

茶香弥万店，经营有百道

华泰研究

2025 年 1 月 05 日 | 中国香港

首次覆盖

餐饮

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

14.89

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523120004
SFC No. BTM417

曾琚

zengjun@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570516080001
SFC No. BQE385

梅昕

meixin@htsc.com
+(86) 21 2897 2080

首次覆盖茶百道给予“买入”评级，目标价 14.89 港币，基于 20X 25 年 PE。茶百道是中国领先的中价现制茶饮品牌，我们认为公司核心竞争力来自于清晰的高质价比产品定位、优质的供应链管理及高效共赢的小店加盟模式。立足长远，随现饮行业供需格局优化，茶百道作为全国化布局的综合型龙头有望逆势胜出，下沉市场、高线城市枢纽点位仍有加密空间，我们测算其中远期门店数有望超 1.5 万家。境外业务方兴未艾，仍处于渗透率提升阶段，有望成为公司第二成长曲线；积极试水跨界布局咖啡赛道，储备成长潜能充裕。

质价比驱动中价现饮高速发展，高集中度下头部品牌优势凸显

需求端，我们认为情绪消费高景气有望继续推动现制饮品蓬勃发展，现饮占国人水分摄入量的比例仍有提升空间。中价现饮（10-20 元）契合质价比趋势，符合大众需求，更具成长潜力。据 CIC，22 年中价饮品市场规模达 1,887 亿（零售额），23-28E CAGR 达 19.9%，增速较高。格局方面，品牌的快速膨胀和竞争白热化或加速长尾出清，进一步带动集中度提升。茶百道等龙头经营管理能力已受路径验证，规模优势突出，或更加受益行业整合。

性价比产品、快周转供应链与高效率小店加盟模式塑造独特竞争力

公司自 2020 年起加速成长，优秀的底层经营质地支撑门店及利润规模同步扩张。我们认为公司具备 3 大竞争优势：1) 牢抓性价比、便利性两大 C 端需求痛点，深耕大众价格带，以灵活的选址提高产品触达便捷度，进而做优外卖场景、增厚店效。2) B 端以小店模型全国化扩张，打造高效率 UE 持续吸引加盟商。3) 供应链规模效益和议价能力较强，存货周转率高于同业。

成长曲线打造：下沉市场及境外展店空间广阔

下沉、境外市场现制茶饮仍存供需差，渗透率或有提升空间，我们认为头部品牌有望实现降维打击。根据标杆城市和区域经济差异测算，预计茶百道境内门店数超 1.5 万家。24 年以来境外开店提速，韩国首店奠定良好开局。

我们与市场观点不同之处

市场担心现饮行业已存在供给过剩问题，或加剧竞争。我们认为价格竞争挤压加盟商盈利空间，但也给予了行业优胜劣汰和头部向下整合的机会。头部规模效应强，抗风险能力高，成熟的供应链和管理体系有望持续虹吸加盟商。

目标价 14.89 港币：“买入”评级

我们预测公司 24-26 年 EPS 为 0.50/0.70/0.85 元。参考可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值 20X，考虑公司虽处于成长期，但经营稳定性仍待验证，予以平价估值，给予 20X25 年 PE，给予目标价 14.89 港币，“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，加盟商管理风险，门店量价测算和实际偏差风险。

经营预测指标与估值

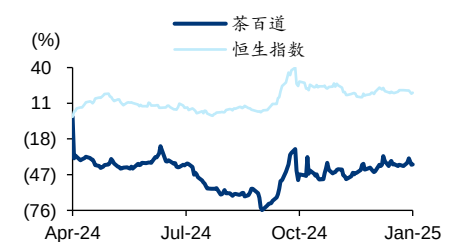
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	4,232	5,704	5,139	5,871	6,630
+/-%	16.12	34.80	(9.92)	14.25	12.93
归属母公司净利润 (人民币百万)	954.35	1,139	737.94	1,041	1,249
+/-%	26.24	19.38	(35.23)	41.12	19.98
EPS (人民币，最新摊薄)	0.95	0.98	0.50	0.70	0.85
ROE (%)	201.57	154.62	28.28	22.94	25.71
PE (倍)	9.99	9.72	19.10	13.53	11.28
PB (倍)	14.66	13.45	3.21	3.01	2.80
EV EBITDA (倍)	12.03	10.36	11.61	8.24	6.67

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (港币)	14.89
收盘价 (港币 截至 1 月 3 日)	10.48
市值 (港币百万)	15,486
6 个月平均日成交额 (港币百万)	20.18
52 周价格范围 (港币)	3.98-16.00
BVPS (人民币)	2.76

股价走势图



资料来源：S&P

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,232	5,704	5,139	5,871	6,630
销售成本	(2,775)	(3,741)	(3,488)	(3,964)	(4,434)
毛利润	1,456	1,964	1,650	1,906	2,196
销售及分销成本	(60.68)	(131.00)	(179.67)	(186.50)	(195.61)
管理费用	(291.85)	(420.45)	(444.84)	(494.86)	(526.14)
其他收入/支出	(6.95)	(60.93)	(32.08)	(28.43)	(30.81)
财务成本净额	(2.97)	3.26	17.46	18.47	20.99
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1,151	1,366	898.12	1,248	1,497
税费开支	(185.99)	(215.07)	(152.68)	(195.91)	(235.05)
少数股东损益	10.44	11.57	7.49	10.57	12.69
归母净利润	954.35	1,139	737.94	1,041	1,249
折旧和摊销	(47.88)	(67.01)	(92.53)	(106.07)	(122.54)
EBITDA	1,202	1,430	973.19	1,335	1,599
EPS (人民币, 基本)	0.95	0.98	0.50	0.70	0.85

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	192.48	201.17	183.55	208.60	233.32
应收账款和票据	66.38	62.52	58.06	66.33	74.91
现金及现金等价物	226.03	945.99	3,456	3,753	4,127
其他流动资产	864.38	1,392	1,321	1,327	1,333
总流动资产	1,349	2,602	5,018	5,355	5,768
固定资产	145.57	235.71	254.13	272.57	291.05
无形资产	16.45	51.20	78.16	99.37	122.46
其他长期资产	171.61	196.74	204.42	215.78	220.13
总长期资产	333.63	483.65	536.71	587.72	633.63
总资产	1,683	3,085	5,555	5,943	6,402
应付账款	605.59	770.62	661.75	752.09	841.22
短期借款	37.50	40.95	48.65	44.71	46.74
其他负债	184.80	214.89	218.71	222.91	227.53
总流动负债	827.88	1,026	929.11	1,020	1,115
长期债务	38.58	42.58	50.64	46.53	48.64
其他长期债务	153.83	1,170	148.82	148.82	148.82
总长期负债	192.41	1,212	199.46	195.35	197.47
股本	100.00	125.64	147.76	147.76	147.76
储备/其他项目	550.62	697.44	4,247	4,538	4,887
股东权益	650.62	823.08	4,395	4,686	5,035
少数股东权益	12.00	23.57	31.06	41.64	54.33
总权益	662.62	846.65	4,426	4,727	5,089

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	9.99	9.72	19.10	13.53	11.28
PB	14.66	13.45	3.21	3.01	2.80
EV EBITDA	12.03	10.36	11.61	8.24	6.67
股息率 (%)	6.19	9.08	3.72	5.24	6.29
自由现金流收益率 (%)	4.77	5.94	4.24	7.69	9.21

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	1,202	1,430	973.19	1,335	1,599
融资成本	2.97	(3.26)	(17.46)	(18.47)	(20.99)
营运资本变动	(227.21)	(261.25)	(127.70)	51.09	49.69
税费	(185.99)	(215.07)	(152.68)	(195.91)	(235.05)
其他	394.54	437.88	145.78	34.08	37.02
经营活动现金流	1,186	1,388	821.13	1,206	1,429
CAPEX	(104.92)	(103.45)	(88.35)	(93.35)	(98.35)
其他投资活动	(310.60)	(819.09)	10.28	11.65	13.81
投资活动现金流	(415.52)	(922.54)	(78.07)	(81.70)	(84.54)
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	25.64	2,345	0.00	0.00
派发股息	(600.00)	(1,021)	(531.95)	(750.67)	(900.62)
其他融资活动现金流	(72.52)	1,020	(46.40)	(76.37)	(70.18)
融资活动现金流	(672.52)	24.54	1,767	(827.05)	(970.80)
现金变动	97.89	489.96	2,510	297.50	373.99
年初现金	128.14	226.03	715.99	3,226	3,523
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	226.03	715.99	3,226	3,523	3,897

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	16.12	34.80	(9.92)	14.25	12.93
毛利润	11.92	34.86	(15.96)	15.51	15.19
营业利润	20.54	23.22	(26.47)	20.41	20.62
净利润	26.24	19.38	(35.23)	41.12	19.98
EPS	25.26	2.83	(49.11)	41.12	19.98
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	34.41	34.43	32.12	32.47	33.12
EBITDA	28.40	25.06	18.94	22.75	24.11
净利润率	22.55	19.97	14.36	17.74	18.84
ROE	201.57	154.62	28.28	22.94	25.71
ROA	69.88	47.78	17.08	18.12	20.24
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(23.05)	(104.79)	(76.37)	(78.15)	(80.08)
流动比率	1.63	2.53	5.40	5.25	5.17
速动比率	1.40	2.34	5.20	5.05	4.96

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	3.10	2.39	1.19	1.02	1.07
应收账款周转天数	5.78	4.07	4.22	3.81	3.83
应付账款周转天数	63.35	66.23	73.91	64.19	64.68
存货周转天数	19.82	18.94	19.85	17.81	17.94
现金转换周期	(37.75)	(43.21)	(49.84)	(42.58)	(42.90)

每股指标 (人民币)

EPS	0.95	0.98	0.50	0.70	0.85
每股净资产	0.65	0.71	2.97	3.17	3.41

正文目录

投资要点	6
我们与市场观点不同之处	6
现制茶饮：供需并进创增量，头部品牌优势足	7
供需兼备增长点，千亿赛道发展可期	7
存量竞争激烈，头部优势明显	10
茶百道：中价茶饮领头羊	11
深耕中价茶饮，2020 年起加速成长	11
股权结构集中，团队经验丰富	11
现金流充裕，门店收入同步扩张	12
产品、供应链、加盟三大竞争优势	16
产品：深耕中价茶饮，外卖吸引需求	17
立足中端价格带，具备高性价比	17
外卖场景提店效，持续吸引需求	19
全域数字化营销，会员制增粘性	20
供应链：管理效率高，体系完善	21
议价能力卓越，周转率高于同业	22
积极投资上游，供应商管理严格	23
加盟：品牌与加盟商高效共赢	23
单店模型质地优，持续吸引加盟商	23
门店全国化程度高，多优势区域平滑需求	24
加盟商管理体系完备，店效表现良好	25
看点：下沉市场仍有空白，出海+扩品类或将构筑新成长曲线	27
预计潜在门店数量可达 15,053 家	27
境外首店落地韩国，关注品牌出海进展	27
业务横向扩张至咖啡，描绘新成长曲线	28
盈利预测与估值	29
风险提示	32

图表目录

图表 1：中国按类型划分的饮品店行业市场规模	7
图表 2：中国现制饮品市场分价格带市场规模占比（以终端零售额计）	7
图表 3：我国现制茶饮消费者画像（2023 年 4 月）	8
图表 4：2018-2028E 按城市等级划分的中国现制茶饮店市场规模	9
图表 5：中国现制茶饮行业堂食和外卖市场规模（十亿元）	9
图表 6：现制茶饮竞争格局	10
图表 7：茶百道发展历程	11

图表 8: 茶百道股权结构图 (数据截至 2024 年 6 月)	12
图表 9: 茶百道高管团队	12
图表 10: 茶百道营收构成 (百万元) 及营收增长率	12
图表 11: 茶百道零售额 (百万元) 及增长率	12
图表 12: 茶百道门店数量及单店零售额 (万元)	13
图表 13: 茶百道总销量/订单数 (百万) 及单杯价格/每单均价 (元)	13
图表 14: 茶百道分业务毛利率	13
图表 15: 茶百道归母净利润 (百万元) 和归母净利率	13
图表 16: 茶百道经调整净利润 (百万元) 和经调整净利率	14
图表 17: 茶百道 EBITDA (百万元) 和 EBITDA 利润率	14
图表 18: 茶百道存货 (百万元) 和存货周转率	14
图表 19: 茶百道应收账款 (百万元) 和应收账款周转率	14
图表 20: 茶百道销售/行政费用 (百万元) 及销售管理费用率	14
图表 21: 茶百道经营活动现金流及自由现金流 (百万元)	14
图表 22: 茶百道分红金额及分红率 (2021-2023)	15
图表 23: 茶百道单日交易量 (上市至 2025.1.3 收盘)	15
图表 24: 茶百道竞争优势概览	16
图表 25: 茶百道/蜜雪冰城/沪上阿姨/古茗的毛利率	16
图表 26: 茶百道/蜜雪冰城/沪上阿姨/古茗的净利率	16
图表 27: 现制茶饮品牌代表单品及价格带	17
图表 28: 茶百道及其他重点茶饮品牌同款经典产品及供应商比较	18
图表 29: 茶百道经典、季节性 & 区域性茶饮	18
图表 30: 茶百道经典茶饮 2023 年销售量/销售额 (百万元) 和均价 (元)	18
图表 31: 部分茶饮品牌 2021-2023 产品上新数量	19
图表 32: 茶百道新品研发流程	19
图表 33: 茶百道外卖/非外卖订单销售额 (百万元) 及外卖订单占比	20
图表 34: 500M 内购物中心样本门店经营对比 (茶百道 vs 沪上阿姨)	20
图表 35: 茶百道分销及销售费用拆分 (百万元)	20
图表 36: 茶百道/蜜雪冰城/古茗/沪上阿姨销售费用率	20
图表 37: 茶百道全域营销	21
图表 38: 茶百道和热点事件推出跨界联名产品	21
图表 39: 茶百道会员系统	21
图表 40: 现制茶饮品牌 2023 年会员数量 (百万人)	21
图表 41: 茶百道供应链全环节概览	22
图表 42: 头部现制饮品企业前五大供应商采购金额占比	22
图表 43: 茶百道及各茶饮品牌/餐饮品牌存货周转率对比	22
图表 44: 部分现制茶饮品牌单店模型	23
图表 45: 部分现制茶饮品牌加盟政策对比	24
图表 46: 茶百道门店数量及分布	24
图表 47: 茶百道门店分布情况 (截至 2023.12.31)	24

图表 48: 头部现制茶饮品牌覆盖省份及城市数量对比	25
图表 49: 各品牌高线城市门店占比对比	25
图表 50: 茶百道加盟店管理模式	25
图表 51: 茶百道加盟店数量及变动	26
图表 52: 茶百道加盟商数量及变动	26
图表 53: 截至 9M23 各茶饮品牌店均出杯量与 GMV 对比	26
图表 54: 茶百道及主要茶饮品牌门店数量及门店密度	27
图表 55: 全球现制饮品市场以终端零售额计的 22-28 年复合年增长率	28
图表 56: 东南亚现制饮品市场以终端零售额计的市场规模 (十亿美元)	28
图表 57: 茶百道“咖灰”首店	28
图表 58: 9M23 中国以终端零售额计的现磨咖啡市场格局	28
图表 59: 茶百道: 门店数量预测	29
图表 60: 茶百道: 门店主要经营业绩指标预测	29
图表 61: 茶百道: 收入端预测	30
图表 62: 茶百道: 成本端预测	30
图表 63: 茶百道: 费用端预测	31
图表 64: 茶百道: 可比公司估值表	31

投资要点

茶百道是中国领先的中价现制茶饮品牌，以高质价比产品定位持续获消费者青睐，依加盟模式实现门店规模快速扩张。截至 1H24，公司于中国境内/境外分别经营 8,385/7 家现制茶饮门店。公司凭借高性价比、优质供应链管理体系及加盟模式构建自身独特竞争地位。我们看好未来门店下沉带来的业务增量以及品牌出海带来的第二增长曲线。

如何看待现饮当下竞争格局？——危亦是机，剩者为王

现制茶饮近年来经历自井喷式增长到竞争白热化的发展进程，2023 年市场规模已达 2473 亿（销售额口径，灼识咨询）。上一轮周期（2018-2021 年）现饮行业的蓬勃发展导致供给过剩扩容，2024 年受消费环境影响，茶饮行业供需失衡，经营承压，致使高价茶饮自降价格带、直营品牌陆续放开加盟、早期“网红”品牌长红不再。竞争加剧虽对品牌短期经营数据产生一定扰动，但我们认为危亦是机。格局嬗变中，行业有望迎来小幅度洗牌，并进一步带动集中度提升。头部品牌门店布局广泛、经营管理能力已经受路径验证、且上下游合作关系稳定，预计未来可持续整合优质物业资源，依门店增长持续抬升品牌声量，实现周期穿越，逆流而上。

2B 端：以高效率、可复制的灵活优质商业模式持续吸引加盟商

茶百道单店模型灵活简单易复制，店均面积 50 平方米左右，毛利率维持在 60%，单店投资回收期约 9-13 个月，模型优于同业。公司以优质模型持续吸引加盟商、撬动加盟杠杆，实现门店快速广泛扩张。截至 2024.10.21，茶百道已覆盖全国 31 省/348 市，全国化程度高于同价位段竞对；构建了四川、华东、华南三大优势地区，强势区域多于同业，可有效平滑需求差异。

2C 端：以高性价比+易得性最大化覆盖大众需求

茶百道产品定价介于 10-20 元之间，截至 23 年 12 月 31 日，茶饮平均售价为 14.8 元，高性价比定位符合当前大众茶饮需求。横向比较，后续伴随茶饮竞争回归常态化，全行业层面的优惠券使用范围收窄，茶百道一直以来对性价比大众定位的坚守或进一步凸显其价格优势。其二，公司以小店模式扩张，加密消费者触点，在场景拓展上具有一定优势。公司 23 年外卖销售额占比达 59%，高于行业平均，叠加前期高线城市布局充分，高外卖占比扩大单店覆盖人群半径，有效通过门店便利性、产品易得性拉动了店效增长。

我们与市场观点不同之处

1) 市场认为我国现制茶饮已相对饱和、甚至处于出清阶段。但我们认为公司所处细分行业（即中价现制茶饮）符合当前乃至远期大部分消费者的茶饮消费习惯，仍将凭借高质价比贡献行业未来主要增量。竞争激烈下头部品牌势能不减、且已具备规模优势，或可灵活承接其余小散品牌加盟商再投资。当前行业内价格竞争削弱公司性价比优势，竞争回归常态后公司产品优势将进一步凸显。

2) 市场对加盟模式存在不信任，担心加盟商跑路、利益冲突等问题。但我们认为公司供应商/加盟商管理体系均较完备，现有门店规模验证加盟模式可持续性。当前公司整体门店店效良好、闭店率维持低位，加盟体系稳定。同时健康加盟模式将为公司带来充裕现金流，可满足股利发放或向上游投资等股东回馈及业务发展需求。

3) 市场认为公司开店或已达天花板，万店里程碑可望而不可及。但我们认为下沉和海外市场需求仍在，结合现有品牌下沉市场门店密度，茶百道门店扩张仍有空间。立足中远期，初步估计全国门店可达 1.5 万家，较当前仍有近 1 倍门店成长空间。24 年起公司境外拓店步伐加快、境外新开门店表现较好、本地化程度高，品牌势能得以验证，品牌出海未来或将贡献业务增量。

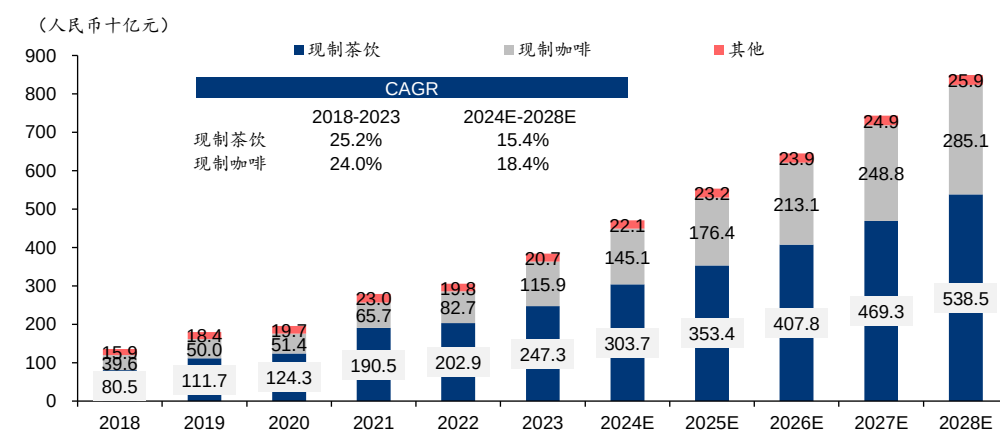
现制茶饮：供需并进创增量，头部品牌优势足

供需兼备增长点，千亿赛道发展可期

现制饮品千亿规模赛道，进入成熟发展阶段。据弗若斯特沙利文，2023 年中国现制饮品店以零售额计的市场规模达 3,839 亿元，预计未来 5 年将以 15.9% 的 CAGR 增至 2028 年的 8,495 亿元。分品类来看，现制茶饮店、现制咖啡店为现制饮品店两大主要品类，2023 年市场规模占比分别为 64.4%/30.2%。

现制茶饮奠定现制饮品规模大盘，仍将为现制饮品行业贡献主要增量。我们认为，茶饮和咖啡两大品类处于不同的发展节点：现制茶饮起势较早，过去几年中历经快速扩张期，市场规模由 2018 年的 805 亿元增至 2023 年的 2,473 亿元，奠定当下现制饮品行业规模基本盘；未来增速虽有放缓，但仍将为现制饮品行业稳步扩容贡献较大增量，弗若斯特沙利文预计 2024-2028 年现制茶饮店市场规模 CAGR 达 15.4%/贡献约 62% 的行业规模增量。现制咖啡则处于渗透率提升的黄金成长期，弗若斯特沙利文预计 2024-2028 年 CAGR 达 18.4% 快于行业整体（15.9%），占现饮比重将由 2023 年的 30.2% 提升至 2028 年的 33.6%。

图表1：中国按类型划分的饮品店行业市场规模

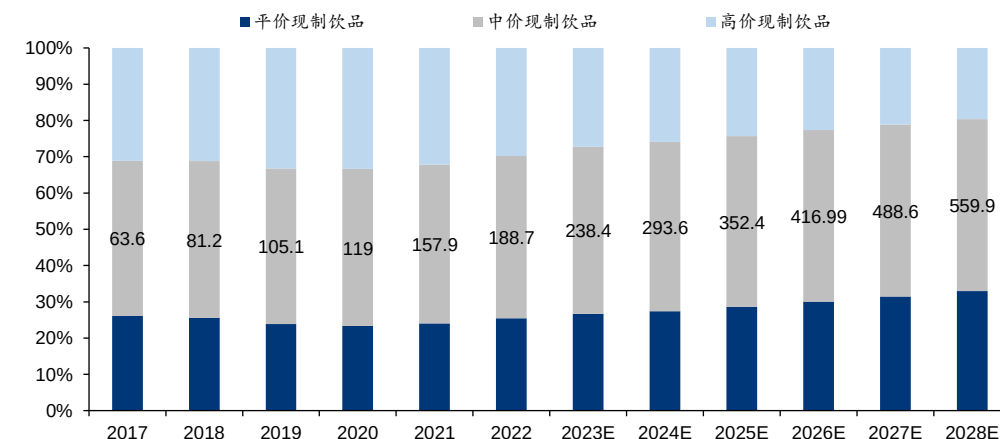


注：其他包括果汁店、以碳酸饮料或其他饮料作为主要产品的店铺，主要为街边店铺

资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

从价位段角度看，中价现饮市场规模占比最高，具备增长潜力。据灼识咨询，现制饮品可分为三大价格带，分别为平价（单价小于或等于 10 元）、中价（单价介于 10 元及 20 元之间）、高价（单价大于或等于 20 元）。其中中价现制饮品市场规模最大、近年来高速发展。据灼识咨询预测，2022 年中价现制饮品市场规模达 1,887 亿，市场份额占比达 44.8%，预计至 2028 年将进一步提升至 47.4%，预计市场份额仍有提升空间。

图表2：中国现制饮品市场分价格带市场规模占比（以终端零售额计）



资料来源：灼识咨询，华泰研究

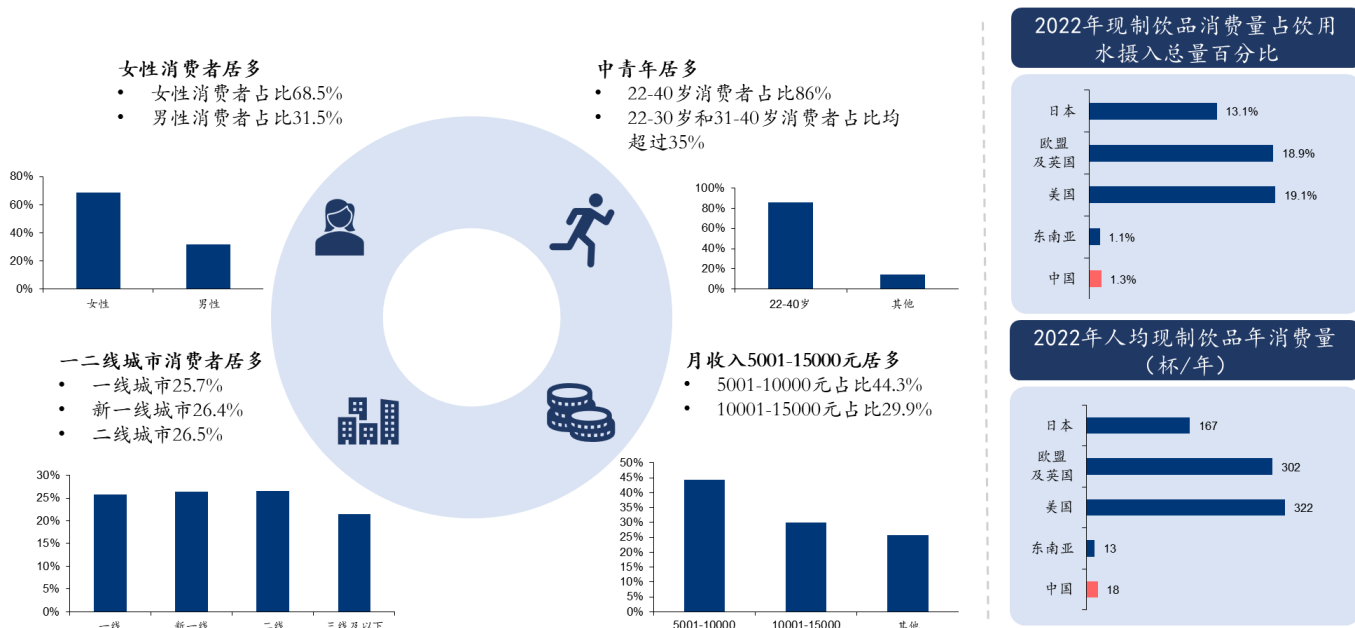
基于下述两点，我们认为中价现制茶饮具备发展潜力：1) 中价茶饮符合大众消费水准、已构建群体消费偏好：据每日经济新闻于 2024 年 3 月进行的线上问卷调查 (N=331)，多达 53.6% 的调研对象更愿意选择 16-19 元价格带的新茶饮产品；2) 边际效用递减下具备高性价比优势：产品达一定质量后，消费者对于饮品品质提升的感知力边际减弱；中价位段产品通过原料细心挑选及配比，可恰如其分地平衡消费者对于产品价值与价格的需求，即高“质价比”。

从需求及供给视角拆解来看，我们认为现制茶饮行业发展的驱动因素如下：

需求视角之一：当前我国及东南亚地区现制饮品消费量较低，存在结构性提升机遇。茶饮受众广泛，或将驱动饮用水消费结构转变。从人均饮用量来看，据灼识咨询，2022 年中国、东南亚人均现制饮品年消费量分别为 18 杯/人、13 杯/人，远低于日本、美国、欧盟及英国的人均现制饮品消费量水平（分别为 167/322/302 杯/人）；从饮用水摄入结构来看，据灼识咨询，2022 年中国及东南亚现制饮品消费量占饮用水摄入总量仅为 1.3/1.1%，远低于美国/欧盟及英国/日本的 19.1/18.9/13.1%，现制饮品整体存在较大结构性提升空间。鉴于中国及东南亚地区茶文化源远流长，较咖啡受众更广泛，市场教育难度小，我们认为现制饮品消费量结构性提升将较多来源于现制茶饮。

需求视角之二：情绪消费贡献现制茶饮行业需求增量。茶饮自带的情绪价值属性主要体现在两大部分：1) **社交属性**：据艾媒咨询于 2023 年 4 月展开的调查 (N=2,355)，逛街购物、下午茶及聚餐为位列前三的消费场景，分别占比 52.5/52.2/39.5%；2) **体验需求**：自我满足、“种草”与“拔草”等体验式消费行为正兴起，同时社交软件提供了此类需求的增长土壤。受众群体结构上，据艾媒咨询于 2023 年 4 月展开的调查 (N=2,355)，新式茶饮消费者中女性居多，22-40 岁的中青年消费者为主力，二线及以上城市消费者共占比 78.6%，44.3% 的受访者月收入介于 5,001-10,000 元之间；我们认为该类群体仍存在较多社交场景、且有较大体验需求，可支撑行业发展。随人口代际更迭、可支配收入提升，情绪消费或将进一步扩充现制茶饮消费场景、贡献行业需求增量。

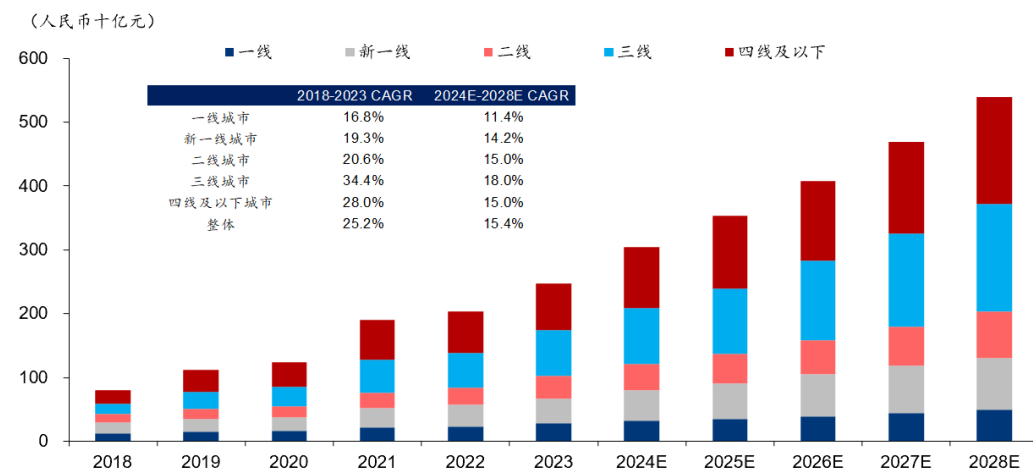
图表3：我国现制茶饮消费者画像（2023 年 4 月）



资料来源：艾媒咨询，蜜雪冰城招股说明书，灼识咨询，华泰研究

供给视角之一：下沉市场仍存在供需差，是供给新增长点。预计下沉市场供给增量空间充裕，据弗若斯特沙利文，2023 年一线/新一线/二线/三线/四线及以下城市现制茶饮市场规模分别为 278/397/347/716/735 亿元；其中三线/四线及以下城市 2018-2023 CAGR 分别达 34.4%/28.0%，高于其他线级城市，预计 2024-2028 年增速仍将处于较高水平。与此同时下沉市场存在需求基础，据埃森哲《2022 中国消费者洞察系列下沉市场篇报告》，相较于其他线级城市消费者，四线及以下城市消费者更愿意在未来一年中增加在餐饮上的消费。我们认为随品牌认知提升，下沉市场存在存量需求升级及较大需求增量；同时供给端现有连锁品牌不多、门店密度有待提升，供需差仍存，下沉市场将成为供给新增长点。

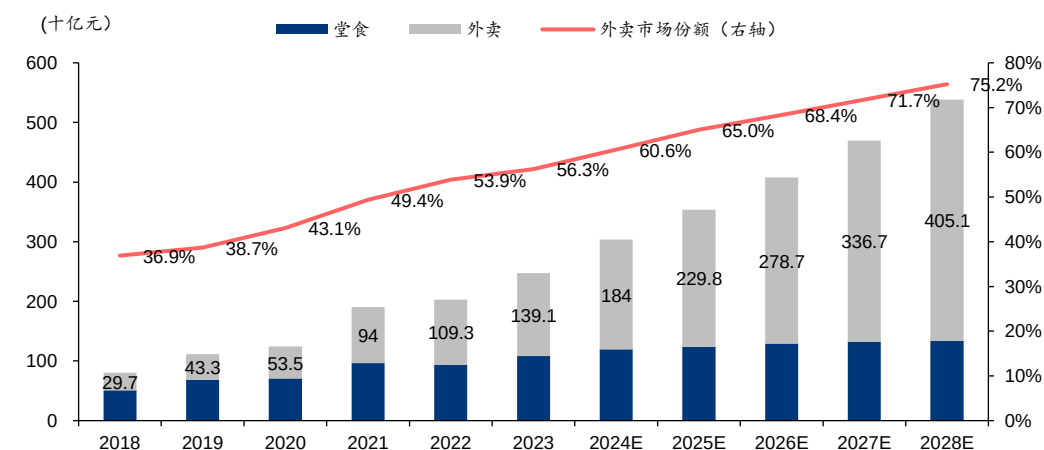
图表4：2018-2028E 按城市等级划分的中国现制茶饮店市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

供给视角之二：茶饮线上化趋势明显。外卖已成为现制茶饮行业规模增长的重要驱动力，据弗若斯特沙利文，2018-2023 年现制茶饮中外卖市场规模从 297 亿元增至 1,391 亿元，CAGR 达 36.2%，占现制茶饮市场规模比例从 36.9% 升至 56.3%，预计这一比例到 2028 年将进一步提升至 75.2%。我们认为茶饮外卖可有效扩展单一门店覆盖范围，使选址及门店密度对行业规模增长的限制进一步减弱；同时平台起送价稳定单均价格，叠加平台引流活动或将增加消费频次、拉升 GMV。

图表5：中国现制茶饮行业堂食和外卖市场规模（十亿元）



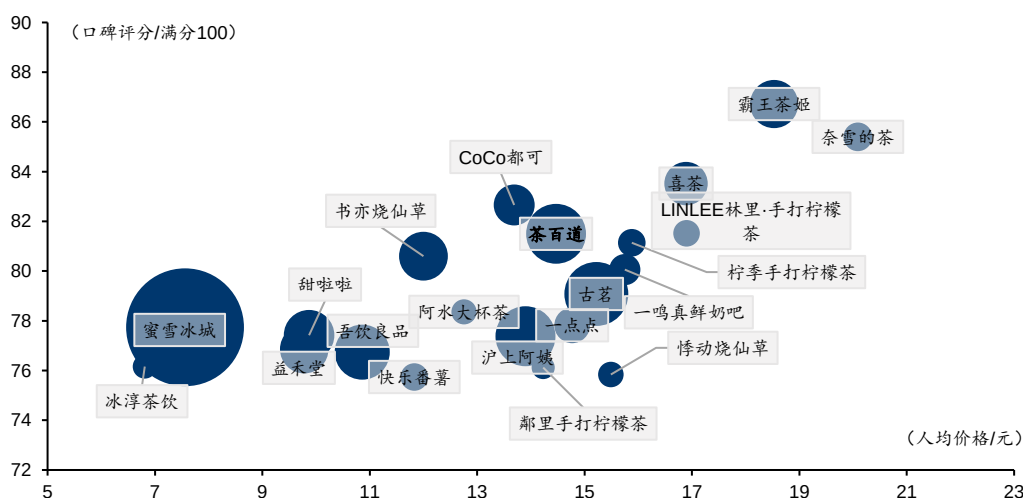
资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

存量竞争激烈，头部优势明显

现制茶饮连锁化率预计将进一步提升。据窄门餐眼（截至 2024/7/6），当前现制茶饮门店总数近 43 万家，弗若斯特沙利文预计现制茶饮连锁化率将从 23 年的 64.7% 上升至 28 年的 73.5%。我们估算当前茶饮连锁门店多于 27 万家，预计未来连锁品牌仍有较大拓店空间。

各价格带市场格局初定，2023 年 CR3（出杯量）近 50%；中价茶饮竞争激烈。分价位段看，国内茶饮行业已形成相对稳定的高价/中价/平价三层金字塔格局。不同层次在产品、价格上形成明显区隔，以满足多元化需求。据灼识咨询，22 年高价/大众/平价现制茶饮店市场规模为 217/865/598/亿，占比分别为 13/51/36%。竞争格局层面，中价现制茶饮市场高度集中，2023 年零售额、出杯量、门店数 CR3 分别为 46.3/64.8/11.8%，高于同口径现饮整体（24.8/45.5/8.5%），中价位段内头部相对更集中。

图表6：现制茶饮竞争格局



注：气泡大小代表门店规模，数据截至 2024/10/21
 资料来源：窄门餐眼，华泰研究

22 年起茶饮品类竞争加剧，中高价位段界限趋于模糊；加速出清下头部品牌行稳致远，优势渐显。以喜茶为代表的高价茶饮品牌自 2022 年起主动降价，自此高价位中/高价位段茶饮品牌界限日趋模糊。叠加受到以咖啡品类开启的“价格战”溢出影响，茶饮市场当前具备价格区分度走低、竞争加剧等动态特征。未能适应竞争强度的品牌正逐步出清，如厝内小眷村、伏见桃山、鹿角巷等品牌近年来出现大量闭店现象、逐渐淡出公众视野。据此，茶饮品牌“二八定律”日渐显现，头部品牌通过加盟持续整合优质物业资源、凭借快速扩张抬升品牌势能，我们认为当前已具备全国化规模优势的品牌“树大根深”，在白热化竞争中经营韧性更强、品牌生命周期更为长久。

头部品牌门店数量分层明显，格局整合及下沉市场为机会点。据窄门餐眼，当前茶饮头部品牌差距悬殊，截至 2024.10.21 蜜雪冰城/古茗/沪上阿姨/茶百道门店数量分别达 32,567/9,580/8,435/8,398 家。纵观当前市场格局及发展进程，我们认为现有头部未来发展机会点主要有二：1) 竞争加剧下头部品牌有望整合小散品牌加盟商，加速跑马圈地进程；在此过程中预计茶饮品类市场集中度及连锁化率均将进一步提升，头部优势持续巩固；2) 低线城市仍存在供需差。信息平权下低线消费者获取品牌信息更易、存在对知名品牌的品牌需求；但低线市场内部格局散乱、连锁化率不高、头部品牌于低线城市拓店进展参差，预计未来下沉市场将容纳头部品牌较大门店增量。

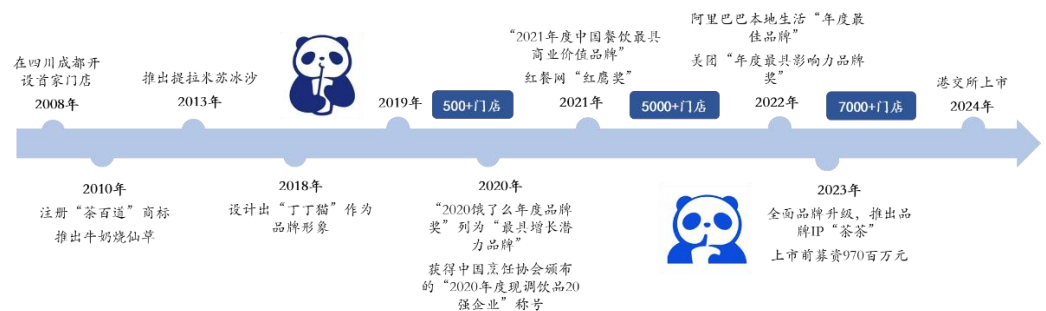
茶百道：中价茶饮领头羊

深耕中价茶饮，2020 年起加速成长

茶百道深耕中价茶饮 15 年，是中式茶饮引领者。公司于 2008 年以“茶百道”名称在四川成都开设首家门店，自成立以来专注探索天然食材与中式茶饮的搭配，目前已经成长为中国现制茶饮市场的龙头企业。据窄门餐眼，截至 2024/10/21，茶百道于中国境内经营 8,398 家门店，覆盖国内 31 省/348 个城市；境外共经营 9 家门店（韩国 4 家、泰国 2 家、澳大利亚 2 家、中国香港 1 家），境外各地首店开业门庭若市，其中韩国门店本土化进展较成功。据弗若斯特沙利文，2023 年茶百道门店总零售额 169 亿元，在中国现制茶饮店市场中市占率 6.8%，排名第三。2024 年在港交所主板上市，发行价 17.5HKD，发行数量 1.48 亿股/占公司已发行股份总数 10%。

2020 年后加速成长，公司产品获消费者认可。2020 年起茶百道加速成长，门店由 2020 年底的 2,242 家快速扩张至 1H24 的 8,392 家（包含境外门店）。产品创新加速，不断打造季节性 & 区域性新品，多款产品如 23 年推出的乌漆嘛黑、青提茉莉等饮品成为人气爆款，品牌获得消费者认可。2021 年度曾获“2021 年度中国餐饮最具价值品牌”，2022 年荣获美团授予的“年度最具影响力品牌奖”等。

图表 7：茶百道发展历程



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

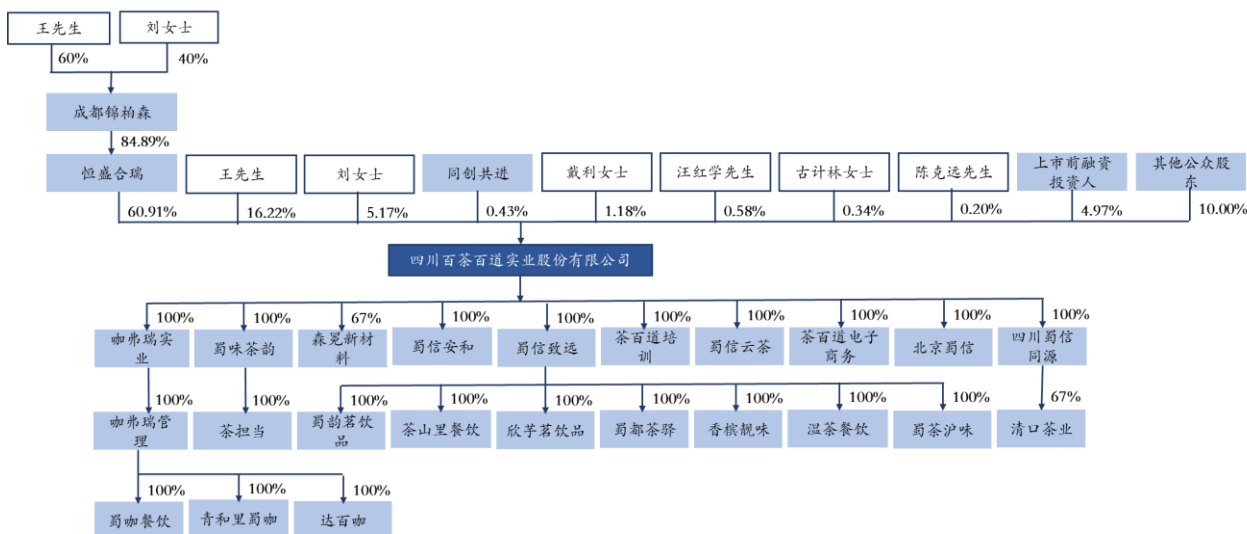
股权结构集中，团队经验丰富

股权结构高度集中，设置员工持股平台增强员工激励。公司股权结构高度集中于创始人及董事会，截至 1H24，公司创始人王霄锐先生和刘洧宏女士直接持股 21.39%，并通过恒盛合瑞间接持股 60.91%；董事会戴利女士、汪红学先生、陈克远先生直接持有公司股份共 1.96%。恒盛合瑞为上市主体控股股东，创始人王霄锐先生和刘洧宏女士合计控股 84.89%，董事会戴利女士、汪红学先生、陈克远先生合计持股 12.89%。公司 2023 年 6 月设立同创共进作为员工持股平台，截至 1H24，同创共进持股 0.43%；王霄锐先生持有同创共进 2.72% 的合伙权益，公司监事朱明星先生、高管张睿先生等 25 名有限合伙人持有剩余权益。

布局上游投资，设立子公司建设供应链。公司于 2021 年进行业务重组，根据业务类型设立子公司，并布局上游供应链，参股森冕新材料布局饮品包材。截至 1H24，公司拥有 23 家子公司，涉及供应链管理、加盟管理、营销活动和运营、物流配送、饮料销售等环节，有效提升门店管理效率，支撑全国范围内的门店扩张。

创始人及高管团队年轻有为，餐饮行业工作经验丰富。公司创始人王霄锐先生最初在成都开设第一家茶百道门店，耕耘现制茶饮行业超过 15 年，敏锐洞察行业趋势，带领团队研发推出牛奶烧仙草、提拉米苏冰沙等经典产品。公司管理层在餐饮行业、供应链管理、品牌市场方面拥有深厚积累，身体力行，带领公司保持创新活力，持续推出优质产品。

图表8：茶百道股权结构图（数据截至 2024 年 6 月）



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表9：茶百道高管团队

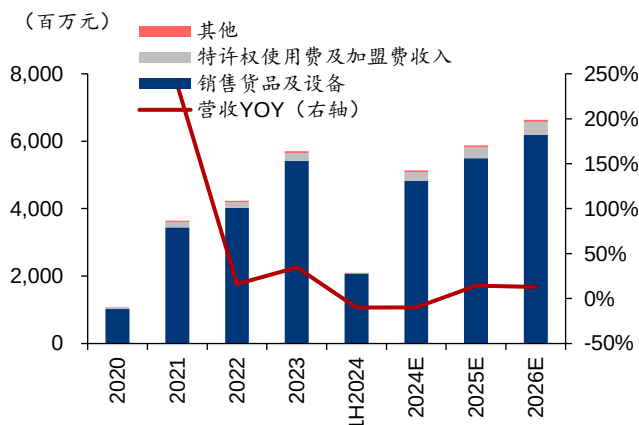
姓名	职务	性别	年龄	加入公司时间	职责
汪红学	执行董事及总经理（总裁）	男	32	2016 年	负责集团各级营运中心的整体管理及运作，包括运营团队建设、标准化内部管理建设、投资扩张、加盟培训、配送以及门店监督及管理
戴利	执行董事及副总经理（综合中心）	女	37	2013 年	负责集团综合中心的整体管理及运作，包括组织行政及后勤、工程及建设管理
张睿	副总经理（数字化中心）	男	45	2022 年	负责数字化中心的整体管理及运作
周大鹏	财务负责人	男	45	2021 年	负责集团财务中心的整体管理及运作
易瑞	副总经理（品牌市场中心）	女	33	2022 年	负责集团品牌市场中心的整体管理及运作
王峰	副总经理（供应链中心）	男	44	2023 年	负责供应链中心的整体管理
薛曾辉	董事会秘书	男	34	2021 年	负责公司治理、信息披露、投资者关系管理及投融资

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

现金流充裕，门店收入同步扩张

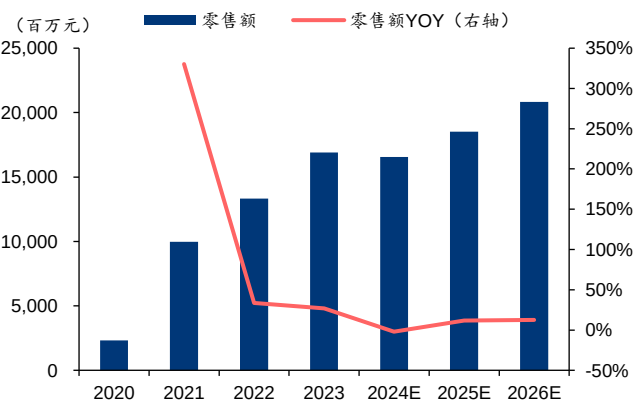
公司营收主要来自向加盟商出售货品及设备，加盟店收入占比约 99%。从产品构成看，1H24 销售货品及设备收入 22.7 亿元，营收占比 94.8%；通过特许权使用费及加盟费收入 0.98 亿元，占比 4.1%，营收占比维持稳定。

