



# 连锁茶饮行业研究

买入（首次评级）

行业深度研究

证券研究报告

商贸零售组

分析师：于健（执业 S1130525070012）

yu\_j@gjzq.com.cn

分析师：谷亦清（执业 S1130525080002）

guyiqing@gjzq.com.cn

## 市场扩容持续，供应链铸就头部壁垒

### 投资逻辑：

**消费频次提升带动市场规模增长，行业步入成长期中后段。**现制饮品场景拓宽，叠加对软饮结构性替代，带动消费频次提升。按照“市场规模=目标人群数量×人均年消费频次×平均杯单价”测算我国现制饮品市场规模，伴随消费频次持续提升，我国现制饮品市场规模有望持续增长。根据中商产业研究院数据，2023年我国人均现制饮品消费频次22杯，2018-2023年CAGR为22.4%。我们预估2024-2026年人均现制饮品消费频次维持22.4% CAGR增长，测算得出我国2026年现制饮品市场规模同比增长有望达22%+。当前，行业门店数增速放缓，品牌数量呈现下降趋势，行业集中度提升，步入成长期中后段。

**供应链与产品力重塑竞争格局，头部品牌优势巩固。**头部品牌凭借供应链与产品优势，门店数量稳健增长，店效逐步修复；中小品牌则因供应链优势不足，在成本和价格压力下逐步出清。从价格段细分来看，高价段中，霸王茶姬凭借品牌力、产品高质量与加盟韧性，领先地位不断巩固，根据久谦数据，2025年来，霸王茶姬门店数量持续增长，2025年Q4霸王茶姬门店数约7千家，同比增长13%；中价段竞争最为激烈，后端效率与产品精准上新成为核心，2025年来，古茗凭借区域加密策略构筑起密度与效率的护城河，辅以高频精准的产品创新，率先实现门店破万并稳居规模首位，茶百道和沪上阿姨通过质效升级紧随其后；平价段，蜜雪冰城凭借价格优势与规模效应，护城河持续拓宽，2025年蜜雪冰城门店数量突破4万家，门店增速保持20%以上，优势地位持续巩固。

**规模化采购和高效仓配筑就竞争壁垒。**在采购端，头部品牌通过规模化采购建立成本优势和抗风险能力；并通过深度渗透到上游，保障产品差异化。在仓配端，头部品牌通过冷链覆盖与高频配送时效，保障原材料新鲜度；同时通过高密度的仓配网络，实现成本优势。

**聚焦供应链驱动力的头部连锁品牌。**在行业集中度持续提升、同质化竞争加剧的趋势下，我们认为，具备供应链规模化、能够精准快速捕捉用户需求的产品优势、品牌优势的头部连锁品牌，在拓店和单店运营中将占据明显优势。

### 风险提示

行业竞争加剧；原材料价格上升；加盟管理问题；食品安全问题。



## 内容目录

1. 行业成长中后段，消费频次提升带动市场规模增长.....	4
1.1 场景拓宽叠加对软饮结构性替代，消费频次带动市场规模增长.....	4
1.2 门店数增速放缓且品牌存量出清，行业步入成长期中后段.....	6
2. 供应链与产品力重塑竞争格局，头部品牌优势巩固.....	7
2.1 头部品牌凭借供应链和产品优势，门店数与店效逐步修复.....	7
2.2 中小品牌供应链优势不足，在成本和价格压力下出清.....	8
2.3 分价格段来看，平价高价段趋于集中，中价段竞争激烈.....	9
3. 规模化采购与高效仓配协同，构筑成本与品质的壁垒.....	14
3.1 规模化采购铸就成本优势，上游深度渗透保障产品品质.....	14
3.2 冷链覆盖保障原材料新鲜度，高密度仓配网络构建成本优势.....	15
4. 核心标的梳理：规模效应与门店优化驱动，头部品牌修复明显.....	16
4.1 蜜雪冰城：下沉市场与规模效应驱动，业绩持续优化.....	16
4.2 古茗：地域加密和规模效应显现，业绩稳健增长.....	17
4.3 茶百道：主动优化门店网络，实现提质增效.....	18
4.4 沪上阿姨：门店结构持续改善，盈利能力提升.....	19
风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1： 2024 年 Z 世代现制饮品消费主要集中在逛街购物、工作学习、看电影、旅游场景.....	4
图表 2： 2025 年来现制饮品的消费场景持续拓展.....	4
图表 3： 2025 年 9 月以来，我国软饮产量持续下滑.....	4
图表 4： 根据测算，消费频次提升有望带动现制饮品市场规模增长.....	5
图表 5： 2023 年人均现制饮品年消费量（杯/年）对比，我国提升空间较大.....	5
图表 6： 根据测算，我国现制饮品消费频次提升有望带动市场规模和渗透率增长.....	5
图表 7： 2021-2025 年奶茶门店数增长，扩张节奏放缓.....	6
图表 8： 2022 年来奶茶品牌数波动下降.....	6
图表 9： 2025 年 Q4 不同规模品牌数量与对应品牌情况.....	7
图表 10： 2021-2025 年，不同规模品牌门店占比分化，头部连锁品牌集中度持续提升.....	7
图表 11： 2022 年-2025 年，五大头部品牌门店数整体呈稳健增长趋势，有所分化.....	7
图表 12： 2025 年来，头部品牌店效状况分化.....	7
图表 13： 门店 GMV 和市占率状况分化.....	8
图表 14： 头部品牌通过健康茶饮标准，满足消费者健康需求，原料升级趋势明显.....	8
图表 15： 据全国农产品批发市场价格信息系统，2025 年全国柠檬批发均价涨势明显.....	8



图表 16:	2025 年霸王茶姬门店增长, 喜茶和奈雪的茶门店减少	9
图表 17:	霸王茶姬持续升级原料, 增强产品力	10
图表 18:	蜜雪冰城门店数量与增速优势显著	10
图表 19:	蜜雪冰城人均价格低于益禾堂和甜啦啦	11
图表 20:	2025 年来, 古茗、沪上阿姨、一点点门店扩张, 茶百道、书亦烧仙草门店收缩	11
图表 21:	古茗在目标地区门店密度高	12
图表 22:	古茗门店密度高于沪上阿姨和茶百道	12
图表 23:	2022-2024 年古茗产品上新高频且领跑同行	12
图表 24:	古茗凭借消费者洞察能力, 新品反响良好	12
图表 25:	新品和迭代品推出速度提升	13
图表 26:	沪上阿姨果蔬茶和慢养系列巩固健康心智	13
图表 27:	2022 年书亦烧仙草产品转型受阻导致门店缩减	14
图表 28:	1 点点通过“换 A2 牛乳”“轻负担”标识打造健康产品形象	14
图表 29:	头部品牌通过规模化采购和上游深度渗透, 建立成本和品质优势	15
图表 30:	高效仓配和冷链覆盖, 保障产品新鲜度和成本优势	15
图表 31:	2025 年 H1 蜜雪冰城收入快速增长, 同比增长 39%	16
图表 32:	2025 年 H1 蜜雪冰城三线及以下城市门店达 2.7 万家, 占比 57.6%, 同比增长 26%, 为主要扩张核心	16
图表 33:	蜜雪冰城供应链优势持续释放, 毛利保持稳定	16
图表 34:	蜜雪冰城费用控制较好且逐步优化	17
图表 35:	效率释放带动净利率持续上行	17
图表 36:	古茗 2025 年 H1 收入增长突出, 同比增长 41%	17
图表 37:	古茗二线及以下城市门店达 9049 个, 同比增长 20%	17
图表 38:	2025 年 H1 古茗毛利率为 31.5%, 相对稳定	18
图表 39:	规模效应显现, 费用修复趋势明显	18
图表 40:	主业基本面持续改善, 净利率稳健增长	18
图表 41:	茶百道 2025 年收入修复, 同比增长 4%	19
图表 42:	茶百道毛利率修复显著	19
图表 43:	2025 年 H1 茶百道费用持续优化	19
图表 44:	茶百道 2025 年 H1 净利率 13.3%, 较 2024 年显著提升	19
图表 45:	2024 年自营和加盟收入承压, 2025 年逐步修复	20
图表 46:	2025 年 H1 沪上阿姨收入同比增长 10%	20
图表 47:	2025 年 H1 毛利率提升且呈持续优化态势	20
图表 48:	销售费用优化显著, 整体管控良好	20
图表 49:	沪上阿姨 2025 年 H1 净利率 11.2%, 较 2024 年显著提升	21

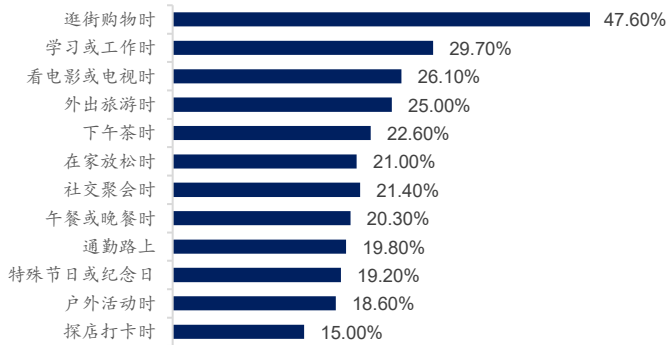


## 1.行业成长中后段，消费频次提升带动市场规模增长

### 1.1 场景拓宽叠加对软饮结构性替代，消费频次带动市场规模增长

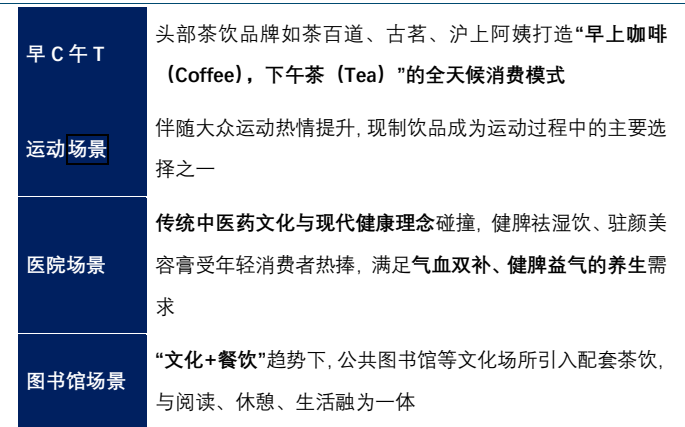
茶饮消费场景持续拓展，推动消费频次提升。根据红餐产业研究院数据，2024年Z世代对现制饮品的消费主要集中在逛街购物、工作学习、看电影、旅游休闲场景。2025年来，消费者饮用现制饮品的场景持续拓宽，如早C午T、运动场景、医院、图书馆等，让现制茶饮从下午茶、逛街等固定休闲时段，渗透到全天候生活，驱动消费频次提升。

图表1：2024年Z世代现制饮品消费主要集中在逛街购物、工作学习、看电影、旅游场景



来源：红餐网，国金证券研究所

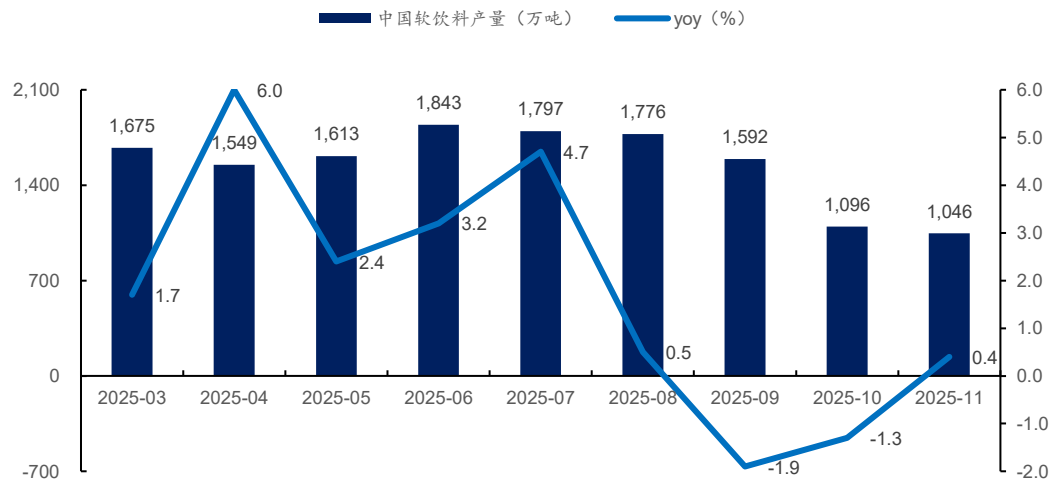
图表2：2025年来现制饮品的消费场景持续拓展



来源：红餐网，十堰市人民政府门户网站，北京市延庆区人民政府网站，南都鉴定评测实验室，国金证券研究所

现制饮品凭借新鲜和性价比优势，实现对软饮的存量替代。根据国家统计局数据，2025年9月以来，中国软饮料产量和同比皆呈现持续下滑趋势；同时，尼尔森数据显示饮料的销售额在7-9月连续3个月同比下滑。我们认为，现制饮品凭借新鲜现做、口感丰富和性价比优势，对软饮料形成了存量替代。未来，现制茶饮随着供应链的成熟、健康化标准的提升以及消费场景进一步拓宽，消费频次有望持续提升。

图表3：2025年9月以来，我国软饮产量持续下滑



来源：Wind，国金证券研究所

现制饮品场景拓展和对软饮的替代，带动消费频次提升，市场规模逐步增长。按照“市场规模 = 目标人群数量 × 人均年消费频次 × 平均杯单价”测算我国现制饮品市场规模。1) 目标人群数量：根据联合国人口基金驻华代表处数据，我国10-44岁人口在2021-2026年保持相对稳定；2) 现制饮品人均消费频次：现制饮品场景拓宽和性价比提升，带动消



费频次持续提升，根据中商产业研究院数据，2023 年我国人均现制饮品消费频次 22 杯，2018-2023 年 CAGR 为 22.4%，我们预估 2024-2026 年我国人均现制饮品消费频次维持 22.4% CAGR 增长；3) 平均杯单价：根据窄门餐眼数据，2025 年我国奶茶饮品客单价主要为 10-20 元，我们取 15 元为 2025 年杯单价；由于行业价格战加剧，假设 2026 年杯单价维持稳定。因此，在消费频次驱动下，我们预计 2025 年现制饮品市场规模突破 3000 亿元，2026 年有望达 3800 亿元，2026 年市场规模同比增长 22.6%。

图表4：根据测算，消费频次提升有望带动现制饮品市场规模增长

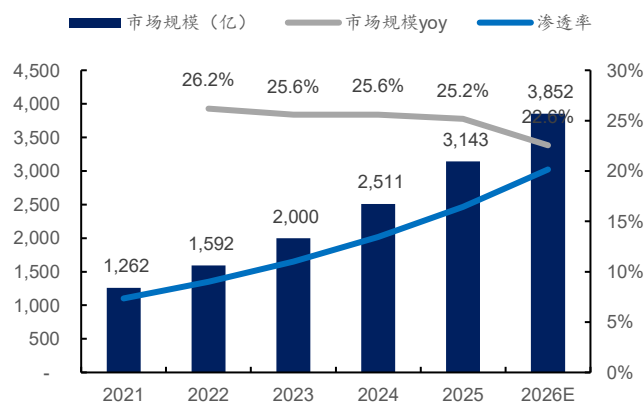
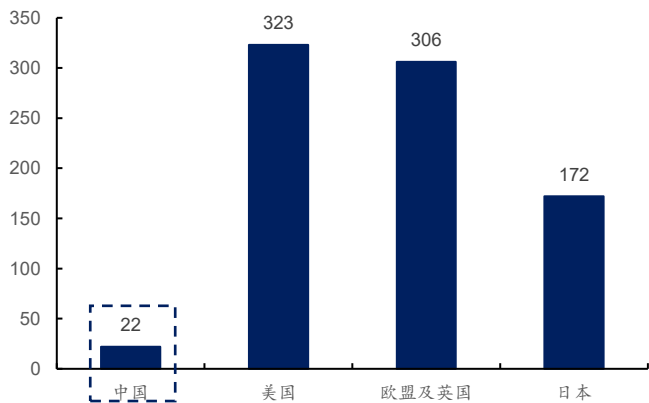
年份	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
市场规模 (亿)	1,262	1,592	2,000	2,511	3,143	3,852
市场规模 yoy		26.2%	25.6%	25.6%	25.2%	22.6%
中国 10-44 岁人数 (亿人)	6.42	6.42	6.41	6.40	6.37	6.37
人均消费频次 (次/年)	15	18	22	27	33	40
平均杯单价 (元)	13.4	13.8	14.2	14.6	15.0	15.0
预估人均消费频次最大值 (次/年)	200	200	200	200	200	200
渗透率	7.4%	9.0%	11.0%	13.5%	16.5%	20.2%

来源：联合国人口基金驻华代表处，中商产业研究院，窄门餐眼，国金证券研究所测算（2021 年-2026 年目标人群数量来自联合国人口基金驻华代表处数据。2018 年和 2023 年中国人均现制饮品年消费频次数据来自中商产业研究院，测算得 2018-2023 年 CAGR 为 22.4%，维持 2024-2026 年 CAGR 预设为 22.4%，推算出 2025-2026 年中国人均现制茶饮年消费频次。2020 年现制茶饮杯单价数据来自观研天下，2025 年杯单价根据窄门餐眼的茶饮行业价格分布进行预估。根据“目标人群数量 × 人均年消费频次 × 平均杯单价”测算得出我国现制饮品市场规模。）

横向对比其他国家，我国现制饮品人均年消费量仍有提升空间，渗透率有望提升。根据中商产业研究院数据，2023 年我国人均现制饮品年消费量仅 22 杯，日本达 172 杯，美国达 323 杯，我国现制饮品人均年消费量仍有提升空间。假设我国现制饮品人均年消费量能达到 200 杯，推算目前我国现制饮品渗透率约 16.5%，依然有较大增长空间。

图表5：2023 年人均现制饮品年消费量 (杯/年) 对比，我国提升空间较大

图表6：根据测算，我国现制饮品消费频次提升有望带动市场规模和渗透率增长



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

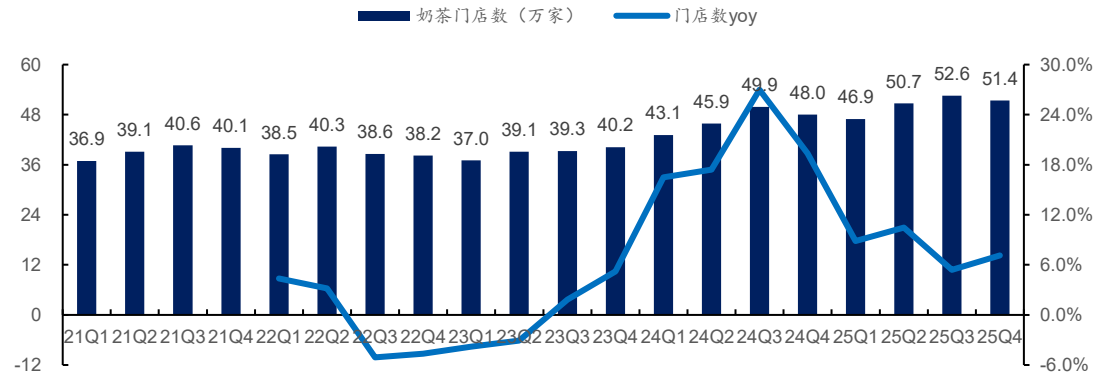
来源：联合国人口基金，中商产业研究院，窄门餐眼，国金证券研究所



### 1.2 门店数增速放缓且品牌存量出清，行业步入成长期中后段

奶茶门店数总量增长，但扩张节奏放缓。根据久谦数据，2021-2025 年奶茶门店数从 36.9 万家增至 51.4 万家，总量大体呈增长趋势；但门店数同比增速略有放缓，从 2024 年 15% 同比增长回落至 2025 年 10% 以下，扩张节奏放缓。

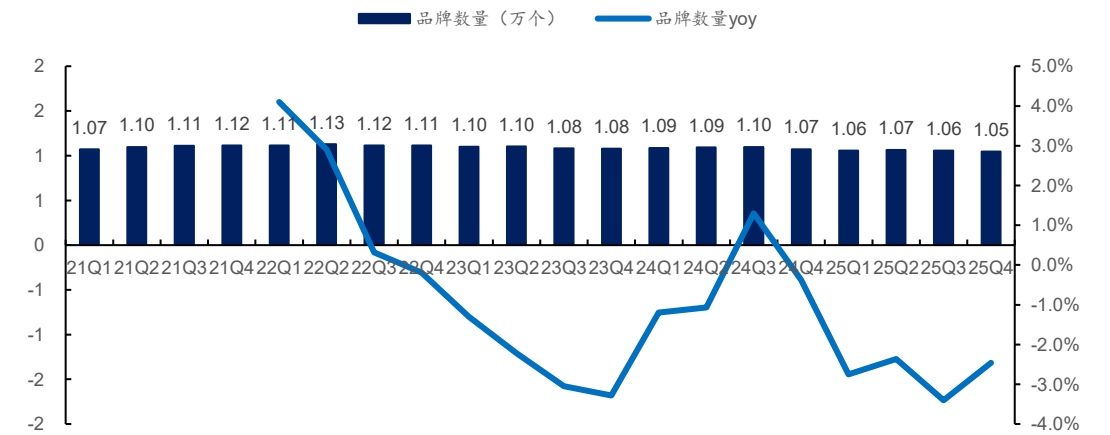
图表7：2021-2025 年奶茶门店数增长，扩张节奏放缓



来源：久谦数据，国金证券研究所

奶茶品牌数从 2022 年起略有下降，行业集中度提升，进入成长期中后段。根据久谦数据，2021-2022 年奶茶品牌数基本稳定在 1.1 万个左右，2022 年后品牌数量略有下降，2025 年 Q4 奶茶品牌数约 1.05 万个。主要因中小品牌在门店加密、同质化竞争以及外卖大战下加速出清，行业集中度提升，进入成长期中后段。

图表8：2022 年来奶茶品牌数波动下降



来源：久谦数据，国金证券研究所

头部连锁品牌份额持续扩张。我们按照在营门店数量将茶饮品牌划分为几个层级：拥有 10000 家以上在营门店、5000-9999 家在营门店、1000-4999 家在营门店，并计算对应层级的门店数在行业所有门店数量中的占比。拥有 1000 家以上在营门店的连锁品牌，整体门店占比持续提升，从 2021Q1 的 13.3% 逐步攀升至 2025Q4 的 24.1%，反映头部连锁品牌的门店份额持续提升。



图表11: 2022年-2025年, 五大头部品牌门店数整体呈稳健增长趋势, 有所分化

图表12: 2025年来, 头部品牌店效状况分化

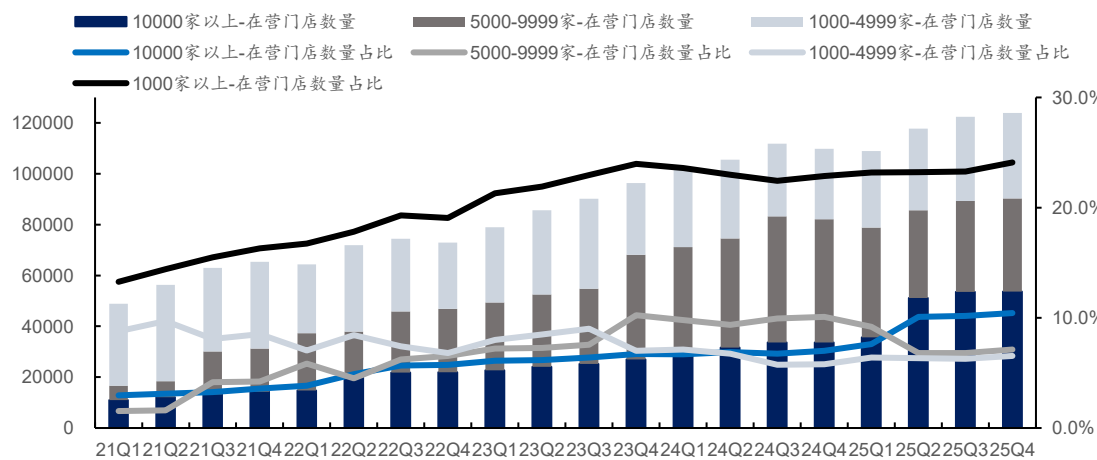
图表9: 2025年Q4不同规模品牌数量与对应品牌情况

25Q4 品牌在营门店数	该层级在营门店数总和	品牌数	品牌
10000 以上	53646	2	蜜雪冰城、古茗
5000-9999 家	36678	5	沪上阿姨、茶百道、霸王茶姬、益禾堂、甜啦啦
1000-4999 家	33606	15	书亦烧仙草、一点点、喜茶、coco、爷爷不泡茶等
500-999 家	12797	20	茶瀑布、冰雪时光、茶颜悦色、煲珠公等
100-500 家	34065	173	大口九、茶理宜世等

来源: 久谦数据, 国金证券研究所

万店级品牌门店占比提升幅度更显著, 从 2021Q1 的 3%, 提升至 2025Q4 的 10.4%, 份额扩张速度快于其他规模连锁品牌。这一趋势的原因是万店级头部品牌凭借供应链规模化、产品优势、品牌认知度等优势, 在存量竞争中持续加密开店; 而中小品牌因供应链压力与同质化竞争, 门店份额被逐步挤压。

图表10: 2021-2025年, 不同规模品牌门店占比分化, 头部连锁品牌集中度持续提升



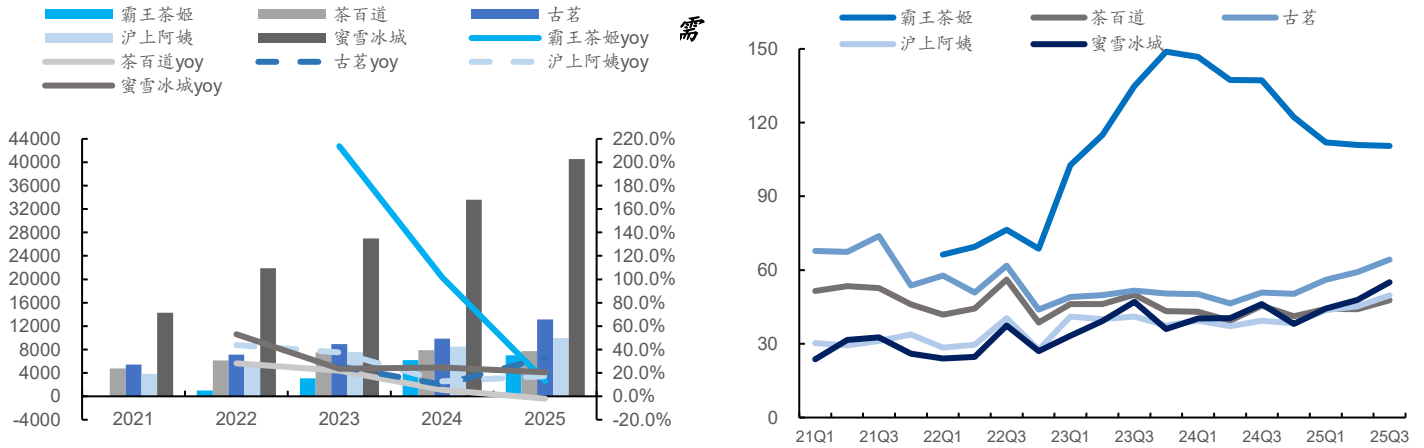
来源: 久谦数据, 国金证券研究所

## 2. 供应链与产品力重塑竞争格局, 头部品牌优势巩固

### 2.1 头部品牌凭借供应链和产品优势, 门店数与店效逐步修复

2022年-2025年, 五大头部品牌门店数整体呈稳健增长趋势。根据久谦数据, 古茗 2025 年门店数量达 1.3 万, 同比增长 33%; 蜜雪冰城 2025 年门店达 4 万家, 同比增长 20%; 沪上阿姨门店达 9951 家, 同比增长 17%; 霸王茶姬增速 2024 年的 102% 回落至 13%, 茶百道门店呈 -2% 的负增长。门店增长状况差异反映了头部品牌战略的分化, 古茗、蜜雪冰城、沪上阿姨凭借下沉市场渗透和供应链优势, 门店持续扩张; 茶百道则进行门店收缩提质。

2025 年来, 头部品牌店效整体呈修复趋势。根据久谦数据, 2025 年来蜜雪冰城、古茗、茶百道、沪上阿姨店效稳定上升, 主要因行业价格战之下, 头部品牌产品、供应链、品牌优势突出, 在价格战中有更大韧性, 带动店效修复; 霸王茶姬虽然店效持续处于高位, 但 23 年底以来呈现下滑趋势, 主要因行业竞争之下, 品牌为维持高端定位、未参与恶性补贴战, 导致客流分流, 店效下滑。

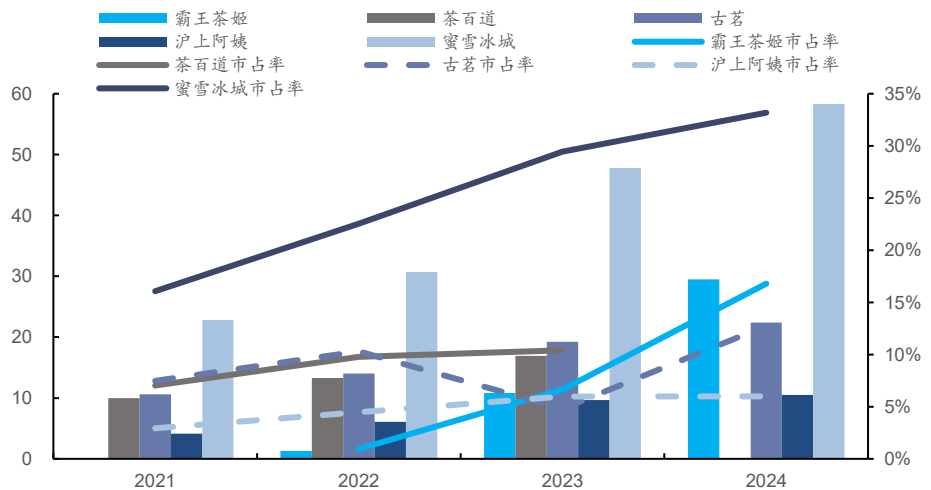


来源：久谦数据，国金证券研究所

来源：久谦数据，国金证券研究所

从门店 GMV 和市占率来看，根据各公司公告和红餐网的茶饮行业市场规模计算，蜜雪冰城 2021-2024 年门店 GMV 和市占率持续处于行业第一，主要因门店规模快速扩张；霸王茶姬门店 GMV 从 2022 年的 13 亿元快速增长至 2024 年的 295 亿元，在头部品牌中增长最快，主要因门店快速扩张和高端定价带来的高店效。

图表13：门店 GMV 和市占率状况分化



来源：公司公告，红餐小程序，国金证券研究所（门店 GMV 来自各公司公告，茶饮行业市场规模来自红餐小程序）

## 2.2 中小品牌供应链优势不足，在成本和价格压力下出清

成本端，高品质趋势倒逼原料升级，加剧成本压力。在消费者对高品质的需求下，头部品牌原料升级趋势明显，如喜茶推行“四真七零”茶饮标准、霸王茶姬推出“健康营养标识”，满足茶饮消费者对于健康和品质的需求。高品质原料采购成本高，使得原料成本抬升。

供需失衡加剧品牌原材料成本压力。2025 年极端天气下柠檬减产，而国内茶饮市场对柠檬的需求量持续增大，导致柠檬价格抬高。据全国农产品批发市场价格信息系统，2025 年全国柠檬批发均价涨势明显，2025 年 6 月全国柠檬批发均价为 12.75 元/公斤，同比上涨 61.4%；窠花茶原料成本也因供需失衡价格抬高，品牌原材料成本压力增大。

头部品牌依托供应链优势对冲涨价风险，中小品牌供应压力加剧。蜜雪冰城依托规模议价，缓解涨价压力。而中小品牌因原料采购分散，难以形成议价权，叠加鲜果、鲜奶等原料保质期短导致的库存损耗，进一步放大成本压力。



低负担专区

**伯牙绝弦**  
霸王茶姬经典款&畅销款，一年销售1亿+杯。原叶茶胚经过三到五次...  
¥16起 [选规格](#)

**桂馥兰香**  
优选闽南乌龙茶底，自然拼配广西桂花，茶底0香精，牛乳0奶精，整杯...  
¥16起 [选规格](#)

**青沫观音**  
茶底采用优质铁观音，香气清新，回甘纯正，后感顺滑，有清淡的兰花...  
¥18起 [选规格](#)

原叶鲜奶茶  
远山鲜期霜



来源：中国饮品快报，咖门，国金证券研究所

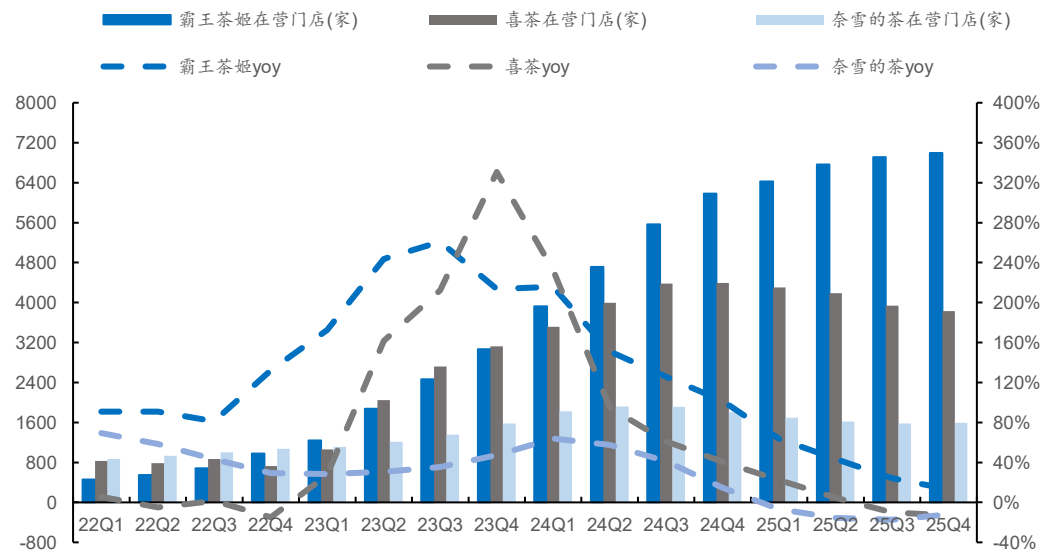
来源：全国农产品批发市场价格信息系统，国金证券研究所

价格端，外卖大战加剧价格内卷，中小品牌逐步出清。2025 年淘宝、京东、美团平台启动三方外卖战，加大补贴力度，现制茶饮因消费高频、低客单价、出餐简单稳定等特点，成为承接这次外卖大战的最大目标，价格战加剧。供应链效率不足的中小品牌盈利压缩，被迫出清。

### 2.3 分价格段来看，平价高价段趋于集中，中价段竞争激烈

高价段，霸王茶姬门店领先优势巩固。根据久谦数据，2025 年来，霸王茶姬门店数量持续增长，2025 年 Q4 霸王茶姬门店数约 7 千家，同比增长 13%；而喜茶和奈雪的茶门店数量持续减少，喜茶门店从 24 年底的 4390 家减少至 2025 年的不到 3900 家，霸王茶姬在高价市场的门店领先优势巩固。

图表16：2025 年霸王茶姬门店增长，喜茶和奈雪的茶门店减少



来源：久谦数据，国金证券研究所

霸王茶姬门店增长主要因凭借品牌价值、产品高质量和加盟运营韧性。1) 品牌心智差异化：公司顺应国潮兴起的趋势，主打“现代东方茶”概念，强调“以茶会友”的品牌价值观，精准踩中了 Z 世代对传统文化的认同感，在奈雪的茶、喜茶主导的“高端时尚”和蜜雪冰城代表的“极致性价比”之间开辟了新市场；2) 产品力：公司通过持续的原料升级，保障奶茶的纯正健康，提升了产品竞争力；3) 加盟运营韧性：公司通过产品创新和会员生态建设，2025 年 Q3 注册会员总数达到 2.22 亿，同比增长 36.7%，为加盟店带来持续的茶流支撑。门店关闭率在 2025 年连续三个季度保持 0.3% 低位，加盟商运营韧性较强。



图17: 霸王茶姬持续升级原料, 增强产品力

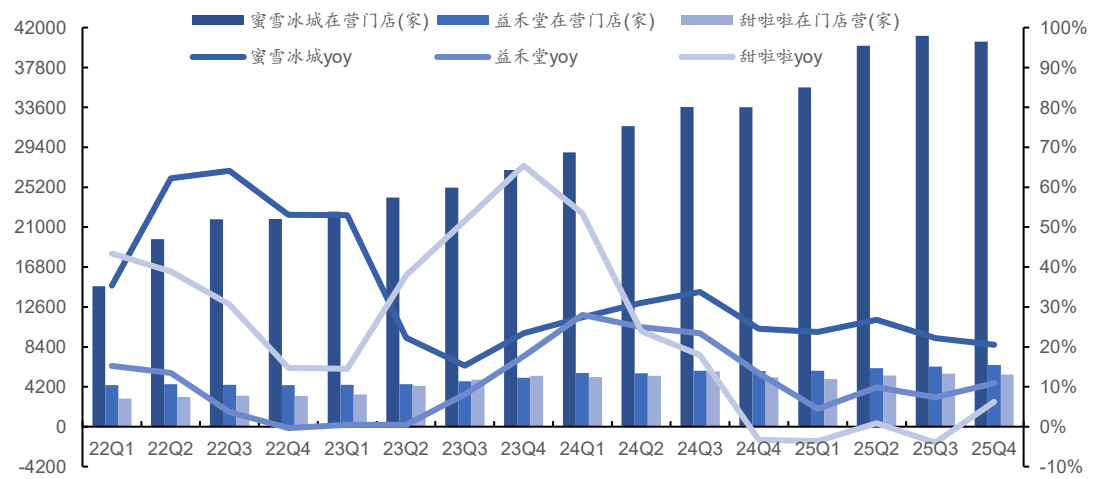
时间	原料升级点	核心价值
2023年7月	启用冰勃朗非氢化基底乳, 实现“0奶精、0植脂末、0氢化植物油”	助力茶香与乳香充分融合, 同时让消费者摆脱植脂末、奶精的健康焦虑
2025年3月	上新轻因系列, 降低茶叶中咖啡因含量, 同时保留茶叶的香气和口感	针对饮茶失眠和咖啡因敏感痛点进行原料升级, 为消费者提供了更多选择
2026年1月	上新升级版馥桂兰香, 以黄金桂、金牡丹、大旦和奇兰四种拼配的福建闽南乌龙茶作为茶底, 采用“分堆下料、分段慢焙”工艺制作而成	相较原版, 香气更持久、茶香更清甜

来源: 中国食品安全网, 新华网, 壹览商业, 国金证券研究所

喜茶高端定位与加盟模式矛盾突出, 门店被迫减少。喜茶在建立之初通过高设计感的直营大店确立了高端地位, 然而, 为了应对行业竞争压力, 喜茶于2022年11月开放加盟并采取低价策略, 造成了品牌调性的稀释以及盈利困境。1) 品牌调性稀释: 加盟模式采取40-50平方米的无座位小店, 失去了喜茶原有的高端品牌形象及社交体验价值, 稀释了品牌调性; 2) 盈利困境: 一方面, 喜茶门店监管严格, 原料开封后4小时需要报损, 若杯量不足则损耗巨大; 另一方面, 加盟商开店前期投资常超过100万元, 投入压力较大。加盟商入不敷出, 最终门店数量持续减少。

平价段, 蜜雪冰城一家独大, 优势地位持续巩固。蜜雪冰城近年来门店数量显著高于平价段的益禾堂和甜啦啦。根据久谦数据, 2025年蜜雪冰城门店数量突破4万家, 门店增速保持20%以上, 优势地位持续巩固。

图18: 蜜雪冰城门店数量与增速优势显著

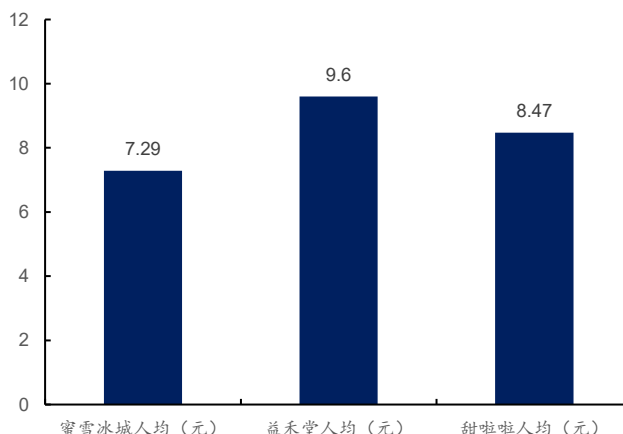


来源: 久谦数据, 国金证券研究所

蜜雪冰城龙头地位主要因供应链与规模效应之下, 产品价格优势突出。蜜雪冰城通过全链自主的供应链和密集的门店网络, 实现降本增效, 人均价格仅7.29元, 低于益禾堂的9.6元和甜啦啦的8.47元, 在平价赛道价格优势显著。



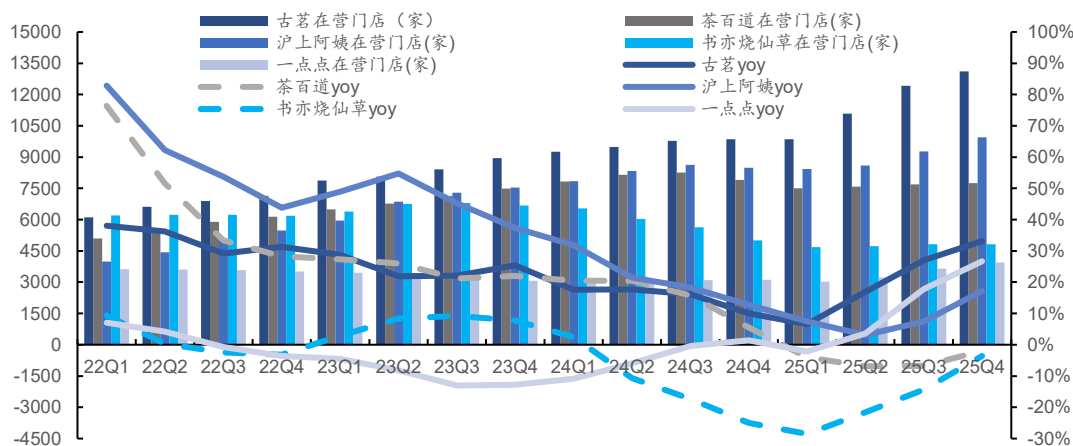
图表19: 蜜雪冰城人均价格低于益禾堂和甜啦啦



来源: 红餐小程序, 国金证券研究所

中价段竞争激烈, 后端效率与前端产品精准上新成为核心竞争要素。2025 年来, 古茗凭借极致的区域加密策略构筑起密度与效率的护城河, 辅以高频精准的产品创新, 率先实现门店破万并稳居规模首位; 茶百道和沪上阿姨通过质效升级紧随其后。相比之下, 书亦烧仙草因转型摇摆面临规模收缩压力, 而 1 点点则通过健康化产品的重构实现修复性增长。

图表20: 2025 年来, 古茗、沪上阿姨、一点点门店扩张, 茶百道、书亦烧仙草门店收缩

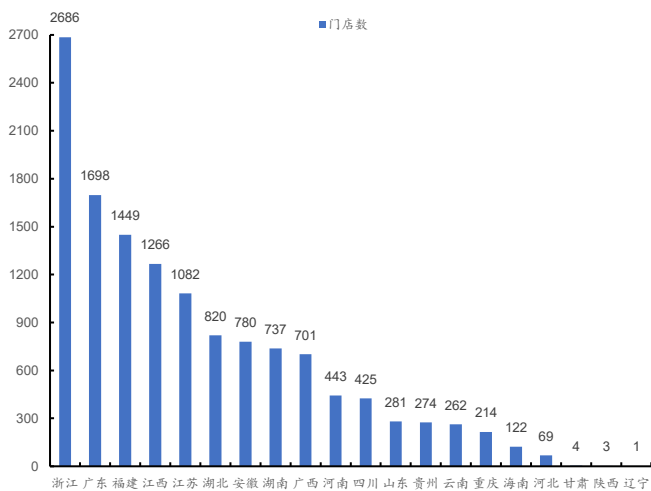


来源: 久谦数据, 国金证券研究所

古茗凭借区域加密策略构建密度、效率和成本壁垒。1) 密度优势: 古茗遵循地域加密策略, 在目标城市和省份策略性地调配资源, 实现高密度的门店网络。根据窄门餐眼数据, 古茗覆盖城市 (227 个) 少于茶百道 (348 个) 和沪上阿姨 (354 个), 但平均的城市门店密度和省份门店密度均显著高于茶百道和沪上阿姨, 这种高密度布局使得古茗在目标地区形成品牌网络效应。2) 效率和成本优势: 依托极致密度, 古茗 75% 的门店位于距离仓库 150 公里范围内, 并可向 98% 的门店提供两日一配的冷链配送, 其仓到店配送成本占 GMV 比例不足 1%, 低于行业平均水平。

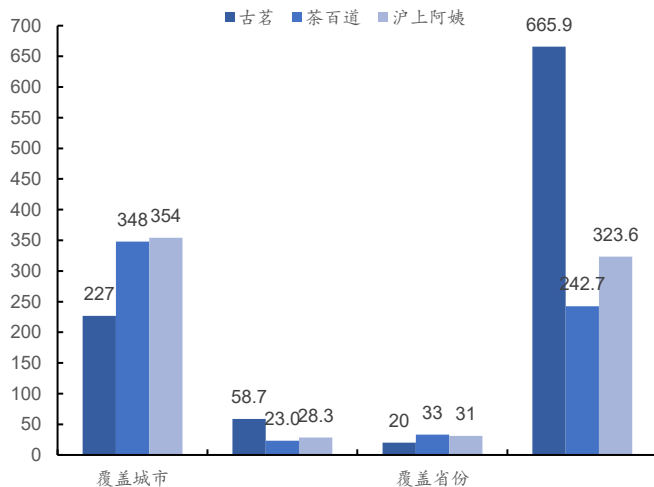


图表21: 古茗在目标地区门店密度高



来源: 窄门餐眼, 国金证券研究所

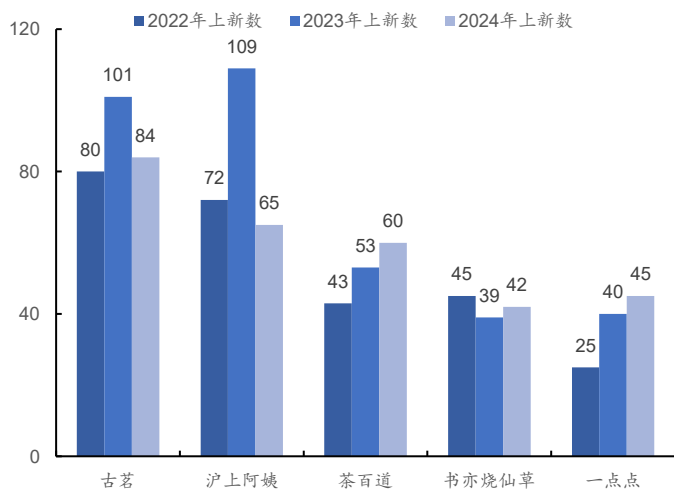
图表22: 古茗门店密度高于沪上阿姨和茶百道



来源: 窄门餐眼, 国金证券研究所

产品端, 古茗凭借高频上新速度和消费者洞察能力, 较好迎合消费者需求。根据咖门数据, 2022-2024 年古茗产品上新高频且持续领跑同行。2025 年来, 古茗凭借消费者洞察能力持续推出新品, 市场反响良好, 如桃胶木薯炖奶在上市后吸引 2.2 万小红书用户发帖讨论, 相关话题浏览量超 700 万, 部分门店出现售罄现象; 新品咖啡系列日均销量 60-80 杯, 市场反应良好。

图表23: 2022-2024 年古茗产品上新高频且领跑同行



来源: 咖门, 国金证券研究所

图表24: 古茗凭借消费者洞察能力, 新品反响良好

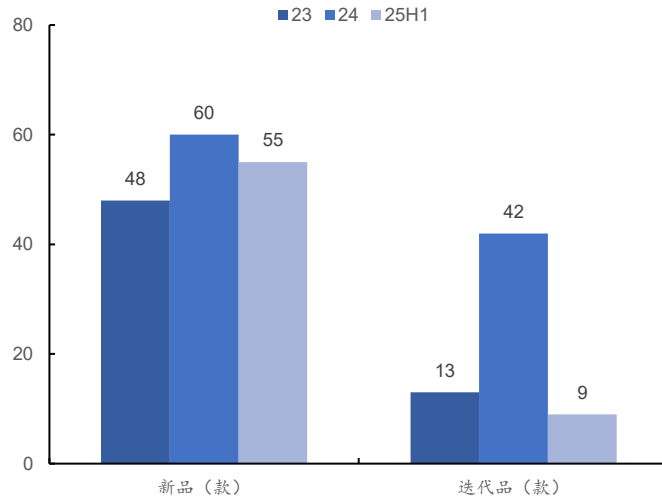
产品	特点	市场反响
话梅柠檬水	在柠檬水基础上创新加入话梅, 口感丰富	成为夏季热门单品
咖啡系列	2025 年重点发力的新品类, 上半年推出 16 款咖啡新品	2025 年 H2 以来配备咖啡机的门店日均咖啡销量稳定在 60-80 杯, 高峰期可达百杯
一杯冰水	售价 1 元的冰水, 主打高性价比和 DIY 乐趣	为消费者提供高性价比的选择, 满足情绪价值
轻体果蔬瓶	开辟果蔬线, 主打健康、轻盈概念	为消费者提供轻盈低负担选择
桃胶木薯炖奶	切入养生糖水赛道, 选用桃胶、木薯等传统滋补食材	上市后吸引 2.2 万小红书用户发帖讨论, 相关话题浏览量超 700 万, 部分门店出现售罄现象

来源: 咖门, 新浪财经, 中国经济网, 新华网, 红餐网, 国金证券研究所

茶百道 2025 年主动放慢扩张节奏, 强化供应链体系和产品研发机制。1) 强化供应链体系: 截至 2025 年上半年, 茶百道在全国运营的仓配中心已从 2024 年中的 21 个增加至 26 个。从效果来看, 茶百道的配送时效和统配率明显提升, 约 93.8% 的门店可实现下单后次日达, 95% 的门店每周能获得两次及以上配送服务, 水果统配率从 2024 年的 71.7% 持续提升至 2025 年上半年的 80%。2) 提升产品推新速度: 2025 年 H1, 茶百道新品推出 55 款, 迭代升级产品 9 款, 推新速度持续提升。



图表25: 新品和迭代品推出速度提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

沪上阿姨以健康产品矩阵与区域效率壁垒驱动增长。1) 在产品端, 不断巩固健康茶饮心智; 2025年5月, 公司联合权威营养机构发布《中国现制茶饮膳食营养升级白皮书》, 并推出“每日健康+”理念和五款添加膳食纤维全新升级的“超级果蔬茶系列”, 重点强化健康心智; 9月, 沪上阿姨启动“五色慢养”计划, 融合传统“五色养生”理念与现代心理学, 满足消费者的养生需求。2) 在效率端, 沪上阿姨建立了全国性的供应链网络, 能够每周将新鲜食材送达门店二至三次, 提升门店运营效率。

图表26: 沪上阿姨果蔬茶和慢养系列巩固健康心智



来源: 沪上阿姨公众号, 国金证券研究所

书亦烧仙草产品转型受阻, 门店从2024年的6千余家持续缩减至2025年的不到5千家。具体时间线如下: 1) 书亦最初凭借“半杯都是料”占据高性价比、多料心智; 2) 2022年定位失焦引发老客流失: 随着健康茶饮潮流兴起, 书亦将品牌口号从“半杯都是料”变更为“仙草植物基, 清爽低负担”, 并将门店视觉改为绿色清新风。这一举动背离了品牌赖以生存的多料心智, 导致核心客群流失, 门店数在2022Q2显现下滑趋势; 3) 2023年策略摇摆: 在转型受阻后, 书亦尝试回归原有风格进行补救, 门店有所修复; 4) 2024年经营危机引发闭店潮: 书亦尝试通过低价自救, 但物料成本未实质下降, 严重挤压了加盟商利润; 叠加食品安全争议, 品牌信任度下降, 关店潮达到高峰。



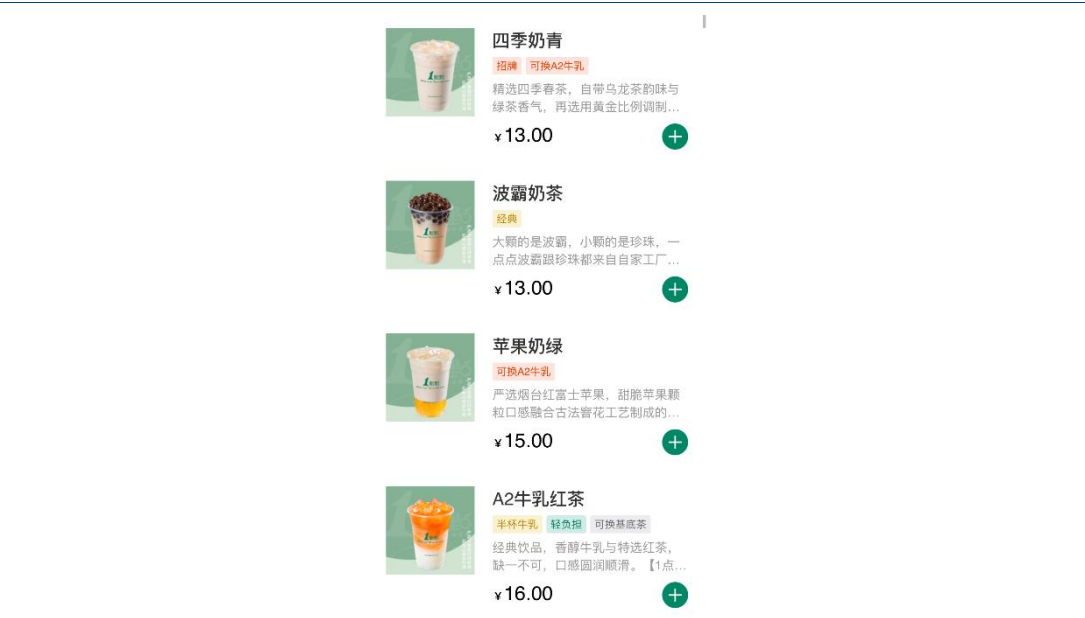
图表27: 2022 年书亦烧仙草产品转型受阻导致门店缩减

时间节点	关键事件	消费者反应	门店数据变化
2022 年	品牌口号从“半杯都是料”变为“仙草植物基 清爽低负担”。更换门头为绿色清新风	忠实于“多料”的消费者流失，品牌认知模糊	22 年 Q2 门店数量出现下滑趋势
2023 年	植物基概念推广遇阻，门店重回中国风，logo 换回了原来的“书”，门头主色调也重新用回红白黑配色。品牌标语以“全系 0 奶精，好料更健康”取代了“植物基新茶饮”		门店数据有所修复
2024 年	尝试降价自救，将主力价格带从 15 元拉低至 10 元	降价未换回客流，食品安全争议进一步损害品牌信任	关店潮达到高峰

