



咖啡行业研究

买入（首次评级）
行业专题研究报告
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：苏晨（执业 S1130522010001）
suchen@gjzq.com.cn

联系人：叶思嘉
yesjia@gjzq.com.cn

龙头财报看行业：空间广阔、竞争升级，瑞幸 Q2 盈利水平新高

核心内容

瑞幸、星巴克季报分析：2023 龙头数据回暖明显，瑞幸扩张速度、利润率创新高。

直营店同店销售增长方面，瑞幸 2023 同比+20.8%（同比 19 年+173.1%），增长亮眼主因产品创新及 6 月推出每周 9.9 元促销活动，星巴克 3Q23 财季（对应 2023.4.3-2023.7.2，后同）同比+46%（同比 19 年-21.2%），增速环比继续回暖但较 19 年仍存一定差距。

店数层面，瑞幸 2023 末瑞幸门店总数达 10836 家，较 1Q23 末净增 1485 家，创单季度净增数新高，直营/加盟门店数分别为 7188/3648 家较 1Q23 末净增 878/607 家，成为中国市场首个门店数过万的咖啡连锁品牌。星巴克 3Q23 财季中国市场门店数为 6480 家且均为直营门店，单季度净增 237 家，净开店同样呈环比加速趋势。

收入端，2023 瑞幸营收为 62.0 亿元/+88.0%，星巴克中国 3Q23 财季收入 8.2 亿美元（折合人民币约 58.8 亿元）/+50.9%（剔除汇率影响 60%），瑞幸单季度营收首次超过星巴克。

利润端，瑞幸 2023 促销活动对利润率未产生明显负面影响，Non-GAAP 净利润为 10.6 亿元/+297.1%，Non-GAAP 净利润率 17.1%/+9.0pct，盈利能力达历史新高；星巴克整体经营利润率为 17.3%/+1.4pct，其中国际分部 19.0%/+10.5pct（主因中国市场收入端恢复带来向上经营杠杆），整体净利润 11.4 亿美元/+25.1%，净利率 12.5%/+1.3pct。

行业更新：中国咖啡仍处于普及期，龙头品牌加大投入、竞争升级。

市场空间方面，根据星巴克 3Q23 业绩交流会公开纪要，目前中国人均咖啡消费量为 12 杯/年，较 2019 年水平增长 2 杯，但与发达国家日本（人均 200 杯/年）、美国（人均近 380 杯/年）相比空间仍然巨大。星巴克于 2022 投资者开放日预测至 2025E 中国人均咖啡消费量将达 14 杯/年，我们推测在龙头品牌促销升级、门店下沉及新渠道推广（如抖音）加快情况下，咖啡普及速度或快于预期，且需求来源将从过去社交休闲需求向日常刚需为主驱动力切换。

竞争格局方面，产品促销、加盟政策竞争加码，跑马圈地拓店加快。价格战有所升级，瑞幸于 2023 公开业绩会回应将延长每周 9.9 元活动时间至少两年，库迪 9.9 元促销延续并有每周 8.8/杯优惠券活动。加盟商政策方面，2023.5.29 瑞幸正式开放“带店加盟”模式，开放城市集中于相对薄弱的北区、南区，城市以下沉市场为主，或意在加快新开店节奏、争取优质加盟商及存量门店“翻牌”，同时也是目前面临更多外部竞争（如库迪）情况下的策略。加盟商模型方面，瑞幸前期投入、同水平毛利抽成比例较库迪更高，但目前样本门店看坪效数据仍明显高于库迪，推动加盟商最终获利水平或好于库迪。

投资建议

中国咖啡行业仍处于普及期，为餐饮行业中少数人均消费量有较大提升空间的细分品类，建议重点关注。个股方面，重点关注行业龙头瑞幸咖啡（国内门店数第一，同店增长与门店扩张双升，数字化能力、供应链、产品力、品牌力伴随规模持续提升，已形成一定竞争壁垒，边际看竞争策略趋于积极），关注 TH International（拥有 Tim Hortons 品牌中国特许经营权）和拟上市的蜜雪冰城（旗下幸运咖品牌主打平价咖啡）。

风险提示

咖啡渗透速度不及预期，竞争加剧短期利润侵蚀风险。



内容目录

一、季报分析：龙头数据回暖明显，瑞幸扩张速度、利润率创新高	4
1.1、经营指标：瑞幸促销带动同店高基数下高增，规模突破万店	4
1.2、财务指标：收入利润实现双升，瑞幸单季营收首超星巴克	5
二、行业更新：中国咖啡仍处于普及期，龙头品牌加大投入、竞争升级	7
2.1、市场空间：咖啡在中国仍处于普及期，星巴克为代表龙头仍将加大投入	7
2.2、竞争格局：产品促销、加盟政策竞争加码，跑马圈地拓店加快	8
三、投资建议	12
四、风险提示	12

图表目录

图表 1： 星巴克中国、瑞幸同店销售同比增长情况	4
图表 2： 星巴克中国、瑞幸同店销售增长情况(vs2019)	4
图表 3： 瑞幸直营店门店层面利润情况	4
图表 4： 瑞幸月均交易客户数情况	4
图表 5： 星巴克中国、瑞幸门店总数	5
图表 6： 瑞幸按模式分门店数	5
图表 7： 瑞幸营业收入情况	5
图表 8： 星巴克中国地区营业收入情况	5
图表 9： 瑞幸主要成本项情况	6
图表 10： 瑞幸费用率情况	6
图表 11： 瑞幸经营利润率持续提升	6
图表 12： 星巴克经营利润率	6
图表 13： 瑞幸 Non-GAAP 净利润	7
图表 14： 星巴克净利润	7
图表 15： 相较美日，我国人均咖啡消费量提升空间大	7
图表 16： 我国人均咖啡消费量逐步提升	7
图表 17： 全国咖啡门店总数变化（更新至 2023-04）	8
图表 18： 各省级行政单位每万人咖啡店数（2022）	8
图表 19： 国内门店数前 8 品牌（2023-07）	9
图表 20： 瑞幸每周 9.9 活动常态化	9
图表 21： 库迪 2023 年 6 月推出每周一 8.8 元活动	9



图表 22: 瑞幸咖啡带店加盟申请条件	10
图表 23: 瑞幸咖啡开放带店加盟城市列表	11
图表 24: 瑞幸、库迪加盟政策对比	12
图表 25: 瑞幸、库迪店效水平 (万元/店)	12
图表 26: 瑞幸、库迪坪效水平 (元/平米)	12



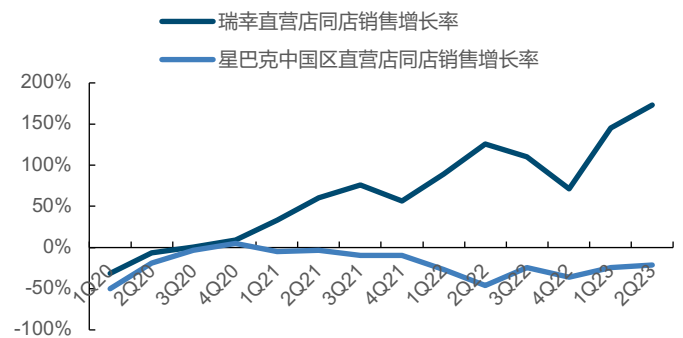
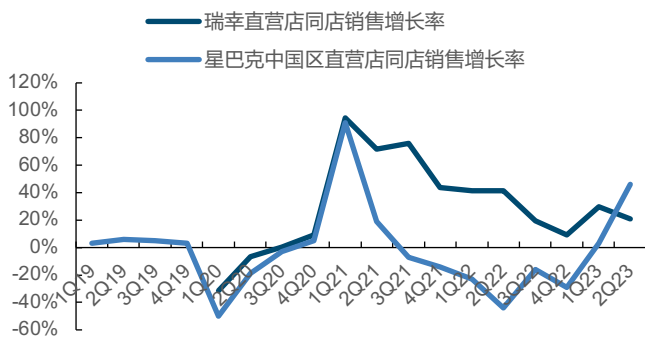
一、季报分析：龙头数据回暖明显，瑞幸扩张速度、利润率创新高

1.1、经营指标：瑞幸促销带动同店高基数下高增，规模突破万店

同店方面，瑞幸产品创新+店庆促销推动同店销售持续增长，星巴克环比继续回暖但仍较 19 年存差距。瑞幸 2Q23 直营门店同店销售同比+20.8%（同比 19 年+173.1%），同店增长亮眼主因公司保持产品创新（2Q23 推出 24 款新饮品，包括冰薄荷生椰拿铁等）以及 6 月突破万店规模后推出“万店同庆，幸运在握”每周 9.9 元促销活动，2Q23 月均交易用户 4307 万、同比+107.9%、环比上一季度+46.1%，市场反响超预期；门店层面利润率为 29.1%/-0.1pct，利润水平仍处于历史高位，促销活动对门店利润率侵蚀影响小，推测主因规模效应扩大及供应链布局加深（5 月埃塞俄比亚咖啡办公室成立）。星巴克 3Q23 财季（对应 2023.4.3-2023.7.2，后同）直营门店同店销售同比+46%（同比 19 年-21.2%），其中订单量+47%，平均客单价-1%，增速环比继续回暖但较 19 年仍存一定差距。

图表1：星巴克中国、瑞幸同店销售同比增长情况

图表2：星巴克中国、瑞幸同店销售增长情况(vs2019)

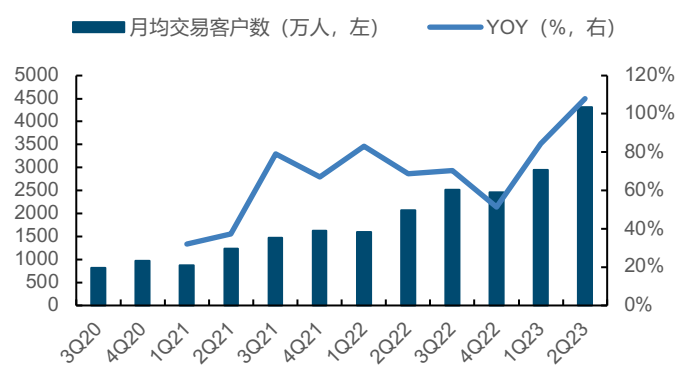
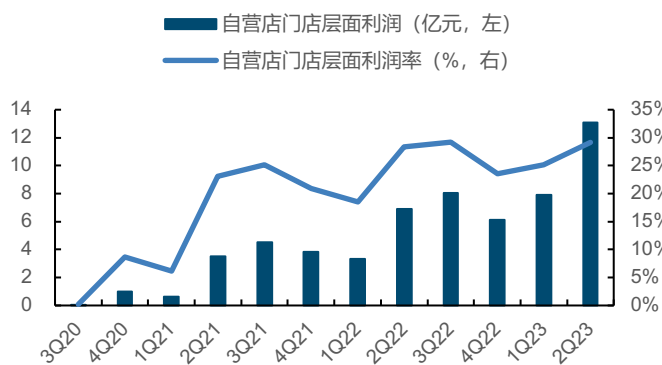


来源：星巴克公告，瑞幸咖啡公告，国金证券研究所；注：由于星巴克财年不等于日历年，将星巴克 3Q23（2023.4.3-2023.7.2）对应瑞幸 2Q23，其他财季以此类推，后同。

来源：星巴克公告，瑞幸咖啡公告，国金证券研究所

图表3：瑞幸直营店门店层面利润情况

图表4：瑞幸月均交易客户数情况



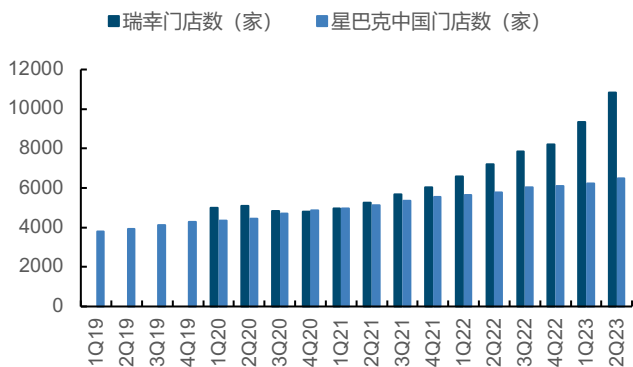
来源：瑞幸咖啡公告，国金证券研究所

来源：瑞幸咖啡公告，国金证券研究所

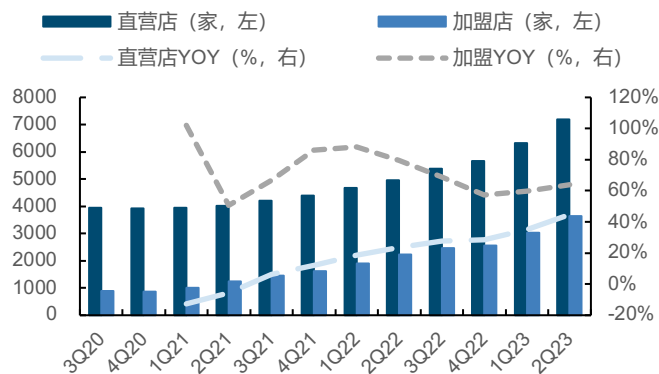
店数层面，Q2 环比加速，其中瑞幸创单季度净增数新高，成为中国市场首个门店数过万的咖啡连锁品牌。2Q23 末瑞幸门店总数达 10836 家，较 1Q23 末净增 1485 家，环比+15.9%，新店净增数为 2020 年以来最多。分模式来看，瑞幸 2Q23 直营/加盟门店数分别为 7188/3648 家，较 1Q23 末净增 878/607 家，占总净增门店比为 59.1%/40.9%，直营、加盟门店开店均环比加速（此前 1Q23 净增 658/479 家）。星巴克 3Q23 财季中国市场门店数为 6480 家且均为直营门店，单季度净增 237 家，净开店同样呈环比加速趋势（此前 1Q23 净增 153 家）。



图表5: 星巴克中国、瑞幸门店总数



图表6: 瑞幸按模式分门店数



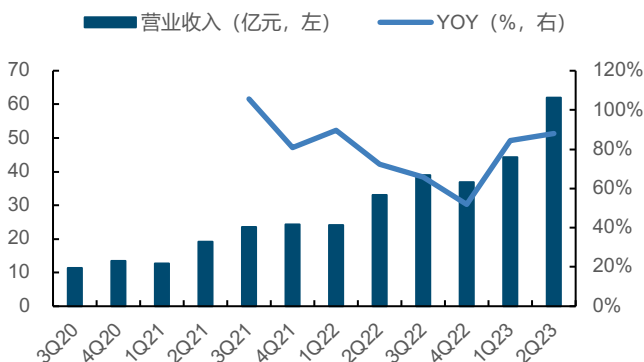
来源: 瑞幸咖啡公告, 星巴克公告, 国金证券研究所

来源: 瑞幸咖啡公告, 国金证券研究所

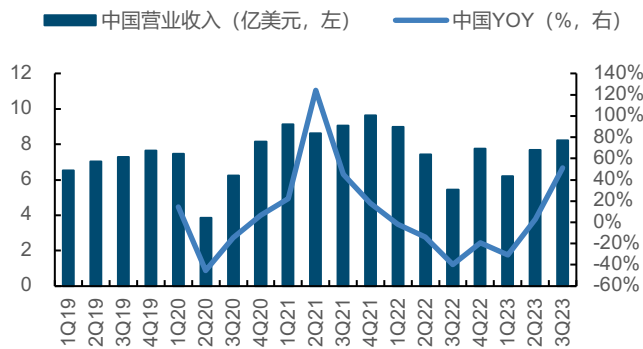
1.2、财务指标: 收入利润实现双升, 瑞幸单季营收首超星巴克

收入端, 同店亮眼叠加门店高速扩张助推营收水平提升, 加盟模式收入表现亮眼。2Q23 瑞幸营收为 62.0 亿元/+88.0%, 星巴克中国 3Q23 财季收入为 8.2 亿美元 (折合人民币约 58.8 亿元) /+50.9% (剔除汇率影响 60%), 瑞幸单季度营收首次超过星巴克。分模式看, 瑞幸自营门店收入 45.0 亿元/+85.2%, 占营收比例 72.6%; 加盟店收入 14.9 亿元/+91.9%, 占营收比例 27.4%/+1.7pct, 其中原材料收入 9.7 亿元/+93.7%, 佣金分成 2.0 亿元/+87.2%, 机器设备销售收入 1.9 亿元/+107.6%, 加盟门店收入增长亮眼, 主因单店收入的提升及门店扩张提速 (二季度加盟店净增数占比达 40.9%)。

图表7: 瑞幸营业收入情况



图表8: 星巴克中国地区营业收入情况



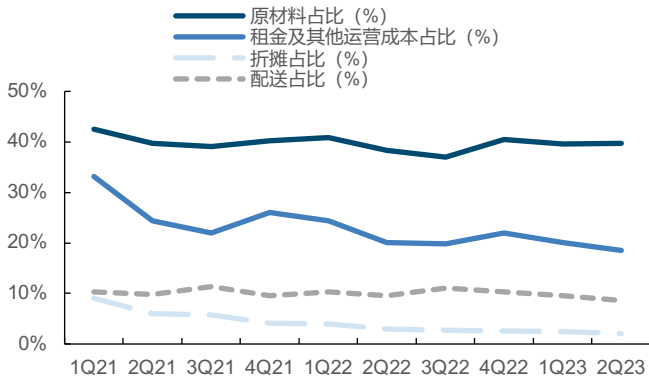
来源: 瑞幸咖啡公告, 国金证券研究所

来源: 星巴克公告, 国金证券研究所

成本费用端, 2Q23 瑞幸原材料成本占收入比为 39.7%/+1.4pct, 促销力度上升情况下原材料占比同比仅略有上升; 租金及其他运营成本占收入比为 18.5%/-1.6pct, 折旧摊销占收入比为 2.1%/-0.9pct, 或因加盟门店占比加大, 通过轻资产化实现加速下沉, 利于减少固定成本 (人力、租金等) 支出占比; 配送费用占收入比 8.6%/-0.9pct。销售费用率为 4.9%/+1.0pct, 或与今年 Q2 加大营销投放力度、第三方外卖平台佣金增加等有关, 管理费用率 6.9%/-3.5pct, 规模效应下仍在逐渐优化。

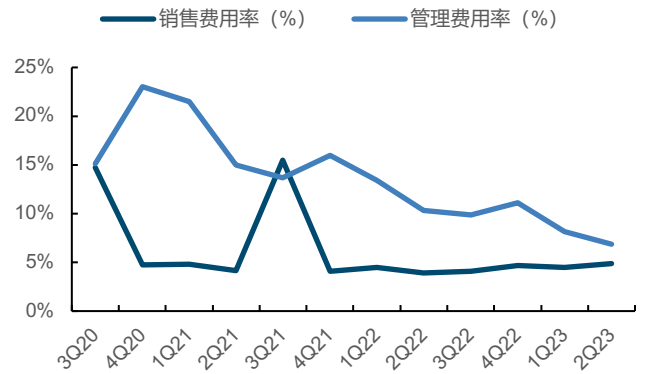


图表9：瑞幸主要成本项情况



来源：瑞幸咖啡公告，国金证券研究所

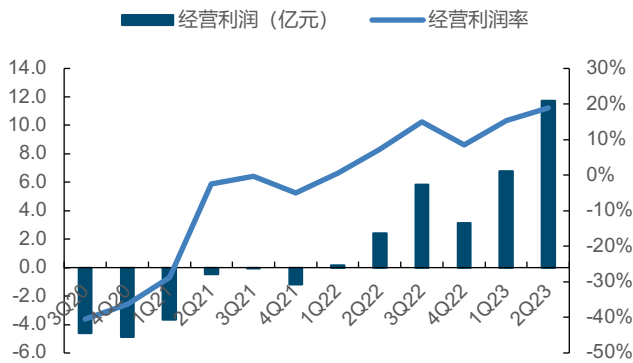
图表10：瑞幸费用率情况



来源：瑞幸咖啡公告，国金证券研究所

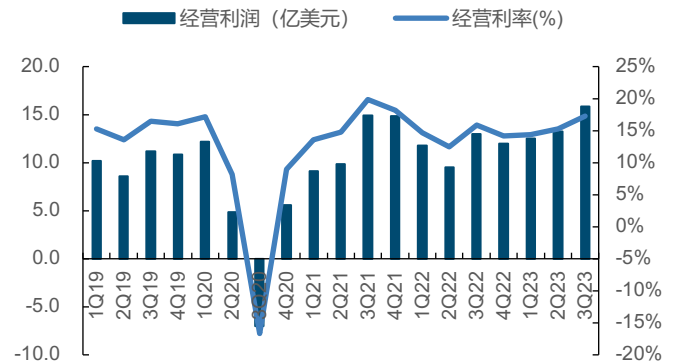
利润端，瑞幸收入提升、成本及费用较好控制下盈利能力创历史新高，星巴克国际分部经营利润率回升迅速。瑞幸 2Q23 经营利润率 18.9%/+11.6pct，净利润为 10.0 亿元/大幅扭亏，剔除股权激励费用等非经常性损益后 Non-GAAP 净利润为 10.6 亿元/+297.1%，对应 Non-GAAP 净利率为 17.1%/+9.0pct，盈利能力达历史新高。星巴克 3Q23 财季经营利润率为 17.3%/+1.4pct，其中北美分部 21.7%/-0.3pct（下降主因提高门店伙伴薪资及培训投入），国际分部 19.0%/+10.5pct（主因中国市场收入端恢复带来向上经营杠杆），渠道发展分部 46.3%/+6.3pct；净利润 11.4 亿美元/+25.1%，对应净利率 12.5%/+1.3pct。

图表11：瑞幸经营利润率持续提升



来源：瑞幸咖啡公告，国金证券研究所

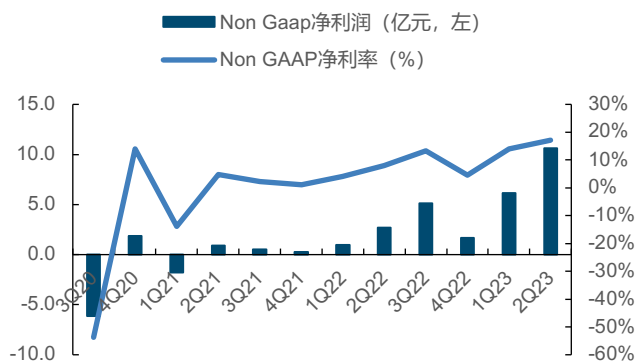
图表12：星巴克经营利润率



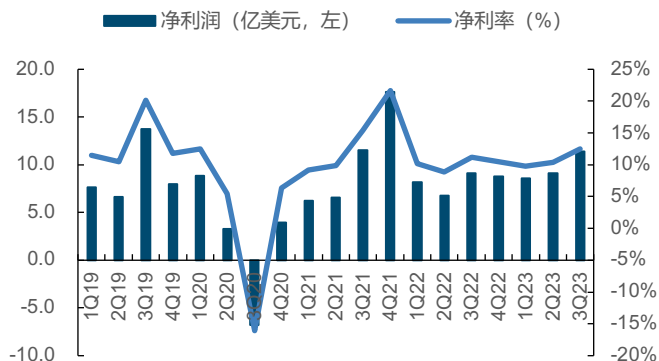
来源：星巴克公告，国金证券研究所



图表13: 瑞幸 Non-GAAP 净利润



图表14: 星巴克净利润



来源: 瑞幸咖啡公告, 国金证券研究所

来源: 瑞幸咖啡公告, 国金证券研究所

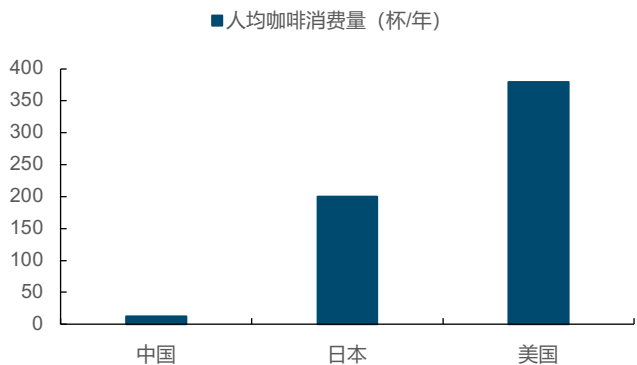
二、行业更新：中国咖啡仍处于普及期，龙头品牌加大投入、竞争升级

2.1、市场空间：咖啡在中国仍处于普及期，星巴克为代表龙头仍将加大投入

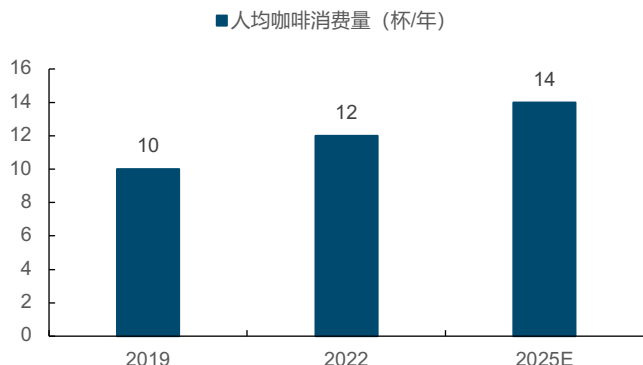
中国人均咖啡消费量持续提升，但较发达国家仍有较大成长空间。根据星巴克 3Q23 业绩交流会公开纪要，目前中国人均咖啡消费量为 12 杯/年，较 2019 年水平增长 2 杯，但与发达国家日本（人均 200 杯/年）、美国（人均近 380 杯/年）相比空间仍然巨大。三年维度展望，星巴克于 2022 投资者开放日预测至 2025E 中国人均咖啡消费量将达 14 杯/年，我们推测在龙头品牌促销升级、门店下沉及新渠道推广（如抖音）加快情况下，咖啡普及速度或快于预期，且需求来源将从过去社交休闲需求向日常刚需为主驱动力切换。

星巴克管理层于 3Q23 财季业绩交流会亦表示“我们在中国市场仍处于早期阶段，中国是我们最大的消费市场之一”。根据 2022 投资者开放日资料，星巴克计划至 2025 年中国门店总数达 9000 家（较 FY2022 末增长 50%），覆盖 300 个城市，维持投资回收期 2 年内。

图表15: 相较美日，我国人均咖啡消费量提升空间大



图表16: 我国人均咖啡消费量逐步提升



来源: 星巴克 3Q23 业绩交流会公开纪要, 国金证券研究所

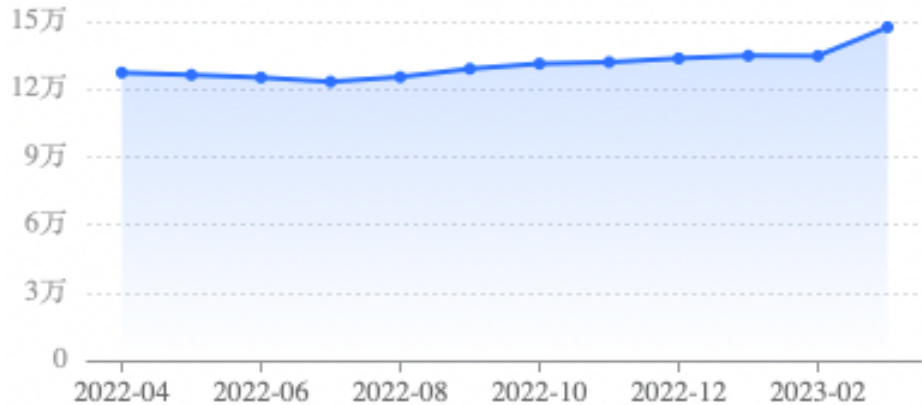
来源: 星巴克 2022 投资者开放日资料, 国金证券研究所

门店增长看，根据窄门餐眼数据，截至 2023 年 4 月 7 日，全国咖啡门店总数约 14.8 万家，其中近一年新开/净开店为 5.3/1.95 万家，平均每万人门店数 1.045 家，省级行政单位中最高为上海 3.4 家（不含港澳台），最低陕西省为 0.23 家。



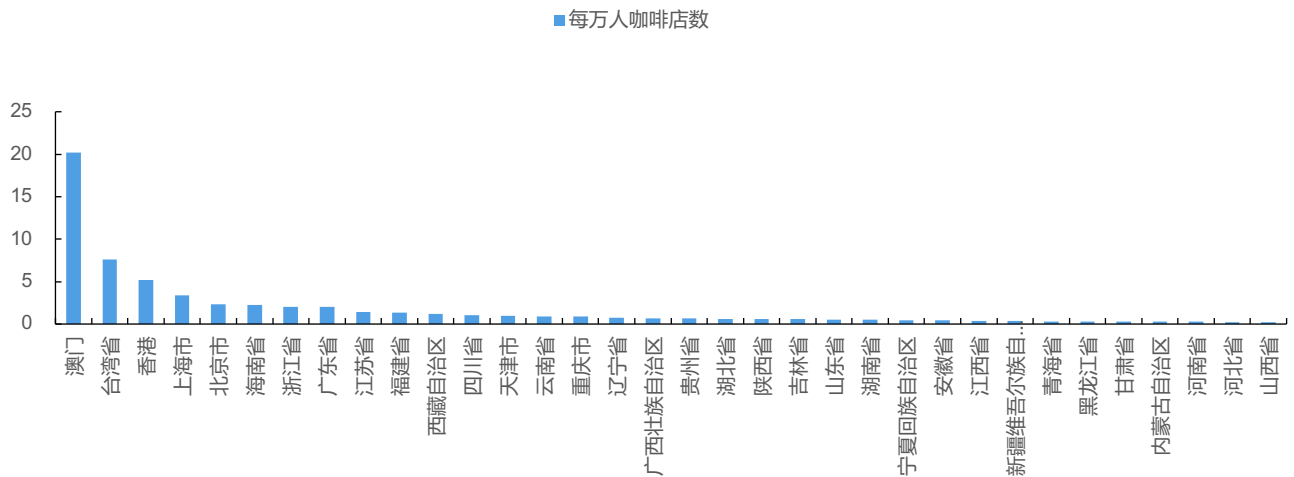
图表17: 全国咖啡门店总数变化 (更新至 2023-04)

近一年月度门店变化



来源: 窄门餐眼, 国金证券研究所

图表18: 各省级行政单位每万人咖啡店数 (2022)



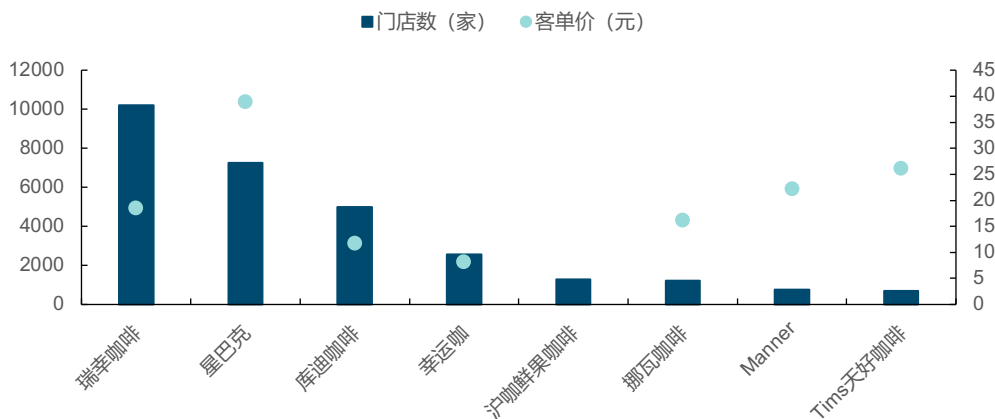
来源: 窄门餐眼, 国金证券研究所

2.2、竞争格局: 产品促销、加盟政策竞争加码, 跑马圈地拓店加快

市场空间广阔同时, 国内咖啡品牌竞争亦有所升级。库迪咖啡 2022 年 10 月首店开业后通过加盟模式和强力促销快速拓店, 根据财经涂鸭报导 2023. 8. 4 开出第 5000 家门店, 根据极海大数据 2023 年 8 月初门店初达 4852 元, 客单价上处于瑞幸、幸运咖中间地带, 主打平价, 与瑞幸存在正面竞争关系。



图表19: 国内门店数前8品牌 (2023-07)



来源: 窄门餐眼, 财经涂鸦, 国金证券研究所; 注: 库迪门店数据来自财经涂鸦其余为窄门。

价格战有所升级, 瑞幸延长每周 9.9 元活动时间至少两年, 库迪 9.9 元促销延续。根据瑞幸 2023 业绩交流公开纪要, 公司决定延长“Luck in hand”每周送 9.9 元促销活动至少两年以激励用户忠诚度, 希望该活动将加速市占率提升及促进中国咖啡市场发展。库迪咖啡 2022 年创建初期即实施全场 9.9 元营销活动, 根据新京报报导 2023 年 4 月伴随开店计划的顺利推进而暂停 9.9 元/杯的优惠活动, 而 5.11 开始启动“夏日冰饮季, 天天 9.9 元”活动, 下载独立 APP 即可领取优惠, 每周仍保持可领一张 8.8 元/杯优惠券活动。品牌长期良性发展仍需平衡强促销力度带动收入增长和维持合理利润率, 从 2023 结果看, 得益于供应链布局、规模效应等, 9.9 元活动对瑞幸收入/用户增长刺激作用明显, 且未蚕食利润率, 库迪为非上市公司, 但从成立时间较短、门店数仍明显少于瑞幸推测现阶段促销压力或高于瑞幸, 但从边际变化看, 2023.7.17 库迪宣布华东供应链基地揭牌, 为目前全国最大全自动咖啡烘焙工厂(总投资 2 亿美元、建筑面积超过 11 万平方米, 计划年产能 4.5 万吨)。

图表20: 瑞幸每周 9.9 活动常态化



图表21: 库迪 2023 年 6 月推出每周一 8.8 元活动



来源: 瑞幸咖啡官方公众号, 国金证券研究所

来源: 库迪咖啡官方公众号, 国金证券研究所

加盟商政策, 瑞幸 5 月推出“带店加盟”模式或应对同业开店加快压力。2023.5.29, 瑞幸正式开放“带店加盟”模式, 是以联营合作模式为基础, 面向租赁合同期内正在经营的店铺或自有产权商铺的投资者推出的新联营合作方式。



瑞幸官方对选择此时开放带店加盟模式的原因解释为“1、中国咖啡市场仍处于高速增长期，有研究数据表明，无论是整体行业增速还是人均年消费咖啡杯量都有巨大的增长潜力；2、瑞幸咖啡即将成为中国咖啡行业第一个达到万店规模的连锁咖啡品牌，具备显著的规模与成本优势；3、瑞幸咖啡经过多年实践，商业模式已经完全跑通也更为成熟，我们希望通过更多合作伙伴的加入，持续扩大市场领先地位；4、开放联营模式以来，希望与瑞幸合作的投资者越来越多，我们希望为更多的投资者创造共同发展的机会。”我们认为“带店加盟”模式开放或意在加快新开店节奏、争取优质加盟商及存量门店“翻牌”，同时也是目前面临更多外部竞争（如库迪）情况下的策略。

图表22：瑞幸咖啡带店加盟申请条件

· 申请带店加盟需满足如下基本条件 ·

- ①已有租赁合同期内正在经营的商铺，或自有产权商铺
- ②商铺位于商场、临街商铺、写字楼、高校、医院，交通枢纽、景区内
- ③已有商铺的营建条件须满足：电压 380v、电量 40kw、上水 25mm、下水 75mm、面积≥40 m²、门头≥4m、距离污染源≥30m
- ④可独立办理营业执照及食品经营许可证

· 申请带店加盟的加盟商需要 ·

- ①认同瑞幸咖啡企业经营理念，乐于与品牌共同成长
- ②无犯罪、失信记录
- ③大专以上学历
- ④有足够的资金储备及抗风险能力
- ⑤具备一定的餐饮从业经验者优先
- ⑥拥有市场开拓精神及良好的经营资源等条件

来源：瑞幸咖啡官方公众号，国金证券研究所

瑞幸“带店加盟”开放城市集中于北区、南区，城市以下沉市场为主。瑞幸本次“带店加盟”开放区域覆盖全国 21 个省和 2 个自治区的 241 个城市，其中北区/南区/中区分别开放 110/84/47 个城市，北区、南区为补充重点，具体城市看集中于三线及以下城市，体现下沉策略持续推进。



图表23: 瑞幸咖啡开放带店加盟城市列表

区域分布	招商区域	区域分布	招商区域
北区	河北省（保定、沧州、承德、邯郸、衡水、秦皇岛、唐山、邢台、张家口）	中区	安徽省（安庆、蚌埠、亳州、池州、滁州、阜阳、淮北、黄山、六安、马鞍山、宿州、铜陵、芜湖、宣城、淮南）
	河南省（安阳、鹤壁、焦作、开封、洛阳、漯河、南阳、平顶山、濮阳、商丘、新乡、信阳、许昌、周口、驻马店、济源、三门峡）		湖南省（常德、衡阳、怀化、娄底、邵阳、益阳、岳阳、永州、郴州、张家界、湘西土家族苗族自治州）
	黑龙江省（大庆、牡丹江、齐齐哈尔、绥化、鸡西、佳木斯、双鸭山、鹤岗、七台河、伊春）		江苏省（淮安、连云港、宿迁、泰州、徐州、盐城）
	湖北省（恩施、荆州、潜江、随州、仙桃、咸宁、孝感、宜昌、十堰）		江西省（赣州、吉安、景德镇、九江、上饶、新余、鹰潭、宜春、抚州）
	吉林省（延边、四平、长春、吉林、松原、白城、辽源、通化、白山）		浙江省（湖州、金华、丽水、衢州、台州、舟山）
	辽宁省（鞍山、本溪、朝阳、抚顺、锦州、辽阳、盘锦、铁岭、营口、葫芦岛、丹东、阜新）	南区	福建省（龙岩、南平、宁德、莆田、三明、漳州）
	内蒙古自治区（呼和浩特、赤峰、包头、通辽、乌兰察布）		广东省（潮州、惠州、江门、揭阳、茂名、清远、汕头、汕尾、阳江、云浮、湛江、肇庆、河源、韶关、梅州）
	山东省（滨州、德州、聊城、临沂、日照、泰安、威海、烟台、枣庄、淄博、潍坊、菏泽、济宁、东营）		广西壮族自治区（桂林、柳州、玉林、北海、贵港、百色、钦州、河池、贺州、来宾、防城港）
	山西省（晋城、临汾、吕梁、忻州、运城、长治、大同、朔州、阳泉）		贵州省（黔东南布依族苗族自治州、黔东南苗族侗族自治州、铜仁、遵义、黔南布依族苗族自治州）
	陕西省（汉中、铜川、渭南、延安、榆林、安康、商洛）		海南省（三亚、陵水黎族自治县、琼中黎族苗族自治县、万宁、文昌、白沙黎族自治县、保亭黎族苗族自治县、昌江黎族自治县、澄迈县、定安县、东方、乐东黎族自治县、临高县、屯昌县）
甘肃省（陇南、甘南藏族自治州、白银、定西、金昌、平凉、庆阳、武威、临夏回族自治州）	四川省（巴中、德阳、甘孜、广元、乐山、凉山、泸州、眉山、绵阳、南充、内江、遂宁、雅安、宜宾、自贡、广安、阿坝藏族羌族自治州、攀枝花）		
	云南省（楚雄、大理、丽江、临沧、玉溪、曲靖、红河哈尼族彝族自治州、怒江傈僳族自治州、西双版纳傣族自治州、昭通、普洱、德宏傣族景颇族自治州、文山壮族苗族自治州、迪庆藏族自治州、保山）		

来源：瑞幸咖啡官方公众号，国金证券研究所

对比瑞幸、库迪咖啡加盟政策，瑞幸前期投入、同水平毛利抽成比例更高，但目前看品牌影响、坪效数据仍好于库迪。瑞幸咖啡加盟店面积一般不低于40平方米，单店装修+设备+保证金（可退）+设计费合计的前期投入约43万元，库迪店中店/快取店/标准店/品牌店政策不一，门店面积从小到大，估算总前期投入亦从14.7万至52.3万元不等。毛利抽成方面，瑞幸对外购预包装食品一概不抽成，现制饮品按月毛利梯度抽成，库迪在3~4万元、4~8万元和8万元以上月毛利层次抽成比例分别比瑞幸的现制饮品抽成比例低5%、5%、10%，整体来看在同样门店条件和毛利水平下库迪对加盟商政策更为优惠。但我们推算瑞幸品牌、产品影响力仍可带动门店坪效好于库迪，推动加盟商最终获利水平或好于库迪，根据久谦中台数据，瑞幸2023年4月店效为20.1万元（样本量255家）、库迪为9.8万元（样本量49家），假设两品牌毛利率均为70%，则门店月毛利分别14.0、6.9万元，按抽成政策计算得瑞幸、库迪加盟商可留存毛利分别为10.5万元（根据2Q23数据假设外购预包装食品收入占比7%）、5.9万元。

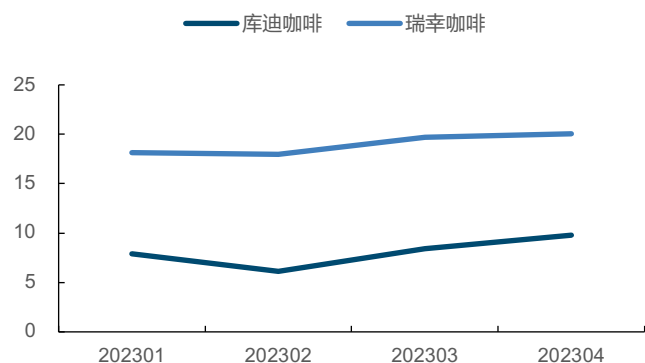


图表24: 瑞幸、库迪加盟政策对比

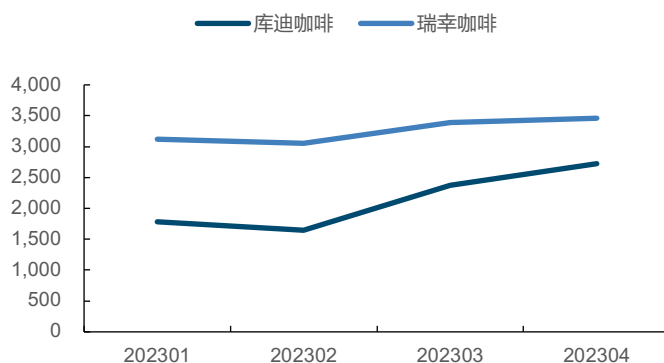
	瑞幸咖啡		库迪咖啡		
		店中店	快取店	标准店	品牌店
收费模式					
装修投入 (万元)	18	-	2	8	30
生产设备 (万元)	20	9.5	16.5	16.5	16.5
保证金 (万元)	5	5	5	5	5
设计费 (万元/店)	0	0.2	0.2	0.5	0.8
合计	43	14.7	23.7	30	52.3
收益政策					
月毛利范围(万元)	现制饮品毛利 抽成比例	外购预包装商 品毛利抽成比 例	毛利抽成比例		
<2	0%	0%	0%		
2~3	10%	0%	10%		
3~4	20%	0%	15%		
4~8	30%	0%	25%		
>8	40%	0%	30%		

来源: 瑞幸咖啡官方公众号, 库迪咖啡官方公众号, 国金证券研究所

图表25: 瑞幸、库迪店效水平 (万元/店)



图表26: 瑞幸、库迪坪效水平 (元/平米)



来源: 久谦中台, 国金证券研究所; 注: 瑞幸样本门店 255 家, 库迪 49 家。

来源: 久谦中台, 国金证券研究所; 注: 瑞幸样本门店 255 家, 库迪 49 家。

三、投资建议

中国咖啡仍处于普及期, 为餐饮行业中少数人均消费量有较大提升空间的细分品类, 建议重点关注。根据星巴克 3Q23 业绩交流会公开纪要, 目前中国人均咖啡消费量为 12 杯/年, 较 2019 年水平增长 2 杯, 但与发达国家日本 (人均 200 杯/年)、美国 (人均近 380 杯/年) 相比空间仍然巨大。星巴克于 2022 投资者开放日预测至 2025E 中国人均咖啡消费量将达 14 杯/年, 我们推测在龙头品牌促销升级、门店下沉及新渠道推广 (如抖音) 加快情况下, 咖啡普及速度或快于预期, 且需求来源将从过去社交休闲需求向日常刚需为主驱动力切换。

个股方面, 重点关注行业龙头瑞幸咖啡 (国内门店数第一, 同店增长与门店扩张双升, 数字化能力、供应链、产品力、品牌力伴随规模持续提升, 已形成一定竞争壁垒, 边际看竞争策略趋于积极), 关注 TH International (拥有 Tim Hortons 品牌中国特许经营权) 和拟上市的蜜雪冰城 (旗下幸运咖品牌主打平价咖啡)。

四、风险提示

咖啡渗透速度不及预期。咖啡品牌发展机遇在于人均咖啡消费量提升和下沉市场现磨咖啡渗透机遇, 目前尤其下沉市场消费者对咖啡接受度仍在起步阶段, 若渗透速度不及预期, 可能影响中短期市场空间。

竞争加剧短期利润侵蚀风险。短期国内品牌间竞争加剧, 若价格战、加盟商吸引政策竞争持续快速升级, 或对品牌盈



利能力产生较大侵蚀影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
 电话：021-60753903
 传真：021-61038200
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路1088号
 紫竹国际大厦7楼

北京
 电话：010-85950438
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100005
 地址：北京市东城区建内大街26号
 新闻大厦8层南侧

深圳
 电话：0755-83831378
 传真：0755-83830558
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
 18楼1806



【小程序】
 国金证券研究服



【公众号】
 国金证券研究