

高端新式茶饮龙头，加速扩张未来可期

奈雪的茶 (H01491.HK) 新股报告

证券研究报告

2021年04月01日

● 核心结论

品牌化、本土化铸就高端现制茶饮黄金赛道。茶一直是我国文化中的传统饮品，其中高端现制茶饮是一条优质的细分赛道，市场规模快速增长，2020年我国高端现制茶饮市场规模达129亿元，2015-2020年CAGR+75.8%；竞争格局相对集中，CR5市占率高达55%，其中喜茶、奈雪的茶市占率分别为25%/18%，显著高于其他竞品。

奈雪的茶：“产品力+品牌力+数字化”护城河初步建立。奈雪的茶在资本助力下门店网络迅速扩张，从2017年底的44家增加至2020年9月底的422家；其产品在产品、空间体验、数字化等方面引领并满足顾客的多场景、多元化消费需求：1) 创新推出“茶饮+软欧包”产品组合模式，新品研发能力强，平均每周推出一种新品，同时背后优质的供应链保障产品高质量；2) 门店面积较大，标准店规模介于180-350平米之间，打造“第三空间”，并推出多种差异化门店，提高顾客空间体验，塑造品牌形象；3) 打造数字化团队，通过建立会员体系、拓展线上零售等方式积累并分析用户数据，驱动产品创新优化，数字化库存管理提高运营效率。

PRO店助力盈利能力提升，对标星巴克开店空间广阔。我们预计奈雪PRO店单店经营利润率34%，高于标准店的25%，且投资回收期更短；未来公司将以PRO店为主力店型拓店，同时加强数字化建设、进一步完善供应链及渠道，盈利能力有望进一步提升。对标星巴克，我们认为奈雪的茶中长期（5/10年）开店空间有望达1900/5000家。

投资建议：若公司顺利上市，资本助力下门店有望加速扩张。由于目前披露的历史数据有限，本报告的盈利预测仅为初步预测，我们预计20-22年公司营业收入分别为32.68/58.87/85.05亿元，归母净利润分别为-1.40/+2.54/+5.48亿元，建议重点关注。

风险提示：行业竞争加剧，疫情反复，食品安全问题

● 核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1087	2502	3268	5887	8505
增长率		130%	31%	80%	44%
归母净利润（百万元）	(66)	(39)	(140)	254	548
增长率		41%	-261%	282%	116%
每股收益（EPS）					
市盈率（P/E）					
市净率（P/B）					

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

股票代码 09922

前次评级

评级变动

当前价格

近一年股价走势

分析师



许光耀 S0800518080001



021-38584237



xuguanghui@research.xbmail.com.cn

相关研究

九毛九：全年业绩超预期，太二保持高速增长——九毛九（9922.HK）2020 年年报点评
2021-03-28

九毛九：太二开店加速，怂火锅开启复制扩张之路——九毛九（9922.HK）更新报告
2021-02-01

九毛九：太二逆势扩张，品牌力持续彰显——九毛九（9922.HK）2020 年半年报点评
2020-08-25

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设及盈利预测	5
区别于市场的观点	5
奈雪的茶核心指标概览	6
一、奈雪的茶：领先的高端现制茶饮品牌	7
1.1 始于 2015 年，资本助力下迅速扩张	7
1.2 股权高度集中，管理层经验丰富	8
1.3 募投项目：门店扩张+数字化+供应链及渠道建设	10
二、品牌化、本土化铸就高端现制茶饮黄金赛道	11
2.1 现制茶饮千亿市场，人均消费提升空间大	11
2.2 高端现制茶饮市场相对集中，护城河较高	13
2.3 商业模式：直营 VS 加盟	14
三、产品力+品牌力+数字化，护城河初步建立	17
3.1 “茶+软欧包”新模式，新品研发能力强	17
3.2 打造“第三空间”，多场景、多方式塑造品牌形象	21
3.3 数字化进程不断推进，运营效率有望提高	22
四、PRO 店助力盈利能力提升，对标星巴克开店空间广阔	26
4.1 PRO 店为未来扩张的主力军	26
4.2 PRO 店盈利能力优于标准店	29
4.3 对标星巴克，长期开店空间或有望达 5000 家	30
五、盈利预测	33
六、风险提示	34

图表目录

图 1：奈雪的茶核心指标概览图	6
图 2：奈雪的茶发展历程	7
图 3：公司收入快速增长	8
图 4：公司盈利能力改善	8
图 5：主品牌奈雪的茶贡献 90% 以上的收入	8
图 6：现制茶饮贡献 70% 以上的收入	8
图 7：公司股权高度集中	9
图 8：我国茶饮店分类及升级	11
图 9：2018-2020 饿了么新式茶饮用户年龄分布	12
图 10：2018-2020 饿了么新式茶饮用户性别分布	12

图 11: 不同年龄段消费者偏好的茶饮消费场景	12
图 12: 90 后与 00 后消费者新式茶饮月均消费	12
图 13: 我国茶饮市场分类及规模 (单位: 亿元)	13
图 14: 我国现制茶饮市场分类及规模 (单位: 亿元)	13
图 15: 我国内地现制茶饮人均消费量与台湾、美国市场对比 (单位: 杯/人/年)	13
图 16: 高端现制茶饮品牌及市场份额 (截至 20 年前 9 个月内)	14
图 17: 龙头茶饮在产品、品牌、管理和标准化输出建立壁垒	14
图 18: 直营模式 VS 加盟模式	15
图 19: 奈雪的茶拥有 29 款茶饮和 26 款烘焙产品	17
图 20: 喜茶拥有 36 款茶饮和 13 款烘焙产品	17
图 21: 软欧包加持下, 奈雪的茶客单价高于喜茶	18
图 22: 产品持续创新	18
图 23: 现制茶饮产业链	19
图 24: 奈雪的茶向前五大供应商采购的份额不超过 30%	20
图 25: 门店空间大、类型多样	22
图 26: 通过各种创新的营销活动及特惠活动积极吸引顾客	22
图 27: 数字化转型实现对茶饮企业“人货场”的重置	23
图 28: 会员体系及主要功能	24
图 29: 2020Q1-Q3, 约 41% 的收入来自于小程序/app 订单	24
图 30: 2020Q1-Q3, 订单中约 23.9% 为外卖订单	24
图 31: 拓展各种电子商务、短视频及实时流媒体平台等零售渠道	24
图 32: 奈雪的茶门店主要分布在一二线城市 (单位: 家)	26
图 33: 门店网络拓展至中国大陆 61 个城市、中国香港及日本	26
图 34: PRO 店在产品、空间上均有所进化	27
图 35: 截至 2020 年底, 喜茶门店总数为 695 家	28
图 36: 喜茶主力店、GO 店门店数变化	28
图 37: 奈雪的茶同店日均销售额略有下降 (单位: 万元)	29
图 38: 奈雪的茶同店利润率水平有所提升	29
图 39: 预计奈雪 PRO 店盈利能力将优于标准店	30
图 40: 一杯奶茶与一杯咖啡中咖啡因成分比较	31
表 1: 自成立以来, 奈雪的茶已完成五轮融资	7
表 2: 管理层行业经验丰富	9
表 3: 高端茶饮品牌一般为直营模式, 门店数量少于加盟模式下的茶饮品牌	16
表 4: 2020 年奈雪的茶推新百余次	19
表 5: 甄选主要原料的供应商, 并优化采购流程	20
表 6: 将多元化的理念引入广泛的奈雪的茶标准店	21
表 7: 奈雪的茶标准店 VS 奈雪 PRO 店	27
表 8: 喜茶主力店 VS HEYTEA GO 店	28

表 9: 奈雪 PRO 店与喜茶 GO 店产品对比.....	28
表 10: 中线维度（5 年）开店空间测算.....	31
表 11: 长期维度（10 年以上）开店空间测算.....	32
表 12: 奈雪的茶未来三年门店预测	33
表 13: 公司未来三年盈利预测	34

投资要点

关键假设及盈利预测

本报告的盈利预测基于公司招股说明书披露的 2018 年、2019 年以及 2020 年前三季度的数据，因目前披露的历史数据有限，本报告的盈利预测仅为初步预测。

核心假设：

1、门店扩张方面：若公司顺利上市，资本助力下公司门店有望加速扩张，根据公司招股书披露的开店计划，假设 2020-2022 年奈雪的茶（净）新开门店数分别为 170/300/350 家，其中 2021-2022 年新开门店中有 70% 为 PRO 店，则预计 2020-2022 年奈雪的茶标准店（净）新开门店数分别为 160/90/105 家，PRO 店（净）新开门店数分别为 10/210/245 家。

2、毛利率和费用率方面：2020 年疫情影响供应链，导致阶段性成本上升；2021 年 PRO 店占比提升，带动阶段性毛利率修复，人员成本占比和租金占比也将随之下降。因此，我们假设 2020-2022 年公司毛利率分别为 62.0%/63.5%/63.3%，员工成本费用率分别为 32.6%/29.7%/29.0%，租金费用率分别为 4.0%/3.8%/3.7%。

盈利预测：综合以上假设，我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 32.68/58.87/85.05 亿元，归母净利润分别为 -1.40/+2.54/+5.48 亿元。

区别于市场的观点

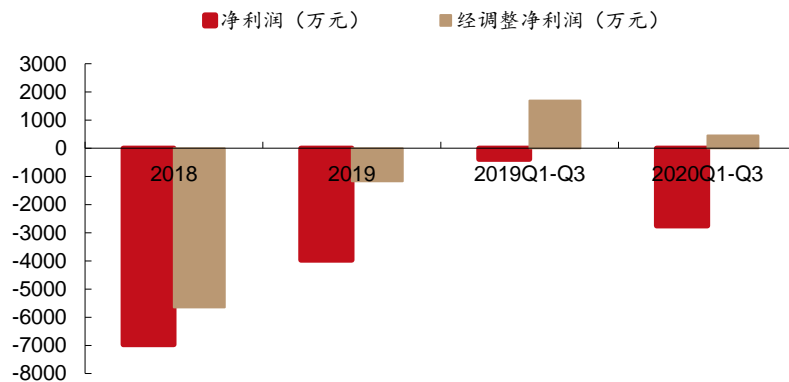
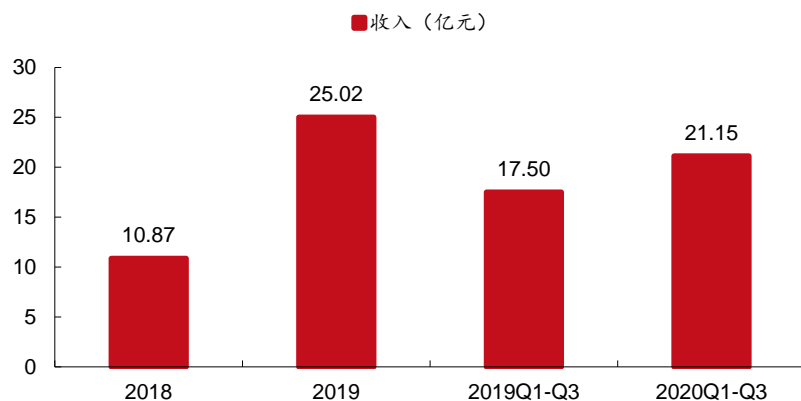
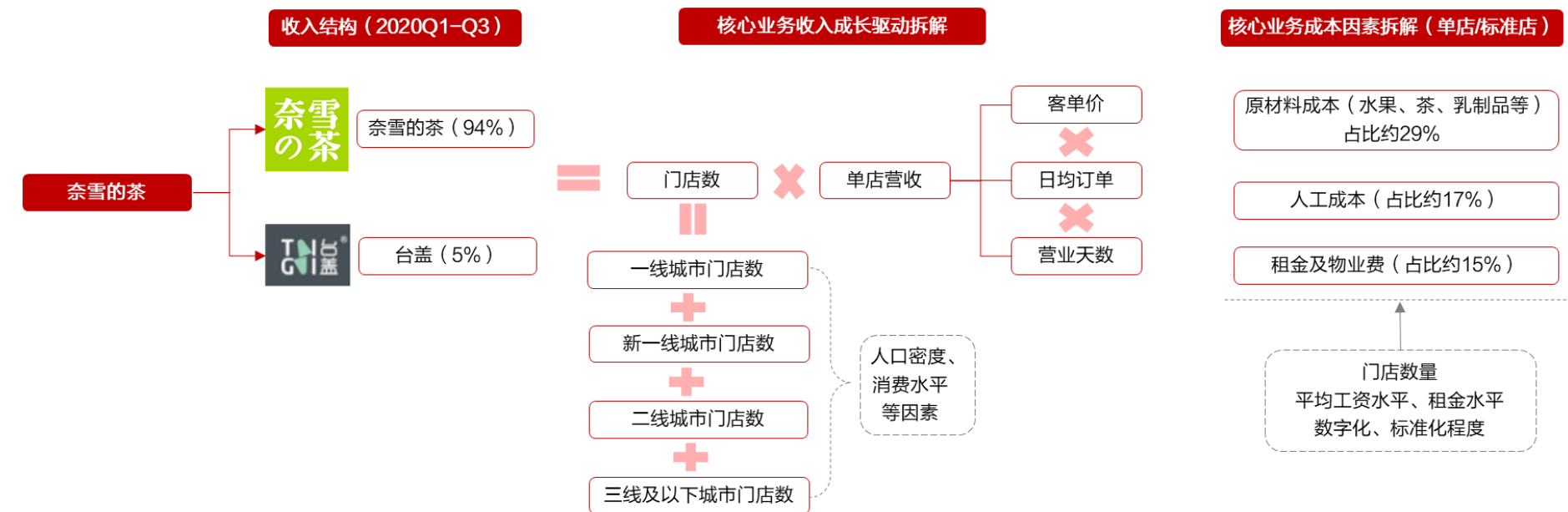
1、PRO 店于 2020 年 11 月才推出，目前仍处于一个验证期，对于未来 2-3 年大力扩张该店型是否能成功，我们持乐观态度：（1）奈雪 PRO 店产品包括茶饮、咖啡、烘焙和零售等，烘焙产品 SKU30+种，既可以满足早餐需求，也能提供下午茶及轻晚餐；从星巴克的分品类收入来看，面包类占比并不低（20%）；短期内产品与喜茶仍具有一定差异性，喜茶 GO 店的品类以茶饮为主，烘焙产品 SKU 仅 10+种。（2）奈雪 PRO 店相较于喜茶 GO 店空间更大，既是放松区，也是社交场，满足消费者多场景需求。

2、从单店模型来看，奈雪 PRO 店要优于标准店：1）标准店：投资成本 185 万元，并且于 2018 年及截至 2019Q3 开业的门店整体上实现了 14.7 个月的投资回收期，单店营收 1100 万元，对应坪效约 5.5 万元/平方米，毛利率 63%，经营利润率 25%；2）PRO 店：考虑到产品更丰富、面积更小、人员更少、数字化程度更高，预计 PRO 店盈利能力将有所提升；投资成本 125 万元，投资回收期缩短至 10 个月，单店营收 800 万元，对应坪效约 6.7 万元/平方米，毛利率 65%，经营利润率 34%。

3、开店空间：虽然当前奈雪的茶目标市场还主要聚焦于消费力更强、开放度更高的一线城市，但参照星巴克、海底捞等餐饮龙头的发展轨迹，一线市场对二三线市场拥有强大的时尚消费引导作用，随着二三线市场消费能力的进一步提升、市场教育的逐步渗透，新式茶饮消费的市场空间将加快打开。对标星巴克，我们认为奈雪的茶中长期（5/10 年）开店空间有望达 1900/5000 家。

奈雪的茶核心指标概览

图 1：奈雪的茶核心指标概览图



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、奈雪的茶：领先的高端现制茶饮品牌

1.1 始于2015年，资本助力下迅速扩张

奈雪的茶为国内领先的高端现制茶饮连锁品牌，隶属于深圳市品道餐饮管理有限公司，创新打造“茶+软欧包”的形式，以20-35岁年轻女性为主要客群。从发展历程来看，2014年5月，深圳品道管理成立；2015年，彭心、赵林夫妇创立奈雪的茶品牌，并于11月在深圳开出奈雪的茶首店；2017年底，奈雪的茶开始走出广东地区，向全国范围内扩张，正式开启“全国城市拓展计划”；2020年11月，推出全新店型奈雪PRO，以拉近与客户日常生活的距离；2021年2月，奈雪的茶正式向港交所递交上市申请，启动上市流程。

图2：奈雪的茶发展历程



资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

持续获得资本助力，门店网络迅速扩张。奈雪的茶自2017年以来先后完成A、A+、B-1、B-2以及C轮融资，投资方包括天图投资、深圳创投(SCGC)、HLC、太盟投资(PAGAC)等，共募集资金5.92亿元人民币以及1.1亿美元。资本助力下，奈雪的茶门店网络迅速扩张，截至目前已遍布全国70个城市，拥有门店数超500家。

表1：自成立以来，奈雪的茶已完成五轮融资

	时间	投资方	金额
A轮	2017年1月	天图投资	7000万元人民币
A+轮	2017年8月	天图投资及曹明慧先生	2200万元人民币
B-1轮	2018年11月	天图投资	3亿元人民币
B-2轮	2020年4月、6月	SCGC投资者、HLC	2亿元人民币、500万美元
C轮	2020年12月、2021年1月	PAGAC Nebula、HLC	1亿美元、500万美元

资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

注：(1) 曹明慧先生的投资由永乐高国际接管；

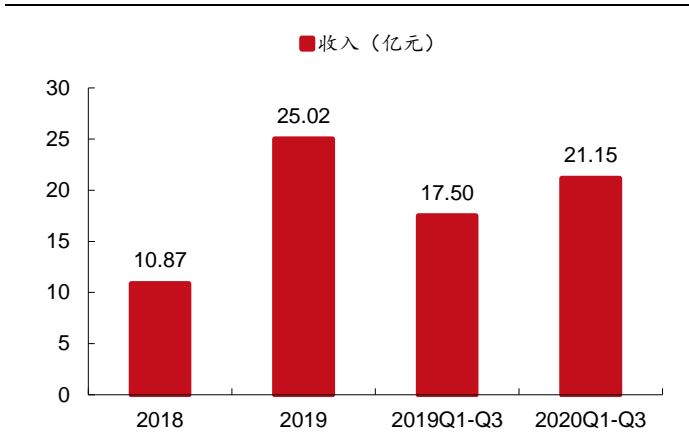
(2) SCGC投资者是指SCGC资本控股有限公司、红土创投有限公司、红土君晟创投有限公司及深圳市红土光明创业投资基金合伙企业；

(3) HLC是指Court Card HK Limited

收入快速增长，盈利能力逐步改善。随着门店的持续扩张，公司收入实现快速增长，由2018年的10.87亿元增长至2019年的25.02亿元，增速达130%；2020年前三季度，在疫情影响下，收入仍同比增长21%至21.15亿元。分品牌来看，主品牌奈雪的茶贡献

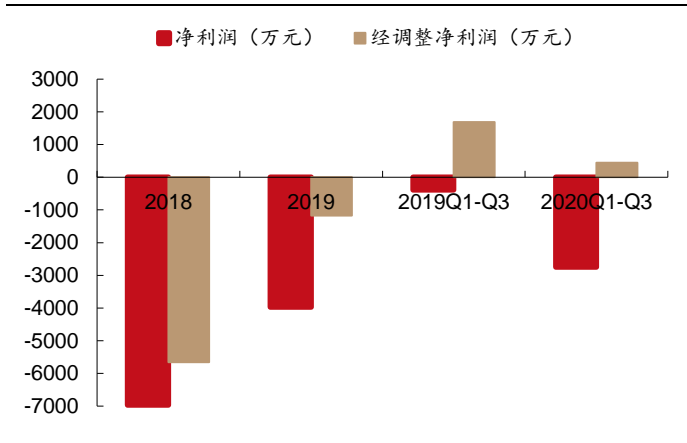
90%以上的收入，副品牌台盖及其他贡献较小；分产品来看，茶饮和烘焙产品占比约 7:3。从利润端来看，公司盈利能力有所提升，调整后净亏损由 2018 年的 5658 万元大幅减少至 2019 年的 1174 万元，2020 年前三季度实现调整后净利润 448 万元，主要系门店快速扩张带来一定的规模效应。

图 3：公司收入快速增长



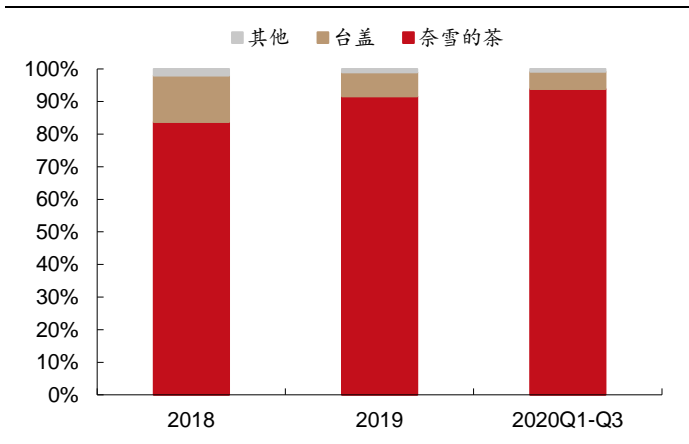
资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

图 4：公司盈利能力改善



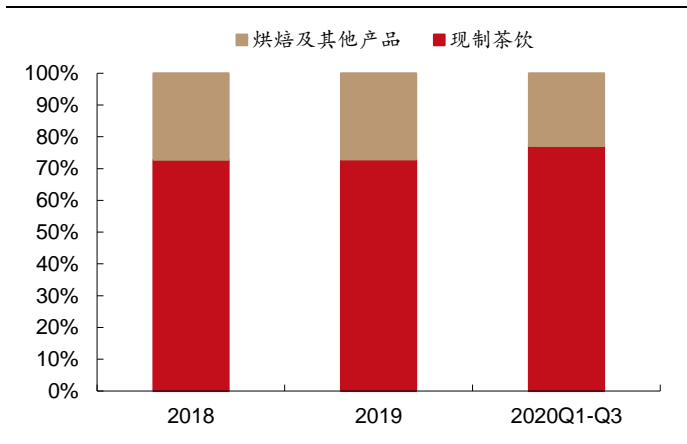
资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

图 5：主品牌奈雪的茶贡献 90% 以上的收入



资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

图 6：现制茶饮贡献 70% 以上的收入



资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

1.2 股权高度集中，管理层经验丰富

股权高度集中。 IPO 前，公司创始人赵林、彭心夫妇通过林心控股持股 67.04%、员工股权激励平台 Forth Wisdom Limited 持股 8.32%（投票权由赵林及彭心行使），合计持有投票权 75.36%，成为公司最终控股股东。此外，公司根据 2020 年购股权计划向 118 名承授人授出购股权，合计约 3495 万股股份，目前首席技术官何刚所持对应约 504 万股股份的购股权已获行使，何刚及其配偶通过 Evermore Glory Limited 持股 0.35%。

夫妻, 实际控制人

赵林 彭心

50% 50%

林心控股

天图实体

永乐高国际

SCGC实体

HLC

PAGAC Nebula

Evermore Glory Limited

Forth Wisdom Limited

67.04% 13.05% 0.87% 3.32% 0.85% 6.22% 0.35% 8.32%

本公司

100%

Pindao Holding BVI

100%

品道控股香港

100%

深圳品道集团

1.05% 98.95%

深圳品道管理

100% 100% 100% 100% 100% 100% 100% 100% 100% 100% 100%

品道餐饮管理有限公司(香港)

深圳台盖餐饮管理有限公司

深圳奈雪餐饮管理有限公司

南京满记餐饮管理有限公司

深圳市品道供应链管理有限公司

深圳市品道科技有限公司

深圳市品道科技研发有限公司

深圳市品道生活科技有限公司

深圳市品道食品有限公司

北京奈雪餐饮管理有限公司

...

