

古茗 (01364.HK)

2025年12月12日

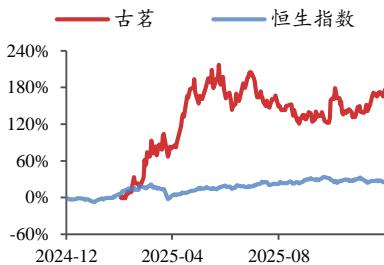
区域精耕+供应链赋能，古茗成长空间可期

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2025/12/11
当前股价(港元)	24.740
一年最高最低(港元)	30.000/8.220
总市值(亿港元)	588.36
流通市值(亿港元)	588.36
总股本(亿股)	23.78
流通港股(亿股)	23.78
近3个月换手率(%)	19.03

股价走势图



资料来源：聚源

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号: S0790522080008

方一苇（分析师）

fangyiwei@kysec.cn

证书编号: S0790524030001

● 区域精耕+供应链赋能，古茗万店规模初具，首次覆盖给予“买入”评级

2010年古茗在浙江温岭开设首家奶茶店，2011年第一家合作店开业并开启连锁经营模式，2025H1古茗门店破万家。考虑到公司在现制茶饮行业第二地位稳固，且在全国仍有17个省份尚未布局，全国开店空间广阔，同时供应链及渠道管理优势明显，我们预计公司2025-2027年收入分别为120.4/143.2/167.5亿元（同比+37.0%/18.9%/17.0%）；归母净利润分别为25.8/28.1/30.8亿元（同比+77.9%/9.0%/9.8%）；对应EPS分别为1.08、1.18、1.30元，当前股价对应PE分别为20.5/18.8/17.1倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 行业透视：性价比+渠道下沉为方向，现制饮品渗透率有望进一步提升

据灼识咨询，2024年中国现制饮品市场规模破6000亿元，预计2027年破万亿。其中现制饮品为最大品类，2024年现制茶饮市场规模3130亿元，预计2024-2028年CAGR15.8%。分价格/区域看：(1)预计中价/平价现制茶饮市场规模增长潜力更大，2023-2028年CAGR分别为20.8%/20.1%；(2)下沉市场现制饮品空间更为广阔，2018-2023年现制茶饮在三线/四线及以下城市GMV复合增速分别为28.0%/33.2%。长期展望：据灼识咨询，2023年美国/中国现制饮品消费量占饮用水摄入总量分别为19.2%/1.6%，国内现制饮品渗透率仍有较大提升空间。

● 展望未来：供应链先行支撑门店加密，国内开店天花板有望超4万家

我们横向对标，古茗门店开拓核心特征：(1)聚焦+精耕，古茗以浙江省为中心稳扎稳打、有序推进的方式实现区域精耕；(2)渠道更下沉，古茗近八成门店位于二线及以下城市。我们认为古茗主要竞争优势在于：渠道端供应链管理能力优秀，加盟商管理体系成熟。供应链方面：古茗推行供应链先行，实现向97%的门店、以相对经济的成本为加盟商提供两日一配的冷链配送，配送成本低于GMV的1%（行业平均约2%）。同时公司加盟商筛选及管理能力较强，古茗门店回收期较短，加盟商带店率居行业前列，闭店率处正常偏低水平。展望未来，我们按照目前浙江门店密度复制全国，以终局思维推算国内长期开店天花板超4万家。

● 风险提示：原材料涨价风险，食品安全风险，市场竞争加剧风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,676	8,791	12,044	14,321	16,752
YOY(%)	38.1	14.5	37.0	18.9	17.0
净利润(百万元)	1,064	1,447	2,575	2,806	3,080
YOY(%)	198.6	36.1	77.9	9.0	9.8
毛利率(%)	31.3	30.6	30.8	31.2	31.4
净利率(%)	13.9	16.5	21.4	19.6	18.4
ROE(%)	172.8	68.5	68.5	50.6	41.0
EPS(摊薄/元)	0.45	0.61	1.08	1.18	1.30
P/E(倍)	49.6	36.5	20.5	18.8	17.1
P/B(倍)	90.5	25.5	14.4	9.8	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 复盘历史，万店古茗的成长之路	4
1.1、 以浙江为中心推进区域精耕，加盟店持续加密	4
1.2、 股权结构集中，核心团队分工明确	5
2、 行业展望：性价比+渠道下沉为方向，现制饮品渗透率有望进一步提升	6
2.1、 现制饮品发展空间广阔，性价比产品+下沉市场更具发展空间	6
2.1.1、 价格视角：预计中价/平价现制饮品增长潜力更大	7
2.1.2、 区域视角：下沉市场现制饮品的拓张空间更为广阔	8
2.2、 行业竞争情况：蜜雪、古茗位居现制茶饮行业前二	9
2.3、 未来展望：现制饮品有望代替瓶装水，渗透率有望进一步提升	12
3、 展望未来：供应链先行支撑门店加密，国内开店天花板有望超 4 万家	13
3.1、 渠道端：供应链管理能力优秀，加盟商管理体系成熟	13
3.1.1、 供应链管理能力优秀，支撑门店持续加密	14
3.1.2、 公司持续赋能加盟商，门店回收期处行业较快水平	15
3.2、 产品端：新品研发持续推进，品类持续拓展延伸	18
3.3、 古茗开店空间广阔，预计中长期国内开店天花板超 4 万家	21
4、 盈利预测与投资建议	22
5、 风险提示	24
附：财务预测摘要	25

图表目录

图 1：公司发展历程：以浙江中心向全国实现门店扩张，截止 2025H1 门店破万家	4
图 2：公司 2021-2024 年营业总收入 CAGR 为 26.1%	4
图 3：公司 2024 年归母净利润同比增长 37%	4
图 4：公司收入构成：商品销售及管理服务收入为主	5
图 5：公司 2024 年商品销售收入占总收入的 80%	5
图 6：2021-2025H1 年公司毛利率/净利率稳步提升	5
图 7：2023 年以来公司管理费用率稳步下降	5
图 8：公司股权结构较为集中（截至 2025 年 4 月 24 日）	6
图 9：预计 2027 年现制饮品市场规模（GMV 口径）破万亿，现制茶饮为最大的细分品类	7
图 10：中国现制茶饮行业发展历史演变：2020 年代以来正处于门店规模化、产品性价比化的迭代阶段	7
图 11：预计 2023-2028 年中价/平价现制饮品 GMV（亿元）CAGR 分别达 18.6%/22.2%	8
图 12：预计 2023-2028 年大众/平价现制茶饮店市场 GMV（亿元）CAGR 分别达 20.8%/20.1%	8
图 13：预计 2028 年三线及以下城市现制茶饮 GMV 占全国城市的 51.6%	8
图 14：中国现磨咖啡市场以终端零售额计的市场规模（十亿元），预计 2028 年超过 3800 亿	8
图 15：奶茶品牌营收对比：蜜雪古茗位居前二	9
图 16：奶茶品牌营收增速对比：近年蜜雪古茗增速最快	9
图 17：主要茶饮品牌门店数量（家）对比：蜜雪门店增长最快，古茗位居第二	10
图 18：中国前五大现磨咖啡品牌（截止 2024 年 12 月 31 日的门店数计）	10
图 19：中国前五大现磨咖啡品牌（以价格带划分）	10
图 20：中国现制饮品 CR5 为 35%（2023 年 GMV 计）	11
图 21：中国现制饮品 CR5 为 55%（2023 年出杯量计）	11

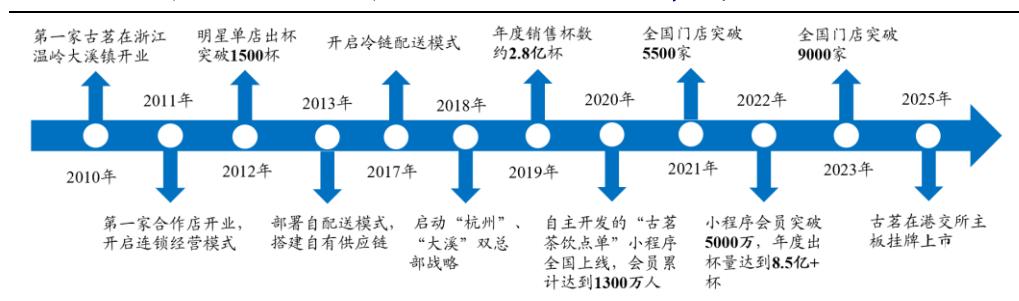
图 22: 中国现制茶饮 CR5 为 47% (以 2023 年 GMV 计)	11
图 23: 中国现制茶饮 CR5 为 75% (以 2023 年出杯量计)	11
图 24: 中国现磨咖啡 CR5 为 45% (以 2023 年 GMV 计)	12
图 25: 中国现磨咖啡 CR5 为 52% (以 2023 年出杯量计)	12
图 26: 中国现制饮品市场 GMV (十亿元)	12
图 27: 中国现制饮品消费量渗透率远低于美国 (2023 年)	12
图 28: 四大品牌门店网络布局对比: 蜜雪全国化布局程度最高, 古茗区域深耕模式突出, 全国开店空间最大	13
图 29: 古茗: 以浙江省为中心向周边省份逐步布局, 稳扎稳打, 实现区域深耕, 8 个省份达关键规模	14
图 30: 古茗公司全国仓库部署: 全国共计 22 个仓库 (截至 2024 年 9 月)	15
图 31: 古茗公司加盟流程: 加盟筛选及培训流程规范, 为加盟商赋能	15
图 32: 古茗加盟政策前后对比: 支持有能力但是资金有限的加盟商参与	17
图 33: 闭店率对比: 古茗闭店率处于行业正常偏低水平	18
图 34: 单个加盟商带店率 (家): 古茗位居行业前列	18
图 35: 公司主要产品及价格: 10-15 元产品为主	19
图 36: 2025 年推出新品果蔬汁: 定价 13-17 元区间	19
图 37: 公司主要产品销量以果茶与奶茶为主 (亿元)	19
图 38: 公司各品类营收占比: 果茶奶茶占比合计近 90%	19
图 39: 古茗研发费用率高于同行	20
图 40: 古茗公司新品研发流程	20
图 41: 古茗营销活动丰富: 联名、周边等活动帮助品牌破圈	20
图 42: 古茗公司鲜活果蔬系列代言人樊振东	20
图 43: 古茗公司咖啡代言人吴彦祖	20
图 44: 古茗会员人数达 1.78 亿, 较 2024 年底增长 17.9% (截至 2025 年 6 月 30 日)	21
 表 1: 公司重要高管职位及职责介绍	6
表 2: 中国头部现制茶饮品牌对比 (截至 2024 年 12 月 31 日): 蜜雪古茗定位中价/平价茶饮, 渠道布局更下沉	9
表 3: 中国前五大饮料企业 (以 2023 年终端零售额计)	12
表 4: 中国前五大大众现制茶饮店品牌于各城市线级的门店分布 (2023 年)	13
表 5: 四大现制茶饮公司物流方式: 古茗实现对 97% 的门店实现两日一配	15
表 6: 古茗加盟商筛选标准严格	16
表 7: 各品牌加盟政策对比: 古茗加盟基础资金门槛相对较低	16
表 8: 各品牌单店模型拆解: 经测算古茗回收期 13 个月, 仅次于蜜雪	18
表 9: 古茗门店密度: 浙江区域门店密度为 32.4 家/百万人	21
表 10: 古茗浙江门店: 三线及以下城市有较大开拓空间 (截止 2024 年 9 月 30 日)	22
表 11: 古茗门店开拓空间测算: 预计中长期国内开店天花板超 4 万家	22
表 12: 古茗收入分项预测	23
表 13: 可比公司估值对照表	23

