

霸王茶姬招股书梳理

华西商社&海外团队	证券分析师：刘文正	SAC NO:S1120524120007
	许光辉	SAC NO:S1120523020002
	王璐	SAC NO:S1120523040001
	邓奕辰	SAC NO:S1120525020001

2025年4月13日

核心摘要

- ◆ **现制茶饮市场快速增长，高端细分市场占比不断提升。**据公司招股书援引的艾瑞咨询数据，中国茶饮市场规模（以GMV计）从2019年的4748亿元增长至2024年的8189亿元，CAGR+11.5%；其中，现制茶饮市场增速最快，2019-2024年CAGR+21.7%。分价格带来看，2019-2024年，高端现制茶饮店（单杯平均售价不低于17元）/低价现制茶饮店市场规模CAGR+45.1%/+17.6%，高端茶饮店市场占比从2019年的10.9%持续提升至2024年的25.9%，主要系消费者对高品质产品的需求、多样化的消费场景以及健康认知的不断提升。
- ◆ **聚焦“原叶鲜奶茶”，门店高速扩张。**据公司招股书援引的艾瑞咨询数据，截至2024年底，以中国门店数量计，霸王茶姬是中国最大的高端现制茶饮品牌。1) 产品端，采用大单品策略，聚焦“原叶鲜奶茶”；2022-2024年，霸王茶姬在中国产生的GMV中，分别约79%/87%/91%来自于招牌原叶鲜奶茶，其中约44%/57%/61%来自于最畅销的三款原叶鲜奶茶产品。2) 门店端，依托加盟模式快速扩张，门店总数从2022年的1087家快速增至2024年的6440家（包括中国6284家和海外156家），2023-2024年分别净增门店2424/2929家。
- ◆ **门店网络快速扩张下，业绩高速增长。**2024年，霸王茶姬在中国及海外产生的总GMV达294.58亿元/+172.9%，中国市场单店月平均GMV为51.2万元/+6.0%；实现收入124.06亿元/+167.4%，净利润25.15亿元/+213.3%，净利率20.3%，处于行业较为领先水平。
- ◆ **风险提示：**行业竞争加剧；门店拓展不及预期；海外市场政策、合规等相关风险；食品安全风险。

霸王茶姬：以东方茶，会世界友

- 发展历程：**2017年11月，在云南开设了第一家霸王茶姬；2018年10月，成立海外事业部，并于2019年相继进入新加坡、马来西亚、泰国市场；截至2024年底，霸王茶姬拥有包括覆盖中国32个省级行政区的6284家门店和156家海外门店。据公司招股书援引的艾瑞咨询数据，截至2024年底，以中国门店数量计，霸王茶姬是中国最大的高端现制茶饮品牌。

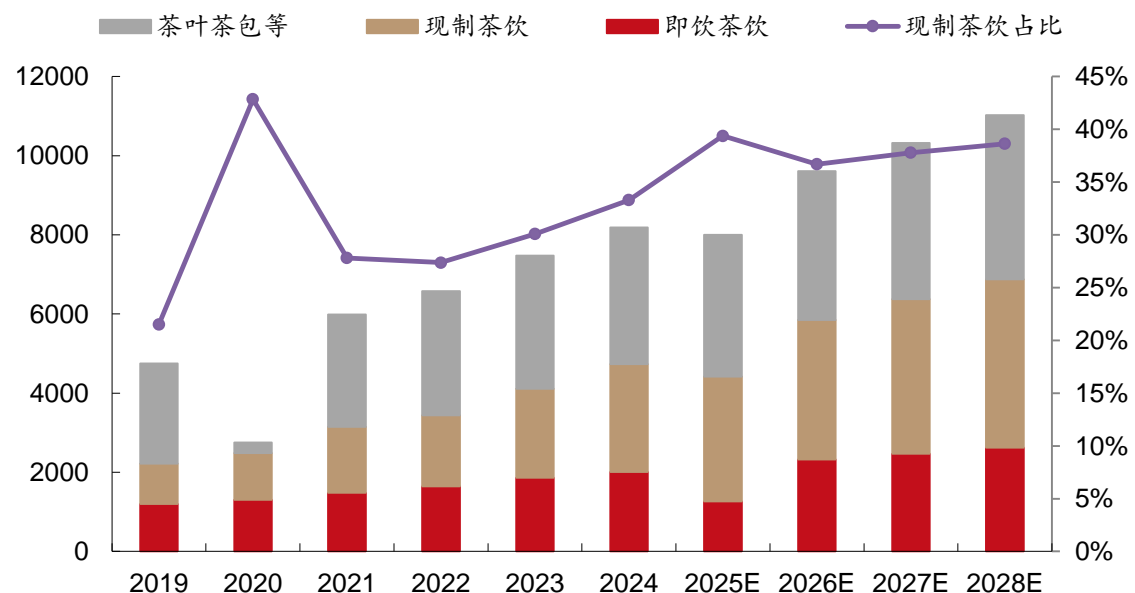
公司发展历程

时间	事件
2017年	11月，在云南昆明开设了第一家霸王茶姬
2018年	10月，霸王茶姬海外事业部正式成立
2019年	相继进入新加坡、马来西亚、泰国市场
2020年	截至11月，亚洲地区店铺达240家，月销售200万+杯，成为西南地区头部品牌
2021年	1月获得A轮XVC和复星集团联合领投1.6亿元，5月获得B轮琮碧秋实领投、XVC跟投1.6亿元；9月，完成品牌与产品升级，首创原叶鲜奶茶
2023年	1月，全球门店突破1000家； 8月，率先公布「产品身份证」并上线产品「热量计算器」； 12月，成为故宫博物院「故宫·茶世界」茶饮行业首个推广方
2024年	3月，率先成为上海卫生健康委第一批「营养标识*」茶饮行业试点单位，并率先发布产品GI值； 7月，全球门店突破5000家

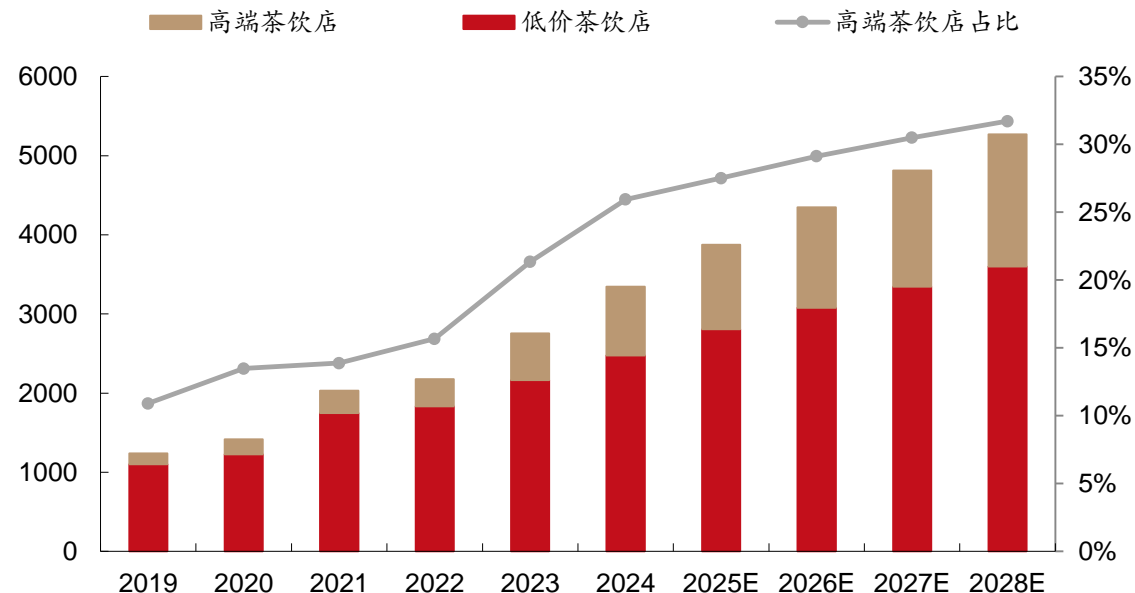
现制茶饮行业：市场快速增长，高端细分市场占比不断提升

- 近年来中国现制茶饮市场增长迅速**：据公司招股书援引的艾瑞咨询数据，中国茶饮市场规模（以GMV计）从2019年的4748亿元增长至2024年的8189亿元，CAGR+11.5%；其中，现制茶饮市场增速最快，2019-2024年CAGR+21.7%。
- 高端现制茶饮店市场增速快于低价茶饮店市场，占比不断提升**：据公司招股书援引的艾瑞咨询数据，2019-2024年，高端现制茶饮店（单杯平均售价不低于17元）/低价现制茶饮店市场规模CAGR+45.1%/+17.6%，高端茶饮店市场占比从2019年的10.9%持续提升至2024年的25.9%，主要系消费者对高品质产品的需求、多样化的消费场景以及健康认知的不断提升。

以GMV计的中国茶饮市场规模（单位：亿元）



以GMV计的中国现制茶饮店市场规模（单位：亿元）

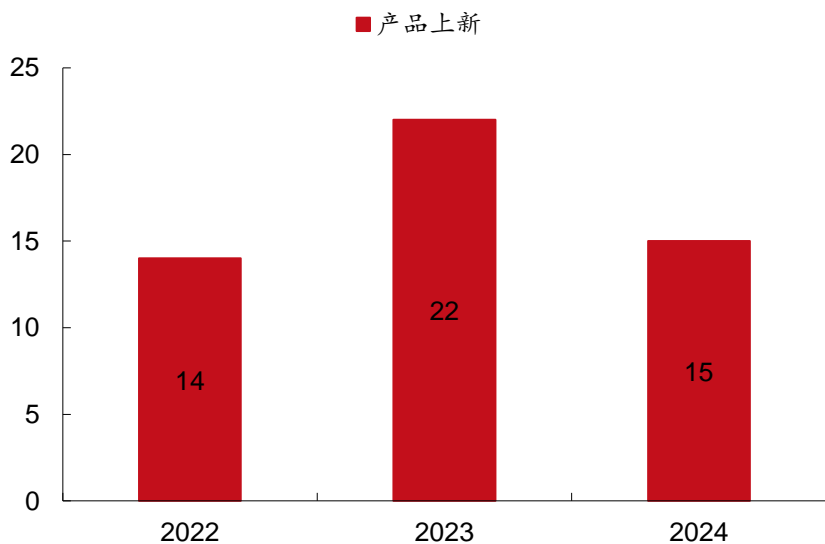


资料来源：公司招股书，华西证券研究所

产品：大单品策略，聚焦“原叶鲜奶茶”

- 产品定位：**霸王茶姬以“原叶鲜奶茶”为核心产品，主打健康茶饮理念，产品价格大多介于16-22元。
- 采用大单品策略，核心菜单简洁：**据公司招股书，2022-2024年，霸王茶姬在中国产生的GMV中，分别约79%/87%/91%来自于招牌原叶鲜奶茶，其中约44%/57%/61%来自于最畅销的三款原叶鲜奶茶产品。大单品策略不仅提高了消费者的认知度和忠诚度，还使公司能够通过更集中、更精简和高效的供应链管理和高度自动化的茶叶制备流程来确保产品质量、标准化和便利性，不断提高门店的运营效率。
- 产品推新相对较慢：**据公司招股书，2022-2024年，霸王茶姬分别推出了14/22/15款新产品。

2022-2024年霸王茶姬产品上新数量



霸王茶姬菜单

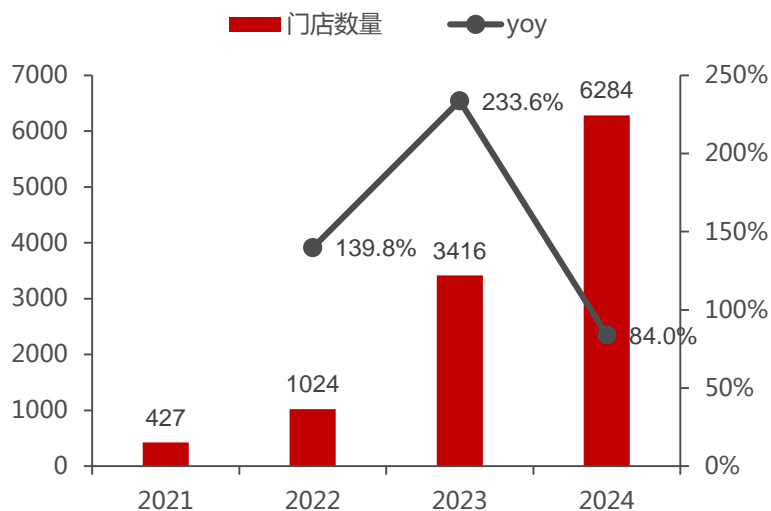
Tea Latte	Teappuccino	Teaspreso Latte
原叶茶拿铁 伯牙绝弦 (茉莉雪芽) @16 @20 JASMINE GREEN TEA LATTE 冷/热 COLD/HOT 万里木兰 (红茶) @16 @20 CEYLON BLACK TEA LATTE 冷/热 COLD/HOT 白雾红尘 (大红袍) @18 @22 DA HONG PAO TEA LATTE 冷/热 COLD/HOT 桂馥兰香 (桂花乌龙) @16 @20 OSMANTHUS COLONG TEA LATTE 冷/热 COLD/HOT 去云南·玫瑰普洱 @20 @24 ROSE PUER TEA LATTE 冷/热 COLD/HOT 青青糯山 (糯米香绿茶) @15 @18 GLUTINOUS GREEN TEA LATTE 冷/热 COLD/HOT 花田乌龙 (蜜桃乌龙) @16 @20 PEACH COLONG TEA LATTE 冷/热 COLD/HOT	雪顶茶拿铁 春日桃雪顶冰 22 PEACH COLONG TEAPPUCCINO 冷/热 COLD/HOT 桂子飘飘雪顶冰 20 OSMANTHUS COLONG TEAPPUCCINO 冷/热/冰沙 COLD/HOT/FRAPPE	极萃·茶拿铁 陈柑普洱茶拿铁 22 MANDARIN ORANGE PUER TEAPRESSO LATTE 冷/热 COLD/HOT 正山小种茶拿铁 20 LAPSANG SOUCHONG TEAPRESSO LATTE 冷/热 COLD/HOT 大红袍茶拿铁 22 DA HONG PAO TEAPRESSO LATTE 冷/热 COLD/HOT
	Iced Oriental Tea 东方冰茶 七窰·茉莉雪芽 12 JASMINE GREEN TEA 冷 COLD 生晒·陈柑普洱 12 MANDARIN ORANGE PUER TEA 冷 COLD 混捻·糯香绿茶 10 GLUTINOUS GREEN TEA 冷 COLD 轻醇·金桂乌龙 10 OSMANTHUS COLONG TEA 冷 COLD 慢焙·金观音 10 JIN GUAN YIN COLONG TEA 冷 COLD	Teaspreso Frappe 极萃·茶冰川 焦糖大红袍茶冰川 32 CARAMEL DA HONG PAO TEAPRESSO FRAPPE 仅限冰沙 FRAPPE 奥利奥柑普洱茶冰川 32 OREO MANDARIN ORANGE PUER TEAPRESSO FRAPPE 仅限冰沙 FRAPPE

