

咖啡研究系列之一

行业报告

公司研究——社商

证券研究报告

Manner：咖啡新秀，匠成醇香，下沉可期

——行业报告

✍️：宁浮洁 执业证书编号：S1230522060002
 ☎️：157-5186-0093
 ✉️：ningfujie@stocke.com.cn

行业评级

社会服务

看好

投资要点
□ 行业介绍：现制咖啡赛道加速扩容，市场下沉空间大

(1) 速溶品类为当前市场主流，现制咖啡市占率持续提升，预计2023年达到51.1%。市场规模方面，2019-2024年现制咖啡市场CAGR达24.6%，预计规模从489.2亿元增加至1594亿元。

(2) 2020年中国一线城市的人均咖啡消费量为326杯/年，与发达国家数量相近，中国大陆整体的消费量仅为9杯/年，现制咖啡门店布局三线以下城市占比为25%，我们认为：目前国内的咖啡市场还处于成长期，新一线及二线城市是主要的下沉目标，渗透率有望进一步提升。

□ 公司经营：差异化产品定位，高品质推动品牌沉淀

(1) **核心优势**：中端品牌的成长潜力巨大，该品牌类中，Manner坚持产品主义，产品品质优于其他品牌。公司通过原料选择、制作流程和员工培训精品化制作过程，用户好评不断充分展现了公司坚持品质至上的效益，有利于建立同类品牌中的差异化定位，从而提升竞争力。

报告撰写人：宁浮洁
 数据支持人：钟烨晨

(2) **商业模式**：推动Manner实现“好喝+平价+连锁”的主因是较成熟的商业模式。**(i) 门店：标准化选址与运营**。公司目前的总门店中有55.48%布局在办公场所，31.29%在购物场所。门店类型分为快取、烘焙和轻食三种，门店运营上，员工培训、装修风格以及相对精简的SKU是可复制性高的来源；**(ii) 产品：延展性品类矩阵，关注多销售渠道布局**。横向数量上，从2021年1月到2022年6月，公司共上新11次，1月和8月是上新的高峰月份。横向品类上，除了原有的咖啡业务，公司分别在2019年和2021年丰富了烘焙和轻食业务，截止2022年7月，共有烘焙产品5款，轻食产品17款。线上渠道方面，2021年第三季度公司天猫月度销售额达到280万元，同比增长155%，截止2022年7月，旗舰店销量最高的挂耳咖啡包和咖啡豆销量为8000+和5000+。目前公司线上业务收入可观，电商渠道主要售卖周边产品，有助于培养咖啡爱好者的社群氛围；**(iii) 营收：可盈利单店模型，“门店+营销”控制成本**。根据测算，单店平均收入约7000-8000元/天，按照单月店效24万元计算，毛利润/净利润达到15万/5.7万元，毛利率/净利率达到62.5%/23.75%，投资回报周期小于12个月。“小门店+低营销”使得Manner能够保持较低成本，公司目前的主力门店面积为20-50平，部分设有少量座位，符合takeaway式的“快咖啡”场景，租金相对较低。营销上，以小红书等私域低成本流量为主，2021年开始与赫莲娜、野兽派和内外等年轻时尚品牌合作增多，整体上公域流量打造不及瑞幸。

(3) **门店预测**：根据门店数量区分，中型咖啡连锁店的扩张速度最快。美团美食数据显示，2022年门店规模是300-500家的连锁品牌增速达到295.97%，其次是500-1000家的增速为104.18%。据测算，Manner咖啡2021年的总门店增速为285.96%，接近于中型连锁店的增速，整体发展势头强劲，预计2022年下半年持续保持高速增长。

□ 风险提示

食品安全问题，下沉市场经营管理，供应链布局。

正文目录

1. 行业介绍：现制咖啡赛道加速扩容，市场下沉空间大	4
1.1. 市场现状：咖啡行业高速发展，现制品类占比上升.....	4
1.2. 驱动因素：即时零售兴起，消费习惯逐步形成.....	6
2. 公司简介：本土连锁咖啡独角兽，门店迎来加速扩张期	9
2.1. 沪上“精品”咖啡新星，主打高性价比.....	9
2.2. 起步小众，走出沪上，线上加持，初具多形态业务规模.....	10
2.3. 创始人深耕咖啡赛道，积极布局下沉市场.....	12
2.4. 品牌定位清晰，拓店思路快准狠.....	13
3. 经营分析：差异化产品定位，高品质推动品牌沉淀	15
3.1. 核心优势：中端品牌中的产品主义.....	15
3.2. 商业模式：Manner 如何实现“好喝+平价+连锁”？.....	16
3.3. 门店增速强劲，近两年有望持续翻倍.....	21

图表目录

图 1: 2013-2023E 中国咖啡市场规模持续增长	4
图 2: 现制咖啡市占率持续提高	4
图 3: 中国现制咖啡市场规模提速	4
图 4: 中国咖啡市场进入后新零售时代	5
图 5: 2018 年中国现制咖啡市场竞争格局一超多强	5
图 6: 2020 年中国现制咖啡市场竞争格局显著变化	5
图 7: 现制咖啡产业链	6
图 8: 2021 年美国外卖咖啡订单增长第一 (占比 2% 以下)	7
图 9: 2020-2022 年现制咖啡门店增速保持高位	7
图 10: 近十年中国居民人均可支配收入/消费支出稳步上升	7
图 11: 2021 中国居民人均可支配收入/消费支出增速回升	7
图 12: 2022 年中国消费者咖啡消费原因调查	8
图 13: 2020 年国内一二线城市咖啡人均消费直逼美国	8
图 14: 2020 年中国现制咖啡馆在一二线分布密度较大	8
图 15: 上海南阳路第一家 Manner 店	9
图 16: 公司咖啡定价远低于同类品牌	10
图 17: 七年发展历程终成线上线下多形态业务结构	11
图 18: 5 轮融资主力 manner 咖啡成功出圈	11
图 19: 公司股权结构图	12
图 20: 公司门店数量达到 418 家	13
图 21: 一线城市门店占比近 90%	14
图 22: 门店分布集中上海	14
图 23: 上海门店集中写字楼, 成都门店集中于商圈	14
图 24: 2022 年中国中端咖啡连锁品牌门店数量最多	15
图 25: 上海徐汇区咖啡口味榜单 manner 位于 11 名	16
图 26: Manner (徐汇滨江店) 线上精选好评	16
图 27: 公司门店选址集中写字楼和购物商圈	17
图 28: Manner 咖啡学院式定期开展培训	17
图 29: 门店内装修	18
图 30: 门店内装修	18
图 31: 公司咖啡产品精简菜单	18
图 32: 2021 年 Q1-Q3 公司天猫月度销售情况	19
图 33: 天猫旗舰店销量榜单	19
图 34: 小红书 Manner 相关图文	20
图 35: 公司与各品牌联名合作	20
图 36: 2022 年不同规模咖啡连锁店增速对比	21
表 1: 公司核心管理团队咖啡行业经验丰富	13
表 2: manner 和咖啡龙头产品制作对比	16
表 3: 公司产品品类与数量	19
表 4: Manner 门店单店模型 (每月)	20

1. 行业介绍：现制咖啡赛道加速扩容，市场下沉空间大

1.1. 市场现状：咖啡行业高速发展，现制品类占比上升

中国咖啡行业规模持续增长，市场前景广阔。从增速上看，据弗若斯特沙利文数据显示，2013-2018 年行业高速发展，CAGR 保持 29.54%。2018 年以后增速有所放缓，预计 2018-2023 年 CAGR 达 25.99%，2023 年整体市场规模达 1806 亿元。

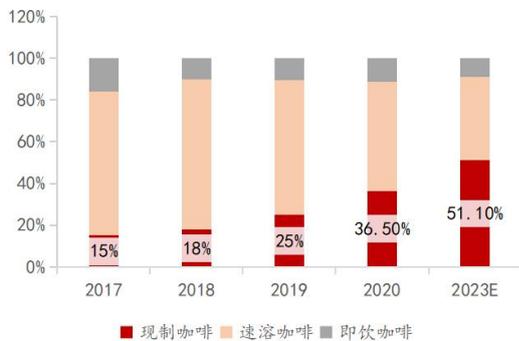
图 1：2013-2023E 中国咖啡市场规模持续增长



资料来源：弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

现制咖啡渗透率提升，有望成为市场第一大细分赛道。从品类上看，咖啡共现制、速溶以及即饮三个品类。根据头豹产业研究院数据，2020 年现制咖啡占比 36.5%，速溶咖啡占 52.40%，即饮咖啡占 11.10%，速溶品类仍为当前市场主流，现制咖啡市占率持续提升，预计 2023 年达到 51.1%。市场规模方面，2019-2024 年现制咖啡市场 CAGR 达 24.6%，预计规模从 489.2 亿元增加至 1594 亿元。

图 2：现制咖啡市占率持续提高



资料来源：头豹产业研究院，浙商证券研究所

图 3：中国现制咖啡市场规模提速



资料来源：头豹产业研究院，浙商证券研究所

小型咖啡连锁品牌兴起，进入后新零售时代。咖啡作为商品进入中国的历史时长较短，仍然处于成长阶段。从代表性品牌来看，**(1) 1980年代**，外资咖啡品牌进入中国市场，雀巢等速溶咖啡提神醒脑的功能初步完成对于消费者的产品普及。**(2) 1990年代**，星巴克以大面积、精装修和高价位打造社交服务的“第三空间”，咖啡的需求属性逐步多元。**(3) 2016年至今**，瑞幸等新晋品牌利用全渠道销售快速布局，挤占外资品牌的市场份额。近年以来，Manner为代表的新品牌小型连锁化扩张，强调产品主义，是分层消费驱动的结果。

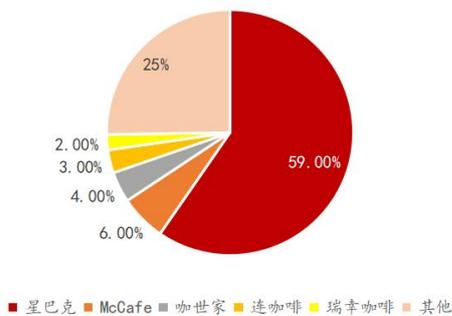
图 4：中国咖啡市场进入后新零售时代



资料来源：德勤咨询，浙商证券研究所

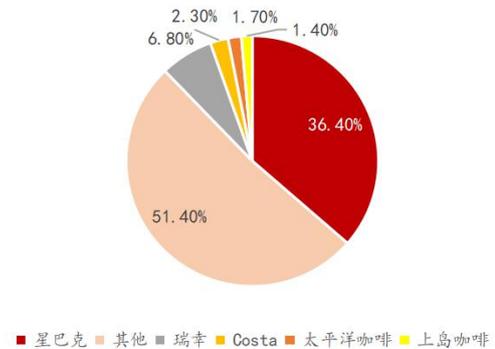
新兴品牌快速扩张，行业集中度下降。根据 Euromonitor 数据，2018 年星巴克在中国现制咖啡市场占有率为 59.2%，稳居行业龙头地位。2020 年，星巴克市场占有率下降为 36.4%，瑞幸占有率上升为 6.8%。我们认为，随着现制咖啡市场规模的增大，本土玩家单体规模增加，抢占“一强”市场份额，行业集中度迎来短期下降。

