

古茗探讨二：如何理解未来阶段的成长空间？

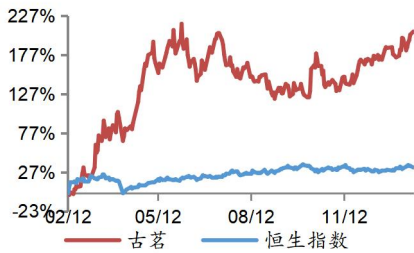
——拥抱极致性价比与下沉时代系列

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-01-20

收盘价（港元）	28.38
近 12 个月最高/最低（港元）	30.00/8.22
总股本（百万股）	2,378
流通股本（百万股）	2,323
流通股比例（%）	97.66
总市值（亿港元）	655
流通市值（亿港元）	640

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：韦香怡

执业证书号：S0010525060001

邮箱：weixiangyi@hazq.com

相关报告

1. 古茗探讨（一）：如何理解当前领先优势？ 2026-01-12

主要观点：

● 上篇解读：古茗当下阶段的领跑优势？

- ① **产品策略**：以“高质价比”“新鲜”为核心定位，通过高频创新与场景覆盖，精准契合不同层级市场消费需求；
- ② **供应链深度**：供应链端依托区域生产及仓配网络与自有冷链构建硬壁垒，实现原料高效配送与成本优化，为产品力提供底层支撑；
- ③ **下沉优势**：以精细化与低门槛扶持政策为核心，应用供应链效能优化产品成本，提升加盟商盈利水平，夯实下沉市场网络根基。

● 本篇解读：古茗未来阶段的成长空间？

- ① **现有模式的精耕打磨**：门店数方面下沉市场加密与全国化扩张并行，单店运营提效方面扩大触达人群&消费时段、提升消费频次；
- ② **第二曲线**：依托供应链复用实现低成本的品类扩张及咖啡培育，多产品矩阵支撑收入成长；
- ③ **远期定位“新鲜便利店”**：场景愿景不断拓展，满足多元新鲜需求。

● 投资建议

我们预计 25-27 年公司收入 129.0/164.1/200.2 亿元，同比 +47%/27%/22%，归母净利 27.3/29.6/36.5 亿元，同比 +85%/8%/23%（剔除 25H1 优先股转股一次性损益 5.57 亿元及考虑所得税率影响，25-27 年经调净利约为 22.7/29.6/36.5 亿元，同比 +53.4%/30.4%/23.5%），PE 对应 22/20/16X（剔除后 27/20/16X）；我们预测公司 PE 虽接近同业均值但低于蜜雪，同时与自身增速及远期空间相比皆具较大提升潜力，考虑其下一阶段成长确定性高，维持“买入”评级。

● 风险提示

拓店与同店压力、品类拓展风险、竞争加剧

● 重要财务指标

单位：百万人民币

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8791	12904	16408	20019
收入同比(%)	15%	47%	27%	22%
归母净利润	1479	2731	2957	3651
归母净利润同比(%)	37%	85%	8%	23%
ROE (%)	71.55%	56.83%	38.06%	31.95%
每股收益(元)	0.71	1.15	1.24	1.54
市盈率(P/E)	0.00	21.97	20.29	16.43

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1、上篇：如何理解古茗当下阶段的领跑优势？	4
2、本篇：如何看待古茗未来阶段的增量空间？	4
① 现有模式精耕：向外拓宽区域覆盖，向内打磨单店提效	4
1) 开店测算	5
2) 店效深耕	8
② 第二曲线增量：咖啡高增赛道大有可为	9
③ 远期边界延伸：“鲜食”生意持续拓展	12
3、全文结论与盈利预测	14
风险提示	16
财务报表与盈利预测	17

图表目录

图表 1 古茗 25H1 净开店加速.....	5
图表 2 古茗 2025 年加盟优惠新政.....	5
图表 3 古茗关键规模省份门店数及同店 GMV 变化趋势.....	6
图表 4 按省份测算中期古茗门店数 (除港澳台).....	6
图表 5 按省份测算中期古茗门店数 (除港澳台).....	8
图表 6 古茗产品价格/新鲜度具备核心优势.....	9
图表 7 现制咖啡 GMV 预计保持双位数高增 (亿元).....	10
图表 8 现制咖啡门店主要分布于高线市场.....	10
图表 9 现制茶饮 vs 现制咖啡高度复用.....	11
图表 10 美团现制茶饮不同时段订单占比.....	11
图表 11 古茗咖啡产品打造.....	11
图表 12 按市占率测算古茗咖啡收入增量.....	12
图表 13 现制饮品 2022-2028E 收入 CAGR.....	13
图表 14 人均现制饮品年消费杯数 (2022 年).....	13
图表 15 古茗盈利预测.....	15
图表 16 古茗可比估值.....	15

本文研究对象为现制茶饮头部中价品牌——古茗，我们 26 年重点推荐标的之一。

1. 如何理解古茗当下阶段的领跑优势？上篇重点。公司一系列高效盈利等表征背后，是其恰如其分的①产品策略（便宜好喝、快速推新）、②供应链深度（配合区域加密策略）、③下沉加盟优势（贡献优质单店模型）三大竞争优势打造的价值闭环；

2. 如何看待古茗未来阶段的增量空间？本篇重点。公司基于现有模式体系已构筑的领导优势，未来可看①开店空间，区域加密与扩张并行；②单店提效，第二曲线造高增潜力；③远期定位“鲜食”，业务边界持续拓宽。

1、上篇：如何理解古茗当下阶段的领跑优势？

市场高度关注现制茶饮在后补贴时代的竞争态势。行业步入下半场之际，品牌竞争终将对经营效率、供应链深度和单店模型质量的比拼，古茗正是一家以万余门店规模（并非最多）就已实现行业第一梯队盈利能力的高效企业，其高效表征背后，我们认为是在三大维度优势的深度闭环。

①产品力优势：基于便宜好喝+快速推新，公司打造出了在中价茶饮市场的高质价比定位和强货架型品牌占领用户心智；

②供应链优势：基于区域深度加密，公司是行业唯二大规模自建供应链物流体系的品牌，打造了突出的降本能力；

③下沉加盟优势：基于聚焦下沉市场，公司打造出相比高线城市更为优秀的单店模型，精耕加盟管理则让上述产品力、供应链、单店优势进一步渗透放大。

三大维度相互支撑，共同构筑起古茗在现制茶饮赛道中的先发竞争优势。在十五年发展历程中，逐步夯实下沉市场的网络密度与用户心智，先浓度后扩张，稳扎稳打迈向行业头部地位。

2、本篇：如何看待古茗未来阶段的增量空间？

未来展望，下一阶段成长增量来自何方？

我们认为公司增量来自于现有模式精耕（全国扩张及店效打磨）、第二曲线打造（加之供应链规模效应）、“新鲜”边界远期延伸。

从全国化市场开拓看，我们测算古茗门店空间中期可看 2.1 万家左右，较 25H1 的 11179 家门店，仍有翻倍左右开店空间；长期乐观展望下，公司门店总量空间可看 4.4 万家左右。

从精细化运营提效看，我们预计公司通过持续打磨并增加货架 SKU 种类，例如咖啡、甜品、及低价引流品等，扩大触达不同目标群体、覆盖更广消费时段，提升消费频次，提效门店运营。

①现有模式精耕：向外拓宽区域覆盖，向内打磨单店提效

从地理范围看，当前古茗门店主要集中于我国东南方位及邻近的共计 19 个省份，

仍有 12 个省份尚未覆盖；从货架看，古茗 SKU 主要为 10-18 元价格带的大众定位茶饮单品。我们认为公司未来在全国化扩张、单店提效（在供应链能力范围内推出针对不同人群、不同时段的多矩阵 SKU）两个方面，均有较大增量空间。

公司 25 年推出加盟优惠政策，叠加外卖大战推升，门店增长驶入快车道。25H1 公司末门店 11179 家，净开店数 1265 家显著加速，动能之一是优化 25 加盟优惠政策，以“标店”为例，新政大幅降低了加盟商的前期资金压力：24 年新商首月启动资金需 28.3 万元，25 年降至 23.3 万元，单店投入减少 5 万。

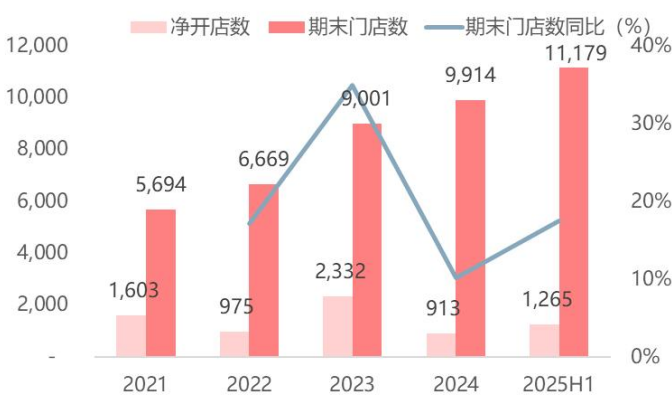
1) 押金模块：合同保证金 0.5 万、咖啡机押金 1.5 万保持基础标准，但后续分阶段退还，如咖啡机押金第 19 个月退 0.5 万、第 25 个月退 0.5 万，缓解长期资金占用；

2) 加盟费模块：摒弃前期一次性缴纳模式，改为分阶段支付，即第 13 个月付 2.5 万、第 19 个月付 4.88 万、第 25 个月付 2.5 万，分散初期成本压力；

3) 设备模块：将设备拆分为“可分期”与“不可分期”，可分期设备首付仅 3 万元，剩余 5 万元分 12 期（每月 4167 元）支付，咖啡机费用也分 24 期（每月 3212 元）支付，进一步降低前期投入门槛。

同期“外卖大战”通过平台补贴流量倾斜等方式拉动了现制茶饮的终端消费需求，景气提升让加盟商的盈利预期更清晰也进一步放大了加盟新政吸引力。

图表 1 古茗 25H1 净开店加速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 古茗 2025 年加盟优惠政策

项目		开店费用对比(不含房租转让费\前置装修人工)					建店成本合计
		2024年(标店)	2025年(标店)				
类别	首月启动	首月启动	第2-12月	第13-24月	第25-36月	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		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	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，华安证券研究所

1) 开店测算

我们测算公司门店空间中期可看 2.1 万家左右，较当前 11179 家门店，仍有翻倍左右开店空间；长期乐观公司门店总量空间可看 4.4 万家左右（不含海外）。

参考公司几大关键区域的门店密度与同店 GMV 变化情况，我们认为公司在其关键区域省份仍有门店加密空间，且外埠市场开拓具备可复制的成熟经验：

据招股书，浙江最早达到关键规模，21-23 年门店数量从 1725 家加密至 2054 家，期间的同店 GMV 持续保持正增长；至 24M9，浙江同店 GMV 同比-0.8%与全国同

店 GMV 同比-0.7%的波动幅度基本一致，我们认为回落并非省内门店密度过高所致，主因受到行业景气度波动及舆论因素等外部影响。

福建及江西（2019-2020 年达关键规模）、其余五个关键区域省份（2021-2023 年达关键规模），均呈现“门店数量&同店 GMV 同向增长”的特征，且同店 GMV 增速高于浙江省。综上我们判断，公司关键区域市场的单个省份门店容量至少为 1000-2000 家级别，在此范围内并未出现古茗门店互相挤压导致同店下滑的趋势，结合 25H1 净开店数 1265 家+单店 GMV 同增 20.6%的亮眼成绩，我们认为公司关键区域仍具备进一步加密的空间。

另外参考福建江西等其余关键省份的门店与同店成功的发展轨迹，我们判断公司向扩张与精耕的经验较为成熟、具备可复制性，为其后续区域深耕与全国化布局打下坚实基础。

图表 3 古茗关键规模省份门店数及同店 GMV 变化趋势

区域	指标	2021	2022	2023	24M9
浙江	年 / 期末门店数量	1725	1868	2054	2117
	同店 GMV 增长(%)	15.2	3.3	5.1	-0.8
福建及江西	年 / 期末门店数量	1590	1641	1914	2039
	同店 GMV 增长(%)	7.4	3.2	12	1.1
其余五个已达规模的省份	年 / 期末门店数量	1689	2349	3317	3643
	同店 GMV 增长(%)	14.9	4.1	11.6	-1.4
全国	年 / 期末门店数量	5694	6669	9001	9778
	同店 GMV 增长(%)	12	2.8	9.4	-0.7

资料来源：古茗招股书，华安证券研究所

注：浙江的门店网络最早达到关键规模，福建及江西的门店网络于 2019 年及 2020 年达到关键规模，其他五个省份的门店网络于 2021 年至 2023 年达到关键规模。

保守展望——全国扩张维度测算

根据极海品牌监测等数据，我们计算古茗当前在各省的门店密度，并结合各省常住人口数、经济发展水平、气候、海拔等状况以及公司在区域内的势能积累，对公司中期全国门店密度进行推算。其中预计浙江、福建、江西仍有小幅精耕加密空间；其余六个关键省份持续加密至 5 万人/店；关键区域的邻近省份具备较好的扩张基础，公司也已对其中部分省进行初步布局，但考虑到短期区域内或已有强势品牌，我们仅中性预测门店密度；对于地理位置偏北偏西省份，考虑到夏季炎热时长较南部或平原地区更短、部分省份位于地广人稀地带、且公司供应链尚未全面铺开至全国范围，我们对其预测密度进行不同程度调低。

我们测算公司中期理论门店总数可达 21418 家左右，对比 25H1 门店数仍有翻倍左右的开店空间，若假设未来三年达成，对应门店数 CAGR 可达 24.2%。

图表 4 按省份测算中期古茗门店数（除港澳台）

省份	年末常住人口 (万)	门店数量 (家)	门店密度 (万人/店)	预测密度 (万人/店)	预测门店数 (家)
浙江	6670	2611	2.55	2	3335
福建	4193	1421	2.95	2	2097
江西	4502.01	1208	3.73	3	1501

安徽	6123	786	7.79	5	1225
江苏	8526	1040	8.20	5	1705
广东	12780	1563	8.18	5	2556
湖北	5834	798	7.31	5	1167
湖南	6539	719	9.09	5	1308
广西	5013	665	7.54	5	1003
重庆	3190.47	214	14.91	10	319
海南	1048	100	10.48	10	105
北京	2183	无	无	10	218
天津	1364	无	无	10	136
上海	2480	无	无	10	248
四川	8364	400	20.91	10	836
贵州	3860	265	14.57	10	386
云南	4655	259	17.97	10	466
河北	7378	61	120.95	15	492
山西	3445.96	无	无	15	230
河南	9785	410	23.87	15	652
吉林	2317.31	无	无	20	116
山东	10080.17	280	36.00	20	504
陕西	3953	2	1976.50	20	198
黑龙江	3029	无	无	20	151
辽宁	4155	无	无	20	208
宁夏	729	无	无	30	24
内蒙古	2388	无	无	30	80
甘肃	2458.34	4	614.59	30	82
西藏	370	无	无	50	7
新疆	2622.8	无	无	50	52
青海	593	无	无	50	12
总计	140828	12806	11.00	/	21418

资料来源：wind，极海品牌网，华安证券研究所测算。

注：非预测数据截至 25/9/1。

远期展望——分级精耕加密测算

根据极海品牌监测等数据，我们拆分各城市线级的古茗门店密度，并选取该线级门店密度最高的城市进行对标。

一线城市：当前门店 364 家（当前仅布局深圳与广州）、密度 22.97 万人/店，考虑到一线城市竞争激烈，若以远期密度 5 万人/店为假设，该线级远期门店空间可达 1672 家；

新一线至四线城市：各线级的标杆城市已沉淀出成熟的门店运营模式，密度基本趋近，新一线的宁波 2.3 万人/店、二线的台州 2.12 万人/店、三线的湖州 2.34 万人/店、四线的景德镇 2.16 万人/店。对于该部分线级市场，我们认为其中的中高线城

市具备较高的经济发展水平,下沉市场则契合古茗此前积累的区域精耕与加盟管理经验,基本可假设具备较优的开发基础。考虑到标杆城市的成功发展有可能具备一定独特性因素,我们向上取整,以3万人/家门店的密度为目标,测算得到新一线/二线/三线/四线市场的远期门店数空间分别可达6779/7736/12153/10078家;

五线及以下城市: 涵盖大量乡镇区域,人口密度相对较低,对应的标杆城市门店密度也稍低,以该线级密度最高的鹰潭(3.27万人/店)为参考,我们向上取整以4万人/家门店的密度为目标,测算其远期门店空间为5558家。

我们的远期乐观展望的假设前提为“公司若能将各线级市场的标杆城市的精耕与加盟管理经验,复制至全国同线级城市”;我们未考虑不同地理区域的气候、海拔、人文等各类因素;由于为远期测算,我们也未考虑供应链及人才管理建设速度等因素。据此,我们测算中国大陆古茗的远期潜在规模,乐观可达43975家。

25H1公司净开店显著加速,除外卖补贴助推外,更是公司前期内功修炼的厚积薄发体现;在内需逐步复苏、现制茶饮作为健康的升级替水产品类渗透率不断加深的背景下,我们预计公司开店势能在未来有望延续。

图表 5 按省份测算中期古茗门店数 (除港澳台)

城市线级	年末常住人口 (万)	门店数 (家)	门店密度 (万人/店)	预测密度 (万人/店)	预测门店数 (家)
一线城市	8360	364	22.97	5	1672
广州	1897.8	219	8.67	5	380
新一线城市	20337	2074	9.81	3	6779
宁波	977.7	426	2.30	-	-
二线城市	23207	3456	6.71	3	7736
台州	672.9	318	2.12	-	-
三线城市	36460	3766	9.68	3	12153
湖州	346.5	148	2.34	-	-
四线城市	30233	2078	14.55	3	10078
景德镇	161.8	75	2.16	-	-
五线及以下	22230	1068	34.59	4	5558
鹰潭	114.58	35	3.27	-	-
总计	140828	12806	11.00	3.20	43975

资料来源: wind, 极海品牌网, 华安证券研究所测算。

注: 非预测数据截至 25/9/1。

2) 店效深耕

我们亦看到公司对门店货架进行了不断的打磨与提升。持续打磨并增加货架 SKU 种类, 古茗意在触达不同目标群体、不同消费时段, 提升消费频次从而提效门店运营。

公司核心价格集中于 10-18 元, 主流受众为 18-35 岁年轻群体 (以都市白领、青年学生为主要画像), 消费高峰多聚焦午间至下午茶时段 12:00-17:00。我们观察

到 25 年公司推出多款新品类，针对性进行了差异化布局：

鲜活柠檬水、一杯冰水：以 1-3 元的极致性价比定价，定位“解暑替水”引流品；除原有消费群体以外，公司聚焦中小学生的品牌认知打造与习惯养成，长期视角进行消费者培育；同时采用浓缩液替代鲜果切片，简化门店制作流程；

HPP 瓶装果汁：当前已推出 100%HPP 苹果汁 (9.9 元)、羽衣甘蓝复合果蔬汁 (12 元) 两款 SKU，将业务边界拓展至 RTD 饮料，进一步触达多元消费场景，强化“新鲜”消费心智的全场景覆盖。

咖啡&烘焙系列：瞄准早时段的传统茶饮消费空白，扩大受众人群年龄，其中咖啡系列主要售价 6.9-18 元、烘焙系列单品 5.9-11.9 元/套餐 13-20 元，从供应链来看鲜奶、果汁、冷冻烘焙半成品均可复用公司供应链体系；

甜品系列：以 18-20 元的定价从“饮品”拓展至“轻食甜品”，聚焦下午茶及晚餐后时段，填补了餐后甜点的场景空白；其核心原料（桃胶、芋泥等）多为古茗茶饮类产品的常用小料，可直接复用现有供应链资源。

基于成熟的供应链管理能力和古茗新品类矩阵在扩大消费群体、延长消费时段、提高消费频次的同时，仍可保持门店操作的简化、供应链的高效适配，为门店坪效的提升提供了新的支撑。

图表 6 古茗产品价格/新鲜度具备核心优势

SKU	时间	价格	目标场景	新目标群体	消费时段	推新亮点
鲜活柠檬水	2025.05	2.5-3 元/500ml	解暑替水	中小学生 解暑人群	全日	定位引流品， 超低价格 (2.5 元) 突破品牌 10-18 元核心价格带；浓缩液替代鲜果切片简化制作流程
一杯冰水	2025.05	1 元/500ml	解暑替水	中小学生 解暑人群	全日	定位引流品， 极致低价 (1 元) 低于便利店 2 元瓶装水价格；
HPP 瓶装果汁	2025.12	9.9-12 元/瓶	新鲜便携替水	所有人群	全日	业务边界延申至 RTD 饮料
咖啡系列	2025 全面铺开	6.9-18 元 /500ml	提神/早餐	上班族 咖啡爱好者 商务人士	早时段 下午茶时段	填补早 8-10 点传统茶饮消费空档，拓展营业时段；
烘焙系列	已杭州试点	单品烘焙 5.9-11.9 元； 咖啡+烘焙套餐 13-20 元；	早餐 轻午/晚餐	上班族 学生群体等	早时段	填补早 8-10 点传统茶饮消费空档，拓展营业时段；
甜品系列	2025.11	18-20 元/碗	餐后甜点	养生休闲	下午茶时段 晚餐后时段	从“饮品”拓展至“轻食甜品”；

