

# 新消费研究之咖啡系列报告八： “来势汹汹”的库迪vs稳步向前的瑞幸

2023年04月26日

行业评级

社会服务 强于大市（维持）

证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号:S1060520050001  
电子邮箱:YIYONGJIAN176@pingan.com.cn

研究助理

李华熠 一般证券业务:S1060122070022  
电子邮箱:LIHUAYI330@pingan.com.cn

# 核心观点

- **库迪客观现状如何？** 1) 门店：创立5个月门店数破1000！目前门店超1400家，开店持续释放中。2) 价格：抖音8.8元/9.9元狂发券，券后价格很便宜！3) 懂营销推广：以有流量红利的抖音平台作为核心阵营，现阶段主打价格优势切中消费者心里，同时“瑞幸创始人”声量+低进入门槛&“亏损补贴”的加盟政策对联营商吸引力强。
- **库迪的单店模型如何？** 1) 模式：跳过自营门店的模型打磨阶段，主打联营合伙制，快速“切入”咖啡赛道。2) 单店初始投入：第一年总投入40-60万，与其他小店模式咖啡、茶饮品牌投入没有太大差异。3) 单店模型：目前抖音主打8.8元/9.9元券，窄门餐眼显示ASP11.58元，实际ASP目前6-9元；现阶段大力度优惠营销下，价格、杯量这两个核心假设条件均为非稳态，因此后续稳态的门店利润及整体合理回收期测算还需要动态跟踪。但从我们的调研和跟踪数据来看，3月份实际盈利的门店比例不高，且以微利为主。二季度是旺季，也是库迪门店的第一个旺季，也是重大考验期。
- **为什么要“关心”库迪？** 1) 库迪希望赶上“咖啡行业高增+社会资本溢出+抖音渠道流量”的行业红利，借力社会资金&资源，以相对“轻”的联营合伙模式+低价格带，短期实现全国范围内的快速扩张。2) 库迪咖啡的管理团队经历了瑞幸早期的运营发展阶段，对瑞幸相对熟悉。
- **库迪需要关注的几个问题：** 1) 库迪目前已经是第三次大规模8.8元抖音卷活动，未来稳态价格到底提升至多少？提价后稳态杯量到底能够稳定在多少？2) 目前库迪仍处于早期亏损的阶段，尽管其核心管理团队此前有一定财富积累，发展也借力了社会资金&资源，但后续是否有融资开展需要重点关注。3) 库迪飞速扩张下问题不可避免，但其更深层次的挑战在于其产品力和管理能力需要得到市场验证。
- **瑞幸怎么应对？** 瑞幸目前在按自己的方向、节奏稳步前进：1) 产品：每周产品/主题营销持续更新，3月推出季节爆品碧螺之春拿铁首周销售447万杯，4月推出年度爆品冰吸生椰拿铁首周销售666万杯。2) 拓店：进一步加速，Q1新开店1000+。3) 同时加码优惠券力度，不排除会价格“反击”，如在抖音销售13.5元券，4月在部分门店发放9.9元券。但我们认为咖啡市场空间足够大，一个不可否认的客观事实是市场仍有空白需求&点位尚未被瑞幸完全渗透。我们坚定看好瑞幸的发展空间和巨大的领先力。
- **库迪后续怎么跟踪、演绎？** 1) 跟踪：开店跟踪+价格跟踪+二季度门店盈利情况+融资开展情况，库迪门店能否经历住考验，在第一个旺季（2023年Q2）会有基本结论。2) N种不确定+1个确定：我们认为唯一确定的是瑞幸的数据引领行业高增，其经营数据的“刚性”才是决定估值水平的根本。
- **风险提示：** 1) 转板不及预期；2) 管理层变动；3) 政策风险；4) 行业竞争加剧不可避免；5) 食品安全风险；6) 原材料成本大幅上涨影响盈利。

## 目录 CONTENTS

- 库迪的几个客观现状
- 库迪的单店模型如何？
- 为什么要“关心”库迪？
- 库迪的问题也暴露在阳光下
- 瑞幸怎么应对？
- 库迪后续怎么跟踪、演绎？



# 库迪咖啡的客观现状-店已开，5个月开店破1000家！

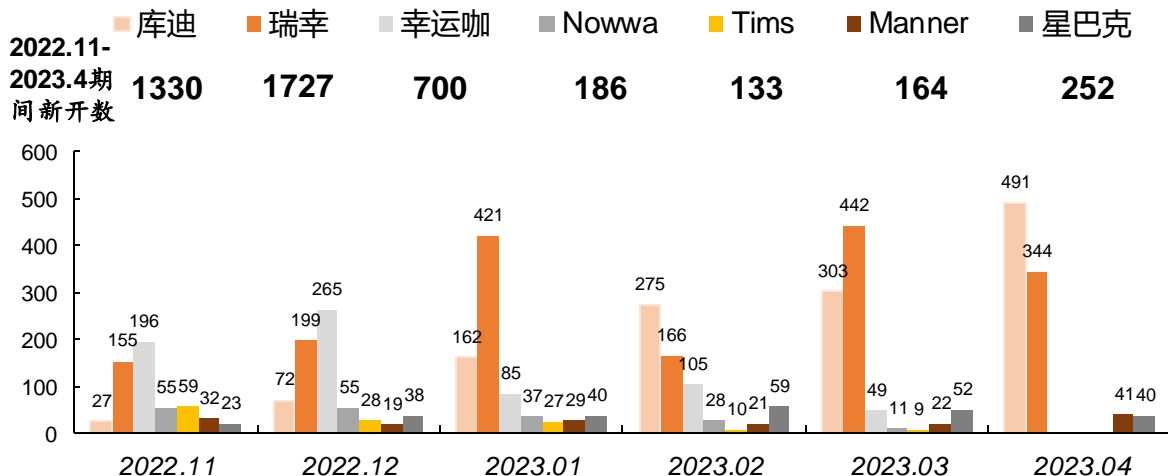
○ 库迪2023.03.25门店破千



◎ 截至2023.04.17库迪门店达1400余家



◎ 自2022年11月以来库迪开店节奏VS竞品品牌



注：4月开店统计时间截至4月17日；库迪及瑞幸开店数据来源公众号，其他品牌来源极海及窄门；库迪非定期披露数据，存在如部分3月门店统计递延至4月统计误差。

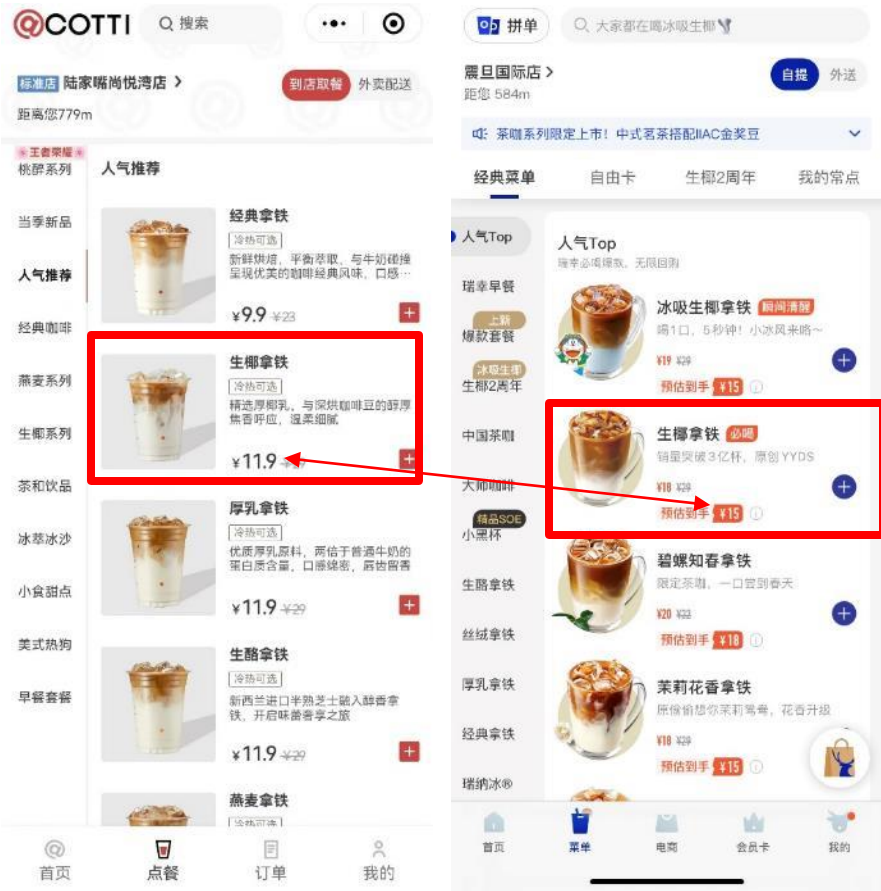
➤ 开店提速+加盟商热度高涨，库迪下一轮千家店可能很快：据库迪微信公众号数据，月度开店持续提速，首400家门店历时4个月，而门店破千后，从1000家-1400家门店历时1月不足。目前全国各地加盟热情高涨，各主力咖啡茶饮品牌门店数持续攀升，公司2023年的新开门店规模预计比较大，库迪下一轮门店破千家的速度可能会很快。

➤ 库迪咖啡门店赚钱能力不是现阶段最重要的关注点，核心是为什么咖啡新品牌能这么快开出这么多门店？而且还这么多资金愿意联营加盟？还是市场没有被满足，被库迪抓住了机会？

# 库迪咖啡的客观现状-券后价格很便宜!

➢目前库迪主要优惠包括：抖音8.8/9.9元券，新人介绍0元券等。

➢同平台对比瑞幸和库迪存在3-4元价差，但4月瑞幸咖啡优惠活动显著增加，在库迪周边门店发放9.9元券。



◆微信小程序：以生椰拿铁为例，库迪直接下单价格为11.9元（非新人，小程序未发放优惠券）VS瑞幸标价18元，但老客户日常券后下单15元，二者实付差异3.1元左右。

◆抖音：依旧以生椰拿铁为例，库迪可购买8.8元券，亦有新品9.9元券VS瑞幸生椰13.5元券，及新品14.5元券。二者生椰及新品差异在4元左右。

◆4月瑞幸优惠活动增加，部分库迪周边门店9.9元全场饮品。



# 库迪咖啡的客观现状-营销推广能力比较强

➤库迪团队营销推广能力较强：1) 方式方法上：以有流量红利的抖音为核心阵营，辅之以小红书、微博、微信自媒体等渠道。2) 洞察消费者：切中消费者“便宜是硬道理，产品不难喝”的心态；3) 营销：以世界杯阿根廷国家足球队中国区赞助商，王者荣耀IP联名等提升曝光。4) 模式对加盟商有吸引力：以瑞幸创始人作为切入点“声量”足够大，加盟门槛不高资金可控，推出托管模式减轻加盟商管理压力，并且打出“亏损补贴”等较为激进的加盟政策。

➤目前联营加盟商多以“陪跑”心理经营门店，短期盈利有难度，期待旺季到来实现门店盈利。

● 库迪以有流量红利的抖音为核心阵营，辅之以小红书等自媒体渠道



抖音本地生活



抖音达人直播



抖音小达人



小红书种草

● 库迪联名世界杯阿根廷队及王者荣耀，提升曝光



王者荣耀联名



阿根廷系列产品

## 目录 CONTENTS

- 库迪的几个客观现状
- 库迪的单店模型如何?
- 为什么要“关心”库迪?
- 库迪的问题也暴露在阳光下
- 瑞幸怎么应对?
- 库迪后续怎么跟踪、演绎?



# 库迪UE模型试解-联营加盟模式主导

- **定位联营加盟**：1) 跳过自营门店的模型打磨阶段，参考瑞幸的联营加盟模式；2) 2023年是Reopen第一年，各品牌纷纷加码开店，这种模式便于新品牌快速“切入”咖啡赛道。
- 从我们实际跟踪研究来看，库迪在部分一二线城市有少量自营店，以样板店为主；但是**90%以上都是联营加盟店**。
- 目前瑞幸门店自营店占69%（2022财报口径），且部分新加盟店有3年后回收计划；瑞幸的联营加盟模型2021年下半年才逐步恢复并提速。

## ○ 库迪咖啡的模式定位

### 公司定位

<b>定位</b>	搭建业务支撑平台，整合优质资源，助力联营商轻松成为咖啡梦想家，让天下没有难开的咖啡店。		
<b>兴趣型</b>	实现咖啡梦想	<b>创业型</b>	轻松上手有保障
<b>投资型</b>	收益好、风险小、规模化	<b>资源型</b>	资源价值最大化

## ● 库迪咖啡的业务模式

### 业务模式-联营合伙制

0加盟费+0品牌使用费+0技术支持费

区别	传统加盟	联营合伙
经营风险	加盟商独家承担风险	双方共担风险
费用收取	品牌方先行收取加盟费、营销费等各种固定费用	不收取任何固定费用，根据经营状况分成
运营管理	全部由加盟商承担	CT可提供托管
设备物料	加价率高	加价率低（成本价+运费）



# 库迪UE模型试解-单店投入

➤前期固定投入**20-30万**：咖啡机、柜体、装修为固定投入，投入规模差异在于门店大小带来的设备数量和装修费差异。

➤加上租金、人工、原材料、品牌定金和其它费用，第一年的总投入基本在**40-60万**之间：由于城市级别、选址的原因，租金和人工的差异度较大。

➤库迪单店的前期投入规模跟瑞幸、挪瓦或者其它线下茶饮业态其实没有太大的差异。

○ 库迪咖啡单店投资招商测算（单位：元）

## 单店投资



单店投资	店中店 (inside)				快取店	标准店	品牌店
	A1	A2	A3	A4			
店型	A1	A2	A3	A4	B	C	D
设备合计	80,000	85,000	85,000	85,000	145,000	145,000	145,000
柜体广告合计	35,000	40,000	43,000	58,000	60,000	65,000	65,000
基础装修	-	-	-	-	20,000	80,000	300,000
总计	115,000	125,000	128,000	143,000	225,000	290,000	510,000
咖啡机数量	1台				2台		

注：以上数字以Franke A600咖啡机为例，数字为大约数，具体以实际情况为准

◎ 主要咖啡、茶饮加盟固定投入均在**20-30万**之间

品牌	前期固定投入 (设备、装修、保证金、 服务费等；不含租金、人 工、首批物料等)	详细项目
瑞幸咖啡	43万	装修18万左右(80m²左右)，设备20万左右，保证金5万左右。
Nowwa咖啡	24万起	综合服务费5万，设备10万，运营费3.5万，门头吧台预收款5万，保证金0.5万。
幸运咖	21万起	加盟费1万/年，设备8万，装修10万左右，保证金1万，管理费0.5万/年，培训费0.48万。
茶百道	24万起	品牌授权费3万，开业综合服务费4万，培训费0.5万/人，综合运营服务费1万/年，保证金1.5万，外卖平台相关0.4万/年，设备13-15万。
古茗	23万起	装修10万，设备10万，品牌合作费1.88万(分期)，运营服务费3万(分期)，培训费2.5万(分期)，开店服务费2.5万(分期)，保证金0.5万，开业营销费0.8万。
蜜雪冰城	20万+	保证金2万，运营管理费&咨询费等0.68万/年，设备8万，装修8万左右(考虑首批物料6万及房租和转让费10万起，预计37万起)。

- 加上租金(含转让费、入场费等)10万起，首批物料2-6万，人工等，第一年主要咖啡、茶饮加盟总投入一般在40-60万。

# 库迪UE模型试解-单店模型及VS瑞幸单店

- **库迪单杯成本9-10元**：1) 按照库迪招商数据测算为9.55元/杯；2) 实际调研跟踪结果与招商测算数据相差不大，部分快取小店成本略低。
- **两个核心假设条件需要持续跟踪**：1) 稳态杯量能否如公司招商宣传一样达400杯，目前抖音等优惠活动期间的杯量为非稳态；2) 库迪最终稳态ASP是多少，现阶段抖音优惠券是8.8/9.9元，据窄门数据ASP为11.58元，目前小程序门店价格升至11-14元/杯。
- **需要特别注意**：1) 目前可跟踪利润为门店层面的利润测算，不包括总部费用、营销费用；2) 库迪咖啡联营加盟模式具有合规成本优势，比如税率、五险一金等。
- **库迪的成本回收期**：1) 招商宣传是6个月左右；2) 从调研和跟踪数据来看，3月份实际盈利的门店比例不高，且微利为主。整体合理成本回收期测算还需要动态跟踪。
- **目前瑞幸单店OPM20%~30%是否真的偏高**？1) 瑞幸的中后台较重，较普通餐饮品牌的费用更高，在此情况下最好季度22Q3营业利润15%左右；2) 站在联营加盟商的角度来说，我们测算扣除员工工资、租金水电等后的实际净利率预计在20%左右。

## ○ 库迪招商宣传单杯成本测算（假设单店日均400杯）

### 咖啡经济学 | 一杯咖啡的成本结构

成本项目	单杯成本金额	计算说明
原材料	5.40元	咖啡豆、牛奶、糖浆、包装等
房租	1.25元	月房租15000元，每天销售400杯分摊
人力	2.00元	
折旧	0.60元	按每天销售400杯，设备5年，装修3年折旧计算
水电	0.30元	
合计	9.55元	

注：以上数字基于一定假设条件测算，具体以实际经营情况为准

## ● 库迪招商宣传投资回收期&盈利分析

### 盈利测算 | 单店盈利分析·盈利及回收周期

快取店

日销量(杯)	200	400	600	800	1000
月销售额	93,600	187,200	280,800	374,400	468,000
月毛利	61,200	122,400	183,600	244,800	306,000
门店成本(房租、水电、人工、折旧、门店杂费)	30,156	43,956	57,756	71,556	85,356
服务费模式一	服务费	6,740	21,100	36,400	51,700
	月经营利润	24,304	57,344	89,444	121,544
	投资回收期(月)	9.04	4.27	2.83	2.11
服务费模式二	服务费	7,680	16,860	26,040	35,220
	月经营利润	23,364	61,584	99,804	138,024
	投资回收期(月)	9.33	4.00	2.55	1.87

注：以上数字基于一定假设条件测算，具体以实际经营情况为准

注：月销售额、月毛利、门店成本、服务费、营业利润单位为元。

## ● 瑞幸直营单杯模型测算（财报口径）

	FY21	FY22	22Q2	22Q3
日均杯量(杯)	300	364	385	421
ASP(元)	14.8	15.55	15.1	15.3
单杯成本(元)	5.15	5.21	4.35	4.33
租金(元)	1.51	1.37		
人工(元)	2.55	2.41	3.97	3.9
水电及其他(元)	0.47	0.52		
折旧摊销(元)	1.03	0.6	0.58	0.53
摊至单件配送成本(元)	1.28	1.21	1.13	1.21
开店前费用及其他(元)	0.04	0.05	0.05	0.05
单杯利润(元)	2.77	4.17	5.03	5.14
单杯利润率	18.70%	26.80%	33.30%	33.60%

注：为测算数据与门店披露OPM有误差，详见我们的咖啡系列报告六：瑞幸咖啡核心十五问。



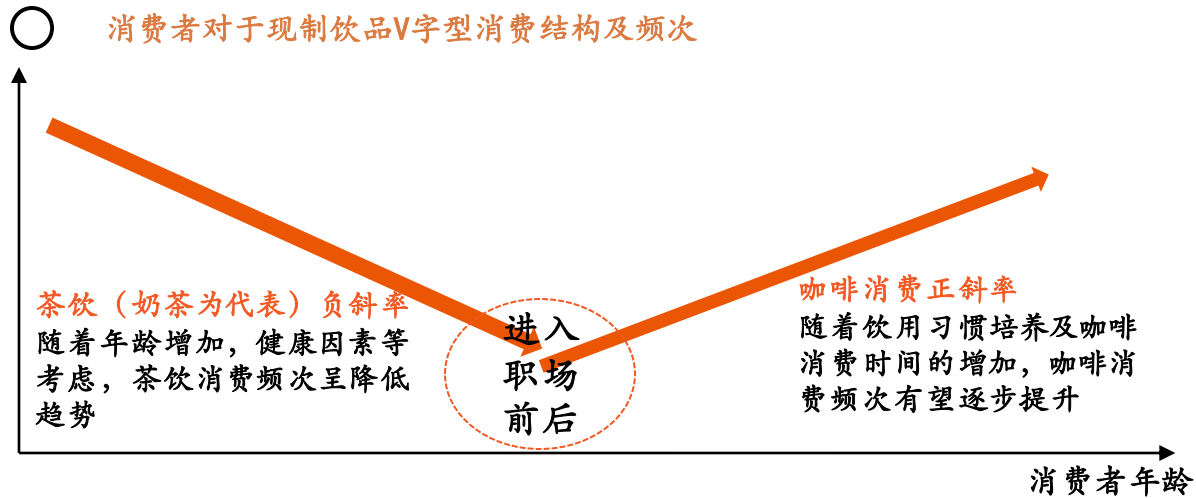
## 目录 CONTENTS

- 库迪的几个客观现状
- ◎ 库迪的单店模型如何？
- ◎ 为什么要“关心”库迪？
- ◎ 库迪的问题也暴露在阳光下
- ◎ 瑞幸怎么应对？
- ◎ 库迪后续怎么跟踪、演绎？

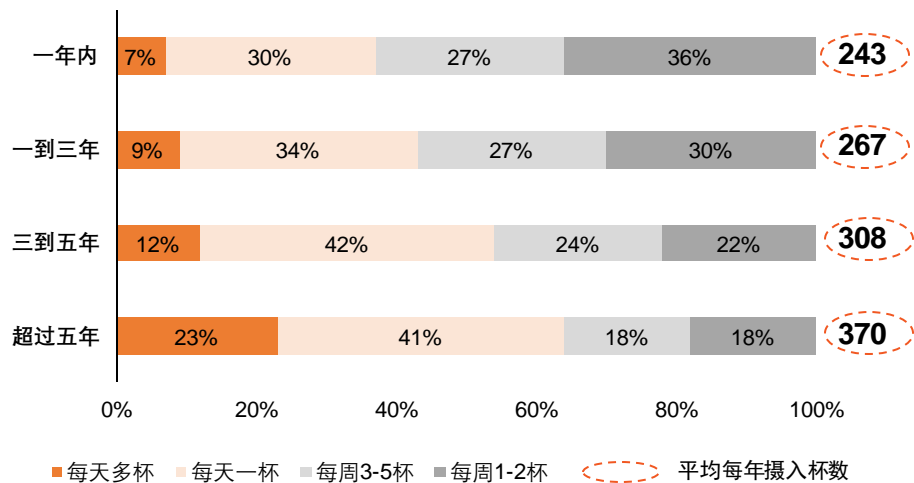


# 咖啡行业需求有红利有β

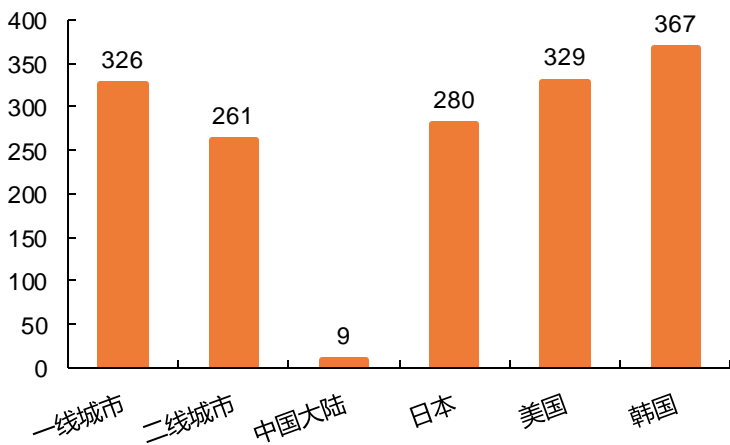
- 咖啡好品类&目前成长最好的消费赛道：1) 咖啡是越喝越多的“上瘾品”；2) 国内人均咖啡因摄入量或者咖啡杯量低（渗透率低，对标成熟咖啡消费国家提升空间大）；3) 咖啡行业是可比拟如包装水等日销品的大赛道。
- 核心人群从奶茶逐步向咖啡过度：V型消费结构及频次下咖啡消费具备潜力（详见我们的咖啡系列报告三：咖啡VS茶饮，再议瑞幸未来）。
- 瑞幸财报所“展示”的高成长数据“令人羡慕”，是客观事实，也激发了市场竞争。
- 不只是库迪咖啡，瑞幸、星巴克、manner、挪瓦、幸运咖等都在拓店增长。



咖啡饮用时间越久，消费频次越高



2021年各国/地区人均咖啡消费量对比（单位：杯/年）



各咖啡品牌都在拓店增长

品牌	门店总数	城市覆盖	平均价格	门店趋势
瑞幸咖啡 Luckin Coffee	9257	243	19	↑
星巴克咖啡 Starbucks Coffee	6271	250	41	↑
麦当劳咖啡 McDonald's Coffee	2548	74	-	↑
幸运咖 Lucky Coffee	2465	280	8	↑
库迪咖啡 COTTI COFFEE	1340	210	-	↑
Manner Coffee Manner Coffee	677	25	22	↑
挪瓦 NOWA	663	151	17	↑
北美传奇咖啡 Tim Hortons	641	40	-	↑

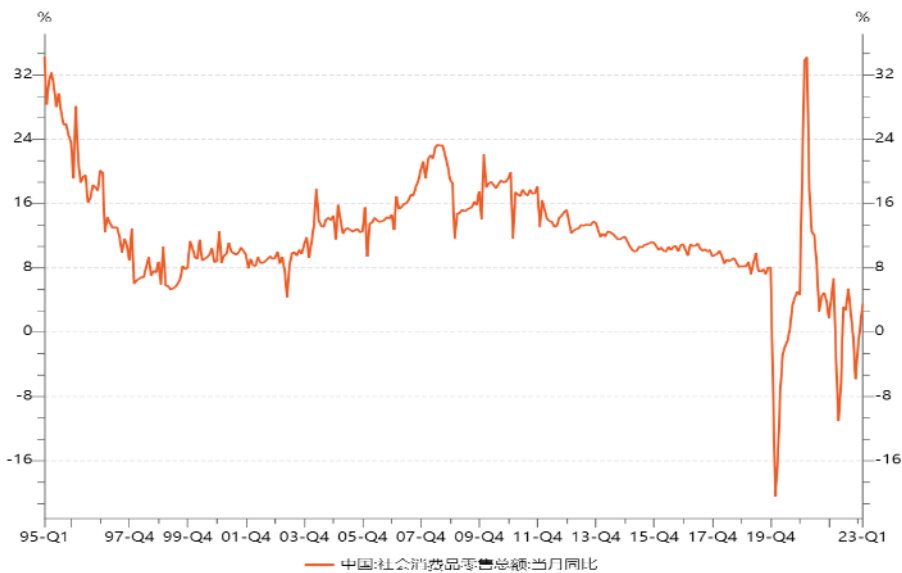
注：数据截至2023年4月18日



# 社会资本涌入咖啡行业+库迪巧加“杠杆”

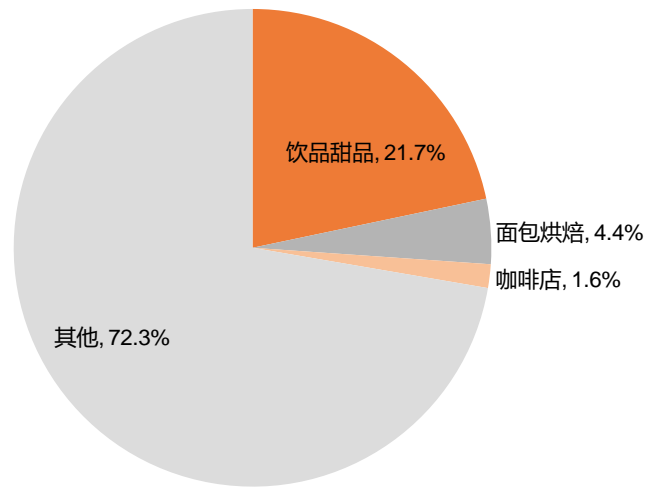
- 社会资本向“赚钱”行业溢出：全国社零增速相对乏力，前些年茶饮、中介、地产等行业的“资金”都在寻找新方向；咖啡行业的高增及目前瑞幸的赚钱效应对社会资本形成一定吸引力。
- 库迪巧加“杠杆”：1) 库迪定位联营合伙模式，避开自营模式的重资本投入（总部费用不可避免）；2) 全国范围内联营商“出钱还出力”：全国选址，借助加盟商的资金、本地资源等；3) 总部统一管控店流水，借力社会资本。（逻辑图详见下页）
- 根据我们的调研，因无法加盟瑞幸而选择如库迪、幸运咖等咖啡品牌的加盟商较为常见。

○ 疫情以来全国社零增速乏力



● 茶饮行业门店转让比例相对较高，需要寻找新方向

2021年中国餐饮公开转让门店品类分布



注：NCBD整理，共统计十个城市的500多家门店，统计日期为2021年9月13日。

# 社会资本涌入咖啡行业+库迪巧加“杠杆”



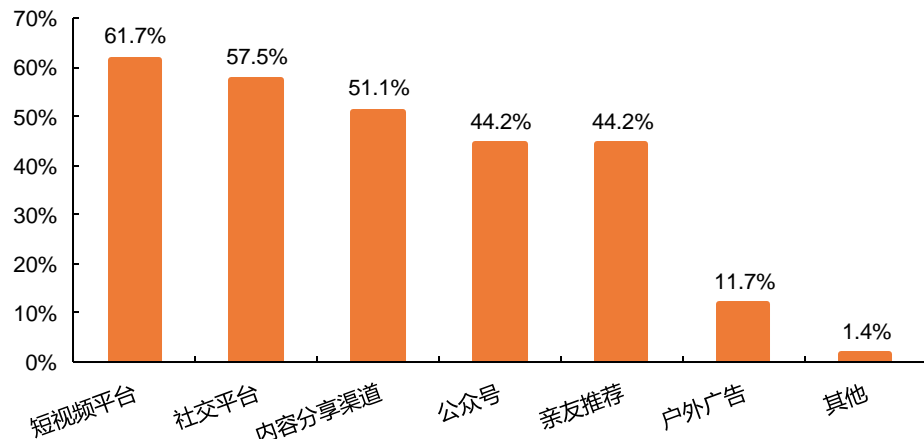


# 抖音流量有红利，库迪比较懂营销

► **抖音流量红利**：早期瑞幸充分享受了微信、外卖平台的流量红利；抖音目前仍处流量红利期，从实际观察来看，库迪已经发现并且在“挖掘”抖音流量。同理，瑞幸在抖音等渠道的运营也非常成功（瑞幸位于抖音卡券充值店铺榜第2名，第一名为麦当劳，库迪尚未进入Top40）。

► **餐饮优惠券是达人偏好的带货品种**：1) 消费者角度，低价优惠券“吸引力”大；2) 餐饮到店核销率相对较高，而达人抽佣20%（抖音规

## 2021年中国网民主要通过短视频平台获取网红餐厅信息

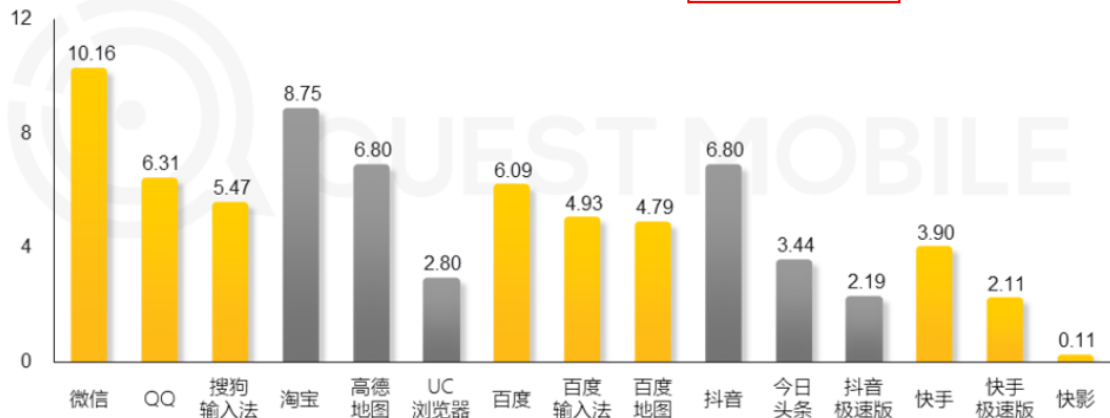


## 抖音、美团到店佣金率对比

	抖音	美团
美食	2.5%	4-5%
住宿	4.5%	7-8%
游玩	2.0%	4-5%
休闲娱乐	3.5%	5-8%
丽人	3.5%	5-8%
结婚	8.0%	10-18%
亲子	4.5%	4-6%
教育培训	4.5%	8%
其他	3.5%	3-5%

2022年6月部分头部互联网公司TOP3 APP月活跃用户数

所属企业	腾讯控股			阿里巴巴			百度集团			抖音集团			快手		
同比增长率	1.8%	-2.1%	3.9%	5.5%	7.3%	-0.4%	6.5%	4.8%	-0.5%	5.5%	7.7%	26.3%	-6.5%	18.5%	-9.5%



Source: QuestMobile TRUTH 中国移动互联网数据库 2022年6月

注：上图表数据代表每个平台旗下APP（对应下方柱状图）在2022年6月份月活同比增长率。

# 咖啡价格带存在市场空缺？

►12元左右咖啡价格带目前来看似乎空缺：据窄门数据，奶茶没有12元价格带产品，咖啡现在稳态模型中也没有。

►该价格带是不成立还是暂时未跑通，目前尚无定论：1) 奶茶是高度同质化&低门槛&高成熟度的行业，扩店和涨价是目前行业获利的主要方式，持续极致低价难以抵抗成本压力（租金和人力成本长期来看持续上升，原料价格近两年也有上涨），12元价格带奶茶品牌空缺；2) 咖啡12元是否成立？我们跟踪研究下来，部分下沉市场似乎可以微利跑通，但大范围我们仍不确定。未来库迪咖啡的价格带稳定在什么水平同样需要验证。

## 茶饮品牌12元价格带目前空缺

茶饮品牌	ASP (元)
奈雪的茶	23.92
喜茶	21.72
茶颜悦色	17.15
古茗	15.34
悸动烧仙草	14.95
一点点	14.88
沪上阿姨	14.86
CoCo	14.01
书亦烧仙草	13.17
益禾堂	9.73
甜啦啦	8.8
蜜雪冰城	7.94

## 目前咖啡除了库迪外暂无12元价格带品牌

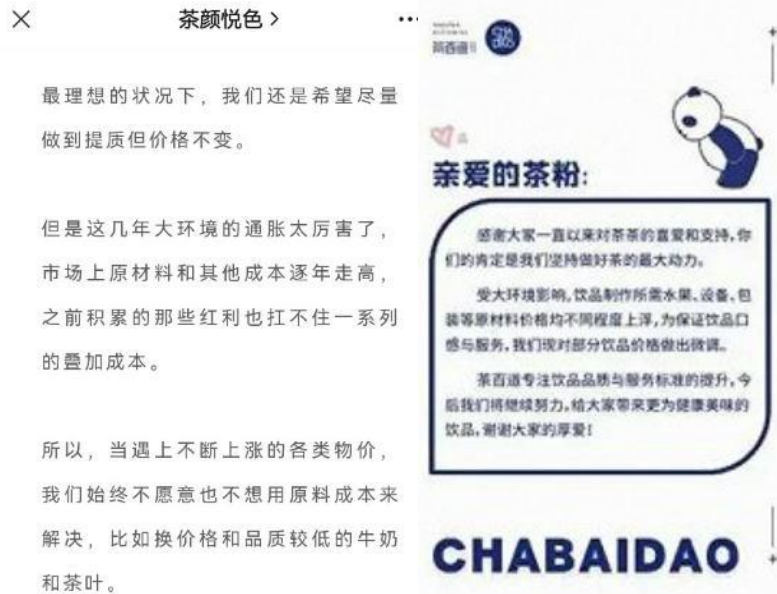
咖啡品牌	ASP (元)
%Arabica	43.72
M Stand	41.06
星巴克	39.31
costa	38.34
seesaw	34.94
Tims	33-35
MaCafe	24.75
Manner	22.42
瑞幸咖啡	19.2 (平均订单包含1.4个商品左右, 单杯14-15元)
Nowwa	17.43
库迪咖啡	11.58
幸运咖	8.36

注：库迪为目前阶段性价格，非稳态。

## 成本上升压力大，提价成为茶饮品牌抵御成本压力的重要手段

2022年1月5日茶颜悦色官方公众号宣布涨价

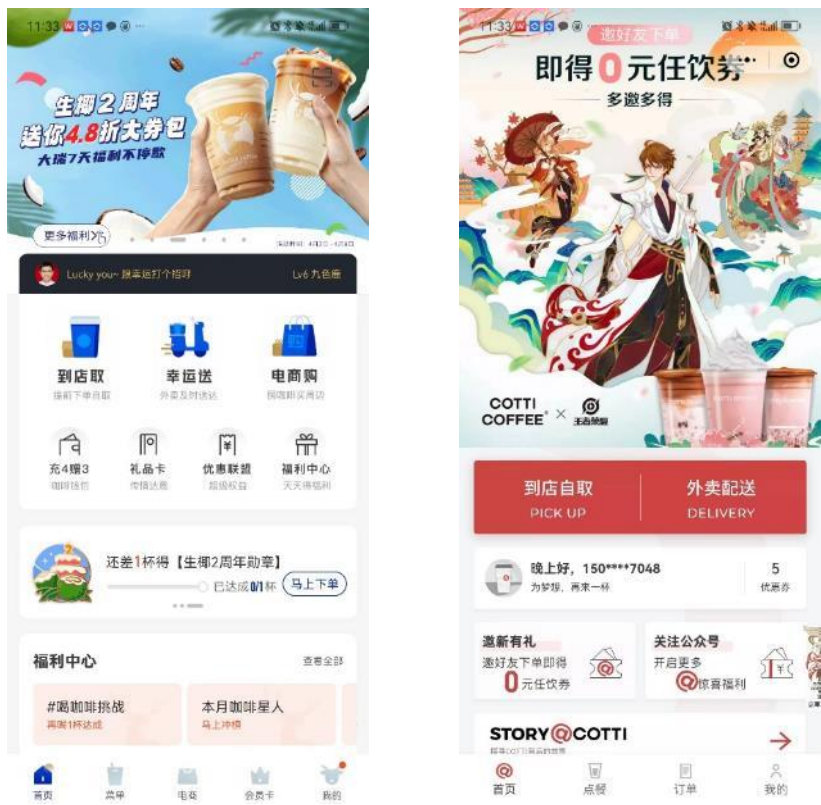
2021年茶百道宣布涨价



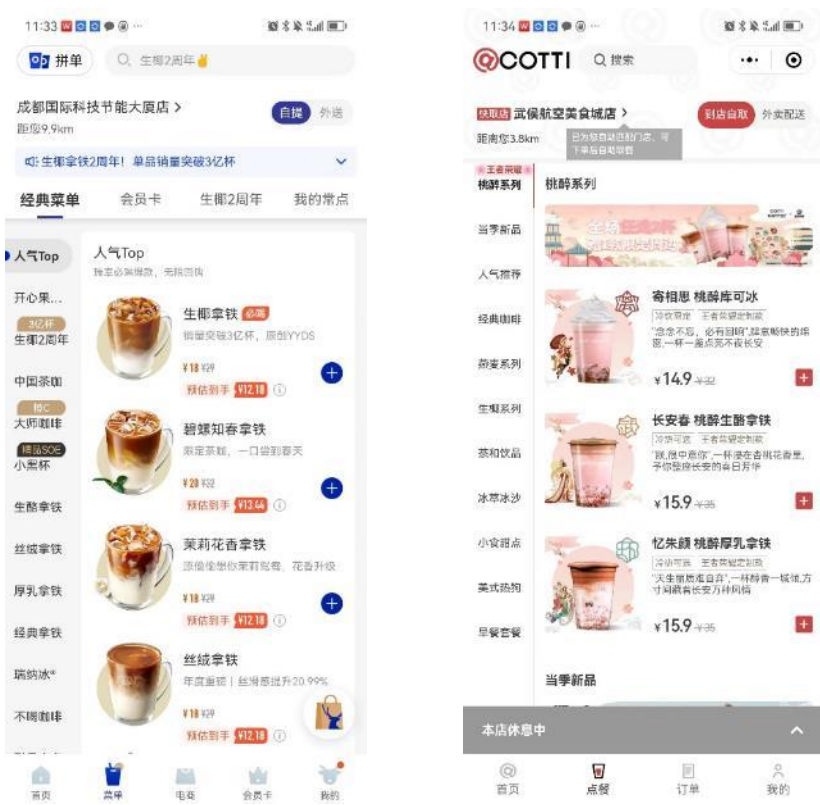
# 库迪咖啡的管理团队对早期瑞幸相对熟悉

- ▶ 库迪有较强早期瑞幸产品、模式基因：客观上来讲，库迪目前的管理团队经历了瑞幸早期的运营发展阶段，熟悉“爆雷”前的瑞幸模式。
- ▶ 库迪的底层逻辑：1) 产品力方面尽量向瑞幸靠拢；2) 运营方面选择更快更便捷的联营加盟，借此快速扩张；3) 借力抖音推广，并且强调亏损补贴；4) 充分运用Reopen后的经济大环境，且在旺季前开出第一批千店。
- ▶ 形成一个核心问题：“差不多的产品模式入局咖啡市场，会产生什么影响？”。

## ○ 瑞幸小程序首页VS库迪小程序首页










## ● 瑞幸小程序点单VS库迪小程序点单





# 目前其它竞品现状&主要挑战

品牌	标志	现状&主要挑战
星巴克中国		1) 产品、研发、决策依赖北美总部，管理链条长；2) 30元价格带&主打第三空间；前二十年咖啡市场本质上是大城市模型，星巴克在消费群体中适用度高；但现在的咖啡市场成为普适性的全国大市场，对产品力、价格体系的需求也出现了变化，星巴克只能覆盖部分市场需求；3) 星巴克品牌力、第三空间优势毋庸置疑，但传统优势局限了模型的适用度及渗透空间，因为消费者难以拒绝1/3-1/2的星巴克价格去喝一杯更适合中国人口感的咖啡。
Tims中国		1) 咖啡+暖食，差异化特色显著；2) 股东实力背景强；3) 开店节奏稳步提升；4) 目前门店模型逐步打磨优化，关注成本效率改善。
Manner		1) 上海发家势能相对更强（高线打低线城市模型更容易），曾有很好的发展窗口期；2) 管理层定位Manner的基因为精品化；3) 精品咖啡&小资化的产品全国“普适性”相对有限；4) ASP为22.4元，价格优势相对有限；5) 全国范围线下连锁管理的能力有待验证。
NOWWA咖啡		1) 曾经有很好的发展时间窗口；2) 产品、模型、管理能力目前仍处打磨优化阶段。
幸运咖		1) 优势：蜜雪的管理、供应链和加盟商基础；2) 目前观察来看，产品力&门店的盈利目前仍处于打磨优化阶段。
M Stand %Arabica seesaw Peet's LAVAZZA		价格高&精品化，受众面相对有限；高线城市面临与星巴克的竞争，下沉做全国模型难度大；差异度相对有限。
麦咖啡 (MaCafe) 便利店咖啡等		属于搭售逻辑；目前国内咖啡市场供给充足&多样化，搭售逻辑下相对有限的SKU难以满足消费者多元化诉求。
茶饮品牌咖啡		咖啡与茶饮在产品、用户画像、管理运营各方面都有明显差异，大规模跨界渗透难度高。

➤详细分析可见我们此前系列咖啡报告！

## 目录 CONTENTS

- 库迪的几个客观现状
- ◎ 库迪的单店模型如何？
- ◎ 为什么要“关心”库迪？
- ◎ 库迪的问题也暴露在阳光下
- ◎ 瑞幸怎么应对？
- ◎ 库迪后续怎么跟踪、演绎？



# 库迪稳态的价格&杯量到底是多少？稳态单店模型？

▶参考瑞幸自营门店历史的ASP、杯量及门店OPM成长数据：

	年度					季度									
	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
ASP（价格）	9.37	10.37	11.87	14.80	15.55	12.70	12.83	13.78	14.71	15.25	15.07	15.15	15.10	15.30	16.54
直营单店日均杯量	239	245	206	300	364	224	268	227	310	343	340	300	385	421	347
自营门店OP	-90.1%	-39.0%	-12.5%	20.2%	26.4%	-0.2%	8.7%	6.2%	23.1%	25.2%	20.9%	20.3%	30.6%	29.2%	23.6%

注：1) 计算瑞幸日均杯量暂不考虑疫情临时关店导致门店数摊薄影响，据我们测算，如考虑临时关店2022年单店日均杯量达380杯左右（全国直营店平均水平）。

2) 22Q1开始，瑞幸季度ASP为测算数据。

3) 瑞幸自营门店OP考虑折旧摊销。

○ 窄门餐眼上显示，库迪目前ASP11.58元

● 据第三方媒体报道，目前库迪门店杯量分化



4月11日 媒体文章，来源咖门（接右图）

严佳的店，是一间20多平的“快取店”，开在某省会的核心商圈，门店紧邻1所知名三甲医院和3栋写字楼。

“今天是开业的第4天，外卖平台、抖音团购的审核还没过，地推也没来得及做，这两天仅靠着常规自提单量，就做到了日出300多杯。”严佳说，“店刚开起来，很多事都要盯着，还有一家店正在装修。”

相比王清和严佳的焦虑与忙碌，已在北方某二线城市开出2家库迪门店的吴玮（化名）就显得轻松许多。

吴玮在去年11月完成签约，并迅速开出2家快取店，都选择了托管模式，目前出杯量可以做到500~600，开在商场的门店，周末可以达到1000杯以上。

3月29日 新闻，来源周天财经，门店位于东北地区

经过周天财经于工作日及周末对该「库迪店」的蹲守发现，平均一天该店的出杯量超过150杯，平均客单价大约在11元左右，基本可以达到收支平衡，倒闭不至于，但也很难产生暴利。

3月15日 媒体文章，来源亿邦动力

一位库迪咖啡拓展经理介绍，北京地区的某家门店由于地理位置不佳，若只靠线下客流，日销约100杯，而接入了直播团购和外卖平台后，日销可以达到600杯。

2022年11月 新闻文章，来源北京商报

一位业内人士告诉北京商报记者，大多咖啡店的平均日销量在100-200杯左右，库迪咖啡所测算的日销1000杯的数字较为理想化。如果库迪咖啡前期投入较多市场支持，再加上低价策略，则具有一定竞争力，但该价格在二三线城市未必有绝对优势。

库迪近况：

▶持续低价优惠中：目前是第三次大规模8.8元抖音券活动。

▶新店开张期：有网红属性。

▶核心点：1) 稳态价格到底升至多少？2) ASP提升之后，杯量稳定在多少？这对公司选址/产品/管理等能力都是考验。

▶总结：目前库迪单店模型处于动态调整变化过程，好的一方面是逐步进入暑期饮品消费旺季，不好的一面是价格上提带来的不确定性。



# 库迪加盟模型敏感度分析

## 库迪加盟模型敏感度分析

8.8元/9.9元券公司补贴ASP

瑞幸暑期经营杯量&ASP水平

单店日均杯量(杯)	200	400	200	300	400	200	300	400	200	300	400	200	300	400	400
ASP(元)	10	10	11	11	11	12	12	12	13	13	13	14	14	14	15
月收入(元)	60000	120000	66000	99000	132000	72000	108000	144000	78000	117000	156000	84000	126000	168000	180000
单杯原料成本(元)	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
月度毛利(元)	27600	55200	33600	50400	67200	39600	59400	79200	45600	68400	91200	51600	77400	103200	115200
服务费(自管, 模式1, 元)	760	5540	1540	4580	7940	2440	6380	10340	3620	8180	13300	4820	9980	16300	19300
人力成本(元)	24000	24000	24000	24000	24000	24000	24000	24000	24000	24000	24000	24000	24000	24000	24000
租金(元)	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000
水电成本(元)	1800	3600	1800	2700	3600	1800	2700	3600	1800	2700	3600	1800	2700	3600	3600
配送成本(元)	7200	14400	7200	10800	14400	7200	10800	14400	7200	10800	14400	7200	10800	14400	14400
EBITDA利润	-18160	-4340	-12940	-3680	5260	-7840	3520	14860	-3020	10720	23900	1780	17920	32900	41900
EBITDA利润率	-30.27%	-3.62%	-19.61%	-3.72%	3.98%	-10.89%	3.26%	10.32%	-3.87%	9.16%	15.32%	2.12%	14.22%	19.58%	23.28%
开店投入(万)	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
投资回收期(月)	—	—	—	—	95	—	142	34	—	47	21	281	28	15	12

我们测算了不同ASP，杯量变化导致的门店利润情况，测算逻辑&假设如下：

- 1) 测算基于平均水平，暂不考虑因选址导致日杯量400+，700+及低租金等情况；
- 2) 单杯成本按库迪咖啡“梦想家计划”宣称4.5元测算，服务费（利润抽成）我们假设按照自管模式模式1测算；
- 3) 人工按1个店长+3个店员+多个地推测算；租金按平均月1.2万测算；
- 4) 水电按库迪咖啡“梦想家计划”中披露0.3元/杯测算；
- 5) 配送费用我们按照瑞幸直营模型分摊至单杯1.2元测算。
- 6) 以上测算暂未考虑门店营销物料、维修等其他经营杂费。

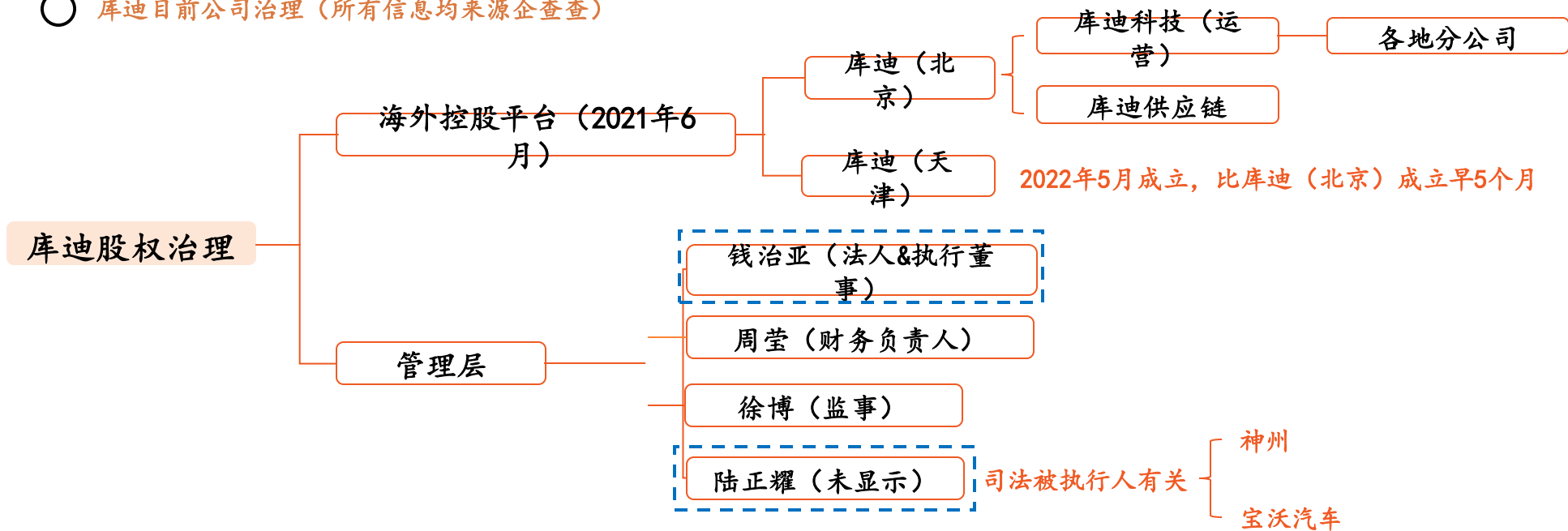
## 库迪服务费收成模式（2023年4月）

自管模式			托管模式		
月毛利范围	模式一	模式二	月毛利范围	模式一	模式二
2万以下部分	0%	10%	2万以下部分	0%	11%
2-3万部分	10%		2-3万部分	11%	
3-4万部分	15%	15%	3-4万部分	16%	16%
4-8万部分	20%		4-8万部分	21%	
8万以上部分	25%		8万以上部分	26%	

# 参考瑞幸早期亏损，目前库迪加盟商尚需“陪跑”

- ▶ **库迪启动到现在的资金开销：**1) 人员费用；2) 中后台系统建设；3) 营销推广费用；3) 设备、原材料采购费用；4) 杯均补贴支出，但是现在联营商账面如果有结余也多直接用于抵扣原材料费用，加盟商提现比例应该不大。
- ▶ **资金来源：**1) 暂时未跟踪到资本助力；2) 根据工商信息和公司公告，法人钱治亚等高管此前有一定财富积累；3) 来自联营加盟商的“杠杆资金”。
- ▶ **结论：**1) 站在品牌角度，整体是资金流出状态，但是体量大小无法判断；2) 一级市场的融资开展需要进一步跟踪。

○ 库迪目前公司治理（所有信息均来源企查查）



# 飞速扩张下问题不可避免，库迪深层次挑战在于产品力、管理等

## ■ 我们跟踪下来认为库迪未来将要面临几个深层次挑战：

- ▶ **快速扩张下人员管理的挑战：**1) 快速招聘大量人员后如何管理；2) 人员管理也涉及到产品品控、食品安全。
- ▶ **供应链管理挑战：**配送效率、原料供应、库存等问题。
- ▶ **产品力：**1) 现在多款人气产品与瑞幸高度相似（生椰、生酪等），以后是否会持续以跟随策略为主？2) 提价后，产品吸引力需要观察。

## ■ 严肃的讨论：

- ▶ 经过5年以上的产品、门店打磨，行业领军者瑞幸尽管自营门店利润率能达30%（旺季22Q3），但公司整体净利率并不高；库迪作为新入局者是否能够实现盈利？
- ▶ 快速扩店真有这么好管理？
- ▶ 在瑞幸不犯错的背景下，模仿策略能够做多大？

## ■ 但不可否认的事实：

- ▶ 在咖啡这一增量市场中，库迪短期既无法被证伪，也不能被证实，我们认为当下保持动态跟踪才是合理心态。
- ▶ 库迪管理层曾多次创业，历经商场浮沉，无法轻易下定论。
- ▶ 库迪目前仍处于快速发展的早期阶段，有问题是必然；但有些数据、行业客观事实不能完全否认。



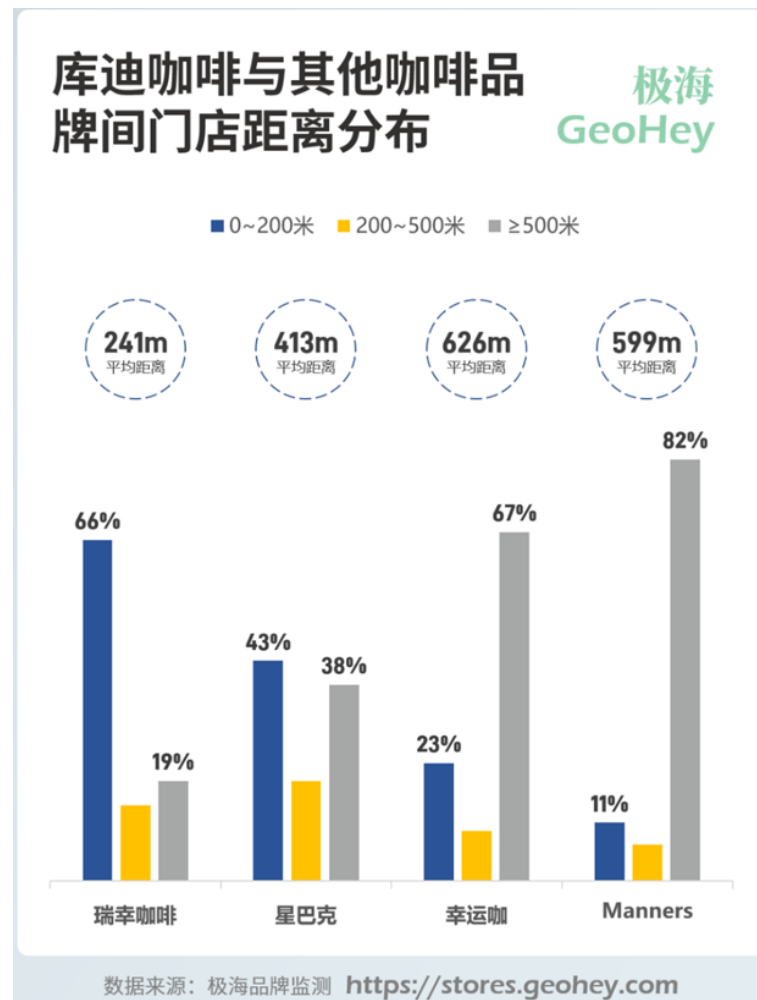
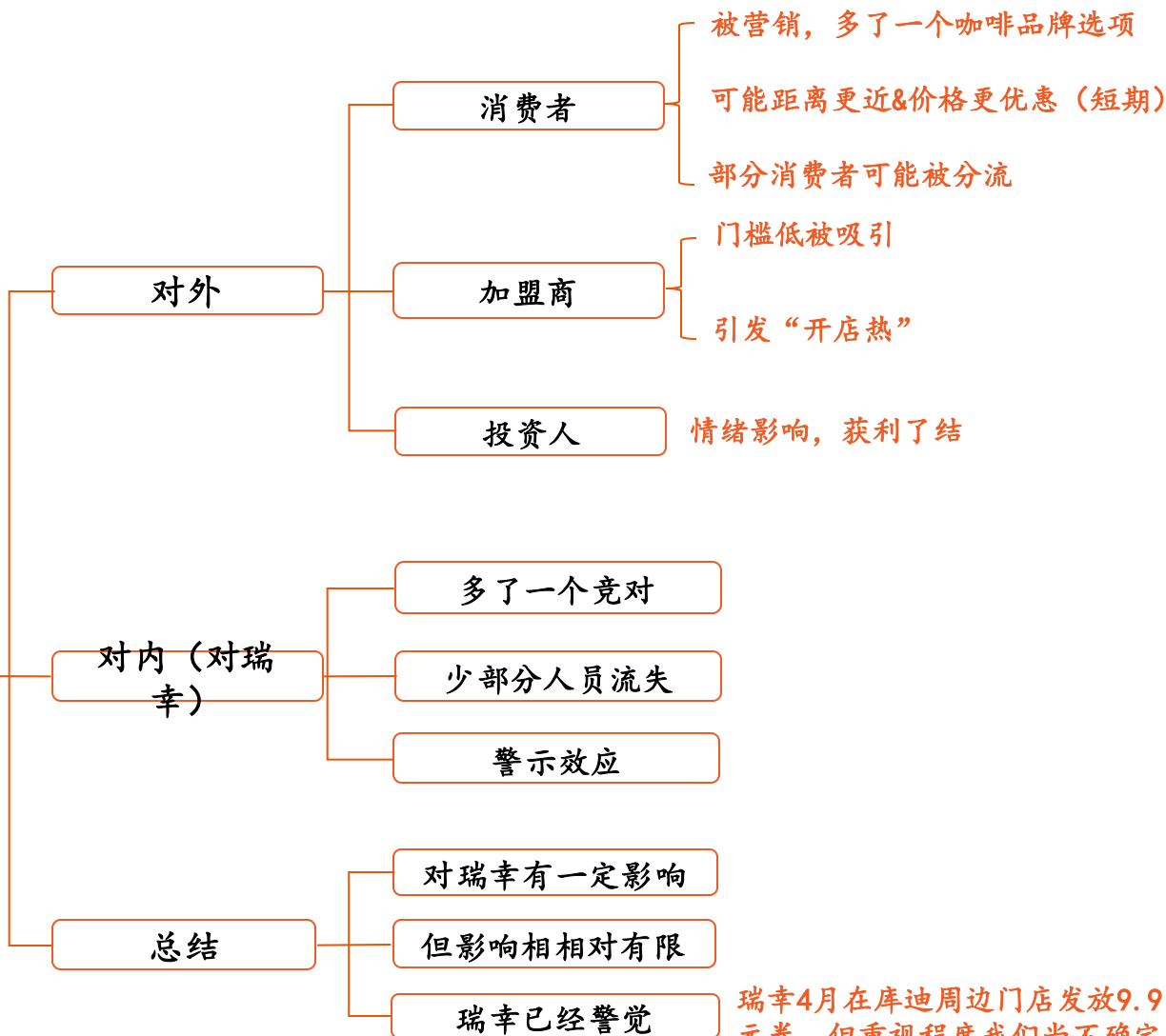
## 目录 CONTENTS

- 库迪的几个客观现状
- ◎ 库迪的单店模型如何？
- ◎ 为什么要“关心”库迪？
- ◎ 库迪的问题也暴露在阳光下
- ◎ 瑞幸怎么应对？
- ◎ 库迪后续怎么跟踪、演绎？



# 库迪现在对瑞幸产生了哪些影响？

## 库迪对瑞幸的影响



瑞幸4月在库迪周边门店发放9.9元券，但重视程度我们尚不确定

# 瑞幸在做的事：按自己的方向稳步走，产品持续推新&扩招加盟伙伴

## 持续推新，保持周度上新

主题宣传节奏：1) 2022年10月推出生酪拿铁；

2) 2023年2月推出情人节系列&线条小狗联名，很多门店上市仅两天贴纸短缺断货；3) 2023年春季推出茶咖系列产品，其中碧螺之春拿铁成为周度爆品，首周销量447万杯；

4) 2023年4月10日上新年度重磅冰吸生椰拿铁，并实现首周销量突破666万杯。

## 联名贴纸火爆断货



### 情人节贴纸活动的道歉信

线条小狗贴纸活动上线以来，我们陆续接到了大家的反馈——“为什么我买的门店没有贴纸？”

这两天市场团队做了复盘反思。

#### 最大教训就是预估太保守！

项目是在去年底制定，贴纸数量预估严重不足！上线后也低估了大家对线条小狗的喜爱程度，导致上市仅两天后，很多门店就出现了贴纸断货，但再加订时间也来不及了，在此只能郑重向大家道歉！

我们保证：下次有贴纸周边活动一定备货充足，尽量满足每个参与活动的渠道！

目前，其他线条小狗设计物料尚有备货，情人节特饮也要月底才会陆续下线，大家可以继续享有。

最后，应众多粉丝另一个要求，我们已联系到了何广智，期待他与带刺玫瑰拿铁的相识。祝大家开心。

2023年2月10日



## 瑞幸按自己节奏稳步走，今年一季度每周产品/主题营销持续更新

时间	产品	主题	代言人/联名/宣传
2023.4.10	上新：冰吸生椰拿铁	4月生椰季年度重磅	多啦A梦
2023.4.3		生椰两周年	
2023.3.27	橙C美式	全国上新（原为区域产品）	
2023.3.20	推新：杏花乌龙拿铁	春日季（茶咖）	陆仙人
2023.3.13	回归：茉莉花香拿铁系列		
2023.3.6	推新：碧螺知春拿铁		
2023.2.27	回归：珞珈樱花拿铁		
2023.2.20	小黑杯系列	寻豆计划	世界冠军咖啡大师团
2023.2.13	推新：带刺玫瑰&相思红豆拿铁	情人节	何广智&线条小狗
2023.2.6	推新：带刺玫瑰&相思红豆拿铁		
2023.1.30	推新：金伯爵丝绒拿铁	春节	福娃之父韩美林&大展宏兔
2023.1.9	推新：前兔似锦&大展宏兔拿铁		
2023.1.3	回归：SOE花魁		

注：统计区间为2023年初至4月10日

## 2023年初至今，瑞幸推出季节爆品碧螺春，年度爆品冰吸生椰拿铁



## 2023年开启新一轮加盟

【2023新一轮】瑞幸咖啡合作伙伴招募开放！

luckincoffee瑞幸咖啡 2023-01-30 08:39  
发表于北京



年后的第一个好消息来了！  
喜欢喝咖啡的小伙伴们  
你也可以拥有一家属于自己的咖啡店啦！  
即日起  
瑞幸咖啡2023新一轮  
新零售合作伙伴招募开放  
等待每一个有创业梦想的你

开启新一轮合作伙伴招募：2023年1月30日起，瑞幸开启2023年新一轮合作伙伴招募，招募城市覆盖15省80个城市，较上一轮加盟（2022年12月5日）9省41个城市相比进一步扩大，本次加盟城市除上一轮加盟区域巩固之外，进一步新增广西、四川、云南、贵州省份及湖南湖北省部分下沉城市。



# 瑞幸在做的事:加速拓店+优惠券加码

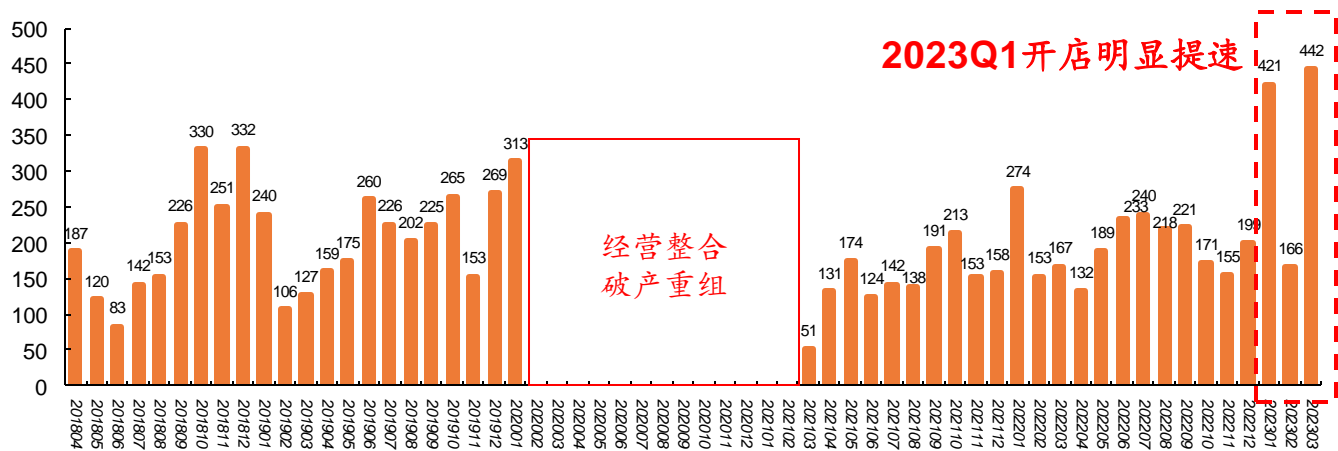
- ▶ **高速开店中:** 1) 据瑞幸公众号, 一季度新开1000+家店; 2) 目前每周维持110家左右的开店速度。
- ▶ **优惠券加码:** 1) 优惠券发放力度加大, 包括4月每周全场饮品9.9券(据我们观察仅适用于周边有库迪的瑞幸门店)、抖音9.9元限时秒杀/13.5元券、抖音直播间囤券消费等; 2) 全国大面积降价举措目前未知。
- ▶ **不可忽略的客观事实:** 咖啡市场空间足够大, 仍有空白需求&点位尚未被瑞幸渗透。我们坚定看好瑞幸的发展空间和巨大的领先力。

## 小程序/APP 9.9元券&抖音直播13.5元券



## 瑞幸一季度开店明显提速

■ 月度新开 (不含瑞即购)



注: 月度数据由公众号周数据加总取得, 跟踪数据暂未考虑关店情况。

## 目录 CONTENTS

- 库迪的几个客观现状
- 库迪的单店模型如何？
- 为什么要“关心”库迪？
- 库迪的问题也暴露在阳光下
- 瑞幸怎么应对？
- 库迪后续怎么跟踪、演绎？



# 库迪可能会怎么演绎？——N种不确定+一个确定

## ■ 怎么跟踪库迪？

- 开店：1) 库迪公众号；2) 第三方平台。
- 价格跟踪：1) 8.8/9.9元券跟踪；2) 稳态价格。
- 二季度门店盈利情况。
- 融资开展情况。

## 库迪可能会怎么演绎？

### ■ 库迪现状：

- 狂加盟；
- 狂发券；
- 杯量短期逐步上升，但门店之间也出现分化；
- 门店能否盈利目前尚不确定：产品、模型、价格目前都非稳态；
- 管理、加盟商与品牌利益划分等都有很大挑战。

### ■ 库迪的研究结论：

- 静态来看，行业红利期，短期难以证伪，特别是有些地区门店确实能盈利；
- 二三季度基本见分晓，有结论；
- 中长期仍有极大不确定性。

### ■ 对瑞幸的影响：

- 情绪上会演绎，毕竟目前不能证伪，结论需要动态跟踪。
- 唯一比较确定的事：瑞幸的数据在引领全行业高增，它的经营数据“刚性”本质上才决定了估值水平。
- 另外，从目前跟踪来看，瑞幸没有做错事，节奏、方向都没问题。
- 成长性赛道，多个品牌成长共存的局面可能是大概率。



## 风险提示

- ◆ **转板不及预期：**瑞幸转板符合股东、管理层、投资者等各方利益，但目前最大的风险在于不能重回主板，或者低价私有化。
- ◆ **管理层变动：**瑞幸现有管理层持股比例较低，高速增长的企业与激励机制不相适应。
- ◆ **政策风险：**中美审计监管合作取得积极成效，PCAOB已撤销2021年作出的无法检查或调查中概股会计师事务所的裁定，但审计监管仍在持续进行，风险仍存；其他政策风险。
- ◆ **行业竞争加剧不可避免：**2023年是防疫政策优化后的第一年，各品牌纷纷加码拓店，行业竞争加剧不可避免。
- ◆ **食品安全风险：**食品安全问题及负面新闻，对品牌、客流产生严重负面影响。
- ◆ **原材料成本大幅上涨影响盈利风险：**上游咖啡豆等原材料价格大幅上涨会挤压企业的利润空间。

# 相关研究报告

- 新消费研究之咖啡系列报告一：历经变迁终迎花开，观咖啡市场风起云涌20211221
- 新消费研究之咖啡系列报告二：瑞幸咖啡重估20220419
- 新消费研究之咖啡系列报告三：咖啡VS茶饮，再议瑞幸未来20220728
- 新消费研究之咖啡系列报告四：复盘星巴克中国，VS瑞幸和Manner20220930
- 新消费研究之咖啡系列报告五：Tims中国，蓄势待发20221116
- 新消费研究之咖啡系列报告六：瑞幸咖啡核心十五问20230111
- 新消费研究之咖啡系列报告七：从“碧螺知春拿铁”看瑞幸咖啡的爆品推新逻辑20230315

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。