图 5：2018 年中国现制咖啡市场竞争格局一超多强



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 6：2020 年中国现制咖啡市场竞争格局显著变化

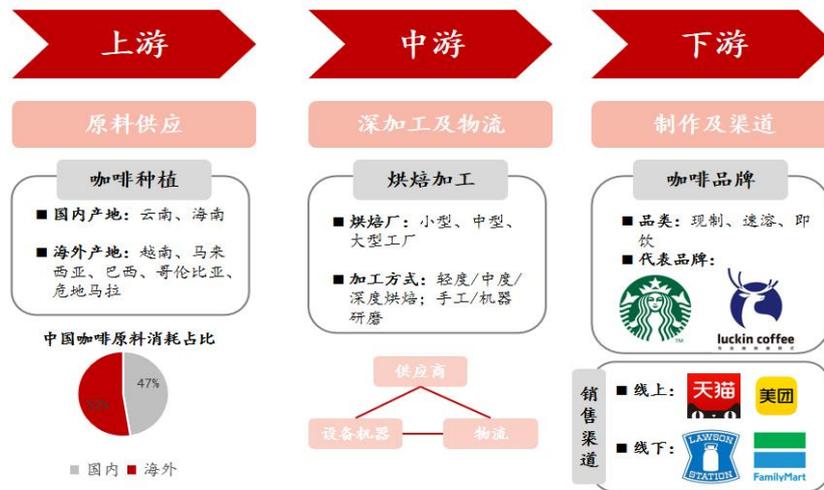


资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

1.2. 驱动因素：即时零售兴起，消费习惯逐步形成

现制咖啡的产业链主要分成以下三个部分：**上游端**，全球的咖啡种植基地集中在中南美洲、非洲以及东南亚。我国目前有 52% 的咖啡豆源自进口，自给自足条件欠缺，生产规模远不能满足国内市场，其中超 99% 来自云南种植园区。**中游端**，原料进入烘焙厂加工包装成为烘焙咖啡豆，经过烘焙和研磨产出咖啡粉，加工过程影响到后期制作的口感，部分企业为保障品质采用中下游供应链一体化。**下游端**，连锁门店内的咖啡师将咖啡粉萃取为咖啡饮品，以电商、O2O 以及门店渠道销售给消费者。

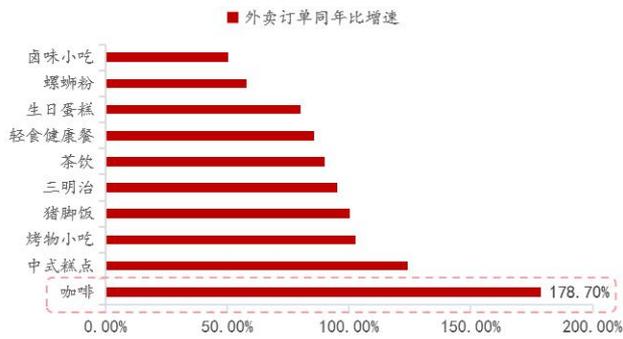
图 7：现制咖啡产业链



资料来源：美团餐饮，浙商证券研究所

供给端：线上渠道渗透率上升，线下布局增速明显。根据美团餐饮数据，2021 年咖啡品类同比增长 178.7%，远超茶饮、螺蛳粉和轻食健康餐位列小众品类外卖第一。我们认为，咖啡在外卖渠道的爆发性增长得益于：（1）饮品方便运输，（2）疫情居家办公的场景增加，（3）国内外送平台的发展。门店布局方面，门店增速自 2022 年以来几乎保持在 15% 以上，最高达 20%，4 月受到疫情影响增速有所回落，截止 2022 年 5 月 1 日，中国内地共有咖啡门店 11.73 万家。

图 8：2021 年美团外卖咖啡订单增长第一（占比 2% 以下）



资料来源：美团外卖，浙商证券研究所

图 9：2020-2022 年现制咖啡店增速保持高位



资料来源：美团美食，浙商证券研究所

需求端：消费习惯初步形成，高收入推动购买意愿。宏观上，2021 年，中国居民人均可支配收入和人均消费支出分别为 3.5 万元/年和 2.4 万元/年，增速分别为 9.1%/13.6%，购买力增加刺激社会消费，可选消费品类规模持续增长。

微观上，对咖啡的消费习惯逐步形成，购买意愿有所提升，艾媒咨询数据显示，2022 年中国咖啡消费者喝咖啡的主要因素是“喜欢咖啡的味道”和“提神”，对于咖啡品质和口感的要求变高，消费需求变得多元化和分层化。

图 10：近十年中国居民人均可支配收入/消费支出稳步上升



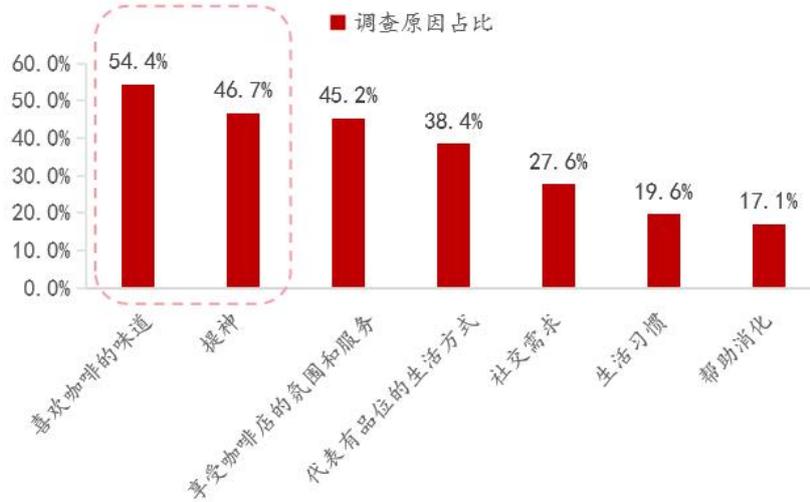
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 11：2021 中国居民人均可支配收入/消费支出增速回升



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

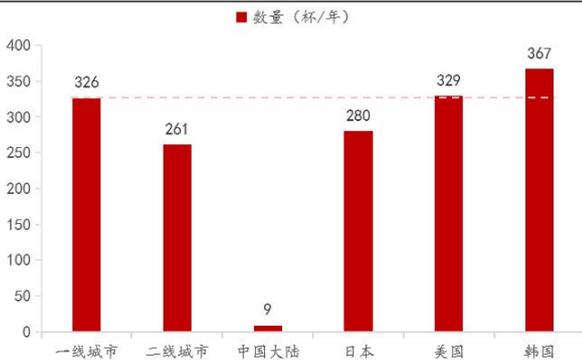
图 12：2022 年中国消费者咖啡消费原因调查



资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所

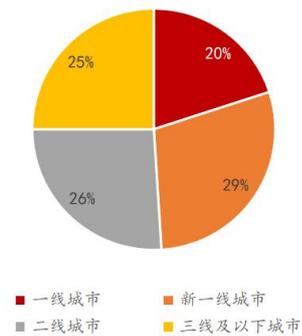
一线城市市场成熟，低线城市下沉潜力较大。根据德勤咨询数据，2020 年中国一线城市的人均咖啡消费量为 326 杯/年，与美国和韩国等发达国家数量相近，市场渗透率较高，行业处于成熟阶段。而中国大陆整体的消费量仅为 9 杯/年，现制咖啡门店布局三线以下城市占比为 25%，考虑到国内不同级别的城市数量，我们认为：目前国内的咖啡市场还处于成长期，新一线及二线城市是主要的下沉目标，渗透率有望进一步提升。

图 13：2020 年国内一二线城市咖啡人均消费直逼美国



资料来源：德勤咨询，浙商证券研究所

图 14：2020 年中国现制咖啡馆在一二线分布密度较大



资料来源：头豹产业研究院，浙商证券研究所

2. 公司简介：本土连锁咖啡独角兽，门店迎来加速扩张期

2.1. 沪上“精品”咖啡新星，主打高性价比

起始于全国咖啡市场最大的上海。Manner 咖啡是国内精品平价咖啡品牌，2015 年成立于“咖啡之都”上海市，隶属于上海茵赫实业有限公司，现已成为沪上咖啡的绝对新起之秀。公司起源于静安区南阳路的一家 2 平米的窗口店，凭借自带杯减 5 元的促销活动，迅速巩固门店生意。截止 2022 年 7 月，公司已经在 12 个城市开设 418 家门店，预计未来继续加密沪上门店，拓展下沉至其他城市。

图 15：上海南阳路第一家 Manner 店

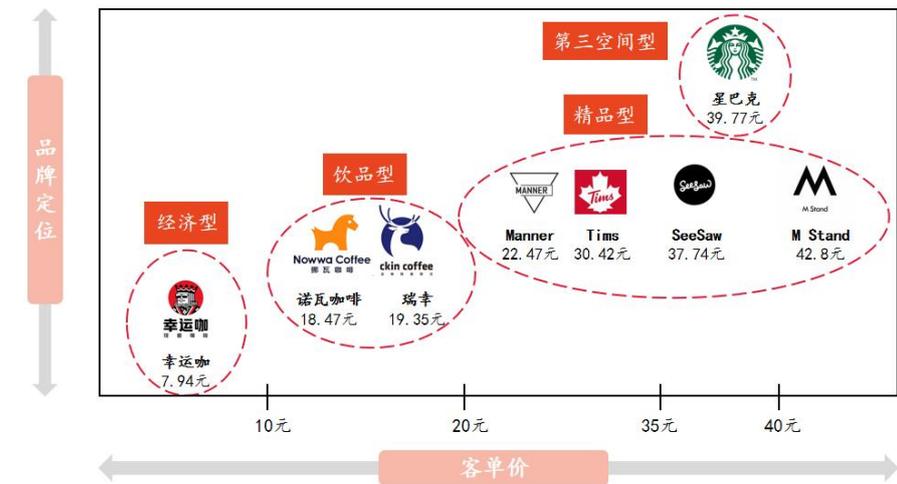


资料来源：Manner 官网，浙商证券研究所

公司秉承平价精品咖啡理念，产品定价远低于同类型品牌。根据窄门餐眼数据，Manner 饮品的均价为 22.47 元，价格区间在 15-30 元，其中低于 20 元的饮品占比超过 10%，常规产品美式和拿铁均为 15 元。另外，咖啡的杯量设计小而咖啡粉含量高，大杯的杯量为 360ml，星巴克中杯杯量为 355ml，每盎司含粉量为 24g，星巴克仅为 14g-18g。

精品化咖啡制作，而非严格意义上的精品咖啡。根据国际咖啡协会（SCA）的定义，精品咖啡指的是用优异生豆萃取，杯测评分达到 80 分以上的咖啡。从原材料看，Manner 使用“平价+特调”拼配咖啡豆，常规产品与精品咖啡有一定差距，但通过自主烘焙，半自动咖啡机以及高素质咖啡师制作保障制作流程精品化。

图 16：公司咖啡定价远低于同类品牌



资料来源：窄门餐眼，浙商证券研究所

2.2. 起步小众，走出沪上，线上加持，初具多形态业务规模

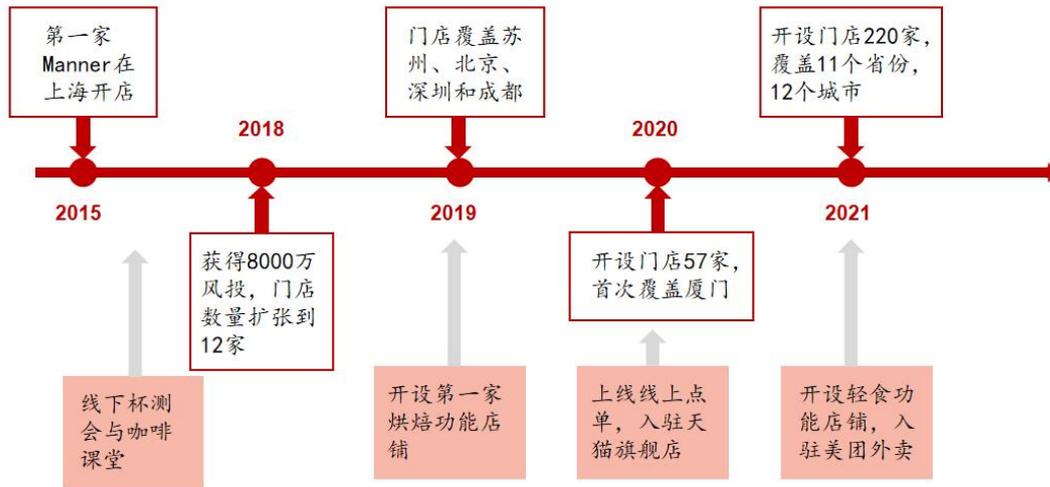
回顾 Manner 的发展历程，可以分为以下三个阶段：

(1) **2015-2018 年：起步于上海，主营小众爱好客群。**2015 年首家 Manner 咖啡于上海市静安区南阳路 205 号开业，三个月后 2 平米大的店铺每日出杯量达到上百杯。截止 2018 年 10 月，公司门店共 6 家，获得今日资本首轮投资后门店数量增加到 11 家。自开店以来公司陆续开设小型咖啡课堂和杯测会，建立起小规模消费者社群。

(2) **2019-2020 年：布局其他城市门店，铺设线上销售渠道。**2019 年起，公司的门店开设开始走出上海，8 月-11 月陆续入驻苏州、北京、深圳和成都。同年 2 月开设第一家兼具面包工坊职能的门店。2020 年 2 月上线线上点单，8 月入驻天猫旗舰店，售卖自主烘焙的便捷咖啡包和咖啡豆。这一时期，公司逐渐形成成熟的单店模式和扩张体系，布局线上电商渠道，为未来的规模化扩张奠定经营基础。

(3) **2021-至今：经营规模扩张全国，加强多形态业务结构。**2021 年公司开始快速规模化扩张，平均每月开店 18 家，截止今日，Manner 总门店数量为 418 家，覆盖 11 个省份和 12 个城市，初步实现全国化蓝图。与此同时，公司投入多元化业务建设，共有小型单店、带烘焙门店和带餐食门店三种业务形态，2022 年 3 月上线美团外卖，7 月入股茶饮连锁品牌阿嬷手作，建设全渠道零售和资本运营。我们认为，这一时期公司在资本市场的关注下飞速成长，逐步丰富单店模型，借助互联网运营打造品牌势能和市场竞争能力。

图 17：七年发展历程终成线上线下多形态业务结构



资料来源：Manner 微信公众号，浙商证券研究所

经历 5 轮融资，最新估值近 30 亿美元。据天眼查信息披露显示，2018 年 10 月，公司获今日资本 8000 万元 A 轮投资。2020 年 12 月，公司获 H Capital 和 Coatue Management 1 亿美元战略融资，投后估值超 10 亿美元。2021 年 2 月，公司获淡马锡 A+ 轮投资，投后估值为 13 亿美元。2021 年 5 月-6 月，公司先后获得美团龙珠和字节跳动两轮融资，最新估值近 30 亿美元。疫情影响下，不到一年时间公司的估值增长超 60%，多家知名机构入局展示了资本对公司的发展信心。

图 18：5 轮融资主力 manner 咖啡成功出圈



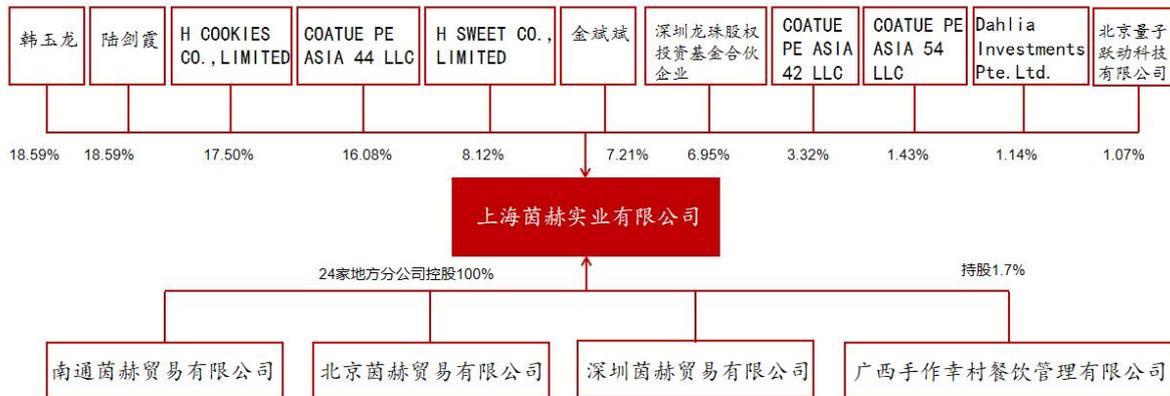
资料来源：天眼查，浙商证券研究所

2.3. 创始人深耕咖啡赛道，积极布局下沉市场

股权结构方面，韩玉龙和陆剑霞夫妇为实际控制人。截止2022年7月15日，公司创始人韩玉龙和陆剑霞夫妇持股占比37.17%，为公司第一大股东。H Capital和Coatue Management旗下基金H COOKIES CO.,LIMITED和COATUE PE ASIA 44 LLC分别持股17.50%和16.08%，成为仅次于创始人的大股东。目前，公司共有11位股东，以及6位核心管理团队成員。

对外投资方面，公司旗下共24家地方分公司，和1家入股公司，包含餐饮业务、技术服务业务和批发零售业务。覆盖上海、江苏和广东等15个省份，除了一线城市外大量布局新一线和二线城市，为市场下沉提供持续动力。

图 19：公司股权结构图



资料来源：天眼查，浙商证券研究所

公司创始人韩玉龙先生具备丰富的行业经验，创业前曾在Café del Volcán精品咖啡馆做过烘焙师，联合创始人陆剑霞女士同为咖啡师，拥有多年咖啡烘焙经验，目前两人主要负责咖啡产品的研发。公司董事徐斌斌是今日资本的投资经理，在投资运营和组织管理上有丰富经验，目前主导公司运营管理工作。我们认为，创始人资深的行业背景有助于品牌定位的深耕，而其他高层的资本运营经验，能够帮助品牌规模化管理，兼顾门店扩张与盈利。

表 1：公司核心管理团队咖啡行业经验丰富

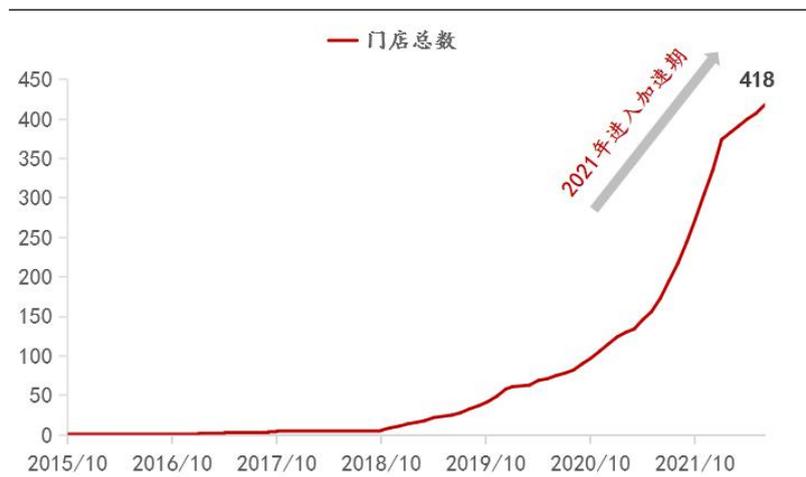
姓名	年龄	职务	履历
韩玉龙	37	董事长	上海茵赫实业有限公司创始人，CEO，资深咖啡爱好者。创业初期曾在南通经营一家摄影主题的咖啡馆，同时兼顾一些咖啡相关的培训，此后逐渐将创业方向聚焦到咖啡产品本身，曾在上海老外圈子颇有口碑的Café del Volcán精品咖啡馆做过烘焙师。
金斌斌		董事	今日资本投资经理，深度参与Manner运营管理
陆剑霞		董事	Manner咖啡联合创始人，咖啡师，拥有多年咖啡烘焙经验。
方文浩		董事	
蒋凯		董事	
陈燕		监事	

资料来源：天眼查、IT 桔子，浙商证券研究所

2.4. 品牌定位清晰，拓店思路快准狠

门店扩张从 2021 年 3 月起进入加速期。2021 年以前，公司单月新开门店数均为个位数，2021 年以后新店增长加速，最高单月新店数为 39 家，2022 年 3 月以来受到疫情影响，门店增速有所放缓，但整体上仍处于上升水平。

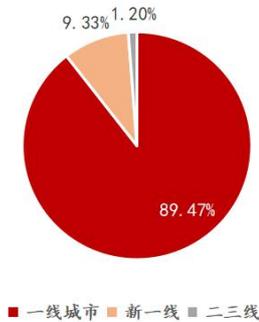
图 20：公司门店数量达到 418 家



资料来源：窄门餐眼、浙商证券研究所

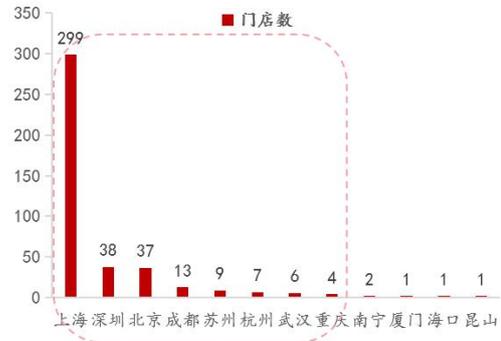
一线和新一线城市为主要扩张市场。截止 2022 年 7 月 17 日，一线/新一线城市门店数量为 374/39 家，合计占总门店的 98.8%，同年 3 月 8 日-3 月 10 日，公司开设新店 200+ 家，二三线门店数量仅为个位数。目前公司处于扩张初期，持续加密上海，快速扩张北京、深圳和新一线城市群，二线以下城市布局仍处于探索阶段，下沉市场潜力巨大。

图 21：一线城市门店占比近 90%



资料来源：窄门餐眼，浙商证券研究所

图 22：门店分布集中上海

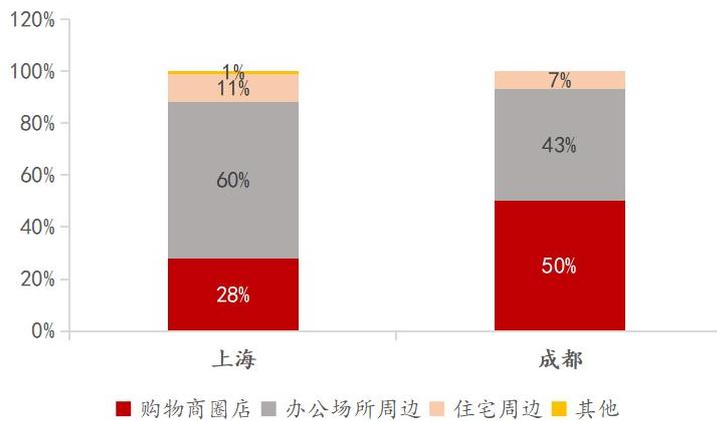


资料来源：窄门餐眼，浙商证券研究所

办公及购物场所周边拓圈。门店选址方面，公司在一线城市持续加密办公楼店，新一线及以下城市积极布局购物商圈店。以上海和成都为例，截止 2022 年 7 月 18 日，上海现有的 299 家门店，60%位于办公场所附近，28%位于商圈；成都现有 13 家门店，43%分布商圈，50%分布办公场所附近。

Manner 早期以小店快取模式获得办公白领客群流量，租金较低有利于平价价位的成本压缩，后期下沉市场过程中，初始目标客群变化，对社交属性的消费需求变高，商圈店更适合作为第三空间的服务载体。

图 23：上海门店集中写字楼，成都门店集中于商圈



资料来源：GeoHey、浙商证券研究所

3. 经营分析：差异化产品定位，高品质推动品牌沉淀

3.1. 核心优势：中端品牌中的产品主义

门店加密上，以瑞幸为代表的中端品牌扩张速度超过以星巴克为代表的高端品牌，2021年初瑞幸在国内的门店总数首次超过星巴克，截止2022年6月共有门店数6903家，星巴克为6594家。我们认为，短期内星巴克的咖啡龙头地位难以撼动，但中端品牌的成长潜力巨大，行业集中度下降是未来所势。

以产品价格为导向，中端品牌相较于其他品牌的优势在于：第一，居民社交需求的减少，对第三空间服务的吸引力下降；第二，消费升级推动更高品质追求，低端精简SKU产品已经无法满足更高层次的需求。

图 24：2022 年中国中端咖啡连锁品牌门店数量最多



资料来源：窄门餐眼，浙商证券研究所

中端品牌类中，Manner 坚持产品主义，产品品质优于其他品牌。对比连锁巨头品牌，manner/星巴克的每杯咖啡粉浓度为 24-25g/14-18g，常规杯容量 240ml/355ml。相比起咖啡豆品类，咖啡粉浓度高对消费者口感的提升更明显，也符合“提神醒脑”的基本需求。

公司精品化咖啡过程是口感和风味较好的主要原因：（1）原料加工上，采用拼配豆，自有烘焙厂进行咖啡豆烘焙，烘焙深度高于星巴克；（2）制作流程上，使用半自动咖啡机，对人工操作的要求更高，坚持拉花，保留精品特色；（3）员工培训上，前期高投入内部咖啡师培训，专业技术高于同类品牌。

表 2: manner 和咖啡龙头产品制作对比

	MANNER	Starbucks	luckin coffee
客单价	22.47元	39.77元	19.35元
主力门店面积	20-50平米	200-300平米	20-60平米
杯型	 240ml (小) 360ml (大)	 237ml (小) 355ml (中) 473ml (大)	 455ml (标)
咖啡粉含量	 24-25g/杯	 14-18g/杯	-
烘焙	中深烘: 上海、南通自建烘焙厂	中烘: 昆山自建烘焙厂	宁德自建烘焙厂
制作	半自动咖啡机+人工	全自动咖啡机	全自动咖啡机

资料来源: 窄门餐眼, 36 氪 Pro, 浙商证券研究所

高品质逐步沉淀品牌力。以大众点评中的上海徐汇滨江店为例, 2874 条精选评论中, 有 365 条评价“口味赞”, 91 条评论“性价比高”, 位列徐汇区口味榜单的 11 位, 是榜单上前列的连锁咖啡品牌。好评不断充分展现了公司坚持品质至上的效益, 建立同类品牌中的差异化定位, 从而提升竞争力。

图 25: 上海徐汇区咖啡口味榜单 manner 位于 11 名



资料来源: 大众点评, 浙商证券研究所

图 26: Manner (徐汇滨江店) 线上精选好评



资料来源: 大众点评, 浙商证券研究所

3.2. 商业模式: Manner 如何实现“好喝+平价+连锁”?

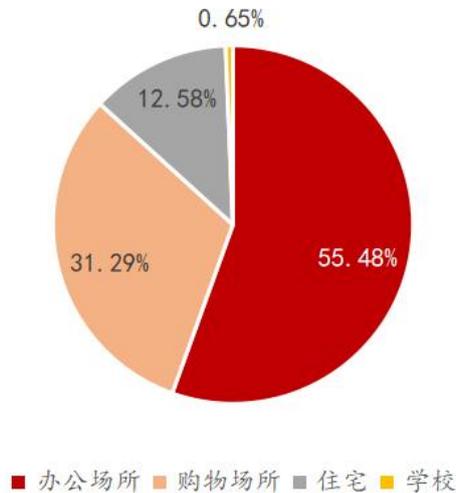
推动 Manner 实现“好喝+平价+连锁”的主因是较成熟的商业模式:

➤ 门店: 标准化选址与运营

根据 GeoHey 数据, 公司目前的总门店中有 55.48% 布局在办公场所, 31.29% 在购物场所。Manner 选址上靠近白领, 以人流密度高的办公楼为主, 同时也兼顾核心商圈的年轻客流, 加深品牌形象。根据虎嗅的报道, 目前公司共有 3 种门店类型: 1) 快取门店 20-50 平方米, 以办公和居民区为主; 2) 带烘焙门店 80-100 平方米, 多布局在购物商圈和办

公场所；3) 带餐食门店 150 平方米左右，目前只有少数几家且都布局在核心商圈。

图 27：公司门店选址集中写字楼和购物商圈



资料来源：GeoHey，浙商证券研究所

门店运营上，员工培训、装修风格以及相对精简的 SKU 是可复制性高的来源。

(1) **员工培训**：以主力门店为例，平均每家共有 5 位员工，都是经过培训的咖啡师，负责打奶泡、拉花、出品以及点单收银。根据虎嗅的报道，公司内部有统一上岗前职能训练，2021 年以前只招收有经验的咖啡师，以拉花为例：培训时间为 3 天左右，随着门店扩张之后，新手培训延长至 5 天左右。另外，公司定期举办咖啡学院，对操作技术精益求精。

图 28：Manner 咖啡学院式定期开展培训

MANNER LAB 咖啡学院

MANNER LAB COFFEE COLLEGE

MANNER LAB 学院已获得 SCA 世界精品咖啡协会认证，并定期开展高质量的 Q GRADER 培训课程。MANNER 拥有众多专业咖啡品鉴师，为您把关每一杯咖啡。



资料来源：Manner 天猫旗舰店，浙商证券研究所

(2) **装修风格**: 根据门店类型有一定差异性, 整体上以极简风格为主, 统一使用灰白色, 暖光和木质座椅, 目的是在一定程度上控制成本。

图 29: 门店内装修



资料来源: Manner 公众号, 浙商证券研究所

图 30: 门店内装修



资料来源: Manner 公众号, 浙商证券研究所

(3) **精简 SKU**: 以主力门店为例, 截止 2022 年 7 月, 共有 47 款产品, 包含冰爽系列、桂花系列、清橙系列、燕麦系列和意式咖啡 5 类经典系列, 以及 2 类限定系列和周边产品等。整体上, 精简化的 SKU 菜单能够降低咖啡师的人力成本, 提高出餐效率, 方便统一产品品质与口感。

图 31: 公司咖啡产品精简菜单



资料来源: Manner 微信小程序, 浙商证券研究所

➤ **产品: 延展性品类矩阵, 关注多销售渠道布局**

随着市场下沉和门店扩张, Manner 在产品品类和销售渠道两方面进行拓展, 保持盈利增长的可持续性。横向数量上, 从 2021 年 1 月到 2022 年 6 月, 公司共上新 11 次, 1 月和 8 月是上新的高峰月份。横向品类上, 除了原有的咖啡业务, 公司分别在 2019 年和 2021 年丰富了烘焙和轻食业务, 截止 2022 年 7 月, 共有烘焙产品 5 款, 轻食产品 17 款。我们认为, 从单一到多元的产品延伸有助于延长品牌的生命周期, 突破盈利增长的规模天花板。

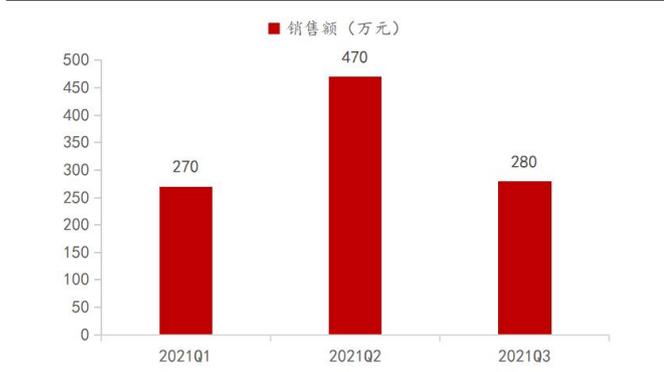
表 3：公司产品品类与数量

系列	代表产品	价格区间	定位	数量
冰爽系列		15-30元	经典款	9
桂花系列		20-30元		8
清橙系列		20-25元		2
意式咖啡		15-30元		7
燕麦系列		20-25元		3
现制面包		5-10元	烘焙	5
开胃小菜、健康沙拉、主厨推荐		15-80元	轻食	17

资料来源：Manner 微信小程序，浙商证券研究所

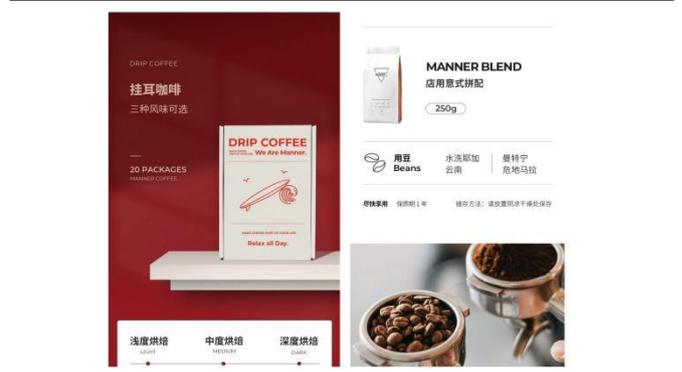
积极布局线上渠道，丰富多元业务形态。根据艾瑞咨询数据，2021年第三季度公司天猫月度销售额达到280万元，同比增长155%，截止2022年7月，旗舰店销量最高的挂耳咖啡包和咖啡豆销量为8000+和5000+。目前公司线上业务收入可观，电商渠道主要售卖周边产品，有助于培养咖啡爱好者的社群氛围。

图 32：2021 年 Q1-Q3 公司天猫月度销售情况



资料来源：网易、艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 33：天猫旗舰店销量榜单



资料来源：Manner 天猫旗舰店，浙商证券研究所

➤ 营收：可盈利单店模型，“门店+营销”控制成本

根据测算，单店平均收入约7000-8000元/天，按照单月店效24万元计算，毛利润/净利润达到15万/5.7万元，毛利率/净利率达到62.5%/23.75%，投资回报周期小于12个月。门店扩张采用直营模式，单店盈利能力尚可。

表 4: Manner 门店单店模型 (每月)

指标	数值	占比
店效 (万元)	24.0	100.0%
客单量 (万杯)	1.6	
客单价 (元)	22.47	
产品成本 (万元)	7.1	29.6%
咖啡粉	1.5	6.2%
牛奶	4.1	17.2%
包材	1.5	6.2%
设备和装修成本 (万元)	2.1	8.7%
租金成本 (万元)	4.5	18.8%
人工成本 (万元)	3.0	12.5%
水电杂费 (万元)	1.5	6.3%
毛利润	15.0	62.5%
净利润	5.8	24.2%
毛利率	62.50%	
净利率	24.17%	

资料来源: 窄门餐眼, 36 氪 Pro, 浙商证券研究所

“小门店+低营销”使得 Manner 能够保持较低成本, 公司目前的主力门店面积为 20-50 平, 部分设有少量座位, 符合 takeaway 式的“快咖啡”场景, 租金相对较低。营销上, 以小红书等私域低成本流量为主, 2021 年开始与赫莲娜、野兽派和内外等年轻时尚品牌合作增多, 整体上公域流量打造不及瑞幸。

图 34: 小红书 Manner 相关图文



资料来源: 小红书, 浙商证券研究所

图 35: 公司与各品牌联名合作

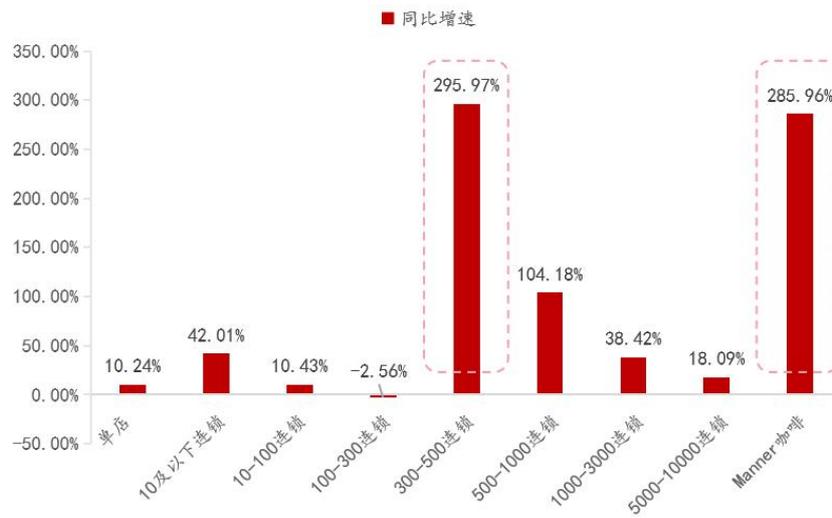


资料来源: Manner 天猫旗舰店, 浙商证券研究所

3.3. 门店增速强劲, 近两年有望持续翻倍

根据门店数量区分, 中型咖啡连锁店的扩张速度最快。美团美食数据显示, 2022 年门店规模是 300-500 家的连锁品牌增速达到 295.97%, 其次是 500-1000 家的增速为 104.18%。根据窄门餐眼数据, 20 年单年新增门店数 57 家, 21 年新增门店数为 220 家, 故 2021 年度新门店增速为 285.96%, 接近于中型连锁店的增速, 整体发展势头强劲。

图 36：2022 年不同规模咖啡连锁店增速对比



资料来源：美团美食，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>