

今日焦點：

► 中國現製飲品行業：強者恆強

現製飲品是零售業中一個較為獨特的細分領域，與咖啡連鎖模式類似，中國擁有眾多銷售現製飲品的成熟連鎖品牌。目前有五家現製飲品品牌在香港聯交所上市，一家在納斯達克上市。從其1H25財報可見，蜜雪冰城（2097 HK, 股價HK\$409.00，市值620億港元）和古茗（1364 HK, 股價HK\$21.30，市值510億港元）等領先企業憑藉強大的供應鏈和營運效率持續鞏固市場地位。唯一在美上市的茶飲企業霸王茶姬（CHA US, 股價US\$18.50，市值34億美元）增長放緩，其餘品牌則因市場競爭加劇及營運成本上升面臨挑戰。

收入與盈利：受惠於2Q25外賣平臺積極的補貼及持續門店擴張，除奈雪的茶（2150 HK, 股價HK\$1.36，市值23億港元）外，其餘五家茶飲企業均實現同比增長。其中，蜜雪冰城與古茗表現顯著，營收與淨利潤均實現雙位數增長，淨利率分別達到18.1%和19.2%，盈利能力突出。而茶百道（2555 HK, 股價HK\$8.73，市值129億港元）、奈雪及滬上阿姨（2589 HK, 股價HK\$132.4，市值139億港元）表現持續疲弱。茶百道是唯一淨利潤同比下滑的品牌，主要由於營銷費用增加。奈雪的茶受直營模式的高營運成本拖累，為唯一錄得淨虧損的品牌，儘管虧損額同比收窄73%，但仍凸顯其盈利模式面臨的結構性挑戰。

門店擴張：蜜雪冰城與古茗於1H25加速門店擴張，門店數量環比分別增長14%和13%。古茗管理層表示，FY26的擴張步伐將維持與FY25相近水平，並預計至FY27總門店數有望突破20,000家。茶百道擴張速度明顯放緩，其門店環比增幅由2H24的29%大幅下降至1H25的9%。茶百道與滬上阿姨均維持低個位數的環比增長。值得注意的是，主打直營模式的奈雪的茶連續兩個半年度出現淨關店，關店率達9%。

香港及中國市場指數			
收市	每日升跌	今年累升	
恒生指數	25,343	-0.6%	26.3%
中資企業指數	9,050	-0.6%	24.1%
紅籌指數	4,230	-0.4%	11.9%
滬深300指數	4,459	-0.7%	13.3%
上海A股	3,997	-1.2%	-2.7%
上海B股	260	-1.5%	-2.7%
深圳A股	2,490	-1.4%	21.6%
深圳B股	1,315	-0.5%	8.4%

主要市場指數			
收市	每日升跌	今年累升	
美國道指	45,271	-0.1%	6.4%
標普500	6,448	0.5%	9.6%
美國納斯達克指數	21,497	1.0%	11.3%
日經平均指數	42,287	0.8%	6.0%
英國富時指數	9,177	0.7%	12.3%
法國證券公會指數	7,719	0.9%	4.6%
德國法蘭克福指數	23,594	0.5%	18.5%

商品價格			
收市	每日升跌	今年累升	
金價 (美元/盎司)	3,559	0.7%	35.7%
銅價 (美元/盎司)	2,094	-2.1%	17.3%
銀價 (美元/盎司)	41	0.8%	42.3%
原油 (美元/桶)	63	-2.5%	-11.2%
銅價 (美元/盎司)	9,975	0.9%	13.8%
鋁價 (美元/盎司)	2,619	0.3%	2.6%
鉛價 (美元/盎司)	1,424	1.0%	56.7%
錫價 (美元/盎司)	2,861	1.0%	-3.9%
小麥 (美分/蒲式耳)	504	-2.7%	-8.6%
玉米 (美分/蒲式耳)	418	-1.2%	-5.9%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,031	-0.9%	0.5%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-10.1%
CRB 指數	302	0.1%	3.0%
BDI			99.2%

匯率						
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	148.1	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	19.0	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.1		172.7	1.1	8.3
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.7	1.1	184.1		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.7	0.1	

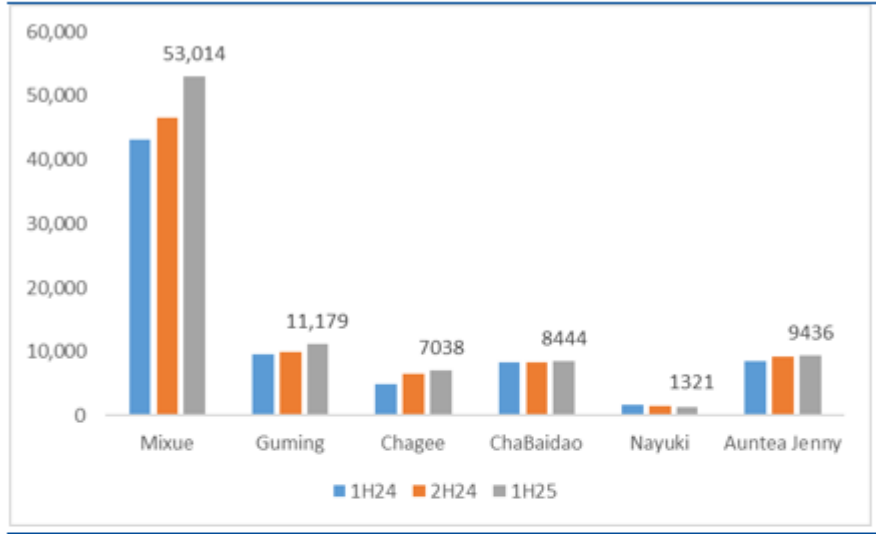
市場情緒		
目前	5日升跌	
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	N/A	N/A
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	16	11.8%

圖 1：六家企業 2025 年上半年業績

RMB mn	Mixue	Guming	Chagee	ChaBaidao	Nayuki	Auntea Jenny
Revenue	14,875	5,663	6,725	2,500	2,178	1,818
YoY	39.3%	41.2%	17.8%	4.3%	-14.4%	9.7%
GPM	31.6%	31.5%	53.5%	32.6%	65.9%	31.4%
S&M expense	914	312	684	150	353	188
% of revenue	2.9%	3.3%	19.3%	10.3%	13.4%	5.1%
R&D expense	41	113	N/A	14	N/A	25
% of revenue	0.3%	2.0%	N/A	0.6%	N/A	1.4%
Adjusted net profit	2,693	1,086	1,307	340	-117	244
YoY	42.9%	42.4%	7.0%	-13.9%	-73.1%	14.0%
NPM	18.1%	19.2%	19.4%	13.6%	-5.4%	13.4%

資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 2：六家企業門店數量



資料來源：公司數據，新華滙富研究

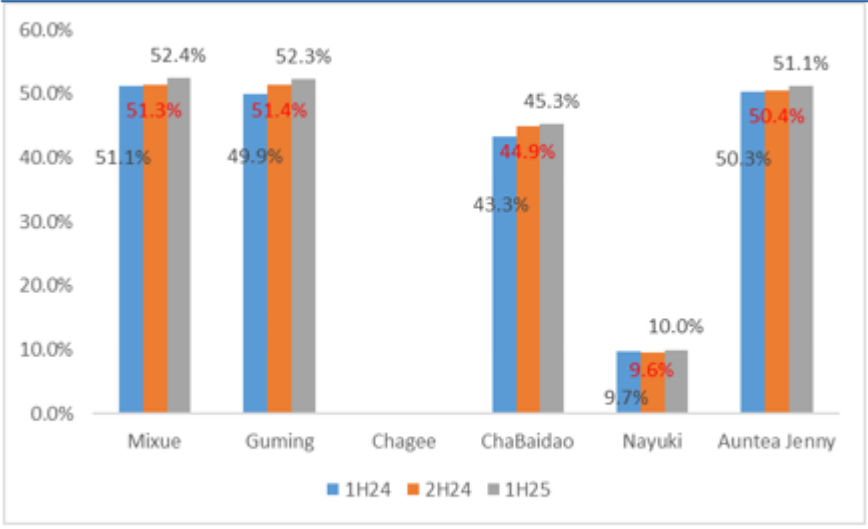
圖 3：六家企業門店情況

	2H24	1H25	HoH	Self-operated stores	Overseas stores
Mixue	46,479	53,014	14%	less than 20	4,733
Guming	9,914	11,179	13%	less than 10	0
Chagee	6,440	7,038	9%	239	208
ChaBaidao	8,395	8,444	1%	14	21
Nayuki	1,798	1,638	-9%	1,321	22
Auntea Jenny	9,176	9,436	3%	24	1

資料來源：公司數據，新華滙富研究

主要品牌加速佈局三四線及以下城市，蜜雪冰城、古茗與滬上阿姨在下沉市場的門店占比均超50%。奈雪的茶仍集中佈局高線城市，僅有約10%的門店位於低線市場。

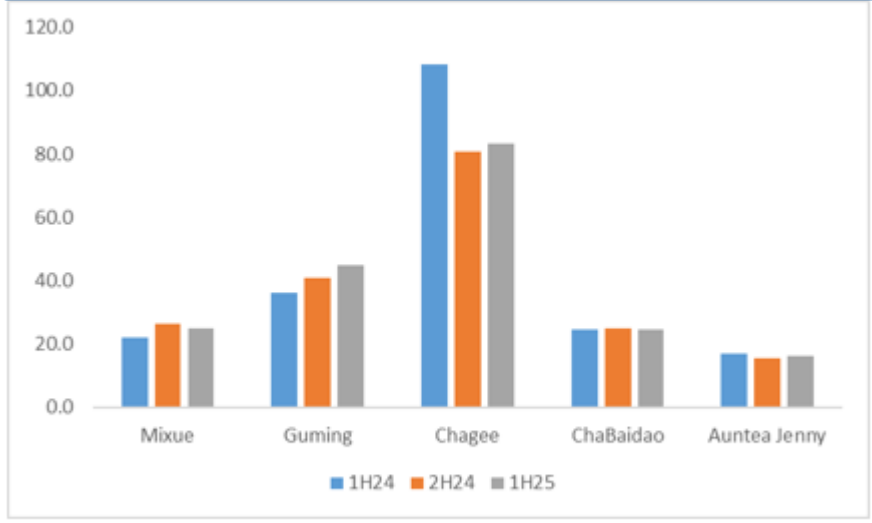
圖 4：五家企業三線及以下城市門店占比（霸王茶姬數據暫缺）



資料來源：公司數據，新華滙富研究

單店月均收入：蜜雪冰城與古茗的單店月均收入（ARPS）均實現同比雙位數增長。雖然霸王茶姬單店月均收入達8.3萬元人民幣遠超同業，但該指標同比下滑23%，顯示市場競爭加劇對其客流量造成壓力。而茶百道與滬上阿姨的單店月均收入增長停滯。

圖 5：六家企業單店月均收入



資料來源：公司數據，新華滙富研究

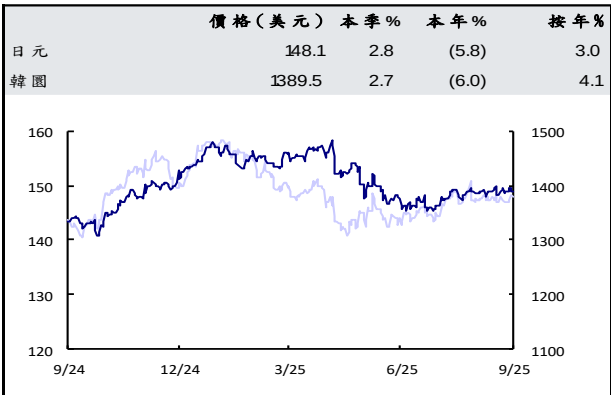
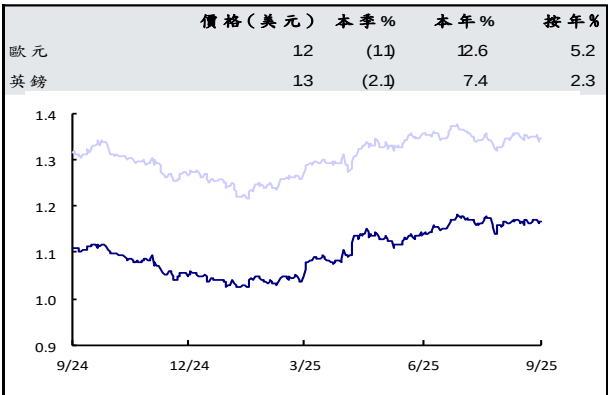
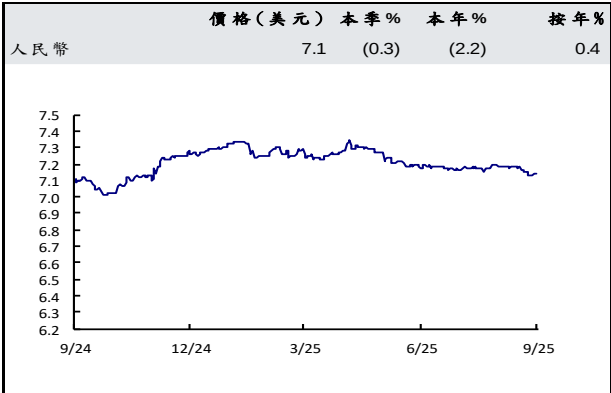
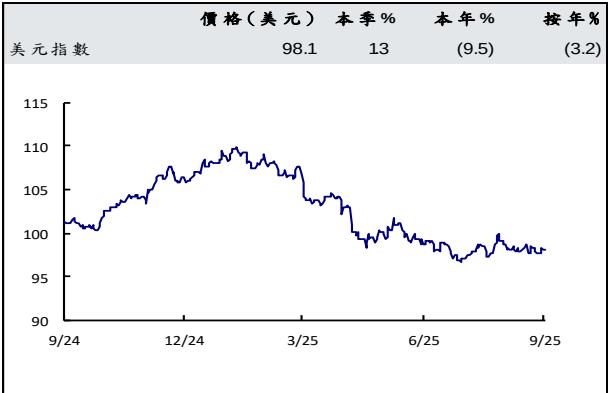
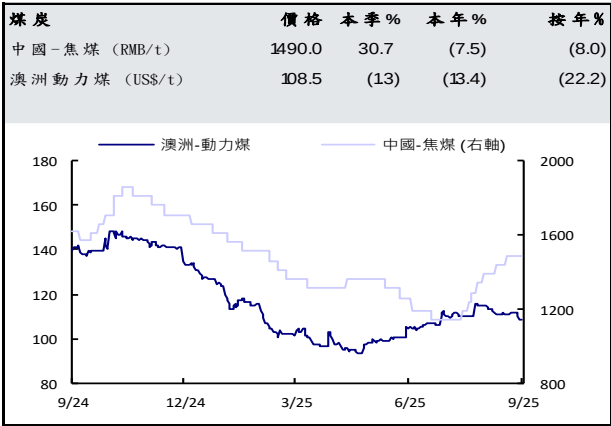
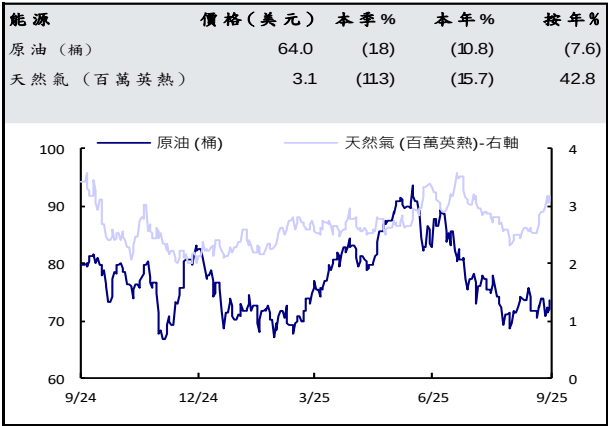
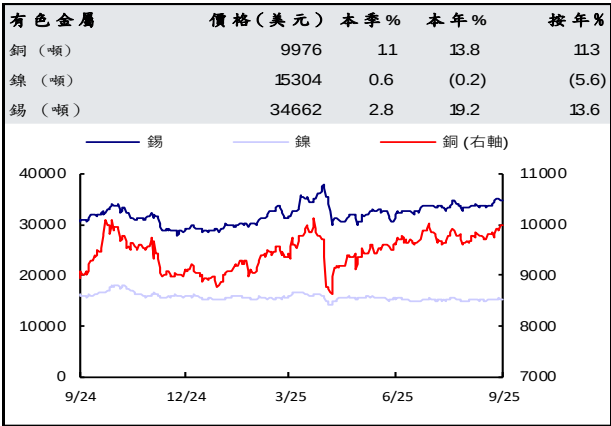
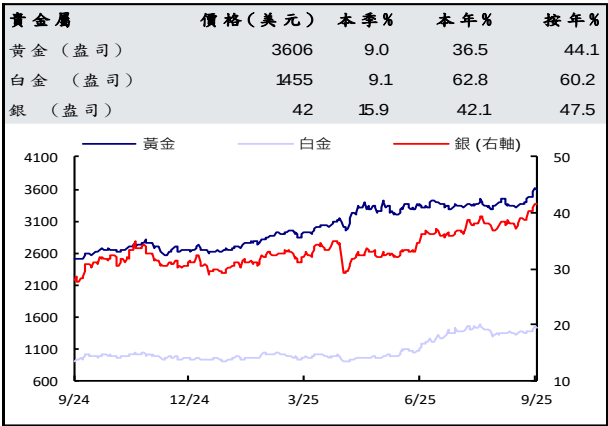
我們觀點：外賣平臺提供的豐厚補貼支撐表現不佳的品牌（尤其是產品定價較高者）維持同店銷售增長（SSSG）與門店擴張。但隨著補貼逐步常態化，同店銷售預計將承壓，行業整合有望再度恢復。蜜雪冰城（2097 HK, 股價HK\$409.00，市值620億港元）與古茗（1364 HK, 股價HK\$21.30，市值510億港元）等頭部企業憑藉強大供應鏈與品牌影響力，有望受益于此趨勢。兩者2025財年預測市盈率分別為25倍和19.1倍。

圖 6：六家企業估值

	Stock code	Stock price	Market cap	PE		
				FY25E	FY26E	FY27E
Mixue	2097 HK	HK\$409.00	HK\$61.7bn	25.1	21.7	18.6
Guming	1364 HK	HK\$21.30	HK\$50.7bn	19.1	17.6	14.7
Chagee	CHA US	US\$18.50	US\$3.4bn	10.3	9.1	7.6
ChaBaidao	2555 HK	HK\$8.73	HK\$12.9bn	13.8	12.2	11.5
Nayuki	2150 HK	HK\$1.36	HK\$2.3bn	N/A	54.2	33.7
Auntea Jenny	2589 HK	HK\$132.40	HK\$7.9bn	N/A	N/A	N/A

資料來源：Bloomberg, 公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
耐久財訂單	月		25年9月3日
工廠訂單	月		25年9月3日
貿易收支	月		25年9月4日
首次申請失業保險金人數	週		25年9月4日
就業報告	月		25年9月5日
批發庫存	月		25年9月10日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月11日
商業庫存	月		25年9月16日
零售業銷售額	月		25年9月16日
工業生產指數	月		25年9月16日
新屋開工與營建許可	月		25年9月17日
成屋銷售量	月		25年9月23日
新屋銷售	月		25年9月24日
國內生產毛額	季		25年9月25日
個人收入與支出	月		25年9月26日
消費者信心指數	月		25年9月30日
採購經理人指數	月		25年10月1日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
外匯儲備	季		25年9月7日
貿易收支	月		25年9月8日
M2貨幣供應量	月		25年9月9日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月10日
零售業銷售額	月		25年9月15日
工業生產報告	月		25年9月15日
採購經理人指數	月		25年9月30日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
外匯儲備	月		25年9月5日
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
失業率報告	月		25年9月16日
消費者物價指數	月		25年9月22日
貿易收支	月		25年9月25日
M2貨幣供應量	月		25年9月30日
零售業銷售額	月		25年10月2日
採購經理人指數	月		25年10月6日
國內生產毛額	季		25年10月31日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 劉恩妍 (Ensley Liu)	電郵 Howard.wong@sunwahkingsway.com Ensley.liu@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837618

於前兩個交易日大股東所提交的披權益露通知

[illegible]

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam