

中信证券研究部

姜娅
首席消费产业
分析师
S1010510120056杨清朴
社会服务分析师
S1010518070001刘济玮
社会服务分析师
S1010521010002

核心观点

新式茶饮开启现制茶饮高速增长新阶段，连锁品牌持续快速展店促进茶饮品类对消费者心智的占领，而当前人均消费量仍然较低，行业潜在空间广阔。行业进入品牌化阶段，头部品牌提速展店，依托于供应链支持和品牌认知度的不断加强，其规模效应日益显著，集中度料将持续提升。我们认为，现制茶饮目前处于高速增长的行业红利期，同时基于消费升级大背景和市场培育成熟度，赛道成长性强且具高确定性，建议把握赛道高增机遇下的投资机会。

■ 高成长赛道，潜在空间广阔。当前大陆地区现制茶饮人均消费量低，我们测算出 2019 年人均年消费杯数仅 6 杯，远低于台湾地区的 44 杯；而增速较高，2014-18 年收入 CAGR 达 20%。需求变革下，现制茶饮行业经历了粉末时代和街头时代，于 2017-18 年迎来了新式茶饮的爆发式增长阶段，门店数同比增幅达 74%。头部品牌积极创新和行业规模的快速扩张下，现制茶饮品类已初步实现了对消费者心智的占领，渗透率持续提升；疫情后回暖迅速，消费韧性得到验证。我们从需求端切入，测算出 2019 年市场规模约 940 亿元，至 2030 年规模预计至少达 3,510 亿元，对应 2019-30 年行业 CAGR 预计为 12.7%，行业持续快速增长趋势明确。

■ 百花齐放，品牌初现。经过前期粗放式发展，现制茶饮已经进入品牌化发展阶段。疫情加快竞争格局重塑，推动市场集中度提升，2020 年 8 月门店数 CR5 达 5.4%，同增 70.6%。对比星巴克在美国咖啡市场 36.8% 的市占，现制茶饮头部企业潜在空间广阔。价格带维度，目前各品牌基本覆盖了 5-40 元全价格带，高中低端市场划分较为清晰。模式来看，直营赛道喜茶和奈雪的茶稳居第一梯队，茶颜悦色引领区域品牌开始对外扩张，品牌价值初步形成；加盟模式转型为供应链驱动，目前品牌和市场增长均较快，头部集中趋势明显。展望未来，我们测算中短期内单个直营品牌标准店（覆盖核心商圈、购物中心）数量潜力至少 1,325 个，年收入有望过百亿；单个品牌加盟或直营小店覆盖交通枢纽等流量商圈，对标百胜中国存 2 万家展店空间，单店收入规模相对小，但门店数量空间大、对应单个品牌收入也将是百亿以上。而利润率层面，直营模式预计优质成熟品牌店经营利润率超 20%，与餐饮连锁业态门店利润率基本相当，但坪效明显高出。

■ 供应链为核心，两大模式错位竞争，静待龙头诞生。通过供应链管理保证品质和效率是现制茶饮竞争的关键，而认知度提升后品牌价值的实现将为新式茶饮企业塑造强有力的护城河，未来将为企业带来二次成长机会。我们认为，直营模式需投入、需时间，但将铸就品牌护城河；而做好单店模型、广铺门店做物料供应的加盟模式短期成功率高，但长期延展性存疑。对比行业参与者，直营龙头未来二次成长机会更大，头部两大品牌中喜茶品牌策略更符合目标用户需求、门店模型轻捷高效、数字化管理能力业内领先，综合实力占优；加盟类比拼供应链内功和加盟管理能力，头部玩家把握行业重整机会提速展店，品牌势能强劲。

■ 行业、资本双重红利，龙头估值预计不低。行业高成长背景下，资本持续加码新式茶饮赛道，一级市场 2018 年至今千万元及以上融资事件二十多起，金额占餐饮行业整体融资额比重由 2019 年 6.6% 提升至 2020 年 24.4%，头部品牌喜茶 2020 年 3 月最新一轮融资投后估值 160 亿元；二级市场海外可比公司星巴克当前对应 2021 年 PE 为 36 倍，港股餐饮公司海底捞、九毛九对应 2021 年 PE 分别为 58 倍和 73 倍，国内餐饮加盟头部企业绝味食品、巴比食品对应 2021 年 PE 分别为 48 倍和 51 倍。现制茶饮行业成长性强、头部品牌集中度还将提升，赛道龙头短期将可支撑较高估值，综合当前市场环境预计二级估值将超过 50 倍。

■ 风险因素：食品安全；疫情影响超预期；人力成本、食材成本大幅上涨；社保、消防等规范收紧影响经营；现制饮品新品类出现，赛道竞争加剧的风险等。

■ 投资建议：对标台湾茶饮市场和全球咖啡市场，当前大陆茶饮消费渗透率仍然较低，行业空间大。疫情后头部品牌提速展店，依托于供应链支持和品牌认知度的不断加强，头部企业规模效应日益显著，龙头集中度料将持续提升，同时行业、资本双重红利下，龙头估值溢价预计明显。目前行业内还没有上市公司，受限于公开数据有限，我们暂未进行具体比较，但基于对各品牌的基本战略、门店草根，我们建议：对直营模式中品牌认知度最高、运营水平为行业标杆、综合实力突出的喜茶，关注其持续创新能力，以及零售业务和子品牌拓展情况；对首创扩品销售、打造第三空间的奈雪的茶，关注其门店模型的优化和补充；对产品竞争力强而体验价格比高的茶颜悦色，关注其扩张能力；对低端市场龙头蜜雪冰城，关注其低线市场展店速度、加盟店盈利情况变化以及高端业务线发展；对以强供应链保障高性价比的古茗，关注其拓店势能和区域扩张情况。

目录

赛道升级开启高速增长.....	1
居民收入提升是基础推动力.....	1
需求变革驱动现饮升级.....	7
供给发力加速市场培育.....	10
量价齐升，现制茶饮市场海阔凭鱼跃.....	15
品牌化阶段，集中度趋升.....	19
商业模式：强调综合体验的连锁直营 vs 供应链驱动的品牌加盟.....	19
竞争要素：自下而上品质为本，自上而下品牌为纲.....	23
竞争格局：细分格局日渐清晰，龙头规模可期.....	26
咖啡/餐饮与茶：异质属性下的跨界趋势.....	36
中国现制茶饮头部品牌概况.....	41
喜茶：灵感中国茶，全能领军者.....	42
奈雪的茶：“茶+软欧包”独创组合，打造茶饮“第三空间”.....	45
茶颜悦色：中端直营品牌，从区域走向全国.....	52
蜜雪冰城：站稳低线，展店加速.....	54
古茗：原料+供应链打造性价比优势，“百里挑一”保证加盟门店品质.....	55
风险因素.....	57
总结：行业空间大、品牌化初起、押注“好公司”.....	57

插图目录

图 1: 城镇和农村居民人均可支配收入稳定增长 (元)	1
图 2: 城镇和农村居民人均消费支出同步提升 (元)	1
图 3: 四种类型咖啡市场	2
图 4: 现制茶饮店人均消费价格分布	2
图 5: 可接受单价 25-35 元茶饮的消费者占比提升	2
图 6: 现磨咖啡、现制茶饮每人每年平均消费量 (杯)	3
图 7: 现制茶饮消费人群常住地分布	3
图 8: 中国 1990-2009 年出生人口数 (万人)	3
图 9: 现制茶饮不同年龄消费者占比	4
图 10: 现磨咖啡不同年龄消费者占比	4
图 11: 2018 各国人均咖啡消费杯数	4
图 12: 2018 各国人均咖啡消费量 (kg/人)	4
图 13: 全球咖啡市场体量	5
图 14: 中国咖啡、现磨咖啡市场体量及增速	5
图 15: 日本咖啡豆进口与经济发展情况	5
图 16: 日本人均饮用速溶、现磨和罐装咖啡量 (杯/周)	6
图 17: 中国 2004-13 年和日本 1964-1973 年咖啡消费量对比 (千袋)	6
图 18: 中国现磨咖啡和新式茶饮市场规模 (亿元)	6
图 19: 现制茶饮行业在中国市场的变迁	7
图 20: 现制茶饮门店数量 (万家)	7
图 21: 16Q3-18Q3 分线级现制茶饮门店增速	7
图 22: 消费者重视商品设计的程度	8
图 23: 新式茶饮消费者考虑因素	8
图 24: 2020Q2 中国消费者新式茶饮购买场景	9
图 25: 新式茶饮的消费场景关键词	9
图 26: 偏好国货的消费者占比	9
图 27: 年轻消费者对中国品牌关注度增长最高	9
图 28: 三类咖啡高价值消费人群的一线城市占比均明显较高	10
图 29: 新式茶饮消费者购买频率分布	10
图 30: 宽裕小康和大众富裕家庭百分比 (%)	10
图 31: 分线级茶饮果汁门店数量占比 (2020 年 10 月)	10
图 32: 不同餐饮服务业态受疫情影响程度对比	11
图 33: 常见饮品咖啡因杯含量对比	11
图 34: 咖啡消费者搭配偏好	12
图 35: 新式茶饮消费者搭配偏好	12
图 36: 消费者偏好的新式茶饮配料	12
图 37: 消费者偏好的新式茶饮糖度	12
图 38: 中国精品咖啡和茶饮门店总数及增速	13
图 39: 部分现制饮品连锁品牌门店数	13
图 40: 新式茶饮消费方式占比	13
图 41: 中国餐饮业外卖+自提收入规模及占比	13
图 42: 星巴克销售费用率和广告费用率	14
图 43: 瑞幸咖啡营销费用率和广告费用率	14

图 44: 台湾茶饮消费者细分品类消费比例	16
图 45: 台湾手摇茶饮购买者及其购买量占比	16
图 46: 台湾饮料业规模及增速	16
图 47: 台湾饮料业门店数量及增速	16
图 48: 2018 年现制茶饮消费者购买动机分布	17
图 49: “疫情结束后, 大家最想喝什么”回答频次统计	18
图 50: 2020 年国庆微信奶茶消费数据	18
图 51: 2020 年 8 月各线下业态门店数量同比增速	18
图 52: 2020 年 8 月餐饮业各业态门店数量同比增速	18
图 53: 以供应链驱动的茶饮品牌加盟盈利模式	21
图 54: 代表性直营餐饮品牌门店经营情况 (2019 财年)	22
图 55: 代表性加盟餐饮品牌经营情况 (2019 财年)	22
图 56: 2019 财年餐饮上市公司回报率比较	22
图 57: 现制茶饮 SKU 丰富	23
图 58: 现制茶饮消费者性别比例	24
图 59: 代表性咖啡品牌消费者性别比例	24
图 60: 茶饮行业产业链	25
图 61: 2020Q2 年消费者可接受排队时长	25
图 62: 瑞幸咖啡和喜茶吧台员工数对比	25
图 63: 消费者购买新式茶饮时主要选择少数几个品牌	26
图 64: 茶饮果汁门店分布不均	26
图 65: 疫情后各餐饮业态 CR5 及 CR5 变动情况	27
图 66: 头部茶饮品牌 12 个月内展店速度高于行业水平	27
图 67: 茶饮连锁品牌价格图谱	28
图 68: 2019 年美国现磨咖啡品牌收入份额	30
图 69: 不同等级城市购物中心数量	31
图 70: 2016-2020 年中国咖啡店数量	32
图 71: 中国精品咖啡和茶饮门店的连锁化率逐年提升	32
图 72: 星巴克中国市场收入及其在中国现磨咖啡市场份额	32
图 73: 星巴克在中国门店数及其占咖啡店总数比例	32
图 74: 咖啡产品及品牌价格带	33
图 75: 星巴克在中国的开店情况	34
图 76: Costa 在中国的开店情况	34
图 77: 不同等级城市饮品门店占比 (2020 年 10 月)	36
图 78: 不同等级城市咖啡门店占比 (2020 年 10 月)	36
图 79: 中国即饮咖啡品牌销量 (百万升) 及市占率	38
图 80: 星巴克速溶咖啡在淘系平台的销售额 (万元)	38
图 81: 2016 年~2020 年湊湊门店数量	39
图 82: 截至 2020 年底湊湊全国分布图	39
图 83: 湊湊“中式新禅风”装修吸引客流	40
图 84: 湊湊茶饮产品矩阵	40
图 85: 茶米茶瞄准早餐、下午茶市场	40
图 86: 茶米茶门店 SKU 丰富, 不同门店菜品不同	40
图 87: 海底捞 DIY 茶饮模式	41
图 88: DIY 茶饮提供多种材料, 提供自制奶茶乐趣	41
图 89: 喜茶门店分布图	42

图 90: 2019 年中国茶饮前五大品牌及其品牌力评分	42
图 91: 喜茶让年轻人爱上喝茶.....	42
图 92: 喜茶消费者推荐菜品榜单	43
图 93: 喜茶各系列代表产品及售价	43
图 94: 小程序推出后 2019 年喜茶消费者行为和体验变化	44
图 95: 喜茶取茶柜.....	44
图 96: 以喜茶 Go 小程序为入口的数字化管理架构.....	44
图 97: 奈雪的茶关注人群性别分布	45
图 98: 奈雪的茶杯体设计	45
图 99: 奈雪的茶各系列代表产品及售价	46
图 100: 奈雪的茶消费者推荐菜品榜单（黑色为欧包）	46
图 101: 高端新式茶饮品牌客单价对比（乐乐茶和奈雪的茶同属于“茶饮+烘焙”组合模式）	46
图 102: 小程序口径喜茶、奈雪的茶门店分布对比（2021 年 1 月）	47
图 103: 喜茶近三年开店时序图.....	47
图 104: 奈雪的茶近三年开店时序图	47
图 105: 奈雪的茶门店	50
图 106: 喜茶门店结构演变	50
图 107: 喜茶 Go 小程序活跃用户数及下单占比	51
图 108: 喜茶、奈雪的茶、茶颜悦色微博指数对比（2020 年 8-11 月）	51
图 109: 茶颜悦色各系列产品及售价	52
图 110: 茶颜悦色长沙门店分布（2020 年 10 月）	52
图 111: 茶颜悦色获《第一财经》“金字招牌”评选茶饮类第一名	53
图 112: 茶颜悦色、喜茶、奈雪的茶评价对比	53
图 113: 茶颜悦色关于奶茶量的澄清说明	54
图 114: 蜜雪冰城近三年开店时序图.....	55
图 115: 蜜雪冰城在低线市场的占比较高	55
图 116: 蜜雪冰城五大仓库	55
图 117: 河南总仓车间图.....	55
图 118: 古茗门店数量及增速	56
图 119: 古茗门店数量前十大省.....	56
图 120: 古茗茶饮微信小程序用户数量（万人）	56
图 121: 九大仓配中心覆盖全国 90%+终端门店	56

表格目录

表 1：2019 年不同餐饮业态经营数据对比	11
表 2：部分现制饮品品牌的融资情况	14
表 3：台湾茶饮头部品牌清心福全、五十岚、CoCo 都可发展情况对比	17
表 4：现制茶饮行业规模测算	19
表 5：高端新式茶饮门店成熟期经营模型测算	20
表 6：代表性加盟品牌收费情况	21
表 7：代表性新式茶饮直营品牌基本情况对比	28
表 8：头部加盟品牌对比	29
表 9：传统精品咖啡品牌全球经营情况对比	33
表 10：中国咖啡店市场各类型代表性品牌对比	34
表 11：各咖啡连锁品牌自 / 外卖业务	36
表 12：同一商圈周日茶饮和咖啡门店情况对比	36
表 13：现制饮品企业多品牌跨界经营情况	38
表 14：餐饮企业纷纷入局茶饮市场	39
表 15：头部品牌经营情况及消费者评价对比	41
表 16：喜茶和奈雪的茶融资情况	48
表 17：喜茶和奈雪的茶用户评价对比	48
表 18：喜茶和奈雪的茶营销活动对比	48
表 19：喜茶和奈雪的茶特殊店型对比	49
表 20：烘焙品牌经营模式对比	50
表 21：喜茶和奈雪的茶气泡水即饮饮料销售渠道对比	51
表 22：茶颜悦色、喜茶、奈雪的茶奶油顶代表性产品对比	52

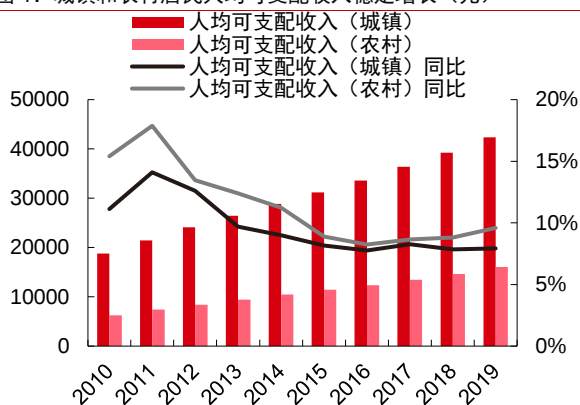
赛道升级开启高速增长

居民收入提升是基础推动力

参考美、日消费变迁，可以总结出消费升级的一般路径，即从大众消费到品牌化消费，再到理性回归的个性化消费时代，需求端结构变化是供给端升级的重要原因。当前我国处于品牌化消费和个性化消费共生发展的阶段，消费者可支配收入的提升和消费理念改变为现制饮品行业提供了快速增长的催化剂。

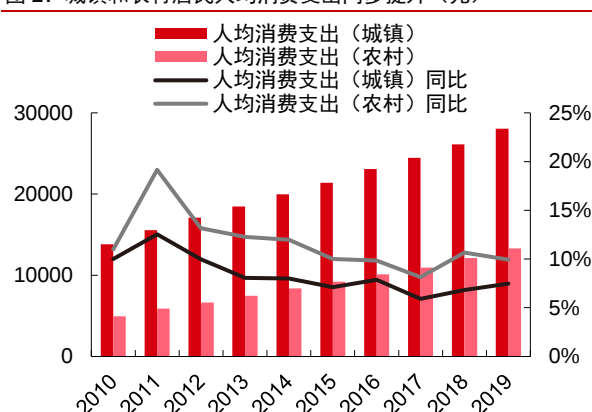
2016年初至2019年末，中国人均居民可支配收入从21,966元增长至30,733元，年增速稳定在9%左右，高于GDP增速。与此同时，家庭收入和资产分布分化较为明显，2003-19年中国居民收入基尼系数虽整体呈下降趋势，但一直高于0.4这一国际警戒线标准。**居民收入提升但结构分化，造成明显的消费分层现象。**高线城市总体已经逐渐步入理性消费时代，中产人群不断扩大，成为高线消费的中流砥柱，收入分化和高房价产生的挤出效应等都使理性回归成为消费升级新阶段的重要趋势。相对低线的市场消费升级则以品牌化为核心，一方面房价上升的财富效应大于挤出效应，居民边际消费倾向提升；另一方面，城镇化水平快速提高，带动消费水平提升。

图 1：城镇和农村居民人均可支配收入稳定增长（元）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

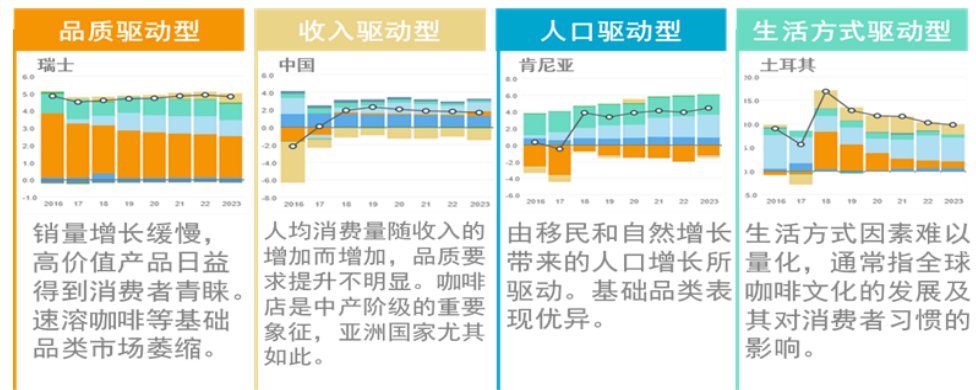
图 2：城镇和农村居民人均消费支出同步提升（元）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

居民收入提升是现制饮品行业发展的基础推动力。根据 Euromonitor 的分类方法，咖啡市场发展的驱动因素包括品质追求、收入增长、人口增长、生活方式四种。类比而言，我国现制饮品行业目前主要属于收入驱动市场，可选属性仍然较强，需求存在一定弹性，客单价和消费频次与人均可支配收入密切相关。

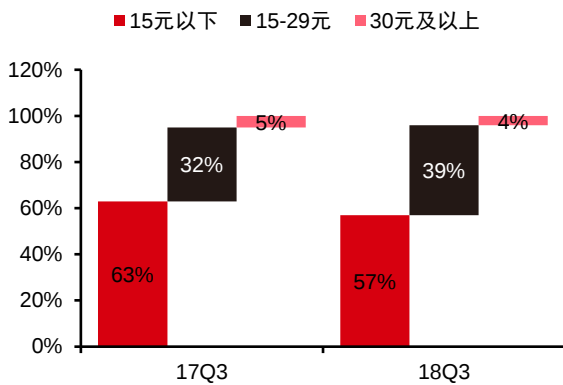
图 3：四种类型咖啡市场



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

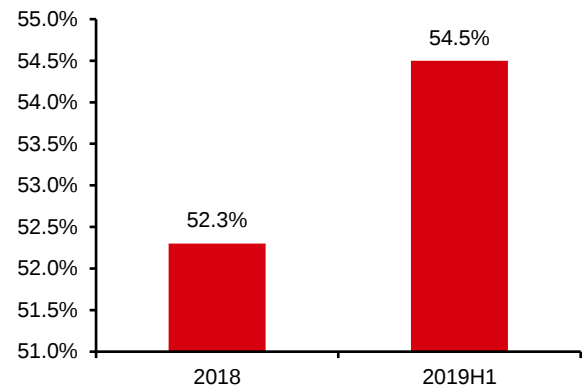
随着居民收入水平的提高，25-35 元/杯的饮品日益为人们接受，现饮产品的价格带也基本实现 5-40 元/杯的广泛覆盖。

图 4：现制茶饮店人均消费价格分布



资料来源：美团点评，中信证券研究部

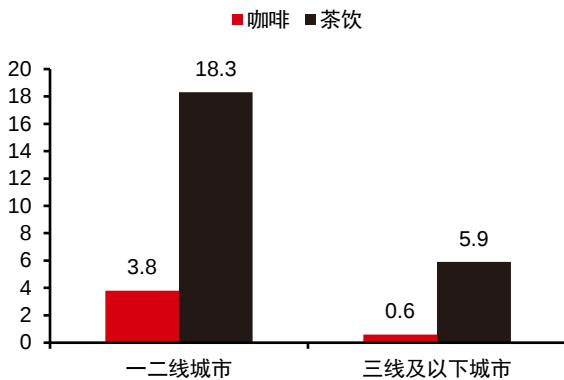
图 5：可接受单价 25-35 元茶饮的消费者占比提升



资料来源：餐宝典，艾媒咨询，中信证券研究部

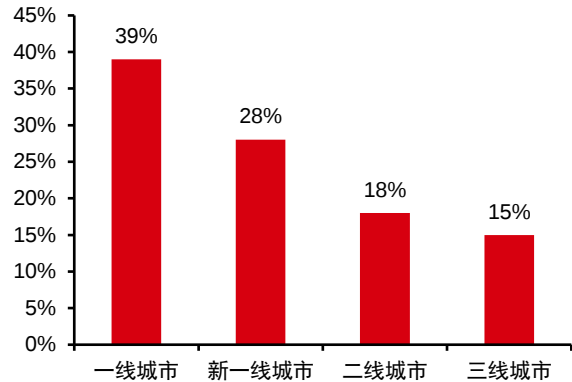
细分来看，收入分化带来的消费分层现象在现制饮品行业表现得较为明显，高线市场渗透率显著高于低线，正逐渐由收入驱动向品质驱动转变。根据瑞幸咖啡招股书，2018 年我国一二线城市人均现磨咖啡消费量为 3.8 杯/年，而三线及以下城市仅为 0.6 杯/年；根据产业信息网数据，我们测算 2019 年一二线城市现制茶饮人均消费量达 18.3 杯/年，三线及以下城市仅 5.9 杯/年。

图 6：现磨咖啡、现制茶饮每人每年平均消费量（杯）



资料来源：瑞幸咖啡招股书，中国产业信息网，中信证券研究部

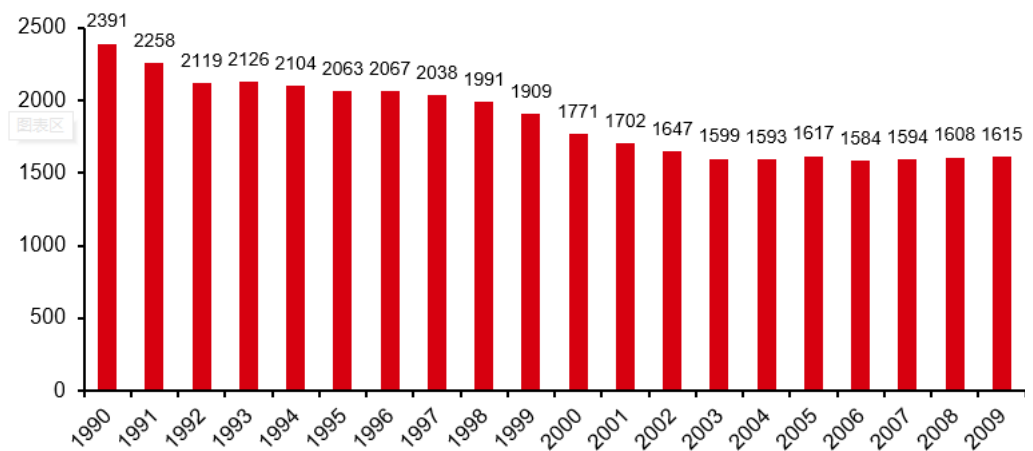
图 7：现制茶饮消费人群常住地分布



资料来源：《2019 新式茶饮消费白皮书》(36Kr 研究院，奈雪的茶)，中信证券研究部

基于人口出生率以及人口年龄结构变动趋势判断，未来五年，90 后成为 25-35 岁区间内的成熟消费者，伴随经济自主权和经济实力的逐渐增大，预计将为消费产业带来人口结构红利。根据国家统计局披露的人口年龄结构数据测算，90 后人口规模约为 1.84 亿，Z 世代人数约为 2.27 亿。

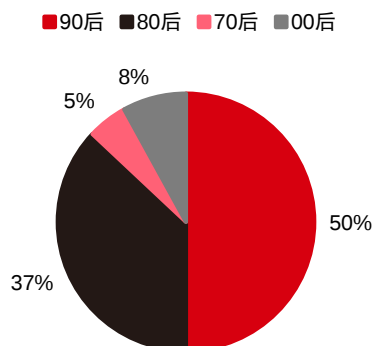
图 8：中国 1990-2009 年出生人口数（万人）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

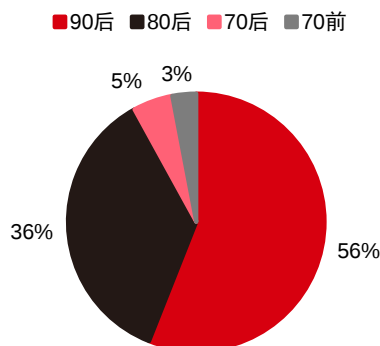
90 后是现制饮品消费的主力军，占现制茶饮和现磨咖啡消费者比例达一半以上。冲调奶茶和现磨咖啡上世纪 90 年代进入大陆市场，90 后的成长过程恰好是这两类饮品进行市场培育和逐渐普及的关键阶段，其中奶茶更是一开始就瞄准学生市场，凭借低廉的定价、新奇的口味占领了广大 90 后消费群体的心智，产生了一定的品类粘性。**90 后消费能力的提升、对消费体验价格比的重视以及个性化的消费态度，都将促进现制饮品规模继续扩大。**

图 9：现制茶饮不同年龄消费者占比



资料来源：《2019 新式茶饮消费白皮书》（36Kr 研究院，奈雪的茶），中信证券研究部

图 10：现磨咖啡不同年龄消费者占比



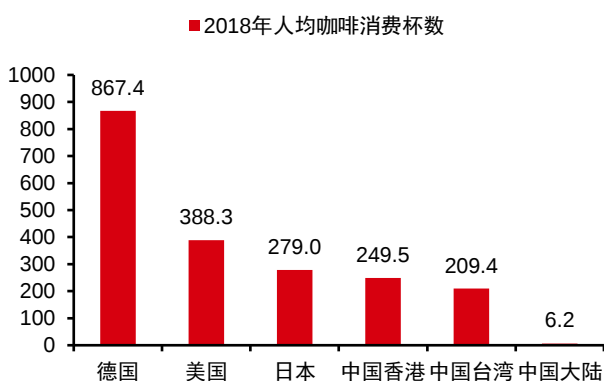
资料来源：《2018-2019 中国咖啡消费蓝皮书》（36Kr 研究院，奈雪的茶），中信证券研究部

现制饮品消费发展的可参考路径

中国大陆咖啡市场发展仍处于早期阶段，2018 年人均咖啡消费 6.2 杯，远低于美国（388.3）、中国台湾（209.4）、中国香港（249.5）以及日本（279.0）。其中，由于消费习惯尚未形成，现磨咖啡占比较低，年均消费量仅 1.6 杯/人。从门店覆盖密度来看，目前，中国大陆约有 10 万家咖啡店，每百万人平均拥有门店数为 71 家，而根据 Statista，2019 年美国有 37,274 家咖啡店，每百万人平均拥有门店数为 114 家。

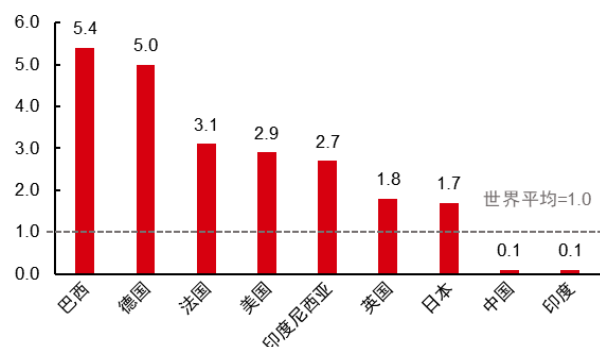
与之相对的是快速增长的市场规模和较高的行业天花板。根据沙利文（转引自瑞幸咖啡招股书），2013-18 年中国咖啡市场体量由 156 亿人民币增至 569 亿人民币，CAGR 达 29.5%；同期全球咖啡市场规模 CAGR 仅为 6.5%。

图 11：2018 各国/地区人均咖啡消费杯数



资料来源：沙利文（转引自瑞幸咖啡招股书），中信证券研究部

图 12：2018 各国人均咖啡消费量（kg/人）

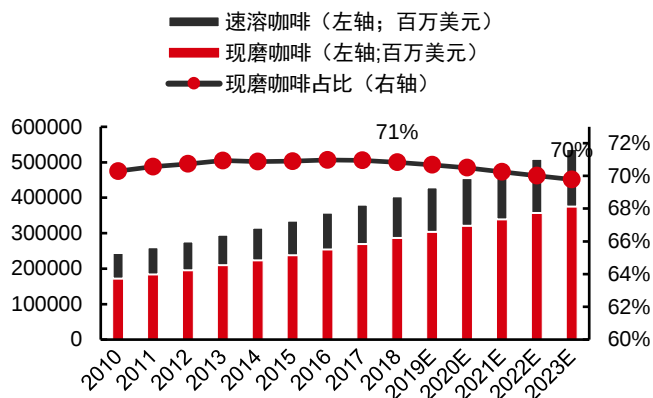


资料来源：全日本咖啡协会，中信证券研究部

消费结构上，中国呈现出速溶为主、现磨高速增长态势。全球范围内现磨咖啡销售占比为 70%，目前我国咖啡消费仍以速溶为主，现磨咖啡占比仅四分之一，低于成熟咖啡市场（美国 80.7%，日本 63.1%）。随着消费升级，现磨咖啡占比不断提升，2013-18 年消费体量 CAGR 达 46.9%，高于全行业增速，人均消费杯数也由 2013 年的 0.3 杯提升至

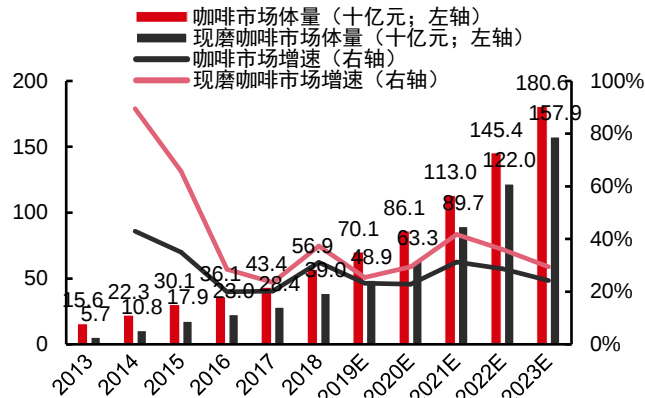
2018 年 1.6 杯。沙利文预测，2023 年中国现磨咖啡市场收入规模将达到 1579 亿元（转引自瑞幸咖啡招股书）。

图 13：全球咖啡市场体量



资料来源：Statista，中信证券研究部

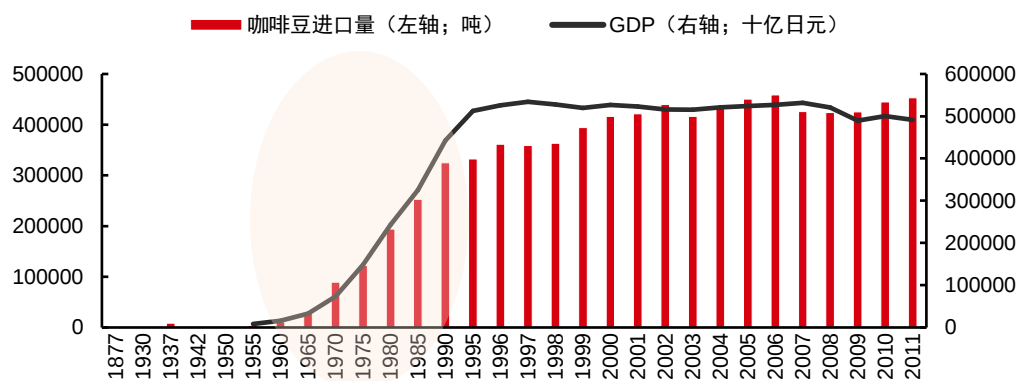
图 14：中国咖啡、现磨咖啡市场体量及增速



资料来源：沙利文（转引自瑞幸咖啡招股书），中信证券研究部

同处亚洲的日本经历了三次咖啡浪潮，形成了深厚的咖啡消费文化，人均消费量比肩欧美。市场变革的背后，是经济发展带来的需求迭代。日本的第一次咖啡浪潮始于 20 世纪 60 年代左右，二战后日本恢复咖啡进口，速溶咖啡和罐装咖啡走入日本家庭，雀巢风靡全国。这一时期(1955-1972)日本经济持续高速增长，GDP 年均复合增长率达到 15.2%，与此同时，国民饮食结构迅速西化。经济、文化双重作用下，咖啡豆进口量也快速提升。第一批咖啡世代便产生于 1960-1970 年间，日本逐渐成为“每日咖啡”国度，其第二、第三次咖啡浪潮几乎与世界同步。

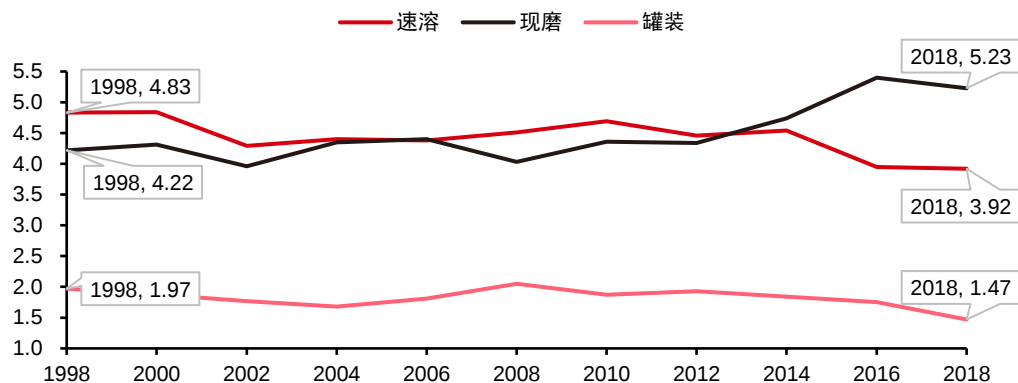
图 15：日本咖啡豆进口与经济发展情况



资料来源：全日本咖啡协会，日本内阁府，中信证券研究部

咖啡人群迭代带来了新的消费驱动力。随着咖啡世代步入老年，消费主体变化，日本咖啡市场在近十年经历了需求迭代。消费者对咖啡品质的要求不断提高，罐装咖啡不再能得到年轻消费群体的青睐，由此带来现磨咖啡的增长，定位于不同价格段的精品咖啡和便利店咖啡崛起。

图 16：日本人均饮用速溶、现磨和罐装咖啡量（杯/周）

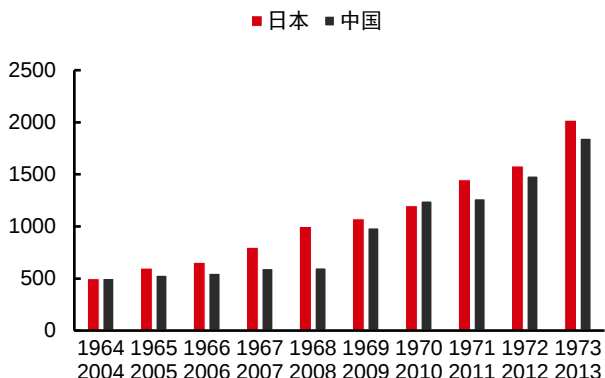


资料来源：全日本咖啡协会，中信证券研究部

我们认为，日本的咖啡行业可以为我国现制饮品行业发展路径提供启示：（1）经济增长和收入变化是现制饮品消费增长的首要驱动因素，人群迭代是现制饮品发展的重要推动力；（2）饮品消费习惯的形成需要一定时间，但形成后具有世代持续性，这也反映了嗜好性饮品消费粘性高和生命周期长的特征。

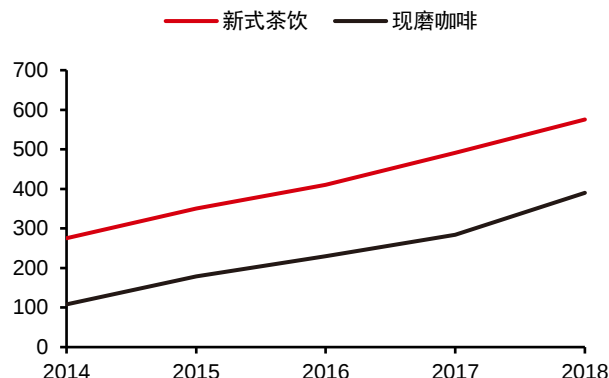
相比咖啡，中国茶文化深厚，且消费者在粉末时代和街头时代已经养成了奶茶消费习惯，从饮用文化和口感偏好上，茶饮的市场基础更优。街头奶茶凭借低廉的价格和随处可见的门店帮助现制茶饮快速完成初步的市场培育，品类普及度高于现磨咖啡。据第一财经商业数据中心测算，中国咖啡市场的总规模（咖啡门店销售额+咖啡豆销售额）在 2020 年将达到 2,155 亿元，而茶饮市场的总规模（新式茶饮门店销售额+传统茶叶销售额）在 2020 年将达到 4,420 亿元，为咖啡的两倍。现制茶饮市场相对成熟，增速低于现磨咖啡，但仍保持两位数水平，根据头豹研究院，新式茶饮市场 2014-18 年行业规模 CAGR 达 20.2%（vs 现磨咖啡 37.9%）。国际咖啡组织指出，中国 2004 年至 2013 年与日本从 1964 年至 1973 年的咖啡消费量增长情况十分相似，此后日本的咖啡消费量经过 30-40 年持续增长才达到顶峰，这一过程也正伴随着现磨咖啡渗透率的提升和消费量的增长。对比之下，茶饮市场虽相对成熟，但仍处于快速成长的行业红利期，增长空间亦可观。

图 17：中国 2004-13 年和日本 1964-1973 年咖啡消费量对比（千袋）



资料来源：国际咖啡组织，中信证券研究部

图 18：中国现磨咖啡和新式茶饮市场规模（亿元）



资料来源：沙利文（转引自瑞幸咖啡招股书），头豹研究院，中信证券研究部

需求变革驱动现饮升级

随着居民收入的提升，消费升级需求也自然产生。回顾中国现制饮品连锁行业发展历史，咖啡经历台系、欧美系和韩系，茶饮从粉末时代、街头时代发展到当前的新式茶饮时代，实际对应的是在消费升级背景下消费者对饮品口感、品质、健康和多样性的要求不断提高。

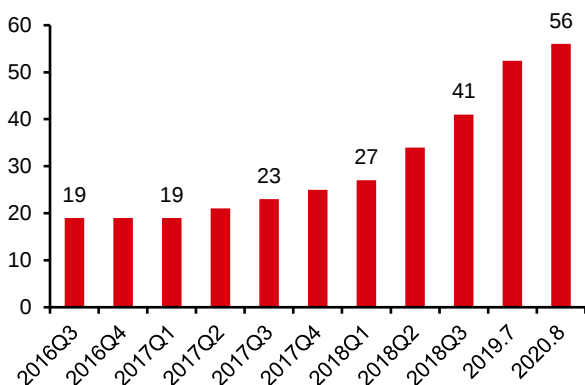
图 19：现制茶饮行业在中国市场的变迁

	粉末时代（1990-1995）	街头时代（1995-2015）	新式茶饮时代（2015-）
产品原料	粉末冲调，不含奶也不含茶	茶末/渣为基地，奶以粉末为主，有鲜奶作为原料出现	优选茶叶，配以鲜奶、芝士、水果等
加工方式	人工为主	人工+机器	人工+机器+新食品加工技术
单杯价格	5元以下	5-15元	15-30元
门店面积	10m ² 左右	15-20m ²	50-100m ² ，甚至更大
购买渠道	街边店铺	店铺+外卖平台	门店+外卖平台+自有平台
消费诉求	解渴	口味	口味，健康，品牌

资料来源：中信证券研究部绘制

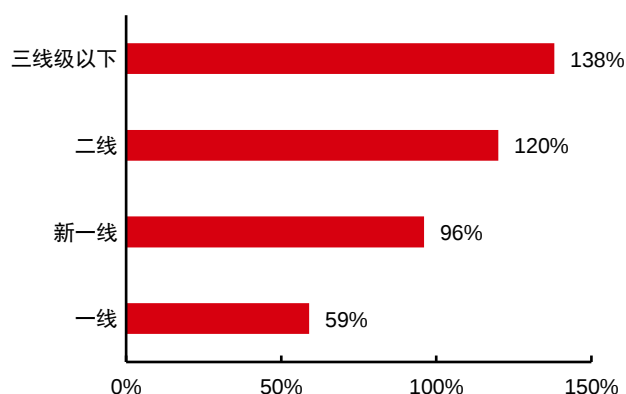
台湾奶茶上世纪九十年代进入大陆市场，以冲调类和手摇类的产品形态，凭借低廉的价格和香甜新奇的口感在学生等年轻消费群体中迅速打开市场，建立起品类认知。2010 年前后，CoCo 都可、一点点等一批台湾品牌进入大陆市场，带来了二十多年经营总结出的标准化操作流程和规模化管理方法，大陆茶饮行业进入标准化发展的第二阶段，茶末和鲜奶开始出现在原料中，逐步实现了对粉末奶精的替代，实现了口味的升级。然而，添加剂、橡胶珍珠、塑化剂事件等食品安全问题仍然频发。随着消费者收入的提高和健康绿色消费理念的日益增强，传统奶茶已落后于市场需求，以茶叶、鲜奶、芝士、水果等为原料的新式茶饮应运而生，开启了快速增长的现制茶饮发展阶段，截至 2020 年 8 月，我国大陆现制茶饮门店数突破 55.5 万家。

图 20：现制茶饮门店数量（万家）



资料来源：美团点评，燃数科技，中信证券研究部

图 21：16Q3-18Q3 分线级现制茶饮门店增速



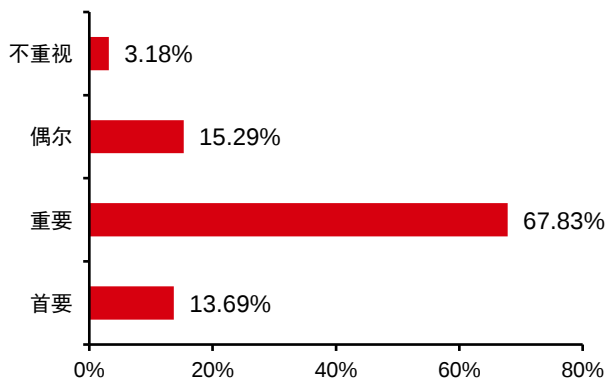
资料来源：美团点评，中信证券研究部

具体到需求端的升级和变化，我们认为主要体现为以下趋势：

健康消费意识崛起，现磨咖啡和新式茶饮渗透率逐渐提升。消费者对食品新鲜程度的要求不断提高，促进了现磨咖啡对传统速溶和即饮咖啡的替代。在追求健康的消费新风下，传统奶茶因高糖高脂招致健康隐忧，新式茶饮瞄准这一痛点，从原料升级入手，精选优质茶叶，采用新鲜纯牛奶、淡奶、炼乳、奶油等更健康的奶制品，根据消费者需求提供不同甜度选择，加入新鲜水果、坚果等辅料，并进一步推出低糖饮品，以其新鲜、健康、绿色引领茶饮消费新浪潮。

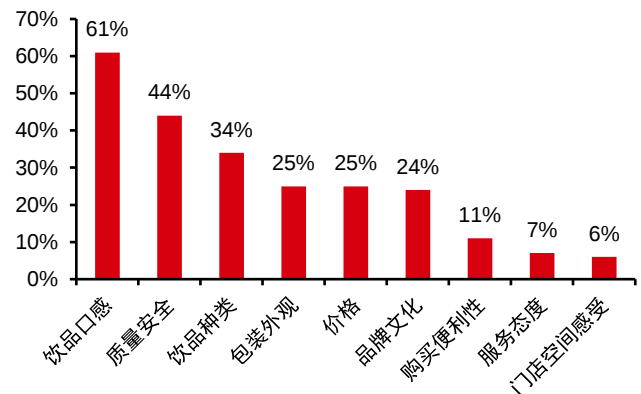
个性化生活方式下，消费表达和消费审美重要性不断提升。进入新的消费阶段，消费者成为主角，通过消费实现自我表达的诉求日益增强，愿意为品牌态度和调性买单。“颜值经济”的兴起反映了审美在消费中的重要性的提升，消费本身成为了目的，而不再仅为追求商品的使用价值。现磨咖啡和新式茶饮在品牌调性、门店打造、包装设计、营销定位等方面都更加注重审美和统一性，满足了消费者的审美需求；同时，消费者愿意为更符合审美的产品支付一定溢价，为现饮行业的高端化提供了支持。

图 22：消费者重视商品设计的程度



资料来源：“新匠人 100”《消费者审美特征调研问卷》，中信证券研究部

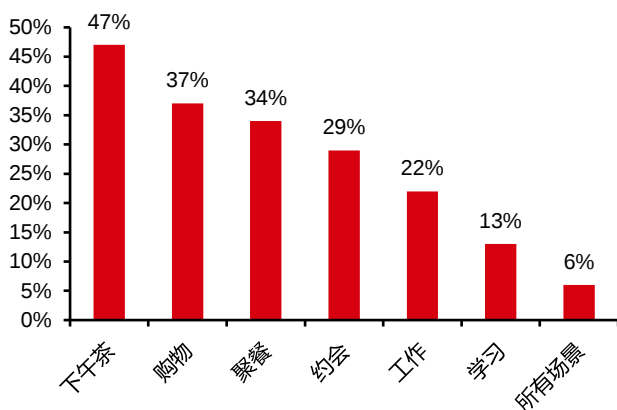
图 23：新式茶饮消费者考虑因素



资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部

消费属性变化激发现制饮品新需求。街头奶茶在档口出售，消费者购买后立刻离开，奶茶仅仅满足生理需求。而新式茶饮被赋予了社交属性，门店装修大多精美别致，头部品牌均开设大面积概念店，成为了很多年轻人逛街、休闲时必去的场所之一，店内逗留时间也明显变长。新式茶饮成为休闲生活的重要部分，融入年轻人的生活，消费频次增加。

图 24: 2020Q2 中国消费者新式茶饮购买场景



资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部

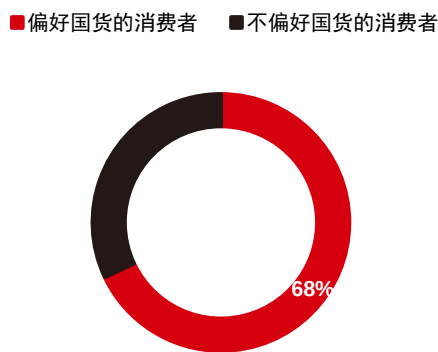
图 25: 新式茶饮的消费场景关键词



资料来源：《2019 新式茶饮消费白皮书》（36Kr 研究院，奈雪的茶）

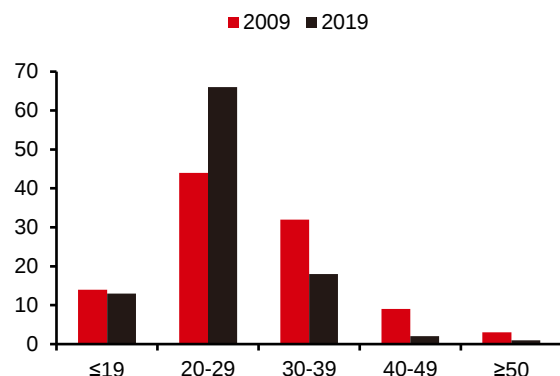
轻奢型消费兴起，高体验价格比偏好推动现饮消费粘性增强。随着消费向理性回归和升级，消费者对传统奢侈品的追求热度持续下降，而更关注体验和经济成本的平衡，表达个性化、高体验价格比的轻奢消费随之兴起，现制饮品正是其中一员。与此同时，国货品质的提升和文化自信的增强促进新一代消费者本土意识的觉醒，国潮之下，消费者对本土诞生的新式茶饮品牌认同感不断提升。

图 26: 偏好国货的消费者占比



资料来源：尼尔森（转引自中国发展网），中信证券研究部

图 27：年轻消费者对中国品牌关注度增长最高

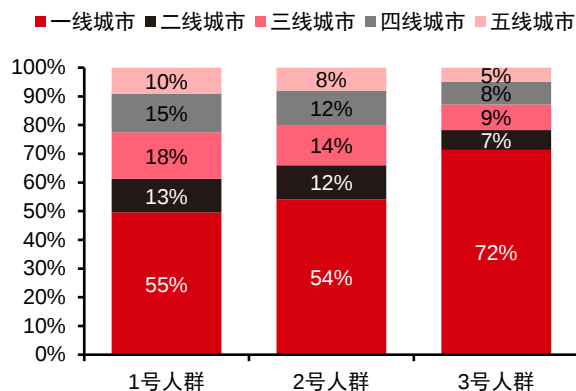


资料来源：《百度国潮骄傲大数据》（百度，人民网研究院），中信证券研究部

消费分层背景下，现制饮品符合各线城市饮品消费的升级方向：

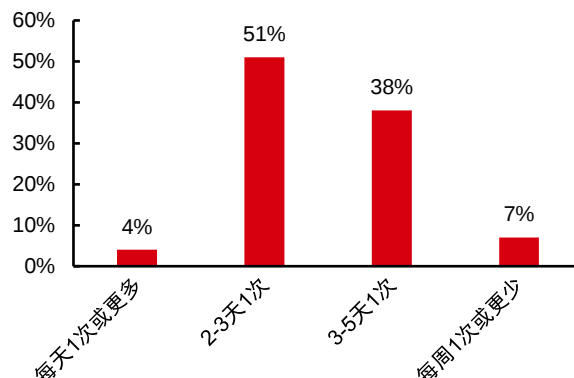
“城市白领”追求品质推进存量迭代。高线城市现饮行业发展高端化趋势显著，更偏向成熟市场中的品质追求驱动类别。一二线城市咖啡厅和新式茶饮门店数量多、定位丰富，现磨咖啡消费占比高，消费者选择多元。消费者对咖啡品质的追求将带动存量结构的变化，现磨咖啡进一步替代速溶和即饮咖啡。茶饮消费方面，消费升级带来消费观念的改变，人们更加关注质量、健康和时尚。新式茶饮在传统奶茶的基础上进行配方改良，以新鲜的材料和多样的口味赢得消费者，逐步实现对常规饮料的存量替代，消费频次逐渐提升。

图 28：三类咖啡高价值消费人群的一线城市占比均明显较高



资料来源：TalkingData，中信证券研究部 注：根据 TalkingData，高价值人群聚类主要包括 1 号人群（有闲中产，占比 57%），2 号人群（乐享生活，26%）和 3 号人群（职场精英，12%）

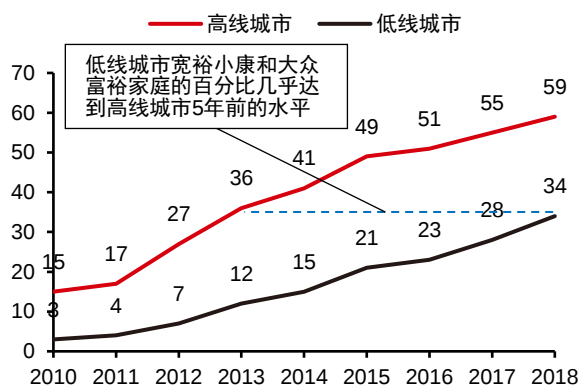
图 29：新式茶饮消费者购买频率分布



资料来源：《2019 新式茶饮消费白皮书》（36Kr，奈雪的茶），中信证券研究部

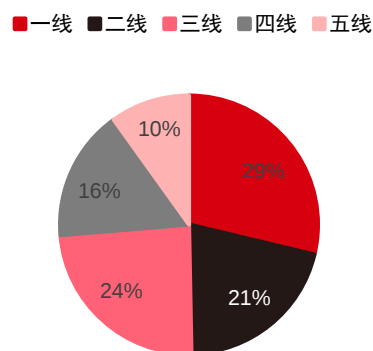
“小镇青年”为新式现制饮品带来下沉增量。目前中国低线市场仍处于品牌化消费阶段，城镇化和工业化进程加速，线级收入差距逐渐缩小，更低的生活成本下，小镇青年¹人均可支配收入达 3730 元，消费增速反超一二线同龄人，消费需求向高线趋同。而供给端尚未跟上需求升级，一线城市、华东地区仍然是现制饮品主要覆盖区域，低线市场现磨咖啡和新式茶饮渗透率低，潜在消费群体大。根据 TMI 腾讯营销洞察，有 21% 的小镇青年期待拥有更多咖啡店/书店，9% 希望更多茶饮店能开到自己居住的城市。广阔的下沉市场为现制饮品带来充分的潜在增长空间。

图 30：宽裕小康和大众富裕家庭百分比（%）



资料来源：麦肯锡《2020 中国消费者调查报告》，中信证券研究部

图 31：分线级茶饮果汁门店数量占比（2020 年 10 月）



资料来源：窄门学社，中信证券研究部

供给发力加速市场培育

现制饮品属于有限服务餐饮，从原料选取到制作流程的标准化程度都相对较高，可复制性强，易于快速扩张。标准化是餐饮企业规模化扩张的首要前提，中国餐饮行业连锁化率低，格局分散，丰富多元的饮食文化造成了较强的口味地域性，更加剧了“大行业小公

1 根据腾讯 2019 小镇青年研究报告，指居住在二线以下地级市 18-39 岁的青年。

司”的特征。但现制饮品基于其较高的标准化水平和新零售下灵活的渠道转化能力，具备极强的连锁扩张能力。

图 32：不同餐饮服务业态受疫情影响程度对比



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

表 1：2019 年不同餐饮业态经营数据对比

餐饮类别	正餐	快餐
平均年坪效	1.51 万元/m ²	2.18 万元/m ²
毛利率	47.42%	52.90%
净利率	6.18%	11.12%
大众人均消费（元）	79	29
中档人均消费（元）	144	
高档人均消费（元）	272	

资料来源：《2020 中国餐饮业年度报告》（中国饭店协会，新华网），中信证券研究部

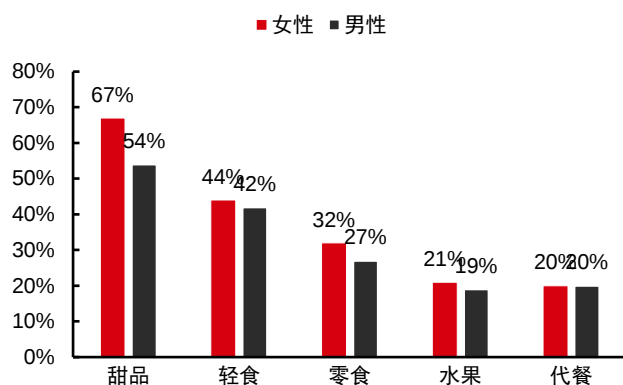
产品端来看，世界三大饮料咖啡、可可、茶之所以风靡，原因之一就是含有咖啡因，咖啡因是一种中枢神经兴奋剂，能够暂时地驱走睡意并恢复精力，存在一定的成瘾性。现制茶饮主要原料包含糖浆、奶、茶等，糖刺激大脑释放多巴胺，奶含有脂肪和胆固醇、口感顺滑，茶含咖啡因。因此，这两类产品本身具有较强的愉悦性，奠定了高频次、高复购的消费基础。咖啡行业经历了三次浪潮，产品质量不断提升，实现了从单一、劣质的速溶咖啡到新鲜、优质的现磨咖啡的升级，胶囊咖啡、三顿半等精品速溶咖啡的兴起说明咖啡各形态内部也出现了产品升级。萃取、高压蒸汽、无菌无糖等加工技术的逐渐成熟，又为新式茶饮产品质量的升级打开了空间。粉末、茶渣等原材料被更高质量的鲜奶、鲜果、名优茶代替，甜度、温度和小料等选择扩充了产品形式，咖啡+甜品/轻食、茶饮+软欧包的交叉销售等，进一步提升了消费者的购买和使用体验，推动需求增长。

图 33：常见饮品咖啡因杯含量对比



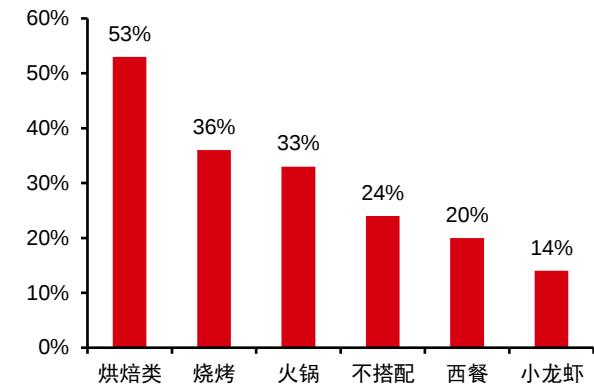
资料来源：Caffeine informer，中信证券研究部 注：新鲜调制咖啡、美式、拿铁、浓缩咖啡中咖啡因均指星巴克大杯（473ml）含量

图 34：咖啡消费者搭配偏好



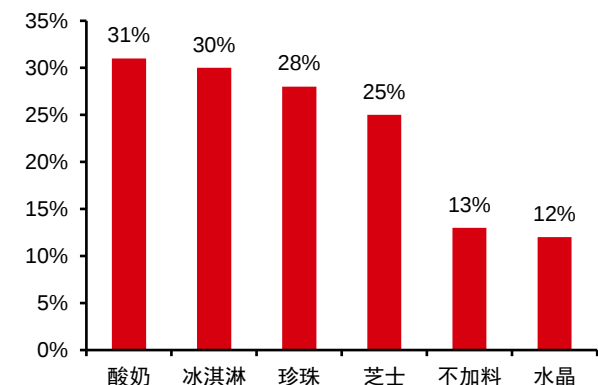
资料来源：《2018-2019 中国咖啡消费蓝皮书》(DATA100)，中信证券研究部

图 35：新式茶饮消费者搭配偏好



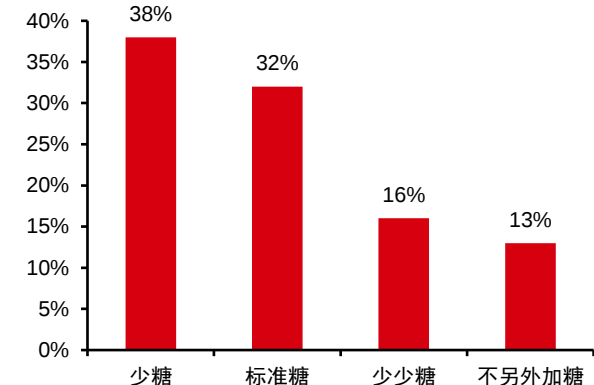
资料来源：《2020 新式茶饮白皮书》(CBNData, 奈雪的茶)，中信证券研究部

图 36：消费者偏好的新式茶饮配料



资料来源：《2020 新式茶饮白皮书》(CBNData, 奈雪的茶)，中信证券研究部

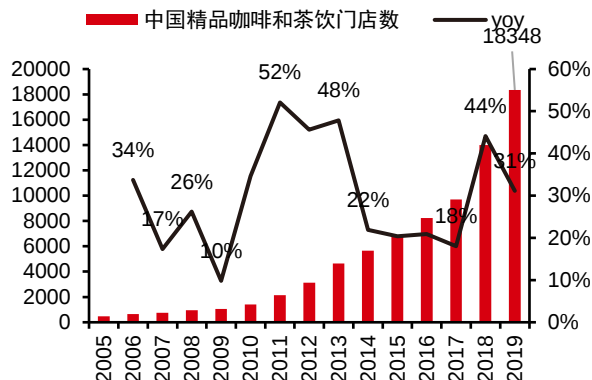
图 37：消费者偏好的新式茶饮糖度



资料来源：《2020 新式茶饮白皮书》(CBNData, 奈雪的茶)，中信证券研究部

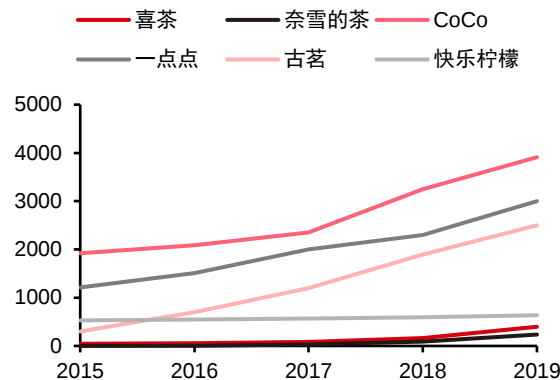
品牌、门店快速增长也在推动消费习惯改变。饮用习惯的形成是现制饮品未来增长的核心保障。中国茶文化悠久，茶饮消费基础优，粉末时代、街头时代的台式奶茶对市场培育起到了关键作用。星巴克、COSTA 等精品咖啡培养了市场对于高价现制饮品的接受度，在新式茶饮品牌和门店的爆发式增长、品牌方大力营销之下，新式茶饮消费习惯已逐渐养成，新式茶饮消费作为一种日常活动融入了大众生活与社交，成功实现了品类对消费者心智的占领。

图 38：中国精品咖啡和茶饮门店总数及增速



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部 注：精品咖啡和茶饮门店指同时提供堂食和打包服务的门店，不包括以简餐为主要收入来源的咖啡厅和街头奶茶档口店，代表性品牌如星巴克、瑞幸咖啡、喜茶、奈雪的茶

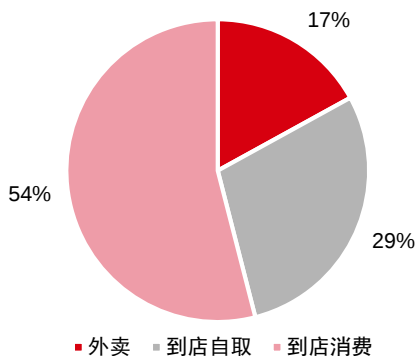
图 39：部分现制饮品连锁品牌门店数



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

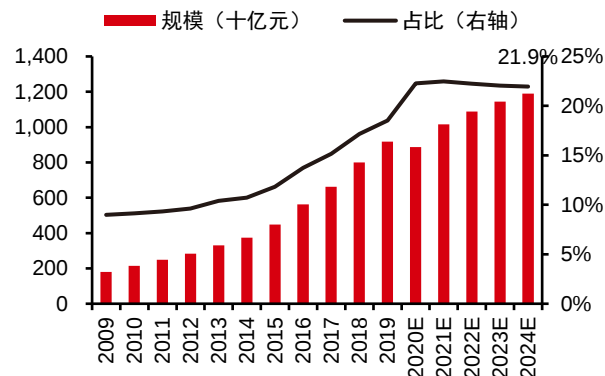
渠道拓宽推动市场拓展。互联网新零售打通线上线下，无限场景催生多渠道经营。传统线下销售模式中，门店是最主要的消费场所，现饮连锁抓住消费者社交场所匮乏的痛点，提出“第三空间”的理念。新零售模式线上点单、线下自提，激发了快节奏社会中的消费者对消费便利性的需求。据 36 氪调查，新式茶饮消费者中偏好到店消费的仅占 54%，头部品牌在线点单成交量（手机点单及外卖）占比已经超过 50%。新的消费场景拓展了连锁业态，更加便利的购买渠道吸引了更多的用户，提高客户购买频次。以瑞幸为代表的互联网咖啡采取了主推快取的渠道策略，喜茶等新式茶饮推出小程序改善用户购买体验，咖啡连锁巨头星巴克门店数字化也走得非常领先。

图 40：新式茶饮消费方式占比



资料来源：《2019 新式茶饮消费白皮书》（36Kr 研究院，奈雪的茶），中信证券研究部

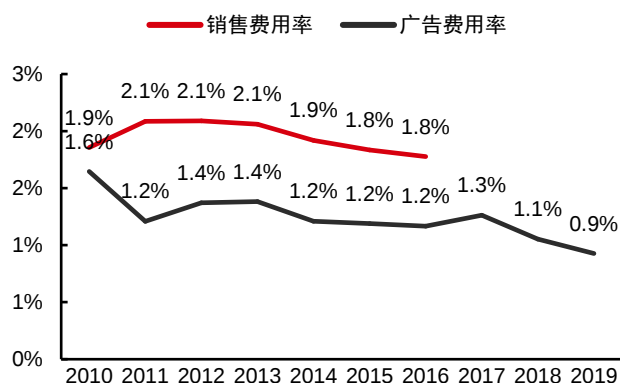
图 41：中国餐饮业外卖+自提收入规模及占比



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

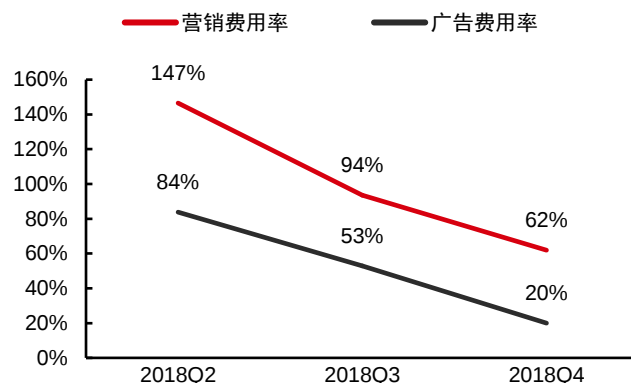
传播介质的发展提供了新的获客模式，营销重要性攀升。传统模式中，门店兼具经营和营销两大职能，既是销售渠道又是获客渠道。星巴克一直以门店作为品牌最重要的宣传窗口，用产品和服务打动客户，提高复购率，营销费用率低。而随着微博、短视频、直播等移动内容传播方式的兴起，现饮个性化、多元化、创新性的产品特征符合这一时代下大众传播的偏好，借助各类新兴内容传播介质迅速吸收流量，促进了全行业的增长。

图 42：星巴克销售费用率和广告费用率



资料来源：星巴克公告，中信证券研究部

图 43：瑞幸咖啡营销费用率和广告费用率



资料来源：瑞幸咖啡招股书，中信证券研究部

资本助力品牌市场拓展。现制饮品良好的潜在前景吸引了大量资本投入，这也有力地助推了品牌扩张。

表 2：部分现制饮品品牌的融资情况

品牌	时间	融资轮次	融资金额	投资方
喜茶	2016 年	A 轮	1 亿人民币	IDG 资本、今日投资
	2018 年	B 轮	4 亿人民币	美团龙珠资本、黑蚁资本
	2019 年	B+轮	未披露	腾讯投资、红杉资本中国
	2020 年	C 轮	未披露	高瓴资本、Coatue Management 联合领投
奈雪的茶	2017 年	A 轮	1 亿人民币	天图投资
	2018 年	A+轮	数亿人民币	天图投资
	2020 年	B 轮	近亿美元	深创投
	2021 年	C 轮	1 亿美元	PAG 太盟投资集团、云峰基金
乐乐茶	2018 年	股权融资	未披露	水滴资产
	2019 年	Pre-A 轮	2 亿人民币	祥峰投资中国基金、致君水滴、普思资本、众海投资、汉能创投、如川投资、博约投资
	2019 年	股权融资	未披露	红星美凯龙
	2020 年	战略融资	未披露	龙柏资本
茶颜悦色	2018 年	天使轮	未披露	天图投资
	2019 年	股权融资	未披露	顺为资本
	2019 年	A 轮	未披露	元生资本、源码资本
蜜雪冰城	2020 年	战略融资	未披露	高瓴资本、龙珠资本
古茗	2020 年	战略融资	未披露	红杉资本中国、龙珠资本、冲盈资本
沪上阿姨	2020 年	A 轮	近亿元人民币	嘉御资本
煮叶	2016 年	天使轮	未披露	个人投资者
	2018 年	Pre-A 轮	数千万人民币	达晨财智
	2019 年	A 轮	数千万人民币	动域资本、达晨财智
因味茶	2016 年	A 轮	5 亿人民币	刘强东
	2020 年	股权融资	未披露	字节跳动
关茶	2016 年	天使轮	300 万人民币	峰瑞资本、李康林（天图投资创始人）
	2017 年	Pre-A 轮	1000 万人民币	峰瑞资本、李康林（天图投资创始人）
	2018 年	A 轮	数千万人民币	顺为资本、华映资本

品牌	时间	融资轮次	融资金额	投资方
茶煮	2018 年	Pre-A 轮	千万级人民币	龙品锡资本
肆伍客	2018 年	Pre-A 轮	近千万人民币	九宜城领投
1314 茶（答案茶）	2018 年	A 轮	2000 万人民币	杰慧资本
Teasoon	2017 年	天使轮	125 万人民币	中金资本、支柱创投
	2017 年	Pre-A 轮	800 万人民币	峰瑞资本领投，唯猎资本、发现创投跟投
	2018 年	Pre-A+轮	800 万人民币	源星资本领投，东方富海跟投
瑞幸咖啡	2018 年	A 轮	2 亿美元	大钲资本、愉悦资本、GIC 新加坡政府投资公司、君联资本
	2018 年	B 轮	2 亿美元	愉悦资本、大钲资本、GIC 新加坡政府投资公司、中金公司
	2019 年	B+轮	1.5 亿美元	BlackRock
	2019 年	IPO	6.95 亿美元	公开发行
Tim Hortons	2020 年	战略投资	未披露	腾讯
Seesaw	2017 年	A 轮	4500 万元人民币	弘毅投资、百福控股、上海沃升投资管理
Fisheye 鱼眼咖啡	2018 年	天使轮	100 万元人民币	七熹投资
	2019 年	A 轮	1000 万元人民币	清流资本、华创资本
Greybox	2017 年	A 轮	1 亿元人民币	君紫资本
连咖啡	2014 年	天使轮	未披露	
	2015 年	A 轮	1000 万元人民币	钟鼎创投、星创投
	2016 年	B 轮	5000 万元人民币	华策影视、极客公园、凯撒旅游
	2017 年	B+轮	未披露	点亮基金、庭瑞集团
	2018 年	B+轮	1.58 亿元人民币	启明创投、高榕资本
	2019 年	B+轮	2.06 亿元人民币	王江、张晓高、启明创投、高榕资本
	2020 年	C 轮	数千万人民币	

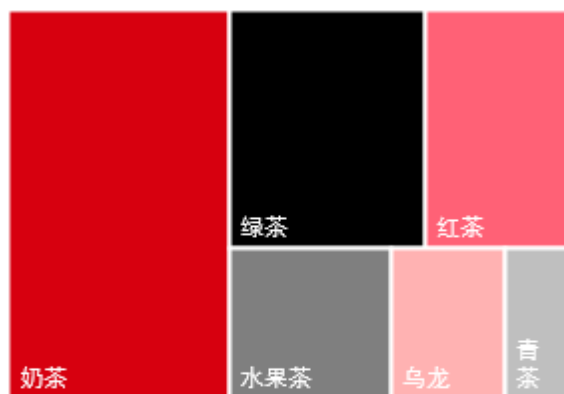
资料来源：爱企查，中信证券研究部

量价齐升，现制茶饮市场海阔凭鱼跃

他山之石：台湾现制饮品市场发展启示

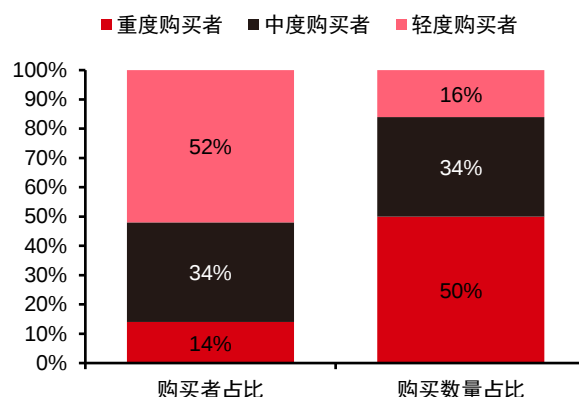
回顾中国台湾茶饮行业的发展，技术革新是促进普及的重要因素之一。殖民地时期，荷兰人将英式奶茶带入中国台湾，成为台式奶茶的原型。20 世纪 80 年代，售卖现制茶饮的泡沫红茶店在台湾盛行，同一时期，加入了粉圆的珍珠奶茶在台湾诞生，迅速成为大批流动小吃摊和泡沫红茶店的重要产品。1990 年前后，受益于宽口塑料吸管和全自动封口机的发明，奶茶的消费场景从仅限堂食拓展至可以外带、外卖，从而迅速在台湾普及开来，奶茶门店坪效大幅提升。而后台式奶茶首先进入香港市场，但由于香港本地港式奶茶消费基础更加深厚，台式奶茶拓展受限，进入内地市场后，台式奶茶凭借低廉的价格、独特的口感快速打开市场，内地的现制茶饮行业由此形成。

图 44：台湾茶饮消费者细分品类消费比例



资料来源：尼尔森（转引自新茶视界），中信证券研究部

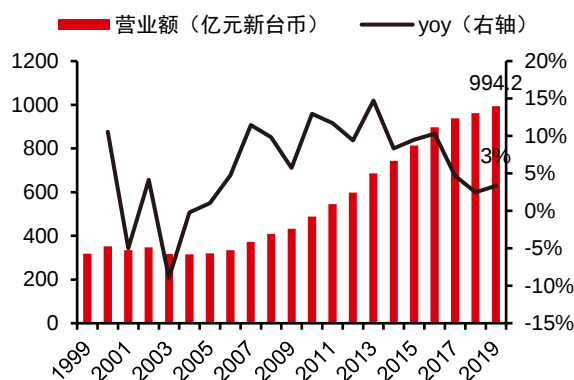
图 45：台湾手摇茶饮购买者及其购买量占比



资料来源：尼尔森（转引自新茶视界），中信证券研究部

30 年来，台湾现制茶饮行业规模持续增长，现制饮品消费已成为大众的日常习惯，而品类消费偏好仍在继续加强。根据台湾统计局，至 2015 年，台湾每年卖出约 10.2 亿杯茶饮，平均每人每年消费量约 44 杯，其中占比 14% 的重度购买者贡献了 50% 的消费量。2019 年台湾饮料业收入达 994.2 亿新台币，占餐饮业整体比重为 12.8%。过去 20 年饮料业收入 CAGR 达 5.9%；现饮门店 23,849 家，其中冷热饮及冰果店约占 8 成，饮品店 2007-19 年 CAGR 达 5.4%。台湾现饮市场的持续高增长，侧面证明了现饮高粘性、高用户终身价值的消费属性。

图 46：中国台湾饮料业规模及增速



资料来源：台湾统计局，中信证券研究部

图 47：中国台湾饮料业门店数量及增速



资料来源：台湾统计局，中信证券研究部

当前台湾连锁茶饮店主要包括街边品牌和茶馆品牌两类，其中街边品牌门店小、成本低、流量大，以其轻捷的门店模型、更高的门店坪效和完善的供应链搭建支撑加盟扩张，占据市场主流。格局上，台湾茶饮行业由大量个体参与者的分散状态迈入连锁化经营的品牌时代，台湾茶饮市场的头部品牌，大多都是奶茶市场成形之初便进入的“老牌”玩家，据流通快讯店数统计，台湾前十大饮料连锁品牌共有门店 3,908 家，占全市场饮料店数的 16.8%，其中以手摇茶饮品牌清心福全 930 家最多，五十岚 533 家居次。

表 3：台湾茶饮头部品牌清心福全、五十岚、CoCo 都可发展情况对比

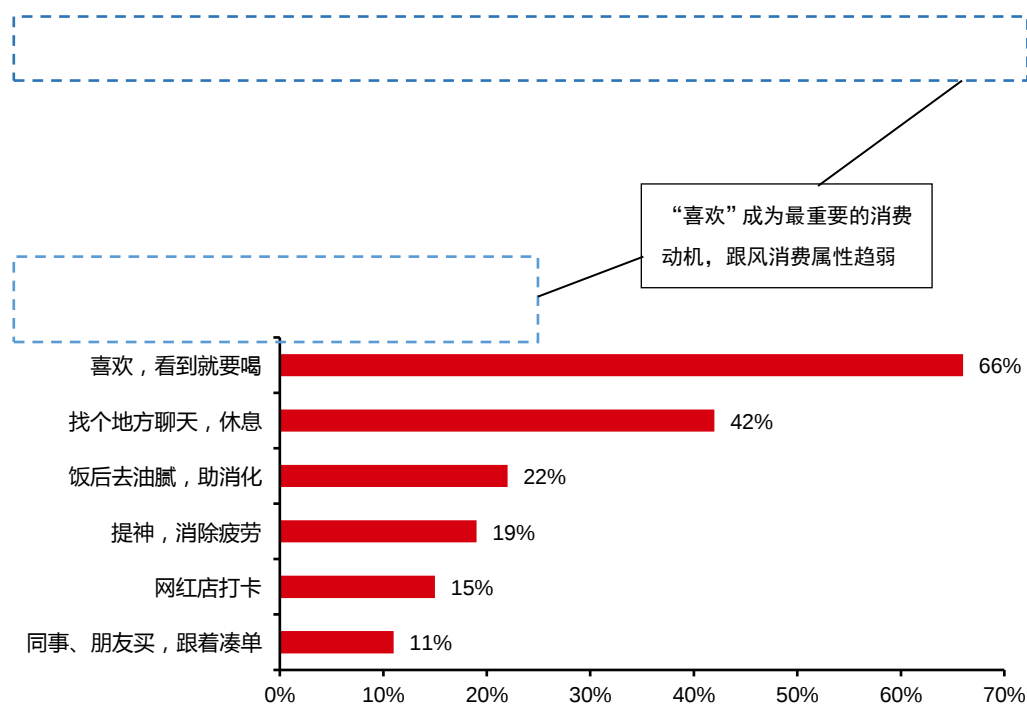
	创始时间	创业业态	台湾门店数	分布情况	大陆门店数
清心福全	1987	台湾台南巷弄内的泡沫红茶店，仅设一简易吧台	943	中国大陆、中国台湾	121
五十岚	1994	台湾台南德兴路路边的一个小摊子，三年后开出第一间标准店	533	中国大陆（代理商之一在大陆开设品牌“一点点”）、中国台湾	3137（一点点）
CoCo 都可	1997	台湾淡水清水街巷弄的一家泡沫红茶店		中国大陆、中国台湾，以及亚洲、欧洲、美洲、大洋洲的数十个国家/地区	4298

资料来源：各公司官网，窄门学社，中信证券研究部

大陆现制茶饮行业潜在空间大，持续增长能力强

现制茶饮对应需求层次丰富，消费日益生活化。新式茶饮对茶饮原料进行升级改良，提高了茶饮口味丰富度和愉悦性，增强了茶饮的社交性，头部品牌积极创新和行业规模的快速扩张下，现制茶饮这一品类已初步实现了对消费者心智的占领，渗透率持续提升，并实现了从跟风、猎奇型消费向生活化消费的迁移。根据美团对茶饮消费者的调查，“喜欢”成为茶饮购买的首要动机。

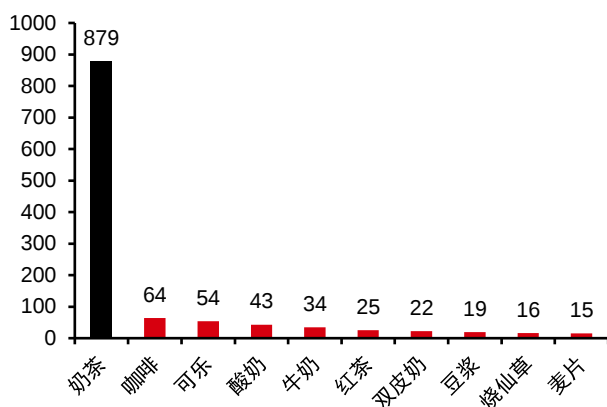
图 48：2018 年现制茶饮消费者购买动机分布



资料来源：美团点评，中信证券研究部

茶饮原本较强的可选和休闲属性也随着消费者粘性的增强逐渐演变为更偏日常化、大众化和刚性。武汉解封后，在微博 13.3 万人参与的“疫情过后的第一件事”投票中，“喝奶茶”票数排名第二。而 2020 年国庆假期消费市场中，奶茶表现也格外亮眼，据美团 APP，假期前 4 天平台奶茶订单量高达 11.27 亿单。喝奶茶已然成为不可或缺的生活方式，刚需凸显。

图 49：“疫情结束后，大家最想喝什么”回答频次统计



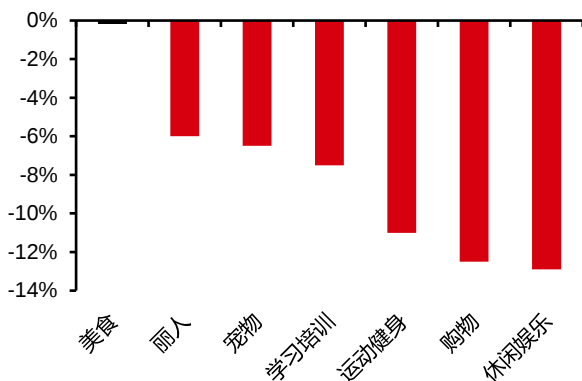
资料来源：网易新闻，中信证券研究部 注：统计时间为 2020 年 2 月 14 日-16 日

图 50：2020 年国庆微信奶茶消费数据



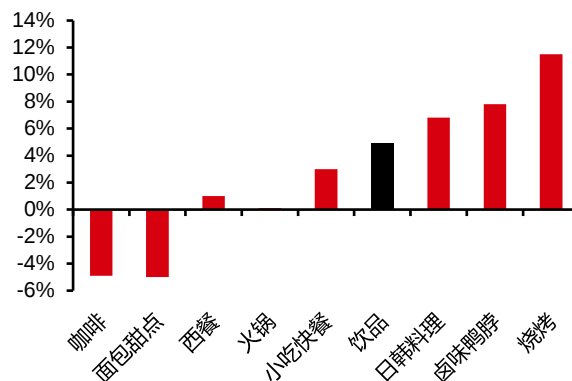
资料来源：微信派

图 51：2020 年 8 月各线下业态门店数量同比增速



资料来源：燃数科技，中信证券研究部

图 52：2020 年 8 月餐饮业各业态门店数量同比增速



资料来源：燃数科技，中信证券研究部

根据测算，现制茶饮行业潜在空间至少超过 3500 亿元。参考中国台湾奶茶行业发展情况，我们从需求端切入，对中国大陆现制茶饮未来十年市场规模进行了粗略测算。我们将现制茶饮市场按城市等级划分为一线市场（一线+新一线城市）、二线市场和三线及以下市场，对其 2030 年的人口规模、城镇化水平、消费者渗透率、杯均价和年均消费杯数分别做出如下假设：

（1）根据《国家人口发展规划（2016—2030 年）》，2030 年总人口达到 14.5 亿左右，我们进一步假设各线城市人口增速相同；

（2）根据中国社会科学院，预计我国城镇化率 2030 年可达 70%，而我们根据各城市统计公报计算出当前一线、二线、三线及以下城市城镇化率分别约 81%、68%和 54%，并假设 2030 年三类城市城镇化率将分别提升至 85%、75%和 65%；

（3）根据 36kr 调研，当前现制茶饮的主要消费群体为 70、80、90 和 00 后，预计 10 年后消费群体将集中于 10-55 岁年龄段，占比约 60%，我们假设一线、二线、三线及以下城市消费渗透率依次为 60%、50%和 40%；

(4) 根据中国产业信息网,当前三类市场杯均价分别约为 13.3 元、10 元和 8 元;据美团点评,15 元以下产品的受众占比正在减少(17Q3 63% vs 18Q3 57%),茶饮消费内部也呈现出高端化趋势;假设 2030 年三类市场杯均价依次提升至 20 元、17.5 元和 12.5 元;

(5) 根据 36kr 调研,94%以上用户月均购买 5 杯及以上现制茶饮,我们假设三类市场目标消费者年均购买杯数分别为 60 杯、50 杯和 40 杯。

基于以上假设,我们测算得 2030 年现制茶饮市场规模约 3510 亿元、每年合计售出 219 亿杯。根据同样方法,我们假设 2019 年三类市场茶饮消费者渗透率分别为 40%、30% 和 20%,年均购买杯数依次为 50 杯、40 杯和 30 杯,测算出 2019 年消费规模约 940 亿元,人均消费杯数 6 杯,对应 2019-30 年行业 CAGR 为 12.7%。

表 4: 现制茶饮行业规模测算

市场	2019 人口 (亿)	人口增速	2019 城镇化率	2030 城镇化率	现制茶饮消费者渗透率	杯均价 (元)	年均购买杯数	消费规模 (亿元)
一线	2.5	0.32%	81%	85%	60%	20	60	1589
二线	1.8	0.32%	68%	75%	50%	17.5	50	621
三线及以下	9.7	0.32%	54%	65%	40%	12.5	40	1302
行业总规模	3510 亿元							

资料来源:国家数据,各城市统计公报,中国社科院,36kr 研究院,中国产业信息网,美团点评,中信证券研究部预测 注:城市等级依据第一财经《2020 城市商业魅力排行榜》划分

根据以上测算,至 2030 年,中国大陆每人每年平均茶饮消费数量为 15 杯,而中国台湾这一数字在 2015 年就已达到 44 杯。考虑到我们对杯均价、目标群体渗透率和目标用户年均购买量的假设均较为谨慎;内地饮食文化丰富多元、地域性更强,对某一品类偏好的集中度预期也将低于台湾,这一人均消费差距符合我们的判断。而参考台湾茶饮发展路径,我们预计十年后内地现制茶饮行业规模仍将保持持续增长。

■ 品牌化阶段,集中度趋升

商业模式: 强调综合体验的连锁直营 vs 供应链驱动的品牌加盟

茶饮企业的发展模式和众多连锁业态一样,以直营、加盟或两者结合方式推动布局。

直营模式: 高品质,重服务,通过全方位体验升级塑造高价值品牌。直营模式有利于品牌策略的真正落实,实现前、中、后端的协调管理和对经营全流程的严格把控,从而保证门店体验一致性,但对研发能力、供应链管理、团队建设、整合营销和资金储备等综合素质要求极高。从产品力到品牌力的打造过程中,直营品牌从品类切入,首先打造爆品,吸引流量,而后完善 SKU 设计,同时加强供应链建设,在拓店的同时保证出品稳定和产品线均衡,逐步占领消费者心智,实现“出圈”。之后进一步依托高品牌溢价横向拓展业务线、丰富品类,同时谋求海外扩张,充分释放品牌价值。

高端新式茶饮直营店单店模型：参考喜茶公开披露信息，“至 2018 年 8 月公司在全国开出 98 家门店，月营收突破 1 亿元”，估算其单店收入超 1 千万。结合草根调研情况，我们对经营利润各扣除项进行如下假设：毛利率 60%，店均员工数 20 人（包括门店管理人员）、人均月工资 8000 元，店均面积 150m²、每平米日租金 30 元，能源及其他费用率 6%，开店的各类资本支出 180 万元、直线法摊销 5 年。根据我们的测算，单店经营利润率约 21.8%，订单量±15%对经营利润率的影响区间为-5.7~+4.2 pcts，员工数量±4 对经营利润率的影响区间为-3.2~+3.2 pcts。国内头部食品直营连锁企业周黑鸭 2019 年经营利润率 14.1%，而根据《2020 中国餐饮业年度报告》（中国饭店协会，新华网），2019 年小吃快餐类企业平均经营利润率 15.8%，当前规模下，喜茶的单店盈利能力高于可比业态可比公司。

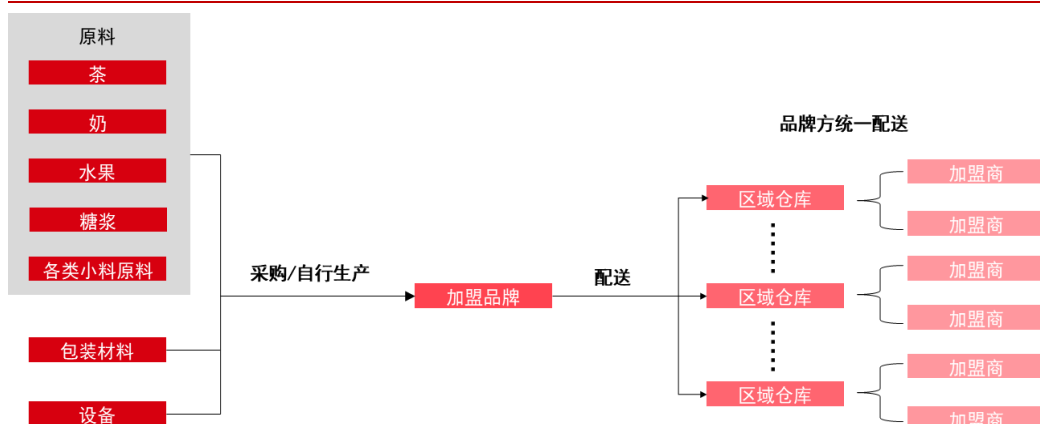
表 5：高端新式茶饮门店成熟期经营模型测算

门店经营情况（月）							
日均单量	1,200	经营天数	30				
客单价	28	月营收（元）	1,008,000				
毛利率	60%	毛利（元）	604,800				
其他经营成本							
员工薪酬费用率	15.9%	人工成本（元）	160,000	人均工资（元）	8,000	员工数量	20
房租费用率	13.4%	月租金（元）	135,000	单店面积（m ² ）	150	每平米日租金（元）	30
能源及其他费用率	6.0%	能源等费用（元）	60,480				
资本支出摊销费用率	3.0%	摊销费用（元）	30,000	资本支出（元）	1,800,000	摊销月数	60
经营利润率	21.8%	经营利润（元）	219,320				
经营利润率敏感性分析							
经营利润率变动（pcts）		员工数量变动					
		-4	-2	+0	+2	+4	
日单量变动	-15%	-2.0	-3.8	-5.7	-7.6	-9.4	
	-10%	-0.1	-1.8	-3.6	-5.3	-7.1	
	+0%	+3.2	+1.6	+0.0	-1.6	-3.2	
	+10%	+5.8	+4.4	+2.9	+1.5	+0.0	
	+15%	+7.0	+5.6	+4.2	+2.8	+1.4	

资料来源：草根调研，中信证券研究部测算

加盟模式：好喝不贵的需求驱动下，茶饮加盟从以营销为核心的快招模式转变为供应链驱动的新加盟模式，快速扩张中规模效应显现，消费者对品牌的认知程度逐渐加强。头部加盟品牌注重产品研发和品牌管理，基于自身扩展战略，通过供应链效率的提升和对加盟商的严格挑选帮助提升门店的收入，维持良好的加盟关系，从而形成盈利持续增长的良性循环。品牌方的收入包括门店支付的日常物料费用和加盟费两部分，其中原料费用是收入的主要来源。品牌方基于区域内需求情况从供应商处采购原料并存储于仓库内，根据门店即时需求进行终端配送。

图 53：以供应链驱动的茶饮品牌加盟盈利模式



资料来源：中信证券研究部绘制

表 6：代表性加盟品牌收费情况

品牌	蜜雪冰城	古茗	书亦烧仙草	7 分甜	快乐柠檬
加盟费（一次性）	省会城市 11000 元/年 地级城市 9000 元/年 县级城市 7000 元/年	33800 元/三年	2.98 万元+ 3 万元/两年	6.8 万元/两年+ 2 万元/两年	10 万元/五年
管理费		6000 元/年	5000 元/年	2%营业额（封顶 3000 元/月）	5%营业额
合同履约保证金	1 万元	5000 元	1 万元	2 万元	2 万元
日常运营/运营指导/活动扶持经费	4800 元/年	4.5 万元	5000 元/年	7000 元	
咨询服务	2000 元/年		2000 元/次	1.3-2 万元	5000 元
设备	6 万元	7 万元	8.5 万元	10 万元	8-10 万元
首批物料	5 万元起	2-4 万元	4.5 万元	-	2 万元
装修预算	5-8 万元	8.5 万元	10-20 万元	15-30 万元	8-10 万元
面积要求	房屋净面积≥20 m ²	标准店 25-30 m ²	使用面积≥20 m ²	25-80 m ²	15-20m ² , 20-30m ² , 30-50m ² 三种店型
总预算（不含房租及开办费用）	20 万元起	28 万元左右	28 万元起	37.8 万元起	30.5 万元起

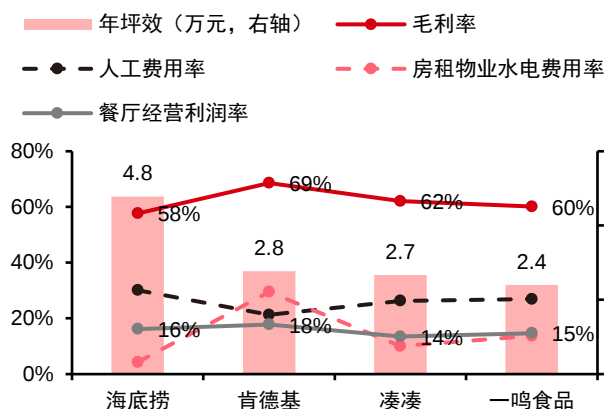
资料来源：各品牌官网及加盟手册，中信证券研究部

对比可比公司，直营品牌中海底捞年坪效为 4.8 万元，高于肯德基、凑凑和一鸣食品 2.4-2.8 万元水平，而根据我们测算，新式茶饮直营店年坪效可达 8 万元。直营类餐饮门店毛利率一般在 60%左右，餐厅层面经营利润率大约 15%，在代表性品牌中，快餐龙头肯德基 2019 年餐厅利润率达 18%，主要是因为其毛利率（69%）较高而人工费用率（21%）较低，这二者均有赖于相对更高的产品标准化程度。茶饮企业中，从门店端来看，街头奶茶毛利率一般较高，可达 70%左右，而高端品牌因为产品用料质量更高、制作工序相对复杂，毛利率略低于街头奶茶，同时人工成本也较高，但相比其他餐饮品类，人工成本仍然具备一定优势。根据我们的测算，成熟期高端新式茶饮门店人工费用率约 16%。房租物业

等费用方面，海底捞因其超强的品牌知名度、更为大众化的品牌定位而具备极高的商场引流价值，租金优势明显，而高端新式茶饮直营门店一般位于综合体一层等高租金区域，房租费用率预计将在 12%-13% 水平。

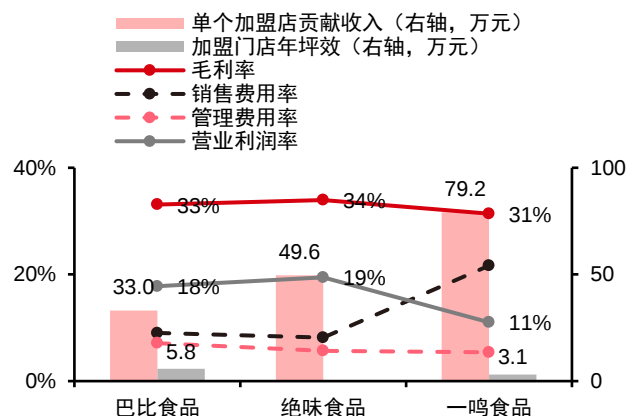
加盟模式中，我们选取了以加盟渠道经营为收入主要来源的巴比食品、绝味食品和一鸣食品进行对比，其加盟收入毛利率均在 30% 左右，公司整体营业利润率近 20%，其中一鸣食品因直营渠道收入占比较高，销售费用率明显高于巴比食品和绝味食品，因而整体经营利润率较低。

图 54：代表性直营餐饮品牌门店经营情况（2019 财年）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：图中肯德基和一鸣食品均指直营门店；肯德基房租费用率未披露，图中采用房租及其他费用率代替，实际房租费用率应更低

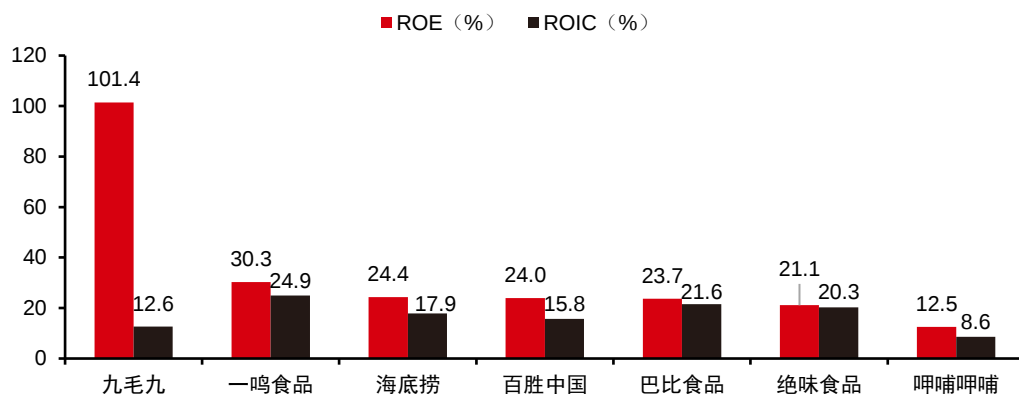
图 55：代表性加盟餐饮品牌经营情况（2019 财年）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：图中销售费用率、管理费用率和营业利润率均指公司整体情况

从回报率来看，两种模式 ROE 水平较为相近，代表性上市公司中直营类 ROE 水平整体略高于加盟，这主要是因为直营模式中部分公司财务杠杆更高。而 ROIC 方面，以加盟为主的一鸣食品、巴比食品和绝味食品均在 20% 以上，表现略优于直营。

图 56：2019 财年餐饮上市公司回报率比较



资料来源：wind，中信证券研究部 注：2019 年九毛九 ROE 显著高于其他公司，除直营模式毛利率更高外，主要原因是公司财务杠杆较高

竞争要素：自下而上品质为本，自上而下品牌为纲

产品、渠道和品牌是消费行业竞争的三大维度。由于技术门槛不高、配方易模仿，且难以得到专利保护，仅仅依靠产品无法形成现制饮品的核心壁垒。我们认为，通过供应链管理保证品质和效率是现制饮品竞争的关键，而认知度提升后品牌价值的实现将为企业塑造强有力的护城河，未来将为企业带来更多新业务机会。

产品：品牌生命力之源

产品直接决定品牌定位与调性，是消费类企业竞争的核心。现制饮品的产品设计对象包括饮品、包装、门店等有形产品和线上线下消费体验在内的全部环节，强调产品与服务相融合、具备互动性。出色的产品研发能力是现饮品牌业务开展的前提保障，需从口味、外观、健康性和易标准化程度等角度综合考虑。与咖啡不同，现制茶饮行业仍然处于产品扩容阶段，产品创新周期短，这就要求企业在保证拳头产品与品牌深度绑定、牢牢占据消费者心智的同时，不断创新、完善菜单，优化 SKU 组合。

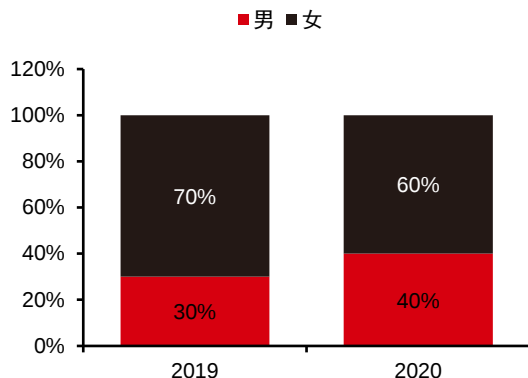
图 57：现制茶饮 SKU 丰富

喜茶			奈雪的茶			乐乐茶		
茶饮品类	价格	示例	茶饮品类	价格	示例	茶饮品类	价格	示例
芝芝果茶	25-33	芝芝芒芒 芝芝莓莓	霸气芝士鲜果茶	28-33	霸气芝士芒果 霸气芝士草莓	乳酪鲜果茶	22-35	芒果酪酪 草莓酪酪
满杯水果	22-28	满杯橙橙 满杯红柚	霸气鲜果茶	17-33	霸气橙子 霸气西柚	多肉鲜果茶	22-26	多肉橙子王 多肉红西柚
波波家族	19-28	烤黑糖波波 芋泥波波	宝藏鲜奶茶	19-25	黑糖宝藏茶 芋泥宝藏茶	脏脏茶本铺	19-25	黑糖波霸脏脏茶 青玉抹茶脏脏
芝芝茗茶	12-26	芝芝金凤茶王 芝芝四季春	芝士茗茶	23-28	芝士玫瑰乌龙 芝士茉莉毛尖	乳酪茗茶	16-22	金玉茶王 冻顶四季春
纯茶	13-20	纯金凤茶王 纯四季春	茗茶	14-18	玫瑰乌龙 茉莉毛尖	厚酸酪/冰淇淋鲜果茶	26-28	芒果厚酸酪 草莓厚酸酪
			其他	19-35	大咖啡莓 霸气冰淇淋草莓	其他	12-26	芝士乌龙啤酒茶 芋圆厚芋泥

资料来源：艾瑞咨询

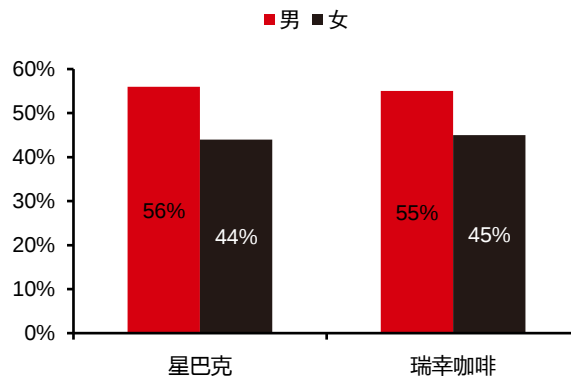
SKU 的开发也是扩大用户群体的方法之一。相比咖啡，目前茶饮消费者男女比例略显失调，而通过有针对性地推出新产品，可以扩大男性用户群。新的品类，如纯茶、咖啡、酒类、烘焙品、零食、轻食的引入也有利于品牌提高获客能力。

图 58：现制茶饮消费者性别比例



资料来源：《2019 新式茶饮消费白皮书》(36Kr,奈雪的茶),《2020 新式茶饮白皮书》(CBN Data, 奈雪的茶, 中信证券研究部)

图 59：代表性咖啡品牌消费者性别比例



资料来源：TalkingData, 中信证券研究部

渠道：强供应链保障出品、降本增效，数字化运营激活新零售基因

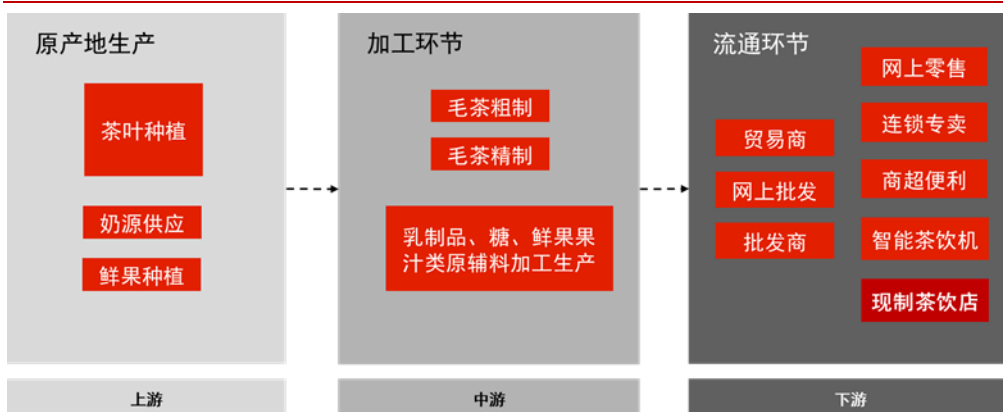
数字化管理激活新零售基因。数字化管理贯穿星巴克选址、需求预测、采购、物流、销售全流程，帮助其提高效率，优化成本结构。现制饮品具有新零售基因，喜茶、奈雪的茶和星巴克等都建立了自有 App 或微信小程序，一可提高消费便利性、扩充消费场景、缩短消费者排队时间；二能锁定私域流量，通过自有平台分析客户数据，有利于打造线上线下、需求供给深度融合的良好生态圈；三则减少对外卖平台的依赖性，降低外卖订单的成本。随着茶饮连锁企业规模的扩大，为了提升运营效率、保证服务质量，数字化精准管理的重要性将进一步提升，这也对 IT 系统建设提出更高要求。

线下展店决定增长势能。餐饮服务属于到店业务，门店仍然是品牌最佳的营销渠道，线下触达频率的提升更是消费者心智占领、粘性增强和品牌建设的关键。随着区域内门店密度的提升，企业可以实现规模效应，充分释放供应链产能。线下门店资产的扩张和优化是增长的直接来源，新零售模式的融合也需要合理的店型布局配合。门店储备以选址为核心，其中高价直营品牌门店选址排他性较强，点位资源的抢占很关键。

规模化扩张过程中，产品品质的稳定性和一致性保障则有赖于强有力的供应链支撑。高端茶饮头部企业喜茶、奈雪的茶、乐乐茶等和星巴克同样采用直营模式稳健扩张，以保证经营和产品品质上的一致性。品质的另一大保障是供应链管理。相比配方，强供应链难以模仿，前期保障品质，后续帮助实现规模效应，促进降本增效，是现饮企业真正的核心竞争力。

后端-原料：溯源而上，严选原料供应商，定制化生产打造产品差异性和识别度。茶叶种植、加工都比较分散，茶叶的标准化程度又低于咖啡豆，存在严重的信息不对称，而鲜果价格存在季节性波动，给新式茶饮企业带来挑战。头部品牌结合扩张规划和目标市场的分布，通过与农场、茶园合作或自建基地的方式，保障原材料供应。随着企业扩张，大规模采集和定制化拼配将促进企业后端议价能力提升。

图 60：茶饮行业产业链

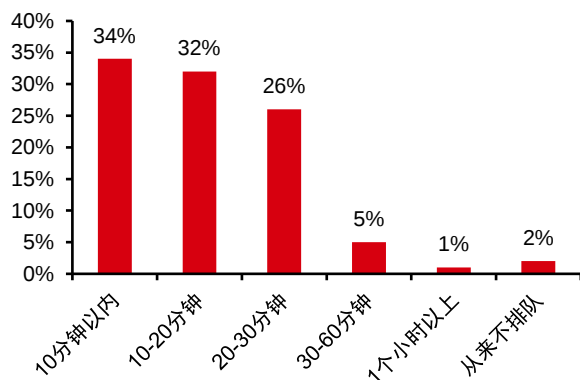


资料来源：鲸准研究院，中信证券研究部

中端-仓配：区域化仓配基础设施建设决定周转效率。仓配体系包括可满足不同原料存储需要、可实现向区域内门店最优辐射的仓库，完善的冷链运输体系，和高效的配送团队。良好的仓配布局保障原料品质、提高门店存货周转效率，帮助品牌集中展店，也是区域扩张的前提。

前台-门店：现制茶饮终端出品工序多，标准化流程亟待建立。相比现磨咖啡，新式茶饮人力成本较高，主要原因是制作流程复杂，自动化程度低，在原料处理（如水果去皮）等方面仍然需要大量的人工参与，影响了出品的速度和稳定性。以奈雪的茶为例，目前，其员工总数超 1 万人，与瑞幸咖啡相仿，而后者在全国现有门店四千多家，是奈雪的十倍。在解决自动化问题的同时，茶饮企业还需要在员工培训、吧台动线设计等方面做出调整。出品速度直接影响客户体验，加快制茶将帮助提高客户满意度和门店订单承载上限。据艾媒咨询调研，90%以上的消费者可接受排队时间在半小时以内，效率提升将帮助挖掘这部分客户。

图 61：2020Q2 年消费者可接受排队时长



资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部

图 62：瑞幸咖啡吧台员工数少于喜茶



资料来源：钛媒体，餐饮视觉研究室

品牌：化流量池为护城河的关键一跃

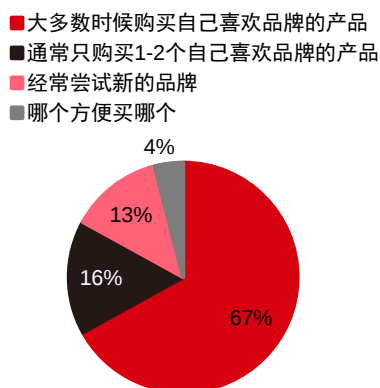
现饮行业已经进入品牌化阶段，龙头享有高品牌溢价。复盘现磨咖啡品牌化之路，星巴克与行业共同成长，依托先入优势占领消费者心智。新式茶饮自带“网红属性”，而从网红到长红，需要具备独特定位，实行综合性品牌策略。企业只有从消费者更深层次、更具有持续性的情感需求出发，找准定位，强化品牌识别，打造良好、可持续的品牌形象，让消费者产生品牌归属感，才能提高客户忠诚度，建设品牌护城河。

竞争格局：细分格局日渐清晰，龙头规模可期

现制茶饮行业

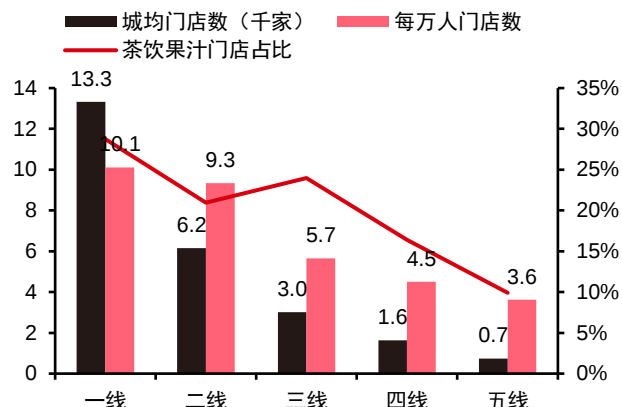
茶饮行业进入门槛较低，产品同质化严重，抄袭成本低，品牌竞争之下的产品更新压力更是加剧了这一现象，因此行业总体较为分散。但经过了前期的粗放式发展，新式茶饮已全面进入品牌化发展阶段。头部品牌扩张快速，规模效应日益显著，同区域内竞争者份额逐渐转移，市场开始向头部集中。根据《2020 新式茶饮白皮书》(CBN Data, 奈雪的茶)，83%的现制茶饮消费者有明确的品牌偏好和一定的品牌忠诚度，这一比例相对于 2019 年的 74% 进一步提高。虽然目前行业结构仍然比较分散，但直营类喜茶、奈雪的茶已经成长为第一梯队品牌，加盟类蜜雪冰城、古茗等势能强劲，竞争优势相对突出。

图 63：消费者购买新式茶饮时主要选择少数几个品牌



资料来源：《2020 新式茶饮白皮书》(CBN Data, 奈雪的茶)，中信证券研究部

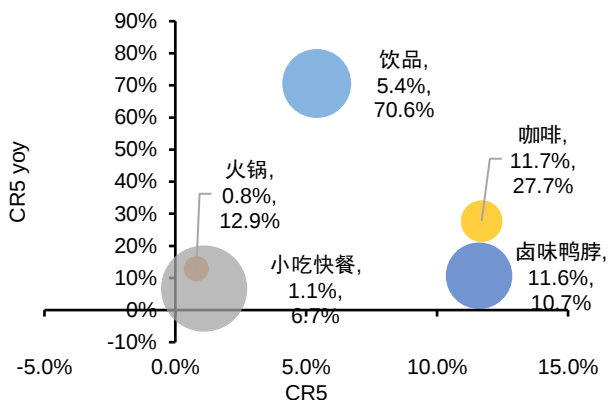
图 64：茶饮果汁门店分布不均



资料来源：窄门学社，中信证券研究部 注：数据截至 2020/10

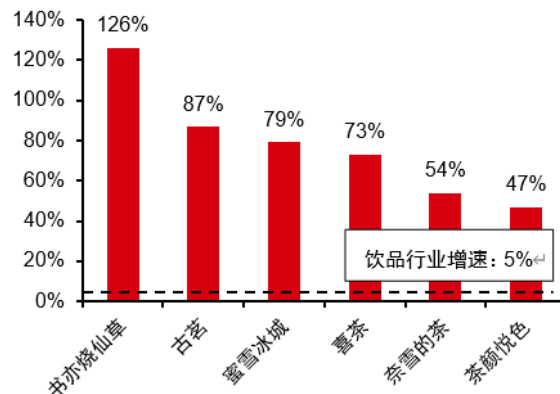
疫情加快格局重塑，市场集中度料将提升。一方面，疫情考验现制饮品企业综合运营能力，加速抗风险能力、经营效率较差的门店和企业的淘汰。另一方面，疫情过后，消费者更加看重食品安全，会优先选择品质过硬的、知名的品牌，促进行业品牌化进程。

图 65: 疫情后各餐饮业态 CR5 及 CR5 变动情况



资料来源: 燃数科技, 中信证券研究部 注: 标签顺序为 (品类, CR5, CR5 yoy), 气泡面积为 top5 门店数量, 统计截至 2020 年 8 月

图 66: 头部茶饮品牌 12 个月内展店速度高于行业水平



资料来源: 燃数科技, 中信证券研究部 注: 统计截至 2020 年 8 月

轻奢新式茶饮对阵平价街头奶茶

中国茶饮品牌价格带清晰, 基本可以分为轻奢型、平价型和廉价型三类, 分别对应 25 元左右、15 元左右和 10 元及以下杯均价。轻奢型新式茶饮重视消费体验构建和产品品控、产品单价高, 为了打造高端品牌的调性, 对经营各环节进行严格管理, 头部品牌主要采用直营模式。而街头奶茶价格友好, 产品标准化程度更高, 选址多元, 单个门店投入相对较低, 比高端品牌更易复制, 多采用较轻的加盟模式进行扩张。

高低线市场分化, 区域品牌崛起。轻奢型品牌如喜茶、奈雪的茶等主要面向高端市场, 重视服务和体验, 主打高品质的茶、果类饮品, 单杯价格超过 20 元, 用直营模式和严格的品控塑造品牌形象; 廉价街头奶茶如蜜雪冰城主要面向下沉市场, 立足于满足消费者对糖、奶的基础口味嗜好, 性价比高, 用加盟模式迅速实现规模化。两类茶饮连锁用明确的价格定位加深消费者的品牌认知, 抓住当前阶段目标消费者的主流需求, 在各自阵地内竞争地位相对稳固, 由于消费者需求差异导致的市场差异在一定时间内仍将存在, 且市场渗透率上升空间仍然较大, 两类品牌短期内预计不会有正面竞争。15-20 元价格空档因而出现, 在长期缺乏同等竞争力的全国性品牌的背景下, 一些中端品牌如茶颜悦色、古茗茶饮抓住机会, 成长为在特定区域拥有超强影响力的品牌, 并开始尝试走出本土, 进行扩张。

图 67：茶饮连锁品牌价格图谱



资料来源：中信证券研究部绘制

直营头部强者恒强，加盟转型势能强劲

按商业模式，直营类现制茶饮连锁参与者多为高端品牌，其他则包括快招商、传统加盟品牌和近年来崛起的新型加盟品牌。

直营赛道玩家趋于稳定，静待龙头诞生。直营模式对企业综合实力要求高，当前的头部玩家经历了网红时代，在消费者心中已经建立起一定的品牌认知和认可，品牌溢价初步沉淀，为高端赛道构筑了较强的进入壁垒。我们认为，**直营模式品牌格局趋于稳定，赛道逐渐从品类红利转向龙头红利阶段，龙头可享行业增长和集中度提升双重红利。**第一梯队喜茶、奈雪的茶脱颖而出，头部地位稳定，其中喜茶的综合竞争优势相对明显。区域性品牌茶颜悦色目前也采用直营模式，刚刚试水走出湖南取得不错的反响，但创始人曾公开表态未来不排除加盟可能，其扩张能力、标准化水平等待进一步观察。

表 7：代表性新式茶饮直营品牌基本情况对比

	喜茶	奈雪的茶	乐乐茶	茶颜悦色
核心品类	茶饮	茶饮+软欧包	茶饮+软欧包	茶饮+衍生品
SKU	60-70	70+	50-60	15-20
客单价（元）	29.56	32.58	34.29	16.42
产品单价（元）	13-32	16-32	19-33	12-20
门店数量	740	550	56	319
12 个月内新开门店数	315	158	5	88
主力店型面积（m2）	100	260	150	20-30
分布区域	近 60 城市，一二线城市为主	70+城市，一二线城市为主	10+一线、新一线城市，主要分布于上海和北京	主要湖南，长沙（310）、常德（5）、武汉（4）

资料来源：窄门学社、各品牌小程序等公开资料，中信证券研究部 注：统计截至 2020 年 12 月

加盟模式快速增长，头部集中趋势明显。加盟从原来重营销、轻产品和供应链的快招公司模式，转变为以供应链驱动的品牌商模式。消费者对口味的要求，驱动了 2.0 模式的出现，这类加盟品牌十分重视后端供应链建设和前端加盟商选择。品牌仍然需要研发相对易标准化的代表性产品，以强有力的供应体系支持区域内的扩张，以优质的出品打出市场

声誉，建立目标用户的基础品牌认知，支撑其加大密度和区域扩张，以更多地触达消费者，进而帮助进一步增强品牌粘性。快招模式下，快招公司收入来源主要是首批物料费和加盟费，对于加盟商几乎不进行后续管理和运营支持，加盟门店盈利可持续性差，形成品牌难度较大。而品牌商收入主要来自于持续经营下的物料费用，因而重视加盟门店经营情况，以帮助加盟商实现和改善盈利。这种正反馈商业模式符合消费升级的市场环境，可持续性强，疫情后的行业洗牌给予头部加盟品牌份额提升的机会，头部品牌展店积极，市占率提升明显。

表 8：头部加盟品牌对比

		蜜雪冰城	古茗	书亦烧仙草	CoCo 都可	一点点
扩张情况	门店数量	11248	4110	5466	4298	3137
	过去 3 年 CAGR (17-19)	33%	63%	127%	48%	54%
	20 年 8 月较 19 年末增速	49%	75%	80%	15%	26%
	人均消费	6.88 元	14.63 元	12.61 元	13.39 元	
区域分布	当前主要分布省份	河南 (14.1%)，山东 (8.8%)，四川 (6.4%)，河北 (6.3%)，陕西 (5.7%)	浙江 (32.8%)，福建 (21.3%)，江西 (12%)，湖北 (5.6%)，广东 (4.5%)	湖南 (20.5%)，四川 (17.7%)，广东 (10.6%)，河南 (10.1%)，湖北 (6.2%)	江苏 (22.1%)，上海 (10.3%)，浙江 (8.4%)，广东 (7.9%)，山东 (5.7%)	江苏 (21.5%)，浙江 (21%)，广东 (13%)，上海 (11%)，福建 (6.8%)
	规模化省份数量 (200+家)	19	4	8	5	5
加盟政策	加盟制度	单店加盟，公司不参与分成	加盟商入选概率约 1%，共三次机会（一次面试，两次复试）看重加盟商抗风险能力，2 年内关店退还全部或部分加盟费	一个月只能提交一次加盟申请，半年内三次机会	区域授权制（常住人口数一百万），在授权区域三年时间开 15 家门店	单店加盟
	加盟要求	无特定要求	年龄 25-40 岁，店长本人驻店 1 年以上	年龄 20-40 岁之间，大专以上学历，加盟商亲自参与培训，全职经营及管理店铺（日到店时长不低于 8h，月不低于 20 日）	丰富工作经历与管理经验；全心投入事业等	年龄 25-35 岁左右，必须亲力亲为，不得委由他人经营，需具有店铺管理经营水平与能力或从业经验
	加盟费用	省会：11000 元/年；地级市：9000 元/年；县级市：7000 元/年	品牌合作费：33800（3 年单店授权）	合作费 2.98 万（一次性）品牌使用费 1.5 万元/年		
	预计开店资金	30 万起	28 万左右（不含租金与转让费）	40 万起	30 万左右	40-60 万（不含员工薪资与租金）
	扶持政策	系统经营培训，专业选址评估，销售数据系统化，提供营销活动方案，物流费总部承担	提供选址服务，统一到司培训，提供督导协助开业及营销方案	提供全年营销方案，一对一门店售后服务；员工时薪制度，值班制度（分档考核），股份激励制度	协助建立培训计划与考试制度，外派营运主管，协助完善人力资源系统，提供透明晋升通道，优良薪资福利	透明晋升流程，店铺业绩奖金等
供应链	采购	公司自建原料生产工厂，大部分核心原料自产供应	国内原产地直采空运到各地的仓库	严选优质原料供应商长期稳定合作，从源头保证原料品质	采购全球优质食材，签订年度合约确保供货稳定	
	仓库	设立五大仓库强大的集中采购模式（总仓河南，东西南北四大	九大仓配中心覆盖全国 90%+ 终端门店（四川眉山，浙江台	自建仓储，以半径 200-300km 为节点，全国设置 16 个大仓，	泛上海地区建有大型总仓库，各地分公司也有仓库进行物流配	

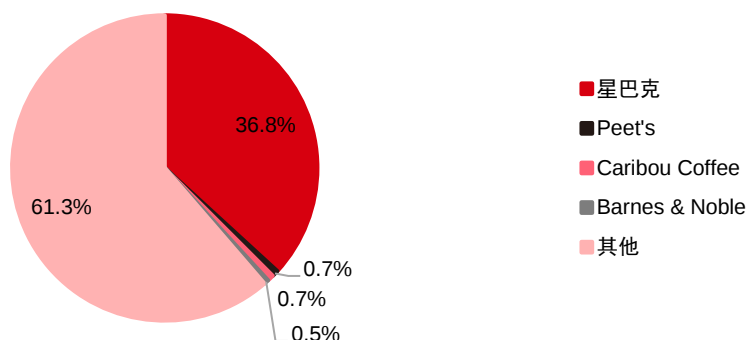
	蜜雪冰城	古茗	书亦烧仙草	CoCo 都可	一点点
	分仓)	州/杭州, 福建福州/漳州, 江西景德镇, 湖南株洲, 湖北荆州 广东惠州)	仓库面积 3-5 千平方米不等	送。非关键原材料经总部认可后当地取材	
物流	快捷稳妥的物配系统, 更快地把原料和物料送达门店	自建冷链物流和配送上门服务, 生鲜原料隔日一配送	专属物流团队保证原材料准确无误及时送至线下门店		

资料来源: 各品牌官方网站、微博及公众号, 窄门学社, 中信证券研究部 注: 数据截至 2021 年 1 月 10 日

展望未来: 行业龙头扩展空间充足

我们参考美国现磨咖啡市场发展情况展望中国现制茶饮的未来行业格局, 根据 Statista, 2019 年美国现磨咖啡市场收入 475 亿美元, 星巴克 2019 年 (对应 FYQ2-FY20Q1) 在美国市场份额达到 36.8%, 是行业的绝对龙头。我们根据 Euromonitor 和 Statista 数据, 计算出 2018 年韩国和中国台湾地区的现磨咖啡龙头集中度分别为 35.7% 和 17.8%。

图 68: 2019 年美国现磨咖啡品牌收入份额



资料来源: Statista, Euromonitor, 星巴克公告, 中信证券研究部

从门店布局角度, 星巴克的中国扩张战略是以中心城市为主要据点, 进行品牌渗透, 东部以上海为中心, 北部以北京为中心, 南部以广州&深圳为中心, 中西部以成都&武汉为中心。高端新式茶饮分布也集中于高线城市, 以喜茶为例, 目前其 78% 的门店均位于一线、新一线城市, 基于价格定位和目标用户集中度, 预计高线加密仍然会是高端新式茶饮扩张的首要战略。我们以当前高端赛道门店数量最多的喜茶为参考, 分别在一线、新一线和二线城市中选择开店数量较多、市场相对成熟的城市深圳、杭州和昆明作为同级别城市的标杆, 计算一二线城市潜在开店空间, 具体测算公式如下:

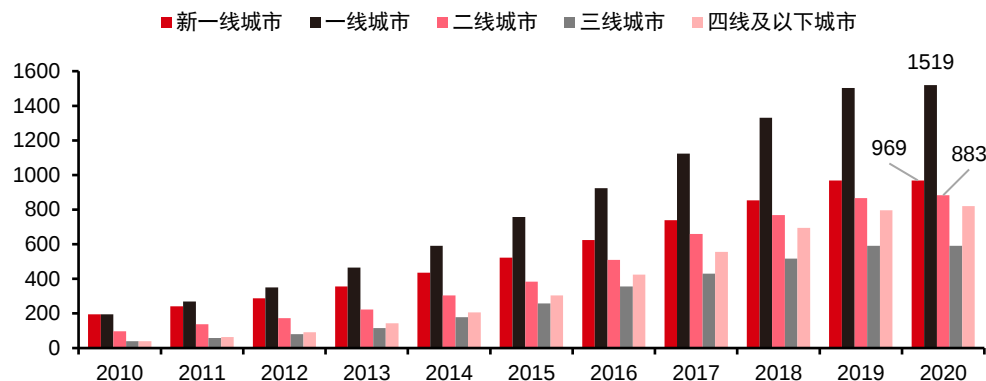
$X \text{ 线城市 } A \text{ 的开店空间} = X \text{ 线标杆城市 } B \text{ 的门店数} \times \text{调整系数},$

$\text{调整系数} = \left(\frac{A \text{ 的人均可支配收入}}{B \text{ 的人均可支配收入}} \right) \times \left(\frac{A \text{ 的常住人口}}{B \text{ 的常住人口}} \right)$

根据以上公式, 我们测算出直营龙头在 1-2 线城市标准店展店空间为 1,181 家。从可获得点位来看, 高端新式茶饮目前几乎成为商业综合体招商必选品类, 参考星巴克, 龙头品牌将是综合体首先考虑对象。根据赢商大数据, 我国一二线购物中心数量为 3,371 家,

上述测算对应的一二线购物中心渗透率约 35%，目前喜茶在一二线城市购物中心渗透率为 20%，渗透率预计仍有较大提升空间。

图 69：不同等级城市购物中心数量



资料来源：赢商大数据，中信证券研究部 注：所统计购物中心商业建筑面积≥3 万 m²，不含独立百货、大型独立商超、大型独立影城等集中式商业项目

对于三线及以下城市，根据窄门学社，星巴克当前进入了 144 个三线及以下城市，我们假设高端新式茶饮龙头在这 144 个城市各开出一家小店。根据以上假设，我们测算出新式茶饮龙头在全国的开店空间至少为 1,325 家。

目前喜茶门店数量 740 家，奈雪的茶 550 家左右，参考以上测算，仍至少有一倍以上展店空间。与此同时，我们观察到，喜茶、奈雪的茶均在丰富其门店模型，在标准店的基础上，推出更小面积、更聚焦产品、门店效率更高的“小店”，这将打开其最终的门店覆盖天花板，其展店空间可对标 KFC 等快餐品牌的门店分布（百胜中国远期开店指引 2 万家）。结合虎嗅、喜茶 2019 年门店单月流水达 100 多万这一数据，假设单店年均销售额 1 千万元，则龙头年收入预计至少可达 150 亿元以上。

而加盟类现制茶饮选址涵盖了社区、校园周边、交通枢纽、商圈等各类人流量较大的场所，且其门店普遍更小、覆盖半径更短、区域加密策略下规模效应明显，市场可有效承载的门店数量预计高于快餐连锁（百胜中国远期开店指引 2 万家）。目前门店数量最多的蜜雪冰城 1 万多家店，对比可见展店空间亦仍然充足。

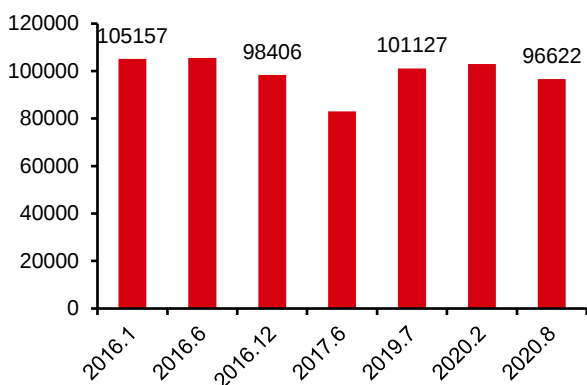
另一方面，喜茶、奈雪的茶、蜜雪冰城等品牌已经开始了海外拓展尝试。目前留学生等海外华人群体已经相对庞大，台湾茶企的出海扩张一方面验证了海外市场对茶饮的需求，另一方面也促进了现制茶饮品类在海外的推广。海外市场有望成为大陆茶饮龙头二次扩张的重要支撑。

现磨咖啡行业

中国现磨咖啡行业品牌集中度持续上升，龙头星巴克市占率稳居第一，达到 27% 左右。一方面，与茶饮不同，作为西方生活方式和中产阶级消费的象征，咖啡在中国的发展最初便具有鲜明的品牌化特征。1999 年便布局中国市场的星巴克，在 2012 年前后迎来了消费升级背景下中国现磨咖啡行业的快速增长，顺势扩张，依托其先入优势筑立品牌护城河。

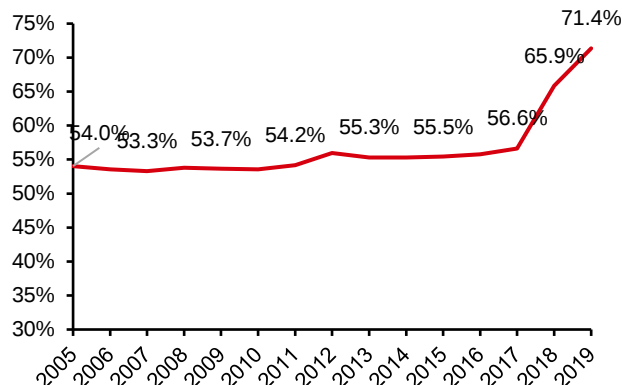
另一方面，现磨咖啡标准化程度较高、易于规模化扩张，且目标用户群体相对集中于高线城市，因此行业连锁化率水平较高。在参与者数量快速增长、全国咖啡店突破 10 万家后，行业于 2016-2017 年经历了一轮调整和出清。根据美团点评研究院，2016 年全国咖啡馆净闭店率高达 13.5%，大批单体、小规模咖啡店被出清，而头部品牌展店提速，规模优势进一步凸显，行业集中度继续提高，带动行业经营效率和连锁化率的大幅上升。

图 70：2016-2020 年中国咖啡店数量



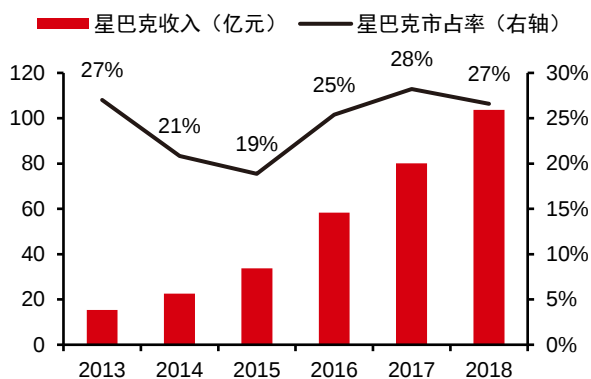
资料来源：美团点评，中信证券研究部

图 71：中国精品咖啡和茶饮门店的连锁化率逐年提升



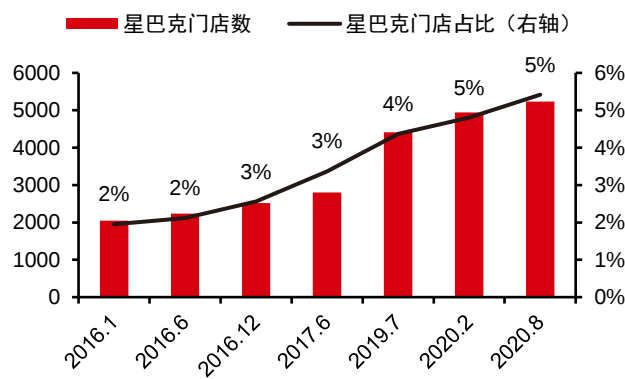
资料来源：Euromonitor，中信证券研究部 注：连锁化率=连锁门店数量/门店总数

图 72：星巴克中国市场收入及其在中国现磨咖啡市场份额



资料来源：Euromonitor，沙利文（转引自瑞幸咖啡招股书），中信证券研究部

图 73：星巴克在中国门店数及其占咖啡店总数比例

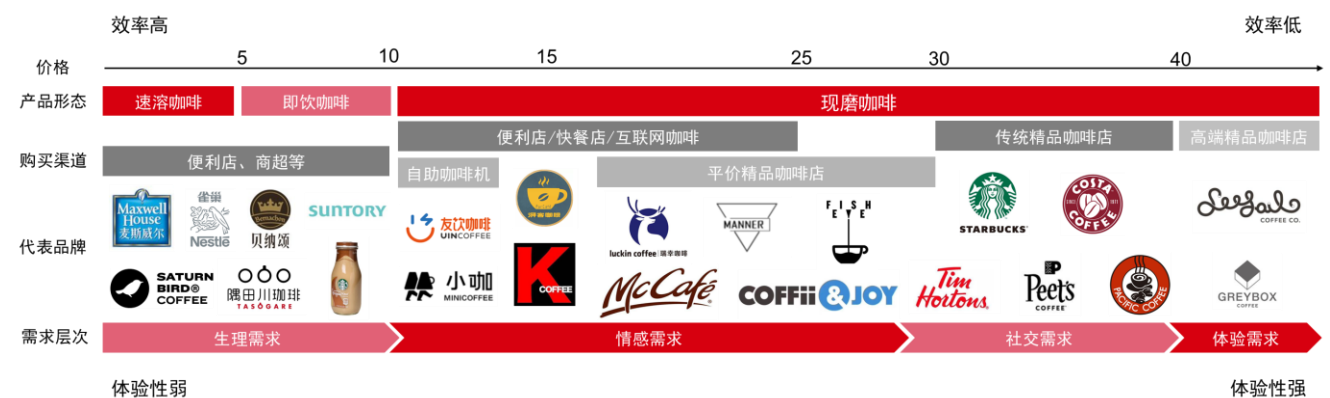


资料来源：窄门学社，美团点评，中信证券研究部

消费分层带来丰富的价格带机会

消费升级和新渠道的诞生促进现磨咖啡价格带的丰富化，激活潜在需求。线上线下融合渠道的崛起扩充了非堂食的消费场景，减小了咖啡对社交空间的依赖，更多小店模型出现，节约房租和装修费用、提高门店坪效，单杯饮品成本下降，腾出更多利润空间，支撑其定价中枢由 30-40 元/杯下移。而随着现磨咖啡价格的下探和场景的丰富，更多为高价和不便所抑制的潜在需求被释放。由此，价格差异主导的细分赛道开始发力，行业也在星巴克“一超”的背景下呈现出多元的品牌成长态势，为跨业态连锁品牌和一批本土品牌提供了发展机会。

图 74：咖啡产品及品牌价格带



资料来源：中信证券研究部绘制

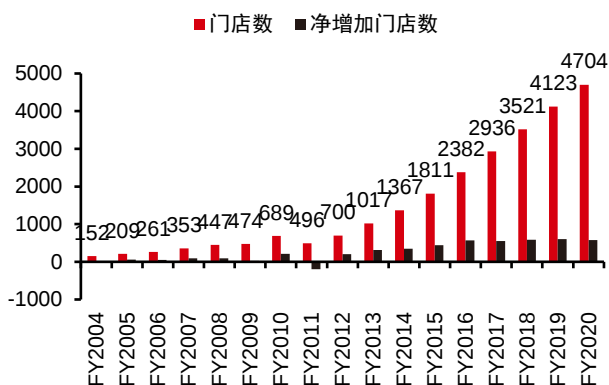
具体来看，30-40 元/杯是传统欧美系精品咖啡店的强势领域，目标用户是价格敏感度相对较低的消费者，同时具备功能、情感 and 社交属性，在这一价格区间上，星巴克占据绝对优势，基于其品牌地位、门店规模、运营能力，短期看较难被撼动。30 元以下是竞争最激烈的地带，其中 10-15 元/杯的主要参与者是便利店咖啡，是在咖啡最基础的功能属性之上对口味和品质的小幅度升级；15-20 元/杯的参与者包括快餐店咖啡和瑞幸，根据云海淘金，瑞幸与星巴克 2020 年 3 月份的用户重叠率仅为 9%；20-30 元/杯的参与者主要是平价精品咖啡，满足对咖啡品质有一定要求但对价格也相对敏感的消费者的需求，与传统精品咖啡受众有一定重叠。40 元/杯以上属于美学浪潮下诞生的小众、高端的精品咖啡品牌，受众相对较少，对咖啡师依赖程度较高，因而标准化程度较低，连锁体量无法与其他价格带相提并论。日益清晰和细化的价格带引导消费自动分层，帮助消费者进行匹配和选择，差异化定位下，新价格带的出现带来的主要是增量需求，高低端品牌之间目前正面竞争尚未展开。

表 9：传统精品咖啡品牌全球经营情况对比

	星巴克	Costa	Tim Hortons	Peet's	Doutor
财年	FY2019	FY2018	FY2019	FY2019	FY2019
收入（百万美元）	26,509	1,731	3,344	983	1,203.4
毛利率	67.8%		49.9%		60.5%
租金费用率	9.1%				11.7%
经营利润率	15.4%	9.5%		8.9%	7.8%
净利率	13.6%				4.6%
门店数量	31,256	3,821	4,932	466	2,033

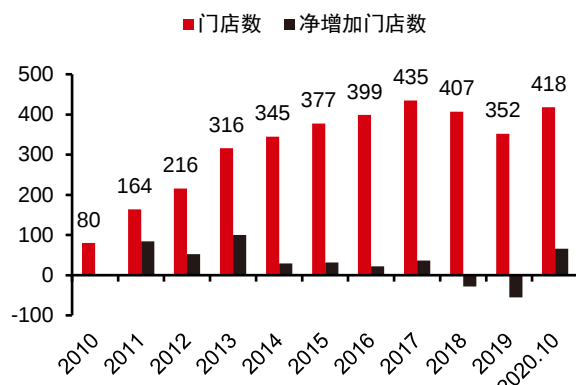
资料来源：星巴克、Whitbread、餐饮品牌国际、JDE Peet's、Doutor 公告，中信证券研究部 注：Peet's 包含 Peet's、知识分子、树墩城品牌，Doutor 包含 Doutor、NRS 品牌

图 75: 星巴克在中国的开店情况



资料来源: 星巴克公告, 中信证券研究部 注: 星巴克财年截至当年 9 月底

图 76: Costa 在中国的开店情况



资料来源: Euromonitor, 窄门学社, 中信证券研究部

表 10: 中国咖啡店市场各类型代表性品牌对比

	星巴克	瑞幸	Costa	Tims	湃客咖啡	K 咖啡	麦咖啡	Manner
类型	传统欧美系	新零售咖啡	传统欧美系	传统欧美系	便利店咖啡	快餐店咖啡	快餐店咖啡	平价精品咖啡
咖啡价格 (元/杯)	30-40	15-20	30-40	25-35	10-15	15-20	20-25	15-25
门店数量	5000+	4792 (2020.11.30)	400	142	全家便利店近 3000 家, 95% 以上有湃客咖啡销售	肯德基门店 7000+, 其中 6000+ 提供 K 咖啡	麦当劳门店 4000+, 约 1500 家入驻了麦咖啡品牌	114
2020 以来新开店数	462	1126	15	75				39
SKU 饮品	40+	50+	20+	20+	20+	10+	20+	40+
食品	50+	20+	20+	40+				
销售杯数	中国一年卖出约 4 亿杯			全球范围内每年售出 20 亿杯	2019 年销量超过 1 亿杯	2019 年售出 1.37 亿杯	中国一年售出约 9000 万杯	
人均消费 (元)	40.63	19.06	36.55	31.22				21.83
扩张计划	FY21 净增加 600 家门店			2020 年新开 100 家店, 未来 10 年内开出 1500 家店			到 2021 年一二线城市全覆盖, 到 2023 年超过 4000 家	
品牌定位	“第三空间”	“做每个人都喝得起、喝得到的好咖啡”		“现点现做的暖食咖啡馆”	“在街角邂逅一杯美好”	便利、实惠的大众咖啡	“浓香带感”	“让咖啡成为生活的一部分”
使用场景	门店为主	“无限场景”, 自取和外卖模式为主	门店为主	门店为主	外带为主			外带为主
运营模式	直营	直营为主 (约占 80%), 开放加盟	直营为主, 开放加盟	直营	直营+加盟	直营为主	直营+加盟	直营
选址	商圈、写字楼等高人流场所	写字楼、交通枢纽、公寓住宅等	商圈、写字楼等高人流场所	大型商圈为主	门店密集, 遍布高线城市商业区和居民区, 写字楼集中度较高	门店遍布人流量较大的社区、交通枢纽和商圈	门店遍布人流量较大的社区、交通枢纽和商圈	一线城市商圈

	星巴克	瑞幸	Costa	Tims	湃客咖啡	K 咖啡	麦咖啡	Manner
类型	传统欧美系	新零售咖啡	传统欧美系	传统欧美系	便利店咖啡	快餐店咖啡	快餐店咖啡	平价精品咖啡
门店大小	大, 以 100 平方米以上店型为主, 2019 年起开出小面积的自提/外卖门店 (“啡快店”)	以 20-60 平米的快取店为主	大	大	小	较小	较小	较小

资料来源：各公司公告、官网、官方公众号及小程序，窄门学社，中信证券研究部 注：统计截至 2021 年 1 月

用户之争：平价市场增长空间更大，竞争更激烈

价格定位在 10-20 元左右的平价现磨咖啡，零售属性强，面向的正是消费升级带来的增量人群，可以充分享受现磨咖啡市场高速增长的红利。因为目标用户和消费场景的重合度高，产品差异小，品牌溢价相对较弱，竞争比中高端消费市场更激烈，竞争核心在于产品交付的效率。

便利店、快餐店依托已有店面出售现磨咖啡，拥有天然的流量和点位优势，目标消费者进店频次本就较高。这类多业态经营者在租金和人工成本上具有显著的竞争优势，其中便利店咖啡的优势更为显著，它们密集分布于人流量较大的写字楼和家庭社区，利用消费者购买早餐、午餐等鲜食的机会进行交叉销售。以上海为例，目前全家便利店共有 1800+ 家门店，瑞幸 500+ 家，肯德基 455 家，麦当劳 268 家，在覆盖密度上全家更胜一筹。单一业态的咖啡品牌需要在核心办公区、交通枢纽和商圈进行大规模地扩张，来打造品牌势能，用丰富的 SKU、更高品质的用料塑造更专业的咖啡品牌形象，以与之竞争。因此，在 10-15 元/杯的价格带上，便利店咖啡是主要参与者；而 K 咖啡、麦咖啡以及瑞幸咖啡等平价品牌将价格定位于更高一档的 15-25 元/杯，相对便利店咖啡，在原料和空间上进行升级，凭借品牌自身的数字化能力强化消费渠道的便利性。

场景之争：自取/外卖市场成为必争之地

根据沙利文，中国的现磨咖啡消费量只有 30% 发生在店内，70% 则为自取或外卖（转引自瑞幸招股书）。主力消费者快节奏的生活方式和互联网新零售模式促成了这种场景结构。瑞幸从成立之初就瞄准这一市场，在针对不同消费场景设置的快取店、外卖厨房和悠享店中，快取店数量占 90% 以上。星巴克在经历了 18Q3 中国大陆同店销售额下滑之后，推出了外卖业务“专星送”和快取业务“啡快”，分别为 19Q4 贡献了 7% 和 3% 的销售额；至 20Q4 线上订单占比上升至 26%，其中自取占 13%，外卖 13%。全家、麦咖啡等也纷纷加入外卖/快取市场的竞争之中。

表 11：各咖啡连锁品牌自 / 外卖业务

	星巴克	瑞幸咖啡	湃客咖啡	麦咖啡
自提业务	2019 年 5 月上线啡快业务，至 20Q4 覆盖 98% 的门店	快取店占比 93.3%（2019 年 9 月）	部分门店支持自提	麦咖啡门店全部支持到店取餐
外卖业务	与饿了么合作推出专送服务，至 20Q4 84% 的门店可送外卖	可通过美团、饿了么、瑞幸 App/小程序下单	部分门店支持外卖，可通过饿了么、美团、Fa 米家 App 下单	可通过饿了么、美团、麦当劳/麦咖啡小程序、麦当劳 App 下单

资料来源：各公司公告、官方公众号、小程序，中信证券研究部

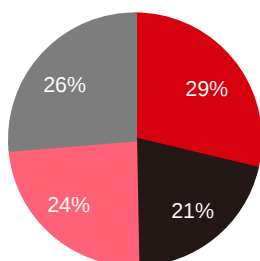
外卖需要解决配送费高昂问题，自取效益则取决于门店订单量。单杯配送费下降空间有限，门店经营成本却能随规模扩张被摊薄。而由于自取覆盖半径远小于外卖，两类用户转化的关键仍在于门店覆盖密度。

咖啡/餐饮与茶：异质属性下的跨界趋势

在中国茶饮消费基础更好，市场培育也更成熟，下沉市场接受程度高；咖啡标准化程度更高，经营管理体系的工业化水平更高，以核心大城市为主的高线市场已经相对成熟，但下沉市场接受程度低，高低线差异显著，品类下沉仍然需要一定的时间。

图 77：不同等级城市饮品门店占比（2020 年 10 月）

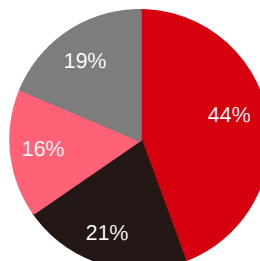
■ 一线 ■ 二线 ■ 三线 ■ 四线及以下



资料来源：窄门学社，中信证券研究部

图 78：不同等级城市咖啡门店占比（2020 年 10 月）

■ 一线 ■ 二线 ■ 三线 ■ 四线及以下



资料来源：窄门学社，中信证券研究部

对比国内茶饮和咖啡行业，二者在用户画像、消费渠道、消费场景和门店效率等方面存在差异。根据我们草根调研情况，二者用户群体存在一定程度的重叠，均以年轻女性为主，但茶饮消费群体在性别和年龄层面都更集中。**从客流情况来看，头部茶饮门店订单量更高。**门店效率上，高端的果茶、芝士茶等用料品种较多，制作工序复杂、自动化程度低，须以大量员工来保证出餐效率，人力成本高于咖啡；街头奶茶制作流程简短，门店人员数较少。

表 12：同一商圈周日茶饮和咖啡门店情况对比

	茶饮（喜茶，1 层）	咖啡（Peet's，1 层）
高峰期	订单量	60
2h	柜台占比	13%
	自取占比	25%

		茶饮（喜茶，1层）			咖啡（Peet's，1层）		
内容	外卖占比	15%			63%		
流量	总杯数	293			96		
用户	性别比例	72%女，28%男			60%女，40%男		
画像	人群描述	年轻情侣或夫妻（40%），结伴的年轻女性（23%），家庭（17%），单独来的年轻女性（14%），其他（6%）；年轻女性为主，没有老年消费者			结伴的朋友（35%），夫妻或情侣（29%），家庭（18%），单独来的消费者（12%），其他（6%）；年轻女性为主，中年用户比例高于茶饮，有老年消费者		
出餐效率		喜茶（1层）	乐乐茶（1层）	蜜雪冰城（地下一层）	Peet's（一层）	星巴克（地下一层，地铁口附近）	Manner（地下一层，地铁口附近）
	门店面积（m2）	~150	~150	~30	~200	~80	~40
	下单到出餐时长（分钟）	13			4-5	2-3	2-3
	单杯制作用时（秒）	26	46	22	42	37	48
	人员数量	可见 10 人		5 人	7 人	4 人	2 人
	人员分工	前排员工 A 收银+取烘焙品+打冰淇淋，B 装杯前最后一道工序+装杯盖，C、D 整理出餐区+打包+出餐；后排员工 E 贴杯+加水果/糖浆/小料，F 加奶/茶，G 榨汁+加果汁，其他员工负责整理打扫等		员工 A 贴杯+加料+打冰淇淋，B 加茶/水+放入自动封口机封装，C 收银+出餐+打杂，D 整理外卖，E 备料	员工 A、B 收银，C 出餐，D 贴杯+整理外带包装，E 制作，F 磨豆+辅助制作，G 打杂+取烘焙品	A 收银+取烘焙品+贴杯，B 磨豆子+打杂，C 制作+出杯	员工 A 收银+贴杯+制作 espresso，B 打发奶泡+加奶+装杯
	制作方法	多杯同步进行，具体工序较复杂		A→B→C	两三杯同步进行，E→C 或者 F→E→C	一般一人完成制作+出餐全流程	A→B 两步完成

资料来源：草根调研，中信证券研究部

我们认为，现制茶饮和现磨咖啡的发展并行不悖。一方面，两类产品在消费属性上存在明显的差异，对应消费需求也有很大不同：咖啡功能性、商务属性强，而消费者购买新式茶饮主要是满足情感需求，因此在消费场景上以休闲娱乐为主，与商务活动的结合弱于咖啡。另一方面，当前台湾地区咖啡和茶饮的人均消费量均远高于大陆地区，说明现制饮品人均消费量天花板高，未来大陆地区现饮消费发展的主流也将是增长而非替代。

茶饮、咖啡和酒类行业之间的界限正变得越来越模糊，咖啡店上线茶饮、茶饮店推出咖啡成为主流，很多企业更采用多品牌策略，拓展经营边界，追求协同效应。从产品端来看，一方面，咖啡和茶饮具有一定替代性，同时销售可以更好地享受现制茶饮业高增长红利；另一方面，咖啡和茶饮消费波峰波谷时段互补，同时销售可增加单店销售额，提高坪效。咖啡的消费时段集中于早上和中午，奶茶消费则更多发生在下午，消费时段的拉长还能增加轻食、烘焙品等的交叉销售额，提高客单价。据 36 氪调查，78% 的受访者表现出了对茶饮店提供咖啡和酒类饮品的兴趣。但我们认为，虽然拓宽 SKU，增加代表性产品，会迎合消费者对产品多样性的期待，但总体而言咖啡和茶饮在需求端消费场景上，供给端供应链对接上有极大差异，同一品牌门店下两个品类均获同样成功概率偏小，更多是补充。

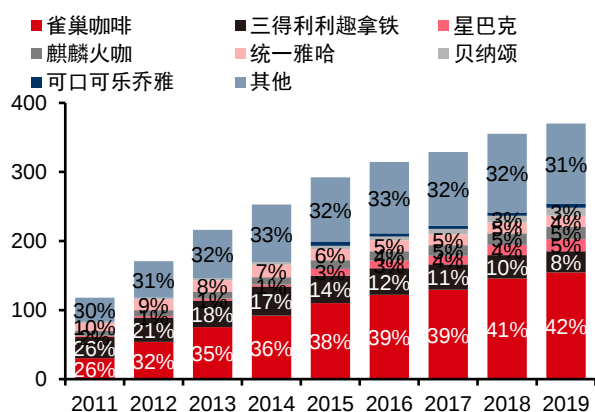
表 13：现制饮品企业多品牌跨界经营情况

	星巴克	瑞幸	喜茶	奈雪的茶
子品牌	甄选咖啡，甄选酒坊	小鹿茶	喜茶咖啡	Bla Bla Bar（酒吧），奈雪 PRO（咖啡店）
品类	咖啡，酒	茶饮，咖啡	咖啡	鸡尾酒，精酿啤酒，咖啡，烘焙品
门店面积（m2）	100-350	50-100	100-200	酒吧 150-200，咖啡店 100 以下
门店选址	街边+商圈	写字楼	商圈	商圈、写字楼
经营模式	直营	新零售合伙人	直营	直营

资料来源：各公司官网、官方公众号，中信证券研究部

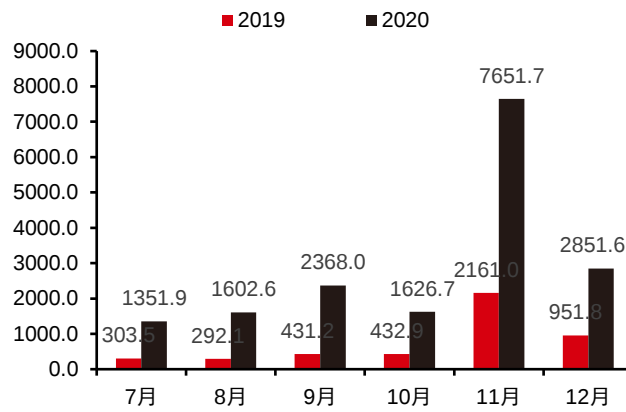
餐饮零售化趋势在现饮赛道表现突出，企业依托品牌力开拓原料、速溶和即饮赛道，接入外部渠道，为公司提供新的增长来源。星巴克 1994 年就与百事集团建立了北美咖啡伙伴关系（NACP），在商超、杂货店等渠道上线即饮类产品，2016 年，NACP 收入规模突破 20 亿美元；2018 年，星巴克授权雀巢在全球范围内销售包装产品，包括咖啡豆、速溶咖啡、即饮咖啡等。多项合作使得星巴克在即饮咖啡、速溶咖啡领域也取得了较可观的市场份额，**根据 Euromonitor，至 2019 年星巴克即饮已占据美国即饮咖啡 63% 的市场份额**。Costa 2019 年被可口可乐收购后，也于同年 6 月推出即饮咖啡，并在 2020 年 3 月引入中国。现制茶饮领域，喜茶和奈雪的茶也先后切入食品零售，上线气泡水、茶包等产品，依托门店、便利店和线上商城等渠道进行销售。**根据 CBNDATA，2020 年 1-9 月天猫线上新式茶饮销售额增速超 2000%，截至 12 月，新式茶饮品牌店铺累计浏览人数超过 1000 万人，较 2019 年增长 3 倍。**

图 79：中国即饮咖啡品牌销量（百万升）及市占率



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 80：星巴克速溶咖啡在淘系平台的销售额（万元）



资料来源：淘数据，中信证券研究部

而“餐饮+奶茶”在餐饮企业尤其是火锅企业中盛行。2016 年湊湊以火锅茶歇的主题成为了餐饮+奶茶的先行者，近年来小龙坎、乡村基、海底捞等连锁餐饮品牌也纷纷入局。从升级门店饮品到推出独立茶饮品牌，从绑定“火锅+奶茶”到推出 DIY 茶饮档口，餐饮企业的策略各不相同。整体来看，茶饮升级有助于门店吸引力的提升与全时段餐饮销售。连锁餐饮具备管理、供应链优势，本身的知名度有助于促进茶饮快速推广，庞大门店基数保障了茶饮初步扩张空间。

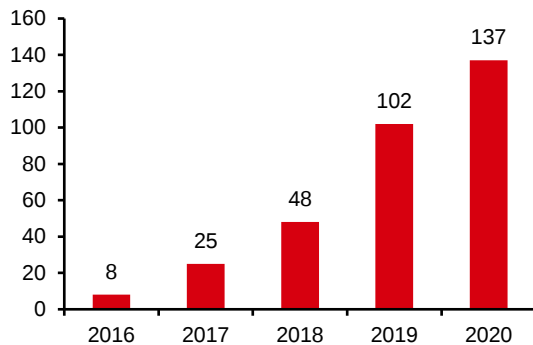
表 14：餐饮企业纷纷入局茶饮市场

餐饮类型	创建时间	门店数量	茶饮门店数量	“餐+饮”模式	茶饮品牌	主打特色	奶茶种类	SKU 数量	奶茶价格（元/杯）
湊湊火锅·茶歇	2016	137	全部	主打奶茶+火锅	茶米茶	台式手摇奶茶、原叶茶、优美环境	珍珠奶茶、果味茶、裸茶、茶沙冰等 11 个系列	38	8-26
海底捞	1994	1150	1(21 年 1 月开业)	增加茶饮档口，设堂食	无	DIY 模式、优质服务	奶茶、果茶、奶盖茶	-	9.9
小龙坎	2014	843	2(18 年推出首店)	单独门店	龙小茶	中国风装修	酒酿、鲜果茶、川味茶、奶茶等	24	9-24
乡村基	1996	538	1(21 年 1 月开业)	增加茶饮档口，不设堂食	无	手摇茶、每一杯都是现做	手摇鲜果茶、手作奶茶、手作奶盖茶	16	12-22
老乡鸡	2003	920	1(20 年 12 月开业)	特设下午茶时段，售卖甜品+茶饮	无	下午茶时段售卖，甜品+茶饮	茗茶、蔬果茶饮	8	杯：28，壶：48（无限续）

资料来源：餐饮 O2O、中国饮品快报微信公众号，窄门餐眼，大众点评，各公司官网、官方微信公众号，中信证券研究部

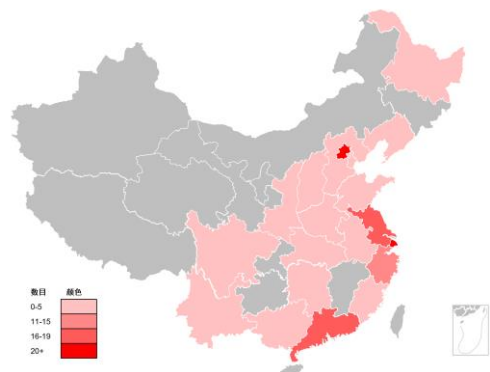
以湊湊创新火锅+奶茶新模式为例：2016 年，湊湊火锅·茶歇第一家门店开业，自创建开始即主打“火锅+奶茶”模式，解辣、解腻使火锅与奶茶完美搭配。场景绑定促进奶茶销售，同时高品质奶茶吸引回头客。其旗下奶茶品牌“茶米茶”，甄选原叶茶，坚持台式手摇奶茶工艺，产品包括珍珠奶茶、果味茶、裸茶、茶沙冰、茶拿铁等多个系列，定价多为 20 元/杯左右。其中大红袍珍珠奶茶年销量 260 万杯，在湊湊餐厅菜品中排名推荐 TOP1。2020 年推出龙井、燕麦、微醺系列，“茶+酒”创新增添品牌活力。

图 81：2016 年~2020 年湊湊门店数量



资料来源：湊湊公司公告，中信证券研究部 2020 年为中信证券研究部预测

图 82：截至 2020 年底湊湊全国分布图



资料来源：湊湊公司微信公众号，中信证券研究部

图 83： 湊湊“中式新禅风”装修吸引客流



资料来源：湊湊公司微信公众号

图 84： 湊湊茶饮产品矩阵

珍珠奶茶	奶茶	醇品裸茶	茶拿铁	茶沙冰
大红袍珍珠奶茶 24元/杯 铁观音珍珠奶茶 经典珍珠奶茶 珍珠奶绿 20元/杯	大红袍奶茶 22元/杯 铁观音奶茶 经典奶茶 茉莉奶绿 20元/杯	一窠红袍 妙茶观音 22元/杯 满园红茶 雨后绿茶 8元/杯	大红袍茶拿铁 26元/杯 铁观音/红茶/绿 茶拿铁 22元/杯	耶加大红袍 茉莉奶绿 草莓雪顶 26元/杯 百香金橙 22元/杯
青梅	果味茶	微醺(仅堂食)	龙井	燕麦
青梅红茶 青梅绿茶 24元/杯	黄金桔茶 桔香冬瓜茶 25元/杯 翡翠柠檬茶 22元/杯 翡翠柠檬茶 21元/杯 柠檬红茶 20元/杯	黄粱一梦 梁辰梅景 桃啤一下 18元/杯	龙井粉荔 龙井奶盖 26元/杯 雨前龙井 24元/杯	大红袍/龙井燕麦 奶茶 22元/杯 燕麦奶茶 20元/杯
冬瓜	冬瓜大红袍 冬瓜柠檬 26元/杯	20年7月推出	20年7月推出	20年10月推出

资料来源：大众点评，湊湊公司微信公众号，中信证券研究部

在餐饮门店设立奶茶档口外，茶米茶品牌 2018 年开始独立展店，现有门店数量达到 59 家，人均消费约 25.5 元。门店利用湊湊餐厅经验打造美味小食，提供茶点、正餐、甜点等多品类轻食。2021 年推出鲜奶系列，包括雪顶莓莓、杨枝甘露、阿华田珍珠鲜奶、抹茶珍珠鲜奶 4 款新品，进一步丰富产品线，这是餐饮品牌切入奶茶赛道的典型案例之一。

图 85： 茶米茶瞄准早餐、下午茶市场



资料来源：茶米茶公司微信公众号，中信证券研究部

图 86： 茶米茶门店 SKU 丰富，不同门店菜品不同

茶点		经典饱食	
面点	肉类&炸物	面类	饭类
赛螃蟹虾春卷	荔枝虾球	椒香虾米花	台式眷村三宝面 鲍汁红酒牛肉饭
茶香虾饺皇	避风塘鸡翅	手工虾滑	秘制茶香燃面 烧汁牛肉饭
爆浆流沙包	酸辣鸡翅	蒜衣脆骨烧	台式葱油拌面 宫保鸡丁饭
酥皮焗叉烧包	脆面鸡排	翘翘薯	鲜虾云吞面 龙虾捞饭
拉丝芋泥芝士球	台式鸡排	小食双拼	港式萝卜牛腩面
三鲜红油抄手	台式香肠	小食三拼	台中排骨酥面
其他	酥炸盐酥鸡	塔香肉酱玉米脆片	原汁去骨鸡腿面
大红袍茶叶蛋	甘梅薯条	海苔薯条	酸菜鱼面
芝士豆腐烧			

资料来源：大众点评，茶米茶公司微信公众号，中信证券研究部

2021 年海底捞亦切入奶茶赛道，DIY 奶茶仅售 9.9 元/杯。海底捞在武汉楚河汉街店开业“第一家海底捞奶茶店”，门店一层为“制茶乐园”，进行奶茶的制作和销售，设置有桌椅，火锅店则在五楼。奶茶销售采取 DIY 模式，顾客可以自主选择小料与茶底，亲手做出自己的奶茶。店内有饮品调配说明，提醒顾客注意事项，如“果茶加椰果更好喝”等标语，目前暖冬福利价仅 9.9 元/杯。这个新尝试是否能打造新的爆品和实现成功的品类补充需要观察，但二者结合我们认为确实存在天然的交叉销售带动，对其本身业务的补充作用是明确的。

图 87：海底捞 DIY 茶饮模式



资料来源：餐饮 O2O 微信公众号

图 88：DIY 茶饮提供多种材料，提供自制奶茶乐趣

	种类	说明
小料	脆啵啵、椰果、小芋圆、红豆、青稞、仙草	
顶料	粉类：豆乳粉、抹茶粉 干料：葡萄干、花生碎、可可脆、麦片	
茶底	奶茶：嗨派奶茶、嗨派奶绿 果茶：蜜桃果茶、葡萄果茶	果茶均需加冰
奶盖	-	奶盖仅可添加一次

资料来源：大众点评，中信证券研究部

中国现制茶饮头部品牌概况

在直营和加盟模式下，目前分别跑出一些认知度较高的品牌，各品牌依赖的核心优势有所不同，经营表现和扩张模式也有所差异。受制于目前国内茶饮品牌企业均未成为公众公司，具体数据相对缺乏，对各企业竞争力的对比尚难非常深入。在此，我们选取直营模式下代表品牌喜茶、奈雪的茶和茶颜悦色，加盟模式下蜜雪冰城和古茗进行简单分析比较。

表 15：头部品牌经营情况及消费者评价对比

	喜茶	奈雪的茶	茶颜悦色	蜜雪冰城	书亦烧仙草	古茗
2019 年收入（亿元）	35	30	-	65	-	-
门店平均面积(m ²)	100	260	30	25	60	25
日坪效（元/m ² ）	365	134		~300		
门店数量（2020.12）	740	~550	319	11248	5466	4110
店均员工数量	15-20	15-20	~6	~4	5	3
客单价（元）	29.56	32.58	16.42	6.88	12.60	14.72
大众点评单店评论数	1229.65	1100.88	344.47	103.97	141.41	144.94
好评率	87.04%	86.97%	94.37%	92.20%	89.96%	92.09%
差评率	4.12%	3.82%	1.22%	2.78%	4.35%	2.55%
星级	4.65	4.62	4.81	4.16	4.32	4.14
口味	4.71	4.65	4.82	4.18	4.38	4.15
环境	4.67	4.76	4.78	4.17	4.39	4.14
服务	4.60	4.66	4.82	4.17	4.37	4.14

资料来源：窄门学社，《2019 新式茶饮消费白皮书》，联商网，餐饮老板内参，各品牌官网及微信公众号，中信证券研究部

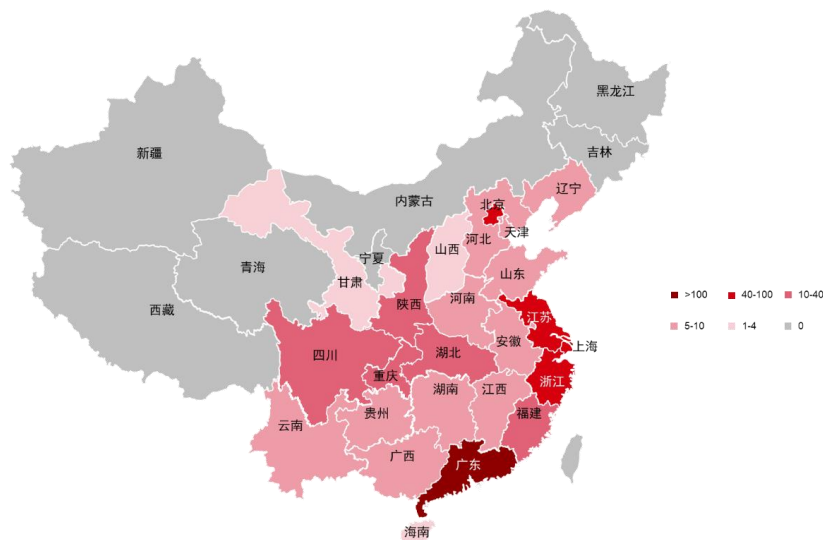
直营头部品牌

直营模式对品牌综合实力要求高，服务业属性强，重视标准化的门店体验打造。参考现磨咖啡龙头星巴克，我们认为，相比加盟品牌，直营龙头未来二次成长机会更大，即利用品牌力进行跨品类运营，通过交叉销售、新业务开拓和子品牌矩阵增加收入来源，形成超越茶饮品类的品牌生态圈，充分兑现品牌价值。

喜茶：灵感中国茶，全能领军者

喜茶前身为皇茶，于 2012 年创立于广东省江门市江边里小巷。成立以来，喜茶与赛道共同成长，以芝士现泡茶为切口，推动了高端新式茶饮的普及。公司 2020 年计划门店数为 800 家；截至 2020 年 12 月，喜茶共有 740 家门店，分布于全国近 60 个城市。

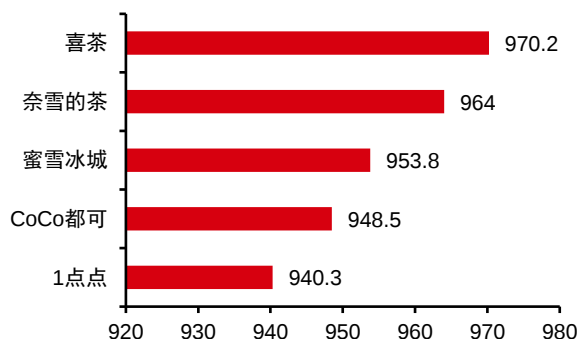
图 89：喜茶门店分布图



资料来源：窄门学社，中信证券研究部 注：统计截至 2020 年 10 月

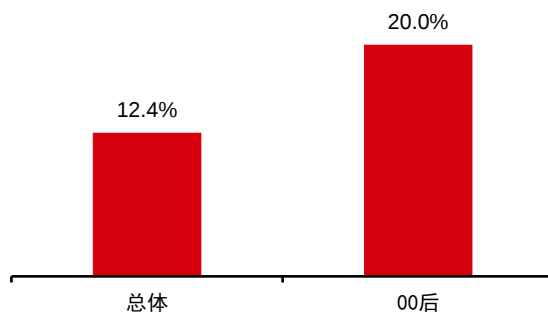
深入洞察消费者心理，品牌与品类共成长。茶饮的主流消费群体是年轻人，喜茶团队深刻意识到新一代年轻人消费理念的变化——重视体验价格比、用消费表达态度、审美更加简约中性。自成立之初，公司就设计了清晰的顶层战略，坚持从“灵感之茶”的定位入手，用产品和服务打造一致的品牌形象，连接圈层用户，致力于形成品牌生态。成立 8 年，喜茶在茶饮消费群体中的圈层影响力逐渐提升，与新式茶饮这一品类共同成长，形成了较强的品牌力。

图 90：2019 年中国茶饮前五大品牌及其品牌力评分



资料来源：红餐品牌研究院，中信证券研究部

图 91：喜茶让年轻人爱上喝茶

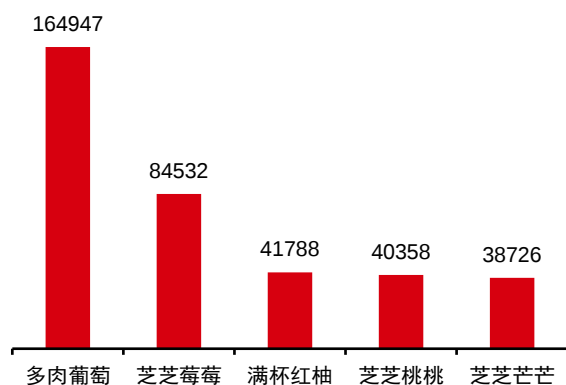


资料来源：腾讯 CDC x 喜茶《用户调研数据报告》，中信证券研究部 注：对应的调查问卷题目为“您受喜茶影响，最近一年喝茶变多了吗？”

深入供应链上游，自建茶园建立行业标准。喜茶只用原叶茶制作茶饮，为了保障出品稳定性，公司 2017 年在贵州梵净山自建 500 亩有机茶园，特邀农业大学与专业研究机构参与选种和培育，并在三年后的 2020 年 5 月取得有机产品认证证书。随着营业额的增加，自有茶园的规模效应为喜茶控制成本起到重要作用。

强研发、强创新。从产品设计到场景打造，喜茶始终走在创新的第一线，引领全行业升级变革。产品层面，喜茶用代表性产品——高端鲜果芝士茶开启了消费者对新式茶饮最初的品类认知，芝芝果茶系列产品的订单量目前仍然位于喜茶所有产品的前列。2019 年，喜茶共推出 240 余款新品，以创新和品控提高用户粘性。模式层面，喜茶门店千店千面，并在 2018 年创造性地推出小面积的 Go 店模型，配合小程序的推出，大大增加了选址灵活性、扩充了触达消费者的场景，减轻了门店投入压力，提升单店坪效，形成了高效的“**旗舰大店打出品牌，灵活 Go 店增强覆盖**”的城市开拓模式，助力快速展店。

图 92：喜茶消费者推荐菜品榜单



资料来源：窄门学社，中信证券研究部

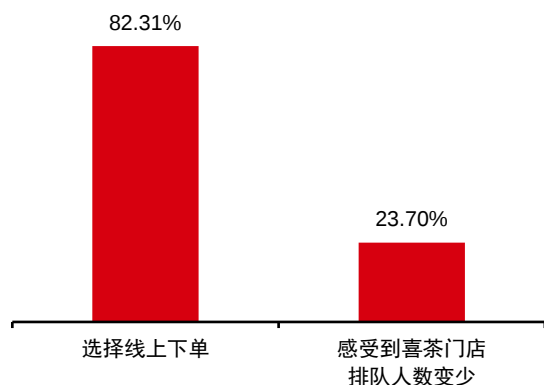
图 93：喜茶各系列代表产品及售价



资料来源：喜茶 Go 小程序，中信证券研究部

餐饮新零售标杆，渠道管理能力领先。现制茶饮行业中，喜茶最早推出小程序以“消灭排队”，推出取茶柜缓解柜台压力，推出零售类产品并接入外部渠道，不断解决痛点、创造新场景，帮助品牌真正实现线上线下深度融合。目前喜茶 Go 小程序用户已经超过 2600 万，大量私域流量有助于挖掘用户需求、打造圈层、提高消费者粘性，助力品牌生态形成。2020 年 7 月，喜茶又推出喜小茶瓶装厂（现更名为喜小瓶），从无糖气泡水切入饮食零售，并成功接入外部便利店渠道，延展品牌与消费者的接触点。

图 94：小程序推出后 2019 年喜茶消费者行为和体验变化



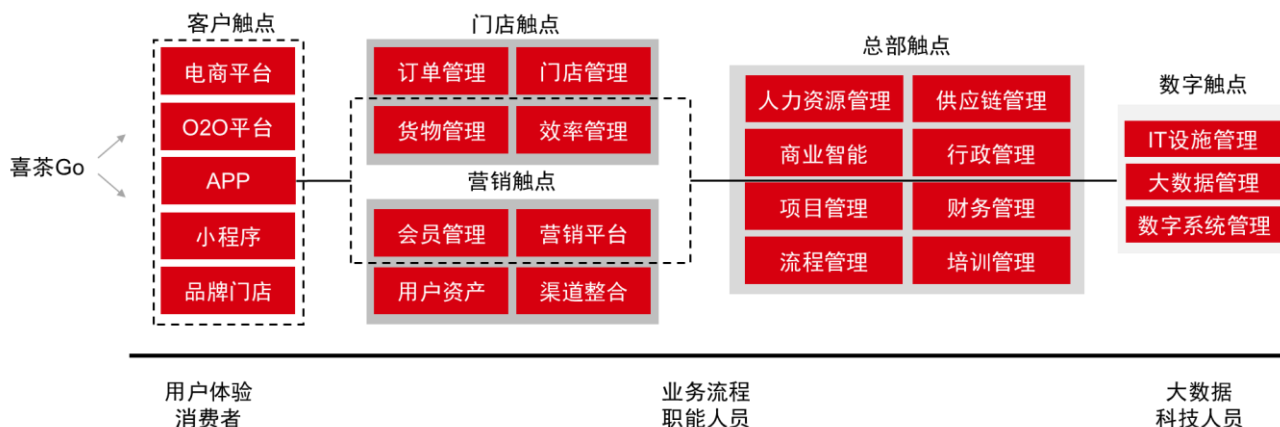
资料来源：喜茶微信公众号，中信证券研究部

图 95：喜茶取茶柜



资料来源：喜茶微信公众号

图 96：以喜茶 Go 小程序为入口的数字化管理架构



资料来源：腾讯 SaaS 加速器，中信证券研究部绘制

多品牌策略拓展新业务，喜小茶厂牌助力下沉。2020 年 4 月，喜小茶厂牌正式推出，目前已经有气泡水零售品牌喜小瓶和街头奶茶品牌喜小茶饮料厂两条业务线。喜小茶品牌定位“好喝不贵、用料合格”，杯单价 10-15 元，选址位于街边，而门店设计则延续了喜茶一贯的创意感，和其他街头奶茶品牌形成差异化竞争。喜茶通过子品牌进行下沉尝试，产品价格、定位和喜茶形成错层，又从优势地区广东开始试点，产品类型、区域选择等都不与下沉市场强势品牌蜜雪冰城、古茗等重合，避免短兵相接。目前，喜小茶在深圳、惠州和东莞开出 4 家直营店，在深圳饮品店热门榜排名第一，单店最高月销 61 万，卖出饮品超 5.5 万杯，流动摊位活动日均销量超 2000 杯，仍然处于商业模式探索和打磨阶段。

根据 36 氪报道，2020 年 3 月，喜茶完成 C 轮融资，投后估值 160 亿元。2019 年喜茶门店数量达到 390 家，2020 年初，喜茶在媒体交流会上披露当年计划总店数为 800 家，年初、年末平均门店数则为 595 家。但 2020 年 1 月下旬至 2 月公司经营受到疫情影响，开店计划也被推迟，当年末实际门店数为 740 家。目前喜茶处于快速扩张的成长阶段，营销及管理成本较高，我们估计，当前阶段喜茶的净利率约在 7%左右的高个位数水平。根据虎嗅，喜茶 2019 年单店月流水 100 多万元。据此，我们估算出喜茶 C 轮融资对应 PE 约为 32 倍。二级市场海外可比公司星巴克当前对应 2021 年 PE 为 36 倍，港股餐饮公司海底捞、九毛九对应 2021 年 PE 分别为 58 倍和 73 倍，国内餐饮加盟头部企业绝味食品、

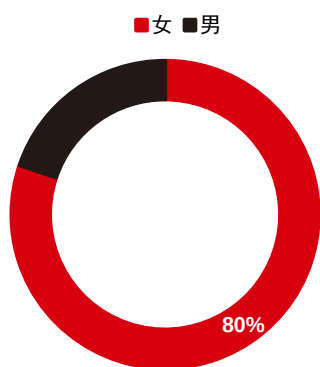
巴比食品对应 2021 年 PE 分别为 48 倍和 51 倍。现制茶饮行业成长性强、头部品牌集中度还将提升，因此茶饮赛道龙头短期将可支撑较高估值，综合当前市场环境我们认为茶饮龙头品牌如若登陆二级市场估值有望超过 50 倍。

奈雪的茶：“茶+软欧包”独创组合，打造茶饮“第三空间”

奈雪的茶创立于 2015 年，首创“茶+软欧包”双产品模式，2017 年开始走出广东。目前，奈雪的茶分布于 70 多个城市，开出门店约 550 家。

瞄准年轻女性群体，构筑温馨消费体验。奈雪的茶聚焦 20-35 岁的年轻都市女性，其 logo 设计、门店装潢、产品外观都十分符合女性审美，营造温馨精致的品牌氛围。公司关注细节，重视产品设计。相比同类品牌，奈雪的瓶身设计更加纤细，方便女性用户手持和拍照。

图 97：奈雪的茶关注人群性别分布



资料来源：时趣洞察云，中信证券研究部

图 98：奈雪的茶杯体设计



资料来源：奈雪的茶官网，中信证券研究部

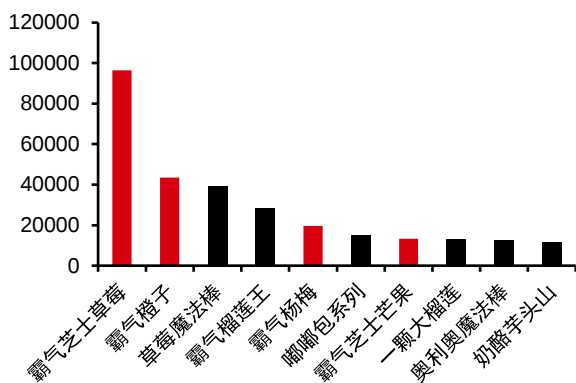
独创“茶+软欧包”组合，客单价高。短保烘焙是未来烘焙发展的重要方向，而低油、低糖、低盐的欧包比传统日式面包更符合健康消费新趋势，奈雪在欧包基础上加入乳酪，开发出包体柔软、口感丰富的软欧包，同时满足了好吃、健康、新鲜三大诉求。茶饮+烘焙优势互补，相对高频的茶饮带动提升了欧包的购买频次，交叉销售又提升了客单价，强化了“下午茶”这一消费场景。奈雪自建烘焙中央工厂，严格把控产品外观和品质，坚持茶底 4 小时一换、软欧包不过夜，明确“一口好茶、一口软欧包”的品牌定位。

图 99：奈雪的茶各系列代表产品及售价



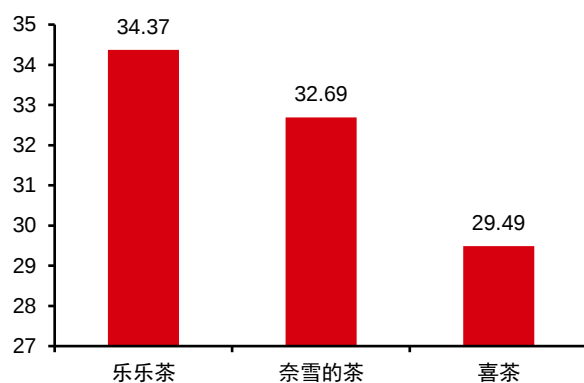
资料来源：奈雪的茶小程序，中信证券研究部

图 100：奈雪的茶消费者推荐菜品榜单（黑色为欧包）



资料来源：窄门学社，中信证券研究部

图 101：高端新式茶饮品牌客单价对比（乐乐茶和奈雪的茶同属于“茶饮+烘焙”组合模式）



资料来源：窄门学社，中信证券研究部

200 平米大门店，打造社交“第三空间”。奈雪的茶对标星巴克，从空间维度打造社交性，门店面积一般都在 200 平方米以上，空间明亮、座位宽敞。但我们认为，奶茶的消费场景下商务、社交需求相比咖啡偏弱，“第三空间”的打造虽然可以在一定程度上帮助品牌认知的建立，但实际使用效率预计偏低。我们观察到，奈雪的茶在原来 200 平方米以上大店的基础上，正在推出更小的门店，预计门店模型将有所改善。

喜茶 vs 奈雪的茶：高端市场龙头，综合实力喜茶占优

对比茶饮连锁市场主要参与者，喜茶和奈雪的茶始终将定价保持在高于其他茶饮品牌的水平上，品牌溢价初步形成，最有可能成为新式茶饮的“星巴克”，也因此最受资本关注。

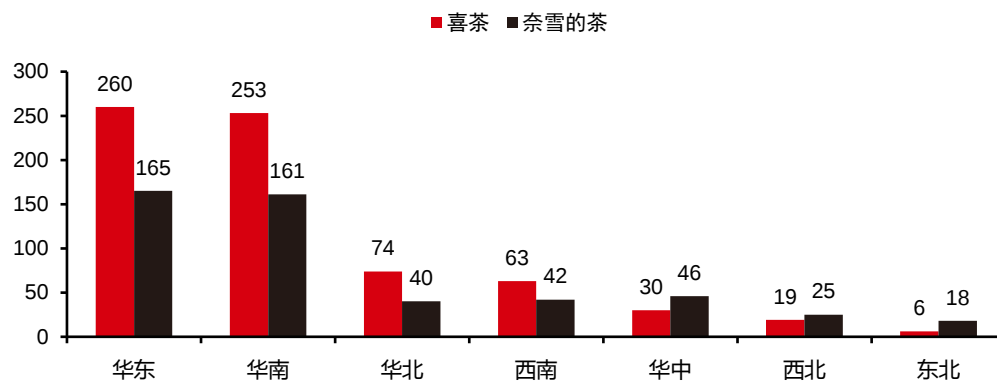
规模及扩张速度

当前新式茶饮行业规模扩张是重点。成本端，规模可以提高议价权，压低成本，建立供应链上的竞争壁垒；收入端，更大的门店密度帮助品牌更多地触达消费者，这种触达由

感官印象逐渐沉淀为品牌认知，最终转化成收入。

二者当前均以一线、新一线城市为主要市场，门店数量和区域分布上喜茶更具优势。根据喜茶官网和奈雪官方公开披露，截至 2020 年底，大陆地区喜茶的门店数量达 740 家，奈雪约 550 家。而从品牌小程序端来看，二者开业门店数分别为 705 家和 497 家，一线、新一线门店均超 70%（喜茶 77%vs 奈雪 71%），华东、华南地区分布最密集。在新式茶饮消费普及度高且消费力较强的华东、华南、华北和西南地区，喜茶门店数都达到奈雪的 1.5 倍以上。门店数量的优势直接带来流量优势，根据美团点评数据，2018 年 1 月到 8 月，喜茶点击量为 374 万次，远高于奈雪的茶（133 万次）、乐乐茶（64 万次）等同类品牌；其复购次数为 1.32 次，低于星巴克（1.42），与一点点基本持平，同样远高于同类品牌。

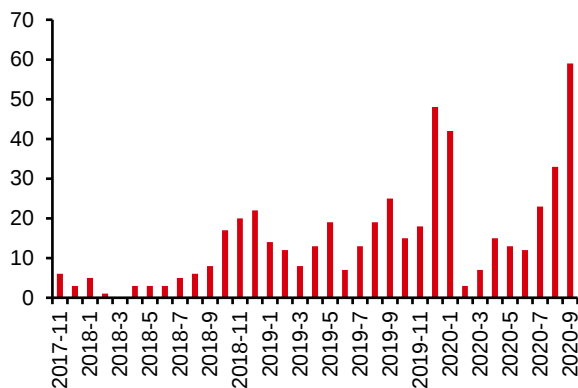
图 102：小程序口径喜茶、奈雪的茶门店分布对比（2021 年 1 月）



资料来源：各品牌小程序，中信证券研究部

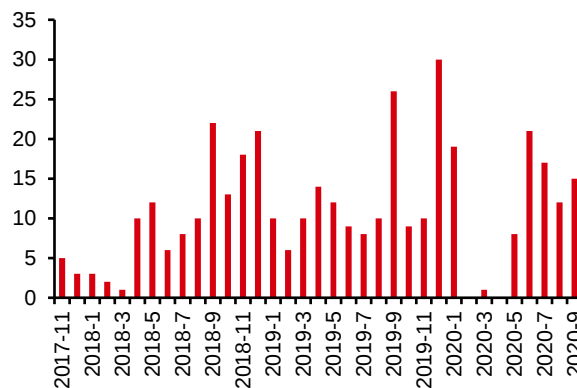
从展店速度来看，近三年喜茶扩张势头强劲，而奈雪的茶 2020 年来开店略有放缓。至 2020 年 9 月底，喜茶 12 个月门店增速达 84.4%，奈雪的茶为 57.5%。

图 103：喜茶近三年开店时序图



资料来源：窄门学社，中信证券研究部

图 104：奈雪的茶近三年开店时序图



资料来源：窄门学社，中信证券研究部

资金支持方面，根据 36Kr，喜茶获得美团点评旗下龙珠资本和腾讯的投资，龙珠资本创始合伙人朱拥华代表美团出任喜茶董事。美团和腾讯的参与或将为喜茶在新零售和数字化运营方面提供支持。奈雪的茶先后获得天图资本、深创投、PAG 太盟投资集团和云峰基

金的投资。

表 16：喜茶和奈雪的茶融资情况

品牌	融资轮次	发表日期	融资金额	投资方
喜茶	A 轮	2016-8-22	1 亿元	IDG 资本，何伯权
	B 轮	2018-4-25	4 亿元	龙珠资本，黑蚁资本
	B+轮	2019-7-1	未知	腾讯投资，红杉中国
	C 轮	2020-3-23	未知，投后估值 160 亿元	高瓴资本，Coatue Management
奈雪的茶	A 轮	2017-2-17	1 亿元	天图资本
	A+轮	2018-3-19	1 亿元	天图资本
	B 轮	2020-6-9	近亿美元	深创投
	C 轮	2021-1-4	1 亿美元，投后估值约 130 亿元	PAG 太盟投资集团，云峰基金

资料来源：爱企查，36Kr，中信证券研究部

表 17：喜茶和奈雪的茶用户评价对比

	星级	好评率	差评率	口味	环境	服务
喜茶	4.66	87.05%	4.11%	4.72	4.68	4.61
奈雪的茶	4.63	86.97%	3.82%	4.66	4.76	4.67

资料来源：窄门学社，中信证券研究部

综合以上经营结果，我们认为喜茶表现出更强的标准化扩张潜力，这主要得益于喜茶更适应消费市场的文化品牌策略和更强劲的综合实力。

品牌定位和用户社交策略

二者品牌定位和社交打法明显不同，喜茶潮酷，品牌符号化提供社交货币；奈雪温馨，重视门店提供社交空间。从品牌定位来看，喜茶中性简约的设计使其受众群体更广。其符号化玩法和多样的跨界联名营销也更利于超品类品牌的打造、强化圈层联系、构建品牌生态。

表 18：喜茶和奈雪的茶营销宣传活动对比

	喜茶	奈雪的茶
营销企划	波波巴士快闪，B 站发布土味沙雕视频《喜茶吃瓜公司》	“补一节美术课”为主题，将艺术美学与暖心公益相结合
新产品联名	《江南百景图》（酒酿桂花冻）、点都德（软欧包）、缸鸭狗（宁波热麦店）、ShakeShack（薯条）、文和友臭豆腐博物馆（臭豆腐蛋糕）	可爱多（雪糕）、好利来（烘焙）、好欢螺（烘焙）、德芙（黑糖珠珠宝藏茶）、故宫食品（月饼）、江小白（表白套餐）、维他奶（噗呲鲜果气泡茶）、旺仔（旺仔宝藏茶和旺仔 QQ 芝士杯）
其他联名	消费品：猫王收音机、百雀羚、多芬、科颜氏、耐克、回力、UNILOOK、STANLEY、LEE、塔卡沙、欧莱雅、贝玲妃、木九十；博物馆：大英博物馆；APP：美图秀秀、抖音；其他：芝麻街、A 仔、WonderLab	人民日报、老佛爷、Ling（翎）、321 国际设计师节、深圳万科、一加手机、OPPO 手机
快闪店联名	小黄鸭、Emoji、伏特加	主题店：爱奇艺娱乐、《王者荣耀》
Bilibili	粉丝 4.6 万，视频 66 个，三个视频播放量超 10 万	粉丝 2349，视频 35，一个视频播放量超 10 万
官方微博粉丝	73 万	58 万

资料来源：各品牌官方微博、公众号，中信证券研究部

门店策略

门店层面，喜茶灵活组合，奈雪继续做大。奈雪强调门店体验，而喜茶新零售属性更强。基于不同定位，喜茶和奈雪在运营模式上存在显著差异，奈雪自成立起便对标星巴克，致力于打造属于都市白领的“第三空间”，秉承门店营销理念，单店面积较大，且近年来继续推出面积更大的礼品店、酒吧等，试图以多元的线下业态强化社交属性；喜茶则自 2018 年 6 月起推出面积更小的 Go 店，同时推出喜茶 Go 小程序，主打自提和外卖，配合模式转型。两年来 Go 店占比不断提升，在进入特定城市时，喜茶往往先开一家代表性旗舰店，再铺开 Go 店，有利于减轻资本端压力，方便加速扩张和占领市场，同时提高运营效率。

表 19：喜茶和奈雪的茶特殊店型对比

喜茶							
	Pink 店	热麦店	黑金店	LAB 旗舰店	Go 店	宠物主题店	白日梦计划店
首次推出时间	2017 年 9 月	2017 年	2017 年 1 月	2019 年 9 月	2018 年 6 月	2020.10.	2017 年 10 月
数量	5	19	5	10	176	1	11
面积				321 平方米	55 平方米		最大的将近 500 平
定位	粉色少女风格、网红打卡设计	茶山设计，茶、舒芙蕾、欧包	摩登，未来感设计；限定茶饮-黑金茶	制冰、甜品、茶极客、插画和周边五部分组成，并根据城市和场地风格进行调整	仅有制茶台与外摆，无空间座位区，不接受现场点单	宠物主题装饰、宠物休息站，宠物周边	每家有一个独立的主题，与新锐设计师合作，包含云游（天津）、山溪涧（深圳）、山外山（广州）等主题
奈雪的茶							
	梦工厂	BlaBlaBar 酒屋	书店	礼物店	密室逃脱快闪店	猫猫快闪店	
首次推出时间	2019 年 12 月	2019 年 12 月	2020.10.20	2018 年 11 月	2020.11 月	2020.11.10	
数量	1	6	1	32	1	1	
面积	1000 平方米						
定位	共有烘焙、茶饮、咖啡、精酿、西餐、文创周边等十五条产品线	携手精酿大师袁世海打造特调精酿啤酒	线下书展，店内分为奈雪杂志、Brand 墙、设计墙、联名周边四大区域；售卖茶、周边	新零售空间，设置游戏区，引入娃娃机与口红机等互动体验设备	携手德芙，以“探索 S 级 Q 弹宝藏”为主题	分为猫猫乐园、猫猫拍照馆、以猫会友、迷惑猫猫吐槽墙。宠物友好，全国推出猫猫爪杯塞	

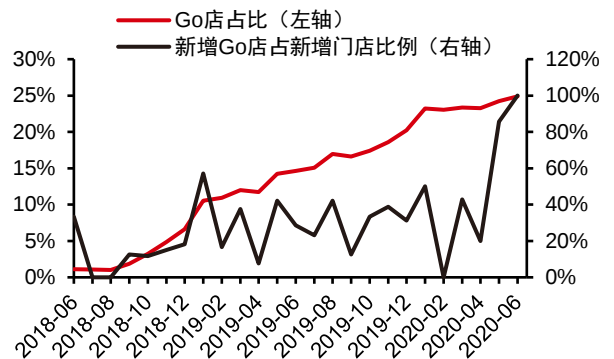
资料来源：各公司官网、官方微博、官方公众号，中信证券研究部

图 105：奈雪的茶门店



资料来源：奈雪的茶官网

图 106：喜茶门店结构演变



资料来源：喜茶官网、官微，中信证券研究部

相比之下，奈雪的定位预设性偏强，当前“第三空间”真实需求有待验证。一方面，缺乏社交空间的痛点早在世纪之初被现磨咖啡馆解决，咖啡馆兼具休闲和商务属性，社交场景更丰富，相比之下大面积现制茶饮店优势并不明显；更为关键的是，中国消费者对现制茶饮品类的消费便利性需求优先级较高，外卖/自提渠道的崛起既是源起于这一需求，又强化了这一趋势，门店面积增加带来的增量流量被更高的租金削弱，性价比不高。事实上，提出“第三空间”的星巴克在中国也并未继续执行这一策略，其相对弱化的门店服务、并不安静的环境氛围、不断缩小的门店面积和减少的座位数都呈现出明显的零售化倾向。

茶饮+烘焙产品端优势互补，但也加剧了模式压力。短保烘焙中央工厂+门店直销模式较重。奈雪的茶软欧包保质期一般在 1-2 天，对工厂位置和物流效率要求极高，根据奈雪的茶官方透露，其数轮融资有很大部分都用于中央工厂建设，这一模式后端压力相对较大，对扩张速度有一定影响。同时，基于品牌对软欧包的高依赖性，每家门店都必需开辟一块烘焙品区域、至少额外设置 1-2 名员工专门负责整理、摆放、现切、包装，增加了门店经营成本。

表 20：烘焙品牌经营模式对比

商业模式	典型企业	经营战略	优点	缺点	核心用户
中央工厂+大批发分销	桃李面包、宾堡、麦可顿	在城市周边建立大规模中央工厂进行集约生产，通过商超、KA、便利店、小卖场进行深度分销，售卖给终端客户	能够通过规模化生产降低成本	产品溢价比较低，用于渠道建设周期非常漫长，渠道成本较高，该类产品毛利普遍偏低，随着消费升级，未来有被替代风险	低端大众用户为主
中央工厂+自建品牌连锁店	好利来、元祖、85 度 C、克莉丝汀、面包新语	在城市周边建立中央工厂，配送半成品到门店进行二次加工，再通过门店进行销售	依靠广泛开设在核心商圈以及社区的门店建立高端品牌形象，同时通过现场优质的装修陈列形成品牌差异，品牌溢价高	租金和人力成本高	白领为主，人均消费高
纯线上烘焙新品牌	香送、21CAKE、mcake	主要依靠中央工厂+纯线上和新媒体预订进行销售，能够直接触达核心用户	节省线下开店人力、租金成本，节约渠道成本，数字化运营帮助更高效地了解用户需求	线上流量成本逐步攀升，缺乏线下品牌识别，用户品牌忠诚度不高	互联网核心白领用户，更加注重性价比
个体经营、超市自主烘焙品牌	五道口枣糕王	前店后厂模式，大部分流程还依靠于手工完成	成本低，对顾客反应比较灵活，价格优势明显	受连锁化品牌的冲击	低端大众用户为主

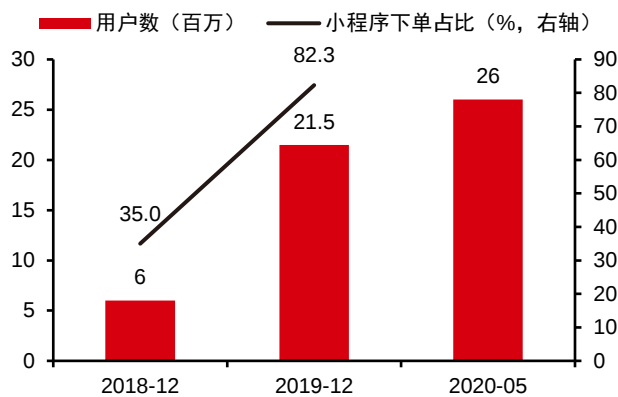
资料来源：新消费内参，中信证券研究部

供应链搭建和数字化管理水平

原料控制方面，喜茶向上游供应链渗透，不仅拥有自己的茶园，还和上游茶园、茶农签订独家协议，并出资改良土壤、改进种植和制茶工艺，根据顾客的口味，交由第三方工厂专门生产定制茶。奈雪的茶每年走访各个茶叶产区，采集全国各地的名优茶，在高端茶和鲜果供应上深入上游核心，高价买断厂区原茶和工艺方式，并通过工艺改良形成独特的产品风味。随着采购规模的扩大，后端议价能力将继续提升。

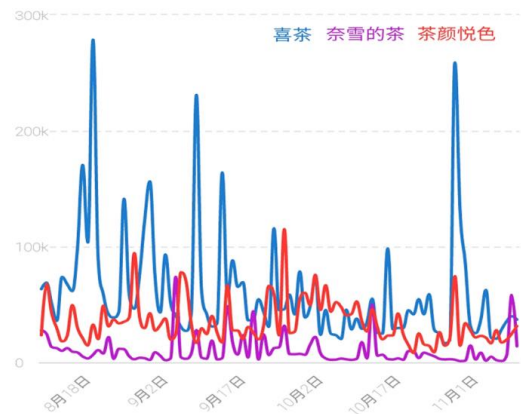
数字化运营方面，二者均推出了小程序，实现线上点单线下自提。面积更小的快取型 Go 店的推出配合喜茶 Go 小程序，帮助缩短排队时间，大大提高消费便利性，上线半年，用户达到 600 万，月复购率超 36%；目前喜茶 Go 用户数已超 2600 万，下单占比超 80%。系统根据店铺的原材料库存、门店销售、第三方订单等情况自动更新在线点单的产品清单，真正激活新式茶饮的新零售属性，让喜茶更好地实现精准运营，同时积累私域流量。更突出门店体验的奈雪，近两年也提高了对数字化运营的重视程度，当前线上订单占比也高达 78%。

图 107：喜茶 Go 小程序活跃用户数及下单占比



资料来源：36kr，咖门，中信证券研究部

图 108：喜茶、奈雪的茶、茶颜悦色微博指数对比（2020 年 8-11 月）



资料来源：微指数，中信证券研究部

此外，两家品牌都试水即饮业务，先后切入无糖气泡水赛道。虽然当前喜茶和奈雪零售业务占比都不高，但相比之下，喜茶在业务拓展上表现出更加积极的态度和更清晰的思路，钻研产品配方，进行了大规模的消费者调研，快速进行产品升级改良。在零售渠道上，喜茶也更加主动，喜小瓶在多个区域的线下便利店上架，借力外部渠道更好地触达消费者、扩充流量，陈列位置靠近气泡水龙头元气森林，促销活动较为丰富。而奈雪的茶气泡水仅在门店和线上商城出售。

表 21：喜茶和奈雪的茶气泡水即饮饮料销售渠道对比

		喜小瓶汽水	奈雪气泡水
线下	门店	有售	有售
	便利店	7Eleven，全家便利店，有家便利店，罗森便利店，苏宁小店，便利蜂，喜士多，盒马鲜生均有售	无
线上	自有平台	喜茶 Go 小程序商城有售	小程序商城有售
	天猫官方旗舰店	有售	有售

资料来源：各品牌微信公众号、小程序，中信证券研究部

从目前两大品牌的经营情况综合看来，我们认为喜茶在品牌定位和社交性打造上更贴合茶饮目标群体的消费偏好与习惯，其数字化能力也处于行业标杆地位，相对而言更具优势；而奈雪的茶也正在“烘焙+茶饮”的基础之上向更轻、更多元灵活的模式组合转型，值得关注。总体而言，茶饮在中国的发展才刚刚开始，天花板极高，头部品牌并不会产生直接互相的竞争，更多的是自身的品牌发展是否能够占领消费者的心智，以获长期持续的品牌溢价。

茶颜悦色：中端直营品牌，从区域走向全国

茶颜悦色于 2013 年创立，7 年深耕长沙市场，目前已开出 300 多家直营门店，成长为中部城市最具竞争力的新中式茶饮品牌。

图 109：茶颜悦色各系列产品及售价



资料来源：茶颜悦色小程序，中信证券研究部

图 110：茶颜悦色长沙门店分布（2020 年 10 月）



资料来源：茶颜悦色小程序

好喝不贵，极致消费体验造就极致口碑。茶颜悦色主打中国风奶油顶茶饮，优选茶底、奶油、坚果原料，开发出独特的一挑、二搅、三喝吃法，产品口感香甜不腻，性价比始终高于竞争者，在同质化严重的现制茶饮行业凭借超强的产品力收获了市场近乎一致的好评。作为一家中端茶饮品牌，茶颜悦色高品质的服务也使其在竞争中脱颖而出，成为品牌一大亮点：门店服务热情细致，员工对每一位消费者详细解释奶茶的饮用方法，重视消费者反馈，最早推出“一杯奶茶的永久追偿权”和每月食安自查。极致消费体验造就极致口碑。在《第一财经》“金字招牌”评选中，茶颜悦色连续三年在茶饮类目中排名前三，并于 2020 年夺得第一名，仅有 1.34% 的消费者对茶颜悦色投了失望票，而喜茶有 8.56%。

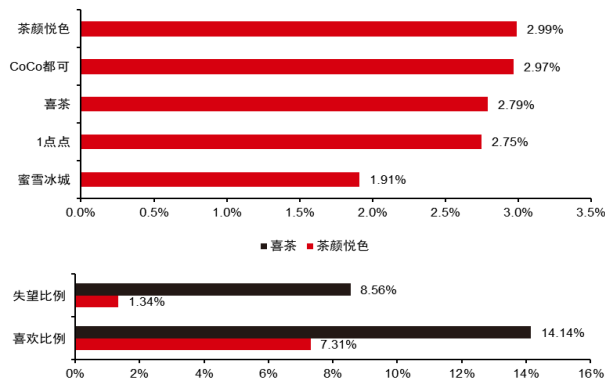
表 22：茶颜悦色、喜茶、奈雪的茶奶油顶代表性产品对比

	茶颜悦色	喜茶	奈雪的茶
产品	幽兰拿铁	沉香焙茶波波	奈雪清欢乌龙宝藏茶
价格（元）	17	28	19

	茶颜悦色	喜茶	奈雪的茶
原料	美国产碧根果、新西兰进口安佳奶油、锡兰红茶	碧根果、奶油、焙茶、芋圆波	山核桃碎、进口淡奶油、乌龙茶
服务	打包时提示奶油顶需要尽快饮用，并提示饮用方法	/	/

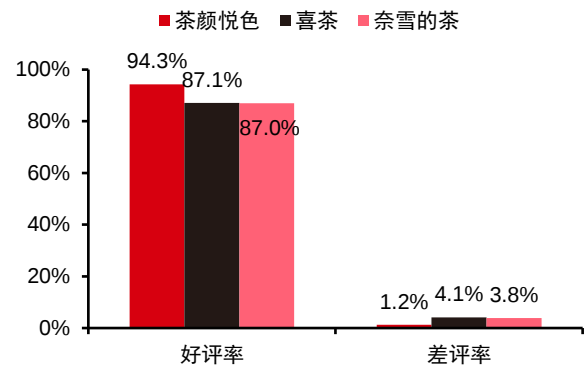
资料来源：各品牌小程序，中信证券研究部

图 111：茶颜悦色获《第一财经》“金字招牌”评选茶饮类第一名



资料来源：第一财经，中信证券研究部

图 112：茶颜悦色、喜茶、奈雪的茶评价对比



资料来源：窄门学社，中信证券研究部

小而精美，稀缺性增强品牌光环。茶颜悦色成立 7 年来专注长沙一城，2020 年 12 月在武汉开出省外首店。为了提高巡店督察的效率、保证出品质量，茶颜悦色往往采取密集开店策略，坚持直营，稳扎稳打，循序渐进，成为长沙地区美食新名片，其高口碑和稀缺性更增强了品牌的卖方市场属性。

区域拓展开启，规模化扩张能力值得关注。茶颜悦色原计划 2020 年初正式走出长沙，首站选择在武汉，受疫情影响未能按计划执行，但仍在 2020 年 11 月开出长沙市外首店，选址湖南常德，12 月在武汉开出省外首店，下一步计划在武汉深耕。相较其他新式茶饮品牌，茶颜悦色决策团队在区域扩张方面态度较为谨慎，既是对密集开店、稳步扩张的拓展策略的持续贯彻，也反映出公司规模化扩张能力有待提升的方面：

(1) 产品及服务标准化存在难点。产品上，奶油顶产品对制作手法要求高，且外观仅能保持几分钟，到店现喝是保证完整消费体验的唯一场景，消费便利性大打折扣，在一定程度上限制了品牌发展。目前，茶颜悦色也针对这一问题改良了外卖模式，预计将有利于消费堂食以外消费体验的改善。服务上，门店员工耐心细致，但也容易造成点单速度过慢，较难适应高线城市消费者对效率的要求。稀缺性光环削弱后，如何保持当下的高品质，保障消费体验的统一性，是一大难点。

图 113：茶颜悦色关于奶茶量的澄清说明



资料来源：茶颜悦色小程序、微信公众号

(2) 供应链亟待完善。茶颜悦色原料供应商部分来自海外，质检、物流等环节加重了精细化管理的成本，盛名之下原料替代风险又过高，扩张后新的仓配体系建设也将是保障效率的关键。

(3) 数字化运营能力落后于全国性品牌。喜茶、奈雪的茶品牌在数字化应用上投入较高，而茶颜悦色仍主要依赖于传统的本地管理和营销模式，直到 2020 年 9 月才用小程序积分取代纸质积分，数字化转型任重道远。

2021 年 1 月，茶颜悦色宣布将在深圳开出三个月的快闪店，在茶饮品牌竞争相对激烈、同时也是头部品牌喜茶和奈雪的强势区域进行试水探索，体现了公司的扩张决心，侧面说明其在常德、武汉等周边地区的试点反馈较为积极。我们认为，茶颜悦色的区域化拓展值得持续关注。

加盟头部品牌

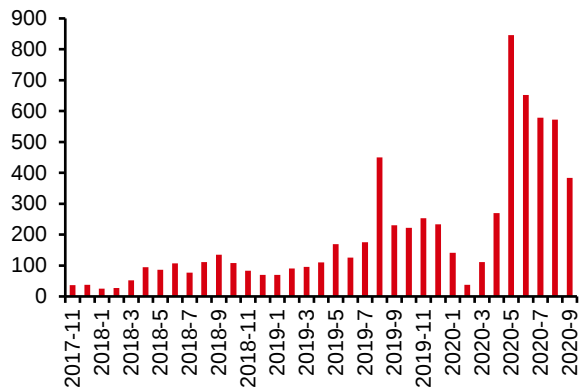
2010 年后，一点点、CoCo 把台湾奶茶二十多年发展总结出的现代化经营模式和 SOP 带到内地市场，提升了行业水平，而本土加盟品牌积极学习创新，近年来呈现出门店数快速增长、品牌力持续提升的超越趋势。

蜜雪冰城：站稳低线，展店加速

蜜雪冰城创立于 1997 年，主打冰淇淋与茶饮产品。公司产品主要面向低线市场，目前在 31 个省市布局门店 10000 多家，海外市场门店 80 多家。

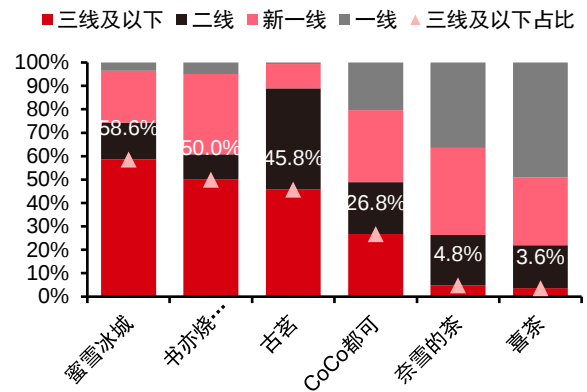
下沉市场空间广阔，低门槛、强管理助力快速扩张。蜜雪冰城饮品均价在 5 元左右，主要面向低线城市和以学生为代表的价格敏感人群，门店多位于校园、步行街等区域。公司以 10 元以下的低价爆款饮品和低门槛的加盟模式快速复制，广泛下沉到低线城市和县域市场。财富示范效应推动口碑裂变，严格的督察管控体系保障了品牌形象的统一性和加盟规模的良性增长。疫情后，公司积极把握行业机会，加速展店，于 2020 年 6 月开出第一万家门店，比预期提前四个月实现万店目标，目前是茶饮连锁中门店体量最大的品牌。

图 114：蜜雪冰城近三年开店时序图



资料来源：窄门学社，中信证券研究部

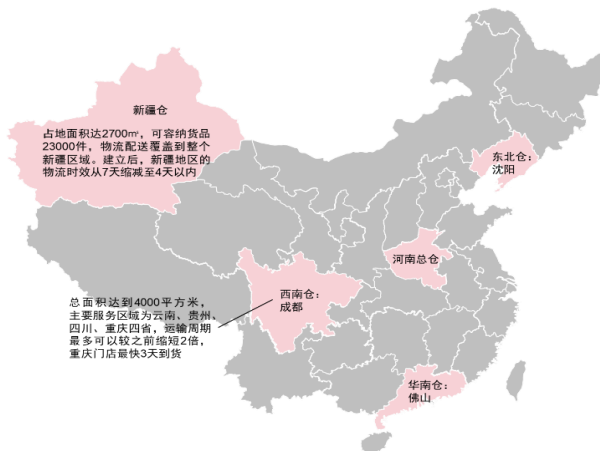
图 115：蜜雪冰城在低线市场的占比较高



资料来源：窄门学社，中信证券研究部

供应链建设完善，定价优势显著。公司自建原料生产厂，大部分核心原料自主供应，少部分由深度合作的指定供应商供应，采购量大保障了强议价能力和对供货品质的管控能力，一些原料面向加盟商的售价甚至低于经销商。公司于 2012 年成立河南大咖食品有限公司，综合建筑面积近 20 万平方米，拥有超 5 万平方米的五个全自动生产车间和一个现代化大型物流配送中心。除河南总仓外，蜜雪冰城还在东西南北四大区域设立分仓，五仓联动辐射全国，以快捷稳定的物流系统保障配送效率、加快门店存货周转。

图 116：蜜雪冰城五大仓库



资料来源：蜜雪冰城官网，中信证券研究部

图 117：河南总仓车间图

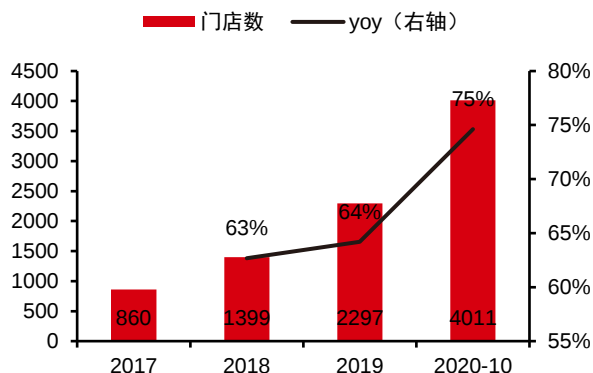


资料来源：窄门学社

古茗：原料+供应链打造性价比优势，“百里挑一”保证加盟门店品质

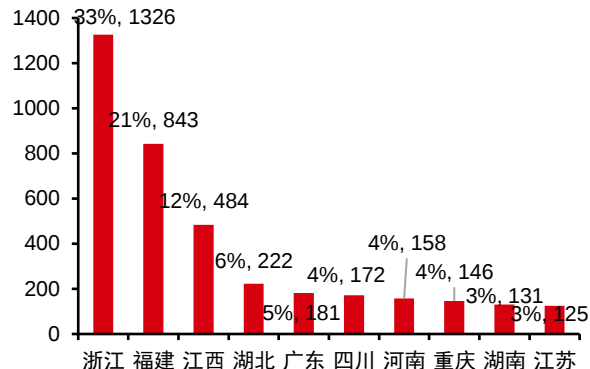
深耕三四线，以高加盟门槛铸就稳定品质，通过产品快速上新保证品牌生命力。公司稳扎稳打，从浙江、福建起步，通过区域加密策略提高规模效应，再向周边区域扩张。目前浙江、福建两省门店占比达 54%。近年来公司加速扩张，2020 年门店数量达 4110 家，8 月外卖总订单达 775 万，位列茶饮品牌全国第三，单店月均 2728.18 单。公司严选优质加盟商，尤其看重其抗风险能力，签约比例低至 1%，从源头保证门店经营效率和稳定性。2020 年上半年，公司平均每月推出 4 款新品，研发实力强劲。

图 118：古茗门店数量及增速



资料来源：窄门学社，中信证券研究部

图 119：古茗门店数量前十大省

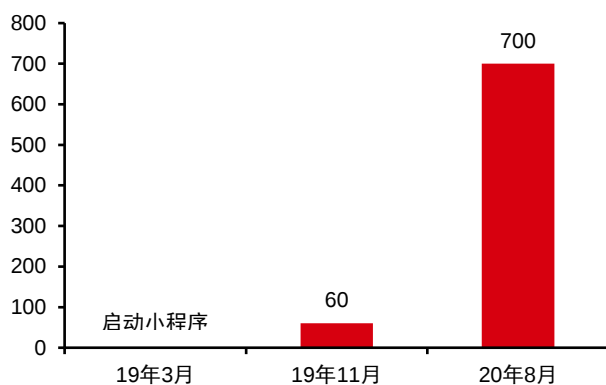


资料来源：窄门学社，中信证券研究部 注：标签为（门店数占比，门店数），统计截至 2020 年 10 月

数字化助力营销活动快速落地，多维数据刻画用户画像。公司 2019 年 3 月启动微信小程序建设，现已有近 700 万用户。小程序提高营销活动执行效率，“一分钟实现全国门店覆盖”，积累用户消费轨迹，用消费者画像呈现一个更鲜活的客户；同时新品点单率、复购率等数据助力公司研发优化。古茗小程序还可分流导购任务，通过默认“大杯”、增加“加料”选项，实现了客单价的提升。

自建果园保证原材料品质，隔日冷链配送覆盖全门店。公司自建茶园、果园，去云南种橙子、到泰国种香水柠檬，再到新疆种哈密瓜。门店供货全覆盖，生鲜物料隔日低温配送，九大仓配中心覆盖全国 90%以上终端门店，“隔日达”配送效率业内领先，保证原材料新鲜，为门店降本增效。多重供应链优势下，古茗产品价格竞争力凸显，其主打的水果茶价格仅为高端品牌同类产品的 60%，产品口感和品质差异则相对较小，解决了大批追求新鲜但价格敏感用户的痛点。

图 120：古茗茶饮微信小程序用户数量（万人）



资料来源：咖门，刘旷公众号，中信证券研究部

图 121：九大仓配中心覆盖全国 90%+终端门店



资料来源：古茗服务之家

■ 风险因素

1. 食品安全和食品健康问题的风险；
2. 疫情影响超预期的风险；
3. 人力成本、食材成本大幅上涨的风险；
4. 社保、消防等规范收紧影响经营的风险；
5. 现制饮品新品类出现，赛道竞争加剧的风险。

■ 总结：行业空间大、品牌化初起、押注“好公司”

- 1、供需合力下，新式茶饮开启现饮赛道快速成长通道。头部品牌积极创新和行业规模的快速扩张，促使现制茶饮品类初步实现对消费者心智的占领，品类渗透率持续提升，消费粘性和韧性得到验证。我们从需求端切入，测算出当前市场规模约 940 亿元，至 2030 年规模预计可达 3,510 亿元，对应 2019-30 年行业 CAGR 预计为 12.7%，行业空间广阔。
- 2、现制茶饮行业进入品牌化阶段，头部集中度趋于提升。直营赛道竞争格局相对稳定，喜茶和奈雪的茶居于第一梯队，品牌溢价能力初现；而供应链驱动的新型加盟仍处于品牌快速增长窗口期，头部企业抓住行业洗牌机会，提速展店，扩张势能强劲。
- 3、对比两种经营模式，直营需投入、需时间，但长期品牌护城河更高，未来二次成长机会更大，两大头部品牌中喜茶品牌策略和社交性打造更符合目标用户需求、门店模型轻捷高效、数字化管理能力业内领先，综合实力占优；而做好单店模型、广铺门店做物料供应的加盟模式短期成功率高，蜜雪冰城、古茗等头部玩家比拼供应链内功和加盟管理能力，把握行业重整机会提速展店，品牌势能强劲。
- 4、行业高增红利下，资本持续加码新式茶饮赛道，一级市场 2018 年至今千万元及以上融资事件二十多起，融资金额占餐饮行业整体比重由 2019 年的 6.6% 提升至 2020 年的 24.4%，头部品牌喜茶 2020 年 3 月最新一轮融资投后估值 160 亿元。二级市场海外可比公司星巴克当前对应 2021 年 PE 为 36 倍，港股餐饮公司海底捞、九毛九对应 2021 年 PE 分别为 58 倍和 73 倍，国内餐饮加盟头部企业绝味食品、巴比食品对应 2021 年 PE 分别为 48 倍和 51 倍。现制茶饮行业成长性强、预计头部品牌集中度还将提升，因此茶饮赛道龙头短期将可支撑较高估值，综合当前市场环境预计将超过 50 倍。
- 5、我们建议：对直营模式中品牌认知度最高、运营水平为行业标杆、综合实力突出的**喜茶**，关注其零售业务和子品牌拓展情况；对**奈雪的茶**，关注其门店模型的优

化；对产品竞争力强而体验价格比高的**茶颜悦色**，关注其异地扩张情况；对低端市场龙头**蜜雪冰城**，关注其低线市场展店速度、加盟店盈利情况变化以及高端业务线发展；对以强供应链保障高性价比的**古茗**，关注其拓店势能和区域扩张情况。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与者。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。