

【广发批零社服&海外】茶百道 (02555.HK)

聚焦好茶与新鲜，经营持续改善

核心观点：（采用即期汇率 1 港币=0.89 人民币）

- **现制茶饮头部品牌，经营调整逐步显效。**茶百道 2008 年成立，是中价现制茶饮龙头，23 年 GMV 达 169 亿元，在中国现制茶饮市场排名第三（中价第二），市占率 8.0%；截至 25H1 全国门店数 8444 家。24 年受外部环境影响，公司业绩有所下滑，25H1 随着公司经营调整显效、叠加平台补贴带动行业景气，我们预计公司业绩有望筑底反转。
- **产品创新能力较强，爆款产品频出。**研发团队以需求为导向驱动研发，已建立从洞察、产品开发、到供应链响应的完善流程。公司产品矩阵丰富，经典产品构建基本盘的基础上，25 年以来上新明显加快、爆品频出，同时在主品牌菜单中上线咖啡品类，预计有望逐步贡献同店增量。
- **供应链建设持续优化，赋力品质与新鲜。**茶叶和包材基地持续推进设备技术改造，精进原材料品质。采购已建立完善的直采机制，与优质产区长期合作。物流配送能力持续提升，截至 25H1 在全国共有 26 个仓配中心，配有超 300 辆三温配送车，全链路高频冷链供应，约 93.8% 的门店实现下单后次日达，约 95% 的门店获得每周两次及以上配送服务，水果统一配送已覆盖门店总数的 80%。
- **门店调整步入尾声，拓店有望重新提速。**公司自 23 年起重点梳理加盟商质量，对不符合要求的加盟商进行换签，26 年新加盟政策对翻牌/势能门店、县级锁区多店、优质点位进行补贴，鼓励开多店、开好店，预计未来净增门店数将有所改善。公司一地一策推进海外拓展，部分市场发展日趋成熟，持续进入更多新市场，我们预计未来有望加速发展。
- **盈利预测与投资建议：**预计 25-27 年经调整归母净利润分别为 8.5/9.9/11.7 亿元。公司产品力较强，爆品频出，供应链建设持续优化，门店调整步入尾声，拓店有望重新提速。参考可比公司，给予公司 2026 年 12 倍 PE 估值，对应合理价值为 8.99 港元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动，门店扩张不及预期，市场竞争加剧。

盈利预测：（除非特别注明，本文货币为人民币）

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,704	4,918	5,740	6,176	7,060
增长率 (%)	34.8%	-13.8%	16.7%	7.6%	14.3%
EBITDA	1,543	868	1,155	1,320	1,548
NonGAAP 归母净利润	1,246	637	853	986	1,170
增长率 (%)	30.3%	-48.8%	33.8%	15.6%	18.7%
NonGAAP EPS(元/股)	-	0.43	0.58	0.67	0.79
NonGAAP PE	-	23.3	10.5	9.1	7.7
NonGAAP ROE (%)	151.4%	16.3%	20.1%	21.3%	23.0%
EV/EBITDA	-	13.0	4.4	3.6	2.8

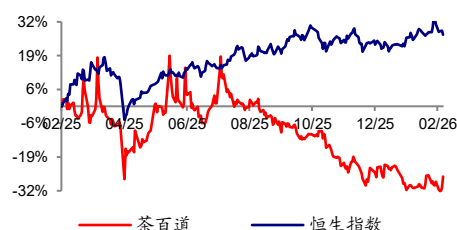
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	6.80 港元
合理价值	8.99 港元
报告日期	2026-02-07

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1477.63/1477.63
总市值/流通市值（百万港元）	10048/10048
一年内最高/最低（港元）	11.56/6.29
30 日日均成交量/成交额（百万）	1.54/10.15
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-5.03/-27.90

相对市场表现



分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



SFC CE No. BUA982



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

联系人：

罗艺

shluoyi@gf.com.cn

目录索引

一、公司概况：现制茶饮头部品牌，经营调整逐步显效.....	5
（一）中价现制茶饮 TOP3，聚焦好茶与新鲜.....	5
（二）股权较为集中，管理层经验丰富.....	6
（三）经营调整显效+行业景气向上，业绩有望筑底反转.....	8
二、行业：现制茶饮增长势能较强，集中度持续提升.....	11
（一）短期：外卖补贴趋于理性，茶饮品牌表现预计分化.....	11
（二）长期：供需共振的成长型赛道，品牌集中度持续提升.....	12
三、看点：产品力带动经营优化，有望重启快速扩张.....	17
（一）产品创新能力较强，爆款产品频出.....	17
（二）供应链建设持续优化，赋力品质与新鲜.....	20
（三）门店调整步入尾声，拓店有望重新提速.....	22
四、盈利预测和投资建议.....	25
（一）业务拆分及盈利预测.....	25
（二）估值分析与投资建议.....	27
五、风险提示.....	28

图表索引

图 1: 茶百道发展历程	6
图 2: 茶百道股权结构 (截至 25H1)	7
图 3: 茶百道主营业务概览	8
图 4: 公司门店总数及净增数	9
图 5: 公司加盟店变动情况	9
图 6: 茶百道总 GMV 及增速	10
图 7: 茶百道单店日均 GMV 及增速	10
图 8: 茶百道单店日均销量及增速	10
图 9: 茶百道杯均 GMV 及增速	10
图 10: 茶百道外卖占比	10
图 11: 茶百道非外卖/外卖杯均 GMV	10
图 12: 中国现制饮品及各细分赛道市场规模 (亿元)	13
图 13: 中国现制茶饮店及细分市场规.....	13
图 14: 23 年中国现制茶饮人均年消费量 (杯)	14
图 15: 现制茶饮消费人数与消费者年消费量拆分	14
图 16: 23 年中国现制茶饮竞争格局 (GMV 口径)	15
图 17: 23 年中国现制茶饮竞争格局 (门店口径)	15
图 18: 23 年中国中价现制茶饮竞争格局 (GMV 口径)	15
图 19: 23 年中国中价现制茶饮竞争格局 (门店口径)	15
图 20: 中国现制茶饮连锁化率持续提升 (门店口径)	16
图 21: 头部现制茶饮品牌市占率 (GMV 口径)	16
图 22: 近一年现制茶饮月度门店变化	16
图 23: 主要现制茶饮品牌门店净增数 (家)	16
图 24: 茶百道主要产品及销售情况 (2023 年)	18
图 25: 茶百道上新及配方升级数量 (款)	18
图 26: 茶百道注册会员及活跃会员数	20
图 27: 茶百道平均单店注册会员数	20
图 28: 茶百道配送能力持续优化	21
图 29: 主要现制茶饮品牌仓储环节对比	22
图 30: 茶百道加盟商变动情况	22
图 31: 茶百道加盟商平均开店数	22
图 32: 主要现制茶饮品牌门店城市分布情况对比	24
图 33: 茶百道海外门店分布 (截至 25H1)	24
图 34: 公司营业收入及增速	25
图 35: 公司经调整净利润及增速	25
图 36: 公司毛利率及经调整净利率	25
图 37: 公司主要费用率	25

表 1: 中国现制茶饮门店 TOP9 品牌对比.....	5
表 2: 茶百道主要董事及高管简介.....	7
表 3: 各茶饮公司门店数及单店收入拆分.....	9
表 4: 商家承担补贴比例、堂食转化为外卖的比例对门店利润率影响的弹性测算.....	11
表 5: 商家承担补贴比例对门店利润率的影响测算（单日门店模型）.....	12
表 6: 茶百道菜单 SKU 统计.....	17
表 7: 茶百道 2025 年部分爆品销售情况.....	18
表 8: 茶百道 2024-2025 年上新统计.....	19
表 9: 主要现制茶饮品牌生产环节对比.....	20
表 10: 主要现制茶饮品牌采购环节对比.....	21
表 11: 茶百道开店费用梳理.....	23
表 12: 茶百道开店优惠政策.....	23
表 13: 茶百道开店空间测算.....	23
表 14: 茶百道门店变动及假设.....	26
表 15: 公司主营业务拆分及预测.....	26
表 16: 公司主要费用拆分.....	27
表 17: 可比公司盈利预测及估值.....	27

一、公司概况：现制茶饮头部品牌，经营调整逐步显效

（一）中价现制茶饮 TOP3，聚焦好茶与新鲜

茶百道首店于2008年在四川成都开设，是目前中价现制茶饮TOP3中最早成立的，专注探索天然食材与中式茶饮的各种搭配，持续研发多元化茶饮产品、提升消费者体验。据灼识咨询（引自古茗招股书），茶百道23年GMV达169亿元，在中国现制茶饮市场排名第三（中价第二），市占率达8.0%；据极海，截至26年1月茶百道全国门店数8000+家，在中国现制茶饮市场排名第四（中价第三）。

表1：中国现制茶饮门店TOP9品牌对比

	成立时间	发源地	门店总数（家）	城市覆盖（个）	平均价格（元）
蜜雪冰城	1997年	河南郑州	44,416	370	7
古茗	2010年	浙江温岭	12,806	226	14
沪上阿姨	2013年	上海	10,969	356	15
茶百道	2008年	四川成都	8,161	352	16
霸王茶姬	2017年	云南昆明	7,125	355	19
益禾堂	2012年	湖北武汉	6,988	307	10
甜啦啦	2015年	安徽蚌埠	6,666	334	9
书亦烧仙草	2007年	四川成都	5,452	288	13
一点点	1994年	中国台湾	4,482	158	15

数据来源：极海品牌监测，广发证券发展研究中心

备注：统计时间为2026/1/14，为保持口径一致，均采用极海数据，或与公司口径有差异

回顾公司发展历程，据公司招股书及财报：

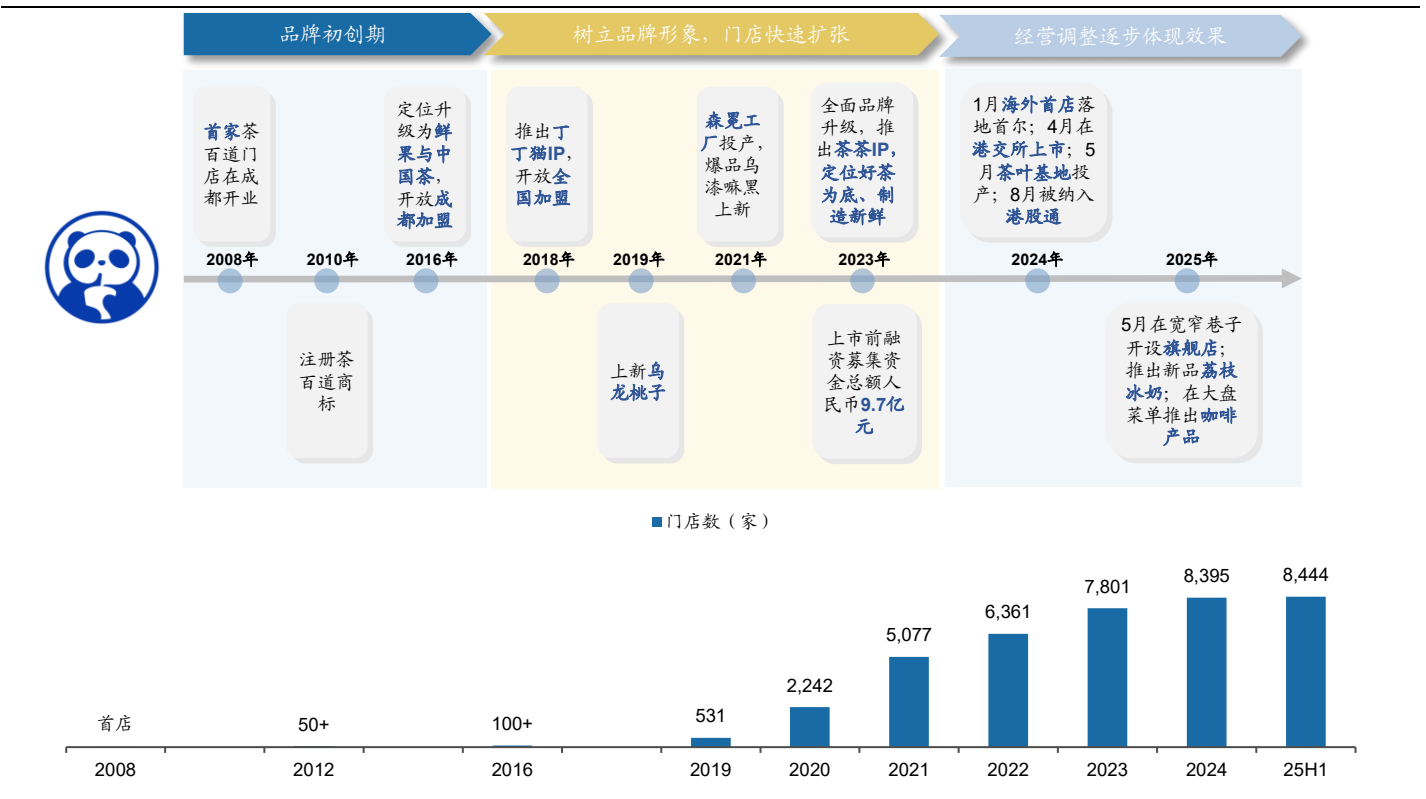
（1）门店扩张：调整完毕后有望重启快速扩张。茶百道发展初期为直营模式，2016年和2018年分别开放成都和全国加盟后，2019-2023年茶百道门店加速扩张，由500余家快速增长至近8000家。2024年受外部环境影响，公司进入调整阶段，我们预计25H2起随着调整效果逐步体现，公司有望重启快速拓店。此外，公司正按计划推进海外扩张，2024年1月海外首店落地首尔，截至25H1境外共开设21家门店。

（2）供应链建设：多维布局，保质提效。为确保原材料质量稳定、提升运营效率及盈利能力，茶百道自2015年起着手打造仓配体系，致力于实现高频及时的配送服务，截至25H1全国共有26个仓配中心（其中25H1新设青岛仓），各区域仓配中心服务周边平均配送半径500公里的门店，约93.8%的门店实现下单后次日达，约95%的门店获得每周两次及以上配送服务，水果统一配送已覆盖门店总数的80%。

（3）品牌与会员发展：品牌迭代升级，会员快速发展。公司于2018年推出丁丁猫IP加深与消费者之间的联系，2023年公司品牌全面升级，推出品牌IP茶茶，定位“好茶为底，制造新鲜”。此外，公司构建线上线下全方位营销网络，通过数字化营销、IP营销、跨界联名等不断提升品牌知名度。茶百道会员计划自2021年2月推出以来，会员数增长迅速，截至25H1注册会员数超1.59亿名，其中活跃会员数达3420万名。截至25H1，茶百道品牌相关主要话题在主流社交公众平台阅读/播放量累计达204亿次，官方自媒体账号矩阵传播达8.6亿次，通过广告投放等方式获得曝光量超

8.5亿次。

图 1：茶百道发展历程



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（二）股权较为集中，管理层经验丰富

创始人夫妇持股约73%。据公司财报，截至25H1王霄锟与刘洧宏夫妇合计持股约73%，为公司实控人；副总经理戴利、总经理汪红学、总监陈克远分别持股1.18%、0.58%、0.20%。员工激励平台同创共进成立于2023年7月，持股0.43%。截至2024年4月5日，王霄锟持有同创共进约2.72%的合伙权益，负责管理并行使表决权，其余权益由同创共进的25名有限合伙人持有。

创始人把控公司发展方向，核心高管行业经验丰富。据公司招股书，创始人王霄锟先生负责制定本集团的整体发展策略和业务计划，多年深耕现制茶饮行业，带领茶百道发展成头部现制茶饮品牌；总裁汪红学、副总裁戴利等核心高管多年来与公司共同成长，熟悉公司发展历程与理念，具有丰富的从业经验。

蒋能	42岁	财务负责人	负责公司资本运营及财务管理	2024-08	2024-12	四川大学计算机科学与技术专业学士，中国注册会计师，曾任普华永道中天会计师事务所审计员、毕马威成都分公司审计经理、成都尼毕鲁科技股份有限公司财务总监及董事会秘书、成都希古尚博实业有限公司财务总监及首席运营官等。
易瑞	34岁	副总经理（品牌市场中心）	负责集团品牌市场中心的整体管理及运作	2022-10	2023-08	西南财经大学人力资源管理学士，曾任联合利华品牌建设主管、滴滴出行营销经理、北京乐纯悠品食品科技有限公司用户运营总监、清研生物科技（成都）有限公司的联合创始人及首席运营官等。
王峰	45岁	副总经理（供应链中心）	负责集团供应链中心整体管理	2023-05	2023-08	武汉科技大学计算机科学与技术专业工学学士，曾任蒙牛乳业供应链总监、上海老城隍庙食品有限公司总裁助理等。
薛曾辉	35岁	董事会秘书	负责公司治理、公开披露、投资者关系管理及投融资	2021-11	2023-08	四川农业大学应用化学专业理学学士，曾任德商产投服务证代、蓝光嘉宝服务证代等

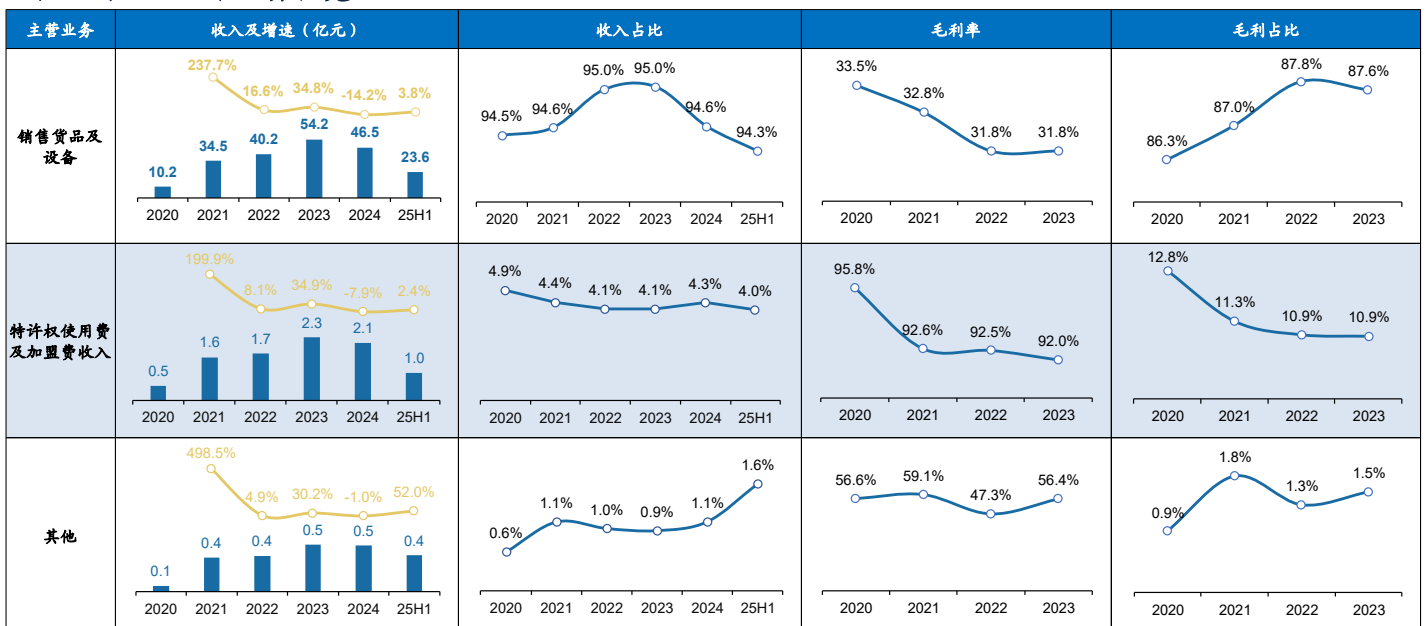
数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

（三）经营调整显效+行业景气向上，业绩有望筑底反转

据公司招股书，公司主营业务包括：（1）**销售货品及设备**，即向茶百道加盟店销售原材料（乳制品、茶叶及水果等）、包材及门店设备，亦向第三方买家销售子公司生产的包装材料；（2）**特许权使用费及加盟费收入**，包括前期初始费用、特许权使用费及开业前培训服务费；（3）**其他收入**，主要来自门店设计服务、外卖平台的线上运营及管理服务以及直营店收入。

销售商品及设备贡献主要收入利润。据公司招股书及财报，（1）**收入端**，销售货物及设备为公司主要收入来源，收入占比保持在94-95%；特许权使用费及加盟费占比保持在4%-5%；其他业务收入占比保持在1%左右。（2）**毛利端**，销售货品及设备贡献85%+毛利，特许权使用费及加盟费毛利率较高、达90%+，毛利占比10%+。

图 3：茶百道主营业务概览

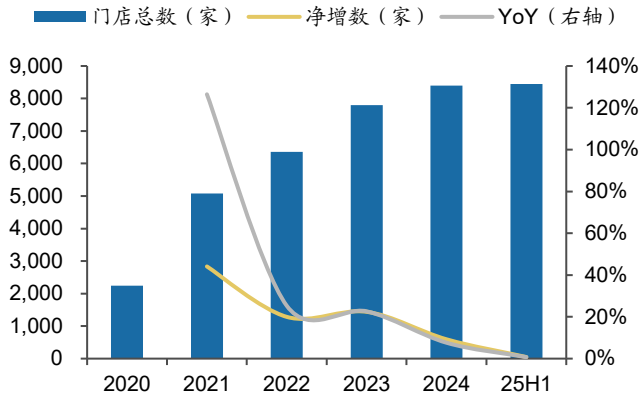


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

备注：2024年及之后未披露分业务毛利数据

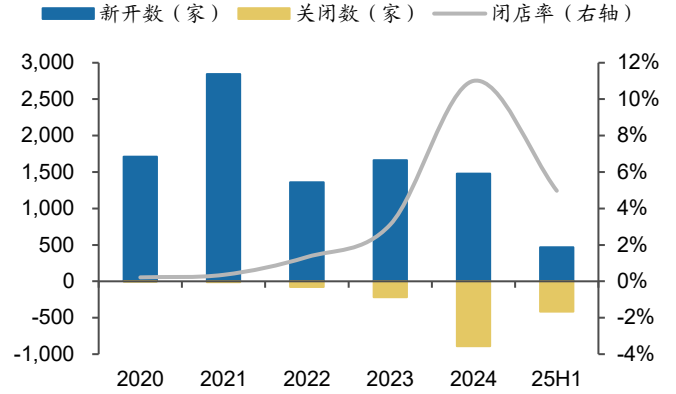
门店短期受调整影响增速放缓，预计未来将边际提速。据公司招股书及财报，20-23年茶百道门店数快速增长，CAGR达52%，22-23年同比增速也超过20%；24年及25H1受外部环境及经营调整影响，茶百道门店拓展有所放缓，分别净增594/49家。我们预计随着经营调整逐步显效，25H2起门店增长有望边际提速。

图4：公司门店总数及净增数



数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心
备注：直营店数量较少，分别为 2/7/9/6/13/14 家

图5：公司加盟店变动情况



数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

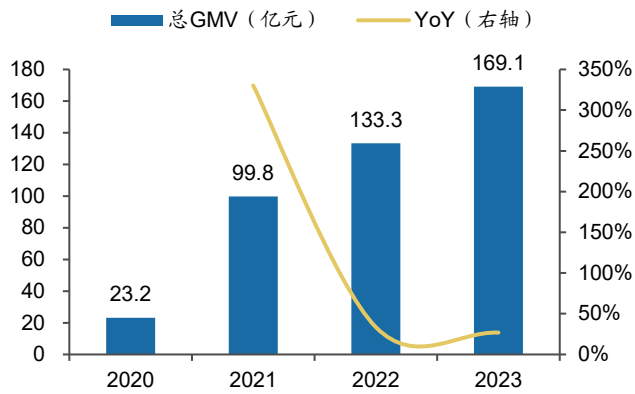
经营预计逐步修复。据公司财报，公司报表层面，24年受外部环境影响，单店收入有所下滑，25H1随着公司经营调整、5月起外卖补贴增加，公司单店收入止跌企稳，我们预计25H2体现将更为明显；门店经营层面，24年外部环境影响前，2021-2023年茶百道单店日均销量均在400+杯，杯均GMV近17元、较为稳定，外卖占比60%左右，外卖GMV口径含配合优惠，因此单均略高于非外卖。

表3：各茶饮公司门店数及单店收入拆分

证券简称	单位：家	2021	2022	2023	2024	25H1	单位：万元	2021	2022	2023	2024	25H1
茶百道	期末门店数	5,077	6,361	7,801	8,395	8,444	单店收入	99.6	74.0	80.6	60.7	29.7
	YoY	/	25%	23%	8%	0.7%	YoY	/	-26%	9%	-25%	0.3%
蜜雪集团	期末门店数	20,001	28,983	37,565	46,479	53,014	单店收入	63.6	55.4	61.0	59.1	29.9
	YoY	/	45%	30%	24%	22.7%	YoY	/	-13%	10%	-3%	13.1%
古茗	期末门店数	5,694	6,669	9,001	9,914	11,179	单店收入	89.6	89.9	98.0	93.0	53.7
	YoY	/	17%	35%	10%	17.5%	YoY	/	0%	9%	-5%	24.0%
沪上阿姨	期末门店数	3,776	5,307	7,789	9,176	9,436	单店收入	56.9	48.4	51.1	38.7	19.5
	YoY	/	41%	47%	18%	11.8%	YoY	/	-15%	6%	-24%	-4.4%
霸王茶姬	期末门店数	462	1,087	3,511	6,440	7,038	单店收入	/	63.5	201.8	249.3	99.8
	YoY	/	/	223%	83%	40.9%	YoY	/	/	218%	24%	-23.2%

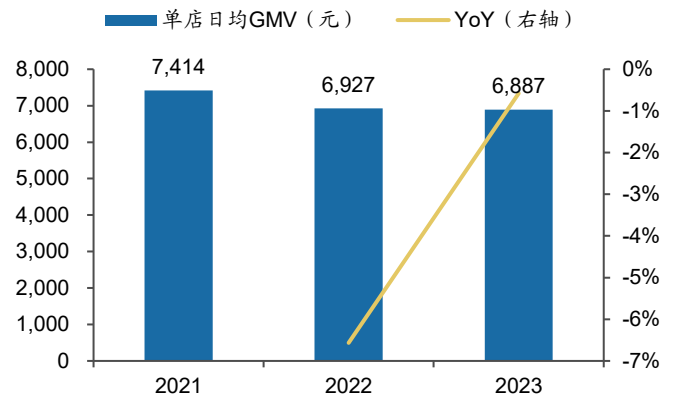
数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心；备注：单店收入简单按照公司总收入/门店总数计算，会受到品牌等结构性影响

图6: 茶百道总GMV及增速



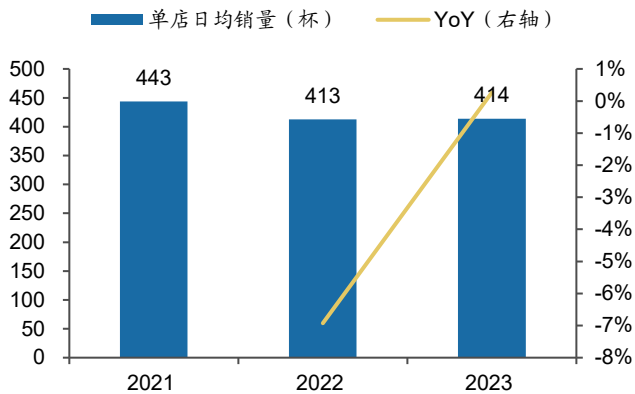
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图7: 茶百道单店日均GMV及增速



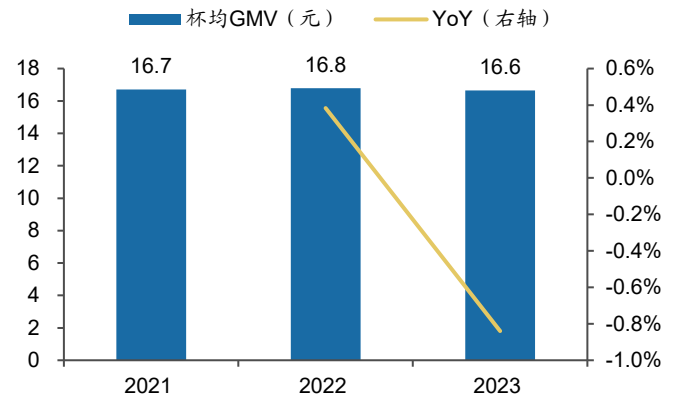
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图8: 茶百道单店日均销量及增速



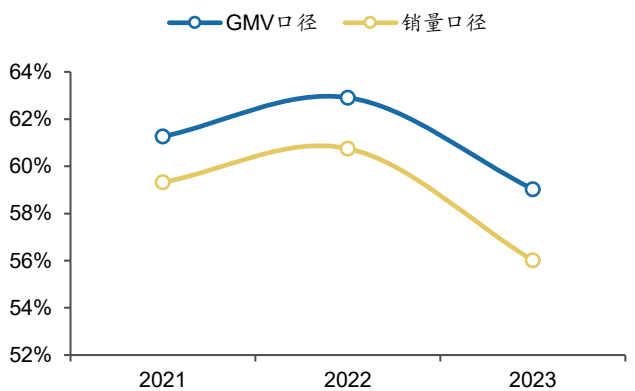
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图9: 茶百道杯均GMV及增速



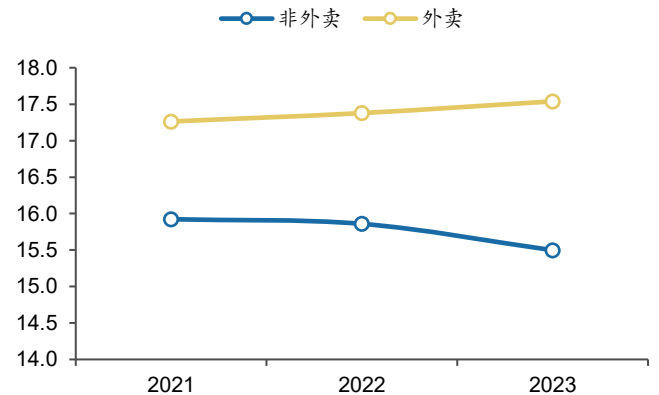
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图10: 茶百道外卖占比



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图11: 茶百道非外卖/外卖杯均GMV（元）



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

二、行业：现制茶饮增长势能较强，集中度持续提升

（一）短期：外卖补贴趋于理性，茶饮品牌表现预计分化

25年5月起外卖大战驱动各品牌同店表现优秀。现制茶饮在今年外卖大战中是获补贴较多的品类，一方面，茶饮客单价相对较低，在相同的补贴金额下对单量的带动更大，平台从冲单量的角度考虑，或将更多资源向茶饮倾斜；另一方面，茶饮消费具有情绪价值属性和社交属性，消费频次相对更高，容易形成传播效应。

从盈利角度，即便在同店高增的背景下，不同品牌加盟商盈利能力也会有分化，我们预计此次外卖大战实质上也会加速行业洗牌。根据我们在2025年10月24日外发报告《现制茶饮行业：供需共振，长坡厚雪》中的测算，若商家较会利用平台规则/品牌能够有更强的议价权从而承担较少的补贴比例，同时能够稳住堂食基本盘（甚至通过较强的运营能力带动堂食需求也有所提升），则能够在大额外卖补贴下实现门店利润率相对稳定。我们预计头部品牌议价能力更强，在此次外卖补贴中会更为受益，而部分中小品牌加盟商很可能出现增收不增利的情况。

随着外卖补贴力度相对趋于理性，市场担心后续同店是否仍有增长支撑、26年5月起的同店高基数压力，以及补贴教育出的低价习惯或将使消费者对原价茶饮的接受度降低。**我们认为：**（1）25Q4以来补贴力度有所退坡后，我们预计同店表现仍有一定韧性，主要系外卖大战期间消费者习惯有一定惯性、新客有所留存沉淀。此外，主要头部品牌通过拓展咖啡、早餐等品类，有望为26年贡献同店增量。（2）茶饮中长期渗透率提升逻辑并未改变，尽管补贴退坡可能暂时抑制部分价格敏感型消费，但消费者多维需求包括情绪价值、健康需求、社交需求等，消费习惯仍会持续培育，且此次外卖补贴也助推了茶饮进一步破圈；（3）行业竞争中长期终将回归基本功较量，补贴退坡后市场出清将有所加速，供应链效率、精细化运营等仍会是制胜关键。

表4：商家承担补贴比例、堂食转化为外卖的比例对门店利润率影响的弹性测算

		商家承担补贴比例										
		0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
堂食转化为外卖的比例	0%	23.3%	21.3%	19.2%	16.9%	14.6%	12.0%	9.3%	6.4%	3.3%	-0.1%	-3.7%
	10%	22.5%	20.2%	17.8%	15.3%	12.6%	9.6%	6.5%	3.1%	-0.6%	-4.6%	-8.9%
	20%	21.6%	19.1%	16.5%	13.6%	10.5%	7.1%	3.5%	-0.4%	-4.7%	-9.5%	-14.7%
	30%	20.7%	18.0%	15.0%	11.8%	8.3%	4.5%	0.4%	-4.2%	-9.2%	-14.8%	-21.1%
	40%	19.8%	16.8%	13.5%	10.0%	6.1%	1.8%	-3.0%	-8.3%	-14.2%	-20.8%	-28.2%
	50%	18.9%	15.6%	12.0%	8.1%	3.7%	-1.2%	-6.6%	-12.7%	-19.5%	-27.3%	-36.3%
	60%	18.0%	14.4%	10.5%	6.1%	1.2%	-4.3%	-10.4%	-17.4%	-25.4%	-34.6%	-45.4%
	70%	17.1%	13.2%	8.9%	4.0%	-1.4%	-7.5%	-14.5%	-22.5%	-31.8%	-42.8%	-55.8%
	80%	16.2%	11.9%	7.2%	1.9%	-4.1%	-11.0%	-18.9%	-28.1%	-39.0%	-52.0%	-67.8%
	90%	15.2%	10.6%	5.5%	-0.3%	-7.0%	-14.7%	-23.6%	-34.2%	-46.9%	-62.4%	-81.8%
100%	14.2%	9.3%	3.7%	-2.7%	-10.0%	-18.6%	-28.8%	-40.9%	-55.8%	-74.4%	-98.3%	

数据来源：广发证券发展研究中心；备注：假设门店 GMV 增长 20%

表5: 商家承担补贴比例对门店利润率的影响测算 (单日门店模型)

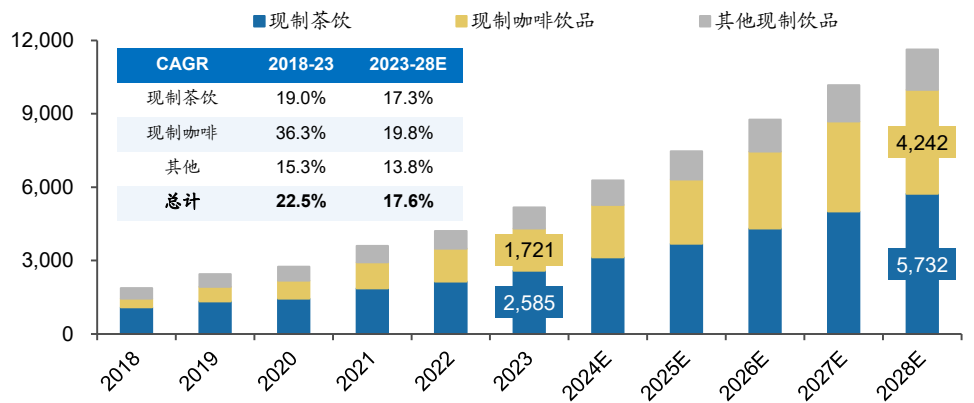
假设基础	商家承担补贴比例	补贴前	0%	10%	20%	30%	40%	50%
假设同店GMV增长20%情形	单店收入 (元)	6140	7419	7212	7005	6798	6591	6384
	较补贴前变化		21%	17%	14%	11%	7%	4%
	单店GMV (元)	6700	8040	8040	8040	8040	8040	8040
	较补贴前变化		20%	20%	20%	20%	20%	20%
参考各品牌经营数据大致假设	整体实收率	92%	92%	90%	87%	85%	82%	79%
	外卖收入 (元)	2240	3519	3312	3105	2898	2691	2484
	外卖GMV (元)	2800	4140	4140	4140	4140	4140	4140
	占比	42%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
外卖平台同产品定价一般比小程序略高	销量 (杯)	140	207	207	207	207	207	207
	较补贴前变化		48%	48%	48%	48%	48%	48%
	杯单价 (元)	16	16	16	16	16	16	16
	配送费 (元)	3	3	3	3	3	3	3
不考虑外卖平台原有的优惠券/满减等	打包费 (元)	1	1	1	1	1	1	1
	优惠/满减 (元)	0	10	10	10	10	10	10
	外卖实收率	80%	85%	80%	75%	70%	65%	60%
	杯GMV (元)	20	20	20	20	20	20	20
参考各品牌经营数据大致假设 假设堂食及自取保持不变	杯实收 (元)	17	17	16	15	14	13	12
	堂食及自取收入 (元)	3900	3900	3900	3900	3900	3900	3900
	堂食及自取GMV (元)	3900	3900	3900	3900	3900	3900	3900
	占比	58%	49%	49%	49%	49%	49%	49%
不考虑小程序优惠	销量 (杯)	260	260	260	260	260	260	260
	较补贴前变化		0%	0%	0%	0%	0%	0%
	杯单价 (元)	15	15	15	15	15	15	15
	优惠 (元)	0	0	0	0	0	0	0
根据门店经营利润率20%倒算	堂食实收率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	杯GMV (元)	15	15	15	15	15	15	15
	杯实收 (元)	15	15	15	15	15	15	15
	单杯成本 (元)	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
假设月薪5000元	总成本 (元)	2763	3226	3226	3226	3226	3226	3226
	毛利率	55%	57%	55%	54%	53%	51%	49%
	员工人数 (人)	4	4	4	4	4	4	4
	每人月薪 (元)	167	167	167	167	167	167	167
参考主要城市商铺租金	员工成本合计 (元)	667	667	667	667	667	667	667
	占比	11%	9%	9%	10%	10%	10%	10%
	每日每平租金 (元)	10	10	10	10	10	10	10
	租金成本 (元)	300	300	300	300	300	300	300
参考亚洲数字经济数据	占比	5%	4%	4%	4%	4%	5%	5%
	平台佣金 (元)	476	704	704	704	704	704	704
	外卖抽佣率	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
	占比	8%	9%	10%	10%	10%	11%	11%
假设初始投资30万元、3年摊销	折旧摊销 (元)	274	274	274	274	274	274	274
	占比	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
	水电及其他	430	519	505	490	476	461	447
	占比	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
参考主要品牌经营水平	门店经营利润	1231	1729	1537	1344	1152	959	767
门店经营利润率	20.0%	23.3%	21.3%	19.2%	16.9%	14.6%	12.0%	

数据来源: 广发证券发展研究中心; 备注: 假设门店 GMV 增长 20%, 堂食绝对值不变

(二) 长期: 供需共振的成长型赛道, 品牌集中度持续提升

现制饮品GMV快速增长, 向万亿级市场迈进。据灼识咨询(引自古茗招股书), 23年中国现制饮品市场规模为5175亿元, 预计28年将进一步增至11634亿元, 23-28年CAGR为17.6%。细分来看, 现制饮品包括现制茶饮、现制咖啡饮品和其他(果汁、酸奶等), 其中现制茶饮是最大子赛道, 23年市场规模2585亿元、占比50%, 现制咖啡23年市场规模1721亿元、占比33%, 是增速领先的子赛道。

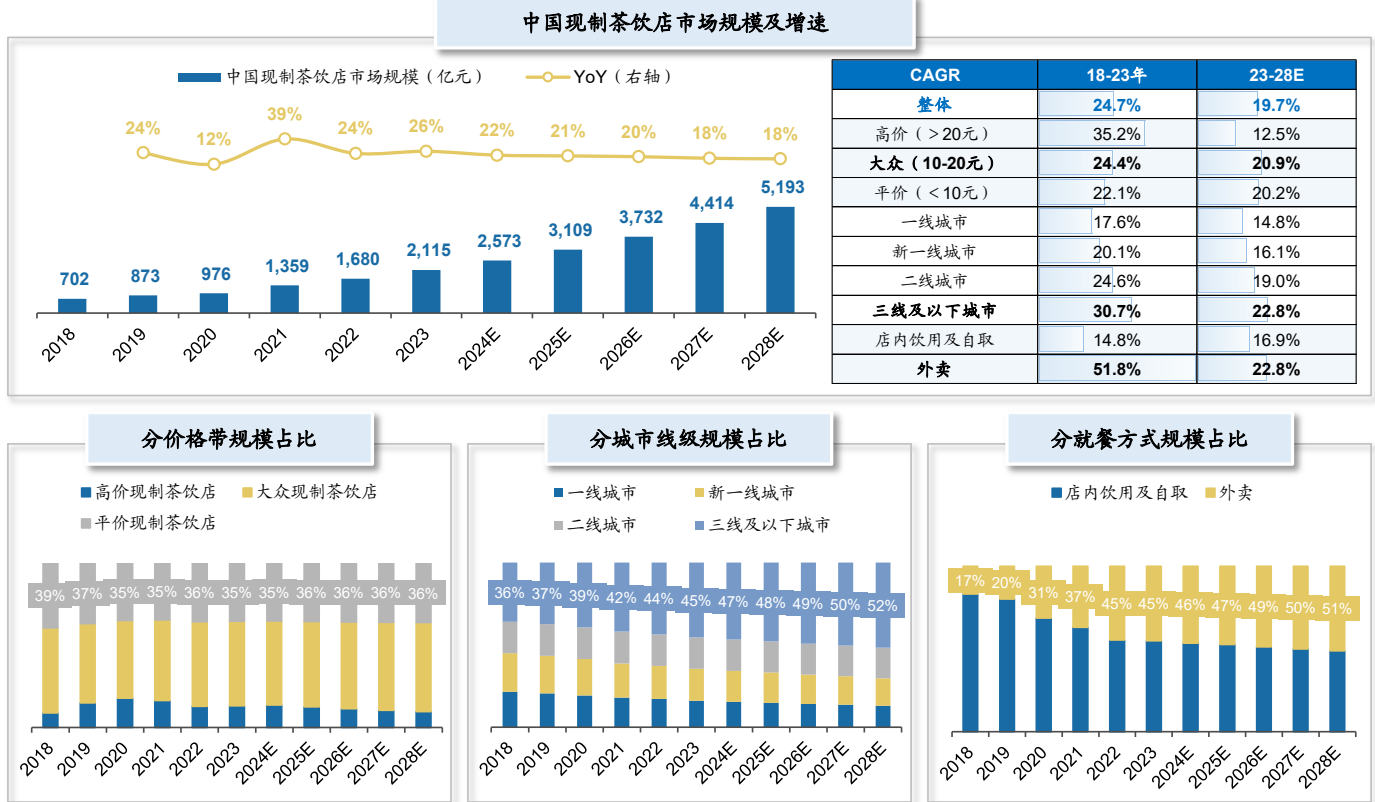
图12: 中国现制饮品及各细分赛道市场规模 (亿元)



数据来源: 灼识咨询 (引自古茗招股书), 广发证券发展研究中心

中国现制茶饮店: 2000+亿元规模市场, 23-28年CAGR约20%。据灼识咨询 (引自古茗招股书), 23年现制茶饮店市场规模2115亿元, 预计23-28年CAGR达19.7%, 仍保持较强增长势能。分价格带看, 大众现制茶饮(10-20元)为规模最大细分市场, 23年占比51%, 且预计23-28年保持更快的增速。分城市看, 现制茶饮店在三线及以下城市覆盖程度有限, 截至23年底门店总数约25万家、密度仅每百万人273家 (vs. 一线城市为474家), 预计23-28年将保持更快增长。分渠道看, 外卖提升了现制茶饮购买的便利性, 23年占比已达45%, 预计23-28年增速将快于店内饮用及自取。

图13: 中国现制茶饮店及细分市场规模



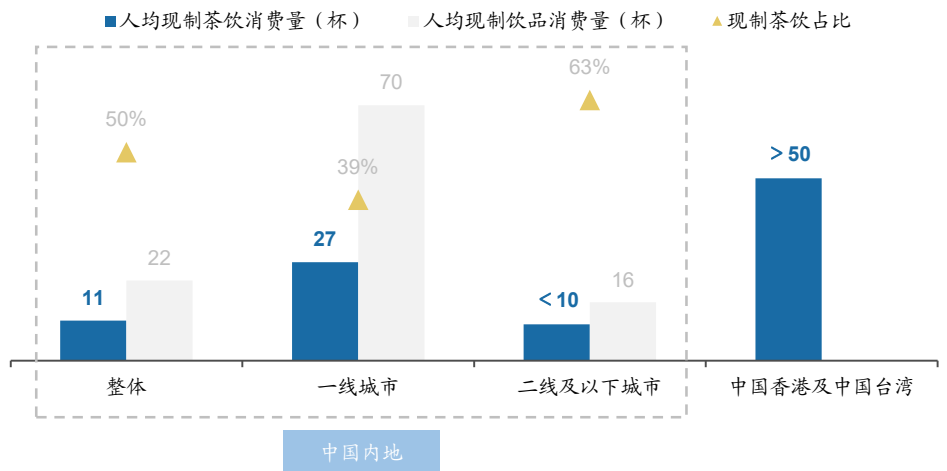
数据来源: 灼识咨询 (引自古茗招股书), 广发证券发展研究中心

备注: 现制茶饮店是消费者购买现制茶饮的最主要渠道, 23年市场规模2115亿元 (vs.现制茶饮整体市场规模2585亿元), 占比82%, 其他渠道包括餐厅、烘焙店、便利店等

对标相对成熟的现制茶饮市场，中国内地仍有较大增长潜力。据灼识咨询（引自古茗招股书），23年中国香港及中国台湾人均现制茶饮年消耗量均超过50杯，而中国内地仅为11杯，其中一线城市为27杯，二线及以下城市为不到10杯，预计到28年中国大陆人均现制茶饮年消耗量将增至26杯。

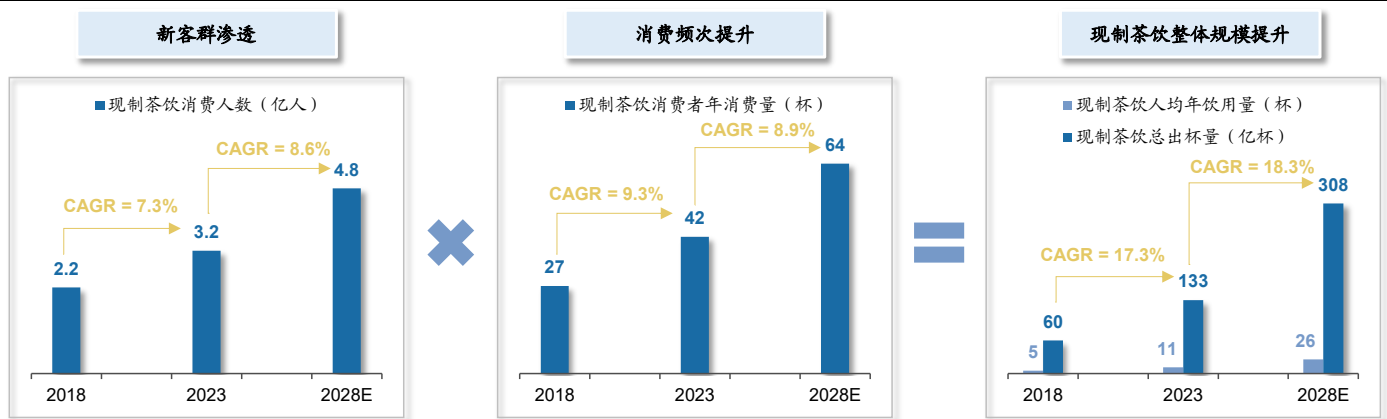
拆分消费人数和消费频次来看，据灼识咨询（引自沪上阿姨招股书），23年中国现制茶饮消费人次为3.2亿人，我们测算现制茶饮在中国内地渗透率约23%，现制茶饮消费者每年消费约42杯；2018-2023年消费频次提升速度略高于消费人次，现制茶饮消费人数/现制茶饮消费者每年消费杯数CAGR分别为7.3%/9.3%，未来新客群渗透、消费频次提升有望共同带动现制茶饮规模增长。

图14: 23年中国现制茶饮人均年消费量（杯）



数据来源：灼识咨询（引自古茗招股书），广发证券发展研究中心

图15: 现制茶饮消费人数与消费者年消费量拆分



数据来源：灼识咨询（引自沪上阿姨招股书），广发证券发展研究中心

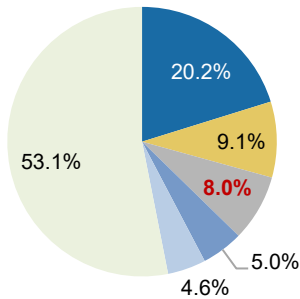
备注：现制茶饮消费者年消费量=总出杯量/现制茶饮消费人数，人均年饮用量=总出杯量/总人口

中国现制茶饮市场持续整合，头部品牌优势日益突出。据灼识咨询（引自古茗招股书），（1）GMV口径：2023年现制茶饮市场CR5为46.8%，较20年提升8.3pct，其中蜜雪冰城/古茗市占率分别为20.2%/9.1%，茶百道以8.0%的市占率排名第三；（2）门店口径：截至23年底中国现制茶饮店共约46.38万家，CR5约13.3%，其中蜜

雪冰城（市占率6.5%，下同）、古茗（1.9%）、茶百道（1.7%）位列前三。

图16: 23年中国现制茶饮竞争格局（GMV口径）

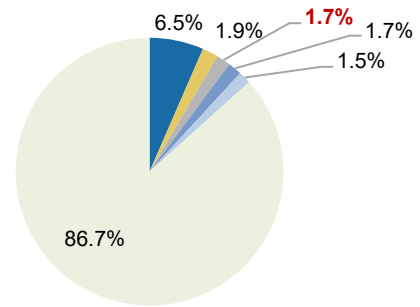
■ 蜜雪冰城 ■ 古茗 ■ 茶百道 ■ 霸王茶姬 ■ 沪上阿姨 ■ 其他



数据来源：灼识咨询（引自古茗招股书），广发证券发展研究中心

图17: 23年中国现制茶饮竞争格局（门店口径）

■ 蜜雪冰城 ■ 古茗 ■ 茶百道 ■ 沪上阿姨 ■ 书亦烧仙草 ■ 其他

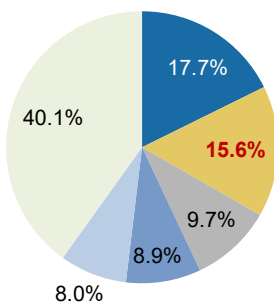


数据来源：灼识咨询（引自古茗招股书），广发证券发展研究中心

聚焦大众现制茶饮（10-20元价格带），据灼识咨询（引自古茗招股书），10-20元价格带为现制茶饮中体量最大、增速最快赛道。（1）GMV口径：23年大众现制茶饮市场CR5达59.9%，其中古茗以17.7%的市占率排名第一，茶百道以15.6%的市占率排名第二。（2）门店口径：截至23年底大众现制茶饮门店总数约19.85万家，占行业门店总数43%，23年CR5为18.1%，其中古茗以4.5%的市占率排名第一，茶百道以3.9%的市占率排名第二。

图18: 23年中国中价现制茶饮竞争格局（GMV口径）

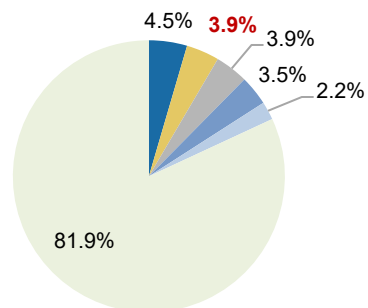
■ 古茗 ■ 茶百道 ■ 霸王茶姬 ■ 沪上阿姨 ■ CoCo都可 ■ 其他



数据来源：灼识咨询（引自古茗招股书），广发证券发展研究中心

图19: 23年中国中价现制茶饮竞争格局（门店口径）

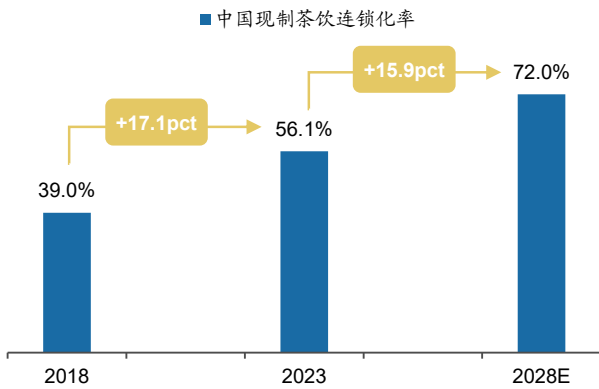
■ 古茗 ■ 茶百道 ■ 沪上阿姨 ■ 书亦烧仙草 ■ CoCo都可 ■ 其他



数据来源：灼识咨询（引自古茗招股书），广发证券发展研究中心

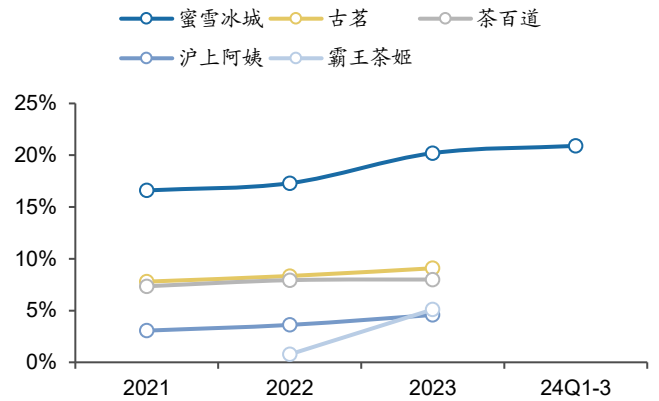
头部现制茶饮品牌通过供应链效率、规模效应等构筑优势，引领行业品质化发展，带动行业连锁化率与集中度持续提升。据灼识咨询（引自沪上阿姨招股书），2023年中国现制茶饮连锁化率（门店口径）为56.1%，较2018年提升17.1pct，预计2028年将继续提升15.9pct至72.0%。集中度来看，近年来头部集团市占率持续提升，领先地位持续巩固。

图20: 中国现制茶饮连锁化率持续提升(门店口径)



数据来源: 灼识咨询(引自沪上阿姨招股书), 广发证券发展研究中心

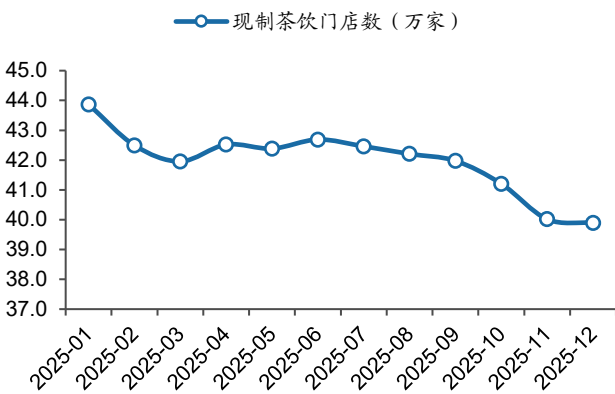
图21: 头部现制茶饮品牌市占率(GMV口径)



数据来源: 各公司招股书及财报, 广发证券发展研究中心

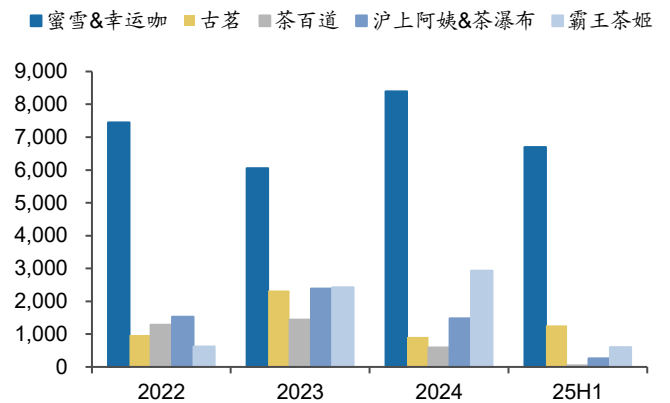
头部品牌集中度预计仍将持续提升。近年来各头部品牌保持快速拓店, 而窄门餐眼数据显示近一年茶饮行业门店净减少3.5万家, 预计行业集中度仍在持续提升, 中小品牌持续出清。

图22: 近一年现制茶饮月度门店变化



数据来源: 窄门餐眼, 广发证券发展研究中心

图23: 主要现制茶饮品牌门店净增数(家)



数据来源: 各公司招股书及财报, 广发证券发展研究中心

三、看点：产品力带动经营优化，有望重启快速扩张

（一）产品创新能力较强，爆款产品频出

新品研发深入洞察消费者需求。公司研发团队通过社交平台讨论热度等研判消费者需求、敏锐捕捉市场趋势，同时通过抓取用户反馈关键词并复盘来持续优化产品，以需求为导向驱动研发，已建立从洞察、产品开发、到供应链响应的完善流程。

产品矩阵丰富。经典产品为基本盘，据公司招股书，2023年经典产品SKU占比近40%，TOP5大单品杨枝甘露/茉莉奶绿/招牌芋圆奶茶/豆乳玉麒麟/西瓜啵啵，销量占比合计约35%，杨枝甘露2016年问世以来截至25年底累计销量超4亿杯，持续销量TOP1（据茶百道小红书）；季节性茶饮依托时令水果定期上新，主打潮流感与新鲜感，如25年6月上新的荔枝冰奶等；区域性茶饮聚焦地方特色产品，如24年在云南推出普洱系列、25年8月在广东福建推出手打柠檬茶。

逐步拓展咖啡品类。公司开始在主品牌菜单中上线咖啡，已上咖啡门店中，咖啡SKU在10款左右，价格6.9-14.9元，据咖门，部分试点门店咖啡上线后，门店平均杯量提升约10%，预计未来拓品类有望逐步贡献同店增量。






产品数量上，据公司招股书，23年茶百道门店月均68款SKU，我们根据茶百道点单小程序统计目前已上咖啡门店SKU约58款（仅为个别门店参考、不代表平均水平），预计效率角度考虑整体SKU有所精简。

表 6：茶百道菜单 SKU 统计

鲜果茶		奶茶		咖啡		其他	
产品	价格(元)	产品	价格(元)	产品	价格(元)	产品	价格(元)
13个SKU		23个SKU		11个SKU		11个SKU	
百香凤梨	12	黑糖珍珠奶茶Pro	10	美式	6.9	茉莉绿茶	8
西瓜啵啵	14	茉莉奶绿	10	鲜牛乳拿铁	11.9	奥利奥麻薯碗	5.5
乌漆嘛黑	15	铁观音奶冻	12	椰香拿铁	12.9	坚果慕斯布丁碗	7
青提茉莉	15	黄金椰椰乌龙	12	青提茉莉美式	12.9	芋泥脆啵啵碗	8.5
红气莓莓车厘	20	兰韵铁观音	13	茉莉拿铁	12.9	芋香热奶宝碗	9.5
超级杯水果茶	20	招牌芋圆奶茶	13	芒果生椰拿铁	13.9	活菌·芒果桑葚酸奶昔	15
草莓奶冻	16	黑巧可可特调	13	香草冰淇淋拿铁	13.9	活菌·桑葚酸奶昔	16
草莓慕斯布丁	17	焦糖碎碎特调	13	半熟芝士拿铁	13.9	活菌·酸奶紫米露	16
草莓夹心奶麻薯	18	慕斯布丁珍奶	14	黑芝麻拿铁	13.9	固体杨枝甘露	21
草莓流心半熟芝士	18	红气桂枣暖茶	14	香草拿铁	14.9	实在木薯甜品碗	21
红气车厘轻畅杯	20	香草可可特调	14	咸法酪拿铁	14.9	粉雪草莓甜品碗	21
杨枝甘露	17	鲜奶茉莉绿茶	14				
多芒杨枝甘露	18	豆乳玉麒麟	14				
		奥利奥半熟芝士	15				
		黑巧可可珍奶	15				
		红气桂枣桃胶羹	15				
		超厚芋泥奶绿	15				
		超厚芋泥奶茶	15				
		豆乳黑麒麟	16				
		抹茶半熟芝士	16				
		黑糖啵啵牛乳茶	17				
		豆乳米麻薯	17				
		千目咸法酪	19				

数据来源：茶百道点单小程序，广发证券发展研究中心；备注：仅为个别门店参考、不代表平均水平

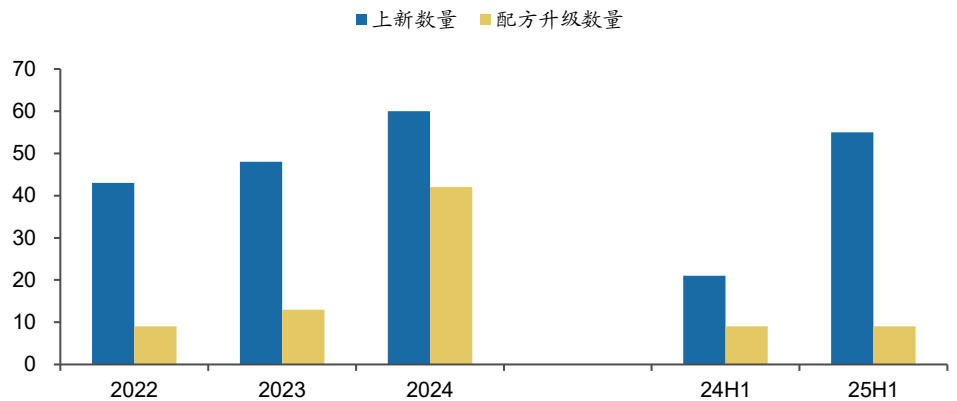
图 24: 茶百道主要产品及销售情况 (2023 年)

	杨枝甘露	豆乳玉麒麟	招牌芋圆奶茶	茉莉奶绿	西瓜啵啵
图示					
GMV	17.9亿元 (10.6%)	6.9亿元 (4.1%)	10.1亿元 (6.0%)	13.4亿元 (8.0%)	5.9亿元 (3.5%)
销量	9240万杯 (9.1%)	4280万杯 (4.2%)	6870万杯 (6.7%)	11090万杯 (10.9%)	3960万杯 (3.9%)
杯均GMV	19.4元	16.0元	14.7元	12.1元	15.0元

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

上新明显加快, 爆品频出。据公司招股书及财报, 公司24年开发入库配方372个, 上新60款、升级迭代42款, 25H1上新55款 (vs.24H1为21款), 上新显著提速, 其中不乏竹香乌龙系列 (上新3天销量突破100万杯)、荔枝系列 (上线5天销量突破200万杯、1个月销量达1200万杯) 等爆品, 上新有效性得到明显提升, 公司对消费者口味偏好预判愈加精准, 产品打造能力持续提升。

图 25: 茶百道上新及配方升级数量 (款)



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 7: 茶百道2025年部分爆品销售情况

上线日期	产品	销售情况
2025/2/7	竹香乌龙系列	上线3天销量突破100万杯
2025/3/8	活菌·桑葚酸奶昔	上线27天销量突破228万杯
2025/6/12	荔枝系列	上线5天销量突破200万杯, 1个月销量突破1200万杯
2025/10/23	蛋糕奶茶系列	上线5天销量突破170万杯
2025/11/12	固体杨枝甘露	上线首日销量接近25万杯

数据来源: 茶百道小红书, 广发证券发展研究中心

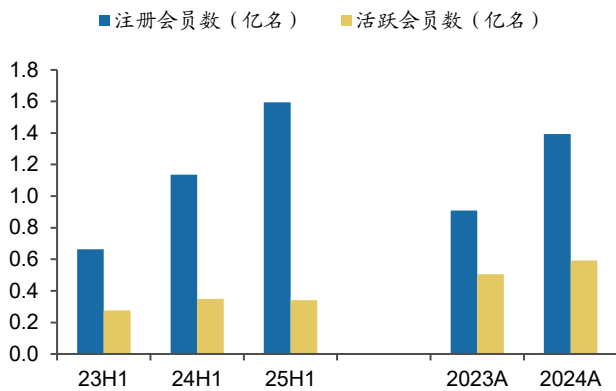
表 8: 茶百道 2024-2025 年上新统计

2024年		2025年			
日期	新品	日期	新品	日期	新品
01-11	黑糖姜姜撞奶	01-22	活菌·草莓鲜奶昔	06-12	荔枝冰奶
	红气姜姜桂枣				海盐荔枝冰茶
02-05	蜀实耙耙柑	02-07	鲜奶竹香乌龙	06-26	仲夏蜜瓜冰奶
	耙耙杠上花		竹香猕猴桃		蜜瓜爆爆珠
03-05	柚子有点皮	02-12	竹香酒酿		蜜瓜冰淇淋
			草莓酒酿		
04-22	西瓜冰椰蛋糕	02-25	三重莓果·晚安杯	07-03	超级凉椒柠檬茶
	红茶冰椰蛋糕	03-08	活菌·桑葚鲜奶昔		每日苹果奶绿
	抹茶冰椰蛋糕	03-17	羽衣甘蓝·轻畅杯	07-25	鲜薄荷冰柠
04-26	橄榄柠檬茶		草莓爆柠		冰吸薄荷冰奶
	白巧奶布丁	03-25	洛神梅子柠檬茶	08-05	阳光青提冰奶
白巧龙井煎茶	大红袍柠檬茶		08-25	粉上芭乐提	
海苔龙井煎茶	鲜奶大红袍			粉上茉莉芭	
05-23	茉莉蜜桃	04-10	活菌·芒果桑葚酸奶昔	09-16	宫廷咸法酪
	蜜桃杨梅		活菌·酸奶紫米露		千目咸法酪
	元气蜜桃奶茶		抹茶竹香柠檬	09-29	桂花香梨酿
06-07	洛神蜜桃超级杯	浓抹米乳青团	桂花香梨桃胶羹		
	洛神梅子柠檬茶	浓抹米乳奶茶	酒酿芋圆奶绿		
06-21	真梅醉·青梅绿茶	04-17	鲜紫苏多肉葡萄	10-11	满杯鲜橙露
	真梅柿·番茄梅英		玫瑰葡萄		慕斯布丁珍奶
07-26	抹茶鲜奶	04-25	活菌·草莓酸奶昔	10-23	坚果慕斯布丁碗
08-02	轻芝红茶椰青	04-30	鲜奶山茶碧螺春		奥利奥半熟芝士
	轻芝抹茶椰青		山茶碧螺青团		抹茶半熟芝士
08-16	普洱椰青小青柑	05-07	杨梅爆爆冰	10-31	黑巧可可特调
	轻芝普洱椰青		活菌·杨梅酸奶昔		香草可可特调
	玫瑰普洱鲜奶茶	05-16	木姜子爆柠檬	焦糖碎碎特调	
08-22	百香凤梨		木姜子香芒果	11-12	固体荔枝甘露
	凤梨柠檬茶	木姜子醒橄榄	黑糖啵啵牛乳茶		
10-18	活菌·凤梨酸奶昔	05-30	开心椰青	11-20	黑糖珍珠奶茶pro
	椰椰桂花乌龙		开心山茶花		豆乳黑麒麟
桂花金莹奶冻	开心抹茶		12-04	黑巧可可珍奶	
10-24	茉莉芭乐	椰青西瓜爆爆珠		12-11	草莓夹心奶麻薯
	活菌·芭乐酸奶昔	葡萄柠檬冰茶	草莓慕斯布丁		
10-29	奶白酒麻薯奶绿		茉莉飘雪	草莓流心半熟芝士	
	奶白酒乌龙	06-05	成都三大炮糯糯		
11-15	轻畅羽衣甘蓝		香草五粮液雪糕		
	清体小麦草		梅韵醇香		
12-04	维C速燃甜椒		花间心事		
	陈皮红豆普洱		醉倚兰亭		
12-17	鲜奶宫廷普洱		栀栀白桃		
			桃桃乌龙		
			白桃观音奶冻		

数据来源: 茶百道公众号, 广发证券发展研究中心

品牌声量较大, 持续积淀会员。公司围绕新品上市、品牌周年等核心节点, 整合数字化营销、跨界联名及艺人代言等多元策略, 持续打开品牌声量, 据公司财报, 截至25H1, 茶百道品牌相关主要话题在主流社交公众平台阅读/播放量累计达204亿次, 官方自媒体账号矩阵传播达8.6亿次, 通过广告投放等方式获得曝光量超8.5亿次。茶百道会员计划自2021年2月推出以来, 会员数增长迅速, 截至25H1注册会员数超1.59亿名(截至24H1会员中79%为18-25岁), 其中活跃会员数达3420万名。

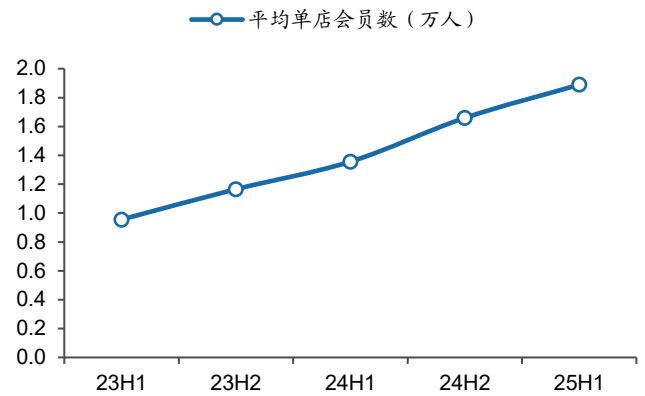
图26: 茶百道注册会员及活跃会员数



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 活跃会员指期间通过微信小程序购买产品的会员

图27: 茶百道平均单店注册会员数



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 按期末注册会员数/期末门店数计算

(二) 供应链建设持续优化, 赋力品质与新鲜

公司持续完善供应链网络布局, 提升原材料采购、仓配效率及交付品质。据公司招股书及财报:

生产: 茶叶和包材基地持续推进设备技术改造, 精进原材料品质。

(1) 包材生产基地: 森冕新材料工厂于21年投产, 主要生产吸管和杯袋, 供应茶百道门店和第三方采购方, 23年茶百道门店包材中26.7%由森冕工厂提供。

(2) 原叶茶生产基地: 24年5月在福建福州正式投产, 占地面积6000平方米, 12条自动化产线, 年产能达5000吨, 从源头保障茶底品质。公司在广西横县直采茉莉花, 4600朵茉莉花低温窈制1斤茶, 好茶底需要7轮窈制, 足足等待30天。

(3) 杏林甄选高端饮料生产基地: 由控股子公司杏林甄选食品投资5亿元建设, 于2024年7月开工, 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, 年收入预计不低于5亿元。

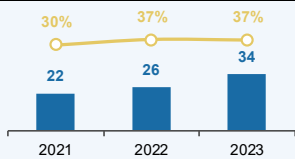
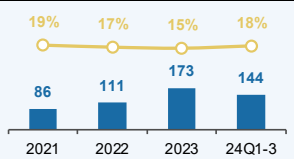
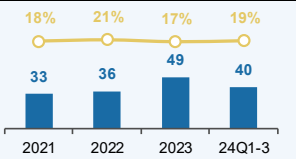
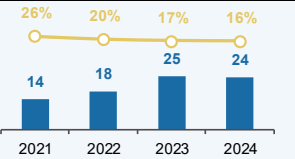
表9: 主要现制茶饮品牌生产环节对比

	茶百道	蜜雪冰城	古茗	沪上阿姨
生产基地	运营森冕工厂(成都), 总面积1.1万平方米; 原叶茶生产基地于24年5月在福州投产	截至24Q3在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有 五大生产基地 , 总占地面积约79万平方米, 是中国现制饮品供应链领域中 生产品类最全、规模最大的公司 ; 智能工厂有60多条智能化生产线	截至24Q3运营励川(杭州)、果如(杭州)和广西 三个加工工厂 以处理原料, 浙江诸暨的工厂待投入运营	海盐工厂(浙江)于22年投入商业化生产, 总面积约1万平方米
产能	23年森冕工厂产能 1.4万吨 , 产能利用率65.6%	截至24Q3年综合产能达到约 165万吨 , 其中糖/奶/茶/咖/果/粮/料产能分别约48/34/0.3/1/16/2/11万吨	果如和励川工厂总加工能力为 价值约10亿元 的产品, 诸暨新工厂加工能力为 价值约15亿元 的产品	截至25H1理论年化产能为 2640吨珍珠、1320吨芋圆、2640吨芋泥、1584吨茶叶
生产品类	包装材料、茶叶	七大类食材 (糖、奶、茶、咖、果、粮、料)以及 包材和设备	茶叶拼配、混合果汁	珍珠、芋圆、芋泥及茶叶
加工质量	/	24Q1-3生产产品合格率高 于99.99% , 饮品食材生产的 耗损率为0.71% (远低于行业平均水平)	23年将 芒果熟成损耗率 降至10%(远低于行业平均的约20%)	/
自产比例	23年向门店供应的包材中 26.7% 由森冕工厂供应	提供给加盟商的饮品食材 超过60%为自产 (中国现制饮品行业中 最高), 其中 核心饮品食材为100%自产	24Q1-3向加盟商提供的原料中 约13%经过加工工厂进行处理	/
成本优势	/	24Q1-3 糖蜜和果蜜包装瓶 的自产成本比从外部采购 价低约50%	/	23/24年 自产食材成本 较第三方采购低约 6%-17%/4%-43%

数据来源: 各公司招股书及财报, 广发证券发展研究中心

采购：建立完善的直采机制，与优质产区长期合作。公司每年采购各类鲜果近6万吨，部分核心水果（如桃子、芒果、夏黑葡萄）已与全国优质产区直接签署采购协议锁定长期供应，一方面可以按照公司要求种植/采摘水果，另一方面确保优先供应。公司会对水果的糖度、风味、大小、成熟度、果型等指标进行检测，每一环节均有明确规范，只有达到验收标准后才会开园采货。

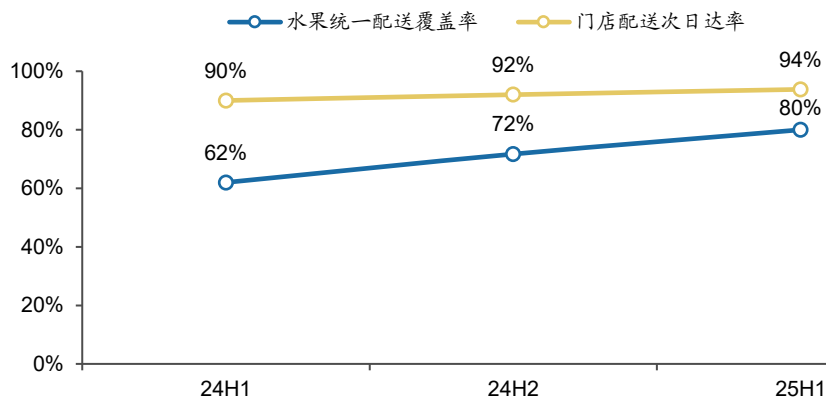
表10: 主要现制茶饮品牌采购环节对比

	茶百道	蜜雪冰城	古茗	沪上阿姨
是否要求加盟商从公司采购	加盟商需向公司采购门店设备，对加盟商采购的水果实行严格的采购标准	饮食品材、包材及设备 100%从公司采购	要求加盟商向公司采购 所有 食品原料、包装材料及互联设备	需要向公司中央采购平台采购 大部分 食材，允许加盟商向其他供应商采购若干合格设备（例如冰箱）
采购网络	甄选黄金奶源地优质乳制品，采购优质产区高品质鲜果，不断加强与头部供应商合作	覆盖全球六大洲、38个国家，从原产地获取优质原材料	从产地（包括海外）直采优质茶叶水果等原料，例如从秘鲁、智利和墨西哥采购优质牛油果	芒果主要来自广西、桑葚主要来自四川，也从西班牙采购葡萄汁，从越南采购百香果、从南非采购西柚等，进口原材料一般与分销商合作
种植基地布局	/	在四川、重庆等地区与种植基地合作，截至24Q3与 合作种植基地 相关的供应商超过120家，23年 大部分柠檬 购自四川安岳县的合作种植基地	关联公司浙江云奇（创始人及一致行动人持股100%）附属公司有 香水柠檬种植基地	/
采购规模	/	23年采购柠檬/奶粉/橙子/茶叶/咖啡豆各约11.5/5.1/4.6/1.6/1.6万吨，是 中国最大柠檬采购商	23年采购涵盖36个品种约8.5万吨新鲜水果，从生产商采购约4000吨香水柠檬（占此种水果采购量89.9%）	/
供应商数量	截至24年4月与273名供应商合作，并有263名备选供应商作为后备	/	截至24Q3共有1100+名供应商	/
总采购金额（亿元）及前五大供应商采购金额占比				
成本优势	/	23年同类型、同品质 奶粉和柠檬 采购成本较同行业平均分别 低约10%和20%以上	23年向门店供应 芒果 的价格较市价低 30%	/

数据来源：各公司招股书，广发证券发展研究中心；备注：总采购金额按照前五大供应商采购金额除以占比倒算

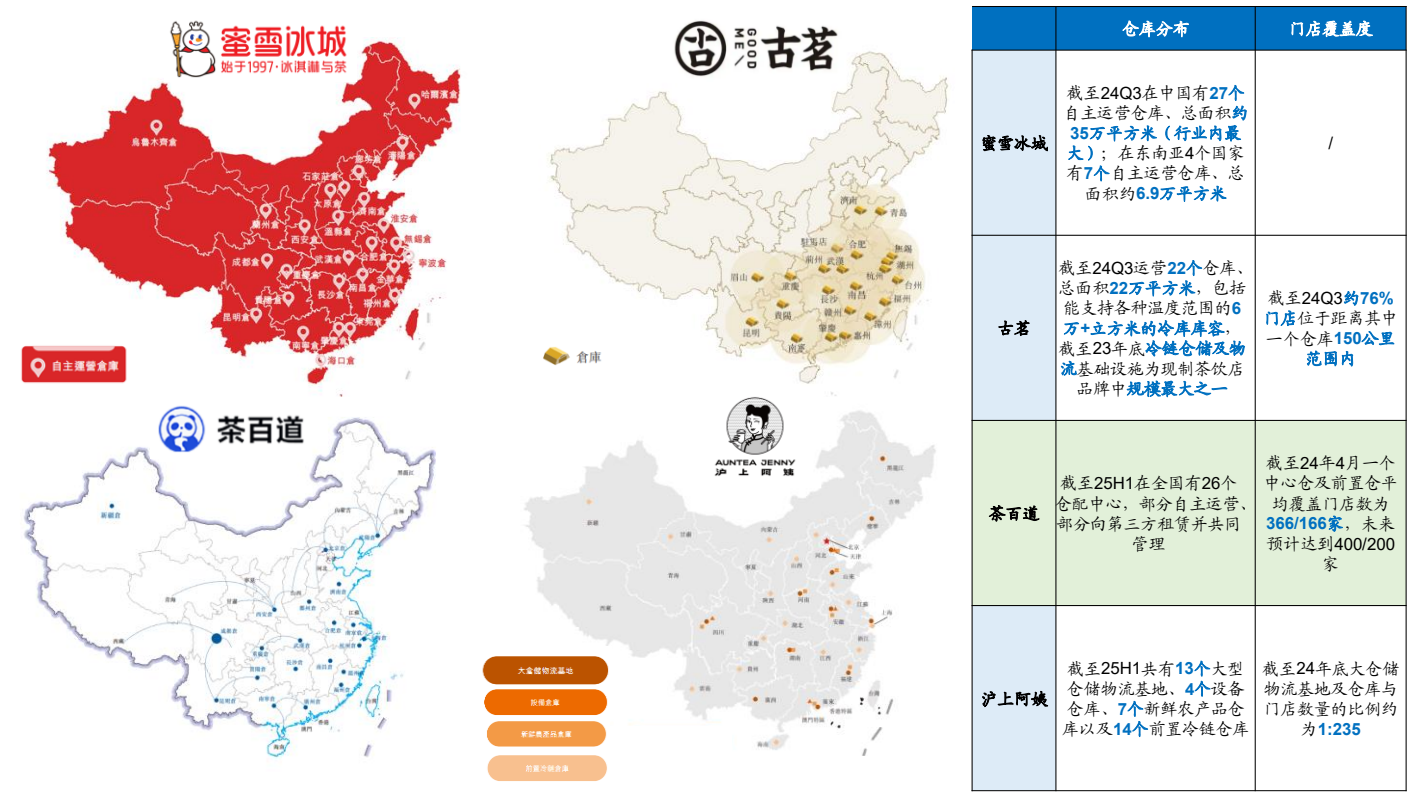
仓储物流：配送能力持续提升，确保原材料的新鲜度与质量。截至25H1，公司在全国共有26个仓配中心（其中25H1新设青岛仓），配有超300辆三温配送车，构建起全链路高频冷链供应网络。各区域仓配中心服务周边平均配送半径500公里的门店，约93.8%的门店实现下单后次日达（vs.24H1为90%），约**95%的门店获得每周两次及以上配送服务**，水果统一配送已覆盖门店总数的**80%**（vs.24H1为62%）。此外公司在北京、上海、成都、重庆等地推行夜间配送，覆盖500+家门店。

图28: 茶百道配送能力持续优化



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图29: 主要现制茶饮品牌仓储环节对比

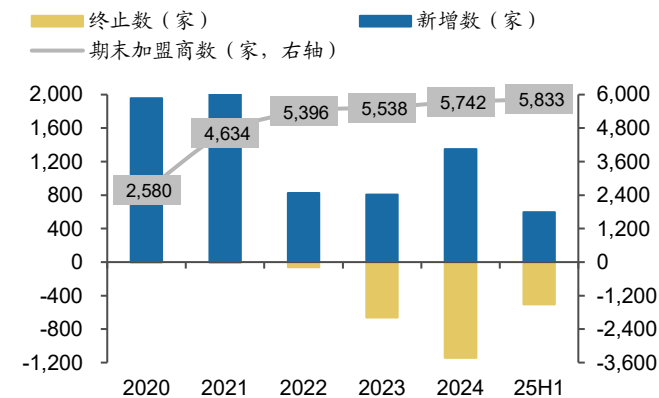


数据来源: 各公司招股书及财报, 广发证券发展研究中心

(三) 门店调整步入尾声, 拓店有望重新提速

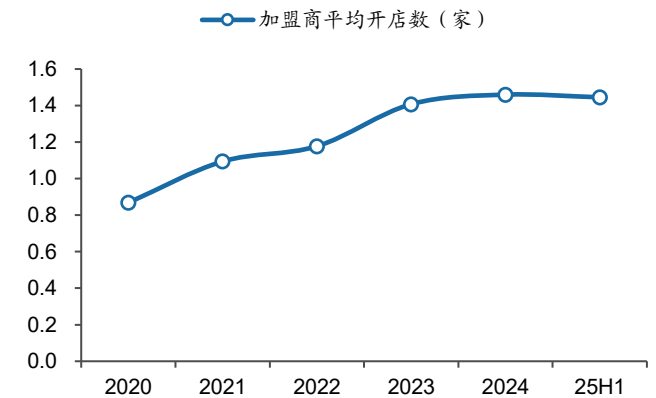
公司自23年起重点梳理加盟商质量, 对不符合要求的加盟商进行换签(终止合作的加盟商中, 约一半加盟商的门店转让给其他加盟商), 加盟商带店数逐步提升至25H1的1.45家。我们预计随着调整逐步到位, 叠加经营持续优化, 25H2起整体净增门店数预计有所改善。

图30: 茶百道加盟商变动情况



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图31: 茶百道加盟商平均开店数



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

26年新加盟政策对翻牌/势能门店、县级锁区多店、优质点位进行补贴。据茶百道加盟助手小程序，茶百道门店初始投入成本约33万元，其中首期投入19.5万元，剩余款项可分期支付；对翻牌或势能门店、县级锁区多店、优质点位门店实行加盟费全免（9万元），同时给予30%（最高不超过3万元）或50%（最高不超过6万元）的硬装补贴，从政策上鼓励开多店、开好店。

表11：茶百道开店费用梳理

	首期	分期	合计	说明
品牌加盟费	0	9万元	9万元	履约满12/24/36个月时分别收取2/4/3万元 合计9万元=品牌授权费3万元+运营管理系统服务费2万元+开业综合服务费4万元
设备费	7.5万元	4.5万元	12万元	余款享24期免息，前6个月免还款，后18期免息支付
装修费	10万元		10万元	部分地区最高可享6万元补贴优惠（详见表12）
首批原物料费	2万元		2万元	
建店成本合计	19.5万元	13.5万元	33万元	不包含其他管理费
履约保证金			1万元	合同终止时若无违约情况，将全额退还
综合运营服务费				部分城市：1万元/年（固定） 部分城市：按年度收取1%提点管理费
线上平台运营管理服务费			2000元/年	（所有线上平台的接入和管理服务）

数据来源：茶百道加盟助手小程序，广发证券发展研究中心

备注：政策执行时间为2026年2月1日至2026年7月31日

表12：茶百道开店优惠政策

类型	补贴政策
1. 翻牌/势能门店补贴	加盟费全免，硬装补贴50%（最高不超过6万元），购买全套新设备补贴3万元
2. 县级锁区多店补贴	加盟费全免
第1店	硬装补贴30%（最高不超过3万元）
第2店及以上	硬装补贴50%（最高不超过6万元）
3. 优质点位补贴	加盟费全免，硬装补贴30%（最高不超过3万元）

数据来源：茶百道加盟助手小程序，广发证券发展研究中心

备注：政策执行时间为2026年2月1日至2026年7月31日

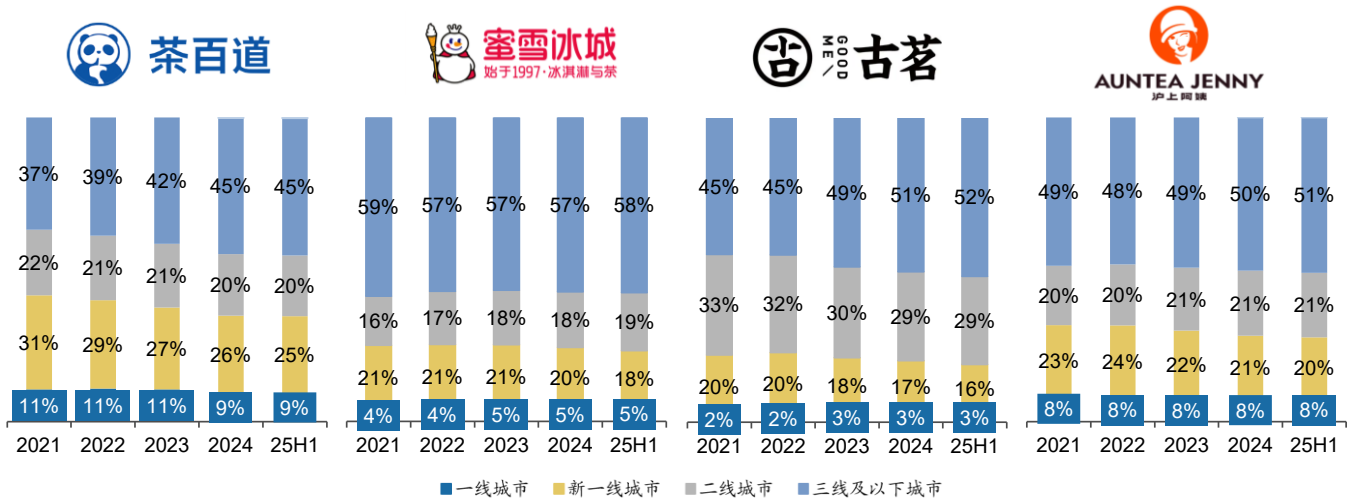
相较其他头部现制茶饮品牌，茶百道门店分布相对偏高线，但近年来低线城市占比有所提升。我们预计一方面茶百道在高线城市仍有一定加密空间，另一方面下沉市场有望成为未来重点拓展区域。对标主要现制茶饮品牌门店密度，我们认为中期茶百道中国内地门店数可达约1.6万家，较当前门店数接近翻倍。

表13：茶百道开店空间测算

	人口数 (百万)	茶百道(目前)		茶百道(潜在空间)		蜜雪冰城		古茗		沪上阿姨		霸王茶姬	
		门店数	渗透率	门店空间	渗透率假设	门店数	渗透率	门店数	渗透率	门店数	渗透率	门店数	渗透率
一线城市	83	775	9.3	1,245	15.0	2,389	28.8	410	4.9	778	9.4	812	9.8
新一线城市	201	2,172	10.8	3,021	15.0	8,330	41.4	2,177	10.8	2,095	10.4	1,774	8.8
二线城市	226	1,762	7.8	3,388	15.0	8,483	37.6	3,561	15.8	1,994	8.8	1,523	6.7
三线城市	371	1,574	4.2	3,708	10.0	10,502	28.3	3,890	10.5	2,120	5.7	1,314	3.5
四线及以下城市	529	2,104	4.0	4,229	8.0	14,376	27.2	3,392	6.4	3,100	5.9	1,608	3.0
合计	1,410	8,387	5.9	15,591	11.1	44,080	31.3	13,430	9.5	10,087	7.2	7,031	5.0

数据来源：Wind，窄门餐眼，广发证券发展研究中心

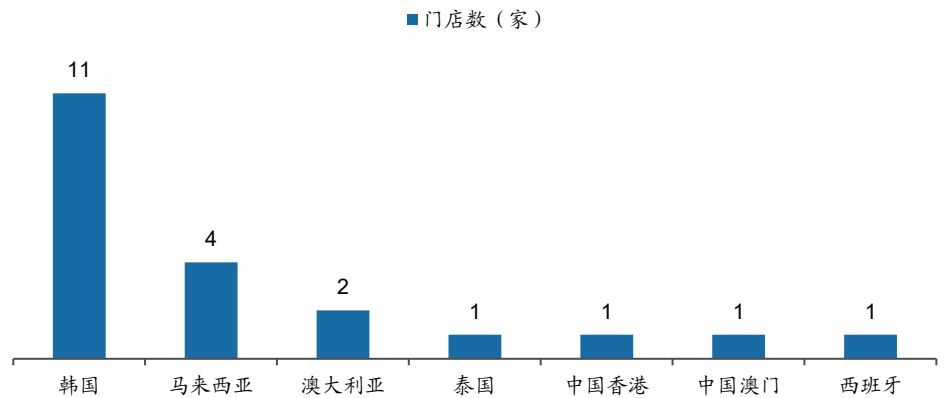
图 32: 主要现制茶饮品牌门店城市分布情况对比



数据来源: 各公司招股书, 各公司财报, 广发证券发展研究中心; 备注: 均不含海外门店, 蜜雪口径包括幸运咖

一地一策推进海外市场拓展。据公司财报, 24年1月茶百道海外首店落地韩国首尔, 截至25H1海外门店已开设21家, 其中韩国/马来西亚分别11/4家。茶百道在海外坚持一地一策, 在自己看好的重点区域持续深耕, 在当地组建本土化运营团队, 从营销活动、包材设计、到店面设计等维度积极融入当地文化, 开发本地消费者偏好的产品。26年1月, 茶百道与新加坡本土商超品牌思家客签署战略合作协议(据思家客公众号), 双方将围绕新加坡市场展开更深入的协同, 共同推动茶百道在本地消费场景中持续布局。随着茶百道在海外部分市场发展日趋成熟, 且持续进入更多新市场, 我们预计未来茶百道在海外市场有望加速发展。

图33: 茶百道海外门店分布(截至25H1)



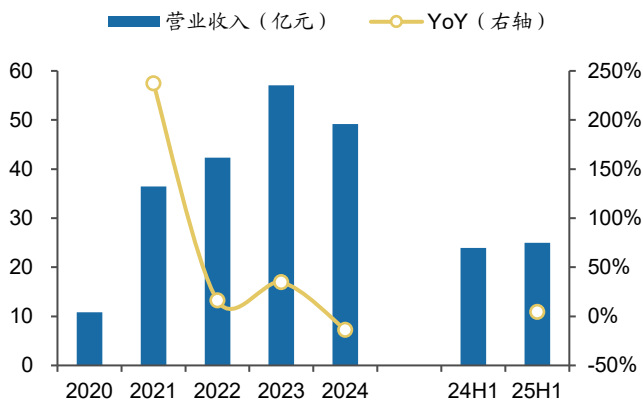
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

（一）业务拆分及盈利预测

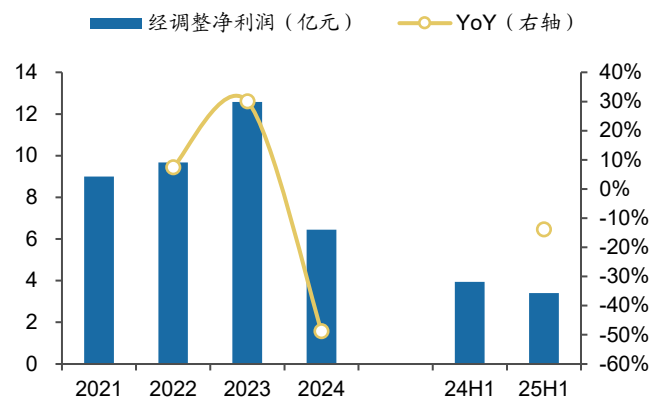
收入温和复苏，盈利韧性显现。据公司招股书及财报，2020-2023年公司门店快速扩张，收入保持较快增速，CAGR达74.1%，2024年受外部环境及经营调整影响，收入略有下滑，为49.2亿元/YoY-13.8%，25H1随着Q2起平台外卖补贴增加以及公司经营调整显现效果，收入重回增长，为25.0亿元/YoY+4.3%，预计H2增速将进一步提升。利润端，随着供应链优化、智能化系统应用以及规模效应释放等，未来公司盈利能力有望逐步修复。

图34：公司营业收入及增速



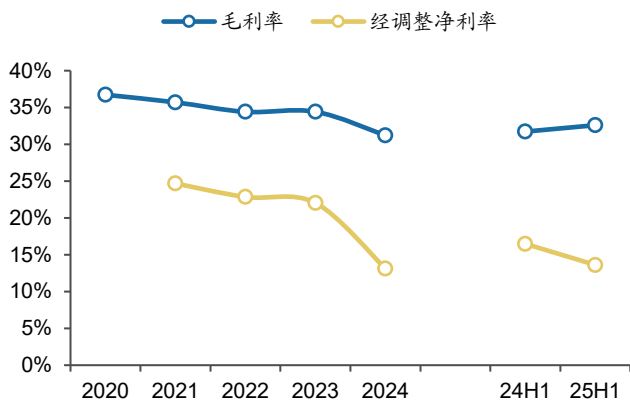
数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

图35：公司经调整净利润及增速



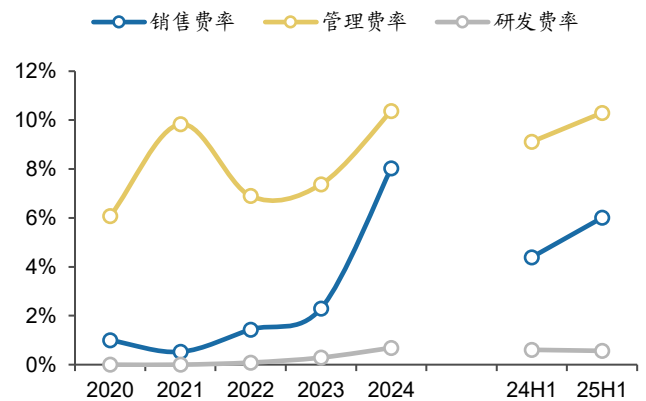
数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

图36：公司毛利率及经调整净利率



数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

图37：公司主要费用率



数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

我们对公司主要业务做如下假设：

门店方面，25H1公司加盟店新开466家、关闭418家；考虑到Q2起行业经营整体较好、且公司门店调整基本完成，开店预计重新提速，我们预计2025全年加盟店新开1266家，2026-2027年分别新开1500/1600家；随着门店逐步调整完毕，预计闭店数将有所下降，2025-2027年分别闭店718/450/450家（vs.2024年闭店890家）。

(1) 货品及设备销售: 销售商品收入与加盟店GMV直接相关, 销售设备收入主要来自加盟商开店的初始设备费用及后续设备更新, 25H1销售商品及设备收入23.6亿元/YoY+3.8%, 假设25-27年单店货品销售收入分别同比+10%/-2%/+3%, 单店设备销售收入持平, 对应25-27年收入分别为54.2/58.2/66.8亿元, 分别同比增长16%/7%/15%。

(2) 特许权使用费及加盟费收入: 主要系收取的首次加盟费及后续运营服务费, 25H1收入1.0亿元/YoY+2.4%, 预计25-27年收入分别为2.4/2.8/3.0亿元, 分别同比增长14%/14%/9%。

综合上述假设, 预计25-27年公司收入分别为57.4/61.8/70.6亿元, 分别同比增长17%/8%/14%。

表14: 茶百道门店变动及假设

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
门店总数(家)	5,077	6,361	7,801	8,395	8,944	9,994	11,144
加盟店数(家)	5,070	6,352	7,795	8,382	8,930	9,980	11,130
新开数	2,843	1,358	1,663	1,477	1,266	1,500	1,600
关闭数	13	76	220	890	718	450	450
净增数	2,830	1,282	1,443	587	548	1,050	1,150
直营店数(家)	7	9	6	13	14	14	14

数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

表15: 公司主营业务拆分及预测

单位: 百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	3,644	4,232	5,704	4,918	5,740	6,176	7,060
YoY	237%	16%	35%	-14%	17%	8%	14%
1. 货品及设备销售							
收入	3,447	4,020	5,420	4,652	5,416	5,821	6,678
YoY	238%	17%	35%	-14%	16%	7%	15%
单店货品销售收入	0.83	0.67	0.73	0.55	0.61	0.59	0.61
YoY	41%	-20%	9%	-25%	10%	-2%	3%
单店设备销售收入	0.14	0.15	0.15	0.14	0.14	0.14	0.14
2. 特许权使用费及加盟费收入							
收入	159	172	232	213	243	277	302
YoY	200%	8%	35%	-8%	14%	14%	9%
3. 其他							
收入	39	41	53	52	81	78	80
YoY	499%	5%	30%	-1%	55%	-3%	2%

数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

毛利率方面, 24年受外部环境影响公司毛利率同比-3.2pct至31.2%, 25H1恢复至32.6%, 同比+0.9pct, 我们预计25H2随着公司经营调整效果显现+外卖补贴利好, 杠杆效应有望持续释放, 未来几年逐步恢复至23年水平, 预计25-27年毛利率分别为33.0%/34.0%/34.5%。

费用端, (1) 分销及销售费用: 25H1占总收入6.0%/YoY+1.6pct, 预计相对保持稳定, 假设25-27年占总收入比重分别为6.0%/5.9%/5.8%。**(2) 行政费用:** 25H1占总收入10.3%/YoY+1.2pct, 考虑智能化系统等带来的人效提升及规模效应释放, 预计25-27年占总收入比重分别为8.8%/8.5%/8.3%。**(3) 研发开支:** 25H1占总收入

0.6%/同比持平，假设25-27年维持0.6%。

综合上述假设，预计25-27年公司经调整归母净利润分别为8.5/9.9/11.7亿元，分别同比增长34%/16%/19%。

表16: 公司主要费用拆分

单位: 百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利	1,301	1,456	1,964	1,535	1,894	2,100	2,436
毛利率	35.7%	34.4%	34.4%	31.2%	33.0%	34.0%	34.5%
分销及销售费用	19	61	131	395	345	365	410
占总收入	0.5%	1.4%	2.3%	8.0%	6.0%	5.9%	5.8%
行政费用	358	292	420	510	505	525	586
占总收入	9.8%	6.9%	7.4%	10.4%	8.8%	8.5%	8.3%
研发开支	0	4	16	34	32	35	40
占总收入	0.0%	0.1%	0.3%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
归母净利润	756	954	1,139	472	836	967	1,149
归母净利率	20.7%	22.6%	20.0%	9.6%	14.6%	15.7%	16.3%
经调整归母净利润	877	956	1,246	637	853	986	1,170
经调整归母净利率	24.1%	22.6%	21.8%	13.0%	14.9%	16.0%	16.6%

数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 估值分析与投资建议

我们选取港股上市的现制茶饮公司蜜雪集团、古茗、沪上阿姨为公司可比公司，最新市值及Wind一致预期分别对应26年20/24/14xPE。各公司估值差异主要反映了卡位细分赛道、供应链能力、同店稳健性、扩张预期等方面差异，蜜雪冰城/古茗分别为低价/中价赛道龙一，基本面稳健，估值相对较高。茶百道产品创新能力较强，爆品频出，供应链建设持续优化，门店调整步入尾声，拓店有望重新提速。参考可比公司，给予公司2026年12倍PE估值，对应合理价值为8.99港元/股，给予“买入”评级。（采用即期汇率1港币=0.89人民币）

表 17: 可比公司盈利预测及估值

股票简称	股票代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
蜜雪集团	02097.HK	1,353	58.3	67.8	78.3	23	20	17
古茗	01364.HK	649	26.5	27.4	33.1	25	24	20
沪上阿姨	02589.HK	82	5.0	5.8	6.8	17	14	12

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期, 统计时间为 2026/2/6

五、风险提示

（一）宏观经济波动

现制茶饮企业发展程度受经济发展水平、国民消费行为影响，若宏观经济波动导致国民收入水平下降、消费力下降、消费预期悲观，将会影响人们消费现制茶饮，从而对公司业绩造成负面影响。

（二）门店扩张不及预期

门店扩张是公司收入利润增长的重要驱动因素，若公司门店扩张不及预期，将对公司收入及利润造成负面影响。

（三）市场竞争加剧

现制茶饮行业竞争程度较高，市场上品牌众多、行业集中度较低，若公司无法在产品、服务等层面实现创新，充分满足消费者需求，公司市占率将有下滑风险。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	2,602	4,138	4,417	4,757	5,177
现金及现金等价物	716	3,560	3,852	4,213	4,647
应收账款及票据	7	9	10	10	12
存货	201	207	203	192	186
其他	1,677	362	352	342	332
非流动资产合计	484	1,356	1,366	1,378	1,392
固定资产净值	236	216	221	227	234
长期投资	3	721	721	721	721
商誉及无形资产	132	239	244	250	257
其他	113	180	180	180	180
资产总额	3,085	5,494	5,783	6,135	6,569
流动负债合计	1,026	1,411	1,355	1,299	1,249
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	355	295	288	283	283
其他	672	1,116	1,066	1,016	966
非流动负债合计	1,212	149	149	149	149
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,212	149	149	149	149
总负债	2,239	1,560	1,504	1,448	1,398
普通股股本	126	148	148	148	148
储备	697	3,755	4,089	4,476	4,935
其他	0	7	0	0	0
归母权益总额	823	3,909	4,237	4,624	5,083
少数股东权益	24	25	42	63	88
股东权益合计	847	3,934	4,279	4,687	5,171
负债及股东权益合计	3,085	5,494	5,783	6,135	6,569

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	5,704	4,918	5,740	6,176	7,060
营业成本	3,741	3,383	3,845	4,076	4,624
毛利	1,964	1,535	1,894	2,100	2,436
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	131	395	345	365	410
行政管理费用	420	510	505	525	586
研发费用	16	34	32	35	40
其他营业费用合计	14	3	3	3	3
营业利润	1,382	592	1,010	1,173	1,397
利息收入	0	0	0	0	0
利息支出	4	4	4	4	4
权益性投资损益	0	-18	-13	-13	-13
其他非经营性损益	94	204	68	72	77
除税前利润	1,366	622	1,060	1,228	1,458
所得税	215	142	207	239	284
合并净利润	1,151	480	854	988	1,173
少数股东损益	12	8	18	21	25
归母净利润	1,139	472	836	967	1,149
NonGAAP 归母净利	1,246	637	853	986	1,170

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	1,388	344	850	986	1,163
合并净利润	1,151	480	854	988	1,173
折旧与摊销	67	89	90	88	86
营运资本变动	133	-300	-43	-36	-36
其他非经营性调整	49	82	-51	-55	-61
投资活动现金流净额	-923	287	-45	-41	-35
处置固定资产收益	0	2	68	72	77
资本性支出	-104	-131	-100	-100	-100
投资资产支出	-849	344	0	0	0
其他	29	73	-13	-13	-13
融资活动现金流净额	25	2,213	-512	-585	-693
长期债权融资	-45	-56	0	0	0
股权融资	1,024	2,345	0	0	0
支付股利	0	0	-501	-580	-689
其他	-955	-76	-11	-4	-4
现金净增加额	490	2,844	293	360	434
期初现金余额	226	716	3,560	3,852	4,213
期末现金余额	716	3,560	3,852	4,213	4,647

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	34.8%	-13.8%	16.7%	7.6%	14.3%
营业利润增长率	25.5%	-57.2%	70.4%	16.2%	19.1%
NonGAAP 业绩增速	30.3%	-48.8%	33.8%	15.6%	18.7%
获利能力					
毛利率	34.4%	31.2%	33.0%	34.0%	34.5%
NonGAAP 净利率	22.0%	13.1%	15.2%	16.3%	16.9%
NonGAAP ROE	151.4%	16.3%	20.1%	21.3%	23.0%
偿债能力					
资产负债率	72.6%	28.4%	26.0%	23.6%	21.3%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.9	3.3	3.7	4.1
利息保障倍数	399.9	180.8	258.4	298.9	354.8
营运能力					
应收账款周转天数	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转天数	18.9	21.7	19.0	17.0	14.5
应付账款周转天数	34.0	34.6	27.0	25.0	22.0
每股指标					
NonGAAP EPS	-	0.43	0.58	0.67	0.79
每股净资产	-	2.66	2.90	3.17	3.50
每股经营现金流	-	0.23	0.58	0.67	0.79
估值比率					
NonGAAP PE	-	23.3	10.5	9.1	7.7
PB	-	3.8	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	-	13.0	4.4	3.6	2.8

广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 曹敦鑫：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 张望：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：高级研究员，武汉大学经济学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与蜜雪集团(02097)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。