

茶饮

2025年07月09日

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2025年7月8日

收盘价 (美元)	28.01
纳斯达克 100 指数	22702.25
52 周最高/最低 (港币)	41.80/25.26
美股市值 (亿美元)	53
流通股数 (百万股)	118
汇率 (美元/人民币)	7.17

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《蜜雪集团 (02097) 深度：现制茶饮第一，平价锚定，供应链为基》 2025/05/07
《古茗 (01364) 深度：大众现制茶饮第一，最大规模冷链赋能》 2025/04/09

证券分析师

贾梦迪 A0230520010002
jiamd@swsresearch.com

联系人

贾梦迪
(8621)23297818×
jiamd@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

霸王茶姬 (CHA)

——高端现制茶饮第一，打造全球化的现代东方茶品牌

投资要点：

- 霸王茶姬成立于 2017 年，品牌以“以东方茶，会世界友”为使命，致力于传承和创新中国茶文化。按照 2024 年底的门店数量计算，是中国第一大高端现制茶饮店品牌，2022 年到 2024 年的终端零售额增速 2387%，是中国增速最快的干店规模现制茶饮品牌。
- 重视品牌建设，打造品牌调性，专注茶饮品类。**与做供应链的蜜雪集团和古茗不同，霸王茶姬重在打造全球化的现代东方茶品牌，成为有全球品牌价值的连锁公司。门店大多位于客流量大的黄金地段，并重视营销，我们认为是少有的已打造出品牌调性的茶饮品牌。与产品品类已拓展至水果有料茶、果蔬汁、咖啡等的茶饮品牌不同，霸王茶姬聚焦茶品类，旨在打造“清爽低负担，控糖更健康”的现制东方好茶。
- 大单品策略推动快速扩张，近期推出新品拓展产品品类和消费场景。**霸王茶姬是中国高端现制茶饮行业中首创原叶鲜奶茶品类的品牌，2024 年，原叶鲜奶茶贡献霸王茶姬中国 GMV 的 91%，最畅销的三款产品均为原叶鲜奶茶，贡献公司中国 GMV 的 61%。原叶鲜奶茶精心混合了茶和牛奶，供应链简单且易标准化，推动业务快速扩张。公司于 3 月推出轻因版伯牙绝弦，利于扩展下午茶消费场景。3 月推出主打“传统萃取中式纯茶”的“茶中式”和“茶拿铁”产品，进一步扩展产品品类和消费客群。
- 运用“茶科技”提升标准化和效率。**遵循咖啡行业的现代化道路，霸王茶姬努力成为“茶科技”的开拓者。公司 2022 年与供应链伙伴合作研发出自动化制茶设备，店员能够实现约 8 秒出杯，口味误差率控制在千分之二，确保全球门店产品质量和口味的标准化。2024 年，公司销售杯数排名前 30% 的门店实现了每家门店日均约 1,300 杯的销量，高出行业平均水平超过三倍。2024 年，霸王茶姬的物流成本占总 GMV 比例不到 1%，库存周转天数约 5.3 天，在中国干店规模的现制茶饮品牌中最低。
- 盈利预测。**预计未来三年国内开店放缓，海外开店加速。预计 2025 年收入同比增长 21% 至 151 亿元，主要受新开店驱动，预计净开店 1200 家，其中国内 950 家，海外 250 家，门店总数同比增长 19% 至 7640 家。预计 2025 年归母净利润同比增长 18% 至 28.1 亿元，净利润率同比下滑 0.6 个百分点至 18.6%，主要由于海外直营门店占比提高。
- 首次覆盖给予买入评级。**霸王茶姬当前股价对应 2025 年 PE 估值 13 倍，为茶饮上市公司中最低。我们认为当前的估值已很大程度反应了因前期快速扩张导致的同店收入同比下滑。我们看好霸王茶姬的高标准化和品牌调性，健康引领下的产品创新，以及长期全球化的潜在布局，给予 2025 年 PE 估值 18 倍，计算得出的目标价为 38.3 美元，对应 37% 的上涨空间，首次覆盖给予买入评级。
- 风险提示：**高产品集中度风险，消费大环境波动风险，海外直营门店管理风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,640	12,406	15,051	18,010	21,082
同比增长率 (%)	844	167	21	20	17
归母净利润 (百万元)	725	2,384	2,805	3,336	3,934
同比增长率 (%)	-	229	18	19	18
每股收益 (元/股)	5.0	14.3	15.2	18.1	21.4
市盈率	-	14	13	11	9
市净率	-	8	4	5	3

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

Established in 2017, CHAGEE takes “with every cup of our tea, we aspire to foster a global connection of people and cultures” as its mission, committing to inheriting and innovating Chinese tea culture. As of 31 December 2024, CHAGEE is the largest premium freshly-made tea drinks brand in China in terms of store count. From 2022 to 2024, its terminal retail sales grew by 2387%, making it the fastest-growing freshly-made tea brand with over 1,000 stores in China.

Focus on brand building and freshly-made tea drinks. Different from Mixue Group (2097:HK – Outperform) and Good Me (1364:HK – BUY), which focus on supply chain operations, CHAGEE aims to build a global modern tea drinks brand with international brand value. With most stores located in prime areas with high foot traffic and dedicated sales and marketing efforts, we believe CHAGEE is one of the few tea brands that have successfully established brand influence. Unlike other tea brands that have expanded into fruit and vegetable juices and coffee, CHAGEE focuses on tea drink products, aiming to create “refreshing, low-burden, sugar-controlled, and healthier” freshly-made oriental tea drinks.

Rapid growth driven by the Star Product strategy while new products expand consumption scenarios. CHAGEE is the first brand in China’s premium freshly-made tea industry to create the “whole-leaf milk tea” category. In 2024, the whole-leaf milk tea series accounted for 91% of CHAGEE’s GMV in China, including three best-selling products which contributed 61% of GMV in the domestic market. Whole-leaf milk tea, brewed with whole tea leaves and quality milk, features a simple and easy-to-standardise supply chain, thus enabling rapid business expansion. In March, the company launched the light caffeine version of its star product, “Jasmine Green Milk Tea”, which helps expand afternoon tea consumption scenarios. In the same month, it also launched “Tea espresso” and “Tea Latte” products using “traditional extraction brewing techniques to prepare Chinese tea,” further expanding product categories and consumer groups.

Standardisation and high efficiency enabled by innovative “tea tech”. Following the path of modernisation set by the coffee industry, CHAGEE strives to be a trailblazer in “tea tech”. Collaborating with supply chain partners, the company in 2022 developed automated tea-making machines that enable the preparation of each cup within eight seconds and a flavour variance rate of just 0.2%, ensuring standardised quality and taste across all global stores. In 2024, CHAGEE’s top 30%-performing teahouses, measured by the number of cups sold, achieved an average daily sales volume of c.1,300 cups of tea drinks per store, more than three times higher than the industry average. In 2024, its logistics costs were below 1% of total GMV, and inventory turnover days were c.5.3, the lowest among all freshly-made tea drink brands in China with over 1,000 stores.

Earnings forecasts. We expect its store openings to slow down in the domestic market while overseas store openings will accelerate over the next three years. We forecast revenue growth of 21% YoY to Rmb15.1bn in 25E, mainly driven by new store opening (a net increase of 1,200 in 25E, including 950 domestically and 250 overseas, with the total store count up by 19% to 7,640). We expect the net profit to increase 18% YoY to Rmb2.81bn in 25E, with a net margin of 18.6% (-0.6ppts YoY) mainly due to a higher ratio of self-operated overseas stores.

Initiate with BUY. CHAGEE is trading at 13x 25E PE, the lowest among listed tea drinks companies. We believe the current valuation has largely priced in the YoY decline in same-store sales caused by previous rapid store expansion. We like CHAGEE’s high standardisation, brand tonality, health-led product innovation, and potential global layout. We apply a 18x 25E PE to derive a target price of US\$38.3. With 37% upside, we initiate with a BUY rating.

Risks. High product concentration, macro uncertainly, management risk for overseas self-operated stores.

投资案件

投资评级与估值

预计 2025 年到 2027 年的收入分别为 151 亿元，180 亿元，211 亿元，分别同比增长 21%，20%，17%，主要受新开门店的驱动。预计 2025 年到 2027 年的归母净利润分别为 28.1 亿元，33.4 亿元，39.3 亿元，分别同比增长 18%，19%，18%。净利润率长期的提升空间主要来自于国内规模效应带来的经营杠杆的提升，以及海外市场的爬坡。

霸王茶姬当前股价对应 2025 年 PE 估值 13 倍，低于美股饮品公司星巴克 39 倍的估值，低于港股茶饮公司蜜雪 35 倍，古茗 31 倍，茶百道 19 倍的估值。我们预计霸王茶姬 2025 年到 2027 年的归母净利润复合增长率为 18%，同期蜜雪和古茗的增速分别为 17%和 21%，PEG 估值分别为 2.1 倍和 1.5 倍。我们参照 PEG1.0 倍给予霸王茶姬 2025 年 PE 估值 18 倍，估值折价主要反应同店收入近期的承压，得出目标价 38.3 美元，首次覆盖给予买入评级。

关键假设点

国内开店预测：预计 2025 年到 2027 年国内净新增门店数量分别为 950 家，900 家和 850 家，门店总数分别达到 7,234 家，8,134 家，8,984 家。

海外开店预测：预计公司未来的重心更多在海外市场，公司选择在美股上市主要也是重视全球化的布局以及美国市场。预计 2025 年到 2027 年海外净新增门店数量分别为 250 家，420 家和 474 家，门店总数分别达到 406 家，826 家，1,300 家。

有别于大众的认识

1) 市场担忧霸王茶姬的海外开店前景，然而我们认为霸王茶姬的产品出杯速度快、标准化程度高，供应链简单，已打造的品牌认知度均有利于海外市场扩张。公司也通过合资加速开店例如 5 月与马来西亚联大集团设立合资企业，预计 3 年内在马来西亚开设 300 家直营门店。长期霸王茶姬有望对标星巴克，打造全球化的现代东方茶品牌。

2) 市场担忧中国的现制茶饮门槛低、竞争激烈、门店倒闭率高，然而我们认为加盟模式相比直营模式的抗风险能力更高。霸王茶姬进入新市场时先以直营门店试点，积累充分的本土运营经验后，再开放加盟合作。截至 1Q25，霸王茶姬国内门店中加盟店占比 97%，抗风险能力高，且已占据很多核心商圈的位置，拥有点位优势。

股价表现的催化剂

同店表现超预期，门店扩张超预期。

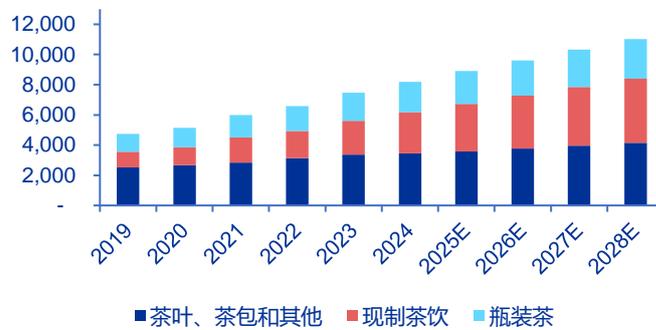
核心假设风险

高产品集中度风险，消费大环境波动风险，海外直营门店管理风险。

1. 行业概览

现制茶饮是中国茶饮市场中增速最快的细分赛道。茶饮市场主要包括瓶装茶、现制茶饮、茶叶和茶包等。根据艾瑞咨询，中国茶饮市场的商品零售额 (GMV) 由 2019 年的 4,748 亿元增加至 2024 年的 8,189 亿元, 复合增长率为 11.5%, 预期 2028 年达到 11,027 亿元, 2024 年至 2028 年的复合增长率为 7.7%。现制茶饮市场是中国茶饮市场中增速最快的细分市场, 尤其得益于年轻消费者对高品质产品需求的增加。2019 年至 2024 年现制茶饮的市场规模的复合增长率为 21.7%, 2024 年达到 2,727 亿元, 2024 年至 2028 年预计复合增长率为 11.8%, 2028 年的市场规模达到 4,260 亿元, 在茶饮市场的规模占比预计从 2024 年的 33% 提升至 2028 年的 39%。

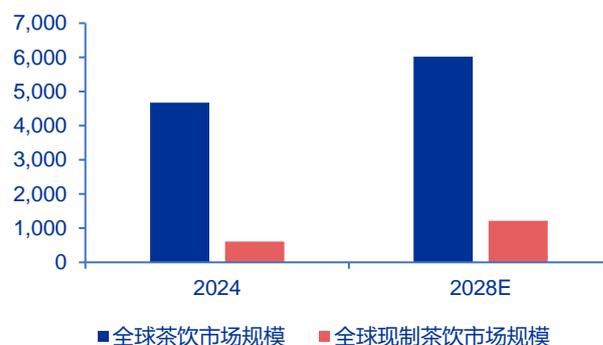
图 1: 现制茶饮是中国茶饮市场中增速最快的细分赛道 (单位: 亿人民币)



资料来源: 艾瑞咨询, 研究

茶饮在海外市场同样受到欢迎。全球范围来看, 茶饮市场作为仅次于饮用水的第二大非酒精饮料品类, 2024 年的 GMV 为 4,671 亿美元, 预计 2028 年达到 6,019 亿美元。现制茶饮在海外市场同样受到欢迎, 在人均收入增加、茶叶消费群体扩容以及咖啡消费群体向茶品类渗透等多重因素驱动下, 2024 年至 2028 年全球现制茶饮市场的复合年增长率预计为 19%, 2028 年预计达到 1220 亿美元。

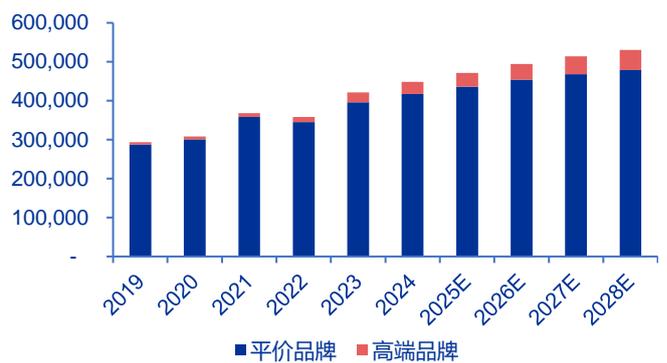
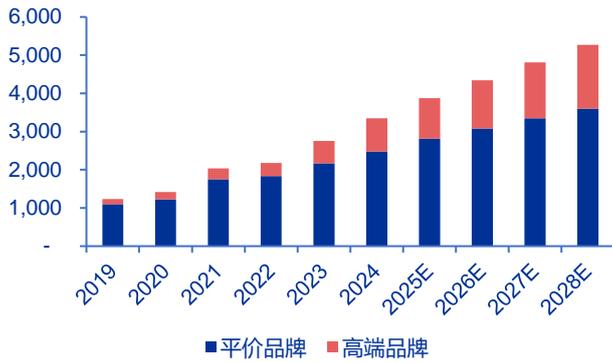
图 2: 茶饮在全球范围内增长势头强劲 (单位: 亿美元)



资料来源: 艾瑞咨询, 研究

高端现制茶饮的市场份额持续攀升。根据艾瑞咨询，中国现制茶饮按照价格带划分为高端市场（每杯平均价格不低于 17.0 元，约合 2.5 美元）和平价市场（每杯平均价格不高于 17.0 元）。2024 年中国高端现制茶饮市场的 GMV 为 868 亿元，在整个现制茶饮市场的比例从 2019 年的 11% 增加到 26%，预计 2024 年至 2028 年的复合增长率为 17.8%，2028 年的市场规模达到 1,671 亿元，占现制茶饮市场比例预计提升至 32%。从门店数量来看，2024 年中国高端现制茶饮市场门店数量为 30,917 家，自 2019 年以来的复合增长率为 42.4%，预计 2024 年至 2028 年的复合增长率为 13.6%，2028 年将达 51,468 家。

图 3：高端现制茶饮店的 GMV 占比预计提升（单位：亿人 人民币） **图 4：高端现制茶饮店的门店数量占比预计提升（单位：家）**



资料来源：艾瑞咨询，研究

资料来源：艾瑞咨询，研究

注：GMV 口径为中国现制茶饮门店所售的所有产品（包括现制茶饮及其他产品）

多因素共振驱动中国高端现制茶饮市场扩容。随着消费者健康意识的提升，对饮品品质与成分的关注度提高，为头部高端现制茶饮品牌创造了市场机遇。与此同时，茶饮正逐步演变为兼具便捷属性与吸引力的个人表达载体，以及促进社交互动的方式。社交媒体与创新营销策略的应用进一步拓展了品牌的消费者触达。此外，现代化数字技术深度赋能制茶流程优化、以及供应链的智能化管理，推动行业的规模化高效发展。

中国现制茶饮行业的集中度较低。按照 2023 年的终端零售额计算，中国前五大现制茶饮品牌分别为蜜雪冰城，古茗，茶百道，霸王茶姬，沪上阿姨，市占率分别为 20.2%，9.1%，8.0%，5.0%，4.6%；按出杯量计算，中国前五大现制茶饮品牌分别为蜜雪冰城，古茗，茶百道，沪上阿姨，Coco，市占率分别为 49.6%，9.0%，7.5%，4.5%，4.5%。

表 1：中国前五大现制茶饮品牌，以 2023 年的终端零售额计

排名	品牌	主要产品价格带 (元)	终端零售额 (亿人民币)	以终端零售额计的市场份额
1	蜜雪冰城	2-8	427	20.2%
2	古茗	10-18	192	9.1%
3	茶百道	10-22	169	8.0%
4	霸王茶姬	15-24	105	5.0%
5	沪上阿姨	7-22	97	4.6%

资料来源：灼识咨询，研究

表 2：中国前五大现制茶饮品牌，以 2023 年的饮品出杯量计

排名	品牌	主要产品价格带 (元)	饮品出杯量 (亿杯)	以饮品出杯量计的市场份额
1	蜜雪冰城	2-8	66	49.6%
2	古茗	10-18	12	9.0%
3	茶百道	10-22	10	7.5%
4	沪上阿姨	7-22	6	4.5%
5	Coco	10-20	6	4.5%

资料来源：灼识咨询，研究

霸王茶姬在中国高端现制茶饮行业位列第一，同时也是增速最快的千店规模现制茶饮品牌。按照截至 2024 年的门店数量计算，中国高端现制茶饮市场的 CR3 约 40.5%，霸王茶姬的门店数量为 6,440 家，市场份额为 20.3%，在高端现制茶饮品牌中排名第一，喜茶和奈雪的茶分别位列第二和第三。按照 2022 年至 2024 年的终端零售额增速计算，霸王茶姬为 2387%，是中国增速最快的千店规模现制茶饮品牌

表 3: 中国前三大高端现制茶饮品牌，以 2024 年的门店数量计

排名	品牌	门店数 (家)	市场份额
1	霸王茶姬	6440	~20.3%
2	喜茶	~4400	~14.2%
3	奈雪的茶	1798	~6.0%
CR3		~12500	~40.5%
市场规模		~30900	100%

资料来源: 艾瑞咨询, 研究

表 4: 中国增速最快的千店规模现制茶饮品牌，以 2022 年至 2024 年的 GMV 增速计

排名	品牌	增长率
1	霸王茶姬	~ 2387%
2	喜茶	~ 185%
3	蜜雪冰城	~ 84%

资料来源: 艾瑞咨询, 研究

2. 霸王茶姬概览

霸王茶姬于 2017 年创立于云南昆明，品牌以“以东方茶，会世界友”为使命，致力于传承和创新中国茶文化。霸王茶姬于 2019 年在马来西亚开设海外首店，同年进入新加坡市场、泰国市场，2021 年获得 A 轮、B 轮融资。公司采用“双总部”策略，运营总部位于成都，2021 年落地，聚焦国内市场的运营管理、供应链及加盟业务；全球总部位于上海，2024 年落地，负责集团综合管理、全球产品推广和全球业务汇聚，重点布局国际化战略。

截至 1Q25，霸王茶姬拥有 6,681 家门店，其中中国市场 6,512 家门店，海外市场 169 家门店。按照 2023 年的终端零售额计算，霸王茶姬是中国第四大现制茶饮店品牌。按照 2024 年底的门店数量计算，是中国第一大高端现制茶饮店品牌。按照 2022 年到 2024 年终端零售额的增速计算，霸王茶姬是中国增速最快的千店规模现制茶饮品牌。

表 5: 霸王茶姬的历史沿革

时间	事件
2017 年 11 月	霸王茶姬全球首家门店——昆明五一路店开业
2018 年 10 月	海外事业部正式成立
2019 年 8 月	海外首店在马来西亚吉隆坡开业
2019 年 8 月	进入新加坡市场
2019 年 10 月	进入泰国市场
2021 年 1 月	获得 A 轮 XVC 和复星集团联合领投 1.6 亿
2021 年 5 月	获得 B 轮琮碧秋实领投、XVC 跟投 1.6 亿
2021 年 9 月	完成品牌与产品升级，首创原叶鲜奶茶
2023 年 1 月	全球门店数量突破 1000+
2024 年 7 月	全球门店数量突破 5000+
2025 年 4 月	纳斯达克上市
2025 年 4 月	进入印尼市场
2025 年 5 月	进入美国市场

资料来源: 公司官网, 研究

管理团队经验丰富。张俊杰是霸王茶姬的创始人、董事长兼 CEO，24 岁时创立品牌，在餐饮行业拥有超过 13 年营运及管理经验。尹登峰于 2019 年加入霸王茶姬担任广西子公司总经理，自 2020 年 10 月起担任 COO。CFO 黄鸿飞 2024 年 10 月加入霸王茶姬，此前在麦当劳中国工作 28 年，曾任麦当劳中国 CFO，除财务外，还负责供应链、法律、合规等关键职能。陆冕，胡维仁，徐驰均于 2021 年加入公司。海底捞创始人张勇在上市之际加入，担任董事。

表 6：霸王茶姬的管理层

姓名	年龄	职位/职务	主要职责
张俊杰先生	30 岁	董事长、CEO	领导战略方向
尹登峰先生	49 岁	董事，COO	业务运营
陆冕先生	30 岁	董事，副总裁	东南亚业务、人力资源及行政管理
黄鸿飞先生	51 岁	CFO	财务事务
胡维仁先生	46 岁	副总裁	产品开发
徐驰先生	35 岁	副总裁	品牌与营销
张勇先生	54 岁	董事	-
李轶梵先生	57 岁	独立董事	-
张泰苏先生	43 岁	独立董事	-
王轶女士	48 岁	独立董事	-

资料来源：招股书，研究

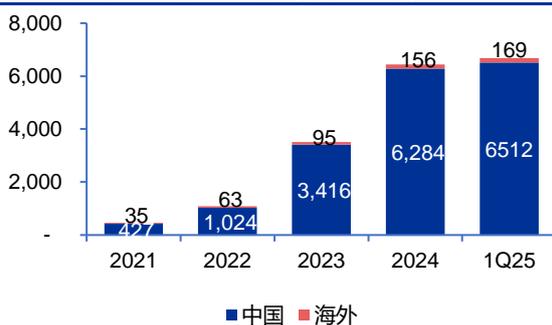
表 7：霸王茶姬的主要股东

	A 类普通股 (%)	B 类普通股 (%)
董事		
张俊杰先生	19.9	38.7
尹登峰先生	7.1	
机构投资者		
XVC 基金	20.3	
琼碧秋实	10.6	

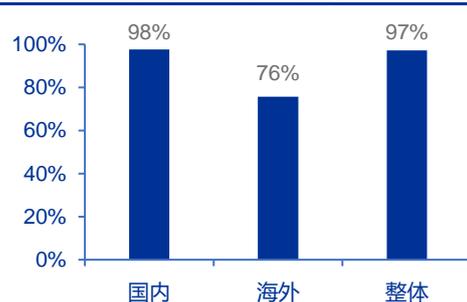
资料来源：招股书，研究

股权采用 A/B 股架构。公司采用红筹架构在纳斯达克上市。境外以开曼群岛为注册地的上市主体为核心，境内以四川茶姬企业管理有限公司为实际经营实体，通过外商独资企业 (WFOE) 实现境外资本对境内业务的控制。股权方面采用 AB 股架构，创始人、董事长兼 CEO 张俊杰先生持有 19.9% 的 A 类股和 38.7% 的 B 类股，是公司的最大股东和实际控制人；董事兼 COO 尹登峰先生持有 7.1% 的 A 类股；机构投资者 XVC 持有 20.3% 的 A 类股，曾参与 A 轮和 B 轮融资；机构投资者琼碧秋实持有 10.6% 的 A 类股，曾参与 B 轮融资。

门店数量增长迅速，兼顾国内和海外。2021 年到 2024 年霸王茶姬的门店数量每年至少翻倍或接近翻倍，2021 年到 2024 年的门店数量复合增长率 141%，截至 1Q25，门店总数达到 6,681 家。门店数量的迅速增长不仅得益于国内扩张，而且还得益于公司利用在东南亚的初步成功推进海外市场的扩张。

图 5：门店数量增长迅速 (单位：家)


资料来源：招股书，公司财报，研究

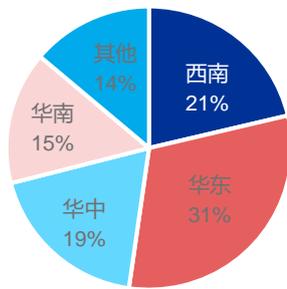
图 6：加盟门店数量占比高 (截至 2025 年 3 月底)


资料来源：公司财报，研究

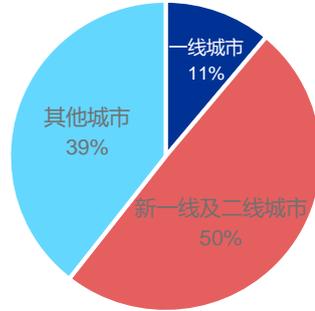
进入新市场以直营店为试点打造品牌，门店整体以加盟为主。进入新市场时霸王茶姬先以直营门店试点，积累充分的本土运营经验后，再开放加盟合作。公司在已进入的中国32个省、市和自治区设有属地化支持团队，为加盟商提供全方位的支持和服务，包括门店选址评估、空间工程支持、招聘协助、员工培训、运营管理指导和营销推广等。商业模式上，公司主要采用加盟模式。截至1Q25，整体门店中加盟店占比97%，其中国内加盟店占比98%，海外加盟店占比76%，主要由于海外还在早期的扩张阶段，直营门店数量较多。

自西南地区扩展至全国，新一线及二线城市门店占比近50%。公司以云南为起点将品牌影响力扩展至西南地区，并成功部署全国性的门店网络。截至2024年底，中国华东/西南/华中/华南/其他地区的门店数量占比分别为31%/21%/19%/15%/14%。线级城市方面，截至2024年底，新一线及二线城市的门店数量占比近50%。选址方面，霸王茶姬的门店大多开在客流量大的黄金地段，例如高档购物中心的出入口或主要商业街沿线。

图 7：自西南地区扩展至全国（截至 2024 年底） 图 8：新一线及二线城市门店占比约一半（截至 2024 年底）



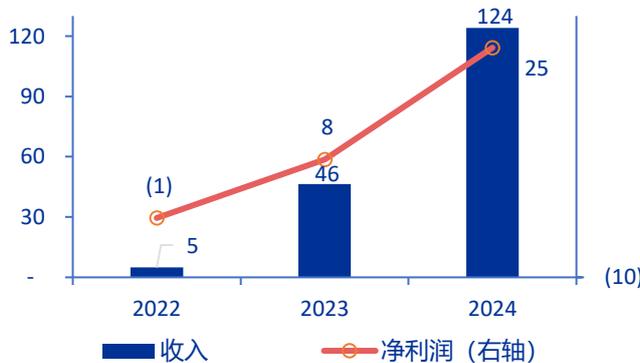
资料来源：招股书，研究



资料来源：招股书，研究

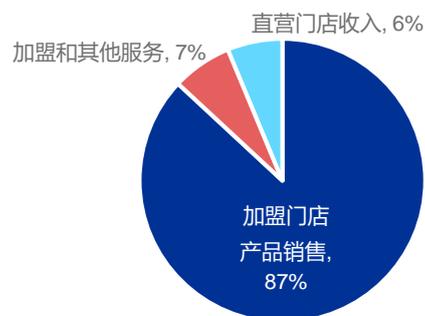
门店增长驱动收入快速增长，2023 年扭亏为盈，2024 年净利润率达 20%。2024 年，霸王茶姬的收入同比增长 167%至 124 亿元，2022 年以来的复合年增长率为 402%。利润层面，2023 年扭亏为盈，2024 年的净利润同比增长 213%至 25 亿元，净利润率达 20%。公司的主要收入来源为加盟门店产品销售，贡献收入的 87%，加盟和其他服务收入占比 7%，直营门店收入占比 6%。

图 9：收入和净利润（单位：亿元）



资料来源：招股书，研究

图 10：收入拆分（2024 年）



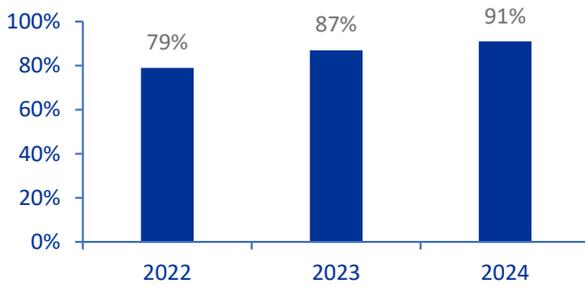
资料来源：招股书，研究

3. 霸王茶姬的竞争优势

3.1 大单品策略打造高标准化和效率

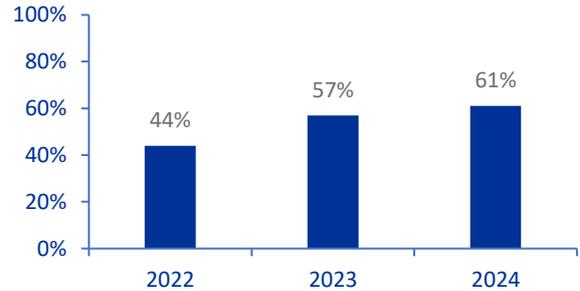
业内首创原叶鲜奶茶品类，贡献 GMV 的大头。受现代咖啡连锁店菜单的启发，公司致力于捕捉茶的精髓，努力打造永恒且具有普遍吸引力的核心菜单。根据艾瑞咨询，霸王茶姬是中国高端现制茶饮行业中首创原叶茶拿铁（原叶鲜奶茶）品类的品牌，原叶鲜奶茶选用原叶现泡茶底与优质牛乳，通过精心混合茶和牛奶这两种超越文化和烹饪界限的最基本饮品，成功占领了消费者的心智。与水果茶等相比，原叶鲜奶茶的供应链更简单、更容易标准化，从而推动业务的快速扩张。2022 年至 2024 年，原叶鲜奶茶品类分别贡献霸王茶姬中国 GMV 的 79%，87%，91%，公司最畅销的三款产品均为原叶鲜奶茶产品，分别贡献公司中国 GMV 的 44%，57%，61%。明星单品“伯牙绝弦”自 2021 年至 2024 年 8 月 13 日累计售出超过 6 亿杯，深受消费者的喜爱。

图 11：原叶鲜奶茶贡献公司中国业务大部分的 GMV



资料来源：招股书，研究

图 12：前三大畅销品的 GMV 贡献也较高



资料来源：招股书，研究

表 8：三大核心产品

产品	茉莉绿茶拿铁	桂花乌龙茶拿铁	锡兰红茶拿铁
菜单名称	伯牙绝弦	桂馥兰香	万里木兰
产品简介	原叶茶胚经过三到五次的横县双瓣茉莉窈制的茉莉雪芽，芽叶细嫩，口感清新自然，搭配优质牛乳，层次丰富，回味悠长	优选闽南乌龙茶底，自然拼配广西桂花，茶底 0 添加人工香精、牛乳 0 奶精、整杯 0 反式脂肪酸。自然桂花香搭配中焙火乌龙，醇厚清甜，口感细腻	精选不同海拔的锡兰红茶进行拼配，茶香高长、果香丰富、甜香清凉，和优质牛乳结合，细腻丝滑，滋味饱满醇厚
主要成分	茉莉雪芽、优质牛乳、冰勃郎非氢化基地乳	桂花乌龙、优质牛乳、冰勃郎非氢化基地乳	锡兰红茶、优质牛乳、冰勃郎非氢化基地乳
图片			

资料来源：霸王茶姬小程序，研究

其他品类进一步丰富菜单。除了原叶鲜奶茶外，霸王茶姬还研发了雪顶茶拿铁，即在原叶鲜奶茶上涂上生奶油，消费者可选择将茶底做成冰沙款；以及东方冰茶，由专业制茶机制作，专用玻璃瓶保留茶香；受意式咖啡浓缩启发，公司研发了极萃·茶拿铁，采用创新压力闪萃技术，萃取浓缩茶汤制成。

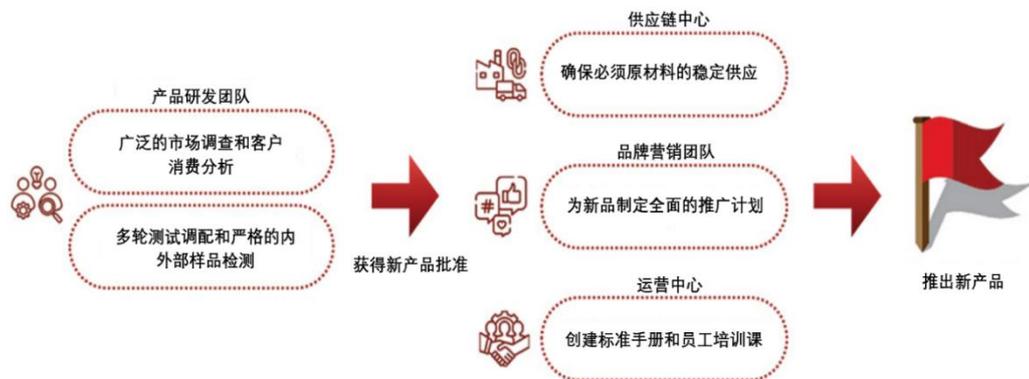
图 13: 霸王茶姬的产品菜单

CHAGEE		
Tea Latte 原叶茶拿铁 伯牙绝弦 (茉莉香芽) ©16 @20 JASMINE GREEN TEA LATTE 冷/热 COLD/HOT 万里木兰 (红茶) ©16 @20 CAYEN 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 GOSANTHUS COLOSS TEA LATTE 冷/热 COLD/HOT 去云南·玫瑰普洱 ©20 @24 ROSE PU ER TEA LATTE 冷/热 COLD/HOT 青青糯山 (糯米香绿茶) ©15 @18 GLUTINIOUS GREEN TEA LATTE 冷/热 COLD/HOT 花田乌龙 (蜜桃乌龙) ©16 @20 PEACH OOLONG TEA LATTE 冷/热 COLD/HOT	Teappuccino 雪顶茶拿铁 春日桃桃雪顶冰 22 PEACH COLOSS TEAPPUCINO 冷/热 COLD/HOT 柚子飘飘雪顶冰 20 OSAMANTHUS COLOSS TEAPPUCINO 冷/热/冰沙 COLD/HOT/FRAPPE Iced Oriental Tea 东方冰茶 七喜·茉莉雪芽 12 JASMINE GREEN TEA 冷 COLD 生晒·陈柑普洱 12 WANGSHEN CHANGSE PU ER TEA 冷 COLD 混捏·糯香绿茶 10 GLUTINIOUS GREEN TEA 冷 COLD 轻醇·金桂乌龙 10 OSAMANTHUS COLOSS TEA 冷 COLD 慢焙·金观音 10 JIN GUAN YIN OOLONG TEA 冷 COLD	Teaspreso Latte 极萃·茶拿铁 陈柑普洱茶拿铁 22 CHANGSE PU ER TEAPPRESSO LATTE 冷/热 COLD/HOT 正山小种茶拿铁 20 LAPSANG SOUCHONG TEAPPRESSO LATTE 冷/热 COLD/HOT 大红袍茶拿铁 22 DA HONG PAO TEAPPRESSO LATTE 冷/热 COLD/HOT Teaspreso Frappe 极萃·茶冰川 焦糖大红袍茶冰川 32 CARAMEL DA HONG PAO TEAPPRESSO FRAPPE 仅限冰沙 FRAPPE 奥利奥柑普茶冰川 32 OREO CHANGSE PU ER TEAPPRESSO FRAPPE 仅限冰沙 FRAPPE

资料来源：招股书，研究

专业研发团队打造品牌优势。霸王茶姬的产品开发团队由 40 多名茶专家组成，不断探索新的口味组合、尝试创新的冲泡技术，并采购优质的原料。每一款产品首先由专业研发团队进行广泛的市场调研和客户分析，并通过多轮次的内外部样品测试，获得许可后的新产品需要在供应链中心、品牌营销团队、运营中心的三方合作下最终推出。

图 14: 霸王茶姬的新品推出流程



资料来源：招股书，研究

持续推新完善消费者体验。2022 年、2023 年和 2024 年霸王茶姬分别推出了 14 款、22 款和 15 款新产品。公司不断改进现有茶饮料的配方，确保口味和口感吸引消费者。例如，招牌茶拿铁伯牙绝弦已经经历了十轮产品升级，每轮都旨在提升口味和饮茶体验。

聚焦产品健康属性，使消费者品饮健康好茶。近年来，健康顾虑已成为制约消费者奶茶消费频次提升的关键因素，健康化亦成为茶饮行业的重要发展趋势。2023年，霸王茶姬宣布升级产品基底，实现0奶精、0植脂末、0氢化植物油添加，为消费者呈现更纯净自然的口感，同时守护心血管健康。品牌更率先在行业推出“产品身份证”与“健康计算器”功能，通过公布产品热量表、营养成分表、升糖指数等信息，确保消费者清晰了解成分构成，助力培养健康饮茶习惯。

图 15: 霸王茶姬的“健康计算器”功能：以伯牙绝弦为例



资料来源：霸王茶姬微信小程序，研究

推出轻因产品扩展消费场景。霸王茶姬于3月21日在多个省会城市推出轻因版伯牙绝弦，采用脱咖技术处理实现了咖啡因含量比原来的伯牙绝弦降低约50%，并加入沉香叶、酸枣仁、枸杞叶，在保留茶风味的基础上进一步丰富了茶的层次感。上新城市GMV周环比增长明显高于未上新城市，新增客群在下午和晚间活跃度高，成功扩展了消费场景。

图 16: 轻因产品示例



资料来源：霸王茶姬微信小程序，研究

扩充产品品类。霸王茶姬于3月推出“第二杯茶”，以“茶中式”和“茶拿铁”为招牌产品，主打“传统萃取中式纯茶”分别对标咖啡里的美式和拿铁。相比“第一杯茶”原叶鲜奶茶65%的用户是女性，年龄范围在20岁到35岁，纯茶产品“茶中式”接近70%的用户是男性，年龄范围在27岁到37岁。“茶拿铁”参照咖啡的萃取方法，先后使用磨茶机、萃茶机，得到浓缩茶汤后，再加入鲜奶制作而成，相比于原叶鲜奶茶使用的提前泡好的茶汤，“茶拿铁”现萃茶有更强的茶感，咖啡因含量更高，杯量相对较少，且茶叶种类更为丰富，包括红茶、白茶、乌龙茶等多种选择。公司于6月推出芭乐柠檬茶，进一步丰富轻果茶和气泡茶品类，霸王茶姬的轻果茶同样追求高标准化和快速出杯。

图 17：“茶中式”、“茶拿铁”、“轻果茶”的产品示例



雅安藏茶

藏茶 0糖0脂0卡

来自雪域高原的藏茶，口感饱满圆润，茶汤透红，自然透出的糯香风味温柔地包裹着每一个味蕾。

主要成分：藏茶

*本品不含糯米，糯香仅为风味描述，口感感受因人而异



武夷大红袍茶拿铁

乌龙茶

武夷山的珍贵茶种，香气浓郁持久，具有独特的“岩骨花香”。

主要成分：大红袍、优质牛乳等

*口味感受因人而异

*饮品制作时不单独添加糖成分，饮品配料的牛乳中天然含有乳糖、葡萄糖等成分，茶叶中天然含有部分茶多糖成分。



粉芭乐

精选广西横县双瓣茉莉香制的茉莉雪芽，加入红心芭乐汁，带出层次丰富的热带果香。香水柠檬的加入不仅增添了明爽的酸度，更平衡了整体的甜味。如选择加气泡，每一口都能感受到多重果香、茶香与碳感的美妙融合。

【加气泡】选项：为确保产品风味最佳呈现，加气泡选项仅供堂食，外卖出品不会气泡。

【到店制作】选项：为保证品质，加气泡选项默认到店做。到店后请联系伙伴确认产品开始制作，请您耐心等待。

（产品打开后，建议在30分钟内饮用完毕，口感更佳）

【不另外加糖】选项：酸涩不甜，请根据个人喜好选择

资料来源：霸王茶姬微信小程序，茶姬现萃微信小程序，研究

3.2 运用“茶科技”提升效率

遵循咖啡行业的现代化道路，霸王茶姬努力成为“茶科技”的开拓者——利用数字、自动化和软件技术让喝茶更方便、更愉快，并为运营的方方面面赋能。

自动化制茶机实现高效率与标准化生产。霸王茶姬与供应链伙伴合作于2022年研发了自动化制茶设备，通过将自主开发的茶饮料配方参数整合到机器中，采用压力闪萃技术，店员能够实现约8秒出杯，极大地提高了出餐效率，减轻了员工负担，减少了顾客的等待时间。运用智能温控、精准配比系统等技术，将口味误差率控制在千分之二，确保全球门店产品质量和口味的标准化和一致性。2024年，公司销售杯数排名前30%的门店实现了每家门店平均每天约1,300杯的茶饮销量，比行业平均水平高出三倍多。

消费者和特许经营合作伙伴在线服务。公司致力于为消费者打造优质的消费体验，提升消费者留存率与生命周期价值。通过会员系统与移动小程序的无缝对接，深入了解消费者的动态偏好，以便优化饮品配方、补充改进菜单、定制社交媒体营销与销售策略。同时，建立了智能化的运营管理平台，依据实时消费者流量与产品销售数据，合理配置店铺人员，最大限度地提升员工工作效率。

供应链简单，与优质供应商合作。霸王茶姬的原材料主要为茶叶和牛奶，占食材成本比例约 60%。中国业务方面，茶叶和牛奶主要依靠第三方的供应。海外业务方面，茶叶大部分由中国出口，少部分在当地采购，牛奶由当地第三方供应。公司与供应商建立长期稳定的合作确保原材料质量。4 月 30 日，霸王茶姬与中国茶叶股份有限公司（中茶）、云南山海田源农业有限公司（山海田源）分别签订战略合作协议，与两家公司就原料供应、技术共研、全球市场拓展、产业标准制定等达成战略合作。中茶隶属中粮集团，是中国茶叶市场市占率第一的企业，在此之前，霸王茶姬已与中茶展开了合作，自 4Q24 以来，中茶已为霸王茶姬稳定供应了数百吨原叶茶，并帮助进行产品的区域测试。山海田源成立于 2025 年，来自云南，是全新的茶叶供应链公司，主要面向新茶饮市场。

采用第三方仓储和物流体系。霸王茶姬有中央仓库和区域仓库两级仓储系统，遍布中国 37 个地点，能够为门店提供冷链运输和次日送达服务。根据艾瑞咨询，2024 年，公司的物流成本占中国和海外总 GMV 的比例不到 1%。同期的库存周转天数约为 5.3 天，在中国千店规模的现制茶饮品牌中最低。

3.3 打造有全球品牌价值的连锁公司

选址大多在黄金地段，树立品牌调性。霸王茶姬的大多数门店位于客流量大的黄金地段，例如高档购物中心的出入口或主要商业街沿线。公司的管理团队负责决定每家直营和加盟门店的选址。典型的门店面积在 60 到 80 平方米，可容纳约 20 位客人。门店内部装潢精致，茶香扩散器释放出优质茶叶的香味，打造出高端调性。门店本身起到很好的建立消费者认知和提升品牌知名度的手段。

图 18: 2023 年 6 月开业的上海门店的室内图片示例

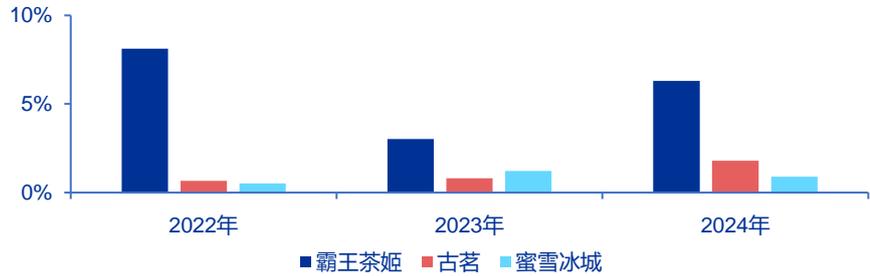


资料来源：公司财报，研究

重视营销、打造品牌知名度。与做供应链的蜜雪集团和古茗不同，霸王茶姬重在打造全球化的现代东方茶品牌，成为有全球品牌价值的连锁公司。除了快速开店以及消费者自发的口碑推荐外，霸王茶姬通过多种品牌和营销提升品牌知名度。至 年，霸王

茶姬的广告费用分别为 3990 万元、1.4 亿元、7.8 亿元, 广告费用率分别为 8%、3%和 6%, 合计超过 9.6 亿。相比之下, 蜜雪冰城和古茗的广告费用率在 1-2%。

图 19: 霸王茶姬的营销费用率较高



资料来源: 公司财报, 研究

注: “2024 年” 古茗和蜜雪冰城的数据为 9M24 的数据

多种渠道进行品牌宣传。霸王茶姬与小红书、抖音、TikTok 和微博等流行的社交媒体平台合作, 推广品牌和产品, 以增强与消费者的联系。与 Keep、Soul、草莓音乐节、国家宝藏、哪吒电影等合作提升品牌认知度。邀请网球冠军郑钦文、霹雳舞世界冠军刘清漪将体育健儿作为健康大使, 精准契合中产消费者对“健康茶饮”的追求。6 月官宣歌手孙燕姿成为亚太区品牌代言人。除了聚焦于茶产品本身的优化升级, 霸王茶姬也努力推广茶文化, 例如 2023 年 12 月 28 日至 2024 年 3 月 31 日与故宫博物院在福建博物院共同举办“故宫·茶世界”文化特展, 展出 192 件茶相关文物, 呈现中国千年的茶文化。根据招股书, 2024 年, 在全国千店规模的现制茶饮品牌中, 霸王茶姬在小红书上的帖子数量、浏览量和总互动量均排名第一, 抖音关键词搜索指数同比增长率最高, 为 234.5%, 在微博热搜中出现超过 50 次, 在中国高端现制茶饮行业中排名第一, 热搜的累计浏览量超过 49 亿次。

表 9: 霸王茶姬的营销和联名等活动

时间	事件
2022 年 1 月	携手国家宝藏推出「三星堆」文创 IP 虎年联名系列, 成为首个与三星堆文化元素联名的茶饮品牌
2022 年 11 月	携手摄影艺术家张家诚 Leslie Zhang 打造「与茶共伍」主题宣传片, 并登上法国时尚杂志《时装 L'OFFICIEL》
2023 年 6 月	全新茶空间「东方 TEA BAR」率先亮相上海
2023 年 11 月	品牌六周年庆, 以一亿+杯伯牙绝弦, 和一亿+茶友交个朋友
2023 年 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 1 月	霸王茶姬全球首家无声门店亮相浙江杭州
2024 年 2 月	携手国家文物交流中心推出龙年新春主题包材
2024 年 4 月	官宣网球运动员郑钦文担任品牌的首位“健康大使”
2024 年 6 月	联合武夷山市博物馆溯源红茶文化
2024 年 8 月	霸王茶姬首批宠物友好门店在全国多个城市亮相
2024 年 8 月	伯牙绝弦累计销量突破 6 亿杯, 推出「会友陪伴」限定包材和「萌友陪伴」活动
2025 年 3 月	官宣王鹤棣为全球健康合作伙伴
2025 年 4 月	与电影《哪吒之魔童闹海》推出联名周边活动
2025 年 6 月	官宣歌手孙燕姿成为亚太区品牌代言人

资料来源: 公司官网, 微信官方公众号, 研究

图 20: 霸王茶姬的营销和联名等活动



亚太区品牌代言人孙燕姿

健康大使郑钦文

与电影哪吒联名

资料来源: 霸王茶姬小红书官方账号, 研究

产品创新和有效营销促进用户增长。截至 1Q25, 霸王茶姬的微信小程序用户数突破 1.92 亿, 季度净增长 1500 万用户, 活跃用户数接近 4500 万, 用户粘性持续提升。

4. 盈利预测和估值

4.1 盈利预测

同店收入短期承压。由于霸王茶姬的门店数量 2021 年到 2024 年每年至少翻倍或接近翻倍, 叠加行业竞争和消费环境的影响 (尤其考虑到霸王茶姬大部分的门店位于商场), 公司中国业务的同店收入 4Q24 以来开始高双位数下滑, 海外业务的同店收入 1Q25 也开始下滑。然而我们注意到, 1Q25, 公司在中国的成熟区域例如云南和广西省, 同店收入分别同比增长高单位数和高双位数, 显示出门店尚未饱和。1Q25 海外的同店收入同比下滑 8% 主要是马来西亚的下滑, 其他国家均为增长。

表 10: 中国的同店收入 4Q24 以来开始下滑, 海外的同店收入 1Q25 开始下滑

同店收入同比增速	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
中国	50%	67%	70%	157%	46%	38%	2%	-18%	-19%
海外	-1%	15%	8%	71%	50%	60%	58%	29%	-8%

资料来源: 公司财报, 研究

策略从门店快速扩张转向同店收入增长。公司于 5 月发布一季报时同时宣布策略将从门店快速扩张转向同店收入增长。国内的同店收入增长主要靠开店放缓, 扩展消费场景 (例如 3 月推出的轻因产品扩展下午茶和晚上场景) 和扩充产品品类 (例如 3 月推出“茶中式”和“茶拿铁”现萃产品, 6 月推出芭乐柠檬茶丰富果茶和气泡茶品类)。

国内开店预测: 开店放缓。国内的门店在过去几年经历了快速扩张, 预计未来开店速度放缓, 预计 2025 年到 2027 年国内净新增门店数量分别为 950 家, 900 家和 850 家, 门

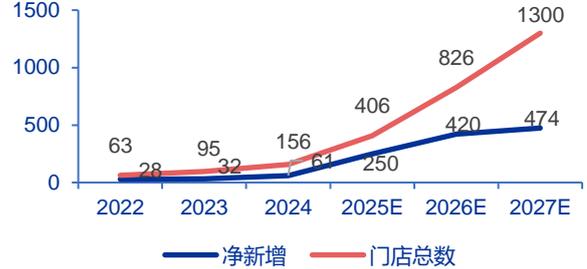
店总数分别同比增长 15%，12%和 10%到 7,234 家，8,134 家，8,984 家。主要的开店空间在东南沿海，长三角，以及北方地区。

图 21: 国内门店数量预测 (家)



资料来源: 招股书, 公司财报, 研究

图 22: 海外门店数量预测 (家)



资料来源: 招股书, 公司财报, 研究

海外开店预测: 开店加速。我们预计霸王茶姬未来的重心更多在海外市场, 公司选择在美股上市主要也是看重全球化的布局以及美国市场。海外市场的策略是先做组织能力的建设例如当地找团队或合作伙伴, 直营店模型跑通后再放开加盟。截至 2025 年 3 月, 公司在海外拥有 169 家门店, 其中马来西亚 157 家, 新加坡 10 家, 泰国 2 家。海外的加盟门店数量占比 76%, 高于国内的加盟店占比 98%, 主要由于海外还在早期的扩张阶段, 直营门店数量较多。1Q25 海外 GMV 达 1.8 亿元, 同比增长 85%, 占公司整体 GMV 的 2.2%。公司于 4 月 11 日在印尼雅加达开设首家门店, 5 月 11 日在美国洛杉矶开设首家门店, 首日销售杯数突破 5000 杯。霸王茶姬于 5 月与马来西亚联大集团合作, 霸王茶姬持股 60%, 联大集团旗下全资子公司 Magma 持股 40%, 预计 3 年内在马来西亚开设 300 家直营门店。预计 2025 年到 2027 年海外净新增门店数量分别为 250 家, 420 家和 474 家, 门店总数分别达到 406 家, 826 家, 1,300 家。

表 10: 霸王茶姬的海外门店布局 (截至 1Q25)

国家	门店数量
马来西亚	157
新加坡	10
泰国	2
总数	169

资料来源: 公司财报, 研究

表 11: 2Q25 新进市场

国家	城市	首店开业时间
印度尼西亚	雅加达	4 月 11 日
美国	洛杉矶	5 月 11 日

资料来源: 招股书, 公司财报, 研究

利润表预测。预计 2025 年到 2027 年的收入分别为 151 亿元, 180 亿元, 211 亿元, 分别同比增长 21%, 20%, 17%, 主要受新开门店的驱动。其中预计 2025 年的净新增门店数量 1200 家, 其中国内 950 家, 海外 250 家, 门店总数同比增长 19%至 7640 家。预计 2025 年到 2027 年的归母净利润分别为 28.1 亿元, 33.4 亿元, 39.3 亿元, 分别同比增长 18%, 19%, 18%, 其中预计 2025 年的归母净利润率同比下滑 0.6 个百分点至 18.6%, 主要由于海外直营门店占比的提高, 海外门店因为大部分是直营门店毛利率高但是净利润率更低。净利润率长期的提升空间主要来自于国内规模效应带来的经营杠杆的提升, 以及海外市场的爬坡。

4.2 估值

我们采用相对估值法进行估值，主要由于霸王茶姬所处的餐饮行业有众多上市公司的估值可供参考，并可进行直观地横向对比。根据彭博一致预期，霸王茶姬当前股价对应 2025 年 PE 估值 13 倍，低于美股饮品公司星巴克 39 倍的估值，低于港股茶饮公司蜜雪 35 倍，古茗 31 倍，茶百道 19 倍的估值。我们预计霸王茶姬 2025 年到 2027 年的归母净利润复合增长率为 18%，同期蜜雪和古茗的增速按照彭博一致预期分别为 17%和 21%，PEG 估值分别为 2.1 倍和 1.5 倍。我们参照 PEG1.0 倍给予霸王茶姬 2025 年 PE 估值 18 倍，估值折价主要反应同店收入近期的承压，得出目标价 38.3 美元，首次覆盖给予买入评级。我们长期看好公司的高标准化和品牌调性，健康引领下的产品创新，以及全球化的潜在布局。

表 13: 可比公司估值

公司代码	公司名称	市值(亿美元 /亿港元)	P/E (X)			收入 (亿元)			净利润 (亿元)				
			25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
港股茶饮股													
CHA	霸王茶姬	51	13	10	9	124	155	189	227	25	29	35	41
02097.HK	蜜雪集团	2046	35	30	26	248	300	351	402	45	53	63	72
01364.HK	古茗	659	31	26	21	88	109	129	151	15	19	23	28
02555.HK	茶百道	167	19	8	14	49	56	61	66	5	8	18	11
02589.HK	沪上阿姨	151	-	-	-	33	-	-	-	3	-	-	-
02150.HK	奈雪	28	-	-	-	49	51	53	56	-9	-3	-1	0
港股餐饮价值股													
09987.HK	百胜中国	1397	19	17	16	814	842	893	948	66	68	73	80
06862.HK	海底捞	824	14	13	12	428	452	481	512	47	52	57	62
港股餐饮成长股													
01405.HK	达势股份	130	72	44	32	43	54	68	82	1	2	3	4
09658.HK	特海国际	101	29	23	19	56	63	72	82	2	3	4	5
美股饮品公司													
SBUX	星巴克	1079	39	32	27	362	369	392	423	38	28	34	41

资料来源：彭博，研究

注：市场数据为截至 7 月 8 日的数据；霸王茶姬和星巴克的市值以及星巴克的财务数据单位为亿美元，其他公司的市值和利润表单位分别为亿港元和亿人民币

表 14: 目标价计算过程

目标价计算	
2025E PE 估值 (倍数)	18
2025E 净利润 (亿元)	28
美元人民币汇率	7.17
股数 (亿股)	1.84
目标价 (美元)	38.3
收盘价 (7 月 8 日)	28.01
上涨空间	37%

资料来源：公司财报，彭博，研究

5. 催化剂和风险提示

5.1 催化剂

同店表现超预期。新品成功或者行业竞争趋缓将改善同店，进而带动收入增长。

门店扩张超预期。国内外市场门店进一步加密，将带动收入增长。

5.2 风险提示

高产品集中度风险。霸王茶姬的前三大单品贡献超过 60%的 GMV，且均为原叶鲜奶茶品类，消费者偏好的变化或者行业竞争加大，将对公司的业绩带来负面影响。

消费大环境波动风险。霸王茶姬国内的门店大多位于购物中心的核心点位，如果大环境导致购物中心的整体客流减少，公司的业绩也将受到负面影响。

海外直营门店管理风险。霸王茶姬未来海外新开的门店大多数为直营门店，直营门店需要承担租金、人力等各项费用，并可能面临倒闭风险。

附表

附表：董事及高管履历

姓名	年龄	职位	简介
张俊杰	30	董事会主席、首席执行官	张先生于 2017 年 6 月创立了[霸王茶姬]，并自公司成立以来一直担任董事长和首席执行官。张先生拥有超过 13 年的食品和饮料行业的运营和管理经验。自 2024 年 8 月，张先生担任海底捞国际控股有限公司的独立非执行董事。在创立公司之前，张先生曾于 2015 年 7 月至 2017 年 3 月在上海诺亚木机器人有限公司工作，最后担任亚洲太平洋业务合作部副主任。在此之前，张先生曾担任云南大维饮料有限公司的区域副经理，随后成为该公司的特许经营伙伴。
尹登峰	49	总监，首席运营官	尹先生于 2019 年 3 月加入公司，并担任广西的子公司总经理。自 2020 年 10 月起，尹先生担任公司的董事和首席运营官。在加入公司之前，尹先生自 2007 年以来担任多家公司的董事长，包括长沙龙邦信息技术有限公司、广西力豆力豆食品有限公司、德诺威通信技术有限公司和长沙达诺威通信设备销售有限公司。在此之前，尹先生于 1999 年 7 月至 2007 年 6 月先后任区域经理、办公室主任、销售助理和宁波波导股份有限公司子公司总经理。
陆冕	30	董事，副总裁	陆先生自 2021 年 7 月起担任董事和副总裁，负责公司的东南亚业务、一般运营和人力资源及行政管理。在加入之前，陆先生于 2016 年 11 月至 2019 年 2 月担任唐壶（北京）文化有限公司的合伙人。
黄鸿飞	51	首席财务官	黄先生于 2024 年 10 月加入公司，担任首席财务官，负责全面的财务事务，包括战略、财务规划与报告、税务、资本投资、盈利能力管理和公司治理。在加入公司之前，黄先生在麦当劳大中国区拥有 28 年的经验，最初担任会计师。黄先生负责麦当劳大中国区全面的财务职能，以及供应链、发展、间接采购、法律、合规和企业治理。黄先生于 1995 年获得北京科技大学会计学学士学位，并于 2015 年获得德克萨斯大学阿灵顿分校行政硕士学位。黄先生是美国和英国认证的管理会计师。
胡维仁	46	副总裁	胡先生自 2021 年 2 月起担任产品发展副总裁。在加入公司之前，胡先生曾于 2018 年 2 月至 2019 年 11 月在深圳美西西餐饮管理有限公司担任产品总监，并于 2012 年 10 月至 2016 年 10 月在漾漾好贡茶集团担任研发总监。胡先生于 2001 年获得辅仁天主教大学英文语言文学学士学位，并于 2007 年获得夏威夷太平洋大学传播学硕士学位。
徐驰	35	副总裁	徐先生自 2021 年 6 月起担任品牌和市场副总裁。在加入之前，徐先生曾于 2014 年 7 月至 2021 年 3 月在成都金麦田餐饮管理有限公司担任市场总监。
张勇	54	董事	张先生是海底捞集团的创始人之一，在餐饮管理行业拥有超过 30 年的经验。自海底捞集团成立以后，张先生一直担任各种职位。自 2018 年起，张先生担任海底捞国际控股有限公司的董事长，并于 2018 年 1 月至 2022 年 3 月担任首席执行官。张先生分别于 2011 年 10 月和 2012 年 8 月完成了清华大学商学院工商管理硕士项目和全球事务杰克逊学院金融硕士项目。
李轶梵	57	独立董事	李先生曾任 Human Horizons Holdings Co., Ltd.的首席财务和投资顾问至 2023 年 12 月，此前自 2021 年 4 月起担任首席财务官；自 2014 年 10 月起担任吉利汽车集团有限公司的董事会成员和副总裁。李先生拥有芝加哥大学商学院工商管理硕士学位、德克萨斯大学会计硕士学位。
张泰苏	43	独立董事	张先生是耶鲁法学院的法律教授，也是法律和经济比较的学者。张先生担任北京大学法学院全球教授，并在耶鲁大学历史系和杰克逊全球事务学院担任次要职位。在加入耶鲁法学院之前，张先生曾在杜克大学法学院、香港大学、布朗大学和清华大学法学院任教。
王轶	48	独立董事	王女士现任阿里云智能集团总法律顾问，自 2021 年 5 月至 2023 年 8 月任金山云控股有限公司的总法律顾问；自 2014 年 5 月至 2021 年 5 月在高盛服务公司（亚洲）法律部门担任执行董事。王女士于 2008 年 11 月被纽约州律师协会录取。

资料来源：招股书，研究

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,640	12,406	15,051	18,010	21,082
销售成本	-2,462	-6,013	-7,074	-8,284	-9,487
毛利	2,178	6,393	7,977	9,725	11,595
公司自有茶馆运营成本	-106	-467	-753	-1,171	-1,497
其他运营成本	-273	-573	-828	-991	-1,160
销售和营销费用	-262	-1,109	-1,490	-1,711	-2,003
一般及行政费用	-363	-1,113	-1,550	-1,855	-2,214
总运营费用	-3,566	-9,519	-11,694	-14,011	-16,360
除税前利润	1,006	3,042	3,394	4,035	4,760
所得税费用	-204	-528	-588	-700	-825
年内利润	803	2,515	2,805	3,336	3,934

资料来源：公司财报，研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,323	4,755	5,684	7,535	9,539
受限制现金	0	14	14	14	14
定期存款	100	100	100	100	100
应收账款净额	93	122	237	280	302
存货	41	132	256	303	327
流动资产合计	2,648	5,440	6,608	8,549	10,598
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产净额	33	249	544	1,084	1,675
其他非流动资产	262	907	907	907	907
非流动资产合计	295	1,156	1,451	1,991	2,582
应付账款	448	597	212	327	154
合同负债	206	265	265	265	265
应交税费	281	217	217	217	217
经营租赁负债	53	195	195	195	195
流动负债合计	1,455	2,298	1,544	1,389	921
库存股	0	-210	-210	-210	-210
资本溢价	83	91	91	91	91
未分配利润	335	2,752	4,969	7,605	10,714
股东权益合计	409	2,654	4,871	7,507	10,616
少数股东权益	1	101	101	101	101
股东权益合计	410	2,754	4,971	7,607	10,716

资料来源：公司财报，研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2025E	2026E	2027E
净利润	803	2,515	2,805	3,336	3,934
加：折旧摊销减值	10	61	80	90	120
股权激励	11	1	0	0	0
递延所得税	-96	-127	0	0	0
营运资本变动	1,096	382	-1,581	-945	-1,340
经营活动现金流	1,934	2,838	1,304	2,481	2,715
资本开支	-32	-226	-375	-630	-711
其它投资现金流	-115	-4	0	0	0
投资活动现金流	-147	-229	-375	-630	-711
融资活动现金流	344	-174	0	0	0
净现金流	2,122	2,446	929	1,851	2,004

资料来源：公司财报，研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律法规许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对行业的分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。