



行业景气叠加产品力重塑，公司业绩反转可期 —— 茶百道（2555.HK） 首次覆盖

社会服务首席分析师：顾熹闽

研究助理：邱爽

行业景气叠加产品力重塑，公司业绩反转可期

—— 茶百道 (2555.HK) 首次覆盖

2025 年 07 月 12 日

核心观点

- **公司概况：头部中价现制茶饮品牌，高线城市门店占比较高。**公司深耕现制茶饮行业十七载，现已成长为拥有全国性布局的茶饮领军企业之一。截至 2024 年国内门店总数达 8395 家，一线城市/新一线城市/二线城市/三线城市/四线及以下城市门店占比分别为 9.4%/25.5%/20.2%/19.3%/25.6%，低线城市门店占比略低于其他头部茶饮品牌。
- **受益于竞争企稳和外卖平台补贴，现制茶饮行业迎来景气周期，公司受益显著。**自 4Q24 起，业内价格战趋缓，头部品牌陆续实施区域性提价，叠加 1Q25 起消费边际回暖，行业竞争趋于稳定。此外，自 2Q25 起三大平台为争夺即时零售战略高地，驱动新一轮外卖补贴，现制茶饮凭借高频消费属性与高价格敏感度，成为此轮流量红利的主要受益方，加盟商单店盈利加速修复。考虑到暑期消费旺季已至，且平台补贴持续，下半年茶饮行业需求有望维持良好态势，公司作为茶饮行业头部品牌+高外卖占比，受益更为显著。
- **中期看，产品力重塑与渠道双轨扩张有望驱动经营拐点，基本面具备反转潜力：**

1) **建立以产品创新为重点的核心竞争壁垒：**公司现阶段已形成覆盖鲜果茶、招牌奶茶基本盘与真鲜奶茶、千亿活菌酸奶昔等增量品类的完善产品矩阵，通过系统性数据分析和深度捕捉消费者信息、点单行为等消费趋势，驱动高频精准研发——2025 年实现“周周有新品”节奏，上半年累计上新 40+款产品，爆品率显著提升。同时，公司持续提升建设供应链能力以确保新品高效落地与产品品质标准化，依托优选供应商、全国性仓配网络与包材/茶叶自建产能，最终形成“需求洞察→研发兑现→爆品放量”的增长闭环，驱动公司业绩稳定提升。

2) **下沉+海外双轮驱动，公司门店网络持续扩张。**国内端，公司加强低线城市加速布局，2020-2024 低线城市门店规模 CAGR 达 49.4%，但相比同业公司下沉市场门店占比仍有一定差距，未来仍有可观增长空间。海外端，“一城一策”战略验证成功，门店现已在韩国、马来西亚、澳大利亚等地落地经营。

- **投资建议：**考虑外卖大战延续+公司强化新品研发&供应链能力+优化营销，我们认为茶百道 2025 年有望迎来业绩反转，且公司下沉市场和海外仍具有广阔开店空间。我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 9.2 亿元/11.6 亿元/13.2 亿元，对应 PE 估值为 15X/12X/11X，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**门店扩张不及预期风险；宏观经济下行风险；原材料价格风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4918	5760	6809	7406
(+/-)(%)	-14%	17%	18%	9%
归母净利润	472	922	1161	1321
(+/-)(%)	-59%	95%	26%	14%
EPS	0.34	0.62	0.79	0.89
P/E	33.63	15.38	12.22	10.74

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

茶百道 (2555.HK)

推荐 首次评级

分析师

顾熹闻

☎: 021-2025-2670

✉: guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070001

研究助理：邱爽

✉: qiushuang_yj@chinastock.com.cn

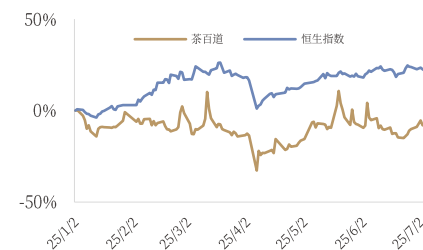
市场数据

2025-07-04

股票代码	2555
H 股收盘价(元, 港币)	9.60
恒生指数	23916.06
总股本(亿股)	14.78
实际流通股(亿股)	14.78
流通 H 股市值(亿元, 港币)	142

相对沪深 300 表现图

2025-07-04



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河社服】行业深度：现制饮品：中国餐饮品牌的全球化连锁曙光

目录

Catalog

一、 中端茶饮头部品牌，多元产品引领市场趋势	4
（一） 依托加盟模式和供应链壁垒，稳居现制茶饮市场第三	4
（二） 股权结构较为集中，管理团队行业经验丰富	5
（三） 财务表现：盈利表现保持稳定，资产负债结构稳健	6
二、 竞争企稳+平台补贴，行业增长动能强劲	11
（一） 性价比提升叠加可得性增强，现制饮品市场冲刺万亿规模	11
（二） 行业迎来景气周期，外卖大战利好需求爆发	12
三、 内外兼修，成长空间有望重新打开	16
（一） 产品研发紧跟消费者需求，新品反响良好	16
（二） 供应链加大建设投入，年内预计工厂产能升级	18
（三） 下沉+海外双轮驱动，开店空间依然广阔	20
四、 盈利预测与估值	23
（一） 业务拆分	23
（二） 绝对估值	23
（三） 相对估值	24
（四） 投资建议	24
五、 风险提示	25

一、中端茶饮头部品牌，多元产品引领市场趋势

（一）依托加盟模式和供应链壁垒，稳居现制茶饮市场第三

深耕行业 17 年，中国现制茶饮领军企业。2008 年，创始人王霄锐先生及刘涓宏女士在四川成都开设了第一家“茶百道”门店。历经逾 17 年的发展，公司现已成为中国领先且快速增长的现制茶饮运营商，稳居国内现制茶饮市场第三，并建立起覆盖全国范围的加盟店网络和仓储物流网络。作为市场领军品牌，茶百道主营经典茶饮、季节性茶饮和区域性茶饮，持续专注于研发多元化饮品，致力于提升消费者体验。截至 2024 年 12 月 31 日，茶百道在全国范围内拥有门店 8395 家，覆盖 31 个省市；同时拥有境外门店 14 家，覆盖韩国、马来西亚、泰国、澳大利亚和中国香港等地区或国家。据公司招股书数据，2023 年茶百道总出杯量达到 10.16 亿杯，公司在中国现制茶饮市场份额中占比 6.8%，排名第三。

图1：茶百道发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

产品价格处市场中游水平，多元组合广受消费者喜爱。公司主营产品为经典茶饮、季节性茶饮和区域性茶饮，其中：1) 经典茶饮定价通常位于人民币 6.0 元至 22.0 元区间，热门单品主要有杨枝甘露、豆乳玉麒麟和茉莉奶绿等，如 2023 年公司共售出杨枝甘露约 9240 万杯，实现零售额约人民币 17.95 亿元，截至 2023 年 12 月 31 日，茶百道经典茶饮产品平均售价为 13.9 元；2) 季节性茶饮和区域性茶饮包括各类限时供应产品，定价基本介于人民币 12.0 元至 26.0 元区间，热门单品往往能引领潮流导向，主要有乌漆嘛黑、青提茉莉和草莓奶冻等，2023 年，青提茉莉和乌漆嘛黑分别于上市三天/一周后即实现 100 万杯销量，截至 2023 年 12 月 31 日，茶百道季节性茶饮和区域性茶饮产品平均售价为 16.6 元。据弗若斯特沙利文数据，公司各类产品定价均按其他行业参与者所提供相似产品的价格水平定价，符合市场惯例。

图2：茶百道品牌形象及产品矩阵

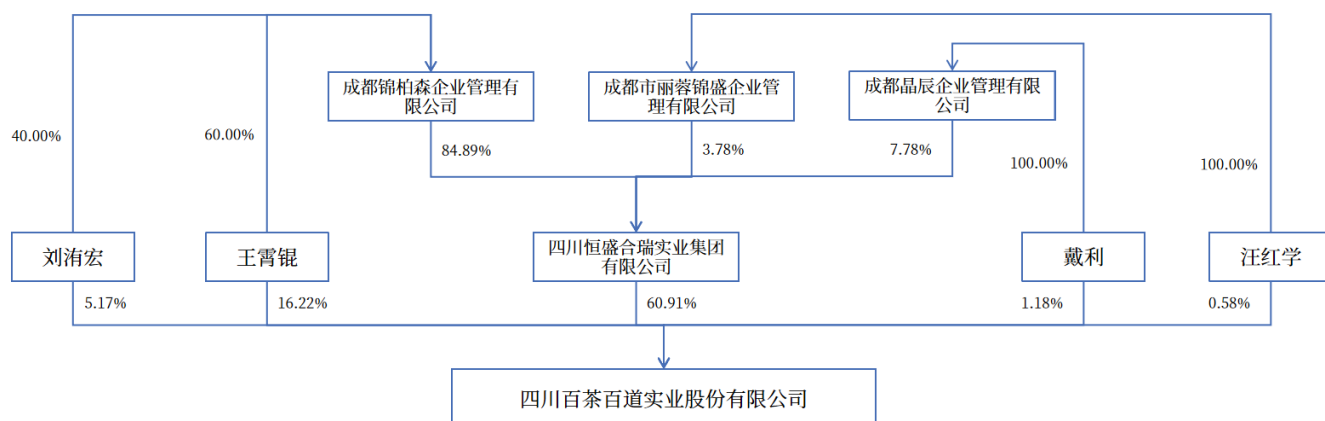


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）股权结构较为集中，管理团队行业经验丰富

股权结构集中于公司创始人团队。茶百道于2024年4月23日在香港上市，发行价格每股17.50港元，总计发行1.48亿股，募得资金24.63亿港元。从股权结构来看，公司实际控制人为王霄锟，通过自身持股16.22%和控股公司四川恒瑞和盛实业集团实现对茶百道公司主体的控制，此外戴利、汪红学和最终受益人刘涓宏通过类似方式控制其余多数股权，整体持股结构较为集中。

图3：茶百道股权结构图



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

董事会及管理层以初创团队为主，具备丰富行业经验。根据2024年年报披露，公司董事会目前由8名成员构成，其中执行董事4人，独立董事3人。执行董事团队平均年龄40.3岁，均自公司成立起即被委任为董事，且拥有深厚行业经验。

表 1：公司董事及高级管理层介绍

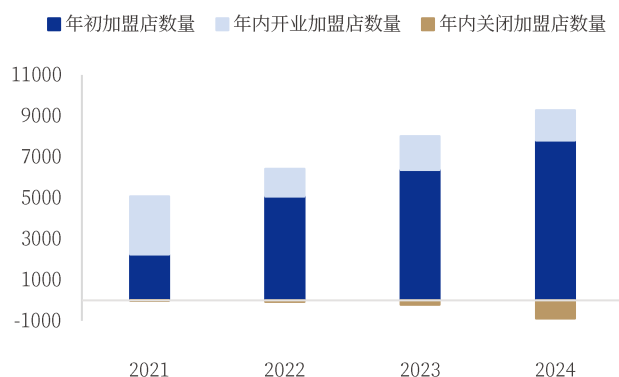
姓名	年龄	职位/职衔	任职日期	职责、背景及贡献
王霄银	42	董事长,执行董事	2020-12-31	为公司的创始人。主要负责制定集团的整体发展策略和业务计划，监督集团的管理和战略发展；深耕现制茶饮行业超过 15 年，领导推动公司研发工作。
汪红学	33	执行董事，总经理	2020-12-31	主要负责集团各级营运中心的整体管理及运作，包括运营团队建设、标准化内部管理建设、投资扩张、加盟培训、配送以及门店监督及管理。目前正在攻读中国北京国家开放大学工商管理（远程学习课程）文凭。
戴利	38	执行董事，副总经理	2020-12-31	主要负责集团综合中心的整体管理及运作，包括组织行政及后勤管理、工程及建设管理。于 2008 年 6 月毕业于中国成都师范大学（前称四川教育学院），主修法律事务专业。
陈克远	48	执行董事，法律及内部控制中心总监，财务中心总监	2023-08-01	主要负责集团的法律及内部控制事宜。于 2018 年 7 月取得中国西南交通大学网络教育学院会计学学士学位（网络教育）。亦于 2021 年 7 月获四川省人力资源和社会保障厅认定为高级经济师。
刘洧宏	44	监事会主席,监事	2021-05-12	为公司的创始人、监事及控股股东之一。主要负责监事会的日常管理及监督集团的日常运营。凭藉其在现制茶饮领域逾 15 年的经验，在公司发展成为全国现制茶饮领先品牌的过程中发挥了关键作用。
薛曾辉	35	董事会秘书,联席公司秘书	2023-08-01	主要负责公司治理、公开披露、投资者关系管理及投融资。于 2013 年 6 月在中国四川农业大学取得应用化学专业理学学士学位。
蒋能	42	财务负责人	2024-12-01	2024 年 8 月加入集团，于 2024 年 12 月获委任为公司财务负责人。于 2004 年 6 月取得四川大学计算机科学与技术专业学士学位，并于 2013 年 6 月取得在中国注册会计师证书。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）财务表现：盈利表现保持稳定，资产负债结构稳健

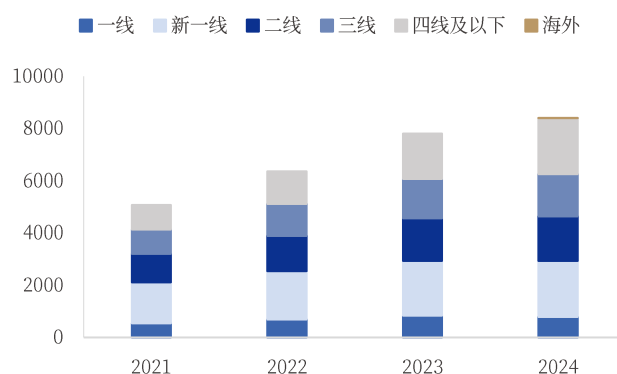
门店遍布各线级城市，依托加盟模式和供应链能力持续辐射下沉市场。茶百道致力于维持一线城市及新一线城市门店扩张，以保持品牌知名度并把握市场趋势，同时依托自身成熟的加盟模式和强大的供应链能力，持续渗透具有巨大消费潜力的低线级城市。截至 2024 年 12 月 31 日，公司共拥有全球门店 8409 家，包括 13 家直营门店和 14 家海外门店；2021 年至 2024 年，公司年末门店总数分别为 5077/6361/7801/8409 家，CAGR 达 18.32%。从门店分布情况来看，茶百道门店现已覆盖全国 31 个省市及海外五个地区或国家，其中国内门店主要集中于新一线城市和四线及以下城市，2024 年两者合计占国内门店比重 51.0%。截至 2024 年 12 月 31 日，公司一线/新一线/二线/三线/四线及以下城市/海外门店占比分别为 9.4%/25.5%/20.2%/19.3%/25.5%/0.2%。

图4：茶百道 2021-2024 年加盟店数量变化情况



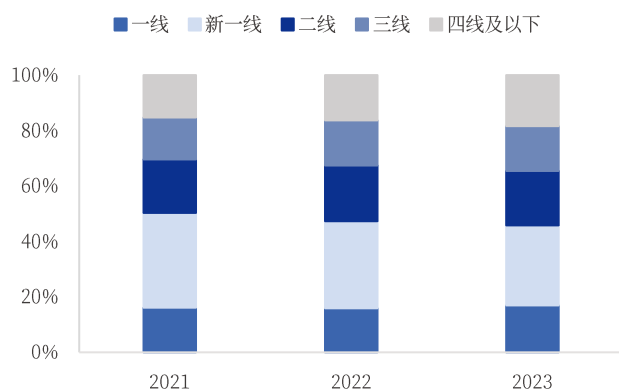
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：茶百道 2021-2024 年门店分布情况（按地区分类）



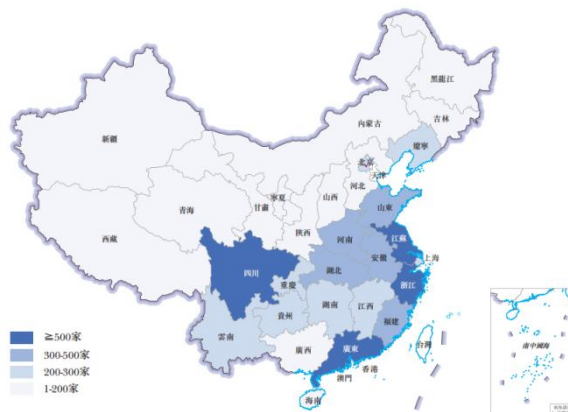
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：茶百道 2021-2023 年门店收入结构（按地区分类）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

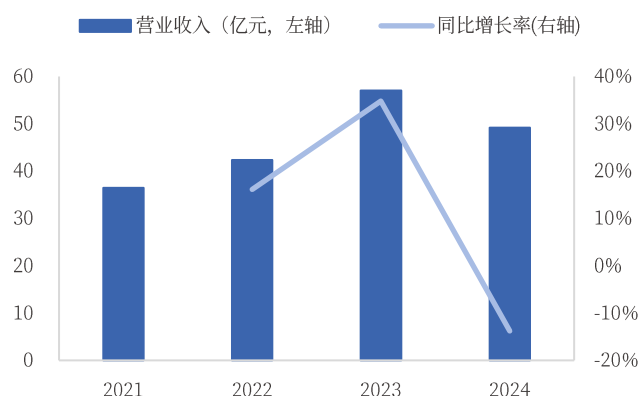
图7：茶百道门店分布情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

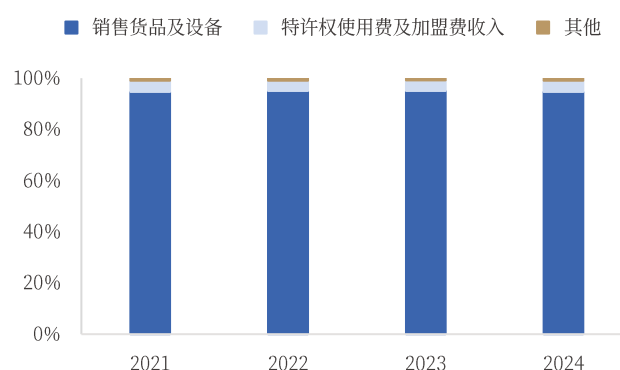
营收规模与结构均保持稳定，货品及设备销售为主要收入来源。受益于门店网络的扩张，2021年至2023年公司营业收入由36.44亿元增长至57.04亿元，营业增速分别为16.12%/34.80%；2024年因“315”舆情导致行业整体业绩下滑，以及公司优化门店运营效率等因素影响，公司营业收入出现小幅下降，为49.18亿元，基本保持稳定。从收入结构方面来看，公司作为品牌方，主要收入来自于向加盟商销售货品及设备，且该部分收入在营收中占比连续多年维持在95%左右，同时得益于近年来的优惠加盟费政策，加盟费收入稳步增长，反映出公司营收结构的稳定性；此外，下沉市场的茶百道门店收入在总收入中比重不断提高，2021年至2023年，三线及以下城市门店收入占比由30.40%提高至34.60%。2024年，公司销售货品及设备/特许权使用费及加盟费收入/其他收入分别实现营收46.52亿元/2.13亿元/0.52亿元，在总营收中分别占比94.60%/4.34%/1.06%。

图8：茶百道 2021-2024 年营收及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图9：茶百道 2021-2024 年营收拆分



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

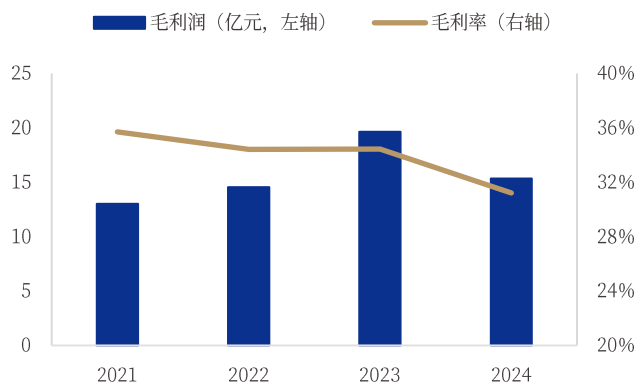
表 2：茶百道加盟资费要求

加盟费	品牌授权费	30000 元
	培训服务费	20000 元
	开业综合服务费	40000 元
外卖平台管理服务		2000 元/年
运营管理工具服务费		1000 元/年
运营管理保证金		10000 元
综合运营服务费		1%/月或 10000/年
单店投资费用	设备费	120000 元
	装修费	100000 元
	首次配货费用	20000 元起
前期投资总预算		220000 元起

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

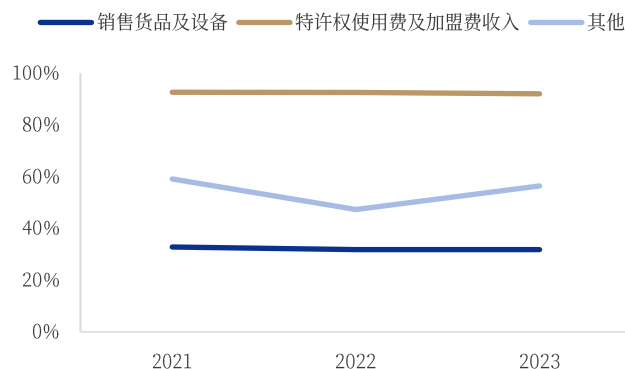
让利加盟商，毛利数据下降。从公司角度看，2021 年至 2023 年公司毛利润分别为 13.01 亿元/14.56 亿元/19.64 亿元，毛利率为 35.70%/34.40%/34.43%，由于 2024 年“315”舆情使得公司更多让利加盟商，2024 年毛利润与毛利率分别小幅下滑至 15.35 亿元和 31.21%。业务细分毛利率层面，根据招股书披露，公司三大业务毛利率均保持稳定，其中，作为公司主要营收来源的销售货品及设备业务在 2021 年至 2023 年毛利率分别为 32.80%/31.80%/31.80%，主营业务毛利率的稳定性保障了公司的利润水平。

图10: 茶百道 2021-2024 年毛利润及毛利率情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

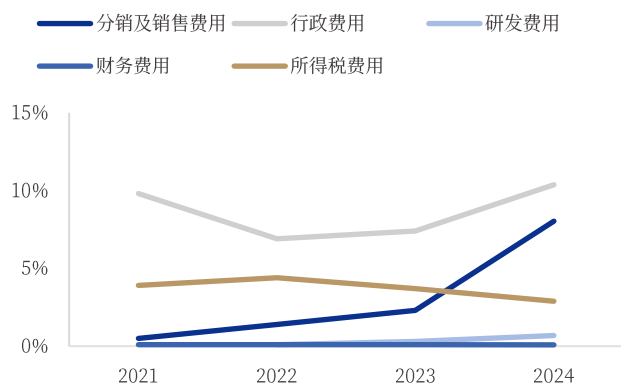
图11: 茶百道 2021-2023 年毛利率变化 (按业务类型分类)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

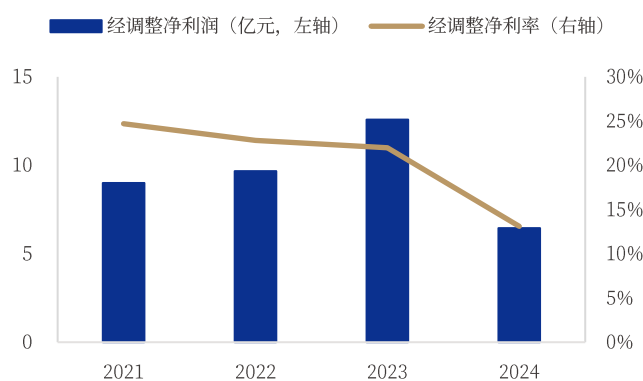
费用率上扬, 利润表现短期承压。费用方面, 受益于资产负债率的降低, 财务费用控制良好, 2024 年仅占营收 0.1%; 受销售量下滑压力和公司持续对门店进行整改影响, 公司 2024 年加大宣传推销力度。例如聘请代言人、多平台投放广告等, 因此分销和销售费用率与行政费用率明显升高, 分别由 2023 年的 2.3%/7.4%提高至 2024 年的 8.0%/10.4%, 同比增长 247.83pct/40.54pct。利润端, 鉴于业绩承压和毛利率降低, 经调整净利润和净利率均出现短期下滑, 分别由 2023 年的 12.58 亿元/22.00%降至 2024 年的 6.45 亿元/13.10%, 后续仍需关注其业绩修复情况。

图12: 茶百道 2021-2024 年费用率情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

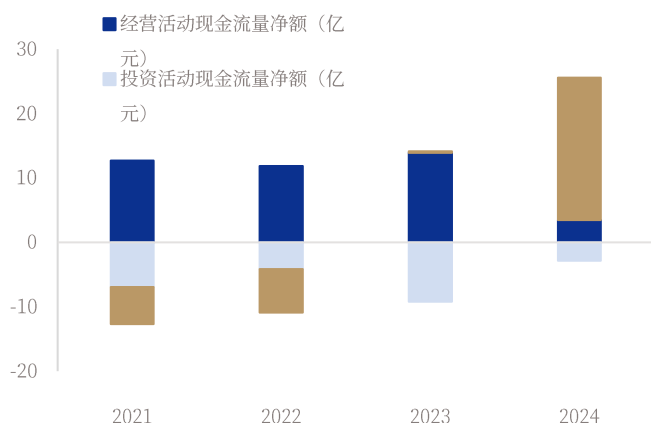
图13: 茶百道 2021-2024 年经调整净利润和经调整净利率情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

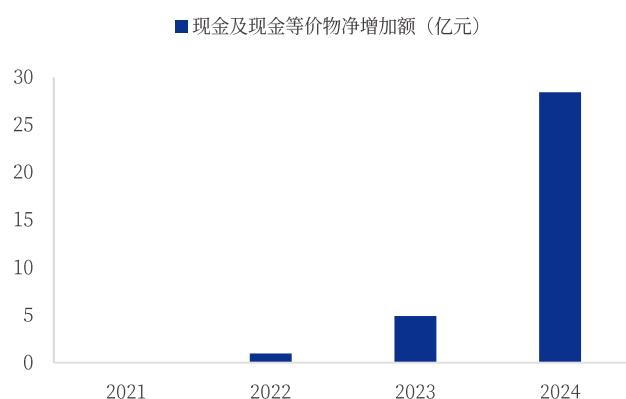
现金流结构变动明显, 账面现金增长强劲。得益于轻资产的加盟模式, 2021 年至 2023 年期间, 经营活动现金流稳步增长。而 2024 年受公司上市及经营压力上升的影响, 现金流量结构发生明显变动, 经营活动现金流短期显著下降, 由 2023 年的 13.88 亿元降至 2024 年的 3.44 亿元; 同时根据招股书披露, 公司计划于 2025 年、2026 年改善供应链能力, 在上海、广州等地新建数个加工中心和智能配送中心, 因此 2024 年融资活动现金流大幅增长, 达 22.13 亿元。从账面现金净增额来看, 公司现金及现金等价物净增加额连年增长, 表现强劲。截至 2024 年期末, 公司共有现金及现金等价物 35.60 亿元, 财务状况稳健。

图14: 茶百道 2021-2024 年现金流量变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

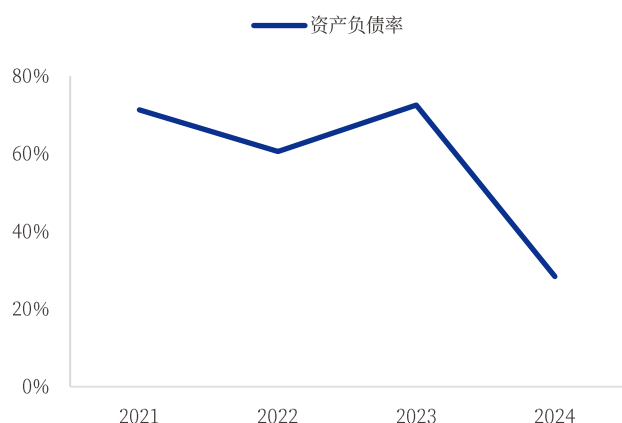
图15: 茶百道 2021-2024 年现金及现金等价物净增加额



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

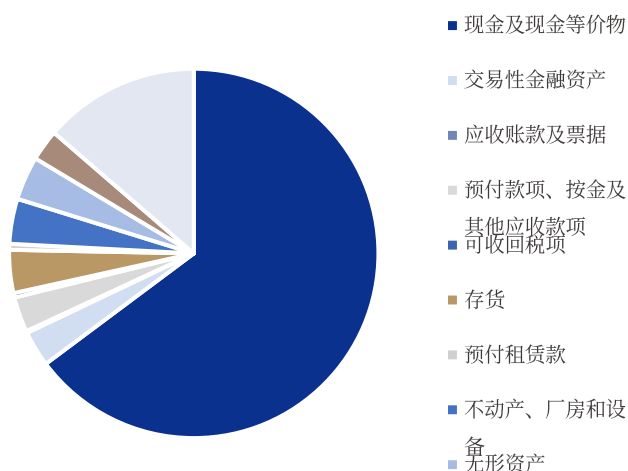
资产负债表简洁清晰，无有息负债压力。由于公司是施行加盟模式的供应链企业，可实现轻资产的运营模式，因而所需外部筹资有限，有息负债率较低，资产负债表较为简洁。2024年，资产负债率同比下降60.86pct至28.40%，净资产情况良好。从资产端看，公司流动资产占总资产的75.32%，其中现金及现金等价物占流动资产的86%，流动性充裕。负债端则主要以贷款、递延所得税等为主，无有息负债。

图16: 茶百道 2021-2024 年资产负债率变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图17: 茶百道 2024 年资产结构



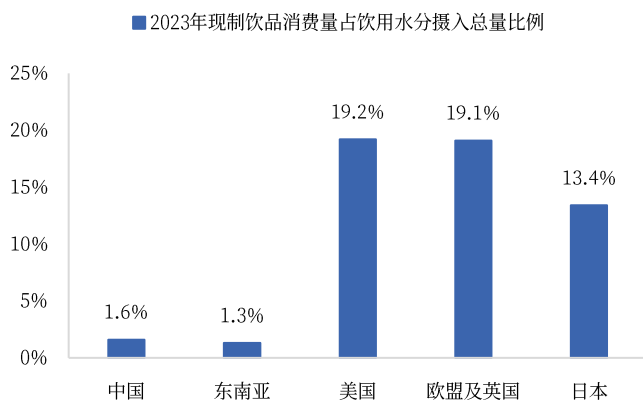
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

二、竞争企稳+平台补贴，行业增长动能强劲

（一）性价比提升叠加可得性增强，现制饮品市场冲刺万亿规模

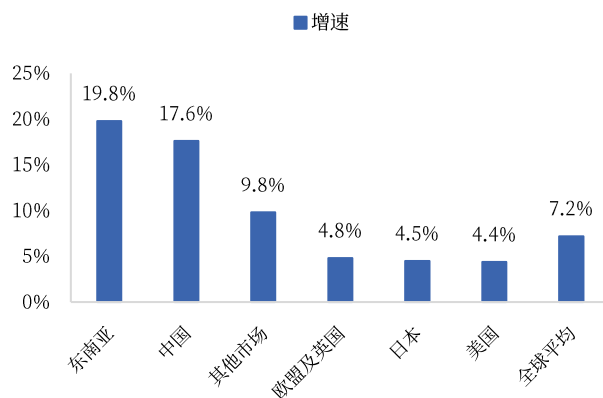
中国现制饮品渗透率提升空间巨大，2028 年市场规模有望突破万亿。东南亚和中国作为现制饮品新兴市场，增速远超其他地区。据灼识咨询数据显示，2023 年中国和东南亚现制饮品消费量在饮用水中占比均小于 2%，远低于其他发达市场平均 17% 以上的水平，且 23 年中国和东南亚人均现制饮品消费量仅为 22 杯和 16 杯，大幅落后发达市场平均 260 杯的水平。我们认为，未来行业渗透率有望依托价格竞争力、高地域覆盖和极速交付快速提升，现制饮品有望从休闲消费品升级成为日常高频刚需。灼识咨询预测，中国现制饮品市场规模有望在 2028 年达到 11634 亿元，2023-2028E CAGR 为 17.6%。

图18：2023 年现制饮品消费量占饮用水分摄入量比例



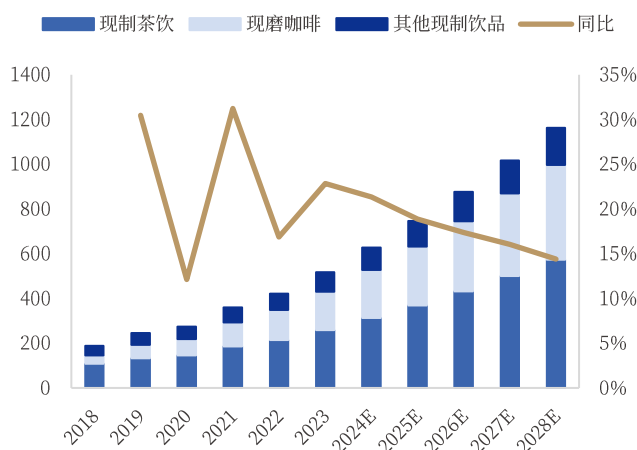
资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

图19：全球现制饮品市场以终端零售额计的 CAGR（2023-2028E）



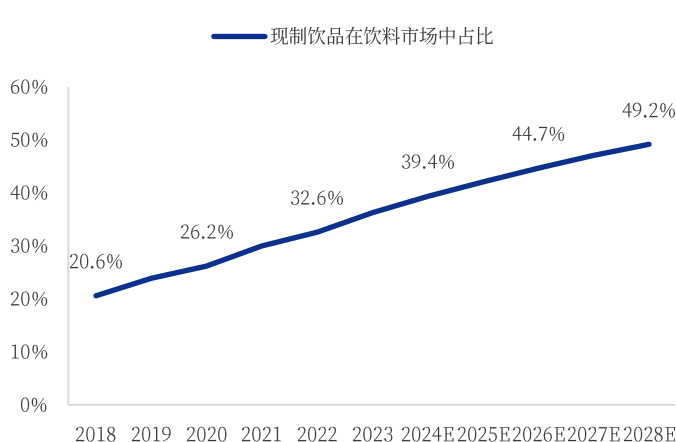
资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

图20：中国现制饮品市场规模及增速（十亿元）



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

图21：现制饮品占全球饮料市场百分比

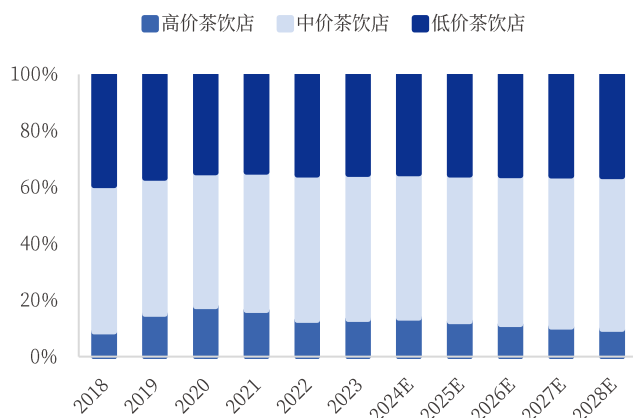


资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

现制属性+价格带下移显著提升现制饮品性价比。近年来，现制饮品的价格竞争力助力产品逐步切入即饮饮品赛道。2024 年约 86% 的现制茶饮消费客单价在 20 元以下，以蜜雪冰城 4 元柠檬水为代表的平价产品已进入瓶装饮料的主要价格带，同时其他中价茶饮品牌产品价格亦逼近即饮咖啡/即

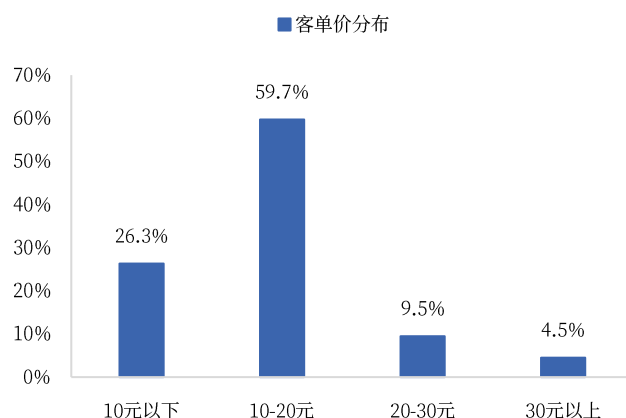
饮咖啡/NFC 果汁等品类价格。现制饮品行业通过供应链体系升级持续压缩成本，集中采购、智能化生产及数字化物流管理显著提升运营效率，为终端价格下调提供保障，同时现制饮品具有新鲜制作以保障口感和健康感知等优点。未来，随着中低价茶饮店市场规模逐步提升，其在饮品赛道中的占比有望随之上行，据灼识咨询预测，2028 年高价/中价/低价茶饮店市场规模占比将分别为 11.4%/52.8%/35.8%，较 2023 年占比-5pct/+3.8pct/+1.2pct。

图22：现制茶饮市场规模占比（以价格分类）



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

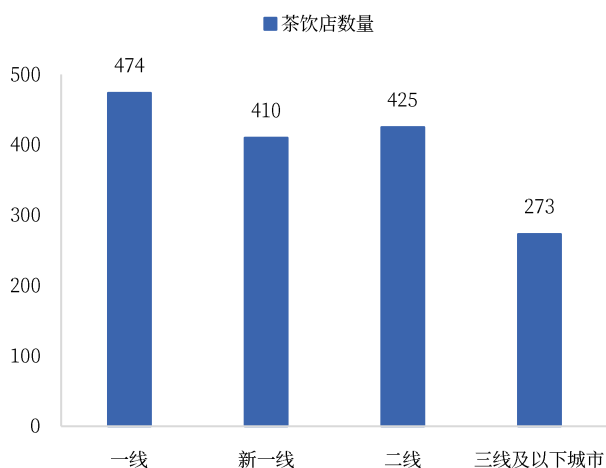
图23：2024 年茶饮门店客单价分布



资料来源：NCBD 餐宝典，中国银河证券研究院

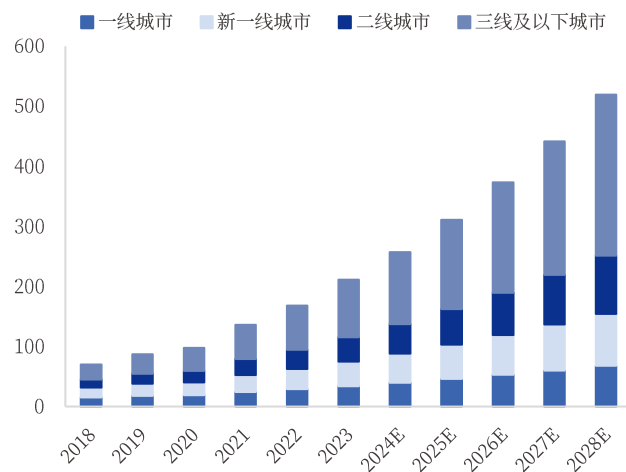
现制饮品门店密度显著提升，产品可得性增强。头部现制饮品企业本质是供应链驱动型公司，前期依托加盟模式快速扩张布点，目前已实现对消费群体的广泛覆盖。据灼识咨询数据显示，截至2023 年，一线/新一线/二线/三线及以下城市每百万人拥有现制茶饮店数量已分别达到了 474 家/410 家/425 家/273 家。尽管下沉市场门店密度（273 家/百万人）仍低于高线城市（一线 474 家），但随着行业整体战略重心向渠道下沉倾斜，下沉市场已成为品牌布局的核心方向未来该市场增长潜力明确。在持续渗透下，现制饮品对消费者的终端覆盖广度与可得性将进一步提升。同时，即时配送网络的发展大幅降低了产品到手所需时间，40 分钟内送达基本已成为服务标配，现制饮品消费场景便利性在外卖平台的助力下显著提升。

图24：2023 年底每百万人口拥有现制茶饮店数量



资料来源：灼识咨询，中国新茶饮产业联盟，中国银河证券研究院

图25：中国现制茶饮市场规模城市分级（十亿元）



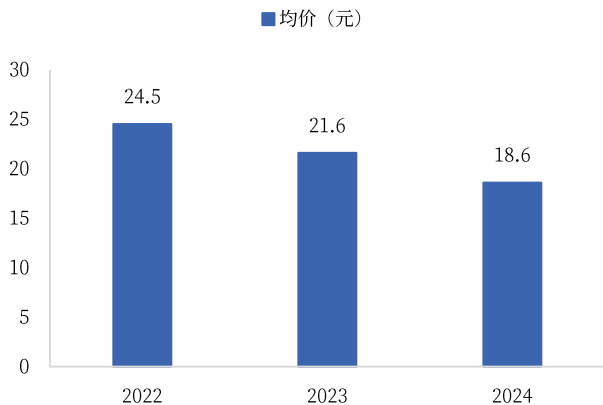
资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

（二）行业迎来景气周期，外卖大战利好需求爆发

2024 年，在居民消费力持续疲软与品牌间激烈竞争的宏观环境下，现制茶饮行业经营压力显

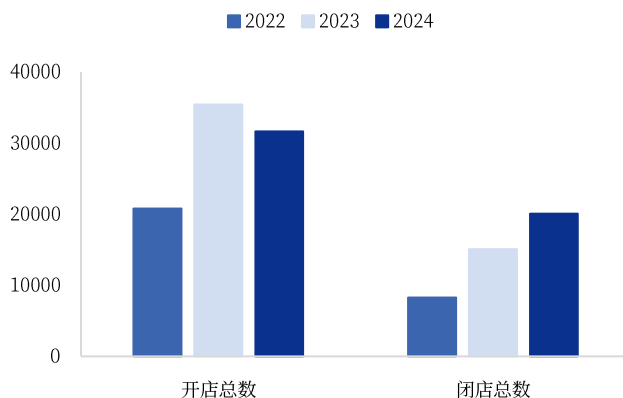
著加剧，进入深度调整的下行周期。为争夺有限的市场份额，头部品牌普遍采取激进的降价与补贴策略，导致行业整体价格带系统性下移。同时面对门店经营困难，品牌为保障加盟商体系稳定，主动进行让利，与加盟商共担市场风险，导致品牌方的盈利能力承压。行业整体经营压力陡增，据 GeoQ 智图数据显示，其监测的 106 家连锁新茶饮品牌于 2024 年开店 3.2 万家，闭店 2.0 万家，开闭店比从 2022 年的 2.5 显著降至 2024 年的 1.6。窄门餐眼数据也印证了这一趋势，显示 2024 年茶饮门店总数净减少 1.6 万间。在此背景下，部分尾部品牌及经营不善的门店难以维系，最终退出市场。

图26：饮品赛道近三年均价变化（元）



资料来源：红餐产业研究院，中国银河证券研究院

图27：GeoQ 监测的 106 家连锁新茶饮品牌整体门店数量变化



资料来源：GeoQ 智图，中国银河证券研究院

价格战导致盈利恶化倒逼企业转向价值竞争，行业竞争格局企稳。2024 年四季度起，现制茶饮行业价格竞争呈现企稳态势，表现为头部品牌系统性回收折扣力度及部分区域市场的结构性调价，如蜜雪冰城于 2024 年末对广州、深圳、北京等核心城市门店的堂食/小程序产品实施 1 元幅度的区域性提价，瑞幸咖啡亦于 2025 年初在部分区域上调产品价格 3 元。我们认为，24 年年底起行业内竞争趋势企稳主要可归因于：

1) 价格战策略的不可持续性倒逼竞争逻辑重构。激进降价虽短期内可刺激流量，但无法转化为可持续增长，反而导致行业陷入量价双杀困境，同时导致加盟商经营压力激增。因而头部品牌选择中止恶性循环，转向供应链降本、品牌力打造和单店健康度提升的良性竞争路径。；

2) 宏观消费环境改善支持价值回归。从宏观层面上来看，25 年起促内需系列政策下居民消费情况有所回暖，消费者由单纯的价格敏感转向品质与价格的平衡决策。

表1：4Q24 起部分连锁餐饮/茶饮品牌涨价相关措施

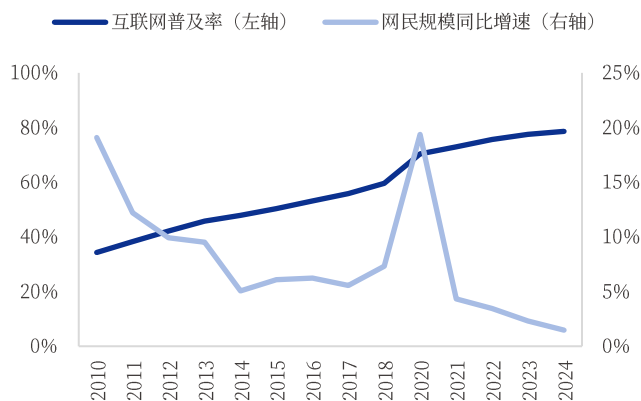
时间	品牌	具体措施
2024 年 12 月	肯德基	调价涉及部分菜单项目，平均涨幅为 2%，具体价格调整范围在 0.5 元至 2 元之间。
2024 年 12 月	蜜雪冰城	部分地区（如广州、深圳、北京部分门店）门店堂食/小程序 APP 饮品（含冰淇淋系列）门市价加 1 元。
2025 年 1 月	瑞幸	部分地区咖啡产品普遍涨价 3 元。
2025 年 2 月	喜茶	内部发布了《不参与数字游戏与规模内卷，回归用户与品牌》的邮件，其中提到拒绝价格内卷，同时暂停接受事业合伙人申请。
2025 年 2 月	麦当劳	部分产品进行价格调整，如猪柳蛋麦满分套餐、原味板烧鸡腿麦满分套餐等，涨价 0.5 元。
2025 年 5 月	奈雪的茶	广州、深圳两地调整早餐套餐价格由 9.9 元提升至 15.9 元。

资料来源：各公司公告、中国银河证券研究院

巨头布局即时零售战略，外卖入口成为必争之地。当前，网络流量红利已逐渐消退，互联网普及率处于较高水平，网民规模增速逐年放缓，传统电商的可持续渗透空间已触及瓶颈。近年来电商行业整体增长放缓，据 CNNIC 统计，网络购物用户规模增速自 2021 年起已降至个位数增长。与此同时，即时零售市场展现出强劲的增长势头。2018-2023 年即时零售市场规模已由 687 亿元增长至 6500 亿元，CAGR 达 56.7%，2023 年增速高出同期网络零售增速 17.9pct。电商平台为寻求新发展

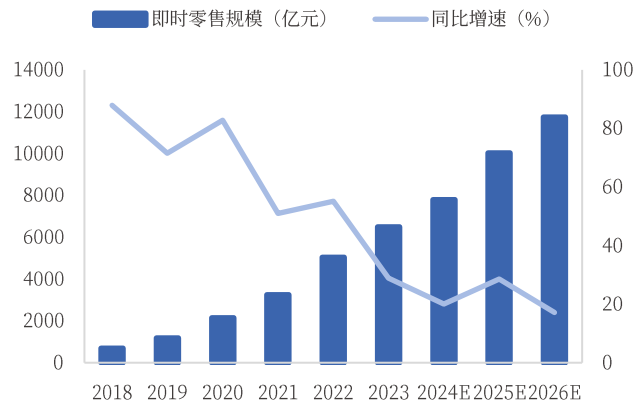
空间，因而将战略转移至布局规模持续高增的即时零售市场。

图28：中国互联网普及率及网民规模同比增速



资料来源：CNNIC，中国银河证券研究院

图29：我国即时零售交易规模及同比增速



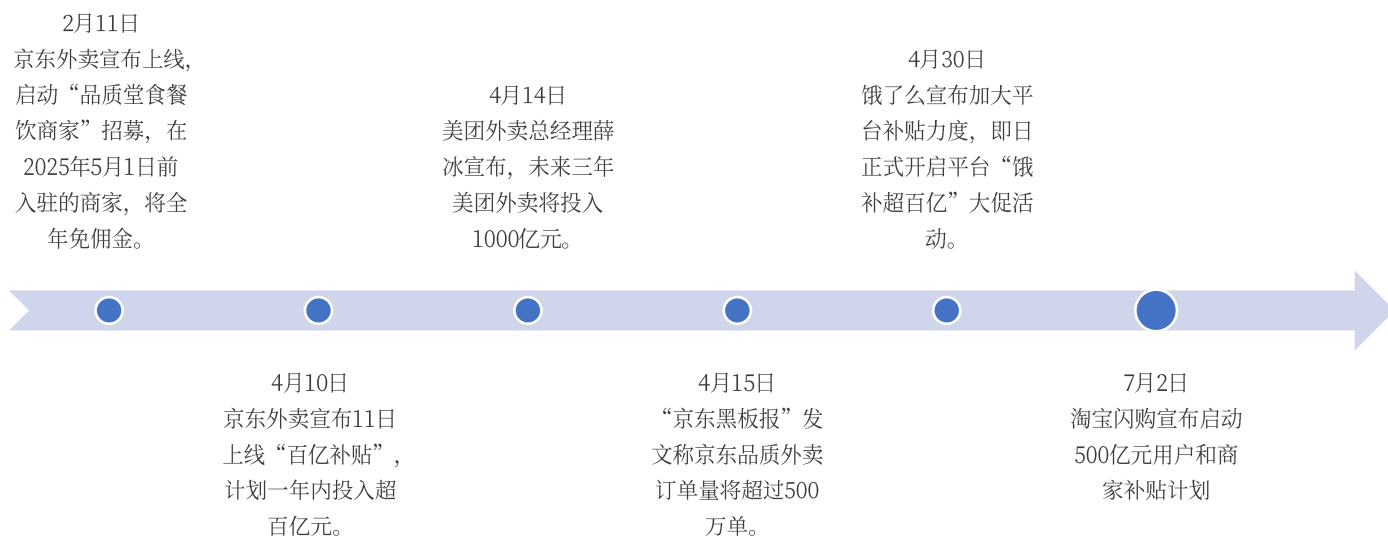
资料来源：商务部，中国银河证券研究院

后疫情时代即时零售韧性凸显，全品类和时段覆盖驱动行业持续增长。即时零售市场在2023年前的高速增长，主要源于疫情期间居家管控催生的应急性需求爆发。尽管这一特殊因素消退，但市场预计在2023年后仍将维持20%以上的高增长态势，这表明用户需求已从应急驱动转向对生活幸福感提升和个性化服务体验的追求。支撑这一持续增长的关键在于：一方面，品类持续扩容，已涵盖数码家电、母婴用品、美妆、医药保健、宠物、鞋服等多元生活场景；同时，凭借其全时段服务的核心优势，即时零售能够有效满足用户即时性、碎片化的消费需求。因此，该市场展现出强劲且可持续的增长动力。

现制茶饮成为外卖大战最大受益者之一，加盟商盈利显著修复。现制茶饮因其单价低、消费频次高的日常消费品属性，叠加较高的消费者价格敏感度，使得低价策略能有效撬动消费需求。同时，该品类原料与制作流程高度标准化，可实现快速出单与高效配送，完美契合外卖场景对时效性的核心要求。基于上述特性，现制茶饮在此次外卖平台竞争中成为核心受益品类，充分承接了平台流量红利。五一期间，茶百道整体销售额环比增长50%，部分景区门店销量同比激增3000%；同期奈雪的茶全国销量火爆，部分门店订单量环比增长300%。此外，淘宝闪购5月2日上线后，库迪咖啡单日订单量增长近10倍；茉莉奶白在饿了么平台的日均外卖订单量亦增长近3倍。4月以来平台的大力度补贴政策叠加品牌4Q24起的竞争企稳趋势，加盟商盈利水平呈现明显修复态势。

平台外卖补贴力度增强，茶饮景气度有望在一年维度内保持上行。京东外卖业务以全年免佣金及超百亿元用户/商家补贴高调进入市场，迅速拉动订单量增长。据其公告显示，4月15日京东品质外卖日订单量已突破500万单。面对竞争压力，美团与饿了么迅速跟进推出补贴措施。我们认为，由即时零售战略驱动的外卖补贴竞争态势有望延续，且力度相较于今年第二季度或无明显退坡。参考饿了么与淘宝官方公布的6月日均6000万单数据，假设单均补贴为2.8元，则饿了么+淘宝在第二季度的单月补贴峰值约为50亿元。而根据淘宝7月公告，其“淘宝闪购”业务计划在未来12个月内向消费者和商家提供总计500亿元的直接补贴。按此新政测算，月均补贴预算仍高达42亿元，较峰值下滑幅度有限。同时，鉴于当前市场竞争激烈，预计其他平台也将跟进类似补贴政策。

图30: “外卖大战”重点事件进程



资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

三、内外兼修，成长空间有望重新打开

（一）产品研发紧跟消费者需求，新品反响良好

跟随市场需求及趋势打造产品矩阵，持续优化产品品类。公司从不同消费群体需求角度出发，同时紧密跟踪市场趋势以优化产品盘，2024年分别推出了千亿活菌酸奶昔和超级蔬食等符合市场潮流的产品系列。公司现阶段已形成了完善的产品矩阵建设，通过以杨枝甘露、招牌芋圆奶茶为代表的鲜果茶和招牌奶茶系列作为基本盘维护存量人群，同时开发真鲜奶茶、千亿活菌酸奶昔、超级蔬食、纯茶等系列以满足增量人群的需求。

图31：茶百道产品矩阵

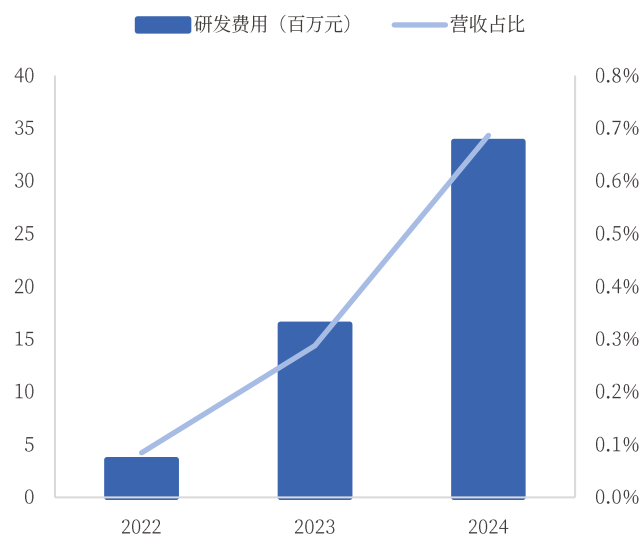
鲜果茶系列			纯茶系列		超级蔬食系列
					
杨枝甘露 大杯 ¥22	鲜桃桃乌龙 大杯 ¥18	木姜子香芒果 大杯 ¥18	金萱乌龙 大杯 ¥8	绿茶 大杯 ¥8	羽衣甘蓝-轻饱杯 中杯 ¥20

千亿活菌酸奶昔系列		真鲜奶茶系列		招牌奶茶系列	
					
活菌·杨梅酸奶昔 中杯 ¥18	活菌·葡萄酸奶昔 中杯 ¥19	鲜奶茉莉奶绿 大杯 ¥17	鲜奶竹香乌龙 大杯 ¥17	招牌芋圆奶茶 大杯 ¥16	浓抹茶乳奶冻 中杯 ¥14

资料来源：茶百道点单小程序，中国银河证券研究院

公司已在新品研发上已建立起了系统性的竞争优势，主要体现在高强度研发投入和消费者需求精准洞察两方面。在研发投入方面，2024年公司研发费用达到3376万元/同比+105.7%，在营收中占比为0.69%/同比+0.4pct，公司研发占比虽低于古茗（2.6%）和沪上阿姨（1.6%），但费用规模增速可观，可见研发对公司重要程度持续增强。同时，公司设有专门负责研发工作的高管职位，朱明星先生（监事）任研发总监、张睿博士（高管）任数字化中心副总经理，两位分别在餐饮和数字化建设方面具备丰富的经验。另一方面，公司致力以技术性手段深度探索消费者需求，公司通过会员信息、点单数据、消费者行为等数据积累，已建立起了系统性的数据分析系统，可高效预测消费者需求趋势，大幅提升了市场洞察能力。

图32：茶百道研发费用和营收占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图33：茶百道新品研发流程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

25 年研发机制强化下上新频率显著提升。2024 年，公司针对国内市场共推出了 60 款新品，升级迭代了 42 款产品，开发入库产品配方 372 个。在品牌研发系统的有效支撑下，公司 2025 年上新频率明显提高，据公司官方小红书账号发布信息统计，截至 6 月 19 日公司 25 年共上新 22 次，合计 41 款产品，成功做到了“周周有新品”，以当前趋势推测 25 年上新频率和新品数量将有望显著超越 2024 年水平。

表2：2025 年以来新品上新时间和产品名称

上新日期	产品名称	上新日期	产品名称
2025/1/8	蜀实耙耙柑、耙耙杠上花	2025/4/17	鲜紫苏多肉葡萄、玫瑰葡萄
2025/1/15	闪充·轻体小麦草、手炒黑糖珍珠鲜奶	2025/4/30	鲜奶山茶碧螺春、山茶碧螺青团
2025/1/21	草莓爆柠、小麦草爆柠（区域）	2025/5/7	活菌·杨梅酸奶昔、杨梅爆爆冰
2025/2/7	竹香乌龙	2025/5/7	黄金椰椰乌龙
2025/2/12	草莓酒酿、竹香酒酿	2025/5/16	木姜子爆柠檬、木姜子醒橄榄、木姜子香芒果
2025/2/26	三重莓果·晚安杯、乌漆嘛黑	2025/5/21	活菌·葡萄酸奶昔
2025/3/17	羽衣甘蓝轻畅杯	2025/5/27	开心山茶花、开心抹茶
2025/3/25	鲜奶大红袍、大红袍柠檬茶	2025/6/2	羽衣甘蓝 轻饱杯
2025/4/2	水牛奶·清甜玫瑰、水牛奶·岩韵大红袍（区域）	2025/6/5	开心椰青、栀栀白桃、桃桃乌龙、白桃观音奶冻
2025/4/4	活菌·芒果桑葚酸奶昔	2025/6/12	荔枝冰奶、海盐荔枝冰茶
2025/4/10	浓抹米乳青团、浓抹米乳奶冻、抹茶竹香柠檬	2025/6/19	浓抹奶冻

资料来源：茶百道小红书官方账号、中国银河证券研究院

25 年以来新品反响良好，爆品率有效提升。2025 年以来推出的新品均取得了较好反响，如 6 月推出的荔枝系列上线 5 天销量便突破 200 万杯，消耗鲜荔枝 2500 万颗，4 月推出的葡萄系列和 2 月推出的竹香乌龙系列也分别于上线 5 天和 3 天后销量突破 180 万杯和 100 万杯。对比之下，公司 2023 年 4 月推出的葡萄系列 5 天累计销量为 136 万杯，22 年 8 月推出的新品“超级大瓜”7 天销量则为 99.9 万杯。销量差距反映出茶百道对消费者需求预测愈发精准，产品开发能力有效提升，爆品率明显提高。

图34：茶百道新品荔枝系列



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图35：茶百道新品竹乡乌龙系列



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）供应链加大建设投入，年内预计工厂产能升级

公司持续加大对供应链建设投入以赋能品质控和运营效率。茶百道现阶段已建立起了业内领先的全国性供应链，且为继续保持门店产品品质标准化、有效支持新品材料供给、和维持运营效率和盈利能力，公司持续深化对供应链的投入和建设。据 2024 年公司招股书显示，公司计划将 38% 的款项（约 9.3 亿港元）用于供应链升级，其中：16% 的款项（3.9 亿港元）用于提升现有仓配能力的自动化和智能化水平；18%（4.4 亿港元）用于供应链上游的战略性投资以从生产阶段加强供应链的控制，确保产品质量；5%（1.2 亿港元）用于进行海外市场的供应链建设。

采购：严格的供应商筛选机制和全面的采购系统已确保产品质量及食品安全。在供应商筛选及管理方面，公司要求供应商注册供应商关系管理（SRM）系统以实现全方位管控。供应商在通过初步筛选进入评估后仍需根据供应商在后三月内的表现决定供应商是否获得合作资格。另外，公司使用 SRM 系统对供应商进行每月绩效考核，根据考核结果将供应商分为 A、B、C 三级，并根据评级机制动态选择可继续合作的供应商。在原材料采购方面，公司的采购周期（从下订单到收货）通常需要 15 天，公司根据不同地区的生产季节提前进行协议签订以确保未来推出产品原材料的充足供应，且通过持续挖掘产品和茶叶品种、设定严格采购标准、现场检查等方式以把控产品质量。

表3：供应商采购协议中的主要条款

事项	内容
期限	通常为一年，可续期。
产品规格	公司通常会在协议中订明产品的品牌、制造商、规格、型号等详细要求。公司出具的采购订单将订明采购产品的数量、交货地点及交货时间。产品质量标准须符合国家标准、行业标准及公司自己的标准。
价格	如产品价格上涨或下降，供应商须在执行新价格前提前书面通知公司，在征得同意后方可执行。
下订单	公司通过 SRM 系统向供应商发出采购订单。供应商须采用有利于产品储运要求的包装，并按时、保质将产品交付至公司指定的交货地点，产品交付予公司进行验收、储存前的一切费用及风险均由供应商承担。
质量	供应商应保证其具有有效的食品经营资质，产品质量符合食品相关法律法规、国家标准、行业标准及公司的企业标准，如各标准不一致，以较高标准为准。公司对产品的保质期亦有具体要求。为确保产品质量，公司自 2022 年起由总部而非门店采购水

	果，并向水果供应商收取质量保证金，即每名水果供应商支付固定金额人民币 20,000 元。质量保证金将于供应协议履行完毕后退還予水果供应商。
结算	基于实际采购订单按月结算。
反贪腐	供应商不得向公司的员工提供任何未经授权的付款 (如贿赂及回扣)，以取得或奖励不正常利益。
违约	在部分违约情况下，包括违反最优惠价格条款、延迟交货及产品质量问题等，供应商需赔偿公司的损失并支付损害赔偿金。
终止	公司和供应商将在协议届满前 30 个自然日协商是否重续协议，如不重續，协议将告终止。如公司决定终止协议，将提前 30 个自然日以书面形式通知供应商。

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

加工：年内新建果汁工厂，加工环节掌控升级。公司的包材工厂森冕工场于 2021 年正式投产，并于同年 9 月开始向茶百道门店供应包装材料，2022 年和 2023 年工厂自产包材在门店中占比为 30.7%和 26.7%（销售额口径）。除自供外，森冕工厂同时为外部采购商供货，2022 年和 2023 年外供比例为工厂销售额的 6%和 11%，工厂产能利用较为充分。2024 年 5 月公司原叶茶生产基地于福建正式投产，工厂建筑面积约 6000 平方米，年产能可达 5000 吨，且公司于广西亦拥有茉莉花茶生产车间，全年茉莉花茶产能可达 2500 吨。另外，公司的果汁果浆工厂目前也处于建设中，项目建成后，预计年产能将达到植物蛋白饮料 2 万吨、果汁饮料 2 万吨、果浆 2 万吨。

表4：森冕工厂产能、产量（吨）及利用率

2021 年			2022 年			2023 年		
产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率
2,276.8	939.9	41.3%	10,587.9	7,239.2	68.4%	13,952.5	9,157.3	65.6%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

仓储物流：95%门店实现一周两配及以上，智能系统确保运输效率及质量。公司仓储配送系统下共有 21 个多温仓库，总面积约为 80,000 平方米，其中 6 个为公司自有运营，15 个为和第三方共同管理。各仓配中心服务周边平均配送半径 500 公里的门店，目前，公司约 92%的门店可实现下单次日送达，约 95%的门店实现一周两配或以上的配送频率，且在北京、成都等重要地区推出了 41 条信任交接的夜间配送路线。配送使用运输管理系统（TMS），可智能化选择最佳配送路线以缩短和降低运输时间和成本，同时通过系统监控车辆储存温度和状态以确保物流质量。

图36：公司仓库分布情况（截至 2023 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）下沉+海外双轮驱动，开店空间依然广阔

2024 年门店增速放缓，规模突破 8000 家。公司自 2008 年在四川设立首家门店后，凭借加盟模式快速拓店，2021 年门店规模增速高达 126%，成功突破 5000 家门店，2022-2023 年期间基本保持 20% 以上增速，2024 年受宏观经济和行业竞争影响门店增速放缓，截至 2024 年门店数量共计 8395 家。从门店地域分布上来看，公司以创立地四川为大本营，华东华南为优势区域，同时门店网络遍布全国，其他省份和各城市线级门店分布较为平均，截至 2024 年，公司一线城市/新一线城市/二线城市/三线城市/四线及以下城市门店占比分别为 9.4%/25.5%/20.2%/19.3%/25.6%。

图37：茶百道内地门店数量

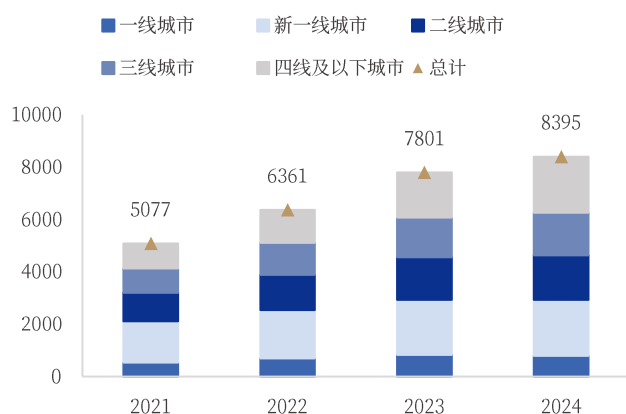
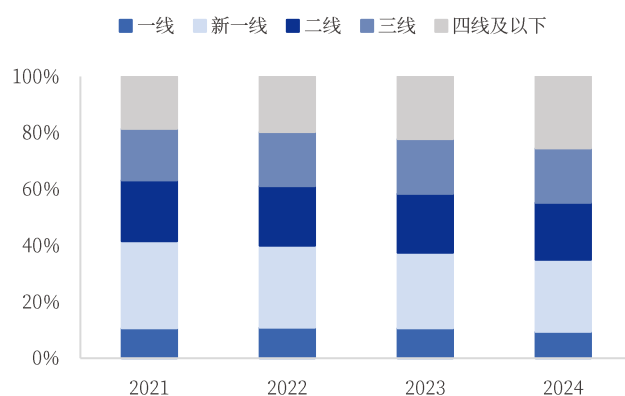
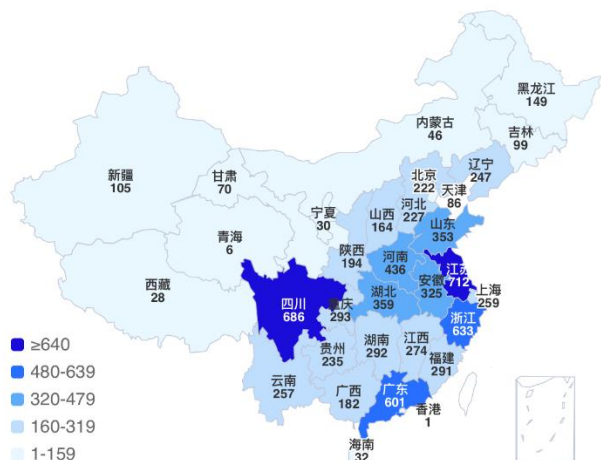


图38：茶百道各线级门店占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

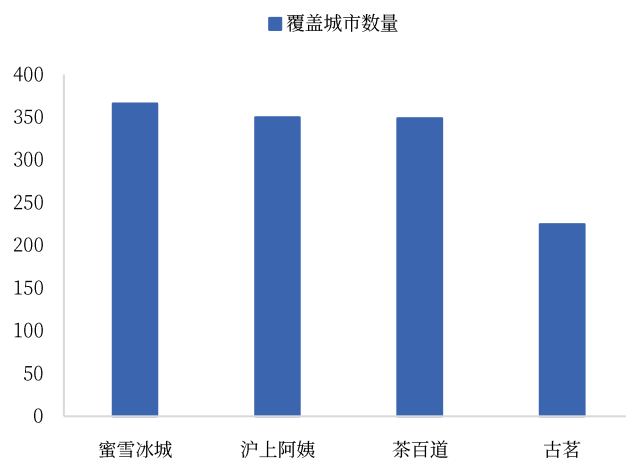
图39：茶百道门店分布



资料来源：窄门餐眼，中国银河证券研究院

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

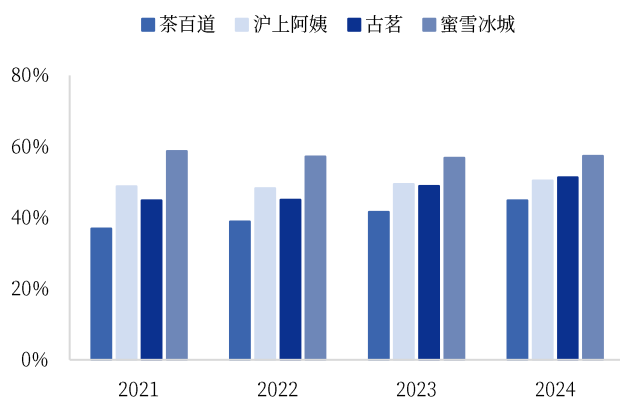
图40：各头部茶饮品牌门店城市覆盖数量



资料来源：窄门餐眼，中国银河证券研究院

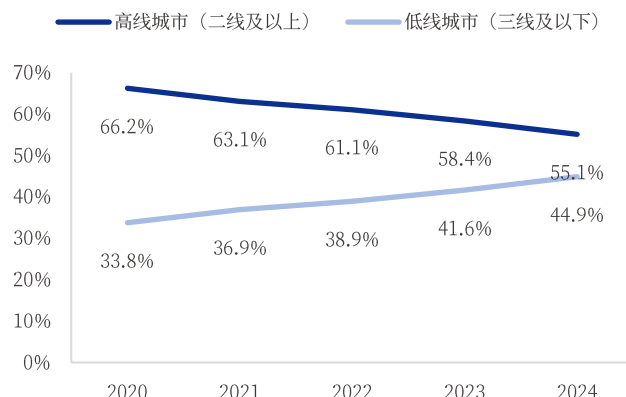
高线先行，低线市场门店规模仍有待提升。茶百道早期重点布局消费力较强、客单价较高的一线及新一线城市，2020年公司二线及以上城市门店占比高达66.2%。随着规模持续扩大，茶百道逐渐朝三线及以下城市延伸。截至2024年，公司低线城市（三线及以下城市）门店占比已提升至44.9%，虽较2020年提升约8pct但较其他头部茶饮品牌如蜜雪冰城（57.4%）、古茗（51.4%）、和沪上阿姨（50.4%）等仍有一定差距。

图41：各头部茶饮品牌三线及以下城市门店占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

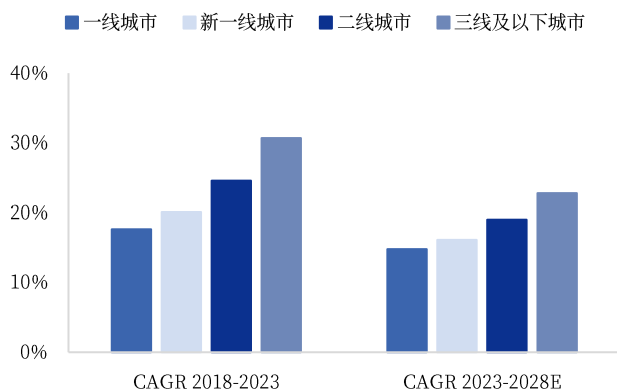
图42：茶百道高线城市/低线城市占比变化趋势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

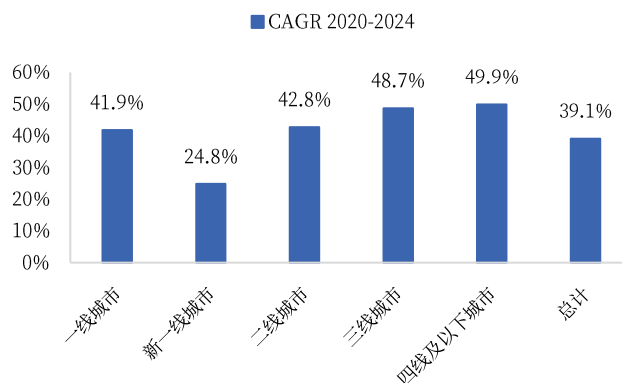
公司下沉战略加速，低线城市未来有望为公司贡献增量空间。从行业趋势上看，三线及以下城市过去为现制茶饮行业增长的主要驱动地区，且未来仍然保持为行业增长的主引擎，据灼识咨询数据显示，三线及以下城市现制茶饮市场规模2023-2028E CAGR为22.8%，领跑其他线城市。反观茶百道自身拓展轨迹，公司2020-2024年一线/新一线/二线/三线四线及以下门店规模CAGR分别为41.9%/24.8%/42.8%/48.7%/49.9%，低线城市扩张速度明显高于其他城市线级和同业。我们认为，未来低线城市行业红利持续释放配合公司自身下沉加速度，三线及以下城市有望成为公司未来规模扩张的核心增量来源。

图43：中国现制茶饮市场规模增速



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

图44：茶百道 2020-2024 年门店规模 CAGR（分城市线级）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司海外首店在韩国市场取得显著成功，“一城一策”战略得到有效验证。2024年1月，公司首家海外门店于韩国首尔开业，采用与第三方合作伙伴签订的特定品牌授权经营模式，其首月GMV突破80万元人民币。公司严格执行“一地一策”战略，在开拓新市场时严格筛选本地合作伙伴，并依据当地文化特征及供应链条件重构菜单体系。依托饮食文化的相近性及深度本地化运营能力，公司品牌（茶百道）迅速渗透韩国本地市场；截至2024年8月，其在韩国的4家门店本地消费者占比稳定维持在80%以上，复购率达45%。核心单品杨枝甘露在韩国市场的累计销量已突破14万杯，有力印证了本地化产品策略的有效性。

韩国作为公司出海的首选市场，具备显著的增量空间。截至2024年，公司已在韩国、马来西亚、泰国、澳大利亚及中国香港分别开设7家、2家、2家、2家和1家门店，其中韩国市场作为出海首站具有重要战略意义，其未来增长潜力巨大，主要基于以下市场特征：

1. 韩国现制饮品市场由咖啡主导，茶饮渗透率存在较大提升空间。欧睿咨询数据显示，2023年韩国人均咖啡消费量达405杯，约为全球平均水平的三倍，咖啡门店数量超过十万家；相比之下，专业茶饮店仅约2000余家，表明茶饮品牌拥有广阔的市场渗透空间。公司韩国业务负责人王欢明确表示，其战略目标是从韩国消费者日均2-3杯的咖啡消费中争取一杯茶饮替代份额。为有效切入市场，公司在保留国内经典产品的同时，针对韩国消费者偏好调整了饮品甜度与冰量标准，并结合本地食材开发特供饮品。配合高端商圈选址策略及适度的社交媒体营销，公司产品迅速在韩国年轻消费群体中形成风潮，成功摆脱了仅服务于特定消费群体的标签。

2. 韩国现制茶饮市场竞争格局为后来者提供了有利契机。该市场早期由以贡茶为代表的传统台湾奶茶品牌主导，但此类品牌普遍面临产品创新不足的问题。尽管部分新兴现制茶饮品牌已将韩国列为目标市场，但其实际拓展动作尚不明显。因此，公司可凭借先发进入优势及领先的产品创新能力，迅速抢占韩国市场份额，确立其作为韩国现制茶饮市场首选品牌的地位。

四、盈利预测与估值

（一）业务拆分

- 1) 商品销售：公司主要营收来源为向加盟商销售食材包装等物料，目前门店规模扩张+单店经营情况改善下物料需求将随整体终端销售额提升，我们预计 2025-27 年营收增速为 18.3%/19.5%/9.3%。24 年经营困境下公司给予加盟商物料补贴，1Q25 起补贴收窄进入常态化阶段，毛利率预计逐渐恢复至 2023 年水平，2025-2027 年毛利率预计为 31.2%/31.5%/32%；
- 2) 设备销售：设备销售营收主要来源为新店设备开支和老店设备更新，公司未来 3 年预计保持每年新开 1500 家门店的增速，同时大量门店更新已于 2024 年完成，2025-2027 年营收增速为 10.1%/4.0%/0.1%。2025 年起对加盟商的补贴整体收窄，2025-2027 年毛利率预计为 31.8%/32.3%/32.3%；
- 3) 加盟管理服务：加盟管理服务营收与公司旗下管理加盟商和加盟商门店规模挂钩，2025-2027 年营收增速为 3.4%/4.9%/4.5%，预计 2025-2027 年毛利率预计为 92%/92.5%/92.5%；
- 4) 其他业务：其他业务营收增速预计保持 3% 每年的稳定增长，毛利率稳定在 55%。

表5：分业务收入预测

单位：百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货品销售	3813	5164	4450	5263	6290	6875
YOY	25.1%	35.4%	-13.8%	18.3%	19.5%	9.3%
毛利率	31.7%	31.7%	/	31.2%	31.5%	32.0%
设备销售	206	256	202	222	231	232
YOY	-48.2%	23.9%	-21.0%	10.1%	4.0%	0.1%
毛利率	33.6%	32.8%		31.8%	32.3%	32.3%
加盟管理服务	172	232	213	221	232	242
YOY	8.1%	34.9%	-7.9%	3.4%	4.9%	4.5%
毛利率	92.5%	92.0%		92.0%	92.5%	92.5%
其他业务	41	53	52	54	55	57
YOY	4.9%	30.2%	-1.0%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	47.3%	56.4%		55.0%	55.0%	55.0%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）绝对估值

基于 FCFF 法，以公司 2025 年 6 月 30 日股本为基准，在加权平均成本(WACC)为 8.35%、永续增长率(g)为 1%，公司合理每股价值为 17.99 元（约等于 19.71 港元）。在加权平均成本（WACC）正负波动 0.5%，永续增长率（g）正负波动 0.5%的情况下，合理每股股价为 16.45-20.00 元（约等于 18.02 港元-21.92 港元）。

表6：FCFF 估值参数假设及说明

参数	假设数值	假设参数说明
无风险利率 Rf	1.65%	参考中国 10 年期国债收益率

市场预期收益率 Rm	6.78%	参考恒生指数近三年平均年化收益率
贝塔系数β	1.31	参考奈雪的茶、茶百道、百胜中国和海底捞近一年 Beta 的平均值
加权平均资本成本 WACC	8.35%	$WACC = K_d * W_d(1-T) + K_e * (1-W_d)$ 计算得到
过渡期（4-8 年）增长率	5%	假设过渡期公司年均复合增长率 5%
永续增长率 g	1%	假设公司永续增长率 2%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表7: FCFE 估值敏感性分析

永续增长率	加权平均资本成本 (WACC)						
	6.85%	7.35%	7.85%	8.35%	8.85%	9.35%	9.85%
-0.50%	19.18	18.09	17.13	16.29	15.53	14.85	14.24
0.00%	19.98	18.77	17.71	16.78	15.96	15.23	14.57
0.50%	20.91	19.55	18.37	17.35	16.45	15.65	14.94
1.00%	22.00	20.45	19.13	17.99	16.99	16.12	15.34
1.50%	23.29	21.50	20.00	18.72	17.61	16.65	15.80
2.00%	24.84	22.75	21.02	19.57	18.32	17.25	16.32
2.50%	26.75	24.26	22.24	20.56	19.15	17.94	16.90

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 相对估值

从行业角度来看, 蜜雪集团和古茗所在的现制茶饮行业估值普遍高于连锁餐饮行业, 我们认为主要因现制茶饮行业以加盟模式为主, 整体商业模式由于直营为主的火锅、快餐赛道, 同时茶饮行业仍有较大的下沉和出海开店空间, 成长性优于其他连锁餐饮行业赛道, 因此应给予一定估值溢价。从茶饮行业内部对比, 茶百道新品开发能力优秀且供应链建设完善, 另国内外皆具备开店空间, 虽在品牌竞争力方面不及蜜雪和古茗, 但当前估值水平偏低未来仍有提升空间。

表8: 可比公司对应估值数据 (截止 2025 年 6 月 30 日)

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2097.HK	蜜雪集团	514.00	13.17	14.84	16.44	39.02	34.64	31.27
1364.HK	古茗	25.55	0.76	0.91	1.05	34.39	28.68	24.69
2589.HK	沪上阿姨*	132.60	4.57	6.06	7.09	26.65	20.10	17.19
9987.HK	百胜中国*	351.40	18.38	19.98	21.60	17.81	16.41	15.20
6862.HK	海底捞*	14.90	0.93	1.01	1.09	14.52	13.35	12.30
均值			7.56	8.56	9.46	26.48	22.63	20.13

资料来源: wind, 中国银河证券研究院 (注: *表示采用 wind 一致预期)

(四) 投资建议

基于精准的消费需求捕捉和高频的新品开发策略, 我们认为茶百道 2025 年有望迎来业绩反转, 且公司下沉市场和海外仍具有广阔开店空间。我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 9.2 亿元/11.6 亿元/13.2 亿元, 对应 PE 估值为 15X/12X/11X, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

五、风险提示

1) 门店扩张不及预期风险：公司关键省份的门店扩张进度若不及预期将严重影响公司市占率的提升，同时不利于品牌门店形成规模化效应。单店经营和公司整体门店网络经营将受到影响；

2) 宏观经济下行风险：公司的业务发展高度依赖于消费者的购买力。近期由于宏观经济不确定性增加，居民收入增长放缓，可能导致消费者对非必需品的支出减少。如果农村或小城市的经济增长未达预期，可能会直接影响到公司的销售业绩，从而对公司的收入和盈利能力造成负面影响；

3) 原材料价格风险：公司作为餐饮企业，其成本结构中有相当一部分是原材料成本，特别是奶制品和茶叶。全球市场原材料价格的波动，尤其是在经济通胀环境中，可能导致成本显著上升。如果蜜雪集团无法有效通过提价或成本控制措施来抵消原材料成本的增加，其利润率可能受到压缩，进而影响到公司的估值和投资吸引力。

图表目录

图 1: 茶百道发展历程.....	4
图 2: 茶百道品牌形象及产品矩阵	5
图 3: 茶百道股权结构图.....	5
图 4: 茶百道 2021-2024 年加盟店数量变化情况	7
图 5: 茶百道 2021-2024 年门店分布情况（按地区分类）	7
图 6: 茶百道 2021-2023 年门店收入结构（按地区分类）	7
图 7: 茶百道门店分布情况	7
图 8: 茶百道 2021-2024 年营收及增速.....	8
图 9: 茶百道 2021-2024 年营收拆分.....	8
图 10: 茶百道 2021-2024 年毛利润及毛利率情况.....	9
图 11: 茶百道 2021-2023 年毛利率变化（按业务类型分类）	9
图 12: 茶百道 2021-2024 年费用率情况.....	9
图 13: 茶百道 2021-2024 年经调整净利润和经调整净利率情况	9
图 14: 茶百道 2021-2024 年现金流量变化.....	10
图 15: 茶百道 2021-2024 年现金及现金等价物净增加额	10
图 16: 茶百道 2021-2024 年资产负债率变化.....	10
图 17: 茶百道 2024 年资产结构.....	10
图 18: 2023 年现制饮品消费量占饮用水分摄入总量比例	11
图 19: 全球现制饮品市场以终端零售额计的 CAGR（2023-2028E）	11
图 20: 中国现制饮品市场规模及增速（十亿元）	11
图 21: 现制饮品占全球饮料市场百分比	11
图 22: 现制茶饮市场规模占比（以价格分类）	12
图 23: 2024 年茶饮门店客单价分布	12
图 24: 2023 年底每百万人口拥有现制茶饮店数量.....	12
图 25: 中国现制茶饮市场规模城市分级（十亿元）	12
图 26: 饮品赛道近三年均价变化（元）	13
图 27: GeoQ 监测的 106 家连锁新茶饮品牌整体门店数量变化	13
图 28: 中国互联网普及率及网民规模同比增速	14
图 29: 我国即时零售交易规模及同比增速	14
图 30: “外卖大战”重点事件进程.....	15
图 31: 茶百道产品矩阵.....	16
图 32: 茶百道研发费用和营收占比.....	17

图 33: 茶百道新品研发流程.....	17
图 34: 茶百道新品荔枝系列.....	18
图 35: 茶百道新品竹乡乌龙系列.....	18
图 36: 公司仓库分布情况（截至 2023 年 12 月 31 日）	20
图 37: 茶百道内地门店数量.....	20
图 38: 茶百道各线级门店占比.....	20
图 39: 茶百道门店分布	21
图 40: 各头部茶饮品牌门店城市覆盖数量	21
图 41: 各头部茶饮品牌三线及以下城市门店占比	21
图 42: 茶百道高线城市/低线城市占比变化趋势	21
图 43: 中国现制茶饮市场规模增速.....	22
图 44: 茶百道 2020-2024 年门店规模 CAGR（分城市线级）	22
表 1: 4Q24 起部分连锁餐饮/茶饮品牌涨价相关措施.....	13
表 2: 2025 年以来新品上新时间和产品名称.....	17
表 3: 供应商采购协议中的主要条款	18
表 4: 森冕工厂产能、产量（吨）及利用率.....	19
表 5: 分业务收入预测.....	23
表 6: FCFE 估值参数假设及说明.....	23
表 7: FCFE 估值敏感性分析	24
表 8: 可比公司对应估值数据（截止 2025 年 6 月 30 日）	24

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,138	4,158	5,732	7,107
现金	3,560	3,920	6,244	8,199
应收账款及票据	9	9	12	12
存货	207	219	267	285
其他	362	10	-791	-1,388
非流动资产	1,356	1,375	1,401	1,424
固定资产	216	216	216	216
无形资产	210	210	210	210
其他	930	948	975	997
资产总计	5,494	5,532	7,133	8,531
流动负债	1,411	1,340	1,761	1,817
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	295	347	402	439
其他	1,116	993	1,359	1,378
非流动负债	149	149	149	149
长期债务	0	0	0	0
其他	149	149	149	149
负债合计	1,560	1,489	1,910	1,966
普通股股本	148	148	148	148
储备	3,755	3,850	5,011	6,332
归属母公司股东权益	3,909	4,004	5,165	6,486
少数股东权益	25	39	58	79
股东权益合计	3,934	4,043	5,223	6,565
负债和股东权益	5,494	5,532	7,133	8,531

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	344	778	1,326	1,225
净利润	472	922	1,161	1,321
少数股东权益	8	15	19	21
折旧摊销	89	0	0	0
营运资金变动及其他	-225	-159	146	-117
投资活动现金流	287	409	999	729
资本支出	-131	0	0	0
其他投资	418	409	999	729
筹资活动现金流	2,213	-827	0	0
借款增加	-56	0	0	0
普通股增加	2,345	0	0	0
已付股利	0	-827	0	0
其他	-76	0	0	0
现金净增加额	2,844	360	2,325	1,954

资料来源：公司公告，中国银河证券研究

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,918	5,760	6,809	7,406
其他收入	0	0	0	0
营业成本	3,383	3,814	4,508	4,876
销售费用	395	360	409	444
管理费用	510	547	579	592
研发费用	34	58	68	74
财务费用	4	-11	-12	-19
除税前溢利	622	1,116	1,404	1,598
所得税	142	179	225	256
净利润	480	937	1,180	1,342
少数股东损益	8	15	19	21
归属母公司净利润	472	922	1,161	1,321
EBIT	626	1,105	1,393	1,579
EBITDA	716	1,105	1,393	1,579
EPS（元）	0.34	0.62	0.79	0.89

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-13.78%	17.11%	18.21%	8.77%
归属母公司净利润	-58.55%	95.35%	25.87%	13.79%
毛利率	31.21%	33.78%	33.79%	34.16%
销售净利率	9.60%	16.02%	17.05%	17.84%
ROE	12.08%	23.04%	22.48%	20.37%
ROIC	12.28%	22.96%	22.40%	20.21%
资产负债率	28.40%	26.91%	26.78%	23.04%
净负债比率	-90.50%	-96.94%	-119.55%	-124.88%
流动比率	2.93	3.10	3.25	3.91
速动比率	2.79	2.94	3.10	3.75
总资产周转率	1.15	1.04	1.08	0.95
应收账款周转率	597.39	628.27	653.54	617.04
应付账款周转率	10.42	11.88	12.04	11.60
每股收益	0.34	0.62	0.79	0.89
每股经营现金流	0.23	0.53	0.90	0.83
每股净资产	2.65	2.71	3.50	4.39
P/E	33.63	15.38	12.22	10.74
P/B	4.27	3.54	2.75	2.19
EV/EBITDA	18.36	9.29	5.70	3.79

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾嘉闻 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn