瑞幸咖啡专题：披坚执”瑞”的公司，”幸”运广阔的赛道

——餐饮系列研究之茶饮+咖啡专题

行业评级：看好

2022年11月

姓名	马莉	研究助理	盛超	研究助理	钟烨晨
邮箱	mali@stocke.com.cn	邮箱	shengchao@stocke.com.cn	邮箱	zhongyechen@stocke.com.cn
证书编号	S1230520070002			电话	18017203325

摘要

➢ **2019年以来瑞幸咖啡争议不断，“桃李不言下自成蹊”，争议之下我们看到的却是2019年以来瑞幸咖啡的业绩不断创新高、超预期。本篇专题将重点解决3个问题：瑞幸咖啡是如何绝境生花的、为什么能有这样的成功、未来瑞幸咖啡的成长性如何。**

➢ **瑞幸咖啡是如何绝境生花的？悄然提价不改单量攀升，店效不断优化**

- **2019-2022Q2瑞幸单店店效不断优化，2022Q2直营门店层面经营利润率达31%。**过往3年瑞幸咖啡收入复合增速60+%，实现超高速增长，利润成功扭亏为盈。我们基于报表，测算瑞幸直营门店单店店效模型发现，2019至2021年门店经营利润率的优化主要得益于租金、配送、销售费用的改善。我们认为，提价抬升盈利能力，是近期店效优化的主要来源。我们通过2022Q1及Q2报表简单倒算出较为合理的店效模型，发现毛利率大幅抬升、销售费用率大幅下降是驱动门店层面经营利润率大幅提升的主要动力，两者变动指向一个共同的原因就是产品提价。追根溯源，今年Q1起瑞幸全线饮品价格涨价1元，并结合动态调整优惠券减免政策实现了悄然提价。**从结果看，瑞幸提价并未影响整体单量，折射出前期品牌投入已初具成效，消费者习惯已初步养成、品牌形象已初步建立。**

➢ **瑞幸咖啡为什么能有这样的成功？现制咖啡赛道大空间+高成长，瑞幸自身策略得当+数字化能力强**

- **2021年我国现制咖啡行业规模超800亿元，2017-2021年复合增速超30%，对标现制茶饮果汁赛道，规模/渠道数量/人均杯数上均有2-3倍空间。**目前，我国现制咖啡行业规模超800亿元，现制茶饮果汁行业规模近1500亿元。现有咖啡店超11万家，现有茶饮果汁店超39万家。我国现制咖啡赛道现阶段我国人均咖啡消费杯数仅3.1杯，仅为同期现制茶饮果汁的1/3。咖啡赛道较低的人均杯数源于普及率处于较低位置，目前我国仍有近600个县未有现制咖啡店普及，县级渗透率67%，同期没有现制茶饮果汁店的县仅有71个，县级渗透率达96%。

- **瑞幸自身策略得当。产品定位贴合消费者.**瑞幸现有饮料化咖啡产品占比约70%，消费者体验以线上为主，顺应国人快生活；**渠道构建借鉴星巴克经验。**从高线、咖啡基础好的城市出发围绕商务楼建门店，现有门店7800+家，位列第一。**营销打造私域流量池+社群精细化运营。**现有月均顾客数超2500万，私域用户超180万，用户福利群超9000个。**这一切策略实现的背后都有强数字化的赋能。**瑞幸将产品研发数字化，将甜度、香气等指标数据化，精准推出爆品；将门店选址数字化，借鉴星巴克的同时有一整套选址模型；将营销数字化，可针对不同客户设计不同的促销活动。

➢ **未来瑞幸咖啡的成长性如何？数字化带动下，开店+店效仍有上升空间**

- **数字化继续赋能供应链、营销，打开店效空间。供应链端：**已实现总部→工厂→门店的全链条打通，未来效率提升，店效有望进一步优化；管理难度下降，开店想象空间继续扩大。**营销端：**基于2500万客群及7800+门店，结合数字化精准算法，存量找增量，高频带高频，背书业绩可持续性。

- **开店仍有空间，万店可期。**基于店人密度模型，瑞幸咖啡未来3年门店数量有望破万。**乐观假设下，**各区域咖啡文化普及良好，瑞幸将继续跑马圈地，**最终，总咖啡店的店数天花板在近13万家店，瑞幸的店数天花板在1万余家。**中性假设下，各区域咖啡文化普及一般，瑞幸虽受累疫情却继续跑马圈地，最终，总咖啡店的店数天花板在11万家店左右，瑞幸的店数天花板在近9000家。

风险提示

1、食品安全风险。

2、疫情反复风险。

3、宏观经济下行风险。

4、数据统计风险。

5、报表未经审计风险。

目录

CONTENTS

01 优秀公司

02 咖啡赛道

03 未来空间

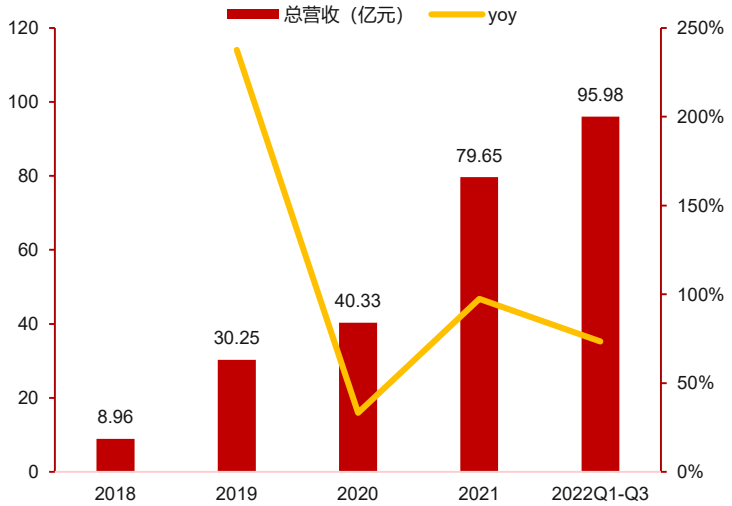
04 风险提示

01 披荆执锐的优秀公司

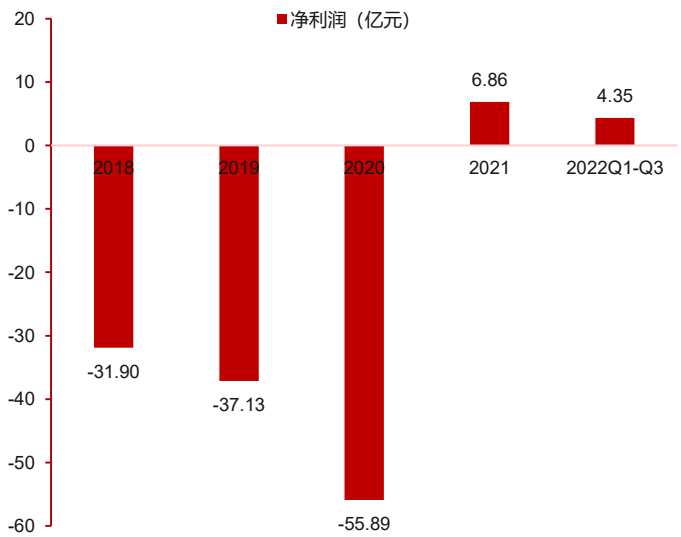
01 瑞幸咖啡：过往3年业绩实现高速成长，年初以来再创新高

- **过往3年，瑞幸咖啡收入复合增速60+%，实现超高速增长。**2019-2021年瑞幸咖啡实现营收30.25/40.33/79.65亿元，同比分别增长238%/33%/97%，实现净利润-37.13/-55.89/6.86亿元，2021年成功实现扭亏为盈，业绩大幅好转源于公司品牌力积淀，也源于现制咖啡赛道的高增速。
- **2022前三季度，瑞幸咖啡实现营收95.98亿元，高于2021年全年水平，实现净利润4.35亿元。**2022年前三季度瑞幸实现营收95.98亿元（同比+73%），实现经营利润8.42亿元，实现净利润4.35亿元，同比均实现扭亏为盈。2）单三季度公司业绩环比继续向好。公司实现营收38.95亿元（同比+66%、环比+18%），实现经营利润5.85亿元，实现净利润5.29亿元，同比均实现扭亏为盈，环比均实现大幅度提升。
- **瑞幸咖啡现有门店超7800家，同比2019年实现门店数量翻倍增长。**截止2022Q3，瑞幸咖啡共用门店7846家，其中直营店5373家、加盟店2473家。目前瑞幸咖啡已超越星巴克，成为国内门店数量最多的现制咖啡品牌。

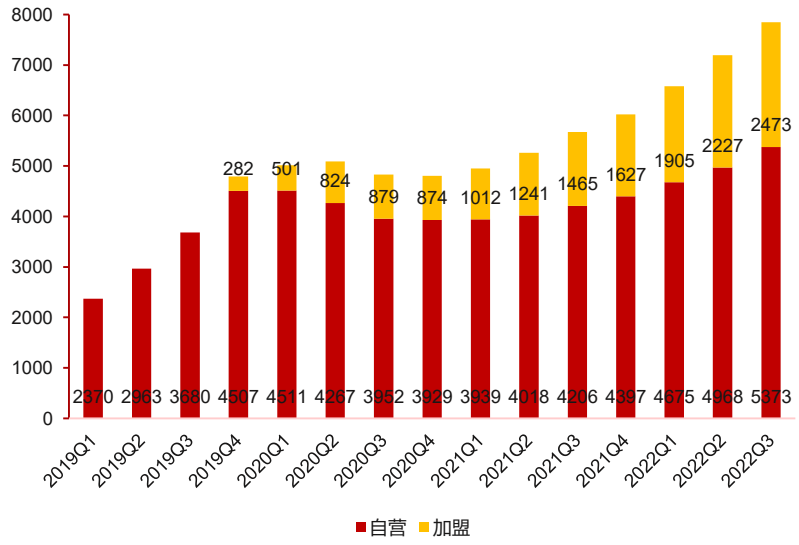
图：2019-2021年瑞幸咖啡收入复合增速60+%



图：2021年瑞幸咖啡净利润扭亏为盈



图：2022Q3瑞幸门店数量超7800家



资料来源：公司公告、浙商证券研究所。

单店模型：渐进式优化，对标2019年已实现量价齐升

	2018	2019	2020	2021
直营部分				
日营收（万元）	230	776	1018	1727
现制饮品	178	664	882	1619
其他	37	112	85	108
调整后直营门店数量（家）	1041	3290	4218	4163
单店日营收（元）	2213	2360	2414	4150
现制饮品	1710	2018	2091	3889
其他	357	341	201	260
单店日售商品总数	239	245	206	300
现制饮品	168	201	0	-
其他	43	34	0	-
单品均价(元)	9.25	9.63	11.70	13.82
现制饮品	10.17	10.04	-	
其他	8.35	10.17	-	-
日均成本（万元）	113	376	392	554
现制饮品	80	294	329	488
其他	33	82	63	65
单品成本(元)	4.53	4.67	4.50	4.43
现制饮品	4.55	4.45	-	-
其他	7.46	7.42	-	-
单品毛利率	51%	52%	62%	68%
现制饮品	55%	56%	-	
其他	11%	27%	-	-
其他部分				
日均配送收入（万元）	15	48	52	97
单品单店日均配送收入（元）	0.61	0.60	0.59	0.78
加盟部分				
加盟店日均收入（万元）	0	4	87	358
单店日均收入（元）	-	149	1501	2862

日均单量同比2019年上升22%

单品均价同比2019年上升44%

单品毛利率同比2019年上升16pcts

配送收入抬升

加盟收入显著提升

资料来源：公司公告、浙商证券研究所。

03 单店店效：下沉+提价助力实现30%直营经营利润率

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

- **2019-2022Q2，瑞幸单店店效不断优化，2022Q2直营门店层面经营利润率达31%。**我们基于报表，测算瑞幸直营门店单店店效模型发现，2019至2021年门店经营利润率的优化主要得益于租金、配送、销售费用的改善。具体来看，租金费用率的改善源于公司的下沉策略得当，配送费用率的优化源于对外卖订单的合理提价，销售费用率的下降源于品牌奠定后补贴的逐步退坡。
- **提价抬升盈利能力，是近期店效优化的主要来源。**我们通过2022Q1及Q2报表简单倒算出较为合理的店效模型，发现毛利率大幅抬升、销售费用率大幅下降是驱动门店层面经营利润率大幅提升的主要动力，两者变动指向一个共同的原因就是产品提价。追根溯源，今年Q1起瑞幸全线饮品价格涨价1元，并结合动态调整优惠券减免政策实现了悄然提价。**从结果看，瑞幸提价并未影响整体单量，折射出前期品牌投入已初具成效，消费者习惯已初步养成、品牌形象已初步建立。**

	2020	2021	2022Q1	2022Q2	2022Q3
直营营收					
现制饮品	87%	89%	89%	90%	89%
其他产品	8%	6%	6%	6%	7%
其他（配送收入）	5%	5%	5%	5%	4%
直营毛利率	**54%**	**65%**	***60%***	***74%***	***74%***
原材料成本	-46%	-35%	-40%	-26%	-26%
直营费用率					
租金费用	-46%	-30%	-26%	-32%	-32%
平均单直营店租金（万元/年）	15	16	13	14	15
配送费用	-10%	-9%	-10%	-9%	-10%
销售费用	-12%	-4%	-4%	-3%	-3%
我们倒算的门店层面经营利润率	**-13.4%**	**21.5%**	***20.2%***	***30.7%***	***29.5%***
年报披露的门店层面经营利润率	**-12.5%**	**20.2%**	**20.3%**	**30.6%**	**29.2%**

