

新消费研究之咖啡系列报告六：瑞幸咖啡核心十五问

2023年01月11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

- 本篇报告我们以问答的形式针对市场关注的核心热点问题，对瑞幸及咖啡行业进行再度探讨：
- **瑞幸为何在2022年实现逆风翻盘？公司如今的治理结构如何？** 在财务暴雷事件后，瑞幸先后完成了内外部问题的解决(破产重组、投资者赔偿、控制权变更等)，叠加产品端的爆发和持续拓店累计，在2022年疫情大背景下实现了逆风翻盘，22Q1-Q3实现营收95.98亿元(yoy+73.5%)；实现经调整归母净利润8.82亿(不考虑股权激励、集体诉讼等调整项)。目前瑞幸已经形成了出色的董事会及管理团队，完成与历史问题的切割，实现了高质量的门店经营，22Q2/Q3自营门店经营利润率分别达到30.6%/29.2%。
- **如何看待目前咖啡市场的竞争格局？如何看待咖啡与现制茶饮赛道的区别？** 咖啡赛道市场大且仍处发展期，行业仍有很高的包容度；通过梳理目前的主要玩家，我们发现大店模式背后往往有集团支持，小店模式多为本土品牌；我们认为与茶饮相比咖啡是一个供需门槛都更高的行业(咖啡消费需求需要培养致门店需求斜率平缓呈稳定上升态势，因此咖啡门店的爬坡周期较长，单店UE成本更高且对门店经营管理的要求更高)，所以咖啡行业的竞争格局可能不会像茶饮一样分散，头部企业在品牌、管理、规模、先占等方面已经取得优势，我们认为“强者恒强”格局有望保持延续。
- **如何看待瑞幸的新品迭代？目前瑞幸的优势及壁垒有哪些？资本能否扶持一个新声量级品牌？** 我们认为瑞幸的爆款推新并非一时“网红”之风，而是具有持续性，其背后的逻辑主要在于：1) 抓住了“大拿铁”的底层产品逻辑；2) 形成了体系化、流程化、数字化的研发机制，并将其内化为可持续的推新能力。瑞幸的产品口味及价格普适性强，渠道端先发跑出8000+门店规模，出色的管理及运营能力和后启完善的供应链都是其优势&壁垒。咖啡作为一门供需门槛都较高的慢生意，目前市场供给极为丰富且优势点位已被占取，瑞幸时代红利期允许的拓店环境如今难以再现，除非拥有极高的产品差异度+极强运营能力，否则资本扶持一个新声量级品牌“希望渺茫”。
- **瑞幸未来的发展空间？** 瑞幸目前月均交易用户数仅为2510万，对标5年内5000万左右高校毕业生/1.8亿的白领群体，渗透潜力大，出海发展将带来更大想象；同时瑞幸品牌力逐步彰显，自有APP流量来源占比高达52.4%(2022年7月)，目前已经成为稀缺的全国性大众消费连锁品牌，未来可期。
- **风险提示：** 1) 转板不及预期；2) 政策风险；3) 管理层变动；4) 竞争加剧不可避免，部分竞对疯狂扩张；5) 食品安全风险；6) 原材料成本大幅上涨影响盈利风险；7) 拓店不及预期风险。

目录 CONTENTS

- ① 瑞幸暴雷复盘&逆风翻盘解析
- ② 行业竞争分析&咖啡和现制茶饮赛道及主流玩家对比
- ③ 瑞幸新品迭代的探讨&试解瑞幸优势及壁垒
- ④ 瑞幸未来发展空间及估值探讨
- ⑤ 转板探讨&风险分析

Q1：瑞幸是怎么跌下来的？又是如何实现逆风翻盘？



上市至今瑞幸股价走势及暴雷事件复盘

注：图中数字为股价大幅波动节点，具体事件见文字；棕色字体：造假事件与诉讼赔偿；红色字体：海外债务重组进程；橙色字体：公司控制权博弈；黑色字体：其他



- 1、2019年5月17日，在美纳斯达克上市，IPO发行价17美元，市值达42.5亿美元。
- 上市后高速扩张，据公众号数据2019年5月-2020年1月期间，月均新开店232家。
- 2、1) 2020年1月7日公司宣布计划发售4.6亿美元的高级可转换债券（到期日2025年）；并宣布计划二次发售1380万ADS（1月14日发售均已完成，考虑绿鞋期权及额外票据认购共募集8.65亿美元）；2) 2020年1月8日披露的二次招股文件，前董事会主席陆正耀、前公司CEO钱治亚、陆正耀姐姐Sunying Wong合计质押ADS占到公司总ADS24.1%；3) 2020年1月8日，瑞幸咖啡无人零售战略发布会，推出无人咖啡机“瑞即购”和无人售卖机“瑞划算”，股价再度大幅上涨。
- 3、2020年1月24日，公司宣布由于新冠肺炎关闭武汉地区全部门店。
- 4、1) 2020年1月31日浑水发布做空报告，当日股价下跌10.74%；2) 2月3日瑞幸发布公告反驳浑水做空指控。
- 5、2020年4月2日公司自爆财务造假22亿，盘中数次暂停交易，开盘后暴跌75.57%。
- 6、2020年5月调整董事会及高级管理层人员组成，任命郭谨一为代理CEO，清退参与或知情虚假交易的员工。
- 2020年6月29日纳斯达克退市，转入粉单市场。
- 2020年7月，陆正耀被解职，郭谨一任董事长兼CEO。
- 陆正耀及其管理团队股权质押违约。2020年7月开曼法院判决由指定的清盘人毕马威(KPMG)代表全体债权人托管清算。
- 2020年9月受国家市场监督管理总局处罚6100万。
- 7、2020年12月17日与SEC达成和解，同意支付1.8亿美元罚款，并在2022年2月获批。
- 8、2021年2月5日在美国申请破产保护，推进债务重组。
- 9、2021年3月16日针对2025年到期的4.6亿美元可转债，与主要债权人达成协议，提供约91%-96%面值的补偿。
- 2021年4月大钲资本和愉悦资本分别签订增资2.4亿美元和1000万美元认购可转换优先股协议，支持海外重组，及履行与SEC的义务。
- 2021年5月注册资本削减2.5亿转移至海外用于债务重组。
- 截至2021年7月大钲资本在公司拥有投票权为43.5%。
- 2021年9月宣布启动符合重组支持协议的债务重组方案。
- 2021年9月陆正耀关联方——物美创始人张文中和光实国际试图从巴克莱等债权人手中收购质押股份。
- 10月瑞幸宣布实施股权摊薄反收购措施，保护公司股东权益。
- 10、2021年10月与美国联邦集体诉讼的首席原告签订1.75亿美元总金额的和解协议。
- 2021年12月，2025年到期的4.6亿债务重组计划获批，改为3.2亿美元现金及新债券。
- 11、2022年1月27日大钲资本、IDG和Ares SSG，完成对KPMG托管3.83亿股股份收购。交易完成后，大钲资本成为控股股东，持有瑞幸超过50%投票权，陆正耀等已脱离公司。
- 2022年2月4日宣布与SEC和解产生的1.8亿美元罚款已经付清。
- 12、2022年3月7日清盘程序已被注销，联合临时清算人职务解除，临时清盘圆满结束。
- 2022年4月11日完成金融债务重组，走完《破产法》第15章的程序；在任何司法管辖区不再受到破产或破产程序的约束。
- 13、2022年5月，治理架构调整完善，对外公告实现首次季度盈利。
- 2022年7月22日，集体诉讼法院批准流程完毕。
- 2022年8月8日披露二季报，二季度营收继续高增达72.4%。
- 14、2022年8月26日，全额赎回唯一的境外债务，即高级担保票据，包括未付本金及应计利息共计1.106亿美元。
- 2022年11月22日瑞幸咖啡发布《变革与重塑》2020-2022公司治理报告，称完成与历史问题彻底切割。

资料来源：公司公告，瑞幸公众号，富途，平安证券研究所

Q2：目前瑞幸的股权和治理结构如何？

瑞幸股权结构（截至2022年4月10日）

管理层持股 2.7%

Shares Beneficially Owned as of April 10, 2022							
	Number	Class A Percentage of total Class A ordinary shares**	Number	Class B Percentage of total Class B ordinary shares**	Number	Percentage of total Senior Preferred Shares***	Percentage of aggregate voting power***
Directors and Executive Officers:							
Dr. Jinyi Guo	*	*	—	—	—	—	*
Wenbao Cao	*	*	—	—	—	—	*
Gang Wu	*	*	—	—	—	—	*
Feng Liu	—	—	—	—	—	—	—
Wai Yuen Chong	—	—	—	—	—	—	—
Yang Cha	—	—	—	—	—	—	—
Sean Shao	—	—	—	—	—	—	—
Reinout Hendrik Schakel	*	*	—	—	—	—	*
Fei Yang	*	*	—	—	—	—	*
Shan Jiang	—	—	—	—	—	—	—
Weiming Zhou	*	*	—	—	—	—	*
All directors and executive officers as a group	55,162,392	2.7 %	—	—	—	—	1.5 %
Principal Shareholders:							
Centurium Capital(I)	383,425,748	19.4 %	144,778,500	100.0 %	295,384,615	96.0 %	57.0 %

2021年4月大钲资本为瑞幸增资2.4亿美元（2021年12月完成）；2022年1月大钲资本、IDG和Ares SSG收购KPMG托管原管理层股份后，大钲资本成为实控人；截至2022年4月10日，大钲资本持有19.4%的A类股，100%的B类股，投票权占57%。

瑞幸董事会成员——为公司发展及董事会决策提供多元化的专业性意见

董事会	任职
郭谨一	董事会主席兼首席执行官，可持续发展委员会联席主席。
曹文宝	高级副总裁，公司执行董事。
陈伟豪	非执行董事、提名和公司治理委员会主席及可持续发展委员会联席主席，大钲资本董事总经理和投资委员会成员；协助瑞幸创造社会价值、实现可持续发展。
查 扬	独立董事，在法律投资领域拥有超过20年经验，曾任清华大学北美教育基金会主席，为瑞幸提供全方位战略支持。
刘 峰	独立董事和审计委员会主席，协助推动瑞幸财务体系规范和信息透明化建设。
邵孝恒	独立董事和薪酬委员会主席，以独立视角为瑞幸治理架构的优化和健全提供支持。
刘 军	非执行董事，大钲资本董事总经理，促进瑞幸风险管理与合规体系建设。
刘千里	独立董事，投融资行业经验丰富（超18年投资银行&企业融资经验），为瑞幸在资本市场发展保驾护航。
刘绍强	非执行董事，大钲资本董事总经理，推动瑞幸治理主体多元化，进一步提升公司的治理水平和决策水平。
Joel A.Getz	独立董事，目前担任耶鲁管理学院负责校友、发展和特别计划的副院长，在美国领先组织中有丰富领导经验和机构发展方面专业知识，将在瑞幸执行战略重点时提供指导和监督。

瑞幸新管理团队——落实全新战略方向，确保经营理念与经营风格根本性落地

管理层	任职	经历
郭谨一	董事长兼CEO、可持续发展委员会联席主席、瑞幸咖啡联合创始人之一	曾在中华人民共和国交通运输部及神州优车任职。出任公司董事会主席及首席执行官后，郭先生致力于不断加强公司治理和内部控制建设，推动瑞幸从战略、运营、治理机制、管理架构和组织文化等方面全面提升。
曹文宝	高级副总裁、执行董事（负责运营，分管门店运营、营建、扩展及客户服务）	曾在麦当劳中国有超过23年的工作经验。
杨飞	CGO、瑞幸咖啡联合创始人之一（负责业务增长、用户运营和营销）	自瑞幸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20多年经验。
周伟明	高级副总裁（主要负责产品线）	在餐饮和食品行业有20多年的工作经验，曾在美团担任高级总监，负责餐饮和自有品牌商品，并先后在可口可乐、味好美及百胜餐饮担任重要职位，负责产品研发等。
安静	CFO（负责财务、会计、投融资等事务）	在企业财务和管理方面拥有超过17年经验，曾任普华永道高级审计师，并先后担任多家互联网企业高级企业财务和管理职务，曾任北京蓝汛通讯、58到家集团CFO。
Reinout Hendrik Schakel	CSO（负责企业战略发展及资本市场战略执行）	曾先后就职于瑞士信贷投资银行部及渣打银行，担任分析师、高级分析师、副总裁和执行董事等职位；在完成瑞幸债务重组、解决瑞幸历史问题中起到重要作用。
吴刚	高级副总裁（主要负责公共事务和战略合作）	在航空业拥有超过26年的经验，曾在中国联合航空公司、中国东方航空公司和中国国际航空公司担任高级管理职务。
姜山	高级副总裁（主要负责合规、法务和质量管理事务）	加入瑞幸之前在Airbnb担任Associate General Counsel，也曾就职于Amazon.com和Davis Polk & Wardwell LLP，拥有商业项目和资本市场合规方面的资深经验。

Q2：目前瑞幸的股权和治理结构如何？

➤ 瑞幸对公司治理体系进行全盘重塑：为彻底解决历史遗留问题，确保根本上的变革，瑞幸搭建了分工明确、权责对等、有效制衡的公司治理架构，强化内控、合规管理等，进一步提高公司治理水平。