资料来源：古茗点单小程序，公开资料整理，华安证券研究所

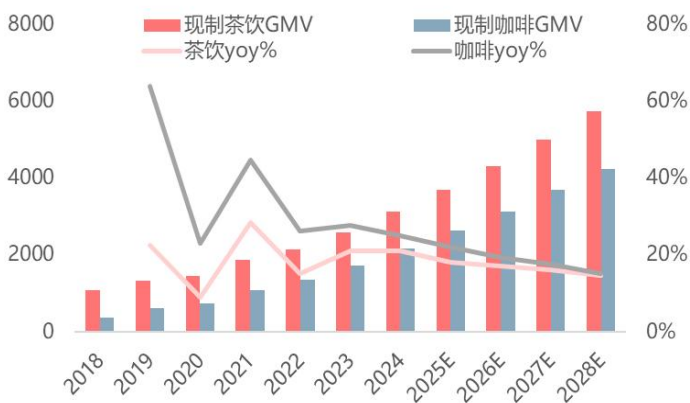
②第二曲线增量：咖啡高增赛道大有可为

我们认为咖啡有望成为公司稳定的收入第二曲线；既能依托现有体系实现较低成本扩张，也能借助行业红利打开增长空间。

公司为何看重咖啡机遇？

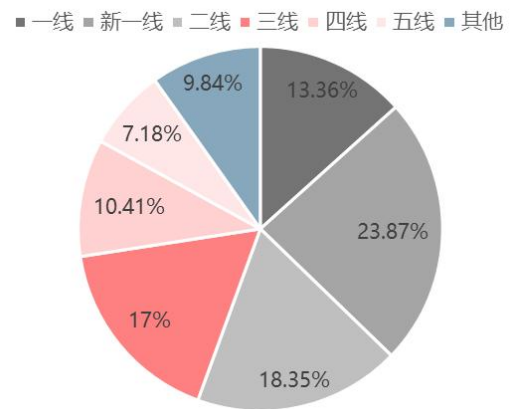
处于快速增长的黄金期，下沉市场具备巨大发展潜力。前文我们分析了古茗多产品矩阵提店效的增长路径，其中我们认为咖啡有望成为公司未来第二曲线。从市场规模看，根据灼识咨询，18-24 年我国现制咖啡 GMV 年复合增长率保持在 20% 以上，25E-28EGMV 亦将保持 15%-22% 的高增速扩张，2028 年预计突破 4200 亿元。我们认为，现制咖啡的高增既源于消费者咖啡饮用习惯的日常化渗透，也得益于“早时段提神+下午茶休闲”等茶咖融合场景及消费频次的持续拓展。从城市线级结构来看，根据窄门餐眼，当前现制咖啡的门店仍高度集中于高线市场，一线、新一线、二线城市的门店合计占比达 55.6%；三线-五线城市的门店占比仅 35%，我们认为随着现制咖啡渗透率逐步提升，下沉市场具备广阔空间。

图表 7 现制咖啡 GMV 预计保持双位数高增 (亿元)



资料来源：灼识咨询，华安证券研究所

图表 8 现制咖啡门店主要分布于高线市场



资料来源：窄门餐眼，华安证券研究所

古茗奶茶、咖啡有何复用？

与从现制茶饮与现制咖啡的业态属性看，二者高度重叠。

供应链环节，新式茶饮的核心原材料（原茶、鲜奶、新鲜水果），与公司咖啡产品所需的鲜奶、新鲜水果同源，除咖啡豆采购外，无需为咖啡业务单独搭建原材料采购与冷链配送体系，咖啡业务的边际供应链成本被大幅摊薄。

产品研发上，新式茶饮的“鲜果奶茶”逻辑，可直接迁移至风味咖啡的“鲜果美式/拿铁”品类，产品研发无需从零开始；

客群与时段的双重扩张，从消费时段看，现制茶饮的订单高峰集中于午餐、下午茶、晚餐时段，据美团，其 22/23H1 现制茶饮的早餐时段订单占比仅 1.1%/1.4%，咖啡早时段提神功能性可填补时段空白；从客群看，新式茶饮的核心群体是青年群体、上班族，而咖啡业务进一步覆盖了“轻商务人士”，既与茶饮客群形成重叠，又拓展了具备商务洽谈需求的新用户。

从古茗咖啡的产品线打造来看，“供应链复用降本+场景拓展提效+精准打法落地”的组合策略没有脱离自身的茶饮根基。

产品端，采用高品质+成本优化的质价比定位，采用 60 元/kg 的咖啡豆（优于行业主流 50 元/kg），并执行 30 天短保标准，同时用鲜奶基底提升口感；定价上性价

比高，小程序到手价仅 7-14.9 元；

渠道端，采用轻投入+简操作的加盟友好设计，针对加盟商，咖啡机费用采用 24 期分期支付（每月 3212 元），避免初始大额投入；同时配备全自动咖啡机，操作流程比茶饮产品更简化，降低了门店的人力培训与操作成本；

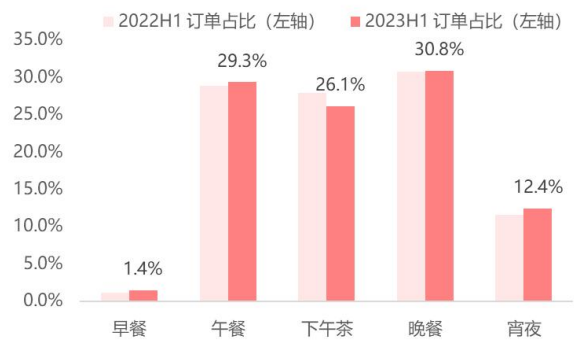
品牌端，注重调性提升+客群渗透，官宣吴彦祖为“咖啡品质合伙人”，借助其形象提升咖啡业务的品质调性；同时联动《崩坏：星穹铁道》《魔道祖师》等年轻化 IP，精准触达核心消费群体。综上，从社媒“口感浓厚香醇”的消费者口碑，快速建立了咖啡业务的市场认知。截止 25H1，古茗门店中已有超 8 千家门店配备咖啡机；我们预计配备咖啡机的门店 25 年初仅不到 2 千家，咖啡品类在门店中的覆盖高速爬升；站在当前，我们预计咖啡收入占门店 GMV 比例也在稳步提升。

图表 9 现制茶饮 vs 现制咖啡高度复用



资料来源：《新茶饮白皮书》，华安证券研究所

图表 10 美团现制茶饮不同时段订单占比



资料来源：美团，华安证券研究所

图表 11 古茗咖啡产品打造

从消费品三要素看古茗咖啡产品打造		
产品	定位	高品质定位：60 元/kg 咖啡豆+30 天保鲜 (优于主流 50 元/kg+45 至 60 天)、鲜奶基底(主流为常温奶)、
	成本	供应链降本：每杯咖啡鲜奶通过供应链复用节省 0.7 元/咖啡豆贵 0.2 元
	定价	质价比定价：小程序到手价 7-14.9 元
渠道 (门店)	加盟管理	咖啡机费用分 24 期支付（每月 3212 元），免去初始大额投入
	设备	全自动咖啡机，较茶饮产品操作更为简化
品牌	代言	25.06 官宣吴彦祖为咖啡品质合伙人
	联名	《崩坏：星穹铁道》《魔道祖师》《天官赐福》等 IP
	口碑	各大社媒消费者反馈口感浓厚香醇

资料来源：《晚点，对话古茗王云安》，古茗点单小程序，古茗加盟之家，公开渠道，华安证券研究所整理

注：产品定价取 2025.12 值

古茗咖啡增量弹性测算：

结合古茗目前咖啡的成功反馈，以及其现制茶饮后来居上的成功经验，我们从市场份额维度，对其咖啡业务的收入贡献展开测算。参考古茗茶饮板块市占率提升速率，我们对古茗咖啡第二曲线的收入增量展开中性与乐观两种情景预测：

基于密集的门店基础，尤其是下沉市场优势，逐步渗透咖啡消费需求：

中性预测:

中性情景下，参考公司过往茶饮成果，我们预测公司 25/26/27 咖啡市占率分别达到 1.5%/2.3%/3.0%，对应咖啡收入 11.3、20.8、31.8 亿元，收入占比分别 8.79%/12.65%/15.90%。

乐观预测:

乐观情景下，我们认为依托已有的万店规模及品牌知名度、较优门店盈利模型，公司咖啡业务或可加速铺市，25/26/27 咖啡市占率分别可达到 1.5%/2.8%/3.5%，对应咖啡收入 11.3、25.3、37.1 亿元，收入占比分别 8.79%/15.40%/18.55%。

图表 12 按市占率测算古茗咖啡收入增量

单位: 亿元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
中国现制茶饮行业 GMV	1858	2137	2585	3127			
古茗 GMV	106	140	192	224			
市占率%	5.7%	6.6%	7.4%	7.2%			
现制咖啡行业 GMV	1068	1348	1721	2151	2625	3133	3684
% yoy	45%	26%	28%	25%	22%	19%	18%
古茗咖啡市场份额--中性预测					1.5%	2.3%	3.0%
古茗咖啡 GMV 预测					39.4	72.1	110.5
商品销售收入占 GMV 比重					28.80%	28.80%	28.80%
咖啡收入贡献预测					11.3	20.8	31.8
% yoy						83%	53%
% 咖啡收入占比					8.79%	12.65%	15.90%
古茗咖啡市场份额--乐观预测					1.5%	2.8%	3.5%
古茗咖啡 GMV 预测					39.4	87.7	128.9
商品销售收入占 GMV 比重					28.80%	28.80%	28.80%
咖啡收入贡献预测					11.3	25.3	37.1
% yoy						123%	47%
% 咖啡收入占比					8.79%	15.40%	18.55%

资料来源: 灼识咨询, 华安证券研究所测算

注: 商品销售收入占 GMV 比重, 按照财报茶饮比值取; 行业及古茗 GMV 数据来自古茗招股书、从而测算茶饮各年度市占率; 咖啡收入占比参考华安证券盈利预测。

③远期边界延伸: “鲜食”生意持续拓展

除去以上对开店、店效的未来讨论, 公司尚有其它拓展方向, 短期高线城市深化布局及供应链规模效应释放, 长期“新鲜便利店”愿景建设及出海探索等等。

短期拓展: 深化高线城市布局, 以品牌势能反哺下沉市场认知。当前公司一线城市布局尚浅, 根据极海监测数据, 截至 2025 年 9 月, 一线城市仅覆盖广深、门店仅 364 家。复盘喜茶、星巴克等品牌打造历程, 喜茶以“现制茶饮高端品牌”的形象打造品牌认知, 后续门店下沉时成为当地的网红打卡地标; 星巴克凭借一二线城市的“精品咖啡+社交空间”定位, 下沉市场门店成为当地品质消费符号、生活档次的

象征。我们认为高线城市的深化布局，本质是塑造品牌调性的过程，进而可反哺下沉市场的消费者认同感，进而提升品牌认知度与复购意愿。

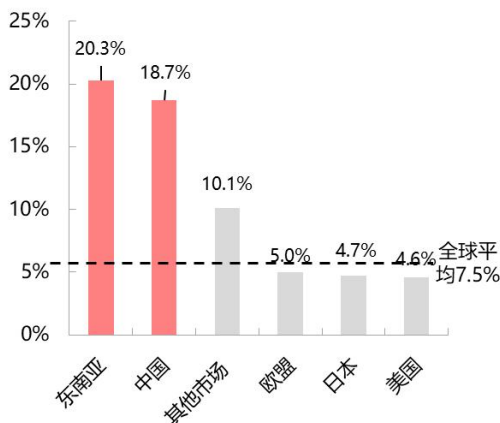
供应链规模效应持续释放。随着全国化门店网络的铺开，我们期待公司从采购到生产的全链路成本持续优化。在采购端，规模扩大意味着议价权的提升；生产端的规模效应体现在产能利用率的提升摊薄设备折旧、人工等固定成本，支撑其在“质价比”定位下保持利润空间的优化。

远期拓展：“新鲜便利店”愿景建设，打造高频消费场景的业态模型。公司创始人王云安此前在《晚点 LatePost》采访中提及：茶饮有尽头，古茗想成为一家“卖新鲜”的便利店。1970s 日本进入消费社会，人口向城市集中，双职工家庭增多，少子老龄化等等，人们对便捷服务的需求增加；日本便利店捕捉到社会结构变迁、城市生活需求变化，以密集布店点、丰富的商品品类满足需求。基于对日本经验的复盘，公司构想的便利店模式可梳理为：以消费者极易触达的门店密度，提供现制的新鲜产品，定价基于低线城市人群的消费能力，以“新鲜+质价比”为核心，覆盖消费者日常高频的饮食需求。我们观察公司近年新品步伐，当前已有甜品、咖啡、烘焙等各类现制产品逐步加入门店货架，“新鲜便利店”愿景或已在公司的探索途中，我们认为这是更复杂、也是壁垒更高、容量更大的商业模式。

更多可能：凭供应链运营优势出海探索。现制饮品逐步替水/包装饮料在全球均为显著趋势，以东南亚为例，根据灼识咨询，其 22-28E 现制饮品行业复合增长率预期将领跑全球，且当前人均消费杯数仅为 13 倍，远低于发达国家；我们认为东南亚是现制茶饮的潜力市场，气候炎热（年年均气温 25°C 以上）、消费者对清凉饮品的需求旺盛，但当地市场的品牌格局尚分散，多为区域小品牌（如泰国的 CHEESETEA、马来西亚的 Tealive），供应链依赖本地零散供应商，原料成本较高，且单店运营效率较低。

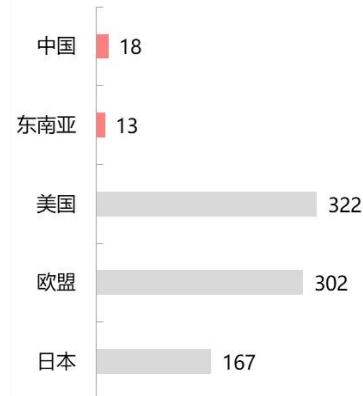
当前我们看到国内现制茶饮品牌已有部分迈开了探索出海的步伐，且将东南亚作为先锋站，例如蜜雪冰城、茶百道、喜茶、奈雪的茶等。中长期看，古茗若推进出海规划，其成熟的运营经验与供应链建设可复用至更多区域，打开未来想象力天花板。

图表 13 现制饮品 2022-2028E 收入 CAGR



资料来源：灼识咨询，华安证券研究所

图表 14 人均现制饮品年消费杯数（2022 年）



资料来源：灼识咨询，华安证券研究所

3、全文结论与盈利预测

我们拆分预计商品及设备销售收入、加盟管理费收入与直营门店收入，其中：

①商品+设备销售收入

1) 商品销售收入：该业务包括公司向加盟店销售原辅材料收入，主要与在营门店数及单店营收指标相关；

门店数量：公司通过供应链降本提升产品质价比，满足下沉市场对新鲜现制茶饮的消费需求，门店模型竞争优势相对突出，加盟商合作意愿较好，处于全国扩张&加密初期，我们预计 25-27 年公司可保持门店扩展高势能。25H1 公司净新增门店 1265 家，其中 1-4 月受限于门店装修产能瓶颈，未能快速推进开店，我们认为 H2 开店有望加速；我们预计 25-27 年公司门店分别净新增 3200/3200/3000 家，对应期末加盟门店数分别为 13107/16107/19107 家，有望接近 2 万大关。

单店 GMV：公司通过品类拓展+精细化运营持续扩大客群、提升消费频次。叠加外卖大战的催化，25H1 平均单店营收同比增长 20.6%；展望下半年及未来，咖啡机 6 月末已新增布局至 8k+ 门店，考虑咖啡新品的基数效应，我们预计 25H2-26H1 咖啡可贡献可观增量；即使考虑到外卖补贴的退坡及高基数效应，我们认为公司有能力将单店营收基本维稳。整体看，我们预计 25-27 年平均单店营收分别同比增长 20%/1.0%/2.0%。

2) 设备销售收入：该业务包括公司向加盟店销售泡茶机、制冰机、冷冻柜、冷藏柜及其他电子设备，主要与新增门店数以及已有门店新增设备情况相关；

公司 25 年大力推进咖啡机进门店的举措，对该部分收入有提振作用，但由于咖啡机逐步覆盖至门店中，我们认为提升效果可辐射 25-26 年；叠加考虑未来门店或有早餐烘焙设备的入驻、扩张过程中门店数的增长；综上，我们预计 25-27 年公司设备销售收入分别同比增长 71%/23%/15%。

综上，我们预计 25-27 年公司商品+设备销售收入分别同比增长 49%/27%/22%；

②加盟管理费收入

该业务收入主要包括初始加盟费收入、持续支持服务费收入以及提供培训及其他服务的收入。随着公司门店数量增长，我们预计 25-27 年公司加盟管理费收入分别同比增长 39%/27%/22%；

③直营门店收入

该业务为直接经营的门店产生收入，我们预计 25-27 年公司直营门店收入分别同比增长 29%/1%/2%；

我们预计 25-27 年公司收入 129.0/164.1/200.2 亿元，同比+47%/27%/22%，归母净利 27.3/29.6/36.5 亿元，同比+85%/8%/23%，PE 对应 22/20/16X；剔除 25H1 优先股转股一次性损益 5.57 亿元及考虑所得税率影响，25-27 年经调净利约为 22.7/29.6/36.5 亿元，同比+53.4%/30.4%/23.5%，剔除后约对应 27/20/16X。

我们预测公司 26/27 年 PE 与同业均值接近、且仍低于蜜雪，考虑公司下一阶段在开店、同店及拓品方面的成长性及确定性，我们认为公司估值与自身增速及远期空间相比皆具较大提升潜力。

图表 15 古茗盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
商品及设备销售收入					
收入 (百万元)	6,145	7,027	10,462	13,318	16,247
yoy		14.4%	48.9%	27.3%	22.0%
占比	80.1%	79.9%	81.1%	81.2%	81.2%
年末加盟门店数量 (家)	8995	9907	13107	16107	19107
新增门店数量	2331	912	3,200	3200	3000
平均单店年 GMV (百万元)	2.47	2.36	2.83	2.86	2.92
yoy	9.0%	-4.3%	20.0%	1.0%	2.0%
加盟管理费收入					
收入 (百万元)	1,519	1,750	2,424	3,072	3,725
yoy		15.2%	38.5%	26.7%	22.2%
占比		19.8%	18.8%	18.7%	18.7%
直营门店收入					
收入 (百万元)	12.3	14.2	18.4	18.6	19.0
yoy		25.8%	29.2%	1.0%	2.0%
占比	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
收入合计 (百万元)	7,676	8,791	12,904	16,408	20,019
yoy		14.5%	46.8%	27.1%	22.0%

