

商贸零售行业跟踪周报

八马茶业招股书拆解：高端茶饮龙头或将登陆港交所

增持（维持）

周观点（注：文中“本周”指的7月21日至7月27日）

- **八马茶业高端茶市场的领导者，或于近日登陆港交所。**7月17日，中国证监会官网发布《关于八马茶业股份有限公司境外发行上市及境内未上市股份全流通备案通知书》，标志着八马茶业赴港上市备案程序圆满完成，公司或将很快登陆港交所。八马茶业是一家知名的全茶类全国连锁品牌，主要从事茶及相关产品的研发设计、标准输出及品牌零售业务。公司主要有三大品牌，八马茶业覆盖全品类高端原叶茶；信记号专注于高端年份普洱茶；新成立的万山红则追求口味多元化，目标用户转向年轻消费者及女性消费者。
- **家族传承，底蕴丰厚。**创始人及董事长王文礼先生来自于三百年制茶世家，十三代正宗传承，于2009年被授予国家级非物质文化遗产项目乌龙茶制作技艺（铁观音）代表性传承人称号。
- **公司收入和利润率稳步增长。**2023/2024Q1-3，公司营业收入分别为21.22/16.47亿元，同比+17%/+1%；归母净利润为2.06/2.08亿元，同比+24%/+6%。2023/2024Q1-3，公司销售费用率为31%/32%，管理费用率为6%/7%。公司主要的费用在于销售费用，主要由销售员工开支、广告宣传费用和租金构成。2023/2024Q1-3，公司毛利率为52%/55%，销售净利率为10%/13%，公司利润率持续提升。
- **“线上+线下”同时发力，不断提升公司销售规模。**通过“线上+线下”的方式销售原叶茶及衍生品。其中，线上渠道收入占总收入的占比逐年升高，从2019年的16%上升至2024Q1-3的34%。
- **线下门店数持续增长，加盟门店占比提升。**公司线下同时拥有直营店和加盟店。近年来公司持续开店，2022年底至2024Q3，公司门店总数从2,931家增至3,498家，其中加盟门店数量由2,579家增至3,224家，而直营门店则从352家减少至274家。与此同时加盟门店的收入占比也在提升，公司加盟店收入占比占比从2022年的69%增至2024Q1-3的75%。
- **聚焦茶叶销售，毛利率表现优异。**从产品类别来看，公司主业占比高，2024Q1-3茶叶产品销售占公司总销售额的88%。其中乌龙茶占比最大（32%），红茶占比从2019年的16%上升至2024Q1-3的21%。从毛利率水平看，茶叶产品的毛利率远超其他品类，2024Q1-3达到58.8%；其他品类（如茶具、茶食等）维持在30%左右。
- **茶叶市场持续增长，高端茶市场增速高于整体。**根据公司招股书，2023年我国茶业市场规模为3,347亿元，2019-2023年CAGR为5.1%；预计2023-2028年CAGR为5.0%。其中，高端茶叶市场规模从2019年的827亿上升至2023年的1052亿元，CAGR为6.2%；预计2028年达到1404亿元，CAGR为6.0%，相比同期行业整体增速更高，表明茶叶市场消费呈现高端化趋势。
- **观点：茶业作为非标品，其龙头品牌具备较强的稀缺性。**茶叶作为农产品，是典型的非标品，其品质高低并没有可量化的衡量标准，因此品牌很难形成且非常重要。八马茶业凭借创始人家族传承，叠加多年经营积累下的高端品牌心智，具备较强的稀缺性。公司完成赴港上市备案程序后或很快登陆港交所，建议积极关注。
- **风险提示：**产品需求下降、行业不景气、原材料及成品价格下降等。

2025年07月28日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

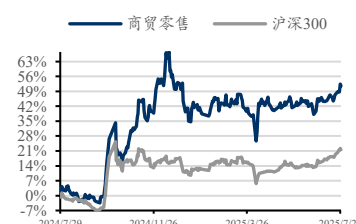
xiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书：S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《酒店集团业绩显著复苏，24年RevPAR预期谨慎乐观》

2024-03-31

《跨境电商行业深度报告》

2024-03-26

内容目录

1. 本周行业观点4

2. 本周行情回顾8

3. 细分行业公司估值表9

4. 风险提示10

图表目录

图 1: 八马茶业品牌及子品牌.....	4
图 2: 八马茶业品牌及子品牌.....	4
图 3: 公司收入及增速.....	5
图 4: 公司归母净利润及增速.....	5
图 5: 公司费用率水平.....	5
图 6: 公司毛利率及销售净利率水平.....	5
图 7: 营业收入的渠道结构.....	6
图 8: 线下渠道销售收入及增速.....	6
图 9: 线上渠道销售收入及增速.....	6
图 10: 直营门店和加盟店数量.....	7
图 11: 线下销售收入的渠道结构.....	7
图 12: 公司产品销售结构.....	7
图 13: 各品类茶叶销售结构.....	7
图 14: 按价格范围划分的中国茶叶市场规模（亿元）.....	8
图 15: 本周各指数涨跌幅.....	8
图 16: 年初至今各指数涨跌幅.....	8
表 1: 行业公司估值表（市值更新至 7 月 27 日）.....	9

1. 本周行业观点

八马茶业高端茶市场的领导者，或于近日登陆港交所。7月17日，中国证监会官网发布《关于八马茶业股份有限公司境外发行上市及境内未上市股份全流通备案通知书》，标志着八马茶业赴港上市备案程序圆满完成，公司或将很快登陆港交所。八马茶业是一家知名的全茶类全国连锁品牌，主要从事茶及相关产品的研发设计、标准输出及品牌零售业务。公司主要有三大品牌，八马茶业覆盖全品类高端原叶茶；信记号专注于高端年份普洱茶；新成立的万山红则追求口味多元化，目标用户转向年轻消费者及女性消费者。

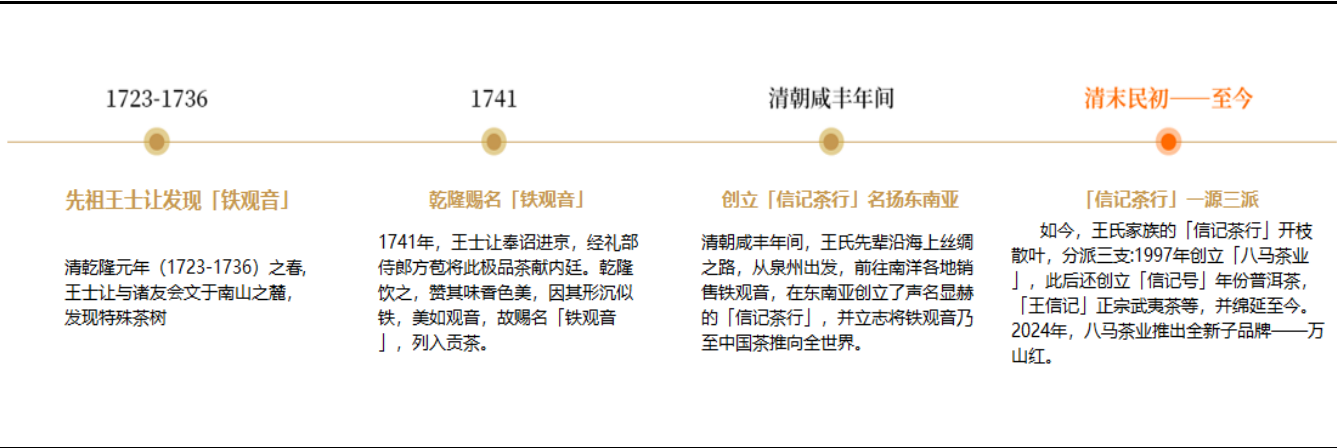
图1：八马茶业品牌及子品牌

品牌/子品牌	推出时间	主要产品类型	目标客户	销售及营销模式
	1997	全品类原叶茶、茶具及茶食	商务人士 强消费能力者	线上+线下
	2019	高端年份普洱茶	资深茶客 普洱茶爱好者	线上+线下
	2024	多口味红茶 调味茶 代用茶产品	年轻消费者 女性消费者	以线上为主

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

家族传承，底蕴丰厚。创始人及董事长王文礼先生来自于三百年制茶世家，十三代正宗传承，于2009年被授予国家级非物质文化遗产项目乌龙茶制作技艺（铁观音）代表性传承人称号。

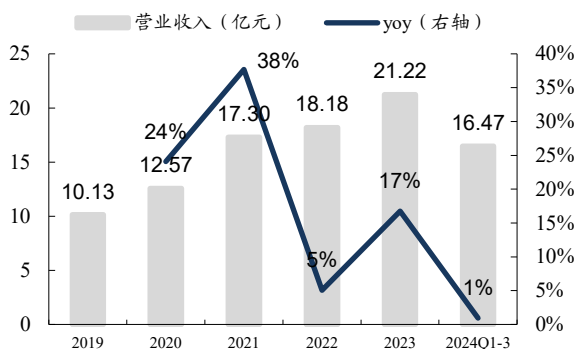
图2：八马茶业品牌及子品牌



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

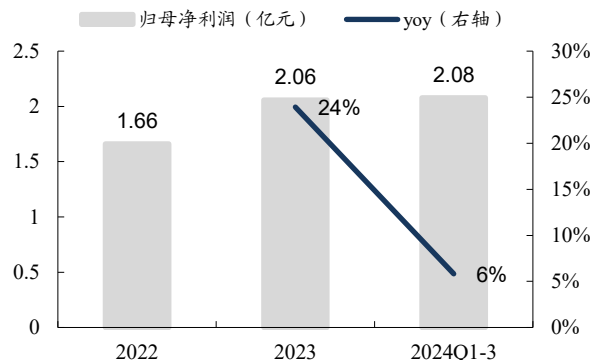
公司收入和利润稳步增长。2023/ 2024Q1-3，公司营业收入分别为 21.22/ 16.47 亿元，同比+17%/ +1%；归母净利润为 2.06/ 2.08 亿元，同比+24%/ +6%。

图3: 公司收入及增速



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

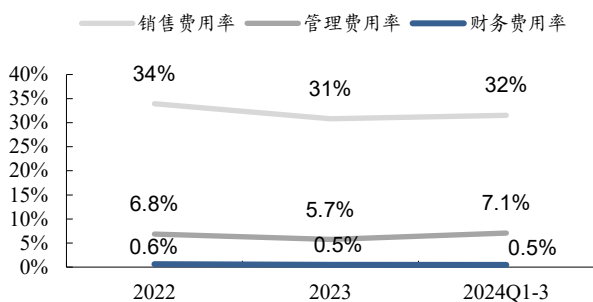
图4: 公司归母净利润及增速



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

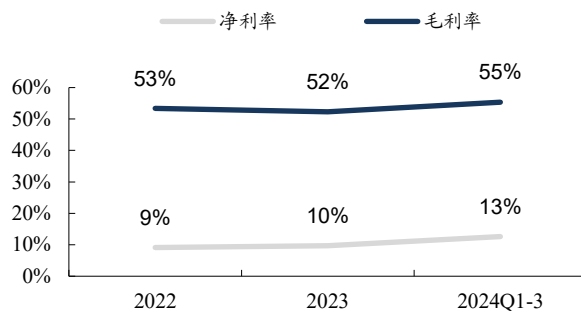
毛利率/净利率增长，费用率整体维持稳定。2023/2024Q1-3，公司销售费用率为 31%/ 32%，管理费用率为 6%/ 7%。公司主要的费用在于销售费用，主要由销售员工开支、广告宣传费用和租金构成。2023/2024Q1-3，公司毛利率为 52%/ 55%，销售净利率为 10%/ 13%，公司利润率持续提升。