瑞幸对公司治理体系进行全盘重塑



严抓内控，高效完善风险管理&合规建设



瑞幸合规建设

- 制定一系列合规制度，如《商业行为准则和道德规范》、《投诉举报政策》、《反舞弊政策》、《反腐败政策》及《礼品与招待申报政策》等，将合规运营贯穿日常工作，并确保制度有效执行。
- 设置合规监察部，负责合规问题的举报受理，并进行反腐败及反舞弊调查，将可能产生重大风险的事件及时上报管理层。
- 内审部发挥监督职能，定期查看合规监察部对合规案件的处理结果和总结报告，并向审计委员会汇报合规风险及问题。
- 进一步加强关联交易的识别及管理，建立风险分级、交叉审核、审批留痕及定期复查的权限管理机制，系统功能权限与岗位职责绑定等等。

资料来源：《变革与重塑》2020-2022年瑞幸咖啡公司治理报告，平安证券研究所

Q3：瑞幸为什么突然在2022年迎来经营及财务数据爆发？

➤ 内外部问题解决：

◆ 内部

- 清退参与或知情虚假交易的员工
- 董事会和管理层双调整，参与财务造假的前任管理层及董事出局
- 原责任人（陆正耀等）托管股权被收购，大钲资本成为新实控人
- 调整董事会人员架构及任期制，完善治理层架构

◆ 外部

- 与SEC达成和解，并完成罚款支付
- 破产程序结束，完成海外债务重组
- 与美国联邦集体诉讼的首席原告签订1.75亿美元总金额的和解协议并获批，境外股东集体诉讼的绝大多数潜在风险得到释放

➤ 产品爆发：



2021年4月上市



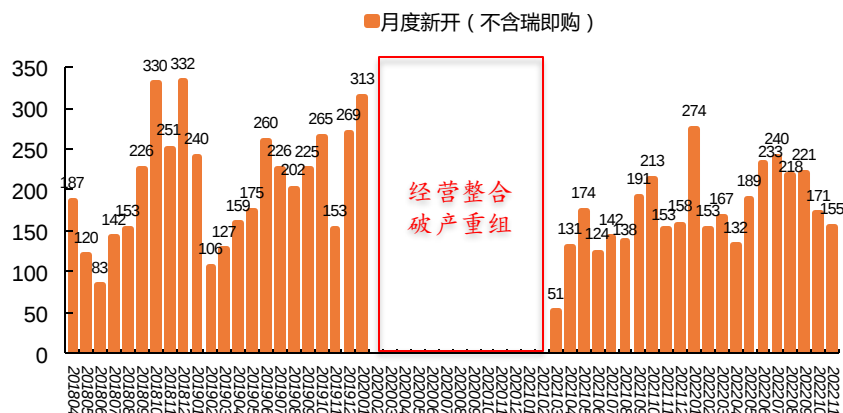
2022年4月上市



2022年10月上市

- 推出生椰拿铁系列等现象级爆品：2021年4月开始推出现象级爆品生椰拿铁且上新一周年销量**破亿**、椰云拿铁上新一周销量突破**495**万杯、生酪拿铁上线首周突破**659**万杯。
- 产品研发及推新能力显著提升：2021年瑞幸上新**113**款新品，2022年1-9月上新**92**款新品。
- 产品矩阵不断完善：形成以生椰家族、丝绒系列、生酪系列、主打“精品咖啡”的小黑杯等等**九条产品线为核心、超过60款在售产品序列**为组成的产品矩阵。

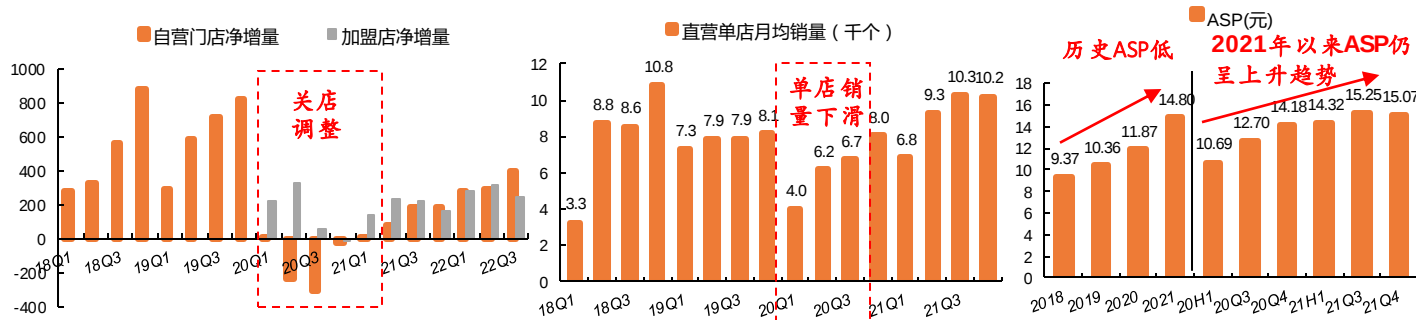
➤ 开店累计：



• 据瑞幸公众号，2021年二季度以来重启高速拓店，大量新开门店的成熟在2022年带来营收体量的显著爆发。

➤ 历史基数仍有提高空间：

- 暴雷事件导致2020年经历了关店调整、单店月均销量的下滑，各项指标在2020年-2021H1调整期及暴雷前仍有提高空间；2021年以来的开店&产品优化带来经营数据的进一步提升。



注：直营单店月均销量=直营店月均销量/调整门店数。

目录 CONTENTS

- ① 瑞幸暴雷复盘&逆风翻盘解析
- ② 行业竞争分析&咖啡和现制茶饮赛道及主流玩家对比
- ③ 瑞幸新品迭代的探讨&试解瑞幸优势及壁垒
- ④ 瑞幸未来发展空间及估值探讨
- ⑤ 转板探讨&风险分析

Q4：如今咖啡市场的竞争格局？

➤ “咖啡热”兴起，行业发展进入提速期：

◆ 注册企业数显著增加

据天眼查数据，2021年我国新增注册咖啡企业数量近2.6万家，年度注册增速为9.49%。2022年1-9月新增咖啡相关注册企业2.2万余家，新增注册企业月平均增速为36.4%。

◆ 融资热度高

据天眼查数据，2021年咖啡行业投融资事件近30起，整体融资额超过170亿元。据不完全统计，2022年1-9月发生22起咖啡融资事件。

◆ 主要品牌高速拓店

瑞幸自2022年以来保持着季度新增500-600家的水平；星巴克计划到2025年门店数较2022年增长50%；Tims中国预计到2026年门店数达2753家；幸运咖、Manner等其他品牌也保持着较历史以来较高的开店速度。

◆ 跨界玩家纷纷布局

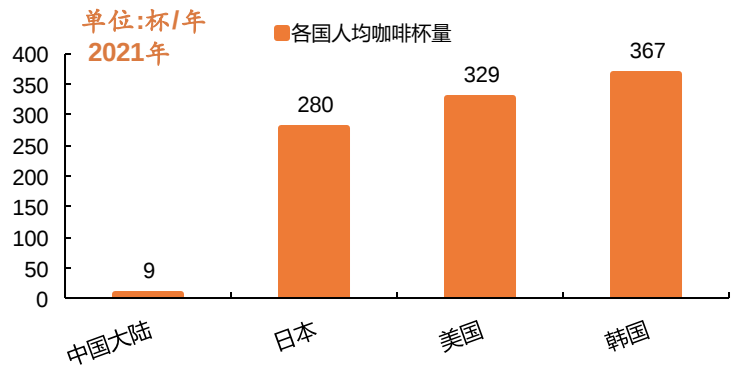
品牌	时间	跨界方式	品牌	时间	跨界方式
喜茶	2020年9月	联手%Arabica开首家全球快闪店	茶颜悦色	2022年8月	成立新品牌鹭央咖啡
	2021年7月	投资 seesaw coffee	中国邮政局	2022年2月	首家邮政咖啡开业
	2022年6月	投资少数派咖啡	李宁	2022年4月	NING COFFEE开业
奈雪的茶	2020年11月	新店型“奈雪PRO”推出精品咖啡	华为	2022年5月	注册咖啡商标
KOI	2021年5月	成立新品牌KOIcafé	特步	2022年9月	注册咖啡商标
乐乐茶	2021年2月	成立新品牌乐乐豆咖啡	蔚来	2022年10月	注册咖啡商标
书亦烧仙草	2022年4月	投资 DOC咖啡	猿辅导	2022年9月	Grid Coffee首家门店正式落地北京
柠季	2022年5月	并购 RUU COFFEE	脑白金	2022年11月	“脑白金+ Café”咖啡馆已经正式开业
甜啦啦	2022年6月	成立果咖品牌卡小逗	和府捞面	2022年10月	孵化旗下新品牌Pick ME 咖啡&热食，在上海开出首店

资料来源：天眼查，德勤《2021中国现磨咖啡行业白皮书》，各品牌公众号，艾瑞咨询，平安证券研究所

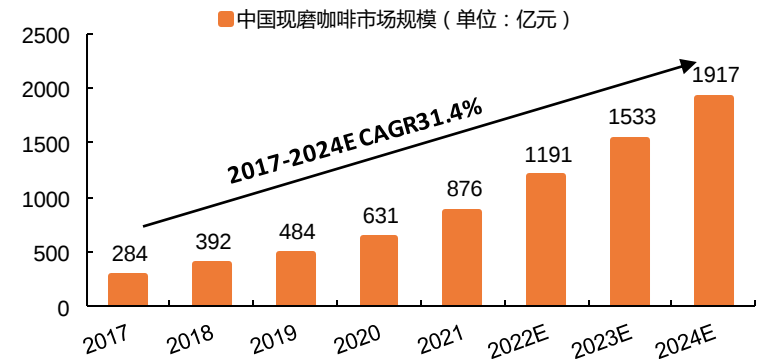
➤ 市场大，仍处发展期，行业尚未成熟包容性

高国咖啡行业市场大（据艾瑞，预计2024年达1917亿元）且尚处教育阶段，无论是商业模式还是消费者需求都尚未定型，对各类品牌有足够的包容性；能够满足消费者需求，或者有自己独特定位、产品的公司，都有较大发展机遇。

● 对标国外中国人均咖啡消费量提升空间大



● 咖啡行业高增长，预计2024年达到1917亿元



Q4：如今咖啡市场的竞争格局？

- 大店模式背后往往有集团支持：
- 我们梳理了目前大店模式和小店模式的主流品牌（不含快餐店咖啡&便利店咖啡品牌），大店模式因单店资本开支高，进入壁垒高，国内主流品牌多为国际品牌海外扩张且背后多有集团支持，管理模式也较为成熟，竞争更激烈；而小店模式多为本土品牌。

大店综合模式&小店模式&精品部分咖啡品牌梳理

模式	品牌	标志	客单价（元）	门店规模（家）	背后公司/集团
大店综合模式	星巴克中国		40元左右	6093	星巴克
	Tims 中国		32-33元	520	RBI、3G资本、笛卡尔
	COSTA（中国）		38.08	424	2018年COSTA被可口可乐以51亿美元从其母公司Whitbread PLC收购； 2021年以前COSTA中国区为北京华联&COSTA运营； 2021年COSTA收回中国区全部经营权
	太平洋咖啡		34.9	401	华润
	LAVAZZA 中国		37.1	89	百胜中国
小店模式	瑞幸咖啡		15元左右	8077	—
	幸运咖		8.17	1629	蜜雪冰城
	NOWWA咖啡		17.8	1700+	—
	Manner		22.9	558	—
精品连锁	M Stand		41.8	257	—
	Seesaw		35.7	125	喜茶入股
	%Arabica		44.1	68	日本品牌，中国运营方为福盟国际

注：瑞幸、Tims 中国客单价为测算值（详见过往系列报告）；其他品牌客单价、门店规模为第三方窄门餐眼数据（其中 Nowwa 门店数取自官网），截至2022年12月23日。

资料来源：窄门餐眼，天眼查，平安证券研究所

Q4：如今咖啡市场的竞争格局？

➤ 小店模式下主要竞争者：

◆ MANNER



背景
&
定位

成立时间：2015年成立于上海
团队背景：创始人韩玉龙夫妇(据天眼查，两人各持股18.59%)，韩玉龙曾在江苏南通创业过摄影主题小咖啡馆，在德国知名精品咖啡店Café del Volcán担任过烘焙师；其妻子陆剑霞曾是咖啡师，主要负责产品研发。
品牌特点：精品平价咖啡品牌
目标客群：咖啡成熟用户以及咖啡爱好者，主要为高线城市白领。（与瑞幸客群有重合，但存在差异）

产品
及
门店

价格带：15-25元
产品特点：在售SKU49个（不完全统计），**SOE（占8%）&经典咖啡（33%）&手冲（8%），**后来逐步加入**特调咖啡（31%）**如桂花系列、燕麦系列等，特调主要在于突出咖啡风味及丰富口感而不是降低咖啡苦味等。
运营模式：直营，为保证咖啡口感，2022年3月以前不支持外送。
门店大小：小店快取模式为主，往往在20-50㎡。
门店规模及分布：558家，因受众主要为成熟咖啡用户，所以门店多位于1-2线城市尤其是上海；一线城市占89%(上海66%)，新一线占10%，二线城市占比1%。
门店选址：办公场所（55%）、购物场所（30%）、住宅（14%）、其他（1%）。
门店类型：自取店（主力店型）、烘焙店、餐食店。

