

2021年07月13日

奈雪的茶 (02150.HK)

公司分析

新式茶饮“第三空间”先行者

投资要点

- ◆ **奈雪 PRO 的单店模型是否变得更好?** 餐饮企业的研究始于单店模型的分析，奈雪的茶在上市之际正处于门店高速扩张期，但扩张的主力店型由标准店型更新为 PRO 店型。我们认为，标准店型存在以下两大问题使得单店模型表现一般：1) 现场烘焙的设置增加了店铺开发难度、提高门店经营成本，但未产生匹配的收益；2) 注重打造“第三空间”以提升品牌形象，但客观上拉低了门店坪效，短期而言投资回报率不足。于 2020 年 11 月，公司推出更“轻”的 PRO 店型，PRO 店型的主要变化在于：① 不设现制烘焙、② 缩减单店用工、③ 缩小单店面积。我们认为 PRO 店型不仅令公司在扩店选址上更为灵活，更重要的是 PRO 店型单店盈利能力更佳，我们测算 PRO 店型的经营利润率相较于同位置的标准店型提升超 10pcts，投资回报周期有望缩至 10 个月左右。
- ◆ **奈雪的茶 VS 喜茶:** 高端现制茶饮行业呈现双寡头竞争格局，由于较高的进入门槛和初代消费者的品牌心智已形成，我们预计喜茶、奈雪的茶仍将在可预见的未来占据领先地位。我们通过“产品+渠道+品牌”的分析框架对两个品牌进行比较：1) 产品：奈雪的茶与喜茶均具备强大的研发实力，在现制饮品上存在相互借鉴，产品呈现同质化特征，我们认为供应链能力或为未来决胜因素；2) 渠道：喜茶在渠道建设上偏向于零售思维，座位区域偏少、注重门店坪效。截止至 2021 年 7 月初，喜茶共在 67 个城市设有 838 家门店，在门店总数及单城市门店密度上均领先于奈雪的茶，喜茶在高线城市以 GO 店加密快速扩张，低线城市以标准店扩展市场，提升品牌知名度。奈雪的茶在渠道建设上偏向于品牌思维，初期以“第三空间+现制烘焙”加深品牌识别度，但标准店型一定程度上成为了扩张速率和盈利能力的掣肘，目前重点推进的 PRO 店型试图在品牌形象和盈利能力上寻得平衡，并更符合行业“跑马圈地”时期企业的战略需求；3) 品牌：从百度指数、小红书等第三方平台的数据来看，喜茶品牌势能领先于奈雪的茶；此外，我们通过对大众点评网的点评数据对两大品牌于六大核心城市（北、上、广、深、蓉、杭）的店铺数据进行了分析，整体上喜茶凭借更早、更广的渠道布局获得了更高的消费者认知。
- ◆ **奈雪的茶发展空间有多大?** 根据灼识咨询，中国高端现制茶饮行业的零售市场规模将由 2020 年的 129 亿元增长至 2025 年的 522 亿元，复合增速为 32.2%。根据行业景气度和公司开店规划，我们预计 2025 年奈雪的茶有望达到 2500 家的门店规模，约为 2020 年底星巴克于中国门店总数的一半。但硬币的另一面，奈雪的茶在核心城市不断加密的同时，老店店效将被自然稀释，同时随着 PRO 店型占比的不断提升，我们预计 2025 年奈雪的茶平均单店营收将介于 600-700 万元之间。
- ◆ **投资建议:** 我们预测，2021-2025 年奈雪的茶营收分别为 50.5/71.4/94.4/118.7/143.0 亿元，归母净利润分别为 0.7/3.2/6.0/8.9/12.1 亿元，净利润率将从 2021 年 1.4% 稳步提升至 2025 年的 8.5%。估值方面：① 以 2025 年的预期市值进行折现估值，中性预期下得到的每股估值为 16.69 港元；② 在 WACC 为 10.3%、永续增长率 g 为 2.0% 的参数之下，公司的绝对估值为每股 18.32

| III

投资评级

增持-B(首次)

股价(2021-07-12)

16.72 港元

交易数据

| | |
|------------|----------------|
| 总市值(百万港元) | 28,676.91 |
| 流通市值(百万港元) | 28,676.91 |
| 总股本(百万股) | 1,715.13 |
| 流通股本(百万股) | 1,715.13 |
| 12个月价格区间 | 15.20/18.98 港元 |

| | | | |
|------|--------|--------|--------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | -10.96 | -12.26 | -22.5 |
| 绝对收益 | -15.56 | -15.56 | -15.56 |

分析师

高猷嘉

SAC 执业证书编号: S0910520060002

gaoyoujia@huajinsec.cn

021-20377166

报告联系人

况英

kuangying@huajinsec.cn

相关报告

港元。我们首次覆盖公司并予以“增持-B”评级。

- ◆ **风险提示：**PRO 店经营表现不及预期；门店数量扩张不及预期；原材料价格上涨或者短缺；食品安全风险影响品牌形象；新的有力竞争者的冲击。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,502 | 3,057 | 5,050 | 7,136 | 9,437 |
| YoY(%) | 130.2 | 22.2 | 65.2 | 41.3 | 32.2 |
| 净利润(百万元) | -39 | -202 | 71 | 321 | 595 |
| YoY(%) | -41.6 | 423.7 | -135.4 | 349.7 | 85.0 |
| 毛利率(%) | 63.4 | 62.1 | 64.2 | 64.5 | 64.8 |
| EPS(摊薄/元) | -0.02 | -0.12 | 0.04 | 0.19 | 0.35 |
| ROE(%) | 26.4 | 47.6 | 2.1 | 8.6 | 13.8 |
| P/E(倍) | -743.9 | -142.1 | 401.2 | 89.2 | 48.2 |
| P/B(倍) | -196.2 | -67.6 | 8.4 | 7.7 | 6.6 |
| 净利率(%) | -1.6 | -6.6 | 1.4 | 4.5 | 6.3 |

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

| | |
|--|----|
| 一、奈雪 PRO 的单店模型有没有变得更好? | 5 |
| (一) 标准店所存在的问题 | 5 |
| 1、尽管现场烘焙提升了客单价,但也成为了负担 | 5 |
| 2、茶饮店的“第三空间”概念尚需培养,短期投资回报不明显 | 6 |
| (二) PRO 店更“接地气”,经营效率更高 | 7 |
| 1、开店角度: PRO 店更“接地气” | 7 |
| 2、单店模型解析: PRO 店经营效率更高 | 7 |
| 二、奈雪的茶 PK 喜茶 | 8 |
| (一) 产品体验: 产品形态同质化,供应链能力或为未来决胜因素 | 9 |
| 1、产品形态相似度高,“相互借鉴”为日常操作 | 9 |
| 2、供应链或是未来决胜因素 | 10 |
| (二) 渠道建设: 门店经营表现与渠道扩张对未来成长至关重要 | 11 |
| 1、喜茶偏向零售思维: 注重坪效、加速扩张、经营效率高 | 12 |
| 2、奈雪的茶偏向品牌思维: 注重“第三空间”, PRO 店型单店模型更优 | 13 |
| (三) 品牌实力: 喜茶品牌势能领先 | 13 |
| 三、奈雪的茶发展空间的探讨 | 16 |
| (一) 高端现制茶饮店的需求持续增长 | 16 |
| (二) 核心问题: 门店新开 vs 老店稀释 | 17 |
| 1、门店新开: 市场空间充足 | 17 |
| 2、老店稀释: 成熟期单店平均销售额或超 600 万 | 18 |
| 3、成熟期单店模型解析 | 19 |
| (三) 盈利预测 | 21 |
| (四) 估值探讨 | 21 |
| (五) 投资建议 | 23 |
| 四、风险提示 | 23 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 奈雪的茶各产品的收益占比 | 6 |
| 图 2: 奈雪的茶各产品的毛利率 | 6 |
| 图 3: 奈雪的茶各产品对毛利的贡献占比 | 6 |
| 图 4: 现制茶饮消费价值中外卖占比呈逐渐提升的趋势 | 7 |
| 图 5: 奈雪旗下各品牌门店的外卖占比 | 7 |
| 图 6: 高端现制茶饮店市场 2020 年按全部产品的零售消费价值计的概约市场份额 | 9 |
| 图 7: 奈雪的茶与喜茶现制茶饮产品相似度高 | 10 |
| 图 8: 奈雪的茶与喜茶的烘焙产品和其他产品 | 10 |
| 图 9: 奈雪与喜茶最畅销产品的重合度高 | 10 |
| 图 10: 奈雪的茶与喜茶在供应链上的投入 | 11 |
| 图 11: 奈雪的茶与喜茶的小程序表现 | 11 |
| 图 12: 奈雪与喜茶的百度指数(从 2016 年 1 月起至 2021 年 7 月) | 14 |
| 图 13: 奈雪与喜茶的微博话题量(截至 20210705) | 14 |
| 图 14: 中国非酒饮料市场(亿元) | 17 |
| 图 15: 中国茶市场(亿元) | 17 |

| | |
|--|----|
| 图 16: 中国现制茶饮店市场 (亿元) | 17 |
| 图 17: 中国高端现制茶饮&交叉销售产品市场 (亿元) | 17 |
| 图 18: 奈雪的茶门店加密后的每年店铺数量 | 18 |
| 图 19: 奈雪的茶各店型单店销售额测算逻辑 | 19 |
| 图 20: 奈雪的茶每间茶饮店平均每日订单量 (#) | 19 |
| 图 21: 奈雪的茶每间茶饮店平均每日销售额 (万元) | 19 |
| 图 22: 奈雪的茶各店型平均单店年销售额 (万元) | 19 |
| 图 23: 奈雪的茶代表城市茶饮店数目及平均单店日销售额 | 19 |
| | |
| 表 1: 奈雪的茶不同店型的对比 | 7 |
| 表 2: PRO 店的经营效率更高 (以 2020 年一线城市数据为基础进行的测算) | 8 |
| 表 3: 喜茶的不同店型的对比 (截至 20210705) | 12 |
| 表 4: 喜茶不同的店型在各线城市的开店数量 (截至 20210705) | 12 |
| 表 5: 奈雪的茶的不同店型在各线城市的开店数量 (截至 20210430) | 13 |
| 表 6: 奈雪与喜茶在大众点评上的数据分析 | 16 |
| 表 7: 稳态期标准店的单店模型 (以主要的一线/新一线城市为例) | 20 |
| 表 8: 稳态期 PRO 店的单店模型 (以主要的一线/新一线城市为例) | 20 |
| 表 9: 奈雪的茶盈利情况预测 (亿元) | 21 |
| 表 10: 奈雪的茶不同情景下的估值 (截至 2021 年 7 月 12 日) | 22 |
| 表 11: 奈雪的茶绝对估值的敏感性分析 (亿港元) | 22 |

一、奈雪 PRO 的单店模型有没有变得更好？

奈雪的茶是一家定位高端市场的现制茶饮连锁企业，于 2015 年 11 月在深圳开立了首家“奈雪的茶”品牌茶饮店，目前奈雪的茶与喜茶一起成为了高端现制茶饮行业的双寡头。与大部分上市餐饮企业类似的是，公司在上市之际正在迅速扩大门店网络，截至 2020 年末，“奈雪的茶”茶饮店已覆盖中国 66 个城市，开店数量达到 489 间，并目标于 2021/2022 年分别新开约 300/350 家。然而，更加值得关注的是公司经营策略的调整，即在 2020 年 11 月成功开设了首家新茶饮店型“奈雪 PRO”之后，未来计划约 70% 的新店将规划为“奈雪 PRO”。标准店型存在什么问题、PRO 店型又有哪些修正，这将是研究公司的起点。

（一）标准店所存在的问题

1、尽管现场烘焙提升了客单价，但也成为了负担

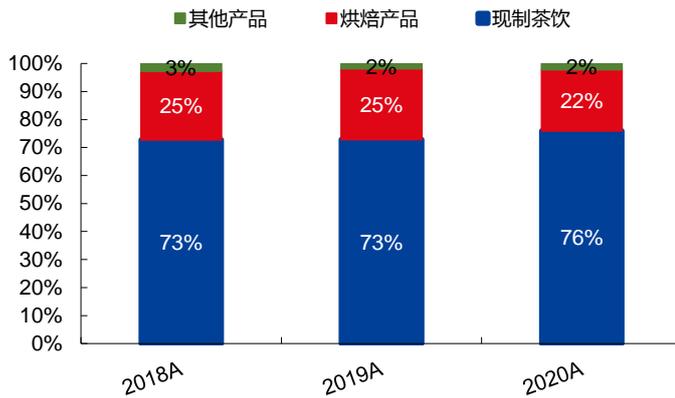
奈雪的茶标准店主要销售三类产品¹，分别为现制茶饮、烘焙产品（以现场烘焙产品为主）和其他产品，三类产品在 2020 年占收益的比例分别为 76%、22%和 2%，毛利率分别为 66%、49%和 48%，对毛利的贡献比例分别为 81%、17%和 2%，现制茶饮收益占比最高、毛利率最高且对毛利的贡献比例最高。奈雪的茶现制茶饮和烘焙产品的均价分别为 27/22 元，现制烘焙产品作为早期奈雪的茶的品牌特色之一，帮助提升了每笔订单的销售价值，使平均每笔订单的销售价值达到 43 元，于中国高端现制茶饮连锁店中排名第一。但硬币的另一面，现制烘焙也存在以下关键问题：

- **现制烘焙的贡献度不足。**烘焙在 2020 年仅占公司收益的 22%，49%的毛利率也远低于现制茶饮，且对毛利的贡献比例仅为 17%，烘焙的创收能力不强，盈利性不佳，对毛利的贡献相对不足；
- **增加门店运营成本和管理难度。**据奈雪的茶招股书披露，一间标准店需要约 21 名员工，其中需要约 8 人的烘焙人员配置，而烘焙师相对其它一线员工的招聘难度更大、培训要求更高，一定程度上制约了公司的扩张速度；
- **增加店铺开发难度，提升门店租赁成本。**标准店需要安装 2-3 台烘焙炉，需要安装排烟装置，对于消防要求较高，客观上增加店铺开发难度。另一方面，由于现制烘焙占用后厨面积，标准店型平均面积达到约 250 m²，导致单店租赁成本较高并拉低了经营坪效。

¹ 奈雪旗下主要有奈雪的茶和台盖这两个茶饮品牌，两者在 2020 年占奈雪总收益的比例分别为 94%和 5%，剩下 1%为其他，台盖不是公司未来发展的重心，预计未来奈雪的茶收益占比将进一步提升。

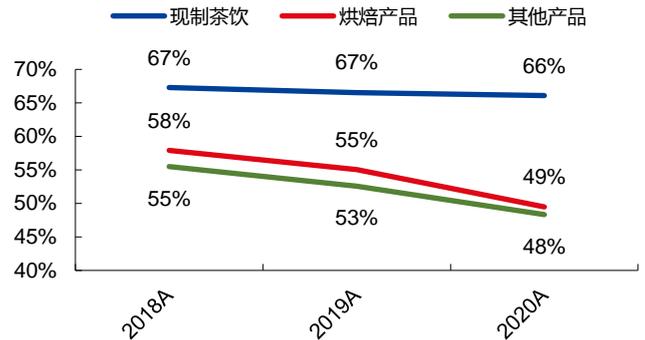
因为奈雪的茶占奈雪总收益的比例较高且存在进一步提升的趋势，所以我们预计奈雪的茶的产品情况与奈雪整体的产品情况相似。另外由于 2020 年 11 月之前奈雪的茶收益都来源于其标准店，所以在这里我们将奈雪整体的产品情况作为奈雪的茶标准店产品情况的近似估计。

图 1：奈雪的茶各产品的收益占比



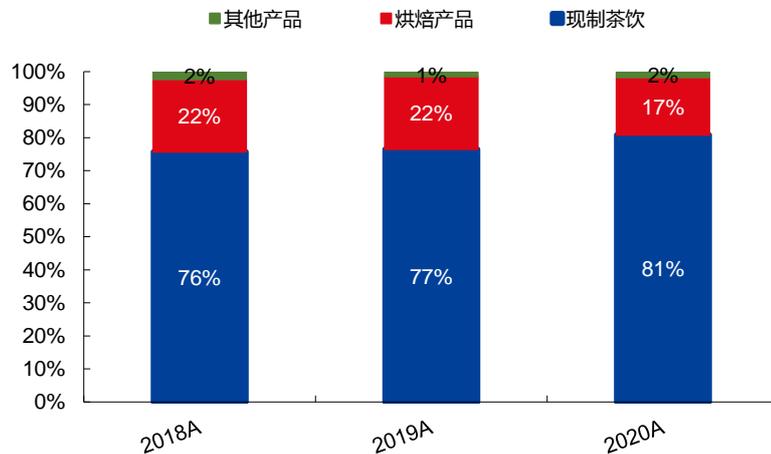
资料来源：奈雪的茶招股书，华金证券研究所

图 2：奈雪的茶各产品的毛利率



资料来源：奈雪的茶招股书，华金证券研究所

图 3：奈雪的茶各产品对毛利的贡献占比



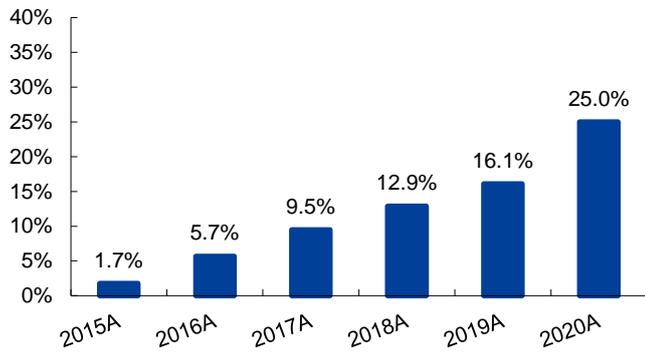
资料来源：奈雪的茶招股书，华金证券研究所

2、茶饮店的“第三空间”概念尚需培养，短期投资回报不明显

奈雪的茶在品牌创立之初便着力打造茶饮“第三空间”，以增强自身的差异化竞争优势。“第三空间”泛指工作和家庭之外的舒适聚会场所，是连锁咖啡企业星巴克最早向消费者推出的社交理念，从星巴克 1999 年 1 月在北京开设内地首家门店起至此已历经了超 20 年的时间，其打造的“第三空间”概念已占领了越来越多中国消费者的心智，尤其在商务休闲场景中成为了首选。

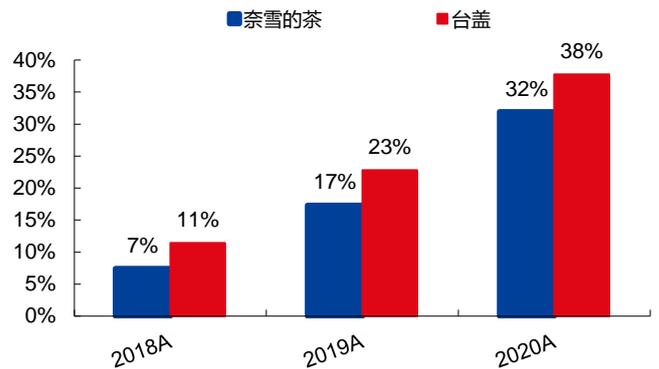
短期来看，茶饮门店“第三空间”的消费者心智尚未形成。1) 我们认为，现制茶饮相较咖啡更偏向于“休闲娱乐”的市场定位，根据我们的草根调研，奈雪的茶、喜茶等现制茶饮门店在工作日的餐位闲置率通常高于同商圈的星巴克；2) 据灼识咨询数据显示，现制茶饮中外卖的占比近年来呈上升趋势，从 2015 年的 1.7% 增长至 2020 年的 25.0%。奈雪旗下的两个茶饮品牌的外卖占比都呈现了不断提升的趋势，越来越多的人选择通过外卖来消费茶饮，茶饮店“拿了就走”的传统印象深入人心；3) 尽管奈雪的茶所倡导的“第三空间”一定程度上拔高了品牌调性，但从零售角度看拉低了店铺经营坪效，进而导致门店层面盈利能力相对一般。

图 4：现制茶饮消费价值中外卖占比呈逐渐提升的趋势



资料来源：灼识咨询，华金证券研究所

图 5：奈雪旗下各品牌门店的外卖占比



资料来源：奈雪的茶招股书，华金证券研究所

（二）PRO 店更“接地气”，经营效率更高

针对标准店型在单店模型上的不足之处，奈雪的茶于 2020 年 11 月推出奈雪 PRO 茶饮店，相较于标准店，PRO 店不设现场烘焙，同时降低了消防要求和店铺面积要求，意味着店铺开发的难度降低，且店铺选址可以从大型商场扩展到写字楼和社区。综合来看，我们认为 PRO 店更加符合“跑马圈地”阶段公司发展的需求，且从单店模型上看，PRO 店相较标准店胜出一筹。

1、开店角度：PRO 店更“接地气”

PRO 店相较于标准店把现制烘焙改为了预制烘焙，预制烘焙由奈雪设在各地的 5 个中央厨房统一制作后配送到附近门店中，这使得 PRO 店所需门店面积和员工人数减少，降低了单店的运营成本和难度。从店铺开发上看，标准店的选址大部分为核心商圈的中高档商场，但此类商场的数量有限。而 PRO 店在削减现制烘焙区域之后，门店选址更加灵活，除了继续在核心商圈加密之外，未来也能逐步覆盖写字楼和社区等地带，有助于触达更广泛的消费群体和覆盖更多消费场景。除此之外，PRO 店单店投资成本（约 125 万元）约为标准店的 2/3，有助于缩短投资回报周期。综合来看，PRO 店较标准店更“接地气”，更加符合现阶段规模扩张的核心诉求。

表 1：奈雪的茶不同店型的对比

| | 标准店 | PRO 店 |
|-----------|-----------------|--------------------------|
| 产品 | 现制茶饮+现制烘焙+周边/零食 | 现制茶饮+预制烘焙（中央厨房）+咖啡+周边/零食 |
| 员工人数（人） | 21 | 13 |
| 租赁面积（平方米） | 180-350 | 80-200 |
| 门店选址 | 大型商场 | 大型商场+写字楼+社区 |
| 投资成本（万元） | 185 | 125 |

资料来源：奈雪的茶招股书，华金证券研究所

2、单店模型解析：PRO 店经营效率更高

PRO 店单店收入下滑幅度有限。从标准店数据来看，2020 年约 22% 的收入来自于现制烘焙产品，如果 PRO 店不提供现制烘焙产品，那么理论上同位置的 PRO 单店较标准店将缩减约 22% 的收入。但在实际场景中，由于 PRO 店提供蛋糕等预制烘焙产品，部分消费者会搭配购买，因此我们保守估计同位置 PRO 单店收入将较标准店缩减 20%。

PRO 店员工开支率有望降低。由于剔除了现场烘焙，PRO 店在单店用工方面相较于标准店取得了显著优化，即从标准店约 21 人减少至 PRO 店约 13 人，单店用工成本的大幅下降使得理论上的员工开支率下降约 5pcts。

PRO 店租金开支率有望降低。PRO 店相较于标准店的店铺面积大幅减少，但由于门店面积较小导致单位面积租金更高，我们保守估计同位置 PRO 店的单位租金开支较标准店高出 15%。在上述假设之下，得益于经营坪效的大幅提升，PRO 店理论上租金开支率将较同位置的标准店减少 4-5pcts。

PRO 店资本开支减少能够缩减投资回报周期。据奈雪的茶招股书，标准店的前期投资成本约为 185 万，PRO 店的投资成本为 125 万，有助于缩短投资回报周期，就测算来看，PRO 店相较于标准店的投资回报周期缩减超一半。

综合来看，PRO 店的单店营业收入下滑幅度有限，而员工开支、租金开支和资本开支下滑幅度较大，使得其经营利润率相较于标准店的 13.1% 提升至 24.5%，经营利润率得到大幅提升，最终使得测算的投资回报周期缩减至 10 个月左右。

表 2：PRO 店的经营效率更高（以 2020 年一线城市数据为基础进行的测算）

| | 标准店 | PRO 店 | 对比 |
|--------------|--------------|--------------|------------------|
| 营业收入 | 749.5 | 599.6 | 80% |
| 营业成本 | 262.3 | 203.9 | |
| 毛利率 | 65.0% | 66.0% | +1pct |
| 员工成本 | 163.8 | 101.4 | |
| 员工开支率 | 21.9% | 16.9% | -4.9pcts |
| 门店租金 | 138.0 | 82.5 | |
| 门店租金开支率 | 18.4% | 13.8% | -4.6pcts |
| 折旧与摊销（按 5 年） | 37.0 | 25.0 | |
| 折旧与摊销率 | 4.9% | 4.2% | -0.8pct |
| 水电开支 | 16.5 | 13.2 | |
| 水电开支率 | 2.2% | 2.2% | 不变 |
| 配送服务费 | 33.7 | 27.0 | |
| 配送服务费率 | 4.5% | 4.5% | 不变 |
| 经营利润 | 98.1 | 146.6 | |
| 经营利润率 | 13.1% | 24.5% | +11.4pcts |
| 净利润 | 73.6 | 108.2 | |
| 净利润率 | 9.8% | 18.2% | +8.3pcts |
| 投资回报周期（月） | 22.6 | 10.2 | 减 12.4 月 |

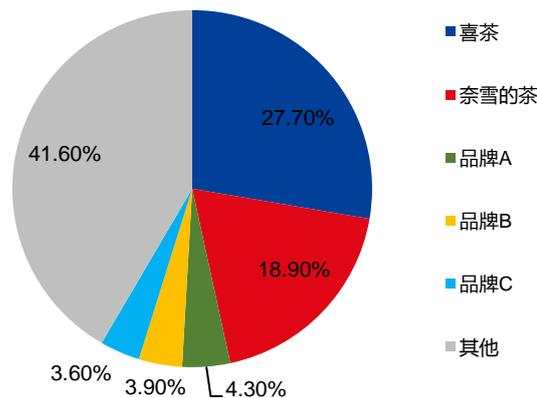
资料来源：奈雪的茶招股书，华金证券研究所

二、奈雪的茶 PK 喜茶

据灼识咨询数据显示,中国高端现制茶饮行业 2020 年前五大参与者累计市场份额为 58.4%,其中喜茶、奈雪的茶作为市场前两大参与者,市场占有率分别为 27.7%、18.9%,显著领先于其它品牌。

尽管高端现制茶饮行业进入门槛并不高,但考虑到初代消费者的品牌心智已形成、龙头企业对于核心渠道的资源把控以及现制茶饮供应链的复杂程度,我们预计喜茶、奈雪的茶于可预见的未来仍将在细分赛道领跑。因此,我们尝试通过“产品+渠道+品牌”的消费品分析框架对两者进行对比研究。

图 6: 高端现制茶饮店市场 2020 年按全部产品的零售消费价值计的概约市场份额



资料来源: 灼识咨询, 华金证券研究所

(一) 产品体验: 产品形态同质化, 供应链能力或为未来决胜因素

1、产品形态相似度高, “相互借鉴” 为日常操作

高端现制茶饮行业呈现出“创意密集型”的特征, 产品力是企业立足之本, 奈雪的茶、喜茶均配备强大的产品研发团队, 以支持产品推陈出新。以奈雪的茶为例, 公司配备 24 名产品研发人员, 平均每周推出大约一种新饮品。单看现制茶饮产品, 两个品牌均主打鲜果茶饮料, 并辅以鲜奶茶、纯茶系列茶饮产品供消费者选择。两个品牌的主要畅销产品在产品形态上高度相似, 在调味和加料方面存在些微差异。

在奈雪的茶创立之初, 现制烘焙产品是其在产品形态上与喜茶的本质区别。喜茶曾经推出竞品“喜茶热麦”店型, 但在短暂试水过后, 该店型已不再扩张。考虑到奈雪的茶未来将以 PRO 店型作为主要增长动力, 我们在此不分析两个品牌在烘焙产品上的产品形态差异。

此外, 奈雪的茶与喜茶均利用自身积累的品牌优势积极推出零售产品以提升自身产品的丰富程度, 奈雪推出了零食、茶叶、周边(杯子)等产品, 喜茶更是推出了瓶装饮料品牌“喜小茶瓶装厂”于直营门店及商超渠道销售。

图 7：奈雪的茶与喜茶现制茶饮产品相似度



资料来源：美团，华金证券研究所

图 8：奈雪的茶与喜茶的烘焙产品和其他产品



资料来源：美团，华金证券研究所

图 9：奈雪与喜茶最畅销产品的重合度高



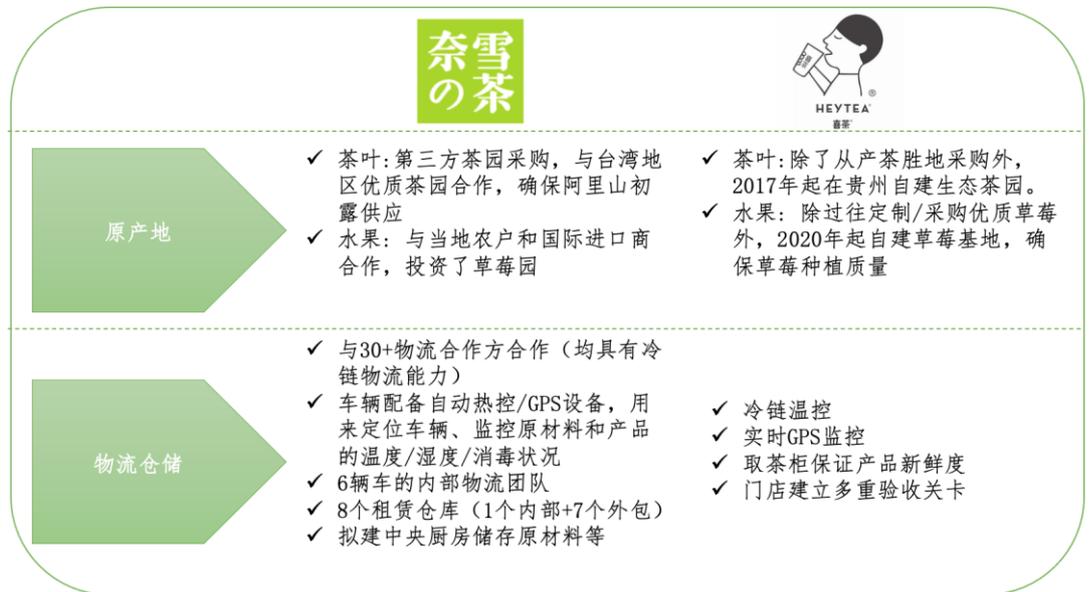
资料来源：奈雪的茶招股书，喜茶 2020 年报，华金证券研究所

2、供应链或是未来决胜因素

供应链保证产品品质、降低产品成本、支持产品创新。高端现制茶饮对于主要生鲜原材料（包括新鲜水果、牛奶、茶叶等）的新鲜程度要求较高，且供应商较为分散，因此打造成熟的供应链至关重要。我们认为，优质的供应链可以为现制茶饮行业提供：1) 稳定品质的原材料以保证产品口味的统一；2) 采购规模效应以降低产品生产成本；3) 高效与及时配送保障门店经营效率；4) 快速反应机制以支持产品迭代创新。

公开资料显示，奈雪的茶与喜茶在供应链的打造上不断投入，两者都尝试自建茶园或种植园以保证原材料供应的时效和品质，在物流仓储上进行实时监控与严格把关，不断提升供应链能力。

图 10：奈雪的茶与喜茶在供应链上的投入



资料来源：奈雪的茶招股书，喜茶公众号&官网，华金证券研究所（注：喜茶由于披露数据较少或存在信息的不完整。）

图 11：奈雪的茶与喜茶的小程序表现



资料来源：微信小程序，奈雪的茶招股书，2020 喜茶年报，华金证券研究所

（二）渠道建设：门店经营表现与渠道扩张对未来成长至关重要

1、喜茶偏向零售思维：注重坪效、加速扩张、经营效率高

喜茶的门店类型可分为主力店型(标准店和GO店)和概念主题店(黑金店、DP(Day Dreamer Project)店和PINK店等特色店型)，门店覆盖了67个城市。根据喜茶官网数据，截至2021年7月5日，喜茶共有838家门店，其中标准店593家，GO店206家，主题店合计39家。在2020年，喜茶的标准店和GO店较上年分别新增了202/102家，2020年新增店铺中约1/3为GO店型，GO店型为喜茶新增店铺的重要店型。

表3：喜茶的不同店型的对比（截至20210705）

| 店型 | 主力店 | | 概念/主题店 | | | | |
|------|---------------------------|---------------------------------------|------------------------------|------------------|----------------------------|-----------|-----------------------|
| | 标准店 | GO店 | 黑金店 | 热麦店 | LAB店 | DP店 | PINK店 |
| 店铺数量 | 593 | 206 | 4 | 9 | 10 | 10 | 6 |
| 产品 | 现制茶饮+预制烘焙+喜茶制冰+咖啡+瓶装饮品+周边 | 比标准店少咖啡 | 标准店的产品基础+限定茶饮黑金茶 | 标准店的产品基础+现制烘焙软欧包 | 标准店的产品基础+手冲茶+甜品+特色制冰CELATO | 比标准店少咖啡 | 标准店的产品基础 |
| 门店面积 | 约120-200平方米 | 约50-80平方米 | | | | | |
| 选址 | 以购物中心为主 | 商场、写字楼、社区 | 核心商业区 | 核心商业区 | 核心商业区 | 核心商业区 | 核心商业区 |
| 特色 | 标准店型 | 小店/外卖店，不设收银员，客户自助下单，或者是点外卖。取货柜取餐、即拿即走 | 店面以黑色元素为主，金色为辅，呈现较为艺术/设计的空间。 | 现制烘焙 | 新设计元素、多业态融合的体验店 | 独特的空间座位设计 | 店面以粉色为色彩基调，呈现较为梦幻的空间。 |

资料来源：喜茶官网，喜茶微信小程序，公开资料，华金证券研究所

喜茶的门店注重坪效，经营效率高。主力店型中，喜茶的标准店相较于奈雪的茶标准店单店面积小，不设现场烘焙装置，座位数有限，坪效高，单店模型经营效率高。而喜茶GO店则在标准店的基础上经营效率更进一步，GO店的门店面积不到标准店的一半，且店内不设收银员，客户可以通过点外卖或者在小程序下单后在店内取货柜拿走来进行消费，这样的设置使GO店的坪效较标准店得到进一步提升，较小的门店面积使得喜茶GO的选址更加灵活，能够逐步渗透写字楼和社区，加快渠道扩张速度。

标准店营造品牌，GO店增强覆盖。在喜茶838家门店中，一线/新一线/二线/其他城市的门店数占比分别为43%/31%/21%/5%。一线城市的GO店占比(36%)最高，其次是新一线城市，一线/新一线城市喜茶以GO店为重点进行城市加密，灵活选址，在核心区域(一线城市)做大做强，提升门店经营效率并加快渠道扩张。非一线城市主要以标准店为主去扩展下沉市场，扩大品牌影响力。喜茶在各线城市灵活配置不同的门店类型能够保障公司门店的经营效率与长期成长空间。

表4：喜茶不同的店型在各线城市的开店数量（截至20210705）

| 城市类型 | 店铺数 | 占比 | GO店 | 标准店 | GO店占比 | 标准店占比 |
|------|-----|-----|-----|-----|-------|-------|
| 一线 | 361 | 43% | 131 | 230 | 36% | 64% |
| 新一线 | 260 | 31% | 53 | 207 | 20% | 80% |
| 二线 | 175 | 21% | 18 | 157 | 10% | 90% |

| | | | | | | |
|----|-----|------|-----|-----|-----|-----|
| 其他 | 42 | 5% | 4 | 38 | 10% | 90% |
| 总计 | 838 | 100% | 206 | 632 | 25% | 75% |

资料来源：喜茶官网，华金证券研究所（注：城市分类依据奈雪的茶招股书披露的分类，主题概念店并入标准店计算）

2、奈雪的茶偏向品牌思维：注重“第三空间”，PRO 店型单店模型更优

奈雪的茶门店类型除了前文中的主力店型（标准店和 PRO 店），还包括一些特色店型（奈雪梦工厂（新品试验），奈雪的礼物店（放置娃娃机、手办和玩偶等满足女性消费者的偏好）和鸡尾酒屋 bla bla bar）。根据招股书数据，截至 2021 年 4 月 30 日，奈雪共有 562 家门店，其中标准店 495 家，PRO 店 67 家，门店覆盖了超 70 个城市。

奈雪的茶更加注重门店形象对于品牌的打造，尤其体现在“第三空间”的概念引入上。由于现制烘焙及座位区域的双重影响，奈雪的茶标准店的单店模型并未体现出较好的盈利能力，而如上文所述 PRO 店的单店模型较标准店有着明显的改善，也更加适合快速扩张。值得注意的是，PRO 店型仍然保留了较大的座位区域以为消费构建社交场景，因此 PRO 店的店铺面积大于喜茶 GO 并与喜茶标准店接近。

截至 2021 年 4 月 30 日，奈雪的 PRO 店占比并不高，但据招股书披露，未来三年，奈雪的新开门店中约 70% 将为 PRO 店，奈雪 PRO 店的占比将得到逐步提升，从而帮助改善奈雪整体的店铺经营表现。

表 5：奈雪的茶的不同店型在各线城市的开店数量（截至 20210430）

| 城市类型 | 店铺数 | 占比 | PRO 店 | 标准店 | PRO 店占比 | 标准店占比 |
|------|-----|------|-------|-----|---------|-------|
| 一线 | 194 | 35% | 25 | 169 | 13% | 87% |
| 新一线 | 194 | 35% | 23 | 171 | 12% | 88% |
| 二线 | 135 | 24% | 10 | 125 | 7% | 93% |
| 其他 | 39 | 7% | 9 | 30 | 23% | 77% |
| 总计 | 562 | 100% | 67 | 495 | 12% | 88% |

资料来源：奈雪的茶招股书，华金证券研究所（注：特色店并入标准店计算）

（三）品牌实力：喜茶品牌势能领先

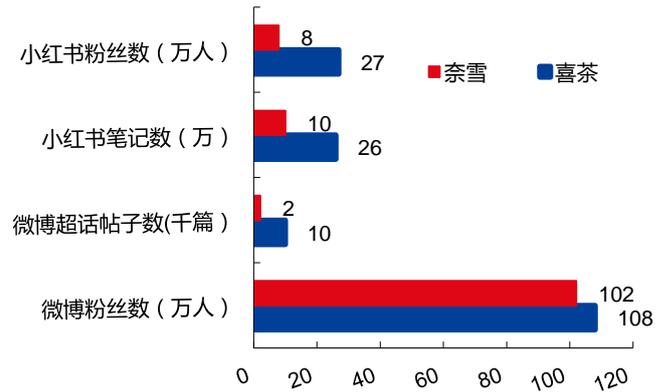
消费品企业的核心竞争力是品牌建设能力。奈雪的茶与喜茶均以优质产品获得消费者的认可，再通过直营渠道的建设扩大消费群体和品牌传播度，此外两者均通过打造特色体验店以丰富品牌内涵，积极寻求品牌跨界或品牌联名以提升品牌影响力。从第三方数据上看，喜茶从 2016 年 1 月起至 2021 年 7 月在百度指数的关键字搜索量的整体日均值（3850）明显高于奈雪的茶（1237），而在小红书和微博等社交媒体上，喜茶所展现的品牌势能更胜一筹。

图 12: 奈雪与喜茶的百度指数(从 2016 年 1 月起至 2021 年 7 月)



资料来源: 百度指数, 华金证券研究所

图 13: 奈雪与喜茶的微博话题量(截至 20210705)



资料来源: 新浪微博, 小红书, 华金证券研究所

为了获得对两品牌市场表现更直观的感受,我们手工统计了大众点评网上奈雪的茶与喜茶两个品牌在深圳、上海、北京、广州、成都、杭州六大市场的评分、评论数据、门店数量的数据。我们选取这六个城市的原因是: 1) 对于喜茶,这六个城市是其店铺数量最多的城市,合计的店铺数量占总店铺数的 51%,而奈雪的茶这一数据为 44%,因此这六大城市具备较强的代表性。2) 六大城市中,北、上、广、深为一线城市,杭州、成都为新一线城市,上述城市消费者消费水平、消费意识超前,从全国来看具有引领能力。

我们的观察与简单结论如下:

1) 深圳市场: 两品牌表现并不存在显著差异

奈雪的茶于 2015 年 11 月在深圳开了首家店,而喜茶则于 2015 年 12 月进入深圳市场。评分上,奈雪的茶与喜茶的综合评分分别为 4.48/4.51,非常接近;店铺数量上,奈雪的茶与喜茶开店数分别为 102/111 个,两者的店铺数量相近;每间店铺的评价数上,奈雪的茶与喜茶每间店铺平均分别有 740/712 条评价;两品牌在同一商场的店铺表现(共 37 个商场)上,奈雪的茶和喜茶分别有 42528/40805 条评价,综合评价分别为 4.53/4.56 分,同一商场的店铺表现接近;综合来看,在发展最为成熟的深圳市场,奈雪的茶与喜茶的品牌表现不分高低。

2) 上海市场: 奈雪的茶明显落后于喜茶

喜茶于 2017 年 2 月进入上海市场,而奈雪则在同年年底进入。评分上,奈雪的茶与喜茶的综合评分分别为 4.49/4.51;店铺数量上,奈雪的茶店铺数(41)仅是喜茶(107)的 38%,奈雪的茶店铺数量较少;每间店铺的评价数上,奈雪的茶和喜茶平均每间店铺的评价数分别为 1484/1711 条,奈雪的茶每间店铺的评价数稍低于喜茶;两品牌在同一商场的店铺表现(共 11 个商场)上,奈雪的茶和喜茶分别有 15343/32883 条评价,综合评分分别为 4.51/4.52 分,同一商场的店铺评价总数奈雪远低于喜茶。综合来看,在至关重要的上海市场,奈雪的茶尚需缩小与喜茶的全方位差距。

3) 北京市场: 喜茶已建立一定领先优势

喜茶于 2017 年 8 月进入北京市场,而奈雪的茶则在同年 12 月进入。评分上,奈雪与喜茶的综合评分分别为 4.65/4.69,喜茶评价略高;店铺数量上,奈雪的茶店铺较少,店铺数(29)

仅是喜茶（63）的 46%；每间店铺的评价数上，奈雪的茶平均每间店铺的评价数（1697 条）与喜茶（1602 条）接近；渠道上，奈雪的茶与喜茶在北京的门店重合度较低（共 3 个），占奈雪/喜茶北京门店的 10%/5%；从两品牌在同商城的店铺表现上，奈雪的茶评价数量显著低于喜茶，分别有 6662/15634 条评价，且综合评分（4.76）略低于喜茶（4.81）。综合来看，喜茶已在北京市场建立了一定领先优势。

4) 广州市场：喜茶已建立一定领先优势

喜茶于 2017 年 3 月进入广州市场，奈雪的茶在同年 6 月进入。评分上，奈雪的茶与喜茶的综合评分分别为 4.39/4.51，喜茶评价较好；店铺数量上，奈雪的茶店铺数量（30）较少，不到喜茶（67）的一半；每间店铺的评价数上，奈雪的茶和喜茶平均每间店铺的评价数为 937/1183 条；两品牌在同一商场的店铺表现（共 11 个商场）上，奈雪的茶评分和评价数量都显著低于喜茶，两者分别有 13902/26424 条评价，综合评分分别为 4.39/4.58 分。综合来看，喜茶在广州市场更加受到消费者的认可。

5) 成都市场：奈雪的茶与喜茶分庭抗礼

奈雪的茶于 2018 年 5 月进入成都市场，喜茶在同年 9 月进入。评分上，奈雪的茶与喜茶的综合评分分别为 4.50/4.45，奈雪评价略高；店铺数量上，奈雪的茶略少于喜茶，店铺数分别为 22/29 间；每间店铺的评价数上，奈雪的茶和喜茶平均每间店铺的评价数为 1252/1174 条，前者略高；渠道方面，两大品牌在成都的门店重合度较高（共 9 个），从两品牌在同商城的店铺表现上，奈雪的茶评价数量低于喜茶，两者分别有 14598/18047 条评价，综合评分分别为 4.57/4.58 分。综合来看，在西南重镇成都市，奈雪的茶与喜茶目前的品牌表现不相上下。

6) 杭州市场：奈雪的茶与喜茶齐头并进

喜茶在 2017 年 5 月进入杭州市场，奈雪的茶于同年底进入。评分上，奈雪的茶与喜茶的综合评分分别为 4.58/4.63，喜茶评价略胜一筹；店铺数量上，奈雪的茶与喜茶的店铺数分别为 25/34 间；每间店铺的评价数上，二者评价数相近，奈雪的茶和喜茶平均每间店铺的评价数为 1289/1286 条；奈雪与喜茶在杭州的门店重合度较高（共 12 个），占奈雪/喜茶北京门店的 48%/35%；从两品牌在同一商场的店铺表现上，奈雪的评分和评价数量高于喜茶，两者分别有 22010/13164 条评价，综合评分分别为 4.63/4.51 分。综合来看，奈雪的茶尽管在杭州市场门店数小幅落后于喜茶，但其同商场门店的消费者口碑好于喜茶。

7) 奈雪 PRO vs 喜茶 GO：喜茶更“轻”

从店铺类型来看，在上海、深圳、北京、成都、广州、杭州，奈雪的茶所有店铺中分别有 20%/18%/31%/32%/10%/16%为 PRO 店型，而喜茶分别有 30%/41%/27%/17%/40%/24%为 GO 店型，喜茶相较于奈雪的茶在轻型门店上的占比更高。

8) 总结：

从一方面来看，在评价落后于喜茶的城市，奈雪的茶门店数量都远小于喜茶，对于零售型企业而言，密集的门店网络是提升消费者品牌认知的重要环节，故而我们认为，奈雪的茶在提升单店经营效率的基础上迅速扩张有助于缩小与喜茶的差距。从另一方面来看，进入市场的时间对品

牌门店的表现或有一定的影响，在评价落后于喜茶的城市，奈雪的茶普遍进入市场的时间较晚，更早进入市场有助于品牌获取更为优质的零售位置、积聚“种子用户”并逐步占据消费者心智。

表 6：奈雪与喜茶在大众点评上的数据分析

| 城市 | 品牌 | 店铺数 | 评价数 | 评分 | 每个店铺平均 评价数 | 同商场店铺数 量 | 同商场店铺评 价数 | 同商场店铺评 分 |
|-------|------|-----|---------|------|---------------|-------------|--------------|-------------|
| 深圳 | 奈雪的茶 | 102 | 75,480 | 4.18 | 740 | 37 | 42528 | 4.53 |
| 深圳 | 喜茶 | 111 | 78,993 | 4.24 | 712 | 37 | 40805 | 4.56 |
| 深圳 汇总 | | 213 | 154,473 | 4.21 | | | | |
| 上海 | 奈雪的茶 | 41 | 60,852 | 4.12 | 1,484 | 11 | 15343 | 4.51 |
| 上海 | 喜茶 | 107 | 183,102 | 3.99 | 1,711 | 11 | 32883 | 4.52 |
| 上海 汇总 | | 148 | 243,954 | 4.03 | | | | |
| 广州 | 奈雪的茶 | 30 | 28,108 | 4.11 | 937 | 11 | 13902 | 4.39 |
| 广州 | 喜茶 | 67 | 79,266 | 4.30 | 1,183 | 12 | 26424 | 4.58 |
| 广州 汇总 | | 97 | 107,374 | 4.25 | | | | |
| 北京 | 奈雪的茶 | 29 | 49,205 | 4.05 | 1,697 | 3 | 6662 | 4.76 |
| 北京 | 喜茶 | 63 | 100,897 | 4.28 | 1,602 | 3 | 15634 | 4.81 |
| 北京 汇总 | | 92 | 150,102 | 4.21 | | | | |
| 杭州 | 奈雪的茶 | 25 | 32,222 | 4.27 | 1,289 | 12 | 22010 | 4.63 |
| 杭州 | 喜茶 | 34 | 43,729 | 3.96 | 1,286 | 12 | 13164 | 4.51 |
| 杭州 汇总 | | 59 | 75,951 | 4.09 | | | | |
| 成都 | 奈雪的茶 | 22 | 27,551 | 4.07 | 1,252 | 9 | 14598 | 4.57 |
| 成都 | 喜茶 | 29 | 34,058 | 4.14 | 1,174 | 9 | 18047 | 4.58 |
| 成都 汇总 | | 51 | 61,609 | 4.11 | | | | |

资料来源：大众点评网，华金证券研究所搜集整理

三、奈雪的茶发展空间的探讨

（一）高端现制茶饮店的需求持续增长

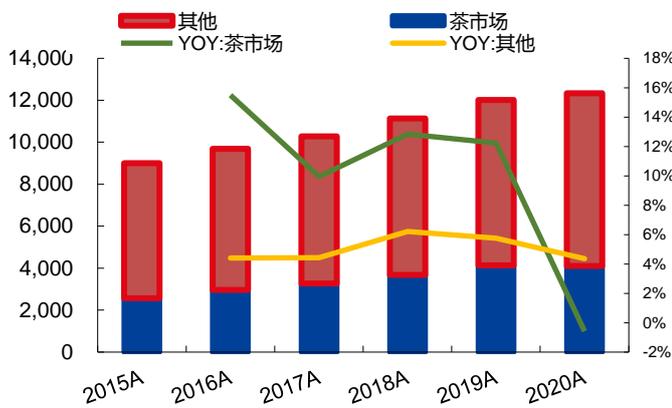
茶市场中现制茶饮的增速最高。据灼识咨询数据，我国非酒饮料市场中茶市场的增速突出，2015-2020 年 CAGR 为 9.8%，预计 2020-2025 年 CAGR 达到 14.6%，按零售消费价值计的市场规模预计在 2025 年达到 8102 亿元。我国茶市场中现制茶饮在 2015-2020 年的增速最为突出，该期间 CAGR 为 21.9%，2020 年的市场规模为 1136 亿元，预计在 2025 年将达到 3400 亿元的规模，2020-2025 年 CAGR 达到 24.5%。

现制茶饮店中高端现制茶饮店的需求持续增长。据同一份资料显示，我国现制茶饮店市场中，高端现制茶饮店的增速最为突出，2015-2020 年 CAGR 为 75.8%，2020 年按零售消费价值计的市场规模为 129 亿元，预计在 2025 年达到 522 亿元（2020-2025 CAGR: 32.2%），在 2020-2025 这个期间，按现制茶饮的消费价值计，高端现制茶饮店的增速预计将继续超过其他现制茶饮店的平均增速。高端现制茶饮店不仅销售茶饮，还能交叉销售其他产品，这两者结合起来看，2015-2020 年 CAGR 为 79.7%，2020 年按零售消费价值计的市场规模为 151 亿元，预计在 2025 年达到 623 亿元（2020-2025 CAGR: 32.7%），高端现制茶饮店市场的需求持续高速增长。

我国大陆现制茶饮店的渗透率较低,未来有较大提升空间。尽管高端现制茶饮店的增速突出,但与同样具有悠久饮茶文化的台湾与香港相比,大陆市场的现制茶饮店行业的渗透力仍处较低水平。根据灼识咨询的资料,在2020年,台湾和香港的现制茶饮的人均消费量均超过50杯,这一水平是2025年中国大陆预期将达到水平的四倍有余,这反映出未来人们对现制茶饮的强劲市场需求,促进现制茶饮行业的持续发展。

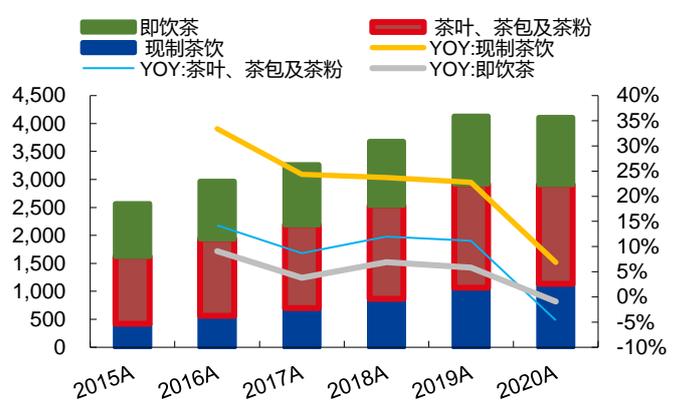
高端现制茶饮店行业相对集中。如上文所述,截至2020年底高端现制茶饮市场CR5为58.4%,其中喜茶与奈雪的茶为市场前两大企业,占领的市场份额遥遥领先(CR2:46.6%)。我们认为由于领先企业强大的产品研发能力、供应链管理能力和数字化运营能力、渠道开发能力和品牌推广能力,未来几年中国大陆高端现制茶饮店市场份额或进一步向龙头企业集中。

图 14: 中国非酒饮料市场 (亿元)



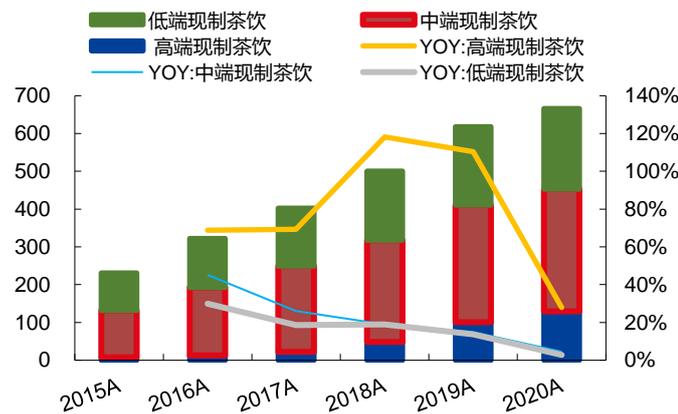
资料来源: 灼识咨询, 华金证券研究所

图 15: 中国茶市场 (亿元)



资料来源: 灼识咨询, 华金证券研究所

图 16: 中国现制茶饮店市场 (亿元)



资料来源: 灼识咨询, 华金证券研究所

图 17: 中国高端现制茶饮&交叉销售产品市场 (亿元)



资料来源: 灼识咨询, 华金证券研究所

(二) 核心问题: 门店新开 vs 老店稀释

1、门店新开: 市场空间充足

2021年4月27日，星巴克在中国大陆的门店数量已达到5000家，并预计在2022年使得门店数量突破6000家。相较于咖啡市场，茶市场在中国市场的群众基础更佳。相较于咖啡市场以25-40岁的商务人士作为主流消费人群，茶饮料实现了对15-60岁人群的全面覆盖。

根据奈雪的茶招股书，公司计划于2021、2022年分别开设约300间及350间奈雪的茶茶饮店（主要集中于一线及新一线城市），并预期在2023年新开设的奈雪的茶茶饮店数量至少与2022年相同。由此我们假设公司2021/2022/2023/2024/2025年新开门店分别达到300/350/400/450/450家，考虑到一定比例的闭店，我们预测门店总数将分别达到791/1141/1541/1991/2441家。我们预计由于PRO店预期更佳的单店模型，PRO店型占新开门店的占比将逐渐得到提升，从2021-2022年70%提升至2023/2024/2025年的75%/80%/85%。至2025年，奈雪的茶标准店/PRO店将分别达到855/1586家，PRO店占比接近65%。

图 18：奈雪的茶门店加密后的每年店铺数量

| | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 店铺分布 | | | | | | | |
| 一线城市 | 87 | 138 | 170 | 290 | 430 | 590 | 770 | 950 |
| 新一线城市 | 58 | 119 | 170 | 260 | 365 | 485 | 620 | 755 |
| 二线城市 | 10 | 62 | 122 | 182 | 252 | 332 | 422 | 512 |
| 其他城市 | 0 | 8 | 29 | 59 | 94 | 134 | 179 | 224 |
| 店铺数量合计 | 155 | 327 | 491 | 791 | 1141 | 1541 | 1991 | 2441 |
| 净新增店铺数量 | | | | 300 | 350 | 400 | 450 | 450 |
| | 店型 | | | | | | | |
| 标准店 | 155 | 327 | 491 | 575 | 670 | 754 | 820 | 855 |
| PRO店 | | | | 216 | 471 | 787 | 1171 | 1586 |
| 新增店铺中PRO店的比例 | | | | 70% | 70% | 75% | 80% | 85% |

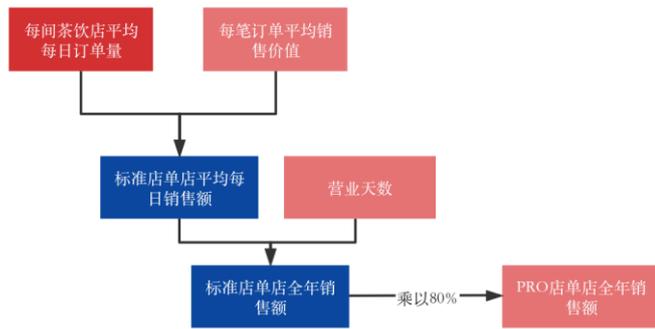
资料来源：奈雪的茶招股书，华金证券研究所

2、老店稀释：成熟期单店平均销售额或超600万

考虑到中国茶饮消费市场的广阔性，我们认为公司开店目标虽然激进，但仍有较高的达成概率。相比之下，在贯彻核心城市门店加密的战略执行过程之中，老店经营业绩将被多大程度地被摊薄将是更为重要的议题，因为在经营杠杆的作用之下单店营收的下滑将导致盈利能力的下滑，且从中长期看餐饮行业仍面临“三高一低”的经营环境。

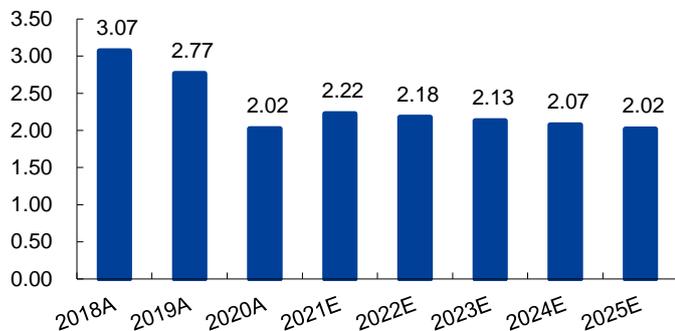
我们认为，老店经营业绩的下滑主要反映在每间茶饮店平均每日订单量的变化上。由于奈雪的茶平均每日订单量在2020年受疫情影响下滑幅度较大（仅有470单，较2019年的642单减少了27%），我们预计2021年标准店平均每日订单量有一定的反弹（517单，同比：10%），然后在2022-2025年逐年下降，在2025年稳态情况下达到平均每日469单（复合增长率：-2.5%）。在此基础上，标准店单店平均每日销售额在2021年为2.22万元，并逐年下降至2025年的稳态状态下的2.02万元（年化726万元，按360日）——略低于奈雪的茶“基地市场”深圳在2020年疫情期间的平均单店日销售额2.16万元（年化778万元，按360日）。考虑到PRO店不提供现制烘焙产品，我们假设PRO店单店销售额约为标准店的80%，即581万元。基于以上假设，考虑到PRO店占比预计不断提升，我们认为奈雪的茶于2025年单店平均销售额将略高于600万元。

图 19: 奈雪的茶各店型单店销售额测算逻辑



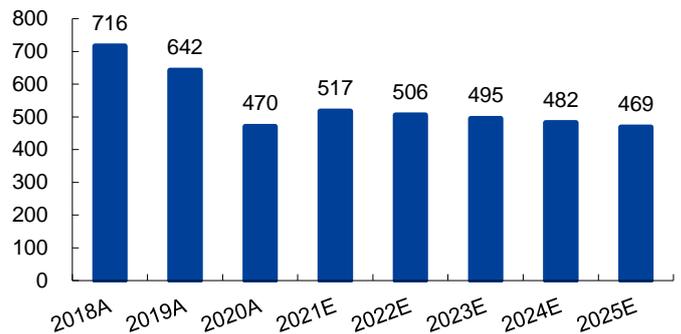
资料来源: 奈雪的茶招股书, 华金证券研究所

图 21: 奈雪的茶每间茶饮店平均每日销售额 (万元)



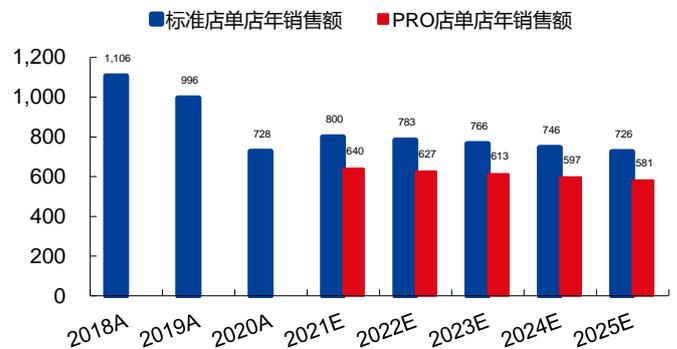
资料来源: 奈雪的茶招股书, 华金证券研究所

图 20: 奈雪的茶每间茶饮店平均每日订单量 (#)



资料来源: 奈雪的茶招股书, 华金证券研究所

图 22: 奈雪的茶各店型平均单店年销售额 (万元)



资料来源: 奈雪的茶招股书, 华金证券研究所

图 23: 奈雪的茶代表城市茶饮店数目及平均单店日销售额

| 代表城市茶饮店数目及平均单店日销售额 | 2018A | 2019A | 2020A |
|--------------------|-------|-------|-------|
| 一线: 深圳 (2015年进入) | | | |
| 茶饮店数目 (#) | 54 | 76 | 91 |
| 平均单店日销售额 (千元) | 26.8 | 26 | 21.6 |
| 新一线: 武汉 (2017年进入) | | | |
| 茶饮店数目 (#) | 11 | 19 | 25 |
| 平均单店日销售额 (千元) | 35.5 | 28.6 | 24 |
| 二线: 佛山 (2018年进入) | | | |
| 茶饮店数目 (#) | 3 | 7 | 13 |
| 平均单店日销售额 (千元) | 33.1 | 22.7 | 17.1 |

资料来源: 奈雪的茶招股书, 华金证券研究所

3、成熟期单店模型解析

我们预计, 奈雪的茶将于 2025 年基本完成核心城市的门店网络的加密布局, 届时单店模型将趋于稳态。考虑到届时约 70% 门店将分布在一线和新一线城市, 我们对于标准店/PRO 店于一线和新一线城市进行了单店模型分析, 并以三种情境假设呈现。在基准假设之下, 我们预测:

- 1) 标准店单店每年平均营收在一线/新一线城市分别达到 745/694 万元。我们预计稳态下标准店的单店投资回报期在 18-22 个月之间，经营利润率在 13.5%-17.3%之间。
- 2) PRO 店单店每年平均营收为标准店营收的 80%，即在一线/新一线城市分别达到 596/556 万元营收，投资回报期较标准店大幅缩短至 10 个月左右，稳态下预计经营利润率在 24.2%-27.1%之间。

表 7：稳态期标准店的单店模型（以主要的一线/新一线城市为例）

| | 一线 | | | 新一线 | | |
|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| | 基准 | 乐观 ² | 悲观 | 基准 | 乐观 | 悲观 |
| 营业收入 | 744.5 | 893.4 | 595.6 | 694.4 | 833.3 | 555.5 |
| 营业成本 | 260.6 | 312.7 | 208.5 | 243.0 | 291.6 | 194.4 |
| 毛利率 | 65.0% | 65.0% | 65.0% | 65.0% | 65.0% | 65.0% |
| 员工成本 | 163.8 | 163.8 | 163.8 | 138.6 | 138.6 | 138.6 |
| 员工开支率 | 22.0% | 18.3% | 27.5% | 20.0% | 16.6% | 24.9% |
| 门店租金 | 138.0 | 138.0 | 138.0 | 114.0 | 114.0 | 114.0 |
| 门店租金开支率 | 18.5% | 15.4% | 23.2% | 16.4% | 13.7% | 20.5% |
| 折旧与摊销（按 5 年） | 37 | 37 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 折旧与摊销率 | 5.0% | 4.1% | 6.2% | 5.3% | 4.4% | 6.7% |
| 水电开支 | 16.4 | 19.7 | 13.1 | 15.3 | 18.3 | 12.2 |
| 水电开支率 | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.2% |
| 配送服务费 | 27.9 | 33.5 | 22.3 | 26.0 | 31.2 | 20.8 |
| 配送服务费率 | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 3.8% |
| 经营利润 | 100.8 | 188.7 | 12.9 | 120.4 | 202.4 | 38.4 |
| 经营利润率 | 13.5% | 21.1% | 2.2% | 17.3% | 24.3% | 6.9% |
| 净利润 | 75.6 | 141.6 | 9.7 | 90.3 | 151.8 | 28.8 |
| 净利润率 | 10.2% | 15.8% | 1.6% | 13.0% | 18.2% | 5.2% |
| 投资回报周期（月） | 22.0 | 11.8 | 172.2 | 18.4 | 11.0 | 57.8 |

资料来源：奈雪的茶招股书，华金证券研究所

表 8：稳态期 PRO 店的单店模型（以主要的一线/新一线城市为例）

| | 一线 | | | 新一线 | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 基准 | 乐观 | 悲观 | 基准 | 乐观 | 悲观 |
| 营业收入 | 595.6 | 714.7 | 476.5 | 555.5 | 666.6 | 444.4 |
| 营业成本 | 202.5 | 243.0 | 162.0 | 188.9 | 226.7 | 151.1 |
| 毛利率 | 66.0% | 66.0% | 66.0% | 66.0% | 66.0% | 66.0% |
| 员工成本 | 101.4 | 101.4 | 101.4 | 85.8 | 85.8 | 85.8 |
| 员工开支率 | 17.0% | 14.2% | 21.3% | 15.4% | 12.9% | 19.3% |
| 门店租金 | 82.5 | 82.5 | 82.5 | 68.2 | 68.2 | 68.2 |
| 门店租金开支率 | 13.9% | 11.5% | 17.3% | 12.3% | 10.2% | 15.3% |
| 折旧与摊销（按 5 年） | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 折旧与摊销率 | 4.2% | 3.5% | 5.2% | 4.5% | 3.8% | 5.6% |
| 水电开支 | 13.1 | 15.7 | 10.5 | 12.2 | 14.7 | 9.8 |
| 水电开支率 | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.2% |
| 配送服务费 | 26.8 | 32.2 | 21.4 | 25.0 | 30.0 | 20.0 |

² 乐观和悲观情景下的营收分别为基准的 120%和 80%。

| | | | | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 配送服务费率 | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% |
| 经营利润 | 144.3 | 214.9 | 73.6 | 150.4 | 216.3 | 84.6 |
| 经营利润率 | 24.2% | 30.1% | 15.5% | 27.1% | 32.5% | 19.0% |
| 净利润 | 108.2 | 161.2 | 55.2 | 112.8 | 162.3 | 63.4 |
| 净利润率 | 18.2% | 22.6% | 11.6% | 20.3% | 24.3% | 14.3% |
| 投资回报周期（月） | 10.4 | 7.0 | 20.4 | 10.0 | 6.9 | 17.7 |

资料来源：奈雪的茶招股书，华金证券研究所

（三）盈利预测

我们预计 2021-2025 年奈雪的茶营收分别为 50.5/71.4/94.4/118.7/143.0 亿元，同比增长 65.2%/41.3%/32.2%/25.8%/20.5%；考虑到烘焙产品的营收占比降低，未来公司毛利率或稳中有升，在 2025 年达到 65.4%；店铺经营相关成本包括员工成本、租金成本、其他资产的折旧与摊销、配送服务费和水电开支，我们认为随着单店模型更佳的 PRO 店型占比提升，店铺经营相关成本率将稳步从 2020 年的 57.6% 下降至 2025 年的 45.3%；其他成本包括广告和推广开支、物流及仓储费、其他开支、其他亏损/收入净额和融资成本等，主要为总部相关成本，我们认为在门店网络持续扩张带来的规模效应之下，其他成本率将由 2020 年的 17.4% 下降至 2025 年的 9.0%。综合以上，我们预计 2021-2025 年奈雪的茶净利润分别为 0.7/3.2/6.0/8.9/12.1 亿元，净利率不断提升，从 2021 年的 1.4% 稳步提升至 2025 年的 8.5%。

表 9：奈雪的茶的盈利情况预测（亿元）

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入/收益 | 30.57 | 50.50 | 71.36 | 94.37 | 118.68 | 142.98 |
| YOY | 22.2% | 65.2% | 41.3% | 32.2% | 25.8% | 20.5% |
| 材料成本 | (11.59) | (18.09) | (25.31) | (33.19) | (41.41) | (49.50) |
| YOY | 26.6% | 56.0% | 39.9% | 31.1% | 24.8% | 19.6% |
| %收益 | 37.9% | 35.8% | 35.5% | 35.2% | 34.9% | 34.6% |
| 毛利率 | 62.1% | 64.2% | 64.5% | 64.8% | 65.1% | 65.4% |
| 店铺经营相关成本 | (17.61) | (25.88) | (34.45) | (44.13) | (54.47) | (64.74) |
| YOY | | 47.0% | 33.1% | 28.1% | 23.4% | 18.8% |
| %收益 | 57.6% | 51.3% | 48.3% | 46.8% | 45.9% | 45.3% |
| 其他成本 | (5.33) | (5.67) | (7.44) | (9.30) | (11.12) | (12.85) |
| YOY | | 6.3% | 31.4% | 24.9% | 19.6% | 15.6% |
| %收益 | 17.4% | 11.2% | 10.4% | 9.9% | 9.4% | 9.0% |
| 除税前利润 | (1.90) | 0.96 | 4.30 | 7.94 | 11.91 | 16.16 |
| YOY | 345.3% | -150.6% | 346.3% | 84.8% | 50.0% | 35.7% |
| %收益 | -6.2% | 1.9% | 6.0% | 8.4% | 10.0% | 11.3% |
| 净利润 | (2.03) | 0.72 | 3.22 | 5.96 | 8.93 | 12.12 |
| YOY | | -135.5% | 346.3% | 84.8% | 50.0% | 35.7% |
| 净利率 | -6.6% | 1.4% | 4.5% | 6.3% | 7.5% | 8.5% |

资料来源：奈雪的茶招股书，华金证券研究所

（四）估值探讨

本文上述的讨论假设了 2025 年奈雪的茶单店模型将趋于稳定，但由于对模型进行预测时需假设的参数较多，稳态情况下的具体情形较难预测，且餐饮行业存在的不确定性因素较多，营业收入的变动将引发较大的利润变动，故而我们除了基准预测下的估值外，也给出了乐观与悲观情况下的估值情况，这两种情形与基准的区别在于对每间茶饮店平均每日订单量的不同假设。

基准(中性)预测下 2021 年起每间茶饮店平均每日订单量逐年下滑，至 2025 年为 469 单；悲观预测下 2021 年起每间茶饮店平均每日订单量每年加速下滑，至 2025 年为 408 单（较中性同期水平减少了 13%）；乐观预测下 2021 年起每间茶饮店平均每日订单量每年缓慢下滑，至 2025 年为 538 单（较中性同期水平增加了 15%）。

在这样的预测下，悲观/中性/乐观情景下的 2025 年奈雪的茶营业收入为 124.7/143.0/163.7 亿元，净利润为 5.2/12.1/19.9 亿元。结合 30X 的预测市盈率，奈雪的茶 2025 年的估值为 157.0/363.6/597.4 亿元，再以此折现到当前时点，奈雪的茶的估值为 123.6/286.3/470.3 亿港元，对应每股 7.21/16.69/27.42 港元。

表 10：奈雪的茶的不同情景下的估值（截至 2021 年 7 月 12 日）

| | 悲观 | 中性 | 乐观 |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|
| 2025 年每间茶饮店平均每日订单量（#） | 408 | 469 | 538 |
| 2025 年每间茶饮店平均每日销售额（千元） | 17.54 | 20.17 | 23.13 |
| 2025 年营业收入（亿元） | 124.68 | 142.98 | 163.67 |
| 2025 年净利润（亿元） | 5.23 | 12.12 | 19.91 |
| P/E 倍数 | 30 | 30 | 30 |
| 2025 年估值（亿元） | 156.96 | 363.61 | 597.36 |
| 折现率（k） | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 折现系数 $1/(1+k)^t$ | 0.65 | 0.65 | 0.65 |
| 估值（亿元） | 102.57 | 237.61 | 390.36 |
| 汇率 | 0.83 | 0.83 | 0.83 |
| 估值（亿港元） | 123.58 | 286.28 | 470.31 |
| 股数（亿股） | 17.15 | 17.15 | 17.15 |
| 每股价格（港元） | 7.21 | 16.69 | 27.42 |

资料来源：奈雪的茶招股书，华金证券研究所

此外，我们使用绝对估值法对公司进行了估值。在 WACC 为 10.3%、永续增长率 g 为 2.0% 的参数设定之下，公司估值为 314.3 亿港元，合每股 18.32 港元。

表 11：奈雪的茶绝对估值的敏感性分析（亿港元）

| | | 敏感性分析 | | | | |
|--------|------|----------|------|------|------|------|
| WACC/g | | DCF 估值结果 | | | | |
| | | 1.0% | 1.5% | 2.0% | 2.5% | 3.0% |
| 314 | 1.0% | 331 | 341 | 352 | 366 | 381 |
| 9.5% | 309 | 318 | 328 | 339 | 351 | |
| 10.0% | 298 | 306 | 314 | 324 | 335 | |
| 10.3% | 274 | 280 | 287 | 294 | 303 | |
| 11.0% | 258 | 264 | 270 | 276 | 284 | |

资料来源：奈雪的茶招股书，华金证券研究所

（五）投资建议

综合考虑高端现制茶饮行业的高增长势头、公司于行业中的领先地位与估值情况，我们给予奈雪的茶“增持-B”评级。

四、风险提示

PRO 店经营表现不及预期。我们预计 PRO 店的单店模型表现将明显优于标准店，但由于 PRO 店的推出时间较晚，单店模型未得到充分的验证，若 PRO 店表现不及预期，将影响公司整体经营表现。

门店数量扩张不及预期。我们预计公司门店数量有望于 2025 年接近 2500 家，但直营门店拓展对于公司综合能力的要求较高尚存不确定性，进而影响经营情况的达成率。

原材料价格上涨或者短缺。高端现制茶饮的原材料多为价格波动、品质难控的农产品，供给端存在不确定性，尤其部分小众原材料或在激烈市场竞争之下价格哄涨，进而影响公司毛利率水平或产品稳定性。

食品安全风险影响品牌形象。公司所属的餐饮行业对食品安全的要求极为严格，若出现食品安全问题，奈雪的茶品牌形象将受到负面影响。

新的有力竞争者的冲击。尽管高端现制茶饮行业进入壁垒显著高于中低端茶饮行业，但整体而言“买方市场”之下优质新品牌借助资本力量仍有后来居上的可能性，如果奈雪的茶无法保持品牌竞争力，则有被取而代之的可能性。

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 295 | 1330 | 4216 | 5032 | 6132 | 营业收入 | 2502 | 3057 | 5050 | 7136 | 9437 |
| 现金 | 81 | 502 | 3770 | 4405 | 5306 | 营业成本 | -916 | -1159 | -1809 | -2531 | -3319 |
| 应收票据及应收账款 | 136 | 725 | 281 | 396 | 524 | 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预付账款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业费用 | -1348 | -1761 | -2588 | -3445 | -4413 |
| 存货 | 78 | 103 | 164 | 230 | 302 | 管理费用 | -190 | -270 | -425 | -548 | -675 |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 1756 | 1984 | 2475 | 3001 | 3557 | 财务费用 | -96 | -263 | -141 | -196 | -255 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1621 | 1827 | 2223 | 2677 | 3154 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 134 | 156 | 251 | 323 | 401 | 营业利润 | -48 | -396 | 86 | 415 | 775 |
| 资产总计 | 2051 | 3314 | 6691 | 8033 | 9689 | 营业外收入 | 6 | 206 | 10 | 14 | 19 |
| 流动负债 | 1226 | 2728 | 1500 | 2022 | 2578 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 493 | 1763 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | -43 | -190 | 96 | 430 | 794 |
| 应付票据及应付账款 | 727 | 944 | 1478 | 2000 | 2557 | 所得税 | -3 | 13 | 24 | 107 | 199 |
| 其他流动负债 | 7 | 21 | 21 | 21 | 21 | 税后利润 | -40 | -203 | 72 | 322 | 596 |
| 非流动负债 | 974 | 1010 | 1790 | 2288 | 2793 | 少数股东损益 | -1 | -1 | 1 | 1 | 1 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | -39 | -202 | 71 | 321 | 595 |
| 其他非流动负债 | 974 | 1010 | 1790 | 2288 | 2793 | EBITDA | 190 | 220 | 532 | 952 | 1390 |
| 负债合计 | 2201 | 3739 | 3290 | 4310 | 5371 | | | | | | |
| 少数股东权益 | -3 | 0 | 1 | 2 | 2 | 主要财务比率 | | | | | |
| 股本 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 资本公积 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | -146 | -425 | 3399 | 3721 | 4315 | 营业收入(%) | 130.2 | 22.2 | 65.2 | 41.3 | 32.2 |
| 归属母公司股东权益 | -146 | -424 | 3400 | 3721 | 4316 | 营业利润(%) | -9.9 | 345.3 | -150.6 | 346.3 | 84.8 |
| 负债和股东权益 | 2051 | 3314 | 6691 | 8033 | 9689 | 归属于母公司净利润(%) | -41.6 | 423.7 | -135.4 | 349.7 | 85.0 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 63.4 | 62.1 | 64.2 | 64.5 | 64.8 |
| | | | | | | 净利率(%) | -1.6 | -6.6 | 1.4 | 4.5 | 6.3 |
| | | | | | | ROE(%) | 26.4 | 47.6 | 2.1 | 8.6 | 13.8 |
| | | | | | | ROIC(%) | 21.9 | -6.7 | 8.9 | 20.0 | 29.0 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 107.3 | 112.8 | 49.2 | 53.7 | 55.4 |
| | | | | | | 流动比率 | 0.2 | 0.5 | 2.8 | 2.5 | 2.4 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.2 | 0.4 | 2.7 | 2.4 | 2.3 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.9 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 1.0 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 5.8 | 6.1 | 14.9 | 15.5 | 18.0 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.3 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | -743.9 | -142.1 | 401.2 | 89.2 | 48.2 |
| | | | | | | P/B | -196.2 | -67.6 | 8.4 | 7.7 | 6.6 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 158.0 | 136.5 | 56.6 | 31.6 | 21.6 |

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

高猷嘉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com