图5: 公司费用率水平



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

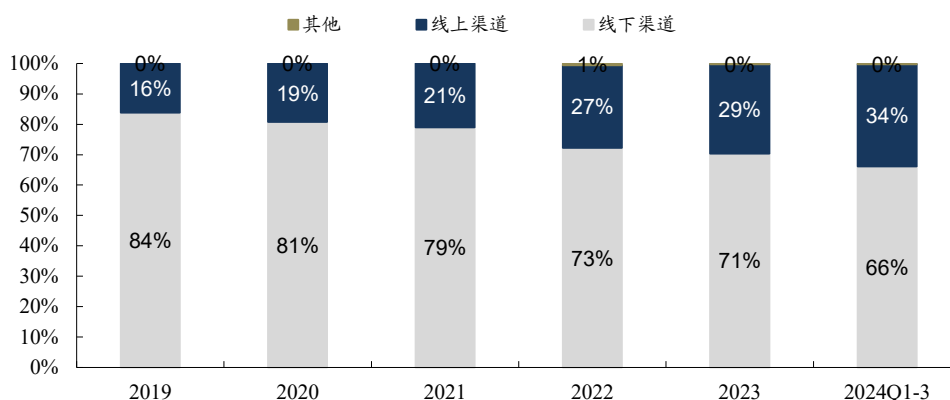
图6: 公司毛利率及销售净利率水平



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

“线上+线下”同时发力，不断提升公司销售规模。销售渠道方面，公司通过“线上+线下”的方式销售原叶茶及衍生品。其中，线上渠道收入占总收入的占比逐年升高，从2019年的16%上升至2024Q1-3的34%。

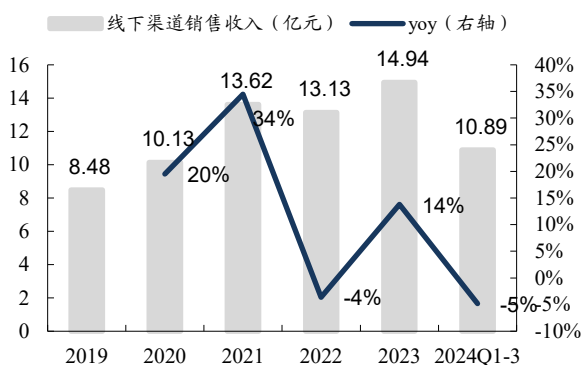
图7：营业收入的渠道结构



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

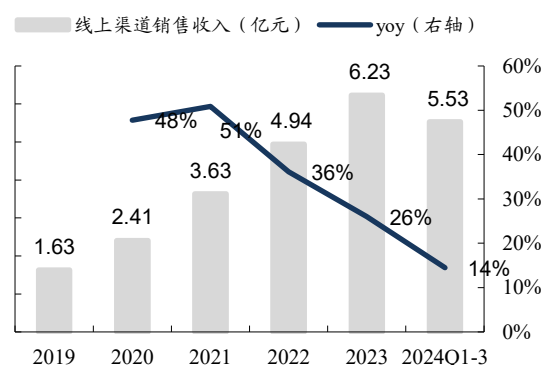
线上渠道收入增速放缓，线下渠道稳步发展。最新的招股书显示，公司2022/2023/2024Q1-3的线下渠道收入分别为13.13/14.94/10.89亿元，同比-4%/+14%/-5%。线上销售收入保持两位数增长。

图8：线下渠道销售收入及增速



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

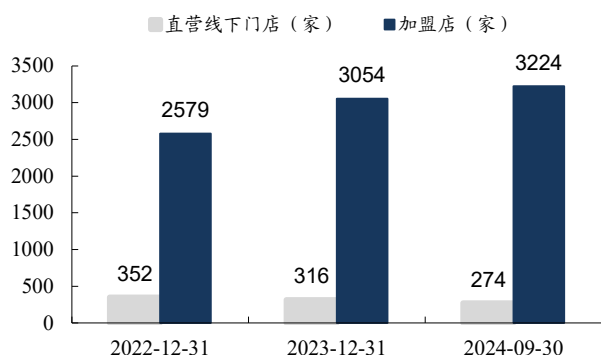
图9：线上渠道销售收入及增速



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

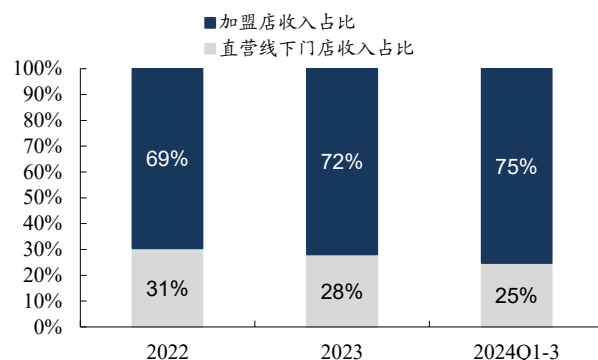
线下门店数持续增长，加盟门店占比提升。公司线下同时拥有直营店和加盟店。近年来公司持续开店，2022年底至2024Q3，公司门店总数从2,931家增至3,498家，其中加盟门店数量由2,579家增至3,224家，而直营门店则从352家减少至274家。与此同时加盟门店的收入占比也在提升，公司加盟店收入占比占比从2022年的69%增至2024Q1-3的75%。

图10: 直营门店和加盟店数量



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

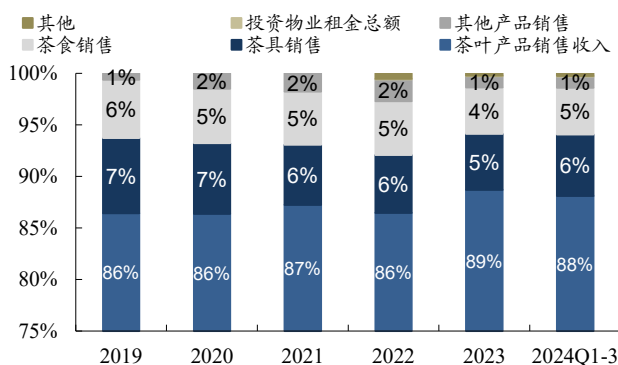
图11: 线下销售收入的渠道结构



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

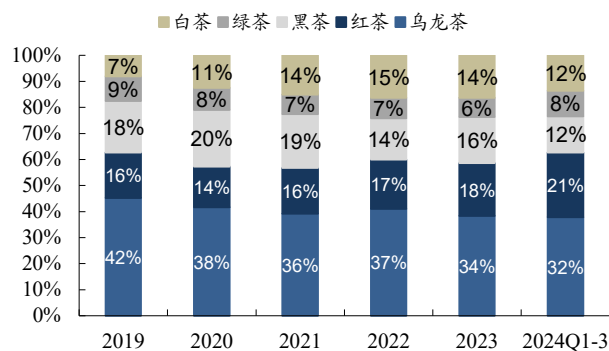
聚焦茶叶销售, 毛利率表现优异, 茶叶品类中红茶占比不断提升。从产品类别来看, 公司主业占比高, 2024Q1-3 茶叶产品销售占公司总销售额的 88%。其中乌龙茶占比最大 (32%), 红茶占比从 2019 年的 16% 上升至 2024Q1-3 的 21%。从毛利率水平看, 茶叶产品的毛利率远超其他品类, 2024Q1-3 达到 58.8%; 其他品类 (如茶具、茶食等) 维持在 30% 左右。

图12: 公司产品销售结构



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

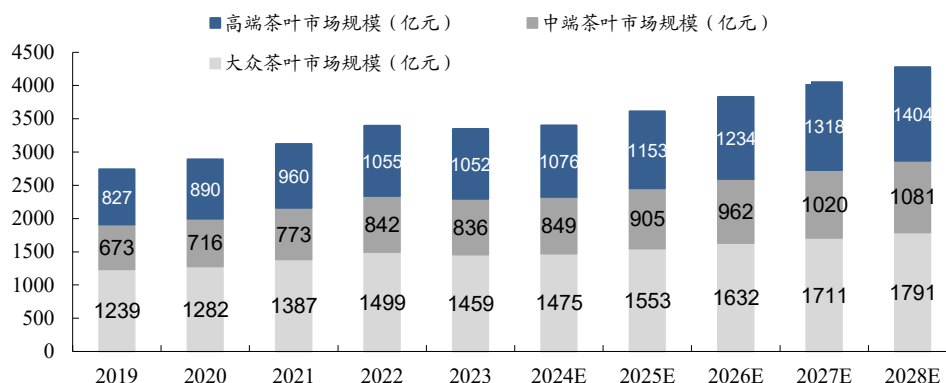
图13: 各品类茶叶销售结构



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

茶叶市场持续增长, 高端茶市场增速高于整体。根据公司招股书, 2023 年我国茶业市场规模为 3,347 亿元, 2019-2023 年 CAGR 为 5.1%; 预计 2023-2028 年 CAGR 为 5.0%。其中, 高端茶叶市场规模从 2019 年的 827 亿上升至 2023 年的 1052 亿元, CAGR 为 6.2%; 预计 2028 年达到 1404 亿元, CAGR 为 6.0%, 相比同期行业整体增速更高, 表明茶叶市场消费呈现高端化趋势。

图14：按价格范围划分的中国茶叶市场规模（亿元）



数据来源：弗若斯沙利文分析及估计，公司招股书，东吴证券研究所

注：高端：>700RMB/公斤；中端：300-700RMB/公斤；低端：<300RMB/公斤

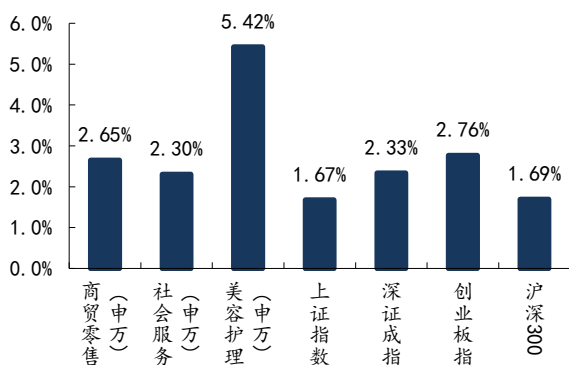
观点：茶业作为非标品，其龙头品牌具备较强的稀缺性。茶叶作为农产品，是典型的非标品，其品质高低并没有可量化的衡量标准，因此品牌很难形成且非常重要。八马茶业凭借创始人家族传承，叠加多年经营积累下的高端品牌心智，具备较强的稀缺性。公司完成赴港上市备案程序后或很快登陆港交所，建议积极关注。

2. 本周行情回顾

本周（7月21日至7月27日），申万商贸零售指数涨跌幅+2.65%，申万社会服务+2.30%，申万美容护理+5.42%，上证综指+1.67%，深证成指+2.33%，创业板指+2.76%，沪深300指数+1.69%。

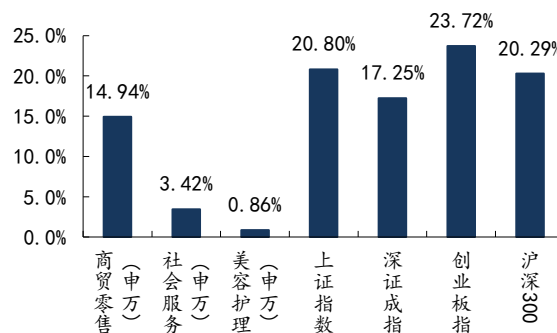
年初至今（1月2日至7月27日），申万商贸零售指数涨跌幅+14.94%，申万社会服务+3.42%，申万美容护+0.86%，上证综指+20.80%，深证成指+17.25%，创业板指+23.72%，沪深300指+20.29%。

图15：本周各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：年初至今各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 细分行业公司估值表

表1: 行业公司估值表 (市值更新至 7 月 27 日)

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）			P/E			投资 评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
化妆品&医美										
603605.SH	珀莱雅	334	84.21	15.52	18.58	21.60	22	18	15	买入
300957.SZ	贝泰妮	197	46.41	5.03	6.60	8.09	39	30	24	买入
603983.SH	丸美生物	166	41.37	3.42	4.39	5.56	49	38	30	买入
600315.SH	上海家化	157	23.30	-8.33	3.22	4.08	-	49	38	买入
600223.SH	福瑞达	86	8.50	2.44	2.82	3.51	35	31	25	买入
688363.SH	华熙生物	259	53.83	1.74	7.19	8.65	149	36	30	未评级
300896.SZ	爱美客	580	191.57	19.58	21.41	23.59	30	27	25	买入
300856.SZ	科思股份	73	15.39	5.62	4.09	5.57	13	18	13	增持
300740.SZ	水羊股份	66	17.01	1.10	2.42	3.04	60	27	22	未评级
832982.BJ	锦波生物	390	338.65	7.32	11.14	15.61	53	35	25	买入
2367.HK	巨子生物	560	59.20	20.62	25.66	32.15	27	22	17	买入
培育钻石&珠宝										
600612.SH	老凤祥	253	48.41	19.50	16.43	18.34	13	15	14	买入
002867.SZ	周大生	144	13.29	10.10	11.12	12.16	14	13	12	买入
1929.HK	周大福	1,232	13.50	59.16	76.66	85.20	21	16	14	未评级
002345.SZ	潮宏基	126	14.17	1.94	4.53	5.24	65	28	24	买入
600916.SH	中国黄金	139	8.28	8.18	11.82	13.23	17	12	11	未评级
605599.SH	菜百股份	121	15.53	7.19	7.81	8.37	17	15	14	买入
免税旅游出行										
601888.SH	中国中免	1,408	68.05	42.67	49.78	49.78	33	28	28	买入
600009.SH	上海机场	815	32.76	19.34	29.39	37.19	42	28	22	未评级
600258.SH	首旅酒店	159	14.23	8.06	9.14	9.88	20	17	16	买入
600754.SH	锦江酒店	245	22.98	9.11	10.31	12.58	27	24	19	买入
1179.HK	华住集团-S	737	26.50	30.48	38.06	43.68	24	19	17	买入
600859.SH	王府井	161	14.35	2.69	6.25	7.48	60	26	22	未评级
0780.HK	同程旅行	487	22.60	27.85	34.08	40.71	17	14	12	增持
300144.SZ	宋城演艺	229	8.74	10.49	11.37	13.20	22	20	17	增持
301073.SZ	君亭酒店	44	22.75	0.25	0.66	0.89	176	67	50	未评级
603136.SH	天目湖	34	12.74	1.05	1.45	1.60	33	24	22	增持
002707.SZ	众信旅游	77	7.83	1.06	2.28	2.89	73	34	27	未评级
603199.SH	九华旅游	40	36.08	1.86	2.14	2.39	21	19	17	未评级
600054.SH	黄山旅游	86	11.77	3.15	3.61	3.98	27	24	22	未评级
000888.SZ	峨眉山 A	75	14.26	2.35	2.93	3.27	32	26	23	未评级
603099.SH	长白山	101	37.83	1.44	1.87	2.25	70	54	45	未评级
出口链										
600415.SH	小商品城	1,150	20.98	30.74	42.31	57.13	37	27	20	买入
300866.SZ	安克创新	666	125.28	21.14	24.58	33.51	31	27	20	买入
301376.SZ	致欧科技	75	18.60	3.34	4.18	5.44	22	18	14	买入
301381.SZ	赛维时代	86	21.31	2.14	3.38	4.46	40	25	19	未评级
301606.SZ	绿联科技	190	45.90	4.62	6.44	8.27	41	30	23	未评级
9896.HK	名创优品	427	36.70	27.21	31.46	37.74	16	14	11	买入

产业互联网

600057.SH	厦门象屿	212	7.54	14.19	17.74	21.23	15	12	10	买入
600153.SH	建发股份	308	10.61	29.46	38.97	44.96	10	8	7	未评级
600755.SH	厦门国贸	140	6.48	6.26	13.00	15.69	22	11	9	未评级
600710.SH	苏美达	140	10.72	11.48	12.42	13.29	12	11	11	增持

小家电

688696.SH	极米科技	74	105.05	1.20	4.30	5.63	61	17	13	买入
603486.SH	科沃斯	407	70.84	8.06	12.02	14.84	51	34	27	买入
688169.SH	石头科技	430	166.00	19.77	20.11	25.49	22	21	17	未评级

超市&其他专业连锁

600729.SH	重庆百货	127	28.80	13.15	14.06	14.99	10	9	8	买入
600694.SH	大商股份	69	19.94	5.86	6.49	7.16	12	11	10	买入
002419.SZ	天虹股份	68	5.79	0.77	1.28	1.61	88	53	42	未评级
601933.SH	永辉超市	441	4.86	-14.65	-8.71	2.35	-	-	188	增持
002697.SZ	红旗连锁	78	5.70	5.21	5.39	5.72	15	14	14	未评级
603708.SH	家家悦	68	10.60	1.32	1.86	2.27	51	36	30	未评级
300755.SZ	华致酒行	77	18.51	0.44	0.98	1.48	174	79	52	买入
301101.SZ	明月镜片	93	46.16	1.77	1.95	2.14	53	48	43	未评级
301078.SZ	孩子王	163	12.88	1.81	3.95	5.59	90	41	29	买入
603214.SH	爱婴室	27	19.62	1.06	1.32	1.59	26	21	17	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：表中已评级标的的净利润预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用 Wind 一致预期；

注 2：除收盘价为原始货币外，其余货币单位为人民币。PE 按港币:人民币=1:0.91 换算（对应 2025.07.25 汇率）；

注 3：名创优品、同程旅行使用经调整净利润口径。

4. 风险提示

产品需求下降、行业不景气、原材料及成品价格波动等。

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>