我们认为，直营门店毛利率提升是2022Q1-Q2门店层面经营利润率提升的主要来源之一。

注：季报未披露原材料成本分项，用了全口径原材料成本测算，可能存在偏差。

我们认为，直营门店消费者补贴下降是2022Q1-Q2门店层面经营利润率提升的主要来源之一。

注：季报未披露销售费用分项，用了全口径销售费用测算，可能存在偏差。

资料来源：公司公告、浙商证券研究所。注：租金费用部分包含门店管理费；带下划线的数值为我们估算值。

04 渠道：瑞幸门店布局复刻星巴克，已初步在高线城市站稳脚跟

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

- **从线级城市角度看，瑞幸与星巴克战略类似，从高线起步，正在往低线渗透。**具体来看，瑞幸、星巴克一线及新一线门店占比超50%，同属咖啡赛道的幸运咖不到20%，其布局战略更类似茶饮果汁品牌，集中于二三四线城市。
- **从区域分布角度看，星巴克、瑞幸门店主要集中在华东、华南地区。**瑞幸、星巴克超50%门店集中在华东、华南区域，幸运咖60%左右门店集中在华东及自身大本营华中地区。东北、西北、西北区域，门店布局较少，一定程度上反映出咖啡在我国的普及率仍有较大提升空间。相比而言，茶饮果汁已具备较强的普适性。
- **渠道成功布局的背后是瑞幸数字化选址能力的最好体现。**

图：现制茶饮行业各品牌线级城市分布情况

	蜜雪冰城	古茗	书亦烧仙草	茶百道	沪上阿姨	瑞幸	幸运咖	星巴克
一线	5%	2%	4%	11%	7%	23%	1%	30%
新一线	20%	21%	31%	29%	23%	32%	18%	31%
二线	18%	32%	12%	23%	21%	22%	20%	16%
三线	23%	24%	19%	18%	23%	14%	30%	8%
四线	21%	17%	22%	12%	18%	8%	22%	3%
五线	13%	4%	11%	6%	8%	2%	8%	1%
其他	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	11%

图：现制茶饮行业区域分布情况

	蜜雪冰城	古茗	书亦烧仙草	茶百道	沪上阿姨	瑞幸	幸运咖	星巴克
华东	24%	39%	7%	36%	36%	37%	30%	47%
华南	9%	23%	13%	14%	12%	21%	7%	19%
华中	20%	30%	39%	17%	12%	13%	30%	7%
华北	13%	0%	6%	6%	19%	11%	11%	13%
东北	8%	0%	1%	4%	10%	4%	6%	3%
西北	11%	0%	4%	4%	3%	3%	7%	3%
西南	15%	8%	29%	19%	7%	12%	7%	8%

资料来源：公司公告、窄门餐眼、大众点评、浙商证券研究所。

05 渠道：瑞幸门店布局复刻星巴克，已初步在高线城市站稳脚跟

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

图：现制茶饮行业门店分省市分布情况

		蜜雪冰城	古茗	书亦烧仙草	茶百道	沪上阿姨	瑞幸	幸运咖	星巴克
华东	江苏	5%	6%	2%	11%	5%	11%	7%	13%
	浙江	5%	28%	1%	13%	3%	10%	11%	14%
	上海	1%	0%	0%	3%	1%	8%	0%	16%
	山东	8%	0%	3%	5%	18%	4%	8%	3%
	安徽	5%	5%	1%	4%	9%	3%	5%	1%
华南	福建	3%	14%	1%	5%	2%	5%	3%	3%
	广东	4%	8%	8%	7%	9%	14%	3%	14%
	广西	2%	0%	4%	2%	1%	2%	1%	1%
	海南	0%	0%	0%	1%	0%	1%	0%	1%
华中	湖北	4%	7%	7%	5%	3%	4%	3%	3%
	湖南	3%	8%	17%	4%	3%	4%	2%	2%
	河南	11%	4%	11%	5%	6%	3%	21%	1%
	江西	3%	11%	3%	3%	1%	2%	4%	1%
华北	北京	1%	0%	1%	3%	1%	6%	0%	8%
	天津	1%	0%	0%	1%	7%	2%	1%	2%
	河北	6%	0%	3%	1%	6%	1%	7%	1%
	山西	3%	0%	2%	1%	2%	1%	2%	1%
	内蒙古	2%	0%	0%	0%	3%	0%	1%	0%
东北	黑龙江	3%	0%	1%	1%	3%	1%	1%	1%
	吉林	2%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
	辽宁	3%	0%	0%	2%	5%	3%	4%	2%
西北	新疆	2%	0%	0%	2%	0%	0%	0%	0%
	青海	1%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%
	甘肃	3%	0%	1%	1%	1%	0%	2%	0%
	宁夏	1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%
	陕西	5%	0%	2%	1%	1%	3%	5%	2%
西南	西藏	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	四川	7%	4%	15%	9%	4%	6%	4%	4%
	重庆	3%	3%	4%	4%	1%	3%	1%	2%
	贵州	3%	1%	5%	3%	1%	1%	1%	1%
	云南	3%	1%	4%	2%	1%	1%	1%	1%

资料来源：公司公告、大众点评、浙商证券研究所。

06 产品：贴合中国消费者，数字化赋能打造爆品





价格

- **现制咖啡价格做集中在29-40元**

- **现制咖啡价格做集中在16-25元**

产品

- **以咖啡+空间为产品：星巴克在售卖现制咖啡的同时，着重在门店为消费者打造第三空间的体验。**在享受咖啡的同时，消费者也可以在门店进行商务访谈、工作学习、休闲放松等。
- **咖啡饮品大多带有烘焙底味：**星巴克将产品分为入门级产品：星冰乐、焦糖玛奇朵。中级阶段产品：拿铁。较专业的咖啡：黑咖和甄选。必点产品包括，美式咖啡、冷萃咖啡、馥芮白等都带有美式传统咖啡的烘焙味。
- **产品本土化与上新速度适中：**星巴克起源于美国，在进入中国之后对于产品做了适度的本土化，在星冰乐、茶饮等品类增添了更多选择。并且通过推出城市限定产品、特色节日活动等吸引中国本土的消费者。但是中国市场产品总体和美国市场的差异不大。

- **以咖啡+线上体验为产品。**瑞幸咖啡门店主要用于咖啡产品的制作，提倡线上自提即走或外送。瑞幸咖啡门店平均面积为20-60M^2(<星巴克的120M^2)，多为快取店的模式。自成立之初就鼓励消费者线上下单。
- **咖啡风味贴合中国消费者口味。**中国消费者大都不喜欢美式咖啡的苦味、酸涩味。瑞幸以中国消费者口味偏好为中心，通过在咖啡中添加糖浆、果汁等，去除了咖啡的不良风味，打造适合中国消费者口味的咖啡。
- **产品研发数字化，爆品频出。**瑞幸将产品研发数字化，更快更精准的上新品。研发人员会将甜度、香气等指标数据化，把对于咖啡的理解变成量化的算法，并结合门店海量订单数据，评估新品搭配的可行性。2019年的**厚乳拿铁**→2020年的**陨石拿铁**→2021年的**生椰拿铁**→2022年的**生酪拿铁**，多款爆品背后是数字化的助力，成功不是偶然。

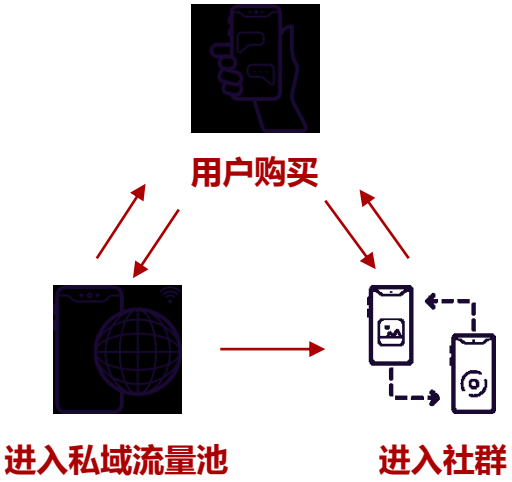
资料来源：星巴克官网、瑞幸官网、CBNData、浙商证券研究所。

07 营销：私域+社群精细化运营协同发力，数字化实现客群留存

- **构建私域流量池，精细化社群运营策略，激活新老客户，提高消费频次。**建立与消费者持续交易的数字化基础，通过企业微信实现进行高效沟通，降低获客成本。打通社群、用户、门店数据，发放优惠券刺激用户下单，精准聚焦潜在用户。用户转变为私域用户及进入社群后，月消费频次提升了30%，周复购人数提升了28%，MAU提升了10%左右。私域用户每天下单超过3.5万杯，社群提醒信息还会再度促单10万杯以上。

- **截至2022Q3瑞幸拥有月均顾客数2500+万人。2021年末瑞幸私域用户数量超180万人，围绕门店的用户福利群超9000个。大量客群积淀的背后是强势的数据化分析能力。**瑞幸会基于用户行为设置标签，以此精准定位用户行为数据，一方面更精准地提供针对性促销活动，实现用户留存，另一方面也利于反哺产品迭代。

私域+社群精准聚焦客户



新品咖啡屡屡售罄



社群、企业微信实现高效沟通



资料来源：见识科技、公司公告、餐饮020、浙商证券研究所。

02

幸运广阔的现制茶饮赛道

01 需求推动现制茶饮渐进发展，供给同步升级迈入新时代

- **瓶装饮料→现制茶饮果汁→现制饮料咖啡→现制纯正咖啡，茶饮行业需求变迁存在一个渐进的过程。**现制茶饮果汁/饮料咖啡/咖啡都属于现制茶饮范畴，在新兴消费需求的助推下，我国正处于现制茶饮逐步替代传统瓶装饮料的时代大势。细分来看，现制茶饮赛道内部也存在渐进关系，现制茶饮果汁在前，现制饮料咖啡紧随其后，在消费习惯逐步培养后，最终有望集体步入现制纯正咖啡。**目前我国正处于现制茶饮果汁向现制饮料化咖啡迈进的时代大势。**

- **我国已迈入新茶饮时代。**现制茶饮赛道共历经3轮主要的供给升级，分别是1990-1995年的粉末冲调时代，1996-2015年的传统连锁时代，以及2016年至今的新茶饮时代。新茶饮不仅是原料从粉末到真茶真奶的产品升级，更是对品牌建设、渠道管理多维度的一次全方位的升级。若进行赛道细分，我们可将现制茶饮赛道细分为现制茶饮果汁以及现制咖啡2条主要赛道。过渡产品现制饮料化咖啡产品，现阶段主要由现制咖啡门店提供。

需求变迁

瓶装饮料 → 现制茶饮果汁 → 现制饮料化咖啡 → 现制纯正咖啡









供给升级

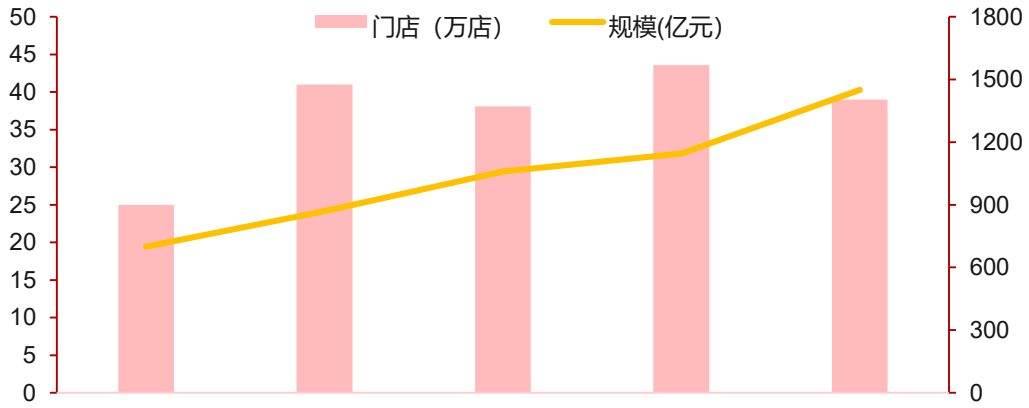
长保质期饮料时代 → 粉末冲调时代 1990-1995 → 传统连锁时代 1996-2015 → 新茶饮时代 2016-至今

资料来源：町芒研究院、小红书、沙利文、浙商证券研究所。

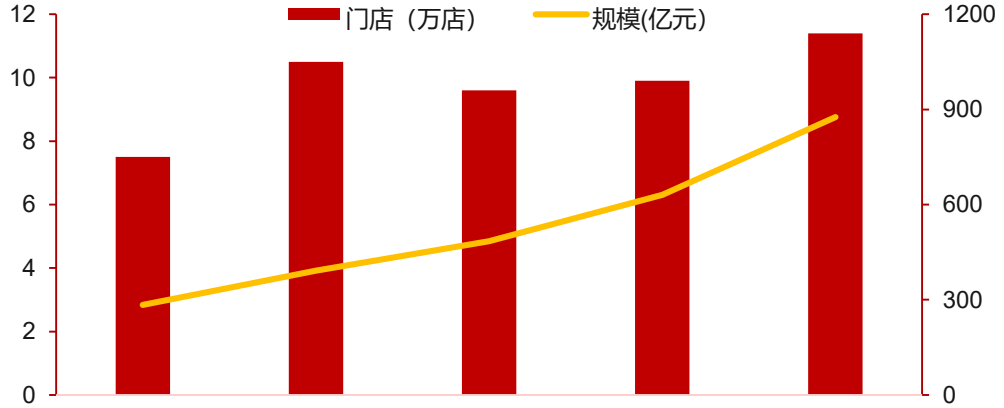
02 现制咖啡赛道成长性强，对标茶饮果汁赛道成长空间极大

- **2021年我国现制咖啡行业规模超800亿元，拥有门店数约11.4万家。对标现制茶饮果汁赛道，从规模上仍有近2倍空间，从渠道数量上仍有近3倍空间。**目前，我国现制咖啡行业规模超800亿元，2017-2021年复合增速超30%，享受极高的行业成长性。我国现有咖啡店超11万家，现有茶饮果汁店超39万家，从渠道数量上仍有近3倍空间 。
- **2021年我国现制咖啡行业人均消费杯数3.1杯，对标现制茶饮果汁赛道，我国现制咖啡赛道人均杯数仍有3倍以上空间。**现阶段我国人均咖啡消费杯数仅3.1杯，仅为同期现制茶饮果汁的1/3。进一步归因不难发现，咖啡赛道较低的人均杯数源于普及率处于较低位置，目前我国仍有近600个县未有现制咖啡店普及，县级渗透率67%，同期没有现制茶饮果汁店的县仅有71个，县级渗透率达96%。

图：全国现制茶饮果汁行业规模及门店数



图：全国现制咖啡行业规模及门店数



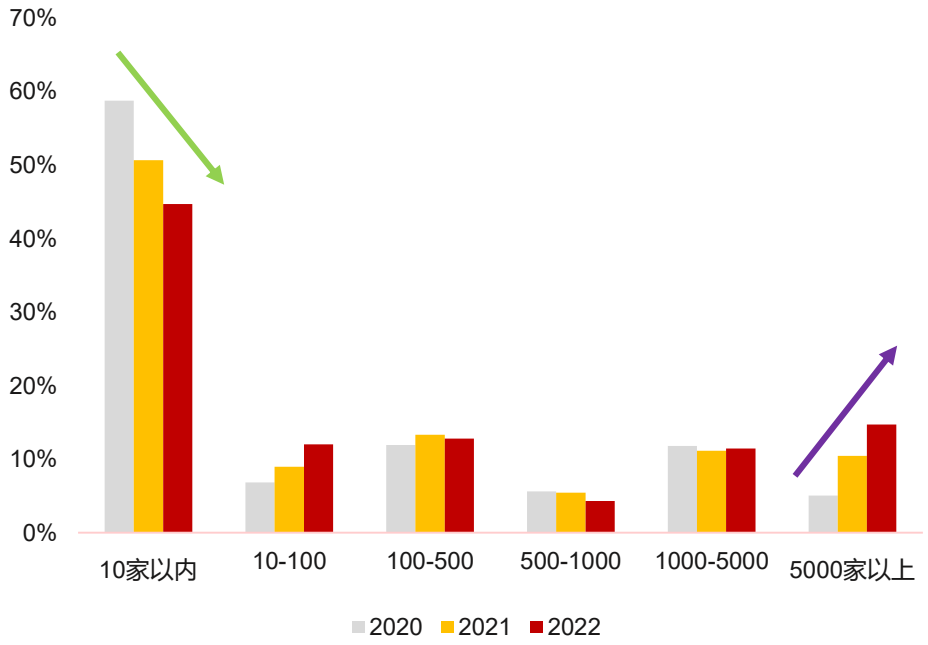
	现制茶饮果汁	现制咖啡
人均消费杯数	2017: 5.0 2018: 6.2 2019: 7.6 2020: 8.2 2021E: 10.4	2017: 1.0 2018: 1.4 2019: 1.7 2020: 2.2 2021: 3.1
消费频次	2-4次/月	2-4次/月
县级渗透率	96%	67%

资料来源：沙利文、蜜雪冰城招股书、美团行业报告、公司公告、雪湖资本、大众点评、町芒研究院、奈雪的茶招股书、浙商证券研究所。
注1：县级渗透率=已有对应门店的县/统计到的总县数。
注2：人均消费杯数按14亿人口，果汁茶饮单杯10元，咖啡单杯20元计算。

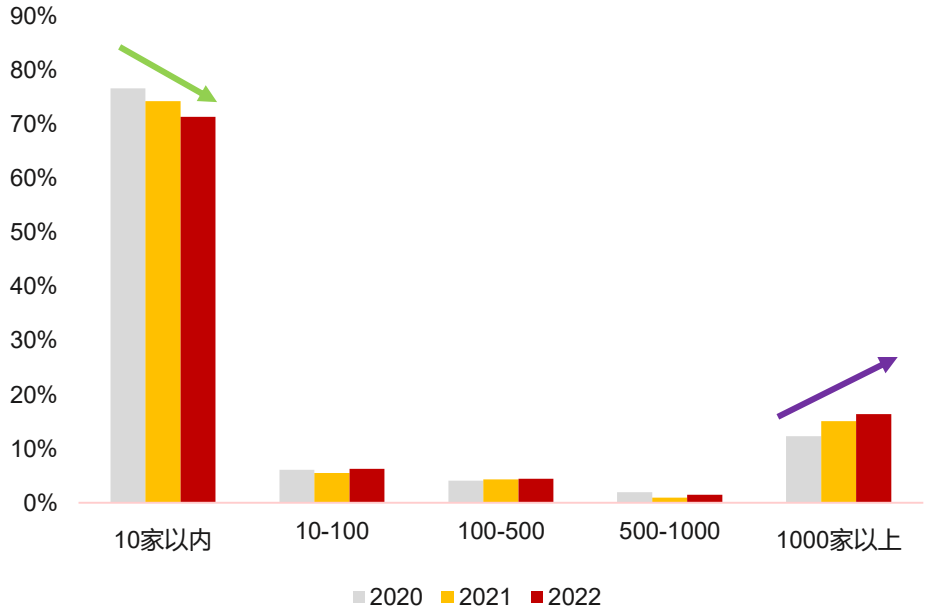
近3年现制茶饮果汁、现制咖啡赛道均现龙头集中态势

- **2022年，我国现制茶饮果汁赛道5000家以上门店品牌占比14.73%，是2020年的近3倍。**2020-2022年我国现制茶饮果汁赛道5000家以上品牌门店占比提升明显，与此同时10家以内门店数占比锐减。一方面进入新茶饮时代后，品牌门店实现了品牌、产品、渠道各方面的升级，逐步形成对杂牌门店的降维打击；另一方面，新冠疫情的爆发加速了这一进程，加速了没有规模、资金、品牌优势的杂牌门店的出清。
- **2022年我国现制咖啡赛道1000家以上品牌门店占比提升明显，由2020年的12.31%提升至2022年的16.41%。** 在现制咖啡赛道，我们看到与现制茶饮果汁店类似的情况，10家以内门店数占比锐减，下降超5个百分点。与此同时，1000家以上品牌门店占比逐步提升，其中1000-5000家品牌门店占比提升3个百分点，增幅最大。

图：全国现制茶饮果汁行业门店分布



图：全国现制咖啡行业门店分布



资料来源：美团、大众点评、浙商证券研究所。

04 瑞幸门店数已超越星巴克，门店渗透率提升空间巨大

- **基于11万余条源自大众点评的咖啡门店底层数据，我们发现：**
- **全国整体来看，第一名瑞幸遥遥领先，新兴品牌后来居上。**按店数计，瑞幸以超7100家店位列第一，市占率超6%，2-5名分别为星巴克、麦咖啡、幸运咖、挪瓦咖啡。头部品牌格局分化明显，1、2名与2-10名市占率拉开显著差距，第二梯队竞争白热化。
- **具体来看：**
- **瑞幸：**2019-2021年末分别拥有门店4789、4803、6024家门店，CAGR约12%。截止2022年10月共拥有门店数超7100家，是2019年的1.5倍。
- **星巴克：**2019-2021年末中国区分别拥有门店4123、4863、5358家门店，CAGR约14%。截止2022年10月共拥有门店6600余家，是2019年的1.6倍。
- **幸运咖：**根据大众点评数据，截止2022年10月共拥有门店1400余家。

图：全国咖啡店（按店数计）市占率排名

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
品牌名	瑞幸	星巴克	麦咖啡	幸运咖	挪瓦咖啡	Tims	Manner	太平洋咖啡	COSTA	niiice cafe
市占率	6.1%	5.6%	2.0%	1.2%	1.0%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%

图：分区域及省市咖啡店（按店数计）市占率排名

区域	区域top10市占率	省市	TOP10市占率	市占率排名									
				1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
华东	23.57%	江苏	23%	瑞幸	星巴克	挪瓦咖啡	麦咖啡	幸运咖	COSTA	Tims	niiice cafe	蓝湾咖啡	猫屎咖啡
		浙江	21%	星巴克	瑞幸	挪瓦咖啡	幸运咖	麦咖啡	Tims	COSTA	Manner	niiice cafe	西西弗矢量
		上海	38%	星巴克	瑞幸	Manner	麦咖啡	挪瓦咖啡	Tims	COSTA	niiice cafe	太平洋咖啡	上岛咖啡
		山东	15%	瑞幸	星巴克	幸运咖	麦咖啡	niiice cafe	Tims	太平洋咖啡	西西弗矢量	COSTA	上岛咖啡
		安徽	21%	瑞幸	星巴克	幸运咖	麦咖啡	上岛咖啡	挪瓦咖啡	niiice cafe	西西弗矢量	蓝湾咖啡	COSTA
华南	13.94%	福建	22%	瑞幸	星巴克	麦咖啡	老塞咖啡	黑桃漫生活	挪瓦咖啡	幸运咖	Tims	太平洋咖啡	上岛咖啡
		广东	15%	瑞幸	星巴克	麦咖啡	挪瓦咖啡	太平洋咖啡	Manner	Tims	猫屎咖啡	幸运咖	COSTA
		广西	9%	瑞幸	星巴克	幸运咖	麦咖啡	挪瓦咖啡	米萝咖啡	Manner	COSTA	上岛咖啡	西西弗矢量
		海南	9%	星巴克	瑞幸	上岛咖啡	兴隆咖啡	福山咖啡馆	麦咖啡	母山咖啡	太平洋咖啡	幸运咖	挪瓦咖啡
华中	22.28%	湖北	25%	瑞幸	星巴克	挪瓦咖啡	麦咖啡	幸运咖	Tims	COSTA	niiice cafe	上岛咖啡	Manner
		湖南	16%	瑞幸	星巴克	麦咖啡	幸运咖	挪瓦咖啡	上岛咖啡	COSTA	太平洋咖啡	niiice cafe	米萝咖啡
		河南	26%	幸运咖	瑞幸	星巴克	niiice cafe	麦咖啡	挪瓦咖啡	上岛咖啡	Tims	太平洋咖啡	西西弗矢量
		江西	22%	瑞幸	幸运咖	星巴克	老塞咖啡	太平洋咖啡	niiice cafe	上岛咖啡	挪瓦咖啡	西西弗矢量	麦咖啡
华北	25.05%	北京	35%	星巴克	瑞幸	麦咖啡	COSTA	Tims	Manner	太平洋咖啡	西西弗矢量	上岛咖啡	幸运咖
		天津	35%	瑞幸	星巴克	麦咖啡	幸运咖	niiice cafe	COSTA	Tims	上岛咖啡	西西弗矢量	-
		河北	21%	瑞幸	幸运咖	星巴克	麦咖啡	COSTA	niiice cafe	太平洋咖啡	Manner	Tims	老塞咖啡
		山西	19%	瑞幸	星巴克	幸运咖	小桃梨	漫咖啡	上岛咖啡	niiice cafe	西西弗矢量	麦咖啡	挪瓦咖啡
		内蒙古	15%	星巴克	瑞幸	幸运咖	上岛咖啡	COSTA	麦咖啡	西西弗矢量	挪瓦咖啡	-	-
东北	13.61%	黑龙江	13%	瑞幸	星巴克	幸运咖	麦咖啡	COSTA	西西弗矢量	上岛咖啡	niiice cafe	挪瓦咖啡	-
		吉林	10%	瑞幸	星巴克	幸运咖	麦咖啡	理想国	niiice cafe	上岛咖啡	COSTA	太平洋咖啡	挪瓦咖啡
		辽宁	18%	瑞幸	星巴克	麦咖啡	幸运咖	上岛咖啡	太平洋咖啡	Tims	西西弗矢量	COSTA	-
西北	12.02%	新疆	3%	太平洋咖啡	乐赞客	美瑟达	黎弯德	上岛咖啡	瑞幸	-	-	-	-
		青海	7%	星巴克	瑞幸	niiice cafe	上岛咖啡	西西弗矢量	幸运咖	-	-	-	-
		甘肃	13%	瑞幸	幸运咖	星巴克	放下咖啡	懒猫咖啡	niiice cafe	麦咖啡	理想国	太平洋咖啡	挪瓦咖啡
		宁夏	12%	幸运咖	星巴克	瑞幸	太平洋咖啡	西西弗矢量	niiice cafe	挪瓦咖啡	-	-	-
		陕西	25%	瑞幸	星巴克	幸运咖	太平洋咖啡	上岛咖啡	niiice cafe	Tims	麦咖啡	COSTA	西西弗矢量
西南	9.82%	西藏	3%	古林坊	猫屎咖啡	niiice cafe	瑞幸	-	-	-	-	-	-
		四川	14%	瑞幸	星巴克	挪瓦咖啡	麦咖啡	幸运咖	Tims	Manner	太平洋咖啡	上岛咖啡	COSTA
		重庆	18%	瑞幸	星巴克	挪瓦咖啡	幸运咖	Tims	N+	SUGAR COFFEE	阅咖啡	西西弗矢量	两岸咖啡
		贵州	8%	瑞幸	星巴克	上岛咖啡	西西弗矢量	幸运咖	太平洋咖啡	麦咖啡	挪瓦咖啡	COSTA	老塞咖啡
		云南	6%	瑞幸	星巴克	麦咖啡	上岛咖啡	幸运咖	太平洋咖啡	西西弗矢量	niiice cafe	挪瓦咖啡	COSTA

资料来源：大众点评、公司公告、浙商证券研究所。注：数据截止10月下旬，数据误差在10%以内，置信度超90%。数据为上线大众点评平台门店数据，与实际公司公布数据可能存在差异。

现制茶饮行业头部品牌产品定位比较

	星巴克	瑞幸	幸运咖	蜜雪冰城	古茗	书亦烧仙草
重点发展区域	全国	全国	全国	全国	华南、西南	全国
主要城市	一二线城市	新一线城市 二三线城市 下沉市场	二三线城市 下沉市场	二三线城市 下沉市场	二三线城市 正往一二线城市突破	二三线城市
店铺分布	商场店为主	商场店为主	学校、商场店为主	乡镇、学校店为主	乡镇、商场店为主	商场店为主
核心产品	纯正咖啡	饮料化咖啡	饮料化咖啡	柠檬水、冰激凌	以鲜萃果茶、芝士鲜茶等为主打	起初以烧仙草为主打，后来也多方面拓展产品
热销产品	拿铁 美式 馥芮白	生椰拿铁 椰云拿铁 厚乳拿铁	椰椰拿铁 招牌冰拿铁 现磨美式咖啡	冰鲜柠檬水 柠檬红茶 黑糖珍珠奶茶	杨枝甘露 古茗奶茶 大叔奶茶	书亦烧仙草 杨枝甘露烧仙草 黑糖小芋圆奶茶
价格带	30-45元	10-25元	5-10元	6-9元	11-20元	9-20元
中国门店数（家）	6600+	7800+	1400+	23000+	6700+	6600+
人均消费（元）	35.0	13.8	7.8	6.9	14.9	12.8
总开店准备资金（万元）	-	53	26	35	37	53
单店毛利率（%）	70%	60%	65%	50%	60%	55%

资料来源：美团、大众点评、窄门餐眼、懂加盟、买购网、公司公告、浙商证券研究所。注：部分门店数据更新至最新公司公告数据。

现制茶饮行业头部品牌开店投入比较

单位：万元	瑞幸	幸运咖	蜜雪冰城	古茗	书亦烧仙草
真实测算开店投资金额	53	26	35	37	53
加盟费	0	1	1	2	5
品牌保证金	5	1	2	1	1
设备采购	19	8	8	7	10
首批进货	3	3	6	3	5
培训	0	1	1	3	1
服务费用	0	0	0	3	0
装修费	12	3	8	8	15
设计费	0	0	0	0	0
线上营销费用	2	0	0	3	0
外卖平台押金	0	0	0	0	0
杂项	1	1	1	1	1
房租	12	8	8	8	16

资料来源：美团、大众点评、窄门餐眼、懂加盟、买购网、公司公告、浙商证券研究所。注：其中房租为倒算值，该值实际含义为拿到店铺到可以正常营业所需支付的房租额。

03 未来空间

01 店效空间：全链条强数字化能力继续强势赋能供应链&营销

现有禀赋：数字化带动下，产品、渠道、营销已初具规模。

- **产品被接受：**更贴合消费者，饮料化咖啡产品占比约70%，迎合国人“快“生活，线上体验为主。
- **渠道已第一：**借鉴星巴克经验，并已实现超越，现有门店7800+家，位列第一。
- **营销有积淀：**私域流量池+社群精细化运营，2022Q3月均顾客数2510万人。

未来看点：全链条强数字化能力继续强势赋能供应链、营销，店效有望继续向上。

- **供应链端：已实现总部→工厂→门店的全链条打通，打开开店空间，优化店效。**
- 瑞幸现已实现全链条信息系统的打通，一方面提升盘存效率及准确性、实现数字化监督，为后期全面放开低线城市加盟体系大量拓店做足准备；另一方面有效降低门店经营难度，结合实际进出货情况，定期向门店推送数字化的建议进货清单，优化店效。
- **营销端：基于2500万客群及7800+门店，结合数字化算法，存量找增量，高频带高频，背书业绩持续性。**
- 瑞幸咖啡经由过往3年发展，通过私域流量池、社群精细化运营，目前月均顾客数已超2500万人。未来瑞幸可基于现有的2500万种子用户及7800+门店，通过数字化的福利诱捕继续实现裂变，并继续紧跟潮流，挖掘更多的种子新客。

资料来源：公司公告，瑞幸app，浙商证券研究所。

02 供应链：强化咖啡豆保供能力，数字化赋能降本增效

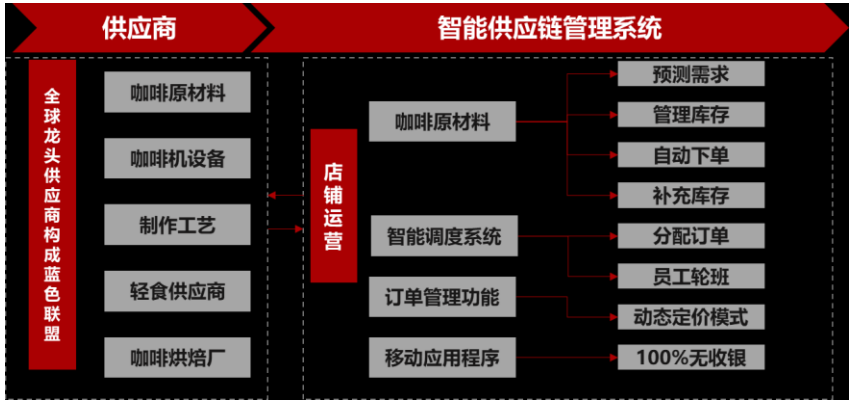
➢ 加码咖啡豆供应链布局，深耕产业链上游，“外购+自产”同时强化咖啡豆保障能力

- **扩大咖啡豆供应商网络，与优质供应商建立深度合作，提升咖啡豆品质稳定性。**瑞幸的供应商包括安徽立宇食品（台湾源友子公司，台湾第一大咖啡豆烘焙厂），UCC上岛咖啡有限公司（日本头部咖啡烘焙庄园）。2021年瑞幸签署埃塞俄比亚耶加雪菲精品咖啡豆采购战略合作框架协议，21年共进口咖啡豆1.58万吨。2022年9月，瑞幸与建发股份，三井物产（亚洲最大的咖啡豆贸易商）、ECOM（世界第二大咖啡贸易商）签署意向书，瑞幸在巴西未来三年采购量约4.5万吨。
- **积极自建烘焙基地，从而完善咖啡豆资源的供应保障能力。**2020年计划与路易达孚合资建设咖啡烘焙工厂。2020年4月福建宁德烘焙基地正式投产，年烘焙产能1.5万吨。2022年5月，瑞幸独立投资10亿元建立昆山烘焙工厂，集咖啡研发、烘焙生产和销售为一体，预计2024年正式投入生产，咖啡豆产能约3万吨。

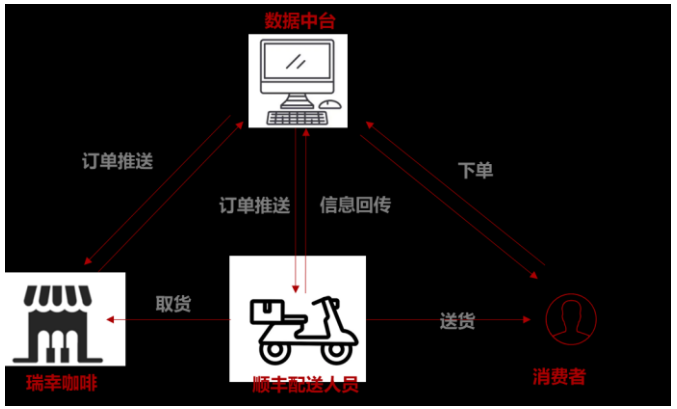
➢ 大数据赋能后端供应链，提高仓配效率和成本控制能力

- **瑞幸通过打通前后端的信息系统，提升仓储配送的自动化程度和仓储管理规划能力。**瑞幸将下单收银、CRM、ERP等系统互相打通，集成为自己的信息化体系。仓储管理系统通过自动补货、自动派单来快速响应门店补货需求，缩短拣选时间的同时，提高补货配送效率。
- **高颗粒度的业务数据体系为瑞幸奠定了成本控制基础，可回溯的订单数据系统提供了精细化成本管理的可能。**瑞幸的仓储物流供应商包括：荣庆、新夏晖与DHL，公司将数据系统与仓配商进行融合对接，实时更新出库、运输、配送、结算等环节信息，让更多环节可视化、可量化，让公司看到更多的成本优化空间。

瑞幸供应商链模式



瑞幸即时配送模式



资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

03 营销：基于种子用户，结合数字化福利诱捕，紧跟潮流挖掘新客

➢ **以“存量找增量，高频带高频”，实现流量获取，营销转化。**

种子用户→已有积淀

➢ **瑞幸自成立之初，就以互联网为平台基础，选择了合适的代言人来锚定自己的种子用户。**瑞幸首先推出了APP点单的方式，优先锁定了白领圈层，同时选择张震、汤唯代言，深化了“商业化咖啡”的定位。在瑞幸更加明确目标受众为“办公室的年轻人”之后，邀请了刘昊然、谭松韵、利路修等担任代言人，更加注重与年轻人的互动。在电梯媒体、院线广告等渠道也有较多配套营销投入。2022Q3瑞幸月均顾客数2510万人。



福利诱捕→实现裂变

➢ **通过拉新奖励、拼团等方式实现流量的裂变式增长。**通过用户在朋友圈分享，给予免单或者优惠补贴的方式，吸引用户主动分享。熟人社交网络与优惠的价格迅速为瑞幸带来更多的曝光度与流量。

➢ **利用APP积攒的用户数据实现更加精准的营销，限时优惠券等机制刺激用户反复消费。**通过分析用户在瑞幸APP的使用数据，瑞幸能够更好的把握消费者的口味、爱好，推出更具竞争力的产品。同时带有时限的优惠券机制提高了用户的购买活跃度，增加了用户粘性。





紧跟潮流→挖掘新客

➢ **通过创意文案与联名活动紧跟互联网热点，制造爆点，在年轻人中不断深化瑞幸的品牌。**瑞幸APP和小程序中的创意文案都非常吸引目标用户，能够引起目标用户共鸣。同时瑞幸咖啡还紧跟潮流热点，不断推出联名产品。例如，瑞幸与椰树牌椰汁联名推出的椰云拿铁，在七夕节时，推出悲伤蛙等。不断增加曝光，提高流量转化。





资料来源：界面、人人都是产品经理、瑞幸微博、公司公告、浙商证券研究所。

开店空间：店人密度模型下，瑞幸万店可期

➢ **我们不妨假设2种情景：**

a. **乐观假设**：我们认为，各区域咖啡文化普及良好，前40%分位数的城市店人密度保持不变，其余的将不断提升，直至与前40%分位数水平相等；瑞幸将继续跑马圈地，在各区域市占率较低的80%的城市将向前20%靠拢，直至与第20%分位数相同。**最终，总咖啡店的店数天花板在近13万家店，瑞幸的店数天花板在1万余家。**

b. **中性假设**：我们认为，各区域咖啡文化普及一般，前60%分位数的城市店人密度保持不变，其余的将不断提升，直至与前60%分位数水平相等；瑞幸将继续跑马圈地，但受累疫情速度偏缓慢，在各区域市占率较低的60%的城市将向前40%靠拢，直至与第40%分位数相同。**最终，总咖啡店的店数天花板在11万家店左右，瑞幸的店数天花板在近9000家。**

图：咖啡行业店人密度模型结果（乐观）

瑞幸龙头系数	0.8
总店铺密度系数	0.6

门店预测									
		华东地级	华南地级	华中地级	华北地级	东北地级	西北地级	西南地级	合计
咖啡店	天花板	34715	32912	17906	13278	6848	6242	15860	**127761**
	目前	24310	34518	7566	7473	4205	3246	11054	**92372**
	增速	*43%*	*-5%*	*137%*	*78%*	*63%*	*92%*	*43%*	***38%***
瑞幸	天花板	3889	2372	2270	1406	543	358	1019	**11857**
	目前	2043	1350	791	727	279	217	683	**6090**
	增速	*90%*	*76%*	*187%*	*93%*	*95%*	*65%*	*49%*	***95%***

图：咖啡行业店人密度模型结果（中性）

瑞幸龙头系数	0.6
总店铺密度系数	0.4

门店预测									
		华东地级	华南地级	华中地级	华北地级	东北地级	西北地级	西南地级	合计
咖啡店	天花板	31300	31401	13433	10733	5438	4899	13548	**110752**
	目前	24310	34518	7566	7473	4205	3246	11054	**92372**
	增速	*29%*	*-9%*	*78%*	*44%*	*29%*	*51%*	*23%*	***20%***
瑞幸	天花板	2981	1939	1566	1000	378	242	830	**8936**
	目前	2043	1350	791	727	279	217	683	**6090**
	增速	*46%*	*44%*	*98%*	*38%*	*35%*	*12%*	*21%*	***47%***

资料来源：大众点评、国家统计年鉴、国家统计局、浙商证券研究所。底层数据量过大可能存在统计误差，但整体误差控制在10%之内，置信度较高。

04 风险提示

风险提示

1、食品安全风险。现制茶饮行业属于食品加工制造行业，一旦加工环节出现纰漏导致食品安全事故，将对整个行业造成负面影响。

2、疫情反复风险。2020年初以来，新冠疫情来势汹汹，现制茶饮及咖啡行业依赖线下业态，一旦疫情反复，将对整体行业的经营造成不利的影响。

3、宏观经济下行风险。现制茶饮行业属于消费行业，其发展依赖居民收入水平。若宏观经济出现大幅波动影响居民收入水平，将对整体行业造成不利的影响。

4、数据统计风险。本报告由底层数据出发，海量数据处理过程中存在统计误差，单独数据条本身或不具备意义。但总体误差控制在10%以内，具备统计学意义。

5、报表未经审计风险。目前瑞幸在粉单市场，报表未经审计。

行业评级与免责声明

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

行业评级与免责声明

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

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。

联系方式

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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

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