历史
融资

2018年10月A轮融资：今日资本800万人民币（2021年5月退出）
2020年12月战略融资：H Capital、Coatue Management 1亿美元。
2021年2月A+轮融资：Temasek淡马锡。
2021年5月战略融资：数亿美元，美团龙珠。
2021年6月战略融资：数亿美元，字节跳动战略投资部，投后估值28亿美元。

Manner2022年12月主要产品及系列

SOE（占比8%）

- 埃塞阳光古姆拿铁 ¥20 选规格
- 埃塞阳光古姆美式 ¥20 选规格
- 埃塞阳光古姆冰拿铁 ¥25 选规格
- 埃塞阳光古姆冰美式 ¥20 选规格

经典（占比33%）

- 美式咖啡 Americano ¥15 选规格
- 拿铁咖啡 Latte ¥15 选规格
- 澳式白咖啡 Flat White ¥15 选规格
- 卡布奇诺 Cappuccino ¥15 选规格
- 摩卡咖啡 Mocha ¥20 选规格

手冲（占比8%）

- 埃塞花魁手冲 Hambella ¥25
- 云南柑橘普洱 Yun'nan ¥20
- 曼特宁手冲 Mandheling ¥20
- 限定荔枝兰手冲 Honduras ¥28

特调含桂花系列、燕麦系列、清橙系列等（占比31%）

- 桂花龙眼拿铁 ¥20 选规格
- 桂花龙井拿铁 ¥20 选规格
- 桂花拿铁 ¥20 选规格
- 桂花滴白 ¥20 选规格
- 燕麦桂花拿铁 ¥25 选规格

- 燕麦拿铁 ¥20 选规格
- 燕麦滴白 ¥20 选规格
- 冰燕麦拿铁 ¥25 选规格
- 清橙系列
- 清橙拿铁（冰） ¥20 选规格

其他产品（非咖啡&挂耳零售产品&烘焙等）

- 抹茶拿铁 ¥15 选规格
- 巧克力 Chocolate ¥20 选规格
- 绿野仙踪 ¥20 选规格
- 抹茶冰淇淋风味拿铁 ¥25 选规格
- 巧克力冰淇淋风味拿铁 ¥30 选规格

资料来源：天眼查，极海品牌监测，品牌小程序，平安证券研究所（注：在售SKU数根据各品牌点单小程序统计，存在门店差异；门店数据来源于极海，截至2022年12月23日）

Q4：如今咖啡市场的竞争格局？

➤ 小店模式下主要竞争者：

◆ NOWWA咖啡



背景 & 定位	成立时间：2019年6月成立于上海 团队背景：4位创始人中3位来自饿了么；创始人郭星君(目前实控人，据天眼查持股占30%左右)曾于饿了么任职5年，负责过多部门业务并做到零售部门COO；联合创始人孙彬彬(持股6.9%)为前饿了么大区总经理。 品牌特点：主打年轻、活力、有趣的品牌形象（与瑞幸相似）。 目标客群：22-29岁职场人群，高性价比饮料化咖啡人群。（与瑞幸重合度高）
产品及门店	价格带：15元左右 产品特点：经典咖啡仅占12.2%，以“茶饮化”的思维做咖啡，降低咖啡苦涩口味，推出特色产品“小马果咖”系列（含草莓出马拿铁，凤梨出马、生椰出马、青梅出马、西瓜出马等），也上线半熟芝士拿铁、旺仔特浓风味拿铁、樱花荔枝抹茶拿铁等饮料化咖啡，同时提供茶饮、烘焙等其他产品。 运营模式：早期在创始人外卖基因影响下，以“店中店”模式对存量休闲餐饮店进行改造并快速扩张，切入饿了么、美团等外卖场景；2021年底开始由轻资产“店中店”模式逐步过度到加盟模式（店中店不再对外开放），逐步形成线上线下双渠道的发展状态。加盟模式下品牌方提供设备原材料，前期收取设备费用、保证金、设计以及运营服务等费用，后期以利润抽成为主。 门店规模及分布：1700+家，目前一线城市占31%，新一线占43%，二线占17%，三线占5%，四线及以下占4%，目前开店策略开始调整为2-4线城市。 门店大小及类型：店中店(目前主力店型,1000+家)，小店往往在20㎡以上；选址包括街边/商场/写字楼/大学等。
历史融资	2020年5月天使轮融资：源星资本、伯藜创投、三七互娱创投基金。 2020年11月A轮融资：数千万人民币，金沙江创投、GurryShark Capital。 2021年8月A+轮融资：金沙江创投、伯藜创投、盛景嘉成、海纳亚洲创投基金、觉资投资。 2021年10月B轮融资：觉资投资。 2021年12月B+轮融资：2亿人民币，海纳亚洲创投基金、百丽集团消费基金、盛景嘉成。

Nowwa2022年12月主要产品及系列

	经典咖啡	生椰系列	低脂轻乳系列	饮料化咖啡（芝士、桂花、旺仔、燕麦等系列）	小马果咖	非咖啡	烘焙
sku数	6	5	4	8	7	7	12
占总sku比例	12.2%	10.2%	8.2%	16.3%	14.3%	14.3%	24.5%

饮料化咖啡合计占49%

Nowwa小马果咖系列（部分产品）



资料来源：天眼查，窄门餐眼，品牌小程序，平安证券研究所（注：在售SKU数根据各品牌点单小程序统计，存在门店差异；门店数来源于Nowwa官网，截至2022年12月26日。）

Q4：如今咖啡市场的竞争格局？

➤ 小店模式下主要竞争者：



背景
& 定位

成立时间：2017年幸运咖已经成立，2020年被蜜雪冰城全资收购，与华与华重新进行品牌设计。
团队背景：蜜雪冰城子品牌，由蜜雪冰城创始人张红超、张红甫俩兄弟共同经营。
品牌特点：极致的低价，咖啡版“蜜雪冰城”，“把幸运咖开到每个大学、每个县城、每个城市”。
目标客群：低线城市价格敏感客群及学生，饮料化需求为主&部分咖啡因需求。

产品及门店

价格带：主要在10元以下
产品特点：“咖啡版蜜雪冰城”，采取跟随策略推出椰椰拿铁，桂花拿铁等市场爆款饮料咖啡品（占28%）及部分经典咖啡（占21%），茶饮、冰激凌等非咖啡产品占比高（占30%）。与蜜雪相似通过2元冰激凌、5元柠檬茶等产品引流，极致的低价下，产品用料多为调制品（果酱、调制乳等），品质低于瑞幸。
运营模式：加盟模式，据官网加盟政策，初始投资约35万左右。
门店大小：快饮店（20-30㎡）、标准店（30-50㎡）、旗舰店（60㎡以上）。
门店规模及分布：1629家，目前主要在低线城市且蜜雪冰城总部河南较多，一线占1%，新一线18%、二线20%、三线30%、四线22%、五线9%；河南省（总部区域）门店数占20%。
门店选址：仍以茶饮特征为主，住宅（32%）、购物场所（28%）、学校（24%）、办公场所（16%）。

市场竞争

优势：
• 加盟商基础：蜜雪冰城的“赚钱效应”，使蜜雪庞大的加盟商可以成为幸运咖高速扩张的基础。
• 供应链协同：牛奶、椰奶、果酱、糖浆等原料可以与蜜雪共用供应链，采购上也能实现规模效应。
• 加盟连锁的运营能力：蜜雪有目前2.4W+加盟门店的运营管理能力及经验，且对下沉市场熟悉。
劣势：
• 咖啡市场与茶饮市场有差异：幸运咖研发团队，供应链，管理，企业文化文化都难以摆脱蜜雪基因，但咖啡与茶饮本质是两个业态，受众群体、门店爬坡、产品研发、门店人员产品认知及制作均有差异。

幸运咖2022年12月主要产品及系列

	经典咖啡	加浓咖啡	风味拿铁	创意咖啡	非咖啡	幸运冰	冰激凌	烘焙及零售
sku数	5	4	9	3	7	4	2	9
占总sku比例	12%	9%	21%	7%	16%	9%	5%	21%

经典咖啡合计占21% 饮料化咖啡合计占28% 非咖啡合计占30%

幸运咖美式仅需5元，饮料化咖啡10元左右

人气Top	经典咖啡	卡布奇诺	入口浓郁的咖啡香，中段焦糖坚果的香气，后段奶香浓郁，整体口感顺滑。	¥8	+	人气Top	风味拿铁	桂花拿铁	前段轻盈桂花香，中段焦糖坚果谷物清香，桂花清甜余韵悠长。	¥10	+
新品来袭						新品来袭					+
风味拿铁		拿铁咖啡	香浓的牛奶融合厚度的咖啡，带来咖啡与牛奶交融的极致口味。	¥9	+	风味拿铁		芋泥拿铁	咖啡牛奶香醇丝滑，一口芋泥软糯香甜，香醇加上香甜，一口留香。	¥10	+
经典咖啡						经典咖啡					+
创意咖啡		美式咖啡	相比意式浓缩会更为清淡，但厚度的咖啡浓度更易于品味咖啡的韵味。	¥5	+	创意咖啡		椰椰拿铁	优质生椰乳与现磨咖啡的巧妙融合，既有咖啡的香又有椰奶的甘甜，嘿~	¥10	+
加浓咖啡						加浓咖啡					+
套餐		摩卡咖啡	经典的巧克力风味牛奶咖啡，浓郁的巧克力风味与咖啡和牛奶三重相融。	¥11	+	套餐		轻乳拿铁	入口浓郁的咖啡香，中段持久的焦糖坚果香气，后段有牛奶巧克力的味。	¥5	+

资料来源：极海品牌监测，品牌小程序，平安证券研究所（注：在售SKU数根据各品牌点单小程序统计，存在门店差异；门店数据来源于极海，截至2022年12月23日）

Q4：如今咖啡市场的竞争格局？

➤ 小店模式下主要竞争者：

◆ 库迪咖啡（Cotti Coffee）



背景定位

成立时间：2022年
团队背景：瑞幸创始团队陆正耀、钱治亚等。
品牌调性：主打年轻、时尚、专业
目标客群：职场人群，高性价比饮料化咖啡人群。

产品及门店

价格带：售价**11-13元**(促销期**9.9元**),同款比瑞幸低**2-3元**。
产品特点：目前产品特征与瑞幸有较高的重合度，饮料化咖啡+经典咖啡，辅之以茶饮、烘焙；未来可能会融合简餐、酒馆等综合模式。
运营模式：**全联营**，前期收取保证金及设计费、设备费等，后期以利润抽成为主，**目前还有保底政策和设备回收**。
门店大小：店中店、快取店、标准店、品牌店、户外店
门店规模及分布：据库迪公众号，**11月4日-12月24日开店97家**，其中一线占7%、新一线占43%、二线占30%、三线占13%、四线占5%、五线占1%。
官方宣布目标：2023年底计划开拓2500家门店，2024年发展到6000家，2025年底1万家。

市场竞争

- 无论是产品还是加盟模式像是瑞幸经验的迁移。
- 一贯的激进风格：一方面表现为快速的开店节奏及高开店目标，另一方面在于激进的补贴政策如保底模式补足亏损差距，设备回收等。
- 我们认为需关注后续融资情况：目前尚未形成规模，成本效率优势不足、而咖啡需求增长曲线斜率平缓，公司对加盟商补贴或将难以为继，关注后续融资情况。

● 库迪咖啡2022年12月主要产品及系列

	生酪&厚乳&黑糖等	生椰系列	燕麦系列	经典咖啡	茶和饮品	冰激凌	烘焙甜点
sku数	9	3	4	9	10	5	4
占总数							
sku比例	20%	7%	9%	20%	23%	11%	9%

饮料化咖啡合计占近36%

● 新品及生椰、厚乳、生酪拿铁与瑞幸相似

当季新品	人气推荐
太妃生椰拿铁 ¥13.9	经典拿铁 ¥9.9
太妃生酪拿铁 ¥13.9	生椰拿铁 ¥11.9
太妃生酪厚乳茶 ¥13.9	厚乳拿铁 ¥11.9
	生酪拿铁 ¥11.9

● 库迪咖啡加盟商保底政策

特别政策·保底模式：

2023年6月30日前签约门店：

- 若发生亏损，COTTI补足亏损差距（详情请咨询拓展经理）

特别政策·推广期优惠：

2023年3月31日前完成正式协议签约的门店：

快取店·标准店·品牌店 每家门店减免10万元 服务费

店中店 每家门店减免5万元 服务费

*减免额度包含部分用于开业推广的营销支持

● 库迪咖啡初始投资在10-65万不等

单店投资：

单店投资	店中店 (inside)			
店型	A1	A2	A3	A4
设备合计	75,000	76,000	78,000	80,000
柜体广告合计	30,000	32,000	35,000	40,000
基础装修	-	-	-	-
总计	105,000	108,000	113,000	120,000
咖啡机数量	1台 Franke或Gaggia			
单店投资	快取店 (pick up)	标准店	品牌店	
店型	B1	B2	C	D
设备合计	117,000	185,000	185,000	185,000
柜体广告合计	45,000	60,000	60,000	60,000
基础装修	-	20,000	80,000	400,000
总计	162,000	265,000	325,000	645,000
咖啡机数量	1台	2台 Thermoplan		

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

● 盈利模式以利润分享为主

收费模式：

- 服务费：
按照门店经营毛利收取，合作伙伴可在下方两种模式中任选其一：

月毛利范围	服务费比例（毛利为基数）	
	模式一	模式二
2万以下部分	0%	10%
2-3万部分	10%	
3-4万部分	15%	15%
4-8万部分	20%	
8万以上部分	25%	

保证金：

快取店·标准店·品牌店 5万元/店

店中店 3万元/店

*保证金中包含订贷保证金，订贷不需付货款，货款在收入中扣除

设计费：

店中店	快取店	标准店	品牌店
免费	2,000元/店	5,000元/店	8,000元/店

结算支付：

- 收入：COTTI运营系统统一收款，t+2返回门店账户
- 订货：订货不需先付款，货款在收入中扣除

设备回收：

为降低联营商经营风险、环境保护及资源再利用，所有从 COTTI 采购的设备均可回收：

- 机器设备：月折旧3%（需确保设备性能完好）
- 柜台招牌：根据实际评估，确定回收价格

Q4：如今咖啡市场的竞争格局？

➤ 咖啡行业供需门槛相对高，我们认为竞争格局可能不会像茶饮一样分散：

◆ 咖啡需求需要培养

- 茶饮本质是对糖分“快乐”的获取，消费习惯不需要培养，产品能够快速爆发并形成赚钱效应。
- 咖啡是“功能”舶来品，没有人群消费基础，且口味“苦、酸”消费习惯需要培养。

◆ 咖啡门店爬坡更长，UE成本更高

- 咖啡需求需要培养，导致供给端门店的爬坡曲线斜率低且爬坡期较长，难以快速形成赚钱效应（详见咖啡VS茶饮分析）。资本开支、房租、人力等固定开支导致UE成本更高。

◆ 经营管理门槛

- 相较茶饮目前咖啡品牌选择自营更多，自营对人员管理、资本开支等要求高，且经营风险集中于品牌，要求较高的综合能力。
- 门店从业者需要对咖啡豆的品类、产品制作等环节有更高的认知要求即需要“Know How”。
- 尽管连锁运营在IT系统、门店选址、工程营建、营销等与茶饮有共性，但高品质的产品要在上游咖啡豆采购、烘焙保证产品稳定及一致等环节均有更高的难度。

➤ 强者恒强：

◆ 品牌

- 品牌能够带来复购和顾客粘性，甚至具备引流效应。
- 强品牌可以增强门店及产品的渗透能力。

◆ 规模

- 规模效应带来成本优化：1）规模化采购议价更强；2）规模效应带来总部费用摊薄。
- 渠道便利性为影响订单量及盈利能力的重要因素，竞争优势取决于门店的覆盖密度及规模。
- 在竞争极为激烈的市场中，强者凭借规模、品牌带来的客流、成本及效率优势往往更能“打持久战”，甚至保持盈利并支持“进一步扩张”，其他品牌或将难以获得足够利润空间。

◆ 先占

- 早期进入咖啡市场，占据用户心智。
- 优质点位属于稀缺资源，先入局者先占优势点位。

◆ 管理

- 头部企业的商业模式、全国经营管理能力已得到验证。
- 头部企业经历市场竞争机制的筛选，经营管理、供应链等各方面均较为成熟。

Q5：目前主要连锁咖啡品牌对比？

20Q3-22Q3瑞幸、星巴克、Tims中国经营及财务对比

公司	业绩指标	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
瑞幸咖啡	营收(亿元)	11.43	13.46	12.69	19.14	23.50	24.33	24.05	32.99	38.95
	同比(%)	-	-	-	-	105.6%	80.7%	89.5%	72.4%	65.7%
	经调整归母净利润(亿元)	-6.14	2.01	-1.76	0.92	0.55	0.27	0.99	2.68	5.15
	自营可比店增速	0.3%	9.2%	94.5%	71.8%	75.8%	43.6%	41.6%	41.2%	19.4%
	自营门店OP	-0.2%	8.7%	6.2%	23.1%	25.2%	20.9%	20.3%	30.6%	29.2%
	月均交易用户数(百万)	8.22	9.71	8.73	12.29	14.72	16.23	15.98	20.71	25.10
星巴克(中国)	营收(亿美元)	8.15	9.11	8.61	9.05	9.64	8.97	7.44	5.45	7.76
	同比(%)	6.7%	22.3%	124.1%	45.0%	18.4%	-1.5%	-13.6%	-39.8%	-19.5%
	自营可比店增速	-3%	5%	91%	19%	-7%	-14%	-23%	-44%	-16%
	90天活跃用户数(百万)	13.5	15.4	16.3	17	17.9	18	-	13.2	17
Tims 中国	营收(亿元)	-	-	2.37(21H1)		1.82	2.24	4.04 (22H1)		3.06
	同比(%)	-	-	-		-	-	70.2%		67.9%
	经调整净利润(亿元)	-	-	-0.98 (21H1)		-0.76	-0.90	-2.71 (22H1)		-0.88
	自营可比店增速	-	-	40.3%	25.5%	6.6%	8.8%	5.5%	-5.3%	7.5%
	自营门店经调整EBITDA利润率	-	-	3.3%	4.1%	2.6%	6.8%	-10.0%	-24.5%	6.7%
	注册会员数(百万)	-	-	2.95	3.87	4.77	5.97	6.91	7.53	8.86

资料来源：公司公告，星巴克全球投资者交流会，平安证券研究所

瑞幸、星巴克、Tims中国单店模型对比（目前门店平均水平）

	瑞幸	星巴克(中国)	Tims 中国
日单量(单)	350-400	330-375	200-260
客单价(元)	15	40	33
月营收(万元)	16-18	40-45	20-26
年营收(万元)	190-220	480-540	240-310
原材料	29%-34%	25%-30%	33%-35%
毛利率	66%-71%	70%-75%	65%-67%
人工成本	14%-16%	16%-20%	22%
租金	8%-10%	8%-12%	12%
水电及其他(含配送)	12%-13%	10%	34%
折旧摊销	4%-6%	6%-8%	12%
门店经营利润率	20%-30%	20%-30%	- (15%-13) %
门店EBITDA利润率	26%-34%	28%-36%	(经调整) 4%-7%
门店面积	20-50m²	100-200m²	(主力店型) 130-150m²
初始投资	35-45万	150-200万	150万左右
回收期	1.5年左右	2年左右	3年左右

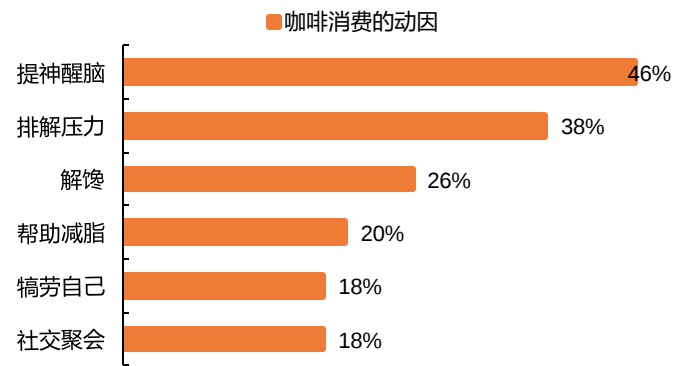
注：每月按30天测算；瑞幸/Tims中国分别基于过去四个季度/最新财报数据测算，为所有门店平均水平；星巴克基于财报拆解及调研数据测算；回收期适当考虑门店爬坡。

Q6：如何看待咖啡VS现制茶饮？

➤ 需求本源不同：

关于需求本源的分析详见我们的咖啡系列报告三：咖啡VS茶饮，再议瑞幸未来

◆ 咖啡消费动因：是一种主动的咖啡因摄入



◆ 茶饮消费动因：是一种主动的饮料获取与糖分摄入

消费者购买茶饮的主要原因

- Top1 生活很苦，想喝点甜的快乐一下
- Top2 单纯喜欢喝奶茶
- Top3 和同事、朋友等的社交需求
- Top4 放松摸个鱼
- Top5 想尝试新品

资料来源：后浪研究所，极光调研，平安证券研究所

➤ 产业成熟度不同：

咖啡：全球文化，百年发展历史，产业成熟度高	现制茶饮：发端于中国文化，茶产业成熟度相对较低
• 发展：17世纪欧洲便开始兴起，以欧美为代表的全球咖啡产业已经经历了速溶咖啡（1940s-1960s）、咖啡厅社交体验（1970s-2000s）、精品咖啡（2000s年至今）三次咖啡浪潮。	• 发展：发端于90年代中国台湾，2000年左右进入大陆，21世纪初调制奶茶以低价快速渗透学生和年轻人群体，2016年以来主打原料升级的新茶饮带动行业二次爆发。
• 咖啡产业成熟度高： 1) 上游原料供给及初加工：咖农种植、采摘、处理后变为咖啡生豆。生豆交易有固定的市场：自然交易市场及期货市场。生豆放入标准包装且重为60公斤麻袋，并注明产地来源、等级及ICO证明字号，进入贸易流通环节。 2) 中游深加工及流通：工厂/机器标准化、工业化烘焙，咖啡豆的含水量和成色、烘焙的温度等都能测量和计算。 3) 下游咖啡制作：1) 全自动/半自动咖啡等设备保证萃取的稳定；2) 存在意式浓缩、美式、拿铁、卡布奇诺、澳白等行业通用品类，且制作工艺及配比相对固定标准化。例如：1 shot意式浓缩约30ml，标准咖啡粉量为9-11g；国际标准美式咖啡为双份意式浓缩共60ml，加480ml左右水。 4) 行业标准成熟：咖啡豆有固定的等级划分与评定；咖啡行业有世界级组织协会，如：ICO国际咖啡组织、SCAA美国精品咖啡协会等。	• 除了立顿、三得利乌龙茶/东方树叶等产品，目前茶行业工业化程度仍然低： 1) 上游种植及采摘及初加工：种植、采茶、制茶大部分通过人工来完成。 2) 中游加工：制茶环节往往依赖于师傅的主观判断，多数茶仍然需要手工炒制，工业化程度低、成本高、效率低，品质也不稳定。 3) 下游茶饮制作：无论是茶叶产品还是现制茶饮，各品牌拼配标准不同，制作标准、方法也不同。
• 中国城镇化带动主动咖啡因摄入需求爆发，中国咖啡行业进入高速成长期。	• 中国茶产业成熟度低，效率相对不高，茶饮作为满足咖啡因及提神需求角度来看，标准化及效率远不及咖啡，因此，现制茶饮仍然满足的是糖分及饮料需求。

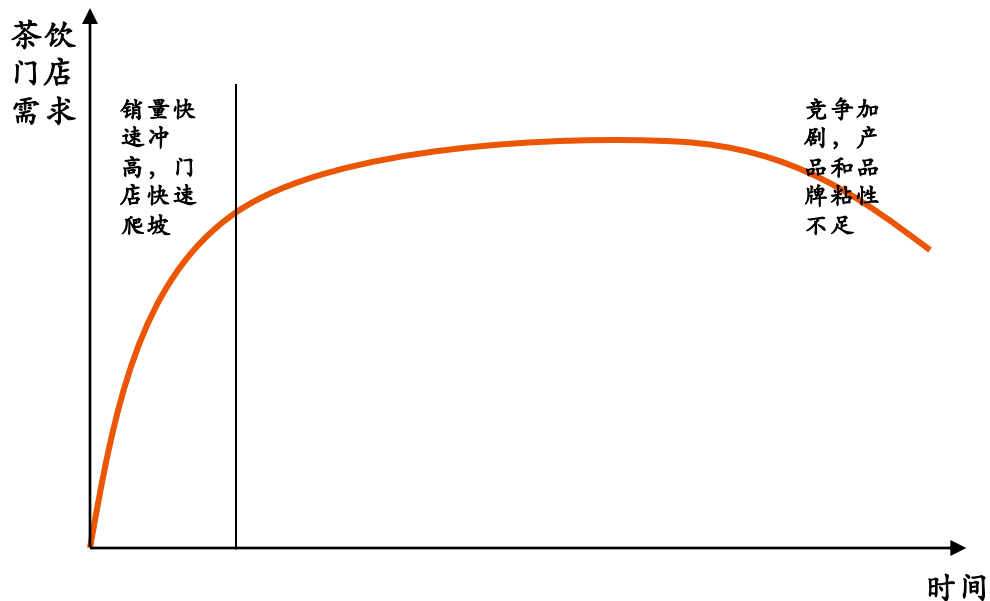
Q6: 如何看待咖啡VS现制茶饮?

➤ 市场成熟度及单店爬坡模型不同:

◆ 茶饮需求成熟，单店能够快速形成赚钱效应

- 茶饮本质是对糖分“快乐”的获取，需求不需要培养，现制茶饮消费市场成熟度高。
- 单店层面，需求能够快速形成爆发，门店爬坡周期短。

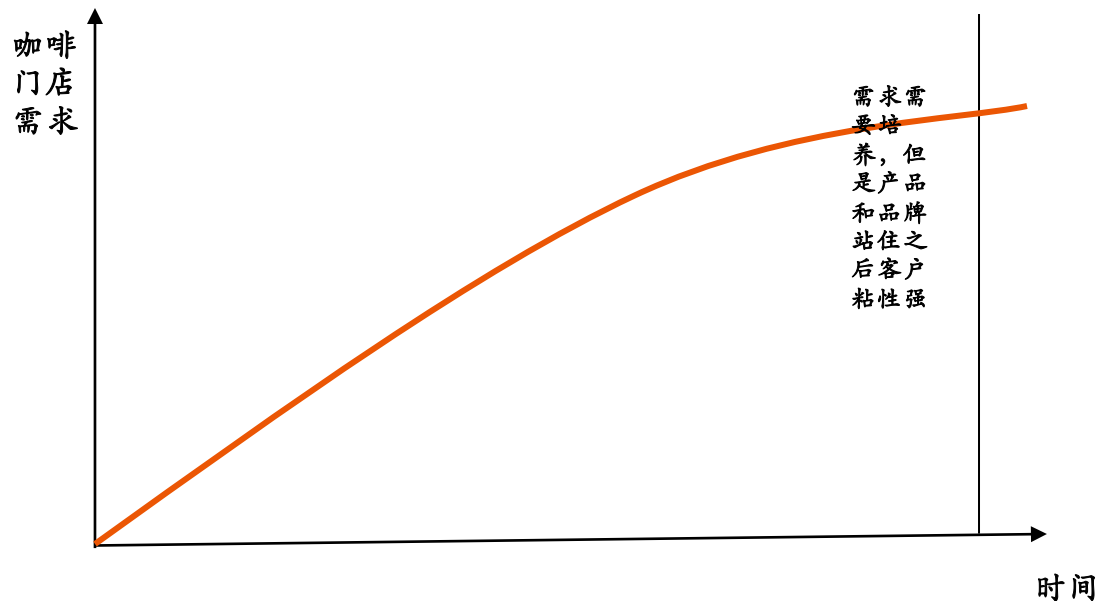
● 茶饮需求相对成熟，门店能够快速形成赚钱效应



◆ 咖啡需求需要培养，单店爬坡周期相对较长

- 咖啡是“功能”舶来品，没有人群消费基础，需求仍然需要培养，市场仍处于发展阶段。
- 单店层面，需求增长相对平缓，门店爬坡周期较长，但成熟后能够形成稳定的需求和复购。

● 咖啡需求需要培养，单店爬坡周期更长



Q7：如何看待瑞幸VS蜜雪？

➤ 共性：瑞幸和蜜雪都是很优秀的消费品牌：

◆ 二者均有普适性的口味&合适的价格，在所属赛道均受众最大化

瑞幸	蜜雪冰城
受众主要是职场化、白领化的大众消费群体，及部分高校学生	受众主要是受广大小镇青年

◆ 二者均率先实现品牌化，且均有极强的运营能力

瑞幸	蜜雪冰城
1) 爆品宣传、私域玩法、代言人营销，塑造出“年轻化”品牌形象，且品牌认可度高。 2) 运营管理能力强，爆雷事件后逆风翻盘，经营及财务数据显著向上。	1) 通过“雪王IP”以及“蜜雪冰城甜蜜蜜”主题MV成功出圈，并给消费者形成极强的品牌印象。 2) 目前实现2.4W+加盟门店的运营管理能力。

◆ 二者均具备赚钱效应，为发展扩张提供财务支持

瑞幸	蜜雪冰城
1) 22Q2/Q3分别实现30.6%/29.2%的门店OPM（门店经营利润率），以及2.68/5.15亿元经调整净利润。 2) 2022年8月赎回唯一未偿还境外B系列高级担保票据，现有业务现金流健康且盈利能力强。	1) 2020/21年实现归母净利润6.32/19.10亿元，2021年净利率达18.5%。 2) 经营活动现金流强，历史上引入外部机构融资少，两创始人持股比例超80%。

资料来源：蜜雪冰城招股书，极海品牌监测，窄门餐眼，草根调研，平安证券研究所

➤ 差异：二者商业模式&赚钱模型不同：

◆ 本质都是以门店作为渠道销售产品，但自营VS加盟收入模型不同

瑞幸	蜜雪冰城
直营模式为主(22Q3直营店占68.5%，收入占76.9%)，也通过加盟模式获取加盟商利润分享(22Q2/Q3分别为1.05/1.45亿)。	加盟模式为主(截至22Q1蜜雪自营门店37家)，盈利模式主要为材料及供应链收入(21年占比97.3%)，管理收入占小部分(2021年占1.89%)。

◆ 赛道不同，门店规模及受众场景不同

瑞幸	蜜雪冰城
目前门店数量超8000家，门店主要位于办公写字楼（45.54%门店位于办公场所周边）。	目前门店数达到2.4w+家，门店场景主要聚焦于街边店和学校周边（49.02%的门店位于住宅区、19.13%门店位于学校）。
• 二者均维持高速拓店状态：据我们跟踪瑞幸月开店160-200家；据招股书蜜雪2021年-22Q1月均开店550+家。 • 我们认为二者规模及开店速度的差异，主要源于咖啡/茶饮的受众规模差异。	

◆ 单店对比

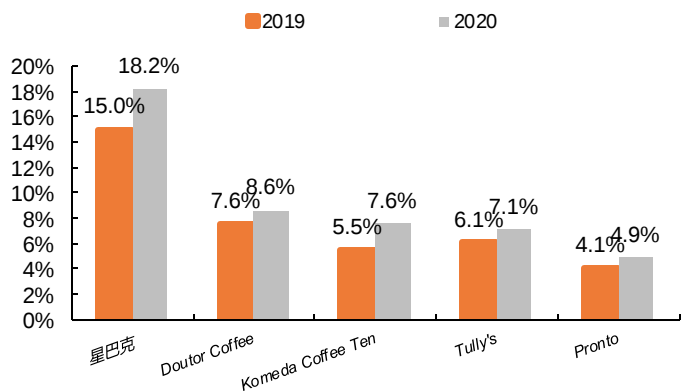
瑞幸	蜜雪冰城
ASP15元左右；单店日单量350-400单；年收入190-220万，门店OPM为20%-30%；投资回收期平均1.5年左右。	ASP8元左右，单店日单量400-700杯，年营业额110-150万左右，OPM为20%-30%；投资回收期平均1.5年左右。

Q8: 日韩及中国台湾连锁咖啡品牌市场竞争情况?

- 星巴克在主要亚洲国家及地区的连锁咖啡品牌中均占据优势，但各国家及地区也跑出有优势的本土品牌，其共同特征在于：高品质且价格普适性更强，同时门店渠道覆盖面广具备便利性。同时，有独特特色满足消费者需求的咖啡模式也能取得一定的市场份额。

日本

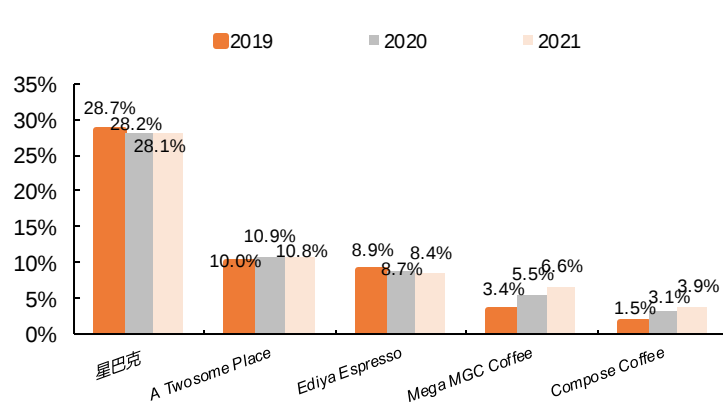
日本TOP5连锁咖啡品牌市场份额（销售额口径）



- **星巴克**：据星巴克财报，截至22财年日本门店达1630家。定价\$3-5左右。
- **Doutor Coffee（罗多伦）**：1962年成立，日本平价便捷的连锁咖啡馆，根据其官网，截至2022年11月Doutor门店数达1068家，其中直营店为235家。**Doutor 价格为星巴克一半左右且咖啡品质有保障**(小杯美式约12RMB左右)，搭配销售甜品&简餐，环境较星巴克相对拥挤，提供吸烟区。
- **Komeda coffee**：据statista数据，截至2021年门店数达899家。1968年创立，主打名古屋早餐咖啡店，产品包含“咖啡+餐食”，上午11点前店下单咖啡附赠面包，拿铁价格为530日元(27RMB)左右，除了咖啡饮品还提供三明治、汉堡、烘焙、冰激凌等多种产品。

韩国

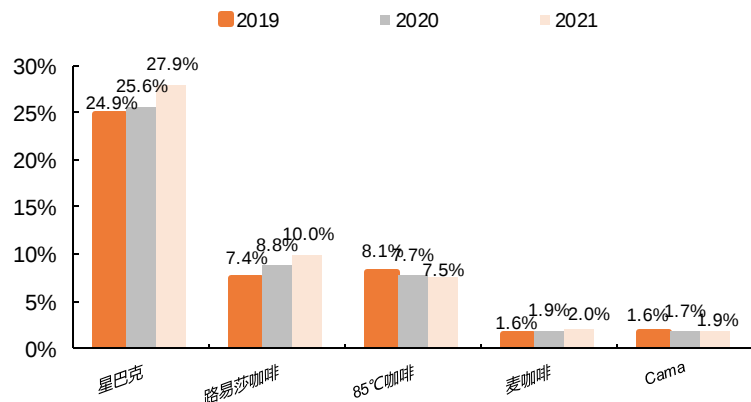
韩国TOP5连锁咖啡品牌市场份额（销售额口径）



- **星巴克**：据星巴克财报，截至22财年韩国门店达1750家。
- **A Twosome Place**：据statista数据，截至2021年门店数达1218家，以甜品著称的高级甜点咖啡品牌，与星巴克处于同价格带，咖啡/蛋糕多在5300韩元（28RMB）上下。
- **Ediya Espresso coffee**：2001年创立的本土品牌，据官方数据截至2021年10月门店数达3500家，**主打高性价比**，美式价格约3000韩元(人民币16元左右，是当地星巴克的70%)，公司自建生产基地，业务除了咖啡店加盟业务，也通过大型超市、便利店等流通渠道销售包括条状咖啡、胶囊咖啡、杯装咖啡等多种零售产品。

中国台湾

中国台湾TOP5连锁咖啡品牌市场份额（销售额口径）



- **星巴克**：据星巴克财报，截至22财年中国台湾门店达544家。
- **路易莎咖啡**：2006年成立，主打高品质平价咖啡，2021年门店数达524家，价格在50-90台币（15-20元人民币左右，是星巴克一半），早期门店以10坪左右的小店为主，后续向咖啡+空间+餐食的门店模型逐步做调整。目前已于台交所上市，2021年实现营收4.38亿元。
- **85°C**：台湾知名烘焙品牌，主打“咖啡饮品+烘焙面包”，品质高且价格比星巴克便宜三成以上（咖啡均价25元，面包均价10-18元），走平价路线及外带模式，堂食面积较小。

目录 CONTENTS

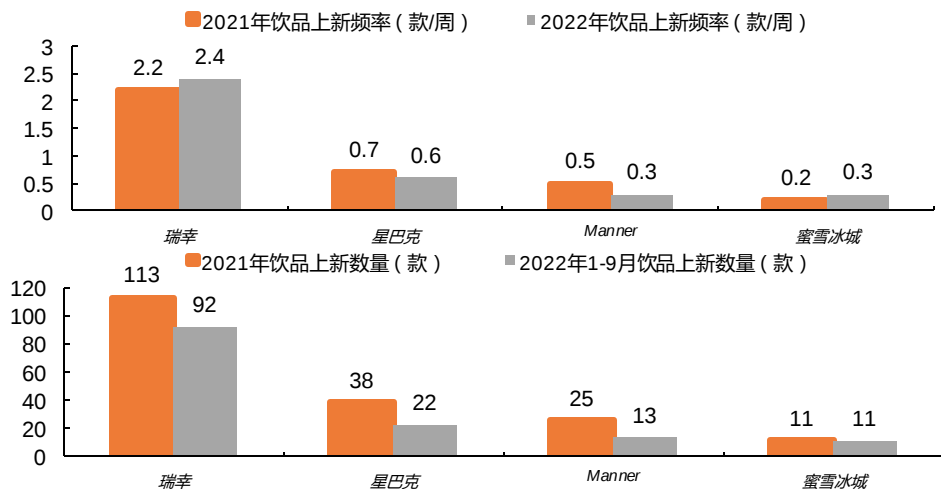
- ① 瑞幸暴雷复盘&逆风翻盘解析
- ① 行业竞争分析&咖啡和现制茶饮赛道及主流玩家对比
- ① 瑞幸新品迭代的探讨&试解瑞幸优势及壁垒
- ① 瑞幸未来发展空间及估值探讨
- ① 转板探讨&风险分析

Q9：如何看待瑞幸的产品迭代&爆款推新？

◆ 并非一时“网红”之风，瑞幸产品迭代具有持续性

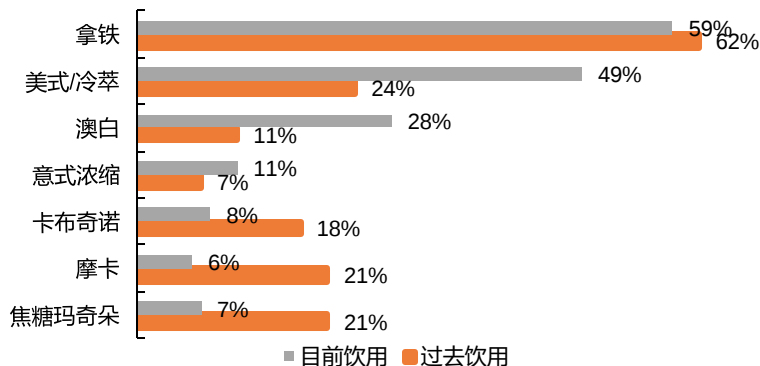
- 生椰拿铁、椰云拿铁，生酪拿铁等现象级“爆款”；
- 后续推出的偷心西梅拿铁、青苹果丝绒拿铁、七夕孤寡青蛙联名的产品等也在网上引起热议；
- 2020年上新77款新品（内部调整期），2021年瑞幸上新113款新品，2022年1-9月上新92款新品
- 目前以“大爆款+系列化”方式，形成九条产品线为核心、超过60款在售sku的产品矩阵。

● 瑞幸及主要竞品品牌上新情况



◆ 主打“奶咖”的大拿铁产品逻辑

● 奶咖是中国现磨咖啡消费者的主要消费品类 (2021年)

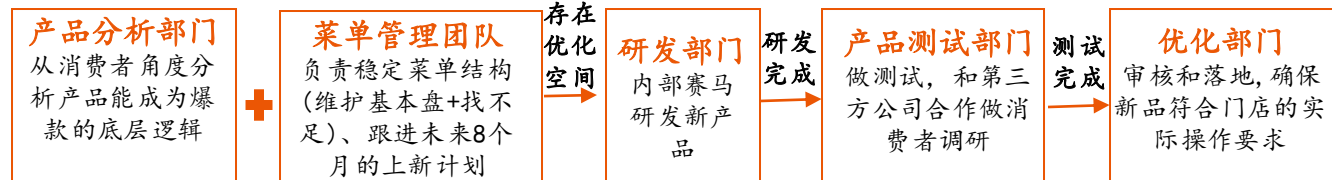


- 瑞幸高级副总裁周伟明曾提到，美国70%的咖啡产品是黑咖啡不含奶，欧洲可能更高，而中国消费者则更喜欢喝奶咖。
- 围绕奶咖大方向，即“大拿铁”的产品逻辑推出生椰系列、厚乳系列、丝绒系列、生酪系列等爆款系列。

◆ 体系化、流程化、数字化——研发机制打造可持续的推新能力

- R&D团队不仅包含咖啡从业人员，还包含茶饮、快餐等经验人员，增加产品对“大众”的适口性。
- 提前6-8个月规划新品，给供应链采购、产品优化留出时间。
- 多维度的考核指标，包含爆款制造、效率提升、KPI调整、合理控制原料浪费等等。

产品职能5大部门



数字化为研发体系提供支撑

- 将各种原料和口味数字化，量化追踪饮品的流行趋势；不使用“香、甜”等文字来表述风味，而全部使用数字，为后期研发通过数字寻找对应的原物料打下基础。
- App/小程序下单方式积累了大量的用户偏好&画像数据，对产品研发提供了数据支撑。

Q10: 瑞幸的优势&壁垒?

➤ 我们认为，瑞幸的优势&壁垒是支撑瑞幸能够实现数据爆发并且经营稳步向上的底层逻辑：时代的宠儿+口味的普适性&价格的穿透力。

◆ 产品穿透力极强：口味具有普适性、价格合适

- 口味普适化：主打“大拿铁”逻辑，生椰拿铁、丝绒拿铁、厚乳拿铁等产品契合国人咖啡口味“最大公约数”，凭借“好喝”成为菜单上长生命周期的基础大单品；同时在基础大单品之上以“系列化策略”推出适合度高的爆品推新。



- 价格大众化：聚焦现磨咖啡的大众化，实现了“质价平衡”即高性价比。

ASP15元左右

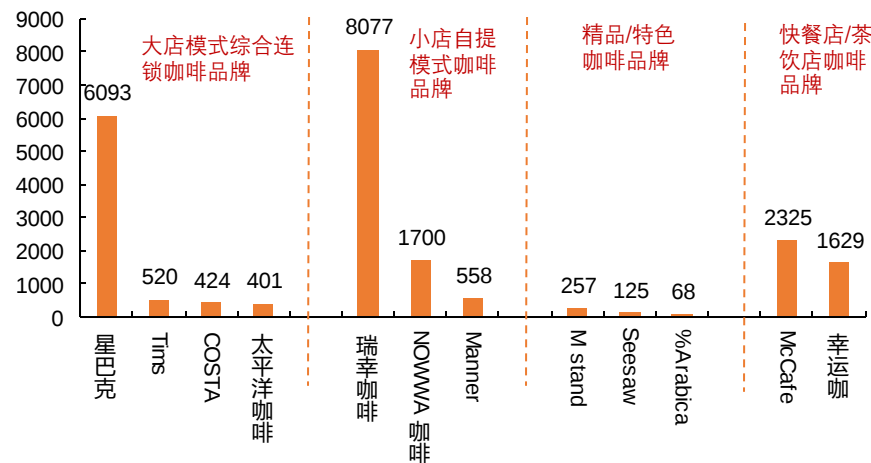
VS星巴克等综合品牌:剥离空间溢价。

VS幸运咖等平价咖啡:品质更优，实现高性价比的“质价平衡”。

◆ 规模先发，抢占渠道优势

- 规模优势：抢占早期发展机遇先发占领，抢占渠道优势，目前规模8000+家。
- 下沉市场领先：瑞幸以联营模式率先布局下沉市场，据窄门，目前瑞幸下沉门店占比23.7%，星巴克占13.7%，其他品牌不足5%。

◎ 瑞幸取得门店规模的先发优势



注：门店数来自窄门餐眼、Nowwa官网，截至2022年12月23日。

Q10: 瑞幸的优势&壁垒?

➤ 我们认为，瑞幸的优势&壁垒是支撑瑞幸能够实现数据爆发并且经营稳步向上的底层逻辑：出色的管理运营能力&逐步完善的供应链。

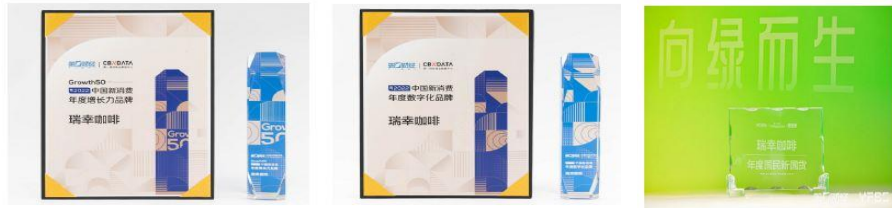
◆ 管理的稳定及迭代

- 新一届管理团队表现出高超管理水平：暴雷事件后，以郭谨一为首的新管理团队度过了与SEC和解、破产重组、经营整合，通过对组织架构、发展策略、企业文化等全面的管理重塑，展现出高超的管理水平。
- 各负责人经验丰富：目前瑞幸各负责人均经验丰富，公司优秀的产品推新、运营及营销等能力是行业中“极其稀缺”的。

◆ 品牌在行业内获得认可

- 连续两年获得《第一财经》杂志“金字招牌”消费者品牌喜爱度调研中“咖啡连锁品类”榜首，并获得“2022年度国民新国货”大奖。

◎ 瑞获得“第一财经”多个奖项



资料来源：瑞幸公众号，第一财经，平安证券研究所

◆ 后启的供应链，保证产品稳定性&标准化，并提升效率

- 加强咖啡豆采购合作：与国内外知名的咖啡豆贸易商深度合作，先后在埃塞俄比亚、哥伦比亚、云南、巴西等知名咖啡产区大批量采购高品质咖啡豆原料，原材料端把控力强。
- 逐步完善烘焙基地等供应链环节，提升效率，并保证产品稳定性：1) 2021年4月18日瑞幸咖啡首家烘焙(屏南)基地正式投产，总投资2.1亿元，占地面积4.5万m²，年产能1.5万吨。2) 2022年12月16日，瑞幸(江苏)烘焙基地在昆山正式动工，计划总投资1.2亿美元，项目用地5.3万m²，年产能3万吨，计划2024年正式投产。
 - 相比于第三方烘焙商采购，自建供应链能够保证产品标准的一致性、咖啡豆口味的稳定性，并提高效率。
 - 我们按照每杯咖啡20g咖啡粉，全年单店日均380杯左右测算，4.5万吨产能将支撑1.5w+家门店的年咖啡豆需求。

◎ 瑞幸福建屏南&江苏昆山烘焙基地



瑞幸福建(屏南)烘焙基地



瑞幸江苏(昆山)烘焙基地

Q11：瑞幸单店模型&业务拆解？

➤ 瑞幸自2022年以来细化了加盟业务口径披露，我们更新了基于财报的单店模型拆解及测算：

☉ 瑞幸单店模型（基于财报数据拆解）

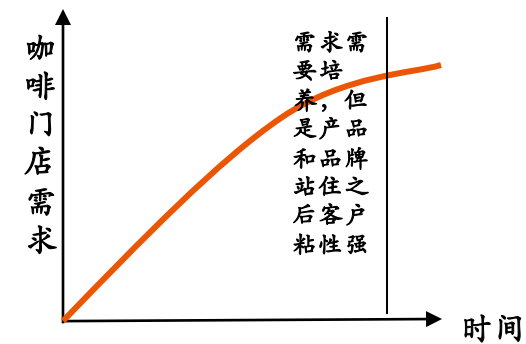
基于财报数据测算										备注
	2019	2020	2021	2021H1	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	
直营销售收入（千元）	3,009,590	3,716,791	6,659,218	2,741,304	1,934,087	1,983,827	1,855,297	2,521,221	2,995,542	如按门店销售成本端不可拆，故按直营销售收入算（含电商&瑞即购）
销量（千件，含饮料及其他）	290278.5	313153.2	450000	191472.3	126850.8	131676.9	123686.5	166968.3	197725.5	Σ月均销量*周期内月数，含无人机；21Q4月均销量未披露，21年全年销量参考21年报P109页数据粗略计算。22年开始为根据估算ASP推算。
调整门店数（间）	3290	4218	4163	3973.5	4112	4301.5	4536	4821.5	5170.5	(期初门店数+期末门店数)/2，仅为直营门店
单店日销量（件）	245	206	300	268	343	340	303	385	425	销量/(调整门店数*周期内天数)*1000，全年按360天折算，半年按180天折算；季度按90天折算。22Q1-Q2为关店排簿影响销量显著下降。
ASP（元）	10.37	11.87	14.80	14.32	15.25	15.07	15.00	15.10	15.15	直营店收入/销量，呈上升趋势，22Q1开始ASP为估算，包含配送费用。
原材料成本（千元）	1,623,324	1,995,380	3,198,552	1,299,653	919,886	979,013	983,151	1,261,936	1,440,474	调整原材料成本=原材料成本+赠饮成本-加盟成本；赠饮活动与2020年5月起停止；季度及半年度加盟成本公告未披露，考虑到加盟商原料销售不以盈利为主，按（加盟商原材料收入+设备收入）/(1+10%)估算加盟成本。
+赠饮成本	206,723	64,956	-18,498							
-加盟成本	0	280,563	863,222	319,909	286,182	315,455	385,364	536,091	583,545	
调整原材料成本（千元）	1,830,047	1,779,773	2,316,832	979,744	633,704	663,558	597,787	725,845	856,929	
占直营收入比	60.8%	47.9%	34.8%	35.7%	32.8%	33.4%	32.2%	28.8%	28.6%	
直营毛利率	39.19%	52.12%	65.21%	64.26%	67.23%	66.55%	67.78%	71.21%	71.39%	
单位成本（元）	6.30	5.68	5.15	5.12	5.00	5.04	4.83	4.35	4.33	单位成本=调整原材料成本/销量
门店租金及运营费用（千元）	1,597,125	1,726,619	2,036,772	887,868	515,531	633,373	585,969	662,523	770,353	包含租金、人工、水电及其他费用。
占直营收入比	53.1%	46.5%	30.6%	32.4%	26.7%	31.9%	31.6%	26.3%	25.7%	
其中：租金（千元）	525,650	645,155	677,869							公司季度及半年度数据不分项披露。
占直营收入比	17.5%	17.4%	10.2%							
薪资（千元）	913,675	917,835	1,147,227							
占直营收入比	30.4%	24.7%	17.2%							
水电和其他运营成本（千元）	157,800	163,629	211,676							
占直营收入比	5.2%	4.4%	3.2%							
单店月租金及运营费用（千元）	40.45	34.11	40.77	37.24	41.79	49.08	43.06	45.80	49.66	门店租金及运营费用/(调整门店数*周期内月数)
其中：单店月租金（千元）	13.31	12.75	13.57							门店租金/(调整门店数*周期内月数)
单店月薪资（千元）	23.14	18.13	22.96							人工薪资/(调整门店数*周期内月数)
单件水电及其他成本（元）	0.54	0.52	0.47							水电和其他运营成本/销量
折旧摊销费（千元）	411,883	483,421	465,384	228,973	136,004	100,407	95,710	97,240	104,183	
占直营收入比	13.7%	13.0%	7.0%	8.4%	7.0%	5.1%	5.2%	3.9%	3.5%	
单店月折旧摊销（千元）	10.43	9.55	9.32	9.60	11.02	7.78	7.03	6.72	6.72	单店层面变化相对小。
配送费用（千元）	432,770	352,486	578,155	156,700	181,252	158,154	156,143	188,599	238,738	按直营配送收入/(直营配送收入+加盟配送收入)*总履约成本折算直营履约成本
占直营收入比	14.4%	9.5%	8.7%	5.7%	9.4%	8.0%	8.4%	7.5%	8.0%	
配送订单占比	21.8%	20.6%	27.4%		27.4%	26.0%	26.0%	26.0%	26.3%	为估算数据。
配送订单数（件）	63,281	64,510	123,300		34,757	36,079	32,158	43,412	52,002	
单位配送成本（元）	6.84	5.46	4.69		5.21	4.38	4.86	4.34	4.59	配送费用/配送订单数。
分摊至单件配送成本（元）	1.49	1.13	1.28	0.82	1.43	1.20	1.26	1.13	1.21	配送费用/销量。
开店前费用及其他（千元）	71,623	9,982	16,352	2,679	5,987	7,686	8,251	7,793	9,526	
占比	2.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	
门店层面经营利润（千元）	-1,333,858	-635,490	1,245,723	485,340	461,609	420,649	411,437	839,221	1,015,814	
门店层面经营利润率	-44.32%	-17.10%	18.71%	17.70%	23.87%	21.20%	22.18%	33.29%	33.91%	
公司披露OP				16.30%	25.20%	20.90%	20.30%	30.60%	29.20%	
测算gap				1.40%	-1.33%	0.30%	1.88%	2.69%	4.71%	

注：测算自营OP与公司披露OP有差距，主要来源于：1）由于成本端及毛利无法进一步细拆，收入端考虑了瑞即购&电商，22Q3大约1亿左右；2）加盟店成本为估算；3）直营店履约成本为估算。

资料来源：公司公告，平安证券研究所测算

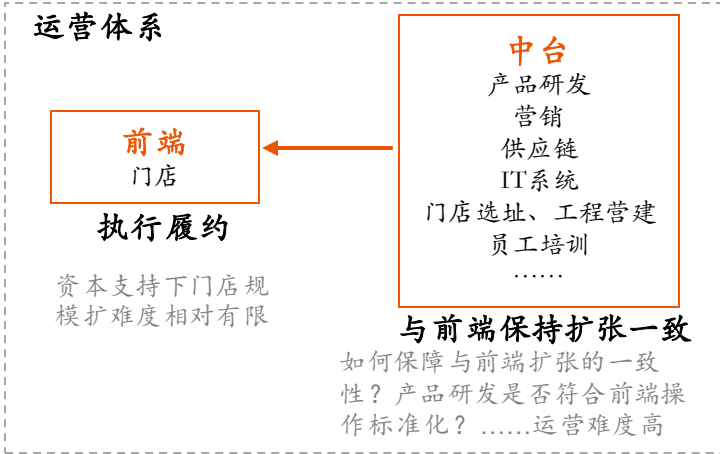
Q12: 资本能否重新扶持一家“瑞幸”？

◆ 咖啡是一门慢生意，门店需求需要培育



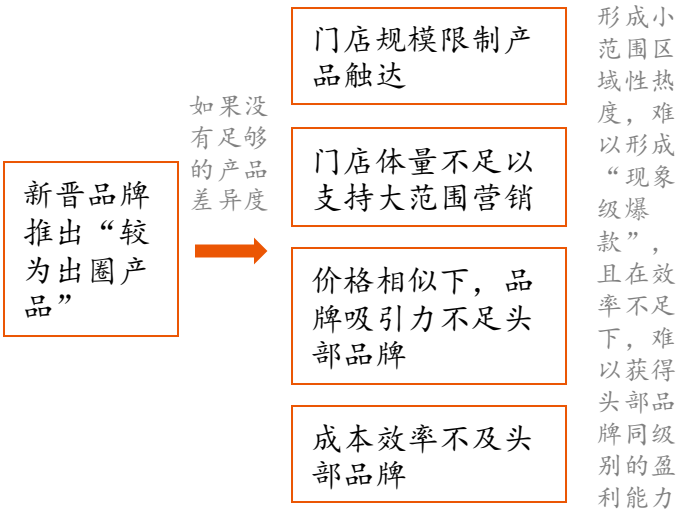
- 咖啡门店端需求爬坡期长，即便是短期内大量开店，无法像现制茶饮一样快速形成赚钱效应。
- 面临亏损风险大，前期或需要资本持续“输血”及时间来培育门店端需求。

◆ 对运营管理能力要求极高



- 连锁咖啡包括前端门店及中后台整个大体系，对运营管理团队综合能力要求及经验要求高，目前全国化运营能力得到验证的有瑞幸和星巴克。

◆ 需要足够的产品差异度



- 目前小店模式、小店模式已经有规模、品牌、产品、效率均具备明显优势的巨头，即便新晋品牌推出“较为出圈”的产品，但如果没有足够的差异度，在影响力、效率、管理等方面仍不及头部品牌，激烈竞争环境下或将难以获得足够利润空间。
- 新晋品牌需要找到顾客的需求点，并通过足够的差异化来竞争。

◆ 市场竞争激烈，供给端极为丰富



- 目前供给端竞争环境发生变化，市场竞争更为激烈。
- 尽管需求端咖啡消费需求在增长，但优势点位等稀缺资源已经被先发企业占据。

目录 CONTENTS

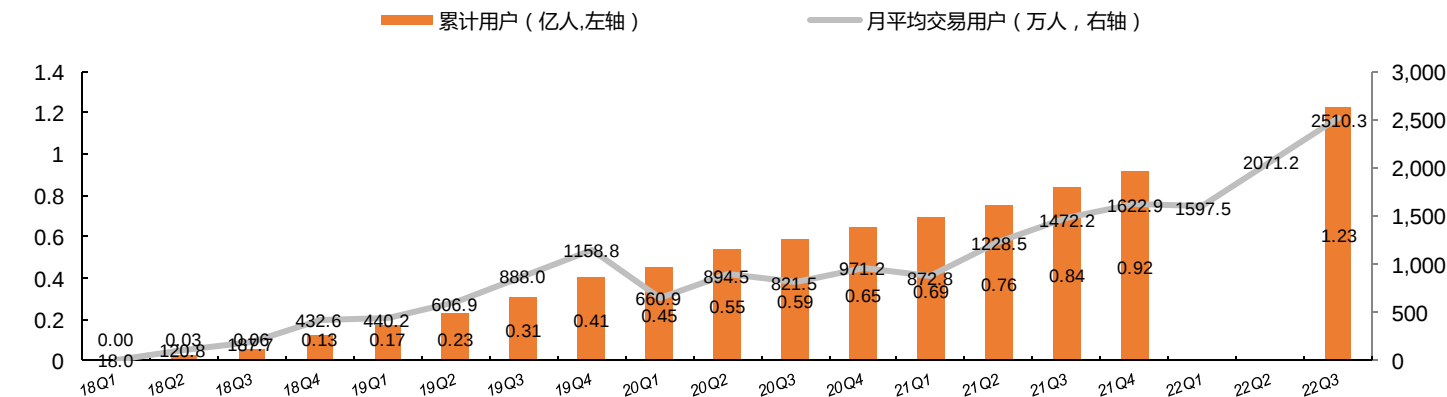
- ① 瑞幸暴雷复盘&逆风翻盘解析
- ② 行业竞争分析&咖啡和现制茶饮赛道及主流玩家对比
- ③ 瑞幸新品迭代的探讨&试解瑞幸优势及壁垒
- ④ 瑞幸未来发展空间及估值探讨
- ⑤ 转板探讨&风险分析

Q13：瑞幸未来的发展空间还有多大？

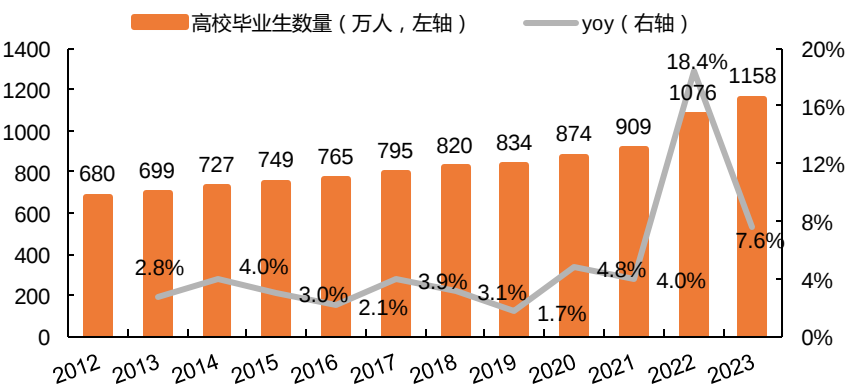
◆ 门店规模角度来看

• 门店规模——1) 从人群渗透角度：

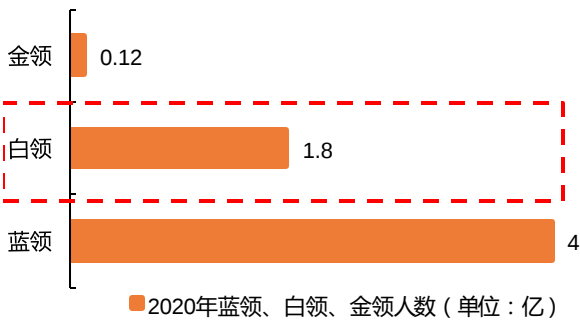
● 截至22Q3瑞幸月均渗透用户数达2510万左右



● 假设瑞幸对未来5年高校毕业生渗透，将达5000万左右



● 瑞幸潜在白领可渗透人群达1.8亿



资料来源：教育部，公司公告，瑞幸财报会，CIC，极海品牌监测，平安证券研究所

• 门店规模——2) 从对标竞品角度：

● 同价位主要茶饮品牌门店数

品牌	门店数
书亦烧仙草	6577
古茗	6726
茶百道	6331
沪上阿姨	5430
COCO	4652
一点点	3512
合计	33228

据极海数据，全国范围同价格带主要茶饮品牌门店规模合计超3.3万家（不完全统计，截至2023年1月3日）。

• 门店规模——3) 未来出海将带来更大发展空间



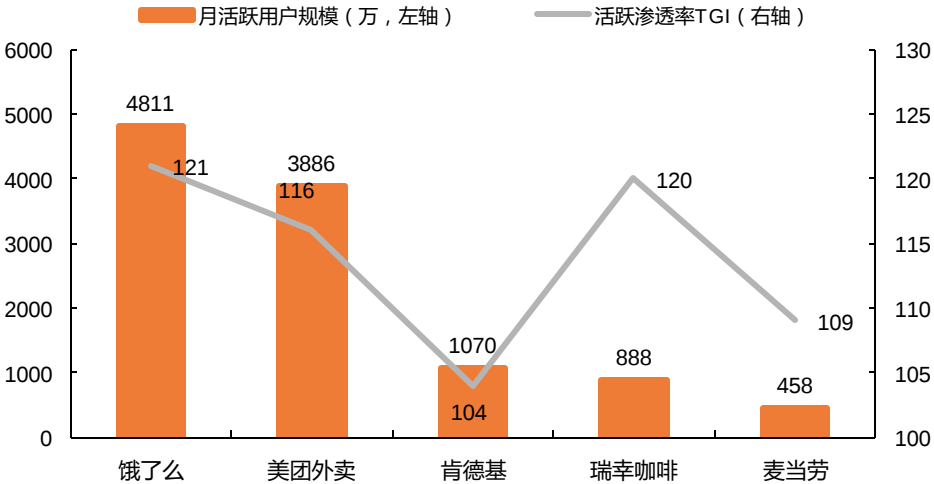
据海外招聘平台信息，瑞幸正在招聘新加坡店长、项目经理等多个职位（2022年12月22日），未来或将进军海外市场带来更大的发展空间。

Q13: 瑞幸未来的发展空间还有多大?

◆ 品牌空间角度来看

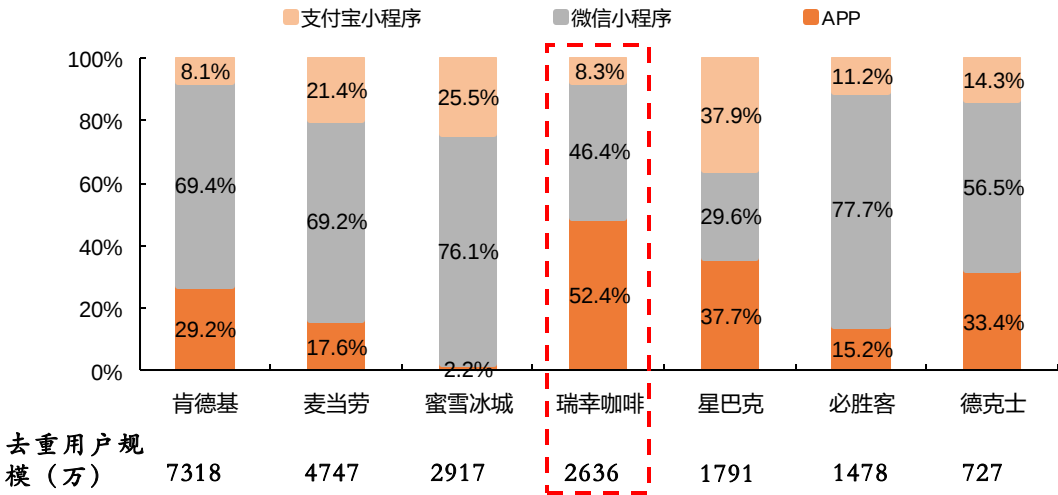
- 我们认为自有APP流量可以反映品牌的吸引力，据QuestMobile数据，自2022年以来瑞幸自有APP活跃用户数不仅位列Z世代外卖服务APP Top5（2022年6月），且自有APP贡献了近一半以上流量来源，瑞幸的品牌力逐步彰显。
- 我们认为瑞幸作为国内稀缺的全国性大众消费连锁品牌，未来可期。

2022年6月Z世代在外卖服务APP行业月活跃用户规模Top5



注：活跃渗透率TGI= 某目标人群启动某个应用分类的月活跃渗透率除以全网该应用分类的月活跃渗透率*100。

2022年7月外卖服务行业头部品牌应用去重用户数及流量分布图



注：从左至右为去重用户规模从高至低。

资料来源：QuestMobile，平安证券研究所

Q14：瑞幸市值空间？

➤ 市值空间探讨：

• 从单店估值角度来看：

1) 从单店估值的绝对水平角度，截至2023年1月3日，瑞幸的单店估值仅为928万元，低于同期星巴克中国（1751万元）、奈雪的茶（1596万元）等上市企业单店估值水平，也低于Manner（3259万元）、M Stand（1434万元）、喜茶（7117万元）等非上市现制饮品企业的估值水平。

2) 从单店估值/坪效（倍）角度，瑞幸仅为166.3倍，远低于目前现制饮上市企业的估值水平。

• 从相对估值角度来看：

1) 对比主要上市餐饮公司：瑞幸目前的PS3.5倍（TTM），低于港股餐饮企业可比公司4.9倍（TTM）和美股餐饮可比公司5.0倍（TTM）的平均水平。

2) 对比其他大众消费品公司：瑞幸的PS估值也低于农夫山泉13.3倍（TTM）、元气森林14.3倍（2021年）等高频大众消费品公司。

3) 考虑到瑞幸目前的高速增长及不断提升的品牌势能，我们看好业绩增长&估值修复带来的市值提升。

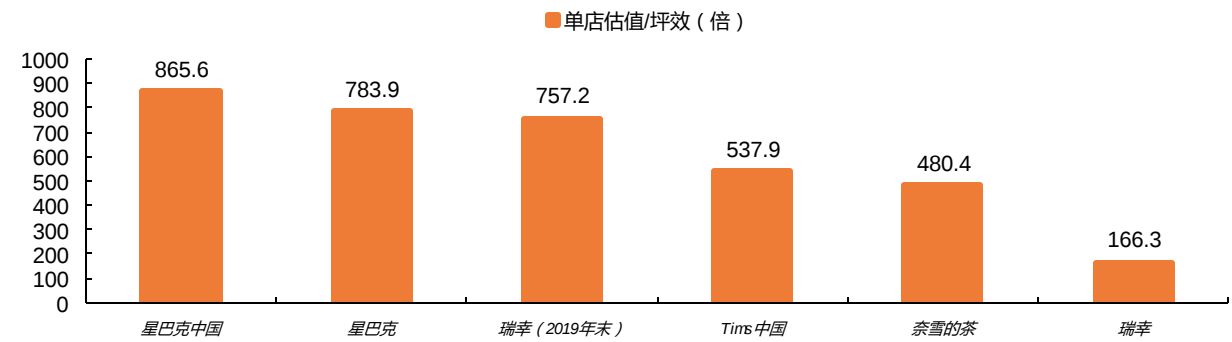
资料来源：Wind，各公司公告，平安证券研究所测算

主要现制饮品品牌单店估值对比

	星巴克	星巴克中国	瑞幸 (2019年)	瑞幸	Tims中国	奈雪的茶
直营店收入（百万元，TTM）	182934	20707	3010	9356	879	3939
调整直营店数量（家）	17693	5689	3290	4790	361	741
直营单店年收入(万元)	1034	364	91	195	244	532
直营店面积（㎡）	180	180	35	35	150	160
坪效（万元/㎡/年）	5.74	2.02	2.61	5.58	1.62	3.32
市值（亿元）	7966.34	995.79	651.10	444.57	31.53	118.26
单店估值（万元）	4503	1751	1979	928	873	1596
单店估值/坪效（倍）	783.9	865.6	757.2	166.3	537.9	480.4

注：1) 调整直营店数为最近四个季度期初期末直营店数平均值。
2) 总市值取2023年1月3日，汇率取1美元=6.883400人民币对市值换算。
3) 2019-22年星巴克中国收入占总收入在10%-15%，星巴克中国市值按总市值12.5%估算。
4) 奈雪的茶中台盖品牌体量较小，目前单店估值仅考虑奈雪的茶；星巴克&瑞幸加盟收入贡献有限（星巴克直营收入在80%左右，瑞幸在70%以上），单店估值暂时仅考虑直营店。

主要现制饮品公司单店估值/坪效对比



Q14：瑞幸市值空间？

可比餐饮/消费品公司估值对比

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	收盘价（元）	PS				PE			
				TTM	2022E	2023E	2024E	TTM	2022E	2023E	2024E
港股可比餐饮公司											
9987.HK	百胜中国	1,666	397.92	2.5	2.4	2.1	1.8	27.8	52.9	30.2	24.5
6862.HK	海底捞	1,134	20.35	2.9	2.9	2.3	2.0	(24.2)	315.0	49.3	32.0
9922.HK	九毛九	284	19.55	6.8	6.0	3.7	2.7	129.9	105.9	41.9	28.3
2150.HK	奈雪的茶	118	6.86	2.7	2.5	1.6	1.2	(24.8)	(45.6)	60.7	23.3
9869.HK	海伦司	181	14.30	9.5	7.1	4.0	2.8	(34.4)	(3403.9)	38.2	22.6
平均值				4.9	4.2	2.7	2.1	14.8	107.0	44.0	26.1
中位数				3.9	3.5	2.5	2.1	(24.2)	52.9	41.9	24.5
港股可比全国大众消费品公司											
9633.HK	农夫山泉	4,343	38.62	13.3	12.9	11.1	9.6	54.1	54.8	45.8	39.0
				PS				PE			
				TTM	2022E	2023E	2024E	TTM	2022E	2023E	2024E
美股可比餐饮公司											
MCD.US	麦当劳(MCDONALD'S)	1,936	264.39	8.3	8.4	8.2	7.8	27.1	26.8	25.2	23.2
YUM.US	百胜餐饮(YUM BRANDS)	362	128.68	5.4	5.4	4.9	4.7	30.6	28.8	25.0	22.0
SBUX.US	星巴克(STARBUCKS)	1,199	104.46	3.7	3.7	3.3	3.0	35.3	35.3	30.7	25.9
CMG.US	墨式烧烤(CHIPOTLE)	381	1,376.05	4.5	4.4	3.9	3.4	45.7	41.2	31.9	26.4
QSR.US	餐饮品牌国际	199	64.93	3.1	3.1	3.0	2.8	20.6	20.6	21.3	19.7
平均值				5.0	5.0	4.6	4.4	31.9	30.5	26.8	23.4
中位数				4.5	4.4	3.9	3.4	30.6	28.8	25.2	23.2

注：1）总市值及收盘价取2023年1月4日；2）美股Bloomberg一致预期及PE（TTM）计算取经调整EPS；3）星巴克2022财年为实际数据，非预测数据；4）计算PE平均值时剔除2022年极端负值影响。

其他非上市现制饮品/大众消费品公司估值对比

MANNER		蜜雪冰城		书亦烧仙草		元气森林	
190亿元(28亿美金, 2021.06)		超600亿 (Pre-IPO轮)		100亿元 (2022.02)		1000亿元(150亿美金, 2021.11)	
583家(单店估值3259万)		2.4w家左右,2021年营收103.5亿元, 归母利润19.1亿元; 2021年PS 5.8X,PE 31.4X		6577家		2021年营收约70亿元, PS 14.3X(2021年)	
M Stand		喜茶		古茗		三顿半	
40亿元 (2021.07)		600亿元 (2021.07)		450亿 (2022.03)		45亿元 (2021.06)	
279家(单店估值1434万)		843家(单店估值7117万)		6726家			

注：1）门店数截至2023年1月4日，数据来源窄门餐眼。2）估值汇率换算取1美元=6.883400人民币对市值换算。

目录 CONTENTS

- ① 瑞幸暴雷复盘&逆风翻盘解析
- ② 行业竞争分析&咖啡和现制茶饮赛道及主流玩家对比
- ③ 瑞幸新品迭代的探讨&试解瑞幸优势及壁垒
- ④ 瑞幸未来发展空间及估值探讨
- ⑤ 转板探讨&风险分析

Q15：瑞幸转板探讨？

转板基本条件流程及瑞幸目前状态

核心条件		具体内容	瑞幸目前状态
成功转板流程及条件	转板基本条件	净资产达到500万美元，或年税后利润超过75万美元，或市值达5000万美元	✓ 市值62.28亿美元(2023年01月10日)，2021年税后利润达到1.08亿美元。
		流通股达100万股	✓ 海外流通股达19.5亿股(2.44亿ADS)。
		90个交易日内最低股价为4美元	✓ 符合条件
		股东超过300人	✓ 符合条件
		有3个以上的做市商	✓ 符合条件
	补交财报	补交2年更正后财报	✓ 2021年6月、9月分别补交2019、2020年财报。2022年4月披露2021年经审计财报。
		PCAOB审计师签字	✓ 补交财报为经PCAOB注册并获得美国证监会批准的会计事务所审计。
法院流程	法院流程	与SEC和解	✓ 2022年2月宣布公司已经满足此前与SEC达成和解协议的条件，即美国纽约南区联邦法院的最终判决同意瑞幸咖啡缴纳1.8亿美元。
		债务重组	✓ 2022年4月完成金融债务重组，走完《破产法》第15章的程序；在任何司法管辖区不再受到破产或破产程序的约束。
		赔偿投资者（美国证券集体诉讼）	✓ 2021年10月与美国联邦集体诉讼首席原告签定了1.75亿美元的和解协议，并已经得到了美国法院的批准，标志着集体诉讼绝大多数风险得到释放。

- 公司2022年11月发布《变革与重塑》2020-2022年瑞幸咖啡公司治理报告中称：已经完成与历史问题的切割，公司重回正轨。
- 其他小诉讼预计将在23Q1解决：根据公司22Q3财报会中提及，所有历史问题而提起的诉讼预计在23Q1解决，其中：1）2022年10月7日，纽约州法院批准了与购买2020年1月可转换债券的投资者群体达成的700万美元和解（未被纳入瑞幸咖啡的开曼重组方案），并将在23Q1举行最终听证会；2）三起ADS投资者诉讼，一起已经正式完结，另外两起诉讼也会在22Q4及23Q1履行和解义务后完结。
- 目前在美上市机制畅通：据Ryanben Capital数据，2022年以来，共有30家中概股(IPO上市14家、借壳SPAC 12家、借壳上市2家、OTCBB转主板上市2家)在美国主要资本市场挂牌上市；同时2022年12月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，中概股退市风险大幅解除。

资料来源：Wind，公司公告，瑞幸财报会， Ryanben Capital， 平安证券研究所

风险提示

- ◆ **转板不及预期：**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。
- ◆ **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。
- ◆ **管理层变动：**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。
- ◆ **竞争加剧不可避免，部分竞对疯狂扩张：**资本和新品牌方纷纷布局，星巴克、Tims等主要品牌均发布高速扩店计划，库迪咖啡等竞争对手提出保底政策疯狂扩张，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，对公司品牌、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。
- ◆ **拓店不及预期风险：**门店扩张及发展如低于预期，可能对公司营收及利润增长产生较大负面影响。

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

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数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。

免责条款：

此报告旨为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。