来源：21 经济网，饮品报，南方新闻网，久谦数据，国金证券研究所

1 点点因产品体系老化导致门店收缩，2025 年通过产品优化和持续上新实现反弹。1 点点品牌产品此前较为依赖植脂末成分，在消费者追求产品健康化的趋势下，产品吸引力下滑，门店数从 2022 年底至 2025 年初持续下滑。2025 年来，1 点点持续进行产品上新，并通过“换 A2 牛乳”“轻负担”标识打造健康产品形象，门店实现增长。根据久谦数据，1 点点 2025 年 Q4 门店数接近 4 千家，同比增长 27%。

图表28: 1 点点通过“换 A2 牛乳”“轻负担”标识打造健康产品形象



来源：1 点点小程序，国金证券研究所

### 3. 规模化采购与高效仓配协同，构筑成本与品质的壁垒

#### 3.1 规模化采购铸就成本优势，上游深度渗透保障产品品质

在采购端，头部品牌通过规模化采购建立成本优势和抗风险能力。头部品牌采取产地直采或总部统一采购模式，避免多层加价，实现了成本的压缩。同时，在原材料成本波动时，头部品牌凭借规模化采购，形成更好的议价能力，有利于保障原材料价格的稳定。

头部品牌通过深度渗透上游，保障产品差异化和品质。通过介入品种种植与基地管理，从



源头保障原材料品质和独特性，使产品具备中小品牌无法模仿的品质。

**图表29：头部品牌通过规模化采购和上游深度渗透，建立成本和品质优势**

	头部品牌	中小品牌	头部品牌竞争优势
采购路径	产地直采或总部统一采购	经销商、第三方冷链、多级分销；或加盟店自行采购	避免多层加价，且原材料品质稳定
采购规模	规模化采购	分散采购	抗风险能力强，原材料成本上升时可规模化议价
成本控制	采购成本比行业平均水平低，如蜜雪冰城低于行业平均10%-20%	采购成本较高	成本优势显著
上游渗透度	介入品种种植和基地管理，如喜茶甄选茶园标准	购买市场现有原料，同质化严重	产品差异化且有品质保障

来源：联商网，公司公告，深圳新闻网，埃林哲，启信宝，国金证券研究所

### 3.2 冷链覆盖保障原材料新鲜度，高密度仓配网络构建成本优势

在仓配端，头部品牌通过冷链覆盖与高频配送时效，保障原材料新鲜度。(1) 从冷链覆盖来看，蜜雪冰城 97%的中国内地门店实现冷链物流覆盖，原材料损耗率仅 0.71%；古茗提供不同温度的冷链技术，原材料损耗率 10%，远低于中小品牌普遍约 20%的损耗率，保障了产品品质；(2) 从配送时效来看，蜜雪冰城中国内地 90%的县级行政区划实现 12 小时送达；茶百道约 92%的门店实现下单后次日达，凭借较好的履约频率，品牌得以支持原材料的频繁补货，保障了产品品质。

头部品牌通过高密度或广度的仓配网络，实现良好的成本优势。例如，古茗 75%的门店位于仓库 150 公里内，较高的仓配网络密度降低了物流成本，古茗仓到店配送成本仅占 GMV 的 1%，而行业平均水平约为 2%。

**图表30：高效仓配和冷链覆盖，保障产品新鲜度和成本优势**

维度	头部品牌	典型案例	中小品牌	头部品牌竞争优势
配送时效	高频配送	古茗 97%的门店可以提供两日一配的冷链配送； 蜜雪冰城中国内地 90%的县级行政区划实现 12 小时送达； 茶百道约 92%的门店实现下单后次日达	低频配送，普遍为四日一配	配送效率高
模式对比	冷链覆盖且技术发达	蜜雪冰城 97%的中国内地门店实现冷链物流覆盖； 古茗支持各种温度范围的冷链储存	多数不提供冷链支持	保障原材料新鲜度
仓配布局	仓配广度或密度优势显著	蜜雪冰城覆盖 300+地级市，1700+城市，4900+乡镇； 古茗 75%的门店位于仓库 150 公里内； 茶百道各区域仓配中心服务周边 500 公里的门店	仓配网络密度低，广度小	配送规模效应显著
效率指标	原材料损耗率在 1%-10%	蜜雪冰城原材料损耗率 0.71%； 古茗原材料损耗率 10%	损耗率高达约 20%	损耗率低，直接转化



对比	耗率		为利润弹性
仓到店成本	约占 GMV 总额的 1%	古茗仓到店配送成本仅占 GMV 的 1%	物流成本低
		行业仓到店平均物流成本约为 GMV 总额的 2%。	

来源：公司公告，中国饮品快报，国金证券研究所

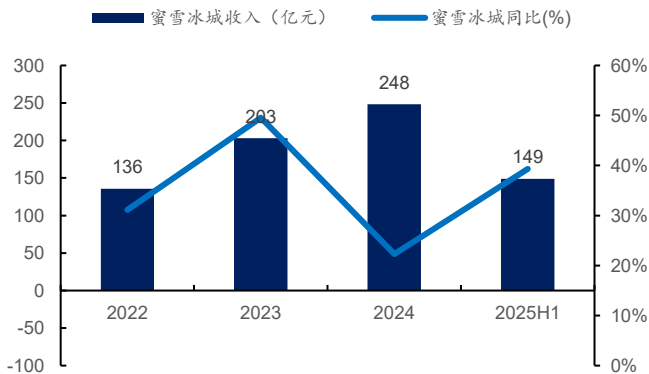
#### 4. 核心标的梳理：规模效应与门店优化驱动，头部品牌修复明显

##### 4.1 蜜雪冰城：下沉市场与规模效应驱动，业绩持续优化

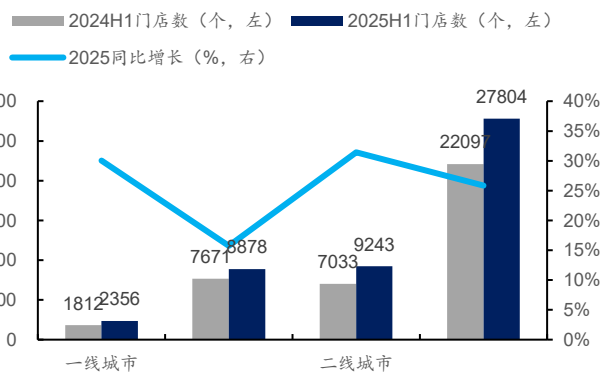
收入端，下沉市场快速扩张，带动收入稳健增长。2024 年受行业竞争加剧影响，蜜雪冰城收入增速放缓；2025 年 H1 收入快速增长，同比增长 39%。增长核心在于门店扩张带来的销售商品及设备收入增长，2025 年 H1 蜜雪冰城三线及以下城市门店达 2.7 万家，占比 57.6%，同比增长 26%，为主要扩张核心。

图表31：2025 年 H1 蜜雪冰城收入快速增长，同比增长 39%

图表32：2025 年 H1 蜜雪冰城三线及以下城市门店达 2.7 万家，占比 57.6%，同比增长 26%，为主要扩张核心



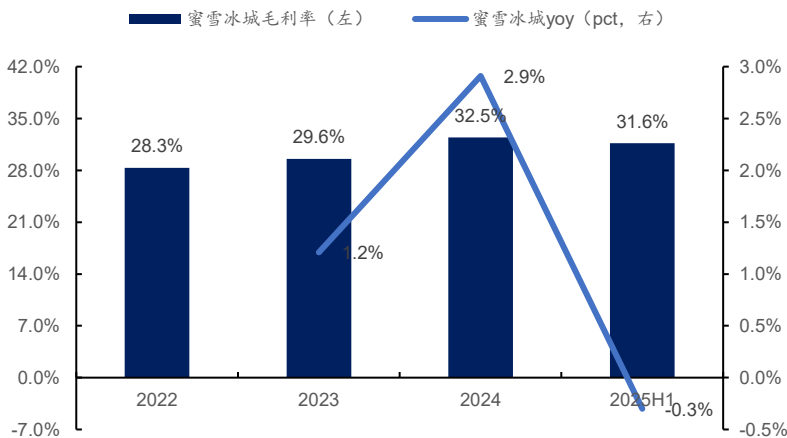
来源：wind，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

毛利率端，蜜雪冰城供应链优势持续释放，毛利率保持稳定。2025 年 H1 公司毛利率同比小幅下降 0.3pct，主因若干原材料采购成本上升，但公司凭借采购规模效应对冲了成本压力，毛利率保持相对稳定。

图表33：蜜雪冰城供应链优势持续释放，毛利保持稳定



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

费用端，蜜雪冰城费用控制较好且逐步优化。2025 年 H1，蜜雪冰城三大费用率总和为 9.4%，从 2023 年来持续优化；其中销售/管理/研发费用分别为 6.1%/2.9%/0.3%，较为稳定，反

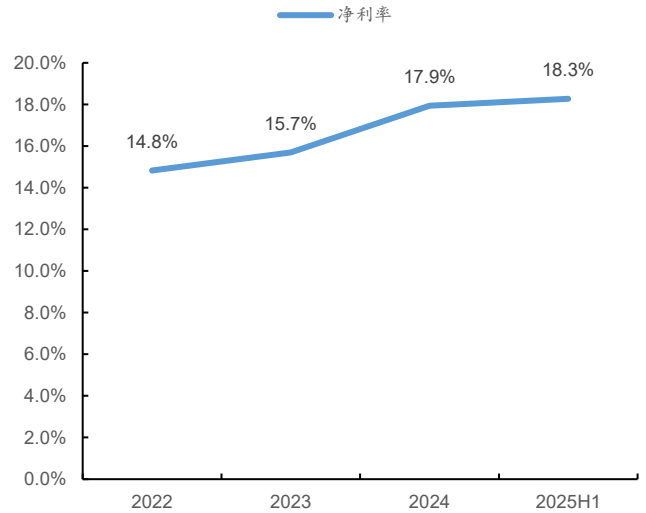
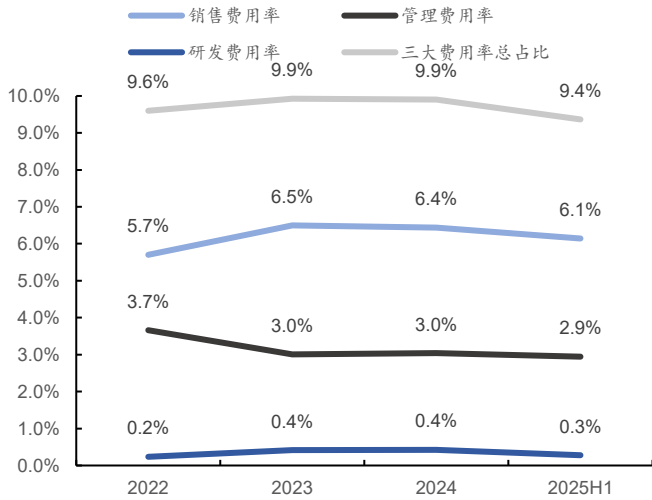


映公司在规模效应和供应链优势下，费用管控良好且较为稳定。

净利率端，门店扩张和效率释放，带动净利率持续上行。2025年H1蜜雪冰城净利率达到18.3%，呈现持续优化趋势，主要因门店扩张带来收入提升；同时供应链效率持续释放，费用管控良好，带动净利率提升。

图表34：蜜雪冰城费用控制较好且逐步优化

图表35：效率释放带动净利率持续上行



来源：wind，国金证券研究所

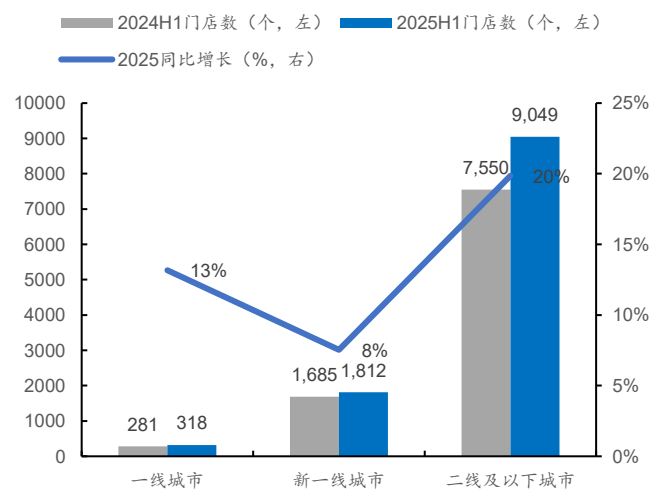
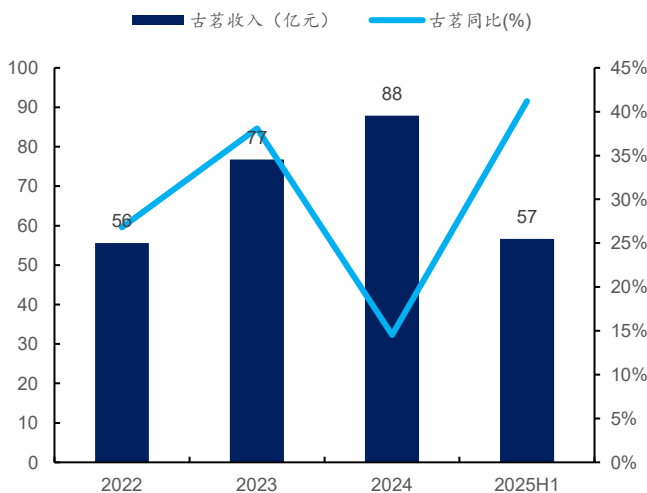
来源：wind，国金证券研究所

#### 4.2 古茗：地域加密和规模效应显现，业绩稳健增长

收入端，下沉市场扩张驱动采购需求增长，收入增长突出。古茗2024年收入增速放缓，2025年H1收入增长突出，同比增长41%。主要因二线及以下城市门店快速扩张，显著增加门店对总部商品及设备的采购需求。2025年H1古茗二线及以下城市门店达9049个，同比增长20%，成为收入核心驱动。

图表36：古茗2025年H1收入增长突出，同比增长41%

图表37：古茗二线及以下城市门店达9049个，同比增长20%



来源：wind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

毛利率端，区域加密优势持续，毛利率趋于稳定。2025年H1古茗毛利率为31.5%，同比-0.1pct，相对稳定，反映区域加密策略下，古茗高效仓配和规模化采购优势持续释放。

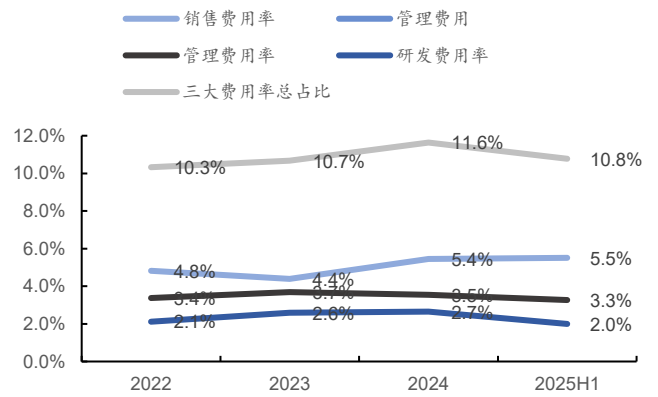
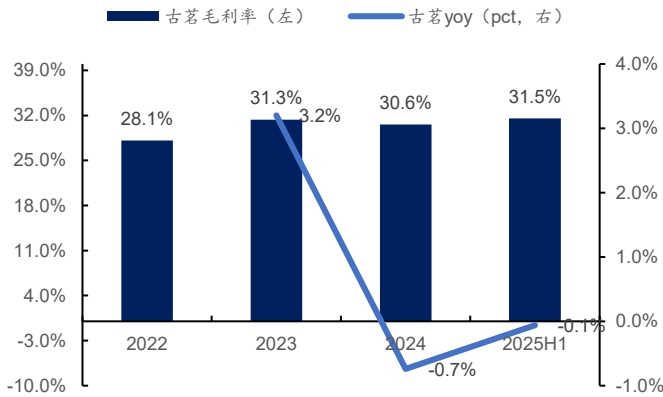
费用端，规模效应显现，费用修复趋势明显。2024年古茗三大费用率总和为11.6%，其中销售/管理/研发费用率为5.4%/3.5%/2.7%，同比+1.0/-0.2/+0.1pct，主要因公司在行业竞争之下，营销推广力度加大；同时由于门店网络扩张，仓储及运输开支加大。2025年



H1 随区域加密和门店扩张优势释放，三大费用率降至 10.8%，其中销售/管理/研发费用率为 5.5%/3.3%/2.0%，同比持平/-0.4/-0.6pct，修复趋势明显。

图表38: 2025 年 H1 古茗毛利率为 31.5%，相对稳定

图表39: 规模效应显现，费用修复趋势明显

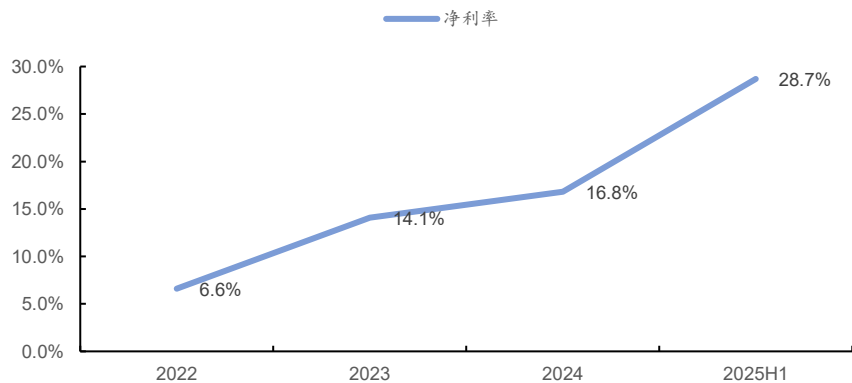


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

净利率端，主业基本面持续改善，净利率稳健增长。2025 年 H1 古茗净利率增长显著，从 2024 年的 16.8% 增长至 2025 年 H1 的 28.7%，主要因：1) 门店扩张带动收入提升，同时费用控制良好；2) 非经常性收益 55.7 亿元增厚净利润。公司经调整核心利润率为 20.1%，同比+1.1pct，反映主业基本面持续改善。

图表40: 主业基本面持续改善，净利率稳健增长



来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

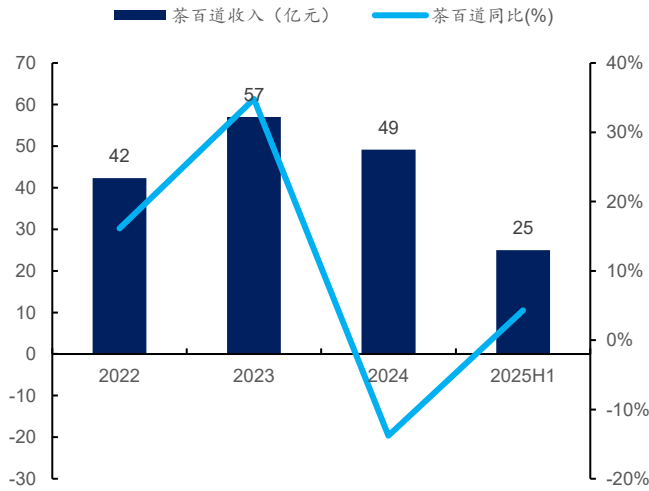
### 4.3 茶百道：主动优化门店网络，实现提质增效

收入端，门店网络优化，带动收入修复。茶百道在 2024 年收入同比负增长，2025 年实现修复，同比增长 4%。2024 年承压主要因行业竞争加剧以及公司对加盟商的让利加大；2025 年 H1 以来，茶百道门店网络优化，经营质量提升，收入端有所修复。

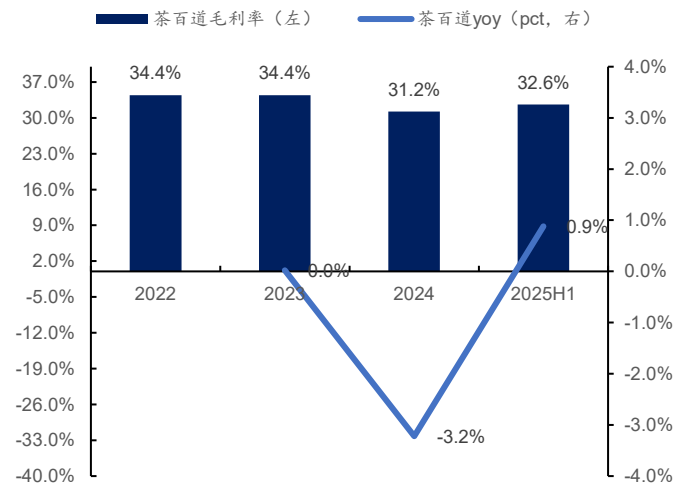
毛利率端，茶百道修复显著。茶百道 2025 年 H1 毛利率分别同比增长 0.9pct，主要因：1) 2024 年加大对加盟商优惠力度，毛利率处于低基数；2) 2025 年以来加强产品研发迎合消费者需求，收入端修复。



图表41: 茶百道 2025 年收入修复, 同比增长 4%



图表42: 茶百道毛利率修复显著



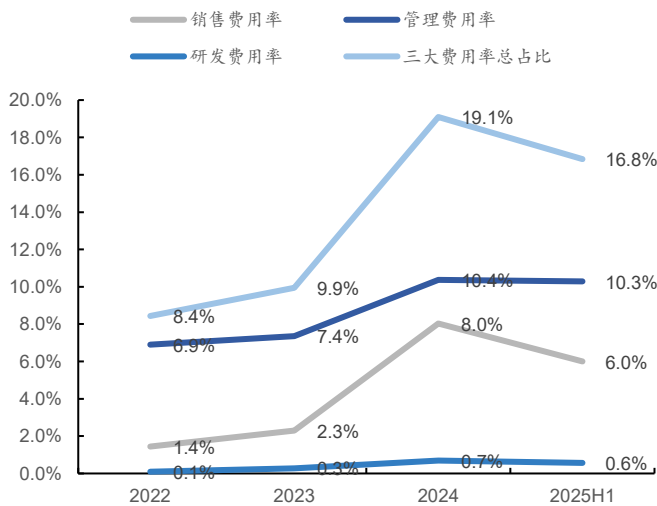
来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

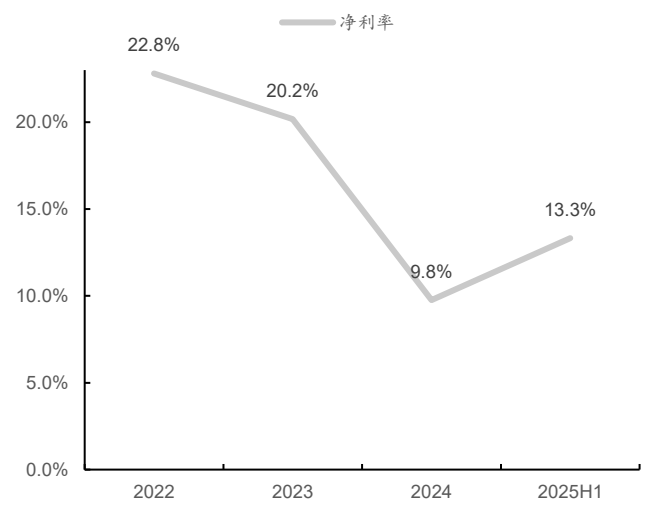
费用端, 费用管理效率提升, 费用持续优化。茶百道 2024 年三大费用率总和 19.1%, 主要因应对市场竞争和迎合产品上新频率, 加大新产品发布相关费用, 销售费用增加显著; 2025 年来, 茶百道费用优化显著, 2025 年 H1 三大费用率总和 16.8%, 其中销售/管理/研发费用率 6%/10.3%/0.6%, 较 2024 年费用管控优化, 反映公司供应链和费用管理效率持续提升。

净利率端, 门店提质和销售费用优化, 带动净利率回升。茶百道 2025 年 H1 净利率 13.3%, 较 2024 年显著提升, 主要因 2025 年来公司主动优化门店网络, 带动门店提质, 收入端表现良好; 且销售费用显著优化, 带动净利率提升。

图表43: 2025 年 H1 茶百道费用持续优化



图表44: 茶百道 2025 年 H1 净利率 13.3%, 较 2024 年显著提升



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

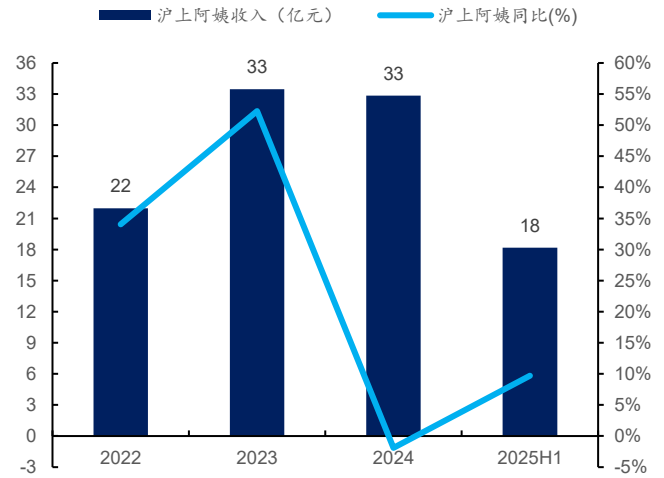
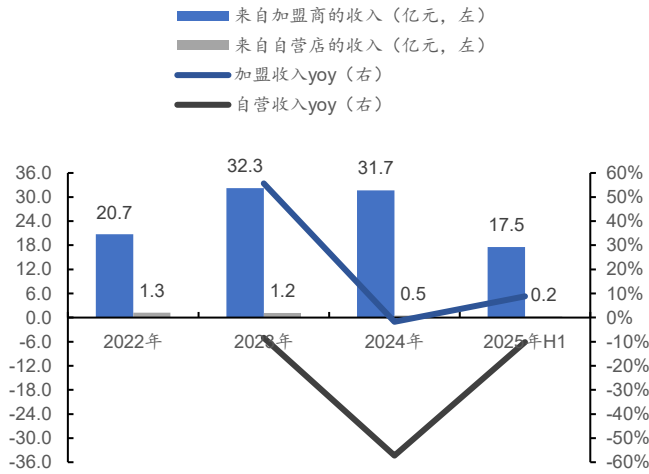
#### 4.4 沪上阿姨: 门店结构持续改善, 盈利能力提升

收入端, 门店结构优化, 收入端有所修复。沪上阿姨 2024 年收入同比减少 2%, 主要因 2024 年茶饮行业竞争加剧, 公司加盟店销售下滑, 对原材料的采购需求减少; 同时, 公司优化门店结构, 自营店收入大幅下滑。2025 年 H1 以来, 沪上阿姨门店结构优化且单店销售增长, 收入端修复, 同比增长 10%。



图表45: 2024年自营和加盟收入承压, 2025年逐步修复

图表46: 2025年H1沪上阿姨收入同比增长10%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

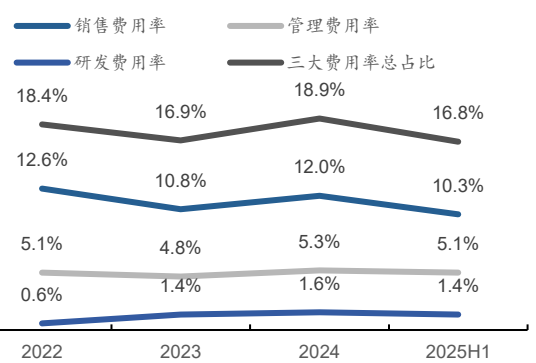
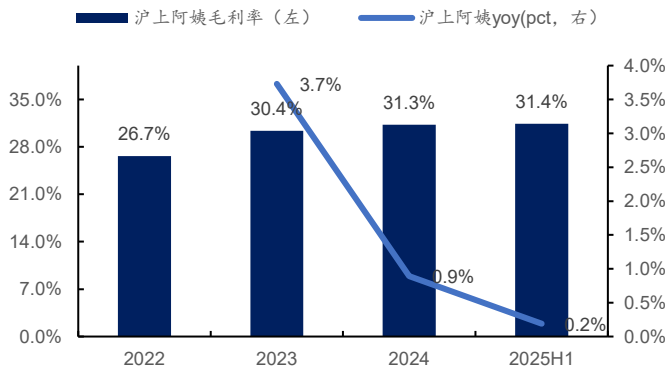
来源: wind, 国金证券研究所

毛利率端, 收入增长带动毛利率提升, 毛利率呈持续优化态势。沪上阿姨2025年H1毛利率为31.4%, 同比增长0.2pct, 主要源于集团收入增长带动。2022年来, 沪上阿姨毛利率呈现持续优化态势, 反映供应链优势释放。

费用端, 销售费用优化显著, 整体管控良好。沪上阿姨2024年三大费用率总和18.9%, 同比+2pct, 其中销售/管理/研发费用率12.0%/5.3%/1.6%, 反映行业竞争加剧下, 公司费用投入加大; 2025年H1来费用逐步优化, 三大费用率总和16.8%, 其中销售/管理/研发费用率10.3%/5.1%/1.4%, 同比-1.6/-0.2/-0.1pct, 反映销售费用优化显著, 且整体管控良好。

图表47: 2025年H1毛利率提升且呈持续优化态势

图表48: 销售费用优化显著, 整体管控良好



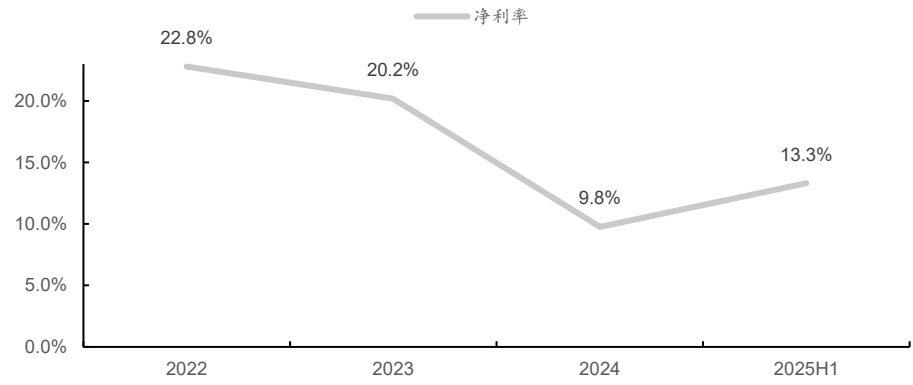
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

净利率端, 收入增长和费用管控带动净利率提升。沪上阿姨2025年H1净利率11.2%, 较2024年显著提升, 主要因门店扩张且销售表现良好带动收入提升, 销售费用优化带动费用端下降。



图表49: 沪上阿姨 2025 年 H1 净利率 11.2%，较 2024 年显著提升



来源: wind, 国金证券研究所



## 风险提示

1. 行业竞争加剧：在门店持续加密、产品同质化的背景下，部分品牌通过降价和促销争夺市场份额，行业价格战加剧。若竞争持续恶化，可能压缩品牌和加盟端的盈利空间。
2. 原材料价格上升：现制茶饮对核心原材料如鲜果、茶叶依赖度较高，原材料价格受气候因素、供需波动影响。若原材料价格上升，可能加剧品牌成本压力。
3. 加盟管理问题：头部品牌以加盟模式为主，在门店持续加密、全时段运营趋势下，若品牌对加盟商管理不到位或加盟商对门店督导、运营管理不到位，可能导致加盟店经营质量问题。
4. 食品安全问题：现制茶饮对鲜果、乳制品等原材料依赖度高，且终端制作环节分散，食品安全管理难度较大。若门店在原材料管控、制作流程或卫生管理中出现疏漏，可能引发食品安全问题，影响品牌声誉。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明:**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】  
国金证券研究服务**



**【公众号】  
国金证券研究**