

2025 年 05 月 27 日

# 中端现制茶饮领航者，下沉和海外双轮驱动

## 茶百道 (2555. HK)

### ► 茶百道：中端现制茶饮领航者，业绩阶段性承压

公司于 2008 年在四川成都启航，主要以加盟模式进行扩张，2020 年以来国内门店进入爆发期，2024 年 1 月海外首店落地韩国首尔。截至 2024 年底，门店数量达 8409 家，其中，中国内地门店 8395 家，覆盖全国所有省市、触达各线城市；境外门店 14 家。据公司招股书，按 2023 年零售额计，茶百道在中国现制茶饮店市场中排名第三，市场份额达 6.8%。2024 年，公司实现营收 49.18 亿元/-13.8%，归母净利润 4.72 亿元/-51.6%，净利率 9.8%/-10.4pct，受内外部因素影响，业绩阶段性承压。

### ► 现制茶饮行业：供需共振下的新一轮景气周期

行业进入出清阶段，据窄门餐眼数据，截至 2025 年 5 月 15 日的近一年内，全国“奶茶饮品”净关店约 5 万家；投融资热度有所降温，据 IT 桔子数据，2024 年现制茶饮行业投融资事件及融资金额均降至近几年低点。行业价格战逐渐缓和，今年以来现制茶饮价格有回升趋势，不少品牌推新价格较去年同期有所上涨。“外卖大战”助力现制茶饮消费，今年 4 月份以来，京东、美团、饿了么等平台相继加大外卖补贴力度，茶饮和咖啡因消费高频、低客单价、出餐简单稳定等属性，成为承接这一轮流量红利的最大赢家。

### ► 看点：产品创新+供应链深化，持续打开门店增长空间

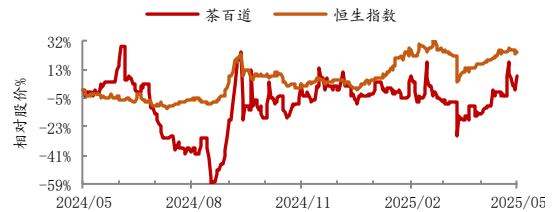
公司不断积极进行符合潮流和趋势的产品开发及创新，2024 年推出 60 款新品、升级迭代 42 款产品、开发入库产品配方 372 个，并打造了“超级蔬食系列”爆款产品，今年继续创新推出“东方植物鲜养果茶”。在产品创新及爆款打造的背后，是公司强大且完善的供应链在支撑，目前公司拥有包材、茶叶工厂，夯实原料可控性；拥有 24 个仓配中心，全国门店“次日达”覆盖率达 92%。展望未来，下沉和海外扩张为公司增长双轮，据我们预测，中长期国内门店规模有望达近 1.5 万家，仍有 76% 的增长空间；海外市场潜力广阔，有望进一步打开公司增长空间。

### 投资建议

短期来看，随着行业迎来新一轮景气周期，公司业绩有望修复且呈现较大弹性；中长期来看，公司持续产品创新、深化供应链建设，国内市场仍有较大开店空间，海外市场有望进一步打开增长空间。我们预计 2025-2027 年，公司收入为 56.81/63.25/68.48 亿元，归母净利润为 8.39/10.68/12.52 亿元，EPS 为 0.57/0.72/0.85 元，最新股价（5 月 27 日收盘

#### 评级及分析师信息

|                  |           |
|------------------|-----------|
| 评级：              | 买入        |
| 上次评级：            | 首次覆盖      |
| 目标价格(港元)：        |           |
| 最新收盘价(港元)：       | 10.5      |
| 股票代码：            | 2555      |
| 52 周最高价/最低价(港元)： | 16.0/3.98 |
| 总市值(亿港元)         | 155.15    |
| 自由流通市值(亿港元)      | 155.15    |
| 自由流通股数(百万)       | 1,477.63  |



#### 分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120524120007  
联系电话：

#### 分析师：许光辉

邮箱：xugh@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120523020002  
联系电话：

#### 分析师：王璐

邮箱：wanglu2@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120523040001  
联系电话：

价 10.50 港元，汇率 1HKD=0.92CNY）对应 PE 为 17.0/13.4/11.4X。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧，食品安全风险，门店拓展不及预期。

### 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 5704.31 | 4918.00 | 5681.28 | 6324.51 | 6848.02 |
| YoY (%)    | 34.80%  | -13.78% | 15.52%  | 11.32%  | 8.28%   |
| 归母净利润(百万元) | 1139.21 | 472.18  | 839.11  | 1067.75 | 1252.50 |
| YoY (%)    | 19.37%  | -58.55% | 77.71%  | 27.25%  | 17.30%  |
| 毛利率 (%)    | 34.43%  | 31.21%  | 33.00%  | 34.00%  | 34.50%  |
| 每股收益 (元)   | 0.98    | 0.34    | 0.57    | 0.72    | 0.85    |
| ROE (%)    | 1.38    | 0.12    | 0.21    | 0.21    | 0.20    |
| 市盈率        | 0.00    | 30.94   | 17.01   | 13.37   | 11.40   |

资料来源：wind，华西证券研究所

## 正文目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1. 茶百道：中端现制茶饮领航者，业绩阶段性承压.....    | 4  |
| 2. 现制茶饮行业：供需共振下的新一轮景气周期.....     | 6  |
| 3. 看点：产品创新+供应链深化，持续打开门店增长空间..... | 8  |
| 3.1. 产品创新为矛.....                 | 8  |
| 3.2. 供应链深化为盾.....                | 9  |
| 3.3. 下沉和海外扩张为增长双轮.....           | 10 |
| 4. 盈利预测与投资建议.....                | 13 |
| 5. 风险提示.....                     | 15 |

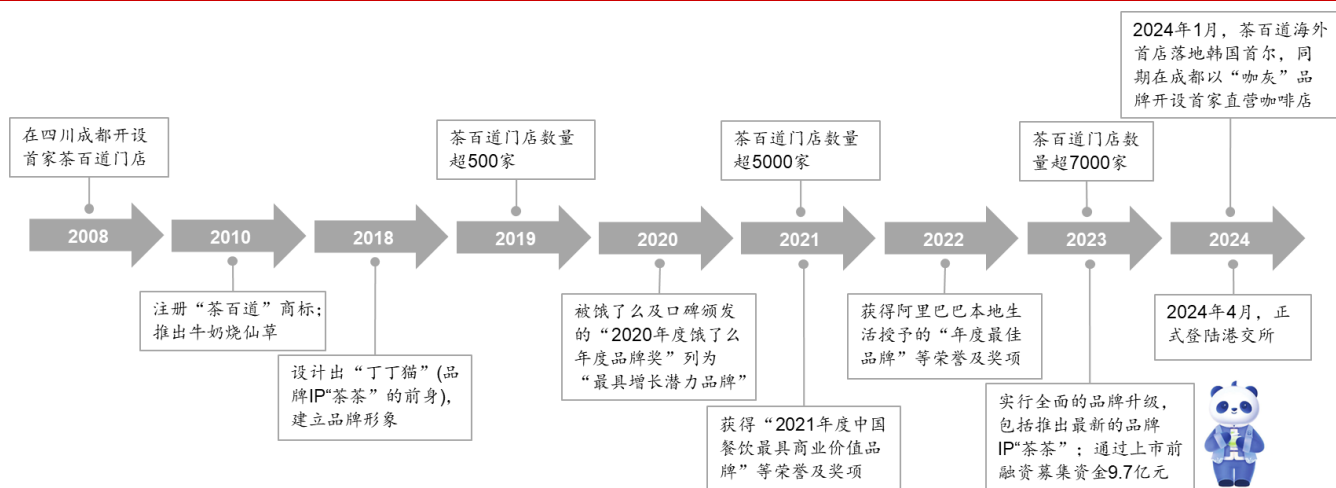
## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 1 公司发展历程.....                        | 4  |
| 图 2 公司股权结构（截至 2024 年底）.....            | 5  |
| 图 3 公司营收结构及增速（单位：百万元）.....             | 5  |
| 图 4 公司门店数量及闭店率（单位：家）.....              | 5  |
| 图 5 公司归母净利润及增速（单位：百万元）.....            | 6  |
| 图 6 公司净利率及成本费用率变化.....                 | 6  |
| 图 7 近一年内部分知名茶饮品牌门店数量变化.....            | 6  |
| 图 8 历年来国内现制茶饮赛道的融资情况.....              | 6  |
| 图 9 今年 4 月以来三大外卖平台相继加大补贴力度.....        | 7  |
| 图 10 茶百道产品矩阵.....                      | 8  |
| 图 11 2023 年茶百道五大经典茶饮销量占比.....          | 9  |
| 图 12 2023 年茶百道五大经典茶饮销售额占比.....         | 9  |
| 图 13 截至 2023 年底的公司仓库布局.....            | 10 |
| 图 14 茶百道国内门店分布情况.....                  | 11 |
| 图 15 茶百道国内门店分线城市分布情况.....              | 11 |
| 图 16 四大头部茶饮企业闭店率情况.....                | 12 |
| 图 17 四大头部茶饮企业加盟商多店系数（家）.....           | 12 |
| 图 18 2023 年人均现制饮品年消费量（杯）.....          | 13 |
| 图 19 东南亚现制茶饮市场规模及增速.....               | 13 |
| 表 1 今年 1-4 月份喜茶和奈雪的茶产品上新情况（不完全统计）..... | 7  |
| 表 2 茶百道创新推出“超级蔬食系列”和“东方植物鲜养果茶”.....    | 9  |
| 表 3 茶百道国内开店空间测算.....                   | 12 |
| 表 4 公司 2025-2027 年盈利预测表.....           | 14 |
| 表 5 可比公司估值表.....                       | 15 |

## 1. 茶百道：中端现制茶饮领航者，业绩阶段性承压

茶百道于 2008 年在四川成都启航，专注探索天然食材与中式茶饮的各种搭配，持续研发多元化茶饮产品，历经十余年的发展，已经成为全国知名的现制茶饮企业；据公司招股书援引的弗若斯特沙利文数据，按 2023 年零售额计，茶百道在中国现制茶饮店市场中排名第三，市场份额达 6.8%。截至 2024 年底，茶百道门店数量达 8409 家，其中，中国内地门店 8395 家，境外门店 14 家。

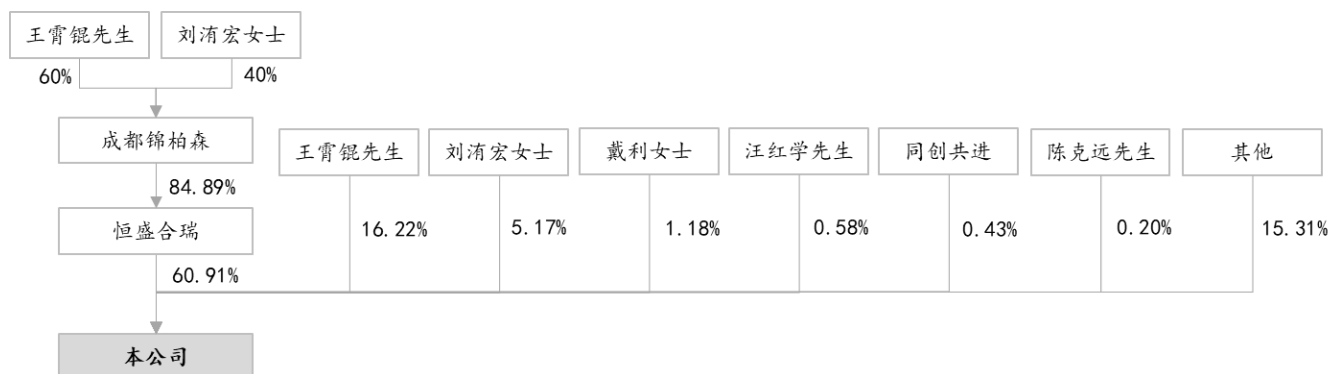
图 1 公司发展历程



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

股权高度集中，创始人夫妇合计持股超 80%。公司实控人为创始人王霄锐、刘沛宏夫妇，截至 2024 年底，王霄锐先生、刘沛宏女士分别直接持股 16.22%、5.17%，二人通过恒盛合瑞间接持股 60.91%；执行董事戴利女士、汪红学先生、陈克远先生分别持股 1.18%、0.58%、0.20%，员工激励平台同创共进（王霄锐先生为 GP）持股 0.43%。