图表10：茶百道营收构成（百万元）及营收增长率



资料来源：公司招股说明书，华泰研究预测

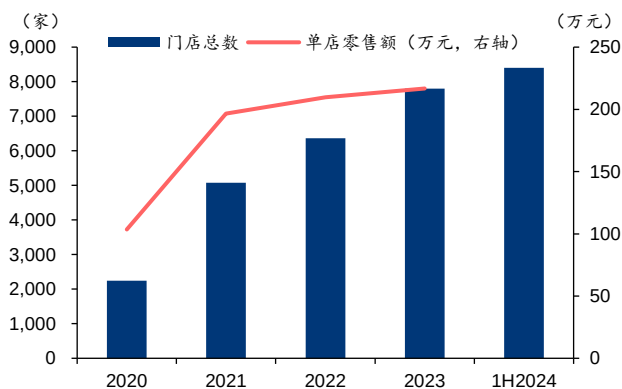
图表11：茶百道零售额（百万元）及增长率



资料来源：公司招股说明书，华泰研究预测

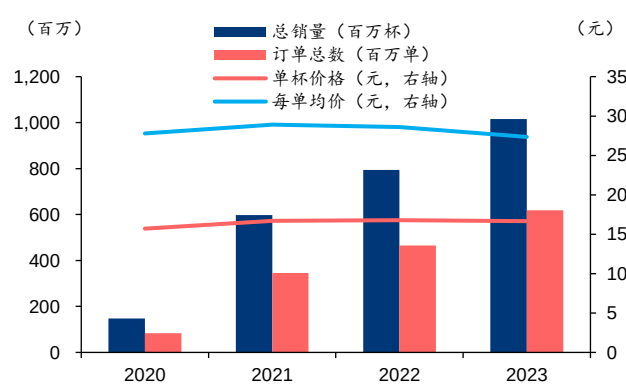
门店网络扩张、单店收入提升驱动 GMV 持续上行；20-23 年公司营收稳步增长。据招股说明书，公司 GMV 持续上行，2023 年达 169.1 亿元，同比+26.8%。门店网络持续扩张与单店营收提升拉动 GMV 增长，2021-2023 年门店数量、单店年销售额、总零售额 CAGR 分别达 51.5/27.9/93.9%。拆分量价来看，总零售额提升主要来自单量增长，2021-2023 单量及单均价 CAGR 分别为 94.9/-0.5%。受益于门店端良好表现，公司营收稳步增长，2023 年公司营收 57.04 亿元，同比增 34.8%，2021-2023 CAGR 74.2%。1H24 收入 23.96 亿元，同比-10.0%，主因平淡的行业需求之下，公司增厚对加盟商补贴，让利加盟商。

图表12：茶百道门店数量及单店零售额（万元）



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

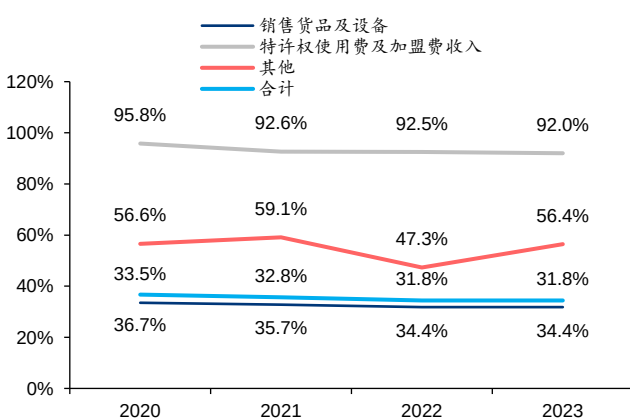
图表13：茶百道总销量/订单数（百万）及单杯价格/每单均价（元）



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

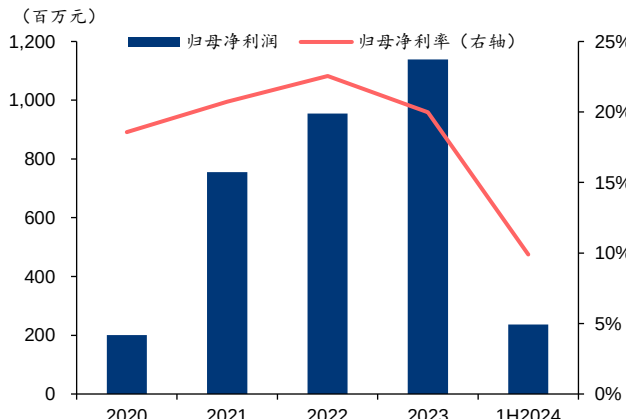
公司目前现金流充裕。1H24 公司实现毛利润/归母净利润/经调整净利润 7.6/2.4/3.95 亿元，毛利率/净利率/经调整净利率分别为 31.7%/10.0%/16.5%，同比-3.37/-12.42/-5.99pct。1) 经营端来看，1H24 年化存货周转率达到 17.6 次/年，年化应收账款周转率 36 次/年，营运效率较高。2) 费用端来看，1H24 销售和管理费用率 13.51%，同比+4.85pct，主要系新品上市推广费用增加。3) 现金端来看，1H24 经营活动现金流为 0.54 亿元，净现金流增加 24.19 亿元，期末现金及现金等价物达到 31.35 亿元，加盟模式及上市带来的现金流充裕。

图表14：茶百道分业务毛利率



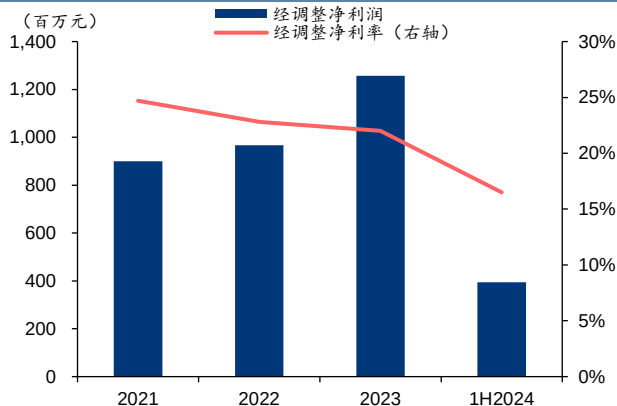
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表15：茶百道归母净利润（百万元）和归母净利率



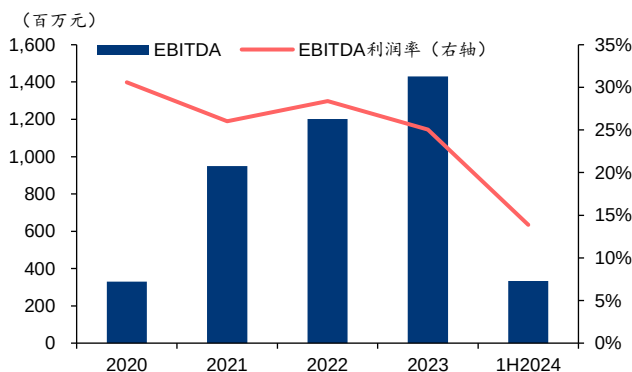
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表16: 茶百道经调整净利润(百万元)和经调整净利率



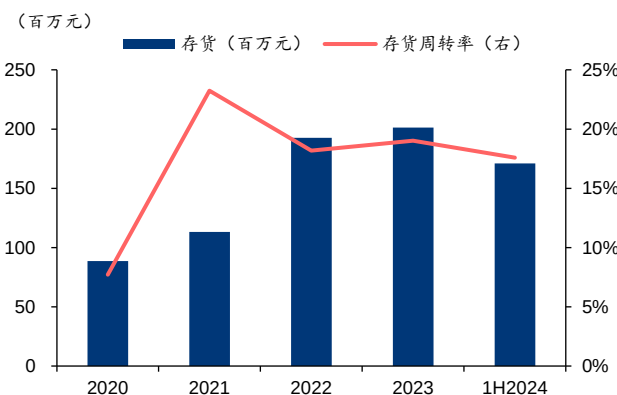
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表17: 茶百道 EBITDA (百万元) 和 EBITDA 利润率



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

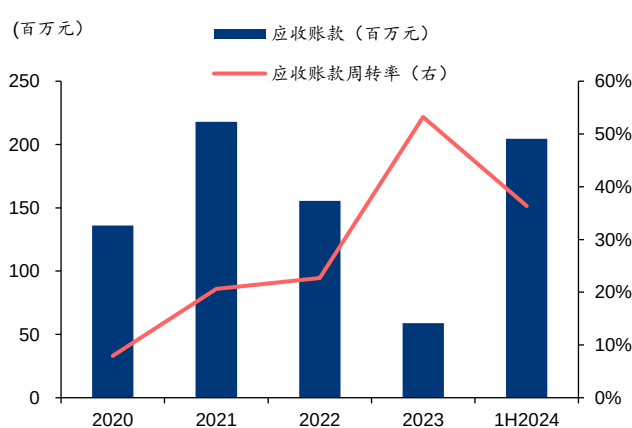
图表18: 茶百道存货(百万元)和存货周转率



注: 1H24 为年化周转率

来源: 公司招股说明书, 华泰研究

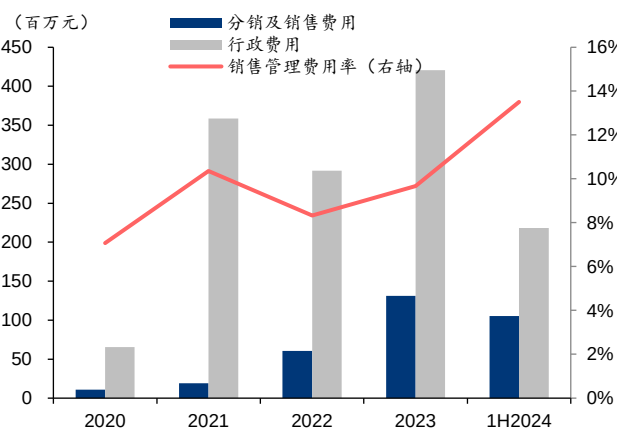
图表19: 茶百道应收账款(百万元)和应收账款周转率



注: 1H24 为年化周转率

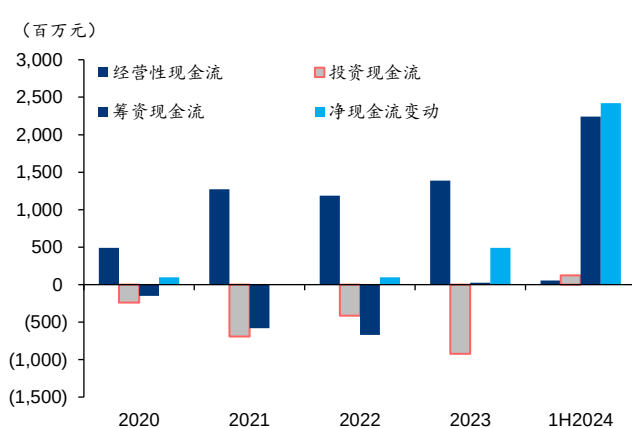
来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表20: 茶百道销售/行政费用(百万元)及销售管理费用率



来源: 公司招股说明书, 华泰研究

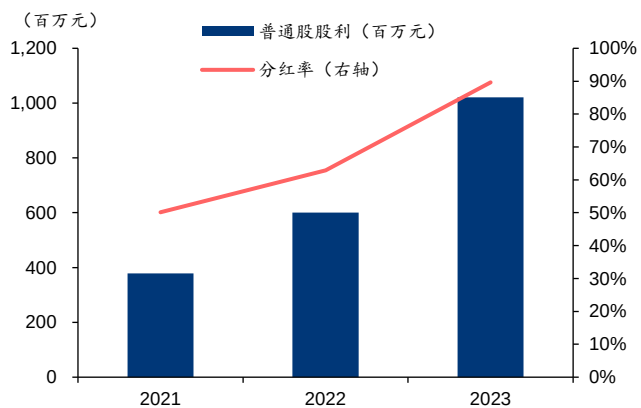
图表21: 茶百道经营活动现金流及自由现金流(百万元)



来源: 公司招股说明书, 华泰研究

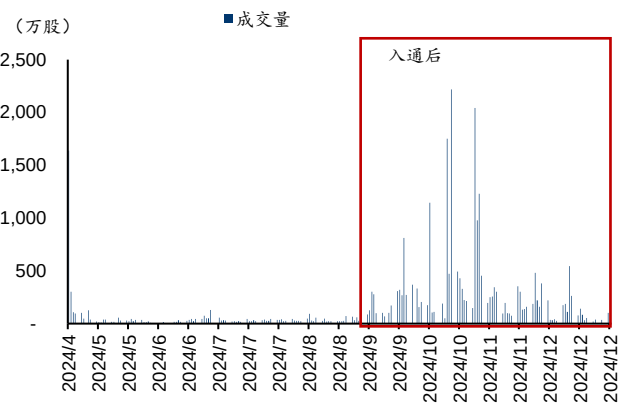
股东回报丰厚; 入港股通后流动性改善显著。21-23 年分红率较高、且逐年递增, 分别达 50.1%/62.9%/89.6%。据公司公告 (2024.12.06), 2024 年拟每股派息 0.36 人民币, 根据我们 24 年盈利预测 (EPS0.50 人民币), 仍保持较高分红比例 (72%)。公司在手现金充裕, 截至 2024.6.30 在手现金及现金等价物 31.35 亿/较 23 年初增加 337.8%。流动性已显著改善, 公司于 2024.9.10 被正式纳入港股通, 截至 2025.1.3 收盘, 日均换手率较入通前提升 0.06pct, 日均成交量较入通前+81%。

图表22: 茶百道分红金额及分红率 (2021-2023)



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表23: 茶百道单日交易量 (上市至 2025.1.3 收盘)



资料来源: 同花顺 iFind, 华泰研究

产品、供应链、加盟三大竞争优势

我们认为，茶百道凭借合理的产品定位、完善的供应链及加盟商管理体系、优质单店模型构建其独一无二品牌竞争力：1) 快周转、高盈利、快回本小店模式持续吸引加盟商，助力发展早期门店持续扩张，辅以完善加盟/供应链管理体系巩固业务基础；2) 相比于其他茶饮品牌，茶百道全国化布局较为完善，高线城市点位密集、优势区域多店开花，性价比+外卖场景下需求频率高且偏刚性，有利于公司可持续经营。

图表24：茶百道竞争优势概览

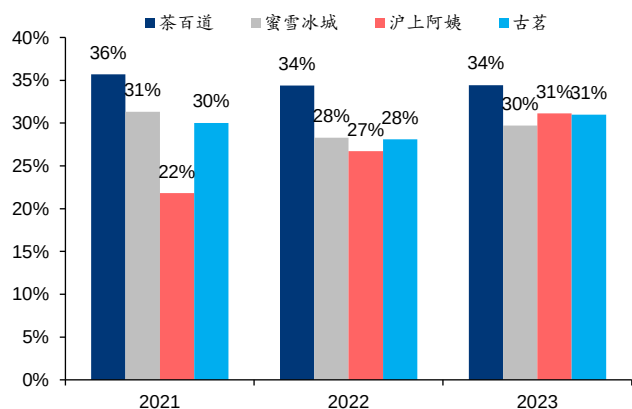


注：1H24 为年化周转率

资料来源：公司招股书，公司公告，华泰研究

优秀商业模式孕育杰出盈利能力，茶百道毛利率与净利率领先同业：横向对比来看，2023年茶百道的毛利率和净利率分别为 34%和 20%；蜜雪冰城/沪上阿姨/古茗 2023 年前 9 个月的毛利率分别为 30/31/31%，净利率分别为 16/13/18%。

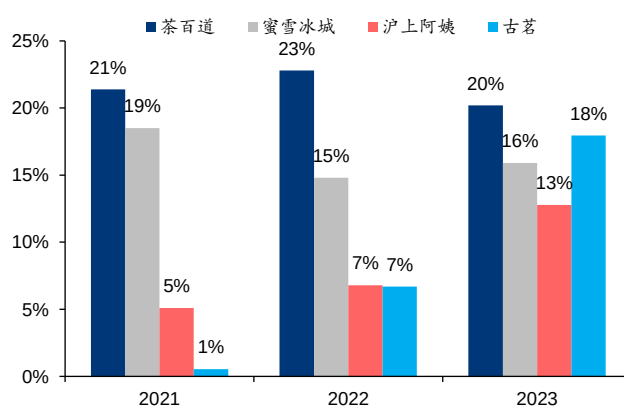
图表25：茶百道/蜜雪冰城/沪上阿姨/古茗的毛利率



注：蜜雪冰城、沪上阿姨及古茗 2023 对应数据为 9M2023 数据

资料来源：各公司招股说明书，华泰研究

图表26：茶百道/蜜雪冰城/沪上阿姨/古茗的净利率



注：蜜雪冰城、沪上阿姨及古茗 2023 对应数据为 9M2023 数据

资料来源：各公司招股说明书，华泰研究

产品：深耕中价茶饮，外卖吸引需求

立足中端价格带，具备高性价比

产品立足中端价格市场，经典茶饮+季节性/区域性茶饮构成独特产品矩阵。据招股说明书，截至2023年12月31日，茶百道单品定价6-26元，平均价格14.8元。2023年每家茶百道门店的月均SKU达到68款饮品，经典饮品SKU占比接近40%。5款经典产品（杨枝甘露、豆乳玉麒麟、招牌芋圆奶茶、茉莉奶绿、西瓜啵啵）标价6-22元，均价13.9元，2023年销量占比34.88%，销售额占比32.20%，持续得到消费者的好评。经典产品持续保留，每年根据消费者口味喜好持续进行产品配方升级，提升核心消费者群体的粘性，并维持品牌形象的一致性。

图表27：现制茶饮品牌代表单品及价格带



资料来源：各公司招股说明书，公司官网，大众点评，华泰研究

品牌具备高性价比；优质供应链管理支撑品牌价格定位。我们横向比较了各头部品牌原料构成相似的饮品，同时观察各品牌原料构成及供应商，认为茶百道在原料配比、价格和口感上做到了较优平衡。据窄门餐眼，茶百道供应商与其他质价比茶饮品牌已公开供应商有较多重合，同款产品及相似配比下茶百道价格相对较低。

图28：茶百道及其他重点茶饮品牌同款经典产品及供应商比较

	茶百道	奈雪的茶	喜茶	古茗	沪上阿姨
同款经典产品对比					
葡萄系列	紫气葡萄冻冻	霸气香水葡萄	多肉葡萄	爆汁葡萄青柠	爆汁葡萄冻冻
原价	17	23	20	18	19
折后价	15	18	18	16	17
杨枝甘露系列	杨枝甘露	霸气杨枝甘露	芒芒甘露	杨枝甘露轻盈版	杨枝甘露经典版
原价	22	23	18	18	20
折后价	17	14	15.5	16	17
茉莉奶茶系列	茉莉奶绿	茉莉初雪奶茶	小奶茶 (超大杯)	茉莉奶绿	茉莉奶绿
原价	13	23	15	11	12
折后价	13	14	13	10	11
绿茶/茉莉花茶系列	绿茶	奈雪茉莉初雪	纯绿妍茶后	曲香茉莉	鲜爽茉莉花茶
原价	8	13	8	8	11
折后价	8	10	8	8	10
黑糖珍珠奶茶系列	黑糖珍珠奶茶	金色山脉珍珠奶茶	黑糖波波真乳茶	黑糖珍珠牛乳	波波奶茶
原价	13	20	15	16	14
折后价	13	15	15	14	13
供应商比较					
乳制品	菲诺、塞尚乳业	蒙牛、三元	雀巢、三元、菲诺、塞尚乳业	雀巢、三元、菲诺	-
包装	森宽科技、冠都科技、佳荣包装、丰亦实业	兴一包装、丰亦实业、庭欣纸品、喜恒科技、冠都科技	万戈免洗	喜恒科技、佳荣包装、万戈免洗用品	安徽日升、庭欣纸品、万戈免洗用品
糖浆	壹糖天下	-	-	-	-
小料	万基、特瑞格、江门艾可、菲诺、骏茶家	广东天聪、骏茶家	江门艾可、广州天聪、菲诺	江门艾可、菲诺、骏茶家	骏茶家
茶叶茶底	江杨食品、骏茶家	骏茶家、广州惟温、湖北半兵卫、茶业、江杨食品	-	骏茶家	骏茶家、广州惟温
果汁	江杨食品、特瑞格、江门艾可	广州天聪、江杨食品	江门艾可、广州天聪	江门艾可	-
设备	广州星板、诺道大、酒总易快得、水精灵电器、佳泽环保	酒总易快得、慕曼德家具、木精、灵电器、太龙照明	酒总易快得、上海仙视	酒总易快得、立升、拉斯贝姆、乃士	立升、咖博士、佳泽环保、诺道大
餐饮数字化	利楚商服、企迈科技、云徒数盟、安加德、慧运营	企迈科技、平云小匠	上海仙视	盒司令	企迈科技、云徒数盟、平云小匠、咪咪来客
物流	普冷	-	-	-	普冷

注：折后价为默认按美团外送最低到手估计；供应商为窄门餐眼已公开数据，数据截至 2024/10/17。同款经典产品对比中标绿价格为同款产品原价或折扣价中各类品牌中的最低价；标黄供应商为茶百道与其他品牌重合供应商

资料来源：各品牌点单小程序，窄门餐眼，华泰研究

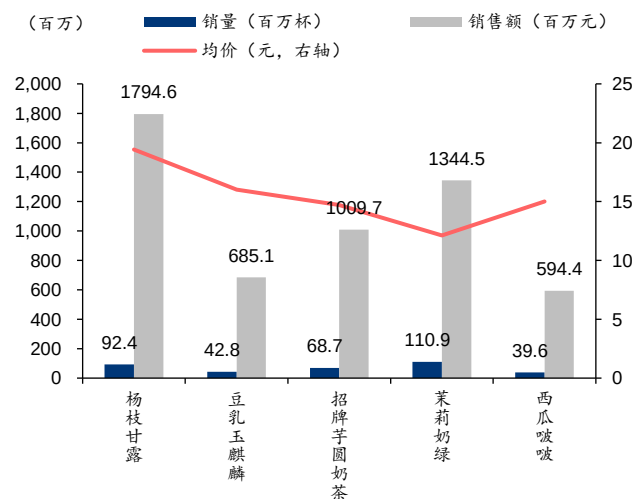
季节性和区域性茶饮上新更快，迎合消费者兴趣。季节性茶饮以季节元素、风味和主题为特色，区域性茶饮以当地水果为特色，以迎合消费者变化的喜好。据咖门，茶百道 2023 年共上新 53 款，上新数量连续两年增长。据招股说明书，2023 年，茶百道季节性茶饮标价 12-26 元，均价 16.6 元，高于经典产品。2023 年，推出的“乌漆嘛黑”在上市首周售出超过 100 万杯；青提茉莉在上市三天销量接近 100 万杯；草莓奶冻一季度平均月销量超过 500 万杯；广东地区特色饮品“黄皮打了香柠”在上市两个月期间售出 80 万杯。持续推出的特色产品满足了消费者对茶饮的丰富口味的需求。

图29：茶百道经典、季节性及区域性茶饮



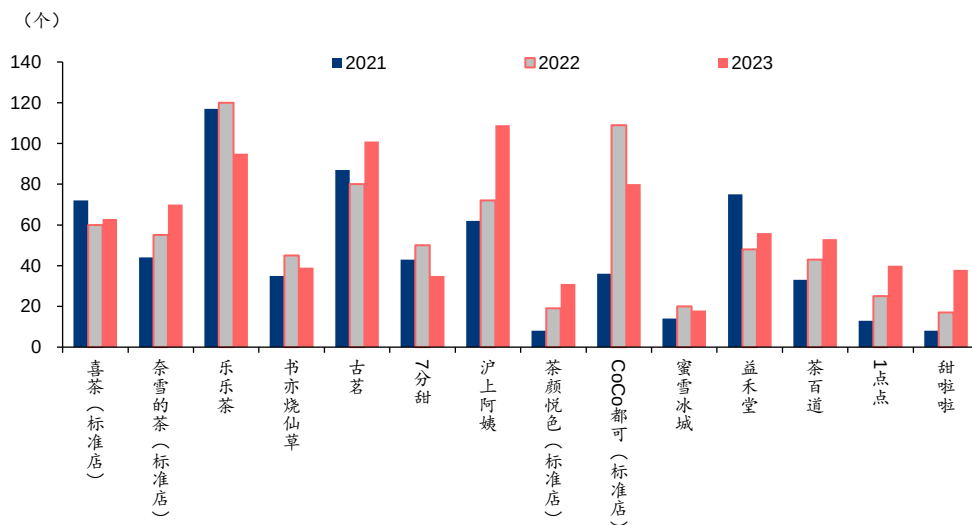
来源：公司招股说明书，华泰研究

图30：茶百道经典茶饮 2023 年销售量/销售额(百万元)和均价(元)



来源：公司招股说明书，华泰研究

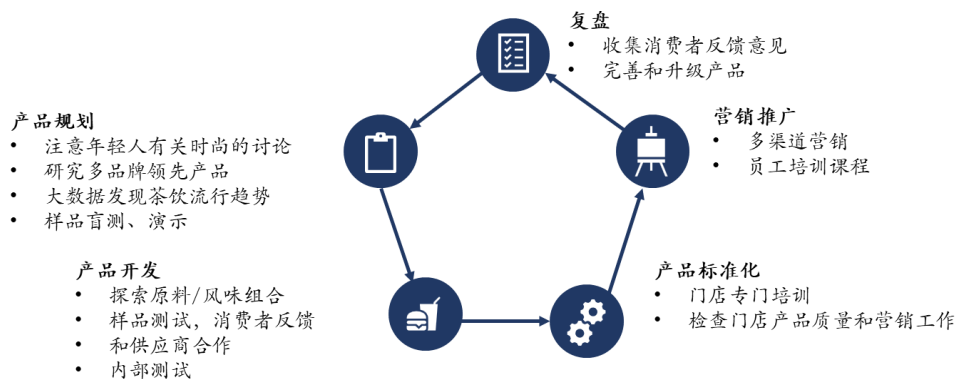
图表31：部分茶饮品牌 2021-2023 产品上新数量



资料来源：咖门，华泰研究

研发团队经验丰富，紧跟消费者需求持续创新。茶百道从中国传统茶饮、全球美食和原料、小吃和甜点中获得灵感，基于消费者反馈持续推出新产品，满足消费者追求健康茶饮的趋势。2023 年，茶百道共开发 250 多款产品，推出 48 款新品，并对现有的 13 款产品进行升级，以满足消费者对于产品体验持续升级的需求。公司产品开发团队有 45 人，团队成员餐饮行业工作经验丰富。

图表32：茶百道新品研发流程

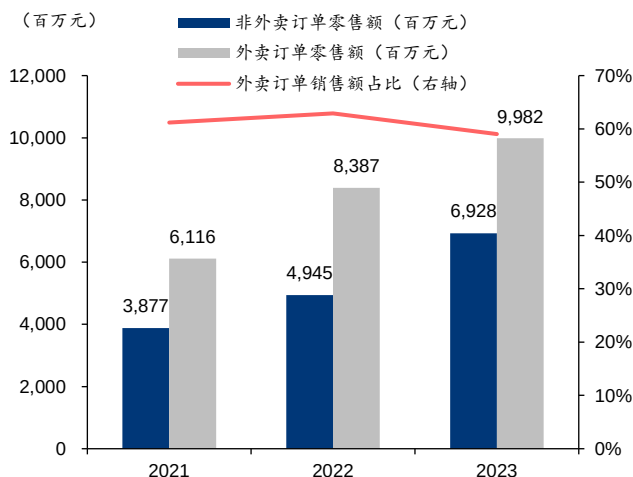


资料来源：公司招股说明书，华泰研究

外卖场景提店效，持续吸引需求

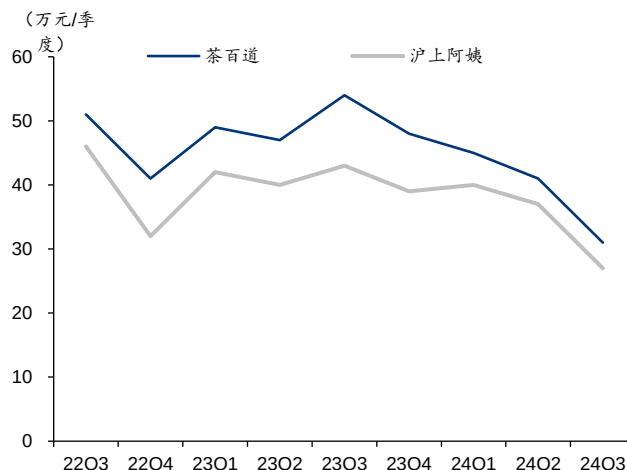
外卖业务扩大门店辐射范围、拉动店效。茶百道外卖份额比例高于行业平均水平，据招股说明书，截至 2023 年底，茶百道 95.9% 的门店支持外卖业务；2023 年外卖订单零售额达到 99.82 亿元，占总零售额的 59.03%，高于中国现制茶饮平均水平（56.3%）。外卖渠道可扩大门店辐射面积，突破线下门店在地理位置、面积和客流量方面的限制，进一步提升门店经营效率，据久谦中台数据，茶百道同店位店效于 3Q22-3Q24 间持续高于同价位段沪上阿姨。

图表33：茶百道外卖/非外卖订单销售额（百万元）及外卖订单占比



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表34：500M内购物中心样本门店经营对比（茶百道 vs 沪上阿姨）



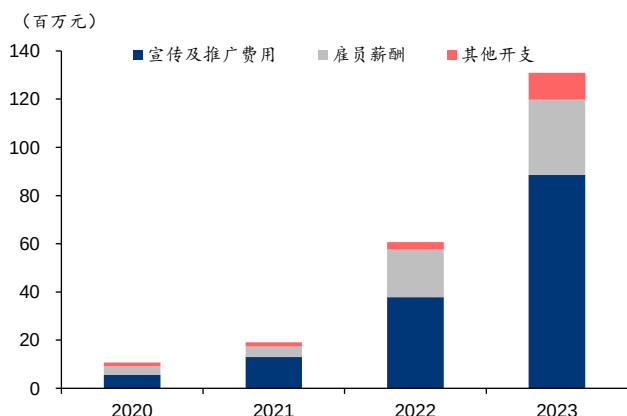
资料来源：久谦中台，华泰研究

三方平台折扣力度较大、持续吸引需求；发力小程序外卖试点提升私域竞争力。公司积极与三方外卖平台合作，积极参与神券节、无门槛红包等限时优惠活动，并于2024.7.2起联合美团打造“秒提店”提升团购点单效率及核销率，拉动订单增长。据美团数据，该团购服务上线后拉动茶百道月单量新增28万笔，有效创造品牌需求增量。除与三方平台深度合作外，茶百道积极开拓自有外送渠道，2024.6.30公司启动微信、支付宝外卖业务试点，意在提升私域竞争力、节省平台扣点及获客成本。

全域数字化营销，会员制增粘性

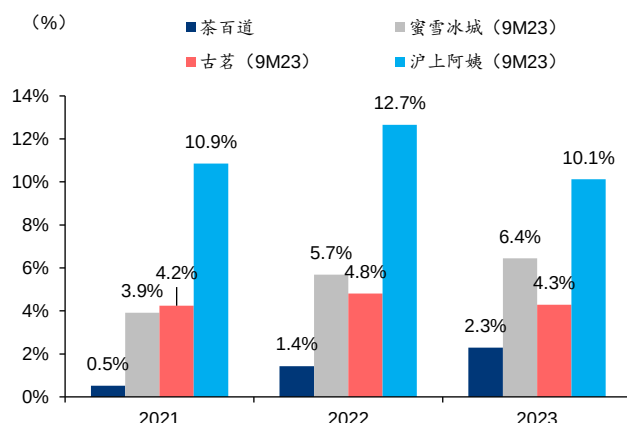
公域私域结合，全平台数字化营销。公司依靠对于消费者的深入洞察进行个性化营销，数据驱动下的营销战略助力高效营销推广。2021/2022/2023年，茶百道分销和销售费用分别为19.1/60.7/131百万元，其中用于宣传和推广的费用分别为12.9/37.9/88.6百万元；分销和销售费用率分别为0.52/1.43/2.3%，显著低于蜜雪冰城、古茗和沪上阿姨。

图表35：茶百道分销及销售费用拆分（百万元）



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表36：茶百道/蜜雪冰城/古茗/沪上阿姨销售费用率



注：蜜雪冰城/古茗/沪上阿姨使用9M23的销售费用率

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

全平台布局，有效获客。公司在线上布局微博、微信、小红书、抖音、哔哩哔哩和快手等主流社交平台，进行全平台运营，通过直播和品牌营销快速吸引消费者。据招股书，公司于2023年3月10日进行的抖音直播单日销售GMV突破1亿元，粉丝数量单日增加23万。新品“乌漆嘛黑”推广期间，微博话题阅读量超过1亿，全网累计曝光量超过6.7亿，推动其成为2022年茶百道热销榜第一名。

塑造品牌 IP，跨界联名提升品牌形象。公司在 2018 年推出“丁丁猫”作为品牌形象，后在 2023 年升级成为“茶茶”品牌 IP，并相应在社交网络上推出“茶茶”表情包等一系列虚拟形象，提升品牌知名度和触达人群范围。此外，公司对于社会文化具有高敏感度，适时结合文化热点推出联名产品，吸引更多多元化的受众。

图表 37：茶百道全域营销



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表 38：茶百道和热点事件推出跨界联名产品



资料来源：茶百道公众号，华泰研究

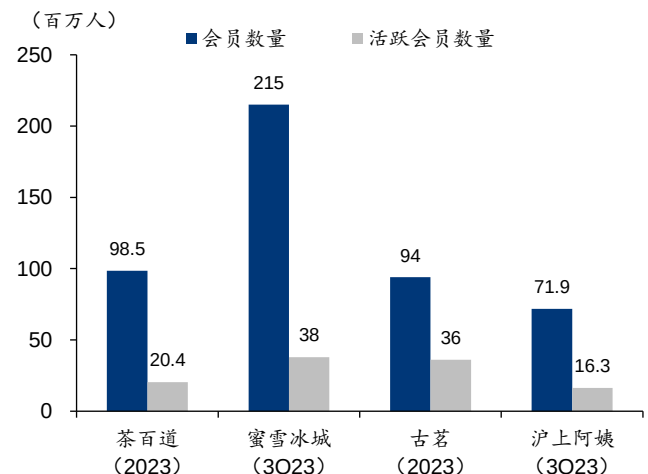
精心经营会员体系，增强核心客户粘性。据招股书，茶百道于 2021 年 2 月推出会员计划，截至 2024 年 4 月注册会员人数超过 103.1 百万名，79.9% 会员年龄位于 18-35 岁。2023 年四季度活跃会员人数 2,040 万名，会员复购率达到 35%；截至 2023 年第 1/2/3 季度，分别有 32.4/34.7/32.9% 的活跃会员在下个季度仍保持活跃会员，会员体系有效帮助公司提升核心用户粘性。

图表 39：茶百道会员系统



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表 40：现制茶饮品牌 2023 年会员数量（百万人）



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

供应链：管理效率高，体系完善

公司全面涵盖“供应商挑选→原材料采购→物流及仓储”多个供应链环节，数字化管理赋能整个体系。公司具备严格的供应商准入机制，对于已选用的供应商采取定期评估方式确保商品质量可持续性。仓储及采购方面，公司利用专业人员团队分条线成立监管供应链的采购部门；多种类仓库+低温车队满足门店原材料供给。

图表41：茶百道供应链全环节概览

供应商挑选	原材料采购	物流及仓储	数字化管理
✓ A级：有长期供应能力及战略优势 ✓ B级：可提供潜在增值服务 ✓ C级：连续两年C级将被替代	✓ 采购周期15天左右 ✓ 挑选产区和茶叶种类、采用黄金奶源地、水果采购标准 ✓ 森冕工厂生产环保包装材料	✓ 21个多温仓库，包含20个中心仓、1个前置仓 ✓ 各仓库配备专业质控人员 ✓ 仓储流程动态集中管理	✓ OMS订单管理系统 ✓ TMS运输管理系统 ✓ SRM供应商关系管理系统

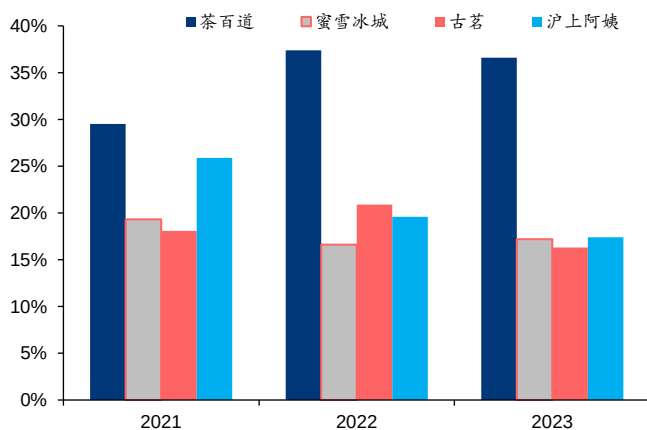
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

议价能力卓越，周转率高于同业

公司采取集中采购策略，向上游供应商议价能力强。2023 年向前五大供应商采购占比达 36.6%，高于同价位段品牌（古茗/沪上阿姨 9M23 分别为 16.3/17.4%），议价能力较强、采购具备规模效应。据招股说明书，截至 23 年末公司已实现集中采购及配送大部分门店的常用水果。总部集采+较高供应商集中度构成品牌向上游议价能力，预计随总部采购范围扩大，采购端规模优势将进一步凸显。

存货管理能力优，周转率高于同业。公司内部采购条线按采购产品细分，细分团队负责供应商筛选、采购计划及预算、合同管理、监督存货管理等原材料周转全流程，同时利用订单管理系统提升采购计划准确性。合理分工及数字化赋能下公司供应链管理能力优于同业，2022-1H24 茶百道存货周转率显著高于其他同类型加盟茶饮品牌及部分头部餐饮品牌。

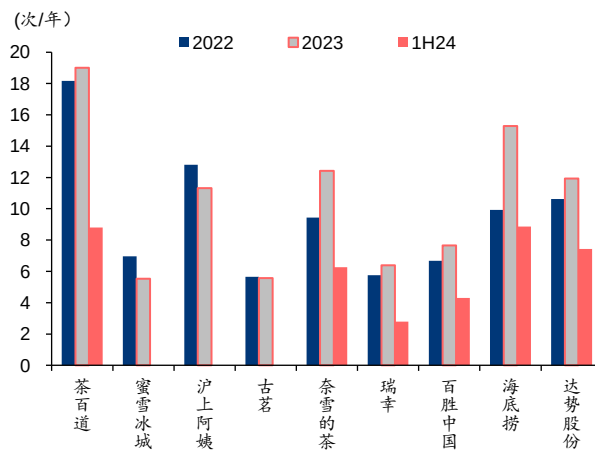
图表42：头部现制饮品企业前五大供应商采购金额占比



注：蜜雪冰城、古茗、沪上阿姨 2023 年数据为 9M23 自前五大供应商采购金额占比

资料来源：各公司招股说明书，华泰研究

图表43：茶百道及各茶饮品牌/餐饮品牌存货周转率对比



资料来源：各公司公告，各公司招股说明书，华泰研究

积极投资上游，供应商管理严格

积极参与上游供应链建设，自建包材工厂实现对外销售。自有包材工厂森冕工厂于 21 年建成投产，目前可供应可生物降解吸管、杯袋；2021-2022 年，公司因采用自有包材使吸管单位成本节省 26/29%、杯袋单位成本分别节省 29/28%。2023 年工厂产能利用率达 65.6%，2022/2023 年，森冕工厂包材中有 6/11%（以销量计）出售给外部采购商，贡献收入 9.6/19.2 百万元。据茶咖观察公众号，2024 年 5 月自有原叶茶生产基地于福建福州市晋安区投产，产地所产茶叶可供应全国 8,000 余家门店、覆盖所有饮品茶基底。据招股说明书，预计本次 IPO 所得款项中约 4.42 亿元将用于对供应链上游的战略性投资，我们认为公司未来向供应链上游的投资或有进一步深入。

供应商挑选及考核严格，总部采购保障优质供应。1) 准入：公司对新进供应商进行预筛选，经三个月考核评估后决定是否进行长期合作，准入要求严格；2) 定期评估：对已有供应商每月进行绩效审核并分为 A/B/C 三级，连续两年获得 C 级的供应商将被移除，保障供应品质。总部严控产品质量，公司自 2022 年起由总部采购水果，截至 23 年底大多数门店已实现集中采购与配送。

加盟：品牌与加盟商高效共赢

单店模型质地优，持续吸引加盟商

高毛利+较短投资回收期，小店 UE 盈利能力强。我们估计茶百道加盟店单店毛利率达 60%，单店投资回收期约 9-13 个月，门店盈利能力高于同业。加盟政策来看，茶百道加盟合同期限较长，多数费用均一次性收取，体系较稳定。

图表 44：部分现制茶饮品牌单店模型

	蜜雪冰城 (加盟店)	古茗 (40㎡)	古茗 (80㎡)	茶百道 (加盟店)	沪上阿姨 (加盟店)	奈雪的茶 (加盟店)	喜茶 (加盟店)
营收端							
年均营业额(元)	1,583,375	2,500,000	3,240,000	2,492,392	1,517,456	1,971,558	2,160,000
日均营业额(元)	4,398	6,944	9,000	6,923	4,215	5,477	6,000
-日均杯量	623	448	581	415	303	363	308
-客单价(元)	7.06	15.49	15.49	16.69	13.89	15.07	19.49
经营效率指标							
门店面积(㎡)	20+	40	80	45	20+	90+	50+
日均坪效(元/㎡)	176	174	113	154	169	55	100
门店员工(人)	至少3人	6	8	6	至少3人	6	5
日均人效(元/人)	1,466	1,157	1,125	1,154	1,405	913	1,200
成本端							
日均原材料成本(元)	2,133	3,472	4,500	2,769	1,897	1,627	2,400
毛利率	52%	50%	50%	60%	55%	70%	60%
人工	13.6%	15.1%	15.0%	14.4%	11.9%	19.6%	16.7%
房租	7.6%	5.8%	8.9%	7.8%	15.0%	14.4%	11.7%
水电	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.6%	2.7%	3.6%
DA	3.4%	4.2%	4.2%	3.9%	3.3%	5.6%	4.1%
推广及外委	4.8%	14.2%	14.7%	16.4%	9.0%	8.0%	3.8%
外委占比	30.0%	50.0%	50.0%	58.0%	50.0%	43.9%	
餐厅层面净利润	962.32	1,188.89	1,432.00	1,683.49	516.06	1,095.31	1,207.85
餐厅层面净利润率	21.9%	17.1%	15.9%	24.3%	12.2%	20.0%	20.1%
总部费用							
%							
加盟费用(含加盟费、管理费、培训费、合同履约摊销)	43.52	99.36	99.36	69.24	46.13	276.99	245.19
%	1.0%	1.4%	1.1%	1.0%	1.1%	5.1%	4.1%
税前利润	814	1,004	1,247	1,510	470	818.32	962.67
税费	32.81	68.46	97.23	68.16	30.25	47.90	55.23
% (占营业收入)	0.7%	1.0%	1.1%	1.0%	0.7%	0.9%	0.9%
日均净利润(元)	781	935	1,150	1,442	440	770.42	907.43
年均净利润(元)	281,290	336,689	413,849	519,021	158,290	277,349.9	326,676.2
净利润率	18%	13%	13%	21%	10%	14%	15%
加盟商投入产出							
初始投资额(万)	23.4	35	55	39	25	96.0	46.0
投资回收期(月)	11	13	16	12	17	31	16

注：为根据各公司招股书和公告整理的成熟门店稳态模型

资料来源：各公司官网，各公司招股说明书，华泰研究

图表45：部分现制茶饮品牌加盟政策对比

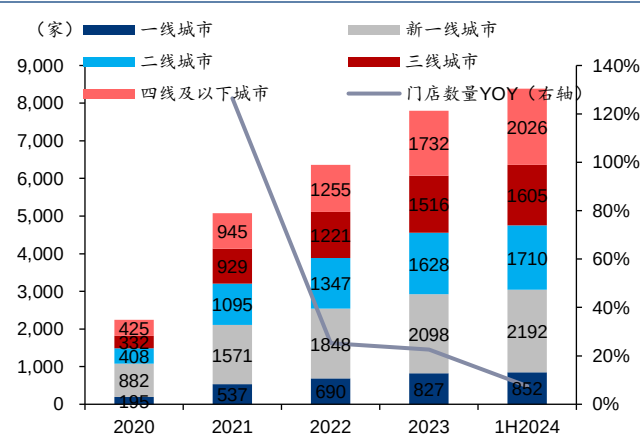
茶百道加盟政策		茶百道	蜜雪冰城	古茗	沪上阿姨	奈雪	喜茶
合约期长	合约期	5年	3-4年	3年	3年,后1年1签	-	-
品牌合作费/开业 综合服务费用均一 次性收取	品牌合作费	3万	省会1.1万/年,地级市0.9万/年, 县级市0.7万/年	1.88万,三年单店授权	1.66万元/年(原加盟费 4.98万元,3年分期付款)	6万,一次性	5万,三年一缴
	开业综合服务费	4万	日常管理/运营指导/活动扶持 管理费4800元/年	5.5万(2.5万开店服务费 +3万运营服务费)	-	4万,包括选址服务费,设计 费,开业辅导费	1.8万+2万/年系统运营使 用费
	培训费	2万起(5000元/人,首次培 训不少于4人)	2000元/年	2.5万	-	3万,一次性缴费,首次培训 需5人	4万,一次性
	保证金	1.5万,合约解除,无息退还	2万元,合约解除,无息退还	1万(0.5万合作保证金 +0.5万培训保证金)	0.5万	3万,合约解除,无息退还	3万,合约解除,无息退还
设备价格 中等偏低	设备及道具	13~15万	7万左右	10万左右	10万左右	25万起	15万起,根据设备清单结 算
	装修费	装修公司报价根据门店面 积等情况而定	6万左右,以实际结算为准(标 准档口店一般20+平米)	10万左右,以实际结算为准	一般准备5万元以上	12万起(40平起),具体金 额根据门店实际情况而定	10万起(40-50平方米)
	首次配货费用	4万起	5万	2~4万左右	4万左右	5万起,根据门店情况配置	暂无
与同价位段相比 前期一次性投入 偏高	前期一次性投入(下 限)	37.5万(假设装修10万)	省会21.78万,地级市21.58万, 县级市21.38万	32.88万(其中9.88万可0 首付、15个月分期付款)	21.16万(假设装修5万)	58万	40.8万
	营运服务费/持续支 持服务费	1)浮动:营业额满6万元/月, 按1%收取,部分区域按固 定费用1万元/年收取;或2) 固定按月收取费用	-	1)每月固定费用;或2)按进 货金额一定比例收取	持续加盟费按照采购货物 金额一定百分比确定	营业额月度满6万实收抽取 1%,次月10号前扣取	月总实收金额满6万元,收 取金额的1%,次月5号扣取

资料来源：各公司官网，各公司招股说明书，华泰研究

门店全国化程度高，多优势区域平滑需求

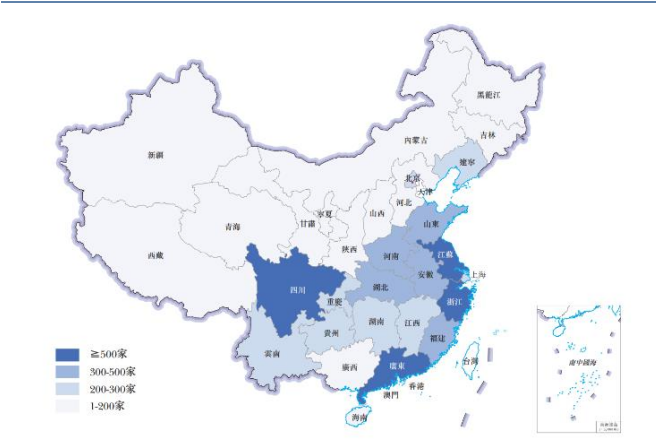
茶百道立足四川，发力全国；前期高线城市门店布局充分。自2008年茶百道于四川成都开设首家门店后，公司循序渐进开启拓店进程，遵循“高线→低线”、“区域高密度→全国化”两大扩张逻辑，构建门店广度优势。公司持续巩固四川大本营、并另行构建华东华南两大优势区域；同时以优势区域持续带动周边省市扩张节奏，据窄门餐眼，截至2024.10.21门店覆盖348个城市，多于同价位段竞对，全国化程度更高，且省份、城市分布相对平均；公司高线城市门店占比57%，显著高于其他头部茶饮品牌。

图表46：茶百道门店数量及分布



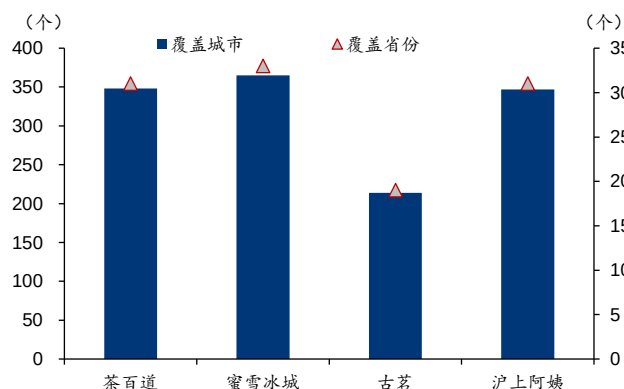
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表47：茶百道门店分布情况（截至2023.12.31）



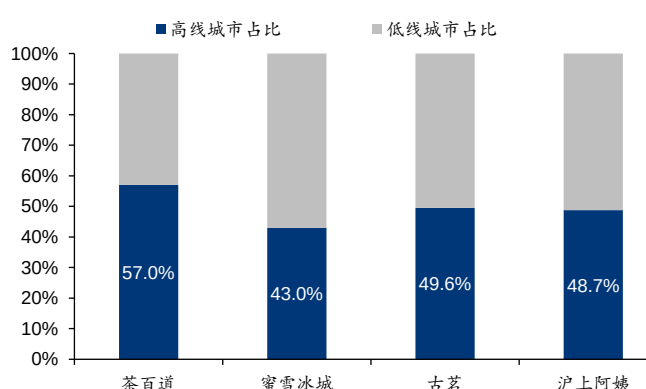
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表48：头部现制茶饮品牌覆盖省份及城市数量对比



注：门店数据截至 2024.10.21
 资料来源：窄门餐眼，华泰研究

图表49：各品牌高线城市门店占比对比



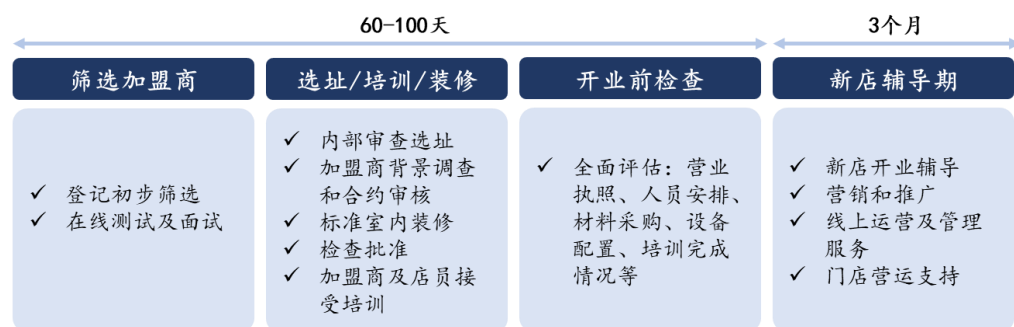
注：门店数据截至 2024.10.21
 资料来源：窄门餐眼，华泰研究

加盟商管理体系完备，店效表现良好

高标准筛选加盟商，护航高质量拓店。据招股书，公司严格筛选加盟商，过往通过率在 7% 左右；新店从筛选加盟商到正式开业需要 60-100 天。加盟政策来看，加盟商前期投入较高，2023 年茶百道加盟商前期投入约为 37.5 万元。对于加盟商的严格筛选和高前期投入要求有利于提升门店质量，维持品牌形象。

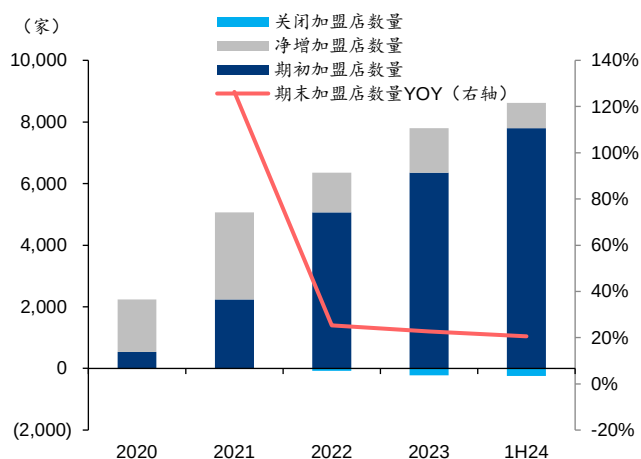
加盟店闭店率低于平均，加盟商复购增加。据弗若斯特沙利文，2021/2022/2023 年，茶百道加盟店闭店率为 0.2/1.1/2.3%，低于行业平均水平。据招股说明书，截至 2024.6.30，公司共拥有加盟店 8,376 家，同比增加 20.6%，占门店总数 99% 以上；期内新开加盟店 826 家，关闭 245 家，净增 581 家。公司加盟商数量经历高增速后保持相对稳定，截至 2024.6.30 公司共有加盟商 5,697 名，同比增加 5.7%。多店加盟商逐年增加，2023 年共有 595 名加盟商门店数量超过两家，占比 10.7%/同比+4.0pct。

图表50：茶百道加盟店管理模式



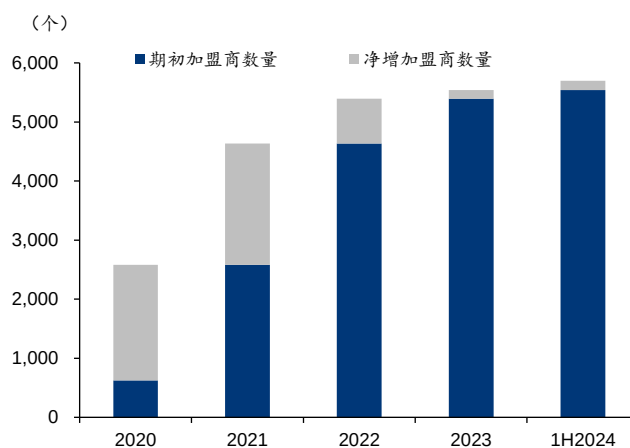
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表51: 茶百道加盟店数量及变动



来源: 公司招股说明书, 华泰研究

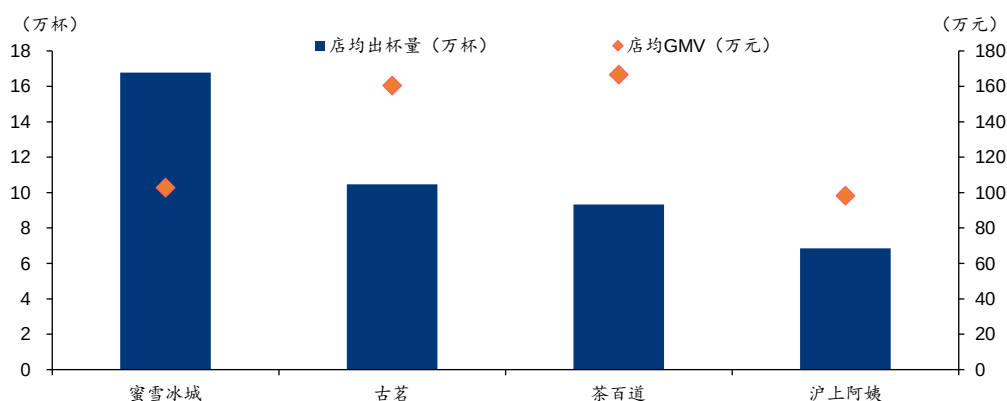
图表52: 茶百道加盟商数量及变动



来源: 公司招股说明书, 公司公告, 华泰研究

完善加盟商管理体系及供应链体系下茶百道店效优势凸显。截至 9M23, 茶百道店均 GMV 高于同价位段竞对及低价龙头蜜雪冰城。

图表53: 截至 9M23 各茶饮品牌店均出杯量与 GMV 对比



注: 公司名称为我们结合品牌现有经营状况推测
 资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 华泰研究

看点：下沉市场仍有空白，出海+扩品类或将构筑新成长曲线
预计潜在门店数量可达 15,053 家

现有门店分布情况：低线城市门店数量多；高线城市门店密度更大。据窄门餐眼，截至 2024/7/13，茶百道于一线/新一线/二线/三线/四线及以下城市分别拥有 825/2,188/1,778/1,551/2,056 家门店，门店密度分别为每百万人 9.9/10.8/8.1/4.2/3.8 家。与此同时茶百道门店分布较广，截至 2024/7/13 已遍布中国境内所有区域。

我们预计茶百道潜在门店数量可达 15,053 家，考虑到公司发力二线及以下市场（招股说明书），相应区域门店密度将有较大提升。我们的假设如下：

- **一线城市：**我们预计一线城市门店密度将提升至 12 家/百万人，对应 1,000 家门店，主要源于城郊区域及居民区、街边店等非核心点位的门店扩张。囿于茶百道中价位段品牌定位、后续扩张策略及高端茶饮门店开放加盟，我们认为茶百道于一线城市门店渗透率将有小幅提升。
- **新一线城市：**我们预计新一线城市门店密度将由 11 家/百万人提升至 16 家/百万人，对应门店数量由 2,188 家增至 3,230 家。相比于其他中价现制茶饮品牌如古茗、沪上阿姨，茶百道现阶段于新一线城市门店密度更高，具备一定先发优势。多店加盟商数量增加或将提升新一线城市门店密度。
- **二线城市：**我们预计二线城市渗透率将由 8.1 家/百万人提升至 13 家/百万人，对应门店数量由 1,778 家增至 2,839 家。考虑到 1) 多数二线城市位于华东/华南地区，同时 2) 竞对古茗于浙江、福建及江西等省份门店密度高、具有一定优势，我们认为未来茶百道于二线城市门店密度将有一定提升，接近古茗目前于二线城市的门店密度。
- **三线及以下城市：**该类城市当前主要品牌仍为蜜雪冰城，且茶百道当前于低线城市门店密度低于同价位段竞对；同时此类市场大而散，消费者教育或需时间，物流体系需优化；同价位段玩家同样在深耕下沉市场，加盟商及点位获取或将较激烈。基于上述考虑，我们认为三线/四线及以下城市门店密度将分别提升至 10.0/8.0 家/百万人，门店数量有望分别增至 3,677/4,307 家。

图表54：茶百道及主要茶饮品牌门店数量及门店密度

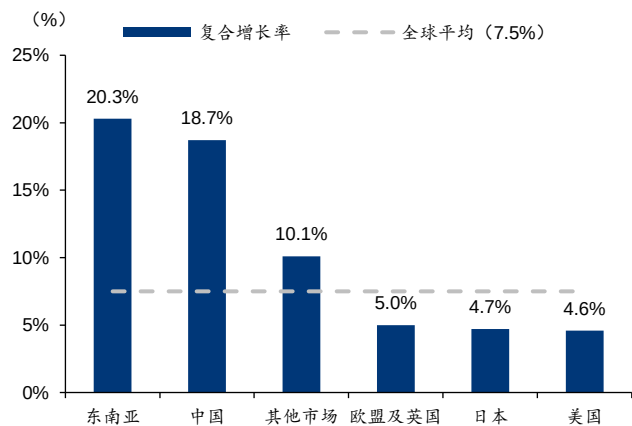
城市线级	2023年末常住人口数量（百万人）	现有门店数量及门店密度						潜在门店数量
		茶百道	古茗	沪上阿姨	蜜雪冰城	喜茶	奈雪的茶	
一线城市	83.3	825	277	607	1,671	867	559	1,000
门店密度		9.9	3.3	7.3	20.0	10.4	6.7	12.0
新一线城市	201.9	2,188	1,581	1,756	6,217	949	594	3,230
门店密度		10.8	7.8	8.7	30.8	4.7	2.9	16.0
二线城市	218.4	1,778	2,890	1,749	6,119	957	337	2,839
门店密度		8.1	13.2	8.0	28.0	4.4	1.5	13.0
三线城市	367.7	1,551	2,550	1,769	7,979	848	236	3,677
门店密度		4.2	6.9	4.8	21.7	2.3	0.6	10.0
四线及以下城市	538.3	2,056	2,282	2,554	10,581	796	200	4,307
门店密度		3.8	4.2	4.7	19.7	1.5	0.4	8.0
合计	1,409.7	8,398	9,580	8,435	32,567	4,417	1,926	15,053

注：门店数量截至 2024/10/17；部分未公布 2023 年常住人口的城市按之前三年增长趋势估计 2023 年数据；门店密度单位为家/百万人
资料来源：各城市统计局，窄门餐眼，华泰研究预测

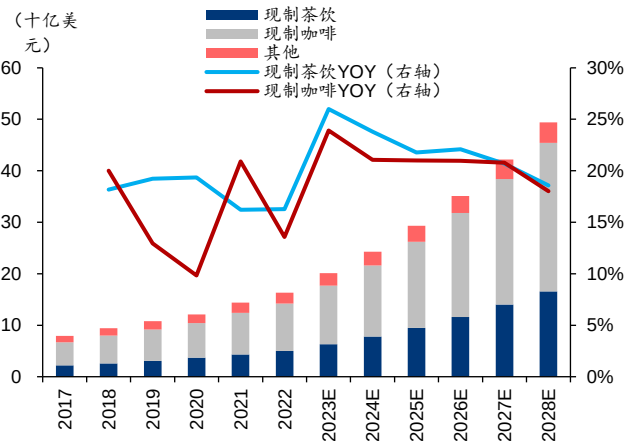
境外首店落地韩国，关注品牌出海进展

现制茶饮境外扩张空间广阔，茶百道境外落子步伐加快。基于相似的饮食习惯和已有的现制咖啡偏好，且当地现制茶饮门店数较少、市场存在空白，2024 年 1 月，茶百道在韩国首尔开出首家门店，迈出境外扩张第一步。公司本地化策略较成功，据《中国企业家》对茶百道韩国市场负责人王欢的采访，截至 24 年 6 月，该门店 90% 用户为韩国本地人。据公司公告，截至 2024/6/30，公司已于韩国、泰国及澳大利亚分别经营 4 家/2 家/1 家门店；24

年下半年公司境外落子步伐持续,据茶百道官方微信公众号,10月11日中国香港首店开业。据公司招股说明书,茶百道后续计划以东南亚市场作为重点扩张。据弗若斯特沙利文,2023年海外市场和东南亚的现制茶饮店市场规模分别达到人民币440亿元和329亿元,并有望于2028年分别增长至人民币964亿元和783亿元,年复合增长率分别为17%和18.9%,区域增长空间广阔。

图表55: 全球现制饮品市场以终端零售额计的22-28年复合年增长率


来源: 灼识咨询, 蜜雪冰城招股说明书, 华泰研究

图表56: 东南亚现制饮品市场以终端零售额计的市场规模 (十亿美元)


来源: 灼识咨询, 蜜雪冰城招股说明书, 华泰研究

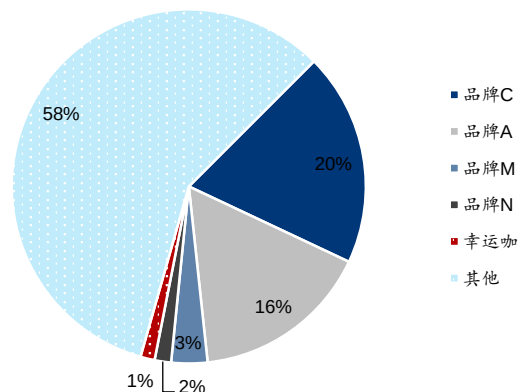
业务横向扩张至咖啡, 描绘新成长曲线

扩展咖啡业务, 瞄准现制咖啡市场。茶百道于2024年1月在成都开设首家直营咖啡店“咖灰”, 主要向消费者供应咖啡、贝果、汉堡及其他烘焙食品, 和现有的现制茶饮品牌独立运营, 定价中端市场。据弗若斯特沙利文, 2023年中端价位咖啡店市场缺少绝对头部参与者, 细分市场规规模超过300亿人民币, 预计2028年达到601亿元人民币, 2024-2028年的年复合增长率为14.5%。

现有经验积累可复用, 咖啡业务成长性可期。茶百道计划未来三年在选定城市开15家咖啡店, 于2024年开始建立和推广咖啡品牌, 2025-2026年铺设加盟店网络和建立供应链体系。门店预计采用直营和加盟两种经营模式, 并覆盖两种店型: 面积超过50平方米, 提供轻松用餐体验的大型咖啡店; 以及面积在50平方米以下, 针对快速取餐和外卖的小店。我们认为, 茶百道在过去现制茶饮品牌的经营和扩张中积累了关于门店网络管理、加盟运营、供应链和产品开发、品牌营销等方面的宝贵经验, 可复制到咖啡门店的运营中帮助咖啡业务实现快速建立和扩张。

图表57: 茶百道“咖灰”首店


来源: 新京报, 华泰研究

图表58: 9M23 中国以终端零售额计的现磨咖啡市场格局


来源: 灼识咨询, 蜜雪冰城招股说明书, 华泰研究

盈利预测与估值

受益于现制茶饮市场整体快速扩容，以及公司门店的持续快速扩张，我们预计 24-26 年公司归母净利润为人民币 7.38/10.41/12.49 亿元，25-26 年 CAGR 为 30%。营业收入为人民币 51.39/58.71/66.30 亿元，25-26 年 CAGR 为 13.6%。以上业绩预测基于以下假设：

门店数量：1) 加盟方面，我们预计 24-26 年分别净开加盟店 1,050/1,050/1,070 家(1H24: 净开 294 家，按照筹备期来看，开店多在下半年)。结构上，据公司门店下沉战略指引，我们预计新开加盟门店将集中在二线及以下城市。预计 24-26 年期末加盟门店数分别达 8,845/9,895/10,965 家。2) 直营方面，公司于 24 年 1 月在成都新开一家“咖灰”直营门店，预计后续将缓步切入现制咖啡赛道；同时公司计划于国内核心城市开设一系列具地方特色的直营门店，以提升品牌知名度和认可度；我们预计 24-26 年直营门店数量保持为 6 家。综上，我们预计 24-26 年门店总数将分别达 8,851/9,901/10,971 家。

图表59：茶百道：门店数量预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
门店总数	5,077	6,361	7,801	8,851	9,901	10,971
		25%	23%	13%	12%	11%
按经营模式						
直营店	7	9	6	6	6	6
加盟店	5,070	6,352	7,795	8,845	9,895	10,965
期初数量	2,240	5,070	6,352	7,795	8,845	9,895
期内新开	2,843	1,358	1,663	1,360	1,396	1,454
期内关闭	13	76	220	310	346	384
期内净新开	2,830	1,282	1,443	1,050	1,050	1,070
按城市线级						
一线城市	537	690	827	877	907	937
yoy		28.5%	19.9%	6.0%	3.4%	3.3%
新一线城市	1,571	1,848	2,098	2,248	2,398	2,548
yoy		17.6%	13.5%	7.1%	6.7%	6.3%
二线城市	1,095	1,347	1,628	1,828	2,028	2,228
yoy		23.0%	20.9%	12.3%	10.9%	9.9%
三线城市	929	1,221	1,516	1,766	2,016	2,266
yoy		31.4%	24.2%	16.5%	14.2%	12.4%
四线及以下城市	945	1,255	1,732	2,132	2,552	2,992
yoy		32.8%	38.0%	23.1%	19.7%	17.2%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

单店经营数据：行业激烈竞争背景下，我们预计 24 年杯单价和单店日均杯量同比均将出现下滑，随 2H 以价换量策略边际效益递减，在竞争中小品牌被挤出，同店有望展现一定止跌和降幅收窄的趋势。25 年起供给有望回归理性，25-26 年头部品牌需求有望逐步企稳回升：1) 杯单价：考虑到茶百道外卖占比近 60% 高于行业平均水平，以及 23 年以来外卖平台促销引流频次增加以及抖音到店对客单价的冲击，我们认为短期内杯单价将出现下滑。据久谦中台，茶百道 24 年 1-6 月客单价同比下滑 3% 左右，据此我们预计 24 年杯单价同比-2%，25-26 年杯单价企稳回升，同比分别持平/+0.5%。2) 单店杯量：竞争对手及茶百道自身门店加密分流将侵蚀单店出杯量，但 25 年起供给逐步回归理性，我们预计 24-25 单店年均出杯量将同比-20%/持平；预计 26 年起门店加密过程将趋缓，单店日均出杯量同比+1%。综上，我们预计单店 24-26 年日均零售额将分别达 5,400/5,400/5,481 元。

图表60：茶百道：门店主要经营业绩指标预测

Year to 31 December	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
杯均单价 (元)	16.7	16.8	16.6	16.31	16.31	16.39
yoy		0%	-1%	-2%	0%	1%
单店数据						
单店年均零售额 (元)	2,728,200	2,331,124	2,387,954	1,872,224	1,872,224	1,900,401
yoy		-15%	2%	-22%	0%	2%
单店日均零售额 (元)	7,414	6,927	6,887	5,400	5,400	5,481
单店年均出杯量 (杯)	163,193	138,903	143,502	114,802	114,802	115,950
		-14.9%	3.3%	-20%	0%	1%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

收入端：销售货品及设备上，24 年因行业需求较弱，公司主动让利补贴加盟商，因此单个门店货品/货品销售均有下滑，25-26 年随市场环境企稳，加盟商补贴活动预计会有所减少。因此，我们预计 24-26 年从单个门店处获取的货品销售/设备销售收入或将下滑后小幅企稳回升。我们预计 24-26 年单店货品销售收入将分别同比-24.3/+1.7/+1.5%；对应 24-26 年货品销售收入 45.95/52.63/59.46 亿元，分别同比-11.0/+14.5/+13.0%。我们预计设备销售收入将同比-13.3/+2.7/+4.1%，对应设备销售收入 2.22/2.28/2.37 亿元。随门店网络扩张，公司 24-26 年特许权使用费及加盟费收入将分别同比+18.4/19.6/18.6%提升至 2.74/3.28/3.89 亿元。综上，我们预计茶百道 24-26 年总收入为人民币 51.39/58.71/66.30 亿元，25-26 年 CAGR 13.6%。

图表61：茶百道：收入端预测

Year to 31 December	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入端						
总收入（百万人民币）	3,644.2	4,231.7	5,704.3	5,138.5	5,870.7	6,630.0
销售货品及设备	3,446.9	4,019.5	5,420.0	4,816.8	5,490.5	6,183.4
yoy		16.6%	34.8%	-11.1%	14.0%	12.6%
货品	3,048.0	3,813.1	5,164.2	4,595.2	5,262.8	5,946.4
yoy		25.1%	35.4%	-11.0%	14.5%	13.0%
单加盟店货品销售收入	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
yoy		-19.9%	9.3%	-24.3%	1.7%	1.5%
设备	398.9	206.4	255.8	221.7	227.6	237.0
yoy		-48.2%	23.9%	-13.3%	2.7%	4.1%
单个新加盟店设备销售收入	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
yoy		8.4%	1.2%	6%	0%	0%
特许权使用费及加盟费	158.7	171.6	231.6	274.2	328.0	389.2
yoy		8.1%	34.9%	18.4%	19.6%	18.6%
不可退还的前期初始费用（分5年摊销）	49.3	80.1	103.6	126.7	148.4	171.8
yoy		62.6%	29.2%	22.3%	17.1%	15.8%
单个加盟店前期初始费用收入	0.0135	0.0140	0.0146	0.0152	0.0158	0.0165
yoy		4.1%	4.3%	4%	4%	4%
开业前培训服务	61.3	18.3	31.6	28.4	32.1	36.7
yoy		-70.2%	72.6%	-10.1%	13.0%	14.5%
单个新加盟店前期培训收入	0.0216	0.0135	0.0190	0.0209	0.0230	0.0253
yoy		-37.6%	41.0%	10%	10%	10%
特许权使用费收入	48.1	73.2	96.5	119.1	147.6	180.7
yoy		50.3%	30.7%	19.0%	19.3%	18.9%
单加盟店特许使用费收入	0.0132	0.0128	0.0136	0.0143	0.0158	0.0173
yoy		-2.7%	6.4%	5%	10%	10%
其他	38.6	40.5	52.7	47.5	52.2	57.4
yoy		4.9%	30.2%	-10%	10%	10%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

成本端：随公司持续补贴加盟商，我们预计 24 年毛利率有所下滑，25 年随竞争态势趋于理性后补贴将陆续小幅收敛，货品销售毛利率将分别达 28.0/28.2/28.7%。设备销售体量较小，规模效应不显著，因此我们预计 24-26 年设备销售毛利率维持稳定水平。24 年加盟培训费减免让利导致毛利下滑，随加盟店规模效应累积，后续逐渐摊薄培训服务成本，24-26 年培训服务毛利率将分别达 40.5/41.5/42.5%。直营店在竞争中保持相对稳健，但受定价下调影响毛利率或较 23 年出现小幅下滑，预计 24-26 年直营店销售毛利率 10%。

图表62：茶百道：成本端预测

Year to 31 December	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成本端（百万元）						
销售成本	(2,343.2)	(2,775.5)	(3,740.5)	(3,488.2)	(3,964.4)	(4,434.2)
货品成本	(2,031.8)	(2,604.2)	(3,527.2)	(3,308.6)	(3,778.7)	(4,239.8)
毛利率	33.3%	31.7%	31.7%	28.0%	28.2%	28.7%
设备成本	(283.8)	(137.0)	(171.9)	(147.8)	(151.8)	(158.1)
毛利率	28.8%	33.6%	32.8%	33.3%	33.3%	33.3%
培训服务成本	(11.8)	(12.9)	(18.4)	(16.9)	(18.8)	(21.1)
毛利率	80.8%	29.2%	41.6%	40.5%	41.5%	42.5%
茶百道直营店销售成本	(15.8)	(21.3)	(23.0)	(14.9)	(15.0)	(15.2)
毛利率	17.1%	14.5%	11.1%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

费用端：公司品牌较为成熟，预计 24-26 年销售人员配备保持稳定，销售费用占收入比重中有降，达 1.80/1.87/1.96 亿(1H24:1.05 亿，含代言人签约费用)。24 年自建工厂投产拉动折旧摊销上升；总部管理团队保持稳定，24-26 年薪酬占比将随总收入上升逐年进一步摊薄；我们预计 24-26 年行政费用将分别占总收入的 8.7/8.4/7.9%，对应 4.45/4.95/5.26 亿元。

图表63：茶百道：费用端预测

Year to 31 December, RMB mn		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Operating expenses		(393.9)	(364.0)	(616.1)	(660.8)	(714.4)	(756.8)
	% as of revenue	10.8%	8.6%	10.8%	12.9%	12.2%	11.4%
分销及销售费用		(19.1)	(60.7)	(131.0)	(179.7)	(186.5)	(195.6)
	yoy			116%	37%	4%	5%
	% as of revenue	0.5%	1.4%	2.3%	3.5%	3.2%	3.0%
宣传及推广费用		(12.9)	(37.9)	(88.6)	(118.2)	(129.2)	(132.6)
	% as of revenue	0.4%	0.9%	1.6%	2.3%	2.2%	2.0%
雇员薪酬		(4.4)	(19.7)	(31.2)	(51.4)	(47.0)	(53.0)
	% as of revenue	0.1%	0.5%	0.5%	1.0%	0.8%	0.8%
其他开支		(1.8)	(3.1)	(11.2)	(10.1)	(10.4)	(10.0)
	% as of revenue	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
行政费用		(358.4)	(291.8)	(420.5)	(444.8)	(494.9)	(526.1)
	yoy			44%	6%	11%	6%
	% as of revenue	9.8%	6.9%	7.4%	8.7%	8.4%	7.9%
雇员薪酬		(215.3)	(164.2)	(233.3)	(231.2)	(258.3)	(285.1)
	% as of revenue	5.9%	3.9%	4.1%	4.5%	4.4%	4.3%
营运支持服务费		(77.3)	(41.9)	(53.6)	(48.3)	(55.1)	(62.3)
	% as of revenue	2.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
办公及相关开支		(41.0)	(51.8)	(84.8)	(102.8)	(105.7)	(99.5)
	% as of revenue	1.1%	1.2%	1.5%	2.0%	1.8%	1.5%
折旧及摊销		(14.3)	(14.2)	(26.3)	(42.3)	(53.7)	(56.8)
	% as of revenue	0.4%	0.3%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%
产品开发费用		(1.8)	(6.1)	(11.3)	(10.2)	(11.7)	(13.2)
	% as of revenue	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
其他开支		(8.8)	(13.5)	(11.2)	(10.1)	(10.4)	(9.4)
	% as of revenue	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
研发费用		0.0	(3.6)	(16.4)	(14.8)	(16.9)	(19.1)
	% as of revenue	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他开支		(7.4)	(1.3)	(13.6)	(10.1)	(11.5)	(11.7)
	% as of revenue	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
上市开支		(6.2)	(2.0)	(30.9)	(7.2)	0	0
	% as of revenue	0.2%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用		(2.7)	(4.6)	(3.7)	(4.2)	(4.6)	(4.2)
	% as of revenue	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

综上，我们预测茶百道 24-26 年归母净利润为 7.38/10.41/12.49 亿元，核心净利润 8.94/10.41/12.49 亿元（25-26 年 CAGR18%），经调整净利率 17.4/17.7/18.8%，EPS 为 0.50/0.70/0.85 元人民币。参考业务相似度和所处成长周期，我们将海底捞、百胜中国、九毛九、海伦司、奈雪的茶等港股餐饮龙头公司作为茶百道的可比公司。

参考可比公司 25 年 Wind 和彭博一致预期 PE 均值 20X，考虑公司虽处于品牌成长期，但经营稳定性相较于其他龙头公司仍然有待验证，予以平价估值，给予茶百道 20X 25 年 PE，首次覆盖给予目标价 14.89 港币，予以“买入”评级。

图表64：茶百道：可比公司估值表

股票名称	股票代码	收盘价 (当地货币 元)	EPS (人民币)			2024E-2026E CAGR	PE (X)		
			2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E
海底捞	6862 HK	15.34	0.82	0.90	0.98	10%	17.65	16.02	14.71
九毛九	9922 HK	3.16	0.15	0.22	0.27	32%	19.29	13.37	11.05
海伦司	9869 HK	2.36	0.12	0.16	0.22	37%	18.44	13.80	9.89
百胜中国	9987 HK	354.00	2.35	2.53	2.79	9%	19.38	18.00	16.32
奈雪的茶	2150 HK	1.34	-0.33	0.03	0.09	-	-3.84	37.05	14.27
可比公司均值						22%	14.18	19.65	13.25

注：数据截至 2024.1.3 收盘，港币：人民币=1: 0.94，美元：港币=1: 7.77

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

竞争加剧：茶饮市场竞争加剧或将使单店 GMV 进一步承压，侵蚀单店经营利润。

加盟商管理风险：公司收入绝大部分来自于向加盟商售卖原材料及机器设备，加盟管理体系出现漏洞或将导致公司经营状况出现波动。

门店量价测算和实际偏差风险：远期门店数量和单店收入为无外部因素扰动的理想测算值，和实际经营情况或有一定偏差。

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、曾琨、梅昕，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、曾琨、梅昕本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司