

核心观点

❖ 茶饮市场空间广阔，消费升级趋势明显

2020 年我国茶行业市场市场规模为 4107 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 9.8%，其中新式茶饮在 2016 年开始快速增长，2020 年市场规模达 1136 亿元（2015-2020 年 CAGR 为 21.9%），预计 2025 年将达到 3400 亿元（2020-2025 年 CAGR 预计为 24.5%），新式茶饮将成为茶行业规模最大的细分行业。新式茶饮门店数快速增长，预计 2020 年新式茶饮门店数为 48 万家，目前新茶饮市场渗透率仍有较大发展空间。

茶饮行业消费升级趋势明显。新式茶饮为我国茶饮市场增长主要驱动力，高端新式茶饮门店专注于使用优质、新鲜原料生产制作茶饮，随着我国人均可支配收入逐步提高以及基础技术的进步，新式茶饮需求快速提升，门店数量亦快速发展。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 32.2%）。

❖ 线上技术推动新茶饮行业快速发展

线上技术的推动和线上订单的快速增长，使得各家茶饮店需求端逐渐稳定，稳定的需求使得保质期短但质量高原材料更多的被运用，2016 年以来新茶饮迎来快速发展时机。需求端的稳定促进生产端的变化，由于口感、安全和品质以及品牌是消费者对茶饮产品最关注的要素，拥有销售订单最多最稳定的企业将有较强的议价能力以及充裕的时间打造优秀供应链，为消费者提供优秀的产品。

❖ 竞争激烈的茶饮行业核心要素

茶饮行业每个年代最大的进步是订单的稳定获取以及客单价的提升，而茶饮行业产品的生产制作相对传统餐饮行业更易于标准化，进入壁垒低、竞争激烈是典型的大行业小公司格局，茶饮店的盈利能力普遍不突出，通过拆解对比典型的连锁餐饮公司，茶饮行业两点在未来将有较大改进空间。1、单店模型优秀，但总部费率仍旧较高，烘焙、茶饮供应链都需要进一步打造，2、市场下沉是必经之路，店面数量增长将带来效率提升。

高端茶饮随着未来供应链、物流链的建设完成，头部企业有望逐渐解决行业困难，未来有望产销两旺，呈现出优秀的规模效应。

风险提示：食品安全风险；原材料价格波动影响；疫情反复。

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 食品饮料
报告时间 | 2021/03/24

👤 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
ouyangyujian@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、茶饮市场空间广阔，消费升级趋势明显	5
1.1 快速成长的千亿茶饮市场	5
1.2 消费升级趋势明显	7
二、线上技术推动新茶饮行业快速发展	9
三、竞争激烈的茶饮行业核心要素	10
3.1 单店模型优秀，但总部费率仍旧较高	10
3.2 烘焙、茶饮供应链都需要进一步打造	11
3.3 市场下沉是必经之路，店面数量增长将带来效率提升	15
四、茶饮市场的分析框架	19
风险提示	21

图表目录

图 1:	现制茶饮市场规模快速增长	5
图 2:	预计 2020 年新式茶饮门店达为 48 万家	5
图 3:	新茶饮自 15 年以来呈爆发式增长	5
图 4:	新茶饮呈爆发式增长	5
图 5:	新茶饮代表性城市百万人口门店渗透率仍有较大发展空间	6
图 6:	中国茶叶市场空间大	6
图 7:	中国人均茶叶消费类达到 1.44 公斤/年	6
图 8:	中国茶叶人均消费相比全球仍有提升空间	7
图 9:	中国茶叶人均消费相比咖啡仍有提升空间	7
图 10:	茶饮行业发展经过三个阶段	7
图 11:	茶饮消费升级趋势明显	8
图 12:	各品牌的发展具有明显的特征	8
图 13:	现制茶饮线上销售快速增长	9
图 14:	线上技术带动行业发展	9
图 15:	茶饮的需求很旺盛	9
图 16:	新茶饮线上下单占比大	9
图 17:	消费者最关注口感、安全和品质、品牌	10
图 18:	各类型企业单店模型	11
图 19:	奈雪收入中烘焙产品占比达到 3 成	11
图 20:	手工烘焙企业普遍增长不好	12
图 21:	下午茶和购物逛街场景比例超 60%	13
图 22:	奈雪的茶着手改进茶饮店	13
图 23:	茶汤与水果成本高	14
图 24:	草莓、葡萄、橙子适合做大单品	14
图 25:	柠檬茶、果汁等具备明显季节性，水果茶则季节性偏小意味着需求稳定	14
图 26:	茶叶行业极度分散	15
图 27:	供应链尤为关键	15
图 28:	二三线及以下城市快速增长	15
图 29:	二三线及以下城市占比超 7 成	15
图 30:	优秀企业运费占比持续提升	16
图 31:	优秀企业成本控制明显更好	16
图 32:	星巴克原材料与营收情况	16
图 33:	海底捞原材料与营收情况	16
图 34:	九毛九原材料与营收情况	17
图 35:	呷哺呷哺原材料与营收情况	17
图 36:	发达地区仍未饱和	18
图 37:	二三线城市发展潜力大	18
图 38:	喜茶二线城市开店速度增快	18
图 39:	喜茶正向二线城市开拓	18
图 40:	茶饮市场的分析框架	19

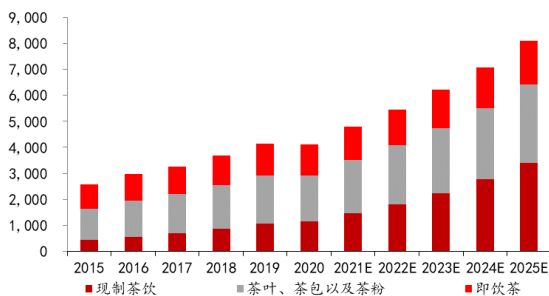
表格 1.	优秀企业应收周转天数展现出持续稳定下降的趋势（加盟稳定、直营下降） ...	17
表格 2.	销售端的畅销与否明显影响企业规模效应	17
表格 3.	高端茶饮的竞争尚未蔓延至低线城市	19

一、茶饮市场空间广阔，消费升级趋势明显

1.1 快速成长的千亿茶饮市场

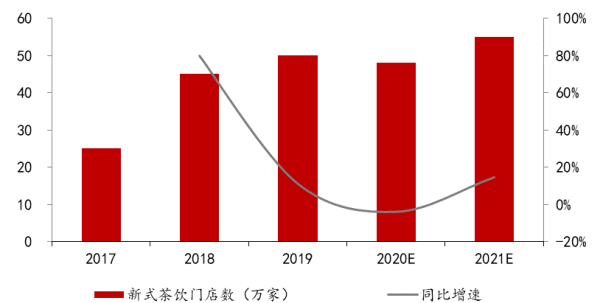
快速成长的千亿茶饮市场。新式茶饮主要指采用优质天然原料、优质的茶叶萃取，加入新鲜水果以及鲜奶进行组合调味。据灼识咨询数据显示，2020年我国茶行业市场市场规模为4107亿元，2015-2020年CAGR为9.8%，其中新式茶饮在2016年开始快速增长，2020年市场规模达1136亿元（2015-2020年CAGR为21.9%），预计2025年将达到3400亿元（2020-2025年CAGR预计为24.5%），新式茶饮将成为茶行业规模最大的细分行业。根据CBNData数据显示，新式茶饮门店数快速增长，预计2020年新式茶饮门店数为48万家，随着疫情逐渐消退，未来门店数量将继续恢复增长。从增长情况来看，新茶饮在2015年开始快速增长，在各线城市中都呈现爆发式增长，参考星巴克门店渗透率，目前新茶饮市场渗透率仍有较大发展空间。

图 1：现制茶饮市场规模快速增长



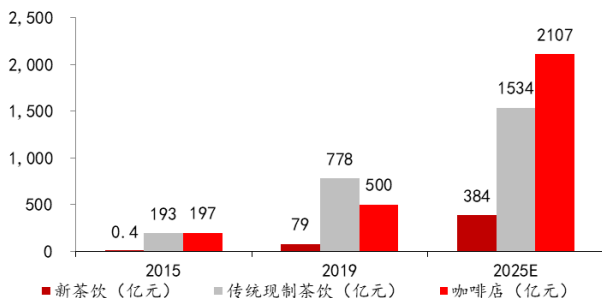
资料来源：灼识咨询，川财证券研究所

图 2：预计 2020 年新式茶饮门店达为 48 万家



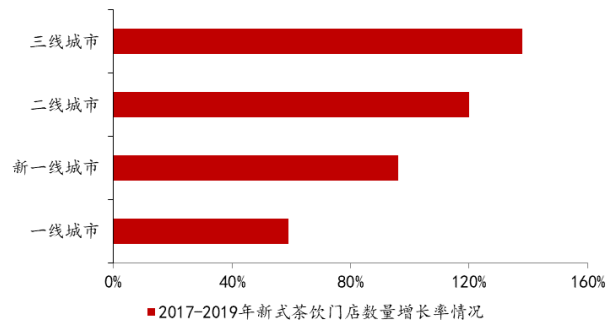
资料来源：CBNData，川财证券研究所

图 3：新茶饮自 15 年以来呈爆发式增长



资料来源：中国茶叶流通协会，沙利文，川财证券研究所

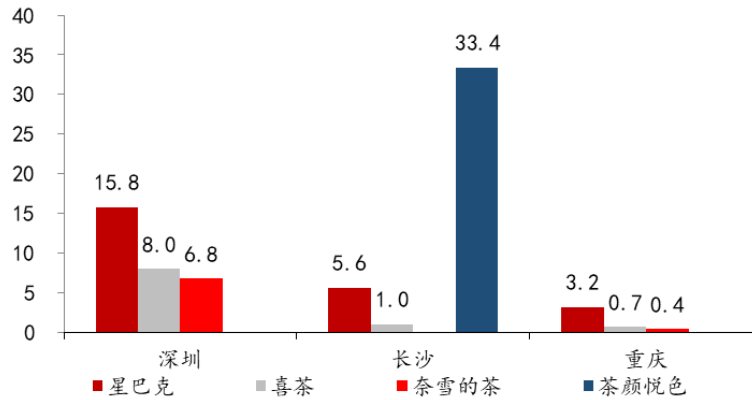
图 4：新茶饮呈爆发式增长



资料来源：美团点评，艾媒，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 5：新茶饮代表性城市百万人口门店渗透率仍有较大发展空间

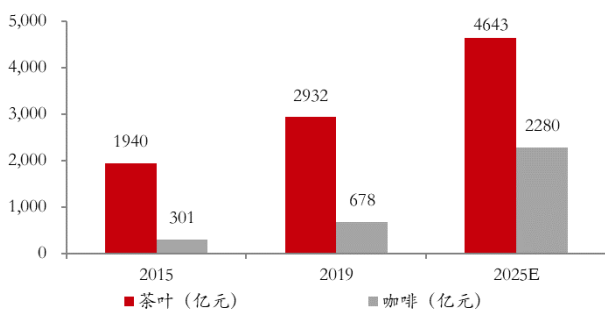


资料来源：沙利文，川财证券研究所

注：渗透率=门店数/百万人口数

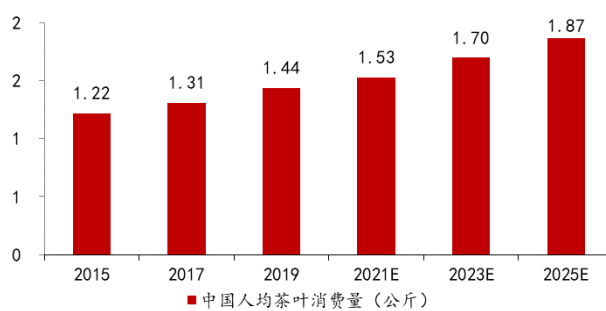
据沙利文数据显示，茶始终是中国消费者现制饮料消费的最大品类，人均茶叶消费量持续增长，截止 2019 年中国人均茶叶消费类达到 1.44 公斤/年，茶叶消费市场规模为 2932 亿元远高于近年来在中国快速增长的咖啡市场。参照海外拥有饮茶习惯以及咖啡习惯的国家，中国人均茶叶消费量仍有一定的提升空间。

图 6：中国茶叶市场空间大



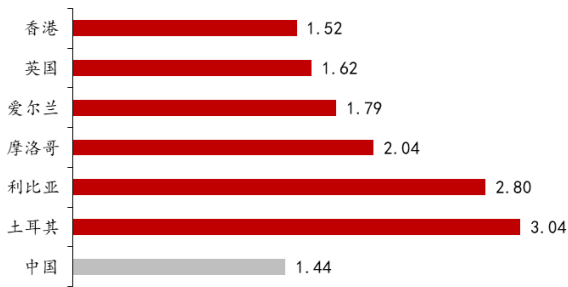
资料来源：沙利文，川财证券研究所

图 7：中国人均茶叶消费量达到 1.44 公斤/年



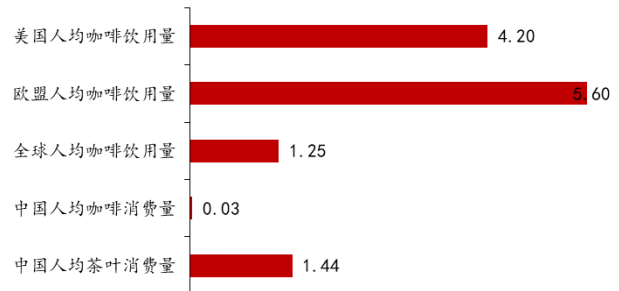
资料来源：沙利文，川财证券研究所

图 8：中国茶叶人均消费相比全球仍有提升空间



资料来源：国际茶叶委员会，川财证券研究所

图 9：中国茶叶人均消费相比咖啡仍有提升空间



资料来源：国际茶叶委员会，川财证券研究所

1.2 消费升级趋势明显

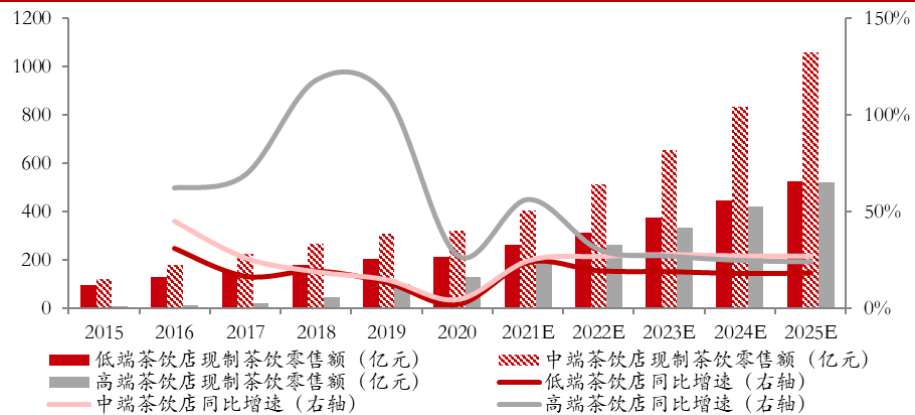
茶饮行业消费升级趋势明显。新式茶饮为我国茶饮市场增长主要驱动力，高端新式茶饮门店专注于使用优质、新鲜原料生产制作茶饮，随着我国人均可支配收入逐步提高以及基础技术的进步，新式茶饮需求快速提升，门店数量亦快速发展。据灼识咨询预计，高端店内现制茶饮零售额在 2020 年达到 129 亿元（15-20 年 CAGR 达 75.8%，且 2020 年受疫情影响增速放缓），并有望在 2025 达到 522 亿元（20-25 年 CAGR 为 32.2%）。

图 10：茶饮行业发展经过三个阶段

	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	鲜奶茶，如芝士草莓茶； 冷泡茶
新式茶饮平均售价（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

资料来源：灼识咨询，川财证券研究所

图 11: 茶饮消费升级趋势明显



资料来源: 灼识咨询, 川财证券研究所

各品牌方发展具有明显时代特征。由于各阶段茶饮的发展时代不同, 其展现出来的特征具备明显的时代感, 2000 年之前大众茶饮诞生, 2006 年左右中端茶饮逐渐诞生, 产品以茶饮为主, 打法策略也以直营、加盟为主, 2015 年以后奈雪的茶、喜茶等新式茶饮品牌逐渐诞生, 从产品上看相较于传统茶饮, 除了产品上均有所升级之外, 在线上的发力、尝试第三空间以及软欧包等吸引大量客户流量的模式与之前的茶饮明显不同。

图 12: 各品牌的发展具有明显的特征

新式茶饮行业主要品牌商概览 (门店数据截至2021年3月)

产品定位	品牌	品牌成立时间	主要产品类	茶饮价格区间	好评率	商业模式	门店数	分布城市
高端	喜茶	2012年	茶饮+零售产品	16-36元	87.0%	直营	760	一二线城市为主
	奈雪的茶	2015年	茶饮+软欧包+零售产品	13-32元	87.0%	直营	511	一二线城市为主
	乐乐茶	2016年	茶饮+软欧包+零售产品	18-33元	85.5%	直营	60	一二线城市为主
中端	贡茶	2006年	茶饮	18-22元	85.8%	直营+加盟	283	一二线城市为主
	茶桔便	2007年	茶饮	10-18元	90.7%	直营+加盟	577	一二线城市为主
	茶颜悦色	2013年	茶饮+零售产品	18-28元	94.4%	直营	252	长沙、武汉
	古茗	2010年	茶饮	10-20元	92.1%	直营+加盟	4361	三四线城市为主
	七分甜	2015年	茶饮	15-25元	88.9%	直营+加盟	828	主要集中在江浙沪
	沪上阿姨	2013年	茶饮	10-20元	90.4%	直营+加盟	2208	一二线城市为主
大众	快乐柠檬	2006年	茶饮	14-22元	83.8%	直营+加盟	994	全国布局
	蜜雪冰城	1997年	茶饮+冰淇淋	5-10元	92.1%	直营+加盟	12061	三四线城市为主
	一点点	2011年	茶饮	7-16元	84.5%	直营+加盟	3288	江浙沪粤重点布局
	CoCo都可	1997年	茶饮	8-13元	88.9%	直营+加盟	4617	全国布局

资料来源: 各公司官网、窄门餐眼、艾瑞咨询、川财证券研究所

注: 喜茶创立于2012年, 2016年升级为注册品牌“喜茶 HEYTEA”。

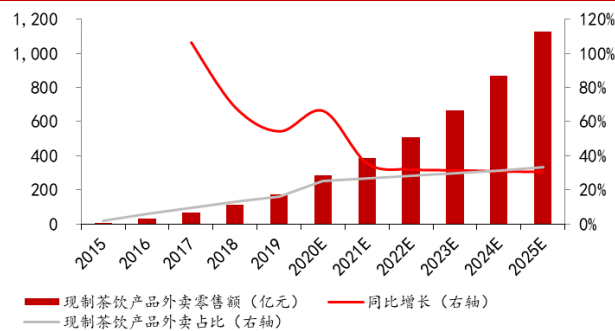
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

二、线上技术推动新茶饮行业快速发展

茶饮行业发展至 2016 年，新茶饮行业才逐渐崭露头角，我们认为这是由于线上技术的推动使得行业痛点在 2016 年逐渐被解决，新茶饮才迎来快速发展时机。

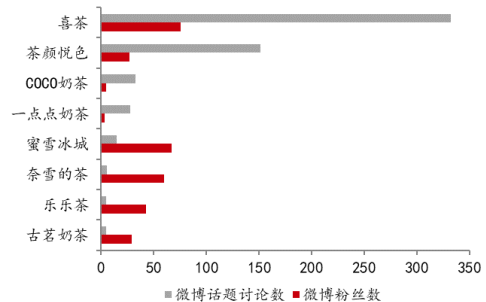
茶饮需求旺盛，不太需要做消费者培育，但是由于在 2016 年之前，没有线上技术的推动，使得各家茶饮店的需求端不稳定，客人并不想长时间在店铺里排队等候制茶，据奈雪的茶以及 CBNDData 数据显示 67% 的消费者线上点单的原因为缩短排队等候时间，需求端的不稳定导致了各家新茶饮店无法有效形成规模优势，例如原材料由于需求的不稳定不能使用保质期短但质量高的材料，而偏中低端的茶饮则相对来说更容易生存，一方面是原材料保质期更久、价格更低，另一方面是中低端茶饮的制茶时间相对来说更短很多，客户需求容易达成。

图 13： 现制茶饮线上销售快速增长



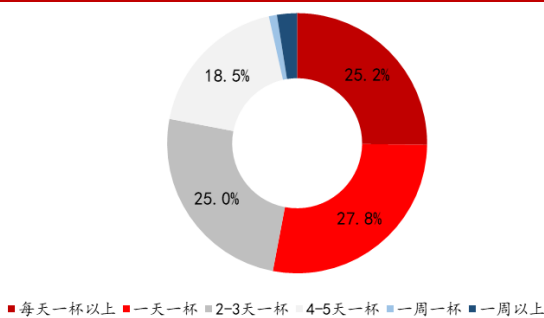
资料来源：灼识咨询，川财证券研究所

图 14： 线上技术带动行业发展



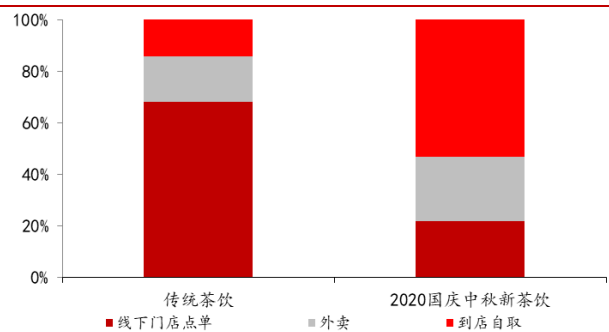
资料来源：沙利文，微博，川财证券研究所

图 15： 茶饮的需求很旺盛



资料来源：沙利文，川财证券研究所

图 16： 新茶饮线上下单占比大



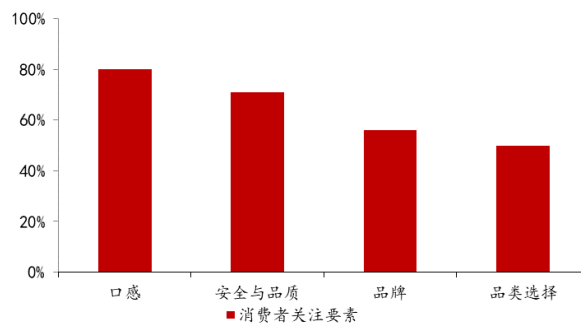
资料来源：沙利文，奈雪的茶，CBNDData，川财证券研究所

在需求端的问题被线上技术解决之后，行业生产端也产生了相应的改变。对于茶饮产品来说，其口感、安全和品质以及品牌选择是消费者最关注的三大

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

要素，拥有销售订单最多最稳定的企业将有较强的议价能力以及更为充裕的时间进行打造优秀供应链，为消费者提供优秀的产品。可以明显看到越高端的企业其线上占比越高（大众茶饮成立时间最久，新茶饮基本上都是 16 年左右成立），且为控制产品质量以及服务大多采用直营模式（茶饮现场制作需要较多时间，直营管理更有利），对供应链的要求都很高。

图 17： 消费者最关注口感、安全和品质、品牌



资料来源：沙利文，川财证券研究所

三、竞争激烈的茶饮行业核心要素

由前文我们了解到，茶饮行业每个年代最大的进步是订单的稳定获取以及客单价的提升（每一代茶饮店的客单价都有明显提升），而茶饮行业产品的生产制作相对传统餐饮行业更易于标准化，进入壁垒低、竞争激烈是典型的大行业小公司格局，茶饮店的盈利能力普遍不突出，通过拆解对比典型的连锁餐饮公司，茶饮行业两点在未来将有较大改进空间，1、单店模型优秀，但总部费率仍旧较高，烘焙、茶饮供应链都需要进一步打造；2、市场下沉是必经之路，店面数量增长将带来效率提升。

高端茶饮随着未来供应链、物流链的建设完成，头部企业有望逐渐解决行业困难，未来有望产销两旺，呈现出优秀的规模效应。

3.1 单店模型优秀，但总部费率仍旧较高

新茶饮的坪效高、单店利润率高，奈雪的标准店的经营利润率为 25%，单店模型比大众餐饮更为优秀，但对于公司来说，跑通单店模型之后能否盈利才是我们更加关注的，当前餐饮企业大部分盈利能力都比较优秀，而新茶饮企业仍处于盈亏持平时期，总部费率仍旧较高，其中总部费用包括广告推广费用、物流仓储费用、供应链采购等。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 18: 各类型企业单店模型

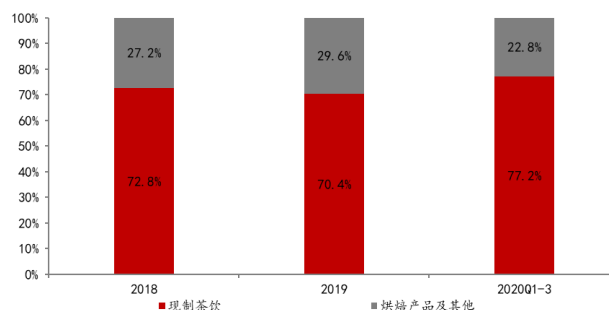
各龙头单店模型对比	星巴克	奈雪的茶	喜茶	乐乐茶	蜜雪冰城	海底捞	太二	九毛九	凑凑	呷哺呷哺
单店面积 (m ²)	100-200	200-250 (标准店) 80-200 (PRO店)	80-120 (标准店) 50-80 (Go店)	50-400	15-20	800-1200	250-300	250-400	600-800	200-250
坪效 (万元/m ²)	4.7	4-5	10-15	10-12	5-6.7	5.2	5.1	4.1	2.8	2.3
投资回收期	21个月	11-15月	9-12月	6-18月	6-12月	6-14个月	7个月	22个月	15-16个月	17个月
营收	100.0%	100.0%	100.0%		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
原材料	13.0%	35.0%	35.0%		55.0%	42.0%	41.0%	36.0%	35.0%	37.0%
人工	8.0%	20.0%	20.0%		15.0%	28.0%	15.0%	23.0%	26.0%	25.0%
租金	26.0%	12.0%	12.0%		12.0%	4.0%	10.0%	10.0%	11.5%	12.0%
水电	3.5%	2.0%	2.0%		2.0%	3.5%	3.0%	5.0%	3.5%	3.5%
折旧摊销	3.5%	5.0%	5.0%		0.5%	3.5%	2.8%	4.0%	4.5%	4.5%
其他杂项	12.0%	1.0%	1.0%		0.5%	0.5%	3.0%	4.0%	0.5%	0.5%
单店经营利润率	34.0%	25.0%	20-25%	20%	15%	18.5%	25.2%	18.0%	19.0%	17.5%

资料来源: 公司官网, 公司公告, 草根调研, 联商网, 川财证券研究所

3.2 烘焙、茶饮供应链都需要进一步打造

目前茶饮公司收入主要分两类, 一类为基本上只有茶饮, 一类为除提供茶饮外还提供第三空间与现场烘焙。高端茶饮中喜茶基本上只有茶饮, 奈雪与乐乐茶则提供第三空间和现场烘焙, 对比来看奈雪的茶坪效之所以相较更低是其提供了较多的烘焙, 2019年烘焙业务占整体业务的29.6%, 而烘焙业务对于需求端来说是一个即时性消费并不稳定, 成本端要求也不低(对烘焙设备、烘焙师以及烘焙时间具备一定的要求), 茶的毛利率约为70%, 而烘焙产品只有50%-60%, 所以拉低了整体的盈利能力。

图 19: 奈雪收入中烘焙产品占比达到3成



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

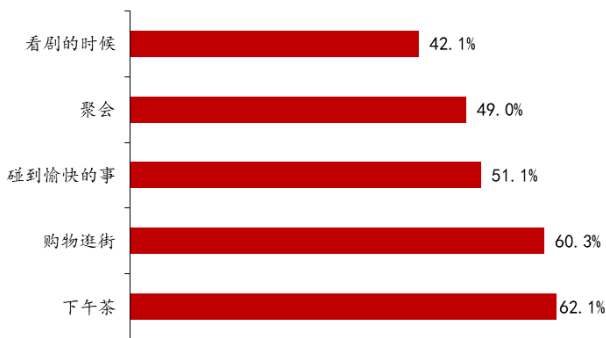
图 20: 手工烘焙企业普遍增长不好

		2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
克里斯汀	营收(亿)	15.12	17.12	17.15	17.56	15.9	10.64	9.27	8.06	6.65	5.52
	同比		13.23%	0.18%	2.39%	-9.45%	-33.08%	-12.88%	-13.05%	-17.49%	-16.99%
	净利(亿)	0.75	0.98	0.03	-0.56	-1.75	-1.66	-1.12	-1.59	-2.39	-2.24
	同比		30.67%	-96.94%							
面包新语	营收(亿)	15.51	17.79	22.79	25.68	27.36	29.41	29.52	29.29	30.53	
	同比		14.70%	28.11%	12.68%	6.54%	7.49%	0.37%	-0.78%	4.23%	
	净利(亿)	1.06	0.93	1.14	1.17	1.25	0.71	0.55	1.07	0.76	
	同比		-12.26%	22.58%	2.63%	6.84%	-43.20%	-22.54%	94.55%	-28.97%	
85度C	营收(亿)	18.82	23.74	28.86	30.55	35	40.4	47.18	50.57	48.76	53.91
	同比		26.14%	21.57%	5.86%	14.57%	15.43%	16.78%	7.19%	-3.58%	10.56%
	净利(亿)	1.87	2.32	2.09	1.16	1.03	2.25	3.73	4.7	3.37	2.17
	同比		24.06%	-9.91%	-44.50%	-11.21%	118.45%	65.78%	26.01%	-28.30%	-35.61%

资料来源: wind, 川财证券研究所

从消费场景来看,有必要进行第三空间的使用场景为下午茶,需求量与购物逛街相仿,两者都是休闲类,这与咖啡这类产品形成了较大的区别,咖啡主打休闲和商务,星巴克的下午茶产品是没有现场烘焙时间的,一方面能够节省整体制作成本,另一方面也能为客户节省等待时间,奈雪标准店大多开在繁华的购物中心,消费者对于逛街购物的场景更为重视,其第三空间以及烘焙对消费者来说吸引力较低。同时我们参照奈雪的茶未来发展也能看出对未来茶饮店的进一步改进。奈雪在未来两年新开店中70%规划为奈雪 Pro 茶饮店,而 Pro 茶饮店相较于标准店,有三大改变,1、店员的减少由20-25名调整至10-15名,2、无烘焙坊,烘焙产品由公司中央厨房设立并提供,3、Pro 店面更小,租金更少,设立更偏向高级写字楼和高密度住宅,相较于之前主要以购物中心为主的标准店来说,Pro 的选址布局更适合下午茶消费场景。除此之外奈雪将在未来三年建立5个中央厨房,为附近门店储存原材料并制作预制烘焙品。

图 21： 下午茶和购物逛街场景比例超 60%



资料来源：沙利文，川财证券研究所

图 22： 奈雪的茶着手改进茶饮店

	标准店	Pro店
销售产品	茶饮、现场烘焙	茶饮、预制烘焙、咖啡
面积	180-300	80-200
投入	185	125
选址	购物中心	购物中心、高级写字楼、高密度住宅
原材料	35%	32%
人工	20%	15%
租金	12%	9%
水电	2%	1%
折旧摊销	5%	3%
其他杂项	1%	5%
单店利润	25%	35%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

注：单店利润大幅增长的主要原因为烘焙以及人工成本的大幅减少，这部分将主要由总部提供

除烘焙需要进一步打造之外，茶饮供应链也需要进一步打造。茶饮制作低门槛、易复制竞争尤为激烈，但高端茶饮已经使得茶饮进入到一个拥有较高门槛的时代，高端茶饮不仅是开店成本高，重要的是产品受制于制作困难众多，目前正处在非标准化到标准化的过程。

高端茶饮使用的原材料为优质茶叶、新鲜水果鲜奶保质期都较短，损耗随着时间的推移急剧上升，没有强大的销售端支持难以维系，打造大单品是创始企业有效的手段，据奈雪招股说明书显示，2020年Q1-Q3奈雪三大经典产品（霸气芝士草莓、霸气橙子、霸气芝士葡萄）售出逾1500万杯，贡献茶饮总销售额25.3%，其中霸气芝士葡萄售出400万杯，在三大经典产品中销售额占比26.67%，据草根调研显示，喜茶的经典产品多肉葡萄占喜茶总销售额的30%。可以看出打造大单品，通过大单品带动规模效应以及企业增长是目前茶饮企业主要手段，这一点各家企业都是类似的。

但是根据益普索茶饮料口味调研大众最喜欢的茶饮料是柠檬、原味以及青柠，对水果味的爱好并不是最强烈的，这与高端茶饮推出的大单品水果茶并不契合。我们认为是水果茶的需求稳定、水果保质期以及价格的原因导致了商家仍然主打水果茶，一年四季都有的水果一般有，金桔、草莓、柠檬、葡萄、盆栽番茄，这其中草莓与葡萄单价明显更贵更适合价格更高的高端茶饮，橙子也是一种耐保存的单价较贵水果。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

从茶叶方面来看，高端茶饮所使用的茶叶基本上为 150-200 元/公斤的优质茶叶，而中低端茶饮使用的茶叶大部分为香精茶成本在 15-20 元/公斤，而茶叶行业本身也处于极度分散的状态，茶饮企业在茶叶供应上会花费较大精力进行供应链整合。

各家企业已经找到自身的基本盘，未来随着销售端的扩大，将逐渐深化打造烘焙与茶饮的供应链，可以想象未来的产品质量将持续提升并且整体成本将持续下降。

图 23: 茶汤与水果成本高



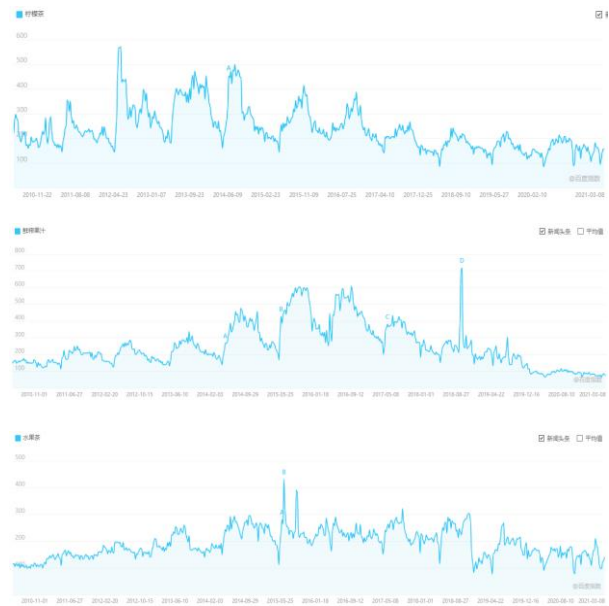
资料来源：咖门，川财证券研究所

图 24: 草莓、葡萄、橙子适合做大单品

	90后	90前	单价 (元/斤)
柠檬	39%	31%	7.5
原味	23%	21%	
青柠	22%	16%	30
橙子	14%	14%	6
桃子	13%	15%	7
蜂蜜	13%	11%	
草莓	12%	11%	46
芒果	12%	10%	8
西柚	11%	18%	40
金桔	11%	5%	7.5
红柚	8%	9%	30
百香果	6%	11%	15
葡萄	6%	8%	25
抹茶	6%	7%	
樱桃	6%	2%	
混合口味	8%	1%	
盆栽番茄			10

资料来源：益普索咨询，天猫超市，美团，川财证券研究所

图 25: 柠檬茶、果汁等具备明显季节性，水果茶则季节性偏小意味着需求稳定

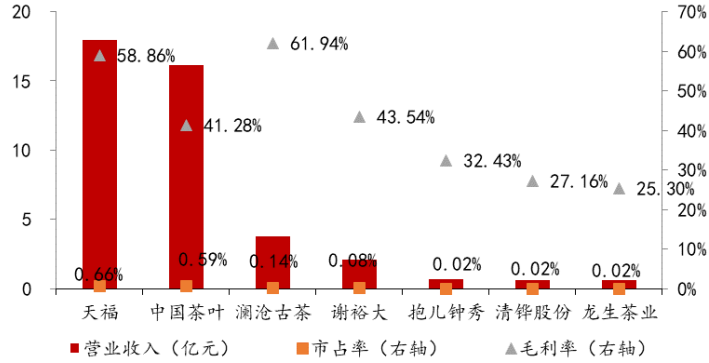


资料来源：百度指数，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

注：橙子低端与高端价差大，柠檬与青柠对茶的味道影响较大，每一杯无法投入更多的量，从单杯用量来说，柠檬、青柠价值低

图 26： 茶叶行业极度分散



资料来源：wind，川财证券研究所

图 27： 供应链尤为关键

喜茶	奈雪	茶颜悦色	一点点	蜜雪冰城
产地直种直采茶叶	实地探访甄选优质茶叶，并由制造合作方根据标准规格统一加工	自建茶叶供应链	总部供应90%原料	70%原材料自主生产
高品质冷藏奶	鲜牛奶 2-3 天一次配送至茶饮店			
进口新西兰知名品牌芝士				
S级新鲜水果	直接与当地农户合作			
NFC 百分之百鲜榨果汁	2020 年 4 月起与合格果汁厂直接合作，将水果加工成鲜榨果汁	直接购买鲜果		
自建草莓基地				
贵州梵净山自建有机茶园				

资料来源：公司公告，公司官网，CBNData，川财证券研究所

3.3 市场下沉是必经之路，店面数量增长将带来效率提升

成本端的供应链打造是茶饮企业的立身之本，前端销售的拓展则是未来企业盈利能力的基石。一线城市以及人口整体不多，新茶饮企业立足于一线城市向二三线及以下城市是未来发展趋势，预计二三线及以下城市占比超 7 成。

图 28： 二三线及以下城市快速增长

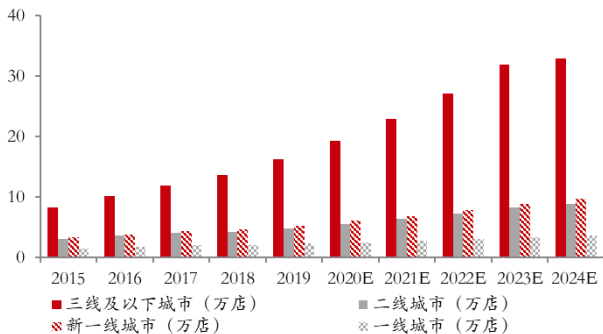
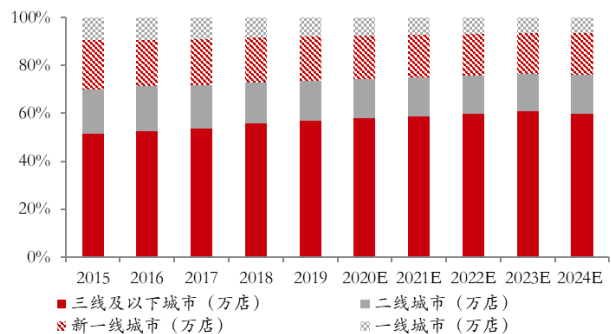


图 29： 二三线及以下城市占比超 7 成



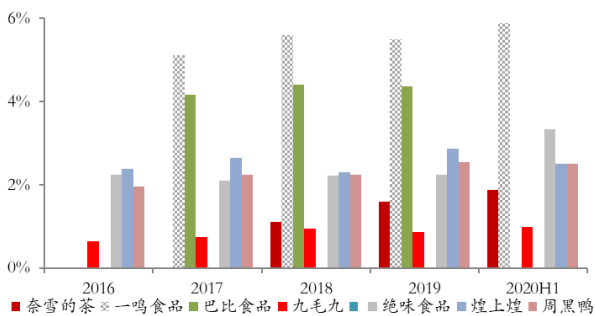
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：智研咨询，川财证券研究所

资料来源：智研咨询，川财证券研究所

随着店面数量的提升，前端销售的稳定将为企业内部与外部提供效率提升基础，从内部来看企业网点数量多的企业，成本、内部运输效率明显提升有助于整体成本降低，从外部来看，生产、运输端的优势将为销售提供更优的产品，从而使得优秀企业产销两旺。

图 30： 优秀企业运费占比持续提升



资料来源：wind，川财证券研究所

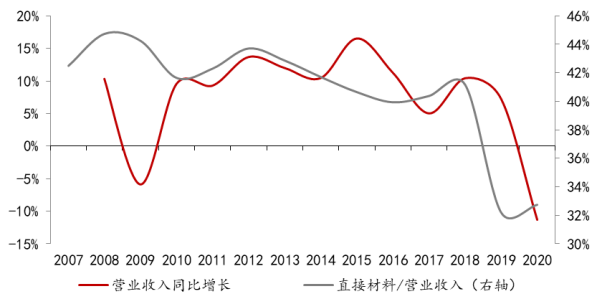
注：绝味食品 2020 年门店数量约为 1.5 万家，煌上煌门店数量约为 3700 家，周黑鸭约为 1400 家

图 31： 优秀企业成本控制明显更好

吨成本 (万元/吨)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
绝味食品		2.18	2.36	2.44	2.33	2.25	2.48
绝味食品同比增速			8%	3%	-5%	-3%	11%
煌上煌	2.32	2.30	2.47	2.68	2.59	2.65	2.90
煌上煌同比增速			7%	9%	-3%	2%	9%
周黑鸭	2.66	3.12	3.46	3.23	3.24	3.24	3.61
周黑鸭同比增速			17%	11%	-7%	0%	11%

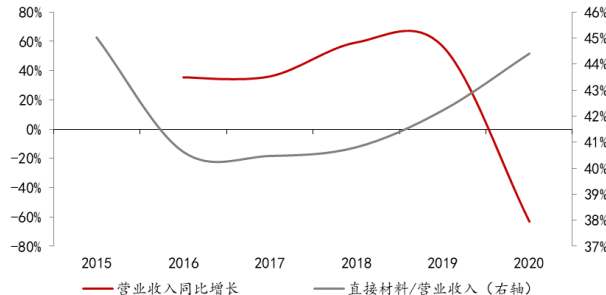
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 32： 星巴克原材料与营收情况



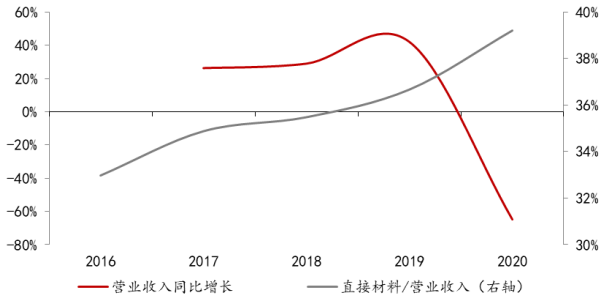
资料来源：wind，川财证券研究所

图 33： 海底捞原材料与营收情况



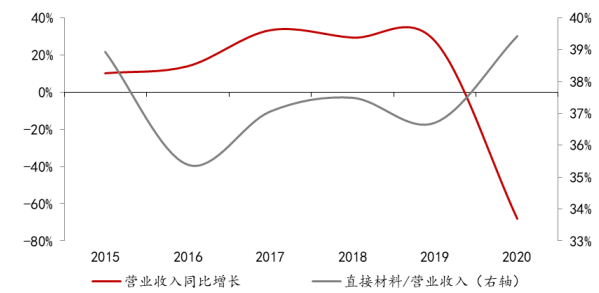
资料来源：wind，川财证券研究所

图 34: 九毛九原材料与营收情况



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 35: 呷哺呷哺原材料与营收情况



资料来源: wind, 川财证券研究所

表格 1. 优秀企业应收周转天数展现出持续稳定下降的趋势 (加盟稳定、直营下降)

	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
直营								0.19
为					2.15	4.00	3.43	2.40
主						6.48	6.17	3.23
主	2.49	1.91	1.12	1.96	2.04	1.26	2.00	2.23
			1.03	0.81	0.91	1.85	3.16	3.74
加					7.43	6.80	7.39	7.03
盟					14.97	13.79	14.23	14.79
为	1.50	0.75	0.36	0.14	0.28	0.37	0.37	0.51
主	4.58	5.83	6.15	9.52	12.79	10.92	7.35	7.21

资料来源: wind, 川财证券研究所

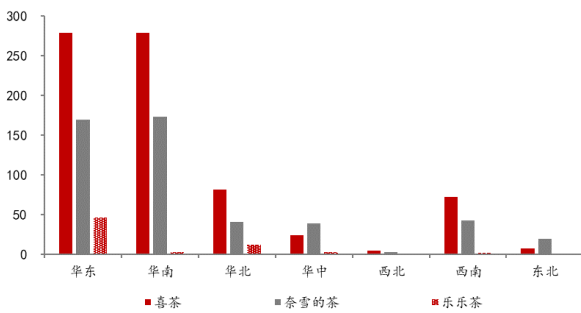
表格 2. 销售端的畅销与否明显影响企业规模效应

	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
直营								
为					12.50	11.21	9.70	8.82
主				7.11	4.41	4.88	3.90	6.91
主	7.11	7.43	6.40	10.84	13.30	11.41	9.71	4.80
		21.34	22.70	22.72	25.39	23.42	16.79	12.76
加					11.90	7.90	8.97	8.71
盟					5.17	12.99	14.43	14.47
为	7.71	8.49	8.99	10.30	11.62	12.92	14.44	15.29
主	10.95	13.61	10.02	5.63	7.65	9.93	9.48	10.69

资料来源: wind, 川财证券研究所

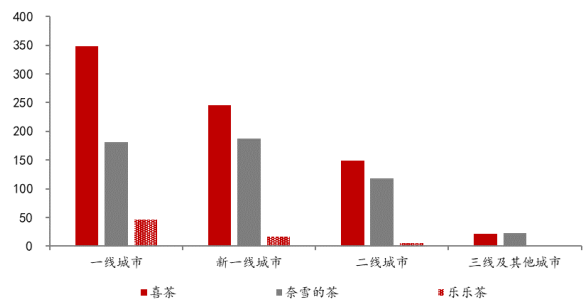
目前来看，高端茶饮的竞争尚未蔓延至低线城市，虽然喜茶、奈雪等企业已经开始着手下沉，喜茶推出喜小茶，奈雪推出台盖，但其店铺数量以及开店速度并不快，我们推断这是由于一方面目前一二线城市仍未达到饱和，另一方面原料供应链、中央厨房以及中转物流仓库都尚未建设完成，随着未来供应链、物流链的建设完成，头部企业未来有望呈现出优秀的规模效应。

图 36： 发达地区仍未饱和



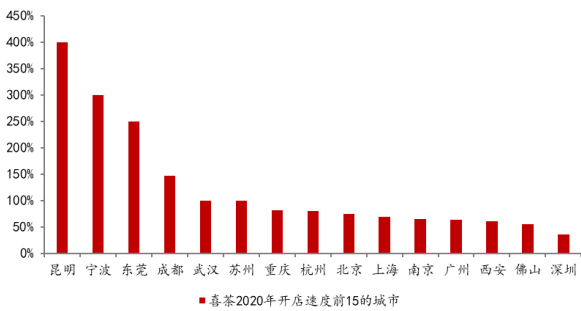
资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 37： 二三线城市发展潜力大



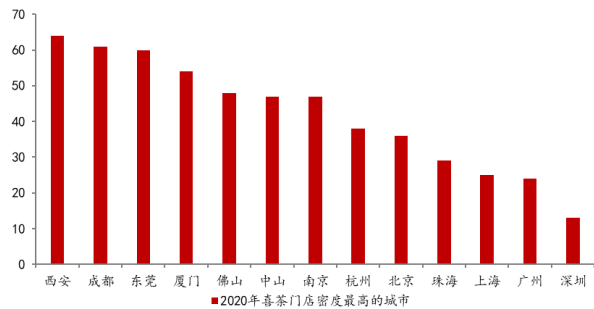
资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 38： 喜茶二线城市开店速度增快



资料来源：喜茶 2020 年度报告，川财证券研究所

图 39： 喜茶正向二线城市开拓



资料来源：喜茶 2020 年度报告，川财证券研究所

表格 3. 高端茶饮的竞争尚未蔓延至低线城市

	喜茶		奈雪	
	喜小茶	台盖	梨山	
品牌推出年份	2020	2017	2017	
门店数量（截至 2021 年 3 月）	18	64	2	
入驻城市数量（截至 2021 年 3 月）	6	9	1	
产品价格区间（元/杯）	9~15	7~26	16~32	
产品特点及定位	延续喜茶品牌精神，坚持好茶真奶制作，不添加奶精、色素，与喜茶一同为消费者提供能制造向往并超越预期的产品。		每一杯茶都是新鲜现摇，追求简单纯粹而美好。	专注中国传统名优茶和新鲜水果搭配的品牌。

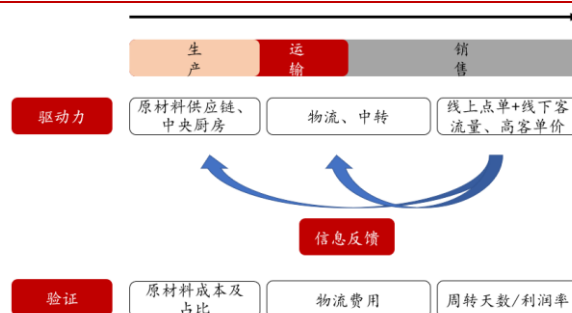
资料来源：窄门餐眼，川财证券研究所

四、茶饮市场的分析框架

无论是低端茶饮或高端茶饮，行业本身的低壁垒使得茶饮企业出现了无数爆红网络但是不够持久的企业，茶叶行业从前端销售到后端供应链都展现出了高度竞争的局面使得整体竞争格局极度分散，但行业的大行业小公司格局亦给出行业优秀企业较大的整合空间。结合上文分析，我们可以得到几个结论，小程序的发展带来了前端销售的技术红利，由此行业进行快速发展，前端销售的发展使得企业能够进行大量规模化生产，高端产品的高客单价使得所用原材料以及物流都将能够被盈利所覆盖，物流以及成本费用的降低使得企业能够在销售端拥有更大的余地。

由此我们可以判断出，茶饮市场的分析框架，由优秀的终端销售开始推动生产以及运输进行快速发展，推动供应链快速运转、提质，建设中央厨房以及仓储物流中心进行周转。

图 40： 茶饮市场的分析框架



本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：川财证券研究所

风险提示

食品安全风险；

原材料价格波动影响；

疫情反复。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004