1、复盘历史，万店古茗的成长之路

1.1、以浙江为中心推进区域深耕，加盟店持续加密

复盘历史，以浙江为中心、采用区域深耕模式逐步实现全国连锁门店拓张，**2025H1** 古茗全国破万家。2010 年，古茗在浙江温岭大溪镇开设首家奶茶店，2011 年第一家合作店开业，并开启连锁经营模式，逐步搭建自有供应链并引入冷链配送，为全国化扩张打下基础。古茗以稳扎稳打的方式实现全国化拓张，2019 年古茗奶茶年度销售杯数约 2.8 亿杯，2021 年全国门店突破 5500 家，并于 2025H1 突破万家门店。截至 2024 年 9 月 30 日，古茗在全国 17 个省份建立布局并将持续增加门店网络密度，同时仍有 17 个省份尚未布局。

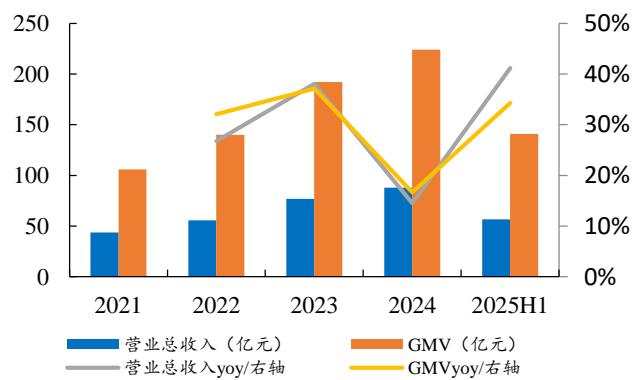
图1：公司发展历程：以浙江中心向全国实现门店扩张，截止 2025H1 门店破万家



资料来源：公司官网、中国新闻网、开源证券研究所

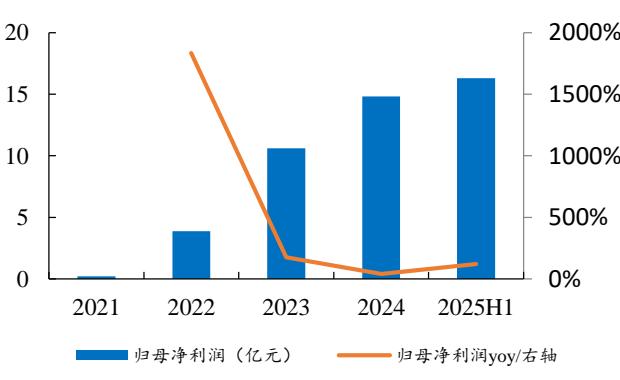
商品销售及管理服务费为古茗主要收入来源，**2021-2024** 年营收 CAGR 为 26.1%。古茗收入由以下三个方面构成：(1)商品销售收入 (2024 年营收占比约 80%)；(2)管理服务及其他收入 (2024 年营收占比约 20%)；(3)直营零售店收入，主要用于形象展示及市场调研，贡献收入较小。2021-2024 年古茗营业总收入持续攀升，由 2021 年总营收 43.8 亿元增长至 2024 年 87.9 亿元 (CAGR 为 26.1%)，其中商品销售及管理服务收入的增长为主要驱动，2021-2024 年二者营收 CAGR 分别为 25.6%/28.3%。古茗门店 GMV 亦呈现稳步增长态势，GMV 由 2021 年 106 亿元增长至 2024 年 224 亿元 (CAGR 为 28.3%)。

图2：公司 2021-2024 年营业总收入 CAGR 为 26.1%

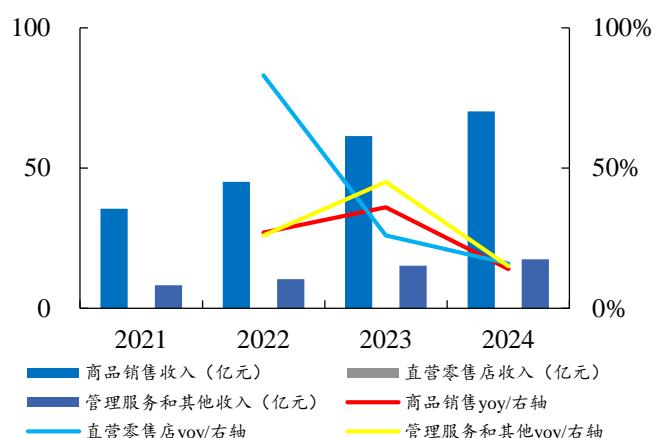


数据来源：Wind、开源证券研究所

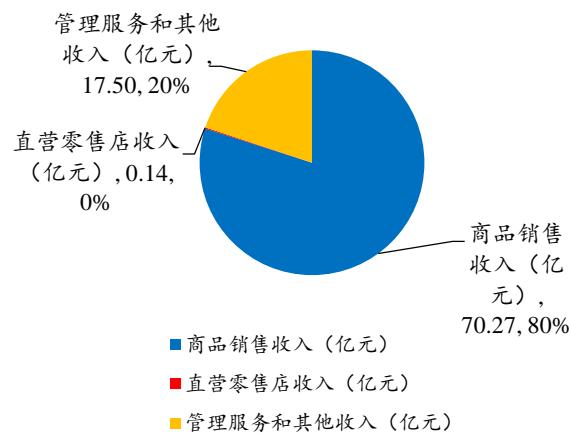
图3：公司 2024 年归母净利润同比增长 37%



数据来源：Wind、开源证券研究所

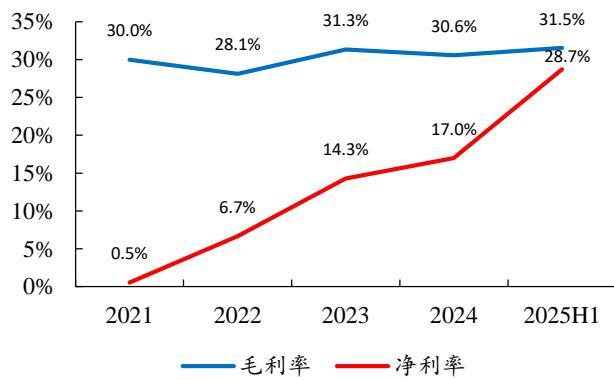
图4：公司收入构成：商品销售及管理服务收入为主


数据来源：Wind、开源证券研究所

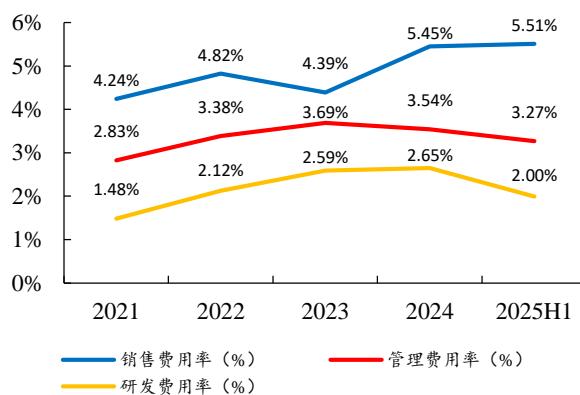
图5：公司 2024 年商品销售收入占总收入的 80%


数据来源：Wind、开源证券研究所

门店网络加密，规模效应释放，盈利能力稳步走高。复盘历史，古茗 2021-2024 年归母净利润的 CAGR 为 318.7%（2021-2022 年低基数主要系疫情影响），净利率水平稳步走高，2024 年净利率同比提升 2.7pct 至 17.0%。我们认为盈利能力稳步提升的主要原因如下：(1) 原材料成本下降以及成本管控能力提升；(2) 费用管控能力提升，尤其门店持续加密背景下，物流配送等效率明显提升。

图6：2021-2025H1 年公司毛利率/净利率稳步提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

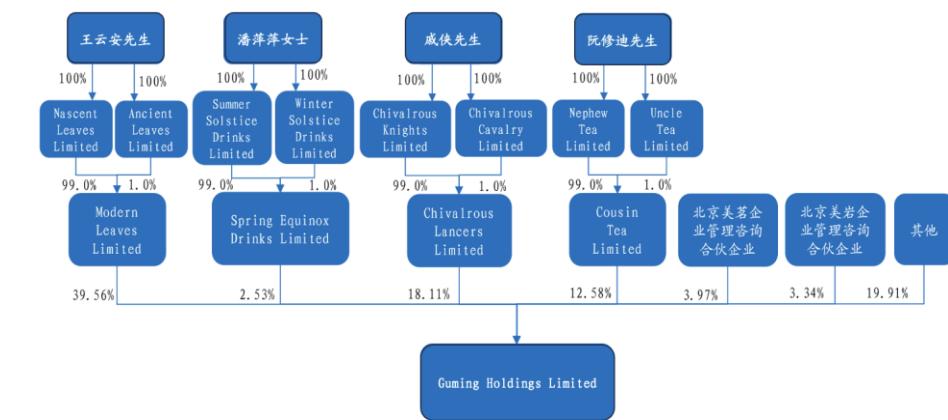
图7：2023 年以来公司管理费用率稳步下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、股权结构集中，核心团队分工明确

股权结构集中，管理人为实控人，核心管理分工明确，协同助力公司发展。古茗股权结构集中，公司创始人王云安持有公司 39.56% 的股权，处于绝对控股地位，且为公司实控人。公司执行董事、总裁戚侠亦持有公司 18.11% 的股权。公司股权结构集中，管理人为实际控制人。同时核心管理团队经验丰富，分工明确，从战略规划、业务发展、加盟商管理等多个方面支撑公司发展。

图8：公司股权结构较为集中（截至 2025 年 4 月 24 日）



资料来源：招股说明书、Wind、开源证券研究所

表1：公司重要高管职位及职责介绍

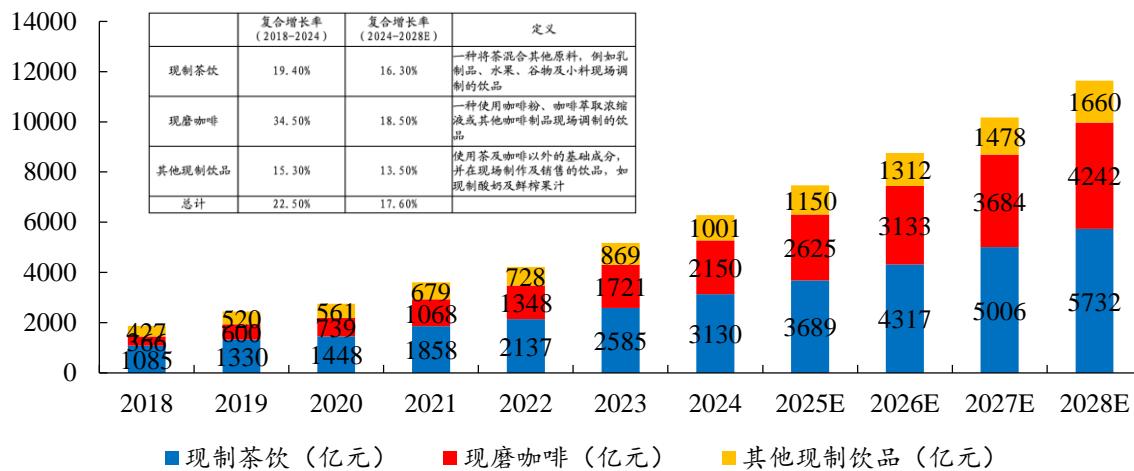
姓名	年龄	职位	职责
王云安	38岁	创始人、董事会主席、执行董事、首席执行官	领导本集团战略及业务方向以及整体管理
戚侠	38岁	执行董事、总裁	领导本集团的业务发展及加盟商管理
李继锋	38岁	首席运营官	2022年3月加入古茗，领导本集团的业务运营，曾任旅悦集团CTO，便利蜂产品副总裁
孟海陵	41岁	首席财务官	2020年6月加入古茗，领导本集团的资本运作及财务管理，曾在高盛、摩根士丹利任分析师
强宇	43岁	首席技术官	2023年5月加入古茗，领导本集团的技术发展，曾任瑞幸咖啡CTO

资料来源：Wind、开源证券研究所

2、行业展望：性价比+渠道下沉为方向，现制饮品渗透率有望进一步提升

2.1、现制饮品发展空间广阔，性价比产品+下沉市场更具发展空间

2024年中国现制饮品市场规模突破6000亿元，预计2027年破万亿。现制饮品指现场制作、可立即饮用的饮品，主要包括：(1) 现制茶饮。主要指茶与其他原料混合的饮品；(2) 现磨咖啡。主要指使用咖啡粉、咖啡萃取浓缩液成其他咖啡制品现场调制的饮品；(3) 其他现制饮品。主要包括酸奶、鲜榨果汁等。根据灼识咨询数据，中国现制饮品市场规模从2018年1878亿元增长至2024年6281亿元(CAGR为20.3%)，并且预计2028年中国现制饮品市场规模将达到11634亿元(2024-2028年CAGR为15.9%)。其中现制茶饮为最大的细分品类，2024年现制茶饮市场规模为3130亿元，2018-2024年CAGR为19.0%，预计2024-2028年CAGR为15.8%。

图9：预计 2027 年现制饮品市场规模（GMV 口径）破万亿，现制茶饮为最大的细分品类


数据来源：灼识咨询、蜜雪冰城招股书、开源证券研究所

现制茶饮为现制饮品中最大细分品类，2020 年代进入迭代阶段：“规模化门店网络”、“性价比产品”为核心特征。现制茶饮行业源于悠久的茶文化，随着 1990 年代现制茶饮店的出现而兴起。2010 年代，新一代茶饮店通过提升原料品质（如新鲜水果）、门店形式和运营效率实现了升级。进入 2020 年代，行业进一步向规模化和高性价比产品方向发展，伴随着供应链升级、产品创新和消费者需求的不断变化，主要品牌采用加盟模式快速扩张，并不断推出高品质、价格亲民的新产品矩阵，推动现制茶饮行业的进一步发展。

图10：中国现制茶饮行业发展历史演变：2020 年代以来正处于门店规模化、产品性价比化的迭代阶段

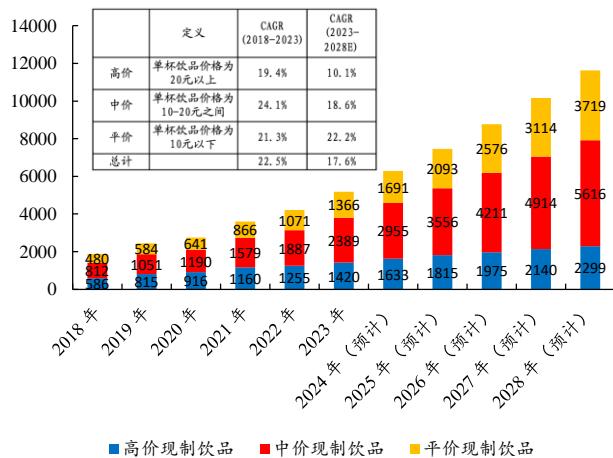

资料来源：灼识咨询

2.1.1、价格视角：预计中价/平价现制饮品增长潜力更大

根据蜜雪冰城招股说明书，分价格带来看，预计 2023-2028 年中价/平价现制饮品店市场 GMV 的 CAGR 分别达 18.6%/22.2%，增速明显快于高价饮品店。按照价格带划分，我们通常将单杯价格超过 20 元/10-20 元/低于 10 元的饮品分别定义为高

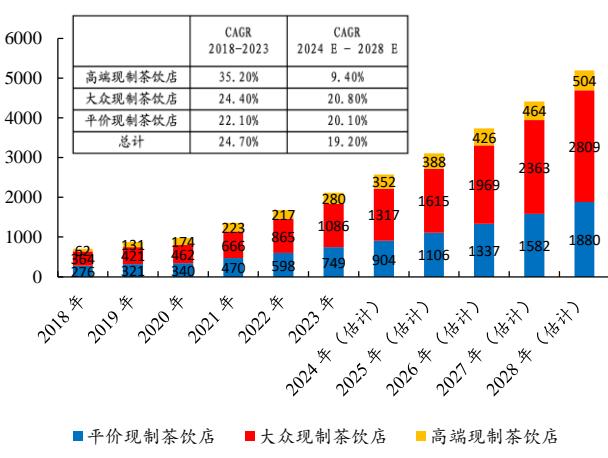
价/中价（或大众）/平价饮品。根据此划分依据，灼识咨询预测 2028 年中价/平价现制饮品店 GMV 将分别达到 5616/3719 亿元，2023-2028 年 CAGR 分别为 18.6%/22.2%。同时预测 2028 年中价/平价现制茶饮店 GMV 将分别达 2809/1880 亿元，2023-2028 年 CAGR 分别为 20.8%/20.1%，远高于高价现制茶饮的增速水平。

图11：预计 2023-2028 年中价/平价现制饮品 GMV（亿元）CAGR 分别达 18.6%/22.2%



数据来源：蜜雪冰城招股书、开源证券研究所

图12：预计 2023-2028 年大众/平价现制茶饮店市场 GMV（亿元）CAGR 分别达 20.8%/20.1%

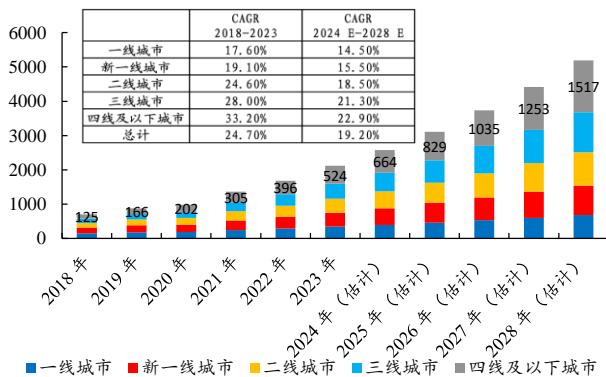


数据来源：古茗招股书、开源证券研究所

2.1.2、区域视角：下沉市场现制饮品的拓张空间更为广阔

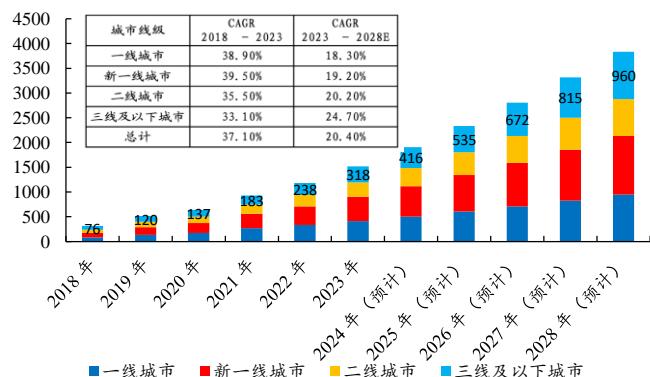
下沉市场空间广阔，现制饮品在三线及以下城市的拓展空间更大。据灼识咨询的数据，2018-2023 年现制茶饮在越下沉的市场表现出越强劲的增长势头：2018-2023 年现制茶饮在一线/新一线/二线/三线/四线及以下城市 GMV 的复合增速分别为 17.6%/20.1%/24.6%/28.0%/33.2%。现磨咖啡在各个层级城市均表现出较快的增速，2018-2023 年现磨咖啡在一线/新一线/二线/三线及以下城市 GMV 的复合增速分别为 38.9%/39.5%/35.5%/33.1%。根据灼识咨询的预测，预计 2024-2028 年现制茶饮 GMV 在三线及四线以下城市仍有望保持 20%以上的复合增速，现磨咖啡在二线及三线以下城市 GMV 的复合增速亦有望实现 20%+的增长。

图13：预计 2028 年三线及以下城市现制茶饮 GMV 占全国城市的 51.6%



数据来源：古茗招股书、开源证券研究所

图14：中国现磨咖啡市场以终端零售额计的市场规模（十亿元），预计 2028 年超过 3800 亿



数据来源：蜜雪冰城招股书、开源证券研究所

2.2、行业竞争情况：蜜雪、古茗位居现制茶饮行业前二

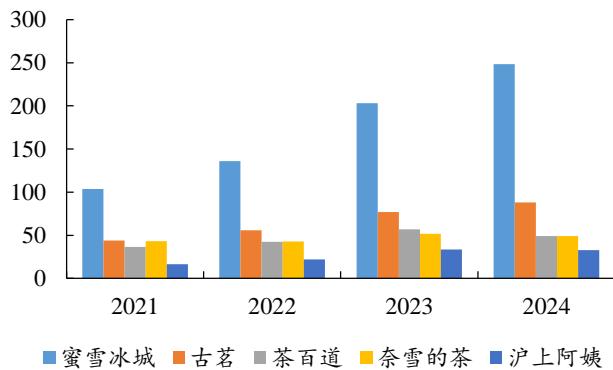
现制茶饮主要品牌对比：蜜雪/古茗定价以平价/中价为主，且渠道布局更为下沉。我们对比了主要现制茶饮行业品牌的情况，目前从收入体量来看，2024年蜜雪冰城以及古茗收入分别为248/88亿元，分别位居现制茶饮行业第一第二名。**(1) 价格层面看：**蜜雪定位平价饮品(主力产品定价2-8元)，古茗主力产品以中价/平价为主(定价10-18元)，并推出1元冰水进行产品价格带下沉，沪上阿姨以中价产品为主(主力产品定位7-22元)，而奈雪的茶和茶百道则以中价/高价产品为主(产品定价10-25元)。**(2) 渠道布局层面看：**蜜雪古茗渠道布局更为下沉，三线及以下城市门店占比分别为57%/51%；沪上阿姨和茶百道也相对下沉，三线及以下城市的门店占比分别为50%/45%；而奈雪的茶则较为聚焦一线及新一线城市，门店占比分别为36%/35%，三线及以下城市门店占比仅为10%。

表2：中国头部现制茶饮品牌对比（截至2024年12月31日）：蜜雪古茗定位中价/平价茶饮，渠道布局更下沉

	蜜雪冰城	古茗	奈雪的茶	沪上阿姨	茶百道
发展历史	1997年创立，2013年开放加盟	2010年创立，深耕区域市场	2015年创立，2023年开放加盟	2013年创立，主打“五谷茶饮”	2008年创立，2021年加速扩张
营收规模	248亿元	88亿元	49亿元	33亿元	49亿元
产品价格带	2-8元	10-18元	10-25元	7-22元	10-22元
门店数量	46479家（中国内地41584家）	9914家	1798家	9176家	8395家
门店拓张模式	加盟为主	加盟为主	直营为主	加盟为主	加盟为主
各区域门店占比	一线城市5%，新一线城市20%，二线城市18%，三线及以下城市57%	3%，36%，35%，51%	8%，21%，21%，50%	9%，26%，20%，45%	9%，26%，20%，45%

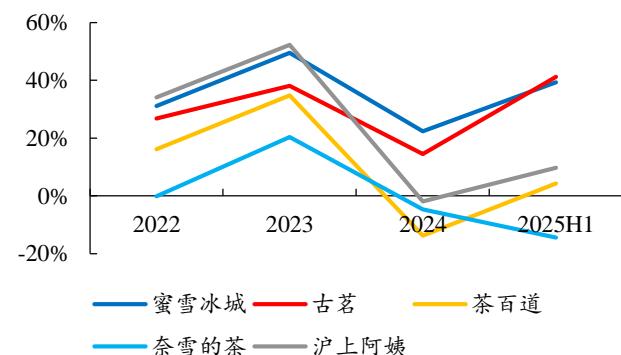
资料来源：Wind、蜜雪冰城招股书、开源证券研究所（备注：蜜雪冰城的城市占比统计口径为中国内地情况，奈雪的茶统计直营门店）

图15：奶茶品牌营收对比：蜜雪古茗位居前二



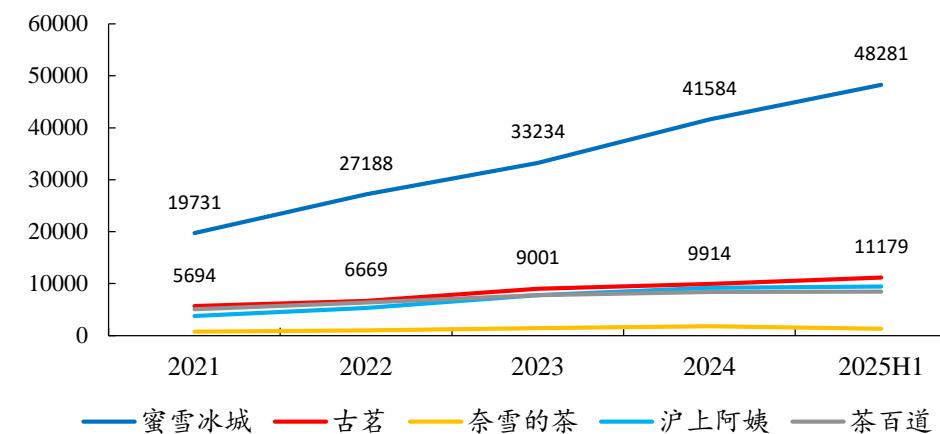
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：奶茶品牌营收增速对比：近年蜜雪古茗增速最快



数据来源：Wind、开源证券研究所

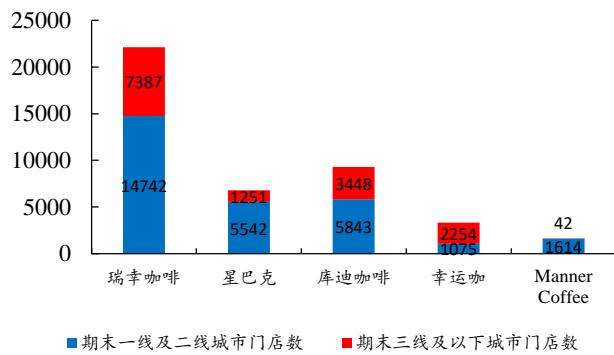
图17：主要茶饮品牌门店数量（家）对比：蜜雪门店增长最快，古茗位居第二



数据来源：各家招股说明书、开源证券研究所

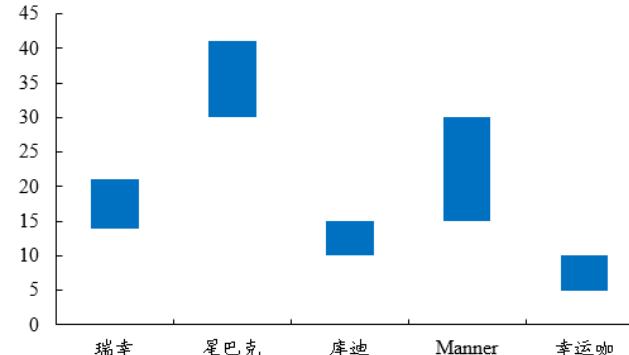
现磨咖啡主要品牌对比：定位中低价格带的瑞幸、库迪在中国门店数量最多，部分现制茶饮品牌亦开始布局咖啡赛道。(1) 价格层面看：瑞幸、库迪定位分别在中低价格带，主力产品单价分别约 14-21 元/10-15 元，星巴克定位最为高端（主力产品单价为 30-41 元），Manner 定价偏中高端（主力产品单价为 15-30 元），幸运咖（蜜雪的咖啡品牌）定价最低，主力产品在 5-10 元；(2) 渠道布局层面看：从门店布局来看，目前主要咖啡品牌布局仍以一二线城市为主，瑞幸及库迪在三线及以下城市的占比相对较高，幸运咖在三四线城市的门店占比最高为 68%（2024 年），咖啡门店在下沉市场具备广阔的开拓空间。

图18：中国前五大现磨咖啡品牌（截止 2024 年 12 月 31 日的门店数计）



数据来源：久谦咨询、开源证券研究所

图19：中国前五大现磨咖啡品牌（以价格带划分）

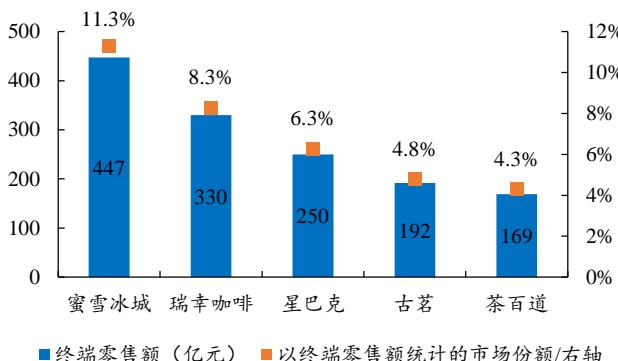
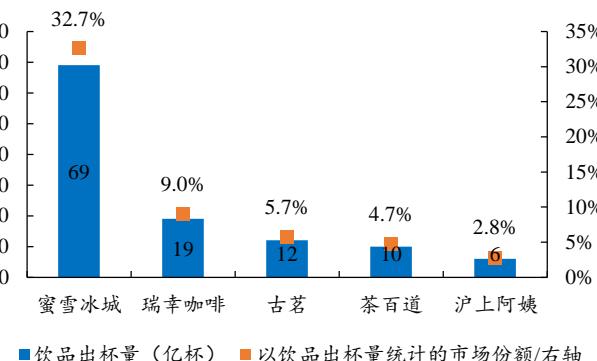


数据来源：蜜雪冰城招股书、开源证券研究所

接下来我们从竞争格局角度，分别来看现制饮品的整体竞争情况，以及细分赛道现制茶饮、现磨咖啡的竞争情况：

- 现制饮品：以 GMV/出杯量角度计，2023 年中国现制饮品 CR5 分别为 35%/55%。蜜雪冰城在 GMV 和饮品出杯量统计口径上市占率均位列第一，2023 年 GMV 和出杯量计算的市占率分别为 11.3%/32.7%。GMV 口径来看，

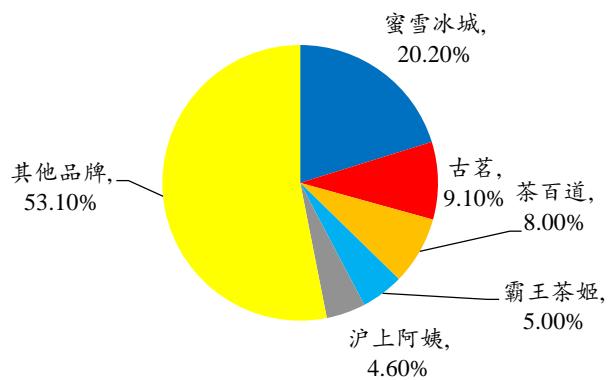
瑞幸咖啡和星巴克分别以 330 亿元和 250 亿元的零售额位列二、三位。出杯量口径看，瑞幸和古茗分别以 19 亿杯和 12 亿杯的出杯量位居第二、三位。综合来看，蜜雪在现制饮品龙头地位较为突出，尤其从出杯量角度看，第二梯队距离蜜雪仍有较大的提升空间。

图20：中国现制饮品 CR5 为 35% (2023 年 GMV 计)

图21：中国现制饮品 CR5 为 55% (2023 年出杯量计)


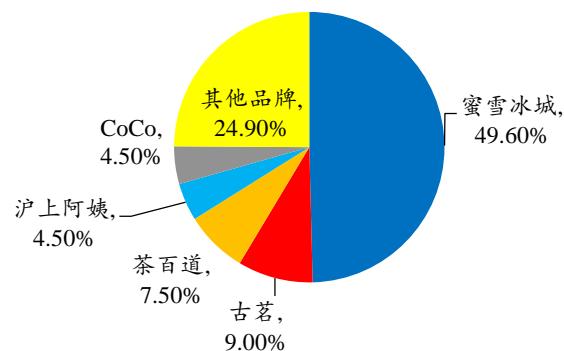
数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

➤ **现制茶饮：蜜雪/古茗/茶百道位居行业前三。** GMV 口径：中国现制茶饮 CR5 为 47%，2023 年蜜雪/古茗/茶百道市占率分别为 20.2%/9.1%/8.0%。出杯量口径：蜜雪以其低客单价、高出杯量优势占据半壁江山，2023 年蜜雪市占率达 49.6%，古茗/茶百道市占率分别为 9.0%/7.5%，位居第二、第三。

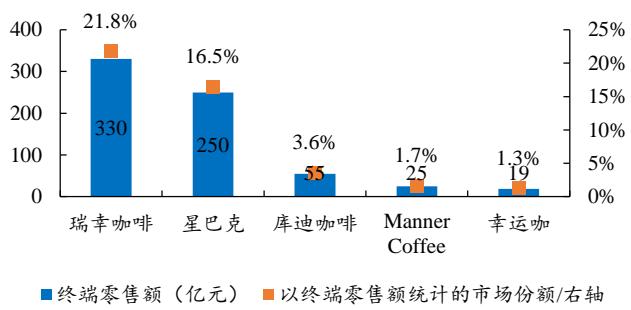
图22：中国现制茶饮 CR5 为 47% (以 2023 年 GMV 计)


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

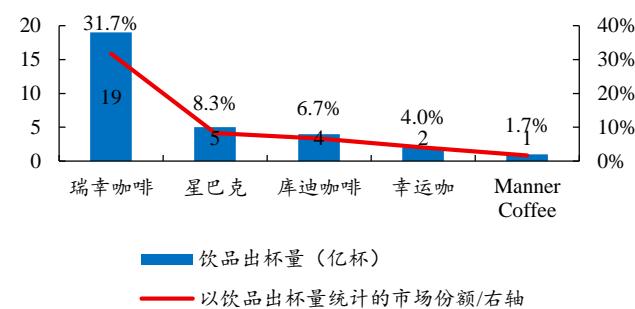
图23：中国现制茶饮 CR5 为 75% (以 2023 年出杯量计)


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

➤ **现磨咖啡：瑞幸/星巴克/库迪位居行业前三。** 从 GMV 口径来看，瑞幸咖啡 330 亿元的终端零售额位居首位，市占率为 21.8%，星巴克/库迪市占率分别为 16.5%/3.6%，位居行业第二、第三。在出杯量方面，瑞幸咖啡以 19 亿杯的出杯量位居行业第一，占据 31.7% 的市场份额，星巴克/库迪的市占率分别为 8.3%/6.7%。

图24：中国现磨咖啡 CR5 为 45% (以 2023 年 GMV 计)


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

图25：中国现磨咖啡 CR5 为 52% (以 2023 年出杯量计)


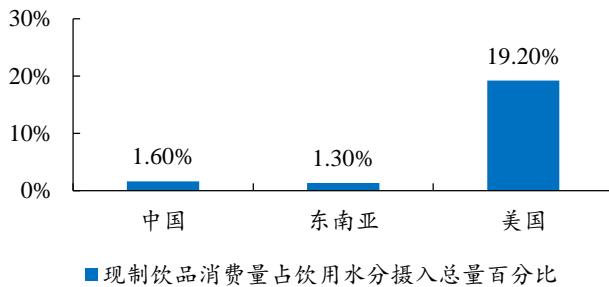
数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

2.3、未来展望：现制饮品有望代替瓶装水，渗透率有望进一步提升

对标海外，我国现制饮品渗透率有较大提升空间，有望逐步替代传统预包装饮料。根据灼识咨询的数据，2023 年美国现制饮品消费量占饮用水分摄入总量百分比为 19.2%，而中国及东南亚仅分别占比 1.6% 与 1.3%，相较于美国，中国仍有较大的提升空间。从现制饮品占中国饮料市场的百分比来看，2023 年该占比为 36%，灼识咨询预测占比有望于 2028 年进一步提升至 49% 的水平。

图26：中国现制饮品市场 GMV (十亿元)


数据来源：灼识咨询、中国国家统计局、国际货币基金组织、美国农业部、开源证券研究所

图27：中国现制饮品消费量渗透率远低于美国 (2023 年)


数据来源：灼识咨询、中国国家统计局、国际货币基金组织、美国农业部、开源证券研究所

对标中国前五大饮料企业的基本情况，我们有两点发现：(1) 随着茶饮价格不断下降，部分茶饮品牌的产品单价已经接近传统与包装饮料；(2) 收入增速上来看，茶饮品牌蜜雪冰城的收入增速远超传统预包装饮料品牌，在整体饮料市场中的份额仍有进一步提升的空间。

表3：中国前五大饮料企业 (以 2023 年终端零售额计)

品牌	主要饮料产品	主力价格带 (元)	终端销售额 (亿元)	2023 年同比增速	市场份额
娃哈哈	预包装饮料	2-6	944	5.3%	6.6%
统一企业	预包装饮料	2-8	877	5.4%	6.1%
农夫山泉	预包装饮料	2-10	875	23.2%	6.1%
可口可乐	预包装饮料	2-8	754	0.6%	5.3%
蜜雪冰城	现制饮品	2-8	447	49.5%	3.1%

数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

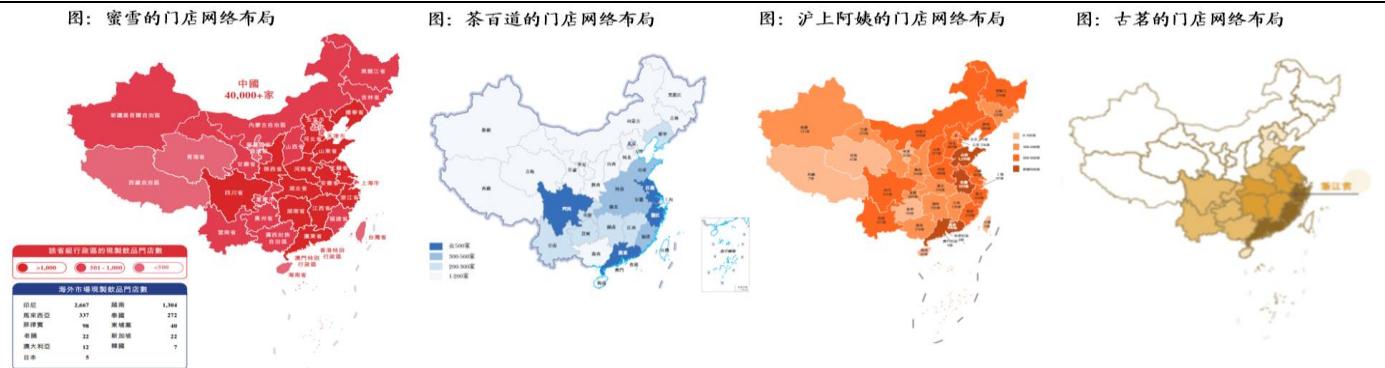
3、展望未来：供应链先行支撑门店加密，国内开店天花板有望超4万家

3.1、渠道端：供应链管理能力优秀，加盟商管理体系成熟

横向对比我国主要奶茶品牌的门店在全国区域的分布情况，我们发现古茗的门店分布具备以下两大特点：

- **特点一：聚焦+精耕为古茗门店开拓的主要特征。**下图我们对比了主要奶茶品牌的门店地图，颜色深浅代表门店加密的强弱程度，颜色越深则表示门店越密集。两个结论：(1) 区别于其他品牌全国门店一起铺的开店模式，古茗门店更为集中，截至2024年9月30日，全国17个省份完全为空白市场；(2) 古茗的高密度门店省份紧密相邻，以浙江省为中心稳扎稳打、有序推进的方式实现区域精耕。
- **特点二：渠道更下沉，古茗近八成门店位于二线及以下城市。**古茗在二线及以下城市的门店占比约80%，远高于其他奶茶品牌，其中三线及以下城市门店占比过半。

图28：四大品牌门店网络布局对比：蜜雪全国化布局程度最高，古茗区域精耕模式突出，全国开店空间最大



资料来源：Wind（门店布局图截止日期：蜜雪冰城2024年12月31日，茶百道2023年12月31日，沪上阿姨2024年6月30日，古茗2024年9月30日）

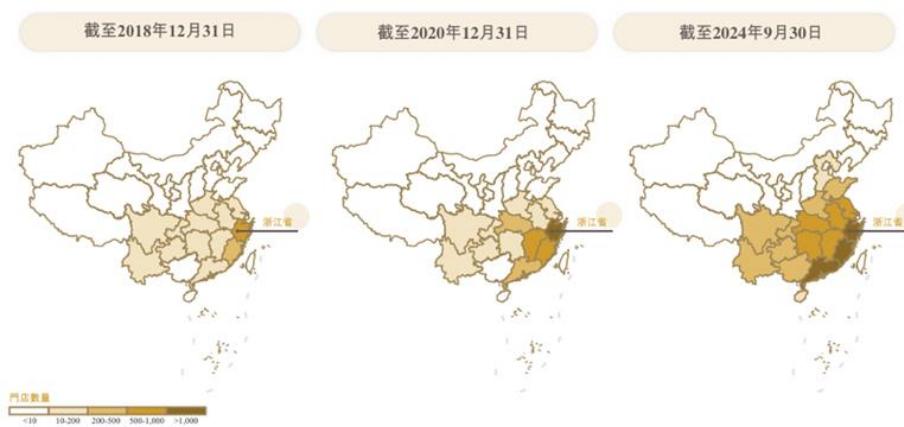
表4：中国前五大大众现制茶饮店品牌于各城市线级的门店分布（2023年）

排名	集团	一线城市(%)	新一线城市(%)	二线城市(%)	三线城市(%)	四线及以下城市(%)
1	蜜雪冰城	~5%	~19%	~19%	~25%	~32%
2	古茗	~3%	~18%	~30%	~26%	~23%
3	茶百道	10.6%	26.9%	20.9%	19.4%	22.2%
4	沪上阿姨	~7%	~21%	~22%	~21%	~28%
5	CoCo 都可	~17%	~21%	~21%	~21%	~20%

数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

古茗采取地域加密的布店策略，定义门店数量超过 500 家的省份为关键规模省份，目前已 8 个省份达到关键规模。地域加密的布店策略：在单一省份的门店超过 500 家表示该地区具备了凸显规模效应的基础，借助在已具有关键规模的省份所积累的经验和优势，策略性地进入邻近省份。古茗在浙江省率先达到关键规模，并持续增长至 2000+家门店。2019 年及 2020 年公司分别在福建及江西达到关键规模，截至 2024 年 9 月，公司在广东、湖北、江苏、湖南及安徽均达到关键规模。据公司招股书披露，公司在八个省份建立超过关键规模的门店网络，2023 年占整体 GMV 的 87%。其中按 GMV 计，门店网络最早达成关键规模的浙江、福建和江西，在全价格带现制茶饮店品牌中的市场份额均为行业第一。

图29：古茗：以浙江省为中心向周边省份逐步布局，稳扎稳打，实现区域精耕，8 个省份达关键规模



资料来源：公司年报

梳理完公司渠道布局的特点，我们认为公司支撑门店持续加密、精耕的两大核心能力分别为：(1) 供应链管理能力。公司以供应链先行的思路逐步拓展空白省份，以低成本、高效率保障物料供应；(2) 加盟商管理能力。公司对加盟商从筛选、培训、管理均实行严格标准，在保证加盟商可观盈利能力的基础上，将标准化、可复制的成熟门店模型复制全国。

3.1.1、供应链管理能力优秀，支撑门店持续加密

古茗推行供应链先行，配送成本低于 GMV 的 1%，远低于行业 2% 的平均水平。截至 2024 年 9 月 30 日，古茗在全国共计运营 22 个仓库，总面积达 22 万平方米，其中包括超过 6 万立方米的冷库容量，支持多种温度存储需求。公司还拥有 362 辆运输车辆，实现高效的冷链配送服务，能够覆盖各区域门店，确保产品在运输过程中的品质。供应链先行，保证门店及时配送：截至 2024 年 9 月 30 日，古茗约 76% 的门店位于距离其中一个仓库 150 公里范围内，因此，古茗可按要求向约 97% 的门店、以相对经济的成本为加盟商提供两日一配的冷链配送。这种高效的供应链网络可以确保原材料稳定供应和品质把控，支持门店快速扩张和运营，及时满足需求、提供高品质产品和服务。门店持续加密反过来进一步优化配送成本、提升供应链效率：据公司招股说明书，以 2024 年 9 月古茗于二线城市南宁及台州分别营运一个仓库为例，而台州仓库的门店覆盖率较南宁仓库高 123%。按单店基准，台州仓库覆盖的门店仓储及物流成本比南宁仓库覆盖的门店成本低 22%。该等成本节省主要是由于密集的门店网络，以及门店与仓库的紧密布局。

图30：古茗公司全国仓库部署：全国共计 22 个仓库（截至 2024 年 9 月）



资料来源：招股说明书

表5：四大现制茶饮公司物流方式：古茗实现对 97% 的门店实现两日一配

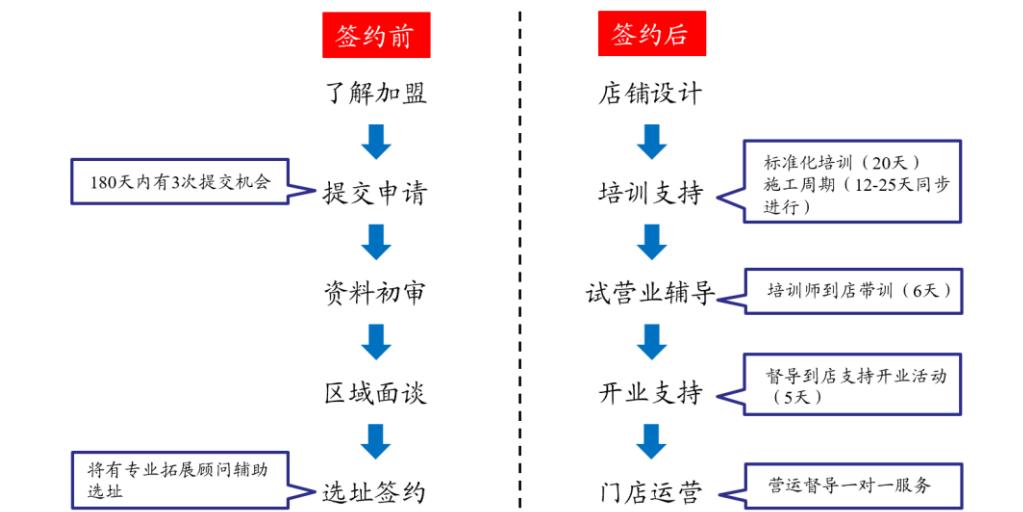
公司名称	冷链仓储数量	配送频率	核心技术应用
古茗	22	两日一配（97%门店）	HPP 超高压灭菌技术延长保质期
蜜雪冰城	27	12 小时内触达（90%县级区域）	PLC 智能生豆拼配系统、蔬果高效锁鲜
茶百道	24	次日达（92%覆盖率）	7.1 秒智能奶茶机提高出杯率与品质稳定性
沪上阿姨	40	每周 2-3 次配送	数字化 WMS 管理储存面积、全生命周期存货管理

资料来源：招股说明书、公司年报、开源证券研究所

3.1.2、公司持续赋能加盟商，门店回收期处行业较快水平

古茗加盟商筛选标准严格，要求加盟商在店经营。古茗筛选加盟商的核心是在店经营，申请人须全职驻店，亲自完成调饮、点单、后厨、出杯等全部基础操作，对于拥有三店及以上的加盟商也需全职负责门店各项工作。公司为加盟商提供包括设备、原材料、半成品和制成品在内的多种产品，并按成本加利润的方式定价。此外还提供店铺管理、品牌运营、营销推广等服务，并收取相应的服务费用。公司通过严格的加盟商管理流程，确保加盟商符合品牌标准和运营要求。

图31：古茗公司加盟流程：加盟筛选及培训流程规范，为加盟商赋能



资料来源：古茗加盟之家小程序、开源证券研究所

表6：古茗加盟商筛选标准严格

要求类别	具体要求	说明与备注
申请人要求	1. 必须为实际经营者	价值观：简单真诚、永不懈怠、团结一致、勇争第一 不良记录：包括违法、被执行、失信等
	2. 年龄： 18-45周岁最佳 ，身体健康	
	3. 认可古茗价值观，无不良记录	
资金要求	基础资金： 25万及以上	不含店面租金、转让费。
		加盟费和咖啡机可分期，具体以当地市场为准。
股权结构	1-2家店： 自己或夫妻经营最佳，不建议与他人合伙	核心原则：避免复杂的合伙关系，确保经营者主导
	3家店及以上：可与老骨干合伙管理， 强烈反对财务投资人型合伙	
团队要求	需配备至少2名初始全职店员（“铁杆店员”）	1. 能全职在店6个月以上
		2. 年龄18-45周岁为佳，身体健康
		3. 优先选择：配偶、年龄差距大的弟妹、下属
		4. 不建议：朋友、发小、闺蜜、长辈
驻店要求	1家店： 本人必须完全在店，参与所有基础操作 （调饮、点单等）	强调亲力亲为，加盟商首先是经营者，而非纯粹投资者
	3家店及以上：可不在店进行基础操作，但必须全职负责门店管理	

资料来源：古茗加盟之家小程序、开源证券研究所

古茗加盟基础资金门槛相对较低，2025年公司调整加盟政策，进一步支撑有能力但是资金有限的加盟商参与。我们对比了主要奶茶公司的加盟基础资金情况，可见古茗的基础资金为25万元左右，略高于蜜雪，但是低于沪上阿姨以及茶百道。同时2025年2月公司进一步对加盟政策进行了调整，加盟费及咖啡机等大型设备费采取分期支付政策，首年最低23万元即可开出一家店，降低初期投入资金需求以及投资风险。以一家标店为例，2025年新商启动资金23.3万元，比2024年降低了5万。

表7：各品牌加盟政策对比：古茗加盟基础资金门槛相对较低

蜜雪冰城		古茗	沪上阿姨	茶百道
基础资金	21万元+	25万元+	35万元+	30万元+
初始投入资金	21万元+	23.3万元+ (不含加盟费)	9.4万元+	26万元+
加盟费用	省会/地级/县级城市分别为1.78/1.58/1.38万元	9.88万元 (首年为0, 分三期)	4.98万元	9万元
首批物料	5万元	2-4万元	3-5万元	2万元+
机器设备	7万元	21万元 (咖啡机8万元可分期)	9万元	12万元
门店装修	6万元	10万元		10万元

资料来源：各品牌加盟小程序、开源证券研究所（初始投入资金不包含店面租金、转让费等，古茗、沪上阿姨、茶百道的初始投入资金仅包含分期付款的首期费用）

图32：古茗加盟政策前后对比：支持有能力但是资金有限的加盟商参与

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
押金	新商	新商	新商	新商	新商	新商
	合同保证金	0.5万	0.5万		第13个月退0.5万 第19个月退0.5万	0.5万
加盟费	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	0.5万
	加盟费分期				第13个月交2.5万 第19个月交4.88万	9.88万
设备	可分期设备首付		3.0万			3.0万
	可分期设备分期金额	12.5万			4167元*12期	5.0万
	其他不可分期设备款		4.5万			4.5万
	咖啡机分期			3212元*12期	3212元*12期	7.7万
首批物料	3.0万	3.0万				3.0万
开业营销费	0.8万	0.8万				0.8万
装修	上匠部分	10.0万	10.0万			10.0万
合计	28.3万	23.3万	每月3200元 合计3.9万	每月7400元+2次加盟费 合计15.28万	2万	44.38万

*以一家标店为例，2025年新商启动资金为23.3万，要比2024年降低了5万。

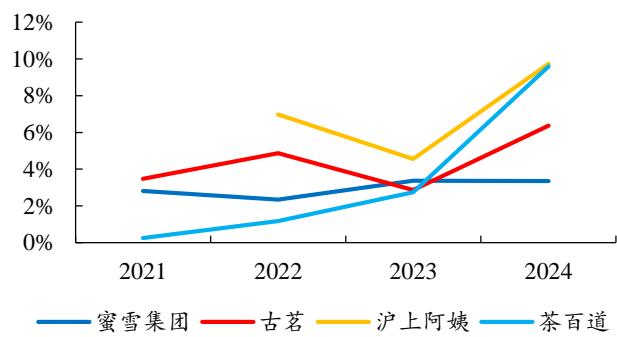
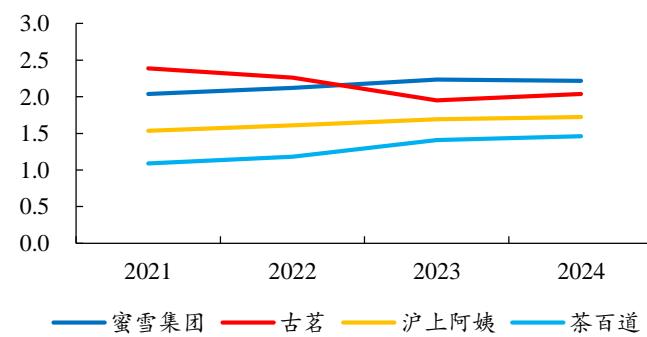
资料来源：古茗加盟之家小程序

古茗门店回收期较短，加盟商带店率居行业前列，闭店率处正常偏低水平。我们对比了各品牌的单店模式，经测算古茗回收期13个月，仅次于蜜雪，在行业中属于较快回收期水平。从单个加盟商带店率的角度来看，2024年古茗平均每个加盟商开2家古茗门店，仅次于蜜雪2.2家的水平，位于行业前列。同时根据古茗招股说明书，古茗71%的加盟商经营2家或以上加盟店，加盟商对于公司的信心较足。从闭店率的角度来看，古茗闭店率亦处于行业正常偏低水平，2024年古茗闭店率为6.4%，略高于蜜雪，低于沪上阿姨及茶百道。

表8：各品牌单店模型拆解：经测算古茗回收期 13 个月，仅次于蜜雪

	蜜雪冰城	古茗	沪上阿姨	茶百道
营收端	年均营业额 (万元)	151	234	138
	日均营业额 (元)	4184	6500	3833
	日均杯量 (杯)	599	386	218
	单杯均价 (元)	7	17	18
经营效率指标	门店面积 (平方米)	46	57	39
	日均坪效 (元/平方米)	91	114	98
	门店员工 (人)	3 人+	3 人+	3 人+
	日均人效 (元/人)	1046	1625	958
成本端 (日均)	原材料 (元)	2301	3900	2300
	毛利率	55%	60%	60%
	人工	11.0%	12.3%	13.9%
	房租	7.9%	10.3%	10.4%
	水电	2.5%	3.5%	3.5%
	折旧摊销	3.9%	4.0%	3.6%
	推广及外卖	7.0%	11.00%	13.0%
	外卖占比	45.0%	50.0%	55.0%
	餐厅层面利润	949	1288	597
	餐厅层面利润率	22.7%	18.9%	15.6%
加盟端	加盟费用 (元/年)	15800	32933	16600
	加盟商利润率	21.6%	17.5%	14.4%
	初始投资额 (万)	30	45	35
	投资回收期 (月)	11	13	21
茶百道				

数据来源：Wind、招股说明书、古茗及蜜雪冰城等加盟小程序、开源证券研究所

图33：闭店率对比：古茗闭店率处于行业正常偏低水平

图34：单个加盟商带店率 (家): 古茗位居行业前列


数据来源：Wind、开源证券研究所 (注: 闭店率计算方法为:当年门店关闭数量 / (期初门店数量+新开门店数量))

数据来源：灼识咨询、开源证券研究所 (注: 沪上阿姨为 2025H1 数据)

3.2、产品端：新品研发持续推进，品类持续拓展延伸

品类上：不断拓展品类边界，奶茶与果茶为基础，向咖啡赛道延展。根据公司招股说明书，奶茶和果茶的营收占比约 90%，为公司主力品类。公司在产品扩充方

面的思路为：(1) 在奶茶、果茶品类中不断推出新品扩充产品矩阵，如2025年推出新品轻体果蔬汁等；(2) 积极布局咖啡赛道；(3) 尝试在烘焙小轻食等赛道做尝试和布局。这种多元化的销售模式不仅丰富了消费者的选择，而且有助于公司持续寻找新的成长点。

定价上：站住大众价格带，同时价格带往平价延伸。2025年公司推出的果蔬汁新品定价多落于13-17元/杯价位带，在大众价格带持续产品扩充的同时，古茗于2025年推出1元冰杯及2.5元鲜活柠檬水两款引流单品，同步将咖啡系列统一下调至8.9元限时售价，覆盖美式、拿铁及果咖全品类，定价介于蜜雪的“极致性价比”和瑞幸的“轻奢定位”之间，既保留了茶饮消费者的价格习惯，又通过适度的品质升级吸引对咖啡有需求的用户。

图35：公司主要产品及价格：10-15元产品为主



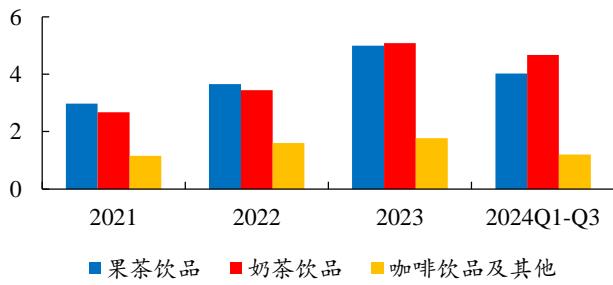
资料来源：古茗小程序、招股说明书、开源证券研究所

图36：2025年推出新品果蔬汁：定价13-17元区间



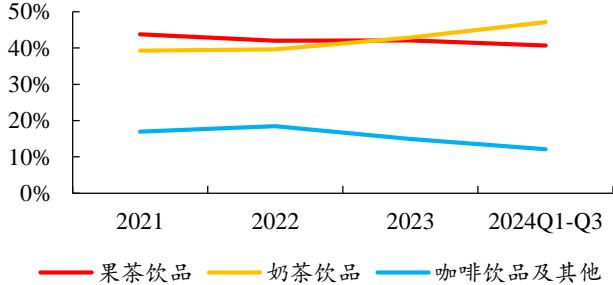
资料来源：古茗官方视频号、古茗小程序、开源证券研究所

图37：公司主要产品销量以果茶与奶茶为主（亿元）



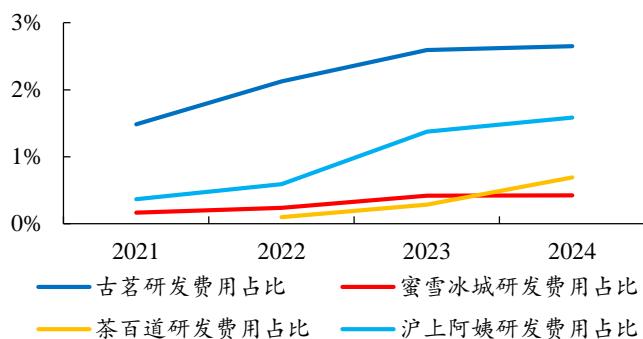
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图38：公司各品类营收占比：果茶奶茶占比合计近90%

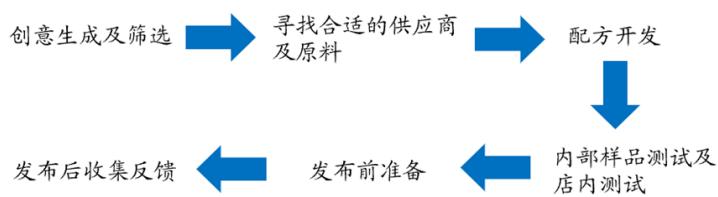


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

古茗重视新品开发，研发费用率高于同行。古茗的研发费用从2021年到2024年呈现显著增长，从0.65亿元增长至2.3亿元，研发费用率由1.5%增长至2.65%，超出同行的研发费用投放水平。从新品研发流程来看，公司的新品推出主要经历以下几个环节：创意生成及筛选——寻找合适供应商及原料——配方开发——内部样品测试及店内测试——发布前准备——发布后收集反馈。

图39：古茗研发费用率高于同行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：古茗公司新品研发流程


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

古茗的营销策略聚焦于塑造新鲜、美味且价格亲民的高品质品牌形象，多次联名现象级IP。公司一方面通过地域加密巩固品牌在当地的声量，另一方面借助明星、二次元流量放大品牌热度。2025年，品牌先后官宣乒乓球奥运冠军樊振东为“鲜活果蔬系列”代言人、影星吴彦祖为“咖啡品质合伙人”，迅速抢占社交话题与搜索热榜。同时，古茗与现象级二次元IP《崩坏：星穹铁道》联名，首发当日小程序因120万人在线排队而短时崩溃，多地门店出现断货情况。此外，古茗2024年全年已与《盗墓笔记》《天官赐福》《魔道祖师》等头部动漫及游戏IP完成10次联名，凭借“饮品+限量周边”组合拳持续撬动Z世代消费热情，并借助小程序会员体系与分级社群运营，将联名带来的瞬时流量沉淀为高黏性复购人群。

图41：古茗营销活动丰富：联名、周边等活动帮助品牌破圈


资料来源：招股说明书

图42：古茗公司鲜活果蔬系列代言人樊振东

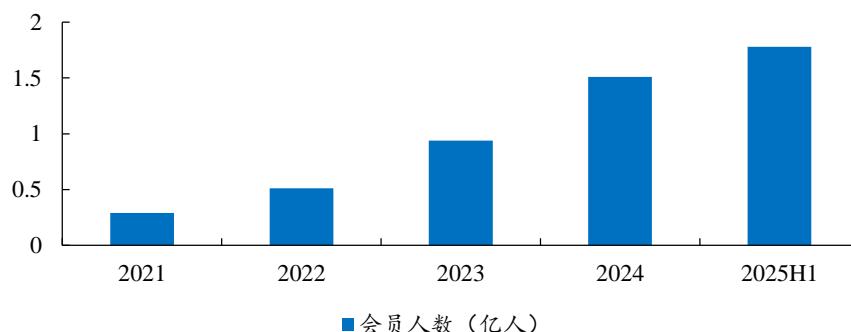

资料来源：古茗官方视频号

图43：古茗公司咖啡代言人吴彦祖


资料来源：古茗官方视频号

古茗品牌效应逐步增强，会员人数持续增加，2025H1 会员人数达 1.78 亿名。其品牌名称“古茗”源于中国悠久的茶文化，强调对传统制茶工艺的坚持，而英文品牌“Good me”则寓意为消费者日常生活带来愉悦和幸福。古茗以“每天一杯喝不腻”为口号，致力于提供新鲜、高品质且价格亲民的产品，满足各城市级别消费者需求。截至 2024 年 12 月 31 日，小程序注册会员达 1.51 亿，季度活跃会员超 4400 万，2025H1 小程序会员人数进一步提升至 1.78 亿名(较 2024 年底增长 17.9%)，季活人数约 5000 万。同时，复购层面来看，根据招股说明书，2023 年古茗平均季度复购率达 53%，远高于行业平均水平(低于 30%)，体现了消费者对产品品牌的认可。

图44：古茗会员人数达 1.78 亿，较 2024 年底增长 17.9%（截至 2025 年 6 月 30 日）



数据来源：招股说明书、公司年报、开源证券研究所

3.3、古茗开店空间广阔，预计中长期国内开店天花板超 4 万家

全国仍有 17 个省份尚未布局，空白市场开拓空间广阔。截至 2024 年 9 月 30 日，古茗在全国 17 个省份建立布局并将持续增加门店网络密度，同时仍有 17 个省份尚未布局。从门店数量来看，目前共计 8 个省份达到关键规模(省份门店数量超 500 家)，浙江省率先达到关键规模，2019 年及 2020 年公司分别在福建及江西达到关键规模，截至 2024 年 9 月，公司在广东、湖北、江苏、湖南及安徽均达到关键规模。

我们以每百万人门店数量作为门店密度衡量标准，2024 年浙江地区密度最高且仍在加密(32.4 家/百万人)，全国密度仅 7.0 家/百万人。截至 2024 年，古茗全国平均门店密度为 7.0 家/百万人，其中浙江省门店密度达 32.4 家/百万人，且呈现出逐年加密趋势。福建及江西门店密度仅次于浙江，2024 年门店密度为 23.9 家/百万人。而其余 5 个已达关键规模的省份 2024 年门店密度仅 9.2 家/百万人。不同区域的数据差异反映了古茗“区域深耕”策略的特点，公司以浙江省为中心，逐步对周边省份进行策略性地布局和加密。后续古茗门店扩张的增长点主要来自于：(1) 现有关键规模省份持续加密，其中浙江省作为最成熟的市场，目前在浙江省的新一线和二线城市占比比较多，三线及四线以下城市仍有较大的下沉空间；(2) 空白市场持续开发。

表9：古茗门店密度：浙江区域门店密度为 32.4 家/百万人

	2021 年 年/期末门店 数量(家)	2022 年 同店 GMV 增长	2023 年 年/期末门店 数量(家)	2024 年 同店 GMV 增长	2023 年每百万人 门店数量(家)	2024 年每百万人 门店数量(家)
					2023 年每百万人 门店数量(家)	2024 年每百万人 门店数量(家)
浙江	1725	15.2%	1868	3.3%	2054	2161
福建及江西	1590	5.1%	1641	2.0%	1914	2077

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2023 年每百万人 门店数量 (家)	2024 年每百万人 门店数量 (家)
同店 GMV 增长	7.4%	3.2%	12.0%			
其余五个已达关键规模的省份	年/期末门店数量 (家)	1689	2349	3317	3665	8.3
同店 GMV 增长	14.9%	4.1%	11.6%			
全国	年/期末门店数量 (家)	5694	6669	9001	9914	6.4
同店 GMV 增长	12.0%	2.8%	9.4%			

数据来源：久谦咨询、招股说明书、开源证券研究所

表10：古茗浙江门店：三线及以下城市有较大开拓空间（截止 2024 年 9 月 30 日）

	门店数量	门店占比
新一线城市	710	34%
二线城市	1153	54%
三线城市	108	5%
四线及以下城市	146	7%
合计	2117	100%

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

我们按照目前浙江门店密度复制全国，以长期终局思维，推算国内长期开店天花板超 4 万家。基于 2024 年数据进行空间测算，以长期终局思维，假设目前浙江省的门店密度复制全国，古茗在全国的天花板门店数量有望超 4 万家；中期来看，若以福建、江西的门店密度水平复制全国，古茗在全国门店数量有望达 33644 家；短期来看，以其余五个省份（广东、江苏、安徽、湖南、湖北）门店密度复制全国，全国门店数量有望达 12970 家。

表11：古茗门店开拓空间测算：预计中长期国内开店天花板超 4 万家

假设	每百万人开店数量 (家)	门店数量 (家)
假设浙江门店密度复制全国	32.4	45628
假设福建、江西门店密度复制全国	23.9	33644
假设其余达关键规模的五省门店密度复制全国	9.2	12970

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

古茗目前突破万店规模，且公司通过区域加密的方式不断深耕现有区域，同时逐步向新市场扩张，全国扩张布局稳步推进。**收入端：**我们认为公司未来三年的开店空间较为广阔，全国 17 个省份尚未布局，开店有望成为支撑收入增长的关键因素，我们预计未来三年公司收入仍有望维持双位数增长，我们预计 2025-2027 年公司营收增速分别为 37.0%/18.9%/17.0%；**费用端：**2026 年起公司有望逐步进入新市场，我们预计公司将加大供应链、品牌宣传等费用投入，我们预期 2025 年由于外卖平台补贴拉动，2025 年费用率略有下降，同时预计外卖补贴减弱后，2026-2027 年公司费用率可能较 2025 年略有增加；**盈利能力：**毛利率层面，综合考虑外卖补贴优惠、成本等

因素影响，我们预计 2025 年毛利率为 30.8%，预计 2026-2027 年毛利率稳中有增，分别为 31.2%/31.4%。

表12：古茗收入分项预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	76.76	87.91	120.44	143.21	167.52
yoym	38.1%	14.5%	37.0%	18.9%	17.0%
毛利率	31.3%	30.6%	30.8%	31.2%	31.4%
1、商品和设备销售 (亿元)	61.5	70.3	96.7	113.4	132.1
yoym	36.4%	14.4%	37.6%	17.3%	16.5%
毛利率	18.7%	18.0%	18.4%	17.9%	17.9%
加盟门店数 (家)	8995	9907	12,707	15,207	17,207
净增门店数 (家)	2331	912	2800	2500	2000
商品销售 (亿元)	57.8	65.6	90.3	105.9	123.0
yoym	34.9%	13.6%	37.6%	17.3%	16.1%
毛利率	19.3%	18.4%	19.0%	18.5%	18.5%
单店商品销售 (万元)	73.8	69.4	79.9	75.9	75.9
yoym	6.4%	-5.9%	15.0%	-5.0%	0.0%
设备销售 (亿元)	3.67	4.65	6.40	7.50	9.15
yoym	63.8%	26.7%	37.6%	17.3%	21.9%
毛利率	9.5%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
2、加盟和相关服务 (亿元)	15.19	17.50	23.57	29.62	35.19
yoym	45.5%	15.2%	34.7%	25.7%	18.8%
单店加盟和相关服务费 (万元)	16.9	17.7	18.6	19.5	20.5
yoym	7.8%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	82.3%	81.3%	82.0%	82.0%	82.0%
3、自营店营收 (亿元)	0.12	0.14	0.18	0.21	0.23
yoym	25.8%	15.8%	25.5%	14.8%	13.3%
毛利率	18.6%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%

资料来源：Wind、开源证券研究所

采用相对估值法，我们对比蜜雪集团、茶百道及沪上阿姨的估值水平，2025-2027 年蜜雪冰城/茶百道/沪上阿姨的平均估值 PE 分别为 17.6/14.8/12.8 倍，考虑到古茗的成长性及基本面表现均位居行业前列，目前公司加速门店开拓，全国布局空间广阔。同时区域加密的门店开拓策略，有利于在当地形成较强品牌势能，供应链配送效率及规模效应有望提升。综合来看，我们认为古茗估值中枢在行业内有望位于偏上水平，仍有一定提升空间。

表13：可比公司估值对照表

证券简称	证券代码	收盘价 (港元)	EPS (元/股)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
蜜雪集团	2097.HK	412.00	15.3	17.7	20.4	24.6	21.2	18.4
茶百道	2555.HK	7.21	0.6	0.7	0.8	11.1	9.6	8.4
沪上阿姨	2589.HK	87.85	4.7	5.9	6.8	17.1	13.7	11.8

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

23 / 27

平均值	/	/	6.8	8.1	9.3	17.6	14.8	12.8
古茗	1364.HK	24.38	1.1	1.2	1.3	20.5	18.8	17.1

资料来源：Wind、开源证券研究所（注：蜜雪集团、茶百道、沪上阿姨盈利预测来自 Wind 一致预期，古茗盈利预测来自开源证券研究所，1HKD=0.91RMB（截止 2025 年 12 月 12 日））

综上所述，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 120.4、143.2、167.5 亿元，同比增长 37.0%、18.9%、17.0%；归母净利润分别为 25.8、28.1、30.8 亿元，同比增长 77.9%、9.0%、9.8%；对应 EPS 分别为 1.08、1.18、1.30 元，当前股价对应 PE 分别为 20.5、18.8、17.1 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险提示

（1）原材料涨价风险：原材料价格波动可能会影响公司的毛利率水平，存在原材料涨价风险。

（2）食品安全风险：对于食品加工制造企业，卫生安全要求是终端消费者及监管部门关照的重中之重，若出现生产过程出现食品安全问题，对公司销售可能产生负面影响。

（3）市场竞争加剧风险：奶茶行业竞争激烈，若出现市场竞争加剧情况，则公司的门店开拓进度可能会受影响，同时公司的费用投放计划亦可能发生改变，从而影响公司的经营及盈利情况。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,009	4,860	5,501	6,112	8,005	营业收入	7,676	8,791	12,044	14,321	16,752
现金	2,428	1,935	2,656	2,997	3,583	营业成本	5,272	6,104	8,330	9,856	11,498
应收账款	369	619	94	117	133	营业费用	(268)	(337)	(479)	(662)	(788)
存货	881	984	1,430	1,677	2,968	管理费用	(283)	(311)	(422)	(501)	(586)
其他流动资产	330	1,321	1,321	1,321	1,321	其他收入/费用	(1,745)	(1,833)	(2,507)	(2,993)	(3,484)
非流动资产	1,144	2,015	2,200	2,287	2,378	营业利润	108	206	306	308	396
固定资产及在建工程	590	954	954	954	954	净财务收入/费用	(5)	(3)	(24)	(14)	(17)
无形资产及其他长期资产	554	1,061	1,246	1,333	1,424	其他利润	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
资产总计	5,153	6,875	7,701	8,399	10,383	除税前利润	1,445	1,804	3,454	3,662	4,013
流动负债	4,362	4,452	3,632	2,541	2,565	所得税	349	311	829	806	883
短期借款	124	- 0	- 0	- 0	- 0	少数股东损益	33	46	50	50	50
应付账款	4,199	4,387	3,383	2,192	2,349	归母净利润	1,064	1,447	2,575	2,806	3,080
其他流动负债	163	65	249	349	216	EBITDA	1,580	1,945	5,056	5,300	5,688
非流动负债	175	310	310	310	310	扣非后净利润	2,387	2,965	4,481	5,141	5,797
长期借款	3	4	5	6	7	EPS(元)	0.45	0.61	1.08	1.18	1.30
其他非流动负债	172	306	305	304	303						
负债合计	4,537	4,763	3,942	2,851	2,875	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	0.13	0.13	0	0	0	成长能力					
储备	583	2,066	3,663	5,403	7,312	营业收入(%)	38.1	14.5	37.0	18.9	17.0
归母所有者权益	583	2,066	3,663	5,403	7,312	营业收入(%)	122.2	24.9	91.5	6.0	9.6
少数股东权益	33	46	96	146	196	归属于母公司净利润(%)	198.6	36.1	77.9	9.0	9.8
负债和股东权益总计	5,153	6,875	7,701	8,399	10,383	获利能力					
						毛利率(%)	31.3	30.6	30.8	31.2	31.4
						净利率(%)	13.9	16.5	21.4	19.6	18.4
						ROE(%)	172.8	68.5	68.5	50.6	41.0
						ROIC(%)	143.9	64.8	66.4	49.5	40.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	11.9	30.7	48.8	66.1	72.3
						净负债比率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
经营活动现金流	1,573	2,350	6,804	3,594	4,946	流动比率	0.9	1.1	1.5	2.4	3.1
税前利润	1,493	2,625	2,625	2,856	3,130	速动比率	0.6	0.6	0.8	1.2	1.4
折旧和摊销	135	140	1,601	1,638	1,676	营运能力					
营运资本变动	302	(138)	2,578	- 0	1,236	总资产周转率	1.5	1.3	1.6	1.7	1.6
其他	(357)	(277)	- 0	(900)	(1,096)	应收账款周转率	14.3	9.9	88.9	84.0	86.8
投资活动现金流	(471)	(1,822)	(985)	(887)	(890)	应付账款周转率	1.3	1.4	2.5	4.5	4.9
资本开支	(399)	(449)	(985)	(887)	(891)	存货周转率	6.0	6.2	5.8	5.9	3.9
其他	(96)	(969)	- 0	- 0	- 0	每股指标(元)					
融资活动现金流	140	17	(5,029)	(2,366)	(3,472)	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.61	1.08	1.18	1.30
股权融资	- 0	- 0	(979)	(1,066)	(1,170)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.23	0.33	2.22	2.22
银行借款	113	(5)	(4,050)	(1,300)	(2,302)	每股净资产(最新摊薄)	0.25	0.87	1.54	2.27	3.07
其他	27	22	- 0	- 0	- 0	估值比率					
汇率变动对现金的影响	1	(9)	- 0	- 0	1	P/E	49.6	36.5	20.5	18.8	17.1
现金净增加额	1,243	537	791	5,273	5,273	P/B	90.5	25.5	14.4	9.8	7.2
期末现金总额	2,358	1,865	2,656	6,056	6,056						

资料来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn