

## 咖啡行业的持续跟踪研究：瑞幸近期有哪些变化？

2025年01月02日

► **瑞幸近况如何？-24Q4 同店有望迎来进一步改善。** 1) 价：近期肯德基中国、蜜雪冰城等头部餐饮品牌有所提价，我们认为餐饮价格竞争边际趋缓；瑞幸价格自 2024 年 Q1 以来亦有所提升，我们认为 23Q4 ASP 处于较低水平，24Q4 ASP 有望实现同比转正。2) 量：暖冬叠加瑞幸较强的运营能力，带来健康的杯量表现。3) 同店：我们认为，基于 ASP 拐点在即，24Q4 同店有望迎来进一步的改善；同时 24Q1 为低基数，关注 25Q1 经营表现及同店指标。

► **咖啡豆价格上涨有什么影响？-行业整体成本端承压，但瑞幸相对优势明显。** 受巴西及越南两大咖啡生产国因恶劣天气减产影响，咖啡期货 2024 年初至 12 月 27 日涨幅高达 70.9%，11 月以来涨幅亦高达 30.7%，成本端迎来β性压力，但我们认为瑞幸具备规模化采购能力&自建烘焙工厂缩短中间环节，相对成本优势更为明显：1) 规模优势方面，瑞幸目前门店数量超 2.2 万家，采购咖啡豆规模约占中国进口咖啡豆的 40%，采购巴西咖啡豆占中国进口巴西咖啡的 60%，2024 年 11 月瑞幸与巴西签订采购大单，计划未来 5 年采购 24 万吨咖啡豆，产地直采具备规模优势。2) 自建烘焙工厂，缩短供应链中间环节，目前瑞幸福建&江苏工厂已投产，我们测算能够满足 1.4-1.7 万家门店咖啡需求；青岛工厂已正式动工，厦门工厂计划 2025 年上半年动工，预计四个烘焙工厂产能达 15 万吨。

► **对于现阶段现磨咖啡行业的竞争怎么看？-格局趋稳，瑞幸调整加盟运营政策，龙头优势有望进一步巩固。** 库迪 UE 模型仍未跑通，且近期暂停店中店招商；星巴克营收端承压，24Q1-Q3（自然季度）可比店仅恢复至 2019 年同期的 67.4%、67.8%、68.4%，近期多座城市首店相继关闭。而瑞幸在咖啡豆涨价背景下逆势降低加盟商原材料价格，咖啡豆下调比例达 16.8%，我们认为这一举措有利于降低加盟商成本提升其盈利能力，并抢占其他品牌流失的加盟商&优质点位，进一步巩固市场格局。补贴政策方面，瑞幸加大对学校店的补贴力度，学校单店年度补贴最高 1.8 万元，抢占学生客户群体；同时，瑞幸降低单杯补贴约 0.5 元，对原料降价形成一定对冲，我们测算，此次多项政策调整对 2025 年利润端或将带来 2.57-3.01 亿元左右的负向影响。我们认为运营政策调整对利润影响有限，并有利于咖啡行业格局的进一步优化。

► **短期瑞幸有哪些潜在的风险？-门店结构有所优化，但无需过度担忧。** 24Q4 瑞幸可能门店结构有所优化，关闭运营不佳门店；但长期来看，门店结构优化有利于提升整体门店的健康水平，无需过度担忧。

► **投资建议：**我们认为，目前现磨咖啡行业竞争格局趋稳，瑞幸龙头地位有望进一步巩固；公司目前经营表现健康，24Q4 SSSG 有望进一步改善。同时，瑞幸运营政策调整方面咖啡豆降价展现供应链优势&有利于 2025 年加盟拓展，建议积极关注瑞幸咖啡。

► **风险提示：**1) 餐饮消费环境不及预期风险；2) 行业竞争加剧风险；3) 食品安全风险；4) 咖啡行业在国内渗透速度不及预期，拓店不及预期风险；5) 原材料成本大幅上涨风险；6) 粉单市场交易风险。

### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (美	EPS (元)			PE (倍)			评级
		元/ADS)	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
LKNCY	瑞幸咖啡	25.67	1.12	1.17	1.61	19	18	13	/

资料来源：Wind，民生证券研究院

(注：股价为 2024 年 12 月 31 日收盘价；盈利预测数据采用 wind 一致预期)



