

首次覆盖报告

买入*

茶百道 (2555 HK)

首次覆盖: 供应链体系赋能小店经营, 品牌运营助力持续扩张

茶百道是中端现制茶饮市场的领军品牌, 依托加盟模式实现稳定营收

公司约95%的营收来自向加盟商销售货品及设备, 2021-2023年期间, 营收和净利润均保持双位数增长。公司具备标准化开店流程和完善的供应链支持, 推动小店模式的快速扩展。随着一线城市门店密度趋于饱和, 公司将扩展重心转向三线及以下城市。我们预计2024至2026年, 新增门店数量分别为656家、697家和618家, 期末总门店数量将达到8,438、9,135和9,753家, 到2028年总门店数量将达到10,565家, 实现持续稳健的增长。

中国茶饮市场增长潜力巨大, 头部品牌加速扩张步伐

根据弗若斯特沙利文的数据, 2023年中国现制茶饮市场规模达2,473亿元, 2018-2023年复合增长率为25.2%; 约3,000个品牌参与竞争, 市场集中度(CR5)为40.2%。随着现制茶饮市场连锁化率的提升, 尾部品牌生存空间受到挤压, 价格、产品和营销等方面的竞争愈加激烈。赛道竞争白热化, 各品牌纷纷推出加盟优惠政策以加快扩张步伐, 抢占下沉市场空间。凭借卓越的产品力、强大的品牌建设、出色的加盟模式运营能力, 以及线上线下渠道的全面打通, 2023年茶百道按零售额计算的市场份额达到6.8%, 位居中国现制茶饮市场第三。

品牌塑造与产品创新巩固市场领先地位, 海外扩张打造成长第二曲线

公司在品牌塑造和产品创新方面不断深耕, 经典产品备受欢迎, 季节性限量及联名新品进一步提升了品牌的新鲜感和市场吸引力; 构建线上线下全链条营销网络, 通过主流社交平台扩大在线影响力, 并通过跨界联名品牌注入独特文化价值。同时, 公司推出“咖灰”子品牌进军咖啡市场并积极推动出海战略, 重点关注东南亚市场。截至2024年6月30日, 公司已在韩国、泰国及澳大利亚分别开设4家、2家及1家门店。

投资建议:

预计公司2024/2025/2026年营业收入分别为48.33/53.51/58.33亿元人民币, 对应yoy分别为-15.3%/10.7%/9.0%。经调整归母净利润分别为10.42/11.71/12.95亿元人民币, 对应yoy分别为-16.4%/12.3%/10.6%。扣非EPS分别为0.76/0.85/0.94港元(CNH/HKD=1.0716)。参考同行业可比公司估值, 我们给予公司16x 2025年P/E估值(与行业中位数相当), 对应目标股价为HKD13.58, 对应目标涨幅为44.8%, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 门店扩张不及预期; 加盟商拓展不及预期; 食品安全风险; 消费者偏好改变

目标价格:	13.58 港元
当前价格(12月5日):	9.38 港元
上涨/下跌空间	44.8%

基本数据

52周最高	16.00
52周最低	3.98
市盈率(P/E)	16.05
收益率(%)	-
市净率(P/B)	3.17
市销率(P/S)	2.32
EV / Trail 12M EBITDA	6.61
已发行股份(百万股)	1,477.6
市值(百万港元)	13,860.2

资料来源: 万得信息

财务数据估值

(人民币)	24E	25E	26E
营业收入(百万元)	4,832.61	5,350.79	5,833.40
增长率(%)	-15.28	10.72	9.02
EBITDA(百万元)	1,082.39	1,392.00	1,543.97
净利润(百万元)	898.86	1,182.60	1,307.86
增长率(%)	-21.9%	31.6%	10.6%
经调整归母净利润(百万元)	1,042.25	1,170.71	1,294.71
增长率(%)	-16.4%	12.3%	10.6%
EPS(元/股)	0.60	0.79	0.88
市盈率(P/E)	15.58	11.84	10.71
市净率(P/B)	4.05	3.63	3.26
市销率(P/S)	2.87	2.59	2.38
EV/EBITDA	11.02	8.57	7.72

资料来源: 天风国际

股价走势



资料来源: 万得信息

冯梦媛 (FENG Meng Yuan)

香港证监会中央编号: BUU928
research@tfsec.com

刘笑云 (LIU Xiao Yun)

香港证监会中央编号: BVH897
research@tfsec.com

天风国际证券与期货有限公司在此鸣谢天风证券股份有限公司的员工何富丽, 对本报告的贡献和支持

以上目标价格为天风国际证券与期货有限公司对此上市公司茶百道(2555 HK)当前的预测。目标价格有机会因市场波动或其他因素而变动。天风国际证券与期货有限公司有机会在未来发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

* 备注: 天风国际证券与期货有限公司所提供的投资评级可能已参考其集团公司先前发布的研究报告。有关详细信息, 请联系 research_tfi@tfsec.com。

目录

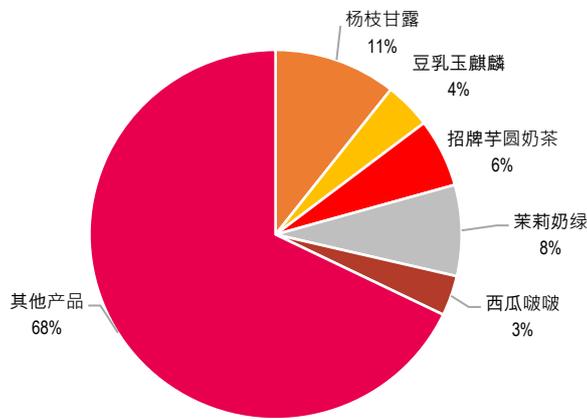
投资要点：小店模型全面扩张，扬帆出海打造第二曲线	3
产品力：经典与创新并重，高性价比引领市场	3
品牌力：公司高度重视品牌形象的塑造与传播，打通线上线下全链条营销网络	5
商业模式：加盟支撑核心业务，运营保障稳健前行	7
供应链：产品质量与运营效率引领前行，供应链系统保驾护航	11
出海：增量驱动前行，未来东南亚市场是关键	12
公司情况：依托加盟模式，跻身行业领先的中式茶饮品牌	13
门店扩张与品牌打造双管齐下	13
业务模式以加盟为核心，逾九成收入来源于货品及设备销售	15
近年营收稳步增长，1H24 受消费降级和加大对加盟商的优惠政策补贴影响有所下滑	16
行业情况：赛道竞争白热化，头部品牌加快扩张步伐	18
消费需求升级叠加渠道扩张，驱动现制茶饮市场规模稳步增长	18
赛道竞争白热化，头部品牌加快扩张步伐	20
现制茶饮行业竞争激烈，品牌在价格、产品和营销上层层加码	22
茶饮品牌加快门店数量扩张，推出优惠政策吸引加盟商	26
同业核心财务数据对比：各品牌差异化竞争	28
盈利预测&投资建议	30
风险提示	33

投资要点：小店模型全面扩张，扬帆出海打造第二曲线

产品力：经典与创新并重，高性价比引领市场

公司产品矩阵由经典产品与季节限定产品相融合。经典产品是占SKU总数的40%，引领2023年销量。公司的经典茶饮由一系列标志性产品组成，最畅销的五款占2023年总零售额的32%。最畅销的经典茶饮包括杨枝甘露、豆乳玉麒麟、招牌芋圆奶茶、茉莉奶绿和西瓜啵啵。根据往绩记录，经典茶饮的价格在人民币6.0元至22.0元之间，截至2023年12月31日，平均售价为人民币13.9元。经典茶饮约占公司门店SKU总数的40.0%。具体分析几款经典产品，在2023年，杨枝甘露的销量约为9240万杯，零售额约为人民币17.95亿元；招牌芋圆奶茶销量约6870万杯，零售额约为人民币10.10亿元；茉莉奶绿销量约为1.11亿杯，零售额约为人民币13.45亿元；豆乳玉麒麟销量约为4280万杯，零售额约为人民币6.85亿元；西瓜啵啵销量约为3960万杯，零售额约为人民币5.94亿元。

图 1：2023 年经典产品与其他产品的零售额份额



资料来源：公司公告，天风国际

季节性产品以季节主题和风味为特色。除了经典产品以外，公司还供应各类季节性茶饮和区域性茶饮，包括限时供应的产品，以满足消费者不断变化的喜好。根据往绩记录，季节性和区域性茶饮的价格在人民币12.0元至26.0元之间，截至2023年12月31日，平均售价为人民币16.6元。季节性茶饮以季节元素、风味和主题为特色，每年在特定时间推出。例如，2023年推出的季节性茶饮“乌漆嘛黑”因其清新风味和独特外观，首周销量超过100万杯；另一款“青提茉莉”在上市三天内销量接近100万杯。我们还推出了草莓奶冻，2023年第一季度的平均月销量超过500万杯。区域性茶饮则展现了当地水果的多种风味，例如，2022年在广东、广西和福建推出的“黄皮打了香柠”，上市两个月售出约80万杯，零售额约为人民币1.12亿元。

图 2：公司经典产品和季节性产品



资料来源：公司公告，天风国际

价格：原叶鲜果确保品质优，合理定价提升性价比

茶百道产品位于中端价格带，主要以原叶和鲜果作为原材料。公司精心挑选优质原料，致力于为消费者提供出色的茶饮体验，同时将价格定位在合理区间，大约为 10-18 元。这一定价策略兼顾了品质与实惠，让消费者享受到物超所值的茶饮选择。

图 3：各茶饮品牌经典产品及价格带梳理



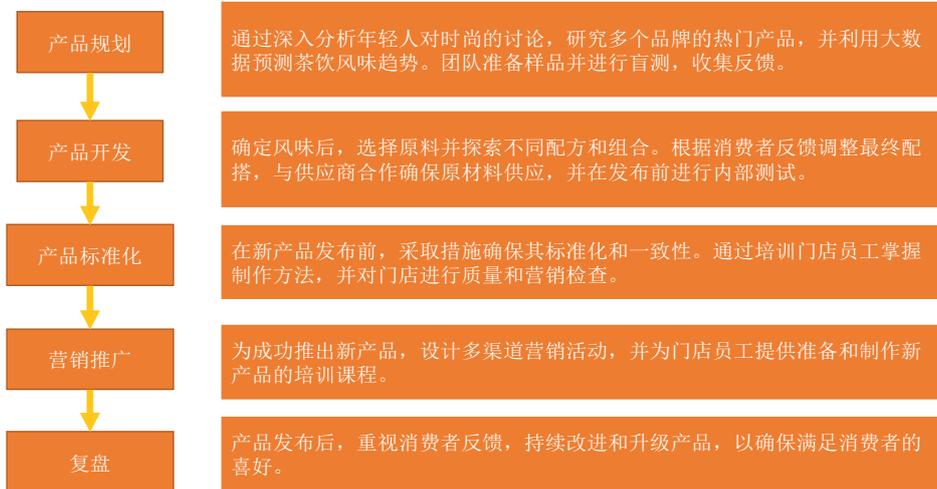
资料来源：各公司官网和小程序，天风国际

公司强大的上新能力源于其系统化和精细化的产品开发流程。团队首先通过深入的市场研究和消费者分析，捕捉流行趋势并进行产品规划。在开发阶段，严格挑选优质原料，并通过反复测试收集市场反馈。在标准化阶段，门店员工接受专业培训，确保制作流程和质量标准高度一致。该系统化流程不仅推动了持续的产品创新，还为消费者带来了始终如一的优质体验。

在产品定价方面，公司综合考虑多个因素，包括当地消费者购买力、原料成本、市场需求、采购渠道和竞争环境。其中，原料成本是关键考量。通过评估平均成本、竞争对手定价及消费者偏好，公司确保定价既合理又具竞争力，为消费者提供高性价比的优质茶饮。同时，公司在定价时兼顾原料采购成本与加盟商的利润空间，以实现双赢的市场策略。

此外，公司不断拓展产品矩阵，推出独立咖啡子品牌“咖灰”。“咖灰”首家直营店于 2024 年 1 月在成都开业，门店面积较茶百道更大，整体设计采用简约的灰白色调，凸显高端品牌形象。主打产品包括黄油澳白和岩烧芝士香橙拿铁，食品则涵盖汉堡、三明治、司康及烤芝士厚吐司等，饮品价格区间为 13 至 25 元，食品价格从 10 元以下至 45 元不等，丰富的产品线进一步满足了消费者多元化的需求。

图 4：产品开发流程梳理



资料来源：公司公告，天风国际

品牌力：公司高度重视品牌形象的塑造与传播，打通线上线下全链条营销网络

通过精细化的数字化营销策略与特色 IP 运营，构建了广泛且高效的在线影响力。依托抖音、微博、小红书、微信等主流社交平台，品牌精准触达年轻消费群体，通过直播、团购和内容营销等多样化形式提升品牌曝光，实现了有效的流量转化。在抖音平台，公司 2023 年 3 月 10 日单日销售额突破 1 亿元，粉丝数量当日增长约 23 万，打破抖音生活服务品牌专场直播 GMV 记录。此外，品牌 IP「茶茶」融合中国传统文化与现代个性，通过表情包、创意商品和线下活动拉近了品牌与用户的距离，强化了互动性和品牌记忆点。同时，茶百道的「乌漆嘛黑」系列凭借独特的产品设计和创新口感在社交媒体上迅速爆红，累计曝光量超过 6.7 亿，成功打造为品牌的爆款产品。

图 5：茶百道在抖音、小红书、微博等平台的活动界面



资料来源：公司公告，天风国际

图 6：IP 及周边



资料来源：公司官网，天风国际

积极跨界联名强化品牌调性与吸引力。公司通过与敦煌博物馆、未定事件簿、黄天鹅等文化和潮流品牌的跨界合作，推出一系列符合品牌调性的联名产品，进一步强化了品牌在消费者心目中的个性和吸引力。跨界联名在激烈的市场竞争中为品牌注入了独特的文化价值，使公司在同质化的市场中脱颖而出，强化了品牌的差异化定位。

表 1：茶百道联名 IP 梳理 (截至 2024.11.05)

时间	联名的 IP	类型
2023 年 6 月	观山海	动漫
2023 年 11 月	粉红豹	影视
2023 年 11 月	长相思	动漫
2023 年 12 月	剑网 3	游戏
2024 年 4 月	崩坏：星穹铁道	游戏
2024 年 5 月	酷乐潮玩豚豚崽	动漫
2024 年 6 月	狐妖小红娘	动漫
2024 年 6 月	文俊辉	明星
2024 年 7 月	杨力维、杨舒予	体育运动员
2024 年 8 月	颜心记	影视
2024 年 9 月	陕西历史博物馆	文化

资料来源：茶百道公众号，天风国际

会员计划巩固客户基础与忠诚度。公司的会员计划已成为增强客户黏性和提升客户终身价值的重要手段。自 2021 年推出以来，会员数量快速增长。截至 2023 年第四季度，茶百道注册会员已超过 1 亿人，活跃会员达到 2040 万，复购率为 35.0%，远高于行业平均水平。截至 2024 年 10 月 31 日，公司的会员总数已突破 1.3 亿人。通过数字化手段，公司为会员提供个性化、便捷的服务体验，进一步增强用户的归属感和忠诚度。会员计划不仅有效提高了现有客户的粘性，还通过数据积累和精细化运营，实现了客户的长期价值转化，使公司逐步被消费者视为生活方式品牌。

图 7：茶百道会员服务界面



资料来源：茶百道小程序，天风国际

公司的会员计划由两个主要权益系统组成，即积分权益系统和用户权益系统。会员计划提供的奖励和折扣成本由加盟店承担，消费者在加盟店购买茶饮时可以使用这些奖励和折扣。通过这两个系统，公司为会员精心设计了丰富多样的活动，旨在营造浓厚的社区氛围。

表 2：会员计划的两个权益系统及其细则梳理

分类	细则
积分权益系统	茶百道的积分权益系统为茶粉提供了一系列特别活动，以提升消费者对品牌的热爱、互动和粘性。茶粉可以使用熊猫积分兑换生日折扣、会员奖励和其他福利。
用户权益系统	通过创新的会员活动，茶百道的用户权益系统提高了消费者的参与度。茶粉分为七个等级，每个等级都有不同的奖励和活动。每周四，茶百道会举办特别的“会员日”活动，会员可以享受指定产品的折扣和定制小料。此外，新产品上架时，茶百道也会及时通知茶粉。

