

Z 世代开启茶饮新时代，新式茶饮独占鳌头

核心内容：

茶饮 3.0 时代已至，新式茶饮独占风口

①2016 年是现制茶饮 3.0 时代开启元年，新式茶饮应运而生。品牌升级、强 IP 推广、供应链整合、数字化升级、网红营销等创新手段，使得新式茶饮避免了传统茶饮的红海搏杀。其中高端市场表现最为亮眼，TOP5 集中度高达 54.9%，未来 5 年规模复合增速超过 25%。

②疫情与数字化加速了茶饮消费中外卖占比，从而推动门店周转率提升。借助外卖服务茶饮企业降低了对经营场地的依赖，节约租金成本的同时维持较高的经营效率，喜茶 GO、奈雪的茶 PRO 的推出也体现了数字化所带来的单店效率提升趋势。

传承传统茶饮文化，把握 Z 世代消费需求

①新式茶饮继承和发展了中国的茶饮文化，符合中国消费者口味偏好，更紧紧抓住了 Z 世代消费者需求。新式茶饮 90 后消费者占比达 55%，远高于传统的原叶茶和袋泡茶。

②从消费者画像来看，50%以上新式茶饮消费者月均可支配收入在 8000 元以上，82%的消费者具有高等教育背景。这部分消费群体品牌忠诚度更高，且更加重视健康营养等元素，对产品价格敏感度较低。

高端新式茶饮升级/下沉空间广阔

长期以来，以星巴克为代表的咖啡品牌占据了国内高端现制饮品市场。新式茶饮的出现使高端现制饮品市场竞争格局生变。我国现制饮品市场目前仍处于快速成长期，由低线城市下沉与消费升级共同推动，通过测算市场规模可达 2868 亿元。我们认为，未来现制咖啡、茶饮高端市场开店空间、市场规模约 5000 家/500 亿元。茶文化在我国饮食习惯中具有独特意义，新式茶饮将传统文化与 Z 世代潮流相融合，未来有望在与咖啡争夺现制饮品市场中处于有利地位。

投资建议：融资节奏的加快让新式茶饮竞争壁垒加速形成，高端市场的喜茶、奈雪的茶已在一线城市完成了初步布局，未来应持续关注小店模式在社区与商务区的扩张进度；中端市场的茶颜悦色、古茗等品牌具有强烈的地方文化特征，能否顺利实现全国化与标准化，是其未来进一步打开市场的关键；低端市场的蜜雪冰城聚焦大众消费已完成全国布局，依托强大供应链优势加盟规模持续扩大，同店运营效率值得关注。

风险提示：疫情反复风险；扩张速度过快导致同店经营下滑；小店模式进驻社区、商务楼进度低于预期；食品安全风险。

食品饮料

维持

强于大市

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

SAC 执证编号：S1440518060003

SFC 中央编号：BOT242

菅成广

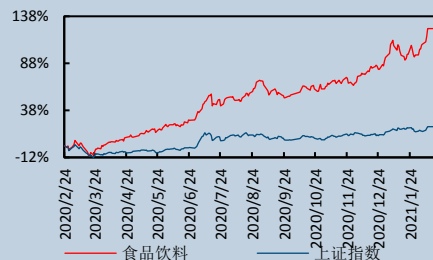
jianchengguang@csc.com.cn

15201910049

SAC 执证编号：S1440521020003

发布日期：2021 年 03 月 08 日

市场表现



相关研究报告

目录

1.茶饮 3.0 时代已至，新式茶饮独占风口	1
1.1 消费升级+科技赋能，新式茶饮方兴未艾	1
1.2 高端市场增速领先，竞争格局稳定	2
1.3 疫情加速数字化、外卖占比，新式茶饮迎接资本风口	4
2.传承传统茶饮文化，把握 Z 世代消费需求	7
2.1 新式茶饮完美继承中国传统茶文化	7
2.2 新式茶饮紧跟流行文化，引领年轻人消费潮流	10
2.3 消费持续升级，助力新式茶饮消费空间增长	11
2.4 新式茶饮成功捕获了 Z 时代的消费心理	13
3.高端新式茶饮升级/下沉空间广阔	15
3.1 城镇化推动低线城市下沉潜力	15
3.2 国际比较：相比日本，美国现制饮品行业更具有对标意义	15
3.3 对标星巴克：高端新式茶饮门店数量与市场规模潜力较大	17
4.资本助力，新式茶饮市场竞争壁垒初显	18
4.1 不同市场增长驱动力各异	18
4.2 高端市场	20
4.2.1 喜茶	20
4.2.2 奈雪的茶	22
4.2.3 乐乐茶	27
4.3 中端市场	28
4.3.1 茶颜悦色	28
4.3.2 古茗	29
4.4 低端市场	31
4.4.1 蜜雪冰城	31
4.4.2 沪上阿姨	33
4.4.3 一点点	34
4.4.4 CoCo 都可	36
投资建议	37
风险分析	37

图表目录

图表 1：国内现制茶饮主要发展阶段特征	1
图表 2：新式茶饮高端市场规模占比持续提升	2
图表 3：现制茶饮高端市场集中度较高	3
图表 4：交叉销售商品市场规模（亿元）	3
图表 5：我国茶饮行业市场规模及增速	3
图表 6：国内茶饮门店数量	3

图表 7: 我国新式茶饮市场规模增速显著	4
图表 8: 新式茶饮门店热力分布	4
图表 9: 新式茶饮产业链	4
图表 10: 国内茶叶行产销及增速	5
图表 11: 高端新式茶饮品牌以直营模式为主	5
图表 12: 现制茶饮产品外卖消费占比持续提升	6
图表 13: 新式茶饮成为当下资本风口	6
图表 14: 中国茶叶及咖啡市场规模	7
图表 15: 奈雪的茶部分产品	8
图表 16: 茶颜悦色部分产品	8
图表 17: 与众多饮品相比, 奶茶热度居于首位 (单位: 消费频次)	9
图表 18: 饮品门店规模增长对比	9
图表 19: 疫情期间茶饮成为消费者最思念的餐饮需求之一	9
图表 20: “秋天的第一杯奶茶” 成为微博热门话题	10
图表 21: 新式茶饮 90 后消费者占比达 55%	11
图表 22: 消费成为拉动 GDP 的重要引擎	11
图表 23: 城镇居民人均可支配收入提升	11
图表 24: 城镇化率增速约 2%	12
图表 25: 国内购物中心增速在 8% 以上	12
图表 26: 50% 以上消费者月均可支配收入在 8000 元以上	12
图表 27: 82% 的消费者具有高等教育背景	12
图表 28: 新式茶饮客单价分布向中高端抬升	13
图表 29: 新式茶饮消费者年龄和性别结构	13
图表 30: 90 后与 00 后消费者新式茶饮月均消费	13
图表 31: 90 后与 90 前对新式茶饮产品考虑因素的对比	14
图表 32: 90 后消费者认为的健康工艺/成分:	14
图表 33: 新式茶饮品牌与星巴克渗透率比较	15
图表 34: 三四线城市中产阶级数量增长较快	15
图表 35: 茶饮店各线城市分布	15
图表 36: 2018 年日本现磨咖啡占比仅 14.2%	16
图表 37: 2018 年美国现磨咖啡占比近 80%	16
图表 38: 国内现制饮品行业市场规模敏感性分析	16
图表 39: 2018 年后星巴克门店扩张速度降至 20% 以下	17
图表 40: 市场规模测算假设条件	17
图表 41: 新式茶饮高中低市场矩阵	19
图表 42: 新式茶饮品牌主要经营情况	20
图表 43: 喜茶发展历程	20
图表 44: 喜茶门店分布图 (2020 年)	21
图表 45: 喜茶门店数增长最快 TOP10 城市 (2020 年)	21
图表 46: 喜茶产品种类及定价	21
图表 47: 喜茶数字化运营实例	22

图表 48: 奈雪的茶发展历程	22
图表 49: 奈雪的茶门店区域分布图	23
图表 50: 奈雪的茶门店城市层级分布情况	23
图表 51: 奈雪的茶各店型门店形象	23
图表 52: 奈雪的茶产品种类及定价	24
图表 53: 奈雪的茶营收及净利润	24
图表 54: 奈雪的茶经营/投资活动净现金流	24
图表 55: 奈雪的茶收入品牌分布	25
图表 56: 奈雪的茶收入地域分布	25
图表 57: 奈雪的茶成本结构以及品牌经营利润率	25
图表 58: 奈雪的茶单店每日订单量	26
图表 59: 奈雪的茶每笔订单均价	26
图表 60: 奈雪的茶同店销售额	26
图表 61: 奈雪的茶同店销售额同比增速	26
图表 62: 奈雪的茶前五大供应商采购占比	27
图表 63: 奈雪的茶总部及区域办事处员工结构	27
图表 64: 乐乐茶全国门店布局 (2021 年 2 月)	27
图表 65: 乐乐茶部分门店设计	27
图表 66: 乐乐茶产品种类及定价	28
图表 67: 茶颜悦色茶饮产品种类及定价	29
图表 68: 茶颜悦色茶饮产品包装及门店布置	29
图表 69: 古茗茶饮产品种类及定价	30
图表 70: 古茗加盟合作流程	30
图表 71: 蜜雪冰城发展历程	31
图表 72: 蜜雪冰城门店分布	31
图表 73: 蜜雪冰城加盟费用	32
图表 74: 蜜雪冰城产品种类及定价	32
图表 75: 蜜雪冰城仓储中心	33
图表 76: 中央厨房——河南大咖食品有限公司	33
图表 77: 沪上阿姨门店	33
图表 78: 沪上阿姨发展历程	33
图表 79: 沪上阿姨门店分布	34
图表 80: 沪上阿姨加盟费用	34
图表 81: 沪上阿姨茶饮产品种类及定价	34
图表 82: 一点点门店分布	35
图表 83: 一点点店铺人员分工及制作流程	35
图表 84: 一点点茶饮产品种类及定价	36
图表 85: CoCo 门店分布	36
图表 86: CoCo 都可茶饮产品种类及定价	37

1.茶饮 3.0 时代已至，新式茶饮独占风口

2016 年是现制茶饮 3.0 时代开启元年，新式茶饮应运而生。品牌升级、强 IP 推广、供应链整合、数字化升级、网络营销等创新手段，使得新式茶饮避免了传统茶饮的红海搏杀，而对 Z 世代消费心理的成功捕捉为新式茶饮聚集了高消费能力、品牌忠诚度的年轻一代消费群体。其中高端市场表现最为亮眼，TOP5 集中度高达 54.9%，未来 5 年规模复合增速超过 25%。疫情与数字化加速了茶饮消费中外卖占比，从而推动门店周转率提升。借助外卖服务茶饮企业降低了对经营场地的依赖，节约租金成本的同时维持较高的经营效率，喜茶 GO、奈雪的茶 PRO 的推出也体现了数字化所带来的单店效率提升趋势。

1.1 消费升级+科技赋能，新式茶饮方兴未艾

现制茶饮行业最早可追溯至 1987 年，中国台湾“春水堂”发明的珍珠奶茶被视为现制茶饮起源。随后现制茶饮品牌不断涌现，从中国台湾逐步扩张至中国大陆市场。如今，随着人们对健康饮食需求日益强烈，新式茶饮产品随之诞生，现制茶饮行业呈现传统奶茶与新式茶饮门店并行高速发展的局面。发展至今，现制茶饮行业已经历三个主要发展阶段：

- **茶饮 1.0 时代（1990-1995 年）：茶饮粉末调制时代。**20 世纪 90 年代初，珍珠奶茶从中国台湾进入中国大陆市场，开启了中国大陆茶饮行业的发展之路。该阶段的茶饮产品多以奶茶粉末冲水勾兑而成，不含茶也不含奶，加入已加工的传统配料，以人员现场手工操作为主。店铺一般设立在街边，面积较小，在 3-5 平方米之间，几乎没有统一的装修，点单与交付场景多以消费者亲临店铺为主。
- **茶饮 2.0 时代（1996-2015 年）：传统连锁茶饮时代。**这一阶段，奶茶开始使用以茶末、茶渣或普通茶叶制作的基底茶，并用奶精粉勾兑制作。在后期，鲜奶开始被加入到奶茶制作中，并出现了全新形态和口感的奶盖茶。这一阶段以街头连锁店铺为主，消费场景以消费者亲临店铺或利用外部平台为主。
- **茶饮 3.0 时代（2016 年至今）：新式茶饮时代。**这一阶段茶饮店铺使用天然原料，基于优质茶叶的萃取液，加入新鲜水果或鲜奶进行调味。店铺一般设立在优质大型商圈，强调现代化、个性化的装修风格。消费场景除了消费者亲临店铺或是利用外部平台外，部分品牌还搭建自己的平台。从产品售价来看，新式茶饮均价在 20 元以上，聚焦高端市场。

图表1：国内现制茶饮主要发展阶段特征

	茶饮 1.0 时代	茶饮 2.0 时代	茶饮 3.0 时代
原料	奶茶粉末	茶末茶渣或普通茶叶制作的基底茶，奶精粉	天然原料，优质茶叶萃取，加入新鲜水果或鲜奶
配料	已加工传统配料	已加工/现制传统配料	已加工/现制传统配料+非传统配料
制作	人工为主	人工+机器	人工+机器+新食品加工技术
店铺及布局	街边店铺为主，3-5 平方米，几乎无统一装修	街头连锁店铺为主，15-20 平方米，简单标准化装修	优质大型商圈店铺为主，门店面积常在 50-150 平米左右，强调现代化、个性化装修风格
消费场景	街边店铺	店铺+外部平台	店铺+外部平台+自主平台
品牌文化	无品牌概念，产品概念为主	品牌连锁概念为主，侧重于产品本	以优质产品为基础，以品牌文化建

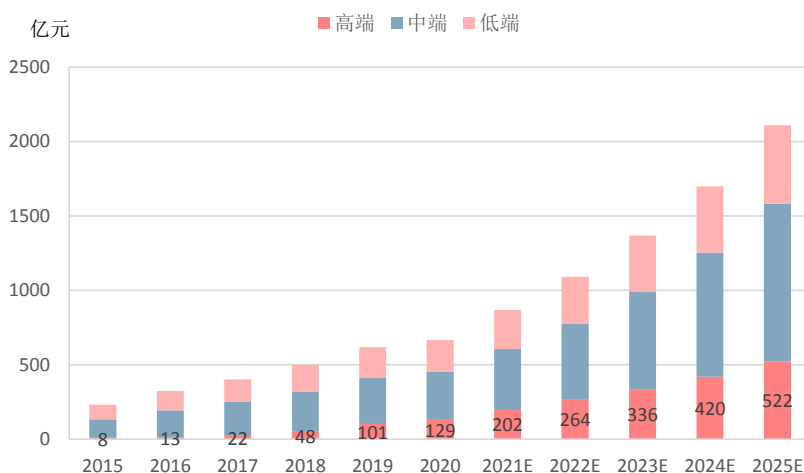
	茶饮 1.0 时代	茶饮 2.0 时代	茶饮 3.0 时代
		身，品牌只为加盟业务服务	设为核心，注重专属品牌文化及 IP 的打造
产品价格	10 元以内	10-20 元	20 元以上

资料来源：Frost & Sullivan，36 氪研究院，中信建投

1.2 高端市场增速领先，竞争格局稳定

现制茶饮市场空间广阔，高端市场领跑。2020 年国内现制茶饮市场规模高达 666 亿元，根据灼识预测未来五年行业规模复合增速达 26%。若以平均售价为标准，可以将茶饮市场分为高端（20 元以上）/中端（10-20 元）/低端（10 元以下）三个档次市场。一线城市以及新一线城市人均可支配收入的提升，将使消费者更愿意享受高端茶饮产品。随着消费升级以及新式茶饮的加速推广，高端市场的增速将得到进一步提升。高端市场规模占比将由 2020 年的 19% 提升至 2025 年的 25%。

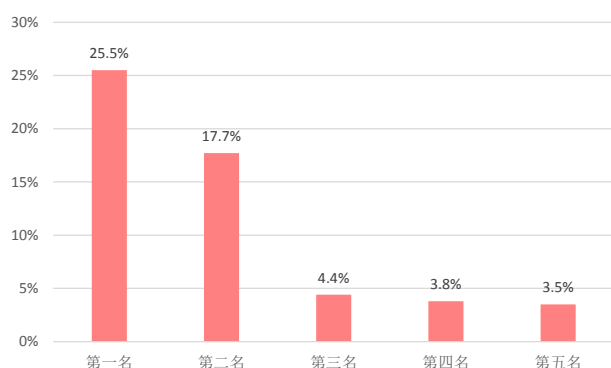
图表2： 新式茶饮高端市场规模占比持续提升



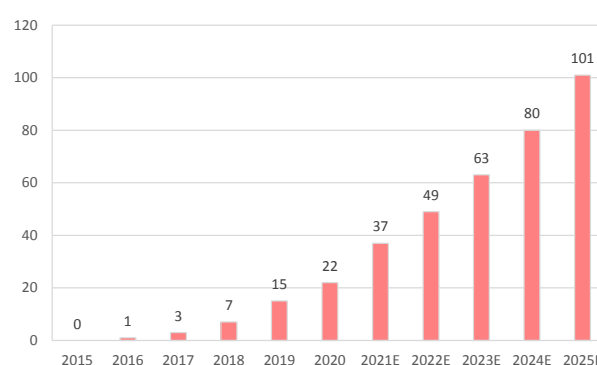
资料来源：灼识咨询，中信建投

现制茶饮行业整体竞争格局较为分散，而高端茶饮相对集中。截至 2020 年三季度，国内总共有 34 万家现制茶饮店，平均售价约 13 元。其中高端店仅 3200 家，占比不足 1%，平均售价高出行业平均 50% 左右。从连锁化率来看，国内有超过 1 万个连锁品牌合计 20 万家门店，其中高端连锁品牌约 100 个合计 2400 家门店。茶饮行业进入门槛低，行业参与者众多，竞争压力较大，全国性连锁品牌数量较少，以区域性市场竞争为主，加之传统零售巨头纷纷涉足茶饮，因此行业集中度较低，市场竞争格局较为分散。而高端市场茶饮竞争格局则相对集中，按照消费总额计算，高端新式茶饮前五大市场参与者共占 54.9% 的市场份额，前二共占 43.2%，行业集中度较高。

烘焙产品以及相关周边产品在高端市场具有较大增长潜力。茶饮的高频消费特征为门店带来丰富的交叉销售机会，头部品牌已扩充产品类别，涵盖烘焙、咖啡、即饮茶以及包装零食等其他周边产品。品类扩充可以极大扩展品牌的消费时间段以及场景，并使其能够提供多维度客户体验。2025 年高端现制茶饮交叉销售商品预计将由 2020 年的 22 亿元增长至 2025 年的 101 亿元，复合增速高达 35.4%。

图表3： 现制茶饮高端市场集中度较高


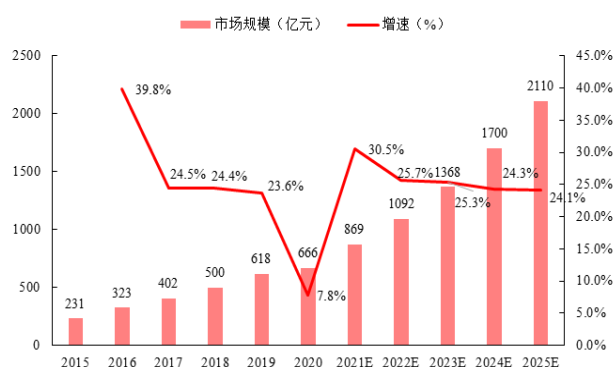
资料来源：灼识咨询，中信建投

图表4： 交叉销售商品市场规模（亿元）


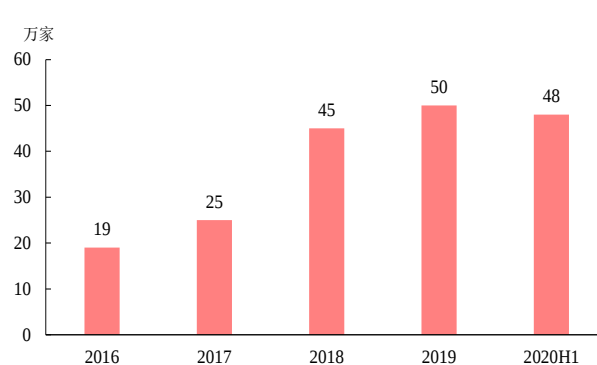
资料来源：灼识咨询，中信建投

2020 年国内茶饮行业市场规模为 666 亿元，15-20 年复合增长率超 20%。根据灼识咨询测算，2015 年茶饮行业市场规模为 231 亿元，2020 年已达到 666 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 23.6%。预计未来五年我国茶饮行业市场将保持 25.9% 的年均复合增速，2025 年茶饮市场规模有望达到 2110 亿元。按照消费额测算，高端茶饮 20-25 年复合增速约 32%，分别高出中端、低端市场 4/12 个百分点。

中国茶饮门店数量由 2015 年约 19 万家增至 2019 年约 50 万家，年复合增长率为 38.1%。但受疫情影响，截至 2020 年 6 月底，中国茶饮门店数量约为 48 万家，较年初减少 2 万家。从门店分布来看，现阶段中国茶饮品牌的线下门店主要集中在北上广深四座一线城市，未来二三线城市的发展空间巨大。

图表5： 我国茶饮行业市场规模及增速


资料来源：灼识咨询，中信建投

图表6： 国内茶饮门店数量


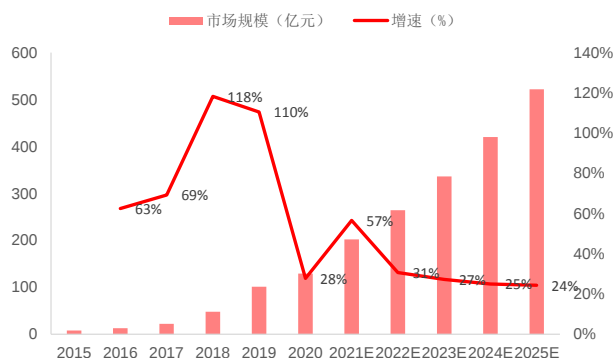
资料来源：数位线下大数据，中信建投

茶饮进入 3.0 时代，高端新式茶饮表现亮眼。高端新式茶饮选用上等茶叶以多种萃取方式提取出来的浓缩液为原料，并加入新鲜牛奶、天然动物奶油或各种新鲜水果调制而成的饮料。与传统茶饮相比，高端新式茶饮更强调使用天然优质的原材料进行制作，重视产品品质，讲究产品的外观与包装，注重线上线下全消费场景的打造，利用数字化运营提质增效，并致力于塑造和传递品牌文化。

按照制作方式的不同，高端新式茶饮可分为奶茶、水果茶、奶盖茶和纯茶等，目前市场上主要以水果茶和奶盖茶为主。根据灼识咨询测算，2015 年高端新式茶饮行业市场规模为 8 亿元，2020 年则达到 129 亿元，2015-2020

年 CAGR 为 75.8%。预计未来五年我国高端新式茶饮的增速将继续超过行业平均增速，2025 年高端新式茶饮将占茶饮行业总规模的 24.8%。

图表7： 我国新式茶饮市场规模增速显著



资料来源：灼识咨询，中信建投

图表8： 新式茶饮门店热力分布

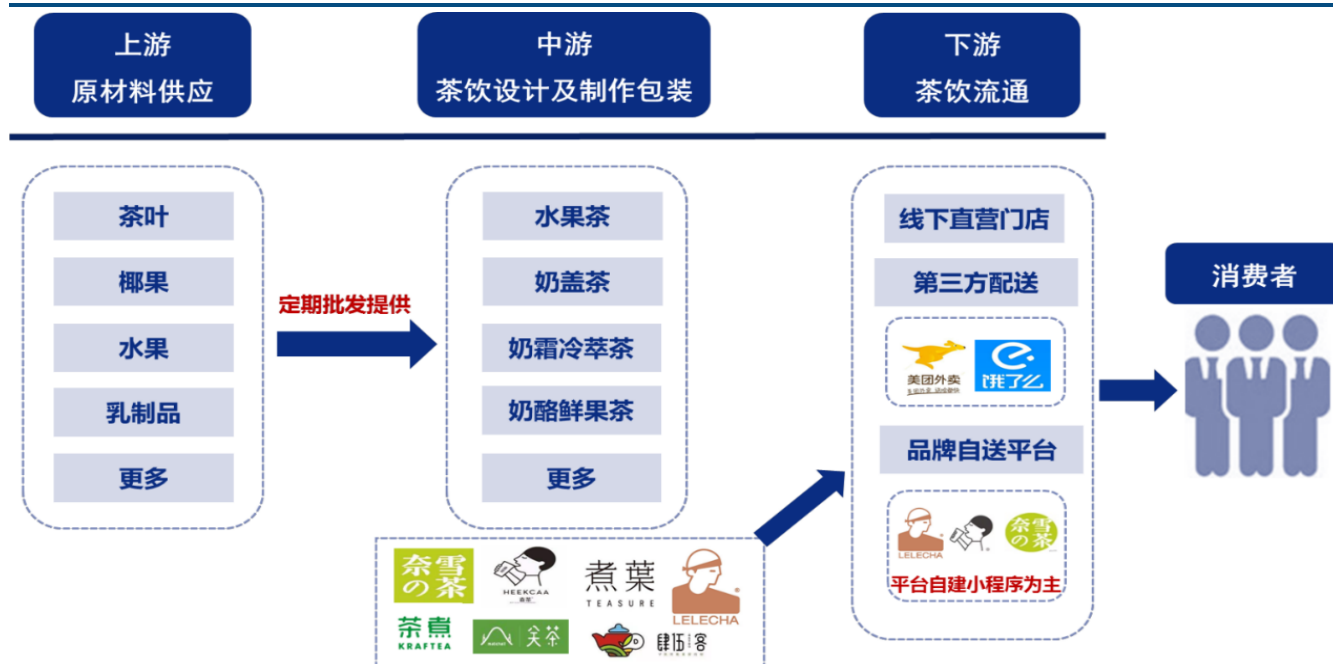


资料来源：数位线下大数据，中信建投

1.3 疫情加速数字化、外卖占比，新式茶饮迎接资本风口

新式茶饮产业链：上游原料多样，中游注重研发，下游直营为主。新式茶饮行业产业链上游主要是原材料供应环节，这一环节提供制作茶饮需要的农副产品，包括茶叶、水果、乳制品等。新式茶饮的品质主要取决于茶基底，因此制作茶基底的茶叶是新式茶饮的核心。

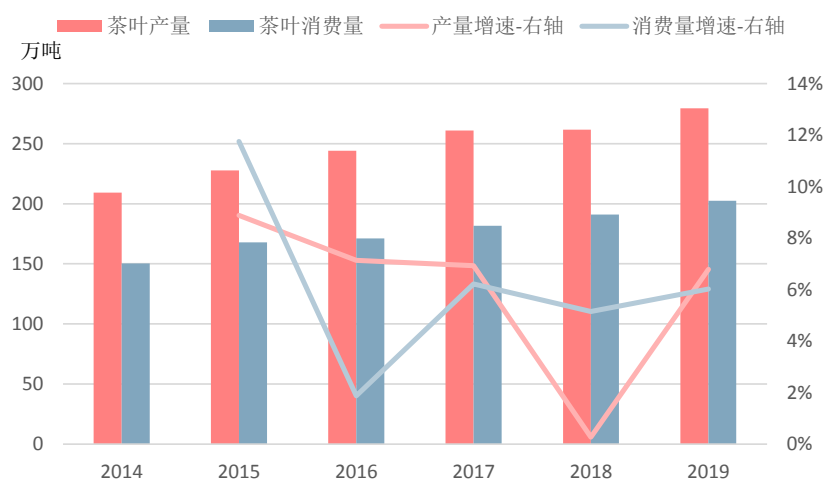
图表9： 新式茶饮产业链



资料来源：前瞻产业研究院，中信建投

中游环节是茶饮的设计、制作、包装过程，各茶饮品牌在产品设计和生产设备以及外观包装上都十分注重研发，产品标准化程度高，更迭速度快。新式茶饮的诞生与流行，带动了茶叶消费。近年来我国茶叶消费量稳步上升，2019 年我国茶叶消费量超过了 200 万吨，产量及消费量同比增速分别为 6.8%/6.0%，消费量增速自 2016 年起逐步进入上升通道。

图表10：国内茶叶行产销及增速



资料来源：中国茶叶流通协会，前瞻产业研究院，中信建投

下游是茶饮流通环节，分为线下门店、线上外送两种销售渠道。由于高端新式茶饮注重品质以及服务质量，各品牌主要以直营方式运营。直营方式的优点在于可以统一经营管理和开发，在人才培养、产品开发推广、数字化管理等方面具有整体优势。中低端新式茶饮品牌单店投资、门店面积较少，能够适应低线城市消费能力与客流量，通过加盟推广模式可以快速提升市场占有率，并进一步降低采购成本。

图表11：高端新式茶饮品牌以直营模式为主

品牌	线下销售模式	线上销售模式
喜茶	直营	外卖+小程序
奈雪の茶	直营	外卖+小程序
茶煮	直营	外卖
乐乐茶	直营	外卖+小程序
煮叶	直营	外卖
茶颜悦色	直营	外卖

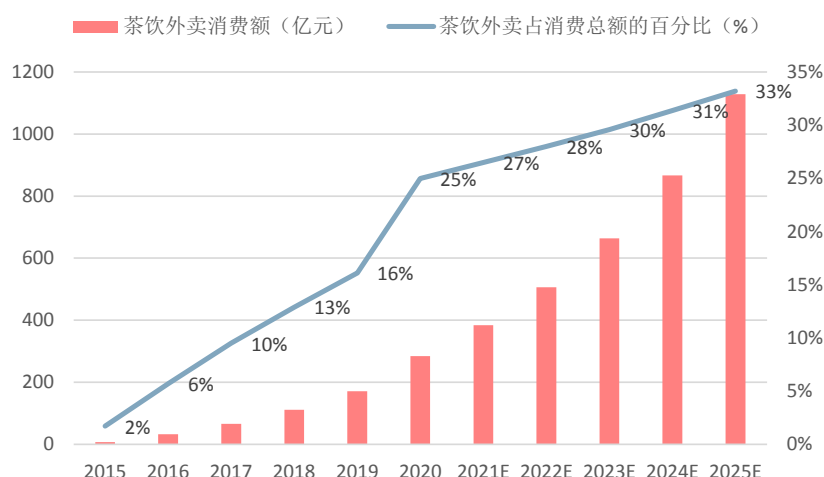
资料来源：中信建投

疫情与数字化加速了茶饮消费中外卖占比，从而推动门店周转率提升。随着外卖行业的快速发展，消费者可以使用第三方 APP、微信或支付宝小程序以及自营 APP 线上购买饮品，这些终端扩展了新式茶饮的消费场景。疫情使得消费者改变了购买习惯，更加习惯于外卖等零接触送餐方式。2020 年现制茶饮外卖消费占比较 2019 年大幅提升 9 个百分点。租金成本一般占门店收入的 10%，大店模式下企业通过向消费者提供精致装修、充足空间以提升就餐体验，但高峰期的排队与等候造成了部分消费者流失以及经营效率降低。借助外卖服务茶饮企业降低了对经营场地的依赖，节约租金成本的同时维持较高的经营效率，喜茶 GO、奈雪的茶 PRO 的推出也体

现了数字化所带来单店效率提升的趋势。

数据显示，通过外卖服务的现制茶饮产品的消费额由 2015 年的人民币 7 亿元增加至 2020 年的人民币 284 亿元，年复合增长率为 107.6%，2020 年中国现制茶饮产品的外卖消费额占总消费额的 25.0%，预计未来五年将提升至 33%，迅速发展的外卖服务不仅给消费者带来更大的便利性及灵活性，而且极大促进了茶饮行业的发展。

图表12： 现制茶饮产品外卖消费占比持续提升



资料来源：灼识咨询，中信建投

资本市场热度持续走高，加速新式茶饮行业扩张发展。2015 年起，新式茶饮行业升温，新式茶饮品牌受到了资本市场的竞相追逐，以喜茶、奈雪の茶、乐乐茶等为代表的新式茶饮品牌均获得了过亿元的融资。2020 年，超过 40 亿元人民币进入新式茶饮市场。资本注入提高了新式茶饮品牌在产品开发、服务提供以及品牌打造上的能力，加速了整个新式茶饮行业的发展。

图表13： 新式茶饮成为当下资本风口

品牌	融资时间	融资轮次	融资金额	投资方
喜茶	2020/3/23	C 轮	未披露	高瓴资本、Coatue 领投
	2019/7/1	B+轮	未披露	腾讯投资、红杉资本中国
	2018/4/2	B 轮	4 亿元	龙珠资本、黑蚁资本
	2016/8/22	A 轮	1 亿元	IDG 资本、何伯权
奈雪の茶	2020/6/9	B 轮	1 亿元	深创投领投
	2018/3/19	A+轮	数亿元	天图资本
	2017/2/17	A 轮	1 亿元	天图资本
茶煮	2018/11/1	A 轮	未披露	龙品锡乾元创投
	2018/3/12	Pre-A 轮	数千万元	龙品锡资本
	2016/5/1	天使轮	未披露	未披露
茶颜悦色	2019/7/5	A 轮	未披露	源码资本、元生资本、顺为资本
	2018/1/31	天使轮	未披露	天图资本
因味茶	2015/12/1	A 轮	5 亿元	刘强东

乐乐茶	2019/4/3	Pre-A 轮	2 亿元	祥峰投资领投，致君水滴、普思资本等跟投
	2017/6/1	天使轮	未披露	未披露
煮叶	2019/2/18	A 轮	数千万元	动域资本领投，达晨创投跟投
	2018/4/12	Pre-A 轮	数千万元	达晨创投
	2017/7/27	天使轮	未披露	北京伊家吾庐投资
	2016/5/30	种子轮	未披露	未披露
1314 茶	2018/5/16	A 轮	2,000 万元	未披露

资料来源：数位线下大数据，中信建投

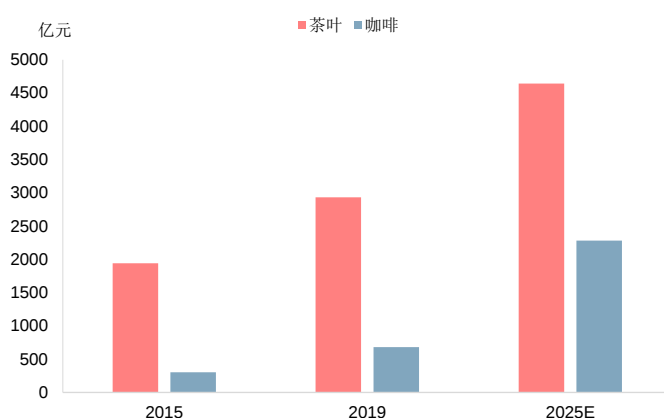
2. 传承传统茶饮文化，把握 Z 世代消费需求

我国历史传统决定了茶文化重要性高于咖啡等饮品，尽管近年来咖啡消费中国增长迅速，茶饮市场规模始终远大于咖啡。新式茶饮继承和发展了中国的茶饮文化，符合中国消费者口味偏好，更紧紧抓住了 Z 世代消费者需求。新式茶饮 90 后消费者占比达 55%，远高于传统的原叶茶和袋泡茶。从消费者画像来看，50%以上新式茶饮消费者月均可支配收入在 8000 元以上，82%的消费者具有高等教育背景。这部分消费群体品牌忠诚度更高，且更加重视健康营养等元素，对产品价格敏感度较低。从收入增长来看，中国三四线城市增长迅速，消费潜力巨大。三四线城市中产阶级消费者数量迅速增长，2010-2018 年，三四线城市可支配年收入 14-30 万的家庭年复合增长率为 38%，高于同期一二线城市的 23%。从长远来看三四线城市市场空间较大。

2.1 新式茶饮完美继承中国传统茶文化

中国茶文化历史悠久，茶叶市场规模远超咖啡。中国是茶的故乡，是世界上最早发现中国茶树、利用中国茶叶和栽培中国茶树的国家，中国也是世界茶道的宗主国。唐代陆羽所著《茶经》系统的总结了唐代以及唐以前茶叶生产、饮用的经验，为中国茶文化的发展提供宝贵的基础。数千年来，中国人不仅发现茶叶，发明了闻名世界的制茶方法，更将饮茶融入到民族精神内核。饮茶带有神思遐想，并且从中领略饮茶情趣，达到美的享受。中国消费者对茶情有独钟，尽管咖啡消费近年在中国增长迅速，中国每年茶叶的市场规模始终远大于咖啡。

图表14：中国茶叶及咖啡市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，中国茶叶流通协会，中信建投

新式茶饮继承和发展了中国的茶饮文化，符合中国消费者口味偏好。新式茶饮将茶叶与果汁、牛奶、奶盖、

芝士等融合，推出奶茶、奶盖茶、水果茶、纯茶和气泡茶等新茶品类，在创新的同时，立足于中国传统文化以及茶文化。**奈雪的茶**：茶饮品类深度结合中国传统茶品类：如乌龙铁观音、绿茶毛峰、茉莉茶等。**喜茶**：专注于让茶文化焕发新的活力，同时注重门店设计，融入“禅意”等传统美学概念。**茶颜悦色**：主打茶文化和中国风，在产品设计上凸显中国文化元素。在继承茶文化的同时，新式茶饮更打造了自己的品牌文化，深得新一代消费者的热爱。

图表15：奈雪的茶部分产品



资料来源：奈雪的茶官网，中信建投

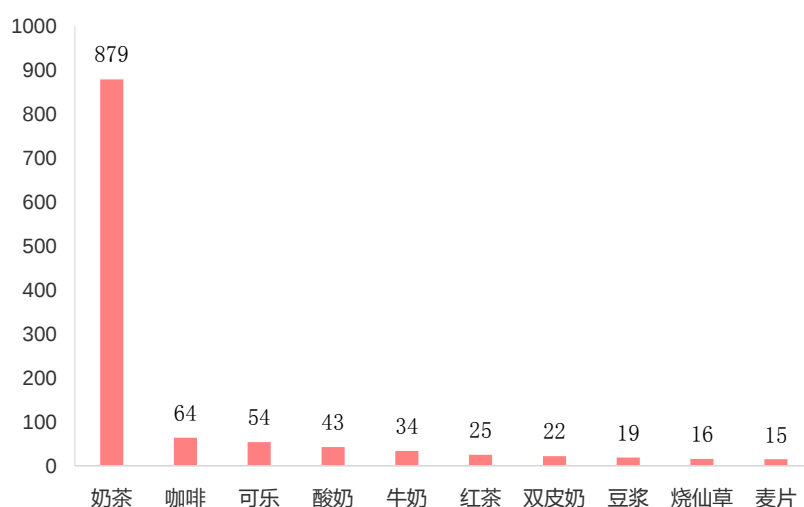
图表16：茶颜悦色部分产品



资料来源：茶颜悦色官网，中信建投

相比于其他现制饮品，中国消费者更偏爱新式茶饮。根据网易 2020 年疫情期间的网络调查数据，消费者疫情期间最想喝的饮料是奶茶，远超其他品类饮料。对标咖啡和传统现制茶，依靠深厚的文化底蕴和优秀的产品创新，近年来新式茶饮门店规模增长远超传统现制茶和咖啡。

图表17： 与众多饮品相比，奶茶热度居于首位（单位：消费频次）



资料来源：网易新闻，中信建投（注：数据统计范围为2020年2月14日-16日）

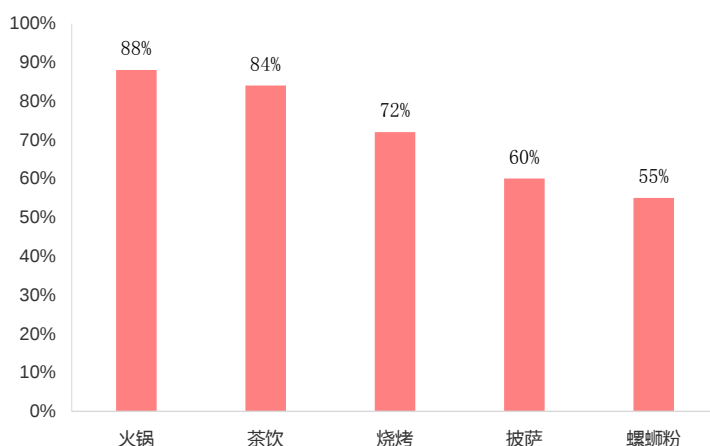
图表18： 饮品门店规模增长对比

	2015 年门店规模 (亿元)	2019 年门店规模 (亿元)	CAGR (%)
新茶饮	0.4	78.8	280
传统现制茶饮	193	778	42
咖啡	197	500	26

资料来源：Frost & Sullivan，中信建投

新式茶饮已经成为新时代中国人的特色饮食文化之一。除了饮料需求之外，茶饮也成为疫情期间整个饮食消费领域最为消费者思念的餐饮需求之一。茶饮同火锅、烧烤一起，成为具有中国特色的餐饮品类。

图表19： 疫情期间茶饮成为消费者最思念的餐饮需求之一



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投

2.2 新式茶饮紧跟流行文化，引领年轻人消费潮流

拥抱网红文化，打造网红产品。新茶饮利用新媒体营销方式，邀请网络红人新品进行品鉴，撰写产品体验，提升品牌知名度。结合新时代网民的网红情节、打卡情节，吸引消费者在消费的同时在互联网平台（如微博、微信等）进行打卡评价，在帮助宣传的同时，也提升了消费者的时尚满足感。更催生出网络社交文化和体验消费文化。2020 年秋天，微博热门话题“秋天的第一杯奶茶”阅读量达到了 24 亿。这一话题得到众多消费者认同，并使消费者购买了“秋天第一杯奶茶”。新茶饮的线下门店也极具文化消费特色，许多线下门店装修精致，富有个性，成为年轻人逛街打卡的常去之处。

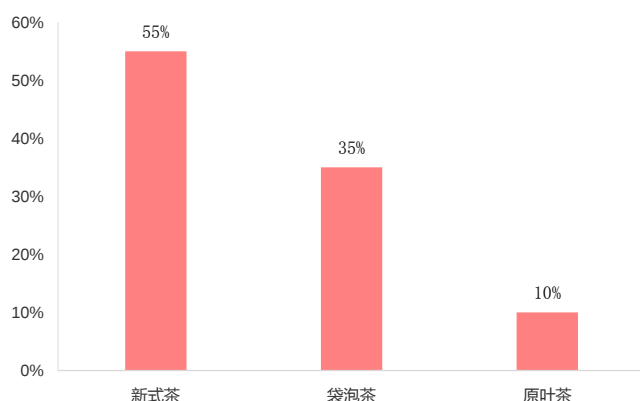
图表20：“秋天的第一杯奶茶”成为微博热门话题



资料来源：新浪微博

新式茶饮引领年轻人饮茶潮流。相比于传统茶叶，年轻人更爱新式茶饮。根据益索普研究《90 后新消费者的茶饮喜好及消费偏好》和饿了么数据，相比于传统的原叶茶和袋泡茶，新茶饮消费人群中 90 后占比更高：新式茶饮 90 后消费者占比达 55%，袋泡茶和原叶茶分别为 35%/10%。

图表21： 新式茶饮 90 后消费者占比达 55 %

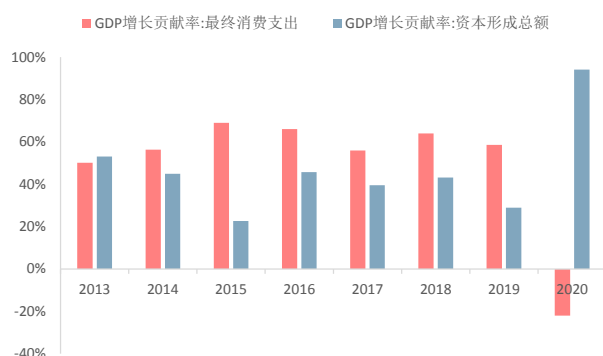


资料来源：益索普科研，饿了么，中信建投

2.3 消费持续升级，助力新式茶饮消费空间增长

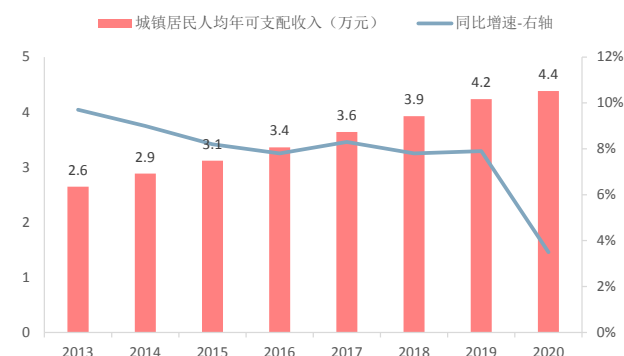
快速增长的消费能力带来消费升级需求，支撑起茶饮行业消费的基本盘。2014 年开始居民最终消费支出对 GDP 增长的贡献率首次超过资本形成总额贡献率，国民经济发展模式逐渐由投资驱动型向消费驱动型转变，2019 年消费作为经济增长主动力作用进一步巩固，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 57.8%，同期投资对 GDP 贡献率仅 28.9%。2020 年新冠疫情消费造成较大冲击，随着疫情的缓解消费贡献率将逐步回归正常水平。收入增长驱动大众消费升级，2014-2019 年以来城镇居民人均可支配收入名义增速维持在 8% 以上，2020 年人均可支配收入已达 4.4 万元，反映出大众消费能力的增强和整体消费升级的趋势。近年来城镇化率增速在 2% 左右，购物中心数量增速保持在 8% 以上。城镇化率与居民收入提升拉动购物中心设施增长，为品质化消费、门店体验消费等带来额外的增长空间。

图表22： 消费成为拉动 GDP 的重要引擎



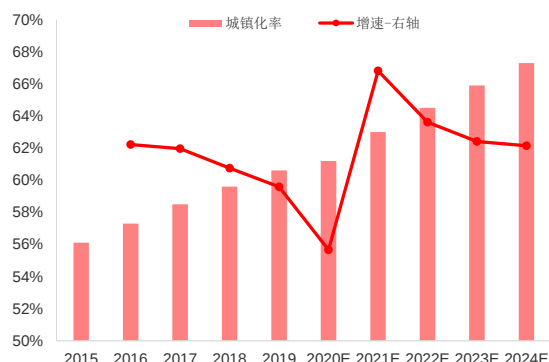
资料来源：国家统计局，中信建投

图表23： 城镇居民人均可支配收入提升



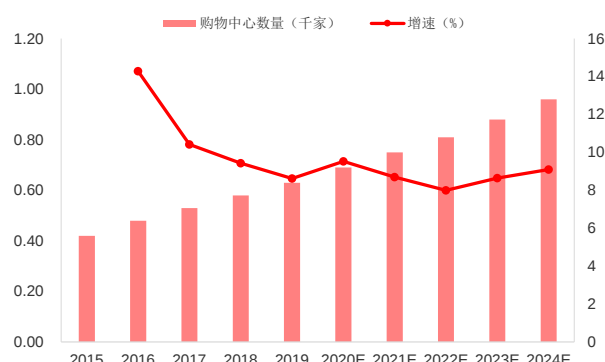
资料来源：国家统计局，中信建投

图表24： 城镇化率增速约 2%



资料来源：Frost & Sullivan，国家统计局，中信建投

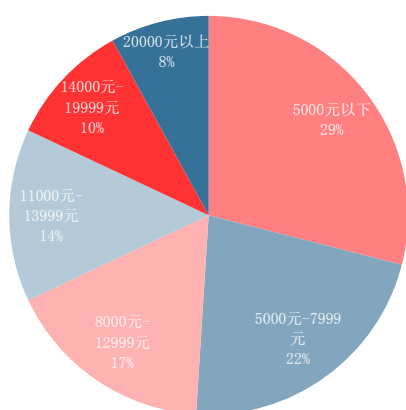
图表25： 国内购物中心增速在 8%以上



资料来源：Frost & Sullivan，国家统计局，中信建投

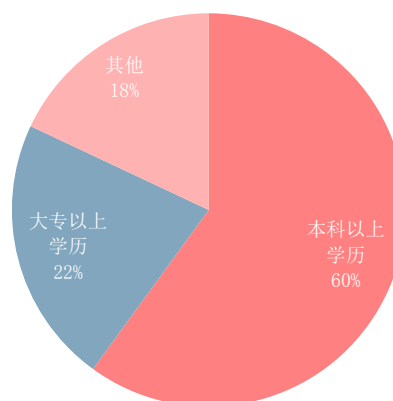
新式茶饮中等收入以上消费者众多，消费者愿意支付品牌溢价。根据第一财经数据，新式茶饮的消费者收入状况良好，一半的消费者月均可支配收入在 8000 元以上，且有 8%的消费者月均可支配收入超 20000 元。新式茶饮消费者学历状况良好，82%的消费者具有高等教育背景，其中 60%人群具有本科以上学历。高收入消费者更倾向于健康消费，更加注重产品消费意外的体验增值部分，相对不注重产品的消费性价比，因此给新式茶饮留下更多的利润空间。

图表26： 50%以上消费者月均可支配收入在 8000 元以上



资料来源：第一财经，奈雪的茶《2020 新式茶饮白皮书》，中信建投

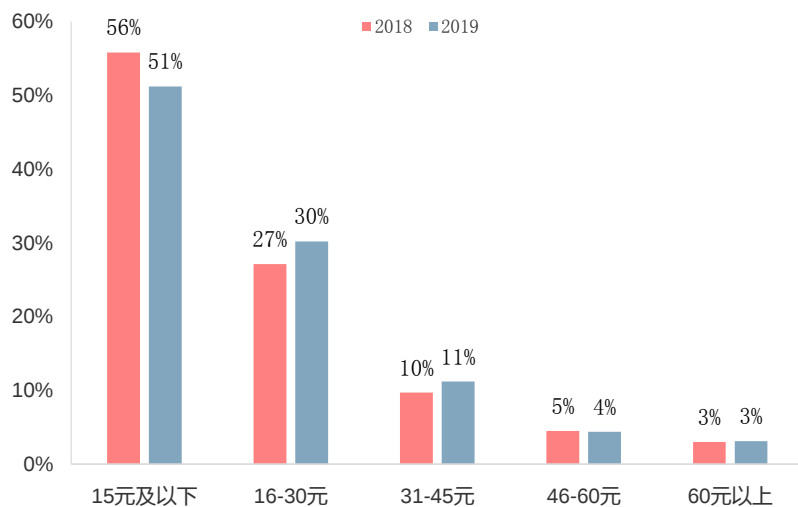
图表27： 82%的消费者具有高等教育背景



资料来源：第一财经，奈雪的茶《2020 新式茶饮白皮书》，中信建投

新式茶饮客店单价有上升趋势，表明消费者更愿意用高价格购买新式茶饮。15 元以下单价产品消费量有降低趋势，16 元-45 元单价产品消费量上升。

图表28：新式茶饮客单价分布向中高端抬升



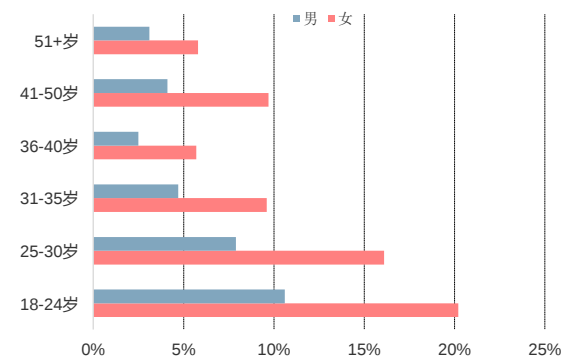
资料来源：中国餐饮大数据2020，美团点评，中信建投

2.4 新式茶饮成功捕获了 Z 时代的消费心理

新式茶饮培养了 Z 时代消费者，具有极强消费粘性。Z 世代是美国及欧洲的流行用语，又称网络世代、互联网世代，统指受到互联网、即时通讯等科技产物影响很大的一代人。在中国，90 后和 00 后与 Z 世代的概念对应。目前，中国 90 后消费人群为 2.3 亿，市场庞大，消费特点凸显时代特征。90 后将迎来事业发展上升黄金期，并且具有较强的消费冲动，是中国市场升级消费的主力军。

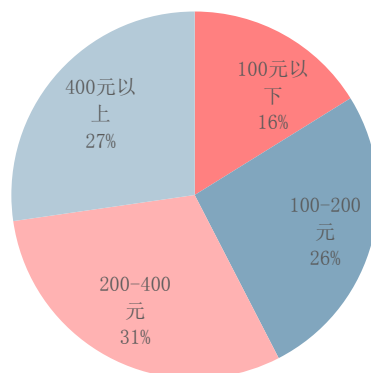
新式茶饮消费者 90 后+00 后消费者达接近 55%，女性消费者占总体的 70%，90 后女性消费者占 30%以上。根据饿了么的线上消费数据，消费人群中“学生+白领”标签显著高于餐饮大盘。同时，新式茶饮消费者具有深度网购习惯，网购频率明显高于餐饮大盘。年轻消费者更愿意为茶饮“一掷千金”，在新茶饮 90 后消费者中，有 27%在新式茶饮月均消费支出超过 400 元。

图表29：新式茶饮消费者年龄和性别结构



资料来源：饿了么，中信建投

图表30：90 后与 00 后消费者新式茶饮月均消费

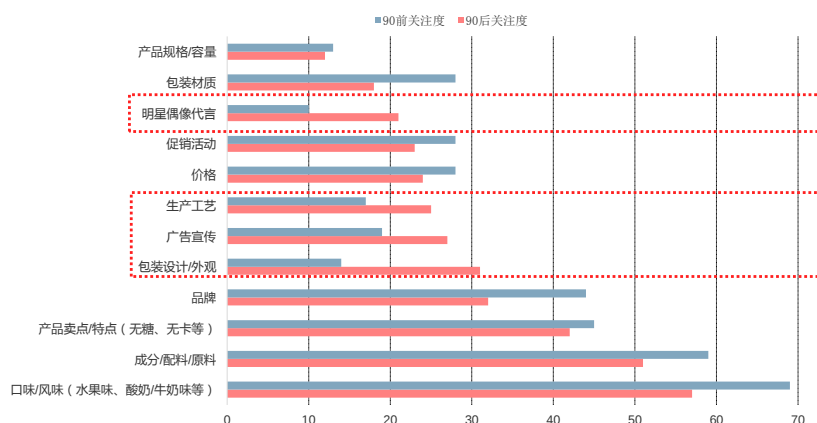


资料来源：第一财经，奈雪的茶《2020 新式茶饮白皮书》，中信建投

90 后是冲动的理性消费者，追求个性、体验，更注重精神层面的需求。90 后消费者敢于尝试愿意为新产品

和个性产品买单，新式茶饮不断推出新品，吸引年轻人不断尝试。90后消费者在产品本身之外，也更加在意产品之外的体验，根据益索普数据，新式茶饮的90后消费更为注重产品包装、工艺、广告和代言，新式茶饮的头部品牌无疑在这些方面都有所创新。

图表31：90后与90前对新式茶饮产品考虑因素的对比

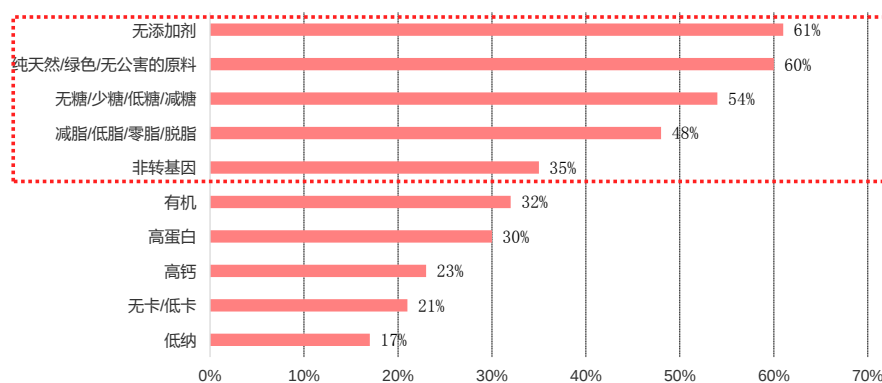


资料来源：益索普研究，中信建投

90后消费者热爱国潮，支持原创。根据沙利文研究数据，76%的90后消费者表示会主要选择中国品牌的消费品。在饮品领域，63%的90后消费者表示倾向于中国饮品店品牌，相比于80后，90后对中国饮品店品牌倾向更高。新茶饮立足中国茶文化和传统文化，将持续扩大在年轻消费群体中的影响。

90后消费者的健康理念更为复杂，新式茶饮迎合Z世代健康消费心理。虽然90后熬夜很多，运动较少，但是对食品的健康属性要求更为严格，希望通过食品的健康弥补不健康的生活状态。根据益索普调查数据，90后消费者中，新茶饮用户比总体饮料用户更为注重健康。90后茶饮消费者认为无添加剂、纯天然、无糖/少糖/低糖、减脂/0脂是公认的健康工艺。相比于传统奶茶，新式茶饮用料健康，无添加剂，采用低糖少糖配方，更符合90后消费者需求。

图表32：90后消费者认为的健康工艺/成分：



资料来源：益索普研究，中信建投

3. 高端新式茶饮升级/下沉空间广阔

长期以来，以星巴克为代表的咖啡品牌占据了国内高端现制饮品市场。新式茶饮的出现使高端现制饮品市场竞争格局生变。我国现制饮品市场目前仍处于快速成长期，由低线城市下沉与消费升级共同推动，通过测算市场规模可达 2868 亿元。我们认为，未来现制咖啡、茶饮高端市场开店空间、市场规模约 5000 家/500 亿元。茶文化在我国饮食习惯中具有独特意义，新式茶饮将传统文化与 Z 世代潮流相融合，未来有望在与咖啡争夺现制饮品市场中处于有利地位。

3.1 城镇化推动低线城市下沉潜力

对标星巴克的门店数量、入驻城市等渗透率指标，新式茶饮各品牌在各层级市场的渗透率仍然较低，未来有较高的市场渗透增长空间。

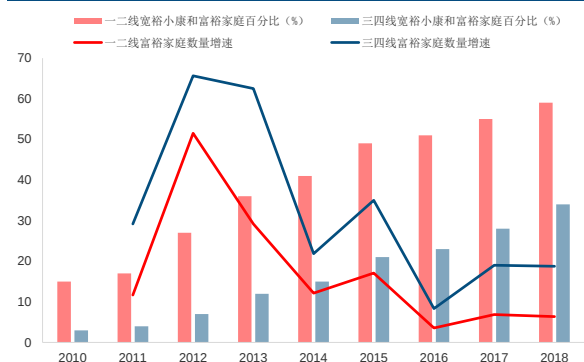
图表33： 新式茶饮品牌与星巴克渗透率比较

渗透率指标	星巴克	喜茶	奈雪的茶	乐乐茶
门店数量	4700+	690	440+	59
入驻城市数量	180+	58	60+	13
城均门店数量	26	12	7	5

资料来源：Frost & Sullivan，中信建投

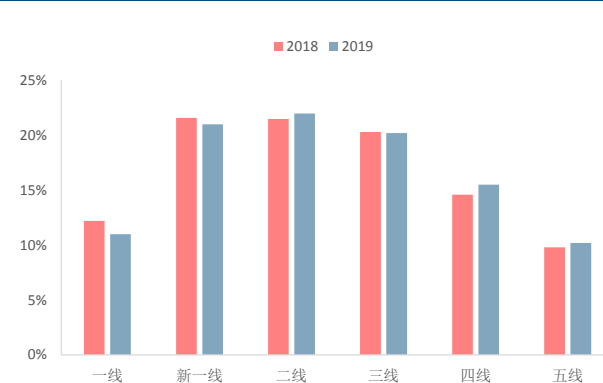
三四线城市市场空间较大，下沉增长未来可期。从收入增长来看，中国三四线城市增长迅速，消费潜力巨大。最近几年，三四线城市中产阶级消费者数量迅速增长，2010-2018 年，三四线城市可支配年收入 14 -30 万的家庭年复合增长率为 38%，高于同期一二线城市的 23%。工业化和城镇化进程加速的同时，三四线城市的房价压力明显小于一二线城市，预期下沉市场消费能力持续上升。目前三四线城市茶饮门店规模增长高于一二线城市，一二线城市门店增速放缓，比重下降，呈现向三四线城市下沉的趋势。

图表34： 三四线城市中产阶级数量增长较快



资料来源：麦肯锡，中信建投

图表35： 茶饮店各线城市分布



资料来源：中国餐饮大数据 2020，美团点评，中信建投

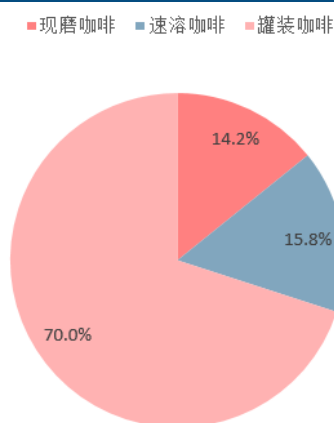
3.2 国际比较：相比日本，美国现制饮品行业更具有对标意义

现制饮品中，现磨咖啡和新式茶饮在一定程度上具有可替代性。从产品品类上看，首先两者都为咖啡因饮料，

满足人们对摄入咖啡因的生理需求，其次咖啡和茶饮两类饮品店在产品种类上逐渐融合，如星巴克推出桃桃乌龙等茶类饮料，奈雪的茶 PRO 店推出 7 款精品咖啡。除产品外，现制咖啡和茶饮现制饮品店都提供了一定的社交空间，满足人们对“第三空间”的需求。现制饮品中咖啡、茶饮竞争关系，也同样会影响新式茶饮未来发展空间。

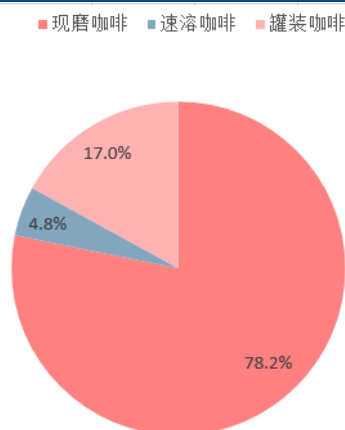
日本现制饮品需求弱，美国现磨咖啡市场对中国现制茶饮更有对比意义。日本便利店文化兴盛，自动售卖机较多，2018 年，全日本拥有便利店超 5.5 万家，自动贩卖机超过 500 万台，平均每 23 个日本人就拥有一台自动贩卖机。便利店和自动贩卖机导致日本饮品消费以即食类为主，现制饮品需求弱。以咖啡为例，2018 年日本现磨咖啡仅占咖啡总消费量的 14.2%，速溶咖啡占比 15.8%，而即食的罐装咖啡占比达到 70%。相比之下，美国现制饮品行业以咖啡为主，对中国更有参考意义。2018 年美国咖啡消费金额占热饮消费金额的 82%，其中现磨咖啡占比接近 80%，现制饮品行业更为发达。

图表36： 2018 年日本现磨咖啡占比仅 14.2%



资料来源：欧睿，中信建投

图表37： 2018 年美国现磨咖啡占比近 80%



资料来源：欧睿，中信建投

我们参考美国现磨咖啡发展情况测算中国现制饮品未来的市场规模。根据欧睿数据，2018 年美国人均咖啡消费杯数 268 杯，其中 78.2% 为现磨咖啡。假设单杯现磨咖啡平均价格 2.45 美元/杯，美国人均现磨咖啡消费达 512 美元，占人均可支配收入的 1.06%。假设未来中国现制饮品的消费金额占人均可支配收入比例达到美国水平，可估算得中国现制饮品市场规模可达 4772 亿元。假设一线/二线/三线/四线城市现制饮品的消费金额占人均可支配收入的比例分别为美国的 100%/80%/60%/40%，则中国现制饮品市场规模可达 2868 亿元。茶文化在我国饮食习惯中具有独特意义，新式茶饮将传统文化与 Z 世代潮流相融合，未来有望在与咖啡争夺现制饮品市场中处于有利地位。

图表38： 国内现制饮品行业市场规模敏感性分析

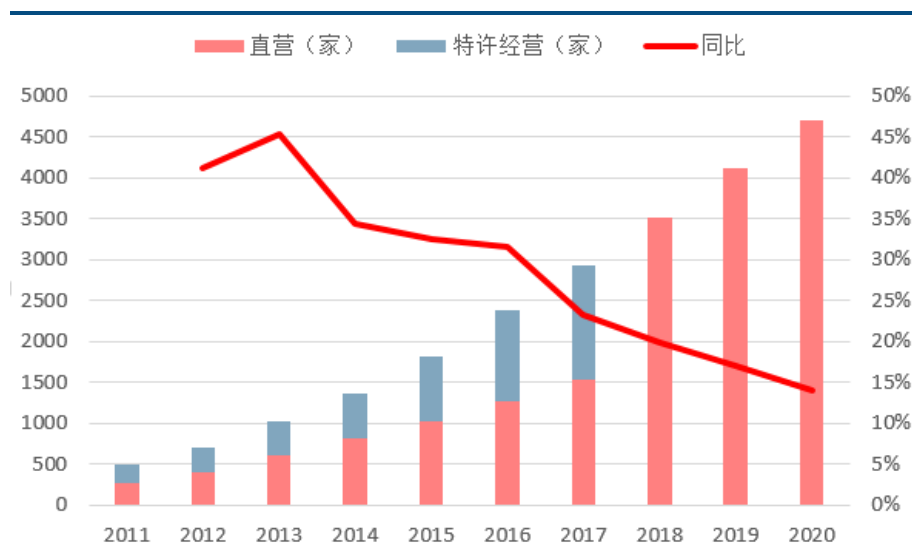
可支配收入占比		一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	合计
人数（万人）		7,371	41,476	35,288	55,403	139,538
	100%	252	1,418	1,207	1,895	4,772
消费金额（亿	80%	202	1,135	965	1,516	3,818
元）	60%	151	851	724	1,137	2,863
	40%	101	567	483	758	1,909

资料来源：国家统计局，Wind，中信建投

3.3 对标星巴克：高端新式茶饮门店数量与市场规模潜力较大

从高端新式茶饮门店布局角度看，我们选择星巴克作为对标。星巴克与高端新式茶饮同属饮品、价格相当，均以一二线城市为中心进行品牌渗透，且产品有相互融合的趋势。2011-2020 年，星巴克在中国快速扩张，开店年均复合增速 28%。在 2018 财年收购星巴克华东市场与台湾统一的合资企业，开始全面直营整个星巴克大陆市场，以提高客户体验和质量控制，这与高端新式茶饮只采取直营方式经营相类似。2018 年后，星巴克门店扩张速度降至 20% 以下，从快速扩张期步入稳健增长期，2019/2020 星巴克门店增速分别为 17%/14%。

图表39： 2018 年后星巴克门店扩张速度降至 20% 以下



资料来源：益索普研究，中信建投

目前高端新式茶饮仍处于快速扩张期，因此我们以 2018 年星巴克开店数量较多、市场相对成熟的城市上海作为对标，计算快速扩张期新式茶饮的潜在开店空间。

省份 A 的开店空间 = 上海星巴克门店数量 / 上海的 GDP × 省份 A 的 GDP × 调整系数

考虑到不同线城市的现制饮品消费金额占 GDP 的比例可能不同，因此我们设置了调整系数。假设对于直辖市而言，若直辖市是一线城市，调整系数按 100% 计算，若直辖市是新一线城市，调整系数按 80% 计算。对于省份而言，若该省份拥有两个以上的新一线城市，调整系数按 80% 计算，若该省份拥有一个新一线城市，调整系数按 60% 计算，若该省份不拥有一个新一线城市，调整系数按 40% 计算。根据以上假设，我们测算出开店空间为 9911 家，其中星巴克已开店 4704 家，仍有 5207 家的开店空间供新式茶饮竞争。2019 年亚太地区星巴克门店数量 7316 家，二季度营业收入 13.36 亿美元，可得星巴克门店一年营收 73 万美元，即 500 万人民币左右。奈雪的茶 2020 年前三季度一线城市同店销售额 533 万元，与星巴克相当。若高端茶饮在快速扩张后维持和星巴克同样的盈利能力，则龙头企业在快速扩张期市场规模可达到 495 亿元。

图表40： 市场规模测算假设条件

	标准	省份	城市	系数
直辖市	一线城市	上海、北京		100%
	新一线城市	重庆、天津		80%

省份	含 2 个以上新一线城市	广东	广州、深圳、东莞、佛山	80%
		江苏	苏州、南京	
	含 1 个新一线城市	浙江	杭州	60%
		四川	成都	
		山东	青岛	
		河南	郑州	
		湖南	长沙	
		陕西	西安	
		湖北	武汉	
		安徽	合肥	
		辽宁	沈阳	
	其他	-	-	40%

资料来源：第一财经，中信建投

4. 资本助力，新式茶饮市场竞争壁垒初显

4.1 不同市场增长驱动力各异

目前市面上新式茶饮品牌众多，在战略布局、店铺选址、经营模式、产品特征等方面存在较大差异。我们以产品价格为标准，将其分为高中低三大类别：

- **高端：**资本驱动型新式茶饮品牌。以喜茶、奈雪的茶和乐乐茶为代表，品牌定位高端，强调产品品质和顾客消费体验。门店布局以一二线城市的核心商圈中心为主，门店规模较大成本较高，且均实行直营模式，客单价超过 20 元。2015 年起，新式茶饮行业升温，大部分新式茶饮品牌受到了资本市场的追逐。品牌搭载资本支持，擅长产品与业务模式的创新。
- **中端：**区域性新式茶饮品牌。其中比较典型的有茶颜悦色、沪上阿姨、古茗等。品牌门店集中布局在部分二三线城市，且风格往往带有发迹地的地方特色。客单价平均在 20 元以下。区域品牌进行全国性扩张的关键在于产品和服务标准化、供应链管理以及选址等方面能力。
- **低端：**广泛加盟新式茶饮品牌。以蜜雪冰城、都可 CoCo、一点点为代表。店铺选址以街边为主，采用小店模式，强调方便快捷和性价比，且深耕下沉市场，展店门槛较低，规模扩张速度快。

图表41： 新式茶饮高中低市场矩阵



资料来源：中信建投

通过比较新式茶饮高中低三大市场主要品牌的人均消费、门店数量、经营模式与核心品类，我们认为未来增长驱动因素各异：

高端市场：茶饮 3.0 时代的到来加速了高端新式茶饮发展速度，行业正处于高速成长期。当前喜茶、奈雪的茶等高端新式茶饮品牌尽管增速可观，但对比国内咖啡龙头星巴克，门店数量与渗透率依然存在广阔空间。高端市场以直营模式为主，基本不接受外部加盟，一方面体现了企业对质量把控的重视，另一方面也反映了高端市场较高的门店利润率。从奈雪的茶经营数据可以发现，新开店对整体收入规模的影响远大于同店，龙头在资本助力下正加速布局一二线城市，因此拓店增速是当前阶段最核心的驱动因素。

中端市场：近年来 15 元以下单价产品消费量有降低趋势，16-45 元单价产品消费量上升。2019 年 16-30 元茶饮产品需求较 2018 年提升 3 个百分点，这部分产品接近茶颜悦色、古茗等中端茶饮定价区间。中端茶饮具有明显的区域性特征，其门店主要集中于品牌发源地，尚未形成一二线城市布局。部分企业已经开放了加盟经营，通过加盟费增加收入规模并提升轻资产占比。下一阶段，这类企业是否可以成功实现从区域性品牌到全国性品牌的跳跃，值得投资者持续关注。

低端市场：蜜雪冰城作为低端市场新式茶饮龙头，其门店数量已超过 10000 家，基本实现了全国布局。从门店密度与渗透率来看，未来门店增速将逐步回归。低端市场单店投资门槛较低，经营面积较小，主要布局于人流密集区域。通过大规模集中采购、高性价比茶饮以及短 SKU，在加盟模式下快速占领低线市场。企业核心盈利依赖加盟费与加盟商采购费用，因此同店经营效率是跟踪盈利波动、可持续性的关键指标。

图表42：新式茶饮品牌主要经营情况

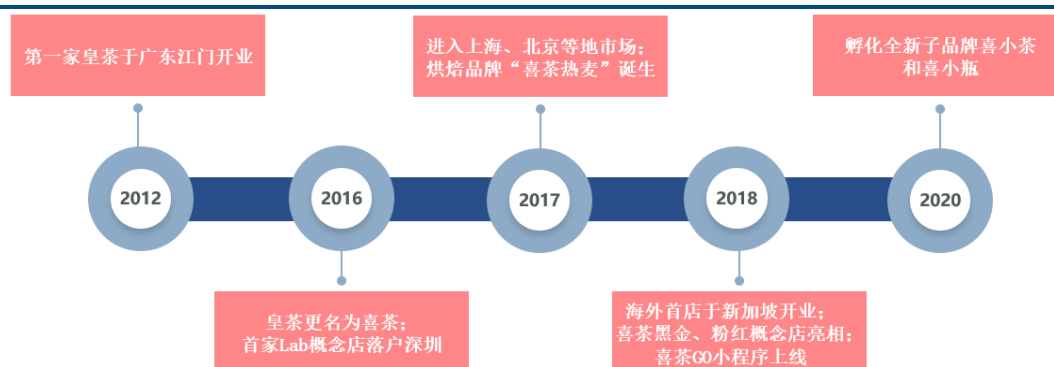
品牌	主营产品	人均消费	门店数量
喜茶	芝士现泡茶、水果茶、波波冰	29.43元	695
奈雪的茶	鲜果茶、鲜奶茶、冷泡茶、软欧包	32.18元	511
乐乐茶	乳酪鲜果茶、脏脏茶、软欧包	33.84	67
茶颜悦色	奶盖茶、鲜奶茶	16.51元	252
古茗	果茶、奶茶、芝士茶、可可	14.82元	4361
沪上阿姨	五谷茶、鲜果茶、奶茶、芝士茶、水果酸奶	13.62元	2208
一点点	奶茶、奶盖茶、纯茶	14.43元	3288
CoCo都可	奶茶、果汁茶、沙冰	13.69元	4617
蜜雪冰城	冰淇淋、奶茶、奶盖茶、果茶	6.95元	12061

资料来源：窄门餐眼，中信建投（注：数据统计至2021年2月）

4.2 高端市场

4.2.1 喜茶

喜茶前身为皇茶，由创始人聂云宸于2012年在广东江门成立，首推的芝士茗茶系列备受消费者青睐。2016年，皇茶正式更名为喜茶，并推出Lab概念店，引入实验室手冲茶概念。2017年，喜茶陆续进入上海、北京、杭州等地市场，迅速走红网络。随着品牌势能的提升，喜茶积极布局新业态，全新子品牌喜小茶和喜小瓶于2020年正式上线。

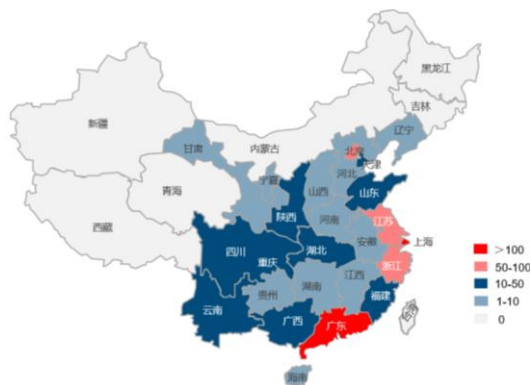
图表43：喜茶发展历程


资料来源：中信建投

门店规模稳步扩张，城市布局不断完善。截至2020年12月，喜茶已在全球61座城市开设了695家

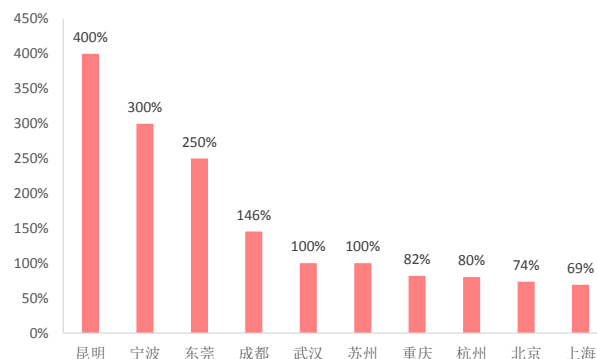
线下门店，均为直营店，主要分布在华南、华东区域。此外，喜茶还积极开拓海外市场，目前已在新加坡开设了2家线下门店。在巩固一线城市“头部”优势的同时，喜茶也将目光投向新一线和二线城市，进一步完成全国化的门店布局。

图表44：喜茶门店分布图（2020年）



资料来源：窄门餐眼，中信建投

图表45：喜茶门店数增长最快 TOP10 城市（2020年）



资料来源：喜茶2020年度报告，中信建投

致力茶饮产品创新，开启新式茶饮风潮。作为芝士现泡茶的原创者，喜茶始终秉持追求灵感的品牌精神，不断打造出消费者喜爱的产品。2020年喜茶推出的生打椰椰系列、厚烧蛋糕波波茶等新产品，一经上市就大受追捧。现阶段，喜茶有七大系列共计55款产品，整体产品均价大约设置在25元。

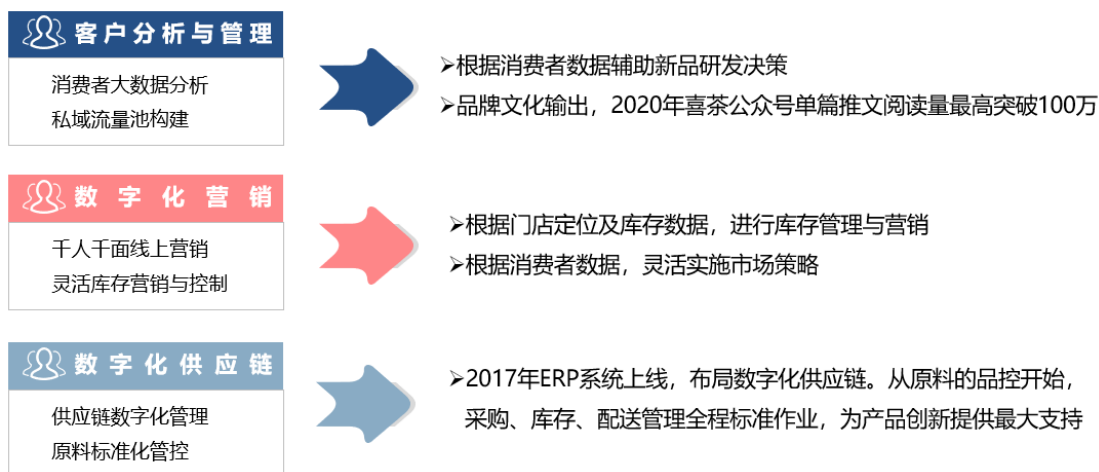
图表46：喜茶产品种类及定价

产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间	产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间
喜茶实验室 (10款)	喜小瓶无糖气泡水		5.5元	5-25元	果茶家族 (10款)	多肉葡萄		29元	25-32元
	多肉葡萄冰棒		15元			芝芝莓莓		32元	
当季限定 (5款)	雪山思乡龙眼		28元	28-33元	波波家族 (12款)	芋泥波波牛乳茶		28元	21-29元
	雪顶莓莓桂花冻		33元			烤黑糖波波牛乳		21元	
喜茶制冰 (7款)	锡兰牛乳茶脆筒		9元	9-13元	茗茶/牛乳茶 (5款)	芝芝金玉		22元	19-23元
	椰椰冻雪糕杯		13元		纯茶 (6款)	纯绿研		13元	9-22元

资料来源：喜茶GO小程序，中信建投

数字化升级助力运营提效。在“互联网+”时代背景下，喜茶大力推进数字化建设，以“喜茶GO”小程序为基础，利用信息化平台更便捷地触及消费者，实现下单、取茶和外卖一体化，将茶饮行业的数字化水平提升至新高度。线上平台结合线下门店打造丰富的消费服务场景，在改善消费者体验的同时，也提高了门店运营效率。

图表47：喜茶数字化运营实例

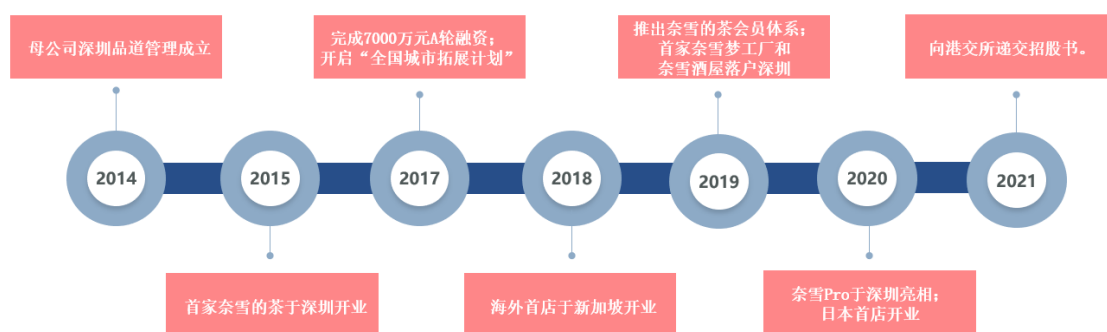


资料来源：Frost & Sullivan，中信建投

4.2.2 奈雪的茶

奈雪的茶母公司深圳品道管理成立于2014年，时任公司董事长的彭心于2015年在深圳创办了奈雪的茶。品牌创新打造“茶+软欧包”的形式，倡导“一杯好茶，一口软欧包”的现代美好生活体验，年轻女性为其主要客群。2017年12月，奈雪的茶正式开启“全国城市拓展计划”。2021年2月，奈雪的茶正式向港交所递交招股书。

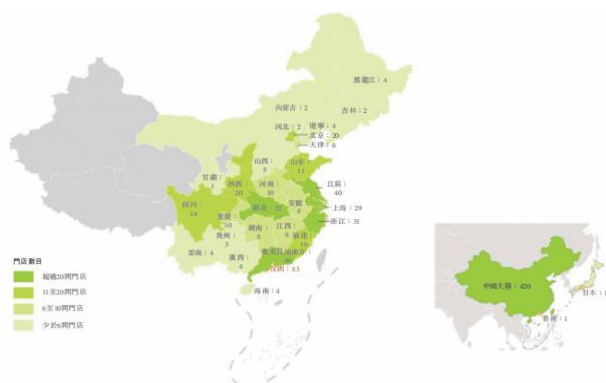
图表48：奈雪的茶发展历程



资料来源：中信建投

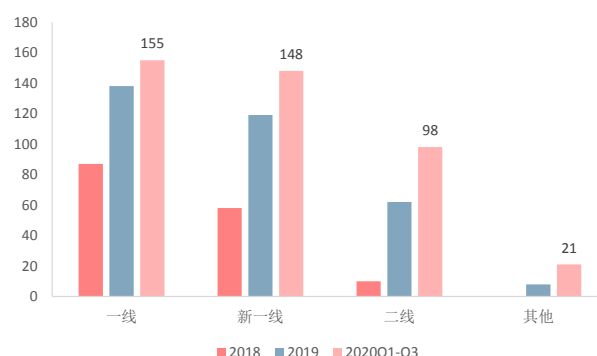
截至2020年9月30日，奈雪的茶在全国的门店数超过了400家，主要集中在北上广深等一线城市及武汉、成都、杭州等新一线城市，并逐渐向二三线城市下沉。此外，奈雪的茶还在日本开设了一间门店，进行全球化尝试。

图表49：奈雪的茶门店区域分布图



资料来源：奈雪的茶招股说明书，中信建投

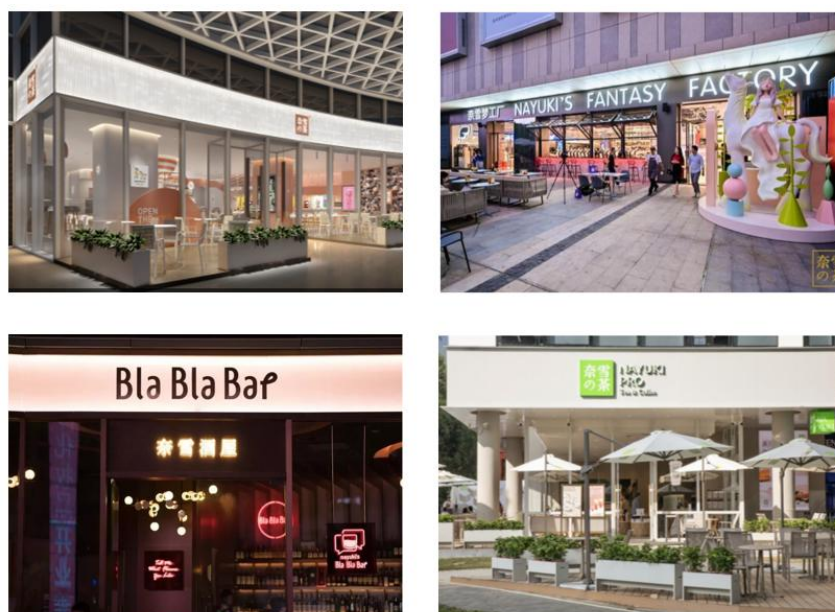
图表50：奈雪的茶门店城市层级分布情况



资料来源：奈雪的茶招股说明书，中信建投

奈雪的茶强调门店体验，实行核心商圈大店模式，店均面积将近 200 平,核心旨在创造社交空间，满足都市白领休闲聚会需求。且除标准店铺外,其还相继推出了奈雪酒屋 BlaBlaBar、奈雪梦工厂、奈雪 Pro 等特色店型,在空间体验上引领并满足顾客的多场景、多元化需求，其中奈雪 Pro 是下一步计划主推类型。奈雪 PRO 移除现场面包房区域，中央厨房模式不仅使规模和布局更加灵活，也能缓解租金压力，提升单店盈利能力。

图表51：奈雪的茶各店型门店形象



资料来源：奈雪的茶公司官网，中信建投

产品定位高端茶饮市场，坚持使用鲜果、鲜奶、好茶、低糖制作,目前主营霸气鲜果茶、宝藏鲜奶茶、霸气冰淇淋鲜果茶、冷泡茶四个品类总计 20 余款现制茶饮饮品，软欧包也达 20 余款。其中，茶饮饮品销量较高的是霸气鲜果茶系列，价格区间设置在 17-38 元，霸气芝士草莓、霸气橙子及霸气芝士葡萄三大人气饮品约合共贡献同期现制茶饮总销售额的 25%。

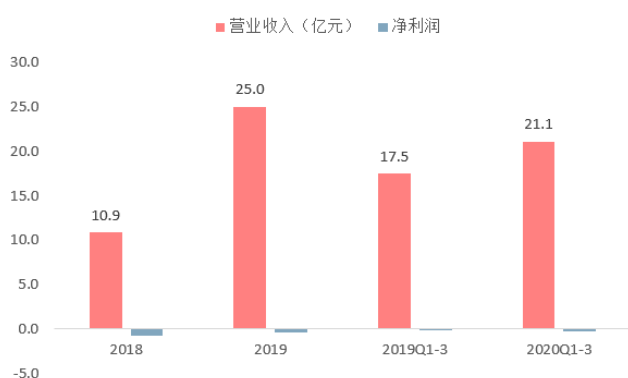
图表52： 奈雪的茶产品种类及定价

产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间	产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间
霸气鲜果茶 (9款)	霸气橙子		25元	17-38元	无糖茶铺 (3款)	青心乌龙 (冷泡茶)		22元	22-48元
宝藏鲜奶茶 (7款)	超厚芋泥宝藏茶		25元	21-28元	软欧包 (22款)	南瓜嘟嘟		20元	13-29元
霸气冰淇淋鲜果茶 (2款)	霸气冰淇淋芒果		32元	32-33元	吐司/甜品 (5款)	榴莲千层		28元	8-28元
芝士茶/纯茶 (4款)	芝士金观音		19元	19-22元	奈雪零食 (7款)	夹心饼干		28元	16.8-28元

资料来源：奈雪点单小程序，中信建投

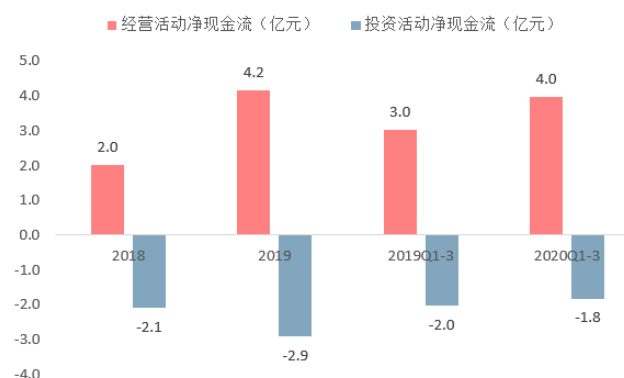
新开店数量优先盈利，融资助力拓店效率。奈雪的茶 2020 年前三季度营业收入 21.1 亿元，净利润-0.27 亿元。尽管存在新冠疫情冲击，公司经营规模持续扩大，门店数量快速提升。当前奈雪的茶正处于高速成长阶段，新制茶饮市占率优先公司整体盈利。门店扩张产生的折旧摊销与租金开支，以及广告推广开支，拖累公司整体业绩。2018 年以来公司年均资本开支在 2 亿元以上，本轮港股上市融资完成后将极大促进公司拓店效率。

图表53： 奈雪的茶营收及净利润



资料来源：奈雪的茶招股说明书，中信建投

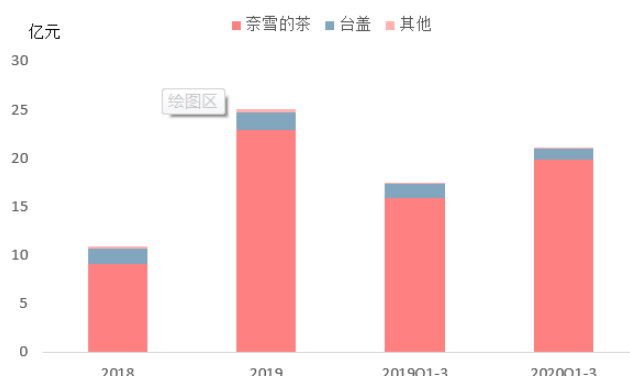
图表54： 奈雪的茶经营/投资活动净现金流



资料来源：奈雪的茶招股说明书，中信建投

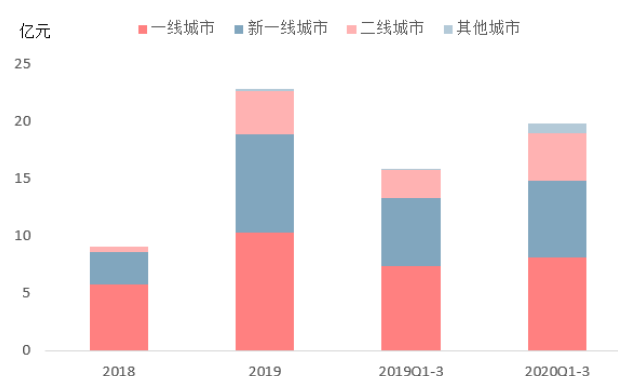
一线、新一线城市贡献主要盈利。奈雪的茶是公司核心 IP，贡献了 90% 以上收入。如前所述，新式茶饮当前主要布局于一二线城市，这些地区消费者具有更强的购买力，同时对于潮流饮品有更高的接受度。2020 年前三季度，一线、新一线、二线城市分别占奈雪的茶收入 41%/33%/21%。

图表55：奈雪的茶收入品牌分布



资料来源：奈雪的茶招股说明书，中信建投

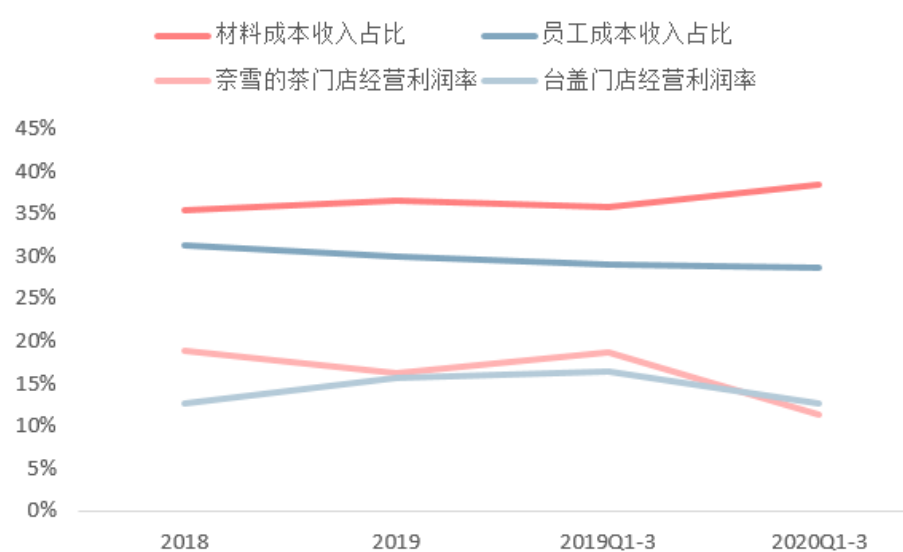
图表56：奈雪的茶收入地域分布



资料来源：奈雪的茶招股说明书，中信建投

原料与人工是奈雪的茶主要成本。从公司产品成本结构可以发现，原料成本与人力成本是核心成本项目，2020年前三季度两项目分别占收入的38%/29%。奈雪的茶、台盖2020年前三季度门店经营利润率分别为11%/13%，虽然台盖利润率略高，但由于其规模较少对公司总体收入贡献有限。

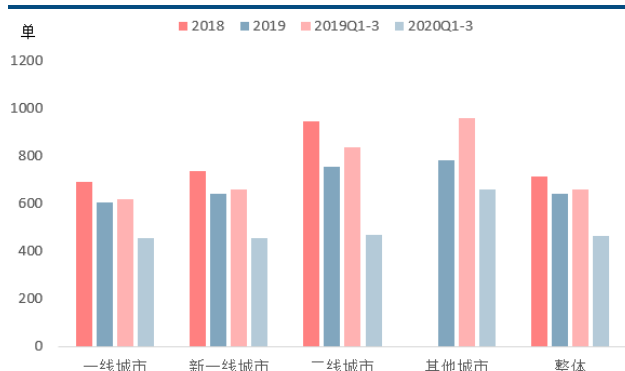
图表57：奈雪的茶成本结构以及品牌经营利润率



资料来源：奈雪的茶招股说明书，中信建投

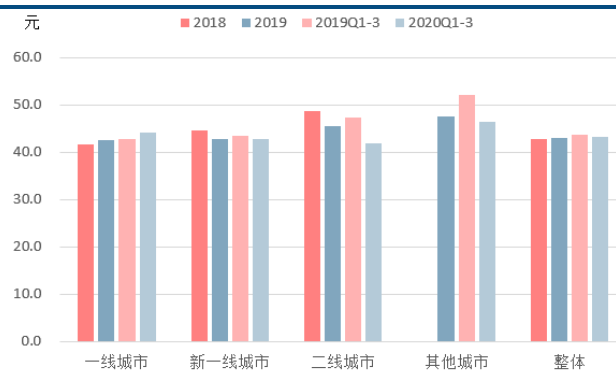
低线城市远未饱和，下沉潜力巨大。奈雪的茶单店每日订单量数据为未来拓店提供了指引。单笔订单均价显示一线、新一线、二线城市基本接近，日均订单数量与城市门店规模成为影响盈利主要驱动因素。2020年新冠疫情使门店订单受到冲击，故我们选取2019年经营数据作为正常情况下各线城市订单数量比较基准。新式高端茶饮采取高举高打的方式，首先入驻北上广深一线城市，随后再向下扩张。2019年一线、新一线、二线城市日均订单数量分别为608/642/754，新一线、二线城市显著高于一线城市，体现了较大的低线城市下沉空间。

图表58：奈雪的茶单店每日订单量



资料来源：奈雪的茶招股说明书，中信建投

图表59：奈雪的茶每笔订单均价

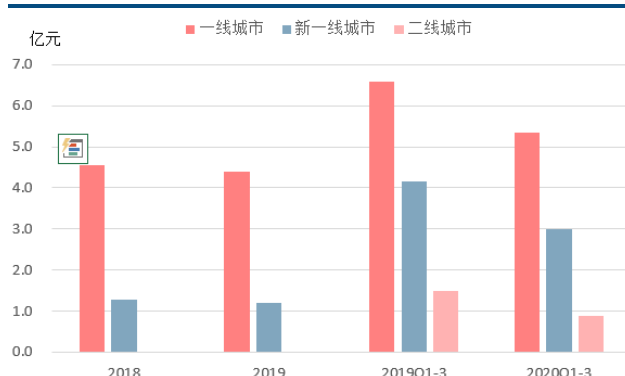


资料来源：奈雪的茶招股说明书，中信建投

高速成长期，扩店速度对奈雪的茶盈利能力影响更大。同店销售额 2020 年因疫情影响各线城市均有下滑，2019 年虽然小幅下滑 4%，但同店利润率依然维持在 20%以上较高水平。截至 2020 年三季度，奈雪的茶同店数量 153 家，约占总店数量 35%。公司计划于 2021、2022 年在主要一线城市及新一线城市分别开设 300/350 家奈雪的茶茶饮店，其中 70%规划为奈雪 PRO 茶饮店，2023 年新开设的奈雪的茶茶饮店数量至少与 2022 年新开设的奈雪的茶数量相同。公司过去拓店速度与未来拓店计划反映了其增长潜力，当期新开店创造的增量贡献将大幅超过同店。

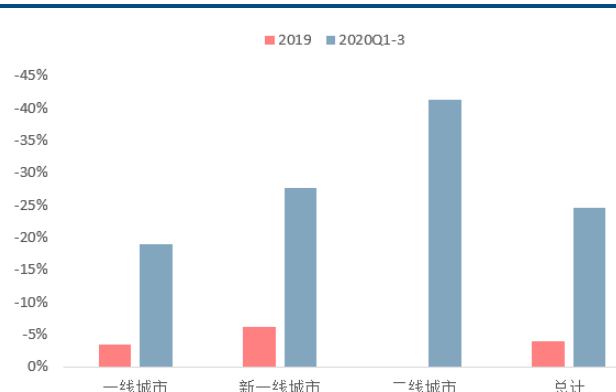
典型的奈雪的茶茶饮店投资额为 185 万元，规模在 180-350 平米，可同时容纳 50-120 位顾客。奈雪 PRO 茶饮单店投资额为 125 万元，移除了现场面包房区域后经营布局更加灵活，平均面积在 80-200 平米。2018 年奈雪的茶投资回收期在 10.6 个月，其中包括 3 个月的爬坡期以实现盈亏平衡。尽管受疫情影响，2019 年前三季度投回收期维持在 14.7 个月的优良水平。

图表60：奈雪的茶同店销售额



资料来源：奈雪的茶招股说明书，中信建投

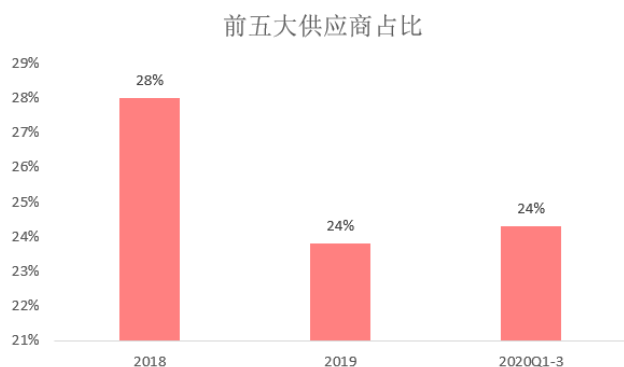
图表61：奈雪的茶同店销售额同比增速



资料来源：奈雪的茶招股说明书，中信建投

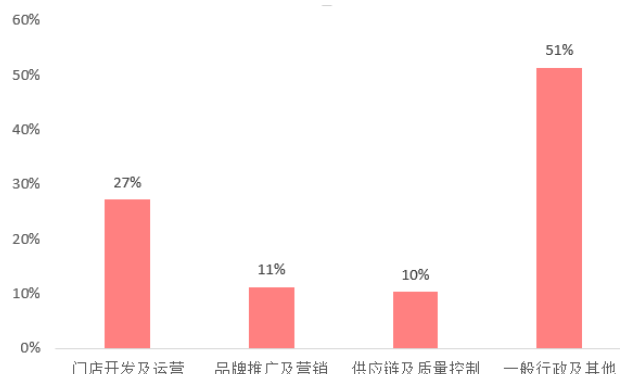
公司原料依靠外部采购，包括产品包装、乳制品、茶叶、水果等，前五大供应商采购占比合计约 25%。截至 2020 年 9 月 30 日，公司共有 8562 名员工，其中 831 名位于总部及区域办事处，平均每家门店拥有员工 15 人左右。

图表62：奈雪的茶前五大供应商采购占比



资料来源：奈雪的茶招股说明书，中信建投

图表63：奈雪的茶总部及区域办事处员工结构

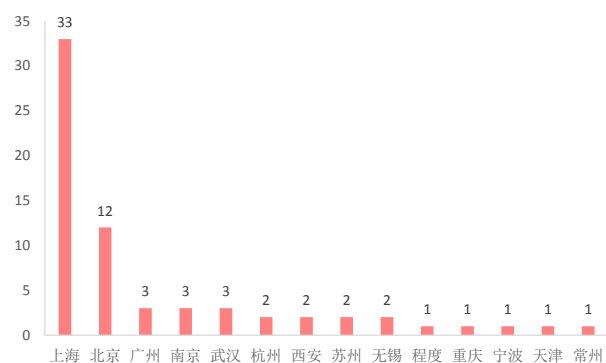


资料来源：奈雪的茶招股说明书，中信建投

4.2.3 乐乐茶

乐乐茶于2016年在上海创立，是一家专注“软欧包+鲜果奶酪茶”的高端新式茶饮品牌，销售模式与奈雪的茶相似。2021年2月，乐乐茶在全国门店数量达到67家，均为直营店，其中上海的门店数占接近50%。

图表64：乐乐茶全国门店布局（2021年2月）



资料来源：乐乐茶官网，中信建投

图表65：乐乐茶部分门店设计



资料来源：乐乐茶官网

火爆单品引流量，产品迭代增粘性。2017年和2018年，乐乐茶推出的脏脏包和脏脏茶引发新一轮消费潮流。在打造火爆单品基础上，品牌还推出不同主题的限定“欧包+果茶”组合搭配。目前，乐乐茶的茶饮大约有5个品类总计近30款饮品，软欧包架上保持有10余个SKU，每月出一两个新品。茶饮产品价格区间约设置在20-33元左右。

图表66： 乐乐茶产品种类及定价

产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间	产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间
当季新品 (4款)	车厘子酪酪		35元	24-35元	手作好料与牛乳 (3款)	手作芋泥波霸牛乳		25元	25元
鲜果酪酪茶 (12款)	草莓酪酪		29元	23-33元	爆款欧包 (7款)	咸蛋厚芋泥软包		21元	21-29元
脏脏茶本铺 (3款)	黑糖波霸脏脏茶		21元	21-26元	吐司家族 (1款)	咸蛋流沙芋泥吐司		29元	29元
鲜奶茶家族 (5款)	琥珀锡兰鲜奶茶		19元	19-24元	甄选西点 (4款)	豆乳麻薯蛋糕杯		19元	19元

资料来源：乐乐茶点单小程序，中信建投

衍生周边打品牌，跨界合作来营销。乐乐茶除了采用会员特权、优惠券等常见营销方式外，还打造了其特有的品牌 IP“乐茶君”，将品牌塑造成代表新生活方式的标签，为衍生周边商品进行推广。在跨界合作上，乐乐茶采取场景化营销，如携手自然堂打造“以茶之名”的快闪店，让消费者亲身体验自然堂的面膜的同时，还可以品尝手工茶。

4.3 中端市场

4.3.1 茶颜悦色

茶颜悦色由创始人吕良于 2013 年在长沙创立，品牌主张“东茶西做”，是大陆首创以中国风为主题的奶茶品牌。在创立的前六年，茶颜悦色始终深耕长沙市场，不往外扩张。这种地域稀缺性使茶颜悦色成为长沙的另一个文化标签，人气持续走高。2020 年茶颜悦色在长沙门店数达 200 余家，以街铺为主，会在一个商圈内密集铺店，且均采用直营模式。2020 年 12 月，首家省外门店于武汉开业，迈出了全国化的第一步。

茶颜悦色主推中式健康茶饮，茶底选用优质原叶茶，以雀巢鲜奶冲泡，辅以动物淡奶油和坚果碎。产品更加突出茶叶的清爽质感和牛奶的鲜香。现阶段茶颜悦色主推两大系列产品：忌廉系列采用的是茶底+鲜奶+奶油顶+坚果碎的组合，产品价格均价约在 17 元；沫泡系列采用的是茶底+鲜奶+奶泡的组合，产品价格均价约设置在 14 元。

图表67：茶颜悦色茶饮产品种类及定价

产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间
忌廉篇 (7款)	幽兰拿铁		16元	16-18元
	三季虫		17元	
沫泡篇 (9款)	笋笋纸鸢		16元	13-16元
	声声乌龙		15元	
豆蔻果缤纷篇 (1款)	清新韩柚茶		13元	13元

资料来源：茶颜悦色点单小程序，中信建投

汉语言文学出身的创始人吕良对中国风有着独到的理解，也将中国传统元素融入到品牌文化中。每家主题概念店被赋予不同的传统文化元素，并搭配富有创造性的空间设计。产品的命名充满中国风韵，绿茶名为浣纱绿，红茶唤作红颜，奶盖茶系列则被称为豆蔻。在产品包装上，也致力于打造民族特色，凸显品牌差异化。此外，茶颜悦色旗下拥有子品牌“知乎茶也”，主要产品为茶饮及自主设计的文创产品。

图表68：茶颜悦色茶饮产品包装及门店布置



资料来源：茶颜悦色官网，中信建投

4.3.2 古茗

深耕下沉市场，农村包围城市。古茗于2010年在浙江台州一个小镇创立。2011年起，实行“直营+加盟”的运营模式，并以台州为中心辐射浙江、江西、福建等地多个城市，市场份额不断提升。2021年，全国连锁门店突破4000家。

主打经典饮品，追求“寻常路”。古茗在产品上以奶茶为主，且品类不多，目前在售六大经典系列饮品。曾经的咖啡、沙冰等在三四线城市“偏门”的产品都已经被砍去，有饮品界的“优衣库”之称。

图表69：古茗茶饮产品种类及定价

产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间	产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间
果茶系列 (8款)	杨枝甘露椰奶		17元	11-20元	芝士系列 (2款)	芝士茉莉		13元	13-14元
奶芙系列 (2款)	桃气乌龙奶芙		15元	15元	奶茶家族 (5款)	大叔奶茶		11元	9-11元
抹茶可可 (5款)	阿华田抹茶拿铁		17元	11-17元	料多多系列 (2款)	布丁西米露		9元	9-10元

资料来源：古茗点单小程序，中信建投

自建冷链物流，优化配送体系。为了确保加盟店奶茶出品稳定，古茗坚持由总部统一采购优质的水果、牛奶等原材料，并实行两日一送。古茗在华东、华中、华南地区建立仓储基地并自建冷链配送系统，以保证原材料新鲜的同时降低运输成本，并坚持只在仓储系统覆盖范围内做加盟。古茗也因此成为了全国唯一一家能保证生鲜物料隔日低温配送的茶饮品牌，能够在三四线城市为消费者提供高性价比的新鲜水果茶。

严选加盟商，确保开店存活率。古茗的加盟商在满足仓储系统覆盖范围内这一要求外，还需要通过严格面试考察，不是只交加盟费用就能通过。此外，古茗还为新加盟商建立了标准化作业培训、直营门店实习、到店辅导等一系列开店培训政策。这些条件的设置，便于品牌整体的后续运营管理，促进门店规模实现快速稳步扩张。

图表70：古茗加盟合作流程



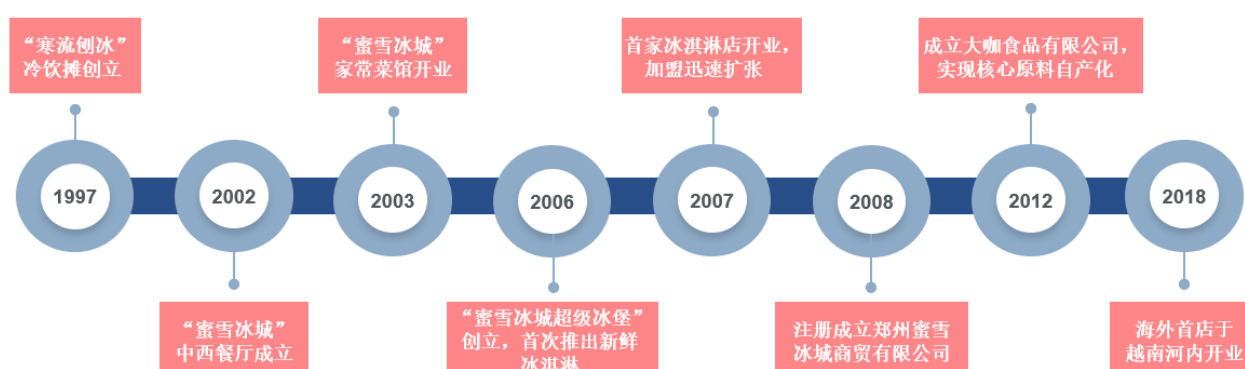
资料来源：古茗服务之家，中信建投

4.4 低端市场

4.4.1 蜜雪冰城

蜜雪冰城由公司创始人张红超于 1997 年在郑州创立，由起初的冷饮摊，依次发展经历了中西餐厅、家常菜馆、超级冰堡等商业模式。2007，蜜雪冰城第一家新鲜冰淇淋店开业，并通过加盟实现快速扩张。如今，蜜雪冰城定位为“一个专为年轻人打造新鲜冰淇淋与茶饮的全国连锁品牌”。品牌由三大公司共同协作形成完整产业链，管理运营由郑州两岸企业管理有限公司主导，研发生产由河南大咖食品有限公司主导，仓储物流服务由郑州宝岛商贸有限公司提供。

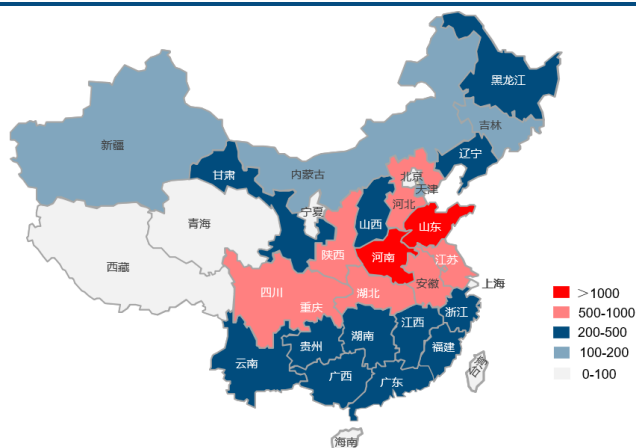
图表71：蜜雪冰城发展历程



资料来源：蜜雪冰城公司官网，中信建投

加盟模式推动门店高速扩张，截至 2021 年 2 月门店数量已接近 12000 家。蜜雪冰城于 2007 年开启了直营兼加盟的发展模式。加盟模式为由客户全资运营，公司不参与分成。此模式的优势在于市场机制较为规范透明，店面便于复制，加盟商管理店面也有较大自主权。蜜雪冰城发展初期深耕下沉市场，并逐渐向核心区域渗透。2018 年 9 月，首家海外门店正式落户越南河内。2020 年 6 月，蜜雪冰城成为中国现制茶饮行业首个门店规模破万的品牌。

图表72：蜜雪冰城门店分布



资料来源：窄门餐眼，中信建投

图表73： 蜜雪冰城加盟费用

省会城市	地级城市	县级城市
加盟费：11000元/年	加盟费：9000元/年	加盟费：7000元/年
合并履约保证金：10000元		
日常管理/运营指导活动扶持管理费：4800元/年		
后期提供生产流程、经营方法等咨询服务：2000元/年		
门店经营所需的一切设备：60000元左右		
经营所需原材料、物料：50000元起		
装修预算：50000-80000元		
房租及其他费用：10万起		

资料来源：蜜雪冰城公司官网，中信建投

定位大众消费，性价比高。蜜雪冰城主打冰淇淋与茶、奶茶&特饮、奶盖茶&原叶茶、真果茶 4 大系列产品。2020 年 4 月，在我国头部奶茶品牌宣布涨价并迈入了“30 元时代”之际，蜜雪冰城仍将产品定价在 3 元到 8 元之间，坚持为每一位普通消费者提供物超所值的产品和服务。

图表74： 蜜雪冰城产品种类及定价

产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间	产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间
冰淇淋与茶 (11款)	魔天脆脆		3元	3-8元	奶盖茶/原叶茶 (6款)	绿茶		4元	4-8元
	雪王大圣代		6元			芝士奶盖红茶		8元	
真果茶 (9款)	冰鲜柠檬水		4元	4-7元	奶茶/特饮 (8款)	珍珠奶茶		6元	5-8元
	满杯百香果		7元			马来白咖啡		5元	

资料来源：蜜雪冰城点单小程序，中信建投

强大供应链支撑低价策略。蜜雪冰城万余家的门店对上游奶、茶、果、糖的采购有议价权，能以低成本采购高品质食材，向上游谋求利润。在此基础上，公司通过自建工厂实现核心原料自产化，不仅实现以成本价供货加盟商，省去了中间商赚差价的环节，还确保从源头上把控产品质量。此外，公司在郑州建立仓储物流中心，并全面推行物流运输费免费政策，确保在低价高质的产品前提下，加盟商还有利润空间，形成研发生产+仓储物流+运营管理的完整产业链。

图表75： 蜜雪冰城仓储中心



资料来源：蜜雪冰城公司官网，中信建投

图表76： 中央厨房——河南大咖食品有限公司



资料来源：蜜雪冰城公司官网，中信建投

4.4.2 沪上阿姨

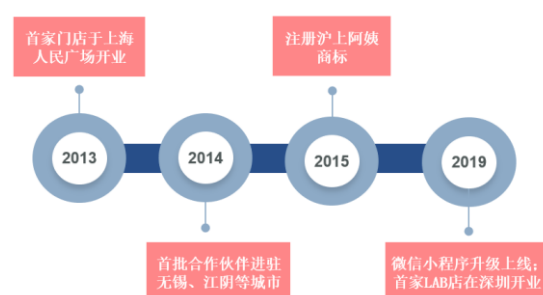
沪上阿姨于 2013 年创立，隶属于上海臻敬实业有限公司。作为现煮五谷茶饮开创者，沪上阿姨专注于为年轻消费者提供健康、好喝、不贵的现制茶饮。

图表77： 沪上阿姨门店



资料来源：沪上阿姨公司官网，中信建投

图表78： 沪上阿姨发展历程



资料来源：中信建投

沪上阿姨以上海为出发点，采取加盟模式不断向全国拓展，如今已在全国 300 多个城市开业超过 2000 家门店，年销量超过 1 亿杯，成为天津、山东、安徽、河北等区域强势领导品牌

图表79：沪上阿姨门店分布



资料来源：窄门餐眼，中信建投

图表80：沪上阿姨加盟费用



资料来源：沪上阿姨公司官网，中信建投

自首创性提出五谷茶饮的概念后，沪上阿姨又创新性将水果酸奶引入茶饮赛道、创新性开创五谷水果茶系列，持续引领五谷茶品类创新。现有产品包含现煮五谷茶、鲜果沏茶、风味奶茶、芝士奶盖、手作酸奶等系列。整体产品价格区间设置在 9-19 元。

图表81：沪上阿姨茶饮产品种类及定价

产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间	产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间
当季限定 (6款)	波波烤奶		12元	12-17元	芝士奶盖 (4款)	芝士芒果奶盖		17元	13-19元
现煮五谷茶 (9款)	血糯米奶茶		12元	12-16元	豆豆大咖 (4款)	豆豆奶咖		13元	13元
鲜果沏茶 (11款)	草莓蜜桃茶		17元	9-19元	谷谷鲜奶 (2款)	厚芋泥波波鲜奶		17元	17元
风味奶茶 (17款)	芋圆奶茶		13元	11-16元	手酿酸奶 (1款)	手酿草莓酸奶		18元	18元

资料来源：沪上阿姨 Go 小程序，中信建投

4.4.3 一点点

一点点源自创立于 1994 年的台湾奶茶品牌 50 岚。2011 年，50 岚于进入大陆时商标已被注册，所以更名为一点点，并在上海成立了生根餐饮管理有限公司，实行“直营+加盟”的模式。目前，一点点在全国门店数超过 3000 家。

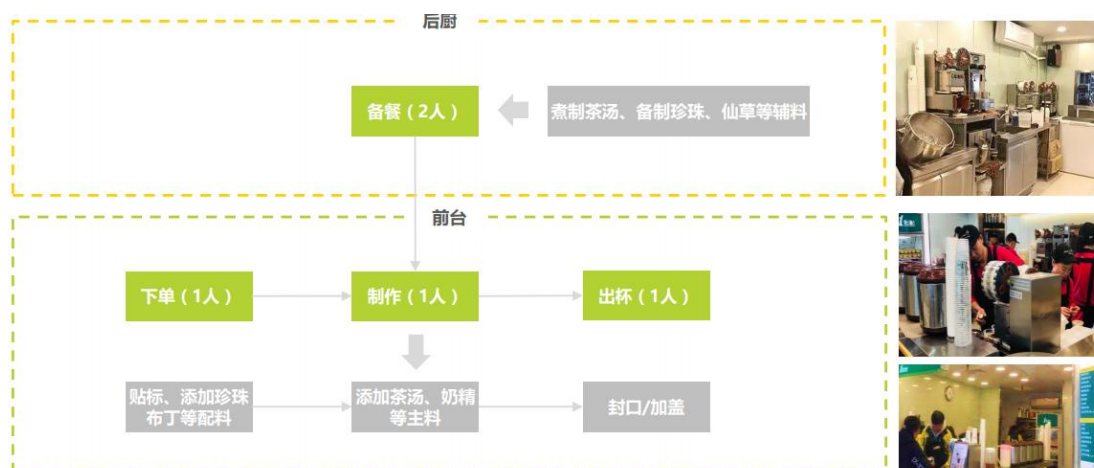
图表82：一点点门店分布



资料来源：窄门餐眼，中信建投

一点点门店分为前台和后厨两个区域，各配备3名和2名员工，前台制作区域的3名员工分别负责下单、制作和出杯三个流程，后厨区域员工负责制备茶汤、波霸等原材料。

图表83：一点点店铺人员分工及制作流程



资料来源：艾瑞投研，中信建投

目前，一点点的茶饮主要有五大系列：以纯茶为主的“找好茶”、以波霸等不同加料为主的“找口感”、以奶盖茶为主的“找奶茶”、以加水果为主的“找新鲜”、以鲜奶茶为主的“找拿铁”。但一点点可为顾客提供的产品不局限于菜单所列，顾客可以自己搭配茶底与加料，解锁“隐藏菜单”。这种基于标准化原材料的微个性化定制服务，在控制成本的同时，给客户带来了愉悦消费体验。

图表84：一点点茶饮产品种类及定价

产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间
找好茶 (12款)	四季春茶		8元	8-14元
找口感 (17款)	波霸奶茶		11元	8-15元
找奶茶 (13款)	四季玛奇朵		13元	11-15元
找新鲜 (5款)	柠檬汁		13元	13-16元
找拿铁 (9款)	红茶拿铁		14元	14-17元

资料来源：一点点+小程序，中信建投

4.4.4 CoCo 都可

CoCo 都可创立于 2010 年，隶属于亿鼎国际股份有限公司，在大陆地区实行合作联营模式，不开放单店加盟，只作区域代理。以常住人口数一百万为一个授权区域，在授权区域三年时间开 15 家门店。目前，CoCo 都可在中国门店数超过 4500 家，主要分布在华东地区。

图表85：CoCo 门店分布



资料来源：窄门餐眼，中信建投

目前，CoCo 都可主营八大系列共计 60 款饮品，产品线丰富，能够满足消费者不同的口味需求，价格区间设置在 9-20 元。

图表86： CoCo 都可茶饮产品种类及定价

产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间	产品系列	代表产品	产品示例	单价	价格区间
甄选好茶 (11款)	法式奶霜大红袍		14元	9-20元	咖啡时光 (8款)	拿铁咖啡		15元	13-20元
暖饮轻食 (5款)	鲜芋青裸牛奶		15元	15-19元	活力维C (8款)	鲜百香双响炮		17元	13-17元
可可牛奶 (6款)	CoCo可可牛奶		11元	11-17元	莓果恋人 (6款)	莓莓果茶		13元	13-18元
醇香奶茶 (10款)	奶茶三兄弟		11元	10-13元	乐享生活 (6款)	上海印象滤挂咖啡		7元	7-8元

资料来源：CoCo 都可手机点单小程序，中信建投

投资建议

新式茶饮聚焦高端市场，顺应了现制茶饮 3.0 时代的潮流。品牌升级、强 IP 推广、数字化升级、网红营销等创新手段，使得新式茶饮避免了传统茶饮的红海搏杀，而对 Z 世代消费心理的成功捕捉为新式茶饮聚集了高消费能力、品牌忠诚度的年轻一代消费群体。新冠疫情虽然短期对茶饮行业造成冲击，但头部企业通过资本助力在行业阶段低谷期迅速完成了数字化升级以及消费者教育。我们认为，融资节奏的加快让新式茶饮竞争壁垒加速形成，高端市场的喜茶、奈雪的茶已在一线城市完成了初步布局，未来应持续关注小店模式在社区与商务区的扩张进度；中端市场的茶颜悦色、古茗等品牌具有强烈的地方文化特征，能否顺利实现全国化与标准化，是其未来进一步打开市场的关键；低端市场的蜜雪冰城聚焦大众消费市场，依托强大供应链优势加盟规模持续扩大，同店运营效率值得关注。

风险分析

疫情反复风险；扩张速度过快导致同店经营下滑；小店模式进驻社区、商务楼进度低于预期；食品安全风险。

分析师介绍

安雅泽：食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

菅成广：华东政法大学法学硕士，2021 年 2 月加入中信建投食品饮料团队，曾就职于国泰君安证券、光大证券，财务分析能力较强，拥有多领域研究经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk