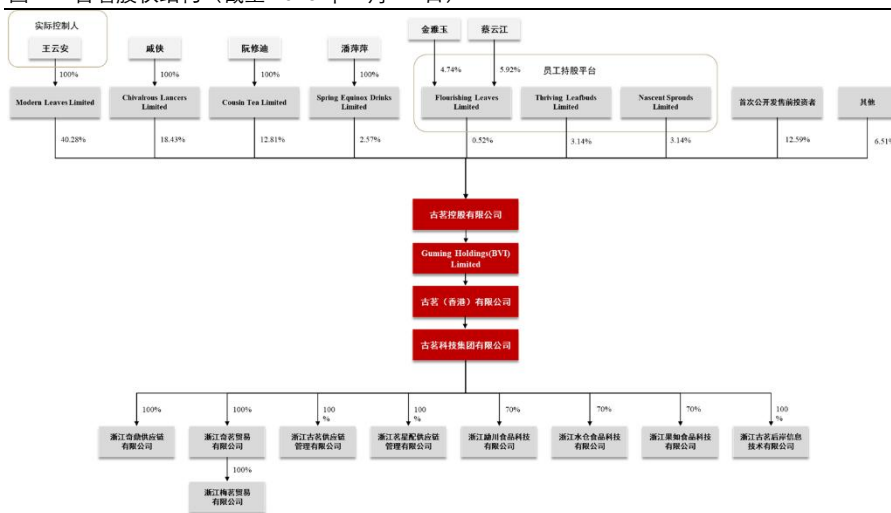


资料来源：公司招股书，古茗微信小程序，长江证券研究所

股权结构：创始人主导+产业资本赋能

控股股东集中，保障战略定力。2019 年之前，公司由创始人王云安及其创业团队控股，实际控制权高度集中。2019 年至 2020 年，公司先后引入美团龙珠、红杉中国等战略投资者，累计融资约 6.74 亿元人民币，形成创始人主导+产业资本赋能的股权架构。2025 年全球发售完成后，王云安先生持股合计控制 40.28% 股权，联合创始人戚侠、阮修迪、潘萍萍分别持股 18.43%、12.81%、2.57%；三大员工持股平台合计持股 6.8%，高管孟海陵、强宇、李继锋以及执行董事蔡云江、金雅玉均在其中持有股份，高管和核心员工绑定公司利益，构建了长效的激励机制。

图 2：古茗股权结构（截至 2025 年 2 月 12 日）



资料来源：公司招股书，长江证券研究所

古茗的管理架构中，创始人深度主导、核心团队稳定。创始人王云安自 2010 年创立首家门店至今担任公司首席执行官，全程主导品牌战略演进；初创成员戚侠、阮修迪等核心董事高管伴随企业成长超十年，分别在加盟商管理体系和产品研发中发挥重要作用。技术线由具瑞幸背景的 CTO 强宇领衔，食品领域则由国务院特殊津贴专家郑晓冬教授提供学术背书，管理层普遍具备从一线运营到总部统筹的垂直经验。

表 1：古茗董事及高级管理层

姓名	职位	职责及履历
王云安	公司创始人、董事会主席、执行董事兼首席执行官	于 2010 年开办第一家‘古茗’门店，此后十多年负责制定古茗品牌的战略、发展方向及目标，自 2018 年古茗科技成立起一直担任其首席执行官。
戚侠	执行董事、总裁	负责集团业务发展及加盟商管理。自古茗起步阶段便与王云安先生共事，为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。成为古茗科技 2018 年 6 月成立时的初始股东之一，并在古茗科技任职至今。
阮修迪	执行董事	专注于产品研发，在茶饮相关研究及采购方面拥有丰富经验，此前负责门店管理、采购及物流。阮先生共同创立古茗，是古茗科技成立时的初始股东之一，自 2020 年 5 月起一直担任其监事。
金雅玉	执行董事	专注于企业文化发展。自 2016 年品牌起步起与王云安先生共事，曾在集团多个部门任职，主要负责本集团的整体行政管理、包装物料采购及执行集团的反贪污政策。
蔡云江	执行董事	专注于本集团业务发展及加盟商管理，包括加盟商发展、门店视察及运营支援，于业务发展方面拥有逾十年经验，2013 年 10 月至 2015 年 1 月担任西双版纳剑峰传媒有限公司的副总经理，2015 年合作开发古茗，自 2018 年 6 月起担任古茗科技业务发展主管。
黄焱鑫	非执行董事	于 2022 年 5 月 18 日获委任为公司董事。2012 年 7 月至 2018 年 5 月，曾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管理有限公司，现任董事总经理。

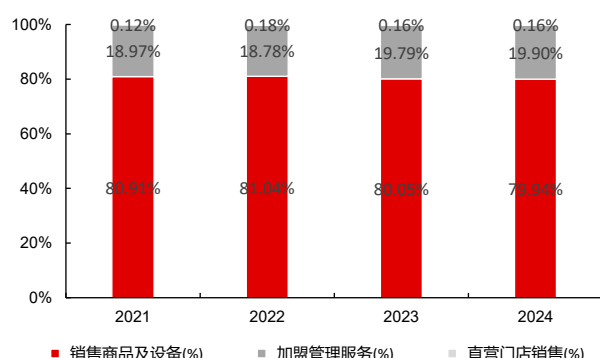
卓越	独立非执行董事	2009年7月至2011年1月就职于摩根士丹利亚洲有限公司；2011年2月至2014年8月，曾就职于高盛（亚洲）有限责任公司；2014年9月至2017年2月曾任职于司韬资本管理（香港）有限公司；2017年2月加入滴滴，担任网约车事业部副总经理；2018年12月至2021年4月担任滴滴的财务及运营管理副总裁；2021年4月起担任滴滴的首席财务官；2024年5月起担任滴滴的董事
郑晓冬	独立非执行董事	2000年12月成为浙江大学教授；2002年1月成为浙江大学博士生导师；2006年4月获委任为浙江大学食品科学研究所所长；2013年1月获委任为浙江大学食品生物科学技术研究所所长；2011年3月获得国务院政府特殊津贴；2011年1月成为浙江大学求是特聘教授；2011年8月被评为农业部农产品质量安全专家组专家。
李建波	独立非执行董事	1999年4月至2011年1月，担任国际商业机器（中国）有限公司广州分公司董事兼合伙人；2011年3月至2016年4月，担任永辉超市股份有限公司的执行副总裁，后任总裁；2020年2月起担任永辉彩食鲜发展有限公司首席执行官；2016年11月，创立广州优思得科技有限公司，并担任其董事直至2020年1月；2022年7月至2024年5月，担任普乐师集团控股有限公司非执行董事。
李继锋	首席运营官	2020年8月至2022年3月担任古茗首席技术官，2022年3月担任古茗首席运营官。2012年3月至2017年4月任职于 Qunar Cayman Islands Limited 的附属公司北京趣拿软件科技有限公司，最后职务为大住宿事业部首席执行官；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；2020年1月至8月担任旅悦集团的首席技术官。
孟海陵	首席财务官	2020年6月加入集团。2007年9月在德勤企业风险服务部门担任顾问；2011年8月至2012年7月在爱奇艺担任战略合作及投资者关系经理；2012年7月至2014年6月在麦格理资本证券股份有限公司担任高级经理；2014年6月至2015年7月在摩根士丹利亚洲有限公司担任副总裁；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；2016年6月至2020年6月在 Zebra Global Capital 担任研究主管。
强宇	首席技术官	于2023年5月加入本集团。曾于北京神州汽车租赁有限公司工作逾十年，其最后职务为首席技术官；2017年10月首次加入瑞幸咖啡（北京）担任首席技术官；2020年12月至2023年5月担任乐普医疗科技的副总经理。

资料来源：公司招股书，长江证券研究所

业务概况：秉持长期主义，重视加盟商利益

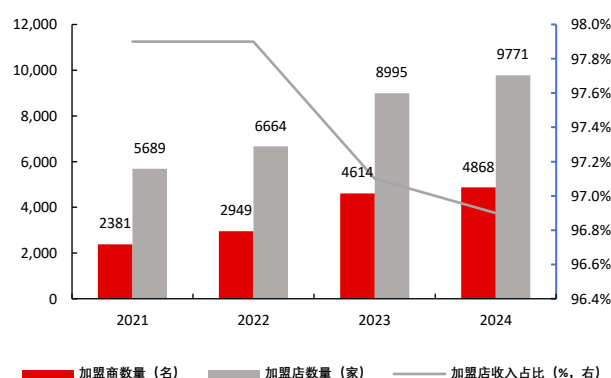
古茗的主营业务高度依赖与加盟商之间的供货+服务型关系，向加盟商销售商品及设备为核心收入来源，2024年占总营收约80%，加盟商管理服务收入约占20%。公司以加盟门店为主，2023年加盟门店占比达到99.93%，每名加盟商约管理1.95家店。为保障产品一致性和门店运营标准，古茗为加盟商提供全流程支持，包括选址评估、门店装修、系统培训、原料统一配送等。2025年2月，古茗发布全新加盟政策，提供一定比例的费用分期、返还及免息政策，大型设备首月仅需支付8万元，标店首月投入约在23.3万起，加盟门槛较2024年下降5万，包含品牌加盟费、设备与装修费用、各类保证金及首批原料采购等，降低加盟商初期负担，吸引资金有限但愿意驻店管理的创业者。

图 3：公司主营业务构成：销售商品及设备占比近8成



资料来源：公司招股书，公司年报，长江证券研究所

图 4：2021-2024 年公司加盟情况



资料来源：公司招股书，公司年报，长江证券研究所 注：2024年加盟店数量为前三季度数据

表 2：2025 加盟费用情况（单位：元）

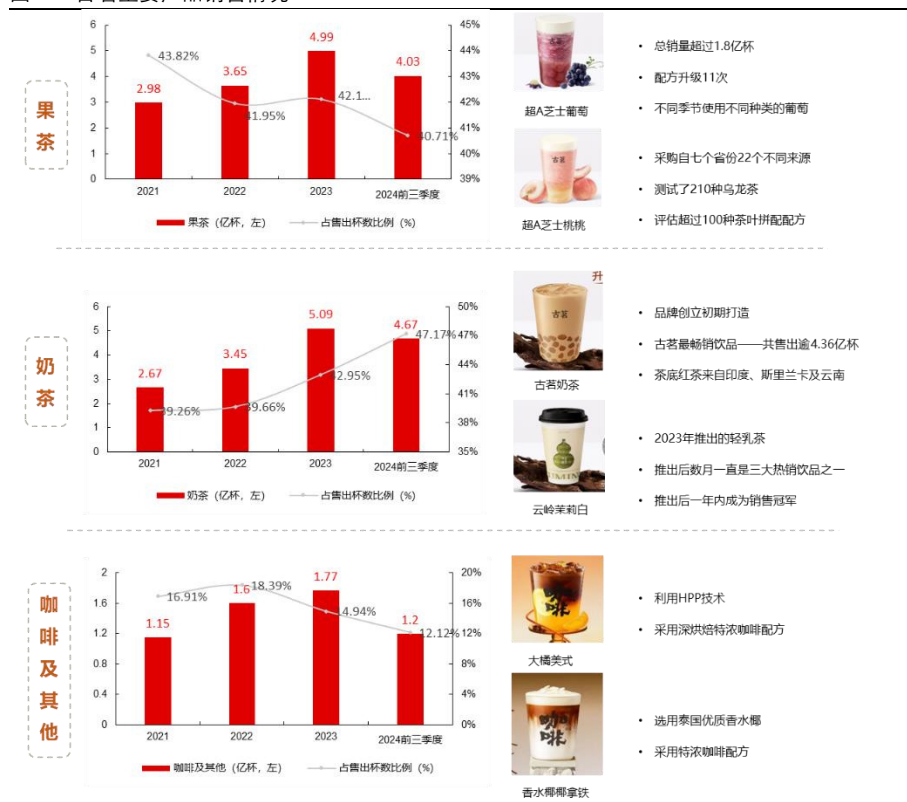
	2024	2025 加盟商政策	首月启动资金	2025			合计
	首月启动资金			第 2-12 月	第 13-24 月	第 25-35 月	
品牌合作费							18800
运营服务费	0	新加盟商首年 0 费用，可分期支付。	0		第 13 月交 2.5 万，第 19 月交第 25 月交 2.5 万		30000
培训服务费					4.88 万		25000
开店服务费							25000
合作保证金	5000	无违规门店关、转可退还	5000				5000
培训保证金	5000	人员全部通过培训后按实际结算退款	5000				5000
咖啡机保证金	15000	在完成咖啡机设备第 12、18、24 期分期帐单后 30 日内分 3 次返还，每次 5000 元	15000		第 13、19 月退还 5000	第 25 月退还 5000	0
开业营销费	8000		8000				8000
装修费用	100000		100000				100000
咖啡机设备款	0	24 期免息分期支付，每期约 3000	0	3333/月 (含第 1 月设备款)	3333/月		80000
设备费用	130000	标店可分期设备预估 80000 元，首付 50000，剩余款项第 13 个月开始免息分期返还，还款期 12 个月。	80000		4167/月		130000
首批原料	20000-40000		20000-40000				20000-40000
合计	283000		233000	40000	153800	20000	446800

资料来源：古茗官网，长江证券研究所

古茗作为中国现制茶饮市场领军品牌，以果茶+奶茶+咖啡构建全方面多样化产品矩阵。

公司果茶系列以鲜果为核心原料，2021-2023 年销量复合增长率达 29.4%，2024 年前三季度售出 4.03 亿杯，占总杯数 40.71%；奶茶系列以丝滑奶香与多样化配料组合见长，2021-2023 年销量复合增速达 38.07%，2024 年前三季度售出 4.67 亿杯，成为驱动增长的核心引擎。在产品矩阵构建上，公司通过咖啡、酸奶奶昔、纯茶、烘焙产品及品牌衍生产品等多元化品类，拓展全时段消费场景并覆盖更广泛客群。定价策略方面，古茗 10-18 元主流价格带精准卡位大众现制茶饮市场，构筑起兼具性价比与品质的产品质价比。

图 5：古茗主要产品销售情况

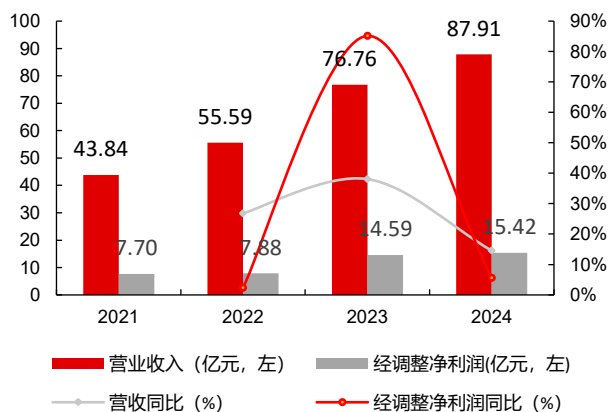


资料来源：公司招股书，古茗微信小程序，长江证券研究所

财务概况：经营韧性较优，发力营销费用抬升

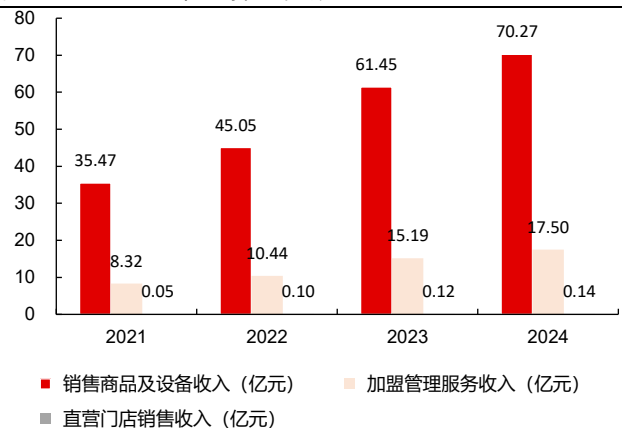
营收稳健增长，结构稳定支撑扩张节奏。2024 年，公司实现营收 87.91 亿元，同比增长 14.54%，延续双位数增长态势，营收增长一方面源于门店扩张及 GMV 总额增加带来的商品需求上升，另一方面是由于咖啡业务带来的咖啡机销售增加推动了设备销售的增长。公司收入结构保持稳定，2024 年销售商品与设备收入仍占比近八成，高度依赖加盟驱动；高供应链价值下，通过向加盟商提供运营及物流支持所收取的服务费用占比达到 20%，高于同业水平，为全国化渗透提供增长底盘，同时也更考验公司对加盟商赋能能力从而形成的加盟口碑。

图 6：2021-2024 年公司营收、经调整净利润及同比



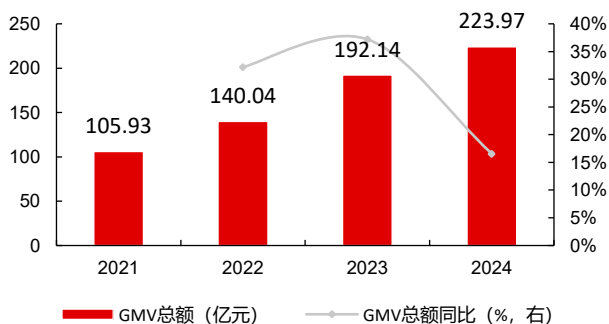
资料来源：公司招股书，公司年报，长江证券研究所

图 7：2021-2024 年公司收入构成



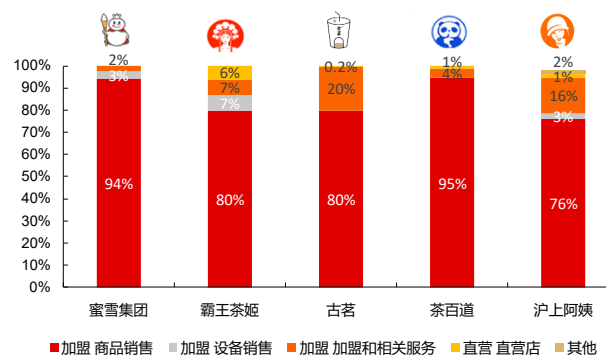
资料来源：公司招股书，公司年报，长江证券研究所

图 8：2021-2024 年公司总 GMV 及同比



资料来源：公司招股书，公司年报，长江证券研究所

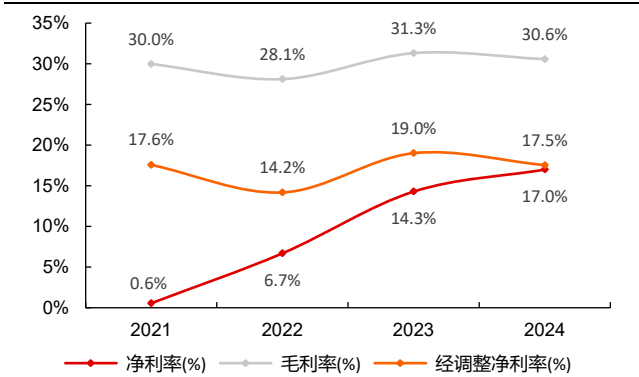
图 9：主要茶饮品牌收入结构对比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

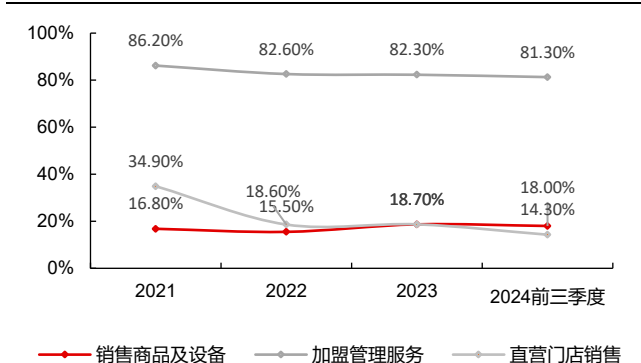
盈利能力保持稳定，发力营销费用抬升。公司历史毛利率维持在 30%左右水平，2024 年公司整体毛利率同比小幅下滑 0.74 pct 至 30.6%；经调整净利率从 2021 年的 17.6% 提升至 2023 年的 19.0%，2024 年回落至 17.5%，但总体盈利能力水平及波动优于同业。从费用率结构看，公司销售及分销费用率由 2023 年的 4.39% 提升至 5.45%，主要是由于 1) 广告及宣传费增加，主要包括 IP 联名费用及新产品发布费用；2) 门店网络扩大导致仓库及运输开支增加。相比之下，管理与研发费用占比保持相对稳定。

图 10: 古茗 2021-2024 年毛利率及净利率



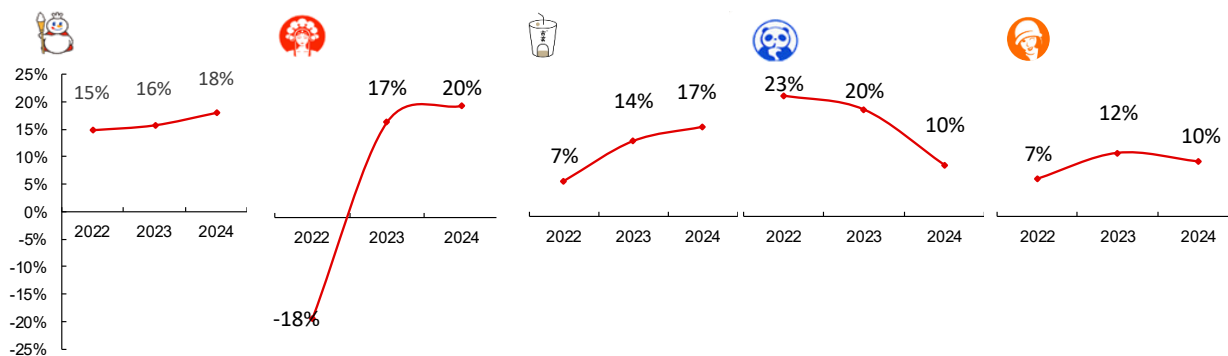
资料来源: 公司招股书, 公司年报, 长江证券研究所

图 11: 2021-2024 年分业务毛利率



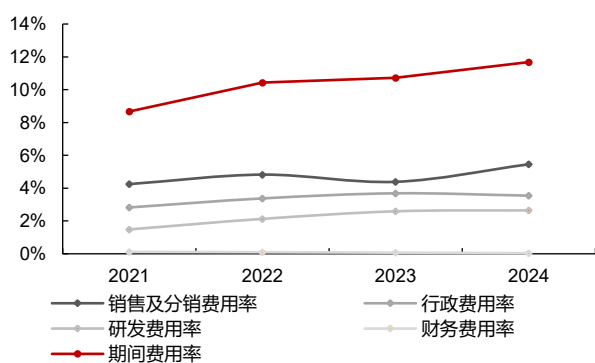
资料来源: 公司招股书, 公司年报, 长江证券研究所

图 12: 主要茶饮品牌净利率对比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

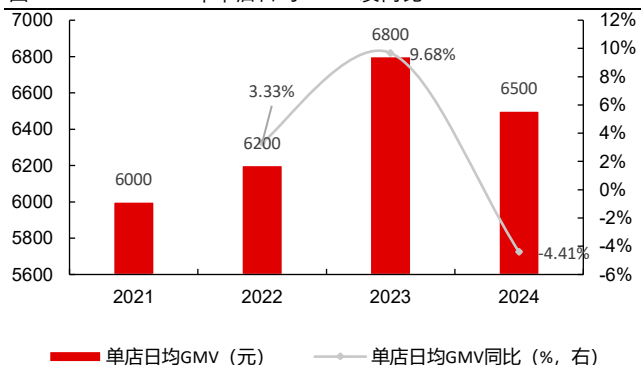
图 13: 古茗 2021-2024 年费用率



资料来源: 公司招股书, 公司年报, 长江证券研究所

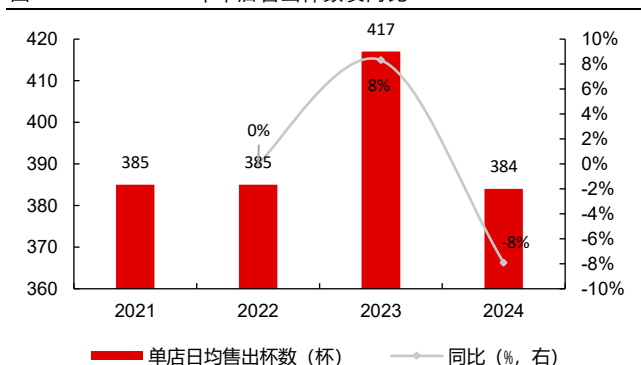
GMV 突破 223 亿元, 单店 GMV 小幅回调。公司 2024 年 GMV 总额达到 223.97 亿元, 2024 年古茗单店日均 GMV 略有回落至 6500 元, 同比下降约 4.4%, 主要是由于出杯量下滑, 但预计仍优于同业, 经营韧性较优。

图 14: 2021-2024 年单店日均 GMV 及同比



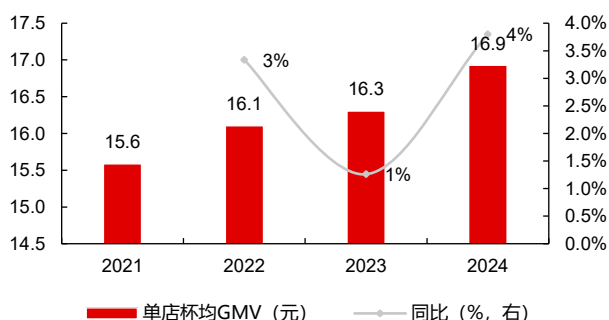
资料来源：公司招股书，公司年报，长江证券研究所

图 15: 2021-2024 年单店售出杯数及同比



资料来源：公司招股书，公司年报，长江证券研究所

图 16: 2021-2024 年单店杯均 GMV 及同比



资料来源：公司招股书，公司年报，长江证券研究所

现制茶饮：千亿规模新消费赛道，头部品牌份额提升

现制茶饮满足新消费需求，消费理性化与升级需求并存

新茶饮行业历经显著的消费需求变迁，由最初的基础功能需求演变为新时代消费需求，包括产品需求、体验需求、社交需求、品牌需求，覆盖茶饮的产品内容、包装、场景、传播等方面。当下消费者不仅关注产品本身，更看重其承载的文化符号和体验价值，品牌 IP、限量款、国潮文化等形式，满足年轻群体对独特性和社交资本的需求，品牌价值观成为消费者选择的重要依据，新茶饮逐渐演变为生活方式和身份认同的表达媒介。这一演进过程可划分为四个主要阶段：

第一阶段：基础功能需求占主体。新茶饮行业早期以粉末冲泡奶茶为主，主打甜味浓郁、价格低廉，满足解渴和味觉刺激的基本需求，香飘飘等杯装冲泡奶茶则依靠便捷性占据部分市场。随着街边奶茶店进场，品牌连锁概念兴起，CoCo、一点点等品牌崭露头角。

第二阶段：精神需求崛起。随着消费升级趋势显现，新茶饮需求向情感价值倾斜，品牌

开始通过 IP 联名、故事营销等方式增强情感连接，多元化的消费场景及创新品类，进一步提升了茶饮的社交属性，使新茶饮从单纯的饮品转变为年轻人打卡分享的社交货币。

第三阶段：健康需求爆发。随着健康意识的觉醒，消费者对新茶饮的需求转向低负担、零添加、健康饮及功能性，各品牌开始进行原料升级和产品创新。无糖、代糖选项成为标配，品牌开始强调天然原料和健康添加，以迎合养生趋势，市场呈现成分透明化特点，部分品牌甚至开始标注热量和原料溯源信息，以打消消费者对“科技与狠活”的顾虑。

第四阶段：体验与价值共生。当前的新茶饮消费已进入多维需求融合阶段。消费者不仅关注产品本身，更看重其承载的文化符号和体验价值，品牌 IP、限量款、国潮文化等形式，进一步满足年轻群体对独特性和社交资本的需求，品牌价值观正成为消费者选择的重要依据，新茶饮逐渐演变为年轻群体传递独特生活方式和表达身份认同的媒介。

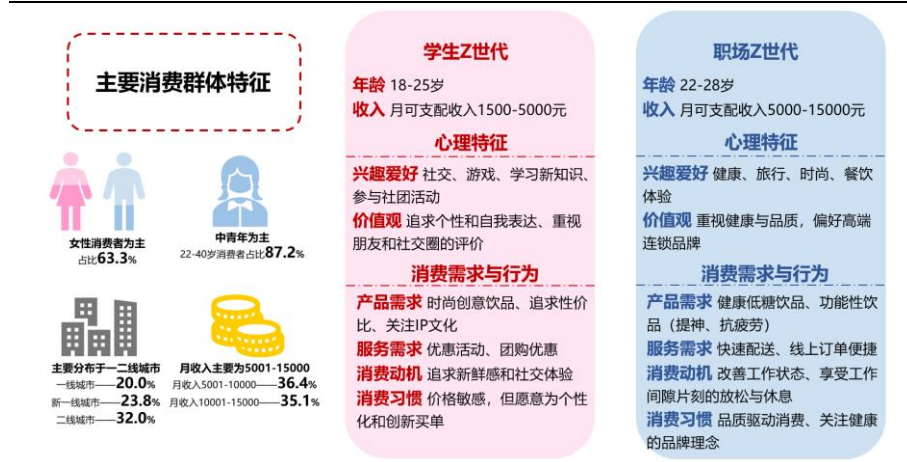
图 17：新式茶饮历经消费者需求迭代，从“产品+体验+社交+品牌”四个维度满足新时代消费需求



资料来源：Runwise 创新咨询，长江证券研究所

多维需求崛起，Z 世代、女性为主流消费群体。2024 年，新茶饮以女性消费群体为主，占比 63.3%，年龄段主要分布在 22-40 岁之间，Z 世代为主，Y 世代为辅，75%以上消费者分布在一二线城市，月收入范围主要在 0.5-1.5 万元，其中最主要的两个消费群体是 Z 世代学生和职场打工人，学生群体注重性价比，关注个性化、创新性，职场群体更看重功能和健康属性，愿意为品牌和品质买单。

图 18：2024 新茶饮消费者画像

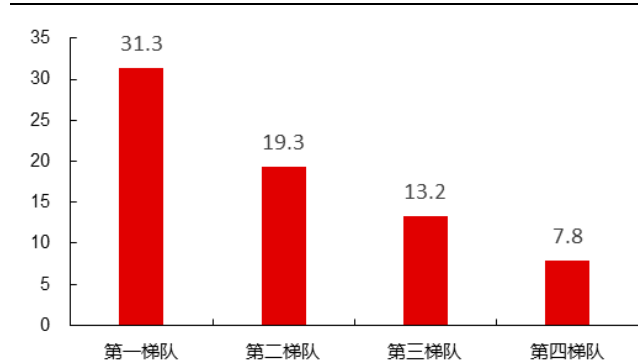


资料来源：艾媒咨询，红餐产业研究院，长江证券研究所

价格带向中端集中，高低端品牌互攻腹地

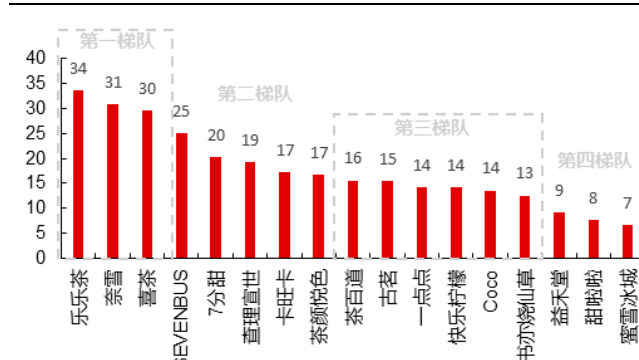
中国新茶饮行业发展至今已十载的当下，行业呈现折叠态竞争，消费理性化与升级需求并存，高低端品牌互攻腹地。过去在需求与供给双升级趋势下，茶饮品牌门店快速扩张，各大茶饮品牌积极打造多元化产品系列。从价的角度来看，截至 2020 年，行业各价格带层次分明，客单价呈阶梯状分布（高端 30 元以上、中端 15-25 元、低端 10 元以下）；而随着行业竞争白热化，理性消费趋势推动中端市场扩容，现制茶饮行业客单价呈现集中化趋势（逐步向 15-25 元集中），门店扩张速度的内卷演变为供应链和客群的内卷，强调品牌质价比，高端品牌向下渗透，平价品牌向上突破。

图 19：2020 年新茶饮不同梯队客单价对比（元）



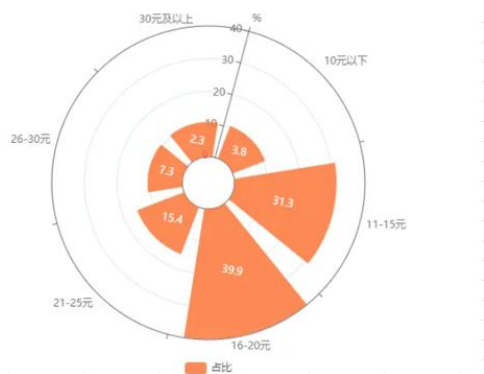
资料来源：NCBD，长江证券研究所

图 20：2020 年主要茶饮品牌客单价对比（元）



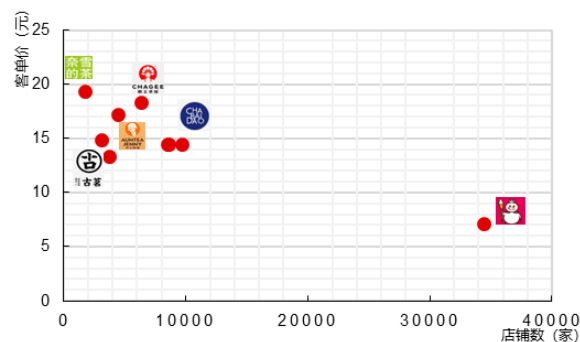
资料来源：NCBD，长江证券研究所

图 21：2023 年新茶饮消费者可接受最高客单价金额



资料来源：艾媒，长江证券研究所

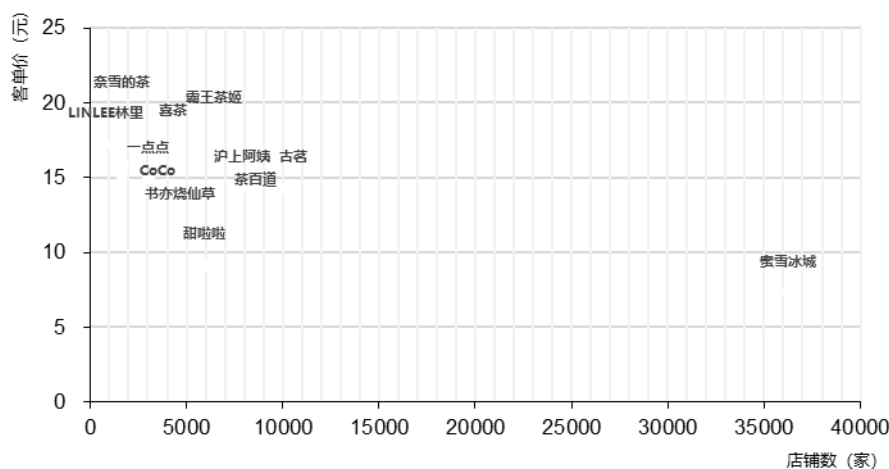
图 22：截至 2025 年 4 月现制茶饮客单价逐步向 15-25 元集中



资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

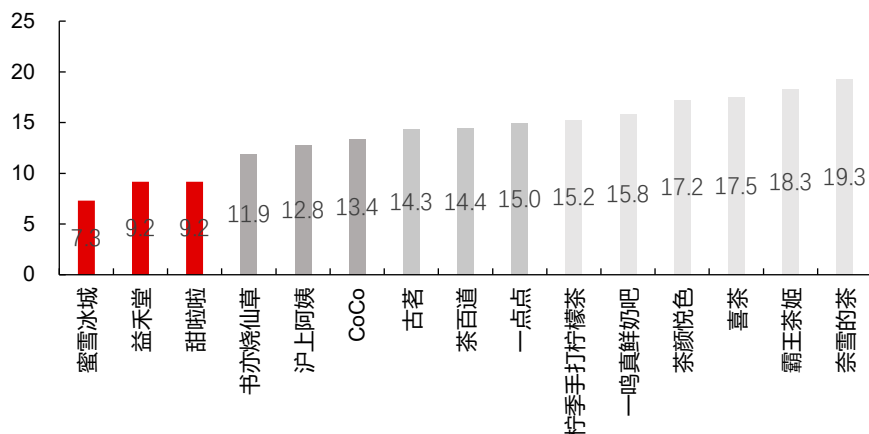
2022 年，以喜茶、奈雪为代表的高端茶饮品牌先后降价，客单价调整区间在 5-10 元，价格带逐步向 15-25 元的区间靠拢。同时，以蜜雪冰城为代表的平价品牌受到物料价格变动开始尝试提价操作。截至目前，各茶饮品牌的产品价格带基本形成三个梯队：(1) 平价（10 元以内）——代表品牌蜜雪冰城；(2) 中端（10-20 元）——代表品牌古茗/茶百道/沪上阿姨；(3) 高端（20 元以上）——代表品牌奈雪的茶/喜茶/霸王茶姬。

图 23：现制茶饮头部品牌中国门店数量及平均客单价（元）



资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所 数据截至 2025/5/22

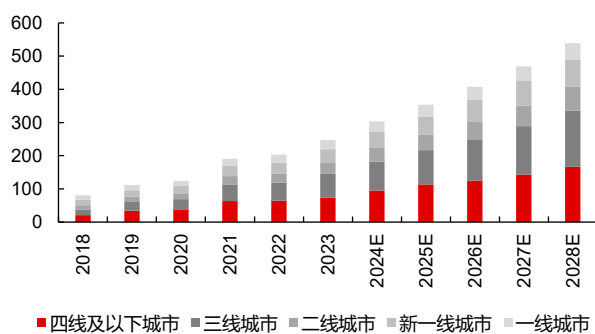
图 24：现制茶饮头部品牌平均客单价（元）



资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所数据截至 2025/5/22

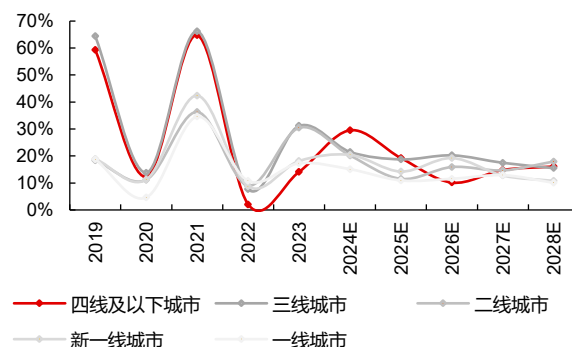
从量的角度来看，茶饮行业经历快速增长后也面临着增速放缓的必然，品牌下沉与出海打开增量空间，而长期来看，茶饮消费场景延展及人均饮用杯数仍有渗透空间。据弗若斯特沙利文数据，2018 年至 2023 年现制茶饮店行业规模复合增长率达 25.2%，市场规模达到 2473 亿元；2024 年至 2028 年，现制茶饮店的年复合增长率预计达 15.4%，较前期有所降速，其中四线及以下/三线/二线/新一线/一线城市增速分别达到 15%/18%/15%/14.2%/11.4%。

图 25：中国现制茶饮零售额市场规模（十亿元）



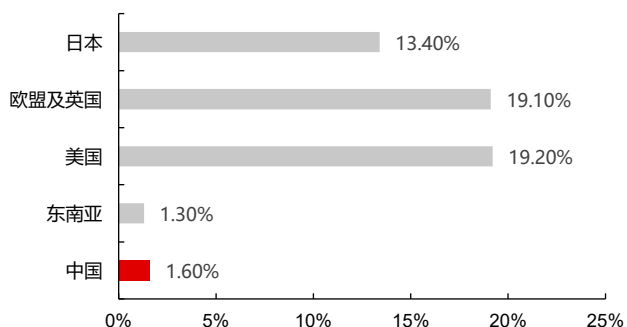
资料来源：弗若斯特沙利文，蜜雪集团招股书，长江证券研究所

图 26：中国现制茶饮零售额市场规模增速



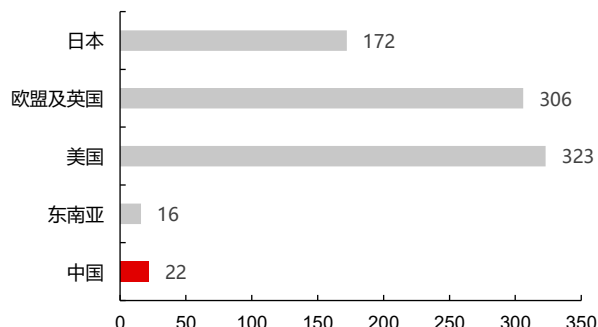
资料来源：弗若斯特沙利文，蜜雪集团招股书，长江证券研究所

图 27：2023 年现制饮品消费量占饮用水分摄入总量百分比



资料来源：灼识咨询，世界银行，世界卫生组织，中国营养学会，蜜雪集团招股书，长江证券研究所

图 28：2023 年人均现制饮品年消费量中国提升空间较大（杯/年）

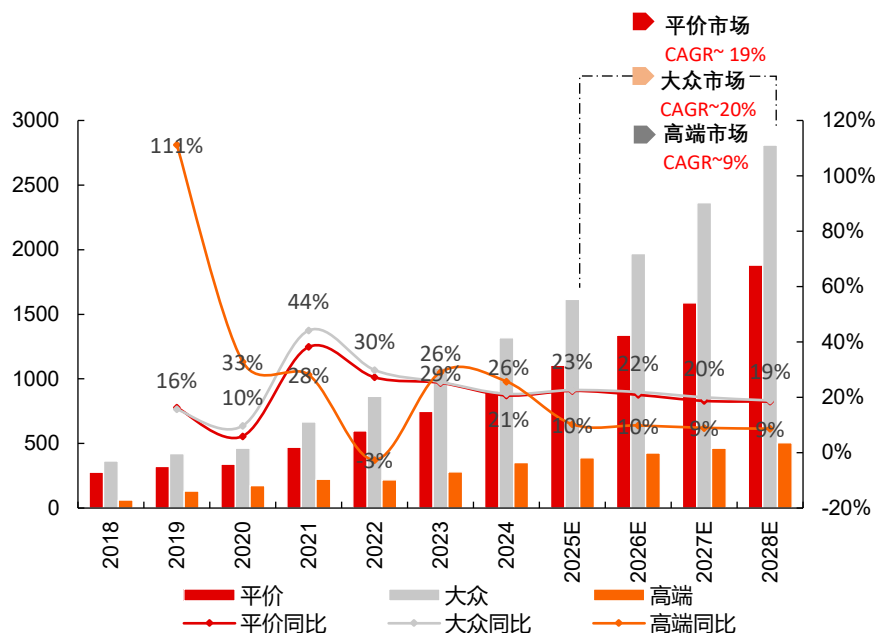


资料来源：灼识咨询，世界银行，世界卫生组织，中国营养学会，蜜雪集团招股书，长江证券研究所

大众市场增量空间大，竞争激烈，古茗领跑市场

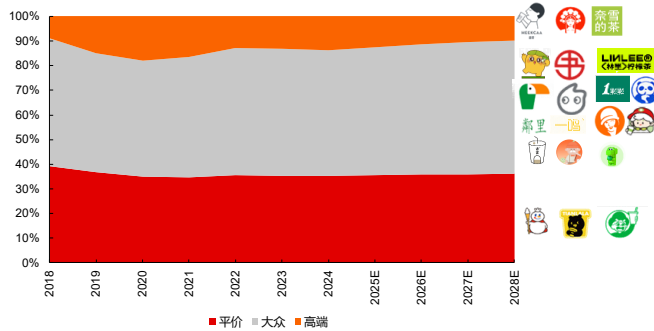
分价格带看茶饮行业增量空间，平价市场、大众市场 2025-2028 年市场规模 CAGR 分别为 19%和 20%，优于高端市场的 9%。竞争激烈程度/品牌集中度而言，古茗所在的大众市场集结了众多规模化品牌，竞争激烈程度超过高端市场（喜茶、奈雪、霸王茶姬）和平价市场（蜜雪、甜啦啦、益禾堂）。

图 29：预计 2025 年及以后现制茶饮行业市场规模增速略放缓（单位亿元 右轴为同比增速）



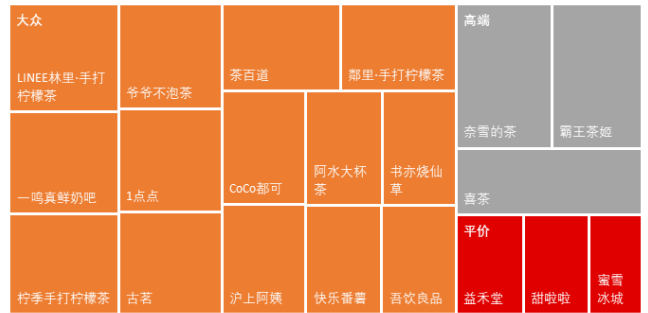
资料来源：公司公告，灼识咨询，中国国家统计局，国际货币基金组织，长江证券研究所

图 30：平价、大众、高端市场份额变化



资料来源：公司公告，灼识咨询，长江证券研究所

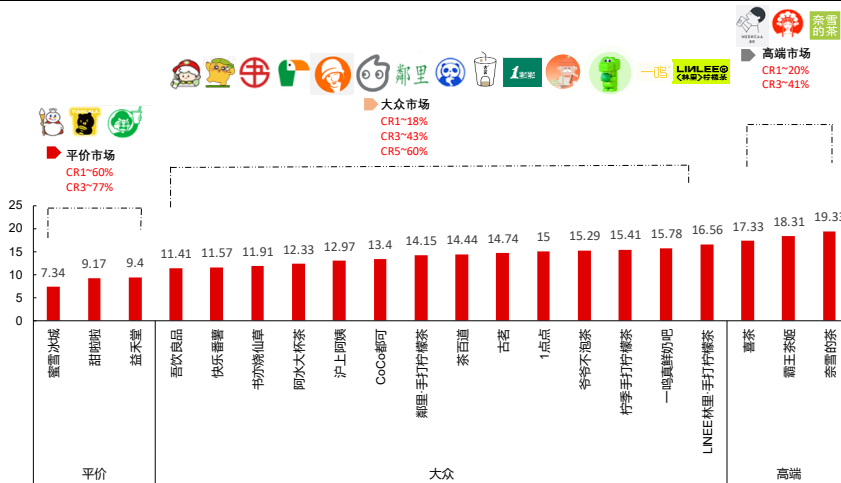
图 31：不同价格带现制茶饮核心品牌



资料来源：公司公告，灼识咨询，长江证券研究所

以量化视角看竞争激烈度，平价市场，蜜雪独占鳌头；高端市场，三足鼎立；大众市场，品牌多、竞争较为激烈。2023 年，平价市场，CR1（蜜雪）高达 60%¹，CR3 为 77%，甜啦啦、益禾堂等后来者难以望其项背；高端市场，CR1（霸王茶姬）约 20%，CR3 约 41%²，霸王茶姬创立晚、增长快，市场份额领先其他高端品牌，但未形成绝对优势；大众市场，CR1（古茗）约 18%，但 CR3 高达 43%，前三大市场份额均在 10%及以上，市场集中度较低，竞争相对激烈。

图 32：平价、大众、高端茶饮竞争格局分化（纵轴：平均客单价 元）

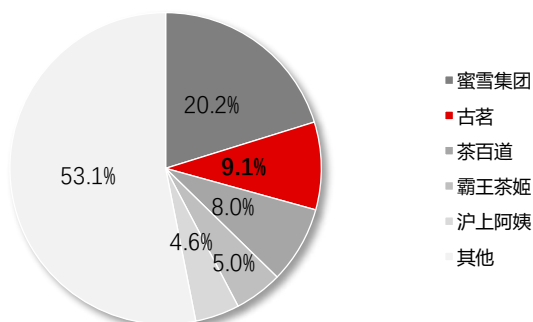


资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

¹ 此处为 2023 年数据，来自蜜雪集团招股书

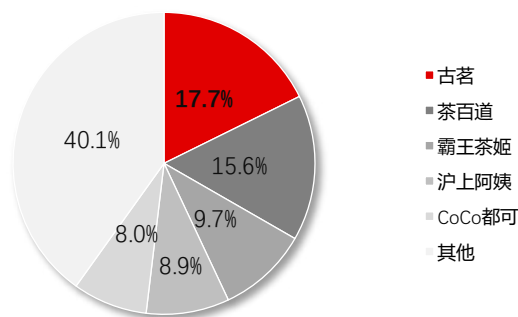
² 此处为 2024 年数据，来自霸王茶姬招股书

图 33：2023 年以 GMV 计的整体现制茶饮市场份额



资料来源：古茗招股书，长江证券研究所

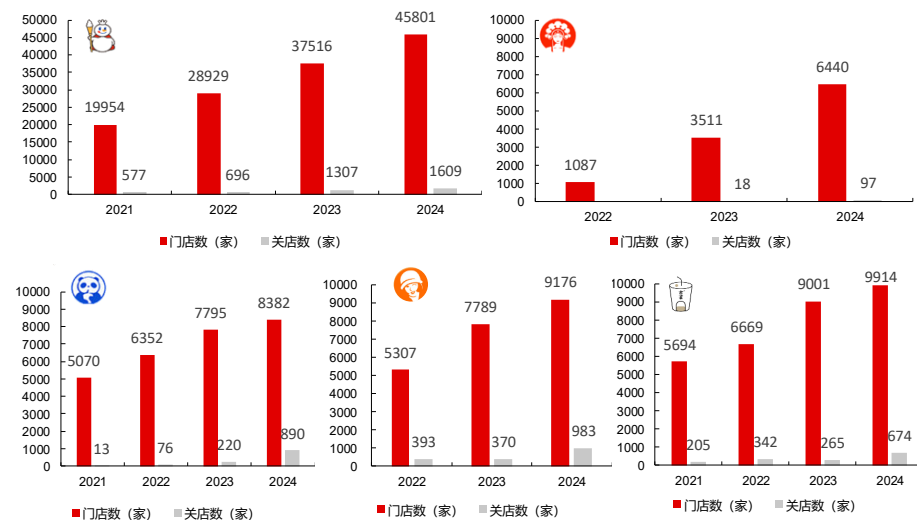
图 34：2023 年以 GMV 计的大众现制茶饮市场份额



资料来源：古茗招股书，长江证券研究所

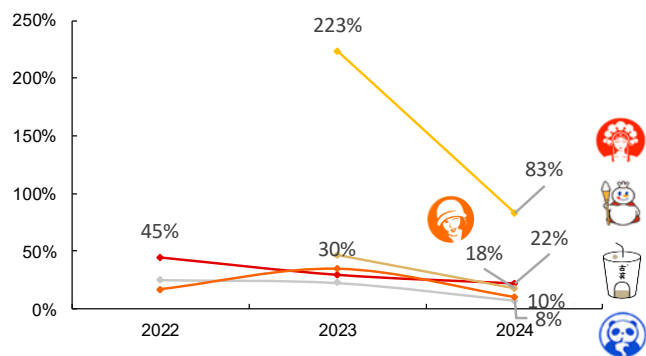
头部品牌经营初显分化，古茗更具韧性。大众市场中，古茗/茶百道/沪上阿姨，门店规模向万家靠近。但 2024 年，由于该价格带市场竞争加剧，整体增速放缓，各品牌关店数量均有明显提升，其中，沪上阿姨/茶百道/古茗闭店率分别达 10.7%/10.6%/6.8%。具体而言，2024 年，沪上阿姨/茶百道/古茗门店数量分别达 9176/8382/9914 家，净开店数量（期末门店数-期初门店数）分别达 1387/587/913 家，关店数量分别达 983/890/674 家。

图 35：近几年，蜜雪冰城、古茗、茶百道、霸王茶姬、沪上阿姨的总门店数及闭店数对比



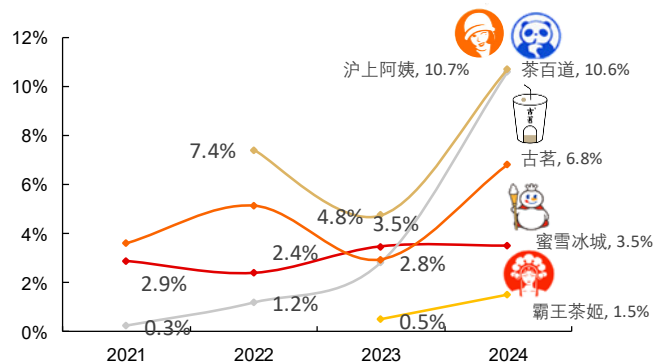
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 36：蜜雪冰城、古茗、茶百道、霸王茶姬、沪上阿姨的总门店数同比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 37：蜜雪冰城、古茗、茶百道、霸王茶姬、沪上阿姨的闭店率



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：闭店率为关店数量除以期末总门店数

单店层面亦呈现分化，古茗单店指标表现优于同业。2024 年，古茗单店日均 GMV 达 6500 元，同比下滑 4.4%；沪上阿姨单店日均 GMV 达 3833 元，同比下滑 10.4%。量价拆分，古茗日均出杯量下滑 7.9%，平均单价略增 3.8%；沪上阿姨，量价均有所承压，日均出杯量及平均单价分别下滑 8.5%/2.1%，横向对比量价的绝对数值，沪上阿姨出杯量低于同业，导致其日均销售额较低。2023 年，古茗/茶百道/沪上阿姨平均单店日均 GMV 分别同比 9.7%/3.4%/4.1%。

图 38：各茶饮品牌门店平均日均量价收入表现对比

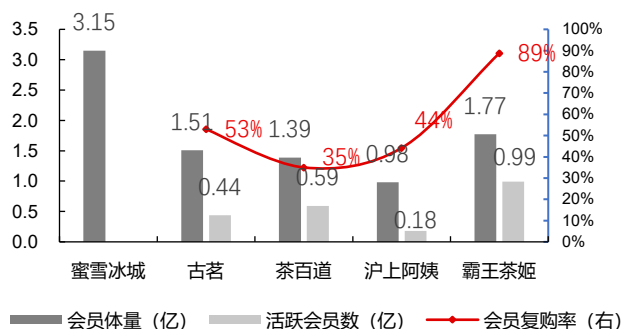
平均单店日均GMV (千元)	蜜雪	古茗	茶百道	沪上阿姨
2022	3.94	6.2	5.8	4.11
2023	4.13	6.8	5.9	4.28
2024	4.36	6.5	-	3.83

平均单店日均出杯量 (杯)	蜜雪	古茗	茶百道	沪上阿姨
2022	526	385	343	185
2023	608	417	357	206
2024	631	384	-	189

平均单价 (元/杯)	蜜雪	古茗	茶百道	沪上阿姨
2022	7.49	16.10	16.78	22.15
2023	6.79	16.31	16.64	20.72
2024	6.91	16.93	-	20.29

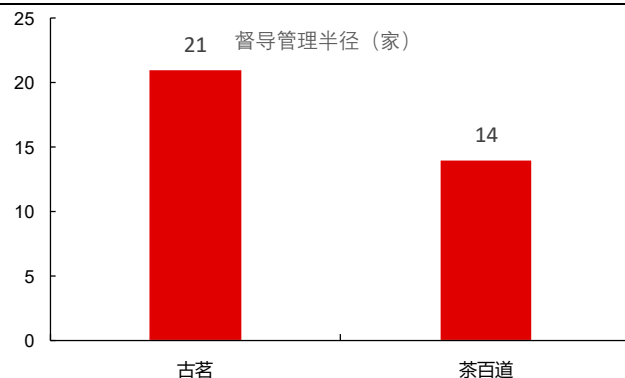
资料来源：蜜雪、古茗、茶百道招股书，公司公告，长江证券研究所

图 39：会员数体现覆盖消费者范围，复购率彰显消费者认可度



资料来源：公司公告，长江证券研究所³

图 40：督导管理半径体现管理精细度、开店密度、人效等多个指标水平



资料来源：公司公告，长江证券研究所⁴

竞争优势：稳扎稳打，高效制胜

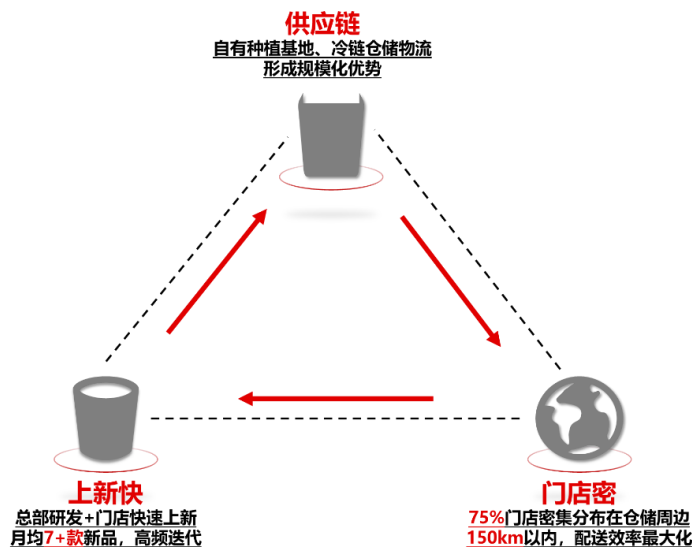
作为当前中国第二大现制茶饮品牌、大众市场第一大的古茗，门店数量突破万店规模的背后，是对下沉市场鲜果茶需求的细致洞察、独特清晰的加盟管理逻辑与门店扩张策略的相辅相成。总结来看，古茗的核心竞争优势可以归纳为其构建的“供应链-渠道-产品”的高效协同飞轮，三者共同驱动了运营的极致效率。

供应链端，公司通过自建种植基地、搭建全国最大的冷链仓储物流网络，形成了显著的规模化优势，为全链条高效运转奠定了坚实基础；**渠道层面**，古茗采取“区域加密”策略，将约 75% 的门店高度集中布局在仓储中心周边 150 公里范围内，极大压缩了配送半径与时间成本，实现了物流效率的最大化；**产品维度**，依托强总部研发能力和严终端执行体系，古茗实现了快速且高频的产品迭代，以最快的速度将产品铺设到门店的同时保障产品质量。供应链的规模化支撑、门店网络的密集高效配送、以及产品的快速迭代这三大支柱形成正向循环，共同构筑了古茗的“极致效率”优势，成为其持续扩张与盈利的核心驱动力。

³ 蜜雪会员数截至 2024 年 09 月 30 日；古茗和茶百道会员数及活跃会员数截至 2024 年 12 月 31 日，复购率分别为 2023 年全年和 2023 年第四季度数据；霸王茶姬会员数为截至 2024 年 12 月 31 日数据，活跃会员及复购率为 2024 年全年数据；沪上阿姨会员数为截至 2024 年 06 月 30 日数据，活跃会员、会员复购率为 2024 年上半年数据。

⁴ 古茗数据截至 2024 年 09 月 30 日；茶百道数据截至 2023 年 12 月 31 日。

图 41：古茗自建供应链+门店区域加密+上新快带来极致效率



资料来源：万物制图，咖门，公司公告，长江证券研究所

产品端：高频迭代，持续优化拓展产品矩阵

现制茶饮品牌的 **SKU 策略深度绑定其市场定位与供应链能力**。大众价格带品牌，古茗与沪上阿姨更注重推陈出新。古茗产品种类包括果茶、奶茶及咖啡产品，高性价比的鲜果茶为古茗的代表性产品，2024 年所有种类共推新 103 款，依托冷链网络保障鲜果新鲜度及高频上新迭代；截至 2025 年 5 月，SKU 中咖啡占 20.9%拓展增量；大单品型品牌蜜雪冰城与霸王茶姬聚焦奶茶等长效品类，分别占其 SKU 的 47.6%与 51.7%，以冰鲜柠檬水、伯牙绝弦等大单品驱动标准化；高端复合型奈雪的茶通过烘焙和其他产品组合拉升客单价，以场景融合突破增长瓶颈。

古茗与蜜雪的本质差异在于——古茗以供应链冷链能力支撑鲜度溢价，推新是化解鲜果短周期的刚需；蜜雪则依托非鲜原料的成本效率，以极简模型锁定下沉市场消费。古茗以鲜果茶和轻乳茶为核心，对保鲜时效、温控精度及配送频次提出严苛要求。主力产品“超 A 芝士葡萄”、“杨枝甘露”依赖芒果、葡萄等短保质期水果，轻乳茶系列的鲜奶原料及茶叶需全程冷链锁鲜；而蜜雪冰城鲜果茶原料多为罐头果浆，年均推新不高于 30 款，通过大单品，中长效型基础品项构建消费惯性。

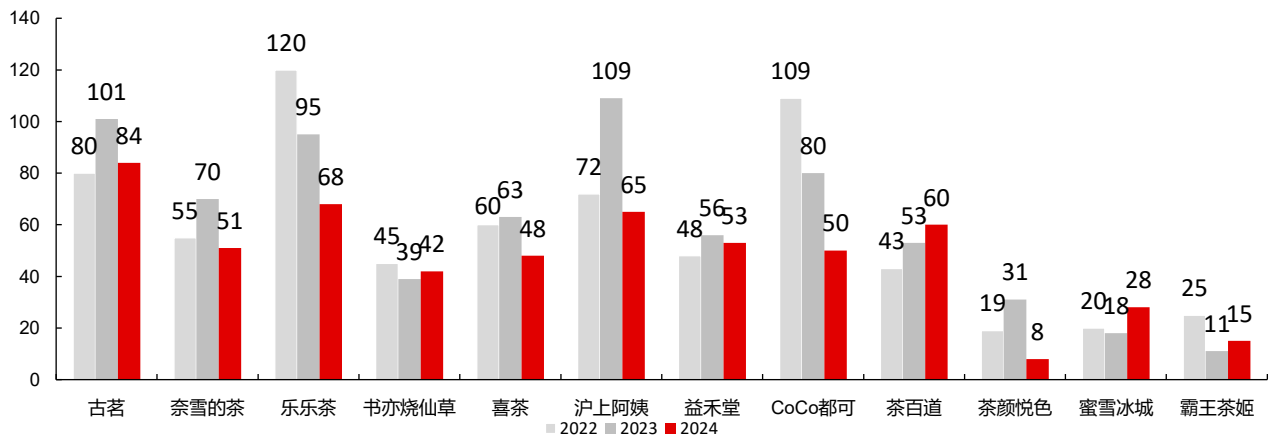
表 3：主要茶饮品牌不同产品 SKU（单位：个）

	茶百道	奈雪的茶	蜜雪冰城	霸王茶姬	古茗	沪上阿姨
鲜果茶	21	17	14	4	11	26
奶茶	17	5	20	15	13	6
纯茶	-	2	3	10	3	1
咖啡	-	4	5		9	-
酸奶	5	2	-		-	4
烘焙及其他	2	16	-		7	-
总数	45	46	42	29	43	37

资料来源：各品牌微信小程序，长江证券研究所统计 统计截至 2025 年 5 月 26 日

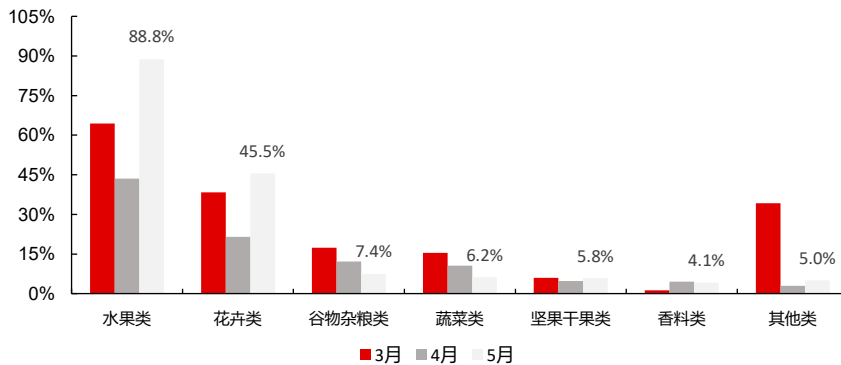
截至 2024 年 11 月，古茗累计推新 84 款产品，月均超 7 款，上新数量居行业首位，具备“品类全”“系列多”“同系产品丰富”的特点。其高频迭代本质是鲜果品类生存刚需的必然选择，快上快下的产品策略，以及后端研发能力的共同作用。2025 年 3-5 月，行业新品元素分布显示，水果类是新品的核心元素，5 月水果类新品占比达到 88.8%，果茶产品基本为季节限定产品，需要上新填补需求缺口。新品也是古茗的卖点之一，古茗 2021-2023 年十大畅销饮品中，2-3 款为当年或前年新品。高频推新实为果茶品牌对抗鲜果天然时效性的生存机制，供应链能力决定其能否将物理属性转化为商业生命周期。

图 42：2022-2024 年 11 月主要茶饮品牌产品上新数量对比（单位：个）



资料来源：咖门，长江证券研究所

图 43：2025 年 3-5 月现制茶饮行业新品元素分布



资料来源：公司招股书，古茗微信小程序，长江证券研究所

表 4：古茗部分新品推出后销售情况

产品	销量
云雾栀子青	推出首日 50+万杯,两天 100 万杯，推出后连续 8 周每周销量逾 200 万杯。
牛油果巴旦木奶昔	新系列推出当日即售空，单店最高出杯 420 杯，最快 24 小时内卖断货；上架 3 天销量突破 100 万杯，10 天售出 343 万杯，其中 2 款牛油果奶昔消耗 40 万斤牛油果，冷链车全国配送总里程达 130 万公里。
龙井系列	回归当日全国单日销量超 50 万杯。
千里暮山红	推出后 3 天即销售约 670 万杯，两个月内售出近 1500 万杯。

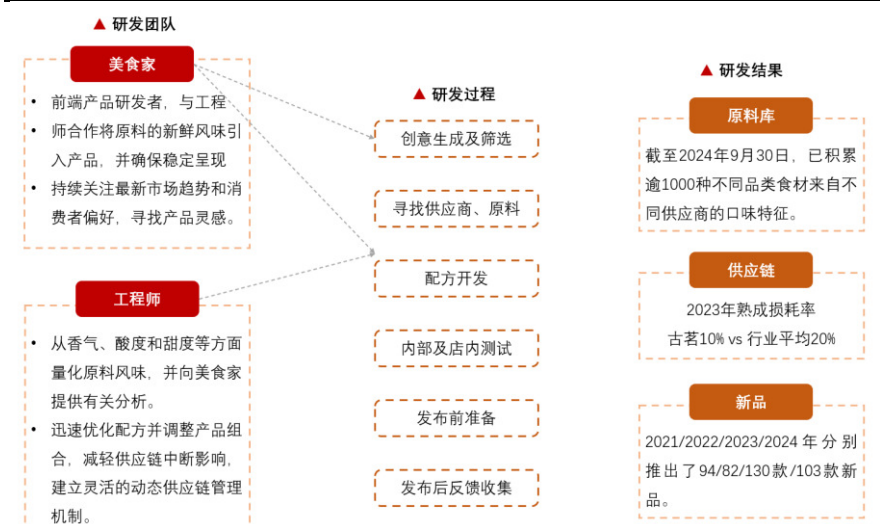
超 A 芝士葡萄

截至 2024 年 12 月底，销量超 1.8 亿杯。

资料来源：界面新闻，咖门，长江证券研究所

古茗的研发体系以美食家+工程师组成，可以支撑公司产品快速推陈出新，紧跟茶饮潮流趋势热点。公司研发团队由具备市场洞察力的美食家与拥有食品科技、农业及茶学专业背景的科学家组成，依托覆盖 1000+原料的风味数据库，量化香气、酸度、甜度等参数，实现创意生成的科学化筛选——美食家从消费者偏好、区域口味差异及供应商技术迭代中捕捉需求，工程师则基于原料物性数据匹配原产地特性。研发过程严格遵循六阶闭环：创意筛选→供应链适配→配方工程化→内部测试→门店验证→数据追踪，推动 2021-2023 年十大畅销品中 20%-30%为当年新品，并将水果熟成损耗率压至 10%，推新频率远高于行业平均，2021/2022/2023/2024 分别推出 94/82/130/103 款新品。

图 44：古茗高频推新背后的研发能力支撑

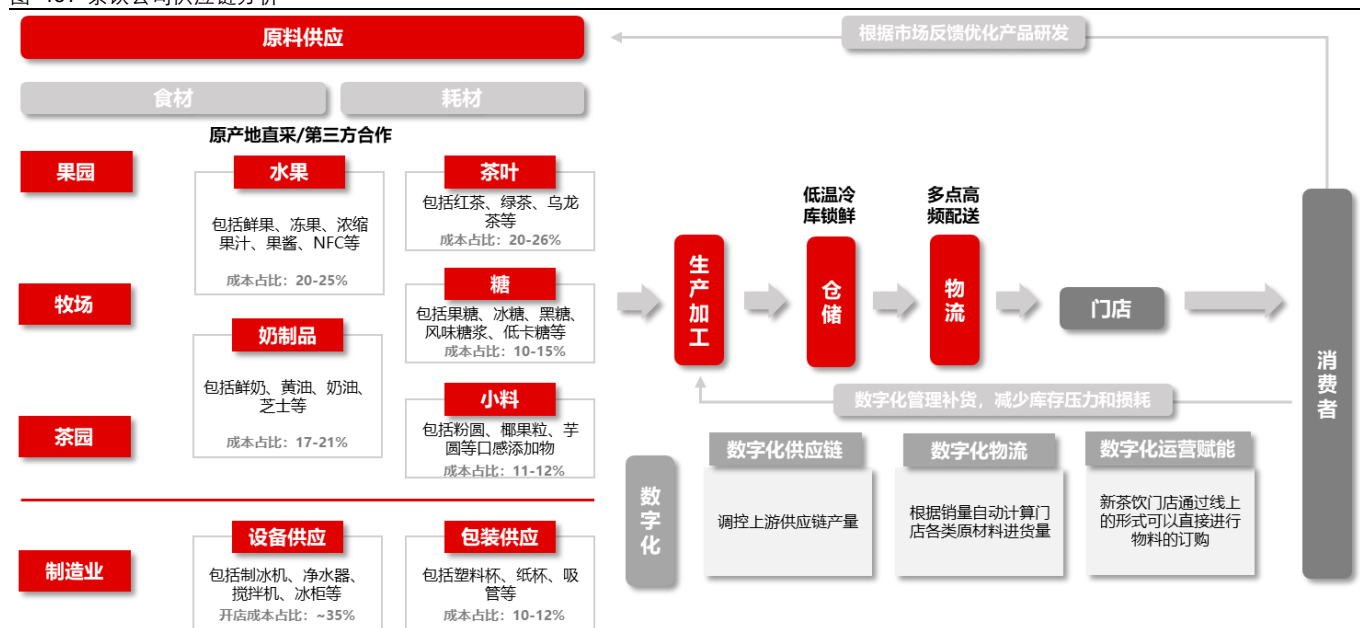


资料来源：古茗招股书，长江证券研究所

供应链：效率突出，冷链物流赋能下沉市场

在茶饮行业加速迈向“万店时代”的背景下，供应链能力的效率已成为追求规模化、连锁化扩张品牌的核心胜负手。对于古茗而言，其鲜果茶产品对“保鲜+配送”要求高，原材料鲜度决定产品复购与口碑，而新鲜度与品质高度依赖于高频供货+控温保障；密集开店策略进一步压缩配送半径与履约时效要求，但另一方面也极大提高了对供应链网络覆盖深度、响应速度及稳定性的依赖度，若无自建冷链则成本与稳定性难控。因此，古茗的供应链建设，既是支撑其密集开店与高频上新战略得以实施的先决条件（“因”），也是该战略下规模化运营倒逼出的核心能力与竞争壁垒（“果”），两者相互强化。

图 45：茶饮公司供应链分析



资料来源：沙利文，行行查，长江证券研究所

图 46：茶饮供应链薄弱导致的连锁反应



资料来源：长江证券研究所

对比四大头部现制茶饮品牌现有的供应链体系：1) 蜜雪冰城供应链体系规模最大、最完整、最纵深；2) 古茗冷链仓储及物流基础设施布局行业领先，拥有规模最大的冷链仓储及物流基础设施，且使用三温仓物流车（相较常温和冷冻两温仓，多了冷藏仓，更有利于鲜果运输），此外，公司稳扎稳打、把进入区域做“透”的开店策略下形成的密集门店网络更强化了仓储及物流效率。

图 47：主要茶饮品牌供应链对比



资料来源：各品牌招股书，年报，CBNDData，长江证券研究所

古茗如何构建领先的供应链效率？

1) 原材料采购环节：古茗依托集中采购模式构建成本优势，采购范围覆盖新鲜水果、果汁、茶叶、乳制品及糖制品等原料、包装材料以及泡茶机、制冰机和冷冻柜等设备。公司采购中心包括 110 名员工，与产品研发团队无缝合作，从产地直采新鲜水果、茶叶等主要原料。公司从包括海外在内的多个产地进行采购，从秘鲁、智利及墨西哥采购优质牛油果，同时在西双版纳自建柠檬基地，保证原材料新鲜度和品质。2023 年，公司采购涵盖 36 个品种约 8.5 万吨的新鲜水果，向门店供应芒果的价格较市价低约 30%。

2) 生产加工环节：古茗运营三个加工工厂处理原料，同时有一个位于浙江诸暨的工厂在建（茶百道/沪上阿姨分别拥有一个包装材料制造工厂和生产工厂）。2023 年及 2024 年 Q1-3，公司向加盟商提供的原料中约 13%经自有加工工厂处理。此外，公司超高压灭菌技术（HPP）处理果汁量规模居行业首位，保持果汁新鲜风味。2023 年，公司将熟成损耗率降至 10%，远低于行业平均约 20%。

表 5：古茗加工工厂情况（不包括浙江诸暨加工工厂）

加工工厂	产品	地点	利用率			
			2021	2022	2023	2024 年 1-9 月
励川加工工厂	茶叶拼配	杭州	45%	50%	69%	81%
果如加工工厂	混合果汁	杭州	74%	56%	69%	51%
广西加工工厂	茶叶拼配	广西	45%	46%	63%	79%

资料来源：古茗招股书，长江证券研究所

3) 仓储环节：古茗运营 22 个总面积约 22 万平方米的仓库，能够支持各温度范围内超 6 万平方米的冷库库容，支持不同温度区间冷藏。公司约 70% 的门店位于仓库 150 公里范围内。2023 年，完成了总价值超 40 亿元的原料冷链配送，规模居首位。由于区域门店密度高，古茗投资仓库与物流更具成本效益，公司仓库为自主运营，优于同业第三方运营模式。

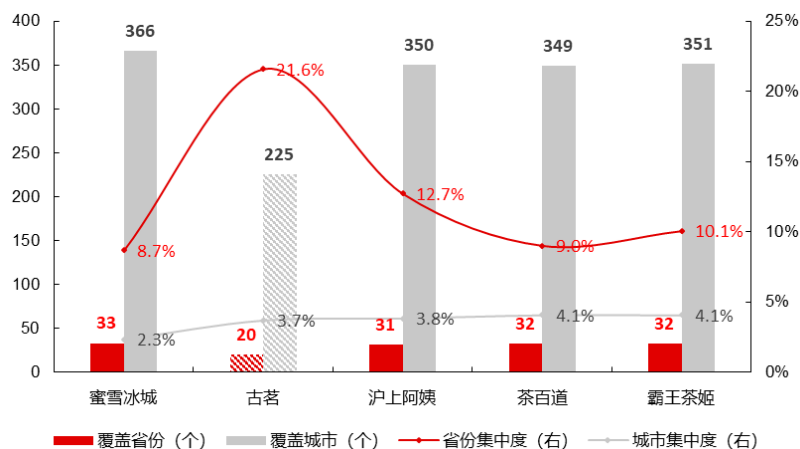
4) 物流环节：古茗直接运营拥有 362 辆运输车，向 97% 的门店提供两日一配的冷链配送服务，运营冷链仓储及物流设施为行业规模最大之一。相比之下，茶百道/沪上阿姨为每周 2 次配送，主要使用第三方物流车队；行业平均为四日一配，且通常不提供冷链支持配送。2023 年，在按 GMV 计的中国前十大现制茶饮品牌中，古茗是唯一一家能够向低线城市门店两日一配短保质期鲜果和鲜奶的企业。

渠道端：地域加密，门店网络高质量扩张

区别于其他头部茶饮品牌的全国性铺店，古茗采取地域加密的开店策略。该策略以单省 500 家门店为关键规模节点，通过重点省份超高密度布局凸显规模经济效应，借助在已有关键省份所积累的经验 and 优势，公司可以策略性的进入邻近省份：截至招股书披露，公司已在浙江、福建、江西、广东、湖北、江苏、湖南及安徽 8 省达成关键规模，并在全国 17 个省份建立布局。2023 年，在八个达到关键规模省份中，古茗占据大众现制茶饮 25% 的市场份额；在最早达成关键规模的浙江、福建、江西三省以及该省的每个地级市，古茗达到市占率第一，占据全价格带市场份额的 25%、大众现制茶饮市场份额的 45%。

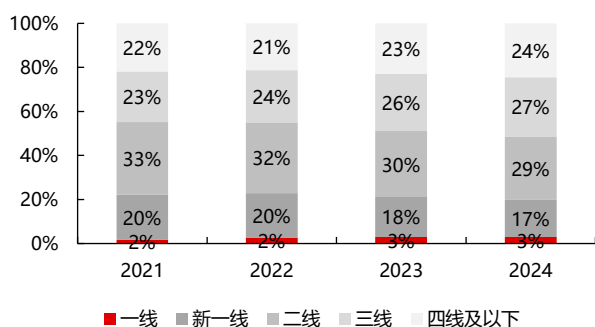
古茗地域加密的开店策略优势主要体现在 1) 资源配置效率提升：公司战略性地选择目标省份扩张，优先配置资源覆盖该省份，使管理团队能够集中精力，并通过对加盟商的集中管理提高效率；2) 与仓储和物流效率形成互文：仓配网络与门店密度的精准匹配，通过规模效应降低物流成本，可向邻近省份渗透；3) 下沉市场渗透：依托区域密度构建的物流仓储网络，公司在下沉市场更具备优势，可成功渗透至三线及以下城市，尤其各县级城市的乡镇。受益于地域加密的开店策略，虽然古茗门店数量已接近万店体量，但截至 2024 年 Q3 仍有 17 个空白省份尚未进入，对比其他茶饮品牌覆盖省份及城市，具备充分的长期开店空间。

图 48：主要茶饮品牌覆盖省份城市及集中度对比⁵



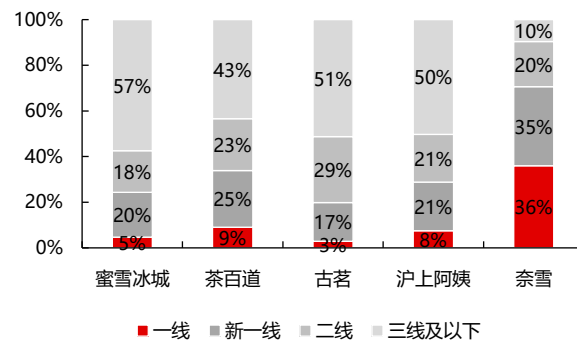
资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所 数据截至 2025/6/23

图 49：古茗各城市线级门店数量占比：二三线及以下城市占比高



资料来源：公司招股书，长江证券研究所

图 50：2024 年各茶饮品牌城市分布对比



资料来源：各公司招股书，年报，长江证券研究所

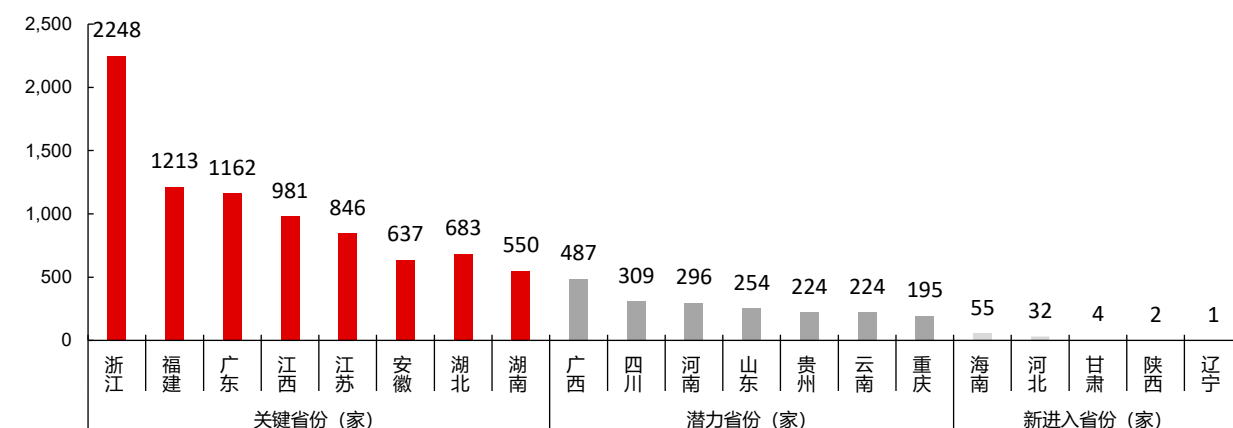
未来成长性：茶咖品类延展，从区域走向全国潜力可观

开店测算：中国大陆仍具备一倍以上空间

截至 2025 年 6 月，古茗全国门店总数已达 10403 家（窄门餐眼），覆盖 20 个省份、225 个城市，门店扩张继续沿着地域加密策略稳步推进。公司已在浙江、福建、广东、江西、湖北、江苏、湖南、安徽等 8 个省份完成关键规模布局，合计占全国门店总数的 80%，其中浙江、福建、江西三省在全价格带茶饮市场中市占率位居第一。在潜力省份方面，广西门店数已达 487 家，临近关键规模门槛；其余潜力省份门店均接近 200-300 家区间。多个北方省份处于布局初期阶段，门店数尚不足 100 家，具备长期渗透空间，未来有望复制已验证的高密度扩张路径，推动从区域走向全国的进程加速。

⁵ 省份/城市集中度为该品牌门店最多的省份下面的门店数占全国门店数的比例

图 51：古茗门店数量：8 省已达关键规模，广西即将突破 500 家



资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

注：数据截至至 2025 年 6 月 22 日。

测算古茗未来的开店空间：

情境一：假设古茗不向其他未进入城市扩张，我们测算预计 2030 年古茗的开店空间在乐观、中性、悲观假设下分别达到 13750、9886、5982 家，对应理论店铺数量为 23303、19419、15535 家，5 年 CAGR 分别为 20%、15%、10%。

测算方面，我们认为：（1）参考各茶饮品牌头部公司的开店趋势，分城市级别的开店增速差异化明显，各城市级别开店天花板有别；（2）此外，应考量各城市的人口密度、消费能力和茶饮市场竞争格局。因此，我们采取分城市讨论各城市开店空间的测算方法，同时参考各城市人均 GDP 及当前茶饮行业店铺密度，引入消费能力系数和竞争格局系数，实际测算 213 所城市，对应古茗 9553 家的茶饮店铺数量。

具体而言，基于极海、红餐大数据和城市统计年鉴数据，对古茗各线城市开店空间进行情景化测算，核心测算指标构建遵循三重逻辑：（1）以各线级内古茗现有每万人店铺数最高值城市为门店店铺密度理论基准，反映头部城市饱和状态下的市场容量上限；（2）引入消费能力系数（城市人均 GDP/线级内最高人均 GDP），平衡区域经济及消费能力差异；（3）引入竞争系数（竞争程度=各城市茶饮行业每百万人店铺数/线级内平均茶饮行业每百万人店铺数，竞争系数=1/竞争程度），反映竞争格局激烈程度导致的进入壁垒；（4）分情景设定参数，中性情景直接应用上述基准，乐观/悲观情景分别对标更高供给密度或保守阈值。

测算结果显示，中性假设下，古茗在当前已进入城市的理论开店空间达 9866 家，5 年复合增长率 15%，其中二、三、四线城市贡献核心增量——开店空间达 7597 家，占比 77%，四线/五线/新一线/三线/二线城市 5 年 CAGR 分别为 20%/17%/16%/15%/11%/8%；乐观情景下，理论空间攀升至 13750 家，5 年 CAGR 为 20%，四线/五线/新一线/三线/二线城市 5 年 CAGR 为 25%/22%/20%/19%/15%/12%，高线级城市受益于消费能力弹性释放；悲观情景下，总量空间收窄至 5982 家，5 年 CAGR 10%。

图 52：古茗在已进入城市中的开店空间情景测算（假设 2030 年达到理论店铺数量）

中性情景：

城市级别/(家)	现有店铺数量	理论店铺数量	平均每百万人店铺数	理论每百万人店铺数	开店空间	5年CAGR
一线城市	257	384	7.1	7.4	127	8%
新一线城市	1286	2664	7.8	18.5	1378	16%
二线城市	2398	4035	13.8	31.0	1637	11%
三线城市	2971	5857	9.7	32.7	2886	15%
四线城市	2022	5096	10.3	32.2	3074	20%
五线城市	619	1384	7.6	23.3	765	17%
总计	9553	19419	9.7	32.7	9866	15%

乐观情景：

城市级别/(家)	现有店铺数量	理论店铺数量	平均每百万人店铺数	理论每百万人店铺数	开店空间	5年CAGR
一线城市	257	460	7.1	8.9	203	12%
新一线城市	1286	3197	7.8	24.0	1911	20%
二线城市	2398	4842	13.8	40.3	2444	15%
三线城市	2971	7028	9.7	42.5	4057	19%
四线城市	2022	6115	10.3	41.9	4093	25%
五线城市	619	1661	7.6	30.4	1042	22%
总计	9553	23303	9.7	42.5	13750	20%

悲观情景：

城市级别/(家)	现有店铺数量	理论店铺数量	平均每百万人店铺数	理论每百万人店铺数	开店空间	5年CAGR
一线城市	257	307	7.1	5.9	50	4%
新一线城市	1286	2131	7.8	14.8	845	11%
二线城市	2398	3228	13.8	24.8	830	6%
三线城市	2971	4685	9.7	26.2	1714	10%
四线城市	2022	4077	10.3	25.8	2055	15%
五线城市	619	1107	7.6	18.7	488	12%
总计	9553	15535	9.7	26.2	5982	10%

附注：

● 数据来源与覆盖范围

1. 古茗店铺数量数据来源于极海（统计截至 2025 年 6 月 27 日），覆盖全国 213 个地级及以上城市，共包括古茗现有店铺数量 9553 家。
2. 茶饮行业店铺数量数据来源于红餐大数据平台茶饮类目（统计截至 2025 年 4 月 22 日）。
3. 人口与人均 GDP 数据来源于对应城市 2024 年度统计年鉴。

● 核心指标定义与计算方法

1. 每百万人店铺数量计算方式：每百万人店铺数（现有）=城市现有茶饮店铺数量/城市人口数量（万人）*100
2. 理论每百万人店铺数基准值：理论每百万人店铺数=max(线级内各城市现有每百万人店铺数)
3. 消费能力系数调整：消费能力系数=城市人均 GDP/所属线级内人均 GDP 最高值
4. 竞争系数调整：竞争系数=min(2, 所属线级城市茶饮行业平均每百万人茶饮店铺数/城市每百万人茶饮店铺数)
5. 理论店铺数量（基线）计算方式：理论店铺数量（基线）=人口数量（万人）×理论每百万人店铺数×消费能力系数÷100
6. 最终理论店铺数量计算方式：理论店铺数量=max（现有店铺数量，理论店铺数量（基线））
7. 开店空间计算方式：开店空间=理论店铺数量-当前店铺数量

● 一线城市理论店铺数量计算方法

由于古茗已进入的一线城市仅有两家，不宜使用上述方法，故一线城市理论店铺数量的计算方法为：理论店铺数量=现有店铺数量×行业增速

资料来源：极海，红餐大数据，各城市统计年鉴，长江证券研究所

图 53：已进入城市古茗开店空间测算

城市	门店数(家)	城市等级	人口(万人)	人均GDP(元)	每百万人店数(家)	消费能力系数	竞争系数	理论每百万人店数(家)	理论店数(基准)(家)	理论店数(家)
广州	135	一线城市	1825	170061	7.4	0.8	0.7	7.4	77	201
深圳	122	一线城市	1775	207370	6.9	1.0	0.9	7.4	115	182
宁波	201	新一线城市	1025	177069	19.6	0.9	1.0	18.5	182	201
杭州	192	新一线城市	1299	168332	14.8	0.9	0.9	18.5	188	192
东莞	117	新一线城市	1114	110210	10.5	0.6	0.6	18.5	74	117
苏州	127	新一线城市	1360	196555	9.3	1.0	0.8	18.5	208	208
武汉	128	新一线城市	1374	153600	9.3	0.8	1.0	18.5	198	198
合肥	100	新一线城市	1004	134495	10.0	0.7	1.0	18.5	131	131
长沙	103	新一线城市	1101	138676	9.4	0.7	0.8	18.5	127	127
成都	73	新一线城市	2156	109069	3.4	0.6	1.2	18.5	270	270
郑州	17	新一线城市	1323	109846	1.3	0.6	1.4	18.5	195	195
青岛	34	新一线城市	1046	159846	3.3	0.8	1.4	18.5	221	221
昆明	52	新一线城市	881	93951.9	5.9	0.5	0.8	18.5	64	64
重庆	140	新一线城市	3231	99644.3	4.3	0.5	1.8	18.5	570	570
西安	2	新一线城市	1393	95574.2	0.1	0.5	1.3	18.5	170	170
温州	353	二线城市	1001	97077.3	35.3	0.5	1.0	31.0	164	353
金华	146	二线城市	764	90648.2	19.1	0.5	0.7	31.0	85	146
绍兴	142	二线城市	547	152868	25.9	0.8	1.0	31.0	141	142
嘉兴	131	二线城市	573	132118	22.9	0.7	0.9	31.0	109	131
泉州	182	二线城市	952	137589	19.1	0.7	0.8	31.0	170	182
福州	177	二线城市	889	160083	19.9	0.9	0.9	31.0	218	218
厦门	136	二线城市	550	156133	24.7	0.8	0.6	31.0	90	136
惠州	123	二线城市	632	97083.7	19.5	0.5	0.7	31.0	70	123
佛山	113	二线城市	922	144846	12.2	0.8	0.5	31.0	120	120
中山	59	二线城市	451	91960.1	13.1	0.5	0.6	31.0	39	59
珠海	38	二线城市	253	177229	15.0	0.9	0.6	31.0	44	44
南昌	150	二线城市	715	109111	21.0	0.6	1.0	31.0	124	150
无锡	120	二线城市	753	215924	15.9	1.1	0.7	31.0	194	194
南通	115	二线城市	780	159183	14.7	0.8	1.0	31.0	206	206
常州	93	二线城市	543	199136	17.1	1.1	0.7	31.0	129	129
徐州	59	二线城市	1029	92725.8	5.7	0.5	1.4	31.0	222	222
南宁	115	二线城市	897	63895.3	12.8	0.3	0.6	31.0	57	115
烟台	23	二线城市	697	154594	3.3	0.8	1.6	31.0	278	278
临沂	22	二线城市	1111	59010.1	2.0	0.3	1.6	31.0	172	172
济南	20	二线城市	947	142875	2.1	0.8	1.3	31.0	279	279
潍坊	19	二线城市	972	84426.6	2.0	0.4	1.7	31.0	235	235
贵阳	49	二线城市	692	83508.5	7.1	0.4	1.0	31.0	93	93
石家庄	9	二线城市	1150	71303.9	0.8	0.4	1.8	31.0	242	242
兰州	4	二线城市	444	81906.9	0.9	0.4	1.1	31.0	64	64
台州	140	三线城市	694	95932.8	20.2	0.6	0.8	32.7	106	140
湖州	123	三线城市	346	121651	35.5	0.7	0.6	32.7	51	123
漳州	124	三线城市	534	113598	23.2	0.7	0.8	32.7	89	124
宁德	105	三线城市	302	129010	34.7	0.8	0.9	32.7	67	105
莆田	92	三线城市	361	95493.6	25.5	0.6	0.9	32.7	62	92
汕头	68	三线城市	533	59422.2	12.8	0.3	0.7	32.7	42	68
揭阳	58	三线城市	542	46695.7	10.7	0.3	0.8	32.7	39	58
江门	42	三线城市	473	89026.4	8.9	0.5	0.6	32.7	46	46
湛江	42	三线城市	701	54771.2	6.0	0.3	0.7	32.7	51	51
肇庆	41	三线城市	418	69782.9	9.8	0.4	0.6	32.7	36	41
清远	35	三线城市	410	54978.8	8.5	0.3	0.7	32.7	30	35
潮州	35	三线城市	259	54201.5	13.5	0.3	0.8	32.7	22	35
德州	135	三线城市	947	52154	14.3	0.3	1.1	32.7	102	135
上饶	127	三线城市	681	54664.5	18.7	0.3	1.3	32.7	91	127

资料来源：极海，红餐大数据，各城市统计年鉴，长江证券研究所 注：图片未包含全部测算城市，共测算 213 所城市。

情境二：假设古茗继续扩张至当前未进入城市，我们测算预计 2030 年古茗的开店空间在乐观、中性、悲观假设下分别达到 25088、19314、13541 家，对应理论店铺数量为 34641、28867、23094 家，5 年 CAGR 分别为 29%、25%、19%。测算结果显示，中性假设下，古茗在全国所有城市理论开店空间达 19314 家，相较于情境一增加 9448 家，5 年复合增长率 25%，依旧是二、三、四线城市贡献核心增量，开店空间分别为 3016/5431/7588，较情境一分别增加 1379/2545/4514 家，四线/一线/三线/五线/新一线城市/二线 5 年 CAGR 分别为 37%/26%/23%/20%/19%/18%；乐观情景下，理论空间攀升至 25088 家，较情境一增加 11338 家，5 年 CAGR 29%；悲观情景下，总量空间收窄至 13541 家，较情境一增加 7558 家，5 年 CAGR 19%。

图 54：古茗在全国所有城市中的开店空间情景测算（假设 2030 年达到理论店铺数量）

中性情景：

城市级别/(家)	现有店铺数量	理论店铺数量	平均每百万人店铺数	理论每百万人店铺数	开店空间	5年CAGR
一线城市	257	812	3.8	7.8	555	26%
新一线城市	1286	3098	11.1	32.1	1812	19%
二线城市	2398	5414	15.8	48.2	3016	18%
三线城市	2971	8402	18.4	71.4	5431	23%
四线城市	2022	9610	17.3	69.0	7588	37%
五线城市	619	1530	7.3	44.1	911	20%
总计	9553	28867	13.6	71.4	19314	25%

乐观情景：

城市级别/(家)	现有店铺数量	理论店铺数量	平均每百万人店铺数	理论每百万人店铺数	开店空间	5年CAGR
一线城市	257	1056	9.3	10.2	799	33%
新一线城市	1286	3718	13.3	41.8	2432	24%
二线城市	2398	6497	22.3	62.6	4099	22%
三线城市	2971	10082	10.0	92.8	7111	28%
四线城市	2022	11532	7.8	89.8	9510	42%
五线城市	619	1837	3.4	57.4	1218	24%
总计	9553	34641	8.5	92.8	25088	29%

悲观情景：

城市级别/(家)	现有店铺数量	理论店铺数量	平均每百万人店铺数	理论每百万人店铺数	开店空间	5年CAGR
一线城市	257	650	9.3	6.3	393	20%
新一线城市	1286	2479	13.3	25.7	1193	14%
二线城市	2398	4331	22.3	38.6	1933	13%
三线城市	2971	6722	10.0	57.1	3751	18%
四线城市	2022	7688	7.8	55.2	5666	31%
五线城市	619	1224	3.4	35.3	605	15%
总计	9553	23094	8.5	57.1	13541	19%

附注：
● 数据来源与覆盖范围

- 古茗店铺数量数据来源于极海（统计截至 2025 年 6 月 27 日），覆盖全国 300 个地级及以上城市，剔除缺乏人均 GDP 及人口数量披露的部分城市。注：受数据可得性限制，部分城市未纳入测算范围（多为五线城市），实际下沉市场空间可能存在一定低估。
- 茶饮行业店铺数量数据来源于红餐大数据平台茶饮类目（统计截至 2025 年 4 月 22 日）。
- 人口与人均 GDP 数据来源于对应城市 2024 年度统计年鉴。

● 核心指标定义与计算方法

- 每百万人店铺数量计算方式：每百万人店铺数（现有）=城市现有茶饮店铺数量/城市人口数量（万人）*100
- 理论每百万人店铺数基准值：理论每百万人店铺数=max(线级内各城市现有每百万人店铺数)
- 消费能力系数调整：消费能力系数=城市人均 GDP/所属线级内人均 GDP 最高值
- 竞争系数调整：竞争系数=min(2, 所属线级城市茶饮行业平均每百万人茶饮店铺数/城市每百万人茶饮店铺数)
- 理论店铺数量（基线）计算方式：理论店铺数量（基线）=人口数量（万人）×理论每百万人店铺数×消费能力系数÷100
- 最终理论店铺数量计算方式：理论店铺数量=max（现有店铺数量，理论店铺数量（基线））
- 开店空间计算方式：开店空间=理论店铺数量-当前店铺数量

资料来源：极海，红餐大数据，各城市统计年鉴，长江证券研究所

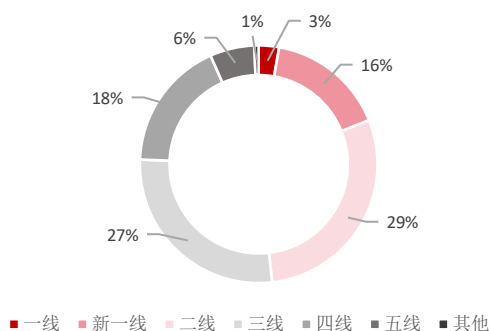
图 55：所有城市古茗开店空间测算

城市	门店数量(家)	城市等级	人口(万人)	人均GDP(元)	每百万人店铺数(家)	消费能力系数	竞争系数	理论每百万人店铺数(家)	理论店铺数量(基准)(家)	理论店铺数量(家)
北京	0	一线城市	2439	19625	0.0	0.7	1.7	7.85	225	225
上海	0	一线城市	3831	25405	0.0	0.9	1.2	7.85	331	331
广州	135	一线城市	1900	21378	7.1	0.8	0.7	7.85	80	135
深圳	122	一线城市	1545	27885	7.9	1.0	0.9	7.85	106	122
成都	73	新一线城市	1027	9035	7.1	0.5	1.2	32.15	180	180
重庆	140	新一线城市	1622	5649	8.6	0.3	1.8	32.15	275	275
杭州	192	新一线城市	1135	17739	16.9	0.9	0.9	32.15	293	293
武汉	128	新一线城市	1002	12983	12.8	0.7	1.0	32.15	207	207
苏州	127	新一线城市	1250	21733	10.2	1.1	0.8	32.15	359	359
西安	2	新一线城市	526	7906	0.4	0.4	1.3	32.15	90	90
南京	0	新一线城市	850	15308	0.0	0.8	0.8	32.15	183	183
长沙	103	新一线城市	571	9939	18.0	0.5	0.8	32.15	80	103
天津	0	新一线城市	1345	14086	0.0	0.7	1.4	32.15	443	443
郑州	17	新一线城市	620	8279	2.7	0.4	1.4	32.15	117	117
东莞	117	新一线城市	558	11966	21.0	0.6	0.6	32.15	69	117
青岛	34	新一线城市	901	12443	3.8	0.6	1.4	32.15	251	251
昆明	52	新一线城市	563	12137	9.2	0.6	0.8	32.15	90	90
宁波	201	新一线城市	953	17833	21.1	0.9	1.0	32.15	289	289
合肥	100	新一线城市	295	5901	33.9	0.3	1.0	32.15	29	100
佛山	113	二线城市	819	17900	13.8	0.8	0.5	48.19	165	165
沈阳	0	二线城市	894	12844	0.0	0.5	1.3	48.19	309	309
济南	20	二线城市	802	14549	2.5	0.6	1.3	48.19	301	301
无锡	120	二线城市	1038	24042	11.6	1.0	0.7	48.19	373	373
厦门	136	二线城市	403	49284	33.7	2.1	0.6	48.19	262	262
福州	177	二线城市	777	13330	22.8	0.6	0.9	48.19	198	198
温州	353	二线城市	672	9423	52.5	0.4	1.0	48.19	134	353
金华	146	二线城市	437	9899	33.4	0.4	0.7	48.19	67	146
哈尔滨	0	二线城市	701	8263	0.0	0.4	1.8	48.19	218	218
大连	0	二线城市	893	16484	0.0	0.7	1.6	48.19	488	488
贵阳	49	二线城市	220	6793	22.3	0.3	1.0	48.19	30	49
南宁	115	二线城市	340	5569	33.9	0.2	0.6	48.19	24	115
泉州	182	二线城市	774	11843	23.5	0.5	0.8	48.19	148	182
石家庄	9	二线城市	817	9933	1.1	0.4	1.8	48.19	300	300
长春	0	二线城市	609	8312	0.0	0.4	1.7	48.19	174	174
南昌	150	二线城市	399	9584	37.6	0.4	1.0	48.19	76	150
惠州	123	二线城市	357	12067	34.4	0.5	0.7	48.19	61	123
常州	93	二线城市	505	14842	18.4	0.6	0.7	48.19	112	112
嘉兴	131	二线城市	433	13149	30.2	0.6	0.9	48.19	103	131
徐州	59	二线城市	537	6159	11.0	0.3	1.4	48.19	96	96
南通	115	二线城市	615	7814	18.7	0.3	1.0	48.19	99	115
太原	0	二线城市	334	11339	0.0	0.5	1.2	48.19	92	92
保定	0	二线城市	594	5959	0.0	0.3	1.5	48.19	111	111
珠海	38	二线城市	263	25053	14.5	1.1	0.6	48.19	82	82
中山	59	二线城市	268	13298	22.0	0.6	0.6	48.19	42	59
兰州	4	二线城市	253	8949	1.6	0.4	1.1	48.19	50	50
临沂	22	二线城市	459	4666	4.8	0.2	1.6	48.19	70	70
潍坊	19	二线城市	597	7170	3.2	0.3	1.7	48.19	153	153
烟台	23	二线城市	740	11439	3.1	0.5	1.6	48.19	272	272
绍兴	142	二线城市	609	12892	23.3	0.6	1.0	48.19	165	165
台州	140	三线城市	505	8479	27.7	0.7	0.8	71.38	202	202
海口	23	三线城市	110	22282	20.9	1.8	0.5	71.38	64	64
乌鲁木齐	0	三线城市	241	12689	0.0	1.0	0.8	71.38	135	135
洛阳	19	三线城市	365	5994	5.2	0.5	1.5	71.38	184	184
廊坊	0	三线城市	276	5553	0.0	0.4	0.9	71.38	79	79

资料来源：极海，红餐大数据，各城市统计年鉴，长江证券研究所 注：图片仅包含部分城市，共测算 315 所城市。

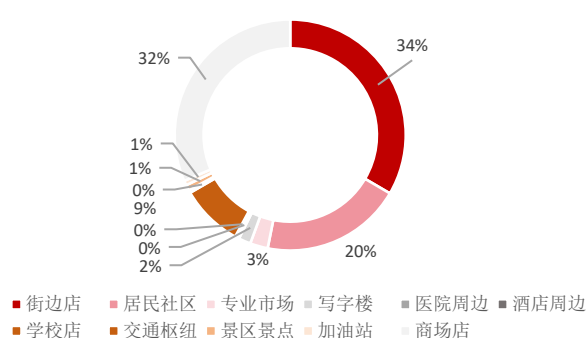
现制茶饮的行业开店增量主要来自于三线及以下城市的下沉市场，这与古茗已有的布局策略高度契合。根据我们茶饮行业报告中的预测，低线城市贡献全国茶饮行业主要增量，三线及以下城市开店空间达 45.3 万家，占比 69%。截至 2025 年 6 月，古茗在三线及以下城市的门店占比达 52%，一线+新一线/二/三/四线及以下城市分别占比 19%/29%/27%/24%。在选址策略上，街边店和商场店占比均超过 30%，共同构成主要渠道，同时注重社区和学校等高茶饮需求场景的覆盖。2023 年底，古茗乡镇门店比例已达到 38.3%，显著高于行业前五品牌普遍低于 25%的水平，体现其在下沉市场的渗透深度。同时，公司通过自建冷链网络实现对下沉市场的高效覆盖，支持 97%门店两日一配的冷链时效，进一步提升终端运营效率。在新增门店机会集中释放于低线城市的背景下，古茗已凭借领先的供应链能力与高密度门店网络占得先机，有望持续受益于下沉市场的结构性扩张红利。

图 56：古茗门店城市分布(数据截至 2025/6/22)



资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

图 57：古茗门店选址分布（数据截至 2025/6/22）



资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

在门店快速扩张的背景下，古茗同店经营表现整体保持稳健。2021 年至 2024 年前三季度，公司门店总数从 5694 家增长至 9778 家，累计增幅达 71.7%，但同店 GMV 并未出现明显稀释。2021 年同店 GMV 实现 12% 的强劲增长，尽管 2022 年受到行业扰动影响增速放缓至 2.8%，2023 年即显著回升至 9.4%，展现出门店扩张与单店经营并进的良性态势。2024 年前三季度，受行业整体增速放缓影响，同店 GMV 小幅转负，但古茗表现仍优于多数同业。在区域层面，广东、湖北等五省扩张节奏最为积极，2021-2023 门店数量 CAGR 达到 40.1%；而浙江作为最早完成关键规模布局的地区，门店增长节奏平稳、同店经营相对稳健。福建及江西则在 2023 年展现 12% 的亮眼同店增长，尽管 2024 年有所回落，整体仍处于合理区间。整体来看，古茗在高密度扩张的同时，凭借强供应链和产品力支撑，未显著牺牲单店效益，扩张质量可圈可点。

表 6：关键规模省份门店数量及同店 GMV 增长

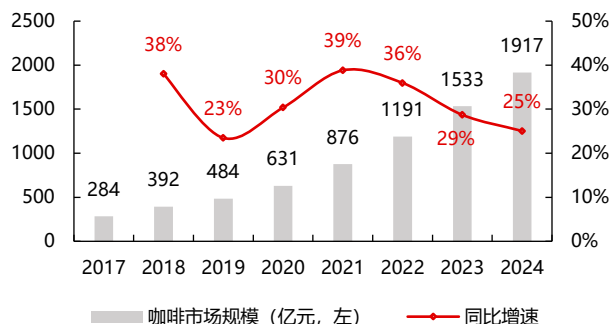
省份	2021		2022		2023		2024 前三季度	
	年末门店数(家)	同店 GMV 增长	年末门店数(家)	同店 GMV 增长	年末门店数(家)	同店 GMV 增长	年末门店数(家)	同店 GMV 增长
浙江	1725	15.20%	1868	3.30%	2054	5.10%	2117	-0.80%
福建及江西	1590	7.40%	1641	3.20%	1914	12.00%	2039	-1.10%
广东、湖北、江苏、湖南、安徽	1689	14.90%	2349	4.10%	3317	11.60%	3643	-1.40%
全国门店数量	5694	12%	6669	2.80%	9001	9.40%	9778	-0.70%

资料来源：公司招股书，长江证券研究所

品类延展：茶到咖啡，构建下沉咖啡增量

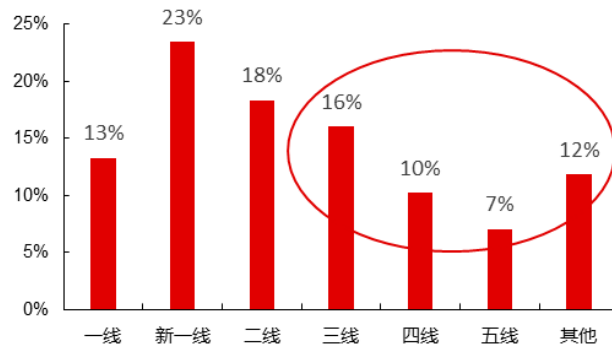
古茗凭借茶饮供应链的深度协同，以低成本、高品质、高效率的模式切入咖啡业务，满足下沉市场对品质咖啡的需求。古茗自 2019 年底起逐步探索咖啡业务，2023 年 4 月在小程序页面添加“闪萃咖啡”一栏，2024 年全面上新咖啡业务，在其成熟的茶饮门店体系中叠加咖啡品类，形成茶咖一体运营。通过标准化流程及设备改造，实现了咖啡模块的快速复制，单店仅需约 8 万元咖啡机投入即可上线。截至 2025 年 6 月，古茗现磨咖啡门店已覆盖 7600+家，成为国内现磨咖啡门店规模 Top5，咖啡已成为其品类延展的重要抓手，完成品牌从“性价比茶饮”到“高质价比较轻饮平台”的品牌升维。

图 58：现制咖啡市场规模及同比增速



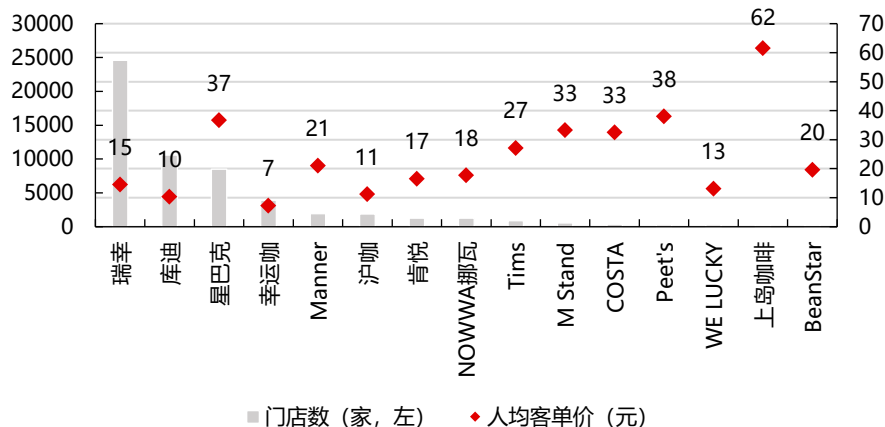
资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

图 59：现制咖啡店铺城市分布：下沉市场空间较大



资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

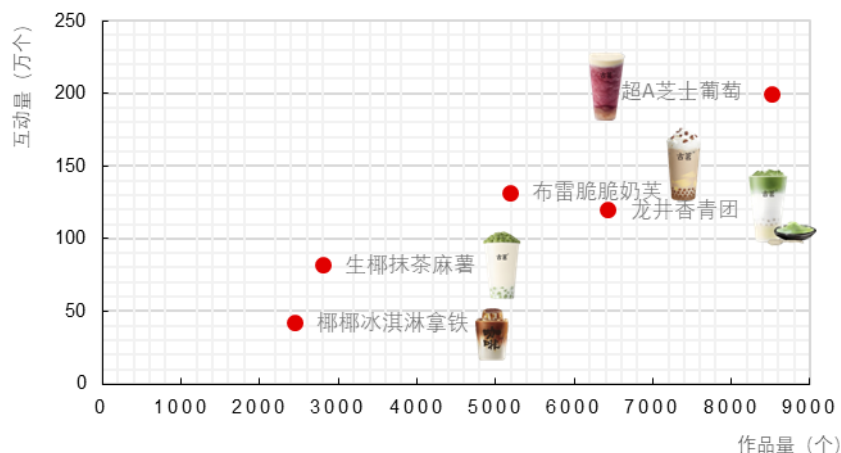
图 60：主要咖啡品牌门店数排序及对应客单价：价格带主要集中在 10-40 元



资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

产品、品牌两手抓，品效销合一。在咖啡业务上，古茗一方面聚焦品质咖啡，直击高品质、高性价比的消费痛点；另一方面发力品牌营销，借助明星效应等实现破圈传播。古茗于 6 月 23 日官宣吴彦祖为咖啡品质合伙人，借助其健康、高品质、高国民知名度的形象，以明星 IP 迅速拉升“古茗有好咖啡”的品牌认知。同时，推出“全场咖啡 8.9 元”促销活动，并以小程序发放百万张免单券，快速引流拉新。产品端，古茗延续茶饮“鲜活”战略，严控咖啡豆烘焙到出杯周期不超 30 天；全线门店配备瑞士进口高端咖啡机，使用低温冷藏鲜牛乳、定制化生椰乳、HPP 冷榨新鲜果汁，依托成熟的冷链体系确保品质稳定，为消费者提供高品质、高性价比的咖啡产品。

图 61：古茗热门单品作品与互动量



资料来源：艺恩，长江证券研究所

在茶饮基本盘支撑下，咖啡业务展现出深度协同优势。原料端，咖啡核心原料冷藏牛乳、椰乳、风味糖浆与现制茶饮高度重叠，不仅规避了新增供应商管理成本，更通过集采规模效应压低咖啡原料采购价。物流端，咖啡原料完全适配茶饮多温层仓储体系，并依托茶饮两日一配的成熟干线网络实现零新增运力搭车配送。生产端，咖啡制作仅需在茶饮标准化流程中嵌入 25-30 秒的萃取环节，且多数设备可复用，单店仅需 8 万元咖啡机投入即可启动运营，使咖啡业务边际成本显著降低，而轻椰拿铁类奶茶化咖啡的创新路径，恰好承接了下沉市场消费者从甜味茶饮向咖啡尝鲜过渡的阶梯需求。当门店模型与消费场景的协同形成共振，品类拓展便具备了可持续的成本结构与客群转化基础。

表 7：咖啡和茶饮环节协同维度

协同维度	具体环节	茶饮业务现状	咖啡业务协同点	成本节约效应
原料采购	奶制品	轻乳茶核心原料	拿铁/椰乳咖啡通用原料，无需新增供应商	借量议价，降低咖啡采购价
	椰乳/厚乳	生椰抹茶麻薯、龙井奶芙等产品的原料	生椰拿铁咖啡直接复用	减少仓储分拣成本
	果汁/茶	果茶、奶茶核心原料	果咖/茶咖复用相同基底	减少原料、新品开发费用
仓储物流	仓储	支持-20 度至-15 度、1 度至 5 度、8 度至 13 度及 10 度至 15 度的各个温区	咖啡奶制品共享同温区，无需新增冷库	可压低咖啡仓租成本
	干线配送	两日一配覆盖 97% 门店	咖啡原料搭车配送，增加单车货值	节约单店咖啡物流成本
	门店收货	两日一配	咖啡原料随茶同步到店，不增加收货频次	节约加盟商人力成本
生产加工	吧台操作	鲜果现切、摇杯、封口标准化流程	咖啡仅新增萃取步骤（25-30 秒/杯），设备共享	节约员工培训成本
	设备共用	制冰机/封口机/冷藏柜为标配	仅需增加咖啡机，约 8 万一台，无需新增大型设备	节约单店设备投入

资料来源：公司招股书，咖门，长江证券研究所

单店层面，咖啡对门店带动效果初步验证。当前古茗门店中，咖啡品类销售占比已达 10%-15%，在早 7-9 点的非核心茶饮时段贡献门店 35% 的营收，填补传统茶饮经营空档。咖啡产品的引入也提升了用户黏性。茶饮消费者叠加咖啡购买后，月均消费频次从

4.2 次提升至 5.8 次，提升幅度达 38%。古茗亦顺势推出早餐咖+烘焙及下午茶咖+果茶等组合搭售方案，客单价提升 12-15 元，有效对冲低价咖啡策略对利润率的压力。

我们对古茗引入咖啡前后的单店模型进行测算，根据公司公告，2023 年公司加盟商单店经营利润约为 37.6 万元，经营利润率为 20.2%，则单店收入约为 186.1 万元，由此测算费用率，原材料/员工/房租/水电/设备折旧/外卖配送成本率假设分别为 45%/12%/8%/4%/2%/9%。引入咖啡后，假设带动门店销售额增长 10%，原材料成本增加 7.7 万元，测算门店经营利润增加约 6 万元。我们进一步做弹性测算，假设门店销售额增长 8%/10%/12%，则门店经营利润预计分别增加 2/6/9 万元。

表 8：古茗引入咖啡前后单店模型测算

	引入前	引入后
收入（万元）	186.1	204.8
日均零售额（元）	5099.7	5609.7
日均杯销量（杯）	318.7	350.6
客单价（元）	16.0	16.0
费用（万元）	148.5	161.5
原材料成本（万元）	83.8	91.5
员工成本（万元）	22.0	22.0
房租成本（万元）	15.2	15.2
水电杂费物料（万元）	7.5	7.5
设备折旧成本（万元）	4.0	4.0
外卖配送成本（万元）	16.0	17.6
门店经营利润（万元）	37.6	43.2
毛利率%	55%	55%
经营利润率%	20.2%	21.1%

资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：以公司公告 2023 年披露加盟商单店经营利润/经营利润率测算，测算不代表公司实际情况，仅供参考

表 9：古茗引入咖啡机后不同门店销售额增长对应的经营利润弹性测算

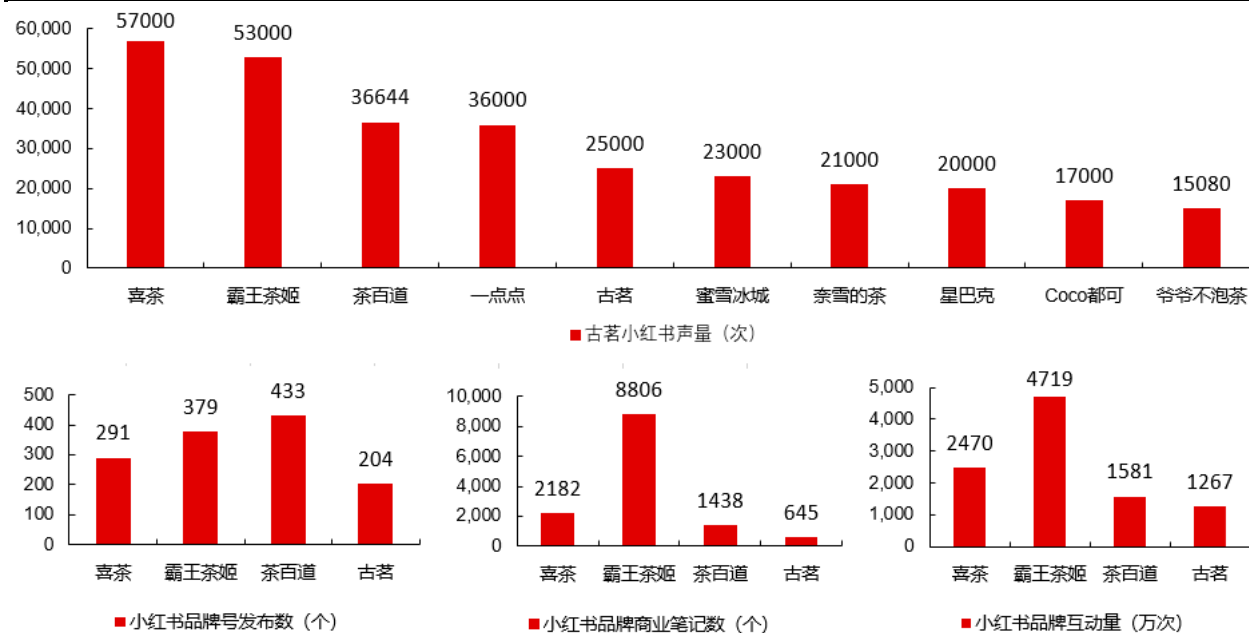
门店销售额增长	8%	9%	10%	11%	12%
单店收入（万元）	201.0	202.9	204.8	206.6	208.5
门店经营利润（万元）	39.8	41.5	43.2	44.9	46.6
增加门店经营利润（万元）	2.2	3.9	5.6	7.3	9.0
门店经营利润率	19.8%	20.5%	21.1%	21.7%	22.4%
增加门店经营利润率	-0.4%	0.3%	0.9%	1.5%	2.2%

资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：以公司公告 2023 年披露加盟商单店经营利润/经营利润率测算，测算不代表公司实际情况，仅供参考

品牌建设：锚定鲜活，塑造长期心智认知

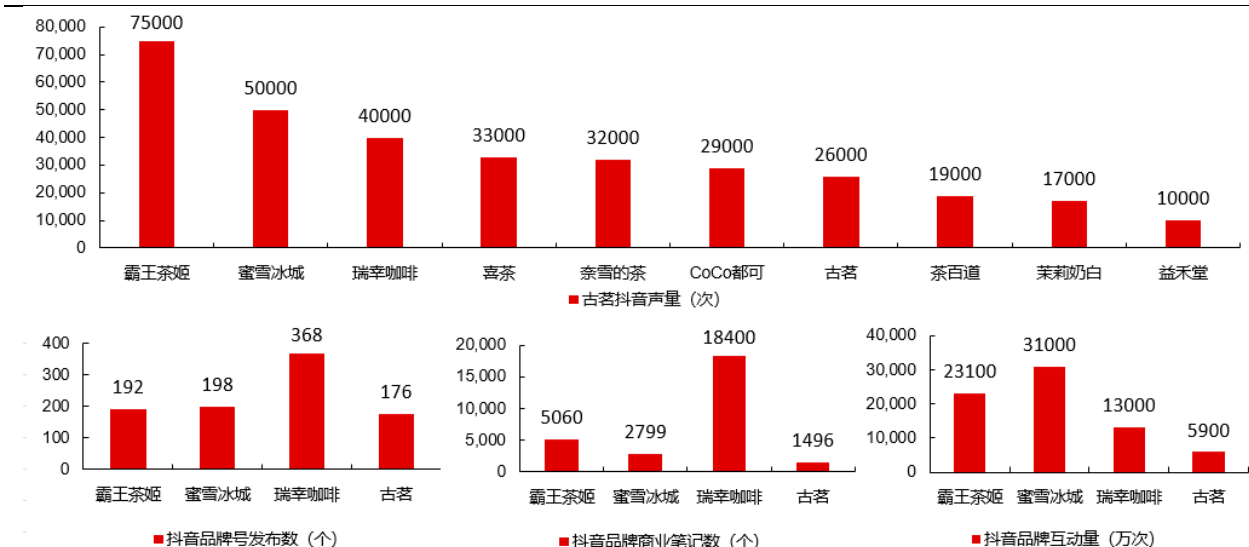
从小红书和抖音平台来看古茗品牌心智建设，目前约处于茶饮行业中游水平。整体来看，古茗在小红书和抖音声量约达到 2.5-2.6 万，相比蜜雪、霸王茶姬、喜茶等仍有一定差距。分品类看，作为古茗优势品类的果茶品类，古茗已占据果茶品类声量前五席，果茶爆品带动品牌声量；奶茶品类声量居 top6；茶咖初入局，距离头部品牌仍有差距，仍有潜力。

图 62：古茗小红书品牌心智情况



资料来源：艺恩，长江证券研究所注：数据统计周期为 2024 年 1-8 月。

图 63：古茗抖音品牌心智情况



资料来源：艺恩，长江证券研究所注：数据统计周期为 2024 年 1-8 月。

未来，古茗有望以“鲜活”作为形象锚点，提升品牌认知与用户心智。早在 2017 年鲜果茶品类兴起之际，古茗即前瞻性地深入产地，针对葡萄、桃子、杨梅、柠檬等多品类

鲜果，深入产地制定涵盖品种、种植、成熟度等维度的严格采购标准，并启动“0℃计划”，构建覆盖常温、冷藏、冷冻的三温区物流体系，实现大部分鲜果从产地到门店 1-3 天极速达，最大化保障食材鲜度。以杨梅为例，其供应链可实现采摘后 2 小时内预冷至 20℃，并在 48 小时内完成从云南果园至门店的全程冷链配送，保障产品最佳鲜度与风味。对于叶菜类等高损耗食材，古茗则通过气调保鲜、差压预冷等物理技术及精细化温控管理，实施定制化冷链方案。覆盖全链条的、标准化、可验证的“鲜活”保障体系，有望强化消费者对品牌“鲜活”定位的信任。

图 64：古茗围绕“鲜活”展开的供应链建设与标准制定



资料来源：中国饮品快报，长江证券研究所

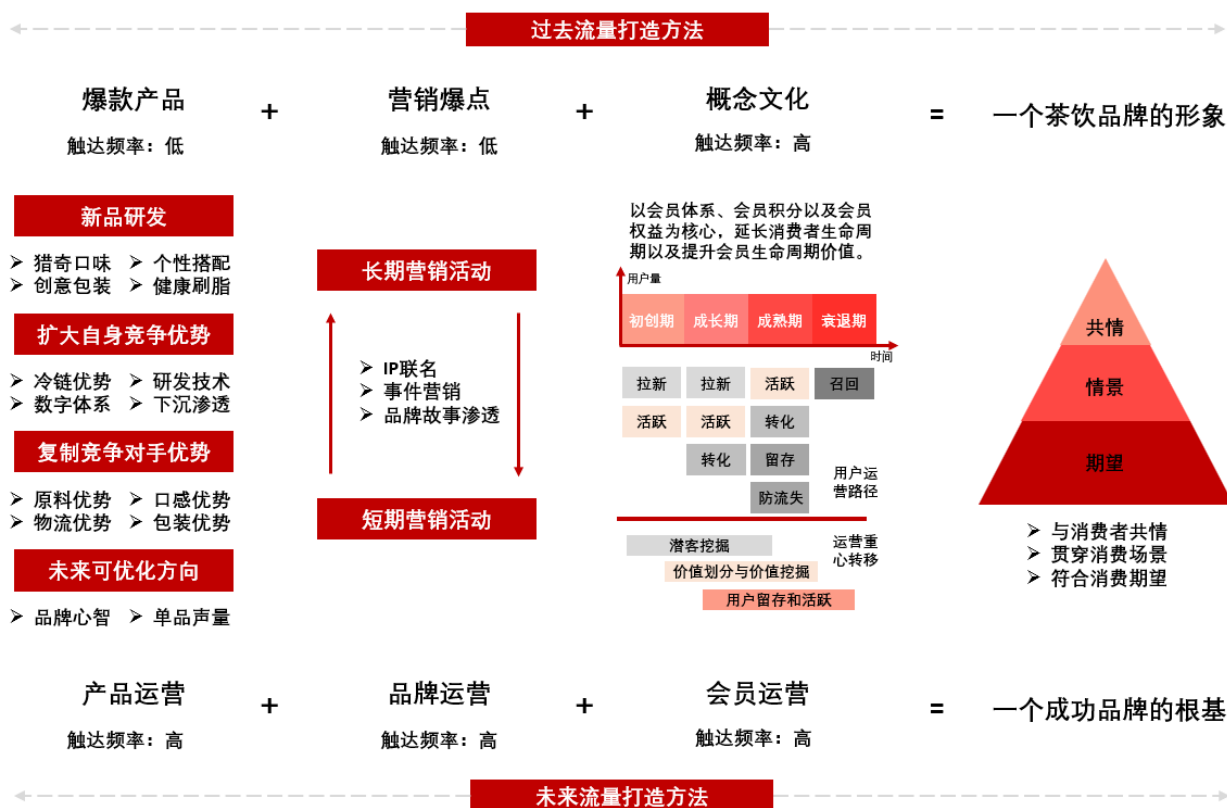
在品牌运营层面，古茗正在围绕“鲜活”价值主张系统性地塑造用户认知：一方面，依托强大的供应链能力，确保跨门店、跨季节的产品稳定性和鲜度体验，夯实“鲜活”的根基；另一方面，在营销端积极发力，通过 IP 联名、代言人策略（如签约樊振东担任鲜活蔬果代言人）及地方水果联动等多元方式，将“鲜活”理念转化为具象、年轻化的情感叙事。有望进一步深化消费者对古茗“鲜活”品牌形象的感知与认同，进一步提升用户忠诚度。

图 65：古茗推出 5A 鲜活标准



资料来源：古茗茶饮，长江证券研究所

图 66：未来品牌形象塑造方法



资料来源：安永咨询，长江证券研究所

盈利预测与投资建议

当下，茶饮已突破基础产品功能属性，成为新消费时代年轻人展现生活方式、表达自我和价值认同、寻求情绪价值的载体，叠加外卖大战拉动单量及高温旺季来临，茶饮子行业景气度空前。古茗为大众现制茶饮龙头，产品定位于中端价格带，市场规模大且增速较快，尽管市场竞争激烈，但我们看好公司区域密集开店的发展战略，深度自控的供应链能力效率，高研发投入赋能产品快速推陈出新、紧跟茶饮潮流趋势等，助力公司逐步拓展高密度开店的地域版图，实现收入业绩增长。公司稳扎稳打，区域规模优势模式已经跑通，从区域走向全国的潜力可观，我们测算预计公司仍有一倍以上开店空间，同时咖啡业务开拓下沉市场新增量，公司成长空间明确，价值逐渐凸显。预计公司 2025-2027 年实现营收 110.31、127.53 和 146.99 亿元，归母净利润 19.40、22.75、26.54 亿元，给予“买入”评级。

图 67：公司盈利预测

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,791	11,031	12,753	14,699	货币资金	1,865	3,904	6,266	8,970
增长率	14.5%	25.5%	15.6%	15.3%	应收账款	619	776	898	1,035
营业成本	6,104	7,618	8,807	10,151	存货	984	1,228	1,420	1,637
销售费用	69.4%	69.1%	69.1%	69.1%	其他流动资产	1,391	1,411	1,426	1,443
毛利	2,687	3,413	3,946	4,548	流动资产	4,860	7,320	10,009	13,084
销售费用	30.6%	30.9%	30.9%	30.9%	权益性投资	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	固定资产	954	763	611	489
销售费用	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	58	58	58	58
销售费用	479	640	740	853	非流动资产	2,015	1,824	1,671	1,549
销售费用	5.5%	5.8%	5.8%	5.8%	资产总计	6,875	9,144	11,681	14,633
管理费用	311	331	383	441	应付款项	698	871	1,007	1,161
销售费用	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	0	0	0	0
研发费用	233	265	306	353	其他流动负债	3,754	3,900	4,013	4,139
销售费用	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	流动负债	4,452	4,771	5,020	5,300
财务费用	3	-35	-76	-123	长期债务	121	121	121	121
销售费用	0.0%	-0.3%	-0.6%	-0.8%	其他长期负债	189	189	189	189
息税前利润 (EBIT)	1,808	2,332	2,700	3,116	非流动负债	310	310	310	310
销售费用	20.6%	21.1%	21.2%	21.2%	负债总计	4,763	5,082	5,330	5,610
投资收益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	2,066	3,997	6,263	8,909
税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	46	65	88	114
除税前利润	1,804	2,367	2,776	3,239	负债股东权益合计	6,875	9,144	11,681	14,633
利润率	20.5%	21.5%	21.8%	22.0%					
所得税	311	408	479	558					
所得税率	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%					
净利润(含少数股东损益)	1,493	1,959	2,297	2,681					
少数股东损益	15	19	23	26					
归属于母公司的净利润	1,479	1,940	2,275	2,654					
增长率	36.9%	31.2%	17.3%	16.7%					
净利率	16.8%	17.6%	17.8%	18.1%					
现金流量表					比率分析				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,479	1,940	2,275	2,654	每股指标				
少数股东损益	15	19	23	26	每股收益	0.71	0.82	0.96	1.12
营运资金变动	-337	-102	-80	-90	每股净资产	1.10	1.68	2.63	3.75
其他变动	165	17	-53	-119	每股经营现金净流	0.70	0.79	0.91	1.04
经营活动现金流量净额	1,321	1,873	2,164	2,471	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	-450	0	0	0	回报率				
投资	-1,488	0	0	0	净资产收益率	71.55%	48.52%	36.32%	29.79%
其他	117	177	208	244	总资产收益率	21.51%	21.21%	19.47%	18.14%
投资活动现金流量净额	-1,822	177	208	244	投入资本收益率	66.99%	46.13%	34.53%	28.20%
股权募资	0	0	0	0	增长率				
债权募资	-59	0	0	0	营业收入增长率	14.54%	25.47%	15.61%	15.26%
其他	76	-2	-2	-2	EBIT增长率	24.64%	29.01%	15.79%	15.40%
筹资活动现金流量净额	17	-2	-2	-2	净利润增长率	36.95%	31.19%	17.28%	16.69%
现金净变动	-493	2,039	2,362	2,704	总资产增长率	33.41%	33.01%	27.74%	25.28%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	7.4	10.7	11.1	11.1
					存货周转天数	55.0	52.3	54.1	54.2
					应付账款周转天数	38.3	37.1	38.4	38.4
					固定资产周转天数	31.6	28.0	19.4	13.5
					偿债能力				
					流动比率	1.09	1.53	1.99	2.47
					速动比率	0.85	1.26	1.69	2.14
					净负债/股东权益	-82.58%	-93.12%	-96.75%	-98.06%
					EBIT利息保障倍数	541.5	961.8	1,113.7	1,285.2
					资产负债率	69.28%	55.57%	45.63%	38.34%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

风险提示

- 1、行业竞争加剧，价格战压缩盈利能力：随着市场竞争的不断加剧，各大企业纷纷采取降价策略以争夺市场份额，导致整体行业价格战愈演愈烈，企业盈利能力受到严重压缩，利润空间越来越小。
- 2、食品安全事件，影响品牌形象：茶饮行业以加盟连锁为主要经营模式，考验品牌对加盟商的管理能力，一旦发生食品安全事件，不仅会直接损害消费者的健康，还会对企业的品牌形象造成长远的负面影响，降低消费者的信任度，影响企业的市场地位。
- 3、门店扩张遭遇难题，进展不及预期：古茗采取区域加密方式扩张市场，若在已进入省份加密、新进入省份中，门店扩张速度或管理不及预期，将不能达到预期的市场渗透和收益目标。
- 4、产品创新落后，失去消费者喜爱：在快速变化的市场中，如果企业产品创新步伐落后，无法满足消费者日益增长的需求，就可能失去消费者的宠爱，进而影响销售业绩和市场份额。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。