**分析师 易永坚**

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

**分析师 李华熠**

执业证书：S0100524070002

邮箱：lihuayi@mszq.com

### 相关研究

1. 咖啡行业点评:瑞幸咖啡 (LKNCY) 发布 2024 年 Q3 业绩, 门店 OPM 表现惊喜, Q4 SSSG 有望进一步改善-2024/10/31
2. 新消费研究之咖啡系列报告:从海关进出口贸易看中国咖啡市场变化-2024/09/23
3. 咖啡行业点评:瑞幸咖啡 (LKNCY) 发布 2024 年 Q2 业绩, Q2 符合预期的业绩修复, Q3 预期更为积极-2024/08/01
4. 新消费研究之咖啡系列报告:咖啡研究的年度复盘及探讨:何时进入稳态? -2024/05/09
5. 咖啡行业点评: 瑞幸咖啡 (LKNCY) 发布 2024 年 Q1 业绩, 加速开店&优惠影响延续, 盈利能力环比下滑-2024/05/02
6. 咖啡行业点评:瑞幸咖啡 (LKNCY) 发布 2023 年 Q4 业绩, 淡季加速开店叠加优惠活动影响, 利润有所承压-2024/02/25
7. 新消费研究之咖啡系列报告:蜜雪/古茗招股,咖啡和现制茶饮的对比研究-2024/01/17
8. 新消费研究之咖啡系列报告:复盘咖啡历史发展, 溯源产业链上游-2023/11/11
9. 咖啡行业点评:瑞幸咖啡 (LKNCY) 发布 2023 年 Q3 业绩-优惠活动影响经营指标, 下半年加速扩张-2023/11/03
10. 新消费研究之咖啡系列报告:瑞幸咖啡核心十四问-2023/09/04
11. 新消费研究之咖啡系列报告:中国现磨咖啡市场有多大&瑞幸的天花板在哪? -2023/08/08

# 目录

<b>1 瑞幸近况如何？-24Q4 同店有望迎来进一步改善</b>	<b>3</b>
1.1 价：餐饮价格竞争趋稳，ASP 进一步改善	3
1.2 量：暖冬&强运营能力，带来健康的杯量表现	3
1.3 同店：24Q4 有望进一步呈改善趋势	4
<b>2 咖啡豆价格上涨有什么影响？-行业整体成本端承压，但瑞幸相对优势明显</b>	<b>5</b>
<b>3 对于现阶段现磨咖啡行业的竞争怎么看？-格局趋稳，瑞幸调整加盟运营政策，龙头优势有望进一步巩固</b>	<b>7</b>
3.1 库迪 UE 跑通仍待观察，暂停店中店招商	7
3.2 星巴克表现承压	8
3.3 瑞幸向加盟商原料让利&补贴政策调整，对利润影响有限，但有利于进一步提升竞争优势	9
<b>4 短期瑞幸有哪些潜在的风险？-门店结构有所优化，但无需过度担忧</b>	<b>11</b>
<b>5 投资建议</b>	<b>11</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>12</b>
插图目录	13
表格目录	13

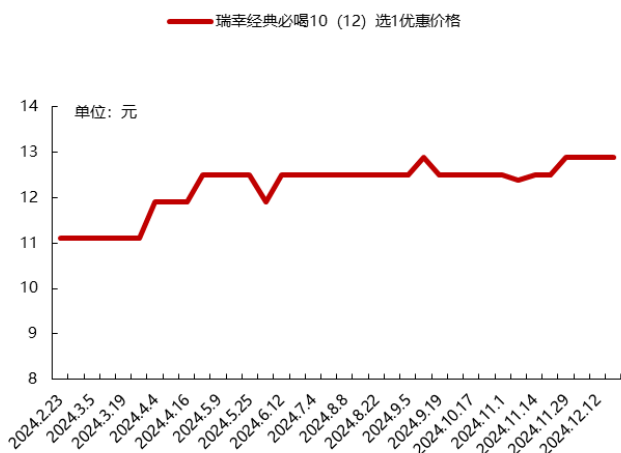
# 1 瑞幸近况如何？-24Q4 同店有望迎来进一步改善

## 1.1 价：餐饮价格竞争趋稳，ASP 进一步改善

近期头部餐饮品牌有所提价，我们认为餐饮价格竞争边际趋稳。2024 年 12 月 24 日，肯德基中国启动调价，平均调整幅度为 2%，具体调整范围在 0.5 元至 2 元不等，优惠套餐价格维持不变，这是近两年来肯德基在国内首次产品价格调整。2024 年 12 月 16 日，广州多家蜜雪冰城门店在小程序上发布公告称门市价加 1 元，此次涨价涉及广州、深圳、北京部分区域门店。