资料来源: wind, 华安证券研究所预测

图表 16 古茗可比估值

证券代码	证券简称	市值 (亿港元)	归母净利润 (亿元)				利润增速				CAGR	PE			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E		24A	25E	26E	27E
2097.HK	蜜雪集团	1,686.27	44.4	57.9	67.2	77.6	41.4%	30.5%	16.0%	15.5%	20.5%	未上市	26.1	22.5	19.5
2589.HK	沪上阿姨	103.05	3.3	4.9	5.7	6.7	-15.2%	49.3%	16.7%	17.2%	26.9%	未上市	18.8	16.1	13.8
2555.HK	茶百道	96.49	4.7	8.7	10.1	11.5	-15.2%	83.3%	16.9%	13.5%	34.5%	33.36	10.0	8.6	7.5
9633.HK	农夫山泉	5,578.25	121.2	147.2	169.4	191.4	0.4%	21.4%	15.1%	12.9%	16.4%	29.71	34.0	29.6	26.2
	平均	1,866.01									24.6%	31.5	22.2	19.2	16.7
1364.HK	古茗	674.93	14.8	22.7	29.6	36.5	37.0%	53.4%	30.4%	23.5%	35.2%	未上市	26.7	20.5	16.6

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2026 年 1 月 20 日, 古茗采用华安证券预测, 其余采用 wind 一致预期; 古茗预测采用经调整净利润。

全文结论:

综上所述古茗凭借产品力优势 (“性价比+新鲜”+高频创新)、供应链深度、下沉精细化三者协同, 当前已在中价茶饮市场构筑充分的领先优势, 远期在门店提效、第二曲线及鲜食愿景上空间广阔, 长期投资价值显著, 维持“买入”评级。

风险提示

1、拓店/同店不及预期

随着下沉市场开店加密以及全国化步伐迈进，若部分区域同店出现下滑，导致古茗拓店进度可能不及预期。

2、品类拓展不及预期

古茗向咖啡、甜品等品类的新品推广可能不及预期。

3、市场竞争加剧

行业高景气度或导致市场竞争加剧，单店收入盈利表现可能低于预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,860	8,213	11,778	16,048
现金	1,865	4,549	7,423	11,004
应收账款及票据	291	211	320	460
存货	984	1,516	1,896	2,304
其他	1,719	1,938	2,138	2,279
非流动资产	2,015	1,973	1,881	1,799
固定资产	954	859	773	696
无形资产	58	52	47	42
其他	1,003	1,061	1,061	1,061
资产总计	6,875	10,186	13,659	17,847
流动负债	4,452	5,030	5,536	6,061
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	698	978	1,287	1,561
其他	3,754	4,052	4,250	4,501
非流动负债	310	303	303	303
长期债务	121	121	121	121
其他	189	181	181	181
负债合计	4,763	5,333	5,839	6,364
普通股股本	0	0	0	0
储备	2,070	4,808	7,773	11,432
归属母公司股东权益	2,066	4,805	7,769	11,428
少数股东权益	46	48	51	55
股东权益合计	2,112	4,853	7,821	11,483
负债和股东权益	6,875	10,186	13,659	17,847

现金流量表				
单位:百万人民币				
会计年度	2,024	2025E	2,026	2,027
经营活动现金流	1,321	1,960	2,537	3,182
净利润	1,479	2,731	2,957	3,651
少数股东权益	15	3	3	4
折旧摊销	140	101	91	82
营运资金变动及其他	-313	-875	-514	-555
投资活动现金流	-1,822	721	334	397
资本支出	-450	0	0	0
其他投资	-1,371	721	334	397
筹资活动现金流	17	-5	-5	-5
借款增加	-59	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	76	-5	-5	-5
现金净增加额	-493	2,683	2,874	3,581

利润表				
单位:百万人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,791	12,904	16,408	20,019
其他收入	0	0	0	0
营业成本	6,104	9,005	11,453	13,963
销售费用	479	710	894	1,081
管理费用	311	422	525	621
研发费用	233	258	328	400
财务费用	3	-17	-49	-84
除税前溢利	1,804	3,301	3,575	4,414
所得税	311	568	615	759
净利润	1,493	2,733	2,960	3,655
少数股东损益	15	3	3	4
归属母公司净利润	1,479	2,731	2,957	3,651
EBIT	1,808	3,284	3,525	4,330
EBITDA	1,948	3,385	3,616	4,412
EPS (元)	0.71	1.15	1.24	1.54

主要财务比率

会计年度				
成长能力				
营业收入	14.54%	46.79%	27.15%	22.00%
归属母公司净利润	36.95%	84.69%	8.29%	23.48%
获利能力				
毛利率	30.57%	30.22%	30.20%	30.25%
销售净利率	16.82%	21.16%	18.02%	18.24%
ROE		71.55%	56.83%	38.06%
ROIC	66.99%	54.66%	36.75%	30.90%
偿债能力				
资产负债率	69.28%	52.35%	42.74%	35.66%
净负债比率	-82.58%	-91.23%	-93.36%	-94.77%
流动比率	1.09	1.63	2.13	2.65
速动比率	0.85	1.31	1.75	2.24
营运能力				
总资产周转率	1.46	1.51	1.38	1.27
应收账款周转率	48.67	51.45	61.77	51.29
应付账款周转率	9.40	10.75	10.11	9.81
每股指标 (元)				
每股收益	0.71	1.15	1.24	1.54
每股经营现金流	0.70	0.82	1.07	1.34
每股净资产	1.10	2.02	3.27	4.81
估值比率				
P/E	0.00	21.97	20.29	16.43
P/B	0.00	12.48	7.72	5.25
EV/EBITDA	-0.90	16.41	14.57	11.13

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：韦香怡，食品饮料行业分析师，5年食品饮料行业研究经验，主要覆盖啤酒、饮料、茶饮等行业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。