

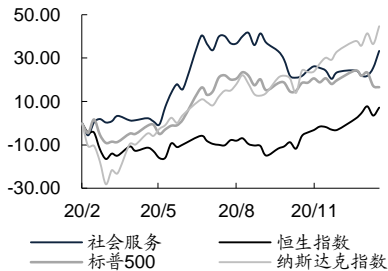
社会服务

奈雪的茶深度报告

2021年02月19日

一年该行业与恒生指数、标普、纳斯达克走势比较

海外市场专题



相关研究报告:

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098

E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367

E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080005

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110001

高端现制茶饮龙头，打造中国版“星巴克”

- 现制茶饮赛道：规模大增速快，对标美国咖啡馆产业空间广阔**
 现制茶饮系国内茶饮市场增长最快赛道，2015-2020年收入CAGR21.9%，2020年疫情下仍增7%达1136亿元。行业连锁化率59%不低，但因准入门槛低，龙头集中度较低。对标美国咖啡馆赛道TOP3=78%，国内高端现制茶饮已初步呈现寡头格局。截至2020Q3，高端现制茶饮门店连锁化率约75%，CR3按收入计份额约48%。中低端偏加盟，高端直营，消费升级助推高端现制茶饮赛道品牌化。
- 奈雪的茶：高端现制茶饮龙头，聚焦产品与“空间”快速扩张**
 奈雪的茶：国内前二的高端现制茶饮连锁龙头，由赵林、彭心夫妇创立，注重产品与社交场景融合，颇似中国版“星巴克”。2015年11月深圳开设首店，2021.2.5门店数达507家，会员数近3000万，在国内高端现制茶饮中按收入计市占率约18%，排名第二（喜茶占25%）。2019年公司收入25亿元/+130%，经调业绩-1174万元；2020年疫情下前三季度实现收入21亿元/+21%，经调业绩448.4万元实现扭亏。
- 公司特色竞争力：产品与“空间”兼备，供应链&数字化支撑**
 公司核心定位：一是产品，二是“空间”。产品定位高端，首创茶饮+软欧包等组合，对产品的原材料、口感、外观包装设计追求极致，并通过供应链深度整合强化品控和产品核心竞争力；“空间”层面关注社交刚需，通过门店设计“连锁不复制”和品牌体系建设，打造第三空间。同时，公司持续强化数字化运营，提升品牌认知与经营效率。
- 成长分析：模型优化将助力门店扩张加速，3-5年上看1500家**
 未来成长看点：一看门店连锁扩张，二看品牌挖潜下新零售布局，三看供应链整合等。公司过往大店模型为主，19年成熟门店利润率25%，单店投资回收期10-15月；20年新推Pro门店（加产品减面积降投入）提升经营效率。公司聚焦一线和准一线城市，计划21-22年新开门店300/350家（70%为Pro店），23年相对不低于22年。我们初步通过模型测算公司未来3-5年门店规模有望上看近1500家，需跟踪公司新门店模型优化验证以及资金等因素配合。新零售布局正在发力中。
- 高端现制茶饮龙头，拟打造中国版星巴克，建议重点关注**
 初步假设公司完成既定开店目标且Pro门店模型优化成功验证下，我们初步预计20-22年经调业绩为0.26/0.74/4.48亿元（有待后续更多披露数据支撑）。核心观点：我们看好消费升级背景下高端现制茶饮龙头的成长机遇和格局优化。奈雪系作为国内高端现制茶饮核心龙头之一，聚焦产品与“空间”，颇似中国版“星巴克”，且初步已形成品牌势能。未来若成功赴港IPO融资，资本支持下公司有望通过快速门店扩张、门店模型优化、供应链整合及数字化转型持续支撑其较快发展。我们整体看好公司资本支持下未来3-5年成长空间。但由于公司目前仅披露招股书，后续募资、发股、定价等信息尚未明确，我们暂未给予评级（待后续信息更新后补充），建议后续重点关注。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资摘要

关键结论与投资建议

初步假设公司完成既定开店目标且 Pro 门店模型优化成功验证下，我们预测公司 20-22 年调整后业绩为 0.26/0.74/4.48 亿元（有待后续更多披露数据支撑）。综合全文，我们看好消费升级、龙头集中下高端现制茶饮龙头的成长机遇。奈雪系作为国内高端现制茶饮核心龙头之一，聚焦产品与“空间”，拟打造中国版星巴克。未来若成功赴港 IPO 融资，资金支持下，公司有望通过快速门店扩张、门店模型优化、供应链整合及数字化转型持续支撑其较快发展。我们整体看好公司资本支持下未来 3-5 年成长空间。但由于公司目前仅披露招股书，后续募资、发股、定价等信息尚未明确，我们暂未给予评级（待后续信息更新后补充），建议重点关注。

核心假设或逻辑

- 1、我们假设疫情影响在 2021 年 3 月后基本消除，宏观经济稳定，高端现制茶饮行业整体保持良好发展趋势；
- 2、假设 2020-2022 年公司新开店 173/303/350 家，其中 2021-2022 年新开店 70% 为 Pro 店，净增 165/294/335 家，各线城市客单价/订单量保持相对稳定；
- 3、随着规模增加及对上游供应链的逐步优化，我们假设其 2021-2022 年的毛利率 37%、36%，较此前略有改善；配送费用率较 2020 年以前略有改善，但仍高于 2018-2019 年水平；
- 4、随着门店逐步扩展，基数增加，并且考虑新店模型逐步渐近升级，我们假设公司后续人工成本、租金、能耗、物流仓储费用等占比持续略有优化；但抢夺市场份额下，我们预计广告开支占比 2021-2022 年较 2020 年略有所提升；
- 5、公司顺利港股上市，未来门店扩张、供应链整合及数字化转型得到充分资金的支撑等。

与市场预期不同之处

定位产品+“空间”，公司传统单店模型以大店模型为主，19 年成熟门店利润率 25%，疫情前后投资回收期 10-15 月，2020 年新推 Pro 门店，在经营品类、覆盖人群及场景、经营面积、人员配置、单店投入等全面优化，未来有望进一步提升运营效率，成为公司开店主力军，预计将占其 2021-2022 年开店的 70%。

公司计划 21-22 年在一线和准一线城市新开门店 300/350 家，其中 70% 系 Pro 店，23 年相对不低于 22 年。我们参考其既有深圳、西安等成熟城市情况，初步估算公司未来 3-5 年门店规模有望近 1500 家，但需公司新门店模型优化验证以及资金、供应链、数字化等因素配合，将密切跟踪。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，宏观系统性风险，疫情风险，食品安全风险，产品风险；
- 第二，市场竞争激烈可能影响其展店节奏，也可能导致营销费用、获客成本高企。
- 第三，公司目前处于成长扩张期，一是模型升级后仍待持续验证，二是扩张期+直营+疫情影响下，短期资金压力仍存，若未能顺利赴港融资对其成长扩张仍有较大不利影响。

内容目录

| | |
|---|----|
| 现制茶饮：文化源远流长，PK 美国咖啡馆空间广阔 | 6 |
| 现制茶饮：国内茶饮赛道的重要构成与驱动，PK 美国咖啡馆空间广阔 | 6 |
| 现制茶饮：消费升级、外卖发展驱动成长，中高端领衔 | 7 |
| 竞争格局：连锁化率不低，但行业集中度偏低，高端赛道寡头格局初现 | 8 |
| 商业模式：直营 VS 加盟，各有千秋 | 10 |
| 奈雪：高端现制茶饮龙头，聚焦产品与“空间”快速成长 | 11 |
| 奈雪の茶：国内领先高端现制茶饮龙头，聚焦产品与“空间”双重体验 | 11 |
| 股权结构：创始人主导，核心管理权集中 | 12 |
| 业务分析：门店快速扩张，疫情下 2020 年前三季度经调业绩实现扭亏 | 12 |
| 公司内核：聚焦产品与“空间”，供应链&数字化支撑 | 16 |
| 产品高端定位，打造茶+多元组合，持续创新能力强 | 16 |
| 供应链深度合作支撑产品，积极参与制定行业标准强化地位 | 18 |
| 聚焦社交空间定位，打造“全天候的都市候客厅”，门店独具特色 | 19 |
| 全方位数字化转型提升效率，会员体系持续优化 | 20 |
| 成长分析：模型优化助力门店扩张，新零售下新空间 | 22 |
| 产品+“空间”定位，奈雪传统以大店模型为主，成熟门店盈利相对良好 | 22 |
| PRO 门店：门店模型升级优化，未来扩张主力军 | 23 |
| 门店扩张：聚焦核心城市加速扩张，未来 3 年有望新开门店 1000 家 | 24 |
| 新零售布局：品牌价值充分挖潜，助力同店提升及线上销售 | 27 |
| 供应链持续深度整合，优化盈利能力，未来有望强化护城河 | 27 |
| 财务分析：直营门店快速扩张期，带来阶段资金压力 | 29 |
| 现金流分析：门店高速扩张期+疫情影响带来一定短期资金压力 | 29 |
| 经营效率分析：门店快速扩张和疫情影响周转率变化 | 30 |
| 资产负债及偿债分析：成长期资产负债率相对高企，流动比例偏低 | 30 |
| 盈利预测 | 32 |
| 假设前提 | 32 |
| 未来 3 年盈利预测 | 32 |
| 盈利预测的敏感性分析 | 33 |
| 结论与建议 | 33 |
| 风险提示 | 34 |
| 国信证券投资评级 | 36 |
| 分析师承诺 | 36 |
| 风险提示 | 36 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 37 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 国内茶饮赛道 VS 咖啡赛道规模..... | 6 |
| 图 2: 美国咖啡馆市场规模、门店规模等情况..... | 6 |
| 图 3: 2015 年以来中国零售茶市场规模及构成变化: 现制茶饮系主要增长驱动..... | 6 |
| 图 4: 1990s 以来国内茶饮发展历程..... | 7 |
| 图 5: 国内人均居民收入增长情况..... | 7 |
| 图 6: 现制茶饮外卖销售额快速增长..... | 7 |
| 图 7: 现制茶饮增长情况与其交叉销售产品增长情况..... | 8 |
| 图 8: 高端现制茶饮的增速高于行业平均..... | 8 |
| 图 9: 国内现制茶饮主要玩家梯队..... | 8 |
| 图 10: 新式茶饮部分品牌按直营与加盟模式分类..... | 8 |
| 图 11: 国内现制茶饮市场份额估算..... | 9 |
| 图 12: 美国 TOP3 咖啡龙头门店规模及市场份额占比..... | 9 |
| 图 13: 喜茶、奈雪、茶颜悦色及乐乐茶等门店扩张情况..... | 10 |
| 图 14: 高端现制茶饮龙头市场集中度情况..... | 10 |
| 图 15: 奈雪的茶国内城市门店布局 (截至 2020 年 9 月 30 日)..... | 11 |
| 图 16: 国内现制茶饮市场地位分析 (截至 2020 年 9 月 30 日)..... | 11 |
| 图 17: 奈雪的茶股权结构 (截至港股 IPO 前)..... | 12 |
| 图 18: 奈雪公司整体收入变化情况..... | 13 |
| 图 19: 2018 年以来公司业绩和调整后业绩情况..... | 13 |
| 图 20: 奈雪的茶系公司收入主要构成..... | 13 |
| 图 21: 奈雪的茶品牌门店扩张情况..... | 13 |
| 图 22: 奈雪的茶品牌收入增长情况..... | 14 |
| 图 23: 奈雪的茶品牌门店城市分布情况..... | 14 |
| 图 24: 奈雪的茶品牌客单价变化及不同城市差异..... | 14 |
| 图 25: 奈雪的茶品牌单店订单量情况及不同城市差异..... | 14 |
| 图 26: 奈雪的茶毛利率变化趋势..... | 15 |
| 图 27: 奈雪的茶费用分拆及变化..... | 15 |
| 图 28: 奈雪的茶的三大经典产品..... | 16 |
| 图 29: 奈雪的茶的代表烘焙类产品..... | 16 |
| 图 30: 奈雪的茶产品构成: 现制茶饮与烘焙产品占比..... | 16 |
| 图 31: 奈雪的茶产品研发流程..... | 16 |
| 图 32: 奈雪产品研发流程及奈雪梦工厂门店..... | 18 |
| 图 33: 奈雪的茶标准店..... | 19 |
| 图 34: 奈雪酒屋 BlaBlaBar 图片..... | 20 |
| 图 35: 奈雪的礼物图片..... | 20 |
| 图 36: 奈雪的茶注册会员增长情况..... | 20 |
| 图 37: 奈雪的茶会员贡献半壁江山, 复购率相对较高..... | 20 |
| 图 38: 奈雪的茶订单预订渠道 (线上线下)..... | 21 |
| 图 39: 奈雪的茶外卖预订占比..... | 21 |
| 图 40: 奈雪的茶单店日均及同店月均估算..... | 22 |
| 图 41: 奈雪的茶的同店利润率水平..... | 22 |
| 图 42: 奈雪 Pro 店..... | 24 |
| 图 43: 预计高端现制茶饮行业未来 3-5 年仍将保持较快增长..... | 25 |
| 图 44: 奈雪的茶单过往开店节奏及未来展店规划..... | 25 |
| 图 45: 国内即饮茶及茶叶市场规模..... | 27 |
| 图 46: 2020 年国内零售茶饮行业市场构成..... | 27 |
| 图 47: 公司经营活动现金流净额/收入变化情况..... | 29 |
| 图 48: 公司经营活动产生的现金流金额/总负债..... | 29 |
| 图 49: 公司营运现金净额情况..... | 29 |
| 图 50: 公司可赎回注资及金融负债变化..... | 29 |
| 图 51: 公司现金储备变化..... | 30 |
| 图 52: 公司各项资产周转率变化趋势..... | 30 |
| 图 53: 公司资本结构情况..... | 30 |
| 图 54: 公司短期偿债能力改善..... | 30 |
| 图 55: 公司利息支付能力有所改善..... | 31 |

| | |
|---|----|
| 图 56: 公司短期负债构成..... | 31 |
| 表 1: 新式茶饮品牌构成, 按照产品定位..... | 9 |
| 表 2: 茶饮店直营和加盟模式对比 | 10 |
| 表 3: 奈雪发展历程..... | 11 |
| 表 4: 奈雪的茶 2020 年产品创新整理 | 17 |
| 表 5: 奈雪的茶目前 5 种门店类型情况..... | 19 |
| 表 6: PRO 对比标准店: 品类场景增加, 投入优化..... | 23 |
| 表 7: 奈雪 Pro 店优化后盈利提升估算 (估算, 仅供参考) | 24 |
| 表 8: 高端现制茶饮主要玩家情况 | 25 |
| 表 9: 奈雪展店空间初步估算 | 26 |
| 表 10: 公司客单价和日均订单量假设..... | 32 |
| 表 11: 公司未来 3 年盈利预测估算 | 33 |
| 表 12: 情景分析 (乐观、中性、悲观) | 33 |

现制茶饮：文化源远流长，PK 美国咖啡馆空间广阔

现制茶饮：国内茶饮赛道的重要构成与驱动，PK 美国咖啡馆空间广阔

国内茶饮 VS 欧美咖啡赛道：文化源远流长，具有覆盖人群广、成瘾性&高频消费、兼有部分社交属性等特征，赛道空间广阔。具体来看，核心要点如下：

1、我国休闲饮料市场，茶饮系最重要构成，而咖啡市场相对次之。参考第一财经商业数据中心《2020 新式茶饮白皮书》，预计到 2020 年底中国茶饮市场总规模将达到 4420 亿元，中国咖啡市场总规模将达到 2155 亿元，茶饮市场规模仍将是咖啡市场规模的 2 倍以上；

2、考虑文化渊源、消费客群基础以及类似消费特征，我们认为国内茶饮赛道本质可与欧美咖啡赛道对标，而现制茶饮企业长线或可以与美国咖啡馆赛道部分对标，具有广阔想象空间。以美国为例，据美国餐饮协会统计，美国咖啡赛道 2015 年总规模达 2500 亿美金。参考世界咖啡门户网站 2019 年底发布的《2020 年美国咖啡馆报告》，预计美国咖啡馆市场规模 2020 年有望达到 475 亿美金 /+4.3%，咖啡馆有望达到 37274 间/+3.3%，规模庞大。

图 1：国内茶饮赛道 VS 咖啡赛道规模



资料来源：《2020 年新式茶饮白皮书》，国信证券经济研究所整理

图 2：美国咖啡馆市场规模、门店规模等情况



资料来源：咖啡金融网、世界咖啡门户网站等，国信证券经济研究所整理

聚焦国内，现制茶饮成为近几年国内茶饮的重要构成和主要驱动，规模千亿+。参考灼识咨询的统计，按零售消费价值划分，国内茶饮市场规模 4107 亿元，其中现制茶饮 2020 年市场规模 1136 亿元，疫情下仍增长 6.87%，占茶饮市场的 27.66%，是其重要构成，也是其近几年增长的最核心驱动。

图 3：2015 年以来中国零售茶市场规模及构成变化：现制茶饮系主要增长驱动



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

现制茶饮：消费升级、外卖发展驱动成长，中高端领衔

聚焦国内现制茶饮——茶文化千年传承：茶馆-旧式（现制）茶饮-新式（现制）茶饮迭代。国内传统茶饮近代以来首先是茶馆文化，随后，现制奶茶文化起源于台湾和香港，成为国内现制茶饮的代表，1990s 在国内广泛兴起，门店也由最早一二线城市向三四线城市逐步渗透。但这类旧式茶饮核心系“粉末茶”，以茶粉为主，配合奶精等其他化学物质，在健康和口感上较差，价格也较低（一般 10 元内），主要面对青少年学生群体。2005-2010 年，旧式奶茶的健康问题引起争议。2011 年台湾奶茶塑化剂事件后进一步冲击行业。在这种情况下，注重健康口感的**新式（现制）茶饮**开始兴起。参考《2020 新式茶饮白皮书》等的界定，新式茶饮主要指采用优质茶叶、鲜奶、新鲜水果等天然、优质的食材，追求真茶+真奶，通过更加多样化的茶底和配料组合而成的中式饮品，主要包括奶盖茶、水果茶、奶茶等细分门类，目前系现制茶饮最主要的构成。综合来看，**新式茶饮 VS 旧式茶饮**，核心在于更强调在原材料选择、研发制作、门店运营以及空间体验上的升级和创新，从而打造独特的品牌文化，并提升品牌价值。

图 4：1990s 以来国内茶饮发展历程

| 1987-1990 | 1990s | 2000-2006 | 2007-2010 | 2011-2012 | 2013-2015 | 2016-2020年 |
|-------------|-----------------------------|---------------------|-----------------|-----------------|-----------------|--|
| 台湾、香港珍珠奶茶发源 | 台湾珍珠奶茶开始进入大陆：快可立、大卡司、避风塘奶茶等 | 街客、快乐柠檬等上海开业； | Coco都可进入大陆，快速扩张 | 台湾塑化剂致行业承压 | 四云奶盖贡茶进入（奶盖茶兴起） | 定位中高端的新式奶茶兴起 |
| | Coco都可台湾成立 | 2005-2008：因原料不健康受争议 | | 一点点来到上海 喜茶成立 | 奈雪成立 | 两级分化：定位中高端的喜茶、奈雪等较快直营发展；定位中低端的蜜雪冰城等快速加盟扩 |
| | 冲粉茶 | 冲粉茶、桶装奶茶 | 手摇茶兴起 | | | 现制茶兴起 |

资料来源：搜狐新闻、搜狐博客等，国信证券经济研究所整理

现制茶饮行业增长的核心驱动：消费升级、外卖兴起、产品交叉销售等。结合前文分析，现制茶饮尤其新式现制茶饮兴起首先是随着我国居民人均收入增长，国内居民的消费也日益升级，既追求健康，也追求口感；尤其 80s、90s、00s 日益成为消费主力军，对产品外形、口感、健康，以及茶饮场所的社交等体验都提出了新的要求，从而给新式现制茶饮尤其是其中中高端现制茶饮快速发展提供有利支撑。同时，茶饮行业外卖的加速渗透，也进一步助力现制茶饮的发展。此外，现制茶饮店近几年还加速交叉销售，包括以奈雪为代表茶饮+软欧包等组合兴起，从而带动行业整体渗透率和消费频率的提升。

图 5：国内人均居民收入增长情况



资料来源：国家统计局、wind 等，国信证券经济研究所整理

图 6：现制茶饮外卖销售额快速增长



资料来源：国家统计局、wind 等，国信证券经济研究所整理

图 7: 现制茶饮增长情况与其交叉销售产品增长情况



资料来源: 灼识咨询, 国信证券经济研究所整理

图 8: 高端现制茶饮的增速高于行业平均



资料来源: 灼识咨询, 国信证券经济研究所整理

高端现制茶饮增长成为现制茶饮的最主要驱动。如图所示, 结合灼识咨询的数据, 过去 5 年国内现制茶饮中, 高端现制茶饮 (客单价>20 元) 的复合增速高达 75.8%, 显著高于中低端的茶饮店增速 (分别为 21.2%、16.4%), 且预计未来 5 年的增速达到 30% 以上, 依然领涨。我们认为, 定位偏中高端的新式茶饮较快发展, 核心都是消费升级的驱动。这其实与美国咖啡馆赛道近几年精品咖啡店增速最快的特征类似 (参考《2020 年美国咖啡馆报告》)。

竞争格局: 连锁化率不低, 但行业集中度偏低, 高端赛道寡头格局初现

由于行业准入门槛相对较低, 国内现制茶饮市场玩家众多, 市场竞争格局较为分散。单体奶茶店投资相对不大, 普通加盟品牌单店投入一般 15-30 万不等, 行业准入门槛相对较低, 玩家众多。据 36kr、前瞻研究院及新式茶饮白皮书等数据, 截至 2019 年底, 我国新式茶饮门店数量预计近 50 万家左右, 规模庞大。同时, 根据天眼查数据, 截至 2019 年 11 月 27 日, 经营范围内包含“奶茶”的企业共有约 14.3 万家。参考灼识咨询数据, 截至 2020 年 9 月 30 日, 国内现制茶饮店约 34 万家。无论何种称谓口径, 整体参与玩家均较为庞大。

目前行业主要玩家如下图表所示, 我们按产品定位、区域分布、商业模式特点等分类。总体来看, **喜茶、奈雪の茶、乐乐茶**系全国性高端直营品牌, 前两者门店规模在直营品牌中较为领先, 2020 年底预计分别接近 500、700 家; **茶颜悦色**系区域中高端品牌, 正拟跨区域逐步扩张; **CoCo 都可、一点点**等系传统全国品牌, 直营+加盟为主, 根据其官网、官微等估算门店规模 3000 家+, 此外, 蜜雪冰城系加盟为主的平价品牌, 但门店规模相对可观, 2020 年超过 10000 家, 远超纯直营品牌。

图 9: 国内现制茶饮主要玩家梯队



资料来源: 艾媒数据, 国信证券经济研究所整理

图 10: 新式茶饮部分品牌按直营与加盟模式分类

| 模式 | 品牌 | 描述 |
|----|----------------|----------------------------------|
| 直营 | 喜茶 (HEATMILK) | 由企业总部直接投资管理, 以品牌为支撑, 实行标准化管理 |
| | 奈雪の茶 (NAYUKI) | 由企业总部直接投资管理, 以品牌为支撑, 实行标准化管理 |
| 加盟 | 一点点 (1点点) | 便于统一调配资源, 实现较高的规模经济性 |
| | 蜜雪冰城 (MIXUE) | 便于统一调配资源, 实现较高的规模经济性 |
| 加盟 | CoCo 都可 (COCO) | 企业总部拥有品牌, 实行标准化管理, 通过加盟连锁的模式快速扩张 |
| | 益禾堂 (YIHE) | 企业总部拥有品牌, 实行标准化管理, 通过加盟连锁的模式快速扩张 |
| 加盟 | 古茗 (GUMING) | 企业总部拥有品牌, 实行标准化管理, 通过加盟连锁的模式快速扩张 |
| | 茶颜悦色 (TEAYAN) | 企业总部拥有品牌, 实行标准化管理, 通过加盟连锁的模式快速扩张 |

资料来源: 艾媒数据, 国信证券经济研究所整理

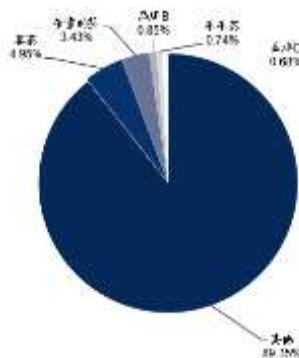
表 1: 新式茶饮品牌构成, 按照产品定位

| 客单价 | 主要品牌 |
|--------------------|-------------------------------------|
| 高端 (客单价>25 或 30 元) | 喜茶、奈雪の茶、乐乐茶 |
| 中端 (客单价 16-25 元) | 茶颜悦色、7 分甜、茶百道 |
| 大众 (客单价 10-16 元) | CoCo 都可、一点点、古茗、沪上阿姨、书亦烧仙草、一只酸奶牛、喜小茶 |
| 平价 (客单价<10 元) | 蜜雪冰城、益禾堂、甜啦啦等 |

资料来源: 公司官网、艾媒咨询等, 国信证券经济研究所整理

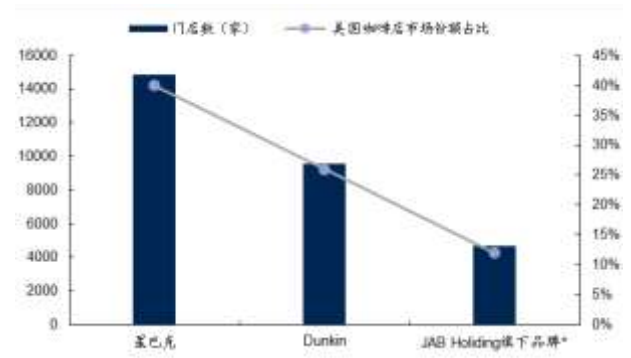
连锁化率整体不低, 但龙头集中度较低, PK 国外咖啡赛道, 未来国内现制茶饮龙头提升空间广阔。参考灼识咨询等相关数据, 按门店规模计算, 目前国内现制茶饮门店连锁化率估算约 59% (门店超过 1 家即算连锁), 相对不低。但是, 参考奈雪招股书等数据, 并结合搜狐等媒体对喜茶创始人的采访等数据估算 (参考单店月均销售额及喜茶门店规模情况) 情况, 我们粗略估算喜茶、奈雪的茶等龙头 2019 年按销售额计算二者在现制茶饮领域的整体市占率大致为 3-6%, 2020 年预计略有提升, 但整体仍然是偏低个位数水平。此外, 若按门店规模计算, 则喜茶、奈雪等的门店占比不到 1%。与此同时, 加盟为主, 定位平价, 门店规模较大的蜜雪冰城预计市占率也仅约 3-4% 左右, 也相对较低。与之相比, 从美国咖啡馆赛道的市场集中度来看, 品牌连锁龙头基本呈现寡头垄断的格局。根据《2020 年美国咖啡馆报告》, 美国 TOP3 咖啡店龙头星巴克、Dunkin 及 JAB Holding (在美国拥有 Panera, Peet's 和 Caribou 等咖啡店品牌) 的市场份额 (CR3) 合计占比达 78%, 其中星巴克占比高达 40%, 市占率极高。换言之, 对标美国咖啡赛道, 国内现制茶饮龙头未来随着资本化助力有望快速发展, 在本身行业连锁率不低的背景下, 其龙头集中度仍有较大提升空间。

图 11: 国内现制茶饮市场份额估算



资料来源: 灼识咨询, 公司公告、公司官网等, 腾讯新闻、钛媒体、36kr 等估算, 国信证券经济研究所整理

图 12: 美国 TOP3 咖啡龙头门店规模及市场份额占比



资料来源: 咖啡金融网, 世界咖啡门户网站, 《2020 年美国咖啡馆报告》等, 国信证券经济研究所整理

疫情下加速龙头集中。2020 年, 受疫情影响, 参考美团点评等数据, 2020 年 6 月, 新制茶饮门店数量从此前约 50 万家, 减少至 48 万家, 但行业龙头, 如喜茶、奈雪等纷纷加速展店。2020 年, 喜茶门店净增 300+, 奈雪门店净增估算约 170-190 家。结合餐饮届报道, 蜜雪冰城 2020 年上半年门店增长超 3000 家, 截至 2020 年 6 月 22 日门店数量破万。显示龙头企业疫情下反而逆势展店提速。品牌和资本支持, 在疫情下相对优势进一步凸显。

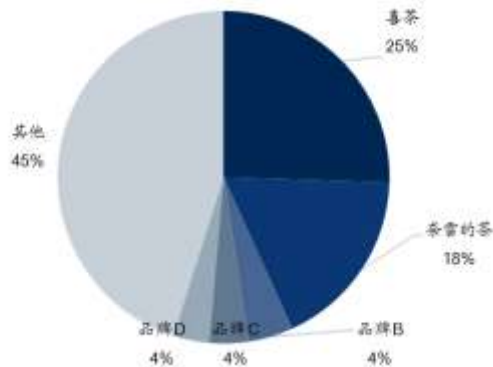
高端现制茶饮市场龙头寡头竞争格局初显。参考灼识咨询数据进行估算, 截至 2020 年 9 月 30 日, 我国高端现制茶饮运营门店达 32000 间, 其中连锁龙头约 100 个, 连锁门店 24000 间, 按门店计算, 连锁化率约 75%, 相对较高。同时, 从市场集中度来看, 按收入计算, TOP3 的市场份额合计达到 47.6%, TOP5>50%, 相对不低。我们认为高端领域龙头品牌优势已经相对突出, 依托先发优势以及后续融资等优势, 初步形成了自身的一定的相对优势和护城河。

图 13: 喜茶、奈雪、茶颜悦色及乐乐茶等门店扩张情况



资料来源: 2020 年新式茶饮白皮书、奈雪招股书、喜茶官微数据等, 国信证券经济研究所整理

图 14: 高端现制茶饮龙头市场集中度情况



资料来源: 灼识咨询、国信证券经济研究所整理

商业模式: 直营 VS 加盟, 各有千秋

目前来看, 国内现制茶饮行业龙头运营模式既有直营模式, 也有加盟模式, 或二者兼有。直营模式核心优势在于品控有保障, 可以有效监督和保证供应链质量及出品, 并为客户提供良好的就餐体验, 但缺点在于门店扩张较依赖于资本支持及人员队伍培育等, 扩张相对较慢。加盟模式的核心优势在于不需要自己承担门店运营资金, 可较快轻资产扩张, 并且可以借助不同区域加盟商的本地物业等资源优势等加快扩张, 扩张速度相对较快且可较快下沉, 但缺点在于品控相对有难度, 且服务出品也有差异, 若加盟商管控不当可能带来食品安全、品牌商誉等风险。

目前来看, 结合前文, 为了确保品控, 国内中高端品牌(尚未完全进入成熟期)如喜茶、奈雪、乐乐茶、茶颜悦色等一般采用直营模式, 而定位大众市场的蜜雪冰城、益禾堂等以及较早进入大陆的台式奶茶品牌 Coco 都可、主要采取加盟模式。

表 2: 茶饮店直营和加盟模式对比

| 分类 | 优势 | 不足 |
|----|-------------------------------------|--|
| 直营 | 品控有保障, 可以有效监督和保证供应链、产品质量及客户就餐体验 | 需投入门店运营资金, 扩张相对较慢, 且扩张较依赖于资本支持及人员队伍培育等 |
| 加盟 | 不需要自己承担门店运营资金, 可轻资产较快扩张, 可借助加盟商本地优势 | 不利于品控和确保服务质量等 |

资料来源: 知乎、腾讯新闻、搜狐网等媒体报道, 国信证券经济研究所整理

总体来看, 直营模式下, 现制茶饮龙头承担全部门店运营成本, 赚取茶饮门店运营收益, 资本和人员支持下的门店扩张是其重要成长驱动核心。加盟模式下, 龙头主要盈利来源一般来自首次加盟费+持续加盟费+供应链产品加价+物流费用或其他服务收费等, 相对轻资产, 但对品控和管理提出了较高要求, 尤其对于定位中高端的茶饮来说难度较大, 一旦运营不慎反而可能影响品牌商誉, 因此各有优劣。

奈雪：高端现制茶饮龙头，聚焦产品与“空间”快速成长

奈雪の茶：国内领先高端现制茶饮龙头，聚焦产品与“空间”双重体验

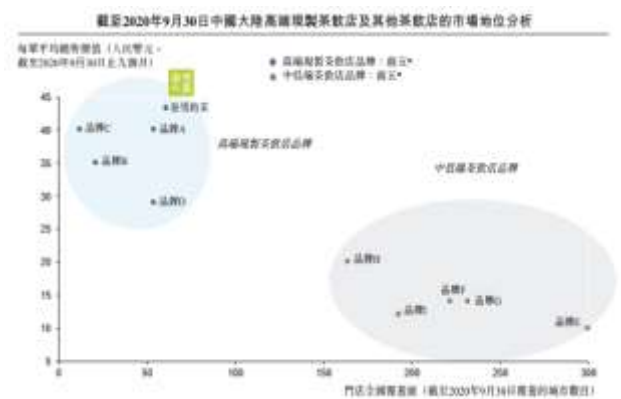
奈雪の茶：国内 TOP2 高端现制茶饮连锁龙头，聚焦产品与“空间”。公司由赵林、彭心夫妇创立，定位于高端现制茶饮，主要面向年轻客群尤其年轻女性，以“茶饮+软欧包”及特色冷泡茶等为产品特色，注重茶饮产品与社交空间融合，**打造全天候的都市候客厅。**公司 2015 年 11 月在深圳开设首店，2017 年底开始全国扩张，截至 2020 年 9 月 30 日，奈雪的茶茶饮店数量达到 422 间，包括覆盖中国大陆 61 个城市的 420 间奈雪的茶茶饮店，以及分别位于香港特区及日本的各一间奈雪的茶茶饮店。公司系国内高端现制茶饮的重要领导者，在国内高端现制茶饮中按收入计算市场份额达 17.7%，排名第二（仅次于喜茶）。截至 2021 年 2 月 5 日，公司最新奈雪门店数达到 507 家，会员数接近 3000 万。

图 15: 奈雪的茶国内城市门店布局(截至 2020 年 9 月 30 日)



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 16: 国内现制茶饮市场地位分析(截至 2020 年 9 月 30 日)



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

成立以来，公司共经历了 A 轮、B 轮和 C 轮三轮融资，根据公司官网，2018 年 A+轮融资完成时已经达 60 亿元。据彭博社等媒体公开报道，**公司 2020 年底融资后，奈雪的茶据估值将接近 20 亿美元（近 130 亿人民币）。**成立 6 年，公司估值快速提升，既有赛道本身优势，也与公司定位及质地优势相关。**其中，产品与“空间”系公司的核心内涵，也是其快速成长的重要支撑。**

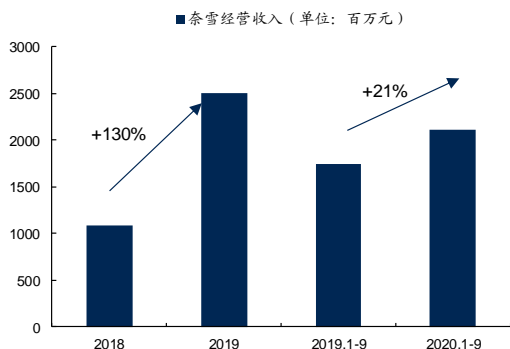
表 3: 奈雪发展历程

| 时期 | 说明 |
|--------------|--|
| 2014 年 5 月 | 成立深圳品道管理公司，主要于中国从事茶饮店网络的管理及运营 |
| 2015 年 11 月 | 在深圳开立首家奈雪的茶茶饮店 |
| 2017 年 1 月 | A 轮融资，与北京天圆、成都天圆签订协议，投资总额为 7000 万 RMB；阿里山初露获 2017 年台湾冬茶笔试头等奖 |
| 2017 年 8 月 | A+轮融资，成都天圆及曹明慧签署投资协议，投资总额 2200 万 RMB |
| 2017 年 11 月 | 奈雪的茶开始广东省外扩张，涉及京沪等城市 |
| 2018 年 | 完成 A+轮融资，估值达到 60 亿元 RMB |
| 2018 年 9 月 | 奈雪的茶茶饮店超过 100 间，台盖茶饮店超过 50 间 |
| 2018 年 11 月 | B-1 轮融资，天圆东峰，天圆兴南与天圆兴鹏参与，总额为 3 亿元 RMB |
| 2019 年 9 月 | 推出奈雪的茶会员体系 |
| 2019 年 11 月 | 深圳开立首家奈雪梦工厂店，香港门店开业 |
| 2020 年 4-6 月 | B-2 轮融资，与 SCGC 投资签订协议，总额 2 亿元 RMB；与 HLC 签订协议，总额 5 百万美金 |
| 2020 年 7 月 | 日本首店开业 |
| 2020 年 9 月 | 奈雪门店超过 400 间 |
| 2020 年 11 月 | 深圳开设首家奈雪 PRO 门店，并在双十一上线零售奈雪的茶礼盒，永乐高国际以 1100 万元 RMB 认购品道公司 1.05% 股权 |
| 2020 年 12 月 | C 轮融资，与 C 太盟投资集团 PAGAC Nebula 签订协议，总额 1 亿美金左右 |
| 2021 年 2 月初 | 奈雪门店超过 500 间，注册会员近 3000 万人 |

资料来源:公司招股书，中国基金报、腾讯新闻、彭博社、公司官网等报道，国信证券经济研究所整理

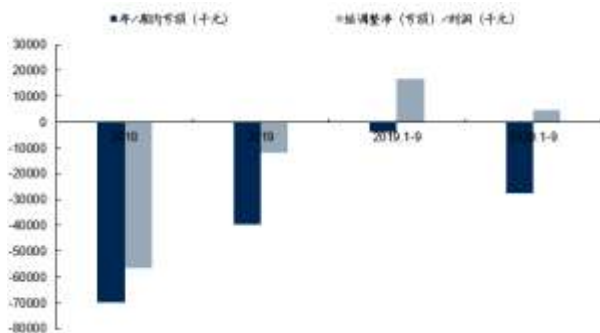
疫情影响，公司业务尤其上半年影响显著，且新店也基本在 2020 年 6 月后才逐步开业，对 2020 年全年贡献也相对受制。但尽管如此，2020 年前三季度，公司录得净亏损 2751.3 万元，较去年同期减亏，剔除优先股东利息费用等因素影响后调整后业绩 448.4 万元，扭亏为盈，说明公司在疫情下的韧性仍然突出，表现良好。

图 18: 奈雪公司整体收入变化情况



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

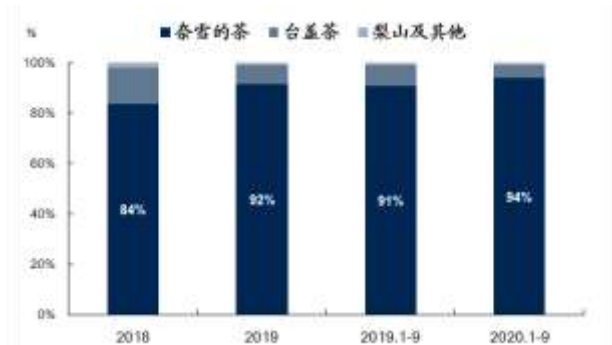
图 19: 2018 年以来公司业绩和调整后业绩情况



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

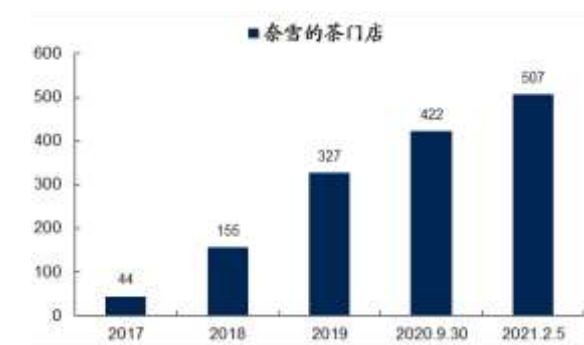
品牌构成: 奈雪的茶系绝对核心。公司此前拥有奈雪的茶、台盖、梨山三个茶饮品牌，其中尤其以奈雪的茶为主。2019 年全年及 2020 年前 9 月，奈雪的茶收入占比达到 91.6%、93.9%，系公司最核心的收入构成。截至 2021 年 2 月 5 日，奈雪的茶门店占公司整体收入的 89%，占据主导。台盖为奈雪的茶旗下面向年轻客户的子品牌，以奶茶、柠檬茶为特色，截至最新在 8 个城市拥有 63 家茶饮店，相对次之。而梨山品牌(水果茶+水果)此前仅 2 家门店，且在 2021 年 2 月初已全部关闭，后续不再发展。同时，公司表示未来不久将来，奈雪的茶仍系公司业务运营绝大部分，故我们后文分析侧重以奈雪的茶为主。

图 20: 奈雪的茶系公司收入主要构成



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 21: 奈雪的茶品牌门店扩张情况



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

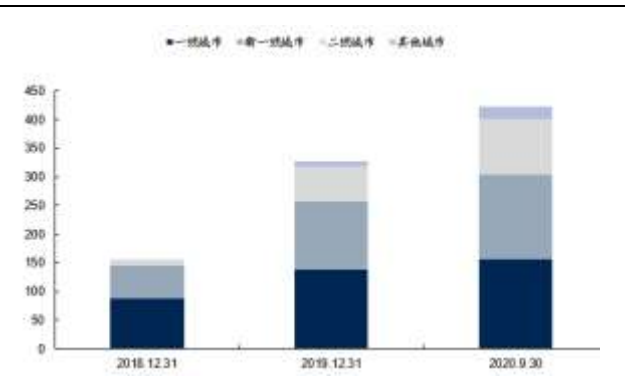
高速扩张的高端现制茶饮品牌。如图所示，奈雪的茶品牌门店 2017 年以来快速扩张，2018-2019 年其门店皆在低基数下实现翻番以上扩张。2020 年因疫情因素开店略有放缓，2020 年前三季度公司新开店 102 家，关店 7 家，截至 2021 年 2 月 5 日，公司奈雪门店达到 507 家，较去年 9 月底净增 85 家，显示去年 Q4 及今年 1 月公司开店明显加速。鉴于此，奈雪的茶品牌 2019 年实现经营收入 22.9 亿元/+151.9%，2020 年因疫情因素有所放缓，前三季度实现收入 19.9 亿元/+24.7%，疫情下仍相对良好。

图 22: 奈雪的茶品牌收入增长情况



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 23: 奈雪的茶品牌门店城市分布情况



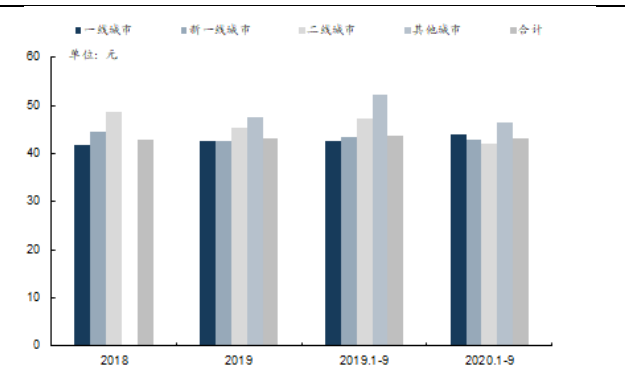
资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

门店分布: 一线及新一线城市为主。由于公司高端茶饮定位, 其门店分布以一线和新一线城市为主, 2019 年底及 2020 年 9 月底一线和新一线城市合计分别占比 79%、72%, 而二线城市占比约 19%、23%。结合公司对外扩张计划, 预计公司 2021-2022 年扩张重点仍然以一线及新一线城市为主。

客单价: 40 元+, 处于行业高端水平。如下图所示, 公司近 2-3 年客单价基本维持在 43-44 元之间, 分各线城市则在 42-47 元之间, 结合前文对现制茶饮行业客单价分析, 奈雪该客单价水平整体处于行业绝对高端水平。

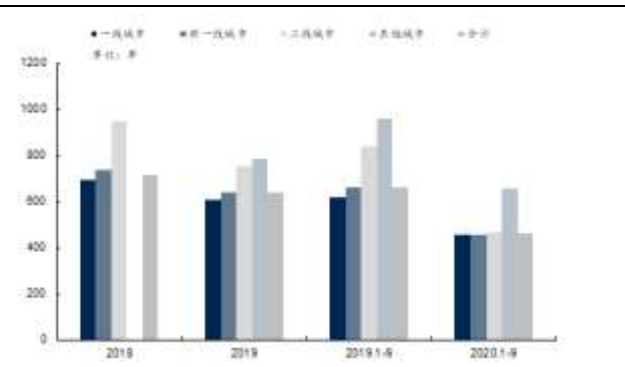
单店日均订单量: 疫情影响导致订单量阶段承压。2018-2019 年, 奈雪的茶单店日均订单量在 600-700 多单, 2019 年因快速开店, 新店占比提升等导致订单量略有下降。2020 年前三季度, 因疫情影响, 公司单店日均订单量下降 30%, 其中一线和新一线城市各下降 26%、31%, 二线城市下降 44%, 二线城市下降幅度高于新一线, 除疫情影响外, 我们预计与其之前单店基数较高相关。

图 24: 奈雪的茶品牌客单价变化及不同城市差异



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 25: 奈雪的茶品牌单店订单量情况及不同城市差异



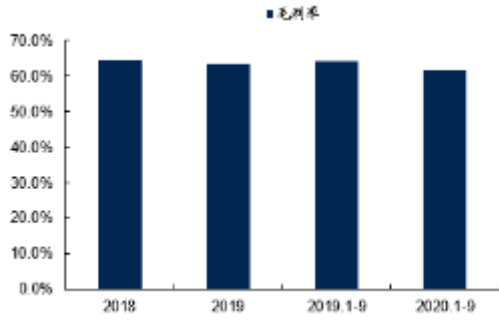
资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

毛利率: 2018-2019 年公司毛利率整体在 63-65%之间波动。其中我们估算茶饮毛利率在 65-70%左右 (一般而言奶茶更高, 而水果茶略低于奶茶), 而烘焙类产品毛利率在 50-60%之间, 故烘焙类产品占比也影响公司毛利率变化。2019 年毛利率相较 2018 年略有下降 1.3pct, 2020 年受疫情影响, 前三季度毛利率相较 2019 年同期下降 2.6pct。后续随着疫情影响完全消除, 公司产品结构保持稳定, 叠加公司规模扩张后对上游供应链的不断整合, 我们预计公司中线其毛利率水平不排除有望稳中逐步略上升。

费用构成及变化上: 人工、租金系主要费用, 其他则包括折摊、水电、配送、推广、物流及其他成本等。人工占比近 29-31%, 相对较高 (在餐饮企业中与海底捞相当), 主要与其现制茶饮+烘焙, 需要员工较多且有一定培训时间要求,

目前高速扩张期还需要同时培训储备新店店员工相关。租金占比约 15~18%，与其选址定位购物中心且大店模型等特征相关。其他折摊、能耗、配送、推广等费用占比一般 2-4%之间。2020 年受疫情影响，配送费用从同期的 2~3%增至 5.54%，增幅较明显。

图 26: 奈雪的茶毛利率变化趋势



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 27: 奈雪的茶费用分拆及变化



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

公司内核：聚焦产品与“空间”，供应链&数字化支撑

结合前文分析，奈雪的茶自成立伊始即聚焦两大定位：一是产品，二是“空间”，并通过供应链和数字化支撑，成为国内高端现制茶饮的重要领导者。产品方面，公司定位高端，对产品的原材料、口感、外观包装设计追求极致，并通过供应链深度整合强化品控和产品核心竞争力；空间层面，公司关注顾客社交刚需，通过门店设计“连锁不复制”和品牌体系建设，积极打造第三空间，从而营造良好的茶饮消费体验。与此同时，公司还不断强化数字化运营，使产品与空间更加贴近消费者需求，夯实和提升会员体验，提升品牌认知与经营效率。

产品高端定位，打造茶+多元组合，持续创新能力强

定位高端，注重健康与口感，成立之初即主推鲜果茶系列，并坚持冷泡茶系列。2014-2015 年公司成立时，国内现制茶饮行业尚以茶精、奶精等低端原材料为主，但公司创始人坚持以鲜果、鲜奶和高品质茶叶为核心打造鲜果茶，坚持茶底 4 小时一换，通过多次尝试推出霸气系列经典产品，受到市场追捧。2020 年前三季度，三大畅销经典茶饮（霸气芝士草莓、霸气橙、霸气芝士葡萄）合共贡献了同期现制茶饮总销售额的 25.3%。同时，公司还结合水果季节性特征推出各类季节性茶饮产品，坚持冷泡茶等系列，丰富产品品类。

图 28：奈雪の茶的三大经典产品



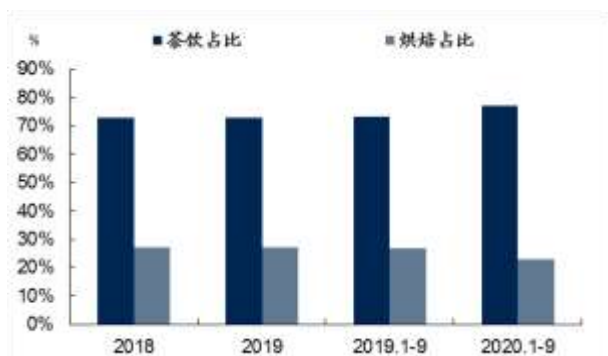
资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 29：奈雪の茶的代表烘焙类产品



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 30：奈雪的茶产品构成：现制茶饮与烘焙产品占比



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 31：奈雪の茶产品研发流程



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

首创“茶饮+软欧包”的双品类模式。“软欧包”系公司独创，公司创始人通过结合欧式面包的健康、日式面包的口感，打造软欧包产品，坚持软欧包不过夜，一般定价 8~48 元不等，平均 23 元。同时，公司茶饮定价 13-30 元不等，均价 27 元。二者融合可以提升奈雪的客单价（参考此前灼识咨询的数据，我们预计

奈雪的客单价高于喜茶及其他茶饮)，强化了“下午茶”和“聚会”的消费场景。公司创始人赵林认为“茶饮、面包一直以来都是购物中心坪效最高的业态，这两者结合会产生1+1>2的效果，而且能给客人带来更好的消费体验。公司收入结构中，目前70%+来自茶饮，20%+来自烘焙（2020年占比略有下降预计与疫情下线下消费降低相关），交叉销售效果良好，成为公司较具代表的产品特色。

“茶饮+”模式下，公司形成系统化研发流程，持续产品创新研发能力强。公司产品可以围绕“茶饮+”，其中茶底可以被咖啡，酒，气泡水、酸奶、牛奶等替代或者组合成新式茶底，配料则解决咀嚼感，因此奈雪的茶在产品上不再局限于茶饮，而是一切可杯装饮料和配料的创新和搭配，产品组合丰富。公司依托其庞大会员体系下丰富的顾客反馈，不断调试更新产品适应客户口味变化，并通过成熟多元的供应链体系构筑产品持续创新基础，保证品质。在这种情况下，公司形成了独有的产品创新体系。结合招股书披露，公司不断围绕核心菜单进行创新，平均每周皆有上新，经典产品也可不断升级回归，同时还包括各类季节性产品等（2018年以来推出约60种季节性产品）。2020年虽然疫情影响，但3月后，奈雪也恢复了“月月上新”的节奏，全年在咖啡/茶饮等现制饮品里，共计上新30+次。而包括烘焙、零售产品在内，全年有100多次推出新品。

表 4：奈雪的茶 2020 年产品创新整理

| 茶饮/咖啡（37次） | | 烘焙（54次） | | 新零售（除周边产品）（36次） | |
|------------|---------------------------------|---------|---------------------------------------|-----------------|------------------------------|
| 3.27 | 清欢乌龙宝藏茶 | 3.20 | 大师手作吐司系列 | 5.08 | 风雅锦礼端午礼盒；六味心礼端午礼盒 |
| 4.03 | 樱花宝藏茶 | 3.31 | 青团包 | 6.01 | 冻干水果酸奶块系列；冻干水果系列 |
| 4.10 | 杨枝甘露宝藏茶 | 4.22 | 蜜汁鸡腿三明治；黑椒植物肉三名明治；土豆芝士蛋三明治 | 6.19 | 神仙爆汁宝藏粽 |
| 4.27 | 霸气杨梅；霸气酸奶杨梅 | 5.18 | 葡萄魔法棒 | 7.31 | 小圆饼 |
| 5.18 | 霸气荔枝；霸气荔枝气泡茶 | 5.20 | 手撕生吐司；黑糖核桃布里奥斯；三重爆浆芝士包；抹茶柚子千层；宇治玉露冷泡茶 | 8.07 | 一周好茶 |
| 6.01 | 金色山脉QQ宝藏茶 | 6.10 | 北海道云朵吐司 | 9.13 | 跨界朕的心意中秋礼盒 |
| 6.10 | 腊梅凝香冷泡茶 | 7.10 | 水蜜桃魔法棒；水蜜桃大福；水蜜桃千层；水蜜桃泡芙 | 9.15 | 金桂知秋茶礼盒；奈雪薯条 |
| 6.19 | 噗吡柠檬气泡茶 | 9.04 | 螺蛳粉软欧包 | 10.26 | 伏夏葡萄酒礼盒 |
| 6.24 | 霸气芝士水蜜桃；噗吡水蜜桃气泡茶 | 9.10 | 榴莲千层；水蜜桃千层 | 10.16 | 奈雪气泡水 |
| 7.10 | 霸气桃桃莓 | 9.15 | 藤椒鸭脖包 | 10.29 | 一周好茶-炽夏桃韵 |
| 7.17 | 霸气车厘子 | 9.24 | 肉松麻薯吐司 | 11.10 | 营养代餐奶昔 |
| 7.27 | 蜡梅凝香xVOSS冷泡茶、梔白染夏xVOSS冷泡茶；葡萄冰淇淋 | 10.29 | 脆弱蛋挞 | 11.25 | （PRO店开业）12款零食、8款茶礼盒等 |
| 8.07 | 霸气绿宝石瓜 | 11.25 | （PRO店开业）30款烘焙 | 12.18 | 一周好茶圣诞限定版；“奈雪xWHIKO”谜之奈雪圣诞礼盒 |
| 8.25 | 霸气好椰；西柚气泡茶 | 12.18 | 圣诞限定版草莓千层、草莓魔法棒 | | |
| 9.10 | 厚厚豆乳宝藏茶 | | | | |
| 9.15 | 霸气红石榴 | | | | |
| 9.24 | 葡萄撞撞宝藏茶 | | | | |
| 10.29 | 限量版黑糖珍珠宝藏茶 | | | | |
| 11.10 | 抹茶红豆宝藏茶 | | | | |
| 11.19 | 蜜桃撞撞宝藏茶 | | | | |
| 11.25 | （PRO店开业）7款咖啡 | | | | |
| 11.27 | 奈雪PROxOATLY燕麦咖啡 | | | | |
| 12.04 | （生日季限定）霸气生日草莓；冰博克草莓撞撞宝藏茶 | | | | |
| 12.31 | 超厚芋泥宝藏茶 | | | | |

资料来源：公司官微，91资讯、国信证券经济研究所整理

打造奈雪梦工厂旗舰店，研发团队进一步贴近一线需求，提升研发效率。奈雪2019年11月在深圳推出首个奈雪梦工厂旗舰店，总面积1000平米（其中零售面积700平米，外卖面积300平米），核心在于将产品研发部门前置，产品研发部门的新品可以直接和用户发生交付，从新品的销售数据就可以决定哪些产品能够投入常规门店的选品。同时，部门内各团队之间也能够产生良性竞争，促进奈雪在产品研发层面的创新。

图 32: 奈雪产品研发流程及奈雪梦工厂门店



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

供应链深度合作支撑产品，积极参与制定行业标准强化地位

对标咖啡行业，高端现制茶饮行业产业化标准化仍有较大提升空间。从产业链的角度，在休闲饮料赛道，咖啡行业伴随星巴克、Dunkin 等行业连锁龙头的推动，其上游供应链、产品出品、人员培训体系已经成产业化，并形成了统一规范的行业标准。与之相比，国内现制茶饮行业尤其新式现制茶饮行业的供应链体系、培训人员体系及行业标准还处于相对初级阶段。类似鲜果茶、冷泡茶等新式饮品一是上游供应链高度分散且标准并不统一（旧式茶饮原料更多系化学物质奶精、香精、茶精等，相对工业化生产体系成熟），工业化标准化不足，对人员的培训需求也更高，故实现产品的稳定性和一致性需要与供应链深度的捆绑合作。同时，行业目前也缺乏统一的标准，导致产品良莠混杂，虚假宣传、劣质产品等也对行业健康发展产生不利影响。但也正因此，对上游供应链的深度整合，未来有望成为现制茶饮龙头尤其高端现制茶饮龙头的重要护城河。

奈雪の茶：与上游供应链深度整合，专属基地，大数据分析优化，确保品控。公司寻求直接从其原产地采购主要食材，以确保稳定的质量及有竞争力的价格。结合公司官微及第一财经等媒体报道，奈雪建立了专属的合作茶园、合作果园。如“阿里山初露”，在研发成功之后，奈雪买断了这款茶的原料和制作工艺。为了使季节特供水果保持稳定，奈雪不仅与数家大型水果供应商达成长期合作，还在云南等地成立了自身专属草莓园。这种情况下，公司可以确保其主要原料（例如各类茶叶及鲜榨果汁）按照自己的标准定制，从而提升质量控制及保持产品口味的一致性。在截至 2020 年 9 月 30 日，公司与逾 300 家知名原材料供应商建立了合作伙伴关系，其中与前十大供应商的合作关系平均超过两年。同时，公司还通过大数据分析，最优化产品结构，管理价格，降低开发成本及风险以及满足顾客需求缺口的能力。

积极参与行业标准制定强化地位。现制茶饮行业一直缺乏统一、细化的产品标准。结合蓝鲸财经报道，2021 年 2 月 4 日，奈雪的茶联合相关单位通过线上的形式主办了《茶（类）饮料系列团体标准》启动会，与来自中华全国供销合作总社杭州茶叶研究院、浙江大学茶叶研究所、中国农业科学院茶叶研究所（中国唯一的国家级茶叶综合性科研机构）、福州大学食品研究院等十余位专家学者，组成了研究小组，就行业现状探讨交流，并携手宁德师范学院、福建省标准化研究院共同拟定《茶（类）饮料系列团体标准》。此前，2020 年 11 月，中国连锁经营协会携手奈雪、喜茶等新式茶饮头部品牌正式组建 CCFA 新茶饮委员会，共同建立新式茶饮行业标准。通过参与行业标准地位，奈雪有望进一步强化自身的行业地位和影响力，并推动行业质量标准提升，侧面有助于中高端品质茶饮的发展。

聚焦社交空间定位，打造“全天候的都市候客厅”，门店独具特色

休闲饮料赛道，星巴克通过成功打造“第三空间”，提供给人们有别于家和公司之外的第三个聚集空间，“我不是在星巴克，就在到星巴克去的路上”，赋予其品牌文化独特的内涵，支撑其快速扩张成为全球第一大休闲饮料连锁龙头。

但在国内，高端新式茶饮出现之前，传统茶饮其更多是对瓶装功能性饮料的替代，缺乏社交体验互动内涵。奈雪的茶创始人彭心认为：新茶饮的出现，核心是要突破两件事，第一是让年轻人喝茶（产品升级创新）。第二则是让大家习惯把喝茶当做一种新的社交生活方式（空间体验）。彭心认为，空间既是顾客对品牌的第一印象，同时社交等需求也是顾客的刚需。正是基于这样的创业理念，彭心将空间打造成为奈雪的第二个产品，也是其品牌内核的核心构成，打造“全天候的都市候客厅”，塑造茶饮品牌的社交空间文化。在这种情况下，奈雪门店的店型、选址、设计等方面都独具特色。

选址侧重购物中心，尤其高端购物中心。根据灼识咨询的资料，截至 2020 年 12 月 31 日，按 2020 年商品交易总额计中国排名前 50 的购物中心中有 28 家开设奈雪的茶茶饮店。

门店设计：“连锁不复制”。主力店型每家连锁店只保留“40%的相似性”，其他不同的风格设计让不同城市的顾客感受到新鲜感。根据不同城市的不同主题进行别出心裁的设计，使得这个品牌独特出众。

门店类型：目前标准门店占主导，大店模型，独具特色。目前奈雪的茶包括 5 种门店类型，除了传统标准茶饮店外，还包括奈雪梦工厂、奈雪的礼物店（茶饮+文创周边礼物结合）及奈雪酒屋 BlaBlaBar（茶饮与酒吧结合）、奈雪 PRO 茶饮店（茶饮与咖啡结合）等多元化类型，下午茶、酒吧、商务休闲功能各有侧重，强调服务和休闲空间，打造都市全天候会客厅，并积极带动零售。

表 5：奈雪的茶目前 5 种门店类型情况

| 店型 | 单店投入 | 门店面积（平米） | 门店数 | 品类 | 功能 | 说明 |
|----------------|-------|------------------------|------|-----------------------|-----------|--|
| 奈雪の茶 | 185 万 | 180-300 | 400+ | 茶饮/烘焙/零售 | 茶饮/休闲 | 公司传统最主力的店型 |
| 奈雪的礼物 | | 200-400 | 27 | 茶饮/文创周边零售 | 品牌展示/零售 | 侧重文创周边特色 |
| 奈雪酒屋 BlaBlaBar | | 预计 200+ | 22 | 鸡尾酒、茶饮、烘焙 | 休闲酒吧/茶饮 | 休闲酒吧特色 |
| 奈雪梦工厂 | | 800-1000 | 1 | 茶饮/烘焙/零售等，集齐公司所有的 SKU | 品牌展示、休闲 | 预计 2021 可能在上海或上海开店，但预计未来全国仅 3 家，主要是系公司产品研发中心 |
| 奈雪的茶 PRO | 125 万 | 目前 200 左右，未来可以 80-200+ | 14 | 咖啡/烘焙/茶饮/零售 | 商务休闲，第三空间 | 2020 年 11 月推出，未来全国扩张的重点 |

资料来源：小食代微信公众号，招股书、红餐网等，国信证券经济研究所整理 门店数截至 2020 底

图 33：奈雪的茶标准店



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 34: 奈雪酒屋 BlaBlaBar 图片



资料来源: 公司官网、Foodaily 每日食品网等、国信证券经济研究所整理

图 35: 奈雪的礼物图片

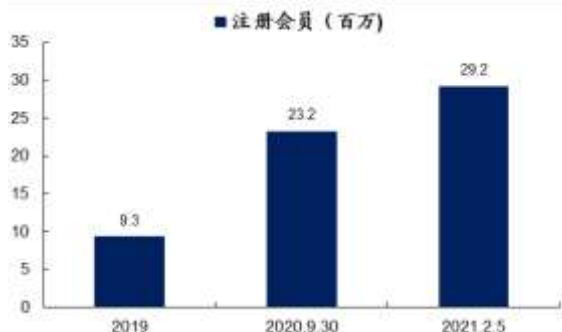


资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

全方位数字化转型提升效率，会员体系持续优化

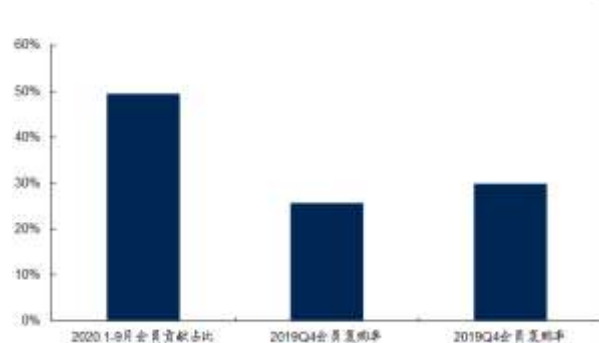
会员体系近 3000 万，会员预订贡献近半，复购率较高。公司从 2019 年 9 月推出奈雪的茶会员体系，注册会员人数由截至 2019 年底的 9.3 百万人大幅增至截至 2020 年 9 月 30 日的 23.2 百万人及 2021 年 2 月 5 日的 29.2 百万人。截至 2020 年 9 月 30 日止 9 个月，奈雪的茶订单总数的约 49.4% 来自会员贡献，显示其会员认可度较高。公司活跃会员人数由 2019Q4 的 2.0 百万人增加至 2020 Q4 的 5.8 百万人。根据灼识咨询数据及招股书，2019Q4 和 2020Q4，公司活跃会员季度复购率分别达到 25.6%、29.8%，高于行业平均。

图 36: 奈雪的茶注册会员增长情况



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 37: 奈雪的茶会员贡献半壁江山，复购率相对较高



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

数字化体系全面转型。2019 年 11 月底，奈雪 POR 门店在点单、后厨管理等环节均作了数字化升级。一方面是顾客下单更加便捷，同时也更能了解客户的口味偏好等，二是后厨管理方面系统优化，进一步提升出单效率。数字化的转型为奈雪研发部研发新品，市场部调查消费者偏好，品牌部赋予产品概念并进行精准的营销推广提供了有利支撑。2019-2020 年间，奈雪共联名过 51 次，涉及策展类、食品类和 3C 类等，融合双方共性推出了联名茶饮、欧包、周边及线下快闪店和主题门店。结合 36Kr 今年初对其创始人彭心的采访，未来公司发展重点之一即继续推进会员的运营、内部效率的提升，后者主要包括茶饮自动化和自动化设备的研发，门店智能决策（排班和订货），提升自动化程度，进一步优化公司模型，提升对顾客的服务体验。

疫情下，公司进一步加速数字化建设与线上小程序等搭建，针对性营销推广。如下图所示，2020 年 1-9 月，公司店内收银占比从此前的 69% 降至 30%，而微信、支付宝小程序及自身小程序订单量占比则从此前的 14% 提升至 41%（包

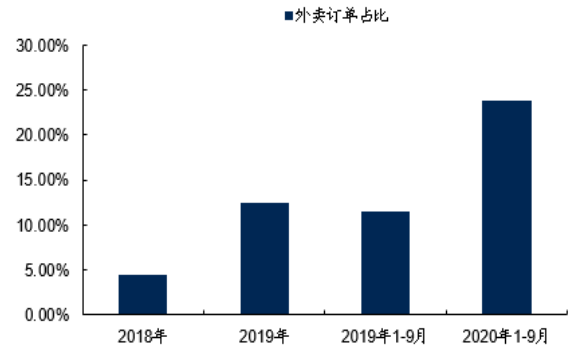
括自提订单)，第三方线上预订占比从此前的 17%增至 29%（包括自提订单）。线上预订及外卖等对疫情后公司收入的恢复也起到良好的补充作用。

图 38: 奈雪的茶订单预订渠道（线上线下）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 39: 奈雪的茶外卖预订占比



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

成长分析：模型优化助力门店扩张，新零售下新空间

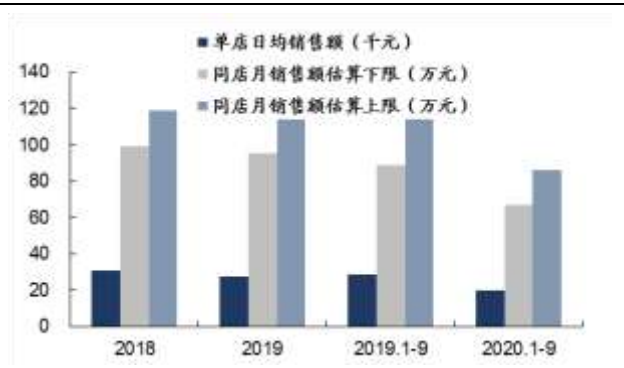
我们认为，奈雪未来成长，核心一看门店连锁扩张，二看品牌溢价下的新零售布局，三是供应链的持续深度整合挖潜等。其中，门店扩张是最重要的核心看点，但奈雪因其产品+“空间”定位，门店模型有其自身特点，故我们首先分析奈雪传统门店模型特点及升级优化潜力，然后再分析其门店连锁扩张空间。

产品+“空间”定位，奈雪传统以大店模型为主，成熟门店盈利相对良好

奈雪门店模型思考：茶饮+产品特色与社交空间定位下，过往相对偏大店模型。结合前文，奈雪首先产品特色是茶饮+，尤其是现制茶饮+软欧包是其产品经典特色。茶饮+烘焙本身系顾客的刚需，二者联合有 1+1>2 的效果。但因为现场烘焙需要额外配置 2-3 个烤炉等烘焙设施，并额外占用面积，可能会部分影响坪效，提高初始投资和运营成本，同时现制业务对人工要求更高，尤其公司扩张期公司往往需要培训储备店员支撑新店扩张，故单店人工在扩张期相对不低，根据招股书，奈雪截至 2020 年前三季度，单店平均店内员工人数为 18.3 人。此外，奈雪侧重社交空间定位下，公司主力店型通常达到 200 平米+，大于竞争对手喜茶的主力店型（估算 100~200+平米）。

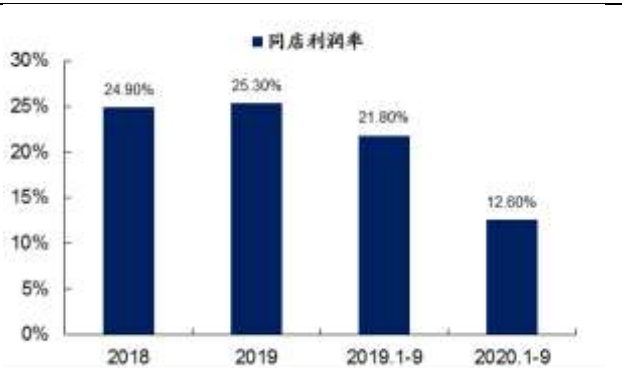
传统大店模型盈利分析：成熟门店相对仍较良好。虽然大店模型下奈雪单店投入预计相对不低（150-200 多万不等，梦工厂除外），但得益于其品牌产品等优势，奈雪的茶 2018、2019 年单店日均销售额分别为 3.07、2.77 万元，成熟门店月销售平均在 100 万左右，相对可观。并且，奈雪的茶同店利润率由 2018 年的 24.9% 上升至 2019 年的 25.3%（未考虑所得税及总部营销费用等影响），保持较高水平，2020 年因疫情影响前三季度降至 12.6%。一般而言，奈雪的茶茶饮店门店装修开业周期一般 2-3 月，首次盈亏平衡期系 3 个月内。2018 年开业的奈雪的茶茶饮店投资回收期为 10.6 个月，2018 年及 2019 年 9 月底 9 个月开业的奈雪的茶茶饮店实现了 14.7 个月的投资回收期。

图 40：奈雪的茶单店日均及同店月均估算



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 41：奈雪的茶的同店利润率水平



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理
注：未考虑所得税和总部费用等，主要考虑同店营业额及其对应的原材料、人工、租金、折摊、能耗、配送费用等成本后的利润水平估算

与行业其他龙头相比，参考此前媒体对喜茶创始人的采访，喜茶一般单店平均月营业额 100 万+（go 店或略有差异），没有亏损的单店，考虑其单店面积一般小于奈雪，且相应在烘焙方面的配置更低，初步预计其门店利润率水平或不低于奈雪（暂未有官方的喜茶单店模型）；参考公司官网、网易、腾讯新闻等报道，蜜雪冰城一般单店面积平均 20 平米，投资 30 万+，正常情况下加盟店主单店投资回收周期多数在 6-10 个月左右（最短或 3 个月，长则超过 1 年）。参考 36kr2018 年底对乐乐茶创始人王建的采访，乐乐茶客单价在 45-55 元，单店月均销售额在 160-180 万元，坪效在 8000-10000 元，通常 6-8 个月可以实现

单店投资回本（此时乐乐茶门店样本较少仅供参考）。总体来看，奈雪的茶其单店投资回收周期不算特别占优，但预计与行业其他龙头相差也不会太大。

PRO 门店：门店模型升级优化，未来扩张主力军

公司 2020 年 11 月新推出 PRO 门店，截至 2021 年 2 月 5 日，已开业 14 家。公司表示，未来 2 年，公司新开门店中，预计 PRO 店占比达到 70%，成为其扩张主力军。与目前标准店型相比，PRO 店在经营品类、覆盖人群及场景、经营面积、人员配置、单店总投入等方面均进行了优化。

表 6：PRO 对比标准店：品类场景增加，投入优化

| 分类 | 标准门店 | Pro 门店 |
|------|------------------------|---------------------------------|
| 品类 | 茶饮+烘焙（现制品） | 茶饮+烘焙（预制品为主）+咖啡 |
| 经营面积 | 180-300 m ² | 80-200 m ² |
| 人工 | 估算 15-20 人+不等 | 预计可以降至标准店人工的 50% |
| 选址 | 购物中心为主 | 购物中心、办公楼、社区等 |
| 消费场景 | 茶饮休闲，下午茶为主 | 下午茶休闲+商务洽谈等 |
| 单店投入 | 185 万 | 125 万 |
| 空间设计 | 未预留专门的到店自提和外卖专区等 | 有独立专区供到店自提及外卖订单服务，降低排队等候时间，提升效率 |

资料来源:公司招股书、官网资料, 国信证券经济研究所整理

品类扩容：从“茶饮+甜点”到“茶饮+甜点+咖啡”，扩大覆盖人群及商务场景，选址可以更加灵活多元，扩大展店空间。相比公司此前标准店以茶饮+甜点为主的品类，新的 Pro 店增加了咖啡品类，从而进一步扩充了覆盖人群，提升销售。据今年初媒体报道，彭心表示，目前咖啡品类在“奈雪的茶 PRO”中的销售占比，已经可以达到 20%左右。同时，增加咖啡品类后，奈雪的门店场景从此前下午茶休闲为主（一般下午时段是茶饮门店的高峰时段）到兼具下午茶+日常商务谈判的职能，覆盖场景更加多元，店面利用时间也更加充分。这也可以将奈雪茶饮店网络扩展从目前的基本购物中心为主至目前渗透率较低的区域（例如办公楼及高密度住宅社区），以照顾顾客的多样化消费习惯及偏好，使奈雪的茶更加遍及大众生活，从而扩大拓店潜力空间。

面积优化、人工优化：虽然公司 PRO 店品类增加，但其通过减少现场烘焙区域，售卖预制甜品等方式，降低了经营面积。结合招股书，公司 PRO 店推翻了过去标准门店“前店后厂”的烘焙产品制作模式，移除现制面包房，而是以中央厨房的形式专注提供预制烘焙产品，现场仅需店员简单加工便可提供给客户，能够极大节约客户等候的时间。这有望让奈雪门店面积从过去的 180 m²-300 m²降低至 80 m²-200 m²。面积优化后也侧面为公司选址和门店扩张提供了更多选择空间，有助于门店扩张。同时，过去由于现场烘焙，需要占用较多人工。采取上述预制模式下，人工也有望减少。叠加数字化等运营优化，减少后厨人工等，根据招股书的预测，PRO 店计划精简至标准店型员工人数的 50%。这种情况下，PRO 店的经营效率也有望持续提升。

单店投入：预计从 185 万降至 125 万。通过模型升级，Pro 店的单店面积可减少，且相应减少现制烘焙所需设备、人工等投入，单店投入预计可以有效降低，按照其招股书中的假设，其 PRO 店的每间店投入为 125 万，相对低于传统标准店 185 万/间的投入成本，从而有助于提升其单体投资回报率，扩容门店成长空间。

图 42: 奈雪 Pro 店



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

综合来看, 相较于奈雪传统标准店型, 其 PRO 门店的在单店投入 (进而影响折摊)、租金、用工等投入成本预计会有显著下降, 从而有助于提升门店利润率水平。参考公司招股书中的估算和假设, 我们推测模型优化后, 初步估算其成熟门店利润率水平有望从目前的 25% 左右提升至 34-38% 左右 (估算仅供参考)。

表 7: 奈雪 Pro 店优化后盈利提升估算 (估算, 仅供参考)

| 分类 | 现有成熟同店估算 | 未来 PRO 店估算 |
|------------------------|----------|------------|
| 原材料 | -34% | -33% |
| 人工 | -23% | -15% |
| 租金 | -11% | -9% |
| 折摊 | -3% | -2% |
| 配送 | -3% | -3% |
| 能耗 | -2% | -2% |
| 同店利润率估算 (未考虑所得税、总部费用等) | 25% | 36% |

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理估算

考虑奈雪过往茶饮门店良好运营和展店基础、供应链整合、数字化运营支撑情况, 我们对 PRO 店未来展望较有信心。但需要说明的是, 该门店模型 2020 年 11 月推出, 目前仅开业 14 家, 未来模型实际优化情况仍待持续跟踪验证, 需要观察门店调整后消费者的结束情况、相应坪效、人工等的实际变化情况, 未来仍然需要一定时间逐步验证。

门店扩张: 聚焦核心城市加速扩张, 未来 3 年有望新开门店 1000 家

结合前文行业分析, 在国内宏观经济稳定发展, 消费升级持续支撑背景下, 高端现制茶饮行业预计未来 3-5 年仍然保持较快增长, 有助于行业龙头持续较快成长。与此同时, 截至 2020 年 12 月 27 日, 星巴克在中国的门店总数达到 4863 家 (全球门店 32938 家), 虽然茶饮 VS 咖啡赛道各有差异, 龙头品牌优势及连锁程度也差异较大, 但考虑国内茶饮文化源远流长, 在高端现制茶饮行业持续良好发展背景下, 我们认为国内高端现制茶饮赛道未来几年产生门店规模超过千家量级的龙头公司是基本确定的事情, 且应该不止一家。简言之, 黄金赛道本身具有产生龙头公司的行业基础。

在高端现制茶饮行业内, 目前奈雪主要竞争对手系喜茶、乐乐茶等, 尤其是以

喜茶为主，基本情况如下表所示。总体来看，奈雪与喜茶同属高端现制茶饮第一梯队，但其起步相对晚于喜茶，目前门店规模、会员规模相对略逊于喜茶（2020年底奈雪接近500家PK接近喜茶700家）。但在品牌辨识层面上，奈雪一是产品（茶饮+软欧包）特色，二是相对更看重空间特色。在行业本身较快发展的情况下，依托资本支持，门店模型升级与优化，数字化运营，会员体系粘性、供应链体系支撑等，我们认为奈雪未来仍有望保持较快门店扩张趋势。

表 8：高端现制茶饮主要玩家情况

| 分类 | 奈雪 | 喜茶 | 乐乐茶 |
|--------|---------------------------------|---------------------------------|---|
| 创始人 | 彭心夫妇 | 聂云宸 | 郭楠、王健等 |
| 成立时间 | 2015年11月 | 2012年5月 | 2016年12月 |
| 首店城市 | 深圳 | 广东江门 | 上海 |
| 门店数据 | 2020年9月底422家，预计年底接近500家 | 695家 | 59家（2020年底） |
| 覆盖城市 | 2020年9月底61个 | 2020年底61个 | 13（2020年底） |
| 门店面积 | 标准店型200-400平米 Pro店有望80-200平米 | 标准门店100-300平米不等 Go店20-100多平米 | 标准店：180-260平米 标杆店：260-400平米 旗舰店：400-600平米 |
| 估值（亿元） | 130（2020年12月） | 160（2020年4月） | 未披露 |
| 产品SKU | 茶饮30-40，烘焙类20-30 | 茶饮一般40-60，烘焙类10余个 | 茶饮20-25个，烘焙15-25个 |
| 会员情况 | 接近3000万 | 3500万+ | 500万+ |
| 代表产品 | 霸气鲜果茶系列等 | 多肉系列，波波茶系列等 | 脏脏茶、脏脏包系列 |

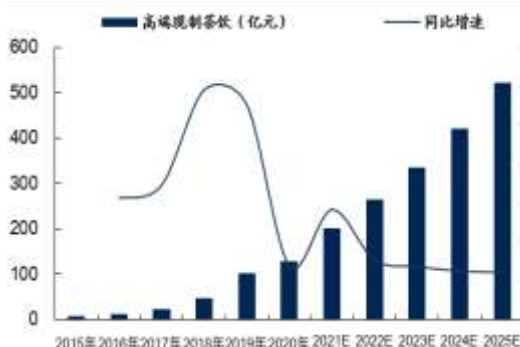
资料来源：招股书，公司官网和官微，美团点评、第一财经、36kr等，国信证券经济研究所整理

具体来看，奈雪2017年才开始全国扩张，2018-2019年，公司先后新开111、173家门店，2020年疫情影响，上半年开店直接受制（基本2020年6月后新店方开业），下半年后有所提速。结合招股书的披露，公司2020年前三季度新102家，但从2020年10月到2021年2月初仅4个月左右时间，公司净增开店85家，开店明显加快，预计2020年全年开店情况与2019年大致相当。2021年2月5日，公司最新门店达到507家。

公司预计聚焦核心城市，未来3年有望累计新开店1000家，实现规模跨越式增长。展望未来，结合其高端定位，公司未来3年其开店仍以核心城市为主。首先，根据招股书，公司预计2021年及2022年在一线城市及新一线城市分别开设约300家及350家奈雪的茶茶饮店，其中约70%将规划为奈雪PRO茶饮店，同时，公司预计2023年开店计划至少不低于2022年。

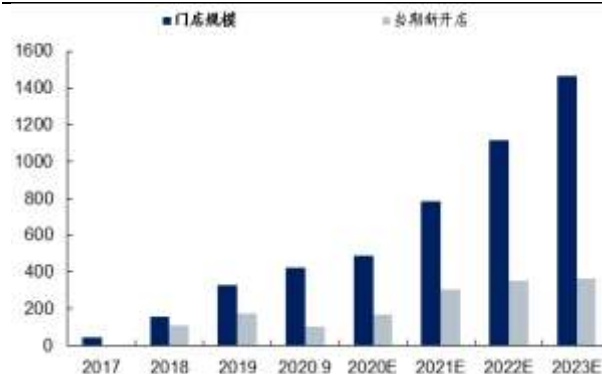
如果按每间奈雪PRO茶饮店投资成本分别为185万元及125万元估算，2021和2022年预计开设新的奈雪的茶茶饮店的计划投资成本分别约为4.236亿元和4.861亿元。此外门店模型的持续优化、供应链的整合、数字化运营转型的资金投入也对其实现上述目标非常关键。总体来看，若公司顺利港股IPO，资本大力支持有望对公司未来三年快速展店提供坚实的基础。

图 43：预计高端现制茶饮行业未来3-5年仍将保持较快增长



资料来源：公司招股书、灼识咨询，国信证券经济研究所整理

图 44：奈雪的茶单过往开店节奏及未来展店规划



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

当然，需要说明的是，无论高端现制茶饮行业，还是奈雪本身，其兴起时间相对不长，其未来都还有很长的路要走，无论行业渗透演绎、还是公司模型优化、扩张与成长，仍需一定的时间充分验证。

在高端现制茶饮行业持续良好发展的背景下，假设公司资金、供应链及数字化转型支持，其新的门店模型 Pro 门店验证较成功等条件下，我们尝试测算奈雪未来 3-5 年可能的门店拓展空间。参考奈雪目前在深圳、西安等发展相对成熟区域门店所辐射的人口情况及 GDP 情况，其中深圳每家奈雪门店覆盖 14 万人口，对应每 280 亿元 GDP 支撑一家门店，而西安则每家门店辐射 44 万人口，对应每 405 亿元 GDP 支撑一家门店，我们按照一线/新一线城市每 28/33 万人口对应一家门店，每 350/370 亿 GDP 支撑一家门店（广深除外），其余考虑二线城市及经济发达的珠三角、长三角部分三线城市（对应 GDP 要求 400-450 亿元，人口要求 40-45 万人不等），综合估算奈雪未来 3-5 年门店空间如下所示。

表 9：奈雪展店空间初步估算

| 城市名称 | 城市分类 | GDP (亿元) | 人口 (万人) | 截至最新门店数 (大众点评) | 按照 GDP | 按照人口 | 两者取孰低空间 |
|-----------|------|----------|---------|----------------|-------------|-------------|-------------|
| 上海 | 一线 | 38155 | 2428 | 36 | 109 | 90 | 90 |
| 北京 | 一线 | 35371 | 2154 | 23 | 101 | 80 | 80 |
| 深圳 | 一线 | 26927 | 1344 | 96 | 117 | 112 | 112 |
| 广州 | 一线 | 23629 | 1531 | 26 | 84 | 64 | 64 |
| 成都 | 新一线 | 17013 | 1658 | 16 | 46 | 50 | 46 |
| 重庆 | 新一线 | 23606 | 3124 | 9 | 64 | 89 | 64 |
| 杭州 | 新一线 | 15373 | 1036 | 22 | 42 | 31 | 31 |
| 武汉 | 新一线 | 16223 | 1121 | 23 | 44 | 34 | 34 |
| 西安 | 新一线 | 9321 | 1020 | 23 | 25 | 31 | 25 |
| 苏州 | 新一线 | 19236 | 1075 | 12 | 52 | 33 | 33 |
| 天津 | 新一线 | 14104 | 1562 | 6 | 38 | 47 | 38 |
| 南京 | 新一线 | 14030 | 850 | 12 | 38 | 26 | 26 |
| 长沙 | 新一线 | 11574 | 839 | 8 | 31 | 25 | 25 |
| 郑州 | 新一线 | 11590 | 1035 | 9 | 31 | 31 | 31 |
| 东莞 | 新一线 | 9483 | 846 | 5 | 26 | 26 | 26 |
| 青岛 | 新一线 | 11741 | 950 | 6 | 32 | 29 | 29 |
| 沈阳 | 新一线 | 6470 | 832 | 6 | 17 | 21 | 17 |
| 宁波 | 新一线 | 11985 | 854 | 8 | 32 | 26 | 26 |
| 昆明 | 新一线 | 6476 | 695 | 4 | 18 | 17 | 17 |
| 其他 | | 二三线城市 | | 157 | 723 | 692 | 867 |
| 合计 | | | | 507 | 1639 | 1729 | 1456 |

资料来源:公司官网, 大众点评网, Wind, 招股书等, 国信证券经济研究所整理
 注: 大众点评系 2021 年 2 月 16 日数据

总体来看，若考虑人口和经济估算取孰低，则我们预计奈雪未来 3-5 年门店有望达到 1456 家左右，较目前门店 500 家左右的门店规模有接近 2 倍的成长空间，成长弹性未来或相对可观，但以上需要公司新门店模型优化验证以及资金、供应链、数字化转型等各方面因素配合。其中我们认为，未来奈雪 PRO 门店模型优化的能否广泛验证，既能继续匹配其产品&社交空间内涵，又能在商业化盈利能力上有明显提升，成为支撑其未来几年门店扩张和盈利成长的关键因素。

需要说明的是，由于现制茶饮行业的高频消费特征，其渠道布局是否充分，对其会员体系的巩固和强化，品牌影响力的扩容具有重要影响。其中，高端现制茶饮领域，核心城市关键卡位是否充分，对抓住高端客户，提升客户黏性意义重大，因此喜茶、奈雪未来 3 年能否充分布局卡位成为关键。在这种情况下，目前无论定位高端的喜茶、奈雪，还是定位平价的蜜雪冰城，都在大举扩张。前面二者主要依托直营扩张，后者则主要依靠加盟扩张。目前奈雪已经递交了港股招股书，行业其他龙头未来资本化节奏也不排除加快，未来核心区域茶饮门店卡位的竞争也可能变得更加激烈。**资本加持节奏，门店模型的改善节奏和**

与市场需求的匹配程度，对茶饮龙头后续成长可能具有关键影响。

新零售布局：品牌价值充分挖潜，助力同店提升及线上销售

2020年，在疫情影响线下门店经营的背景下，公司零售业务布局进一步强化。2020年3月，公司天猫旗舰店上线。此后，奈雪鲜果茶、宝藏茶系列产品的茶底，均有对应出售的纯茶或茶包，在奈雪天猫旗舰店出售。结合我们此前分析，奈雪此前在供应链做了较多深化，自建了包括茶园、果园、花园在内的供应链，奈雪初露先后荣获中国台湾冬茶大赛头等奖、特等奖，茉莉初雪荣获第十二届全国茉莉花茶质量金奖等，为公司零售布局奠定了基础条件。2020年双十一期间，奈雪“一周好茶”线上卖出超15万盒。除此之外，零食、茶礼盒、节日礼盒等产品也在不断推出。结合36氪今年1月对其创始人彭心的采访，纯茶的销售目前已经可以占到奈雪整个茶饮的10%以上，为其持续新零售延伸布局奠定了良好的基础。

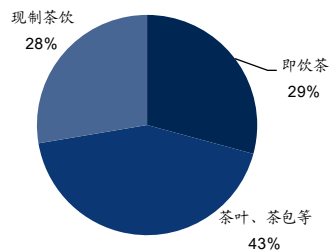
我们认为，国内茶饮零售市场除了现制茶饮，茶叶零售产品及即饮茶也是其重要构成，结合灼识咨询的数据，2020年即饮茶、茶类零售产品市场规模估算分别达到1200亿、1771亿，占国内茶饮零售市场的占比分别为29%、43%。但这个市场本身高度竞争，直接切入首先需要较高的品牌营销推广费用，且积累受众需要较长时间和费用成本。但对于奈雪而言，其布局零售茶产品核心优势在于品牌力。依托其线下门店打造的奈雪茶饮品牌优势和会员基础，其零售布局本质是对产品价值的进一步挖掘，既可以让消费者通过近距离接触，感受到产品品质，也是通过多渠道布局、延展品牌价值。

图 45：国内即饮茶及茶叶市场规模



资料来源：灼识咨询、国信证券经济研究所整理

图 46：2020 年国内零售茶饮行业市场构成



资料来源：灼识咨询、国信证券经济研究所整理

未来，我们认为，公司可以一方面通过门店扩张品牌影响力的进一步提升，新零售布局可以进一步变现这种品牌溢价；另一方面，公司通过供应链的持续整合深化以及线下门店新品的不断创新，可以为其新零售布局提供持续优质的产品，从而相互带动，进而带动线下门店单店收入的提升（线下渠道售卖）或线上销售提升，助力公司盈利成长。

供应链持续深度整合，优化盈利能力，未来有望强化护城河

结合前文分析，高端现制茶饮行业 VS 咖啡行业，供应链上游显著更趋分散，缺乏统一的标准，加之高端现制茶饮对食材新鲜度和口感的较高要求，因此高端现制茶饮产品的品控和出品稳定性相对比咖啡更难把控，且消费者的口味迭代可能相对快于咖啡赛道，这就要求行业龙头能够有效理顺并掌控供应链，保证品质，并具备持续有效创新的基因，对行业龙头提出了较高的要求。但与之相应的，如果在这个过程中得以较好地地理顺供应链，并独家掌控部分资源，也可以成为行业龙头公司有利的护城河。

聚焦奈雪，其近两年供应链的积极深度捆绑以及产品研发体系的不断完善，正

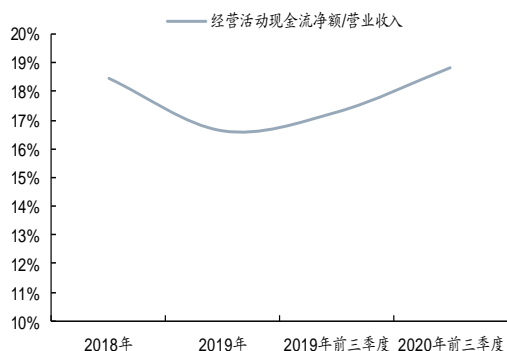
积极朝这个方面努力，虽然全面供应链理顺把控及产品持续创新迭代稳定仍需时间和资本支持，且这个过程中仍有较多挑战，存有一定的不确定性。但未来公司如果能顺利完成港股 IPO，获得进一步资金支撑，可以为其上游延伸提供更多资金手段，从而有助于其掌控更多原料采购基地，不仅有助于规模化提升优化自身的毛利率水平，更进一步可以构建自身的护城河，较行业其他中小参与者具有更多优势。加之公司积极参与行业标准制定，有望进一步提升其在行业的影响力和竞争地位。

财务分析：直营门店快速扩张期，带来阶段资金压力

现金流分析：门店高速扩张期+疫情影响带来一定短期资金压力

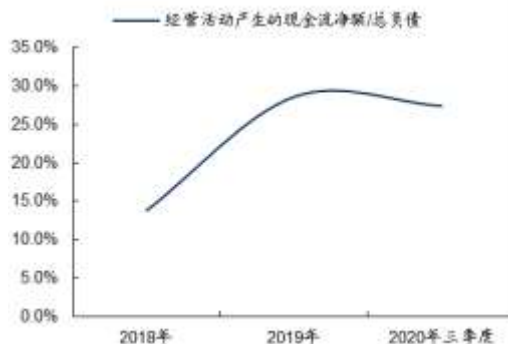
公司业务以现收现付业务为主，经营现金流较良好，同时经营活动现金流净额/收入整体维持在 16-19%之间，显示盈利能力良好。其中 2020 年前三季度经营活动现金流净额/收入提升至 19%，与疫情下所得税部分冲回相关。同时，公司经营活动产生净现金流/总负债从 2018 年末 13.8%提升至 2020 年三季度末的 27.4%，与近两年公司本身门店快速扩张及疫情影响相关。

图 47：公司经营活动现金流净额/收入变化情况



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

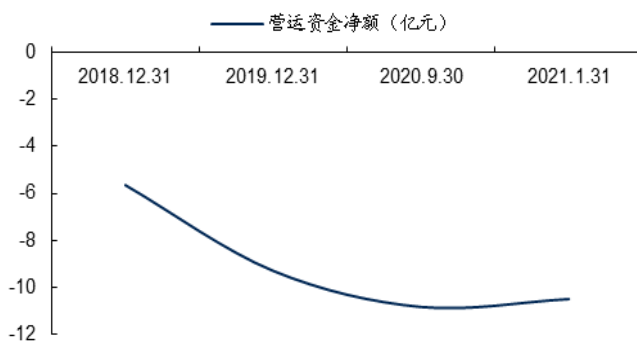
图 48：公司经营活动产生的现金流净额/总负债



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

由于公司处于快速扩张阶段，且 100%直营扩张，运营现金流相对受制。公司 2018 年末，2019 年末，2020 年三季度末，2021 年 1 月末，营运资金净额为-5.65 亿元，-9.31 亿元，-10.86 亿元，-10.52 亿元，主要系存在大额可赎回注资及分类以公允价值加量且其变动计入当期损益的金融负债的认股权证、境内贷款及可换票据，公司可赎回注资和金融负债于 2018 年末、2019 年末及 2020 年三季度末分别为 4.10 亿元、4.38 亿元、6.95 亿元，占流动负债的 48.3%，35.7%，38.9%。

图 49：公司营运资金净额情况



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

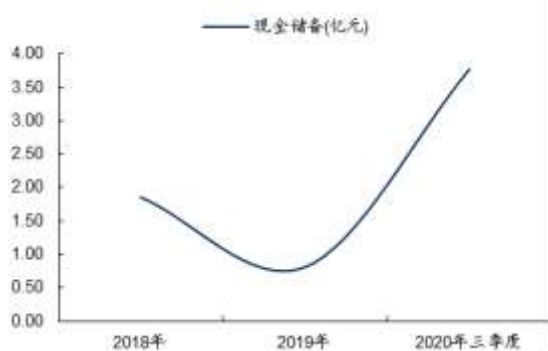
图 50：公司可赎回注资及金融负债变化



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

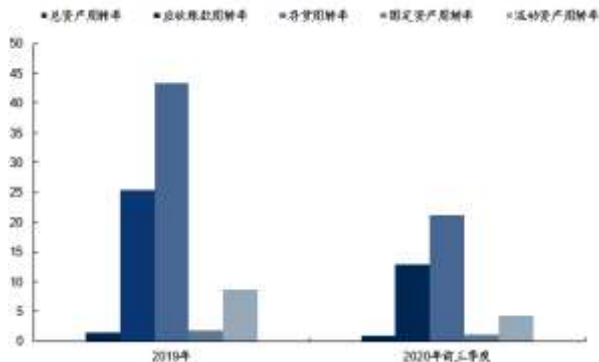
不过，从现金储备的角度，虽然公司 2019 年末现金储备短暂下跌至 0.81 亿元，但 2020 年三季度末现金储备增加至 3.77 亿元，有所改善。

图 51: 公司现金储备变化



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 52: 公司各项资产周转率变化趋势



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

经营效率分析: 门店快速扩张和疫情影响周转率变化

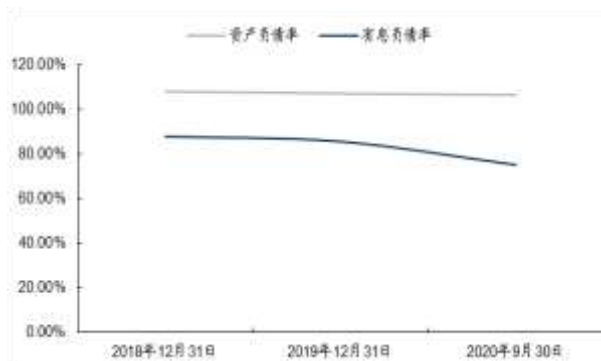
由于公司直营门店快速扩张, 加之疫情影响, 2020 年前三季度, 公司各项周转率有所下滑, 总资产周转率从 1.47 降至 0.91, 应收账款周转率从 25.36 降至 12.81, 存货周转率从 43.34 降至 21.08。不过客观而言, 考虑 2020 年疫情对行业的整体影响, 上述表现仍然可圈可点, 且公司疫情下公司 2020 年下半年扩张仍然迅猛。

资产负债及偿债分析: 成长期资产负债率相对高企, 流动比例偏低

2018 年-2020 年三季度末公司资产负债率超过 100%, 主要公司系门店高速扩张期, 且本身体量仍相对不大, 故短期负债压力较大。不过, 从有息负债的角度仍逐步下降, 其有息负债率从 2018 年末的 88% 下降至 2020 年三季度末的 75.2%。

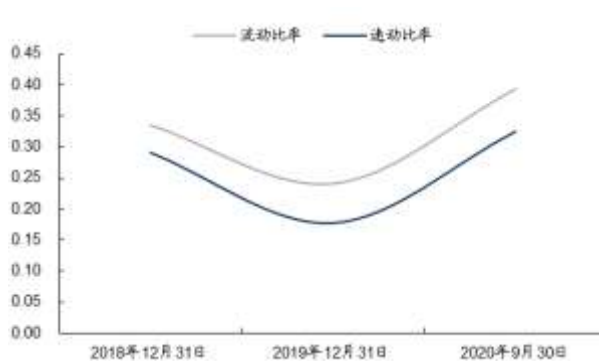
从短期偿债能力看, 公司流动比率和速动比率整体偏低, 与其融资结构相关, 且 2020 年略趋于改善。公司流动比率从 2018 年 0.34 上升至 2020 年三季度末 0.39, 速动比率从 2018 年 0.29 上升至 2020 年三季度末 0.32, 虽均小于 1, 但相对略有改善。并且, 公司流动负债的主要构成是贸易应付款、合约负债、银行贷款、可赎回注资、金融负债、租赁负债和当期应交税费, 其中应付款项、可赎回注资和租赁负债占比超过 70%, 应付款项和租赁负债与经营扩张速度较为一致, 可赎回注资占比从 2018 年底的 48.3% 下降至 2020 年三季度末的 25.7%, 整体债务增加主要由于业务扩张带来的应收款项增加和门店租赁债务的增加。公司整体现金利息保障倍数保持在 4 以上, EBIT 利息保障倍数持续和 EBITDA 利息保障倍数改善, 主要系盈利水平上升, 公司短期偿债能力有所改善。

图 53: 公司资本结构情况



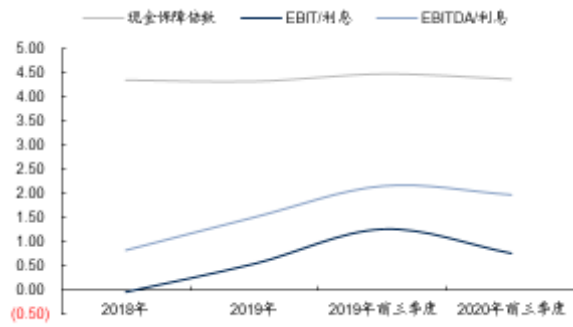
资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 54: 公司短期偿债能力改善



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 55: 公司利息支付能力有所改善



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 56: 公司短期负债构成



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

总体来看, 现制茶饮本身商业模式现金流较良好, 但因为公司目前仍处于快速成长期, 且坚持一二线直营门店扩张, 叠加疫情影响, 因此短期显示出一定资金压力, 未来若顺利港股 IPO 则预计能对公司的未来发展起到很好的助力。

盈利预测

假设前提

首先需要说明的是，公司成立至今约 6 年时间，目前仅官方披露 2018-2019 年完整数据以及 2020 年前三季度数据，历史财务数据相对有限；我们预计公司 2020 年仍在盈亏平衡线附近，单店模型仍在升级迭代中，且行业龙头近几年均处于加速扩张的状态，故我们目前仅为基于下列假设下的初步盈利预测，后续将根据更多的官方公开数据进一步跟踪动态调整。

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1、我们假设疫情影响在 2021 年 3 月后基本消除，宏观经济稳定，高端现制茶饮行业整体保持良好发展趋势；
- 2、假设 2020-2022 年公司新开店 173/303/350 家，其中 2021-2022 年新开店 70% 为 Pro 店，净增 165/294/335 家，各线城市客单价/订单量假设如下表所示；
- 3、随着规模增加及对上游供应链的逐步优化，我们假设其 2021-2022 年的毛利率 37%、36%，较此前略有改善；配送费用率较 2020 年以前下略有改善，但仍高于 2018-2019 年水平；
- 4、随着门店逐步扩展，基数增加，并且考虑新店模型逐步渐近升级，我们假设公司后续人工成本、租金、能耗、物流仓储费用等占比持续略有优化；但抢夺市场份额下，我们预计广告开支占比 2021-2022 年较 2020 年有所提升；
- 5、公司顺利港股上市，资金压力缓解，并获得未来门店扩张、供应链整合及数字化转型的充分资金支撑，但 2021 年若顺利上市预计会有一次性其他费用影响等。
- 6、门店扩张节奏扰动下，近几年所得税率预计仍然波动。

表 10：公司客单价和日均订单量假设

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 每笔订单客单价 | | | | | |
| 一线城市 | 41.7 | 42.5 | 44.0 | 45.3 | 46.9 |
| 新一线城市 | 44.6 | 42.7 | 42.8 | 43.9 | 44.7 |
| 二线城市 | 48.7 | 45.5 | 41.8 | 42.6 | 43.1 |
| 其他城市 | - | 47.5 | 46.5 | 46.6 | 47.1 |
| 每间茶饮店日均订单量 | | | | | |
| 一线城市 | 694 | 608 | 482 | 560 | 549 |
| 新一线城市 | 739 | 642 | 469 | 552 | 535 |
| 二线城市 | 949 | 754 | 476 | 570 | 553 |
| 其他城市 | - | 785 | 681 | 735 | 684 |
| 每间茶饮店日均销售额（千元） | | | | | |
| 一线城市 | 29.0 | 25.8 | 21.2 | 25.4 | 25.8 |
| 新一线城市 | 33.0 | 27.4 | 20.1 | 24.2 | 24.0 |
| 二线城市 | 46.3 | 34.3 | 19.9 | 24.3 | 23.8 |
| 其他城市 | - | 37.3 | 31.7 | 34.3 | 32.2 |

资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理预测

未来 3 年盈利预测

表 11: 公司未来 3 年盈利预测估算

| 单位千元/% | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入 | 1,086,826 | 2,501,510 | 2,848,567 | 5,483,927 | 8,058,300 |
| 其他收入 | 2,526 | 5,604 | 140,000 | 12,065 | 17,728 |
| 成本率 | -35.3% | -36.6% | -38.4% | -37.0% | -36.5% |
| 人工费率 | -31.3% | -30.0% | -28.7% | -28.4% | -28.0% |
| 租金费率 | -17.8% | -15.5% | -15.2% | -14.9% | -14.8% |
| 折摊占比 | -3.7% | -3.7% | -5.1% | -4.4% | -4.0% |
| 配送费率 | -1.0% | -2.6% | -5.5% | -5.0% | -4.6% |
| 水电开支 | -2.2% | -2.1% | -2.3% | -2.1% | -2.1% |
| 物流费率 | -1.1% | -1.6% | -1.9% | -1.8% | -1.7% |
| 广告开支 | -3.6% | -2.7% | -2.3% | -2.7% | -2.6% |
| 融资费率 | -4.2% | -3.8% | -4.3% | -0.9% | -0.4% |
| 其他费率 | -4.2% | -3.8% | -4.3% | -0.9% | -0.4% |
| 归母业绩 | -69,729 | -39,680 | -13,834 | 55,898 | 448,293 |
| 调整后业绩 | -56,580 | -11,735 | 25,679 | 73,898 | 448,293 |

资料来源:招股书, Wind, 国信证券经济研究所整理预测

按上述假设条件, 我们测算公司 2020-2022 年收入分别为 28.49、54.84、80.58 亿元, 归属母公司净利润-0.14、0.56、4.48 亿元, 调整后业绩估算为 0.26、0.74、4.48 亿元, 整体我们倾向于公司 2021 年有望实现盈利, 2022 年开始利润进入上行通道(仅供参考)。但是, 由于募投规模、发股情况暂未确定, 故我们暂未估算 EPS 及估值等情况, 预计将根据公司港股 IPO 进展及后续信息更新进一步补充。

盈利预测的敏感性分析

盈利预测情景分析

表 12: 情景分析(乐观、中性、悲观)

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 乐观预测 | | | | | |
| 营业收入(千元) | 1,086,826 | 2,501,510 | 2,878,552 | 5,546,921 | 8,318,195 |
| (+/-%) | -- | 130.17% | 15.07% | 92.70% | 49.96% |
| 调整后净利润(千元) | -56,580 | -11,735 | 27,749 | 127,675 | 575,041 |
| (+/-%) | -- | -79.26% | -336.46% | 360.11% | 350.40% |
| 中性预测 | | | | | |
| 营业收入(千元) | 1,086,826 | 2,501,510 | 2,848,567 | 5,483,927 | 8,058,300 |
| (+/-%) | -- | 130.17% | 13.87% | 92.52% | 46.94% |
| 调整后净利润(千元) | -56,580 | -11,735 | 25,679 | 73,898 | 448,293 |
| (+/-%) | -- | -79.26% | -318.83% | 187.77% | 506.64% |
| 悲观的预测 | | | | | |
| 营业收入(千元) | 1,086,826 | 2,501,510 | 2,791,098 | 5,343,444 | 7,726,465 |
| (+/-%) | -- | 130.17% | 11.58% | 91.45% | 44.60% |
| 调整后净利润(千元) | -56,580 | -11,735 | 17,912 | 5,354 | 246,968 |
| (+/-%) | -- | -79.26% | -252.64% | -70.11% | 4512.94% |

资料来源:招股书, 国信证券经济研究所整理预测

结论与建议

综合全文, 我们看好消费升级、龙头集中下高端现制茶饮龙头的成长机遇。奈雪系作为国内高端现制茶饮核心龙头之一, 目前市占率排名第二, 聚焦产品与“空间”, 拟打造中国版“星巴克”。未来若成功赴港 IPO 融资, 资金和品牌支持下, 公司有望通过快速门店扩张、门店模型优化、供应链整合及数字化转型持续支撑其较快发展。我们整体看好公司资本支持下未来 3-5 年扩张步伐。但由于公司目前仅披露招股书, 后续募资、发股、定价等信息尚未明确, 我们暂未给予评级(待后续信息更新后补充), 建议重点关注。

风险提示

宏观系统性风险

宏观经济稳定，人均收入持续稳定增长是支撑高端现制行业持续良好的基本前提；大规模传染疫情，包括疫情持续反复，疫苗效果低于预期，都可能对公司未来经营产生不利影响。虽然公司目前积极拓展新零售、线上外卖等对冲其影响，但若疫情大范围反复或持续阶段反复则仍然影响公司扩张及成长。

盈利预测的风险

消费升级背景下，高端现制行业整体仍处于快速成长周期，但后续消费行为变化，可能影响行业增长趋势，从而可能导致公司收入盈利成长不及预期；

目前行业龙头均积极快速扩张，竞争激烈，公司如果不能及时抓住机遇，公司门店扩张后续增长可能受制，整体扩张空间可能低于预期；

新 Pro 门店模型 2020 年 11 月推出，虽然目前做了很多优化，但大范围推广效果仍待持续广泛验证，未来实际盈利能力改善需要跟踪，运营情况可能低于我们预期；公司成立至今仅 6 年+，目前还处于扩张期，大量扩张下的单店模型仍待验证，包未来可能随着门店快速扩张，单店收入下降和盈利变化可能低于预期；

重视服务及体验下，公司未来人工成本优化可能低于我们预期；

传统大店模型下，如果后续行业竞争激烈，公司也不能及时根据市场变化优化调整，则公司因固定成本较高也可能导致盈利能力改善受限。

经营风险

茶饮产品并非专用，可能被竞争对手持续复制，并采取更低的价格策略，影响公司产品销售；

现有产品或者新推出产品可能无法适应客户不断变化的喜好；公司新产品开发可能低于预期；

原材料成本波动也可能影响公司毛利率水平；供应链供应和整合情况可能跟不上公司门店扩张节奏，从而影响公司产品销售；由于茶叶、水果等受季节天气影响较大，供应链质量波动也可能影响公司产品质量。

公司新零售布局可能低于预期；

公司未能根据市场需求变化及时调整门店模型；

财务风险

由于公司目前还处于快速扩张中，需要大量资金支持，资产负债率高企，未来若经营不及预期，融资节奏受限，可能存有营运资金不足，甚至整体资金链压力；

公司门店模型相对系大店模型，对资金的需求和固定成本相对较高，未来若行业波动或公司经营扰动，可能进一步加剧资金链压力，导致无法执行公司的增长战略，业务、财务状况及前景可能受到重大不利影响。

结合招股书，若公司 2023 年 12 月 30 日之前或发生若干特定事件后未完成，本公司须赎回所有该等可赎回可转换优先股，赎回总价为发行该等可赎回可转换优先股的对价总额加其相关应计利息。发行 A 系列、A+ 系列、B-1 系列及 B-2 系列优先股的对价总额等于人民币 626 百万元，而发行或收购 C 系列优先股的对价总额等于 105 百万美元。截至 2020 年 9 月 30 日，公司现金及现金等价物为人民币 377.0 百万元。赎回可赎回可转换优先股一经触发，可能对公司的现金及流动性状况以及财务状况造成不利影响。

市场风险

行业竞争激烈下，公司未来广告营销费用投入可能大幅高于我们预期；

行业竞争激烈下，且行业缺乏统一标准，也不排除新进入者采取激进措施，导致劣币驱逐良币等风险；

后续获客成本持续高于预期。

食品安全风险

对于高端现制茶饮品牌，食品安全卫生事件对其品牌声誉影响极大。如果后续产品品控管理不严格，可能直接影响公司品牌声誉，从而可能对其盈利成长产生显著不利影响。

其它风险

公司目前仅递交 IPO 材料，后续上市节奏及上市确定性仍需跟踪；

若公司成功上市后，存量核心股东可能存有减持风险。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 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注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032