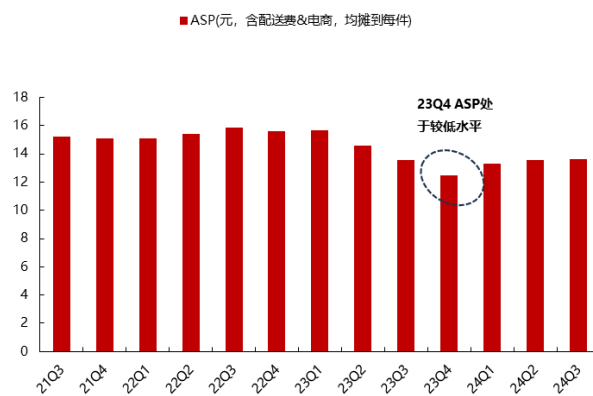
我们亦关注到瑞幸价格边际提升，认为 24Q4 较上年同期有望实现 ASP 同比转正。复盘瑞幸 ASP 提升进程，2 月以来瑞幸“9.9 元优惠券”使用范围逐步收窄，24Q2 至今 ASP 呈稳中有升趋势；从我们跟踪的抖音优惠券折扣力度来看，瑞幸 ASP 亦呈现稳中有升。瑞幸在 23Q4 仍处于价格竞争的重要阶段，ASP 相对较低，我们认为瑞幸有望在 24Q4 实现 ASP 的同比转正。

图1：瑞幸抖音主要产品优惠券价格梳理



资料来源：抖音 APP，民生证券研究院

图2：瑞幸 ASP 变化趋势



资料来源：瑞幸财报，民生证券研究院测算（注：22Q1 及以后 ASP 为测算值。）

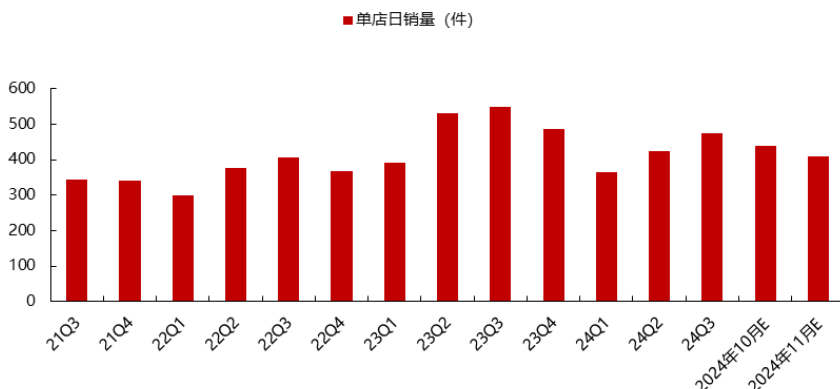
## 1.2 量：暖冬&强运营能力，带来健康的杯量表现

现制饮品 (含现磨咖啡) 消费受天气影响因素大，今年暖冬带来杯量稳健表现。2024 年 11 月，全国平均气温 5.1°C，较常年同期偏高 1.9°C，为 1961 年以来历史同期最高；11 月月内有 3 次冷空气过程影响我国，次数较常年同期偏少 1.3 次。暖冬环境下，季节性负面因素同比相对影响更小。

