茶百道 (2555 HK)

1H 经营质量优化，期待 2H 拓店提速

华泰研究 中报点评
2025 年 9 月 01 日 | 中国香港 餐饮

茶百道发布中期业绩公告：1H25 收入 24.99 亿元/yoy+4.3%，归母净利润 3.26 亿元/yoy+37.48%，对应归母净利率 13.0%/yoy+3.1pct；录得经调整净利润 3.40 亿/yoy-13.81%，对应经调整净利率 13.6%/yoy-2.9pct。Q1 经营表现或受去年同期店效高基数拖累，Q2 起外卖渠道补贴拉动单店收入表现，带动 1H 公司收入小幅增长；截至 1H25 末公司门店数量 8444 家/对应 1H25 净新开 48 家，期内公司主动调整开店步伐、控制扩张节奏，专注经营质量优化，盈利能力得到一定修复，经营调整初见成效。展望长期，公司持续推进供应链优化、成本费用管理及分层加盟支持政策，期待开店重拾增速叠加经营效率边际提升后的收入规模增长与盈利改善。维持“买入”评级。

货品收入及加盟费相关收入同比增长稳健

1H25 公司货品销售收入 23.09 亿元/yoy+7.78%，设备销售收入 0.48 亿元/yoy-62.05%，外卖渠道补贴拉动下公司货品销售收入同比增长稳健，增速同环比有恢复（vs 1H24yoy-11.5%/2H24yoy-15.9%）；开店放缓及公司主动让利加盟商，推进设备分期支付政策，使得设备销售收入增长降速（1H25 加盟新开店数量同比-43.6%）。1H25 公司特许权及加盟费收入 1.01 亿元/yoy+2.37%，其中不可退还的前期初始费用 0.46 亿元/yoy+4.97%。我们计算 1H25 单加盟店贡献货品收入 27.5 万元/yoy+3.7%、贡献特许权使用费收入 0.6 万元/yoy+0.1%；单新加盟店贡献设备收入 8.1 万元/yoy-57.5%、贡献开业前培训服务费 1.3 万元/yoy-8.8%。

毛利率稳中有升；加快上新频率，增强复购与获客

1H25 公司毛利率为 32.6%/yoy+0.9pct，得益于供应链和配送效率优化；销售费用率 6.0%/yoy+1.6pct，主因上新加速、积极落地营销活动扩大品牌声量及营销部门员工平均薪酬同比增长。1H25 公司上新 55 款新品/升级迭代 9 款产品，上新频率显著提速（1H24 上新 21 款新品/升级迭代 9 款产品）；加速推新下 1H25 研发费用率 0.6%/同比持平。公司期内新增 3 家异业合作渠道，持续拓展获客途径、丰富创新互动玩法及会员服务。截至 1H25 末，公司注册会员数量 1.59 亿名/较 24 年底增加 14.5%，获客渠道拓展及新品高频落地下实现有效拉新。

注重门店经营质量调整境内拓店步伐，全球扩张加速试水

截至 1H25 末，公司于境内经营 8444 家门店/yoy+0.7%（加盟店 8430 家/直营店 14 家），期内新开加盟店 466 家/关闭 418 家，新增加盟商 596 名/终止 505 名，其中 265 名加盟商将门店转予其他加盟商接手经营。1H25 末单加盟商带店 1.45 家/同比基本保持稳定。1H25 末公司三线及以下城市门店占比 65.3%/yoy+1.6pct，持续推进下沉市场渗透。中国大陆以外门店拓展稳步推进，截至 25 年 6 月 30 日，公司于韩国/马来西亚/泰国/澳大利亚/中国香港/中国澳门/西班牙分别开设 11/4/1/2/1/1/1 家门店；据公司官方微博，7 月茶百道新加坡双店齐开，8 月 16 日正式官宣北美首店落地纽约。

盈利预测与估值

考虑公司经营调整初见成效，1H 放缓开店步伐、后续开店或有提速，我们上调公司 25-27 年归母净利润 25%/18%/15%至 8.92/10.03/11.42 亿元，对应 EPS 为 0.60/0.68/0.77 元。参考可比公司彭博一致预期 25E PE 15x，考虑公司处成长期、经营调整能力已有初步验证，维持估值溢价率，给予公司 25E 19X PE，对应目标价 12.11 港币（汇率 0.91；前值 10.43 港币，对应 25E 20X PE）。

风险提示：竞争加剧，加盟商管理风险，门店量价测算和实际偏差风险。

投资评级(维持)： 买入
目标价(港币)： 12.11

樊俊豪 研究员
SAC No. S0570524050001 fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986 +(852) 3658 6000

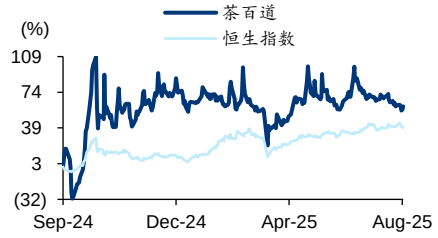
曾珺 研究员
SAC No. S0570523120004 zengjun@htsc.com
SFC No. BTM417 +(86) 21 2897 2228

洪洋* 联系人
SAC No. S0570125070021 hongyang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (港币)	12.11
收盘价 (港币 截至 8 月 29 日)	9.07
市值 (港币百万)	13,402
6 个月平均日成交额 (港币百万)	61.14
52 周价格范围 (港币)	3.98-16.00
BVPS (人民币)	2.57

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	4,918	5,789	6,199	6,869
+/-%	(13.78)	17.71	7.09	10.80
归属母公司净利润 (百万)	472.18	891.79	1,003	1,142
+/-%	(58.55)	88.86	12.44	13.94
EPS (最新摊薄)	0.32	0.60	0.68	0.77
ROE (%)	19.96	22.56	24.77	27.49
PE (倍)	25.83	13.68	12.16	10.67
PB (倍)	3.12	3.05	2.98	2.89
EV EBITDA (倍)	16.99	9.36	8.14	7.01
股息率 (%)	4.35	6.57	7.39	8.42

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

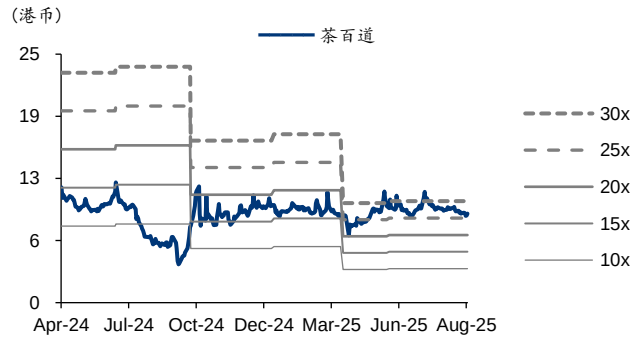
图表1： 茶百道：可比公司估值表

股票名称	股票代码	市值 (当地货币 亿元)	收盘价 (当地货币)	EPS（当地货币，元） 2025E	2026E	2027E	PE 2025E	2026E	2027E
中国香港									
海底捞	6862 HK	768.65	13.79	0.79	0.89	0.98	15.88	14.12	12.77
海伦司	9869 HK	16.20	1.28	0.18	0.14	0.13	6.58	8.63	8.96
九毛九	9922 HK	33.68	2.41	0.10	0.17	0.22	21.29	13.13	9.88
奈雪的茶	2150 HK	25.06	1.47	-0.15	-0.01	0.03	-	-	39.34
百胜中国	9987 HK	1,286.80	349.40	2.54	2.86	3.20	17.47	15.48	13.86
均值							**15.31**	**12.84**	**16.96**

注：交易数据截至 2025.8.29 收盘。皆为彭博一致预期

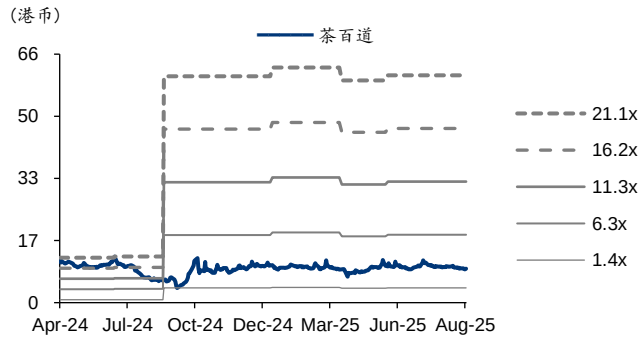
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表2： 茶百道 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表3： 茶百道 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,704	4,918	5,789	6,199	6,869
销售成本	(3,741)	(3,383)	(3,801)	(4,057)	(4,481)
毛利润	1,964	1,535	1,987	2,142	2,388
销售及分销成本	(131.00)	(395.14)	(331.56)	(339.86)	(363.07)
管理费用	(420.45)	(510.24)	(469.07)	(480.83)	(522.10)
其他收入/支出	(60.93)	(61.76)	(128.58)	(118.67)	(114.62)
财务成本净额	3.26	39.55	70.00	71.32	70.22
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1,366	621.84	1,174	1,320	1,504
税费开支	(215.07)	(142.11)	(234.81)	(264.02)	(300.82)
少数股东损益	11.57	7.54	47.47	53.37	60.81
归母净利润	1,139	472.18	891.79	1,003	1,142
折旧和摊销	(67.01)	(89.47)	(96.10)	(122.54)	(141.55)
EBITDA	1,430	671.76	1,200	1,371	1,575
EPS (人民币，基本)	0.98	0.32	0.60	0.68	0.77

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	201.17	206.82	229.21	244.63	270.19
应收账款和票据	62.52	198.89	153.85	164.76	182.56
现金及现金等价物	945.99	3,560	3,313	3,448	3,634
其他流动资产	1,392	172.07	182.39	192.66	202.96
总流动资产	2,602	4,138	3,879	4,050	4,290
固定资产	235.71	216.49	292.89	311.37	330.57
无形资产	51.20	98.83	90.98	114.07	137.14
其他长期资产	196.74	1,041	1,032	1,037	1,033
总长期资产	483.65	1,356	1,416	1,462	1,501
总资产	3,085	5,494	5,295	5,512	5,791
应付账款	770.62	674.52	811.87	866.49	957.03
短期借款	40.95	40.74	44.71	46.74	50.73
其他负债	214.89	695.96	222.91	227.53	232.62
总流动负债	1,026	1,411	1,079	1,141	1,240
长期债务	42.58	64.77	60.66	62.77	66.93
其他长期债务	1,170	84.30	84.30	84.30	84.30
总长期负债	1,212	149.06	144.95	147.07	151.23
股本	125.64	147.76	147.76	147.76	147.76
储备/其他项目	697.44	3,761	3,851	3,951	4,065
股东权益	823.08	3,909	3,998	4,099	4,213
少数股东权益	23.57	24.51	71.98	125.35	186.16
总权益	846.65	3,934	4,070	4,224	4,399

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8.41	25.83	13.68	12.16	10.67
PB	11.64	3.12	3.05	2.98	2.89
EV EBITDA	10.22	16.99	9.36	8.14	7.01
股息率 (%)	10.64	4.35	6.57	7.39	8.42
自由现金流收益率 (%)	6.96	1.74	8.56	8.61	10.09

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,430	671.76	1,200	1,371	1,575
融资成本	(3.26)	(39.55)	(70.00)	(71.32)	(70.22)
营运资本变动	(261.25)	(238.12)	159.90	28.24	47.10
税费	(215.07)	(142.11)	(234.81)	(264.02)	(300.82)
其他	437.88	517.27	(403.05)	75.94	75.30
经营活动现金流	1,388	769.25	652.20	1,140	1,327
CAPEX	(103.45)	(88.35)	(93.35)	(98.35)	(103.35)
其他投资活动	(819.09)	(782.39)	74.59	75.54	74.63
投资活动现金流	(922.54)	(870.74)	(18.76)	(22.81)	(28.72)
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	25.64	2,345	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,021)	(531.95)	(802.61)	(902.43)	(1,028)
其他融资活动现金流	1,020	1,135	(80.87)	(80.40)	(83.58)
融资活动现金流	24.54	2,949	(883.48)	(982.83)	(1,112)
现金变动	489.96	2,847	(250.04)	134.52	186.28
年初现金	226.03	715.99	3,563	3,313	3,448
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	715.99	3,563	3,313	3,448	3,634

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	34.80	(13.78)	17.71	7.09	10.80
毛利润	34.86	(21.85)	29.50	7.79	11.46
营业利润	23.22	(58.00)	86.45	13.68	15.39
净利润	19.38	(58.55)	88.86	12.44	13.94
EPS	2.83	(67.44)	88.86	12.44	13.94
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	34.43	31.21	34.33	34.56	34.76
EBITDA	25.06	13.66	20.73	22.12	22.94
净利润率	19.97	9.60	15.41	16.17	16.63
ROE	154.62	19.96	22.56	24.77	27.49
ROA	47.78	11.01	16.53	18.56	20.22
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(104.79)	(88.37)	(80.22)	(81.44)	(83.46)
流动比率	2.53	2.93	3.59	3.55	3.46
速动比率	2.34	2.79	3.38	3.34	3.24
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	2.39	1.15	1.07	1.15	1.22
应收账款周转天数	4.07	9.57	10.97	9.25	9.10
应付账款周转天数	66.23	76.88	70.38	74.46	73.25
存货周转天数	18.94	21.71	20.65	21.02	20.68
现金转换周期	(43.21)	(45.61)	(38.77)	(44.19)	(43.47)
每股指标 (人民币)					
EPS	0.98	0.32	0.60	0.68	0.77
每股净资产	0.71	2.65	2.71	2.77	2.85

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、曾珺，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、曾珺本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司