

## 掘金新茶饮时代：聚焦供应链、高坪效与强品牌

## ——现制饮品行业深度报告

强于大市（维持）

2024 年 06 月 27 日

## 投资要点：

**行业概览：**现制饮品指的是在销售现场根据消费者的需求即时制作并直接供应给消费者饮用的饮料，特点在于其新鲜度、可定制性和即买即饮的便利性。现制饮品消费对象以年轻群体和女性群体为主，代际变化带来现制饮品行业庞大的消费基础。现制茶饮产业链错综复杂，品牌商供应链管理要求日渐提升，上游以茶与奶制品为首要原料，下游线上消费场景逐渐丰富。

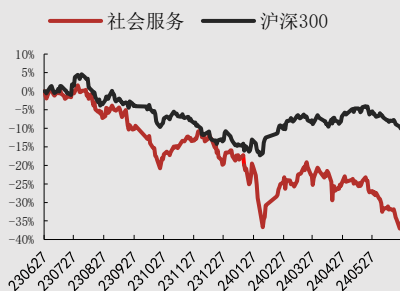
**行业格局：**现制饮品市场规模迅速扩张，现制茶饮占比最大，现磨咖啡赛道增长较快。高端消费景气度下滑，性价比茶饮消费增长迅速，各赛道连锁化趋势步伐加快，“扩大规模冲刺万店”成为一批新茶饮品牌的年度目标，同时沿着“大陆-香港-东南亚-欧美”的扩张路径出海拓展增量市场。不同价格档次竞争格局有所不同，高价市场方面，喜茶和奈雪遥遥领先，双寡头格局初步形成；大众市场茶饮竞争相对激烈，行业集中度较低；平价市场依托加盟模式快速扩张，加速抢占下沉市场。

**优质龙头：**①**蜜雪冰城：**国内门店数量最多&规模最大的现制饮品连锁品牌，开疆拓土门店超两万家，业绩仍处高速增长通道，形成了上游外部供应商采购、产地初加工，中游加工，下游仓储、运输成熟完整的供应链；②**茶百道：**中端现制茶饮领军者，定位年轻消费群体，产品主打高性价比，通过加盟模式建立覆盖全国 31 个省市的广泛的门店网络，专注于高效的小店模式，借助外卖渠道进一步提升单店效益；③**茶颜悦色：**首创以中国风为主题的奶茶店，用中华优秀传统文化打“传统国风+新潮时尚”的品牌形象，主打亲民风格、高性价比的差异化产品。

**投资建议：**伴随着更加关注身心健康与消费情绪价值的 Z 世代群体的成长，现制饮品行业进入以原料天然健康、品类丰富多样为特征的新茶饮时代，行业规模快速增长，品牌门店遍地开花。小店型、品类集中、“标准化”运营的商业模式快速复制，孵化出多个“万店品牌”。进入行业激烈角逐的下半场，高价市场初步形成双寡头垄断格局，但由于高端消费景气度下滑开始疲软；大众市场随着高端品牌下沉与中端品牌扩张竞争日益激烈；平价市场性价比茶饮消费增长迅速，引领行业供应链整合的细分龙头领跑市场。围绕消费者需求与消费体验，已形成潮流的现制饮品新零售业态在未来一段时间内仍将持续发力，建议关注行业内具有较强供应链整合能力、空间利用管理能力及品牌影响力的龙头企业。

**风险因素：**消费恢复不及预期风险，行业竞争加剧风险，食品安全风险。

## 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

深巷烟火藏故事，万国风华汇一堂

端午假期旅游业稳步恢复，国潮文化引领出游体验

“中国旅游日”出台利好措施，旅游市场注入新活力

## 分析师：

陈雯

执业证书编号：

S0270519060001

电话：

02032255207

邮箱：

chenwen@wlzq.com.cn

## 分析师：

叶柏良

执业证书编号：

S0270524010002

电话：

18125933783

邮箱：

yebli@wlzq.com.cn

## 正文目录

<b>1 代际变化带来庞大消费基础，现制饮品市场蓬勃发展</b>	<b>4</b>
1.1 现制饮品行业持续更新迭代	4
1.2 代际变化带来现制饮品行业庞大的消费基础	4
1.3 品牌商供应链管理要求日益提升	6
<b>2 现制饮品行业发展格局</b>	<b>8</b>
2.1 行业规模：市场规模迅速扩张，现制茶饮占比最大	8
2.2 行业趋势：性价比饮品消费增长迅速，连锁化步伐加快	10
2.2.1 高端消费景气度下滑，性价比茶饮消费增长迅速	10
2.2.2 各赛道连锁化趋势步伐加快	11
2.2.3 出海拓展增量市场	12
2.3 行业竞争格局：下沉市场竞争激烈，不同价格档次差异化竞争	13
2.3.1 下沉市场空间大、增速快，竞争日益激烈	13
2.3.2 现制饮品的竞争格局差异化	14
<b>3 优质赛道孕育优质龙头企业</b>	<b>15</b>
3.1 万店连锁——蜜雪冰城	15
3.1.1 公司概况：深耕现制饮品行业超过 20 年，持续优化加速成长	15
3.1.2 经营概况：门店端&业绩端双线高歌，茶饮巨擘不改成长底色	15
3.1.3 打通上下游，建设业内首屈一指的供应链体系	16
3.2 高效加盟——茶百道	18
3.2.1 公司概况：定位中端现制茶饮，加盟模式全国扩张	18
3.2.2 产品主打高性价比，加盟为主要收入来源	18
3.2.3 高效加盟扩张，外卖助力单店效益提升	20
3.3 差异突围——茶颜悦色	21
<b>4 投资建议与风险因素</b>	<b>22</b>
4.1 投资建议	22
4.2 风险提示	23
图表 1： 中国现制饮品发展历史	4
图表 2： 茶饮消费者年龄结构（%）	5
图表 3： 茶饮消费者性别结构（%）	5
图表 4： 求学阶段 Z 世代画像	5
图表 5： 步入职场 Z 世代画像	6
图表 6： 现制茶饮行业产业链图谱	6
图表 7： 现制茶饮各成分成本占比	7
图表 8： 新茶饮口感颗粒市场规模（亿元）	7
图表 9： 喜茶线上点单	8
图表 10： 中国现制饮品市场 GMV（十亿元）	9
图表 11： 不同国家现制饮品人均年消费量（杯/年）	9
图表 12： 中国现制饮品市场各主要细分板块的 GMV（十亿元）	9
图表 13： 不同价格茶饮对比情况	10
图表 14： 全国茶饮品牌人均消费占比分布（%）	10
图表 15： 2023 年 3-6 月头部品牌上新数量	10
图表 16： 2023 年新茶饮品牌门店规模	11

图表 17: 现制茶饮品类门店数规模分布 (%)	11
图表 18: 现磨咖啡品类门店数规模分布 (%)	11
图表 19: 中国新茶饮品牌出海之路	12
图表 20: 2017-2028 年按城市线级划分的中国大众现制茶饮市场规模 (亿元)	13
图表 21: 各城市线级每万人门店数量 (家)	14
图表 22: 新茶饮品牌城市按线级分布 (%)	14
图表 23: 现制茶饮行业各细分赛道主要品牌经营状况	14
图表 24: 蜜雪冰城发展历程图	15
图表 25: 2016-2023Q3 蜜雪冰城总门店数 (家)	16
图表 26: 蜜雪冰城按城市线级分布门店数量	16
图表 27: 2019-2023Q3 公司营业收入 (亿元)	16
图表 28: 2019-2023Q3 公司归母净利润 (亿元)	16
图表 29: 蜜雪冰城供应链	17
图表 30: 公司五大生产基地信息梳理	17
图表 31: 茶百道发展历程	18
图表 32: 茶百道产品矩阵	19
图表 33: 茶百道收入来源占比	19
图表 34: 茶百道门店数量 (家)	20
图表 35: 茶百道门店城市分布	20
图表 36: 茶百道加盟商与加盟店数量 (家)	20
图表 37: 外卖订单占零售额的比例	21
图表 38: 外卖订单与非外卖订单销量 (百万杯)	21
图表 39: 茶颜悦色品牌 logo	21
图表 40: 茶颜悦色部分文创周边	21
图表 41: 茶颜悦色经典产品“幽兰拿铁”	22

# 1 代际变化带来庞大消费基础，现制饮品市场蓬勃发展

## 1.1 现制饮品行业持续更新迭代

现制饮品指的是在销售现场根据消费者的需求即时制作并直接供应给消费者饮用的饮料，特点在于其新鲜度、可定制性和即买即饮的便利性。现制饮品在中国大陆主要经历了三段发展历程，粉末调制时代的奶茶主要由粉末茶冲制而成，并加以适量的添加剂以及奶精，产品样式较为单一。街头连锁茶饮时代，现制饮品主要由奶精与碎茶勾兑制成，产品加料稍有丰富。新式茶饮时代，产品多由新鲜牛奶、水果等更为天然的原料制作，产品类型更加多样，产品价格随之提升。

图表1：中国现制饮品发展历史

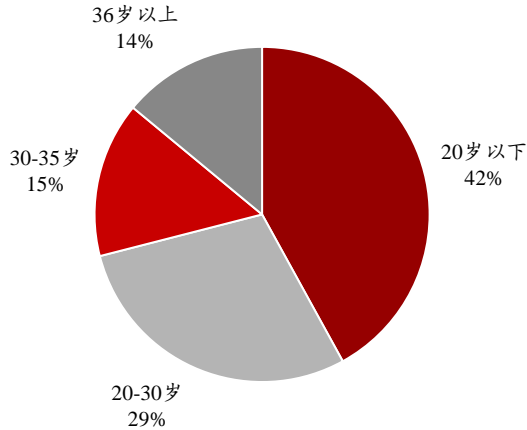
比较维度	1990~1995 1.0时代			1996~2015 2.0时代		2016~至今 3.0时代	
	茶饮粉末调制时代			街头连锁茶饮时代		新式茶饮原料更迭 品类融合多场景消费 数字化运营	
原料及制作	▪ 化学添加剂，奶精粉末冲水勾兑而成			▪ 罐头水果，调味糖浆，奶精与碎茶勾兑		▪ 使用天然原料，优质茶叶萃取，加入新鲜水果或鲜奶等调味	
代表产品	▪ 冲粉茶			▪ 风味奶茶，蜂蜜柚子茶		▪ 鲜果茶（喜茶芝士系列，奈雪霸气芝士系列），鲜奶茶（喜茶波波系列，奈雪宝藏茶系列）	
店铺及布局	▪ 街边店铺为主，3~5平方米，几乎无统一装修			▪ 街头连锁店铺为主15~20平方米，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平米左右，甚至出现200平米以上品牌店，强调现代化、个性化装修风格	
产品定价	▪ 低于10元			▪ 10~20元		▪ 通常在20元以上	
品牌文化	▪ 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	
代表品牌	无代表品牌，街头小店为主			  		  	

资料来源：灼识咨询，奈雪招股说明书，万联证券研究所

## 1.2 代际变化带来现制饮品行业庞大的消费基础

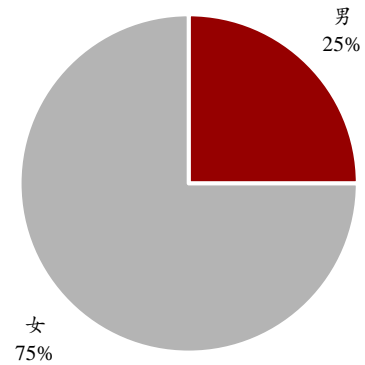
现制饮品消费对象以年轻群体和女性群体为主。据《2024新茶饮增长洞察白皮书》估算，2022年中国新茶饮用户规模接近3.8亿，其中90后消费者占比超过70%。同时，在茶饮消费者之中，女性用户约占75%。新茶饮逐渐成为了年轻女性的一种不可或缺的时尚单品以及生活需要。随着生活水平的提高，Z世代将情绪价值放到了一个比以往任何世代消费者都重要的位置。这一消费观的背后，是更自主、更独立以及更个性化的底层消费逻辑。产品是否能同时满足消费者口腹和情绪的双重需求，是摆在所有品牌面前需要思考的问题，新茶饮品牌也需要不断进行创新和自我迭代来贴合消费者的更高层次的社交与精神需求。

图表2: 茶饮消费者年龄结构 (%)



资料来源: 安永, 万联证券研究所

图表3: 茶饮消费者性别结构 (%)



资料来源: 安永, 万联证券研究所

我们将Z世代的茶饮消费者按照人生轨迹进行区分, 其中有53%的Z世代仍处于求学阶段, 另外约有47%的Z世代已经步入职场。处于求学阶段的Z世代拥有优渥的物质生活, 更加注重消费的情绪价值。他们对于消费的态度可以总结为“悦己一代”, 较为优渥的生活水平导致他们对消费的情绪价值需求高于实用功能需求。他们对于新品的情高涨, 愿意尝试不同的新鲜口味与搭配。除了“悦己”这个显性标签以外, 学生党还有另外一个重要的隐性标签是独立自主。他们对消费的自主性远超前辈, 对于消费的态度更加独立, 对于自己的想法和决定不太在乎别人的看法。由于生长环境的影响, 天然有着民族与文化自信, 对于二次元、国风有着强烈的兴趣偏好。同时他们也是移动互联网的原住民, 是零时差在线的一代消费者, 对于品牌数字产品几乎不需要学习与适应, 对于有价值的会员活动有浓厚的兴趣。

图表4: 求学阶段Z世代画像

消费动机	兴趣关注	消费能力	内容偏好:
<ul style="list-style-type: none"> <li>彰显个性特征, 关注产品颜值和虚拟IP文化</li> <li>购物目标不明确, 喜欢边逛边发现有趣好看的东西</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>网络热搜话题</li> <li>关注的博主更新</li> <li>与娱乐相关的明星、二次元相关信息</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>最大开销为兴趣消费和同学社交</li> <li>生活日常开销来自家长给予的生活费, 每月约1,600元人民币</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>KOC推荐、内容平台首页推荐、促销广告</li> <li>明星代言、博主种草、关注领券</li> </ul>
出行频率	社会关系	精力分配	种草渠道偏好:
<ul style="list-style-type: none"> <li>市内出行频率较高, 多为上下课走读或周末朋友聚会</li> <li>长途出行频率偏低, 年均出行1-2次, 多为节假日旅游</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>社交以同学聚会为主, 朋友圈集中在同学、网友、家人</li> <li>兴趣社交较多, 多以电影、唱K、逛街为主</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>70%时间用于学习</li> <li>20%-30%用于看动漫、电视剧、电影</li> <li>5%用于休闲聚会</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>内容平台: bilibili、快手、微信短视频</li> <li>社交平台: 微博、微信、QQ</li> </ul>
			拔草渠道偏好:
			<ul style="list-style-type: none"> <li>拼多多、抖音、快手</li> </ul>
			消费决策偏好:
			<ul style="list-style-type: none"> <li>颜值和IP驱动消费, 产品外观或包装影响大</li> <li>产品优惠影响巨大, 喜欢既便宜又带有自己喜欢元素的东西</li> </ul>

资料来源: 2024新茶饮增长洞察白皮书, 安永调研, 万联证券研究所

新晋职场的Z世代人群渴望与外部建立联系, 更加关注身心健康, 正成为新茶饮最有力的消费群体。早上喝咖啡, 下午到晚间喝奶茶的消费习惯在各级城市的办公楼中逐渐形成。随着线下商业的复苏, 消费者渴望与外部环境建立联系, 探索未知领域, 增加更多体验和生活仪式感, 以弥补疫情停摆期间所缺失的生活。在对外探索的同时, 如今都市丽人们也在对内探索, 比疫情前更加自我的关注身心健康, 并调整了消费观念和生活方式。少甜与少少甜产品受到职场丽人的追捧。随着健康饮食理念的普及,



他们对于健康、安全、纯天然的茶饮品牌越来越重视。

图表5: 步入职场Z世代画像

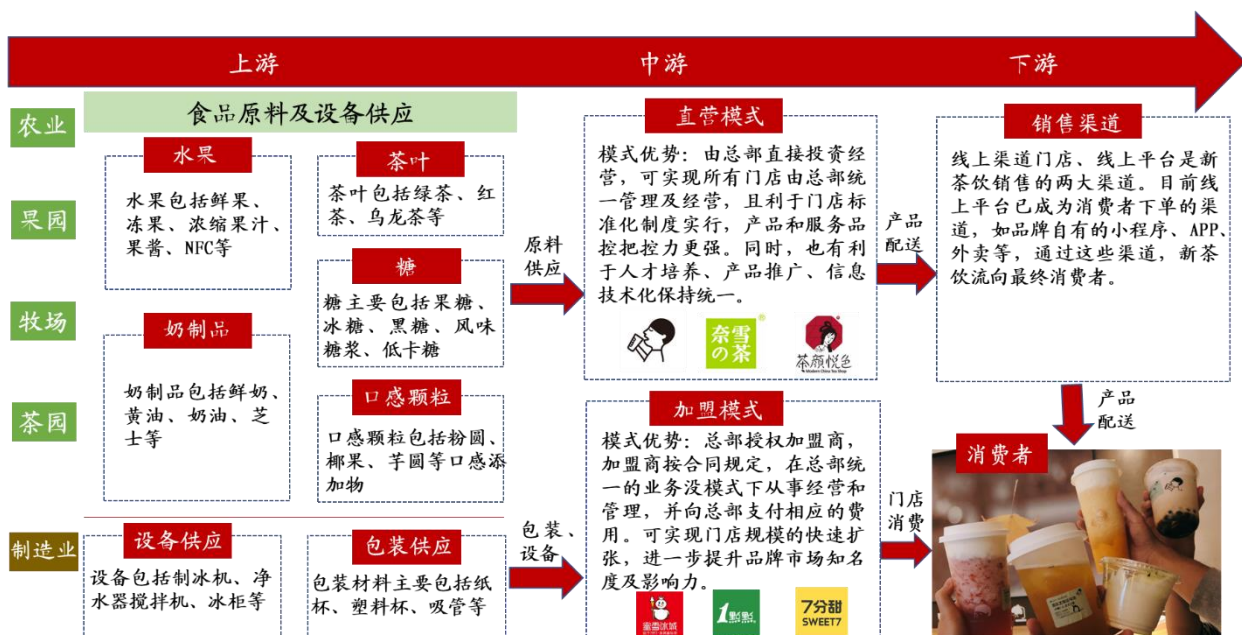
消费动机	兴趣关注	消费能力	内容偏好:
<ul style="list-style-type: none"> <li>彰显生活品味, 关注品牌文化和产品品质</li> <li>购物目标围绕着生活幸福感和生活品质提升</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>关注的博主更新</li> <li>与生活娱乐相关的明星、日常趣闻相关信息</li> <li>与个人成长进步相关的帖子和书籍</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>最大开销为房租和生活消费</li> <li>生活日常开销自给自足, 对生活品质有一定追求。月均消费5k~9K</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>内容平台首页推荐、同事朋友推荐</li> <li>博主种草、创意广告、品牌快闪</li> </ul>
出行频率	社会关系	精力分配	种草渠道偏好:
<ul style="list-style-type: none"> <li>市内出行频率较高, 月均休闲聚会6-10次</li> <li>长途出行频率偏低, 年均出行1-3次, 多为商旅出差</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>社交以闺蜜朋友圈为主, 朋友圈集中在同事、同兴趣圈层好友</li> <li>圈层社交较多, 多以运动塑性、美容美妆为主</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>60%-70%时间用于工作, 20%-30%用于社交和健身;</li> <li>5%-10%用于休闲购物</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>内容平台: 小红书、抖音、公众号</li> <li>社交平台: 微博、朋友圈、Instagram</li> </ul>
			拔草渠道偏好:
			<ul style="list-style-type: none"> <li>淘宝天猫、小红书抖音、品牌门店</li> </ul>
			消费决策偏好:
			<ul style="list-style-type: none"> <li>品质驱动消费, 更愿意为配料表干净、有机食材、减糖减甜类产品消费</li> <li>品牌文化影响大, 更愿意为健康的品牌理念付费</li> </ul>

资料来源: 2024新茶饮增长洞察白皮书, 安永调研, 万联证券研究所

### 1.3 品牌商供应链管理要求日益提升

现制茶饮产业链错综复杂, 品牌商供应链管理要求日渐提升。根据沙利文咨询发布的《中国新茶饮供应链白皮书, 2022》, 现制茶饮产业链主要分为三个环节: 上游为食品原料及设备耗材供应环节, 以茶叶、奶制品、水果、糖、口感颗粒以及设备和包装供应商为主; 中游包括各类现制茶饮品牌商, 包含直营与加盟两大模式; 下游包括线下渠道门店以及线上平台销售。现制茶饮产业链路长且各环节错综复杂, 参与企业众多, 这对现制茶饮品牌商提出了较高的供应链管理要求。

图表6: 现制茶饮行业产业链图谱



资料来源: 沙利文咨询, 万联证券研究所

**上游：茶与奶制品为首要原料，水果需求日益增加，口感颗粒市场规模激增，吸睛包材激发消费者购买欲。**

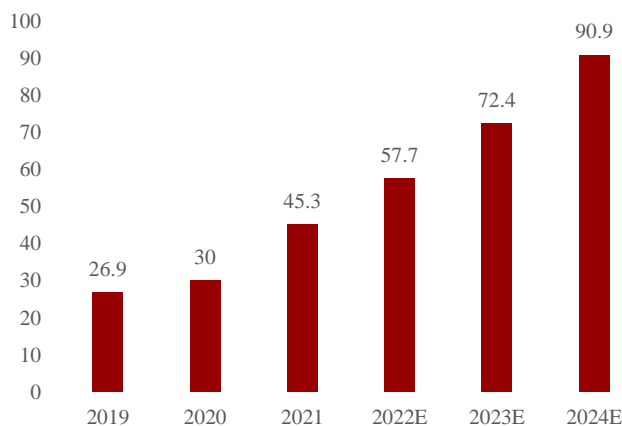
- **茶：**在一杯现制茶饮中，茶的平均成本占原材料整体比重为20%-26%。不同品牌商所使用的茶叶风味有所不同，各具品牌特色，但茶叶供应链市场集中度较低并且呈现出一定的地域特色。现制茶饮品牌不断参与茶叶上游供应链建设，例如承包茶园、自建茶厂、聘请茶叶拼配师等，从而缩短茶叶供应链。
- **奶制品：**奶制品在一杯新茶饮中的成本占比为17%至21%，与茶一起贡献了最大的原材料成本，但奶制品供应链市场集中度高。随着现制茶饮向健康化、低脂化方向发展，植脂末的使用将会有所减少，未来纯牛奶与加工奶制品使用将大幅增加。
- **水果：**在新茶饮产品中，水果成本占整体原材料成本20%至25%。消费者的健康需求令果茶大受欢迎，鲜果、冻果、NFC等更为新鲜、健康的原材料使用占比或将持续增加。
- **口感颗粒：**现制茶饮中口感颗粒添加物历年来增长迅猛，消费者对新奇口感和健康材料的注重、以及品牌端差异化的营销策略致使口感颗粒未来市场规模保持高速增长。
- **包材：**产品包装设计对提升产品交换价值、促进品牌认知至关重要，现制茶饮的包装形态与材料正日益成为撬动消费的一大因素，紧跟潮流、不断创新的茶饮包装能吸引广大消费者，激发消费者购买欲。

图表7：现制茶饮各成分成本占比

现制茶饮各成分成本占比	
茶	20-26%
水果	20-25%
奶制品	17-21%
糖	10-15%
口感颗粒	11-12%
包材	10-12%
开店成本-设备占比	约 35%

资料来源：沙利文咨询，万联证券研究所

图表8：新茶饮口感颗粒市场规模（亿元）



资料来源：沙利文咨询，万联证券研究所

**下游：线上消费场景逐渐丰富。**线上消费创造了线下客流之外的增量，且通过线上的数据洞察，能够观测到消费者的口味和变化趋势，助力品牌更好地进行产品开发，打造爆款新品。企业的创新是新茶饮生生不息的驱动力，数字经济平台则是发展的加速器。

**外卖平台凭借即时配送网络的能力，打破了时间、空间的限制，催生了下午茶、秋天第一杯奶茶等新需求的出现。**规模接近3.8亿的用户中，有1.8亿为外卖用户，外卖订单比重逐年升高。门店数字化率也逐年升高，2018年，喜茶以十人小团队自主研发上线了“喜茶 GO”小程序当时率先设计的门店忙闲时分类进度条显示、点单等

待时长预估及通知等交互、功能设计，改善了当时喜茶的点单体验，也为后来行业数字化提供了模板。截至2022年底，喜茶会员总数超过6300万人，相比于2018年喜茶GO小程序上线之初，2022年消费者点单等待时长共减少了超1000万小时。通过小程序点单，到店自取的消费习惯已经被诸多品牌培养而成。

图表9：喜茶线上点单

## 2018「喜茶GO小程序」

2018年，喜茶以十人小团队自主研发上线了“喜茶GO”小程序

当时率先设计的门店忙闲时分类进度条显示、点单等待时长预估及通知等交互、功能设计，改善了当时喜茶的点单体验，也为后来行业数字化提供了模板

截止到目前

○ 喜茶会员总数超

6,300万

○ 2022年新增会员数达

1,300万

相比于2018年喜茶GO小程序上线之初

2022年消费者点单等待时长共减少了

超1,000万小时

资料来源：喜茶十周年报告《喜茶这十年》，万联证券研究所

新媒体平台兴起，用户“种草-下单-打卡”的行为链路正在抖音养成。抖音平台为茶饮爱好者提供了种草的渠道，短视频生动、形象、直接的内容形式，更易将茶饮商家与消费者连接起来，近几年各种茶饮品牌的营销活动也在社交平台获得一定关注，茶饮相关内容在线上逐渐丰富。2023年1月-7月，抖音平台点赞茶饮用户的数量呈现稳定上升趋势，月均超4600万用户在抖音点赞茶饮内容，并且随着气温的升高，关注茶饮的用户数量随之增长。搜索则是用户更主动的行为，用户自发搜索茶饮内容也说明对其内容的关注。2023年1月-7月，线上平台搜索茶饮内容的次数月均超2800万。鲜奶茶、气泡茶、奶盖茶、芝士茶等不同品类茶饮内容在线上引起讨论。

新平台为茶饮爱好者提供了种草渠道，与此同时，线上“团购奶茶”的消费方式逐渐出现，用户在抖音生活服务团购饮品的需求逐渐养成。2023年1月-7月，抖音平台茶饮饮品的订单量逐月递增，尤其在6-7月暑期期间，茶饮订单量单月突破2000万+，更直接便捷的下单方式为用户带来便利，抖音平台也成为下单茶饮的重要平台。除了种草、购买茶饮以外，众多用户也在抖音平台发布打卡茶饮的相关视频，为品牌带来了更多自然流量，促进新一轮圈层用户的种草。2023年1-7月，打卡茶饮的用户数量逐月递增，在7月份打卡人数超200万。在抖音平台线上观看、点赞茶饮相关内容是种草的开始，打卡象征着用户认可品牌的过程。7月对比1月，打卡茶饮人数增长超3倍，打卡视频量增速近3倍，也反映茶饮门店在线下的健康经营状态。

## 2 现制饮品行业发展格局

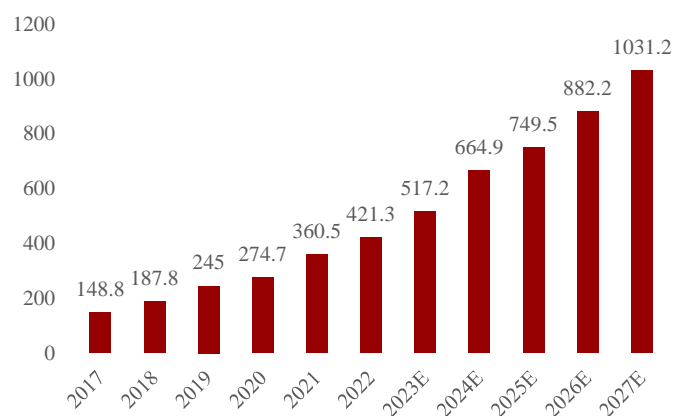
### 2.1 行业规模：市场规模迅速扩张，现制茶饮占比最大

受益于人均可支配收入快速增长以及消费升级，消费者对饮料品质有较高追求，而现制饮品具有原料简单，现场及时制作，口味出众等特点，推动了市场规模迅速扩大。根据灼识咨询，以终端零售额计的中国现制饮品市场的规模从2017年的1488亿元增长到2022年的4213亿元，CAGR为23%。预计2027年现制饮品市场规模将达到10,312亿元。与部分发达国家相比，2022年中国现制饮品人均年消费量约为18杯，而美国、英国、



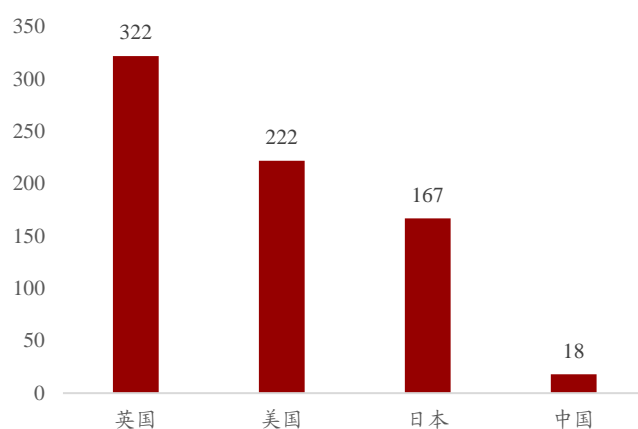
日本分别为322/222/167杯，现制饮品市场在国内具有较大扩张潜力。未来三年，新茶饮市场规模有望继续保持15%以上的年平均增长，市场将迎来新一轮做大规模的窗口期。

图表10: 中国现制饮品市场GMV（十亿元）



资料来源：灼识咨询，古茗招股书，万联证券研究所

图表11: 不同国家现制饮品人均年消费量（杯/年）



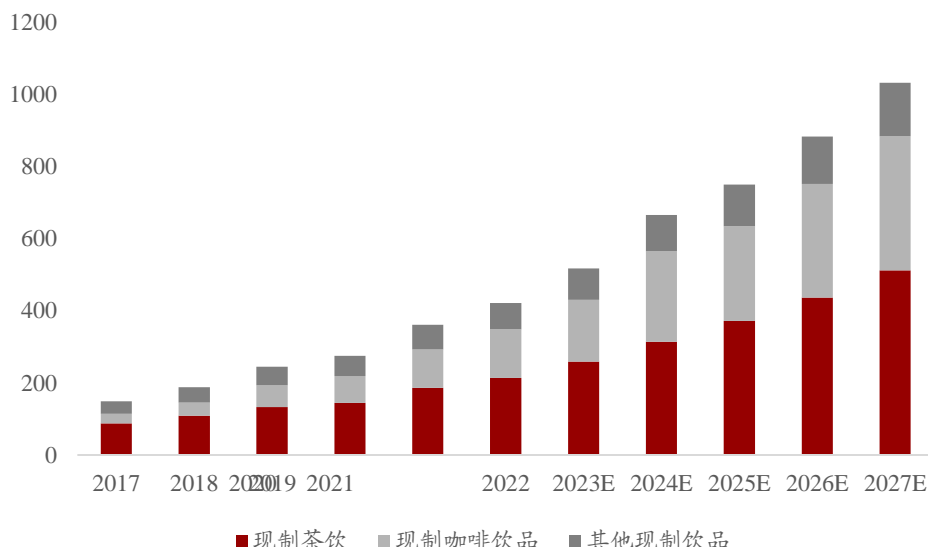
资料来源：灼识咨询，古茗招股书，万联证券研究所

**细分板块来看**，我国现制饮品市场主要分为现制茶饮市场、现磨咖啡市场和其他现制饮品(现制果饮、冰淇淋&酸奶等)市场。

**现制茶饮市场占比最大**。现制茶饮是中国现制饮品市场中最大的细分市场，从早期的奶茶到后期的水果茶，在茶底中创新性地加入新鲜水果等原料，成为人们日常工作及休闲生活的必备饮品。2022年现制茶饮行业规模2100+亿元，在现制饮品中占比约50%。2017-2022年CAGR约20%。预计到2027年赛道规模将达到5118亿元，2023-2027年CAGR为19.1%。

**现磨咖啡赛道增长较快**。得益于生椰拿铁、茶咖、果咖等市场创新，咖啡得到改进以适应中国消费者的口味，使得消费咖啡的习惯在中国日益盛行，2017-2022年现磨咖啡赛道CAGR近38%。2022年现磨咖啡行业规模1300+亿元，占现制茶饮行业比重约32%，相比2017年提升约14pcts，是现制饮品行业中增长动能最为强劲的细分赛道。预计至2027年达3715亿元，2023-2027年CAGR为22.5%。

图表12: 中国现制饮品市场各主要细分板块的GMV（十亿元）



资料来源：灼识咨询，古茗招股书，万联证券研究所

**细分价格来看**，现制饮品市场分为10元以内的平价市场、10-20元的大众市场、20元以上的高价市场。平价饮品主要采用加盟模式进行扩张，以蜜雪冰城为代表，单店面积较小（5-20平方米）且多为街边店，由于客单价较低，在下沉市场具有广阔发展前景。大众饮品以茶百道和古茗等品牌为代表，主要采用加盟模式进行扩张，门店面积通常为15-30平方米，地段多处于街边或商场。高价饮品以喜茶和奈雪的茶等高端品牌为代表，主要采用直营模式进行扩张（近年来部分品牌也有开放加盟），门店面积较大（50-150平米）且多位于商圈以打造舒适的社交空间。

图表13：不同价格茶饮对比情况

	平价茶饮	大众茶饮	高价茶饮
价格区间	< 10 元	10-20 元	20-40 元
主要店型	街边店	街边/商场店	商圈店
门店面积	5-20 m <sup>2</sup>	15-30 m <sup>2</sup>	50-150 m <sup>2</sup>
商业模式	加盟	加盟	直营+加盟
代表品牌	蜜雪冰城	古茗、茶百道	奈雪的茶、喜茶

资料来源：灼识咨询，古茗招股书，万联证券研究所

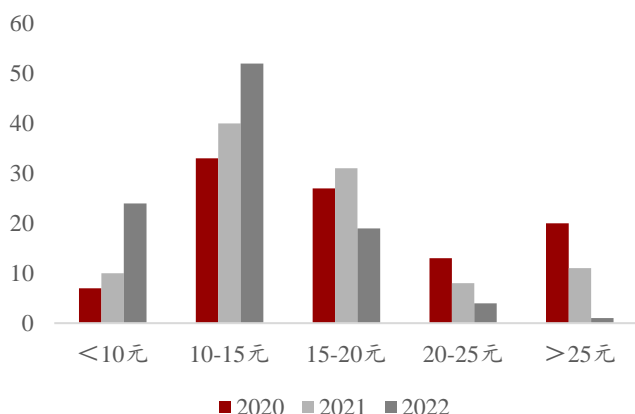
## 2.2 行业趋势：性价比饮品消费增长迅速，连锁化步伐加快

### 2.2.1 高端消费景气度下滑，性价比茶饮消费增长迅速

**品牌茶饮定价反应了性价比消费增长趋势**。红餐大数据显示，2022年茶饮品牌人均消费10-15元的价位占比最高，占整体消费的52%，且该数据近年来呈现快速增长趋势。10元及以下价位的消费占比同样高速增长，从2021年的10%提升至2022年的24%。高端茶饮消费景气度逐渐下滑，人均消费20元以上的占比从2020年的33%迅速减少至2022年的5%。

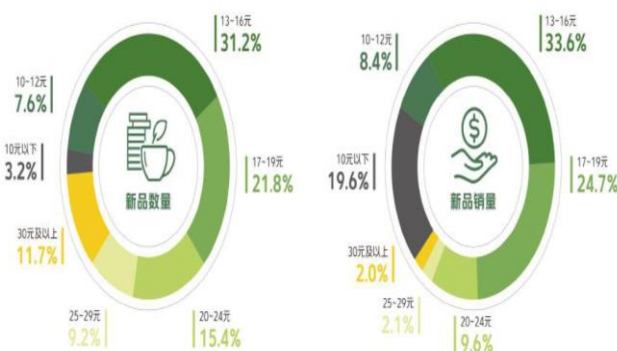
**受高端消费疲软影响，部分品牌存在一定的降价趋势**。从美团外卖2023年3-6月头部品牌上新数量分布情况来看，13元至19元区间的新品数量过半；结合销量来看，新茶饮销量最高的实付外卖价格段也落在13-19元价格区间内。而20元及以上新品数量占比虽然较大，但销量明显不足，反应出消费者对价格愈加敏感，高性价比产品将逐渐成为市场的主流。

图表14：全国茶饮品牌人均消费占比分布（%）



资料来源：红餐大数据，万联证券研究所

图表15：2023年3-6月头部品牌上新数量



资料来源：美团外卖，万联证券研究所

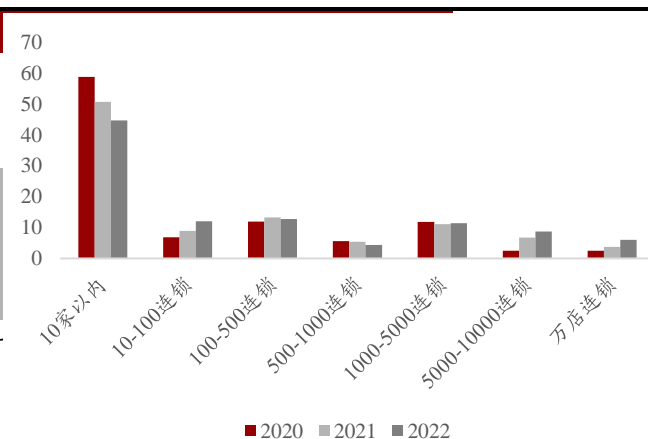
### 2.2.2各赛道连锁化趋势步伐加快

规模效应在连锁化最高的新茶饮行业最为显著，“扩大规模冲刺万店”成为一批新茶饮品牌的年度目标。古茗、茶百道、沪上阿姨、书亦烧仙草、甜啦啦等品牌纷纷喊出冲刺万店的口号。2022年，我国现制茶饮赛道5000家以上门店品牌占比近15%，是2020年的近3倍，连锁品牌门店占比提升明显。与此同时，10家以内门店数占比锐减。进入新茶饮时代后，品牌门店实现了品牌、产品、渠道各方面的升级，规模效应影响不断扩大，逐步形成对杂牌门店的降维打击。

图表16: 2023年新茶饮品牌门店规模

门店数	品牌
> 10000	蜜雪冰城
5000-10000	古茗 书亦烧仙草 沪上阿姨 茶百道 甜啦啦 益禾堂
2000-5000	COCO 都可 一点点 喜茶 霸王茶姬 一草

图表17: 现制茶饮品类门店数规模分布 (%)

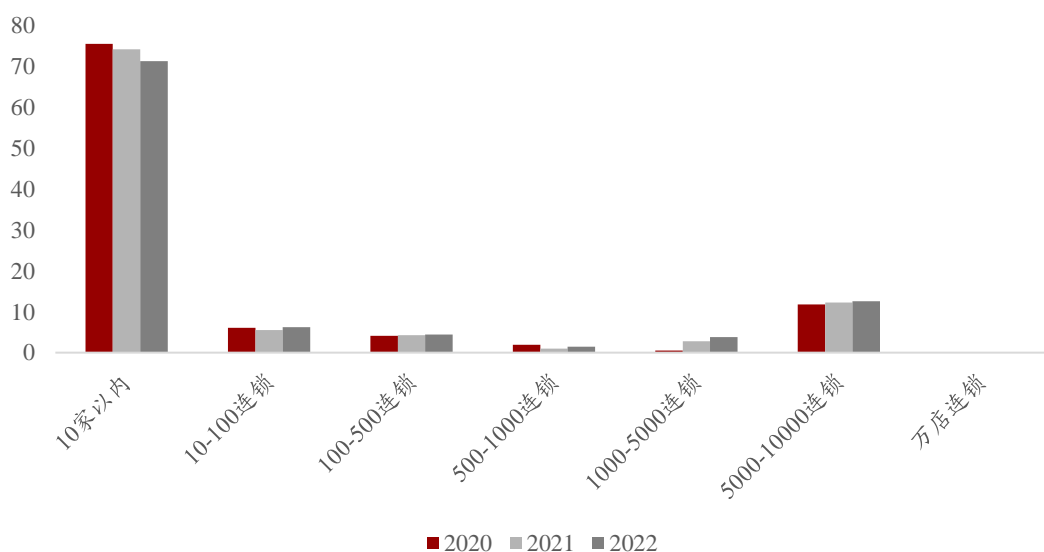


资料来源: LOCATION数据中心, 万联证券研究所

资料来源: 美团餐饮, 万联证券研究所

现磨咖啡行业处于整合初期，留给中小品牌和新兴品牌成长的时间窗口还有很长。与现制茶饮行业相比，现磨咖啡行业仍处于整合初期，但发展趋势相同。2022年现磨咖啡赛道10家以内门店品牌占比最高，约为71%，但较2020年已有所下降。1000家以上门店品牌占比逐步提升，其中1000-5000家品牌门店占比提升约3个百分点，增幅最大。

图表18: 现磨咖啡品类门店数规模分布 (%)



资料来源: 美团餐饮, 万联证券研究所

### 2.2.3 出海拓展增量市场

**饮茶文化+供应链优势，东南亚市场成国内品牌出海首选。**近年来，越来越多企业将目光转向了海外市场以拓展增量，其中东南亚凭借与生俱来的优势成为最为瞩目的新兴市场：

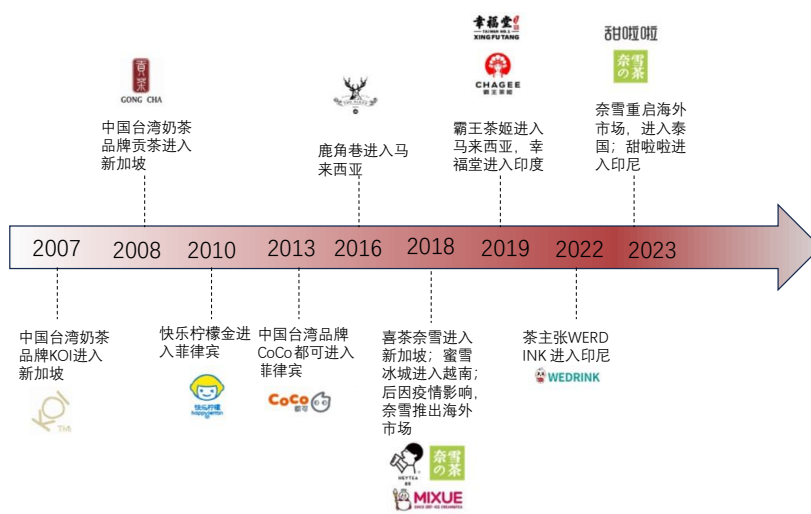
1) **一方水土造就茶饮消费习惯。**东南亚地区处于热带，全年平均气温接近30摄氏度，更适合冷饮发展，不存在淡旺季。且东南亚地区的饮食习惯偏甜，奶茶、茶饮符合当地人对于甜品的需求，同时，东南亚和中国共同拥有饮茶的文化基因。根据外卖服务平台do在2019年数据显示，东南亚市场上的消费者，人均每月在该平台购买4杯珍珠奶茶，泰国的消费者平均每月则要点上6杯，这使得新茶饮品牌在这个地区布局更加容易。

2) **中国新茶饮供给更有优势。**东南亚市场新茶饮发展水平落后于中国5-10年，面对东南亚代际落差较大的茶饮市场，中国新茶饮产品竞争力强，且产品上新迅速，出海优势明显。

3) **距离近便于原材料运输。**供应链是新茶饮命脉，出海要解决的首要问题就是原料供应。新茶饮品牌的普遍做法是，主要原料从国内运输，其他需求量不大的原料从当地直接采购。比如，蜜雪冰城在成都建设亚洲总部，方便其自产的茶叶、调味奶浆等原材料，能从成都的交通网线就近出海。此外，蜜雪冰城还将在菲律宾投资椰果椰浆基地。

各大品牌都沿着“大陆-香港-东南亚-欧美”的扩张路径往前迈出了自己的步伐。中国源远流长、积淀丰厚的茶文化也在新茶饮品牌的出海进程中，以年轻时尚的新面貌被更加广阔的国际市场重新认识，成为现象级的新生活方式。2018年，喜茶、奈雪的茶等头部品牌扬帆东南亚，首店均落在新加坡。除了东亚文化圈共有的茶文化与饮食文化以外，土耳其、爱尔兰、英国、俄罗斯等国都是茶叶消费大国。时至今日，新茶饮CR10中过半的品牌都进行了全球化布局的拓展尝试。

图表19：中国新茶饮品牌出海之路



资料来源：Momentum Works。万联证券研究所

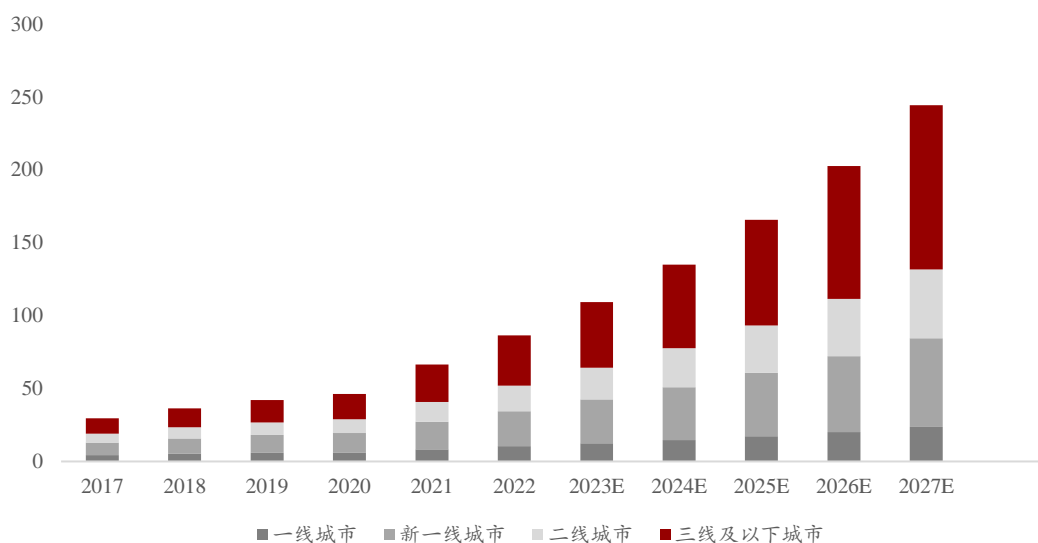


## 2.3 行业竞争格局：下沉市场竞争激烈，不同价格档次差异化竞争

### 2.3.1 下沉市场空间大、增速快，竞争日益激烈

现制茶饮低线城市需求量大但渗透率有限，未来增长空间大。三线及以下城市的万人平均茶饮门店数仍较一线城市有较大的差距，低线消费者对现制饮品的需求未得到充分满足，仍存在较大下沉空间。据灼识咨询测算，以终端零售额计，三线及以下市场规模预计将从2022年的344亿元增长至2027年的1127亿元，CAGR达27%，在所有城市线级中增速最快，预计2027年，三线及以下城市占中国现制茶饮店市场总体规模的46%。

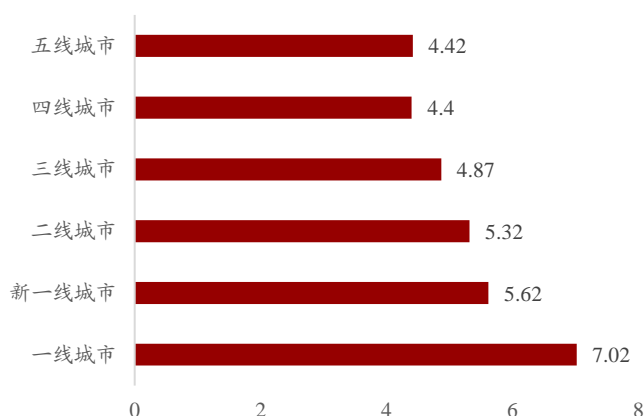
图表20：2017-2028年按城市线级划分的中国大众现制茶饮市场规模（亿元）



资料来源：灼识咨询，古茗招股书，万联证券研究所

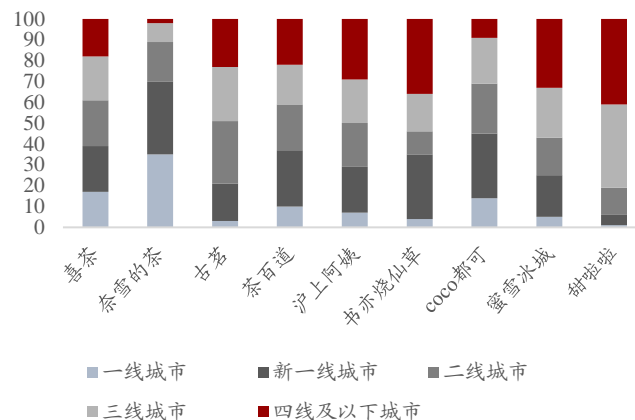
**高价品牌下沉竞争，二、三线或成竞争重点区域。**消费降级叠加一线城市竞争日趋激烈，不少原高价品牌下沉竞争。根据窄门餐眼的数据显示，一线城市及新一线城市是高端茶饮布局的重点区域，头部品牌大部分的门店均开设于高线城市，奈雪的茶在一线及新一线城市的占比之和为69%，相对高价茶饮，大众茶饮则于新一线及二线城市占比较高，头部品牌古茗/茶百道/沪上阿姨/书亦烧仙草/CoCo都可于新一线及二线城市门店占比分别为48%/49%/43%/42%/54%；而平价茶饮则是重点发力三线至五线的城市，蜜雪冰城和甜啦啦在三线/四线/五线城市门店占比分别为24%/20%/12%和40%/28%/12%，各价格段品牌均有重点布局的城市线级，性价比与下沉趋势下，预计高价、大众茶饮品牌未来布局将继续下沉，二线、三线城市或将成为高价与大众、大众与平价茶饮竞争重点区域。

图表21: 各城市线级每万人门店数量(家)



资料来源: 安永, 万联证券研究所

图表22: 新茶饮品牌城市按线级分布(%)



资料来源: 古茗招股书, 窄门餐眼, 万联证券研究所

### 2.3.2 现制饮品的竞争格局差异化

茶饮市场不同价格档次竞争格局有所不同。1) 高价市场方面, 喜茶和奈雪遥遥领先, 双寡头格局初步形成。高价市场的品牌主要依托“直营+加盟”模式扩张, 品牌力是驱动成长的核心。高端茶饮门店仍主要集中在一二线城市, 选址以核心商圈与购物广场的黄金铺面为主, 通过产品、推新、场景、营销等全方位发力形成品牌护城河, 占领消费者心智, 进而形成品牌溢价。随着奈雪的茶收购乐乐茶, 高端茶饮行业格局进一步优化。目前喜茶和奈雪的茶市场份额遥遥领先, 高端茶饮龙头在高线加密的同时也着手在下沉市场打开增量空间。

2) 大众市场茶饮竞争相对激烈, 行业集中度较低。大众市场品牌种类较多, 竞争较为激烈, 龙头品牌之间市占率差距相对较小。对比高价茶饮, 中价茶饮采用加盟模式具有较强扩张能力, 容易在短时间内形成规模效应; 而对比平价茶饮, 较高的客单价也保证了一定收益率, 无需通过规模化的供应链来获取成本优势。性价比与下沉趋势下, 原高价品牌喜茶、奈雪品牌价格带逐步下移, 未来大众茶饮市场竞争将更为激烈。

3) 平价市场依托加盟模式快速扩张, 加速抢占下沉市场。平价品牌门店选址主要集中在商业街与学校等人流量大的区域, 头部企业依托规模效应及供应链实现极致性价比。对于平价茶饮而言, 较低的客单价是一把双刃剑。一方面, 低客单价下品牌多采用薄利多销的形式, 这对品牌的供应链提出了更高的要求, 进入壁垒更高; 另一方面, 较低的客单价也使得平价茶饮品牌具备更广泛的受众, 开店的天花板更高, 龙头通过规模效应获得的竞争优势更为突出。

图表23: 现制茶饮行业各细分赛道主要品牌经营状况

细分市场	品牌	商业模式	主要产品
高价市场	喜茶	直营+加盟	芝士茶、果茶等
	奈雪的茶	直营+加盟	奶茶、果茶、欧包等
大众市场	古茗	加盟	果茶、奶茶、芝士茶等
	茶百道	加盟	果茶、奶茶、牛乳茶等
	沪上阿姨	加盟	五谷茶、奶茶、果茶等
	书亦烧仙草	加盟	烧仙草、果茶等
	coco都可	加盟	奶茶、果茶等
平价市场	蜜雪冰城	加盟	果茶、奶茶、纯茶、冰淇淋等
	甜啦啦	加盟	奶茶、果茶等

资料来源：万联证券研究所

### 3 优质赛道孕育优质龙头企业

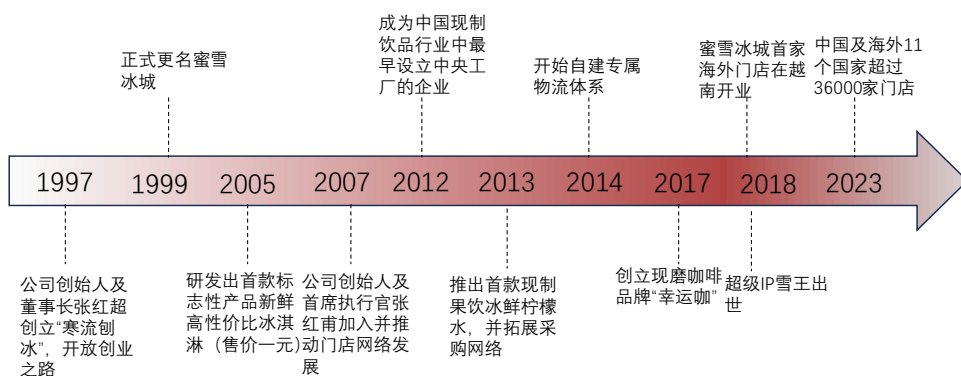
在经济需求疲软、可选消费降级的宏观背景下，现制饮品行业由高端崛起、消费升级的上半场转向市场下沉、竞争白热化的下半场，喜茶、奈雪等高端品牌纷纷下调产品价格，大众市场及平价市场激烈竞争不可避免。因此，我们选取在下沉市场中深耕并有所建树的三家龙头企业进行简要分析，包括主打供应链一体化战略的蜜雪冰城、主打高坪效与加盟扩张战略的茶百道以及主打品牌差异化战略的茶颜悦色。

#### 3.1 万店连锁——蜜雪冰城

##### 3.1.1 公司概况：深耕现制饮品行业超过 20 年，持续优化加速成长

蜜雪冰城是国内门店数量最多&规模最大的现制饮品连锁品牌。蜜雪冰城的起源可以追溯到1997年张红超创立的“寒流刨冰”。在1999年，代表着“甜蜜”与“冰爽”特质的品牌名称“蜜雪冰城”正式启用。在经历多次创业尝试后，2005年公司推出的1元/支新鲜冰淇淋产品大受欢迎，从而开始了在河南省内的加盟扩张。2017年，国内现制茶饮市场迎来了高速发展。为了应对市场变化，公司在团队管理、供应链等方面进行了进一步提升，并继续扩张。2018年，“蜜雪冰城”开设了首家海外门店，位于越南河内市，并在同年打造了“蜜雪冰城”的超级IP和终身代言人——“雪王”。截至2023年9月30日，蜜雪冰城已经在中国及海外11个国家拥有超过36,000家门店。

图表24：蜜雪冰城发展历程图

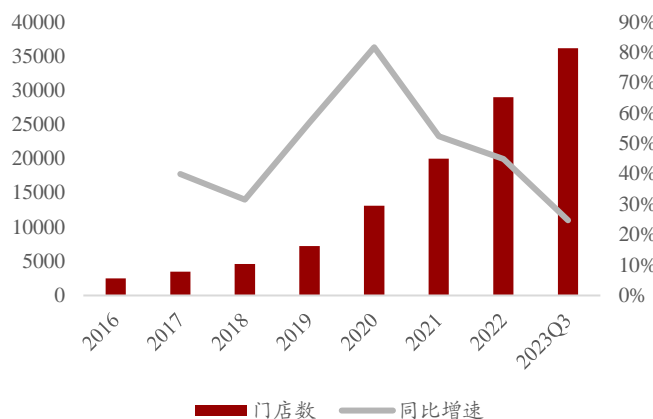


资料来源：蜜雪冰城招股书，万联证券研究所

##### 3.1.2 经营概况：门店端&业绩端双线高歌，茶饮巨擘不改成长底色

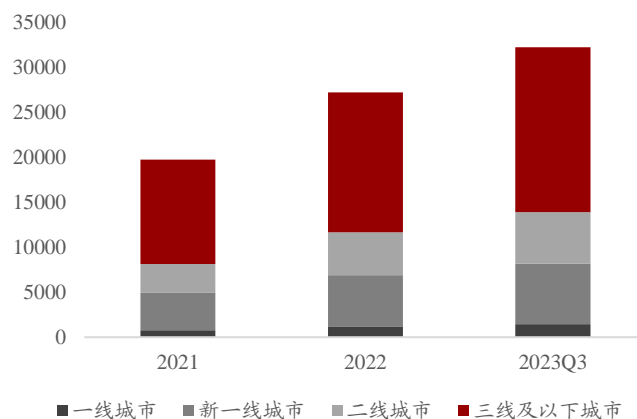
开疆拓土门店超两万家，“农村包围城市”铸成下沉市场茶饮王者。从门店规模看，截至2023Q3公司共拥有门店36,153家，稳居行业第一。从扩张速度看，蜜雪冰城连续多年保持门店高增长，2021年起公司步入放量增长阶段，每年净增门店约8000家。从门店分布看，公司重点布局下沉市场，二线及以下城市5%店占

图表25: 2016-2023Q3蜜雪冰城总门店数(家)



资料来源: 蜜雪冰城招股书, 万联证券研究所

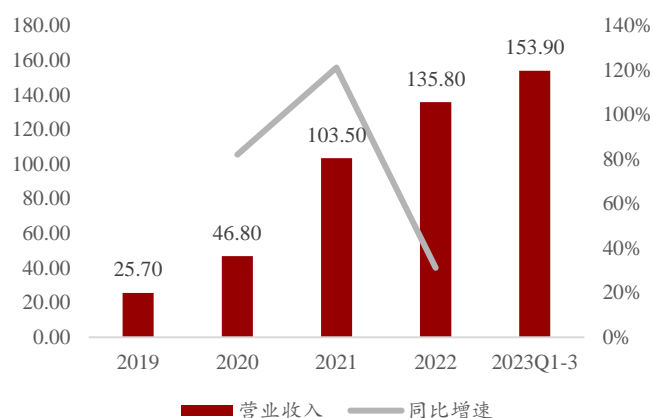
图表26: 蜜雪冰城按城市线级分布门店数量



资料来源: 蜜雪冰城招股书, 万联证券研究所

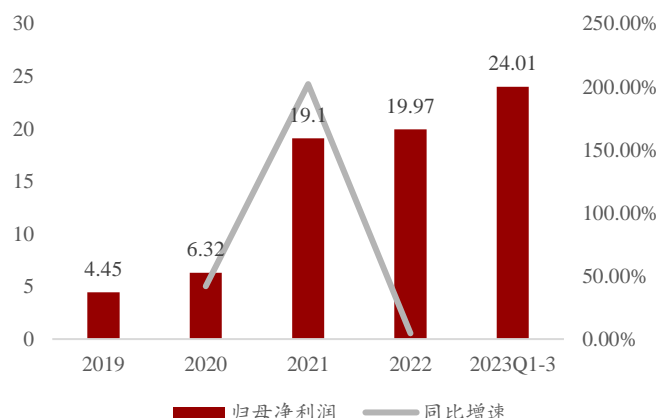
**业绩仍处高速增长通道。**公司2019-2022年营收CAGR高达74%，归母净利润CAGR为45.6%。2023Q1-3营收及归母净利润已超过2022年全年，其中营收为153.9亿元，归母净利润为24.01亿元。

图表27: 2019-2023Q3公司营业收入(亿元)



资料来源: 蜜雪冰城招股书, 万联证券研究所

图表28: 2019-2023Q3公司归母净利润(亿元)



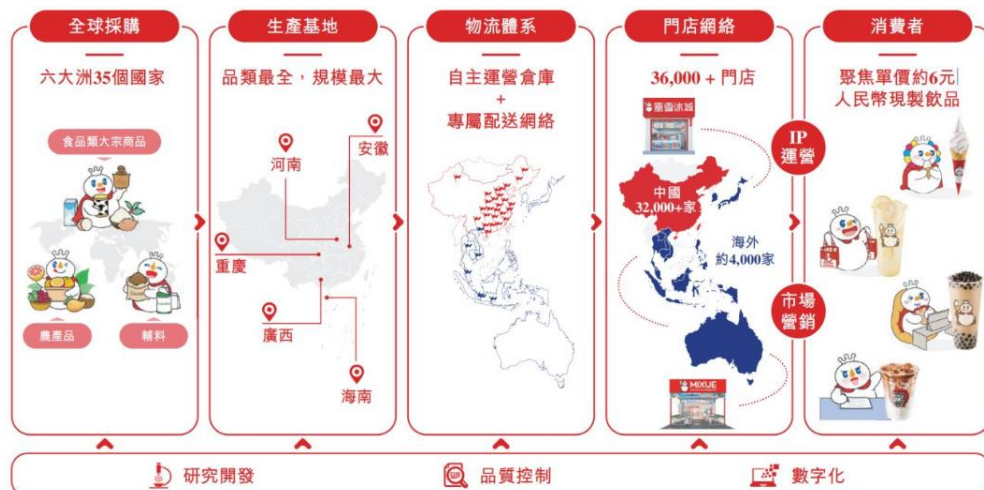
资料来源: 蜜雪冰城招股书, 万联证券研究所

### 3.1.3 打通上下游, 建设业内首屈一指的供应链体系

蜜雪冰城搭建了行业内整合力度最大、完备性最高的供应链体系。完备的供应链体系为公司标准化扩张的必要条件, 随着公司门店规模的不断扩张、产品与口味的不断丰富, 对供应链的管理能力要求也在不断提高。蜜雪冰城现已形成了覆盖上游外部供应商采购、产地初加工, 中游加工, 下游仓储物流等各个环节的成熟完整的供应链, 通过子公司进行业务分工, 分别负责上游产地初加工-中游加工-下游仓储的供应链各个环节。



图表29: 蜜雪冰城供应链



资料来源：蜜雪冰城招股书，万联证券研究所

**上游-原料：**全球采购优质食材。公司寻求全球原产地食材，采购网路覆盖六大洲、35个国家，向上游采购的原材料主要包括食品类大宗商品、农产品及其他辅料。公司整合全球的供应资源，辅以长期合作的供应商关系以及行业领先的采购规模，使公司采购成本显著低于行业水平。

**中游-加工：**五大生产基地，实现核心食材包材自产。截止2023Q3，公司在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有五大生产基地，总占地面积67万m<sup>2</sup>，年产能约143万吨，提供包括糖、奶、茶、咖、果、粮、料在内的全品类一站式的饮品食材解决方案。

图表30: 公司五大生产基地信息梳理

	<b>河南生产基地</b> 主要产品：食材（糖、奶、茶、咖、果、粮、料）、包材及设备 占 地面积（包括在建部分）：约24.5万平方米 年产能：约110.0万吨
	<b>海南生产基地</b> 主要产品：食材（奶、咖） 占地面积（包括在建部分）：约20.4万平方米 年产能：约4.5万吨
	<b>广西生产基地</b> 主要产品：食材（糖、果、料） 占地面积：约10.0万平方米 年产能：约15.1万吨
	<b>重庆生产基地</b> 主要产品：食材（果） 占地面积：约10.2万平方米 年产能：约7.5万吨
	<b>安徽生产基地</b> 主要产品：食材（果） 占地面积：约1.9万平方米 年产能：约3.9万吨

资料来源：蜜雪冰城招股书，万联证券研究所

**下游-仓储物流：**全行业最大的仓储体系与物流网络。公司打造了国内全行业最大的仓储体系，由总面积达到30多万平方米的26个仓库组成，同时在东南亚拥有11个总面

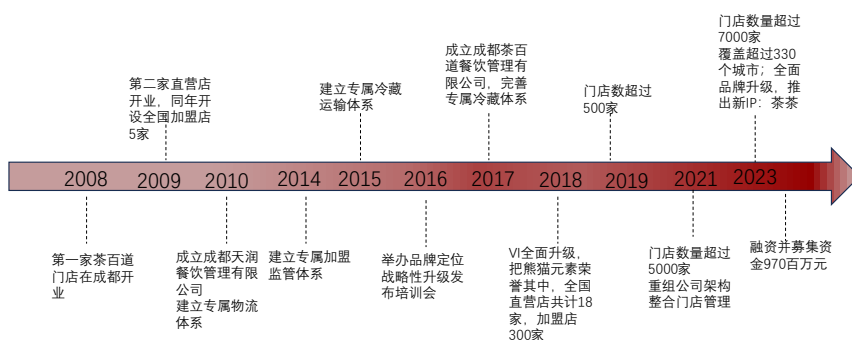
积约6.6万平方米的自主运营仓库。公司的配送网络覆盖了中国31个省份、自治区、直辖市，约300个地级市、1700个县城和3100个乡镇，其覆盖广度和下沉深度为行业内最高。

### 3.2 高效加盟——茶百道

#### 3.2.1 公司概况：定位中端现制茶饮，加盟模式全国扩张

中端现制茶饮领军者，定位年轻消费群体。2008年，茶百道在成都温江开设第一家直营门店，2009年开始加盟扩张，前十年开店500余家。2019年至2021年，在茶饮连锁加盟浪潮下，茶百道门店数量从500多家快速增长至超过5000家。2023年6月，茶百道完成新一轮融资，募资约10亿元资金。2023年8月15日，茶百道向港交所提交上市申请，募资用途包括提高整体运营能力及强化供应链、发展数字化能力、委聘和培训专业人才、品牌打造及推广活动、推出自营咖啡品牌及铺设咖啡店网络、产品开发及创新等。2024年4月15日，茶百道在港交所正式上市。

图表31：茶百道发展历程



资料来源：茶百道公司官网，万联证券研究所

#### 3.2.2 产品主打高性价比，加盟为主要收入来源

大单品叠加季节推新，产品高性价比。茶百道产品矩阵包括经典茶饮和季节性、区域性茶饮。2023年，每家茶百道门店的月均SKU为68款饮品，其中经典产品SKU占比将近40%。经典茶饮畅销款包括杨枝甘露、豆乳玉麒麟、招牌芋圆奶茶、茉莉奶绿和西瓜啵啵等，2023年前五大畅销款零售额占比32%。2023年，杨枝甘露销量约9240万杯，实现零售额约17.95亿元（占总零售额10.6%）。同年售出约6870万杯招牌芋圆奶茶及11,090万杯茉莉奶绿，分别带来约10.10亿元（占总零售额6%）及13.45亿元（占总零售额8%）的零售额；豆乳玉麒麟销量4280万杯，零售额约6.85亿元（占总零售额4%），西瓜啵啵售出约3960万杯，零售额5.94亿元（占总零售额3.5%）。季节性茶饮以季节元素、风味和主题为特色，主打季节和区域限定。茶百道通过对消费者口味喜好的变化趋势进行调研与预判，并结合在全国范围内挖掘区域特色水果，持续探索新颖原料组合碰撞后产生的新风味每隔几个月即上新季节限定款或区域限定款产品，如乌漆嘛

黑、草莓奶冻等季节性产品一经推出即获得消费者广泛喜爱。2023年，公司共计研发250多款产品，其中上新48款产品，并完成对13款经典产品配方的升级。

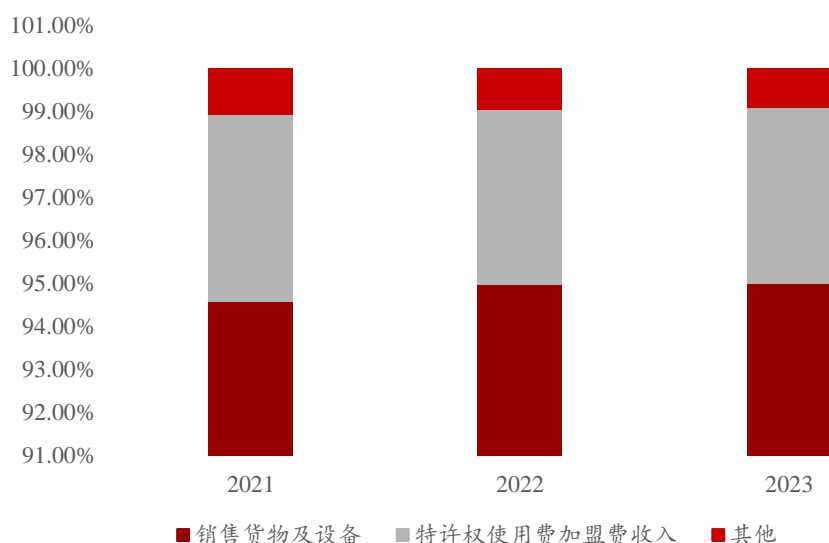
图表32：茶百道产品矩阵



资料来源：茶百道招股说明书，万联证券研究所

公司主要收入来源为向加盟店销售货品及设备，加盟收入占比超99%。茶百道的收入包括三部分：①销售货品及设备，即向加盟店销售乳制品、茶叶及水果等制作茶饮的材料及配料、以及包材及门店设备，2023年占比95.0%。②特许权使用费及加盟费收入，包括不可退还的前期初始费用、特许权使用费收入及开业前培训服务费，2023年占比4.1%。③其他收入，包括门店设计服务、外卖平台的线上运营及管理服务、直营店收入，2023年占比0.9%。

图表33：茶百道收入来源占比



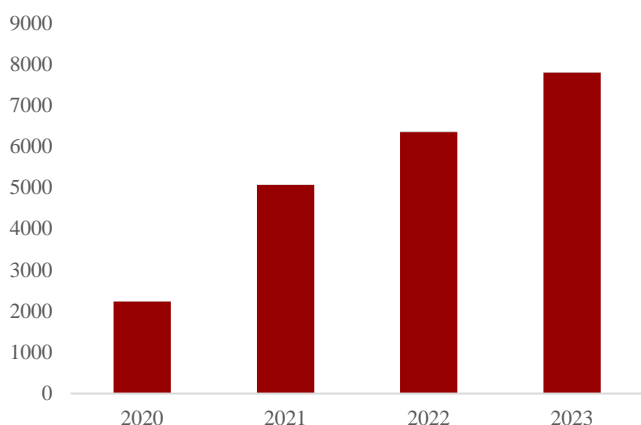
资料来源：茶百道招股说明书，万联证券研究所

### 3.2.3 高效加盟扩张，外卖助力单店效益提升

**高效加盟模式扩大市场份额。**茶百道通过加盟模式建立覆盖全国31个省市的广泛的门店网络，截至2023年末，茶百道门店数量共7801家，其中加盟店7795家，直营店6家，加盟店占比超过99%。

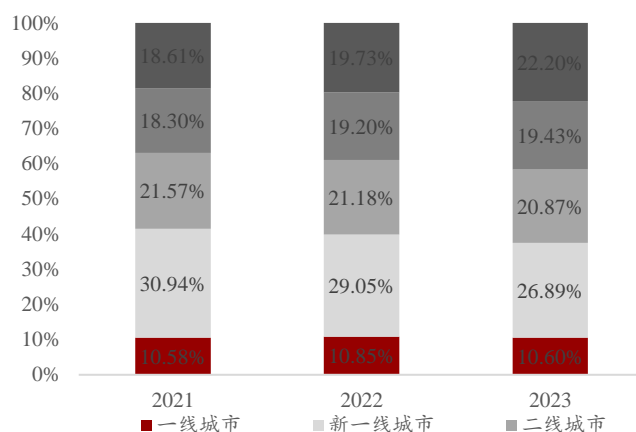
**茶百道门店在新一线城市、购物中心占比最高。**截至2023年底，一线、新一线、二线、三线、四线及以下城市门店数量分别占茶百道门店总数的10.6%、26.9%、20.9%、19.4%及22.2%，其中新一线城市门店数量占比最高。从门店所处业态分布来看，截至2023年底，在购物中心、社区、其他商圈的门店数量分别占茶百道门店总数的37.3%、28.6%及34.1%。

图表34: 茶百道门店数量（家）



资料来源：茶百道招股说明书，万联证券研究所

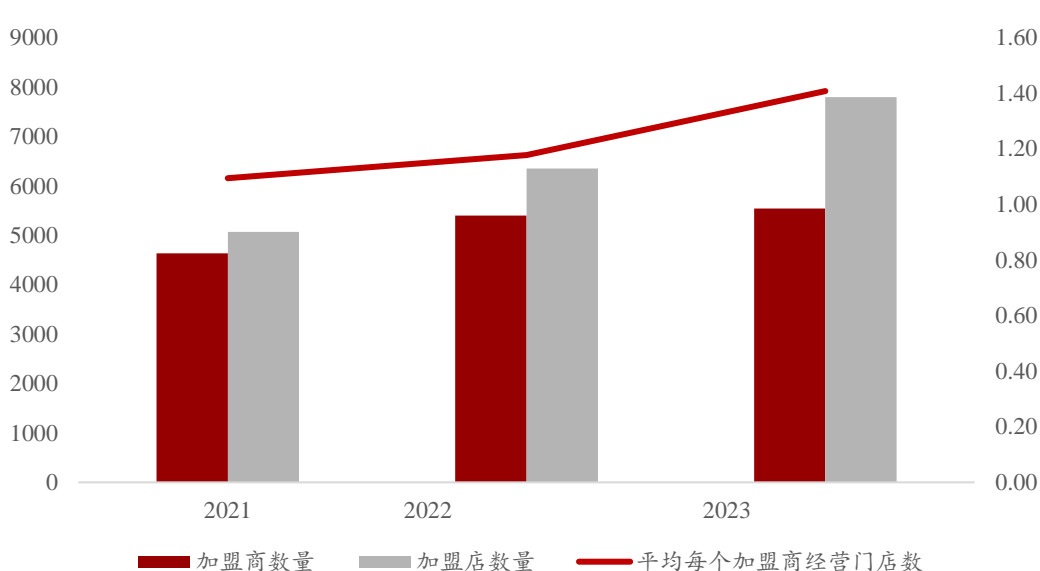
图表35: 茶百道门店城市分布



资料来源：茶百道招股书，万联证券研究所

**茶百道单店投资成本低，鼓励支持长期伙伴新开门店。**茶百道门店整体面积较小，截至2023年底，44.3%的门店面积处于30-49平米区间，42.8%的门店面积处于50-100平米区间，小店模式投资成本较轻，加盟商进入门槛相对较低。公司积极根据宏观环境调整加盟制度，鼓励支持长期加盟商新开门店，加盟商平均经营门店数由2021年的1.09家提升至2023年的1.41家。

图表36: 茶百道加盟商与加盟店数量（家）

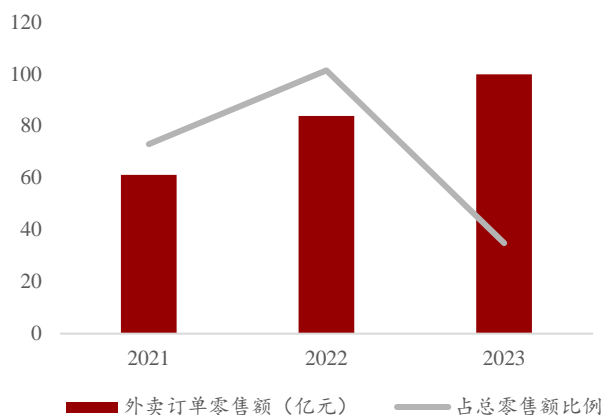


资料来源：茶百道招股书，万联证券研究所

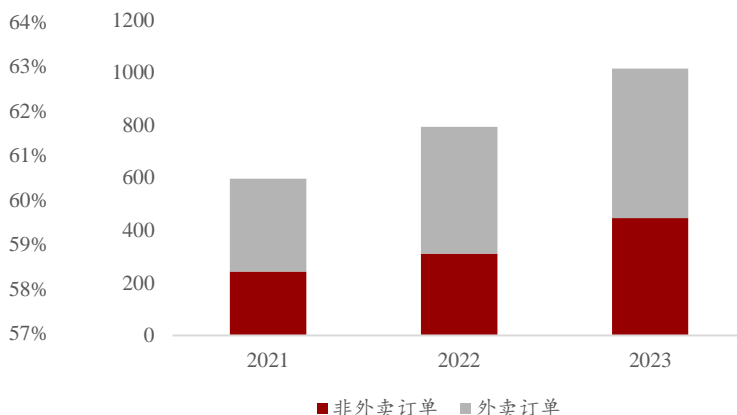


高外卖占比提高坪效，单店盈利能力强。茶百道专注于高效的小店模式，在最大程度节省门店成本的同时，借助外卖渠道进一步提升单店效益。茶百道门店的外卖业务取得快速发展，2021年1月至2023年12月，茶百道外卖门店覆盖率由91.8%上升至95.9%，外卖交易额及销量占比均维持在六成左右。

图表37：外卖订单占零售额的比例



图表38：外卖订单与非外卖订单销量（百万杯）



资料来源：茶百道招股说明书，万联证券研究所

资料来源：茶百道招股说明书，万联证券研究所

### 3.3 差异突围——茶颜悦色

**品牌差异化：主打中国风，输出品牌价值文化。**茶颜悦色是大陆首创以中国风为主题的奶茶店，成立于2014年中旬。茶颜悦色将中国古代元素融入其品牌logo、门店风格以及周边文创等各个维度，用中华优秀传统文化打造其品牌形象，同时结合现代时尚创意概念，打造出独一无二的“传统国风+新潮时尚”的新中式茶饮。茶颜悦色的品牌logo以朱砂红、古代仕女、团扇以及八角窗为主要元素；门店装修以中式风格为基调；产品命名富有诗意，例如“幽兰拿铁”、“烟火易冷”、“浮生半日”等；产品包装以中国古代名画为背景。除现制茶饮销售之外，茶颜悦色还创立了单独的零售品牌店“知乎，茶也”，拥有自主设计的文创产品，出售包括茶杯、雨伞、旅行杯、手机贴、拼图、车线本、明信片等涉及日常出行的周边产品，以此满足年轻人多元化的个性诉求，实现“好茶味”和“潮文化”的完美融合，深度契合当代主流文化价值观和消费兴趣点，充分满足当代年轻消费群体的文化消费需求。

图表39：茶颜悦色品牌logo



资料来源：茶颜悦色官网，万联证券研究所

图表40：茶颜悦色部分文创周边



资料来源：小红书，万联证券研究所

**产品差异化：亲民风格、高性价比。**茶颜悦色产品售价位于茶饮行业中等水平，但其产品选用食材新鲜，且食材大多采用进口原料，例如锡兰红茶、雀巢鲜奶、美国核桃等，打造高性价比，深受消费者喜爱。在产品方面，茶颜悦色很少推出珍珠奶茶和水果茶，而是以茶底+奶+奶油+坚果碎组合以及茶底+奶这两种组合形态为主，区别于喜茶、奈雪等其他茶饮品牌，将中国的茶文化与西方的咖啡工艺相结合，凸显茶味层次感，产品差异化明显。

图表41：茶颜悦色经典产品“幽兰拿铁”



资料来源：36氪，万联证券研究所

**布局差异化：区域特色突出，全国扩张面临挑战。**与大部分现制饮品品牌采用加盟模式不同，茶颜悦色坚持采用直营模式，新开门店也集中在大本营湖南及周边省市，地域性特色品牌地位稳固。窄门餐眼数据显示，茶颜悦色目前有627家门店，仅覆盖湖南、湖北、重庆、江苏四个省份的17个城市。其中，长沙拥有茶颜悦色门店344家，占比高达54%。与加盟模式相比，坚持直营模式让茶颜悦色得以维持在产品制作流程、原料供应、服务质量等方面的高度统一和标准化，更快地对市场变化和顾客需求作出响应，有效进行风险管理与财务控制，赢得了良好的口碑和忠实的客群。同时，直营模式也具有资金需求大、管理成本高的挑战，未来茶颜悦色如想进一步向全国范围扩张，需要关注进驻一线城市所带来的高门店费用和供应链问题。稀缺性削弱后，能否维持产品高品质，保障消费体验的可持续性，也是茶颜悦色需要面临的一大难点。

## 4 投资建议与风险因素

### 4.1 投资建议

伴随着更加关注身心健康与消费情绪价值的Z世代群体的成长，现制饮品行业进入以原料天然健康、品类丰富多样为特征的新茶饮时代，行业规模快速增长，品牌门店遍地开花。小店型、品类集中、“标准化”运营的商业模式快速复制，孵化出多个“万店品牌”。进入行业激烈角逐的下半场，高价市场初步形成双寡头垄断格局，但由于高端消费景气度下滑开始疲软；大众市场随着高端品牌下沉与中端品牌扩张竞争日

益激烈；平价市场性价比茶饮消费增长迅速，引领行业供应链整合的细分龙头领跑市场。围绕消费者需求与消费体验，已形成潮流的现制饮品新零售业态在未来一段时间内仍将持续发力，建议关注行业内具有较强供应链整合能力、空间利用管理能力及品牌影响力的龙头企业。

## 4.2 风险提示

1. 消费恢复不及预期风险：受国内外环境的影响，消费市场的复苏存在不确定性，需要警惕消费复苏不及预期对各个公司经营产生的负面影响。
2. 行业竞争加剧风险：现制饮品市场参与者众多，老品牌持续扩张，新品牌不断涌现，行业竞争激烈，影响行业内公司的收入及利润空间。
3. 食品安全风险：食品安全是消费者关注的重中之重，消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场