强运营能力是基本面健康表现的坚实支撑。24Q1 受短期开店对杯量表现形成较大摊薄，但公司运营调整迅速，24Q2 以来杯量迅速爬坡至健康水平；展望 24Q4

来看，10月推新小黄油拿铁，12月初联名《原神》亦表现良好，在天气优势及良好的运营管理下，我们预测公司11月杯量有望达400杯左右的健康表现。

图3：瑞幸平均单店日销售产品件数

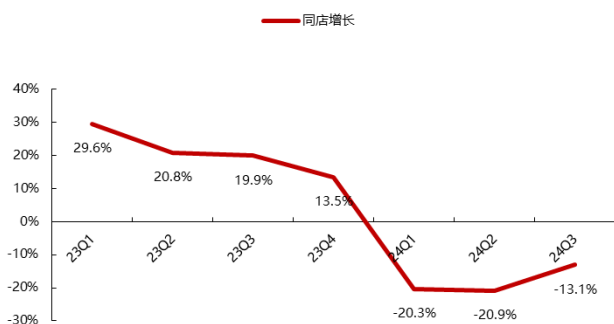


资料来源：瑞幸财报，民生证券研究院测算及预测（注：22Q1开始为测算值，2024年10月及11月为预测值。）

### 1.3 同店：24Q4有望进一步呈改善趋势

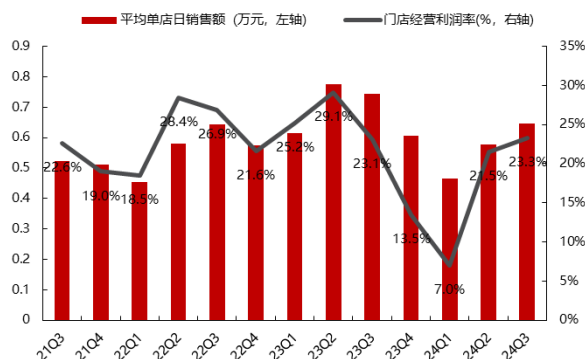
ASP拐点在即，24Q4同店有望进一步改善。2023年初瑞幸门店数量仅为8214家，而2024年初门店增长至16248家，门店数量近翻倍的增长对单店的表现带来稀释，亦导致24Q1以来同店在高基数影响下持续承压，24Q1-24Q3同店增长分别为-20.3%、-20.9%、-13.1%；我们认为24Q4同店有望进一步呈现改善趋势，主要系1) 价格方面，ASP拐点在即，在本报告1.1我们认为24Q4 ASP有望实现转正，对同店产生正向影响；2) 杯量方面，今年暖冬&较强的运营能力下杯量表现健康，但相对23Q4同期仍处于承压状态。24Q4相比前三个季度比，价格迎来拐点，我们认为同店表现有望进一步改善；同时，24Q1为低基数，关注25Q1经营表现及同店指标。

图4：23Q1-24Q3瑞幸同店增长表现



资料来源：瑞幸财报，民生证券研究院

图5：21Q3-24Q3瑞幸门店经营表现



资料来源：瑞幸财报，民生证券研究院

## 2 咖啡豆价格上涨有什么影响？-行业整体成本端承压，但瑞幸相对优势明显

咖啡期货价格大幅上涨，咖啡厂商成本承压。巴西及越南两大咖啡生产国遭遇恶劣天气从而大幅减产导致 2024 年咖啡价格大幅上涨，2024 年初至 2024 年 12 月 27 日(下同)咖啡期货涨幅高达 70.9%，11 月以来咖啡期货涨幅也达到 30.7%。全球咖啡烘焙商迎来集体涨价，据路透社世界最大咖啡公司之一 JDE Peets 2025 年初将巴西烘焙咖啡产品价格提高约 30%；欧洲部分大型烘焙商已计划在 2024 年 12 月底或者 2025 年 1 月初提升 10% 价格，成本压力预计逐步将传导至消费者零售价格。

图6：咖啡期货 2023 年至今收盘价



资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院（注：截至 2024 年 12 月 27 日）

**成本端为行业β性压力，但瑞幸供应链管理能力强，规模优势采购&自建烘焙工厂缩短中间环节，相对成本优势更为明显。**  
**1) 产地直采+规模优势：**瑞幸目前门店数量超 2.2 万家，采购咖啡豆规模占中国进口咖啡豆的 40%，采购巴西咖啡豆占中国进口巴西咖啡豆的 60%；瑞幸在 11 月与巴西出口投资促进局(Apex-Brasil)签署《合作备忘录》，在 2025 年至 2029 年的 5 年内，瑞幸计划向巴西采购总计 24 万吨咖啡豆（在 2024 年 6 月签署未来 2 年 12 万吨巴西咖啡豆采购计划的基础上，增加 12 万吨），产地直采具备规模优势。  
**2) 自建烘焙工厂，缩短中间环节：**咖啡烘焙环节存在价值量提升（加价率），毛利率大概在 10%+（参考佳禾食品），瑞幸自建供应链，缩短中间环节，更具成本优势。目前，瑞幸福建及江苏工厂已建成投产，两个烘焙基地合计年产能达 4.5 万吨，据我们测算这 2 个工厂能够满足 1.4-1.7 万家门店的咖啡需求；同时瑞幸咖啡创新生产中心于 2024 年 8 月 29 日于山东青岛正式动工，预计未来投产后年产能达到 5.5 万吨；厦门工厂预计 2025 年上半年动工，产能达 5.5 万吨；四个烘焙工厂均完成建设后，瑞幸烘

