

春茗纳新叶，奈雪焙生香 增持（维持）

2021年02月20日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

投资要点

■ **新式茶饮势如破竹，头部玩家差异化竞争。**据灼识咨询预计，2020年我国新式茶饮市场规模达1,136亿元，伴随产品创新、消费接受度提升与线上业务发展，**该市场将加速扩容，2025年有望达到3,400亿元（2020-2025年CAGR达24.5%），成为茶行业规模最大细分赛道。**2020年我国新式茶饮市场总销售额约60%来自现制茶饮门店（门店分为高端及中低端，20年整体零售额约666亿），其中高端现制茶饮门店多以直营为主，专注使用优质、新鲜配料生产现制茶饮，创造差异化茶饮体验。受益于消费升级+需求升级，高端门店快速扩张，2020年店内现制茶饮零售额达129亿元（15-20年CAGR达75.8%），并有望于2025年达到522亿元（20-25年CAGR为20.0%）。截至20前三季度，全国高端新式茶饮店总零售额CR5达55%，集中度高；**其中喜茶市占率25.5%，奈雪的茶市占率17.7%，分列行业前两。**

■ **竞争要素与行业趋势：场景化消费下的产品力与品牌力共振。**伴随消费人群代际切换，消费主力Z世代驱动茶饮消费持续升级。我们认为茶饮行业竞争将日趋激烈，**中高端化、场景化、品牌化的创新竞争将成为行业主旋律。****1) 头部品牌多元化店型的多场景差异化竞争。**比如喜茶推出特色主题店、喜茶GO小店，奈雪推出奈雪PRO轻量化门店、Bla Bla Bar鸡尾酒吧、梦工厂等多元化店型，覆盖多种消费场景进行差异化竞争。**2) 产品品质与创新、SKU交叉销售成为发展趋势，**据《2020新式茶饮白皮书》显示，53%的茶饮消费者偏好将茶饮搭配烘焙产品食用。奈雪率先推出“茶饮+烘焙”交叉销售提升客单价并强化下午茶与聚会场景。**截至20年Q3，奈雪烘焙产品贡献高端现制茶饮店销售的烘焙产品零售额达到21.7%，位列第一。**在上游，头部品牌纷纷深入供应链以获得规模效应、更优质原材料与更低的采购成本，如奈雪在云南成立了专属草莓园、喜茶自建500亩有机茶园等。**3) 新式茶饮进入品牌化发展阶段，**通过联名等创新营销突破品牌界限，全面打造生活方式品牌、通过数字化会员体系增强快反能力，提高消费者黏性。**截至20年底奈雪注册会员数突破3,000万，喜茶小程序会员超过3,500万。**

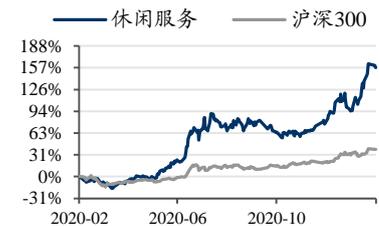
■ **奈雪的茶：现制好茶+软欧包，社交第三空间打造者。**

- 品道控股（现称奈雪的茶控股）由赵林、彭心于2014年共同创立，创始人行业管理及运营经验丰富，对品牌调性、定位把握准确。公司旗下涵盖奈雪的茶、台盖两大品牌。**截至2020年前三季度，公司营收达21.1亿（+21%）；**伴随规模效应与盈利能力提升，实现经调净利448万，利润率0.2%。
- **核心品牌奈雪的茶2019年实现收入23亿（+152%），收入贡献达92%，目前门店已超500家，覆盖中国大陆61个城市。**创新打造“茶+软欧包”的双产品线形式，核心菜单提供超25种经典茶饮和超25种手工烘焙产品。品牌创始之初便对标星巴克，着力构建茶饮社交“第三空间”经营模式收到消费者追捧。
- **单店经营优异：奈雪标准店面积约200+平，客单价43元行业领先，2019年同店店效约1142万，我们预计门店层面净利率可达15%，平均单店投入185万，投资回收期约1年。**
- **轻量化扩张：**2020年11月推出轻量化模型奈雪PRO（门店不含现制烘焙而选择中央厨房预制产品，经营效率更高），面积缩减至125平意味更低成本投入与更多开店选择，**奈雪计划21-22年新开300/350家门店，其中约70%为PRO店。**同时公司未来3年内将全国布局5家中央厨房以支持PRO门店扩张。

■ **投资建议：**近年来，新式茶饮行业发展迅速。伴随品牌与资本竞相入局，作为行业领先品牌之一的奈雪，不断创新迭代产品，优化单店模型，致力于打造第三空间。通过纵横双向的拓展，持续拓宽自身边界，持续迭代和进化的能力有望助力其达到更高的高度。伴随Z时代渐成消费主力，新消费市场不断涌现出全新的消费需求和趋势，新式茶饮行业空间广阔。建议关注赛道的头部品牌，如奈雪的茶、喜茶等。

■ **风险提示：**疫情反复带来宏观经济波动；经营/扩张不及预期；竞争加剧与品牌老化风险；食品安全风险。

行业走势



相关研究

- 1、《社服新消费行业周观察：喜茶的2020：灵感永驻、开疆拓土》2021-02-07
- 2、《社服新消费行业周观察：第三空间打造者：新式茶饮奈雪的茶 vs 现制咖啡星巴克》2021-02-01
- 3、《新消费与机场快递月度跟踪：餐饮增速再回正，疫情反复中，关注“就地过年”下的服务消费变化》2021-01-28

内容目录

1. 新式茶饮势如破竹，高端头部玩家差异化竞争	5
1.1. 中国茶饮市场空间广阔，新式茶饮引领发展	5
1.2. 品牌扩张以门店为核心，高端门店成长势不可挡	6
1.3. 高端新式茶饮市场集中度高，头部品牌特点鲜明	7
2. 竞争要素与行业趋势：场景化消费下的产品力与品牌力共振	9
2.1. 消费升级背景下，中高端茶饮品牌更受青睐	9
2.2. 消费场景化，多元店型差异化竞争	10
2.3. 品类矩阵直击消费者痛点，强供应链打造优质产品力	12
2.3.1. 产品品质及创新是核心，交叉销售引领未来市场	12
2.3.2. 奈雪首创现制茶饮搭配烘焙产品，持续创新释放品牌潜力	13
2.3.3. 强化供应链筑造优质的产品力	14
2.4. 创新营销叠加数字化会员体系提升用户粘性塑品牌	15
2.4.1. 创新营销方式建立品牌认知度	16
2.4.2. 会员体系加强消费者粘性	17
3. 奈雪的茶：现制好茶+软欧包，社交第三空间打造者	19
3.1. 治理结构：夫妇创始人股权集中，员工激励充分挖潜	20
3.2. 奈雪集中布局高线城市，疫后加速扩张	21
3.3. 茶饮定位差异化，未来知多少？	24
3.3.1. 打造茶饮社交空间，产品广覆盖，定位差异化	25
3.3.2. 品牌力为基，多元扩张创未来	27
4. 投资建议	31
5. 风险提示	31

图表目录

图 1: 2015-2025E 我国新式茶饮市场规模加速扩容 (单位: 亿元)	5
图 2: 新式茶饮主要产品品类	6
图 3: 线上外卖迅速发展	6
图 4: 2015-2025E 中国现制茶饮店现制茶饮产品零售额 (单位: 亿元)	7
图 5: 2015-2025E 高端现制茶饮店总零售额	7
图 6: 高端新式茶饮市场集中度高 (截至 20 年前三季度)	7
图 7: 家庭年可支配收入对应城市人口数 (百万人)	9
图 8: 2020 年新式茶饮消费者年龄及性别分布	9
图 9: 家庭年可支配收入对应城市人口数量 (百万)	10
图 10: 新茶饮行业品牌金字塔	10
图 11: 截至 20 年 9 月 30 日中国高端现制茶饮和其他茶饮店的市场地位分析	10
图 12: 奈雪的茶门店的典型布局和设计	11
图 13: 奈雪梦工厂	12
图 14: 奈雪的鸡尾酒屋 Bla Bla Bar	12
图 15: 喜茶粉色主题店	12
图 16: 喜小茶饮料厂门店	12
图 17: 中国高端现制茶饮的交叉销售商品的零售消费额 (亿元)	13
图 18: 2020 年茶饮消费者搭配偏好	13
图 19: 高端现制茶饮门店销售的烘焙产品零售额 (亿元)	13
图 20: 2018-2020Q3 奈雪的材料成本及占收入比	15
图 21: 2018-2020Q3 奈雪前五大供应商采购额及占比	15
图 22: 2015 至 2020 年茶饮原材料 CPI	15
图 23: 喜茶自建有机茶园	15
图 24: 高端现制茶饮的品牌偏好	16
图 25: 新式茶饮消费者品牌偏好	16
图 26: 奈雪的茶 2020 年推出茶礼盒、气泡水等产品	16
图 27: 奈雪的茶联名推广活动	16
图 28: 奈雪的茶会员体系界面和主要功能	17
图 29: 奈雪的茶注册会员数量快速增长 (万名)	18
图 30: 奈雪的茶活跃会员数量及复购会员比例	18
图 31: 奈雪的茶深耕高端现制茶饮市场, 全国扩张, 全面进化	19
图 32: 公司 2018-2020Q1-Q3 营收情况	19
图 33: 公司 2018-2020Q1-Q3 利润情况 (单位: 百万元)	19
图 34: 奈雪的茶创始人持股达 67.04% (截至港股 IPO 前)	21
图 35: 奈雪的茶疫情下逆势增收 (单位: 百万元)	21
图 36: 奈雪 2020 年前三季度各线城市营收占比	22
图 37: 21 年 1 月末奈雪的茶各线城市门店分布	22
图 38: 奈雪主打“茶+软欧包”双产品线	25
图 39: 2019 年公司茶饮收入占比 73%	26
图 40: 奈雪的茶产品品类	26
图 41: 星巴克产品品类	26
图 42: 喜茶门店小而简约	27

图 43: 奈雪门店更加注重社交属性.....	27
图 44: 奈雪 Pro 门店.....	27
图 45: 奈雪 Pro 独供产品.....	27
图 46: 截至招股说明书日奈雪 Pro 门店数量 (家).....	28
图 47: 奈雪 2021-2023 年开店将以 PRO 店为主.....	28
图 48: 奈雪的茶产品研发体系与关键步骤.....	29
图 49: 奈雪与人民日报联名活动.....	30
图 50: 奈雪圣诞活动在小红书关注广泛.....	30
表 1: 新式茶饮三类门店概览.....	6
表 2: 高端新式茶饮玩家概况 (数据截至 2020 年 9 月 30 日).....	8
表 3: 茶饮及餐饮代表品牌成熟单店模型拆解.....	8
表 4: 奈雪的茶核心团队履历优秀, 行业管理经验丰富.....	20
表 5: 奈雪的茶各线城市营收/分布一览.....	22
表 6: 奈雪各线城市单店数据一览.....	23
表 7: 奈雪各线城市同店数据一览.....	24
表 8: 台盖核心数据一览.....	24
表 9: 奈雪 PRO 店开设更加灵活.....	28
表 10: 截至 2020 年 Q3 公司主要供应商一览.....	29

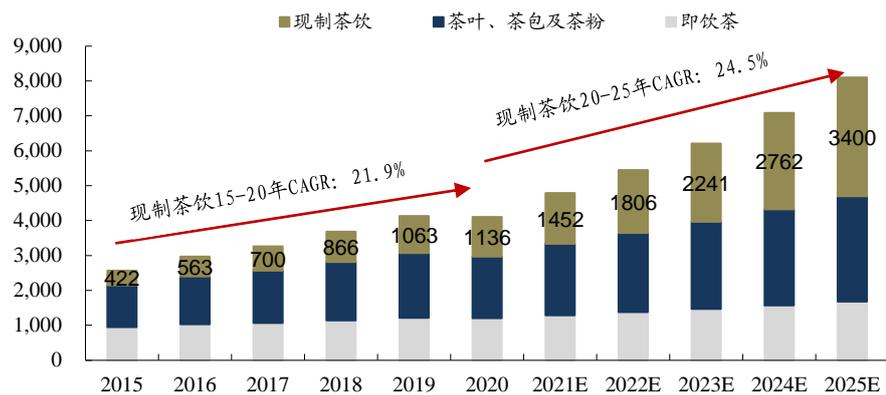
1. 新式茶饮势如破竹，高端头部玩家差异化竞争

1.1. 中国茶饮市场空间广阔，新式茶饮引领发展

我国茶行业增长稳健，新式茶饮崛起引领行业发展。中国是茶叶的发源地，拥有近五千年的饮茶历史。据灼识咨询，我国茶行业市场 2020 年市场规模为 4,107 亿元，CAGR 为 9.8%（相比之下，2020 年咖啡市场规模仅为 655 亿元）。截至 2020 年，茶产品的零售消费价值在我国非酒精饮料市场中（包括茶、咖啡、其他饮料）占比超 35%。

具体来看，茶行业可细分为现制茶饮（新式茶饮）、茶叶茶包及茶粉、即饮茶三类。诞生于 20 世纪 80 年代台湾的“珍珠奶茶”，新式茶饮赋予传统茶新的内涵，通过多样化的风味及口味吸引消费者。我国新式茶饮市场实现快速增长，2020 年市场规模达 1,136 亿元（2015-2020 年 CAGR 为 21.9%），据灼识咨询预计新式茶饮市场将加速扩容，在 2025 年达到 3,400 亿元（2020-2025 年 CAGR 达 24.5%），成为茶行业规模最大细分赛道，占比整体达到 42%。

图 1：2015-2025E 我国新式茶饮市场规模加速扩容（单位：亿元）



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

产品不断创新，消费偏好迭代驱动行业持续发展。在供给端，近年来，新式茶饮各品牌为适应激烈的市场竞争，纷纷加大研发投入，产品创新不断、迭代速度极快。标准化的生产流程和卓越的产品品质成为品牌发展的必备要素。在需求端，饮茶逐渐成为一种新的生活方式，颇受年轻消费群体欢迎。据灼识咨询调查，60%以上的受访者较上一年消费更多的新式茶饮，95%以上的受访者表示会维持或者增加在现制茶饮店的消费。

新式茶饮迈入数字化，线上点单及外卖服务快速发展。随着移动支付普及和餐饮业数字化进程深入，叠加疫情对消费方式的改变，新式茶饮产品的外卖零售额由 2015 年的 7 亿元增至 2020 年的 284 亿元，占比现制茶饮总零售额 25%。外卖服务有助于门店扩大服务区域，触达更多消费者，同时为消费者带来更大便利性和灵活性。灼识咨询预计 2025 年通过外卖销售的新式茶饮销售额将达到 1,129 亿元，占总销售额的 33.2%。

图 2: 新式茶饮主要产品品类

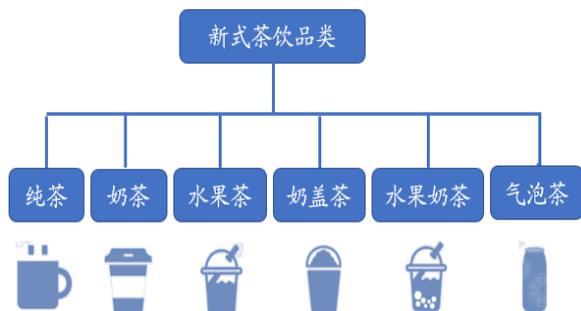


图 3: 线上外卖迅速发展



数据来源: 2020 新式茶饮白皮书, 东吴证券研究所

数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

1.2. 品牌扩张以门店为核心, 高端门店成长势不可挡

门店是新式茶饮的主要消费渠道, 低/中/高端门店差异显著。2020 年我国现制茶饮市场总销售额中约 60%来自现制茶饮门店。门店按其产品平均售价, 可以分为低端店、中端店和高端店三类。三类门店在配料、代表产品、店型等方面具有显著差异。不开放加盟的品牌中, 喜茶的门店数量于 2020 年底达到 695 家, 奈雪达到 500 家+; 开放加盟的品牌中, 蜜雪冰城门店数量最多, 现已达 13,000 家以上;

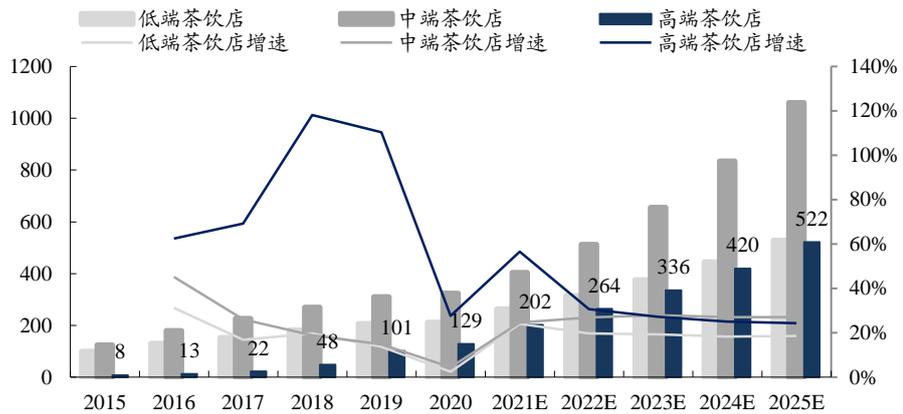
表 1: 新式茶饮三类门店概览

	第一代 (低端茶饮店)	第二代 (中端茶饮店)	第三代 (高端茶饮店)
配料	合成添加剂及人工色素 奶精及奶茶粉	罐头水果、果酱及调味 糖浆 碎奶及奶精	购买新鲜原料, 包括上乘茶 叶、鲜奶及时令水果
代表产品	● 波霸奶茶	● 风味奶茶, 如芒果 绿茶及蜂蜜柚子茶	● 鲜果茶, 如芝士草莓茶 ● 冷泡茶
新式茶饮产品平均 售价 (2020 年)	≤ 10 元	10-20 元	≥ 20 元
主要店型	● 供外卖的街店	● 供外卖的街店 ● 购物商城的外卖店	● 有社交空间的高端茶饮店 ● 其他创新店型

数据来源: 奈雪的茶招股书, 东吴证券研究所

消费升级+需求升级, 门店高端化势不可挡。高端新式茶饮门店专注于使用优质、新鲜配料生产现制茶饮, 创造良好的差异化的茶饮体验。近年来, 随着我国人均可支配收入提高, 尤其是一线及新一线城市消费群体购买力的上升, 叠加消费者对新式茶饮体验的需求不断增长, 高端新式茶饮门店快速兴起。据灼识咨询预计, 高端店内现制茶饮零售额在 2020 年达到 129 亿元 (15-20 年 CAGR 达 75.8%, 且 2020 年受疫情影响增速放缓), 并有望在 2025 达到 522 亿元 (20-25 年 CAGR 为 20.0%)

图 4: 2015-2025E 中国现制茶饮店现制茶饮产品零售额 (单位: 亿元)

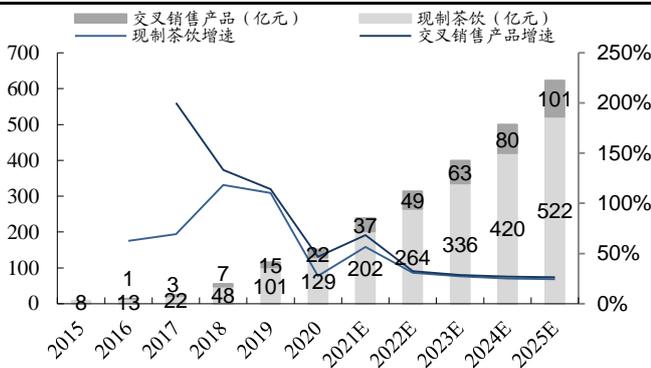


数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

1.3. 高端新式茶饮市场集中度高, 头部品牌特点鲜明

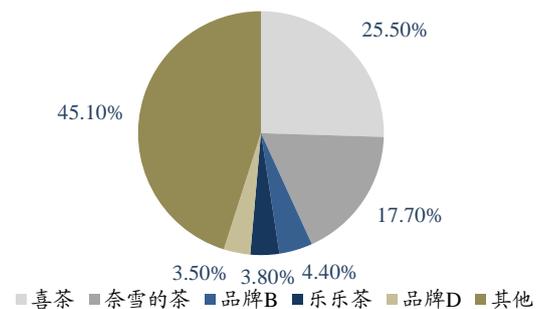
2020 年前三季度高端新式茶饮 CR5 达 55%, 奈雪的茶客单最高。截至 20Q3, 中国约有 34 万家现制茶饮店, 其中约 3,200 家高端门店。在一万个现制茶饮连锁品牌中, 约有 100 个高端现制茶饮连锁品牌经营 2,400 家茶饮店。据灼识咨询预计, 2020 年我国高端现制茶饮店零售消费总额达 152 亿 (含交叉销售产品 22 亿元), 并有望在 2025 年达到 623 亿 (20-25 年 CAGR 为 32.7%)。截至 20 年前三季度, 该市场 CR5 为 54.9%, 市场集中度高。喜茶市占率 25.5%, 奈雪的茶市占率 17.7%, 分列行业前两名, 前四大品牌均采用 100% 直营模式。

图 5: 2015-2025E 高端现制茶饮店总零售额



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

图 6: 高端新式茶饮市场集中度高 (截至 20 年前三季度)



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

头部玩家寻求差异化发展, 创新业态, 拓宽业务边界。奈雪的茶创新打造“茶+软欧包”的双产品线形式, 着力构建茶饮的“第三空间”。喜茶秉承“灵感之茶”持续迭代, 2020 年共推出 24 款新品, 打造生打椰椰芒、酒酿桂花冻等人气新品。乐乐茶依靠网红产品“脏脏包”占据市场后, 积极在商业模式上扩充门店形态, 2018 年开设首家“制茶工厂”概念店, 同时重视跨界营销、IP 设计。因味茶以中国茶文化为品牌基础, 以原叶茶为茶体, 主营健康茶饮和简餐; 另销售茶叶、茶周边, 打造年轻群体一站式茶空间。

表 2: 高端新式茶饮玩家概况 (数据截至 2020 年 9 月 30 日)

品牌	成立时间	品牌特点	直营门店 (家)	覆盖城市 (个)	茶饮平均售价/客单价 (元)	目标客群	线下模式	线上模式	主要进驻城市
奈雪的茶	2015	水果茶+软欧包; 提供第三空间	420	61	27/43	20-35 岁女性	直营	外卖+小程序	深圳、上海、广州、北京、南京、杭州
喜茶	2012	创意现制茶饮	600	54	25/40	新一代年轻人	直营	外卖+小程序	深圳、上海、北京、广州、成都、杭州
乐乐茶	2016	奶酪茶+软欧包	58	12	22/40	18-35 岁学生/白领	直营	外卖+小程序	上海、北京
因味茶	2014	健康茶饮+简餐	8	2	30/-	20-35 岁消费者	直营	京东商城	上海、北京

数据来源: 奈雪的茶招股书, 各公司官网, 东吴证券研究所整理

门店毛利率高, 人力及租金为主要成本。高端现制茶饮店目前仍主要布局一二线城市, 单店投资 125-250 万元, 单店年收入 1,000~1,800 万元左右, 门店毛利率约 65% 左右。奈雪的茶标准店面积 200-250 平; 采取“茶+软欧包”双产品矩阵, 打造第三空间社交理念, 坪效为 4-5 万元, 低于喜茶。为了给消费者提供良好的购物体验, 高端新式茶饮门店对店面选址要求高, 对员工进行体系化培训, 其门店成本集中在租金及人力成本。

表 3: 茶饮及餐饮代表品牌成熟单店模型拆解

	奈雪的茶	喜茶	乐乐茶	蜜雪冰城	星巴克	海底捞	太二酸菜鱼
20 年门店数 (家)	500+	695	65~70	13000	4706	1300+	232
单店投资 (万元)	125-185	150-250	250	30~40	280	800-1000	250
客单价 (元)	40-45	40	40	8	35	105	75
单店收入 (万元/年)	1000	1200	1800	100	700	4905	1370
面积 (m ²)	200-250(标准店) 80-200(PRO 店)	80-120(标准店) 50-80(Go 店)	100-120	15-20	180	800-1000	250
标准店坪效 (万元)	4-5	10-15	15-18	5-6.7	4	4.9-6.1	5.3
投资回收期	11-12 月	9-12 月	16 月	1-2 年	18-20 月	6-13 月	7 月
毛利率	65%	65%	60%	45%	-	60%	60%
门店经营利润率	25%	23-26.7%	20-21%	20-25%	25.9%	21%	24.8%

注: 自主测算得出, 或与实际情况存在偏差, 蜜雪冰城为加盟商口径

数据来源: 奈雪的茶招股书, 喜茶 2020 年度报告, 东吴证券研究所测算

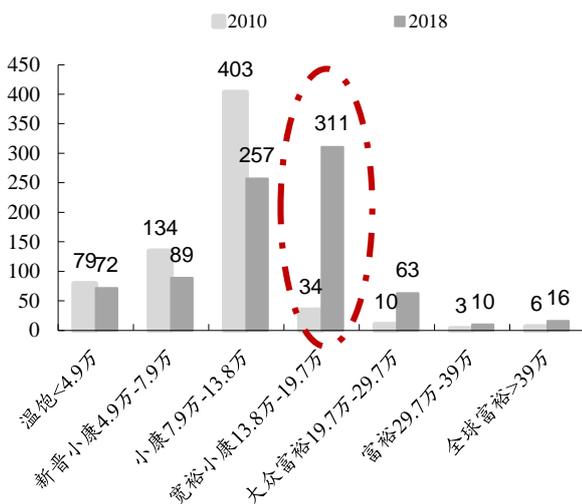
2. 竞争要素与行业趋势：场景化消费下的产品力与品牌力共振

2.1. 消费升级背景下，中高端茶饮品牌更受青睐

居民可支配收入增长，消费升级趋势显著。从家庭可支配收入来看，据麦肯锡全球研究院数据，10年-18年城市主流家庭年可支配收入从7.9-13.8万元提升到了13.8-19.7万元，家庭年可支配收入有了大幅的提升；而在5年后中产阶级将达到近5亿人，覆盖了一半的城市人口，将不断刺激未来消费升级。

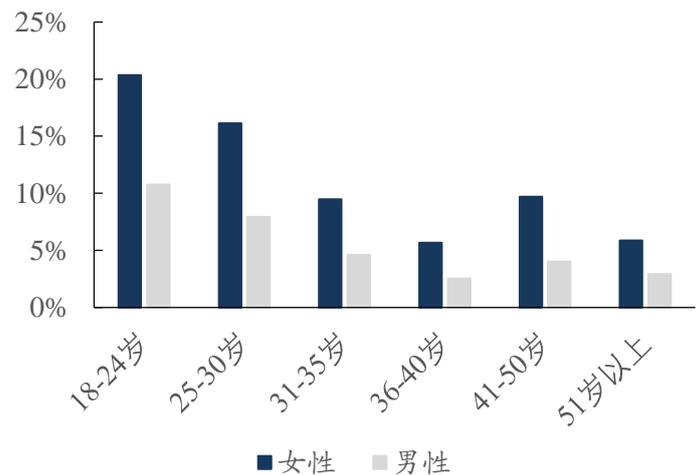
消费人群代际切换，Z世代渐成新消费主力。Z世代群体出生于1995-2009年，国家统计局数据显示，2018年共计有2.6亿人，占总人口数19%。而根据中国连锁经营协会(CCFA)联合阿里新服务研究中心于2020年11月发布的《2020年新茶饮研究报告》，新茶饮消费者中，“90后+女性”为主力人群，占比接近40%；且相较于餐饮行业的整体职业分布，新式茶饮消费者的“学生”与“白领”职业特征比较明显。

图7：家庭年可支配收入对应城市人口数（百万人）



数据来源：麦肯锡全球研究院，东吴证券研究所

图8：2020年新式茶饮消费者年龄及性别分布



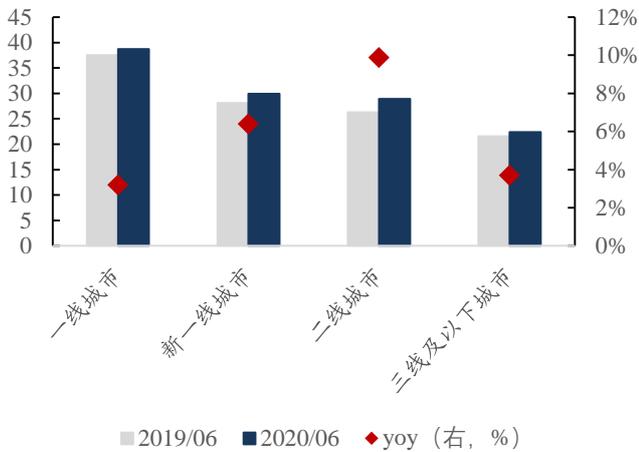
数据来源：CCFA，阿里新服务研究中心，东吴证券研究所

Z世代崛起驱动茶饮消费中高端化。随着购买力的提升，中国消费者愿意在现制茶饮产品上花费更多，尤其是在高端产品上。根据灼识咨询统计，60.5%的受访者在过去一年中在高端现制茶饮产品的消费金额在所有现制茶饮消费的占比有所提高。根据《2020年新茶饮研究报告》，2020年6月，一线城市的新茶饮客单价达到38.7元，同比增长3%；而新一线、二线、三线及以下城市客单价也分别同比增长约6%、9%和3%，中高端化趋势明显。

如果我们依据品牌的价位、消费人群定位和经营模式将茶饮品牌划分为高端、中端和大众品牌三类。其中，高端品牌即指产品单价介于20元至35元、门店集中于一、二线城市、以直营为主、消费人群定位为都市白领，其代表品牌包括喜茶、奈雪的茶、乐乐茶等少数几个品牌。而中端品牌则包括像有Coco、一点点、茶颜悦色等产品单价介于

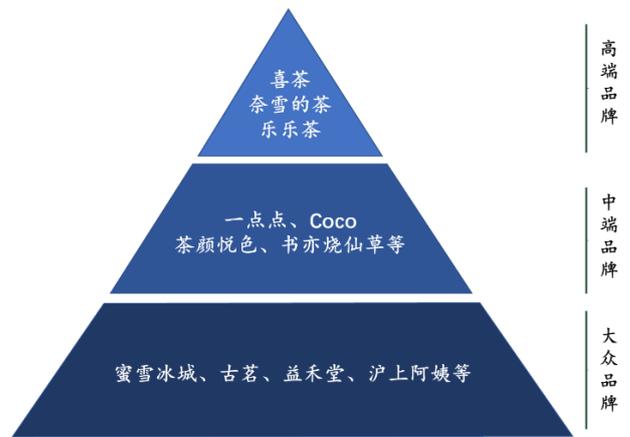
10元至20元、靠差异化产品做性价比的品牌；大众品牌则包括蜜雪冰城等产品单价大多在10元以下的品牌。

图 9：家庭年可支配收入对应城市人口数量（百万）



数据来源：CCFA，阿里新服务研究中心，东吴证券研究所

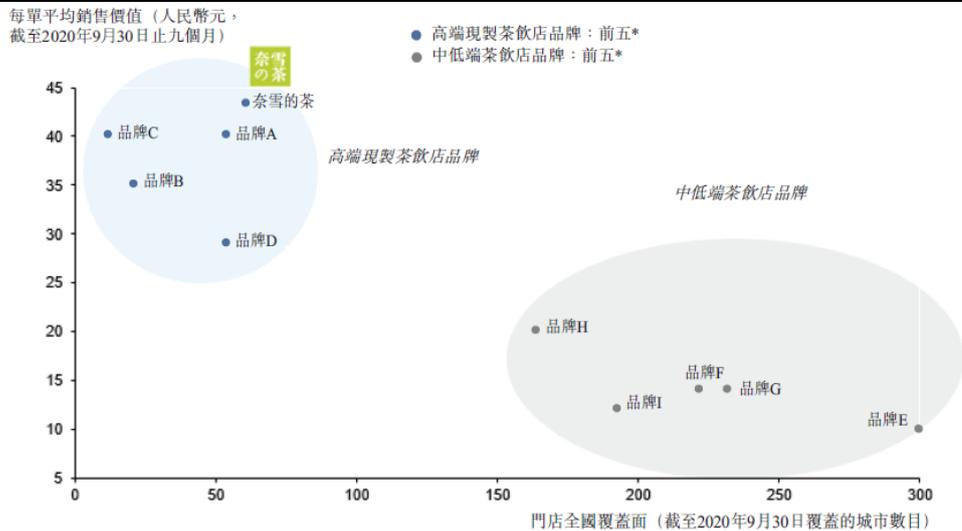
图 10：新茶饮行业品牌金字塔



数据来源：东吴证券研究所整理

以奈雪为代表的头部新茶饮品牌雄踞高端定位。截至20年9月30日，高端茶饮品牌的平均客单价为35.0元。以奈雪为例，奈雪始终坚持自营高端现制茶饮，通过布局中国高端现制茶饮门店提供优质、健康的现制茶饮重塑茶饮体验，其客单价在所有品牌中最高，可达43.3元；而其他头部品牌如喜茶等客单价也均在40元附近。

图 11：截至20年9月30日中国高端现制茶饮和其他茶饮店的市场地位分析



数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

2.2. 消费场景化，多元店型差异化竞争

由于主力消费群体年龄结构的不断改变，越来越多品牌选择通过各类形式将其与相关的某个场景进行联系，再通过产品设计、包装设计和营销活动等方式凸显特定的产品形象，营造出在特定的环境下产生消费行为的场景，并以此来吸引该场景所能覆盖的消费群体。而这种挖掘消费者需求、培育消费人群的方式也因此被称为“消费场景化”。

头部品牌多元化店型的多场景差异化竞争。当下的主力消费人群在茶饮市场期望获得更全面的茶饮体验，因此提供定制化优质的客户服务的高端现制茶饮店能有效的吸引并留存客户；此外头部品牌也更注重店面的设计。

奈雪的茶致力于店型设计和创新店型拓展，以塑造不同消费场景。专注“**第三空间**”概念，**打造现代休闲与社交理念相结合的高端茶饮店。**顾客是奈雪企业价值观的核心，奈雪通过精心设计每家门店以创造一个舒适的高端社交场所。奈雪的茶店型门店均融入艺术元素进行独特的设计，其氛围在空间、家居、装饰、照明及背景音乐等多方面的品质唤起最佳的茶道和现代精致生活体验，以营造一种温暖、舒适、休闲、轻松的氛围。这样的设计和氛围打造显著的提升了客户体验并给每一位消费者树立起奈雪的优质品牌形象。

图 12: 奈雪的茶门店的典型布局和设计



数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

结合艺术、文化及生活元素不断丰富奈雪的多元化消费场景。2019年11月，奈雪专门成立的研发店——“奈雪梦工厂”，其定位是奈雪的超级产品试验田，面积达到1,000平方米。所有研发人员工作于此，每周出售研发新品，通过销售数据择优上新，目前门店已发展烘焙、茶饮、咖啡、酒品、零食等十五大板块，15条产品线共1,000多种新品；并配有娃娃机及其他流行游戏设备的零售礼品店。2020年11月，奈雪推出PRO门店，门店不提供现制烘焙而改用预制产品，更加轻量化的在门店选址与运营等多个方面均更加灵活，进一步提升奈雪扩张空间。

茶饮之外，奈雪也开始布局酒精类饮品“奈雪酒屋”Bla Bla Bar。奈雪对含酒精饮品的尝试始于2018年，其在华南地区试水茶饮加酒的搭配，首次在水果茶中加入白葡萄酒。2019年1月，奈雪在深圳开设首家专供酒饮的奈雪鸡尾酒屋Bla Bla Bar。菜单包含一系列带有创意成分的鸡尾酒，进一步丰富了奈雪的产品品类和门店理念。截至20年9月30日，奈雪在上海、深圳、杭州共有22间奈雪Bla Bla Bar。

图 13: 奈雪梦工厂



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 14: 奈雪的鸡尾酒屋 Bla Bla Bar



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

为了针对不同消费场景的广大消费者，头部品牌纷纷开设多种类型的茶饮店，包括主题店、快闪店、特色店等，这些门店具有现代风格的室内装饰和时尚空间。如喜茶在 2017 年推出了黑金店、粉色主题店等；20 年 4 月喜茶还推出了定位大众市场的“喜小茶”饮料厂等。

图 15: 喜茶粉色主题店



数据来源：喜茶官方公众号，东吴证券研究所

图 16: 喜小茶饮料厂门店



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.3. 品类矩阵直击消费者痛点，强供应链打造优质产品力

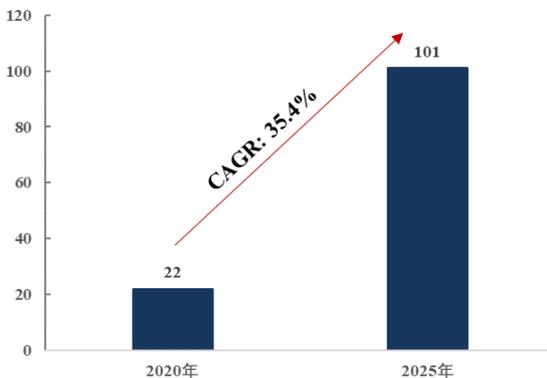
2.3.1. 产品品质及创新是核心，交叉销售引领未来市场

产品品质及创新已经成为留住顾客的关键要素和高端现制茶饮的差异化要素。消费升级趋势下，消费者的健康意识显著提升，消费者对于产品的品质越来越重视。根据灼识咨询的统计，约 70% 的受访者将其品牌偏好归于该品牌的最畅销产品。因此对于高端的现制茶饮品牌，保留并持续升级优质经典产品，与推出能满足客户不断变化的口味和偏好的新产品同样重要。同时，配料的选择和品质也会对现制茶饮口感产生较大影响。

交叉销售有望成为高端现制茶饮的发展趋势。茶饮消费具有高频的特点，从而给如烘焙产品等品类带来了交叉销售的机会。目前头部的高端茶饮品牌均已向其他产品类别进行扩充，涵盖了烘焙、咖啡、零售等。多元化的产品类型和交叉销售将能够扩展消费

者的消费时间段和场景，给消费者提供多维度的用户体验。根据灼识咨询统计，预计中国高端现制茶饮的交叉销售商品的零售消费额将由 2020 年的约 22 亿元增长至 2025 年的 101 亿元，CAGR 达 35.4%。

图 17: 中国高端现制茶饮的交叉销售商品的零售消费额 (亿元)



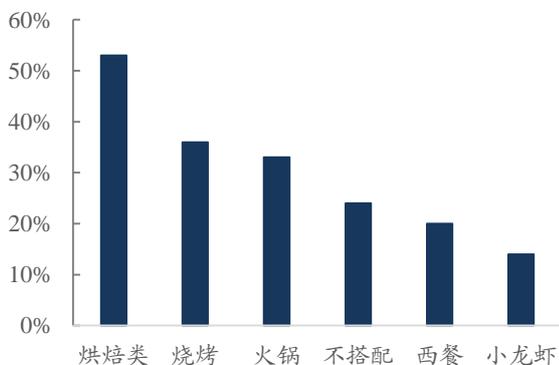
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

2.3.2. 奈雪首创现制茶饮搭配烘焙产品，持续创新释放品牌潜力

根据阿里生态融合数据，消费者对于茶饮和面包甜点的偏好存在较程度的融合。据《2020 新式茶饮白皮书》显示，53%的茶饮消费者偏好将茶饮搭配烘焙产品食用。根据灼识咨询报告在产品品质提高和消费场景增加驱动下，中国的烘焙产品(面包+糕点)市场预计将在 2025 年达到 5,942 亿元。通过高端现制茶饮店销售的烘焙产品零售额则从 2015 年的 3,410 万元增加至 2020 年的 20 亿元，CAGR 约 125.8%。

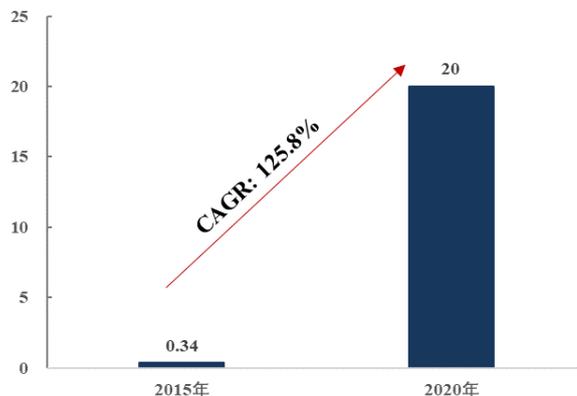
奈雪率先提出现制茶饮搭配烘焙产品的概念。奈雪的“茶饮+烘焙”优势互补，相对高频的茶饮带动软欧包的购买频次，交叉销售又提升了客单价，并强化了“下午茶”和“聚会”的消费场景。据灼识咨询预计，截至 2020 年前三季度，按通过高端现制茶饮门店销售的烘焙产品零售额计，奈雪市场份额在现制茶饮品牌中排名第一，达到 21.7%。

图 18: 2020 年茶饮消费者搭配偏好



数据来源：《2020 新式茶饮白皮书》，东吴证券研究所

图 19: 高端现制茶饮门店销售的烘焙产品零售额 (亿元)



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

2.3.3. 强化供应链筑造优质的产品力

原材料成本持续上升，供应链管理已成产品力的底层要素。原材料是现制茶饮的主要成本，而基于 2014 年的食品 CPI 由 2015 年的 102.3 上升至 2020Q3 的 120.6。其中，是，作为现制茶饮的主要原料之一，茶及原料的价格由 2015 年的 101.6 上升至 2020Q3 的 106.8；乳制品则相对稳定，水果价格在 2016H1 有所下降，随后开始回升。CPI 的上升为现制茶饮的原料管理增加了难度。

另一方面，高端现制茶饮通常为其原材料设定极高的标准，需要通过直接与供应商的合作，以确保主要的原料按照品牌的标准定制。这对于品牌的供应链管理和供应商的议价能力提出了更高的要求。同时，由于产品矩阵在持续的迭代更新，也要求品牌与供应商建立稳固的业务关系并能够敏锐的针对市场趋势快速反应。因此，强大的供应链意味着规模效应和更低的采购高成本，同时也代表了优秀的产品品质。

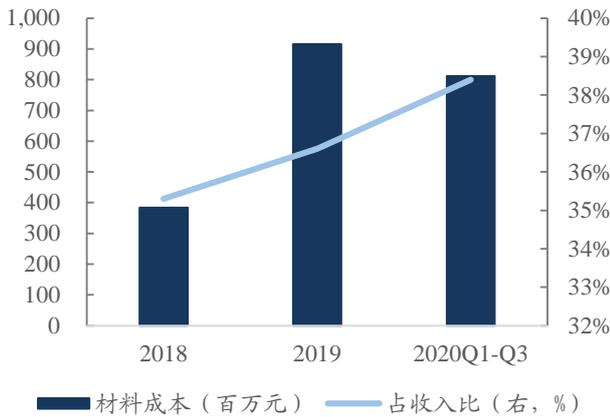
奈雪致力于供应链的打造。材料成本也是奈雪最重要的成本支出，2018-2020 前三季度奈雪的材料成本分别为 3.84/9.16/8.11 亿元，占收入比分别达到 35.3%/36.6%/38.4%。为了减轻原材料价格波动对经营产生的影响，奈雪采取了多项成本控制措施，包括：1) 寻求直采；2) 对原材料和消耗品进行集中统一采购，使以市场价格购买最佳的原料；3) 持续监测原材料的市场价格及趋势，如果预期价格有可能上涨，则通常在保证原料品质的前提下增加库存水平。

奈雪始终坚持高品质、健康的产品，以新鲜水果代替糖浆、以优质茶叶代替茶粉末、以鲜牛奶代替奶精，坚持更低糖的配方，因此非常重视供应链上游。奈雪通过建立专属合作茶园、果园深入上游供应链，寻求直接从原产地采购主要食材，以确保原料质量的稳定和相对低的价格。例如茶资源供应链，奈雪从茶叶源头入手，以契作或买断的方式直接与产地合作。如“阿里山初露”，在研发成功之后，奈雪即买断了这款茶的原料和制作工艺。而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，还在云南成立了专属草莓园。

截至 20 年 9 月 30 日，奈雪已经与超过 300 家知名的原材料供应商达成合作，其中与前十大供应商的合作关系平均在 2 年以上。2018-2020 前三季度奈雪前五大供应商合计采购额分别为 1.27/2.24/2.10 亿元，占总采购额比分别达到 28.0%/23.8%/24.2%。

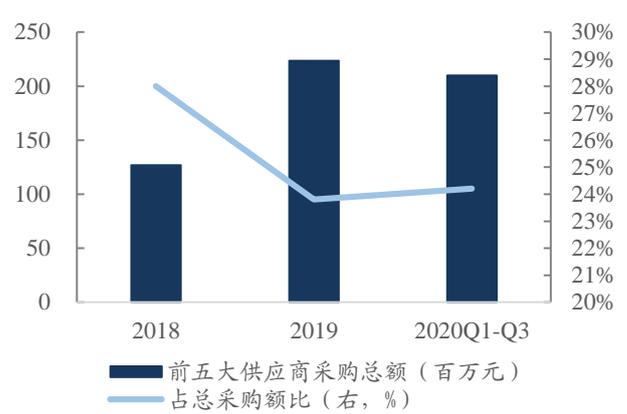
存货管理方面，奈雪采用集中化、数字化的存货管理模式，使奈雪可以实时准确的跟踪和智能分析每间门店的原料库存水平和有效期，实现自动订购存货从而及时为门店安排存货、限制浪费。其中，奈雪使用的茶叶保质期通常为 18 个月，鲜榨果汁一般为 9-12 个月。

图 20: 2018-2020Q3 奈雪的材料成本及占收入比



数据来源: 奈雪的茶招股书, 东吴证券研究所

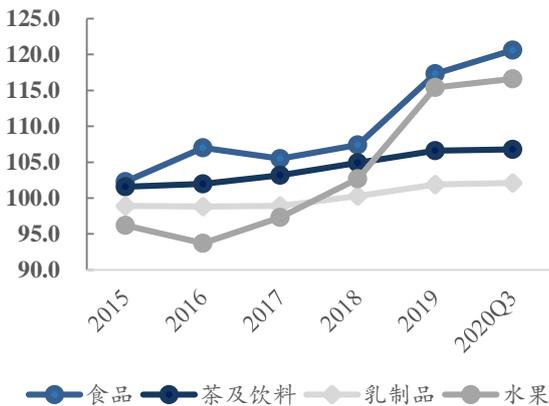
图 21: 2018-2020Q3 奈雪前五大供应商采购额及占比



数据来源: 奈雪的茶招股书, 东吴证券研究所

喜茶深入供应链的上游。喜茶坚持只用原叶茶制作茶饮, 而为了保障出品稳定性, 公司 2017 年在贵州梵净山自建 500 亩有机茶园, 特邀农业大学与专业研究机构参与选种和培育, 并在三年后的 2020 年 5 月取得有机产品认证证书。另外, 2020 年喜茶开始自研草莓品种, 有望于 2021 年上市。

图 22: 2015 至 2020 年茶饮原材料 CPI



数据来源: 奈雪的茶招股书, 东吴证券研究所

注: 以 2014 年为 100

图 23: 喜茶自建有机茶园

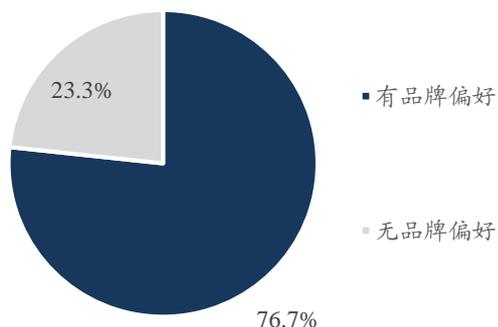


数据来源: 喜茶 2020 年度报告, 东吴证券研究所

2.4. 创新营销叠加数字化会员体系提升用户粘性塑品牌

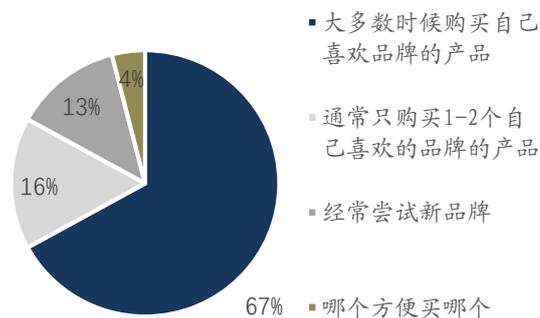
新式茶饮已进入品牌化发展阶段。随着头部品牌的扩张快速, 新式茶饮市场的规模效应日益显著, 集中化趋势愈发明显。而茶饮的高端化从其产品口味、天然原料、质量延伸至品牌形象所蕴含的茶文化, 也更容易建立起良好的品牌形象和更忠诚的客户群体。根据灼识咨询的调查, 76.7%的受访者在选择高端现制茶饮时表现出强烈的品牌偏好。而《2020 新式茶饮白皮书》的调查也显示, 有明确的品牌偏好和一定的品牌忠诚度的现制茶饮消费者占比约 83%, 相对于 2019 年的 74%进一步提高。

图 24: 高端现制茶饮的品牌偏好



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

图 25: 新式茶饮消费者品牌偏好



数据来源: 《2020 新式茶饮白皮书》, 东吴证券研究所

2.4.1. 创新营销方式建立品牌认知度

联名+社媒成品牌营销新趋势。近年来, 领先品牌的联名产品越来越多。茶饮品牌而言, 通过联名和限量款等营销方式有助于挖掘更多的消费客群, 同时通过社媒的传播将有效的提升品牌在更大范围内的认知度。

以奈雪为例, 通过创新突破品牌界限, 全面打造生活方式品牌。为更多的对消费者的触达, 奈雪推出了多款伴手礼及零售产品, 包括茶礼盒、即饮茶饮、茶袋、预包装甜点、零食、节日限定礼盒等。2020 年 10 月, 奈雪推出水果风味无糖气泡水, 为客户提供流行、健康的饮品选择。

图 26: 奈雪的茶 2020 年推出茶礼盒、气泡水等产品



数据来源: 奈雪的茶招股书, 东吴证券研究所

图 27: 奈雪的茶联名推广活动



数据来源: CBN Data, 东吴证券研究所

2.4.2. 会员体系加强消费者粘性

数字化进程推动会员体系发展，大数据留存反哺快速反馈。2018年起，伴随着小程序点单的兴起，新茶饮领先品牌已逐步开始建立数字化会员体系，并为会员提供卓越及个性化的用户体验。除了便利的线上点单工具外，会员也可以享受各种特权和优惠，包括生日折扣、新品试用、免单券等，从而不断激励用户的复购和忠诚度。更为关键的是，通过数字化的会员体系，品牌将能够实现用户数据的留存，以更深入的了解消费者行为和偏好的，并且相应加强 CRM 管理和更具针对性的产品创新。

例如喜茶，其小程序“喜茶 GO”于 2018 年上线以“消灭排队”，并配套推出了取茶柜以缓解柜台压力。以“喜茶 GO”小程序为载体，喜茶聚集了大量级用户群。截至 2020 年 12 月 31 日，小程序会员已超过 3,500 万，全年新增 1,300 万会员。

打造忠实会员社区，奈雪全面整合门店网络和会员体系。2019 年 9 月，奈雪上线会员体系，通过奈雪的茶 APP、微信或支付宝小程序，消费者可以轻松的加入奈雪的会员体系，并找到最近的门店进行自取或外卖订单的下单，同时可以使用多种支付方式并接收实时的订单状态更新，实现对消费的全流程覆盖。奈雪会根据会员在最近 6 个月内的消费金额分为 6 个会员级别，分别享受不同的会员权益。例如，2-6 级的会员会在生日当天获得一张免费饮品券。

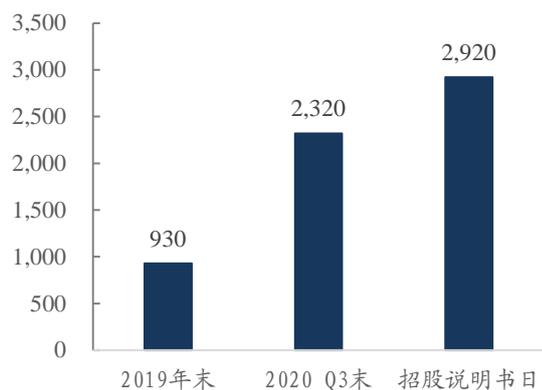
图 28: 奈雪的茶会员体系界面和主要功能



数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

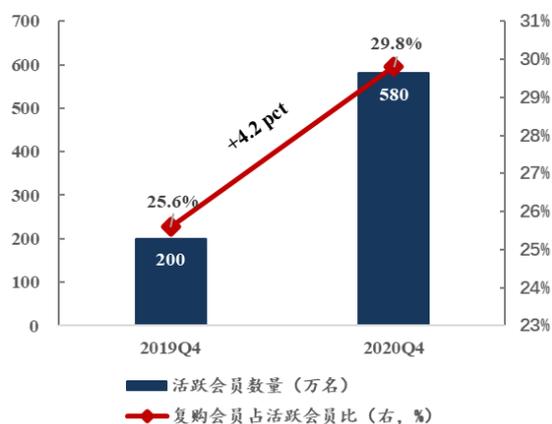
一经推出，奈雪的会员数量增长迅速，从 2019 年末的 930 万名大幅增加至 2020Q3 末的 2,320 万名。而截至招股说明书日，奈雪注册会员已达到约 2,920 万名。其中，活跃会员人数也从 19Q4 点 200 万名增加至 20Q4 点 580 万名；20Q4 有 29.8% 的活跃用户为复购用户，高于行业平均，并较 19Q4 提升 4.2pct。而在 2020 年前三季度中，共有 49.4% 的订单来自于会员；而 2018-2020 前三季度分别有 4.4%/ 12.5% 和 23.9% 的消费者通过奈雪或第三方平台实现线上的外卖订单。

图 29: 奈雪的茶注册会员数量快速增长 (万名)



数据来源: 奈雪的茶招股书, 东吴证券研究所

图 30: 奈雪的茶活跃会员数量及复购会员比例



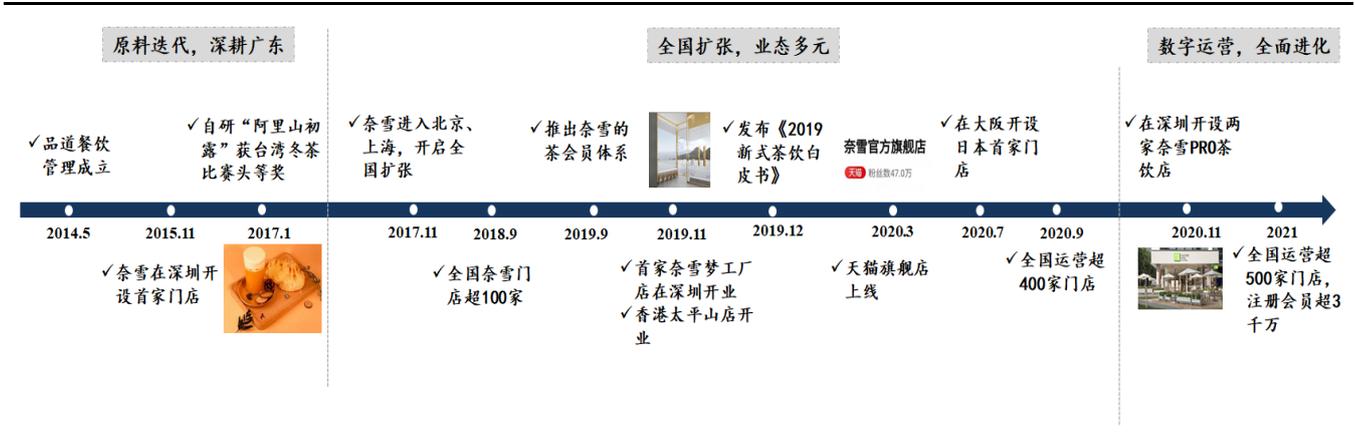
数据来源: 奈雪的茶招股书, 东吴证券研究所

基于庞大的会员数量, 奈雪沉淀数据实现不断迭代与创新。随着会员数量的增长, 奈雪正在整合不同社媒平台会员体系生成的消费者行为和交易数据。通过数据的沉淀来分析消费者的偏好以完善和迭代奈雪的产品和服务。例如, 奈雪将通过数据的洞察了解消费者的喜好, 并做精准的产品推荐以提升用户体验; 也能够利用数据反馈来设计创新的、符合消费趋势的伴手礼及零售产品等。

3. 奈雪的茶：现制好茶+软欧包，社交第三空间打造者

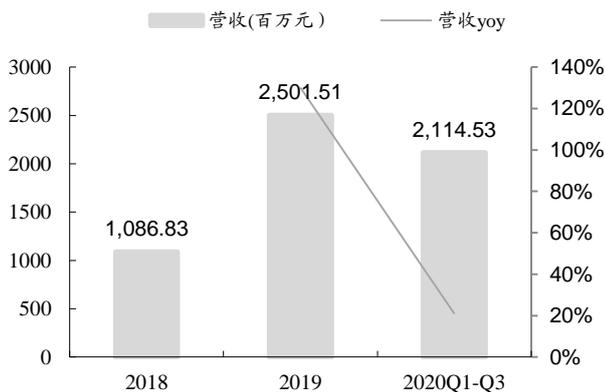
深耕高端现制茶饮市场，覆盖全国 61 个城市。奈雪定位高端现制茶饮连锁店，旗下现有旗舰品牌奈雪的茶和子品牌台盖。奈雪于 2015 年 11 月在深圳开出首家门店，经过两年的探索，于 2017 年 11 月进军全国，开启品牌扩张期。至 2018 年 9 月，公司已在中国拥有超 100 家奈雪门店。2019 年起，奈雪开始尝试多种店铺形态，先后开设奈雪梦工厂概念店奈雪 PRO 茶饮店，加强数字化运营，提升门店效率。目前，奈雪已覆盖中国大陆 61 个城市，拥有超 500 家门店，并进驻香港特区、日本等地。截至 2020 年前三季度，公司营收达到 21.1 亿 (+21%)；伴随规模效应与盈利能力提升，公司逐步减亏，剔除股权激励等一次性费用后，公司实现经调净利润 448 万元，经调净利率 0.2%。

图 31：奈雪的茶深耕高端现制茶饮市场，全国扩张，全面进化



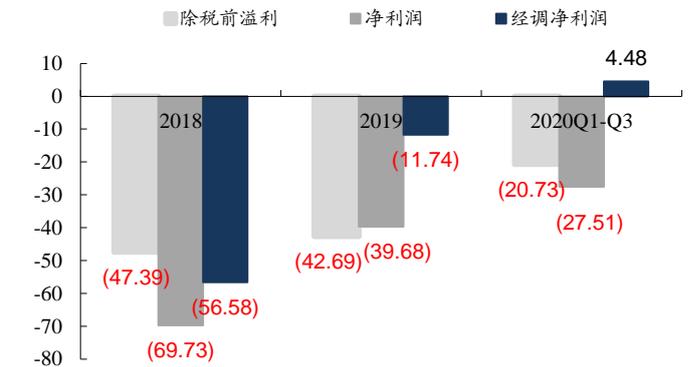
数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

图 32：公司 2018-2020Q1-Q3 营收情况



数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

图 33：公司 2018-2020Q1-Q3 利润情况 (单位：百万元)



数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

3.1. 治理结构：夫妇创始人股权集中，员工激励充分挖潜

创始人深耕行业多年，高管团队专业化运营。奈雪的茶由赵林、彭心共同创立。赵林拥有近二十年餐饮行业从业经验，曾先后创办冲调式奶茶连锁店及新连锁品牌台盖奶茶。彭心曾担任金蝶明珠俱乐部副秘书长，对品牌调性、定位把握准确，且深谙客户群体喜好。夫妇携手各理一方，为公司构筑强有力的竞争壁垒。2020年公司引入瑞幸咖啡CTO何刚，带领公司加强数字化建设。高管团队均具有丰富的从业经验，职业履历优秀，助力奈雪品牌打造。

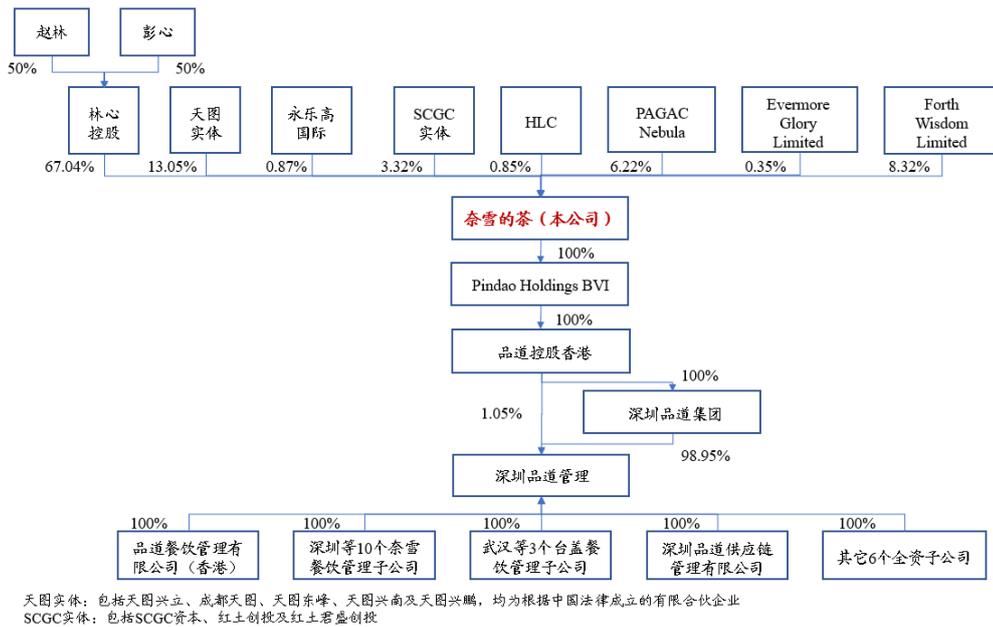
表 4：奈雪的茶核心团队履历优秀，行业管理经验丰富

姓名	年龄	职务	职业履历
赵林	41	董事长/执行董事/首席执行官	2014年创立奈雪的茶控股有限公司（前称品道控股），负责整体战略及业务方向规划、监督业务管理；曾任职 汉堡王 ，2011-2016年期间任 美心食品 开发经理，从业餐饮行业近20年， 深耕茶饮领域超过10年
彭心	33	执行董事/总经理	2014年联合创办奈雪的茶控股，负责产品研发、质量控制及整体营销战略；曾担任 金蝶软件 明珠俱乐部副秘书长，具有丰富品牌管理经验
邓彬	39	执行董事/首席运营官	2016年加入公司负责业务运营；曾任华南区总经理、运营主管；曾于2009-2016年任 元气寿司 运营经理、高级部门经理
何刚	45	首席技术官	2020年6月加入公司负责数字化战略及监督信息技术管理；曾任 瑞幸咖啡 首席技术官、 京东商城 技术副总裁兼首席科学家
陈鄂	37	首席营销官	2021年1月加入公司，负责品牌、营销及市场推广；曾任职于广东今日头条，负责商业化运营
陈圣钰	43	高级人力资源总监	2017年加入公司负责人力资源管理及行政事务；曾于2004-2016年先后任 广东三元麦当劳 人力资源主管， 九毛九 人力资源总监
申昊	32	联席CFO、法务总监兼董事会秘书	2019年加入公司负责资本市场及法律事务；曾任大疆法务部及企业发展部主管、法务经理及法务部主管
梁飞燕	38	联席首席财务官	2019年加入公司负责监督财务运营及资本管理；曾任 美联教育 联席首席财务官

数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

持股平台激励充分，齐心打造新式茶饮龙头品牌。截至港股IPO前，赵林彭心夫妇通过林心控股持股67.04%，拥有持股平台75.36%的投票权，持股集中，公司经营治理稳定。上市前持股平台Forth Wisdom Limited持有公司8.32%股份，2020年向6名高管及董事、108名雇员合计授出2.02%股权的认购权；向1名高管及32名雇员合计授出可认购0.45%股份的受限制股份单位，并不断提供员工股权激励。广泛高管及核心雇员持股将充分调动员工积极性，激励管理层专注业务提升，驱动新式茶饮龙头品牌做大做强。

图 34: 奈雪的茶创始人持股达 67.04% (截至港股 IPO 前)

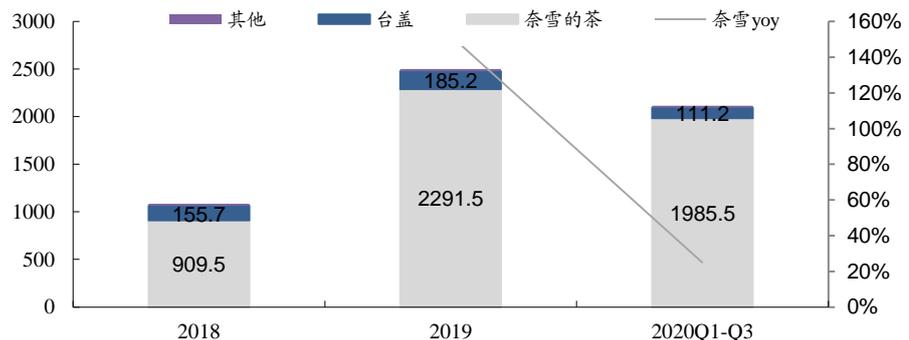


数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

3.2. 奈雪集中布局高线城市，疫后加速扩张

主力品牌奈雪营收超 9 成，疫情下逆势增收。目前公司旗下共运营奈雪的茶（含奈雪的茶及奈雪 PRO）和台盖两大品牌。2019 年公司营业收入达到 25 亿元，其中奈雪的茶营收 22.9 亿元（yoy+152%），收入占比为 91.6%；台盖营收为 1.85 亿（yoy+18.9%），成长稳健。得益于疫情下良好的消费者黏性，奈雪的茶 20 年前三季度逆势增收，营收达 19.9 亿（yoy+24.7%）。

图 35: 奈雪的茶疫情下逆势增收 (单位: 百万元)

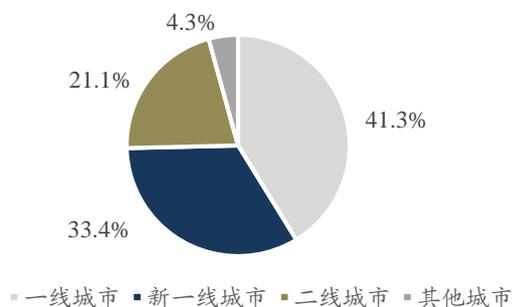


数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

奈雪集中布局高线城市，合计门店突破 500 家。截至 2020 年前三季度，奈雪的茶共有 422 家门店（较上年同期新增 147 家，yoy+53.4%），其中一线、新一线及二线城市门店营收占比分别达到 41.3%、33.4%、21.1%。根据 2021 年 1 月末“奈雪点单”小程序显示，奈雪中国大陆门店已达 511 家。一线城市共 180 家，占总门店数 35.2%。其中

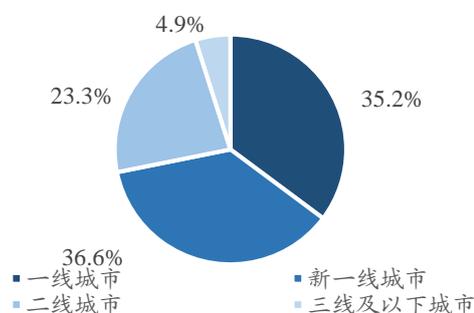
奈雪创始地深圳达到 96 家，北上广分别为 23、33、28 家。新一线城市共计 187 家，占总门店数 36.59%。奈雪于二线城市迅速扩张，共计 119 家（较 18 年底新增 109 家），占总门店数 23.29%，超过 95% 的门店都位于一二线城市。

图 36: 奈雪 2020 年前三季度各线城市营收占比



数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

图 37: 21 年 1 月末奈雪的茶各线城市门店分布



数据来源：“奈雪点单”小程序，东吴证券研究所

表 5: 奈雪的茶各线城市营收/分布一览

单位: 百万元	2018	2019	2020Q1-Q3
奈雪营收	909.5	2291.5	1985.5
	<i>yoy</i>	<i>152.0%</i>	<i>24.7%</i>
门店数 (家)	155	327	422
	<i>同比新增门店</i>	<i>172</i>	<i>147</i>
一线城市营收/占比	578.3 / <i>63.6%</i>	1028.1 / <i>44.9%</i>	819.2 / <i>41.3%</i>
	<i>yoy</i>	<i>77.8%</i>	<i>11.2%</i>
门店数 (家)	87	138	155
	<i>同比新增门店</i>	<i>51</i>	<i>34</i>
新一线城市营收/占比	284.7 / <i>31.3%</i>	859.2 / <i>37.5%</i>	662.4 / <i>33.4%</i>
	<i>Yoy</i>	<i>201.8%</i>	<i>10.3%</i>
门店数 (家)	58	119	148
	<i>同比新增门店</i>	<i>61</i>	<i>44</i>
二线城市营收/占比	46.5 / <i>5.1%</i>	379.2 / <i>16.5%</i>	419.3 / <i>21.1%</i>
	<i>yoy</i>	<i>715.5%</i>	<i>72.1%</i>
门店数 (家)	10	62	98
	<i>同比新增门店</i>	<i>52</i>	<i>52</i>
其他城市营收/占比	-	25.0 / <i>1.1%</i>	84.6 / <i>4.3%</i>
	<i>yoy</i>		<i>721.4%</i>
门店数 (家)	-	8	21
	<i>同比新增门店</i>	<i>8</i>	<i>17</i>

数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

- **奈雪单店视角：新店爬坡带来营收迅速增长，各线城市客单接近。**2020 前三季度奈雪整体客单价为 43.3 元，一二线城市客单价接近，体现消费者良好的价格接受度。20 年 Q1-Q3 所有门店日平均单数 645 单，较 2019 年底数据差异较小。分线级城市来看，一线城市客单提升至 44.1 元(较 2019 年底增长 1.6 元)，单店店效 529 万元，整体恢复至 2019 年底 71%。二线及其他城市门店品牌势能较高，日均单数分别为 469、660，领先其他城市。

表 6：奈雪各线城市单店数据一览

单位：万元	2018	2019	2020Q1-Q3
奈雪整体单店营收	587	701	470
客单价（元）	42.9	43.1	43.3
日均单数	716	642	645
一线单店	665	745	529
客单价（元）	41.7	42.5	44.1
日均单数	694	608	458
新一线单店	491	722	448
客单价（元）	44.6	42.7	42.8
日均单数	739	642	455
二线单店	465	612	428
客单价（元）	48.7	45.5	42.0
日均单数	949	754	469
其他城市单店	-	313	403
客单价（元）	-	47.5	46.5
日均单数	-	785	660

数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

- **奈雪同店视角：疫情叠加快速扩店，同店下滑。**2019 年奈雪的茶整体同店店效约 1142 万元，一线及新一线同店店效分别为 1097 万、1341 万元。新一线门店店效较高主要系门店密度低带来的客流聚集。在加速扩店背景下，2019 年奈雪同店增速-4.0%，在 2019 年整体客单价微增 0.5%背景下同店下滑主要由于新店分流所致。疫情下 20 年前三季度整体同店增速为-24.6%，其中一线城市复苏优于整体，同店增速-18.9%。

表 7: 奈雪各线城市同店数据一览

单位: 万元	2018	2019	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3
奈雪整体同店店效	1190	1142	799	602
<i>同店增速</i>		-4.0%		-24.6%
同店数量	49			153
<i>经营利润率</i>	24.9%	25.3%	21.8%	12.6%
一线同店店效	1136	1097	748	606
<i>同店增速</i>		-3.4%		-18.9%
同店数量	40			88
新一线同店店效	1428	1341	800	578
<i>同店增速</i>		-6.1%		-27.7%
1 同店数量	9			52
二线同店店效	-	-	1147	672
<i>同店增速</i>		-		-41.4%
同店数量	-	-		13

数据来源: 奈雪的茶招股书, 东吴证券研究所

台盖疫情下战略收缩。台盖主打现制奶茶及柠檬茶, 定位较奈雪的茶更加年轻化, 主要聚焦学生及年轻上班群体, 产品平均标价约 16 元。门店集中购物中心、学校等区域, 面积在 20~100 平。2019 年台盖同店店效 323 万 (-10.7%), 主要系客流减少所致。截至 20 年前三季度, 台盖共设有门店 66 家, 因疫情较上年同期净闭店 11 家。

表 8: 台盖核心数据一览

单位: 百万元	2018	2019	2020Q1-Q3
台盖营收	155.7	185.2	111.2
<i>yoy</i>		18.9%	-20.3%
门店数 (家)	83	83	66
<i>同比新增门店</i>		0	-11
经营利润	19.67	28.97	14.01
<i>经营利润率</i>	12.6%	15.6%	12.6%
客单价 (元)	30.3	29.6	28.9
日均单数	249	216	203
同店店效 (万元)	362	323	171
<i>同店增速</i>		-10.7%	-15.4%
同店数量		31	51

数据来源: 奈雪的茶招股书, 东吴证券研究所

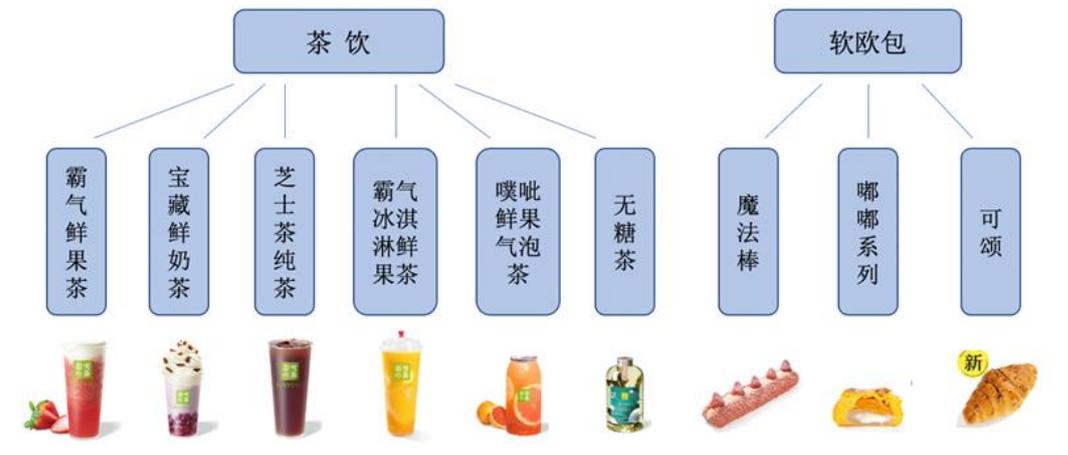
3.3. 茶饮定位差异化, 未来知多少?

3.3.1. 打造茶饮社交空间，产品广覆盖，定位差异化

奈雪创新打造“茶+软欧包”的双产品线形式，着力构建茶饮“第三空间”。与喜茶的高周转不同，奈雪自成立起便对标星巴克，在茶饮行业定位秉承差异化路线，坚持发展大店模式，标准店平均门店面积约 200-250 平方米。除基本设施外，门店为消费者提供大量的就餐区，打造休闲社交的第三空间。

奈雪的茶产品均专注于优质、健康的现制茶饮和手工烘焙产品。奈雪产品线含经典产品和季节性产品，并在每 2-3 个月会上 2-3 款的新饮品和 1-2 款的软欧包新品。目前茶饮类产品拥有霸气鲜果茶、宝藏鲜奶茶、芝士茶/纯茶、无糖茶、霸气冰淇淋鲜果茶等五大类产品，价格位于 16 元至 38 元，软欧包有魔法棒、嘟嘟包、可颂等等多个系列 30 多个品类，价格位于 10 元至 29 元。截至招股书日，奈雪提供了超过 25 种经典茶饮和超过 25 种手工烘焙产品组成的核心菜单。

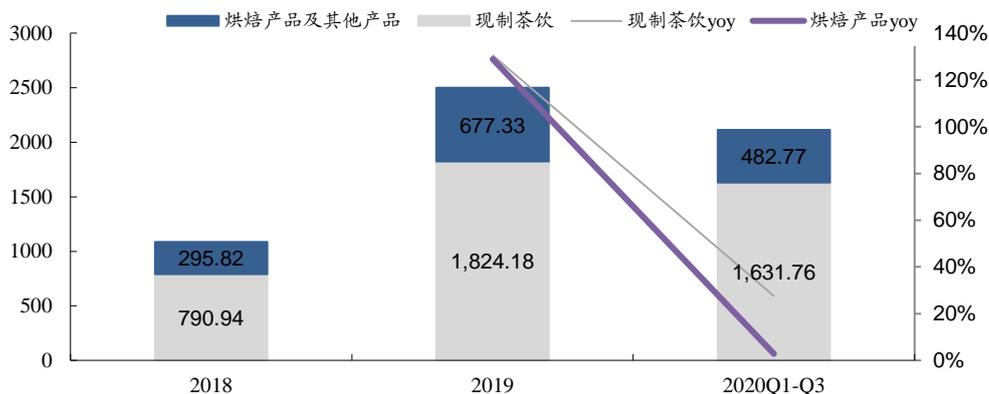
图 38: 奈雪主打“茶+软欧包”双产品线



数据来源：奈雪的茶官网，“奈雪点单”小程序，东吴证券研究所

从公司收入结构来看，2019 年现制茶饮收入 18.2 亿 (yoy+130.6%)，收入占比达到 72.9%，烘焙及其他产品收入 6.8 亿 (yoy+129.0%)。截至 20 年前 3 季度，奈雪三大经典茶饮霸气芝士草莓、霸气橙子、霸气芝士葡萄合计销量超 1500 万杯，合计贡献现制茶饮总销售额 25.3%。

图 39: 2019 年公司茶饮收入占比 73%



注：此处为公司营收口径，包含奈雪的茶&台盖

数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

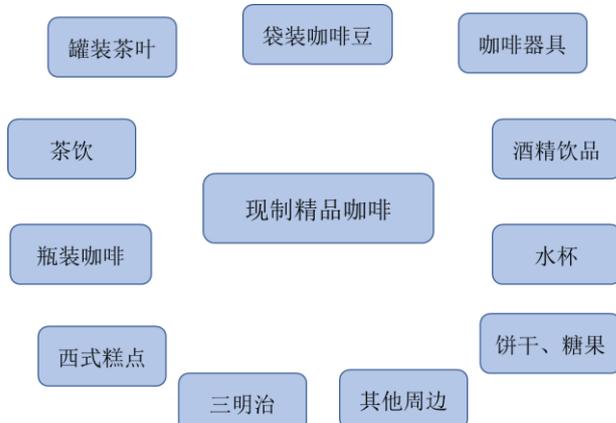
奈雪产品布局广度与星巴克相似。除茶+软欧包双产品线外，奈雪另有零售茶包、瓶装冷泡茶、饼干果干零食、茶杯，奈雪 Pro 店型也推出精品咖啡，以及奈雪酒屋提供含酒精饮品。星巴克以咖啡饮品为中心，不仅有现制咖啡、糕点、零售咖啡豆、咖啡杯等周边，并且提供含茶饮品及含酒精饮品。

图 40: 奈雪的茶产品品类



数据来源：“点单小程序”，东吴证券研究所

图 41: 星巴克产品品类



数据来源：“星巴克小程序”，东吴证券研究所

奈雪的茶标准门店均在 200 平方米以上，而喜茶标准店约为 80-120 平，设于办公区的喜茶 GO 店约 50-80 平。奈雪的门店装修也较喜茶“极简风”门店更加精美别致，门店不仅用于激发和实现消费者的购买需求，更用于满足客户的社交和休闲需求，其主要客群为 20-35 岁年轻女性。

图 42: 喜茶门店小而简约



数据来源: 百度图片, 东吴证券研究所

图 43: 奈雪门店更加注重社交属性



数据来源: 百度图片, 东吴证券研究所

3.3.2. 品牌力为基, 多元扩张创未来

1) 巩固原有市场、加速轻量化扩张业务版图: 奈雪的茶当前单店模型运营高效且易于复制, 在此基础上奈雪将进一步提升门店运营效率, 并衍生出奈雪 PRO、奈雪 Bla Bla Bar 等多元品牌矩阵。

2020 年 11 月, 奈雪推出全新店型奈雪 Pro, 以不同的消费场景覆盖更多的消费者。在设计上, 奈雪 Pro 遵循极简美学, 使服务和当地社区完美融合。与奈雪的茶“前店后厂”的标准店不同, 奈雪 Pro 移除现制面包房, 专注预制烘焙产品, 如纸杯蛋糕和蛋糕卷。通过中央厨房配送, 保证新鲜口味同时大幅缩短顾客等待时间, 提升单店经营效率。

同时, 这也使得奈雪 Pro 的规模和布局更灵活, 其单店面积在 80-200 平, 单店投资成本 125 万元, 其投资成本较奈雪标准店 185 万更低, 建设周期约 2-3 个月, PRO 门店拥有更多点位选择且节约更多装修等成本; 门店设立专门的到店取货和外卖区, 符合日益快节奏的城市生活特征。

图 44: 奈雪 Pro 门店



数据来源: 奈雪的茶招股书, 东吴证券研究所

图 45: 奈雪 Pro 独供产品



数据来源: 奈雪的茶招股书, 东吴证券研究所

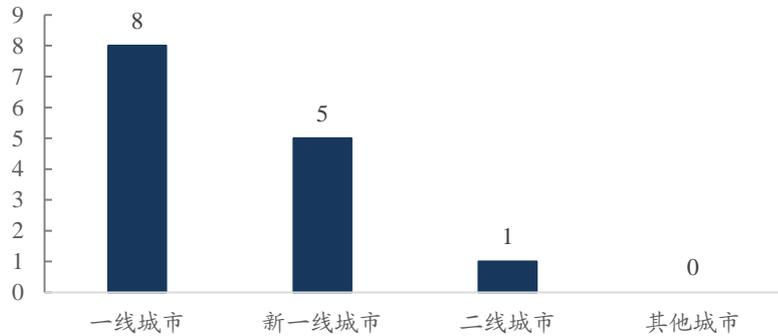
表 9: 奈雪 PRO 店开设更加灵活

奈雪的茶	平均投资额	建设周期	店员数要求	产品覆盖
标准店	185	2-3 个月	20-25 人	茶饮+软欧包
PRO 店	125	2-3 个月	10-15 人	茶饮+央厨预制烘焙

数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

先进技术设备提高运营效率，奈雪 Pro 逐步扩张。奈雪 Pro 专注于使用最先进的技术和智能设备，例如自动茶煮机、急速烤箱等，以简化食品制作过程并确保产品质量。从而相较于奈雪典型门店，奈雪 Pro 茶饮能够以更少的店员实现高效的运营。具备成本效益的奈雪 Pro 正在逐步加速扩张。截至招股说明书发布日，奈雪 Pro 已开设 14 间门店，主要布局于一线和新一线城市，未来更多的奈雪 PRO 门店将进一步轻量化公司资本投入，提升经营效率。

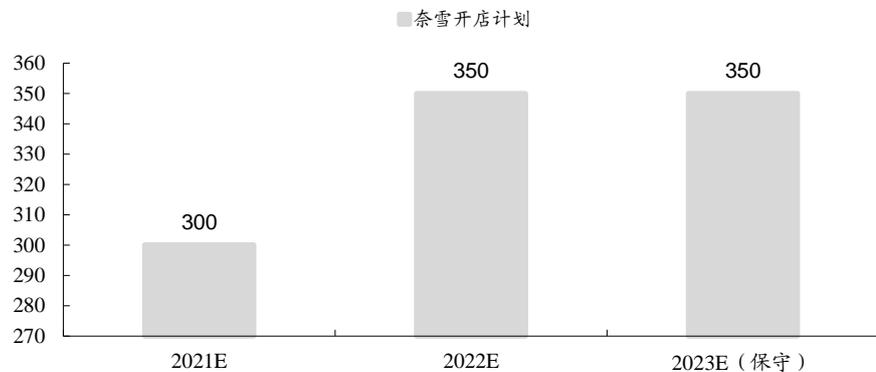
图 46: 截至招股说明书日奈雪 Pro 门店数量（家）



数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

伴随需求增长红利，未来奈雪将继续在当前渗透率较低且客流量较大地区，如高级写字楼及居民区的核心位置增设茶饮门店。2021-2022 年期间，奈雪计划主要在一线及新一线城市分别开设 300、350 间门店。公司计划约 70% 新店为奈雪 PRO 店，并保守预计 2023 年开店计划将至少与 2022 年持平。

图 47: 奈雪 2021-2023 年开店将以 PRO 店为主



数据来源：奈雪的茶招股书，东吴证券研究所

2) 持续供应链建设, 夯实扩张基础: 在上游, 公司计划与部分供应商建立战略合作伙伴关系, 从源头确保优质且稳定的食材供应。同时通过自身品牌带来的议价能力持续降低采购成本。在中游, 公司拟在未来 3 年内在全国多地建设 5 座中央厨房以配合需预制烘焙产品的奈雪 PRO 门店扩张。同时, 公司通过中后台数据驱动将进一步完善自身 C2M 能力, 从消费者需求出发识别并把握最佳供应。

表 10: 截至 2020 年 Q3 公司主要供应商一览

供应商	主要供应	合作起始年份	采购额 (万元)	占比总采购额
遵道	包装材料	2018 年	7512	8.7%
供应商 A	乳制品	2017 年	4432	5.1%
供应商 F	果糖及面粉	2017 年	3178	3.7%
供应商 D	包装材料	2017 年	3026	3.5%
供应商 H	乳制品	2019 年	2846	3.3%

注: 遵道为公司关联方, 心林文化传播 (赵林、彭心各持股 50%) 持有遵道 50% 股权

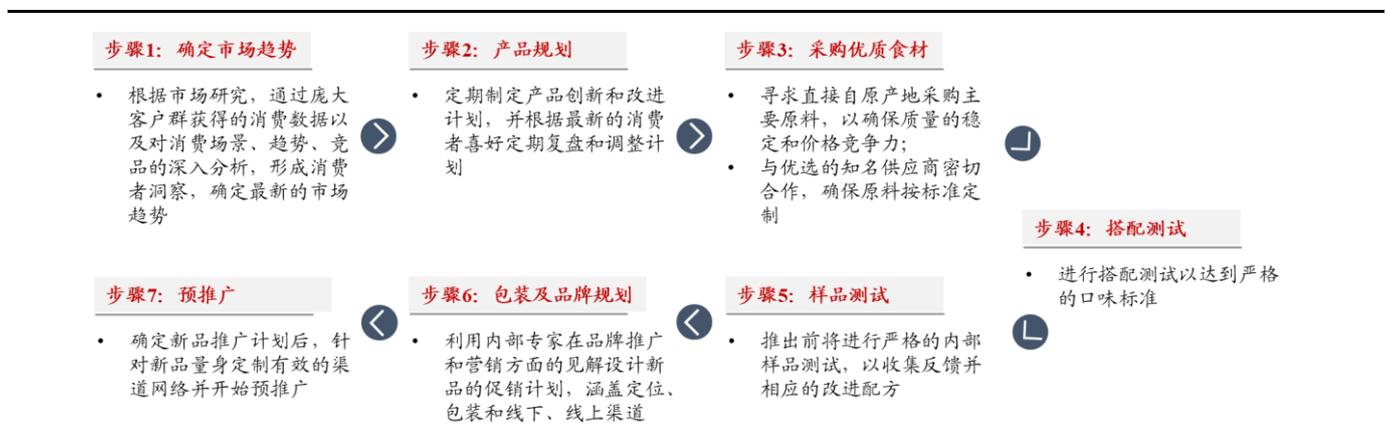
数据来源: 奈雪的茶招股书, 东吴证券研究所

3) 技术赋能消费者洞察, 以产品创新与渠道营销增强消费者黏性: 技术为公司业务核心, 2020 年 10 月公司推出专有的集成信息平台 Teacore 以整合及梳理海量运营数据, 通过自动化店内运营、智能店员调度等方式精简业务运营、提升运营效率。

致力产品创新, 奈雪始终站在推动未来茶消费风潮的前沿, 每周推出一款新品茶饮。 2018 年以来, 奈雪一共推出了约 60 种季节性产品, 并且不断的完善配方来提升奈雪核心菜单和明星产品的食材, 以满足消费者的最新偏好。

截至 20 年 9 月 30 日, 奈雪研发团队由食品饮料行业经验丰富的 23 名员工组成, 并由联合创始人彭心直接领导, 负责基于客户反馈不断尝试季节性其他创新食材来完善现有产品。奈雪已形成成熟的产品研发机制, 创新基于市场需求和数据, 涉及 6 个关键步骤。结合大数据分析后了解消费者画像, 将更加精准把握个性化消费者需求, 通过高效产研能力推出更多热门产品。

图 48: 奈雪的茶产品研发体系与关键步骤



数据来源: 奈雪的茶招股书, 东吴证券研究所

同时，公司也计划通过扩大即饮茶饮、茶袋、预包装甜点、休闲零食、伴手礼等产品类别接触更为广泛的消费者群体。加强电商、短视频、连锁超市等零售渠道合作以形成线上+线下联动效应，打造奈雪生活方式品牌。

图 49: 奈雪与人民日报联名活动



数据来源：搜狐，东吴证券研究所

图 50: 奈雪圣诞活动在小红书关注广泛



数据来源：小红书，东吴证券研究所

4. 投资建议

Z时代渐成消费主力，新消费市场不断涌现出全新的消费习惯和趋势。2012年随着喜茶横空出世而快速发展的新式茶饮市场，也已经有了近千亿的市场规模。国内新式茶饮行业发展迅速，疫情对供给侧的出清，结合一级市场的资本助力也将进一步提升行业集中度，催化行业龙头的成长。

作为行业领先品牌之一的奈雪，凭借对茶饮文化的热爱，不断的创新迭代，并致力于打造第三空间，不断优化单店模型，通过数字化升级等方式提升经营效率。并且奈雪通过纵横双向的拓展，持续拓宽自身边界，持续迭代和进化的能力有望助力其达到更高的高度。建议关注茶饮赛道的头部品牌，如奈雪的茶、喜茶、蜜雪冰城等。

5. 风险提示

疫情反复带来宏观经济波动。当前疫情仍存反复可能，二次反复或导致宏观经济不景气，影响行业增速。

经营/扩张不及预期。现制茶饮门店近年来正迅速扩张，公司资金、供应链、人员的不充分供给或致门店扩张不及预期。同时，门店若扩张过快或导致同店 SSSG 显著下滑，影响经营效益。

竞争加剧与品牌老化风险。现制茶饮赛道正处快速发展阶段，品牌与资本相继入局，赛道内玩家在服务、产品质量、味道、营销及门店点位方面竞争激烈。行业加速发展或导致品牌迭代与竞争格局变化。

食品安全风险。公司作为茶饮企业，可能面临出现食品安全问题的风险，负面新闻可能对公司的客流和品牌产生不良影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

