

餐饮

证券研究报告

2021年02月21日

奈雪引领高端现制茶饮，场景营造中寻觅品牌差异点

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

李珍妮

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120002

lizhenni@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《餐饮-行业点评:春节临近市场回暖,调味品和速冻品稳定高速增长》

2021-02-02

2 《餐饮-行业点评:双十一大促后市场有所降温,调味品和速冻品市场回归稳定增长》 2021-01-05

3 《餐饮-行业点评:双十一大促迎需求爆发,调味品市场保持增长趋势》 2020-12-05

扎根于中国悠久茶文化，现制茶饮蓬勃发展焕发生机

①现制茶饮升级创新打造饮茶新方式，高端茶饮脱颖而出蓬勃发展。中国茶饮文化源远流长，茶饮市场规模较大，20年约为4107亿元，15-20年的CAGR为9.8%。现制茶饮不断进行升级创新，从90年代的粉末时代、街头时代迈入新式茶饮时代，20年规模达到1136亿元，预计将以24.5%的CAGR增长至2025年的3400亿元。且现制茶饮分档逐渐清晰，消费者对现制茶饮体验需求的不断增长，顾客愿意为之付出溢价。高端现制茶饮市场规模由2015年的约8亿元增至2020年的约129亿元，CAGR为75.8%。②高端茶饮店强调品牌价值，壁垒明显竞争集中，聚焦一二线城市。高端现制茶饮店致力于提供完整的茶饮体验，提供高品质的茶饮，树立强大的品牌形象，并打造休闲社交空间。产品质量控制及标准化能力+品牌推广能力+供应链管理，是打造高端现制茶饮核心壁垒。高端现制茶饮店业竞争相对集中，按2020Q1-3全部产品零售消费价值计算，CR5高达50%以上。头部品牌门店主要集中于一二线城市，喜茶和奈雪的茶均有90%以上的门店分布在一二线城市。③新式茶饮作为极具创新力与发展力的赛道，正处于快速发展期，颇受投资方青睐，尤其是头部新式茶饮品牌。

奈雪的茶为高端现制茶饮领先品牌，专注提供打造茶饮新方式

奈雪的茶为中国领先的高端现制茶饮连锁品牌，直营模式经营，聚焦一二线城市，致力于打造舒适高端社交场所。公司自2014年创建以来，首创现制茶饮与烘焙搭配组合概念，加速融资迅速扩张门店网络，且不断创新产品营销和门店类型，满足多元化消费场景，专注打造茶饮新生活品牌。

多维度创新引领高端茶饮，奈雪从场景中寻找差异点

①营造舒适社交场所重塑茶饮体验，创新营销及会员体系提高顾客忠诚度。奈雪的茶融合艺术元素精心设计门店空间，致力于打造舒适的高端社交场所，重塑现代茶饮体验。会员体系提高顾客粘性，线上线下口碑营销有效促进品牌推广，联名推广及社交媒体创新营销提高品牌知名度。②快速扩张覆盖广泛消费场景，新店型提升经营效率触达更多消费者。不断提升一线茶饮网络密度覆盖，创新门店类型适应更广泛消费场景，PRO寻求扩张低渗透率市场。③高效供应链管理保障优质产品，强大研发能力引领茶消费风潮。强大的供应链控制力和全流程食品质量控制措施，实现产品结构优化降低成本，保障标准化口味及食品健康安全。不断投入研发，丰富产品矩阵满足顾客差异化需求，畅销茶饮带动销售增长。④专注数字化运营提高运营效率，深厚人才库助力公司成长。全面部署技术基础架构及高级数据分析，增强质量控制并实现精准营销提高购买率。创始人及高管团队经验丰富，实施人才培养计划构建深厚人才库。

门店网络扩张，营收增幅较大，盈利能力提升

①收入端：营收增长明显，现制茶饮贡献营收超7成。19年营收同比增长130.17%至25.02亿元。奈雪的茶贡献了大多数收益，其2020Q1-3营业收入占比已达93.9%，台盖营收占比低。现制茶饮与烘焙等产品比例大约为7:3。②成本端：现制茶饮毛利率稳中有升，综合毛利率受烘焙影响略有下降。综合毛利率由18年的64.7%下降至20Q3的61.6%，现制茶饮毛利率稳定在67%左右，烘焙及其他产品从18年的57.7%下降至20Q3的42.4%。③费用端：管理能力提升，期间费用率下降。员工成本占比保持相对稳定且有所下降。租金成本占比有所下降。广告和产品促销开支占比在下降，但绝对投入提升，配送服务费用率上升。财务费用率在4%上下小幅波动。④利润端：亏损不断减少，盈利能力提升。⑤资产端：负债率保持高位，短期偿债能力回升。⑥现金流稳步增长。

风险提示：食品安全风险；门店扩张不达预期的风险；原材料价格上涨的风险；疫情情况恶化风险。

内容目录

1. 高端现制茶饮领先品牌，奈雪的茶专注提供茶饮生活新方式.....	5
1.1. 先发优势迅速扩张门店网络，创新产品营销打造生活方式品牌.....	5
1.2. 首创茶饮+软欧包，布局一二线城市，广泛连锁网络助力市占率领先.....	5
1.3. 股权结构较为稳定，股权激励覆盖人员广.....	7
1.4. 募资扩张茶饮店网络，推进数字化，加强供应链及渠道建设.....	7
2. 扎根于中国悠久茶文化，现制茶饮蓬勃发展焕发生机.....	9
2.1. 现制茶饮升级创新打造饮茶新方式，高端茶饮脱颖而出蓬勃发展.....	9
2.2. 高端茶饮店强调品牌价值，壁垒明显竞争集中，聚焦一二线城市.....	11
2.3. 新式茶饮头部品牌受青睐，且资本开始兼顾腰部品牌.....	13
3. 多维度创新引领高端茶饮，奈雪从场景中寻找差异点.....	15
3.1. 营造舒适社交场所重塑茶饮体验，创新营销及会员体系提高顾客忠诚度.....	15
3.2. 快速扩张覆盖广泛消费场景，新店型提升经营效率触达更多消费者.....	16
3.3. 高效供应链管理保障优质产品，强大研发能力引领茶消费风潮.....	19
3.4. 专注数字化运营提高运营效率，深厚人才库助力公司成长.....	22
4. 门店网络扩张，营收增幅较大，盈利能力提升.....	23
4.1. 收入端：营收增长明显，现制茶饮贡献营收超7成.....	23
4.2. 成本端：现制茶饮毛利率稳中有升，综合毛利率受烘焙等影响略有下降.....	24
4.3. 费用端：管理能力提升，期间费用率下降.....	24
4.4. 利润端：亏损不断收窄，盈利能力提升.....	26
4.5. 资产端：负债率保持高位，短期偿债能力回升.....	26
4.6. 现金流稳步增长.....	27
5. 风险提示.....	28

图表目录

图 1：奈雪的茶发展历程可以划分为三个阶段.....	5
图 2：奈雪的茶收入以茶饮为主，烘焙产品为辅.....	6
图 3：奈雪的茶门店分布以一二线城市为主.....	6
图 4：奈雪的茶门店网络广阔.....	6
图 5：奈雪的茶市占率排第二（按收入口径）.....	7
图 6：奈雪的茶每单销售额位列茶饮品牌之首.....	7
图 7：奈雪的茶股权结构集中稳定（截至最后实际可行日期）.....	7
图 8：2010-2019 年中国茶叶消费量持续增长.....	9
图 9：按零售消费价值计中国茶市场的市场规模持续增长（十亿元）.....	9
图 10：中国现制茶饮行业历经三个时代.....	9
图 11：新式茶饮品牌代际对比.....	10
图 12：2015-2025 年(E)中国高端现制茶饮店由现制茶饮产生的零售消费总值（单位：人民币十亿元）.....	10
图 13：2015-2025 年(E)中国高端现制茶饮店由交叉消费产品产生的零售消费价值（单位：人民币十亿元）.....	10

人民币十亿元)	11
图 14: 新式茶饮的组合	11
图 15: 新式茶饮相较传统茶饮的升级创新	11
图 16: 新式茶饮行业头部品牌城市分布 (统计时间: 2020 年 4 月, 单位: 家)	13
图 17: 2015 年至 2015 年 (估计) 中国现制茶饮产品外卖的零售消费价值 (单位: 人民币十亿元)	13
图 18: 奈雪的茶茶饮店典型布局	15
图 19: 奈雪的茶与亚朵跨界联名营销	15
图 20: 奈雪的茶与人民日报的营销	15
图 21: 奈雪的茶通过移动端下达的外卖订单占比持续上升	16
图 22: 通过移动端下达的外卖订单收益占比提升至 33%	16
图 23: 奈雪的茶门店网络迅速扩展 (单位: 间)	17
图 24: 奈雪的茶门店日均销售额有所下滑 (单位: 千元)	17
图 25: 二线城市每日订单量更高 (单位: 个)	17
图 26: 一线城市每笔订单平均销售额同比上升 (单位: 千元)	17
图 27: 奈雪的茶深圳门店不断增长	17
图 28: 深圳单店平均日销售额维持稳定	17
图 29: 奈雪的茶同店销售一线城市恢复最好 (百万元, %)	18
图 30: 2018-2019 年奈雪的茶同店利润率维持稳定	18
图 31: 深圳奈雪 PRO 茶饮店	18
图 32: 奈雪 PRO 茶饮店主要位于一线城市 (单位: 间)	18
图 33: 前五大供应商采购额占比约 25%	20
图 34: 全供应链的品控管理	20
图 35: 奈雪的茶产品矩阵	21
图 36: 奈雪的茶信息集成平台提高运营效率	22
图 37: 奈雪的茶近三年营收情况	23
图 38: 奈雪的茶分品牌营收情况	23
图 39: 奈雪的茶茶饮店营收渠道情况	23
图 40: 奈雪的茶现制茶饮占营收比超 70%	24
图 41: 奈雪的茶分产品营收情况	24
图 42: 毛利率近年来有所下降	24
图 43: 现制茶饮毛利率稳定, 烘焙及其他产品毛利率下降	24
图 44: 奈雪的茶职工薪酬占收入比例下降	25
图 45: 奈雪的茶租金成本控制得当	25
图 46: 奈雪的茶广告和产品促销开支费用率略有下降	25
图 47: 奈雪的茶服务费用率有所提升	25
图 48: 奈雪的茶财务费用率相对稳定	25
图 49: 归母净利润亏损减少, 净利率提升	26
图 50: 资产负债率逐年降低	27
图 51: 流动比率、速动比率转增	27
图 52: 经营活动产生的现金流稳步增长	27

表 1: 中国大陆五大高端现制茶饮连锁店关键指标 (按 2020 年前九个月该等茶饮店出售的全部产品零售消费总价值排序)	12
表 3: 各茶饮品牌获资本支持情况	14
表 3: 奈雪 PRO 扩展消费场景及时段, 优化成本端打开增量空间	19
表 4: 奈雪的茶采购优质原材料确保产品标准化口感	19
表 5: 2020Q1-3 五大供应商详情	20
表 6: 奈雪的茶产品价格及客单价较高, 定位高端茶饮品牌	21
表 7: 奈雪的茶创始人及高管团队行业经验丰富	22
表 8: 奈雪的茶 ROE 分解 (杜邦分析)	26
表 9: 流动资产结构情况	27

1. 高端现制茶饮领先品牌，奈雪的茶专注提供茶饮生活新方式

奈雪的茶为中国领先的高端现制茶饮连锁品牌，直营模式经营，聚焦一二线城市，打造舒适高端社交场所。公司致力于长期打造高端茶饮品牌，让奈雪成为一种时尚、健康的生活方式。公司坚持高品质并不断创新，打造适合聚会的舒适高端社交场所，吸引了年轻、商务和家庭等茶饮市场新消费客群。目前，奈雪的茶门店主要分布在华南、华中及华东地区，集中于一二线城市，所有门店均为直营，不作任何形式的加盟。

1.1. 先发优势迅速扩张门店网络，创新产品营销打造生活方式品牌

公司自成立以来，经历了如下三个发展阶段：

奈雪的茶初建成，稳扎稳打立脚跟（2014.05-2017.11）：2014年5月深圳品道管理成立，2015年创立奈雪的茶品牌，于11月开设第一家店，创新打造“茶+软欧包”的形式，以20-35岁年轻女性为主要客群。开业3个月便开出3家新店，每月营业额近300万。

开启全国布局抢占先发优势，加速融资准备上市（2017.12-2018年）：2017年12月，奈雪的茶开始走出广东地区，向全国范围内扩张，正式开启“全国城市拓展计划”。2018年3月，奈雪完成A+轮融资，此轮融资由天图资本领投，该轮融资后奈雪的茶估值达到60亿元，成为公开资料中茶饮行业首个独角兽。2018年12月，奈雪的茶首家海外门店于新加坡开业，开始了全球化探索的第一步。

数字化会员体系整合销售网络，创新门店模式加速扩张（2019年-至今）：2019年9月，公司推出会员体系，完全整合入奈雪的茶茶饮店网络，目前注册会员已超过3千万名。2019年2月，公司打造首家酒屋“BlaBlaBar”；2019年11月，公司于深圳开设首家奈雪梦工厂店；2020年11月，为应对市场竞争，奈雪的茶推出新茶饮店——奈雪PRO。目前，奈雪的茶门店数量已超过500家。

图 1：奈雪的茶发展历程可以划分为三个阶段



资料来源：奈雪的茶招股书，奈雪的茶公司官网，天风证券研究所

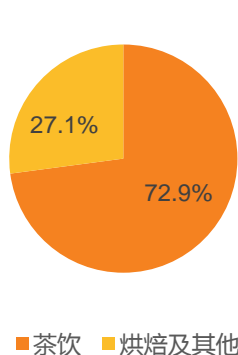
1.2. 首创茶饮+软欧包，布局一二线城市，广泛连锁网络助力市占率领先

国内首创现制茶饮与烘焙搭配组合概念，坚持为顾客提供“一杯好茶，一口软欧包”的美好生活体验。奈雪的茶首先在中国使用新鲜水果制备现制茶饮，并首先在中国提出现制茶饮搭配烘焙产品的概念。奈雪茶饮包括鲜果茶、鲜奶茶及纯茶三大类产品，均为店员现场制作以保证定制化体验；针对烘焙产品创新提出“软欧包”，并对其进行注册，多数创新烘焙产品为现场制作；此外，奈雪提供茶礼盒、零食及即饮茶饮料，以满足顾客差异化需求。2019年公司现制茶饮收入为18.2亿元，营收占比72.9%；烘焙产品及其他产品收入6.8亿元，营收占比27.1%。

茶饮店网络覆盖广泛，集中分布一二线城市，立足广东不断扩张，创新店型满足多元化消费场景。根据灼识咨询资料，截至2020年9月30日，奈雪拥有覆盖中国最广泛的高端现

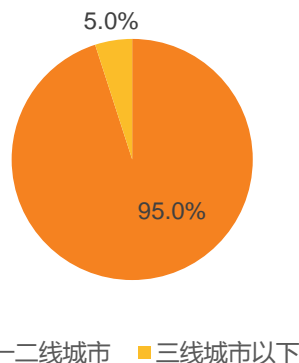
制茶饮店网络。目前奈雪的茶有两种店型：1) 奈雪的茶标准茶饮店，包括奈雪梦工厂、奈雪的礼物店及奈雪 Bla Bla Bar 等多元化概念店；2) 奈雪 PRO 茶饮店，推出新店型以触达更广泛的顾客群体并提升经营效率。

图 2：奈雪的茶收入以茶饮为主，烘焙产品为辅



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

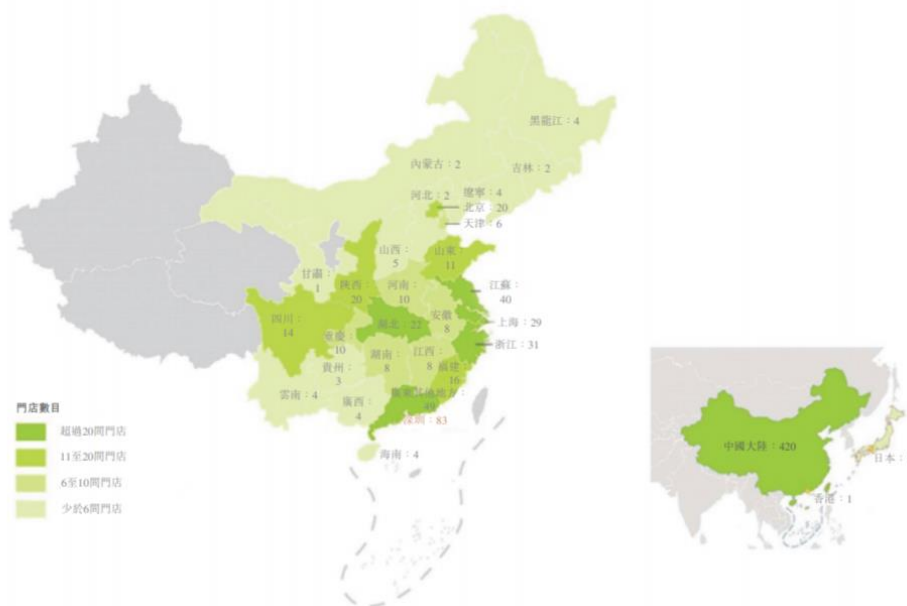
图 3：奈雪的茶门店分布以一二线城市为主



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

截至 2020 年 9 月 30 日，奈雪已开设 422 间门店，其中 401 间分布于一二线城市；广东茶饮店数目为 132 家，深圳开设 83 家门店，为门店布局数量最多的城市。

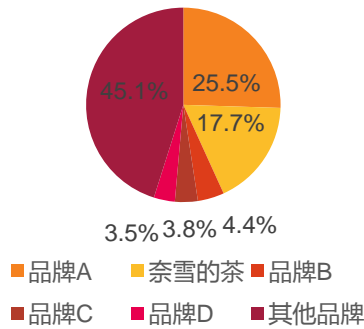
图 4：奈雪的茶门店网络广阔



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

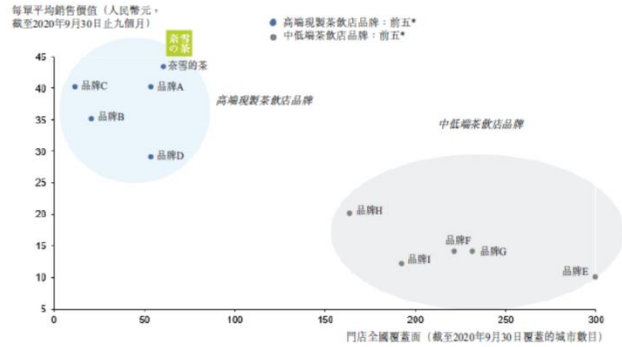
中国高端现制茶饮头部品牌，市场渗透力强于其他连锁店。2020 年 Q1-3，奈雪的茶占中国高端现制茶饮店市场份额约 17.7%，为市场第二名，远超第三名 4.4%的市占率。奈雪的茶广泛的茶饮店网络带来了更强的市场渗透力。截至 2020 年 9 月 30 日，奈雪的茶覆盖国内 61 座城市，而中国高端现制茶饮连锁品牌平均覆盖城市数量低于 10 个。2020 年 Q1-3，奈雪的茶平均每单销售额 43.3 元，高于行业平均值 35 元，且为中国高端现制茶饮连锁店中最高水平。

图 5：奈雪的茶市占率排第二（按收入口径）



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

图 6：奈雪的茶每单销售额位列茶饮品牌之首

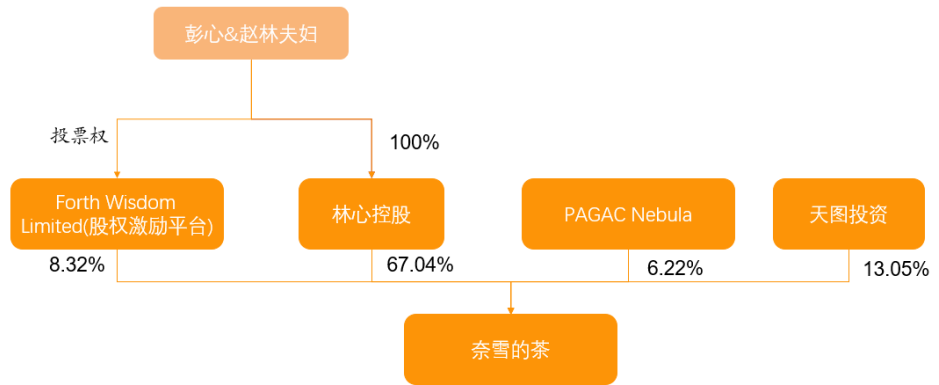


资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

1.3. 股权结构较为稳定，股权激励覆盖人员广

公司控股股东为赵林与彭心，二人为配偶关系，可共同行使公司约 75.36% 的投票权。集团由赵林与彭心夫妇共同创立，二人均担任执行董事。赵林任董事长及首席执行官，拥有丰富的食品及饮料行业管理经验，负责监督集团业务管理；彭心兼任总经理，拥有丰富的品牌、市场营销及产品研发经验，负责监督集团的产品研发、质量控制及整体营销战略。林心控股持有公司已发行股本的 67.04%，赵林及彭心各最终持有林心控股的 50% 股份；股权激励计划的境外雇员激励平台 Forth Wisdom Limited 持有公司 8.32% 的股本，由赵彭夫妻二人行使投票权；最终赵彭夫妻二人可行使公司约 75.36% 的投票权。

图 7：奈雪的茶股权结构集中稳定（截至最后实际可行日期）



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

股权激励计划覆盖人员较多，吸引人才并激励员工设立共同目标。购股权计划的承授人包括三名董事、四名高级管理人员、两名关联人士及 108 名员工；股权激励计划的承授人包括一名高级管理人员及 32 名员工。股权激励计划的承授人包括该计划项下的股份数目不超过 126,262,308 股股份，相当于截至最终实际可行日期发行在外股本总额的 8.66%。股权激励计划嘉奖认可具有较高贡献的员工，吸引人才并激励其作出更多贡献。

1.4. 募资扩张茶饮店网络，推进数字化，加强供应链及渠道建设

公司上市募集资金主要用于扩张连锁网络，开展整体运营数字化，提升供应链及渠道建设能力。公司上市后募集资金将主要用于以下四方面：1) 未来三年扩张茶饮店网络并提高市场渗透率。公司计划 21 年及 22 年主要于一线、新一线城市分别开设 300 间及 350 间奈雪的茶茶饮店，其中约 70% 将规划为奈雪 PRO 茶饮店；预期 23 新开店数量不低于 22 年。

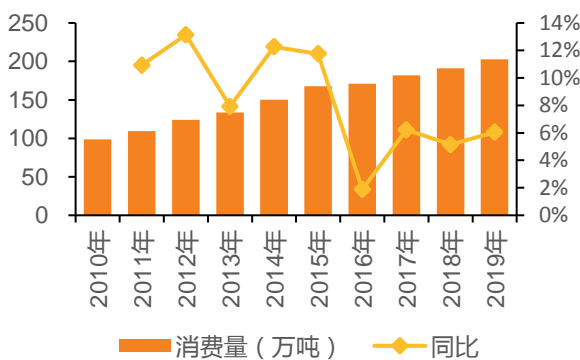
募集资金作为扩张计划的初始资本支出及其他相关费用、支付租金、用于店员照片、培训及留聘。2) 未来三年进一步开展整体运营的数字化，覆盖人员管理、存货管理等店内运营主要方面，进一步数字化简化店内运营，通过增强技术能力增强运营效率。3) 未来三年提升供应链及渠道建设能力，以支持规模扩张。包括建设中央厨房，从而更迅速更具成本效益地供货。同时加强鲜果茶及零售产品的电商、短视频、直播平台等新零售渠道建设，营销推广以提高市场份额。4) 营运资金及作一般企业用途。

2. 扎根于中国悠久茶文化，现制茶饮蓬勃发展焕发生机

2.1. 现制茶饮升级创新打造饮茶新方式，高端茶饮脱颖而出蓬勃发展

中国茶饮文化源远流长，茶饮行业市场规模较大。作为茶叶的发源地和世界范围内的茶叶消费大国，中国已经拥有将近 5000 年悠久的饮茶历史，茶叶市场规模大，也拥有庞大的目标顾客消费群体。这为新式茶饮行业的发展提供了深厚的文化底蕴与根基。按截至 2020 年的零售消费价值计，作为中国最受欢迎的饮品之一，茶饮占据了非酒精饮料市场超过 35% 的规模。中国茶市场的总规模由 2015 年的约人民币 2569 亿元增长至 2020 年的约人民币 4107 亿元，复合年增长率为 9.8%。预计中国茶行业的市场规模将以 14.6% 的复合年增长率进一步扩大至 2025 年的约人民币 8102 亿元。其中，2020 年现制茶饮行业规模达到 1136 亿元，预计以 24.5% 的年复合增长率增长至 2025 年的 3400 亿元。

图 8：2010-2019 年中国茶叶消费量持续增长



资料来源：中国茶叶流通协会，天风证券研究所

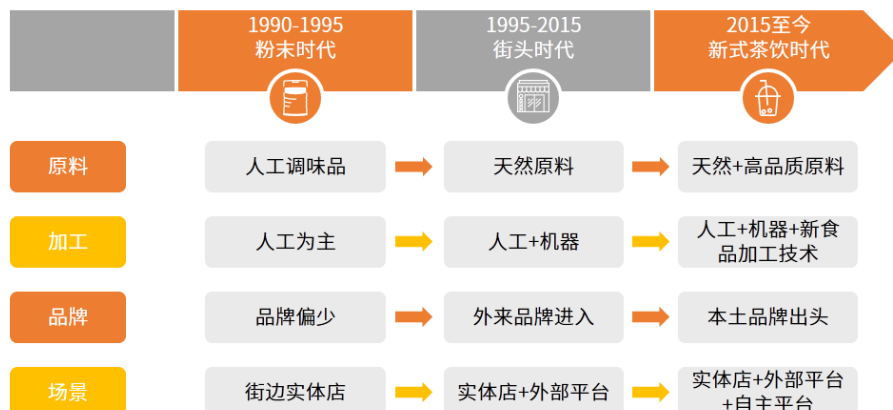
图 9：按零售消费价值计中国茶市场的市场规模持续增长（十亿元）



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

现制茶饮在传统茶饮的基础上进行升级创新，打造饮茶的生活新方式。通过对饮茶过程中的工艺、流程、材料等环节进行重新组合与微创新，现制茶饮应运而生，并掀起中国茶饮界的又一番浪潮，在突破传统茶饮市场概念、为其发展带来全新可能的同时，更赋予了传统茶饮新的内涵。中国的现制茶饮行业发展总共经历了三个阶段：粉末时代、街头时代与如今的新式茶饮时代。产品原料也从一开始的人工调味品演变到现在的天然高品质原料，本土品牌市场份额逐渐扩大，使用场景也由一开始的实体店演变到如今的线上、线下同时运营。

图 10：中国现制茶饮行业历经三个时代



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

现制茶饮行业分档逐渐清晰，高端现制茶饮脱颖而出。按平均价格可以将现制茶饮店分为低端、中端、高端三档。随着现制茶饮店的发展和升级历程，以及消费者对现制茶饮体验需求的不断增长，顾客愿意为之付出更多的费用，涌现出更多的高端现制茶饮店。**中国顾客在高端现制茶饮店消费的意愿强烈。**根据灼识咨询调查，60.5%的受访者表示，在过去的一年，其在高端现制茶饮店的消费金额占其在现制茶饮店消费总额的百分比有所提高。高端现制茶饮店（界定为现制茶饮的平均售价不低于人民币 20 元的现制茶饮店）代表第三代新式现制茶饮店。其专注于使用高品质、新鲜配料生产现制茶饮以创造卓越的茶饮体验，并通过场景布置为顾客提供社交空间，使之从传统茶饮店中脱颖而出。

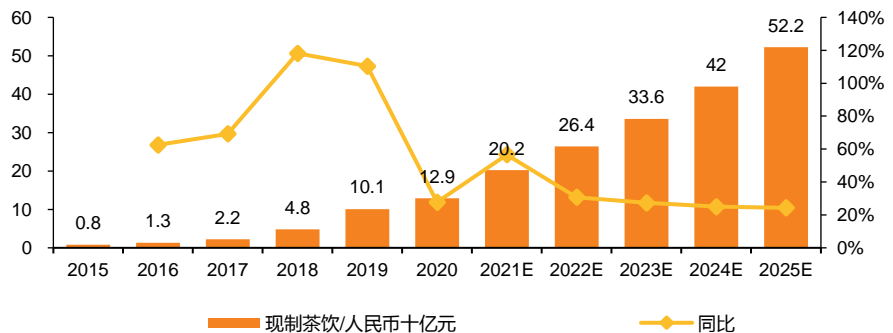
图 11：新式茶饮品牌代际对比



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

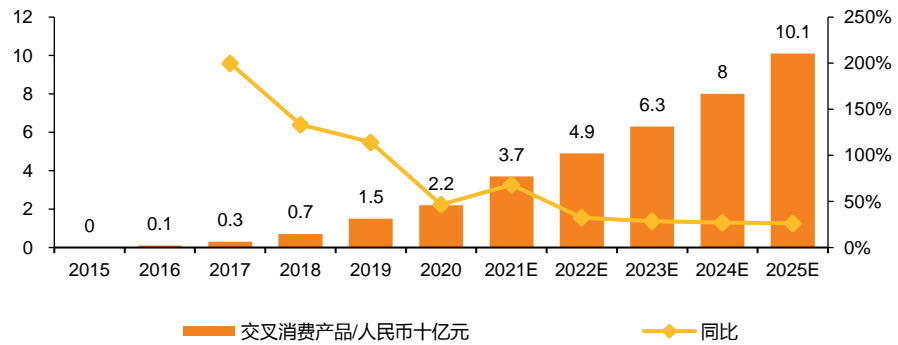
中国高端现制茶饮店蓬勃发展，未来可期。截至 2020 年 9 月 30 日，中国约有 34 万间现制茶饮店，其现制茶饮的平均售价为人民币 13 元，其中约有 3200 间高端现制茶饮店，其现制茶饮平均售价不低于 20 元。中国高端现制茶饮店现制茶饮产品产生的消费总值由 2015 年的约人民币 8 亿元增至 2020 年的约人民币 129 亿元，复合年增长率为 75.8%，发展迅速。

图 12：2015-2025 年(E)中国高端现制茶饮店由现制茶饮产生的零售消费总值（单位：人民币十亿元）



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

图 13：2015-2025 年(E)中国高端现制茶饮店由交叉消费产品产生的零售消费价值 (单位：人民币十亿元)



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

2.2. 高端茶饮店强调品牌价值，壁垒明显竞争集中，聚焦一二线城市

新式现制茶饮顺应消费升级需求，提升品牌价值，具备社交属性。新式茶饮强调采用优质茶叶、鲜奶、新鲜水果等天然、优质的食材，通过更加多样化的茶底和配料组合而成的中式饮品，已成为年轻人接触传统茶的窗口。相较于传统茶饮，新式茶饮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，提升品牌价值。尤其是高端现制茶饮店，致力于提供完整的茶饮体验，提供高品质的茶饮，树立强大的品牌形象并打造休闲社交空间。同时，社交媒体有力地推动了茶文化演化为一种新生活方式的发展进程，人们越来越愿意为购买自己青睐的品牌所提供的心仪产品而等候数小时。根据灼识咨询调查，60%以上的受访者较上一年消费了更多的新式茶饮，95%以上的受访者表示日后会维持或增加在新式茶饮上的消费。饮茶日益成为人们日常生活中的一部分。

图 14：新式茶饮的组合



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 15：新式茶饮相较传统茶饮的升级创新



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

产品质量控制及标准化能力+品牌推广能力+供应链管理能力和，打造高端现制茶饮核心壁垒。

①**品控和标准化能力**：高端现制茶饮店需要制定严格的内部标准，以保证其包括食品安全及口感在内的产品品质。同时，领先的高端现制茶饮品牌通常具备独特的生产工艺、先进的生产方法与技术诀窍，凭借这些技术优势，其能够实现更高的产品质量及更好的产品口味，从而在与市场新进入者的竞争中占据优势地位。此外，在庞大的茶饮店网络大规模实施相关内部质量标准及营运程序是高端现制茶饮店确保产品口味及质量统一从而保持品牌声誉的关键。

②**品牌推广能力**：品牌知名度对客户接受度及产品销售至关重要。根据灼识咨询调查，76.7%的调查对象在选择高端现制茶饮店时表现出强烈的品牌偏好。具备

强大品牌推广能力的市场参与者通常能够刺激茶饮消费，从而持续提升市场份额。凭借已建立的品牌声誉，行业领先者能够更好地进一步发展及扩张业务。③**供应链管理**能力：高端现制茶饮店品牌通常会为其原材料设定高标准。其能够直接与知名供应商合作，相关供应商提供专门的供应链资源，以确保主要原料按照品牌标准定制。这需要更高水平的供应链管理能力和对供应商的高议价能力。

高端现制茶饮店业竞争相对集中，奈雪的茶渗透力领先。按 2020 年前三季度全部产品零售消费价值计算，前五大市场参与者合计共占据高端新式茶饮 50% 以上的市场份额（分别为 25.5%、17.7%、4.4%、3.8%、3.5%），其中仅喜茶和奈雪的茶两大头部品牌就占据了 43.2% 份额。截至 2020 年 9 月 30 日，按**覆盖的城市数目**计，奈雪的茶在中国高端现制茶饮连锁店中拥有覆盖中国最广泛的茶饮网络，已在中国大陆 61 个城市开设 420 间门店，展现出在不同等级城市强于其他高端现制茶饮连锁店的渗透力。截至 2020 年 9 月 30 日，中国高端现制茶饮连锁店覆盖的城市平均数目低于 10 个。而在**平均销售价值**方面，按 2020 年前九个月的销售数据计算，奈雪的茶每单平均销售价值达到人民币 43.3 元，在中国高端现制茶饮连锁店中最高；而行业内每单平均销售价值约为人民币 35.0 元。由于领先而强大的品牌知名度以及产品研发，预计未来几年中国高端现制茶饮店市场将继续集中在前几家领先参与者手中。

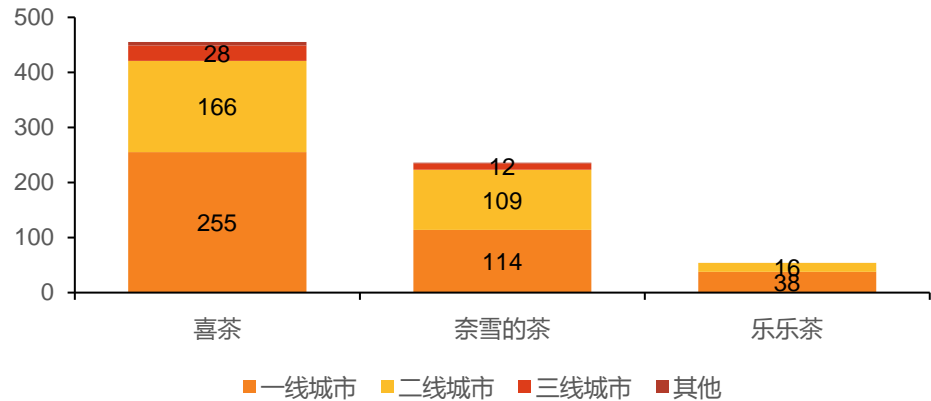
表 1：中国大陆五大高端现制茶饮连锁店关键指标（按 2020 年前九个月该等茶饮店出售的全部产品零售消费总价值排序）

排名	品牌名称	按全部产品	直营门店	覆盖城市数目	现制茶饮产品	每单大约
		零售消费价值计的	大约数目	2020 年	大约平均售价	平均销售价值
		大约市场份额	（直营门店占比）	2020 年	（人民币元）	（人民币元）
		（2020 年前九个月）	2020 年	9 月 30 日	2020 年前九月	2020 年前九月
1	喜茶	25.5%	600	600 (100%)	25	40
2	奈雪的茶	17.7%	420	420 (100%)	27	43
3	品牌 A	4.4%	194	194 (100%)	20	35
4	乐乐茶	3.8%	58	58 (100%)	22	40
5	品牌 B	3.5%	170	85 (50%)	21	29

资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

头部品牌门店主要集中于一二线城市。从城市和区域分布来看，喜茶和奈雪的茶均有 90% 以上的门店分布在一二线城市，三线城市的门店数量仍较少。喜茶与奈雪的茶门店主要分布在华南和华东地区，而乐乐茶门店数量较少，截至 2021 年 2 月 4 日共 59 家门店，其中 35 家分布在华东地区。

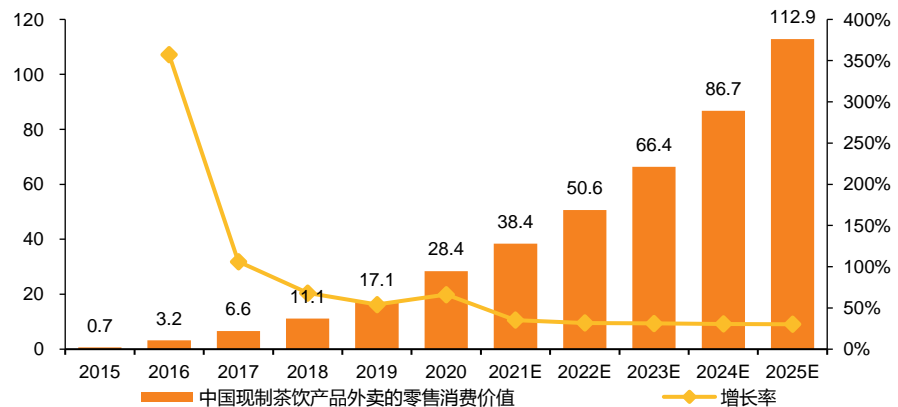
图 16：新式茶饮行业头部品牌城市分布（统计时间：2020 年 4 月，单位：家）



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

外卖产业渗透率的快速提高，助推新式茶饮的发展。据艾媒咨询，2019 年中国外卖交易额达到 7275 亿元，同比增长 57.7%，外卖产业渗透率达到 15.9%。而茶饮销售的外卖渠道也持续增长，随着移动互联网及手机支付的普及以及中国餐饮业的持续数字化进程，在所有终端（即第三方线上平台、微信及支付宝小程序以及自营应用程序）通过外卖服务的现制茶饮产品的零售消费总值由 2015 年的人民币 7 亿元增加至 2020 年的人民币 284 亿元，复合年增长率为 107.6%，约占中国截至 2020 年现制茶饮产品零售消费总值的 25.0%。迅速发展的外卖服务有助于餐饮服务提供商将其服务区域扩展到 2 至 5 公里以内的地区以触及更多消费者。外卖服务亦为消费者带来更大的便利性和灵活性，消费者可以随时随地通过移动设备在指尖上订购饮料。

图 17：2015 年至 2025 年（估计）中国现制茶饮产品外卖的零售消费价值（单位：人民币十亿元）



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

2.3. 新式茶饮头部品牌受青睐，且资本开始兼顾腰部品牌

新式茶饮作为极具创新力与发展力的赛道，正处于快速发展期，颇受投资方青睐。近年来新式茶饮的市场消费不断增加，具有充分而蓬勃的发展潜力，行业前景明朗乐观。自 2018 年以来，多家新式茶饮企业获得千万甚至亿元以上水平融资，如 2019 年 4 月乐乐茶通过 pre-A 轮从祥峰投资和汉能创投融得 2 亿元资金；2019 年 8 月茶颜悦色通过 A 轮融资从元生资本和源码资本获得数千万元发展资金；2020 年 10 月蜜雪冰城通过 pre-IPO 轮从高瓴资本和龙珠资本处取得高达 10-20 亿元资金；等。以下为各茶饮品牌最新融资情况披露表：

表 2：各茶饮品牌获资本支持情况

品牌	成立时间	主要品类	产品单价	最新融资披露	单店面积 (m ²)	商业模式
奈雪的茶	2015	茶饮+软欧包	19-33 元	2020 年 6 月, B 轮, 近亿美元, 深创投; 2020 年 12 月, C 轮, 超 1 亿美元, 云锋基金和太盟投资集团 (PAG)	200-400	直营
喜茶	2012	茶饮	22-32 元	2020 年 3 月, D 轮, 未披露, 高瓴资本与 Coatue (寇图资本)	100-400	直营
CoCo 都可	2010	茶饮	7-17 元	-	20 左右	直营+加盟
茶颜悦色	2015	茶饮	11-22 元	2019 年 8 月, A 轮, 元生资本、源码资本	15 以上	直营+加盟
乐乐茶	2016	茶饮+软欧包	19-29 元	2019 年 4 月, Pre-A 轮, 2 亿元, 祥峰投资、致君水滴、如川投资、众海投资、汉能投资、普思资本	50-400	直营

资料来源：2019 新式茶饮消费白皮书，奈雪的招股书茶，36 氪，天风证券研究所

头部品牌吸引着巨额资本的同时，有资金已经开始向腰部品牌倾斜。从资本的流向看，各细分赛道头部品牌依旧是投资热点，其中奈雪的茶在 2020 年 6 月完成 B 轮融资获得近亿美元资金，喜茶在同年 3 月也通过 C 轮从高瓴资本与 Coatue (寇图资本) 获得发展资金。此外，沪上阿姨、古茗茶饮等腰部品牌也均在 2020 年获得融资，大致有以下两个原因：

1) 茶饮市场细分化，专注“小品类”的腰部品牌吃香。茶饮赛道竞争日渐白热化，头部品牌数量有限。对于资本方来说，投资往往是投赛道、投细分品类，相较于规模和发展速度，品牌站稳一条细分赛道更重要。以沪上阿姨为例，开创了现制五谷茶，以现煮五谷茶饮形成自己的核心产品特色。其现煮茶和独有的五谷锅形成了一定的技术壁垒，再依托较大的体量和采购优势降低成本，形成了一套很难模仿的组合拳。

2) 茶饮市场下沉，价格适中的腰部品牌迎来前景。2020 年，以蜜雪冰城为代表的“小镇奶茶店”的发展、地方性品牌茶颜悦色的出圈，以及喜茶的中端品牌喜小茶的加速布局，均表明茶饮市场正在向低线城市下沉，性价比路线在小镇更受欢迎。

3. 多维度创新引领高端茶饮，奈雪从场景中寻找差异点

3.1. 营造舒适社交场所重塑茶饮体验，创新营销及会员体系提高顾客忠诚度

奈雪的茶率先提出现制茶饮搭配烘焙产品概念，融合艺术元素精心设计门店空间，致力于打造舒适的高端社交场所，重塑现代茶饮体验。奈雪的茶致力于在茶饮店营造一种温暖、舒适、休闲轻松的氛围，打造一种现代生活方式，努力使奈雪成为顾客社交生活、休闲娱乐的重要支点。奈雪标准茶饮店采用“前店后厂”模式，现制烘焙产品确保新鲜美味；配备自动茶饮冲泡机，坚持茶底4小时一换；鼓励员工积极快乐工作，以提供更卓越的顾客服务。奈雪重视顾客意见，线上线下收集反馈创新产品改进服务；公司启用奈雪的茶激励计划，显著关注顾客满意度；根据灼识咨询调查结果，奈雪的茶被最多受访者认为提供最满意顾客体验的高端现制茶饮店。

图 18：奈雪的茶茶饮店典型布局



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

线上线下口碑营销有效促进品牌推广，联名推广及社交媒体创新营销提高品牌知名度。奈雪的茶利用多元化的推广营销活动树立品牌形象，扩大顾客群体并增强顾客参与度。1) **口碑营销**：受益于较高的顾客满意度，奈雪的茶顾客会拍摄门店空间、创意产品分享至社交媒体，并口口相传推荐品牌，基于此的口碑营销能够有效吸引回头客并促进品牌广泛传播。2) **联名推广**：奈雪的茶与知名生活方式品牌联名推广，以有效提升品牌知名度。公司与抖音、李宁、安德玛、VOSS、德芙等合作推广线上线下活动，推出限量版茶饮茶杯等。奈雪也与王者荣耀、人民日报、杯子美术馆、亚朵等合作推出品牌跨界营销活动。3) **社交媒体营销**：奈雪的茶积极与抖音、微信、微博等社交媒体平台合作，建立相关话题以鼓励品牌病毒式传播，以推广茶饮店的卓越体验及优质产品。

图 19：奈雪的茶与亚朵跨界联名营销



资料来源：奈雪的茶公司官网，天风证券研究所

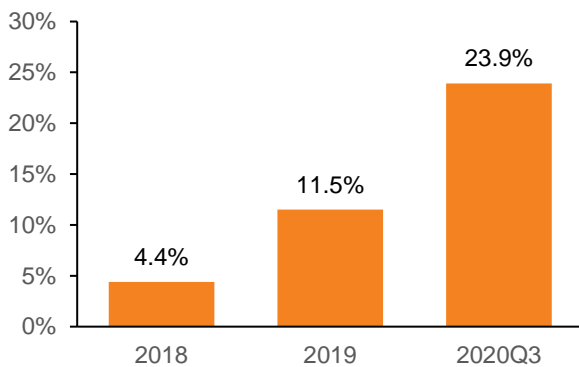
图 20：奈雪的茶与人民日报的营销



资料来源：奈雪的茶公司官网，天风证券研究所

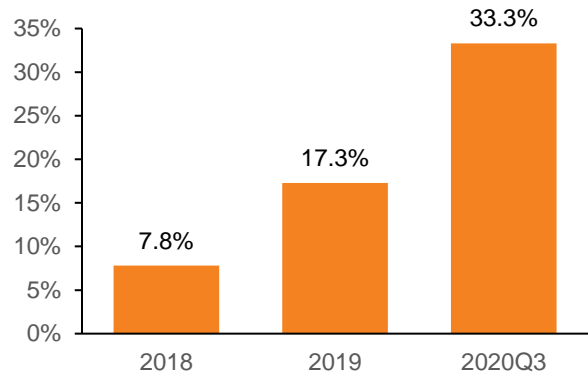
会员体系提高顾客粘性，数字工具增加顾客日常接触点。奈雪的茶于 2019 年 9 月推出会员体系，提供多样化数字工具，提供点单程序的便捷性及个性化。奈雪的茶会员数量迅速增长，截至 2020 年 9 月 30 日，奈雪拥有 2.3 千万名会员，截至最后实际可行日期，奈雪的茶会员数量达到 2.9 千万名。2020Q1-3，奈雪的茶订单总数中约 49.4%来自于会员。活跃会员人数由 2019Q4 的 2 百万名增至 2020Q4 的 5.8 百万名；2020Q4，约 29.8%的活跃会员为复购会员，高于行业平均水平。由于茶饮店网络迅速拓展、配送渠道扩展及有效的线上线下促销营销活动，通过移动端下达的外卖订单占比及其产生收益占比不断提升。2020Q1-3，奈雪的茶订单中约 23.9%是顾客通过微信及支付宝小程序、奈雪的茶应用程序以及其他第三方在线下单平台下达的外卖订单，其产生的收益占比 33.3%。

图 21：奈雪的茶通过移动端下达的外卖订单占比持续上升



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

图 22：通过移动端下达的外卖订单收益占比提升至 33%

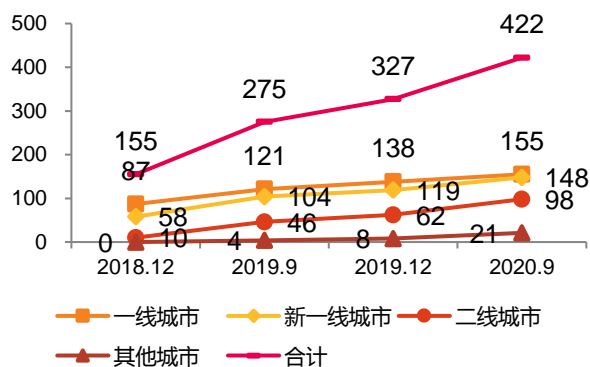


资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

3.2. 快速扩张覆盖广泛消费场景，新店型提升经营效率触达更多消费者

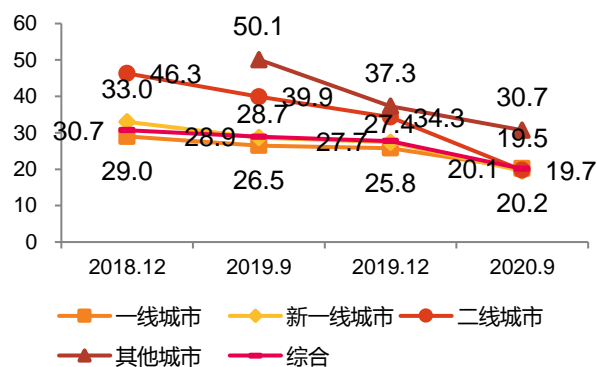
高效扩张战略巩固奈雪市场领先地位，提升一线茶饮网络密度覆盖更广泛消费场景，门店业绩表现具有竞争力。奈雪的茶茶饮店网络迅速扩张，实现了由截至 2017 年 12 月 31 日的 44 间茶饮店增长至最后实际可行日期的 507 间茶饮店，约 3 年增长超过 10 倍。高效的扩张战略有助于提高品牌的市场认可度，巩固行业领先地位。奈雪的茶不断提高一线城市茶饮店网络密度，以覆盖更广泛的消费场景并满足顾客多样化需求。茶饮店设立在高端、高人流场所，主要位于高端购物中心的核心位置。根据灼识咨询资料，截至 2020 年 12 月 31 日，按 2020 年商品交易总额计中国排名前 50 的购物中心中有 28 家开设奈雪门店。奈雪的茶门店业绩表现强劲，2018 年开业门店的投资回收期约为 10.6 个月，2018 年及 2019Q1-3 开业门店的投资回收期整体 14.7 个月；同店利润率由 2018 年的 24.9%上升至 2019 年的 25.3%。受疫情影响，奈雪的茶平均单店日销售额有所下滑，2020Q3 单店日均销售额已恢复至同期的 84.7%。

图 23：奈雪的茶门店网络迅速扩展（单位：间）



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

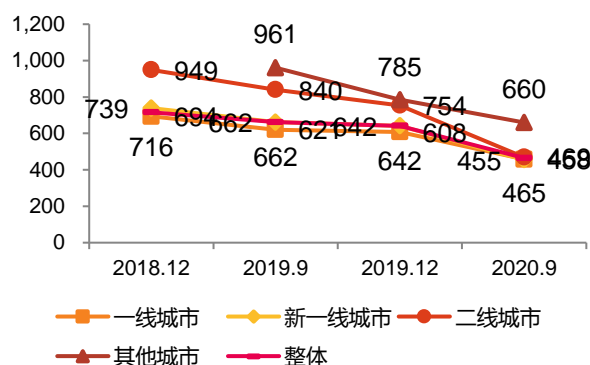
图 24：奈雪的茶门店日均销售额有所下滑（单位：千元）



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

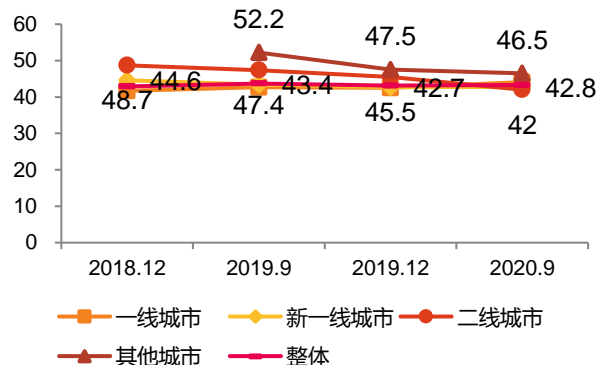
一线城市业务发展成熟，其他城市门店密度低导致更高订单量及客单价。由于奈雪的茶在一线以外城市的门店数量更少，因此收到的订单相对集中。此外，奈雪不断扩大业务足迹渗透至一线以外的区域市场，低线城市营业初期产生的订单量及客单价较高。受疫情影响，奈雪的茶单店平均订单量及每笔订单平均销售额有所下降，但一线城市的客单价仍逆势上升。

图 25：二线城市每日订单量更高（单位：个）



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

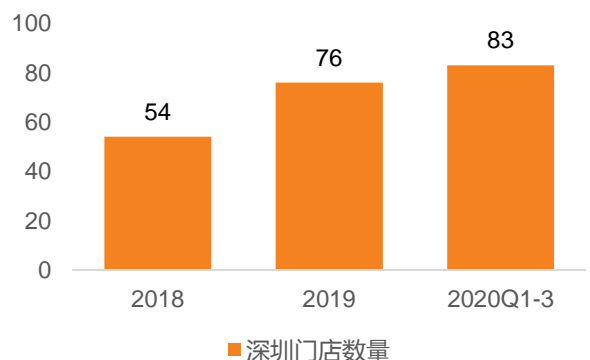
图 26：一线城市每笔订单平均销售额同比上升（单位：千元）



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

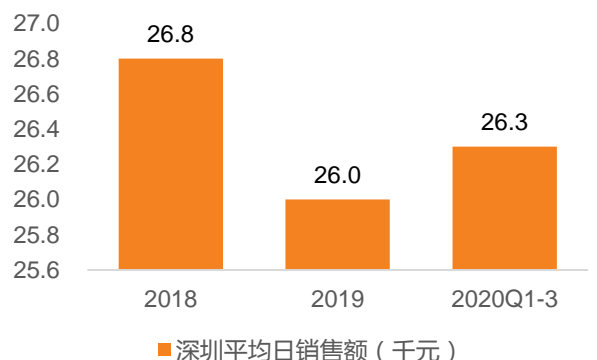
深圳奈雪的茶茶饮店表现良好，随着门店数量不断增加，单店平均日销售额维持稳定。

图 27：奈雪的茶深圳门店不断增长



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

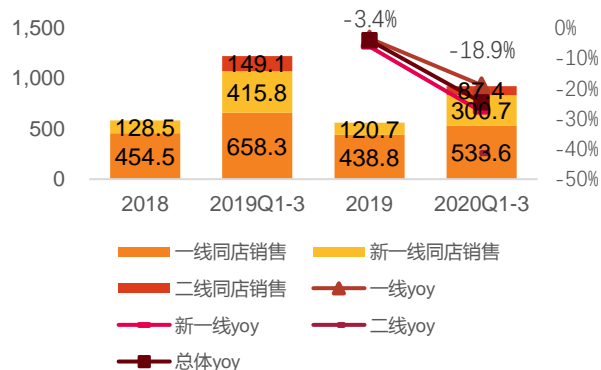
图 28：深圳单店平均日销售额维持稳定



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

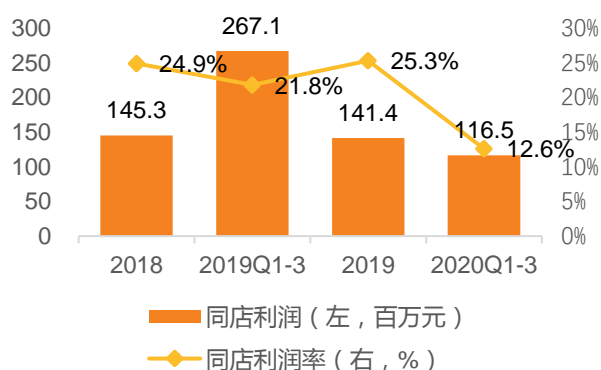
2020Q3 同店销售额恢复至同期 90%，同店利润率维持稳定，深圳同店利润率持续增长。由于持续开设新店，到店客户人数及订单分散程度加大，2018-2019 年奈雪的茶同店销售额同比下降；受到新冠疫情影响，2020Q1-3 同店销售额同比下降 24.3%，其中一线城市下降幅度最小。2020Q3，奈雪的茶同店销售额已恢复至同期 90.9%。奈雪的茶同店利润率维持稳定，2018 及 2019 年分别为 24.9%及 25.3%；2020Q3，奈雪的茶同店利润率已恢复至 18.1%。作为奈雪门店数量最多的城市，2019 年及 2020Q1-3 深圳同店利润率均同比上升。

图 29：奈雪的茶同店销售一线城市恢复最好（百万元，%）



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

图 30：2018-2019 年奈雪的茶同店利润率维持稳定



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

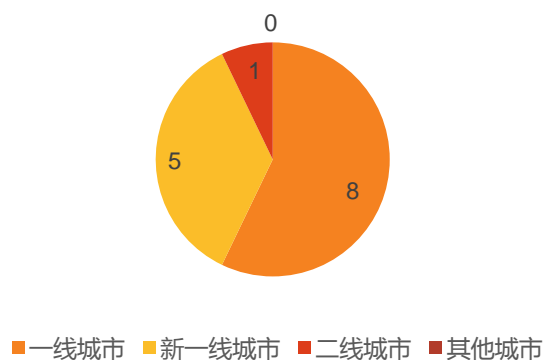
新业态奈雪 PRO 寻求扩张低渗透率市场，预期实现高效运营迅速扩张，多元店型满足差异化消费需求，促进产品创新。公司于 2020 年 11 月推出奈雪 PRO 新茶饮店型，以满足不同消费场景下多样化消费需求，实现更广泛的顾客覆盖面。奈雪 PRO 选址在高级写字楼及高密度住宅社区，以拉近产品与客户日常生活的距离。奈雪 PRO 规模布局更加灵活，面积在 80-200 平方米/间，节省建造成本并更容易物色理想开店位置。新型门店移除现制面包房区域，由深圳的“中央厨房”提供预制烘焙产品，同时配备自动煮茶机、极速烤箱等自动设备简化食品制作过程，极大节约顾客等候时间，提升经营效率。目前奈雪 PRO 茶饮网络拥有 14 间门店，公司规划 21 年及 22 年新开设门店中 70%为奈雪 PRO 店，以优化店铺运营成本。此外，公司开设了奈雪梦工厂、奈雪的礼物店和 Bla Bla Bar，促进门店优化升级并丰富产品品类，提供了新品及促销理念的测试场所。

图 31：深圳奈雪 PRO 茶饮店



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

图 32：奈雪 PRO 茶饮店主要位于一线城市（单位：间）



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

奈雪 PRO 丰富产品品类，延长营业时段扩展消费时段及场景，优化成本端加快扩店速度，降低物业要求提升增量空间。相比标准店，奈雪 PRO 茶饮店引入咖啡和零食，并提供多样化的伴手礼及零售产品；奈雪 PRO 的零售区域提供水果味冻干酸奶块、饼干薯条等易抓取零食，以满足顾客特定需求。奈雪 PRO 将营业开始时间从 10:00 提前至早 8:30，提供早午餐的消费选择，延伸消费场景，推进奈雪融入顾客日常生活。由于新店型移除现制面包房区域，面积缩小，奈雪 PRO 的平均投资成本、租金成本及人力成本大幅优化，助力实现加速扩张。新店型选址范围从高档购物中心拓宽至高级写字楼及高密度住宅社区，同时简化店面布局精简运营，有望打开未来拓店空间，提升开店天花板。

表 3：奈雪 PRO 扩展消费场景及时段，优化成本端打开增量空间

	奈雪的茶标准茶饮店	奈雪 PRO 茶饮店
主要产品	茶饮+软欧包（主要现制）	茶饮、预制烘焙食品、咖啡、零食
营业时间	10:00-22:00	8:30-21:30
门店面积	180-350 平方米，可容纳 50-120 人	80-200 平方米
门店位置	高端购物中心核心位置	高级写字楼、高密度住宅社区
门店配置	设置现场面包房区域	移除现场面包房区域
单店平均投资成本	185 万元	125 万元
单店店员数量	20-25 人	10-15 人
门店数量（截至最后实际可行日期）	507	14
扩店计划	2021 及 2022 年开设 300 及 350 间茶饮店，约 70%规划为奈雪 PRO	

资料来源：奈雪的茶招股书，大众点评，天风证券研究所

3.3. 高效供应链管理保障优质产品，强大研发能力引领茶消费风潮

强大的供应链控制力实现产品结构优化，降低成本，保障标准化口味及食品健康安全。1) **采购：**公司持续优化原材料采购流程，确保茶饮及烘焙产品的优质；并通过直接从原产地采购主要原料，集中统一采购提高议价能力，持续监测原材料价格走势来优化采购成本。2) **供应商管理：**公司筛选知名供应商密切合作，确保主要原材料标准化定制，提升质量控制并保持产品口味的一致性。2020Q1-3 公司与 300 家知名原材料供应商建立了合作伙伴关系，并与其中前十大供应商有平均超过两年的合作关系。3) **物流与仓储：**公司拥有一支由 6 辆车辆组成的内部物流团队，负责深圳市内配送；并与可靠的物流第三方合作，内外部物流团队均具有可靠的冷链物流能力。物流合作方需配备自动热控制热备及 GPS 设备以确保产品安全。

表 4：奈雪的茶采购优质原材料确保产品标准化口感

主要原料	采购方式	采购需求	定制化标准
茶叶	从知名第三方茶园直接采购，与台湾优质茶园建立多年合作关系	确保阿里山初露供应	根据奈雪规定的规格进一步加工
新鲜水果	直接与当地农业农户合作；与可靠进口商合作	确保水果新鲜度及口味；获得优质进口水果	
乳制品	使用上乘乳制品和进口奶油	维持新鲜度及品质	每两至三天配送鲜奶至茶饮店
鲜榨果汁	与合资果汁厂直接合作	符合严格的口感标准	加工成符合特定需求的鲜榨果汁

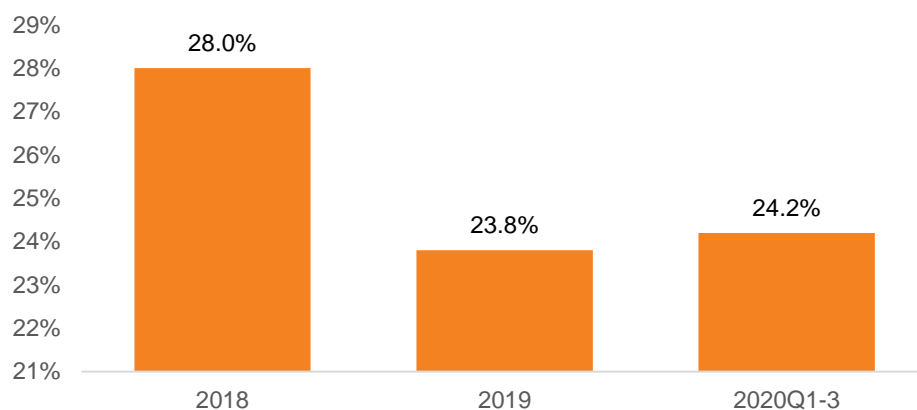
资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

表 5：2020Q1-3 五大供应商详情

排名	供应商	提供产品/服务类型	主要业务	业务开始年份	采购额 (人民币千元)	占采购总额 百分比
1	遵道	包装材料	包装材料的销售及生产	2018	75,122	8.7%
2	供应商 A	乳制品	食品及其他产品的电子 商务、销售	2017	44,319	5.1%
3	供应商 F	果糖及面粉	食品及其他原材料的销 售	2017	31,781	3.7%
4	供应商 D	包装材料	塑料产品的生产及销售	2017	30,256	3.5%
5	供应商 H	乳制品	商品及技术进出口	2019	28,455	3.3%

资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

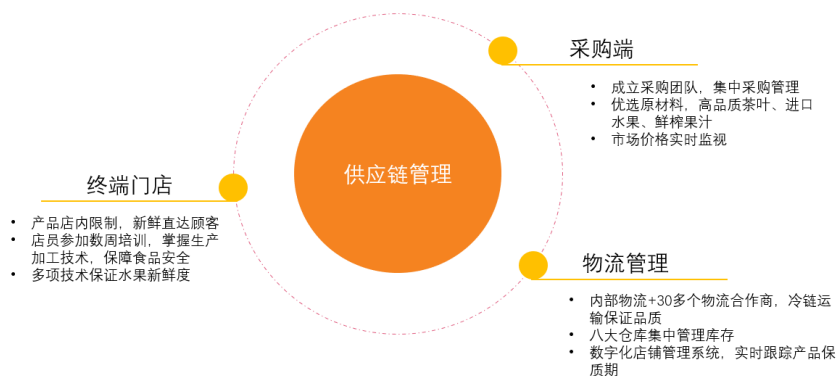
图 33：前五大供应商采购额占比约 25%



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

公司实施全流程食品质量控制措施，利用先进技术加工优质原料，不断提升产品质量与口味。公司建立行业经验丰富的质量管理团队，采用集中化、数字化存货管理系统，使得门店能够根据需求采购原料，减少原料浪费。门店员工需完成数周的食品安全培训课程，并引入先进设备提高现制茶饮效率，使用自动茶饮冲泡机、芝士配料定制机器简化食品制备过程。公司致力于保持有效端对端质量控制，坚持使用上乘茶叶、鲜牛奶及新鲜水果制作茶饮，并利用先进技术加工原料，不断提升产品质量及口感。

图 34：全供应链的品控管理



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

丰富产品矩阵满足顾客差异化需求，畅销茶饮带动销售增长，借助大数据创新研发推动未来茶饮消费风潮。奈雪的茶核心菜单拥有超过 25 种经典茶饮及超过 25 种经典烘焙产品。2020Q1-3，奈雪的茶三大畅销经典茶饮售出超过 15 百万杯，占现制茶饮营收规模 25.3%；其中霸气芝士葡萄被订购了 4 百万杯，受到市场欢迎。奈雪坚持产品差异化及创新，围绕核心菜单不断创新以保持产品新鲜度，平均每周推出约 1 种新饮品，自 2018 年以来推出了约 60 种季节性产品。2020Q1-3，奈雪的茶三大畅销季节性茶饮售出达 5.2 百万杯。凭借分析从大量订单及数字化会员系统中获得的顾客见解，奈雪持续加强产品创新能力。公司计划通过扩大茶礼盒、即饮茶饮、茶袋、预包装甜点及休闲零食的产品类别，使奈雪的茶突破品牌界限成为一个生活方式品牌。

图 35：奈雪的茶产品矩阵



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

高频率茶饮消费带动烘焙及其他产品销售，提供多维度体验，交叉销售提高客单价，符合消费升级趋势。除茶饮外，奈雪扩充产品类别涵盖烘焙产品、咖啡即饮茶饮、包装零食等，大大扩展品牌的消费时段及场景，并为顾客提供多维体验。2020Q1-3，奈雪的茶烘焙产品零售消费价值在现制茶饮店中排名第一，市场份额 21.7%。奈雪定位高端茶饮品牌，茶饮标价 13-30 元，平均标价 27 元；烘焙产品标价 8-48 元，平均标价 23 元。同行业中喜茶与乐乐茶产品标价与人均消费较高。

表 6：奈雪的茶产品价格及客单价较高，定位高端茶饮品牌

品牌	主营产品	客单价	人均消费	门店数量
奈雪的茶	冷萃茶、果茶、欧包	25-32 元	32.16 元	497
喜茶	芝士茶、水果茶、波波冰	24-33 元	29.47 元	687
LELECHA 乐乐茶	软欧包、乳酪鲜果茶、黑糖脏脏茶	19-28 元	33.84 元	60
茶颜悦色	奶盖茶、奶茶	18-28 元	16.49 元	240
古茗	奶茶、芝士茶、鲜茶	9-14 元	14.79 元	4284
沪上阿姨	现煮奶茶、酸奶、水果茶	11-16 元	13.56 元	1974
一点点	纯茶、奶茶、柠檬茶	10-15 元	14.43 元	3273
CoCo 都可	奶茶三兄弟、果汁茶、雪冰	11-16 元	13.55 元	4460
蜜雪冰城	果味茶、奶茶、雪顶冰激凌	5-8 元	6.9 元	11699

资料来源：前瞻产业研究院，窄门餐眼，天风证券研究所

3.4. 专注数字化运营提高运营效率，深厚人才库助力公司成长

全面部署技术基础架构及高级数据分析，支持茶饮店网络快速扩展，自动化店内运营，增强质量控制并实现精准营销提高购买率。2020年10月公司推出专有集成信息平台 Teacore，帮助整合理解海量运营数据，以精简业务运营、提高运营效率。截至最后实际可执行日期，所有茶饮店均已部署 Teacore，帮助维持质量控制，优化客户体验，提高运营效率，助力快速扩张。1) **吸引客户提升体验**：Teacore 无缝集成线上线下交易信息，准确描述客户交易模式、基本信息及消费习惯，通过了解顾客喜好公司能够迎合市场需求进行创新升级，推荐个性化菜单吸引顾客，并实施动态定价增加回购。2) **精简店面运营**：利用顾客评论管理系统及时整合意见并处理投诉，提升客户满意度；数字化库存管理系统实时跟踪分析库存水平，以便及时充分备货并限制浪费。3) **监控运营业绩**：综合管理系统可实现门店与总部之间信息流的管理，帮助茶饮店运营，生成管理报告。

图 36：奈雪的茶信息集成平台提高运营效率



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

创始人及高级管理团队经验丰富，实施人才培养计划构建深厚人才库。联合创始人赵林和彭心分别在食品饮料行业管理、产品研发推广营销方面具有丰富经验。高管团队在门店运营、品牌推广营销、供应链管理、数字技术等主要业务领域平均拥有十年以上经验，来自字节跳动、京东、美心、九毛九等行业领先公司。公司重视员工培训，建立人才先锋计划，培养及维持人才库，以储备未来的优秀店长。

表 7：奈雪的茶创始人及高管团队行业经验丰富

姓名	职务	经历
赵林	执行董事、董事长兼首席执行官	41岁。公司创始人。曾任职于汉堡王食品与美心食品。2020年6月起担任奈雪的茶董事。2021年2月5日，调任为执行董事并兼任奈雪的茶董事长及首席执行官。
彭心	执行董事兼总经理	33岁。公司创始人。曾任职于金蝶软件。2017年8月起担任心林文化董事。2019年9月起担任奈雪的茶董事。2021年2月5日被重新委任为执行董事兼总经理。
何刚	首席技术官	45岁。曾任京东集团副总裁、Lucking Coffee Inc.首席技术官。2020年6月加入本集团。
邓林	执行董事兼首席运营官	39岁。曾担任元气森林部门经理及运营经理。2016年8月加入本集团。2019年1月起成为首席执行官；2020年6月获委任为董事；2021年2月5日被重新委任为执行董事。
陈鄂	首席营销官	37岁。曾于今日头条负责内销事业部业务平台商业化运营。2021年1月加入本集团。
陈胜玉	高级人力资源总监	43岁，曾担任三元人力资源经理、九毛九人力资源总监。2017年9月加入本集团。
申昊	联席首席财务官、法务总监兼董事会秘书	32岁。曾任职于大疆科技，先后担任法务经理及法务部主管、企业发展部主管。曾担任 Victor Hasselblad AB 董事及 Koenigsegg AB 董事。2019年7月加入本集团。
梁飞燕	联席首席财务官	38岁。曾任职于美聊教育，最后职位为联席首席财务官。2019年10月加入本集团。

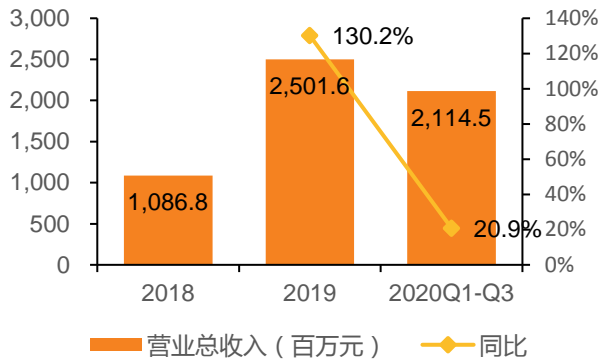
资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

4. 门店网络扩张，营收增幅较大，盈利能力提升

4.1. 收入端：营收增长明显，现制茶饮贡献营收超 7 成

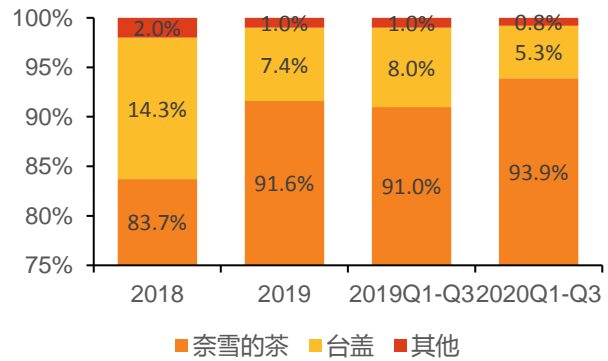
营业收入增长明显，奈雪的茶茶饮旗舰店贡献了大多数收益。2018 年奈雪的茶营业总收入为 10.87 亿元，2019 年同比增长 130.17% 至 25.02 亿元。2020Q1-3 公司实现营业收入 5.47 亿，同比增长 20.85%。奈雪的茶茶饮旗舰店贡献了公司的大多数收益，在 2018 年贡献营收为 83.7%，而 2020Q1-Q3 已达 93.9%，子品牌台盖营收占比低。预计在不久的将来，奈雪的茶茶饮店将仍会占业务营运的绝大部分。

图 37：奈雪的茶近三年营收情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

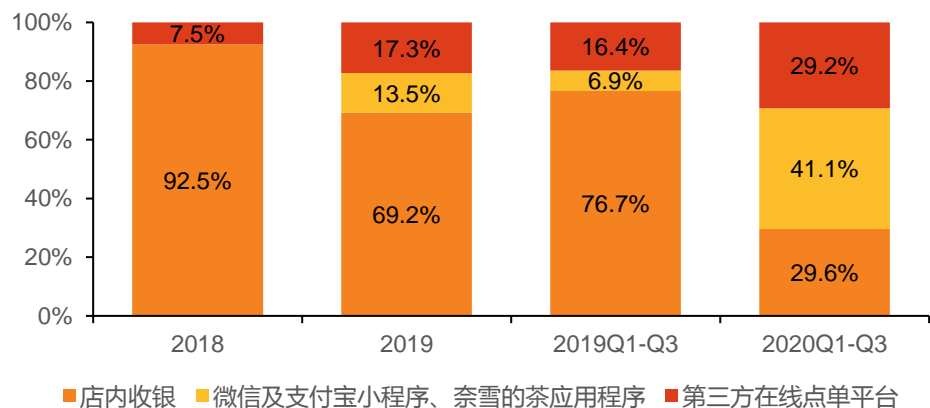
图 38：奈雪的茶分品牌营收情况



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

从奈雪的茶茶饮店来看，来自微信及支付宝小程序、奈雪的茶应用程序和第三方在线点单平台的营收占比在 2019Q4-2020Q3 明显上升。在 2018 年，茶饮店的营收有 92.5% 来自店内收银，2019 年下降至 69.2%，2020Q1-Q3 低至 29.6%。来自小程序的营收占比则在 2020Q1-Q3 高达 41.1%。

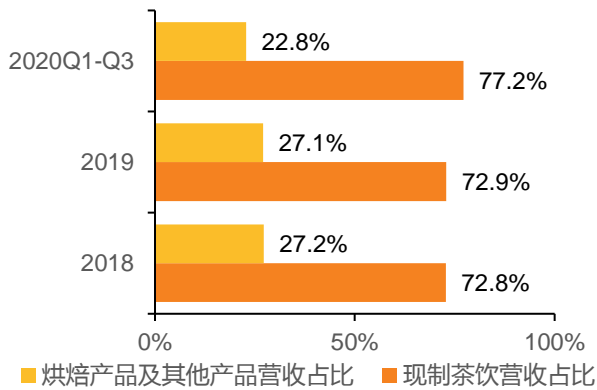
图 39：奈雪的茶茶饮店营收渠道情况



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

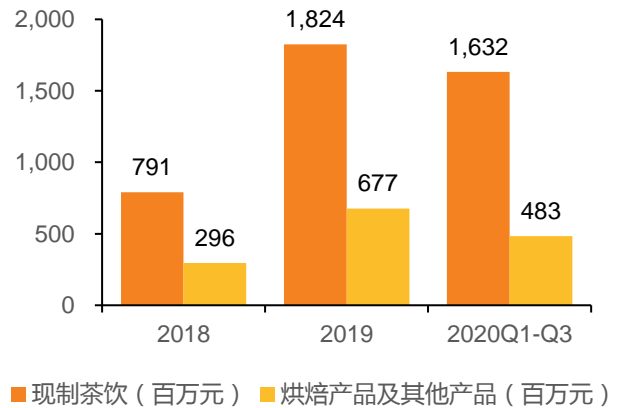
按产品划分，现制茶饮占营收比稳定超 70%。现制茶饮在 2018 年营收 7.91 亿元，在 2019 年同比增长 130.59% 至 18.24 亿元，略微高于营业总收入 130.17% 的增速。现制茶饮占营收比从 2018 年的 72.8% 上升至 2020Q1-Q3 的 77.2%，相应的烘焙产品及其他产品占比则从 27.2% 降至 22.8%。

图 40: 奈雪的茶现制茶饮占营收占比超 70%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 41: 奈雪的茶分产品营收情况

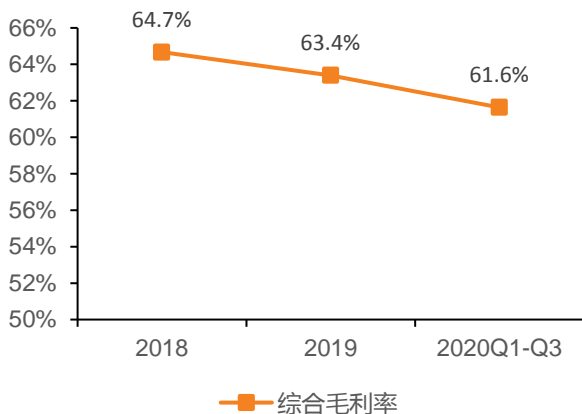


资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2. 成本端: 现制茶饮毛利率稳中有升, 综合毛利率受烘焙等影响略有下降

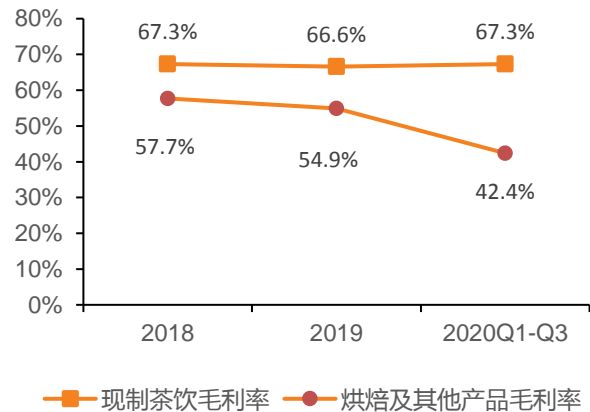
综合毛利率有所下滑, 其中现制茶饮毛利率保持稳定, 烘焙及其他产品毛利率于 20Q1-3 大幅下滑。综合毛利率由 2018 年的 64.7% 下降至 20Q3 的 61.6%, 其中 2018 年-2020 年 Q3, 公司现制茶饮毛利率稳定在 67% 左右, 2020 年前三季度有所上升, 达到 67.3%。公司对于产品品质要求严格, 加大投资为现制茶饮购买优质原料以向客户提供卓越饮茶体验。烘焙及其他产品毛利率降幅较多, 从 2018 年的 57.7% 下降至 20Q3 的 42.4%。

图 42: 毛利率近年来有所下降



资料来源: 奈雪的茶招股书, 天风证券研究所

图 43: 现制茶饮毛利率稳定, 烘焙及其他产品毛利率下降

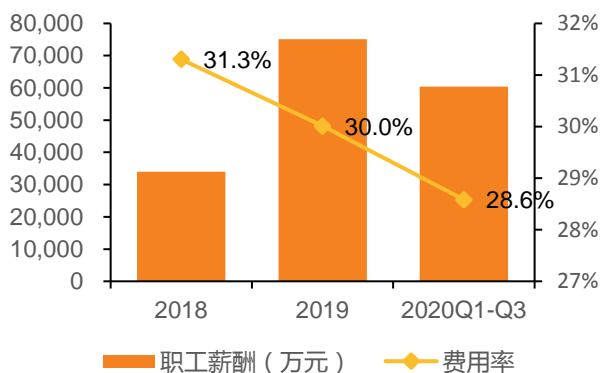


资料来源: 奈雪的茶招股书, 天风证券研究所

4.3. 费用端: 管理能力提升, 期间费用率下降

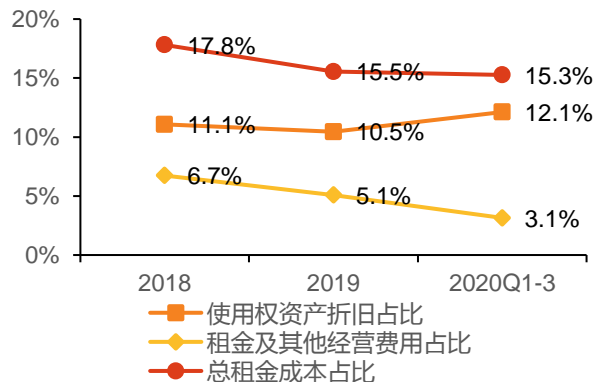
员工成本占总收益的比例保持相对稳定且有所下降, 租金成本占比亦有所下降。2018 年至 2019 年员工成本增加 120.7%, 主要是由于员工数量由 2018 年 12 月 31 日的 1,983 名增加至 2019 年 12 月 31 日的 5,015 名, 与公司的整体业务扩张基本一致。员工成本占总收益的比例在 30% 上下小幅波动。奈雪的茶租金成本占比为使用权资产折旧占比和租金及其他经营费用占比之和, 总租金占比由 2018 年的 17.8% 下降至 2019 年的 15.5%, 随着公司产品品牌影响力提升和门店数量扩张, 租金成本有望进一步降低。

图 44：奈雪的茶职工薪酬占收入比例下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

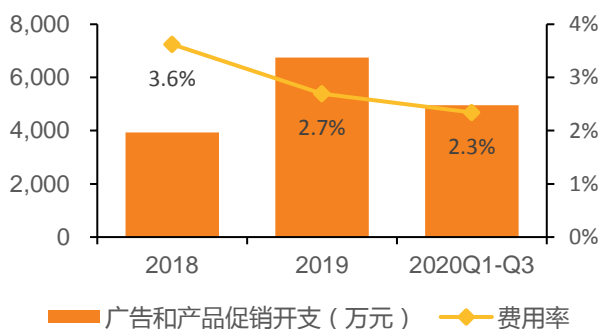
图 45：奈雪的茶租金成本控制得当



资料来源：Wind，天风证券研究所

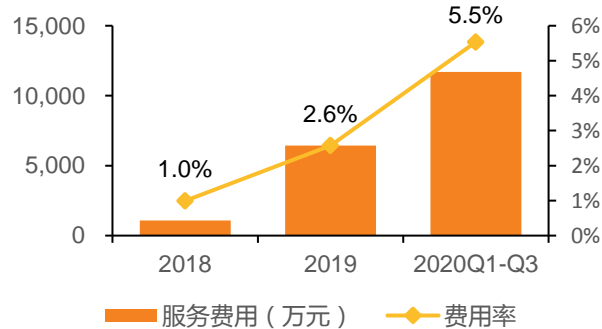
广告和产品促销开支占总收益比在下降，配送服务费用率上升。奈雪的茶广告和促销产品开支占总收益的比例从 2018 年的 3.6% 在 2019 年、2020 年 Q1-Q3 进一步降低至 2.7%、2.3%，但绝对金额保持上升，对于品牌的推广力度并未减弱。服务费用率有明显上升，一方面外卖渗透率提升，相关销售收入占比增加，带来外卖服务费占比提高，另一方面 2020Q1-Q3 外卖服务费用率高达 5.5%，主要受疫情因素影响。

图 46：奈雪的茶广告和产品促销开支费用率略有下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

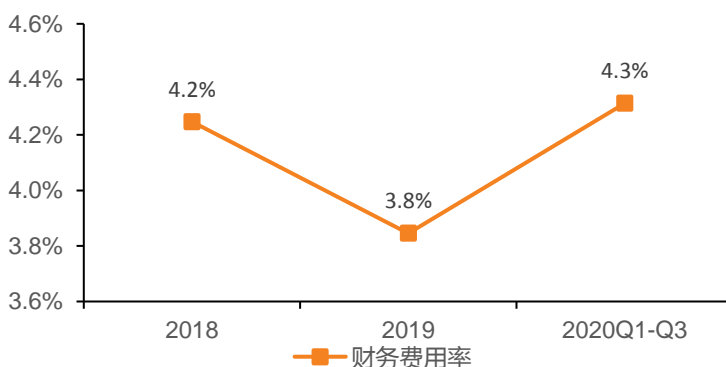
图 47：奈雪的茶服务费用率有所提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

奈雪的茶财务费用率在 4% 上下小幅波动。在 2018/2019/2020Q1-Q3，奈雪的茶财务费用率分别为 4.2%/3.8%/4.3%，整体较平稳。其中，租赁负债利息占比分别为 2.9%/2.7%/2.9%。

图 48：奈雪的茶财务费用率相对稳定

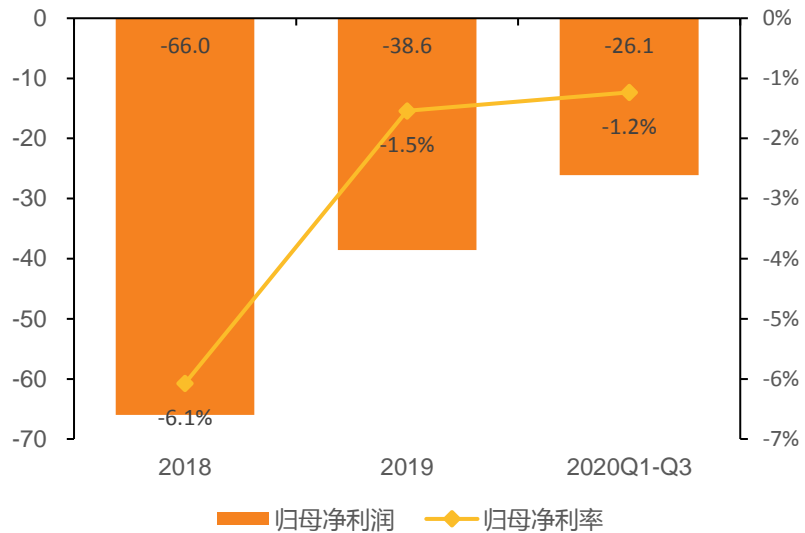


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.4. 利润端：亏损不断收窄，盈利能力提升

归母净利润亏损幅度持续收窄。2018 年归母净利润为-0.66 亿元，2019 年则达到-0.39 亿元。2020 年公司受到疫情影响，前三季度累计亏损 0.26 亿元，亏损幅度持续收窄，其中取得免征销项增值税所得收入 1.25 亿元。

图 49：归母净利润亏损减少，净利率提升



资料来源：奈雪的茶招股书，天风证券研究所

销售净利率提升，盈利能力逐渐显现。公司 2018 年销售净利率为-6.42%，2019 年提升至-1.59%，截至 2020Q3 达到-1.30%，进一步提升，盈利能力开始显现。

表 8：奈雪的茶 ROE 分解（杜邦分析）

	2018	2019	2020Q1-Q3
净资产收益率(ROE)(%)	61.54	30.42	
同比增长率(%)		-50.57	
因素分解：			
销售净利率(%)	-6.42	-1.59	-1.30
净利润/利润总额 (%)	147.14	92.95	132.73
利润总额/息税前利润 (%)	3849.80	-79.80	-29.41
息税前利润/营业总收入 (%)	-0.11	2.14	3.33
权益乘数	-12.52	-13.39	
资产周转率 (次)		1.47	
归属母公司股东的净利润/净利润(%)	94.66	97.15	94.80

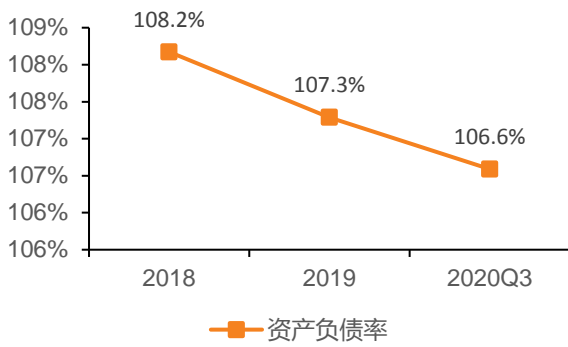
资料来源：Wind，奈雪的茶招股书，天风证券研究所

4.5. 资产端：负债率保持高位，短期偿债能力回升

资产负债率保持高位，略有下降。公司资产负债率自 2018 年末的 108% 下降至 2019 年末的 106%，长期保持高位但呈现下降趋势。主要原因系多轮融资中形成的可赎回注资沉淀。

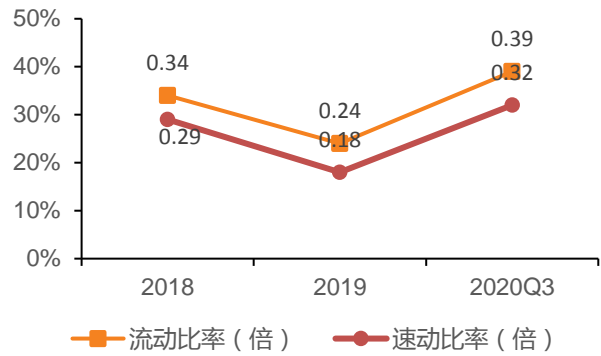
短期偿债能力增强，流动比率、速动比率转增。公司 2018-2019 年的流动比率、速动比率有所下降，但于 2020Q3 回复增长，分别达到 0.39 和 0.32，短期偿债能力有所增强。

图 50: 资产负债率逐年降低



资料来源: 奈雪的茶招股书, 天风证券研究所

图 51: 流动比率、速动比率转增



资料来源: 奈雪的茶招股书, 天风证券研究所

公司保持了较大比例的货币资金, 对短期偿债能力构成一定保障。

表 9: 流动资产结构情况

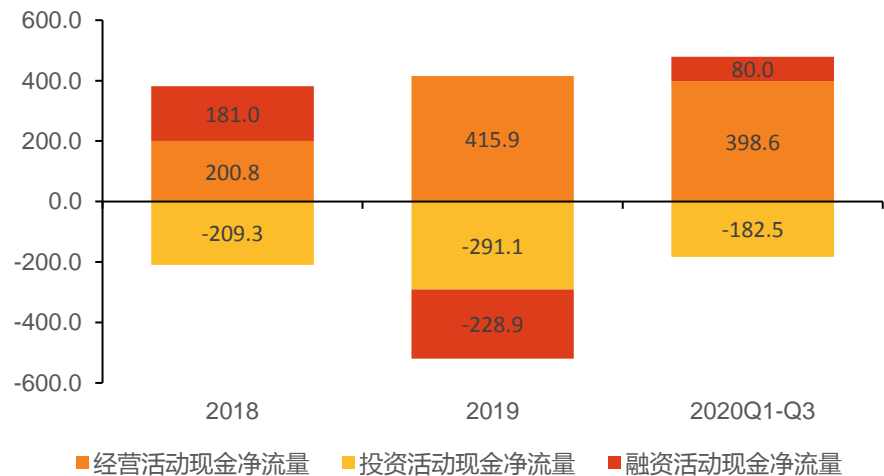
	2018	2019	2020Q3
货币资金/流动资产	65.26%	27.55%	53.56%
存货/流动资产	13.23%	26.35%	17.45%
应收账款/流动资产	21.51%	46.10%	27.57%

资料来源: 奈雪的茶招股书, 天风证券研究所

4.6. 现金流稳步增长

经营活动产生的现金净流入上升。随着公司门店扩张和消费需求增加, 营业收入和净利润增长, 经营活动产生的现金净流入相应增长。2018 年经营活动现金流净额为 2 亿, 2019 年和 2020 年前三季度则分别达到 4.16 亿和 3.99 亿, 2020 年受到疫情冲击仍保持了增长韧性。

图 52: 经营活动产生的现金流稳步增长



资料来源: 奈雪的茶招股书, 天风证券研究所

5. 风险提示

食品安全风险：食品安全问题会引发消费者对品牌的负面认知，且将受到监管机构的处罚，对公司已经积累的口碑和竞争优势是沉重的打击。

门店扩张不达预期的风险：门店拓展涉及物色适宜的选址、获得政府的许可和审批、招募培训合适的员工等，存在无法按时开设新门店导致扩张不达预期的风险。

原材料价格上涨的风险：原材料价格上涨会挤压企业的毛利率，影响公司的盈利能力。

疫情情况恶化风险：疫情冲击下门店停止营业，失去主要收入来源，陷入难以持续经营的困境。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com