

方兴未艾新茶饮，多点发力争头筹

新式现制茶饮市场未来有望继续保持高速增长，其中高端现制茶饮的市场份额将稳步提升。目前高端茶饮店市场集中度高，龙头市场占有率遥遥领先。建议关注奈雪的茶，作为高端现制茶饮 TOP 2，其多元化的产品、都市会客厅的塑造、数字化战略的实施都将为长期业绩增长提供不竭动力。

核心观点

- **高端现制茶饮店：高速增长，头部集中。**1) 现制茶饮市场规模超千亿，2015-2020 年 CAGR 达 21.9%；其中，现制茶饮“门店”市场规模达 666 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 23.6%；再其中，高端茶饮店市场规模为 129 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 75.8%。2) 目前该细分市场集中度较高，CR5 达 55%，CR2 达 43.2%。行业 TOP 2 喜茶和奈雪的茶分别以 25.5%和 17.7%的市场占有率远超行业中的其他竞争对手。
- **多元产品、多态门店、持续扩张构筑核心力量。**1) 优选材料打造经典茶饮和季节性茶饮，并将茶饮与烘焙产品搭售以提升客单价；频繁推出新品，开发茶礼盒零食等多元化产品以吸引流量。2) 推出 PRO 店、奈雪工厂店、奈雪 bla bla bar 等店型来丰富顾客体验，其中主推 PRO 店型打造都市会客厅。3) 截至 2021 年 2 月，奈雪的茶门店数量达到 507 家，较 2019 年末新增门店 180 家。奈雪的茶在国内年销售总额排名前 50 商城中的 28 家商城开设有门店，在优质物业争夺中不落下风。
- **提升质控能力，强化品牌形象，数字化转型修炼内功。**1) 加深供应链全环节掌控力度，提升质控能力保障产品质量。2) 推出联名产品彰显品牌风格提升知名度，积极利用社交平台持续占据消费者心智。3) 通过数字化系统提升经营效率，加强会员管理能力。

投资建议

- 现制茶饮，尤其是高端现制茶饮市场前景广阔，近几年将维持高速增长的态势。同时，高端现制茶饮的发展趋势也非常明确，任何业内公司都无法仅凭茶饮产品这一项脱颖而出，都需要在客户体验、品牌形象、运营效率等多方面做出努力。依此发展方向，建议关注着力打造都市社交空间的高端现制茶饮龙头奈雪的茶。

风险提示

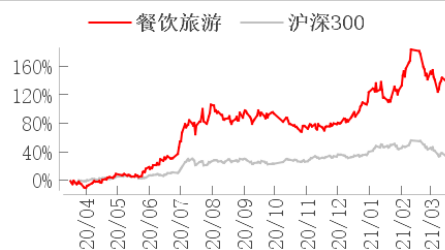
- 疫情控制风险、食品安全风险、门店扩张风险、新品研发风险。



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 餐饮旅游行业
报告发布日期 2021 年 05 月 26 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

相关报告

板块复苏正当其时，关注可选消费布局机会	2021-02-28
疫情反复风险下小遇波折，不改长期向好	2021-01-18
20 年离岛免税交出满意答卷，中免成长动能充沛	2021-01-04

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、行业格局：高端茶饮领衔，市场成长正当时	5
1.1、中国软饮料市场：咖啡承压，茶饮开店热方兴未艾	5
1.2、现制茶饮市场：历经三阶段发展，增长前景广阔	5
1.3、高端茶饮店料将高速成长	7
1.4、高端茶饮店：市场集中度高，发展方向明确	8
二、奈雪の茶：新茶饮热潮引领者	9
2.1、发展历程：自深圳辐射全国，颇受资本青睐	9
2.2、股权结构：持股集中，公司治理结构稳定	10
2.3、高管履历：团队身经百战，分工明确	10
三、“潮流新饮+都市社交”彰显品牌实力，数字化助力精细运营	11
3.1、品质为先，持续创新，只为精品好茶	11
3.2、深化供应链掌控，专注全方位质控	14
3.3、打造强社交茶饮都市会客厅，开店增量值得期待	16
3.4、主品牌抢占心智，附派卡位拦截，磁吸目标人群	22
3.5、数字化助力精细运营优化会员管理	24
四、经营能力分析：扩张增收，成本稳定	25
4.1、经营收入：高速扩张缓冲疫情影响	25
4.2、运营成本：成本结构维持稳定	28
4.3、疫情影响，经营利润率有所下降	30
五、投资建议与风险提示	31
5.1、投资建议	31
5.2、风险提示	31

图表目录

图 1：中国饮料市场规模（亿元）	5
图 2：中国茶、咖啡市场规模对比（亿元）	5
图 3：现制茶饮发展历程	6
图 4：中国茶市场及细分市场规模（亿元）	7
图 5：中国现制茶饮市场规模（亿元）	8
图 6：公司股权结构图	10
图 7：三大经典茶饮：霸气芝士草莓、霸气橙子、霸气芝士葡萄	12
图 8：三大季节性茶饮：霸气芝士水蜜桃、霸气杨梅、Miss 可可宝藏茶	12
图 9：奈雪的茶烘焙产品	13
图 10：2020 年奈雪新品统计	14
图 11：茶包、气泡水等多元化产品	14
图 12：公司前五大供应商采购额合计占比	15
图 13：奈雪的茶门店外景及内饰	16
图 14：奈雪的茶门店全国分布情况	17
图 15：奈雪 PRO 门店内外设计	20
图 16：奈雪 PRO 专属产品	20
图 17：奈雪梦工厂内景	21
图 18：奈雪 Bla Bla Bar 内景	21
图 19：奈雪的礼物店内景	21
图 20：2020 中国茶饮十大品牌榜	22
图 21：台盖门店及产品	24
图 22：奈雪的茶小程序界面	25
图 23：注册会员人数（万人）	25
图 24：线上下单占比	25
图 25：奈雪的茶门店数量	26
图 26：奈雪的茶门店在各级城市数量占比	26
图 27：奈雪的茶门店营收（亿元）	26
图 28：台盖门店营收（百万元）	26
图 29：奈雪的茶单店日均销售额（万元）	27
图 30：台盖单店日均销售额（元）	27
图 31：奈雪的茶单店日均订单量	27
图 32：台盖单店日均订单量	27
图 33：奈雪的茶平均客单价（元）	28

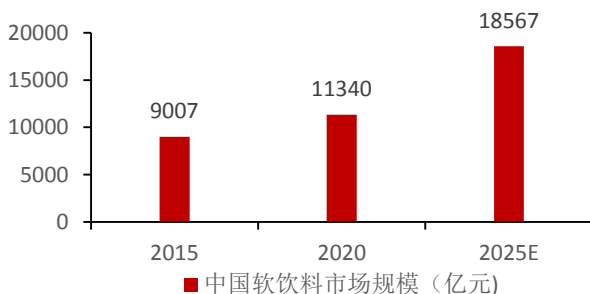
图 34：台盖平均客单价（元）	28
图 35：材料成本占比.....	28
图 36：员工成本占比.....	29
图 37：租金成本占比.....	30
图 38：奈雪的茶、台盖门店整体经营利润率	30
图 39：奈雪的茶同店经营利润率.....	30
表 1：高端现制茶饮品牌市场占有率.....	8
表 2：公司发展历程.....	9
表 3：公司高管履历.....	10
表 4：奈雪的茶、星巴克门店数量对比	16
表 5：奈雪的茶、星巴克门店数量分城市对比	17
表 6：喜茶、奈雪、乐乐茶排名前 50 购物中心布局	18
表 7：高端茶饮头部品牌对比	22
表 8：2020 年至今奈雪推出的联名产品	23

一、行业格局：高端茶饮领衔，市场成长正当时

1.1、中国软饮料市场：咖啡承压，茶饮开店热方兴未艾

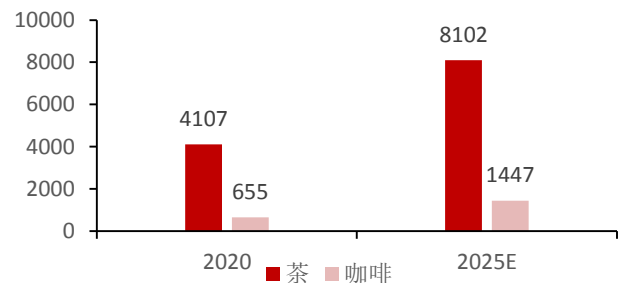
茶、咖啡、可可并称为世界三大饮料，其含有的咖啡因有着刺激神经兴奋的作用可令人轻度成瘾，因此由他们制成的饮品得以风靡全球经久不衰，其中茶和咖啡在中国的流行程度远超可可。茶、咖啡和其他饮料构成了中国软饮料市场的三大部分，按零售消费额计算，中国软饮料市场规模由 2015 年的 9007 亿元增至 2020 年的 11340 亿元，到 2025 年预计将达到 18567 亿元，2020-2025 年 CAGR10.4%。其中茶市场的总规模由 2015 年的约人民币 2,569 亿元增长至 2020 年的约人民币 4,107 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 9.8%，占软饮料市场规模的 35%，到 2025 年将增至 8102 亿元，2020-2025 年 CAGR 预计为 14.6%。而 2020 年中国咖啡市场规模仅为 655 亿元，占软饮料市场规模的 5.8%，受欢迎程度远低于茶。

图 1：中国饮料市场规模（亿元）



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

图 2：中国茶、咖啡市场规模对比（亿元）



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

疫情中，咖啡品牌收缩自保，茶饮品牌逆势扩张。2020 年，瑞幸计划在北京关闭门店 80 家，COSTA 宣布关闭中国区约 10% 的门店，连咖啡宣布关闭全部线下门店，老牌咖啡巨头星巴克亦放慢了中国市场的开店步伐。与之形成鲜明对比的是现制茶饮品牌，尤其是高端现制茶饮品牌，在疫情之中的逆势扩张，奈雪的茶自 2020 年初到 2021 年 2 月新增门店 180 家，喜茶 2020 年累计新增门店 200 家，形成了一波开店热潮。

1.2、现制茶饮市场：历经三阶段发展，增长前景广阔

茶作为世界级的饮品拥有庞大的消费群体和悠久的历史。全球产茶国家和地区达 60 多个，饮茶人口超过 20 亿。茶饮文化源于中国，早在三国时期，喝茶就已经成为了人们的日常习惯之一。时至今日，茶已经不再局限于开水冲泡这样简单传统的饮用方式，其概念得到了极大的延伸，包括现制茶饮、茶叶、茶包、茶粉和即饮茶等诸形式。上个世纪 80 年代，“泡沫红茶”开始在台湾流行，该种茶饮是由调酒器将热茶、糖浆及冰块摇晃混合而成，因摇晃后泡沫绵密浮于茶水面上而得名。后有商家将木薯粉制成的芋圆加入泡沫红茶中，珍珠奶茶就此诞生。90 年代后，自动封口机的引入使得外带饮用的珍珠奶茶成为主流，如今现制茶饮的雏形就此诞生。

现制茶饮的发展经历了三个阶段：

1990-1995 年为起步阶段，这一时期奶茶刚刚传播开来，基本由个体经营的街边店铺售卖给消费者。产品本身制作简单以奶茶粉末与水冲兑而成，且价格低廉。

1996-2015 年为连锁阶段，随着现制茶饮的普及大量的连锁品牌成立，连锁门店在全国各地如雨后春笋般出现。连锁品牌对产品做出了更多的创新，现制茶饮的种类不断丰富，制茶所用原材料品质也有所提升。

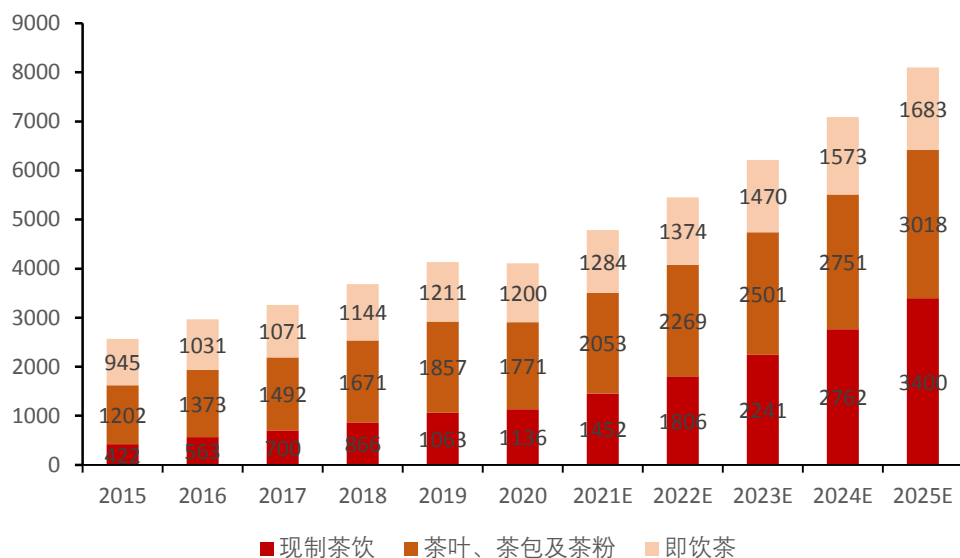
2016 年至今为新茶饮阶段，高端现制茶饮品牌出现，对品牌塑造极为重视，强调以天然优质原料制茶，大部分门店为直营，以更精致多样的门店内容吸引消费者。

图 3：现制茶饮发展历程

	1990~1995 起步阶段	1996-2015 连锁阶段	2016年-至今 新茶饮阶段
产品原料	奶茶粉末冲水勾兑而成	使用茶末茶渣或普通茶叶制作基底茶，通常会用奶精粉勾兑制作	使用天然原料，优质茶叶萃取，加入新鲜水果或鲜奶等调味
店面特征	街边店铺为主，3~5平方米，几乎无统一装修	街头连锁店铺为主，15~20平方米，简单标准化装修	优质大型商圈店铺为主，门店面积常在50-150平米左右，甚至出现200平米以上品牌店，强调现代化、个性化装修风格
品牌文化	无品牌概念，产品概念为主	品牌连锁概念为主，侧重于产品本身，品牌只为加盟业务服务	以优质产品为基础，以品牌文化建设为核心，注重专属品牌文化及IP的打造
代表品牌		  	   

数据来源：2020 中国新茶饮行业发展白皮书，东方证券研究所

2020 年中国现制茶饮市场规模为 1136 亿元，占中国茶市场总规模的 27.7%，其 2015-2020 年 CAGR 为 21.9%，远高于同期茶叶、茶包及茶粉 CAGR：8.1%和即饮茶 CAGR：4.9%。到 2025 年，现制茶饮行业规模预计将达到 3400 亿元，占中国茶市场总规模的 42.0%，其 2020 年-2025 年 CAGR 为 24.5%，将以三种细分市场中最快的增速超越茶叶、茶包及茶粉，成为中国茶市场中最大的细分市场。

图 4：中国茶市场及细分市场规模（亿元）


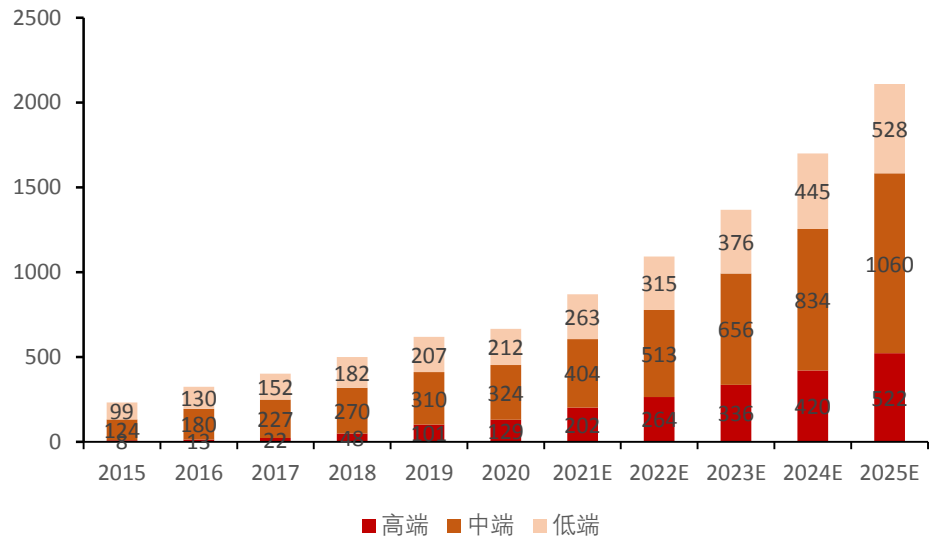
数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

1.3、高端茶饮店料将高速增长

茶饮店是现制茶饮的主要消费渠道，按产品售价可分三档。2020 年中国现制茶饮 60% 的消费额来自现制茶饮店。现制茶饮店按其茶饮的平价售价可以分为三档：（1）产品均价 10 元以下：低端茶饮店，（2）产品均价 10-20 元：中端茶饮店，（3）产品均价在 20 元以上：高端茶饮店。高端茶饮店和前两者的区别在于产品品质与社交属性，其茶饮原材料为鲜果、鲜奶和精选茶叶，门店经过精心设计空间更大，门店不仅仅是提供茶饮的渠道更是社交会客空间，通过更为沉浸的体验感吸引年轻消费者。

高端现制茶饮预计保持高速增长。2020 年国内现制茶饮店市场规模已达到 666 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 23.6%。其中高端茶饮店市场规模为 129 亿元，占现制茶饮店市场总规模的 16.3%，2015-2020 年 CAGR 为 75.8%，增速远超同期低端茶饮店 CAGR：16.4% 和同期中端茶饮店 CAGR：21.2%。预计高端茶饮店市场规模将持续增长，到 2025 年达到 522 亿元，占现制茶饮店市场总规模的 24.7%，2020-2025 年 CAGR 预计为 32.2%。

图 5：中国现制茶饮市场规模（亿元）



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

1.4、高端茶饮店：市场集中度高，发展方向明确

喜茶、奈雪行业双雄遥遥领先。目前高端茶饮店市场集中度较高，CR5 达 55%，CR2 达 43.2%。行业 TOP 2 喜茶和奈雪的茶分别以 25.5%和 17.7%的市场占有率远超行业中的其他竞争对手。截至 2020 年 9 月，喜茶拥有 600 家门店位列高端茶饮业第一，奈雪的茶以 420 家门店紧随其后。但奈雪的茶门店覆盖范围达 61 个城市，是高端茶饮业内覆盖范围最广的品牌，喜茶和伏见桃山以 54 个城市的覆盖范围并列第二。此外，奈雪的茶拥有高端茶饮业内最高的客单价，达 43.3 元。

表 1：高端现制茶饮品牌市场占有率

	市场份额	门店数	覆盖城市数	杯均价（元）	客单价（元）
喜茶	25.5%	600	54	25	40
奈雪的茶	17.7%	420	61	27	43
The Alley	4.4%	194	21	20	35
KOL	3.8%	58	12	22	40
伏见桃山	3.5%	170	54	21	29

数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

高端茶饮店发展方向。(1) 塑造强大的品牌形象，消费者通过品牌选择展现其社会身份，从而建立其所希望的社交形象，因此良好的品牌形象有助于高端现制茶饮店培养忠诚的客户群体。(2) 产品创新兼顾品质提升。不断推出新品有助于持续吸引客流，持续改进现有产品则可以稳固现有消费群体，从原料、工艺等方面提升产品品质以满足消费者日益精细化的需求。(3) 营造丰富的客户体验。在产品之外对门店环境进行设计，优化顾客消费时的体验感，拓展门店功能提供社交或娱乐空间，从而更有效地吸引并留存顾客。(4) 推进数字化。通过移动终端链接消费者，在消费者日常生活中

制造更多接触点，通过数字系统更好的进行会员管理，及时跟进消费者偏好变化。同时利用智能化运营决策体系加强供应链管理、精简店内运营以及为业务决策提供信息，将能有效提升整体经营效率。

二、奈雪の茶：新茶饮热潮引领者

品质与体验并举，缔造行业龙头。奈雪坚持以优质茶叶代替茶粉，以新鲜牛奶代替奶精，以新鲜水果代替糖浆，为消费者提供高品质的茶饮享受；力求以精心的设计、时尚的装潢为都市人群打造舒适、别致、沉浸感更强的社交场所。公司于 2015 年 11 月在深圳开设首家门店，旗下门店均采用自营模式。截至 2020 年 9 月 30 日，公司已有门店共计 422 间，其中 420 间覆盖境内 61 个城市，同时在香港特区及日本各有一家门店，城市覆盖量在高端现制茶饮品牌中名列第一，市场占有率达 17.7% 紧随喜茶之后。

2.1、发展历程：自深圳辐射全国，颇受资本青睐

2014 年 5 月彭心、赵林夫妇成立深圳市品道餐饮管理有限公司，2015 年 11 月首家门店在深圳开业，2017 年门店网络开始向广东省外扩张。公司自成立以来历经五轮融资，估值约人民币 130 亿元。

表 2：公司发展历程

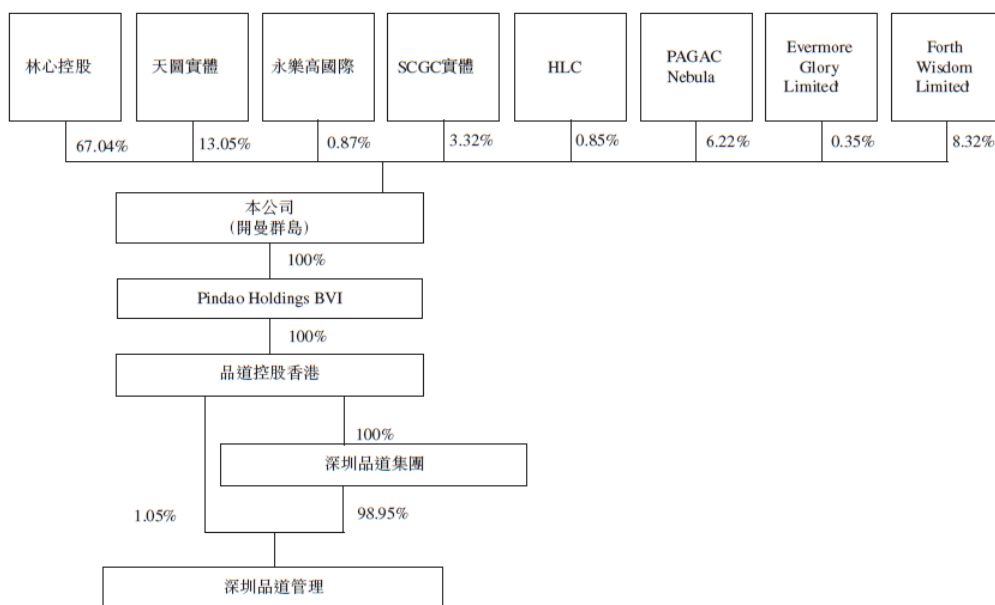
时间	重要事件
2014 年 5 月	深圳市品道餐饮管理有限公司成立，主要从事茶饮店网络的管理及运营
2015 年 11 月	首间奈雪的茶茶饮店在深圳开业
2017 年 1 月	A 轮融资，获得北京天图、成都天图投资共计 7000 万元人民币 产品“阿里山初露”获 2017 年台湾冬茶比赛头等奖
2017 年 8 月	A+轮融资，获得成都天图、曹明慧投资共计 2200 万元人民币
2017 年 11 月	门店网络开始向北京上海等广东省外城市扩张
2018 年 9 月	全国范围内奈雪的茶门店超过 100 间，台盖门店超过 50 间
2018 年 11 月	B-1 轮融资，获得天图东峰、天图兴南、天图兴鹏 3 亿元人民币投资
2019 年 9 月	推出奈雪的茶会员体系
2019 年 11 月	首家奈雪梦工厂店在深圳开业，奈雪的茶香港太平山门店开业
2020 年 4 月	B-2 轮融资，获得 SCGC 投资总计 2 亿元人民币
2020 年 6 月	B-2 轮融资，获得 HLC 投资总计 5 百万美元
2020 年 7 月	日本首间奈雪的茶门店开业
2020 年 9 月	奈雪的茶门店总计超过 400 间
2020 年 11 月	深圳开设首批两家奈雪 PRO 茶饮店
	双十一电商节线上零售奈雪的茶产品茶礼盒
	永乐高香港出资 1100 百万元人民币认购深圳品道管理 1.05% 的股权
2021 年 1 月	完成 C 轮融资，获得太盟投资集团领投的超 1 亿美元投资
2021 年 2 月	奈雪的茶门店超过 500 间，注册会员数量超 3000 万人

数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

2.2、股权结构：持股集中，公司治理结构稳定

公司创始人赵林、彭心夫妇为公司实际控制人，通过林心控股持股 **67.04%**。员工持股平台 Forth Wisdom Limited 持股份额为 8.32%。天图系机构、太盟投资集团、SCGC 实体、永乐高国际、HLC 分别持股 13.05%、6.22%、3.32%、0.87%、0.85%。

图 6：公司股权结构图



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

2.3、高管履历：团队身经百战，分工明确

公司 CEO 赵林曾在汉堡王、美心等工作，有丰富的餐饮行业从业经验。公司总经理彭心是奈雪的茶整体构想的最初推动者，负责公司的产品研发、质量控制及整体营销战略等工作。公司高管团队拥有丰富的餐饮业或信息技术行业的从业经验，来自字节跳动、大疆、京东、九毛九等行业内知名企业。

表 3：公司高管履历

姓名	年龄	职务	责任	履历
赵林	41	首席执行官	战略及业务	乌鲁木齐职业大学理财学文凭。曾任职于汉堡王食品（深圳）有限公司。曾任美心食品（深圳）有限公司开发经理。
彭心	33	总经理	产品研发、质量控制及营销战略	江西财经大学工商管理学士学位。曾任金蝶软件（中国）有限公司明珠俱乐部副秘书长。

何刚	45	首席技术官	数字化战略及信息技术管理	中国科技大学理论物理学学士学位及威斯康星大学麦迪逊分校计算机科学及物理学硕士学位。曾担任京东集团股份有限公司的副总裁、Luckin Coffee Inc.的首席技术官。
邓彬	39	首席运营官	业务运营	山梨学院大学工商管理学士学位。曾任元气寿司餐饮服务管理（深圳）有限公司运营经理。
陈鄂	37	首席营销官	品牌、营销及市场推广	武汉大学市场营销学士学位。曾任职于广东今日头条科技有限公司。
陈圣钰	43	高级人力资源总监	人力资源管理及行政事务	广东海洋大学经济学文凭。曾担任广东三元麦当劳食品有限责任公司人力资源经理。曾担任广州九毛九餐饮管理有限公司人力资源总监。持有高级人力资源管理师专业资格。
申昊	32	联席首席财务官、法务总监兼董事长秘书	资本市场及法律事务	深圳大学取得法学学士学位及香港中文大学国际经济法硕士学位。曾于深圳市大疆创新科技有限公司任法务经理及法务部主管。
梁飞燕	38	联席首席财务官	财务运营及资本管理	山东农业大学取得会计学学士学位。曾任美联教育（深圳）有限公司联席首席财务官。

数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

三、“潮流新饮+都市社交”彰显品牌实力，数字化助力精细运营

3.1、品质为先，持续创新，只为精品好茶

奈雪的所有现制茶饮均使用上等精选茶叶，进口鲜牛奶，新鲜水果等优选原料制成，按添加的原料不同可以分为鲜果茶、鲜奶茶和纯茶三种。每一杯茶饮均由奈雪店员现场制作，以确保定制化的体验，满足不同客户对糖、冰块、配料添加量的不同偏好。经过不断的探索，奈雪积累了一批广受消费者好评的经典茶饮，并根据季节时令的不同推出应季茶饮，以臻选品质和精心创意为消费者提供最佳的茶饮体验。

经典茶饮是在公司以往推出的现制茶饮中能够经受住市场考验长久不衰的核心单品。按 2020 年 9 月 30 日之前的客户订单数量计算，三大最畅销经典茶饮为霸气芝士草莓、霸气橙子和霸气芝士葡萄。仅在 2020 年前九个月内三大经典茶饮累计售出超过 1500 万杯，合计贡献同期现制茶饮销售额的 25.3%。

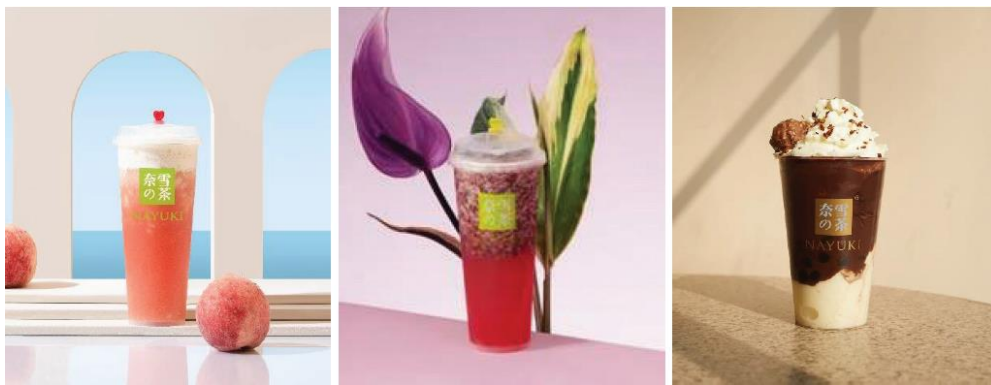
图 7：三大经典茶饮：霸气芝士草莓、霸气橙子、霸气芝士葡萄



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

季节性茶饮是公司根据不同季节出产的不同时令水果所推出的当季饮品。例如，当冬春季节进口智利车厘子上市时，提供芝士车厘子茶，在夏季提供热带水果茶。从 2020 年前九个月的顾客订单数量分析，三大最畅销季节性茶饮为霸气芝士水蜜桃、霸气杨梅和 Miss 可可宝藏茶，同期三大季节性茶饮合计售出 520 万杯，为公司提供了充沛的季节性流量支持。

图 8：三大季节性茶饮：霸气芝士水蜜桃、霸气杨梅、Miss 可可宝藏茶



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

奈雪首先提出“一杯好茶，一口软欧包”的消费理念，将现制茶饮与手工烘焙产品交叉销售，在丰富消费者茶饮体验的同时有力提升客单价，其茶饮产品的标价从 13 元-30 元不等，烘焙产品的标价从 8 元-48 元不等。截至 2021 年 2 月，奈雪现制茶饮平均标价为 27 元，手工烘焙产品平均标价为 23 元，形成包含逾 25 种经典茶饮及逾 25 种烘焙产品的核心菜单。

图 9：奈雪的茶烘焙产品

数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

重视新品开发，高频推新引流量。公司现有产品研发团队由 23 名经验丰富的员工组成，由总经理彭心直接领导，并总结出了一套高效的产品研发及创新流程：步骤一：确定市场趋势。分析顾客消费模式及场景、行业趋势及竞争性产品；步骤二：产品规划。定期制定产品创新及改进计划；步骤三：确定并采购优质原材料。与知名供应商合作直接自原产地采购主要原料，以确保原料品质稳定；步骤四：搭配测试。将不同水果、果汁与不同茶底进行搭配，从而测试出最符合新品口味标准的组合；步骤五：样品测试。新品推出前需通过严格的内部样品测试，以收集反馈意见进行配方改进；步骤六：包装及品牌规划。营销团队介入为新品设计整体营销计划，涉及产品定位、包装设计和线下营销渠道等多方面内容；步骤七：预推广。通过针对新产品量身定制的有效营销渠道网络开始进行预推广活动。研发团队会根据数字化会员系统中所反馈的数据进行分析，捕捉消费者需求动态以推出最符合大众口味的新产品并对现有产品进行不断调整。公司平均每周推出一种新饮品，自 2018 年以来推出了约 60 种季节性产品。

图 10：2020 年奈雪新品统计

茶饮 (37 次)	烘焙 (54 次)	多元化产品 (36 次)
3.27 清欢乌龙宝露茶	3.2 大师手作吐司系列	5.08 风雅锦礼端午礼盒；六味心礼端午礼盒
4.03 樱花宝露茶	3.31 青团包	6.01 冻干水果酸奶块系列；冻干水果系列
4.1 荔枝甘露宝露茶	4.22 蜜汁鸡腿三明治；黑椒植物肉三名明治；土豆芝士蛋三明治	6.19 神仙爆汁宝露粽
4.27 霸气杨梅；霸气酸奶杨梅	5.18 葡萄魔法棒	7.31 小圆饼
5.18 霸气荔枝；霸气荔枝气泡茶	5.2 干果生吐司；黑糖核桃布里奥斯；三重爆浆芝士包；抹茶柚子千层；宇治玉露冷泡茶	8.07 一周好茶
6.01 金色山脉 QQ 宝露茶	6.1 北海道云朵吐司	9.13 跨界朕的心意中秋礼盒
6.1 腊梅凝香冷泡茶	7.1 水蜜桃魔法棒；水蜜桃大福；水蜜桃千层；水蜜桃泡芙	9.15 金桂知秋茶礼盒；奈雪薯条
6.19 蜜桃柠檬气泡茶	9.04 螺蛳粉软欧包	10.26 伏夏葡萄茶礼盒
6.24 霸气芝士水蜜桃；蜜桃水蜜桃气泡茶	9.1 榴莲千层；水蜜桃千层	10.16 奈雪气泡水
7.1 霸气蜜桃莓	9.15 藤椒鸭腿包	10.29 一周好茶-炽夏桃韵
7.17 霸气车厘子	9.24 肉松麻薯吐司	11.1 营养代餐奶昔
7.27 腊梅凝香 xVOSS 冷泡茶、梔白染夏 xVOSS 冷泡茶；葡萄冰淇淋	10.29 脆弱薯条	11.25 (PRO 店开业) 12 款零食、8 款茶礼盒等
8.07 霸气绿宝西瓜	11.25 (PRO 店开业) 30 款烘焙	12.18 一周好茶圣诞限定版：“奈雪 xWHIKO”诞之奈雪圣诞礼盒
8.25 霸气好椰；西柚气泡茶	12.18 圣诞限定版草莓千层、草莓魔法棒	
9.1 厚厚豆乳宝露茶		
9.15 霸气红石榴		
9.24 葡萄撞撞宝露茶		
10.29 限量版黑糖珍珠宝露茶		
11.1 抹茶红豆宝露茶		
11.19 蜜桃撞撞宝露茶		
11.25 (PRO 店开业) 7 款咖啡		
11.27 奈雪 PROxOATLY 燕麦咖啡		
12.04 (生日季限定) 霸气生日草莓；冰博克草莓撞撞宝露茶		
12.31 超厚芋泥宝露茶		

数据来源：奈雪的茶官方微博公众号，东方证券研究所

“茶饮+欧包”之外，不断丰富产品清单。目前公司在茶饮门店及线上渠道推出了多种伴手礼及零售产品，包括茶礼盒、即饮茶饮、茶袋、包装甜点和休闲零食等。公司通过扩大产品类别与消费者建立更多接触点，与消费者的日常生活进行深度融合，将奈雪为全新的生活方式品牌，同时为品牌增加流量有效提高同店收入。

图 11：茶包、气泡水等多元化产品



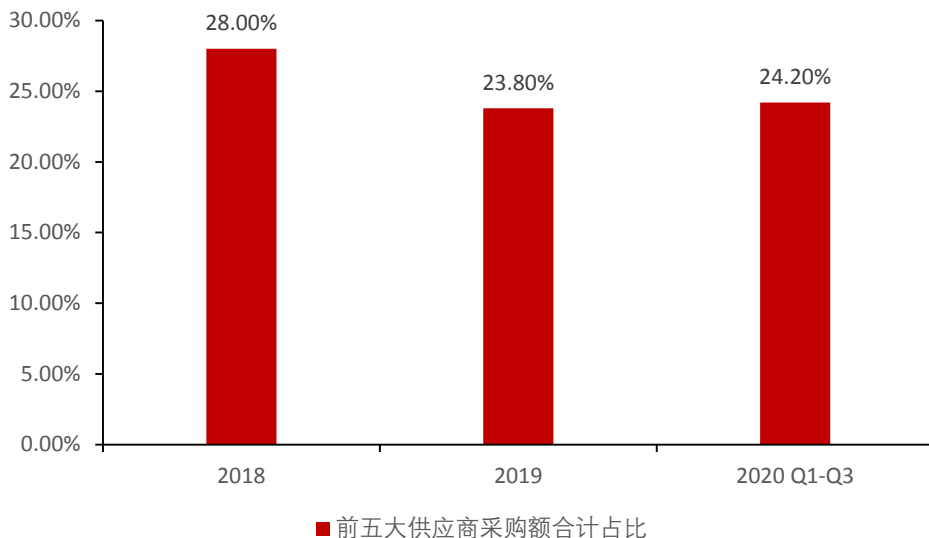
数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

3.2、深化供应链掌控，专注全方位质控

奈雪对原料的要求极高，仅选用上等茶叶、鲜牛奶及新鲜水果，为了能够持续获得稳定高品质的原材料，公司在总部设立了专门的采购团队负责集中式供应链管理，并与一批知名供应商合作进行长

期合作。截至 2020 年 9 月，公司与超过 300 家原料供应商建立了合作伙伴关系，与其中前十大供应商的平均合作时长超过两年。公司还计划在国内不同城市建立多个中央厨房，中央厨房将为其周围的茶饮店储存原料及制作预制烘焙产品，此举将降低门店供货成本，提升门店经营效率。

图 12：公司前五大供应商采购额合计占比



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

原材料质量控制。公司已建立合格供应商清单制度，与公司合作的供应商需严格遵守原料的定制标准，并接受定期检查。公司对不同种类的原材料制定了有针对性的采购政策。公司直接从知名第三方茶园采购优质茶叶，例如，公司通过独家授权代理商与台湾的优质茶园开展合作，以确保阿里山初露的供应。鲜果采购则通过与当地农户直接合作及全球进口的方式，减少水果保质期短带来的问题。公司从 2020 年 4 月开始与果汁厂直接合作，定制满足现制茶饮要求的鲜榨果汁。鲜牛奶则会每 2-3 天直接配送至茶饮门店。

物流仓储质量控制。公司在建立内部物流团队的同时与 30 多个第三方物流公司建立合作关系，以打造强大可靠的冷链物流能力，确保原料保质保量及时送达门店。截至 2021 年 2 月，公司在国内拥有八个租赁仓库，其中位于深圳的仓库由公司直接运营，其余的仓库外包给第三方运营。公司还要求原料运输过程中所使用的每台车辆均要进行彻底的消毒，并配备自动热控设备及 GPS，以便公司监控原料运输途中的温度湿度等条件。一般情况下，保质期较长的原料（如包装材料和预包装食品）先运至仓库进行集中库存管理，而鲜果等保质期较短的原料则会直接交付给门店。门店接收原材料后，会有专门的质控团队对原材料进行质量检查并跟进原料的日常储存使用情况。公司已建立严格的仓储及原料管理的标准和方案，并通过数字化存货系统对原料保质期进行监控，以确保门店所售产品的新鲜度。

产品制作质量控制。公司制定了完善的产品制作流程及质量标准，并要求所有门店店员严格遵守。所有店员上岗前都要经过数周的培训课程，以掌握产品制作方法及标准。在茶饮制作过程中会使用自动茶饮冲泡机等设备，且茶底坚持 4 小时一换，确保产品质量与口感始终如一。

3.3、打造强社交茶饮都市会客厅，开店增量值得期待

社交空间为卖点，剑指星巴克。奈雪的茶创始人彭心在今年年初接受 36 氪-未来消费专访时表示：从奈雪的第一天起，就不是定位于一个餐饮品牌，而是一个有体验、有时尚元素的消费品牌。强调体验感的奈雪与星巴克有着最为接近的经营逻辑，以精致的装潢与宽阔的空间放大门店的社交空间功能，通过轻度上瘾的产品与具备社交属性的场景吸引消费者。

奈雪对营造场景体验感极为重视。公司旗下典型的门店规模在 180-350 平方米之间，可容纳 50-120 位顾客。每间门店的设计均融入了独特的艺术元素，在空间布局、桌椅、装饰、照明及背景音乐等方面均由专业团队把控，以打造最精致的现代城市生活体验环境。同时奈雪在门店设计中坚持“连锁不复制”，不同门店仅保留 40% 的相似性，根据不同城市的不同主题进行全新设计，让顾客在每个门店都能得到新鲜体验。门店内布置有大量座位，能够让顾客坐下来慢慢享受茶饮，同时进行社交、商务洽谈等活动。

图 13：奈雪的茶门店外景及内饰



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

奈雪是高端现制茶饮行业中门店覆盖范围最广的品牌，截至 2020 年 9 月奈雪在境内 61 个城市拥有 420 间门店，截至 2021 年 2 月公司旗下门店达 507 间。且公司计划在 2021 年和 2020 年内，新开 300 和 350 家门店在一线及新一线城市。然而这些数字与着力“第三空间”的星巴克仍有显著差距，截至 2021 年 2 月星巴克在中国内地 200 个城市拥有超过 4800 家门店，门店数量是奈雪的 9 倍以上。奈雪在覆盖城市数量上依然有较大追赶空间，考虑到两者在门店面积等方面的差异，即使奈雪的茶门店数量不能完全达到星巴克门店数量的水平，其增长空间依然十分可观。

表 4：奈雪的茶、星巴克门店数量对比

	奈雪的茶	星巴克
首家门店开业时间	2015 年 11 月	1999 年 1 月
门店数量（2021 年 2 月）	507	4800
覆盖城市数	61	200
门店选址	目前主要集中于大型购物中心 商场、办公楼、高档住宅区	

数据来源：奈雪的茶招股说明书，星巴克官网，东方证券研究所

门店数量、密度大有提升空间。从区域分布看，奈雪门店主要分布在沿海省份和湖北、四川、陕西等地区，大陆以外地区在香港地区、日本各有 1 家门店。从城市分布看，奈雪所开设的门店主要

集中于一线和新一线城市，截至 2021 年 2 月奈雪在一线城市开设门店 184 间，占比 36.3%；在新一线城市开设门店 177 间，占比 34.9%，一线、新一线门店占比 71.2%。同期星巴克在一线城市开店 1825 间，占比 38.0%；在新一线城市开店 1819 间，占比 37.9%。奈雪在各个城市的门店密度远低于星巴克，且奈雪现有门店的选址集中于各大商圈，与星巴克相比对商务区、居民区的覆盖不足。

图 14：奈雪的茶门店全国分布情况



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

表 5：奈雪的茶、星巴克门店数量分城市对比

城市分类	城市名称	奈雪的茶	星巴克
一线	上海	35	877
	北京	24	422
	深圳	97	238
	广州	28	288
新一线	成都	19	185
	重庆	12	109
	杭州	21	314
	武汉	25	151
	西安	22	103
	苏州	11	225
	天津	6	134
	南京	15	145

长沙	8	61
郑州	10	43
东莞	5	59
青岛	6	54
沈阳	6	44
宁波	7	145
昆明	4	47
合计	361	3644

数据来源：大众点评，东方证券研究所

优质商用物业稀缺，争夺头部商圈占据未来先机。截至 2020 年 12 月 31 日，中国年销售总额排名前 50 的购物中心中有 28 家开设有奈雪的茶门店，32 家设有喜茶门店，而乐乐茶仅在其中 9 家开设了门店。大型商圈自带极强的引流能力，将门店布置其中可以轻松获得大量客流，并迅速扩大品牌影响力，但优质商用物业存量有限，这些物业在招商过程中也会挑选知名品牌进行强强联合，奈雪自身的品牌影响力便可使其更易拿下稀缺地段的店面，形成强势正反馈。

表 6：喜茶、奈雪、乐乐茶排名前 50 购物中心布局

商场	销售额(亿元)	奈雪的茶	喜茶	乐乐茶
北京 SKP	150+			
北京国贸商城	150+		1	1
南京德基广场	112.4		1	
上海月星环球港	98	1		1
杭州大厦	90+			
西安赛格国际购物中心	近 85	1	1	1
北京世纪金源购物中心	76			
成都 IFS	超 75	1	1	1
成都远洋太古里	超 75			
南京中央商场新街口店	65		1	
北京世纪金源购物中心	64.5			
郑州丹尼斯大卫城	61.5	1	1	
广州天河城	58	1	1	
杭州武林银泰	55+			
杭州湖滨银泰 in77	52	1	1	
沈阳万象城	52	1		
上海五角场万达广场	50.4	1	1	1
长沙 IFS	近 50	1	1	
上海青浦百联奥特莱斯	49.6			
杭州城西银泰城	46.59	1	1	
深圳壹方城	45.3	1	1	
北京朝阳大悦城	45+	1	1	

杭州万象城	45	1	1	
龙湖重庆时代天街	42	1	1	
天津佛罗伦萨小镇	42			
西安 skp	近 42	1		
青岛海信广场	40.52		1	
北京西单大悦城	40.5	1		
SM 厦门项目（一二期）	40+	1	1	
北京荟聚西红门购物中心	39.3		1	1
深圳万象天地	38.5	1	1	
深圳益田假日广场	37.5	1	1	
深圳海岸城	36.6	1	1	
深圳印力中心	35.5		1	
深圳海雅缤纷城	35	1		
昆明世纪金源购物中心	35			
广州百信广场（东西区）	33.9	1	1	
福州东二环泰禾广场	33	1	1	
龙湖重庆北城天街	32	1	1	
成都时代奥特莱斯	31			
天津大悦城	30.87		1	1
深圳华强北茂业天地	30.68	1	1	
北京朝阳合生汇	30.5			1
西安银泰百货开元商城钟楼店	30		1	
郑州正弘城	30	1	1	
重庆万象城	30	1	1	
上海正大广场	近 30		1	1
杭州下沙奥特莱斯	29+			
成都万象城	29	1	1	
哈尔滨远大购物中心南岗店	28.23			
门店数量合计		28	32	9

数据来源：联商网，大众点评，东方证券研究所

主推 PRO 店型，增强社交属性。为了突出自身品牌形象，优化门店体验感，公司推出新店面型奈雪 PRO，首批两家奈雪 PRO 店已于 2020 年 11 月在深圳开业。截至 2021 年 2 月公司已在国内 7 个城市开设了 14 家奈雪 PRO 门店，其中一线城市 8 间、新一线城市 5 间、二线城市 1 间。奈雪 PRO 将成为公司的主打店型，在 2021 和 2022 开店的开店计划中，一线及新一线城市新开门店的 70% 为奈雪 PRO。

贴近生活，更加灵活。奈雪 PRO 门店的选址主要在高级写字楼和高密度社区，以更贴近社交、休闲的生活场景，拉近奈雪的产品与消费者的距离。奈雪 PRO 的布局 and 规模都更加灵活，以迎合城市居民快节奏的生活。例如，奈雪 PRO 店中搭建了专门区域，为顾客提供到店取货及外卖订单服

务，使顾客能够提前下单在不排队等待的情况下到店取货。奈雪 PRO 放弃了标准店中“前店后厂”的现制烘焙模式，移除了面包房改用中央厨房提供纸杯蛋糕、蛋糕卷等预制烘焙产品。预制烘焙产品仅需店员简单加工便可提供给顾客，能够极大节约顾客等待时间，同时提升奈雪 PRO 店的经营效率。移除面包房后，奈雪 PRO 每间店的面积在 80-200 平方米之间，使奈雪 PRO 拥有了更多的门店选址可能并节省了门店的建造成本。

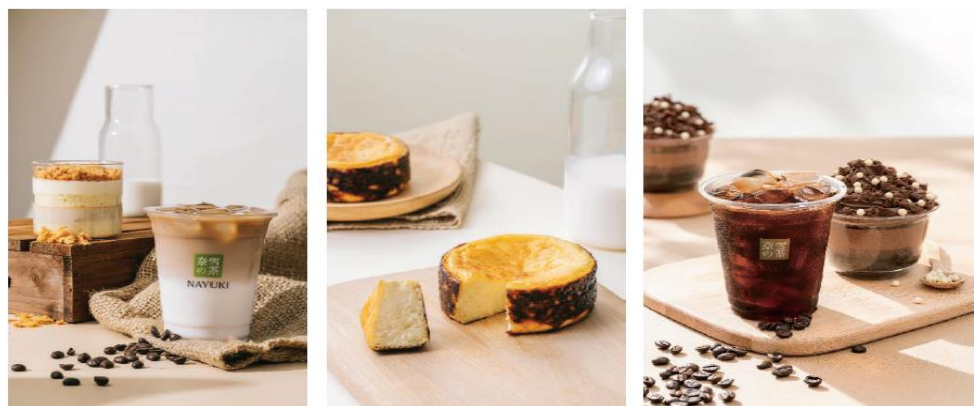
图 15：奈雪 PRO 门店内外设计



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

咖啡助阵，丰富体验。为了强调都市会客厅的定位，奈雪 PRO 店在茶饮和糕点外开始提供咖啡以满足商务人士的需求，据彭心透露，目前咖啡品类在“奈雪的茶 PRO”中的销售占比已经可以达到 20%左右。此外每间奈雪 PRO 店均设有零售区域，售卖各式各样易于抓取的零食，如冻干酸奶块、饼干及薯条等，以丰富顾客在奈雪 PRO 店中的休闲体验。

图 16：奈雪 PRO 专属产品



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

多态门店，探索新场景。除标准店和 Pro 店外，奈雪还对门店类型进行了多元化的探索，通过将各式各样的艺术、文化及生活元素融入门店的设计来丰富奈雪的品牌形象。**奈雪梦工厂**定位为多场景大型体验店，该类型首家门店于 2019 年 11 月在深圳开业。奈雪梦工厂零售空间面积超 700 平方米，店内由五个区域无缝对接，有广泛奈雪的茶产品可供选择，如现制茶饮、烘焙产品、酒精饮料、即饮茶及零食，并配有娃娃机及其他流行游戏设备的零售礼品店。同时奈雪梦工厂也是公司重要的创新产品发源地，新产品和新促销理念会率先在奈雪梦工厂进行测试。

图 17：奈雪梦工厂内景



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

奈雪 Bla Bla Bar 被设计为别致的鸡尾酒屋，其菜单包含一系列创意鸡尾酒。奈雪 Bla Bla Bar 选址位于国内主要城市的重要商务区，如北京华贸中心、深圳平安金融大厦。奈雪 Bla Bla Bar 直接开在奈雪的茶门店旁边，不仅能将茶饮客群转化过来，与茶饮业务互为补充，还能通过酒水来布局年轻人的夜生活的社交场景，补全场景。截至 2020 年 9 月 30 日，公司在全国范围内共经营 22 间奈雪 Bla Bla Bar。**奈雪的礼物店**是公司为探索更具创意及互动性的茶饮体验而开设的门店类型。该种门店内安装了娃娃机、奈雪的茶衍生产品抽奖机及其他流行游戏设备。首家奈雪的礼物店于 2018 年 11 月在厦门开业。

图 18：奈雪 Bla Bla Bar 内景



数据来源：搜狐网，东方证券研究所

图 19：奈雪的礼物店内景



数据来源：搜狐网，东方证券研究所

3.4、主品牌抢占心智，附派卡位拦截，磁吸目标人群

品牌软实力赢得产品溢价。现制茶饮行业产品同质化程度高，要想培养忠诚的消费者群体就势必在产品之外做文章，这也是奈雪迫切想打造生活方式品牌的原因，消费者在消费茶饮时购买的不仅是茶饮本身，更是茶饮品牌所代表的生活方式、社会认知。品牌高知名度可使公司享受更高产品溢价，根据《2020 中国新茶饮行业发展白皮书》，高端茶饮 TOP2——喜茶、奈雪品牌知名度分别为 42%、32%，拥有同行中排名前二的杯均价：分别为 25-30 元、22-26 元，和前两位高的客单价：分别为 52-56 元、45-50 元。

表 7：高端茶饮头部品牌对比

	喜茶	奈雪	茶颜悦色	乐乐茶
品牌创立年份	2015	2015	2015	2016
品牌知名度	42%	32%	4%	4%
平均客单价（元）	52-56	45-50	30-35	40-45
杯均单价（元）	25-30	22-26	15-20	20-25

数据来源：2020 中国新茶饮行业发展白皮书，东方证券研究所

图 20：2020 中国茶饮十大品牌榜



名次	品牌 / 企业名称	品牌指数
1	喜茶 深圳美西西餐饮管理有限公司	976.9
2	蜜雪冰城 郑州两岸企业管理有限公司	959.5
3	奈雪的茶 深圳市品道餐饮管理有限公司	958.4
4	CoCo都可 亿鼎国际股份有限公司	939.7
5	1點點 生根餐饮管理（上海）有限公司	938.0
6	茶颜悦色 湖南茶悦餐饮管理有限公司	935.6
7	书亦烧仙草 四川书亦餐饮管理有限公司	920.8
8	古茗茶饮 浙江古茗科技有限公司	919.2
9	益禾堂 武汉熠和餐饮管理有限公司	900.1
10	甜啦啦 安徽汇旺餐饮管理有限公司	883.8

数据来源：36 氪，东方证券研究所

营销组合拳，深挖品牌护城河。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。例如，我们与知名生活方式品牌，如抖音、李宁、安德玛、VOSS 及德芙联名，开发创新联名产品以提高品牌知名度；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。例如，2020 年 3 月 29 日，奈雪的茶与薇娅合作，3 秒卖光了 7.1 万份 7.3 折套餐券；2020 年 4 月 1 日晚，罗永浩抖音直播带货奈雪的茶，45000 张奈雪的茶定制心意卡 1 秒售罄，截至当晚 24 点，奈雪共售出近 10 万件商品，销售额约 900 万。

表 8：2020 年至今奈雪推出的联名产品

联名产品	推出时间
奈雪 CUP 美术馆&陈永锵 年味红包 年味杯	2021 年 2 月 8 日
联名长虹限定主题纸袋/杯套、限定渔夫帽	2021 年 1 月 28 日
联名 WHIKO 谜之奈雪	2020 年 12 月 18 日
奈雪 PRO×OATLY 燕麦咖啡	2020 年 11 月 27 日
奈雪 xBranD 奈雪书店	2020 年 11 月 25 日
奈雪 x 周黑鸭 软欧包	2020 年 9 月 15 日
奈雪 x 好欢螺 螺蛳粉软欧包	2020 年 9 月 4 日
奈雪 x 晨光文具联名礼盒	2020 年 9 月 4 日
奈雪 xVOSS 联名限量冷泡茶	2020 年 7 月 27 日
奶茶味粽子（与盒马联名）	2020 年 6 月 5 日
噗吡鲜果气泡茶	2020 年 6 月 1 日
奈雪×大孚飞跃联名奶茶小白鞋 帆布包 主题徽章	2020 年 5 月 26 日
奈雪×乔家栅 春日青团包	2020 年 3 月 31 日
奈雪×特仑苏 DIY 奶茶礼盒	2020 年 3 月 20 日

数据来源：奈雪的茶微信公众号，东方证券研究所

台盖：低端补位。台盖专注于更年轻的消费群体，包括对价格更为敏感的学生及年轻上班族，台盖定位为中低端现制茶饮，产品价格 7-26 元不等，目前台盖产品的平均标价为 16 元低于奈雪的茶产品的 27 元平均标价。台盖门店的选址集中于购物中心、学校及大型居民区等人口密集地段，其门店规模介于 20-100 平方米之间，门店均使用统一设计降低成本。此外台盖在微博等社交网络平台上创建虚拟角色以拉近与年轻消费者的心理距离。通过台盖这一品牌，公司可以占据中低端市场，与奈雪的茶品牌形成高低档搭配，在未来必要时快速发力更快布局低端现制茶饮市场。

图 21：台盖门店及产品



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

3.5、数字化助力精细运营优化会员管理

强劲技术团队支撑数字化改造。公司专注于运用数字化技术提高运营效率，以提高自身在同行业中的竞争能力。公司的数字化改造过程由专业 IT 团队负责，该团队由 9 名资深行业专家领导，他们曾在国内外互联网巨头（亚马逊、阿里巴巴、京东、腾讯等）积累了平均十年左右的经验。公司于 2020 年 10 月推出集成信息平台 Teacore，该系统无缝集成了线上及线下交易信息，公司可以从分析出顾客的消费习惯及偏好，为产品的创新改进提供帮助，还可以生成个性化定制菜单方便顾客下单。截至 2021 年 2 月，公司旗下所有门店均已部署了 Teacore 系统。公司还拥有数字化店铺库存管理系统，该系统可实时跟踪及分析每间门店的库存水平及原材料的有效期，使公司能够及时、充分地进行门店备货，处置过期的原材料及限制整体浪费。此外，公司管理层可以通过内部销售点局域网持续监视门店的运营业绩。公司将打造智能店员调度系统，该系统能根据每间门店的销售模式自动调配人员轮班并分配订单。

进驻移动终端，开启数字化会员管理。为提升消费者与奈雪交互的便利性，同时向消费者提供个性化的服务，公司于 2018 年 8 月推出奈雪的茶小程序商城，于 2019 年 9 月奈雪的茶会员体系，数字化会员管理体系逐渐形成，并实现了与茶饮店网络的全面整合。通过奈雪的手机应用或小程序，消费者可以很便捷地加入奈雪的茶会员体系，还可以查找最近的奈雪门店或直接通过手机下达外卖、自取订单，使用多种付款方式付款，以及接收实时订单状态更新。会员在门店或移动端消费后可以获得积分，积分可被用于免费兑换多种产品。根据会员在六个月内的消费金额，可被分为六个级别，每个级别的会员能享受不同的特权，例如 2-6 级的会员在生日当天将获得一张免费的饮料券。

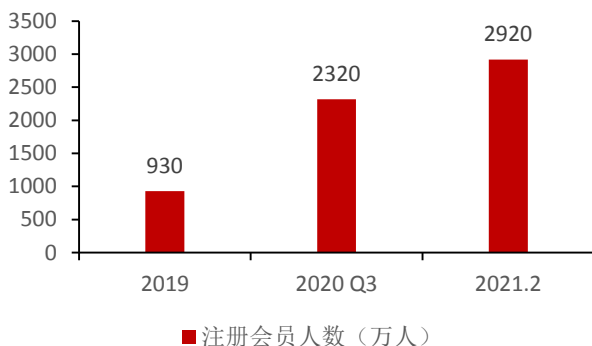
图 22：奈雪的茶小程序界面



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

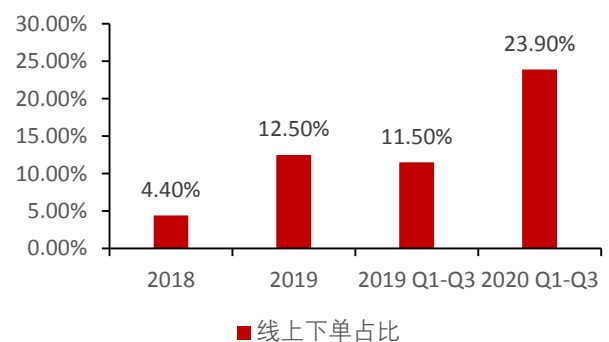
各移动端应用上线后，公司会员数量激增，从 2019 年底的 930 万名增长至 2021 年 2 月的 2920 万名，其中活跃会员人数从 2019 年底的 200 万名增长至 2020 年底的 580 万名，增长 190%。线上下单占比也实现了大幅提升，从 2018 年的 4.4% 提升至 2020 年的 23.9%。2020 年前三季度会员订单占比为 49.4%，且活跃会员复购率逐渐提升，复购会员数占活跃会员数的比例从 2019 年底的 25.6% 提高到 2020 年底的 29.8%。

图 23：注册会员人数（万人）



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

图 24：线上下单占比



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

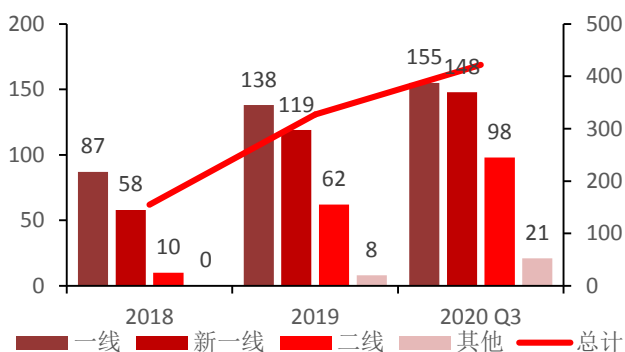
四、经营能力分析：扩张增收，成本稳定

4.1、经营收入：高速扩张缓冲疫情影响

疫情期间逆势扩张。截至 2021 年 2 月，奈雪的茶门店数量达到 507 家，较 2019 年末新增门店 180 家，增长 55%。从 2020 年第三季度的门店数据来看，奈雪的茶门店主要集中于一二线城市，

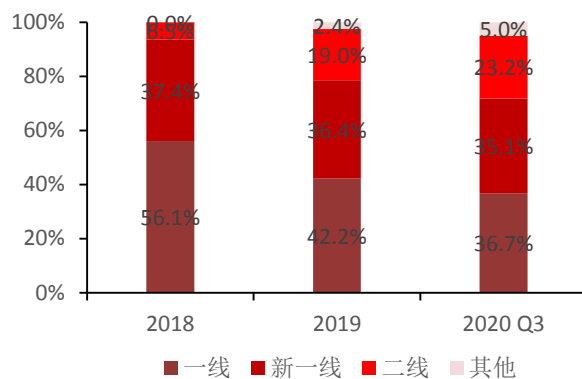
公司在一线、新一线、二线城市的门店数量分别为 155、148、98 家，占比分别为 36.7%、35.1%、23.2%，合计占比 95%。截至 2021 年 2 月，台盖门店数量为 63 家，分布在全国 8 个城市，较 2018 年的 83 间有所减少，这是因为公司管理层认为台盖深挖现有所在区域市场潜力，比快速扩张对公司整体更加有利。

图 25：奈雪的茶门店数量



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

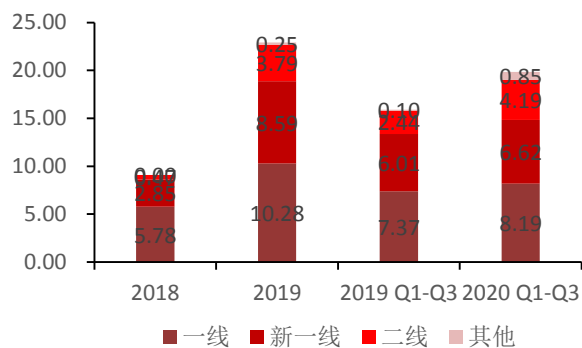
图 26：奈雪的茶门店在各级城市数量占比



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

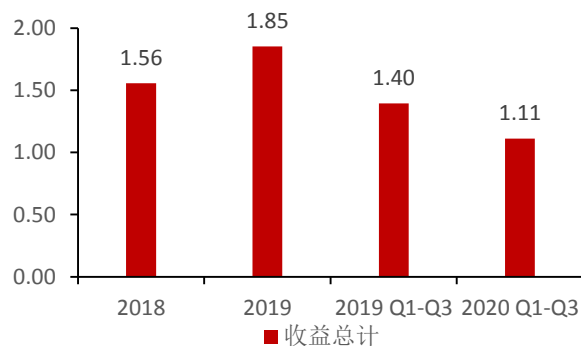
新店缓冲疫情影响。2020 年 Q1-Q3 总营收为 19.85 亿元，比 2019 年同期增长 24.7%，疫情影响下奈雪的茶门店营收依然保持增长，主要是由于开店步伐加快，来自新店的收入减小了疫情的冲击。台盖 2020 年前三季度总为 1.11 亿元，较 2019 年同期减少 20.3%。

图 27：奈雪的茶门店营收（亿元）



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

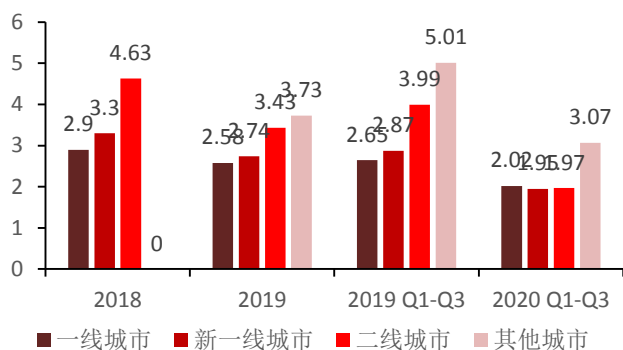
图 28：台盖门店营收（百万元）



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

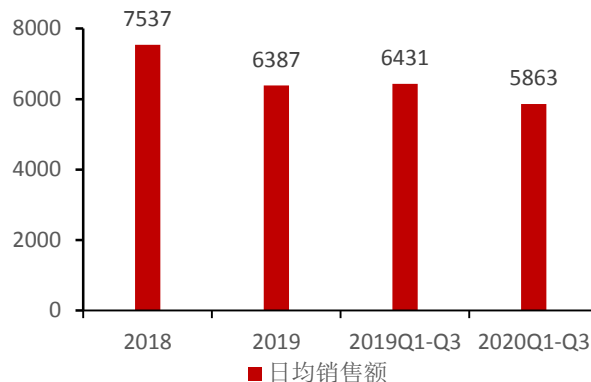
新店增多分散客流。2020 年前三季度奈雪的茶门店单店日均销售额为 2.01 万元，较 2019 年同期下降 30.5%，其原因一是公司门店扩张速度较快，使现有门店密度增大摊薄了每间门店的顾客数，二是疫情期间部分门店被迫停业，城市居民外出受限导致客流量减小。受疫情影响，台盖 2020 年前三季度单店日均销售额为 5863 元，较 2019 年同期下降 8.8%。

图 29：奈雪的茶单店日均销售额（万元）



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

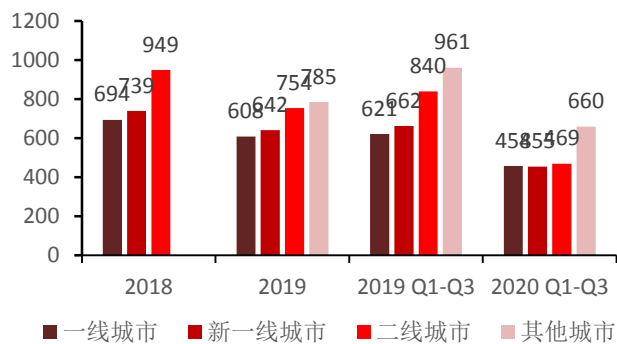
图 30：台盖单店日均销售额（元）



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

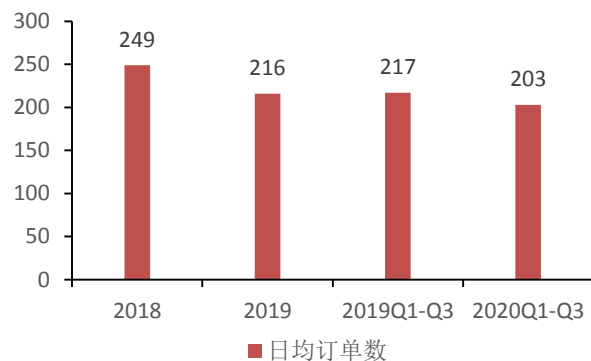
2020 年前三季度，奈雪的茶门店日均订单数为 465 单，较 2019 年同期下降 29.8%；台盖门店日均订单数为 203 单，较 2019 年同期下降 6.5%。单店日均订单数量下降主要受疫情影响。二线及其他城市单店日均订单量高于一线、新一线则是由于新店效应和更小的门店密度。

图 31：奈雪的茶单店日均订单量



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

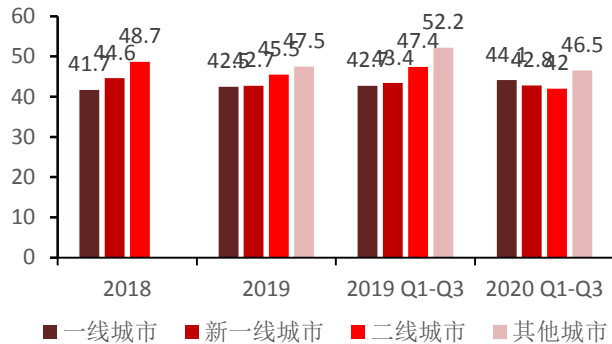
图 32：台盖单店日均订单量



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

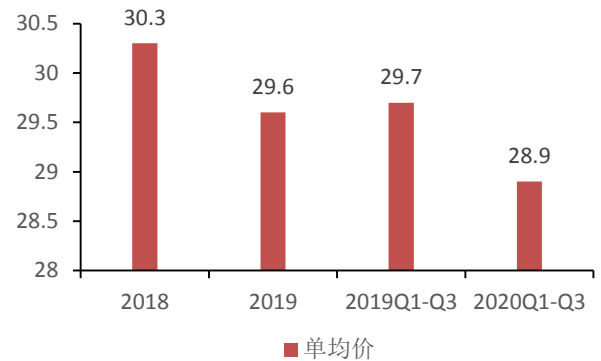
2020 年前三季度，奈雪的茶门店平均客单价为 43.3 元，较 2019 年同期下降 0.91%，按城市级别分，一线、新一线、二线及其他城市平均客单价分别为 44.1 元、42.8 元、42.0 元和 46.5 元，与 2019 年同期相比分别变动+3.3%、-1.4%、-11.4%、-10.9%。二线及其他城市单均价显著下降可能是由于购买力受疫情影响较大。2020 年前三季度台盖单均价为 28.9 元，较 2019 年同期下降 2.7%。

图 33：奈雪的茶平均客单价（元）



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

图 34：台盖平均客单价（元）



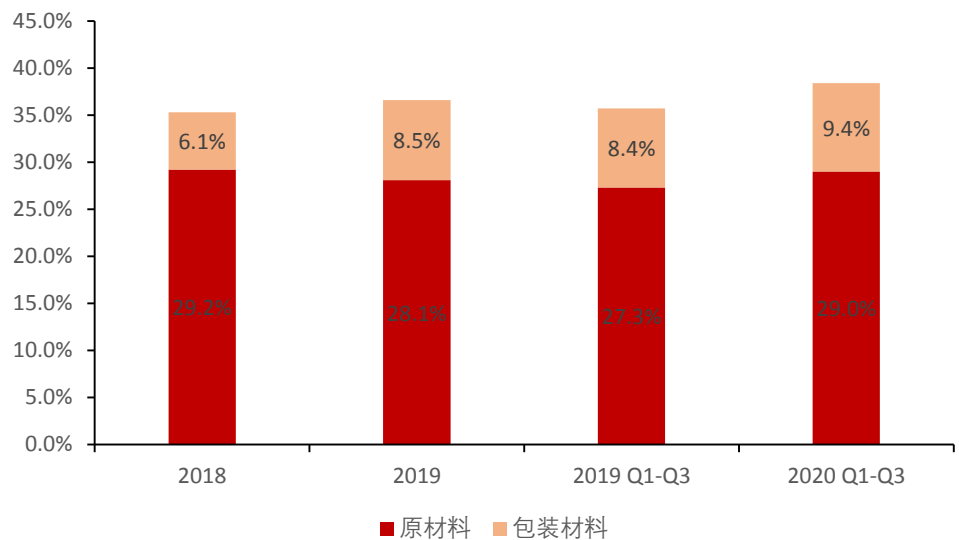
数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

4.2、运营成本：成本结构维持稳定

公司门店的运营成本主要包括材料成本、员工成本及租金成本。

材料成本为公司最主要成本，包括茶叶、鲜果、鲜奶、鲜榨果汁等原材料成本和包装材料成本。2020 年前三季度公司材料成本占收入的 38.4%，较 2019 年同期上涨 2.6%，这是因为地方政府为应对疫情产生的经济影响而免征销项增值税，导致不可抵扣的进项增值税 9600 万元被确认为同期材料成本，若剔除此部分变动影响，则公司材料成本占收入比为 35.8%，与 2019 年同期保持一致。2020 年前三季度原材料成本占收入比例为 29.0%，包装材料成本占收入的 9.4%。公司对供应链的不断优化和加快新品推出速度等策略均可有效应对未来原材料价格上涨带来的风险。

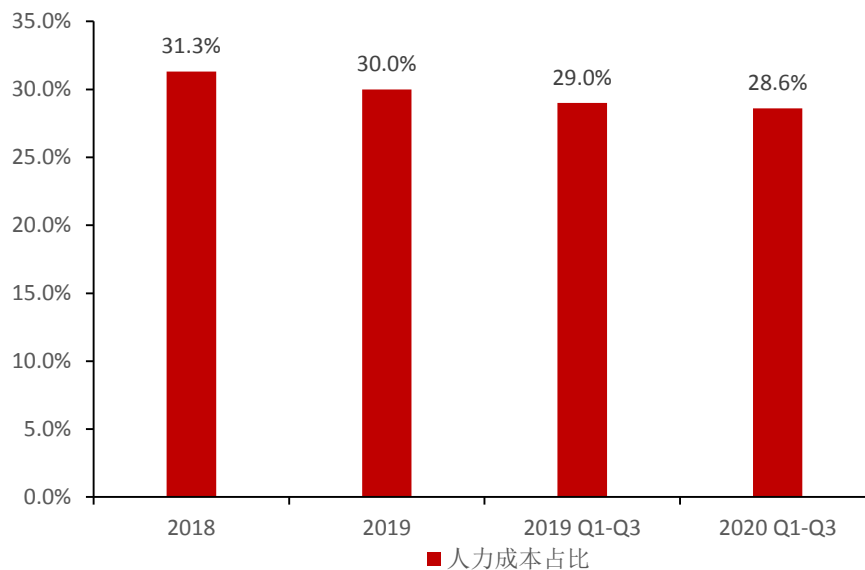
图 35：材料成本占比



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

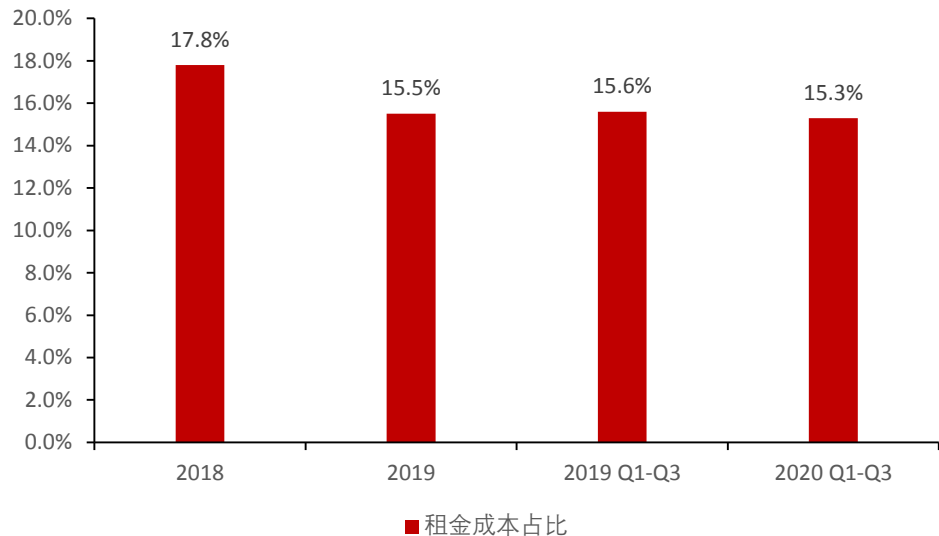
员工成本占比降低。2020 年前三季度员工成本占收入比重为 28.6%，较 2019 年同期下降 0.4%，这是由于疫情期间地方政府实行了员工社会保险缓交政策，公司实施弹性工作安排，导致平均工资及福利水平暂时下降。

图 36：员工成本占比



数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

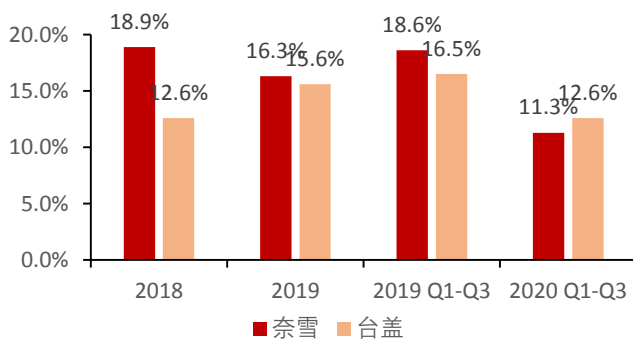
租金成本占比略有下降。公司租金开支及物业管理费等于使用权资产折旧与其他租金及相关开支之和。以此计算，2020 年前三季度租金成本占收入比重为 15.3%，较 2019 年同期下降 0.3%。租金成本占比下降是因为公司旗下门店向核心商圈以外的地区扩张，这些地区较核心地段租金更低从而拉低了租金成本占比。

图 37：租金成本占比


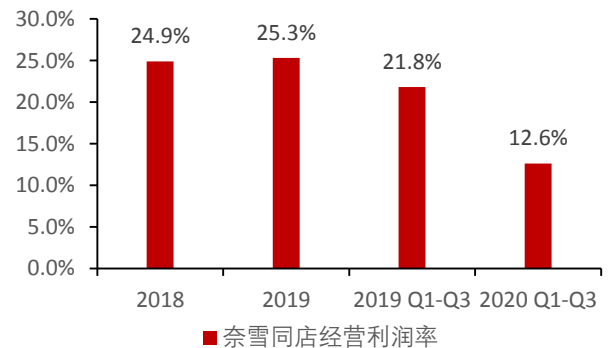
数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

4.3、疫情影响，经营利润率有所下降

整体、同店利润率皆下降。受疫情爆发门店关闭、客流减少的影响，2020 年前三季度，奈雪的茶门店整体经营利润率为 11.3%，较 2019 年同期下降 7.3%；台盖门店整体经营利润率为 12.6%，较 2019 年同期下降 3.9%。2019 年奈雪的茶门店整体经营利润率为 16.3%，较 2018 年下降 2.6%，原因是大量新奈雪的茶门店开业产生了大量的前期投资成本。台盖门店 2019 年整体经营利润率为 15.6%，较 2018 年上涨的原因是台盖 2018 年新开门店 51 间，高于 2019 年的 14 间，2018 年新开门店前期投资拉低了整体经营利润率。若只看成熟门店，2019 年奈雪的茶同店经营利润率为 25.3%，较 2018 年小幅上涨 0.4%。

图 38：奈雪的茶、台盖门店整体经营利润率


数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

图 39：奈雪的茶同店经营利润率


数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

五、投资建议与风险提示

5.1、投资建议

现制茶饮，尤其是高端现制茶饮市场前景广阔，近几年将维持高速增长的态势。同时，高端现制茶饮的发展趋势也非常明确，任何业内公司都无法仅凭茶饮产品这一项脱颖而出，都需要在客户体验、品牌形象、运营效率等多方面做出努力。**产品方面**，消费者对大单品的粘性、新品的推出速度、新品的受欢迎程度等因素都将直接影响现制茶饮公司的引流能力。**消费者体验方面**，满足消费者多元化的生活需求，为顾客塑造沉浸式的体验感将成为业内公司领先竞争对手的关键。**品牌方面**，行业龙头具有先发优势，抢占消费者心智后便可从产品的品牌溢价中获利。**运营效率方面**，数字化运营系统将是企业增效控费的主要手段，将有助于企业提升利润空间。依此发展方向，建议关注着力打造都市社交空间的高端现制茶饮龙头奈雪的茶。

5.2、风险提示

疫情控制风险。若新冠疫情未能得到有效控制且再次出现大规模疫情传播，现制茶饮门店将再次面临被迫停业的可能性。大规模门店停业将严重影响行业内各企业的盈利能力。

食品安全风险。现制茶饮的原料多种多样，且对食材的新鲜度有较高的要求，因此需要严格管控供应链中各个环节，否则发生食品安全问题会使消费者对现制茶饮类产品产生怀疑，购买意愿降低。

门店扩张风险。现制茶饮行业需不断开拓门店以占据市场，但由于店面设计、选址等方面规划不完善，门店客流可能不及预期；或是门店扩张速度不及竞争对手，导致市场份额被竞争对手快速抢占。

新品研发风险。现制茶饮行业内新品迭代速度快，若业内公司未能持续研发出受消费者青睐的产品，导致消费者购买欲望降低，客流被竞争对手吸引，致使销量下降。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn