

商业贸易

奈雪的茶：优质赛道领军者，全能发展扩张可期

奈雪的茶：中国领先高端现制茶饮连锁品牌。奈雪的茶于2015年成立于深圳市，目前共运营奈雪的茶和台盖两个现制茶饮品牌，其中奈雪的茶创新打造“茶+软欧包”形式，引领高端现制茶饮发展。截至2021年，奈雪的茶已于全国70个城市布局507家门店。门店迅速扩张推动营业收入增长、盈利能力增强，2018/2019/2020Q1-3年公司营业收入分别为10.9/25.0/21.2亿元，2019/2020Q1-3分别同比增长130.2%/20.8%，成长性突出。其中2020Q1-3奈雪的茶贡献收入19.9亿元，占比93.9%，现制茶饮/烘焙制品分别贡献77.2%/22.8%收入。2018/2019/2020Q1-3公司经调整净利润分别为-0.57亿元/-0.12亿元/448.4万元，净利润转正。公司股权结构集中，创始人林心/赵林对公司享有绝对控制权。

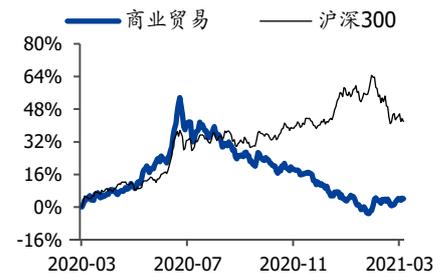
新式茶饮优质赛道空间广阔，不同价格带错位竞争。茶饮行业经历三个发展阶段，已逐步进入以品质化、强社交属性、高客单价为特征的新式茶饮时代。在消费端：我国饮茶文化孕育新式茶饮、经济发展为新式茶饮基本盘，90后主力消费人群推动品质化&个性化消费；在供给端：产品创新、门店扩张培育消费习惯，营销及渠道扩张触达消费者。茶饮行业由于产品成瘾性、标准化，门店小、周转快、消费场景多元为餐饮行业中优质赛道，坪效高于其他细分赛道。在量价齐升驱动下，2020年市场零售规模达到665亿元，2015-2020年CAGR为23.5%，预计未来五年CAGR达到26%。由于我国消费升级分层，新式茶饮各价格带错位竞争。高端茶饮采用直营模式、门店集中于高线城市；高投入、强品牌效应下行业格局集中，龙头护城河初现，预计未来集中度持续提升。中低端茶饮多采用加盟模式、供应链驱动，门店以低线城市为主；行业分散、竞争激烈。

产品&品牌&供应链修炼内功，千店空间可期。1) 产品、品牌、供应链构筑壁垒。
产品：公司率先创新茶饮+软欧包，提高客单价和消费体验。目前公司以产品质量为基础，已经形成完善产品矩阵，具备极强的产品研发和爆款打造能力，维持产品生命力。
品牌：公司定位年轻女性，聚焦社交空间打造，多种方式树立品牌知名度。奈雪从产品到空间设计到营销活动，品牌理念统一。通过装修和多样化店型传递品牌理念，通过多元营销活动树立品牌形象，目前品牌效应明显，会员数量持续增长。
供应链：公司深耕供应链，整合上游供应商、保障产品质量、构成公司产品力基础；利用大数据、数字化贯穿运营流程，提高运营效率。
2) 财务指标看能力，高线城市保守千店空间，低线城市存在空间。奈雪目前以深圳为大本营，主要分布在高线城市。我们测算，奈雪于二线及以上城市拓店空间在一千家以上。短期来看奈雪推出PRO店型继续加密高线城市；长期来看，对标星巴克，低线城市拓店空间广阔。单店来看，受新开门店分流及疫情影响，奈雪的茶单店平均订单量有所下滑，客单价表现较为稳健；同店呈现相同趋势，目前公司现金流情况良好，上市募资提供发展动力，预计未来开店现金流较为充足。

风险提示：1) 门店扩张不及预期；2) 原材料价格波动；3) 疫情反复；4) 第三方数据存在偏差。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

相关研究

- 1、《商业贸易：回归理性，如何看待社区团购发展方向——仍从一斤苹果看国内生鲜产业链及渠道变革》2021-01-26
- 2、《商业贸易：线上加强，线下有望集中——2021年度策略》2020-12-20
- 3、《商业贸易：亚马逊的流量运营分配机制为何利好优质产品/品牌商发展？》2020-11-30



内容目录

1、奈雪的茶：中国领先高端现制茶饮连锁品牌	4
2、新式茶饮优质赛道量价齐升千亿空间，不同价格带错位竞争	7
2.1.茶饮行业经历三个发展阶段，多因素驱动行业发展	7
2.2.茶饮优质赛道空间广阔，价格带错位竞争	11
2.3. 高端：直营模式下品牌力驱动，护城河初现	13
2.4. 中低端：加盟为主，空间广阔格局分散，标准化复制+供应链驱动	17
3、产品&品牌&供应链修炼内功，千店空间可期	21
3.1.产品、品牌、供应链构筑壁垒	21
3.1.1.茶饮+欧包产品矩阵，质量严格把控，产品持续更新	21
3.1.2.聚焦社交空间打造，多种方式树立品牌知名度	24
3.1.3.有效供应链、持续数字化	26
3.2.财务指标看能力，高线城市保守千店空间，低线城市存在机会	27
3.2.1.门店覆盖范围较广，PRO店型加密高线，千店空间	27
3.2.2.受疫情影响单店表现下滑，募集资金助力扩张	30
4、风险提示	32

图表目录

图表 1: 奈雪的茶产品矩阵	4
图表 2: 奈雪的茶公司发展历程	4
图表 3: 奈雪的茶门店数量持续扩张	5
图表 4: 门店数量扩张下收入同步高速增长	5
图表 5: 奈雪的茶为公司主要茶饮品牌，收入占比提升	5
图表 6: 现制茶饮为公司主要收入来源	5
图表 7: 公司经调整净利润（亿元）转正	6
图表 8: 奈雪的茶同店利润率	6
图表 9: 发行前公司股权结构	6
图表 10: 茶饮行业经过三阶段发展，新茶饮时代蓄势待发	7
图表 11: 现制茶饮驱动中国茶市场规模（十亿元）扩张	8
图表 12: 我国人均茶叶消费量稳步提升	8
图表 13: 我国人均可支配收入及人均食品支出均稳步提升	8
图表 14: 我国购物中心数量增长、城镇化率稳步提升	8
图表 15: 2018-2020 饿了么新式茶饮用户年龄分布	9
图表 16: 90后与00后消费者新式茶饮月均消费	9
图表 17: 茶饮品牌获得资本青睐	9
图表 18: 新式茶饮消费的信息获取呈现多元化趋势	10
图表 19: 现制茶饮产品外卖的零售消费价值（十亿元）将持续提升	10
图表 20: 新式茶饮门店数量自18年来快速增长	10
图表 21: 新式茶饮消费者规模持续扩大	10
图表 22: 新式茶饮优质赛道	11
图表 23: 新式茶饮优质赛道，量价齐升推动行业增长	11
图表 24: 高端、中端、低端茶饮市场在消费分层下市场规模（十亿元）持续扩张，其中高端茶饮增速领先	12
图表 25: 现制茶饮行业由其定位及特征，其经营模式分化	13
图表 26: 现制茶饮以客单价（元）及店铺数量（个）为基准分层明显	13

图表 27: 现制茶饮行业不同品牌城市布局分化	13
图表 28: 以喜茶为例, 高端茶饮标准化程度相对较低, 直营适合品牌发展	14
图表 29: 喜茶近年来门店扩张节奏加速 (门店数)	14
图表 30: 奈雪的茶 2018 年后门店加速扩张 (门店数)	14
图表 31: 高端现制茶饮行业龙头市场份额较为集中	15
图表 32: 喜茶 2020 年销量前五产品多为鲜果茶	15
图表 33: 某品牌多肉葡萄成本约为 8-10 元/杯	15
图表 34: 消费者选购新式茶饮时关注品质、口感与品牌	16
图表 35: 新式茶饮已在消费者中形成较强的品牌效应	16
图表 36: 头部高端茶饮品牌已经形成全面数字化能力	16
图表 37: 高端茶饮品牌供应链情况	17
图表 38: 主要加盟品牌加盟费用及店铺要求	18
图表 39: 茶饮行业经过三阶段发展, 新茶饮时代蓄势待发	19
图表 40: 以店铺数量估算, 中低端茶饮集中度较低, 拓店空间广阔	19
图表 41: 书亦烧仙草门店数量分月份扩张节奏	20
图表 42: 茶百道门店数量分月份扩张节奏	20
图表 43: 蜜雪冰城实现全国仓储体系布局	20
图表 44: 蜜雪冰城仓库	20
图表 45: 奈雪的茶客单价逐年增加且高于行业平均	21
图表 46: 奈雪的茶产品推荐榜单 (推荐次数) 中茶饮+烘焙优势突出	21
图表 47: 以茶饮行业为例, 产品矩阵覆盖全面	22
图表 48: 2020 年奈雪的茶新品推出节奏	23
图表 49: 2020 年, 奈雪与多个品牌进行合作, 多样化联名活动吸引消费者兴趣	24
图表 50: 奈雪的茶店铺内部宽敞明亮, 社交属性强	25
图表 51: 奈雪的茶青岛门店提取当地海洋元素融入设计	25
图表 52: 奈雪的茶各类店型覆盖全面, 传递品牌理念	25
图表 53: 奈雪的茶注册会员数稳步增长	26
图表 54: 奈雪的茶会员复购率稳步提升, 高于行业平均	26
图表 55: 奈雪的茶店内收银收入 (百万元) 比重持续降低	27
图表 56: 2020Q1-3 奈雪的茶店内收银比例较低	27
图表 57: 奈雪的茶初步形成全国化布局, 并于日本及香港各开设一家门店	28
图表 58: 奈雪的茶 2018 年起加速门店数量扩张	28
图表 59: 奈雪的茶主要分布在二线城市以上	28
图表 60: 奈雪的茶标准店与奈雪 PRO 对比	28
图表 61: 奈雪的茶拓店空间测算	29
图表 62: 星巴克在中国门店数量持续增加	29
图表 63: 奈雪的其他城市日均销售额 (千元) 表现乐观	29
图表 64: 经营活动现金流量 (百万元) 良好	30
图表 65: 2020 年公司现金及等价物 (百万元) 增长明显	30
图表 66: 奈雪的茶每间茶饮店平均每日订单量 (订单数) 呈现下降趋势	30
图表 67: 奈雪的茶客单价 (元) 整体稳中有升	30
图表 68: 奈雪的茶每间茶饮店平均每日销售额 (千元) 呈现下降趋势	31
图表 69: 奈雪的茶店铺于深圳表现良好	31
图表 70: 奈雪的茶店均同店店均销售额 (百万元) 下滑	31
图表 71: 奈雪的茶同店销售额同比增长率	31
图表 72: 奈雪的茶上市募集资金主要用途	32

1、奈雪的茶：中国领先高端现制茶饮连锁品牌

奈雪的茶：中国领先高端现制茶饮连锁品牌。奈雪的茶为国内领先高端现制茶饮品牌，创立于2015年，总部位于广东省深圳市，隶属于深圳市品道餐饮管理有限公司。目前公司旗下运营奈雪的茶和台盖两个现制茶饮品牌，其中奈雪的茶创新打造“茶+软欧包”的形式，产品矩阵覆盖茶饮（包括经典茶饮和季节性茶饮）、烘焙产品以及伴手礼，以20-35岁年轻女性为主要客群，主打高品质；台盖针对年轻群体。公司于2015年在深圳开设首家奈雪的茶茶饮店。公司经过多轮融资后，供应链能力等方面不断提升，并采取直营模式不断扩张门店。2017年12月，奈雪的茶开始走出广东地区，开启“全国城市拓展计划”。截至2021年2月，奈雪的茶已于全国布局500家以上门店，会员体系注册会员超过三千万名，发展成为我国高端现制茶饮领导者。

图表1：奈雪的茶产品矩阵



资料来源：奈雪的茶招股说明书，国盛证券研究所

图表2：奈雪的茶公司发展历程



资料来源：奈雪的茶招股说明书，国盛证券研究所

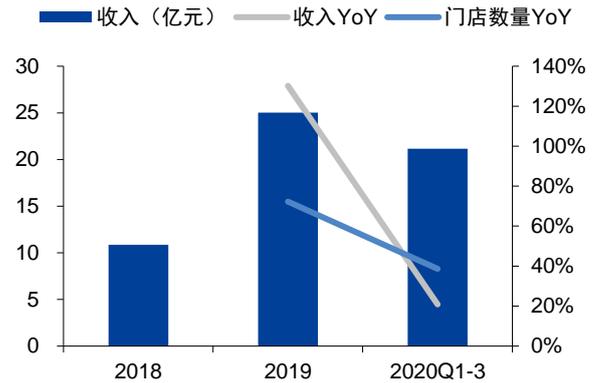
门店扩张推动同步扩张，奈雪的茶收入占比持续提升。公司持续进行门店数量扩张，截至2020年2月，公司奈雪的茶拥有门店数量507家，台盖门店数量63家。在门店扩张的推动下，公司收入实现高速增长。2018/2019/2020Q1-3年公司营业收入分别为10.9/25.0/21.2亿元，2019/2020Q1-3公司营业收入同比增长130.2%/20.8%，同时期门店数量同比增长72.3%/38.6%。**分品牌来看**，奈雪的茶为公司主要收入来源，营业收入占比持续提升，2020Q1-3，奈雪的茶实现收入19.9亿元，占比93.9%；**分产品来看**，2020Q1-3，公司现制茶饮及烘焙收入分别占比77.2%/22.8%，现制茶饮为公司主要收入来源。

图表3: 奈雪的茶门店数量持续扩张



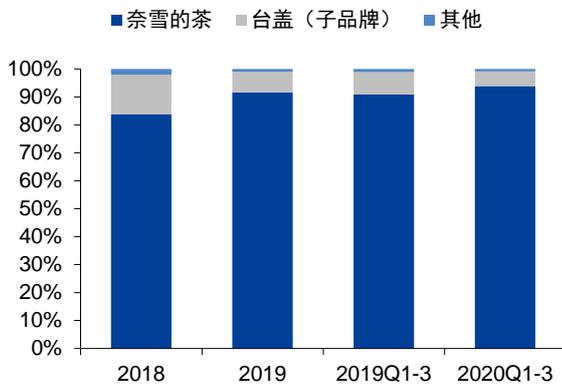
资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

图表4: 门店数量扩张下收入同步高速增长



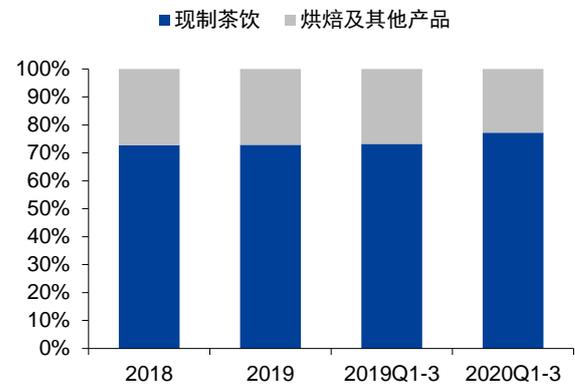
资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

图表5: 奈雪的茶为公司主要茶饮品牌, 收入占比提升



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

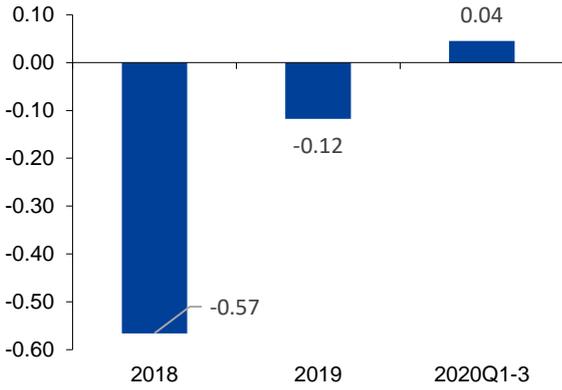
图表6: 现制茶饮为公司主要收入来源



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

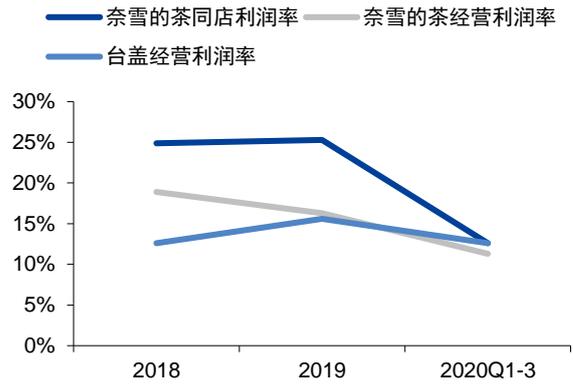
经调整净利润转正, 同店利润率表现更优。公司扩张过程中规模经济显现、运营效率提升, 2018/2019/2020Q1-3 公司经调整净利润分别为-0.57 亿元/-0.12 亿元/448.4 万元, 净利润转正。奈雪的茶: 2018/2019 年/2020Q1-3, 奈雪的茶经营利润率分别为 18.9%/16.3%/11.3%, 呈现出一定下降趋势。其中 2019 年下降主要系公司 2019 年门店加速扩张, 前期投入较大拉低整体同店利润率; 2020Q1-3 下降主要系疫情影响。同时期, 奈雪的茶同店利润率分别为 24.9%/25.3%/12.6%, 18/19 年表现稳健。台盖: 2018/2019 年/2020Q1-3, 台盖经营利润率分别为 12.6%/15.6%/12.6%, 表现相对稳健。

图表 7: 公司经调整净利润 (亿元) 转正



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

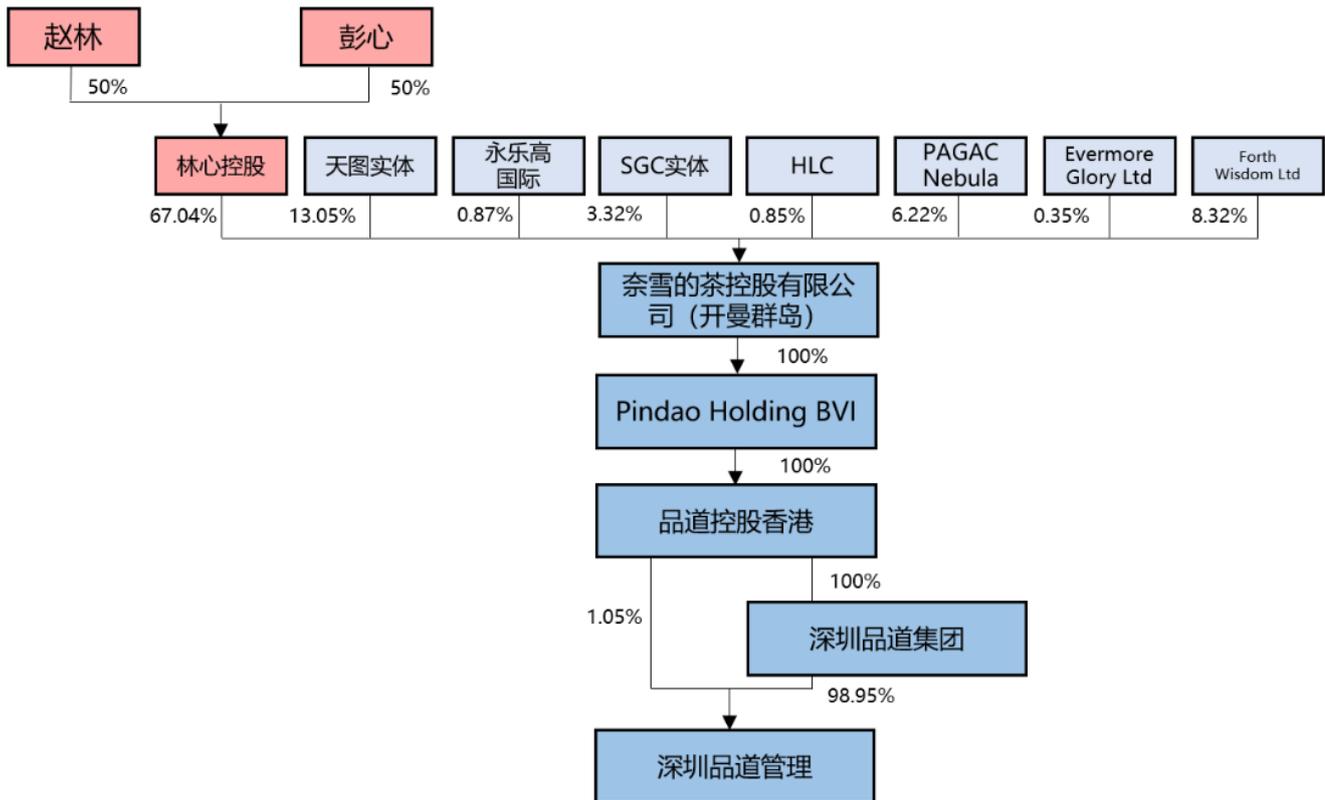
图表 8: 奈雪的茶同店利润率



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

公司股权集中, 创始人林心/赵林对公司享有绝对控制权。公司创始人赵林/彭心通过林心控股持股 67.04%, 对公司拥有绝对控制权。此外, 投资基金天图实体/PAGAC Nebula 分别持股 13.05%/6.22%。Forth Wisdom Ltd 为公司海外员工持股平台, 合计对公司持有 8.32% 股权, 该持股平台由创始人彭心管理。

图表 9: 发行前公司股权结构



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

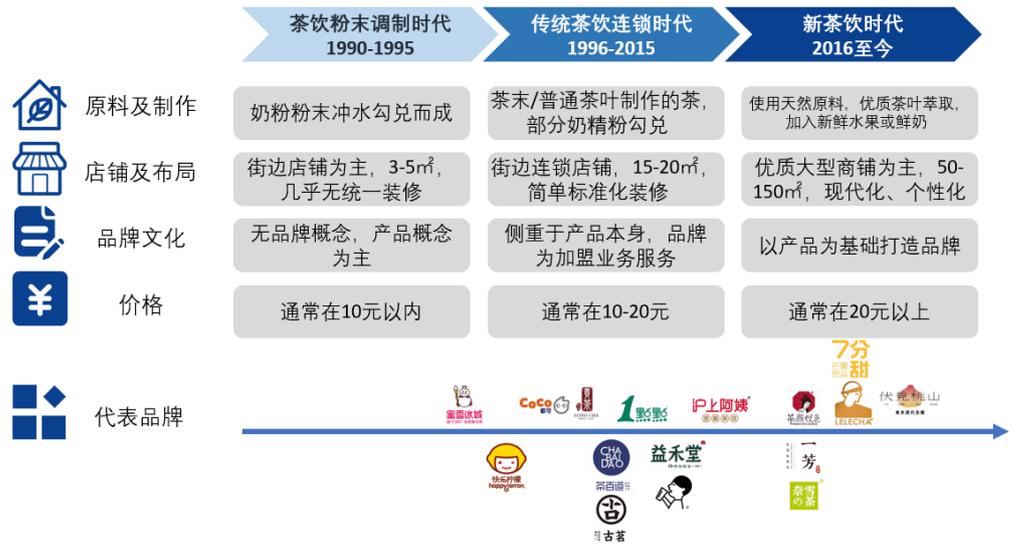
2、新式茶饮优质赛道量价齐升千亿空间，不同价格带错位竞争

2.1. 茶饮行业经历三个发展阶段，多因素驱动行业发展

历经多阶段发展，新式茶饮蓄势待发。现代奶茶起源于台湾，1987年，台湾“春水堂”发明珍珠奶茶，开创现代奶茶行业。在我国，茶饮行业经历三个发展阶段。

- 阶段一（1990-1995年），此阶段茶饮行业处于起步期，原料多采用奶粉粉末，以街边店铺为主，产品价格低廉、行业缺乏品牌意识。
- 阶段二（1996-2015年），1996年，珍珠奶茶开始登陆珠三角地区以及上海等沿海发达城市的各大西餐厅、咖啡厅，奶茶逐渐成为日常饮品。在产品上，各式椰果、果酱等奶茶出现。21世纪初，街客、地下铁等品牌成立，行业开始进入规模化发展阶段。大陆奶茶繁荣吸引快乐柠檬等品牌创立，同时来自台湾的COCO进入大陆，带来更为标准化的制作方法和加盟理念，行业高速发展，一点点、茶百道等品牌相继进入大陆或成立。
- 阶段三（2016年至今），在消费升级背景下，消费者品牌意识日益加强。在此阶段，消费者对于产品品质、品牌等方面提出更高要求，以喜茶、奈雪的茶为代表的新式茶饮采用天然原料、打造品牌、强调社交属性，新式茶饮成为消费者和资本市场宠儿。

图表 10: 茶饮行业经过三阶段发展，新茶饮时代蓄势待发



资料来源：《2020 新式茶饮白皮书》，国盛证券研究所

消费端：文化背景、经济发展为基础，主要消费人群购买力持续增强。

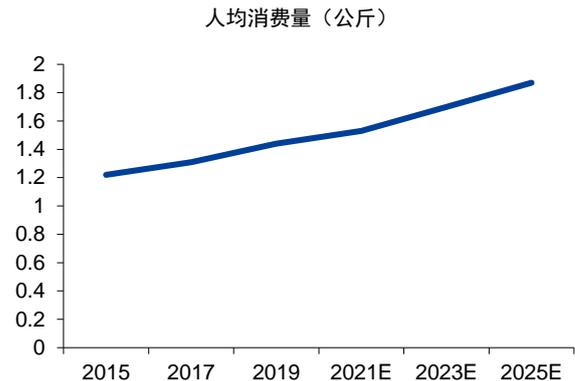
中国具备深厚的饮茶文化，是现制茶饮发展的基础。茶包括现制茶饮、茶叶&茶包&茶粉以及即饮茶，长期以来，茶一直为中国文化中的传统饮品，根据中国茶叶流通协会，我国人均茶叶消费量稳步提升。新式茶饮采用优质茶叶作为基地，添加水果、鲜奶等配料，是茶文化的传承，在国内具备文化基础和饮用习惯基础。同时，奶茶中较高的咖啡因含量使产品本身具备一定成瘾性，吸引消费者反复购买。根据灼识咨询，2015-2020年，我国现制茶饮、茶叶&茶包&茶粉以及即饮茶 CAGR 分别为 21.9%、8.1%、4.9%，现制茶饮行业高速增长孕育于我国深厚的饮茶文化，其发展反过来驱动我国茶饮消费增长。

图表 11: 现制茶饮驱动中国茶市场规模 (十亿元) 扩张



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表 12: 我国人均茶叶消费量稳步提升



资料来源: 中国茶叶流通协会, 沙利文研究, 国盛证券研究所

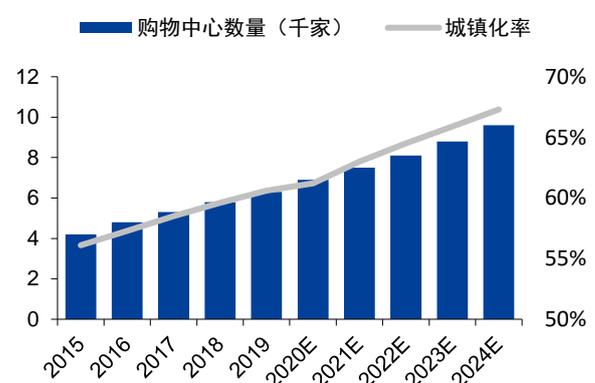
经济基础为新式茶饮基本盘。新式茶饮本质属于可选消费, 中高端现制茶饮 ASP 为 10 元以上。近年来我国经济持续快速发展, 人均可支配收入与人均食品支出持续增长。消费水平提高的背景下, 消费者追求品质化、个性化消费, 消费升级是支撑行业发展的基本盘。同时, 高端现制茶饮店铺多分布于购物中心等高势能地区, 中低端现制茶饮亦布局在客流量密集区域, 我国购物中心数量/城镇化率持续提升为现制茶饮店铺持续扩张创造了条件。

图表 13: 我国人均可支配收入及人均食品支出均稳步提升



资料来源: 国家统计局, 沙利文研究, 国盛证券研究所

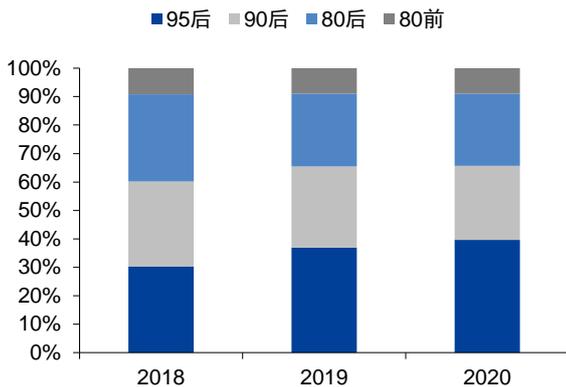
图表 14: 我国购物中心数量增长, 城镇化率稳步提升



资料来源: 国家统计局, 沙利文研究, 国盛证券研究所

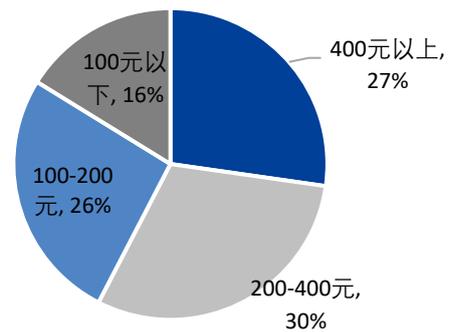
90 后成为主力消费人群, 品质化、个性化需求崛起。根据 CBNDATA 和奈雪的茶发布的《2020 新式茶饮白皮书》显示, 新式茶饮消费者中, 90 及 95 后比重持续提高, 2020 年, 近七成新式茶饮消费者为 90 及 95 后, 且 90&00 后中, 超过半数消费者每月新式茶饮消费额达到 200 元以上。90 后消费者作为新一代消费主力人群, 普遍注重品质与服务, 追求个性化、多样化以及体验式消费, 兼具品牌化和社交属性的新式茶饮有望脱颖而出。

图表 15: 2018-2020 饿了么新式茶饮用户年龄分布



资料来源: 饿了么数据, CNBData, 国盛证券研究所

图表 16: 90后与00后消费者新式茶饮月均消费



资料来源: CNBData, 国盛证券研究所

供给端: 产品创新、门店扩张培育习惯, 营销及销售渠道扩张全方位触达消费者。

产品创新、门店扩张吸引消费者、培育消费习惯。产品创新吸引更多消费者。自从第一款珍珠奶茶问世以来, 不仅引入了更多的配料及风味, 整体质量亦得到了提高。新鲜茶、鲜奶取代粉末奶茶大幅度提高产品质量, 茶饮配料、甜度选择丰富消费者选择, 产品交叉销售、社交属性提升产品附加值。现制茶饮不断推出风味及口味更加多样化的创新茶饮, 从供给端吸引更多消费者, 推动现制茶饮行业发展。**门店持续扩张触达消费者, 培养消费习惯。**现制茶饮发展早期, 行业高利润、低进入门槛吸引大量街边门店, 培育消费者习惯; 发展中期, COCO、一点点等连锁茶饮店门店数量扩张进一步触达消费者; 近年来, 现制茶饮优质赛道备受资本青睐, 资本市场助力下, 更多品牌加速门店扩张, 供给端扩张成为驱动行业发展重要因素。

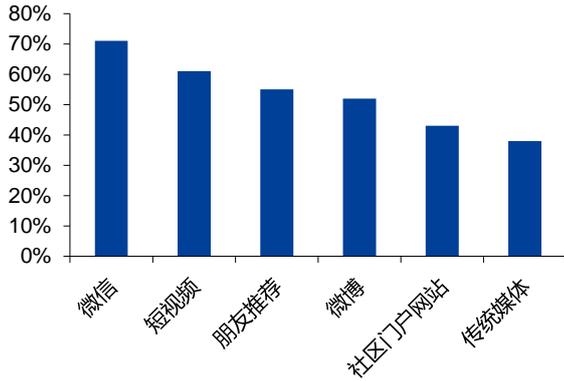
图表 17: 茶饮品牌获得资本青睐

茶饮品牌	时间	融资轮次	融资金额	投资方
喜茶	2016年	A轮	1亿元	IDG资本、今日投资
	2018年	B轮	4亿元	美团龙珠资本、黑蚁资本
	2019年	B+轮		腾讯投资、红杉资本中国
	2020年	C轮		高瓴资本、Coatue Management 联合领投
奈雪的茶	2017年	A轮	7000万元	天图投资
	2018年	A+轮	2200万元	天图投资及曹明慧先生
	2020年	B-1轮	3亿元	天图投资
	2020年	B-2轮	2亿元+500万美元	SCGC、HLC
	2020年	C轮	1亿美元	PAGAC Nebula
乐乐茶	2018年	股权融资	未披露	水滴资产
	2019年	Pre-A	2亿元	祥峰投资领投, 致君水滴、普思资本、众海投资、汉能创投和如川资本跟投
	2020年	战略融资	未披露	商源盛达创投
茶颜悦色	2018年	天使轮	未披露	天图投资
	2019年	股权投资	未披露	顺为资本
	2019年	A轮	未披露	元生资本、源码资本
沪上阿姨	2020年	A轮	近亿元	嘉御资本

资料来源: 企查查等, 国盛证券研究所

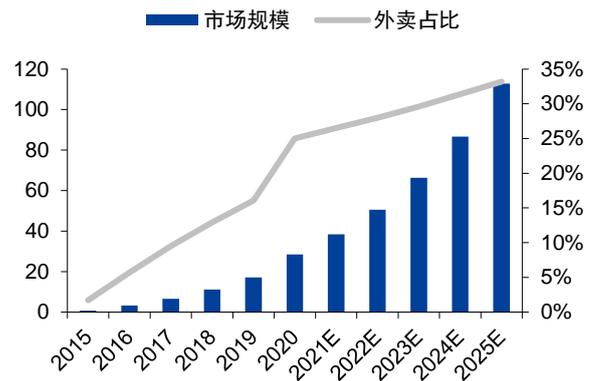
营销及销售渠道不断扩展。营销渠道丰富：新式茶饮流量入口不断丰富，微信、短视频等新的营销方式，具有较强的影响力，抓住年轻消费者乐于分享、热衷于使用新式社交平台的特点，促进年轻消费者消费。根据沙利文的调研，微信和短视频成为新式茶饮消费者最重要的获取信息渠道，占比分别达到71%/61%。**销售渠道不断拓展：**随着外卖业务等发展，新式茶饮拓展出品牌自有APP/小程序、第三方外卖平台等消费渠道，极大拓宽了新式茶饮的消费场景。根据奈雪的茶招股说明书，在所有中端通过外卖服务的现制茶饮零售消费价值由2015年的7亿元增长至2020年的284亿元，约占消费价值总值的25%，迅速发展的多样化销售渠道为消费者带来极大便利性和灵活性，触及更多消费者。

图表 18: 新式茶饮消费的信息获取呈现多元化趋势



资料来源: 沙利文, 国盛证券研究所

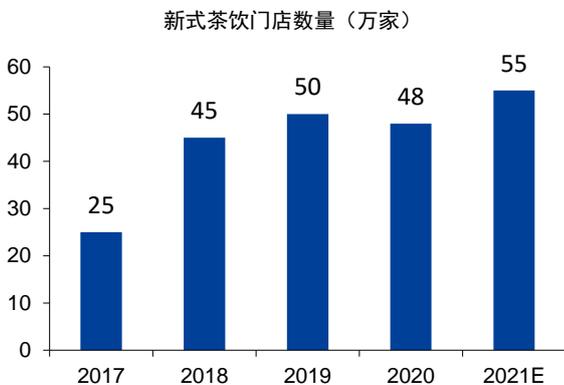
图表 19: 现制茶饮产品外卖的零售消费价值 (十亿元) 将持续提升



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

多因素驱动下, 我国现制茶饮行业店铺数量及消费人群持续扩张。在消费端：我国茶饮文化源远流长, 具备饮茶习惯基础; 消费持续升级下新式茶饮作为可选消费有发展空间; 90后成为新式茶饮主力消费人群, 消费注重品质化、个性化, 具备社交等属性的新式茶饮崛起。**从供给端：**现制茶饮从发明后产品持续创新迭代持续吸引消费者, 门店扩张培育消费者习惯, 根据灼识咨询调查, 60%以上受访者标是较前一年消费更多的现制茶饮; 营销渠道的拓展有助于品牌方通过多渠道树立品牌影响力, 社交平台的裂变使品牌成熟周期逐步缩短; 销售渠道的丰富拓展消费场景, 为消费带来极大的便利性和灵活性。在供给端和消费端共同催化下, 我国新式茶饮门店数量持续增长, 消费者规模迅速扩大。

图表 20: 新式茶饮门店数量自 18 年来快速增长



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 21: 新式茶饮消费者规模持续扩大



资料来源: NCBDC《2020 上半年中国茶饮差评大数据分析研究报告》, 国盛证券研究所

2.2. 茶饮优质赛道空间广阔，价格带错位竞争

现制茶饮从行业特征、经营特征来看，均为餐饮行业中优质赛道。

- 从细分行业特性来看，餐饮行业中，较强的成瘾性增加用户消费频次，而较高的标准化程度便于门店进行扩张。以火锅为例，火锅为餐饮赛道中成瘾性较强、标准化程度较高的细分行业，摆脱对于厨师依赖，因此在较为优质的细分赛道中诞生出海底捞、凑凑等优质企业。类比来看，茶饮行业具备较强的成瘾性与极高的标准化程度，是餐饮行业中的天然优质赛道，具备综合实力的龙头公司将脱颖而出。
- 从经营特征来看，茶饮行业门店小，周转快，所需食材单一，供应链更为简单，毛利较高；此外，茶饮消费摆脱传统餐厅午餐、晚餐限制，消费场景更加多样，综合来看，茶饮行业坪效优于餐饮行业中其他赛道。

图表 22: 新式茶饮优质赛道

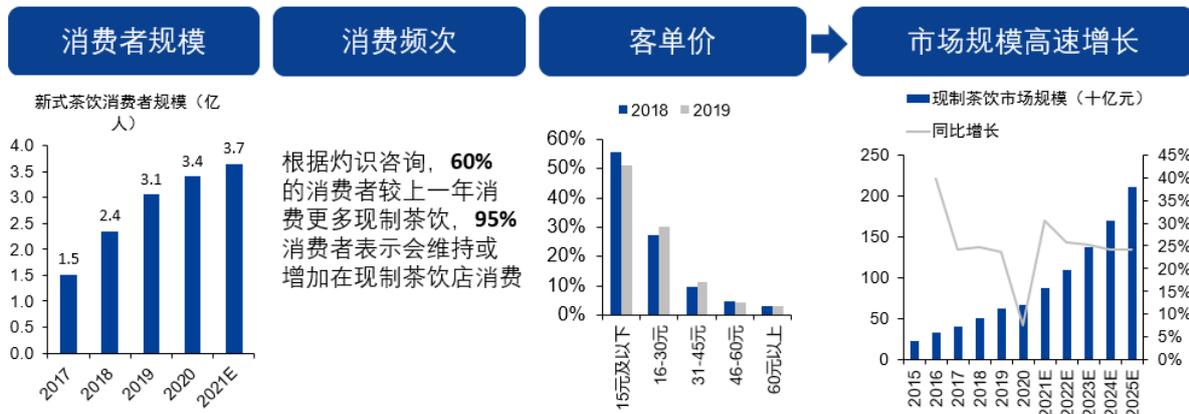
以奈雪的茶为代表，茶饮行业毛利率、坪效、经营利润率均较高

餐饮类别	正餐	火锅	快餐	以奈雪的茶为例			
2017年营收增速	11.29%	24.72%	6.03%	日均单量	650	面积	200m ²
坪效	1.02万元	2.63万元	2.51万元	客单价	43元	初始投资	185万元
单个餐位营收	6.21万元	4.90万元	3.43万元	年营收(万元)	1020.18	投资回收期	2018年开业 10.6个月 2019年开业 14.7个月
人均劳效	23.47万元	23.32万元	18.11万元	坪效	约为5万元	员工人数	20
毛利率	55.96%	49.55%	50.89%	毛利率	63%	月工资	5800
同比增长	1.82%	5.41%	2.26%	员工费用率	13.6%	租金	30元/m ² /天
净利率	6.75%	11.76%	6.92%	租金费用率	15.6%		
同比增长	10.75%	2.25%	5.50%	水电费用率	2.30%		
				装修折旧摊销	3.50%		
				配送费用率	3.0%		
				经营利润率	25.0%		

资料来源:《2020 餐饮业年度报告》,奈雪的茶招股说明书,国盛证券研究所

优质赛道市场空间广阔，量价齐升驱动行业发展。在消费端和供给端多重因素驱动下，我国新式茶饮消费规模不断增长、消费频次不断增加，从量增角度驱动行业发展；同时客单价呈现出明显的提升趋势，从价增角度驱动行业发展。量价齐升下，行业市场规模广阔，维持高速增长。根据灼识咨询，2020 年我国现制茶饮市场零售规模达到 665 亿元，2015-2020 年 CAGR 达到 23.5%，预计未来五年复合增速达到 26.0%。

图表 23: 新式茶饮优质赛道，量价齐升推动行业增长



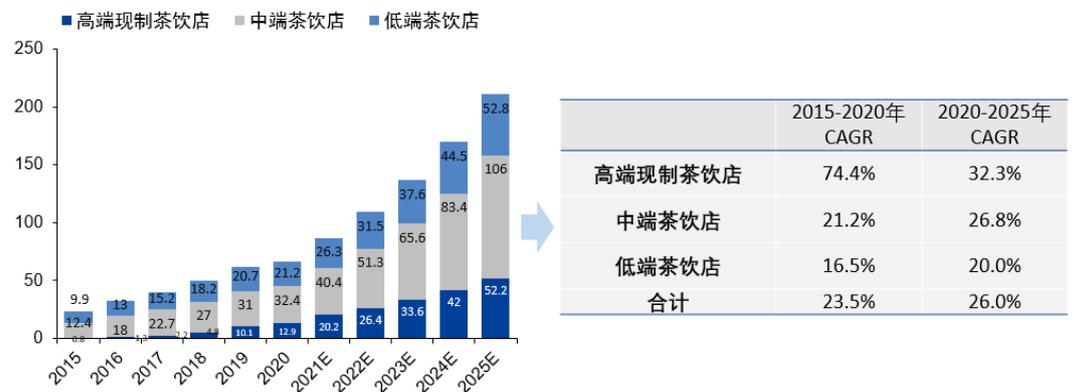
资料来源:中国餐饮大数据 2020, NCBD《2020 上半年中国茶饮差评大数据分析与研究报告》,奈雪的茶招股说明书,国盛证券研究所

目前我国现制茶饮行业目前根据平均售价可以分为三类。

- (1) 高端现制茶饮店（平均单价不低于 20 元，如喜茶、奈雪、乐乐茶）
- (2) 中端现制茶饮店（平均单价介于 10 元至 20 元，如 coco、一点点、古茗、快乐柠檬、茶颜悦色）
- (3) 低端现制茶饮店（平均单价低于 10 元，如蜜雪冰城、义禾堂）。

消费分层下各价格带大有可为。我国消费市场庞大，收入差距、人口年龄等因素导致不同阶层消费升级的能力和速度存在显著差异，形成明显的消费分层现象，根据日本社会学家对于消费时代的划分：我国一线城市已从第三消费时代向第四消费时代过度，追求个性化消费；而我国部分三四线及以下城市及乡镇等市场仍处于以家庭消费为主的“第二消费时代”，追求性价比。消费分层现象在现制茶饮上表现明显，高端茶饮所能够提供的品牌价值、社交价值等因素驱动行业迅速发展，2015-2020 年行业复合增速高达 74.4%，2020 年零售规模达到 129 亿元；中端茶饮权衡品牌和价格、低端茶饮提供极致性价比选择，各价格带均呈现良好发展态势。

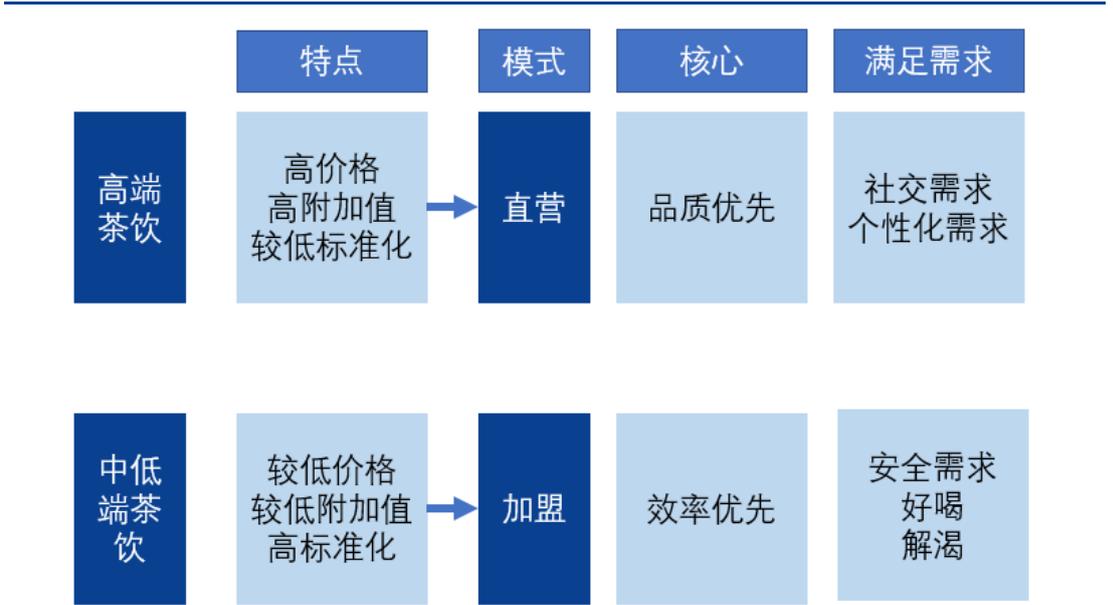
图表 24：高端、中端、低端茶饮市场在消费分层下市场规模（十亿元）持续扩张，其中高端茶饮增速领先



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

现制茶饮行业由其定位及特征，其经营模式分化。高端现制茶饮（平均单价 > 20 元）由于其较高的价格、较高的附加值以及相对较低的标准化程度，主要采用直营模式，致力于打造品牌和品质，满足消费者的社交和个性化需求。**中端现制茶饮**（平均单价介于 10 元至 20 元）相对于高端现制茶饮价格较低、附加值有限、标准化程度高，多采用以加盟为主的扩张模式，部分品牌辅助以直营模式来树立品牌形象（茶颜悦色由于其对产品质量的严格把控，采取直营模式）。**低端现制茶饮**（平均单价低于 10 元）采用加盟模式，以蜜雪冰城为例，依靠较高的标准化程度实现店铺的迅速扩张和复制，发展过程中通过对供应链和采购环节的成本把控实现极致性价比。

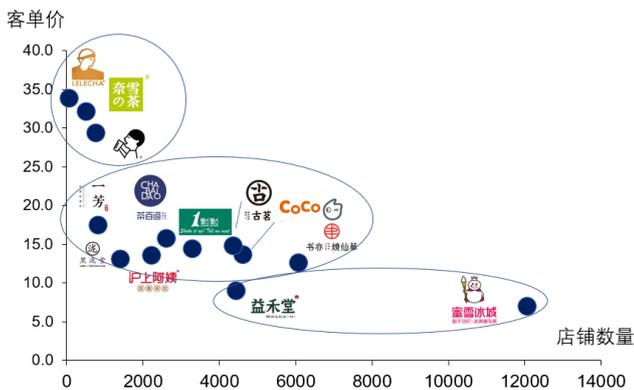
图表 25: 现制茶饮行业由其定位及特征, 其经营模式分化



资料来源: 国盛证券研究所

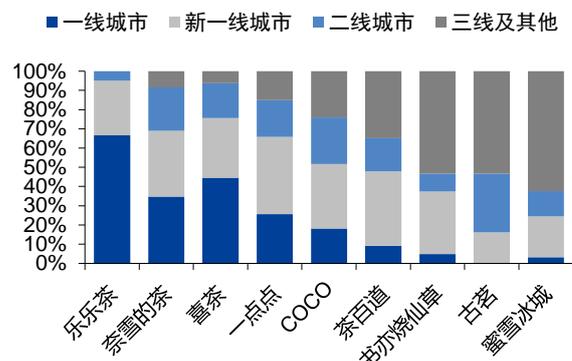
定位及扩张方式不同造成茶饮行业产生明显错位竞争。高端茶饮在直营模式下店铺扩张速度受限, 主要高端现制茶饮品牌如喜茶店铺数量不超过 1000 家且门店分布以一线、新一线等高线城市为主。中端现制茶饮采取措施保障产品质量的同时实现快速扩张, 代表品牌如 COCO 和一点点门店数量在 3000 家以上, 且各城市层级分布均匀。低端现制茶饮以蜜雪冰城为代表, 加盟模式+供应链驱动下店铺快速复制, 目前门店数量已经达到一万家以上, 主要店铺集中在三线及以下城市。

图表 26: 现制茶饮以客单价(元)及店铺数量(个)为基准分层明显



资料来源: 窄门餐眼, 国盛证券研究所

图表 27: 现制茶饮行业不同品牌城市布局分化



资料来源: 窄门餐眼, 国盛证券研究所

2.3. 高端: 直营模式下品牌力驱动, 护城河初现

高端门店采取直营模式, 初期需要大量投入。高端现制茶饮标准化程度仍相对较低, 专注于品牌效应打造, 强调品牌附加值, 直营模式更适用于高端门店。直营模式是由茶饮品牌总部直接投资运营, 以在各地投资设立分公司或子公司的模式进行标准化经营管理。直营模式能够充分发挥品牌管控能力, 对产品质量、服务质量、店铺装修、品牌形象等

方面进行严格把控。直营模式中品牌方在规模扩建时需要拥有大量的资金支撑，同时还需要先进的管理运营系统，以及不断的人才团队建设等等。较大的投入一般企业难以承受，同时直营较重的模式，又需要强大的核心团队予以支撑。

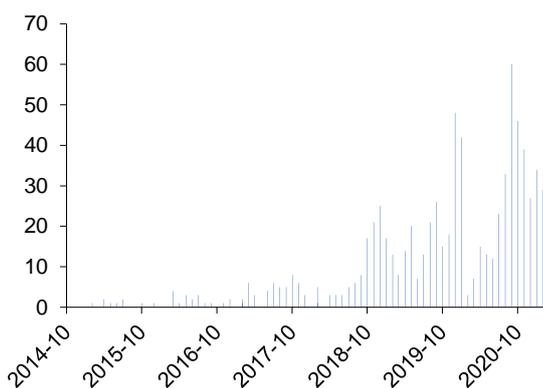
图表 28: 以喜茶为例，高端茶饮标准化程度相对较低，直营适合品牌发展



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

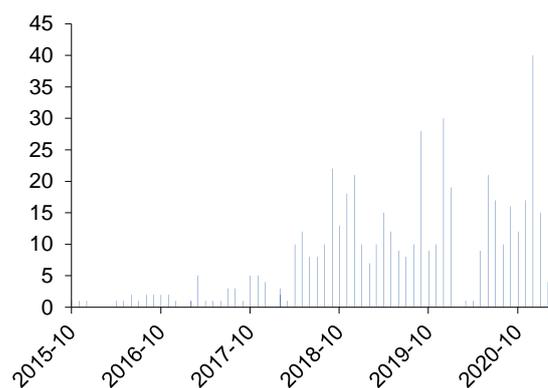
发展前期需要夯实自身实力，品牌力建设是关键。直营品牌发展前期不断夯实自身基础，优化单店模型并建立品牌效应，因此其发展前期多深耕某一区域，2012年5月，第一家喜茶在江门市九中街开业，经过四年单店模型的打磨，喜茶于2016年开始在全国范围内扩张，于2018年开启全球扩张步伐。奈雪于2015年11月在广东深圳开出首店，其发展初期不断深耕广东市场。直至2017年，奈雪才开始走出广东地区，开启全国扩张。同时，高端直营品牌强调品质化，需要持续进行品牌投入，保持品牌生命力。

图表 29: 喜茶近年来门店扩张节奏加速 (门店数)



资料来源: 窄门餐眼, 国盛证券研究所

图表 30: 奈雪的茶 2018 年后门店加速扩张 (门店数)



资料来源: 窄门餐眼, 国盛证券研究所

格局集中，壁垒构筑。目前高端现制茶饮市场较为集中，根据灼识咨询数据，2020年前三季度，高端现制茶饮按零售消费值计算的行业CR3为47.6%、CR5为54.9%，行业集中度较高，龙头优势明显。

图表 31: 高端现制茶饮行业龙头市场份额较为集中

主要品牌	按全部产品零售消费值计的市场份额	门店数目	直营门店数目	覆盖城市数目	现制茶饮产品平均售价(元)	每单大约平均销售价值(元)
品牌 A	25.50%	600	600	54	25	40
奈雪的茶	17.70%	420	420	61	27	43
品牌 B	4.40%	194	194	21	20	35
品牌 C	3.80%	58	58	12	22	40
品牌 D	3.50%	170	85	54	21	29

资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

展望未来, 星巴克发展路径看高端茶饮扩张之路, 头部茶饮品牌想象广阔。星巴克在中国发展的整体策略为首先进驻消费水平更高的一线城市后加密门店网络, 进而向二三线城市扩张。高端现制茶饮与星巴克具有相似的价格定位, 参照星巴克发展路径, 预计未来高端茶饮将首先加密高线城市布局。目前, 星巴克品牌形象深入人心, 近年来中国区门店也呈现加速扩张趋势, 截至 2019 年星巴克中国门店数达到 4123 家, 且仍保持每年约 600 家的新开店速度。若头部高端茶饮品牌进一步发展品牌势能, 参考星巴克的开店空间, 高端茶饮龙头品牌未来展店空间广阔。

我们认为头部高端现制茶饮品牌伴随行业发展而发展, 已经形成较强的品牌、供应链等先发优势, 未来市场集中度有望持续提升。

1) 产品力: 高端现制茶饮品牌优选原料、持续推新, 产品力构筑护城河。以高端新式茶饮中销量最好的鲜果茶为例。鲜果茶具备中低端品牌难以复制的特点。①成本高, 根据公开资料显示, 单杯鲜果茶的直接成本, 包括鲜果、果酱、茶汤在内, 至少在 6-7 元之间, 而某品牌单杯水果茶成本可以达到 8-10 元。市面上大多数售卖的奶茶成本约为鲜果茶的 1/3。②果茶标准化程度较低、对供应链要求高, 对于制作流程把控、供应链体系提出较高要求, 中低端多采用加盟模式, 难以标准化生产且高成本的鲜果茶构成高端茶饮产品端竞争壁垒。此外, 主要高端新式茶饮品牌已经在其主要产品方面进行了多年探索, 形成供应链、研发、原料采购的经验。根据喜茶 2020 年报告, 喜茶产品制作消耗葡萄超 5800 吨、草莓近 2000 吨、芒果超 4700 吨、椰子超 3200 吨、桃子近 3000 吨, 初具规模效应。

图表 32: 喜茶 2020 年销量前五产品多为鲜果茶

在喜茶 2020 年在售的所有产品中
最受消费者喜爱的 TOP5 产品为

多肉葡萄、多肉芒芒甘露、芝士莓莓、
烤黑糖波波牛乳、芝士蜜桃。



资料来源: 《喜茶 2020 年度报告》, 国盛证券研究所

图表 33: 某品牌多肉葡萄成本约为 8-10 元/杯

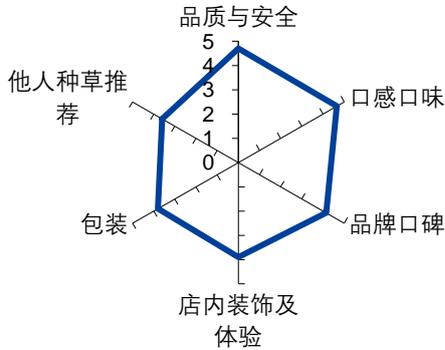


资料来源: 公开资料, 国盛证券研究所

2) 品牌力: 根据《2020 新式茶饮白皮书》, 消费者在购买新式茶饮时最为重视品质、

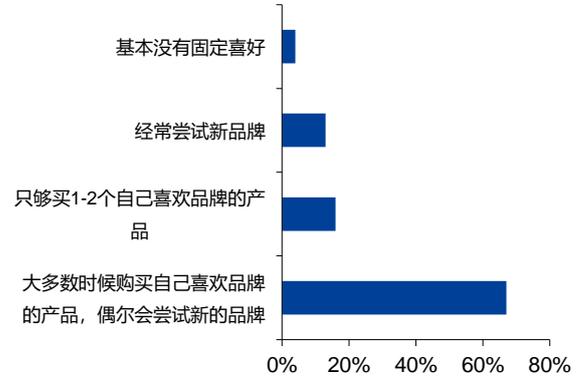
口感与品牌,具备较强品牌力的品牌更易获得消费者信任;根据灼识咨询调研结果显示,76.7%的消费者在选择高端茶饮店时表现出强烈的品牌偏好。具备先发优势的品牌龙头在消费者心中树立品牌形象后,其他后进入品牌具有明显劣势。

图表 34: 消费者选购新式茶饮时关注品质、口感与品牌



资料来源:《2020 新式茶饮白皮书》, 国盛证券研究所

图表 35: 新式茶饮已在消费者中形成较强的品牌效应

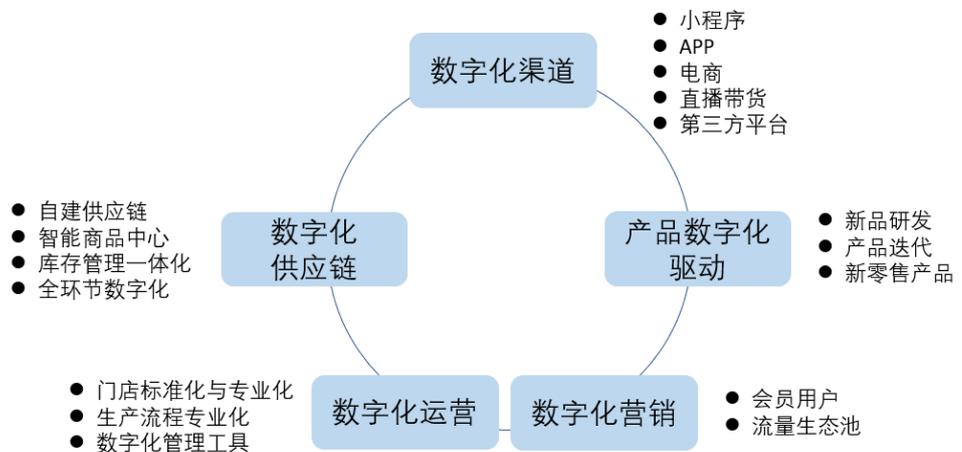


资料来源:《2020 新式茶饮白皮书》, 国盛证券研究所

3) 对于购物中心等高势能区域的占领: 高端现制茶饮门店多布局于购物中心等高势能地区,龙头品牌凭借已经积累的资源更容易获得优越位置(如受欢迎的购物商场一楼入口位置)和更便宜的租金成本。以海底捞为例,其公司品牌力量强,具有突出的引流能力,租金议价能力强,并且租约多规定租金为固定金额,2018年物业租金仅占公司营业收入4.0%,低于同行业。以奈雪为例,其已在头部50家购物中心中的28家开设门店,与购物中心良好的合作关系有利于其后续进行扩张并降低租金成本。

4) 数字化等技术能力: 以喜茶、奈雪为代表的龙头品牌已建立全方位数字化体系,构建数字化能力。先发头部品牌积累了大量会员,会员体系的建立一方面便于公司于线上与客户互动,鼓励复购,提高客户忠诚度;另一方面获得客户行为及偏好的宝贵数据,进行数字化智能决策并提升经营能力。在渠道端,头部品牌通过多种营销渠道触达消费者;在店铺运营方面;其不断进行数字化投入规范生产流程、提高效率;在产品研发和营销方面,头部品牌通过其会员体系积累的大量私域流量反哺其营销活动和产品研发,形成正向循环。

图表 36: 头部高端茶饮品牌已经形成全面数字化能力



资料来源:《2020 新式茶饮白皮书》, 国盛证券研究所

5) 供应链能力: 龙头品牌与知名供应商合作, 确保主要原材料品质。同时, 以喜茶、奈雪为代表的高端茶饮龙头深入上游供应链, 自建茶园、果园并参与源头农产品培育。龙头品牌供应链建设从源头把握产品品质, 并凭借先进的生产工艺和茶叶拼配技术实现更高的质量和更好的口味。而全链路数字化供应链有助于其对市场趋势做出快速反应。同时, 强大的供应链意味着规模经济效益和较低的采购成本。

图表 37: 高端茶饮品牌供应链情况

品牌	供应链
喜茶	溯及上游茶叶供应商, 和上游茶园签订独家协议, 出资改良土壤、改进种植和制茶工艺; 2020 年喜茶开始研发草莓品种, 其自有基地种植的全新品种草莓有望于 2021 年上市; 还在贵州梵净山自建有机茶园, 从源头把控茶叶品质。
奈雪的茶	自建供应链包括茶园、果园、花园; 自研供应链系统, 通过智能商品中心为门店自动匹配最佳用料, 实现门店、仓库库存管理一体化基础上的自动订货、自动耗材, 从供应商到仓、运、配、生产等全环节数字化, 自动采集+大数据分析。
乐乐茶	原料选择与优质品牌合作。

资料来源: 公开资料, 《2020 新式茶饮白皮书》, 国盛证券研究所

2.4. 中低端: 加盟为主, 空间广阔格局分散, 标准化复制+供应链驱动

中低端品牌多采用加盟模式。茶饮品牌总部把自己的商标、专利、技术和经营模式通过加盟连锁的形式给予加盟商使用, 加盟商在总部统一的业务模式下从事经营和管理, 自负盈亏, 相比直营模式的重资产、重品牌投入, 加盟方式轻资产、轻人力运营, 品牌方不需要做太多的营运和品牌建设, 运行成本低, 资金使用效率高。同时通过加盟模式, 公司可以联合有经验、有资源的加盟商, 快速实现门店数量和市场占有率的提升。目前, 中低端现制茶饮除茶颜悦色外, 主要品牌均主要采用加盟模式。加盟模式中, 企业逐步完善供应链体系, 门店快速扩张下以物料费用为主要收入来源。

图表 38: 主要加盟品牌加盟费用及店铺要求

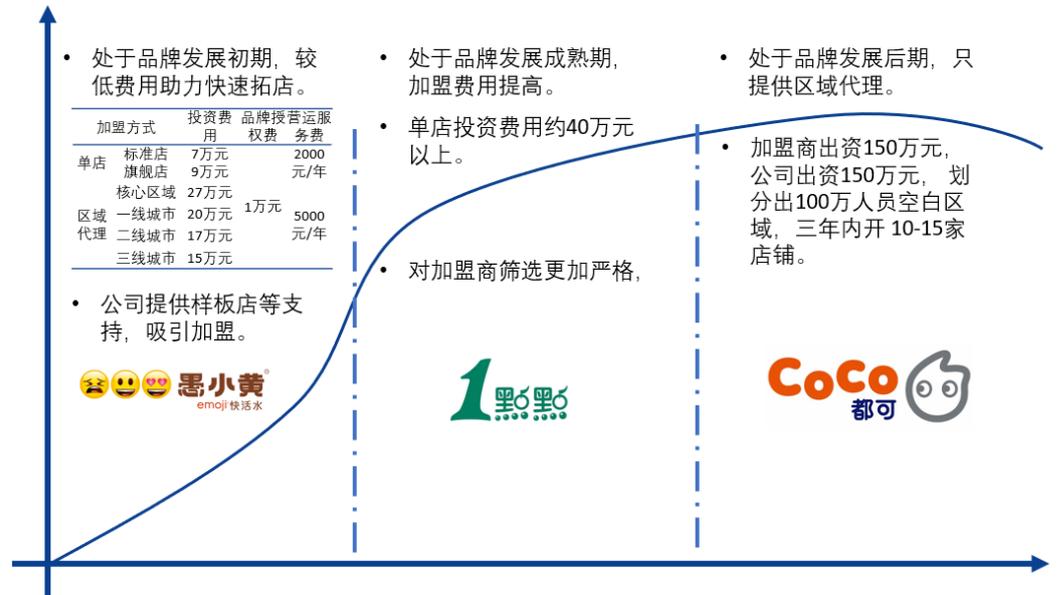
	书亦烧仙草	茶百道	沪上阿姨	古茗	7分甜	蜜雪冰城
品牌加盟费	2.98 万元+1.5 万元/年	8.8 万元	1.98 万元品牌授权费+2 万元开店服务费	3.38 万元(三年单店)+2.5 万元单店服务费	2 万元品牌授权+6.8 (两年单店)	省会 1.1 万元/年, 地级市 0.9 万元/年, 县级市 0.7 万元/年
保证金	1 万元	1.5 万元	0.5 万元	0.5 万元	2 万元	1 万元
管理费/年	0.5 万元/年+设计费 0.2 万元/次	营业额满 6 万, 收取 1%+外卖平台管理费 0.2 万元/年			营业额的 2% (3000 元封顶)	0.68 万元/年
培训费		300 元/人	1 万元	4.5 万元	0.7 万元	
技术服务费			0.18 万元/月			
首批物料	4.5 万元	3 万元		2-4 万元		5 万元
设备、器具	8.5 万元	11-13 万元	8 万元	7 万元	10 万元	6 万元
装修预算	10-20 万元	另计	5 万元以上	8.5 万元	15-30 万元	另计
房租及其他	12 万元	另计	另计	另计	另计	另计
店铺面积要求			15-30 m ²	标准店 25-30 m ²	≥ 25 m ²	≥ 20 m ²
资金要求	40 万元			40-50 万元	45-55 万元	

资料来源: 各品牌官网, 国盛证券研究所

以台湾品牌为例, 看加盟门店扩张模式。台湾奶茶品牌具备较为成熟的运营体系和经营模式。台湾奶茶品牌导入可以分为三个阶段。①品牌发展初期: 公司为实现建立品牌知名度并快速扩张, 加盟费用较为低廉; 同时公司在全国范围内设置有限数量的明星样板店, 总公司团队帮助进行选址、运营、活动策划保障门店盈利能力, 吸引加盟商加入。目前品牌愚小黄处于该发展阶段; ②品牌发展成熟期: 随着品牌知名度进一步提高, 公司提高加盟费用并加强对于加盟商资金要求和资质筛选, 目前品牌一点点处于该发展阶段; ③品牌发展中后期: 在完成全国基本布局后, 该阶段公司对加盟商各方面要求进一步提高, 以区域加盟为主, 加盟商与公司成为分享利益的共同体, 目前 COCO 处于该发展阶段。

发展过程中品牌成熟周期缩短, 产品持续更新迭代。COCO 为第一代进入大陆的台湾奶茶品牌, 其于 2007 年进入大陆后, 大约经历八年时间达到品牌成熟期; 一点点为第二代奶茶品牌, 其于 2011 年进入大陆后, 大约经历六年达到品牌成熟期; 愚小黄为第三代品牌, 2021 年于南京及广州首先开始运营, 其与 emoji 进行联名, 在营销方式多样化、营销渠道不断丰富的前提下, 预计品牌成熟周期将持续缩短。同时, 愚小黄、一点点、COCO 在产品上不断迭代更新, 愚小黄旗舰店共拥有饮品+烘焙合计 90 款以上产品。

图表 39: 茶饮行业经过三阶段发展, 新茶饮时代蓄势待发



资料来源: 各品牌官网, 国盛证券研究所

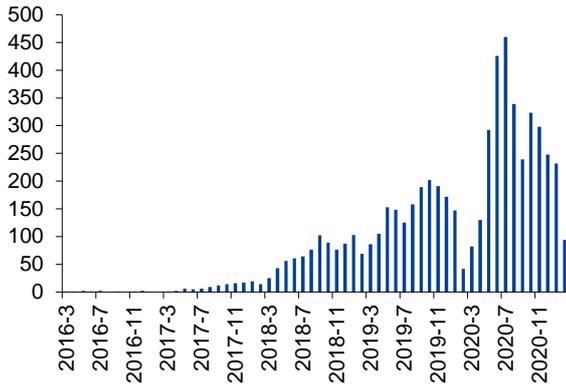
竞争格局较为分散, 行业竞争激烈。根据奈雪的茶招股说明书, 截至 2020Q3, 我国约有 34 万家现制茶饮店, 平均售价 13 元, 其中约有 3200 家高端现制茶饮店。推算中低端茶饮店铺数量为 33.68 万家, 由此计算中低端茶饮以门店计的市场集中度较低, 行业 CR3 约为 6.8%, CR5 约为 9.4%, CR10 约为 12.5%。各腰部品牌通过特色产品(书亦烧仙草以烧仙草打开市场, 7分甜以芒果、杨枝甘露为切入口)、营销、资本推动等因素于行业中占据一席之地。未来伴随消费者对于食品安全、产品多样化等诉求不断增强, 连锁加盟品牌凭借突出的品牌力&产品力基础、强大的供应链支持, 有望实现对目前现存较多杂牌奶茶店的赋能与替代, 持续进行全国化复制加密和覆盖。

图表 40: 以店铺数量估算, 中低端茶饮集中度较低, 拓店空间广阔

主要品牌	主要区域	店铺数量	店铺数量市占率	CRn
蜜雪冰城	全国布局	12061	3.6%	CR3 约为 6.8%
书亦烧仙草	华中、西南为主	6066	1.8%	
CoCo	全国布局	4617	1.4%	
益禾堂	华南为主	4446	1.3%	CR5 约为 9.4%
古茗	华东为主	4361	1.3%	
一点点	全国布局	3288	1.0%	CR10 约为 12.5%
茶百道	华东、西南为主	2609	0.8%	
沪上阿姨	华北、华东为主	2208	0.7%	
黑泷堂	浙江为主	1399	0.4%	
快乐柠檬	上海为主	994	0.3%	
总计	-	336800	-	

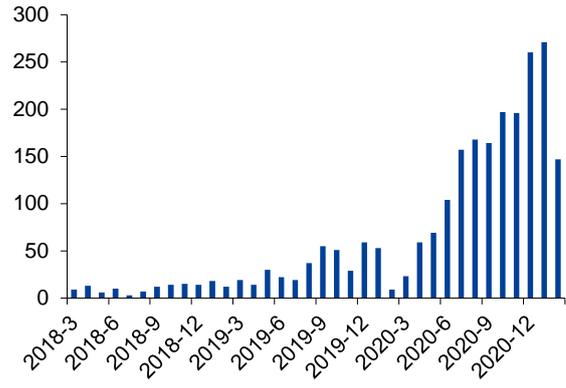
资料来源: 灼识咨询, 窄门餐眼, 国盛证券研究所

图表 41: 书亦烧仙草门店数量分月份扩张节奏



资料来源: 窄门餐眼, 国盛证券研究所

图表 42: 茶百道门店数量分月份扩张节奏



资料来源: 窄门餐眼, 国盛证券研究所

低端: 加盟模式+供应链赋能, 实现极致性价比。蜜雪冰城为低端奶茶市场头部企业。定价在 10 元以下, 主要面向三线及以下城市。蜜雪冰城发展初期通过给予加盟商无息贷款和较低的加盟门槛等快速展店, 过程中逐步完善仓储、物流等供应链体系, 打造规模效应和极致性价比, 店铺所带来的高回报推动加盟方式进一步扩张。目前, 蜜雪冰城已在全国布局 1 万家以上门店。公司主要通过向各门店提供物料赚取物料费。

图表 43: 蜜雪冰城实现全国仓储体系布局



资料来源: 蜜雪冰城官网, 国盛证券研究所

图表 44: 蜜雪冰城仓库



资料来源: 蜜雪冰城官网, 国盛证券研究所

3、产品&品牌&供应链修炼内功，千店空间可期

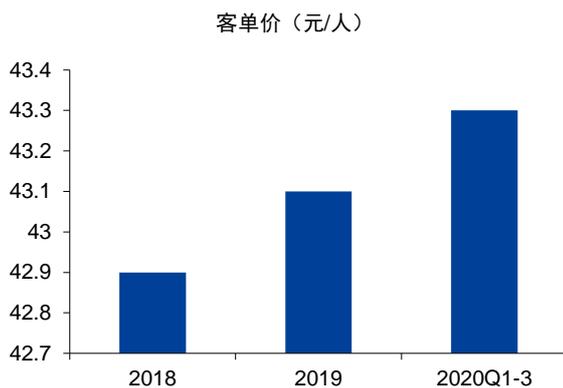
3.1.产品、品牌、供应链构筑壁垒

3.1.1.茶饮+欧包产品矩阵，质量严格把控，产品持续更新

奈雪的茶在茶饮行业首创茶+软欧包双产品模式，形成完善的产品布局，提高客单价、强化社交属性；公司具备优秀的打造爆款和产品创新能力，在洞察消费者需求的基础上持续迭代产品；同时，公司自创业以来坚持打造产品质量，保障产品品质。

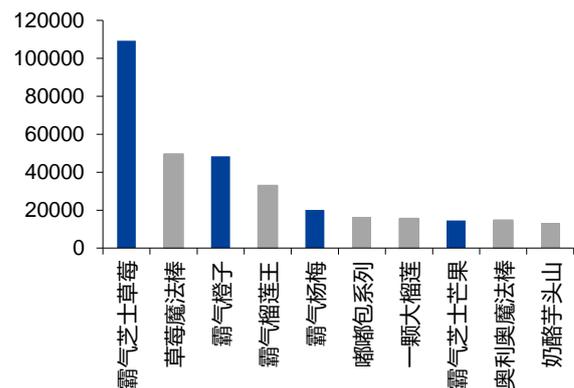
现制茶饮+软欧包创始者，实现“1+1>2”效应。奈雪的茶在创立之初便秉承“一杯好茶、一口软欧包，在奈雪遇见两种美好”的品牌理念和双产品模式，与其他茶饮、烘焙品牌形成了鲜明的差异，成为行业先行者。奈雪茶饮为公司主要奈雪软欧包以低糖低油作为产品基准，加入新鲜蔬菜、水果等满足年轻人对于品质和健康的追求。奈雪茶饮售价约为13元-30元，平均价格为27元；烘焙产品售价为8元-48元，手工烘焙平均标价为23元。茶饮与欧包结合强化下午茶和社交空间属性，提高客单价，带来更好的消费体验。目前交叉销售已经形成良好的协同效应。

图表 45: 奈雪的茶客单价逐年增加且高于行业平均



资料来源：窄门餐眼，国盛证券研究所

图表 46: 奈雪的茶产品推荐榜单 (推荐次数) 中茶饮+烘焙优势突出



资料来源：窄门餐眼，国盛证券研究所

目前已经形成较为完善的产品布局。在茶饮领域，奈雪的茶产品覆盖经典茶饮和季节型茶饮，其中经典茶饮为公司爆款系列，是公司产品的基础，2020Q1-3，三大畅销经典霸王芝士草莓、霸王橙子、霸王芝士葡萄售出超过1500万杯，共贡献现制茶饮总销售额的25.3%。此外，奈雪的茶在当月推出当季新品来更新饮品菜单，并相继推出宝藏鲜奶茶、气泡茶等创新品类。**在手工烘焙产品方面**，公司以欧包为基础，不断丰富烘焙产品线，提供超过25种手工烘焙产品组成的核心菜单。此外，公司推出伴手礼及零售产品，品牌效应赋能其他产品下不断拓展产品矩阵，包括茶礼盒、零食及节日限定。

图表 47: 以茶饮行业为例, 产品矩阵覆盖全面

	霸气鲜果茶	芝士茶/纯茶	宝藏鲜奶茶	气泡茶
上市时间	2015年	2015年	2019年上市	2020年上市
主要理念	回归升级 配料创新	优质原料	甜品杯状化	创新结合茶饮和 气泡
主要系列	霸气系列	芝士茶/纯茶	宝藏茶系列	噗嗤鲜果气泡茶



资料来源: 奈雪的茶官网, 国盛证券研究所

深谙产品之道, 打造爆款、抢占消费者心智, 维持产品生命力。以公司最主要茶饮产品为例, 公司基于基础产品, 不断围绕核心菜单进行创新, 平均每周推出约一款新茶饮。根据奈雪的茶公众号, 2020年奈雪的茶推新共百余次, 其中茶饮推新近30次。公司凭借消费者大数据洞察消费者需求, 新品具备成为新爆款的能力, 如霸气芝士葡萄于2020年3月首次亮相并取得巨大成功, 截至2020年9月, 公司共销售四百万杯霸气芝士葡萄; 同时, 创新过程中, 公司一方面根据季节性推出适合当季的产品, 水果成熟上新成为每年的常规, 具有强季节特性、鲜明标签的口味保障品质的同时更具有记忆点。另一方面, 公司在同一系列持续加深布局, 占领消费者心智。比如奈雪推出噗嗤气泡茶荔枝口味后即推出柠檬口味, 公司快速跟进一个新的产品要素, 将其穿透整个产品系列, 对研发在速度和熟练度具有较高要求。

图表 48: 2020 年奈雪的茶新品推出节奏

	茶饮	烘焙
2020 年 3 月	Miss 可可宝藏茶 奈雪清欢乌龙宝藏茶 霸气葡萄	大师手作吐司系列 青团包
2020 年 4 月	霸气杨梅 杨枝甘露宝藏茶 樱花宝藏茶	蜜汁火腿三明治 黑椒植物肉三明治 土豆芝士蛋三明治
2020 年 5 月	霸气荔枝	葡萄魔法棒、手撕吐司、黑糖核桃布里奥 斯、三重爆浆芝士包 抹茶柚子千层
2020 年 6 月	金色山脉 qq 宝藏茶 腊梅凝香冷泡茶 噗吡柠檬气泡茶 霸气芝士水蜜桃 噗吡水蜜桃气泡茶	北海道云朵吐司
2020 年 7 月	栀白染夏 × VOSS 冷泡茶 腊梅凝香 × VOSS 冷泡茶 霸气桃桃莓 霸气车厘子	水蜜桃魔法棒、大福、千层、泡芙
2020 年 8 月	霸气绿宝石瓜 霸气好椰 噗嗤西柚鲜果茶	
2020 年 9 月	厚厚豆乳宝藏茶 葡萄撞撞宝藏茶	螺狮粉软欧包 榴莲千层 藤椒鸭脖包 肉松麻薯吐司
2020 年 10 月	黑糖珠珠宝藏茶	脆弱蛋挞
2020 年 11 月	蜜桃撞撞宝藏茶 蜜桃撞撞冰博客宝藏茶	
2020 年 12 月	霸气生日草莓 冰博客草莓撞撞宝藏茶 超厚芋泥宝藏茶	圣诞限量草莓千层、草莓魔法棒

资料来源: 奈雪的茶公众号, 国盛证券研究所

以产品质量为基石, 严格质量把控贯穿各个环节。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。在原料上, 公司使用上乘茶叶 (包括获奖茶叶)、鲜牛奶 (而非茶粉及奶精) 及新鲜水果制作茶饮。采用集中化、数字化的存货管理系统, 能够根据每间茶饮店的具体及季节性需求采购原料。利用在原料加工及混合方面的先进技术及技术诀窍, 不断提升产品的质量及口味。在门店管理上, 公司门店员工需要完成数周的食品安全培训课程, 学习如何正确地制作食品。此外, 公司定期实地检查每间茶饮店并检讨客户反馈。

3.1.2. 聚焦社交空间打造，多种方式树立品牌知名度

奈雪的茶为高端现制茶饮领导品牌之一，精准定位年轻女性、传递品牌理念。奈雪的茶定位于20-35岁的年轻女性，从产品、门店设计到营销活动，紧紧围绕目标群体。在产品上，创始人彭心从自身体验出发，以自己手的握度尺寸打样，经过十八次开模，设计出符合女性纤细易握手感的“奈雪杯”。杯塞细分为女生是爱心塞，男生是小太阳的图案；杯盖上凹槽经过特别测试，避免女生口红沾到杯子。在店铺设计上，奈雪的茶针对女性打造休闲社交场景，同时打造多种店型丰富消费者体验。在营销策略上，公司采取跨界联名、新零售等多渠道触达消费者，传递品牌理念。

多元营销活动触达消费者。公司利用各种品牌推广及营销活动来树立品牌形象，扩大顾客范围及增强顾客参与度。1) **跨界联名：**公司与多个知名生活方式品牌及合作伙伴进行联名合作，如德芙、周黑鸭等品牌，通过开发创新联名产品提高公司品牌知名度。2) **多渠道营销：**公司通过在微信、小红书及微博等各种社交媒体平台的各种创新的营销活动及特惠活动积极吸引顾客，树立品牌知名度。2020年3月，奈雪正式上线天猫旗舰店同时，公司积极探索直播带货等新零售玩法。奈雪于2020年3月与薇娅合作的直播间内，三秒售罄14万多杯茶饮+7万多个软欧包。

图表 49: 2020 年，奈雪与多个品牌进行合作，多样化联名活动吸引消费者兴趣

合作类型	时间	合作内容
杯子和艺术家合作	2020.12.31	与艺术家 AKI JIANG 合作，带来奈雪跨年杯
	2020.9.10	与艺术家邓瑜合作，杯子上世界名画
	2020.5.20	与艺术家 CDR 合作，带来奈雪抱抱杯
	2020.1.1	与艺术家 Cinyee Chiu 合作，带来新年瑞兽杯
与其他品牌进行合作	2020.12.11	奈雪与 OATLY 推出燕麦咖啡
	2020.10.29	奈雪与德芙推出黑糖珍珠宝藏茶
	2020.09.15	奈雪与周黑鸭推出藤椒鸭脖包
	2020.09.04	奈雪与好欢螺螺狮粉推出螺狮粉软欧包
	2020.06.19	奈雪与盒马推出神仙爆汁宝藏粽
	2020.06.01	奈雪与 QQ 星合作推出奶瓶杯
	2020.3.20	奈雪与特仑苏推出宝藏奶茶 DIY 礼盒
奈雪与杂志	2020.10.26	奈雪与 BRAND D

资料来源：奈雪的茶微信公众号，国盛证券研究所

店铺设计传递品牌理念，消费者进行体验与沟通。

- **选址：**奈雪的茶茶饮店网络覆盖中国经济活跃的地区，大部分门店战略性开设于高客流量区域，如购物中心及写字楼以及居民区中心的核心位置。门店面积上，奈雪的茶门店面积介于 180-350 m² 之间，针对女性，强调休闲社交消费场景。
- **装修：基调统一，突出个性。**每家门店都与国内外众多设计师携手尝试不同的空间设计，从空间设计到装修用料都极为考究，突出简约、明亮、时尚的空间格调，基调统一。但各区域的门店结合城市特色，体现个性化元素。

图表 50: 奈雪的茶店铺内部宽敞明亮, 社交属性强



资料来源: 公开资料, 国盛证券研究所

图表 51: 奈雪的茶青岛门店提取当地海洋元素融入设计



资料来源: 公开资料, 国盛证券研究所

- 多店型满足多样化需求, 丰富品牌内涵。奈雪的茶门店多层次布局, 满足消费者多元化需求。奈雪的茶茶饮主力门店店铺主要位于购物中心等高势能地区, 为奈雪的传统门店。奈雪旗舰店包括奈雪梦工厂、奈雪的礼物店以及奈雪 Bla Bla Bar, 向消费者传递多元化体验, 截至 2020 年 9 月 30 日, 在中国主要城市合计经营 22 间。1) 2019 年 11 月, 奈雪梦工厂在深圳开业, 打造多场景大型体验茶饮店, 面积超过 700 平方米。2) 2019 年公司在中国厦门开设首家奈雪的礼物店, 将城市独有的文化融入空间, 重金打造具有城市风格的礼物店。3) 奈雪 Bla Bla Bar 菜单包含一系列创意鸡尾酒, 实现社交场景的“1+1”。白天在奈雪享受一杯好茶, 一口软欧包带来的美好生活, 晚上在奈雪 Bar 享受夜生活。奈雪 PRO 茶饮店店铺面积介于 80-120 平方米, 选址在高级写字楼即高密度住宅等区域, 未来公司将大力拓展奈雪 PRO 门店, 实现优势城市的加密布局。

图表 52: 奈雪的茶各类店型覆盖全面, 传递品牌理念

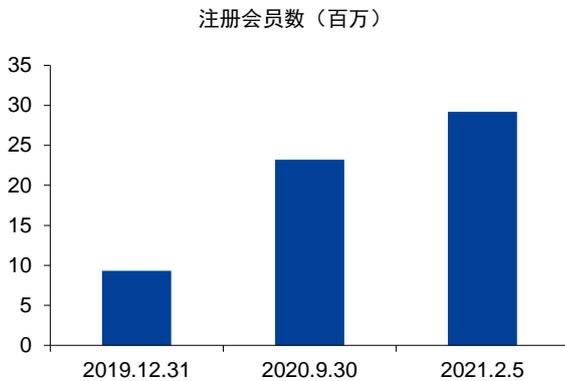
主力门店	旗舰店/概念店	小型店
 <ul style="list-style-type: none"> 奈雪的茶主力门店店铺面积介于 180-350m², 主要位于购物中心等高势能地区, 满足消费者下午茶、社交等需求。 	 <ul style="list-style-type: none"> 2019年11月, 奈雪梦工厂在深圳开业, 面积超过700平方米。在中国厦门开设首家奈雪的礼物店、推出奈雪Bla Bla Bar, 创意鸡尾酒。截至2020年9月30日, 在中国主要城市合计经营22间概念店。 	 <ul style="list-style-type: none"> 2020年11月, 推出奈雪PRO茶饮店, 触达更广泛的用户群体, 提升经营效率。店铺面积80-120平方米, 策略性选址在高级写字楼以及高密度住宅社区等区域。

资料来源: 奈雪的茶官网, 国盛证券研究所

品牌效应下, 公司会员人数迅速增长。2019 年 9 月, 奈雪推出奈雪的茶会员体系, 会员数量迅速增长, 截至 2021 年 2 月, 公司注册会员人数达到两千九百万名。2020Q1-3, 公司奈雪的茶订单总数中约 49.4%来自会员体系。活跃会员人数由 2019 年第四季度的两百万名增至 2020 年第四季度的五百八十万名。2020Q4, 29.8%的活跃会员为复购会

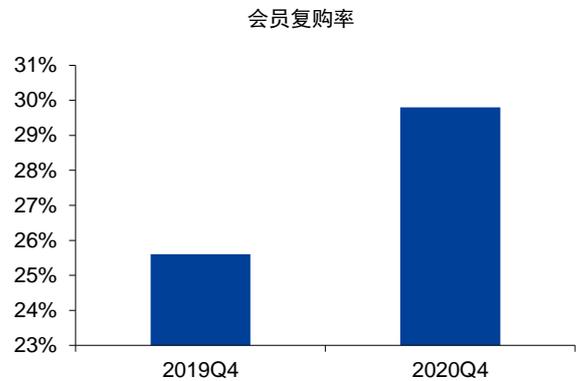
员，高于行业平均水平。随着越来越多的客户将奈雪的茶视为以高端茶饮体验为代表的新的生活方式，公司会员人数、活跃会员人数预计将持续增长、复购率等指标预计将长期向好。

图表 53: 奈雪的茶注册会员数稳步增长



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

图表 54: 奈雪的茶会员复购率稳步提升, 高于行业平均



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

3.1.3.有效供应链、持续数字化

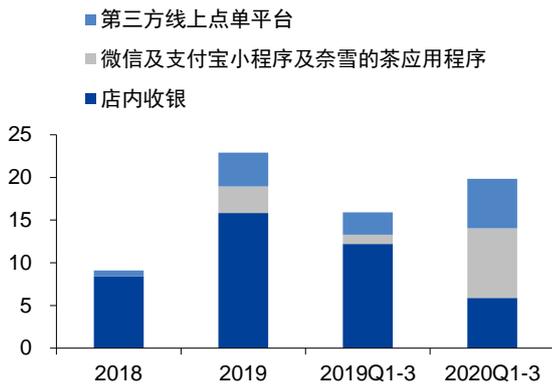
公司有效的供应链管理和数字化水平是公司产品力和品牌力发挥的保证。公司整合上游供应商, 保障产品质量, 是公司产品力的基础; 利用大数据贯穿运营流程, 提高运营效率, 收集客户数据进行针对性营销和产品创新。

整合上游供应商, 采购优质原料。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。奈雪的茶设立了自己的茶园与茶厂, 向上游整合供应链链条。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。截至 2020 年 9 月 30 日止九个月, 公司与超过 300 家知名原材料供货商建立了合作伙伴关系, 与前十大供货商的合作关系平均超过两年, 为公司提供了稳定、便捷的渠道。

大数据贯穿运营流程, 提高效率。公司专注于通过数字化运营来提高运营效率。数字化流程能够支持产品创新、茶饮店网络扩展、自动化店内运营、增强质量控制、针对性营销等各个领域。**运营效率:** 目前, 公司在每间奈雪的茶茶饮店中均部署了自研的集成信息平台 Teacore, 可整合及处理在运营中各个系统中积累的大量运营数据, 简化业务运营及改善运营效率。**库存监控:** 公司数字化店内库存管理系统可实时准确跟踪及智能分析每间奈雪的茶茶饮店内主要食材的库存水平及有效期。优化公司库存水平及限制整体浪费, 在降低损耗的同时实现较为稳定的质量控制。

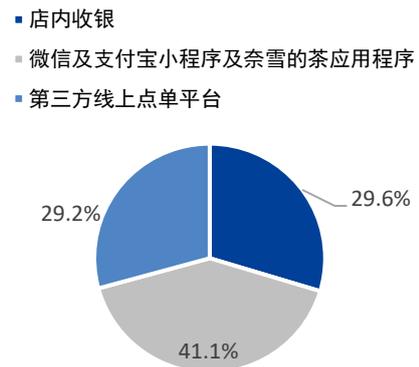
数字化发展下渠道持续多元化。受到疫情影响及公司持续布局小程序等点单渠道, 2020 年 1-9 月, 公司店内收银占比为 29.6%, 而微信、支付宝小程序及自身小程序订单量占比则为 41.1% (包括自提订单), 第三方线上预订占比为 29.2% (包括自提订单)。公司数字化发展下, 信息系统能够整合线上及线下交易信息, 积累消费者数据, 利用多渠道数据来针对性进行产品设计、营销推广。

图表 55: 奈雪的茶店内收银收入(百万元)比重持续降低



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

图表 56: 2020Q1-3 奈雪的茶店内收银比例较低



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

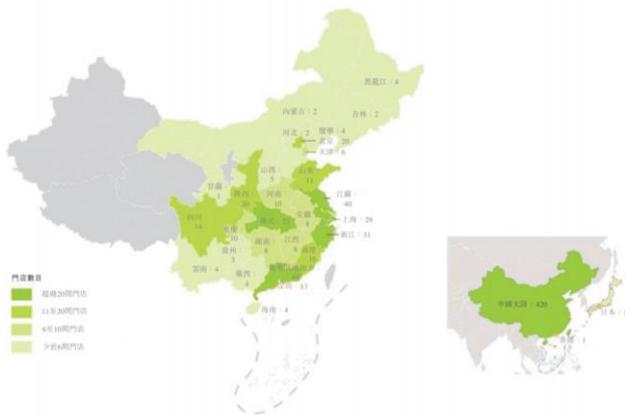
公司拥有领先的技术团队。公司 IT 技术团队由九名经验丰富的行业资深人士领导, 他们过往在中国及境外的技术巨头 (如亚马逊、阿里巴巴、京东及腾讯) 的工作岗位上平均积累十年工作经验。公司技术团队对食品及饮料行业不断增加的技术支持需求具备深远见解, 数字化人才是公司数字化不断发展的重要基础。

3.2. 财务指标看能力, 高线城市保守千店空间, 低线城市存在机会

3.2.1. 门店覆盖范围较广, PRO 店型加密高线, 千店空间

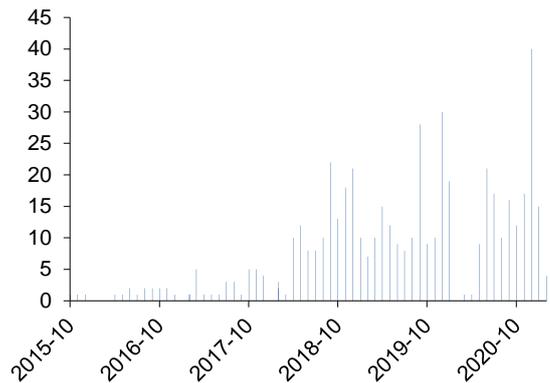
奈雪的茶以深圳为大本营, 逐步进行全国化布局, 主要分布在二线城市以上。奈雪的茶创立于深圳, 公司以深圳为大本营, 逐步拓展门店至全国, 2018 年起, 公司加速门店扩张速度。截至 2021 年 2 月 5 日, 奈雪的茶共拥有 507 家门店, 为国内高端现制茶饮覆盖范围最广的公司。奈雪的茶主要分布于二线城市以上, 2020 年前三季度, 公司一线城市、新一线城市、二线城市及其他城市门店数量分别为 155 家/148 家/98 家/21 家, 分别占比 36.7%/35.1%/23.2%/5.0%。

图表 57: 奈雪的茶初步形成全国化布局, 并于日本及香港各开设一家门店



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

图表 58: 奈雪的茶 2018 年起加速门店数量扩张



资料来源: 窄门餐眼, 国盛证券研究所

图表 59: 奈雪的茶主要分布在二线城市以上

城市等级	2018	占比	2019	占比	2020Q1-3	占比
一线城市	87	56.1%	138	42.2%	155	36.7%
新一线城市	58	37.4%	119	36.4%	148	35.1%
二线城市	10	6.5%	62	19.0%	98	23.2%
其他城市 (包括境外)		0.0%	8	2.4%	21	5.0%
合计	155	-	327	-	422	-

资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

奈雪 PRO 新店型, 提升门店效率, 加密高线城市。奈雪的茶于 2020 年 11 月推出新型店奈雪的茶 PRO, 触达更广泛的用户群体, 提升经营效率。相对于奈雪标准门店, 奈雪 PRO 店铺面积为 80-120 平方米, 策略性选址在高级写字楼以及高密度住宅社区等区域, 便于在日常通勤中触达顾客, 奈雪 PRO 选址思路和店铺面积使在店铺布局时拥有更大的选择空间。在店铺内部布局上, 奈雪 PRO 设置到店取货和外卖订单专门区域; 移除现场面包房区域, 专注于销售预制烘焙产品; 店中提供多样化伴手礼和零食产品。总体来看, 奈雪 PRO 店铺移除现制烘焙区、缩小店铺面积、减少店铺人员, 有助于提升运营效率, 实现重点城市加密布局。

图表 60: 奈雪的茶标准店与奈雪 PRO 对比

	奈雪的茶标准店	奈雪 PRO 店
选址定位	购物中心等高客流区域	高级写字楼以及高密度住宅社区
初始投资	185 万元	125 万元
面积	180-350	80-200
店内布局	面积较大, 烘焙采用“前店后厂模式”	移除现场面包房区域, 专注于销售预制烘焙产品
门店数量 (截至 2021 年 2 月 5 日)	493	14
优势	店铺面积更大, 强调社交属性	节省客户等候时间, 提高经营效率, 布局更加灵活, 减少店员

资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

短期来看，高线城市千店空间，奈雪 PRO 赋能高线加密。对比各头部品牌数量，由于喜茶在头部品牌中门店数量最多，我们以喜茶现有门店布局来保守推算高端茶饮头部品牌拓店空间。一线城市、新一线城市、二线城市分别选择目前门店密度较大的深圳、南京、中山的门店密度（店铺数量/百万人）作为标准来测算门店拓展空间。根据测算，头部高端茶饮品牌于一线、新一线、二线城市拓店空间分别为 596/535/421 家，高线城市拓店空间合计为 1552 家。根据窄门餐眼，截至 2020 年 3 月，奈雪于高线城市门店数量为 470 家，保守估计，奈雪在高线城市拥有千家门店空间。上市后，奈雪计划于 2021/2022 年主要在一线城市及新一线城市分别开设 300 间及 350 间奈雪的茶茶饮店，其中 70% 规划为奈雪 PRO 茶饮店，奈雪 PRO 门店降低对于选址、人员要求，轻捷店型更加便于加密布局，门店拓张可期。

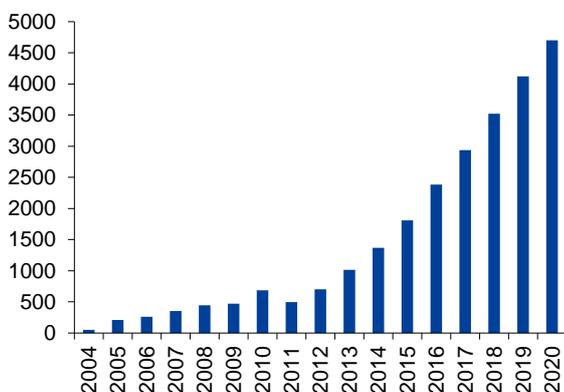
图表 61: 奈雪的茶拓店空间测算

一线城市	2019 常住人口 (万人)	门店数量				每百万人门店数量			
		奈雪的茶	喜茶	乐乐茶	星巴克	奈雪的茶	喜茶	乐乐茶	星巴克
北京	2153.6	24	60	11	388	1.1	2.8	0.5	18.0
上海	2428.14	33	101	26	832	1.4	4.2	1.1	34.3
广州	1530.59	27	68	3	211	1.8	4.4	0.2	13.8
深圳	1343.88	93	108	0	221	6.9	8.0	0.0	16.4
合计	7456.21	177	337	40	1652		596.5		

资料来源: 窄门餐眼, 国盛证券研究所

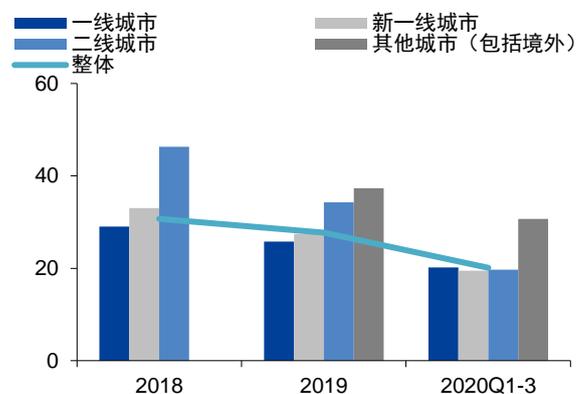
更长期看，高线城市加密，低线城市扩张空间广阔。奈雪的茶对标星巴克，打造第三社交空间，且奈雪的茶客单价与星巴克类似。奈雪 PRO 轻捷店型打造商务休闲场景有利于其进一步拓店和下沉。更长期看，奈雪等头部高端茶饮品牌门店数量可对标星巴克，高线城市可继续加密，低线城市扩张空间广阔。根据窄门餐眼数据，截至 2021 年 2 月，星巴克已进入 145 个三线及以下城市，对比之下，奈雪仅进入 14 个三线及以下城市，按每个三线及以下城市平均拓店 2 家，奈雪在低线城市仍有 290 家门店空间。目前奈雪在三线及以下城市门店单线销售表现良好，奈雪品牌效应得到进一步验证，在奈雪品牌效应持续输出，供应链逐步完善，低线城市消费升级的推动下，奈雪低线城市扩张空间广阔。

图表 62: 星巴克在中国门店数量持续增加



资料来源: 星巴克公司公告, 国盛证券研究所

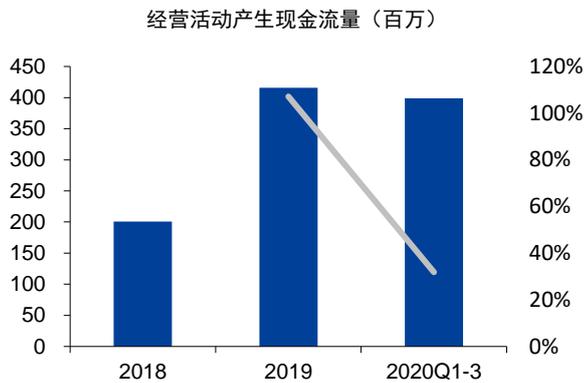
图表 63: 奈雪的其他城市日均销售额 (千元) 表现乐观



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

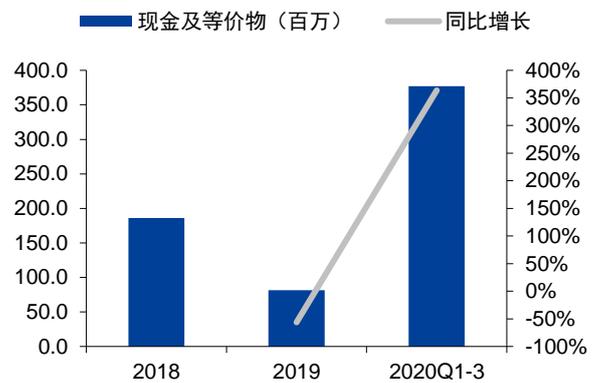
现金流表现良好，募投资金将助力门店扩张。2018年、2019年及2020年前三季度，公司经营活动所得现金净额分别为2.0亿元、4.2亿元、4.0亿元，经营现金流表良好。现金及现金等价物分别为1.86亿元、8130万元、3.8亿元。公司未来拓店资本支出资金主要来自于①现有资金结余；②上市募资；③未来经营所得现金。根据公司拓店计划，预计2021/2022年资本开支分别为4.2亿元/4.9亿元，从公司现有资金和上市募集来看，公司2021/2022年短期资本支出可得到保障，长期随公司净利润增长（预测2022年归母净利润达到3.8亿元），公司新开门店现金流可得到保障。

图表 64: 经营活动现金流量 (百万元) 良好



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

图表 65: 2020 年公司现金及等价物 (百万元) 增长明显

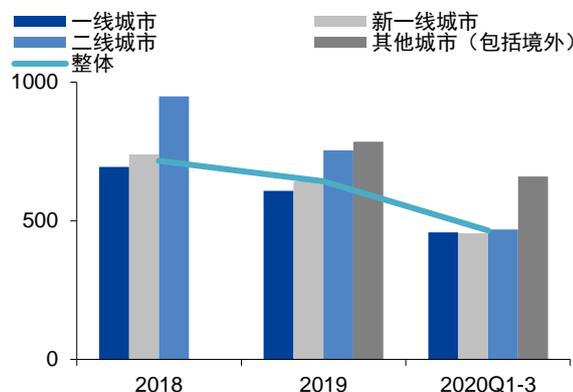


资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

3.2.2. 受疫情影响单店表现下滑，募集资金助力扩张

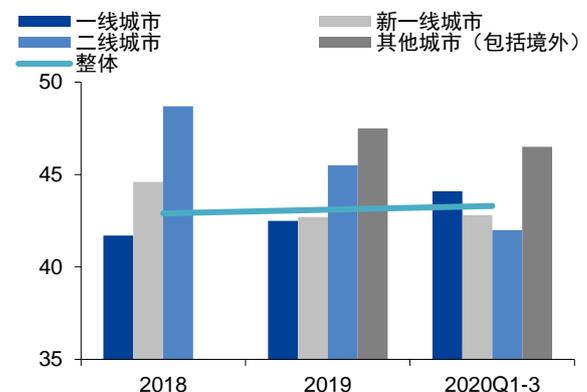
奈雪的茶单店平均每日订单量下滑，客单价整体稳中有升。整体来看，奈雪的茶茶饮店每日销售额有所下滑。2018/2019/2020Q1-3，奈雪的茶平均每日销售额分别为3.1/2.8/2.0万元。拆分来看，公司客单价保持稳定，销售额下滑主要由订单量下滑导致。单店平均订单量下滑主要系公司持续进行新茶饮店布局，一定程度上分散现有店铺的访客及订单量；2020Q1-3单店每日销售额下滑主要系疫情影响下店铺暂时关闭，目前公司已恢复正常运营，2020Q3，公司单店每日销售额恢复至2.3万元。分城市层级来看，一线城市店铺布局更为密集，由此导致单店订单有所分散，平均每日销售额低于其他城市。深圳为公司大本营，整体表现稳健，平均日销售额维持在2.6万元以上。2020Q1-3平均日销售额为2.6万元，疫情下表现优于其他一线城市。

图表 66: 奈雪的茶每间茶饮店平均每日订单量 (订单数) 呈现下降趋势



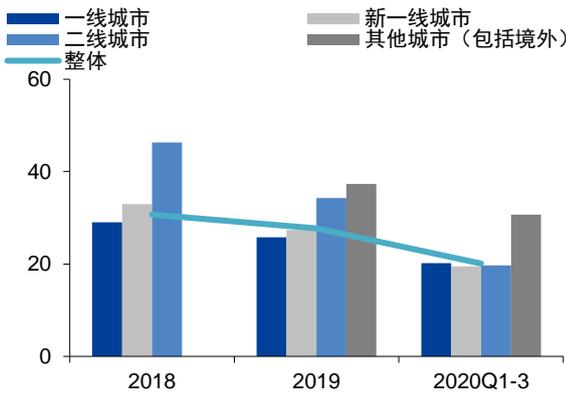
资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

图表 67: 奈雪的茶客单价 (元) 整体稳中有升



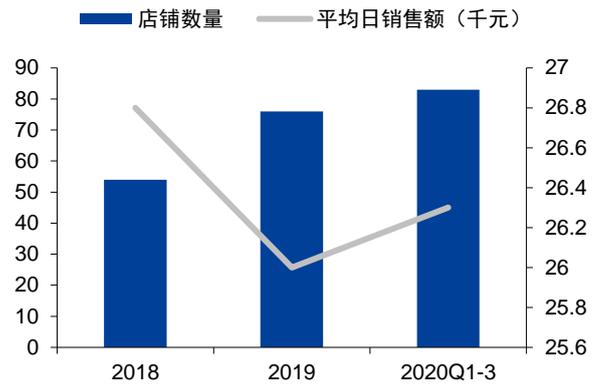
资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

图表 68: 奈雪的茶每间茶饮店平均每日销售额 (千元) 呈现下降趋势



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

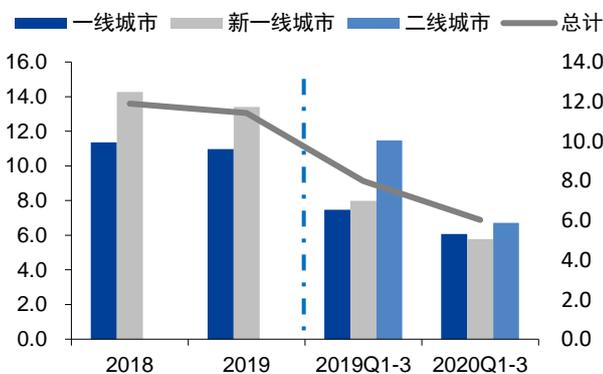
图表 69: 奈雪的茶店铺于深圳表现良好



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

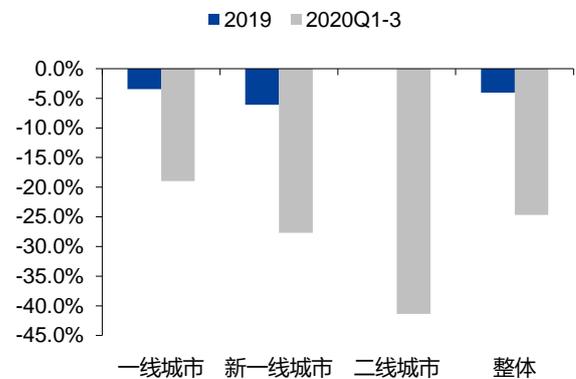
奈雪的茶同店销售额在加密布局和疫情影响下同店销售有所下滑。整体来看, 2018/2019 年, 奈雪的茶整体店均销售额保持在 1100 万元以上; 由于奈雪新门店持续加密布局, 稀释原有门店订单, 奈雪的茶同店销售额略有下滑。2020Q1-3, 受到疫情影响, 奈雪的茶同店店均销售额同比下降 24.6% 至 602 万元。2020Q3, 疫情影响逐步消除, 公司同店销售额恢复至去年同期的 90.9%。分城市层级来看, 2019Q1-3, 一线/新一线/二线城市店均销售额分别为 748/800/1147 万元, 二线城市显著高于一线及新一线城市, 但 2020Q1-3 疫情影响下, 二线城市店均销售额同比下滑 41.4%, 受到疫情冲击最大。

图表 70: 奈雪的茶店均同店店均销售额 (百万元) 下滑



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

图表 71: 奈雪的茶同店销售额同比增长率



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

募投资金提供成长动力。公司所募集资金的主体部分将会用于以下用途: 1) 扩张茶饮店网络并提高市场渗透率: ①茶饮店网络扩张计划的初始资本支出; ②支付该期间内将开设的新茶饮店的租金; ③开设的新茶饮店的店员的招聘、培训及留聘。2) 开展整体运营的数字化提升运营效率: ①开发专有技术基础设施并开展经营及管理系统数字化; ②在茶饮店中部署各类智能设备; ③支付 IT 专家薪资等。3) 提升供应链及渠道建设支持公司的规模扩张: ①于在中国不同城市新建五个“中央厨房”; ②扩展在线零售渠道。4) 营运资金及作一般企业用途。

图表 72: 奈雪的茶上市募集资金主要用途

扩张茶饮店网络并提高市场渗透率	<ol style="list-style-type: none"> 1) 未来三年茶饮店网络扩张计划的初始资本支出 2) 支付新开设的新茶饮店租金 3) 未来三年新开设茶饮店店员的招聘、培训及留聘
进一步开展整体运营的数字化	<ol style="list-style-type: none"> 1) 开发专有技术基础设施并进一步开展数字化 2) 在奈雪的茶茶饮店部署各类智能设备 3) 支付现有IT专家的薪金及奖金
提升供应链及渠道建设能力	<ol style="list-style-type: none"> 1) 在中国不同城市新建五个中央厨房并为采购中央厨房设备提供资金 2) 线上渠道建设
营运自己及其他用途	营运资金及一般企业用途

资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

4、风险提示

- 1) 门店拓张不及预期: 公司因未能为新开设的茶饮店物色合适的地点并获得合理租约或未能未新开设的茶饮店的开业获得足够的资金导致门店扩张节奏受限。
- 2) 原材料价格波动: 公司主要原材料(如茶叶、鲜奶和新鲜水果)的成本上升会对公司经营产生不利影响。
- 3) 疫情反复: 若新冠疫情疫情反复, 或影响门店客流, 可能对公司经营产生不利影响。
- 4) 第三方数据偏差: 来自窄门餐眼等第三方数据或存在一定误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com