

奈雪的茶 (02150.HK)

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。公司主营奈雪的茶茶饮店品牌，引领高端现制茶饮发展，已布局 556 家门店，市占率为 18.9%。2020 年底公司营业收入 30.6 亿元，2018-2020 年 CAGR 为 67.7%，成长性凸显。公司收入增长主要受益于快速展店，2018-2020 年公司门店数量 CAGR 为 78.0%。同店受茶饮门店客流常态化发展、新开门店分流及疫情影响有所下滑。目前公司单店销售及盈利能力恢复良好，长期看预计未来随同店加密，消费习惯形成，同店销售有望企稳。2018/2019/2020 年公司经调整净利润分别为 -0.57 亿元/-0.12 亿元/0.17 亿元，净利润转正。公司股权结构集中，创始人彭心/赵林对公司享有绝对控制权。

新式茶饮优质赛道量价齐升空间广阔，高端茶饮优质赛道、高集中度有望维持。2020 年现制茶饮市场规模为 1136 亿元。未来五年行业渗透率提升、消费频次增长贡献量增，消费升级贡献价增，量价齐升驱动行业增长；对标台湾，现制茶饮形成消费习惯后可持续穿越周期。从需求端切入，我们预计 2035 年现制茶饮市场规模可达到约 3555 亿元。目前现制茶饮内部根据客单价分为高中低端，各价格带错位竞争。其中高端现制茶饮 2020 年市场规模为 129 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 75.8%，预计 2020-2025 年 CAGR 为 32.2%；对比其他餐饮赛道，高端茶饮门店经营利润率可达到 20%-30%同时坪效明显高出。竞争格局来看，高端茶饮行业集中度高，CR3 达到 50.9%，主要玩家为喜茶及奈雪，龙头优势形成，增速快于行业。

他山之石：星巴克在美国，现制饮品龙头发展路径窥探。复盘星巴克发展历程，星巴克乘行业发展之势，率在北美大规模展店，在过程中夯实产品、品牌、供应链、人员等核心竞争力，护城河深厚。对标现制茶饮，高端现制茶饮以产品为核心和基础，发展前期需要进行快速布局和扩张确保领先地位、培育消费习惯，过程中通过门店体验、营销等方式建立品牌壁垒，同时不断完善供应链及数字化建设，实现降本增效，打造综合竞争实力。

奈雪：产品、品牌、门店、供应链构筑壁垒。
产品：公司形成茶饮+烘焙双产品矩阵，茶饮创新水果茶，引领高端茶饮发展，烘焙产品为公司引流点，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：公司注重消费者体验，聚焦社交空间打造，采用跨界联名多渠道触达消费者，树立品牌知名度、差异化形象形成、会员数量达到三千五百万名。
门店：公司探索门店多元组合满足多元顾客需求，迅速展店实现对于高势能地区的占领，标准店单店模型较为优质，未来仍存优化空间。
供应链&数字化：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，降本增效。

未来展望：PRO 店型助力加密，高线城市保守千店空间，低线城市存在空间。对比奈雪标准店，奈雪 PRO 新店型保留烘焙产品及社交空间，便捷化降低投入、提高坪效及人效，商场店预计门店经营利润率提升 5%；写字楼店盈利能力亦有较好表现，优质店型助力公司未来三年加密布局。我们测算，奈雪于二线及以上城市拓店空间为 1700 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，低线城市亦存发展空间。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。

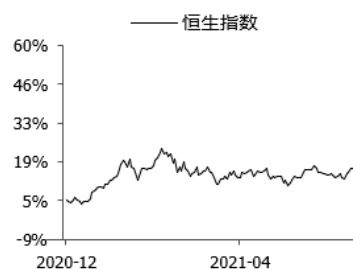
盈利预测及估值：根据公司指引，2021/2022/2023 年公司计划新开门店 300、350、350 家及以上，其中 70%规划为奈雪 PRO 门店，我们预测公

买入（首次）

股票信息

行业	餐饮
前次评级	买入
6月30日收盘价(港元)	17.12
总市值(百万港元)	29,362.96
总股本(百万股)	1,715.13
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	150.65

股价走势



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：现制茶饮调研：量增有动力，喜茶&奈雪壁垒构筑，发展可期》2021-05-25
- 2、《商业贸易：奈雪的茶：优质赛道领军者，全能发展扩张可期》2021-03-24



司 2021/2022/2023 年实现收入 50.9/68.2/86.1 亿元，分别同比增长 66.4%/34.2%/26.2%。2021/2022/2023 年归母净利润（亏损）分别为 6988 万元/2.4 亿元/5.6 亿元。我们看好高端茶饮赛道成长性，以公司当前龙头地位及三年展店目标，结合 10%左右稳态净利润假设，并对标星巴克稳态估值中枢给予 35 倍市盈率，给予目标市值 350 亿元人民币，对应目标价 24.8 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1) 门店拓张不及预期；2) 原材料价格波动；3) 疫情反复；4) 第三方数据存在偏差；5) 调研数据偏差。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,502	3,057	5,087	6,824	8,611
增长率 yoy（%）	130.2	22.2	66.4	34.2	26.2
归母净利润（百万元）	-39	-202	69.9	240.5	562.9
增长率 yoy（%）	-41.6	423.6	-134.6	244.2	134.0
EPS 最新摊薄（元/股）	-0.02	-0.12	0.04	0.14	0.33
净资产收益率（%）	26.5	47.9	1.8	5.9	12.2
P/E（倍）	-633.3	-120.9	349.4	101.5	43.4
P/B（倍）	-166.9	-57.5	6.3	5.9	5.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 6 月 30 日收盘价

内容目录

1、奈雪的茶：中国领先高端现制茶饮连锁品牌	错误!未定义书签。
2、新式茶饮优质赛道量价齐升千亿空间，消费习惯逐步形成	错误!未定义书签。
2.1 茶饮行业经历三个发展阶段，多因素驱动行业发展	错误!未定义书签。
2.2 对标台湾，现制茶饮生命周期延续，预计国内 10 年空间三千亿元以上	错误!未定义书签。
2.3 现制茶饮各赛道错位竞争、各存机会	错误!未定义书签。
2.4 高端茶饮行业快速增长，竞争格局集中	错误!未定义书签。
3、产品&品牌&供应链修炼内功，千店空间可期	错误!未定义书签。
3.1 星巴克在美国：现制饮品龙头发展路径窥探	错误!未定义书签。
3.1.1 发展历史复盘：多阶段发展，打造现制咖啡霸主。	错误!未定义书签。
3.1.2 率先展店、形成产品&品牌&供应链&人员等核心竞争力	错误!未定义书签。
3.2 对标星巴克，奈雪产品、品牌、门店策略、供应链先发优势凸显	错误!未定义书签。
3.2.1 茶饮+欧包产品矩阵，质量严格把控，产品持续更新	错误!未定义书签。
3.2.2 聚焦社交空间打造，多种方式树立品牌知名度，品牌差异化形象建立	错误!未定义书签。
3.2.3 多店型策略，门店扩张先发优势凸显	错误!未定义书签。
3.2.4 有效供应链、持续数字化	错误!未定义书签。
3.3 新店型助力扩张，高线城市保守千店空间，同店有望企稳	错误!未定义书签。
4、盈利预测及估值	错误!未定义书签。
5、风险提示	错误!未定义书签。

图表目录

图表 1: 奈雪的茶产品矩阵	错误!未定义书签。
图表 2: 奈雪的茶公司发展历程	错误!未定义书签。
图表 3: 奈雪的茶门店数量 (个) 持续扩张	错误!未定义书签。
图表 4: 门店数量扩张下收入同步高速增长	错误!未定义书签。
图表 5: 奈雪的茶为公司主要茶饮品牌，收入 (亿元) 占比提升	错误!未定义书签。
图表 6: 现制茶饮为公司主要收入来源 (%)	错误!未定义书签。
图表 7: 茶饮毛利率较高，烘焙和其他产品毛利率相对较低	错误!未定义书签。
图表 8: 公司层面人员及租金为主要成本 (%)	错误!未定义书签。
图表 9: 奈雪的茶同店利润率恢复良好	错误!未定义书签。
图表 10: 经调整净利润 (百万) 逐步转正	错误!未定义书签。
图表 11: 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	错误!未定义书签。
图表 12: 奈雪的茶客单价 (元) 整体稳中有升	错误!未定义书签。
图表 13: 奈雪的茶每间茶饮店平均每日销售额 (万元) 呈现下降趋势	错误!未定义书签。
图表 14: 奈雪的茶第一季度平均日销售额 (万元) 逐渐好转	错误!未定义书签。
图表 15: 奈雪的茶店均同店每年店均销售额 (百万元) 下滑	错误!未定义书签。
图表 16: 奈雪的茶同店销售额同比增长率	错误!未定义书签。
图表 17: 奈雪的茶店均同店利润率 (%) 表现较为稳健	错误!未定义书签。
图表 18: 奈雪的茶同店利润率恢复状况良好	错误!未定义书签。
图表 19: 奈雪的茶深圳门店表现相对稳健	错误!未定义书签。
图表 20: 奈雪的茶武汉门店表现相对稳健	错误!未定义书签。
图表 21: 发行前公司股权结构	错误!未定义书签。
图表 22: 茶饮行业经过三阶段发展，新茶饮时代蓄势待发	错误!未定义书签。
图表 23: 我国现制茶饮赛道在多因素驱动下行业快速增长	错误!未定义书签。

图表 24: 参与调研的消费者大部分消费过现制茶饮.....	错误!未定义书签。
图表 25: 3年内消费人群受到多种因素驱动开始消费现制茶饮.....	错误!未定义书签。
图表 26: 门店成为限制消费者购买的重要因素.....	错误!未定义书签。
图表 27: 约 37%消费者表现出想要尝试现制茶饮的需求.....	错误!未定义书签。
图表 28: 新式茶饮优质赛道, 量价齐升推动行业增长.....	错误!未定义书签。
图表 29: 台湾饮料店营业额(亿元新台币)及同比增长.....	错误!未定义书签。
图表 30: 台湾饮料分业态门店数量及增速.....	错误!未定义书签。
图表 31: 台湾超过三成消费者在过去一周内喝过手摇茶饮.....	错误!未定义书签。
图表 32: 年轻群体、学生过去一周消费手摇茶饮的比例更高.....	错误!未定义书签。
图表 33: 台湾前十大手摇茶品牌(截至 2017 年 12 月 31 日).....	错误!未定义书签。
图表 34: 龙头品牌清心福全保障品质、持续创新, 优势地位稳固.....	错误!未定义书签。
图表 35: 火锅及茶饮成为消费者疫情期间最为想念的餐饮需求.....	错误!未定义书签。
图表 36: 2020 年 3 月微信支付餐饮笔数增长 TOP5 中茶饮远高于其他.....	错误!未定义书签。
图表 37: 疫情期间茶饮门店营收较去年同期大幅下滑.....	错误!未定义书签。
图表 38: 疫情后连锁茶饮品牌加速展店.....	错误!未定义书签。
图表 39: 2030 年现制茶饮市场规模有望达到 3555 亿元左右.....	错误!未定义书签。
图表 40: 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.....	错误!未定义书签。
图表 41: 现制茶饮行业由其定位及特征, 其经营模式分化.....	错误!未定义书签。
图表 42: 现制茶饮以客单价(元)及店铺数量(个)为基准分层明显.....	错误!未定义书签。
图表 43: 现制茶饮行业不同品牌城市布局分化.....	错误!未定义书签。
图表 44: 高端现制茶饮行业快速增长, 2020 年市场规模 129 亿元.....	错误!未定义书签。
图表 45: 高端现制茶饮店消费价值增速快于行业整体, 占比持续提升.....	错误!未定义书签。
图表 46: 高端茶饮和其他餐饮企业性比具有较高的毛利率, 较低的员工成本和较高的经营利润率.....	错误!未定义书签。
图表 47: 高端茶饮格局集中, 龙头增速快于行业.....	错误!未定义书签。
图表 48: 星巴克诞生在美国咖啡行业高端化迅速发展的时代.....	错误!未定义书签。
图表 49: 星巴克门店快速增长并持续进行新城市的布局.....	错误!未定义书签。
图表 50: 1987-1992 年星巴克收入快速增长.....	错误!未定义书签。
图表 51: 在此期间公司实现净利润转正.....	错误!未定义书签。
图表 52: 总部费用摊销+毛利率提升下星巴克净利润转正.....	错误!未定义书签。
图表 53: 星巴克全球门店数量(个)持续高速增长.....	错误!未定义书签。
图表 54: 星巴克同店持续增长(%).....	错误!未定义书签。
图表 55: 该时期星巴克收入(百万美元)维持高速增长.....	错误!未定义书签。
图表 56: 星巴克净利润(百万美元)持续增长, 净利润率维持稳定.....	错误!未定义书签。
图表 57: 2003 年星巴克门店数量远超同时期竞争对手.....	错误!未定义书签。
图表 58: 规模效应及规范管理能力下, 星巴克原材料占比、管理费率降低.....	错误!未定义书签。
图表 59: 星巴克全球门店数量高速扩张.....	错误!未定义书签。
图表 60: 星巴克同店增速放缓, 2008 年出现大幅度下滑.....	错误!未定义书签。
图表 61: 2008 年星巴克收入(百万美元)增长乏力.....	错误!未定义书签。
图表 62: 2008 年星巴克净利润(百万美元)出现大幅度下滑.....	错误!未定义书签。
图表 63: My Starbucks Reward 会员人数(百万人)持续增长.....	错误!未定义书签。
图表 64: 星巴克门店营运费用率逐步下行.....	错误!未定义书签。
图表 65: 2008 年后, 门店数量进入稳步增长阶段.....	错误!未定义书签。
图表 66: 2010 年同店达到 7%的正增长后正增长趋势维持.....	错误!未定义书签。
图表 67: 星冰乐自推出以来持续更新.....	错误!未定义书签。
图表 68: 目前星巴克已经形成包括咖啡、茶饮、烘焙、周边产品矩阵.....	错误!未定义书签。
图表 69: 星巴克发展早期迅速进行门店扩张.....	错误!未定义书签。

图表 70: 星巴克完善的供应链体系	错误!未定义书签。
图表 71: 星巴克奉行伙伴文化, 提供全面薪酬体系和培训机制	错误!未定义书签。
图表 72: 奈雪的茶客单价高于高端茶饮行业其他品牌	错误!未定义书签。
图表 73: 奈雪的茶产品推荐榜单(推荐次数)中茶饮+烘焙优势突出	错误!未定义书签。
图表 74: 奈雪横向拓展产品类别, 纵向围绕某一产品持续进行口味更新, 产品持续更新保持爆款效应	错误!未定义书签。
图表 75: 2020年奈雪的茶新品推出节奏	错误!未定义书签。
图表 76: 奈雪的茶店铺内部宽敞明亮, 社交属性强	错误!未定义书签。
图表 77: 奈雪的茶门店考核以客户满意度作为首要标准	错误!未定义书签。
图表 78: 独自一人作为工作日常态, 情侣家庭类型消费者周末显著增加, 喜茶 Go 店独自一人消费者占比显著较高(按人数计)(仅为调研部分门店)	错误!未定义书签。
图表 79: 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	错误!未定义书签。
图表 80: 奈雪的茶注册会员数稳步增长, 达到三千五百万人	错误!未定义书签。
图表 81: 奈雪的茶会员复购率稳步提升, 高于行业平均	错误!未定义书签。
图表 82: 奈雪的茶各类店型覆盖全面, 传递品牌理念	错误!未定义书签。
图表 83: 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	错误!未定义书签。
图表 84: 奈雪的茶 2018年起加速门店数量扩张	错误!未定义书签。
图表 85: 奈雪的茶主要分布在二线城市以上	错误!未定义书签。
图表 86: 奈雪标准店模型较为优质但仍存优化空间	错误!未定义书签。
图表 87: 2020年奈雪前五五大供应商采购金额合计占比为 23.8%	错误!未定义书签。
图表 88: 奈雪的茶店内收银收入(百万元)比重持续降低	错误!未定义书签。
图表 89: 奈雪的茶外卖销售(百万)占比持续提升	错误!未定义书签。
图表 90: 奈雪的茶标准店与奈雪 PRO 对比	错误!未定义书签。
图表 91: 标准店模式较重, PRO 店型单店表现更加优质	错误!未定义书签。
图表 92: 奈雪 Pro 写字楼店人员节省, 门店经营利润率维持在合理水平	错误!未定义书签。
图表 93: 奈雪堂食需求高于其他品牌	错误!未定义书签。
图表 94: 偏好奈雪的消费者中烘焙产品购买频次较高	错误!未定义书签。
图表 95: 奈雪的茶拓店空间测算	错误!未定义书签。
图表 96: 星巴克在中国门店数量持续增加	错误!未定义书签。
图表 97: 奈雪的其他城市日均销售额(万元)表现乐观	错误!未定义书签。
图表 98: 经营活动现金流量(百万元)良好	错误!未定义书签。
图表 99: 2020年公司现金及等价物(百万元)增长明显	错误!未定义书签。
图表 100: 奈雪的茶上市募集资金主要用途	错误!未定义书签。
图表 101: 奈雪的茶盈利预测	错误!未定义书签。
图表 102: 公司利润表预测(百万元)	错误!未定义书签。
图表 103: 星巴克长期估值中枢维持在 35 倍	错误!未定义书签。

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，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5月，奈雪的茶已于全国布局556家门店，会员体系注册会员三千五百万名，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

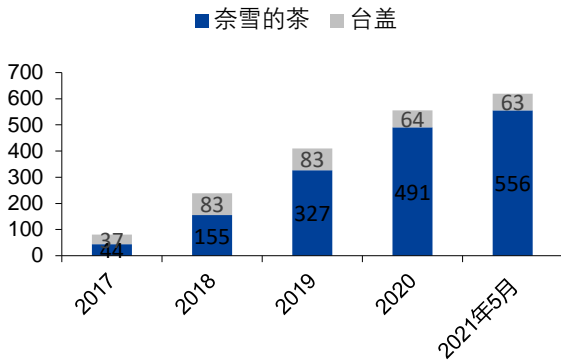
图表2：奈雪的茶公司发展历程



资料来源：奈雪的茶招股说明书，国盛证券研究所

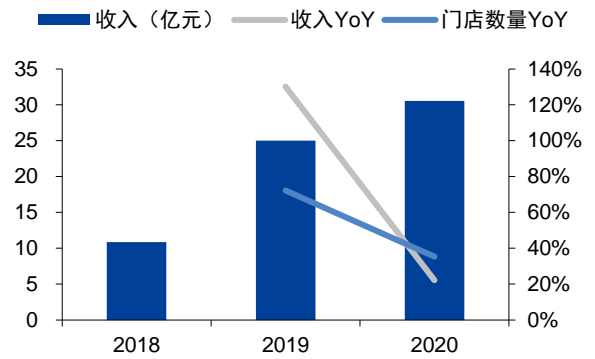
门店扩张推动同步扩张，奈雪的茶收入占比持续提升。公司持续进行门店数量扩张，截至2020年5月，公司奈雪的茶拥有门店数量556家，台盖门店数量63家。在门店扩张的推动下，公司收入实现高速增长。2018/2019/2020年公司营业收入分别为10.9/25.0/30.6亿元，2019/2020年公司营业收入同比增长130.2%/22.2%，同时期门店数量同比增长72.3%/35.4%。**分品牌来看**，奈雪的茶茶饮店为公司主要收入来源，营业收入占比持续提升，2020年，奈雪的茶茶饮店实现收入28.7亿元，占比93.9%；**分产品来看**，2020年，公司现制茶饮及烘焙收入分别占比76.0%/21.8%，现制茶饮为公司主要收入来源。

图表3: 奈雪的茶门店数量(个)持续扩张



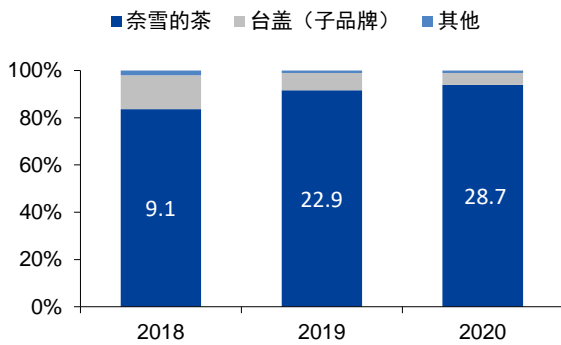
资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

图表4: 门店数量扩张下收入同步高速增长



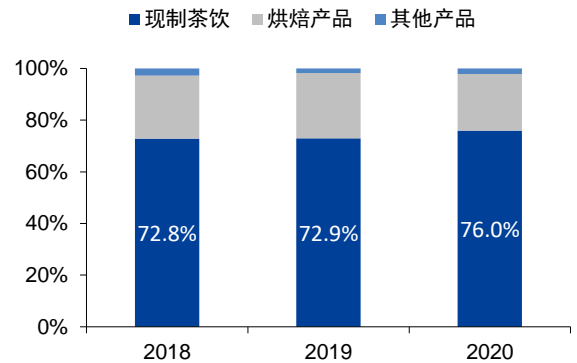
资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

图表5: 奈雪的茶为公司主要茶饮品牌, 收入(亿元)占比提升



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

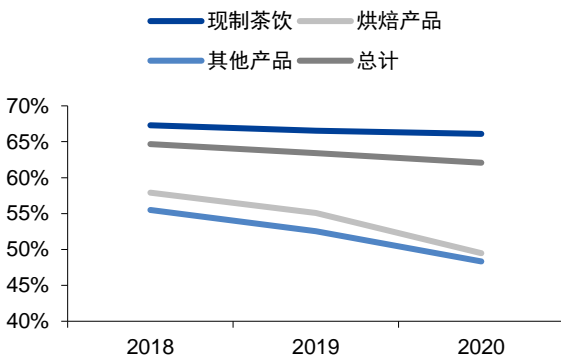
图表6: 现制茶饮为公司主要收入来源 (%)



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

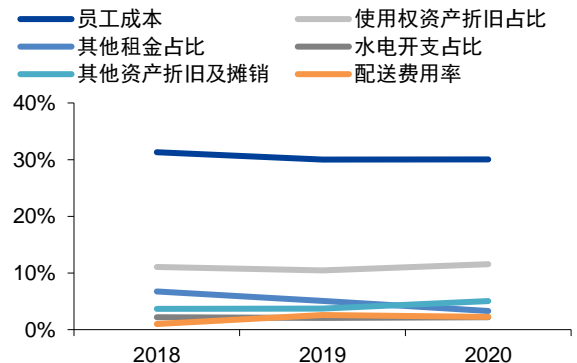
茶饮毛利率较高, 公司层面人员及租金为主要成本。茶饮本质上原材料相对较为简单, 其毛利率能够达到 66%-67%, 而烘焙产品以及其他产品毛利率相对较低, 2020 年毛利率分别为 49.5%/48.3%。经营层面的其他成本中, 员工成本占比达到 30%以上, 其中门店员工成本占比为 22.8%; 使用权资产折旧及其他租金成本合计占比约为 15%; 其他资产折旧、水电开支、配送费用率分别为 5.0%、2.2%、2.3%。

图表7: 茶饮毛利率较高, 烘焙和其他产品毛利率相对较低



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

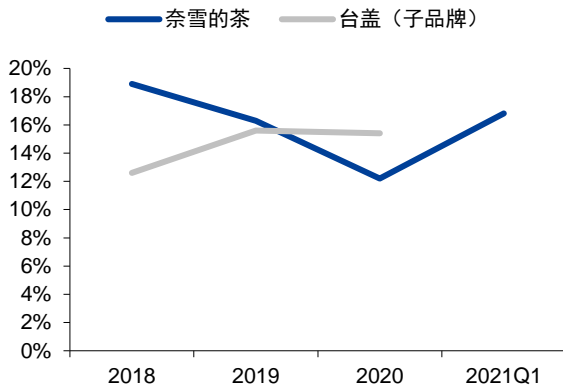
图表8: 公司层面人员及租金为主要成本 (%)



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

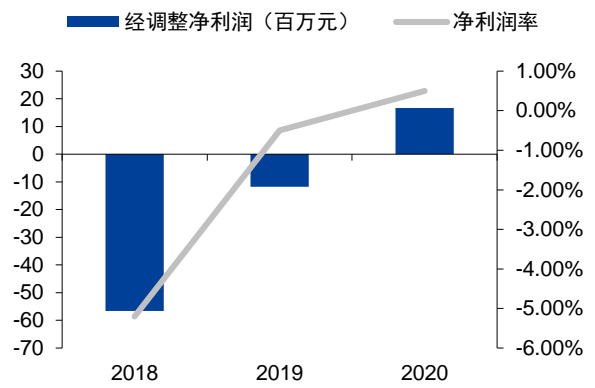
门店经营恢复良好，经调整净利润转正。奈雪的茶：2018/2019/2020年，奈雪的茶经营利润率分别为18.9%/16.3%/12.2%，呈现出一定下降趋势。其中2019年下降主要系公司2019年门店加速扩张，前期投入较大拉低整体同店利润率；2020年下降主要系疫情影响，目前公司整体恢复良好，2021Q1奈雪整体经营利润率恢复至16.8%。台盖：2018/2019/2020年，台盖经营利润率分别为12.6%/15.6%/15.4%，表现相对稳健。公司扩张过程中规模经济显现、运营效率提升，2018/2019/2020年公司经调整净利润分别为-0.57亿元/-0.12亿元/0.17万元，经调整净利润转正。

图表 9: 奈雪的茶同店利润率恢复良好



资料来源：奈雪的茶招股说明书，国盛证券研究所

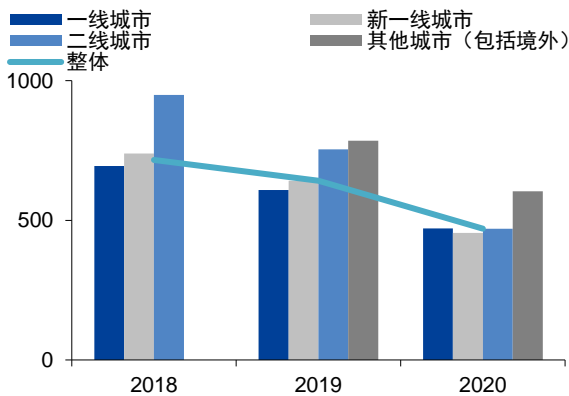
图表 10: 经调整净利润 (百万) 逐步转正



资料来源：奈雪的茶招股说明书，国盛证券研究所

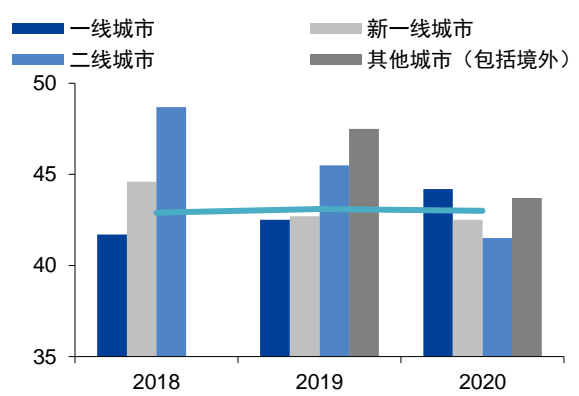
奈雪的茶单店平均每日订单量下滑，客单价整体稳中有升。整体来看，奈雪的茶茶饮店每日销售额有所下滑。2018/2019/2020，奈雪的茶平均每日销售额分别为3.1/2.8/2.1万元。拆分来看，公司客单价保持稳定，销售额下滑主要由订单量下滑导致。主要系公司：①奈雪进入新区域时存在爆品效应，一段时间后将恢复常态化运营；②持续进新茶饮店布局，一定程度上分散现有店铺的访客及订单量；2020年单店每日销售额下滑主要系疫情影响下店铺暂时关闭，目前公司已恢复正常运营，2020Q1，公司单店每日销售额恢复至1.95万元。分城市层级来看，一线城市店铺布局更为密集，由此导致单店订单有所分散，平均每日销售额低于其他城市。

图表 11: 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



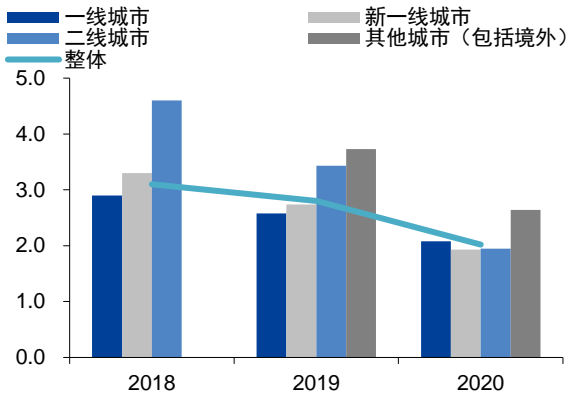
资料来源：奈雪的茶招股说明书，国盛证券研究所

图表 12: 奈雪的茶客单价 (元) 整体稳中有升



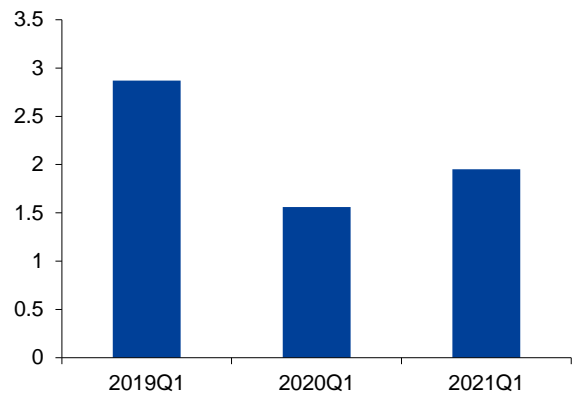
资料来源：奈雪的茶招股说明书，国盛证券研究所

图表 13: 奈雪的茶每间茶饮店平均每日销售额 (万元) 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

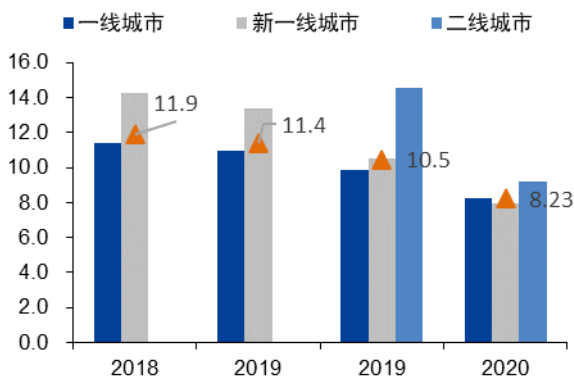
图表 14: 奈雪的茶第一季度平均日销售额 (万元) 逐渐好转



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

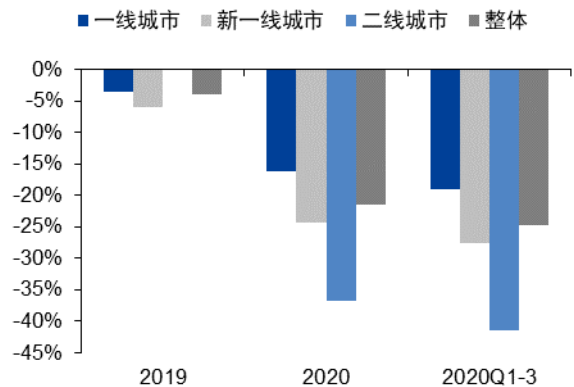
奈雪的茶同店销售额在加密布局和疫情影响下同店销售有所下滑。整体来看, 2018/2019 年, 奈雪的茶整体店均销售额保持在 1100 万元以上; 由于奈雪新门店持续加密布局, 稀释原有门店订单, 奈雪的茶同店销售额略有下滑。2020 年, 受到疫情影响, 奈雪的茶同店店均销售额同比下降 21.5% 至 823 万元。分城市层级来看, 2020 年, 一线/新一线/二线城市店均销售额分别为 825/797/918 万元, 二线城市显著高于一线及新一线城市, 但疫情影响下, 二线城市店均销售额同比下滑 36.8%, 受到疫情冲击最大。总体来看: 疫情后同店恢复状况良好, 2020Q3, 疫情影响逐步消除, 公司同店销售额恢复至去年同期的 90.9%, 2020H2 同店销售额相对 2020H1 增长 31.7%。其中由于疫情后一线城市防疫措施严密, 其 2020H2 同店销售额恢复至 2019 年同期水平。

图表 15: 奈雪的茶店均同店每年店均销售额 (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

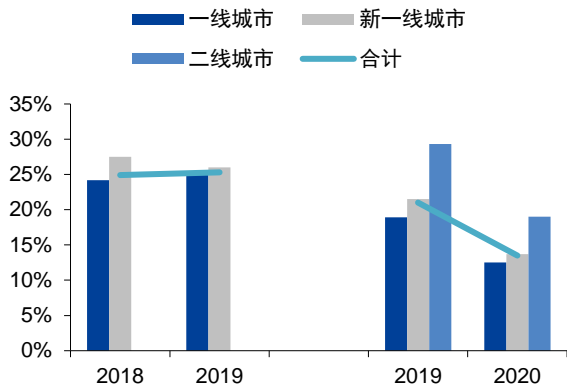
图表 16: 奈雪的茶同店销售额同比增长率



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

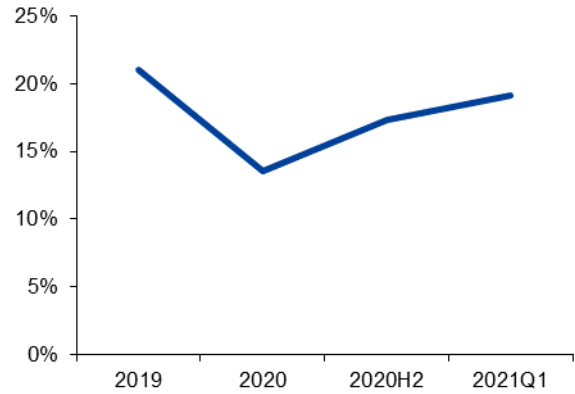
同店利润率表现较优, 疫情后恢复良好。奈雪同店盈利能力表现稳健, 2018/2019 年同店于 2018 及 2019 年同店利润率分别为 24.9% 及 25.3%, 整体同比 +0.4Pcts。疫情影响下, 2019/2020 年同店利润率由 2019 年的 21.0% 下滑至 2020 年的 13.5%, 但目前同店整体盈利能力恢复态势良好, 2020 年下半年, 2019/2020 年同店的同店利润率恢复至 17.3%, 2021Q1, 其同店利润率已恢复至 19.1%。分城市层级来看, 新一线及二线城市相较于一线城市: ①店均销售较高; ②租金费用有所节省, 由此整体同店利润率高于一线城市, 2019/2020 年同店 2019 年于一线/新一线及二线城市同店利润率分别为 18.9%/21.5%/29.3%。

图表 17: 奈雪的茶店均同店利润率 (%) 表现较为稳健



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

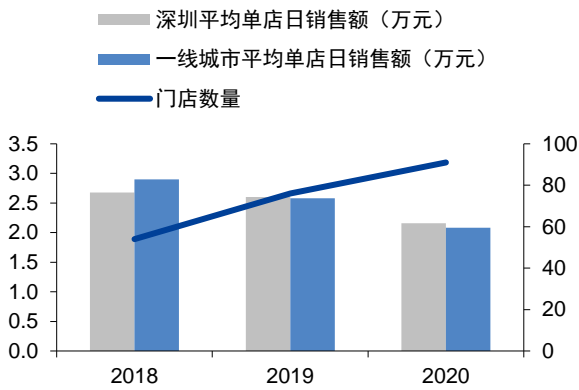
图表 18: 奈雪的茶同店利润率恢复状况良好



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

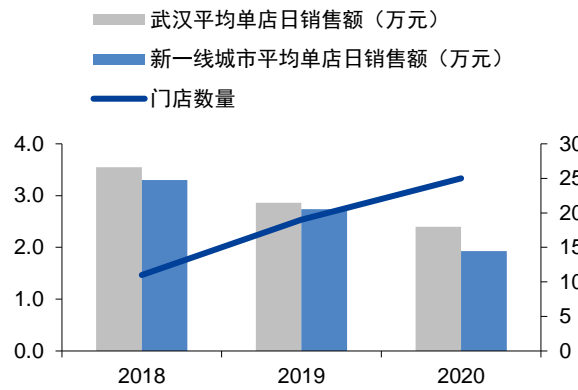
长期加密布局培育消费习惯, 同店有望企稳。奈雪在进入某区域初期阶段, 由于前期的宣传活动以及品牌效应, 会吸引相关社区或居民区外的流量, 随着公司持续进行某一区域的加密布局, 店铺人流量及销量将会恢复至与区域人口密度相匹配的正常水平。即其茶饮店扩张主要经历①店铺平均单店日销售额逐步减少; ②平均单店日销售额逐步稳定两个阶段。一线城市以深圳为例, 2018/2019/2020 年奈雪于深圳门店数量分别为 54/76/91 家, 其平均单店日销售额分别为 2.7/2.6/2.2 万元, 在门店不断加密的背景下仍保持较为稳健发展; 新一线城市以武汉为例, 公司 2017 年进入武汉, 2018/2019/2020 年门店数量分别为 11/19/25 家, 平均单店日销售额分别为 3.6/2.9/2.4 万元, 疫情影响下仍表现逐步企稳。长期来看, 随着奈雪不断加密布局培育消费者习惯, 各城市单店销售额有望企稳。

图表 19: 奈雪的茶深圳门店表现相对稳健



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

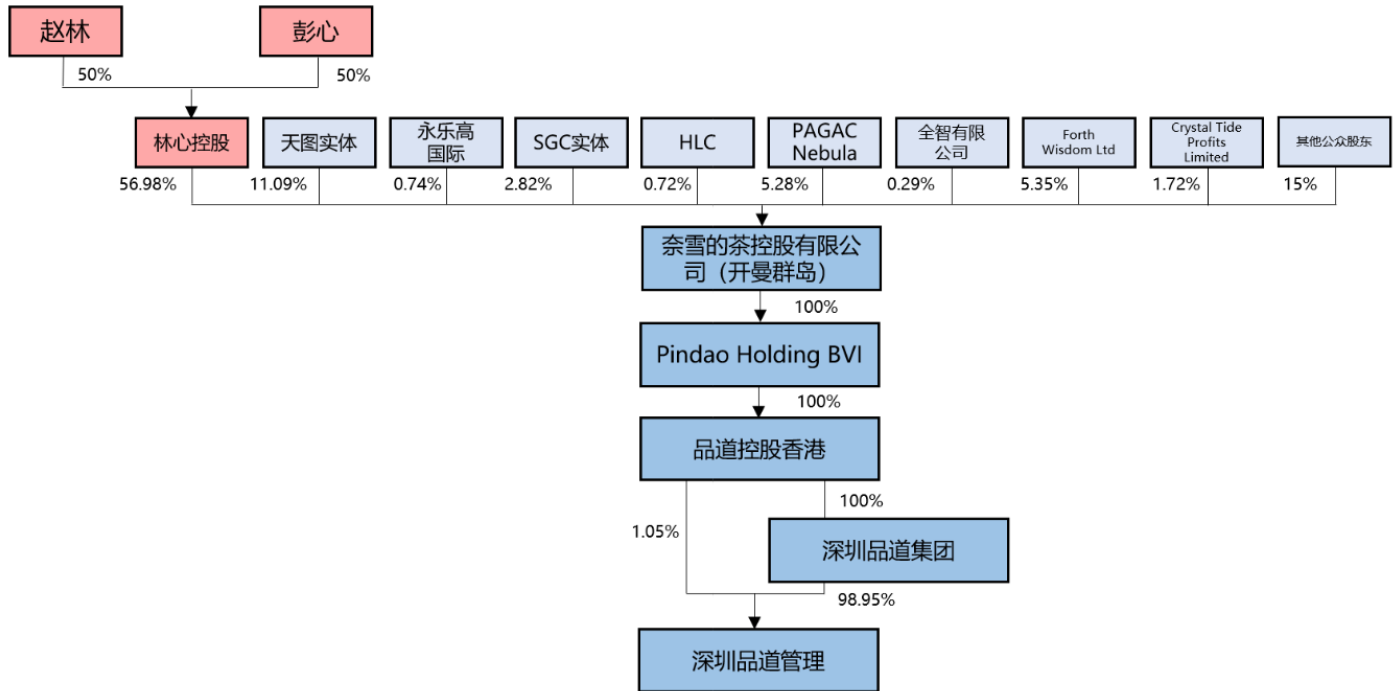
图表 20: 奈雪的茶武汉门店表现相对稳健



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, 创始人彭心/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 56.98%, 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 11.09%/5.28%。Forth Wisdom Ltd 为公司海外员工持股平台, 合计对公司持有 5.35% 股权, 该持股平台由创始人彭心管理。

图表 21: 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

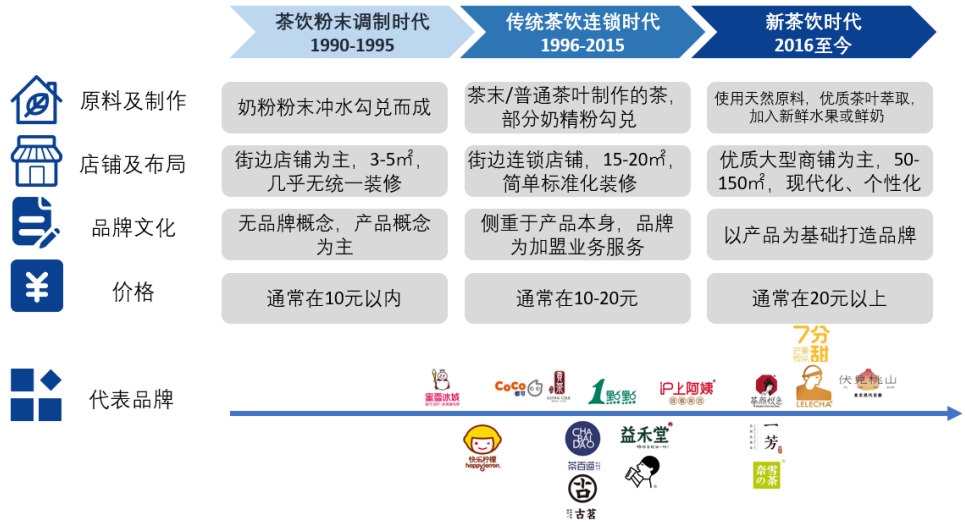
2、新式茶饮优质赛道量价齐升千亿空间，消费习惯逐步形成

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 22: 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

需求供给端多因素共同驱动行业发展。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, 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%。现制茶饮本质属于可选消费, 人均可支配收入与人均食品支出持续增长为现制茶饮发展奠定基础。2020年近七成新式茶饮消费者为 90 及 95 后, 品质化、个性化需求崛起, 其中, 超过半数消费者每月新式茶饮消费额达到 200 元以上。**供给端: 产品更新迭代, 资本入局、门店扩张, 营销及销售渠道不断扩展助推行业发展。**现制茶饮产品品质从粉末冲调到鲜果鲜奶不断升级并推出多种甜度、小料丰富个性化选择, 从供给端吸引更多消费者。资本市场助力下, 品牌加速门店扩张, 同时现制茶饮流量入口不断丰富, 微信、短视频等新的营销方式, 多维度触达消费者。综合来看, 行业需求及供给端皆存在较强驱动力。

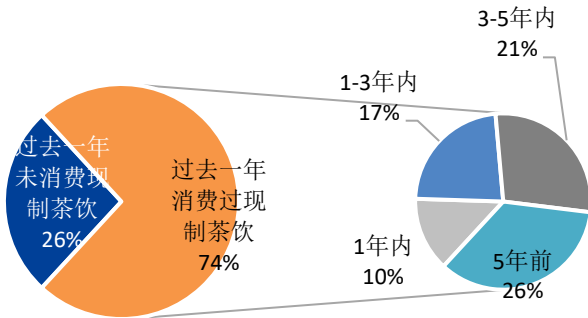
图表 23: 我国现制茶饮赛道在多因素驱动下行业快速增长



资料来源: 灼识咨询, 国家统计局, 饿了么数据, 国盛证券研究所

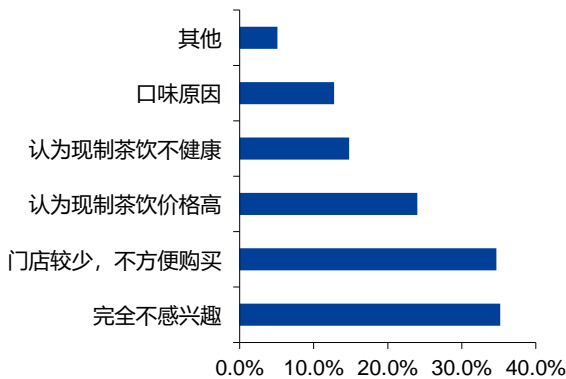
茶饮多年渗透形成消费习惯，渗透率有望逐步提升。我国街头奶茶于1990年兴起，在我国培育了街头茶饮消费的习惯。根据我们的消费者调研，七成以上受访者一年内消费过现制茶饮，而近一半的受访消费者在3年前即开始消费现制茶饮，现制茶饮消费已成为部分消费者的消费习惯。同时，3成消费者在知名品牌发展、门店数量增加的背景下在3年内开始消费现制茶饮。而在26%未消费过现制茶饮的受访者中，其中近四成消费者表现出想要尝试现制茶饮的想法，我们预计行业渗透率有望持续增长。

图表 24: 参与调研的消费者大部分消费过现制茶饮



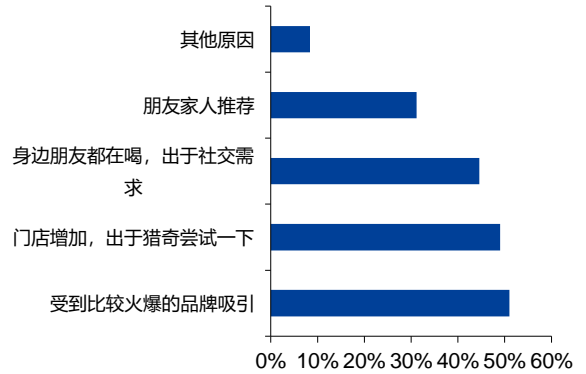
资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

图表 26: 门店成为限制消费者购买的重要因素



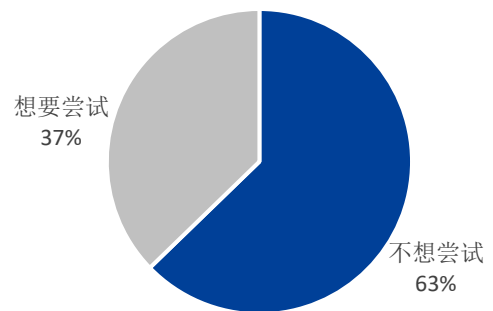
资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

图表 25: 3年内消费人群受到多种因素驱动开始消费现制茶饮



资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

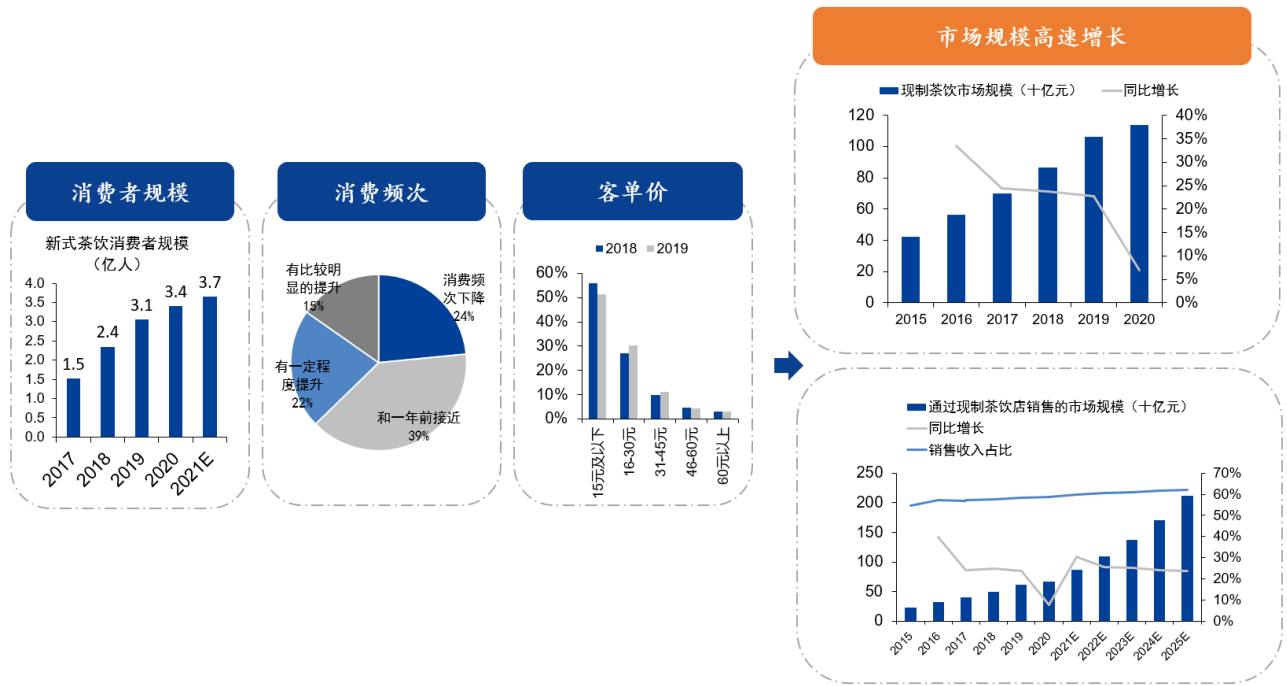
图表 27: 约 37% 消费者表现出想要尝试现制茶饮的需求



资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

优质赛道市场空间广阔，量价齐升下未来五年行业复合增速可达到 25% 以上。在需求和供给端多因素驱动的背景下，结合调研结果，我们认为现制茶饮消费渗透率未来将不断提升、消费者规模持续增长；同时现存消费者的消费频次有提升趋势，从量增角度驱动行业发展；同时在消费升级背景下，客单价亦有提升趋势，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，我国 2020 年现制茶饮市场规模为 1136 亿元，过去五年市场规模复合增速达到 21.9%。其中现制茶饮店为现制茶饮销售的主要渠道。2020 年，我国通过现制茶饮店销售的现制茶饮市场零售规模达到 666 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 28: 新式茶饮优质赛道, 量价齐升推动行业增长

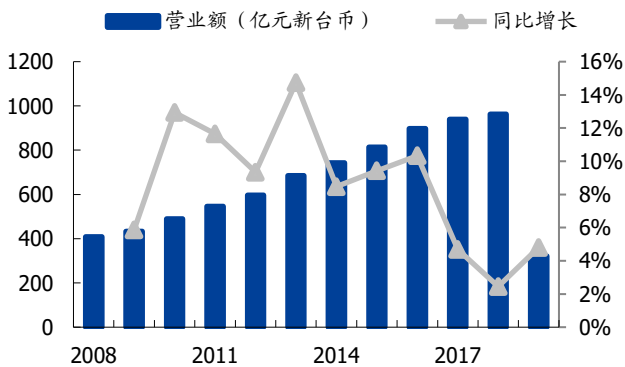


资料来源: 中国餐饮大数据 2020, NCBD《2020上半年中国茶饮差评大数据分析与研究报告》, 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

2.2 对标台湾, 现制茶饮生命周期延续, 预计国内 10 年空间三千亿元以上

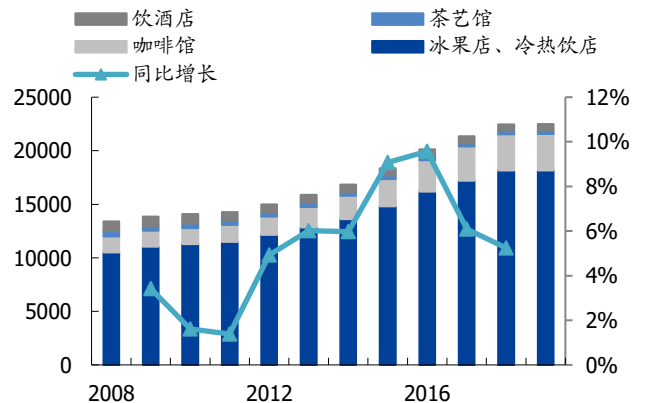
台湾手摇奶茶兴起于经济快速发展时期, 穿越周期。根据《CNN》报导指出, 珍珠起源可以追溯到 1940 年代, 早期泡沫红茶等街头现制茶饮培育消费习惯。随着经济起飞, 台湾的休闲食品与茶饮的风潮渐渐兴起, 到 1980 年代掀起热潮。目前, 手摇饮料已经成为台湾最受欢迎的饮品之一。根据台湾经济统计部门显示, 随着手摇饮及咖啡店门店增长, 饮品口味推陈出新, 叠加外卖等带来的便利性销售和付款渠道带动饮料店蓬勃发展, 台湾现制饮料行业持续稳健发展。其营业额自 2005 年以来逐年攀升, 至 2018 年已达 962 亿元, 平均每年增长 8.9%, 2019 年 1-4 月台湾饮料行业营业额同比增长 4.8%, 预期全年有望突破 1000 亿元新台币 (最新数据暂不可得)。从门店数量来看, 2019 年 3 月底台湾饮料店数达 22482 家, 较 2008 年底增加 9076 家, 其中冰果店及冷 (热) 饮店占 8 成, 共 18148 家。

图表 29: 台湾饮料店营业额 (亿元新台币) 及同比增长



资料来源: 台湾经济部统计处, 国盛证券研究所

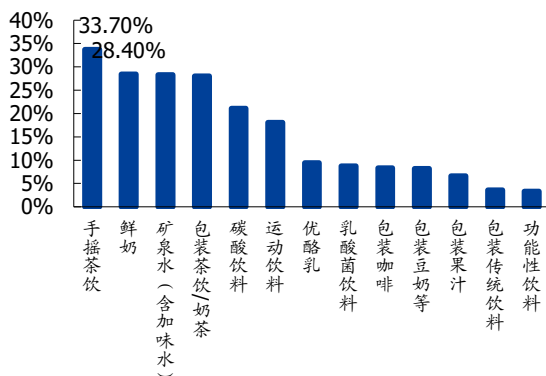
图表 30: 台湾饮料分业态门店数量及增速



资料来源: 台湾财政部, 国盛证券研究所

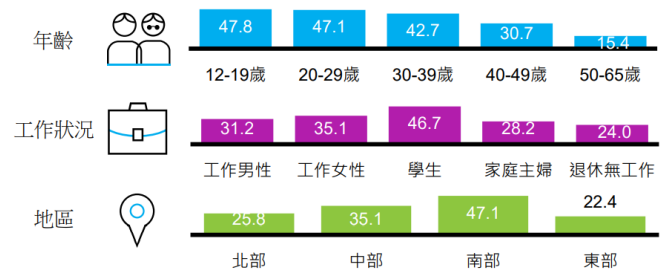
手摇饮料为台湾最受欢迎饮品之一，消费习惯养成后将持续维持。根据台湾财政部数据，2017年台湾手摇饮料人均消费量已经达到近50杯/人；根据尼尔森2016年媒体调查显示，超过三成以上消费者在过去一周内喝过手摇奶茶，其比例超过鲜奶（28.4%）、矿泉水等传统高频消费类饮品，充分体现手摇茶饮已经成为台湾消费者的日常饮品。其中，年轻群体为主要群体，台湾手摇奶茶消费者中，30岁以下消费者/学生群体过去一周消费手摇茶饮的比例更高，达到近五成。但30-39岁群体亦有较高的消费频次（过去一周四成消费者有过消费），我们推测由于台湾手摇奶茶兴起于1980年左右，30-39岁消费者形成消费习惯且在30岁后仍维持较高消费频次。同时手摇奶茶消费呈现一定区域性特征，南部消费消费比例明显高于其他地区。

图表 31: 台湾超过三成消费者在过去一周内喝过手摇茶饮



资料来源: 尼尔森 2016 年媒体大调查, 国盛证券研究所

图表 32: 年轻群体、学生过去一周消费手摇茶饮的比例更高



资料来源: 尼尔森 2016 年媒体大调查, 国盛证券研究所

现制茶饮龙头地位较为稳固，其他品牌百花齐放仍存机会。台湾手摇茶饮主要品牌以加盟模式为主。根据台湾连锁加盟协会，台湾手摇茶头部品牌为清心福全、好了啦红茶冰、50 岚、茶之魔手、CoCo 都可。截至 2017 年底，其门店数量分别为 921/730/526/500/300 家。目前台湾头部品牌大部分具有较长的发展历史，清心福全/好了啦/50 岚/茶之魔手/CoCo 都可分别成立于 1987/1994/1993/1997 年。以门店数量计，台湾手摇茶饮行业较为分散，头部品牌清心福全门店市占率约为 5%。

图表 33: 台湾前十大手摇茶品牌 (截至 2017 年 12 月 31 日)

排名	品牌	全台湾店数	店内招牌
1	清心福全	921	乌龙绿茶、普洱奶茶
2	好了啦红茶冰	730	冰红茶
3	50 岚	526	珍珠奶茶
4	茶之魔手	500	蓝莓冻奶茶
5	CoCo 都可	300	招牌珍奶
6	鲜茶道	300	熊猫珍珠奶茶
7	大苑子	255	鲜百香果绿茶
8	茶汤会	250	铁观音奶茶
9	迷客夏	187	鲜珍珠奶茶
10	嚶茶小铺	143	波霸咖啡红茶

资料来源: 台湾连锁加盟协会, 国盛证券研究所

清心福全伴随行业发展,持续迭代维持品牌生命力,地位稳固。清心福全成立于1987年,其诞生于台湾泡沫茶饮快速发展时代,伴随行业发展而成长。其成立初期采用直营模式,创始人通过对于茶底的研究保证产品的稳定性;其后开放加盟模式进行门店扩张,随前端门店数量增长,公司完善研发中心和仓储配套,保障稳定、完善的原材料供应并持续提升研发能力,同时公司亦致力于不断提高门店标准化和加盟体系完善,率先引进数字化系统并聘请统一集团退休管理人员完善加盟体系。

2013年后产品品牌出现老化,创始人赵福全之子赵启宏和赵启成开始进行品牌改革。2014年公司进行二代门店改造,以简约时尚的门店形象取代原有门店设计、提升服务细节,同时引入网络营销等多种营销方式,带动门店销量提升近4成。此后公司不断加快产品推新速度,并于近年来创新采用跨界联名等多种营销方式,保持品牌生命力。目前,清心福全开启异地扩张,已于上海进行门店布局。综合来看,公司成立于行业发展初期,具备较强的消费者认知背景下,逐步完善供应链、门店操作等标准化建设,并通过门店形象迭代、持续的新品研发以及创新型的营销方式维持品牌年轻化,形成全面的龙头优势。

图表 34: 龙头品牌清心福全保障品质、持续创新,优势地位稳固

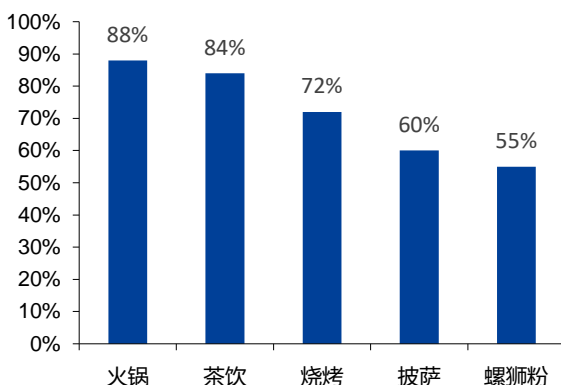
时间	发展节点
1987	创立清心冷饮站,对外销售冷饮、冰品,其中茶饮最受消费者青睐。主要产品为泡沫绿茶、泡沫红茶
1988	首创乌龙绿茶,优选优质茶叶制作茶饮,多方试茶、品茶、配茶,参考顾客意见,以研发更多符合消费者口味的茶饮。 1988年6月,成功推出台湾首创乌龙绿茶,深获消费者喜爱,成为人气第一名。
1990	清心冷饮站高价购买日本星崎制冰机,于店内生产制作需要的冰块,确保茶饮品质。
1991	开放加盟,在台湾高雄设立首家家门的概念,由于总店能够支持的人力和资源有限,总部仅规划每年开设3家加盟店为限。 其后市面上出现大量假冒品牌,赵福全迫于形式大幅开放加盟。
2000	设立春心得意堂复合式餐饮店,除了提供清心手摇茶饮,亦有简餐、轻食。之后感觉人手有限,将春心得意堂原有空间转型为研发中心,致力于提升品质。
2005	将清心冷饮站改名为清心福全冷饮站。
2006	成立占地1000多坪的仓储中心,设立储存区、理货区,并且原料、物料分储。同时成立专属物流车队,设有常温、冷藏、冷冻三温层。确保稳定、机动且完善的原材料供应体系。
2007	领先手摇茶饮同业,率先引进POS系统。提供茗品、奶茶、特调、鲜果等多系列饮品,并提供小料、糖度等多元客人选择 建立POS系统后,产品客制化的标准进一步提升,内建计算热量功能。提升点餐、泡茶、结账等作业效率。 成立清心福全企业集团。
2008	与统一公司合作,研发优多系列,优多绿茶、多多绿茶等产品大受欢迎。 推出优加杯,可重复使用,持该杯购买饮品可享受2元新台币优惠。
2009	与南台科技大学等从事产学合作,进行门市经营等计划。
2010	推出优鲜系列,与统一企业、养乐多等合作,制造牛乳,全程低温配送。
2011	推出冬瓜系列饮品。
2012	推出翡翠乌龙 推出珍珠的姐妹商品粉圆
2013	自主送SGS检验
2014	推出锡兰红茶
2015	推出原乡四季台湾青茶

	推出鲜奶、拿铁系列
2016	采用产自柠檬之乡的柠檬
	发表手摇饮系列影片
	推出芝麻饮品
	清心隐藏版爆红
2017	首开连锁手摇茶饮跨界联名，与蛋黄哥联名。
	推出苹果醋饮品
	与 Hello Kitty 联名
2018	与海贼王联名
	推出蓝莓醋、暗黑水晶奶茶、顶级可可饮品等产品
	街口支付、Line Pay 上线
2019	推出设计师联名款
	与 Hello Kitty 联名
	推出芦荟、黄金地瓜、太妃鸳鸯奶茶等饮品
	联名红牛推出红牛能量红茶
	联名 My Melody
2020	联名红牛推出红牛无糖能量绿茶
	熊熊遇见你活动登场
	PI 钱包、橘子支付上线，更多元便利的支付方式
	推出季节限定 桂圆系列

资料来源：清心福全官网，国盛证券研究所

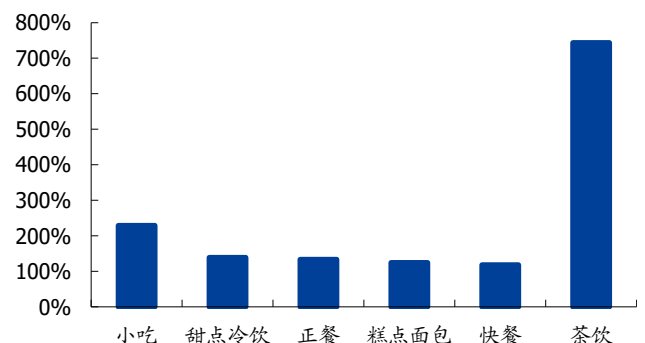
我国现制茶饮疫情催化下刚需属性凸显，经济发展支撑下料将穿越周期。根据尼尔森的消费者调研数据，火锅及茶饮成为消费者疫情期间最为想念的餐饮需求，体现茶饮较高的消费者粘性。微信大数据显示，2020年3月以来消费者开始“补偿性消费”，茶饮的小程序下单笔数环比增幅高达744%，远高于小吃、甜品、快餐等。由此来看，我国茶饮消费习惯正在逐步形成。

图表 35: 火锅及茶饮成为消费者疫情期间最为想念的餐饮需求



资料来源：沙利文基于终端消费者调研数据，国盛证券研究所

图表 36: 2020年3月微信支付餐饮笔数增长 TOP5 中茶饮远高于其他

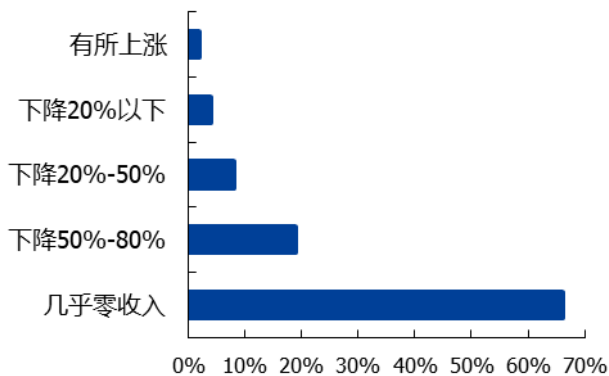


资料来源：微信数据，《2020新式茶饮白皮书》，国盛证券研究所

疫情后非连锁杂牌持续出清，连锁化率有望持续提升。根据咖门数据显示，2020年疫情期间我国茶饮门店收入均大幅下滑，其中几乎零收入的门店占比达到60%以上。茶饮行

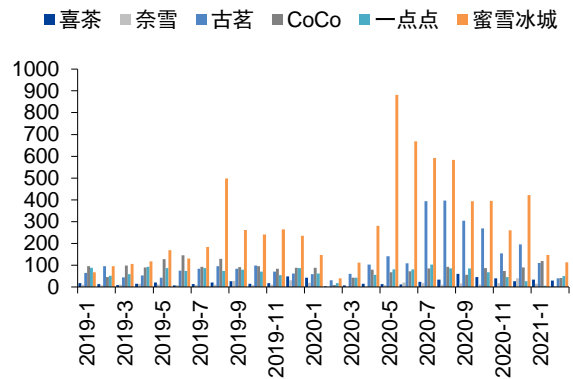
业进入门槛较低、中低端竞争激烈并且同质化严重，大部分品牌面临较大的生存压力。在疫情影响下，以个人经营为主的非连锁化品牌面临明显冲击；相对比之下，头部连锁化现制茶饮在疫情后受益于消费者对于茶饮的依赖性消费，在品牌效应支撑下逆势展店，强者恒强，长期助力我国茶饮连锁化率提升。

图表 37: 疫情期间茶饮门店营收较 2019 年同期大幅下滑



资料来源: 咖门, 国盛证券研究所 注: 疫情指 2020.1.25-2020.2.9

图表 38: 疫情后连锁茶饮品牌加速展店



资料来源: 窄门餐眼, 国盛证券研究所

根据测算，我们预计 2030 年我国现制茶饮空间可达到 3500 亿元以上。

经济水平预测: 2020 年，我国人均国内生产总值 (GDP) 超过 7.2 万元，相当于 1.05 万美元。根据我国十四五规划，到 2035 年，人均国内生产总值达到中等发达国家水平，预计未来 15 年我国人均 GDP 有望保持 5%-6% 的增速，我们假设人均可支配收入与人均 GDP 保持相同增速，即 2030 年我国城镇/农村居民可支配收入分别为 7.5/2.9 万元，即整体城镇可支配收入达到目前一线城市水平、农村可支配收入达到目前 3-4 线城市水平。

渗透率预测: 根据 NCBDB《2020 上半年中国茶饮差评大数据分析与研究报告》，2020 年新式茶饮消费者规模达到 3.4 亿人，过去三年消费者规模复合增速约为 30%，目前城镇人口渗透率约为 40%。我们预测未来 10 年，我国消费者规模复合增速维持 10% 左右的增长，2030 年城镇消费者渗透率将达到 60%-65%。

人均客单价预测: 根据窄门餐眼，目前我国一线城市茶饮客单价在 20 元左右。结合上述经济水平预测，我们假设 2030 年我国城镇茶饮客单价达到 20 元。

人口结构及城镇化率预测: 根据国务院印发的《国家人口发展规划 (2016—2030 年)》，到 2030 年，我国 0-14 岁、15-45 岁、46-60 岁、60 岁及以上人口占比分别为 17%/22%/36%/25%。预测 2030 年我国城镇化率将达到 70%。

消费频次预测: 根据 36Kr 调研，94% 以上用户购买 5 杯以上现制茶饮，目前我国现制茶饮消费者主要为 30 岁以下年轻消费群体，即目前 30 岁以下群体年均消费已能达到 60 杯，由此推测 10 年后现制茶饮主力消费人群 15-45 岁年均消费次数可达到 60 杯/年。我们预测 2030 年我国 0-14/45-60/60 以上人口人均消费频次分别为 15/30/5 杯/年，整体人均消费频次约为 20 杯/年。2016 年台湾人均现制茶饮消费频次超过 43 次/年，我国预测相对保守。

根据以上假设，我们预计我国 2030 年城镇消费者现制茶饮消费规模将会达到 3555 亿元，预计未来 10 年复合增长率维持在 12.8%。

图表 39: 2030 年现制茶饮市场规模有望达到 3555 亿元左右

年龄结构	人口占比	人口(亿人)	城镇人数(亿人)	客单价(元)	购买频次(次/年)	市场规模(亿元)
0-14	17%	2.5	1.73	20	15	362.4
15-45	22%	3.2	2.23	20	60	1875.7
45-50	36%	5.2	3.65	20	30	1534.7
60 以上	25%	3.6	2.54	20	5	177.6
合计	100%	14.5	10.15	20	19.46	3555.3

资料来源: 国盛证券研究所测算

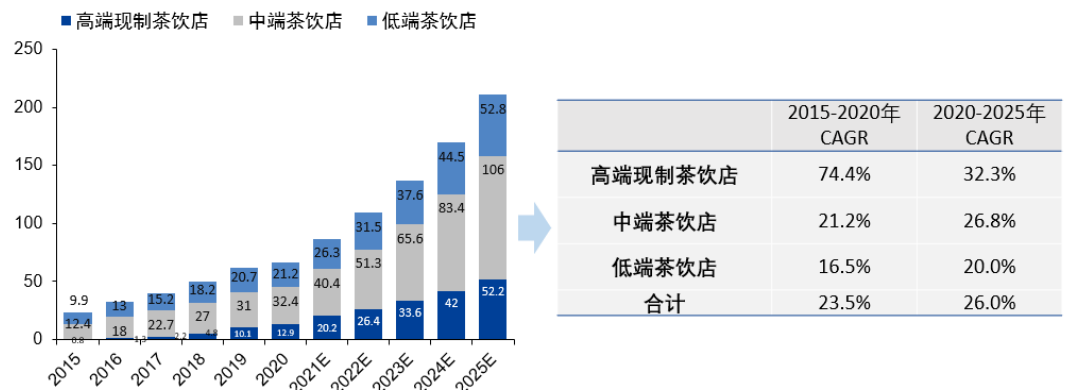
2.3 现制茶饮各赛道错位竞争、各存机会

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均具备孕育优质公司能力。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 40: 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

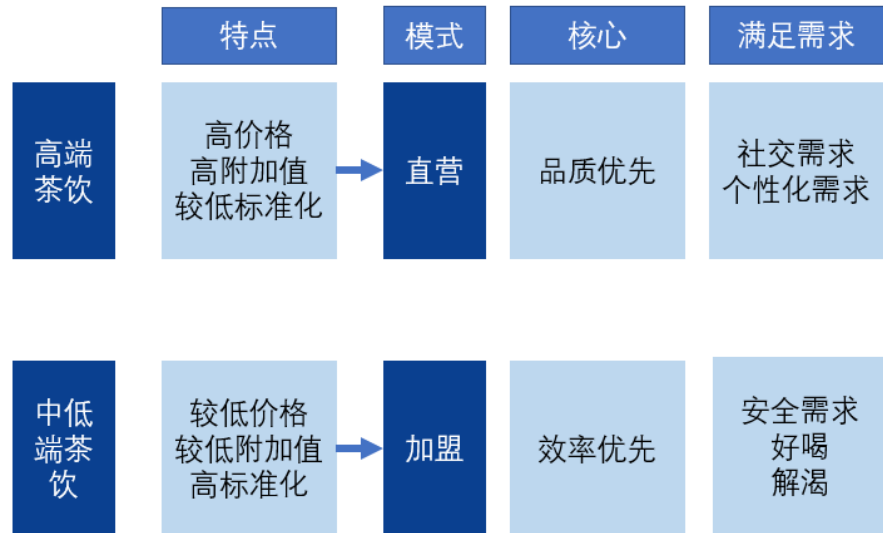


资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

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。

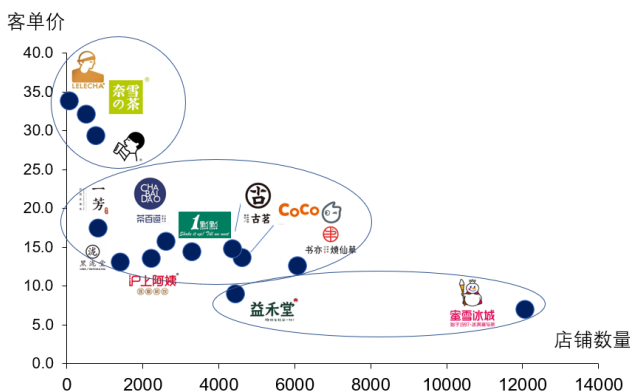
图表 41: 现制茶饮行业由其定位及特征, 其经营模式分化



资料来源: 国盛证券研究所

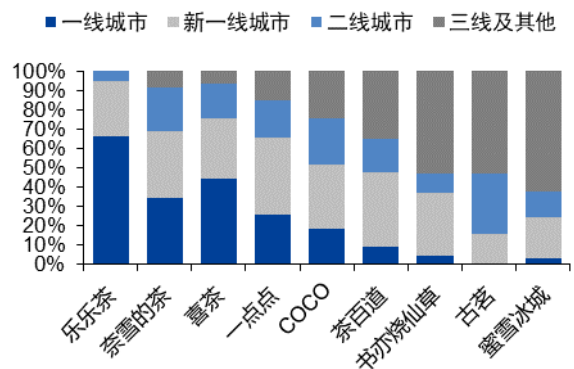
定位及扩张方式不同造成茶饮行业产生明显错位竞争。**高端茶饮**在直营模式下店铺扩张速度受限，主要高端现制茶饮品牌如喜茶店铺数量不超过1000家且门店分布以一线、新一线等高线城市为主。**中端现制茶饮**采取措施保障产品质量的同时实现快速扩张，代表品牌如COCO和一点点门店数量在3000家以上，且各城市层级分布均匀。**低端现制茶饮**以蜜雪冰城为代表，加盟模式+供应链驱动下店铺快速复制，目前门店数量已经达到一万家以上，主要店铺集中在三线及以下城市。

图表 42: 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 43: 现制茶饮行业不同品牌城市布局分化

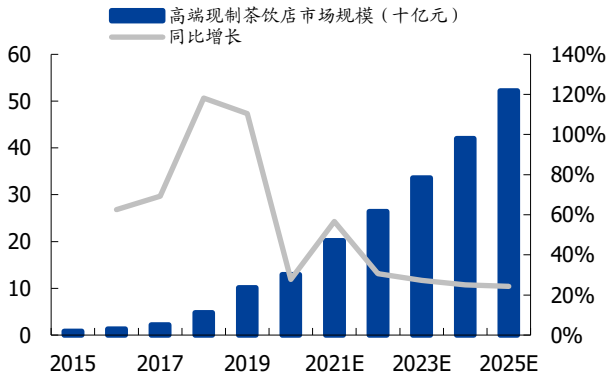


资料来源: 窄门餐眼, 国盛证券研究所

2.4 高端茶饮行业快速增长，竞争格局集中

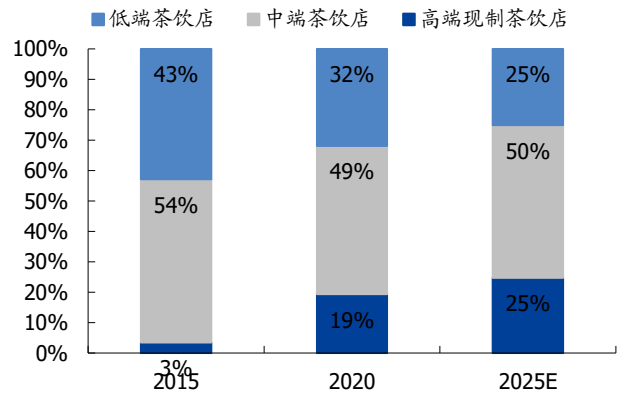
高端现制茶饮行业迅速增长，预计占现制茶饮消费比例持续提升。中国高端现制茶饮店现制茶饮产品产生的消费价值总额由2015年的8亿元增至2020年的129亿元，复合年增长率为75.8%。灼识咨询预计，未来五年在消费持续升级、多元消费场景等因素驱动下，2020-2025年，高端现制茶饮复合增速将达到32.2%，2025年市场规模达到522亿元，将占现制茶饮店现制茶饮消费价值总额的约24.8%。

图表 44: 高端现制茶饮行业快速增长，2020 年市场规模 129 亿元



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

图表 45: 高端现制茶饮店消费价值增速快于行业整体，占比持续提升



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

相比其他赛道，高端茶饮具有较强的盈利能力和较高的效率。相比于其他餐饮行业，茶饮行业以水、水果以及乳制品等为主要原料，相比其他赛道原材料较为简单和单一，决定其产品具有较高的毛利率，喜茶、奈雪茶饮毛利率均可接近65%，同时高端茶饮摆脱对于后厨依赖，对于人员要求相对于传统餐饮行业更低，由此决定其较低的人员费用率和较高的人效。租金费用角度来看，喜茶、奈雪等高端新式茶饮对于门店分布要求高，目前多分布在主流商圈的一楼优质点位，因此租金费用相对较高。综合来看，高端现制茶饮凭借其较高的毛利率、较低的人员费用率，盈利能力领先。同时形成了较高的效率，坪效和人效表现处于行业领先地位。

图表 46: 高端茶饮和其他餐饮企业性比具有较高的毛利率，较低的员工成本和较高的经营利润率

	海底捞	太二	九毛九	呷哺呷哺	星巴克	喜茶	奈雪	周黑鸭
年营收 (万元)	5082	1425	950	442	524	1110	973	200
坪效 (万元/m ² /年)	5.6	4.8	2.6	2.6	2.6	5.5	3.9	8.0
人效 (万元/人/年)	39.1	39.6	23.8	17.7	65.5	50.4	37.4	66.7
毛利率 (%)	59%	60%	63%	63%	72%	66%	63%	57%
员工人数 (个)	130	36	40	25	7	22	26	3
员工费用率 (%)	28%	18%	22%	23%	12%	13%	18%	11%
租金费用率 (%)	5%	10%	11%	12%	10%	11%	14%	10%
水电费用率 (%)	4%	3%	5%	4%	2%	3%	3%	2%
装修及设备折旧摊销 (%)	3%	6%	8%	5%	6%	3%	4%	1%
其他 (%)	2%	2%	2%	2%	6%	6%	6%	5%
经营利润率 (%)	18%	21%	15%	18%	36%	30%	19%	28%

资料来源：各公司公告，草根调研，国盛证券研究所（仅为调研部分门店）

高端茶饮格局集中，龙头壁垒构筑，增速快于行业。目前高端现制茶饮市场较为集中，高端茶饮赛道玩家数量有限，根据灼识咨询数据，2020年，高端现制茶饮按零售消费值计算的行业CR3为50.9%、CR5为58.4%，行业集中度较高，头部品牌A、奈雪按零售消费值计算的市场份额分别为27.7%、18.9%，为高端茶饮龙头，与第三名市占率差距在10%以上。且龙头增速快于行业，对比2020年Q1-3，品牌A、奈雪市占率分别提升2.2/1.2Pcts。我们认为品牌A、奈雪于2016年左右开始全国化拓张，共同推动行业发展，为现制茶饮高端化引领者。展望未来，行业龙头凭借其在产品、品牌、供应链、数字化等综合优势加速扩张，将持续享受行业高增红利。

图表 47: 高端茶饮格局集中，龙头增速快于行业

品牌	创办时间	按全部产品零售消费值计的市场份额		门店数目 (个)	直营门店数目 (个)	覆盖城市数目 (个)	现制茶饮产品平均售价 (元)	每单平均销售价值 (元)
		(2020)	(2020Q1-3)					
品牌 A	2012	27.70%	25.50%	690	690	58	25	40
奈雪的茶	2015	18.90%	17.70%	489	489	65	26	43
品牌 B	2011	4.30%	4.40%	187	187	17	21	35
品牌 C	2016	3.90%	3.80%	61	61	13	24	40
品牌 D	2017	3.60%	3.50%	200	100	60	21	29

资料来源: 灼识咨询, 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 星巴克在美国：现制饮品龙头发展路径窥探

星巴克是现制咖啡头部品牌，市值达到1300亿美元以上，且星巴克早期发展阶段时行业背景亦与目前现制茶饮行业发展存在相似性，因此我们认为通过复盘星巴克早期发展历史及其发展战略能够为我们对于现制茶饮的研究提供一定程度上的借鉴意义。

行业背景：咖啡消费习惯已经形成，高端化、精品化蓄势待发。星巴克诞生于八十年代的美国，消费者已经具备饮用咖啡的习惯，但是档次较低的咖啡其人均销售量从1965年的2.79杯下降至1989年的1.75杯。对比之下，高端咖啡及精品咖啡市场受到供给端品牌发力的驱动下在美国快速增长，复合增速达到20%左右，高端化及精品化逐步崛起。众多参与者入局精品咖啡零售行业，根据美国风味咖啡协会预测，浓缩咖啡吧和流动摊位将从1992年的500家增加至1999年的10000家，浓缩咖啡生意门槛较低，吸引了众多夫妻老婆店等门店加入。在此背景下，星巴克定位高端、品质优良、快速布局打响差异化品牌，顺应美国咖啡高端化趋势最终成长为行业绝对龙头。

图表 48: 星巴克诞生在美国咖啡行业高端化迅速发展的时代

市场规模	1983	1989	1994E	CAGR	1983-1989	1989-1994E
True gourmet coffee (百万美元)	208	676	1050	True gourmet coffee	21.7%	9.2%
premium coffee (百万美元)	87	277	681	premium coffee	21.3%	19.7%

资料来源: The markets for gourmet coffee and teas, 国盛证券研究所

3.1.1 发展历史复盘：多阶段发展，打造现制咖啡霸主。

第一阶段：创立-1987年。星巴克成立于1971年，早期主要销售经过重度烘焙的精品阿拉比卡咖啡豆和器材，始终坚持其高品质定位。1982年舒尔茨进入星巴克工作。受到意式现制咖啡馆氛围的启发，1986年舒尔茨离开星巴克创立天天咖啡馆并销售意式浓咖啡及手冲咖啡，1987年天天咖啡馆拥有五家门店，门店销售额达到年均50万美元。同年舒尔茨收购星巴克已有门店，截至1987年，星巴克总门店数量为17家。

第二阶段：1987-1992年 门店数量快速增长，公司开始实现盈利。此阶段美国各个区域地方式连锁经营咖啡馆逐步发展但极少数呈现扩张意愿同时现制咖啡店巨头亦并未入局。**在门店策略上：**星巴克快速展店，区域扩张策略为先在某一处立住脚并在当地造成强实现效应，1991年公司首先通过洛杉矶进入加利福尼亚，1992年公司进入旧金山。**在区域扩张时，**由于公司烘焙工厂只位于西雅图，公司通过风味锁定袋对咖啡豆进行真空包装。**在品牌上：**公司更加明确第三空间定位：向消费者提供浪漫、安宁的社交互动空间。**在人员上：**1988年，星巴克成为全美第一家向全职及兼职店员提供健康保险的公司。1991年，星巴克开始bean stock计划，向全体员工700多名员工赠予股份。

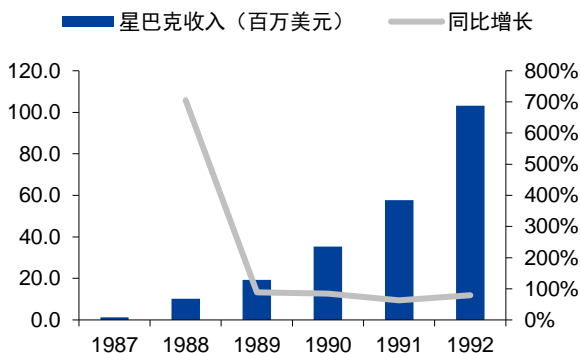
图表 49: 星巴克门店快速增长并持续进行新城市的布局

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
门店数量	17	33	55	84	116	165
YoY		94.1%	66.7%	52.7%	38.1%	42.2%
西雅图		15	28	41	52	56
芝加哥		6	9	19	23	28
温哥华		5	7	8	14	17
波特兰			2	7	11	14
洛杉矶					5	7
圣地亚哥						3
旧金山						1

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：门店分区域数量1992年为上半年数据

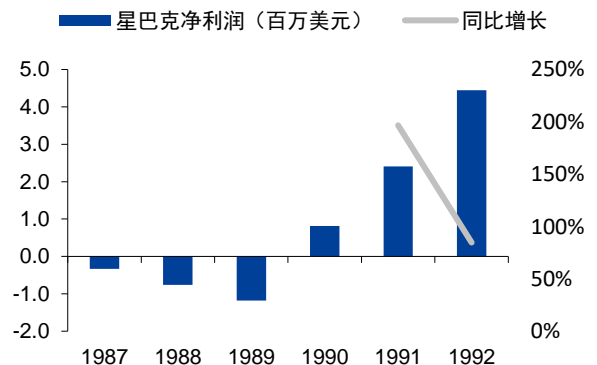
门店数量/同店双重驱动，总部费用摊销/毛利率持续提升下净利润转正。此阶段，在门店数量（CAGR=57.5%）及同店增长双重驱动（1992年同店同比+16%）下，星巴克收入快速增长，五年收入复合增速达到141%；同时公司产品结构中，高毛利率产品占比持续提升并在收入扩张下不断摊销总部费用，在1990年实现净利润转正，至1992年实现净利润445万美元。

图表 50: 1987-1992年星巴克收入快速增长



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 51: 在此期间公司实现净利润转正



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

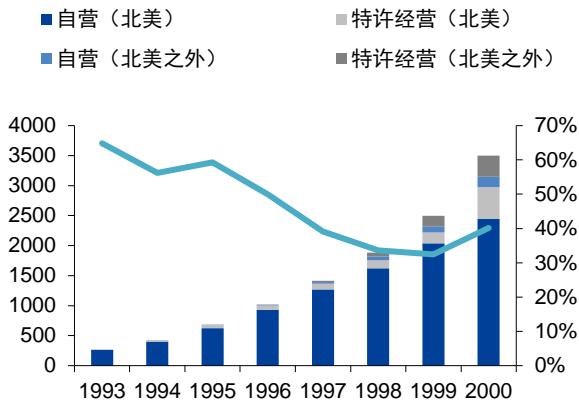
图表 52: 总部费用摊销+毛利率提升下星巴克净利润转正

	1987	1988	1989	1990	1991
收入 (百万美元)	1.3	10.2	19.2	35.4	57.7
原材料及租金成本 (百万美元)	0.7	5.8	10.8	17.3	26.4
占比	53.8%	57.1%	56.2%	48.9%	45.8%
店铺运营成本 (百万美元)	0.3	2.7	5.2	10.5	19.4
占比	26.2%	26.4%	27.2%	29.7%	33.6%
其他运营成本 (百万美元)	0.0	0.4	0.7	1.1	1.5
占比	1.6%	3.6%	3.5%	3.2%	2.6%
折旧及摊销 (百万美元)	0.1	0.6	1.0	1.5	2.5
占比	7.5%	5.8%	5.1%	4.3%	4.4%
管理费用 (百万美元)	0.5	1.4	2.4	4.1	4.9
占比	40.1%	13.2%	12.3%	11.7%	8.5%
营业利润 (百万美元)	-0.4	-0.6	-0.8	0.8	2.9
营业利润率	-29.2%	-6.2%	-4.3%	2.3%	5.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

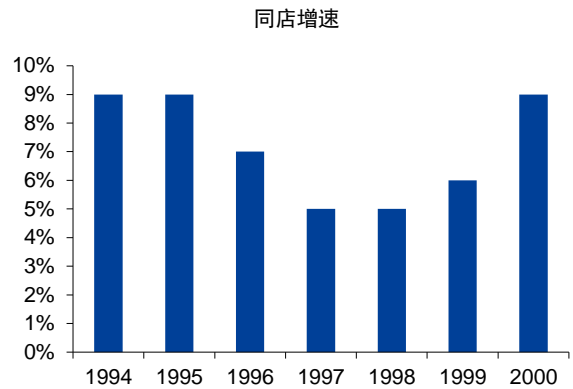
第三阶段: 1992-2000年, 门店全球化加速扩张, 持续构筑公司护城河。1992年星巴克上市, 开启星巴克加速扩张之路。**产品:** 星巴克持续进行产品迭代更新, 1995年上线明星产品星冰乐, 推出即在当年夏季销售中占了11%的份额, 同年星巴克上线星巴克冰淇淋。1996年星巴克于通过与百事成立北美咖啡合作公司, 开始涉足瓶装星巴克饮料的销售。**门店:** 在美国星巴克坚持区域深耕策略, 进入区域时首先在区域内高线城市密集开店提升区域影响力并逐步向低线扩张, 1994年收购 The Coffee Connection 从美国中西部逐步扩张到美国西海岸城市。美国之外, 星巴克陆续进入日本、新加坡、马来西亚、新西兰等城市。**供应链:** 星巴克在门店扩张同时不断投入烘焙工厂覆盖周边门店降低成本的同时保障优质产品, 1993年在 kent 新建烘焙工厂。**发展加盟并全球扩张:** 星巴克最初在机场、酒店等高势能地区发展加盟, 1999年与卡夫达成协议, 开始在超市销售咖啡豆, 加盟模式帮助星巴克进一步增强品牌曝光度。该阶段星巴克收入、净利润复合增速分别为46.3%、46.5%。

图表 53: 星巴克全球门店数量(个)持续高速增长



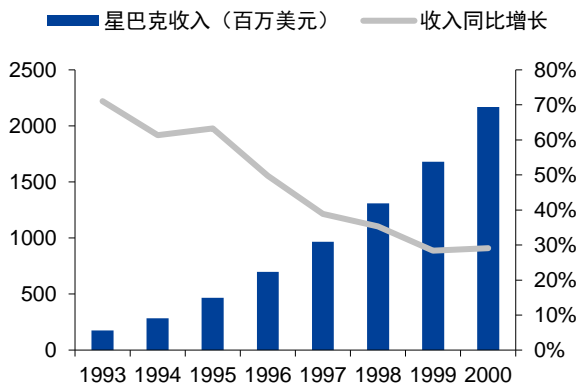
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 54: 星巴克同店持续增长(%)



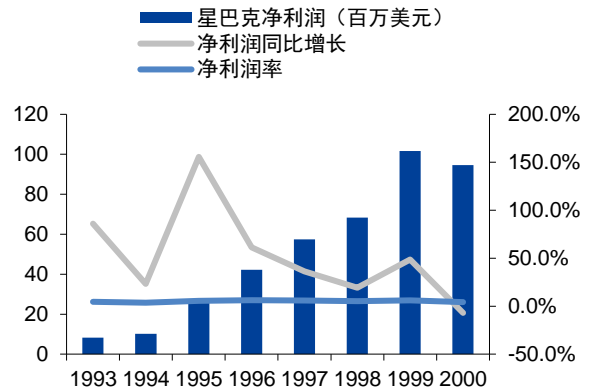
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 该时期星巴克收入(百万美元)维持高速增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

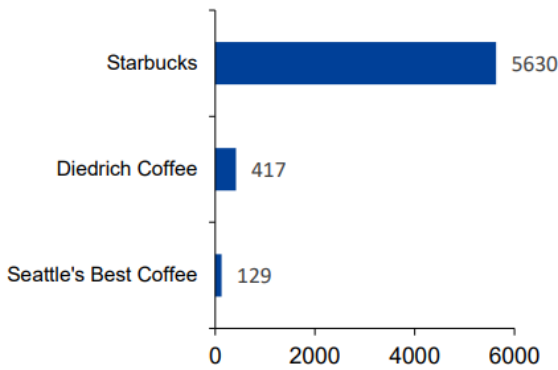
图表 56: 星巴克净利润(百万美元)持续增长, 净利润率维持稳定



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

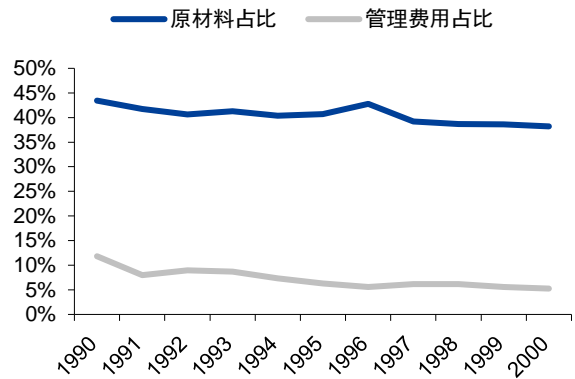
我们认为在该阶段, 星巴克护城河不断加深。从门店数量来看, 星巴克门店从上市之初的 165 家增长至 2000 年的 3501 家, 店铺数量与同时期竞争对手差距拉大。规模效应之下原材料成本占比不断降低; 同时公司管理体系日臻完善, 公司管理费用率亦逐步下行。1992 年至 2000 年, 星巴克原材料成本占比和管理费用率分别由 43.14%、11.65% 下降至 37.92%、5.08%。星巴克品牌效应逐步强化, 对租金议价能力逐步体现, 直营门店租金占比由 1990 年 6.78% 下降至 1995 年的 4.87% (后开始全球扩张, 租金成本上行)。

图表 57: 2003 年星巴克门店数量远超同时期竞争对手



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

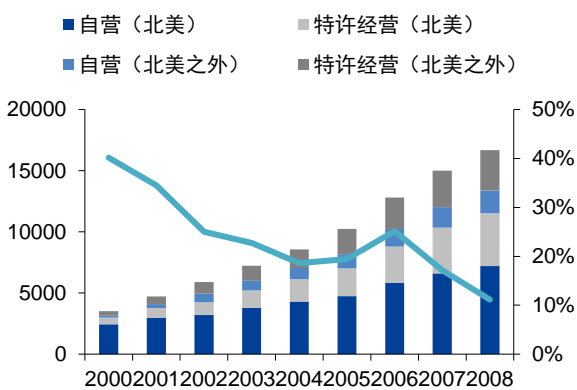
图表 58: 规模效应及规范管理能力下, 星巴克原材料占比、管理费率降低



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

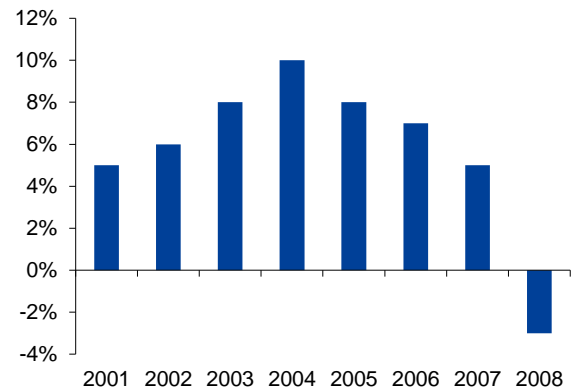
第四阶段: 2000-2008 年 盲目扩张导致各方面表现下降。2000 年, 舒尔茨辞去星巴克总裁兼 CEO, 该阶段星巴克加速扩张步伐, 门店数量翻了 4-5 倍增加到 1.6 万家, 快速扩张损害了星巴克的品牌, 门店忽视对于咖啡师傅的培训以及门店服务和体验, 该时期店铺营运费用 (包含人工、设备等支出) 占比由 2001 年的 32.85% 攀升至 2008 年的 39.06%; 门店数量增加之下老店对新店形成分流压力; 同时 2000 年星巴克开始在门店使用预制咖啡粉制作饮品, 损害咖啡口感, 且在该阶段, 星巴克创新乏力, 新产品集中布局茶饮忽视咖啡, Dunkin' Donuts 等其他品牌凭借产品创新抢占星巴克市场份额。在多方因素综合作用下, 叠加 2008 年金融危机, 星巴克 2008 年收入增速显著放缓, 同店首次出现下滑、净利润腰斩。

图表 59: 星巴克全球门店数量高速扩张



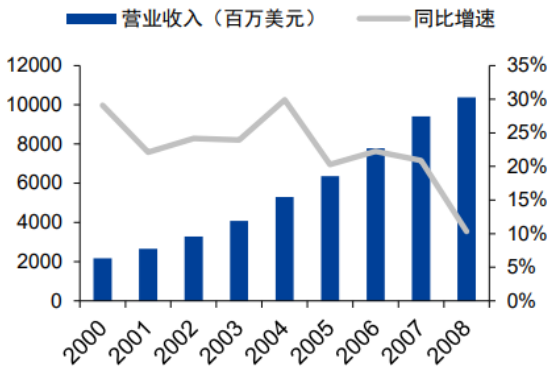
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 60: 星巴克同店增速放缓, 2008 年出现大幅度下滑



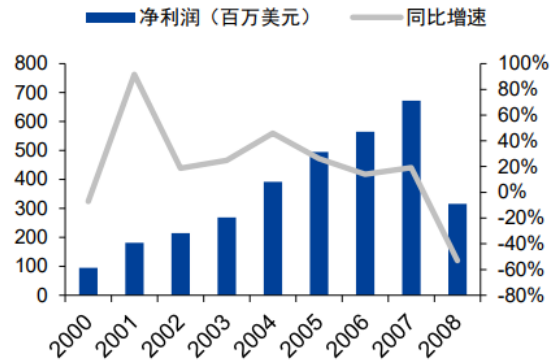
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 61: 2008 年星巴克收入 (百万美元) 增长乏力



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

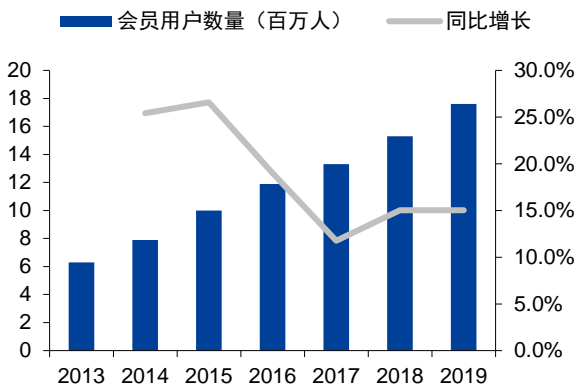
图表 62: 2008 年星巴克净利润 (百万美元) 出现大幅度下滑



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

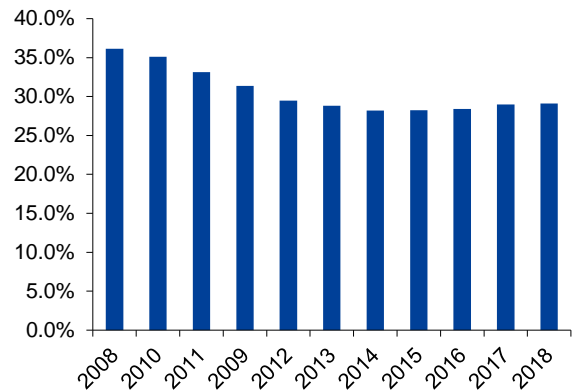
第五阶段: 2009 年至今, 战略调整, 重回霸主地位。2008 年舒尔茨重回星巴克并开始一系列战略调整, 主要包括: ①**注重体验**: 暂时关闭美国所有门店, 开始咖啡师培训项目, 培训 13.5 万名咖啡师, 重新强调店内的第三空间体验; ②**产品及设备更新, 推行成本节省计划**: 推出派克市场烘焙咖啡、VIA 速溶咖啡等新产品; 升级店内全部的咖啡机并推出门店成本节省计划, 提高门店运营效率, 门店营运用率逐步下行; ③**消费者互动和会员体系**: 建立星巴克互动平台 MyStarbucksIdea.com 来收集消费者意见; 推出星巴克回馈卡 (My Starbucks Reward), 消费者可以享受咖啡免费续杯、饮品定制等服务; ④**精简门店**: 关闭北美 600 家门店, 待关闭门店中有 70% 是过去三年内开张的; ⑤**改革供应链系统、通过电视节目、Facebook 等推出商业广告**。在舒尔茨多项措施的共同作用下, 星巴克在金融危机后至今, 收入和净利润始终保持稳健的增长。

图表 63: My Starbucks Reward 会员人数 (百万人) 持续增长



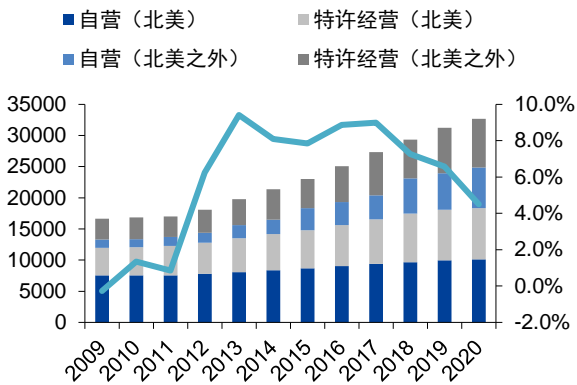
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 64: 星巴克门店营运用率逐步下行



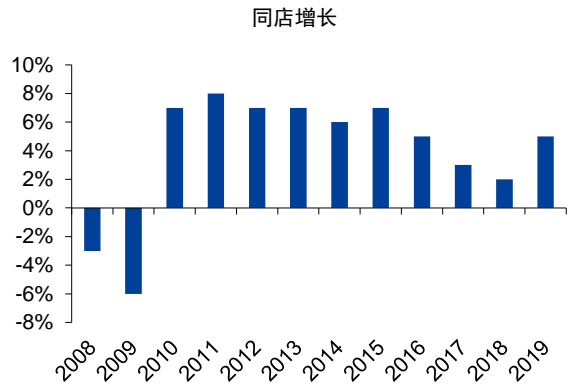
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 65: 2008 年后, 门店数量 (个) 进入稳步增长阶段



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 66: 2010 年同店达到 7% 的正增长后正增长趋势维持



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.1.2 率先展店、形成产品&品牌&供应链&人员等核心竞争力

总结星巴克发展历程, 我们认为星巴克乘行业发展之势, 率在全国范围内展店, 在过程中夯实产品、品牌、供应链、人员等核心竞争力, 逐步发展成为全球现制饮品巨头, 具体来看:

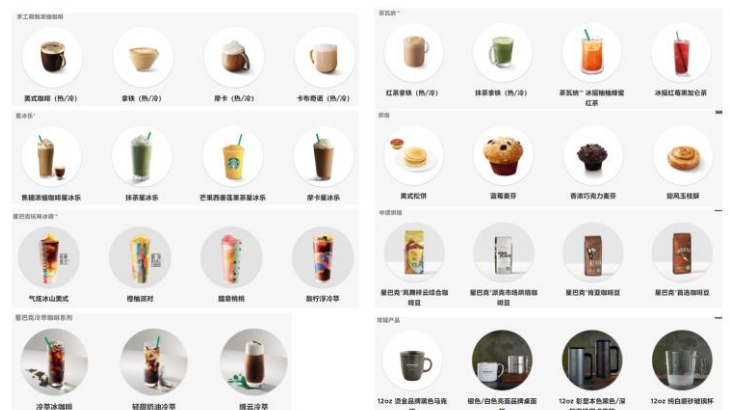
产品: 产品决定品牌调性, 是现制饮品崛起之基础。星巴克首先升级优质原料、定位精品, 并持续进行产品的更新迭代。星巴克创立早期, 率先优选阿拉比卡咖啡豆, 烘焙达到两小时, 这种烘焙方式会造成 20%-23% 损耗, 而其他烘焙方式损耗在 14% 左右。且一旦咖啡包装打开, 咖啡只能售卖七天, 超时公司便将咖啡豆捐献给慈善机构。保障品质的同时, 星巴克持续推新并不断迭代, 保证产品生命力。以咖啡豆为例, 星巴克不断研发新的烘焙方法并推出多种咖啡豆产品; 1995 年, 星巴克推出星冰乐, 推出当年即占当年夏季产品销量的 11%, 成为公司明星单品, 此后公司不断开发新口味的星冰乐产品。目前, 星巴克形成了以咖啡为主、覆盖茶饮、烘焙的完善产品矩阵。根据统计, 2020 年星巴克在中国的上新频率约为 1.5 周/次, 经典产品+持续创新为星巴克同店持续增长提供重要动力。

图表 67: 星冰乐自推出以来持续更新



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 68: 目前星巴克已经形成包括咖啡、茶饮、烘焙、周边产品矩阵



资料来源: 星巴克官网, 国盛证券研究所

品牌: 产品基础上的深厚护城河。①现制饮品为到店消费, 是现制饮品传递品牌理念的重要渠道, 星巴克全方位打造第三空间。星巴克注重门店体验, 吸引忠诚消费群体。星

巴克通过店员和顾客的交流，营造轻松而又平等友好的社交氛围，培训店员要具备深厚的咖啡知识，从而教育消费者星巴克的咖啡与其他咖啡的不同并提供良好的服务体验。星巴克采用引人注目而风格统一的店铺装修，有助于消费者对于店铺文化形成统一的印象且星巴克店内音乐亦为精心挑选，全方位塑造消费体验。②**零售和周边产品更广泛触达消费者。**星巴克早期即开发星巴克冰淇淋、星巴克罐装咖啡等零售产品，通过零售渠道触达更多消费者，为星巴克降低了营销成本，增加曝光度和关注度。根据《Starbucks: Delivering Customer Service》，2000年公司非门店渠道收入占比仅为15.9%，但40%的星巴克顾客在第一次门店消费之前就通过非门店渠道购买过星巴克的产品。

门店扩张：快速展店抢占心智，门店策略是重要竞争力。星巴克发展早期快速展店，占领消费者心智，门店选址策略日渐完善。在星巴克发展早期，高端现制咖啡行业刚刚起步，星巴克从高线城市切入，率先进行全国扩张，抢占消费者心智、建立先发优势。门店策略对于对于星巴克等连锁零售商具有重大影响，星巴克在发展过程中逐步形成完善的**门店扩张策略**。星巴克成立早期，所有门店均由舒尔茨亲自选址。1889年，雇佣房产经纪人伊夫斯·密萨依与舒尔茨共同进行店铺选址，随后，公司成立了统一的店面开发机构。在最初发展的1000家店中，只有2家因为选址不当关门。1992年，公司重新梳理物业开发策略，基于人口测算和对于运作效能的平均水平的分析提出三年扩展计划，每个地区瞄准大城市为中心，在中心市场内设立旗舰店，同时公司创意部门根据每个城市风格设计出具有当地特点的店铺。目前，星巴克已经形成了极为完善的门店选址策略。在进入新区域时首先以区域GDP、社零消费等多维度指定3-5年开店计划，细化到商区日均客流量、捕获率等指标计算各个商区所开门店的ROI。

图表 69: 星巴克发展早期迅速进行门店扩张



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

供应链：保障成本优势，优质、稳定产品的长期核心竞争力。星巴克上游把控咖啡豆质量，持续提升物流效率。星巴克为保障产品品质，始终掌控从筛选、烘焙到销售咖啡豆的全过程，垂直整合构成其重要的竞争力。2004年星巴克推出道德采购计划，在全球寻找高质量的咖啡豆并建立健康的采购链条，保证当地咖啡农利益并且维护当地生态。2009年星巴克重新组织供应链，一个烘焙厂仅负责周边一定距离店面（类似中央厨房的形式），增强配送可靠度，改革后供应链可靠性提高90%。目前，星巴克已经建立起覆盖拉丁美洲、非洲、亚洲等产地的统一供应链，通过对供应商实试完整的评量系统并借助大数据进行供应商及库存管理。从原产地种植开始的原材料把控保障了产品质量，持续的供应链改革降本增效，是星巴克竞争力的重要一环。

图表 70: 星巴克完善的供应链体系



资料来源: 公开资料, 国盛证券研究所

人员管理: 现制饮品门店员工数量庞大, 人员管理是重要能力。在发展历程中, 星巴克以人为核心, 发展“伙伴”精神, 形成统一的文化氛围, 人员流动率显著低于同行。星巴克是全美最早给全体员工提供医疗保险的公司之一, 1988年, 星巴克开始向所有全职和兼职员工提供完备的医疗健康保险。1991年, 星巴克推出咖啡豆激励计划, 包括每周兼职工作 20 小时以上的员工, 都有机会持有星巴克的咖啡豆股票 (Bean Stock), 并享受一系列的薪酬福利项目。星巴克对于员工的关怀延续至今, 2017年宣布为两年以上员工的父母提供重疾保险。同时星巴克始终重视对于员工的培训, 新员工首月至少接受包含店内技能及公司文化的 24 小时培训; 星巴克在中国还成立星巴克大学, 为员工提供持续学习平台。

图表 71: 星巴克奉行伙伴文化, 提供全面薪酬体系和培训机制

<p>伙伴文化</p> <p>有一个机会成为星巴克的伙伴</p> <p>我们的使命</p> <p>激发并孕育人文精神——每人、每杯、每个社区</p> <p>伙伴同行</p> <ul style="list-style-type: none"> 在星巴克, 我们称彼此为伙伴, 伙伴们一起共享在星巴克的无限机会, 伙伴们一起实现更多、成就更多 在星巴克, 连接更广阔的世界、做最好的自己、成就非凡事业, 让每一天都充满意义地连接彼此、成就自己 	<p>咖啡文化</p> <ul style="list-style-type: none"> 星巴克的咖啡文化不仅是延续传统传播咖啡文化, 还传递情感联系 始于对咖啡的热爱, 星巴克从西雅图出发到如今遍布世界各地, 让更多的人享受到高品质的咖啡 同样始于对咖啡的热爱, 星巴克伙伴们从祖国各地汇聚在门店, 将这份咖啡之爱传递到更广阔的天地 星巴克提供了诸多机会让伙伴们得以提高咖啡技能, 围裙的不同颜色代表从咖啡探索者到咖啡公使的不同咖啡技能等级 	<p>全面薪酬</p> <p>我们的伙伴无论全职还是兼职 (每周20小时或以上), 都可以享受一系列的薪酬福利项目。根据工作职位和个人情况的不同, 伙伴的全面薪酬福利包括:</p> <ul style="list-style-type: none"> 不断增长的薪资 额外的人寿保险 医疗保险 股票期权 (咖啡豆股票) 助房津贴计划 咖啡星享假期 父母关爱计划 管理奖金计划 咖啡饮料伙伴券 	<p>星巴克大学 伙伴们的专属咖啡大学</p> <ul style="list-style-type: none"> 星巴克中国大学 (Starbucks China University) 为伙伴们设计了个性化的学习与发展道路 希望通过这些努力, 与每一个星巴克伙伴分享每一个机会的乐趣, 迎接每一个机会的挑战 作为星巴克伙伴, 你可以在SCU选择不同的课程进行学习, 打造你在关键领域的专业能力, 你的每一次学习都将向你想要的未来更进一步 <ul style="list-style-type: none"> 零售学院 领导力学院 咖啡与文化学院 专业职能学院
---	--	---	---

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

对标我国: 我国现制茶饮起源于街头奶茶时代, 具备现制茶饮消费习惯, 是高端现制茶饮发展的消费基础, 在喜茶、奈雪产品创新的带动下, 现制茶饮高端赛道近年来高速发展。高端现制茶饮品牌与星巴克对标, 我们认为高端现制茶饮以产品为核心和基础, 发展前期需要进行快速布局和扩张确保领先地位、培育消费习惯, 过程中通过门店体验、营销等方式建立品牌壁垒, 同时不断完善供应链及数字化建设, 实现降本增效, 打造综合竞争实力。

3.2 对标星巴克, 奈雪产品、品牌、门店策略、供应链先发优势凸显

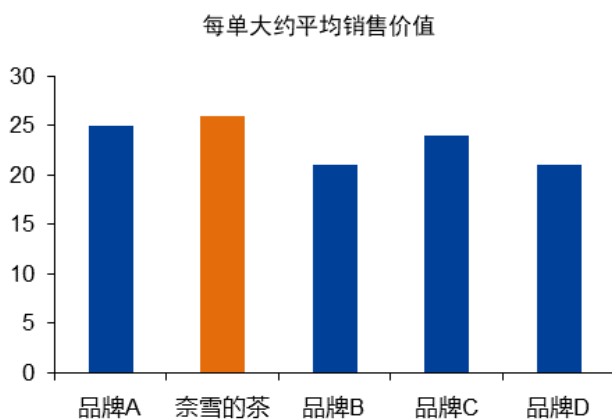
3.2.1 茶饮+欧包产品矩阵，质量严格把控，产品持续更新

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，构建产品差异化，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、目前奈雪的茶客单价达到43元，在高端茶饮行业领先于竞争对手，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。

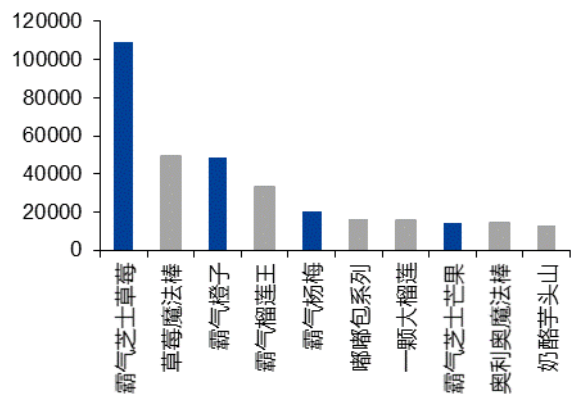
目前已经形成较为完善的产品布局。在茶饮领域，奈雪的茶产品覆盖经典茶饮和季节性茶饮，其中经典茶饮为公司爆款系列，是公司产品的基础，2020年，三大畅销经典霸气芝士草莓、霸气橙子、霸气芝士葡萄售出超过2180万杯，共贡献现制茶饮总销售额的27.6%。此外，奈雪的茶在当月推出当季新品来更新饮品菜单，并相继推出宝藏鲜奶茶、气泡茶等创新品类。在手工烘焙产品方面，公司以欧包为基础，不断丰富烘焙产品线，提供超过25种手工烘焙产品组成的核心菜单。烘焙为门店销售重要引流点且有助于公司形成差异化竞争力。此外，公司推出伴手礼及零售产品，品牌效应赋能其他产品下不断拓展产品矩阵，包括茶礼盒、零食及节日限定。

图表 72: 奈雪的茶客单价(元)高于高端茶饮行业其他品牌



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表 73: 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

推新能力强: 横向拓展产品类别, 纵向围绕某一产品类别持续进行口味更新; 每款产品持续优化、爆款打造能力极强。以公司最主要茶饮产品为例, 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30次以上。横向来看, 奈雪在霸气鲜果茶基础上不断扩展产品类别, 分别于2019年及2020年上新宝藏鲜奶茶以及噗嗤鲜果茶。纵向来看: 公司在同一系列持续加深布局, 占领消费者心智。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。单个产品来看, 公司爆款打造能力极强, 如奈雪2021年3月上线霸气玉油柑, 选取小众水果, 以小众水果油柑作为切入点吸引眼球, 以每瓶含66颗油柑初榨原汁, 口感“3秒微涩, 5秒回甘”, 强调品质, 上市后不断通过丰富口味+推出联名等多种方式保持产品生命力。目前, 油柑产品销量在茶饮产品中在占比达到20%以上, 爆款效应凸显。

图表 74: 奈雪横向拓展产品类别, 纵向围绕某一产品持续进行口味更新, 产品持续更新保持爆款效应



资料来源: 奈雪的茶官方公众号, 国盛证券研究所

图表 75: 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 噗嗤柠檬气泡茶 霸气芝士水蜜桃 噗嗤水蜜桃气泡茶	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。

3.2.2 聚焦社交空间打造，多种方式树立品牌知名度，品牌差异化形象建立

奈雪致力于通过品牌理念传递，通过第三空间概念打造店铺温馨氛围，根据我们的消费者调研，奈雪已经形成差异化的用户群体；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，不断扩大会员规模；并通过会员运营进行会员留存，提高会员活跃度。在奈雪持续的品牌建设下，公司会员人数持续增长，品牌知名度和消费者认知逐渐强化。

门店主打社交空间概念，店铺考核制度完善，顾客满意度为首要标准。奈雪的茶门店面积介于180-350 m²之间，强调休闲社交消费场景，每家门店都与国内外众多设计师联手打造，突出简约、明亮、时尚的空间格调，基调统一，打造温馨的社交空间理念。且大部分门店战略性开设于高客流量区域，为吸引消费者的天然品牌宣传途径。2020年6月，奈雪在全国范围内推出以顾客满意度为首要考核指标的A计划，其中客户满意度为目前店铺考核最重要的指标（细分指标包括客户评论、订单制作时间、内部审核），评分占比达到65%，其次才为销售目标达成，评分占比为20%。

图表 76: 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 77: 奈雪的茶门店考核以客户满意度作为首要标准

门店考核指标	具体细分标准
客户满意度 (65)	客户评论 订单制作时间 内部审核
销售目标达成情况 (20)	
店员管理 (20)	员工保留 员工效率 店员数量 员工发展
成本控制及管理 (15)	

资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

社交空间和温馨氛围吸引差异化用户群体, 根据门店调研, 30-40岁家庭消费为奈雪重要消费群体。①年龄: 奈雪消费群体年龄整体高于喜茶, 对比各个店铺类型的年龄阶段, 喜茶的用户年龄群体明显更加年轻, 喜茶标准店与Go店20-30岁消费群体占比都在六成以上; 对比之下, 奈雪的用户30-40岁成为主流消费群体, 占比在达到五成左右。②消费群体: 奈雪店铺消费群体中, 一家人、带小孩类的消费群体占比在周末显著高于喜茶。结合消费群体及年龄对比来看, 我们认为目前奈雪其温馨第三空间概念帮助其吸引到家庭消费者等差异化用户群体, 品牌差异化形象逐步形成。

图表 78: 独自一人为工作日常态, 情侣家庭类型消费者周末显著增加, 喜茶Go店独自一人消费者占比显著较高(按人数计)(仅为调研部分门店)

	状态			
	独自一人	情侣/夫妻	三五好友	家人/带小孩
奈雪 PRO 平时 (人数)	28	4	11	6
占比 (%)	57.1%	8.2%	22.4%	12.2%
奈雪 PRO 周末 (人数)	38	35	10	30
占比 (%)	33.6%	31.0%	8.8%	26.5%
奈雪标准平时 (人数)	29	12	8	2
占比 (%)	56.9%	23.5%	15.7%	3.9%
奈雪标准周末 (人数)	47	33	28	29
占比 (%)	34.3%	24.1%	20.4%	21.2%
喜茶标准平时 (人数)	76	19	42	6
占比 (%)	53.1%	13.3%	29.4%	4.2%
喜茶标准周末 (人数)	38	68	30	18
占比 (%)	24.7%	44.2%	19.5%	11.7%
喜茶 Go 平时 (人数)	59	9	15	7
占比 (%)	65.6%	10.0%	16.7%	7.8%
喜茶 Go 周末 (人数)	60	28	23	9
占比 (%)	50.0%	23.3%	19.2%	7.5%

资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

品牌通过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。

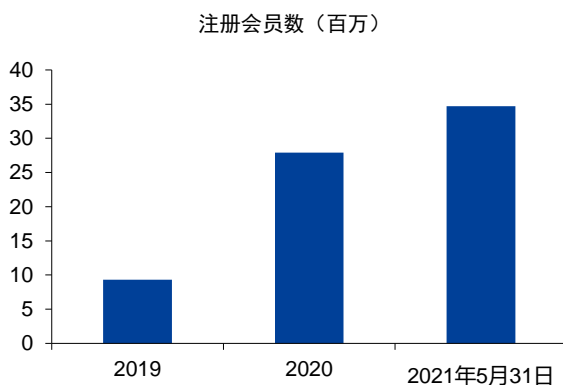
图表 79: 2020年, 奈雪与多个品牌进行合作, 多样化联名活动吸引消费者兴趣

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

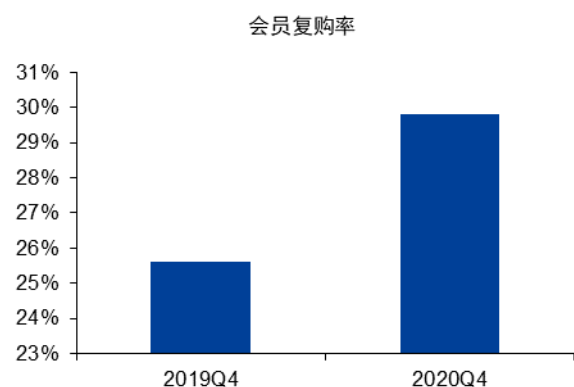
会员体系初步形成, 会员人数持续增长。 2019年9月, 奈雪推出奈雪的茶会员体系, 目前奈雪会员主要为免费会员体系, 根据消费金额积累成长值, 享受外卖券、现金券等权益; 同时奈雪拥有储值卡消费形式, 根据充值金额可获得现金券、半价券等赠品。在品牌影响力增强、门店扩张等因素催化下, 奈雪会员数量迅速增长, 截至2021年5月, 公司注册会员人数达到三千五百万名。2020年, 公司奈雪的茶订单总数中49%来自会员体系。活跃会员人数由2019年第四季度的两百万名增至2020年第四季度的五百八十万名。2020Q4, 29.8%的活跃会员为复购会员, 高于行业平均水平。

图表 80: 奈雪的茶注册会员数稳步增长, 达到三千五百万人



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

图表 81: 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

3.2.3 多店型策略，门店扩张先发优势凸显

现制饮品是到店消费、涉及消费习惯培育，门店组合及扩张是重要策略。星巴克在发展早期面对来自其他区域的竞争对手其重要门店策略之一即为门店的多元化快速扩张，我们认为门店多店型布局及扩张对于现制饮品的发展具有重要作用，主要系：①现制饮品需要培育消费者的消费习惯，而门店是触达消费者的最好方式，根据我们的问卷调研，门店扩张成为驱动消费者消费现制茶饮的重要因素；②门店是现制饮品品牌与消费者传递品牌理念的重要途径，扮演着品牌宣传的作用，多店型扩张是品牌宣传和触达消费者的重要途径。③高端现制饮品多分布在高势能区域，优质点位有限，门店快速扩张构成高端现制饮品的先发优势。

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。

奈雪的茶标准店：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。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。截至2020年，在中国主要城市合计经营20间奈雪 Bla Bla Bar。

奈雪 PRO 茶饮店：奈雪于2020年11月推出奈雪 PRO 门店，其店铺面积介于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 82: 奈雪的茶各类店型覆盖全面，传递品牌理念



资料来源：奈雪的茶官网，国盛证券研究所

门店扩张：奈雪的茶以深圳为大本营，较早进行全国化布局，占领高线城市高势能区域。奈雪的茶以深圳为大本营，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5月31日，奈雪的茶共拥有556家门店，覆盖66个城市，为国内高端现制茶饮覆盖范围最广的公司。现制茶饮本质上为到店消费，门店是触达消费者最为重要的方式且有助于抢占消费者心智。奈雪作为最早进行全国化布局的品牌，门店布局上具备较强的先发优势。目前奈雪的茶门店主要分布于二线及以上城市，截至2021年5月31日，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192家/193家/135家/36家，分别占比34.5%/34.7%/24.3%/6.5%。

图表 86: 奈雪标准店模型较为优质但仍存优化空间

奈雪标准门店				
日均单量	620	面积 (m ²)	250 m ²	
客单价 (元)	43	初始投资 (万元)	185 万元	
年营收 (万元)	973			
坪效 (万元/m ² /年)	3.9			
人效 (万元/人/年)	37.4			
毛利率 (%)	63%			
员工费用率 (%)	18%	员工人数	26	月工资 (元) 5500
租金费用率 (%)	14%			
其他				
水电费用率 (%)	2.5%			
折旧摊销 (%)	3.8%			
低值易耗品 (%)	3.0%			
配送费用率 (%)	3.0%			
经营利润率 (%)	19.1%			

资料来源: 国盛证券研究所 (仅为调研部分门店)

3.2.4 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。设立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。于 2020 年, 公司与超过 250 家知名原材料供应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。2018-2020 年, 公司前五大供应商采购金额占比分别为 28.0%、23.8%、23.8%, 不存在对于单一供应商过分依赖的情况。

图表 87: 2020 年奈雪前五五大供应商采购金额合计占比为 23.8%

	所提供产品	开始业务年份	采购额 (百万)	占总采购额百分比
遵道	包装材料	2018	94.4	7.90%
供应商 A	乳制品	2017	67.7	6.50%
供应商 F	果糖及面粉	2017	44.3	3.70%
供应商 H	乳制品	2019	42.7	3.60%
供应商 D	包装材料	2017	36	3.00%

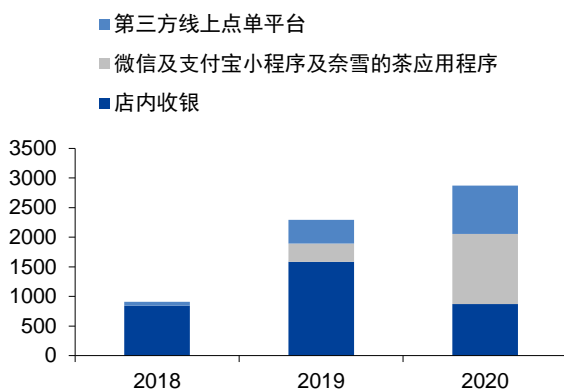
资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

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。

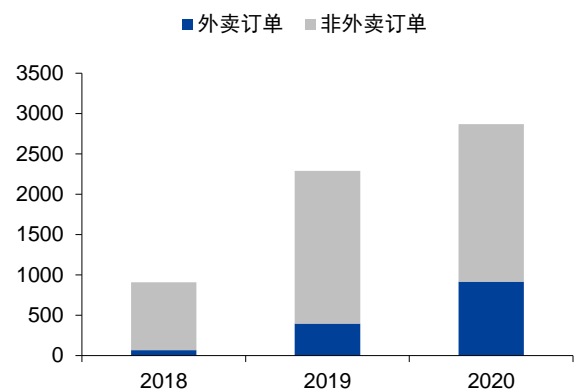
数字化发展下渠道持续多元化。受到疫情影响及公司持续布局小程序等点单渠道，2020年，公司微信及支付宝小程序销售收入占比为 41.2%，占比持续攀升，店内收银占比为 30.4%，第三方线上点单平台销售收入占比为 41.2%（包括自提订单）。同时，外卖作为重要渠道帮助公司扩大触达消费群体，2018-2020 年，奈雪门店外卖订单销售收入占比由 7.5%逐步攀升至 31.9%。公司数字化发展下，信息系统能够整合线上及线下交易信息，积累消费者数据，利用多渠道数据来针对性进行产品设计、营销推广。

图表 88: 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 89: 奈雪的茶外卖销售（百万）占比持续提升



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。

3.3 新店型助力扩张，高线城市保守千店空间，同店有望企稳

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 店型①移除现制烘焙区域，精简人员和缩小占地面积，预制烘焙产品不需排烟，减少对于门店选址限制；②增加咖啡、新零售产品，丰富产品线和消费场景来延长消费时间；③选址上除购物中心外，亦布局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。有利于进行高线城市加密布局。

图表 90: 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 (万元)	185 万元	125 万元
平均人数	22	13
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 5 月 31 日)	493	60
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

PRO 店降本增效, 单店模型相对于标准店更为优质。奈雪标准店由于门店配备现制烘焙区域, 对于人员及门店面积的高要求使其人员费用率相对高企, 门店经营利润率约为 20%。同时, 由于现制烘焙区域对于排烟等有要求, 一定程度上限制门店扩张; 对比之下, 奈雪 PRO 店型由于取消现制烘焙区域、缩小门店面积, 在员工费用上有明显节省, 且根据我们调研, 奈雪 PRO 商场店能够做到标准店 80%-90% 营业额, 人效较高, 奈雪 PRO 商场店门店利润率能够达到约 25%; 奈雪 PRO 写字楼店在主要营业额为工作日的背景下年收入约为 500-600 万元, 但同时对于人员上的大幅节省使其门店经营利润率维持在合理水平, 看好奈雪 PRO 新店型助力公司高线城市于写字楼、社区等区域进行加密布局。

图表 91: 标准店模式较重, PRO 店型单店表现更加优质

奈雪标准店				奈雪 PRO 店 (商场店)			
日均单量	620	面积	250 m ²	日均单量	550	面积 (m ²)	150 m ²
客单价 (元)	43	初始投资	185 万元	客单价 (元)	43	初始投资	125 万元
年营收 (万元)	973	回收期	12-18 月	年营收 (万元)	863.2		
坪效 (万元/m ² /年)	3.9			坪效 (万元/m ² /年)	4.3		
毛利率 (%)	63%			毛利率 (%)	63%		
员工费用率 (%)	18%	员工数	26	员工费用率 (%)	15%	员工数	20
租金费用率 (%)	14%	月工资	5500	租金费用率 (%)	12%	月工资	5500
其他				其他			
水电费用率 (%)	2.5%			水电费用率 (%)	2.5%		
装修折旧摊销 (%)	3.8%			装修折旧摊销 (%)	2.9%		
配送费用率 (%)	3.0%			配送费用率 (%)	3.0%		
低值易耗品 (%)	3.0%			低值易耗品 (%)	3.0%		
门店经营利润率 (%)	19.1%			门店经营利润率 (%)	24.3%		

资料来源: 国盛证券研究所 (仅为调研部分门店)

图表 92: 奈雪 Pro 写字楼店人员节省, 门店经营利润率维持在合理水平

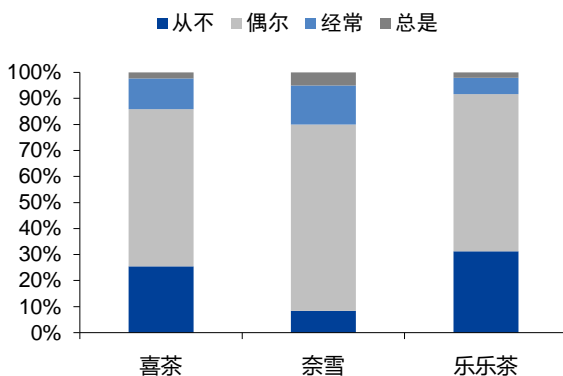
奈雪 PRO 门店 (写字楼)

日均单量	336	面积	150 m ²
客单价 (元)	43	初始投资 (万元)	125 万元
年营收 (万元)	527		
坪效 (万元/m ² /年)	2.6		
毛利率 (%)	63%		
员工费用率 (%)	16.3%	员工人数	13
租金费用率 (%)	12.0%	月工资	5500
其他			
水电费用率 (%)	2.5%		
折旧摊销 (%)	4.7%		
低值易耗品等 (%)	3.0%		
配送费用率 (%)	3.0%		
经营利润率 (%)	21.5%		

资料来源: 国盛证券研究所 (仅为调研部分门店)

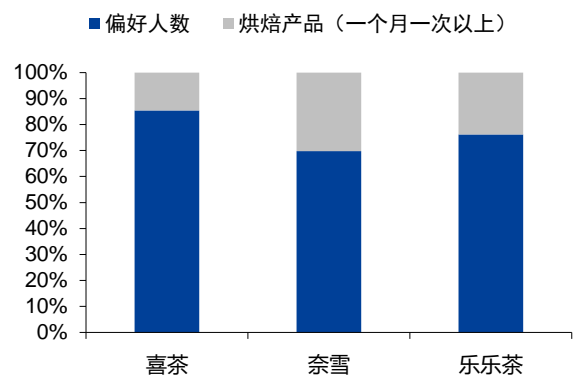
第三空间及烘焙双产品线差异化印象融入奈雪品牌文化, 奈雪 PRO 店是成功商业模式探索。根据我们的消费者调研结果来看, 偏好奈雪的消费者中对于堂食需求高于其他品牌, 且形成较高烘焙购买频次的消费者占比更多, 一定程度说明奈雪门店双产品线形成差异化、第三空间定位打造有一定成效, 但大店模式、烘焙双产品线对于单量以及费用控制能力有较高要求。在此背景下, 奈雪通过推出 PRO 店型来在保留差异化品牌形象的同时提高效率。目前, 奈雪 PRO 商场店在能够达到标准店收入的同时提高效率, 初步来看新店型保留品牌基因并降本增效, 是较为成功的商业模式探索。

图表 93: 奈雪堂食需求高于其他品牌



资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

图表 94: 偏好奈雪的消费者中烘焙产品购买频次较高



资料来源: 草根调研, 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、选择目前门店密度较大的深圳门店密度 (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城市拓店空间为 596 家。新一线城市及二线城市中, 我们以深圳门店密度为基础, 同时根据人均 GDP 进行调整,

计算出新一线及二线城市门店空间分别为 803/922 家。高线城市合计门店空间为 2321 家。截至 2020 年 5 月，奈雪于高线城市门店数量为 556 家，保守估计奈雪在高线城市拥有约 1765 家门店空间。上市后，奈雪计划于 2021/2022/2023 年主要在一线城市及新一线城市分别开设 300 间、350 间、350 间或以上以上奈雪的茶茶饮店，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。

$$\text{门店数量} = \text{深圳门店密度} * \left(\frac{\text{当地人均GDP}}{\text{深圳人均GDP}} \right)$$

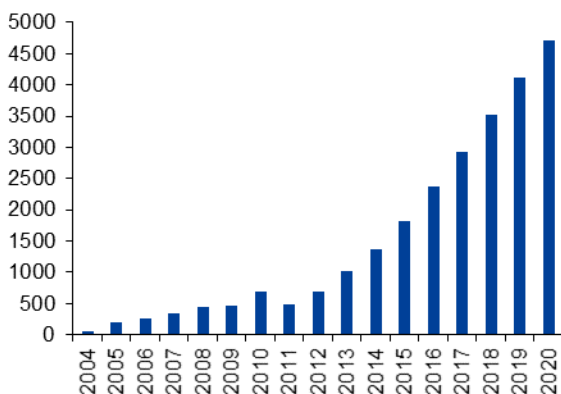
图表 95: 奈雪的茶拓店空间测算

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	30	64	36	404	1.4	3.0	1.7	18.8
上海	2428.14	42	104	10	876	1.7	4.3	0.4	36.1
广州	1530.59	34	73	2	219	2.2	4.8	0.1	14.3
深圳	1343.88	104	108	0	232	7.7	8.0	0.0	17.3
合计	7456.21	210	349	48	1731				

资料来源: 极海数据, 国盛证券研究所

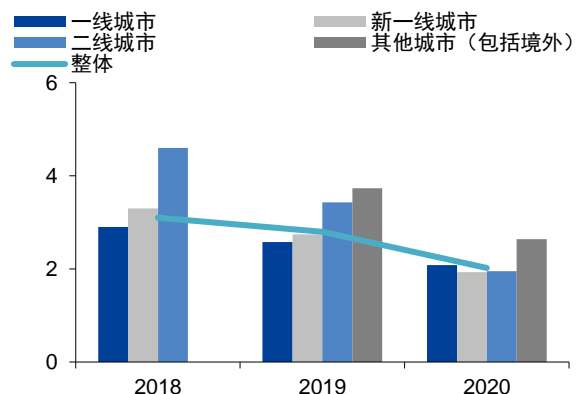
更长期看，高线城市加密，低线城市扩张空间广阔。奈雪的茶对标星巴克，打造第三社交空间，且奈雪的茶客单价与星巴克类似。奈雪 PRO 轻捷店型打造商务休闲场景有利于其进一步拓店和下沉。更长期看，奈雪等头部高端茶饮品牌门店数量可对标星巴克，高线城市可继续加密，低线城市扩张空间广阔。根据窄门餐眼数据，目前星巴克已进入 145 个三线及以下城市，对比之下，奈雪仅进入 14 个三线及以下城市，按每个三线及以下城市平均拓店 2 家，奈雪在低线城市仍有 290 家门店空间。目前奈雪在三线及以下城市门店单线销售表现良好，奈雪品牌效应得到进一步验证，在奈雪品牌效应持续输出，供应链逐步完善，低线城市消费升级的推动下，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

图表 96: 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 97: 奈雪的其他城市日均销售额 (万元) 表现乐观

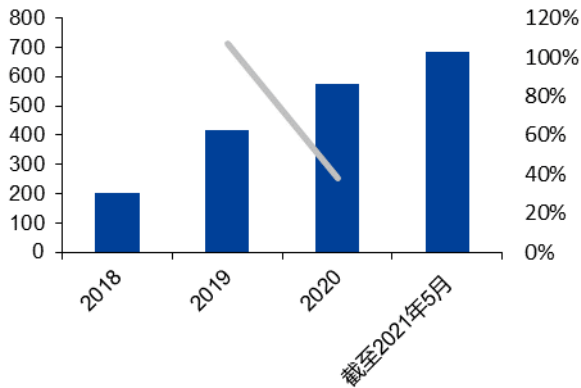


资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

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，公司经营活动所得现金净额分别为 2.0 亿元、4.2 亿元、5.7 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、5.0 亿元。公司未来拓店资本支出资金主要来自于

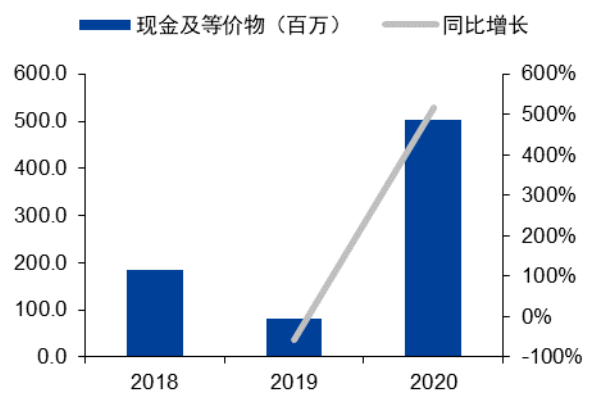
①现有资金结余;②上市募资;③未来经营所得现金。根据公司拓店计划,预计2021/2022年资本开支分别为4.2亿元/4.9亿元,从公司现有资金和上市募集来看,公司2021/2022年短期资本支出可得到保障,长期随公司净利润增长,公司新开门店现金流可得到保障。

图表 98: 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

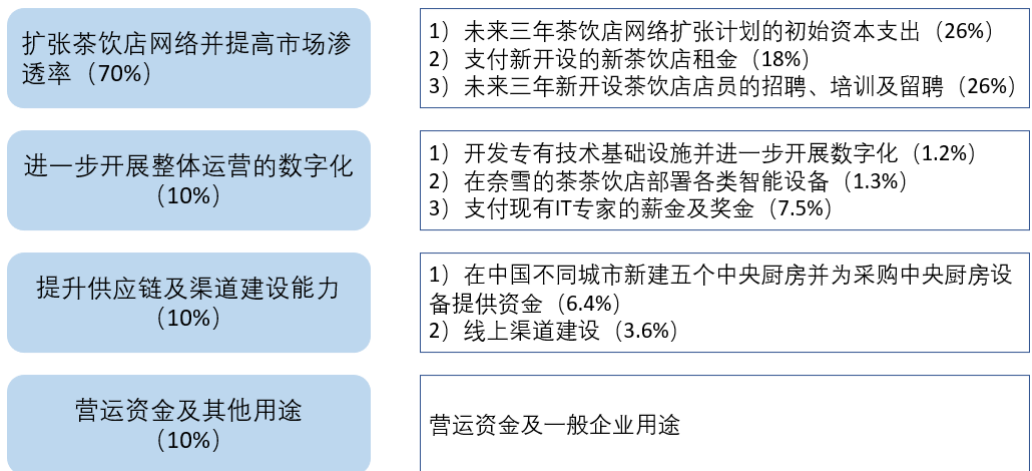
图表 99: 2020年公司现金及等价物(百万元)增长明显



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

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 100: 奈雪的茶上市募集资金主要用途



资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

4、盈利预测及估值

营业收入预测

- 1) 展店数量预测。根据公司计划，2021、2022、2023年主要在一线及新一线城市分别开设300间、350间、350间或以上以上奈雪的茶茶饮店，其中70%为奈雪PRO茶饮店。即2021/2022/2023年新开奈雪的茶标准店门店数量分别为90/105/105家，奈雪的茶PRO店门店数量分别为210/245/245家。
- 2) 同店预测。随公司高线城市持续加密布局，预测奈雪的茶标准店平均门店销售额有所下降；预测奈雪的茶PRO门店由于布局等限制，门店平均销售额低于奈雪的茶标准门店。
- 3) 假设店铺拓张在一年内平均分布，新店收入参考招股书20年开业门店单店销售额。
- 4) 关店数预测。假设2021/2022/2023年奈雪的茶标准店关店数量分别为10/12/14家，奈雪PRO2022/2023年关店数量分别为4/9家。

成本及费用率预测

- 1) 毛利率：2018、2019、2020年材料成本占收益比重分别为35.3%、36.6%、33.2%（2020年去除一次性免征销增值税）；未来公司将持续整合供应链、规模效应下上游采购成本占比降低，进行有效存货管理并控制损耗，预计未来公司毛利率稳中提升。

2) 其他费用率

①租金费用率：公司使用权资产折旧以及其他租金开支综合占比由2018年的16.1%下降至2019年的14.7%。公司新店奈雪PRO主要分布于居民区、办公楼；同时公司品牌势能进一步显现，对购物中心等开始呈现引流作用，预计未来租金成本将有所优化。

②人工费用率：

总部员工：早期于总部做出大额初始投资，如①建设强大的IT基础设施；②为全国扩张建立人才库；③优化内部组织架构。如IT基础设施成本2018、2019、2020年分别为410、1230、4640万元。未来将会减少总部层面产生的成本即开支提高规模经济效益。店面员工：2018年店面员工成本占比23.9%，下降至2020年占比22.8%。未来，①自动化及优化运营；②店员效率和成熟的培训体系；③现有奈雪PRO员工数量为13，标准店平均为22，预计未来员工成本在总部及店面共同作用下逐步降低。

③随着公司持续进行店铺数字化建设，标准化店铺运营流程、赋能供应链，预计后续能耗、物流仓储费用等占比持续略有优化。

综合来看，我们预测公司2021/2022/2023年实现收入50.9/68.2/86.1亿元，分别同比增长66.4%/34.2%/26.2%。2021/2022/2023年归母净利润（亏损）分别为6988万元/2.4亿元/5.6亿元。

图表 101: 奈雪的茶盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	2501.5	3057.2	5086.8	6824.4	8610.8
同比增长(%)	130.2%	22.2%	66.4%	34.2%	26.2%
奈雪的茶标准门店					
期初数量(个)	155	327	499	586	679.28
新开数量(个)	173	172	90	105	105
关闭数量(个)	1	8	10	12	14
期末数量(个)	327	491	579	679	771
成熟店铺数量(个)	155	323	494	582	675
成熟店铺平均销售收入(百万)	11.4	8.2	8.5	8.2	8.0
同比	-4%	-27.8%	3%	-3%	-3%
成熟店铺总收入(百万)	1761	2658	4199	4799	5396
新开店单店平均收入(百万)	3.0	1.2	2.4	2.2	2.2
新开店总收入(百万)	530	213	219	230	230
奈雪的茶标准店收入(百万)	2291	2871	4418	5030	5627
奈雪 pro					
期初数量(个)		0	2	212	453
新开数量(个)		2	210	245	245
关闭数量(个)				4	9
期末数量(个)		2	212	453	689
成熟店铺数量(个)		0	2	211	450
成熟店铺平均销售收入(百万)		5.0	5.0	5.0	5.0
同比			0%	0%	0%
成熟店铺总收入(百万)			10	1053	2249
新开店单店平均收入		2.50	2.50	2.50	2.50
新开店总收入(百万)		5	525	613	613
奈雪的茶 PRO 店收入(百万)		5	535	1665	2861
台盖茶饮店					
期初数目(个)	83	83	64	64	64
新开数目(个)	14	4	5	0	0
期内结业(个)	14	22	5	0	0
期末茶饮店数目(个)	83	66	64	64	64
成熟店铺数量(个)	69	72	61.5	64	64
成熟店铺平均销售收入(百万)	2.6	2.24	2.13	2.02	1.92
同比	-10.8%	-13.4%	-5%	-5%	-5%
成熟店铺总收入(百万)	178.4	161.2	130.8	129.3	122.8
新开收入店铺(百万)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
新开店总收入(百万)	6.8	2.2	2.7	0.0	0.0
台盖店铺收入(百万)	185.2	163.4	133.4	129.3	122.8

资料来源: 奈雪的茶招股说明书, 国盛证券研究所

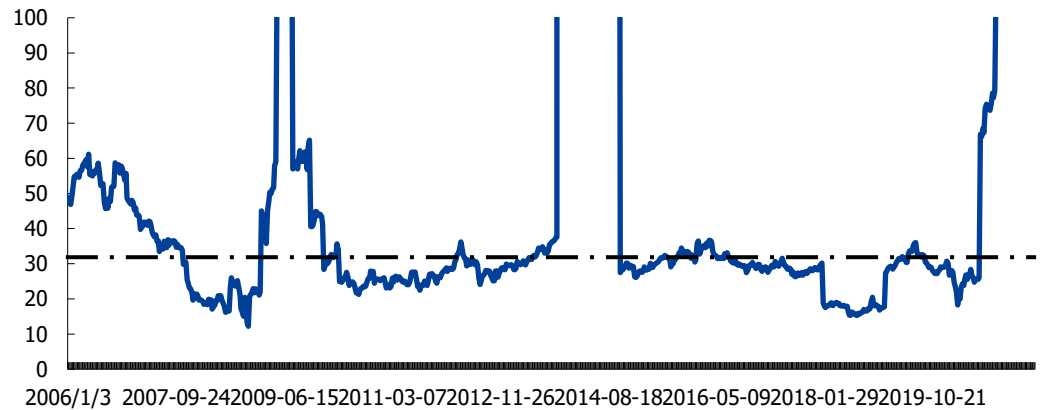
图表 102: 公司利润表预测 (百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入 (百万)	2501.5	3057.2	5086.8	6822.5	8657.1
同比	130.2%	22.2%	66.4%	34.1%	26.9%
其他收入 (百万)	5.6	206.0	10.2	13.6	17.3
占比	0.2%	6.7%	0.2%	0.2%	0.2%
材料成本 (百万)	-915.7	-1159.3	-1790.6	-2387.9	-3030.0
毛利率	63.4%	62.0%	64.8%	65.0%	65.0%
员工成本 (百万)	-750.7	-919.1	-1469.1	-1885.5	-2093.7
员工成本占比	30.0%	30.1%	28.9%	27.6%	24.2%
使用权资产折旧 (百万)	-261.4	-352.9	-542.2	-699.0	-864.1
使用权资产占比	10.5%	11.5%	10.7%	10.2%	10.0%
其他租金及相关开支 (百万)	-127.4	-100.6	-203.5	-272.9	-346.3
其他租金占比	5.1%	3.3%	4.0%	4.0%	4.0%
其他资产的折旧和摊销 (百万)	-92.5	-154.1	-259.9	-360.1	-460.2
其他资产占比	3.7%	5.0%	5.1%	5.3%	5.3%
广告及推广开支 (百万)	-67.5	-82.2	-152.6	-204.7	-259.7
广告及推广开支占比	2.7%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
配送服务费 (百万)	-64.4	-167.4	-152.6	-204.7	-259.7
派送服务占比	2.6%	5.5%	3.0%	3.0%	3.0%
水电开支 (百万)	-51.7	-66.9	-101.7	-136.4	-173.1
水电开支占比	2.1%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
物流及仓储费 (百万)	-39.9	-56.7	-77.3	-113.0	-145.2
物流及仓储占比	1.6%	1.9%	1.5%	1.7%	1.7%
融资成本 (百万)	-96.2	-130.3	-101.7	-68.2	-86.6
融资成本占比	3.8%	4.3%	2.0%	1.0%	1.0%
其他开支 (百万)	-80.3	-123.7	-162.8	-218.3	-277.0
其他开支占比	3.2%	4.0%	3.2%	3.2%	3.2%
其他亏损/收入净额 (百万)	-2.2	-7.4			
金融负债公允价值变动 (百万)		-132.8			
除税前亏损/利润 (百万)	-42.7	-190.1	83.0	285.3	678.8
所得税 (百万)	3.0	-13.2	12.5	42.8	101.8
年内亏损/收入 (百万)	-39.7	-203.3	70.6	242.5	576.9
公司归母净利润 (百万)	-38.6	-201.9	69.9	240.5	562.9

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

估值探讨: 我们看好高端茶饮赛道成长性, 以公司当前龙头地位及三年展店目标, 结合 10% 左右稳态净利润假设, 并对标星巴克稳态估值中枢给予 35 倍市盈率, 给予目标市值 350 亿元人民币, 对应目标价 24.8 港币, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 103: 星巴克长期估值中枢维持在 35 倍



资料来源: wind, 国盛证券研究所

5、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。
- 5) 调研数据偏差: 问卷数量及调研样本少, 与真实情况可能存在偏差。

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：021-38124100
 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

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：021-38124100
 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