

今日焦點:

▶ 中國現製飲品行業：規模與增長表現參差

於2025財年，中國現製飲品行業表現參差。在六家上市現製飲品公司中，蜜雪集團（2097 HK，股價287.80港元，市值1,090億港元）及古茗（1364 HK，股價26.98港元，市值640億港元）脫穎而出，憑藉強大的供應鏈及營運效率，持續鞏固其市場領導地位。霸王茶姬（CHA US，美元10.46元，市值19億美元）則因外賣價格戰導致收入增長急跌，淨利潤腰斬。與此同時，其他主要參與者如茶百道（2555 HK，股價5.64港元，市值83億港元）、滬上阿姨（2589 HK，股價78.45港元，市值83億港元）及奈雪的茶（2150 HK，股價0.79港元，市值13億港元）正面臨日益加劇的競爭。

盈利差距擴大 - 蜜雪冰城憑藉規模優勢及高效供應鏈，於2025財年錄得收入人民幣336億元，按年強勁增長35%，經營利潤率達22%，繼續領跑行業。其收入已超越古茗與霸王茶姬的收入總和，後兩者收入相若，均約為人民幣129億元。然而，古茗增長動力更強，收入按年增長47%，經營利潤按年飆升75%，經營利潤率達25%，領先同業。相比之下，霸王茶姬的增長停滯於按年4%，較過往年度（2024財年：167%；2023財年：844%）顯著放緩。此外，其淨利潤按年腰斬，主要由於在外賣價格戰期間維持價格不變的策略所致。

滬上阿姨在六家公司中錄得第二高收入增長，按年上升36%，收入增至人民幣44.7億元。茶百道收入按年增長10%至人民幣54.0億元，較前期跌幅有所恢復。奈雪的茶依然疲弱，收入按年收縮12%至人民幣43.3億元，延續下行趨勢，並因自營門店模式帶來的高營運成本而連續多年錄得淨虧損。

古茗平均單店收入維持上升勢頭 - 古茗的平均單店收入按年增長7.4%至人民幣95.3萬元，自2022財年以來持續保持強勁勢頭（2022/2023/2024財年增幅分別為8.3%/2.3%/4.0%）。滬上阿姨的平均單店收入按年增幅最高，達9.0%，惟基數較低。奈雪的茶平均單店收入跌幅收窄至3.9%，部分原因為其關閉了8%的門店。

圖 1：六家公司 2025 財年表現

	蜜雪集團 2097	古茗 1364	霸王茶姬 CHA	茶百道 2555	滬上阿姨 2589	奈雪的茶 2150
人民幣百萬元						
營業收入	33,560	12,914	12,907	5,395	4,466	4,331
按年變動	35%	47%	4%	10%	36%	-12%
門店數目	59,823	13,554	7,453	8,621	11,449	1,646
按年變動	29%	37%	16%	3%	25%	-8%
單店營收 (人民幣千元)	561	953	1,732	626	390	2,631
毛利潤	10,452	4,262	5,917	1,754	1,404	2,861
毛利率	31%	33%	46%	33%	31%	66%
經營利潤	7,550	3,202	1,495	1,012	675	-241
按年變動	30%	75%	-49%	58%	50%	68%
經營利潤率	22%	25%	12%	19%	15%	-6%
應佔利潤	5,887	3,109	1,135	805	501	-239
按年變動	33%	110%	-52%	70%	52%	74%

資料來源：公司數據，新華滙富研究

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,947	0.3%	1.2%
中資企業指數	8,718	0.5%	-2.2%
紅籌指數	4,321	-0.2%	7.6%
滬深300指數	4,685	-0.3%	1.2%
上海A股	4,223	0.0%	5.3%
上海B股	267	0.3%	5.3%
深圳A股	2,809	-0.7%	6.1%
深圳B股	1,196	-0.3%	-5.4%

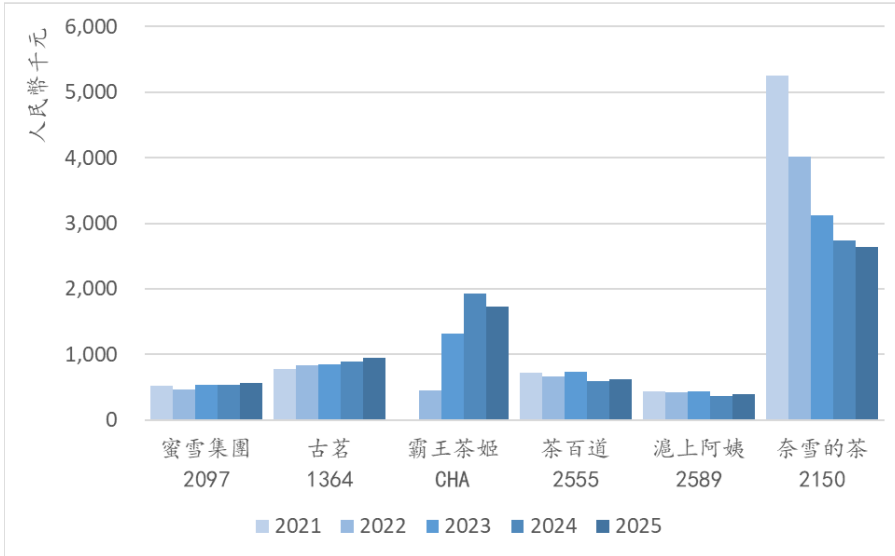
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	48,463	-0.1%	0.8%
標普500	7,022	0.8%	2.6%
美國納斯達克指數	24,016	1.6%	3.3%
日經平均指數	58,873	1.3%	17.0%
英國富時指數	10,559	-0.5%	6.3%
法國證商公會指數	8,274	-0.6%	1.5%
德國法蘭克福指數	24,066	0.1%	-1.7%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,791	-1.0%	11.9%
銅價 (美元/盎司)	2,981	-1.0%	17.2%
銀價 (美元/盎司)	78	-0.7%	11.7%
原油 (美元/桶)	91	0.0%	57.9%
鋁價 (美元/盎司)	13,247	1.5%	6.6%
鎳價 (美元/盎司)	3,621	0.4%	20.9%
鉍價 (美元/盎司)	2,113	0.3%	3.8%
鎘價 (美元/盎司)	3,397	2.4%	9.0%
小麥 (美分/蒲式耳)	593	0.3%	16.7%
玉米 (美分/蒲式耳)	460	1.8%	1.3%
糖 (美分/磅)	103	-9.6%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,183	0.9%	10.0%
PVC (美元/噸)	5,099	1.3%	70.8%
CRB 指數	372	-0.7%	3.0%
BDI			25.4%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.8	159.0	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.3	10.0	0.9
歐羅	1.2	9.2		187.6	1.1	8.0
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.0	1.1	203.4		8.7
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.3	0.1	

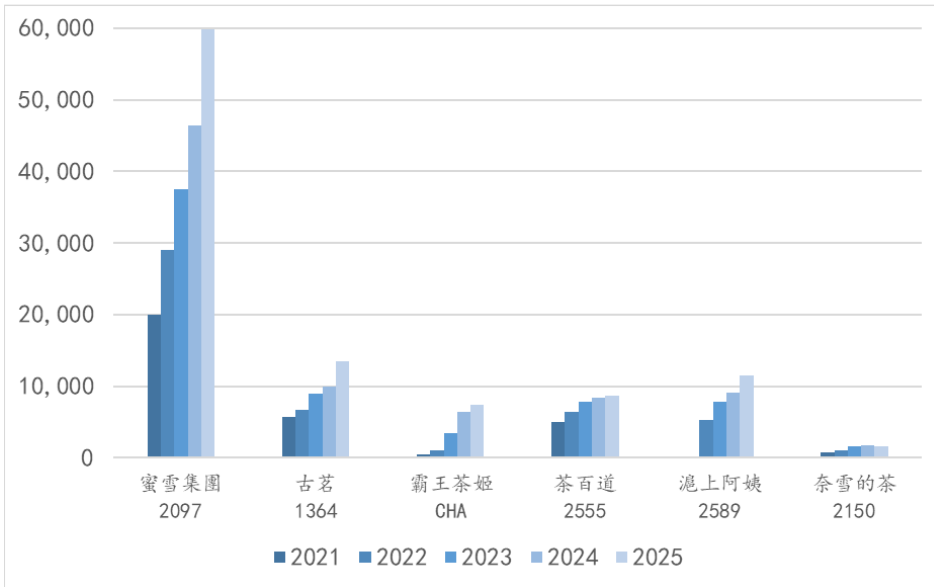
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	18	-13.6%

圖 2：平均單店收入



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：門店數目



資料來源：公司數據，新華滙富研究

古茗門店擴張領先，霸王茶姬顯著放緩 – 蜜雪冰城門店總數按年增長29%至接近60,000家，再創里程碑。然而，其海外門店首次錄得收縮，淨減少428家，預示策略正從規模擴張轉向質量提升。古茗年內淨增3,640家門店，門店總數增至13,554家，增長率達37%，為行業最高。二線及以下城市門店佔比高達82%，其中鄉鎮門店佔比升至44%。霸王茶姬全球門店數為7,453家，但增長顯著放緩（2025財年：16%，對比2024財年：83%），並計劃於2026年在中國僅新增300家門店。滬上阿姨於2025財年達成10,000家門店的目標，儘管門店關閉率高於行業平均的12%，但仍保持強勁收入增長，並將經營利潤率擴闊130個基點。茶百道新店開張停滯，而奈雪的茶則開始錄得淨關店。

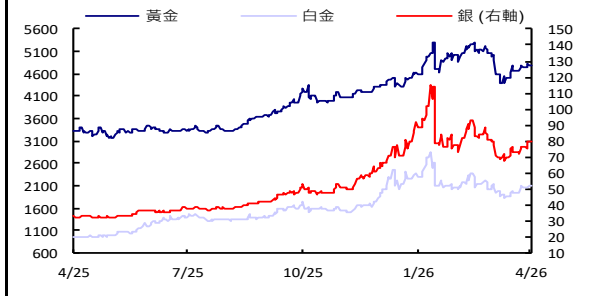
我們的观点：古茗表現最為強勁，收入及利潤增長均優於同業。該公司已證明，中端定價、低線市場高滲透率及供應鏈效率的結合，在當今現製飲品市場中具備顯著優勢。蜜雪冰城在中國現製飲品行業仍具主導地位，財務增長健康，惟其利潤增長正在放緩，規模效應或已接近天花板。

另一方面，霸王茶姬及奈雪的茶表現遜於同業。霸王茶姬因價格策略僵化，受外賣價格戰影響最大。不過，隨著價格戰降溫，情況預期將有所改善。奈雪的茶依然疲弱且持續收縮，基本上已喪失在同業中的競爭力。茶百道及滬上阿姨表現穩健，但在追趕過程中面臨激烈競爭。

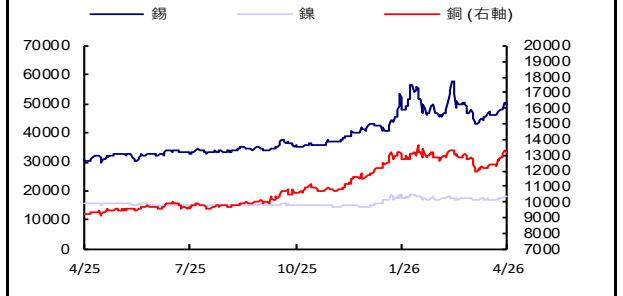
展望未來，外賣平台補貼常態化可能對奈雪的茶等較高價品牌的同店銷售增長構成壓力，並可能引發市場整合。隨著霸王茶姬2026年的擴張計劃顯示，門店擴張帶來的邊際效益可能遞減，單店效率及供應鏈韌性將比門店數量更為重要。我們預期古茗及蜜雪冰城將繼續保持強勁的領先優勢，兩者對應2026財年預測市盈率分別為16.8倍及14.8倍。霸王茶姬、茶百道、滬上阿姨及奈雪的茶對應2026財年預測市盈率分別為7.5倍、8.0倍、12.5倍及52.9倍。

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

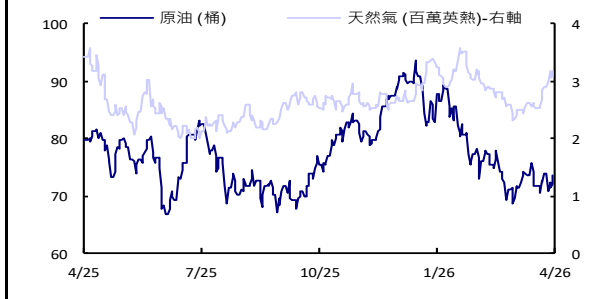
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4800	3.3	10.6	44.3
白金 (盎司)	2113	8.4	3.9	117.9
銀 (盎司)	80	6.3	12.8	141.4



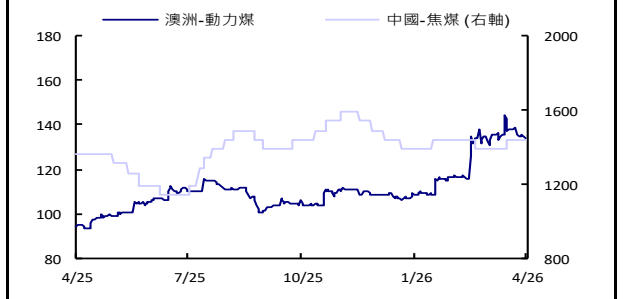
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13248	7.4	6.6	43.9
鎳 (噸)	18133	6.0	8.9	15.6
錫 (噸)	49606	6.1	22.3	61.1



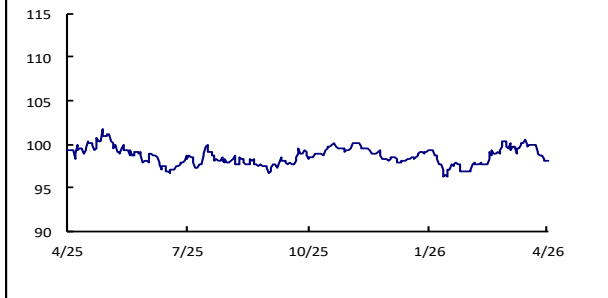
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	91.3	(10.0)	59.0	46.1
天然氣 (百萬英熱)	2.6	(9.5)	(29.2)	(19.6)



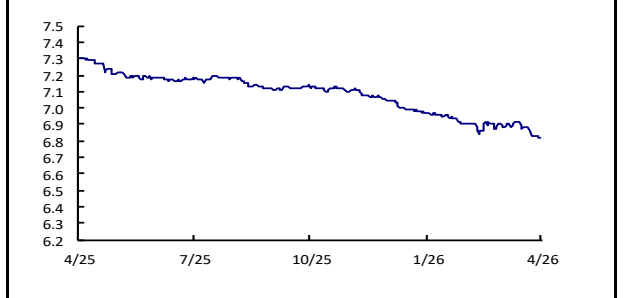
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1440.0	3.6	0.0	5.9
澳洲動力煤 (US\$/t)	133.8	(6.1)	24.4	41.9



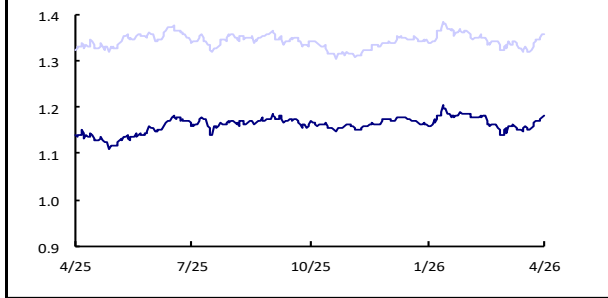
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.1	(1.9)	(0.3)	(1.3)



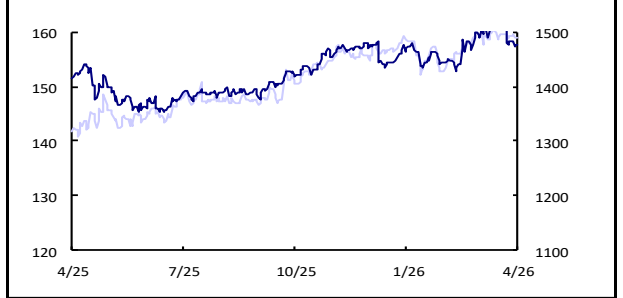
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.8	(1.1)	(2.4)	(6.6)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	2.1	0.5	3.5
英鎊	1.4	2.5	0.6	2.4



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.0	0.2	1.5	12.1
韓圓	1475.1	(2.7)	2.1	4.2



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
首次申請失業保險金人數	週		26年4月16日
工業生產指數	月		26年4月16日
商業庫存	月		26年4月21日
批發庫存	月		26年4月29日
新屋開工與營建許可	月		26年4月29日
工廠訂單	月		26年5月4日
新屋銷售	月		26年5月5日
成屋銷售量	月		26年5月11日
生產者物價指數	月		26年5月13日
採購經理人指數	月		26年5月1日
個人收入與支出	月		26年4月30日
耐久財訂單	月		26年4月29日
貿易收支	月		26年5月5日
就業報告	月		26年5月8日
消費者物價指數	月		26年5月12日
零售業銷售額	月		26年4月21日
國內生產毛額	季		26年4月30日
消費者信心指數	月		26年4月28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
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日
採購經理人指數	月		26年4月30日
外匯儲備	季		26年5月7日
M2貨幣供應量	月		26年5月9日
貿易收支	月		26年5月9日
生產者物價指數	月		26年5月11日
消費者物價指數	月		26年5月11日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		26年4月23日
消費者物價指數	月		26年4月23日
貿易收支	月		26年4月28日
M2貨幣供應量	月		26年4月30日
國內生產毛額	季		26年5月5日
零售業銷售額	月		26年5月6日
採購經理人指數	月		26年5月6日
外匯儲備	月		26年5月7日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

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，在未得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。

2026 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
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455