

现制饮品行业系列报告二：从“规模之战”
到“价值之锚”

——社会服务行业深度报告

强于大市(维持)

2025 年 10 月 10 日

行业核心观点：

新茶饮市场高速增长进入尾声，茶饮企业同质化竞争愈发激烈，未来行业竞争将由高单价、重营销的爆款模式转变为高频次、细水长流的经营模式。在二级市场逐渐回归理性后，新茶饮上市公司的股价表现将更显著地受到企业战略与下沉市场匹配度的驱动。随着一二线市场渐趋饱和，下沉市场仍将是未来一段时间内的核心增长引擎，其潜力不仅在于门店数量扩张，更在于供应链效率、成本控制及区域密度的精细化运营。新茶饮企业想要实现价值增长，在产品端，应响应消费者日益功能化、精细化的健康诉求，从被动规避健康争议走向以研发驱动、主动定义健康新茶饮的发展新阶段；在生产端，应探索建设原材料供应链体系，形成品牌壁垒与竞争优势；在需求端，可以通过结合当地特色与优势及文化输出主动向海外拓展市场。建议持续关注具有突出品牌特色和成本控制优势，能在激烈竞争中稳固市场份额的新茶饮企业。

投资要点：

行业发展趋势：门店扩张步伐放缓，展望消费频次提升。新茶饮行业从规模化扩张转向高质量发展，门店增速放缓但人均消费杯量较海外仍有巨大提升空间，驱动因素从价格升级切换至消费频次提升。同质化竞争加剧背景下，市场集中度持续提高，马太效应显现，拥有强大供应链管控能力、深耕下沉市场并具备清晰品牌定位的头部企业更具竞争优势。

二级市场表现：股价走势分化，下沉市场占优。二级市场表现显著分化，凸显“高端承压、下沉占优”的行业趋势。早期上市企业如奈雪的茶、茶百道普遍遭遇破发，2025 年蜜雪集团上市后强势表现重振信心。业绩对比表明，深耕下沉市场的蜜雪集团、古茗等展现出更优的费用控制和盈利水平。当前二级市场情绪已从初期的狂热转向理性，更关注企业真实的经营能力与盈利模式的可持续性。

企业价值增长：产品创新、供应链强化与海外拓展。行业迈入精细化运营阶段，企业价值增长依靠三大核心驱动力。产品创新上，竞争焦点已从基础成分“做减法”转向功能性成分“做加法”，通过添加具有明确功能性的天然成分等强化健康属性，以差异化价值突破同质化困境。供应链强化是成本与规模制胜关键，头部企业通过自建采购、生产、物流体系实现端到端控制，构筑起平价高质产品的坚实壁垒。海外拓展成为重要增量，尤以高增长潜力的东南亚市场为重点，成功关键在于克服供应链本地化挑战，并借助文化赋能实现从产品输出到生活方式传播的升级。

风险因素：消费恢复不及预期风险，行业竞争加剧风险，食品安全风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

服务消费迎政策助力，多措并举扩大内需
营收利润双提升，旅游景区边际向好
重仓比例回落，维持低位布局

分析师：叶柏良

执业证书编号：S0270524010002

电话：18125933783

邮箱：yebli@wlzq.com.cn

正文目录

1 行业发展趋势：门店扩张步伐放缓，展望消费频次提升	3
1.1 新茶饮行业爆火，行业规模快速增长至今	3
1.2 同质化竞争加剧，行业增长引擎切换	4
1.3 行业连锁化程度提高，马太效应显现	6
2 二级市场表现：股价走势分化，下沉市场占优	6
2.1 新茶饮企业上市图谱：市场地位巩固与融资扩张	6
2.2 二级市场表现参差，雪王救场激活热潮	7
2.3 公司业绩比较：高端存瓶颈，下沉有空间	10
3 企业价值增长：产品创新、供应链强化与海外拓展	12
3.1 产品创新：从“做减法”到“做加法”的健康表达	12
3.2 供应链强化：寻求规模制胜之道	14
3.3 海外拓展：从“东方茶文化”到“世界茶习惯”	15
4 投资建议与风险提示	17
4.1 投资建议	17
4.2 风险因素	17
图表 1：我国现制饮品市场规模	3
图表 2：现制茶饮行业主要品牌单品价格带（元）	4
图表 3：近三年连锁茶饮门店数量变化趋势（家）	5
图表 4：2023 年人均现制饮品消费量（杯）	5
图表 5：2024 年部分新茶饮品牌国内门店规模增长情况	6
图表 6：各头部新茶饮企业成立时间与上市情况	6
图表 7：各头部新茶饮企业 IPO 情况与市场表现	7
图表 8：奈雪的茶上市以来股价走势图	8
图表 9：茶百道上市以来股价走势图	8
图表 10：古茗上市以来股价走势图	8
图表 11：蜜雪集团上市以来股价走势图	9
图表 12：霸王茶姬上市以来股价走势图	9
图表 13：沪上阿姨上市以来股价走势图	9
图表 14：新茶饮行业六家上市公司 2024 年末门店市场布局（间）	10
图表 15：新茶饮行业六家上市公司 2024 年末下沉市场布局占比比较	11
图表 16：新茶饮行业六家上市公司 2024 年度业绩对比	11
图表 17：2020-2024 年新茶饮行业投融资情况	12
图表 18：喜茶发布“新茶饮健康标识体系”	13
图表 19：奈雪的茶“树西红柿双抗小红瓶蔬果瓶”	14
图表 20：奈雪的茶“瘦瘦小绿瓶”	14
图表 21：蜜雪集团 2023 年前三季度七大类饮品原料产能及产量	15
图表 22：蜜雪集团海外营收规模	16
图表 23：东南亚市场现制茶饮规模	16
图表 24：霸王茶姬与中国色研究院探讨东方色彩美学	17

2025年2月以来，新茶饮行业迎来上市高峰，古茗、蜜雪集团、沪上阿姨相继登陆港交所，霸王茶姬则赴美登陆纳斯达克，成为首家在美股上市的新茶饮企业。与此同时，行业亦面临门槛较低、同质化竞争加剧、上市后股价承压等现实挑战。本文尝试探讨以下三个问题：1.新茶饮行业规模扩张还能持续吗？2.如何看待新茶饮上市公司的二级市场表现？3.在行业步入发展下半场的背景下，新茶饮企业的价值增长将主要沿哪些路径展开？

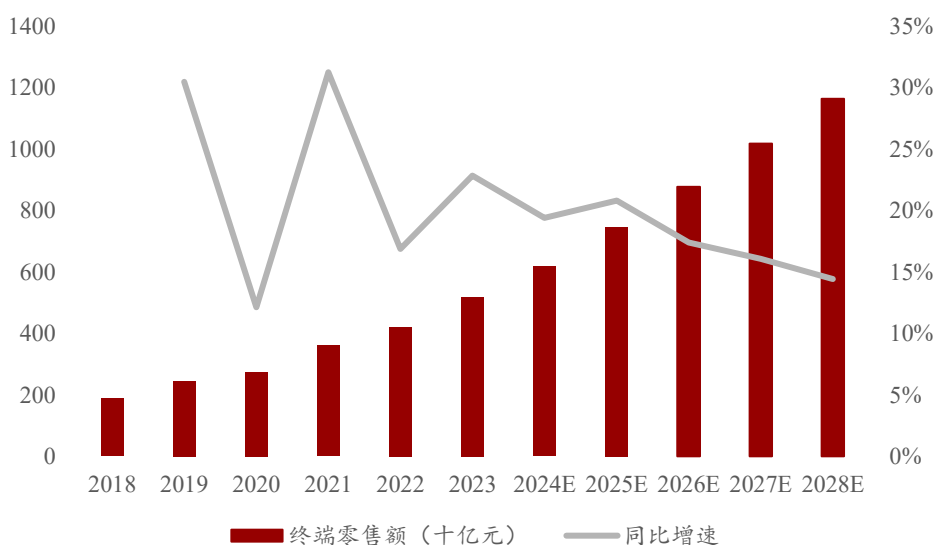
1 行业发展趋势：门店扩张步伐放缓，展望消费频次提升

1.1 新茶饮行业爆火，行业规模快速增长至今

2015年新茶饮行业爆火，新品牌不断诞生。2015年以前，中国现制茶饮行业已经出现了“茶+奶+水果”的混合饮品，但做法大多为以茶渣为基底，加入粉末和果酱勾调制。Coco都可等早期品牌通过加盟模式初步扩张，但管理粗放，供应链和管理模式尚未统一，各门店的饮品风味和质量参差不齐。2015年，喜茶推出芝士奶盖茶并大获成功，带动了产品形态的创新和行业标准的提升，开启了新茶饮时代。新式茶饮采用高品质的原茶和新鲜牛奶、天然动物奶油代替茶粉和奶精，并辅以各类新鲜水果和芝士，运用更加专业的萃取工艺及萃取设备，在提升奶茶口感的同时满足消费者的多样化需求，代表产品为鲜果茶、奶盖茶、冷泡茶等。新茶饮的广大市场和发展潜力也吸引了众多投资者跻身其中，新茶饮品牌如雨后春笋般涌现，茶饮相关企业数量快速增长。根据企查查的数据，2010年奶茶相关企业注册量仅2354家，2015年突破1万家，2018年突破4万家，2019年达到6.1万家。

行业进入转型升级期，市场规模增速放缓，趋于稳健。由于新茶饮既传承了我国源远流长的茶文化，又精准把握了年轻消费者的喜好，新茶饮的客户群体快速扩大，消费场景也得到扩展。据灼识咨询数据，2018年我国现制饮品市场规模约为1878亿元，2023年增长至5175亿元，CAGR达22.47%。除2020年受疫情影响市场规模增速有所减缓，2018到2023年现制饮品市场始终处于终端零售额同比增速高于15%的快速扩张状态。2024年后，随着市场逐渐饱和与品牌扩张速度放缓，现制饮品市场规模增速预计将逐年下降，2023-2028年CAGR预计为17.59%，行业由规模化扩张转向高质量发展。

图表1：我国现制饮品市场规模



资料来源：灼识咨询、国家统计局、国际货币基金组织、万联证券研究所

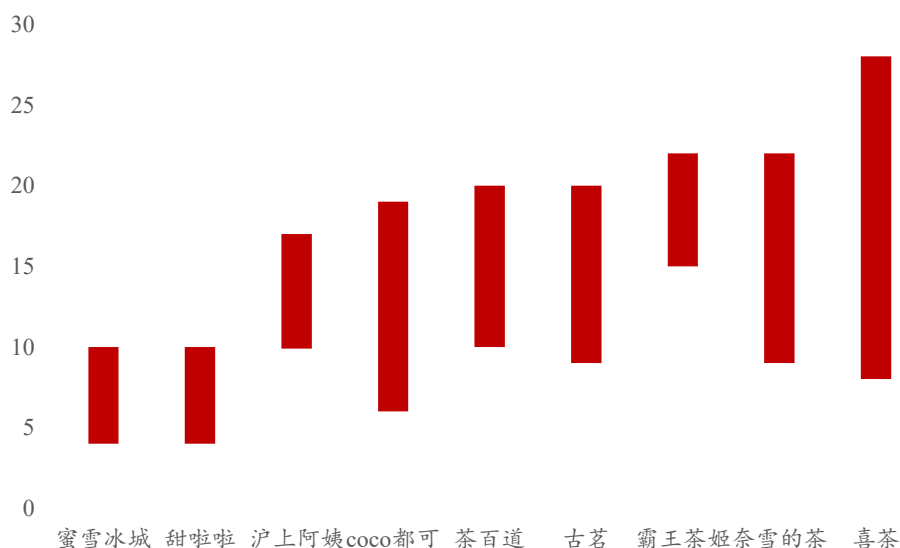
1.2 同质化竞争加剧，行业增长引擎切换

回顾新茶饮的发展历程，行业的增长动力经历了价格升级——平价扩张——频次提升三个阶段。

第一阶段：由于新式茶饮在原料品质、制作工艺、口感体验等方面较传统奶茶实现显著提升，叠加快速的产品迭代能力与持续打造爆款的市场表现，在消费升级浪潮的推动下，价格升级成为品牌战略的重要支点和核心增长引擎。以喜茶和奈雪的茶为代表的高端茶饮门店主要集中在一二线城市，选址以核心商圈与购物广场的黄金铺面为主，通过产品、推新、场景、营销等全方位发力形成品牌护城河，占领消费者心智，进而形成品牌溢价。

高端产品价格下探，中端市场竞争激烈。在疫情冲击、宏观经济增速放缓及居民收入预期减弱等多重因素影响下，消费市场呈现出明显的“性价比转向”。随着现制茶饮完成从轻奢品到日常必需品的消费认知转变，平价产品日益获得市场青睐。这一趋势倒逼高端品牌纷纷推出中端产品线，通过价格下探争夺市场份额，最终导致行业整体价格中枢下移。目前新茶饮主要品牌中喜茶仍保留高端价格带的单价产品，蜜雪集团及甜啦啦专注平价市场，其余大部分品牌产品单价集中在10-20元的中端价格带，市场竞争激烈。

图表2：现制茶饮行业主要品牌单品价格带（元）



资料来源：各茶饮品牌小程序、万联证券研究所

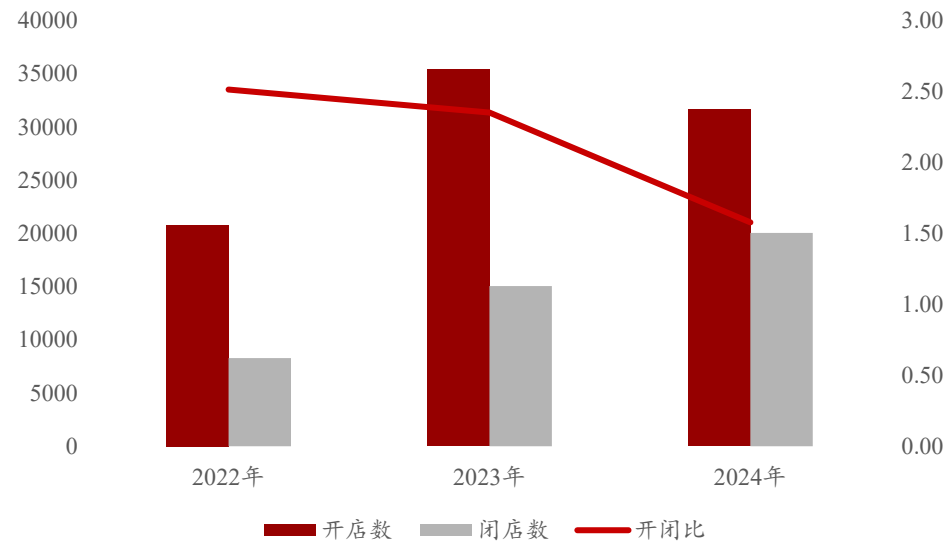
注：价格受地区、季节、促销活动等复杂因素影响较大，仅供参考。

第二阶段：平价连锁新茶饮品牌通过加盟模式实现规模化扩张，重点布局中低线城市的增量市场，使用轻资产运营策略在提升品牌渗透率的同时通过规模效应摊薄成本，实现“薄利多销”。平价品牌门店选址主要集中在商业街与学校等人流量较大的区域，头部企业依托规模效应实现极致性价比，较低的客单价使得平价茶饮品牌具备更广泛的受众，开店的天花板更高，龙头通过规模效应获得的竞争优势更为突出。

同质化竞争激烈，门店扩张速度受限。相较于其他食品饮料行业，新茶饮行业的产品壁垒更低，产品创新难度不断提高，消费者阈值持续抬升，想要产生爆品越来越困难，行业逐渐进入同质化竞争阶段。2024年，连锁茶饮新开门店数量较2023年略有下滑，闭店数量近三年却持续上升，开闭比由2022年的2.51下降至2024年的1.58。随着门店渗透率与门店密度不断提升，新开门店面临的经营压力与竞争压力越来越大，各大品

牌门店扩张速度将不可避免地逐渐放缓。

图表3：近三年连锁茶饮门店数量变化趋势（家）

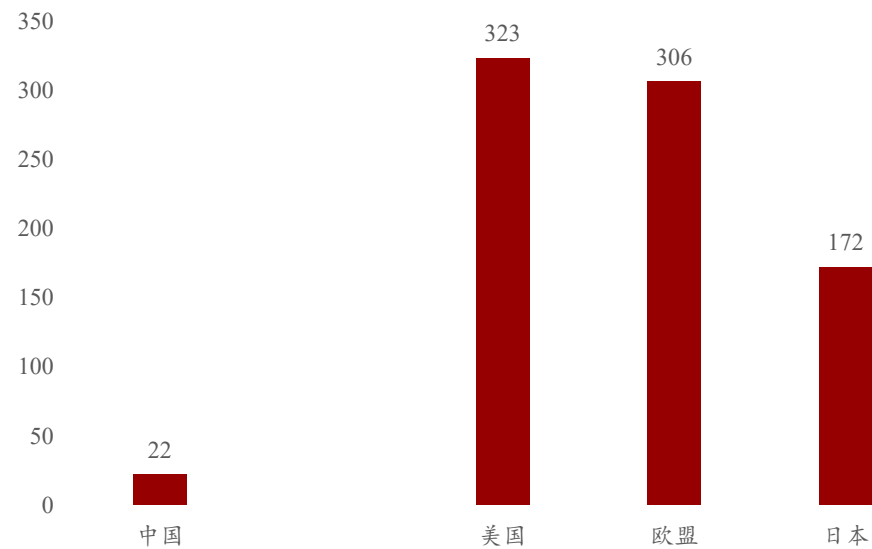


资料来源：GeoQ智图，万联证券研究所

注：统计范围为GeoQ智图收录的106家连锁新茶饮品牌。

第三阶段：当前新茶饮门店虽然已逐渐饱和，但行业远未触及天花板。2023年人均现制饮品消费量仅为22杯，较美国的323杯、欧盟的306杯和日本的172杯仍有较大差距。消费频次的提升预计将成为新茶饮市场规模增长的主要驱动力。一方面，短期内下沉市场的渗透仍将持续，有效实现对消费群体的精准触达与覆盖；另一方面，下午茶、社交休闲、早餐等新消费场景的开发初现端倪，如2025年春节“奶茶代酒”成年轻人新宠，场景拓展提升消费频次。随着消费习惯的逐渐培育，在庞大需求的支撑下行业仍将保持稳健增长。

图表4：2023 年人均现制饮品消费量（杯）

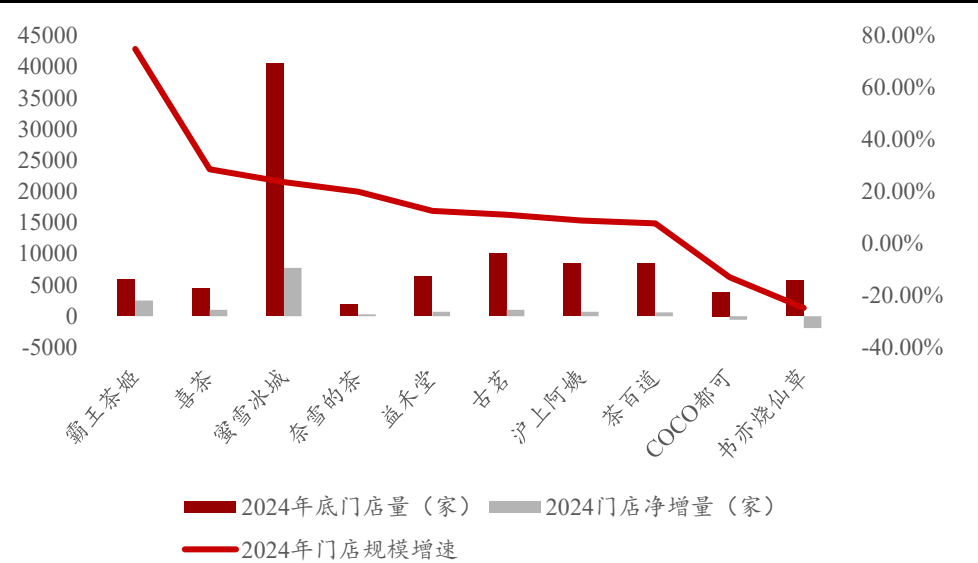


资料来源：蜜雪集团招股说明书，万联证券研究所

1.3 行业连锁化程度提高，马太效应显现

竞争加剧带来行业分化。根据壹览商业的统计，截至2024年，我国现制茶饮品牌门店总数已达到了11.9万家。蜜雪集团、古茗、沪上阿姨等现制茶饮头部企业门店数量在2024年保持净增长，蜜雪集团维持行业龙头地位，古茗同样踏入万店规模；与之相比，中部品牌在竞争中陷入弱势，书亦烧仙草、Coco都可等门店数量出现下滑。此消彼长下，行业集中度进一步提升，现制茶饮市场将由增量市场逐渐转为存量市场，头部品牌依托规模效应和下沉市场优势持续扩张，而产品老化和定位模糊的品牌开始收缩。行业马太效应显现，市场连锁化率预计将持续提升。

图表5：2024年部分新茶饮品牌国内门店规模增长情况



资料来源：壹览商业、万联证券研究所

2 二级市场表现：股价走势分化，下沉市场占优

2.1 新茶饮企业上市图谱：市场地位巩固与融资扩张

在新茶饮市场蓬勃发展的背景下，各茶饮头部企业纷纷寻求上市机会。创立于2015年的奈雪的茶率先敲钟，于2021年6月30日在港交所上市，成为新茶饮企业上市第一股。随后，2008年成立的茶百道也于2024年4月23日在港交所上市。期间，古茗、蜜雪集团、沪上阿姨也多次递交上市申请。最终，古茗于2025年2月12日，蜜雪集团于2025年3月3日，沪上阿姨于2025年5月8日成功上市。此外，今年3月26日，霸王茶姬向美国证券交易委员会公开递交招股书，4月17日在纳斯达克上市。

图表6：各头部新茶饮企业成立时间与上市情况

公司名称	成立时间	上市时间
奈雪的茶	2015 年	2021 年 6 月 30 日
茶百道	2008 年	2024 年 4 月 23 日
古茗	2010 年	2025 年 2 月 12 日
蜜雪集团	1997 年	2025 年 3 月 3 日
霸王茶姬	2016 年	2025 年 4 月 17 日
沪上阿姨	2013 年	2025 年 5 月 8 日

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

新茶饮企业集体冲击上市，既有短期资金的需求，也有品牌宣传的需要。从资金角度来看，在供给端，一级市场热度退潮，新茶饮市场增速逐年放缓，资本市场对新茶饮动向预估并不积极；在需求端，现制茶饮行业在逐渐从增量市场转为存量市场，行业竞争愈加激烈，发行上市能为公司在短期内注入大量资金，为公司的扩张发展提供动力，有助于公司加快业务扩张、提升竞争力，抢占市场份额。从品牌角度来看，虽然公司在上市前可能已经在行业内拥有一定竞争优势，但现制茶饮市场准入门槛不高，产品迭代迅速，新品牌层出不穷，消费者粘性有限，新茶饮公司成功上市将有助于提升投资者和加盟者对于公司的信心，同时也间接对消费者进行了品牌宣传，提升公司的品牌形象；选择海外资本市场能帮助品牌链接全球投资者与资金方，提升公司国际知名度与影响力，有利于进一步吸引国际资本的投入，优化资本结构，为品牌全球化国际化战略铺平道路。

2.2 二级市场表现参差，雪王救场激活热潮

新茶饮企业上市后，股价表现呈现明显分化。奈雪的茶、茶百道、古茗和霸王茶姬四家企业均遭遇破发，其中奈雪的茶破发程度最为严重，历史最低价较发行价跌幅高达95.35%。茶百道和古茗等中端品牌也未能幸免，最低价较发行价分别下跌77.71%和7.85%。相比之下，蜜雪集团和沪上阿姨表现相对稳健，目前股价仍高于发行价。从融资额来看，新茶饮企业的IPO融资规模差异显著，从沪上阿姨的2.73亿港元到奈雪的茶50.94亿港元不等，但融资规模与股价表现并未呈现相关关系。整体来看，新茶饮二级市场表现间接反映了“高端存瓶颈，下沉有空间”的行业发展趋势。

图表7：各头部新茶饮企业 IPO 情况与市场表现

公司名称	发行价 (本位币 单位/股)	发行股份数 (亿股)	IPO 融资额 (亿本位币 单位)	历史最低收 盘价(本位 币单位/股)	是否破 发
奈雪的茶	19.80	2.573	50.94	0.92	是
茶百道	17.50	1.478	25.86	3.90	是
古茗	9.94	1.824	18.13	9.16	是
蜜雪集团	202.50	0.171	34.55	289.60	否
霸王茶姬	28.00	0.147	4.11	16.17	是
沪上阿姨	113.12	0.024	2.73	119.20	否

资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

注：本位币为公司所在资本市场的交易货币，其中霸王茶姬为美元，其余为港元；历史最低收盘价为前复权，数据截至2025年9月22日。

登陆资本市场初期，市场对新茶饮企业信心相对不足。2021年6月，新茶饮头部品牌奈雪的茶正式登陆港交所，然而上市首日即遭遇破发，开盘报18.86港元，较发行价19.8港元下跌4.75%，当日跌幅超过10%，最终收跌13.54%。截至2025年9月22日，奈雪的茶股票历史最低收盘价为0.92港元，股价长期处于下跌通道。随后，茶百道作为第二家上市的新茶饮企业同样没有逃脱“上市即破发”的魔咒。2024年9月，茶百道股票跌至3.98港元陷入谷底，但在一个月内迅速触底反弹，近半年在9港元上下波动，较发行价跌幅近50%。相较而言，古茗表现较为平稳，在首日破发后迎来多日上涨，达到近30港元高点后进入调整期。

受新茶饮行业整体竞争激烈、市场饱和度高、产品同质化严重、价格战频发、前两家上市公司经营模式存在瑕疵等因素影响，2025年前企业发行定价与市场对新茶饮企

业的真实价值判断存在一定偏差，IPO普遍存在估值过高的情况，资本情绪低迷难振，充分表明市场对行业未来发展前景存在极大担忧，信心相对不足。2025年以来，古茗股价的回暖及相对稳定的波动趋势反映出市场对新茶饮行业的信心在逐步调整和恢复，市场情绪在乐观与谨慎之间摇摆，投资者信心水平较奈雪的茶和茶百道上市时期更高。

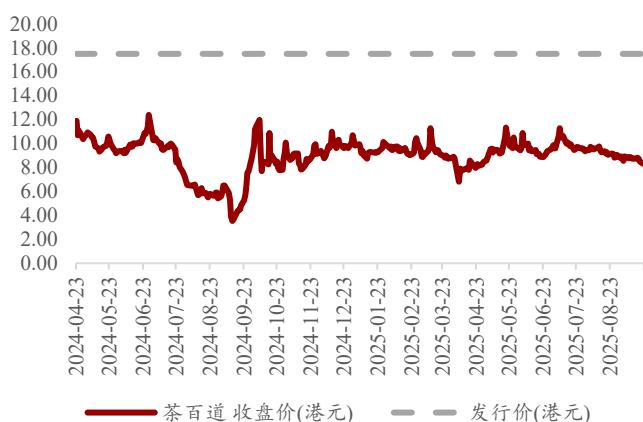
图表8: 奈雪的茶上市以来股价走势图



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

注: 数据截止至2025年9月22日, 复权方式为前复权, 下同。

图表9: 茶百道上市以来股价走势图



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

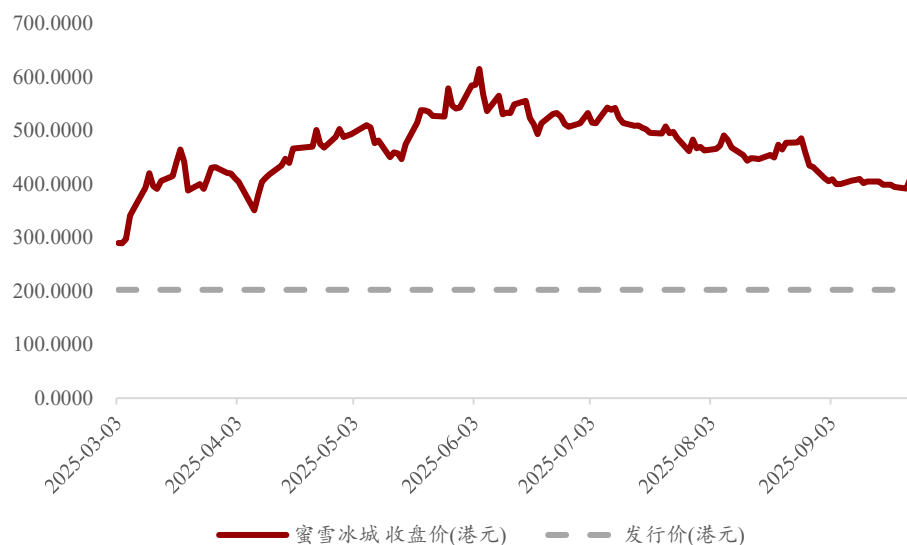
图表10: 古茗上市以来股价走势图



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

蜜雪上市重拾信心，成为爆火的“港股消费三姐妹”之一。在古茗以相对平稳的表现为新式茶饮企业上市定调之后，2025年3月，蜜雪集团登陆港股，开盘即迎来43.21%的涨幅。这一表现不仅远超此前奈雪的茶、茶百道上市时的破发窘境，更创下了新茶饮IPO首日涨幅纪录，成为资本市场关注的焦点。同时，蜜雪集团上市后还带动了其他新茶饮上市公司股价集体上扬，形成了罕见的行业联动效应。市场对新茶饮行业价值认知开始重塑，“新茶饮企业上市必破发”的固有印象被蜜雪集团的强势表现打破，让投资者重新审视行业的增长潜力与细分市场的机会。上市将近半年，蜜雪集团的股价展现出出色的稳定性与上升动能，不仅牢牢坐实了行业领先地位，更向市场传递出明确信号：新茶饮行业的增长逻辑并未枯竭，找准定位、深耕细分市场的企业依然能获得资本的热烈追捧。

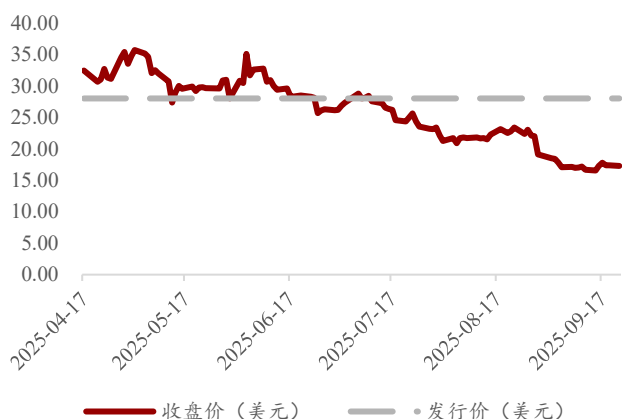
图表11: 蜜雪集团上市以来股价走势图



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

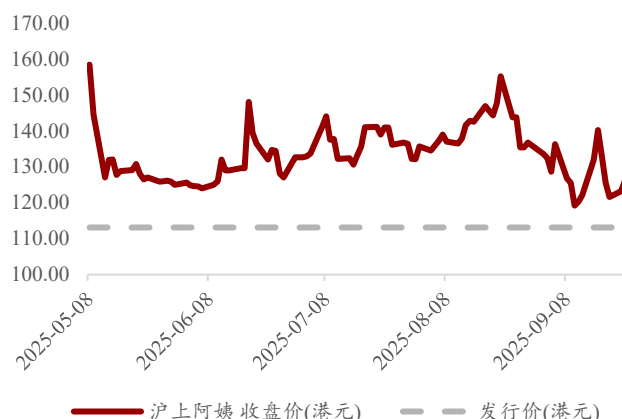
热潮退去后, 市场逐渐回归理性。本轮IPO热潮在霸王茶姬与沪上阿姨接踵上市后逐渐步入尾声, 二者上市首日均未跌破发行价, 继续散去此前“上市即破发”的阴霾, 为市场注入相对平稳的信号。霸王茶姬上市初期凭借其在部分区域市场的品牌积淀和差异化的产品定位, 获得了一定的市场关注, 但其股价在上市后不久便逐渐疲软, 两个月后更是进入持续走低的通道; 沪上阿姨的表现则相对稳健, 上市后股价长期维持在高于发行价10港元左右的水平行进。从整体市场信心来看, 霸王茶姬与沪上阿姨的上市表现预示着新茶饮行业的IPO热潮逐渐回归理性。在奈雪的茶首发以及蜜雪集团带来的狂热过后, 市场不再盲目追逐行业概念, 而是更加关注企业的实际经营能力、盈利模式的可持续性以及在细分市场的竞争优势。这也为后续希望上市的新茶饮企业敲响了警钟, 只有具备清晰定位和稳健经营策略的企业, 才能在资本市场中赢得持久的市场信心。

图表12: 霸王茶姬上市以来股价走势图



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表13: 沪上阿姨上市以来股价走势图



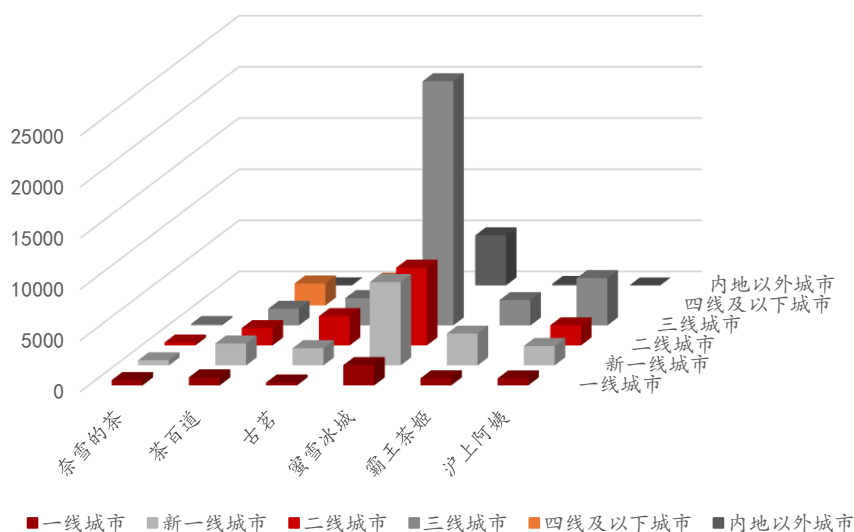
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

2.3 公司业绩比较：高端存瓶颈，下沉有空间

在新茶饮行业加速分化与整合的进程中，奈雪的茶、茶百道、古茗、蜜雪集团、霸王茶姬、沪上阿姨这六家上市公司凭借各自鲜明的业务定位，共同勾勒出行业的多元生态。奈雪的茶定位高端，采用直营模式，主打“茶饮 + 烘焙”复合业态，聚焦一线及新一线城市核心商圈，强调品质与场景体验；茶百道则以加盟扩张为主要路径，凭借多元产品线覆盖广泛消费群体，在下沉市场与区域市场占据一定份额；蜜雪集团以“极致性价比”为核心，深耕下沉市场，通过规模化供应链与加盟模式，主打低价现制茶饮与冰淇淋，门店广泛覆盖三四线城市及县域市场；古茗聚焦“地域加密 + 供应链升级”，以鲜果茶为特色，紧抓二线及以下城市，凭借数字化运营提升门店效率；霸王茶姬以“原叶鲜奶茶”为招牌，用“以东方茶，会世界友”为口号，依托超级单品策略与极简供应链，在新一线及二线城市及海外市场快速扩张，打造国风茶饮品牌形象；沪上阿姨以现煮五谷茶切入下沉市场与部分一二线城市消费场景，形成差异化产品矩阵。这六家企业的业务布局与市场策略既折射出行业的竞争焦点，也为业绩比较提供了关键坐标。

从门店市场布局可以窥见，六家公司早期战略打法各有不同。奈雪瞄准高端客群，多数门店分布在一线及新一线城市；茶百道采取平均铺开战略，在新一线以及中低线城市均有布局且门店数相差不大；古茗及霸王茶姬深耕区域，门店集中在部分地区的中心城市；蜜雪集团及沪上阿姨则专注于下沉市场，三四线城市门店占比均过半数。

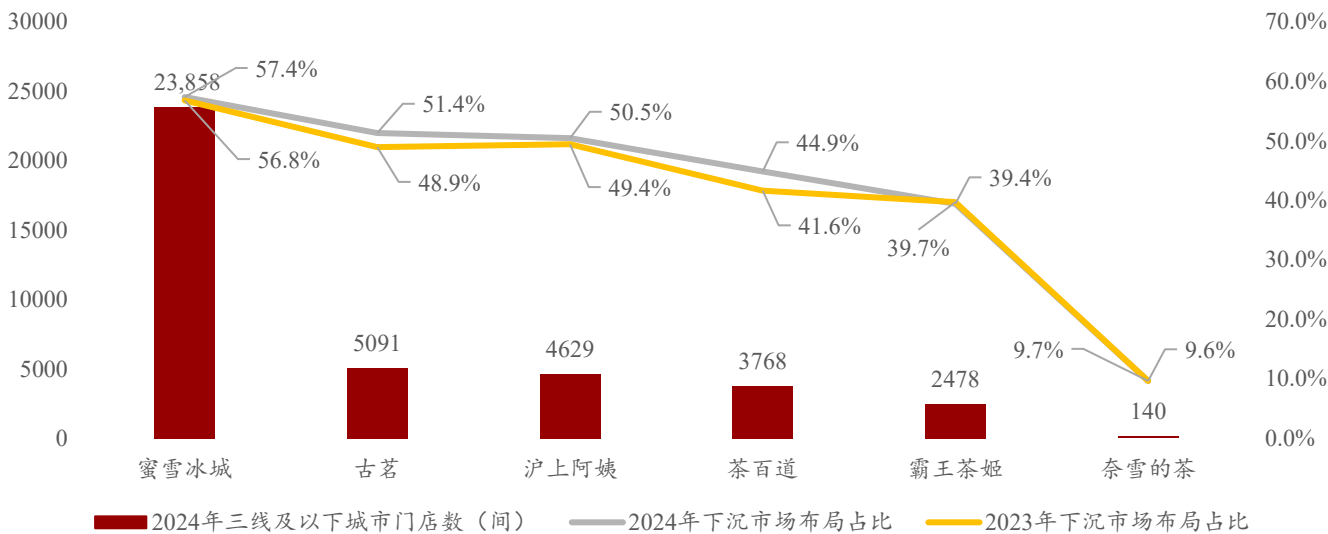
图表14：新茶饮行业六家上市公司2024年末门店市场布局（间）



资料来源：同花顺iFind，各公司年报、招股说明书，万联证券研究所

近年来，行业的选择逐渐趋向一致，下沉市场成为门店布局的焦点，掀起了一股密铺热潮。从整体态势来看，大部分上市企业都对下沉市场抱有期待，纷纷加大门店铺设力度，其中蜜雪集团、古茗及沪上阿姨下沉市场门店占比2024年已超过50%，茶百道下沉市场占比也有显著提升。霸王茶姬由于2024年门店总数快速扩张导致下沉市场占比略有下滑，但仍保持了一定的重视和布局。只有奈雪在下沉市场的布局上显得较为谨慎，仍将业务主体聚焦于一线与新一线城市。

图表15: 新茶饮行业六家上市公司2024年末下沉市场布局占比比较



资料来源: 同花顺iFinD, 各公司年报、招股说明书, 万联证券研究所

注: 下沉市场指三线及以下城市。

对比六家上市公司2024年度的业绩表现可以发现, 下沉市场的增长动能与高端市场的发展瓶颈形成鲜明对比, 门店网络、成本控制、市场定位与供应链优化的联动效应, 成为决定品牌竞争力的核心因素, 行业格局正在悄然重塑。蜜雪集团凭借下沉市场的“强密度”模式, 以46,479家门店和248.29亿元营收构筑起庞大的终端网络与营收规模, 通过极致压缩单店成本和控制上游供应链将费用率控制在10%以内, 在低毛利率下仍实现了可观的营业利润; 古茗走“区域深耕+供应链升级”路线, 近万家门店在二线及以下城市构建出具备规模效应的高密度门店网络, 依托华东、华南地区的密集布局 and 自建仓储物流体系带来的成本优势, 保持着营收与利润的稳步增长, 2024年ROE超过100%, 展现出可观的盈利能力; 霸王茶姬以“国风茶饮”定位切入中高端市场, 产品均价虽高于下沉市场品牌, 但门店数量和营收均实现爆发式增长, 其“差异化定位+全球化布局”的策略不仅精准击中年轻消费群体痛点, 还通过海外市场分摊了国内竞争压力, 盈利表现亮眼; 茶百道的业绩波动则暴露了加盟模式的双刃剑效应, 虽凭借加盟模式形成了一定规模, 但营收下滑、费用高企的表现, 反映出加盟管理中的品控参差、区域竞争内耗等隐忧; 沪上阿姨虽在地域消费习惯把握上存在优势, 但受区域市场饱和等因素影响, 2024年营收微降1.90%至32.85亿元, 供应链仓储与冷链物流外包也间接导致费用率升至19.06%, 居队伍中游位置; 奈雪的茶则深陷高端市场的增长瓶颈, 作为高端茶饮代表, 虽然高毛利率展现出强大的产品溢价能力, 但直营店带来的高昂运营成本与人力成本直接导致其成为队伍唯一一家营业亏损的公司, 2024年费用率高达69.60%, 约为蜜雪集团费用率的7倍。

图表16: 新茶饮行业六家上市公司2024年度业绩对比

	奈雪的茶	茶百道	古茗	蜜雪集团	霸王茶姬	沪上阿姨
营业收入 (亿元)	49.21	49.18	87.91	248.29	124.06	32.85
同比增长率	-4.70%	-13.78%	14.54%	22.29%	167.35%	-1.90%

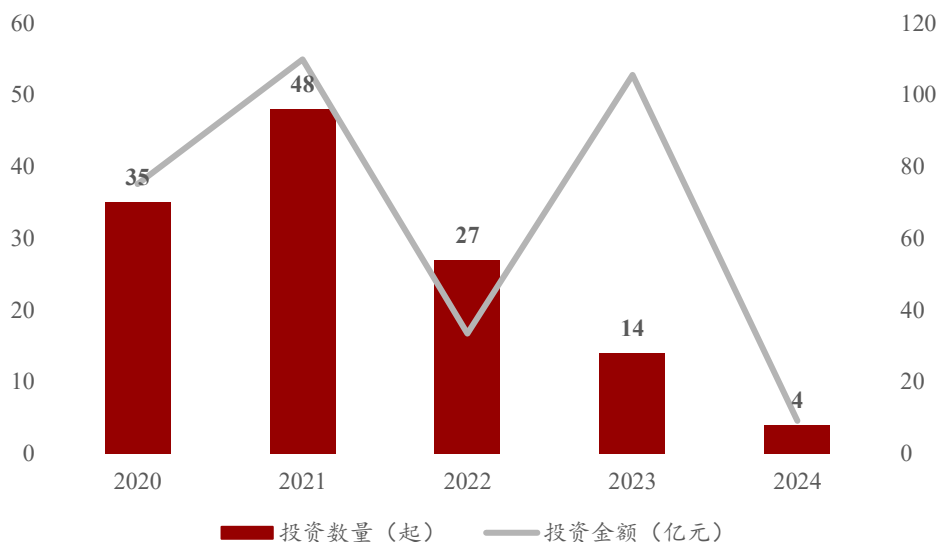
毛利(亿元)	31.12	15.35	26.87	80.60	56.82	10.27
毛利率	63.24%	31.21%	30.57%	32.46%	45.80%	31.28%
营业利润(亿元)	-7.46	6.39	18.30	58.14	29.24	4.49
费用率	69.60%	19.33%	11.68%	9.93%	--	19.06%
ROE	-20.96%	19.96%	111.62%	34.85%	155.69%	32.52%
总门店数量	1798	8395	9914	46,479	6440	9176
同比增长率	8.64%	7.61%	10.14%	23.73%	83.00%	17.81%
是否有海外门店	是	是	否	是	是	是

资料来源：同花顺 iFind，各公司年报、招股说明书，万联证券研究所

3 企业价值增长：产品创新、供应链强化与海外拓展

自2021年奈雪的茶上市破发后，新茶饮一级市场融资热度呈断崖式下跌。2021年新茶饮赛道融资事件48起，披露融资总额超过100亿元，而2022年骤降至不到35亿元，同比跌幅超65%。2024年，新茶饮融资事件仅4起，融资总额仅9亿元，在行业消费价格下行、同质化竞争激烈的背景下，新茶饮一级市场在短短四年内由“跑马圈地”阶段迈入“精耕细作”阶段，初创企业入局的门槛不断提高。我们认为，进入下半场后，新茶饮企业价值增长主要有以下三个方向：（1）通过产品差异化和健康消费卖点开拓细分需求；（2）凭借极致性价比和强大供应链壁垒巩固下沉基本盘；（3）向海外市场新兴市场拓展寻求收入增量。

图表17：2020-2024年新茶饮行业投融资情况



资料来源：IT桔子，中研普华产业研究院，万联证券研究所

3.1 产品创新：从“做减法”到“做加法”的健康表达

产品是新茶饮行业的生命线，持续的推陈出新更是企业延续口碑与影响力的制胜法宝。然而，在经历了无数轮“水果/茶/奶”的排列组合后，简单的风味叠加或置换已难以构建有效的品牌护城河。如今，产品创新的主旋律已转向更深层次的健康价值和文化社交价值的挖掘，以新的增长逻辑破解同质化困境。

随着健康消费意识的持续提升，新式茶饮产品中原料与配方透明度不足的问题日益受到消费者关注。2023年，茉酸奶因使用植脂末而陷入舆论风波，进一步引发公众对茶饮健康风险的担忧。植脂末，俗称奶精，是一种以精制植物油、氢化植物油及酪蛋白等为主要原料的乳脂替代品，因其具有类似牛奶的香气且成本较低，被广泛用于奶茶基底中。然而，在其生产过程中可能通过氢化反应生成反式脂肪酸，长期过量摄入将对人体健康产生潜在危害。在这一背景下，诸多新式茶饮品牌相继推出“0植脂末”、“0反式脂肪酸”等产品卖点，积极响应健康化趋势。2024年，喜茶率先推出“新茶饮健康标识体系”，从产品信息收集、标识内容设定到信息呈现方式，系统性地规范了面向消费者的茶饮标签披露机制。在这一阶段，行业主流品牌围绕糖度、脂肪含量、食品添加剂等核心健康痛点持续推进成分优化与配方清洁，呈现出明显的“做减法”特征。

图表18：喜茶发布“新茶饮健康标识体系”



资料来源：新华社，万联证券研究所

2024年以来，新茶饮品牌不再局限于“减糖”、“0植脂末”等基础健康宣称，转而积极拓展功能性更明确、健康属性更清晰的果蔬与植物基茶饮，围绕“纤体”、“减脂”、“养颜美颜”等消费需求推出相应产品。以奈雪的茶为例，品牌将护肤概念引入茶饮创新，

推出主打“抗氧化”功能的“滇西树西红柿双抗小红瓶”，精准契合女性消费者对“内服外养”一体化的健康诉求。同时，奈雪抓住“超级食物”羽衣甘蓝的营养认知优势，推出“瘦瘦小绿瓶”。该产品凭借“低热量、高纤维、强饱腹感”等功能特质，精准切入体重管理场景，一经上市便迅速赢得市场关注。新茶饮健康化策略正从“做减法”逐步转向“做加法”，即主动添加具有明确功能性的天然成分，如超级食物、高纤维蔬果和抗氧化原料等。品牌通过“营养强化+场景深耕”双向发力，将产品从“好喝无负担”的基础需求，升级为具备纤体、美颜、控卡等复合健康价值的解决方案，从而实现差异化竞争与价值提升。

图表19: 奈雪的茶“树西红柿双抗小红瓶蔬果瓶”



资料来源: 奈雪的茶官方微信公众号, 万联证券研究所

图表20: 奈雪的茶“瘦瘦小绿瓶”



资料来源: 奈雪的茶官方微信公众号, 万联证券研究所

3.2 供应链强化: 寻求规模制胜之道

茶饮行业的命脉在于供应链运输与原材料供给，行业的发展高度依赖于供应链的稳定性、效率以及成本，从原材料采购、运输到仓储、门店配送，每一个环节都直接影响产品的品质、成本和市场竞争力。头部新茶饮企业通过自建供应链体系，可以实现对原材料的源头控制和品质保障，从而提升产品稳定性和市场竞争力。此外，供应链的优化不仅能够降低运营成本，还能提高产品标准化水平，满足消费者对新鲜、多样化产品的需求。由此可见，供应链的建设与优化已成为茶饮行业发展的关键因素，更是未来想在行业站稳脚跟的必争高地。以当前市值最高的新茶饮龙头蜜雪集团为例，根据灼识咨询，公司提供给加盟商的原料超过60%自产，核心饮品食材100%自产，是中国现制饮品行业中比例最高的企业，为平价高质产品奠定坚实基础。

下沉市场对产品质量、成本管控与产能供给提出了较高的综合要求。以蜜雪集团的爆款产品冰鲜柠檬水为例，其单价仅为4-5元，对比超市中部分定价3.5元的瓶装柠檬茶，直观体现了在成本控制方面面临的巨大挑战。与此同时，为满足市场对平价产品的海量需求，蜜雪集团需要具备强大的产能支撑与高效的运营体系，2024年前三季度冰鲜柠檬水销量高达11亿杯，日均销量约400万杯，这一规模对供应链的稳定性和响应速度构成了极致考验。

图表21：蜜雪集团2023年前三季度七大类饮品原料产能及产量

原料	产能（吨）	产量（吨）	产能利用率
糖	480,720	223,695	46.5%
奶	337,637	176,747	52.3%
茶	3,190	2,131	66.8%
咖	11,388	7,213	63.3%
果	164,145	81,597	49.7%
粮	18,490	8,271	44.7%
料	109,282	64,683	59.2%

资料来源：蜜雪集团招股书，万联证券研究所

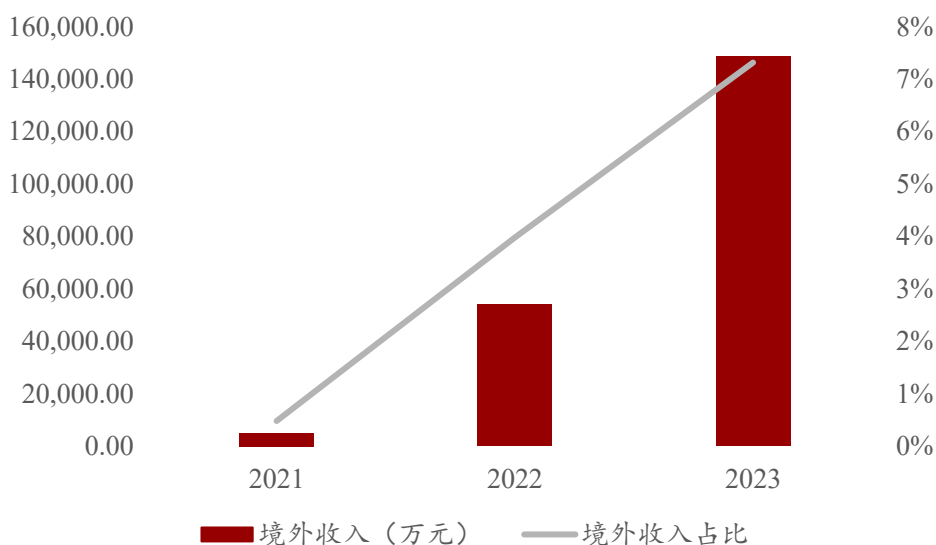
注：通常于第四季度采购和加工柠檬及橙子，因此产能及产量没有计入。这两类水果的年产能约为13万吨。

蜜雪集团拥有极具竞争力的供应链优势，覆盖各环节的端到端供应链体系战略布局功不可没。在采购环节，蜜雪集团建立了覆盖全球、直达产地的数字化采购网络。以柠檬为例，蜜雪集团在主产地安岳成立了一家子公司雪王柠檬（现雪王农业），直接与当地的农民合作收柠檬，省去了中间商差价。在与安岳接壤的重庆市潼南区，蜜雪就地建厂，让柠檬从采摘到进厂不超过48小时，进到工厂里直接清洗、消毒、分拣，对不同品质的柠檬和不同部位进行多样化利用，做到“一果六分离”，实现柠檬最大化资源利用，避免了中途的损耗。在生产环节，蜜雪集团不断扩大原料自生产能力，招股书显示，截至2024年9月30日，蜜雪茶饮制品原料的年综合产能达到约165万吨，并持有124项专利。除了食材外，蜜雪还生产核心包材和设备。包材包括吸管、杯子等，将蜜糖和果蜜的包装瓶成本降低了50%；自主生产的设备则包括冰箱、冰淇淋机、制冰机及咖啡机。在物流环节，蜜雪集团建立自主物流体系，搭配自主生产形成对供应链的完全控制。2014年，蜜雪集团开始建立自己的物流体系，并向加盟商推行全国免物流费的政策，成为中国现制饮品行业中首家推行此政策的企业。经过10年的不断发展，截至2024年，蜜雪集团的物流网络覆盖了中国内地31个省份、自治区及直辖市，超过300个地级市，在中国内地逾90%的县级行政区划实现了12小时内触达。

3.3 海外拓展：从“东方茶文化”到“世界茶习惯”

近年来，越来越多企业将目光转向了海外市场以拓展增量。蜜雪集团2021-2023年境外营收规模由5000万元骤增至近15亿元，境外收入占比由不到1%提升至7%，海外市场成为国内新茶饮品牌消费需求增长的重要力量。目前，新茶饮出海进程仍面临供应链与文化认知两大核心挑战。在供应链方面，企业需克服不同地区的季节差异与物流限制，构建既能保障茶叶、水果等新鲜原料稳定供应、又能平衡本地化采购与产品一致性的高效体系。在文化方面，面对海外市场尤其是非传统茶饮地区消费者对茶文化认知不足的现状，企业需通过持续的品牌传播与市场教育，传递新茶饮的价值内涵，逐步培育消费习惯，这一过程考验企业的本土化耐心与战略定力。

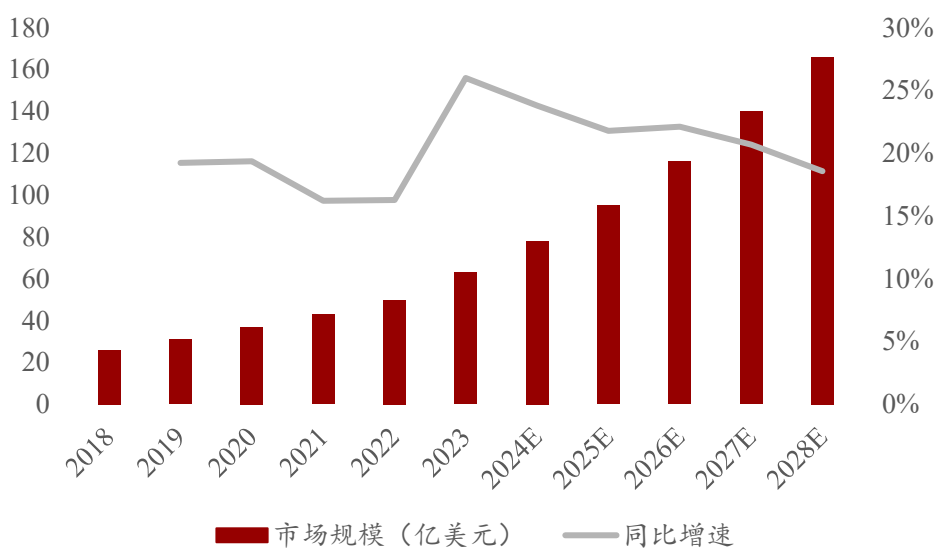
图表22: 蜜雪集团海外营收规模



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

东南亚凭借地理优势成为最为瞩目的新兴市场。一方面, 东南亚地区处于热带, 全年平均气温接近30摄氏度, 更适合冷饮发展, 不存在淡旺季。且东南亚地区的饮食习惯偏甜, 奶茶、茶饮符合当地人对于甜品的需求, 同时, 东南亚和中国共同拥有饮茶的文化基因, 这使得新茶饮品牌在这个地区布局更加容易。另一方面, 东南亚市场新茶饮发展水平代际落差较大, 增长潜力显著。据灼识咨询测算, 东南亚现制茶饮市场规模预计将由2023年的63亿美元增长至2028年的166亿美元, 复合年增长率为21.4%, 在全球主要市场中增速最快。东南亚离国内发达完善的供应链部署更为接近, 原料与设备运输较为便捷, 中国新茶饮产品竞争力强, 产品上新迅速, 出海优势明显。

图表23: 东南亚市场现制茶饮规模



资料来源: 灼识咨询, 国际货币基金组织, 万联证券研究所

同时，新茶饮品牌在海外市场的拓展日益依赖其独特的文化赋能与社交属性，以此实现从产品输出到生活方式传播的升级。以霸王茶姬为例，通过“原叶鲜奶茶”的差异化定位与国风视觉体系，将产品与东方茶文化深度绑定，不仅在国内赢得市场认同，更在出海过程中构建出以“东方美学”为核心的文化竞争力。品牌进一步尝试超越即时消费场景，通过空间设计与美学体验打造具有文化沉浸感的“第三空间”，推动现制茶饮向符号化、场景化的生活方式载体转型。此外，新茶饮也承担着“社交货币”的功能：借助精致包装、联名活动与季节限定等策略，激发用户在社交媒体的自发传播与打卡行为，使产品消费成为年轻人获取身份认同、参与圈层交流的切入点与兴趣分享点，从而为品牌积累深远的无形社交资产。

图表24：霸王茶姬与中国色研究院探讨东方色彩美学



资料来源：霸王茶姬官方小红书账号，万联证券研究所

4 投资建议与风险提示

4.1 投资建议

新茶饮市场高速增长进入尾声，茶饮企业同质化竞争愈发激烈，未来行业竞争将由高单价、重营销的爆款模式转变为高频次、细水长流的经营模式。在二级市场逐渐回归理性后，新茶饮上市公司的股价表现将更显著地受到企业战略与下沉市场匹配度的驱动。随着一二线市场渐趋饱和，下沉市场仍将是未来一段时间内的核心增长引擎，其潜力不仅在于门店数量扩张，更在于供应链效率、成本控制及区域密度的精细化运营。新茶饮企业想要实现价值增长，在产品端，应响应消费者日益功能化、精细化的健康诉求，从被动规避健康争议走向以研发驱动、主动定义健康新茶饮的发展新阶段；在生产端，应探索建设原材料供应链体系，形成品牌壁垒与竞争优势；在需求端，可以通过结合当地特色与优势及文化输出主动向海外拓展市场。**建议持续关注具有突出品牌特色和成本控制优势，能在激烈竞争中稳固市场份额的新茶饮企业。**

4.2 风险因素

- 1.消费恢复不及预期风险：**受国内外环境的影响，消费市场的复苏存在不确定性，需关注消费复苏不及预期对行业及公司经营产生的负面影响。
- 2.行业竞争加剧风险：**现制饮品市场参与者众多，老品牌持续扩张，新品牌不断涌现，

行业竞争激烈，影响行业内公司的收入及利润空间。

3.食品安全风险：食品安全是消费者关注的重中之重，消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场