其余一家子公司

100% 100%

Pindao New Jersey Ltd (美国)

Pindao Company Limited (日本)

股权激励平台, 投票权由彭心及赵林行使

创始人具备远见卓识，高级管理人员经验丰富。公司联合创始人兼首席执行官赵林先生在食品饮料行业具有多年的管理经验，联合创始人兼总经理彭心女士拥有丰富的产品研发、品牌推广及营销经验，负责产品研发、茶饮店设计及整体营销策略。同时，公司高级管理团队具有丰富的行业经验、专业资格及对茶文化的浓厚热情，他们在公司业务的所有主要领域平均拥有十年以上经验，包括门店运营、品牌推广及营销、供应链管理 & 数字化技术，来自字节跳动、大疆创新、京东、美心及九毛九等行业领先公司。

姓名	职务	角色及责任	履历
赵林	董事长、执行董事兼首席执行官	负责规划整体战略及业务方向及监督业务管理	以公司联合创始人，曾于 2010.1-2011.5 任职于 <u>汉堡王</u> ，2011.5-2016.1 担任 <u>美心</u> 开发经理
彭心	执行董事兼总经理	负责监督产品研发、质量控制及整体营销战略	以公司联合创始人，曾于 2010.8-2012.10 担任 <u>金蝶软件</u> 明珠俱乐部副秘书长
何刚	首席技术官	负责数字化战略及监督信息技术的管理	曾于 2012.4-2019.7 担任 <u>京东</u> 副总裁，2019.9-2020.4 担任 <u>瑞幸咖啡</u> 的首席技术官
邓彬	执行董事兼首席运营官	负责监督业务运营	曾于 2009.3-2016.3 担任 <u>元气寿司</u> 高级部门经理
陈鄂	首席运营官	负责品牌、营销及市场推广等业务	曾于 2018.11-2020.12 任职于 <u>今日头条</u> ，主要负责内销事务部业务平台的商业化运营
陈圣钰	高级人力资源总监	负责人力资源管理及行政事务	曾于 2004.6-2014.4 任职于 <u>广东三元麦当劳</u> ，2014.4-2016.12 担任 <u>九毛九</u> 人力资源总监
申昊	联席首席财务官、法务总监兼董事会秘书	负责资本市场及法律事务	曾于 2013.6-2019.6 任职于 <u>大疆创新</u>
梁飞燕	联席首席财务官	负责监督财务运营及资本管理	曾于 2011.10-2019.8 任职于 <u>美联教育</u>

9 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

1.3 募投项目：门店扩张+数字化+供应链及渠道建设

➤ 扩张门店网络并提高市场渗透率

公司计划于 2021-2022 年主要在一线城市及新一线城市分别开设约 300/350 家奈雪的茶茶饮店，其中约 70%规划为 PRO 店；并预计 2023 年开店数不少于 2022 年。募集资金将用作门店扩张计划的初始资本支出及其他相关费用。

➤ 进一步开展整体运营的数字化

募集资金将在未来三年用于：（1）开发专有技术基础设施并进一步开展经营及管理系统数字化，覆盖店内运营的各个主要方面（如人员管理及存货管理）；（2）部署各类智能设备（如智能支付机、POS 系统、点单设备及网络设备）；（3）支付现有 IT 专家（包括软件工程师、网络开发人员及数据工程师）的薪金及奖金，及于 2021 年招募额外具备智能决策、电子商务及供应链管理方面的专有技术的 IT 专家。

➤ 提升供应链及渠道建设能力

募集资金将在未来三年用于：（1）在全国不同城市新建 5 个中央厨房；（2）拓展线上零售渠道，公司将积极深入各类电商、短视频及直播平台等新零售渠道，并在该等零售渠道上开展营销推广活动，增加市场份额及产品销量。

➤ 营运资金及作一般企业用途

二、品牌化、本土化铸就高端现制茶饮黄金赛道

2.1 现制茶饮千亿市场，人均消费提升空间大

我国现制茶饮主要起源于台湾创制的珍珠奶茶，在过去几年经历了产品升级、供应链优化、社交场景化、品牌化、数字化升级等变迁：

- (1) 第一代低端茶饮店原料成分主要以奶精、茶粉为主，口感单一，而且也不够健康；
- (2) 第二代中端茶饮开始注重食材的升级和丰富性，包括添加罐头水果、果酱、茶包等，但门店仍然以外带的街店为主；
- (3) 第三代高端现制茶饮品牌主要起步于 2015 年前后，以喜茶、奈雪的茶等为代表的优质连锁品牌在产品创新（添加鲜奶、奶盖、新鲜水果）、打造社交空间、品牌营销等方面引领行业发展，开创了我国现制茶饮新模式。

图 8：我国茶饮店分类及升级



资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

新式茶饮具备较强的社交属性，已成为都市年轻人的社交货币和“悦己”型消费载体，颜值高、口感好、话题感强，不断提升年轻人的消费意愿。据 CBNDData&奈雪的茶发布的《2020 新式茶饮白皮书》显示，90 后、00 后为新式茶饮的主要消费客群，占比近七成；其中，女性消费者仍占据主导地位，男性消费者近年来占比不断提升，目前已超过四成。新式茶饮在满足消费者口腹之欲的同时，也满足了消费者心理层面的“自我奖励”和“小确幸”，是“悦己”消费的良好载体。根据《2020 新式茶饮白皮书》的调研反馈，对于 90 后消费者来说，茶饮是聚会和约会的标配，而 00 后则更偏爱个人享受。从价格上来看，一杯茶饮接近 30 元不算便宜，但绝对值不高，消费意愿强劲，超过半数的 90 后、00 后新式茶饮月均消费在 200 元以上。

图 9：2018-2020 饿了么新式茶饮用户年龄分布



资料来源：CBNDData&奈雪的茶《2020 新式茶饮白皮书》，西部证券研发中心

图 10：2018-2020 饿了么新式茶饮用户性别分布



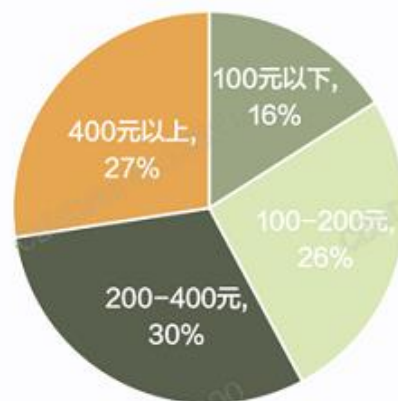
资料来源：CBNDData&奈雪的茶《2020 新式茶饮白皮书》，西部证券研发中心

图 11：不同年龄段消费者偏好的茶饮消费场景



资料来源：CBNDData&奈雪的茶《2020 新式茶饮白皮书》，西部证券研发中心

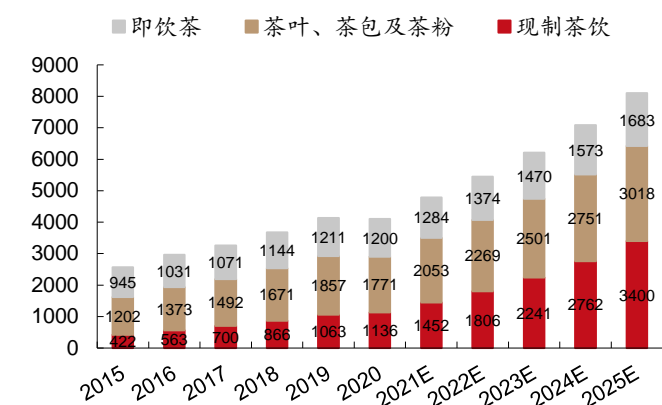
图 12：90 后与 00 后消费者新式茶饮月均消费



资料来源：CBNDData&奈雪的茶《2020 新式茶饮白皮书》，西部证券研发中心

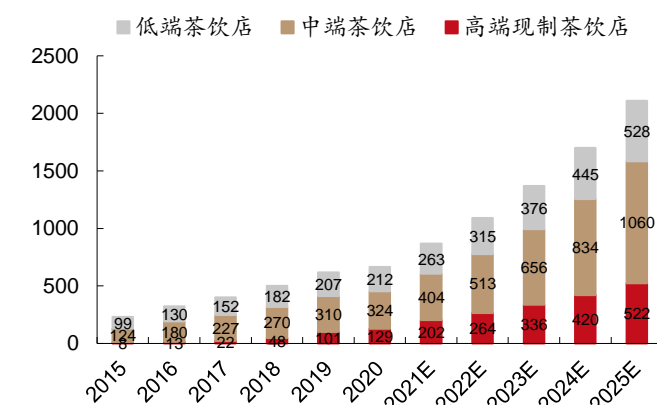
我国现制茶饮市场规模达 1136 亿元，其中高端现制茶饮为增速最高的细分赛道。茶一直是我国文化中的传统饮品，包括现制茶饮、即饮茶以及茶业、茶包、茶粉等茶产品，近年来，随着新式茶饮体验的诞生，我国茶饮市场实现快速增长。据灼识咨询数据，2020 年我国茶饮市场总规模达 4107 亿元，2015-2020 年 CAGR+9.8%；其中，2020 年现制茶饮市场规模达 1136 亿元，2015-2020 年 CAGR+21.9%，远高于茶饮市场整体增速。同时，受益于我国居民人均可支配收入及消费能力的迅速提升，高端现制茶饮成为现制茶饮行业中增速最高的细分赛道，2020 年我国高端现制茶饮市场规模达 129 亿元，2015-2020 年 CAGR+75.8%，预计 2025 年将进一步扩大至 522 亿元，2020-2025 年 CAGR+32.2%，仍将保持快速增长。

图 13：我国茶饮市场分类及规模（单位：亿元）



资料来源：灼识咨询，西部证券研发中心

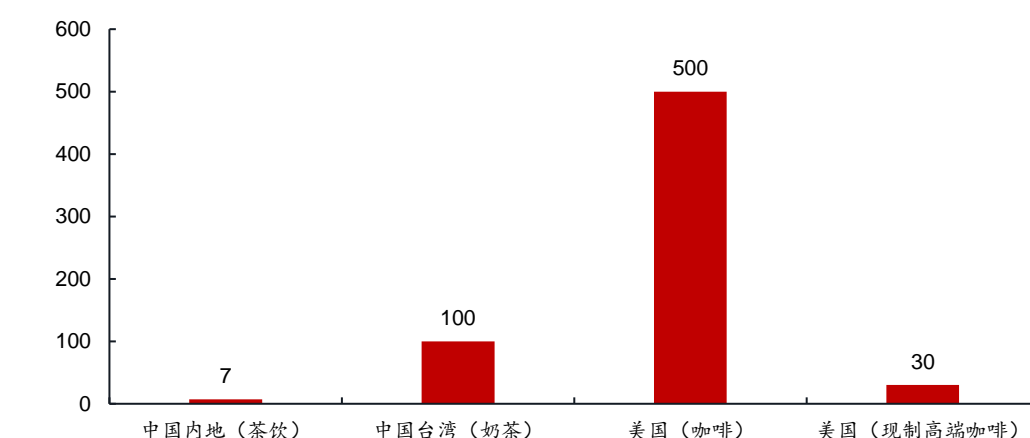
图 14：我国现制茶饮市场分类及规模（单位：亿元）



资料来源：灼识咨询，西部证券研发中心

长期来看，我国现制茶饮（尤其是高端现制茶饮）消费量提升空间较大。根据 CBNDData 的数据，目前我国台湾、香港的人均奶茶消费量较大，人均年消费大概在 100 杯以上；美国市场虽然没有消费奶茶的习惯，但就其功能相近的咖啡而言，人均年消费量更是高达 500 杯，即便是以高端现制咖啡口径计算（以星巴克的销售规模计算），美国人均年消费量也在 30 杯以上。当前我国现制茶饮市场规模为 1136 亿元，假设现制茶饮均价为 12 元/杯，则我国人均年消费量在 7 杯左右；若以高端现制茶饮口径计算，当前我国高端现制茶饮市场规模为 129 亿元，假设每杯高端现制茶饮均价为 20 元/杯，则我国人均年消费量仅在 0.5 杯左右，均远低于台湾、香港以及美国市场。

图 15：我国内地现制茶饮人均消费量与台湾、美国市场对比（单位：杯/人/年）

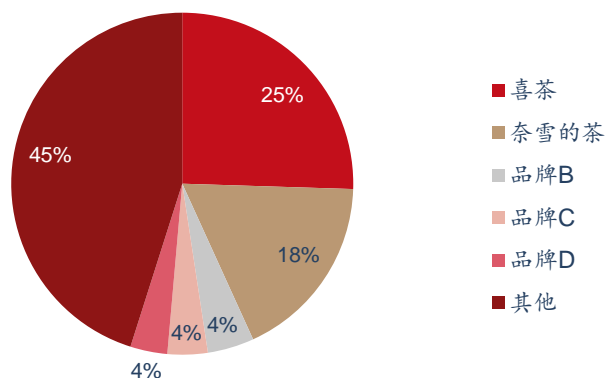


资料来源：CBNDData，2020 年美国咖啡馆市场报告，西部证券研发中心

2.2 高端现制茶饮市场相对集中，护城河较高

从竞争格局来看，目前高端现制茶饮市场集中度相对较高。据灼识咨询数据，高端现制茶饮品牌 CR5 市占率高达 55%，其中，喜茶、奈雪的茶市占率显著高于其他竞品，分别为 25%/18%，表明高端现制茶饮行业具备较高的护城河，且经过 3 年的大浪淘沙之后，头部品牌赢家通吃的趋势明显。

图 16: 高端现制茶饮品牌及市场份额（截至 20 年前 9 个月内）



资料来源：灼识咨询，西部证券研发中心

我们认为高端现制茶饮行业的竞争壁垒主要包括四个方面：（1）产品力；（2）品牌塑造能力；（3）运营管理能力；（4）标准化输出能力。从中长期来看，这四个方面的能力是层层递进的，是未来茶饮龙头能够胜出的核心要素。对标行业标杆星巴克，国内高端现制茶饮头部品牌在这些方面已经开始逐步建立自身优势，并拉开与其他品牌的差距。

图 17: 龙头茶饮在产品、品牌、管理和标准化输出建立壁垒

	星巴克	奈雪的茶
产品力	拿铁、星冰乐	多肉葡萄、波波茶、霸气芝士草莓、草莓魔法面包
品牌塑造	星巴克式的语言体系、周边产品、第三空间	“茶饮+软包”塑造社交场景、跨界联名、多门店风格（LAB、黑金、喜茶GO、PINK店等）、多场景门店（PRO店、酒馆、烘焙梦工厂等）
供应链	咖啡供应商必须通过C.A.F.E. Practices认证，通过道德采购保证产品质量和供应商合理利益	自建茶园，控制核心原材料品质、精选供应商，与核心供应商签订战略合作，保证供应和品质、自建仓储
标准化输出	直营+加盟，其中中国地区全直营、咖啡制作流程简单，单人操作即可完成	直营、制作流程分工明确，但仍然相对复杂，需多人参与，新鲜水果处理相对复杂、现场烘焙流程复杂，门店配置人员较多

资料来源：公司官网，西部证券研发中心

2.3 商业模式：直营VS加盟

茶饮企业的商业模式包括直营和加盟两种：

➤ 直营模式：对外输出统一的产品质量和品牌形象，但运营成本较高

直营模式下，茶饮企业总部直接投资经营，实行标准化经营管理，品控、门店拓展速度、门店管理等运营维度均把握在总部手中，有利于产品质量把控与分店管控，对外输出统一、安全、健康的品牌形象，提升品牌“气质”，便于打造高端品牌形象；此外，还有利于茶饮企业进行规模化采购，增强供应链等方面的成本议价能力。但是直营模式下，为实现规模扩张，茶饮企业需要投入大量资金、建立高效的管理运营系统以及持续建设人才团队等等，运营成本高、风险较大。

➤ 加盟模式：轻资产有利于快速扩张，但产品品控与门店管理难度较大

加盟模式下，茶饮企业总部将商标、技术和经营模式等给加盟商使用，从而收取加盟费及后续费用，有助于茶饮企业快速回收成本、盘活资金流，风险较低。由于投资小、风险低，加盟模式下茶饮品牌易实现快速扩张，从而迅速占领市场。加盟模式的缺点也很明显，一方面，产品品控与门店管控难度较大，因此客户留存率较低，且一旦品牌因加盟市场的混乱被透支，便很难再弥补；另一方面，加盟门店与茶饮企业总部团队联系不如直营门店紧密，对总部的战略规划反应较慢，产品、品牌迭代更新不能迅速下沉。

图 18：直营模式 VS 加盟模式



资料来源：艾媒咨询，西部证券研发中心

目前，喜茶、奈雪的茶等高端现制茶饮品牌均采用直营模式，对品牌的把控力更强，且能对广泛而快速变化的消费者需求偏好作出迅速反应，但在门店数量上低于加盟模式下的中低端茶饮品牌。据窄门餐眼数据，截止 2020 年底，采用加盟模式的中低端茶饮品牌 CoCo 都可、一点点、书亦烧仙草、蜜雪冰城等茶饮品牌门店总数分别达 4366/3240/5507/11376 家，远高于喜茶、奈雪的茶以及乐乐茶。

表 3：高端茶饮品牌一般为直营模式，门店数量少于加盟模式下的茶饮品牌

模式	品牌	价格区间（元）	2018（门店数）	2019（门店数）	2020（门店数）	18-20Cagr
直营	喜茶	19-33	163	390	695	106%
	奈雪的茶	17-33	155	327	493	78%
	乐乐茶	16-33	29	53	58	41%
	茶颜悦色	10-22	69	141	241	87%
加盟	COCO 都可	9-22	2341	3524	4366	37%
	一点点	9-20	1590	2340	3240	43%
	书亦烧仙草	10-18	780	2481	5507	166%
	蜜雪冰城	3-12	4232	6601	11376	64%

资料来源：喜茶 2020 年度报告，窄门餐眼，微信小程序，西部证券研发中心

三、产品力+品牌力+数字化，护城河初步建立

3.1 “茶+软欧包”新模式，新品研发能力强

率先推出“茶+软欧包”产品组合模式，打造品牌差异化，实现 $1+1>2$ 。从产品结构来看，根据微信小程序，奈雪的茶茶饮产品包括鲜果茶、鲜奶茶、纯茶、宝藏系列及当季限定五大类，共 29 款茶饮，相较于喜茶（36 款茶饮）更为精简；烘焙产品共 26 款，是喜茶的两倍。从客单价来看，据窄门餐眼及招股说明书，喜茶客单价为 29 元，奈雪的茶客单价为 43 元，在软欧包的加持下高于喜茶。

图 19：奈雪的茶拥有 29 款茶饮和 26 款烘焙产品

茶饮	价格带（元）	SKU数	热门产品	烘焙/零食	价格带（元）	SKU数	热门产品
鲜果茶	17-33	12		欧包	13-29	21	
鲜奶茶	19-28	4		吐司/甜品	8-28	5	
宝藏系列	21-28	7		零售	16.8-48	8	
纯茶	13-16	4					
当季限定	28-29	5					

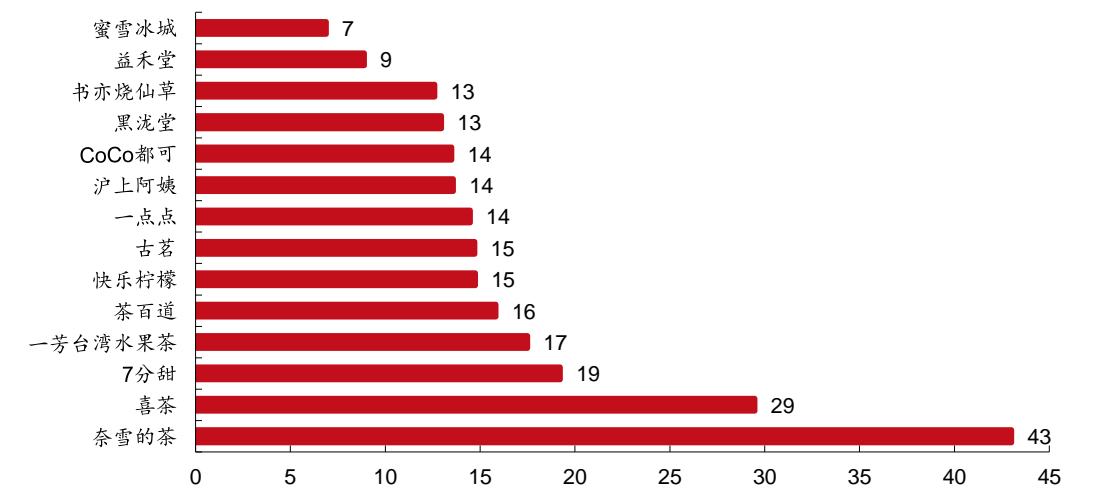
资料来源：微信小程序，西部证券研发中心（产品情况取自 2021 年 3 月 30 日）

图 20：喜茶拥有 36 款茶饮和 13 款烘焙产品

茶饮	价格带（元）	SKU数	热门产品	烘焙/零食	价格带（元）	SKU数	热门产品
果茶	25-32	9		面包/甜品	13-25	13	
茗茶/牛乳茶	19-26	5		零售	5.5-288	7	
波波系列	21-29	12					
纯茶	9-22	6					
当季限定	22-33	4					

资料来源：微信小程序，西部证券研发中心（产品情况取自 2021 年 3 月 30 日）

图 21：软欧包加持下，奈雪的茶客单价高于喜茶



资料来源：窄门餐眼，招股说明书，西部证券研发中心

不断创新菜单，拓展新品类，保持产品新鲜度。对于高端现制茶饮品牌来说，保留并持续升级优质经典产品，同时推出能够满足客户不断变化的口味及偏好的新产品都十分重要。奈雪的茶研发团队由联合创始人兼总经理彭心女士领导，截至2020年9月底共有23名员工，坚持围绕核心菜单不断创新，包括茶基底多样化、甜品茶饮化、品类衍生，同时抓住健康概念产品这一风口，推出人造肉产品、植物基产品、燃爆菌、0卡糖产品等。奈雪的茶平均每周推出一种新品，上新频率与喜茶相当，远高于其他品牌（加盟品牌1个月甚至1个季度上新一次），2020年奈雪的茶全年推新百余次。

图 22：产品持续创新



资料来源：《2020 新式茶饮白皮书》，西部证券研发中心

公司深度研究 | 奈雪的茶

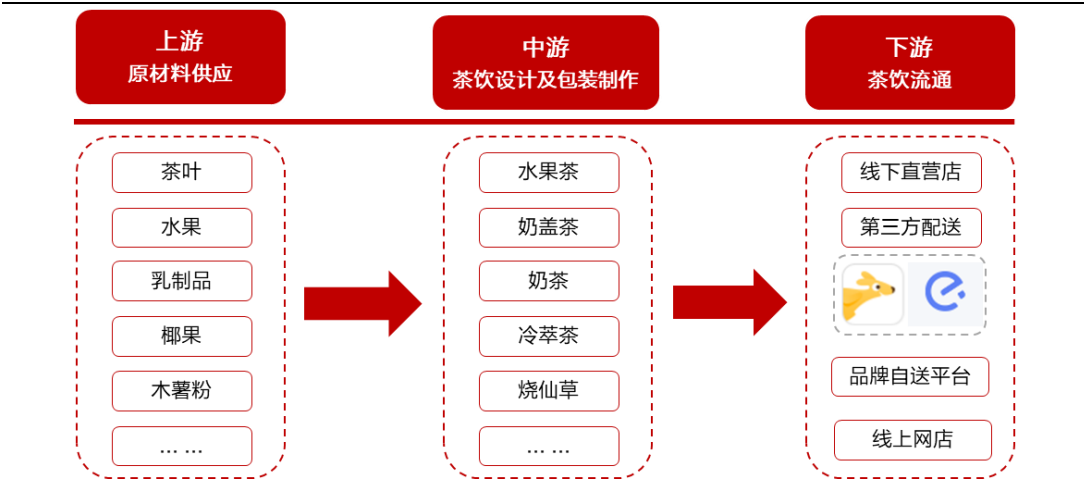
表 4：2020 年奈雪的茶推新百余次

	茶饮	烘焙产品	新零售（除周边产品）
3 月	清欢乌龙宝藏茶、霸气葡萄、miss 可可宝藏茶	大师手作吐司系列、青团包	
4 月	樱花宝藏茶、杨枝甘露宝藏茶、霸气杨梅、霸气酸奶杨梅	蜜汁鸡腿肉三明治、黑椒植物肉三明治、土豆芝士蛋三明治	
5 月	霸气荔枝、霸气荔枝气泡茶	葡萄魔法棒、手撕生吐司、黑糖核桃布、里奥斯、三重爆浆芝士包、抹茶柚子千层、宇治玉露冷泡茶	凤雅锦礼端午礼盒、六味心礼端午礼盒
6 月	金色山脉 QQ 宝藏茶、腊梅凝香冷泡茶、嘍吡柠檬气泡茶、霸气芝士水蜜桃、嘍吡水蜜桃气泡茶	北海道云朵吐司	冻干水果酸奶块系列、冻干水果系列、神仙爆汁宝藏粽
7 月	霸气桃桃莓、霸气车厘子、腊梅凝香×VOSS 冷泡茶、栀香染夏×VOSS 冷泡茶	水蜜桃魔法棒、水蜜桃大福、水蜜桃千层、水蜜桃泡芙等	小圆饼
8 月	霸气绿宝石瓜、霸气好椰、西柚气泡茶		一周好茶、跨界朕的心意中秋礼盒
9 月	厚厚豆乳宝藏茶、霸气红石榴、葡萄撞撞宝藏茶	螺蛳粉软欧包、榴莲千层、水蜜桃千层、藤椒鸭脖包、肉松麻薯吐司	金桂知秋茶礼盒、奈雪薯条
10 月	黑糖珠珠宝藏茶	脆弱蛋挞	伏夏葡萄茶礼盒、奈雪气泡水、一周好茶-炽夏桃韵
11 月	抹茶红豆宝藏茶、蜜桃撞撞宝藏茶		营养代餐奶昔
12 月	霸气生日草莓、冰博克草莓撞撞宝藏茶、超厚芋泥宝藏茶	圣诞限定版草莓千层、草莓魔法棒	一周好茶圣诞限定版、奈雪×WHIKO 谜之奈雪圣诞礼盒

资料来源：微信公众号，西部证券研发中心

能否保持产品的高质量很大程度上取决于能否从可靠供应商取得优质的原材料。奈雪的茶高度重视产品，使用上等茶叶（包括获奖茶叶）、鲜牛奶（而非茶粉及奶精）及新鲜水果来制作茶饮产品，因此，其主要采购的原材料包括茶叶、新鲜乳制品、新鲜水果及鲜榨果汁等，原材料会对茶饮和烘焙产品的品质及口感产生直接重大影响，因此，奈雪的茶一直以来甄选主要原料供应商、优化采购流程，以确保产品的品质及口感始终如一。

图 23：现制茶饮产业链



资料来源：前瞻研究院，西部证券研发中心

原材料由总部采购团队负责集中采购。奈雪的茶所用茶叶直接从知名第三方茶园采购，并会到茶园进行实地探访，以甄选新鲜的茶叶；新鲜水果保质期较短，通常直接与当地农户

合作以确保水果的新鲜度和口味，此外，还与拥有广泛全球业务的可靠进口商合作，获得优质进口水果；**乳制品**只使用上乘产品，其中手工烘焙产品使用进口奶油制作，且为维持新鲜度及品质，鲜牛奶会每 2-3 天配送一次；**鲜榨果汁**，为更好地控制采购成本及确保茶饮的理想口感，于 2020 年 4 月开始与合资格果汁厂直接合作，将优质水果加工成满足特定需求的鲜榨果汁。

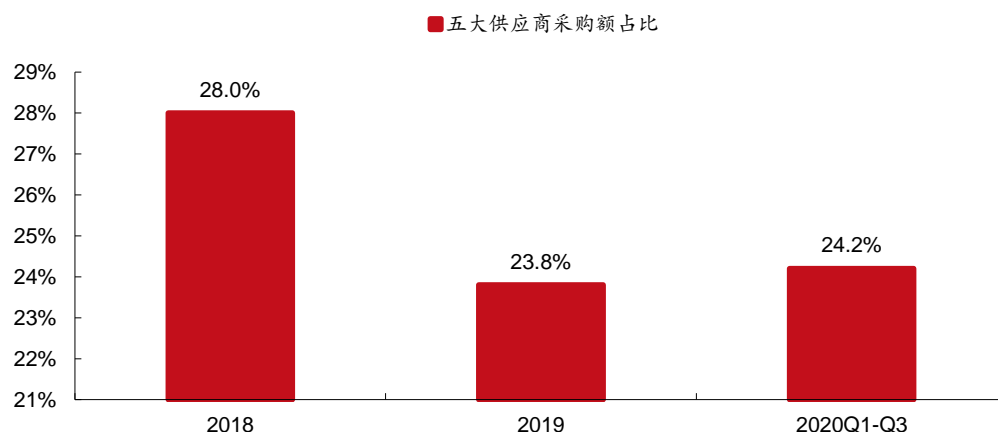
表 5：甄选主要原料的供应商，并优化采购流程

原材料	采购
茶叶	直接从知名第三方茶园采购，如通过独家授权代理商与台湾优质茶园建立多年合作关系，确保阿里山初露的供应；并到茶园进行实地探访，以甄选新鲜的茶叶，所选茶叶将由制造合作方根据公司的规格进行进一步加工。
新鲜水果	保质期通常较短，直接与当地农户合作以确保水果的新鲜度和口味，此外，与拥有广泛全球业务的可靠进口商合作，获得优质进口水果，如智利车厘子、秘鲁青提及以色列西柚等。
乳制品	只使用上乘乳制品，其中，手工烘焙产品使用进口奶油制作；为维持新鲜度及品质，鲜牛奶会每 2-3 天配送一次。
鲜榨果汁	为更好地控制采购成本及确保茶饮的理想口感，于 2020 年 4 月开始与合资格果汁厂直接合作，将优质水果加工成满足公司特定需求的鲜榨果汁。

资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

严格甄选供应商，且为减少对特定供应商的依赖，各主要原材料通常会储备多家供应商，并与可靠的供应商确定并建立稳定、可信赖的业务关系。在委任新供应商之前，采购部门会根据其证书及资质、产能、质量控制系统、原材料来源、销量、顾客概况、可靠性及市场声誉对候选供应商进行预筛选；此外，还会进行实地考察，以确保他们及其产品符合公司的质量标准，公司仅与通过有关预筛选及实地考察的选定供应商合作。截至 2020 年 9 月底，奈雪的茶已与超过 300 名知名原材料供应商开展合作，并与其中十大供应商有平均超过两年的合作关系，其中向前五大供应商采购的份额占比为 24.2%。

图 24：奈雪的茶向前五大供应商采购的份额不超过 30%



资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

自建+第三方仓储物流。仓储物流上，奈雪的茶一方面委聘可靠的当地物流合作方运输原材料及产品，目前已与全国 30 多个物流合作方合作，均具有冷链物流能力；另一方面自有一支由 6 辆车辆组成的内部物流团队，负责在深圳市内送货。此外，在全国拥有 8 个租

赁仓库，其中在深圳的仓库由公司自己运营，余下7个仓库外包给独立第三方。

3.2 打造“第三空间”，多场景、多方式塑造品牌形象

据灼识咨询调查显示，76.7%的受访者表示他们具有强烈的品牌偏好。奈雪的茶通过融入各式各样的艺术、文化及生活元素不断丰富品牌内涵，并将多元化的理念引入广泛标准门店，以进一步提高品牌知名度。自成立以来，奈雪的茶持续受到我国正在崛起的年轻一代的热情追随。

门店面积较大，打造“第三空间”。日本消费观察家三浦展曾说，第四消费时代人们倾向于建立人与人之间的联系，并趋于共享、重视社会，奈雪的茶门店空间相对较大，致力于塑造“第三空间”。目前奈雪的茶拥有标准店和 PRO 店两种店型，普通标准店规模介于 180-350 平米之间，PRO 店规模介于 80-200 平米之间，而喜茶的主力店规模介于 100-200 平米之间，GO 店介于 50-100 平米之间，一点点等中腰部品牌门店面积则更小；**大店既能承载多样产品的制作，又能承载品牌的体验，有利于优化产品结构和空间体验，从而提升品牌形象。**

差异化的店型提供多元空间体验，构建全场景、全服务的品牌。为针对不同消费场景的广泛消费者，奈雪的茶开设了多元化的门店，包括奈雪梦工厂、奈雪的礼物店、奈雪 Bla Bla Bar 等概念店。**奈雪梦工厂**于 2019 年 11 月在深圳开业，是一个多场景的大型体验茶饮店，零售空间面积超过 700 平米，整个空间由 5 个区域无缝对接，有广泛奈雪的茶产品可供选择，如现制茶饮、烘焙产品、酒精饮料、即食茶饮及零食，并配有娃娃机及其他流行游戏设备的零售礼物店；**奈雪的礼物店**安装了娃娃机、奈雪的茶衍生产品抽奖机及其他流行游戏设备，是品牌升级的一环，以探索更具创意及互动性的茶饮体验；**奈雪 Bla Bla Bar** 是一家鸡尾酒屋，其菜单包含一系列带有创意成分（如热带水果及花茶）的鸡尾酒，进一步丰富了产品品类及门店理念，截至 2020 年 9 月底，在国内主要城市（如上海、深圳及杭州）共经营 22 家。

表 6：将多元化的理念引入广泛的奈雪的茶标准店

概念店	门店设计
奈雪梦工厂	一个多场景的大型体验茶饮店，零售空间面积超过 700 平米，整个空间由 5 个区域无缝对接，有广泛奈雪的茶产品可供选择，如现制茶饮、烘焙产品、酒精饮料、即食茶饮及零食，并配有娃娃机及其他流行游戏设备的零售礼物店。
奈雪的礼物店	在门店安装了娃娃机、奈雪的茶衍生产品抽奖机及其他流行游戏设备。
奈雪 Bla Bla Bar	别致的鸡尾酒屋，其菜单包含一系列带有创意成分（如热带水果及花茶）的鸡尾酒，进一步丰富了产品品类及门店理念。

资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

图 25：门店空间大、类型多样



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

通过文化输出加强与消费者的连接，传递品牌文化，塑造品牌形象。奈雪的茶利用各种品牌推广及营销活动来树立品牌形象，扩大顾客范围、增强顾客参与度。一方面，与知名品牌、IP 跨界合作，如与王者荣耀、旺旺、腾讯 PUPU、维他奶、可爱多、四川航空等合作，以开发创新联名产品提高品牌知名度。另一方面，通过微信、小红书及微博等各种社交媒体平台的各种创新的营销活动及特惠活动积极吸引顾客，从而广泛传播公司品牌；据灼识咨询报告，奈雪的茶是国内最早与在线直播平台 KOL 合作的茶饮品牌之一。

图 26：通过各种创新的营销活动及特惠活动积极吸引顾客



资料来源：公司官网，微博，抖音，西部证券研发中心

3.3 数字化进程不断推进，运营效率有望提高

对于新式茶饮企业来说，最大的挑战在于如何在快速变化的不确定环境中做决策，因此数字化建设成为刚需。2020 年，奈雪的茶开始数字化转型，目前已部署全面的技术基础架

构及高级数据分析，能够为产品创新提供信息，支持快速的门店网络扩张，增强质量控制以及根据客户画像自动化生成相应的品牌推广及营销工作，以提高客户购买率。

图 27：数字化转型实现对茶饮企业“人货场”的重置



资料来源：《2020 新式茶饮白皮书》，西部证券研发中心

打造数字化团队。人才是技术开发及应用的核心，目前奈雪的茶数字化团队超百人，由 9 名经验丰富的行业资深人士领导，他们过往在中国及境外的技术巨头（如亚马逊、阿里巴巴、京东及腾讯）的工作岗位上平均累积了十年左右的经验，对食品饮料行业不断增加的技术支持需求的深远见解，加上对创新及数字化转型的不懈关注，为公司的长期成功奠定了基础。

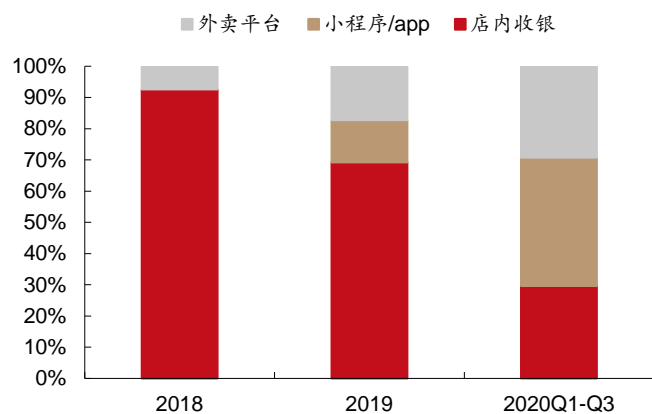
建立会员体系，拓展线上零售，积累用户数据。2019 年 9 月，奈雪的茶开始搭建会员体系，通过数字化的便携会员体系实现线上客户互动，鼓励重复购买，提高顾客忠诚度。客户可通过奈雪的茶微信、支付宝小程序以及应用程序轻松注册会员，找到最近的门店，并下达外卖或自取订单。奈雪的茶会员数量迅速增长，从 2019 年末的 930 万名大幅增长至 2020 年 9 月底的 2320 万名，且 2020Q1-Q3，订单总数中约 49.4%来自于会员，约 41.1%的收入来自于微信、支付宝小程序及应用程序上的订单；2018-2020Q1-Q3，奈雪的茶订单中分别约有 4.4%/12.5%/23.9%为外卖订单。此外，奈雪的茶不断渗透到新的零售渠道（如各种电子商务、短视频及实时流媒体平台）以增加线上业务。

图 28：会员体系及主要功能



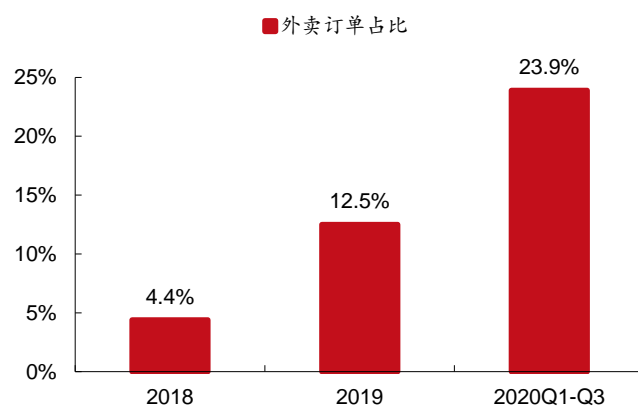
资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

图 29：2020Q1-Q3，约 41%的收入来自于小程序/app 订单



资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

图 30：2020Q1-Q3，订单中约 23.9%为外卖订单



资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

图 31：拓展各种电子商务、短视频及实时流媒体平台等零售渠道



资料来源：天猫，京东，微信，小红书，抖音，西部证券研发中心

分析用户数据，驱动产品创新优化。数字化转型能够通过有效整合来自广泛线上的访问及数据，深入了解客户需求偏好，从而进一步帮助企业进行数字化智能决策并提升经营能力。对于新式茶饮企业来说，借助数字化工具可以在短时间内得到顾客对产品的反馈，更迅速地对产品做出优化调整，并能根据区域、季节、热点等变量因素，提出定制化产品。2020年10月，奈雪的茶推出了专有的集成信息平台 Teacore（目前所有门店均已部署），可整合及处理在运营中各个系统中积累的大量运营数据，从而简化业务运营、改善运营效率；随着数据库的不断扩大，公司还可应用大数据分析来吸引顾客，优化及开发产品，并针对顾客不断变化的喜好及消费场景制定消费及营销工作。

集中、数字化库存管理，提高运营效率及客户体验。库存管理方面，奈雪的茶建立了数字化门店存货管理系统，可实时准确跟踪及智能分析每家门店主要食材的库存水平及有效期，使得公司能够及时、充分地为客户做好库存，优化库存水平及限制整体浪费，从而提高门店整体业绩并确保一致的品质控制。

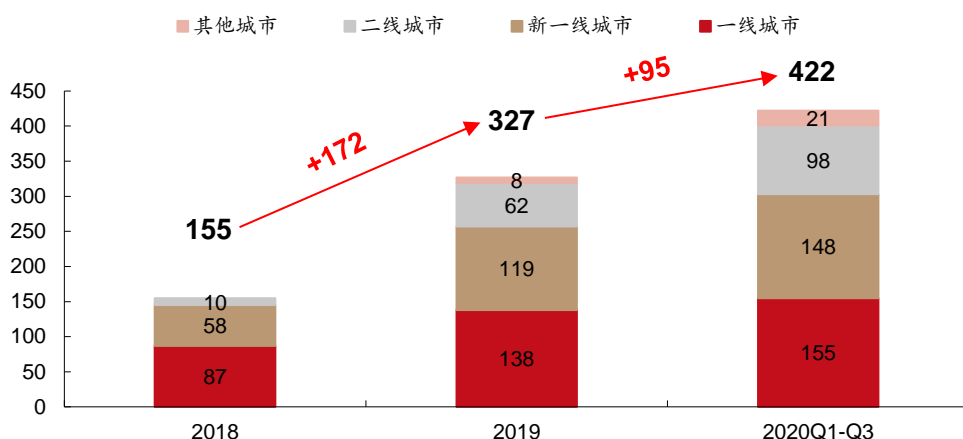
未来将不断升级员工队伍管理、库存管理及其他店内运营系统，进一步优化人工成本及其他运营支出。目前奈雪的茶正在打造智能店员调度系统，将能够根据每家门店的销售模式自动调配人员轮班及订单分配；另一方面，计划进一步优化数字化库存管理系统，使我们能够智能地预测需求、管理库存，自动订购存货，及时为门店安排存货及限制整体浪费；此外，公司还将继续投资于全公司的 IT 基础构架，应用及升级定制的 ERP 及其他运营管理系统，达到集中、标准化总部关键运营功能的目标。

四、PRO店助力盈利能力提升，对标星巴克开店空间广阔

4.1 PRO店为未来扩张的主力军

2017年以来，奈雪的茶门店迅速拓展。据招股说明书显示，奈雪的茶门店从2017年底的44家迅速增加至2020年9月底的422家，2018-2019年净开店111/172家，2020年受疫情影响开店有所放缓，前9个月净开店95家。从门店分布结构来看，目前奈雪的茶门店主要分布在一二线城市，截至2020年9月底，奈雪的茶在一线/新一线/二线/其他城市的门店数分别为155/148/98/21家，其中一二线城市门店占比达95%。

图 32：奈雪的茶门店主要分布在一二线城市（单位：家）



资料来源：奈雪的茶招股说明书，西部证券研发中心

图 33：门店网络拓展至中国大陆 61 个城市、中国香港及日本



资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

目前以标准店为主，未来将大力推进奈雪 PRO 店，实现“轻装上阵”。奈雪的茶店型包括标准店和 PRO 店两种，最新门店数量分别为 493/14 家，PRO 店于 2020 年 11 月才推出，目前仍以标准店为主。未来奈雪的茶将大力推进 PRO 店，据招股说明书显示，公司计划于 21-22 年主要在一二线城市分别开设约 300/350 间门店，其中 70% 规划为 PRO 店。相较于标准店，PRO 店在产品、空间及科技上均有所进化，以实现“轻装上阵”。

产品上，除了茶饮和软欧包，还新增了咖啡、零食，由“两种美好”变成“N 种美好”，其中咖啡定位“日常精品”，仅上新 7 款产品，包括冰博克拿铁、美式咖啡等，定价在 15-24 元之间；此外，还主动进行产品组合搭配，如“桂圆核桃撞撞杯+美式”、“红酱脆肠佛卡夏+拿铁”等，即买即走，满足消费者早餐、下午茶、轻晚餐全时段多场景渗透。

空间上，入驻高级写字楼及高密度住宅社区等区域，布局温暖明亮、简约轻邻，配置长桌、电源插座等设备，落地商务场景，增加宠物区域，为养宠的消费者提供便利；同时，设置双取餐口，缩短取餐等待时间；此外，移除了面包现制室，烘焙产品采用中央厨房统一预制并配送，门店规模缩小至 80-200 平方米，有助于未来门店选址（不必再考虑排烟等方面的要求）、节省成本（减少欧包制作人员等），从而提高门店运营效率。

科技上，支持线上线下多个渠道，打破点单空间的限制，充分满足赶时间的顾客需求。据奈雪的茶相关负责人表示，未来 PRO 店将实现 80% 数字化（扫码点餐、小程序点餐等），全自动流程、机械化操作出品更标准，让用户体验进一步升级。

表 7：奈雪的茶标准店 VS 奈雪 PRO 店

	标准店	PRO 店
选址	高档商圈	高级写字楼及高密度住宅社区等
面积（平方米）	200+	80-200
主要产品	茶饮+现制烘焙产品	茶饮+咖啡+预制烘焙产品+零食
现有门店数（家）	493	14
平均资本投入（万元）	185	125

资料来源：奈雪的茶招股说明书，西部证券研发中心

图 34：PRO 店在产品、空间上均有所进化

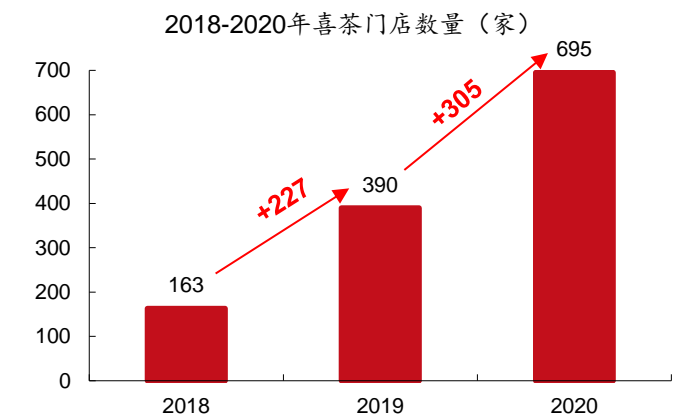


资料来源：官方微信公众号，西部证券研发中心

横向对比来看，喜茶以主力店+GO 店组合拓店。据喜茶 2020 年度报告，截至 2020 年底，喜茶已在海内外 61 个城市开出 695 家门店；喜茶的店型可分为主力店、GO 店以及有话题性和试验性的概念主题店（如 LAB 店、PINK 店、BLACK 店、DP 店以及宠物主题店等），其中主力店全国拥有 500+家，占有门店比例超过 70%；GO 店于 2018 年 6 月推出，目前全国拥有 160+家，占比超过 20%。不同于定位核心商圈、面积较大的主力店，GO

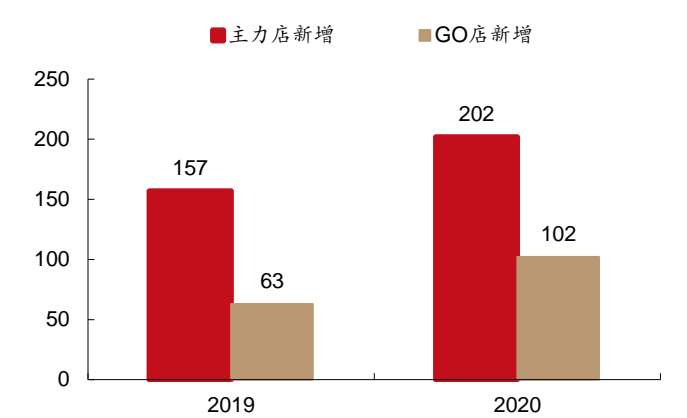
店主要是外卖快闪式的 mini 配置, 选址多为写字楼和社区周边, 面积在 50-100 平方米左右, 仅保留制茶区最基本的功能, 并通过喜茶 GO 小程序线上点单自取。目前喜茶正以主力店 +GO 店组合加速拓店, 19-20 年喜茶主力店分别新增 157/202 家, GO 店分别新增 63/102 家。

图 35: 截至 2020 年底, 喜茶门店总数为 695 家



资料来源: 喜茶 2020 年度报告, 西部证券研发中心

图 36: 喜茶主力店、GO 店门店数变化



资料来源: 喜茶 2020 年度报告, 西部证券研发中心

表 8: 喜茶主力店 VS HEYTEA GO 店

	主力店	GO 店
选址	核心商圈	写字楼和社区周边
面积 (平方米)	100-200	50-100
点单模式	线上+线下点单	线上点单
现有门店数 (家)	500+	160+

资料来源: 喜茶&沙利文《2020 中国新茶饮行业发展白皮书》, 西部证券研发中心

奈雪 PRO 店目前仍处于一个验证期, 对于未来 2-3 年大力扩张该店型是否能成功, 我们持乐观态度: (1) 奈雪 PRO 店产品包括茶饮、咖啡、烘焙和零售等, 烘焙产品 SKU30+ 种, 既可以满足早餐需求, 也能提供下午茶及轻晚餐; 从星巴克的分品类收入来看, 面包类占比并不低 (20%); 短期内产品与喜茶仍具有一定差异性, 喜茶 GO 店的品类以茶饮为主, 烘焙产品 SKU 仅 10+ 种。(2) 奈雪 PRO 店相较于喜茶 GO 店空间更大, 既是放松区, 也是社交场, 满足消费者多场景需求。

表 9: 奈雪 PRO 店与喜茶 GO 店产品对比

品类	细分产品及价格	代表性产品
奈雪的茶 PRO 店 面积: 80-200 m² 	咖啡: 15-24 元	  
	果茶: 25-32 元	
	奶茶: 21-28 元	
	芝士茶/纯茶: 13-22 元	
	气泡水: 5.5 元	
甜品	蛋糕卷: 14-18 元	  
	冰冰包: 9 元	
	软欧包: 14-29 元	
	罐子/芝士蛋糕: 22-45 元	

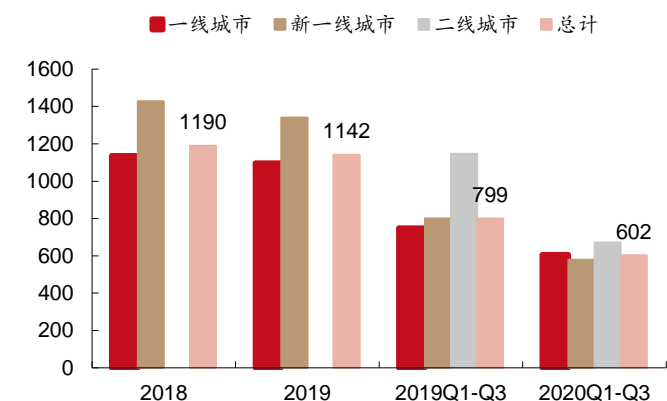
<div>喜茶 GO 店</div> <div>面积: 50 m²</div> <div></div>	零食	饼干、奶块、薯条等: 13-28 元	<div></div>
	茶礼盒	48 元	
	饮品	果茶: 25-33 元	
		奶茶: 19-29 元	
		纯茶: 13-16 元	
	甜品	气泡水: 5.5 元	
		冰棒/雪糕: 9-19 元	
三明治/软欧包: 13-25 元			
茶礼盒	48-288 元		
周边	玻璃杯: 128 元/套		

资料来源: 微信小程序, 公司官网, 西部证券研发中心

4.2 PRO店盈利能力优于标准店

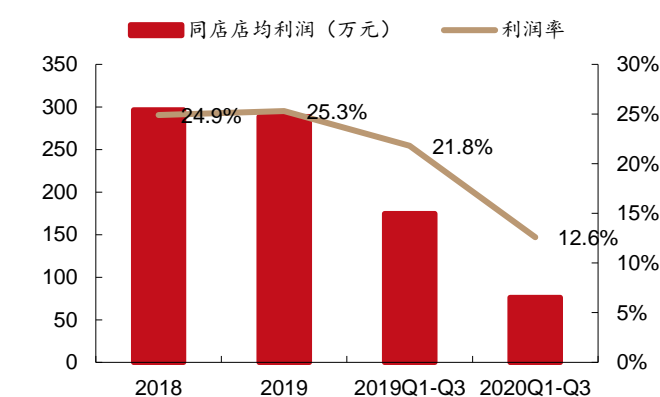
从同店数据来看, 2018-2019 年, 奈雪的茶同店数量为 49 家, 同店店均销售额分别为 1190/1142 万元, 店均销售额略有下降, 主要系门店的持续加密对订单产生了一定的分流效应; 同店利润率分别为 24.9%/25.3%, 随着规模效应的逐步体现有所提升。受疫情影响, 2020 年同店业绩有所下降, 前三季度同店利润率下降至 12.6%, 但 Q3 单季度已恢复至 18.1%。

图 37: 奈雪的茶同店店均销售额略有下降 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 西部证券研发中心

图 38: 奈雪的茶同店利润率水平有所提升



资料来源: 招股说明书, 西部证券研发中心

从费用端来看, 2018~2020Q1-Q3, 公司材料成本占比分别为 35.3%/36.6%/38.4%, 其中原材料成本占比分别为 29.2%/28.1%/29.0%, 包装材料成本占比分别为 6.1%/8.5%/9.4%; 单店人员上, 截至 2020Q3, 奈雪的茶共有 8562 名员工, 其中 831 名在总部及区域办事处工作, 其余为店内员工, 对应单店员工约 18.3 名; 租金开支及物业管理费 (使用权资产折旧+其他租金及开支) 占比分别为 17.8%/15.6%/15.2%。

从单店模型来看, 奈雪 PRO 店要优于标准店, 有利于加速扩张和下沉。1) 标准店: 投资成本 185 万元, 并且于 2018 年及截至 2019Q3 开业的门店整体上实现了 14.7 个月的投资回收期, 单店营收 1100 万元, 对应坪效约 5.5 万元/平方米, 毛利率 63%, 经营利润率 25%; 2) PRO 店: 考虑到产品更丰富、面积更小、人员更少、数字化程度更高, 预计 PRO 店盈利能力将有所提升; 投资成本 125 万元, 投资回收期缩短至 10 个月, 单店营收

800万元，对应坪效约6.7万元/平方米，毛利率65%，经营利润率34%。

图 39：预计奈雪 PRO 店盈利能力将优于标准店

单位：万元	星巴克	海底捞	太二	奈雪的茶 (标准店)	奈雪的茶 (PRO店)
单店营收	700	5000	1400	1100	800
单店面积	100	1000	250	200	120
坪效	7	5.0	5.6	5.5	6.7
营业成本	245	2050	532	407	280
毛利率	65%	59%	62%	63%	65%
人工成本	105	1400	336	187	120
门店人数	10	120	40	18	12
% 营收	15%	28%	24%	17%	15%
租金及物业费	56	200	112	165	80
% 营收	8%	4%	8%	15%	10%
水电气等费用	21	200	56	33	24
% 营收	3%	4%	4%	3%	3%
其他(折旧摊销等)	21	100	42	33	24
% 营收	3%	2%	3%	3%	3%
营业利润	252	1050	322	275	272
营业利润率	36%	21%	23%	25%	34%
单店投资	200	1000	250	185	125
投资回收期(月)	14	10	9	15	10

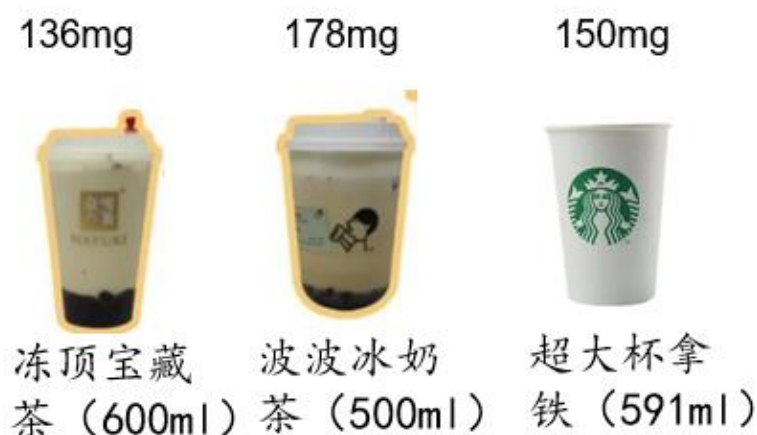
资料来源：招股说明书，草根调研，西部证券研发中心

4.3 对标星巴克，长期开店空间或有望达5000家

虽然当前奈雪的茶目标市场还主要聚焦于消费力更强、开放度更高的一线城市，但参照星巴克、海底捞等餐饮龙头的发展轨迹，一线市场对二三线市场拥有强大的时尚消费引导作用，随着二三线市场消费能力的进一步提升、市场教育的逐步渗透，新式茶饮消费的市场空间将加快打开。

我们认为奈雪的茶长期发展空间可与星巴克进行对标，主要是基于以下原因：(1) 茶饮与咖啡均含有咖啡因，存在一定的成瘾性，起到提神、醒脑作用，且茶饮覆盖人群更广，接受度更高；(2) 从品牌来讲，目前奈雪的茶在品牌调性塑造、品牌故事讲述方面更加专业化和系统化，有望充分利用传统文化和互联网工具；(3) 后发优势，借鉴海外及国内成功与失败经验，在供应链及运营管理方面有望快速学习赶超。

图 40：一杯奶茶与一杯咖啡中咖啡因成分比较



资料来源：人民日报，西部证券研发中心

我们以国内星巴克作为标杆，预测奈雪的茶长期开店空间。中期维度来看（5 年），以当前星巴克静态布局城市作为未来奈雪的茶可以进入的区域，假设奈雪的茶在一线/新一线/二线/三线及以下城市开店密度分别是星巴克对应区域的 50%/40%/30%/30%（综合考虑单店营收差异、进入城市时间等），则奈雪的茶中期开店空间为 1936 家；长期来看（10 年以上），以单店覆盖的人口作为测算依据，目前星巴克在一线/新一线/二线/三线及以下城市单店覆盖的人口分别为 4/10/20/74 万，假设奈雪的茶在一线城市单店覆盖人口达 8 万，而其他线级城市单店覆盖人口数以一线城市作为标杆、以可支配收入作为调节因子来假设，则假设新一线/二线/三线及以下城市单店覆盖的人口分别为 10/15/30 万，对应奈雪的茶长期开店空间或有望达到 5000 家。

收入端测算，假设中期维度下奈雪的茶单店平均年收入规模在 900 万元左右，则收入总规模有望达到 174 亿元，假设利润率水平能够达到 13%（参照星巴克），则对应利润规模为 23 亿元；而假设长期维度下奈雪的茶单店平均年收入规模在 800 万元左右，则长期收入规模有望达到 400 亿元，对应利润规模为 52 亿元。

表 10：中线维度（5 年）开店空间测算

城市分类	城市数	星巴克		奈雪的茶	
	(星巴克已进入城市)	门店数 (家)	单城市门店数 (家)	渗透率 (%星巴克)	潜在开店空间 (家)
一线城市	4	1652	413	50%	826
新一线城市	15	1673	112	40%	669
二线城市	30	905	30	30%	272
三线及以下城市	151	564	4	30%	169
合计	200	4794			1936

资料来源：wind，西部证券研发中心

表 11：长期维度（10 年以上）开店空间测算

城市分类	城市人口（万）	单店覆盖人口（万）	潜在开店空间（家）
一线城市	7300	8	913
新一线城市	17174	10	1717
二线城市	17875	15	1192
三线及以下城市	41651	30	1388
合计	84000		5210

资料来源：wind，西部证券研发中心

五、盈利预测

本报告的盈利预测基于公司招股说明书披露的 2018 年、2019 年以及 2020 年前三季度的数据，因目前披露的历史数据有限，本报告的盈利预测仅为初步预测。

核心假设：

- 1、门店扩张方面：若公司顺利上市，资本助力下公司门店有望加速扩张，根据公司招股书披露的开店计划，假设 2020-2022 年奈雪的茶（净）新开门店数分别为 170/300/350 家，其中 2021-2022 年新开门店中有 70% 为 PRO 店，则预计 2020-2022 年奈雪的茶标准店（净）新开门店数分别为 160/90/105 家，PRO 店（净）新开门店数分别为 10/210/245 家。
- 2、毛利率和费用率方面：2020 年疫情影响供应链，导致阶段性成本上升；2021 年 PRO 店占比提升，带动阶段性毛利率修复，人员成本占比和租金占比也将随之下降。因此，我们假设 2020-2022 年公司毛利率分别为 62.0%/63.5%/63.3%，员工成本费用率分别为 32.6%/29.7%/29.0%，租金费用率分别为 4.0%/3.8%/3.7%。

表 12：奈雪的茶未来三年门店预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
标准店收入（百万元）	910	2292	3052	4769	5595
YoY		152%	33%	56%	17%
门店数（家）	155	327	487	577	682
一线城市	87	138	202	238	280
新一线城市	58	119	167	194	226
二线城市	10	62	94	112	133
三线及以下城市		8	24	33	43
日订单量（单）					
一线城市	694	608	486	535	524
新一线城市	739	642	501	551	540
二线城市	949	754	566	622	610
三线及以下城市		785	589	648	635
客单价（元）					
一线城市	41.7	42.5	43.4	43.8	44.2
新一线城市	44.6	42.7	42.7	43.1	43.6
二线城市	48.7	45.5	43.2	43.7	44.1
三线及以下城市		47.5	45.1	45.6	46.0
PRO 店收入（百万元）			6	909	2699
YoY				14553%	197%
门店数（家）			10	220	465
一线城市			8	92	190
新一线城市			2	65	139
二线城市			0	42	91
三线及以下城市			0	21	45
日订单量（单）			544	571	560
客单价（元）			38.0	38.4	38.8

奈雪的茶收入合计（百万元）	910	2291	3058	5677	8295
YoY		152%	33%	86%	46%

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

表 13：公司未来三年盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1087	2502	3268	5887	8505
YoY		130%	31%	80%	44%
其他收入（百万元）	3	6	139	0	0
毛利率（%）	64.7%	63.4%	62.0%	63.5%	63.3%
员工成本（%）	31.3%	30.0%	32.6%	29.7%	29.0%
其他租金及相关开支（%）	6.7%	5.1%	4.0%	3.8%	3.7%
水电开支（%）	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
使用权资产折旧摊销（%）	11.1%	10.5%	11.2%	8.2%	7.4%
其他资产的折旧摊销（%）	3.7%	3.7%	2.2%	1.5%	1.4%
广告及推广开支（%）	3.6%	2.7%	2.7%	2.4%	2.2%
配送服务费（%）	1.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%
财务费用（%）	4.2%	3.8%	3.4%	2.4%	2.2%
其他费用（%）	5.4%	4.9%	4.5%	4.2%	4.0%
上市开支（百万元）				50	
营业利润（百万元）	-47	-43	-154	347	750
营业利润率（%）	-4.4%	-1.7%	-4.7%	5.9%	8.8%
归母净利润（百万元）	-66	-39	-140	254	548

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

盈利预测：综合以上假设，我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 32.68/58.87/85.05 亿元，归母净利润分别为 -1.40/+2.54/+5.48 亿元。

六、风险提示

行业竞争加剧。现制茶饮作为一条空间广阔的黄金赛道或将吸引越来越多的玩家入局，导致现制茶饮同质化严重，也意味着消费者或将降低对品牌的忠诚度，导致公司客流和客单价的下滑。

疫情反复。若疫情出现严重反复，一系列限制措施必将随之出现，如限制茶饮店营业时间、甚至全店停业等，这将在不同程度上对茶饮企业的正常经营造成负面影响。

食品安全风险。若茶饮店出现食品安全事件，如使用腐烂的水果等原材料、包装容器清洗消毒不到位、产品包装密封不严、储运条件控制不当等卫生问题被曝光，将损害品牌形象及公司声誉。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	186	81	110	217	621	营业收入	1087	2502	3268	5887	8505
贸易及其他应收款项	61	136	183	330	477	营业成本	384	916	1242	2149	3121
存货净额	38	78	106	183	266	员工成本	340	751	1064	1748	2470
受限制银行等价物	0	0	0	0	0	租金费用	73	127	131	224	315
流动资产合计	285	295	399	730	1364	水电开支	24	52	67	122	176
物业、厂房及设备	254	451	544	753	975	使用权资产折旧摊销	120	261	366	482	627
使用权资产	727	1170	1489	2006	2544	其他资产折旧摊销	40	93	71	85	118
无形资产	0	1	1	1	1	其他开支	107	249	369	590	740
其他非流动资产	78	134	196	319	457	财务费用	46	96	111	141	189
非流动资产合计	1059	1756	2229	3078	3976	利润总额	(47)	(43)	(154)	347	750
资产总计	1344	2051	2628	3808	5341	所得税费用	22	(3)	(11)	87	187
银行贷款	2	55	55	55	55	净利润	(70)	(40)	(143)	260	562
贸易及其他应付款	241	390	529	915	1329	少数股东损益	(4)	(1)	(4)	7	14
其他流动负债	607	781	1129	1441	1753	归属母公司净利润	(66)	(39)	(140)	254	548
流动负债合计	850	1226	1713	2412	3138						
租赁负债	596	962	1191	1403	1635	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
其他长期负债	8	12	15	26	37	盈利能力					
长期负债合计	604	974	1207	1429	1673	ROE	60%	26%	48%	-797%	103%
负债合计	1454	2200	2920	3840	4810	毛利率	65%	63%	62%	64%	63%
归属母公司股权权益	(107)	(146)	(286)	(32)	516	营业利润率	-4%	-2%	-5%	6%	9%
少数股东权益	(3)	(3)	(7)	(0)	14	销售净利率	-6%	-2%	-4%	4%	6%
负债和股东权益总计	1344	2051	2628	3808	5341	成长能力					
						营业收入增长率		130%	31%	80%	44%
现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润增长率		10%	-261%	325%	116%
净利润	(70)	(40)	(143)	260	562	归母净利润增长率		41%	-261%	282%	116%
折旧摊销	160	354	437	567	745	偿债能力					
营运资金变动	43	29	13	75	82	资产负债率	108%	107%	111%	101%	90%
其他	68	73	(363)	(470)	(615)	流动比	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4
经营活动现金流	201	416	(56)	432	774	速动比	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4
资本支出	(201)	(289)	(172)	(324)	(369)						
其他	(8)	(2)	0	0	0						
投资活动现金流	(209)	(291)	(172)	(324)	(369)						
债务融资	348	62	257	0	0						
权益融资	0	0	0	0	0						
其它	(167)	(291)	0	0	0						
筹资活动现金流	181	(229)	257	0	0						
汇率变动	0	0	0	0	0						
现金净增加额	186	81	110	217	621						

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
增持：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
中性：公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
卖出：公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。