



# 连锁咖啡和茶饮行业研究

增持（首次评级）

行业深度研究

证券研究报告

海外和传媒互联网组

分析师：易永坚（执业 S1130525020001） 分析师：李华熠（执业 S1130525030003）

yiyongjian@gjzq.com.cn

lihuayi@gjzq.com.cn

## 咖啡和茶饮的对比研究，饮茶 or 喝咖啡？

### 投资逻辑

**连锁咖啡 VS 茶饮：需求本源、市场成熟度、行业竞争格局等均有所不同。** 1) 需求本源不同：咖啡主要是咖啡因的摄入，办公室为第一大消费场景；茶饮更多是饮料获取与糖分摄入，更多满足休闲需求，消费的偶发性更强。2) 市场需求成熟度不同：茶饮消费市场更为成熟，十几元中价格带市场最大（2023 年中价格带占茶饮赛道市场的 46.2%），但竞争更激烈；咖啡市场目前仍处于教育阶段，主流价格带仍聚焦在十几元价格及以上，低价价格带门店体量小。3) 行业竞争格局差异：咖啡市场集中度相对茶饮更高，瑞幸及星巴克 Top2 优势突出（2023 年瑞幸市占率为 21.8%，星巴克为 16.5%）；而茶饮市场蜜雪冰城位列市占率 Top1 达 20.2%（2023 年），茶饮中端价格带包含古茗、霸王茶姬、茶百道等品牌，竞争激烈。4) 消费结构及频次不同：我们认为，咖啡和茶饮二者消费频次随年龄趋势而形成典型“V 字型”，茶饮也推出更为健康的产品延长生命周期。5) 门店爬坡模型差异：我们认为茶饮门店能够快速上量并形成赚钱效应；而咖啡尽管单店层面需求难以像成熟的茶饮市场一样迅速达到峰值，但成熟后能够形成稳定的需求和复购。6) 咖啡茶饮品类相互渗透的可能性：相互渗透率有所提升，但更多作为补充且有边界。

**主流茶饮品牌对比：目前主流茶饮品牌均已放开加盟，加盟模式下，门店能够实现快速的扩张，且盈利能力可观；公司来看，蜜雪定位大众，古茗冷链能力出众，霸王茶姬“高举高打”。** 蜜雪/古茗/茶百道/沪上阿姨目前均能实现 30% 上下的毛利率，以及 10% 甚至更高的净利率水平；霸王茶姬利润表现更为极致，2024 年毛利率高达 51.6%，净利率高达 20.3%。各品牌定位、打法有所不同：①蜜雪冰城，定位平价，门店网络全国第一；②古茗，定位中端，区域加密，冷链领先；③霸王茶姬，主打原叶轻乳茶，大单品突出&产品集中度高，营销势能“高举高打”；④茶百道，定位中端，门店覆盖区域广。出海方面来看，目前蜜雪海外门店已初具规模，霸王茶姬及茶百道开启出海。从门店经营数据来看，蜜雪杯单价 6 元左右，单店日销 600+杯；古茗/茶百道/沪上阿姨定价均在 16 元左右，但杯量表现有分化；霸王茶姬量价双高，杯单价 20 元左右，2024 年平均单店日杯量 800+杯，并带来 2024 年单店月收入 51.2 万元的极高数值。

**相比于茶饮，咖啡直营与加盟并举，对于外送依赖较奶茶占比更低。** 咖啡直营与加盟并举，主流品牌中大店模式下直营比例更高，小店模式下直营与加盟均有。咖啡加盟模式中，瑞幸及 Tims 中国（Go 店）初始投资略高于茶饮品牌（主要在设备），且瑞幸更倾向于利润分享的加盟盈利模式，而茶饮加盟品牌更多通过销售原料设备&收取服务费获利。小店模式下瑞幸门店经营利润率略高于同期主流茶饮品牌，我们认为主要系咖啡 SOP 较为简单人员压力较小，同时茶饮外送占比较高，配送及平台费用较高所致。

### 投资建议

**咖啡行业：**我们认为，目前现磨咖啡行业竞争格局趋稳且头部品牌优势突出，瑞幸龙头地位有望进一步巩固，公司目前经营表现健康，24Q4 SSSG 进一步改善，且 2024 年 12 月 SSSG 转正，今年有望在开店、量、价表现都呈现积极趋势，看好咖啡赛道。

**茶饮行业：**近期头部茶饮企业陆续上市，行业竞争加剧背景下，看好低价格带格局稳定赛道，以及中价格带产品性价比高供应链扎实的企业；建议关注茶饮赛道投资机会。

### 风险提示

食品安全风险；行业竞争加剧风险；咖啡及茶饮行业在国内渗透速度及力度不及预期风险；消费环境不及预期风险；原材料成本大幅上涨影响盈利风险；公司业务发展不及预期风险。



## 内容目录

一：连锁咖啡 VS 茶饮，需求本源、市场成熟度、行业竞争格局等均有所不同.....	4
1.1 需求本源不同：咖啡消费是主动的咖啡因摄入，茶饮消费更多是饮料获取与糖分摄入.....	4
1.2 市场需求成熟度不同：咖啡消费仍处于市场教育阶段，茶饮消费市场更为成熟.....	4
1.3 行业竞争格局差异：目前现磨咖啡行业集中度较茶饮更高.....	7
1.4 消费结构及频次不同：茶饮及咖啡消费频次有望形成V字型结构.....	8
1.5 门店爬坡模型差异.....	9
1.6 咖啡茶饮品类相互渗透的可能性：相互渗透率有所提升，但更多作为补充且有边界.....	10
二、茶饮品牌的对比分析：加盟模式为主，各茶饮品牌定位、打法有所差异.....	13
2.1 主流茶饮品牌基本均放开加盟.....	13
2.2 加盟模式下门店起量快&盈利能力可观.....	13
2.3 各茶饮品牌定位、打法有所差异：蜜雪定位大众，古茗冷链能力出众，霸王茶姬“高举高打”.....	15
2.4 加盟政策&门店经营对比：蜜初始投资更低，且杯量表现韧性更强.....	18
三、咖啡主流品牌的对比分析：直营与加盟并举，咖啡外送比例更低.....	19
四、投资建议.....	21
五、风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1：咖啡消费动因主要是咖啡因摄入&功能性.....	4
图表 2：茶饮消费是一种主动的饮料获取与糖分摄入.....	4
图表 3：咖啡第一大消费场景为办公室.....	4
图表 4：茶饮消费场景更加聚焦于休闲场合.....	4
图表 5：咖啡供给端价格带多样化，释放潜在需求.....	5
图表 6：中价格带茶饮市场最大.....	6
图表 7：茶饮高、中、低端价格带均出现成规模品牌.....	6
图表 8：美团 16Q3-18Q3 现制茶饮门店数量.....	6
图表 9：2020-2022 茶饮及咖啡连锁化率走势.....	6
图表 10：中国现磨咖啡及现制茶饮市场规模及增速.....	7
图表 11：零售额统计的现磨咖啡品牌市占率（2023 年）.....	7
图表 12：出杯量统计的现磨咖啡品牌市占率（2023 年）.....	7
图表 13：零售额统计的茶饮品牌市占率（2023 年）.....	8
图表 14：出杯量统计的茶饮品牌市占率（2023 年）.....	8
图表 15：2023 年中国消费者消费新茶饮次数减少的原因.....	8



图表 16:	饮咖者咖啡饮用时间越久, 消费频次越高	8
图表 17:	伴随咖啡消费时间增加, 品类偏好也逐步向美式等更基础的 SKU 倾斜	9
图表 18:	不同年龄阶段消费者现制饮品消费频次	9
图表 19:	消费者对于现制饮品 V 字型消费结构及频次	9
图表 20:	咖啡需求需要培养, 单店爬坡斜率平缓	10
图表 21:	茶饮需求相对成熟, 门店能快速形成赚钱效应	10
图表 22:	2024 年 1 月主要咖啡/茶饮品牌相互渗透情况	10
图表 23:	2025 年 1 月主要咖啡/茶饮品牌相互渗透情况	11
图表 24:	消费者对于茶饮/咖啡交叉销售意愿接近 20%	12
图表 25:	目前主要咖啡/茶饮品牌门店点位分布 (全国)	12
图表 26:	咖啡消费主要集中在早上和下午	13
图表 27:	茶饮消费主要集中在中午、下午和傍晚	13
图表 28:	主流茶饮品牌加盟店比例	13
图表 29:	主流茶饮品牌收入构成	13
图表 30:	主流茶饮品牌门店数量	14
图表 31:	主流茶饮品牌 GMV	14
图表 32:	蜜雪/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨收入及增速	14
图表 33:	蜜雪/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨毛利率对比	15
图表 34:	蜜雪/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨净利率对比	15
图表 35:	蜜雪/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨净利润对比	15
图表 36:	蜜雪冰城/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨核心对比 (一)	16
图表 37:	蜜雪冰城/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨核心对比 (二)	17
图表 38:	主流茶饮品牌加盟政策对比	18
图表 39:	蜜雪/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨核心经营数据对比	19
图表 40:	各咖啡品牌加盟店占比	19
图表 41:	瑞幸/ 挪瓦/Tims 中国 (Go 店) 加盟初始投资 (不含房租、人力及开办费等)	20
图表 42:	瑞幸咖啡利润分成机制	20
图表 43:	小店模式主要咖啡茶饮品牌门店经营利润率	21
图表 44:	主要咖啡茶饮品牌外送订单占比	21



## 一：连锁咖啡 VS 茶饮，需求本源、市场成熟度、行业竞争格局等均有所不同

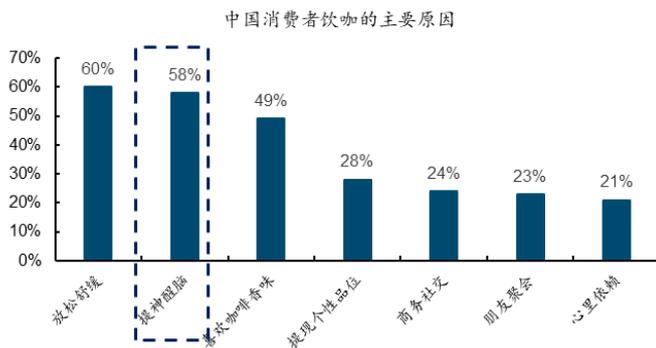
### 1.1 需求本源不同：咖啡消费是主动的咖啡因摄入，茶饮消费更多是饮料获取与糖分摄入

咖啡消费动因主要是咖啡因摄入。咖啡更多满足功能性诉求，是一种主动的咖啡因摄入，据 CBNDData 数据，放松舒缓、提神醒脑等功能性诉求成为主要消费动因；社交需求也是消费原因，但是位居功能性之后。

茶饮消费是一种主动的饮料与糖分摄入。据后浪研究所数据，糖分摄入、社交需求及口味尝新诉求更多是茶饮的消费动因，因此我们认为，茶饮消费更多是一种饮料及糖分需求，更多满足休闲需求，消费的随机性更强。

