

## 餐饮旅游行业深度研究报告

推荐（维持）

## 星巴克折戟茶饮，奶茶店能否支撑大市值公司？

- 现制茶饮是高周转、高毛利率、容易标准化的绝好生意，但低门槛和高利润引来竞争，成为红海。对比咖啡行业的星巴克、Costa 等品牌，历史悠久、三十亿客群的茶行业并没有出现现制茶饮门店大公司。现制茶饮供应链与原材料简单，投资低，标准化程度高，同时高复购、高坪效、高毛利、快周转，是热门创业领域。但延长生命周期需要不断推出爆款单品，保持品牌的吸引力，同时店铺位置核心。国人口味多变，新店的吸引力往往大于新品；行业新进入者众多，难以保持强有力的核心竞争力，竞争激烈。
- TEAVANA 和奈雪的茶、喜茶等定位相似，其失败原因有很大启示作用。12 年星巴克重金收购 TEAVANA，17 年关闭所有门店；后者的成长可分成两个阶段，12 年前，业绩主要受同店销售驱动；12 年扩张速度明显加快，业绩受规模扩张驱动。从经营表现看，TEAVANA 人效和坪效显著高于星巴克。但高端定位使受众群体较小，在往非中心区域扩张时存在明显阻力，中心区域加密又会分流；相对咖啡，水果茶成瘾性弱，高单价影响复购决策，因此扩张存在上限。同时，TEAVANA 供应链支撑薄弱，门店数量增加后服务品质难以保障。
- 国内饮茶历史久，习惯强，但缺乏大的茶叶品牌，新茶饮有望突围。我国是世界上最大的茶叶生产国、消费国和贸易国，但最大的茶叶品牌市场年销售额不及英国立顿的十分之一。地域特征明显、小农生产、流通混乱、文化属性强等共同造成了茶行业有品类无品牌。目前的突围方式包括：（1）强化礼品定位的小罐茶；（2）全产业链布局的天福茶；（3）弱化“制造”属性，强调门店服务，综合“年轻”+“茶”的新茶饮。其中，新茶饮行业通过将“茶”的底蕴年轻化，改良口感，将新茶饮定位于传统茶饮和普通奶茶之间，不再实行传统奶茶品牌的“低价+加盟”策略，而通过升级口感、品质和差异化竞争形成核心竞争力。其中，以强品牌+强运营为特色的喜茶和注重社交场景化的奈雪的茶为典型代表。
- 我们看好新茶饮品牌中出现大市值公司，但认为仍有问题亟待解决和观察：
  - （1）新茶饮品牌能否将单价 20-30 元的饮品推广到三四线城市，维持现有模型盈利水平，将直接决定新茶饮发展的天花板。结合目前消费升级的整体趋势和三线以下城市人均可支配收入的提高，新茶饮品牌的发展空间值得期待。同时，新茶饮品牌也在积极寻求海外扩张，推高发展天花板。
  - （2）与传统奶茶行业相比，新茶饮更强调现泡茶和生鲜（水果）供应，大幅度提升了供应链的复杂程度。供应链中形成规模效应将极大提升品牌核心竞争力，不断加宽品牌护城河。
  - （3）对于现制茶饮而言，大多以休闲消费属性为主，品牌热度是消费者选择的重要考量指标。但是随着新茶饮品牌的增多和资本的进入，已是红海的现制茶饮市场竞争将更加激烈。只有能长期占领消费者心智，保持新鲜感和高品质，品牌不老化才能最终成为大市值公司。
- 风险提示：渠道下沉受阻，行业增速不及预期；食品安全事故。

## 华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

## 相关研究报告

《现制饮料模式解读与星巴克的困境》

2018-08-14

《外卖系列报告 2：低价引客撑到何时？——平台方与餐厅模型拆解》

2018-12-18

# 目录

楔子：2018年，“疯狂”的现制茶饮市场.....	5
一、现制茶饮：兵家必争之地.....	5
（一）为何兵家必争？.....	5
1、低进入门槛.....	5
2、潜在顾客群体庞大.....	6
3、极易标准化.....	6
4、高利润.....	7
（二）现制茶饮行业失败率较高.....	8
二、TEAVANA 的失败与启示.....	8
（一）TEAVANA：以“茶”为乐的生活方式.....	9
（二）经营数据拆解.....	11
（三）TEAVANA 的失败原因.....	13
1、目标受众较小，扩张存在上限.....	13
2、供应网络不完善，发展受到掣肘.....	14
三、新茶饮：中式茶饮年轻化的出路？.....	15
（一）国内饮茶历史久，习惯强，但缺乏大的茶叶品牌.....	15
（二）可能突围方式.....	16
1、强化礼品定位之小罐茶.....	16
2、全产业链布局之天福.....	17
3、“年轻”+“茶”之新茶饮.....	17
（三）新茶饮的破局之道.....	18
1、低价+加盟策略.....	18
2、升级口感，提升品质.....	19
3、差异化竞争.....	19
四、被星巴克放弃了的现制茶饮市场，能不能出大市值公司？.....	24
（一）渠道下沉+品牌出海，天花板有多高？.....	25
（二）供应链建设既是挑战，也是门槛.....	26
（三）品牌延续性将成行业试金石.....	26
五、风险提示.....	27

# 图表目录

图表 1	2018 年主要现制茶饮品牌融资情况.....	5
图表 2	一点点、快乐柠檬加盟费用拆解.....	6
图表 3	美团点评估算的奶茶行业规模.....	6
图表 4	芝士奶盖奶茶制作方法.....	7
图表 5	奈雪の茶成本拆解.....	7
图表 6	TEAVANA 成本拆解.....	7
图表 7	现制茶饮店坪效高.....	8
图表 8	饮品店迭代速度加快.....	8
图表 9	TEAVANA 营业收入增长迅速.....	9
图表 10	TEAVANA 毛利率和净利率逐年提升.....	9
图表 11	TEAVANA 美国店铺.....	9
图表 12	TEAVANA 产品示意图.....	10
图表 13	TEAVANA 茶叶烹煮制作过程.....	10
图表 14	TEAVANA 成品制作过程.....	10
图表 15	TEAVANA 自动茶叶烹煮机.....	11
图表 16	TEAVANA 以现制茶和周边产品销售为主.....	11
图表 17	12 年之前受同店增长驱动，12 年之后受扩张驱动.....	12
图表 18	2011 年 Q4 开始，TEAVANA 的同店增长开始趋缓.....	12
图表 19	门店扩张速度较慢，12 年开始急速明显.....	13
图表 20	2011 年 TEAVANA 和星巴克人效、坪效对比.....	13
图表 21	TEAVANA 价目表.....	14
图表 22	星巴克美国价目表.....	14
图表 23	13 年开始 TEAVANA 展店速度明显下滑.....	14
图表 24	我国是全球最大的产茶国.....	15
图表 25	我国茶叶消费量全球第一.....	15
图表 26	天福营收增长停滞.....	15
图表 27	天福净利润不到 3 亿元.....	15
图表 28	小罐茶联手 8 位制茶大师.....	16
图表 29	天福营收结构.....	17
图表 30	典型新茶饮品牌.....	17
图表 31	典型传统奶茶连锁品牌运营状况.....	18
图表 32	饮品种类容易模仿，同质化严重.....	19

图表 33	喜茶百度搜索指数显著高于其他现制茶饮品牌.....	20
图表 34	主要现制饮料品牌公众号运营状况.....	20
图表 35	喜茶排队人数众多.....	21
图表 36	喜茶 2018 年新品不完全统计.....	21
图表 37	喜茶标准店.....	22
图表 38	喜茶黑金店.....	22
图表 39	喜茶 LAB 概念店.....	22
图表 40	喜茶 PINK 店.....	22
图表 41	奈雪の茶店铺面积最接近星巴克.....	23
图表 42	奈雪の茶店铺装修.....	23
图表 43	瑞幸咖啡旗舰店店铺装修.....	23
图表 44	喜茶店铺装修.....	24
图表 45	一点点店铺装修.....	24
图表 46	主要饮品品牌价格对比.....	24
图表 47	典型新茶饮品牌已进驻城市.....	25
图表 48	海底捞各线城市翻台率.....	25
图表 49	海底捞各线城市客单价.....	25
图表 50	喜茶新加坡门店排队场景.....	26

## 楔子：2018年，“疯狂”的现制茶饮市场

2018年是现制茶饮市场“疯狂”的一年，在一二级市场资金紧张背景下，据不完全统计，该细分行业仅几家明星品牌全年融资就超过10亿元。奈雪の茶更以A+轮60亿估值成为我国现制茶饮行业第一个独角兽企业，喜茶单轮融资额达到4亿元，众多成立于2014-2016年的现制茶饮品牌在2018年迎来了集中融资风潮，且融资金额均在1000万元以上。

图表1 2018年主要现制茶饮品牌融资情况

品牌	成立时间	融资时间	轮次	估值	金额
奈雪の茶	2014-05-12	2018-03-19	A+轮	60亿元	数亿元
喜茶	2016-01-11	2018-04-25	B轮	-	4亿元
乐乐茶	2016-10-31	2018-11-09	Pre-A轮	-	过亿元
茶煮	2016-08-22	2018-03-12	Pre-A轮	-	千万级人民币
1314茶(原答案茶)	2017-08-24	2018-05-17	A轮	-	2000万元
煮莱	2015-04-23	2018-04-12	Pre-A轮	-	数千万元
关茶	2015-09-14	2018-08-15	A轮	-	数千万元
肆伍客	2016-12-08	2018-05-03	Pre-A轮	-	近千万元
骑士老虎茶	2014-07-11	2018-08-21	A轮	-	2000万元
漫雪的茶	2014-07-11	2018-08-21	A轮	-	2000万元

资料来源：天眼查，华创证券

仅在一年之前的2017年年中，星巴克宣布将关闭旗下所有379家茶瓦纳(Teavana)门店，饮料门店一哥折戟茶饮。这个2012年才收购的美国现制茶饮门店品牌最终也没有成为“茶界星巴克”。

正如我们在前一篇报告《现制茶饮模式解读与星巴克的困境》中所论述的，现制茶饮是高周转、高毛利率、容易标准化的绝好生意。但是，对比咖啡行业的星巴克、Costa等品牌，坐拥千年文化、三十亿顾客群的茶行业并没有出现现制茶饮门店大公司。原因为何？

在此篇报告中，我们将梳理现制饮料行业特性，分析行业本质，以目前现制茶饮行业发展现状为线索，并以美国TEAVANA为鉴，去探讨在星巴克折戟的现制茶饮市场，能不能支撑大市值公司出现？

### 一、现制茶饮：兵家必争之地

早在2000年便出现了街边奶茶店，奶茶行业历经了冲粉奶茶(2000-2003)，桶装奶茶(2004-2006)，手摇茶(2000-2009)和现萃茶(2010年至今)的演变。2004年成立的地下铁奶茶在2011年店铺数量便超过了1000家，年收入超过3亿。2017年，全国现制茶饮门店数量超过十万家，但闭店率也高居不下。现制茶饮究竟有何吸引力？又为何有如此高的失败风险？

#### (一) 为何兵家必争？

一个吸引人的行业无疑具有两个特征：**低门槛和高毛利**。低门槛使得更多创业者能够尝试进入，高毛利使更多创业者愿意尝试；而一个能快速成长的行业需要具备三个特征：**接受群体广、极易标准化和利润丰厚**。接受群体广是扩张的前提，极易标准化是扩张的保证，利润是扩张的动力。

#### 1、低进入门槛

十万创业、简易上手、原料简单，使得奶茶店几乎成为进入门槛最低的餐饮业态。以一点点奶茶和快乐柠檬为例。

根据二者公司官网的加盟信息，假设在某二线城市开设面积为 50 平米的店铺，初始投入资金均在 20 万元以下，且从申请加盟到店铺开业仅需不到半年时间，而开业后半年可回收投资成本。如开设自有品牌的奶茶店，其物料及设备成本将会更低。同时，现制茶饮店铺面积较小，选址灵活。因此现制茶饮几乎成为进入门槛最低的餐饮业态。

图表 2 一点点、快乐柠檬加盟费用拆解

品牌	一点点	快乐柠檬
店铺租金	1 万元/月	1 万元/月
装修费用	2 万元	2 万元
物料及设备	5 万元	7 万元
广告及人工	1.7 万元	1.7 万元
水电及流动资金	5 万元	5 万元

资料来源：公司官网，华创证券

## 2、潜在顾客群体庞大

茶饮有深厚的文化基础，客群庞大；同时成瘾性强，味觉记忆浅，复购率高。现制茶饮以茶叶和牛奶为底料，茶文化在我国已经延续了千年，根据《茶经》中的记载，“茶之为饮，发乎神农氏。”茶对于中国人，就好像咖啡对于欧美人，是天然的生活习惯，受众基础好。现制茶饮店从校门口、街边小店向 CBD 小店进化过程中，新的饮用场景也已经产生。这无疑为现制茶饮的火爆奠定了文化基础。

现制茶饮和咖啡一样，都因含有咖啡因而具有一定的成瘾性。现制茶饮因为加入了牛奶、糖等配料，口感上更偏甜和醇厚，其味觉记忆较浅，不容易使人产生厌烦感。此外，经过十多年的发展，现制茶饮获得了大批忠实的女性受众，成为在逛街、休闲娱乐时的首选。这些特性使得现制茶饮成为了贴合文化特质、潜在顾客群体庞大且回购率高的单品，根据美团点评发布的《2017 年我国饮品店发展报告》的估算，我国现制奶茶行业潜在规模接近 1000 亿元。

图表 3 美团点评估算的奶茶行业规模



资料来源：美团点评，华创证券

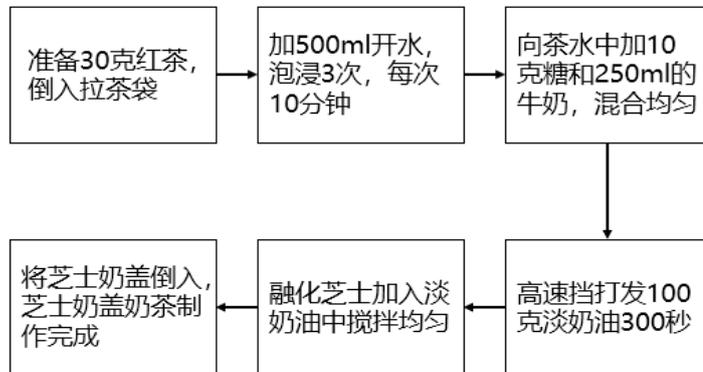
## 3、极易标准化

原材料品质差别有限。各品牌现制茶饮虽然在原材料配比等方面有所不同，但一旦形成标准之后具有高度可复制性。现制茶饮的原材料主要包括茶叶、牛奶、水果、芋圆、椰果、芝士、珍珠等。现制茶饮淡化了茶的属性，有品类无品牌，在经过加工和混合之后，品质差别较难分辨。鲜牛奶等其他配料属于日常消费品，采购难度较小，品质差异有限。

制作流程标准。从制作流程看，现制茶饮的配置可以精确的以秒、克为计量，不需要餐饮业对于流程、火候甚至是“盐少许”等的微妙把握。非标准化的餐饮往往依赖大厨，依赖大厨除了在成本上的压力之外，还在于不可复制、

难以迭代导致规模效应近乎消失——大厨再努力，每天也只能服务一个门店、几百号人，而现制茶饮店聘用学生作为临时工，几个小时就能上手。

**图表 4 芝士奶盖奶茶制作方法**



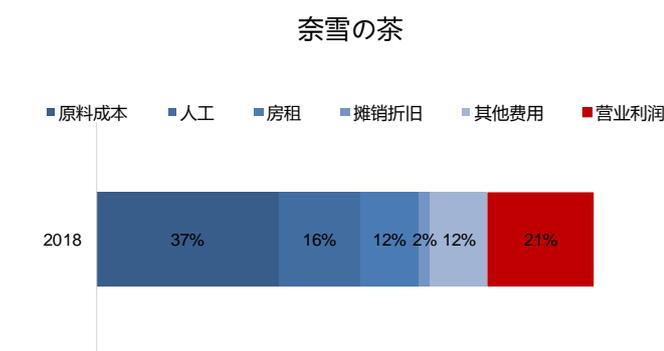
资料来源: 美食杰APP, 华创证券

**服务流程短, 品质标准化。**目前, 大多数现制茶饮店的服务环节仅包括点单、收银、打包等, 顾客的需求也相对有限, 因此现制茶饮店的服务品质容易得到保障, 经过简单培训即可达到统一标准。

#### 4、高利润

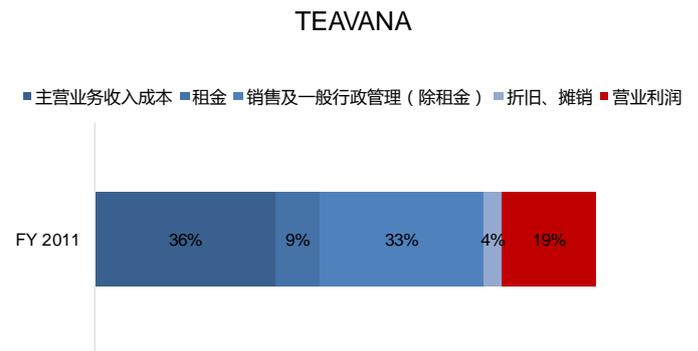
现制茶饮的原材料简单, 毛利率水平高达 **60%以上**。根据草根调研和估算, 奈雪の茶毛利率约为 63%, 营业利润率为 21%; 美国 TEAVANA 的公司财报显示其盈利能力也在同一水平线上。尽管奈雪の茶拥有国内奶茶店最高的价格水平, 但是水果茶的物料成本相对于普通台湾奶茶/港式奶茶更高, 推测其他奶茶品牌的毛利率有望超过 70%, 甚至达到 80%。

**图表 5 奈雪の茶成本拆解**



资料来源: 草根调研, 华创证券

**图表 6 TEAVANA 成本拆解**



资料来源: 公司财报, 华创证券

**现制茶饮周转快、以外带为主, 坪效高。**根据我们的草根调研和公开信息推算, 以喜茶和奈雪の茶为例, 一线城市典型店面的单店月收入均超过 1200 万元, 假设经营面积分别为 100 和 200 平米, 则坪效分别大约为 12 万元/m<sup>2</sup>/年和 6 万元/m<sup>2</sup>/年, 远超普通餐饮、零售行业坪效, 比肩顶级餐饮企业坪效水平(海底捞 5-6 万, 一线城市 6-8 万)。此外, 根据 2011 年 TEAVANA 的财报数据, 其坪效也高于同时期的美国星巴克门店水平。

图表 7 现制茶饮店坪效高

品牌	单店年平均收入 (万元)	店铺平均面积 (m <sup>2</sup> )	坪效 (万元/m <sup>2</sup> 年)
喜茶	1200	100	12
奈雪の茶	1200	200	6
TEAVANA (2011)	567	86	7
星巴克美国 (2011)	970	200	5

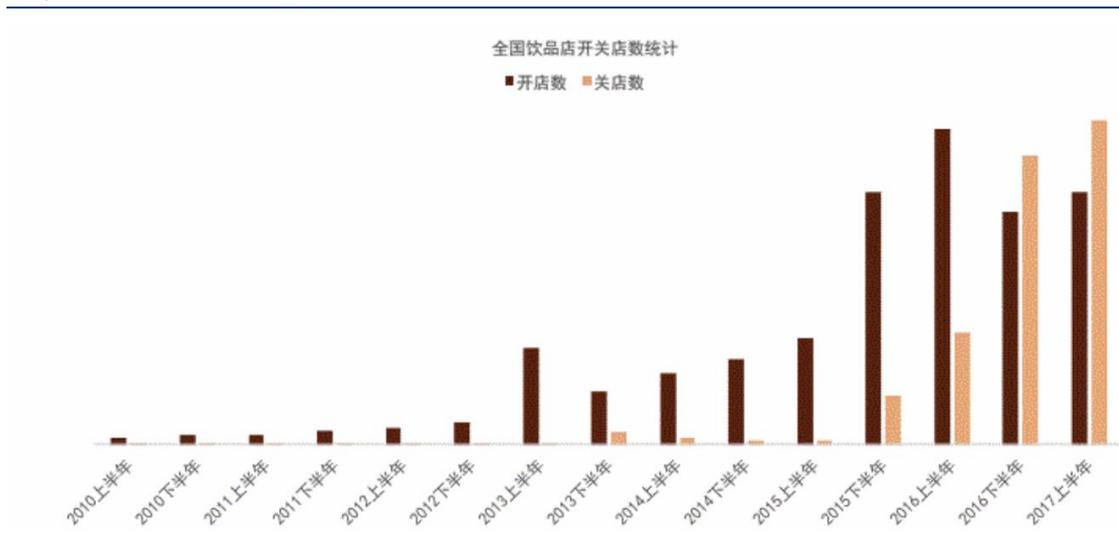
资料来源: 草根调研, 公司财报, 华创证券

注: 汇率以 2011 年汇率 1:6.3 计算

## (二) 现制茶饮行业失败率较高

现制茶饮行业因为门槛低, 同质化严重, 关店率较高。我国现制茶饮店在新增店铺快速增长的同时, 也有大量的店铺在选择关闭。根据美团点评的数据显示, 自 2016 年下半年开始饮品店显著超过开店数量, 2017 年上半年饮品店关店数量更是开店数量的 1.3 倍。

图表 8 饮品店迭代速度加快



资料来源: 美团点评, 华创证券

**低门槛和高利润引来竞争, 成为红海。**现制茶饮原材料简单, 不依赖大厨, 准入门槛低, 使得众多竞争者可以迅速开店。制作流程的简单使得口感的核心源自于各原材料的配比和对加工时间的把控。通过一段时间的实验和摸索, 做出较有品质的现制茶饮并非难事。现制茶饮竞争的核心往往在于不断推出新品、具有话题度的爆款单品, 保持口感的吸引力, 以及店铺位置。但国人口味多变, 新店的吸引力往往大于新品, 而较小的店铺面积也使得选址较为灵活。因此现制茶饮难以保持强有力的核心竞争力, 行业竞争十分激烈。

## 二、TEAVANA 的失败与启示

目前我国现制茶饮行业暂无上市公司, 我们无法获得直接的运营数据去分析运营细节, 通过专家访谈、草根调研以及公开信息加以分析判断。直接将处于初创期的现制茶饮公司与跨国咖啡巨头星巴克比较经营效率又有失偏颇。此篇以美国现制茶 TEAVANA 发展前期的经营状况来对标我国目前的现制茶饮品牌。

**(一) TEAVANA: 以“茶”为乐的生活方式**

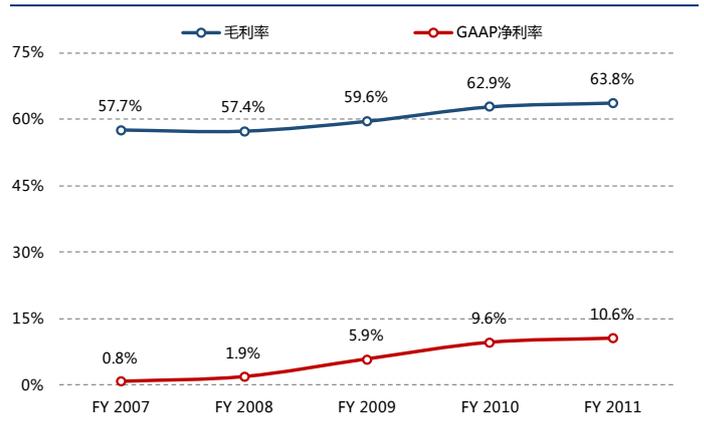
1997年，Andrew Mack和他的妻子Nancy Mack在美国亚特兰大市开设了第一家TEAVANA店铺，他们希望向消费者传递以“茶”为乐的生活方式。2004年，在接受了Parallel Investment Partners的投资后，TEAVANA开始加速增长，2006财年到2010财年之间，店铺数量从47家增加到146家，销售额从3380万美元增长到1.247亿美元，CAGR达到了38.6%。2011年8月2日，TEAVANA在纽约证券交易所上市。2012年11月15日，星巴克以约6.2亿美元的现金收购TEAVANA。2017年7月27日，星巴克宣布全面关闭所有379个TEAVANA门店。

**图表 9 TEAVANA 营业收入增长迅速**



资料来源：公司财报，华创证券

**图表 10 TEAVANA 毛利率和净利率逐年提升**



资料来源：公司财报，华创证券

TEAVANA 店铺大多开设在购物中心内。TEAVANA 平均店铺面积大约为 90 平米，店铺装修风格偏古典，在众多美国饮品店中独树一帜。TEAVANA 的门店布局包括现饮茶制作区（20 平米），茶叶、茶壶等周边产品售卖区（20 平米）和顾客休闲区（50 平米），部分门店也提供餐饮服务。

**图表 11 TEAVANA 美国店铺**



资料来源：苏茶网

TEAVANA 的产品以花茶、果茶为主。TEAVANA 出售的茶叶超过 100 多个品种，包括白茶、红茶、绿茶、乌龙茶、巴拉圭茶、路易波士茶和草药茶以及他们的混合茶，其中混合茶占据 8 成份额。TEAVANA 将茶叶和浓缩果汁或其他香料混合，制作成花茶、果茶等，其主打产品包括桃橘绿茶、菠萝绿茶、草莓红茶等，单纯的茶饮料比例相对较小。

图表 12 TEAVANA 产品示意图



资料来源：中华合作时报·茶周刊

产品制作方法主要分为人工和机器制作两种。对于某些人们的产品，店员会首先烹煮好几种特定的茶，当消费者选定品类后，会将茶和其他水果、香料等混合，制成饮品。因为 TEAVANA 门店提供 100 多种茶可供选择，其他一些品类的茶会使用自动化的机器配合茶包制作。

图表 13 TEAVANA 茶叶烹煮制作过程



资料来源：星巴克美国官网

图表 14 TEAVANA 成品制作过程



资料来源：星巴克美国官网

图表 15 TEAVANA 自动茶叶烹煮机

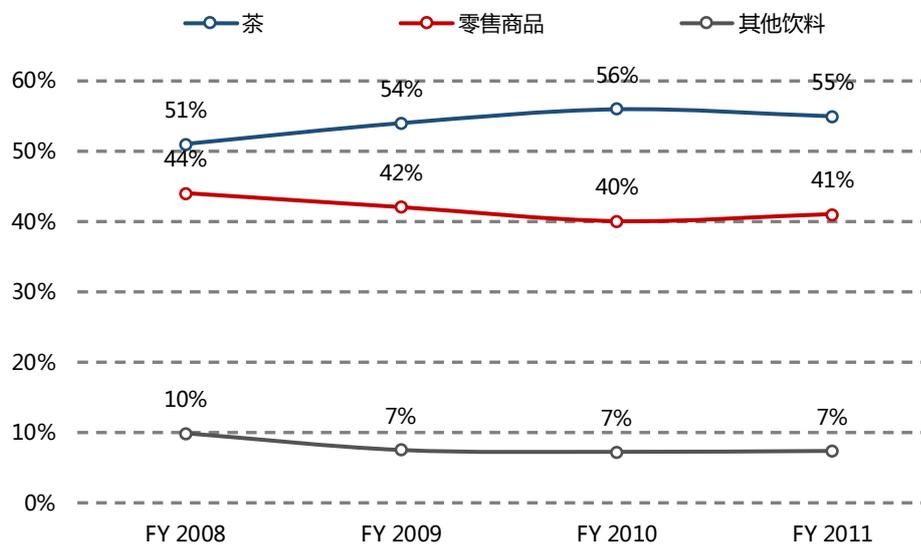


资料来源: Starbucks Melody

## (二) 经营数据拆解

从营收结构看，TEAVANA 以现制茶饮料和周边产品为主。TEAVANA 的主要业务包括现制茶饮料、茶叶和茶具等周边产品以及其他饮料和食品。在被星巴克收购之前，其现制茶饮料的营收占比超过 50%，且有逐年提高的趋势，其次是周边产品销售，占比超过 40%。

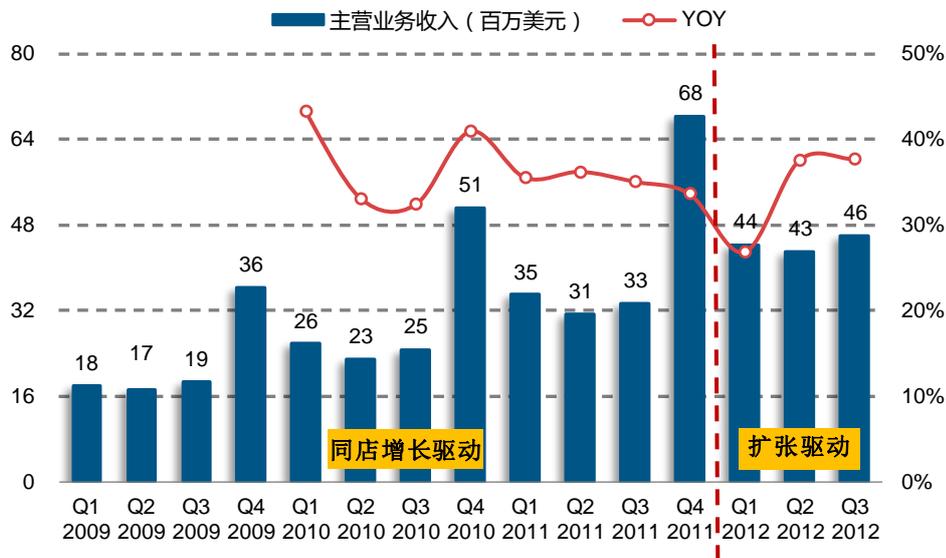
图表 16 TEAVANA 以现制茶和周边产品销售为主



资料来源: 公司财报, 华创证券

2012 年之前 TEAVANA 业绩受同店增长驱动，之后受扩张驱动。TEAVANA 的成长可以分成两个阶段，在 2012 年之前，店铺数量增长相对缓慢，业绩主要受同店销售增加而驱动；2012 年之后，同店销售额增长放缓，而扩张速度明显加快，业绩受规模扩张驱动。

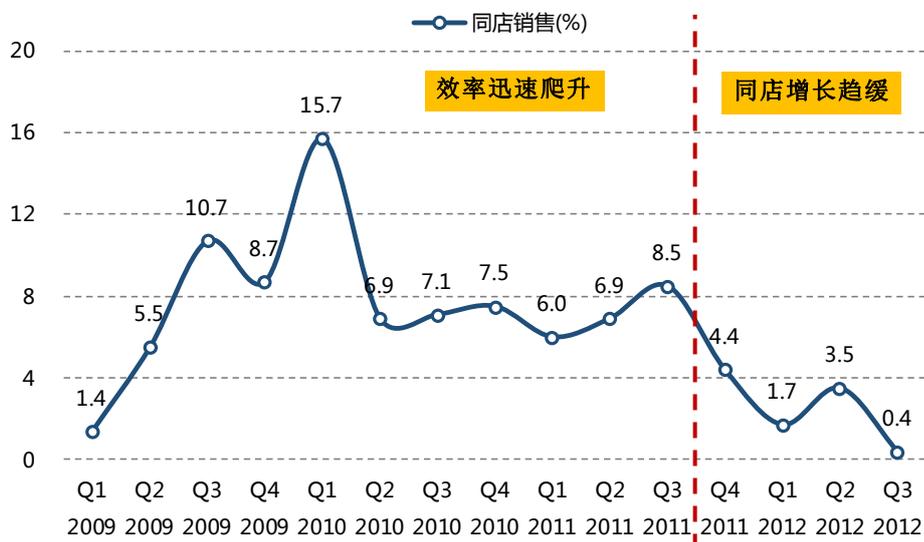
图表 17 12 年之前受同店增长驱动，12 年之后受扩张驱动



资料来源：公司财报，华创证券

2011Q4 开始，TEAVANA 的同店增长开始趋缓。2009 年之后，随着经济危机的影响逐渐消除，美国人的休闲消费开始提升，购物中心人流量开始加大。2009Q1 开始，TEAVANA 的同店销售迎来高速增长，连续 9 个季度保持 6% 以上的增速。但是随后店铺经营逐渐成熟，消费群体逐渐固定，同店增长开始放缓。2012Q3，TEAVANA 的同店销售已经几无增长。

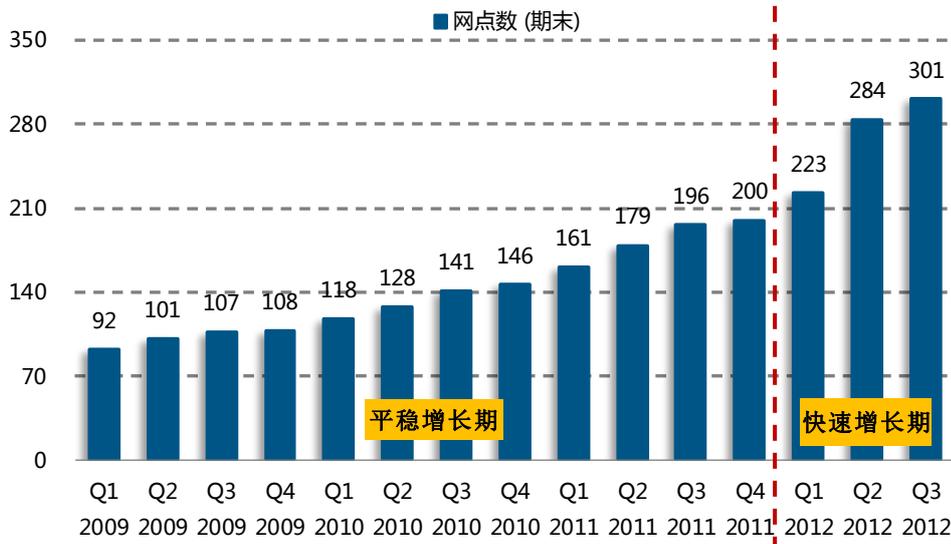
图表 18 2011 年 Q4 开始，TEAVANA 的同店增长开始趋缓



资料来源：公司财报，华创证券

TEAVANA 门店数量自 2012 Q1 开始快速增长。在 2012 年之前，TEAVANA 的门店数量增长相对比较稳定，单季度平均增加 5-10 家左右。2012 年开始，TEAVANA 明显加快了展店的速度，Q1-Q3 分别增加 23，61 和 17 家店。

图表 19 门店扩张速度较慢，12 年开始急速明显



资料来源：公司财报，华创证券

TEAVANA 人效和坪效显著高于星巴克。2011 年，TEAVANA 共拥有 473 名正式员工和 2,179 名兼职工，共有 200 家店铺，平均每家店铺配有 2 名正式员工和 11 名兼职工。我们将 2 名兼职员工折算成 1 名正式员工计算人效，TEAVANA 人效为 10.7 万美元/年，高于同期星巴克的 8.1 万美元/年。TEAVANA 的坪效达到 10,549 美元/m<sup>2</sup>年，而根据我们估算，星巴克同期坪效约为 7,667 美元/m<sup>2</sup>年。

图表 20 2011 年 TEAVANA 和星巴克人效、坪效对比

	人效 (\$/年)	坪效(\$/m <sup>2</sup> 年)
TEAVANA	107,000	10,548.6
Starbucks	81,000	7,666.7

资料来源：公司财报，华创证券

### (三) TEAVANA 的失败原因

TEAVANA 和奈雪の茶、喜茶等定位相似，都定位于高端现制茶饮，并且都在现制茶饮市场中有极佳吸引力。TEAVANA 自 2012 年 11 月被星巴克收购之后，短短不到 5 年的时间，便宣布关闭所有门店，这其中的失败原因对我国现制茶饮品牌有很大启示作用。

#### 1、目标受众较小，扩张存在上限

TEAVANA 受众群体小。主要原因有三：（1）相比于咖啡明显的提神功效，水果茶的存在更像是一个休闲饮品；（2）高的单品价格受众有限，如不能建立复购，容易成为尝鲜型单品；（3）TEAVANA 的价格比星巴克美国价格要高 15%-30%，而休闲水果茶成瘾性不如咖啡。

图表 21 TEAVANA 价目表

HOT	16 FL OZ	CALORIES
Maharaja Chai + Samurai Chai	\$4.99	40
Youthberry* + Wild Orange Blossom*	\$4.99	40
Gyokuro Imperial	\$4.99	0
Golden Monkey	\$4.99	0
Monkey-Picked Oolong	\$4.99	0
ICED	22 FL OZ	CALORIES
Youthberry* + Wild Orange Blossom*	\$4.99	70

资料来源：星巴克美国官网

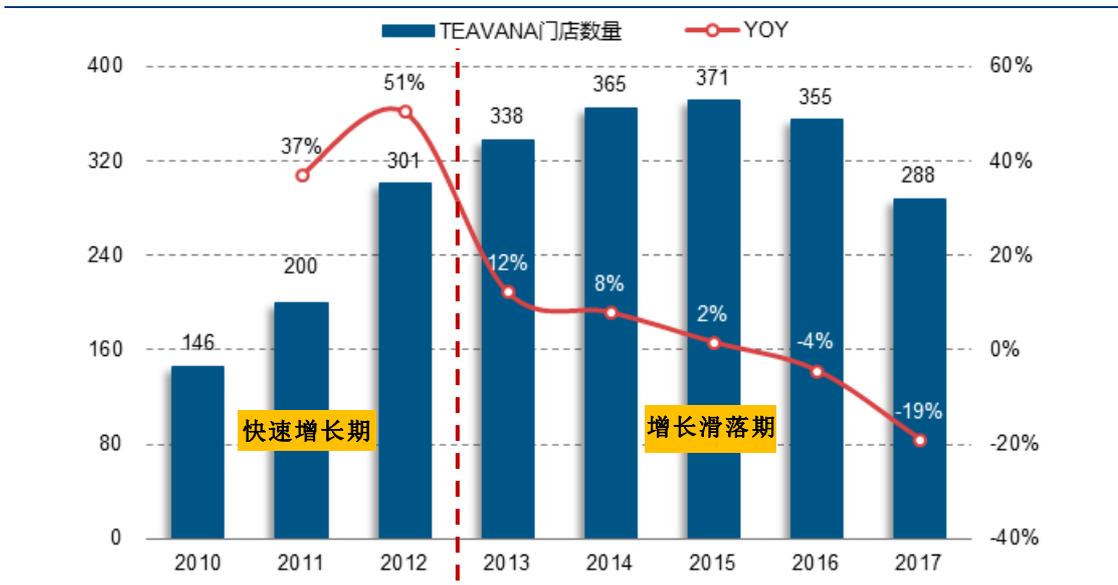
图表 22 星巴克美国价目表

	TALL 12 FL OZ	GRANDE 16 FL OZ	VENTI 20 FL OZ
<b>ESPRESSO</b>			
Cappuccino	3.45	4.15	4.55
Caffe Latte	3.45	4.15	4.55
Iced Caffe Latte	3.85	4.45	4.95
Flavored Latte	3.85	4.55	4.85
Iced Flavored Latte	3.85	4.55	4.85
Caffe Americano	2.25	2.65	3.15
Iced Caffe Americano	2.25	2.65	3.15
Caramel Macchiato	3.85	4.45	4.95
Iced Caramel Macchiato	3.85	4.45	4.95
<b>COFFEE, TEA &amp; MORE</b>			
Coffee	1.85	2.10	2.85
<small>Reserve® Blends (Five Flavors (medium), Verona (dark))</small>			
Iced Coffee	1.95	2.45	2.95
Teavana Hot Tea	2.55	2.95	3.05
<small>Peachy Tranquility, Royal English Breakfast, Emperor's Cloud &amp; Mist, Delicate, Organic Chai, Comfort, Earl Gray, Rev Up, and Mint Majesty</small>			
Teavana Iced Tea	2.50	3.00	3.50
<small>Green Tea, Blueberry, Lemon, Lime and White Tea</small>			
Teavana Chai Tea Latte	3.45	4.05	4.35
Teavana Iced Chai Tea Latte	3.45	4.05	4.35
Hot Chocolate	2.75	3.25	3.45
<b>FRAPPUCINO</b>			
Coffee		3.95	
Caramel		4.55	
Mocha		4.55	
Strawberries & Creme		3.95	
Vanilla Bean		3.95	

资料来源：星巴克美国官网

因为受众群体较小，TEAVANA 扩张存在瓶颈。2013 年开始，TEAVANA 的展店速度明显下滑，TEAVANA 的高端定位使其受众群体较小，因此在往非中心区域扩张时存在明显阻力。在中心区域增加密度会产生明显的分流效应，因此同店增长开始放缓。同时，TEAVANA 只在购物中心内选址，不像星巴克一样在客流量最大的街角等位置选址。美国购物中心自 2015 年后客流量明显减少，TEAVANA 的经营效率也随之下滑，星巴克逐渐开始关闭经营表现不佳的 TEAVANA 门店；2016 年后店面数出现负增长，17 年后品牌门店关停。

图表 23 13 年开始 TEAVANA 展店速度明显下滑



资料来源：公司财报，华创证券

## 2、供应网络不完善，发展受到掣肘

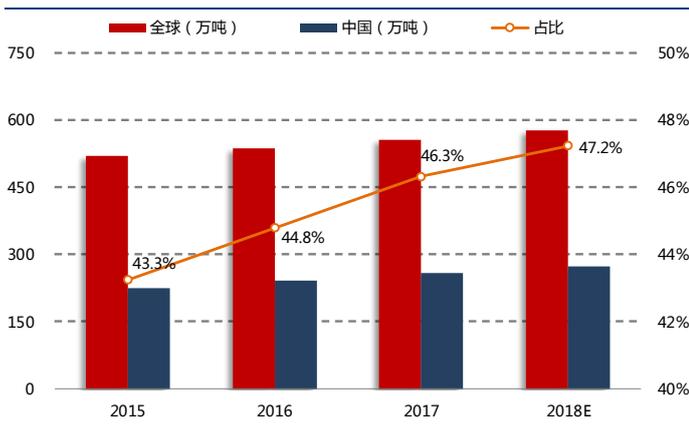
TEAVANA 供应链支撑薄弱，门店数量增加后服务品质难以保障。TEAVANA 的原材料需要从全球 100 多家供应商进口，其中不乏经营不稳定的东南亚供应商。根据公司年报，TEAVANA 只有一个配送中心，却要向分布于全美 39 个州的 301 家门店配送商品。每一年公司在财报中都会提示供应商和供应链存在不稳定性，却从未得到过解决。相比于星巴克强有力的供应链整合和控制能力，TEAVANA 的供应链能力无法支撑公司进一步提升规模。

### 三、新茶饮：中式茶饮年轻化的出路？

#### （一）国内饮茶历史久，习惯强，但缺乏大的茶叶品牌

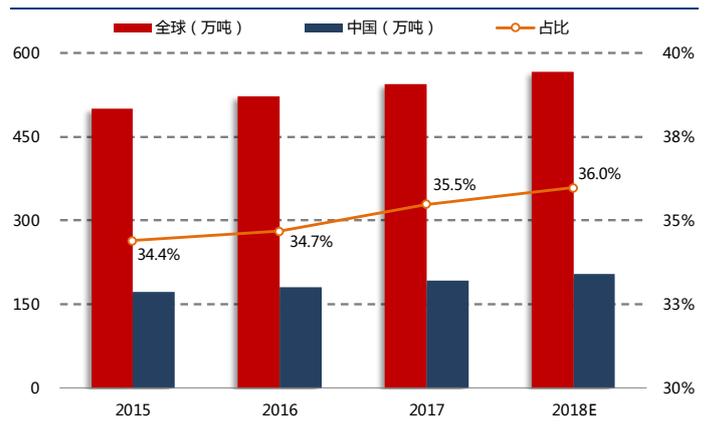
我国是世界上最大的茶叶生产国、消费国和贸易国。中国是茶叶的发源地，是世界上最早发现、繁育栽培茶树，加工、利用茶叶的国家。2018年，我国的茶叶产量有望达到全球总产量的47%，消费量也达到全球的36%。

图表 24 我国是全球最大的产茶国



资料来源：中商产业研究院，华创证券

图表 25 我国茶叶消费量全球第一



资料来源：中商产业研究院，华创证券

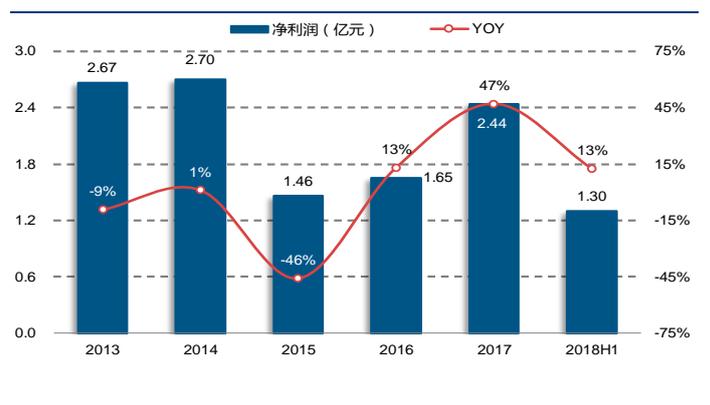
我国茶行业有品类无品牌，最大的茶叶品牌市场年销售额不及英国立顿的十分之一。天福（6868.HK）是中国领先的传统中式茶产品企业，中国所有品牌传统中式茶产品公司当中拥有最大的销售网络。2017年天福茶的营收仅为16亿元，利润为2.44亿元，并且近几年经历了较大幅度波动，增长停滞。相比全球袋装茶领导品牌立顿每年300亿元的收入相去甚远。我国茶叶更多的是以“地名+品类”的方式为人熟知，例如西湖龙井，黄山毛峰等。我国十大名烟和十大名酒均为品牌名称，而十大名茶均为品类名称。这些都展现了我国虽然是产茶、饮茶大国，但是却没有一家大型茶企的现实。

图表 26 天福营收增长停滞



资料来源：公司财报，华创证券

图表 27 天福净利润不到3亿元



资料来源：公司财报，华创证券

地域性强、小农生产、流通混乱、喝茶贵“品”等共同造成了茶行业有品类无品牌。我国茶叶生产以个体经营为主，有强烈的地区属性，生产极为分散。在制茶过程中，采茶后需立即炒制，因此一般都由茶农自行炒制；茶农和消费者之间互相信赖的流通体系由来已久，环节长短不一。茶叶的品质与茶叶的部位，炒制手法，茶树品质等息息相关，因此茶叶品质难以标准化。品质的混乱也导致价格体系的混乱，因此目前仍以茶叶店销售为主，非专业用户对不同茶叶的品质很难区分，消费价格透明度低。

文化属性强，高单价与“工业化，标准化”本身互斥。从传统文化根源来说，我国饮茶讲究“品”茶，茶文化讲究氛围、时令、水土、器皿、温度等，强调修身养性、温润醇和的文化属性甚至禅意附加，高价单品维持着高文化附加值，实行完全价格歧视，抗拒“工业化”带来的整齐划一感；加上行业礼品属性较强，茶叶购买者和消费者分离，形式意义大于实质。因此我国茶行业工业化程度一直较低，仍以手工为主，与立顿茶的工业化袋装茶形成鲜明对比。

## （二）可能突围方式

茶是中国文化中重要的一部分，是一个不需要宣传便拥有庞大潜在客户群体的产品，虽然由于各种原因中国暂时还没有出现大的茶叶品牌，但是目前已经出现几种初显成效的突围方式。

### 1、强化礼品定位之小罐茶

小罐茶以统一的价格、优良的品质、精美的包装，强化了礼品属性。2014年成立的小罐茶联合八位制茶大师，精选茶叶品质，建设自有供应链，保证了茶叶产品统一的高品质。小罐茶以精致雕琢铝合金小罐为包装，内充氮气，保证了茶叶的新鲜。同时，小罐茶在全渠道保持价格的统一，产品定价分为500元/10罐装和1000元/20罐装。这些特性强化了小罐茶的礼品属性，类似于茶叶中的“茅台”，成为了某种意义上的“硬通货”，一改传统品牌品质参差不齐，价格体系混乱的局面。2018年，小罐茶的销售额突破了20亿元，远远超过天福。

图表 28 小罐茶联手 8 位制茶大师

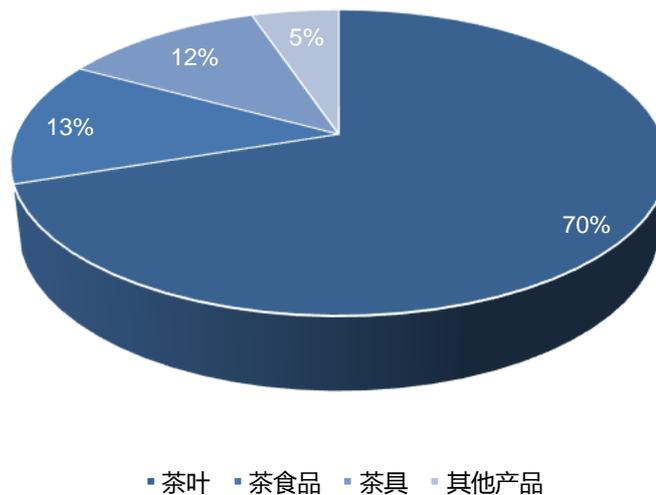


资料来源：公司官网

## 2、全产业链布局之天福

天福已完成自建茶园、自建门店、自建茶室的供应链体系，拥有茶叶、茶点、茶餐等全产品布局。截至 2018 年 6 月 30 日，天福共拥有 1116 家自有及第三方零售门店及专卖店，拥有我国传统茶叶品牌最强的流通渠道。在产品方面，天福以茶叶为依托，开发了茶食品、茶具等周边产品，营收占比超过 25%。随着流通渠道的完善和相关品类建设，天福的品牌影响力有望进一步提升，从而获得更多的市场份额。

图表 29 天福营收结构



资料来源：公司财报，华创证券

## 3、“年轻”+“茶”之新茶饮

新茶饮淡化了茶的属性，以休闲消费品的定位获得了市场认可。2014 年以来成立的茶饮品牌，例如喜茶、奈雪の茶等，将自身定位为“新茶饮”，与传统的奶茶店区别开来。“新茶饮”不再以粉末勾兑，主打现泡茶和新鲜牛奶的结合，例如奈雪の茶坚持茶底 4 小时一换。选址时也不再是街边档口店，而是选择进驻商场，店铺装修更精致。相比传统奶茶，新茶饮的现泡茶更有茶的底蕴。但是与传统茶饮相比，牛奶和其他配料又改良了茶的口感，淡化了茶的属性。在选购饮品时，仅以品类为基础，并不涉及茶的品牌，茶叶本身质地对口感的影响也微乎其微。通过淡化茶的属性，新茶饮抛开了历史文化中“品茶”的包袱，定位更加年轻，成为了时尚的休闲消费品。

新茶饮行业的发展速度极快，有望突围中国茶行业。2018 年的现制茶饮投资基本都集中在新茶饮，而非以一点点、快乐柠檬、地下铁等为代表的传统奶茶品牌。我们认为新茶饮休闲消费属性更强，既以茶的底蕴为突破口，又改良了茶的口感，并通过进驻商城和店面改良提升了品牌形象，有望突围中国茶行业。

图表 30 典型新茶饮品牌

品牌	门店数量	主要进驻城市	品牌特色
喜茶	163	杭州、上海、北京、厦门、深圳	芝士奶盖茶
奈雪の茶	150+	成都、深圳、杭州、上海	水果茶，软欧包
乐乐茶	30	北京、上海、西安、南京、杭州、苏州、武汉	乳酪鲜果茶，脏脏包
因味茶	50	北京、上海、南京、杭州、苏州	海盐茶、气泡酵素茶
有茶	26	深圳	水果茶

品牌	门店数量	主要进驻城市	品牌特色
朴茶	6	北京、上海	奶霜冷萃茶

资料来源：联商网，华创证券

### （三）新茶饮的破局之道

现制茶饮行业已经成为竞争激烈的红海，我们将目前市场上所存在的几种破局之道总结如下：（1）**低价+加盟策略（传统奶茶品牌）**；（2）**升级口感、品质（新茶饮品牌）**；（3）**差异化竞争（新茶饮品牌）**。

#### 1、低价+加盟策略

**传统奶茶品牌以低价+加盟策略为主。**这一策略的实践者包括地下铁、一点点、快乐柠檬、都可茶饮等传统奶茶品牌。即使经过数十年的发展，这些品牌的市场份额仍然极为有限，并且加盟商的倒闭概率并不比其他品牌小。大多数行业价格战的根本目的在于通过成本优势或资金优势，将价格降低到竞争对手无法承受的层面，迫使其他竞争对手出局，获取较高的市场份额之后，形成规模效应，继续巩固成本优势，提升新竞争者的准入门槛。为什么低价+加盟策略在现制茶饮行业行不通？

图表 31 典型传统奶茶连锁品牌运营状况

品牌	成立时间	店铺数量（个）	人均消费（元）	平均店铺面积（m <sup>2</sup> ）
一点点	2010	1700	15-25	30-60
快乐柠檬	2006	900	12-18	20-30
地下铁	2004	2187	15-20	50-100
CoCo 都可茶饮	1997	2500	10-15	30-80

资料来源：赢商网，华创证券

**首先，因为准入门槛低，现制茶饮行业的市场高度分散。**即使像地下铁、一点点、快乐柠檬等奶茶连锁品牌拥有千家门店，其门店数量的市场份额仍极为有限。

**其次，现制茶饮原材料相似且成本低，不具有规模效应，从而难以形成成本优势。**奶茶的原材料为茶叶、鲜奶等，即使通过加盟模式提升了整体采购额，采购规模效应也较为有限。考虑到奶茶 70% 以上的高毛利率，希望通过成本领先战略建立竞争门槛的可能性极小。而加盟模式目前主要以向加盟商加价销售原材料为主要收入来源，也进一步削弱了可能存在的成本优势。但是需要注意的是，新茶饮的配料中加入了水果，生鲜产品的供应链难度是远超茶叶、鲜奶等产品的，因此我们认为在以水果茶为核心的新茶饮是存在规模效应的。

**最后，现制茶饮休闲属性强，地理位置影响显著。**考虑现制茶饮的消费场景大多为逛街或休闲时顺手买一杯，地理位置的便捷性成为重要因素。即使价格存在一定差异，考虑到地理位置的原因，价格优势也将被极大地削弱。

**值得一提的是，我们认为瑞幸咖啡的低价策略并非意在抢夺了更多的市场份额获得规模效应。**瑞幸咖啡是通过低价策略提升了品牌的知名度，发掘了更多的新客户群体，其核心竞争力更多地在于品牌效应建立以后，准确把握了某些消费群体的价格敏感属性，进行了更细致的市场切分，获得了生存空间。瑞幸咖啡最近开始的提价（折扣促销力度变更；除咖啡之外，其他产品面价的计算方式变更；免配送费门槛从 35 元提高到 55 元）也从侧面证明了在现制茶饮行业无法通过低价策略最终胜出。

综上所述，希望通过价格优势来获取市场份额从而获得规模效应在现制茶饮行业并不适用，打折降价可能会在某段时间为门店带来一定的增量，但是长期来看，高度分散的市场更像是完全竞争市场，通过价格优势来挤出竞争对手并不可行。

## 2、升级口感，提升品质

通过独特的配方或制作方法，形成独一无二的产品，也能获得忠实客户群体。就好像全球可以制作可乐产品的公司数不胜数，但是能做到可口可乐或百事可乐口感的却寥寥无几。喜茶通过推出芝士奶盖茶，奈雪の茶通过推出水果茶都获得了大批忠实的顾客。

独特的口感的获取并不容易，更难以保持。广受好评的口感并不容易获得，需要不断的试错和改良，甚至还需要一定的运气。即使推出了市场广受好评的产品，也极有可能被别人模仿或超越，竞争优势难谈稳固。例如，喜茶第一个推出了芝士奶盖茶，引爆了市场，也无法阻止后来众多的茶饮品牌推出类似的产品；脏脏茶从独家爆款到全市场通行亦然。所以，现制茶饮行业需要不断创新，不断改良口感以迎合消费者才能保持长久的热度。2018年，奈雪の茶保持一月一款的推新节奏，喜茶更是平均每月两款新品。

图表 32 饮品种类容易模仿，同质化严重



资料来源：广州美食地图

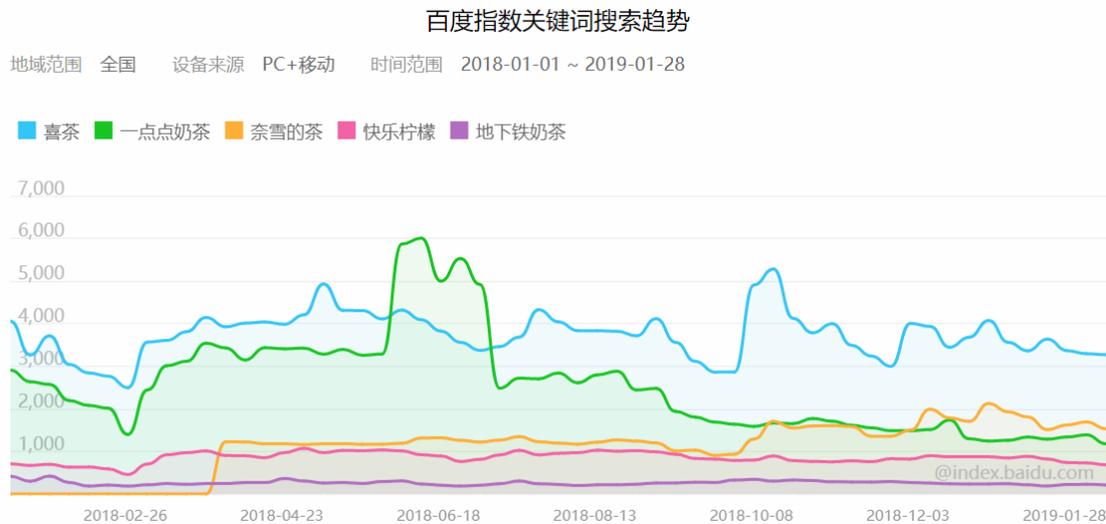
## 3、差异化竞争

差异化竞争是我们认为最有可能成功的竞争策略。以星巴克为鉴，正是因为提供了装修精美的“第三社交空间”才获得了竞争优势，一统天下。新茶饮行业通过将“茶”的底蕴年轻化，改良口感，将新茶饮定位于传统茶饮和普通奶茶之间，形成差异化竞争优势。我们分别以喜茶、奈雪の茶为代表，分析目前我国现制茶饮市场存在的两种典型的差异化竞争策略：**强品牌+强运营，社交场景化。**

### (1) 强品牌+强运营之喜茶

喜茶作为强品牌+强运营的代表，成为经久不衰的网红品牌。虽存在“黄牛排队”等质疑，但是根据草根调研，喜茶的火爆程度毋庸置疑。我们回溯了2018年1月至2019年1月28日的百度指数，喜茶始终保持在高位，显著高于其他竞争对手。2018年6月之前，喜茶和一点点奶茶热度互有高低，但6月之后，喜茶始终保持较高热度，而一点点奶茶则出现了明显下滑。

图表 33 喜茶百度搜索指数显著高于其他现制茶饮品牌



喜茶公众号运营能力一流，看齐星巴克和瑞幸咖啡。根据西瓜数据的监测，喜茶公众号的预计活跃粉丝数量高达1737626人，仅落后于以品牌推广为傲的瑞幸咖啡和老大哥星巴克，甚至高于以社交裂变著称的连咖啡。从文章阅读数量来看，喜茶更是佼佼者，大幅领先于其他奶茶品牌。这些都从各个角度证明了喜茶的粉丝数量和其活跃程度，彰显了喜茶品牌运营的成功。

图表 34 主要现制饮料品牌公众号运营状况

品牌	活跃粉丝数量	头条阅读数	次条阅读数	3-n 条阅读数
喜茶	1737626	100000+	100000+	40813
奈雪の茶	1440622	100000+	10286	24423
快乐柠檬	1115827	62601	4748	17080
星巴克	2060456	100000+	79848	71029
连咖啡	1553043	85531	11083	5084
瑞幸咖啡	3590290	100000+	100000+	24650

资料来源: 西瓜数据, 华创证券

不断增加曝光度，提升了品牌关注度，让喝喜茶成为时髦。2017年，买一杯喜茶平均要排队3-4小时，2018年情况略有好转，但等待一小时仅为一杯喜茶的现象仍属普遍，强大的品牌支撑+网红的追捧效应体现直观。在这个量子云可以作价37亿元的时代，不能低估活跃粉丝超过170万，头条和次条平均阅读量都超过10w+的公众号的影响力和价值。

图表 35 喜茶排队人数众多



资料来源：中国青年网

**18 年喜茶平均每月推出 2 款新品，时刻保持吸引力。**根据喜茶微信公众号的信息，2018 年喜茶一共发布了 48 款新品，平均每月发布 2 款新品。其新品种，不仅包括新的产品类型，也有季节限定款，旧产品升级，口味改良，原材料升级等。强大的新品推出能力让消费者在喜茶总可以发现新的目标，从而使喜茶保持了长久的新鲜感和吸引力，以适应消费者不断变化的口感和可能出现的厌烦感。

图表 36 喜茶 2018 年新品不完全统计

日期	产品	性质
2018 年 2 月 12 日	辣姜小丸子	限定款
2018 年 3 月 29 日	芝芝莓莓、芝芝黑提	新品
2018 年 4 月 9 日	芝芝芒芒、冰淇淋芒芒	回归+新品
2018 年 5 月 9 日	波波茶：布蕾波波、奥利奥波波	新品
2018 年 5 月 27 日	芝芝桃桃、桃桃波波茶	回归+新品
2018 年 7 月 11 日	波波冰淇淋、茶王冰淇淋	新品
	双拼波波茶	升级产品
2018 年 7 月 17 日	多肉莓莓	新品
2018 年 8 月 9 日	多肉葡萄	新品
2018 年 9 月 9 日	冷泡茶	新品
2018 年 9 月 23 日	芋泥波波茶	升级产品
2018 年 10 月 11 日	低卡甜菊糖	原料升级
2018 年 10 月 15 日	满杯红钻	新品
2018 年 11 月 18 日	多肉车厘	新品

资料来源：喜茶公众号，华创证券

**喜茶推出多种店面风格，迎合不同需求的消费群体。**喜茶针对不同消费群体推出了不同风格的店铺类型，包括以白灰为主色调的简约风格标准店，以黑金搭配勾勒出禅意空间的黑金店，具有先锋概念的 LAB 店和迎合女生需求，以粉色系为主色调的 PINK 店。通过建立不同的店铺风格，喜茶扩大了潜在的消费群体，提供了多样的社交空间。

图表 37 喜茶标准店



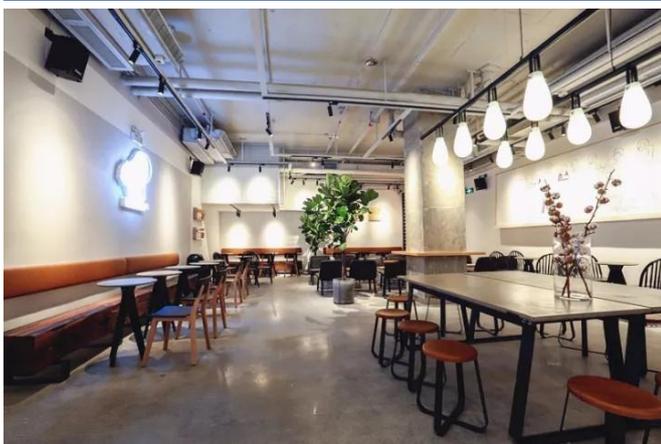
资料来源：36 氪

图表 38 喜茶黑金店



资料来源：36 氪

图表 39 喜茶 LAB 概念店



资料来源：36 氪

图表 40 喜茶 PINK 店



资料来源：36 氪

## （2）建设社交场景之奈雪の茶

与喜茶的强品牌、强运营路线不同，奈雪の茶是我国第一个真正努力建设社交场景的奶茶品牌。奈雪の茶是第一个将经营面积拓展到 200 平米，配以如此精美的装修，将价格上探到了 30 元以上的奶茶品牌。

### ➤ 店铺面积

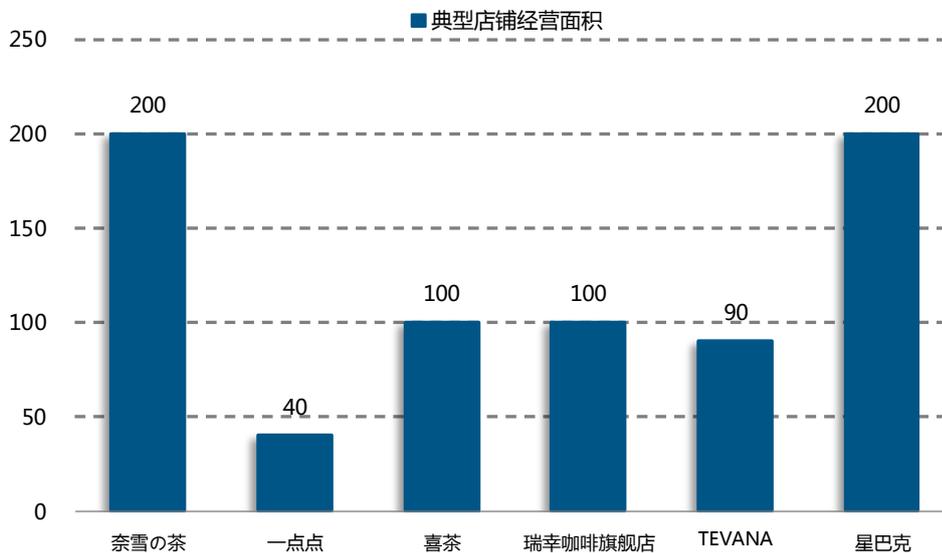
为什么店铺面积大小是重要的指标？小的店铺面积限制商业模式只能买了带走，因此对于消费者的吸引力更多的是依赖口感和地理位置。大的店面才可以有条件去尝试经营社交场景，从而形成更强的用户粘性和独特的吸引力。

对于之前饮品店而言，更多的是买了便走的模式（Take-to-Go），小的店铺满足客户需求且坪效更高。饮品店不像餐饮，无需提供一个固定的就餐场所。小面积店铺可以带来更高的坪效，且不会影响顾客的用户体验，特别是当顾客的需求仅仅停留在想喝一杯奶茶的时候。因此，上一代奶茶店的典型代表“一点点”的典型店铺的经营面积只有 40 平米。

奈雪の茶直接将这一标准提高到了 200 平米，这无疑彰显了奈雪の茶对于社交场景建设的野心。随着消费升级，新茶饮门店更加注重经营社交场景，开始尝试用口感之外的特性去吸引消费者。所以，喜茶等新茶饮品牌都以 100 平

米左右的店铺大小为主，给予消费者一定的社交空间。美国的 TEAVANA 门店，平均的经营面积也在 90 平左右。奈雪の茶更加注重社交场景建设，将店铺面积提升到 200 平米，直接对标星巴克这一以“第三空间”而著称的品牌，创造休闲时段社交消费场景。

图表 41 奈雪の茶店铺面积最接近星巴克



资料来源：草根调研，公司财报，华创证券

### ➤ 店铺装修

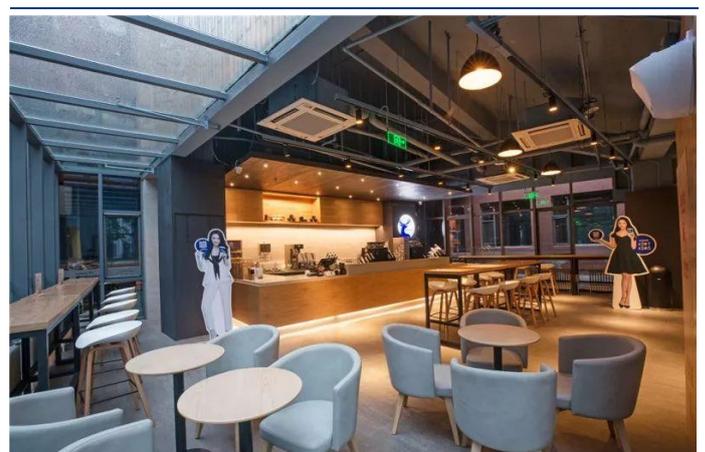
店铺面积是社交场景的基础，店铺装修是社交场景的灵魂。“奈雪的主力客群在 20-35 岁之间，其中 70% 是女性。它希望为都市里的年轻白领女性带来一份美妙享受。”奈雪の茶官网中如是说到。因此，从店铺装修来说，奈雪の茶极大地满足甚至是超越了“都市里的年轻女性”对于休闲社交场所的需求。精美的店铺装修需要更多的成本投入，以前的奶茶店为了缩短投资回收期，不会在店铺装修投入太多。

图表 42 奈雪の茶店铺装修



资料来源：公司官网

图表 43 瑞幸咖啡旗舰店店铺装修



资料来源：零售前沿社

图表 44 喜茶店铺装修



资料来源：公司官网

图表 45 一点点店铺装修



资料来源：餐饮快报 33

**建设社交场景为奈雪の茶提高用户粘性。**当没有社交场景时，奶茶店核心竞争力更多体现在产品口味、营销噱头、地理位置等方面，而这些因素的迭代速度较快，这也导致我国奶茶店在新增店铺快速增长的同时，也有大量的店铺在选择关闭。通过建设社交场景，奈雪の茶可以获得独特的核心竞争力，而用户一旦形成用户偏好和用户习惯，将极大地提升用户粘性，显著区别于其他饮品品牌。

#### ➤ 价格

由于社交场景建设成功，奈雪の茶在现制茶饮品牌中价格最高，30元以上产品占比高达25%。上一代奶茶店满足的更多是消费者对于一杯的需求，因此价格也大多被限制在20元以下。奈雪の茶通过经营社交场景并提供创新的水果茶等产品，成为第一个将单品价格上探到30元以上的品牌，30元以上产品占比高达25%。

图表 46 主要饮品品牌价格对比

品牌	最低价(元)	最高价(元)	30元以上产品占比
奈雪の茶	14	36	25% (6/24)
喜茶	13	33	21% (5/24)
一点点	8	22	0
快乐柠檬	6	19	0
星巴克	25	43	77% (23/30)

资料来源：大众点评，华创证券

#### 四、被星巴克放弃了的现制茶饮市场，能不能出大市值公司？

虽然 TEAVANA 的门店退出了历史舞台，但在星巴克门店中仍然销售着 TEAVANA 品牌的茶饮，贡献收入仍在逐年提升，因此失败的仅仅是 TEAVANA 的门店，而并非这一业务。

**新茶饮行业有望出现大市值公司。**奈雪の茶和喜茶等新茶饮品牌都从品牌建设、运营能力、社交场景建设等角度展开了差异化竞争，与传统奶茶品牌存在较大区别，更贴合我国消费升级和健康化的潮流趋势。此外，新茶饮品牌大多以直营模式为主，直营模式能有效保证品牌价值并提升公司的利润水平，也有利于通过生鲜供应链整合等方式产生规模效应，从而形成核心竞争力。我们看好新茶饮品牌中出现大市值公司，但认为仍有问题亟待解决和观察。

(一) 渠道下沉+品牌出海，天花板有多高？

新茶饮品牌的天花板取决于渠道下沉。目前新茶饮门店大多分布于一二线城市当中，但是一二线能容纳的品牌数量终究是有限的，休闲产品属性也决定新茶饮品牌无法拥有像星巴克或瑞幸咖啡一样的店铺密度。传统奶茶品牌价格较低，因此渠道下沉时较为顺利，例如地下铁奶茶在全国超过 28 个省 170 多个城市设分代理，共经营超过 2200 家连锁店铺。新茶饮品牌能否将单价在 20 或 30 元以上的饮品推广到三四线城市，将直接决定新茶饮发展的天花板。

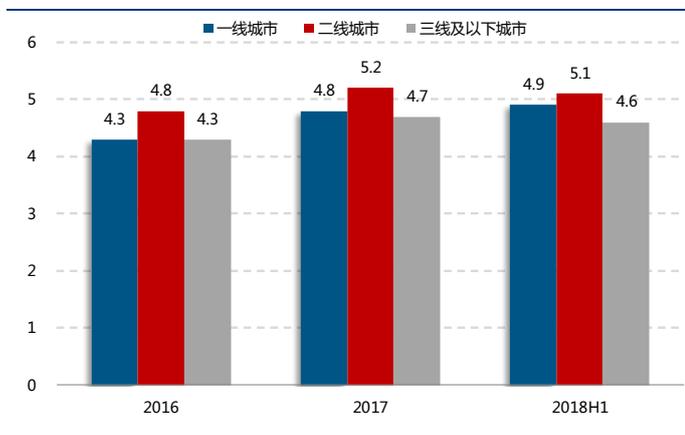
图表 47 典型新茶饮品牌已进驻城市

品牌	已进驻城市
奈雪の茶	北京、天津、沈阳、大连、上海、杭州、宁波、南京、无锡、苏州、福州、厦门、合肥、南昌、济南、青岛、武汉、长沙、广州、深圳、佛山、东莞、重庆、成都、西安
喜茶	北京、天津、上海、杭州、南京、苏州、武汉、广州、深圳、珠海、佛山、江门、肇庆、惠州、中山、南宁、重庆、成都、西安
乐乐茶	北京、天津、上海、杭州、南京、无锡、武汉、广州、深圳、重庆、成都、西安
因味茶	北京、上海、杭州、宁波、南京、无锡、苏州

资料来源：赢商网，华创证券

海底捞渠道下沉获得成功，新茶饮品牌发展空间值得期待。海底捞客单价高达 90 元以上，在火锅品牌中价格偏高。但是海底捞在三线及以下城市仍然保持了良好的经营效率，翻台率和客单价均和一二线城市差别不大。结合目前消费升级的整体趋势和三线以下城市人均可支配收入的提高，新茶饮品牌的发展空间值得期待。

图表 48 海底捞各线城市翻台率



资料来源：海底捞招股说明书，华创证券

图表 49 海底捞各线城市客单价



资料来源：海底捞招股说明书，华创证券

新茶饮品牌也在积极寻求海外扩张，提升发展天花板。海外扩张会为新茶饮品牌提供更为广阔的消费市场，目前喜茶和奈雪の茶都已经在新加坡开设门店。国外的人均消费水平较高，新茶饮的产品口感也获得了一致好评。喜茶新加坡开业当天，平均排队时长达到了 1.5-2 小时，第一周日销售量约为 2000-3000 杯。因此，新茶饮品牌有望通过进驻海外市场打开新的发展空间。但是因为新茶饮品牌大多以直营模式为主，这其中也会面临本土化的经营风险。

图表 50 喜茶新加坡门店排队场景



资料来源：餐饮老板内参

## （二）供应链建设既是挑战，也是门槛

**茶叶生产的分散性决定了供应链整合的难度。**在我国，茶叶的生产是高度分散，品类众多且品质差别较大。这些特征都决定了我国茶饮市场的分散性。奈雪の茶和喜茶并没有像 TEAVANA 一样提供 100 多种产品，但是能否在规模扩大的同时，保持供应数量和质量稳定，从而确保品质的稳定，也是品牌需要考虑的重要环节。根据调研，奈雪の茶已经以契约或买断的方式直接与产地合作，保证茶叶的稳定供应。同时，奈雪の茶的中央工厂已经建成，奈雪の茶已经开始布局供应链建设。一旦完成供应链整理，即使不能取得明显的成本优势，也能为产品品质提供强有力的保障。

**水果茶涉及生鲜供应，而生鲜的供应链比奶茶复杂。**水果茶很大程度上也依赖于水果的品质，当真正实现大规模跨区域扩张后，会涉及到生鲜供应链这一难题。比如草莓水果茶系列所用的草莓一旦过季，产品成本就会显著增高，品质也难得到保证。自建供应链体系还是将生鲜供应托付他人，也是摆在现制茶饮品牌面前的难题。为了保证产品的稳定，奈雪の茶在全年适合草莓生长的云南投建了草莓园，全年供应草莓。但随着规模扩大，供应链的支撑会显得越来越重要，而这也毫无疑问会成为其他对手的竞争门槛。

**成熟的供应链体系会成为新茶饮市场的核心竞争力。**与传统奶茶行业相比，新茶饮更强调现泡茶和生鲜供应，大幅度提升了供应链的复杂程度。成熟的供应链体系一方面可以降低茶、生鲜等原材料的供应成本，另一方面也可以提升品质的稳定性和产品的延续性。一旦在供应链中形成规模效应，将极大提升品牌的核心竞争力，不断加宽品牌护城河。

## （三）品牌延续性将成行业试金石

**网红品牌可能红极一时，却也极易衰败。**相比于普通品牌，消费者对于网红品牌的关注度更高，极易受到负面新闻的影响从而迅速衰败。同时，网红品牌也会因口感厌倦、品牌老化等原因被层出不穷的新网红品牌取代。Farine 面包店曾经需要排队三个小时才能买到一个羊角包，却涉嫌长期使用过期面粉最后倒闭。韩寒投资的餐厅“很高兴遇见你”，曾依靠精美装修和创意菜品火爆一时，也因拖欠员工工资、食品安全等问题使得多地餐厅接连倒闭。“仰望的包角布”曾被誉为“煎饼果子中的爱马仕”，需要排队一小时花 20 元买个煎饼果子，后也因消费者口感厌倦等迅速衰败。

**品牌延续性将成行业试金石。**对于现制茶饮而言，大多以休闲消费属性为主，品牌热度是消费者选择的重要考量指标。但是随着新茶饮品牌的增多和资本的进入，已是红海的现制茶饮市场竞争将更加激烈。只有能长期占领消费者心智，保持品牌不老化才能最终成为大市值公司。因此，占领核心商业地段、维持品牌曝光度、提升新品研发能力、搭建社交场景、建设全渠道营销能力等就显得尤为重要。

中国茶行业有品类无品牌的局面形成已久，各方势力都在尝试突围，新茶饮将“现泡茶”和“休闲时尚”有机地结合在一起，行业热度持续提高。新茶饮品牌大多刚刚起步，虽尚无品牌实现大规模跨区域扩张，但喜茶、奈雪の茶等品牌已经建立了品牌核心竞争力，竞争门槛在逐渐提高，行业集中度有望持续提升。2019年，期待新茶饮行业出现品牌持续性被验证、长期复制成功的大市值公司。

## 五、风险提示

渠道下沉受阻，行业增速不及预期；食品安全事故。

## 商社组团队介绍

### 组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名。

### 助理研究员：胡琼方

清华大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

### 助理研究员：王紫洛

南京大学管理学硕士。2017年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500