

古茗 (01364.HK)

潜心深耕，积厚成器

买入（维持）

2025 年 10 月 23 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7,676	8,791	12,315	13,576	15,590
同比（%）	38.07	14.54	40.08	10.24	14.83
归母净利润（百万元）	1,080	1,479	2,685	2,495	2,881
同比（%）	194.48	36.95	81.61	(7.09)	15.47
Non-GAAP 净利润（百万元）	1,442	1,528	2,194	2,495	2,881
同比（%）	84.27	5.92	43.65	13.69	15.47
EPS-最新摊薄（元/股）	0.45	0.62	1.13	1.05	1.21
P/E（现价&最新摊薄）	48.12	35.14	19.35	20.82	18.03
PE（Non-GAAP）	36.02	34.00	23.67	20.82	18.03

投资要点

- **大众现制茶饮龙头，谋深思远积厚成器。**古茗是当前国内规模最大的中价茶饮品牌，与品牌口号“每天一杯喝不腻”相一致，公司通过提供持续更新的新鲜美味、出品高质、价格亲民的产品组合，以吸引并留存国内广大消费者。通过独特的地域加密策略，公司门店数量在二线及以下城市以及乡镇区域已达到领先水准，并构建起业内最大的冷链仓储及物流设施系统。基于庞大的终端门店网络，公司营收主要来自商品和设备销售，即通过自有供应链向门店出售制作饮品所需的物料及设备。
- **“新鲜高质”定调产品逻辑，全流程扶持强化门店管理。**中价茶饮赛道，古茗以“新鲜美味、出品一致、价格亲民”为经营主张，前端在保证高频产品推新和爆品跟进的同时，以更优异质价比和更稳定品控驱动消费者的更多复购；后端则以鲜果规模化采购、自建冷链车队强化成本管控及品质保障，从而支撑开店加密及区域扩张。市场前端，古茗将高线市场经过消费者检验的主流单品，以高质价比形式复制到下沉市场，产品销售潜能可见度高；同时通过加盟商在店、数字化运营等手段，对门店出品实现有力管控。供应链后端，公司通过搭建业内最大规模的冷链运输网络，以提升古茗出品更新鲜、更高质、更多元的产品力上限，并通过地域加密策略强化供应链规模优势。不同于平价赛道更简洁的普适款大单品+工业化成本致胜逻辑，中价茶饮赛道的 SKU 更丰富也更短保，对运营效率及门店布局提出了更高要求，而古茗基于前瞻规划，在门店选址、冷链配送、鲜果品控等方面积累的系统性运营优势正在持续显现。
- **现制茶饮风起云涌，中价赛道乘风破浪。**未来看好中价茶饮细分赛道龙头持续保持较快增长，主要源于：1）我们看好“十五五”期间国内现制茶饮市场规模有望跨越 5000 亿元，扩容 CAGR 近 15%。2）对标咖啡及平价茶饮赛道，中价茶饮份额整合空间较大，古茗市占率提升空间可期。3）消费者复购率决定份额胜负手。中价茶饮内部对比来看，在现制茶饮需求风口减弱背景下，新进品牌快速崛起实现份额赶超的可能性相对较小，而古茗凭借更为扎实的供应链建设及门店运营管理，以更高的品质认同形成更强的复购表现，开店稳扎稳打，品牌势能稳中有进，未来门店数量有望达到 3.5~4.0 万家。
- **盈利预测与投资评级：**古茗作为大众现制茶饮龙头，高质价比及稳定品控不断夯实销售势能，运营效率和门店布局所积累的系统性优势持续显现，份额提升路径清晰。我们维持此前盈利预测，预计公司 2025~2027 年经调整归母净利为 21.9、25.0、28.8 亿元，同比+44%、+14%、+15%，对应 PE 为 24、21、18x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧，消费需求增长不足，门店扩张不及预期，品牌价值 and 形象受损。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	23.92
一年最低/最高价	8.22/30.00
市净率(倍)	8.18
港股流通市值(百万港元)	51,937.11

基础数据

每股净资产(元)	2.67
资产负债率(%)	40.36
总股本(百万股)	2,378.19
流通股本(百万股)	2,378.19

相关研究

《古茗(01364.HK)：2025 年中期业绩点评：业绩超预期，门店扩张与单店经营提升》

2025-08-27

《古茗(01364.HK)：大众现制茶饮龙头，供应链赋能扩店推新》

2025-06-14

内容目录

1. 大众现制茶饮龙头，谋深思远积厚成器	5
1.1. 中价茶饮第一品牌，专注扎根下沉市场	5
1.2. 实控人持股集中，管理层经验丰富	6
1.3. 营收主要来自食材销售，以地域加密优化盈利水平	7
2. “新鲜高质”定调产品逻辑，全流程扶持强化门店管理	9
2.1. 高频推新筑基，高质爆品突围	9
2.2. 全链路管控严守品质保障，自建冷链物流突破“新鲜”上限	12
2.3. 深度扶持强化门店管理，区域加密优化资源聚焦	18
2.4. 打造立体联名生态，强化线下客群互动	24
3. 现制茶饮：风起云涌，乘风踏浪	28
3.1. 国内新式茶饮规模乘风而上，价格竞争渐趋充分	28
3.1.1. 国内现制茶饮规模乘风而上，有望保持约 15%增速扩容	28
3.1.2. 阶段性供给过剩，品牌出清压力显现	30
3.2. 中价茶饮份额整合空间大，复购率是胜负手	31
3.3. 古茗开店空间测算：中期维度，门店有望达 3.5~4 万家	35
4. 盈利预测与投资评级	37
5. 风险提示	38

图表目录

图 1:	古茗发展历程复盘	5
图 2:	古茗股权结构梳理 (截至 25H1)	6
图 3:	2021~2024 年古茗营收结构拆分	8
图 4:	2021~2024 年古茗各业务结构占比	8
图 5:	2021~2024 年古茗毛利率变化	8
图 6:	2021~2024 年古茗各业务毛利率变化	8
图 7:	2021~2024 年中价茶饮品牌销售费用率变化	8
图 8:	2021~2024 年古茗销售及分销开支明细占营收比重	8
图 9:	2021~2024 年中价茶饮品牌管理费用率变化	9
图 10:	2021~2024 年中价茶饮品牌净利率变化	9
图 11:	中高价茶饮出杯量及杯单价对比	10
图 12:	部分茶饮品牌主要单品出杯量占比对比	10
图 13:	各品牌主要饮品价位对比	11
图 14:	中价茶饮品牌上新数量对比	11
图 15:	古茗代表性热门产品梳理	11
图 16:	古茗 & 蜜雪冰城研发团队对比 (24Q3)	12
图 17:	茶饮品牌研发费用 & 研发费用率对比 (24FY)	12
图 18:	古茗供应链体系梳理	13
图 19:	中价茶饮主要品牌供应链全链路对比	13
图 20:	古茗牛油果巴坦木奶昔	14
图 21:	古茗香水柠檬基地	14
图 22:	鲜果采购规模对比	15
图 23:	供应商数量对比	15
图 24:	古茗熟成损耗率低于中价茶饮均值 (23FY)	15
图 25:	古茗主要工厂产能利用率	16
图 26:	中价茶饮品牌主要工厂产能利用率	16
图 27:	中价茶饮品牌仓库分布对比	18
图 28:	仓储费用/GMV 对比	18
图 29:	古茗招商加盟流程	20
图 30:	古茗加盟门店培训体系	20
图 31:	古茗加盟门店管理制度	20
图 32:	古茗加盟门店督导、运维体系	20
图 33:	古茗原料效期数字化管理模块	21
图 34:	中价茶饮品牌单店数据对比	22
图 35:	2018-2024 年古茗门店网络逐步形成以核心八省为中心向外扩张局面	23
图 36:	古茗前五大“关键规模”省份门店数量	24
图 37:	古茗核心八省同店 GMV 迅速增长 (2023 年)	24
图 38:	古茗、茶百道、沪上阿姨公共核心省份开店对比	24
图 39:	中价茶饮品牌 250m 距离内至少有两家门店比例	24
图 40:	古茗品牌形象逻辑梳理	25
图 41:	主要餐饮品牌小程序注册用户数对比	27
图 42:	古茗私域运营梳理	27

图 43:	古茗社群运营梳理.....	27
图 44:	古茗会员运营梳理.....	27
图 45:	现制茶饮是国内现制饮品最大细分品类.....	28
图 46:	国内现制茶饮终端零售额规模及同比增速.....	28
图 47:	现制茶饮是国内现制饮品最大细分品类.....	29
图 48:	主要茶饮品牌杯均 GMV 增长趋缓.....	29
图 49:	16~20 元为多数消费者可接受的最高客单.....	30
图 50:	国内现制茶饮市场价格带结构.....	30
图 51:	国内现制茶饮品牌连锁化率持续提升.....	30
图 52:	近年主要茶饮品牌闭店率提升.....	30
图 53:	现制茶饮门店存续数量及店均年销变化.....	31
图 54:	国内现制茶饮市场价格带结构.....	31
图 55:	国内主要现饮品牌客单价分布.....	31
图 56:	国内各价位现制茶饮 GMV 及增幅对比.....	32
图 57:	国内现制茶饮各价位 GMV 规模及同比增速.....	32
图 58:	现制茶饮特征: 平价 vs 中高价.....	32
图 59:	现制茶饮产品定价对比.....	32
图 60:	主要茶饮品牌 2023~24 年 SKU 上新数量 (个).....	33
图 61:	平价 vs 中价茶饮: 前 5 大产品集中度.....	33
图 62:	国内现制茶饮、现磨咖啡品牌份额分布.....	33
图 63:	国内主要现饮品牌门店数量及产品客单价分布.....	33
图 64:	2024 年国内平价现制茶饮份额分布.....	33
图 65:	2024 年国内中价现制茶饮品牌份额分布.....	33
表 1:	古茗品牌信息梳理.....	5
表 2:	古茗核心团队履历梳理.....	6
表 3:	古茗主要产品.....	10
表 4:	古茗新品研发流程梳理.....	12
表 5:	鲜果处理技术对比.....	16
表 6:	中价茶饮仓储网络对比.....	17
表 7:	古茗新老加盟政策开店费用对比(不含房租、转让费\前置装修\人工).....	19
表 8:	2024 年主要现制茶饮门店品牌单店盈利拆分.....	22
表 9:	古茗跨界 IP 联名活动梳理.....	26
表 10:	国内茶饮市场规模测算.....	29
表 11:	国内中价现制茶饮品牌集中度存在提升空间.....	34
表 12:	古茗中期开店空间测算——中性预期.....	35
表 13:	古茗中期开店空间测算——乐观预期.....	36
表 14:	公司收入拆分及盈利预测 (单位: 亿元人民币).....	37
表 15:	可比公司估值表 (截至 2025/10/22 收盘价).....	38

1. 大众现制茶饮龙头，谋深思远积厚成器

1.1. 中价茶饮第一品牌，专注扎根下沉市场

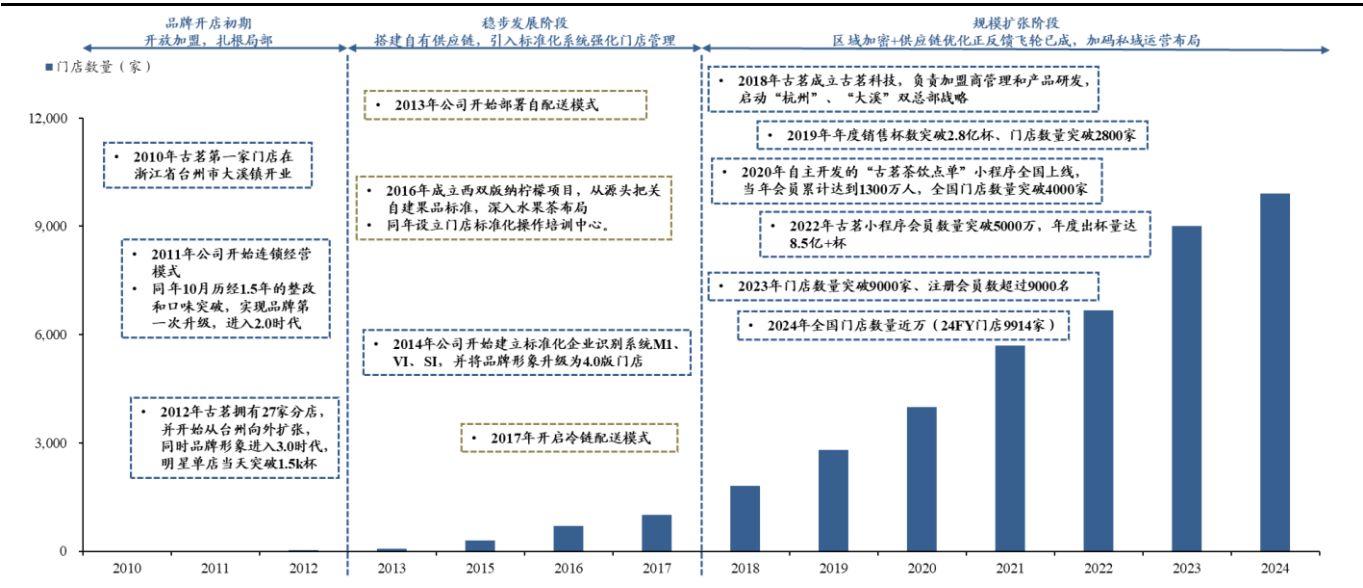
中价茶饮第一品牌，致力于打造“新鲜美味、出品一致、价格亲民”的高质产品。古茗是当前国内规模最大的中价茶饮品牌，产品主要聚焦于果茶、奶茶、咖啡等3类饮品，与品牌口号“每天一杯喝不腻”相一致，公司通过提供持续更新的新鲜美味、出品高质、价格亲民的产品组合，以吸引并留存国内广大消费者。通过独特的地域加密策略，公司门店数量在二线及以下城市以及乡镇区域已达到领先数量，并构建起业内最大的冷链仓储及物流设施系统。目前公司门店终端 GMV 已达 224 亿元人民币（24FY），加盟店数量共 11179 家（截至 25H1），在浙江、福建、江西、广东、湖北、江苏、湖南、安徽 8 省建立超过“关键规模”的门店网络（关键规模：该区域门店数量超过 500 家），实现向 97%门店提供两日一配的冷链配送能力。

表1：古茗品牌信息梳理

品牌	LOGO	品牌简介	门店数量 (家)	终端 GMV (亿元)	主要产品
古茗		公司向消费者提供多种新鲜美味、出品一致的产品，强大的冷链仓储和物流能力，令公司可以用短保质期的鲜果、茗茶、鲜奶，制作菜单中的绝大部分现制饮品。	截至 25H1: 11179	24FY: 224.0	门店菜单通常保持在 30 种饮品左右，专注于果茶饮品、奶茶饮品、咖啡及其他这 3 类饮品

数据来源：公司招股书，公司年报，公司官网，东吴证券研究所

图1：古茗发展历程复盘

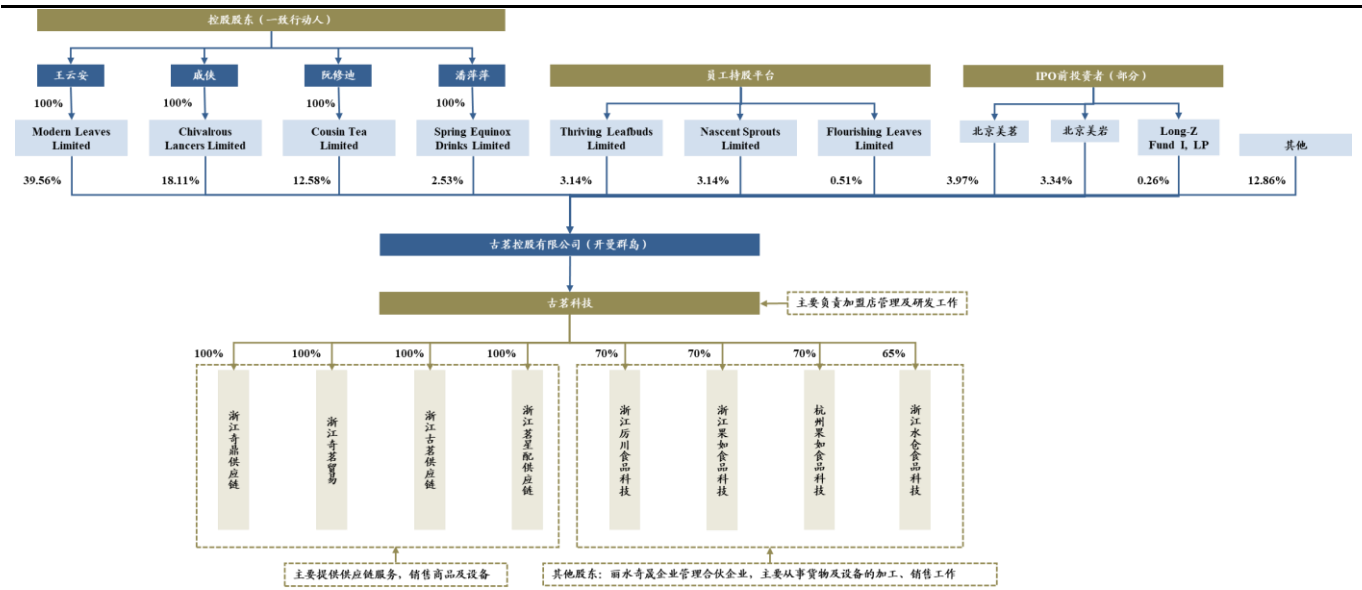


数据来源：公司招股书，公司官网，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 实控人持股集中，管理层经验丰富

创始团队股权结构集中，并设置员工持股平台与核心成员形成深度绑定。截至 25H1，公司创始人团队合计持股 69.78%，同时设立员工持股平台，将核心管理人员与公司利益深度绑定，更好激励员工积极性。公司创始人王云安、联合创始人戚侠、阮修迪和潘萍萍为公司一致行动人，分别持股 39.56%、18.11%、12.58%、2.53%（合计 72.78%）；另有三大员工持股平台合计持股 6.79%，覆盖公司首席财务官孟海陵、首席技术官强宇、执行董事金雅玉和蔡云江、首席运营官李继锋及其他员工。此外，IPO 前投资者包括美团龙珠、红杉中国、寇图资本等。

图2：古茗股权结构梳理（截至 25H1）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

创始人团队合作稳定、分工明确，高管成员均具备深厚产业经验积累。1) 古茗创始团队从公司创立之初相伴至今，团队内分工明确，在现制茶饮品牌业务发展及门店运营方面思路清晰，具有丰富的实战经验和独到的经营理念。其中，古茗创始人王云安负责制定、把握集团战略方向，联合创始人戚侠负责集团业务发展和加盟商管理，联合创始人阮修迪则专注产品研发，此前亦负责过门店管理、采购、物流等供应链流程。2) 公司核心管理层均具备丰富的产业经验积累，在各自领域已深耕 10 余年。首席运营官李继峰此前曾历任便利蜂产品副总裁、旅悦集团首席技术官等职位，于 2020 年 8 月加入公司；首席财务官孟海陵曾在多家投行任职中国互联网行业分析师，于 2020 年 6 月加入公司；首席技术官强宇曾任职于瑞幸咖啡同类岗位，于 2023 年 5 月加入公司。

表2：古茗核心团队成员履历梳理

姓名	年龄	职位	加入时间	履历
王云安	38 岁	创始人、董事会主席、 执行董事兼首席执行官	公司成立至今	2010 年开办第一家“古茗”门店，负责制定品牌战略等；2010 年 6 月获浙江理工大学科技与艺术学院材料科学与工程学士学位

戚侠	38 岁	联合创始人，执行董事兼总裁	公司成立至今	自“古茗”起步阶段与王云安共事，负责集团业务发展及加盟商管理，为加盟商委员会等相关工作作出重大贡献；2011 年 11 月至 2013 年 12 月任职于慈溪市附海镇安监局；2010 年 6 月获浙江理工大学科技与艺术学院电子信息科学与技术学士学位
阮修迪	38 岁	联合创始人，执行董事	公司成立至今	共同创立“古茗”品牌，专注产品研发，此前负责门店管理、采购及物流等；2009 年 9 月至 2010 年 2 月在台州宝利经贸有限公司任销售代理；2009 年 6 月毕业于杭州职业技术学院模具设计及制造专业
蔡云江	40 岁	执行董事	2023 年 12 月	专注于集团业务发展及加盟商管理，包括加盟商发展、门店视察及运营支援。2015 年即参与合作开发古茗品牌，于 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；2018 年 6 月起担任古茗科技业务发展主管
金雅玉	35 岁	执行董事	2023 年 12 月	主要负责集团整体行政管理、包装物料采购及执行集团的反贪污政策工作。2013 年 6 月至 2016 年 7 月，任职于浙江西溪玻璃有限公司驻杭州办事处，担任人力资源专员。自 2012 年 3 月至 2013 年 5 月，任职于杭州行动成功企业管理有限公司，担任 EMBA 课程助教。2016 年在古茗品牌的起步阶段便加入公司，曾在集团多个部门任职
李继峰	46 岁	首席运营官	2020 年 8 月	2022 年 3 月起任首席运营官，2020 年 8 月至 2022 年 3 月任首席技术官；加入前 2020 年 1 月至 8 月任旅悦集团首席技术官，2017 年 4 月至 2020 年 1 月任便利蜂商贸有限公司产品副总裁等；2003 年 8 月获中国科学院计算技术研究所计算机软件与理论硕士学位，2000 年 7 月获清华大学计算机科学学士学位及汉语语言及文学学士学位
孟海陵	41 岁	首席财务官	2020 年 6 月	2020 年 6 月加入公司，2016 年 6 月至 2020 年 6 月在 Zebra Global Capital 任研究主管，此前曾在多家投资银行任中国互联网行业股票研究分析师，2015 年 7 月至 2016 年 6 月在高盛（亚洲）有限责任公司任执行董事，2014 年 6 月至 2015 年 7 月在摩根士丹利亚洲有限公司任副总裁，2012 年 7 月至 2014 年 6 月在麦格理资本证券股份有限公司任高级经理，2011 年 8 月至 2012 年 7 月在爱奇艺任战略合作及投资者关系经理等；2007 年 11 月获香港科技大学电机及电子工程硕士学位，2005 年 6 月获东南大学信息工程学士学位
强宇	43 岁	首席技术官	2023 年 5 月	2023 年 5 月加入公司，2020 年 12 月至 2023 年 5 月任乐普医疗科技副总经理；2017 年 10 月加入瑞幸，曾出任瑞幸咖啡（北京）有限公司首席技术官；再之前在北京神州汽车租赁有限公司工作逾十年，最终职务为首席技术官；2003 年 7 月获北京工业大学应用化学学士学位

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

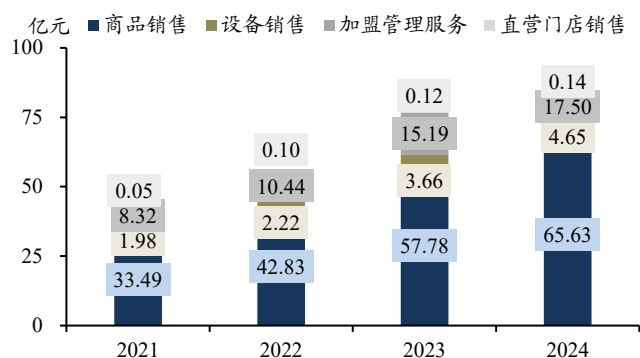
1.3. 营收主要来自食材销售，以地域加密优化盈利水平

商品和设备销售贡献主要收入，供应链采购具备规模优势。古茗通过地域加密策略聚焦强化供应链配套效率、提升核心省份市场份额，从而实现较为稳定的毛利率表现。

基于高密度的终端门店网络，公司营收主要来自商品和设备销售，即通过自有供应链向门店出售制作饮品所需的物料（新鲜水果、果汁、茶叶、乳制品及包装材料等）与设备（泡茶机、制冰机、冷冻柜、冷藏柜及其他电子设备），其次是向加盟商收取提供加盟服务产生的费用（初始加盟费、持续支持服务费以及提供培训及其他服务的收入）。公司门店主要通过加盟模式运营（24Q3 加盟店贡献 GMV 约 99.9%），另有少数直营门店（24Q3 直营门店约 7 家），产生的收入于产品向销售者出售时确认，2024 年商品销售、设备销售、加盟管理服务、直营门店销售营收占比分别为 75%、5%、20%、0.2%。

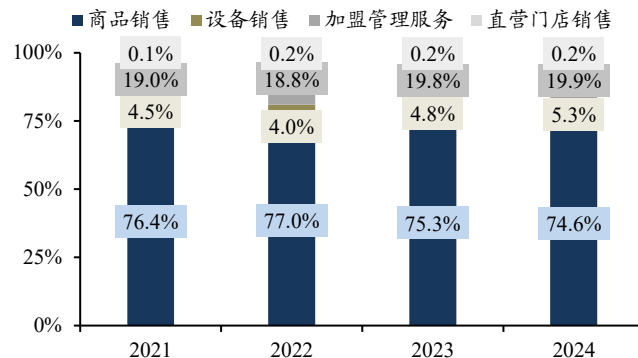
基于鲜果、果汁、茶叶等原料集采规模优势，在核心原料自产且高效的运营效率赋能下，古茗的鲜果等原料成本普遍较中价茶饮其他企业更低，近年整体毛利率基本稳定在 30% 上下水平，变化主要受宏观环境扰动和原料价格波动影响。2022 年期间，由于新冠疫情冲击，公司主动降低向加盟商供应的商品价格，以支持门店运营，毛利率下滑约 1.9pct；2023 年，规模效应持续强化，推动毛利率提升 3.2pct；2024 年，由于鲜果等食材价格波动以及公司对加盟商费用给予阶段性政策支持，毛利率有一定回落。

图3：2021~2024 年古茗营收结构拆分



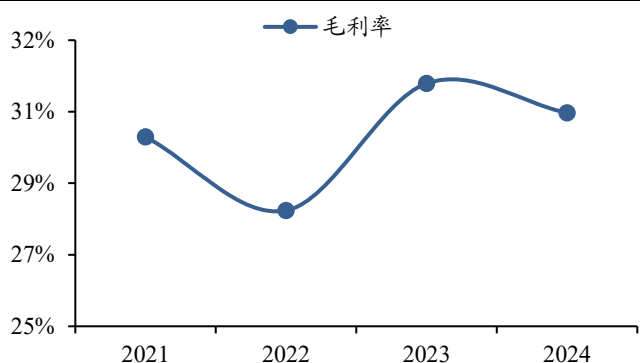
数据来源：公司年报，公司招股书，东吴证券研究所

图4：2021~2024 年古茗各业务结构占比



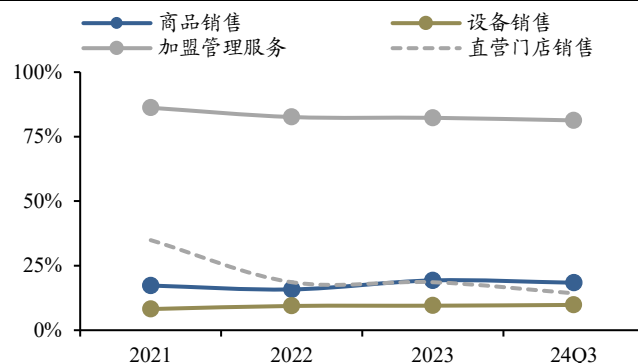
数据来源：公司年报，公司招股书，东吴证券研究所

图5：2021~2024 年古茗毛利率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

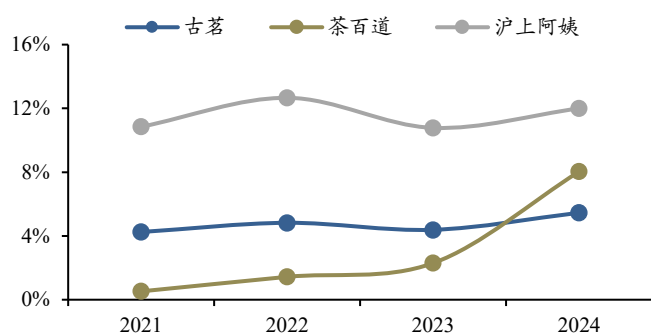
图6：2021~2024 年古茗各业务毛利率变化



数据来源：公司招股书（数据仅更新至24Q3），东吴证券研究所

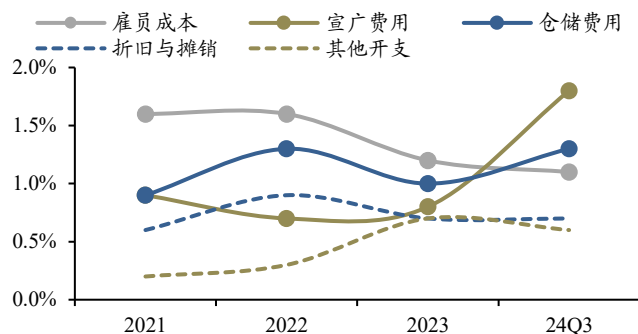
产品力+运营效率制胜，公司费效处于中价茶饮行业领先水平。古茗基于前瞻规划的自建冷链配送及门店地域加密策略，可实现短保质期原料从仓到店的高效配送，也为新鲜美味的产品制作提供有力保障，在产品口碑和聚焦投入的支持下，公司营销转化及管理支出较中价茶饮同类标的更为高效。2024 年古茗、茶百道、沪上阿姨的销售费用率分别为 5.5%、8.0%、12.0%；管理费用率分别 3.5%、5.3%、10.4%，差异主要体现在员工成本、宣广费用、仓储运输费用等。

图7：2021~2024 年中价茶饮品牌销售费用率变化



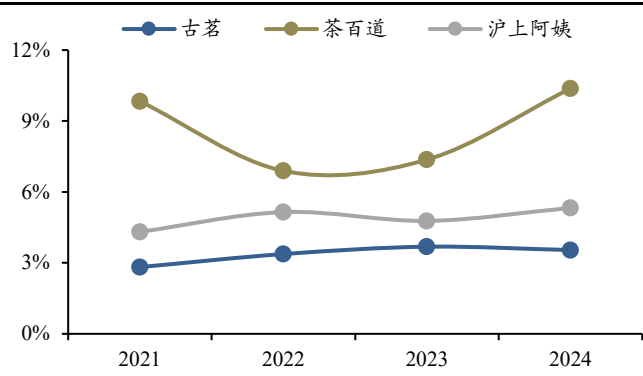
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2021~2024 年古茗销售及分销开支明细占营收比重



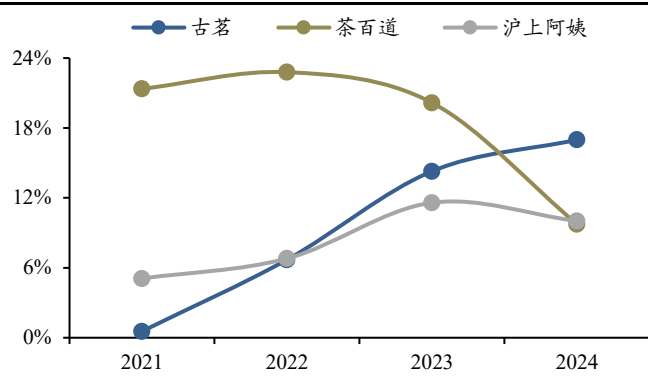
数据来源：公司招股书（数据仅更新至24Q3），东吴证券研究所

图9：2021~2024年中价茶饮品牌管理费用率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2021~2024年中价茶饮品牌净利率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：古茗于2020年回购普通股，2021年、2022年、2023年以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债公允价值变动亏损7.28亿元、3.90亿元、2.94亿元。

2. “新鲜高质”定调产品逻辑，全流程扶持强化门店管理

中价茶饮赛道，古茗以“新鲜美味、出品一致、价格亲民”为经营主张，前端在保证高频产品推新和爆品跟进的同时，以更优异质价比和更稳定品控驱动消费者的更多复购；后端则以鲜果规模化采购、自建冷链车队强化成本管控及品质保障，从而支撑开店加密及区域扩张。市场前端，古茗将高线市场经过消费者检验的主流单品，以高质价比形式复制到下沉市场，产品销售潜力能见度高；同时通过加盟商在店、数字化运营等手段，对门店出品实现有力管控。供应链后端，公司通过搭建业内最大规模的冷链运输网络，以提升古茗出品更新鲜、更高质、更多元的产品力上限，并通过地域加密策略强化供应链规模优势。不同于平价赛道更简洁的普适款大单品+工业化成本致胜逻辑，中价茶饮赛道的SKU更丰富也更短保，对运营效率及门店布局提出了更高要求，而古茗基于前瞻规划，在门店选址、冷链配送、鲜果品控等方面积累的系统性优势正在持续显现。

2.1. 高频推新筑基，高质爆品突围

古茗聚焦大众现制茶饮市场，主打果茶、奶茶、咖啡3大品类，定价通常在人民币10~18元。中价茶饮行业口味更迭频繁，公司以“每天一杯喝不腻”为品牌口号，专注于果茶、奶茶、咖啡3大品类，并持续丰富完善门店菜单，核心单品实际到手价通常在15元以下。

古茗门店菜单通常保持在30款SKU，果茶、奶茶、咖啡产品以新鲜水果、冷链鲜奶为原料特色，菜单更新紧密链接时下消费趋势。公司菜单主要覆盖真果肉果茶、现榨果蔬汁、原叶鲜奶茶、料多多奶茶、特调鲜奶、现磨咖啡、解渴饮品、烘焙轻食等产品。

截至 24Q3，果茶、奶茶、咖啡饮品出杯量分别占比 41%、47%、12%，其中公司出杯量前两大单品古茗奶茶、超 A 芝士葡萄 2021~2023 年累计出杯量分别为 4.36 亿+杯、1.8 亿+杯，结构占比 15.9%、6.6%。

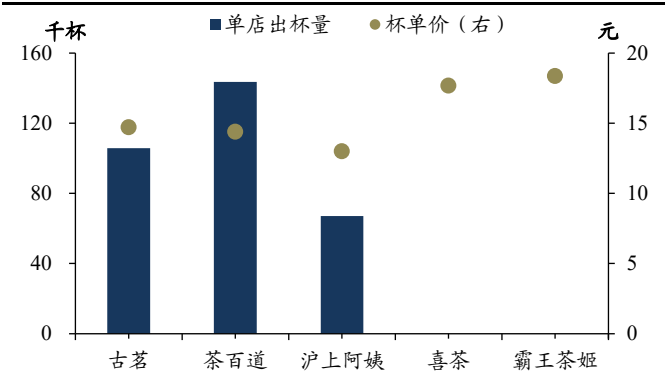
表3：古茗主要产品

品类	产品菜单	产品定价	实际到手价
真果肉果茶	青橘柠檬水、冰摇黄皮桃、黄皮茉莉冰、百香双重奏、青橘柚子冰、桃桃乌龙冰、桃桃撞奶、桃桃冰冰李、超 A 芝士桃桃、抹茶柚子冰、杨枝甘露、超 A 芝士葡萄等	6-21 元	4.9-20 元
现榨果蔬汁	果蔬柚子冰、轻体果蔬瓶等	17-18 元	14.9 元
原叶鲜奶茶	云深幽兰、云岭茉莉、云雾栀子、椰云栀子等	15-17 元	13-15 元
料多多奶茶	古茗奶茶、茉莉奶绿、大叔奶茶、云朵盐水鸭、布蕾脆脆奶芙等	10-17 元	9.9-17 元
特调鲜奶	早安鲜牛奶、椰青冰茶、抹茶四季春、黑糖珍珠牛乳等	10-17 元	7.9-15 元
现磨咖啡	生椰拿铁、Good 轻椰拿铁、香草籽拿铁、香草奶砖拿铁、香蕉拿铁、香蕉奶砖拿铁、Good 轻椰美式、美式咖啡、话梅气泡美式等	10-20 元	8-17.9 元

数据来源：古茗小程序，东吴证券研究所

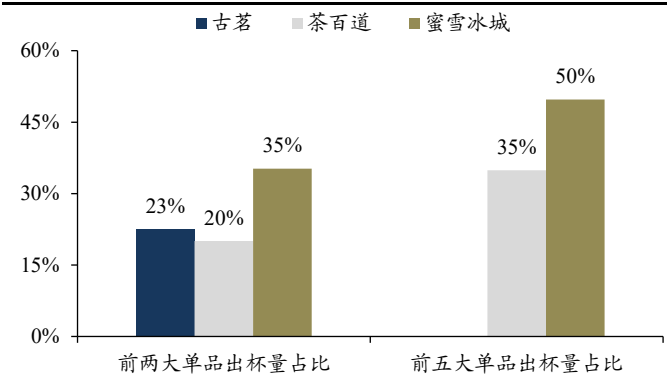
注：1）产品价格按照较小规格杯量计；2）时间截至 2025 年 8 月 8 日

图11：中高价茶饮出杯量及杯单价对比



数据来源：各公司招股书，窄门餐眼，东吴证券研究所
注：1）杯单价数据选自窄门餐眼，时间截至 2025 年 8 月 8 日；2）古茗单店出杯量时间截至 24Q3，茶百道截至 23FY，沪上阿姨截至 24FY

图12：部分茶饮品牌主要单品出杯量占比对比

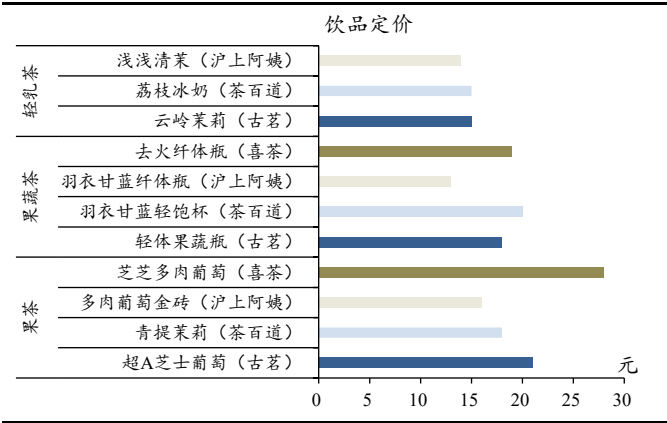


数据来源：各公司招股书，东吴证券研究所
注：古茗数据区间选自 2021~2023 年，茶百道选自 23FY，蜜雪冰城选自 24Q3

围绕“新鲜美味、价格亲民”的产品特征，古茗将高线市场经过消费者检验的主流单品，以“平价高质”形式复制到下沉市场，快速跟进市场趋势的同时，也在不断对热门产品做改良升级以强化其产品竞争力。1）公司及时捕捉一二线城市的茶饮消费热点趋势，并结合下沉市场实际做产品改进，以“价格亲民”的形式推向市场。例如，针对 2017 年以来风靡市场的奶盖鲜果茶产品，公司创始人通过观察消费者饮用习惯，优化奶盖使用比例，于 2019 年 6 月推出超 A 芝士葡萄，成为公司最畅销的常青饮品之一。2）古茗围绕现有畅销产品，在口味、品质等方面不断进行改良升级，不断深化产品“新鲜美味”特性。①以古茗奶茶为例，产品于品牌设立初期打造，一直是古茗最畅销的饮品。公司通过持续改进配方，挑选来自印度、斯里兰卡、中国云南的红茶，以打造风味稳定且浓郁的拼配茶底。②以超 A 芝士葡萄为例，作为公司的鲜果茶代表产品，自 2019 年

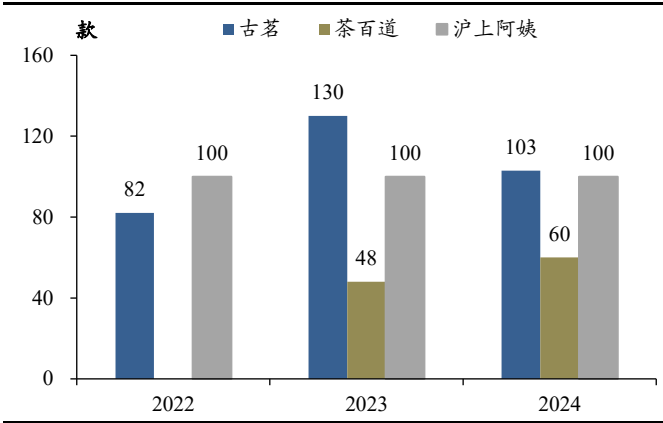
6月推出以来，即成为公司最畅销的饮品之一。公司对其口味配方迭代达11次，在高密度的冷链运输支持下，公司根据不同季节选用不同种类葡萄，并相应与不同茶底搭配，以保证饮品跨季节口味的一致性。

图13：各品牌主要饮品价位对比



数据来源：各品牌小程序，东吴证券研究所
注：1)产品价格按照较小规格杯量计；2)时间截至2025年8月8日

图14：中价茶饮品牌上新数量对比



数据来源：各公司招股书，东吴证券研究所

图15：古茗代表性热门产品梳理

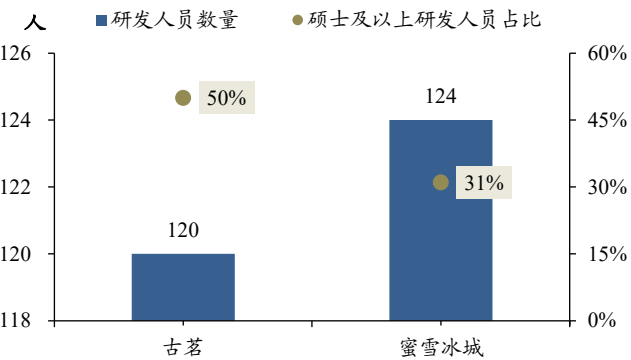
热门产品	特征	产品销量表现
超A芝士葡萄	多年来不断对其配方进行优化，自2019年6月首次推出以来已对其配方进行11次升级。为了能优化饮品的口味及保持跨越季节的口味一致性，于不同季节使用不同种类的葡萄，并利用公司基于食品科学的产品研发能力，将各种葡萄类型与特定的茶底搭配。	一直是古茗最畅销的饮品之一，截至24Q3总销量超过1.8亿杯。
古茗奶茶	不断改进其配方以保持其竞争优势。例如，产品研发团队精心挑选来自印度、斯里兰卡及中国云南的红茶，打造出风味稳定且浓郁的拼配茶底。	于品牌创立初期打造，就2021年、2022年及2023年的全年售出杯数而言，一直为最畅销的饮品，截至24Q3共售出逾4.36亿杯。
云岭茉莉白	应市场需求于2023年推出的轻乳茶系列之一。这款饮品采用来自云南的优质茶底，配合来自广西的茉莉花香及优质鲜奶。	广受消费者欢迎，并在推出后短短数月一直是三大热销饮品之一。在推出后的一年内，成为产品组合中的销售冠军。
牛油果奶昔	使用来自秘鲁、智利及墨西哥的优质牛油果。即使运输距离较长，仍坚持采用冷链运输牛油果，以确保其品质。	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天售出了343万杯，其中2款牛油果奶昔用掉了40万斤牛油果，冷链车全国配送总里程达130万公里。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

古茗能够迅速捕捉消费新趋势，并实现产品推新落地、配方不断迭代的背后，1是研发团队扎根基础食品科学，具备强有力的研发积淀；2是团队已经构建形成系统化的研发流程，能够及时跟进市场风向。1)公司产品研发以基础食品科学为分析框架，并拥有领先于中价茶饮同业的研发人才梯队与费用投入。公司与浙江大学、江南大学、中国农业研究院茶叶研究所等高校团队合作，围绕农产品质量控制的定量方法进行联合研究。截至24Q3，古茗研发团队人员数量约120人（40+人专注茶叶及萃取工艺研究），研发费用投入金额、研发费用占收入比率也远高于同类企业。2)古茗采用系统化流程推进产品研发，通过“美食家”、“工程师”的紧密合作，把握最新市场趋势，推出新配方、新

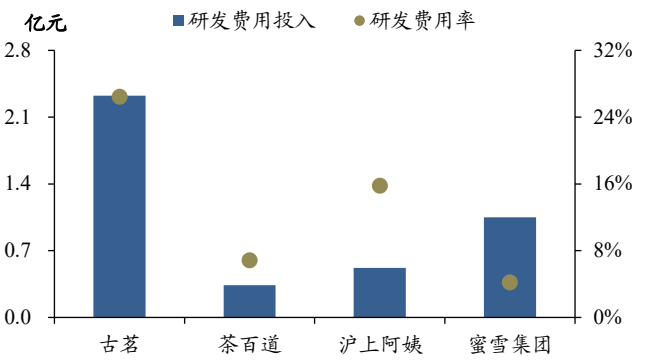
产品。古茗“美食家”通过线上媒体、实地调查等方式，跟踪一二线城市主流趋势（包括不断变化的消费者口味、价格偏好，不同类型现制饮品受欢迎程度等）；“工程师”则依托公司积累的上千种不同食材的口味特征库（截至 24Q3），结合每种原料的原产地、全年供应情况、口味特征、近似替代品、补充原料等因素，根据下沉市场实际情况进行产品优化。

图16：古茗&蜜雪冰城研发团队对比（24Q3）



数据来源：各公司招股书，东吴证券研究所

图17：茶饮品牌研发费用&研发费用率对比（24FY）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表4：古茗新品研发流程梳理

研发步骤	具体内容
步骤 1	创意生成及筛选。 美食家不断从各种来源寻找产品灵感，①产品研发团队的原创想法，包括其对多种原料不同特性的理解进行的创新；②市场研究，通过分析线上媒体及开展实地调查，以确定最新的市场趋势，包括不断变化的消费者口味及价格偏好、任何地区特定偏好及不同类型现制饮品的受欢迎程度；③了解消费者对现有产品的反馈；④现有供应商的建议及市场分析。
步骤 2	寻找合适的供应商及原料。 古茗为产品寻找优质原料，每当开发新产品时，都会仔细考虑供应商及其供应的具体原料类型。
步骤 3	配方开发。 根据选择的特定原料，美食家和工程师紧密合作，试验其搭配、比例、混合技术等，以确定符合严格标准的最佳配方。为确保口味的一致性，公司根据对原料的了解及可能会影响饮品的口味的因素（包括原料与空气接触时长以及运输和储存期间的外部温度），预先调整配方，以减低饮品在现场制备后出现口味变化的可能性。
步骤 4	内部样品测试及店内测试。 样品经过严格的内部测试后进行店内测试。在内部测试期间，样品由创始人王先生及产品研发团队的高级成员直接审核。于内部测试后，公司亦会在选定的门店进行样品测试，以评估在正常营业期间门店执行配方的情况，并征求加盟商及消费者的反馈意见。
步骤 5	发布前准备。 于确定推出新产品的计划后，公司与供应链管理团队协作采购相关原料，并设计涵盖产品定位、包装设计 & 营销渠道的整体推广计划，并为加盟商准备培训材料，所有加盟商均须完成相关线上培训并通过评估，方可在其门店推出新品。
步骤 6	发布后反馈收集。 新品推出后，公司会持续追踪其表现并收集消费者反馈，以评估及完善产品研发流程并提高基本能力。

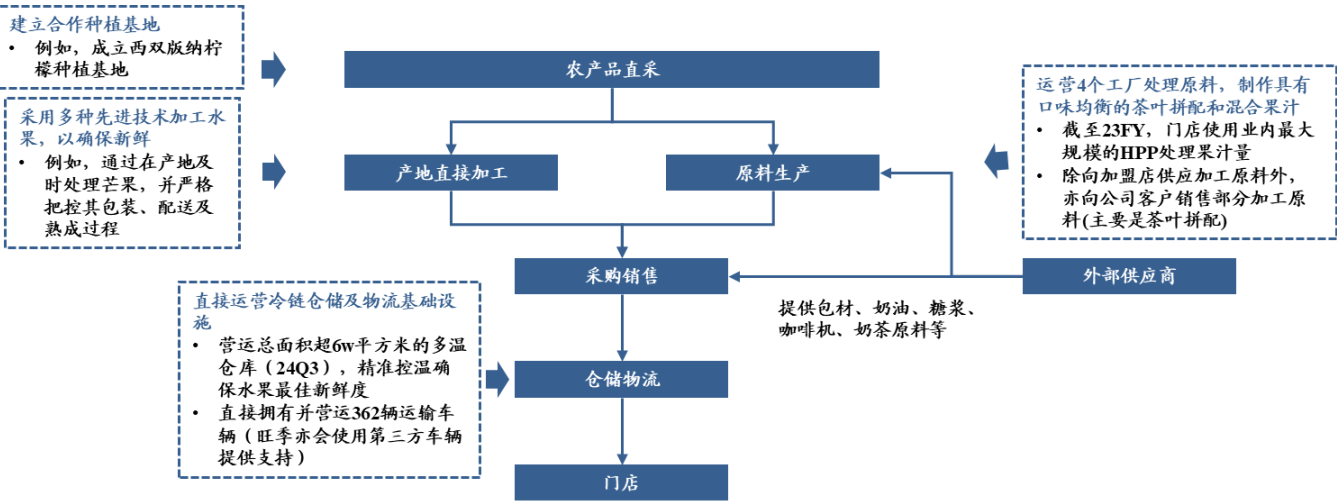
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

2.2. 全链路管控严守品质保障，自建冷链物流突破“新鲜”上限

古茗以供应链全流程管控保障用料品质及供应稳定，以自建冷链物流强化短保鲜果及鲜奶的配送时效，并在前端通过区域加密策略强化规模效应，从而兼顾“新鲜美味”与“价格亲民”。公司目前已经形成“上游农产品产地直采，中游自主研发、生产、加工，下游运营冷链储运网络”的供应链体系，在采购、生产、储运全流程环节均有深入布局，且将前端市场需求与后端采购规划实现较为高效的运营协同。1）在采购端，公司采购

网络遍布全球，一方面坚持产地直采保障品质，且愿意为更好的质量支付溢价，另一方面庞大鲜果用量形成集采优势，具备一定议价权。**2) 在生产端**，基于高品质要求，公司于上游产地直接进行原料加工，以降低熟成损耗率，同时建立 4 大工厂，引入 HPP 技术完成茶叶拼配和混合果汁加工，保持果汁丰富新鲜风味。**3) 在储运端**，公司能够直接运营冷链仓储及物流配送网络，1 是营运总面积超 6 万平方米的多温仓库（24Q3），可精准控温以确保水果最佳新鲜度；2 是直接拥有并营运 362 辆运输车辆（旺季亦会使用第三方车辆提供支持），在高密度门店网络支撑下，能够以相对经济的成本，实现从仓到店的高效、高频冷链配送，为丰富以鲜食、鲜果、鲜奶为原料的产品可能性提供有力保障。**4) 在供应链一体化管理方面**，公司将商业分析、产品研发及供应规划团队打通，通过团队提前预测产品需求，从而提前锁定采购数量、价格，并优化门店的备货指导，从而降低采购的库存、价格波动风险。

图18：古茗供应链体系梳理



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图19：中价茶饮主要品牌供应链全链路对比

	古茗	沪上阿姨	茶百道
采购端	全球采购网络，并建立合作种植基地（如西双版纳香水柠檬），2023 年采购涵盖 36 个品种约 85000 吨的新鲜水果，亦采购大量果汁、茶叶及乳制品，其中向门店供应的芒果较市价低 30%	全球采购网络	全球采购网络
生产端	拥有 4 个工厂，负责茶叶拼配、混合果汁加工	拥有 1 个工厂（海盐工厂），负责小料及茶叶拼配加工	拥有 2 个工厂，负责包材和茶叶拼配加工
仓储端	截至 24Q3 营运 22 个仓库，总面积 22 万平方米，其中 4 万平方米冷库支持不同低温范围，约 76% 的门店位于距离古茗某一仓库 150 公里范围内	拥有 3 个大仓储物流基地及所有前置冷链仓库由独立第三方管理	拥有 6 个直接运营+15 个与第三方共同管理仓库
物流端	自有+第三方：327 辆自有运输车+300+辆第三方运输车，为 97% 以上门店提供两日 1 配的冷链配送服务	第三方配送，每周将新鲜食材送至门店 2-3 次	300+第三方多温运输车，在北京、成都等地开辟出 41 条夜间配送路线，97% 以上的门店实现 1 周 2 配及以上

数据来源：各公司招股书，东吴证券研究所

采购端：公司搭建全球采购网络，通过产地直采以更好控制原料可得性及品质、价格稳定性，同时鲜果原料的庞大用量亦形成规模议价优势。

坚持产地直采，保证原料风味。现制茶饮厂商直接采购关键原料，并与可信赖的供应商建立长期合作，有助于保证一致的品质与稳定的供应，而古茗鲜果、茶叶、牛奶等原物料直采比例达 85%。

古茗始终坚持原材料产地直采，采购区域覆盖云南、广西等核心产区，采购产品包括鲜果（鲜果会随季节更换产地）、茶叶、牛奶等。以香水柠檬为例，古茗选用的香水柠檬原产地为中国台湾，产品味道清淡，适合搭配其他口味。为了能够用到最新鲜、最符合古茗产品的柠檬，古茗团队在地图查找同维度地区，于 2016 年在云南西双版纳划定种植区，推动其成为大陆首个大面积种植台湾香水柠檬的产区。2023 年古茗直接从生产商采购的香水柠檬约 4000 吨，占此种水果总采购量 89.9%。

全球采购覆盖丰富鲜果原料。伴随果茶品类日趋丰富，古茗亦逐步关注车厘子、龙眼、牛油果等小众水果品类，全球化的采购网络布局令公司能够覆盖更多高品质原料。以牛油果为例，公司从秘鲁、智利及墨西哥采购优质牛油果原料，并成功推出牛油果奶昔单品实现不俗销量。

图20：古茗牛油果巴坦木奶昔



数据来源：古茗茶饮公众号，东吴证券研究所

图21：古茗香水柠檬基地



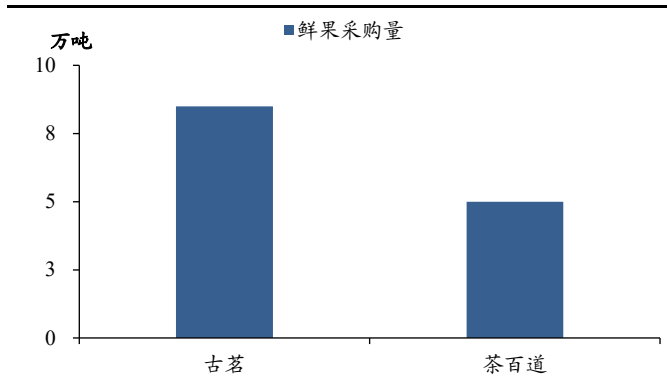
数据来源：三联生活周刊公众号，东吴证券研究所

鲜果集采量大，具备规模议价优势。在区域加密策略赋能下，高门店密度支撑鲜果原料通过冷链运输高效覆盖终端门店，并反哺上游原料采购规模化上量，古茗相应能够以低于市场价的价格进行鲜果采购。古茗鲜果采购规模领先同业，2023 年古茗采购涵盖 36 个品种约 8.5 万吨的新鲜水果，而茶百道预计 2022 年采购水果约 5 万吨（据茶百道采购总监陈新新介绍，新华社）。规模形成原料采购议价优势，以芒果为例，2023 年以来古茗推出多款芒果系爆品，如杨枝甘露系列、鲜果奶昔系列等，从采购端看，2023 年古茗向门店供应芒果价格低于市场价 30%。

除鲜果外，古茗也大量采购果汁、茶叶等其他原料，供应商数量远高于同业其他品牌，有利于保障品质及供应稳定。公司供应商主要提供包材、奶油、糖浆、咖啡机、奶

茶原料等物料，于中价茶饮品牌而言，古茗供应商数量远超其他品牌，24Q3 公司供应商超 1100 家，而茶百道供应商数量于 23FY 仅约 273 家，庞大的供应商网络保障公司原料采购具备丰富选择。此外，通过有效预测所需原料种类及数量，公司可提前锁定采购协议的关键条款，从而优化成本、保证持续供应、减少库存浪费。

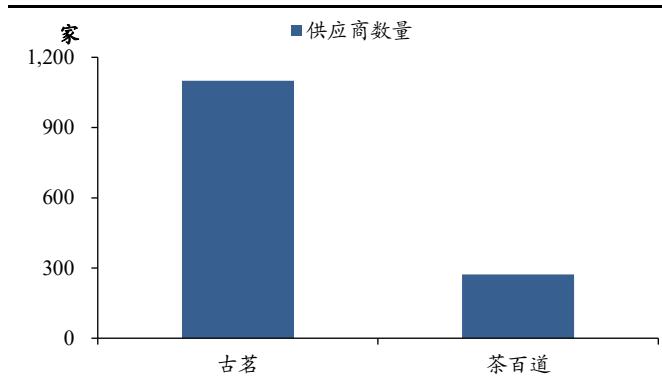
图22：鲜果采购规模对比



数据来源：古茗招股书，新华社，东吴证券研究所

注：古茗数据时间截至 23FY，茶百道截至 22FY

图23：供应商数量对比



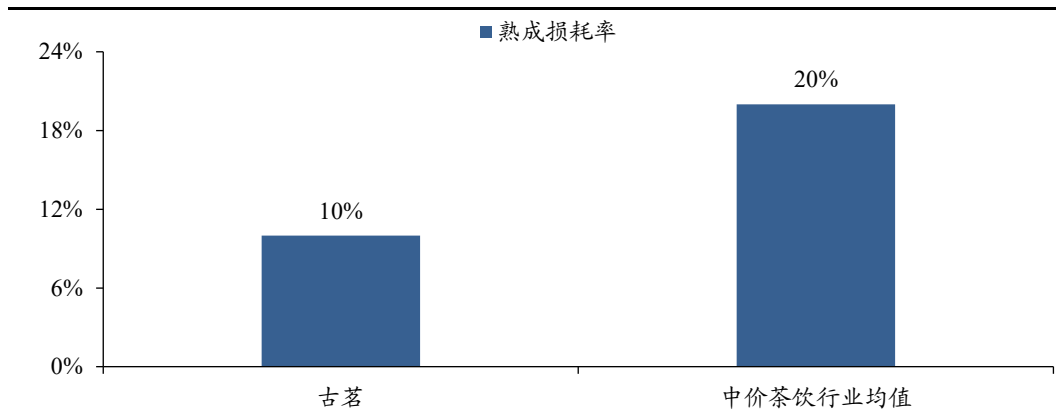
数据来源：各公司招股书，东吴证券研究所

注：古茗数据时间截至 24Q3，茶百道截至 23FY

生产端：公司于上游产地直接进行鲜果加工，并严格把控包装、配送、熟成过程，确保原料新鲜；于中游建立 4 大工厂覆盖茶叶拼配、混合果汁加工等关键原料生产环节，并率先应用 HPP 技术保证果汁新鲜风味。

鲜果产地及时处理，全环节把关降低熟成损耗率。古茗通过在产地及时处理产品，严格把控包装、配送、熟成过程，降低原料熟成损耗率，保证产地直采的鲜果能够维持新鲜。以芒果为例，2023 年原料熟成损耗率降至 10%，远低于行业平均水平（熟成损耗率约 20%）。

图24：古茗熟成损耗率低于中价茶饮均值（23FY）



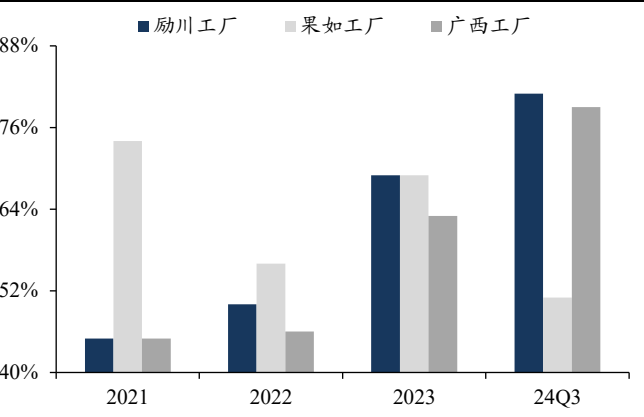
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

核心原料自产，工厂数量及产能利用率领先同业。供应链中游，公司自建工厂针对性覆盖核心原料（茶叶拼配、混合果汁）的生产环节，而其他中价茶饮品牌工厂多为包

材及辅料加工。截至 24FY，古茗拥有 4 个工厂——励川工厂、果如工厂、广西工厂和诸暨工厂，负责茶叶拼配和混合果汁加工，核心工厂产能利用率近 80%，且向加盟商提供的原料自产率为 13%（24Q3），同时公司亦向其他茶饮品牌销售茶叶拼配等产品。

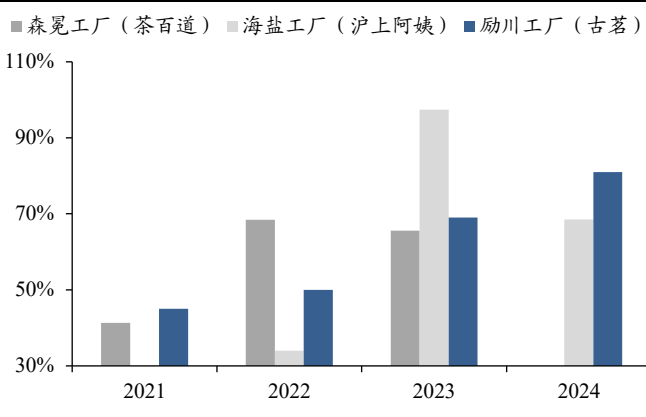
中价茶饮同类标的，如茶百道目前共拥有 2 个工厂（24FY），分别加工包材、茶叶，其中加工包材的工厂 23 年产能利用率为 65.6%；沪上阿姨拥有 2 个工厂（24FY），加工珍珠、芋圆、芋泥、茶叶等辅料，产能利用率分别为 56%、33%、86%、90%。

图25：古茗主要工厂产能利用率



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所
注：1）2022 年果如工厂采用新加工设备，导致整体产能增加，产能利用率下滑；2）24Q3 部分在果如工厂完成的加工工序转移至位于诸暨的新加工工厂，导致果如工厂运营放缓。

图26：中价茶饮品牌主要工厂产能利用率



数据来源：各公司招股书，东吴证券研究所
注：2024 年古茗选自 24Q3 数据

率先应用 HPP 技术，保证果汁新鲜风味。于现制茶饮行业中，古茗率先将 HPP 技术引入原料加工，以保持果汁丰富新鲜风味，门店端拥有业内最大规模 HPP 处理果汁量、加工端采用国内规格最高的 HPP 设备进行加工。

HPP 技术全称超高压灭菌技术——将冷压果汁直接装瓶密封，置于 500~600MPa 的液态压力下，以压力传导实现灭菌。同传统热杀菌相比，HPP 技术在有效灭菌的同时，还能改善鲜果饮料的品质和营养，对维生素、挥发性香气成分等物质影响较小，能够保持“真水果”的口感与营养。古茗是现制茶饮行业中率先将 HPP 引入原料加工的品牌，门店端使用业内最大规模的 HPP 处理果汁量（23FY），加工端采用中国大陆唯一的 Hyperbaric525iHPP 系统，为相应供应商产品名录中规格最高的 HPP 设备（24Q3）。

表5：鲜果处理技术对比

技术简称	技术全称	果汁含量	营养保留	风味特征	产品保质期	贮存条件
浓缩还原果汁	FC	100%	维生素 C 已损失 30%-40%	甜度突出、香气单一	3 至 12 个月左右	常温、阴凉、干燥处
非浓缩还原	NFC	100%	维生素 C 已损失 10%-20%	层次分明 带有自然原始果香	最短 28 天 最长可到 3 个月	既有冷藏款 也有常温款
超高压冷杀菌技术	HPP	100%	营养流失率<5%	果香浓郁、层次丰富	多为 21 天-30 天	均需冷藏储存

数据来源：消费者报道公众号，东吴证券研究所

仓储端：公司直接营运仓储网络，并选用多温仓以确保原料最佳新鲜度。同其他中价茶饮相比，公司冷链仓库网络为自身直接运营，且多温仓库拥有更加精准的控温区间，确保公司鲜果原料的最佳新鲜度。中价茶饮冷链仓库多为第三方租赁或承包，其中多数茶饮品牌直接使用第三方运营的仓储服务（据灼识咨询），而古茗 22 个仓库系从第三方租赁后进行直接运营。例如，茶百道 15 个仓库为公司与第三方共同管理，仅 6 个仓库直接营运（23FY）；沪上阿姨 3 个大仓储物流基地及所有前置冷链仓库由独立第三方管理（24FY）。同时，古茗多温仓库面积超 6 万平方米（仓库总面积 22 万平方米，24Q3），同其他中价茶饮品牌相比，拥有更加精确控温区间（包括零下 20 度至零下 15 度、1 度至 5 度、8 度至 13 度及 10 度至 15 度的各个温区），能够灵活应对业务需求，保证水果最佳新鲜度。以茶百道为例，仓库类型包括常温仓库和低温仓库（据茶百道福州仓仓配项目招标公告），其中低温仓库仅覆盖冷冻（低于零下 18 度）、冷藏（2 度至 8 度）。

表6：中价茶饮仓储网络对比

	古茗	沪上阿姨	茶百道
仓库数量	22 个	12 个大仓储物流基地、4 个设备仓库、8 个新鲜农产品仓库、15 个前置冷链仓库；大仓储物流基地及仓库与门店数量的比例为 1:235	21 个多温仓（20 个中心仓+1 个前置仓）一个中心仓及一个前置仓覆盖的门店平均数目分别为 386 家及 204 家
仓库总面积	22 万平方米，其中 4 万平方米冷库支持不同低温范围		8 万平方米
仓库管理	自主运营	3 个大仓储物流基地及所有前置冷链仓库由独立第三方管理	6 个直接运营+15 个与第三方共同管理
仓库功能	设置了单独的温区储存，乳制品存放在 2°C~4°C 仓库，热带水果在 4°C~8°C 的仓库，冷冻品在 -20°C 的仓库，另有催熟仓库。		多温仓
仓储半径	约 76% 的门店位于距离古茗某一仓库 150 公里范围内		
配送方式	自有+第三方：327 辆自有运输车及 300+辆第三方运输车	第三方配送	300+第三方多温运输车,在北京、成都等地开辟出 41 条夜间配送路线
配送频率	97%以上门店提供 2 日 1 配的冷链配送服务	每周将新鲜食材送至门店 2-3 次	97%以上的门店实现 1 周 2 配及以上

数据来源：各公司招股书，东吴证券研究所

注：古茗数据时间截至 24Q3，沪上阿姨截至 24FY，茶百道截至 23FY

物流端：在高密度的门店、仓库布局支持下，公司自建并运营冷链车队，实现从仓到店的高频、高效配送，在实现结构性降本同时，也为公司探索推出更多更短保质期的鲜食、鲜果、鲜奶产品提供有力保障。

1) 同其他中价茶饮相比，古茗仓库网络区域密度相对较高，能够以相对经济的成本直接自建并运营冷链配送车队，进而更好保障短保原料高效、高频送达各城市线级门店。截至 24Q3，古茗自建并运营冷链配送车辆 362 辆，同时也会调用第三方车辆作运力补充（23FY 古茗第三方车辆占月度车辆部署约 40%），而茶百道能调度的第三方多温运输车辆约为 300 辆（23FY）。当前中价茶饮头部品牌基本能够实现平均每周至少 3 配的原料配送支持，而古茗能向 97% 的门店提供 2 日 1 配的冷链配送服务（并规划在未来

可实现 1 日 1 配的冷链配送频率)，同时也是国内前十大茶饮品牌（以 GMV 计）中，唯一一家能够向低线城市门店高频配送短保质期鲜食、鲜果、鲜奶的企业。高效的冷链运力强化了公司实现更多短保鲜果原料的高频供应能力，例如，公司将原料运输从泡沫箱、塑料筐包装的传统运输替代为冷藏车运，实现易损耗鲜果如草莓的配送品质保障。

2) 在更高密度的门店、仓库布局支持下，古茗能够以相对经济的成本自主运营冷链仓储及配送车队。对比中价茶饮品牌的仓库分布密度，茶百道门店为全国布局，设立前置仓作为门店与中心仓超过 300km 的补充；而古茗基于更高密度的门店分布，76% 门店位于单个仓库的 150km 范围内（截至 24Q3）。公司仓储成本占 GMV 比重保持在不超过 0.5% 的水平，明显低于蜜雪冰城（21FY~24Q3）；仓到店平均运输成本占 GMV 比重不足 1%（21FY~23FY），亦低于同类品牌，例如沪上阿姨配送成本相对高出约 0.5pct（据观潮商业推算）。

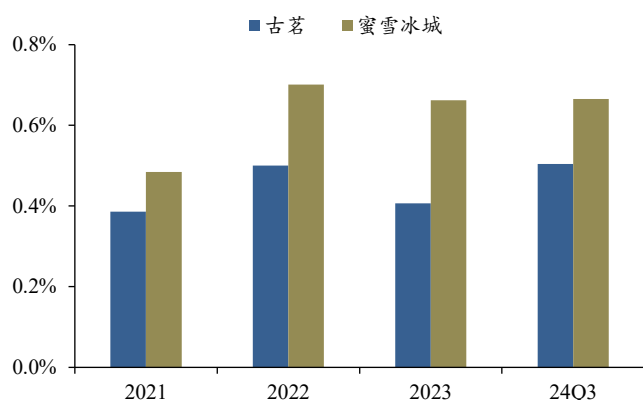
总结来看，古茗已构建覆盖采购、生产、仓储物流的全链路供应链管控体系，兼顾品质的同时，亦有效压低采购价格及非核心要素成本，持续强化“新鲜美味”、“价格亲民”的品牌路线。

图27：中价茶饮品牌仓库分布对比



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图28：仓储费用/GMV 对比



数据来源：各公司招股书，东吴证券研究所

2.3. 深度扶持强化门店管理，区域加密优化资源聚焦

古茗绝大多数门店为招商加盟模式，从创业初期开始即扶持“创业型加盟商”，打造品牌与加盟商利益共同体，并通过标准化流程与完善的支持体系，构建起一套高效可复制的加盟体系。

在加盟准入方面，明确拒绝投资型加盟商，重点扶持在店管理加盟商。品牌对加盟商设有明确要求，在通过递交申请、面试评估、签约审核等多轮流程基础上，公司要求加盟商在店经营，亲自参与门店管理，明确拒绝投资型加盟商，并为启动资金不足但愿在店管理的创业型加盟商放低首年开店成本。

古茗采用严格加盟商筛选程序，在正式签约前详细评估潜在加盟商长期合作意愿、过往经验及背景等多维度，并不断优化调整加盟商政策。25M2 公司针对新老加盟商，发布“乡镇合伙人 2.0”政策，①新加盟商首年最低 23w 即可开店：古茗允许加盟商开店成本分期支付，给予加盟商门店内部转让、二手设备回收等帮扶，以降低初期投入资金门槛，同时若第一年亏损，次年则不续约，且无需补全设备款；②老加盟商开店成本进一步优化：若同商圈开店，古茗减免老加盟商 8.8 万元加盟费，若非同商圈开店，则减免 2.5 万元培训费。

表7：古茗新老加盟政策开店费用对比(不含房租、转让费\前置装修\人工)

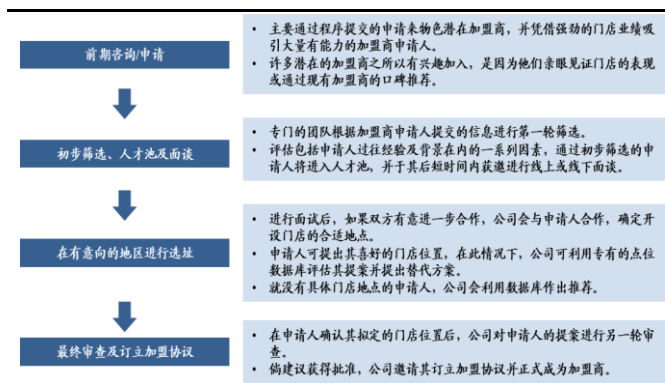
项目	类别	2024 年 (标店)	2025 年 (标店)				
		首月启动	首月启动	第 2-12 月	第 13-24 月	第 25-36 月	建店成本合计
		新商	新商	新商	新商	新商	新商
押金	合同保证金	0.5 万	0.5 万				0.5 万
	咖啡机押金	1.5 万	1.5 万		第 13 个月退 0.5 万 第 19 个月退 0.5 万	第 25 个月退 0.5 万	
加盟费	加盟费分期				第 13 个月交 2.5 万 第 19 个月交 4.88 万	第 25 个月交 2.5 万	9.88 万
设备	可分期设备首付	12.5 万	3.0 万				3.0 万
	可分期设备分期金额				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 合计 3.9 万	每月 7400 元+2 次加盟费 合计 15.28 万	2 万	44.38 万

数据来源：古茗加盟之家小程序，东吴证券研究所

在加盟支持方面，古茗提供从选址到系统搭建的全流程扶持。选址方面，公司利用专有点位数据库作出点位推荐，或根据加盟商提出的偏好门店位置进行评估并提出替代方案，提升选址效率和精确度。截至 24Q3，公司已根据过往本地运营中获得的洞见和第三方信息，建立包括 2.2w+个门店的门店点位库。培训方面，公司通过线下培训中心现场培训、线上视频教程等方式，向加盟商推行全面及定期的培训体系。古茗要求加盟商及员工在开店前参与强制性培训课程，培训内容涵盖运营、管理、产品信息、设备使用及技术系统。一方面，古茗编写专有培训材料，截至 24Q3 拥有一支 140+名的员工组成的加盟商培训及评估团队，运营 2 个培训中心并制定约 140 家门店进行现场培训。另一方面，“门店宝”系统赋能加盟商经营管理，加盟商需在系统上完成视频培训并通过相关评估，系统课程覆盖新推出饮品制作教学等，截至 23FY，线上培训课程完成观看数

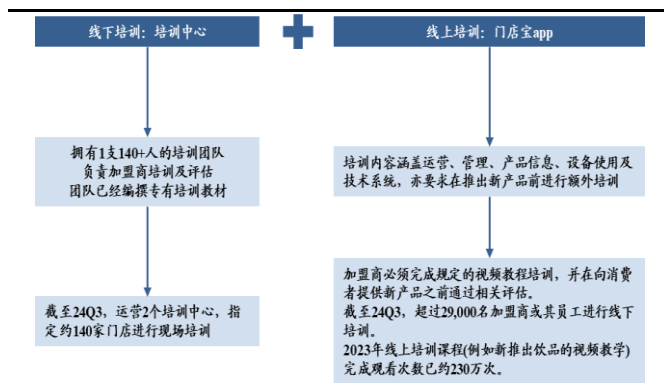
约 230 万次。

图29：古茗招商加盟流程



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

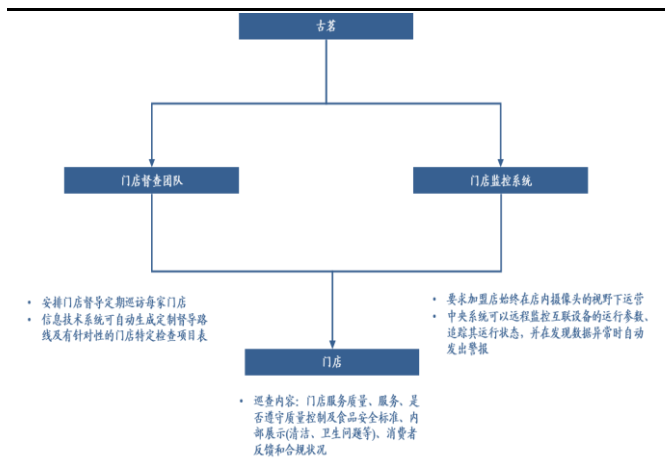
图30：古茗加盟门店培训体系



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

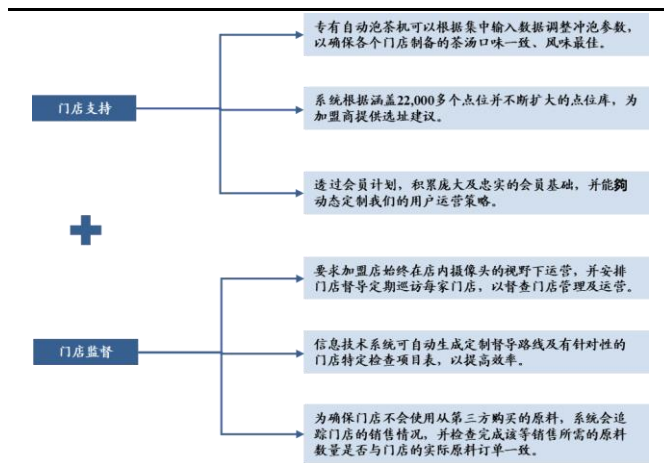
在加盟管理与运维方面，公司积极推进信息技术建设，通过数字化系统提振门店运营质量和稽查团队监管效率。公司积极建设信息技术团队，通过自主开发的门店管理模块、结合物联网的互联设备等，实现门店数字化运营。截至 24Q3，公司工程师数量超 340 名，信息技术团队规模于国内现制茶饮行业最大（据灼识咨询）。在数字化系统赋能下，品牌能够高效监控门店运营，保障产品“出品一致”，并有效规避加盟商擅自外采原料拖累产品品质等问题。公司要求加盟店始终在店内摄像头的视野下运营，确保饮品制作程序、门店管理、运营营销等符合标准，数字化系统会跟踪门店销售情况，并检查完成该等销售所需的原料数量是否与门店的实际原料订单一致，判断加盟商是否擅自外采原料。同时，古茗专有的自动泡茶机可以根据集中输入数据，调整冲泡参数，保证各个门店制备茶汤口味一致、风味最佳。数字化系统亦提振门店考核团队稽查效率。例如，系统自动生成定制化门店督导路线及针对性门店特定检查项目表，确保全面高效监督，截至 24Q3 公司督导稽查团队约 470 人（茶百道 23FY 督导团队约 567 人）。

图31：古茗加盟门店管理制度



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图32：古茗加盟门店督导、运维体系



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图33：古茗原料效期数字化管理模块



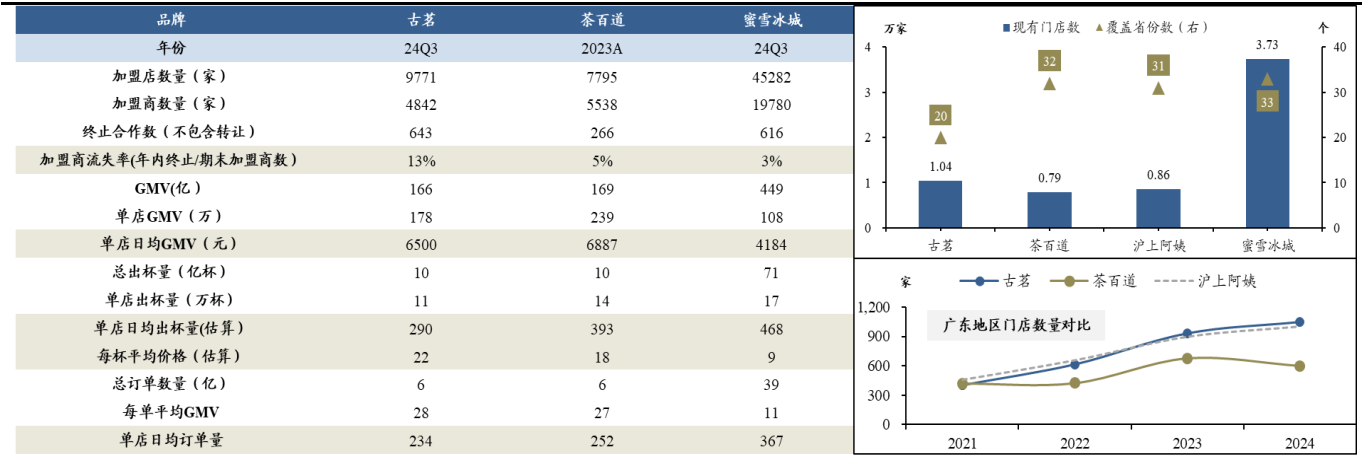
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

相较于投资型加盟商，古茗更偏好于创业型加盟商，核心是公司从创业至今的加盟商筛选理念催化——“理想的候选人为致力于长期努力，服从指引，并致力于提高门店管理技能的人士”，强调小微加盟商的长期经营可持续性和在店管理的品质把控。

“吃苦耐劳”基因奠定门店经营质量，政策激励保障加盟商粘性。古茗加盟商“吃苦耐劳”的基因从浙江、福建开店初期就一脉相承。早年公司加盟商以两类人为主，1是从店员升职到店长的“打工人”，2是经营小本生意的小老板（如浙江、福建早期卖水泵、服装等小老板转型成买奶茶），通过让加盟商赚到钱、让加盟商看到公司有所作为，保障加盟商粘性。伴随门店网络扩张，面对新市场经营初期的竞对茶饮品牌价格战、同质化宣传等问题，古茗突围的核心为成本优势、高品质保证和加盟商的团结性，将品牌竞争转化为“持久战”，熬死其他品牌。一方面依靠区域加密下的成本优势、供应链优化下的品质优势取胜，另一方面通过激励措施强化加盟商团结性，如某区域加盟商遇到危机，公司会将其他加盟商聚拢到过来一起帮忙，将线上“爱抱怨”等负面情绪，通过线下集中讨论、沟通，转化为正面情绪。近年来，公司持续强化“吃苦耐劳”基因和加盟商战斗力。例如，夫妻档合伙经营小生意早期容易成功，但受持久性差等问题掣肘，因此同其他中价茶饮品牌相比，公司会花时间、精力“拆伙”，如浙江台州拆伙率达90%+。

加盟商在店管理把控经营质量，核心市场门店数量保持稳定增长。单店模型上看，同其他中价茶饮品牌相比，凭借相对稳定小微加盟商以及严格的门店管控，古茗单店日均GMV保持在较稳定水平，核心市场门店数量逐步挤压竞争对手。以广东区域为例，2024年古茗、茶百道、沪上阿姨门店数量为1045家、598家、1002家，分别同比+12.4%、-11.3%、+11.6%（据极海品牌监测）。

图34：中价茶饮品牌单店数据对比



数据来源：各公司公告，各公司招股书，极海品牌监测，东吴证券研究所

表8：2024 年主要现制茶饮门店品牌单店盈利拆分

2024 年度数据 （万元）		蜜雪	古茗	茶百道	沪上阿姨
单店 GMV		143	236	200	140
	YOY	-5%	-4%	-16%	-10%
单店实收		115	181	148	106
	YOY	-6%	-4%	-17%	-11%
	实收扣点/GMV	19%	23%	26%	24%
	外卖占比	38%	44%	60%	55%
	外卖扣点/GMV	35%	40%	40%	40%
原料成本		57	94	70	49
	原料成本/GMV	40%	40%	35%	35%
实收毛利		58	87	78	57
	YOY	-7%	-4%	-17%	-11%
	毛利率-对应实收	50%	48%	53%	54%
	固定成本-房租、人工、水电杂费、服务费等	37	57	57	48
	固定成本/GMV	26%	24%	28%	34%
现金经营利润		21	30	21	9
	YOY	-8%	-10%	-40%	-41%
现金经营利润率-对应 GMV		14%	13%	11%	6%
现金经营利润率-对应实收		18%	17%	14%	9%
回本周期（月）		12.7	18.7/10.4	19.9/14.8	35.9

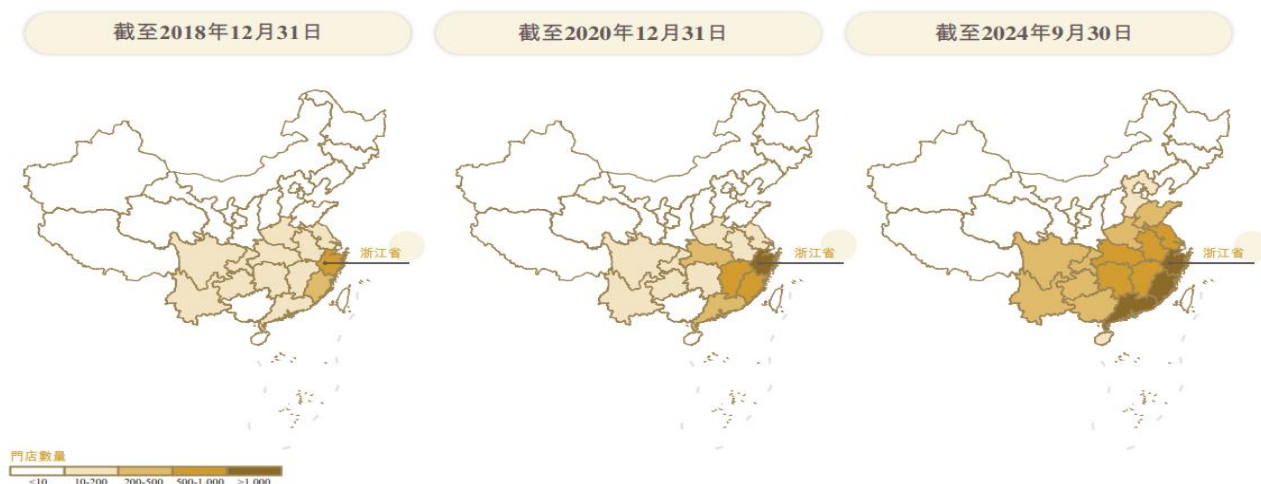
数据来源：启信宝，灼识咨询，美团餐饮，东吴证券研究所

注：古茗、茶百道的加盟费、咖啡机设备费用可分期支付，回本周期对整体初始投入、首单投入做分别计算

自业务初期开始坚持地域加密策略，搭建目标区域各线级高密度门店网络。古茗区域加密渠道模式决定冷链仓储物流运输布局，进而影响“新鲜美味、出品一致、价格亲民”的品牌形象，是整体经营逻辑的基石。截至 24Q3，公司已形成浙江、福建、江西、广东、湖北、江苏、湖南、安徽为中心的核心八省，并建立起 17 个省份门店网络布局。

古茗自业务初期以来，坚定执行地域加密策略，在目标省份策略性调配资源，利用邻近城市供应链能力进入新城市，实现各线级高密度门店网络构建，当单一省份门店数量超过 500 家，达到公司内部认定的“关键规模”，方才借助已有关键规模的省份所积累的经验、优势，进入邻近省份，以此保证门店网络不断加密的同时，能够持续高质量运营。2017 年古茗在浙江省门店密度率先到达“关键规模”，此后福建（2019 年）、江西（2020 年）、广东、湖北、江苏、湖南、安徽相继达到“关键规模”，截至 24Q3 公司已在 17 个省份建立门店网络布局。

图35：2018-2024 年古茗门店网络逐步形成以核心八省为中心向外扩张局面

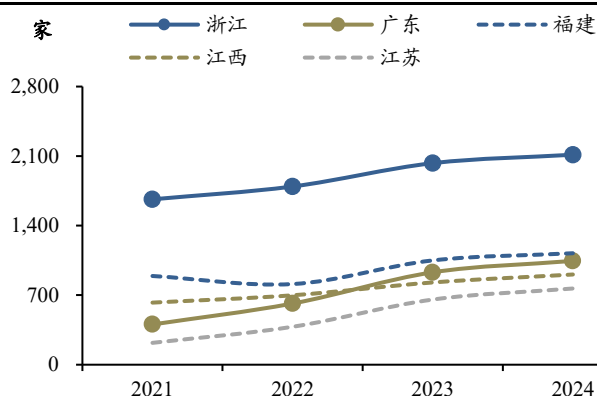


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

区域加密提振经营质量，低线渠道拥有相对较高门店密度。古茗地域加密策略通过建立密集门店网络，使得管理团队能够集中精力，通过对加盟商集中管理提高效率，并支撑起高效的冷链储运网络，保证低线区域门店能够始终如一地提供“新鲜美味、出品一致、价格亲民”的高质单品，带来领先中价茶饮同业的底线市场门店密度水平。

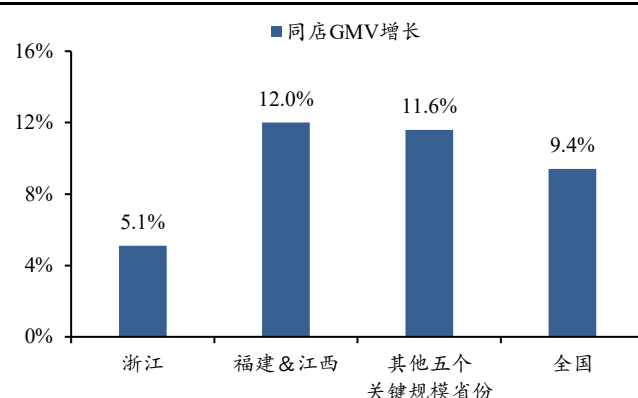
公司在门店区域加密的同时，单店经营质量持续提升，2023 年核心区域同店 GMV 表现领先全国整体市场。同其他中价茶饮品牌相比，古茗在低线市场拥有相对较高的门店密度，从 250m 距离内至少有两家门店比例数据来看，公司在新一线及以下的市场门店密度领先茶百道、沪上阿姨，在五线市场古茗、茶百道、沪上阿姨门店密度分别为 19.7%、6.7%、7.9%。

图36: 古茗前五大“关键规模”省份门店数量



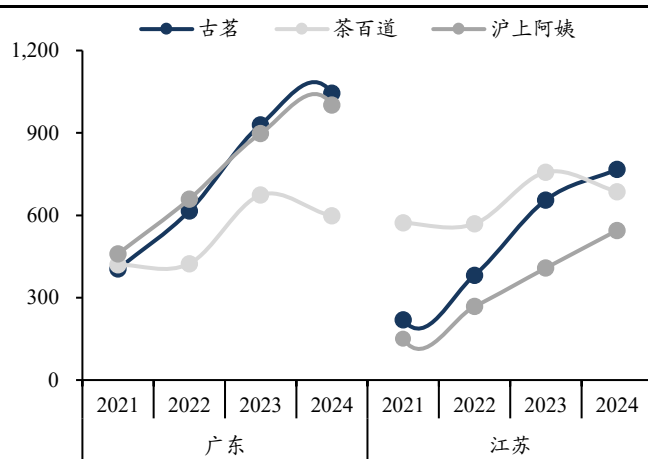
数据来源: 极海品牌监测, 东吴证券研究所

图37: 古茗核心八省同店 GMV 迅速增长 (2023 年)



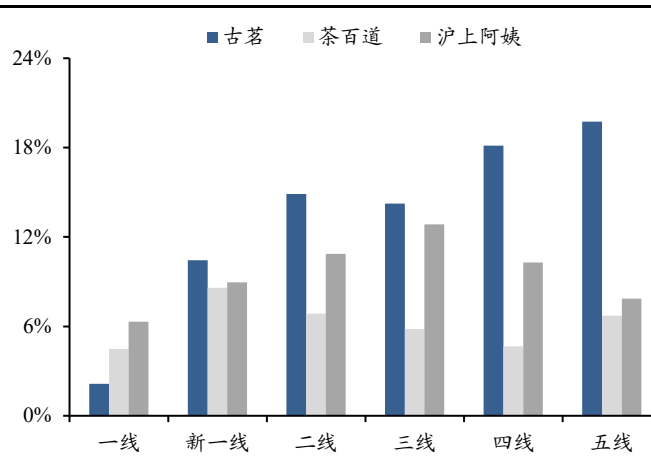
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图38: 古茗、茶百道、沪上阿姨公共核心省份开店对比



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图39: 中价茶饮品牌 250m 距离内至少有两家门店比例



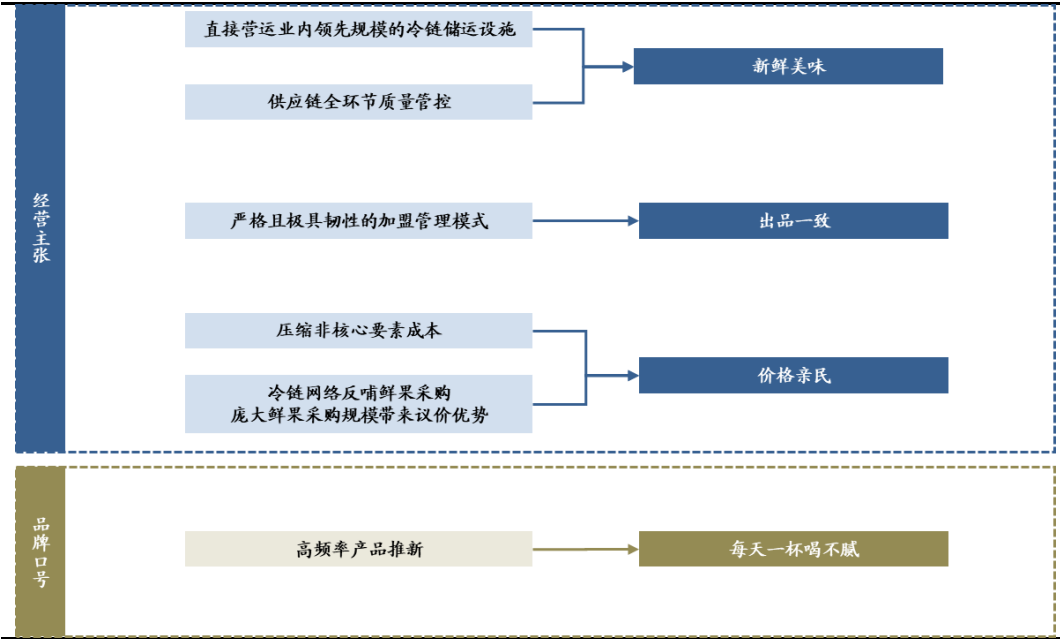
数据来源: 极海品牌监测, 东吴证券研究所

注: 数据时间截至 2025 年 7 月 17 日

2.4. 打造立体联名生态, 强化线下客群互动

与“新鲜美味、出品一致、价格亲民”的经营主张相一致, 公司以“每天一杯喝不腻”为品牌口号。古茗市场前端一方面通过保证高频产品推新和快速爆品跟进, 同时也以严格的门店管控保证“出品一致”, 以更高品质和更稳定品控驱动消费者端的“每天一杯喝不腻”(更强复购); 另一方面亦通过品牌联名、到店活动等营销手段增强目标消费群体的品牌粘性, 从而提升线下堂食消费表现。

图40：古茗品牌形象逻辑梳理



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

构建立体化联名生态，打造深层次用户共鸣。品牌跨界合作旨在通过联名热门 IP，帮助本品牌知名度扩圈，并提升重合受众对本品牌的认知度、好感度。现制茶饮消费群体多以 18~35 岁年轻人为主，考虑年轻消费群体（在校学生等）的堂食消费比例更高，古茗线下门店营销主要面向该类客群展开。古茗一方面同多个头部动漫、游戏等 IP 展开深度合作，精准定位核心圈层，另一方面通过线上 KOL 种草、线下主题门店 & 限定周边等消费者互动，撬动粉丝经济，打造立体化联名生态，实现核心圈层粉丝的深度互动体验与情感共鸣，克服“高频次、低内容”式联名营销带来的“审美疲劳”。

- **品牌跨界重点是提升品牌认知深度，而联名 IP 知名度、精彩跨界内容制作等一定程度上决定跨界培育成功与否。**品牌跨界短期维度能够实现销售转化和用户拉新，长期维度能够实现品牌年轻化转型和品牌认知深度提升，其中联名 IP 知名度、跨界内容制作等逐步成为品牌跨界能否成功的胜负手，一方面联名 IP 知名度越高，消费者认知建立难度越低，品牌认知广度越高；另一方面，跨界内容制作精彩与否影响跨界满意度，进而决定品牌美誉度能否进一步提升。
- **跨界联名活动泛滥容易带来审美疲劳，“高频次、低内容”式联名营销长期效果边际递减。**伴随联名活动泛滥，包装更换、周边赠品等成为茶饮品牌跨界的主流手段，尽管“高频次、低内容”联名能在短期制造话题热度，但缺乏满足消费者对产品口味创新等期待的持续性，导致联名营销的效果边际递减。以奈雪的茶为例，尽管 2024 年品牌联名活动频率相对较高（存在一个月 2-3 次联名活动），但 M8-9 联名活动核心饮品基本重合，部分联名策略存在“换汤不换药”现象，宣广费用扩大但难抑收入收缩，全年 ROI 持续恶化。

- 古茗通过构建立体化联名生态，与消费者产生积极互动。公司精准定位核心圈层，与多个头部动漫、游戏、小说 IP 展开合作，帮助品牌知名度扩圈。古茗核心消费群体画像聚焦 18-25 岁年轻群体，其中女性占比 70%+，且多为国漫、小说等重度爱好者（据辰木互动数据）。以魔道祖师为例，动漫围绕友情、爱情、亲情等展开，24M12 公司携手“魔道祖师”推出联名奶茶，借助 IP 人物正面形象和情节内容，增强粉丝圈层情感连接，促进消费转化。同时，公司通过“强内容”式互动营销手段，打造立体化联名生态，撬动粉丝经济，提升重合受众对古茗品牌的认知度、好感度。对于联名经济，核心圈层粉丝更期待品牌能提供深度的互动体验和情感共鸣，这种消费偏好升级倒逼品牌方必须突破简单的视觉联名，转而构建立体化联名生态。古茗通过线上 KOL 种草、线下主题门店&周边盖章互动等形式，强化品牌与核心圈层粉丝的互动过程。例如，公司结合“魔道祖师”剧情打造多家氛围店、盖章店，并设立玻璃贴、氛围立牌、情节相关的盖章画面等高质量周边产品，迅速引爆粉丝圈层关注度，截至 2024 年底，联名活动官方微信阅读量 10w+、微博话题阅读量 1.1 亿+。

表9：古茗跨界 IP 联名活动梳理

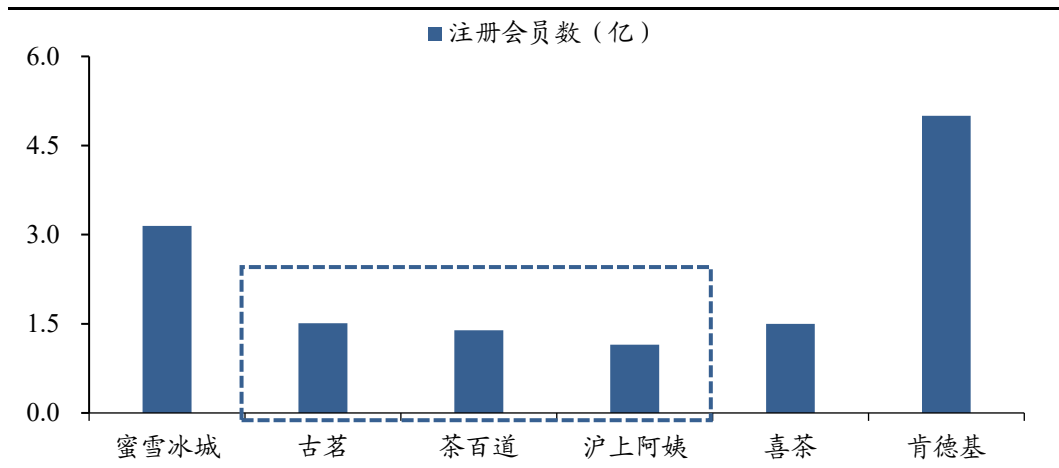
联名 IP	IP 类型	联名时间	联名动作	策略效果
我和我的家乡	电影	2020 年 10 月	小程序营销活动，借助大 IP 营造市场氛围	古茗借助大热 IP 进行小程序营销，将电影 IP 热度转化为品牌热度，助力了销售转化
天官赐福	动画	2023 年 10 月	推出联名产品	活动推出当日，古茗成为在抖音关键词搜索指数及微信指数中排名最高的中国现制茶饮店品牌并在微博全网热搜榜排名前五。
莲花楼	电视剧	2023 年 12 月	推出联名产品	活动推出后，古茗即登上微博热搜榜首。
恋与深空	手游	2024 年 6 月	在上海开设首家快闪等	活动首日取得单店 GMV 超过人民币 29 万元。
魔道祖师	动画	2024 年 12 月	结合剧情打造联名饮品及周边产品	产品上线一小时销量高达 3000 杯，多家门店套餐出现售罄。
崩坏：星穹铁道	手游	2025 年 4 月	古茗经典款超 A 芝士葡萄回归，苹果金凤梨上新，联名周边制作精良	活动当日，“古茗排队”等相关话题登上了微博热搜

数据来源：公司公告，公司招股书，首席品牌官公众号，CLE 中国授权展公众号，新刊财经公众号，东吴证券研究所

古茗会员数量领先其他中价茶饮品牌，复购客群基数占优。在当前公域流量成本高企、新用户获取难度上升的背景下，茶饮品牌纷纷加码私域运营，以提升用户留存与复购效率。相较于持续投放广告等高成本公域投流手段，基于小程序、APP 与社群的私域运营具有更低的边际成本与更强的用户黏性，因此成为品牌提升复购率的关键路径。为此，各大茶饮品牌均布局会员体系，通过将用户导流至私域，借助积分、优惠券、限定活动等方式加强用户互动，推动二次乃至多次消费。会员数量不仅体现品牌吸引力，也

直接构成复购的潜在基础。截至 24FY，古茗会员数量超过 1.5 亿人，数量位列中价茶饮行业之首，展现其渠道覆盖力与用户触达效率，为其构建起可观的复购基数与持续增长的私域流量池。

图41：主要餐饮品牌小程序注册用户数对比



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图42：古茗私域运营梳理



数据来源：古茗官方公众号，东吴证券研究所

图43：古茗社群运营梳理



数据来源：古茗官方公众号，东吴证券研究所

图44：古茗会员运营梳理



数据来源：古茗官方公众号，东吴证券研究所

3. 现制茶饮：风起云涌，乘风踏浪

我们预计“十五五”期间国内现制茶饮市场规模有望跨越 5000 亿元，扩容 CAGR 近 15%。国内现饮消费尚处于渗透率提升前期，2024 年现制茶饮零售规模约 3130 亿元，在现饮市场规模占比约 50%。考虑茶饮人群渗透率及复购率提升，我们预计未来 5 年行业规模有望保持近 15% 的复合增速。

对标咖啡及平价茶饮赛道，中价茶饮份额整合空间较大，古茗市占率提升空间可期。静态看，中价茶饮 CR5 门店数或有 2.8~3.9w 空间(+60~85%)，品牌需以更高的品质认同形成更强复购，支撑开店加密。对比咖啡，中价瑞幸、高价星巴克终端零售规模的市占率分别为 21.8%、16.5%；对比平价茶饮，蜜雪市占率为 17%——古茗 9% 的市占率仍有较大提升空间（参考 2024 年数据）。

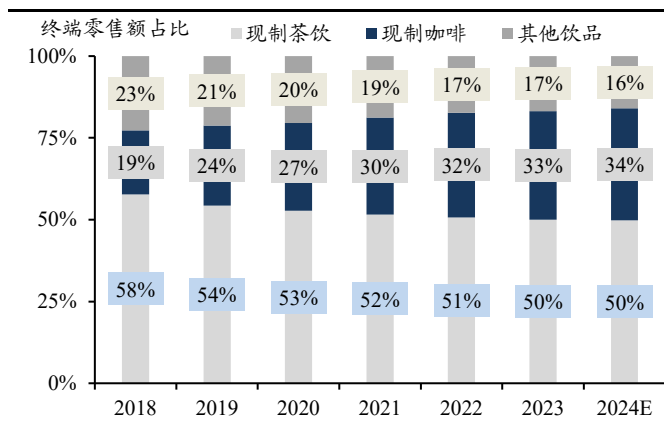
消费者复购率决定份额胜负手，古茗现阶段通过强于对手的门店营收和开店留存支撑开店持续加密，龙头份额有望进一步提升。伴随中价茶饮供给端竞争愈发激烈，门店经营利润承压，品牌方的后端成本管控及前端复购引流能力成为能否脱颖而出的胜负手。中价茶饮内部对比来看，在现制茶饮需求风口减弱背景下，新进品牌快速崛起实现份额赶超的可能性相对较小，而古茗凭借更为扎实的供应链建设及门店运营管理，以更高的品质认同形成更强的复购表现，开店稳扎稳打，品牌势能稳中有进，中期展望门店数量有望达到 3.5~4.0 万家。

3.1. 国内新式茶饮规模乘风而上，价格竞争渐趋充分

3.1.1. 国内现制茶饮规模乘风而上，有望保持约 15% 增速扩容

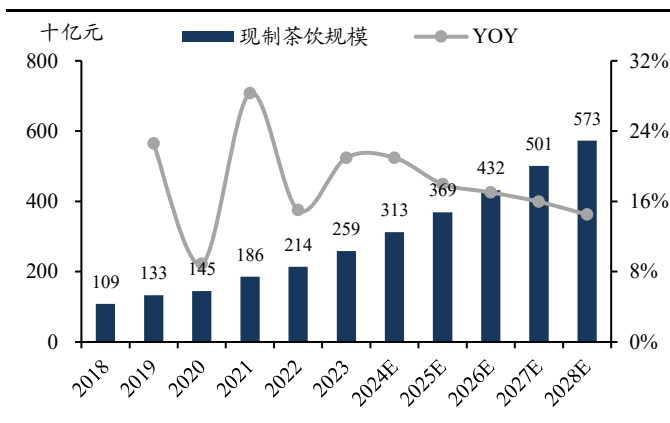
国内现制茶饮 2024 年终端零售规模超过 3000 亿元，2018~2023 年终端零售额 CAGR 达 19.0%。国内现制茶饮市场自 2016 年以来加速迭代升级，先是 COCO、一点点等台式奶茶品牌，以可选糖度、小料的客制化产品快速风靡；随后喜茶、奈雪、霸王茶姬等品牌以果茶、轻乳茶、果蔬汁等品类迎合消费者健康化、品质化需求。2024 年国内现制茶饮零售规模约 3130 亿元，在现饮市场规模占比约 50%。

图45：现制茶饮是国内现制饮品最大细分品类



数据来源：蜜雪冰城招股书，东吴证券研究所

图46：国内现制茶饮终端零售额规模及同比增速



数据来源：蜜雪冰城招股书，东吴证券研究所

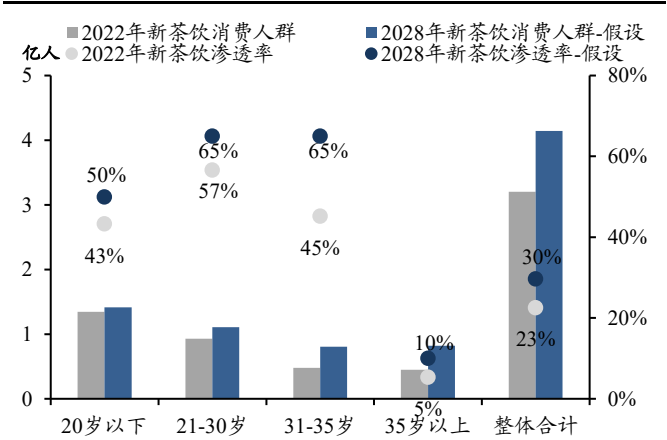
我们预计“十五五”期间国内现制茶饮市场规模有望跨越5000亿元，扩容CAGR近15%。国内现制饮品行业尚处于渗透率提升前期，发展空间广阔。对比美国、日本现饮消费量占饮用水分摄入量比例，以及人均现饮消费杯量数据，国内现饮消费尚处于渗透率提升前期，未来具备广阔发展空间。估算未来5年国内现制茶饮扩容CAGR仍有望保持约15%水平。国内现制茶饮市场规模按照中期GMV=总人口×茶饮人口渗透率×茶饮人群人均消费杯量×杯均价 计算：①总人口：参考IMF预测数据。②茶饮人群渗透率：参考人口结构切换测算，假设30岁及以下群体茶饮人群变化不大；伴随90~00年代人口步入30岁，30岁以上茶饮群体将有显著扩张。③茶饮人群人均杯量CAGR：假设值参考2013~2023年包装水人均消费量复合增速水平。④杯均价CAGR：2024年国内现制茶饮平价、中价、高价规模占比分别为36%、52%、12%，对标2000s美国现制咖啡市场价格带结构，考虑国内现制茶饮近年价格竞争加剧（主要品牌杯均GMV增长趋缓），我们预计国内现制茶饮市场在未来一段时间仍将保持现有价位结构，杯均价增速趋缓，增速主要参考通胀水平。

表10：国内茶饮市场规模测算

	2015	2020	2023	2028E
杯均 GMV-元	8.3	13.0	16.7	18.9
杯均 GMV-期间 CAGR		9.4%	8.6%	2.5%
人均杯量-杯/年	3.7	7.9	11.0	19.2
人均杯量-期间 CAGR		16.4%	11.7%	11.8%
茶饮人群渗透率	13%	18%	23%	30%
茶饮人群人均消费杯量-杯/年	29.1	44.3	48.8	64.8
茶饮人群人均杯量-期间 CAGR		8.8%	3.3%	5.9%
现制茶饮规模-十亿元	42.2	144.8	258.5	506.6
现制茶饮规模-期间 CAGR		28.0%	21.3%	14.4%

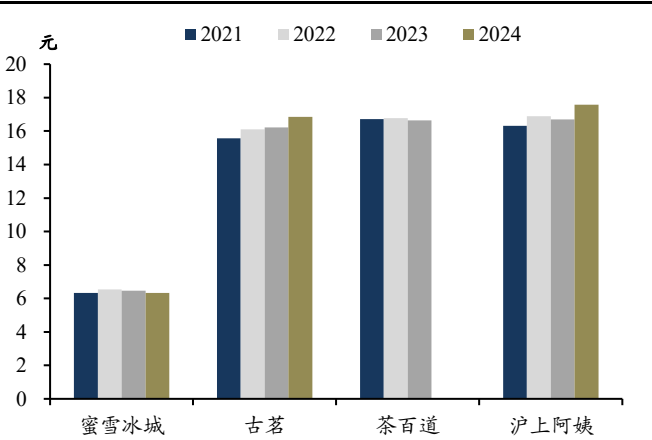
数据来源：公司招股书，灼识咨询，尼尔森，东吴证券研究所

图47：现制茶饮是国内现制饮品最大细分品类



数据来源：灼识咨询，尼尔森，东吴证券研究所

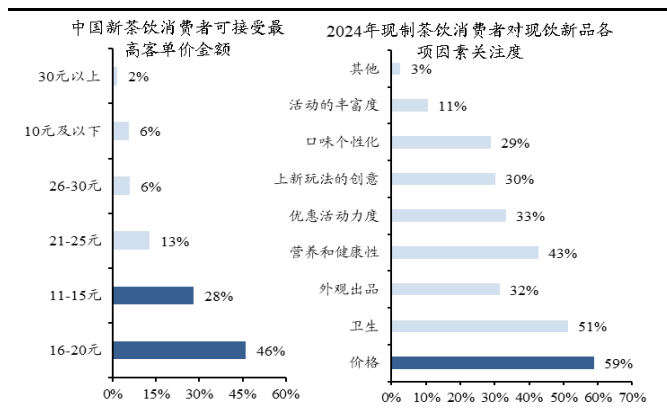
图48：主要茶饮品牌杯均 GMV 增长趋缓



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

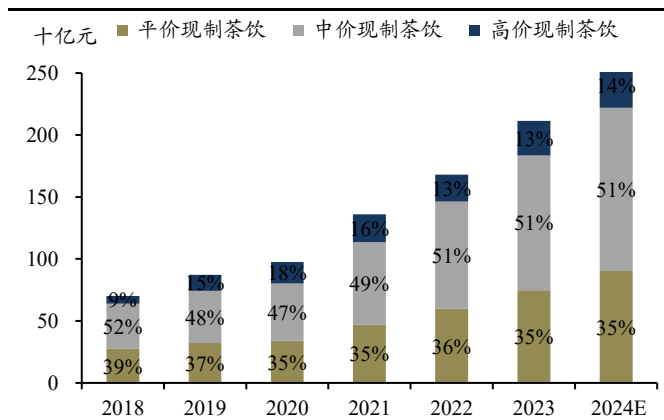
注：蜜雪 2024 为 1~9 月数据

图49：16~20元为多数消费者可接受的最高客单



数据来源：公司招股书，灼识咨询，尼尔森，东吴证券研究所

图50：国内现制茶饮市场价格带结构



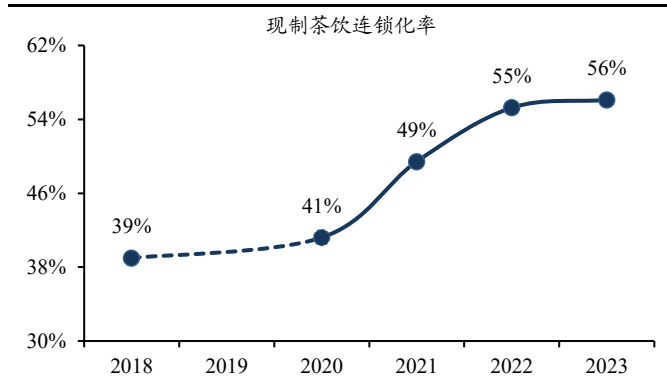
数据来源：公司招股书，灼识咨询，尼尔森，东吴证券研究所

3.1.2. 阶段性供给过剩，品牌出清压力显现

国内茶饮门店数量快速扩张，终端盈利压力陡增。近年国内茶饮门店数量快速增长，单店营收持续偏低。2021~24年我国茶饮存续门店数量CAGR达24%，与现制茶饮门店终端零售额增速基本一致，单店平均日销保持在1800~2100元的较低水平。营收端，伴随茶饮品牌通过外部融资补强供应链配套及招商营销能力，主要品牌门店扩张加速，现制茶饮单店营收摊薄压力放大；成本端，近年门店租金、原料成本（鲜果等）、外卖平台扣点逐步增长——现制茶饮门店盈利面临更严峻考验。我们将行业店均年销与蜜雪门店盈亏平衡年销额做对比，2022~2024年二者差值分别为9.9、6.1、20.2万元，2024年行业盈亏缺口边际放大，主要品牌闭店率提升。

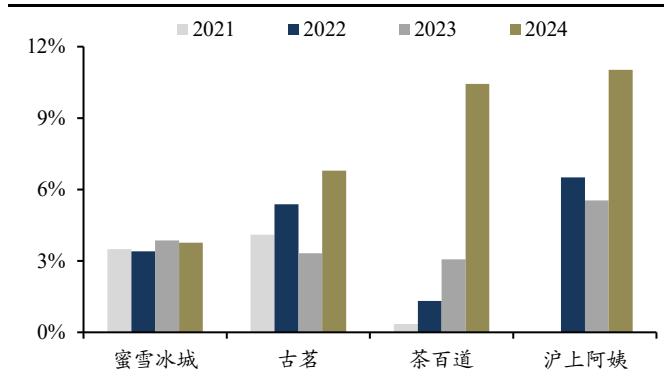
行业竞争愈演愈烈，头部品牌集中度稳步提升。伴随门店供给端竞争更趋激烈，近年茶饮品牌CR5集中度逐步抬升。2021~2024年现制茶饮品牌CR5提升13pct至43%，能够保证供应链极致高效、销售端复购稳定的头部茶饮品牌（例如：蜜雪冰城、古茗复购反馈均领先于行业均值），门店有望持续保持较为健康的盈利状态，在行业出清背景下逆势实现份额提升。

图51：国内现制茶饮品牌连锁化率持续提升



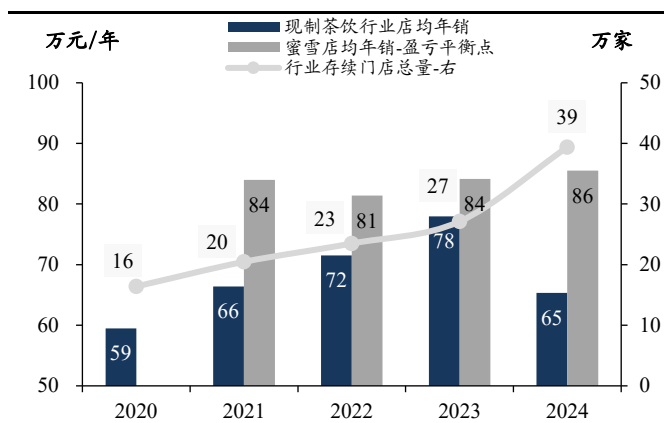
数据来源：美团餐饮，沪上阿姨招股书，东吴证券研究所

图52：近年主要茶饮品牌闭店率提升



数据来源：各公司招股书，东吴证券研究所

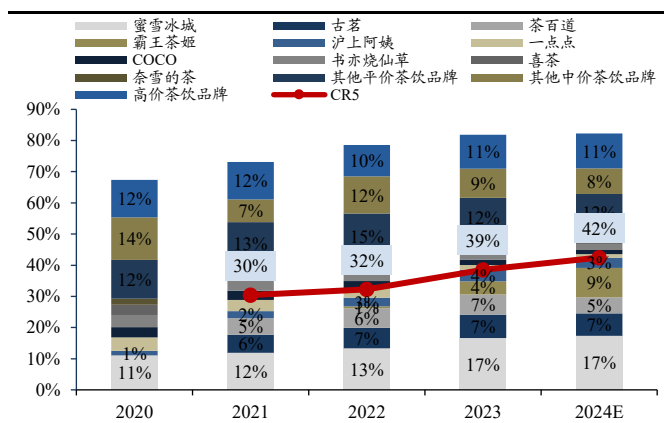
图53：现制茶饮门店存续数量及店均年销变化



数据来源：各公司招股书，东吴证券研究所

注：蜜雪盈亏平衡点为根据单店模型折算，未计入折旧类非现金成本项目

图54：国内现制茶饮市场价格带结构

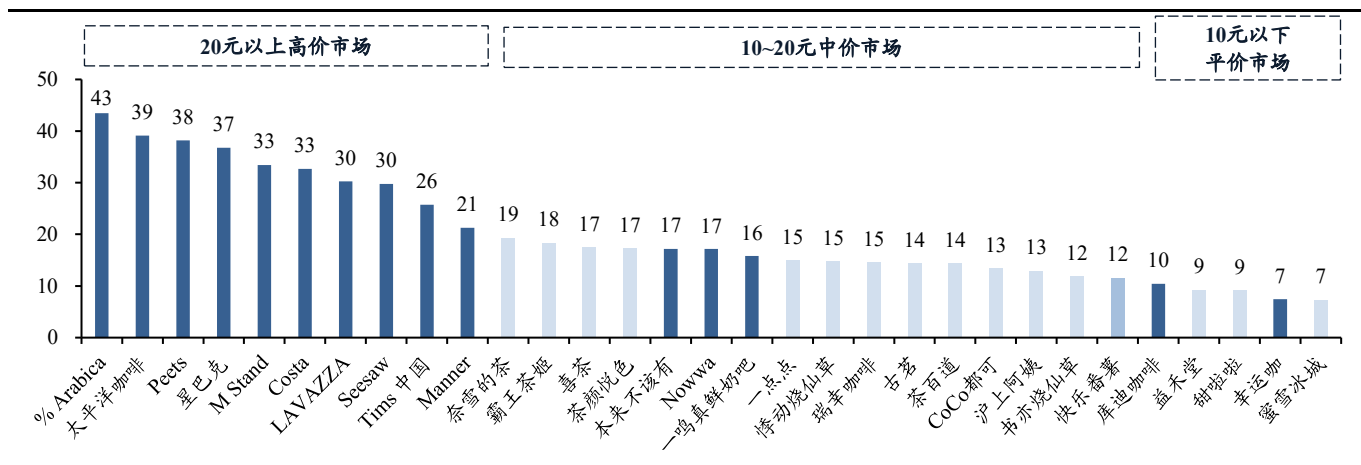


数据来源：灼识咨询，各公司招股书，东吴证券研究所

3.2. 中价茶饮份额整合空间大，复购率是胜负手

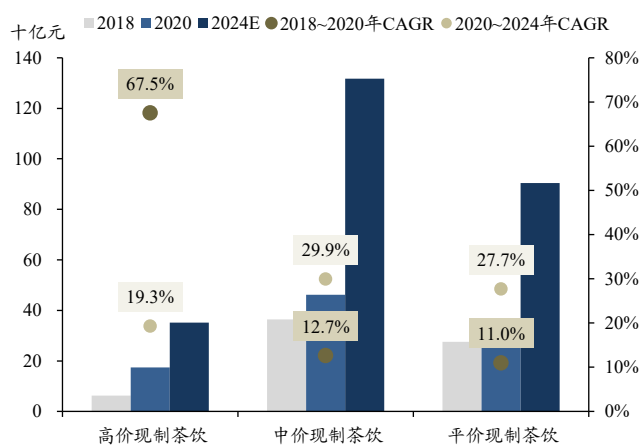
国内现制茶饮品牌大多数集中于 20 元及以下价位，中价、平价规模齐驱并进。相比现磨咖啡，国内现制茶饮价位分布相对偏低，大多集中于 20 元以下价位。茶饮渗透人群覆盖面更广，日常消费频率更高，消费属性更偏向补水、口味驱动的饮料类产品，市场定价要求更为亲民；而咖啡消费人群更偏向有多元化文化接纳度及购买力的白领人群，提神、社交的产品功能属性更强，社交类产品的消费频率相对不高，定价接受区间相对更高。2021 年以来国内中价、平价价位现制茶饮 GMV 规模增速相对较快。2016 年新式茶饮掀起消费风潮以来，期初以喜茶、奈雪的茶为代表的高价鲜果茶带动高价茶饮规模率先放量，2018~2020 年国内高价现制茶饮销售规模 CAGR 达 67.5%，领先于平价、中价饮品的 11.0%、12.7%。2021 年以来，伴随行业供应链效率提升、价格竞争更加充分，平价、中价茶饮销售规模增长加速，2020~2024 年平价、中价现饮销售规模 CAGR 为 27.7%、29.9%，领先于高价的 19.3%。

图55：国内主要现饮品牌客单价分布



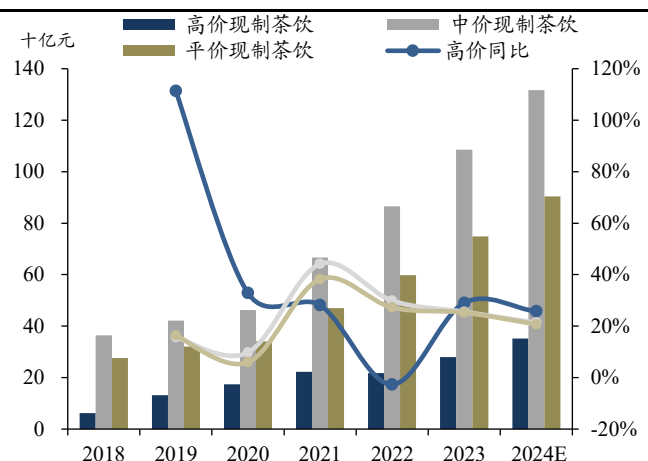
数据来源：窄门餐眼，灼识咨询，东吴证券研究所

图56：国内各价位现制茶饮 GMV 及增幅对比



数据来源：窄门餐眼，灼识咨询，东吴证券研究所

图57：国内现制茶饮各价位 GMV 规模及同比增速



数据来源：窄门餐眼，灼识咨询，东吴证券研究所

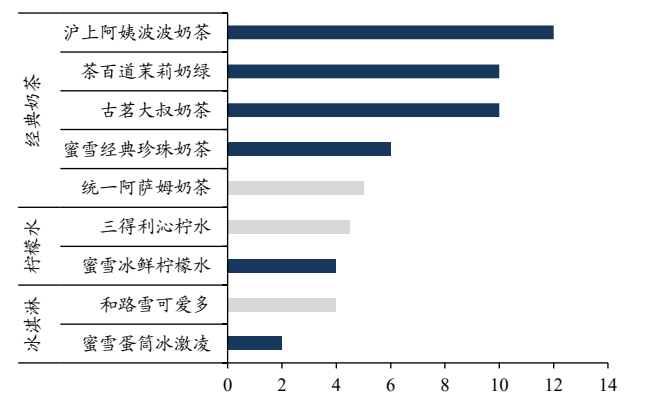
平价茶饮以价取胜，中价茶饮以质取胜。平价茶饮更强调极致性价比，实现大单品上量和供应链效率的正循环。平价茶饮旨在以极具反差的实惠定价强化消费者“高质平价”的心智认知（如蜜雪冰淇淋、柠檬水定价甚至低于同类型甜筒、沁柠水价格），菜单以常青款产品为主，SKU 数量相对精简，产品销售集中度相对更高。中高价茶饮更强调品质升级，通过严格的前后端管理保证出品稳定。中高价茶饮消费需求更偏向于健康化、品质化及口味尝鲜，更注重 SKU 更新及品质保障，在供应链后端以差异化原料整合强化成本管控（例如：古茗的芒果供应价于市价 30%），在门店前端则以数字化运营系统强化用料、出品管控。高品质出品可以为门店赢得稳定复购，从而支撑品牌稳步扩店，并以更高的门店曝光度强化品牌势能。

图58：现制茶饮特征：平价 vs 中高价

	平价茶饮 同质化竞争	中高价茶饮 差异化竞争
需求属性	基础补水、嗜甜需求	品质化升级需求、差异化尝鲜需求
SKU数量	以基础常青款产品为主，SKU上新数量中等	以差异化产品为主打，SKU更新数量、频次较高
供应链整合	对基础原料进行规模化高效整合	对差异化原料进行独家/率先整合
加盟模式	初始投入较低，回本周期较短 轻量化创业小店模型	初始投入相对高，回本周期波动相对大 更强调门店品控管理
核心竞争力	卫生健康、出品稳定、强成本管控	卫生健康、产品创新、强品牌/品类认知

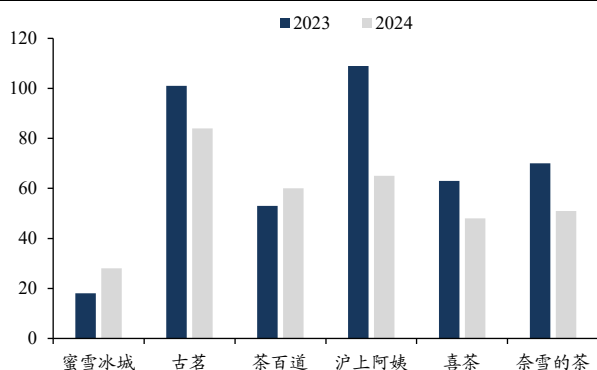
数据来源：灼识咨询，咖门，东吴证券研究所

图59：现制茶饮产品定价对比



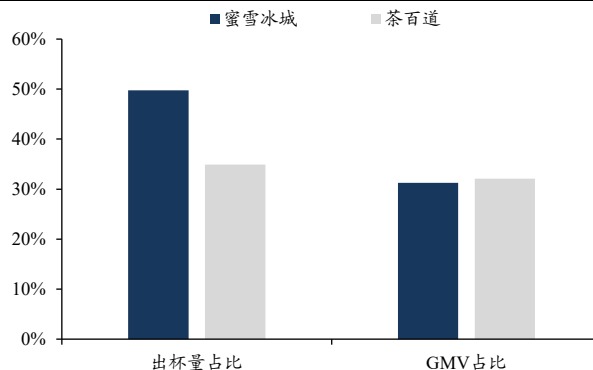
数据来源：各品牌小程序、天猫商城，东吴证券研究所

图60: 主要茶饮品牌 2023~24 年 SKU 上新数量 (个)



数据来源: 咖门, 东吴证券研究所

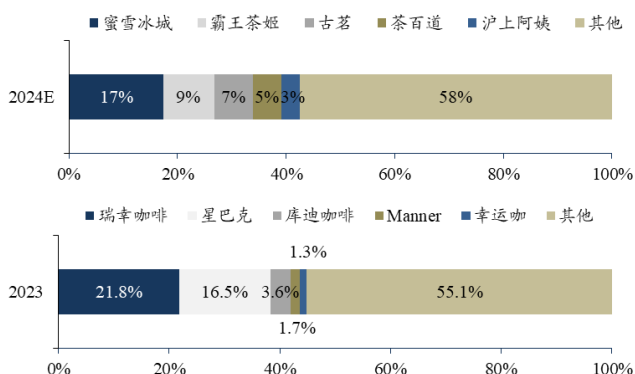
图61: 平价 vs 中价茶饮: 前 5 大产品集中度



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

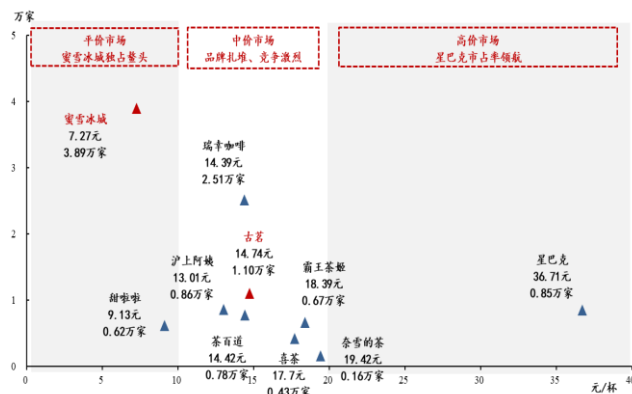
对比咖啡, 国内茶饮头部品牌(尤其是中价位)存在份额整合空间。现制茶饮需求风口趋缓, 现有品类(鲜果茶、轻乳茶、果蔬汁)的新进茶饮品牌, 快速崛起实现份额赶超的可能性不大(例如新进品牌爷爷不泡茶、茉莉奶白等反馈大本营市场同店表现已经开始承压), 未来市场仍将由头部茶饮品牌主导份额。对比现磨咖啡, 中价龙头瑞幸、高价龙头星巴克的市占率分别为 21.8%、16.5%, 国内现制茶饮龙头品牌蜜雪 17%、古茗 9%的市占率仍有提升空间。

图62: 国内现制茶饮、现磨咖啡品牌份额分布



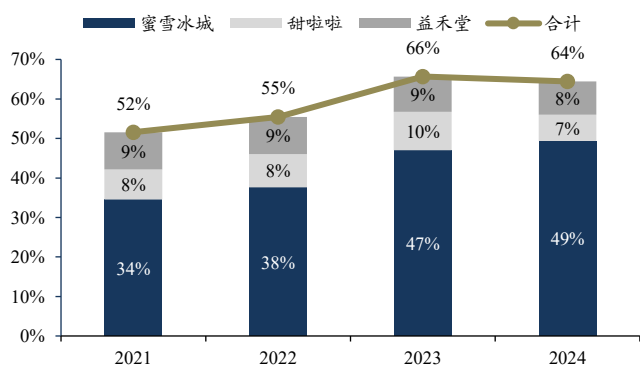
数据来源: 窄门餐眼, 灼识咨询, 东吴证券研究所

图63: 国内主要现饮品牌门店数量及产品客单价分布



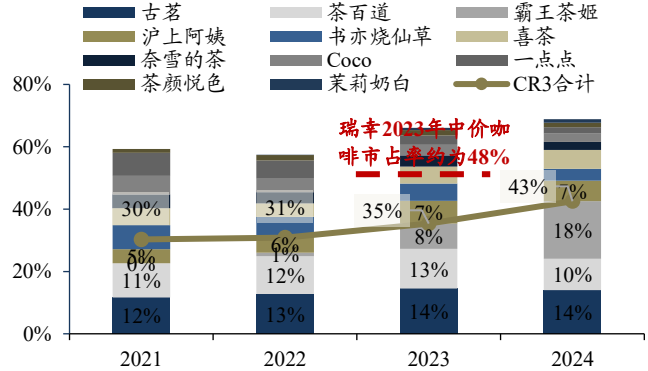
数据来源: 窄门餐眼, 东吴证券研究所

图64: 2024 年国内平价现制茶饮品牌份额分布



数据来源: 灼识咨询, 公司招股书, 东吴证券研究所

图65: 2024 年国内中价现制茶饮品牌份额分布



数据来源: 窄门餐眼, 灼识咨询, 东吴证券研究所

消费者复购率决定份额胜负手，古茗现阶段通过强于对手的门店营收和开店留存支撑开店持续加密，龙头份额有望进一步提升。静态看，中价茶饮 CR5 门店数或有 2.8~3.9w 空间(+60~85%)。横向对标各省份中价茶饮 CR5 门店数量占比的较高水平，则我们预计 CR5 门店合计可开至 7.3 万家；若再将各省份茶饮店密度横向对标同区域省份的较高水平，我们预计 CR5 门店合计可开至 8.4 万家。份额提升路径，主要系以更高的消费者复购，支撑开店加密。中价茶饮的差异化竞争需落实为稳定出品，以更高的品质认同驱动形成更强的复购，进而以强于对手的门店盈利和开店留存实现区域门店数量加密。

表11：国内中价现制茶饮品牌集中度存在提升空间

区域	省份	人均 GDP	人均 GDP 排名	常住人口数 (万)	奶茶店总数	十万人奶茶店铺数	中价茶饮前 5 品牌门店数量	中价茶饮前 5 品牌门店市占率	茶饮店铺密度-假设	中价茶饮品牌门店占比-假设
华南	广东	111146	7	12780	81637	63.88	4594	6%	75	15%
	海南	75903	18	1048	8168	77.94	349	4%	75	15%
	广西	57071	29	5013	24244	48.36	1373	6%	55	15%
华东	上海	190321	2	2480	7723	31.14	1414	18%	40	20%
	江苏	160694	3	8526	27923	32.75	3887	14%	40	20%
	福建	137920	4	4193	17681	42.17	2513	14%	40	20%
	浙江	135565	5	6670	22418	33.61	3665	16%	40	20%
	山东	90771	11	10123	22297	22.03	2277	10%	30	20%
	安徽	82694	13	6123	14972	24.45	2173	15%	30	20%
	江西	75862	19	4502	10938	24.30	1780	16%	30	20%
华北	北京	228167	1	2183	5651	25.88	1023	18%	30	20%
	天津	132143	6	1364	3349	24.55	654	20%	30	20%
	河北	59332	26	7393	11743	15.88	1014	9%	20	20%
	山西	73769	22	3446	6237	18.10	626	10%	25	20%
华中	湖北	102832	9	5834	14224	24.38	1837	13%	25	20%
	湖南	81225	14	6539	14340	21.93	2882	20%	25	20%
	河南	60073	25	9815	20399	20.78	1611	8%	25	20%
西南	重庆	100903	10	3190	7209	22.60	1135	16%	25	20%
	四川	77333	17	8364	19048	22.77	2807	15%	25	20%
	西藏	75237	21	370	942	25.46	118	13%	25	20%
	云南	67612	23	4655	15916	34.19	1328	8%	30	15%
	贵州	58685	27	3860	9405	24.37	1221	13%	25	15%
东北	辽宁	78236	16	4155	9179	22.09	921	10%	20	15%
	吉林	57739	28	2317	4656	20.09	367	8%	20	15%
	黑龙江	51563	31	3062	5598	18.28	670	12%	20	15%
西北	陕西	89915	12	3953	8015	20.28	987	12%	20	15%
	内蒙古	110011	8	2388	5170	21.65	553	11%	20	15%
	新疆	78660	15	2623	5686	21.68	538	9%	20	15%
	宁夏	75484	20	729	1710	23.46	185	11%	20	15%
	青海	66568	24	593	1632	27.52	145	9%	20	15%
	甘肃	52825	30	2458	5007	20.37	440	9%	20	15%
合计					413117		45087		468498	73322~83727

数据来源：极海餐饮，招股书，CEIC，东吴证券研究所（数据截至 2025 年 7 月）

3.3. 古茗开店空间测算：中期维度，门店有望达 3.5~4 万家

中期维度，古茗门店至少可看至 3.52~4.01 万家。公司区域加密策略以核心八省为中心向外扩张，有望凭借强于其他中价茶饮品牌的门店盈利水平和消费者复购，驱动核心八省持续下沉加密、潜在市场不断布局渗透，同时空白市场已具备扩张的禀赋，门店空间至少可看至 3.52~4.01 万家。

截至 24Q3，古茗已在浙江、福建、广东、江西、江苏、湖北、安徽、湖南八省达到“关键规模”，并持续渗透江西、四川、河南、山东、云南、贵州、重庆等省份。于中价茶饮内部对比看，古茗凭借更为扎实的供应链建设及门店运营管理，以更高的品质认同形成更强的复购表现，开店稳扎稳打。中期维度看，古茗门店至少可至 3.52~4.01 万家，核心假设如下：①考虑到福建、广东、江苏人口密度和人均消费水平同浙江相近，假设中期开店密度横向对齐浙江。②内陆市场中，江西开店密度领先，假设湖北、湖南、安徽及“潜力区域”的各省中期开店密度横向对齐江西。③古茗在某一省份门店密度达到“关键规模”后，才会进入邻近省份，中性假设下，古茗在空白市场中期未做激进扩张；乐观假设下，考虑其他中价茶饮品牌门店运营存在一定短板，激烈市场竞争下若其他品牌经营受挫，古茗有望凭借更强的营运水平实现空白市场门店数量追赶。

表12：古茗中期开店空间测算——中性预期

		人均 GDP (万元/人)	常住人口数 (万人)	古茗门店数量 (家)	单店人口密度 (万人/家)	目标密度 (万人/家)	开店空间测算 (家)
核心八省	浙江省	14	6,670	2509	2.66	2.21	3,020
	福建省	14	4,193	1359	3.09	2.21	1,899
	广东省	11	12,780	1425	8.97	2.21	5,787
	江西省	8	4,502	1122	4.01	3.31	1,359
	江苏省	16	8,526	971	8.78	2.21	3,861
	湖北省	10	5,834	740	7.88	3.31	1,761
	安徽省	8	6,123	725	8.45	3.31	1,848
	湖南省	8	6,539	630	10.38	3.31	1,974
潜力区域	广西壮族自治区	6	5,013	611	8.20	3.31	1,513
	四川省	8	8,364	355	23.56	3.31	2,525
	河南省	6	9,815	343	28.62	3.31	2,963
	山东省	9	10,123	272	37.22	3.31	3,056
	云南省	7	4,655	252	18.47	3.31	1,405
	贵州省	6	3,860	246	15.69	3.31	1,165
	重庆市	10	3,190	205	15.56	3.31	963
中性预期	海南省	8	1,048	77	假设古茗在该区域并未进行加密		77
	河北省	6	7,393	41			41
	甘肃省	5	2,458	4			4
	陕西省	9	3,953	2			2
	辽宁省	8	4,155	1			1
	山西省	7	3,446	0			-
	新疆维吾尔自治区	8	2,623	0			-
	内蒙古自治区	11	2,388	0			-

吉林省	6	2,317	0	-
北京市	23	2,183	0	-
上海市	19	2,480	0	-
天津市	13	1,364	0	-
宁夏回族自治区	8	729	0	-
青海省	7	593	0	-
西藏自治区	8	370	0	-

数据来源：窄门餐眼，Wind，东吴证券研究所

注：古茗门店数据时间截至 25M9

表13：古茗中期开店空间测算——乐观预期

		人均 GDP (万元/人)	常住人口数 (万人)	古茗门店数量 (家)	单店人口密度 (万人/家)	目标密度 (万人/家)	开店空间测算 (家)
核心八省	浙江省	14	6,670	2509	2.66	2.21	3,020
	福建省	14	4,193	1359	3.09	2.21	1,899
	广东省	11	12,780	1425	8.97	2.21	5,787
	江西省	8	4,502	1122	4.01	3.31	1,359
	江苏省	16	8,526	971	8.78	2.21	3,861
	湖北省	10	5,834	740	7.88	3.31	1,761
	安徽省	8	6,123	725	8.45	3.31	1,848
	湖南省	8	6,539	630	10.38	3.31	1,974
潜力区域	广西壮族自治区	6	5,013	611	8.20	3.31	1,513
	四川省	8	8,364	355	23.56	3.31	2,525
	河南省	6	9,815	343	28.62	3.31	2,963
	山东省	9	10,123	272	37.22	3.31	3,056
	云南省	7	4,655	252	18.47	3.31	1,405
	贵州省	6	3,860	246	15.69	3.31	1,165
	重庆市	10	3,190	205	15.56	3.31	963
乐观预期	海南省	8	1,048	77	假设古茗开始进行外阜市场加密 扩张，初步给予门店密度 7.5 万 人/家		140
	河北省	6	7,393	41			986
	甘肃省	5	2,458	4			328
	陕西省	9	3,953	2			527
	辽宁省	8	4,155	1			554
	山西省	7	3,446	0			459
	新疆维吾尔自治区	8	2,623	0			350
	内蒙古自治区	11	2,388	0			318
	吉林省	6	2,317	0			309
	北京市	23	2,183	0			291
	上海市	19	2,480	0			331
	天津市	13	1,364	0			182
	宁夏回族自治区	8	729	0			97
	青海省	7	593	0			79
	西藏自治区	8	370	0			49

数据来源：窄门餐眼，Wind，东吴证券研究所

注：古茗门店数据时间截至 25M9

4. 盈利预测与投资评级

古茗作为大众现制茶饮龙头，优异质价比单品及稳定品控不断夯实销售势能，在运营效率和门店布局所积累的系统性优势持续显露，份额提升路径清晰。

收入端，我们预计 2025~2027 年公司收入同比 CAGR 保持在 15~20% 左右中枢。行业层面，我们预计“十五五”期间国内现制茶饮市场规模预计有望跨越 5000 亿元，扩容 CAGR 近 15%，而对标咖啡及平价茶饮赛道，中价茶饮份额整合空间较大。公司层面，古茗 2025 年开店同比提速，我们预计伴随品牌势能持续强化，公司未来 3 年开店数量有望保持在较高水平，且同店 GMV 有望保持稳中有进。

利润端，我们预计 2025~2027 年公司经调整归母净利率稳中有升，毛利率有望保持稳健，费用率均存在优化空间。1) 毛利率：伴随古茗前端销售规模效应持续强化，公司采购成本抗波动性有望提升，在“价格亲民”主张下，我们预计毛利率基本保持稳定。2) 费用率：在产品口碑和聚焦投入的持续支持下，公司营销转化及管理支出预计存在提升空间。

表14：公司收入拆分及盈利预测（单位：亿元人民币）

亿元人民币	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	55.6	76.8	87.9	123.1	135.8	155.9
YOY	27%	38%	15%	40%	10%	15%
商品及设备销售	45.1	61.4	70.3	98.0	108.1	124.2
YOY	27%	36%	14%	39%	10%	15%
加盟和相关服务	10.4	15.2	17.5	24.9	27.5	31.4
YOY	26%	45%	15%	43%	10%	14%
门店数	6669	9001	9914	12164	13864	15564
YOY	17%	35%	10%	23%	14%	12%
毛利率	28.1%	31.3%	30.6%	31.6%	32.1%	32.2%
销售费率	4.8%	4.4%	5.5%	5.3%	5.3%	5.2%
管理费率	3.4%	3.7%	3.5%	3.4%	3.3%	3.3%
归母净利润	3.7	10.8	14.8	26.9	24.9	28.8
经调整归母净利润	7.8	14.4	15.3	21.9	24.9	28.8
YOY	2.2%	84.3%	5.9%	43.6%	13.7%	15.5%
经调整归母净利率	14.1%	18.8%	17.4%	17.8%	18.4%	18.5%

数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所预测

我们采用可比公司估值法，选取其他现制茶饮公司作为可比公司，2025~27 年可比公司平均 PE 为 19x、16x、14x，蜜雪、古茗同期 PE 处于行业中枢偏上水平，主因龙头竞争优势已得到验证，远期成长空间更为确定。伴随茶饮行业竞争步入优胜劣汰阶段，看好古茗凭借鲜果供应链、品质管控及门店管理的经营积累进一步跑出身位优势，维持

“买入”评级。

表15：可比公司估值表（截至 2025/10/22 收盘价）

股票代码	可比公司	总市值	收盘价	PE			归母净利（亿元 RMB）				归母净利同比		
		亿元 RMB	元 HKD	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2097.HK	蜜雪集团	1,452	418.80	25	22	19	44.4	57.6	67.1	77.2	29.9%	16.4%	15.1%
2555.HK	茶百道	104	7.74	12	10	9	4.7	8.7	10.1	11.5	83.3%	16.9%	13.5%
2589.HK	沪上阿姨	97	101.20	20	16	14	3.3	4.9	6.2	7.1	49.3%	25.3%	16.1%
	均值			19	16	14							
1364.HK	古茗	519	23.92	24	21	18	15.3	21.9	24.9	28.8	43.6%	13.7%	15.5%

数据来源：wind、东吴证券研究所

注：古茗盈利预测参考东吴证券外发报告，归母净利、PE 取 non-GAAP 口径；其他茶饮公司盈利预测取 wind 一致预测数据。

5. 风险提示

市场竞争加剧：中国饮品市场竞争激烈，新型品类崛起或间接影响茶饮市场份额。

消费需求增长不足：消费者偏好改变、可支配收入增长疲软，有可能导致上市公司业绩不及预期。

门店扩张不及预期：公司门店网络扩张对管理、运营、技术及其他资源提出更高要求，门店管理及供应链保障能力是否能同步跟上，存在不确定性。

品牌价值和形象受损：品牌负面舆情以及仿冒者的存在，可能降低公司品牌价值，降低消费者的品牌认可度。

古茗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,859.65	7,078.55	9,248.95	11,788.23	营业总收入	8,791.36	12,314.65	13,576.15	15,590.05
现金及现金等价物	1,865.24	3,046.34	4,683.02	6,572.81	营业成本	6,103.87	8,422.86	9,224.16	10,571.57
应收账款及票据	290.87	342.07	339.40	346.45	销售费用	479.41	652.68	719.54	810.68
存货	984.24	1,333.62	1,434.87	1,615.10	管理费用	311.44	418.70	448.01	514.47
其他流动资产	1,719.29	2,356.52	2,791.66	3,253.87	研发费用	232.62	307.87	339.40	389.75
非流动资产	2,014.99	2,800.04	3,327.19	3,822.12	其他费用	(169.28)	(195.00)	(205.00)	(215.00)
固定资产	954.36	1,238.93	1,447.53	1,635.28	经营利润	1,833.30	2,707.55	3,050.04	3,518.57
商誉及无形资产	57.93	99.64	118.17	125.36	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	3.34	0.58	1.15	1.15
其他长期投资	759.62	1,159.62	1,459.62	1,759.62	其他收益	(25.65)	556.90	(20.00)	(20.00)
其他非流动资产	243.08	301.86	301.86	301.86	利润总额	1,804.31	3,263.88	3,028.89	3,497.42
资产总计	6,874.64	9,878.60	12,576.14	15,610.34	所得税	311.09	551.60	508.85	587.57
流动负债	4,452.29	4,751.71	4,929.22	5,053.56	净利润	1,493.22	2,712.29	2,520.03	2,909.86
短期借款	0.00	50.00	50.00	50.00	少数股东损益	14.71	27.12	25.20	29.10
应付账款及票据	697.89	701.90	768.68	734.14	归属母公司净利润	1,478.51	2,685.16	2,494.83	2,880.76
其他	3,754.40	3,999.80	4,110.54	4,269.43	EBIT	1,807.65	3,264.46	3,030.04	3,498.57
非流动负债	310.33	302.59	302.59	302.59	EBITDA	1,947.99	3,388.19	3,182.89	3,673.64
长期借款	121.23	121.23	121.23	121.23	Non-GAAP	1,527.67	2,194.44	2,494.83	2,880.76
其他	189.10	181.35	181.35	181.35					
负债合计	4,762.62	5,054.29	5,231.80	5,356.15					
股本	0.13	0.13	0.13	0.13	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	45.73	72.85	98.05	127.15	每股收益(元)	0.62	1.13	1.05	1.21
归属母公司股东权益	2,066.29	4,751.46	7,246.29	10,127.05	每股净资产(元)	1.10	2.00	3.05	4.26
负债和股东权益	6,874.64	9,878.60	12,576.14	15,610.34	发行在外股份(百万股)	2,378.19	2,378.19	2,378.19	2,378.19
					ROIC(%)	100.65	75.05	40.30	32.45
					ROE(%)	71.55	56.51	34.43	28.45
					毛利率(%)	30.57	31.60	32.06	32.19
					销售净利率(%)	16.82	21.80	18.38	18.48
					资产负债率(%)	69.28	51.16	41.60	34.31
					收入增长率(%)	14.54	40.08	10.24	14.83
					净利润增长率(%)	36.95	81.61	(7.09)	15.47
					P/E	35.14	19.35	20.82	18.03
					P/B	19.95	10.93	7.17	5.13
					EV/EBITDA	(0.90)	14.48	14.90	12.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年10月17日的0.9132,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>