ABOVE PRODUCTS ARE PRICED IN RMB

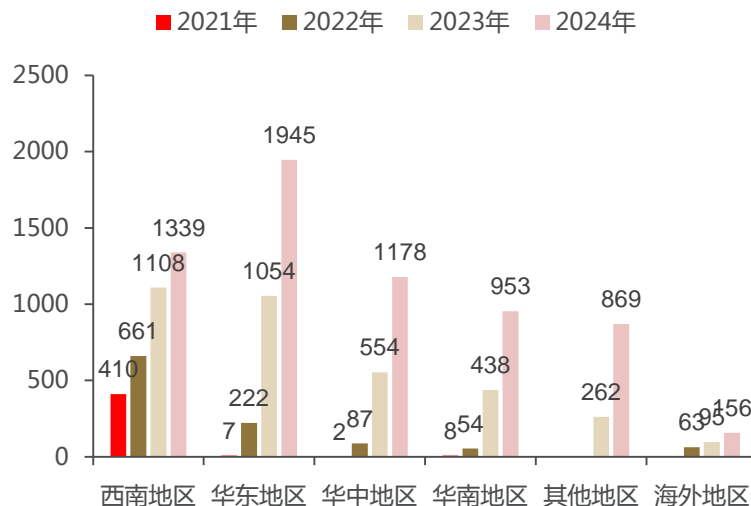
门店：依托加盟模式快速扩张，华东地区为当前门店布局重心

- **整体来看**，2022-2024年，门店增速分别为139.8%/233.6%/84.0%，2021-2024年CAGR为145.06%，截至2024年末门店数达6284家，门店覆盖32个省份。
- **门店模式来看**，门店扩张以加盟模式为主，截至2024年末加盟门店数达6271家，直营店169家，加盟门店占比97.4%。
- **区域门店情况来看**，西南/华东/华中/华南为门店布局重心，其中西南地区为门店布局基本盘，2021年门店数量占总门店比例已达96.0%；华东地区为门店扩张核心发力点，2024年末门店数已达1945家，门店数量在各地区中位居第一；华中/华南/其他地区门店快速铺设；海外门店近年稳步扩张，2022-2024年CAGR为57.4%。

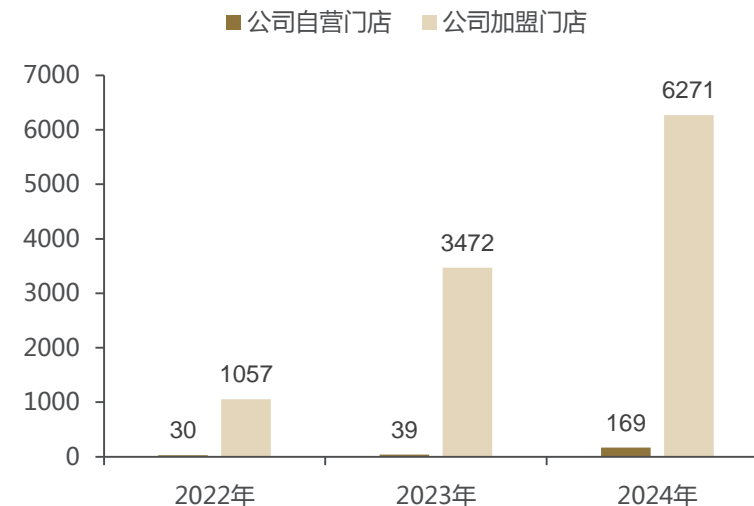
公司门店数情况



按区域划分的公司门店数量



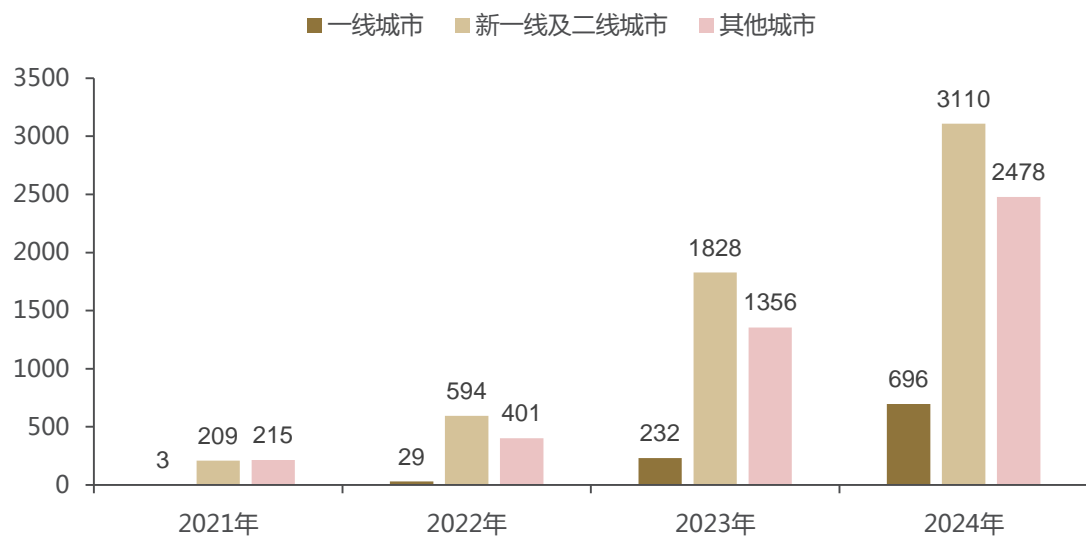
按模式划分的公司门店数量



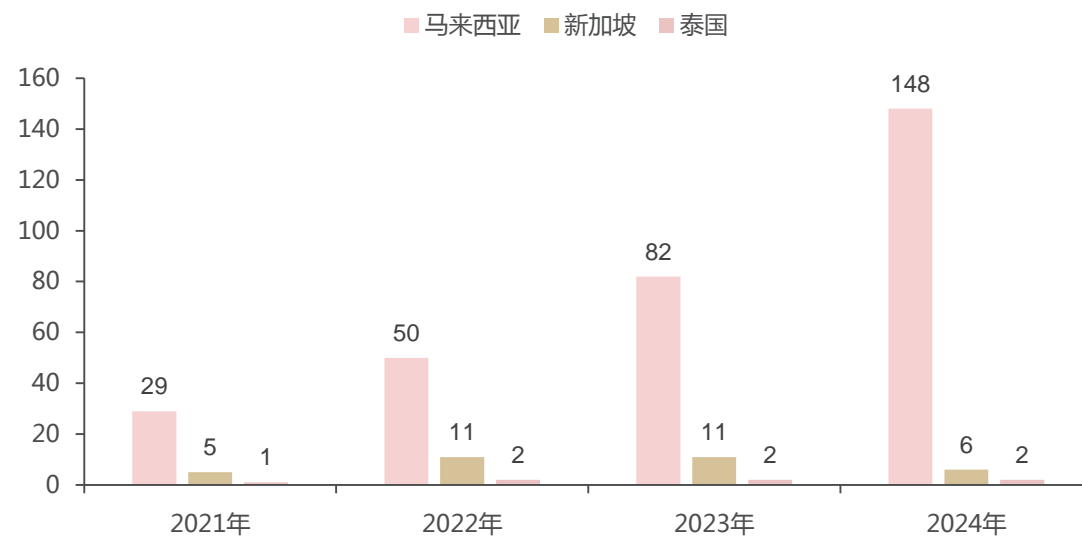
门店：国内各线城市城市稳步发力扩张，海外马来西亚为业务发展主阵地

- 聚焦各线城市门店分布情况**，一线城市门店扩张态势明显，整体来看截至2024年末占总门店数比例相对较低；2021年其他城市门店数量214家，略高于新一线/二线城市门店数量；2022-2024年门店扩张重心略偏向新一线及二线城市，截至2024年末新一线及二线城市/其他城市门店数3110家/2478家，2021-2024年CAGR分别为145.96%/125.89%。
- 海外门店分布来看**，马来西亚是霸王茶姬海外业务扩张基本盘，截至2024年末门店数已达148家，占海外总门店数比例94.87%；新加坡/泰国门店数2023年-2024年扩张步伐停滞，截至2024年末新加坡门店6家/较2023年减少5家。

按城市线级划分的公司门店分布（中国）



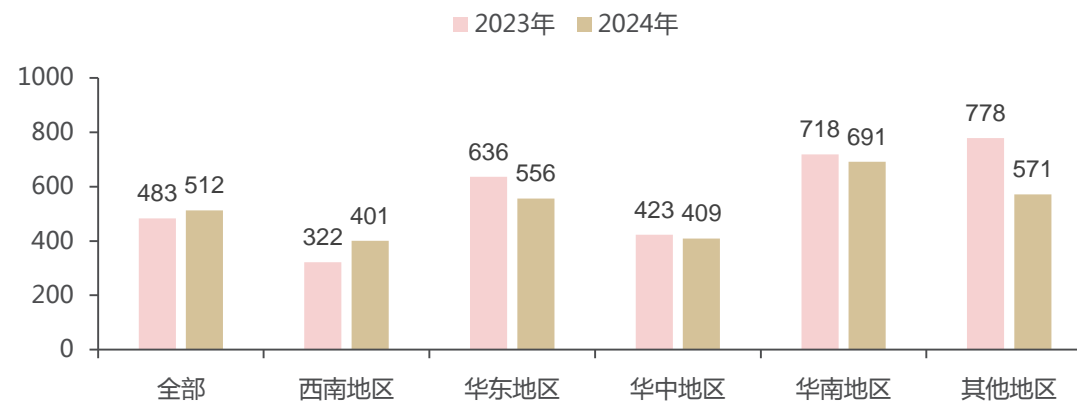
公司海外门店分布



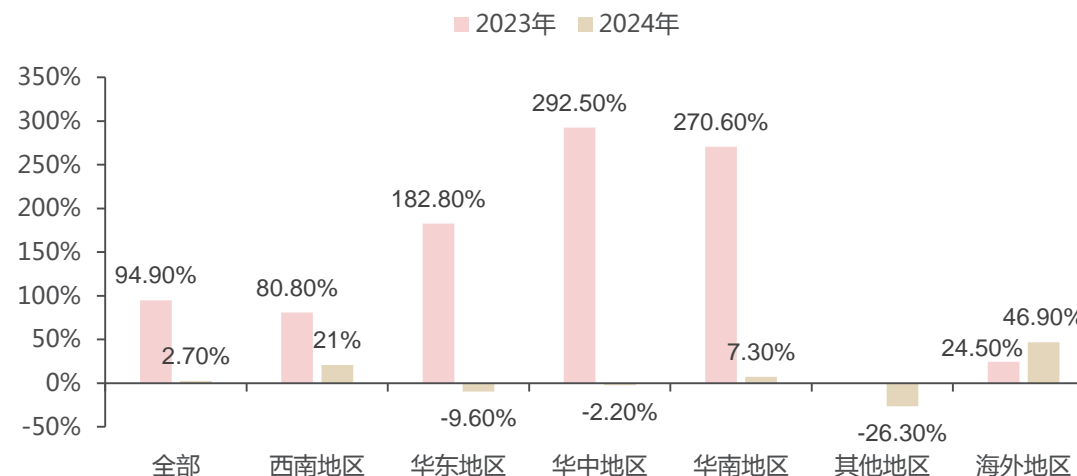
运营表现：2024年门店平均月度GMV整体呈增长态势，西南/华南地区同店GMV表现亮眼

- 平均月度GMV来看，2024年霸王茶姬平均月度GMV整体呈增长态势，同比+6.0%；从各区域季度平均月度GMV表现来看，西南/华中地区前三季度平均月度GMV整体维稳；华东、华南及其他地区平均月度GMV在2024年整体呈下行趋势，据公司招股书，早期门店数量少而消费者需求强劲导致平均月度GMV处高位，门店网络范围/密度增加后平均月度GMV逐步调整维稳。
- 同店GMV表现来看，2023年华中、华南、华东、西南地区在门店快扩情况下同店GMV均大幅拔高，2024年同店门店GMV表现不一，华东/华中地区GMV同比-9.6%/-2.2%，西南/华南地区同店GMV同比+21.0%/+7.3%，其中西南地区2024年门店扩张速度相对平缓；海外地区2023/2024年同店GMV增速达24.5%/46.9%，2024年增速进一步拔高。

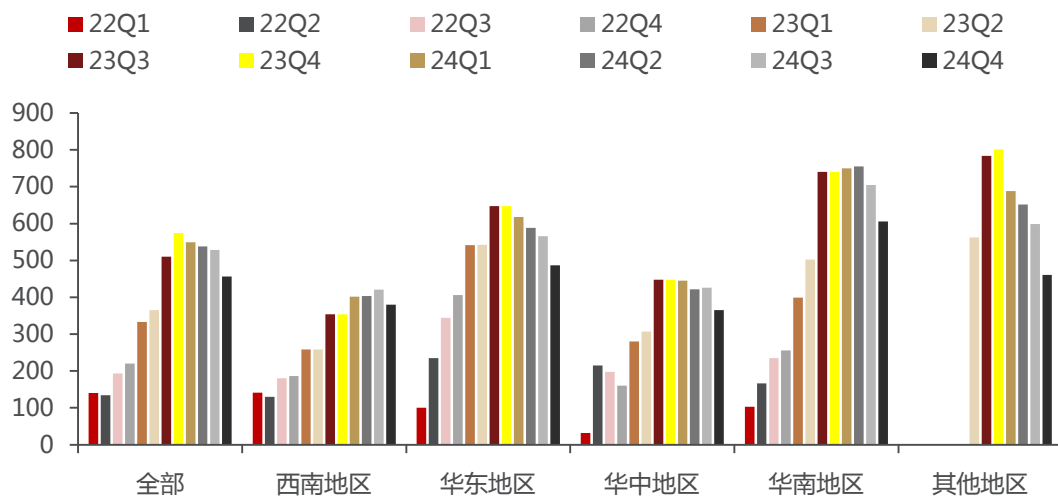
公司门店平均月度GMV情况（按区域分布，单位：千元）



公司同店GMV增速



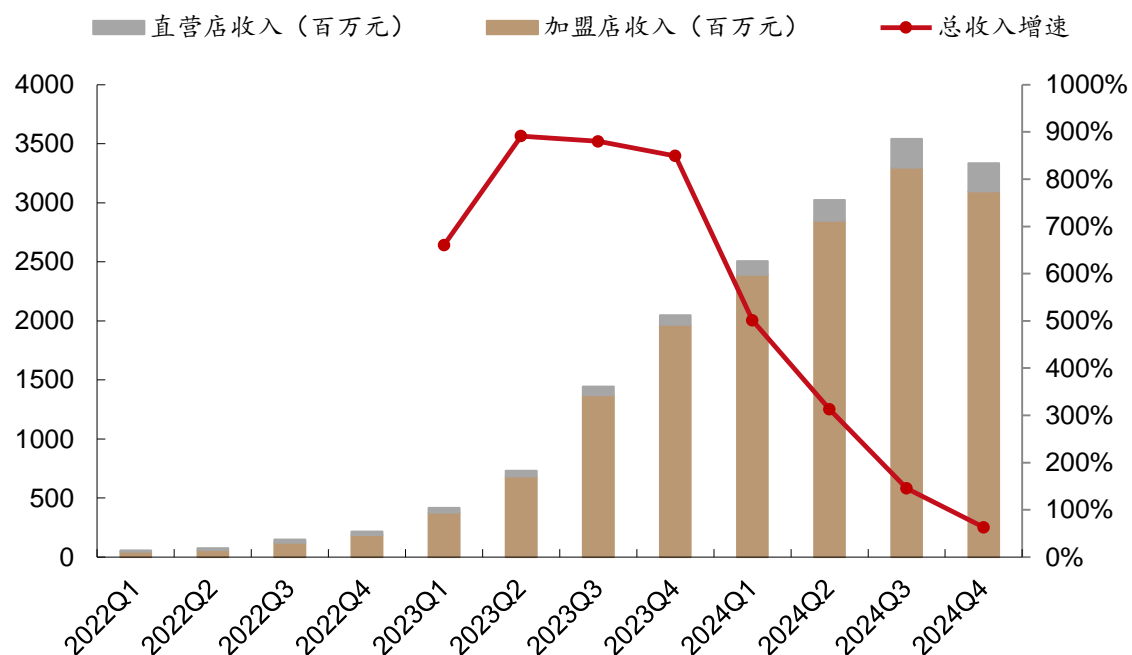
公司门店平均月度GMV情况（按区域分布，单位：千元）



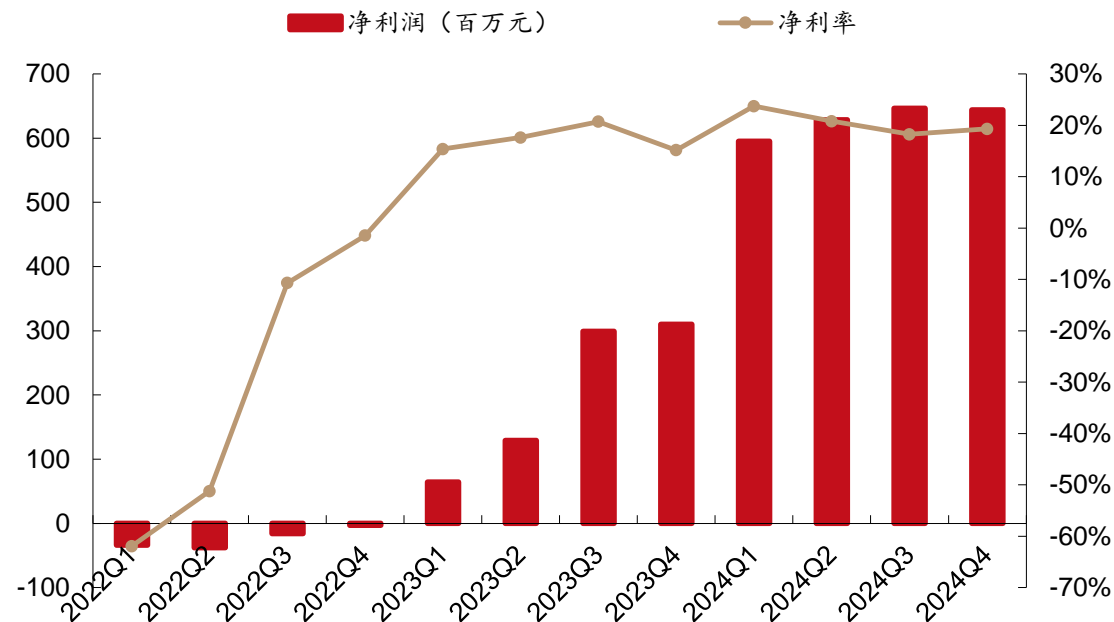
财务表现：门店网络快速扩张下，业绩高速增长

- 据公司招股书，2024年，公司实现营收124.06亿元/+167.4%，其中，直营店收入7.73亿元，占比6.2%；净利润25.15亿元/+213.3%，净利率达20.3%，处于行业领先水平。
- 2024Q4，公司实现营收33.34亿元/+62.9%，其中，直营店收入2.39亿元，占比7.2%；净利润6.44亿元/+107.6%，净利率19.3%。

公司收入拆分及增速



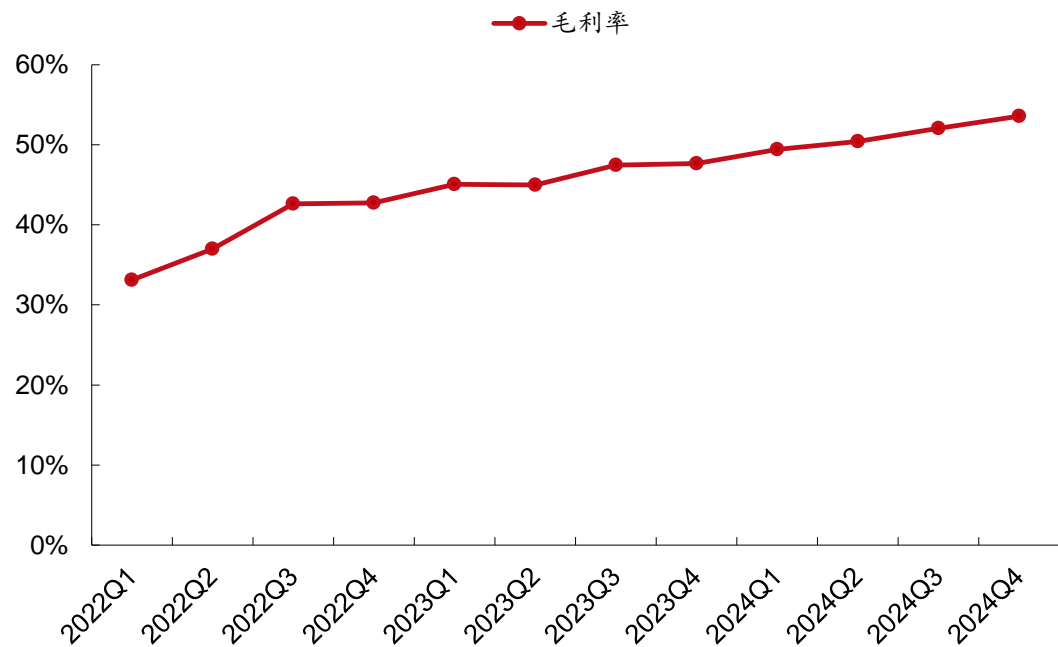
公司净利润及净利率



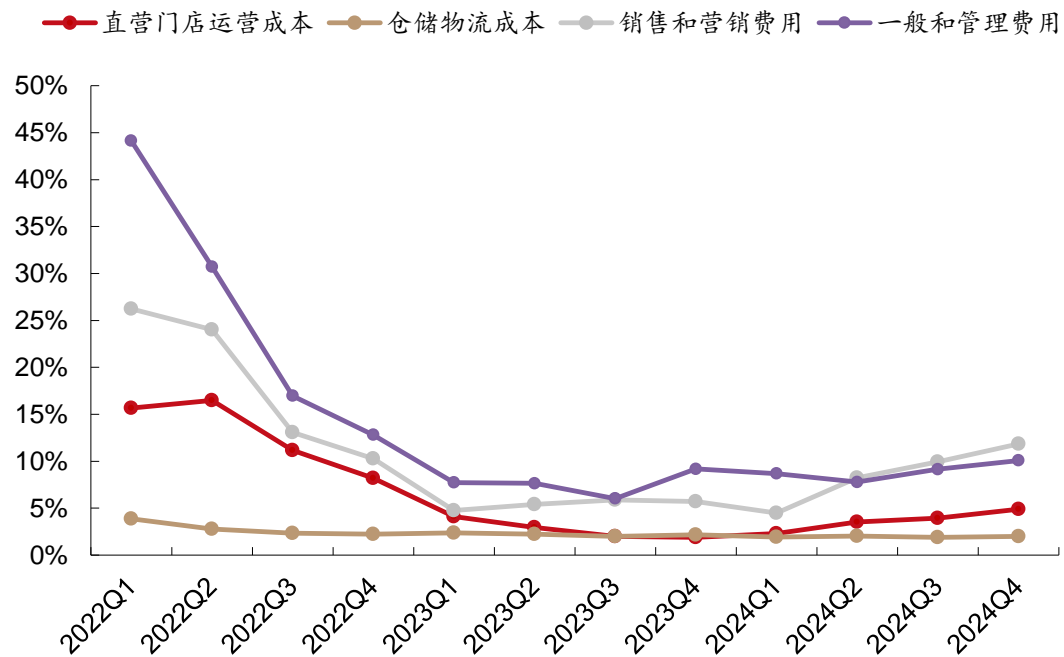
财务表现：规模效应显现，毛利率持续提升

- **成本费用端**：2024年，公司毛利率为51.5%/+4.6pct；直营门店运营成本/仓储物流成本/销售和营销费用/一般和管理费用占收入比分别为3.8%/2.0%/8.9%/9.0%，同比+1.5pct/-0.2pct/+3.3pct/+1.1pct。2024Q4，公司毛利率为53.6%/+5.9pct；直营门店运营成本/仓储物流成本/销售和营销费用/一般和管理费用占收入比分别为4.9%/2.0%/11.9%/10.1%，同比+3.0pct/-0.2pct/+6.1pct/+0.9pct。

公司毛利率



公司四项费用率



- 行业竞争加剧；
- 门店拓展不及预期；
- 海外市场政策、合规等相关风险；
- 食品安全风险。

分析师承诺

作者具有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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。