

# 解构新茶饮行业“不可能三角”：蜜雪集团等企业短期竞逐与长期主义的逻辑悖论

继奈雪的茶2021年12月登陆港交所后，新茶饮行业近期密集推进上市步伐：蜜雪集团、古茗、茶百道于2025年年年初陆续登陆港交所，霸王茶姬、沪上阿姨正分别推进美股和港股上市进程。

密集上市背后，新茶饮企业在资本市场却表现出冰火两重天的景象：奈雪的茶作为“新茶饮第一股”曾以近340亿港元市值引发市场惊叹，如今股价已跌至0.94港元(截至4月8日收盘)，约为发行价的二十分之一，市值仅剩16.03亿港元；茶百道上市首日市值蒸发约70亿港元，当前股价较发行价已经腰斩。形成鲜明对比的是，蜜雪集团港股IPO引发认购热潮，上市后市值迅速突破1500亿港元；古茗股价在上市一个月左右取得翻倍涨幅。

业内人士表示，在新茶饮赛道出现这种差异的背后，存在一个根本性的商业悖论——霸王茶姬、蜜雪集团和奈雪的茶等企业似乎很难同时实现规模扩张、成本控制和品牌调性这三重目标。这个“不可能三角”正成为制约新茶饮行业发展的死结。

“不可能三角” 规模、成本与调性的行业死结

加盟模式是新茶饮企业实现快速规模扩张的最有效路径。招股书显示，蜜雪集团门店数量从2021年底的不足2万家扩张到2024年底超4.6万家，古茗、沪上阿姨、茶百道等品牌在短短几年内实现近万家的门店网络。这种模式的核心逻辑在于将品牌方的收入来源从终端消费者转向加盟商，通过向加盟商出售商品和设备、收取管理费等方式实现盈利。

中国证券报记者调查发现，加盟模式看似解决了新茶饮企业规模扩张与资本周转的问题，但在急速扩张中却暴露出了严重的品控危机和加盟店盈利困境。一方面，门店数量的激增导致管理半径超出极限，食品安全问题频发：最高曾拥有超7000家门店的书亦烧仙草，2024年被媒体曝光更换食品效期标签；2025年3月，蜜雪集团湖北宜昌一家加盟店被当地媒体的“3·15特别报道”曝光使用隔夜柠檬和橙子切片制作饮品，店内卫生状况堪忧。

另一方面，过度扩张导致单店盈利水平下滑，加盟商成本回收周期变长；同品牌门店之间还会形成内卷式竞争。财报显示，2024年，古茗单店GMV为236万元，较上年同期的246.64万元下降4.3%；单店日均售出杯数为384杯，上年同期为417杯。霸王茶姬在中国市场单店月均GMV由2023年四季度的57.4万元下降至2024年四季度的45.6万元，同比下滑20.56%。截至2024年底，茶百道门店数量增加至8395家，同比增长7.6%。然而，规模扩大并未带来财务数据的改善，茶百道2024年营业收入为49.18亿元，同比下降13.78%；净利润为4.72亿元，同比下降58.56%。

一家外资投行分析师表示，在

● 本报记者 王可 葛瑶

积极增加门店数量的同时，行业普遍面临同店销售增长压力，甚至可能导致后续门店关闭。基于某茶饮企业2023年的生产状况预测，门店生产力每下降5%，将导致加盟商的利润水平下降约9%，公司层面净利润将下降6%。

以奈雪的茶、喜茶、茶颜悦色为代表的部分企业选择了以直营模式为主的商业模式，这虽然在一定程度上保障了产品品质与品牌调性，但却背负着沉重的成本压力。

奈雪的茶招股书显示，2022年，其直营门店平均投资成本预计为185万元（标准茶饮店）和125万元（奈雪PRO茶饮店），远高于行业30万-50万元的平均水平。重资产投入直接导致了盈利困境，财报显示，2018年至2024年，奈雪的茶7年累计亏损近62亿元，被称为新茶饮界的“亏损王”。具体来看，2024年，奈雪的茶收入为49.21亿元，同比下降4.7%；经调整净利润由2023年度的盈利2090万元，转变为2024年的亏损9.19亿元；经营活动所得现金净额由2023年的8.29亿元下跌75.7%至2024年的2.02亿元。

根据灼识咨询数据，截至2023年底，现制茶饮店总数达到约46.4万家，市场高度分散且持续整合。一位咨询界人士告诉记者，由于竞争激烈，市场趋于饱和，目前70%的奶茶/现制茶饮门店处于亏损状态；新开门店中，开店成本平均回本周期由早期的一年内上升到一年半以上，“回本较慢的3-5年也很常见”。

在此情况下，一些加盟商选择终止加盟关系。2024年，古茗有871家加盟商终止加盟关系，较2023年增长107%；茶百道有890家加盟店终止合作，较2023年增长305%。



位于北京槐房万达广场的奈雪的茶店铺

低线市场“红海”化 下沉难解行业低效内卷

随着一二线城市市场的逐渐饱和，下沉市场成了新茶饮品牌寻求新增长点的重要途径。

灼识咨询数据显示，三线及以下城市的现制茶饮店市场预计成为中国现制茶饮店市场中增长最快的细分市场，2023年至2028年复合年增长率达22.8%。

这组光鲜的数据背后却隐藏着残酷的现实——下沉市场并非想象中广阔的蓝海，而是正在迅速陷入低效内卷。招股书显示，主要布局下沉市场的茶百道，因加盟商政策优惠力度加大及市场竞争加剧，公司2024年收入同比下滑13.78%至49.18亿元，净利润同比下降58.56%至4.72亿元。截至2024年底，茶百道门店总数达8395家，但闭店率攀升至11.42%。结合蜜雪集团在其招股书中的风险提示，尽管蜜雪集团通过低价策略（核心产品价格2元-8元）快速渗透下沉市场，但需持续投入供应链优化以应对分散化需求，公司在下沉市场仍面临物流成本高企、品控压力等挑战。

“低价市场仍有局限性，比如消费者对低价敏感度高，但是品牌忠诚度有限。”某头部券商分析师表示，对于低线市场来说，其本身可承载的门店数量有限，但这些区域对于下沉品牌效应的构建却具备较强的作用，因此下沉市场的战略、打法、针对性将变得非常重要。

头部品牌通过高频次降价策略抢占市场份额，导致行业价格战不断

升级。定调高端品牌的奈雪的茶曾推出“周周9.9元”活动，鲜果茶系列价格下探至9元区间；甜啦啦推出8元鲜奶茶系列，直接冲击中低端市场；CoCo都可推出9.9元单次卡，进一步拉低消费门槛。4月8日，记者在北京槐房万达广场奈雪的茶门店内扫码下单发现，一杯名为“森林观音”的标准杯现制纯茶仅需9元，叠加新用户优惠后，实际只需支付4元；在斜对面的星巴克店内，一杯泡茶茶则需要25元以上。

一位北京的基金经理表示，2024年，新茶饮行业经过激烈的价格战，主流品牌产品均价从15元-20元降至10元-15元，行业平均利润率从2023年的21.4%降至2024年的14.7%，中小品牌增收不增利，部分企业亏损，有近1.5万家门店闭店。

记者调查发现，为争夺加盟商资源，一些新茶饮品牌通过金融工具吸引加盟投资、加速渠道扩张。

古茗首年开店成本降至23万元，其中部分设备费用（如平冷、制冰机等）采用分期支付方式，首期仅需支付3万元，剩余款项分12-24期返还。新加盟商可享受至少1年免加盟费期，盈利不佳者可申请延期6个月支付，老加盟商在同商圈开新店直接减免8.88万元加盟费。该政策将加盟费分摊至3年收取（第13、19、25个月分别支付2.5万元、4.88万元、2.5万元），与门店存活率直接挂钩。截至2024年底，古茗应收账款余额达到2.91亿

元，同比增长315.71%；资产负债率为69.28%。

更深层的扩张瓶颈在于产品架构的趋同。2024年9月，喜茶发布内部信表示，趋同的产品与品牌正持续消耗着用户对茶饮产品和品牌的热情。记者注意到，无论是喜茶的“多肉葡萄”、奈雪的“霸气玉油柑”，还是茶百道的“杨枝甘露”，新茶饮行业主力产品结构都围绕“茶底+水果/奶盖+小料”展开。即使是主打中式茶的霸王茶姬，其核心产品“伯牙绝弦”也未能完全跳出这一框架。

上述头部券商分析师表示，新茶饮市场竞争因同质化加剧，产品研发门槛低，各品牌SKU重复率高导致各家持续加码营销补贴，挤兑利润空间。此外，同质化产品难以满足消费者的多样化需求，导致消费者对新茶饮品牌的满意度和忠诚度下降，这将进一步影响品牌的市场份额和长期发展。

数据显示，2024年，奈雪的茶推广费用同比增长48%，占集团收益率从前一年的3.2%上升至5%；茶百道、古茗2024年分销及销售费用同比分别增长202%、42%。

中信建投基金研究员崔晓雯表示，每家企业产品过于相似，使得企业陷入低价竞争，导致行业整体利润率承压，影响企业发展速度。此外，产品同质化会削弱消费者对于品牌的辨识度和黏性，消费者短期尝鲜需求难以转化为长期复购。

“压力型出海”

恐难打破本地化瓶颈

国内市场竞争日趋激烈，出海自然成了新茶饮品牌的战略选择。2023年被称为新茶饮行业出海的爆发年，蜜雪集团、喜茶、霸王茶姬等品牌集体出海。目前，蜜雪集团已进入老挝、新加坡、马来西亚、菲律宾、柬埔寨、日本等市场；茶百道一年内出海五国，在韩国开设的分店表现超出预期；霸王茶姬更是将出海作为核心战略，品牌使命直接定为“以东方茶，会世界友”。

然而，这些出海行动面临着一个根本性挑战：中国茶饮能否克服文化折扣，实现真正的全球化？

“挑战主要来自三方面。”上述头部券商分析师表示，“首先，饮食习惯差异使茶饮的接受度受限，除东南亚华裔群体外，其他地区消费者对奶茶的消费频率远低于咖啡；其次，供应链重构增加了经营成本，蜜雪集团虽然从国内运输主要原料，但冷链物流和关税成本上升的风险大幅增加；最后，品牌认知度需要长期建设，在国际市场上，中国茶饮品牌仍属陌生面孔，需要持续营销投入。”

一位博主晒出的喜茶新加坡店视频显示，其客流量与国内大相径庭，店内十分冷清，反映出海外扩张的实际挑战。

很多国内企业将自身对标星巴克，但与星巴克的全球化路径相比，中国茶饮品牌缺乏文化普适性支撑。一名消费行业研究员告诉记者，新茶饮企业的出海大多仍是“中国模式”的简单复制，而非针对当地市场的深度创新，这种“轻本地化”策略可能限制其长期发展。他认为，更本质的问题在于，星巴克全球化是成熟市场的自然延伸，而中国茶饮出海更多是国内内卷的压力转移。蜜雪集团在东南亚的拓展、霸王茶姬计划中的全球布局，其驱动力很大程度上源于对国内增长放缓的焦虑，而非对海外市场的充分理解和战略布局。这种“压力型出海”可能缺乏长期耐心和深度本地化，难以实现真正的全球化。

此外，与星巴克的全球化路径相比，国内茶饮企业的发展路径和核心壁垒仍存在差异。崔晓雯认为，星巴克通过将咖啡消费与高端生活方式绑定，核心在于商务场景的刚需性，同时全球供应链体系支撑了高标准化与快速复制能力，品牌优势得以体现。而新茶饮品牌更多依赖于休闲场景，场景可替代性相对更强，供应链复杂度也更高。

上海某食品饮料企业出海研究人士告诉记者，星巴克的全球化成功建立在三个基础上：一是咖啡文化的普适性，咖啡在全球多数文化中已有消费基础，星巴克只需做口味本地化而非品类教育；二是消费场景的标准化，从意式咖啡吧获得灵感，星巴克创造了全球统一的“第三空间”体验；三是供应链的全球布局，通过全球咖啡豆采购和本地化生产相结合，解决了物流难题。

相比之下，上述人士认为，中国茶饮出海的挑战更为严峻：首先，奶茶在多数文化中属于小众消费品，需要大量市场教育；其次，新茶饮的制作复杂度远高于咖啡，原料种类繁多，难以完全本地化生产；最后，中国茶文化虽有魅力，但对多数外国人来说认知门槛较高，海外奶茶店的主要消费人群依旧是亚洲人。

# 港交所迎来全球外延晶片龙头企业——瀚天天成

● 本报记者 周璐璐

4月8日，瀚天天成电子科技（厦门）股份有限公司正式向港交所递交上市申请，中金公司为其保荐机构，港股有望迎来一家在全球碳化硅外延晶片领域的龙头企业。

据招股书披露，瀚天天成专业从事碳化硅外延晶片的研发、生产及销售，是全球碳化硅（4H-SiC）外延行业的领导者和革新者。据灼识咨询统计，自2023年以来，按年销售片计，瀚天天成是全球规模最大的碳化硅外延供应商，按照外销市场前五大碳化硅外延代工厂的排名，瀚天天成2023年和2024年均位居全球第一，2024年市场占有率超过30%。

技术储备与规模领先 近三年营收复合增长率48.69%

经过十几年的技术开发和积累，瀚天天成在碳化硅外延晶片领域建立了丰富的技术储备，并围绕耐高温高压外延晶片制备、多层外延、沟槽回填外延生长等行业关键技术难点进行技术攻坚。公



8英寸、6英寸、4英寸和3英寸碳化硅外延晶片 公司供图

司牵头主导编写了全球首个及目前唯一的碳化硅外延国际SEMI标准。公司在全球率先实现8英寸碳化硅外延晶片大批量外供，也是国内首家实现商业化3英寸、4英寸和6英寸碳化硅外延晶片批量供应的生产商。

瀚天天成丰富的技术积累、大规模的

生产能力、卓越的品质保障得到了大量客户的认可，凭借高质量晶圆的稳定可靠交付，公司目前已成为行业巨头们信赖的合作伙伴，在业绩期内拥有全球超过110名客户。近年来瀚天天成实现了规模及业绩的高速增长，营业收入从2022年度的4.41亿元跃升至2024年度的9.74亿元，

近三年营收复合增长率达48.69%。

得益于多层外延等产品高科技附加值带来的溢价优势，产能提升带来的规模效应以及高良率带来的成本优势，瀚天天成自2021年起已经实现盈利，保持了较高的盈利质量。招股书显示，公司归母净利润从2022年度的1.43亿元增长到2024年度的1.66亿元；剔除股权激励费用影响后，净利润从2022年度的1.72亿元跃升至2024年度的3.21亿元，复合增长率达36.6%，在行业中名列前茅。如此强劲的财务表现有助于公司在行业竞争中保持有利地位及提升抗风险的能力。

市场空间广阔 新能源汽车需求占比超七成

碳化硅具有宽禁带、高热导率、高耐击穿场强、高电子饱和速率等突出优点，能够在广泛的温度范围内实现高效、高速且稳定的电力控制与处理。根据公开资料，碳化硅正取代硅(Si)成为主流功率半导体器件材料，有望引领未来数十年的创新，广泛应用于新能源汽车、超快充充电桩、储能、能源供应、数据

中心、轨道交通、电动船舶、低空飞行及下一代家电等领域。

瀚天天成所处碳化硅外延行业市场增长迅速。全球碳化硅外延晶片市场的销售额由2020年的4亿美元增至2024年的12亿美元，年复合增长率为34.7%。预计到2029年，市场规模将达到58亿美元，2024年至2029年的年复合增长率为38.2%。

根据灼识咨询数据，预计到2029年，全球碳化硅功率半导体器件行业的销售额将达到136亿美元，2024年至2029年的年复合增长率为39.9%。细分来看，电动汽车碳化硅功率器件是目前最大的终端应用市场，约占全球碳化硅功率器件市场规模的74.4%，预计2024年至2029年的年复合增长率将超过39%。此外，充电基础设施、储能系统及其他新兴行业领域亦将呈现强劲增长势头，预计2024年至2029年的年复合增长率均超过40%。

持续稳健扩大产能 高速推动产业链发展

从下游市场格局来看，碳化硅功率率

器件行业集中度高，全球前五大碳化硅功率器件厂商占据了超80%的份额。凭借先进的技术水平、优质的产品性能及稳定的产品供应能力，瀚天天成在全球碳化硅市场具有突出的国际竞争力，是少数受到国内及国际大厂认可的中国外延厂商。

据灼识咨询统计，瀚天天成的客户中包括全球前五大碳化硅功率器件巨头中的4家，以及全球前十大功率器件巨头中的7家。截至2024年12月31日，公司已为全球15家企业提供8英寸外延产品，并实现销售超过7000片，处于全球领先地位。

业内人士表示，从行业发展来看，目前6英寸碳化硅晶片仍是市场主流产品，但8英寸碳化硅器件正在蓬勃发展，拥有巨大的市场潜力。近年来，全球主要碳化硅器件企业均提高对8英寸产能的投资，5大巨头平均每家投资高达50亿美元，因此稳健提升8英寸外延产能迫在眉睫。瀚天天成此次申请香港联交所上市，有望获得全球资本的加持，提升市场知名度和国际形象，为其后续发展注入更强动力。