图表1：咖啡消费动因主要是咖啡因摄入&功能性

图表2：茶饮消费是一种主动的饮料获取与糖分摄入



- 消费者购买茶饮的主要原因
- Top1** 生活很苦，想喝点甜的快乐一下
  - Top2** 单纯喜欢喝奶茶
  - Top3** 和同事、朋友等的社交需求
  - Top4** 放松摸个鱼
  - Top5** 想尝试新品

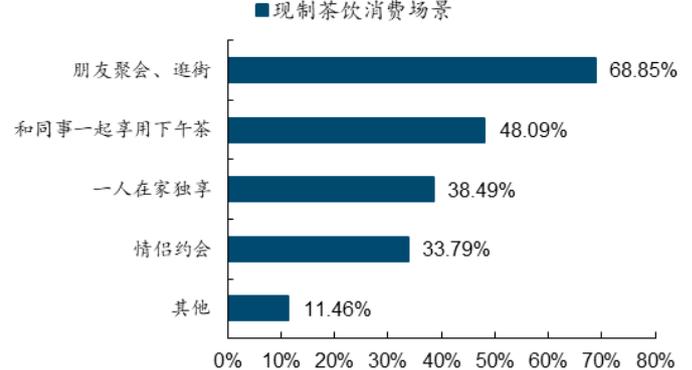
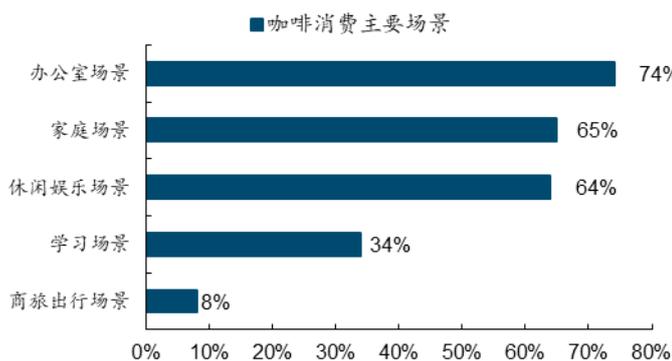
来源：CBNDData，国金证券研究所

来源：后浪研究所（36氪），国金证券研究所

消费动因决定消费场景，因此咖啡消费场景更多是办公室，而茶饮消费场景更加聚焦于休闲。结合上文咖啡消费动因分析，消费者需要借助咖啡因帮助提神醒脑、消除疲劳、减轻困倦、缓解压力以维持大脑及身体的正常工作状态，因此办公室为咖啡消费的第一大场景。而结合上文茶饮消费动因分析，奶茶消费休闲属性更为突出，消费场景也多聚焦于聚会、逛街、下午茶等休闲放松场合。

图表3：咖啡第一大消费场景为办公室

图表4：茶饮消费场景更加聚焦于休闲场合



来源：Data100，国金证券研究所

来源：后浪研究所（36氪），国金证券研究所

### 1.2 市场需求成熟度不同：咖啡消费仍处于市场教育阶段，茶饮消费市场更为成熟

咖啡消费仍然处于市场教育阶段。咖啡在 80-90 年代进入中国，并以速溶咖啡的形式完成了对品类认知的普及，但因口味偏苦涩，大众接受度不高，仍主要被当做提神醒脑的功能性饮品。后来，星巴克 1999 年进入中国大陆，将咖啡消费上升为一种综合体验，但因较高的价格带且主要针对商务及社交的“第三空间”，因此咖啡市场教育相对缓慢。瑞幸 2017



年成立，主打“平价小店自提”模式，并于2021年4月推出「生椰拿铁」这一“饮料化”原点产品，此后瑞幸通过“口味普适性+价格大众化”还原现磨咖啡大众消费品本质，通过快速扩店教育现磨咖啡市场。

咖啡市场的需求端：城镇化率提升，人口代际变化造成消费偏好的结构性改变；而在供给端：产品结构丰富化，通过供给进一步与需求形成共振。过往只有速溶咖啡及星巴克，供给端咖啡价格带可选有限；但是目前供给端出现速溶、挂耳/精品速溶咖啡、小店大众现磨咖啡、大店综合模式咖啡、精品现磨咖啡等不同价格带产品。供需端共振使得咖啡潜在消费需求得到释放，咖啡市场迎来高速发展期。目前大量独立现磨咖啡品牌仍主要聚焦在十几元价格带区间及以上，主要系低价格带咖啡在不成熟的市场中难以通过高杯量实现门店经营杠杆，十元以下价格带现磨品牌及门店数量较少。

图表5：咖啡供给端价格带多样化，释放潜在需求



来源：极海品牌监测，国金证券研究所（注：括号内为门店数来源极海，截至2025.3.24。）

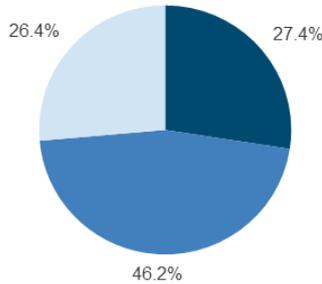
茶饮市场相对更为成熟。现制茶饮（早期主要是奶茶）发源于90年代中国台湾，2000年左右便进入中国大陆，早期“牛奶+糖分”为主的配料，使得口味接受度高。21世纪初，调制奶茶以学校附近门店，路边摊贩等形式开始出现，凭借较低的价格快速渗透学生和年轻人群体，也迅速向二三线城市和乡镇发展。此后“香飘飘”、“优乐美”等冲剂奶茶等广告进一步强化消费者认知，早期的奶茶消费迸发基本完成了品类教育。2016年以来以“喜茶”、“奈雪的茶”为代表的新式茶饮更多是对原有奶茶的原料升级，在一定程度上实现了对甜品和鲜榨果汁的替代，并在外卖行业高速发展及社交传播媒介的改变下带动奶茶行业实现二次增长。

我们认为，目前茶饮消费者的品类教育已经基本完成，目前供给端高、中、低端价格带均存在一定规模体量的品牌。茶饮在饮料摄入&社交需求的带动下，中端价格带有着广泛的受众，目前高端价格带品牌逐步下移，10-20元价格带市场需求最广泛，据灼识咨询数据，2023年中端价格带茶饮占据整个茶饮市场份额的46.2%。十元以下的市场一方面有着广泛的人群基础，另一方面能够实现一定意义上瓶装饮料的替代，因此也出现了蜜雪冰城国内3.91万家（截至2025年3月24日）以上的门店规模。



图表6: 中价格带茶饮市场最大

■ 高价格带 (20元以上) ■ 中价格带 (10-20元) ■ 低价格带 (10元以下)



图表7: 茶饮高、中、低端价格带均出现成规模品牌



来源: 灼识咨询、中国国家统计局、国际货币基金组织, 国金证券研究所

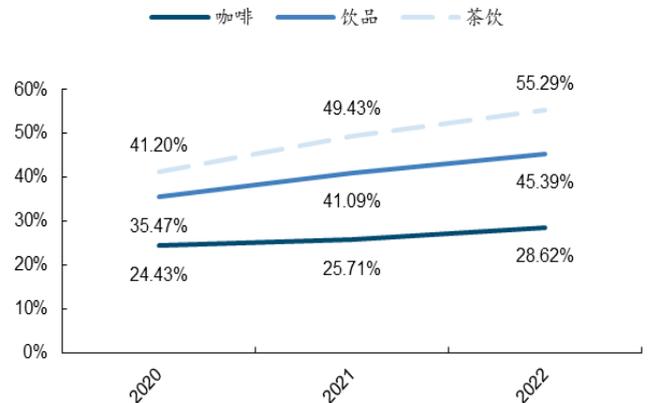
来源: 资料来源: 极海品牌监测, 国金证券研究所 (注: 括号内为门店数来源极海, 截至 2025. 3. 24。)

茶饮市场相对更为成熟, 连锁化率提升是市场增长的主要驱动。茶饮行业 2016 年以后先经历门店数量增长, 2020 年以后更多是连锁化率提升的逻辑。1) 数量增长: 据美团数据口径: 茶饮门店 18Q3 达 41 万家, 16Q3-18Q3 门店数量 CAGR 达 47%, 2019 年之前其实更多是行业开店带动的市场增长。据中国连锁经营协会 2023 年 8 月 31 日新茶饮门店总数约 51.5 万家, 据灼识咨询截至 2023 年末现制茶饮门店 46.4 万家, 尽管各方的数据口径可能存在差异, 但是体量在 40-50 万家。2) 连锁化率提升: 2020 年以后茶饮更多是连锁化率提升的逻辑, 据美团数据 2022 年连锁化率达到了 55.3%, 据灼识咨询茶饮 2023 年连锁化率达 56% (而现磨咖啡同期为 30%)。

图表8: 美团 16Q3-18Q3 现制茶饮门店数量



图表9: 2020-2022 茶饮及咖啡连锁化率走势



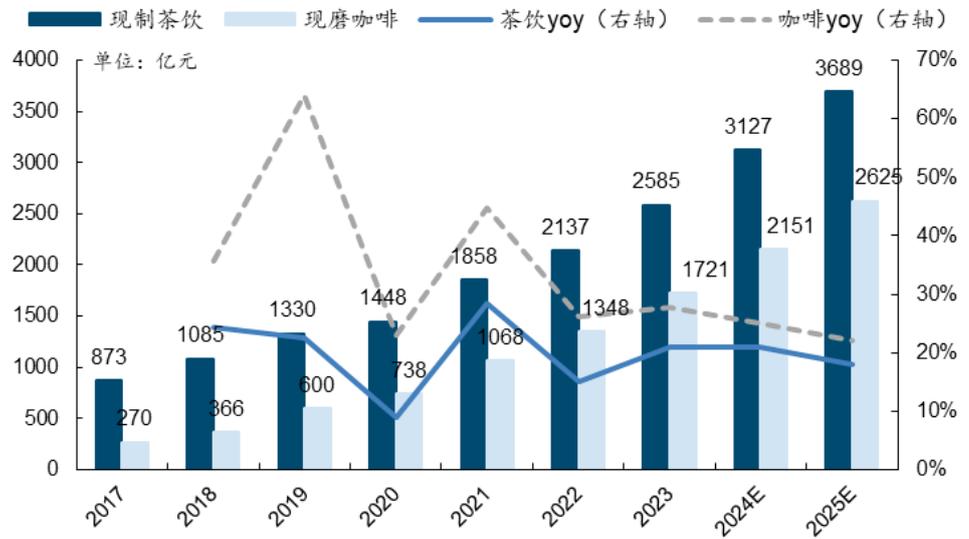
来源: 美团, 餐饮 O2O 公众号, 国金证券研究所

来源: 美团餐饮数据观, FBIF 食品饮料创新, 国金证券研究所

目前, 现磨咖啡市场规模低于茶饮。据灼识咨询数据, 2023 年中国现磨咖啡市场规模达 1721 亿元, 接近现制茶饮 2021 年规模水平, “饮料化”咖啡加速了现磨咖啡市场教育, 现磨咖啡行业处于高速发展阶段。



图表10：中国现磨咖啡及现制茶饮市场规模及增速



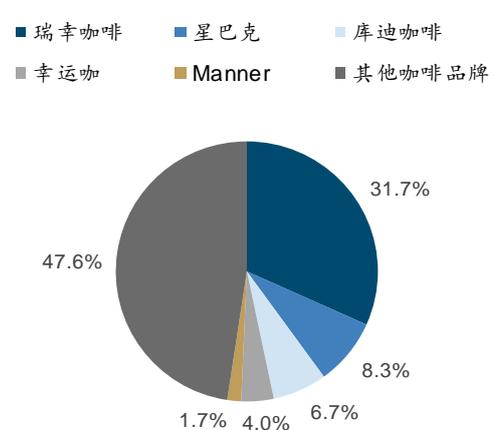
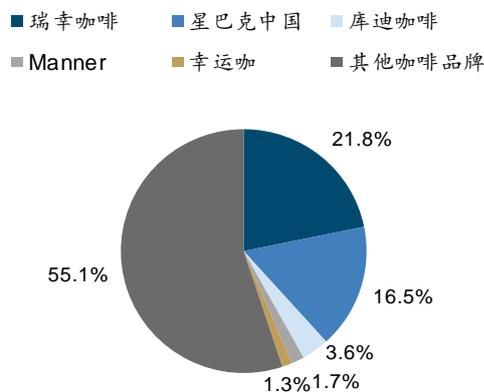
来源：灼识咨询、中国国家统计局、国际货币基金组织，国金证券研究所

1.3 行业竞争格局差异：目前现磨咖啡行业集中度较茶饮更高

咖啡市场 Top2 优势突出，中端价格带茶饮品牌竞争更为激烈。1) 咖啡：星巴克 1999 年进入中国，在 20 余年的中国咖啡市场教育中积累了深厚的品牌势能，据灼识咨询数据，2023 年星巴克中国终端零售额口径市占率达到 16.5%，位列行业第二，是“大店综合”模式下的龙头。瑞幸以“口味普适性+价格大众化”还原现磨咖啡大众饮品本质，加速教育中国咖啡市场，叠加公司较强的“渠道-营销-运营-供应链”能力，2023 年处于国内现磨咖啡行业市占率第一，零售额口径市占率达 21.8%。2) 茶饮：蜜雪冰城领衔大众价格带现制茶饮，据灼识咨询数据，2023 年蜜雪零售额口径市占率为 20.2%。在需求成熟的茶饮市场中，中端价格带茶饮品牌起步期相近且抓住相同的行业发展窗口期，因此各品牌之间市占率差距相对有限，叠加过往高价格带茶饮（喜茶、奈雪的茶）加大活动力度并下移价格带，中端价格带茶饮品牌竞争更为激烈。

图表11：零售额统计的现磨咖啡品牌市占率（2023 年）

图表12：出杯量统计的现磨咖啡品牌市占率（2023 年）

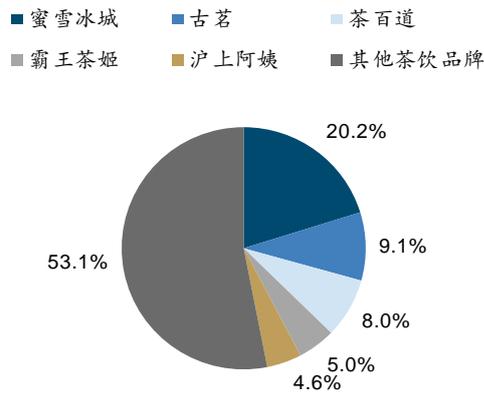


来源：灼识咨询，国金证券研究所

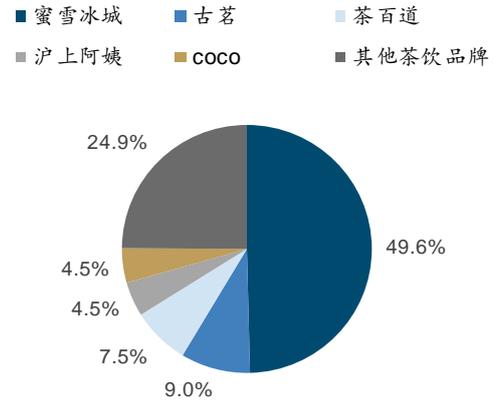
来源：灼识咨询，国金证券研究所



图表13: 零售额统计的茶饮品牌市占率 (2023年)



图表14: 出杯量统计的茶饮品牌市占率 (2023年)



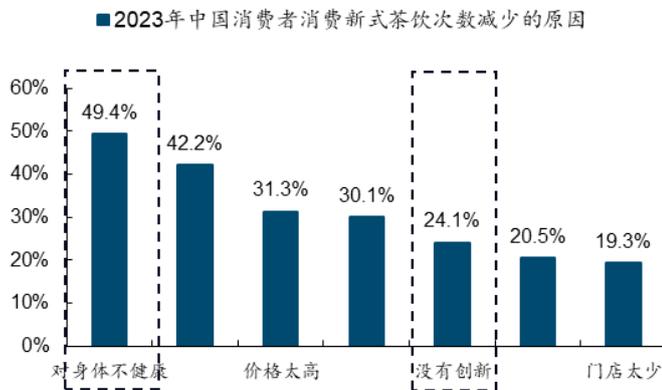
来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

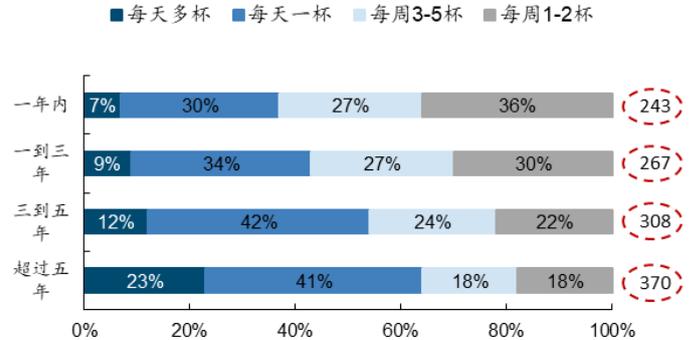
#### 1.4 消费结构及频次不同: 茶饮及咖啡消费频次有望形成V字型结构

茶饮消费“尝鲜”及随机属性更强, 用户对单一品类粘性弱; 咖啡具有饮用时间越久, 消费频次越高的特征, 品类偏好也逐步向美式/拿铁等基础 SKU 倾斜。据艾瑞咨询数据, 2023年49.4%消费者考虑因健康减少新茶饮消费; 且茶饮饮料化摄入的本质下使得“尝鲜”属性更强, 24.1%的消费者可能会因为创新不够而减少茶饮消费, 因此我们认为, 消费者对某一茶饮品类/品牌粘性较弱, 用户偏好更容易形成漂移。而根据德勤数据, 咖啡具有饮用时间越久, 消费频次越高的特征, 伴随消费者对咖啡口味接受度提升, 品类偏好也逐步向美式/拿铁/浓缩等基础 SKU 倾斜。

图表15: 2023年中国消费者消费新式茶饮次数减少的原因



图表16: 饮咖者咖啡饮用时间越久, 消费频次越高

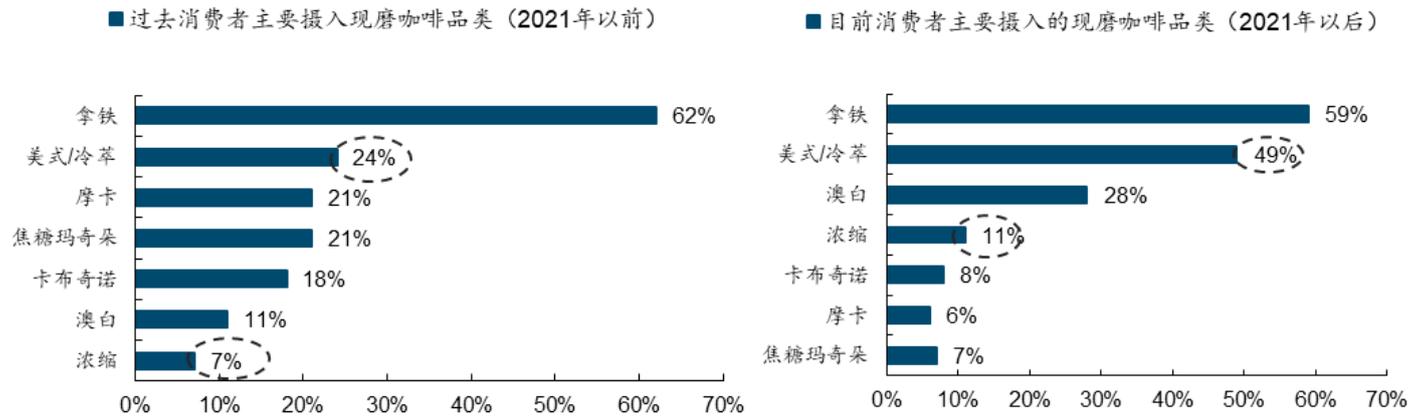


来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所

来源: 德勤《中国现磨咖啡行业白皮书》, 国金证券研究所



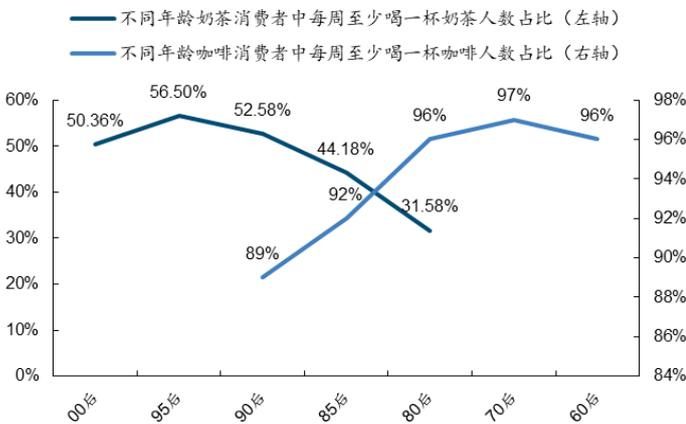
图表17: 伴随咖啡消费时间增加, 品类偏好也逐步向美式等更基础的 SKU 倾斜



来源: 德勤《中国现磨咖啡行业白皮书》, 国金证券研究所

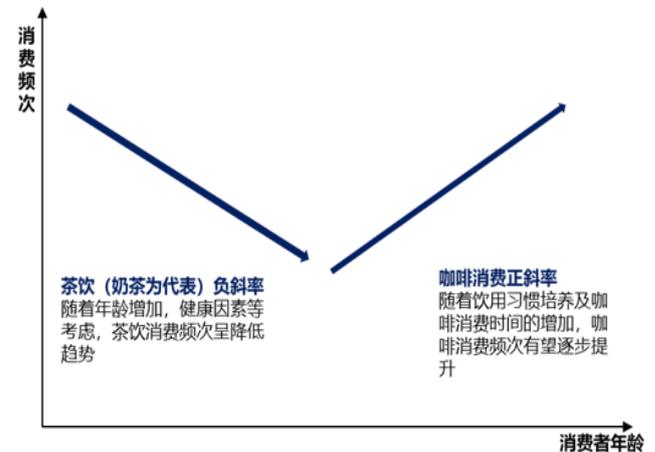
消费者对于现制饮品有望形成“V”型消费结构。我们认为, 相比于额外饮料及糖分摄入的茶饮, “功能性”诉求下的咖啡高频刚需消费场景更易形成消费粘性; 近两年咖啡行业的兴起及新茶饮高速增长决定了两类饮品消费群体年龄结构均以 90 后、00 后为主, 但我们认为, 随着年轻群体逐步从“校园”到“职场”及年龄增长, 出于健康等因素, 茶饮消费频次“斜率”向下, 而喝咖啡逐步会成为一种办公提神的习惯及生活方式, 消费频次逐步增加, 二者消费频次随年龄趋势而形成典型“V 字型”。因此, 目前茶饮品牌也纷纷推出“减糖健康化”产品, 希望顺应消费趋势并延长产品生命周期。

图表18: 不同年龄阶段消费者现制饮品消费频次



来源: DATA100, 后浪研究所 (36 氪), 国金证券研究所

图表19: 消费者对于现制饮品 V 字型消费结构及频次



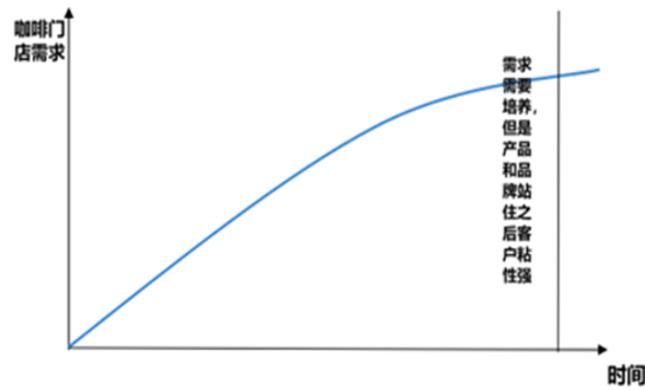
来源: 国金证券研究所绘制

### 1.5 门店爬坡模型差异

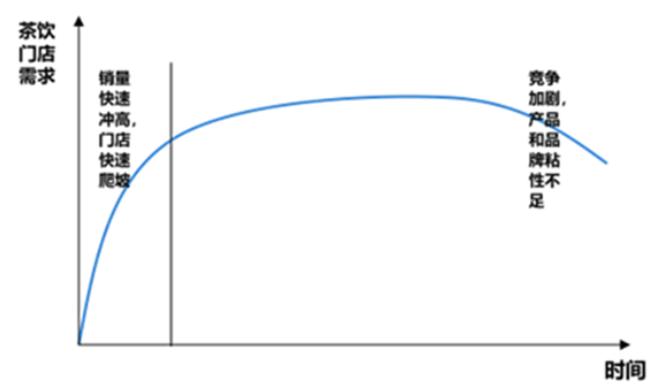
咖啡消费需求需要培育, 我们认为单店的门店爬坡斜率更为平缓; 而茶饮需求成熟, 有好产品的门店能形成快速爬坡。1) 茶饮: 我们认为, 茶饮本质是对糖分“快乐”的获取, 消费习惯不需要培养, 有好产品的品牌及门店能够快速上量并形成赚钱效应; 但用户转换成本低且粘性差, 因此品牌需要持续推新吸引用户, 维持门店的经营效率。2) 咖啡: 我们认为, 咖啡是“功能”舶来品, 市场仍处于教育阶段, 尽管单店层面需求难以像成熟的茶饮一样迅速达到峰值, 但成熟后能够形成稳定的需求和复购; 但考虑到目前仍处于咖啡市场的教育期, 品牌仍需持续推新吸引用户, 以培育其咖啡消费习惯。



图表20: 咖啡需求需要培养, 单店爬坡斜率平缓



图表21: 茶饮需求相对成熟, 门店能快速形成赚钱效应



来源: 国金证券研究所绘制

来源: 国金证券研究所绘制

1.6 咖啡茶饮品类相互渗透的可能性: 相互渗透率有所提升, 但更多作为补充且有边界

目前主要咖啡/茶饮品牌的品类渗透更多为 SKU 补充。伴随咖啡门店逐步下沉&现制茶饮增长放缓, 现制饮品品牌为满足更多样化的用户需求, 咖啡/茶饮品牌会逐步推出的茶饮/咖啡 SKU 来补充已有品类, 且这一相互渗透率有所提升 (2025 年 1 月较 2024 年 1 月), 但各品牌渗透 SKU 占总产品的比例整体不高。

图表22: 2024 年 1 月主要咖啡/茶饮品牌相互渗透情况

茶饮品牌推出咖啡饮品					
品牌	喜茶	奈雪的茶	古茗	茶百道	蜜雪冰城
在售咖啡产品		美式咖啡 ¥15			咖啡椰椰 ¥8
		拿铁咖啡 ¥19			雪王雪顶咖啡 ¥7
		生椰拿铁 ¥22			拿铁咖啡 ¥7
		茉莉初雪茶咖 ¥19			美式咖啡 ¥5
		状元大红袍茶咖 ¥19			
		奈雪东阿阿胶枣香茶咖 ¥21			
在售咖啡SKU数	0	6	0	0	4
门店在售现制饮品总数	74	52	42	50	29
咖啡占门店总饮品SKU比例	0.0%	11.5%	0.0%	0.0%	13.8%

咖啡品牌推出部分茶饮品					
品牌	瑞幸	星巴克	Tims中国	Manner	库迪咖啡
在售茶饮产品	抹茶好喝椰 ¥19	冰摇红梅黑加仑茶 ¥31	鲜萃红茶 ¥16		乌龙茶酿米乳 ¥11.9
		冰摇柠檬茶 ¥29	满杯车厘子柠檬茶 ¥22		玫瑰贴贴石榴冰茶 ¥11.9
		碧螺春绿茶 ¥25	柠檬蜜桃乌龙茶 ¥22		正当红榴冰茶 ¥11.9
		金萱乌龙茶 ¥25			柚见手摇冰茶 ¥11.9
		英式早餐红茶 ¥25			蜜意茉莉粉椰 ¥12.9
		伯爵调味红茶 ¥25			阿根廷柠檬马黛茶 ¥11.9
					生椰大红袍 ¥11.9
				生椰茉莉茶 ¥11.9	
在售茶饮SKU数	1	6	3	0	8
门店在售现制饮品总数	58	51	36	44	62
茶饮占门店总饮品SKU比例	1.7%	11.8%	8.3%	0.0%	12.9%

来源: 各品牌点单小程序, 国金证券研究所 (统计时间截至: 2024 年 1 月 11 日。)

注: 1) 不考虑茶饮品牌另外投资或孵化咖啡品牌的情况。2) 门店总饮品 SKU 比例不考虑预包装饮料。3) 多数咖啡品牌会推出冰沙/风味牛奶/抹茶拿铁/热可可等产品, 暂不视作现制茶饮。4) 不同门店 SKU 数可能存在差异, 仅供参考。5) 价格为划线价, 非实付价。



图表23: 2025年1月主要咖啡/茶饮品牌相互渗透情况

茶饮品牌推出咖啡饮品					
品牌	喜茶	奈雪的茶	古茗	茶百道	蜜雪冰城
在售咖啡产品		美式咖啡 ¥15	大桶美式 ¥9.9		椰椰拿铁 ¥8
		拿铁咖啡 ¥19	功夫生椰拿铁 ¥9.9		雪王雪顶咖啡 ¥7
		生椰拿铁 ¥22	焦糖丝绒拿铁 ¥9.9		拿铁咖啡 ¥7
		茉莉初雪茶咖 ¥19	黑巧厚卡冰冰乐 ¥17		美式咖啡 ¥5
			功夫拿铁 ¥12		茉莉拿铁咖啡 ¥7
			黑巧摩卡 ¥16		
			法式黄油拿铁 ¥15		
			厚道榴莲拿铁 ¥17		
			提拉米苏拿铁 ¥16		
			功夫美式 ¥8		
在售咖啡SKU数	0	4	10	0	5
门店在售现制饮品总数	37	41	51	45	44
咖啡占门店总饮品SKU比例	0.0%	9.8%	19.6%	0.0%	11.4%

咖啡品牌推出部分茶饮产品					
品牌	瑞幸	星巴克	Tims中国	Manner	库迪咖啡
在售茶饮产品	吨来运转轻轻红枣 ¥18	晚霞柠檬茶 ¥32	鲜萃红茶 ¥16	冰葡特饮 ¥15	橙C手摇冰茶 ¥9.9
	轻轻茉莉 ¥13.9	冰摇桃桃乌龙茶 ¥37	车厘子柠檬茶 ¥18	冰橙特饮 ¥15	柚见手摇冰茶 ¥9.9
	大冻梨轻乳茶 ¥18	冰摇桃桃乌龙茶 ¥37	山楂柠檬乌龙茶 ¥22	冰椰抹茶 ¥15	芒芒荔枝甘露 ¥13.9
	枫丹锡兰轻乳茶 ¥21	冰摇红莓黑加仑 ¥31	柠檬蜜桃乌龙茶 ¥22		蜜桃果粒手摇冰茶 ¥11.9
	轻轻乌龙 ¥18	冰摇柠檬茶 ¥29	柠檬气泡饮 ¥15		鲜气杨梅手摇冰茶 ¥11.9
	轻咖柠檬茶 ¥13.9	英式早餐红茶 ¥25	鲜萃红茶 ¥16		红运枣枣红袍奶茶 ¥9.9
	葡萄柠檬茶 ¥19	碧螺春绿茶 ¥25			岩韵红袍豆乳茶 ¥9.9
	提大口草莓果茶 ¥19	金萱乌龙茶 ¥25			太妃大红袍生酪米乳 ¥9.9
	橙C果茶 ¥13	金桔铁观音茶拿铁 ¥41			香蕉红豆丝滑牛乳 ¥9.9
	抹茶好喝椰 ¥19				红豆生酪牛乳茶 ¥9.9
				富桂酒酿椰香茉莉 ¥9.9	
在售茶饮SKU数	10	9	6	3	17
门店在售现制饮品总数	49	60	34	50	67
茶饮占门店总饮品SKU比例	20.4%	15.0%	17.6%	6.0%	25.4%

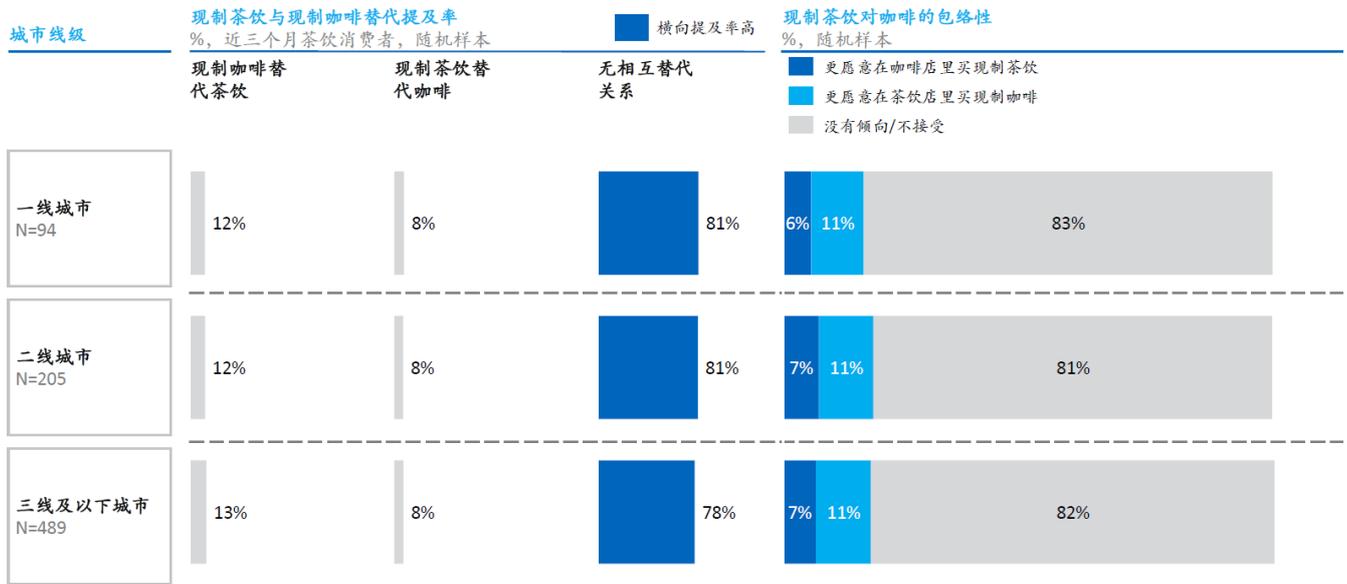
来源: 各品牌点单小程序, 国金证券研究所 (统计时间截至: 2025年1月13日。)

注: 1) 不考虑茶饮品牌另外投资或孵化咖啡品牌的情况。2) 门店总饮品 SKU 比例不考虑预包装饮料。3) 多数咖啡品牌会推出冰沙/风味牛奶/抹茶拿铁/热可可等产品, 暂不视作现制茶饮。4) 不同门店 SKU 数可能存在差异, 仅供参考。5) 价格为划线价, 非实付价。

我们认为, 咖啡茶饮相互渗透取代难度高, 但可搭售: 1) 消费者形成的品牌定位、印象及消费习惯短期内难以改变, 交叉销售意愿有限。2) 咖啡与茶饮门店覆盖客群及选址存在差异性: 消费动机、场景不同决定了目前多数现磨咖啡店选址在“办公场所”周边, 满足功能性需求; 而现制茶饮更多满足情感性及休闲型需求, 选址则更多覆盖“购物场所”和“住宅”; 品类差异下已有布局点位难以有效覆盖对方主要消费人群。3) 运营端: 供应链要求、产品研发、及品类认知等存在差异。我们认为, 茶饮与咖啡消费高峰期存在错位, 因此部分茶饮门店会增加咖啡机设备, 提供基础 SKU 进行搭售, 而咖啡门店愈发下沉也为用户提供更多茶饮选择, 我们认为搭售的协同效应能否充分发挥仍取决于周边人群咖啡消费成熟度以及门店覆盖场景性, 尽管近年相互渗透率有所提升, 但更多作为补充且有边界。

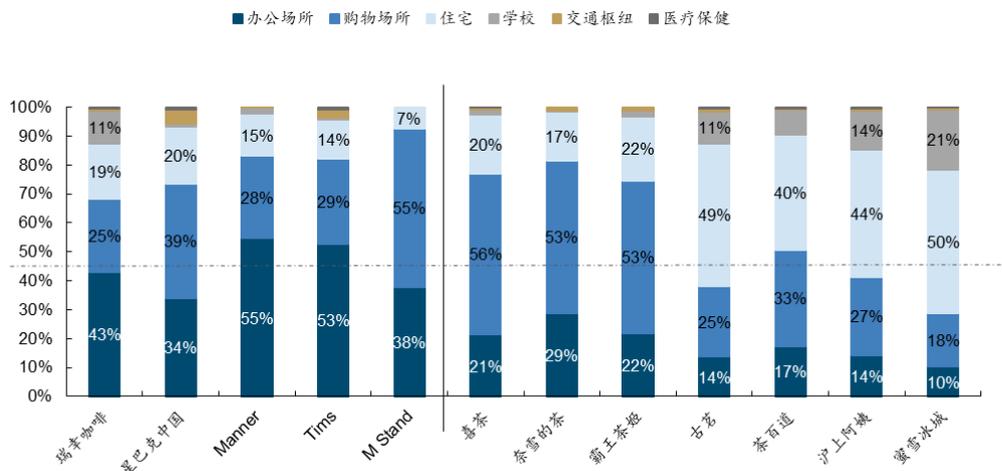


图表24：消费者对于茶饮/咖啡交叉销售意愿接近 20%



来源：久谦，国金证券研究所

图表25：目前主要咖啡/茶饮品牌门店点位分布（全国）

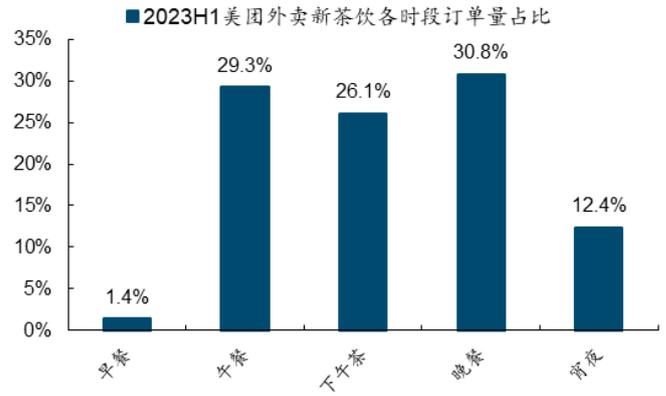
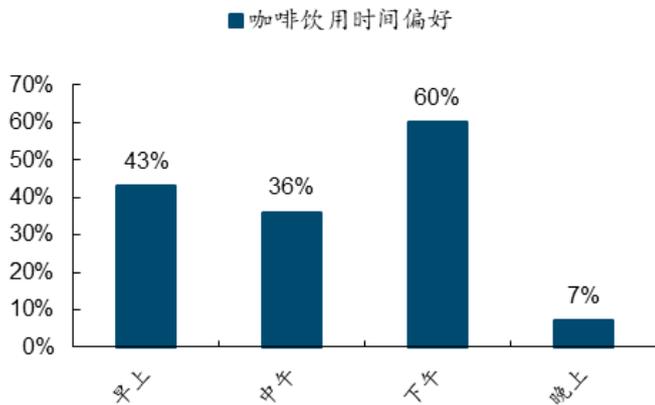


来源：极海品牌监测，国金证券研究所（注：统计时间截止 2025 年 3 月 24 日）



图表26: 咖啡消费主要集中在早上和下午

图表27: 茶饮消费主要集中在中午、下午和傍晚



来源: CBNDATA, 国金证券研究所

来源: 美团外卖, 中国连锁经营协会, 国金证券研究所

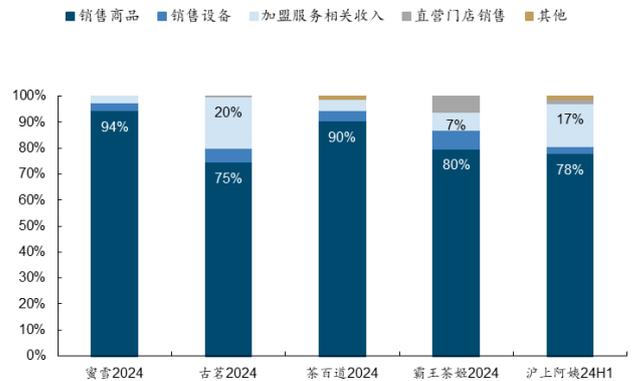
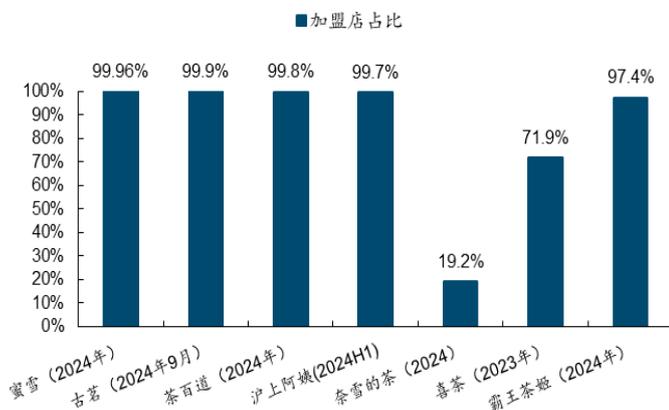
## 二、茶饮品牌的对比分析：加盟模式为主，各茶饮品牌定位、打法有所差异

### 2.1 主流茶饮品牌基本均放开加盟

目前，除「茶颜悦色」外主流现制茶饮连锁品牌基本均已放开加盟。自2022年11月喜茶放开加盟，2023年7月奈雪放开加盟后，除茶颜悦色外，主流茶饮品牌基本均已放开加盟模式。蜜雪冰城/古茗/霸王茶姬/茶百道/沪上阿姨均以加盟模式为主，加盟模式下品牌收入主要来源于向加盟商销售原料、设备，从各公司招股书/财报披露数据来看，古茗加盟服务相关收入占比较高，高达20%；而蜜雪及茶百道销售商品收入占比均超过90%。

图表28: 主流茶饮品牌加盟店比例

图表29: 主流茶饮品牌收入构成



来源: 蜜雪集团/茶百道/奈雪的茶财报, 古茗/霸王茶姬/沪上阿姨招股说明书, 喜茶2023年度报告, 国金证券研究所

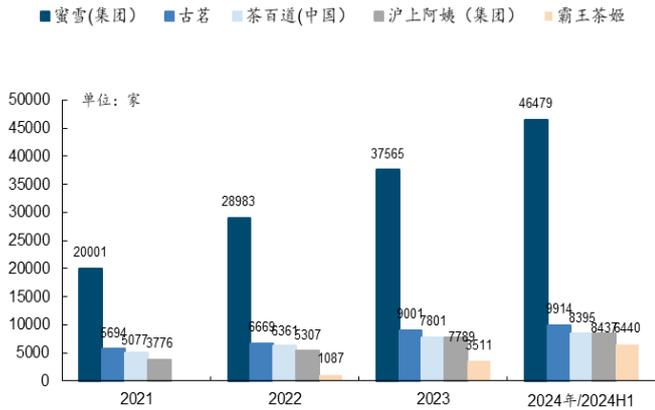
来源: 蜜雪集团/古茗/茶百道财报, 霸王茶姬/沪上阿姨招股说明书, 国金证券研究所

### 2.2 加盟模式下门店起量快&盈利能力可观

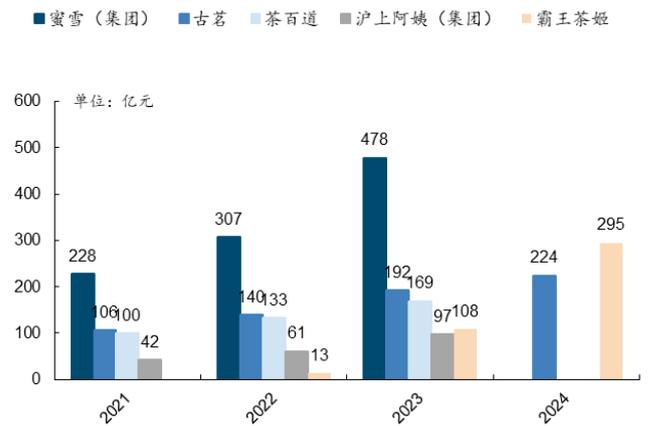
加盟模式下门店快速扩张带动营收显著增长。加盟模式下，品牌方可以借力民间资本杠杆实现快速扩张，以喜茶为例，2012-2022的十年喜茶以直营模式开店900余家，而2022年11月放开加盟后，2023年新开加盟店2300余家，截至2023年末喜茶门店数量突破3200家。蜜雪/古茗/茶百道/霸王茶姬以加盟模式实现了2024年较2022年门店数量分别增涨60%/49%/32%/492%，且门店数量的快速扩张带来营收显著增长。



图表30: 主流茶饮品牌门店数量



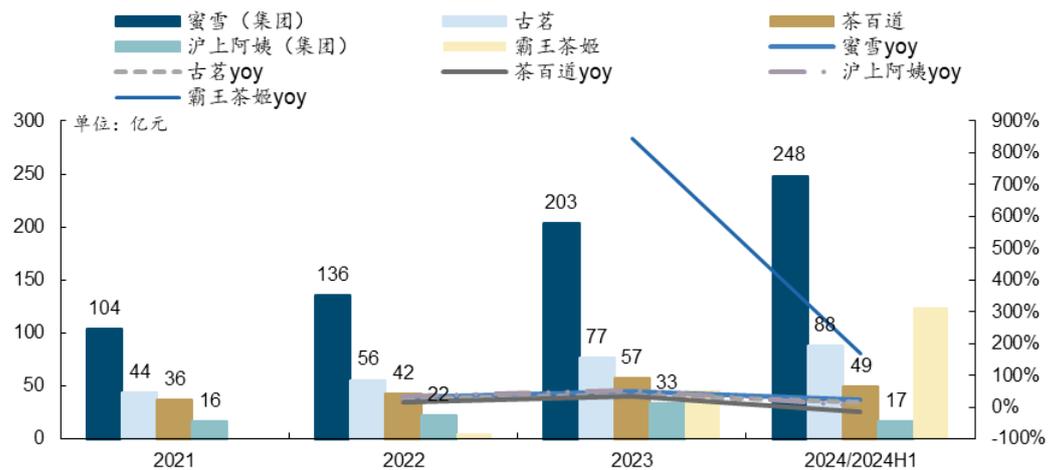
图表31: 主流茶饮品牌 GMV



来源: 蜜雪集团/古茗/茶百道招股书及财报, 霸王茶姬/沪上阿姨招股说明书, 国金证券研究所 (注: 沪上阿姨为截至 2024H1, 其他品牌截至 2024 年。)

来源: 蜜雪冰城/茶百道/沪上阿姨/霸王茶姬招股说明书, 古茗招股说明书及年报, 国金证券研究所

图表32: 蜜雪/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨收入及增速

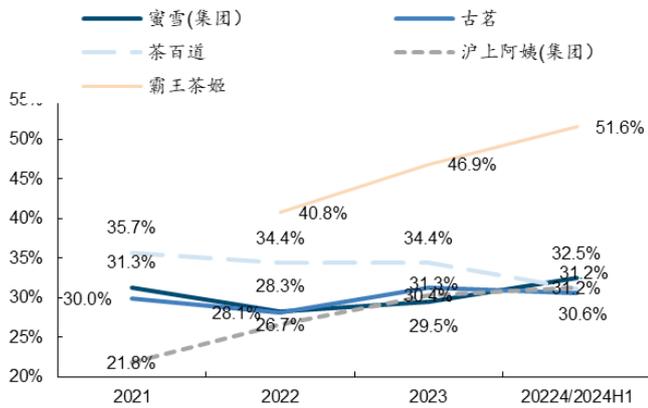


来源: 蜜雪集团/茶百道/招股说明书及年报, 沪上阿姨/霸王茶姬招股说明书, 国金证券研究所 (注: 沪上阿姨为截至 2024H1, 其他品牌截至 2024 年。)

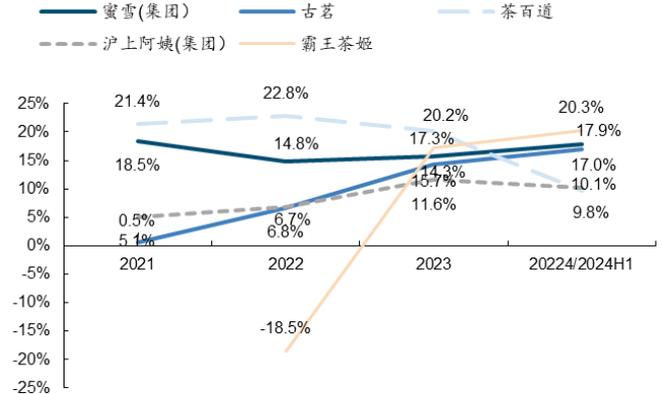
加盟模式下盈利能力可观。多数品牌毛利率能够达 30% 上下, 2024 年霸王茶姬毛利率更高达 51.6%。由于公司终端渠道直接对接加盟门店, 且产品研发不需要过重投入, 各品牌期间费用率相对有限, 净利率能够达到 10% 及以上, 霸王茶姬净利率高达 20.3%。



图表33: 蜜雪/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨毛利率对比



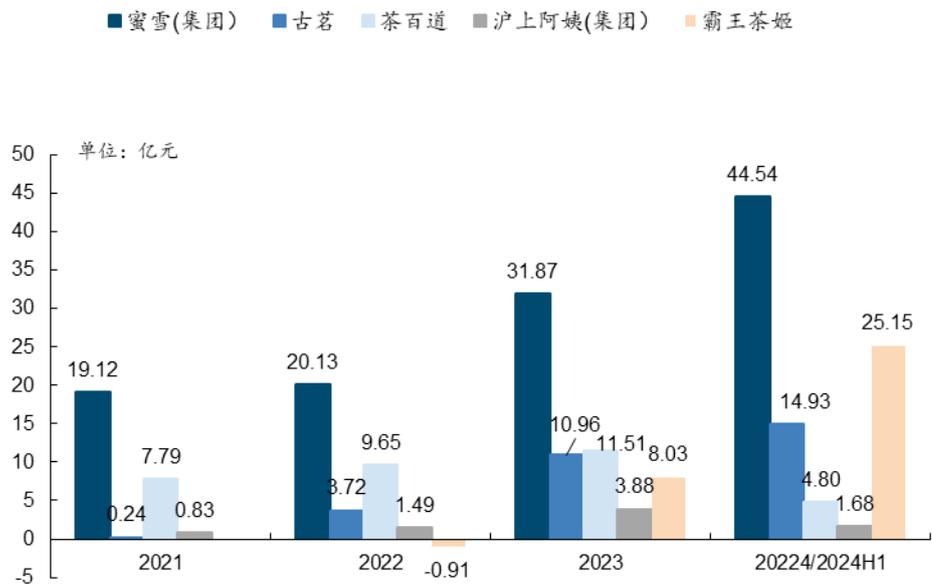
图表34: 蜜雪/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨净利率对比



来源: 蜜雪集团/茶百道/招股说明书及年报, 沪上阿姨/霸王茶姬招股说明书, 国金证券研究所 (注: 沪上阿姨为截至 2024H1, 其他品牌截至 2024 年。)

来源: 蜜雪集团/茶百道/招股说明书及年报, 沪上阿姨/霸王茶姬招股说明书, 国金证券研究所 (注: 沪上阿姨为截至 2024H1, 其他品牌截至 2024 年。)

图表35: 蜜雪/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨净利润对比



来源: 蜜雪集团/茶百道/招股说明书及年报, 沪上阿姨/霸王茶姬招股说明书, 国金证券研究所 (注: 沪上阿姨为截至 2024H1, 其他品牌截至 2024 年。)

### 2.3 各茶饮品牌定位、打法有所差异: 蜜雪定位大众, 古茗冷链能力出众, 霸王茶姬“高举高打”

各品牌定位、打法有所差异:

1) 蜜雪冰城, 定位平价, 门店网络全国第一: 蜜雪核心产品定价 2-8 元, 通过 60% 的自产饮品食材 (根据灼识咨询的报告, 是中国现制品行业最高, 其中核心饮品食材为 100% 自产), 向国内最大的现制饮品门店网络供给原料和设备, 且拥有现制饮品行业内最大的物



流仓储体系。

2) 古茗，定位中端，区域加密，冷链领先：优势产品为果茶，2024 年前 9 个月果茶产品销量占比高达 41%，但鉴于鲜果对冷链物流及供应链管理要求较高，古茗目前仅覆盖 17 个省份，同时在渗透省份采取区域深耕的加密下沉政策，目前古茗超过 500 家关键规模的省份已经有浙江、福建、江西、广东、湖北、江苏、湖南及安徽 8 个（2024 年 GMV 占 83%），截至 2024 年 80% 门店位于二线及以下城市，乡镇门店占比达 38%。区域内较高的门店密度，使得古茗能够实现较高的配送管理效率。

3) 霸王茶姬，主打原叶轻乳茶，大单品突出&产品集中度高，营销势能“高举高打”：优势品类为原叶轻乳茶，2024 年 GMV 贡献 91%，产品集中度高，最畅销三款产品 GMV 贡献 61%。营销费用高，2024 年营销费用率高达 8.9%，广告投放&社交平台热度高，且在核心商圈开大点增加门店&品牌曝光。

4) 茶百道，定位中端，门店覆盖区域广：主打产品为杨枝甘露、豆乳玉麒麟、招牌芋圆奶茶等经典茶饮，因此对供应链的建设压力较小，使得茶百道能够实现更为广泛的门店覆盖，截至 2024 年 4 月 5 日，茶百道就已经覆盖 31 个省份及地区。

5) 沪上阿姨，推出轻享版门店适应下沉市场：截至 2023 年是覆盖最多中国城市的中价现制茶饮店品牌。截至 24H1 门店网络有 8,437 间门店，覆盖中国全部四个直辖市以及位于五个自治区及 22 个省份的 300 多个城市。并推出价格在 2-12 元，平均售价 9 元的模型“轻享版”，定位三线及以下城市。

图表36：蜜雪冰城/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨核心对比（一）

品牌/公司	国内门店数	覆省份（直辖市/自治区）	一线/新一线/二线/三线及以下 门店分布	定价	产品	推新节奏
蜜雪冰城	41584（2024 年末，其中截至 24Q3 幸运咖约 3500 家）	31（2024 年）	5%/20%/18%/57%	核心产品 2~8 元	24Q1-Q3 前 5 大畅销产品（冰鲜柠檬水、新鲜冰激凌、珍珠奶茶、蜜桃四季春、满杯百香果）出杯量占 41.2%	2024 年前九个月，推出 105 款新产品。
古茗	9914（2024 年）	17（2024 年）	3%/17%/29%/51%	10~18 元	24Q1-Q3 果茶/奶茶/咖啡及其他分别占 41%/47%/12%。较 23 年果茶占比降低，奶茶占比提升。	在 2021、2022、2023、2024 年，分别推出了 94、82 和 130、103 款新品。
茶百道	8395（2024 年）	31（2024 年 4 月）	9%/26%/20%/45%	6~22 元	2023 年经典茶饮（杨枝甘露、豆乳玉麒麟、招牌芋圆奶茶等）占 sku 总数 40%	2023、2024 年上新 48、60 款新产品。
沪上阿姨	8437（24H1 含轻享版，其中沪上阿姨 8146 家）	22（2024 年 6 月）	8%/21%/21%/50%	7~22 元	/	2021-2023 年每年均推新 100+款。
霸王茶姬	6440（2024 年）		11%/49%（新一线&二线）/39%	杯单价 20 元左右	2024 年 91% 的 GMV 来自原叶鲜奶茶，最畅销三款产品贡献 61% 的 GMV。	2022、2023、2024 年分别上新 14、22、15 款新品。

来源：蜜雪集团/古茗/茶百道招股说明书及年报，霸王茶姬/沪上阿姨招股说明书，国金证券研究所



图表37: 蜜雪冰城/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨核心对比 (二)

品牌/公司	仓储物流	2021/2022/2				
		加盟申请通过率	2023/2024 (Q3/H1) 加盟商留存率/续签率	2021/2022/2023/20 24 年单个加盟商开 24 年单个加盟商开 店数	2021/2022 /2023/202 4 年闭店率	会员及复购
蜜雪冰城	2014 年开始自建物流，截至 2024 年 9 月 30 日仓储体系由总面积达到约 35 万平方米的 27 个仓库组成，为行业内最大。配送网络覆盖了中国内地 31 个省份、自治区及直辖市，超过 300 个地级市、1,700 个县城和 4,900 个乡镇，覆盖广度和下沉深度为行业内最高；实现在中国内地逾 90% 的县级行政区划实现了 12 小时内触达；约 97% 的中国内地门店实现了冷链物流覆盖。	不到 5%	97.2%/97.8% /96.4%/96.9% (24Q3, 为留存率)	2.0/2.1/2.2/2.2, 2024 年前 9 个月经营多家门店加盟商占比 41.9%。	2.9%/2.4%/3.5%/3.5%	截至 24Q3 注册会员数 3.15 亿。
古茗	业内最大规模的冷链仓储和物流能力，2023 年仓到店的平均物流成本低于 GMV 总额的 1% (行业平均 2%)。截至 2024 年 9 月 30 日按要求向约 97% 的门店提供两日一配的冷链配送服务，业务运营经营 22 个仓库，仓库的总建筑面积约 22 万平方米，包括能支持各种温度范围的超过 6 万立方米的冷库空间；约 76% 的门店位于距离仓库 150 公里范围内。	/	93.8%/93.3% /91.7%/88.3% (24Q3, 留存率)	2.4/2.3/2.0/2.0, 2024 年前 9 个月超过两年的加盟商中，平均每个加盟商经营 2.9 家门店，71% 的加盟商经营两家或以上加盟店。	3.6%/5.1%/2.9%/6.8%	截至 2024 年注册会员 1.51 亿，24Q4 活跃用户数 4400 万；2023 年平均季度复购率 53%。
茶百道	2023 年末综合性冷链仓储及配送网络包括 21 个多温仓库，由 20 个中心仓和一个前置仓组成，总面积约为 8 万平方米；仓库包括公司运营的 6 个仓库及向第三方租赁并由公司共同管理的 15 个仓库。	截止 24 年 2 月约 7% (截至 23Q1 约 4%)	99.5%/99.4% /96.9% (续签率, 24H1 未披露。)	1.1/1.2/1.4/1.5, 2023 年开设 2 家及以上门店加盟商占 10.7%。	0.3%/1.2%/2.8%/10.6%	截至 2024 年，注册会员人数 1.39 亿名。2024 年活跃会员人数达到 5929 万名。
沪上阿姨	截至 2024 年 6 月 30 日，供应链网络包括： 1) 12 个大仓储物流基地；2) 4 个设备仓库； 3) 8 个新鲜农产品仓库；4) 16 个前置冷链仓库。供应链网络中的三个大仓储物流基地及所有前置冷链仓库乃由独立第三方营运。物流体系能够每周将新鲜食材送达门店两至三次。	/	99.3%/99.6% /97.8%/98.4% (24H1, 续签率。)	1.6/1.6/1.7/1.7 (为 24H1), 2024H1 开设 1 家门店以上加盟商占比 32%。	5.7%/7.5%/4.8%/6.3% (为 24H1)	截至 2024 年 6 月，注册会员 9830 万，季度平均月活 1780 万，季度复购率 44.2%。
霸王茶姬	建立了中央仓库/区域仓库的两级仓储系统，在中国 37 个地点提供仓储服务，实现国内门店网络的冷链运输和次日达；2024 年在中国和海外物流成本占总交易额的比例不到 1%；同期库存周转天数约为 5.3 天，据艾瑞咨询统计，在中国门店数量超过 1000 家的新式茶饮品牌中，这一数字是最低的。	/	/	2024 年单个加盟商平均开店 2.0 家。	0.5%/1.5%	(2024 年注册会员数达 1.77 亿，年内有复购的会员达 88.8%。

来源：蜜雪集团/古茗/茶百道招股说明书及年报，霸王茶姬/沪上阿姨招股说明书，国金证券研究所



出海方面，目前蜜雪海外门店已初具规模，霸王茶姬及茶百道开启出海。1) 蜜雪：截至2024年末，蜜雪已经在海外开设了4895家门店，是东南亚市场最大的现制茶饮品牌。2) 古茗：目前仅覆盖国内17个省市、8个省份具有密集的门店网络，但国内尚有17个省份没有渗透，目前门店网络以国内拓展为主。3) 霸王茶姬：2024年海外门店数达到156家，覆盖马来西亚、新加坡、泰国等国家。4) 茶百道：至2024年末，在韩国、马来西亚、泰国、澳大利亚及中国香港分别开设了7家、2家、2家、2家及1家门店，5) 沪上阿姨：2024年2月，马来西亚吉隆坡开设海外首店。

### 2.4 加盟政策&门店经营对比：蜜初始投资更低，且杯量表现韧性更强

蜜雪初始投资更低，霸王茶姬初始投资最高。茶饮加盟初始投资主要包含设备装修、保证金、加盟合作相关费用及首批物料费用，小店模式下初始投资需要20-35万，如考虑租、人力及开办费等费用，初始投资40万起；霸王茶姬、奈雪等门店面积较大的品牌初始投资更高。

图表38：主流茶饮品牌加盟政策对比

品牌	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/合作费（一次性）/品牌授权费	省会 1.1 万元/年，地级市 0.9 万元/年，县级市 0.7 万元/年	1.88 万元（0 首付，分期付款）	3 万元	4.98 万元	加盟费 1.98 万元+品牌使用费 1.5 万元/年	5 万元	6 万元
开店综合服务费/管理费（选址、试营业辅导等）	/	2.5 万元（0 首付，分期付款）	4 万元	/	5 万元	2.8 万元	4 万元
开店营销费/市场推广费	/	8000 元	/	/	实收 1%	/	/
设计费	/	/	/	/	5000 元/店	1 万元	/
培训费用	2000 元/年	2.5 万元（0 首付，分期付款）	2 万元	/	500 元/人	2 万元	3 万元
管理费	4800 元/年	/	1000 元/年（管理工具）	/	/	/	/
综合运营服务费	/	/	营业额满 6 万/月，收 1%；部分地区按固定费用 1 万/年收取	/	实收 2%	营业额满 6 万元实收，抽取 1%，次月 10 号前扣取	营业额满 6 万元实收，抽取 1%，次月 10 号前扣取
保证金	2 万元	1 万元	1 万元	0.5 万元	2 万元	3 万元	3 万元
外卖平台管理/信息系统服务费等	/	3 万元（0 首付，分期付款）	2000 元/年	/	7000 元/年	/	/
设备	7 万元左右	13 万元左右	约 12 万元	9 万元起	16 万元	15 万元起	25 万元起
装修预算	6 万元左右	10 万元左右	约 10 万元	/	15 万元以上	10 万元起	12 万元起
首次配货费用（物料）	5 万元左右	2-4 万元	2 万元起	3-5 万元	10 万元	按 2 万元测算	5 万元起
总预算（不含房租、人力及开办费等）	21 万元起	23.3 万起（不含分期部分）	22 万起（新开店 26 万起）	17 万元起（财报披露平均成本 27.5 万元）	80 万元以上（不含房租、押金、转让费等）	40.8 万元起	58 万元起

来源：蜜雪冰城/古茗/茶百道/沪上阿姨/霸王茶姬/喜茶/奈雪加盟页，沪上阿姨招股书，国金证券研究所

单店对比：1) 大众价格带蜜雪：2023 年单店日杯量约 638 杯，杯单价约 6.5 元，期间门店零售额 144 万。2) 中端价格带古茗/霸王茶姬/茶百道/沪上阿姨：古茗/茶百道 2023 年表现相当，据公司招股书数据，古茗/茶百道杯单价均为 16 元+左右，2023 年两个品牌单店日均销量为 400 杯上下，单店年零售额也均在 240 万左右。沪上阿姨杯单价亦在 16 元



，但日均杯量略低，2023 年为 256 杯，单店收入在 156 万元。2024 年以来主流茶饮品牌日杯量均有承压，古茗 2024 年日杯量下滑至 400 杯以下，但经营表现仍具备一定韧性。霸王茶姬定价更高，杯单价在 20 元左右，且大店“高举高打”下杯量表现也较高，2024 年单店日杯量为 837 杯，量&价双高带来 2024 年中国单店月均收入 51.2 万元的极高数值。

图表39：蜜雪/古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨核心经营数据对比

蜜雪集团	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
零售额 (亿元)	228	307	478	449
总销量 (亿杯)	36	47	74	71
期间单店零售额 (万元)	140	125	144	108
单店日杯量 (杯)	654	603	639	662
单杯价格 (元)	6.3	6.5	6.5	6.3

霸王茶姬	2022	2023	2024	古茗	2021	2022	2023	2024
总GMV (亿元)	13	108	294	零售额 (亿元)	106	140	192	224
中国单店月均销量 (万杯)	1	2	3	总销量 (亿杯)	7	9	12	13
中国单店月GMV (万元)	17.8	48.3	51.2	期间单店零售额 (万元)	218.9	226.3	246.6	236.1
中国单店日杯量 (杯)	299	800	837	单店日杯量 (杯)	385	385	417	384
中国单杯价格 (元)	19.8	20.1	20.4	单杯价格 (元)	15.6	16.1	16.2	16.8
				加盟商单店经营利润 (万元)			37.6	
				2023年加盟商单店经营利润率	15% (计算值=单店经营利润/期间单店零售额)/20.2% (披露值)			
				直营门店利润率	34.9%	18.6%	18.7%	

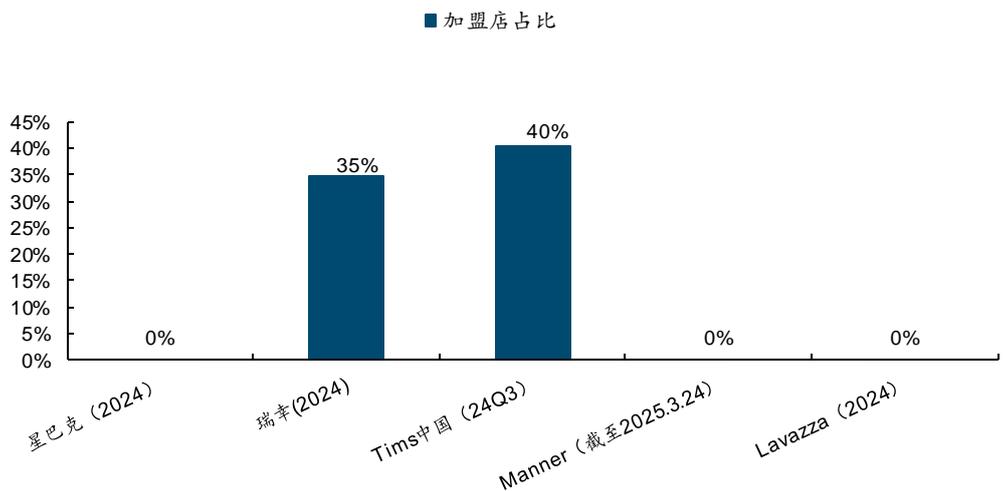
茶百道	2021	2022	2023	沪上阿姨	2021	2022	2023	2024H1
零售额 (亿元)	100	133	169	零售额 (亿元)	42	61	97	50
总销量 (亿杯)	6.0	7.9	10.2	总销量 (亿杯)	2.5	3.6	5.8	2.9
期间单店零售额 (万元)	273	233	239	期间单店零售额 (万元)	153	150	156	69
单店日杯量 (杯)	443	413	414	单店日杯量 (杯)	257	243	256	217
单杯价格 (元)	16.72	16.78	16.64	单杯价格 (元)	16.3	16.9	16.7	17.7
直营门店利润率	17.1%	14.5%	11.1%	直营门店利润率	11.20%	11.30%	23.50%	7.90%

来源：蜜雪冰城/茶百道/沪上阿姨/霸王茶姬招股说明书，古茗招股说明书及财报，国金证券研究所

### 三、咖啡主流品牌的对比分析：直营与加盟并举，咖啡外送比例更低

咖啡直营与加盟并举，主流品牌中大店模式下直营比例更高，小店模式下直营与加盟均有。大店模式下，星巴克、Lavazza 均采用全部直营模式；小店模式下，瑞幸采取直营与加盟并举模式，而 Manner 为全直营模式，也有以加盟为主的咖啡品牌如 Nowwa 咖啡、库迪咖啡等。

图表40：各咖啡品牌加盟店占比



来源：瑞幸/星巴克/Tims 中国财报/百胜中国财报，Manner 官网，国金证券研究所

小店模式下瑞幸及 Tims 中国加盟初始投资略高于茶饮，与茶饮普遍的收益模式相比瑞幸加盟模式更偏向于利润分享。我们梳理了加盟模式下，瑞幸/挪瓦/Tims 中国 (Go 店) 的初始投资，其中瑞幸及 Tims 中国初始投资略高于茶饮品牌 (主要在设备及装修)。瑞幸与茶饮品牌相比，不收取加盟费及开店综合服务费等费用，更倾向于加盟商收入扣掉原材料成本后，当毛利超过一定水平后，毛利润抽成的盈利方式，与加盟商形利益绑定；而主流茶饮品牌往往不采取利润分享的加盟模式，更多是通过销售原料及设备以及加盟服务相关



收入的盈利模式。

图表41: 瑞幸/ 挪瓦/Tims 中国 (Go 店) 加盟初始投资 (不含房租、人力及开办费等)

品牌	瑞幸咖啡	挪瓦咖啡	Tims 中国
加盟/合作费(一次性)/品牌授权费	/	5 万元	5 万元/3 年或 8 万元/5 年
开店综合服务费/一次性服务费(选址、试营业辅导等)	/	3.5 万元	6.5 万元起
开店营销费	/	/	/
设计费	5000 元	包含于综合服务费中	包含于一次性服务费中
培训费	/	包含于综合服务费中	包含于一次性服务费中
管理费	/	/	/
综合运营服务费	/	/	/
保证金	5 万元	1 万元	5 万元
外卖平台管理服务费	/	/	/
设备	21 万元左右	10.8 万元(单台)、14.9 万(双台)、16.2 万(咖啡车)	装修、设备共 40 万元起
装修预算	15 万左右	5 万元-10 万元	
首次配货费用(物料)	无需支付, 物料配送到店开业后, 随订单中产品的物料成本收回	2 万元	3 万元起
<b>总预算(不含房租、人力及开办费等)</b>	<b>41.5 万元起</b>	<b>25 万元起</b>	<b>60 万元起</b>

来源: 瑞幸/Nowwa 咖啡/Tims 中国加盟页, 国金证券研究所

图表42: 瑞幸咖啡利润分成机制

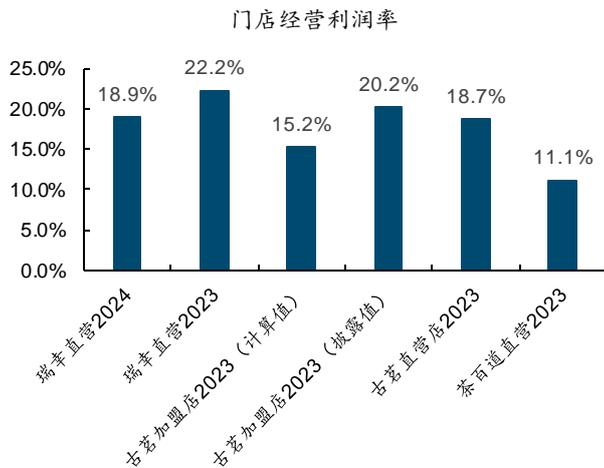
月商品毛利总额	现制饮品返还商品毛利比例	外购预包装商品返还商品毛利比例
0~2 万元部分	100%	100%
2~3 万元部分	90%	100%
3~4 万元部分	80%	100%
4~8 万元部分	70%	100%
8 万元以上的部分	60%	100%

来源: 瑞幸加盟页, 国金证券研究所

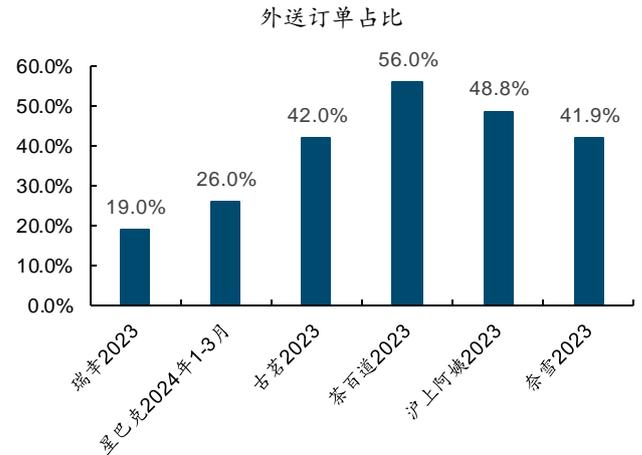
小店模式下, 同期瑞幸门店经营利润率略高于中端价格带茶饮, 我们认为主要系咖啡 SOP 较为简单, 人员压力较小, 同时茶饮外送占比较高, 配送及平台流量等其他费用成本较高所致。



图表43: 小店模式主要咖啡茶饮品牌门店经营利润率



图表44: 主要咖啡茶饮品牌外送订单占比



来源: 瑞幸财报, 古茗/茶百道招股说明书, 国金证券研究所 (注: 古茗经营利润率计算值=门店经营利润/单店 GMV; 茶百道为直营业务毛利率。

来源: 瑞幸/奈雪财报, 古茗/茶百道/沪上阿姨招股说明书, 星巴克财报会 Transcript, 国金证券研究所

#### 四、投资建议

咖啡行业仍处于成长期, 我们认为, 目前现磨咖啡行业竞争格局趋稳且头部品牌优势突出, 瑞幸龙头地位有望进一步巩固, 公司目前经营表现健康, 24Q4 SSSG 进一步改善, 且 12 月 SSSG 转正, 且今年有望在开店、量、价表现都呈现积极趋势, 建议积极关注瑞幸咖啡。

茶饮行业: 茶饮低价格带格局稳定, 蜜雪冰城优势领先建议关注; 同时关注中端价格带供应链能力扎实产品性价比高的古茗; 关注霸王茶姬美股上市带来的机会。

#### 五、风险提示

**食品安全风险。**咖啡茶饮品牌若发生食品安全问题及负面新闻, 或对公司品牌、客流产生严重负面影响。

**行业竞争加剧。**咖啡及茶饮主要品牌均发布高速扩店计划, 行业存在竞争加剧的风险。

**咖啡及茶饮行业在国内渗透速度及力度不及预期。**若咖啡及茶饮行业在国内渗透速度及力度低于预期, 导致公司发展天花板低于预期, 可能对公司营收及利润增长产生较大负面影响。

**消费环境不及预期风险。**消费环境是影响咖啡及茶饮等消费行业走势的重要因素之一, 其具有不确定性等, 或将影响股价。

**原材料成本大幅上涨影响盈利风险。**若原材料价格大幅上涨, 将挤压企业的利润空间。

**公司业务发展不及预期。**公司层面, 如果业务发展和落地不及预期将影响股价表现。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究