来源：公司公告，天风国际

表 3：2023 年第一季度以来茶百道活跃会员人数及比例梳理

日期	活跃会员人数 (百万)	活跃会员比例 (%)
2023 年 3 月 31 日	16.1	32.4
2023 年 6 月 30 日	16.7	34.7
2023 年 9 月 30 日	20.4	32.9
2023 年 12 月 31 日	20.4	35

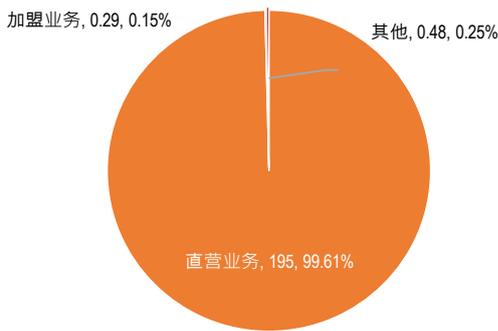
资料来源：公司公告，天风国际

商业模式：加盟支撑核心业务，运营保障稳健前行

1) 加盟模式：公司稳定营收来源的主要业务

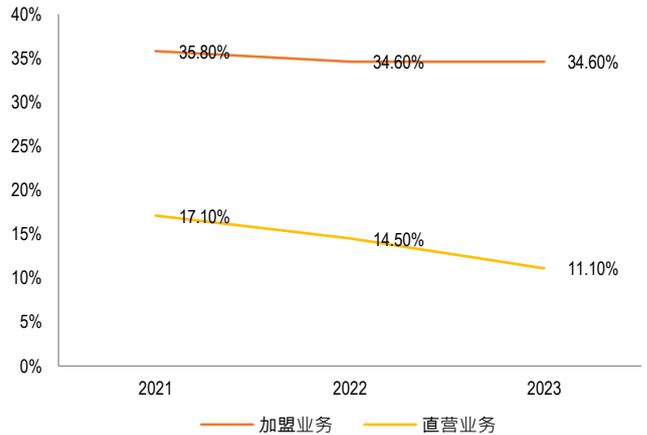
公司主要业务来源为加盟，门店数量的增加是推动现制饮品公司收入增长的关键因素。现制饮品经营主要有直营和加盟两种模式，公司目前的主要业务是加盟业务，加盟业务的收入占比超过 99%。加盟业务的毛利率历年来保持在约 35%，高于直营业务的毛利率。公司的收入主要来源于向加盟商销售货品和设备，以及加盟商缴纳的加盟费和其他相关费用。

图 8：公司 2023 年直营业务和加盟业务毛利 (万元人民币) 及占比



资料来源：公司公告，天风国际

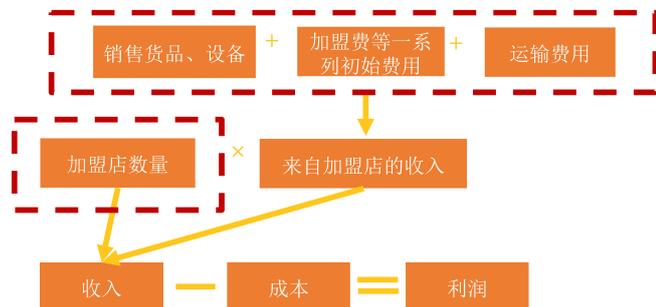
图 9：公司历年直营业务和加盟业务毛利率



资料来源：公司公告，天风国际

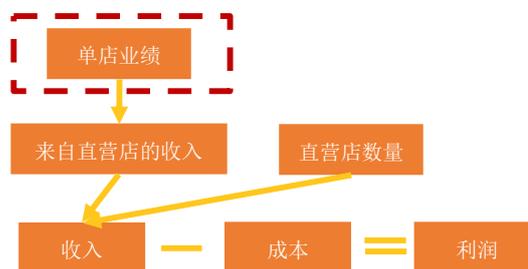
加盟模式的营收较为稳定，相较于直营模式对单店业绩波动的敏感性更低。在加盟模式下，公司通过减少直接运营风险，实现更加稳健的收入来源。拆解其盈利结构，公司的收入为加盟门店数量与每家店贡献收入的乘积，其中包括销售货品和设备、加盟费及运输费用等构成部分，整体不易受到单店业绩波动的影响。由于单店收入贡献有一定上限，扩张门店数量成为提升营收的关键策略。相比之下，直营模式的收入则与门店数量、订单量和平均客单价直接相关，单店业绩的变化将对公司整体营收产生直接影响，这使得直营模式的经营风险相对更高。

图 10: 加盟模式下盈利公式拆解



资料来源：公司公告，天风国际

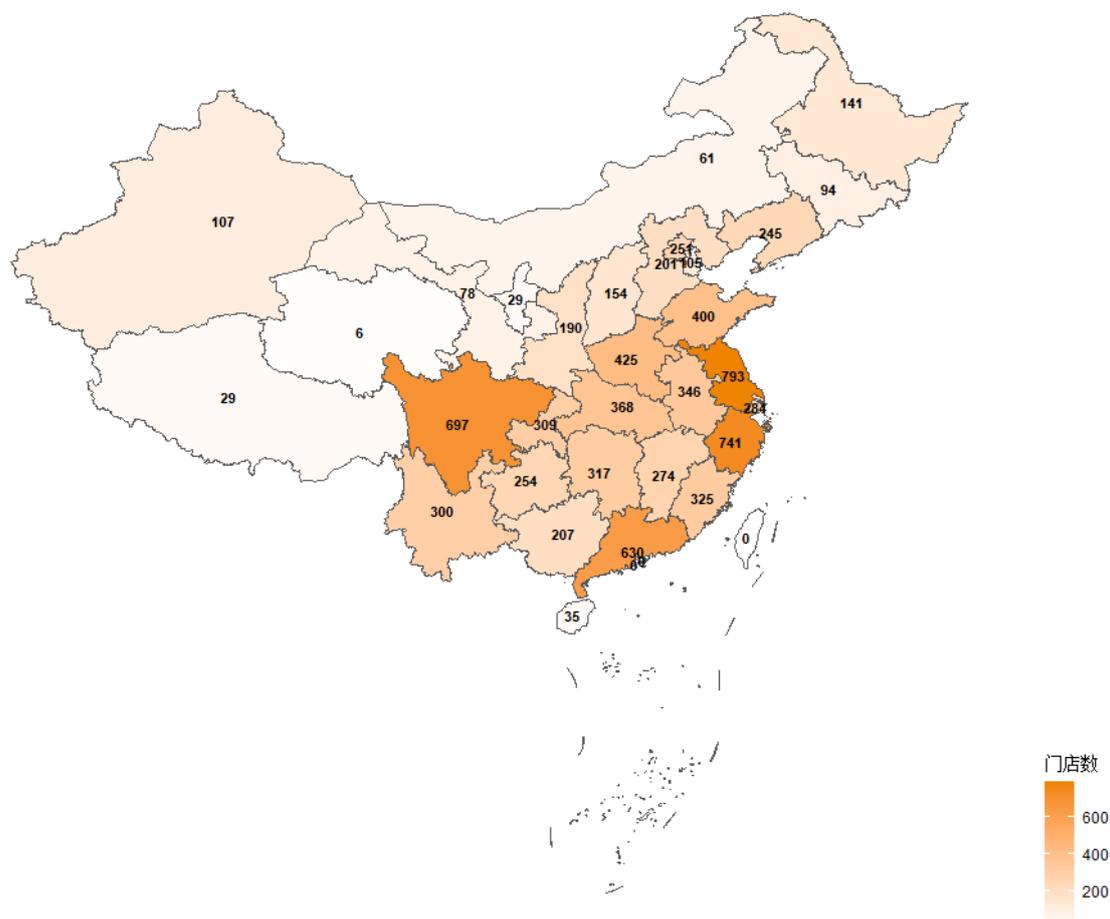
图 11: 直营模式下盈利公式拆解



资料来源：公司公告，天风国际

公司通过加盟模式迅速实现全国扩张，有效提升了品牌知名度与市场覆盖率。截至 2024 年 6 月 30 日，公司仅拥有 9 家直营店，其余均为加盟店。自开放加盟以来，公司迅速在全国范围内拓展门店，实现了广泛的市场覆盖。截至 2024 年 10 月 31 日，公司门店数量已超过 8400 家。

图 12: 公司门店全国分布图 (截至 2024 年 10 月 7 日)



资料来源：窄门餐眼小程序，天风国际

2) 运营机制：对加盟商筛选、运营与督导的完善体系

公司对新加盟商实施严格的加盟筛选流程。每位加盟商从初步筛选到新店开业都需经过全面的评估程序，衡量其商业价值和经营成功的能力。一般而言，整个流程需 60-100 天。由于严格的筛选，只有约 7%的候选人能成为加盟商。公司还监督门店选址、装修、培训和开业相关事宜，以确保加盟商严格遵守标准和协议。

表 4：加盟店开业前的工作流程

流程步骤	内容
筛选加盟商	茶百道通过多个步骤筛选加盟商，包括初步筛选、在线测试和面试。候选人需对餐饮行业有深刻理解，具备管理能力，认同品牌愿景，具备创业精神，并对产品有深入了解。
门店选址及店面装修	加盟商在首次培训后选择潜在门店位置，需经过内部审核。加盟商根据标准进行室内设计和装修，完成后接受检查和批准。关于门店选址，为避免新旧门店之间的潜在竞争，新旧门店之间的距离通常设定在 50 米至 400 米，以确保合理的市场覆盖。在需求较高的地区，茶百道可能会在现有门店附近开设更多门店；关于门店面积，大部分茶百道门店的建筑面积在 30 至 100 平方米之间，在中国核心城市选择性地开设面积较大的特色门店。
开业前检查	对新店进行全面评估，包括营业执照、人员安排、材料采购、设备配置和卫生标准。顺利完成检查后，新店可在正式营业前开始试营业。

资料来源：公司公告，天风国际

加盟后运营：建立加盟商运营标准，保证业务标准化

所有加盟店均获得相同的设备、材料、配料、内部信息系统及标准操作程序，以保证运营效率和消费者体验的一致性。加盟商每月至少需在店内工作 130 小时，以确保亲自管理和监督门店运营。此外，新店开业前，加盟商必须获得所有与食品安全和员工健康相关的必要执照和许可。为了维护品牌形象和运营一致性，公司还集中管控关键运营环节，包括线上点单、产品定价、采购、营销活动和会员计划。

区域运营中心：门店运营和区域督导的管理枢纽

公司在国内主要城市战略性地设立了 16 个区域运营中心，作为门店运营和区域督导的管理枢纽。区域运营中心重点监控关键运营指标，如业绩、食品安全、客户服务、原材料管理和客户投诉。此外，公司建立了门店巡查制度，通过区域督导巡检、总部稽查及第三方检查等多重方式进行全面监督。至 2023 年 12 月 31 日，茶百道拥有约 567 人的区域督导团队，每月对门店进行 3 至 4 次巡检。

区域服务提供商：市场扩张和新加盟商招募的支持平台。

公司与十家区域服务提供商合作，加速品牌在当地市场的渗透，并为部分加盟店提供管理支持。这些区域服务提供商通常由成功经营茶百道门店的加盟商所经营，具备丰富的市场经验和资源，能在当地市场提供专业支持。区域服务提供商的主要职能包括帮助招募新加盟商，并对指定区域内的加盟店进行支持与监督。根据合作协议，区域服务提供商需定期检查加盟店，确保其遵守茶百道的操作程序和标准。

表 5：区域服务提供商与公司合作细则梳理

条款	内容
期限	合作协议通常为一年，依据对合同条款、内部指引及付款情况的评估可续约。
门店扩张	协议规定合约期内在指定区域每年新开加盟店的数量，包括区域服务提供商和其自行开设的门店。
门店管理	新加盟店需获得茶百道批准后方可开业，区域服务提供商应定期检查并评估门店运营。
销售和运营	区域服务提供商需确保加盟店开业前完成所有法律程序，严格执行操作程序和营销活动，并提供市场反馈。
服务费及销售返利	对于不可退还的初始费用和培训服务费，60%作为服务费。销售返利为采购金额的 6%或物流服务的 12%。
终止	合作协议可在双方同意下终止，或在一方严重违约的情况下单方面终止。

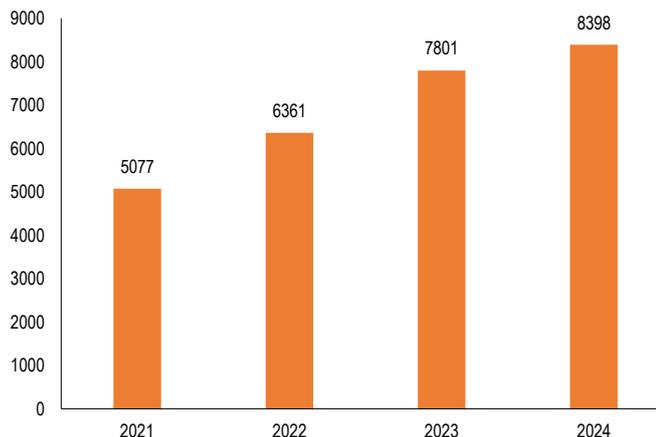
资料来源：公司公告，天风国际

3) 优惠政策：加盟优惠助力门店扩张

公司通过优惠政策降低单店成本，吸引加盟商加入。公司作为以加盟业务为核心的企业，高度重视加盟门店的增长。为此，公司推出了一系列优惠政策，包括新老加盟商的开店费用减免、核心商圈及大型门店的额外折扣、装修补贴及物料补贴等。这些措施旨在降低加盟商的开店和运营成本。

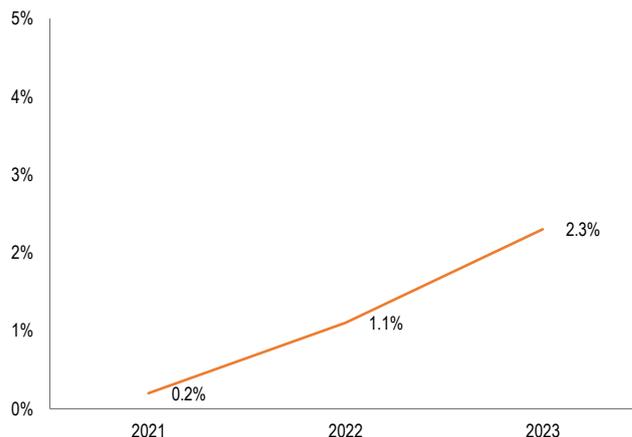
公司加盟店数量持续稳定增长，闭店率保持较低水平。公司门店总数从 2021 年的 5077 家增长至 2024 年 10 月的 8398 家，年均增速显著。尽管闭店率从 2021 年的 0.2% 上升到 2023 年的 2.3%，整体水平仍较低，大部分加盟商能够维持稳定运营。

图 13：公司 2021 年-2024 年 10 月累计门店总数 (单位：家)



资料来源：公司公告，窄门餐眼小程序，天风国际

图 14：公司 2021 年-2023 年门店闭店率



资料来源：公司公告，天风国际

供应链：产品质量与运营效率引领前行，供应链系统保驾护航

建立强大供应链系统，确保产品质量及运营效率。 公司通过自营和第三方合作建设全国性仓储物流网络，支持高频配送，提升运营效率和盈利。截至 2024 年 6 月 30 日，公司拥有 21 个省级仓配中心和 3 个前置仓配中心，调度约 300 辆多温运输车的车队，每天能向数千家门店运送新鲜材料，约 90% 的门店下单后次日达，约 97% 的门店每周两次或以上配送。公司数字化供应链管理系统涵盖订单管理系统 (OMS)、运输管理系统 (TMS) 和供货商关系管理 (SRM)。

表 6：公司数字化供应链管理系统

订单管理系统 (OMS)	分析历史销售数据以开发有效的采购计划，优化存货管理并将采购量与预期需求进行匹配。借助存货水平实时可视化及自动订单提醒，消除产品短缺或积压的风险。
运输管理系统 (TMS)	路线算法、实时交通分析及 GPS 追踪能选择最佳配送路线，监控运输车辆的储存温度及状态，降低运输成本、缩短配送时间同时确保物流的质量。
供货商关系管理 (SRM)	SRM 简化供货商筛选、表现监督、评估及开票流程。

资料来源：公司公告，天风国际

严格把关水果供应链。 公司的水果供应链管理采用动态集中模式，严格控制质量并确保新鲜度。通过市场需求制定采购计划，针对部分核心水果，如水蜜桃、台农芒果、夏黑葡萄等，与水果产区签订长期协议，保证稳定供应。同时，仓库配备专业质检人员，严格检查水果质量，并采用最佳温度管理，以保持水果产品新鲜。截至 2024 年 6 月 30 日，统一配送覆盖 62% 的门店，大幅提升产品质量稳定性。

图 15：2023 年末公司仓库分布



资料来源：公司公告，天风国际

公司供货商集中度较低。公司主要采购乳制品、茶叶、糖、鲜果、配料等食材、包装材料和设备。2023 年前五大供货商共占总采购额的 36.5%。

表 7: 2021-2023 主要供货商

供货商	产品类型	业务开始年份	总采购额占比		
			2021	2022	2023
A	乳制品、配料	2019	10%	9.9%	6.6%
B	乳制品	2020	6.1%	11.6%	10.4%
C	果汁	2019	4.7%	4.0%	
D	包装材料	2021	4.4%	4.6%	4.3%
E	茶叶	2019	4.3%		
F	糖、果汁及配料	2021		7.3%	11.1%
G	果汁	2021			4.2%

资料来源: 公司公告, 天风国际

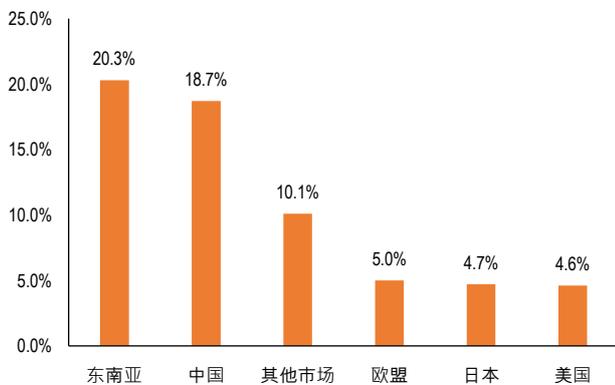
公司持续投入供应链建设。根据招股书, 公司计划将募资资金的 16% (约 3.93 亿港元) 投入仓储设施的自动化和智能化升级, 包括自营仓储的设备升级和多温控仓配系统的扩展, 打造智能冷链仓配和水果加工中心, 以支持主要城市门店的供应, 预计未来中心仓及前置仓覆盖的门店平均数目将分别约为 400 家及 200 家。此外, 18% (约 4.42 亿港元) 将用于上游供应链的战略性投资, 确保从生产到门店的质量控制, 并扩展茶叶等核心原材料的来源。

出海: 增量驱动前行, 未来东南亚市场是关键

公司出海的动力源于增量需求和分散竞争, 海外多家门店已经开业。为了在激烈的茶饮市场中保持增长, 公司积极关注出海策略以寻求新的收入增量。公司已分别于 2024 年 1 月、2024 年 10 月在韩国和中国香港成功开设了首家门店, 并计划在 2024 年布局东南亚市场的供应链体系, 于 2025 年设立配送中心, 进一步支持市场扩张。公司海外市场拓展成果初现, 截至 2024 年 6 月 30 日, 公司已分别于韩国、泰国及澳大利亚开设 4 家、2 家及 1 家门店。

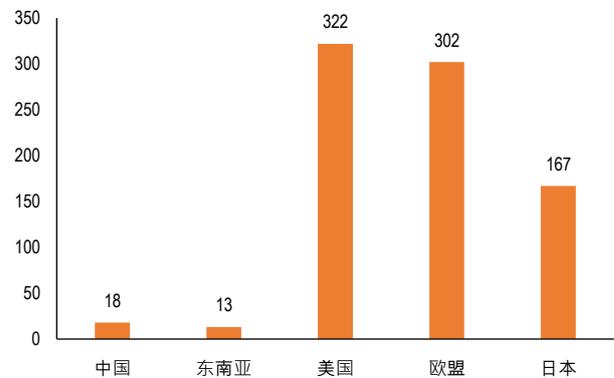
东南亚具备强劲的消费者需求和尚未饱和的市场环境, 是公司出海重点方向。2024 年, 东南亚地区人口数量超 6 亿, 暖和的气候和快速的城镇化进程增添了市场潜力。相较国内品牌密集的现制茶饮市场, 东南亚市场竞争较小。根据弗若斯特沙利文, 2022 年东南亚现制饮品人均消费量仅为 13 杯, 仍具巨大提升空间; 预计到 2028 年人均现制饮品数将增至 36 杯, 增长幅度达三倍。根据灼识咨询, 2022-2028 年东南亚茶饮市场的年均复合增长率预计将达到 20.3%, 显著高于其他地区, 是公司出海战略的必争之地。

图 16: 2022-2028 世界各地现制饮品市场增速 (CAGR)



资料来源: 蜜雪冰城招股书, 灼识咨询, 天风国际

图 17: 2022 年世界各地人均现制饮品消费杯数 (杯/年)



资料来源: 蜜雪冰城招股书, 灼识咨询, 天风国际

公司情况：依托加盟模式，跻身行业领先的中式茶饮品牌

门店扩张与品牌打造双管齐下

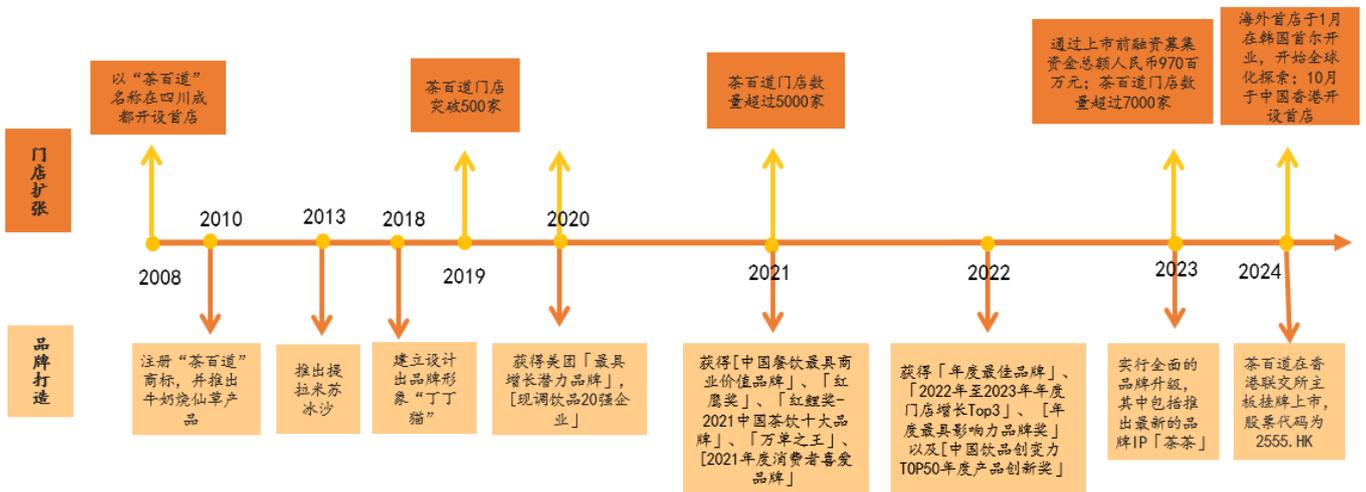
公司于 2008 年在成都创立，自成立以来专注于将天然食材与中式茶饮多样化搭配，持续研发丰富的茶饮产品。公司通过加盟模式实现快速扩张，截至 2024 年 6 月 30 日，已在全国 31 个省市自治区开设 8,385 家门店。凭借品牌优势，公司积极开展多渠道推广，成功吸引了年轻消费群体。2023 年，公司总零售额达 169 亿元，2021 至 2023 年复合年增长率为 30.1%。根据弗若斯特沙利文，按零售额计，茶百道在 2023 年市场份额达到 6.8%，位居中国现制茶饮市场第三，已跻身行业领先品牌之列。

第一阶段为创立与早期扩张 (2008-2017 年)：2008 年，公司在四川成都开设首家门店，开启茶饮业务。此阶段主要以稳步扩展门店网络为核心，不断积累品牌认知度和运营经验。2017 年 2 月，为进一步发展，公司成立了茶百道餐饮，标志着品牌向全国市场扩张的准备工作完成。

第二阶段为品牌塑造与加速扩张 (2018-2020 年)：公司在 2018 年推出品牌 IP“丁丁猫”，以加强品牌形象。此后，公司加速扩展门店，截至 2019 年底，门店数量突破 500 家，获得多个行业认可的奖项，提升市场影响力。

第三阶段为组织重组与品牌升级 (2021 年至今)：2021 年，公司进行了组织重组，提升运营效率，年底门店超过 5000 家。2023 年，公司进行了全面的品牌升级，推出新品牌 IP“茶茶”，并于 2024 年 4 月 23 日在香港联交所主板上市，进一步助力品牌发展和市场扩张。

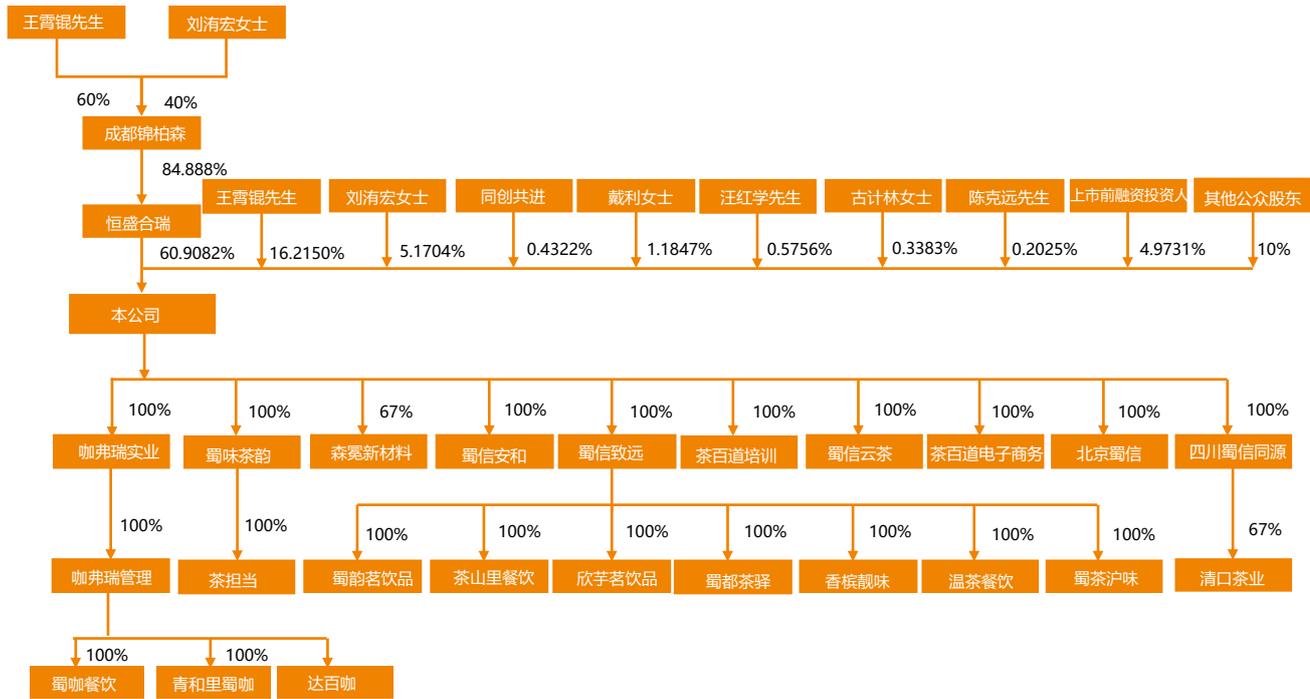
图 18：公司发展历程



资料来源：公司公告，天风国际

创始人夫妇持股比例高，公司全资控股多家子公司。公司由创始人王霄锟、刘洵宏夫妇实际控股，截至 2024 年 4 月 23 日，王先生与刘女士直接与间接合计持股比例达到 73.07%，其中，王先生直接持股 16.22%，刘女士直接持股 5.17%，二人通过控股的成都锦柏森公司间接持有恒盛合瑞，而恒盛合瑞持有茶百道 60.91% 的股份。2023 年，公司完成股权重组并获得一级市场融资 9.7 亿元，投资方包括兰馨亚洲、正心谷、新津昇望、黄番茄、中金同富。此外，员工激励平台“同创共进”持有公司 0.43% 的股份。公司通过全资控股多家子公司，构建了涵盖原料供应、品牌管理、包装材料、线上运营和餐饮服务等环节的全产业链布局，进一步增强了公司在茶饮行业的竞争优势与资源整合能力。

图 19：股权结构图（截至 2024 年 4 月）



资料来源：公司公告，天风国际

公司管理层经验丰富，多位高管拥有深厚的运营和供应链管理背景。总经理汪红学先生负责集团各级营运中心的整体管理，拥有多年餐饮行业运营经验；王峰先生负责供应链中心，具备资深的供应链管理履历。此外，张睿博士、易瑞女士等多位高管在加入公司前也有丰富的高管经验。

表 8：公司高管背景

姓名	现任职位	从业经历介绍
王霄锟先生	公司创始人、董事长、执行董事及控股股东之一	王先生自公司成立起即担任董事长及董事，且一直担任若干子公司的法人代表。主要负责制定本集团的整体发展策略和业务计划，监督本集团的管理和战略发展。
刘洵宏女士	公司创始人、监事会主席	刘女士是公司创始人之一，当前主要负责监事会的日常管理、监督本集团的日常运。
汪红学先生	执行董事及本公司总经理	主要负责本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等。2016 年加入本集团之前，汪红学先生从其于餐饮行业的工作经历中积累了丰富的门店营运及管理经验。
戴利女士	执行董事及本公司副总经理	主要负责本集团综合中心的整体管理及运作，包括组织行政及后勤管理、工程及建设管理。
张睿博士	副总经理(数字化中心)	主要负责本集团数字化中心的整体管理及运作。 加入本集团前，张博士任上海连尚网络科技有限公司 司合伙人、中国区业务首席运营官及首席人力官等。
易瑞女士	副总经理(品牌市场中心)	主要负责本集团品牌市场中心的整体管理及运作。加入本集团前，易女士为清研生物科技的联合创始人及首席运营官。
王峰先生	副总经理(供应链中心)	主要负责本集团供应链中心的整体管理。加入本集团前，王先生曾担任上海老城隍庙食品总裁助理；曾担任中国蒙牛乳业供应链总监。

资料来源：公司公告，天风国际

业务模式以加盟为核心，逾九成收入来源于货品及设备销售

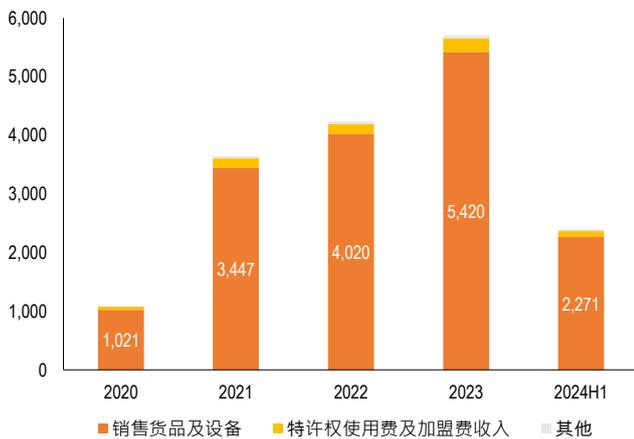
主营业务：公司的主要收入来源于现制茶饮加盟业务，具体包括向加盟商销售货品及设备、收取特许权使用费和加盟费等。2021-2024H1 期间，销售货品及设备收入占营业收入比例约为 95%。

在销售货品及设备方面，公司向加盟商提供乳制品、茶叶、水果等原材料及门店设备，加盟商根据公司授权的菜单及配方制作茶饮产品。2021-2023 年，该部分收入分别为 34.5 亿元、40.2 亿元和 54.2 亿元，分别占当年收入的 94.6%、95.0%、95.0%，2024 年上半年该部分收入为 22.7 亿，占报告期总收入的 94.8%。

在特许权使用费及加盟费方面，公司凭借市场认可的品牌口碑和独家研发的茶饮菜单，向加盟商提供品牌支持和资源，收取特许权使用费及加盟费。2021-2023 年该部分收入分别为 1.59 亿元、1.72 亿元和 2.32 亿元，分别占当年收入 4.4%、4.1%、4.1%，2024 年上半年该部分收入为 1.0 亿，占报告期总收入的 4.1%。

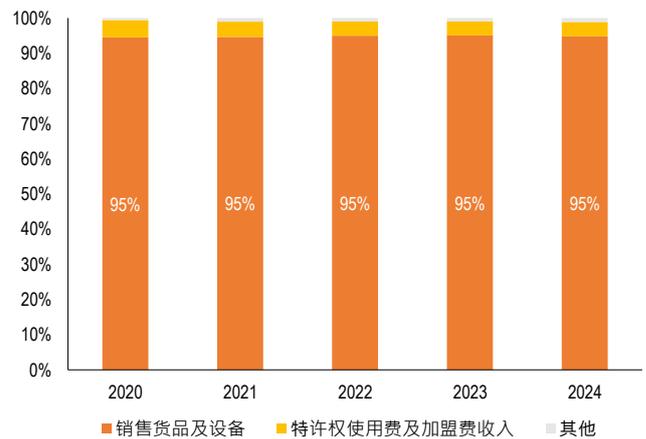
此外，**其他收入**来源于外卖平台的线上运营及管理服务，2021-2023 年收入分别为 3861 万元/4051 万元/5273 万元，分别占当年收入 0.6%，1.1%，1.0%，2024 年上半年该部分收入为 2704 万元，占报告期总收入的 0.9%。

图 20: 主营收入 (百万元)



资料来源：公司公告，天风国际

图 21: 主营收入构成

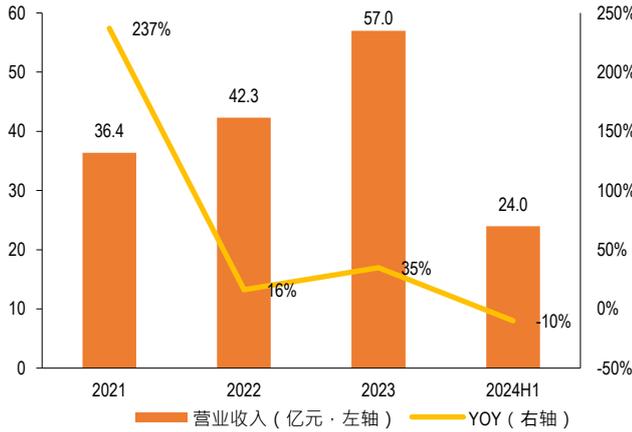


资料来源：公司公告，天风国际

近年营收稳步增长，1H24 受消费降级和加大对加盟商的优惠政策补贴影响有所下滑

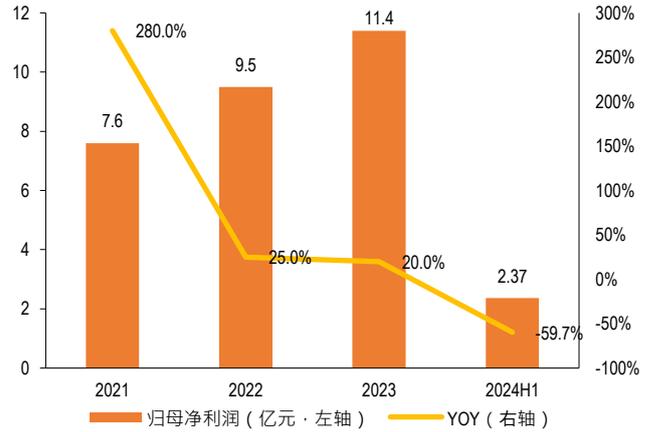
2021-2023 年，公司营业收入分别为 36.4 亿元、42.3 亿元和 57.0 亿元，年同比增长 237%、16%和 35%；同期归母净利润分别为 7.6 亿元、9.5 亿元和 11.4 亿元，同比增长 277%、26%和 19%。其中，2021 年业务大幅增长的原因是加盟门店数量显著增加，推动了加盟业务收入的快速提升。然而，2024 年上半年公司营收为 23.96 亿元，同比下降 10.0%，归母净利润为 2.37 亿元，同比下降 59.7%。业绩下滑主要是消费降级导致全市场消费者需求减弱，营业收入减少，以及公司加大对加盟商的优惠政策补贴，营业成本增加。

图 22：公司历年营业收入



资料来源：公司公告，天风国际

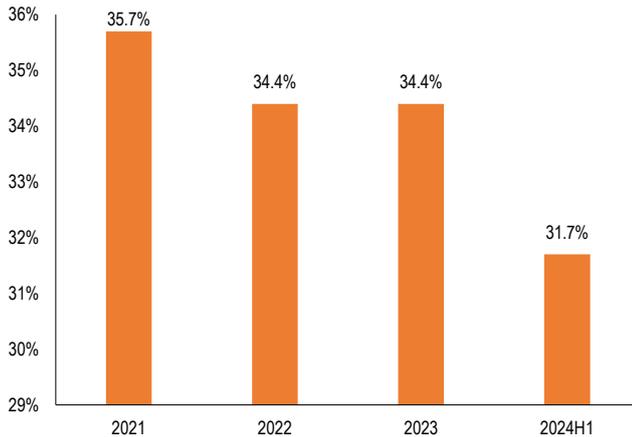
图 23：公司历年归母净利润



资料来源：公司公告，天风国际

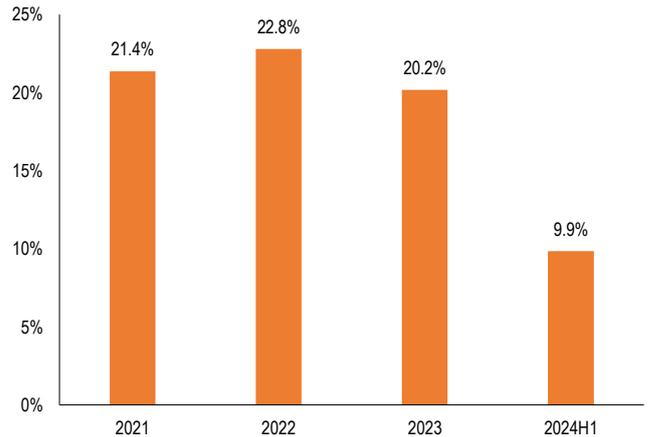
公司毛利率保持稳定，但 2024 年上半年因加盟商支持导致毛利率下滑。2021-2023 年，公司毛利率分别为 35.7%、34.4%和 34.4%；2024 年上半年毛利率下降至 31.7%，主要原因在于公司在 2024H1 报告期内对加盟商进行了较大力度的政策支持，包括提供物料销售补贴及营销活动的支持，这在一定程度上降低了毛利率。同时，净利率也从 2021 年的 21.36%和 2022 年的 22.79%下降至 2023 年的 20.17%，在 2024 年上半年进一步下降至 9.85%。

图 24：公司历年销售毛利率



资料来源：公司公告，天风国际

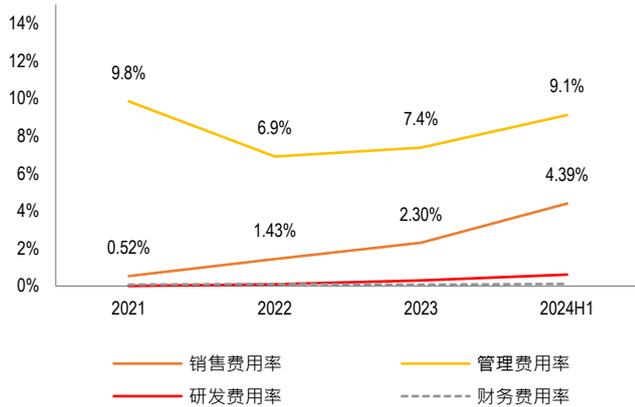
图 25：公司历年销售净利率



资料来源：公司公告，天风国际

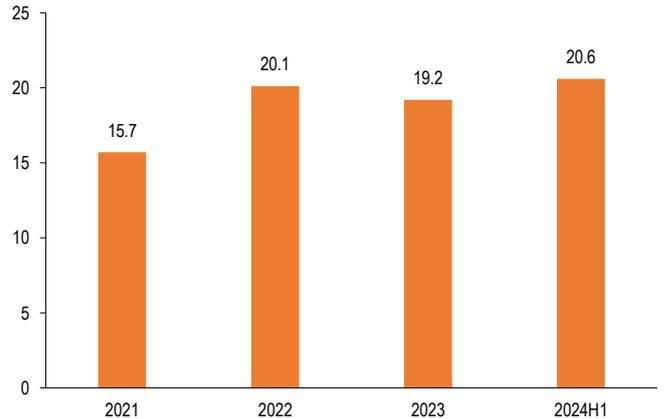
公司以加盟业务为主，2021-2024H1 期间费用率保持较低水平。公司的主要收入来源于加盟业务，其中加盟费以及商品和设备销售为公司提供了稳定的现金流支持。得益于资源合理分配和有效的成本控制，公司期间费用率处于较低水平。2024 年上半年，公司销售费用率为 4.39%，管理费用率为 9.11%，研发费用率为 0.61%，财务费用率为 0.11%。其中，管理费用率相较 2023 年有所上升，主要因公司拓展海外业务，加大了在人力资源和市场推广方面的投入。

图 26: 公司历年期间费用率



资料来源: 公司公告, 天风国际

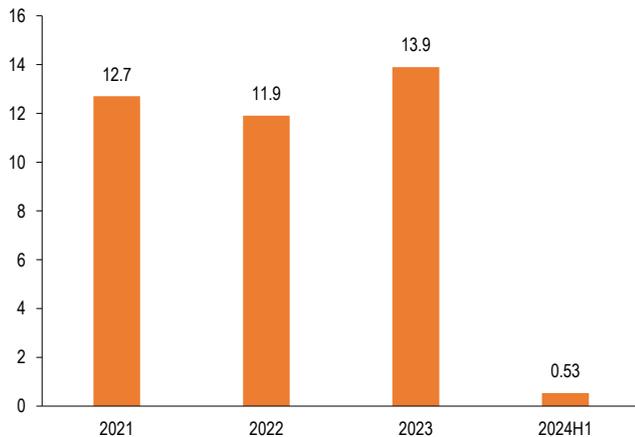
图 27: 公司历年存货周转天数



资料来源: 公司公告, 天风国际

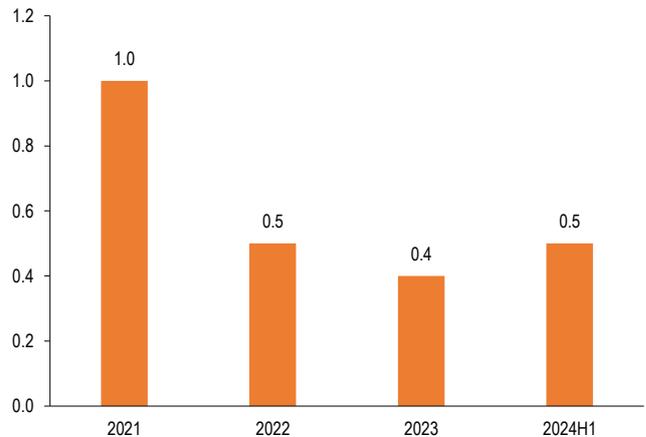
公司经营性现金流充裕, 存货周转率高, 应收账款质量高。2021-2023 年, 公司经营活动现金流净额分别为 12.7 亿、11.9 亿和 13.9 亿元, 现金流持续充足, 资本结构稳健, 为公司发展提供了坚实的财务支持。2024 年上半年, 经营活动现金流净额为 0.53 亿元, 主要受门店扩张、购买物业、厂房及设备 etc 现金流出增加的影响, 导致现金流净额下降。2021-2023 年, 公司存货周转天数分别为 15.7 天、20.1 天和 19.2 天, 2024 年上半年为 20.6 天, 高效的存货周转率主要得益于公司仓储和配送网络的不断完善, 显著增强了存货管理能力。2021-2023 年, 公司应收账款周转天数分别为 1.0 天、0.5 天和 0.4 天, 2024 年上半年为 0.5 天, 始终保持在较低水平, 体现了公司高效的应收账款管理能力。截至 1H24, 公司在手净现金超过 32 亿元。

图 28: 公司历年经营活动产生的现金流量净额



资料来源: 公司公告, 天风国际

图 29: 公司历年应收账款周转天数



资料来源: 公司公告, 天风国际

表 9: 2021-2023 年门店运营 KPI

项目	2021 年	2022 年	2023 年
总零售额 (人民币百万元)	9,984	13,332	16,909
总销量 (百万杯)	597	794	1,016
订单总数 (百万)	345	466	618
门店总数	5,077	6,361	7,801
运营总天数 (千日)	1,347	1,925	2,455
每单平均零售额 (人民币元)	29	29	27
每家门店平均零售额 (人民币千元)	2,728	2,331	2,388
每家门店日均零售额 (人民币元)	7,414	6,927	6,887
每家门店平均销量 (杯)	163,193	138,903	143,502
每家门店日均订单量	257	242	252
每家新开加盟店平均门店设备开支 (人民币元)	140,294	152,020	153,805

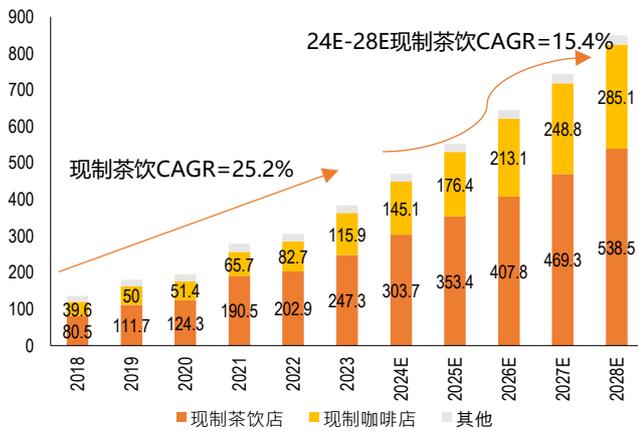
资料来源: 公司公告, 天风国际

行业情况：赛道竞争白热化，头部品牌加快扩张步伐

消费需求升级叠加渠道扩张，驱动现制茶饮市场规模稳步增长

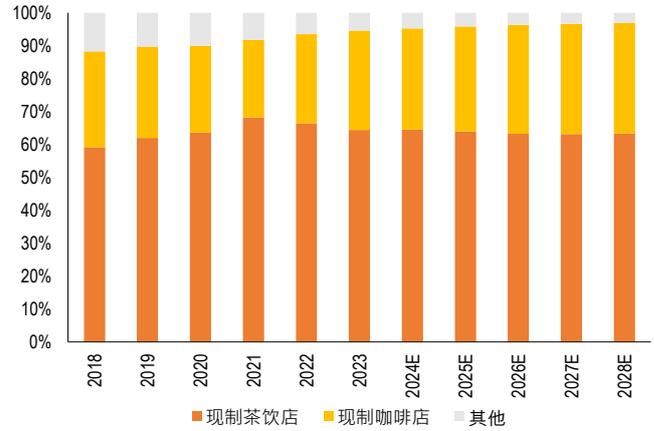
中国饮品店市场近年来呈现强劲增长态势，以现制茶饮和现制咖啡为主导。得益于中国悠久的茶饮文化及消费结构升级，根据弗若斯特沙利文，现制茶饮行业在 2018 年至 2023 年间 CAGR 高达 25.2%，市场规模（零售额）从 80.5 亿元增至 247.3 亿元，占比从 59.2% 提升至 64.4%。现制咖啡增速同样亮眼，2018 至 2023 年间 CAGR 达 24.0%，市场规模从 39.6 亿元扩张至 115.9 亿元。预计 2024 年至 2028 年间，中国现制茶饮店市场 CAGR 将达到 15.4%，推动市场规模到 2028 年增至 538.5 亿元，占（饮品店市场总规模的 63.4%）。尽管现制茶饮占饮品店市场规模比例略有下降，但绝对规模仍预计持续扩张，显示出现制茶饮需求的韧性，现制茶饮已成为大众化、日常化的国民选择。

图 30：2018-2023 年现制饮品市场规模（人民币十亿元）



资料来源：公司公告，天风国际

图 31：2023 年现制茶饮占比为 64.4%



资料来源：公司公告，天风国际

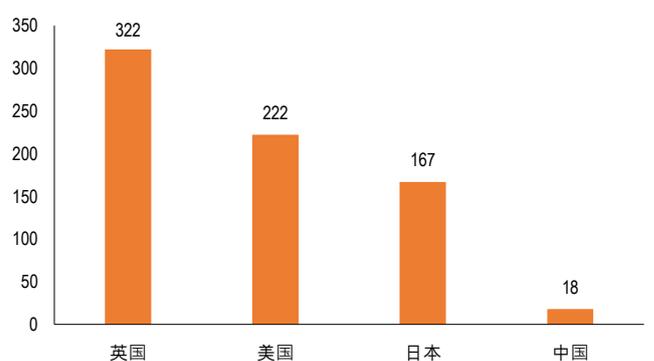
人均可支配收入上升推动消费能力升级，消费者青睐具备“情绪价值”属性的饮品。随着经济持续增长和居民收入水平的稳步提高，中国居民的人均可支配收入从 2018 年的 28,228 元增至 2023 年的 39,218 元，年均增速约为 6.8%。中产阶级的扩大进一步增强了消费者对品质生活的追求，促使其在健康、创新的饮品选择上愿意投入更多支出，从而推动了现制茶饮市场的扩张。同时，现制茶饮在满足人们日常饮品需求的同时，也为消费者提供了显著的情绪价值。现制茶饮具有高频消费和即时满足的特点，使得消费者能够通过购买一杯茶饮获得小而即时的快乐。这种“自我奖励”机制，尤其受到年轻人和职场人群的青睐。此外，IP 联名等营销手段为现制茶饮注入了新的文化符号，使其与年轻消费者的兴趣和情感紧密连接，成功将文化、娱乐与茶饮消费场景相融合。根据灼识咨询，2022 年中国现制饮品人均年消费量约为 18 杯，远低于美国（322 杯）、英国（222 杯）和日本（167 杯），显示出国内现制饮品市场仍具有巨大扩张潜力。

图 32：2018-2023 年中国人均可支配收入



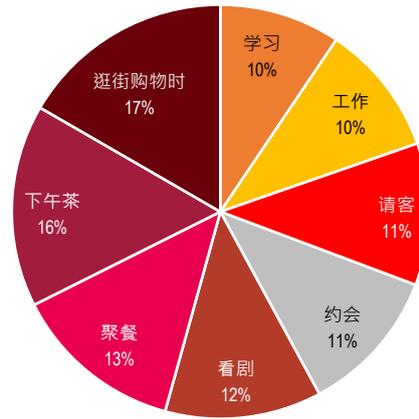
资料来源：公司公告，天风国际

图 33：不同国家现制饮品人均消费量（杯/年）



资料来源：灼识咨询，天风国际

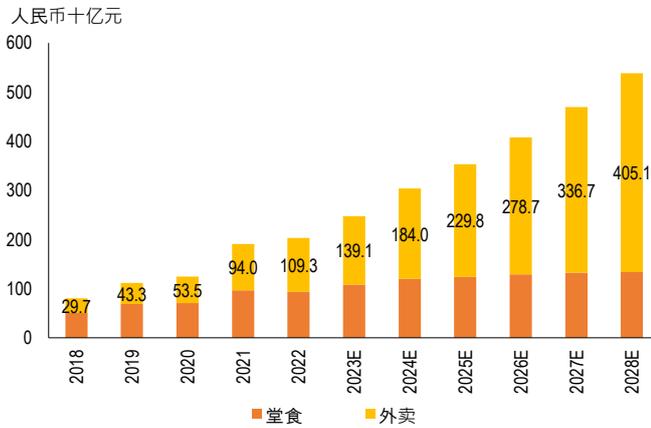
图 34: 2024 年中国消费者购买新式茶饮的场景比例



资料来源: 艾媒咨询 (调研时间为 2024 年 7 月, N=1,268), 天风国际

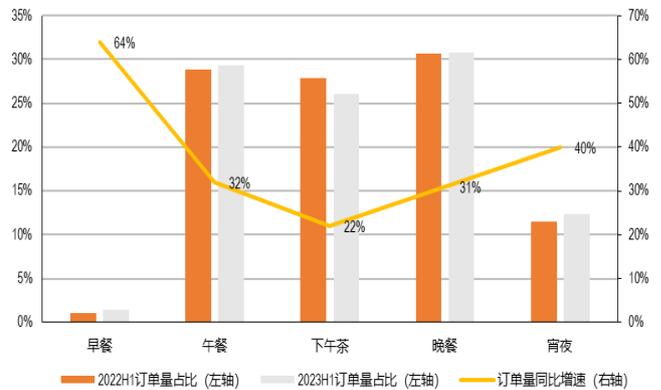
配送业务与线上下单的迅速发展, 驱动现制茶饮市场增长, 场景从独立饮用延伸至佐餐选择。 外卖渠道的迅猛发展提升了市场的触达率, 使得现制茶饮行业在现代快节奏生活中实现了规模化和高频次的消费。根据弗若斯特沙利文, 中国现制茶饮市场通过外卖渠道实现的零售额从 2018 年的 297 亿元增至 2023 年的 1,391 亿元, 年复合增长率高达 36.2%。外卖的零售额占比也从 2018 年的 36.9% 提升至 2023 年的 56.3%, 外卖已成为现制茶饮市场的重要组成部分。根据 2023H1 美团外卖数据, 新茶饮订单集中在午餐、下午茶和晚餐时段, 其中晚餐订单占比最高、午餐次之。午餐和晚餐订单量占比已超过下午茶, 这与传统“喝奶茶”集中在下午茶时段的认知不同, 新茶饮正逐步成为佐餐选择。预计 2024-2028 年间, 现制茶饮的外卖销售额将以 21.8% 的年复合增长率继续增长至 4,051 亿元, 占比将进一步提升至 75.2%。

图 35: 2018-2028E 现制茶饮堂食及外卖零售额



资料来源: 公司公告, 天风国际

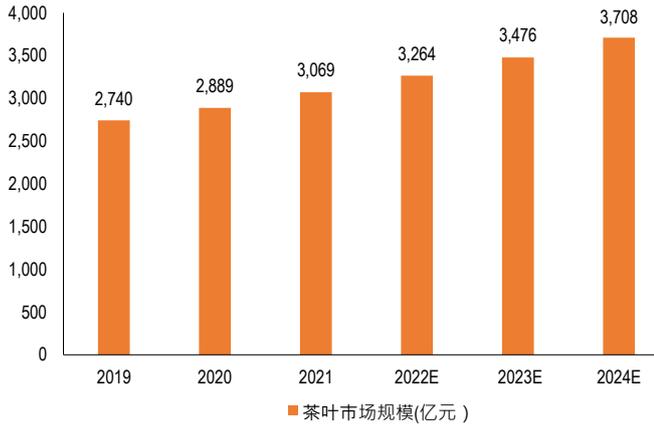
图 36: 2023 上半年美团外卖新茶饮品类订单量时段占比



资料来源: 美团外卖, 天风国际

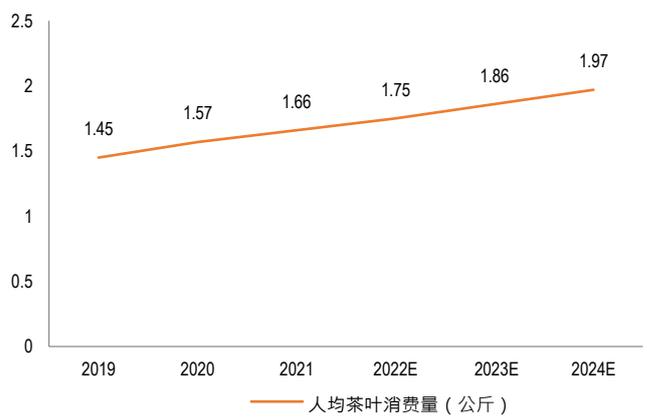
中国深厚的茶文化基因与现代现制茶饮结合, 为行业注入独特的驱动力。 茶在中国拥有深厚的文化基础, 传统的茶饮习惯已深入人心, 现制茶饮将这一文化基因与现代消费方式相结合, 赋予了茶饮新的活力。现制茶饮品牌基本都具备奶茶、纯茶等产品选项, 并通过融合不同地域的特色茶叶, 打造差异化产品, 以满足多元化消费需求。各大品牌会根据不同地域的特色推出限量款和季节限定, 如在春季使用新鲜的西湖龙井或蜜香红茶, 秋季则选择浓郁的普洱茶。季节性、区域性的产品策略既吸引了消费者尝鲜, 又为品牌带来持续关注。对于部分消费者而言, 现制茶饮不仅是文化传承的现代化体现, 还提供了类似咖啡的功能性, 成为日常生活中的“咖啡因供给”。这种文化与功能性的双重需求推动了现制茶饮行业的快速发展。

图 37: 中国茶叶市场规模



资料来源: 沙利文咨询, 天风国际

图 38: 中国人均茶叶消费量



资料来源: 沙利文咨询, 天风国际

赛道竞争白热化, 头部品牌加快扩张步伐

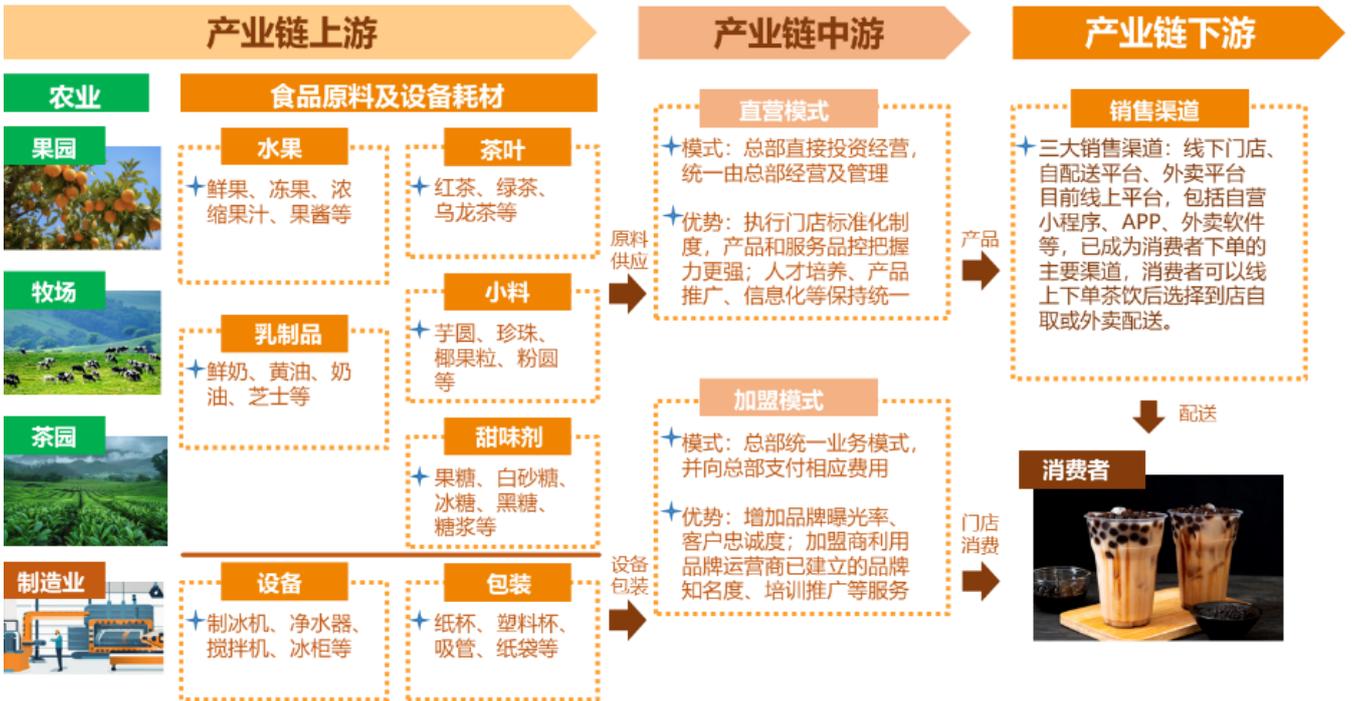
现制茶饮上游食品原材料影响成品质量, 中游茶饮公司为核心环节, 把握终端消费产品创新与供应链体系搭建。

1) **上游:** 主要由原料和设备供应商构成, 提供茶叶、水果、乳制品、小料等食品原料与设备及包装。食品原材料的质量直接影响最终产品的口感和安全性, 从而影响品牌的市场口碑和消费者的忠诚度。根据弗若斯特沙利文, 现制茶饮食品原材料中, 茶叶成本为 20-26%, 水果成本为 20-25%, 奶制品成本为 17-21%。另外, 设备的稳定性和包装的创新性也决定了茶饮企业的生产效率和品牌差异化, 开店设备成本约占 35%。

2) **中游:** 以现制茶饮公司为核心, 现制茶饮产品通常以茶叶、水果和牛奶为基础原料, 并添加珍珠、椰冻等配料, 通过现场调制完成。现制茶饮公司主要通过直营模式和加盟模式经营, 直营模式强调品牌一致性和质量控制, 加盟模式相对更具扩张优势。

3) **下游:** 包括线下门店、自配送平台和外卖平台等多种销售渠道。这一层级直接连接消费者, 是茶饮产品触达市场的关键环节, 能够收集市场反馈、消费偏好和新趋势, 促使原料供给上优化品类和质量、产品策略根据市场需求研发创新。

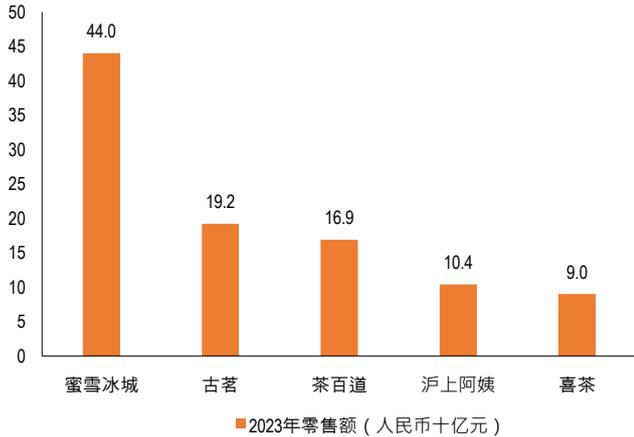
图 39: 现制茶饮产业链



资料来源: 沙利文咨询, 天风国际

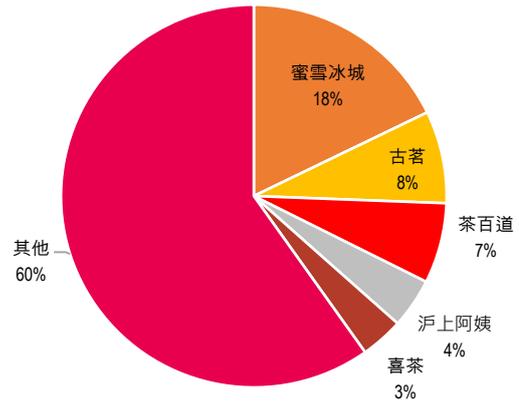
现制茶饮市场竞争格局较为分散，2023 年 CR5 为 40.2%，茶百道卡位前三。现制茶饮行业资金、技术壁垒低，根据弗若斯特沙利文，2023 年中国现制茶饮市场约有 3,000 个品牌参与竞争，产品同质化现象突出，大多数品牌的基础茶饮配方相似，主要以红茶、绿茶、乌龙茶等为原料，再辅以水果、奶制品、珍珠、椰果等配料，形成奶茶、水果茶、纯茶等标准化产品线。各品牌产品在风味和口感上的差异较小，难以形成显著的产品区隔。根据 2023 年零售额数据，市场前五大品牌的总份额为 40.2%。头部品牌中，蜜雪冰城凭借 440 亿元的零售额和 17.8% 的市场份额占据龙头地位，以低价策略和广泛的门店覆盖获得优势。古茗和茶百道分别以 7.8% 和 6.8% 的市场份额位列其后。茶百道作为中国第三大现制茶饮品牌，2023 年实现 169 亿元零售额。

图 40：2023 年现制茶饮头部品牌零售额



资料来源：公司公告，天风国际

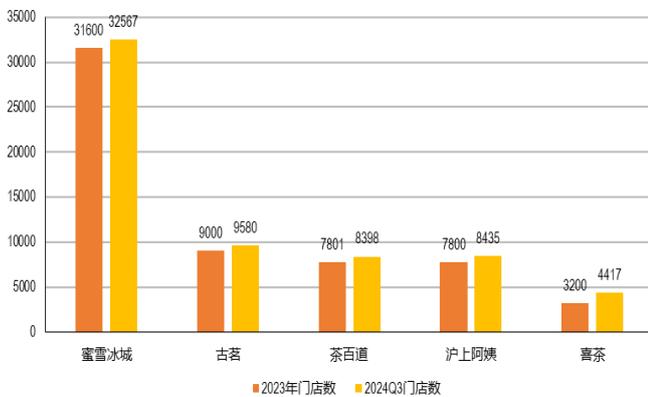
图 41：2023 年现制茶饮市场市占率



资料来源：公司公告，天风国际

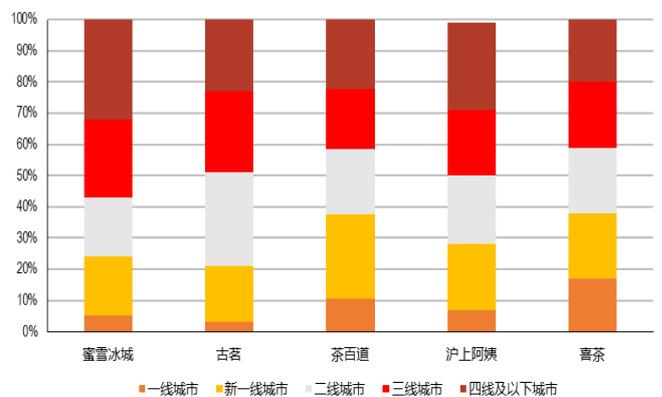
现制茶饮行业的门店数量呈现出明显的金字塔结构，头部品牌拥有大规模的门店网络。前五大品牌的门店布局呈现明显的梯度分布，蜜雪冰城通过大规模的低价门店网络占据门店数量领先地位。2023 年，蜜雪冰城是唯一一家突破万店的品牌，以 31,600 家门店和广泛的城市覆盖稳居塔尖，展现出强大的下沉市场渗透力；而古茗、茶百道和沪上阿姨门店数量较为接近，分别拥有 9000 家、7801 家、7800 家门店。根据窄门餐眼，截至 2024 年 10 月 7 日，蜜雪冰城门店数继续保持领先地位。其次是古茗、茶百道和沪上阿姨，门店数量较为接近，展现出稳定的市场份额。**公司通过均衡的城市布局实现了多层次市场的全面覆盖。**2023 年，茶百道在中国覆盖了 344 个城市，门店布局呈现较为均匀且多样化的特点：其中 10.6% 的门店位于一线城市，26.9% 位于新一线城市，20.9% 分布在二线城市，19.4% 在三线城市，22.2% 在四线及以下城市。相比其他头部现制茶饮品牌，公司在各线城市的分布更为均衡，展现出对不同城市层级市场的深度渗透与广泛覆盖策略。

图 42：门店数量



资料来源：公司公告，窄门餐眼（截至 2024.10.07），天风国际

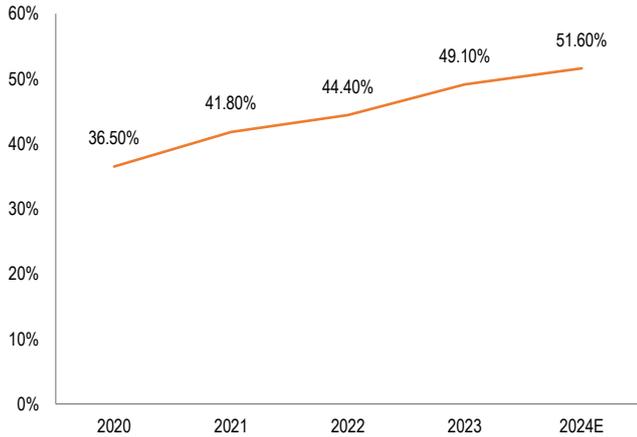
图 43：2023 年门店城市等级分布



资料来源：公司公告，天风国际

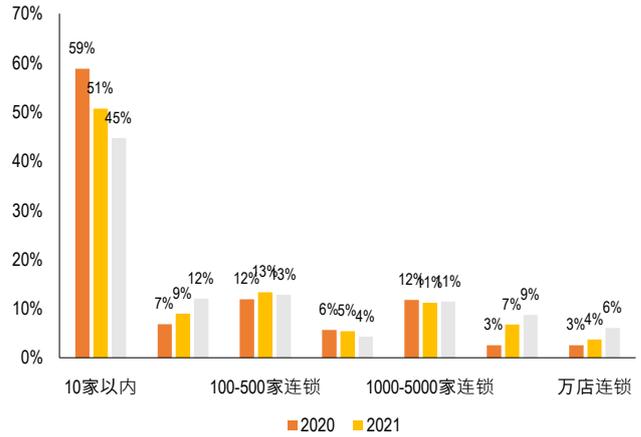
行业连锁化整合进程加快，头部品牌收割市场份额。由于产品标准化程度高、可复制性强叠加品牌营销效应，饮品在餐饮行业中是连锁化率最高的品类。2023 年，中国茶饮行业连锁化率已达到 49.1%，预计到 2024 年将进一步升至 51.6%。头部品牌基本通过加盟模式迅速扩张门店规模；独立茶饮店缺乏联动式营销与供应链规模化优势，生存空间逐渐被压缩。另外，互联网和点评类应用的发展增加了消费者对高信誉、优质品牌的依赖。按零售额计算，2023 年 CR5 的市场份额由 2022 年的 36.3% 提升至 40.2%。根据美团外卖数据，新茶饮行业的门店规模在“5000-10000 家”区间的比例增长迅速，从 2020 年的 2.53% 攀升至 2022 年的 8.69%。预计未来，领先的现制茶饮品牌将继续门店扩张步伐，替代相关竞品。随着更多品牌门店数量逼近或突破万店，现制茶饮行业将进入相对更为集中的竞争格局。

图 44：连锁化率



资料来源：NCBD，天风国际

图 45：连锁门店数规模分布



资料来源：美团外卖，天风国际

现制茶饮行业竞争激烈，品牌在价格、产品和营销上层层加码

1) 卷价格：茶饮品牌价格带下移，满足消费者性价比需求

高端市场 (客单价 20 元及以上)：此区间内品牌主要包括奈雪的茶、KOI、阿嬷手作、去茶山等，通常以商圈店为主要店型。该类品牌定位较高，产品单价偏高，目标客群较为注重消费体验和产品品质。

中端市场 (客单价 10-20 元)：该区间内品牌包括茶百道、乐乐茶、古茗、喜茶、霸王茶姬、沪上阿姨等，通常以街边商场店为主要店型。中端市场的品牌覆盖面广，客单价适中，目标人群为大众消费者，注重性价比和口味丰富性。

平价市场 (客单价 10 元及以下)：这一市场由蜜雪冰城、甜啦啦、冰淳茶饮等品牌主导，主要以街边店为主。平价市场品牌客单价低，目标消费群体为价格敏感型客户，门店通常覆盖广泛，以提升消费者便利性。

表 10：客单价范围与主要店型

客单价范围	主要品牌	主要店型
高端市场 (20 元及以上)	奈雪的茶、KOI、阿嬷手作、去茶山、茉酸奶等	商圈店
中端市场 (10~20 元)	茶百道、乐乐茶、古茗、喜茶、霸王茶姬、1 点点、沪上阿姨、书亦烧仙草等	街边/商场店
平价市场 (10 元及以下)	蜜雪冰城、甜啦啦、冰淳茶饮、冰雪时光、冰语时间	街边店

资料来源：窄门餐眼，灼识咨询，天风国际

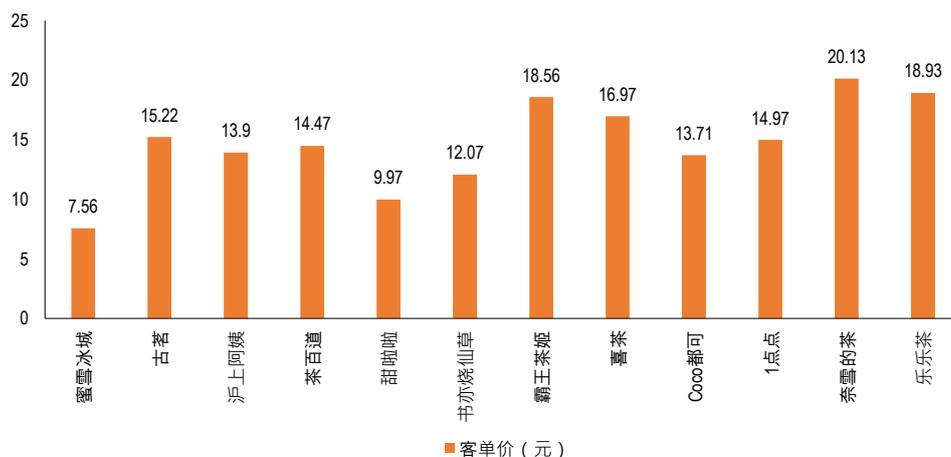
中端定位的茶饮品牌数量众多，该价格区间竞争最为激烈。根据艾媒咨询数据，截至 2024 年 1 月，门店数达 5000-10000 家级别的品牌客单价多集中在 10-20 元；截至 2024 年 10 月，古茗、茶百道、沪上阿姨、书亦烧仙草和甜啦啦的客单价分别为 15.22 元、14.47 元、13.9 元、12.07 元和 9.97 元。

表 11: 品牌与门店数量 (截至 2024.01)

门店数 (家)	品牌数	品牌
>10000	1	蜜雪冰城
5000-10000	5	古茗、茶百道、沪上阿姨、书亦烧仙草、甜啦啦
3000-5000	2	益禾堂、COCO
2000-3000	4	一点点、霸王茶姬、喜茶、快乐番薯
1000-2000	9	悸动奶茶烧仙草、林里手打柠檬茶、7分甜、奈雪的茶等
500-1000	16	茶话弄、莱沏等
200-500	66	茶颜悦色等
100-200	106	云沫茶汐等
50-100	189	椿风养生茶饮等

资料来源: 艾媒咨询, 天风国际

图 46: 各茶饮品牌客单价 (截至 2024.10.07)



资料来源: 窄门餐眼, 天风国际

可供选择现制茶饮品牌众多, 消费者追求性价比, 茶饮品牌价格带呈现下移趋势。高端定位茶饮品牌客单价均有一定幅度下降。根据餐宝典, 2021-2024 年, 奈雪的茶、乐乐茶、喜茶客单价分别下降 10.7 元/12.4 元/10.4 元; 根据窄门餐眼数据, 截至 2024 年 10 月, 三家客单价分别为 20.13 元/18.93 元/16.97 元。

表 12: 2021-2024 年主要茶饮品牌客单价变化 (元)

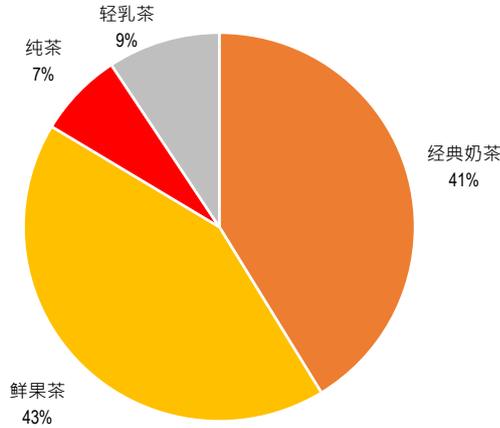
品牌	价格变化	品牌	价格变化
乐乐茶	-12.4	沪上阿姨	-1.2
奈雪的茶	-10.7	书亦烧仙草	-1.1
喜茶	-10.4	茶理宜世	-1
SEVENBUS	-3.7	CoCo 都可	-0.8
YO!TEA 有茶	-3.7	霸王茶姬	-0.4
椿风	-3.5	桂桂茶	-0.4
大口九	-3.3	TANING	-0.4
黑龙堂	-2.8	厝内小眷村	-0.3
丘大叔柠檬茶	-2.5	桃园三章	-0.3
7分甜	-2.4	娃哈哈	-0.2
伏小桃	-2.2	古茗	-0.2
苏阁鲜茶	-2.2	林香柠	-0.1
快乐番薯	-1.4	卡旺卡	-0.1
茶百道	-1.3	新时沏	-0.1

资料来源: 餐宝典, 天风国际

2) 卷产品：上新速度快，迎合健康化、轻量化偏好

现制茶饮 SKU 结构多元化。现制茶饮的产品范围早已从单一的奶茶扩展为多样化的结构，除传统经典奶茶外，各个品牌纷纷推出鲜果茶、纯茶和轻乳茶等多元化产品，以吸引不同口味偏好的消费者。根据 DT 财经统计数据，目前行业主打的产品品类是鲜果茶（占 43%）和经典奶茶（占 41%），而纯茶和轻乳茶等轻量化产品也获得了一定的市场认可。

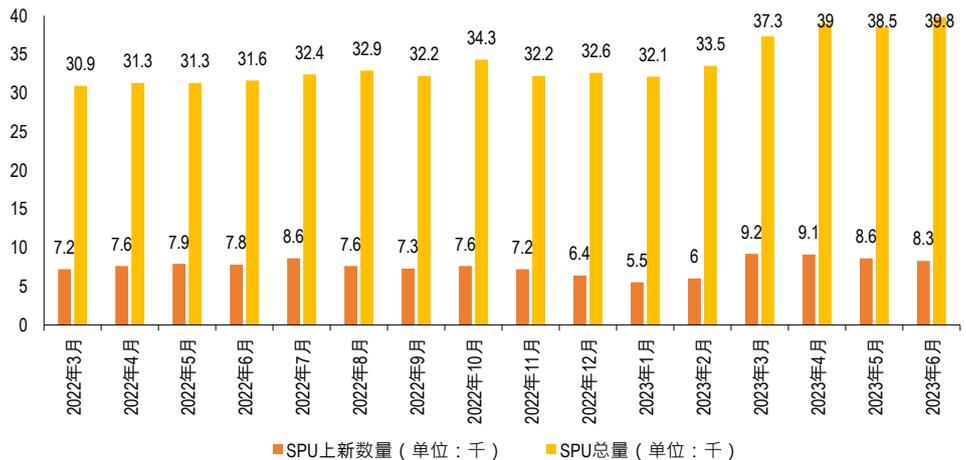
图 47：2023 年现制茶饮 SKU 结构



资料来源：DT 财经，天风国际

由于客群以年轻人居多，且行业竞争强度逐年加剧，上新能力成为新茶饮品牌吸引顾客、保持差异化的关键因素。根据 CCFA 联合美团发布的《2023 新茶饮研究报告》，新茶饮 SPU 总数持续提升，上新数量也同比增多。头部品牌自每年 3 月起即加大上新力度，为五一、入夏、立秋等旺季提前布局，2022 年 3 月上新产品数约为 7200，2023 年 3 月上新总数为 9200 个，同比增多约 2000 个 SPU 上新。由于客群以年轻人为主且行业竞争日益激烈，上新能力已成为新茶饮品牌吸引顾客、保持差异化的关键要素。根据 CCFA 联合美团发布的《2023 新茶饮研究报告》，新茶饮 SPU 总数持续增长，上新数量也同比增加。头部品牌通常自每年 3 月开始加大上新力度，以为五一、入夏、立秋等旺季提前布局。美团外卖数据显示，2022 年 3 月的上新产品数约为 7200 个，而 2023 年同期增长至 9200 个，同比增加约 2000 个 SPU。

图 48：美团外卖新茶饮品牌上新数量及总量增长情况



资料来源：CCFA，美团数据，天风国际

3) 卷营销：自有 IP 和联名双管齐下，悉心打造品牌效应

现制茶品牌 IP 营销分为活动引导型与文化象征型，两者共同助力品牌影响力提升。知名现制茶品牌的 IP 营销大致可分为活动引导型和文化象征型 IP。活动引导型 IP 通过互动活动和创意征集吸引消费者关注，例如雪王通过真人玩偶吸引路人，阿喜则借助网友的二次创作提升互动性，增强品牌知名度。文化象征型 IP 则融入传统文化元素，展示品牌形象，为国际化推广提供文化支持。例如霸王茶姬的“姬姐”展现戏曲文化底蕴，助力品牌出海；茶百道的“茶茶”结合熊猫形象，增强品牌辨识度，同时为中国茶的国际推广提供友好形象。

表 13: 头部茶饮品牌自有 IP 及其营销路线梳理

品牌	蜜雪冰城	喜茶	霸王茶姬	茶百道
IP 形象				
IP 名称	雪王	阿喜	姬姐	茶茶
营销路线	真人扮演的“雪王”玩偶在门店附近、街道等处宣传，吸引附近的消费者	阿喜形象灵感创作活动，广泛收集网友对阿喜形象的再创作，进行线上营销宣传	中国戏曲女子形象 IP,代表中国传统茶文化，助力国风茶品牌出海	推出 IP “茶茶”，中国国宝熊猫元素与中国传统文化结合，增强品牌辨识度；熊猫在国际交往中是“友好大使”，为中国茶出海做了形象铺垫

资料来源：各公司官网，天风国际

联名营销成为现制茶品牌的重要推广手段，借助 IP 合作实现高效传播。各现制茶品牌通过与知名动漫、游戏或明星的联名，利用其粉丝效应吸引消费者，成为重要的营销策略。2024 年 1-7 月，奈雪的茶 (26 次)、喜茶 (20 次) 和霸王茶姬 (18 次) 联名数量最多；微博上，古茗、喜茶、霸王茶姬和茶百道的联名营销效果最佳，单次联名转赞评均超 10000 次。数据显示，动漫、游戏和人物 IP 是主要的联名对象，且微博传播效果差异较大，不同 IP 的传播效果可相差数十到上百倍。品牌已意识到不同 IP 类型的传播差异，逐步向高效传播的 IP 方向倾斜。

表 14: 2024 年 1-7 月头部现制茶品牌联名数及微博转赞评情况梳理

品牌	联名数	转赞评总数	平均每次联名转赞评	IP 类型
奈雪的茶	26	130918	5035	游戏、动漫、影视、文旅
喜茶	20	285090	14255	游戏、动漫、影视、文创、体育
霸王茶姬	18	250873	13937	文创、明星
茶百道	9	95554	10617	游戏、动漫、影视
古茗	7	264665	37809	游戏、动漫、影视
1 点点	3	1568	523	游戏
茶颜悦色	2	388	194	文创

资料来源：Marketing 公众号，天风国际

茶饮品牌加快门店数量扩张，推出优惠政策吸引加盟商

现制茶品牌通过优惠政策吸引加盟商，加快全国扩张步伐。多家现制茶品牌陆续开放加盟，并推出一系列优惠政策，以降低加盟门槛、提高加盟商投资回报。例如，部分品牌提供免收加盟费优惠，或在初期阶段对设备和原材料给予折扣支持。同时，不少品牌还设立培训计划，帮助加盟商掌握茶饮制作核心技术和经营管理要领，增强市场竞争力。这些政策不仅减轻了加盟商的经济负担，还旨在建立紧密合作关系，共同推动品牌扩展和市场份额提升。

表 15: 茶饮品牌开放加盟情况梳理 (截至 2024.11)

品牌	是否开放加盟	成立时间	开放加盟时间
茶百道	是	2008 年	2018 年
奈雪的茶	是	2015 年	2023 年 7 月
喜茶	是	2012 年	2022 年 12 月
霸王茶姬	是	2017 年	
蜜雪冰城	是	2000 年	2007 年
茶颜悦色	否	2015 年	—
古茗	是	2010 年	2011 年 4 月
沪上阿姨	是	2013 年	2015 年
1 点点	是	1994 年	2010 年

资料来源: 各公司官网, 天风国际

表 16: 茶饮品牌加盟的优惠政策梳理

品牌	加盟的优惠政策
茶百道	2 月-5 月, 根据签约情况, 茶百道新加盟伙伴开店总计可减免 4~27 万元, 老加盟伙伴总计可减免 9~18 万元; 在店铺选址上, 在核心商圈及战略布店点位开店减免 10 万元/间, 开设大型门店减免 9 万元/间; 同一时期, 新商新签门店 3 间以上和老商新签门店 2 间以上、且在 2024 年完成签约门店开业的, 根据城市等级、门店 GMV 贡献, 可申请物料年度进货总额的 2%-5% 不等返点。
奈雪的茶	单店投资降低至 58 万元起; 6 万元营销补贴 (2024 年上半年签约)。
喜茶	喜茶在合伙人大会上公布了三项最新优惠政策, 承诺 2024 年一季度新签约的, 合作费全免; 2024 年上半年签约并开业的, 合伙人每开满 3 家门店, 获得 6.6 万元装修补贴, 店数不封顶; 2024 年全年期间内开业满一个月的门店 (含去年开业), 当月满足相关标准门店可获得业绩保底补贴。
霸王茶姬	霸王茶姬海外加盟政策十分优惠, 旨在为有志于投身茶饮行业的创业者提供更多的机会。具体而言, 加盟费用相对合理, 且总部将提供全方位的支持和指导, 包括选址评估、店面装修、员工培训、营销推广等方面。此外, 霸王茶姬还注重产品研发和创新, 不断推出新品种和新口味的茶饮产品, 以满足不同消费者的需求。
蜜雪冰城	降低加盟门槛: 蜜雪冰城针对不同城市和区域, 制定了灵活的加盟费用政策, 让更多有志于饮品行业的创业者能够轻松入行。

资料来源: 各公司官网, 天风国际

加盟初期投资包含多项费用, 公司提供严格支持和选址要求: 在加盟初期, 加盟商需承担加盟费、管理费、服务费、培训费、合同保证金、设备费、首批物料费和装修费等多项费用, 构成启动业务的基本投资。此外, 公司对加盟商的市场经验和资金状况提出要求, 并严格把控门店选址, 优先选择热闹街区或人流密集区域, 以提升顾客吸引力。同时, 公司对门店面积和环境进行规范, 以确保品牌形象统一和顾客体验良好。这些标准旨在帮助加盟商在竞争激烈的市场中获得成功。

表 17: 茶百道等五家现制成品品牌的加盟初期费用梳理

品牌	茶百道	奈雪的茶	喜茶	霸王茶姬	蜜雪冰城
加盟费	3 万	6 万	5 万	6.98 万+1.5 万/年	省会/市/县: 1.1/0.9/0.7 万
管理费	营业额满 6 万/月按 1% 收取, 或部分地区门店 1 万/年	1%/月	1%/月+2 万/年	2%/月	0.48 万/年
服务费	4 万	4 万	1.8 万	-	-
培训费	2 万	3 万	2 万	-	0.2 万/年
合同保证金	1 万	3 万	3 万	2 万	2 万
设备费	13-15 万	25 万	15 万+	16 万	7 万
首批物料费	4 万	5 万	-	10 万	5 万
装修费	10 万	12 万	10 万+	15 万+	6 万
总投入	35-55 万	80-100 万	70-90 万	80-120 万	35-40 万

资料来源: 各公司官网、小程序, 天风国际

表 18: 茶百道等五家现制成品品牌对加盟商及店面的要求

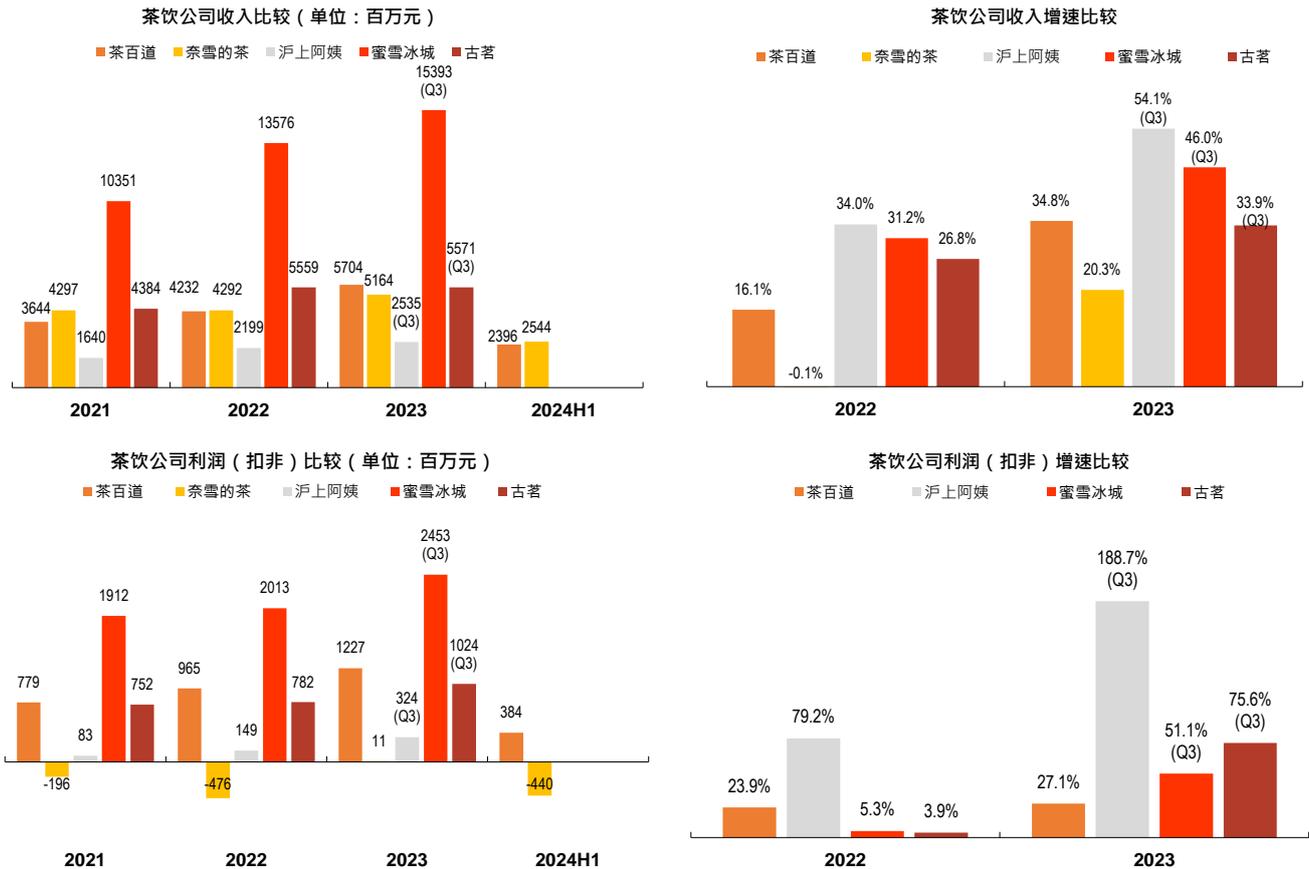
品牌	对加盟商的要求	对店铺的要求
茶百道	能客观地对待风险性资本多面性，具有优良的财务状况；对门店管理有基本了解，有较强的开拓精神；能够在亲人的支持下开店，了解服务项目和零售业，并对茶百道项目进行详细调查。	门店所在位置应选在年轻人为主的地区，如校区、地域性商业街区等；实际使用的面积 >=15 平方米。 依照企业的基础要求统一装修店面。
奈雪的茶	全职经营： 每天不低于 6 小时，每月不低于 130 小时带店时间签约人亲自带店，1-2 店签约人亲自管理，3 店及以上签约人需组建专业管理团队负责门店管理。 学历背景： 大专及以上学历优先。 资金要求： 单店合作需 80 万及以上流动资金验资证明或其他资产证明；多店合作需 200 万及以上流动资金验资证明或其他资产证明。 经验要求： 单店合作：拥有 1 年以上餐饮行业直接运营及管理经历；多店合作：拥有 2 年以上同时三家餐饮门店以上直接运营及管理经历。	门店面积要求为 40 平方米起；加盟商可以根据公司要求自行选址，但必须由公司审核；门店装修需要按公司图纸要求，装修完成后需通过总部验收
喜茶	财务可靠： 能够提供 50 万元以上合法现金或等同可变现资产证明(且需提供合理的资产流水证明资金来自个人努力积累而非他人投资)。 熟悉市场： 过去三年在意向合伙区域有过市场工作或从商的经历，熟悉当地情况，拥有优质商业资源。 商业经验： 多店合伙人，优先拥有三年以上成功商业项目经验。 小区域代理合伙人，优先拥有三年以上知名商业项目成功主导经营(非投资)客户，5 家店以上管理经验或年生意规模不低于 800 万元的客户。 大区域代理合伙人，优先拥有五年以上知名商业项目成功主导经营(非投资)经验，30 家店以上管理经验或年生意规模不低于 5000 万元，管理团队有国际/国内知名连锁行业 3 年以上多店运营从业背景的客户。	门店场景要求在商场、街铺、社区、交通枢纽或者景区； 门店面积要求是 80 平方米或者 50 平方米，两种面积的店型均要按公司指定的图纸设计和装修
霸王茶姬	有工作经验或者创业经验三年以上；有过开店且成功经验者优先；无开店经验者，需自己通过公司培训考核并全职在店铺经营；有较好的人脉关系和社会资源者优先；单店无合伙人，可以有投资人，但经营决策由一人做主。	霸王茶姬对店铺选址有着严格的要求，一般选择在繁华商业区周边或者大型商场等地段。店铺面积一般在 10 平方米以上。
蜜雪冰城	驻店管理要求： 1、一家店时，本人需全职经营蜜雪门店，或以蜜雪为主要事业，需完全在店 6 个月以上，且掌握门店基础运营能力等；6 个月之后，需每月不低于 90 小时的驻店经营；2、二店以上，本人需搭建管理团队，合理制定员工晋升通道，考评机制等管理措施，且本人仍需驻店经营各项工作，需每月不低于 90 小时。 资金及商务合作： 1.基础资金：准备 21 万以上流动资金（其中包含加盟费等相关费用），具体投资预算以实际情况为准； 2.商业合作：经营第一家店，自己单干或夫妻最佳；经营第二家店起，可以寻找志同道合的商业合作伙伴，帮助您一起进行多店管理。	选择周围商圈成熟，符合公司审核标准的店面；净使用面积 12 平方米以上。门头、房高、店面长宽、水路均要求符合公司规定。

资料来源：各品牌官网，天风国际

同业核心财务数据对比：各品牌差异化竞争

从收入来看，多数品牌 2023 年收入扩张迅速，在行业的整体积极发展中体现出战略差异。蜜雪冰城凭借性价比优势积极扩张规模，奈雪的茶直营模式收入规模稳定但略承压，沪上阿姨收入规模较小，寻求爆发，茶百道和古茗占据加盟茶饮企业中军。从利润来看，在近两年的发展期，沪上阿姨处于快速成长期，收入增速大幅跑赢同业，并且利润增速也快于收入增速；蜜雪冰城、古茗的利润在 2022 年因疫情和供应链影响放缓扩张后，于 2023 年实现较大的扩张式增长。奈雪的茶受直营模式高成本影响利润被拖累。茶百道受益于门店扩张和以盈利模式的稳定性，在 2022、2023 两年均实现 20% 以上的利润增速。

图 49：各茶饮公司收入、扣非利润对比



资料来源：茶百道、奈雪的茶年报、半年报，沪上阿姨、蜜雪冰城、古茗招股说明书，天风国际

盈利对比可见：茶百道毛利率利润率均较高，盈利能力稳定。从毛利率和利润率来看，沪上阿姨毛利率及利润率较低，但处于成长中，因其规模尚较小，规模效应有待加强；奈雪的茶直营模式考虑各项成本后利润偏低；同为加盟模式的茶百道、蜜雪冰城、古茗毛利润较为接近，蜜雪冰城利润率略低；古茗利润率逐步增长，管理在改善；茶百道毛利率、净利率均较高且相对稳定，反映其原材料销售的稳定盈利能力。

图 50: 各茶饮公司毛利率

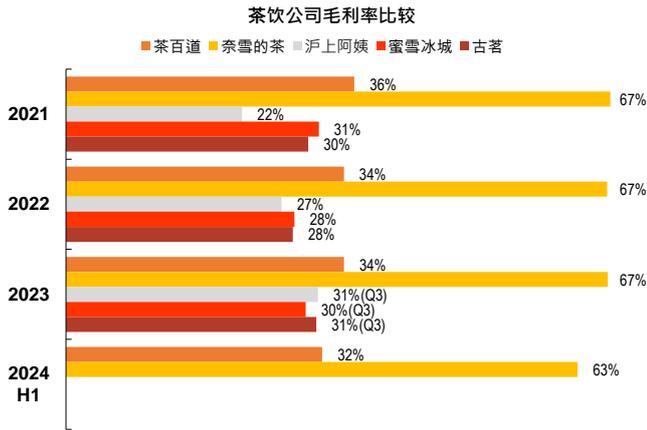
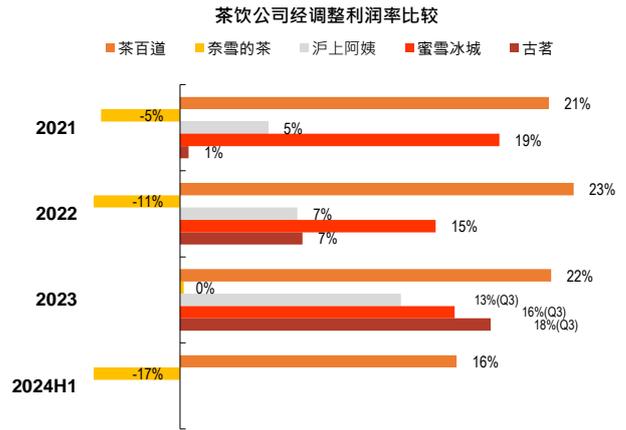


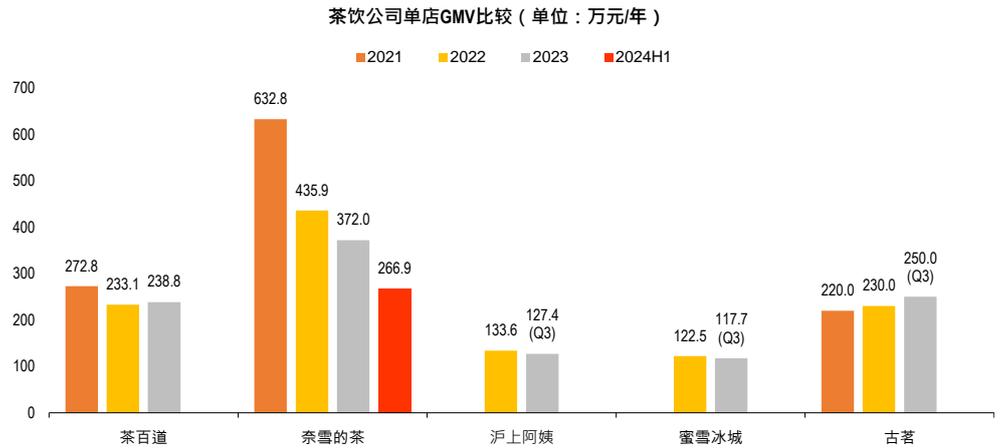
图 51: 各茶饮公司经调整利润率



资料来源: 茶百道、奈雪的茶年报、半年报, 沪上阿姨、蜜雪冰城、古茗招股说明书, 天风国际

单店销售对比可见: 茶百道单店 GMV 处于行业中游地位。奈雪的茶单店 GMV 较高, 主要因其茶饮和餐点共同经营的经营模式, 但在近年消费疲软的环境下其单店 GMV 有所下滑; 沪上阿姨单店 GMV 较小, 仍在建设品牌和丰富产品的成长期; 蜜雪冰城单店 GMV 也偏低, 主要因其较低的定价和薄利多销的经营模式。同为中端价格带茶饮品牌, 古茗和茶百道单店 GMV 处于中游, 茶百道目前已在二线城市有较多布局, 在一二线城市发展的同时, 重视三四线城市, 向下沉市场的更大市场空间开拓。

图 52: 各茶饮公司单店 GMV 对比



资料来源: 茶百道、奈雪的茶年报、半年报, 沪上阿姨、蜜雪冰城、古茗招股说明书, 天风国际

盈利预测&投资建议

核心假设:

盈利预测方面，公司未来的盈利增长预计主要受到加盟商数量扩张和单店收入变动的双重推动。我们预计到 2028 年全国门店总数将达到 10,565 家。考虑到一线及新一线市场的门店密度已趋于饱和，未来三年公司将加速在三线及以下城市的扩展。我们预计公司在 2024/2025/2026 年分别新增 656/697/618 家门店，期末总门店数量将达到 8,438/9,135/9,753 家，对应 yoy 增速分别为 8%/8%/7%。期中有效店数为经开店和关店调整后的店数，反映期中店数的经营表现。2024 年，受市场竞争加剧影响，公司有效单店收入预计 yoy -25%，降至约 538 万元，预计 2025/2026 年有效单店收入 yoy 增速分别为 2%/2%。

表 19: 2023-2026E 门店数假设

按城市等级门店数	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
一线	827	852	869	886
yoy	20%	3%	2%	2%
新一线	2,098	2,161	2,226	2,293
yoy	14%	3%	3%	3%
二线	1,628	1,709	1,778	1,831
yoy	21%	5%	4%	3%
三线	1,516	1,637	1,768	1,874
yoy	24%	8%	8%	6%
四线及以下	1,732	2,078	2,494	2,868
yoy	38%	20%	20%	15%
总数	7,802	8,438	9,135	9,753
yoy	23%	8%	8%	7%
新店:关店比率	7.56	3.37	3.20	3.00
期初加盟门店数量	6,352	7,795	8,432	9,129
+ 期中新增加盟	1,663	827	916	825
- 期中关闭	-220	-190	-219	-207
= 期末加盟门店数量	7,795	8,432	9,129	9,746
期中新增有效店数调整系数	0.45			
期中关闭有效店数调整系数	0.45			
期中有效店数	6,706	7,440	7,199	

资料来源：公司招股书，天风国际

表 20: 2023-2026E 单加盟店销售假设

	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
单店销售货品	717	538	549	560
yoy	8%	-25%	2%	2%
新增单店设备销售	154	157	160	163
yoy	1%	2%	2%	2%
单店不可退还的前期初始费用	13	10	10	10
yoy	5%	-25%	2%	2%
单店特许权使用费	13	12	12	13
yoy	5%	-10%	2%	2%
单店开业前培训	19	19	20	20
yoy	41%	2%	2%	2%

资料来源: 公司招股书, 天风国际

费用方面, 得益于公司自建物流体系的完善以及募投投入上游供应链优化带来的成本效益。随着供应链效率的提高和运输成本的优化, 材料成本将得到有效控制, 从而推动毛利率的提升, 我们预计公司未来的毛利率将逐步上升, 2024/2025/2026 年分别达到 34.7%/34.9%/35.1%。管理费用和销售费用预计在公司稳健的发展模式下保持平稳, 显示出较强的成本管理能力和

表 21: 2023-2026E 费用率假设

	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
毛利率	34.4%	34.7%	34.9%	35.1%
销售费用率	-2.3%	-2.7%	-2.7%	-2.7%
管理费用率	-7.4%	-7.8%	-7.8%	-7.8%
研发费用率	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
营业利润率	24.4%	23.8%	24.0%	24.2%
除税前溢利率	23.9%	21.9%	26.0%	26.4%
所得税率	-15.7%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
净利润率 (含少数股东权益)	20.2%	18.6%	22.1%	22.4%

资料来源: 公司招股书, 天风国际

估值

我们预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 48.33/53.51/58.33 亿元人民币, 对应 yoy 分别为 -15.3%/10.7%/9.0%。经调整归母净利润分别为 10.42/11.71/12.95 亿元人民币, 对应 yoy 分别为 -16.4%/12.3%/10.6%。扣非 EPS 分别为 0.76/0.85/0.94 港元 (CNH/HKD=1.0716)。参考同行业可比公司估值, 我们给予公司 16x 2025 年 P/E 估值 (与行业中位数相当), 对应目标股价为 HKD13.58, 对应目标涨幅为 45%, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 22: 可比公司估值

代码	证券简称	市值(亿港元)	PE			EPS		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
1405.HK	达势股份	100.48	139.73	59.22	33.48	0.56	1.32	2.34
9922.HK	九毛九	47.25	20.50	12.37	10.61	0.16	0.27	0.32
9869.HK	海伦司	30.37	13.75	10.59	10.10	0.18	0.23	0.24
2150.HK	奈雪的茶	24.04	-	-	71.36	-0.40	-0.07	0.02
520.HK	呷哺呷哺	11.08	-	105.71	8.74	-0.27	0.01	0.12
6862.HK	海底捞	859.51	17.29	15.31	13.92	0.89	1.01	1.10
603043.SH	广州酒家	99.40	17.84	15.32	13.57	0.98	1.15	1.30
605108.SH	同庆楼	68.71	40.28	20.77	14.98	0.66	1.27	1.77
002186.SZ	全聚德	40.31	15.31	13.17	11.45	0.87	1.01	1.17
LKNCY.PK	瑞幸咖啡	627.85	148.99	107.60	90.16	1.27	1.76	2.10
YUMC.N	百胜中国	1392.55	20.22	18.22	15.93	18.13	20.12	23.02
中位数			20.22	16.77	13.92			
2555.HK	茶百道	138.60	13.30	11.84	10.71	0.76	0.85	0.94

资料来源: Bloomberg, 天风国际

注: 市值与收盘价为 2024 年 12 月 5 日对应数据; 可比公司 PE 为 Bloomberg 一致预期; 公司 Non-GAAP EPS 为预测数据

风险提示

1. 门店扩张不及预期

公司扩张计划依赖于在全国范围内快速布局新门店。然而，若因市场环境、选址不佳或管理能力不足等因素导致门店扩张速度低于预期，将直接影响市场覆盖率和品牌影响力。扩张受阻可能导致公司在激烈竞争的市场中失去份额，并对增长目标的实现产生负面影响。

2. 加盟商拓展不及预期

公司的业务发展高度依赖于加盟模式，若未来加盟商拓展不及预期或现有加盟商因经营不善退出，将影响公司的整体销售收入。市场竞争加剧、投资回报周期拉长可能导致加盟商拓展放缓或流失，从而削弱公司的市场渗透力，增加经营管理压力，并对公司未来的营收增长带来不确定性。

3. 食品安全风险

食品安全是茶饮行业的核心关注点。若公司在原材料采购、生产加工或运输环节出现食品安全问题，可能直接影响品牌声誉和消费者信任。食品安全的严格管控需要持续投入，一旦管理疏忽，可能导致法律诉讼、监管罚款，甚至门店停业，从而对公司业绩造成不利影响。

4. 消费者偏好变化

消费者对饮品的口味和健康需求变化快速，若公司未能及时捕捉市场趋势并调整产品组合，可能面临需求下降的风险。消费者偏好变化可能导致传统产品销量下滑，新品推广失败，从而影响公司在竞争市场中的盈利水平。

披露和声明

分析师声明

本报告署名研究人员谨此声明：(1) 上述每位研究人员均以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并仅使用合法信息来编制本报告；(2) 该研究人员具有香港证监会4号牌照（证券投资咨询服务）、中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告清晰准确地反映了该研究人员个人于本报告发出当日的研究观点；(3) 该研究人员不曾因，不因，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收到任何形式的报酬，该研究人员所得报酬的任何部分也不与天风国际证券与期货有限公司及其集团公司（以下统称为“天风国际”）开展的任何投资银行业务有联系。

此外，本报告署名研究人员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会（“香港证监会”）操守准则的相关定义）(1) 并没有在发表研究报告30日前处置或买卖本报告中提及的该等证券；(2) 不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；(3) 没有在有关香港上市公司内任职高级人员；(4) 并没有持有有关证券的任何权益。

重要声明

天风国际证券与期货有限公司受香港证监会监管（香港证监会中央编号：BAV573），并为天风国际证券集团有限公司之全资附属公司（天风国际证券集团有限公司的控股股东为天风证券股份有限公司）。

一般声明

本报告由天风国际证券与期货有限公司发布，属于严格保密，仅限天风国际的客户阅读。本报告的所有内容仅供天风国际的客户使用。天风国际不因收件人收到本报告而视其为天风国际的客户。本报告中的信息均来源于天风国际认为可靠的来源，但天风国际对这些信息的准确性及完整性不作任何明示或暗示的陈述、保证或担保。本报告中的信息、意见等均仅供天风国际的客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候该等信息、意见均不构成对任何人的个人推荐。过往表现数据并非未来表现的指标。某些交易，包括涉及衍生品的交易，存在重大风险，不适合所有投资者。客户不应仅基于本报告中的信息作出任何投资决策，并应对本报告中的信息进行自主评估，考虑自己的个人投资目标、财务状况和特定需求，并在必要时咨询自己的专业和财务顾问，了解法律、商业、财务、税务和其他方面的问题。对依据或者使用本报告所造成的一切损失、损害或后果，天风国际不承担任何法律责任。如果向任何接收人提供本报告，本报告的提供仅基于接收人有能力独立判断投资风险，能对自己投资决策有独立判断能力，并能根据自己对潜在投资带来的机会和风险、市场因素和其他投资考虑因素的独立判断来做出投资决策。

本报告不针对、也不意在分发给或被任何居住、位于、或是受制于任何禁止该报告分发、发布、提供或使用的国家、地区或司法辖区的个人或实体。天风国际证券与期货有限公司并非美国金融业监管局（FINRA）注册会员，天风国际证券期货有限公司的研究分析师也未在 FINRA 注册或获得资格作为研究分析师。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告发布之时的意见、评估及预测。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。除另有说明外，所引用的任何业绩数据都代表过往的表现。过往的表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，天风国际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。本报告中不含任何关于预测收益一定可以实现的明示或暗示陈述或保证。在分析中可能做出了某些假设，这些假设可能导致了本报告详述的任何收益回报。这些假设的改变可能对本报告预测的收益产生重大影响。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本报告署名研究人员的判断，并不代表天风国际的立场。天风国际的销售人员、交易人员以及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，并且得出与本报告意见及建议不一致的结论。该等观点或建议反映了其准备人员的不同假设、观点和分析方法，天风国际没有将该等意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。在适用法律允许的范围内，天风国际可能对本报告提及的公司持有头寸并进行交易，该等公司可能会接受天风国际提供的投资银行业务或其他服务。天风国际的资产管理部、自营交易部门以及其他投资业务部门亦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。

天风国际及/或其董事、高级管理层和雇员在适用法律容许下可以其自身、代理或其它身份作为涉事对头，也可拥有本报告所提及的发行人及其证券、期权或其它衍生工具的长仓或短仓，或买卖这些金融产品。天风国际在适用法律容许的情况下可参与或投资本文件所述的证券的发行人融资交易、为该发行人提供服务或向该发行人招揽业务。天风国际可能曾担任本报告所述的任何或所有经营实体的证券公开发行的经办人或联席经办人，天风国际现时也可能在本报告所述的任何或所有经营实体的证券发行中担任一级市场证券流通量提供者；天风国际也可能正在或在过去 12 个月曾向该等经营实体提供其它投资银行服务、重大意见或投资服务。天风国际也可担任发行人的金融工具的做市商或市场流通量提供者。

天风国际透过其合规制度及程序(包括但不限于利益冲突、处理保密信息及隔离墙制度)以及隔离墙与维护及雇员培训管理有关其研究报告活动的冲突。

评级定义

投资评级

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	在报告发布日期后的 6 个月内，相对同期该股票的司法管辖区之指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%到 20%
		中立	预期股价相对收益 -10%到 10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	在报告发布日期后的 6 个月内，相对同期该行业的司法管辖区之指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%到 5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

管辖区	用于定义评级的指数
中国大陆	沪深 300 指数
中国-香港	恒生指数
中国-澳门	恒生指数
美国	标准普尔 500 指数

除非另外说明，否则本报告里的“元”是代表人民币。

本报告版权归天风国际所有。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风国际的商标、服务标识及标记。任何未经天风国际书面允许的发布、复制、出版以及引用的未授权行为均被禁止。

联系方式

香港

天风国际证券与期货有限公司
香港金钟道 88 号太古广场 2 座 16 楼
邮箱：research_tfi@tfisec.com
电话：852 3899 7399