

2025年12月03日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 高端茶企第一股，三大飞轮联动发力

一八马茶业（6980.HK）公司深度报告  
投资要点

买入(维持)

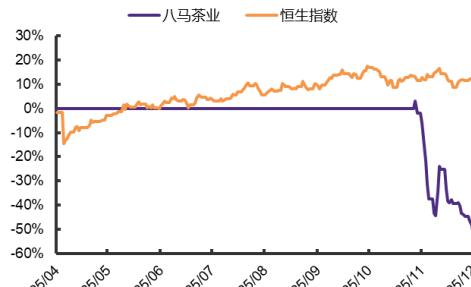
分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

## 基本数据

当前股价（港元）	43.30
总市值（亿港元）	36.8
总股本（百万股）	85.0
流通股本（百万股）	53.0
52周价格范围（港元）	42.8-115
日均成交额（百万港元）	38.2

## 市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

## 相关研究

- 1、《八马茶业（6980）：高端中国茶第一股，“千城万店”加速扩张》  
2025-10-29

## ■ 高端茶企第一股，三百年制茶世家

公司于1997年在深圳成立，创始人系中国乌龙茶（铁观音）非遗传承人，旗下红茶/岩茶/铁观音分别连续4/5/14年全国销量第一。2025H1 营收受门店调改影响同减4%至10.63亿元，剔除上市开支影响后净利润为1.74亿元，同增19%。

## ■ 茶业产业链分散，品牌化为必经之路

**市场规模：**2024年中国茶叶行业规模为3258亿元（其中乌龙茶/红茶/黑茶/白茶/绿茶/黄茶行业规模分别为309/541/352/104/1922/29亿元），高端茶(>700元/公斤，下同)规模为1031亿元；预计总规模将以未来5%的CAGR增至2029年4078亿元，其中高端茶以未来5.6%的CAGR增至1353亿元。  
**竞争格局：**高端茶叶市场分散（2024年CR5为5.6%），其中八马市占第一（1.7%），集中度亟待提升。  
**行业特征：**非标阻滞商业化，产业链长且分散，原叶干茶可沿链延展至半解决方案化产品（茶包等）与完全解决方案化产品（即饮茶/现制茶饮等）；预计2025年茶包线上市场规模达223亿元，2018-2025年CAGR为38%；2024年即饮茶/现制茶饮市场规模分别为898/2856亿元，未来5年CAGR分别为2%/11%。  
**未来展望：**品牌化为必经之路，茶室承接空间需求，八马等连锁企业切入茶室经营，具备多重优势。

## ■ 三大飞轮联动拓市，千城万店稳步推进

**品牌端：**八马/信记号/万山红分别定位商政礼赠/高端普洱/年轻客群，连续13年获评农业产业化国家重点龙头企业，连续4届获评“中国茶（叶）行业标志性品牌”，连续9年入选“中国品牌价值500强”，2024年品牌价值达313.59亿元。  
**渠道端：**超3700家门店覆盖中国大陆所有省份（加盟为主，直营标杆），计划未来3年新开1500家门店，增设茶室开辟第二曲线。  
**产品端：**六大茶类全覆盖，大单品领跑细分赛道，推出高端产品如铁观音的“赛珍珠”、武夷岩茶的“牛一”、红茶的“鼎红”等。  
**供应链：**公司累计主导或参与制定超25项国家、行业及地方标准，拥有黄金产区核心茶株，安溪/武夷山/云南产线扩建，预计建成后总产能翻倍。

## 盈利预测

预计 2025–2027 年 EPS 分别为 2.64/3.20/3.69 元，当前股价对应 PE 分别为 15/13/11 倍，维持“买入”投资评级。

## 风险提示

宏观经济下行风险、市场竞争加剧、渠道拓展不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2143.26	2220.51	2598.31	2911.53
YoY	0.99%	3.60%	17.01%	12.05%
净利润(百万元)	224.34	224.68	271.96	313.45
YoY	8.99%	0.15%	21.04%	15.26%
每股收益(元)	2.64	2.64	3.20	3.69
EBIT Margin	13.82%	13.33%	13.97%	14.37%
净资产收益率(ROE)	19.94%	16.64%	16.77%	16.20%
市盈率(PE)	15.29	15.27	12.61	10.94
EV/EBITDA	10.08	10.85	9.57	8.63
市净率(PB)	3.05	2.54	2.11	1.77

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

1、高端茶企第一股，三百年制茶世家.....	6
1.1、历史沿革：传承百年制茶世家，三大茗茶销量第一 .....	6
1.2、股权架构：家族企业股权集中，管理团队经验丰富 .....	6
1.3、主营业务：六类茗茶全覆盖，加盟体系稳扩张 .....	8
1.4、财务分析：业绩整体保持稳健，盈利能力持续提升 .....	13
2、茶业产业链分散，品牌化为必经之路.....	15
2.1、发展现状：中国茶历史悠久，高端茶增速高于大盘 .....	15
2.2、发展痛点：行业产业链条长，仍处商业化进程初期 .....	18
2.3、未来展望：品牌化为必要路径，茶室承接空间需求 .....	21
3、三大飞轮联动拓市，千城万店稳步推进.....	23
3.1、品牌端：商政礼赠定位高端，盛世茶叙全域推广 .....	23
3.2、渠道端：四维联动协同扩张，千城万店焕新升级 .....	25
3.3、产品端：聚焦打造明星单品，以价换量修复需求 .....	29
3.4、供应链：黄金产区全链管控，产能扩张稳步推进 .....	33
4、盈利预测.....	38
5、风险提示.....	39

## 图表目录

图表 1：公司历史沿革.....	6
图表 2：公司股权架构.....	7
图表 3：公司管理层架构.....	8
图表 4：公司品牌矩阵.....	9
图表 5：公司分产品结构占比 .....	9
图表 6：公司分产品营收与增速 .....	9
图表 7：公司茶叶分品类结构占比 .....	10
图表 8：公司茶叶分品类营收与增速 .....	10
图表 9：2024 年公司茶叶分品类结构占比 .....	10
图表 10：公司茶叶分品牌结构占比 .....	11
图表 11：公司茶叶分品牌营收与增速 .....	11
图表 12：公司分渠道结构占比 .....	11
图表 13：公司分渠道营收与增速 .....	11
图表 14：公司以加盟店销售为主 .....	12
图表 15：公司直营店与加盟店营收与增速 .....	12
图表 16：公司分区域结构占比 .....	12
图表 17：公司分区域营收与增速 .....	12

请阅读最后一页重要免责声明

图表 18: 2024 年公司分区域结构占比.....	13
图表 19: 公司营收规模与增速 .....	13
图表 20: 公司归母净利润规模与增速 .....	13
图表 21: 公司毛净利率 .....	14
图表 22: 公司销售/管理/研发费用率 .....	14
图表 23: 公司存货与合同负债 .....	14
图表 24: 可比公司存货 (亿元) .....	14
图表 25: 中国茶叶分类型以及生产技术、风味介绍 .....	15
图表 26: 各类型茶叶市场规模 (十亿元) .....	16
图表 27: 各类型茶叶市场规模增速 .....	16
图表 28: 中国毛茶价格 .....	16
图表 29: 中国茶叶分类型以及生产技术、风味介绍 .....	17
图表 30: 各类型茶叶市场规模 (十亿元) .....	17
图表 31: 各类型茶叶市场规模增速 .....	17
图表 32: 消费者饮茶逻辑 .....	18
图表 33: 原叶茶本质上是半成品 .....	19
图表 34: 中国茶产业链 .....	20
图表 35: 公司高端茶叶销售第一 .....	21
图表 36: 公司高端茶市占第一 .....	21
图表 37: 中高端品牌部分线下渠道类型 .....	22
图表 38: 2024 年中国茶业连锁专卖店前五名企业 .....	22
图表 39: 八马茶业店型布局 .....	22
图表 40: 世界茶叶企业品牌榜 .....	23
图表 41: 2025 中国茶企业品牌 TOP50 榜单 .....	24
图表 42: 公司代表中国茶服务重要国际活动 .....	24
图表 43: “八马茶叙 2025 · 中秋特辑”栏目 .....	25
图表 44: 公司线下梯影大屏投放 .....	25
图表 45: 公司线上渠道以直营网店销售为主 .....	26
图表 46: 公司天猫旗舰店 .....	26
图表 47: 公司线下直营店分类 .....	27
图表 48: 公司直营店数量减幅显著收窄 .....	27
图表 49: 公司直营单店创收持续增长 .....	27
图表 50: 公司区域复合特许加盟店占比提升 .....	28
图表 51: 公司区域复合特许加盟店数量反超直接特许加盟店 .....	28
图表 52: 公司加盟商/店数量与增速 .....	28
图表 53: 公司单商/店创收规模与增速 .....	28

图表 54: 八马茶业·茶室茶室定价 .....	29
图表 55: 公司第八代门店形象（室外） .....	29
图表 56: 公司第八代门店形象（室内） .....	29
图表 57: 公司产品矩阵 .....	30
图表 58: 公司核心大单品系列 .....	31
图表 59: 公司高端普洱系列 .....	31
图表 60: 公司普洱茶价格升值情况 .....	32
图表 61: 公司产品建议零售价范围 .....	32
图表 62: 公司分产品销量与均价 .....	33
图表 63: 公司茶叶分品牌销量与均价 .....	33
图表 64: 老班章茶王树、茶皇后 .....	34
图表 65: 冰岛茶树王 .....	34
图表 66: 公司工艺流程 .....	34
图表 67: 公司掌握核心制茶技艺 .....	35
图表 68: 公司两大生产基地产能及利用率 .....	35
图表 69: 公司安溪超级工厂 .....	36
图表 70: 公司第六代智能化生产线 .....	36
图表 71: 公司武夷山智能化生态产业园 .....	36
图表 72: 公司第七代智能化生产线 .....	36
图表 73: 公司产线扩建计划 .....	37
图表 74: 公司盈利预测 .....	38

# 1、高端茶企第一股，三百年制茶世家

## 1.1、历史沿革：传承百年制茶世家，三大茗茶销量第一

一

**传承百年制茶世家，三大茗茶销量第一。**八马茶业源于福建安溪铁观音世家，先祖王士让于清乾隆元年发现一陌生茶株并精研成茶，1741年获乾隆赐名“铁观音”，奠定家族制茶基业。清末民初，王氏家族创立“信记茶行”，沿海上丝绸之路拓展东南亚市场。1993年，“信记”第十三代传人王文礼放弃深圳稳定工作，回乡创办西坪溪源茶厂，重启祖传品牌；1997年成立前身深圳市溪源茶业有限公司（后更名为八马茶业），在深圳开设首家专卖店，开启品牌化运营。公司于2007年开启加盟模式，2011年布局电商，2015完成全茶类战略转型，产品线覆盖六大茗茶，业务加速扩张至全国各地。截至目前，公司茶叶连锁店已超3700家，全渠道粉丝量4000万+，带动30个茶产区超5万户茶农增收，连续9年入选“中国品牌价值500强”，旗下红茶/岩茶/铁观音分别为连续4/5/14年全国销量第一。

图表1：公司历史沿革



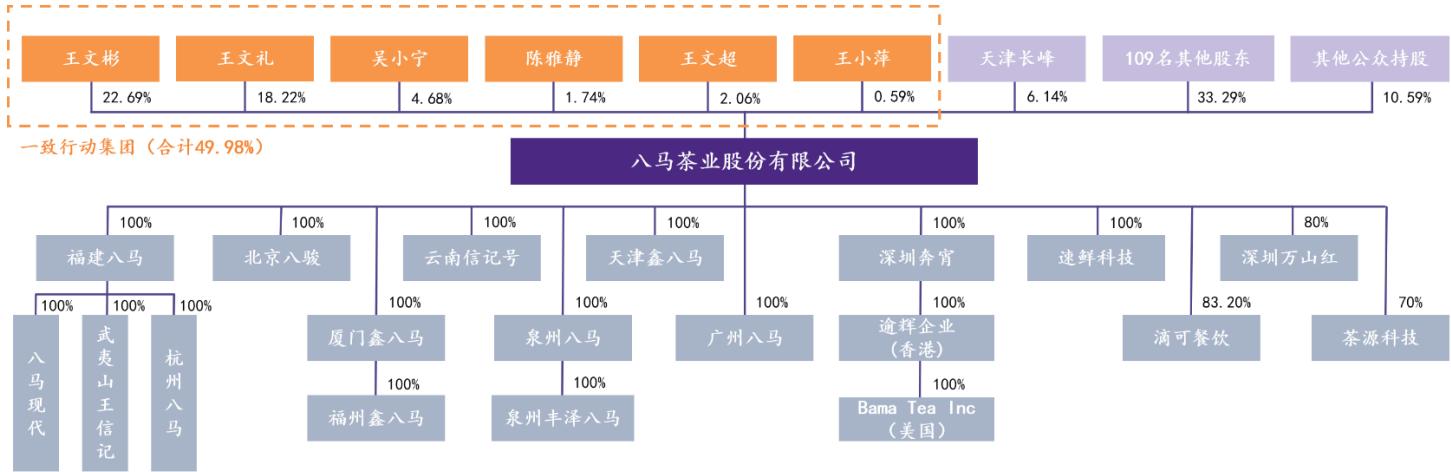
资料来源：WIND，公司招股书，华鑫证券研究

## 1.2、股权架构：家族企业股权集中，管理团队经验丰富

**典型家族企业，股权高度集中。**公司为典型家族企业，王文彬、王文礼、王文超三兄

弟及王文彬配偶陈雅静、王文礼配偶吴小宁与妹妹王小萍通过协议构成一致行动集团，合计持股 49.98%，对公司拥有绝对控制权，确保决策高效与战略稳定。此外，王氏家族经由子女婚事分别与安踏、七匹狼、高力控股形成深度绑定的姻亲同盟，为公司带来资源协同效应。

图表 2：公司股权架构



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

**非遗传承人领衔，高管经验丰富。**创始人、董事长、国家非遗乌龙茶制作技艺（铁观音）代表性传承人王文礼先生深耕中国茶行业二十余载，对行业变革趋势与茶企发展方向有着深刻理解与敏锐洞察，2022 年参与中国传统制茶技艺及其相关习俗项目申遗，项目获正式列入联合国教科文组织人类非物质文化遗产代表作名录。总经理吴清标先生于 2021 年起担任深圳市第七届人大代表，2023 年荣获中华老字号华夏工匠奖，同年福建八马获认国家高级评茶员资格。董秘王文龙先生在金融行业拥有超 15 年经验，曾任职于广发证券、交通银行、担任深圳翼虎投资研究董事兼投资经理及深圳恒悦资管投资董事兼总经理，于 2018 年取得北大金融硕士学位，2024 年正式加入公司，现负责一般资产及融资管理、投资者关系管理及信息披露管理。此外，公司董事及高管团队平均年龄 40 岁，平均从业年限 15 年，具备丰富的专业知识及成熟的运营管理能力。

图表 3：公司管理层架构

姓名	职务	加入集团时间	年龄	角色与职责	与其他董事/高管关系
王文礼	董事会主席、执行董事	1997	55	负责集团整体策略规划及日常业务营运	王文彬先生及王文超先生的兄弟；王焜恒先生的叔父；吴清标先生的表弟；王文龙先生的堂兄
吴清标	执行董事、总经理	1997	51	负责集团日常业务运营整体管理	王文彬、王文礼、王文超、王文龙先生的表兄弟；王焜恒先生的叔父
王文超	执行董事、副总经理	1998	50	主管产品中心，并负责其发展战略、任务、业务规则及实施情况	王文彬先生及王文礼先生的弟弟；王焜恒先生的叔父；吴清标先生的表弟；王文龙先生的堂兄
王焜恒	执行董事、联席总经理	2016	30	负责协助总经理管理集团日常业务	王文彬先生的儿子；王文礼、王文超、吴清标、王文龙先生的侄子
王文龙	执行董事、董秘、联席公司秘书	1987	38	负责一般资产及融资管理、投资者关系管理及信息披露管理	王文彬、王文礼、王文超先生的堂弟；吴清标先生的表弟；王焜恒先生的叔父
王文彬	非执行董事	1997	58	负责指导集团整体发展	王文礼、王文超、王文龙先生的哥哥；王焜恒先生的父亲；吴清标先生的表哥；王文龙先生的堂兄
师鹤静	首席财务官	2021	39	负责集团财务与资本管理	无
郑程杰	联席公司秘书	2024	37	负责协助管理并依据相关法规给出专业意见	无
王岳飞	独立非执行董事	2024	57	负责监督董事会并为董事会提供独立判断	无
童娜琼	独立非执行董事	2021	45	负责监督董事会并为董事会提供独立判断	无
招敏慧	独立非执行董事	2025	55	负责监督董事会并为董事会提供独立判断	无

资料来源：WIND，公司招股书，华鑫证券研究

### 1.3、主营业务：六类茗茶全覆盖，加盟体系稳扩张

三大品牌齐发力，差异定位层次清晰。公司品牌矩阵差异化定位层次清晰，核心品牌“八马”定位高端商务礼茶，覆盖全品类茶叶及茶具、茶食等衍生品；子品牌“信记号”专注高端年份普洱茶，2024 年获认定“中华老字号”满足收藏级品饮需求；新品牌“万山红”聚焦年轻消费者和女性群体，提供多元口味与高性价比产品，拓展新兴市场。价格带方面，公司通过不同品牌品质阶梯布局价格带，茶叶每公斤从百元至数万元不等，其中千元带高端产品居多，整体覆盖广泛。

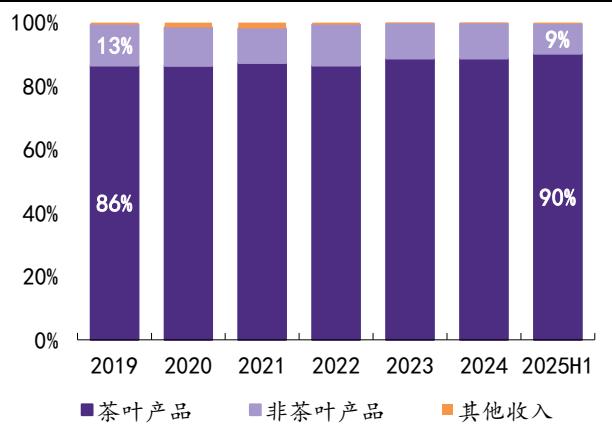
图表 4：公司品牌矩阵

品牌/子品牌	推出时间	主线产品类型	目标客群	销售模式	一般价格范围
 八马茶业	1997	全品类原叶茶、茶具及茶食	商务人士及其他具有较强购买力的茶叶消费者	全渠道	茶叶：每公斤 727 元-24 万元 茶具：每单位 98 元-6 万元 茶食：每单位 88-499 元
 信記號年份普洱茶	2019	高端年份普洱茶	资深茶客及普洱茶爱好者	全渠道	茶叶：每公斤 807 元-22 万元 茶具：每单位 120-1680 元
 万山红	2024	多口味红茶、调味茶、代用茶	追求产品口味多元化及高质价比的年轻消费者及女性消费者	线上渠道为主	茶叶：每公斤 840-2200 元

资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

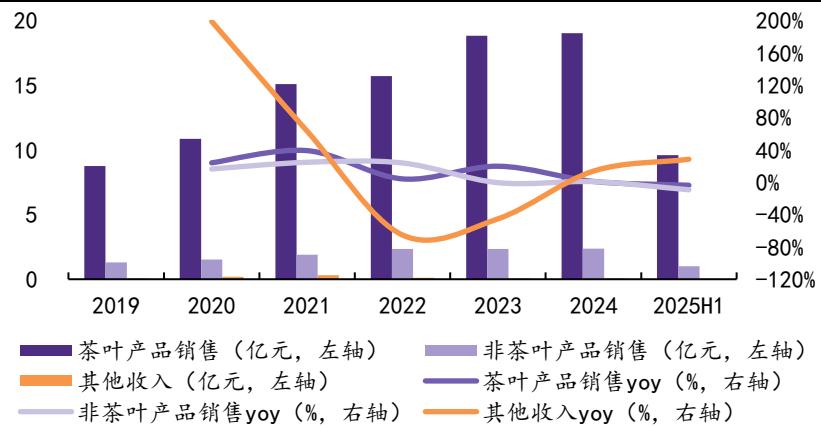
茶叶贡献主要收入，渠道调整营收微降。公司以茶叶销售为主，辅以茶具、茶食等非茶叶产品配套；其中，茶叶产品收入占比高达九成，2025H1 营收受线下门店调整缩减影响同减 4%至 9.59 亿元，2019-2024 年 CAGR 达 16.78%；非茶叶产品营收占比约 9%，2025H1 营收同减 9%至 1.00 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 12.45%；其他收入主要包括投资物业租金总额、茶饮包厢服务收入及加盟费等，2025H1 营收同增 28%至 0.04 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 1.04%。

图表 5：公司分产品结构占比



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 6：公司分产品营收与增速

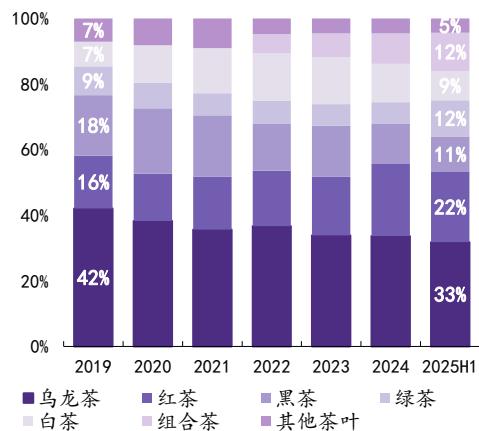


资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

产品结构趋于均衡，红茶组合茶高增。分品类来看，公司以乌龙茶（铁观音、武夷岩茶）为主力品类，红茶、组合茶为增长引擎，其他茶叶辅以补充。乌龙茶作为主力品类稳撑大盘，2024 年营收同增 1% 至 6.41 亿元，占比较 2019 年减少 8pct 至 34%，2019-2024 年 CAGR 为 11.73%；红茶业务迅速扩张，2024 年营收同增 24% 至 4.16 亿元，占比较 2019 年增长 6pct 至 22%，2019-2024 年 CAGR 达 24.07%；组合茶契合新兴消费需求，2024 年营收同增 30% 至 1.76 亿元，占比已达 9%，2022-2024 年 CAGR 达 37.03%。6 月 30 日起，公司推出新品浓香铁观音及武夷岩茶大红袍，截至招股书最后实际可行日期总销量已达 154.66 吨，

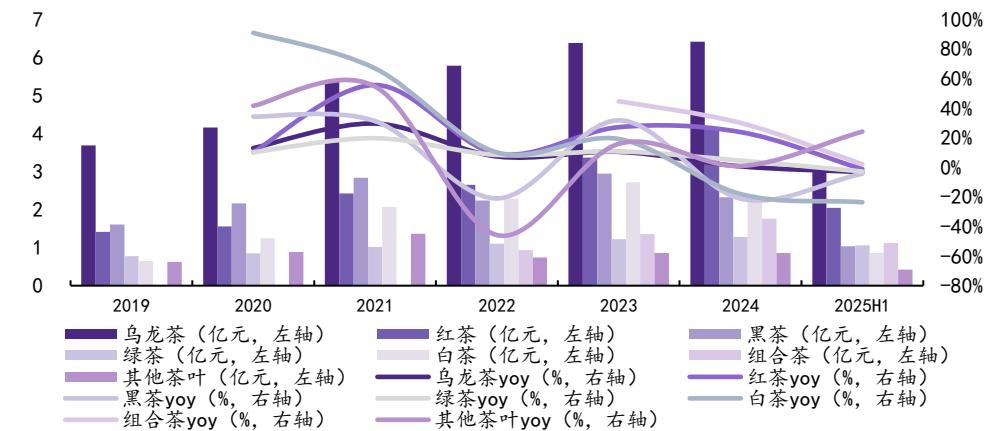
全年来看有望为公司贡献可观增量。

图表 7：公司茶叶分品类结构占比



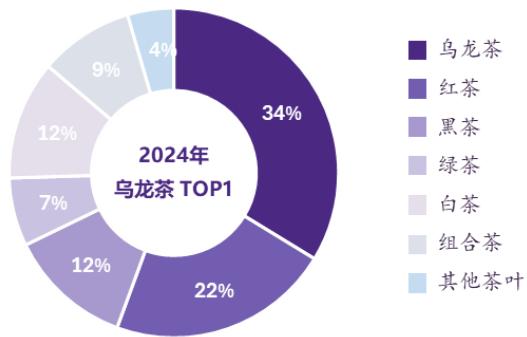
资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 8：公司茶叶分品类营收与增速



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

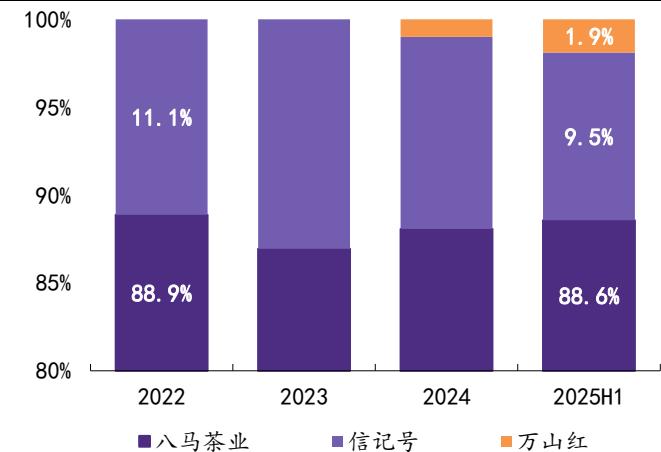
图表 9：2024 年公司茶叶分品类结构占比



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

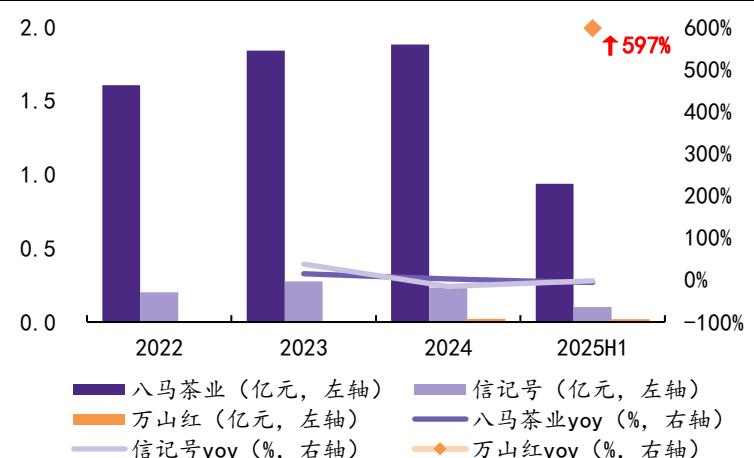
**八马为核心支柱，万山红培育放量。**分品牌来看，主品牌八马茶业营收占比近九成，2024 年营收同增 2% 至 1.88 亿元，2022-2024 年 CAGR 达 8.26%；高端普洱子品牌信记号占比约一成，2024 年营收在高基数下同减 16% 至 0.23 亿元，2022-2024 年 CAGR 为 7.68%；2024 年全新推出的万山红契合市场消费需求，培育起量，2025H1 实现营收 0.02 亿元，已接近去年全年收入水平，结构占比达 1.90%。

图表 10：公司茶叶分品牌结构占比



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

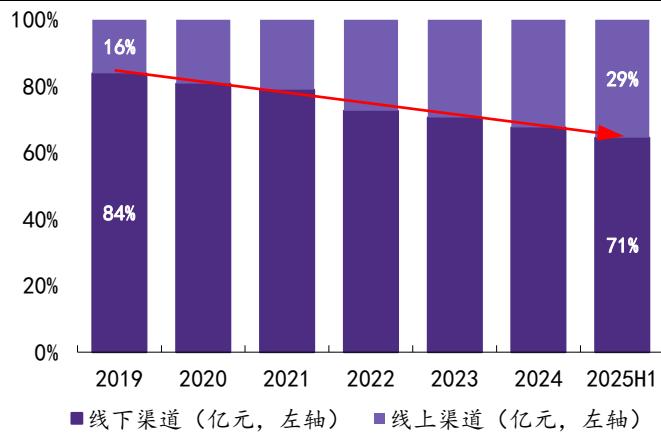
图表 11：公司茶叶分品牌营收与增速



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

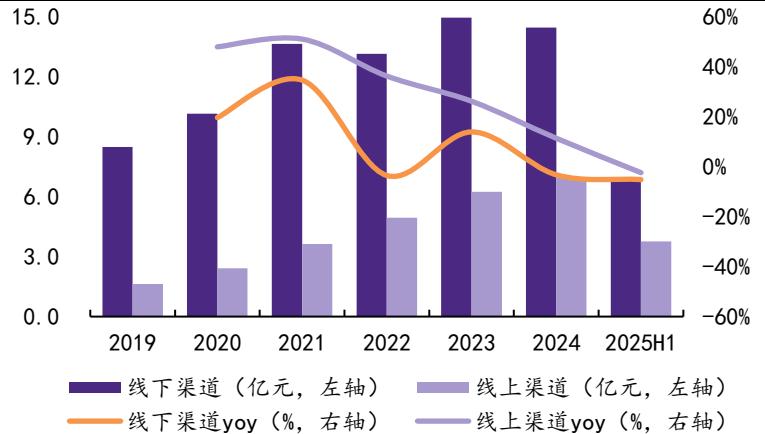
**线下仍为主要渠道，线上业务迅速拓展。**分渠道来看，公司实施全渠道布局策略，线下门店依旧为茶消费主要场景，贡献超七成收入，线上渠道迅速拓展，已覆盖中国所有主流电商。受消费者网购习惯迁移影响，2024 年线下/线上渠道收入分别同比-3%/+11%至 14.44/6.93 亿元，2019–2024 年 CAGR 分别为 11.24%/33.59%，2025H1 占比较 2019 年分别变动-13pct/+13pct 至 71%/29%。2025 年双 11 期间，公司实现连续 2 年蝉联天猫与京东两大头部平台茶类目销售额第一，连续 11 年霸榜天猫乌龙茶类目第一，斩获红茶、铁观音、大红袍、陈皮柑普四大茶类目第一的佳绩，展现较强的产品力与渠道运营能力。截至最后实际可行日期，公司在在线渠道账户粉丝总数超 4000 万人，会员总数超 2600 万人。

图表 12：公司分渠道结构占比



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 13：公司分渠道营收与增速

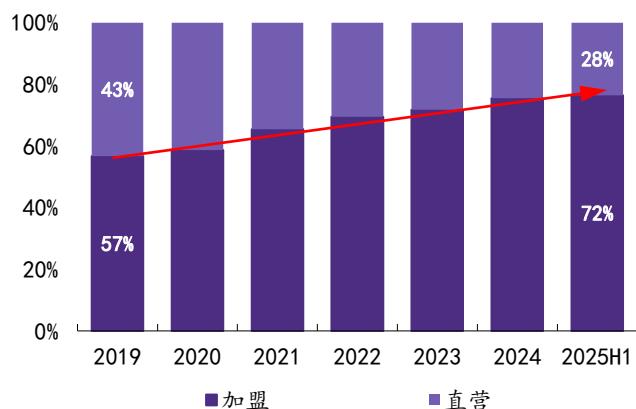


资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

**加盟体系持续扩张，门店升级加速推进。**公司线下门店以加盟模式为主，直营店受消费者向线上渠道迁移影响经营承压；2024 年加盟/直营收入分别同比+2%/-16% 至 10.90/3.54 亿元，2019–2024 年 CAGR 分别为 17.81%/-0.75%，2025H1 占比较 2019 年分别

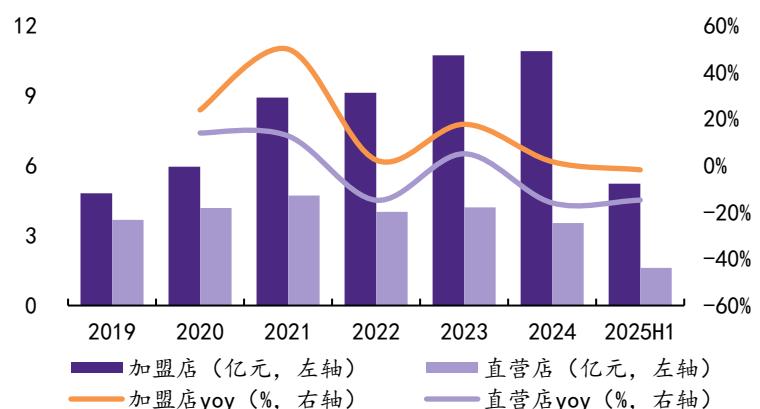
变动+15pct/-15pct 至 72%/28%。公司积极推进门店店型改造升级，新店型扩充茶饮包厢服务空间，在升级品牌形象、优化消费体验的同时开辟服务收入来源，随着门店调改推进，线下渠道收入有望稳步修复并贡献增量。

图表 14：公司以加盟店销售为主



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

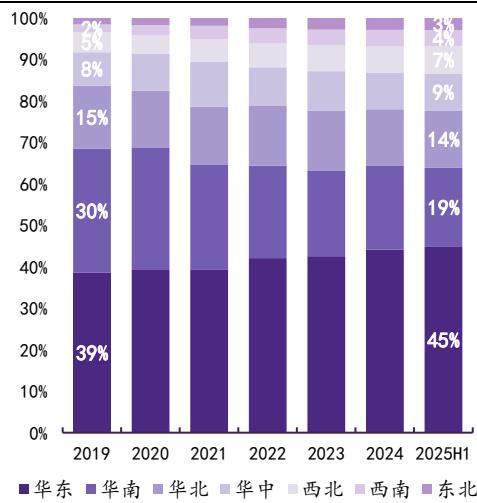
图表 15：公司直营店与加盟店营收与增速



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

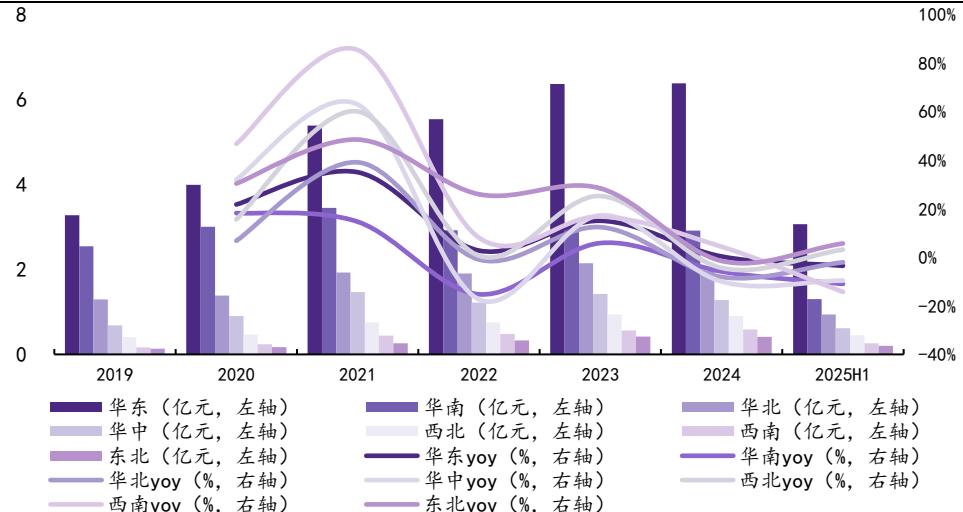
**华东区域贡献近半，外围市场迅速拓展。**公司业务覆盖全国，以华东地区为主，华南、华北次之，大体与区域饮茶习惯、经济发展水平及人口规模相符。华东作为主力区域占比持续提升，2024 年营收同比持平为 6.38 亿元，占比提升 6pct 至 44%，2019–2024 年 CAGR 为 14.27%；华南饮茶习惯与茶叶品牌多元，市场竞争激烈，2024 年营收同减 6% 至 2.91 亿元，2019–2024 年 CAGR 为 2.72%，占比由 2019 年的 30% 缩减至 2024 年的 20%；西北/西南/东北地区近年来发展迅速，2019–2024 年 CAGR 分别达 17.36%/29.04%/25.23%，目前体量仍较小，未来空间广阔。

图表 16：公司分区域结构占比



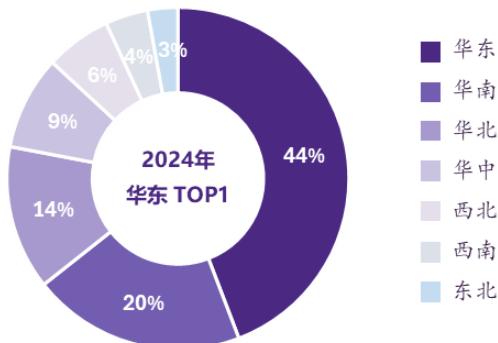
资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 17：公司分区域营收与增速



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 18：2024 年公司分区域结构占比

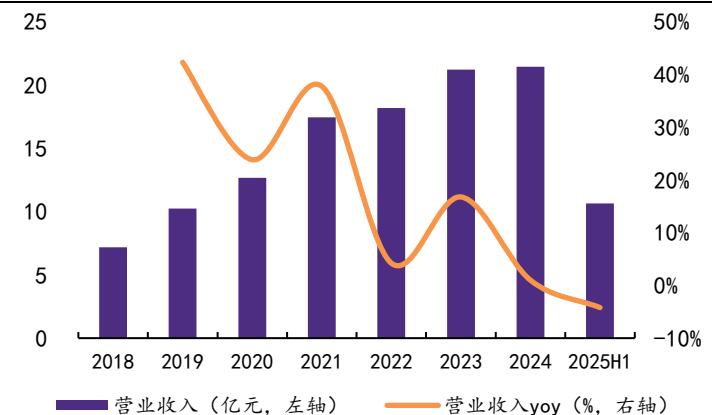


资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

## 1.4、财务分析：业绩整体保持稳健，盈利能力持续提升

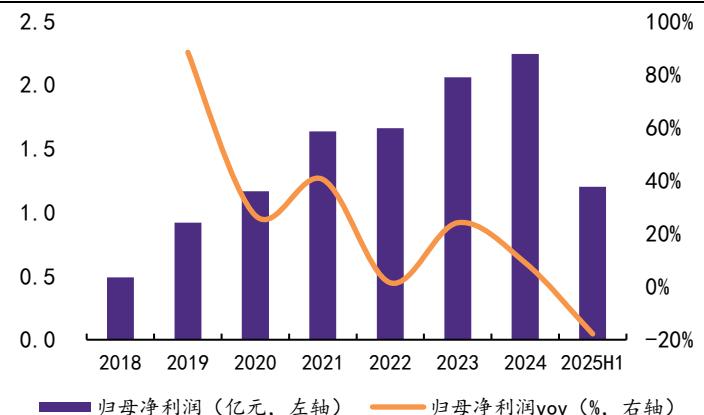
**营收整体保持稳健，上市开支挤压利润。**营收端来看，公司营收总体保持稳健增长，2019–2024 年 CAGR 达 19.98%，2025H1 受线下直营门店减少影响同减 4%至 10.63 亿元，下半年随着门店优化进展显化，全年营收压力有望逐步缓解。**利润端来看**，公司归母净利润持续跑赢收入，2024 年同增 9%至 2.24 亿元，2019–2024 年 CAGR 达 28.93%，2025H1 受专业服务费及上市费用影响同减 18%至 1.20 亿元，预计全年同比略有下滑，但不具持续性。

图表 19：公司营收规模与增速



资料来源：WIND，公司招股书，华鑫证券研究

图表 20：公司归母净利润规模与增速

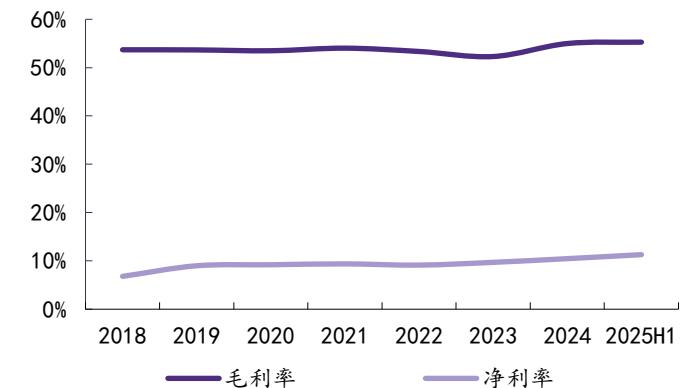


资料来源：WIND，公司招股书，华鑫证券研究

**盈利能力持续提升，规模效应消化费率。**净利率端来看，公司 2025H1 毛利率/净利润

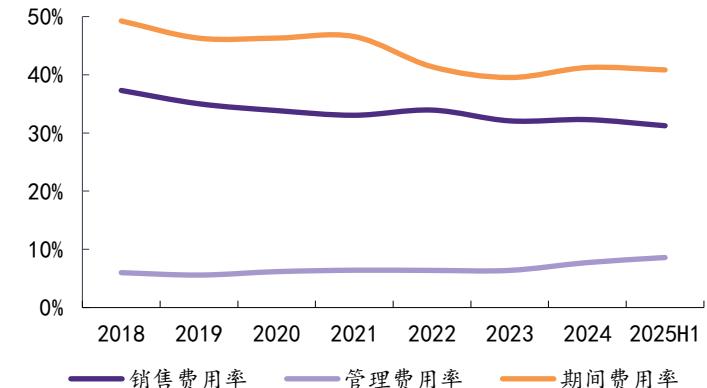
率较 2018 年分别增长 2pct/4pct 至 55.27%/11.29%，主要系产品结构优化与供应链管理降本增效所致。费用率方面，2025H1 销售费用率较 2018 年减少 6pct 至 31.24%，主要系规模效应摊销费用，叠加渠道优化降本增效所致；管理费用率较 2018 年增加 3pct 至 8.60%，主要系专业服务费及上市费用影响所致；整体期间费用率较 2018 年减少 8pct 至 40.83%。

图表 21：公司毛净利率



资料来源：WIND，公司招股书，华鑫证券研究

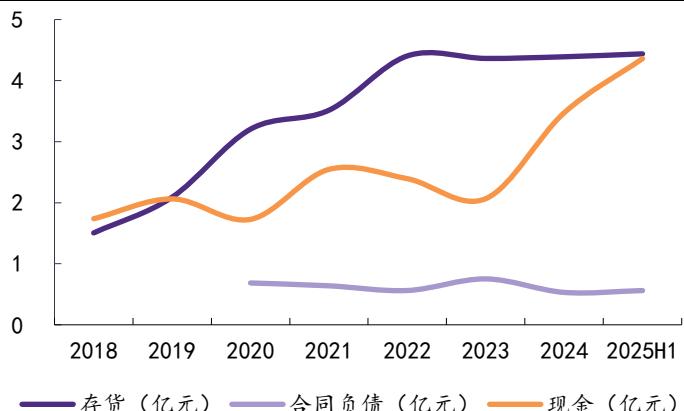
图表 22：公司销售/管理/研发费用率



资料来源：WIND，公司招股书，华鑫证券研究

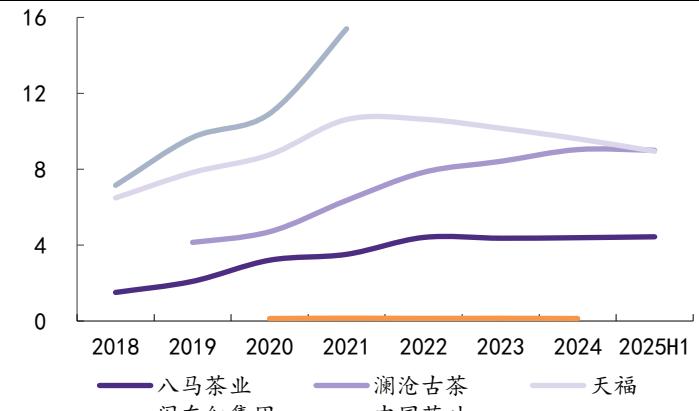
**存货显著优于同业，现金充裕经营稳健。**公司库存压力显著低于行业水平，展现较强品牌力与渠道力；合同负债稳定，资金储备充裕，具备较强的短期偿债能力与抗风险能力，整体经营稳健。

图表 23：公司存货与合同负债



资料来源：WIND，公司招股书，华鑫证券研究

图表 24：可比公司存货 (亿元)



资料来源：WIND，公司招股书，华鑫证券研究

## 2、茶业产业链分散，品牌化为必经之路

### 2.1、发展现状：中国茶历史悠久，高端茶增速高于大盘

中国茶有千年发展历史，除以普洱茶为代表的部分品类陈化后具备金融属性外，其他品类仍以饮用为主要场景。中国是世界上最早发现与利用茶的国家，迄今大约有四五千年历史，茶叶在我国历经生吃药用、熟吃当菜、烹煮饮用、冲泡品饮四个阶段，随散茶兴起后茶类逐步异化，明代后茶叶品类由仅有绿茶分化发展出其他茶类。现行最通用的分类方式为按照发酵程度将茶划分为：绿茶、白茶、黄茶、乌龙茶、红茶、黑茶六类，按顺序发酵程度由低至高，其中部分发酵程度较高的品类（比如普洱茶）由于具备陈化价值而存在金融属性，其他大部分品类仍以饮用为主要场景。

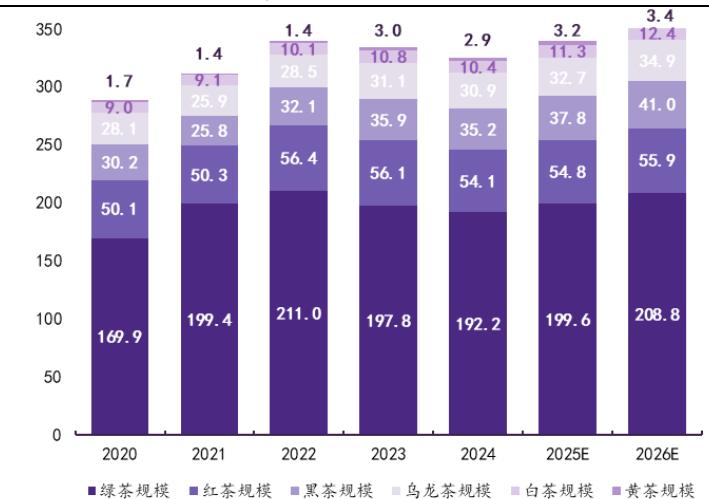
图表 25：中国茶叶分类型以及生产技术、风味介绍

茶叶类型	发酵度	生产技术	口味	代表性茶类及产地
绿茶	0%-10%	茶叶的主要子类别。采摘后的新鲜茶叶经过萎凋、杀青、揉捻、干燥等工序，保持酶活性并去除水分。	其口味清新，带有轻微的甜味及轻微的苦味。 绿茶的味道通常以其清新、鲜爽和甜味而闻名。	西湖龙井—浙江杭州 碧螺春—江苏苏州 太平猴魁—安徽太平 毛尖—河南信阳 安吉白茶—浙江安吉 黄山毛峰—安徽黄山 白毫银针—福建福鼎 寿眉—福建福鼎 大白茶—云南景谷 白牡丹—福建松溪 贡眉—福建建阳
白茶	5%-15%	白茶是由展开的、未氧化的茶树幼芽制成的，其加工工艺简单自然，不炒不揉不杀青，只经过萎凋和干燥。	其口味清淡、细腻且优雅，带有轻微的甜味及花香。 白茶的风味以甘、淡、回味长为特征。	蒙顶黄芽—四川雅安 霍山黄芽—安徽霍山 君山银针—湖南岳阳 平阳黄汤—浙江平阳
黄茶	10%-25%	属于轻微发酵茶，其制作工艺跟绿茶相似，但多一道闷黄工序，使茶叶在湿热作用下进行非酶性的自动氧化，形成黄色。	其呈柔软、浓郁的口感和温和的甜味，具有独特的黄茶香气。 黄茶的风味特点是甘、软、香气独特。	铁观音—福建安溪 武夷岩茶—福建武夷山 凤凰单枞—广东潮安 肉桂—福建武夷山 大红袍—福建武夷山 祁门红茶—安徽祁门 正山小种—福建武夷山 金骏眉—福建武夷山 滇红—云南临沧
乌龙茶	20%-70%	六大茶类中的唯一半发酵茶，其加工工艺较为复杂，涉及萎凋、凉青、做青、杀青、揉捻和干燥等环节，具有一定的技术壁垒。	其味介于绿茶的清新与红茶的醇香之间。 乌龙茶的风味被认为香气浓郁、口感清新、果味清淡且回味快。	普洱茶—云南普洱 雅安藏茶—四川雅安 六堡茶—广西梧州 赤壁青砖茶—湖北赤壁 安化黑茶—湖南安化
红茶	70%-95%	红茶经过四道工序充分发酵：萎凋、揉捻、发酵及干燥。红茶的风味取决于茶树的种类、采摘的茶叶质量和加工质量。	其口感圆润而浓郁，带有果香或花香，有时带有明显的甜味。 红茶的味道醇厚甘甜，回味悠长。	
黑茶	80%-98%	后发酵茶，渥堆是黑茶独特的制作工艺。将揉捻后的茶叶堆积成一定厚度，通过微生物的作用进行发酵。渥堆的时间、温度和湿度等因素都会影响茶叶的质量和口感。	其味道浓郁，带有陈年和泥土的香气。 黑茶的风味醇厚，有陈年香气和回味悠长，有时带有甜味。	

资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

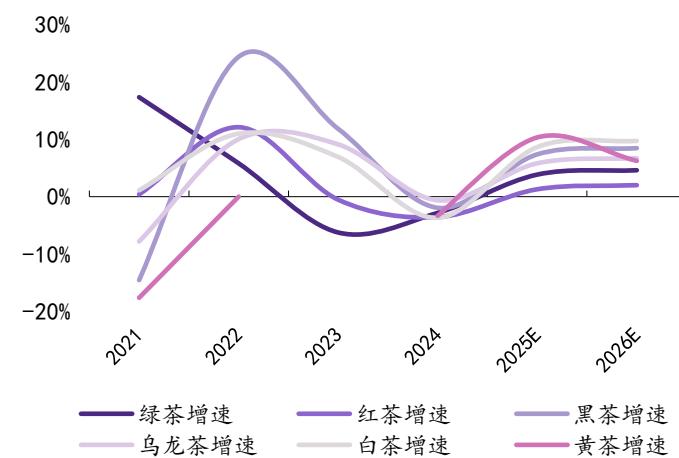
2024 年中国茶叶市场规模为 3258 亿元，未来 5 年 CAGR 为 5%。分类型来看，2024 年乌龙茶/红茶/黑茶/白茶/绿茶/黄茶市场规模分别为 309/541/352/104/1922/29 亿元，其中绿茶在我国种植面积最大、消费人群广泛，因此在六大品类中规模占比最高（2024 年占比 59%），黑茶增速较快主要系极端天气推升原材料与劳工成本，叠加其在独特的投资属性与定价敏感性下（陈年产品价格较高），价格更易受供需错位影响而大幅提升所致，后续随着市场成熟化，预计增速逐步回归合理区间。2022 年以来疫情封控对主要茶叶品类生产及分销造成负面影响，行业规模略有下滑，根据弗若斯特沙利文数据，随着销售节奏企稳，预计 2024-2029 年行业规模以 5% 的 CAGR 稳步增长至 4078 亿元，毛茶（指仅经过初加工处理的粗制茶叶）收购价格稳定在 100 元/公斤上下。

图表 26：各类型茶叶市场规模（十亿元）



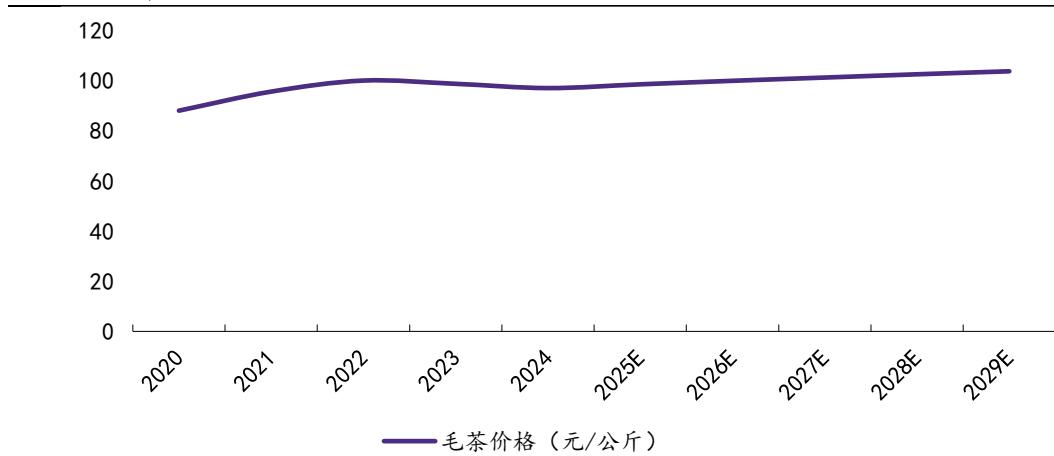
资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 27：各类型茶叶市场规模增速



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 28：中国毛茶价格



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

茶叶最终价值定位上，除了上游种植端质量与稀缺性之外，后期加工、发酵工艺与包装环节亦有明显加成。根据茶叶市场价格可划分为高端、中端、大众三个类别，2024 年市

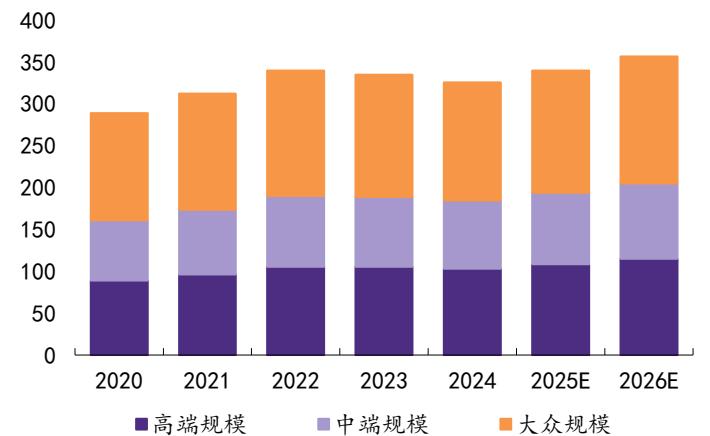
场规模分别为 1031/814/1412 亿元，消费场景顺次为送礼、社交以及日常饮用。从成本结构分析，除茶叶本身特性外，后续加工流程、发酵工艺、包装精致度均在成本端有不同程度的加成效果，致使最终定价呈现差异化；从成品呈现角度分析，茶叶一般通过“滋味、香气、汤色、外形”几个因子来进行质量评判。其中高端茶叶品牌通常具有较高的客户忠诚度。目前消费者对于高质茶叶的需求逐年提升，根据弗若斯特沙利文数据，预计高端茶叶市场规模 2024-2029 年将以 5.6% 的 CAGR 增长至 1353 亿元，复合增速高于行业大盘。

图表 29：中国茶叶分类型以及生产技术、风味介绍

类别	价格范围	描述
高端	>700 元/公斤	高端茶叶产品通常采用稀有或珍贵的茶叶原材料，运用精湛工艺、多重生产工序或技术进行生产，对茶叶原材料产地和采摘要求设有严格标准。 高端茶产品主要以商务人士及其他具有较强购买力的消费者为消费目标对象。
中端	300-700 元/公斤	中端茶产品在质量与价格之间取得平衡。 其受喜欢口味复杂且价格不贵的爱茶人士青睐。 中端茶叶品牌通常通过强调独特的口味或产地来使自己与众不同。
大众	<300 元/公斤	大众消费市场茶被广泛用于日常消费，其作为日常基本饮品而非社交品项。 大众茶的生产仅包括标准及基本流程，通常不提供任何名贵茶业。市场竞争激烈且进入壁垒相对较低。

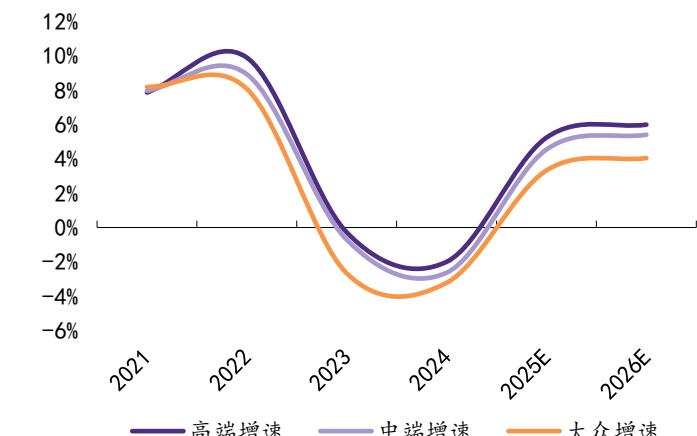
资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 30：各类型茶叶市场规模（十亿元）



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 31：各类型茶叶市场规模增速



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

## 2.2、发展痛点：行业产业链条长，仍处商业化进程初期

### 2.2.1 消费者端：喝茶存在显性和隐性成本，相关消费行为存在刚性需求

中国消费者选择喝茶除了源自于品味角度，更多来自于我国独特的文化底蕴。《预见中国茶》一书中将中国人喝茶归纳为三个核心价值：1) 悅悦价值，茶叶本身的色、香、味、形可以给人带来人体感官的愉悦感；2) 健康价值，从功能成分分析以及健康机理来说，喝茶可以具备一定程度的保健作用；3) 载体价值，我国儒家、佛家、道家三大主流文化均“以茶载道”，由中国传统文化出发，喝茶承载一定的人文诉求。

喝茶在具备价值的同时，也存在成本，包括显性成本与隐性成本。

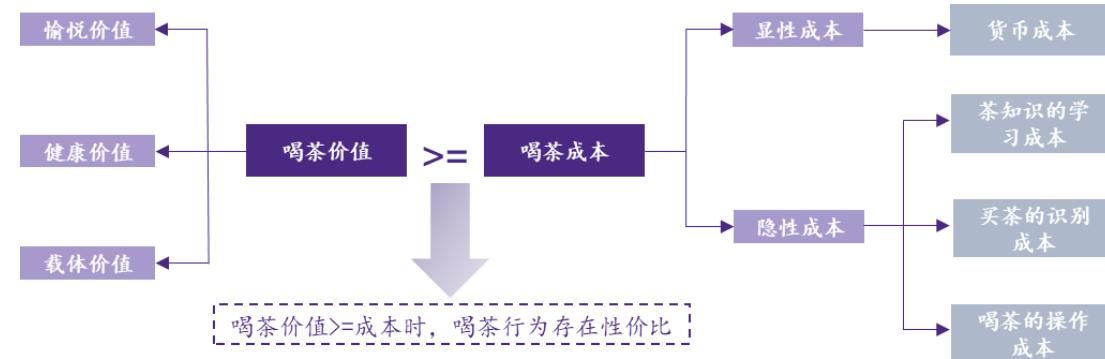
显性成本为货币成本，即花钱购买茶叶，但摊平来看成本并不高。以 1000 元/公斤的高端茶叶为例，假设每次取 4g 茶叶，折算一壶茶的直接成本也为 4 元，考虑多次续水，则一次高端茶叶饮用成本可低于普通瓶装饮料。

但在消费者主权时代，喝茶的隐性成本反而较高，包括：

- 学习成本，中国茶历史悠久、品类颇多，且每个小品类茶都在试图建立自己的知识、价值、品饮体系，让消费者心生敬畏；
- 识别成本，中国茶品牌还未建立起足够的消费者信任，消费者需要在弱品牌市场中建立自身的识别能力；
- 操作成本，茶叶在饮用时需要消费者进行后续泡茶操作，其中投茶量、水温、茶水比例、出汤时间、茶具清晰等一系列步骤具有一定操作门槛。

消费者选择饮用茶的逻辑则在于喝茶价值需大于或等于喝茶成本。因此茶企需要通过针对不同用户、场景采取差异化策略，来提升用户喝茶的综合价值，降低喝茶的综合成本。比如优化加工工艺提升产品价值感，通过机械化加工提升生产效率提升茶叶性价比，当喝茶价值大于成本时，需求则可被进一步培育。

图表 32：消费者饮茶逻辑



资料来源：《预见中国茶》，华鑫证券研究

喝茶不是刚性需求，但与喝茶相关的消费行为则存在客观刚性需求。

- 资深茶客对于每年新一季的春茶具备较强的采购意愿，甚至会在春茶阶段采购全年消耗量；
- 作为礼品的刚性需求，茶作为健康饮品是中国文化的绝佳载体，在品牌茶的市场中，礼品茶一直占据较高的比重；
- 接待场景的刚性需求，以茶待客是中国接待客人的传统礼仪；
- 基于茶的第三空间是刚性需求，品牌端可以在渠道侧建设茶室，提供饮茶的社交与商务场景。

这些刚性需求为茶叶需求端提供坚实的支撑。

### 2.2.2 供应链：原叶茶本质上是半成品，头部品牌多切入产业链中下游获取溢价

原叶茶品牌需要在规模化与文化属性中做权衡

原叶茶本质上是半成品，随着产品逐渐解决方案化，对于消费的场景与器具要求也随之降低。原叶茶只是半成品，消费者购买的茶叶产品只是干茶，需要经过一系列操作才能得到可以直接饮用的茶汤。再往下一步加工，部分品牌提供半解决方案化的产品，比如立顿茶包、胶囊咖啡 Nespresso，这类产品对于专业能力没有要求，但对于场景与器具具有一定要求。最后是完全解决方案化的产品，比如三得利、东方树叶等即饮产品，以及蜜雪冰城、茶百道等现制茶饮产品，该类产品对于场景与器具均无要求，属于快销品范围。

产品解决方案化的路径意味着更易释放规模，同时也代表产品背后的文化属性缺失，企业需要折中，且做差异化解决方案。从规模模型角度来看，由于产品越解决方案化，消耗速度越快，品牌做规模化越容易，而原叶茶对于处理的专业度要求高，且茶饼等产品消耗速度慢，因此品牌端做大品牌难度较高，比如半解决方案产品中跑出规模化品牌立顿，而原叶茶端仍处于弱品牌阶段。从文化模型角度来看，随着产品解决方案化，产品文化属性与仪式感逐渐变弱，而越往原叶茶方向走，仪式感与文化属性越明显。总体来看，产品规模化与文化属性走向是相反的，原叶茶想要提升规模的同时维持对于传统文化的承载功能，则需要应对不同的人群、场景提供不同的解决方案。

图表 33：原叶茶本质上是半成品



资料来源：公司招股书，艾媒咨询，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

### 原叶茶非标特性致使商业化进程慢，消费者信任成本高

原叶茶没有发展出品牌的原因在于碎片化与非标特性。从供给侧角度来看，茶叶过度依赖人工种植、采摘、炒制，且茶园地理结构、品种、工厂分布碎片化，致使其在产区源头就具有极强的非标属性，本质是初级农产品。从需求侧角度来看，茶叶品饮千茶千味，市面上能买到的茶产品，与各地大众需求偏好产生存在信息鸿沟。

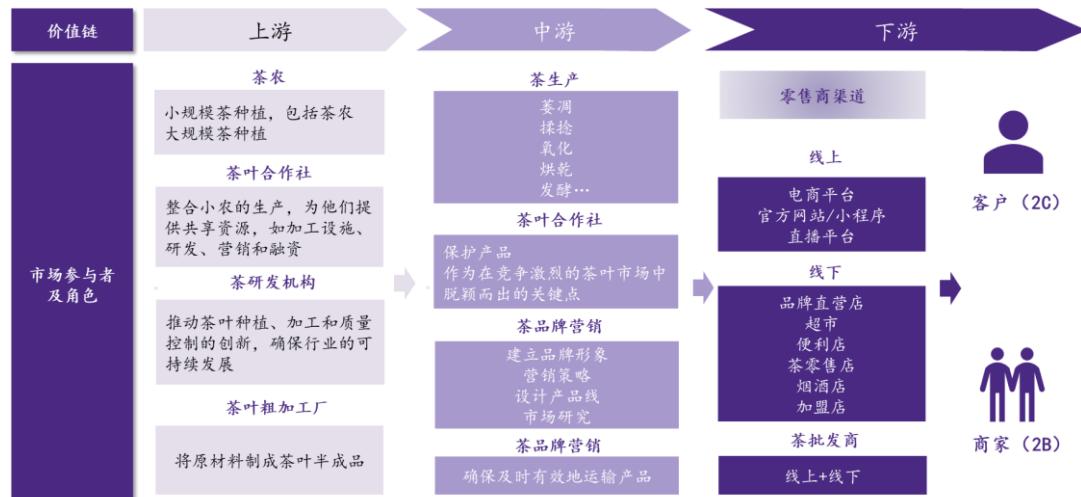
茶行业商业化进程短，弱品牌无法提供产品背书，致使消费者对于行业的信任成本高。市场上第一代茶品牌多是在改制时买下国营茶园或茶厂，从而有产地的供应与及以技艺传承，到 2025 年中国茶市场化进程只有 30 余年历史。对于工业化产品来说，规模性品牌可以通过品牌背书的形式构建消费者信任，而茶行业低标准化致使消费者端既无法构建统一的衡量标准，也无法通过品牌端识别产品质量，信任问题逐渐成为茶行业发展的门槛。

### 茶行业产业链长且上游价值链低，企业切入产业链中下游更优

中国茶产业链长且分散，企业全产业链布局并非最优选。中国茶产业全链条包括育种/栽培/采摘/初加工/精加工/品牌化/流通/零售，相较于其他行业产业链条更长，其中链条的每个环节各自有经营主体，各个经营主体规模小且互相之间交易存在成本，同时由于上游链条价值链低，所以对于茶企来说全产业链布局并不是好的商业模式，既增加了资金与管理成本，又降低了各环节的专业化与规模化能力。因此企业的最优解在于选择部分环节并扁平化流程。

我国头部茶企多切入产业链中下游以获得高附加值，上下游议价权均较高。从企业端的切入角度来看，上游包括种植型、初加工型茶企，中游包括精加工茶企，下游可分为品牌型、渠道型茶企（代表企业包括八马、天福）。其中中下游为我国头部茶企的主要切入环节，一方面由于上游茶农种植端个体体量有限，下游规模化采购订单议价权高，可保证成本端稳定；另一方面在品牌培育消费者心智成熟后，可获取一定的终端溢价能力。

图表 34：中国茶产业链



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

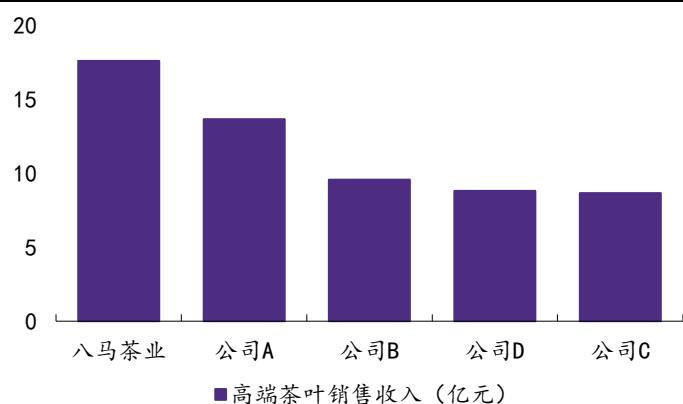
请阅读最后一页重要免责声明

## 2.3、未来展望：品牌化为必要路径，茶室承接空间需求

**品牌化是茶企解决用户信任，实现规模扩张的必要路径。**从行业终局来看，品牌化是经营必经之路，不论是产品品牌还是渠道品牌，品牌既为消费者解决茶行业信息差，提供了一个稳定、标准的确定性方案，也是构建用户信任和长期价值的基本载体。

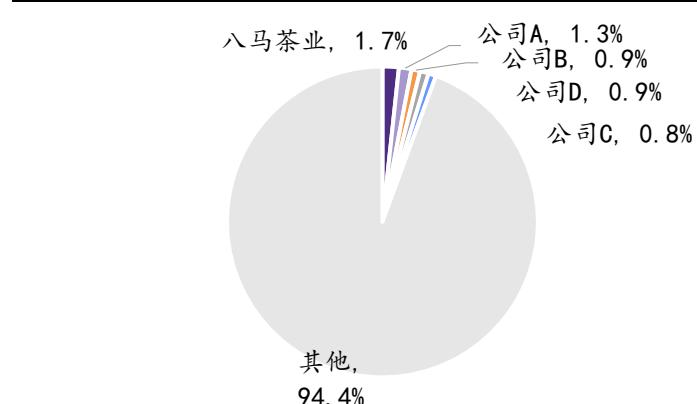
**企业价格定位可以向上或向下突破价格，高端茶叶市场仍处于高度分散状态。**在价格定位上，向上或向下突破价格都是好的战略。向下突破价格需要做到成本效率最优，比如立顿通过建设茶厂、茶叶拼配等工业化步骤实现产品标准化，构建竞争壁垒；向上突破价格就需要强化品牌效应，构建专业化渠道。我国高端茶叶市场处于高度分散状态，2024年前五大参与者合计市占率5.6%，其中八马茶业2024年销售收入17.6亿元，市占率1.7%排名第一。目前来看，中国茶出现大品牌还需要时间，但企业可以对碎片化进行整合，切入渠道端做大流通，最终实现规模扩张。

图表 35：公司高端茶叶销售第一



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 36：公司高端茶市占第一



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

线下为茶叶主要销售渠道，高端茶头部品牌多选择自建渠道（连锁店）。体验是茶叶交付的重要环节，中长期来看线下渠道将依然是销售主要渠道，根据弗若斯特沙利文数据，2024年中国高端茶线上/线下规模56/975亿元，预计2024-2029年CAGR分别为3.6%/5.7%，且线下渠道中，传统经销商渠道占据主导地位，2022年中国茶叶市场经销商渠道规模占比73%。不同价格带的茶叶对于渠道的定位也会有差异，中低端产品一般比较匹配公共渠道，以便利性为主，而高端茶叶依赖线下客户体验，强调人际互动、全面的产品展示、品茗以及沉浸式空间体验，因此头部品牌多通过自建渠道（比如连锁店、茶室）等形式把握高粘性的商务圈层需求。

图表 37：中高端品牌部分线下渠道类型

商超礼品零售店	茶叶街边店	新式茶空间	新式茶饮茶空间 / 新中式茶馆	烟酒茶店
<p><b>模式：</b>零售+极致效率  <b>选址：</b>商场内  <b>用户：</b>依托商场人流，2C 用户属性  <b>案例：</b>小罐茶、竹叶青等商场内礼品零售店</p>	<p><b>模式：</b>零售+私域  <b>选址：</b>街边，高档写字楼/高端社区周边街道  <b>用户：</b>私域、复购型  <b>案例：</b>天福、八马等</p>	<p><b>模式：</b>零售+体验+私域  <b>选址：</b>街边，高档写字楼/高端社区周边街道  <b>用户：</b>私域、复购型  <b>案例：</b>小罐茶馆</p>	<p><b>模式：</b>餐饮+零售  <b>选址：</b>购物中心/商业综合体周边  <b>用户：</b>依托商场人流，2C 用户属性  <b>案例：</b>tea'stone、白大师新式茶饮店</p>	<p><b>模式：</b>集合零售+私域  <b>选址：</b>街边  <b>用户：</b>私域、复购型</p>

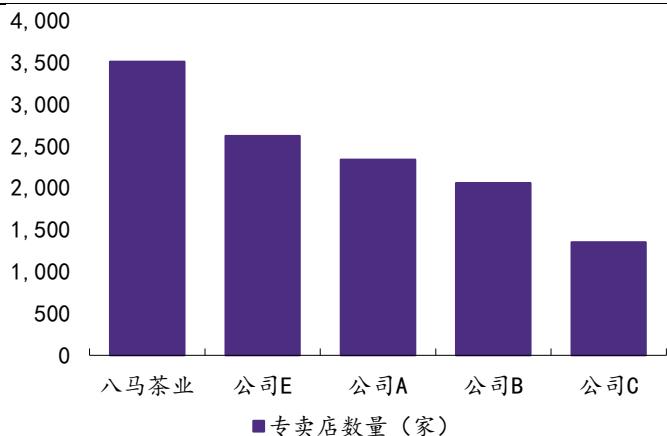
“零售+体验”的新式茶空间，本质上是传统高端茶馆或传统茶叶店零售业态的再升级，而非渠道底层逻辑结构性的改变；核心是在保持高端茶品牌线下核心目标客群一致的前提下，提供更好的服务体验。

资料来源：茶门CHAMEN，华鑫证券研究

**八马茶业连锁门店规模领跑市场，后续拓展茶室空间。**以八马、天福为代表的头部茶企以开店为主要模式，直接链接终端消费者，2024年八马茶业以3504家专卖店的规模领跑行业，位居第一，主要店型以陈列产品为主。近年来八马茶业尝试拓展门店功能，新划分茶室区域，带有包间的新增店型除原有的产品收入外，增加了空间收入，进一步提升店效。

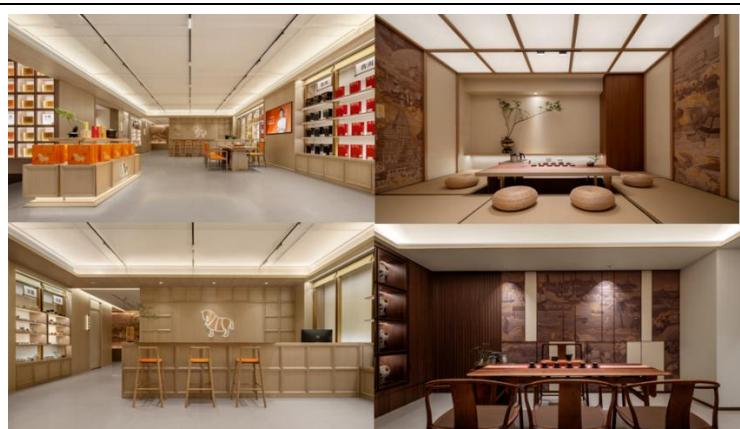
**空间需求客观存在且持续提升，连锁品牌运营茶室模式具备多重优势。**其实现代消费者对于“第三空间的需求”在持续增长，但传统茶室由于品牌化率低、抗风险能力差、装修风格传统等因素，经营受到诸多挑战，并未很好的承接日益增长的空间需求，消费者转而求诸于酒吧、咖啡馆等场所。而以八马为代表的连锁品牌切入茶室经营，可凭借产品质量背书解决茶室获客难题，且部分高端商务洽谈、正式会谈需求无法被酒吧、咖啡馆等偏社交类场景满足，天然适合茶室场景，连锁品牌通过现代化装修风格与规范化经营有望持续转化市场需求。

图表 38：2024 年中国茶业连锁专卖店前五名企业



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 39：八马茶业店型布局



资料来源：八马茶业+，华鑫证券研究

### 3、三大飞轮联动拓市，千城万店稳步推进

#### 3.1、品牌端：商政礼赠定位高端，盛世茶叙全域推广

**核心定位商政礼赠，打造中国高端茶领导品牌。**公司以“商政礼节茶”为核心定位，锚定商务人士与高净值客群，坚守“品质好茶”单焦点，以“大礼不言·焕新向真”传递低调奢华调性，打造中国高端茶领导品牌。

- **品牌体系：**核心品牌“八马”覆盖全品类高端茶，贡献主要营收，子品牌“信记号”聚焦高端年份普洱，“万山红”主攻年轻消费群体，三大品牌通过“高端守局，年轻破圈”实现全域覆盖。2010年，“八马”品牌被认定为“中国驰名商标”，2024年起子品牌“信记号”被商务部、文化和旅游部、国家市场监管局、国家知识产权局以及国家文物局认定为“中华老字号”。
- **品牌战略：**以三百年非遗技艺与全产业链品质管控为根基，通过“直营树标杆+加盟扩规模”双轮驱动，推进“千城万店”布局；以“盛世茶叙”IP强化文化营销，联动国际会议背书提升品牌影响力；兼顾产品创新与数字化赋能，同时拓展国际化业务，实现“让中国茶走向世界”的品牌使命。

2025年11月16日，在国际品牌科学院发布的《世界茶叶品牌评价榜单》中，八马茶业以961分的综合评分位列全球企业品牌第二、中国第一；11月26日，更一举荣膺“2025中国茶企业品牌TOP50”第一名，同时斩获“2025外国人喜爱的中国茶品牌”奖项。

图表40：世界茶叶企业品牌榜

排名	国家	企业名称	得分
1	英国	立顿茶与饮品公司	964
2	中国	八马茶业股份有限公司	961
3	中国	中国茶叶股份有限公司	957
4	中国	天福（开曼）控股有限公司	950
5	日本	伊藤园株式会社	946
6	中国	云南大益茶业集团有限公司	941
7	中国	信阳市文新茶业集团有限公司	939
8	中国	武夷星茶业有限公司	932

资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 41：2025 中国茶企业品牌 TOP50 榜单

排名	企业名称	品牌名称	品牌价值（亿元）
1	八马茶业股份有限公司	八马茶业	120.12
2	中国茶叶股份有限公司	中茶	119.31
3	华祥苑茶叶股份有限公司	华祥苑	70.52
4	天福（开曼）控股有限公司	天福	66.41
5	四川省峨眉山竹叶青茶业有限公司	竹叶青	64.34
6	浙江华茗园茶叶有限公司	华茗园	63.08
7	福建品品香茶业有限公司	品品香	61.53
8	北京张一元茶叶有限责任集团	张一元	55.12
9	湖南省茶叶集团股份有限公司	湖南省茶业集团	54.23
10	北京吴裕泰茶业股份有限公司	吴裕泰	51.36

资料来源：公司官网，华鑫证券研究

**中国茶传播信使，文化破圈世界共享。**公司已连续 13 年获评农业产业化国家重点龙头企业，连续 4 届获评“中国茶（叶）行业标志性品牌”，连续 9 年入选“中国品牌价值 500 强”，2024 年品牌价值达 313.59 亿元。此外，公司亦曾多次登上国际舞台，助力大国茶叙外交：2017 年厦门金砖会晤、2018 年中印领导人东湖茶叙、2019 年中法领导人豫园茶叙、2025 年上合天津峰会；连续三年四次受邀亮相联合国：2023 年受邀亮相联合国，2023-2025 年连续三年受邀出席联合国粮农组织国际茶日庆祝大会。截至目前，公司已举办超 100 场高端中国茶全球品鉴会，足迹遍布 31 个国家、81 座城市，款待 192 国宾客。

图表 42：公司代表中国茶服务重要国际活动



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

**盛世茶叙声量显赫，线上线下全域推广。**公司通过线上矩阵传播与线下沉浸式活动的

请阅读最后一页重要免责声明

全域联动，以“盛世茶叙”为核心事件，构建覆盖媒体、达人、门店的多层次传播体系，推动品牌声量与市场销量双增长。2025年中秋营销总曝光近30亿，全渠道总销售额近10亿元，线上、线下全域增长，电商多平台第一，美团、大众点评等本地七大平台第一；推动中国茶从“非遗技艺”走向“社交资产”，打造“以场景激活消费”的行业新范式。

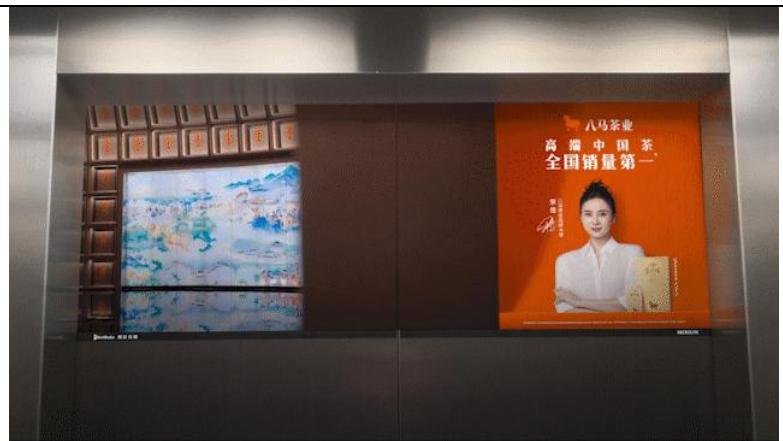
- **线上传播：**8月27日，“八马茶叙2025·中秋特辑”栏目上线，公司董事长王文礼先生与品牌代言人、三大名茶首席品鉴官宋佳女士以茶为媒，展开关于“时间与坚持”的对话，栏目上线24小时阅读量突破1.1亿，#八马茶业#、#八马茶业三大名茶#、#八马茶业品牌代言人宋佳#等相关话题总曝光破亿，八马茶业微信指数同比上涨63.76%。此外，微博、抖音、小红书等多平台矩阵发力，全平台多次话题登榜、登顶美团大众点评等本地七大平台。
- **线下传播：**线下同步全面铺开，以“三大名茶”为核心视觉元素，打造“千屏矩阵”覆盖全国超50座城市，通过核心商圈户外大屏、高铁机场、高速高炮、分众梯媒等高曝光媒体资源，集中呈现“三大名茶全国销量第一”，精准覆盖商务人群生活圈。同时全国3700家连锁店同步开展主题陈列与品鉴活动，将线上声量有效转化为线下到店体验，实现从认知建立到消费转化的全链路闭环，进一步推升品牌声量，强化高端心智。

图表43：“八马茶叙2025·中秋特辑”栏目



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表44：公司线下梯影大屏投放



资料来源：梯影传媒，华鑫证券研究

### 3.2、渠道端：四维联动协同扩张，千城万店焕新升级

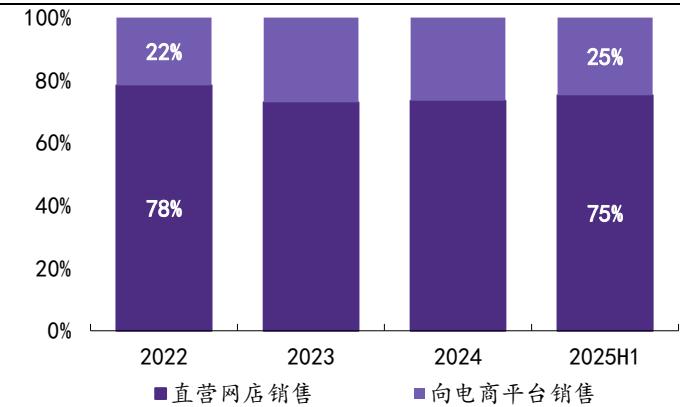
**直营加盟协同拓市，线上线下全域覆盖。**在渠道端，公司通过直营门店树立服务标杆，确保品牌调性统一；加盟体系快速扩张，实现全国范围渠道下沉；线上全域覆盖，成为首批实现主流电商与本地生活平台全覆盖的茶企，持续扩大品牌声势；线下茶文化体验/社交空间扩充，打造“城市会客厅”，以场景撬动消费。

**线上：**直营店为主，多平台发力。2011年，随着电子商务的兴起，公司率先通过外包

请阅读最后一页重要免责声明

的方式切入，经过阶段性试错，重整组织架构，自建团队操盘电商业务，就此快速打开线上渠道，成为国内首批开展数字化销售的茶企之一。目前，公司已在京东、天猫、抖音、拼多多等平台建立线上销售网络，并同步运营微信小程序商城，其八马乌龙茶产品获“天猫双十一乌龙茶类目十连冠（2015-2024 年）”与“京东茶类目中国茶第一（2023-2024 年）”。截至最后实际可行日期，公司线上渠道粉丝量已超 4000 万人，会员数量超 2600 万人。

图表 45：公司线上渠道以直营网店铺销售为主



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 46：公司天猫旗舰店



资料来源：天猫，华鑫证券研究

**线下：直营树标杆，加盟扩规模。**在高度分散、夫妻店林立的传统茶业市场，公司凭借“直营+加盟”连锁专卖店体系，成功实现规模化扩张，构建渠道壁垒。截至最后实际可行日期，公司在全国拥有 3730 家线下门店，其中加盟/直营门店分别为 235/3495 家，覆盖中国大陆全部省份，茶叶连锁专卖店数量位居全国第一。

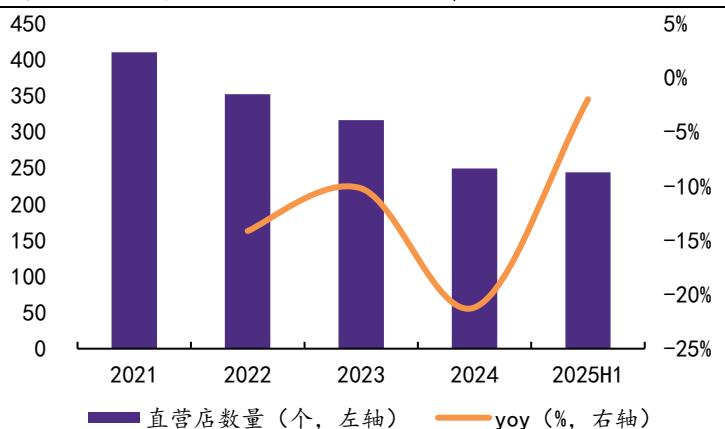
**直营：高端形象窗口，单店创收稳增。**公司线下直营门店包含独立门店与联营门店两种模式，主要位于核心商圈与人流密集交汇枢纽，增强品牌曝光并进一步夯实高端中国茶品牌认知。2023 年起公司持续优化线下直营网点，关停汰换低效门店，2024 年公司线下直营店较年初减少 67 家至 249 家，2025H1 较年初仅减少 5 家，减幅环比 2024 年显著收窄，门店出清接近尾声；随着单店质量不断提升，直营门店平均创收稳步增长，2024 年同增 7% 至 142 万元，2021-2024 年 CAGR 达 7%。

图表 47：公司线下直营店分类

	独立门店	联营门店
图例		
选址	位于商业中心及交通枢纽，店面装修设计极具吸引力	位于商场及超市，能触达商场与超市的大量客流
对方	业主	商场或超市
协议	租赁协议，通常为三年或以上	合作经营协议，通常为一年或以上
租金	包括 1) 相关租赁协议规定的固定租金；或 2) 门店每月收入的一定百分比。	通常基于门店每月收入一定百分比厘定。
押金	可能需向业主支付押金，协议终止后可退还	可能需向商场或超市支付押金，协议终止后可退还
费用	可能需支付门店运营产生的维护费、水电费等费用	可能需支付门店运营产生的维护费、水电费等费用

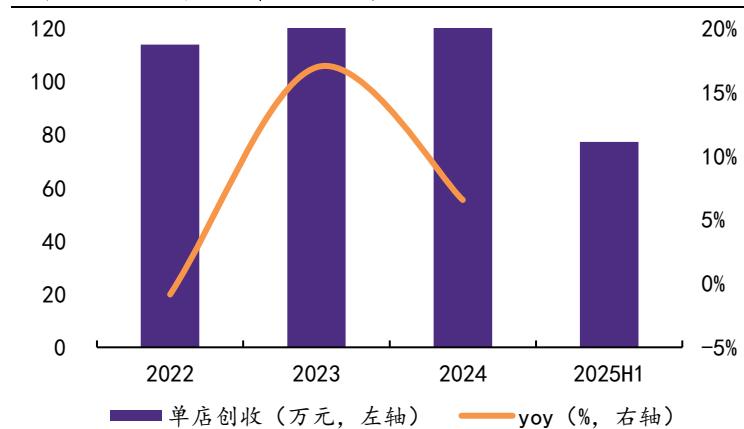
资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 48：公司直营店数量减幅显著收窄



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究（注：2025H1 直营店数量 YOY 为环比 2024 全年数据）

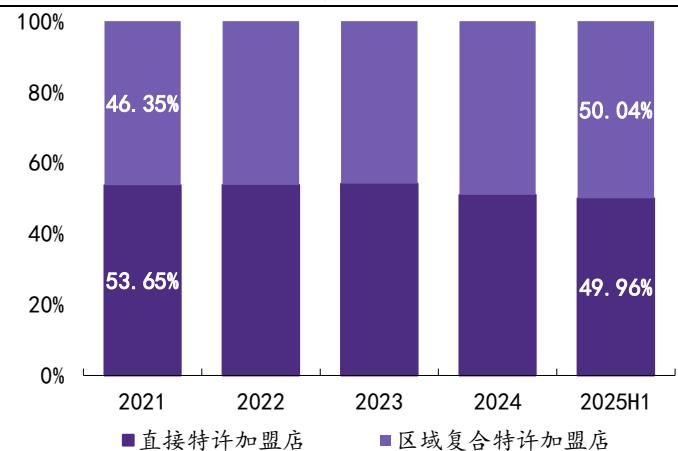
图表 49：公司直营单店创收持续增长



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

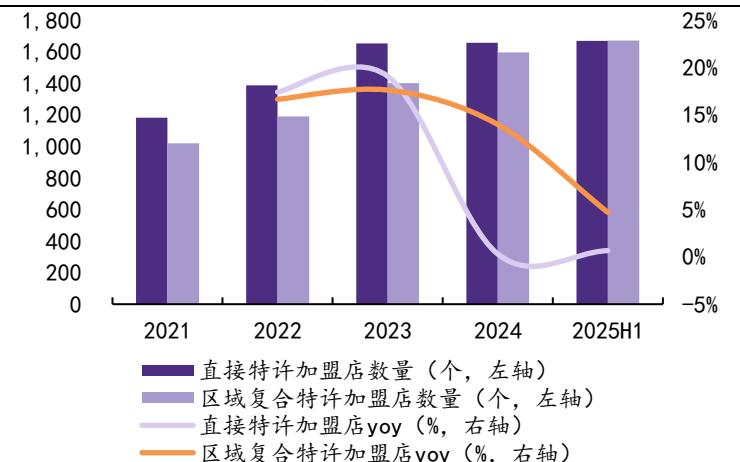
**加盟：扩张拓市增长引擎，渠道下沉填补空白。**公司加盟门店是业绩增长的核心动力（2025H1 营收贡献达 72%），主要以轻资产扩张快速渗透全国市场，重点布局三四线城市，填补直营覆盖空白，形成高端形象+大众覆盖的立体渠道网络。公司加盟模式包含直接特许加盟与区域复合特许加盟，后者有权将特许经营权再次授予次级加盟商，该模式可大幅提升市场渗透与渠道下沉效率，是千城万店战略的有力支撑。2025H1 公司区域复合特许加盟店数量首次超越直接特许加盟店，较年初净增 75 家至 1672 家。

图表 50：公司区域复合特许加盟店占比提升



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

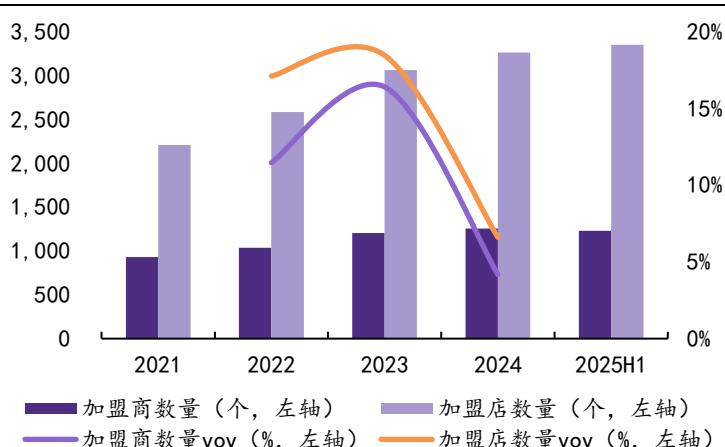
图表 51：公司区域复合特许加盟店数量反超直接特许加盟店



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究（注：2025H1门店数量YOY为环比2024全年数据）

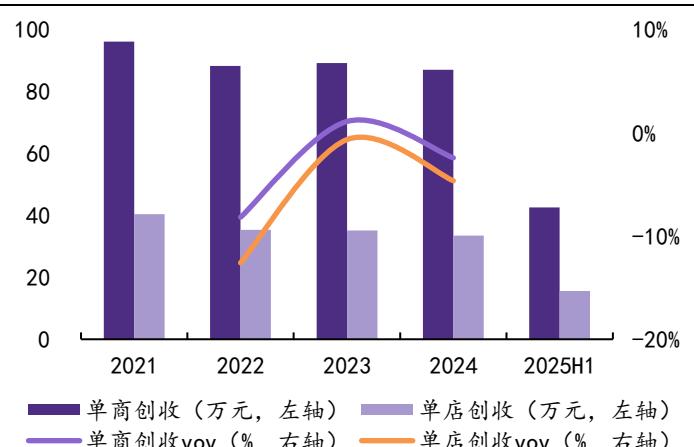
**加盟体系持续扩张，单商创收略有承压。**2021-2024 年公司加盟商/店持续快速增长，2024 年加盟商/店数量分别同增 4%/7% 至 1252/3255 个，而随着门店加密与线上消费迁移，线下单商/单店创收略有承压，2024 年分别同减 2%/5% 至 87.08/33.49 万元。截至 2025 年 6 月 30 日，公司单店终端平均年销售额超 200 万的加盟商数量从 2022 年的 80 家增至 2024 年的 116 家；合作三年以上的加盟商达 778 家，占加盟商总数比例为 63.4%。侧面验证公司茶叶品牌产品市场认可度。

图表 52：公司加盟商/店数量与增速



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 53：公司单商/店创收规模与增速



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

**千城万店加速推进，茶空间服务打开增量。**公司加速推进千城万店战略落地，计划未来三年内新增 1500 家门店，打造覆盖全国各城市的茶叶连锁网络，若门店拓展计划如期完成，以 2024 年门店总数为基础、店均创收水平计算，公司 2027 年对应营收超 30 亿元，较当前营收仍有 9.17 亿元增长空间。此外，公司积极推动门店换新升级，推出茶包厢服务，满足商务社交需求，在开拓新兴收入增量的同时带动产品销售提升，待门店升级调改全面完成，预计有望形成公司第二增长曲线。

请阅读最后一页重要免责声明

图表 54：八马茶业·茶室茶室定价

The screenshot displays five different tea room packages offered by Bama Tea:

- 「2-4人」中式雅致·商务新范式茶室包间**: Includes white tea, red tea, 2-4 people. Price: ¥186 (3.7折) ¥502.神券已减12 共省316. 抢购.
- 「5-6人」会知己·好友聚会·社交茶空间**: Includes white tea, red tea, 5-6 people. Price: ¥350 (3.6折) ¥984. 神券已减18 共省634. 抢购.
- 「放松驿站」得闲喝茶·1人大堂茶套餐**: Includes three types of tea, 1 person. Price: ¥14 (1.5折) ¥98. 神券已减5 共省84. 抢购.
- 【任选500产品】送2小时包厢**: 6 large tea categories. Price: ¥482 (6.4折) ¥758. 神券已减18 共省276. 1小时前有人购买. 抢购.
- 「2-4人」外景窗·高颜值城市会客厅·商务茶馆**: Includes red tea,岩茶, 2-4 people. Price: ¥244 (4.1折) ¥598. 神券已减14 共省354. 抢购.
- 【任选1000产品·鼎红金骏眉】送2小时包厢**: 6 large tea categories. Price: ¥982 (7.7折) ¥1288. 神券已减18 共省306. 2小时前有人购买. 抢购.

资料来源：大众点评，华鑫证券研究

图表 55：公司第八代门店形象（室外）



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 56：公司第八代门店形象（室内）



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

### 3.3、产品端：聚焦打造明星单品，以价换量修复需求

**六大茗茶全面覆盖，产品矩阵多元丰富。**公司产品矩阵呈现明星产品引领+基础产品托底+限量精品拔高的格局。其中，“赛珍珠”铁观音、“牛一”武夷岩茶、“鼎红”红茶等核心单品瞄准商政礼赠场景，成功领跑细分市场，成为销量支柱；“小珍珠”铁观音、“马到成功”大红袍及万山红等通过高性价比吸引大众消费者；班章、冰岛茶王地系列定位超高端藏品级，限量精品树立品牌形象。

图表 57：公司产品矩阵

八马茶业							
铁观音				武夷岩茶			
图片							
产品系列	赛珍珠系列11111	小珍珠系列	铁韵系列1号	小清新系列	牛一系列 12800大红袍	岩苟系列 5000大红袍	马说系列 3000大红袍
建议零售价(人民币)	1600元/盒/75克	150元/盒/250克	600元/盒/192克	150元/盒/240克	1280元/盒/51克	500元/盒/60克	1000元/盒/170克
红茶				绿茶			
图片							
产品系列	鼎红10000 金骏眉/正山小种	鼎红10000 滇红	东湖之光系列 利川红	马到成功系列 安徽祁红/广东英红	历炼系列 西湖龙井/ 洞庭山碧螺春	狮峰山系列 西湖龙井	东湖之光系列 恩施玉露
建议零售价(人民币)	1000元/盒/64克	1000元/盒/60克	2880元/盒/100克	500元/盒/168克	6000元/罐/100克	3000元/罐/100克	2880元/罐/100克
白茶					其他茶叶		
图片							
产品系列	冰凉感老白茶系列	殿藏系列	一路连升系列	紫金白兰系列	福系列	圆罐黄茶	六福临门 茶礼组合装
建议零售价(人民币)	2380元/盒/10克	9800元/提/(300克x5饼)	800元/盒/40克	880元/盒/240克	360元/盒/357克	49元/盒/50克	398元/盒/248克
茶具					茶食及其他产品		
图片							
产品系列	东湖之光 十八大茶具组	非遗名家 景德镇手绘青花杯	钛晶系列 随身烟茶杯	茗侶系列 煮茶壶	福鼎白茶+智慧泡茶杯	十全十美什锦礼盒 茶香坚果果干	八马纯茶乌龙茶 0糖纯茶饮料
建议零售价(人民币)	2980元/盒	2980元/个	1299元/个	399元/个	598元/套	198元/盒/1000克	84元/盒/12瓶
信记号 (普洱茶)				万山红			
图片							
产品系列	班章系列 老班章茶王地	冰岛系列 冰岛老寨茶王地	年份普洱生茶系列 班章10年尊享装	动物限量系列 大象班章单饼	经典系列 金骏眉	真香系列 茉莉红茶	养生茶系列 素颜女神茶
建议零售价(人民币)	29999元/盒/357克	28888元/盒/357克	1000元/盒/64克	3600元/饼/357克	98元/罐/100克	139元/罐/120克	198元/盒/105克

资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

**单焦点多定位，打造细分大单品。**公司以品质好茶为核心，落实单焦点多定位战略，成功打造“赛珍珠”、“牛一”、“鼎红”三大明星单品，共同成就八马三大名茶销量第一的行业地位，覆盖个人品鉴、商务馈赠与收藏增值等差异化需求。以赛珍珠系列为例，作为八马茶业倾力打造的浓香型铁观音差异化产品，赛珍珠依托王氏家族赓续三百年技艺传承，以8道工序、24定律匠制，初上专柜便创下迅速售罄记录，至今已连续15年全国热销，“赛珍珠现象”作为茶商业成功典型案例被广为研究。

图表 58：公司核心大单品系列

	赛珍珠系列·乌龙茶(铁观音)	牛一系列·乌龙茶(武夷岩茶)	鼎红系列·红茶
图例			
价格规格	赛珍珠1000/2000/3000: 1000-3400元/斤 赛珍珠5800: 约6900元/斤 赛珍珠11111: 约10000元/斤	牛一12800悦享版: 约1.2万元/斤 牛一58888殿藏版: 约5.9万元/斤	鼎红1000/1500/3000: 1000-3000元/斤 鼎红10000: 8000-10000元/斤 鼎红6800: 约28000元/斤
名称由来	因茶叶颗粒紧结如珍珠，在水中舒展时如“珍珠落玉盘”而得名	“牛”代表顶级品质，意为“千万挑一，牛茶云集，千岩竟一”	“鼎”为我国古代立国重器，象征尊贵、显赫，代表八马红茶的“扛鼎之作”
原料产地	精选福建安溪核心产区红心歪尾铁观音树种，一芽两叶特级原料	源自武夷山“三坑两涧”核心产区(牛栏坑)，日均光照不足4h，岩壁渗水形成特殊微域气候	源自武夷山桐木关核心产区(世界红茶发源地)
独特三香	• 观: 干茶砂绿乌润, 茶汤金黄明亮 • 闻: 果味甜香、炒米香、兰花香 • 品: 兰香馥郁, 七泡仍有余香	• 观: 干茶油润带宝色, 茶汤橙黄清澈 • 闻: 烧火香、花果香明显 • 品: 水蜜桃香明显, 蜜甜花香, 韵香回味	• 观: 干茶乌褐油润金毫显, 茶汤琥珀金色带金圈 • 闻: 花香、果蜜香、薄荷甜香 • 品: 顺滑醇柔, 清甜回甘
市场地位	浓香型铁观音标杆，“浓香王者”，连续14年全国销量第一	“斗出来的好茶”，武夷岩茶代表，连续5年全国销量第一	高端红茶扛鼎之作，3D萃香工艺代表，连续4年全国销量第一

资料来源：八马茶业微商城，华鑫证券研究

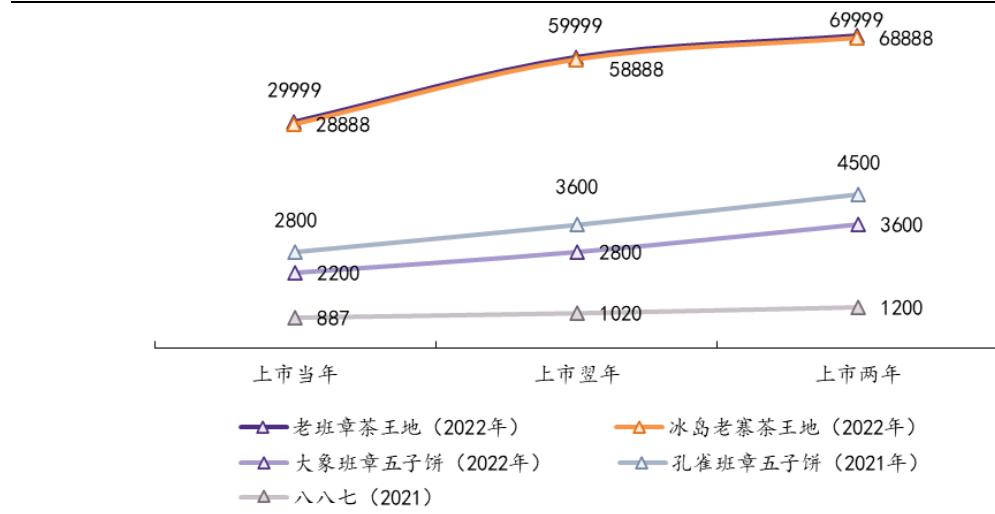
**王地普洱品质稀缺，藏品价值持续攀升。**公司信记号子品牌专注提供五年以上的陈年普洱茶，主打时间价值与品质稀缺性，其中八八七系列由普洱茶界泰斗级制茶大师余正才先生研发督造，5+2配方秘制而得；老班章、冰岛老寨茶王地系列均源自云南班章、冰岛黄金产区，其价值随年份积淀大幅升维，2年涨幅高达133%/138%。

图表 59：公司高端普洱系列

	八八七	班章	冰岛
图例			
价格规格	2019年版: 约2300元/斤 2020年版: 约2100元/斤 2021年版: 约1900元/斤	黑冠10-30年: 7800-125000元/斤 老班章茶王地2022-2025: 43000-112000元/斤	超柔5年(熟茶): 约1000元/斤 龙蛋2020-2022版(熟茶): 2860-3250元/斤 如意2021版(熟茶): 约1570元/斤 冰岛五寨茶树王2024版: 约125000元/斤
原料产地	精选云南五大茶区(大勐宋、小勐宋、易武、布朗山、南糯山)2016-2018年早春乔木茶等，采用5+2配方(五大产区+两种神秘配方)	源自北纬21°云南西双版纳布朗山老班章茶王地，海拔1600米以上古茶树，与茶王、茶后一脉相承(距离3-80米)	源自北纬23°云南临沧勐库冰岛五寨(地界、南迫、糯伍、坝歪、冰岛老寨)黄金产茶带，海拔1500米以上云雾山区
产品特色	原料配方由拥有60年制茶经验的普洱茶泰斗级大师余正才老先生研发督造。 • 干茶: 饼形圆整, 肥壮显毫 • 茶汤: 黄明透亮, 香气高扬 • 品味: 花蜜甜香, 柔和细腻, 甘甜生津	• 干茶: 乌褐油润, 金毫显露 • 香气: 烟韵悠长, 木质香醇 • 茶汤: 黄橙透亮, 丝滑饱满 • 滋味: 绵甜生津, 喉韵持久	• 老寨: 独特的冰糖韵、回味无穷 • 南迫: 香气好、野韵足、茶气强 • 地界: 香气饱满、茶气足 • 坝歪: 甜苦交织, 动态刺激感强 • 糯伍: 甜润、茶汤细腻、顺滑

资料来源：八马茶业微商城，华鑫证券研究

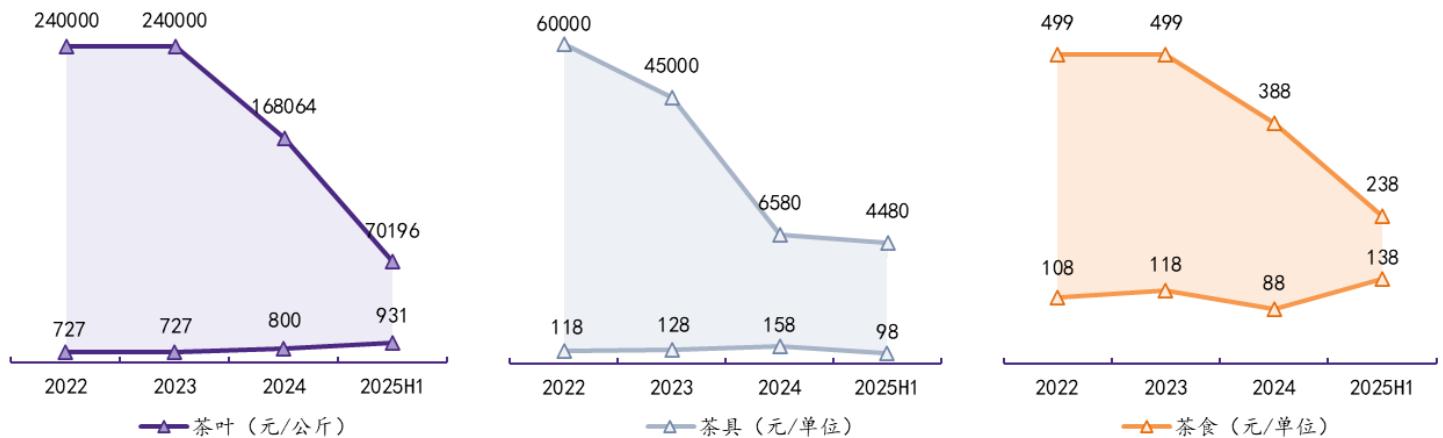
图表 60：公司普洱茶价格升值情况



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

**定位高端价格带，需求疲软以价换量。**公司通过不同品牌品质阶梯布局价格带，茶叶每公斤从百元至数万元不止，其中千元带高端产品居多。近年因需求疲软与消费习惯变化，公司产品价格带有明显下移与收拢。

图表 61：公司产品建议零售价范围

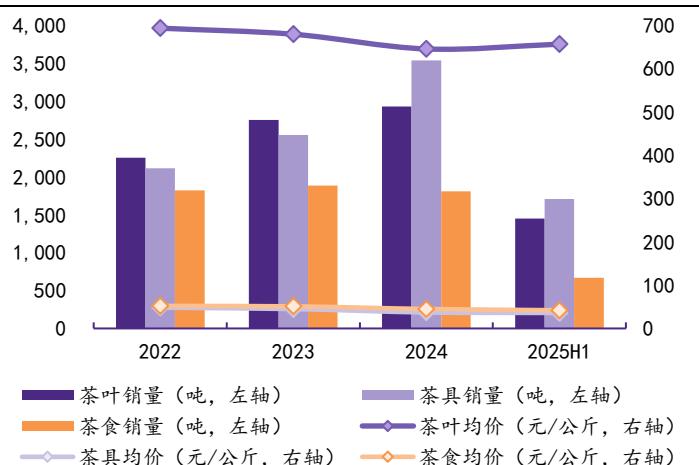


资料来源：公司招股书，华鑫证券研究（注：2025H1因超7万元/公斤的茶叶产品销售额大幅减少，故此价格带未包含该类产品）

- 分产品量价来看，公司茶叶整体呈量升价跌态势，2024 年销量/均价分别同比+6%/-5%至 2930.40 吨/657 元，2025H1 均价受高端产品销售占比提升影响环比 2024 全年修复 2% 至 667 元；茶具量增超越价跌，2024 年销量/均价分别同比+39%/-18%，2022-2024 年 CAGR 分别为+29.39%/-12.20%，市场需求依旧稳定；茶食量价齐跌，2024 年销量/均价分别同减-4%/-12%，2025H1 销量为 668.90 吨，推测全年销量承压。
- 分品牌量价来看，八马 2024 年以价换量，销量/均价分别同比+8%/-4% 至 2584.34 吨/643 元，而 2025H1 均价环比 2024 全年修复 4% 至 667 元，销量保持相对稳定，

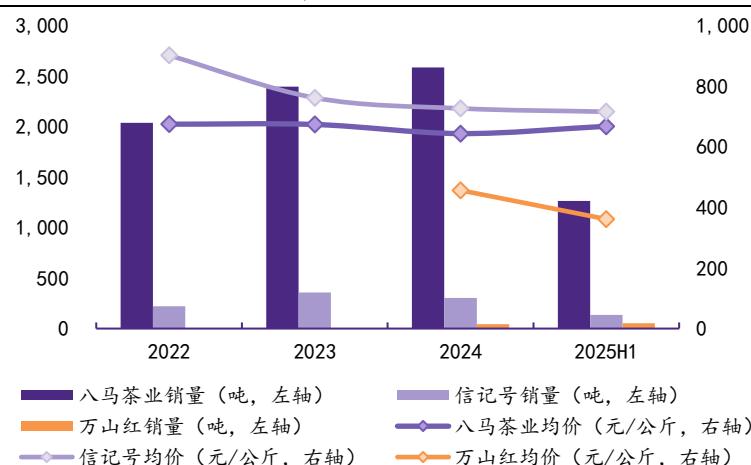
公司聚焦高端产品推广策略成效已现；信记号 2024 年受高端需求疲软影响，量价齐跌，销量/均价分别同比-16%/-5%；万山红作为 2024 年全新年轻化品牌，尚处于市场培育与品牌推广阶段，2025H1 受线下直营店减少影响同样采取以价换量策略，均价环比 2024 全年大幅下调 21%，销量超越去年全年水平。

图表 62：公司分产品销量与均价



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 63：公司茶叶分品牌销量与均价



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

### 3.4、供应链：黄金产区全链管控，产能扩张稳步推进

公司以首创“黄金产区、传统技艺、名家之作”三大选品标准和“安全、对口、正宗、稳定”四大好茶标准，构建起从茶园到茶杯的全链路品质管控体系，形成独特的选品竞争力。

➤ **黄金产区：选品严苛，扫码溯源。**公司以“一方水土养一方好茶”的理念为指导，从经政府机关认可获得地理标志商标的茶叶原产地采购原料及成品，在中国布局多个核心黄金产区，包括乌龙茶原产地核心产区福建安溪及武夷山、西湖龙井核心产区浙江省龙井村狮峰山，并独家垄断云南班章村老班章茶王树及云南冰岛村冰岛五寨茶王树采摘权。公司建立一盒一码防伪溯源体系，每盒产品的信息实时上传至国家标识解析平台，消费者扫码即可验证真伪、追溯源头，既保障消费者权益，也实现渠道标准化管理。

截至最后实际可行日期，公司已连续 12 年成为安溪茶企纳税第一、连续 5 年武夷山茶企纳税第一、2021-2025 年连续 5 年采购班章村老班章茶王树以及 2020-2025 年连续 6 年采购冰岛村冰岛五寨茶王树。

图表 64：老班章茶王树、茶皇后



资料来源：说茶SHOWCHA，华鑫证券研究

图表 65：冰岛茶树王



资料来源：说茶SHOWCHA，华鑫证券研究

➤ **传统技艺：非遗传承，标准引领。**公司将 300 年制茶传承技艺凝练成铁观音八道工艺与二十四定律，打造浓香经典非遗茗茶；牛一岩茶精选茶王赛级别优质原料，由非遗技艺大师亲自掌舵，通过精准焙火充分发挥武夷丹霞地貌赋予的“岩骨花香”；鼎红红茶采用 3D 萃香技术，通过精准控制温度、湿度与时间，最大化激发红茶甘醇芬芳。截至目前，公司已累计主导或参与制定超 25 项国家、行业及地方标准，获 FSSC22000、ISO9001 等国际认证，是全国茶叶标准化技术委员会委员单位、福建省产业标准化技术委员会委员单位等。

图表 66：公司工艺流程



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

➤ **名家之作：大家监制，品质保障。**公司拥有一支茶界顶尖技术团队，由董事长、铁观音第十三代传人、国家非遗传承人王文礼先生领衔，其中 18 名核心成员平均从业经验超 20 年，团队包括 2 名中国茶叶流通协会认定的“制茶大师”、3 名制茶高级工程师、13 名国家一级评茶师及 3 名国家一级茶叶加工技师，掌握绿茶炒青、白茶晾晒、岩茶焙火等六大茶类的核心技艺。2019 年，公司创立首席质量官模式，董事长王文礼先生亲任首席质量官，构建“一体（茶产业协作体）、三车间（茶园、加工、茶店）、五保障（人才赋能、科技赋能、体系赋能、供应商质量赋能、供应链数字化赋能）”的独特质量管理模式，该模式实行以来，产品历年国家质量监督抽查中合格率为 100%。

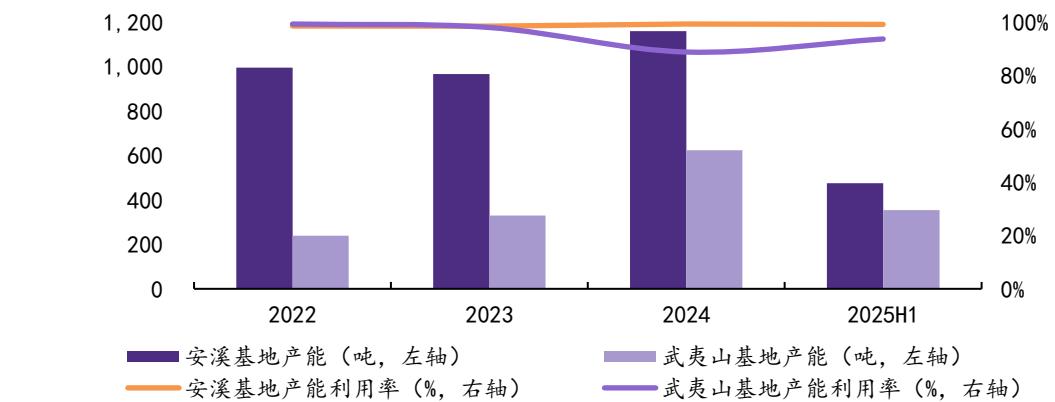
图表 67：公司掌握核心制茶技艺



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

**两大基地已近满产，产能扩充稳步推进。**公司目前于福建省安溪县及武夷山市分别拥有两座超级工厂，2024 年安溪/武夷山生产基地产能分别同增 120%/18% 至 1159.5/623.4 吨，2025H1 产能利用率进一步增至 99.1%/93.7%，均已接近满产。未来 3-5 年内，公司计划在全国主要茶叶核心产区投建多座集智能化、数字化、信息化于一体的茶叶加工工厂，升级扩充现有安溪、武夷山基地生产设施以大幅提升乌龙茶、红茶、白茶产能；并计划在云南新建高品质普洱茶产线，在浙江新建高品质绿茶产线。

图表 68：公司两大生产基地产能及利用率



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

➤ **安溪工厂：**系公司首个生产基地，占地 10 万平米，主要进行铁观音及组合茶的精制加工。经数次升级扩充，基地目前配备第六代铁观音智能化精致生产线，可自动化操作流程，包括除杂、色选、匀堆烘焙、金属探测。其光电过滤装置及滚筒匀堆装置可精准剔除异物，实现茶叶均匀拼配；柔性自动化生产模式减少人为接触原料频率及原料在生产环节间移动频率，大幅提高安全性、稳定性及效率。

图表 69：公司安溪超级工厂



资料来源：江苏省品牌学会，华鑫证券研究

图表 70：公司第六代智能化生产线



资料来源：安溪融媒，华鑫证券研究

➤ **武夷山工厂：**占地 6 万平米，主要负责武夷岩茶及红茶叶的精制。该产线由“全球首条智能化、数字化、信息化武夷茶精加工生产线”与“全球首条以柔性化工业设计将茶叶预处理到成品数字化技术集成生产线”两部分构成。全包装生产线可实现 24 小时不间断作业，日产精制原料 3.6 吨，包装日产 12000 盒、43.2 万泡，效率是传统生产线的 2 倍，能耗节省 30%，人工减少 40%，产品优质率亦实现进一步提升。

图表 71：公司武夷山智能化生态产业园



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 72：公司第七代智能化生产线



资料来源：深圳老字号，华鑫证券研究

**扩建节奏明确，产能翻倍提升。**本次IPO募资中的35%将专项用于生产基地扩建与新建，安溪、武夷山与云南工厂预计将于2025Q4动工，最晚于2028Q1竣工，预计投产后公司总产能将由2024年的1782.9吨提升至3866.9吨，增幅高达117%。

图表 73：公司产线扩建计划

生产基地	建设时间线	预期年产能（吨）	预期年产量（吨）	预期年利用率
安溪生产基地	预计2025Q4动工，2027Q2竣工	1661.5	1374.8	82.70%
武夷山生产基地	预计2025Q4动工，2028Q1竣工	1805.4	1270.9	70.40%
云南生产基地	预计2025Q4动工，2027末竣工	370-400	351.7	95.0-87.9%

资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

## 4、 盈利预测

预计 2025-2027 年 EPS 分别为 2.64/3.20/3.69 元，当前股价对应 PE 分别为 15/13/11 倍，维持“买入”投资评级。

图表 74：公司盈利预测

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2143.26	2220.51	2598.31	2911.53
YoY	0.99%	3.60%	17.01%	12.05%
净利润(百万元)	224.34	224.68	271.96	313.45
YoY	8.99%	0.15%	21.04%	15.26%
每股收益(元)	2.64	2.64	3.20	3.69
EBIT Margin	13.82%	13.33%	13.97%	14.37%
净资产收益率(ROE)	19.94%	16.64%	16.77%	16.20%
市盈率(PE)	15.29	15.27	12.61	10.94
EV/EBITDA	10.08	10.85	9.57	8.63

资料来源：华鑫证券研究

## 5、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险;
- 2) 市场竞争加剧风险;
- 3) 渠道拓展不及预期;
- 4) 新品推广不及预期。

## 公司盈利预测 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	347	623	920	1229	营业收入	2143	2221	2598	2912
应收账款	193	200	235	263	营业成本	965	1004	1166	1302
存货	439	520	581	660	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	6	6	7	8	销售费用	692	704	825	926
<b>流动资产合计</b>	<b>1076</b>	<b>1456</b>	<b>1886</b>	<b>2273</b>	管理费用	190	216	244	265
固定资产	449	471	489	503	财务费用	10	3	4	2
无形资产及其他	202	171	139	108	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	67	67	67	67	资产减值及公允价值变动				
长期股权投资	7	10	10	11	其他收入	14	15	13	13
<b>资产总计</b>	<b>1801</b>	<b>2175</b>	<b>2592</b>	<b>2962</b>	营业利润	8	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	0	20	27	16	营业外净收支	308	308	372	429
应付款项	219	284	324	352	<b>利润总额</b>	<b>308</b>	<b>308</b>	<b>372</b>	<b>429</b>
其他流动负债	313	330	422	446	所得税费用	84	83	101	116
<b>流动负债合计</b>	<b>532</b>	<b>635</b>	<b>772</b>	<b>814</b>	少数股东损益	-14	-15	-13	-13
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>224</b>	<b>225</b>	<b>272</b>	<b>313</b>
其他长期负债	142	189	196	211					
<b>长期负债合计</b>	<b>142</b>	<b>189</b>	<b>196</b>	<b>211</b>					
<b>负债合计</b>	<b>673</b>	<b>823</b>	<b>968</b>	<b>1025</b>					
<b>所有者权益</b>									
少数股东权益	2	2	2	2	<b>现金流量表</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
股东权益	1125	1350	1622	1935	<b>净利润</b>	224	225	272	313
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1801</b>	<b>2175</b>	<b>2592</b>	<b>2962</b>	资产减值准备	0	0	0	0

关键财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	2.64	2.64	3.20	3.69
每股红利	0.12	0.00	0.00	0.00
每股净资产	13.24	15.88	19.08	22.77
ROIC	25%	27%	36%	41%
ROE	20%	17%	17%	16%
毛利率	55%	55%	55%	55%
EBIT Margin	14%	13%	14%	14%
EBITDA Margin	20%	19%	19%	19%
收入增长	1%	4%	17%	12%
净利润增长率	9%	0%	21%	15%
资产负债率	38%	38%	37%	35%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	15.3	15.3	12.6	10.9
P/B	3.0	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	10	11	10	9

资料来源：Wind、华鑫证券研究

注：PE 换算对应汇率为：港元兑人民币：0.932

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	224	225	272	313
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	136	119	123	127
公允价值变动损失	-14	-15	-13	-13
财务费用	10	3	4	2
营运资本变动	-146	42	41	-40
其它	0	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>200</b>	<b>371</b>	<b>423</b>	<b>387</b>
资本开支	-198	-96	-96	-96
其它投资现金流	140	-17	-36	29
<b>投资活动现金流</b>	<b>-57</b>	<b>-115</b>	<b>-132</b>	<b>-68</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	-2	20	7	-11
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2</b>	<b>20</b>	<b>7</b>	<b>-11</b>
<b>现金净变动</b>	<b>141</b>	<b>276</b>	<b>297</b>	<b>308</b>
货币资金的期初余额	207	347	623	920
货币资金的期末余额	347	623	920	1229
企业自由现金流	7	281	333	296
权益自由现金流	-2	299	337	283

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，8年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名，2024年东方财富行业最佳分析师第五名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

## ■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

投资建议			预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入		> 20%
2	增持		10% — 20%
3	中性		-10% — 10%
4	卖出		< -10%

行业投资评级说明：

投资建议			行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐		> 10%
2	中性		-10% — 10%
3	回避		< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

请阅读最后一页重要免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券  
司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。