焙产能将达到 15 万吨。

**表1：瑞幸咖啡烘焙工厂梳理**

	瑞幸福建烘焙基地	瑞幸（江苏）烘焙基地	瑞幸咖啡创新生产中心	厦门工厂
地址	福建省宁德市	江苏昆山	山东青岛	福建厦门
烘焙产能	1.5 万吨	3.0 万吨	5.5 万吨	5.5 万吨
投产/动工日期	2021 年 4 月 18 日投产	2024 年 4 月 20 日投产	2024 年 8 月 29 日动工	预计 2025 年上半年
总投资	2.1 亿元人民币	1.2 亿美元	30 亿人民币	-
占地面积	4.5 万㎡	5.3 万㎡	-	-
预计供应门店数（按单店 400 杯/天测算）	0.5-0.6 万家	0.9-1.1 万家	1.7-2.0 万家	1.7-2.0 万家

资料来源：瑞幸公众号，《世界咖啡学》韩怀宗，聪明投资者，三联生活周刊，民生证券研究院测算

注：供应门店测算按照生豆烘焙减重 15-20%至熟豆，每杯咖啡用熟豆磨制咖啡粉 16-18g，单店全年营业 360 天测算。

### 3 对于现阶段现磨咖啡行业的竞争怎么看？-格局趋稳，瑞幸调整加盟运营政策，龙头优势有望进一步巩固

#### 3.1 库迪 UE 跑通仍待观察，暂停店中店招商

**目前库迪 UE 模型仍难跑通。**我们对库迪咖啡独立门店 UE 模型进行敏感度测算，在 ASP11 元左右，杯量到 300 杯才能够实现盈亏平衡，目前库迪杯量大约是瑞幸的一半左右（200 杯上下），单杯价格也比瑞幸低 2 元左右（ASP11 元左右），UE 模型尚未跑通。但加盟商门店投入存在沉没成本，部分库迪门店人工成本低，或存在租金优势，现金流层面如果为正，加盟门店仍会“硬撑”。

**表2：ASP11 元，库迪门店杯量需 300 杯上下才能够盈亏平衡**

库迪咖啡敏感度测算（平均水平）								
单店日均杯量（杯）	200	400	200	300	400	200	300	400
ASP（元）	10	10	11	11	11	12	12	12
月收入（元）	60000	120000	66000	99000	132000	72000	108000	144000
单杯原料成本（元）	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
月度毛利（元）	27600	55200	33600	50400	67200	39600	59400	79200
毛利率	46.0%	46.0%	50.9%	50.9%	50.9%	55.0%	55.0%	55.0%
服务费(自管, 元)	760	5540	1540	4580	7940	2440	6380	10340
人力成本（元）	15000	24000	15000	18000	24000	15000	18000	24000
租金（元）	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000
水电成本（元）	1800	3600	1800	2700	3600	1800	2700	3600
配送成本（元）	7200	14400	7200	10800	14400	7200	10800	14400
EBITDA 利润	-9160	-4340	-3940	2320	5260	1160	9520	14860
EBITDA 利润率	-15.27%	-3.62%	-5.97%	2.34%	3.98%	1.61%	8.81%	10.32%

资料来源：民生证券研究院测算（注：人力参考瑞幸 UE 并根据杯量适当下调，租金参考瑞幸 UE 并考虑瑞幸直营店多在 1-2 线适当下调库迪租金水平，平均单杯配送费用参考瑞幸 UE 测算按 1.2 元假设。）

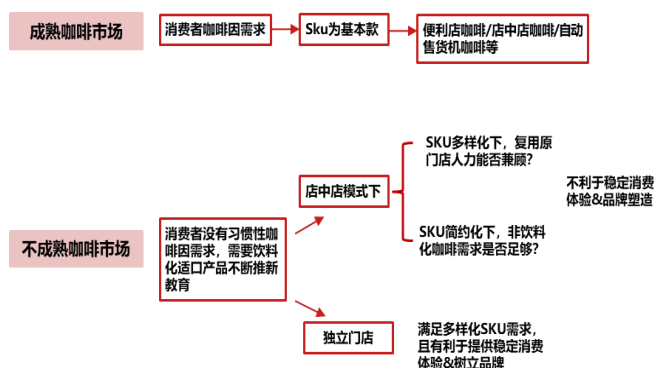
**店中店模式非品牌塑造逻辑，且短期招商暂停。**库迪在门店拓展陷入瓶颈后，2024 年 5 月开启店中店模式，我们认为店中店模式将咖啡吧台开在小吃店、药店、书店、网吧等门店内，在成熟咖啡市场中该模式能够成立，但短期在中国这个咖啡相对不成熟的市场，不利于品牌塑造&服务体验优化，难以在激烈竞争中取得优势，截至 2024 年 12 月下旬库迪店中店（便捷店）模式已暂停招商。

图7：库迪咖啡店中店模式



资料来源：澎湃新闻，民生证券研究院

图8：店中店模式在不成熟的咖啡市场难以取得优势

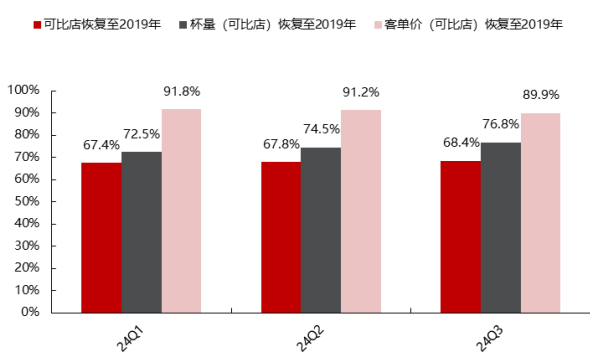


资料来源：民生证券研究院绘制

### 3.2 星巴克表现承压

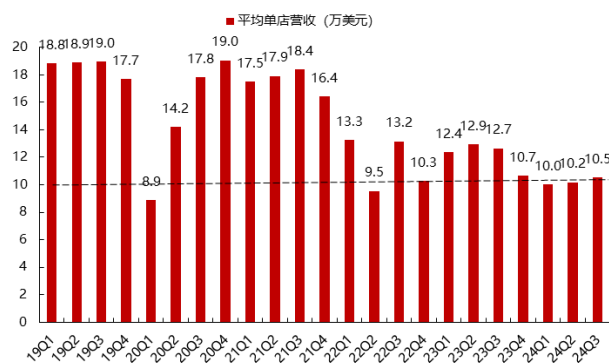
行业竞争激烈，星巴克表现承压，多座城市“首店”相继关门。行业竞争激烈，目前星巴克中国 24Q1-Q3（自然季度）可比店分别恢复至 2019 年的 67.4%、67.8%、68.4%，2024 年星巴克平均单店营收较 2019 及 2021 年也有较大差距。营收承压下，近期星巴克多座城市首店关闭，2024 年 12 月中旬星巴克在上海营业 24 年的“星巴克臻选新天地店”永久闭店，除了上海外，重庆、长沙、广州等城市的星巴克首店或老店也于不久前相继关闭。

图9：星巴克中国可比店较 2019 年恢复率



资料来源：星巴克财报，民生证券研究院（注：为自然季度，较 2019 年恢复率为期间年度可比店同比表现连乘计算。）

图10：星巴克中国平均单店营收



资料来源：星巴克财报，民生证券研究院（注：为自然季度，平均单店营收 = 期间总收入 / ((期初门店 + 期末门店) / 2)。



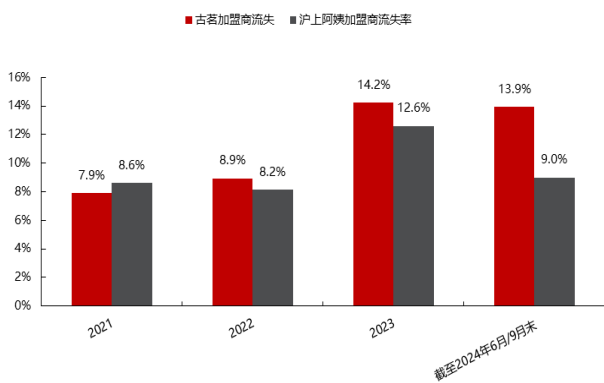
### 3.3 瑞幸向加盟商原料让利&补贴政策调整,对利润影响有限,但有利于进一步提升竞争优势

#### 3.3.1 咖啡豆逆势降价,竞争优势有望进一步巩固

原料降价为加盟拓店提供保证,龙头优势有望进一步巩固。瑞幸从2025年1月1日起,意式拼配咖啡豆1kg\*9袋/箱价格从973.68元下降至810元,下调比例为16.8%;另,椰浆、纯牛奶等其他86款原料也相应有所下调。我们认为在咖啡豆价格大幅上涨的背景下,瑞幸逆势降价,有利于降低加盟商成本,为2025年加盟拓店进一步形成保障;同时,现制饮品行业竞争激烈,2024年部分奶茶品牌加盟商流失率提升,瑞幸原料降价更有利于抢占其他品牌优质加盟商&点位,进一步巩固市场份额。

我们测算此次咖啡豆降价对利润端预计有3.76亿元左右的影响。经我们假设测算,加盟商每杯咖啡成本降低约0.33元,我们假设加盟门店单店全年平均日杯量为375杯,加盟商杯量约11.5亿杯,预估带来的利润减少在3.76亿元左右。

图11: 奶茶店加盟商流失率呈上升趋势



资料来源:古茗/沪上阿姨招股说明书,民生证券研究院(注:古茗截至2024年9月,沪上阿姨截至2024年6月。)

表3: 瑞幸的成本影响测算

#### 原料降价影响测算

咖啡豆降价:1kg\*9袋从973.68元下降至810元,下调比例16.8%。

平均单杯(按18g咖啡粉测算):每杯咖啡豆成本从1.95元下降至1.62元,平均下降0.33元。

门店假设:截至24Q3加盟门店数7407家,我们按照24Q4末门店7857家,2025年末9157家门店测算

杯量假设:假设加盟单店全国全年平均375杯/天

加盟店2025年杯量预估达:(7857+9157)/2\*375杯\*360天/100000000≈11.5亿杯

预计降价带来的利润减少在:11.5\*0.33=3.76亿元

资料来源:瑞幸咖啡,咖门,民生证券研究院测算

#### 3.3.2 补贴政策有所调整,一定程度对原料降价形成对冲

补贴政策亦有所变化,单杯补贴有所下降,学校店加大补贴。1)单杯补贴有所下降:2025年1月起,瑞幸补贴方案有所收紧,当月现制产品总毛利≥4万元后,单杯补贴降低0.5元。2)学校店加大补贴:2025年1月1日起,新增学校定点补贴,给每个学校点位店补贴6000元/月,补贴月份为2月、7月和8月,单店补贴金额一年最高18000元。

**表4：2025 新运营政策瑞幸单杯补贴有所降低**

补贴条件	2024 年补贴方案	2025 年 1-6 月补贴方案
0≤当月现制总毛利 < 4 万元	单杯毛利不足 5 元补贴至 5 元	单杯毛利不足 5 元补贴至 5 元
4 万元≤当月现制总毛利 < 5 万元	单杯毛利不足 5 元补贴至 5 元	单杯毛利不足 4.5 元补贴至 4.5 元
5 万元≤当月现制总毛利 < 6 万元	单杯毛利不足 4.5 元补贴至 4.5 元	单杯毛利不足 4 元补贴至 4 元
当月现制总毛利≥6 万元	单杯毛利补贴至 4 元	单杯毛利不足 3.5 元补贴至 3.5 元

资料来源：瑞幸咖啡，民生证券研究院

**补贴政策一定程度上对原料降价形成对冲，学校补贴有利于抢占校园点位。**1) 学校店补贴政策优化有利于瑞幸抢占学生客群，培养用户品牌忠诚度，据窄门餐眼，目前学校店占比约为 5.9%，门店数量在 1252 家，我们假设 2025 年学校店数量达到 1500 家，2025 年全年学校店新增补贴大约在 2700 万元左右。2) 对于单杯补贴减少对于利润端的对冲，我们认为，一方面原材料降价后，单杯毛利有所提升，或将进入补贴更少的补贴条件范围；另一方面，单杯补贴减少 0.5 元亦有利于对原料降价形成对冲。据我们测算 2023 年（未实施补贴政策）利润分享占加盟商流水（测算值，下同）占比约为 7.73%，而我们预计 2024 年（实施补贴政策）这一比例在 6.69%，考虑到 2025 补贴政策有所收窄，我们假设补贴减少将有 0.5%-0.8% 正面效应，预计将带来 0.75-1.19 亿元正向利润影响。**结合咖啡豆降价对利润端影响，我们测算认为此次运营政策调整对 2025 年利润端的综合影响或将在 2.5-3 亿元左右。**

**表5：瑞幸运营政策调整测算**
**补贴政策影响测算**

门店：截至 2024 年 12 月，据窄门餐眼，学校店占比 5.85%，门店数量达 1252 家，我们预计 2025 门店为 1500 家。

学校店补贴：1500\*1.8/10000=0.27 亿元

2023 年（未实施补贴政策）利润分享占加盟店流水比例为 7.73%；2024 年（实施补贴政策）利润分享占加盟店比例预计为 6.69%。

新加盟店补贴影响：我们预计利润抽成占流水比例有 0.5%-0.8%提升。

门店数量假设及杯量参考表 3，ASP 我们按 13 元测算。

补贴减少带来的利润优化预计在 0.75-1.19 亿元。

**结合原材料降价预计此次政策综合对利润负面影响在 2.57-3.01 亿元。**

资料来源：瑞幸财报，民生证券研究院测算

### 3.3.3 运营政策调整对利润影响有限，但有利于咖啡行业格局进一步优化

综上，我们认为运营政策调整对利润影响有限，但有利于瑞幸格局巩固及咖啡行业格局进一步优化。根据本报告 3.1 及 3.2 测算，此次政策调整对利润端影响有限，但在咖啡价格大幅上涨的背景下，瑞幸逆势降价展现了强供应链管理能力和；同时，在现制饮品竞争更为激烈的 2025 年，原料降价有利于保证加盟商盈利能力，吸引其他品牌流失的加盟商，进一步巩固龙头地位及咖啡行业格局的优化。

## 4 短期瑞幸有哪些潜在的风险？-门店结构有所优化，但无需过度担忧

**Q4 门店结构可能有所优化，但无需过度担忧。**咖啡行业具备较强的季节性，Q4 及 Q1 往往为行业淡季，过往选址不佳及门店运营调整空间有限的门店往往在 Q4 关闭，以减少 Q1 压力。Q4 以来星巴克关闭多个城市首店，我们觉得短期 Q4 瑞幸可能门店结构有所优化，关闭运营不佳门店；但长期来看，门店结构优化有利于提升整体门店的健康水平，我们认为无需过度担忧。

## 5 投资建议

我们认为，目前现磨咖啡行业竞争格局趋稳，瑞幸龙头地位有望进一步巩固；公司目前经营表现健康，24Q4 SSSG 有望进一步改善。同时，瑞幸运营政策调整方面咖啡豆降价展现供应链优势&有利于 2025 年加盟拓展，建议积极关注瑞幸咖啡。

## 6 风险提示

- 1) **餐饮消费环境不及预期风险**: 餐饮消费环境若不及预期, 或将对咖啡行业及企业经营表现产生负面影响。
- 2) **行业竞争加剧风险**: 行业竞争加剧将对企业盈利能力产生一定的负面影响。
- 3) **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。
- 4) **咖啡行业在国内渗透速度不及预期, 拓店不及预期风险**: 若咖啡行业在国内渗透速度低于预期, 导致门店扩张及发展低于预期, 可能对公司营收及利润增长产生较大负面影响。
- 5) **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。
- 6) **粉单市场交易风险**: 粉单市场交易量及流动性相对弱势, 瑞幸粉单市场筹码分布可能导致额外交易风险。

## 插图目录

图 1: 瑞幸抖音主要产品优惠券价格梳理 .....	3
图 2: 瑞幸 ASP 变化趋势 .....	3
图 3: 瑞幸平均单店日销售产品件数 .....	4
图 4: 23Q1-24Q3 瑞幸同店增长表现 .....	4
图 5: 21Q3-24Q3 瑞幸门店经营表现 .....	4
图 6: 咖啡期货 2023 年至今收盘价 .....	5
图 7: 库迪咖啡店中店模式 .....	8
图 8: 店中店模式在不成熟的咖啡市场难以取得优势 .....	8
图 9: 星巴克中国可比店较 2019 年恢复率 .....	8
图 10: 星巴克中国平均单店营收 .....	8
图 11: 奶茶店加盟商流失率呈上升趋势 .....	9

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 .....	1
表 1: 瑞幸咖啡烘焙工厂梳理 .....	6
表 2: ASP11 元, 库迪门店杯量需 300 杯上下才能够盈亏平衡 .....	7
表 3: 瑞幸的成本影响测算 .....	9
表 4: 2025 新运营政策瑞幸单杯补贴有所降低 .....	10
表 5: 瑞幸运营政策调整测算 .....	10

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048