

咖啡赛道方兴未艾，探讨瑞幸品牌竞争力

行业投资评级：强于大市

姓名：蔡雪昱（分析师）

SAC编号：S1340522070001

邮箱：caixueyu@cnpsec.com

姓名：杨逸文（分析师）

SAC编号：S1340522120002

邮箱：yangyiwen@cnpsec.com

中邮证券 食品饮料团队

2023年8月25日

目录

一

咖啡行业坡长雪厚，投资前景广阔

1.1 咖啡产业链

- 1.1.1 上游咖啡豆/植脂末、咖啡机
- 1.1.2 中游深加工
- 1.1.3 下游咖啡产品/现磨咖啡/即饮咖啡/速溶咖啡

1.2 咖啡发展历史回顾

- 1.2.1 美国发展历史
- 1.2.2 中国发展历史

二

瑞幸咖啡：后起之秀，涅槃重生

2.1 公司简介

- 2.1.1 发展沿革：咖啡行业后起之秀，财务暴雷后涅槃重生
- 2.1.2 商业模式：直营+加盟共话瑞幸宏图
- 2.1.3 经营状况：营收不断上升，门店快速扩张
- 2.1.4 股权结构：股权结构变动，管理回归正轨

2.2 核心竞争力

- 2.2.1 商业模式：直营保障口碑，加盟加密市场
- 2.2.2 单店模型：具备吸引力，多数门店已盈利
- 2.2.3 产品端：推新+联名，打造独特爆品矩阵
- 2.2.4 供应链：深耕高品质供应链，向上溯源向深拓展

- **咖啡产业链共有上游原材料、中游制造商和下游品牌商三部分组成。** **上游原材料：**1) 咖啡豆：受种植条件影响始终维持紧平衡状态，2021年全球产量为1.67亿袋，22年预计产量持平。巴西为最大生产国，21年我国云南咖啡豆产量占全球的1.2%。我国咖啡豆需求攀升，2021年咖啡生豆消费量达到新高21.9万吨，同比+52.10%，其中56%的咖啡生豆消费来源于进口。2) 植脂末：2020年我国植脂末市场规模为67.97亿元，2015-2020年CAGR为8.39%。3) 咖啡机：我国咖啡机市场在2022年达到26.3亿元，预计到2025年我国咖啡机市场规模将突破40亿元。 **中游制造：**1) 传统中游咖啡加工商：如大闽食品、顺大食品、佳禾食品、魔饮咖啡、立宇食品、天际咖啡等，主要为大B客户供应咖啡粉、咖啡液等深加工产品；2) 下游头部咖啡自建咖啡豆加工基地：品牌自用；3) 小型精品咖啡加工商：主要为小B精品客户提供定制化咖啡产品。 **下游品牌：**2022年中国咖啡整体市场规模979亿元，近五年复合增速14.2%，处于快速发展过程中。1) 现磨咖啡：2022年市场规模已达735.4亿，2017年-2022年复合增长率达到17.88%。品牌门店数由2017年的4.2万家门店攀升至2022年13.8万家，其中连锁门店数量达到4.4万家，占据总门店数32%。截至今年上半年星巴克、瑞幸、库迪门店数超前；2) 即饮咖啡：2017年市场规模仅有70.44亿，2022年市场规模达到115.85亿，2017-2022年复合增长率达到10.46%。雀巢为唯一龙头，市占率达到47.2%；3) 速溶咖啡：统计口径包括传统速溶咖啡、冻干咖啡粉和冷萃咖啡液三大板块，2017年我国速溶咖啡市场规模为110.55亿元，到2022年市场规模为128.33亿元，五年复合增长率为低单位数。市场集中度较高，2022年CR3为73.2%，雀巢市场份额常年保持在60%以上。

- **瑞幸咖啡后起之秀，涅槃重生。**在经历了财务造假暴雷后，瑞幸咖啡在管理人员、股权结构、债务重组、整体战略等多方面、深层次的改革与调整，并于22年4月完成债务重组，全面解决历史遗留问题。我们认为公司在**商业模式、门店模型打磨、产品推新及供应链**四个层面在市场竞争中有核心优势。**商业模式：**直营+加盟模式：加盟店高增速扩张，加密现有市场、拓展低线城市。单店模型成熟后，高线城市（一线、新一线及部分二线城市）的新店仍以直营为主，向写字楼、校园等位置扩张。同时，通过加盟的方式在空白区域的低线城市快速占据优势点位。该模式下公司门店数近几年迎来大幅增长，并于2023年6月达成万店成就。**门店模型：**经过多年发展，瑞幸已经发展出成熟的门店模型，多数门店实现盈利。据公司公告披露数据，瑞幸同店销售增加同比长期保持在双位数，截止23Q2，同店销售同比增加达到20.8%。我们通过草根调研终端门店发现，部分成熟门店月利润率在15%-20%区间内，门店模型优异。**产品推新：**通过大量消费者偏好数据化收集，瑞幸在产品研发上探索出一套“大拿铁”的底层产品逻辑，主要推出更适合国人口味的奶咖和茶咖。生椰拿铁、碧螺知春拿铁成为长生命周期的基础大单品。**供应链：**从原材料采购、工厂布局、物流保障、智能化系统四个方面深耕布局，并与头部供应商结成“蓝色伙伴”联盟，打造成本优势的核心壁垒。同时拥有两个咖啡烘焙工厂（昆山工厂预计24年投产），从成本端形成强大的规模化优势。
- **风险提示：**宏观经济因素影响消费者信心及消费能力；市场竞争加剧风险；一级市场融资不稳定性导致行业内部分玩家面临资金链问题；咖啡豆原材料价格上涨风险；食品安全风险。



咖啡行业坡长雪厚，投资前景广阔

1.1 咖啡产业链

1.2 咖啡发展历史回顾

1.1 咖啡产业链

- 咖啡产业分为上游、中游和下游。其中上游主要包括：（1）种植咖啡种子、采摘**咖啡豆**，并将咖啡豆进行初加工得到咖啡生豆；（2）生产用于咖啡调味的**植脂末**；（3）生产用于制作咖啡的**咖啡机**。中游则主要包括**深加工咖啡生豆**以生产咖啡熟豆、咖啡粉、咖啡液、速溶咖啡粉、冻干咖啡粉、挂耳咖啡、即饮咖啡等咖啡产品。下游则主要分为**现磨咖啡**、**即饮咖啡**、**速溶咖啡**三大类，品牌商将从中游得到的咖啡深加工产品进行包装和进一步加工后提供给消费者。

图表1：咖啡产业链



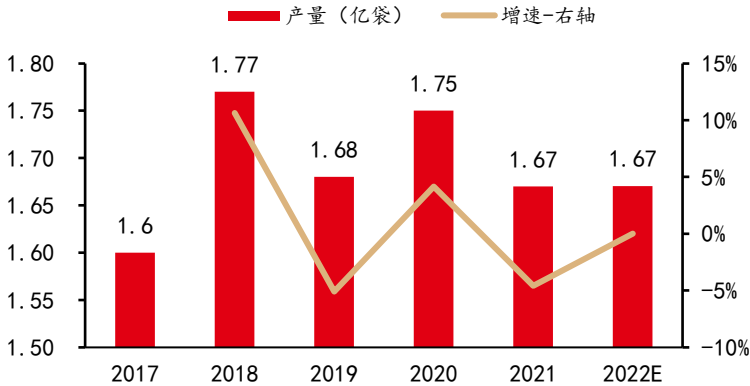
资料来源：公开资料整理，中邮证券研究所

1.1.1 咖啡产业链-上游咖啡豆

- **全球咖啡豆产量趋于稳定。**根据美国农业部（USDA）公布数据，全球咖啡豆产量自2018年触顶后有所回落，2021年产量为1.67亿袋，预计2022年咖啡豆产量基本持平。
- **在咖啡豆各大产区中，巴西常年保持产量第一，**2021年产量为0.58亿袋，占全球产量的34.8%。越南和哥伦比亚分别位列第二、第三，2021年产量为0.316和0.13亿袋，分别占比18.9%/7.8%。
- **云南为中国咖啡主要产区。**《2023年度云南省咖啡产业发展报告》显示，云南咖啡产量自2016年以来常年保持在10万吨以上，2022年云南咖啡种植面积为127.3万亩，咖啡产量达14.3万吨，满足中国咖啡需求。

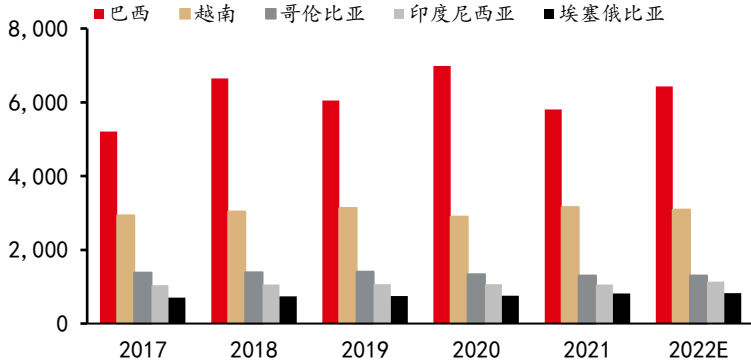
请参阅附注免责声明

图表2：全球咖啡豆产量走势



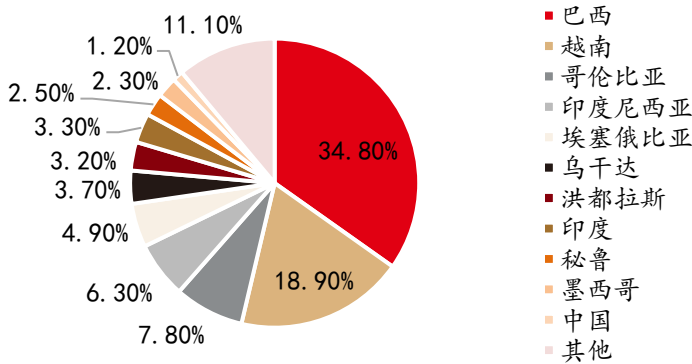
资料来源：USDA,中邮证券研究所

图表3：咖啡豆主要产区（万袋）



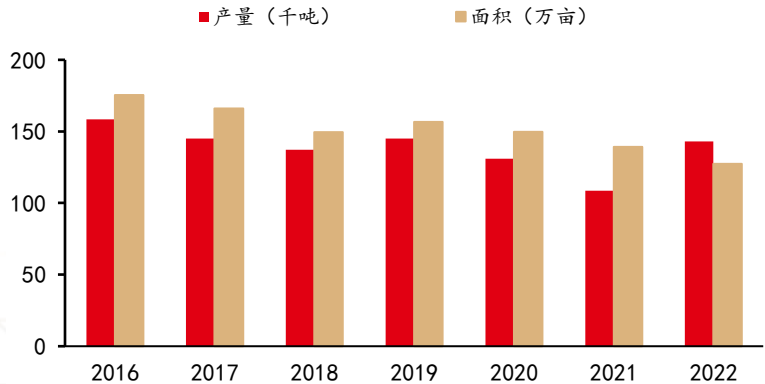
资料来源：USDA,中邮证券研究所

图表4：2021年全球咖啡豆产量分布



资料来源：USDA,中邮证券研究所

图表5：云南咖啡豆产量及种植面积



资料来源：红餐产业研究院《云南咖啡豆产业发展报告2023》，中邮证券研究所

1.1.1 咖啡产业链-上游咖啡豆

- **中下游需求攀升，推动咖啡豆供给增长。**伴随我国咖啡消费习惯不断培育，上游咖啡豆市场方兴未艾：据艾媒咨询数据，我国咖啡生豆消费量于2018年短暂下降至9.9万吨后呈上升态势，2021年咖啡生豆消费量达到新高21.9万吨，同比增长52.10%。海关总署数据显示，我国咖啡豆进口量不断提高，自2017年的6.5万吨上涨到2022年的12.5万吨。
- **咖啡豆需求向精品化转型。**咖啡行业不断发展，催生消费者对咖啡风味、口感等要求提高，精品咖啡豆成为当前主流。为把握转型机遇，星巴克、瑞幸等品牌开始布局自身咖啡豆产业，云南政府也出台多项政策促进云南豆精品化率提升。

图表8：多产地、品牌开始精品化转型



2013年买下阿尔萨西亚咖啡庄园
由品牌培育精品瑰夏咖啡豆



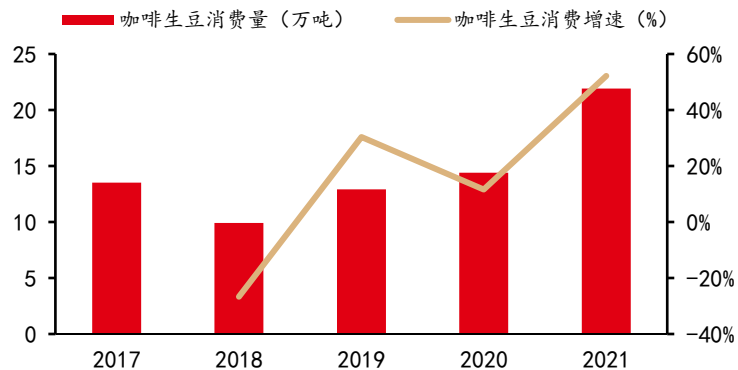
提前一年在全球产区寻找精品咖啡豆，联系咖啡庄园进行定制化种植

2022年，云南省政府出台《云南省精品咖啡庄园认定管理办法（试行）》、《关于推动咖啡精品率和精深加工率提升若干政策措施》，和上海市合作推出《深化沪滇产业协作工作方案》，多策并举，预计到2024年云南咖啡精品率将由2021年的8%上涨到30%。

资料来源：公开资料整理，中邮证券研究所

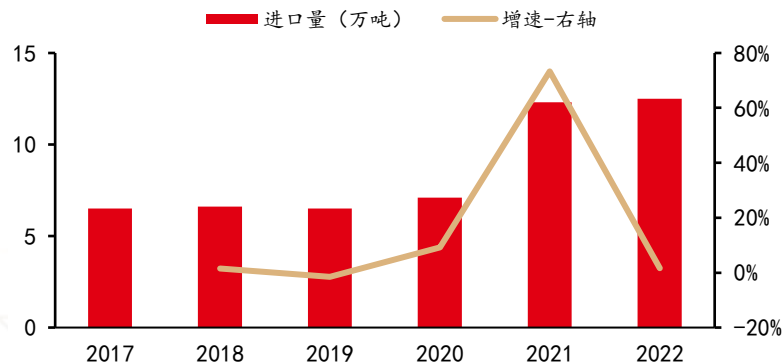
请参阅附注免责声明

图表6：中国咖啡豆消费量逐年上升



资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

图表7：中国咖啡豆进口量不断增加



资料来源：海关总署，中邮证券研究所

1.1.1 咖啡产业链-上游咖啡豆

- 世界主流咖啡豆品种为阿拉比卡豆和罗布斯塔豆。阿拉比卡豆起源于埃塞俄比亚，口感丰富多变，一般用于制作高档现磨咖啡及速溶咖啡，我国云南咖啡即为阿拉比卡豆分支。罗布斯塔豆含有特殊化学物质，使其具有较强抗病性同时略带苦味，一般用于普通咖啡制作，但高品质罗布斯塔豆的独特风味也颇受高级咖啡师喜爱，可以用于制作特殊风味咖啡。

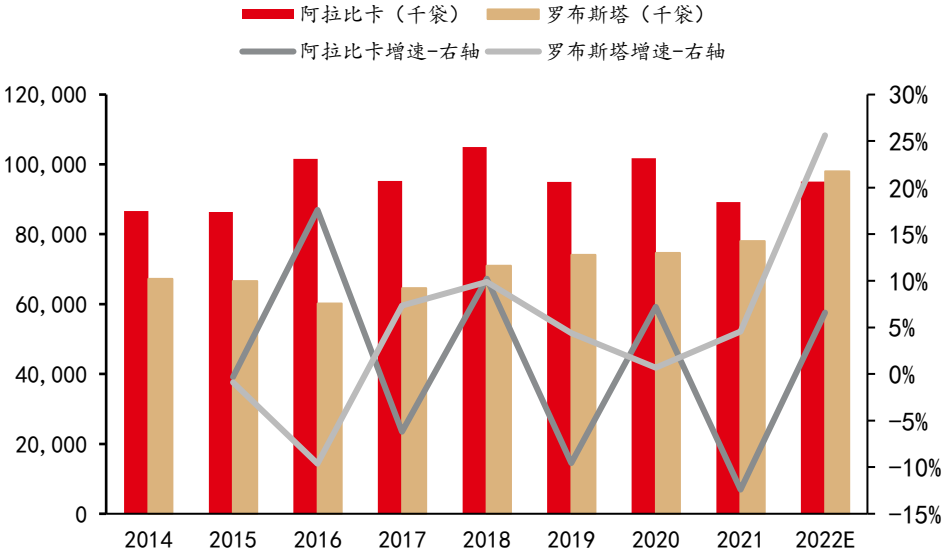
图表9：阿拉比卡豆和罗布斯塔豆主要差别

	阿拉比卡	罗布斯塔
产地	拉丁美洲、东非、亚洲	印尼、印度、越南、老挝、海南、广东
适种海拔	800米以上，对种植条件要求高	800米以下，适应能力极强
咖啡因含量	较低	较高
物种基因	4倍染色体	2倍染色体
外观造型	较平，中间线成S形	较圆，呈C型
口感	咖啡豆带酸感，风味丰富多变，油脂呈现金黄色	酸味很弱，具有树木、麦子香味，高品质的罗布斯塔豆通常用来拼配意式豆

资料来源：公开资料整理，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

- 罗布斯塔咖啡豆因其独特风味和抗病性逐渐兴起。美国农业部USDA数据显示，2021年前阿拉比卡豆为主流：2021年阿拉比卡豆产量为8414.9万袋，而罗布斯塔咖啡豆产量为7798.5万袋。但由于罗布斯塔豆抗病性强、生长条件相对不苛刻，且消费者逐渐适应罗布斯塔豆口感风味，预计2022年罗布斯塔咖啡豆产量将为9794.6万袋，超过阿拉比卡豆的9500.4万袋。

图表10：阿拉比卡和罗布斯塔咖啡豆逐渐平分秋色

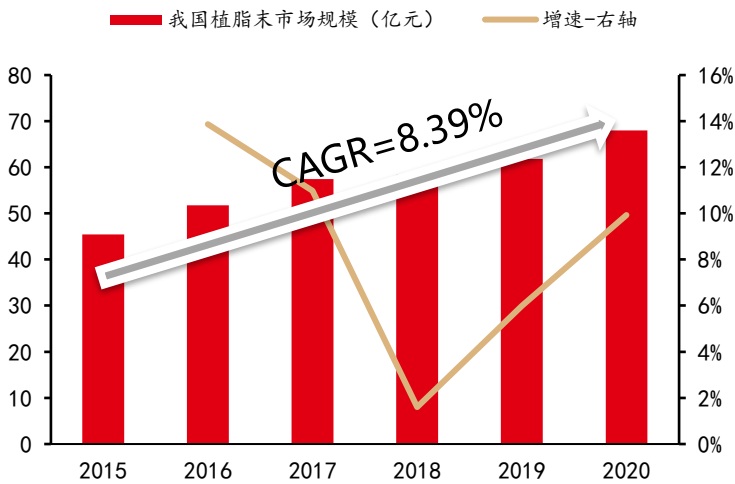


资料来源：USDA，中邮证券研究所

1.1.1 咖啡产业链-上游植脂末、咖啡机

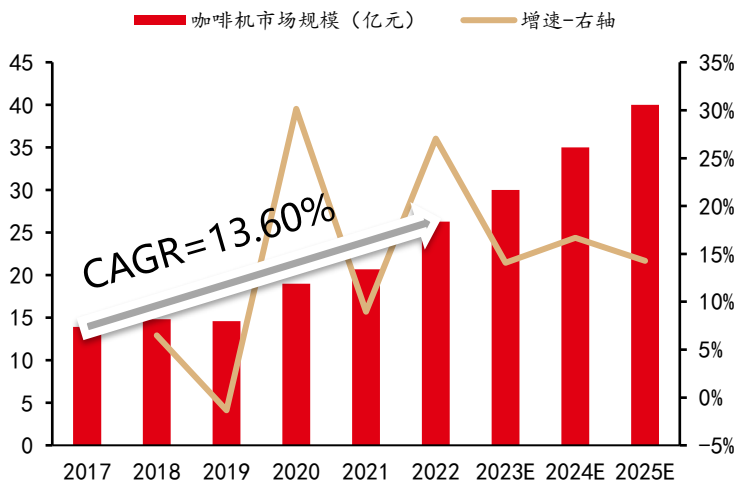
- **植脂末市场前景广阔。**植脂末俗称“奶精”，由植物油和酪蛋白组成，主要用于茶饮、咖啡等调味、加工。华经产业研究院数据显示，2020年我国植脂末市场规模为67.97亿元，2015-2020年CAGR为8.39%，下游茶饮市场和咖啡市场高增需求带动背景下前景广阔。
- **咖啡机市场不断扩大，国产品牌悄然崛起。**据GFK中怡康零售监测数据，我国咖啡机市场在2022年达到26.3亿元，5年年复合增长率超过双位数，预计到2025年我国咖啡机市场规模将突破40亿元。咖啡机市场扩大的同时，国产咖啡机品牌后起直追：据魔镜市场情报，在2021年和2022年电商大促中，咖啡机销量TOP50中国产品牌占比由21年618的20%上涨到22年双十一的32%，逐渐成为全球市场中不可忽视的力量。

图表11：我国植脂末市场前景广阔



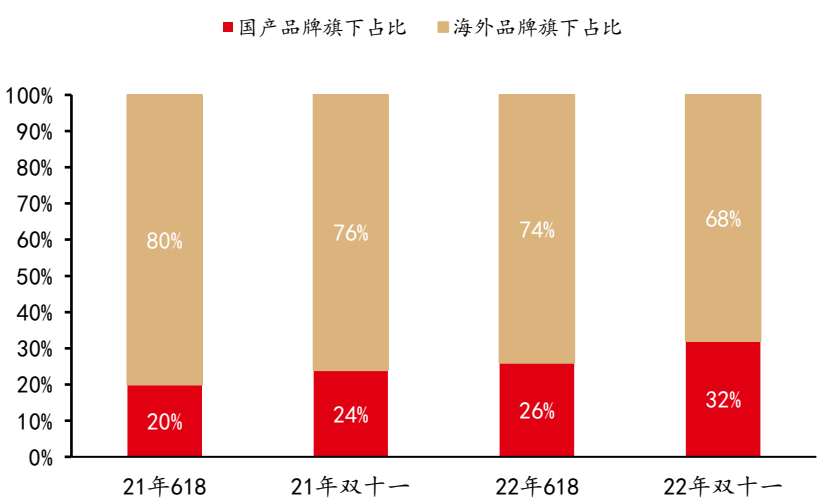
资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

图表12：中国咖啡机市场规模



资料来源：GFK中怡康零售监测，中邮证券研究所

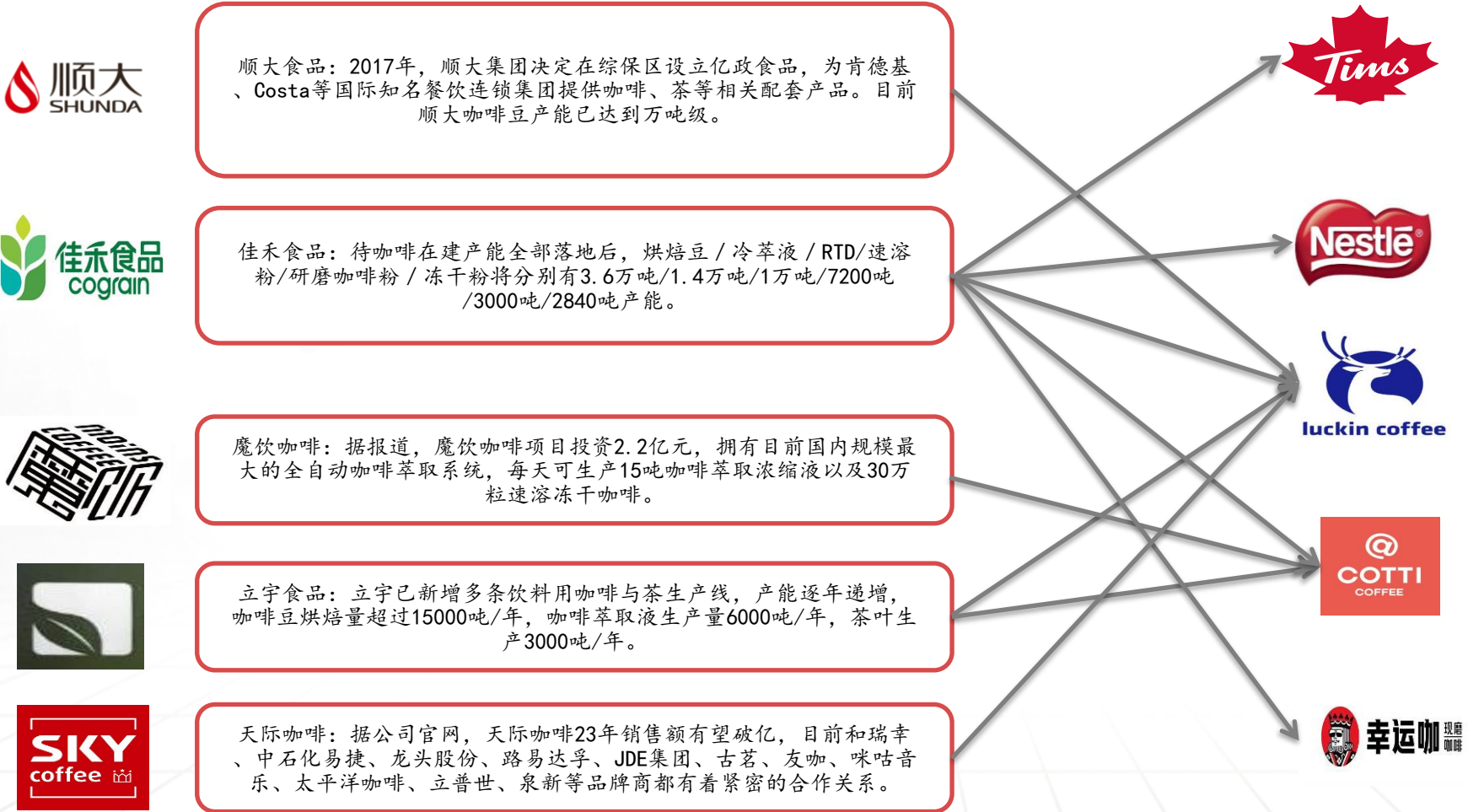
图表13：中国咖啡机悄然崛起



资料来源：魔镜市场情报，中邮证券研究所

1.1.2咖啡产业链-中游深加工

图表14：中游传统咖啡厂商供应关系



- 咖啡产业链中游主要为咖啡豆的烘焙与深加工，目前有三类厂商入局：（1）**传统中游咖啡加工商**：如大闽食品、顺大食品、佳禾食品、魔饮咖啡、立宇食品、天际咖啡等，主要为大B客户供应咖啡粉、咖啡液等深加工产品；（2）**下游头部咖啡自建咖啡豆加工基地**，一般供应给品牌自用；（3）**小型精品咖啡加工商**，主要为小B精品客户提供定制化咖啡产品。

1.1.2咖啡产业链-中游深加工

- 我国中游产业链三类厂商拥有不同发展策略：（1）下游头部咖啡品牌为保持自身咖啡独特风味、规避供应链风险，开始**自建咖啡加工供应链**，预计星巴克、瑞幸、库迪均将拥有万吨级别的咖啡豆加工产能。（2）传统中游咖啡豆加工商为赚取更多咖啡产业链利润，纷纷**布局冻干咖啡、冷萃咖啡液等高附加值产品**：如魔饮拥有每天可生产15吨咖啡萃取浓缩液以及30万粒速溶冻干咖啡产线、佳禾未来将释放2840吨冻干咖啡粉产能、立宇咖啡萃取液生产量可达6000吨/年。（3）小微精品厂商主要为客户**提供定制化服务**，并逐步发展处共享工厂新模式，为小型精品咖啡店提供全新解决方案。

图表15：中游不同厂商发展策略



资料来源：公开资料整理，中邮证券研究所

1.1.3咖啡产业链-下游咖啡产品

- **下游咖啡品类丰富。**根据艾瑞咨询数据，下游咖啡可以分为现磨咖啡、即饮咖啡、速溶咖啡和其他类型四大咖啡产品类型，其中，现磨咖啡一般为现场研磨咖啡豆后进行冲泡，风味最佳、营养价值最高；即饮咖啡基于其便携性受到诸多消费者青睐；速溶咖啡品类极为丰富、产品发展较早，拥有一批忠实受众。
- **现磨咖啡天花板较高。**欧睿国际显示，目前我国咖啡市场中现磨咖啡占据更大市场份额，且未来保持较高增速，行业天花板较高，前景广阔。

图表16：下游咖啡分类



资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

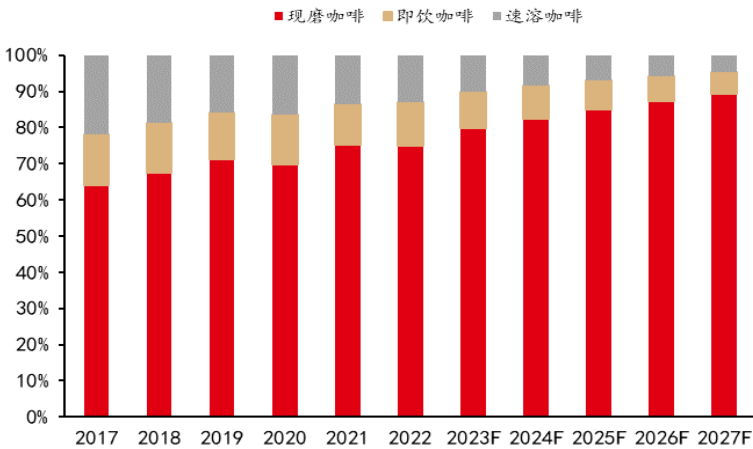
请参阅附注免责声明

图表17：现磨、即饮、速溶咖啡异同点

		现磨	即饮	速溶
相同点		饮品种类都可以细分为纯咖啡与风味咖啡		
不同点	工艺	将咖啡豆研磨后立即萃取	将高浓度咖啡液加入水中	先萃取成液体再凝聚成固体
	价格	较高	价格低于现磨	
	风味	最好	品质低于现磨	

资料来源：公开资料整理，中邮证券研究所

图表18：中国三大咖啡产品市场占比



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

1.1.3咖啡产业链-下游咖啡产品

- 一级投资市场看好现磨咖啡赛道。据艾瑞咨询数据，2021年有多家现磨咖啡企业接受一级市场融资，现磨咖啡赛道欣欣向荣。

图表19：2021年中国咖啡行业融资概况

品牌名称	融资时间	融资轮次	融资金额	投资机构
M Stand	2021.1	A轮	1亿元人民币	CMC资本、挑战者资本
Tims中国	2021.2	战略投资	未披露	红杉资本、中鼎资本、腾讯投资
	2021.12	Pre IPO	5千万美元	未披露
Manner	2021.3	A+轮	数千万美元	淡马锡
	2021.5	B轮	数亿美元	美团龙珠
	2021.6	B+轮	数亿美元	字节跳动
瑞幸咖啡	2021.4	定向增发	2.5亿美元	大钲资本、愉悦资本
鹰集咖啡	2021.6	Pre A轮	未披露	柠檬影业
	2021.6	A轮	数千万元人民币	益源资本、哔哩哔哩
	2021.9	战略投资	未披露	哔哩哔哩

品牌名称	融资时间	融资轮次	融资金额	投资机构
Seesaw	2021.7	A+轮	数亿元人民币	喜茶、百福控股、基石资本等
M Stand	2021.7	B轮	超5亿元人民币	黑蚁资本、高榕资本、启承资本、CMC资本、挑战者资本
代数学家	2021.7	战略融资	未披露	腾讯投资、元禾控股
千小鹤咖啡	2021.7	天使轮	数百万元人民币	蘑菇街
DOUBLE WIN	2021.8	天使轮	未披露	壹叁资本
挪瓦咖啡	2021.8	A+轮	未披露	金沙江创投、伯藜创投、海纳亚洲创投基金、盛景嘉成
	2021.12	B轮	2亿元人民币	金沙江创投、伯藜创投、海纳亚洲创投基金、盛景嘉成
	2021.12	B+轮	未披露	海纳亚洲创投基金、百丽集团消费基金、盛景嘉成
歪咖啡	2021.12	数千万元人民币	天使轮	上海林澄科技集团有限公司

资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.1.3咖啡产业链-下游咖啡产品

- **2022年一级市场对咖啡赛道保持热情。**据IT桔子数据，2022年咖啡赛道共发生投融资数量35起，10起金额超千万，其中9起均投资于下游咖啡产品。瑞幸咖啡以超4亿美元融资稳坐龙头，Seesaw、Tims中国、咖啡之翼等也获得亿元级别融资。一级仍更看好现磨咖啡。

图表20：2022年中国咖啡产品赛道超千万融资概况

品牌名称	融资轮次	细分品类	融资金额	投资机构
瑞幸咖啡	战略融资	连锁咖啡品牌	超4亿美元	大钲资本/Ares/IDG资本
Seesaw	A++轮	精品连锁咖啡品牌	数亿元人民币	黑蚁资本/基石资本
Tims 中国	战略融资	连锁咖啡品牌	1.94亿美元	Restaurant Brands Internantional/ Silver Crest Management/Cartesian Capital Group
曙馨利	A轮	精品果咖连锁品牌	1000万人民币	福沃基金管理有限公司
花田萃	战略融资	速溶咖啡	数百万美元	青山资本
咖啡之翼	战略融资	连锁咖啡品牌	约1亿元人民币	中金资本
比星咖啡	天使轮	意式咖啡品牌	数千万元人民币	顺为资本
意士多咖啡	天使轮	新派咖啡品牌	数千万元人民币	创世因特
幸猫咖啡	天使轮	新派咖啡品牌	2500万人民币	瓜子品牌管理（浙江）股份有限公司

资料来源：IT桔子，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.1.3咖啡产业链-下游咖啡产品

- “多元” + “细分” 成为核心逻辑。2023年上半年开始，一级市场将眼光着眼于更多元和更细分的咖啡标的：（1）更多元：小咖作为上游咖啡机品牌获得超4亿人民币融资，花田萃、隅田川等速溶咖啡品牌也获得资本青睐；（2）更细分：多家下游现磨咖啡品牌开始强化自身独特标签，“谷物咖啡”、“时尚咖啡”、“云南咖啡”等特点突出重围获得多笔融资。

图表21：2023年上半年中国咖啡行业融资概况

品牌名称	细分品类	融资金额	投资机构	品牌名称	细分品类	融资金额	投资机构
小咖	咖啡机品牌	4.48亿	清望资本	轻卡鹿	咖啡及吐司烘焙品牌	未透露	黑石集团Blackstone
M Stand	精品连锁咖啡品牌	数亿	小红书	DEAR BOX盲盒咖啡	咖啡连锁品牌	未透露	Adrenalin
花田萃	速溶咖啡品牌	未透露	合享创投	小咖主	咖啡连锁品牌	1亿	AD-VC广告创投基金/星米资本
ZR自燃元素	咖啡品牌管理服务商	5000万	中南金服	嗨罐咖啡	云南特色咖啡品牌	未透露	初芽创投
星茵咖啡	咖啡品牌运营商	2500万美元	中天资本	悠小咖UPLAYER	谷物咖啡品牌	1500万	森信基金
		200万美元	香港誉邦投资有限公司	奢啡CEPHEI	时尚咖啡品牌	数千万	金沙江创投
HUSHANG沪上餐门	茶饮咖啡连锁品牌服务商	未透露	香港Aubac资本	雷力咖啡	现磨手作咖啡品牌	3000万	昕盛基金
布鲁熊咖啡	森系咖啡品牌	未透露	艺领基金	Ao Tiger虎闻咖啡	咖啡连锁品牌	未透露	梅花创投
隅田川咖啡	挂耳咖啡头部品牌	数亿	启明创投/不二资本/沂景资本/建德国控	幸猫咖啡	新式咖啡品牌	1500万美元	Bit Origin
一口十一食品	咖啡及面点烘焙品牌	未透露	欧若拉投资				

资料来源：IT桔子，中邮证券研究所

1.1.3咖啡产业链-下游现磨咖啡

- 现磨咖啡主要指在喝咖啡前才将咖啡豆研磨成粉进行冲泡，从而最大限度保留咖啡豆本身独特风味和新鲜口感。由于现磨咖啡需要咖啡师把握咖啡研磨程度，从而**具备一定的高端属性与定制属性**，在现代社会也被赋予了一定社交意义。
- 现磨咖啡在我国起步虽晚，但已经收到诸多消费者青睐，并**发展出多形态现磨咖啡商业模式**：按照现磨咖啡是否为主营业务，可将现磨咖啡咖啡行业划分为咖啡专饮店和其他渠道咖啡两类。其中，依据咖啡店是否为连锁店可将咖啡专饮店划分为连锁店和独立咖啡店；而其他渠道可以进一步划分为快餐店咖啡、茶饮店咖啡、便利店咖啡和自助咖啡机。不同商业模式覆盖了价格敏感度不同、对咖啡品质要求不同的各类咖啡消费者，不断培育消费者喝咖啡的消费习惯，展现出现磨咖啡行业的勃勃生机。

图表22：中国现磨咖啡典型商业模式

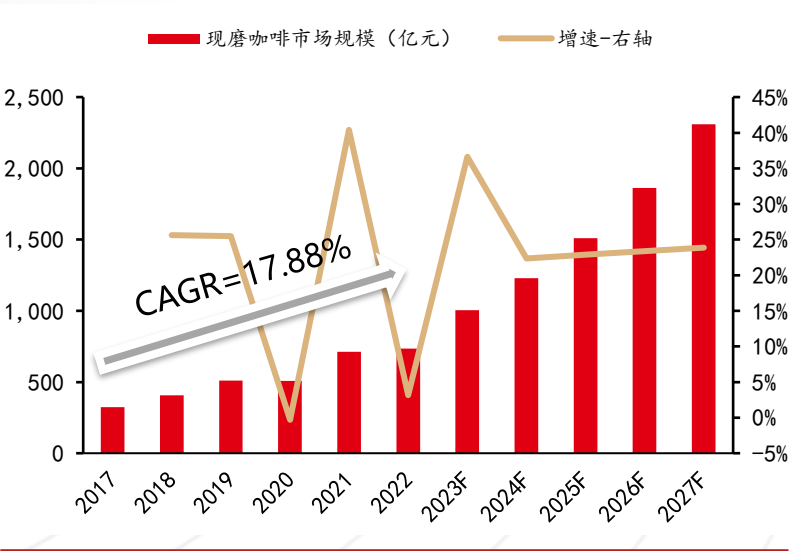
现磨咖啡店		模式特征	门店特征	价格区间	核心客群	代表品牌
咖啡专饮店	连锁大店	“第三空间”	大面积	25-40元	商务、休闲社交人士，价格敏感度较低	星巴克、太平洋、Tims、Costa
	连锁小店	自提+外卖	小面积	15-25元	办公区、写字楼周边上班族	瑞幸、Manner
	独立咖啡店	精品+手冲	通常为大面积	>30元	咖啡爱好者	地方独立咖啡店
其他渠道	快餐店咖啡	快餐店旗下子品牌	“咖啡柜台”	10-20元	餐食标配	麦当劳麦咖啡、肯德基K咖啡
	茶饮店咖啡	茶饮店的品类扩充以及旗下子品牌	非独立门店小面积	10-20元	茶饮爱好者	喜茶、奈雪的茶、幸运咖
	便利店咖啡	便利店旗下子品牌	非独立门店“咖啡柜台”	8-15元	对品质要求较低、对价格较为敏感	7-11、全家、便利蜂
	自助咖啡机	休闲场景中的无人售货咖啡机	无门店	6-12元	满足即时饮用需求	机器人现磨咖啡

资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

1.1.3咖啡产业链-下游现磨咖啡

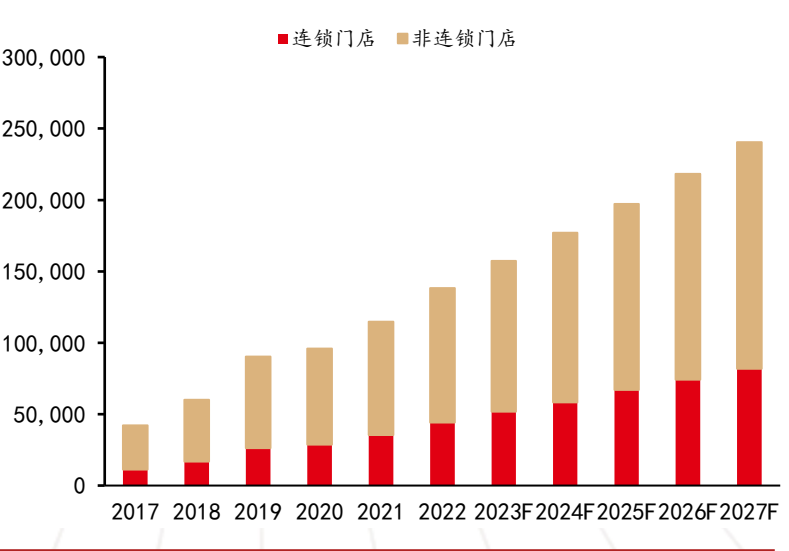
- **现磨咖啡市场长坡雪厚。**欧睿国际数据显示，我国现磨咖啡市场规模保持高增，2022年已达735.4亿，2017年-2022年复合增长率达到17.88%。预计到2023年我国现磨咖啡市场将突破千亿大关，到2027年市场规模有望突破2000亿元。
- **现磨咖啡门店数不断提升，头部品牌占据半壁江山。**据欧睿国际数据，伴随现磨咖啡市场高需求，我国现磨咖啡门店总数不断提高，由2017年的4.2万家门店攀升至2022年13.8万家门店。其中，连锁门店数量在2022年达到4.4万家，占据总门店数32%，所占比例稳中有升。分品牌来看，头部品牌为现磨咖啡开店主力：窄门餐眼数据显示，瑞幸门店数量为10245家（截止2023年8月3日），星巴克门店数量为7319家（截止2023年8月2日）。上述两家头部品牌门店数与其他品牌拉开差距，呈现“两级争霸”局面。

图表23：现磨咖啡市场长坡雪厚



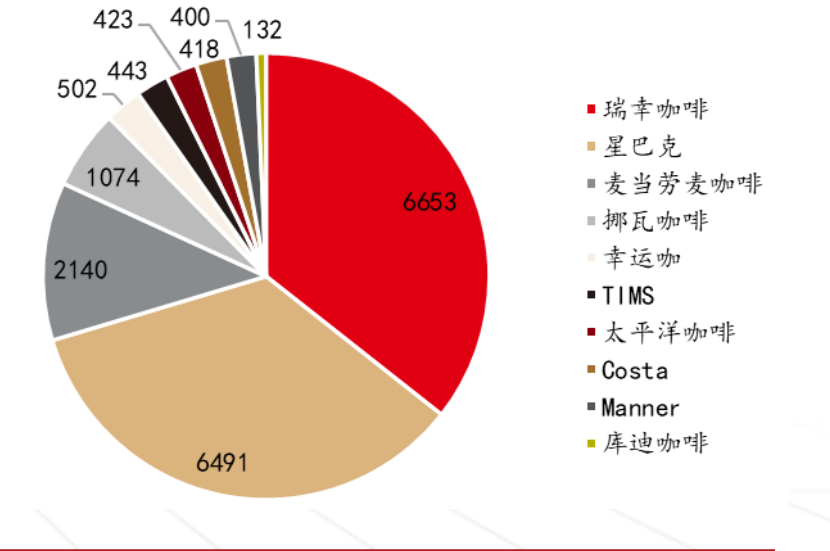
资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表24：我国现磨咖啡门店数不断提升



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表25：2022年各品牌门店数

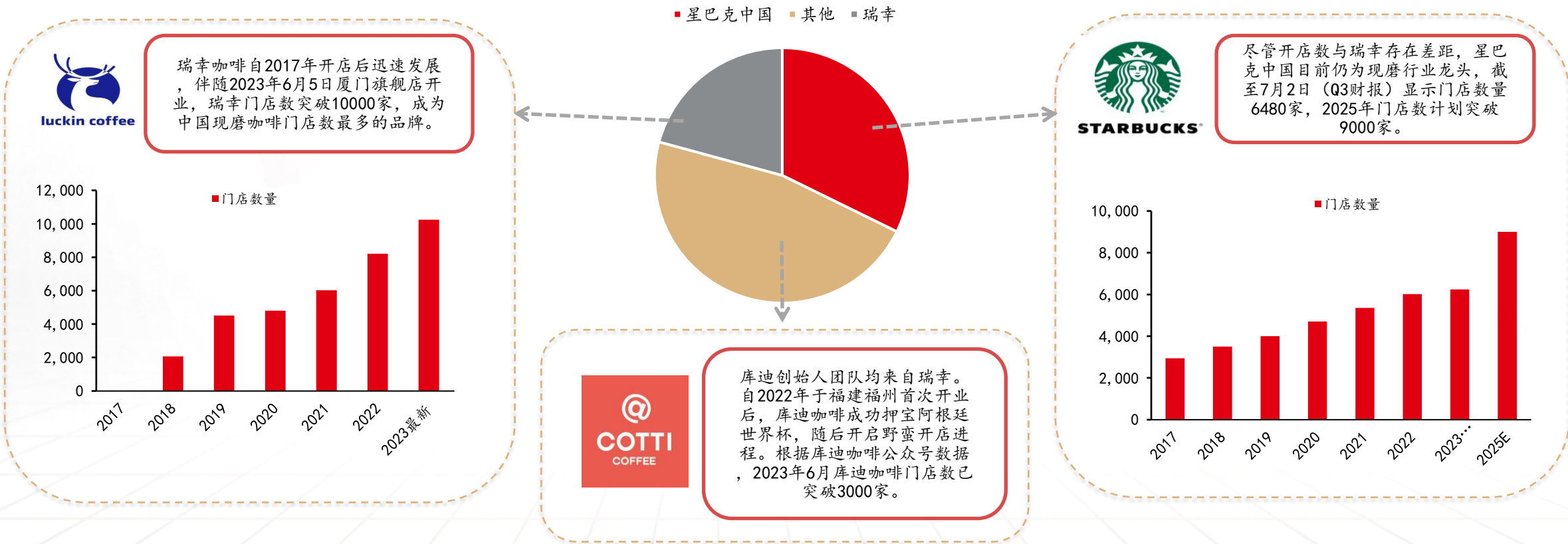


资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

1.1.3咖啡产业链-下游现磨咖啡

■ 星巴克瑞幸两极争霸，库迪崭露头角。根据欧睿国际数据与各公司公布的中国区营收测算，我国现磨咖啡市场二巨头为星巴克和瑞幸，市占率分别达到32.27%和20.77%。与此同时，于2022年开业的库迪咖啡加速开店进程，崭露头角。

图表26：现磨咖啡市场竞争格局



资料来源：公司公告，窄门餐眼，欧睿国际，公开数据整理，中邮证券研究所

1.1.3咖啡产业链-下游即饮咖啡

- 即饮咖啡，也被称作**RTD咖啡**，主要以糖浆、乳粉、咖啡为主要成分，辅以奶油香精、食品添加剂构成不同风味的咖啡类饮料，一般使用瓶装包装，可以做到即开即饮。
- **即饮咖啡步入发展快车道**。即饮咖啡自1998年雀巢推出相关产品后首次进入中国，之后经历了一段时间的发展停滞期。进入21世纪10年代，国人逐渐接受咖啡作为饮料，多品牌瞄准商机推出多品类即饮咖啡饮料，即饮咖啡市场规模迎来高速增长：据欧睿国际数据，2017年我国即饮咖啡市场规模仅有70.44亿，2021年突破百亿，2022年市场规模达到115.85亿，2017-2022年复合增长率达到10.46%。预计到2027年即饮咖啡市场将突破150亿人民币。

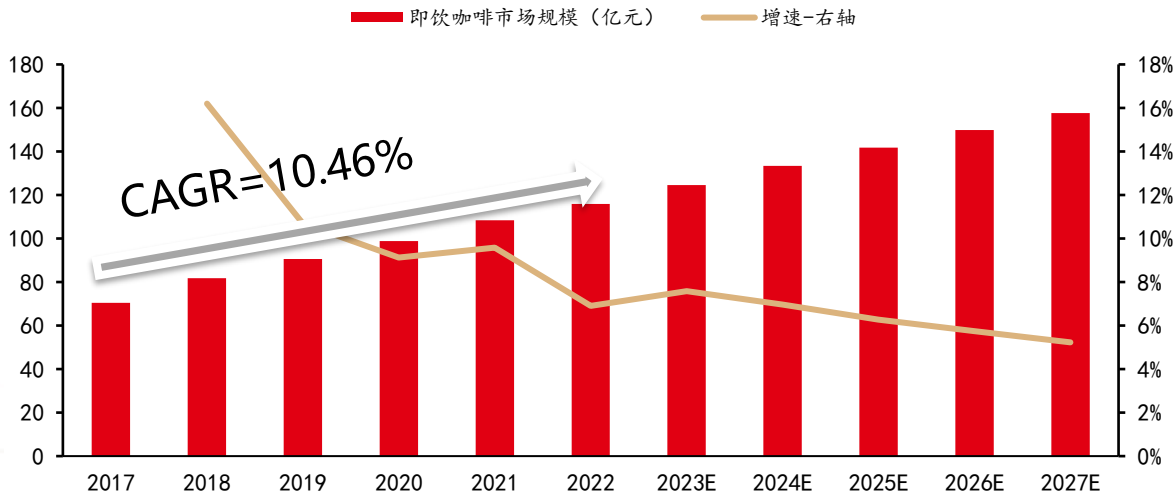
图表27：即饮咖啡品种趋向多元

	美式/黑咖啡	拿铁咖啡
代表产品	COSTA美式浓咖啡、农夫山泉无糖黑咖、星巴克星倍醇美式、悠诗诗无糖黑咖、NEVER美式无糖咖啡	雀巢丝滑拿铁咖啡、康师傅贝纳颂拿铁咖啡、农夫山泉无蔗糖拿铁、星巴克星选拿铁咖啡、COSTA醇正拿铁浓咖啡、NEVER拿铁浓咖啡
产品图片		

资料来源：公开资料整理，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表28：即饮咖啡步入发展快车道

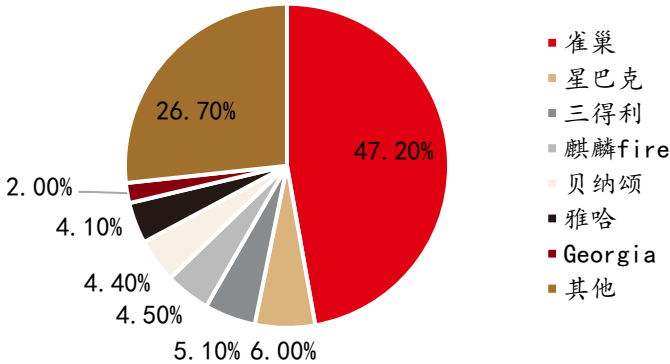


资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

1.1.3咖啡产业链-下游即饮咖啡

■ **市场较为集中，雀巢成为龙头。**雀巢为最早进入中国即饮咖啡市场的玩家之一，发展历史悠久、品牌实力强劲。欧睿国际数据显示，2022年中国即饮咖啡市场中雀巢为唯一龙头，市占率达到47.2%；星巴克、三得利、麒麟、贝纳颂、Georgia等咖啡品牌为第二梯队，均占有个位数的市场份额；其他咖啡品牌市场占有率较低，共享26.7%的即饮咖啡市场。总体而言，中国即饮咖啡市场较为集中，雀巢已经发展成为行业龙头，但由于星巴克、瑞幸等现磨咖啡品牌享有技术优势和供应链优势，且具有良好品牌效应，未来或许会成为即饮咖啡高端化进程中不可忽视的力量。

图表29：雀巢为即饮咖啡龙头



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表30：不同即饮咖啡品牌价位及优势

品牌名称	雀巢	星巴克	三得利	麒麟Fire	贝纳颂	雅哈	Georgia
产品价位	4-5元/瓶	8-10元/瓶	2-5元/罐	3-5元/瓶	2-4元/瓶	5-6元/瓶	11-12元/瓶
品牌优势	入口丝滑细腻、奶香浓郁；咖香浓郁，没有酸味，咖啡与牛奶配比刚好。	甜度适中；由于添加进口奶源，奶香非常浓郁。得益于稀奶油的添加和星巴克即溶阿拉比咖啡浓缩液的添加咖啡味道非常正宗。	咖啡香气四溢、味道浓郁丝滑、奶香醇厚回甘，不输现磨的美味口感；瓶身印有咖啡豆和咖啡，凸显咖啡元素。	咖啡经历两道特殊的烘焙工艺。第一道是热风烘焙，使得咖啡豆的原始香味逐步释放；第二步是直火烘焙，确保咖啡豆的浓郁芳香得以全面提取。	整体比速溶咖啡口感更好，入口丝滑，有咖啡的醇香。	乳粉比例高于咖啡萃取液，整体口味和醇香拿铁十分相似，均是甜味突出。	方便减脂，香浓味美，最大程度降低苦涩和酸味。

资料来源：淘宝，公开资料整理，中邮证券研究所

1.1.3咖啡产业链-下游速溶咖啡

- **多品牌布局多细分产品。**根据艾瑞咨询的分类，下游速溶咖啡可以大致分为传统速溶咖啡、冻干咖啡粉和冷萃咖啡液三大板块。通过对比市面上三大板块的主要品牌可以发现，诸如雀巢、AGF、隅田川、瑞幸等规模较大的品牌商均有布局多种细分品类产品，且伴随中游供应商生产工艺的迭代，下游咖啡品牌也在不断推出新的品种以适应不同消费者对于速溶咖啡的不同需求，同时不断提高速溶咖啡的品质、保留咖啡原始风味。
- **速溶咖啡市场趋于稳定。**速溶咖啡是最早传入中国的咖啡产品，拥有悠久的发展历史和一批忠实的产品受众。经过数十年的发展，我国速溶咖啡市场趋于稳定：欧睿国际数据显示，2017年我国速溶咖啡市场规模为110.55亿元，到2022年市场规模为128.33亿元，五年复合增长率为低单位数。由于瑞幸咖啡、库迪咖啡等国产现磨咖啡的崛起、星巴克等国际现磨咖啡巨头剑指中国市场，现磨咖啡渗透率或将进一步提升，未来速溶咖啡市场存在进一步缩小的可能：据欧睿国际预测，2027年我国速溶咖啡市场规模为121.91亿元，较2022年下降近5%。

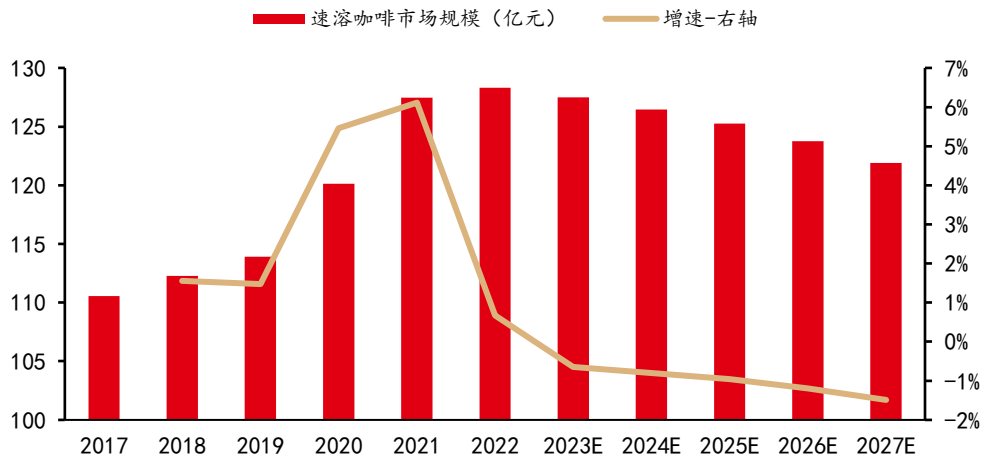
请参阅附注免责声明

图表31：速溶咖啡细分品类及代表品牌



资料来源：公开资料整理，中邮证券研究所

图表32：中国速溶咖啡市场规模趋于稳定

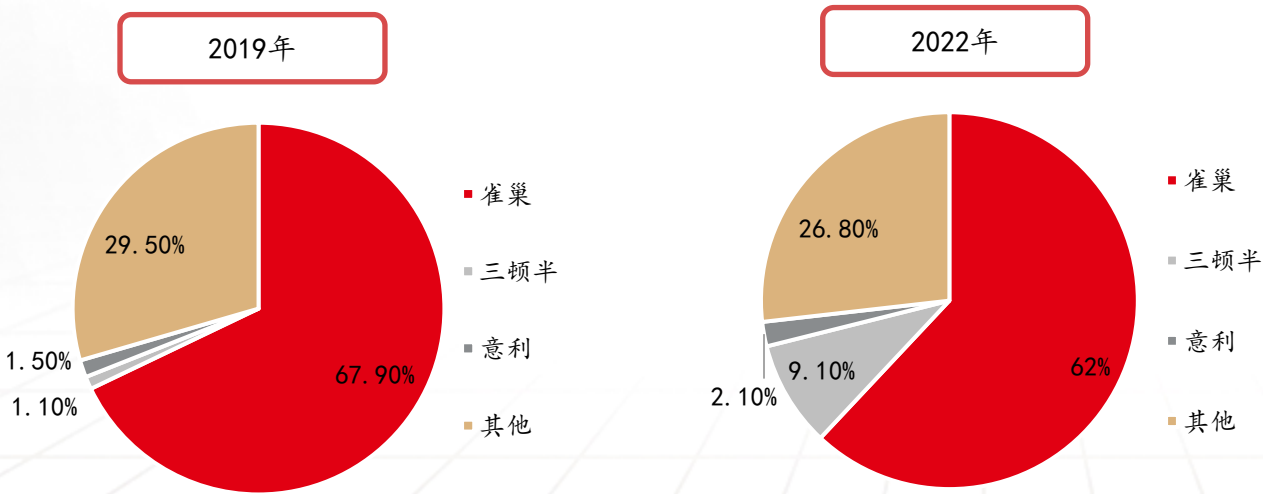


资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

1.1.3咖啡产业链-下游速溶咖啡

- **雀巢绝对领先，市场较为集中。**欧睿国际数据显示，我国速溶咖啡市场集中，2019年CR3为70.5%，2022年CR3为73.2%。其中雀巢市场份额常年保持在60%以上为绝对龙头；三顿半表现亮眼，市场份额由2019年的1.1%提升到2022年的9.1%；意利咖啡市场份额也有所提升，由2019年的1.5%提升为2022年的2.1%。
- **多品牌存在较强客户粘性。**根据淘宝发布的速溶咖啡回购榜，三顿半、碧翠园、瑞幸、雀巢等品牌拥有较强客户粘性，新兴品牌如熊猫不喝也开始逐步积累客户群体。

图表33：速溶咖啡市场集中



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表34：多品牌存在较强客户粘性

排名	品牌	产品	年度回购人次
1	三顿半	三顿半快饮澎湃装	4.8万人
2	碧翠园	碧翠园燃减健身咖啡	3.8万人
3	瑞幸咖啡	瑞幸咖啡速溶咖啡粉	3.6万人
4	雀巢	雀巢原味速溶咖啡粉	2.7万人
5	熊猫不喝	熊猫不喝速溶咖啡粉	2.4万人
6	雀巢	雀巢原味90条速溶咖啡	2.1万人
7	雀巢	雀巢1+2速溶咖啡粉	1.2万人
8	麦斯威尔	麦斯威尔原味速溶咖啡	1.1万人
9	G7	G7原味提神速溶咖啡粉	1万人
10	鲨鱼菲特	鲨鱼菲特燃减健身咖啡	9540人

资料来源：淘宝，中邮证券研究所

1.2咖啡发展历史回顾——美国发展历史

图表35：美国咖啡市场发展的三次浪潮

I 速溶咖啡热

1938年，雀巢推出速溶咖啡，使得咖啡从昂贵的进口商品成为普通家庭也能消费的日常商品，咖啡市场快速成长。此后雀巢和麦斯威尔等公司在竞争中为降低成本，开始使用更便宜的咖啡豆并提高萃取率，这使得速溶咖啡的口味变差，饮用时经常需要添加糖和奶精。

1965年，雀巢升级了速溶咖啡的制作方式，研发出冻干咖啡，更好地保留了咖啡的香气，能用冷水冲泡，溶解速度也更快。



1938

II 咖啡精品化

1970年后，精品咖啡的概念提出，咖啡的消费场景逐渐变为实体咖啡店，主要类型转变为现制咖啡，价格较速溶咖啡提高，咖啡豆以深烘焙为主。喝咖啡被赋予社交属性，星巴克等品牌开始售卖现磨咖啡，连锁咖啡店出现，并在基础的咖啡中添加佐料，对口味做创新。

1980年代前期，罐装咖啡的热潮从日本来到美国，可口可乐和星巴克等公司推出即饮咖啡，即饮咖啡在咖啡市场中的占比逐年上升。



1970

2002

III 原料与创意

2002年后，精品咖啡进一步拓展出精品手冲咖啡、创意咖啡，以个性化的特色风味和专业咖啡师的现场手冲制作为卖点，烘焙方式从深烘焙向中浅烘焙转变。咖啡豆的产地、风味和配比的差异化成为市场创新和扩张的重点，同时更多咖啡品牌开始注重推崇自己的品牌概念，给消费者带去更多“价值认同感”。



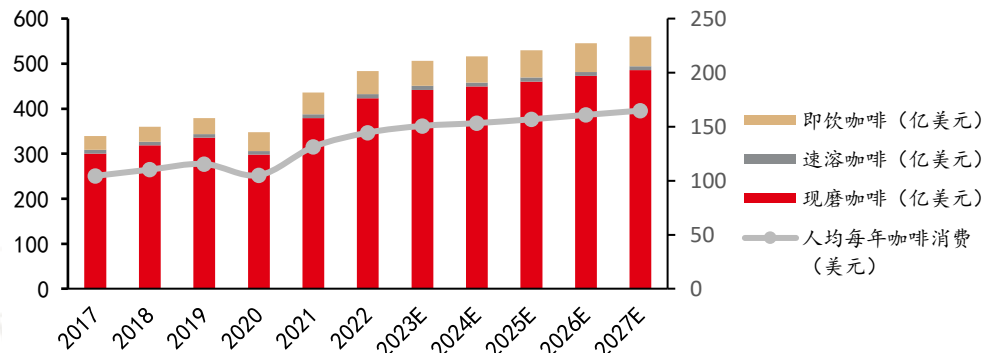
BLUE BOTTLE
COFFEE

资料来源：公开资料整理，中邮证券研究所

- **精品咖啡使美国咖啡市场触底反弹，竞争格局已定，总增速稳定。**根据美国国家咖啡协会，自1950至20世纪80年代中期，有咖啡饮用习惯的人数比例一直在下降，直到精品现磨咖啡的出现，给美国咖啡市场一剂强力助推剂。如今在全球咖啡市场中，美国市场占比遥遥领先，其中现磨咖啡消费占比始终高于85%，随着即饮咖啡市场的迅速增长，现磨咖啡与速溶咖啡的占比均有下降。

请参阅附注免责声明

图表36：美国咖啡市场规模变化

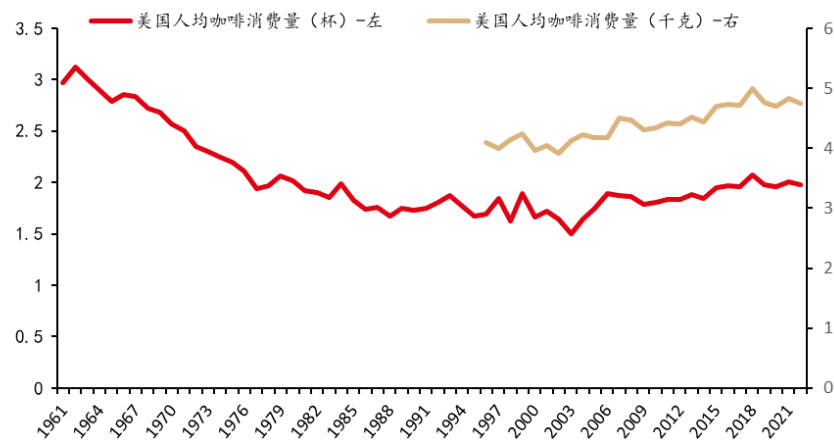


资料来源：欧睿国际，CBO，中邮证券研究所

1.2咖啡发展历史回顾——美国发展历史

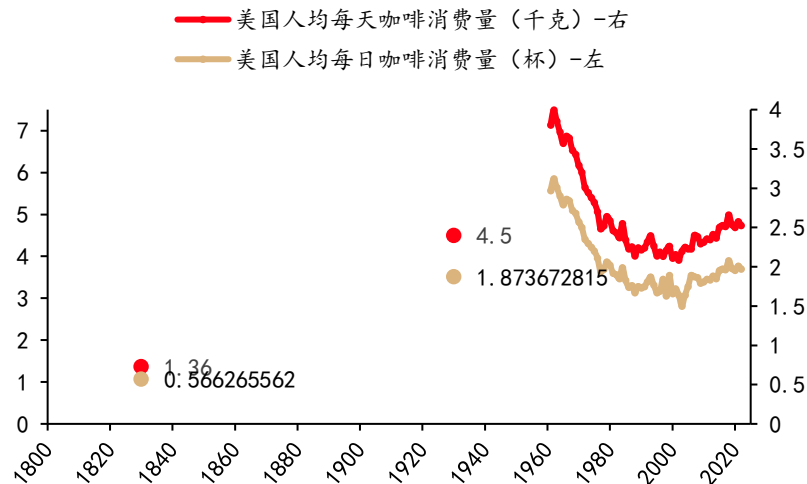
- 美国人均咖啡消费量从19世纪快速增长，至1960s触顶回落，后精品咖啡（星巴克）在19世纪80年代后再度拉动人均咖啡消费量回升。1830年美国年人均咖啡消费量约为3磅，一个世纪后增长到了10磅左右。发展至19世纪中期速溶咖啡因为口感差和不健康的问题没能持续带动咖啡市场，直至星巴克等精品咖啡出现在1980s后重新引领咖啡浪潮。对比中国，根据欧睿国际，中国人均每日咖啡消耗量动态看温和上升，自2008年的0.05千克上涨至2022年的0.08千克；静态看人均咖啡消耗量绝对值和美国存在较大差距，中国咖啡习惯仍待培育。

图表37：1961年-2022年美国人均咖啡消费量（统计口径不一致，杯量左轴/千克右轴）



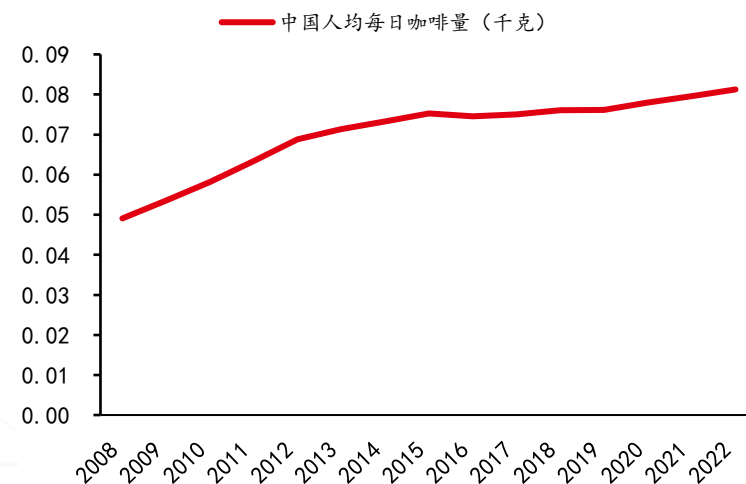
资料来源：美国咖啡协会，USDA，中邮证券研究所

图表38：1961年-2022年美国人均咖啡消费量（根据重合时间段拟合单杯消费量数据后的走势图）



资料来源：美国咖啡协会，USDA，公开资料整理，中邮证券研究所

图表39：2008-2022年中国人均咖啡消费量



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

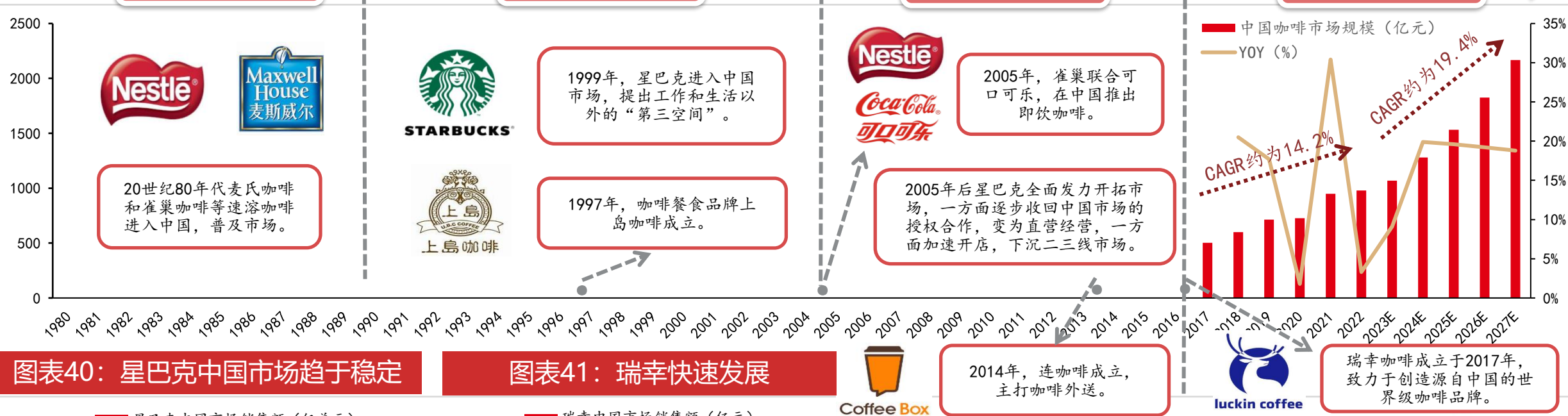
1.2.2咖啡发展历史回顾——中国发展历史

速溶时代

连锁时代

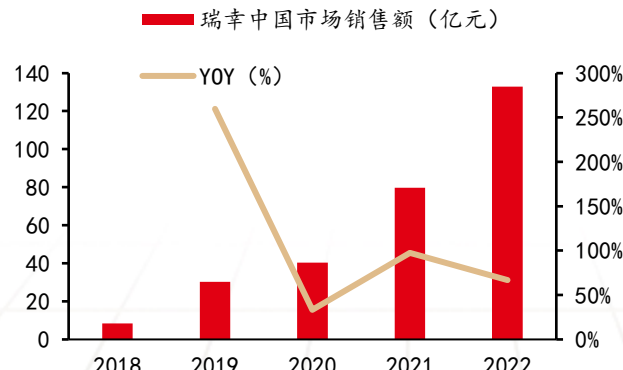
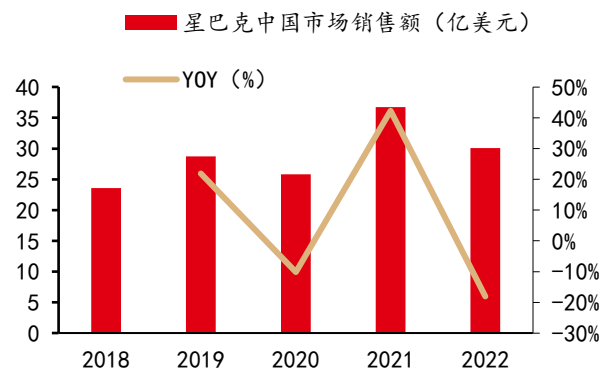
即饮时代

精品时代

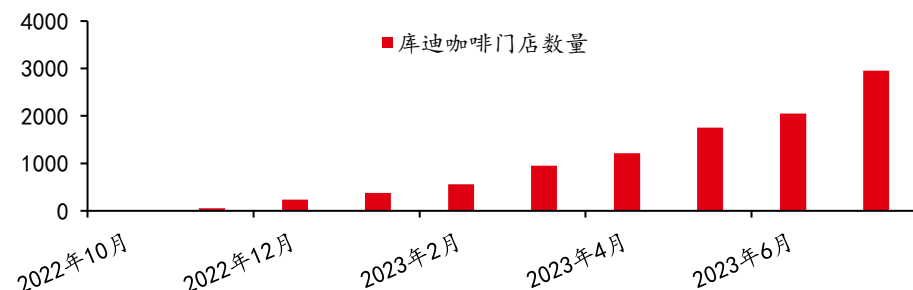


图表40：星巴克中国市场趋于稳定

图表41：瑞幸快速发展



图表42：库迪咖啡快速扩张



资料来源：欧睿国际，公司公告，公开资料整理，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明



瑞幸咖啡：后起之秀，涅槃重生

2.1 公司简介

2.2 核心竞争力

2.1.1 发展沿革：咖啡行业后起之秀，财务暴雷后涅槃重生

图表43：瑞幸咖啡发展沿革（2017~2020）



- 瑞幸咖啡是中国本土连锁现磨咖啡品牌龙头，创立于2017年，总部位于厦门，是中国门店数最大的连锁咖啡品牌之一。瑞幸从创立至今的发展沿革可以分为“创始与兴起”、“上市与暴雷”、“变革与重生”三个阶段。
- 瑞幸咖啡仅用不到两年就完成了品牌创立到纳斯达克上市，刷新全球最快上市记录。瑞幸通过线上与线下相结合的经营模式和高性价比的现磨咖啡产品快速打开市场，并接连不断地推出爆款单品，配合紧贴热点的营销方案，迅速在竞争中脱颖而出。
- 2020年2月，浑水发布瑞幸咖啡做空报告指责瑞幸财务造假，同年4月，瑞幸承认财务造假3亿美元，在之后的几个月内，公司清退了知晓或参与财务造假的员工，并任命郭谨一为新董事长兼CEO。

2.1.1 发展沿革：咖啡行业后起之秀，财务暴雷后涅槃重生

- 在经历了财务造假暴雷后，瑞幸咖啡在管理人员、股权结构、债务重组、整体战略等多方面、深层次的改革与调整，推动公司运营正常化。2022年4月，瑞幸宣布完成债务重组，正式标志着公司完成暴雷事件后的整改，全面解决历史遗留问题。
- 2021年3月，瑞幸推出新品生椰拿铁，迅速成为爆款，创造了现象级的销售景象，改善了经营业绩；2022年上半年度，瑞幸一共推出68款新品，平均每3天就有一个新品诞生。2023年4月，瑞幸推出“9.9元喝咖啡”计划，与库迪咖啡及进行价格战。

图表44：瑞幸咖啡发展沿革（2021~2023）



2.1.2商业模式：直营+加盟共话瑞幸宏图

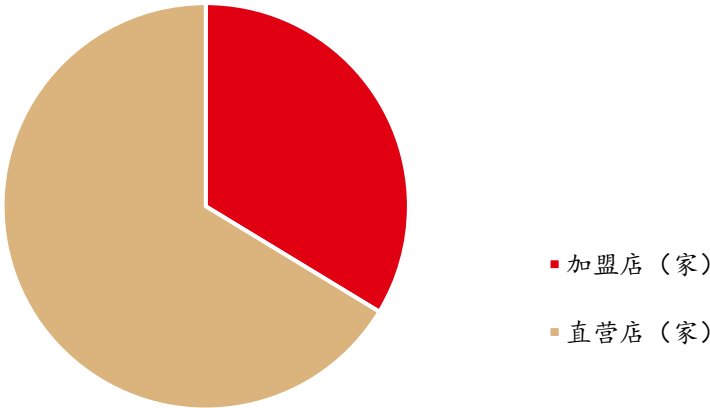
- **门店扩张有直营和加盟两种模式。**19年9月首次开启“零售伙伴”模式，20年4月爆出财务造假后，部分自营门店关闭，加盟店数量增加缓慢，直至22年底与23年初，分别两次扩大省市范围招募新加盟商。23年5月，瑞幸宣布开放“带店加盟”模式，面向持有租赁合同期内正在经营或自有产权商铺的加盟商，更有利于门店抢占选址优势。
- **瑞幸对加盟商不收取加盟费，从加盟店获取的收入主要来自原材料和设备的出售，以及分级收入抽成。**与新零售伙伴的合同期限一般为三年，截止23Q1，加盟店续约率达97%。目前一二线城市绝大多数门店为直营店，加盟店多分布于瑞幸等咖啡品牌开发较少的低线城市。造假风波过去后，加盟店的数量及收入占比快速增长，截止23年3月底，加盟店数量约为总门店数的34%，收入占比约23.1%。

图表45：与加盟商采取阶梯式分润

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

资料来源：瑞幸咖啡公众号、中邮证券研究所

图表46：国内加盟店占比超三成

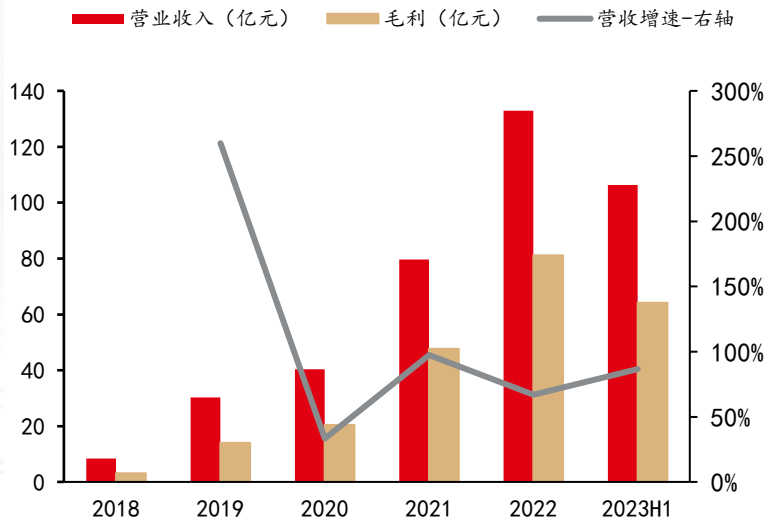


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.1.3经营状况：营收不断上升，门店快速扩张

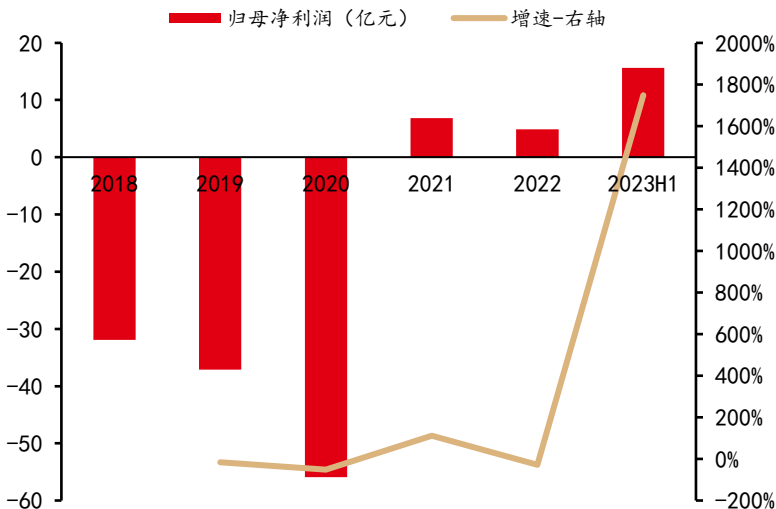
- **营收毛利持续上升。**根据财报披露数据，瑞幸营收实现爆发式增长，自2018年的8.41亿元上涨至2022年的132.93亿元，年复合增长率达到99.41%；2023H1受益于线下消费场景逐渐修复、宏观经济不断复苏，瑞幸实现营收106.38亿元，同比上涨86.53%。毛利端，瑞幸2018年毛利为3.08亿元，至2023H1瑞幸已实现毛利64.22亿元，超出预期。
- **净利润开始修复。**2020年前公司处于野性扩张阶段，前期投入较多，连续三年亏损幅度呈加剧态势；2021年开始门店达到一定数量、成熟门店盈利好转，归母净利润扭亏为盈，到23H1归母净利润达到15.64亿元。
- **利润率不断提高。**自2018年以来公司毛利率和净利率不断提高，2023上半年公司毛利率达到60.37%，归母净利率达到14.70%。

图表47：瑞幸营收与毛利显著增加



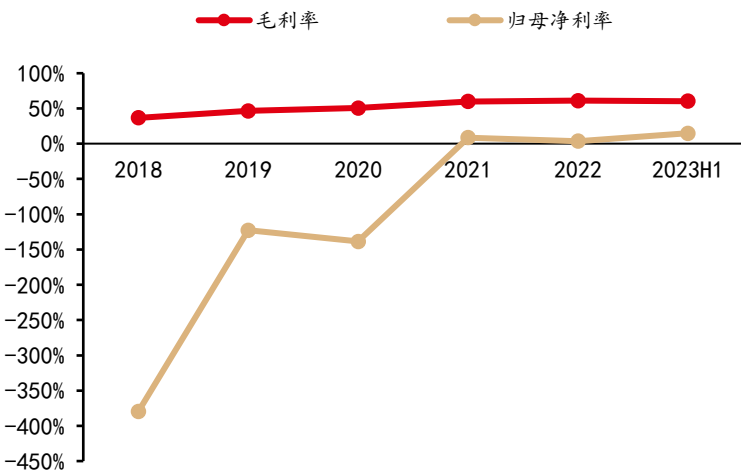
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表48：归母净利润开始修复



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表49：利润率不断提高

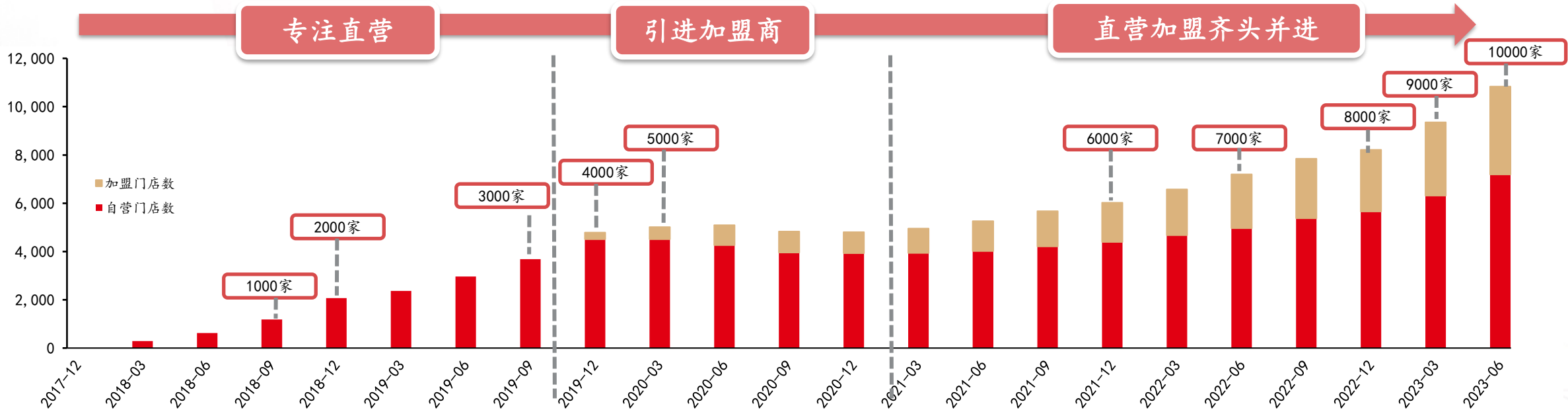


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.1.3经营状况：营收不断上升，门店快速扩张

- **门店快速扩张，23年达成万店成就。** 细分瑞幸开店进程可以分为三个阶段：（1）**专注直营（2017-2019年9月）**：该阶段瑞幸专注直营，凭借自身强大资本实力快速开店3000家，具备初步与星巴克抗衡的实力；（2）**引进加盟商（2019年12月-2020年12月）**：由于消费场景受到一定程度损伤，为控制开店成本，瑞幸开始引入加盟商，并缩减自身直营店数量。截止2020年12月，瑞幸直营门店缩减至3929家，加盟门店数上升至874家；（3）**直营加盟齐头并进（2021年3月-至今）**：经历财务造假风波后，瑞幸仍保持积极开店策略，加盟、直营共同发力，不断下沉市场培养更多客户。该阶段公司门店数再度迎来大幅增长，并于2023年6月达成万店成就。

图表50：瑞幸咖啡门店数量变化



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

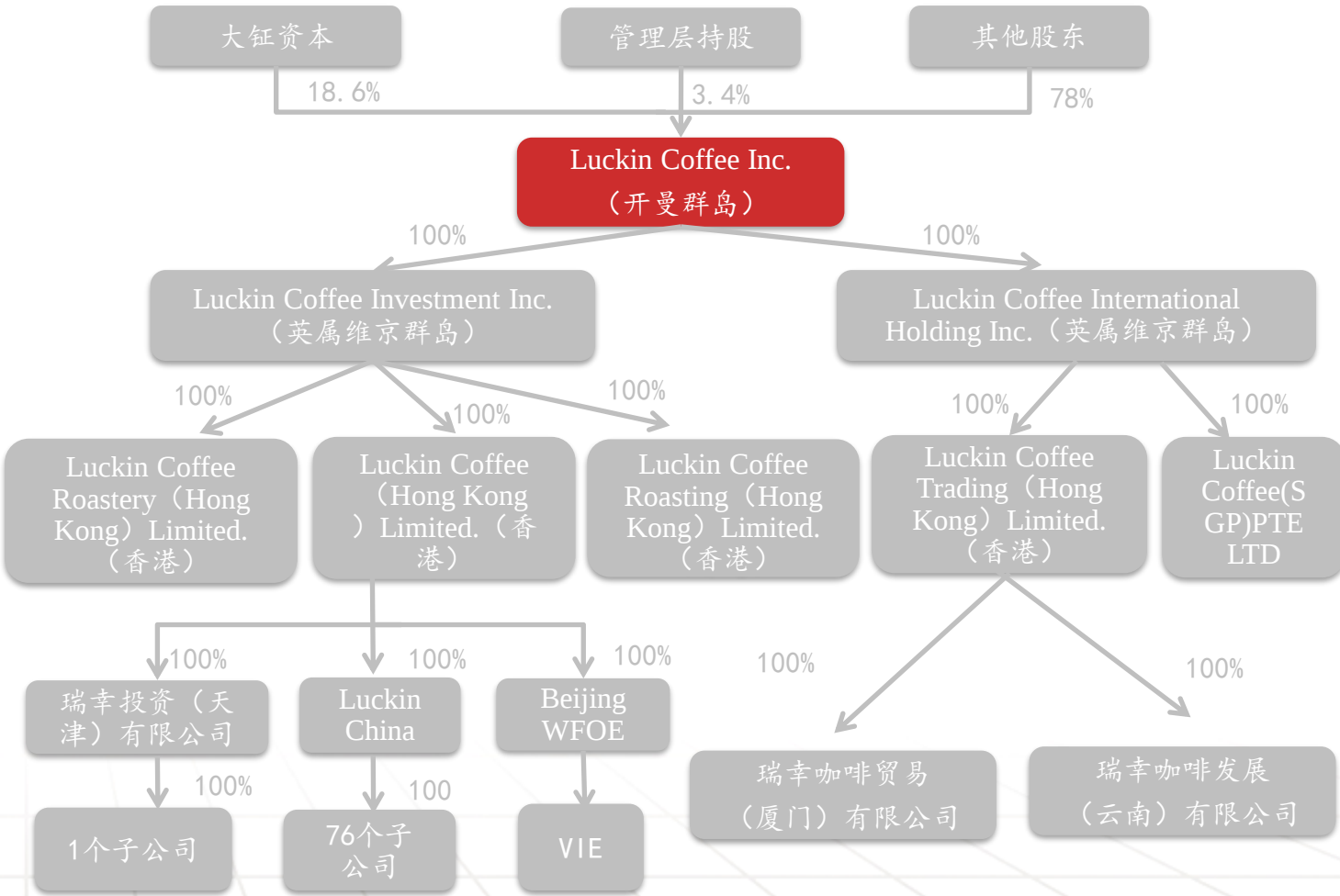
请参阅附注免责声明

2.1.4股权结构：股权结构变动，管理回归正轨

- **大钲资本为大股东。**瑞幸咖啡全资持有多家子公司，保障了集团整体运营的稳定性。2020年受到财务造假风波影响，公司股权结构产生较大变动。2022年1月，大钲资本牵头IDG资本等买方团完成了对瑞幸咖啡部分股权的收购。截至2023年4月6日，大钲资本持有18.6%的A类股，及100%的B类股，及96%的高级可转债，共持有瑞幸咖啡55.7%的投票权。目前公司股权主要由大钲资本、愉悦资本、管理层、IDG和Ares SSG等所有。
- **公司管理层变动，逐步回归正轨。**财务造假风波后，公司反应迅速，及时调整董事会和高级管理层。时任瑞幸CEO钱治亚和COO刘剑被停职，2020年7月，原董事长陆正耀被解职，郭谨一新任董事长兼CEO。目前财务造假问题已基本解决，新任管理层管理经验丰富，董事会与高管趋于稳定，公司管理和运营回归正轨。

请参阅附注免责声明

图表51：瑞幸咖啡股权结构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.1.4股权结构：股权结构变动，管理回归正轨

图表52：瑞幸咖啡管理层信息

姓名	职位	角色与责任	个人履历
郭谨一	董事长兼任 CEO	整体战略规划	公司联合创始人之一，2018 年 6 月起任董事，2020 年 7 月起任董事会主席和首席执行官，曾于 2016-2017 年任职于 UCAR Inc.，2011-2016 年任职于交通运输部，获得了北京交通大学交通规划与管理博士学位。
曹文宝	董事兼高级副总裁	负责公司运营，包括店铺运营、建设和发展以及客户服务	2020 年 5 月起任董事，2018 年 6 月起任公司高级副总裁。于麦当劳中国有超过 23 年的经验，曾任麦当劳中国的副总裁和北方区域经理。
吴刚	董事兼高级副总裁	负责公共事务和战略合作	2020 年 5 月起任董事，2021 年 2 月起任高级副总裁。于航空行业有超过 26 年的经验，曾任中国联合航空公司、中国东方航空公司和中国国际航空公司高级管理职务。
Reinout Hendrik Schakel	CSO	长期战略规划和资本市场战略的执行	2019 年 1 月起任首席战略官。曾于 2019-2022 年任瑞幸首席财务官，2016-2018 年任 Standard Chartered Bank 企业和机构银行部门执行董事，2008-2016 年先后任 Credit Suisse 投资银行部门的分析师、助理和副总裁，于 2005 年 12 月获得 Erasmus University 工商管理硕士学位。
安静	CFO	负责监督财务运营及资本管理	2022 年 8 月起任首席财务官。曾于 2016-2022 年任 58 到家首席财务官，曾于北京普华永道会计师事务所担任高级会计师，在企业融资和管理方面拥有超过 17 年的经验。于 2010 年取得斯坦福大学商学院管理学硕士学位，1998 年取得中国人民大学经济学学士学位。
杨飞	CGO	负责销售增长、用户运营和营销	公司的联合创始人之一，2020 年 6 月起任首席增长官，自公司成立以来一直负责瑞幸的品牌创建，在品牌和数字营销领域拥有超过 20 年的经验，著有《流动池思维》，获得了中国传媒大学新闻与传播硕士学位。
姜山	高级副总裁	负责法律和合规事务	2020 年 9 月加入瑞幸，任特别法律顾问，2021 年 2 月任高级副总裁。曾任 Airbnb, Inc. 副总法律顾问，曾任职于 Amazon.com, Inc.，Davis Polk & Wardwell LLP 工作，拥有大型商业交易和资本市场的经验，获得了北京大学学士学位、达特茅斯学院计算机科学硕士学位和哥伦比亚大学法学院法学博士学位。
周伟明	高级副总裁	负责产品	2019 年 12 月起任高级副总裁，在餐饮和食品行业有超过 20 年的工作经验，曾任美团高级董事，负责餐饮和自营产品，曾任职于 Yum! 负责产品开发，在可口可乐和麦考密克担任多个职位。

2.2.1商业模式：直营保障口碑，加盟加密市场

- 现制饮品行业中，各品牌运用的商业模式与其品牌理念和产品定位密切相关。直营模式倾向于用差异化程度高的外设和产品吸引客流，用消费体验的高价值获得感和品牌认同感巩固忠实用户；加盟模式倾向于用亲民的价格和高门店密度保证客流量，门店装修铺设及管理体系简单完整，可复制性强。

图表53：直营与加盟模式区别

	直营模式	加盟模式
店铺管理	总部直接管理，高效执行公司理念，保障产品体验与用户口碑	总部间接管理，客户反馈处理速度慢，可能给品牌造成负面影响
营收方式	与顾客直接接触，直接收取高营业利润	营收不直接来自顾客，主要来自原料设备出售和收益抽成
新市场开发	单店初始投入高，现金流压力大	总部对单店初始投入低，释放部分现金流
	公司完全自负盈亏，运营压力大，开发新市场成本高	加盟商在当地有租金等价格优势，共同分担风险，扩张迅速
	开新店的人员招聘和培训成本高、周期长	加盟商大部分有同类型品牌合作经验，减少培训成本

资料来源：公开资料整理，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表54：采用不同商业模式的品牌特征明显

商业模式	代表品牌	品牌特征
纯直营/直营为主	星巴克 M stand 奈雪的茶	重视品牌形象塑造与理念传播； 会员制体验优，培养忠实用户； 高客流量，高客单价； 定位精品+创意咖啡，推新快
直营+加盟	瑞幸咖啡 喜茶	对加盟门店管理严格，平均开店成本较高； 产品跟随原材料价格变化调价频繁； 高客流量，外卖收入占比较高； 多优惠活动降低客单价吸引客流
加盟为主	蜜雪冰城 幸运咖 库迪咖啡 挪瓦咖啡	通过加盟快速扩张，低价策略抓住下沉市场； 供应商议价能力强，产品追求超高性价比

资料来源：公开资料整理，中邮证券研究所

2.2.1商业模式：直营保障口碑，加盟加密市场

图表55：不同价格区间品牌选择的加盟模式

品牌	人均消费区间	全国门店数量	加盟方式	资金要求	开放区域*	加盟费	保证金	设计与装修费用	设备费用	其他费用
	5-10元	2608	单店加盟 区域合作	未提及	全国	1万/年	1万	10-15万	8万	约5万
	10-15元	4000+	单店加盟 区域合作	未提及	全国	无	5万	4.5-37.3万	9.5-16.5万	无
	15-20元	10829 (3648加盟)	单店加盟 区域合作 带店加盟	未提及	非一线城市	无	5万	约18万	约20万	无
	15-20元	2000+	单店加盟 区域合作	50万以上	全国	5万	3万	10万起	15万起	5.8万
	20-25元	1200+	单店加盟 区域合作	150万以上	主要为 二三线城市	6万	3万	40万起	35万起	约14万
	20-25元	800+	-	-	-	-	-	-	-	-

*开放区域为品牌宣布区域，不包括海外，除奈雪的茶外，均接受其他未开放区域的留资申请

资料来源：公开资料整理，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

2.2.1 商业模式：直营保障口碑，加盟加密市场

- **纯直营模式 (2017.10-2019.09)：**瞄准现制咖啡市场中端定位产品空缺，用直营店试行单店模型。直营店由总部直接开设和管理，营收与成本可视可控，积累运营经验，形成自有的管理体系，明确盈利模型，为后期快速开店做准备。
- **直营+加盟模式 (2019.09-至今)：**加盟店高增速扩张，加密现有市场、拓展低线城市。单店模型成熟后，为营收增长的目的，瑞幸通过加盟的方式，在无门店的目标低线城市快速占据优势点位。前期培训与管理套用已有体系，门店运营利用其数字化系统，分析门店经营数据，智能安排进货、调货等，监控门店操作流程规范，做到保质保量开新店。同时，高线城市（一线、新一线及部分二线城市）的新店仍以直营为主，向写字楼、校园等位置扩张。

图表56：“直营为主、加盟为辅”使门店增速脱颖而出



资料来源：窄门餐眼，公司公告，公开资料整理，中邮证券研究所

2.2.1商业模式：直营保障口碑，加盟迅速加密市场

图表57：瑞幸与库迪的营销竞争

时间	库迪	瑞幸
2023年4月	4月24日前每周一9.9元券，4月24日起每周一8.8元任饮券；抖音搜索库迪咖啡享8.9元尝鲜价	生椰拿铁系列4.8折；与华夏、光大、招商等银行合作推出满减或低价抢优惠券活动
2023年5月	登陆库迪咖啡APP可领一张9.9元任饮券	发放5折券包；与招商、广发等银行合作推出满减或低价抢优惠券活动；与京东、天猫合作推出优惠活动
2023年6月	APP新客专享1元咖啡券，老客可抽1元券或得8.8元任饮券；消费满4杯可得限量周边、可抽阿根廷队北京赛球票、可抽签名球衣	6月5日起每周一发放9.9元券；瑞幸咖啡618全场商品7折起；与建设、民生、中信等银行合作推出满减或低价抢优惠券活动
2023年7月	推出oatly联名款；抽盲盒赢一年免费喝库迪；现场扫码注册得无门槛新人券	发放4.6折券；加小助手首次添加领4.5折咖啡券；新开门店入群获得1张4.8折全场饮品券；

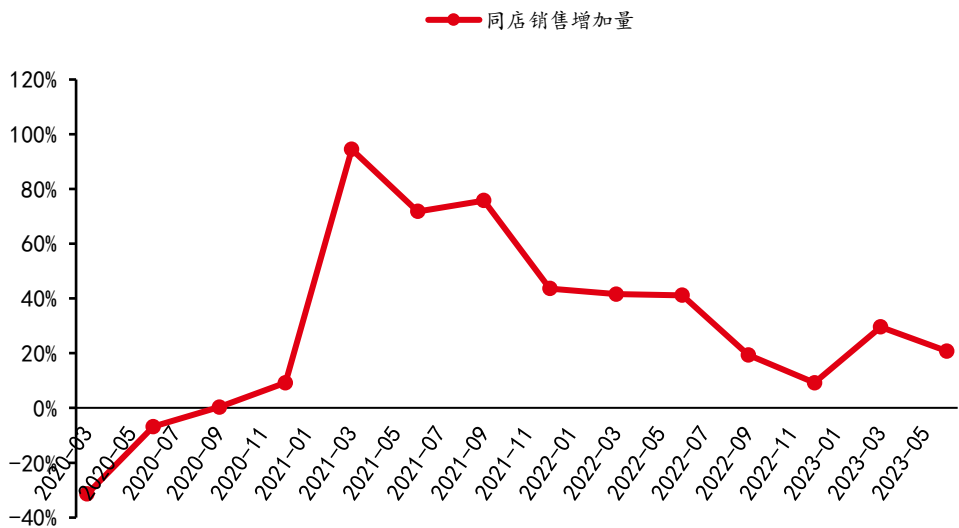
- **集中打“价格战”**，库迪率先推出的每周8.8元喝咖啡的营销策略，瑞幸随后推出每周9.9元到店消费券的优惠策略与之竞争。
- **瑞幸9.9元喝咖啡的策略在顾客中反响热烈**，公司23年Q2每月均付费客户数环比大幅增长46.1%，且公司收入利润双升。公司宣布未来将常态化开展9.9元一杯咖啡活动，加速推动品牌力建设。
- “每周9.9元喝咖啡”作为瑞幸23年Q2的核心促销活动，由于优惠只能线下取餐，**带动了门店消费人数增长**。二季度瑞幸平均每月交易客户数达到4310万，较去年增长107.9%。

资料来源：瑞幸公众号，库迪公众号，公司公告，中邮证券研究所

2.2.2单店模型：具备吸引力，多数门店已盈利

- **同店销售快速修复。**2020年上半年受战略调整和下游需求不足影响，瑞幸同店销售有所受损。自2020年下半年开始，下游消费场景开始恢复，加之瑞幸开店数目的增加形成规模效应，伴随消费者逐渐接受咖啡，瑞幸同店开始快速修复：据公司公告披露数据，瑞幸同店销售增加同比长期保持在双位数，截止23Q2，同店销售同比增加达到20.8%。

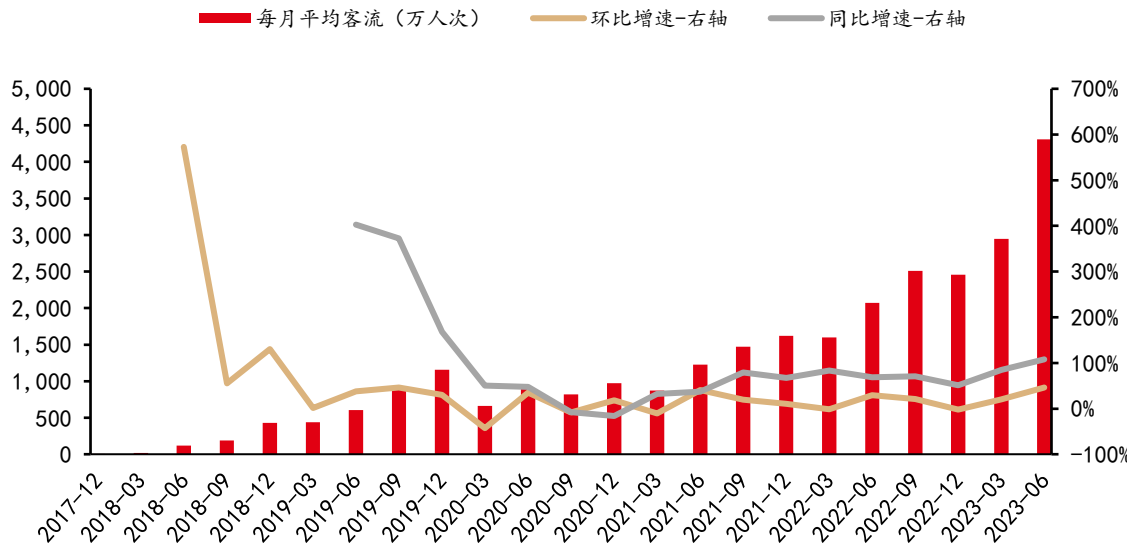
图表58：2020-2023H1瑞幸同店销售同比情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

- **每月平均客流上涨，推动销售增长。**分析同店销售快速增长原因，“数量”占主导：进入2023年，瑞幸咖啡首次突破万店，加之瑞幸自23Q2开始推出“9.9”喝咖啡活动，伴随多种新品和多项联名活动的推出，吸引了大量消费者进店。23Q2每月平均客流突破4000万人次，同比增加107.95%，环比增加46.05%，表现亮眼。

图表59：2017-2023H1每月平均客流情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2.2单店模型：具备吸引力，多数门店已盈利

- **瑞幸单店成熟，多数门店已盈利。**经过多年发展，瑞幸已经发展出成熟的门店模型，以上海两类标准店为例：
- **写字楼门店店型较小，**平均前期资本开支为55.5万元左右。按一天400杯、每杯16元估计，写字楼门店每月平均店效为19.2万元，抽成后单店每月可实现毛利9.5万元。扣除各项运营成本后（房租/员工工资/折旧/水电2/2.4/0.45/1万元），可实现净利3.65万元左右，月净利率为19%左右。
- **商场门店店型较大，**平均前期资本开支为70万元左右。按一天700杯、每杯16元估计，商场门店每月平均店效为33.8万元。抽成后单店每月可实现毛利16万元左右。扣除各项运营成本后（房租/员工工资/折旧/水电5/3/1.15/1万元），可实现净利5.85万元左右，月净利率为17.3%左右。

图表60：瑞幸加盟店单店模型

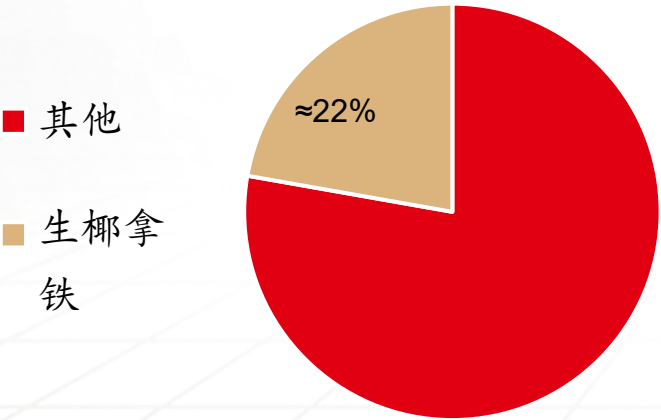
费用项目		写字楼门店	商场店
前期资本开支（万元）	保证金	5	5
	装修费	11	13
	设备	19	19
	首批进货	2.5	5
	初始房租	18	28
前期总成本（万元）		55.5	70
平均店效（万元/月）		19.2	33.8
原材料包装（万元/月）		6.72	11.76
毛利（万元/月）		12.48	21.84
毛利率		65%	
公司抽成后的毛利（万/月）		9.5万左右	16万左右
运营成本（万元/月）	房租	2	5
	员工工资	2.4	3
	折旧	0.45	1.15
	水电	1	1
净利（万元/月）		3.65左右	5.85左右
净利率		19%左右	17.3%左右

资料来源：加盟星，草根调研反馈，中邮证券研究所

2.2.3产品端：推新+联名，打造独特爆品矩阵

- **增强产品力，走实力大单品路线**。2021年4月瑞幸推出 S+级单品生椰拿铁，一经问世便迅速成为现象级产品，至今历经2年销量已突破3亿杯。经过数次实践，瑞幸逐渐探索出一套“大拿铁”的底层产品逻辑，主要推出更适合国人口味的奶咖和茶咖。生椰拿铁、碧螺知春拿铁成为长生命周期的基础大单品，同时通过“系统化策略”推出更多新爆品。
- **高品质低价格，突破精品咖啡和大众消费市场的“壁垒”**。根据各品牌咖啡同类产品价格对比，瑞幸现制咖啡单品价格保持在20元左右，低于星巴克、M Stand等精品咖啡品牌，与库迪咖啡、Manner等品牌价格相仿。其定价策略更符合国内消费需求，拥有规模化优势，不论从价格还是口味方面，都深受大众喜爱，接受程度高。

图表61：2022年生椰拿铁占总销售量份额



资料来源：公司公告，公开资料整理，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表62：各品牌咖啡同类产品价格对比

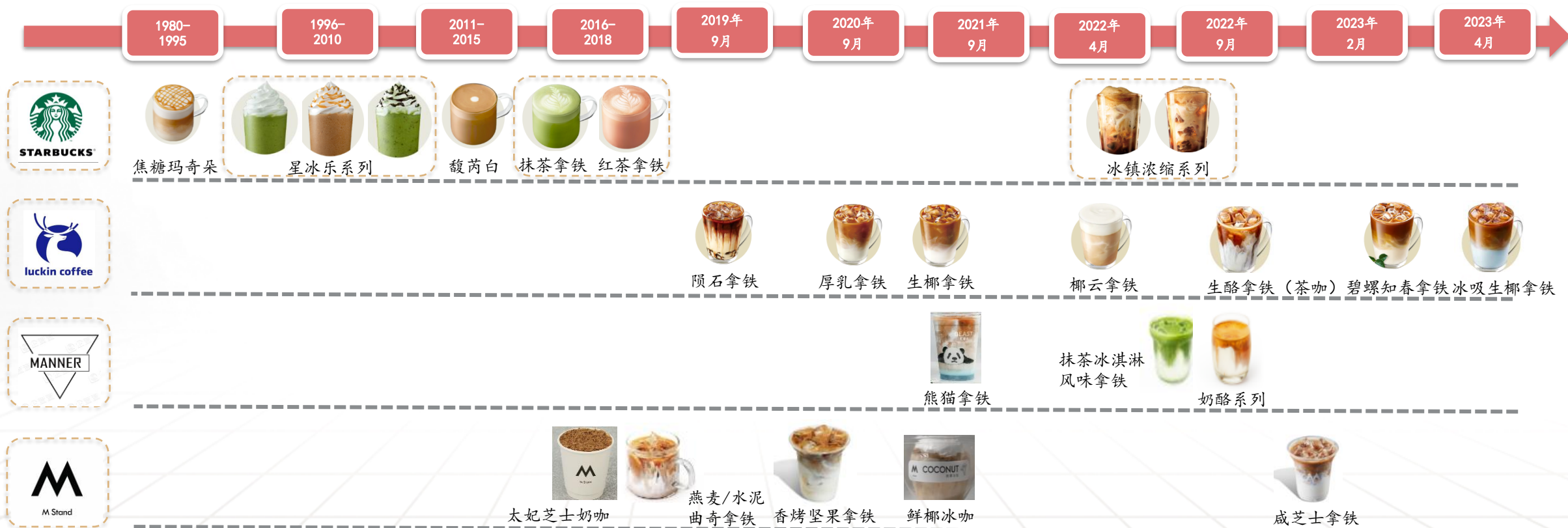
姓名	瑞幸咖啡	星巴克咖啡	库迪咖啡	Manner	M Stand
生椰系列	生椰拿铁 18元	--	生椰拿铁 17.9元	--	椰香拿铁 40元
茶饮系列	抹茶拿铁 19元	抹茶拿铁 35元	抹茶拿铁 16.9元	抹茶拿铁 17.5元	青麦草 38元
茶咖系列	碧螺知春拿铁 20元	如意桃花红茶拿铁 34元	--	桂花龙井拿铁 20元	--
果咖系列	闪光橙橙冰萃美式 21元	粉粉生咖 37元	正当红榴榴冰萃 16.9元	冰橙美式 15元	冰摇香橙美式 38元
美式	标准美式 18元	美式咖啡 30元	美式 12.5元	美式咖啡 15元	美式咖啡 28元
澳白	精萃澳瑞白 19元	馥芮白 38元	精萃澳白 15.9元	澳式白咖啡 17.5元	澳白 34元

资料来源：各品牌小程序，公开资料整理，中邮证券研究所

2.2.3产品端：推新+联名，构筑独特爆品矩阵

- **上新品类多样，引领爆款新趋势。** 2018年后，国内各咖啡品牌新品井喷式涌现，包括冰咖啡、茶咖、奶咖等多种品类，并呈现精品化趋势。瑞幸咖啡保持每年出现一代大爆款系列的高频率，引领爆款方向。

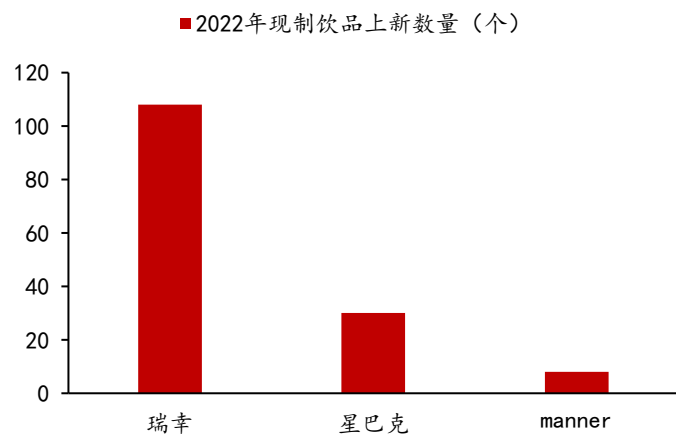
图表63：国内咖啡品牌爆款推新时间线



2.2.3 产品端：推新+联名，构筑独特爆品矩阵

- **产品研发能力强，不断推陈出新。** 2021年公司推出了113款全新现制饮品，2022年上线了140个新SKU，其中包括100多款新饮品。公司具有完善的研发流程体系，包括菜单管理、产品研发、上线前的测试和优化，保障品质和口碑。
- **联名活动持续创造新热点，形成独特爆品矩阵。** 2022年10月，被瑞幸寄予厚望的《JOJO的奇妙冒险：石之海》联名款生酪拿铁上线，首日销量131万杯，首周销量659万杯，刷新了此前生椰系列创造的瑞幸单品首周销售纪录。运用高效产品策略，“新原料+经典产品”系列交叉组合探索新产品，依靠爆品持续保障销量。

图表64：瑞幸咖啡产品研发能力强大



资料来源：公司公告，公开资料整理，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表65：联名活动不断打造新爆品



资料来源：瑞幸新浪微博官方账号，中邮证券研究所

图表66：瑞幸爆款系列咖啡频出

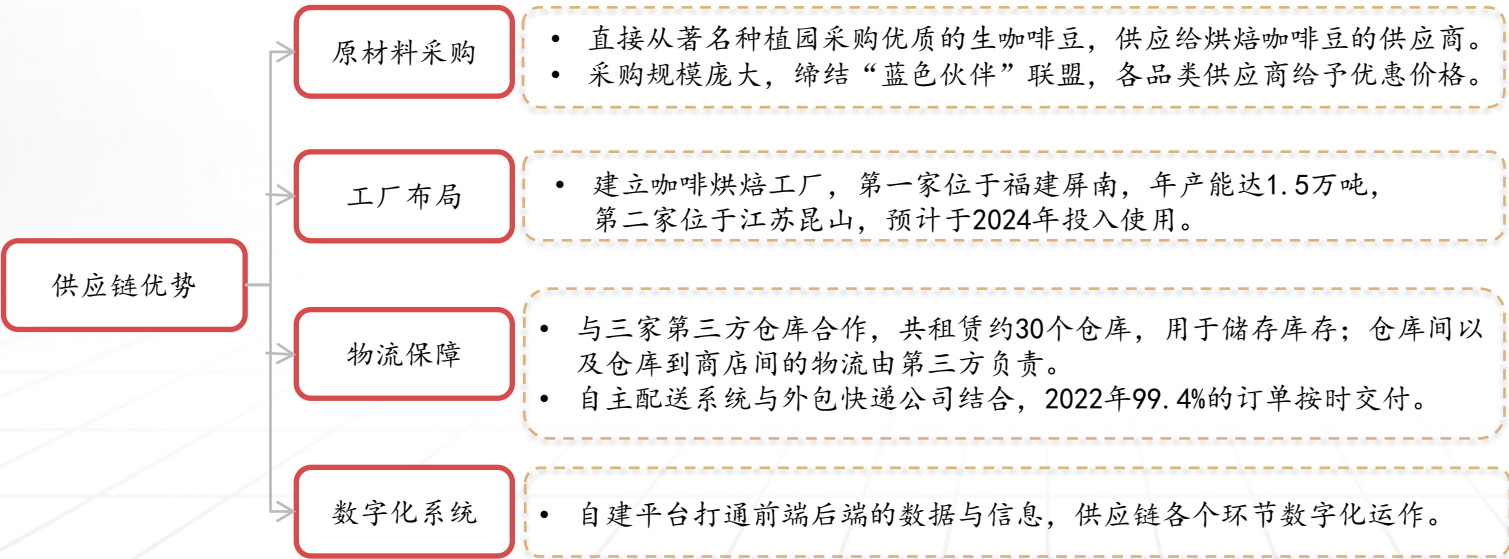


资料来源：瑞幸APP，公开资料整理，中邮证券研究所

2.2.4 深耕高品质供应链，向上溯源向深拓展

- 瑞幸拥有稳定且庞大的供应链，主要从原材料采购、工厂布局、物流保障、智能化系统四个方面对供应链的管理自成一套体系。
- 降低对外部的依赖，深耕上游原材料采购。瑞幸从中国云南、危地马拉、巴西、埃塞俄比亚和哥伦比亚等地的著名种植园采购优质的生咖啡豆，并将其直接供应给烘焙咖啡豆的供应商。今年2月，瑞幸咖啡宣布启动“全球寻豆之旅”计划，继续寻找高品质、适合中国消费者口味的咖啡豆。2018年，瑞幸还与头部供应商结成“蓝色伙伴”联盟，打造成本优势的核心壁垒。
- 自建咖啡烘焙工厂，布局上游咖啡豆产业链。瑞幸拥有两个咖啡烘焙工厂，一个位于福建屏南，面积约为45,000平方米，另一个位于江苏昆山，面积约为53,000平方米，正在建设中，预计2024年投入使用。

图表67：供应链优势



图表68：瑞幸的“蓝色伙伴”联盟

供应商	产品
雪莱	咖啡制造机
弗兰卡	咖啡制造机
法布芮	糖浆
恒天然集团	乳制品
三井物产	生咖啡豆
台湾源友	咖啡豆烘焙
.....	

2.2.4 深耕高品质供应链，向上溯源向深拓展

图表69：自建咖啡工厂



- 首家烘焙工厂：2021年4月正式投产，位于福建屏南，总投资2.1亿元，瑞幸咖啡和路易达孚公司（LDC）合资建成，咖啡豆的年烘焙量可达1.5万吨。
- 第二家烘焙工厂：2022年12月动工，位于江苏昆山，瑞幸咖啡公司独立投资，总投资约8.2亿元，是集生豆分批、烘焙生产、仓储物流、综合研发为一体的全产业链咖啡烘焙生产基地，年烘焙生产加工咖啡豆将达3万吨。



- 星巴克昆山烘焙工厂的年产能超过6万吨，涵盖咖啡豆进出口、烘焙、包装、存储、物流配送以及咖啡烘焙培训。



- 库迪华东供应链基地揭牌，位于安徽马鞍山，主要建设咖啡豆烘焙、咖啡机制造、植物基、糖浆等供应链配套项目。其中咖啡烘焙基地年产能将达4.5万吨，预计23年下半年投产。

- 2021年，瑞幸咖啡生豆进口量为15808吨，22年采购量超过3万吨；2020年市占率约为6.8%。目前公司有现磨咖啡自建供应链1.5万吨，计划新增3万吨。横向比较，2012-2022十年，星巴克在云南累计收购56433吨咖啡豆，其中包含99吨更高品质的“臻选咖啡豆”。
- 瑞幸从各大领先的供应商处采购原材料、机器等产品，由于采购规模庞大，能够以优惠的价格从供应商处采购到高质量的产品。

图表70：原材料供应商

原材料	供应商
烘焙咖啡豆	广东顺大食品、台湾源友、安徽立宇、广州源津食品有限公司、UCC植岛咖啡有限公司
牛奶	上海恒天然、赤峰奥亚牧场
奶制品	宁夏塞上乳业
冷冻生鲜原料	沈阳哈斯生物科技
果汁饮料	德馨食品

图表71：周边产品供应商

产品	供应商
鲜萃咖啡液	大闽食品
冻干咖啡	魔饮、佳禾食品
挂耳咖啡	天际咖啡
烘焙轻食	百卡弗
瑞幸果汁	路易达孚
坚果	中安众果

- 宏观经济因素影响消费者信心及消费能力;
- 市场竞争加剧风险;
- 一级市场融资不稳定性导致行业内部分玩家面临资金链问题;
- 咖啡豆原材料价格上涨风险;
- 食品安全风险。

感谢您的信任与支持!

中邮证券研究所食品饮料团队

姓名: 蔡雪昱 (分析师)

SAC编号:S1340522070001

邮箱:caixueyu@cnpsec.com

姓名: 杨逸文 (分析师)

SAC编号:S1340522120002

邮箱:yangyiwen@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES