



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告·行业深度

# 拥抱极致性价比与下沉时代 ——现制茶饮投资探讨

(蜜雪冰城/霸王茶姬/古茗/茶百道2555.HK/沪上阿姨/喜茶/奈雪的茶2150.HK)

2024. 05. 31

分析师：邓 欣 S0010524010001 18938080357

分析师：罗越文 S0010524020001 18621987183

华安证券研究所

# 核心结论

- ✓ **我们年初隆重推出极致性价比系列，开篇立足能量饮料，本篇针对现制茶饮，重点讨论行业当前与未来的竞争、趋势及定价。**
- ✓ **引言：为何关注现制茶饮？** 23年蜜雪冰城GMV近500亿、瑞幸超300亿、古茗/茶百道近200亿、霸王茶姬/沪上阿姨约100亿... 一批百亿品牌涌现背后是极致性价比逆势崛起、平价贵价两极分化。**成长维度，当前现制茶饮的核心逻辑在于下沉与出海两大增量，内在则是平价茶饮对传统物种瓶装饮料的结构替代与健康升级。**下沉力量朝气蓬勃，诚如蜜雪以2-8元极致性价比逆势收割，现已成全球TOP3现饮企业，竞争对手已是瓶饮头部；出海市场何其广阔，现制茶饮可看作中国第一次类似可口可乐/星巴克/麦当劳的消费赛道，出海本质是供应链输出+茶文化输出，类比拿铁带动咖啡，奶茶带动中国茶饮向外输出可期前所未有。
- ✓ **当前：现制茶饮孰优孰劣？** 整体市场格局初现，平价独家主导，大众充分竞争，高价因底部崛起倒逼降级。**竞争维度，当前现制茶饮的比拼核心在于供应链与标准化所带来的规模效应，生意本质是发挥2B供应链的飞轮效应。**
  - ①**产品**：同质化标准化是最大痛点，蜜雪冰城/霸王茶姬大单品突出更易标准化；
  - ②**供应链**：供应链效率是核心赛点，蜜雪冰城/古茗以规模冷链领先、霸王茶姬主打极简供应链；
  - ③**品牌**：短期起势的最佳角度来自流量/长期则回归供应链本质，当前蜜雪冰城/霸王茶姬的IP打造及国风塑造成效突出；
  - ④**渠道**：门店规模是上牌桌基础，蜜雪冰城/古茗下沉领先、霸王茶姬/喜茶新开势能显著；
  - ⑤**成长盈利与单店模型**：综合分析蜜雪冰城/古茗盈利质量突出但发展策略有异，蜜雪积极而古茗稳健、霸王茶姬单店模型绝对领先。
- ✓ **未来：“春秋战国”如何迭代？** 过往十年是粗放生长的初生时期，上市号角拉开深入角逐的进阶序幕，**远期维度更将对标寡头时代。**核心公司成立多为08年后，竞争要素是**同质化下的规模（成本+开店）**，上市开启全产业链布局，竞争要素迭代为**差异化下的运营（从下沉到出海、从同质化到产品化）**，我们进阶探讨
  - ①**下沉之争**：激化，厂商竞相降低加盟门槛跑马圈地；
  - ②**出海之争**：蓝海，头部及新锐厂商皆跃跃欲试，蜜雪冰城/霸王茶姬出海已一马当先；
  - ③**产品之争**：茶化是下一方向，霸王茶姬在茶化趋势中相对领先，下一步演进为挖掘茶价值、借力“茶文化”，我们预见行业产品化窗口正值开启。
- ✓ **定价：多维对比优选蜜雪冰城、霸王茶姬、古茗。**蜜雪冰城（平价王者+出海先发：测算国内开店超7万家，市值空间千亿）、霸王茶姬（国风鲜奶茶胜者+模型最佳：今年GMV望翻倍超星巴克中国，远期第一品牌）、古茗（区域霸主稳扎稳打：全国化具翻倍空间，加盟口碑及盈利质量突出，市值空间400亿），积极关注茶百道（供应链布局加速，23年PE仅11x）。

**风险提示：**新品拓展不及预期；门店拓展不及预期；IPO进展不及预期；单店模型受损

# 全文释义

<b>蜜雪冰城、蜜雪</b>	指	蜜雪冰城股份有限公司，为蜜雪冰城品牌上市主体
<b>古茗</b>	指	古茗控股有限公司，为古茗品牌上市主体
<b>茶百道</b>	指	四川茶百道实业股份有限公司，为茶百道品牌上市主体
<b>沪上阿姨、沪上</b>	指	沪上阿姨（上海）实业股份有限公司，为沪上阿姨品牌上市主体
<b>霸王茶姬、霸王</b>	指	四川茶姬企业管理有限公司，为霸王茶姬品牌主体
<b>奈雪的茶、奈雪</b>	指	奈雪的茶控股有限公司，为奈雪的茶品牌上市主体
<b>喜茶</b>	指	深圳美西西餐饮管理有限公司，为喜茶品牌主体

# 目录

- 1. 引言：为何关注现制茶饮？
- 2. 当前：现制茶饮孰优孰劣？
- 3. 未来：进阶，从春秋到战国？
- 4. 定价：核心公司空间及估值

# ***PART 1***

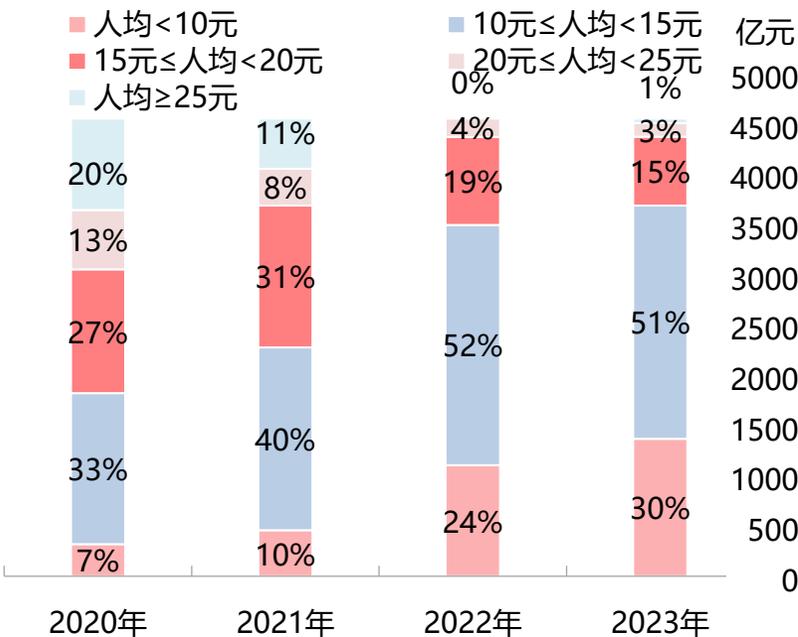
## **引言：为何关注现制茶饮？**

---

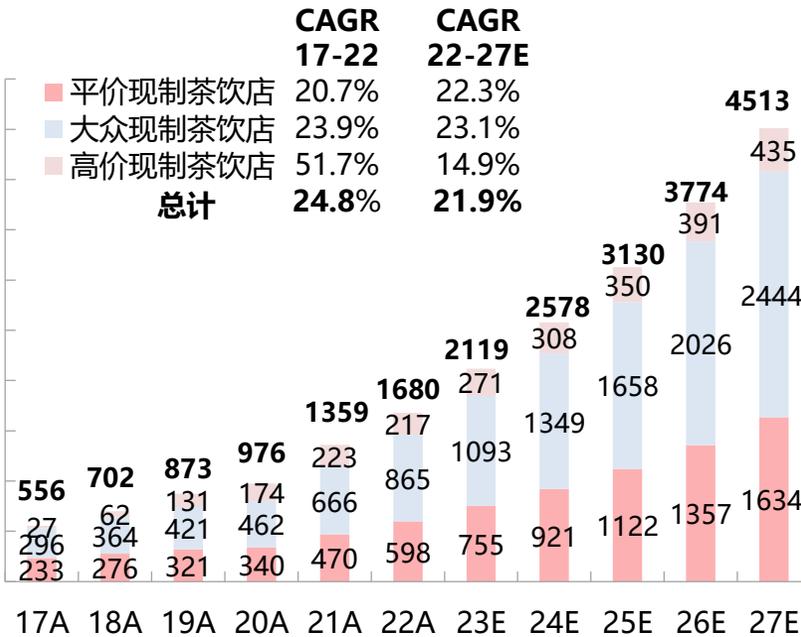
# 极致性价比正逆势扩张

- 年初我们发布《拥抱极致性价比与下沉时代——东鹏饮料》，提出极致性价比为现阶段消费领域之核心趋势，并提供两大投资线索：①在高线城市寻找符合性价比趋势的产品（典型如瑞幸咖啡）②在下沉市场寻找未被满足的升级需求（典型如蜜雪冰城）。能量饮料为我们性价比系列开篇，本篇研究对象为现制茶饮，重点讨论行业当前与未来的竞争、趋势及定价。
- 我们为何关注现制茶饮？**极致性价比逆势增长，百亿级品牌批量涌现**。23年蜜雪冰城GMV近500亿、瑞幸300亿+、古茗/茶百道各近200亿、霸王茶姬/沪上阿姨约100亿，我们可见，一批现象级新锐品牌崛起的背后是性价比趋势的野蛮生长。过去三年，茶饮品牌10元以下消费占比从7%提至30%，而20元以上占比从33%跌至4%（**两极分化**）；蜜雪冰城、古茗招股书亦揭示平价茶饮增速快于中价、高价；喜茶、奈雪陆续降价亦能印证此项趋势。

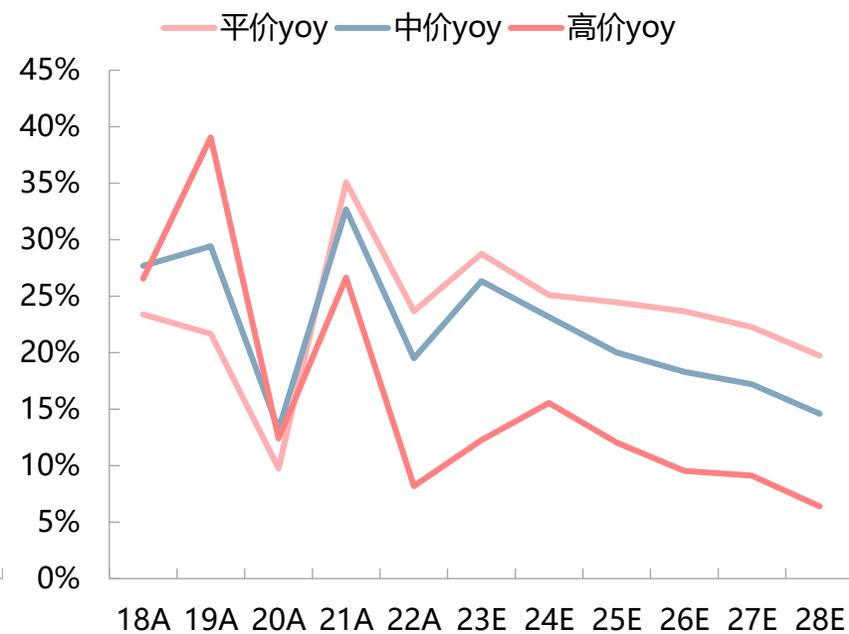
现制茶饮品牌人均消费分布



现制茶饮分价格GMV



平价增速快于高价



# 成长逻辑：下沉+出海

□ **成长维度，我们认为现制茶饮当前阶段的核心逻辑在于下沉与出海两大增量。**

- ✓ **下沉增量：茶饮连锁当前密度不足，下沉需求尚未充分满足。**下沉市场拥有广阔的消费群和购买力，并无高房贷压力带来的消费挤占，疫情三年茶饮连锁逆势扩张带来超高增速，全国门店凭借下沉突破40万家。
- ✓ **出海增量：现制茶饮是未来消费出海的优质品类，**特殊在于①**中国供应链输出**（菲律宾本国原料比从中国采购高出3成，印尼MOMOYO门店超400家，原料来自中国进口）；②**中国茶文化输出**（当前蜜雪冰城已成东南亚出杯第一的茶饮品牌），类比奶+咖啡的拿铁带动咖啡风靡全球，未来奶+茶带动中国茶饮输出可期，我们认为文化输出是前所未有的。

全国现制茶饮突破40w家



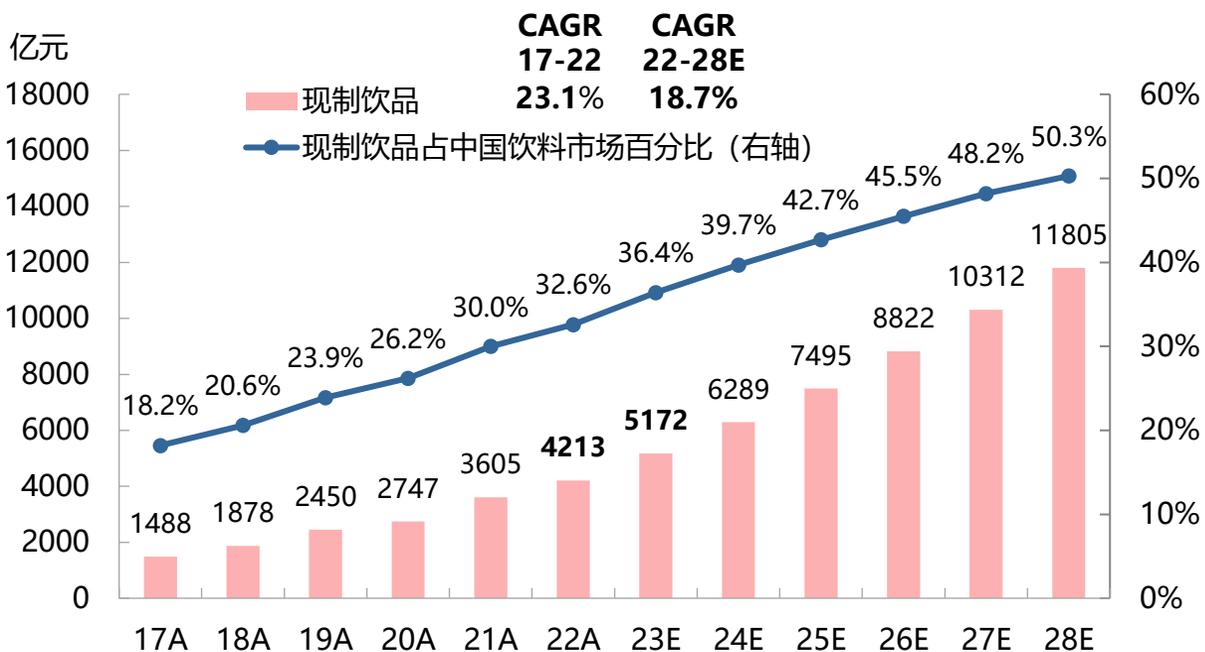
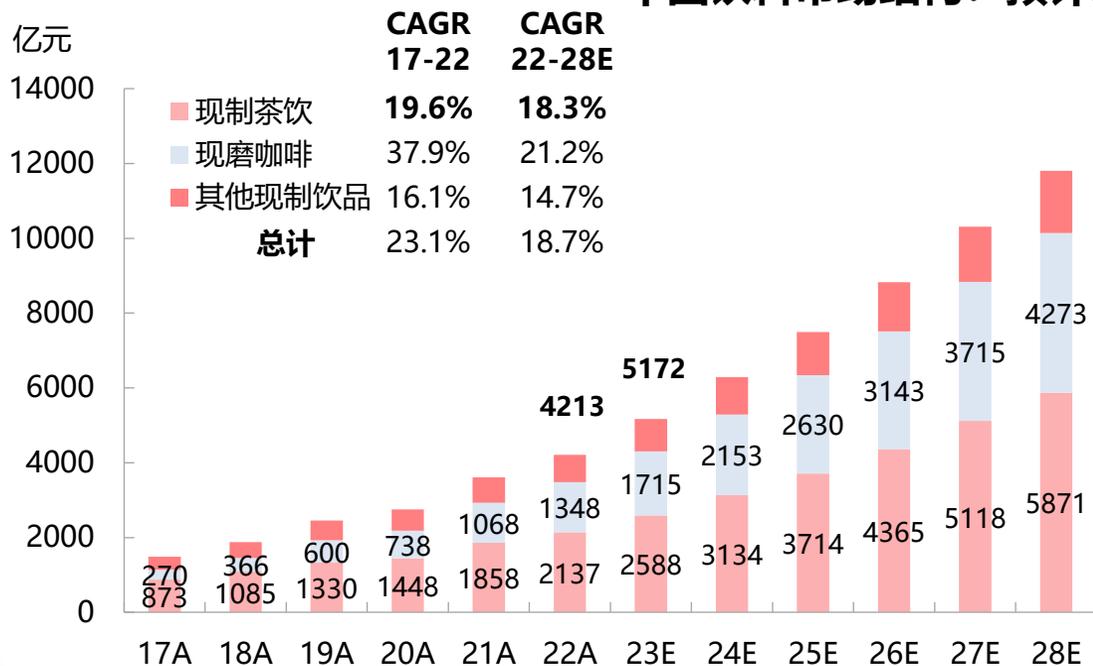
蜜雪已成东南亚第一茶饮品牌

23M9	总部	东南亚门店数	东南亚出杯量(亿)
1 蜜雪冰城	中国郑州	4000	3.46
2 快乐柠檬	中国台湾	1200	1.22
3 Esteh Indonesia	印尼品牌	900	1.22

# 成长空间：本质是结构替代

- **现制茶饮本质是无添加剂对传统物种的健康升级，源于水分摄入中现制占比提升的结构性替代。** 预计2028年现制饮品将占5成市场。
- ✓ **结构变迁：** 越来越多年轻人不喝热水，转向瓶装饮料及现制饮品，现制在水分摄入方式中的结构提升空间较大；
- ✓ **瘾性饮品：** 啤酒/葡萄酒/烈酒/咖啡/茶(茶多酚/咖啡因)/可乐六种上瘾性饮品——《上帝之饮：六个瓶子里的历史》；
- ✓ **Vs现泡茶：** 类比拿铁奶+咖啡，奶+茶是茶文化的新型演绎，口味好易吸引年轻群体；在茶饮店/咖啡厅拿到现制饮品更具仪式感；
- ✓ **Vs瓶装饮：** 现制饮品无添加剂是健康升级，瓶装无糖茶亦无法避免添加碳酸氢钠与维生素C；
- 诚如蜜雪冰城定价介于2-8元，同价位看，其对手已**非现制茶饮而是瓶饮头部**，高成长性现象背后隐含了人们生活方式的变迁。

## 中国饮料市场结构：预计2028现制饮品将超瓶装饮料



# 竞争逻辑：供应链与标准化

□ **竞争维度，我们认为现制茶饮当前阶段的比拼核心在于供应链与标准化所带来的规模效应。**

- ✓ **茶饮加盟批量崛起，生意本质是小B供应链企业。** 其将餐饮三大成本——原材料、人工、租金中最具规模效应的供应链环节单拎出来，避免人工和租金在拓店中的非规模效应，门店加密形成的品牌规模势能降低成本，吸引更多加盟形成“**飞轮效应**”。
- ✓ **上市号角已响，寡头时代来临，我们视现制茶饮为“中国第一次类似星巴克/麦当劳/可口可乐”的消费赛道。** 上市号角之下，头部品牌加大供应链投资，当前蜜雪冰城/古茗产业链布局一马当先，规模效应下蜜雪冰城已成中国TOP5饮料唯一现制企业、也是全球TOP3现制饮品企业。

### 中国前五大饮品企业

23M9	价格带(元)	中国终端零售额(亿元)	yoy
1娃哈哈	2-6	701	2.5%
2康师傅	2-8	695	5.6%
3农夫山泉	2-10	675	16.7%
4可口可乐	2-8	644	4.0%
<b>5蜜雪冰城</b>	<b>2-8</b>	<b>346</b>	<b>47.9%</b>

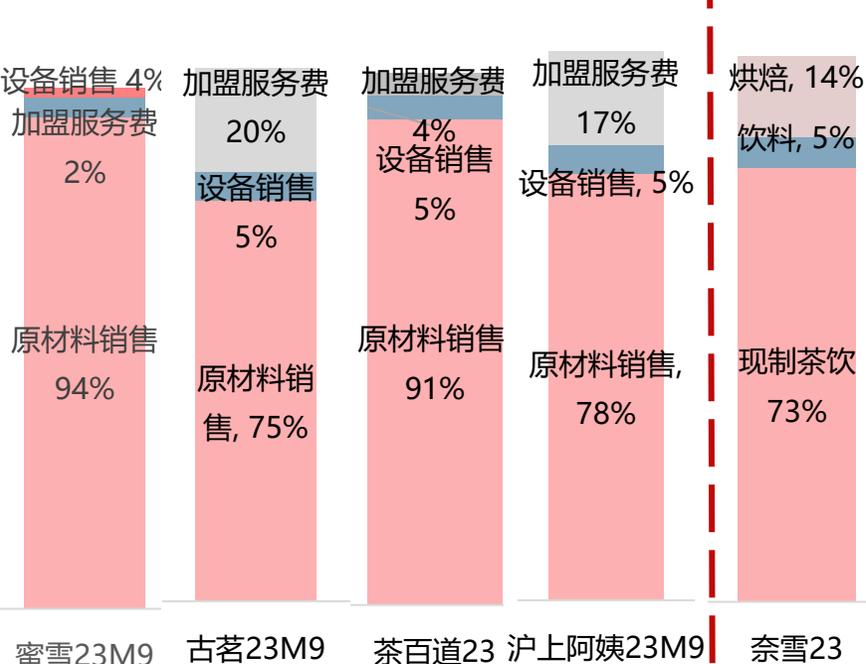
### 全球前三大现制饮品企业

23M9	全球出杯量(亿)	全球门店数
1星巴克(全球)	74	38000
<b>2蜜雪冰城</b>	<b>58</b>	<b>36200</b>
3可口可乐	16	21000

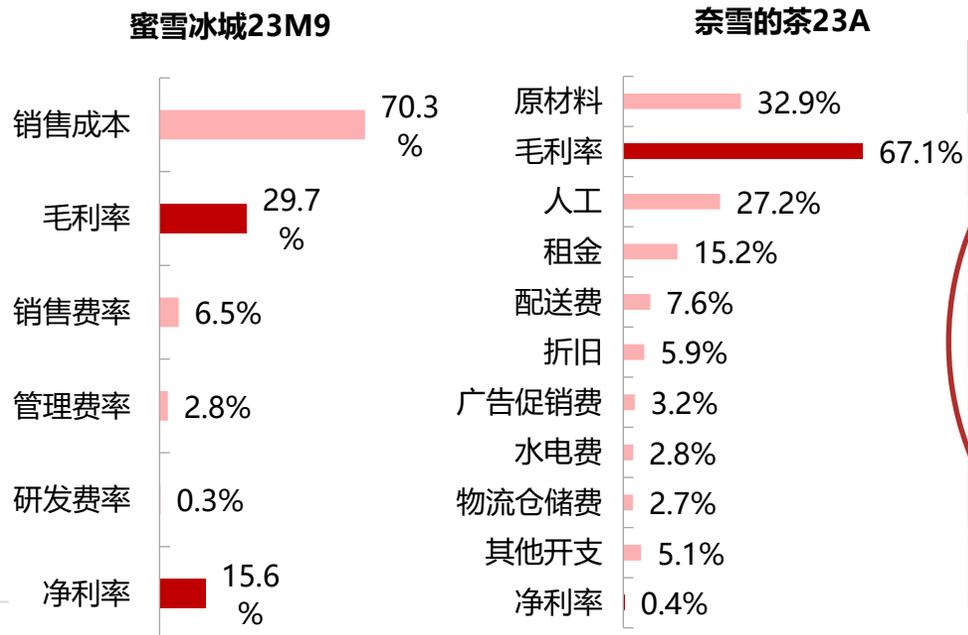
# 加盟VS直营：本质是2B供应链

- ❑ **2B2C初现分晓：此前直营主导的喜茶、奈雪的茶分别于22、23年开放加盟，至此赛道竞争已全面加盟化。**
- ✓ 加盟模式（蜜雪冰城/古茗/茶百道/沪上阿姨）本质上toB，品牌为加盟商提供原料和服务赚钱，低毛利低费率，但净利较佳。
- ✓ 直营模式（奈雪的茶/喜茶）则是toC，品牌以卖产品赚钱，虽有高毛利，但人工租金配送等费率完全自担，盈利并不显著，喜茶/奈雪分别于22Q4、23Q3开放加盟。
- ❑ **规模效应为加盟模式的核心优势，前述竞争逻辑下，加盟优势端倪初现。**

### 加盟vs直营：收入构成



### 加盟vs直营：利润构成



### 加盟vs直营：对比一览

	加盟	直营
模式	To小B	ToC
收入	卖原料、服务	卖产品
毛利率	低	高
费用率	低	高
净利率	高	低
规模/扩张	快	慢

# ***PART 2***

**当前：现制茶饮孰优孰劣？**

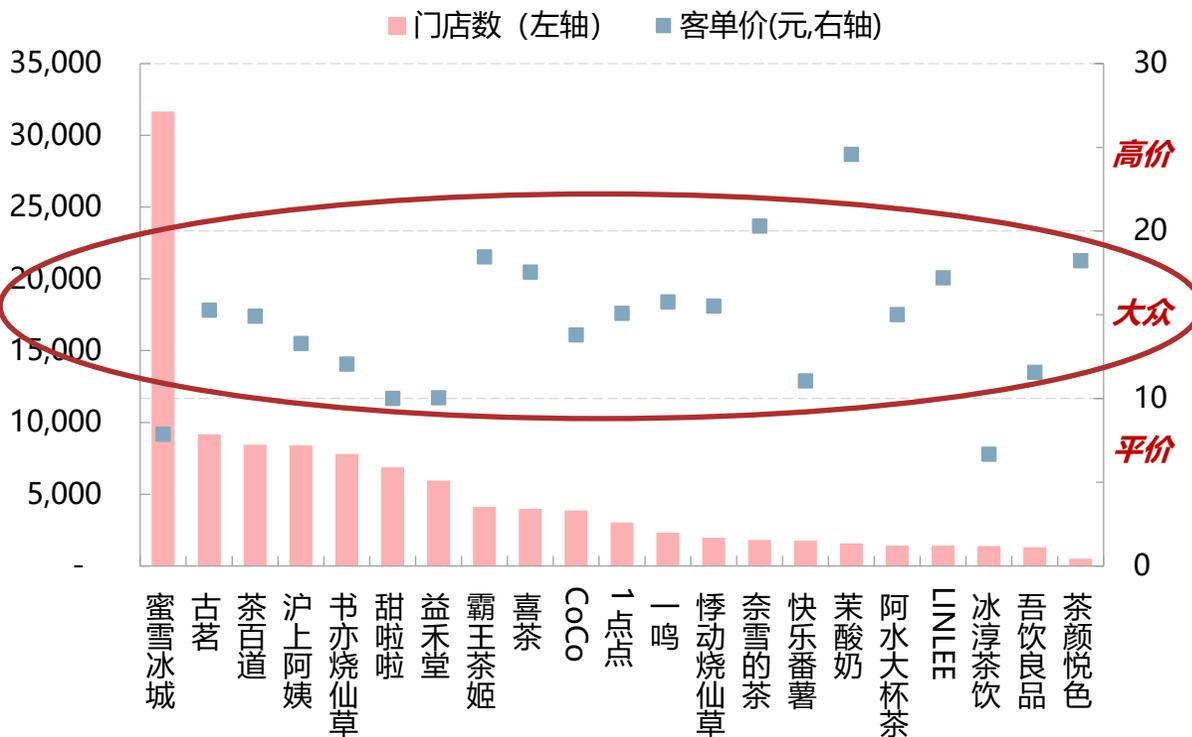
---

# 当前格局：平价独占&大众竞争

□ 纵观整体格局：价格分布“中间多两头寡”，CR4触达40.3%，平价蜜雪遥遥领先，大众市场完全竞争。

- ✓ 平价：蜜雪冰城独占主导。定价2-8元的蜜雪冰城是平价市场的绝对主导，其GMV份额20%/量份额50%，几乎无同等竞争对手，在现制饮品领域其GMV已超中国咖啡GMV第一的瑞幸、全球亦仅次于星巴克。
- ✓ 大众：充分竞争百家争鸣。当前百亿级别的古茗、茶百道、霸王茶姬占位领先，竞争已趋白热化。
- ✓ 高价：底部崛起倒逼降级。当前高价品牌奈雪的茶、喜茶纷纷降价进入大众市场(最低10元)并开放加盟，梯队竞争日趋激烈。

现制茶饮整体格局：平价大众高价

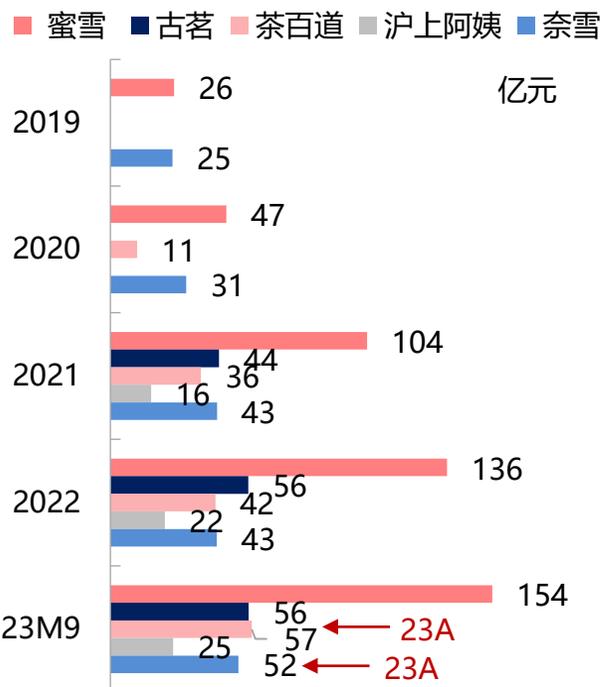


23M9	价格带 (元)	GMV (亿)	GMV 份额	出杯量 (亿杯)	出杯量 份额	门店数 (家)	门店 份额
1蜜雪冰城	2-8	331	20.0%	52	49.5%	29200	6.4%
2古茗	10-18	138	8.3%	9	8.6%	8578	1.9%
3茶百道	10-22	125	7.6%	7	6.7%	7500	1.6%
4沪上阿姨	10-19	72	4.4%	5	4.8%	7297	1.6%
5Coco	10-20	68	4.1%	5	4.8%	4300	0.9%
6书亦烧仙草	11-20	54	3.3%	-	-	7000	1.5%
奈雪	10-28	39	2.3%	-	-	1574	0.3%
<b>现制茶饮店</b>	-	<b>1653</b>	<b>100%</b>	<b>105</b>	<b>100%</b>	<b>45.6w</b>	<b>100%</b>
1瑞幸	14-21	230	19.5%	12	26.1%	13300	-
2星巴克中国	30-41	192	16.3%	4	8.7%	6800	-
3库迪咖啡	10-15	39	3.3%	3	6.5%	5900	-
4幸运咖	5-10	15	1.3%	2	4.4%	2900	-
<b>现制咖啡店</b>	-	<b>1179</b>	<b>100%</b>	<b>46</b>	<b>100%</b>	-	-

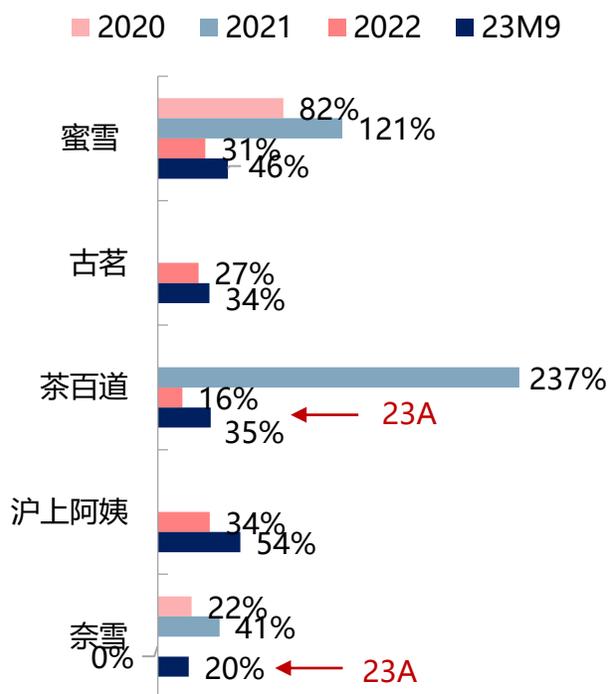
# 基本对比：成长分析

- **成长对比可见：赛道本身逆势增长韧性十足，核心品牌收入利润皆>30%，但品牌策略各呈特色，蜜雪积极、古茗稳健。**
- ✓ **收入YOY：**蜜雪冰城/奈雪的茶起始收入相当，蜜雪扩张积极、古茗稳扎稳打、茶百道/沪上阿姨于21/23年爆发开店；奈雪的茶因直营模式增速相对偏弱；
- ✓ **利润YOY：**蜜雪冰城/古茗/沪上阿姨规模扩张的同时，利润增长持续快于收入；奈雪的茶则因直营投入致盈利于平衡边缘徘徊。

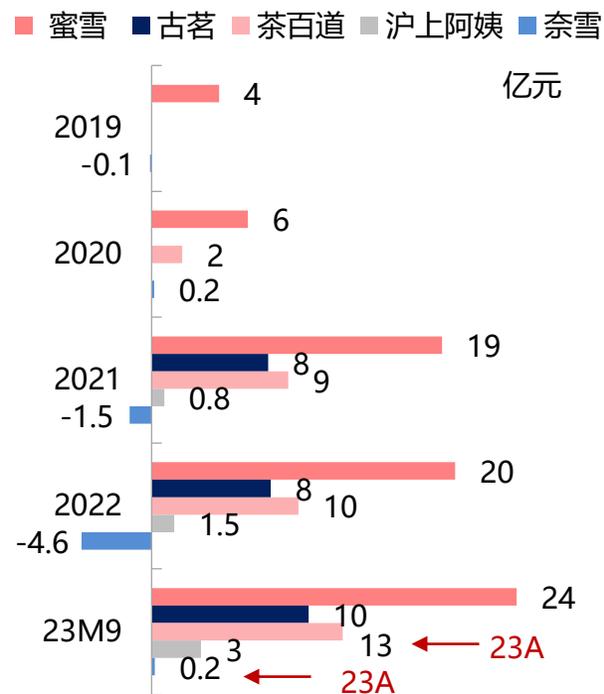
### 茶饮公司收入对比



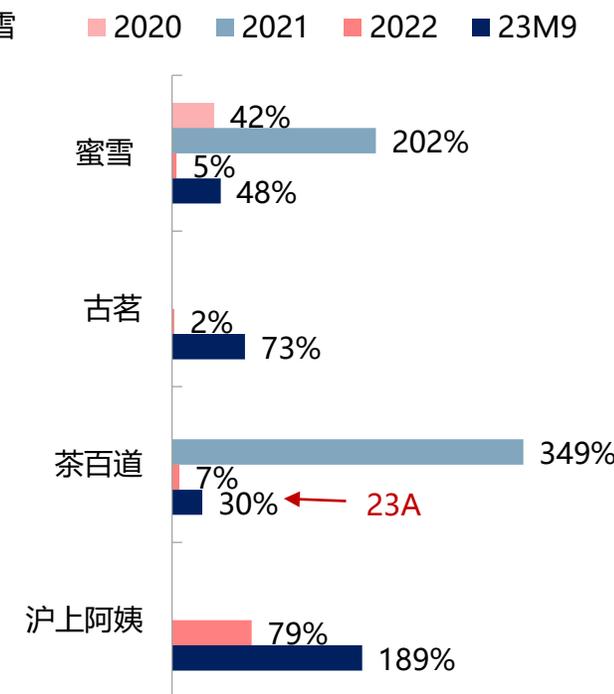
### 茶饮公司收入YOY



### 茶饮公司利润对比



### 茶饮公司利润YOY

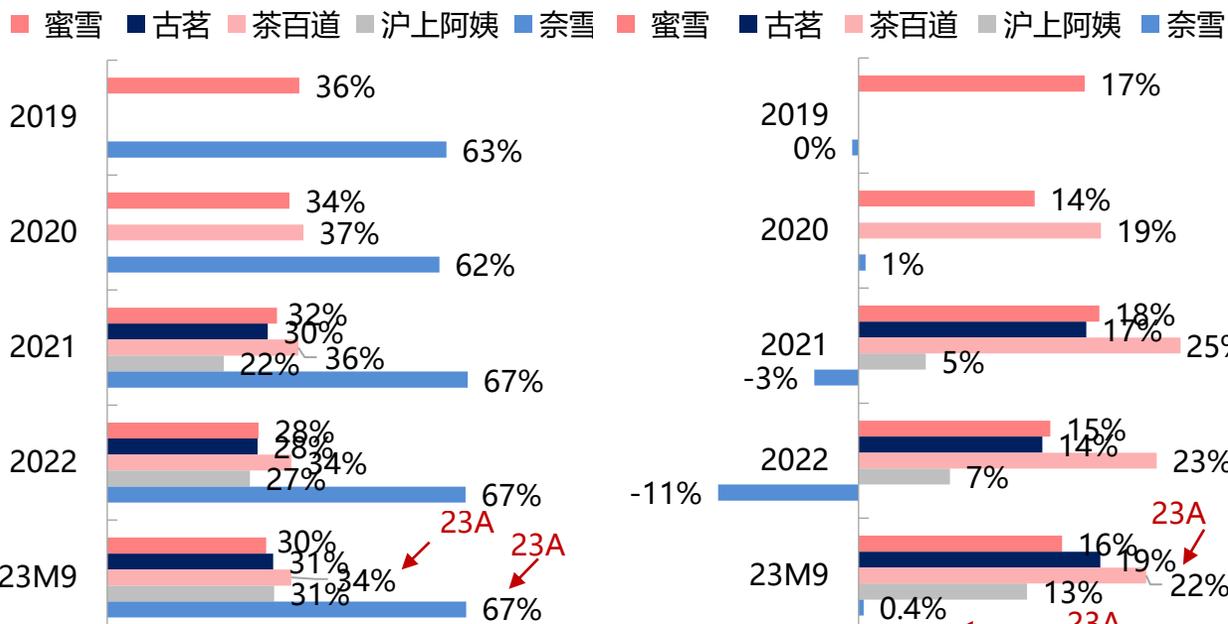


# 基本对比：盈利分析

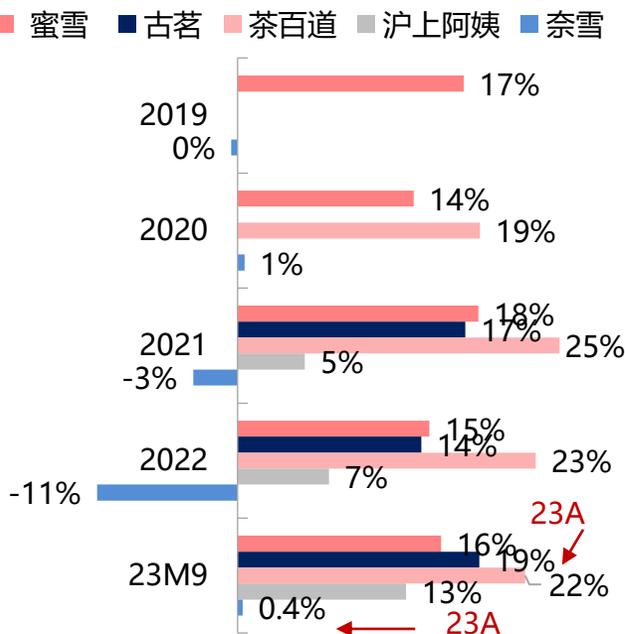
□ 盈利对比可见：毛净利率、单店产出及Takerate结合，加盟盈利优于直营，蜜雪冰城、古茗盈利质量相对突出。

- ✓ **毛/净利率**：蜜雪冰城/古茗毛利率相当，差异在销售投入影响净利率；茶百道净利率高于同业，因毛利率偏高；沪上阿姨净利率低于同业，规模效应尚待加强；直营模式的奈雪毛利率较高但净利率偏弱。
- ✓ **单店GMV**：蜜雪冰城/古茗健康，蜜雪门店加密下单店产出并未降低，古茗21-23年同店增速甚至连续增长12%/3%/9%。
- ✓ **Take rate**：蜜雪冰城/古茗较高，体现其供应链价值；茶百道较低，或因原料定价且外卖占比更高（公司60%vs行业56%）。

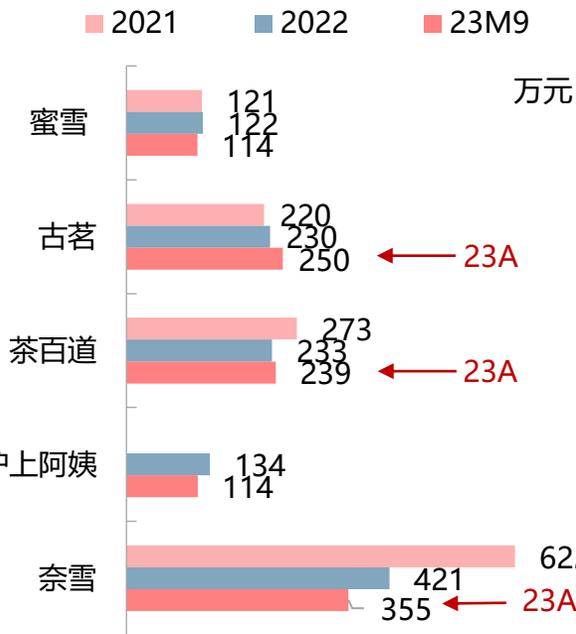
### 茶饮公司毛利率对比



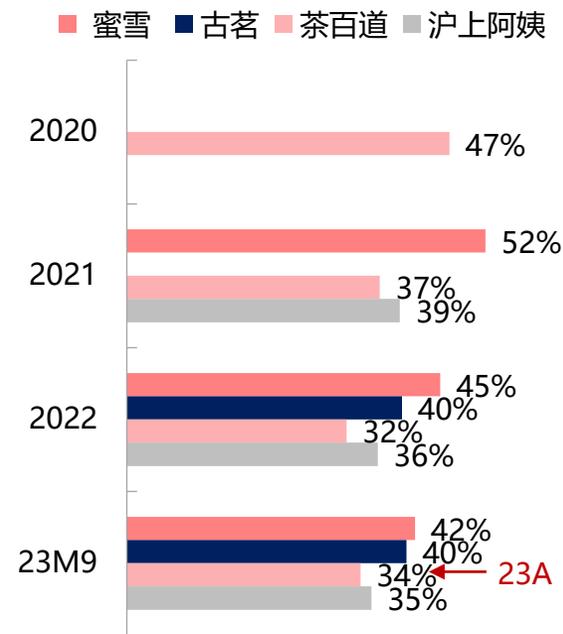
### 茶饮公司净利率对比



### 茶饮公司单店GMV对比



### 茶饮公司take rate对比



# 产品对比：水果茶主导、鲜奶茶兴起

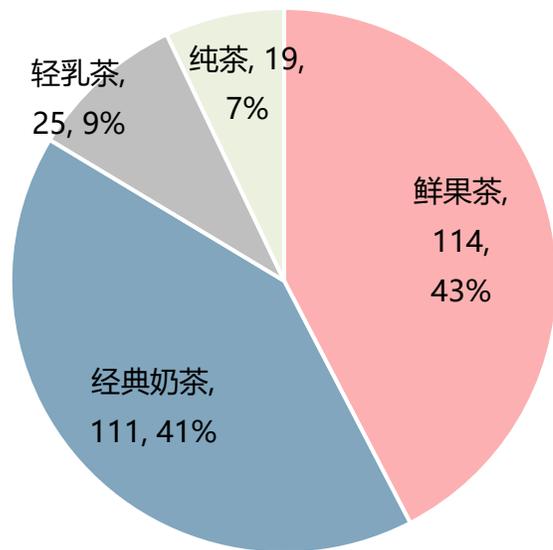
## □ 使用植脂末：

- ✓ **蜜雪冰城**：薄利多销不难喝是王道，茶渣茶沫+植脂末+果酱等原料，但储运方便供应链相对简单。
- ✓ **古茗**：主打水果茶，曾为喜茶平替，推新快，研发投入最高。
- ✓ **茶百道**：主打水果茶，研发费率最低。
- ✓ **沪上阿姨**：主打水果茶，子品牌茶瀑布对标蜜雪。

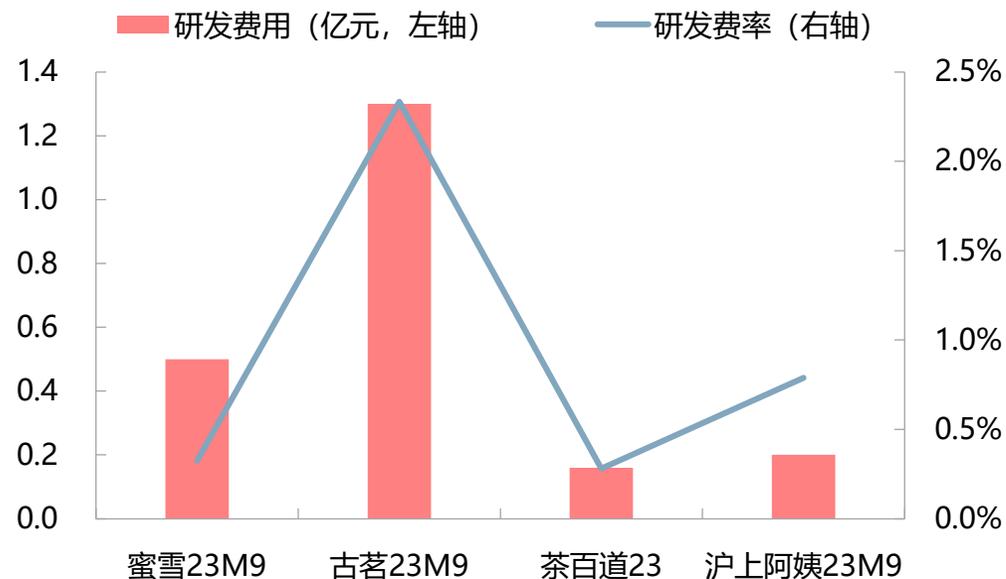
## □ 不含植脂末、鲜奶茶兴起：

- ✓ **喜茶**：主打水果茶，12年真茶真奶、17年S级新鲜水果引发真奶茶/水果茶变革，但供应链相对复杂、成本偏高。
- ✓ **奈雪的茶**：主打水果茶，拥有烘焙的茶饮店。
- ✓ **国风茶饮引领鲜奶茶兴起**：霸王茶姬、茶话弄、茶颜悦色、茶理宜世等，茶原叶+鲜奶，0奶精0植脂末0氢化植物油。

### 现制茶饮SKU结构



### 现制茶饮研发投入对比



# 产品对比：同质化标准化是最大痛点

- **同质化及消费随机：SKU高度同质化竞争。** 消费者易缺乏忠诚，推陈出新与门店加密更为重要，规模才能带来赢得份额的机会。
- **标准化是痛点：蜜雪冰城/霸王茶姬具相对优势。** 蜜雪冰城易标准化，霸王茶姬仅鲜奶茶+推新克制，大单品伯牙绝弦占30%。

	原材料	产品SKU	价格带	招牌	招牌占比	研发团队	推新速度
蜜雪冰城	茶渣茶粉、植脂末/牛奶、果酱、水果、饮料浓浆	SKU: 49	2-9元	柠檬水4元 新鲜冰淇淋2元 珍珠奶茶6元	9.1/4.4/3.3亿杯 23M9 CR3 29%	147人, 35%硕士以上 与江南、海南大学等合作	每月5款, 23M9推47款
古茗	茶叶 植脂末/低温奶 水果/果汁/果酱	SKU: 35	10-21元	古茗奶茶10元 芝士葡萄20元 杨枝甘露17元	累计3.1亿杯 累计1.3亿杯 果茶51%奶茶38% 咖啡11%	111人, 40+人专注茶叶和 萃取工艺, 50%硕士以上, 与浙大、江南大学等合作	每月12款, 23M9推107 款
茶百道	茶叶 植脂末/低温奶+3元 水果/果汁/果酱	SKU: 45	10-22元	杨枝甘露18元 芋圆奶茶13元 茉莉奶绿16元	均超6000万杯 23 CR3 19%	52人 计划在总部建立研发中心	每月4款, 23年推48款
沪上阿姨	茶叶 植脂末/牛奶 水果/果汁/果酱	SKU: 46	11-20元	杨枝甘露18元 芋泥波波奶茶15元 绿豆牛乳冰17元	-	117人 计划设立综合研发中心	每月9款 每年100+款
霸王茶姬	茶原叶 低温奶+咖奶	SKU: 19	15-24元	伯牙绝弦16元	23A伯牙超2.3亿杯 占30%+	董事长带队, 独立研发中心	慢, 若无必要 勿增实体
喜茶	茶原叶 常温奶+低温奶 水果/果浆/罐头	SKU: 79	13-28元	多肉葡萄18元 黑糖波波牛乳19元 酷黑莓桑19元	年销约0.5亿杯 0.14亿杯	约50人	每月4.1款 全年49款
奈雪的茶	茶原叶 低温奶+常温奶 水果/果汁/罐头	SKU: 81	9-28元	霸气芝士草莓21元 霸气葡萄19元 霸气橙子19元	现制茶饮73% 饮料5%烘焙21%, 23H1	24人(2020) 21年5月上海成立烘焙咖啡 研发中心	每月5.6款 全年67款

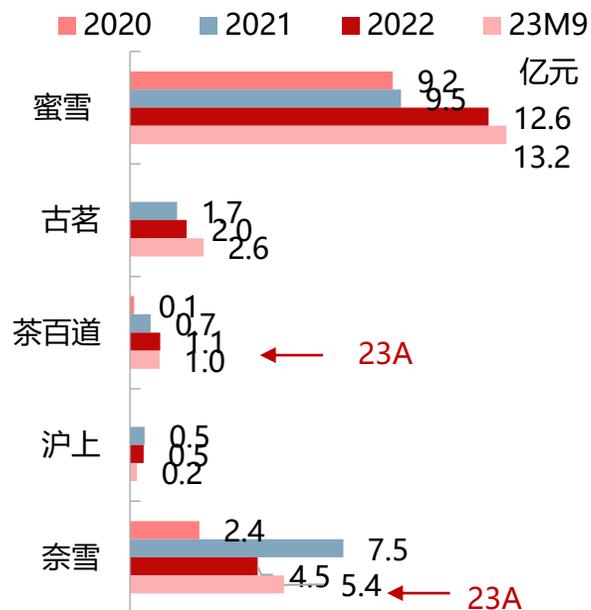


# 供应链对比：供应链效率是核心赛点

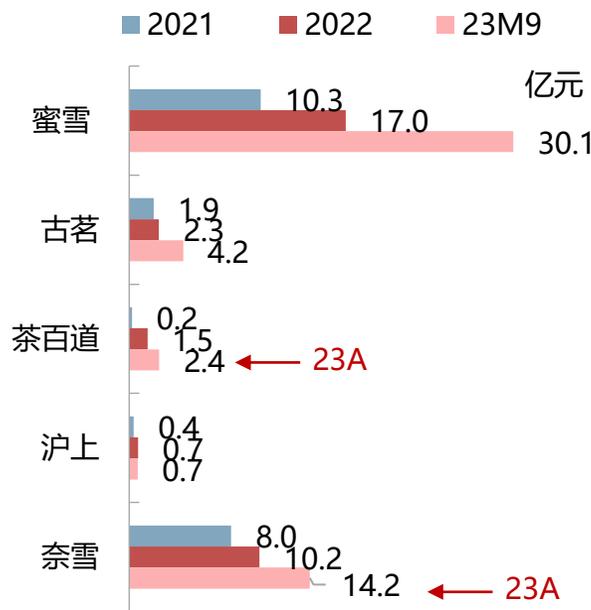
□ 供应链是核心赛点：极致性价比背景之下，供应链广度和深度决定品牌生死。

- ✓ 蜜雪自建工厂自建包材降本增效：供应链盈利水平8-20%，包装/杯子/吸管年均卖出3/11/2亿元（2021），另供货茶饮同业赚取上游利润。
- ✓ 喜茶预制水果稳定出品降低成本：喜茶早年手剥鲜果，18-19年采用冷冻果浆、水果罐头与鲜果混合，冷冻果浆/水果罐头相较处理鲜果成本节约20%/30-40%，预制水果让喜茶的降本降价成为现实。

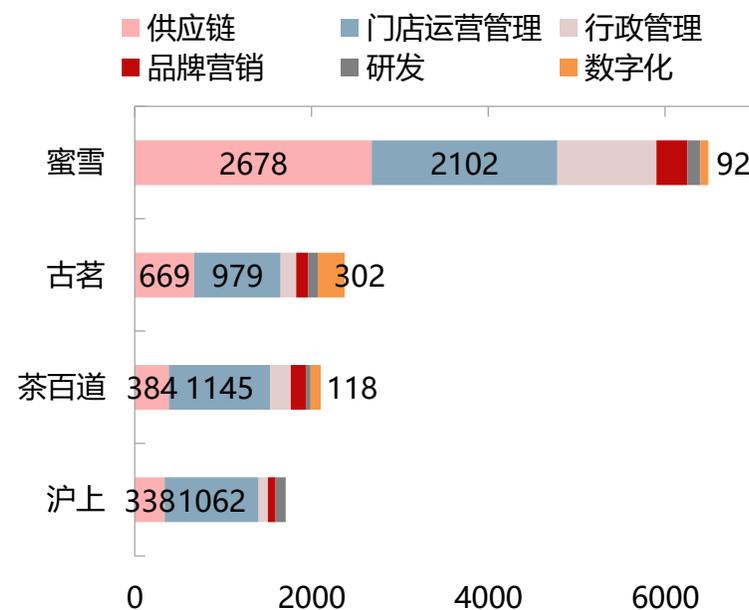
### 蜜雪冰城/奈雪的茶/古茗资本开支较高



### 蜜雪冰城/奈雪的茶/古茗固定资产较高



### 蜜雪冰城/古茗供应链人员较多



# 供应链对比：蜜雪冰城/古茗领先、霸王茶姬极简

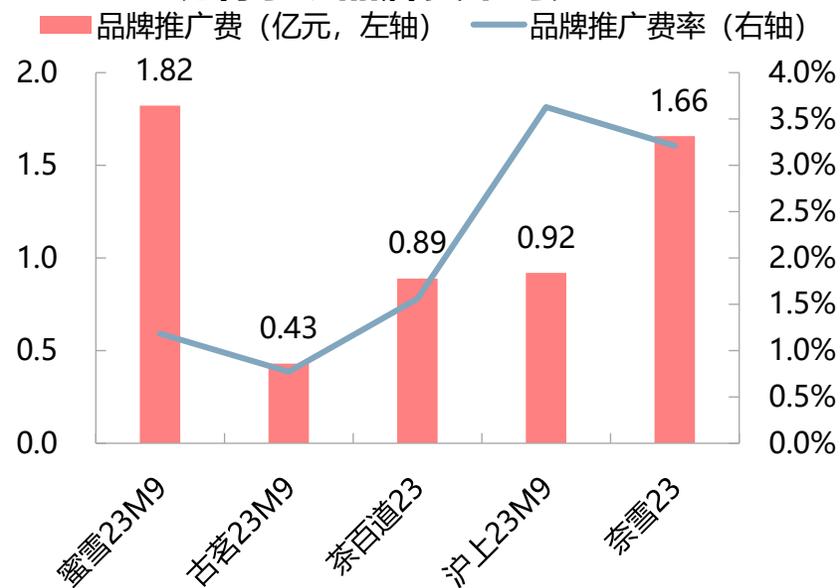
- 供应链核心环节包含①采购网络（原材料稳定/品质/价格优势）、②中央工厂、③物流仓储和配送能力。
- 当前蜜雪冰城以品类及规模领先、古茗以水果供应链领先、霸王茶姬主打极简供应链，茶百道、沪上阿姨及未上市茶颜悦色纷纷加速布局。上市融资大幕拉开，品牌无一例外皆加码供应链投入，我们判断差距拉开后，茶饮竞争步入寡头时代。

	上游采购	中央工厂	物流仓储	数字化
蜜雪冰城	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 重庆雪王农业公司布局上游庄园。</li> <li>✓ 中国最大柠檬采购商。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 12年最早设中央工厂(大咖食品)，品类最全规模最大。</li> <li>✓ 饮料食材60%自产，核心100%自产</li> <li>✓ 自产核心包材/设备，比外采低49%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 14年自建物流广度深度高，90%+门店冷链覆盖；23年自建车队。</li> <li>✓ 14年最早自建仓储，26个仓库超30万平，业内最大。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 92人负责数字化。</li> <li>✓ 智慧门店解决方案蜜管家、蜜雪通，简化门店运营。</li> </ul>
古茗	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 业内最大水果采购商，自建西双版纳香水柠檬基地。</li> <li>✓ 80人直采团队。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 三大加工厂/浙江诸暨基地4月投产。</li> <li>✓ 浙江广西有自己的茶厂。</li> <li>✓ 熟成损耗率9%，低于行业的20%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 21个仓库超20万平，冷库4万平。</li> <li>✓ 13年最早自建物流，冷链仓配最大，97%+门店两日1冷配；327辆自营车辆。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 业内最大IT团队302人。</li> <li>✓ 智慧门店系统，专有自动泡茶机。</li> </ul>
茶百道	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 22年起由总部而非门店采购水果，直采合作为主。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 21年建森冕包材厂；23年成都供应链总部，24年4月福建茶叶基地投产。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 21个仓库（6自营15租赁）8万平。</li> <li>✓ 绝大部分门店一周二配以上。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 118人负责数字化。</li> </ul>
沪上阿姨	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 搭建集中采购平台。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 浙江海盐拥有一个生产工厂，总面积1万平，22年投产。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 8大仓/4设备仓/9农产品仓/19三方冷库，仓库覆盖城市第一；冷链周2-3配。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ WMS监控分析库存，门店助手分析订货及销售。</li> </ul>
霸王茶姬	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2700亩自营茶山直采，24小时牧场鲜奶供应，39个果园直送。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 茶叶加工厂：潮汕、江门市。</li> <li>✓ 23年11月与茶百道合资建立包材、供应链公司，轻资产重合作。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 重点城市建立第三方城市分仓和配送体系。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 成立初上线自动制茶机，伯牙绝弦10秒出杯。</li> </ul>
喜茶	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 广东自建香水柠檬基地，共建葡萄青提芋头等果园。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 17年贵州自建500亩茶园，云南四川福建甄选7000亩茶园。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 41个仓库，覆盖300+城市。</li> <li>✓ 部分城市实现水果原料每日配送。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 自研7款智能设备，制备水果效率提升15倍。</li> </ul>
奈雪的茶	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 与超300名原料供应商合作，云南165亩专属草莓园。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 18年深圳中央工厂，外地前店后厂。</li> <li>✓ 广东、福建等自有茶叶生产基地。</li> <li>✓ 17年自建包装公司。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 10个三温仓（深圳自有其他三方）。</li> <li>✓ 30+冷链合作方，深圳自有6辆车队。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 200多人IT团队。</li> <li>✓ 22年10月自动化制茶设备，最快6秒出杯。</li> </ul>

# 品牌对比：流量内卷IP塑造

- 品牌短期起势的最佳角度来自流量兴起。近年茶饮品牌纷纷在IP/代言/联名/促销加大流量比拼内卷，品牌推广费率上，沪上阿姨/奈雪的茶高于同业、古茗/蜜雪冰城低于同业。
- 商业模型的长期持续则回归供应链效率。若供应链效率无法迭代出相应的流量，最终品牌势能也会很快下降。
- 出奇制胜角度我们可见：蜜雪冰城雪王已成业内超级IP，霸王茶姬国风国际融合并强化健康升级；二者品牌塑造效果业内居前。

### 现制茶饮品牌费率对比



### 雪王为现制茶饮超级IP



### 霸王茶姬：国风国际、强化健康



# 门店对比：开闭店，规模是第一生产力

□ 规模效应是第一逻辑：产品同质、品牌曝光、供应链循环均决定门店规模是上牌桌基础。

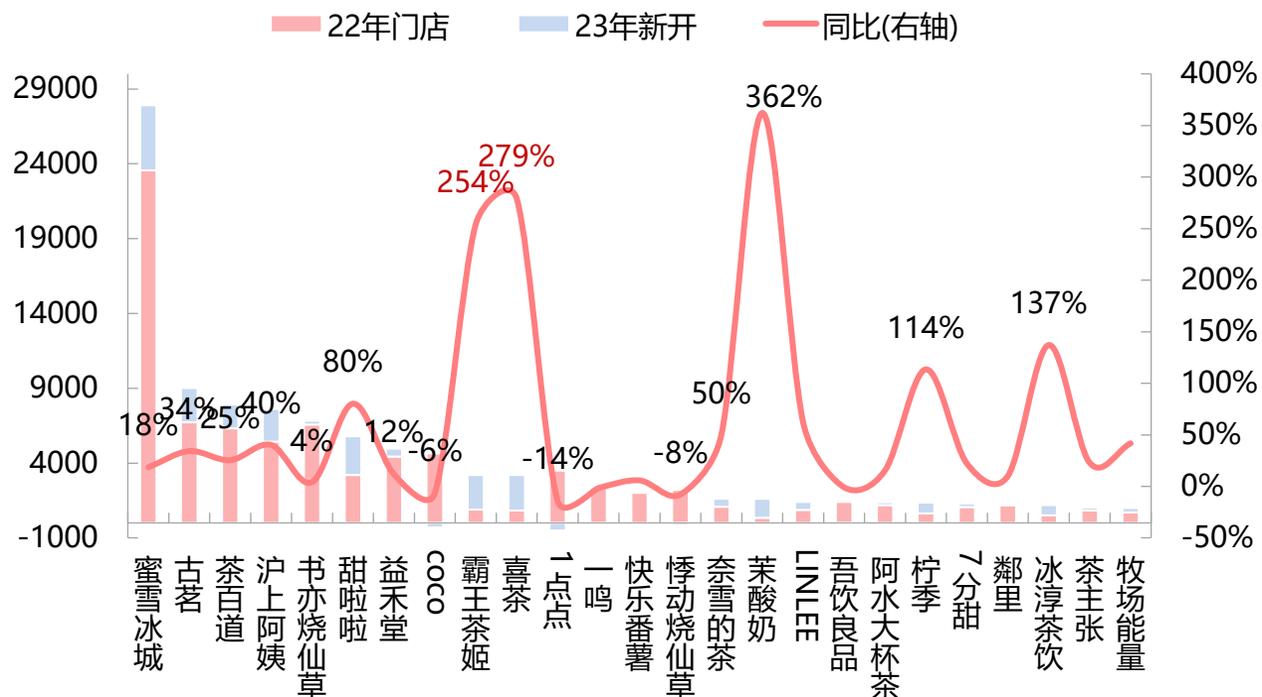
✓ 蜜雪冰城当前规模第一、霸王茶姬/喜茶新开势能领先。

✓ 开店：整体加速，蜜雪冰城22年开店破1万、古茗稳健年增2千，茶百道/沪上阿姨21/22年拓店积极，霸王茶姬/喜茶势能强劲。

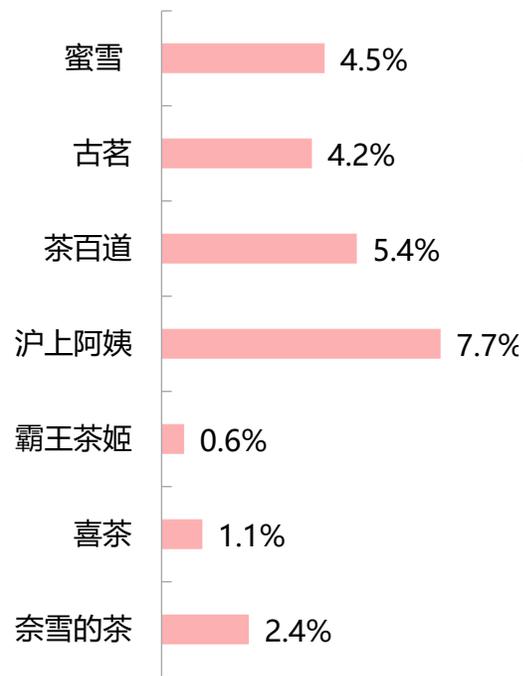
✓ 闭店：主流品牌闭店率均低<5%（沪上阿姨除外），整体数据健康。

✓ 二店：蜜雪冰城/古茗的二店率业内较高，体现加盟商的较高认可度。

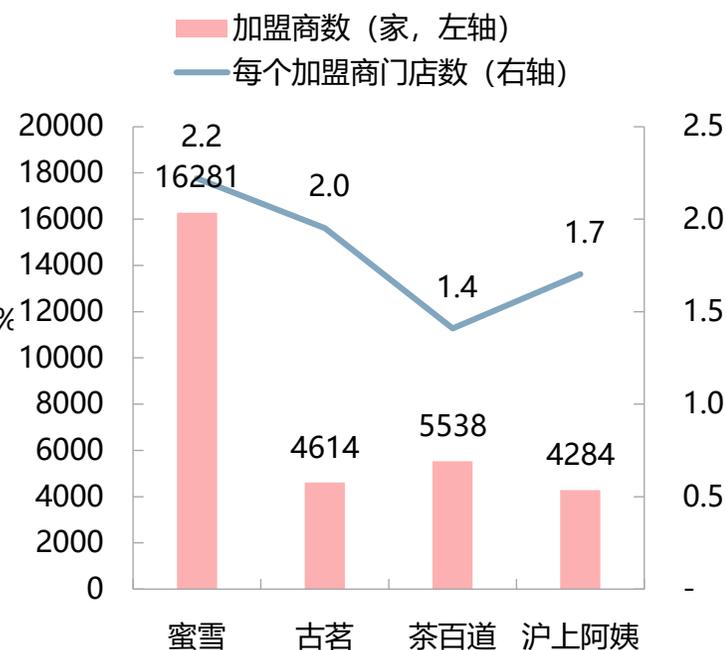
### 千店规模品牌门店 (家)



### 闭店率(2023)



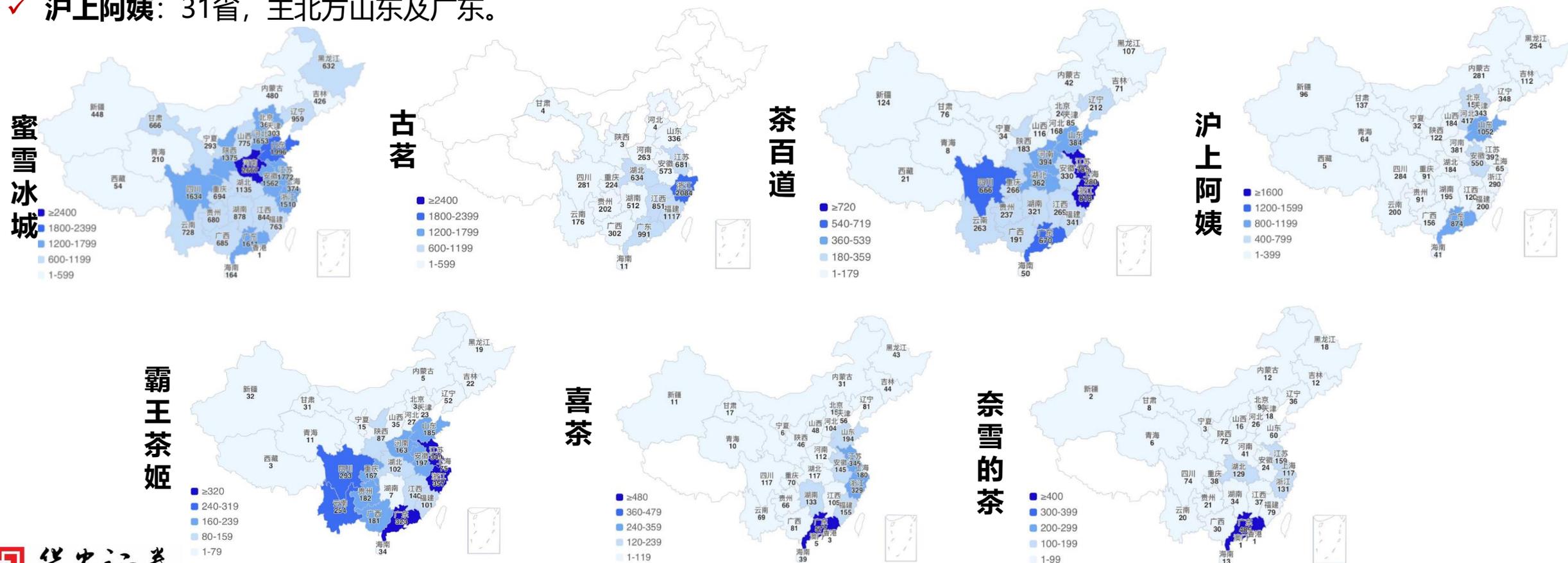
### 二店率



# 门店对比：分布，核心区位各自不一

从区位看优势不一：蜜雪冰城区位最全、古茗区位最精、霸王茶姬/喜茶/奈雪的茶相对集中发达区域。

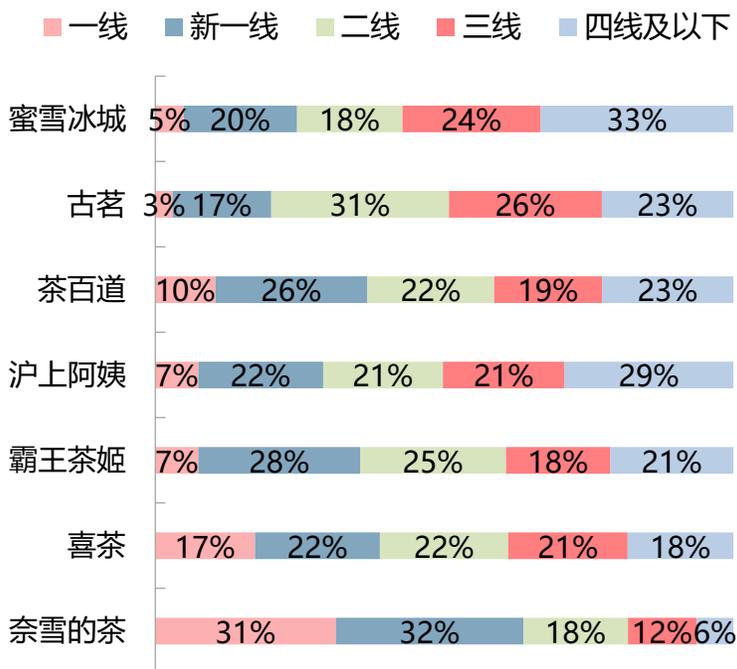
- ✓ 蜜雪冰城：覆盖第一/32省，主华中华北西南；
- ✓ 古茗：覆盖未及北方/19省，主浙江福建广东江西四大省份；
- ✓ 茶百道：31省，主西南华东广东；
- ✓ 霸王茶姬：31省，主西南华东华南经济发达区域，商场店；
- ✓ 喜茶：32省，主一线城市和华南；
- ✓ 奈雪的茶：31省，主一线城市和华南。
- ✓ 沪上阿姨：31省，主北方山东及广东。



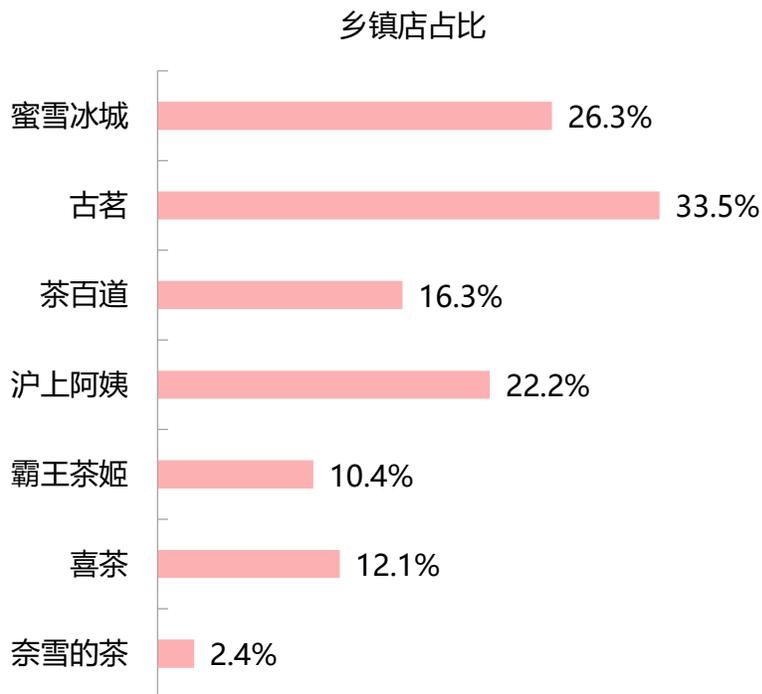
# 门店对比：结构，蜜雪/古茗下沉显著

- 从结构看下沉幅度：蜜雪冰城下沉显著、古茗乡镇最多、高端茶饮相对集中高线城市及购物场所。
- ✓ 城市占比：三四线占比以蜜雪冰城/古茗/沪上阿姨最高（57/49/50%）、奈雪的茶较低（18%）、喜茶加盟化后二线以下占比从31%至61%。
- ✓ 乡镇占比：古茗最高、蜜雪冰城其次、奈雪的茶较低。
- 选址情况：蜜雪冰城学校占比最高，紧扣平价定位及学生群体，霸王茶姬/喜茶/奈雪的茶以购物场所占比最高，匹配其高定位。

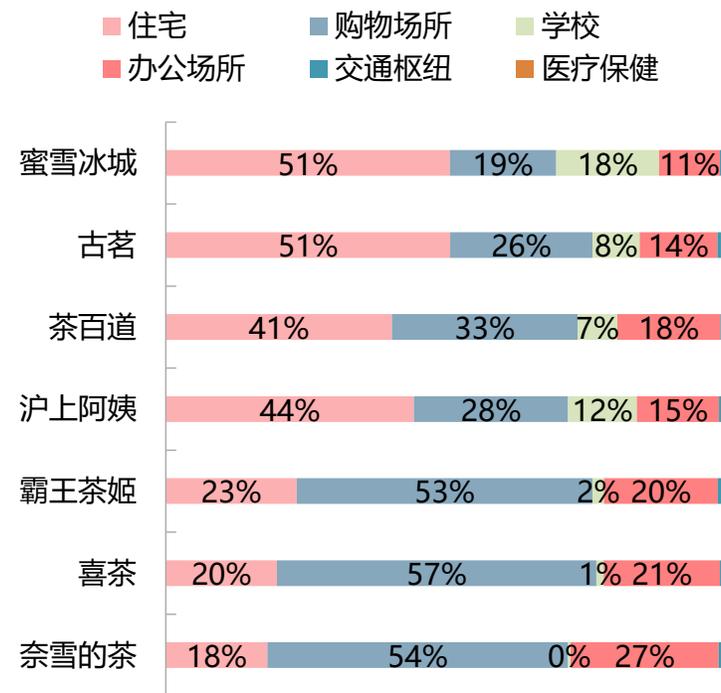
### 茶饮城市分布对比



### 茶饮乡镇店占比对比



### 茶饮选址分布对比



# 单店模型：霸王茶姬以绝对优势领先

□ 对比当前单店模型：霸王茶姬以绝对优势领先。

□ 总投入看，蜜雪冰城/沪上阿姨最低，霸王茶姬/奈雪的茶最高；回收期看，除霸王外，茶饮均慢于咖啡，蜜雪冰城/古茗/茶百道/喜茶回收期相近；利润率看，茶饮相对弱于咖啡，茶饮之中高端盈利相对优于大众。

单店模型	蜜雪	古茗	茶百道	沪上阿姨	霸王茶姬	喜茶	奈雪	瑞幸	星巴克
单店投入/万	35-40	50	55	35-40	80-120	70-90	80-100	50-70	180
回收期/月	18	14	17	24	9	15	20	14	15
员工/人	4	6	6	4	15	7	9	6	13
面积/m <sup>2</sup>	30	50	40	30	80	60	80	35	150
年收入/万	170	250	240	150	720	320	350	200	510
月收入/万	14	21	20	13	60	27	29	17	43
日收入/万	0.47	0.69	0.67	0.42	2.00	0.89	0.97	0.56	1.42
毛利率	55%	55%	57%	57%	62%	60%	60%	68%	73%
物料%	45%	45%	43%	43%	38%	40%	40%	32%	27%
人工%	13%	14%	14%	16%	13%	13%	14.8%	15.6%	18.6%
租金%	17%	12%	11%	13%	10%	12%	14%	9%	10%
水电费%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
抽成%			1%		3%	1%	1%		
外卖等%	5%	9%	12%	12%	14%	11%	12%	15%	14%
门店经营利润率	16%	17%	16%	14%	20%	20%	15.2%	25.4%	27.4%
单店年利润/万	27	42	38	20	140	64	53	51	140

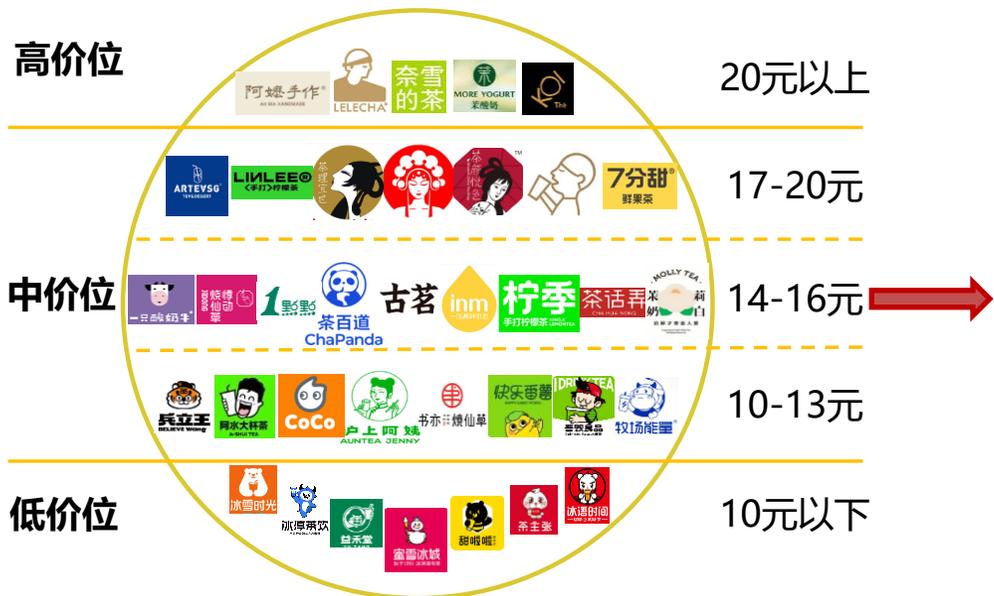
# ***PART 3***

**未来：进阶，从春秋到战国？**

---

# 进阶探讨：从初生到进阶，如何迭代？

- 开篇提及，本文重点讨论现制茶饮当前与未来的竞争及定价，至此已初步探讨当前阶段的竞争要素，但投资角度我们还需更多思考下一阶段的格局与迭代。
- 核心公司成立多为08年后、更有霸王茶姬17年成立。
- 如果说过往十年是各路品牌“粗放生长”的初生时期，上市号角则拉开了头部厂商“深入角逐”的进阶序幕。
- ✓ “初生”-粗放生长：高中低各路厂商走上牌桌，品牌从无到有/从诞生到百亿，竞争要素是同质化下的规模（成本、开店...）
- ✓ “进阶”-深入角逐：核心厂商上市，全产业链布局，从粗放到精细，竞争要素是差异化的运营（从下沉到出海、产品化...）
- 远期维度，现制茶饮有望对标现制咖啡步入“寡头时代”。
- ✓ “终局”：LINLEE创始人王敬源表示，五年后茶饮可能仅剩几家头部，深耕供应链成本及产品丰富化，更便宜才能卖更多。

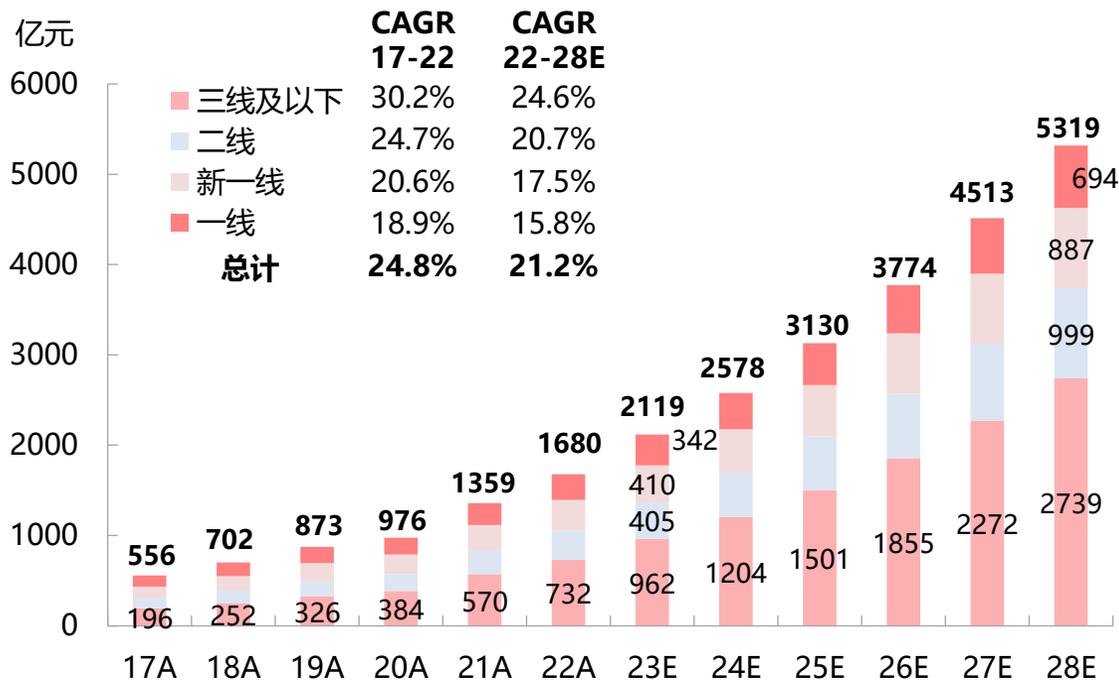


	成立	IPO加速投入供应链
蜜雪冰城	2008	✓ 计划IPO融资65亿, 45%建工厂(含植脂末工厂)、17%仓储物流、3%数字化
古茗	2010	✓ 计划IPO融资约3亿美元, 建冷库、智慧仓储设施、工厂、自营车辆、数字化等
茶百道	2008	✓ IPO融资25亿港元, 20%投数字化/18%上游/16%仓配/12%自动化/5%海外
沪上阿姨	2013	✓ 计划IPO融资约3亿美元, 建仓储物流、升级浙江海盐工厂及数字化等
霸王茶姬	2017	✓ 计划美股IPO融资2-3亿美元, 未来供应链主做茶叶种植计划
甜啦啦	2017	✓ 明确计划25年港股上市
奈雪的茶	2015	✓ 21年IPO融资51亿港币, 后累计投入4亿建设供应链

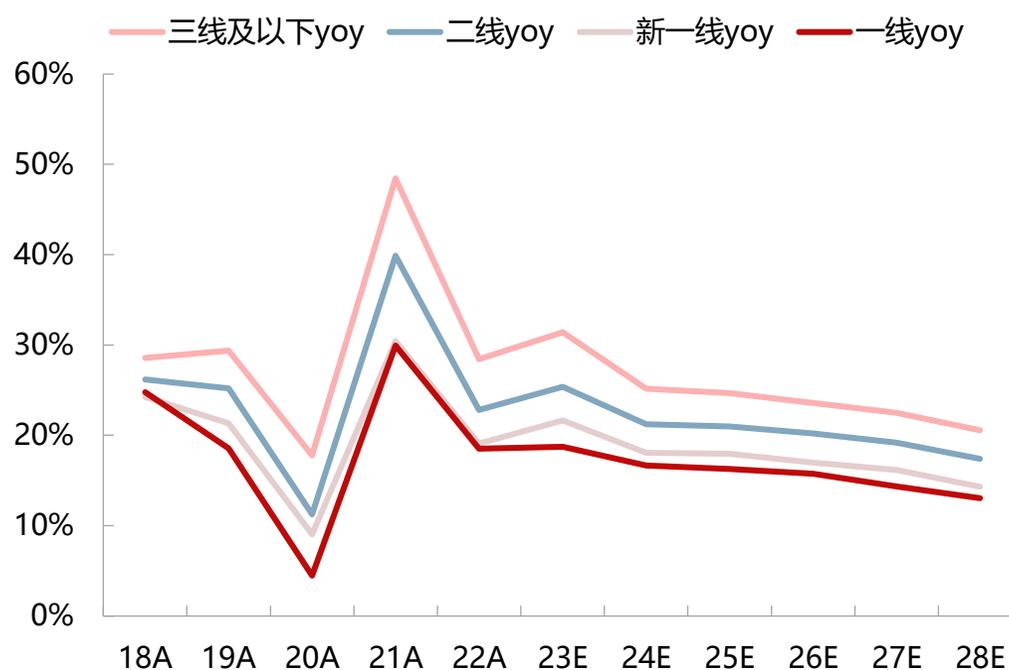
# 进阶要素“下沉”：正处激化

- **现制茶饮的性价比之争，同时也是下沉市场之争，增速三线>二线>新一线>一线。**当前茶饮连锁对下线城市覆盖程度仍然有限，致消费需求并未得到充分满足。下沉市场背后蕴藏极为广阔的消费群和购买力，有如星星之火可以燎原。
- **现制饮品下沉市场增速更快且空间广阔。**蜜雪冰城招股书显示，2022年底三线以下城市的现制茶饮密度仅每百万人247家，远低于一线城市的每百万人460家，对应下沉市场密度存近翻倍空间。
- **头部品牌蜜雪冰城当前开放乡镇加盟力促下沉，各路厂商的跑马圈地之争日益激化。**

### 中国现制茶饮分城市GMV



### 下沉市场增速更快



# 再论下沉竞争：跑马圈地

□ 下沉市场蓬勃发展方兴未艾，茶饮品牌纷纷以各种策略有效降低投入门槛，以求快速跑马圈地建立规模优势。

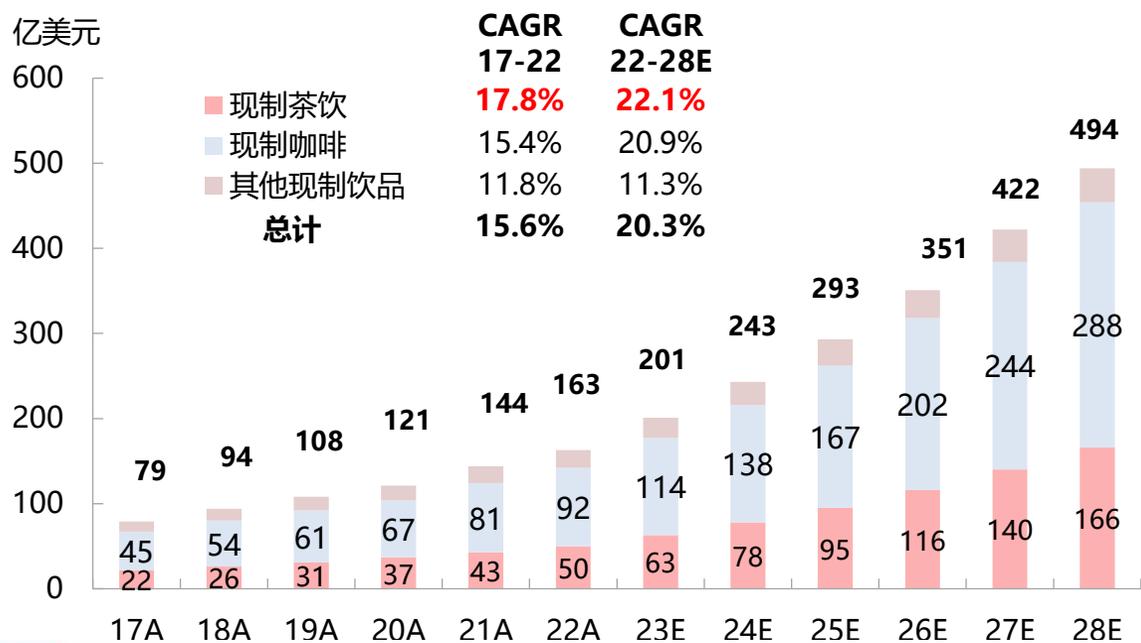
- ✓ 蜜雪/沪上投入门槛最低。蜜雪冰城曾减免1年加盟费且物料/设备降15%，沪上阿姨加盟费三年分付。
- ✓ 古茗/茶百道推加盟优惠。古茗首年0加盟费，推9.88万加盟费次年支付并给予3万无息贷款，1年闭店则全部退还，茶百道减免加盟费4-10万，并给予商场店GMV达标返点。
- ✓ 霸王/奈雪高投入亦正降低。前期预算50万及总投入80-120万且门店装修颇高，但奈雪的茶/喜茶正以开放加盟降低门槛，奈雪的茶单店验资80万，6月底前签约享6万营销补贴，此前店面90-170平，喜茶单店验资50万，面积40平。

	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨	霸王茶姬	喜茶	奈雪的茶
加盟费	省会/市/县 1.1/0.9/0.7万	1.88万*	3万	1.66万/年	6.98万+ 1.5万/年	5万	6万
日常管理费	0.48万/年	3万*	1%/月或 1万/年		2%/月	1%/月+ 2万/年	1%/月
开店服务费		2.5万*	4万			1.8万	4万
培训费	0.2万/年	2.5万*	2万			2万	3万
合同保证金	2万	1万	1万	0.5万	2万	3万	3万
设备费	7万	10万	13-15万	10万	16万	15万+	25万
首批物料费	5万	2-4万	4万	4万	10万		5万
装修费	6万	10万	10万(预估)	5万+	15万+	10万+	12万
外卖运营费			0.2万/年				
开业营销费		0.8万			1%/月		
面积	净用12平				40平		40平
前期预算(不含店面转让费)	21万+	23万+	38万+	21万+	51.5万+	39万+	58万+
总投入	35-40万	50万	55万	40万	80-120万	70-90万	80-100万

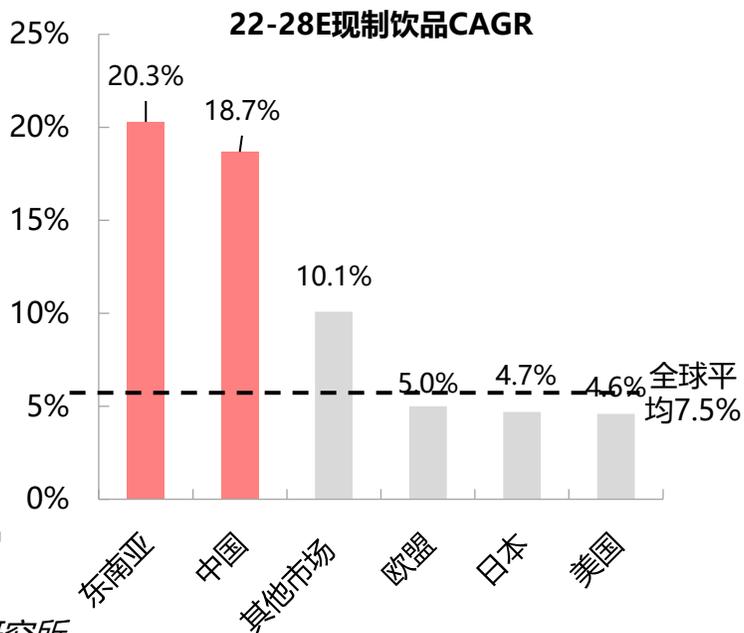
# 进阶要素“出海”：空白蓝海

- **东南亚与现制茶饮“天生适配”**：炎热气候拉长经营周期，全年旺季且人工租金便宜，天生匹配。
- **东南亚现制饮品增速快且空间大**。23年东南亚现制饮品GMV200亿美金、现制茶饮63亿占比三分之一，未来5年Cagr20%高于其他区域；对标发达国家2022年人均消费量260杯，东南亚人均13杯尚存20倍差距，预计28年将达36杯提升三倍。
- **中国供应链出海优势突出**。东南亚本土品牌原料源自中国进口，蜜雪已是东南亚第一，未来更是中国茶文化输出的历史机遇。

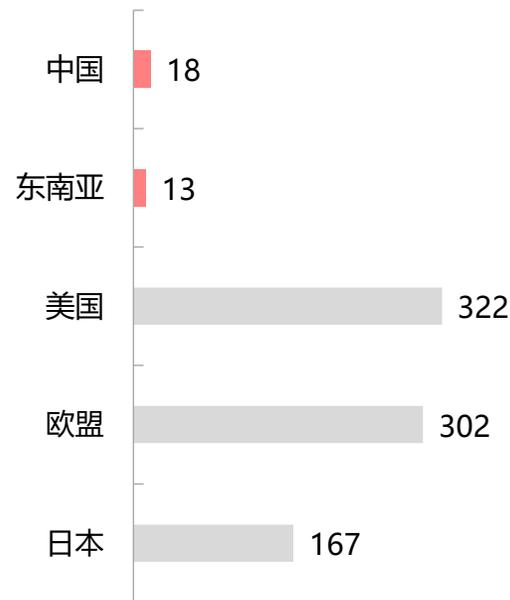
### 东南亚现制饮品GMV



### 东南亚增速最快且人均杯量最低



### 22年人均现制饮品年消费杯数



# 再论出海竞争：格局未定

- 下沉若是未来红海，出口则是潜力蓝海，全球市场格局未定，竞争窗口刚刚打开，头部及新锐品牌皆在跃跃欲试。
- 除头部品牌蜜雪冰城、霸王茶姬之外，新锐品牌皆有积极布局海外市场，日韩欧美及中东地区也正逐步尝试。如茶乙己(24年海外目标300家)、挞柠(24年目标100家)、快乐番薯、茶理宜世、茉莉奶白等。

	出海门店	出海时间	出海计划	出海供应链
蜜雪冰城	~4000家, 越南1300+, 印尼2400+, 新加坡、泰国、日本等11国	18.11新加坡	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 深耕东南亚</li> <li>✓ 连锁加盟形式扩大日本门店数量, 预计28年扩大至1000家</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 全球采购网络, 中国生产能力, 22年在菲律宾合资投资椰果椰浆加工生产基地</li> <li>✓ 东南亚四国建立11个仓库6.6万平, 配送覆盖300个城市</li> <li>✓ 募资在东南亚建立多功能供应链中心, 加强食材本地生产</li> </ul>
霸王茶姬	100+家, 马来70+、泰国、新加坡	19.8马来西亚	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 加紧布局, 计划在马来、新加坡、泰国再添百店</li> <li>✓ 布局北美欧洲市场</li> </ul>	-
喜茶	19家, 新加坡英国各5家, 马来4家、美国、韩国等7国	18.11新加坡	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 23.3开放海外加盟, 东南亚/欧美日/中东/澳大利亚等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 研发人员提前花了数月的时间进行市场调研、测试, 在当地找到适合的水果、奶制品</li> </ul>
甜啦啦	~13家, 印尼	23.10印尼	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 24年海外开500家, 印尼开300家, 陆续开辟菲律宾、马来、越南等;</li> <li>✓ 25年进军美欧、中东</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 初期依赖国内产业链, 结合当地时令水果做微创新, 让更多海外消费者爱上中国鲜果茶</li> <li>✓ 供应链打造为后续锁定重点</li> </ul>
奈雪的茶	1家, 泰国曼谷(23.12)、新加坡和日本(已关)	18.12新加坡 23.12泰国	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 24年新加坡、泰国开店, 进驻欧美, 走直营高端路线</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 计划在当地建立研发和供应链中心</li> </ul>
茶百道	1家	23.10韩国首尔	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 韩国二店泰国首店筹备中</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 24年建覆盖泰国、马来、越南等供应链, 25建配送中心</li> </ul>
沪上阿姨	1家	24.2马来西亚	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 在东南亚、北美扩大数量</li> </ul>	-

# 进阶要素产品：“茶化”是下一演进方向

- **行业迭代进化史亦是产品演进史：茶化是下一差异化方向，下一轮产品机会在于提高奶茶“茶”感，进一步借力“茶文化”。**
- **茶饮店配料不断升级：**从奶茶粉/奶精/糖精，到茶末茶渣/植脂末，到原叶茶/真牛乳/新鲜水果。
- **各地掀起鲜奶茶浪潮：**各地涌现一批本地品牌，西安茶话弄、深圳茉莉奶白、昆明上山喝茶等，从鲜果茶往原叶鲜奶茶转变，讲究前调中韵尾调，提升茶层次感，茶底选择讲究品质品种并借力茶文化。
- **霸王茶姬已是当前鲜奶茶赛道佼佼者。**健康化趋势下，头部厂商喜茶、古茗、茶百道也纷纷响应鲜奶茶产品。
- **我们预计下一阶段的比拼在于进一步挖掘奶茶中“茶”的价值，产品化竞争正值开启。**

起源：茶文化 1990年代之前	无奶无茶、价格个位数 1990-2007	有奶有茶 2008-2012	有奶有茶有料 2012-2021	好茶好奶 2022至今
<ul style="list-style-type: none"><li>• 茶文化历史悠久，消费群体庞大</li><li>• 繁琐的沏茶步骤限制了茶消费</li><li>• 1987年台湾<b>春水堂</b>将地方小吃“<b>粉圆</b>”丢进奶茶，色如黑珍珠，取名<b>珍珠奶茶</b></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 1998年<b>避风塘</b>在上海成立</li><li>• 用糖精和珍珠粉圆制成，草莓奶茶、芋泥奶茶等，均<b>粉末</b>冲泡</li><li>• 制作流程简单</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 2007年<b>coco</b>进入大陆</li><li>• 茶底主要是ctc红茶，即<b>茶渣茶末</b>，奶用<b>植脂末</b>替代</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 2012年<b>喜茶</b>诞生，芝士奶盖+原叶茶基底的产品创新</li><li>• <b>开启卷小料：</b>各家喜欢往奶茶疯狂塞料，茶喝不了几口，普遍追求高品质原料如<b>鲜果茶</b></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 2022年<b>霸王茶姬</b>加速开店、喜茶奈雪降价并开放加盟</li><li>• 以茶颜悦色、霸王茶姬为代表，主打<b>原叶鲜奶茶</b>，提升茶的层次感，茶底选择讲究品质，借力茶文化</li></ul>

# *PART 4*

## 定价：核心公司空间及估值

---

# 综合对比

- 至此我们已全方位探讨现制茶饮行业当前与下一阶段的发展趋势，综合对比我们建议优选蜜雪冰城、霸王茶姬、古茗。
- 蜜雪冰城-平价市场主导：国内门店规模及供应链领先，出海布局先发，坐拥雪王超级IP；霸王茶姬-国风鲜奶茶引领：供应链极简，单店模型最佳，差异化势能强劲；古茗-稳扎稳打区域霸主：水果供应链领先，加盟口碑盈利质量突出，全国化空间大。

	优势	劣势
蜜雪冰城	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 产品原料储运方便，供应链简单/规模领先/覆盖广</li> <li>✓ 独占平价，规模优势，下沉好，学校店占比高，加盟商认可度高</li> <li>✓ 海外布局领先，东南亚规模第一，越南印尼强</li> <li>✓ 业内超级IP【雪王】</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 产品不符合演进趋势</li> <li>✓ 门店多开始影响产品推新</li> <li>✓ 海外供应链还不足</li> </ul>
霸王茶姬	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 产品符合健康化趋势，形成大单品，供应链极简，自动化设备投入多</li> <li>✓ 西南及华东华南强，商场店占比高，单店模型最优，回本周期短，加盟商认可度最高，闭店率低</li> <li>✓ 鲜奶茶竞赛胜出者，海外布局早/马来强，望成远期第一品牌。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 供应链重合作，布局不够</li> <li>✓ 单店投入高，下沉不够</li> <li>✓ 需持续投入品牌</li> </ul>
古茗	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 鲜果茶定位，产品推新快，研发强度高，水果供应链及冷链领先，供应链覆盖全自建柠檬基地、车队，业内最大IT团队</li> <li>✓ 浙江福建广东江西强，下沉好，乡镇店占比高，开店稳健跟随供应链布局，加盟商认可度高，闭店率低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 鲜果茶供应链难</li> <li>✓ 北方未布局，海外未布局</li> <li>✓ 品牌投入不够，赛道竞争激烈</li> </ul>
茶百道	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ sku多，供应链加速布局，西南强，产品定调较高，外卖表现好</li> <li>✓ 海外布局计划</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 鲜果茶供应链难，研发强度低，产品分散，供应链布局晚，门店下沉不够，外卖占比过高，赛道竞争激烈</li> </ul>
沪上阿姨	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 山东等北方强，下沉好</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 鲜果茶供应链难，供应链布局不够，赛道竞争激烈</li> <li>✓ 闭店率高，规模效应不足，单店模型不佳</li> </ul>
喜茶	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 产品不含植脂末，sku多，真奶茶鲜果茶变革者，自动化设备投入多</li> <li>✓ 一线城市及华南强，加速下沉，商场店占比高，品牌定位高，闭店率低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 鲜果茶供应链难，供应链生产端布局不够，单店投入高</li> <li>✓ 盈利性不佳</li> </ul>
奈雪的茶	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 产品不含植脂末，鲜果茶定位，sku多，有烘焙，自动化设备投入多</li> <li>✓ 一线城市及华南强，商场及办公场所店占比高，品牌定位高，闭店率低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 鲜果茶供应链难，供应链生产端布局不够，下线覆盖不足，下沉弱，单店模型不佳，单店投入最高，盈利性不佳</li> </ul>

# 空间探讨

## 蜜雪冰城空间探讨：

- ✓ **①省份密度测算：**以密度高的宁夏为基准，推及全国测算蜜雪冰城国内开店空间为**5.8万家(对比目前3万家+93%)**，方法尚未考虑下沉市场布局不足，目前蜜雪冰城乡镇店占比低于同业古茗，预计存在大幅低估。
- ✓ **②城市密度测算：**各线级以密度高的广州/郑州/哈尔滨/银川为基准，推及全国测算空间为**7.4万家(对比目前3万家+146%)**，数字与蜜雪冰城规划贴合，预计24年新开7000家，25年国内达5万家，26-27年达7万家。
- ✓ **③对标瓶装饮料：**蜜雪冰城(2-8元)自身已定位为对瓶装饮料升级，对事物的认知决定核心竞争力。23年前九月蜜雪冰城GMV约350亿，娃哈哈/康师傅/农夫/可乐中国等饮料巨头GMV近700亿，若对标GMV，蜜雪冰城存**2倍**追赶空间；考虑蜜雪冰城均价7元是瓶装2倍，若对标销量，蜜雪冰城存**4倍**追赶空间；参考瓶装饮料终端网点600W家，茶饮网点当前不到50W潜力仍大。

省份	23年人口(万人)	蜜雪门店数量	目前N万人拥有一家店	假设未来N万人拥有一家店	蜜雪开店空间	省份	23年人口(万人)	蜜雪门店数量	目前N万人拥有一家店	假设未来N万人拥有一家店	蜜雪开店空间
宁夏	728	298	2.4	2.4	298	一线城市	8322	1570	5.30	4.43	1879
青海	594	226	2.6	2.4	243	广州	1883	425	4.43	4.43	425
陕西	3952	1463	2.7	2.4	1618	新一线城市	20149	6491	3.10	1.75	11509
河南	9815	2869	3.4	2.4	4018	郑州	1301	743	1.75	1.75	743
安徽	6121	1727	3.5	2.4	2506	二线城市	22639	5688	3.98	1.63	13847
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	哈尔滨	459	281	1.63	1.63	281
海南	1043	186	5.6	2.4	427	三线及以下	89781	17223	5.21	1.93	46417
上海	2487	432	5.8	2.4	1018	银川	288	149	1.93	1.93	149
广西	5027	788	6.4	2.4	2058	总计	140892	30952	4.55	1.91	73652
湖南	6568	954	6.9	2.4	2689						
广东	12706	1778	7.1	2.4	5201						
甘肃	2465	158	15.6	2.4	1009						
总计	140892	30952	4.6	2.4	57673						

# 估值探讨

- 当前先行上市的奈雪的茶、茶百道考虑一级融资成本、IPO定价高低、盈利模式切换变化等因素，股价表现并不积极；
- 从蜜雪冰城、古茗、霸王茶姬来看，一级融资成本相对不高，预计存更大定价空间，投资角度可密切关注IPO定价机会。

公司	融资年月	融资轮次	融资金额	投资方	公司估值
蜜雪冰城	21.1	A轮	23亿元	美团龙珠、高瓴资本、CPE源峰	233亿元
	22.9	拟A股IPO	65亿元	未成功	650亿元
古茗	20.6/20.10	A/A+轮	6.74亿元	美团龙珠、红杉中国、Coatue、冲盈资本	51亿元
茶百道	23.5	A轮	10亿元	兰馨亚洲、正心谷、草根知本、中金资本、番茄资本	180亿元
	24.4	IPO	25亿港元	IPO	259亿港元
沪上阿姨	20.11/21.10	A/A+轮	1.28亿元	嘉御资本	
	22.8	B轮	2.3亿元	知一投资、嘉御资本、金镒资本、熠美投资	
	24.2	C轮	1.22亿元	瀚晖资本、金鼎资本、上海一仆	50亿元
霸王茶姬	21.3	A轮	未披露	XVC、复星	
	21.10	B轮	3亿元+	琮碧秋实、XVC、复星	20亿元+
喜茶	16.8	A轮	1亿元+	IDG资本、何伯权	约10亿元
	18.4	B轮	4亿元	美团龙珠、黑蚁资本	
	19.7	B+轮	未披露	腾讯投资、红杉中国	90亿元
	20.3	C轮	未披露	高瓴资本、Coatue	160亿元+
	21.7	D轮	5亿美元	红杉、高瓴、腾讯、淡马锡、LV基金、黑蚁、日初	600亿元
奈雪的茶	17.1/17.7	A/A+轮	0.92亿元	天图投资、曹明慧	10亿元
	18.3	B1轮	3亿元	天图投资	60亿元
	20.6	B2轮	2.35亿元	深创投、红土创投、弘晖资本	60亿元
	21.1	C轮	1.亿美元	PAG太盟、弘晖资本	104亿元
	21.6	IPO	51亿港元	IPO	340亿港元

# 全文结论

□ 从当前到未来，从竞争到定价，多维对比建议**综合优选蜜雪冰城、霸王茶姬、古茗，积极关注茶百道**：

□ 全文结论：我们多维测算蜜雪增长空间，若以城市加密测算国内开店空间7.4万家，当前尚有2.4倍空间；若将蜜雪定位瓶装饮料替代，当前更有2-4倍空间。

①**蜜雪冰城（平价王者+出海先发）**：国内最大加之海外先发，天花板尚远。预计23年收入约200亿，利润约32亿，现有门店约3万家，保守假设开店空间翻1.4倍/利润率维持，暂不考虑海外&幸运咖，我们测算PE15x下国内合理估值可达1150亿。

②**霸王茶姬（国风鲜奶茶胜者+模型最佳）**：模型最佳，远期第一品牌。预计23年GMV108亿，收入40亿，利润8-10亿，现有门店约4000家，计划赴美上市，24年GMV望翻倍超星巴克中国，IPO后远期茶饮第一品牌更进一步。

③**古茗（区域霸主稳扎稳打）**：全国化具翻倍空间。预计23年收入约74.5亿，利润约13.5亿，现有门店约9000家，假设全国密度达浙江的40%开店空间即可翻倍，保守假设利润率维持，PE15x下合理估值可达400亿。

④**茶百道（供应链布局正处加速）**：建议积极关注。23年收入57亿，利润12.6亿，现有门店约8500家，考虑成长性及最新市值140亿RMB（以240529收盘价计），23年PE仅11x，建议积极关注。

# 风险提示

---

## 1、新品拓展不及预期

茶饮新品有低于预期风险，加盟模式下现制茶饮管控难度大，食品安全亦可影响整体门店和品牌形象。

## 2、门店拓展低于预期

目前主要靠开店带动收入增长，渠道开拓不及预期将影响收入增速。

## 3、供应链/出海进展低于预期

目前现制茶饮均大幅投入供应链及海外等，若IPO不及预期或公司现金流受限，将拉开竞争差距。

## 4、市场竞争加剧、单店模型受损

目前现制茶饮竞争预计将更加激烈，跑马圈地下门店存在单店模型恶化风险。

# 重要声明

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

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%以上；

### 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。

**感谢您的信任与支持!**

**分析师：邓欣 S0010524010001**

**分析师：罗越文 S0010524020001**