

## 食品饮料周专题

投资建议： 强于大市（维持）  
 上次建议： 强于大市

### 现制茶饮密集递表，行业拥抱资本化新阶段

#### ➤ 复盘历程：行业经历四轮变革，步入成熟阶段

1990-1995年初期主要是茶饮粉末调制，单价10元以下，但门店少、面积小。1996-2015年，单店模式逐渐转向连锁，同时原材料、产品、店铺环境均有所升级，单价提至10-20元。2016年-2021年进入新茶饮时代，行业价格带拉开，且工业化、数字化蓬勃发展。2021年至今步入资本化时代，奈雪的茶率先上市，24年初蜜雪冰城转战港交所，古茗也于同日递表，募资金用途均包括加强供应链建设、深化品牌塑造、提升数字化能力等方面。

#### ➤ 行业现状：需求端持续增长，供给端不断升级

根据茶百道招股书，2022年我国现制茶饮市场规模达2029亿元，预计2027年有望再次翻倍。**需求端**：下沉市场因渗透率低、消费升级，扩容空间相对更大。外卖用户规模在15-22年间实现5倍增长，22年奶茶外卖占比已超50%，27年有望增至70%+。**供给端**：现制茶饮行业竞争激烈，普遍同质化下，分价格带市场均在向龙头集中，过程中各品牌通过向品牌化、供应链整合集约化、全链路数字化进行升级，竞争格局有所优化。

#### ➤ 未来展望：现制茶饮未来空间在于下沉+出海

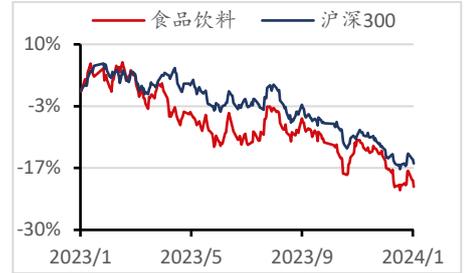
截至2023Q3，门店数量超50万家，但近期随着咖啡、酸奶等其他现制品类的兴起，现制茶饮面临一定分流压力，在饮品门店总占比从22年底的59.9%降至23年6月的57.7%。其中，高端品牌近一年来均陆续开放加盟，未来仍有望实现较快增长，加速覆盖下沉市场。我们测算未来高端茶饮开店累计空间有望增至6588家门店。低端市场以蜜雪冰城为引领者，凭借极致性价比产品和强大供应链实力转战国外，已开启规模化出海。

#### ➤ 单店模型：各项指标对比之下，品牌各有优劣

我们选择奈雪的茶、茶百道和蜜雪冰城分别作为高端、中端和低端的代表品牌，进行单店模型测算。综合来看，奈雪的店效是茶百道和蜜雪的3倍左右，且毛利率也是最高，但其初始投资金额约为茶百道/蜜雪的2倍/5倍，因此回报周期相对最长，为20个月左右。蜜雪冰城尽管店效和毛利率相对最低，但初始投资远低于茶百道和奈雪，因此回报周期也相对最短，为15个月左右。茶百道各项数据则相对居中。

**风险提示**：行业竞争加剧风险；门店扩张不及预期风险；食品安全风险。

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：陈梦瑶

执业证书编号：S0590521040005

邮箱：cmy@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《食品饮料：出生人口数或企稳回升，食饮哪些板块将受益？》2023.12.31
- 2、《食品饮料：保健品行业新周期，供需有何新变化？》2023.12.22

## 正文目录

1. 复盘历程：行业经历四轮变革，走向成熟阶段	3
1.1 1990-1995 年第一阶段，茶饮粉末调制时代	3
1.2 1996-2015 年第二阶段，传统连锁茶饮时代	3
1.3 2016-2021 年第三阶段，新式茶饮分化时代	3
1.4 2021 年-至今第四阶段，步入资本化时代	4
2. 行业现状：需求端持续增长，供给端不断升级	5
2.1 需求端：千亿市场快速发展，下沉+外卖驱动增长	5
2.2 供给端：行业向品牌化、集约化、数字化升级	7
3. 未来展望：现制茶饮未来空间在于下沉+出海	9
3.1 全国门店已超 50 万家，行业近年面临分流压力	9
3.2 高端品牌有望继续加密，低端已开始规模化出海	10
4. 单店模型：各项指标对比之下，品牌各有优劣	11
4.1 举例对比初始投资、期间现金流及回本周期待指标	11
4.2 蜜雪回本快，奈雪店效与毛利率高，茶百道居中	11
5. 风险提示	12

## 图表目录

图表 1：首款珍珠奶茶于 1987 年在中国台湾“春水堂”诞生	4
图表 2：中国台湾奶茶连锁品牌“快可立”门店	4
图表 3：2005 年我国城镇居民人均可支配收入突破万元大关（单位：元）	4
图表 4：新茶饮品牌向更高品质进行产品升级	4
图表 5：现制茶饮市场发展演变	5
图表 6：2017-2027 年按城市等级划分现制茶饮市场规模（单位：亿元）	5
图表 7：2023 年各层级城市的每万人门店数量	5
图表 8：我国城镇居民人均可支配收入不断增长（单位：元）	6
图表 9：2017-2022 年我国城镇化率不断提升	6
图表 10：2015-2022 年外卖用户规模实现近 5 倍增长	7
图表 11：奶茶外卖占比持续提升并成为主要消费渠道	7
图表 12：疫情下现制茶饮连锁化率不断提升且显著高于餐饮	8
图表 13：奈雪的门店数量在疫情期间逆势扩张	8
图表 14：代表品牌供应链概况	8
图表 15：现制茶饮门店数量在饮品门店总量中占比有所下降	10
图表 16：高端茶饮开店空间测算	10
图表 17：奈雪的茶、茶百道、蜜雪冰城品牌的单店模型	12

## 1. 复盘历程：行业经历四轮变革，走向成熟阶段

我国现制茶饮行业于 90 年代初兴起，经过 30 余年发展，经历四轮变革，产品逐渐提升，渠道更加多元，品牌化趋势明显，工业化、数字化基础扎实。

### 1.1 1990-1995 年第一阶段，茶饮粉末调制时代

初代产品“珍珠奶茶”由中国台湾引进大陆后广受欢迎，在学校周边、小档口店等街边店铺快速扎根，购买奶茶的消费习惯逐渐养成。该阶段主要以个体单店为销售渠道，门店面积较小且奶茶用料成本低廉，因此产品价格通常在 10 元以内。

### 1.2 1996-2015 年第二阶段，传统连锁茶饮时代

奶茶店铺从单店模式逐渐转向连锁经营。快可立于 1996 年在中国台湾创立，而后以平均每日新增两家加盟店的速度在 1998-1999 年间快速扩张，自此开启连锁加盟模式。1999 年快可立进入大陆市场并在北京开设首家连锁店铺，其新颖的店面设计和来自宝岛的地道风味广受消费者追捧。与此同时，自动封口机也由中国台湾引进大陆，以此代替传统杯盖，在提升奶茶制作效率的同时显著加强了奶茶的便携性，外带业务由此加以拓展。2005 年香飘飘品牌开创了杯装冲泡的新型奶茶并迅速席卷全国，其脍炙人口的广告宣传语“一年卖出三亿多杯，杯子连起来可绕地球一圈”进一步加深了大众对于奶茶品类的消费认知。随着我国城镇居民人均可支配收入突破万元大关，以奶茶为代表的休闲食饮加速崛起。2007 年前后，CoCo 都可、快乐柠檬、一点点等一大批品牌开始涌现，均通过加盟渠道开启全国化扩张；该阶段伴随着连锁品牌的兴起，奶茶原材料、品类与店铺环境均有所升级，产品价格区间提升至 10-20 元。

### 1.3 2016-2021 年第三阶段，新式茶饮分化时代

在消费结构迭代升级以及全国化竞争日益激烈的背景下，奶茶行业进一步分化，品牌价格带显著拉开。高端市场顺应健康化和品质化升级趋势，以喜茶、奈雪的茶为代表的新茶饮品牌采用优质茶叶、鲜果等高品质原材料，对产品进行升级创新，渠道端多以直营模式在一二线城市的主流优质商圈开设大面积、精装修的特色门店，注重品牌建设进而打造独特的高端化 IP。中低端品牌则普遍坚守加盟渠道策略，通过快速扩店跑马圈地，竞相覆盖下沉市场，并凭借高效供应链和规模效应打造物美价廉的性价比壁垒出圈。此外，在数字化发展趋势下，线上小程序、美团外卖等软件驱动线上渠道蓬勃发展，各品牌纷纷拥抱新渠道，实现线上线下一体化运营。

### 1.4 2021 年-至今第四阶段，步入资本化时代

奈雪的茶于 2021 年 6 月在港交所挂牌上市，成为首个成功上市的现制茶饮品牌，行业自此迈向了新的发展阶段。近期不少头部品牌也陆续筹备 IPO 计划，蜜雪冰城、茶百道分别在 22 年 9 月和 23 年 8 月向 A 股提交上市申请。24 年 1 月 2 日，蜜雪冰城转战港交所，古茗也于同日向港交所提交上市申请。目前，行业终端门店数量约为 50 万家，增长趋缓；其中蜜雪在全球已拥有超 36000 家门店，而古茗也以 9001 家的门店数量位居行业第二。根据蜜雪、古茗的招股说明书，二者的募资用途均包括加强供应链建设、深化品牌塑造、提升数字化能力等方面，有望进一步支撑蜜雪在东南亚等地区的海外扩张、以及古茗在国内 19 个空白省份的拓店布局。

图表1：首款珍珠奶茶于 1987 年在中国台湾“春水堂”诞生



资料来源：星空加盟网，国联证券研究所

图表2：中国台湾奶茶连锁品牌“快可立”门店



资料来源：8158 加盟网，国联证券研究所

图表3：2005 年我国城镇居民人均可支配收入突破万元大关（单位：元）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表4：新茶饮品牌向更高品质进行产品升级



资料来源：腾讯网（第3眼界），国联证券研究所

图表5：现制茶饮市场发展演变

	1990-1995 年	1996-2015 年	2016 年-至今
	1.0 茶饮粉末调制时代	2.0 传统连锁茶饮时代	3.0 新茶饮时代
代表性品牌	无代表性品牌，茶饮产品概念导入阶段	蜜雪冰城、一点点、快乐柠檬、COCO	喜茶、奈雪、乐乐茶、茶颜悦色
品牌及文化	无品牌概念，产品概念为主	品牌连锁概念为主，侧重于产品本身，品牌只为加盟业务服务	以优质产品为基础，以品牌文化建设为核心，注重专属品牌文化及 IP 的打造
产品价格	通常在 10 元以内	通常在 10-20 元	通常在 20 元以上
原料及制作	奶茶粉末冲水勾兑而成	使用茶末茶渣或普通茶叶制作基底茶，通常会用奶精粉勾兑制作	使用天然料，优质茶叶萃取，加入新鲜水果或鲜奶等调味
店铺及布局	街边店铺为主，3-5 平方米，几乎无统一装修	街头连锁店铺为主，15-20 平方米，简单标准化装修	优质大型商圈店铺为主，门店面积常在 50-150 平方米左右，甚至出现 200 平方米以上品牌店，强调现代化、个性化装修风格
渠道	线下店铺	线下店铺	线下店铺+线上外卖+自营小程序

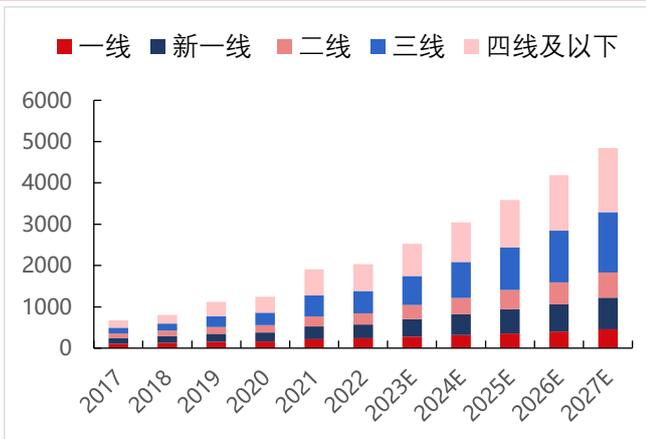
资料来源：沙利文，国联证券研究所

## 2. 行业现状：需求端持续增长，供给端不断升级

### 2.1 需求端：千亿市场快速发展，下沉+外卖驱动增长

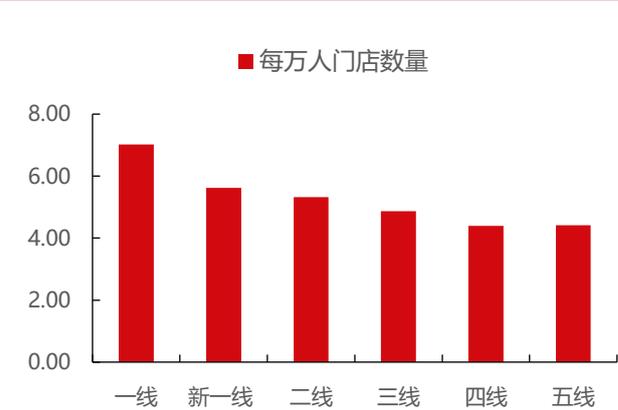
根据茶百道招股书援引沙利文数据，目前我国现制茶饮行业已经成长为千亿量级市场，2022 年市场规模达 2029 亿元，17-22 年 CAGR 高达 24.9%。预计 2027 年将增至 4845 亿元，市场规模有望再次翻倍，22-27 年 CAGR 约 19%。目前下沉市场的奶茶门店渗透率仍低于一二线城市，未来扩容空间相对更大，或将成为驱动整体增长的更重要引擎，17-22 年 CAGR 高达 30.8%，预计 22-27 年 CAGR 约为 20.4%。

图表6：2017-2027 年按城市等级划分现制茶饮市场规模（单位：亿元）



资料来源：茶百道招股书，国联证券研究所

图表7：2023 年各层级城市的每万人门店数量



资料来源：安永咨询，国联证券研究所

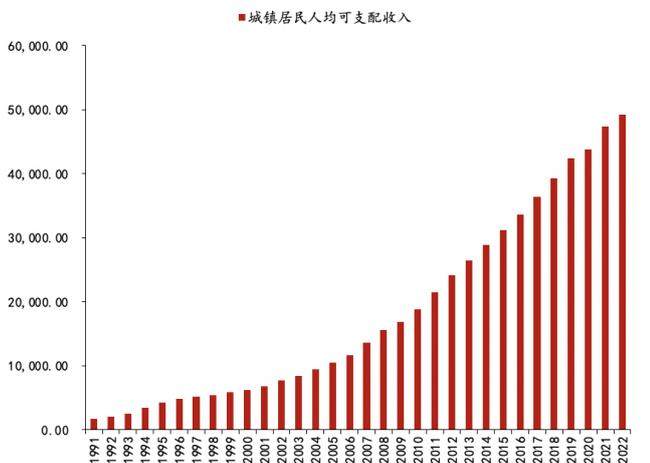
人均可支配收入及城镇化率提高驱动消费升级，下沉市场消费意愿和能力均提升。近年来，随着我国经济快速发展，人们的生活水平不断提高。根据国家统计局数据，我国居民人均可支配收入从 2017 年的 2.6 万元增至 2022 年的 3.69 万元，CAGR 为 7.3%，我国城镇化率也从 2017 年 58.52% 增至 2022 年 65.22%，三线以下的下沉市

场消费升级正在提速。下沉市场消费者相较于高线城市人群房贷压力小、工作较稳定、闲暇时间更充裕，呈现出相对“有钱有闲”的生活状态。根据埃森哲报告，七成下沉市场的受访者表示家庭日常支出占比大于50%，其中食品饮料、服饰鞋帽是主要消费品类，且相较于高线市场对餐饮表现出更旺盛的消费意愿。

中低端品牌通过加盟策略深耕下沉市场，并由于下沉市场消费力崛起得以不断壮大。以蜜雪、古茗为例，俩品牌均采用“农村包围城市的策略”实现快速扩张。根据各自招股书显示，蜜雪在三线及以下城市的门店数量占比为56.9%，其配送网络覆盖了中国约300个地级市，1700个县城和3100个乡镇，覆盖广度和下沉深度为业内最高。古茗在二线及以下城市的门店数量占比为79%，其中38%的门店位于远离城市中心的乡、镇。

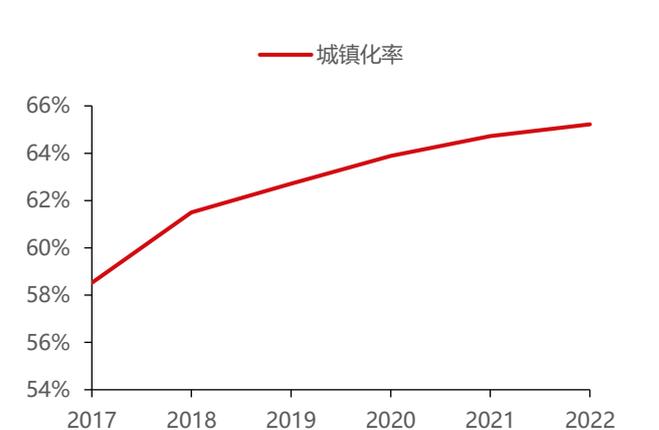
高端品牌也顺应下沉趋势，22年起陆续向低线城市开放加盟模式，积极探索下沉市场。根据喜茶年度报告，自22年11月开放加盟以来，喜茶门店数量从22年底约850家激增至2023年底的3200家以上，同比增长280%。喜茶门店数激增主要系其在下沉市场的加速渗透。根据窄门参眼，喜茶在三线城市及以下的门店数量占比达到38.78%，且已经超过一线/新一线/二线城市的17.01%/21.83%/22.38%。

图表8：我国城镇居民人均可支配收入不断增长(单位：元)



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表9：2017-2022年我国城镇化率不断提升

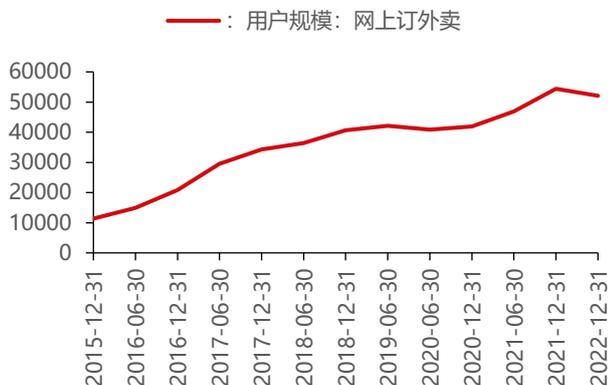


资料来源：每日经济新闻，国联证券研究所

外卖渗透率持续提升，22年占比超50%并成为主要消费渠道。近年来随着移动互联网平台、城镇化基础建设的高速发展，外卖凭借便宜便捷、选择丰富的多重优势，逐渐替代了一部分人在家做饭和外出就餐的饮食需求。疫情下消费端居家场景增多，进一步催化人们养成点外卖的就餐习惯，根据互联网络信息中心数据，2022年外卖用户在互联网网民中占比48.8%，用户规模高达5.2亿人，较2015年的1.1亿实现近5倍增长，15-22年CAGR达24.8%。同时外卖亦提供了人们灵活就业的渠道，根据观研报告，外卖骑手从19年的700万左右增至21年的约1300万人，行业重要性进一步提升。在外卖快速普及和饮食习惯改变的背景下，奶茶外卖可及时满足打工人、

学生群体等足不出户就可获得“小确幸”的心理需求，因而得以借此东风快速发展。根据茶百道招股书，奶茶外卖占比从2017年的36.1%增至22年53.9%，17-22年CAGR高达35.3%，预计到27年外卖占比将进一步增至71.7%，并成为主要消费渠道。

图表10：2015-2022年外卖用户规模实现近5倍增长



资料来源：datayes!，国联证券研究所

图表11：奶茶外卖占比持续提升并成为主要消费渠道



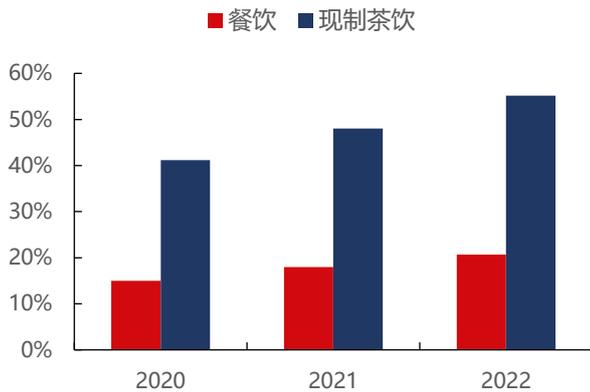
资料来源：茶百道招股书，国联证券研究所

## 2.2 供给端：行业向品牌化、集约化、数字化升级

现制茶饮行业竞争激烈，高端、低端品牌集中度提升优化格局。奶茶行业进入壁垒较低，同质化竞争非常激烈，单打独斗的个体单店难以与实力雄厚的连锁品牌相抗衡，又因为现制茶饮相较餐饮更容易标准化复制的特性，奶茶行业的连锁化率显著高于餐饮。新冠疫情期间竞争格局加速洗牌，奶茶店大多转为线上外卖，但由于线上平台抽成、发放优惠券等因素导致奶茶利润空间进一步压缩，不少中小品牌面对房租等固定成本压力和现金流紧张的局面被迫倒闭退出，但大品牌具备客户粘性、规模效应以及资金储备等优势，因而得以在疫情期间逆势扩张。20-22年现制茶饮的连锁率从20年的41.2%增至22年的55.2%，行业集中度进一步提升。

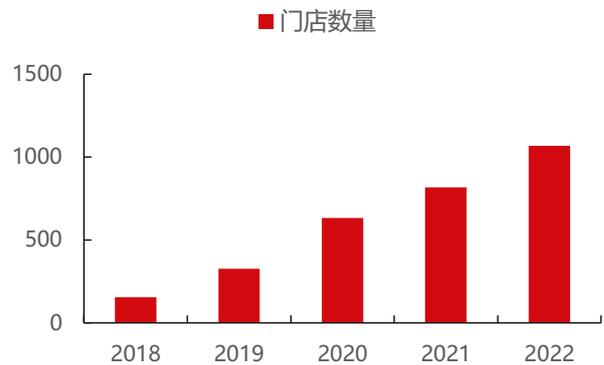
分价格带来看，在客单价超过20元的高端市场和低于10元的低端市场中，品牌向龙头集中趋势均明显。高端市场中，喜茶与奈雪通过强大的品牌力和差异化的营销策略，2020年CR2占比约46.6%，其中奈雪的门店数量在20年同比增长接近翻倍，20-22年从632家增至1068家。低端市场中，蜜雪冰城凭借物美价廉的标准化饮品和快速拓店的高效率模式，率先迈入万店时代并占据32.7%的下沉市场份额。中端品牌面对竞争对手相互挤压和高端品牌价格下探的双重压力，内部竞争依旧激烈，竞争格局尚不明朗。

图表12：疫情下现制茶饮连锁化率不断提升且显著高于餐饮



资料来源：安永咨询，国联证券研究所

图表13：奈雪的门店数量在疫情期间逆势扩张



资料来源：公司公告，国联证券研究所

茶饮升级和规模扩张过程中，供应链整合能力保障产品品质、控制成本、提升效率。上游方面，茶叶、水果等原材料容易受到种植地理环境、气候变化等多因素影响。头部品牌如奈雪、喜茶等与供应商建立深度合作、通过与原产地签订协议、自建原料产地等方式从源头上增强品控能力，同时可提升议价能力，控制原材料成本。物流方面，全国扩张趋势下品牌必须在保证原材料品质及运输效率的同时降低运输成本。代表品牌蜜雪冰城通过自建仓储物流体系，搭建遍布全国的仓储物流网络，并为加盟商提供物流免运费政策扶持，加强了公司跨区域经营能力，成为了其万店规模的基石。奈雪通过与供应源直接合作、集中统一采购，每半个月与供应商磋商一次价格等举措，在备足原料的同时降低了采购成本。2023年入夏以来，奈雪推出“霸气-桶装”鲜果茶系列后仅一个月已售出超300万杯，其通过“全球逐鲜”的数智化供应链挖掘油柑、水蜜桃等本土水果的同时引进海外车厘子、牛油果等鲜果，并以产区接力的方式保障供应，同时在全国近30个省份设保鲜中转仓，实现鲜果24h配送到店，确保广大消费者优质茶饮体验。

图表14：代表品牌供应链概况

品牌	供应链
奈雪的茶	自建供应链包括茶园、果园、花园；自研供应链系统，通过智能商品中心为门店自动匹配最佳用料，实现门店、仓库库存管理一体化基础上的自动订货、自动耗料，从供应商到仓、运、配、生产等全环节数字化，自动采集+大数据分析。
喜茶	自建供应链，自主研发的新品反向定制供应链；自建茶园，并溯及上游茶叶供应商；同时根据年轻消费者的消费需求，改良烘焙工艺和拼配方式，随即向上游供应链进行“反向”定制，有利于在供应链上获得先发优势。
蜜雪冰城	原料地建厂，发力于原材料加工与生产；建设自身物流运输体系，在节约运输成本的基础上保证对下游加盟商的原料供应。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

随着竞争下精细化管理要求提升，数字化进程迅速推进。茶饮品牌为提升管理效率和服务质量，纷纷开启数字化转型，从企业管理、供应链管理、中台系统、终端

门店运营、营销及会员系统等多个维度，以数字化管理为核心，进行全链路数字化搭建。

数字化其一体现在供应链方面，公司依托数字化工具提升供应链智能化水平，可及时掌握库存及供货情况，并根据销量自动调节门店各类原材料进货量，进而提升供应链效率。以蜜雪冰城为例，作为中国现制饮品供应链领域中生产品类最全和规模最大的企业，蜜雪使用数字化系统管理供应链，全方位覆盖采购、生产、物流、以及库存管理环节。企业管理方面，蜜雪构建了各种数字化系统优化内部管理，并借助智能系统简化管理层巡店工作，从而提高标准化水平并改善整体效率。

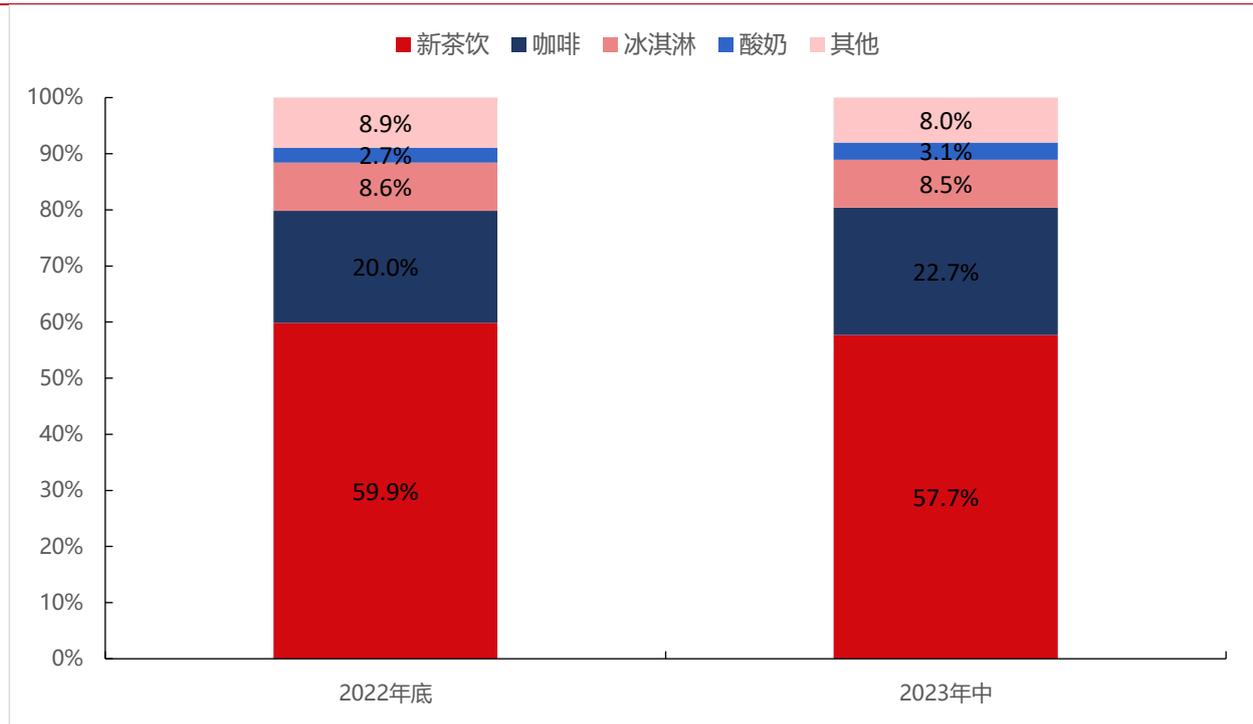
数字化其二体现在门店运营方面，公司将门店流程自动化、数字化、标准化，在简化门店管理的同时提升了运营效率。营销与会员管理方面，公司可利用多渠道数据来针对性进行产品设计、营销推广，同时可及时跟进用户反馈并迅速对产品做出优化调整，从而提升消费者满意度、产品复购率和品牌影响力。以奈雪为例，通过公司自研在业内首创自动茶饮机，并使用自动排班系统协助管理，单店制茶人员配置从4-5人精简至2-3人，由此实现降本增效。同时，奈雪通过会员积分、会员权益等方式增强与消费者的互动，提升消费者粘性与产品复购率。注册会员人数从19年底的930万名，迅速扩大至22年底的5660万名，月度复购率达到26.3%。

### 3. 未来展望：现制茶饮未来空间在于下沉+出海

#### 3.1 全国门店已超50万家，行业近年面临分流压力

回顾中期，门店数量仍有高增速，但短期看数据出现波折。根据中国连锁经营协会，截至2023Q3，全国现制茶饮门店总数约51.5万家，相比2020年底37.8万家，近三年内增长超36%。然而面临酸奶、咖啡等其他现制品类的强势崛起，现制茶饮行业遭受一定市场分流压力，现制茶饮门店在饮品门店总量占比从22年底的59.9%下降2.2pct至23年6月的57.7%，而咖啡、酸奶品类则分别增加了2.7pct/0.4pct，从22年底的22%/2.7%增至23年6月的22.7%/3.1%。此外，或由于消费复苏趋势偏缓及行业竞争加剧，不少奶茶店在疫后出现亏损倒闭，根据窄门餐眼数据，截至2023Q1的一年时间内新开店数量102834家，但因更多门店倒闭导致总体净减少50239家。

图表15：现制茶饮门店数量在饮品门店总量中占比有所下降



资料来源：中国连锁经营协会&美团《2023 新茶饮研究报告》，国联证券研究所

### 3.2 高端品牌有望继续加密，低端已开始规模化出海

高端奶茶行业进入壁垒相对较高，先发者优势显著，竞争格局较为集中且逐渐趋于稳定，未来仍有望实现相对高增。我们囊括奈雪的茶、喜茶、乐乐茶三大品牌，测算高端茶饮开店空间。根据各层级城市人口和门店数量，可推算出当前单店辐射人口。假设高端茶饮店开放加盟后，各层级城市的单店密度将有所增加，尤其下沉市场有望实现加速覆盖。对标星巴克在一线、新一线、二线、三线以下城市的门店密度为 3.9/9.2/19.1/55.1 万人/店，新式茶饮门店密度有望达到 5/10/20/50 万人/店。据此推算，未来高端茶饮累计开店空间有望增至 6588 家门店。

图表16：高端茶饮开店空间测算

	2021 年常住人口 (万人)	门店数量 (2023 年 12 月)	单店辐射人口 (万人)	假设单店密度 (万人)	未来开店空间
一线	8,237	1153	7.14	5	1647
新一线	20081	1311	15.32	10	2008
二线	22521	1065	51.65	20	1126
三线及以下	90331	1394	64.80	50	1807
合计		4923			6588

资料来源：窄门餐眼，品牌公众号&小程序，datayes!，国联证券研究所

低端市场中，蜜雪冰城凭借“极致性价比”的产品和强大的供应链实力转战国外，并已开启规模化出海。根据蜜雪招股书，自 2018 年起在越南河内开设首家海外门店以来，蜜雪已覆盖了海外 11 个国家，共计约 4000 家门店，并已成为东南亚市场

排名第一的现制茶饮品牌。18年越南第一家开业，23年4月有1000家，23年10月1300家；20年印尼第一家门店开业，23年3月1500家，23年9月2300家；总体22年6月突破1000家，23年4月超过2500家，23年10月3600家，一年内增速接近200%，来势汹汹。

#### 4. 单店模型：各项指标对比之下，品牌各有优劣

##### 4.1 举例对比初始投资、期间现金流及回本周期指标

茶饮行业全面开放加盟趋势下，初始投资成本、期间现金流和回本周期是品牌扩张的重要影响因素。我们选择奈雪的茶、茶百道和蜜雪冰城分别作为高端、中端和低端的代表品牌，进行单店模型测算。奈雪的茶于2023年7月开放加盟，尽管因其高端定位呈现较高毛利率，但初始投资金额近100万元，成为业内最高的加盟门槛，回本周期相对较长，因此短期内加盟扩张速度或低于同行。根据窄门餐眼，截至2023年12月，奈雪门店数量达1544家，而喜茶由于开放加盟更早且加盟费用更低，门店数量已增至3200家以上。茶百道作为中端市场的中流砥柱，依托数字化系统建立了一套完善的加盟体系，在门店选址、门店经营、市场营销等方面为加盟商提供支持，其门店数量达到7883家，加盟商的初始投资金额在50万元以上，回报周期16个月左右。蜜雪冰城作为最早迈入万店规模的茶饮品牌，其门店数量目前已超36000家。蜜雪经过多年积累已形成成熟高效的加盟管理体系，加盟商的初始投资金额约为21万元，回报周期在15个月左右。

##### 4.2 蜜雪回本快，奈雪店效与毛利率高，茶百道居中

综合来看，追求回本周期短选蜜雪，店效与毛利率则是奈雪更突出，茶百道较为均衡。奈雪的店效是茶百道和蜜雪的3倍左右，且毛利率也是最高，但其初始投资金额约为茶百道/蜜雪的2倍/5倍，因此回报周期相对最长，为20个月左右。蜜雪冰城尽管店效和毛利率相对最低，但初始投资仅21万左右，远低于茶百道和奈雪，因此回报周期也相对最短，为15个月左右。茶百道凭借适中的店效、毛利率和初始投资金额，回本周期也接近蜜雪，为16个月左右。

图表17: 奈雪的茶、茶百道、蜜雪冰城品牌的单店模型

奈雪的茶(以二类 PRO 店为例)			茶百道			蜜雪冰城		
费用科目	金额 (万元)		费用科目	金额 (万元)		费用科目	金额 (万元)	
初始投资 98w+ (不考虑房租)	合作费	6	初始投资 50w+ (不考虑房租)	品牌授权费	3	初始投资 21w+ (不考虑房租)	加盟费用	0.7-1.1
	保证金	3		保证金	1.5		保证金	2
	装修费用	40+		装修费用	10+		装修费用	6
	设备费用	35+		设备费用	13-15		设备费用	7
	首次配货费用	7+		首次配货费用	4+		原材料费用	5
	开业综合服务费	4		开业综合服务费	4		管理费用	0.48
	培训费	3		培训费	2+		培训费用	0.20
	房租费用	54		外卖平台管理费	0.2		房租费用	10+
月营收	36	房租费用	10+	月营收	10.5			
毛利率	68.5%	月营收	10+	毛利率	50%			
月毛利	24.7	毛利率	65.0%	月毛利	5.25			
水电、人工、房租等	16.8	月毛利	6.5	水电、人工、房租等	3.15			
月净利	7.9	水电、人工、房租等	3.3	月净利	2.10			
回本周期(月)	20	月净利	3.2	回本周期(月)	15			
		回本周期(月)	16					

资料来源: 各品牌公众号, 窄门餐眼, 火爆餐饮网, 国联证券研究所

## 5. 风险提示

**行业竞争加剧风险。**一方面, 其他现制饮品对现制茶饮市场正在产生冲击; 另一方面, 随着高端茶饮下沉并持续开放加盟, 中低端仍持续拓店, 行业内竞争或进一步加剧。

**门店扩张不及预期风险。**现制茶饮门店数量目前已出现净减少, 各品牌拓店工作或无法按照规划如期完成。

**食品安全风险。**国家食品安全监管总局对茶饮行业食材、卫生条件进行严监管, 市场监督管理局定期将组织抽检, 一旦抽检出不合格将对品牌声誉造成不可逆影响。

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