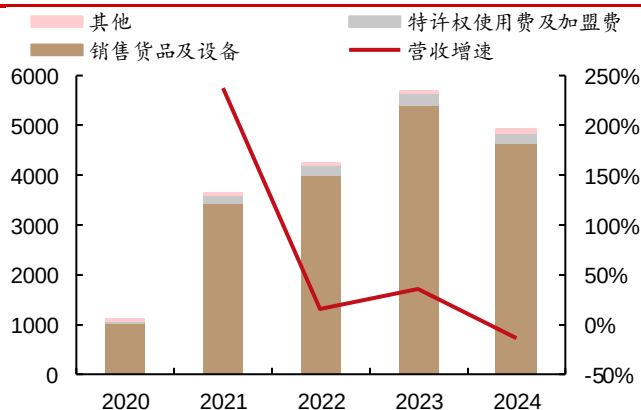
图2 公司股权结构（截至2024年底）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

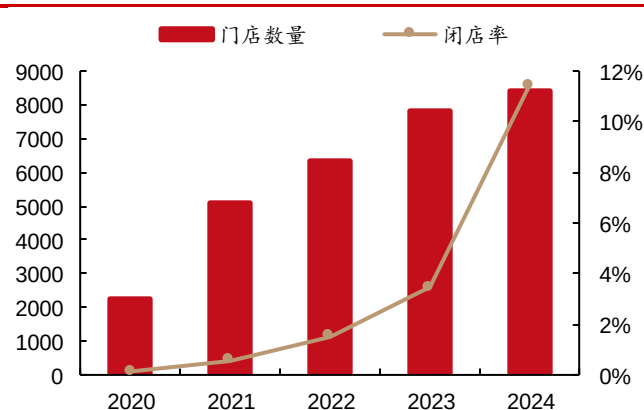
受内外部因素影响，公司业绩阶段性承压。公司的营收主要来自向加盟店销售货品及设备（2024年占比95%），以及向加盟商收取的特许权使用费及加盟费收入（2024年占比4%）。2020-2023年，公司营收实现持续高增长，CAGR+74.1%，主要得益于门店网络的快速扩张，门店数量从2020年的2242家增长至2023年的7801家；2024年，公司实现营收49.18亿元/-13.8%，主要系行业价格战激烈及315等舆情事件影响，公司加大对加盟商政策支持及向加盟商出售货品及设备的优惠力度。利润端来看，2020-2023年，公司净利率维持在20%-23%的较为稳定水平；2024年，公司净利率同比-10.4pct至9.8%，归母净利润同比-51.6%至4.72亿元，主要系收入下滑、给加盟商让利以及加大整体市场推广及市场营销力度，导致毛利率/销售费用率/管理费用率同比分别-3.2pct/+5.7pct/+3.0pct。

图3 公司营收结构及增速（单位：百万元）



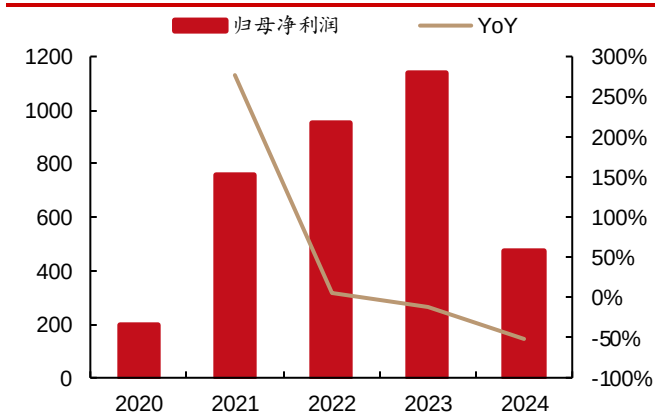
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 公司门店数量及闭店率（单位：家）



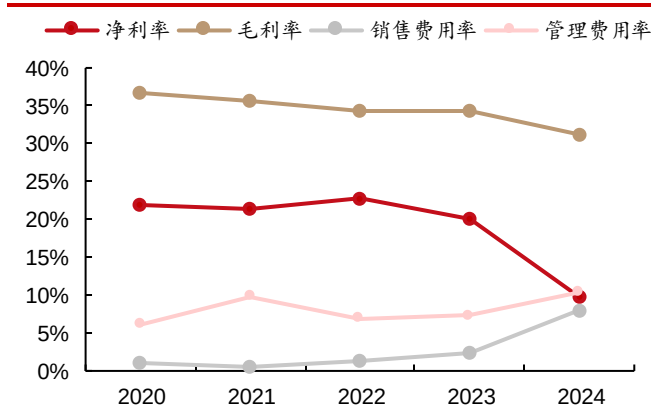
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图5 公司归母净利润及增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图6 公司净利率及成本费用率变化

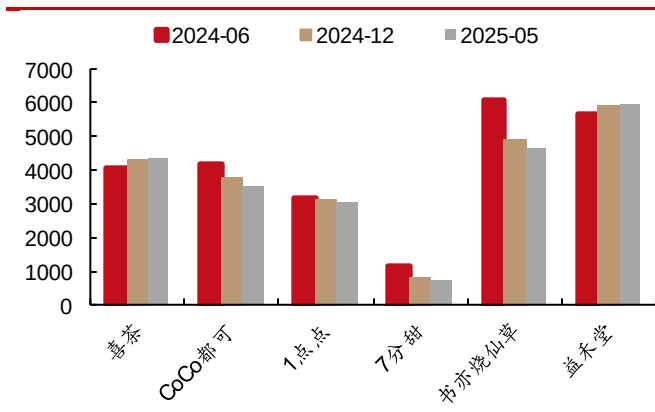


资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 现制茶饮行业：供需共振下的新一轮景气周期

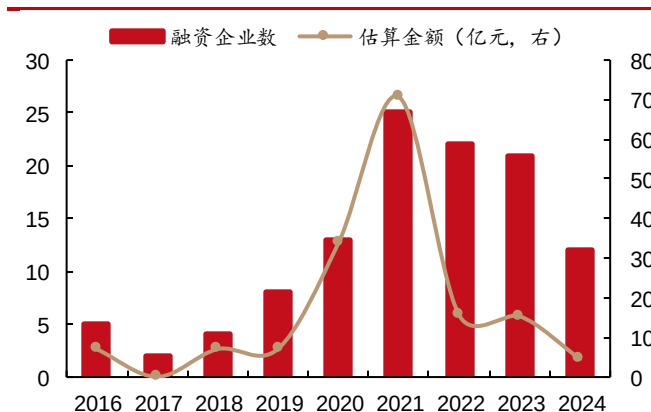
**现制茶饮行业竞争格局改善。**据窄门餐眼数据，截至2025年5月15日的近一年内，全国“奶茶饮品”约新开店11万家、关店16万家、净关店5万家，其中，书亦烧仙草、CoCo都可、7分甜、1点点等知名连锁茶饮品牌均呈现净关店状态，行业进入出清阶段。同时，现制茶饮行业投融资热度有所降温，据IT桔子数据，2019-2021年是现制茶饮企业投融资的活跃期，2024年现制茶饮行业投融资事件及融资金额均降至近几年低点。我们认为在行业阶段性出清、投资融降温下，头部茶饮品牌凭借自身的品牌优势、运营能力和市场策略等，市场份额有望进一步提升。

图7 近一年内部分知名茶饮品牌门店数量变化



资料来源：窄门餐眼，华西证券研究所

图8 历年来国内现制茶饮赛道的融资情况



资料来源：IT桔子，华西证券研究所

注：2024年数据截至2024年10月21日

**价格战逐渐缓和。**今年以来现制茶饮价格有回升趋势，不少品牌推新价格较去年同期有所上涨，以喜茶、奈雪的茶为例，此前喜茶和奈雪的茶降价“杀进”10-20元价格带，今年1-4月份，过半新品的定价突破20元，如喜茶“南姜甘草芭乐瓶”售价23元、奈雪的茶“春日绿野牛油果酸奶昔”售价28元。此外，据咖门报道，去年年底，蜜雪冰城在北京、广州、深圳等城市特定区域门店，对堂食及小程序APP

上的部分饮品提价 1 元。我们认为越来越多的茶饮品牌意识到价格战是低质“内卷”，难以培养消费者对品牌的忠诚度，也为企业的经营管理带来挑战；打破低质竞争，需要从自身产品、品牌定位出发，打造独特的品牌认知形象。

表 1 今年 1-4 月份喜茶和奈雪的茶产品上新情况（不完全统计）

| 上新时间       | 奈雪的茶       |       | 喜茶       |       |
|------------|------------|-------|----------|-------|
|            | 新品         | 价格（元） | 新品       | 价格（元） |
| 2025 年 1 月 | 奈雪补水小粉瓶    | 23    | 开心小奶茉    | 23    |
|            | 尔滨列巴宝藏茶    | 19    | 开心厚抹     | 23    |
|            | 莓好未来小红瓶    | 27    | 开心绿研     | 19    |
|            | 武焙大红袍烤奶茶   | 18    | 去油纤体瓶    | 19    |
| 2025 年 2 月 | 奈雪畅畅小绿瓶    | 19    | 清爽巴乐提    | 19    |
|            | 雪山玫瑰琥珀宝藏茶  | 22    | 清爽芭乐葡    | 19    |
|            | 雪山玫瑰宝藏茶    | 20    | 南姜甘草芭乐瓶  | 23    |
|            | 滇西树番茄双抗小红瓶 | 20    |          |       |
| 2025 年 3 月 | 浓抹干酪香水椰    | 21    | 龙井芝士糯糯   | 21    |
|            | 浓抹碎碎黑珍珠    | 19    | 雪域牦牛乳恰安莫 | 21    |
| 2025 年 4 月 | 春日绿野牛油果酸奶昔 | 28    | 英红芝士糯糯   | 22    |
|            | 春日豆豆牛油果酸奶昔 | 23    | 木姜子滇木瓜   | 21    |
|            | 霸气干酪爆爆冰杨梅  | 25    |          |       |
|            | 晚安桑葚蓝莓酸奶昔  | 24    |          |       |

资料来源：中国饮品快报，喜茶/奈雪的茶点单小程序，华西证券研究所

“外卖大战”助力现制茶饮消费。今年 4 月份以来，京东、美团、淘宝（饿了么）等平台相继加大外卖补贴力度，茶饮和咖啡因消费高频、低客单价、出餐简单稳定等属性，成为承接这一轮流量红利的最大赢家。据 36 氪报道，截至 5 月 7 日，库迪咖啡在京东外卖平台的累计销量已突破 4000 万单；淘宝闪购上线 24 小时，奈雪的茶在饿了么平台的订单量同比暴涨超 200%。

图 9 今年 4 月以来三大外卖平台相继加大补贴力度



资料来源：京东黑板报，饿了么，上海证券报，华西证券研究所



### 3. 看点：产品创新+供应链深化，持续打开门店增长空间

#### 3.1. 产品创新为矛

全面的产品矩阵，产品定位中端。茶百道坚持全线产品布局，据餐饮新连锁援引的茶百道运营管理中心总经理谭明锋在“2025 中国餐饮产业高峰论坛”中的分享，茶百道已经确定了以鲜果茶为基本盘、以轻乳茶为深耕矩阵、以超级食物和酸奶等产品为创新增长点、以纯茶为长线的产品矩阵。从产品价格来看，茶百道定位中端，产品价格介于 7-22 元。

图 10 茶百道产品矩阵



资料来源：茶百道点单小程序，华西证券研究所

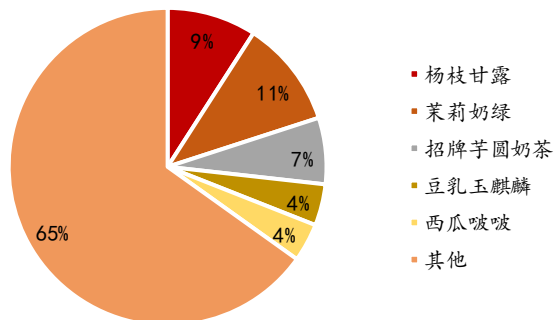
完善的产品研发体系，保障产品上新效率及上新效果。据咖门援引的茶百道品牌负责人易瑞在“2023 研发者大会”中的分享，2023 年，公司全面建立了由消费者、研发、数字化、供应链为一体的产品上线、产品验证和产品共创的体系，帮助公司解决研发诉求和供应链可行性。首先，通过公司已有的数据体系、智能化体系、核心数据抓取系统捕捉消费者的需求；其次，结合消费者的用户场景需求划分以及可行性的创意，研发产品。2024 年，公司针对国内市场推出了 60 款新品，升级迭代了 42 款产品，开发入库产品配方 372 个。

经典爆款+高效创新，产品力不断提升。茶百道的产品组合包括经典茶饮、季节性茶饮及区域性茶饮，经典茶饮通常全年供应，靠明星单品（杨枝甘露、茉莉奶绿、招牌芋圆奶茶、豆乳玉麒麟、西瓜啵啵等）吸引消费者复购，据公司招股书，2023 年经典产品 SKU 占比约 40%；而季节性茶饮及区域性茶饮仅在特定时间或区域销售，保证消费者能在时间和空间维度上获得新鲜感。茶百道不断积极主动地进行符合潮流



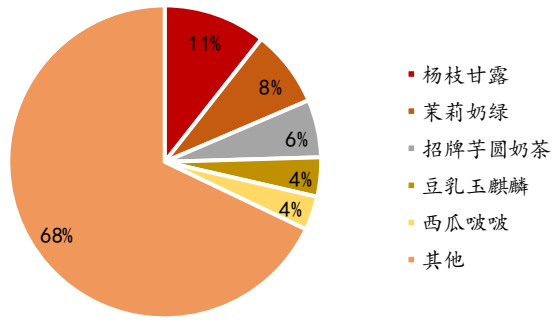
和趋势的产品开发及创新，2024Q4 推出以小麦草、羽衣甘蓝、甜椒等“超级食物”为原料研发的“超级蔬食系列”，据中国饮品快报报道，“清体小麦草”上市两个月，全国门店共用掉超 10 万斤小麦草原料，成为现象级爆款；今年继续针对强势品类鲜果茶进行健康升级，推出“东方植物鲜养果茶”，将鲜果茶与紫苏、玫瑰、木姜子等东方草本植物进行混搭，据中国饮品快报报道，“鲜紫苏多肉葡萄”和“玫瑰葡萄”上市 5 天，全国门店销量达 180 万杯。

图 11 2023 年茶百道五大经典茶饮销量占比



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 12 2023 年茶百道五大经典茶饮销售额占比



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

表 2 茶百道创新推出“超级蔬食系列”和“东方植物鲜养果茶”

|                 | 推出时间        | 价格（元） | 产品特点                  |
|-----------------|-------------|-------|-----------------------|
| <b>超级蔬食系列</b>   |             |       |                       |
| 轻畅羽衣甘蓝          | 2024 年 11 月 | 22    | 羽衣甘蓝+牛油果+芭乐+酸奶+坚果     |
| 清体小麦草           | 2024 年 11 月 | 17    | 小麦草+苹果+凤梨+阳光玫瑰+七窰茉香雪芽 |
| 维 C 速燃甜椒        | 2024 年 12 月 | 19    | 甜椒+凤梨+沃柑+白柚+苹果+七窰茉香雪芽 |
| <b>东方植物鲜养果茶</b> |             |       |                       |
| 鲜紫苏多肉葡萄         | 2025 年 4 月  | 16    | 紫苏叶+葡萄+柠檬+七窰茉香雪芽      |
| 玫瑰葡萄            | 2025 年 4 月  | 16    | 重瓣玫瑰+葡萄+柠檬+七窰茉香雪芽     |
| 木姜子爆柠檬          | 2025 年 5 月  | 14    | 木姜子+柠檬+苹果汁            |
| 木姜子香芒果          | 2025 年 5 月  | 15    | 木姜子+柠檬+芒果             |
| 木姜子醒橄榄          | 2025 年 5 月  | 13    | 木姜子+香水柠檬+青橄榄          |

资料来源：茶百道官方公众号，茶百道点单小程序，华西证券研究所

### 3.2. 供应链深化为盾

**持续深化供应链，筑牢发展根基。**在产品创新及爆款打造的背后，是公司强大且完善的供应链在支撑。据公司招股书，约 39%的募集资金将用于强化供应链，包括提高现有仓配能力的自动化和智能化水平、供应链上游的战略性投资以及支持海外市场的供应链能力。

**生产：拥有包材、茶叶工厂，夯实原料可控性。**公司通过森冕工厂生产包材（如可生物降解吸管和杯袋），不仅实现对自身的产品供应，还供货给第三方采购方，

在降低有关包材采购成本的同时开辟额外的收入来源。原叶茶生产基地于 2024 年正式投产，进一步保证了公司茶叶原料质量。

**仓配：**拥有 24 个仓配中心，全国门店“次日达”覆盖率达 92%。截至 2024 年底，公司在中国大陆拥有 21 个省级仓配中心、3 个前置仓配中心，各区域仓配中心服务周边平均配送半径 500 公里的门店，约 92% 的门店实现下单后次日达，约 95% 的门店每周获得两次或以上的配送服务，同时已在北京、成都及重庆等地推出 41 条信任交接的夜间配送路线。此外，公司通过扩大产地自采，及干线配送、城市配送和快递配送相结合的方式持续优化水果供应链；截至 2024 年底，茶百道门店的水果统一配送覆盖率已达 71.7%。

图 13 截至 2023 年底的公司仓库布局



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

### 3.3. 下沉和海外扩张为增长双轮

**加盟模式下快速扩张，门店网络覆盖全国各线级城市。**茶百道主要以加盟模式进行扩张，2020 年以来门店进入爆发期，2020-2023 年净增加盟店 1709/2830/1282/1443 家，2024 年受激烈的竞争环境影响净增加盟店 587 家。截至 2024 年底，中国的茶百道门店数量已达 8395 家，覆盖全国所有省市、触达各线级城市，其中，一线/新一线/二线/三线/四线及以下城市门店占比 9%/26%/20%/19%/26%。

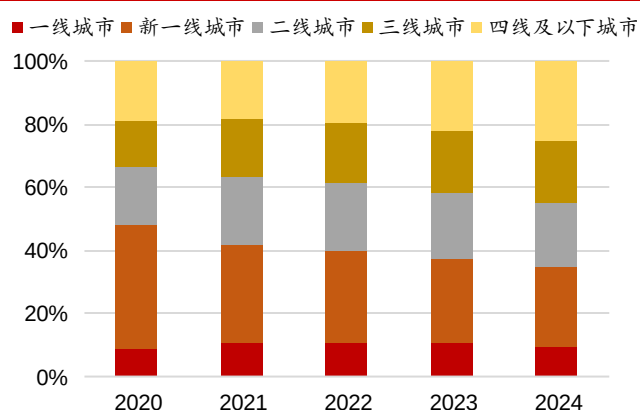
图 14 茶百道国内门店分布情况



资料来源：窄门餐眼，华西证券研究所

注：截至 2025 年 5 月 15 日

图 15 茶百道国内门店分线级城市分布情况



资料来源：窄门餐眼，华西证券研究所

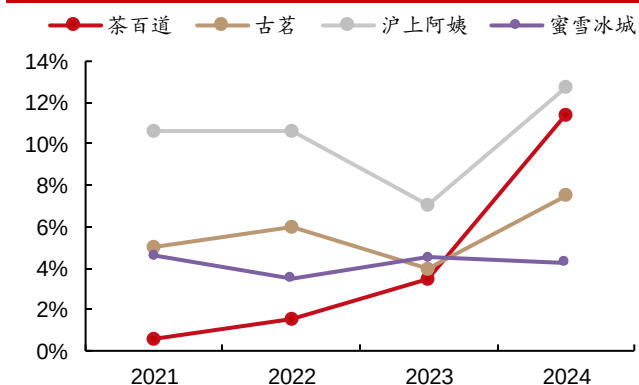
**数字化运营系统赋能加盟商管理，加盟商稳定性较强。**据公司招股书，截至 2023 年底，公司在全国范围内成立了 16 个区域运营中心，依托数字化运营系统，在门店选址、装修开业、员工培训、门店运营、统一外卖业务与到店业务赋能和市场营销等多方面给予加盟商支持。公司已经培育了稳定且庞大的加盟商伙伴，2021-2023 年茶百道加盟店的闭店率显著较低，分别为 0.6%/1.5%/3.5%；加盟商多店系数逐年提升，由 2021 年的 1.1 家提升至 2024 年的 1.5 家。

**开店选址：**运用大数据选址系统，帮助加盟商进行科学化、精准化选址。据餐饮新连锁援引的茶百道运营管理中心总经理谭明锋在“2025 中国餐饮产业高峰论坛”中的分享，公司的自有数字化系统对城市进行网格化划分，并对每一个网格进行详细分析，标记聚客点；在此基础上，公司的技术体系还会模拟门店类型，做精准的销售分析，此外，除了对每一家新店做精准分析之外，系统还会对附近的老店进行分析，使新开门店与老店形成良好矩阵布局。

**门店运营：**据公司招股书及餐饮新连锁援引的茶百道运营管理中心总经理谭明锋在“2025 中国餐饮产业高峰论坛”中的分享，1) 员工培训上，成立了茶百道职业技能培训学校，拥有 140 多名专职讲师，通过线上+线下结合的培训方式，向加盟商提供从初创期到成熟期的全周期专业培训。2) 产品出品上，运用智能化设备，如智能调茶机、数智杯贴、AI 助手“茶茶”等赋能茶饮制作，提高门店出杯效率及出杯品质稳定性。3) 店长工作上，通过智能订货、智能配送、智能营销等数字化服务简化店长工作流程，使其专注于产品的“最后一公里”和顾客体验。

**督导管理：**据公司招股书及餐饮新连锁援引的茶百道运营管理中心总经理谭明锋在“2025 中国餐饮产业高峰论坛”中的分享，为保证门店运营标准和产品品质的统一，公司建立了门店巡查制度，截至 2023 年底，在全国拥有约 567 人的区域督导团队，以每月 3-4 次的频率对门店进行巡检。同时，公司通过管理红绿灯、督导工作台、AI 巡检推送、AI 日检、门店电子档案等不断提升督导巡查效率。

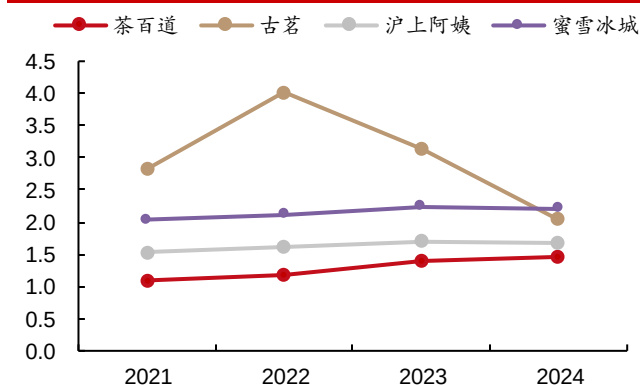
图 16 四大头部茶饮企业闭店率情况



资料来源：各公司公告，华西证券研究所

注：图中闭店率=当期关闭门店/期初门店数量

图 17 四大头部茶饮企业加盟商多店系数（家）



资料来源：各公司公告，华西证券研究所

注：图中多店系数=期末加盟门店数量/期末加盟商数量

我们预计中长期茶百道国内门店规模有望达近 1.5 万家，仍有 76% 的增长空间。茶百道门店在国内（尤其是下沉市场）仍有进一步拓展空间，据各公司公告，2024 年，茶百道/古茗/沪上阿姨/蜜雪冰城在三线及以下城市的门店占比分别为 45%/51%/50%/57%。据我们推算，2024 年，茶百道在一线/新一线/二线/三线及以下城市门店的渗透率分别为 10.6/9.4/13.4/23.8 万人/家；综合考虑各线级城市的经济发展水平及市场竞争情况，我们假设一线/新一线/二线/三线及以下城市门店的潜在渗透率有望达 9/7/8/11 万人/家，对应潜在门店数量有望达 929/2870/2843/8149 家。

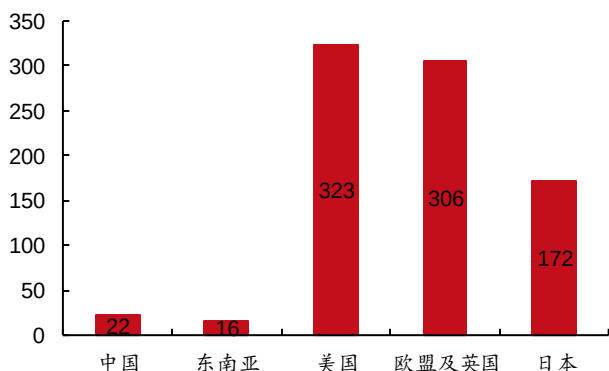
表 3 茶百道国内开店空间测算

|                 | 一线城市  | 新一线城市  | 二线城市   | 三线及以下城市 | 合计      |
|-----------------|-------|--------|--------|---------|---------|
| 常住人口（万人，2024 年） | 8,360 | 20,087 | 22,747 | 89,634  | 140,828 |
| 门店数量（家，2024 年）  | 790   | 2,141  | 1,696  | 3,768   | 8,395   |
| 渗透率（万人/家）       | 10.6  | 9.4    | 13.4   | 23.8    |         |
| 潜在渗透率（万人/家）     | 9.0   | 7.0    | 8.0    | 11.0    |         |
| 潜在门店数量（家）       | 929   | 2,870  | 2,843  | 8,149   | 14,790  |
| 增长空间            | 18%   | 34%    | 68%    | 116%    | 76%     |
| 门店占比            | 6%    | 19%    | 19%    | 55%     | 100%    |

资料来源：wind，第一财经，公司公告，华西证券研究所

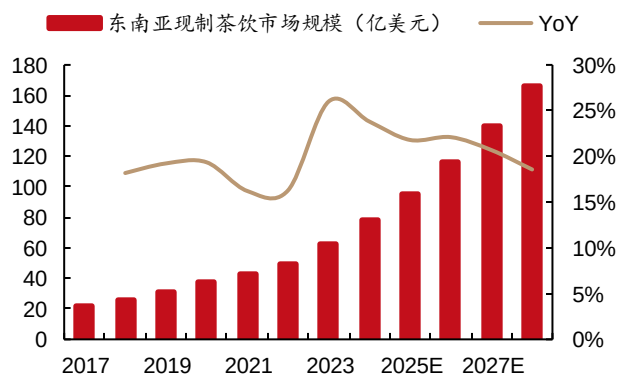
积极拓展海外市场，进一步打开增长空间。2024 年 1 月，茶百道海外首店落地韩国首尔，截至 2024 年底，已在韩国、马来西亚、泰国、澳大利亚及中国香港分别开设了 7/2/2/2/1 家门店。东南亚市场是公司将优先重点拓展的区域，市场潜力广阔。首先，东南亚大部分国家地处热带，炎热的气候决定了当地饮品需求大；其次，东南亚与中国地理位置相近，供应链触达更便利，物流运转周期较短、成本较低，也更便于管理与建立合作；此外，东南亚人口基数较大且年轻消费群体众多，加上经济水平不断增长，对新鲜事物接受程度较高。据蜜雪集团招股书，2023 年东南亚现制茶饮市场规模约 63 亿美元/+26%，人均现制饮品年消费量仅 16 杯，显著低于欧美及日本等发达市场。

图 18 2023 年人均现制饮品年消费量（杯）



资料来源：蜜雪集团招股书，华西证券研究所

图 19 东南亚现制茶饮市场规模及增速



资料来源：蜜雪集团招股书，华西证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 核心假设：

- 1) 门店端：**随着行业竞争格局边际改善，公司门店或将重回稳健扩张通道，闭店率也有望回归正常水平。我们假设 2025-2027 年，公司每年新开加盟门店数量维持在 1600 家，闭店率分别为 6%/5%/5%，对应净增门店 1100/1126/1070 家；直营门店数量维持 13 家。
- 2) 单店端：**随着公司门店持续加密和下沉，单店货品销售收入增长或将放缓。我们假设 2025-2027 年，公司单店货品销售收入同比+5%/+0%/-2%，单店特许权使用费收入同比+3%/+0%/-1%，单店设备销售收入及单店开业前培训服务费收入维持 2024 年水平。
- 3) 成本费用端：**随着收入的提升、供应链的深化以及技术投入的加强，公司成本费用率有望呈下降趋势。我们假设 2025-2027 年，公司毛利率分别为 33.0%/34.0%/34.5%，销售费用率分别为 6.0%/5.0%/4.5%，管理费用率分别为 9.0%/8.0%/7.0%，研发费用率维持 0.7% 水平。

表 4 公司 2025-2027 年盈利预测表

| 单位：百万元      | 2022  | 2023  | 2024   | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|-------------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 收入          | 4,232 | 5,704 | 4,918  | 5,681 | 6,325  | 6,848  |
| YoY         | 16.1% | 34.8% | -13.8% | 15.5% | 11.3%  | 8.3%   |
| -销售货品及设备    | 4,020 | 5,420 | 4,652  | 5,379 | 6,022  | 6,527  |
| -特许权使用费及加盟费 | 172   | 232   | 213    | 245   | 241    | 255    |
| -其他         | 41    | 53    | 52     | 57    | 62     | 65     |
| 国内门店（家）     | 6,361 | 7,801 | 8,395  | 9,495 | 10,621 | 11,691 |
| 净增          | 1,284 | 1,440 | 594    | 1,100 | 1,126  | 1,070  |
| -加盟店        | 6,352 | 7,795 | 8,382  | 9,482 | 10,608 | 11,678 |
| 新开          | 1,358 | 1,663 | 1,477  | 1,600 | 1,600  | 1,600  |
| 关闭          | 76    | 220   | 890    | 500   | 474    | 530    |
| 闭店率         | 1.5%  | 3.5%  | 11.4%  | 6.0%  | 5.0%   | 5.0%   |
| -直营店        | 9     | 6     | 13     | 13    | 13     | 13     |
| 毛利率         | 34.4% | 34.4% | 31.2%  | 33.0% | 34.0%  | 34.5%  |
| 管理费用率       | 6.9%  | 7.4%  | 10.4%  | 9.0%  | 8.0%   | 7.0%   |
| 销售费用率       | 1.4%  | 2.3%  | 8.0%   | 6.0%  | 5.0%   | 4.5%   |
| 研发费用率       | 0.1%  | 0.3%  | 0.7%   | 0.7%  | 0.7%   | 0.7%   |
| 归母净利润       | 954   | 1,139 | 472    | 839   | 1,068  | 1,252  |
| YoY         | 26.3% | 19.4% | -58.6% | 77.7% | 27.2%  | 17.3%  |

资料来源：wind，华西证券研究所

综上，预计 2025-2027 年，公司收入分别为 56.81/63.25/68.48 亿元，同比分别 +15.5%/+11.3%/+8.3%；归母净利润分别为 8.39/10.68/12.52 亿元，同比分别 +77.7%/+27.2%/+17.3%；EPS 分别为 0.57/0.72/0.85 元，最新股价（5 月 27 日收盘价 10.50 港元，汇率 1HKD=0.92CNY）对应 PE 分别为 17.0/13.4/11.4X。

我们选取古茗、蜜雪集团为可比公司，2025 年平均 PE 为 36.0X。短期来看，随着行业迎来新一轮景气周期，公司业绩有望修复且呈现较大弹性；中长期来看，公司持续产品创新、深化供应链建设，国内市场仍有较大开店空间，海外市场有望进一步打开增长空间。首次覆盖，给予公司“买入”评级。



表 5 可比公司估值表

| 证券代码     | 公司名称 | 股价<br>(元) | EPS (元) |       |       |       | PE   |       |       |       |
|----------|------|-----------|---------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
|          |      |           | 2024    | 2025E | 2026E | 2027E | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 1364. HK | 古茗   | 26.40     | 0.71    | 0.79  | 0.93  | 1.11  | 37.2 | 33.4  | 28.4  | 23.8  |
| 2097. HK | 蜜雪集团 | 532.68    | 12.32   | 13.78 | 15.96 | 18.57 | 43.2 | 38.7  | 33.4  | 28.7  |
| 平均值      |      |           |         |       |       |       |      | 36.0  | 30.9  | 26.2  |
| 2555. HK | 茶百道  | 9.66      | 0.34    | 0.57  | 0.72  | 0.85  | 28.8 | 17.0  | 13.4  | 11.4  |

资料来源：wind，华西证券研究所

注：股价和汇率均取自 2025 年 5 月 27 日，1HKD=0.92CNY；古茗和蜜雪集团 EPS 均取自 wind 一致预期

5. 风险提示

行业竞争加剧，食品安全风险，门店拓展不及预期。

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 现金流量表 (百万元)     | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业总收入              | 4918.00 | 5681.28 | 6324.51 | 6848.02 | 净利润             | 472.18      | 839.11      | 1067.75     | 1252.50     |
| YoY (%)            | -13.81% | 15.52%  | 11.32%  | 8.28%   | 折旧和摊销           | 89.47       | 81.38       | 76.69       | 72.85       |
| 营业成本               | 3383.32 | 3806.46 | 4174.18 | 4485.45 | 营运资金变动          | -299.91     | -164.35     | -190.56     | 52.72       |
| 营业税金及附加            |         |         |         |         | 经营活动现金流         | 344.02      | 648.11      | 849.50      | 1276.65     |
| 销售费用               | 395.14  | 340.88  | 316.23  | 308.16  | 资本开支            | -130.93     | -50.00      | -50.00      | -50.00      |
| 管理费用               | 510.25  | 511.32  | 505.96  | 479.36  | 投资              | 343.60      | 0.00        | 0.00        | 0.00        |
| 财务费用               | 4.31    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 投资活动现金流         | 286.87      | 71.42       | 71.42       | 71.42       |
| 资产减值损失             |         |         |         |         | 股权募资            | 2345.04     | 0.00        | 0.00        | 0.00        |
| 投资收益               | -17.59  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 债务募资            | -55.83      | 0.00        | 0.00        | 0.00        |
| 营业利润               | 592.32  | 983.63  | 1284.73 | 1528.03 | 筹资活动现金流         | 2213.03     | -827.48     | 0.00        | 0.00        |
| 营业外收支              |         |         |         |         | 现金净流量           | 2843.93     | -107.94     | 920.93      | 1348.07     |
| 利润总额               | 621.84  | 1105.05 | 1406.15 | 1649.45 | <b>主要财务指标</b>   |             |             |             |             |
| 所得税                | 142.11  | 252.54  | 321.35  | 376.95  | <b>成长能力</b>     |             |             |             |             |
| 净利润                | 479.73  | 852.51  | 1084.80 | 1272.50 | 营业收入增长率         | -13.78%     | 15.52%      | 11.32%      | 8.28%       |
| 归属于母公司净利润          | 472.18  | 839.11  | 1067.75 | 1252.50 | 净利润增长率          | -58.55%     | 77.71%      | 27.25%      | 17.30%      |
| YoY (%)            | -58.55% | 77.71%  | 27.25%  | 17.30%  | <b>盈利能力</b>     |             |             |             |             |
| 每股收益 (元)           | 0.34    | 0.57    | 0.72    | 0.85    | 毛利率             | 31.21%      | 33.00%      | 34.00%      | 34.50%      |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |         |         |         |         | 净利率             | 9.60%       | 14.77%      | 16.88%      | 18.29%      |
| 货币资金               | 3559.92 | 3451.98 | 4372.91 | 5720.98 | 总资产收益率 ROA      | 8.59%       | 15.63%      | 16.94%      | 16.34%      |
| 预付款项               |         |         |         |         | 净资产收益率 ROE      | 12.08%      | 21.40%      | 21.40%      | 20.07%      |
| 存货                 | 206.82  | 211.47  | 231.90  | 249.19  | <b>偿债能力</b>     |             |             |             |             |
| 其他流动资产             | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 流动比率            | <b>2.93</b> | <b>3.21</b> | <b>4.50</b> | <b>5.32</b> |
| 流动资产合计             | 4137.71 | 4042.44 | 5006.41 | 6390.83 | 速动比率            | 2.79        | 3.04        | 4.29        | 5.11        |
| 长期股权投资             | 36.91   | 36.91   | 36.91   | 36.91   | 现金比率            | 2.52        | 2.74        | 3.93        | 4.76        |
| 固定资产               | 216.49  | 206.11  | 198.34  | 192.50  | 资产负债率           | 28.40%      | 26.24%      | 20.00%      | 17.61%      |
| 无形资产               | 210.10  | 189.09  | 170.18  | 153.16  | <b>经营效率</b>     |             |             |             |             |
| 非流动资产合计            | 1356.27 | 1324.89 | 1298.20 | 1275.35 | 总资产周转率          | 1.15        | 1.05        | 1.08        | 0.98        |
| 资产合计               | 5493.98 | 5367.33 | 6304.62 | 7666.18 | <b>每股指标 (元)</b> |             |             |             |             |
| 短期借款               | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 每股收益            | 0.34        | 0.57        | 0.72        | 0.85        |
| 应付账款及票据            | 295.02  | 331.91  | 363.98  | 391.12  | 每股净资产           | 2.65        | 2.65        | 3.38        | 4.22        |
| 其他流动负债             | 1050.91 | 852.19  | 664.07  | 719.04  | 每股经营现金流         | 0.23        | 0.44        | 0.57        | 0.86        |
| 流动负债合计             | 1411.22 | 1259.54 | 1112.02 | 1201.09 | 每股股利            | 0.20        | 0.00        | 0.00        | 0.00        |
| 长期借款               | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>估值分析</b>     |             |             |             |             |
| 其他长期负债             | 149.06  | 149.06  | 149.06  | 149.06  | PE              | 30.94       | 17.01       | 13.37       | 11.40       |
| 非流动负债合计            | 149.06  | 149.06  | 149.06  | 149.06  | PB              | 3.93        | 3.64        | 2.86        | 2.29        |
| 负债合计               | 1560.28 | 1408.60 | 1261.09 | 1350.15 |                 |             |             |             |             |
| 股本                 | 147.76  | 147.76  | 147.76  | 147.76  |                 |             |             |             |             |
| 少数股东权益             | 24.51   | 37.91   | 54.97   | 74.98   |                 |             |             |             |             |
| 股东权益合计             | 3933.69 | 3958.73 | 5043.53 | 6316.03 |                 |             |             |             |             |
| 负债和股东权益合计          | 5493.98 | 5367.33 | 6304.62 | 7666.18 |                 |             |             |             |             |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 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<br>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>

## 华西证券免责声明

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。