连锁现磨咖啡行业专题

平价高频化与茶咖边界消融下的新格局

优于大市

核心观点

现磨咖啡是餐饮赛道中兼具成长性与规模的细分行业，我们看好大众价格带分享本轮最多的增长红利。渗透率与消费频次提升双轮驱动下，预计24-28年中国现磨咖啡市场规模由1903亿元增至3836亿元，复合增速约19%（灼识咨询数据）。**行业近年呈现价格带下移，消费频次提升特征。**据红餐产业研究院，**25年全国年人均咖啡消费杯量由23年16.7杯增至28.6杯，**距世界范围内平均240杯仍有较大距离（21世纪经济报道2025年援引数据），**渗透率有进一步提升空间；**另一方面，国内人均消费金额由32.1元回落至25元以内，年内价格相对稳定。

现有格局：头部连锁品牌主要集中在10-20元以及30元以上价格带。大众价格带承接主要渗透率提升红利，**20元以下价格带聚集样本门店的84%，**但另一方面也持续面临潜在新入低价供给的挤压，竞争是常态；30元上价格带则面临中间带品质抬升对“精品=高价”叙事的稀释，需重新锚定溢价支撑。

格局展望：出清与整合或是中期供给核心变量，胜负手在于“高性价比如何被感知”。参照相对成熟的韩国咖啡市场，渗透率提升阶段供给先行扩张，随后经历出清。韩国咖啡店数24年起连续负增长，市场收敛为“平价功能刚需”与“高端社交体验”两条主线。目前国内咖啡门店数2026年年内也已现冲高回落（据窄门餐眼26年11月门店数26.2万家），需观察后续出清与整合节奏。从赛道特征来看，竞争可能沿消费者可感知的三个维度展开：**一是咖啡豆与烘焙工艺的专业感叙事，**二是调**配创新与爆品规模化供给能力，**三是**门店形态**：轻量小店降低成本、支撑平价，大型门店支撑体验溢价。

茶咖融合是本轮格局演进的新变化，跨界红利也集中在平价带。餐茶饮集团跨界咖啡，本质是把已成熟的供应链、门店网络与会员运营体系延伸到咖啡这一在国内相对年轻的品类，主要路径有三类：蜜雪集团、百胜中国同时运营独立咖啡品牌、以及在主品牌内部菜单增加咖啡选项，最大化利用供应链优势；古茗、沪上阿姨在主品牌门店中增加咖啡品类，产品侧重复用鲜果供应链；肯悦咖啡依托肯德基门店以“店中店”形式扩张，品牌、渠道与会员体系优势突出。**平价价格带上供应链与运营体系复用逻辑较强，古茗、沪上阿姨、蜜雪集团、百胜中国等品牌跨界具备相对优势**；精品价格带品牌心智相对独立，**但也可能其品牌与品质叙事也可能进一步受到平价带的挤压。**

投资建议：维持行业“优于大市”评级。现磨咖啡行业渗透率红利仍在释放，茶咖融合打开品类边界，竞争底色是增量市场；格局潜在演进方向有望伴随龙头份额与效率提升。咖啡品牌标的中推荐**瑞幸咖啡（首次覆盖，给予“优于大市”评级）**；跨界布局标的中推荐**古茗、百胜中国、沪上阿姨（首次覆盖，给予“优于大市”评级）、蜜雪集团**等。建议关注星巴克中国调整进展及可能后来居上的相关品牌。

风险提示：估值与盈利预测风险、股东减持、OTC市场流动性风险、汇率波动、咖啡豆价格波动、消费者偏好变化、宏观消费环境影响、价格战重启风险等。

行业研究·行业专题

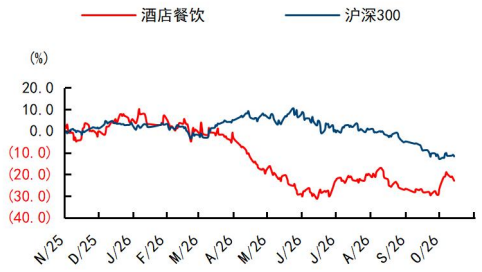
社会服务·酒店餐饮

优于大市·维持

证券分析师：曾光
0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

证券分析师：周瑛皓
zhouyinghao@guosen.com.cn
S0980526090003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《连锁餐饮加盟专题-解码万店商业基因——茶饮与餐饮的加盟适配性异同》——2026-06-15
《餐饮会员流量跟踪系列-从美团与霸王茶姬财报再议外卖大战的得与失》——2025-12-01
《餐饮行业动态点评-从瑞幸和百胜中国看外卖补贴大战的得与失》——2025-11-19
《餐饮行业专题报告-餐饮外卖业务，蜜糖还是砒霜？》——2025-11-13
《国信证券-社会服务-行业月报：连锁餐饮10月跟踪：优选性价比餐饮&茶饮龙头》——2025-10-15

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元人民币）	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2026E	PE 2027E
LKNCY.OO	瑞幸咖啡	优于大市	36.42	693	2.67	3.40	14	11
2589.HK	沪上阿姨	优于大市	58.65	53	5.89	6.83	9	8
1364.HK	古茗	优于大市	23.84	478	1.37	1.60	15	13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测
注：瑞幸咖啡 EPS 为美元/ADS,其余为人民币/股

内容目录

现磨咖啡行业：价值向 C 端心智集中，赛道增长驱动充分 7
品牌与定价：头部连锁品牌主要集中在 10-20 元以及 30 元以上价格带 9
品质与感知：原料、调配和店型等 10
一、原料：咖啡豆是连锁品牌“专业感”表达的最重要元素 11
二、调配：咖啡大众化的“翻译器”，产品化能力决定创新回报 13
三、店型：轻量化重塑大众市场竞争，大店化支撑高端体验溢价 16
格局与终局：从韩国连锁现磨咖啡市场看未来可能方向 18
问题的提出：性价比叙事与茶咖融合背景下的格局之问 18
韩国参照：成熟市场的咖啡连锁品牌格局是否稳定 19
商业模式信号：三条相对经过验证的品牌路径 22
大众咖啡品牌：供应链效率支撑平价带的规模扩张 23
瑞幸咖啡：本土现磨咖啡龙头，补贴退坡后盈利修复可期 23
库迪咖啡：国内门店数第二的连锁咖啡专门品牌 32
古茗：茶饮跨界咖啡验证进度最快的样本 33
蜜雪集团：主品牌与幸运咖双轨卡位 10 元以下价格带 34
沪上阿姨：北方密度构筑差异化壁垒，冬季催化与第二曲线接力 37
肯悦咖啡：咖啡“店中店“形态中体量最大的样本 44
跨界咖啡品牌小结 45
高端体验品牌：场景溢价与稀缺体验的现金流韧性 46
星巴克中国：第三空间的护城河仍在，商业模式切换进行时 46
蓝瓶咖啡：品牌稀缺性溢价的样本 48
Grid Coffee 与 Manner：本土精品连锁咖啡品牌的两类尝试 48
投资建议 49
风险提示 49

图表目录

图1： 咖啡产业链价值分布 7
图2： 中国现磨咖啡市场规模 7
图3： 2023—2025 年全国年人均咖啡消费杯量 8
图4： 2024 年至 2026 年 6 月全国咖饮门店人均消费走势 8
图5： 中国现磨咖啡店市场以终端零售额计的市场规模 8
图6： 国内门店数居前的咖啡品牌及客单价、平均单店面积气泡图 9
图7： 价格带之间竞争关系示意图 10
图8： 巴西阿拉比卡及罗布斯塔咖啡豆价格指数 11
图9： 瑞幸咖啡 100%阿拉比卡 11
图10： 连锁现磨咖啡赛道中和原料相关的因素示意图 13
图11： 中国咖啡行业消费者品类偏好调查 14
图12： 2024 年茶饮咖啡品牌上新数量 16
图13： 2024 年茶饮品牌上新频次 16
图14： 不同店型的分化竞争示意图 17
图15： 中国现磨咖啡连锁品牌定位（门店数为 2025.5 数据）及 2023 年国内现磨咖啡市场份额（终端零售额） 19
图16： 2024-25 年咖啡人均年消费杯量 20
图17： 韩国人均咖啡消费年杯量演变 20
图18： 韩国咖啡店门店数量（万家） 20
图19： 国内咖啡店门店数量（万家） 20
图20： ComposeCoffeeSKU 结构 22
图21： MegaMGCCoffeeSKU 结构 22
图22： 瑞幸咖啡历史沿革 24
图23： 瑞幸咖啡门店数 25
图24： 瑞幸咖啡门店城市等级分布 25
图25： 瑞幸咖啡收入利润情况 27
图26： 瑞幸咖啡同店情况 27
图27： 瑞幸咖啡成本及费用率 27
图28： 瑞幸咖啡联营门店数与占比 28
图29： 瑞幸咖啡月均客户交易量数据 28
图30： 瑞幸咖啡海外门店数 29
图31： 国内茶饮市场规模 29
图32： 库迪咖啡门店数 33
图33： 库迪咖啡门店城市分布 33
图34： 古茗咖啡业务拓展进程回顾 33
图35： 古茗收入与利润 34
图36： 古茗门店数 34

图37： 幸运咖门店数量 35
图38： 幸运咖门店城市等级分布 35
图39： 蜜雪集团收入表现 36
图40： 蜜雪集团归母净利润及归母净利率 36
图41： 蜜雪冰城拿铁产品价格带 36
图42： 幸运咖拿铁价格带 36
图43： 沪上阿姨历史沿革 37
图44： 沪上阿姨股权结构 38
图45： 沪上阿姨最新门店结构 39
图46： 按 2023 年门店数计前五大中价茶饮品牌北方门店数 39
图47： 沪上阿姨收入与净利润 41
图48： 沪上阿姨平均季度活跃会员及季度复购率 41
图49： 肯悦咖啡门店数 44
图50： 星巴克中国营收（百万美元） 46
图51： 星巴克中国门店数 46
图52： 星巴克中国同店交易量同比 47
图53： 星巴克中国同店客单价同比 47
图54： 星巴克 90 天活跃会员人数（万人） 47
图55： 星巴克中国菜单 2026 年新品结构 47

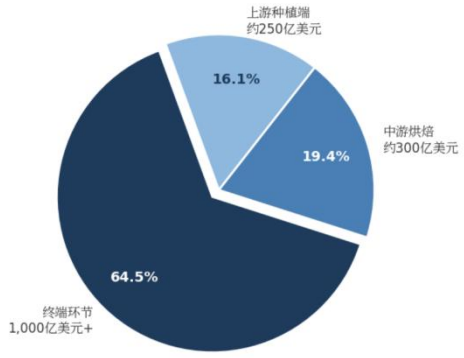
表1： 阿拉比卡咖啡豆的细分品类 12
表2： 2026 年咖饮新品的主要创新方向 15
表3： 咖啡品类的主要门店类型 18
表4： 韩国头部品牌收入（亿韩元）、门店数、经营模式、价格带（韩元）及产品模式分析 21
表5： 公司管理层架构 24
表6： 股权结构图（截至 2026 年 2 月 28 日、公司 2025 年报 20-F 口径） 25
表7： 瑞幸咖啡主要店型梳理 26
表8： 瑞幸咖啡境内开店空间测算 28
表9： 瑞幸咖啡盈利预测（百万元） 30
表10： 瑞幸咖啡收入预测（百万元） 30
表11： 可比公司估值表 31
表12： 库迪咖啡 VS 瑞幸咖啡：加盟（联营）政策对比 32
表13： 古茗加盟政策调整回顾 34
表14： 沪上阿姨·沪咖价格带调整与演进 40
表15： 公司品牌门店经营情况 41
表16： 茶瀑布与主品牌单店模型对比 42
表17： 沪上阿姨收入预测 42
表18： 沪上阿姨成本费用预测 43
表19： 可比公司估值表 44
表20： 本轮茶咖跨界谱系图 45

表21： 可比公司估值表 49

现磨咖啡行业：价值向 C 端心智集中，赛道增长驱动充分

咖啡产业链价值分布集中在 C 端终端。上游种植端的全球规模约 250 亿美元（联合国粮食及农业组织 2024 年数据），仅占咖啡整体市场的约 16%；烘焙环节增值有限，总规模预计约 300 亿美元（FortuneBusinessinsights2025 年测算）；而到终端环节，2026 年全球市场预计已超千亿美元，其中中国终端市场规模超过 2000 亿元。我们后续讨论视角也将侧重于终端的分析。

图1：**咖啡产业链价值分布**



资料来源：FAO、FortuneBusinessinsights、StraitsResearch，国信证券经济研究所整理

图2：**中国现磨咖啡市场规模**



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

注：图 5 与图 2 统计口径不一致，图 3 为连锁现磨咖啡店市场

从行业发展前景来看，我们更看好现磨咖啡这一细分赛道的潜力。咖啡的终端消费分为两支：**零售咖啡（速溶、即饮）和现磨咖啡。2024-2028 年中国现磨咖啡店市场整体复合增速约 19.2%（市场规模从 1903 亿元增至 3836 亿元）。我们分析现磨咖啡增速快于咖啡赛道总体主要由以下因素驱动：1）现磨咖啡价格带拓宽以及场景的普及带来的渗透率提升：2）咖啡成瘾性带来的消费频次提升。**考虑到渗透率与频次提升的逻辑市场已有较多共识，此处不做赘述；后文我们将从 C 端心智切入，依次剖析品牌定位（价格带与门店形态）与品质感知（豆子与烘焙），并推演现磨咖啡的竞争格局演化方向。

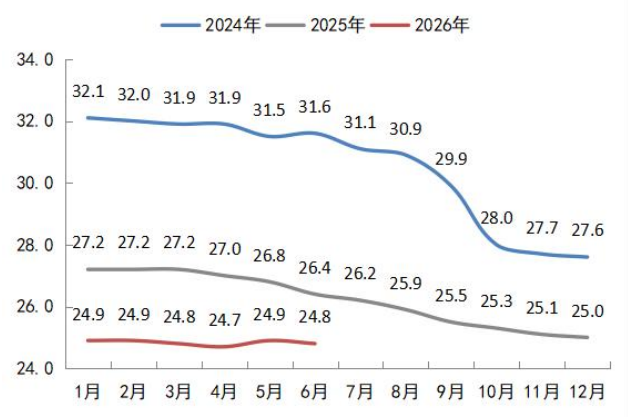
其中渗透率提升是本轮扩张的核心驱动。人均杯量快速提升而客单价下移企稳，据红餐产业研究院《咖饮品类的观察报告 2026》，全国年人均咖啡消费杯量由 2023 年的 16.7 杯增至 2024 年的 22.2 杯、2025 年进一步增至 28.6 杯，两年累计提升约 71%；同期全国咖饮门店人均消费金额由 2024 年 1 月的 32.1 元回落至 2026 年 6 月的约 24.9 元，2026 年以来稳定在 24.8-24.9 元，呈“杯量提升、单价企稳”的量增价稳结构。其二，绝对水平仍有数量级差距。2025 年人均 28.6 杯较韩国 2024 年人均 416 杯的成熟市场水平（欧睿数据）仍不足其 1/10，天花板远未触及。

图3：**2023—2025 年全国年人均咖啡消费杯量**



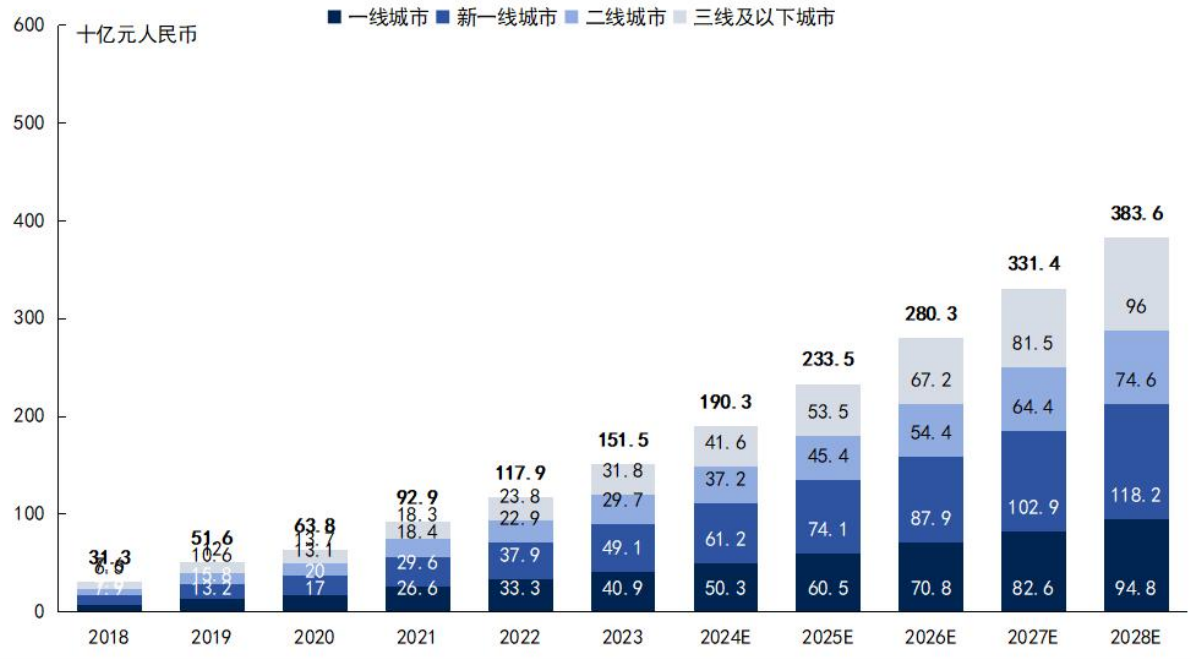
资料来源：红餐产业研究院《咖饮品类发展报告 2026》，国信证券经济研究所整理

图4：**2024 年至 2026 年 6 月全国咖饮门店人均消费走势**



资料来源：红餐产业研究院《咖饮品类发展报告 2026》，国信证券经济研究所整理

图5：**中国现磨咖啡店市场以终端零售额计的市场规模**

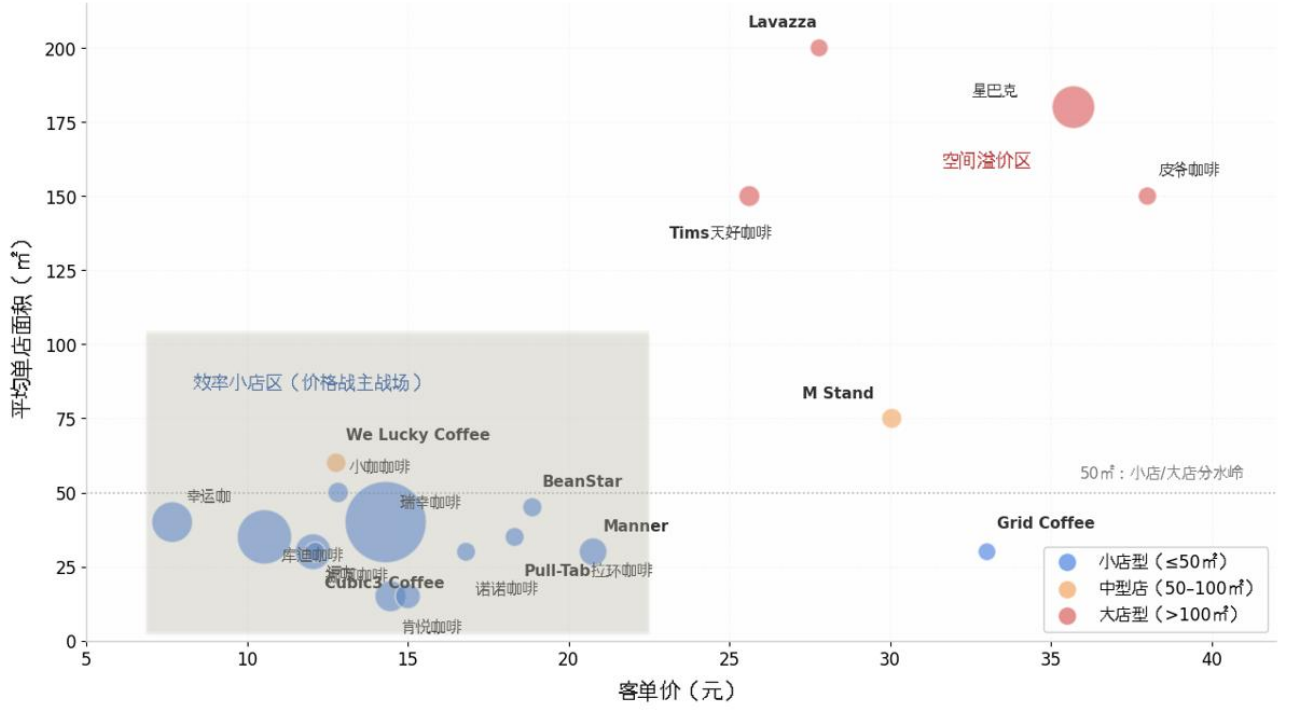


资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

品牌与定价：头部连锁品牌主要集中在 10-20 元以及 30 元以上价格带

头部连锁品牌主要集中在 10-20 元以及 30 元以上价格带。据窄门餐眼截至 2026 年 10 月 13 日数据，样本 19 个头部品牌中，10-20 元价格带共 11 个品牌、合计门店 67350 家，占样本门店总数的 75%，是现磨咖啡赛道头部品牌数量最多、门店密度最高、竞争最为激烈的价格带。20-30 元价格带虽有 Manner、Tims 天好咖啡等品牌布局，但 3 个品牌合计仅 3893 家门店，相对较为稀疏；30 元以上价格带共 4 个品牌，10165 家门店、占比 11%，其中星巴克（9026 家）独占该带 89%的门店，是除 10-20 元带外门店规模最大的价格带。此外，客单价 10 元以下仅幸运咖（8022 家，7.67 元）一家，占比 9%；若将 10 元以下并入，20 元以下价格带合计占比达 84%，构成现磨咖啡消费的绝对主力区间。

图6：**国内门店数居前的咖啡品牌及客单价、平均单店面积气泡图**



资料来源：窄门餐眼、极海品牌监测（统计截至 2026 年 10 月 13 日的门店数量及客单价数据），国信证券经济研究所整理

注：气泡大小代表门店数量规模，平均单店面积是我们根据主要店型的面积范围做的大致模拟，便于绘图，可能与实际的具体门店大小存在一定差异。

10-20 元价格带的头部品牌更加侧重于功能与效率心智，30 元以上价格带则以场景与风味心智为主。价格带为我们提供了分析咖啡消费心智的第一条坐标轴，可以理解为消费心智的货币化表达。头部品牌的目标均是在自己价格带内提供更高品质的咖啡选择，但消费者付费对象却可能有所不同。10-20 元带内 11 个品牌全部为“日常提神、即取即走”的小店模型，消费者选购时更加侧重于考虑咖啡因摄入的稳定与效率；30 元以上带内星巴克等主要强调“第三空间”，Grid Coffee、M Stand、Manner、蓝瓶咖啡等等主要强调风味精品咖啡，对应消费场景有所区别。

咖啡价格带分层较为刚性，层间迁移难度大，但各个价格带的品牌可能持续承受

来自下方价格带的冲击，且两个方向的性质不同。

分层刚性体现在：1）30 元以上价格带较难向下兼容：星巴克在华 26 年未调低核心咖啡单品标价，2025 年 6 月首次大规模降价仅限非咖系列，第三空间心智租金、风味豆成本与品牌溢价的叠加决定其下探空间有限；**2）10-20 元带自身的精品化尝试较为有限，**瑞幸小黑杯 SOE 以高出普通产品 20%-30%的售价验证了“限定升级“的可行性，但产品线波动表明在同一门店内较难同时满足效率性以及精品化的两类生产需求，单一品牌同时兼顾“效率”定位与“小众精品”较难成立。

下方的冲击则可能具有持续性：1）对于 10-20 元价格带而言：9.9 元定价是新品牌打开市场的可复制策略，10-20 元价格带因此面临持续的低价新入场玩家冲击；10 元以下价格带已形成持续性的规模化供给，幸运咖主要产品定价 6-8 元、2025 年 11 月门店突破 10000 家，罗森、7-11 等便利店渠道亦提供 10 元以下美式咖啡，跨界供给进一步拓宽了低价带边界。支撑低价供给的是供应链垂直整合、数字化中台、特殊店型（店中店、机器人店等）三条路径构成的独立单位经济模型，意味着其成本优势具有内生性，向上的侵蚀与挤压可能长期存在。**2）对 30 元以上的价格带：**中间价格带品质的持续抬升（虽难支撑其跨越价格带，但可能稀释“精品=高价”的叙事），使 30 元以上价格带品牌面临重新锚定溢价来源的压力。

总体来看，考虑到本轮周期现磨咖啡市场扩张的核心驱动仍是渗透率提升而非价格带上移。从投资视角看，10-20 元价格带因兼具高性价比与消费可得性，其中的头部品牌有望分享此轮最多的增量；但该赛道对消费者低门槛、对经营者高竞争烈度，竞争可能是长期常态，我们在下一章会进一步分析竞争的维度及头部品牌。30 元以上价格带在消费环境承压下，品牌方的核心命题在于如何维持特有的心智、维护品牌价值，这一点我们在后续也会进一步讨论。

图7：**价格带之间竞争关系示意图**



资料来源：窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

品质与感知：原料、调配和店型等

我们认为在 10-20 元价格带环节，竞争的核心在于如何让“高性价比”获得消费者的感知。承接上一章的结论，价格带分层具有较强刚性，竞争的展开以价格带

锚定为前提。对 10-20 元价格带而言，核心命题因此落在：在价格基本锚定的条件下，如何让“高性价比“被消费者感知，这是头部品牌抵御下方低价供给持续挤压、守住增量主战场的重要一环。本章沿消费者可感知的三个界面展开：原料（咖啡豆）、味觉体验（调配）、店型（空间场景）。

一、原料：咖啡豆是连锁品牌“专业感”表达的最重要元素

无论是平价咖啡或是高端咖啡，咖啡豆都是咖啡品牌品质叙事中的最重要元素。在现制茶饮消费中，购买纯茶的消费者较少，更多消费集中于由茶底、奶、水果、糖浆和小料复合调配而成的饮品；但在现磨咖啡消费中，突出咖啡本味的美式咖啡和意式浓缩仍有大量受众。对咖啡而言，咖啡豆本身的风味是品质感知的重要组成部分。同时，咖啡豆作为大宗商品，具有公开市场价格可供参照，并已形成涵盖产地、处理法和烘焙度的完整鉴赏话语。因此，咖啡豆是咖啡品牌品质叙事中的核心载体。

咖啡豆的品质叙事核心集中在“风味”，而“风味”是由品种、处理法、产区风土、烘焙度、萃取方法等多因素共同影响产生的结果。

1、风味是指品尝过程中感知到的嗅觉、味觉和三叉神经感觉（例如触感、温度、痛感等）的复合感觉。为了系统描述咖啡的风味，行业以咖啡风味轮作为标准化的工具，常见的描述有“甜味“、“花香味“、“果香味“、“酸味“、“植物味“、“烘焙味“、“香料味“、“坚果味“等。

2、品种与产地是咖啡风味的“先天基因”，部分品牌将“选用阿拉比卡”作为咖啡豆品质的象征之一。目前商业中使用较多的两大咖啡栽培种为罗布斯塔与阿拉比卡。前者苦味相对较重、咖啡因含量较高，多数用于速溶咖啡，少数品质较好的罗布斯塔也会用于拼配咖啡；阿拉比卡则香气更复杂、酸质更明亮，咖啡因含量相对较低，且不同细分品种可呈现水果、坚果等多样风味，是目前最主流的咖啡豆。二者存在明显价差，根据世界银行数据，阿拉比卡咖啡的每千克价格约为罗布斯塔咖啡的两倍。部分品牌因此将“选用阿拉比卡”作为品质叙事的一部分，例如瑞幸咖啡在点单界面点击咖啡豆信息时会显示“100%阿拉比卡”；此外，%Arabica 则直接将“Arabica“嵌入品牌名称。

图8：**巴西阿拉比卡及罗布斯塔咖啡豆价格指数**



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：**瑞幸咖啡 100%阿拉比卡**



资料来源：瑞幸咖啡小程序，国信证券经济研究所整理

伴随消费者对风味要求的提高，品牌叙事进一步衍生至更细分的品种及产地。阿拉比卡的主要细分品种及代表产区可梳理如下，作为产地叙事的底层坐标。不难

看出，我们此前在日常生活中接触较多的咖啡品类，如蓝山咖啡、云南小粒咖啡、耶加雪菲、西达摩、瑰夏等，实际都指向不同产区、不同品种的阿拉比卡咖啡豆；在实际使用中，也常存在品种名与产地名混用的情况。

其中，埃塞俄比亚原生种（Heirloom）泛指产自埃塞俄比亚、难以辨别具体品种的咖啡豆。埃塞俄比亚的较高海拔为咖啡树生长提供了显著的昼夜温差与优渥的光照条件，因此埃塞俄比亚原生种风味突出，是连锁咖啡品牌打造精品咖啡时最常使用的咖啡豆之一。用同一产地、处理方式和批次的埃塞俄比亚原生种咖啡豆制成的饮品往往也会直接命名为“埃塞 SOE”，以向消费者传达咖啡豆品质上乘的信息。这是常见的触达消费者心智的打法。更进一步，耶加雪菲、西达摩则是埃塞俄比亚的特定产区，凭借风味及稀缺性成为更精品咖啡豆的代名词。**“瑰夏”是更加精品化咖啡豆的代表。**此前，巴拿马翡翠庄园出产的瑰夏曾在最佳巴拿马生豆大赛四度夺冠而名声大噪，埃塞俄比亚等地区出产的瑰夏也同样受到追捧。瑞幸咖啡 2022 年 9 月曾上新 Gesha SOE，引发广泛关注；茶百道 SOE 系列则推出“SOE 瑰夏·埃塞瑰夏”系列。

表1：**阿拉比卡咖啡豆的细分品类**

品种	代表产区	亲缘与起源	风味特征	叙事价值
铁皮卡 Typica	牙买加蓝山、苏门答腊曼特宁	阿拉比卡最古老原生种	优雅干净、酸质柔和	古典正统的经典叙事
波旁 Bourbon	巴西、卢旺达、萨尔瓦多	铁皮卡自然变异	甜感高、均衡	经典甜感标签
黄波旁 YellowBourbon	巴西精品产区	波旁色素突变	甜感突出、坚果可可	巴西精品化符号
卡杜拉 Caturra	哥伦比亚、中美洲	波旁矮化突变	明亮干净、柑橘调	美洲主流、干净
卡杜艾 Catuaí	巴西（主力品种）	卡杜拉×新世界	中性偏坚果	产量之王、拼配基底
卡蒂姆 Catimor（云南小粒咖啡）	云南（主栽）、越南	卡杜拉×提摩（含罗布斯塔血统）	草本与土腥感存在争议	抗病高产；中国豆叙事的主角
埃塞俄比亚原生种 Heirloom	耶加雪菲、西达摩	地方品种统称	花香、柑橘、层次复杂	品牌叙事常见词汇
瑰夏 Geisha/Gesha	巴拿马（翡翠庄园）、埃塞俄比亚	埃塞原生、巴拿马成名	茉莉花香、佛手柑、茶感	稀缺性天花板、拍卖天价
SL28/SL34	肯尼亚	肯尼亚 Scott 实验室选育	黑加仑、莓果、酸质明亮	高酸果香的产区符号
帕卡马拉 Pacamara	萨尔瓦多	象豆×帕卡斯	复杂饱满、香料感	豆粒硕大、视觉辨识度

资料来源：《世界咖啡地图》，国信证券经济研究所整理

3、拼配不同咖啡豆以兼顾风味稳定、成本可控和供应链安全，是咖啡品牌的重要护城河之一。上文所述，品种与产地构成了咖啡豆叙事的主要逻辑；但受追捧的咖啡豆价格不菲，年产量也较为有限，通常只在小众高端咖啡店供应。对于 10—20 元价格带的连锁咖啡品牌而言，SOE 更多是作为限定上新、塑造专业咖啡品牌心智的产品，并不构成主流；主流产品更多使用拼配豆，通过多产区、多批次豆种的组合，换取风味稳定、成本可控与供应安全，以支撑高频次、大规模的日常走量。

4、处理法和烘焙度是维持咖啡豆风味稳定的重要一环，头部连锁品牌正在介入供应链工艺。

处理法指处理成熟咖啡果的方法，这一过程决定风味走向。国内连锁咖啡品牌基于处理法的宣传整体较传统，多停留在“水洗干净明亮、日晒果香发酵、蜜处理居中”的教科书式标签。这套分类已成为行业公共知识，缺乏排他性，也难以帮助消费者建立品牌忠诚。

对万店规模连锁体系而言，稳定性优先于新奇性，传统水洗和日晒流程成熟、标准化程度高，风味预期更易在大规模拼配和烘焙中被稳定。**头部连锁品牌在处理法上的介入正从采购端被动选择转向供应链端主动控制，**例如瑞幸咖啡云南保山鲜果处理加工厂于 2024 年投入试运营，采用微水鲜果处理生产线，年处理鲜果能力 5000 吨，目标为更标准化、精细化的生豆处理流程。我们分析，未来连锁品牌

的处理法话语可能分化为两套语言。**面向大众市场的连锁品牌，**处理法将趋于“隐性化”，内嵌于供应链定制参数和加工标准，不以风味标签高调宣传，而作为“稳定好喝”的底层保障。**面向精品线或特定产品线的头部品牌，**处理法将以专业化、可追溯、可验证的叙事回归。

烘焙是风味物质的转化与取舍。随烘焙加深，美拉德反应与焦糖化充分进行，生成焦糖、坚果调与醇厚苦感，而产地标志性的花果酸香在高温长时下逐步降解。由此，浅烘与深烘的区别不止于口味偏好，更具信号意义：深烘会抹去产地特征，故“敢浅烘“常构成咖啡豆品质的信号，浅烘由此嵌入精品咖啡的话语体系。此前商业咖啡时代“深烘+重奶”的路径确曾承担掩盖瑕疵的功能，但近年行业已从“浅烘即高级”的话语中回摆，烘焙度回归“适配豆性与产品形态”的工具理性。10-20 元价格带主流产品采用中深烘，正是奶咖适配与风味稳定诉求的工艺体现。工艺层面，浅烘 SOE 线与深烘拼配线对应不同的烘焙产线与萃取参数，门店并行运营成本较高，亦是限定 SOE 产品线稳定性较难保障的原因之一。

5、咖啡风味需经水温、压力、研磨度等萃取参数兑现。萃取同时是运营变量，而非单纯的感知界面：设备自动化程度（全自动机、半自动机、手冲）直接决定出品一致性、人力依赖与单杯成本，构成门店模型的技术内核。目前连锁化咖啡品牌多选用全自动机或半自动机减少人工萃取带来的出品波动。

图10：**连锁现磨咖啡赛道中和原料相关的因素示意图**



资料来源：窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

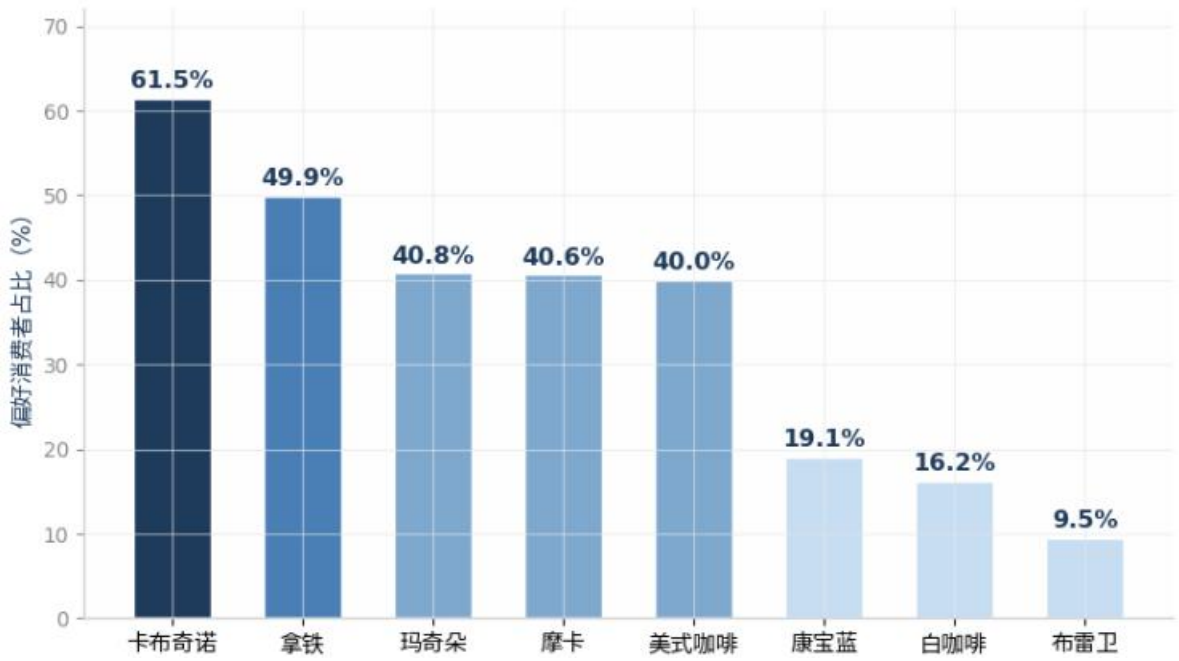
二、调配：咖啡大众化的“翻译器”，产品化能力决定创新回报

连锁现制咖啡的核心原料高度标准化，而国内大众消费者的口味偏好与之存在距离，调配正是连接两者的关键环节。需求侧，它以奶基底与风味元素重构咖啡口感，决定咖啡在国内市场的大众化形态与客群边界；供给侧，配方本身即单杯成本结构，调配能力决定产品在主价格带的毛利可行性；竞争侧，配方创意易于模仿，可沉淀的是配方背后的研发、供应链与门店运营体系。本节依次从三个层面展开。

1、需求侧：调配是咖啡大众化的“翻译器”，决定品类形态与客群边界

国内现制咖啡品类结构呈“传统基础款占主流、融合创新品类持续扩容”的格局。奶咖类咖啡饮料通过柔和口感降低咖啡尝试门槛，是行业拓展增量客群的重要载体；果咖、茶咖等融合品类则进一步丰富风味选择。在 10—15 元大众价格带，增量产品创新更多体现为奶基底、风味元素与咖啡的组合，单一配方容易被模仿，难以形成持久壁垒。头部品牌的竞争优势主要体现在持续筛选产品、规模化落地及沉淀大单品，产品创新由此与消费者心智、规模采购和供应链效率形成正反馈。

图11：**中国咖啡行业消费者品类偏好调查**



资料来源：艾媒调查，国信证券经济研究所整理

调配的更深一层作用在于定义品类形态与边界。生椰拿铁以椰乳重构咖啡口感，上市四年累计销量突破 12 亿杯（截至 2025 年，公司披露），已从单一品牌的爆款单品演变为咖啡菜单上的独立品类；橙 C 美式自 2023 年上市以来累计销量突破 5.5 亿杯（据红餐网，截至 2026 年 6 月），并于 2026 年 6 月升级为“鲜果版”。这类产品的共性在于以大众消费者熟悉的风味元素重构咖啡口感：椰乳的奶香与甜感平衡咖啡苦味，果汁的酸甜感提升清爽度，在保留咖啡属性与提神功能的同时，降低首次尝试门槛并形成更具辨识度的风味记忆。果咖、茶咖等融合品类进一步将咖啡与茶饮的风味体系交叉。持续外推咖啡消费的品类边界，是产品创新的重要方向。这一“咖啡饮料化”路径，也是国内咖啡市场区别于传统黑咖啡消费市场的重要特征之一。

2、供给侧：配方即单杯成本结构，调配能力决定价格带适配

产品创新最终要在既定价格带内实现成本可控的规模化落地，配方因此同时是一份成本清单。奶基底与风味原料的选择直接决定单杯成本与毛利空间，也决定产品能否在 10—15 元主价格带成立。据红餐产业研究院《餐饮行业季度观察报告（2026Q1）》，41 个咖饮样本品牌 2026 年一季度共推出 504 款新品，其中咖啡类与茶饮类新品 284 款。新品价格带呈偏态分布：25—35 元价格带占 38.5%，15 元以下占 28.6%，15—25 元过渡带占 19.7%，35 元及以上占 13.2%。主价格带新

品以基础款引流和风味创新为主，高价格带新品则更多承担品质升级与限定款功能。

对头部品牌而言，调配能力与采购规模之间存在双向强化。大单品沉淀为稳定的大规模原料采购，提升供应稳定性与议价能力，又为后续调配创新提供更宽的成本空间。生椰拿铁、橙 C 美式等爆款的意义，正在于将风味创意转化为价格带内成本可控的标品，并以销量反哺供应链。这一“配方—成本—规模“闭环，是调配能力区别于单纯配方创意的关键。

3、竞争侧：配方易模仿，可沉淀的是研发—供应链—门店运营体系

2026 年以来，咖饮新品主要沿五个方向展开：

表2：**2026 年咖饮新品的主要创新方向**

创新方向	具体表现	代表产品	本质
果咖升级	从果美式延伸至果拿铁，水果+奶香平衡	橙 C 美式（鲜果版）、柚 C 美式、葡萄冷萃	奶基底+果味元素
茶咖融合	茶+咖啡+奶三重风味	茉莉茶咖、乌龙生椰咖	奶基底+茶底萃取
咸甜乳脂	芝士、黄油等乳脂风味	芝士拿铁、黄油咖啡	奶基底质地升级
本土叙事	云南咖啡豆、广西水牛奶等原料	稻香拿铁等	原料故事化
养生概念	药食同源食材、健康属性	陈皮咖啡、姜黄咖啡	奶基底+功能成分

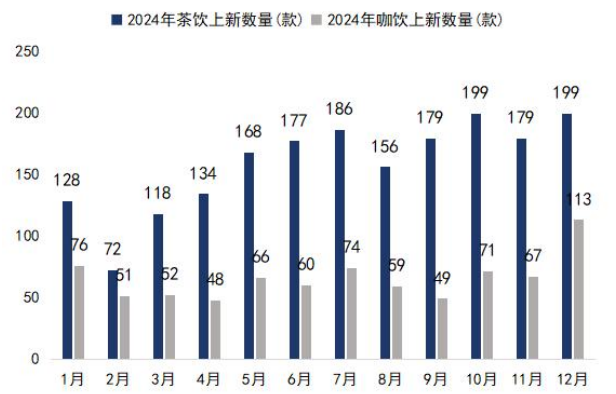
资料来源：红餐产业研究院、各品牌官方小程序，国信证券经济研究所整理

上述创新方向较多体现为咖啡基底、奶基底与风味元素的组合，配方创意本身较易被竞品跟进，单品的差异化窗口期相对有限。但从风味概念到全国性产品，还需同时满足风味稳定、原料供应、门店操作与成本控制等多项约束，研发端需要平衡咖啡、奶基底及风味原料之间的口感关系，并兼顾大众适口性；供应链端需要保障原料品质、跨区域供应和食品安全；门店端需要将产品转化为简明、可复制的 SOP，控制出杯效率和不同门店之间的品质差异；成本端还需使产品适配既有价格带。因此，模仿者可以复制配方，难以在短时间内复制配方背后的风味数据库、原料适配经验与门店落地体系。调配创新的门槛，更多体现为研发、供应链与门店运营共同支撑的规模化产品落地能力，单一配方难以独立构成竞争壁垒。

4、创新回报：大单品沉淀决定长期价值

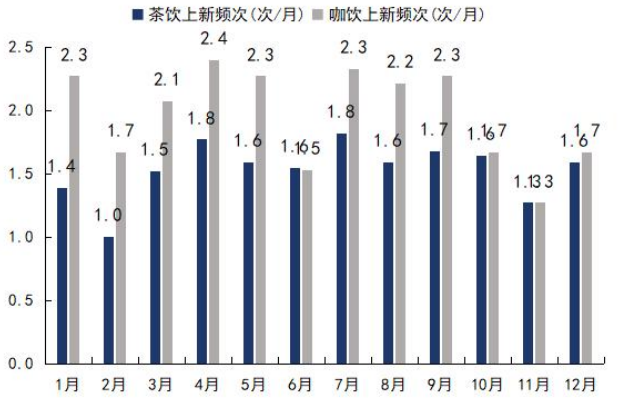
高频上新能够持续测试消费者偏好，但上新数量本身并不直接等同于产品竞争力。过多的产品迭代也可能增加原料管理、门店培训和营销投放的复杂度。产品创新能力更需要通过新品成功率、放量速度、销售持续性及供应链复用效率加以衡量，其核心在于以较低的试错成本筛选产品，并将其中少数成功产品沉淀为长生命周期的大单品。

图12：2024 年茶饮咖啡品牌上新数量



资料来源：红餐大数据，国信证券经济研究所整理

图13：2024 年茶饮品牌上新频次



资料来源：红餐大数据，国信证券经济研究所整理

配方易于模仿，并不意味着先发品牌的产品价值会随竞品跟进而同步消失。以生椰拿铁为例，瑞幸咖啡通过产品命名、集中传播、大规模铺市和持续销售，率先完成了对这一风味组合的规模化消费者教育，使产品口味、价格及饮用场景逐步形成清晰认知，品牌也因此成为生椰拿铁的重要品类参照。后续消费者即使在其他品牌看到类似产品，仍可能以瑞幸生椰拿铁作为比较基准。持续销售与复购又不断强化“瑞幸—生椰拿铁“的品牌联想，使首发时期的产品热度逐步转化为长期消费认知。

其他品牌推出生椰拿铁，一方面会分流部分尝鲜及价格敏感需求，另一方面也在共同扩大品类的消费者基础。当生椰拿铁由单一品牌新品逐渐成为咖啡菜单上的常见品类，瑞幸咖啡能否持续受益，取决于其能否保持品类代表地位，并将品类需求转化为自身订单。因此，大单品沉淀的关键不只是产品首创，更在于率先完成消费者教育后，通过长期在售、稳定出品和持续复购维持品牌与品类之间的关联。

品类心智不等同于排他性购买。咖啡消费具有高频、低客单及便利性敏感等特征，消费者最终选择仍会受到门店距离、外卖可得性和价格等因素影响。心智关联主要降低消费者的识别与决策成本，使品牌更容易进入优先选择范围；广泛的门店网络承接需求，稳定出品与复购则延续产品生命周期。由此，调配创新形成的长期价值可以归纳为“产品测试—品类教育—大单品沉淀—规模效率提升“的循环：产品创新负责拓展客群和创造需求，品类心智与渠道网络延长大单品生命周期，持续放量又进一步提升采购规模、供应稳定性与门店运营效率。对头部品牌而言，持续打造并经营大单品的能力，比单次配方创新或单纯的上新频率更具长期价值。

三、店型：轻量化重塑大众市场竞争，大店化支撑高端体验溢价

门店既是产品交付终端，也是品牌成本结构与价格带心智的空间表达。大众价格带通过轻量化门店降低复制成本、加快点位加密，竞争重点落在点位资源、订单密度与运营效率；高价格带通过大店承载空间体验，竞争重点则落在品牌溢价、核心物业与场景运营。当前现制咖啡门店加速分化，形成“底座轻量化、顶部大店化“的双层结构。

图14：**不同店型的分化竞争示意图**



资料来源：36 氪，国信证券经济研究所整理

1、轻量化门店：降低复制成本，竞争转向点位密度与运营效率

小店、店中店及自助设备已成为大众价格带规模化扩张的重要载体。瑞幸、库迪等品牌的部分标准门店面积已压缩至 10—50 平方米，通过减少堂食空间，主要保留出品与自提功能，以降低房租、装修和人力投入。面积缩小还降低了门店对物业条件的要求，使其能够进入写字楼、社区、校园及交通枢纽等更多高频场景。因此，轻量化不仅改善单店成本结构，也提升了品牌的扩张速度和消费可得性，大众市场的竞争随之由核心商圈大店延伸至更广泛的点位密度与交付效率之争。

店中店进一步将竞争延伸至存量商业渠道。据《南方都市报》报道，截至 2025 年 12 月，挪瓦咖啡在广州、深圳营业门店中，位于便利店内的占比分别约为 89%和 98%。该模式复用便利店等宿主场景的客流、物业与部分基础设施，以较低投入实现快速布点，点位获取和宿主渠道合作能力因而成为影响扩张效率的重要变量。不过，轻量店型本身较易模仿，低投资门槛也可能吸引更多参与者进入；门店数量增长仍需订单密度支撑，品牌间的持续差异最终取决于点位质量、供应链配送、出品稳定性及单店运营效率。

2、大店模型：空间构成产品价值，竞争依赖品牌溢价与场景运营

大店模型在核心商圈及商务社交场景中仍具独立价值。星巴克、%Arabica 等品牌的部分大店以 150—300 平方米的空间承载“第三空间“体验，消费者支付的 30 元以上价格中，除饮品本身外，还包含座位、环境、服务及社交空间等价值。较高的装修、租金和人员投入，需要稳定客流与较高客单价共同支撑，因此大店竞争难以单纯依靠成本压缩展开，其核心门槛在于品牌溢价、核心点位获取与空间运营能力的组合。

大众价格带品牌也可以少量大店补充品牌表达。瑞幸以轻量化门店实现密度覆盖的同时，在部分核心商圈保留大店及旗舰店，用于品牌展示、新品呈现和社交传

播。由此可见，同一品牌内部的不同店型承担不同功能：轻店主要承接高频需求与规模效率，大店则补充品牌形象与体验场景，不宜采用完全一致的单店评价标准。

表3：**咖啡品类的主要门店类型**

价格带	门店模型	典型面积	核心功能定位	代表品牌
5-10 元 极致性价比	店中店/自助设备	6-12 ㎡	高频复购、点位密度、下沉覆盖	幸运咖、挪瓦店中店、库迪 COTTIExpress、便利店咖啡
10-30 元 品质性价比	标准快取店	10-50 ㎡	效率消费、品质出品、社区服务	瑞幸快取店、Manner、MStand、库迪标准店
30 元+ 体验溢价	大店/旗舰店	150-300 ㎡	第三空间、品牌展示、商务社交	星巴克、%Arabica、皮爷咖啡、GridCoffee、瑞幸旗舰店

资料来源：窄门餐眼、界面新闻、36 氪、FoodTalks，国信证券经济研究所整理

3、店型组合：竞争由产品价格延伸至场景覆盖，不同店型对应差异化壁垒

大店与轻店的分化，本质上反映了咖啡消费场景和竞争要素的分化。轻店服务“取完即走“的效率型消费，核心在于以较低成本实现便利交付；大店服务“停留社交“的体验型消费，核心在于以空间与品牌支撑溢价。两者对应不同价格带、客群与成本结构，中期内预计不存在显著替代关系。

同一品牌也可以通过多店型组合覆盖不同场景，行业竞争单位因此由单一品牌进一步细化为“品牌+店型+场景“。对大众品牌而言，轻量化有助于加快扩张，但规模优势仍需通过订单密度、供应链和运营效率加以兑现；对高端品牌而言，大店能够强化体验差异，但高投入也要求品牌溢价和稳定客流持续支撑。店型分化由此改变了不同价格带的竞争方式，而未消除各价格带内部对产品、品牌和供应链能力的要求。

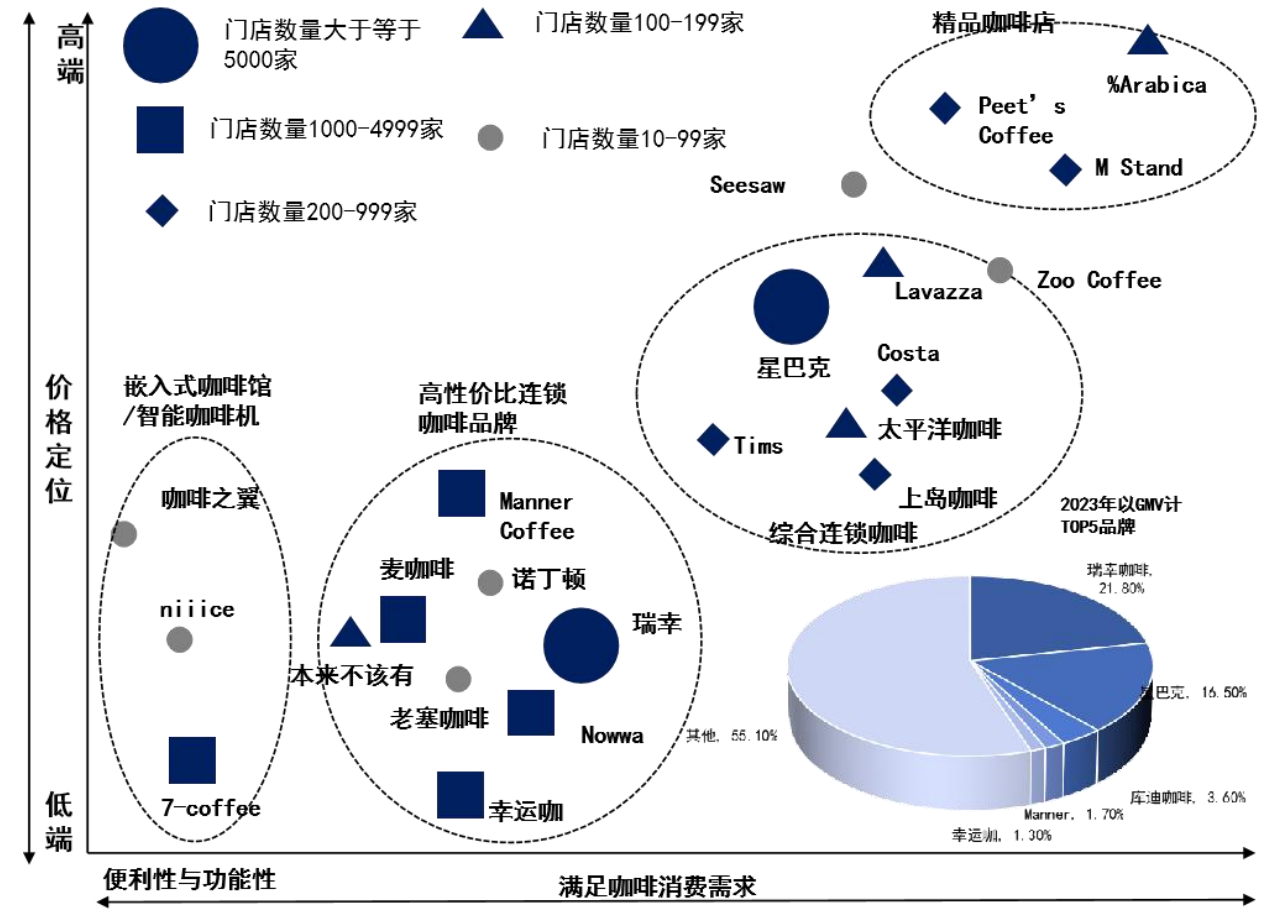
格局与终局：从韩国连锁现磨咖啡市场看未来可能方向

问题的提出：性价比叙事与茶咖融合背景下的格局之问

前三节回答的是“性价比如何被感知”的问题；本节将视角切换至行业格局：性价比竞争会把现磨咖啡带向何方？

当前中国现磨咖啡正处于连锁化加速、平价品牌崛起的阶段，与韩国 2015-2018 年的产业周期位置相近。市场呈现三个特征：门店扩张速度阶段性领先于需求增速；价格带分层初步形成；品类边界开始模糊（咖啡品牌推奶茶、茶饮品牌上咖啡）。

图15：**中国现磨咖啡连锁品牌定位（门店数为 2025.5 数据）及 2023 年国内现磨咖啡市场份额（终端零售额）**

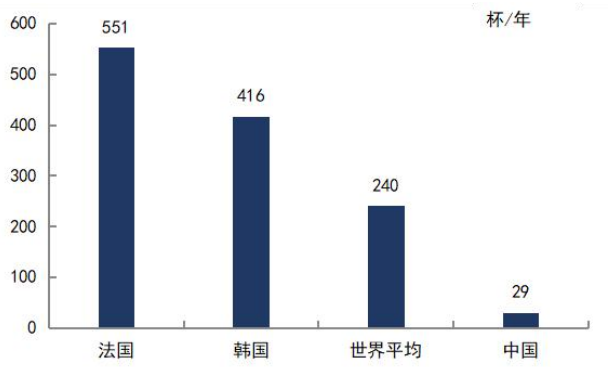


资料来源：灼识咨询、窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

韩国参照：成熟市场的咖啡连锁品牌格局是否稳定

韩国 2024 年人均消费 416 杯/年（欧睿口径），为全球平均的 1.7 倍（据 21 世纪经济报道 2025 年报道，全球每年人均年消费量为 240 杯）。这一数据提供了咖啡人均消费频次可参考的理论上限。咖啡从“嗜好饮品“转变为“日常必需品“的临界点约在人均年消费 350-400 杯区间。

图16：2024-25 年咖啡人均年消费杯量



资料来源：Euromonitor、红餐大数据，国信证券经济研究所整理

图17：韩国人均咖啡消费年杯量演变



资料来源：Euromonitor、KB 金融经营研究所，国信证券经济研究所整理

1）渗透率提升由供给前置驱动，触顶后门店经历出清

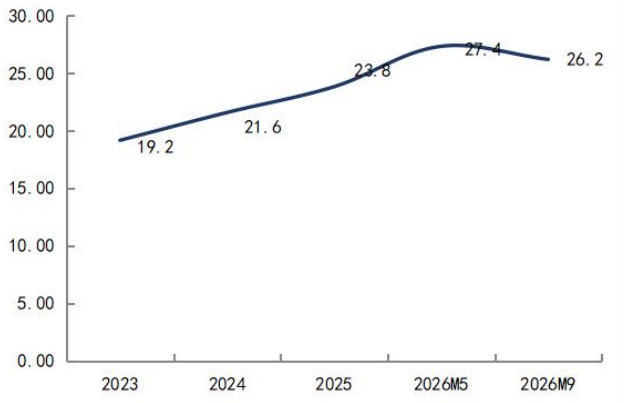
现磨咖啡门店终端供给增速前置。韩国咖啡产业整体（含速溶、烘焙豆等）2018-2024 年 CAGR 仅 5.2%，但咖啡门店数量从 4.5 万家增至 9.6 万家。终端供给增速是消费增速的两倍以上，这意味着渗透率提升阶段伴随着供给侧的前置。到达天花板的路径不是线性的，在渗透率接近触顶的同时，供给也伴随着调整。2024 年起门店已连续负增长，2024Q1 首尔停业咖啡店超 1100 家，2024-2026 年全国咖啡店商户数连续负增长。当前国内现磨咖啡仍处于渗透率爬坡期，但 2026 年年内也出现了咖啡门店数的冲高回落，咖啡品牌的出清与整合也可能是未来 2-3 年的核心变量。

图18：韩国咖啡店门店数量（万家）



资料来源：新华社、亚洲日报，国信证券经济研究所整理

图19：国内咖啡店门店数量（万家）



资料来源：窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

2）出清后的稳定结构：场景分化催生分层，龙头定价固化分层

韩国市场呈现鲜明的双核心价格带。工作日的“输血型咖啡“集中在 2000 韩元区间（例如 Mega、Compose、Paik'sCoffee），周末/社交场景转向 5000 韩元级别的高端体验（星巴克 SpecialStore、途尚蛋糕套餐）。两种需求不是完全替代的关系，前者以功能型刚需（提神、大容量、即买即走）为主，后者是情感型消费（空间、社交、文化认同）。

表4：**韩国头部品牌收入（亿韩元）、门店数、经营模式、价格带（韩元）及产品模式分析**

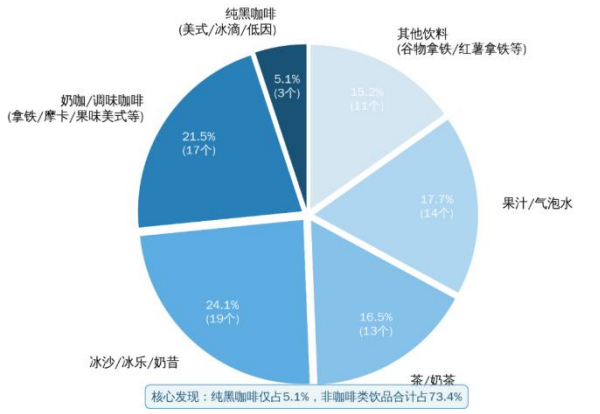
品牌	2024 销售额	同比	2025 销售额	同比	门店数	经营模式	价格带（以美式咖啡为核心参考）	产品特征
星巴克韩国	31001	5.8%	32380	4.4%	2009	100%直营	美式(Tall)4700；拿铁5200	第三空间/商务社交；星冰乐、季节限定（樱花季）；周边与会员生态最强
途尚ATwosomePlace	5200	8.3%	5824	12.0%	1670	初期以直营为主，后以加盟模式快速拓展	美式(R)4700；与星巴克同档	咖啡+蛋糕双主打，招牌草莓蛋糕；甜品店式空间，高
MegaMGCCoffee	4959	34.6%	6469	30.4%	3000+（2024 年 5 月破 3,000 家）	100%加盟	热美式 1700；冰美式 2000	极致性价比+大容量；水果美式（桃子冰美式等）出圈；外带小店型高密度
EdiyaCoffee	2420	-12.2%	2387	-1.4%	2581	99%加盟	美式(L)3200	中间价位性价比定位；大杯量（L 约 480ml）；季节限定（樱花/红豆系列）；商务区中型店
CoffeeBean&TeaLeaf	1528	-3.3%	1435	-6.1%	221	100%直营	美式约 5000	贵价美式；空间偏大
ComposeCoffee			3000+		2600-3000	100%加盟	热美式 1500；冰美式 1800；外带立减 1000	低价美式+外带立减模式；门店面积小、密度高
PaulBassett	1600	0.3%	1651	3.2%	约 144	100%直营	美式约 4000-5000；拿铁 5900	精品手冲/WBC 冠军背书；单一产区豆；高端堂食体验

资料来源：韩国金融监督院 DART 审计报告、公平交易委员会加盟信息公开书、Jollibee 公告，国信证券经济研究所整理

韩国咖啡店同样经历了茶咖融合，且融合程度较国内现阶段市场更深。韩国咖啡店主力销售品是以咖啡为基底或完全不含咖啡的奶基饮品、果味饮料及冰沙，而不只是传统意义上的黑咖啡。以平价龙头 ComposeCoffee 为例，其门店菜单 79 个 SKU 中，纯黑咖啡（美式、冰滴、低因系列）仅约 3 个、占比不足 6%；奶咖及调味拿铁约 17 个、占比约 22%；冰沙、果汁、气泡水、茶/奶茶、冰乐/奶昔等非纯咖啡 SKU 合计超过 60 个、占比超 75%。MegaMGCCoffee 同样以 2000-3000 韩元区间的调味奶咖、果味饮品及季节性冰沙为主力，纯美式/黑咖啡仅作基础 SKU 存在。

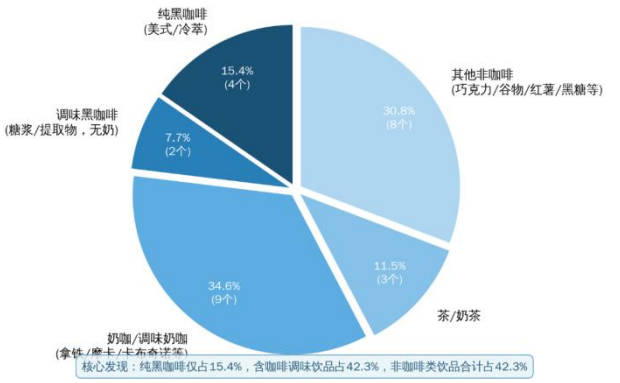
从选品看，非咖啡 SKU 与咖啡线的搭配呈现明确的取舍特征。一是以奶基底为共同底座，非咖啡菜单的主体是谷物、红薯、抹茶、巧克力等风味的无咖啡拿铁，本质是将浓缩咖啡替换为风味粉料的奶咖变体，与奶咖线共用牛奶、糖浆与出品路径，果味原料同时服务果咖创新，选品与咖啡线互为模块；二是原料形态以粉料、糖浆、浓缩液等长保加工品为主，不进入鲜果现制、小料熬煮等高损耗、重 SOP 品类，以舍弃新鲜度叙事换取出杯效率与跨店一致性；三是兼顾人群与时段补全，低因系列贯穿咖啡线，传统茶与谷物饮品覆盖咖啡因敏感人群及晚间场景，并以本土风味记忆降低非咖啡产品的教育成本。

图20：ComposeCoffeeSKU 结构



资料来源：ComposeCoffee 门店，国信证券经济研究所整理

图21：MegaMGCCoffeeSKU 结构



资料来源：Mega MGC coffee 门店，国信证券经济研究所整理

商业模式信号：三条相对经过验证的品牌路径

韩国咖啡市场的商业模式分化，已有三条相对经过验证的品牌路径。平价带以供应链效率为核心，总部利润主要来自向加盟商销售原材料与设备的 B2B 收入；高端带以场景溢价为核心，利润来自体验定价权与会员现金流；差异化品牌以单店效率为核心，利润来自客单结构。三条路径的共性在于各自占据清晰的利润池，并将护城河建立在与利润池匹配的能力上，分别验证了三类商业模式在咖啡行业中的可行性。

路径一：B2B 供应链驱动——利润来自加盟商网络

以 MegaMGCCoffee 为代表。该模式的核心在于供应链控制。总部营收三年增长 464%，主要来源于向加盟商销售原材料与设备的 B2B 收入；自有烘焙工厂保障原料成本优势，规模化采购降低边际成本，加盟网络的扩张进一步放大供应链收入的规模效应。该模式下总部实际扮演供应链公司的角色，单店是采购规模的流量入口。这一路径验证了供应链驱动模式在平价带的爆发力：以极致低价获取客流，再将客流转化为对加盟商的原料与设备供给，总部收入与门店网络同步放大。

路径二：场景溢价&会员锁定——利润来自体验定价权

以星巴克韩国为代表。该模式是“第三空间”体验溢价叠加会员预付现金流锁定：1300 万会员的预付充值体系构建了稳定的现金流基础，使其在消费波动期仍保持经营韧性。这一路径验证了高端带的商业模式基础：体验定价权与会员资产是支撑场景溢价的核心能力，社交场景本身构成独立于产品竞争的护城河。

路径三：差异化单店模型（咖啡+甜品）——利润来自差异竞争

以途尚（A Twosome Place）为代表。该模式以甜品+咖啡的差异化组合避开正面价格竞争：门店数仅 1670 家（不足 Mega 的一半），但单店年均营收约 3.4 亿韩元、居行业最高，2025 年营收约 5800 亿韩元，连续三年创纪录利润。其单店效率来自客单结构：甜品抬高客单与毛利，竞争对象是甜品与轻食场景。这一路径验证了差异化定位在饱和市场中的可行性，即不与平价带共用同一需求池的门店，得以在价格战中保持单店盈利水平。

大众咖啡品牌：供应链效率支撑平价带的规模扩张

瑞幸咖啡：本土现磨咖啡龙头，补贴退坡后盈利修复可期

瑞幸咖啡是国内现磨咖啡市场效率模型的代表。其核心竞争力来源于高密度门店、线上交易体系、标准化出品和供应链能力共同构成的系统效率。门店网络缩短消费者购买距离，大单品提升单店周转和品牌心智，轻量化店型降低空间成本，规模采购与数字运营持续摊薄单杯成本。

一、历史沿革：从线上化扩张到治理修复，再进入规模效率竞争

瑞幸咖啡成立伊始便具备较强的“线上化”基因。2017 年 10 月，瑞幸咖啡首家门店于北京银河 SOHO 试营业，**以“新零售咖啡“为定位，**较早将线上点单与线下自提、外送结合，并通过补贴和社交裂变实现快速获客。2018 年 1 月，公司在 13 个城市试营业，同年 12 月门店突破 2000 家；2019 年 5 月登陆纳斯达克，从创立到上市历时约一年半。快速发展之后，公司于 2020 年因历史财务数据问题接受监管调查并退市，随后完成董事会改组、与 SEC 达成和解，并在 2021—2022 年完成债务重组，经营逐步恢复。

“生椰拿铁”大单品引领，开启新一轮成长。重组完成后，公司以产品创新和高密度开店重启增长，2021 年推出生椰拿铁并形成现象级大单品，2023 年 6 月门店突破 10000 家，成为中国首家万店现制咖啡品牌，同年 9 月与茅台联名的酱香拿铁首日销量达 542 万杯。2025 年，公司全球门店达到 31048 家，总净收入 492.88 亿元、同比增长 43.0%，自营门店同店销售增速由 2024 年的-16.7%回升至 7.5%，验证其在高基数和激烈竞争下仍具备较强运营调整能力。

复盘公司发展，经营重心经历三次切换：早期依靠线上化和补贴提升获客效率；危机后优先修复治理、债务和报表体系；当前则进入以门店密度、大单品和供应链效率为核心的规模竞争阶段。早期基因对当前竞争位势的意义，在于公司较早完成数字化交易和轻量化门店的基础设施搭建，使其在外部补贴退坡后，仍具备持续优化履约成本和单店模型的基础。

图22：**瑞幸咖啡历史沿革**



资料来源：瑞幸咖啡官网，Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

管理层与股权分析：治理进入常态化

管理团队经验丰富，兼具连锁运营与资本运作背景。公司核心管理层背景多元，覆盖连锁餐饮运营、财务合规及资本市场等领域。董事长黎辉先生为大钲资本创始人，曾任华平投资执行董事及高盛、摩根士丹利投行部，具备丰富的一级市场投资与资本运作经验；CEO 郭谨一先生为北京交通大学博士，2018 年加入公司，2020 年 7 月起执掌公司，主导重组与后续经营恢复全过程；高级副总裁曹文宝先生在麦当劳中国任职逾 23 年，分管门店拓展与运营管理，为标准化运营体系提供支撑；CFO 安静女士 1998 年起步于普华永道北京，2010 年获斯坦福商学院管理学硕士，曾任 58 到家 CFO，2022 年 8 月上任后主导财务及报告体系梳理升级。

表5：公司管理层架构

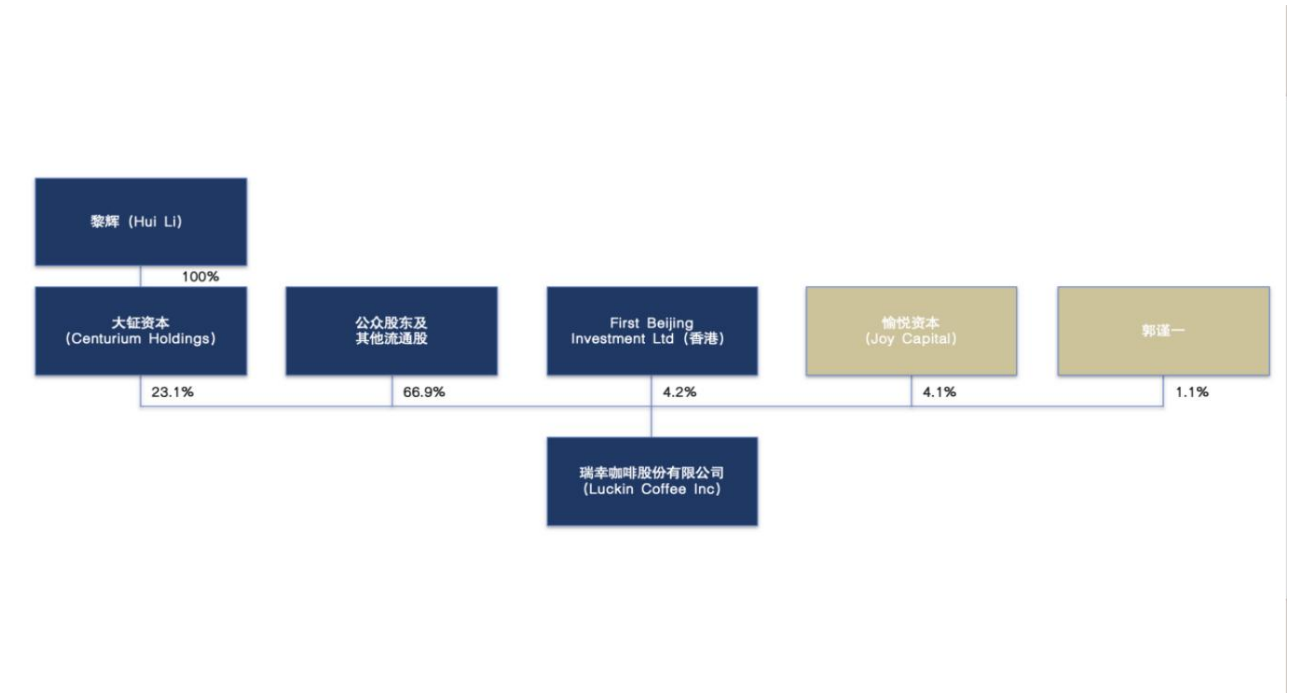
职务	姓名	履历
董事长	黎辉	大钲资本创始人兼 CEO，2025 年 4 月接任董事长。曾任华平投资执行董事、董事总经理，早年任职于高盛及摩根士丹利投行部。中国人民大学经济学学士，耶鲁大学 MBA。现任泰邦生物董事会主席。
联合创始人、CEO	郭谨一	2020 年 7 月起任 CEO，2020 年 7 月至 2025 年 4 月任董事长。北京交通大学交通规划与管理博士（2009），2008 年利兹大学访问学者。2011-2016 年任职于交通运输部，2016-2017 年任神州优车多个职位。
CFO	安静	2022 年 8 月起任首席财务官。1998 年普华永道北京高级会计师起步；2010 年获斯坦福商学院管理学硕士。2013-2016 年任蓝汛国际控股有限公司 ChinaCacheInternationalHoldingsCFO；2016-2022 年任 58 到家 CFO。历任热酷传媒（RekooMediaLtd.）、任职于酷软科技（CooloftTechnologyLtd.）、eFriendsNet 娱乐有限公司等多家公司高级财务管理职位。
高级副总裁	曹文宝	2018 年 6 月起任高级副总裁，2020 年 5 月起任董事。负责门店拓展、建设、运营及客户服务。加入公司前在麦当劳中国任职逾 23 年，曾任副总裁及北方区域经理。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构稳定，控股股东控制权清晰。截至 2026 年 2 月 28 日，大钲资本持有公司约 23.1%总股本，对应 47.8%投票权，为控股股东；愉悦资本持有约 4.1%总股本、2.8%投票权；First Beijing 持有约 4.2%、2.8%投票权；郭谨一先生持股约 1.1%、投票权 0.7%。2026 年 4 月，公司宣布首次 3 亿美元股份回购计划，由经营现金流支持。2026 年 9 月 1 日董事会批准将回购额度自 3 亿美元上调至 5 亿美元；截至 2026 年 8 月 31 日已累计回购 7160 万股 A 类股（合 890 万股 ADS），总对价 2.87 亿美元，执行进度近 96%。

此外，2026 年 9 月穆巴达拉（Mubadala）以 LP 身份投资大钲旗下 CCMSuccess 基金间接持股瑞幸（投资协议 2026 年 9 月 5 日签署）。

表6：股权结构图（截至 2026 年 2 月 28 日、公司 2025 年报 20-F 口径）



资料来源：Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

门店与扩张：规模仍在快速扩张，模型以自营快取店为绝对主力

瑞幸咖啡已成为门店数量最多的本土现制咖啡品牌。截至 2026Q3 末，全球门店总数达 38909 家，其中自营 25402 家（+1668 家 QoQ）、加盟 13507 家（+931 家 QoQ），中国门店 38630 家，海外 279 家（新加坡 103/马来西亚 154/美国 22）。自营门店占比继续维持在 65%左右水平，门店网络持续加密为收入增长提供核心支撑。

图23：**瑞幸咖啡门店数**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图24：**瑞幸咖啡门店城市等级分布**



资料来源：极海品牌数据监测，国信证券经济研究所整理

从存量门店的地理分布来看，瑞幸咖啡已实现境内全省份、1 到 4 线城市全覆盖

的布局结构。截至 2026Q2 末，境内门店中东部沿海六省市门店数量合计占比近半，中西部省份中，四川以 2053 家成为唯一门店数量突破 2000 的省份，显著高于周边云南、贵州、重庆。东北、西北及青藏地区也已布局一定规模门店。从城市等级分布来看，瑞幸已实现对中国一至四线城市的全覆盖，五线城市虽未完全覆盖，但目前覆盖率也已达 84%。

从存量门店的模型结构看，自取店、自营店为绝对主力。门店模型以快取店以及外卖厨房店为绝对主力，构成高密度自提网络；核心商圈保留少量旗舰店，承担品牌曝光与品牌文化传递功能。从结构看，自营门店仍是主力店型。

表7：**瑞幸咖啡主要店型梳理**

店型	面积范围	核心定位	选址场景
旗舰店	数百平米以上	品牌形象展示	城市核心商圈
悠享店	较大面积	堂食体验区	对标星巴克
快取店	20-60 平米	主力自提店型	写字楼、商圈、地铁口
外卖厨房店	15-30 平米	纯外卖配送	线上订单集中区

资料来源：南方都市报、《三联生活周刊》，国信证券经济研究所整理

财务分析：收入端高增延续，盈利能力正在修复

2026Q3 公司总净收入 178.9 亿元，同比增长+17%，其中自营门店收入 129.4 亿元（+16.8%）、加盟门店收入 42.43 亿元（+11.7%），双渠道增速基本同步。从增长驱动因素看，收入增长主要来源于门店网络的持续加密：Q3 净增门店 2599 家，全球门店总数达 38909 家；同期自营门店同店销售增速为-11.1%，在 2025 年同期外卖高基数下有所回落，但预计在现制茶咖行业内仍处于较优水平。2026Q3 公司 Non-GAAP 经营利润 30.5 亿元，同比增长 58%，显著高于收入增速；Non-GAAP 经营利润率 17.0%，同比上升 4.4pct，净利润 18.6 亿元，同比增长 45%，Non-GAAP 净利润 21.4 亿元，同比增长 50.9%、创历史新高，Non-GAAP 净利率 12.0%，同比上升 2.7pct；分费用项目看：原材料成本率同比+2.1pct，门店租金及其他运营同比+1.7pct，主要系新门店爬坡。销售及营销费用率 5.5%，同比+0.6pct，主因广告投放及推广加大。**配送费用率 10.0%**，同比-8.9pct，是费用端最显著的边际改善项，预计受益于订单结构自配送转向自提、叠加补贴高基数，目前已经回落至接近外卖大战前（24Q3）水平，后续仍有进一步回落空间；**管理费用率 6.0%，**同比+0.8pct，主要系公司股权激励、薪酬及研发投入增加。

图25：**瑞幸咖啡收入利润情况**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

后续看点：利润率有望修复先行，下沉与复购接力，茶饮及即饮打开长期空间

展望后续，我们认为公司基本面具备“短期利润率修复、中期增长接力、长期期权催化“的三重支撑，具体如下：

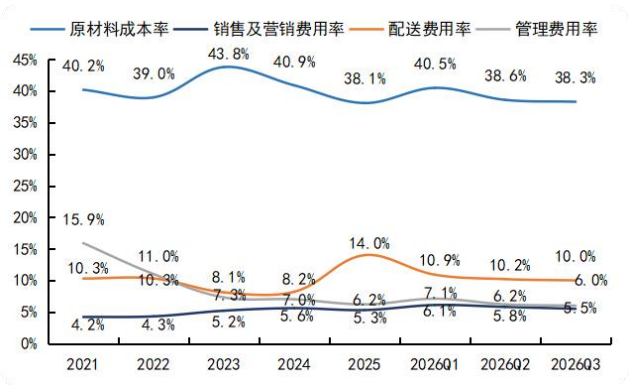
看点一，短期看同店修复及外卖占比回落带来的利润率修复弹性。2025 年外卖补贴大战期间，配送费用曾是利润表最大拖累项，而 2026Q3 修复加速：配送费用同比下降 38.1%至 17.89 亿元；占收入比重由上年同期的 18.9%降至 10.0%，较 2026Q2 的 10.2%进一步回落。公司财报披露，配送费用下降主要源于订单结构由外卖向自提明显切换。外卖收入占比已自 2025Q3 峰值持续下降，叠加履约效率优化带来的单均配送成本降低，利润率正处于修复通道。考虑到 2025Q3 为补贴力度最大的基数阶段，2026Q4 起同店增速与费用率改善有望形成共振，利润率修复斜率或进一步加快。

图26：**瑞幸咖啡同店情况**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27：**瑞幸咖啡成本及费用率**

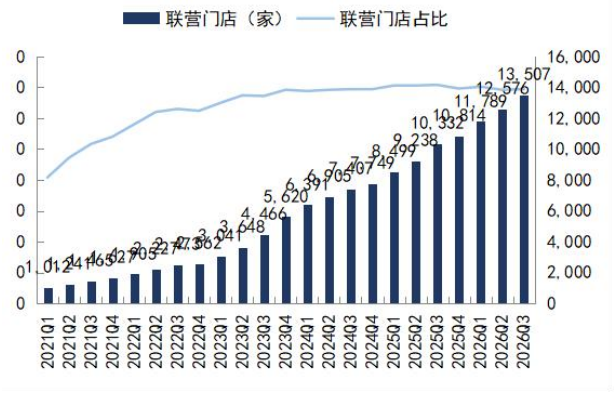


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

看点二，中期看“下沉市场“与“私域复购“的增长组合拳。门店扩张提供用户可及性：截至 2026Q3 末门店总数达 38909 家（其中联营门店 13507 家），同时低线城市现磨咖啡消费习惯正在养成。用户资产沉淀决定扩张质量：2026Q3 月均交易客户数达 1.23 亿，同比增长 9.6%，创历史新高；客户月均消费杯量亦达历史峰值。补贴退坡后用户留存与消费频次双升，验证会员私域体系（APP/小程序/企业社群）对补贴流量的沉淀能力。

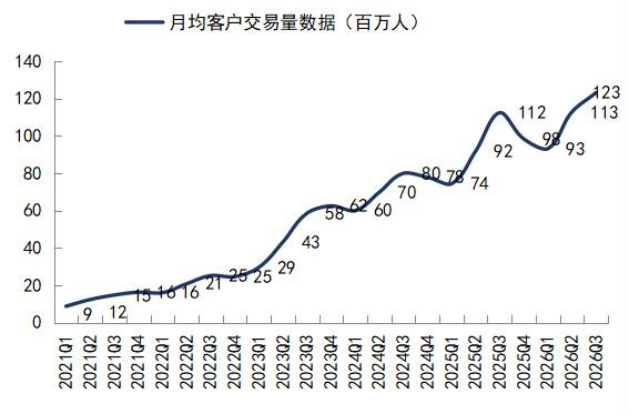
境内开店空间测算：中性情景约 5.1 万家，较当前尚有约三成空间。我们以城市线级常住人口乘以天花板渗透率（家/万人）自下而上测算瑞幸境内开店空间。截至 2025 年末，公司境内门店 30338 家，对应全国平均渗透率约 0.22 家/万人，但分线级渗透水平差异显著：一线城市已达 0.61 家/万人，新一线、二线分别为 0.40、0.29 家/万人，三线及以下仅 0.12 家/万人，高线加密与低线空白并存。天花板渗透率假设上，我们对渗透率基数较高的一线城市给予相对温和的抬升（保守/中性/乐观分别为 0.85/0.95/1.05 家/万人，较 2025 年末值提升 39%-72%），对低线城市给予更大弹性（三线及以下分别为 0.18/0.20/0.23 家/万人，较现值提升 56%-100%），加总得到境内开店天花板保守/中性/乐观约 4.6/5.1/5.7 万家。以 2026Q3E 境内门店 3.86 万家为基数，中性情景下尚有约 1.2 万家、约 32%的开店空间，且空间主要位于三线及以下城市，公司未来数年的开店重心预计将进一步向低线市场倾斜。

图28：**瑞幸咖啡联营门店数与占比**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29：**瑞幸咖啡月均客户交易量数据**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表8：**瑞幸咖啡境内开店空间测算**

城市线级	2025 末门店（家）	占国内比重	2026Q3E 境内门店（家）	常住人口大致体量（万人）	2025 渗透率（家/万人）	天花板渗透-保守	天花板渗透-中性	天花板渗透-乐观	天花板门店-保守	天花板门店-中性	天花板门店-乐观
一线（4 城）	5,077	16.7%	6,465	8,300	0.612	0.85	0.95	1.05	7055	7,885	8,715
新一线（15 城）	8,340	27.5%	10,619	21,000	0.397	0.60	0.65	0.70	12600	13,650	14,700
二线（30 城）	6,906	22.8%	8,794	24,000	0.288	0.45	0.50	0.55	10800	12,000	13,200
三线及以下	10,015	33.0%	12,752	87,000	0.115	0.18	0.20	0.23	15660	17,400	20,010
境内合计	30,338		38,630	140,300	0.216				46115	50,935	56,625

资料来源：人口统计公报、公司公告、窄门餐眼（2025 年末门店数及占比据此测算），国信证券经济研究所整理

注：渗透率即为每 1 万人拥有的门店数量

看点三：长期看茶饮、即饮与海外业务的期权价值。茶饮方面，公司 2024 年起

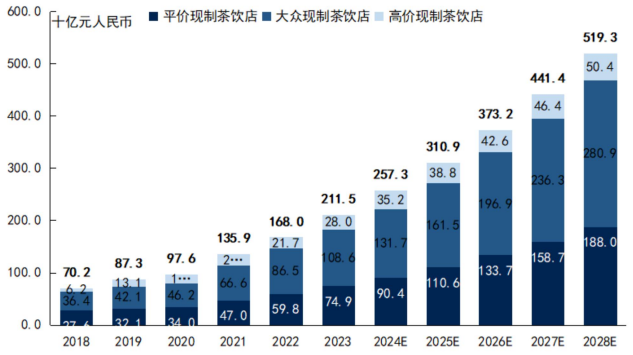
以“上午咖啡、下午茶“为产品战略，将轻乳茶打造为咖啡之外的第二品类：据公司披露，轻轻茉莉轻乳茶上市首月销量突破 4400 万杯，轻乳茶与咖啡共享奶基底、门店渠道与数字中台，复用的是会员私域而非鲜果供应链，以“加品类不加门店“的方式填充下午与晚间时段，既验证了咖啡品牌向茶饮延伸的可行性，也为收入增长提供了第二曲线。**即饮（RTD）方面，**瓶装产品已于 2026Q2 上线，依托品牌心智与近 5 亿累计用户向商超等零售渠道外溢，中期有望培育第二增长曲线。**海外方面，**截至 2026Q3 末海外门店达 279 家（新加坡 103 家、马来西亚 154 家、美国 22 家），美国市场自 2025 年中期进入后持续加密，若单店模型跑通，公司估值对标体系有望从国内现制饮品切换至全球咖啡连锁，打开估值天花板。

图30：**瑞幸咖啡海外门店数**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：**国内茶饮市场规模**



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

盈利预测：预计 2026-2028 年归母净利润分别为 51.0/64.9/74.8 亿元

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、收入预测：预计 2026-2028 年总净收入分别为 628.5/789.7/879.5 亿元，分别同比+27.5%/+25.7%/+11.4%。具体拆分详见后表。

2、成本费用率：预计 2026-2028 年原材料成本率分别为 39.0%/38.9%/38.8%，规模采购与产品结构优化带来小幅改善；门店租金及其他运营成本率分别为 23.6%/23.8%/24.0%，扩张放缓后新店占比下降、费用摊薄效应边际减弱；配送费用率自 2025 年外卖补贴大战高点回落至 10.2%/10.0%/10.0%的常态水平；销售费用率分别为 5.7%/5.6%/5.4%，管理费用率分别为 6.3%/6.0%/5.8%，规模效应下稳步摊薄；折旧摊销费用率约 3.2%/3.3%/3.3%，与门店扩张节奏匹配。

3、利润表现：预计 2026-2028 年营业利润分别为 75.0/96.8/111.5 亿元，营业利润率分别为 11.9%/12.3%/12.7%，配送费用率回落叠加经营杠杆释放，利润率逐年抬升；按 32.7%-33.0%有效税率计算，归母净利润分别为 51.0/64.9/74.8 亿元，分别同比+42.6%/+27.4%/+15.2%。

表9：瑞幸咖啡盈利预测（百万元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
产品销售收入	18,677.4	26,729.6	37,694.5	48,557.3	61,981.7	69,403.8
其中：自营门店收入	17,880.1	25,591.8	36,242.8	46,279.3	59,597.8	66,734.5
其中：其他产品及收入	797.3	1,137.8	1,451.7	2,278.0	2,383.9	2,669.4
联营门店收入	6,225.8	7,745.3	11,593.7	14,290.9	16,987.6	18,545.5
总净收入	24,903.2	34,474.9	49,288.2	62,848.2	78,969.3	87,949.3
总净收入“YoY%		38.4%	43.0%	27.5%	25.7%	11.4%
原材料成本	-10,892.3	-14,115.2	-18,821.2	-24,491.6	-30,743.4	-34,164.7
门店租金及其他运营成本	-5,167.6	-8,540.7	-11,241.9	-14,830.9	-18,778.9	-21,066.7
折旧与摊销	-604.6	-1,190.0	-1,557.5	-2,012.0	-2,640.7	-2,904.9
配送费用	-2,010.7	-2,821.1	-6,878.8	-6,422.4	-7,896.9	-8,794.9
销售及营销费用	-1,286.5	-1,920.3	-2,595.7	-3,572.9	-4,422.3	-4,749.3
一般及行政费用	-1,829.6	-2,420.4	-3,057.0	-3,935.7	-4,738.2	-5,101.1
门店开业前及其他费用	-109.8	-69.6	-85.4	-82.0	-66.1	-21.1
减值及其他	23.4	140.6	-15.5	-3.9	0.0	0.0
净利润	2,847.9	2,932.1	3,572.2	5,095.4	6,490.0	7,476.3

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表10：瑞幸咖啡收入预测（百万元）

科目	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
自营板块						
期末自营门店（家）	10,628	14,591	20,234	26,502	30,902	32,302
平均自营门店（家）	7,611	12,950	17,215	23,578	28,802	31,727
自营门店收入	17,880.1	25,591.8	36,242.8	46,279.3	59,597.8	66,734.5
自营单店年收入（万元/店/年）	234.9	197.6	210.5	196.3	206.9	210.3
联营板块						
期末联营门店（家）	5,620	7,749	10,814	14,060	16,273	16,978
平均联营门店（家）	3,812	6,847	9,338	12,577	15,210	16,688
联营单店年贡献（万元/店/年）	163.3	113.1	124.2	113.6	111.7	111.1
联营门店收入	6,225.8	7,745.3	11,593.7	14,290.9	16,987.6	18,545.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司估值：47.6-51.0 美元/ADS

考虑公司的业务特点，我们采用相对估值法来估算公司的合理价值区间。

规模与效率为根基，同店高基数消化+经营杠杆释放系核心看点。我们认为瑞幸核心竞争力在于数字化运营体系与规模采购构筑的成本优势、以及横向对比建设较为成熟的会员体系带来的持续复购。上游自建烘焙产能与全球直采锁定原料成本，下游以快取店模型实现低履约成本，近 4 万家门店的网络密度构成便利性壁垒。后续成长一看同店销售额及门店经营利润率修复，2026Q3 自营同店销售-11.1%预计主要系 2025 年外卖补贴大战高基数所致，但 7 月起跌幅逐月收窄，且配送费用

率同步回落至 10%左右，门店层面经营利润率已修复至 23.3%（同比+5.8pct），接近补贴战前水平，验证公司盈利模型的韧性；二看门店扩张与海外储备，2026-2028 年门店仍有扩张空间，新加坡、马来西亚、美国等海外市场已有 279 家门店、布局持续推进；三看股东回报，公司账面净现金约 109 亿元人民币（占市值约 16%），此轮截至 2026 年 8 月 31 日，已累计回购 2.87 亿美元并新批 5 亿美元回购计划。

相对估值：我们选取同属现制饮品赛道的蜜雪集团、古茗、霸王茶姬、沪上阿姨、星巴克作为估值参考，当前市值分别对应蜜雪集团、古茗、霸王茶姬、沪上阿姨、星巴克 2026 年 PE 估值为 11/15/10/9/34x，可比公司（剔除星巴克）2026E 均值约 10.8x，各公司之间估值差异主要受同店收入表现、门店扩张预期及上市地流动性等因素影响。

横向对比看，瑞幸咖啡最新收盘价 36.42 美元对应 2027E PE 约 10.7x，部分反映了 OTC 市场的流动性折价。我们给予其高于可比公司均值的目标估值，主要理由有四：

1）赛道龙头地位相对稳固，成长性优于可比。公司为现磨咖啡赛道龙头，门店网络数居行业第一；我们预测 2026-2028E 归母净利润复合增速约 21%，高于可比公司平均水平。

2）门店结构与可比公司有明显差异，补贴退坡后两者基本面位置差异较大。瑞幸以自营模式为主（2026Q3 自营门店占比约 65.3%），同店增速与费用率在外卖补贴退坡后进入修复通道，经营弹性体现于报表；其余可比品牌以加盟模式为主，同店及加盟业务需消化补贴退坡的冲击，简单套用可比公司当期均值倍数或低估瑞幸的修复弹性，故给予一定溢价。

3）海外市场打开估值想象空间。若美国等海外市场单店模型跑通，公司估值对标体系有望自国内现制饮品切换至全球咖啡连锁。

综合以上，我们给予 2027E 14-15x PE，对应 2027E EPS 约 3.40 美元（归母净利润 64.90 亿元、总股本约 2.86 亿 ADS、汇率 6.67），给予目标估值 47.6-51.0 美元/ADS，较现价（2026-11-12 收盘价 36.42 美元）仍有约 31%-40%空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表11：**可比公司估值表**

	代码	收盘价（原始币种）	总市值（亿元，人民币）	归母净利润（亿元人民币）			PE			评级
				2026E	2027E	2028E	2026EPE	2027EPE	2028E PE	
本土茶咖品牌										
蜜雪集团	2097.HK	173.80000	565.0	51	58	65	11	10	9	优于大市
古茗	1364.HK	23.84000	477.5	32	37	43	15	13	11	优于大市
霸王茶姬	CHA.O	13.51000	173.1	18	20	22	10	9	8	暂无评级
沪上阿姨	2589.HK	58.65000	52.8	6	7	8	9	8	6	优于大市
瑞幸咖啡	LKNCY.OO	36.41920	693.0	51	65	75	14	11	9	优于大市
平均							12	10	9	
百胜中国	9987.HK	388.80000	1,123.2	74	85	91	15	13	12	优于大市
平均							12	10	9	
星巴克	SBUX.O	107.26000	8,214.5	243	281	321	34	29	26	暂无评级
平均							15	13	12	

资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

注：蜜雪集团、沪上阿姨、瑞幸咖啡、百胜中国归母净利润为国信社服盈利预测

库迪咖啡：国内门店数第二的连锁咖啡专门品牌

库迪咖啡成立于 2022 年 10 月，是中国门店数第二的连锁咖啡专门品牌。

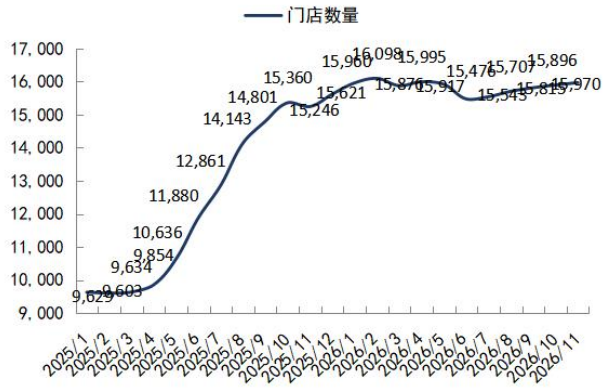
打法上，库迪以“极致低价+全联营”双轮驱动。价格端，公司自 2023 年起以“全场 9.9 元”发起价格战，并配套单杯最高 14 元的门店补贴政策；模式端，推行零加盟费、零品牌使用费的联营制（仅收取 5 万元保证金且可充当首笔货款），配合安徽当涂约 36 万平米的全球供应链基地与咖啡店、便利店、店中店多业态布局，实现轻资产高速扩张。

表12：**库迪咖啡 VS 瑞幸咖啡：加盟（联营）政策对比**

对比维度	库迪咖啡	瑞幸咖啡
合作模式	联营商模式	定向点位加盟、带店加盟、定点新合伙人招募（不定期开放）三种模式
加盟费及固定费	不收加盟费、品牌费、系统使用费、培训费	不收取任何加盟费用
保证金	5 万元/店，合同期满无违约可全额无息退还	5 万元，合同期限届满后全额退还
前期建店投入	30 ㎡约 25 万元；60 ㎡约 33 万元（另计设计费 0.2/0.5 万元、安装费 0.15 万元）	45 ㎡标准店：装修约 15 万元＋设备约 21 万元＋保证金 5 万元，合计约 41 万元（不含房租）
分成计费基准	先扣除“月房租＋1 万元”基准值，仅对超出部分收费	直接对“月商品毛利总额”分档，不扣房租
定价权	官方统一定价（五档），联营商按场景自行选择	官方统一定价
数字化与流量	智能化营销系统、公司集采、统一装修	统一广告投放、私域流量曝光、多渠道客户导流、全数字化运营管理
分期与优惠	首付 5 万元（含 2 台咖啡机）＋剩余 36 期免息；全款 9 折	12 期免息分期，首付低至 5.5 万元

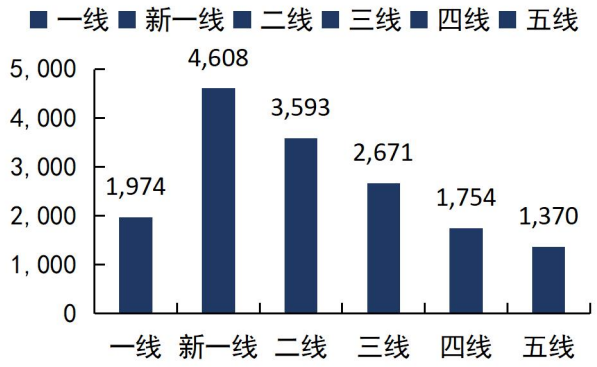
资料来源：库迪咖啡官网、瑞幸咖啡小程序，国信证券经济研究所整理

图32：**库迪咖啡门店数**



资料来源：极海数据监测，国信证券经济研究所整理

图33：**库迪咖啡门店城市分布**



资料来源：极海数据监测，国信证券经济研究所整理

古茗：茶饮跨界咖啡验证进度最快的样本

古茗是茶饮品牌咖啡化进程中推进最快的公司。2023 年正式跨界咖啡；2025 年明显加速：签约吴彦祖为咖啡品质合伙人并推出“全场咖啡 8.9 元”限时活动，截至 2025 年末超 1.2 万家门店配备咖啡机，全年推出 27 款咖啡新品；2026 年中期咖啡覆盖门店超 1.3 万家，单店日均咖啡出杯量达 90-100 杯、占门店总出杯量接近 20%，将咖啡营收占比目标由 10%-15%提升至 20%-25%，单店日均咖啡销量目标 120 杯。

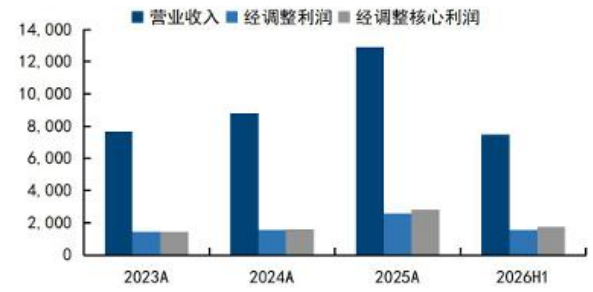
图34：**古茗咖啡业务拓展进程回顾**



资料来源：古茗伙伴大会，古茗点单小程序，国信证券经济研究所整理

咖啡第二曲线的展开依托于茶饮主业的经营基本盘。2025 年古茗实现收入 129.09 亿元（+46.9%）、经调整利润 25.75 亿元（+66.9%）；门店 13554 家（净增 3640 家），单店日均 GMV 约 7800 元，全年总 GMV327.32 亿元（+46.1%）；二线及以下城市门店占比 82%，乡镇门店占比升至 44%。咖啡对单店流水的增厚是单店 GMV 增长的重要贡献项之一。

图35：**古茗收入与利润**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图36：**古茗门店数**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

古茗咖啡化推进较快，核心在于既有能力与咖啡需求的匹配度。一是供应链的可复用性：24 个仓库、25.8 万㎡仓储、冷库库容超 7 万 m³、98%门店两日一配的冷链网络本为鲜果茶而建，**恰好匹配果咖所需的鲜果、鲜奶等短保原料；**古茗据此将水果元素注入咖啡，打造“苦尽柑来拿铁”“猫山王榴莲拿铁”等新鲜好喝的果咖爆款，把茶饮的原料优势转化为咖啡的产品差异化，形成与瑞幸“奶基底创新”不同的路径。**二是价格与场景的错位：**8.9 元定价自 10-15 元主战场下方切入，避开与核心价格带的正面冲突；门店 82%位于二线及以下城市，与瑞幸的高线密度网络错位竞争。**三是加盟参与门槛的设计：**咖啡机以分期付款方式推进，加盟商参与门槛低，设备覆盖率得以快速接近全部门店。**四是店型与时段的协同：**6.0 店型扩大堂食区、视觉风格向咖啡店靠拢，业绩表现明显优于五代店，计划 2026 年底由 4000 家扩至 1 万家；叠加早餐烘焙业务（2026 年 8 月计划向全国门店推广烤箱），咖啡与早餐共同填充早高峰时段。

表13：**古茗加盟政策调整回顾**

时点	加盟政策要点
2024 年	加盟费 9.88 万元一次性收取；单店总投资约 28.3 万元起（运营服务费约 3 万元、培训费约 2－2.5 万元、设备约 10－13 万元、含装修全口径）
2025 年 2 月	首年启动资金降至 23 万元；新商加盟费首年免缴（1 年后可申请延期 6 个月，退出不追缴）；设备首付 3 万元、余款分期（咖啡机 1.5 万元押金分 24 期）；老商同商圈增店减免 8.88 万元；明确拒绝纯投资型加盟商、要求老板在店经营
2026 年 1 月	维持 23 万元起；9.88 万元加盟费改分 3 年支付（首年 0 元）；2026 年 5 月 31 日前，老商同商圈新签减免 8.88 万元加盟费，另提供 5 万元大店装修补贴，引导门店向“六代大店”升级
2026 年 9 月	加盟费改为 1.5 万元/年按年收取；设备首付 65%、余 35%分 24 期无息；新增闭店补贴（5 万/3.5 万元）；二手设备准入管理

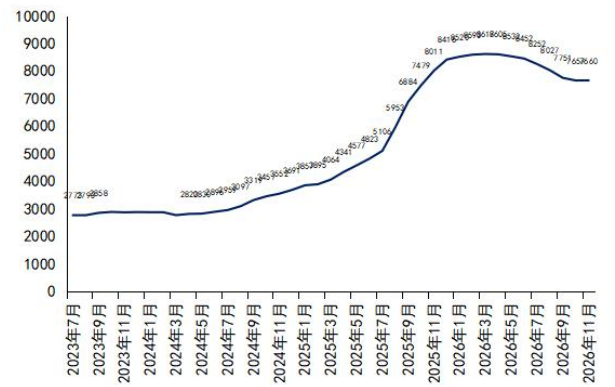
资料来源：古茗加盟之家、赢商网、国信证券经济研究所整理

蜜雪集团：主品牌与幸运咖双轨卡位 10 元以下价格带

蜜雪集团是国内咖啡市场布局最广泛的集团玩家之一，以“独立品牌+主品牌新增 SKU“双轨推进。幸运咖独占 10 元以下价格带：据窄门餐眼（截至 2026 年 11 月），幸运咖在营门店 8022 家、客单价 7.67 元，样本内 10 元以下价格带仅此一家规模玩家。主品牌侧，蜜雪冰城 2026 年 3 月起将门店内长期在售的咖啡由滴滤体系升级为现磨：以 10 亿元专项资金补贴加盟商引入全自动咖啡机，咖啡豆升级为 30 天短保鲜烘豆、牛奶与椰乳升级为冷链鲜奶与生椰乳，经典美式 5 元、生椰拿铁 10 元、鲜奶拿铁 12 元的平价定价保持不变；截至 2026 年 6 月末，全自动咖啡机已覆盖超 6000 家主品牌门店。升级前咖啡已是主品牌的长销品类，2025 年上半年全国门店合计售出超 2 亿杯。**从验证进度看，主品牌咖啡升级的试点反馈**

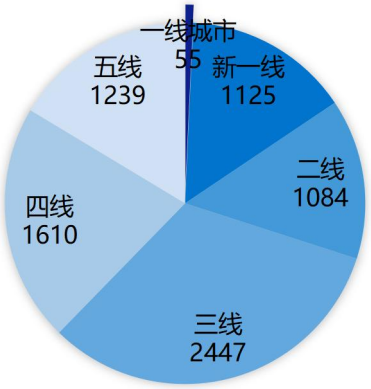
积极：郑州试点门店的日店均咖啡销量较常规门店提升约 90%、日店均咖啡营业额提升约 120%，个别门店日销近 170 杯；幸运咖 2026 年已主动转向“提质增效”。

图37：**幸运咖门店数量**



资料来源：极海数据监测、国信证券经济研究所整理

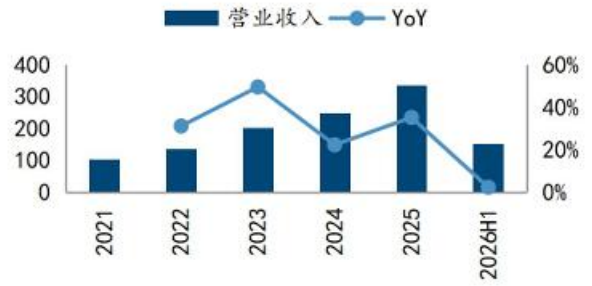
图38：**幸运咖门店城市等级分布**



资料来源：极海数据监测、国信证券经济研究所整理

双轨布局背后是集团的供应链基本盘。2025 年蜜雪集团实现收入 335.6 亿元（+35.2%）、净利润 59.3 亿元（+33.1%），全球门店 59823 家（净增约 1.33 万家）。**蜜雪冰城的咖啡布局本质是将供应链与加盟体系向相邻品类延伸：**咖啡与茶饮共享奶基底、糖浆、杯材、冷链与标准化操作，对既有门店网络而言是增加一个长销 SKU 而非新增一套体系。

图39：**蜜雪集团收入表现**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

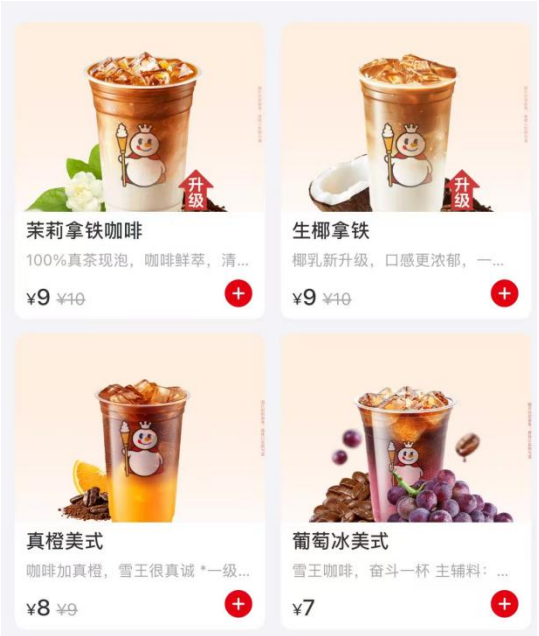
图40：**蜜雪集团归母净利润及归母净利率**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

另一方面，这一双轨分工正在经历重构。原有分工下，蜜雪冰城以茶饮为核心、咖啡为菜单补充，幸运咖专注 5-10 元平价现磨、承接下沉市场的专业需求，与瑞幸（客单价 14.47 元）形成价格错位，竞争参照系更多是便利店咖啡与无人点位。但 9.9 元价格战期间幸运咖的低价优势遭遇挑战，同时 2025 年外卖大战推动下快速开店又部分加剧了对单店订单的稀释，综合极海数据监测、36 氪未来消费等多方消息，2026 年年内幸运咖门店数量已出现了下滑。

图41：**蜜雪冰城拿铁产品价格带**



资料来源：蜜雪冰城小程序界面，国信证券经济研究所整理

图42：**幸运咖拿铁价格带**



资料来源：幸运咖点单小程序界面，国信证券经济研究所整理

目前一个可能的重构方向是“幸运咖向上、主品牌向下“的换位。一方面，幸运咖自 2026 年 3 月起推进“升咖”：向 10-16 元价格带迁移、常温奶更换为鲜奶、升级门店形象并更换代言人，10 月起向在营门店免费投放价值约 7.5 万元的全自动咖啡机。另一方面，蜜雪冰城主品牌自 3 月起在山东、山西门店推出现磨咖啡（定价 6-10 元）并加速全国铺开，恰好接管幸运咖原有价格带。双轨分工可能由此从“品牌分品类”转向“主品牌以 SKU 逻辑做低价渗透、幸运咖以品牌逻辑上攻专业现磨”。

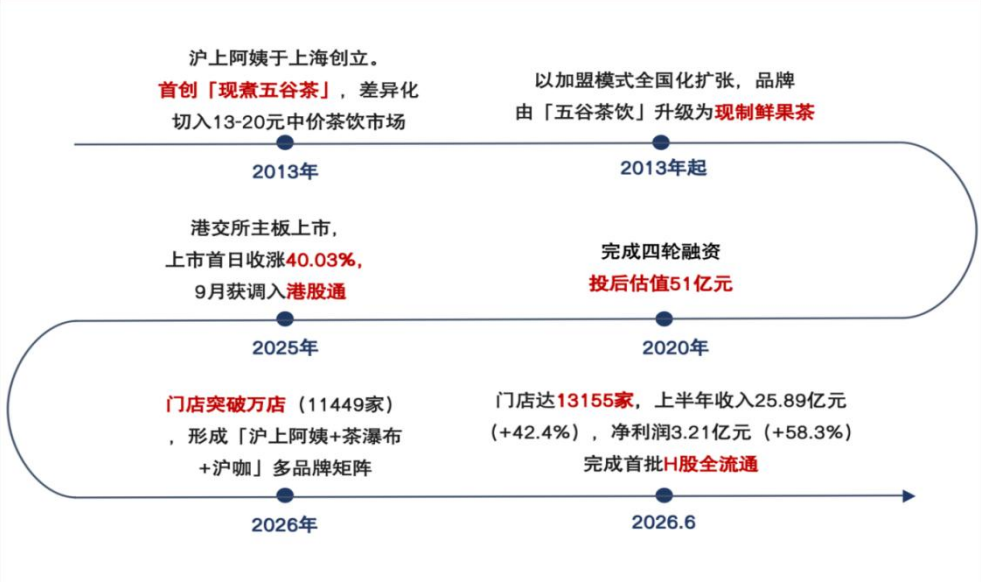
从行业视角看，蜜雪咖啡组合的调整说明，茶饮品牌跨界咖啡并不是供应链复用即可自然成章的事情。咖啡与茶饮虽共享奶基底、糖浆与设备，但品类属性存在本质差异：咖啡有从种植、烘焙到萃取的一整套专业标准与分级体系，消费者对其“专业度”有独立心智。从集团视角看，目前看咖啡线面临挑战，但此次换位更宜理解为咖啡组合的战略重排，而非对咖啡战略的全盘否定。建议关注后续幸运咖调整成效。

沪上阿姨：北方密度构筑差异化壁垒，冬季催化与第二曲线接力

一、公司历程：从“五谷茶饮”差异化起家到多品牌平台

沪上阿姨公司成立于 2013 年，逐步形成覆盖平价、中价茶饮和咖啡的多品牌概念。2013 年沪上阿姨首家门店在上海开业，彼时品牌主打适合冬季热饮的五谷奶茶，受到北方市场欢迎，以此沪上阿姨迈开在中国北方地区扩张的步伐，同年 11 月公司成立。2019 年，为适应国内消费者的需求，沪上阿姨开始提供鲜果茶，由此价格带扩充为 7-22 元。**2022 年，公司进一步在沪上阿姨门店中推出咖啡新品牌“沪咖“**，主打“东方拿铁“等咖啡拿铁、茶拿铁、茶咖拿铁等，价格带为 13-23 元。2023 年，公司进一步加强下沉市场布局，推出平价茶饮品牌（价格带 2-12 元）的沪上阿姨·轻享版，**并于 2024 年 3 月起推广轻享版 2.0“茶瀑布“”。**综合来看，为积极应对现制茶饮消费需求分散等背景，公司曾形成 3 大品牌概念，分别对应中价茶饮、现制咖啡、平价茶饮，发展布局全面。**2026 年起沪咖并入主品牌。**

图43：**沪上阿姨历史沿革**

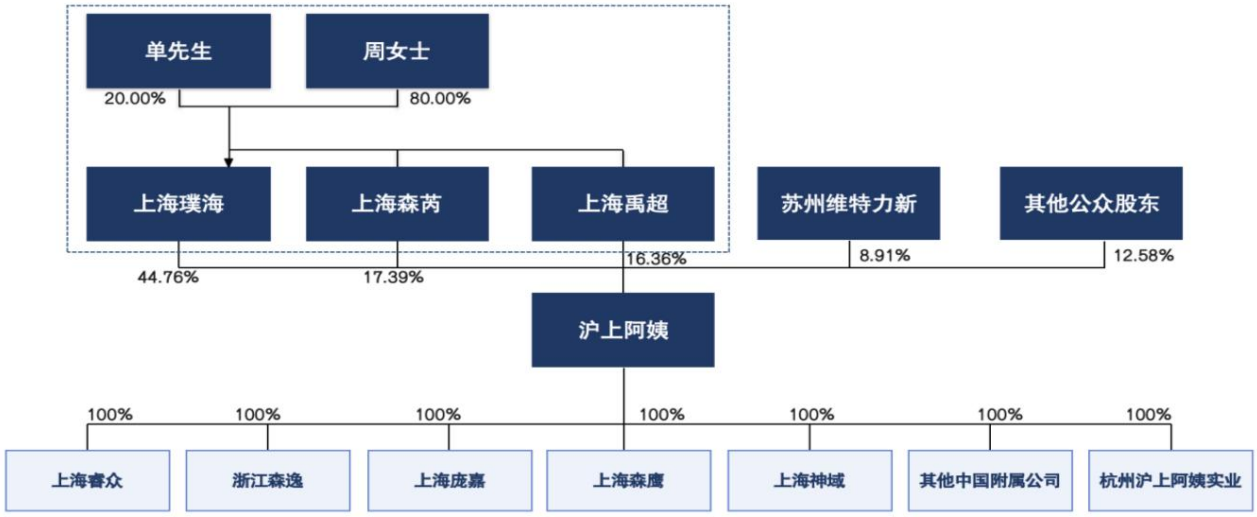


资料来源：沪上阿姨公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

二、管理层与股权：创始人夫妇高度控股

股权结构：创始人周女士及单先生组成的一致行动人，为公司实际控制人。本次全球发售完成后，公司第一大股东为上海璞海，拥有 44.76%股权，公司创始人周女士及单先生分别持有上海璞海 80%、20%股权，此外周女士、单先生持有上海森芮权益，单先生持有上海禹超权益，周女士与单先生为一致行动人，为公司实际控制人。

图44：**沪上阿姨股权结构**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

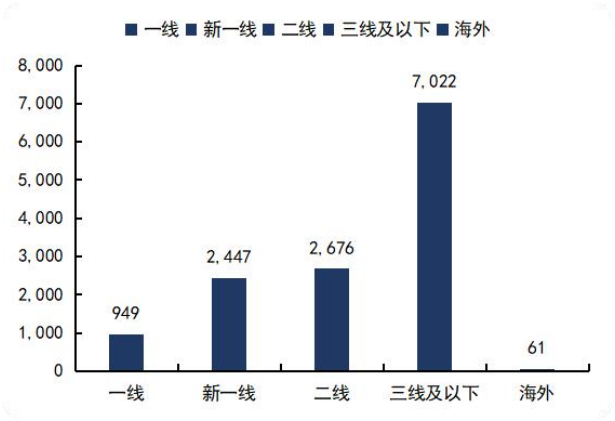
截至 2026 年 7 月，公司已完成首批 H 股全流通，3525.6 万股境内未上市股份转换为 H 股并于 7 月 23 日上市流通，H 股占总股本比例升至 90.0%，剩余内资股仅占 10%。

三、门店与扩张：门店数突破万店，北方密度是差异化壁垒

沪上阿姨已成为门店数第三大的现制茶饮品牌，且是行业头部中仍保持较快扩张的一家。截至 2026 年 6 月末，公司全球门店达 13155 家，较 2025 年末净增 1706 家、同比增长 39.4%，门店体量领先第四名逾 4000 家，与蜜雪集团（约 6.4 万家）、古茗（14351 家）共同构成门店规模的第一梯队。行业背景上看，全国茶饮门店总数已见顶回落，公司仍以近 40%的速度逆势开店，头部集中的趋势下份额向公司倾斜。扩张的同时网络质量在改善：2026 年上半年闭店率降至 4.2%。三线及以下城市门店占比升至 53.4%。

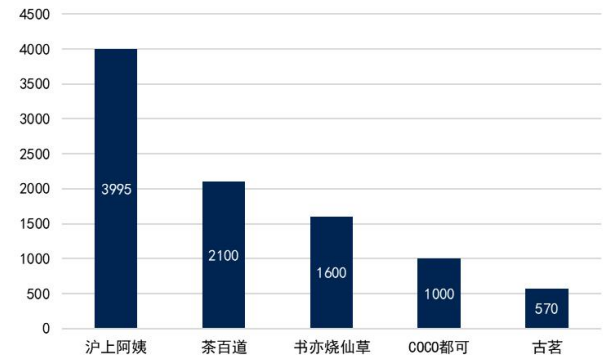
北方市场密度是沪上阿姨区别于其他上市茶饮品牌的另一核心特征。按门店总数计，公司为北方中价现制茶饮第一品牌（灼识咨询），2024 年北方门店占比 52.1%，门店最多的省份为山东（超千家），京津冀合计超千家，而浙江、福建等茶饮重镇仅两三百家，上海大本营亦不足百家。这一分布既是品类选择的结果（五谷奶茶天然适合热饮，适配北方漫长冬季），也是主动加密打法的产物。供给侧看，南方头部品牌向北渗透的意愿与能力有待提升，北方中价带潜在市场容量与低品牌覆盖，为沪上阿姨留出了结构性空间。代价是北方鲜果茶消费弱于南方，产品结构上更倚重谷物基与奶基品类，这构成其产品差异化的另一面。

图45：**沪上阿姨最新门店结构**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图46：**按 2023 年门店数计前五大中价茶饮品牌北方门店数**



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

咖啡业务方面，沪咖于 2023 年以店中店形式启动，2024 年曾推进独立运营并试水加盟（客单价 14.06 元、属 10-15 元主价格带，据窄门餐眼），一度为公司三大品牌之一；2026 年起公司不再单独运营沪咖，半年报品牌组合已变更为“以沪上阿姨和茶瀑布为主“，咖啡并入主品牌菜单，路径上完成“店中店—独立品牌—回归主品牌“。

回归主品牌后，公司咖啡打法可以概括为“低价锁频+专业叙事”。价格端以 8.9 元起的会员价美式和次卡促销切入日常刚需与复购，品质端则采用 IIAC 金奖配方阿拉比卡豆与瑞士进口全自动咖啡机，强化专业叙事。2026 年 10 月公司进一步将部分门店升级为“现磨咖啡臻选店”，咖啡豆与设备全线升级而折后单价仍稳定在 4.9-10.9 元，即品质升级不提价。据小食代，截至 2025 年底超 85%门店配备现磨咖啡机、2026 年上半年 9000 余家门店完成设备升级，咖啡杯量占比稳定在 10%以上、部分试点省份超 15%；场景上绑定早餐与全时段经营，2026 年 10 月伙伴大会进一步升级为“全时茶咖食“战略，生椰系列、小黄油系列已成为稳定复购单品。公司未单独披露咖啡收入占比，咖啡现阶段更多承担拓宽品类（扩充触达客户）、填充时段、提升坪效的补充角色。

表14：**沪上阿姨·沪咖价格带调整与演进**

阶段	时间点	价格带	备注
店中店阶段	2023 年初	菜单 9-18 元，年内调至 6.6-13.9 元	鲜果咖啡定位，定价高于当时主流平价咖啡
独立运营	2024 年	沪咖加盟定价 10-15 元；独立店“沪咖·东方拿铁“13-23 元、均价 19 元	招股书品牌口径 13-23 元
回归主品牌·整合期	2025 年	未升级门店“咖啡·鲜萃“8 款、15-23 元；升级门店“金奖豆·咖啡“13 款、9-21 元	产品线分化，升级店性价比更突出
臻选店/全时茶咖食	2026 年	折后稳定在 4.9-10.9 元	IIAC 金奖豆+瑞士 Franke 机，品质升级不提价

资料来源：小食代、Foodtalks，国信证券经济研究所整理

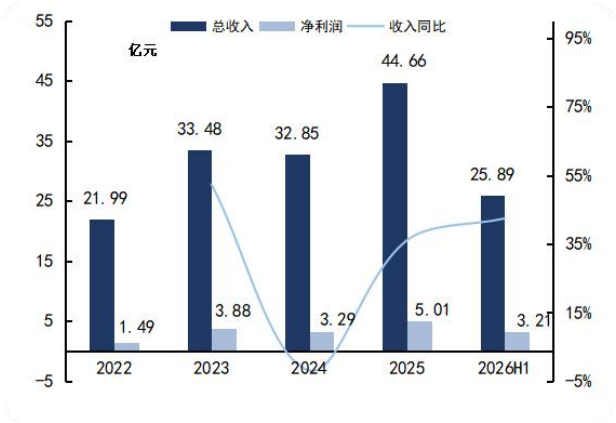
四、财务分析：高增长的成色与结构

业绩方面，沪上阿姨 2026 年上半年实现收入 25.9 亿元、同比+42.4%，延续上市以来高增态势；期内利润 3.2 亿元、同比+58.3%，经调整利润 3.5 亿元、同比+41.6%。收入增长主要由门店网络扩张贡献，截至 2026 年 6 月末全球门店 13155 家、同比+39.4%，与收入增速基本匹配，单店收入同比稳中有升。盈利端，上半年毛利率 31.6%、同比基本持平；表观净利率 12.4%、同比提升 1.2pct，而经调整净利率同比基本持平，表观利润增速高于经调整口径，主要与上年同期含上市相关一次性开支、基数较低有关。

收入结构：2026 年上半年向加盟商销售货品 20.83 亿元（占 80.4%，同比+41.6%），加盟服务收入 3.97 亿元（占 15.3%，同比+40.3%），自营店收入 0.46 亿元（同比+94.2%），加盟相关业务合计超 95%（2025 年全年：向加盟商销售货品 36.17 亿元、占 80.9%，加盟服务收入 6.90 亿元、占 15.5%，合计超 96%）。

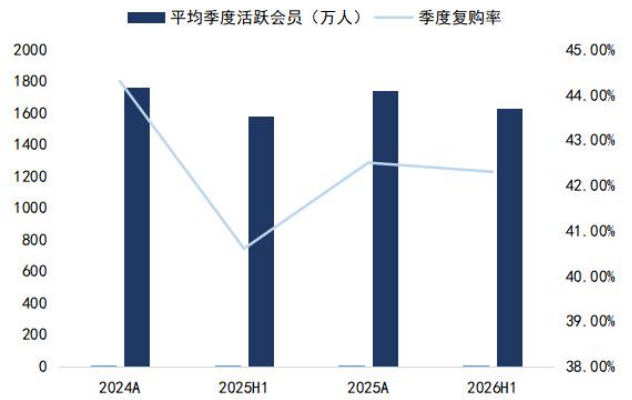
运营指标方面，截至 2026 年 6 月末微信小程序注册会员约 1.70 亿，平均季度活跃会员 1630 万，季度复购率 42.3%。

图47：**沪上阿姨收入与净利润**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图48：**沪上阿姨平均季度活跃会员及季度复购率**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表15：**公司品牌门店经营情况**

		2022	2023	2024
沪上阿姨	总 GMV（千元）	6067897	9677245	10521824
	yoy		59.5%	8.7%
	单店 GMV（千元）	1500	1561	1399
	yoy		4.1%	-10.4%
	订单均价（元）	27	26	26
沪咖	总 GMV（千元）	77.00	37570.00	43687.00
	yoy		48692.2%	16.3%
	单店 GMV（千元）	112.00	52.00	42.00
	yoy		-53.6%	-19.2%
	订单均价	26.00	32.00	30.00
轻享版	总 GMV（千元）	-	17031.00	170841.00
	yoy	-		903.1%
	单店 GMV（千元）	-	700.00	626.00
	yoy	-		-10.6%
	订单均价（元）	-	15	15
全部品牌	总 GMV（千元）	6067973	9731846	10736352
	yoy	-	60.4%	10.3%
	单店 GMV（千元）	1500	1559	1370
	yoy		3.9%	-12.1%
	订单均价（元）	27	26	25

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

五、后续看点：短期看冬季暖饮催化，中长期看咖啡与茶瀑布的第二曲线

看点一（短期）：冬季暖饮旺季是公司的季节性催化，北方布局进一步放大这一优势。公司以现煮五谷茶起家，血糯米、红豆、青稞等谷物基产品最适合热饮，招股书明确将“暖饮适配”列为公司深耕北方市场的原因之一；冬季养生品类已验证暖饮心智，2024 年冬季推出的胶原红枣奶茶、山药茯苓茶等产品首月销量突破 1200 万杯（据招股书及媒体报道）。北方门店占比约 52%、冬季漫长，公司的暖饮销售旺季显著长于南方市场；季节结构的错位使公司的旺季与竞品的淡季重叠。2026Q4-2027Q1 有望出现“旺季动销+基数走低、门店质量修复”的共振。

看点二（中长期）：咖啡与茶瀑布构成第二曲线组合，分别贡献品类弹性与价格

带下沉。咖啡方面，沪咖并入主品牌菜单后，依托北方万店渠道广度与早餐、下午时段场景渗透，短期承担品类丰富度与坪效功能。茶瀑布方面，该品牌 2024 年 3 月推出，定位 10 元以下平价国风轻乳茶（客单价 2-12 元），补齐主品牌 13-20 元中价带下方的空白，与沪咖共同形成全价格带、多品类矩阵；茶瀑布共享集团供应链与加盟体系，招股书披露门店 395 家（2025 年 4 月），据联商网，2025 年 10 月签约门店突破 1000 家、月均拓店超 100 家（签约口径），是集团内扩张最快的业务线。其切入平价市场，差异化在于国风定位与主品牌供应链复用；能否在平价带建立独立心智而非沦为主品牌的价格带防御工事，需跟踪其单店模型与闭店表现。

表16：**茶瀑布与主品牌单店模型对比**

	茶瀑布	沪上阿姨主品牌
定位价格带	2-12 元轻乳茶	7-22 元鲜果茶
单店日均 GMV（元——测算值）	1717	4742
单店年 GMV（万元）	61.8	170.7
日均杯量	213	346
客单价（元/杯、单）	8.1	13.7
初始投资（万元）	14（测算）	20
加盟商净利率（终端口径）	14%-15%	14-15%
静态回收期（月）	12-18 个月	

资料来源：窄门餐眼，加盟中心，国信证券经济研究所整理

盈利预测：预计 2026-2028 年归母净利润分别为 6.18/7.18/8.27 亿元

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、收入预测：预计 2026-2028 年收入分别为 54.45/62.14/70.56 亿元，分别同比+21.9%/+14.1%/+13.5%。公司收入以加盟业务为核心，向加盟商销售货物（食材、包材、设备等）是第一大收入来源，预计分别为 43.67/49.89/56.39 亿元，分别同比+20.8%/+14.2%/+13.0%，增长核心驱动为门店网络扩张，下沉市场为扩张主战场，门店质量改善支撑订货收入的持续性。加盟服务收入预计分别为 8.31/9.48/10.71 亿元，分别同比+20.4%/+14.1%/+13.0%，随门店数及单店管理服务费稳步增长。自营店收入预计分别为 1.05/1.29/1.44 亿元，主要为样板店及品牌展示；其他收入预计分别为 1.41/1.48/2.01 亿元，2027 年增速放缓与门店扩张节奏及低基数效应有关，2028 年随品牌势能增强恢复较快增速。

2、成本费用率：预计 2026-2028 年毛利率维持在 31.5%左右，供应链纵深（自建产能、全国仓配）与规模效应对冲原材料波动，盈利空间更多让渡门店以巩固加盟体系。销售及营销费用率分别为 11.4%/11.3%/11.2%，公司处于品牌势能投入期，费用率维持高位但随收入放量小幅摊薄；行政费用率分别为 3.8%/3.5%/3.4%，随收入规模扩大持续摊薄；研发费用率稳定在 1.3%左右，数字化与食安管控投入持续。

3、利润表现：预计 2026-2028 年归母净利润分别为 6.18/7.18/8.27 亿元，分别同比约+23.4%/+16.2%/+15.2%，净利率分别为 11.4%/11.6%/11.7%，规模效应下稳步抬升。

表17：**沪上阿姨收入预测**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
向加盟商销售货物	2,632,201	3,616,601	4,367,076	4,989,013	5,638,993
YoY		37%	21%	14%	13%
加盟服务收入	537,066	690,394	830,856	947,913	1,071,409

YoY		28.5%	20.3%	14.1%	13.0%
自营店收入	49,364	55,658	105,192	129,294	143,995
其他收入	65,945	102,991	141,418	148,243	201,153
收入合计	3,284,576	4,465,644	5,444,542	6,214,462	7,055,549
收入同比	-1.9%	36.0%	21.9%	14.1%	13.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表18：**沪上阿姨成本费用预测**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利	1,027,319	1,404,229	1,717,690	1,957,556	2,222,498
毛利率	*31.3%*	*31.4%*	*31.5%*	*31.5%*	*31.5%*
销售及营销开支	394,111	504,205	621,549	702,807	790,731
销售及营销费用率	*12.0%*	*11.3%*	*11.4%*	*11.3%*	*11.2%*
行政开支	174,890	205,777	209,317	220,327	239,889
行政费用率	*5.3%*	*4.6%*	*3.8%*	*3.5%*	*3.4%*
研发开支	51,865	53,353	69,320	77,681	88,194
研发费用率	*1.6%*	*1.2%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司估值：80.7 港元/股

考虑公司的业务特点，我们采用相对估值法来估算公司的合理价值区间。

加盟模式绑定门店利益，下沉市场密度+供应链纵深系核心看点。沪上阿姨的核心竞争力在于：商业模式上，收入主要来自加盟商持续订货而非一次性加盟费，总部与门店利益长期绑定，门店网络的健康度直接决定收入质量；渠道上，三线及以下城市门店占比 53.4%，同时北方市场拓展已有成效，在中价现制茶饮的下沉市场具备先发密度与供应链覆盖优势；运营上，2026H1 闭店率降至约 4.2%，验证单店模型与加盟商盈利状况的改善。后续成长一看门店网络的量质齐升，2026H1 净增 1706 家，全年预计保持较快拓店节奏；二看海外与新品牌曲线，海外门店已增至 61 家，2026 年首进英国、澳大利亚、印尼，"沪上阿姨+茶瀑布"的多品牌矩阵打开客群边界；三看股东回报，公司 2026 年中期每股派息 2.0 元（含税），当前股息率（TTM）约 5.4%，有望增强投资偏好。

相对估值：我们选取同属现制饮品赛道的蜜雪集团、古茗、霸王茶姬、瑞幸咖啡、星巴克作为估值参考，当前市值分别对应蜜雪集团、古茗、霸王茶姬、瑞幸咖啡、星巴克 2026 年 PE 估值为 11/15/10/14/34x，可比公司（剔除星巴克）2026E 均值约 12.01x。

横向对比看，沪上阿姨 11 月 12 日收盘价 58.65 港元对应 2027E PE 约 7.3x，低于可比公司均值。考虑到公司 2026H1 闭店率降至约 4.2%、加盟商质量与门店结构同步改善、开店速度居板块前列，且当前股息率（TTM）约 5.4%，我们认为基本面改善的方向相对明确，估值具备向板块中枢回归的基础，我们给予 2027E 10x PE，对应 2027E EPS 约 8.07 港元（预测归母净利润 7.18 亿元、总股本约 1.05 亿股、汇率约 1.18），合理价值 80.7 港元/股，较现价仍有约 37%空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表19：**可比公司估值表**

	代码	收盘价（原始币种）	总市值（亿元，人民币）	归母净利润（亿元人民币）			PE			评级
				2026E	2027E	2028E	2026EPE	2027EPE	2028E PE	
本土茶咖品牌										
蜜雪集团	2097.HK	173.80000	565.0	51	58	65	11	10	9	优于大市
古茗	1364.HK	23.84000	477.5	32	37	43	15	13	11	优于大市
霸王茶姬	CHA.O	13.51000	173.1	18	20	22	10	9	8	暂无评级
沪上阿姨	2589.HK	58.65000	52.8	6	7	8	9	8	6	优于大市
瑞幸咖啡	LKNCY.OO	36.41920	693.0	51	65	75	14	11	9	优于大市
平均							12	10	9	
百胜中国	9987.HK	388.80000	1,123.2	74	85	91	15	13	12	优于大市
平均							12	10	9	
星巴克	SBUX.O	107.26000	8,214.5	243	281	321	34	29	26	暂无评级
平均							15	13	12	

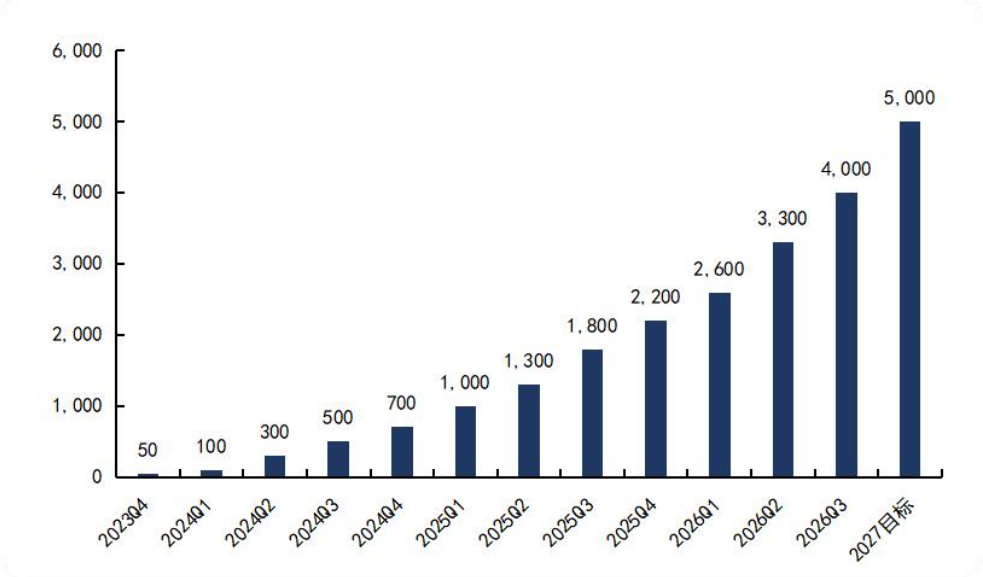
资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

注：蜜雪集团、沪上阿姨、瑞幸咖啡、百胜中国归母净利润为国信社服盈利预测

肯悦咖啡：咖啡“店中店“形态中体量最大的样本

肯悦咖啡是百胜中国依托肯德基门店网络孵化的平价咖啡品牌，也是“店中店“扩张形态中体量最大的样本。肯德基 2014 年启动门店现磨咖啡业务，2022 年开出首家独立门店，2023 年品牌独立并定名肯悦咖啡（KCOFFEE），此后依托“肩并肩“模式快速放量：门店数由 2024 年初约 50 家增至 2024 年底 700 家、2025 年底 2200 家，2026 年三季度末超过 4000 家，居行业第六；管理层已将 2027 年底门店目标锁定 5000 家。据小食代数据，销售口径，2024 年肯德基体系售出咖啡 2.5 亿杯（+30%），肯悦咖啡 2025 年销售额约 10 亿元，2026 年预计翻倍至约 20 亿元。

图49：**肯悦咖啡门店数**



资料来源:百胜中国公司公告，国信证券经济研究所整理

肯悦模式的核心载体之一是“肩并肩”，扩张的护城河建立在母公司既有能力之

上。门店依托肯德基既有餐厅开设，与母店共享后厨设备、员工、供应链与会员体系，单店成本较传统咖啡店较低。从利润结构看，肯悦对百胜中国的价值不止于咖啡收入本身，其也是对存量门店资产的时间与产能变现：房租与人工已由母店承担，早餐与下午茶时段的闲置产能被重新激活。

跨界咖啡品牌小结

本轮跨界潮的本质，是供应链、运营与门店网络建设已有积累的餐茶饮集团，将成熟能力向基础尚薄的咖啡品类外溢。连锁餐茶饮行业中，茶饮与餐饮公司经过十余年发展，在产品标准化、加盟体系、供应链纵深与门店运营上已形成可复用的能力基础，头部品牌完成万店级网点布局，自建产能与全国仓配体系趋于成熟，门店运营 SOP 与加盟商管理已经历多年检验。现磨咖啡则是近十年才快速渗透的品类：风味化产品（如生椰拿铁）大幅降低了尝鲜门槛、推动大众渗透加速，但咖啡豆全球定价、烘焙环节资本密集，具备自主烘焙能力的品牌寥寥；加盟扩张虽已高速启动，但单店模型与加盟商盈利状况尚未经过完整周期验证。能力基础的落差决定了本轮跨界的外溢方向：由基础较厚的一方输出成熟能力模块（供应链、加盟体系与门店运营）。

跨界的实际成本取决于既有能力的可复用度，据此可分为三类模式：1）双轨平台型，以蜜雪集团为代表：专业咖啡需求由幸运咖承接，主品牌门店以菜单级渗透覆盖长尾需求，供应链与加盟商体系绝大部分复用。**2）单品牌第二曲线型，以古茗、沪上阿姨为代表：**以门店 SKU 级渗透切入，咖啡机分期付款推动设备快速全覆盖。**3）生态复用型，以肯悦咖啡为代表：**依托母公司门店、供应链与会员资产直接变现，边际拓店成本显著低于独立品牌。逻辑参照系是瑞幸咖啡：其咖啡主业已基本具备成熟的能力基础，向茶饮延伸（轻乳茶系列填充下午与晚间时段）本质上是成熟主业能力的时段复用，外溢的同样是已成熟的能力模块。

供应链可复用度对比的核心结论是：可复用的是物流与运营体系，不可迁移的是烘焙产能与萃取设备。因此，跨界的边际成本优势集中在"物流与运营"而非"原料与设备"。在 10 元上下的平价带，复用度可以形成有效竞争；在更高价格的精品带，咖啡豆品质与烘焙能力构成独立壁垒，供应链复用的价值有限。对应到标的，平价带的复用逻辑主要利好古茗、沪上阿姨、蜜雪集团与百胜中国（肯悦咖啡）等；精品带的独立壁垒则意味着，本轮跨界咖啡暂难直接对星巴克及本土精品连锁形成直接冲击，但亦有可能进一步挤压精品价格带的品质叙事。

表20：**本轮茶咖跨界谱系图**

形态	代表品牌	依托母业务资源	边际拓店成本	主价格带（约）
菜单级渗透	古茗、茶百道、蜜雪冰城	现有门店、原品牌受众、会员与营业时段	低（单台设备、可分期）	5-12 元
柜台/店中店	肯悦咖啡、沪咖、麦咖啡、7-Eleven coffee	母品牌网点、仓配与会员与场景	低（吧台改造）	10-25 元（套餐折后更低）
独立子品牌	幸运咖（蜜雪集团）、鸳央咖啡（茶颜悦色）	集团供应链、加盟商招募与仓配	中（加盟商出资为主）	5-15 元
双轨平台	蜜雪集团（幸运咖+主品牌）、百胜中国（肯悦咖啡+Lavazza）	集团绝大部分供应链与销售打法体系	—（①+④组合）	5-20 元
反向跨界	瑞幸咖啡（轻乳茶系列）、库迪咖啡（茶饮延伸）	成熟咖啡门店网络与供应链	低（无新增物业）	

资料来源：红餐网、国信证券经济研究所整理

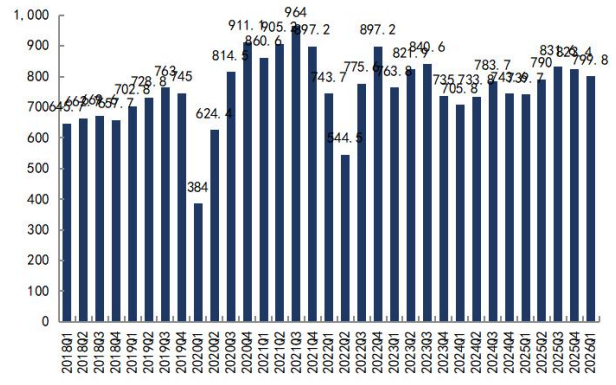
高端体验品牌：场景溢价与稀缺体验的现金流韧性

本章覆盖 30 元以上价格带的体验型玩家：星巴克中国代表“规模化场景”形态，蓝瓶咖啡与 Grid Coffee 代表“品牌稀缺性“形态。两类形态的共性在于利润来自体验与品牌定价权、不与平价带打价格战。

星巴克中国：第三空间的护城河仍在，商业模式切换进行时

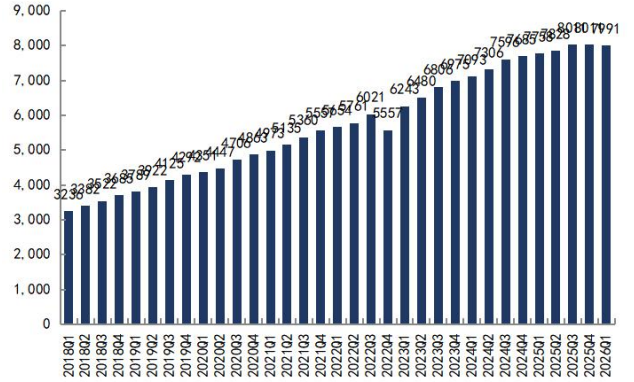
星巴克中国的护城河核心在于体验：消费者支付的溢价中，空间使用价值与品牌心智占相当比重。公司 1999 年以授权经营模式进入内地（与北京美大、上海统一、美心合作），2003-2017 年陆续回购股权，2017 年以约 13 亿美元收购上海统一星巴克剩余 50%股权、实现全国直营，单店估值约 1348 万元（对应华东约 1300 家门店，其中上海近 600 家）。截至 2026 财年 Q1 末，星巴克中国在营门店 7991 家、客单价 35.87 元。经营韧性仍在，2026 财年 Q1（截至 2025 年 12 月 28 日）营收 8.23 亿美元、同比增长 11%，连续六个季度同比增长（2026 财年 Q2 起不再单独披露星巴克中国区业务情况）。

图50：**星巴克中国营收（百万美元）**



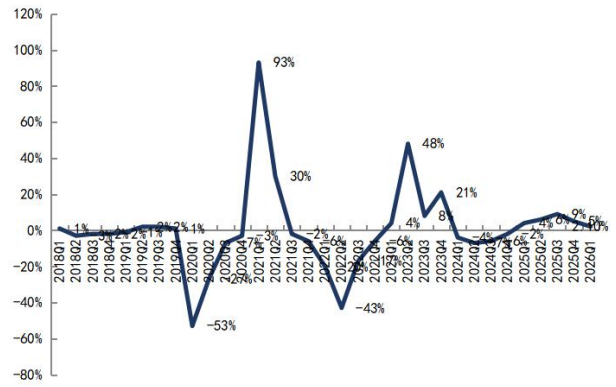
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图51：**星巴克中国门店数**



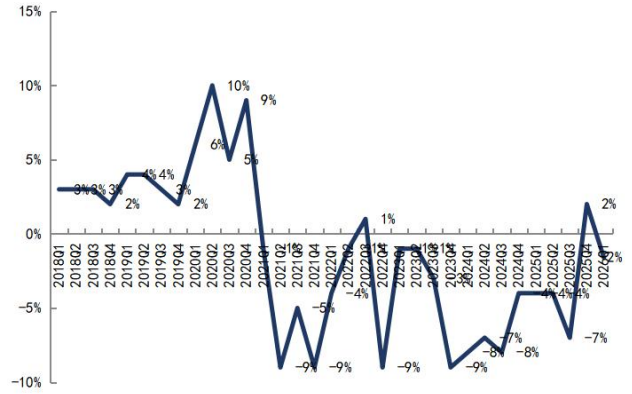
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图52：**星巴克中国同店交易量同比**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

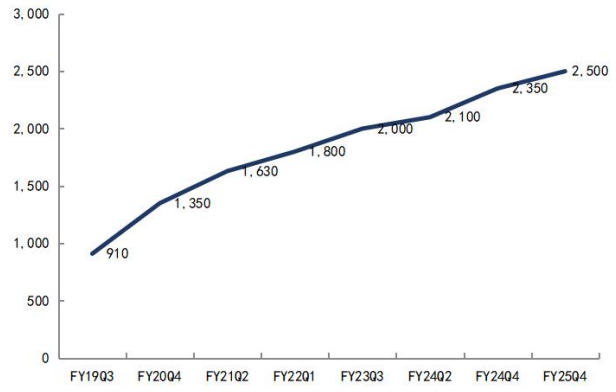
图53：**星巴克中国同店客单价同比**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

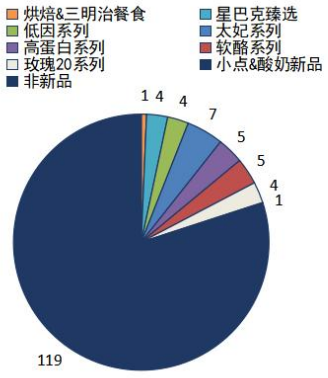
星巴克护城河由场景心智、会员资产与核心商圈点位三层构成，其中会员资产是高端带的标准配置。星巴克进入中国初期依托“第三空间”理念完成咖啡消费者教育，2011-2018 年享受供给稀缺下的品牌红利，同店增速始终保持 5%以上，中国/亚太区域营收占集团比重从 4%升至 18%，这一阶段的超额收益本质是“星巴克几乎等同于咖啡“的心智垄断。2024 财年时会员规模已达 1.4 亿、销售占比达 74%，下沉市场会员增速超过高线城市，用户基本盘稳固。

图54：**星巴克 90 天活跃会员人数（万人）**



资料来源：公司公告、Foodtalks、星巴克官网、财联社，国信证券经济研究所整理

图55：**星巴克中国菜单 2026 年新品结构**



资料来源：星巴克中国菜单，国信证券经济研究所整理

近年来体验溢价的成本刚性遭遇客流结构变化。2018 年起，10-15 元价格带被瑞幸、库迪等快取品牌快速占据，星巴克 30 元以上定价被隔离于大众市场增量之外。公司沿产品、价格、渠道三端推进防御：

1）价格端，2025 年 6 月对星冰乐、冰摇茶、茶拿铁三大非咖品类实施入华以来首次大规模降价，数十款产品平均降幅约 5 元、大杯最低 23 元，并推出“早餐套餐“。

2）产品端，近年密集推出新单品，核心方向为非咖扩容、本土化创新（茉莉拿铁等茶咖融合、IP 联名）与健康客制化（“真味无糖“、高蛋白 PRO 体系）；

3）渠道端，2025 年 4 月接入京东外卖并打通会员体系、与希尔顿、亚朵、飞猪会员互通，进一步布局商旅用户。

从高资本开支直营，转向品牌授权与特许经营。2025 年 11 月，星巴克宣布与博裕资本达成战略合作，2026 年 4 月正式交割：博裕管理的基金持有星巴克中国零售业务 60%股权，星巴克保留 40%股权及品牌与知识产权授权，交易基于约 40 亿美元企业价值；合资公司接管约 8000 家直营门店并逐步转为特许经营，长期目标将门店拓展至 2 万家（以下沉市场为主），三年内县级行政区覆盖由 1000 余个扩至 1500 个以上，推行“千店千面”本土化策略（门店形态从 200 ㎡以上标准大店裂变为快取店、咖啡小车、办公楼小店、旗舰店、文旅主题店并存）。

特许经营后的首个标志性运营动作是“消费入座”，其商业逻辑兼有体验维护与成本核算两重解读。2026 年 10 月 22 日起，星巴克中国在全国门店施行“消费入座”，桌面摆放“星巴克营业空间，请消费入座”提示牌，并发布《第三空间倡议》，就座位与公共区域使用、交谈音量、外带食品提出三条倡议；公司强调“规则清晰、执行保有温度”，对孕妇、行动不便者等特殊需求优先给予帮助。就动机而言，公司官方口径强调维护第三空间的体验完整性，免费入座的挤占与环境干扰会稀释付费顾客的体验，长期侵蚀溢价心智；商业分析则更多归因于特许经营后租金、人力与维护支出直接落到单店损益，免费座位的成本从“所有顾客分摊“转为“必须由在座者覆盖”。我们认为这是从另一角度维护“第三空间“心智。

蓝瓶咖啡：品牌稀缺性溢价的样本

蓝瓶咖啡以克制扩张换取品牌稀缺性，用单店体验而非门店规模定价。蓝瓶咖啡 2022 年进入国内市场，截至 2026.11 在营门店 15 家（据窄门餐眼数据，上海 10 家、广东 3 家、浙江 1 家、香港 1 家），长期坚守高线核心商圈与独立大店模式，客单价处于行业顶端（47.07 元）。

2026 年 3 月，瑞幸大股东大钲资本与雀巢达成协议，收购蓝瓶全球门店业务（据 36 氪，交易额不足 4 亿美元）。我们分析，这笔交易对行业的信号意义有三层：其一，产业资本对精品品牌的定价锚已从单店现金流转向高端带心智占位；其二，对瑞幸生态而言，蓝瓶构成其旗舰大店之外的高端带品牌占位，与大众价格带主品牌形成分层互补；其三，收购后蓝瓶的扩张策略能否延续克制路线有待观察，若转向提速，稀缺性溢价本身将被稀释。

Grid Coffee 与 Manner：本土精品连锁咖啡品牌的两类尝试

Grid Coffee 是把精品开进高端商业综合体的场域型精品。Grid 定位“全系单一产地豆”，自创立起坚持只进高端商业综合体开店，依托商场场域与客流降低单店培育成本，门店数量已过百家，并通过与 GUCCI、DIOR 等国际品牌联动维持精品标签与溢价。

Manner 是从上海窗口店起家的效率型精品。公司于 2015 年在上海创立，从约 2 ㎡的窗口店起步，以"平价喝到好咖啡"切入，坚持全直营与小店模型（2-10 ㎡、一店一到两人），通过极致人效与自建烘焙工厂把精品咖啡的售价压至 15-30 元区间。截至 2026 年 10 月，Manner 在营门店 2804 家、客单价 20.76 元（窄门餐眼数据），是该价格带唯一门店超千家的品牌。2026 年 4 月，公司将 SOE 产品每杯上调 5 元至 25-30 元区间——在 15-30 元带普遍以促销换量的环境下，主动提价是少见的定价权试探，其能成立的前提，是自建烘焙与小店人效共同撑住的毛利空间。

两家门店数量相差二十余倍，差距的来源正是两种模式的边界所在。场域模型的核心资源，高端商业综合体点位与国际品牌联动，规模化难度较高，构成 Grid 壁垒的同时，也决定了它的扩张天花板，后续需关注若脱离标杆场域，单店溢价能否独立维持；效率模型的点位与人力配置可以标准化复制，Manner 的风险则在于门店线性增长之下，人力配置与出品标准化能否维持品质稳定。

将蓝瓶、Grid、Manner 并置观察，30 元以上及 15-30 元价格带已形成三种生存形态：以蓝瓶为代表的稀缺性溢价，靠克制扩张维护品牌稀缺，定价来自心智占位；以 Grid 为代表的场域溢价，依附高端商业综合体与国际品牌联动，定价来自场域资源；以 Manner 为代表的效率溢价，靠小店人效与自建烘焙压缩成本，定价来自成本领先。三者的共同点在于，溢价来源均系难以规模化复制的资产（心智稀缺、核心场域、人效）：这构成精品带的独立壁垒——也解释了为何本轮茶饮跨界集中作用于平价带、精品带格局相对稳固；同时也意味着精品带的市场集中度天花板天然低于大众价格带，三种形态更可能长期并存，而非走向统一。

投资建议

维持行业“优于大市”评级。现磨咖啡行业渗透率红利仍在释放，茶咖融合打开品类边界，竞争底色是增量市场；格局潜在演进方向有望伴随龙头份额与效率提升。**专门咖啡品牌标的中推荐瑞幸咖啡等；跨界布局标的中推荐古茗、百胜中国、沪上阿姨、蜜雪集团等。**建议关注星巴克中国调整进展及可能后来居上的相关品牌。

表21：**可比公司估值表**

	代码	收盘价（原始币种）	总市值（亿元，人民币）	归母净利润（亿元人民币）			PE			评级
				2026E	2027E	2028E	2026EPE	2027EPE	2028E PE	
本土茶咖品牌										
蜜雪集团	2097.HK	173.80000	565.0	51	58	65	11	10	9	优于大市
古茗	1364.HK	23.84000	477.5	32	37	43	15	13	11	优于大市
霸王茶姬	CHA.O	13.51000	173.1	18	20	22	10	9	8	暂无评级
沪上阿姨	2589.HK	58.65000	52.8	6	7	8	9	8	6	优于大市
瑞幸咖啡	LKNCY.OO	36.41920	693.0	51	65	75	14	11	9	优于大市
平均							12	10	9	
百胜中国	9987.HK	388.80000	1,123.2	74	85	91	15	13	12	优于大市
平均							12	10	9	
星巴克	SBUX.O	107.26000	8,214.5	243	281	321	35	30	26	暂无评级
平均							15	13	12	

资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

注：蜜雪集团、沪上阿姨、瑞幸咖啡、百胜中国归母净利润为国信社服盈利预测

风险提示

估值的风险

对于瑞幸咖啡，我们主要采取相对估值方法，给予公司 2027E 14-15x PE，对应合理价值 47.6-51.0 美元/ADS，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是可比公司的选取及其估值参数的选定，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于我们选取的星巴克、蜜雪集团、古茗等可比公司与公司在业务模式（自营为主 vs 加盟为主）、发展阶段及上市市场（OTC 市场流动性折价）上存在差异，可比倍数参考性受限，导致估值出现偏差的风险；

我们给予公司 2027E 14-15x PE，较可比公司当期均值给予一定溢价，溢价幅度基于对补贴退坡后经营弹性的判断，若市场对这一修复逻辑的认可度低于预期，或现制饮品板块整体估值中枢下移，存在目标估值偏高、从而导致公司估值高估的风险；

相对估值建立在 2027E EPS 约 3.40 美元的预测基础上（归母净利润 64.90 亿元、总股本约 2.86 亿 ADS、汇率 6.67），若盈利预测或人民币兑美元汇率假设偏乐观，存在估值高估的风险。

对于沪上阿姨，我们主要采取相对估值方法，给予公司 2027E 10x PE，对应合理价值 80.7 港元/股，该估值也是建立在相关假设前提基础上的，也可能有潜在估值出现偏差的风险，具体来说：

我们选取蜜雪集团、古茗等可比公司估值作为参考，选取了其 2027E PE 水平作为相对估值的基础并给予板块中枢回归的逻辑，但各可比公司在价格带、门店规模、区域布局及加盟政策上与公司存在差异，可比倍数的参考性可能受限，存在估值出现偏差的风险；

公司作为港股次新股，市值规模较小、流动性相对有限，其估值较 A 股及板块龙头存在流动性折价，若港股流动性环境或新股板块情绪进一步走弱，存在估值折价扩大、从而导致公司估值高估的风险；

相对估值建立在 2027E EPS 约 8.07 港元的预测基础上（归母净利润 7.18 亿元、总股本约 1.05 亿股、汇率约 1.18），若盈利预测或汇率假设偏乐观，存在估值高估的风险。

盈利预测的风险

对于瑞幸咖啡，我们预计公司 2026-2028E 归母净利润复合增速约 21%，该增速依赖外卖补贴退坡后同店销售增速与费用率的持续修复，若行业价格战重燃、平台补贴力度反复，或公司被迫加大补贴以守住份额，存在对同店增速和经营利润率估计偏乐观、进而高估未来业绩的风险；

我们预计门店网络持续扩张并保持行业第一的门店数规模，若优质点位获取难度加大、新店爬坡不及预期或闭店率上升，存在对门店净增数量和单店收入估计偏乐观的风险；

公司以自营模式为主（2026Q3 自营门店占比约 65.3%），自营门店的租金、人力、原材料等成本刚性较强，若成本端控制不及预期，存在对自营门店利润率估计偏高、从而高估未来业绩的风险；

我们预计公司美国等海外市场单店模型逐步跑通，若海外拓展投入超预期、海外门店亏损扩大，存在对公司整体利润率高估的风险。

对于沪上阿姨，我们预计公司 2026H1 闭店率降至约 4.2%的趋势延续、加盟商质量与门店结构持续改善，若行业竞争加剧导致加盟商盈利承压、闭店率回升或招商进度不及预期，存在对门店净增数量估计偏乐观、进而高估未来业绩的风险；

我们预计公司开店速度居板块前列，若优质点位竞争加剧、加盟商开店意愿下降，存在对门店扩张节奏估计偏乐观的风险；

我们预计单店 GMV 随门店结构优化（如高线城市占比提升）逐步改善，若下沉市场价格竞争加剧、外卖平台补贴退坡后客流回落，存在对同店销售增长估计偏乐观的风险；

公司利润主要来自向加盟商销售食材、设备及收取加盟管理费，若公司加大对加盟商的补贴或让利力度以支持扩张，存在对加盟业务利润率估计偏高、从而高估未来业绩的风险；

公司当前股息率（TTM）约 5.4%，若未来分红比例下调，可能影响市场对公司股东回报的预期，进而对估值形成压力。

咖啡豆价格波动风险：2026 年以来咖啡豆价格波动，但气候异常可能再度推升豆价，侵蚀咖啡品牌毛利率。

外卖补贴退坡的持续影响风险：退坡期高基数效应可能使茶饮品牌同店回落幅度可能超预期，同时可能对消费者价格心智锚点造成影响，平台政策与补贴节奏存在不确定性。

价格战重启风险：库迪等竞对仍保有万店级门店体量与资本支持，若低价竞争重启，10-15 元主价格带的均衡可能被再度打破。

食品安全风险：现磨咖啡同样面临潜在食品安全风险，风险来源可能源自于短保的鲜奶、鲜果等产品，也有可能来自门店卫生情况等。

加盟模型质量恶化风险：加盟商盈利恶化可能引发闭店潮并直接冲击品牌方收入

品类边界消融导致品牌定位稀释风险：瑞幸非咖品类扩张、茶饮品牌咖啡化均存在 SKU 过载与心智稀释风险，跨界业务投入回报可能不及预期。

宏观经济下行影响可选消费风险：现制饮品属高频低客单可选消费，若居民消费意愿进一步走弱，杯量与客单价将同步承压。

市场层面风险：LKNCY 为 OTC 粉单市场 ADS，流动性、信息披露标准与主板存在差异；

股东减持风险：沪上阿姨 2026 年 8-11 月存在 IPO 前股东解禁窗口，股价波动可能显著放大；港股通资金流动及汇率波动亦可能影响港股标的表现。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032