

咖啡研究的年度复盘及探讨：何时进入稳态？

2024 年 05 月 09 日

本篇咖啡系列深度报告，我们对连锁咖啡行业 2023 年的发展变化进行复盘总结，并尝试对行业的竞争发展进行探讨：

➤ **2023 年连锁咖啡行业发生了什么变化？** 1) 开店成为贯穿连锁咖啡 2023 年的主题：2023 年瑞幸门店增速达到 97.8%，主流 13 家咖啡品牌 2023 年门店增速达 83.01%。2) 价格竞争激烈，行业进入“9.9 元时代”：2023 年 2 月库迪发起“百城千店咖啡狂欢节”，打响咖啡“9.9 元”第一枪，随后瑞幸 6 月上线“万店同庆，每周 9.9 元活动”，行业价格竞争激烈，优惠券发放频次显著提升。3) 开店与关店并行，中小咖啡店出清在持续：截至 2023 年末，我国拥有咖啡门店数量达到 18.3 万家，2023 年行业门店净增长约 34.4%（低于主流 13 家咖啡品牌 83.01% 的增速）；截至 2024 年 4 月 8 日，近一年新开咖啡店 8.9 万家，但关店约 3.8 万家，中小咖啡店也在激烈的竞争中被淘汰。4) 一级市场融资热度依旧不低，以新品牌为主，融资细分化趋势明显，但融资规模相对有限。5) 2023 年是中国连锁咖啡品牌出海“元年”：2023 年 4 月，瑞幸开出海外新加坡首店，库迪在 2023 年 8 月开出海外首店。6) 茶饮&快餐公司也进一步加码咖啡，布局旗下独立咖啡品牌或门店。

➤ **竞争格局有哪些变化？各品牌发展现状如何？** 2023 年行业竞争格局发生的最大变化就是瑞幸超越星巴克成为中国市占率第一的连锁咖啡品牌（门店规模&营收口径），而“鲶鱼”库迪的发展动态也成为加速 2023 咖啡行业竞争的最大变量。目前，库迪在国内门店的扩张进入了“瓶颈期”，我们认为其 UE 能否跑通以及现金流周转、融资关系到其后续的门店存量。从瑞幸的竞争应对来看，2023 年 6 月以来，瑞幸一方面“加速拓店+优惠券加码”，另一方面“夯实产品&供应链基础”，但高速开店及大量优惠券发放的影响也在 23Q4 以来的淡季逐步显现，23Q4 及 24Q1 两个季度直营门店经营利润率下滑至 13.5% 及 7.0%。2023 年星巴克保持依旧平稳略升的开店节奏，客单价较 2019 年略有下降，但在低价竞争背景下订单量受到明显冲击，23Q1-24Q1 中国可比店订单量仅恢复至 2019 年 70-80% 的水平。

➤ **未来竞争格局可能会怎么演绎？** 目前咖啡市场需求仍然不成熟，而短期供给过快增加导致行业拥挤度提升&供给前置，对存量门店带来一定的稀释；我们认为，高质量的行业供给增加是趋势，但短期低质量供给将继续出清。而对于是否会出现大的新进入者，我们认为在相似的模式模型下与已有公司竞争需要“烧钱开店&促销”，新进入者需要拥有较为雄厚的资本基础，或拿到量级大的融资；而以“差异化”的模型进入市场，满足市场的空白需求，或将占据“一席之地”。

➤ **投资建议：**在目前需求端人口数量及饮料摄入量增长相对有限的背景下，供给的快速增加导致短期供给相对前置；我们认为，高质量的行业供给增加是趋势，但短期低质量供给将继续出清。对于咖啡龙头瑞幸我们 24Q2 持谨慎观望态度，去年同期为高基数，当时门店数仅 1 万家出头，且公司正处于发展的“蜜月期”，不仅门店杯量较高，价格也处于较高水平；截止目前瑞幸门店数近乎翻倍，门店大幅增加对单店表现形成了一定的分流，我们认为，Q2 为反映瑞幸高速开店后的第一个旺季，也是重点的观察窗口期，我们建议观察门店经营表现&优惠券减少对消费者的消费频次的影响。

➤ **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影响盈利风险；6) 粉单市场交易风险。



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

研究助理 李华熠

执业证书：S0100123090003

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 Q1 业绩，加速开店&优惠影响延续，盈利能力环比下滑-2024/05/02
2. 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
3. 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
4. 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
5. 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
6. 新消费研究之咖啡系列报告：瑞幸咖啡核心十四问-2023/09/04
7. 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

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

1 2023 年，连锁咖啡行业发生了什么变化？	3
1.1 “开店”成为贯穿连锁咖啡 2023 年的主题	3
1.2 价格竞争激烈，行业进入“9.9 元时代”	4
1.3 开店与关店并行，中小单体咖啡店出清也在持续	5
1.4 一级市场融资热度依旧不低，规模相对不高，以新品牌为主	6
1.5 2023 年是中国连锁咖啡品牌的出海“元年”	7
1.6 2023 茶饮&快餐公司进一步加码咖啡，布局旗下独立咖啡品牌/门店	8
2 竞争格局有哪些变化？各品牌现状如何？	9
2.1 瑞幸 2023 年成为市占率第一	9
2.2 “鲶鱼”库迪怎么样了？	10
2.3 瑞幸如何应对更激烈的市场竞争？	12
2.4 其他品牌 2023 年有什么变化？	15
3 未来竞争格局可能会怎么演绎？	18
3.1 需求端：咖啡需求仍需要时间培养	18
3.2 供给端：餐饮供给大幅增加，茶饮品牌降低加盟门槛，咖啡亦受到冲击	19
3.3 咖啡行业还会有大的新进入者吗？	22
3.4 现阶段瑞幸主要关注什么？	22
4 投资建议	24
5 风险提示	25
插图目录	26
表格目录	26

1 2023 年，连锁咖啡行业发生了什么变化？

1.1 “开店”成为贯穿连锁咖啡 2023 年的主题

2023 年初及上半年，部分连锁品牌宣布加速扩张计划。2023 年是自 2020 年后营商环境逐步正常化的第一年，现磨咖啡作为依赖线下门店及选址的生意，门店规模是代表市占率、顾客触达的决定性因素，因此，星巴克、Tims 等咖啡品牌也纷纷宣布了 2023 年的加速扩张计划，“开店”成为 2023 年连锁咖啡品牌的最重要主题。

表1：2023 年部分连锁品牌宣布加速开店计划

咖啡品牌	开店计划
星巴克	2022 年投资者日（2022.9.14），宣布 2025 年中国门店数量达到 9000 家，与当时门店数量相比要增加接近一半。
Tims 中国	在 23Q1 财报披露，2023 底将实现 1,000 家门店的规模。
Nowwa 咖啡	在 2023 年 4 月接受咖门采访中称“2023 年签约门店突破 2000 家，以每个月 200~300 家门店速度拓展，预计 2023 年底门店数突破 3000 家”。

资料来源：星巴克投资者日 PPT，Tims 中国财报，咖门，民生证券研究院

头部连锁咖啡品牌在 2023 年依旧实现了高速扩张。据公司财报及极海、壹览等第三方数据，瑞幸、星巴克等头部品牌均实现了较高的门店增速，2023 年瑞幸净增门店 8034 家，门店增速达到 97.8%，门店数近乎翻倍；星巴克 2023 全年（自然年）净增门店 885 家，达到了历史开店的最高节奏；库迪咖啡 2023 年门店增长达到 6375 家；2023 年，13 家主要咖啡品牌门店净增数达 1.69 万家，门店增速合计达 83.01%。

表2：主流 13 家咖啡品牌门店数量及增速

品牌	2023 门店数	2023 门店净增	2023 门店增速	2022 门店数	2022 门店净增	2022 门店增速
瑞幸咖啡	16,248	8,034	97.8%	8,214	2,190	36.4%
星巴克	6,975	885	14.5%	6,090	533	9.6%
库迪咖啡	6483	6375	5902.8%	108	108	/
幸运咖	2839	1034	57.3%	1805	1336	284.9%
Nowwa 挪瓦咖啡	1127	-573	-33.7%	1700	/	/
Manner	1075	508	89.6%	567	267	89.0%
Tims 咖啡（中国）	905	288	46.7%	617	227	58.2%
M Stand	513	207	67.6%	306	168	121.7%
COSTA COFFEE	413	29	7.6%	384	10	2.7%
Peet's Coffee	209	89	74.2%	120	49	69.0%
Seesaw Coffee	170	6	3.7%	164	77	88.5%
LAVAZZA	122	37	43.5%	85	27	46.6%
太平洋咖啡	117	-48	-29.1%	165	-89	-35.0%
主流 13 家咖啡品牌 2023 年门店净增数	37,196	16,871	83.01%	20,325	/	/

资料来源：瑞幸/星巴克/Tims 中国/百胜中国财报，极海品牌监测，壹览商业，民生证券研究院

1.2 价格竞争激烈，行业进入“9.9 元时代”

库迪打响咖啡“9.9 元第一枪”，瑞幸紧随其后，行业价格竞争激烈。2023 年 2 月库迪发起“百城千店咖啡狂欢节”，打响咖啡“9.9 元”“第一枪”，随后瑞幸 6 月上线“万店同庆，每周 9.9 元活动”，瑞幸&库迪两大咖啡品牌也在抖音&美团等线上平台发起团购，“8.8 元、9.9 元”团购咖啡成为常态，并延续至今。伴随中端价格带品牌的价格竞争，整个行业的降价成为趋势，星巴克 23Q4 及 24Q1（自然季度）可比店客单价分别下降 9%及 8%，而原价格带就在 10 元以下的幸运咖也开启了“拿铁 6.9 元”、“美式 4.9 元”、部分新品“两杯 9.9 元”的价格促销。在连锁品牌的价格压力下，众多中小品牌&独立咖啡馆为了获客，也推出“9.9 元”等价格产品，价格竞争成为 2023 年现磨咖啡行业另一主题。

图1：库迪入局低价促销



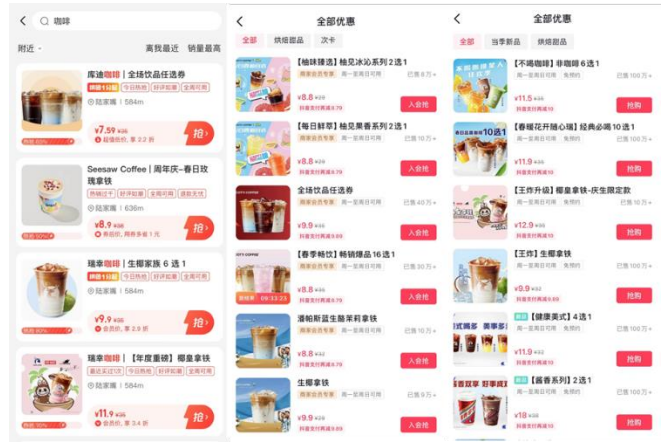
资料来源：库迪咖啡公众号，民生证券研究院

图2：瑞幸 6 月上线“万店同庆，每周 9.9 元”活动



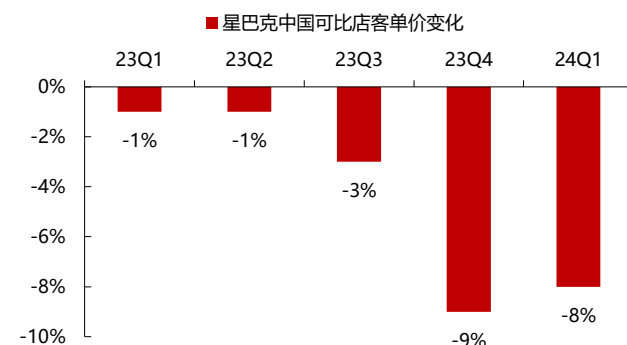
资料来源：瑞幸公众号，瑞幸小程序，民生证券研究院

图3：美团&抖音上瑞幸/库迪团购优惠以 8-12 元为主



资料来源：美团团购，抖音，民生证券研究院

图4：星巴克中国 2023 年以来客单价呈下降趋势（自然季）

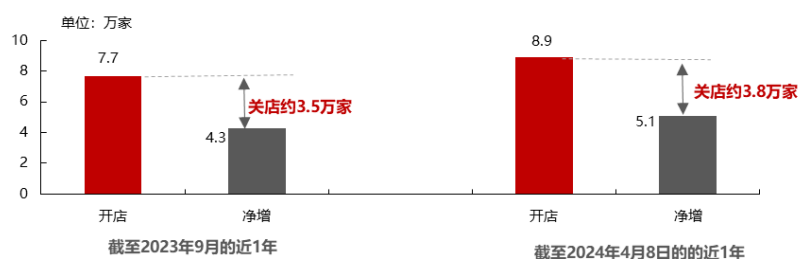


资料来源：星巴克财报，民生证券研究院（注：此处星巴克 23Q1-24Q1 指自然季度，对应财季为 23Q2-24Q2。）

1.3 开店与关店并行，中小单体咖啡店出清也在持续

行业门店净增速远低于头部连锁品牌净增速。据窄门餐眼数据，截至 2023 年 9 月，近一年新开咖啡门店 7.7 万家，但近一年咖啡净增长的门店数只有 4.3 万家，关店约 3.5 万家；截至 2024 年 4 月 8 日，近一年新开咖啡店 8.9 万家，净增 5.1 万家，关店约 3.8 万家；截至 2023 年末，我国拥有咖啡门店数量达到 18.3 万家，如果按照 2023 年全年净增门店 4.7 万家测算（截至 2023 年 9 月及 2024 年 4 月净增数取平均），行业门店净增长约 34.4%，这一数字远低于 13 家主要咖啡品牌门店 83.01% 的门店净增速（详见 1.1）。

图5：现磨咖啡行业 2023-2024 年 4 月开店及关店情况



资料来源：窄门餐眼，民生证券研究院

关店与淘汰也在持续进行，中小&独立咖啡店面临更大竞争压力。在头部品牌“价格战”以及加速开店的环境下，很多中小品牌或独立咖啡店同时面临“杯量稀释”及“价格承压”的双重影响，且这些品牌没有足够的规模优势及采购议价能力，即往往面临“降价试图抵消杯量滑坡但不赚钱”、“不降价杯量严重稀释”、甚至是“量价齐跌”的压力，行业的出清与淘汰也在持续进行。

1.4 一级市场融资热度依旧不低，规模相对不高，以新品牌

为主

2023 年咖啡融资多为新品牌，主要是 A 轮及 A 轮以前，规模相对不高，且细分化趋势明显。据咖门不完全统计，2023 年咖啡赛道共发生 26 起融资，累计金额接近 20 亿元，除了 M Stand 以外，以新品牌居多，融资阶段大多停留在 A 轮及 A 轮以前。同时，融资公司细分化趋势明显，往往聚焦某一特定场景，如 Au Cafe 做花果香咖啡、奢啡定位功能咖啡、虎闻咖啡&轻卡鹿则定位“咖啡+烘焙”组合；融资以千万级别居多，披露融资金额过亿元人民币的有 9 起。

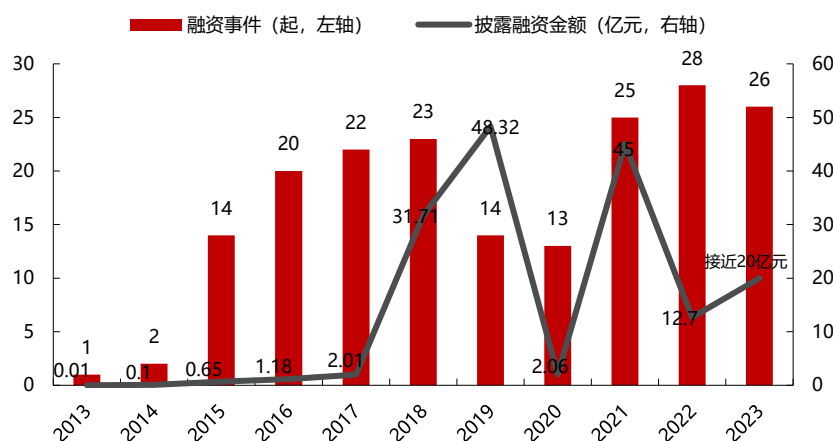
表3：2023 年咖啡市场融资情况

品牌	融资时间	融资轮次	融资金额	投资方	主营业务
幸猫咖啡	2023.2	A 轮	1500 万美元	Bit Origin	咖啡品牌
Ao Tiger 虎闻咖啡	2023.2	天使轮	未透露	梅花创投	咖啡连锁
雷力咖啡	2023.2	A 轮	3000 万人民币	昕晟基金	手作咖啡
奢啡 CEPHEI	2023.2	A 轮	数千万人民币	金沙江创投	时尚咖啡
CLOVES COFFEE 四叶咖	2023.3	天使轮	数千万人民币	天图投资、内向基金	云南精品咖啡品牌
悠小咖 UPLAYER	2023.3	A 轮	1500 万人民币	森信基金	谷物咖啡连锁
嗨罐咖啡	2023.3	天使轮	未透露	初芽创投	云南咖啡产品
DEAR BOX 盲盒咖啡	2023.3	A+轮	未透露	Adrenalin	盲盒咖啡系列
隅田川咖啡	2023.3	C 轮	数亿元人民币	忻景资本、建德国控、不二资本、启明创投	快消咖啡产品
布鲁熊咖啡	2023.3	天使轮	未透露	艺领基金	森系咖啡连锁
小咖主	2023.3	A 轮	1 亿人民币	星米资本、赛马系列 AD-VC 基金	非洲咖啡连锁
一口一十	2023.3	天使轮	5000 万人民币	欧若拉投资	咖啡及面点烘焙
轻卡鹿	2023.3	天使轮	未透露	黑石集团 Blackstone	咖啡、吐司连锁
Au Cafe	2023.3	种子轮	未透露	嘉州金控	深圳咖啡连锁
星茵咖啡	2023.4-5	天使轮/A 轮	200 万美元/2500 万美元	香港宇邦投资有限公司/中天资本	咖啡品牌运营商
小咖咖啡	2023.6	B 轮	4.48 亿人民币	清望资本	连锁咖啡品牌
M Stand	2023.6	B+轮	数亿元人民币	小红书	连锁咖啡品牌
默咖咖啡	2023.7	天使轮	5000 万人民币	HashKey Capital (HashKey Group)	意式连锁咖啡品牌
咖途咖啡	2023.7	战略融资	2500 万美元	未披露	咖啡供应链管理服务商
魔豆司咖啡	2023.8	天使轮	未透露	黑蚁资本	咖啡品牌运营商
咖行家	2023.9	A 轮	1500 万人民币	良品铺子	本土咖啡连锁品牌
幸典咖啡	2023.10	A 轮	1 亿元人民币	瑞信基金	连锁咖啡品牌
茶愿说	2023.11	A 轮	未透露	BARBIEGO	盲盒咖啡品牌
弄咖咖啡	2023.11	A 轮	1.2 亿元人民币	坚果创投、诸葛基金	连锁咖啡品牌
奢啡 CEPHEI	2023.11	A+轮	数千万人民币	顶立开发实业股份有限公司	功能性咖啡品牌
十八客咖啡	2023.11	天使轮	3000 万人民币	未透露	咖啡品牌

资料来源：咖门，壹览商业，民生证券研究院

融资热度依旧不减，融资事件数量处于历史较高水平。在现磨咖啡行业快速发展，瑞幸 2023 年前三季度整体盈利强劲的背景下，一级市场对于咖啡赛道依旧有较高的热度，2023 年融资事件数量依旧处于历史较高水平，达到 26 起。

图6：2013-2023 年咖啡市场融资事件及披露融资金额（不完全统计）



资料来源：企查查，红餐大数据，新消费 Daily，咖门，民生证券研究院

1.5 2023 年是中国连锁咖啡品牌的出海“元年”

尽管国内市场依旧处于培养期，但中国连锁咖啡品牌已经开启出海试水。2023 年 4 月，瑞幸开出海外新加坡首店，截至 2023 年末瑞幸海外新加坡门店数量已经达到 30 家。2023 年 8 月，库迪开出海外首店，随后在印尼、日本、加拿大、泰国、越南、美国等多个国家开店。尽管国内咖啡市场仍然处于教育阶段，但中国连锁咖啡品牌已经开启出海“试水”。

图7：瑞幸咖啡海外开店情况



资料来源：瑞幸公众号，瑞幸财报会 PPT，民生证券研究院

表4：库迪咖啡进驻海外市场首店时间

国家	城市	时间
韩国	首尔	2023.8.8
印度尼西亚	雅加达	2023.8.15
日本	东京	2023.8.26
加拿大	多伦多	2023.9.16
中国	香港	2023.10.30
泰国	曼谷	2023.12.8
越南	胡志明市	2023.12.11
马来西亚	新山	2023.12.17
菲律宾	马尼拉	2023.12.20
新加坡	中区	2023.12.28
澳大利亚	悉尼	2024.1.31
阿联酋	迪拜	2024.3.6
美国	夏威夷	2024.4.7

资料来源：库迪咖啡官方微博，壹览商业，民生证券研究院

1.6 2023 茶饮&快餐公司进一步加码咖啡，布局旗下独立咖啡品牌/门店

2022 年高速增长的现磨咖啡行业，吸引快餐&茶饮品牌布局。据灼识咨询数据，2022 年现磨咖啡增速高达 26.2%；据《2023 中国城市咖啡发展报告》，2020.04-2023.03 期间线上咖啡外卖市场年复合增长率则达到 133%，高速增长的市场，吸引快餐&茶饮品牌涌入赛道。

2023 年肯德基布局 K COFFEE 肯悦咖啡独立门店。肯德基最初在餐厅吧台摆放咖啡机售卖现磨咖啡，随后尝试 K COFFEE TO GO 窗、咖啡车等多种销售模式，并在 2023 年 4 月以“肩并肩”模式（即与肯德基比邻而开）开出第一批独立的肯德基 K COFFEE 门店。截止 2024 年 3 月 29 日，K COFFEE 肯悦咖啡宣布，门店已达 100 家，同时开启百店同庆活动，全场咖啡天天 9.9 元。

麦咖啡尽管仍主要以覆盖麦当劳门店的形式扩张，但预计 2023 年新增约 1000 家门店。早在 2020 年，麦咖啡曾宣布未来 3 年将投资 25 亿元，加速布局中国内地咖啡市场；2022 年 9 月，麦咖啡门店数量达 2500 家，并推出基于中国消费者咖啡口味的全新奶咖类产品“奶铁”，并全面下架拿铁。麦咖啡也预计 2023 年新增约 1000 家门店，多数在三线城市，进一步加码中国咖啡市场。

除了蜜雪冰城等较早布局咖啡的茶饮品牌，截止 2023 年末及 2024 年初，多数茶饮头部公司基本完成了在咖啡领域的“试水”。据极海，蜜雪冰城旗下子品牌幸运咖 2023 年净增 1034 家。茶颜悦色 2022 年 8 月推出咖啡品牌「鸳央咖啡」截至 2024 年 4 月 2 日门店数量达到 94 家（窄门餐眼数据）。沪上阿姨于 2024 年 4 月以“店中店”形式试水咖啡，而喜茶及茶百道分别于 2023 年底以「喜鹊咖」、「咖灰」品牌试水咖啡赛道；而奈雪的茶、古茗则以推出“咖啡系列产品”的方式跨界咖啡业务。

表5：茶饮品牌旗下咖啡品牌（不完全统计）

茶饮品牌	旗下咖啡子品牌	首店开业时间	客单价
蜜雪冰城	幸运咖	20017 年 9 月	8.03 元
茶颜悦色	鸳央咖啡	2022 年 8 月	21.37 元
7 分甜	轻醒咖啡	2022 年 10 月	18.05 元
沪上阿姨	沪咖	2023 年 4 月	22.55 元
喜茶	喜鹊咖	2023 年 11 月	饮品 9-24 元
茶百道	咖灰	2023 年 12 月	饮品 13-25 元

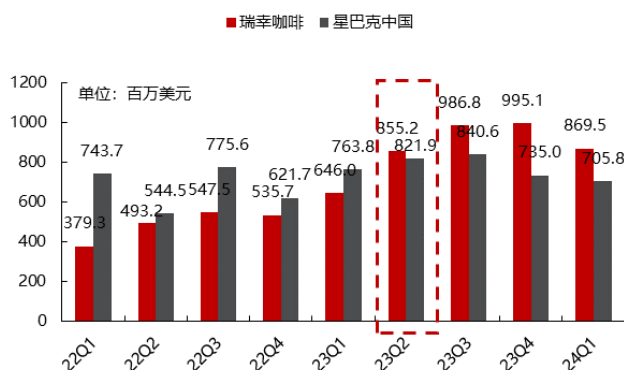
资料来源：赢商网，窄门餐眼，民生证券研究院

2 竞争格局有哪些变化？各品牌现状如何？

2.1 瑞幸 2023 年成为市占率第一

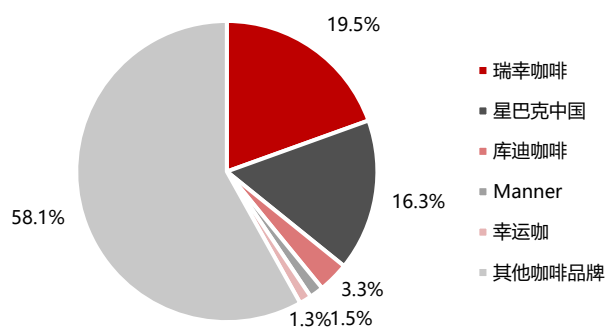
2023 年，瑞幸咖啡营收首次超越星巴克中国，成为行业市占率第一的连锁咖啡品牌。从营业收入的口径来看，瑞幸咖啡在 23Q2 首次超越星巴克中国区营收，成为营收口径规模最大的连锁咖啡品牌。从市占口径来看，据灼识咨询数据，2023 年前 9 个月按零售额口径计算，瑞幸咖啡以 19.5% 的市占率位于行业第一，第二名为星巴克中国，市占率达 16.3%。从门店数量维度来看，2023 年瑞幸也以超过 1.6 万家的门店数量远超过行业其他品牌门店数。2023 年龙头企业加速扩张，CR2 市占率达到 35.8%，远超第三及其他品牌的门店数量及市占规模。

图8：23Q2 瑞幸营收开始超过星巴克中国区



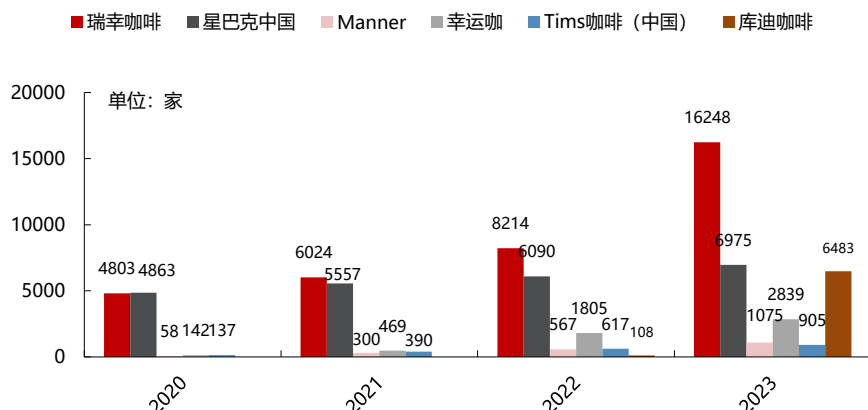
资料来源：瑞幸/星巴克财报，民生证券研究院

图9：以零售额统计的现磨咖啡品牌市占率（2023 年前 9 个月）



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

图10：2020-2023 年主要咖啡品牌门店规模

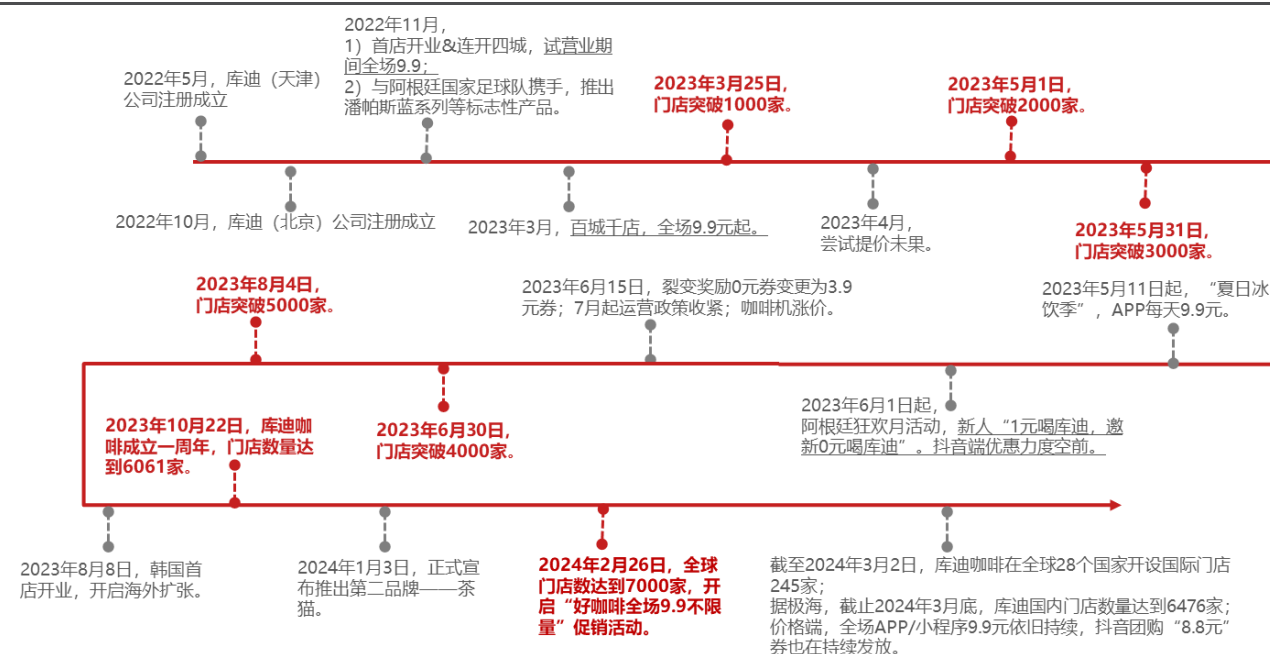


资料来源：瑞幸/星巴克/Tims 咖啡中国/蜜雪冰城公告，极海品牌监测，窄门餐眼，民生证券研究院

2.2 “鲶鱼” 库迪怎么样了？

库迪竞争疲态显现，开店陷入瓶颈。库迪咖啡实现首个 1000 家门店用时 4 个月左右，而 1000-6000 家门店数量仅用时 7 个月左右，加盟模式下，库迪利用民间资本杠杆实现了迅猛的开店。但自 2023 年 10 月以来，库迪开店陷入瓶颈，一方面在于行业进入淡季，新开门店往往面临 23Q4 及 24Q1 两个淡季较弱的赚钱效应；另一方面，2023 年 Q1-Q2 库迪加盟商开店意愿一定程度上参考瑞幸 2022 全年直营店 24.3% 的门店经营利润率，而 Q3 及往后加盟商是否选择开店会参考“已开库迪门店的盈利情况”，因此，我们认为库迪整体 UE 模型的表现是导致库迪开店陷入瓶颈的重要因素。

图11：库迪咖啡发展历程



资料来源：爱企查，库迪咖啡官方微博/公众号，证券日报，fooddaily 每日食品，澎湃新闻，36 氪未来消费，财经涂鸦，财联社，极海品牌监测，饮品家，橡实观察，民生证券研究院

UE 能否跑通及公司现金流周转、融资，关系到库迪后续门店的存量。

1) 库迪加盟门店仍需大量补贴。据我们测算，门店效率较高且规模效应更大的瑞幸 2023 年单杯成本（含房租，人工等）在 10 元上下，在门店杯量受到稀释的 24Q1 单杯成本更超过 12 元（分摊至单杯固定成本更高）。在产品相似度较高的情况下，尽管以加盟模式为主的库迪可能在单店人工、房租等成本绝对值上存在一定优势，但鉴于规模效应差距，我们认为库迪单杯成本不及瑞幸更优，在目前“9.9/8.8 元”及的价格水平下，总部需要对加盟商进行大量补贴。据《每日经济新闻》报道，库迪在 2024 年 2 月起为期 3 个月的“全场不限品、不限量 9.9 元”的活动预计总补贴金额将达 2~3 亿。

表6：瑞幸单件成本测算（单位：元/件）

单杯成本测算	23Q1	23Q2	23Q3 (每周9.9元活动)	23Q4 (每周9.9元活动)	2023 年	24Q1 (每周9.9元活动)
单杯价格	15.61	14.53	13.03	13.01	13.79	13.28
原材料：	5.10	4.81	4.85	5.71	5.14	5.45
租金及运营费用(含人工)	4.21	3.54	3.46	4.18	3.81	5.10
折旧摊销	0.51	0.39	0.39	0.51	0.45	0.72
分摊至单杯配送费	1.09	0.92	0.75	0.65	0.81	0.63
开店前费用及其他	0.07	0.06	0.07	0.11	0.08	0.08
其他测算 gap (含佣金)	0.68	0.59	0.49	0.10	0.43	0.37
单杯成本合计	11.67	10.30	10.02	11.26	10.73	12.35
单杯利润	3.93	4.23	3.01	1.76	3.06	0.93
利润率	25.20%	29.10%	23.10%	13.50%	22.20%	7.00%

资料来源：瑞幸咖啡财报，民生证券研究院测算（注：基于财报口径做出单件成本拆分测算，考虑到公司产品以现制饮品为主，我们认为单杯成本与单件成本相近，此处以单件成本作为参考，与实际单杯成本存在一定误差。）

2) 目前 UE 的跑通与否仍需观察，是决定后续门店存量的关键。我们对库迪的 UE 模型进行敏感度测试，即便是单杯价格补贴至 11 元，门店杯量要达到 300 杯左右的水平才能做到盈利，而目前库迪多数门店日均杯量不足 200 杯，UE 模型能否跑通仍尚待观察。据极海品牌监测，截止 2024 年 4 月 24 日，库迪咖啡累计关店数量为 707 家，我们认为，库迪 UE 模型的跑通与否是决定着后续库迪门店存量水平的关键。

表7：库迪咖啡敏感度测算

单店日均杯量 (杯)	200	400	200	300	400	200	300	400	200	300	400	200	300
杯单价 (元)	10	10	11	11	11	12	12	12	13	13	13	14	14
月收入 (元)	60000	120000	66000	99000	132000	72000	108000	144000	78000	117000	156000	84000	126000
单杯原料成本 (元)	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	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	45600	68400	91200	51600	77400
服务费 (元)	760	5540	1540	4580	7940	2440	6380	10340	3620	8180	13300	4820	9980
人力成本 (元)	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000
租金 (元)	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000
水电成本 (元)	1800	3600	1800	2700	3600	1800	2700	3600	1800	2700	3600	1800	2700
配送成本 (元)	4860	9720	4860	7290	9720	4860	7290	9720	4860	7290	9720	4860	7290
EBITDA 利润	-11820	4340	-6600	3830	13940	-1500	11030	23540	3320	18230	32580	8120	25430
EBITDA 利润率	-19.70%	3.62%	-10.00%	3.87%	10.56%	-2.08%	10.21%	16.35%	4.26%	15.58%	20.88%	9.67%	20.18%

资料来源：库迪咖啡“梦想家计划”，民生证券研究院测算

注：单杯成本按库迪咖啡招商文件“梦想家计划”披露 5.4 元测算（库迪实际成本未知）；利润抽成我们按照自管，毛利 2 万以下不抽成，2-3 万抽成 10%，3-4 万抽成 15%，4-8 万抽成 20%，8 万以上部分抽成 25%计算；租金参考瑞幸所有直营店平均水平适当下调（瑞幸直营店多位于 1-2 线城市）；人工按照瑞幸 2020 及 2021 年水平，按每月 2 万假设；门店配送费用我们参照瑞幸 2023 年平均单杯配送费 0.81 元。

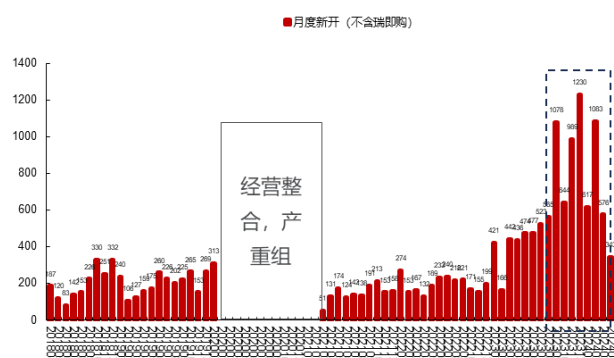
3) 库迪现金流的周转、融资对于后续门店数量也有较大影响。库迪开店进入瓶颈期后，于 2024 年 1 月 3 日推出茶饮品牌「茶猫」；据红星新闻报道，2023 年 12 月底，有库迪联营商在社交媒体上发帖称库迪咖啡存在“强迫卖酒”，推出“人机协作”战略“现金流紧张”等情况；据每日经济新闻报道，库迪在供应链上存在拖欠货款的现象。据天眼查，4 月 7 日，库迪咖啡创始人陆正耀等人新增被执行 18.9 亿元的案件，加上历史上其他三条被执行信息，陆正耀目前已被执行近 30 亿元。尽管，目前库迪咖啡法人代表并非陆正耀，库迪也回应：“目前库迪咖啡运营不受到影响”，但我们认为：i) 库迪创始人被执行信息的负面新闻对加盟商开店意愿有着负面舆论影响；ii) 单店杯量更高的瑞幸 24Q1 仍面临经营压力，我们认为在同样的大环境下库迪经营仍需大量现金支撑，目前库迪并未有公开融资消息，现金流周转、融资对库迪后续的门店存量、增量有着较大的影响。

2.3 瑞幸如何应对更激烈的市场竞争？

面对行业竞争，2023 年瑞幸一方面“加速拓店+优惠券加码”，另一方面“夯实产品&供应链基础”。

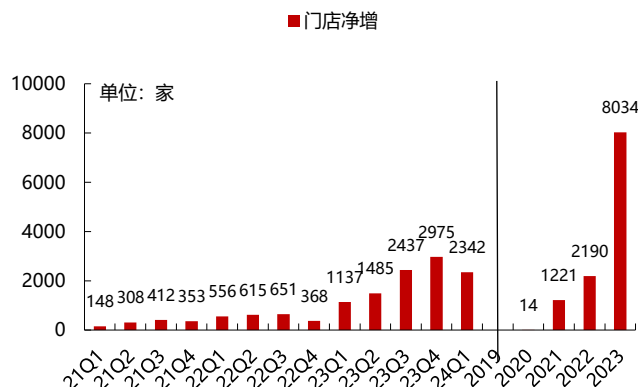
1) 加速拓店抢占市场。现磨咖啡行业竞争加剧，瑞幸加速开店抢占点位&市场，2023 全年开店 8034 家，门店数量近乎翻倍。在加盟方面，2023 年以来瑞幸推出众多政策，以“2023 新一轮加盟”、“带店加盟”、“定向点位加盟”等方式抢占优质点位并渗透下沉市场。

图12：瑞幸月度新开门店数量（单位：家）

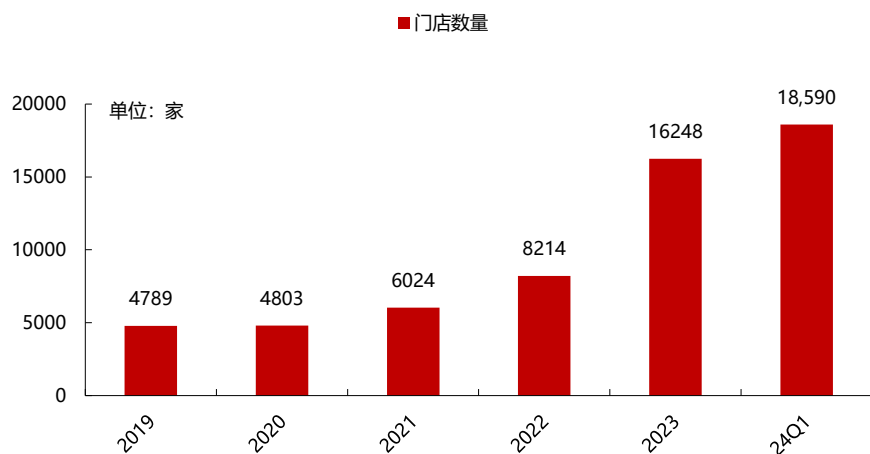


资料来源：瑞幸公众号，民生证券研究院

图13：瑞幸季度&年度净增门店



资料来源：瑞幸财报，民生证券研究院

图14：2019-2024Q1 年瑞幸门店规模


资料来源：瑞幸财报，民生证券研究院

表8：瑞幸咖啡加盟政策变化梳理

时间	加盟政策	加盟政策变化/细节
2019Q4	开启加盟模式，财报开始披露加盟店	-
2021.1.18	财务造假事件后，首次重启加盟	-
2022.8.22	暂停新合作伙伴招募	各种“山寨”、“伪加盟”现象层出不穷，且愈演愈烈，官方宣布现阶段已暂停合作伙伴招募，开放时间以官方通告为准。
2022.12.5	新一轮合作伙伴招募	本轮加盟覆盖 9 省 41 个城市。
2023.1.30	2023 新一轮合作伙伴招募	招募城市覆盖 15 省 80 个城市，较上一轮加盟（2022 年 12 月 5 日）进一步扩大。本次加盟城市除上一轮加盟区域巩固之外，进一步新增广西、四川、云南、贵州省份及湖南湖北省部分下沉城市。
2023.5.29	「带店加盟」模式正式开启	以联营合作模式为基础，面向租赁合同期内正在经营的店铺，或自有产权商铺的投资者，推出的新联营合作方式。
2024.1.1	「定向点位加盟模式」	针对具体开店场景的点位:如工作、学习、休闲、医疗交通枢纽、景区等场景的合作方式。

资料来源：瑞幸公众号，民生证券研究院

2) 优惠券加码，回应“9.9 元”价格竞争，ASP（平均每件销售价格）下探至 13 元上下，但叠加加速开店及淡季等因素影响，23Q4 及 24Q1 门店盈利能力下滑。瑞幸在 2023 年 6 月 5 日，上线“万店同庆，每周 9.9 元活动”，在 APP/小程序/抖音/美团等多渠道发放优惠券及团购应对价格挑战，ASP 也下探至 13 元上下。优惠券发放致毛利率下降，高速开店对单店杯量的稀释进一步显现，淡季以来门店盈利承压，瑞幸 23Q4 直营门店经营利润率下降至 13.5%，24Q1 直营门店经营利润率进一步环比下滑至 7.0%。

图15: 瑞幸 UE 模型变化

	2021	2022	2023	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	备注
直营销售收入 (千元)	6,659,218	10,223,720	18,677,390	3,301,311	4,715,596	5,359,262	5,301,221	4,770,160	如按门店销售则成本端不可拆, 故按直营销售收入算 (含电商&端部购), 1月均销量*周期内月数, 含无人机; 2021年全年销量参考2021年报数据粗略计算, 22年开始为根据估算ASP推算。
销量 (千件, 含饮料及其他)	450000	657600	1354800	207475.4	325222.1	414312.8	407789.7	359293.1	
调整门店数 (间)	4163	5025	8140	5981	6749	7997.5	9717.5	11413.5	(期初门店数+期末门店数)/2, 仅为直营门店
单店日销量 (件)	300	364	462	385	535	576	466	366	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为疫情下临时关闭影响销量显著下降, 24Q1考虑春节假期天数较长, 高低端字按营业时间按6天计算而非90天。
ASP(元, 含配送费&电商, 均摊到每件)	14.80	15.55	13.79	15.91	14.50	12.94	13.00	13.28	直营收入/销量, 因为包含电商收入等摊至单件有高低, 22Q1开始按ASP为估算。
原材料成本 (千元)	3,198,552	5,178,963	10,892,214	1,754,654	2,461,505	3,165,570	3,509,485	2,954,430	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, 按(加盟商原材料收入+设备收入)/(1+加价率)估算加盟成本。
+赠饮成本	-18,498								
+加盟成本	863,222	1,755,716	3,932,489	676,790	901,736	1,170,811	1,183,074	987,734	
调整原材料成本 (千元)	2,316,832	3,423,247	6,959,725	1,077,864	1,559,769	1,995,759	2,326,411	1,956,696	
占直营收入比	34.8%	33.5%	37.3%	32.6%	33.1%	37.2%	43.9%	41.0%	
高毛利率	65.21%	66.52%	62.74%	67.35%	66.92%	62.76%	56.12%	58.98%	
单位成本 (元)	5.15	5.21	5.14	5.20	4.80	4.82	5.70	5.45	单位成本=调整原材料成本/销量, 单位成本含电商成本分摊至单件(饮料&小食品)。
门店租金及运营费用 (千元)	2,036,772	2,829,987	5,167,482	891,661	1,148,370	1,425,482	1,701,969	1,833,275	包含租金、人工、水电及其他费用。
占直营收入比	30.6%	27.7%	27.7%	27.0%	24.4%	26.6%	32.1%	38.4%	
其中: 租金(千元)	677,869	900,214	1,481,609						
占直营收入比	10.2%	8.8%	7.9%						
薪资 (千元)	1,147,227	1,586,488	3,036,365						公司季度及半年度数据不分项披露。
占直营收入比	17.2%	15.5%	16.3%						
水电和其他运营成本 (千元)	211,676	343,285	649,508						
占直营收入比	3.2%	3.4%	3.5%						
单店月租金及运营费用 (千元)	40.77	46.94	52.90	49.69	56.72	59.41	58.38	53.54	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)	13.57	14.93	15.17						门店租金/(调整门店数*周期内月数)
单店月薪资 (千元)	22.96	26.31	31.08						人工薪资/(调整门店数*周期内月数)
单店水电及其他成本 (元)	0.47	0.52	0.48						水电和其他运营成本/销量
折旧摊销费 (千元)	465,384	391,936	604,580	108,456	127,748	160,052	208,324	259,397	
占直营收入比	7.0%	3.8%	3.2%	3.3%	2.7%	3.0%	3.9%	5.4%	
单店月折旧摊销 (千元)	9.32	6.50	6.19	6.04	6.31	6.67	7.15	7.58	单店层面变化相对小。
配送费用 (千元)	578,155	797,901	1,103,004	231,481	297,410	308,692	264,263	224,918	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	8.7%	7.8%	5.9%	7.0%	6.3%	5.8%	5.0%	4.7%	
配送订单占比	27.4%	28.6%	19.0%	26.0%	21.0%	17.0%	15.9%	15.2%	为估算数据。
配送订单数 (件)	123,300	188,074	257,412	53,944	68,297	70,433	64,739	54,613	
单位配送成本 (元)	4.69	4.24	4.28	4.29	4.35	4.38	4.08	4.12	配送费用/配送订单数。
分摊至单件配送成本 (元)	1.28	1.21	0.81	1.12	0.91	0.75	0.65	0.63	配送费用/销量。
开店前费用及其他 (千元)	16,352	36,012	109,685	15,676	18,497	30,050	45,462	28,504	
占直营收入比	0.2%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.6%	0.9%	0.6%	
门店店面经营利润 (千元)	1,245,723	2,744,637	4,732,914	976,173	1,563,802	1,439,228	754,792	467,370	
门店店面经营利润率	18.71%	26.85%	25.34%	29.57%	33.16%	26.85%	14.24%	9.80%	
公司披露OP	20.20%	24.30%	22.20%	25.20%	29.10%	23.10%	13.50%	7.00%	
测算gap (含佣金)	-1.49%	2.55%	3.14%	4.37%	4.06%	3.75%	0.74%	2.80%	

资料来源: 瑞幸咖啡财报, 民生证券研究院测算

3) 继续推出新产品教育市场。瑞幸持续推出产品教育市场, 2023 年全年推出 102 款产品, 目前已有 8 个 SKU 推出后销售过亿杯, 更在 2023 年 9 月联名贵州茅台推出具有代表性的现象级产品「酱香拿铁」。

4) 夯实供应链基础。供应链是保证万店原料供给&品质的基石, 瑞幸也基于门店数量的扩张不断夯实供应链基础, 其屏南烘焙基地早在 2021 年 4 月投产, 2024 年 3 月瑞幸云南宝山鲜果处理加工厂开始试运营, 2024 年 4 月瑞幸昆山烘焙基地也正式投产, 截止目前瑞幸烘焙产能合计大到 4.5 万吨。

图16: 瑞幸 2023 年在产品上持续推新&创新



资料来源: 瑞幸财报 PPT, 民生证券研究院

表9: 瑞幸供应链布局

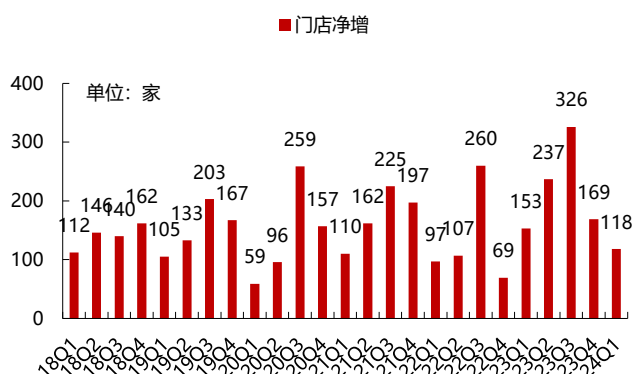
供应链项目	动工时间	投产时间	主要信息
瑞幸咖啡屏南烘焙基地	2019 年 7 月	2021 年 4 月 18 日	总投资 2.1 亿元, 占地面积 4.5 万 m ² , 年产能 1.5 万吨。
瑞幸咖啡(江苏)烘焙基地	2022 年 12 月 16 日	2023 年 4 月 20 日	总投资 1.2 亿美元, 项目用地 5.3 万 m ² , 年产能 3 万吨。
瑞幸云南宝山鲜果处理加工厂	-	2023 年 3 月	采用巴西、哥伦比亚的微水鲜果处理生产线, 年鲜果处理量可达到 5000 吨。

资料来源: 瑞幸公众号, 福州新闻网, 民生证券研究院

2.4 其他品牌 2023 年有什么变化？

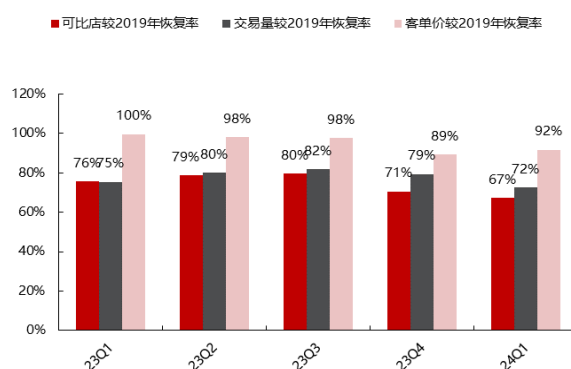
星巴克：开店稳中有升，客单价稳中有降，但订单量受明显冲击。星巴克 2023 年的门店净速较过往稳中有升，2023 年末门店数达 6975 家（自然年），但可比店恢复情况存在压力。从价格方面来看，尽管星巴克也派发“39.9 两杯”、“49.9 两杯”的优惠券，在抖音平台推出“106 元、103 元/5 杯”等团购，但除了 23Q4 以来客单价出现明显的下降，23Q1-Q3 整体价格变化相对稳定。从量的方面来看，餐饮等高频消费如今进入价格下行趋势，在其他咖啡品牌纷纷大幅降价的背景下，星巴克可比店订单量受到一定冲击，23Q1-24Q1 可比店订单量仅恢复至 2019 年 70-80% 的水平。

图17：星巴克季度净增门店数量（自然季度）



资料来源：星巴克财报，民生证券研究院（财季较自然季度提前一季）

图18：星巴克可比店恢复情况（自然季度）

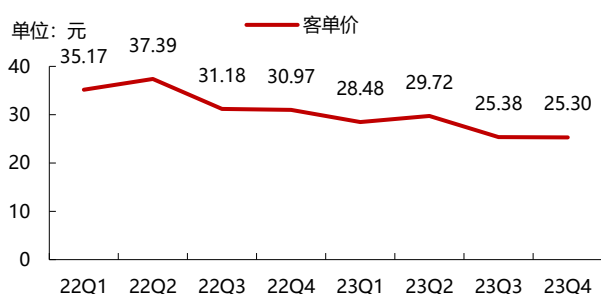


资料来源：星巴克财报，民生证券研究院测算（财季较自然季度提前一季）
注：恢复率=1*（1+2020 年变化率）*（1+2021 年变化率）*（1+2022 年变化率）*（1+2023 年变化率）*（1+2024 年变化率）

Tims 咖啡中国（天好咖啡）：

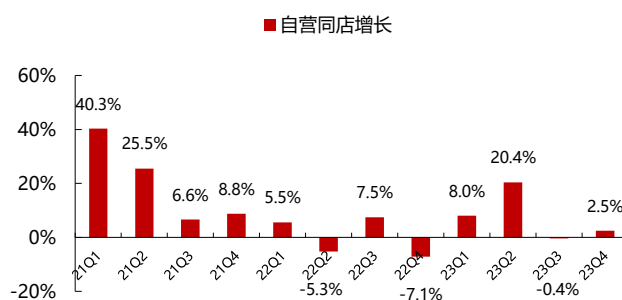
1) 加大促销。2023 年以来 Tims 咖啡推出新品限时买一送一，周三会员日半价套餐/第二件半价，9 月 Tims 推出“9.9 元发枫券，鲜萃贝果节”等活动，2023 年季度客单价下降至 30 元以下，23Q3-Q4 客单价进一步下降至 25 元左右。市场竞争激烈，Tims 咖啡 23Q3-Q4 的同店表现略有压力。

图19：22Q1-23Q4Tims 咖啡中国客单价



资料来源：Tims 咖啡中国财报/财报会 PPT，民生证券研究院测算（注：客单价=直营店销售收入/直营店订单数量）

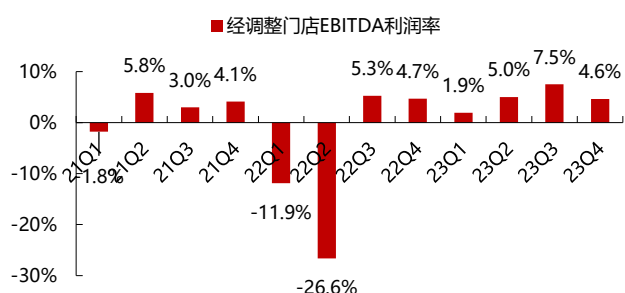
图20：21Q1-23Q4Tims 咖啡中国自营同店增长



资料来源：Tims 咖啡中国财报，民生证券研究院

2) UE 模型仍有较大优化空间, 借力 KA&小店加盟模型进一步扩张。2023 年全年 Tims 咖啡中国直营门店经调整 EBITDA 利润率为 4.9%, 门店 UE 仍有较大提升空间。相比于过往以直营为主的扩张模式, 2023 年 Tims 一方面与易捷、21 世纪不动产等 KA 合作, 通过“Tims Express”店中店模式进一步扩张; 同时 2023 年 9 月 19 日, Tims 在北京及上海以 Tims Go 小店的形式面向个体加盟商开放加盟; 加盟店成为 2023 年 Tims 在中国发展的主力。

图21: Tims 中国直营店 UE 模型仍有较大优化空间



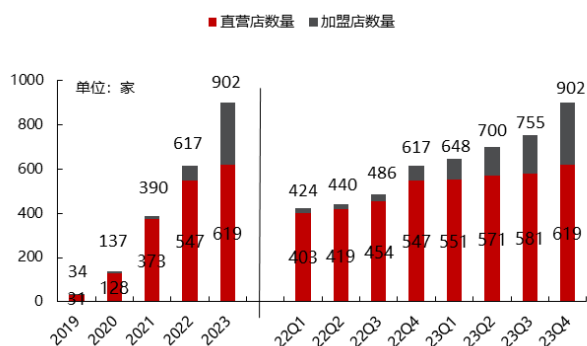
资料来源: Tims 咖啡中国财报, 民生证券研究院

图22: Tims 咖啡与易捷、21 世纪不动产等 KA 合作



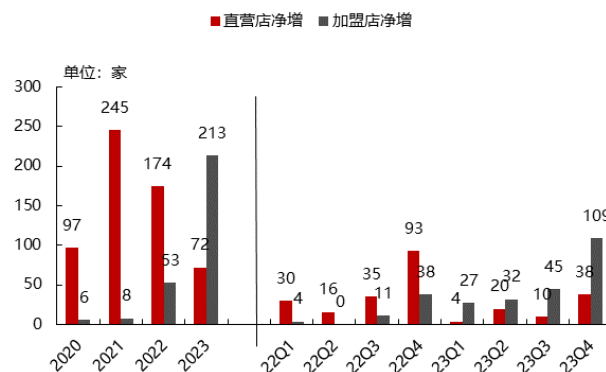
资料来源: Tims 咖啡中国财报会 PPT, 民生证券研究院

图23: Tims 咖啡中国门店存量



资料来源: Tims 咖啡中国财报, 民生证券研究院

图24: 2023 年 Tims 中国门店净增以加盟为主



资料来源: Tims 咖啡中国财报, 民生证券研究院

其他主要咖啡品牌:

1) 平价精品咖啡 Manner: 不降价、不下沉、门店破千家。主打平价精品咖啡品牌的 Manner 并未显著降价, 据极海数据, 目前 Manner 客单价仍维持在 22 元, 一二线城市门店占比达到 99%。门店数量方面, Manner 在 2023 年 10 月 30 日门店数量突破 1000 家, 截止 2024 年 4 月 27 日门店数进一步提升至 1200 余家 (极海数据)。

2) 高价格精品咖啡品牌有分化: Seesaw 大幅关店, 调整运营; 而 M Stand 获数亿元融资。在 35 元以上的精品咖啡品牌中, Seesaw Coffee 在 2023 年 7-12 月陆续闭店, 闭店区域包含上海、北京、深圳、杭州、重庆、武汉等地, 创始

人也回应称在新的阶段需要做出战略调整。而 M stand 在 2023 年 6 月获得了小红书领投的数亿元 B+ 轮投资，2023 年门店数超 500 家。

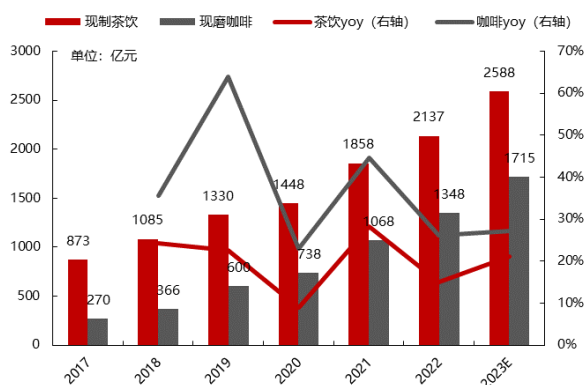
3) 幸运咖：低价优势被削弱，开店速度较 2022 年有所下降。2023 年以前，幸运咖凭借 10 元以下价格带成为平价主流品牌，但 2023 年“9.9 元”价格竞争削弱幸运咖价格优势，开店速度也较 2022 年有所下降，据极海 2023 年幸运咖净增门店 1034 家，而 2022 年净增数为 1805 家。

3 未来竞争格局可能会怎么演绎？

3.1 需求端：咖啡需求仍需要时间培养

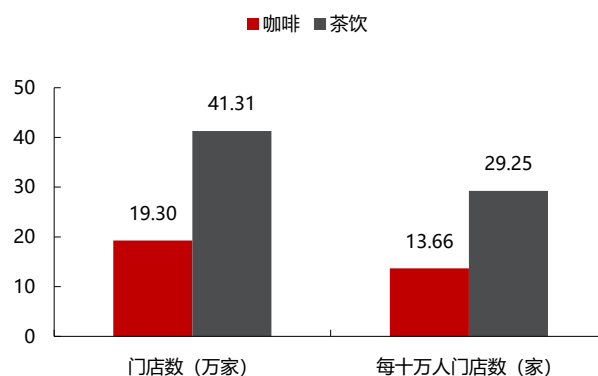
茶饮门店数为咖啡门店数二倍，头部茶饮品牌门店数远超头部咖啡品牌门店数的背景下，头部茶饮品牌单店日杯量仍与头部咖啡品牌相当，说明现磨咖啡市场远不及茶饮成熟。从市场规模来看，据灼识咨询预测，2023 年中国现磨咖啡市场规模为 1715 亿元，而茶饮市场规模更高达到 2588 亿元；从门店数量来看，据窄门餐眼截止 2024 年 4 月 8 日，茶饮门店数达到 41.31 万家，每十万人门店数为 29.25 家，而现磨咖啡门店数为 19.30 万家，每十万人门店数为 13.66 家。从头部品牌表现来看，瑞幸在 2023 年的单店日杯量水平和头部茶饮品牌相当，但 Top13 茶饮品牌门店数达到了 9.88 万家的规模，而主流 13 家咖啡品牌的门店数仅为 3.72 万家，说明咖啡市场远不及茶饮市场成熟。

图25：咖啡行业市场规模 VS 茶饮行业市场规模



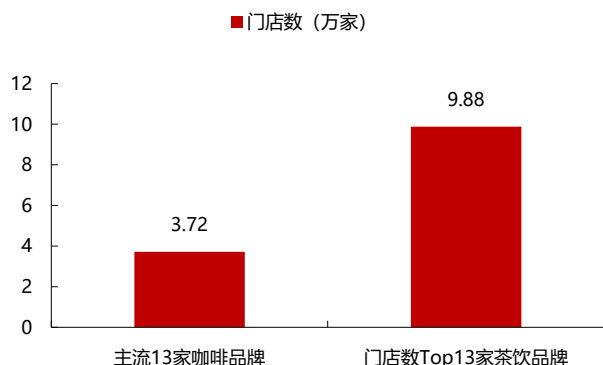
资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

图26：咖啡门店数 VS 茶饮门店数



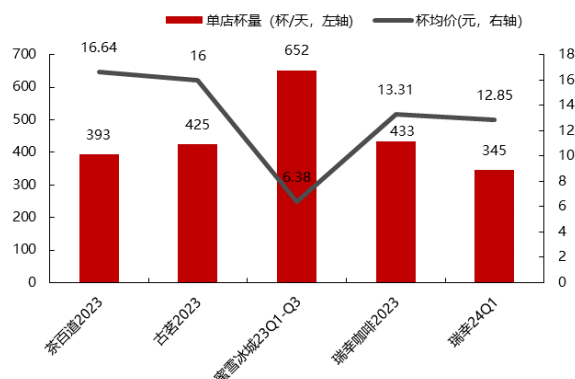
资料来源：窄门餐眼（截至 2024 年 4 月 8 日），民生证券研究院

图27：主流 13 家咖啡品牌门店数 VSTop13 茶饮品牌门店数



资料来源：瑞幸/星巴克/Tims 中国/百胜中国财报，极海品牌监测，壹览商业，民生证券研究院（注：13 个品牌详见表 2。）

图28：主要品牌单店日杯量及杯单价对比

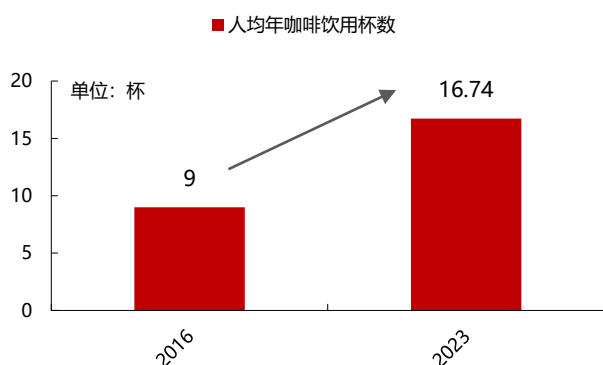


资料来源：瑞幸咖啡财报，茶百道/蜜雪/古茗招股书，民生证券研究院测算

咖啡门店增长带来了咖啡市场的教育。据窄门餐眼数据，截至 2024 年 4 月 8 日的一年中，咖啡行业的门店增速达到 36.1%，门店供给的增加教育了市场，据《2024 中国城市咖啡发展报告》数据，2023 年人均年咖啡饮用数达 16.74 杯，较 2016 年人均年饮用数 9 杯显著增长。

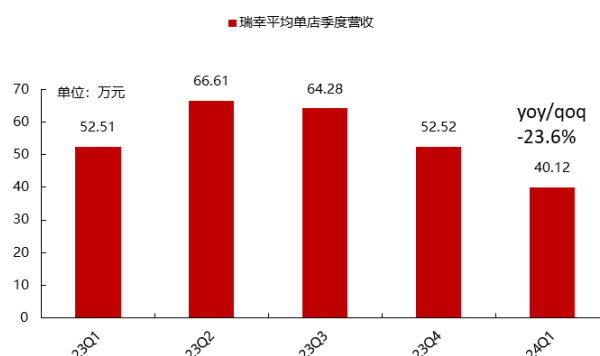
但在供给快速增加的背景下，24Q1 瑞幸、星巴克门店表现都面临了一定的压力；我们认为咖啡需求进一步培养还需要时间，短期供给存在一定水平的前置。供给快速增加，单店稀释明显，头部咖啡品牌面临了一定的压力，24Q1 瑞幸同店增长为-20.3%，平均单店营收较 23Q4 环比下滑 23.6%；24Q1 自然季度星巴克可比店增长-11%。我们认为，尽管有季节性&节假日的等因素影响，但无论是头部品牌 24Q1 表现的承压，还是我们在 1.3 中提及的咖啡行业同时也存在大量的关店（需求增加不足以支持降价），都在一定程度上反映出目前供给前置，行业需求进一步培养还需要一定的时间。

图29：2023 年人均年咖啡饮用数达 16.74 杯



资料来源：上海交通大学文化创新与青年发展研究院、饿了么、美团联合发布《2024 中国城市咖啡发展报告》，民生证券研究院

图30：23Q1-24Q1 瑞幸直营店单店季度营收

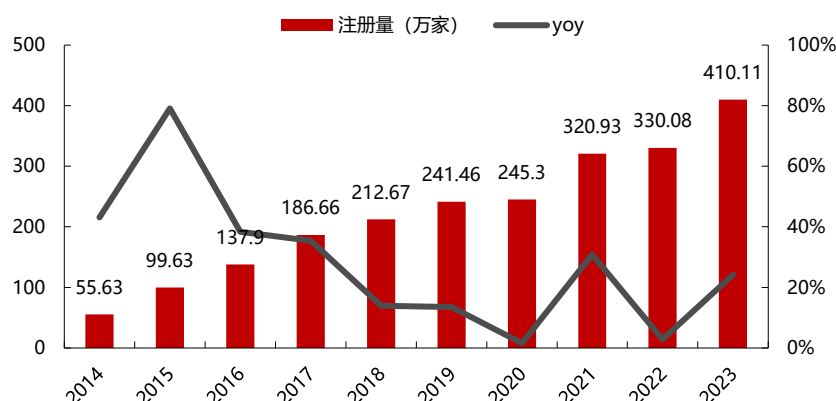


资料来源：瑞幸财报，民生证券研究院测算（直营单店季度营收=直营店收入/((期初直营店数+期末直营店数)/2)）

3.2 供给端：餐饮供给大幅增加，茶饮品牌降低加盟门槛，咖啡亦受到冲击

餐饮行业供给大幅增加，开店潮与闭店潮同现。餐饮赛道进入门槛相对较低，且部分头部加盟品牌盈利能力可观，因此在当下背景下地产、外贸等行业的众多资金及人才涌入餐饮，带来短期内供给的快速增加，据企查查数据 2023 年餐饮企业注册数量达 410.11 万家，yoy+24.24%。行业拥挤度激增下开店潮与闭店潮齐现，据企查查数据，2024 年 Q1 国内餐饮相关企业新注册数量达到 73.1 万家，但注销吊销数量达到 45.9 万家；而 2023 年 Q1 同期注销吊销数量不足 14 万家；同比 2023 年，2024 年一季度新增缩减 23.4%，而吊销注销扩大 232.6%。

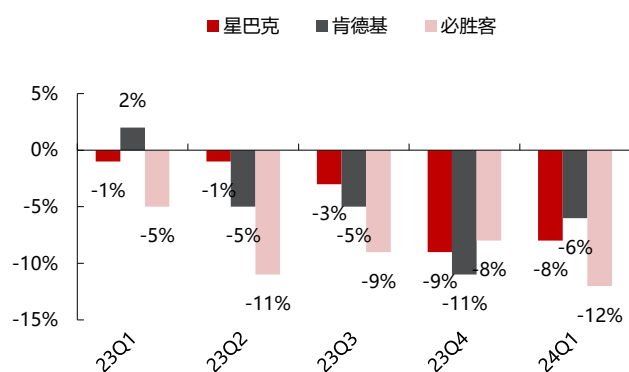
图31：2014-2023 年餐饮相关企业注册量&增速



资料来源：企查查，民生证券研究院

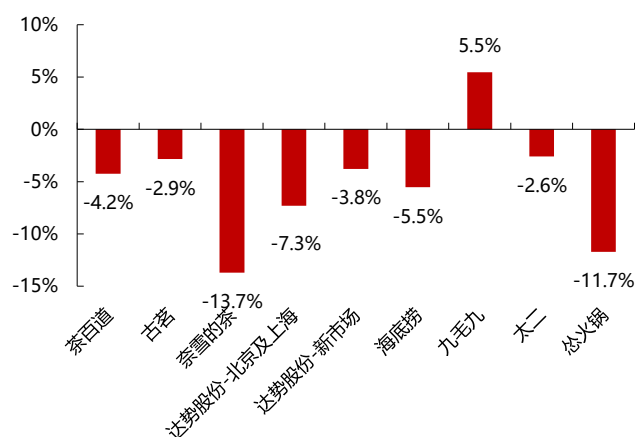
行业拥挤度日益提升下，餐饮降价成为主题；而茶饮更是纷纷降低加盟门槛，以抢占加盟商。如今消费者更加趋于理性，主流餐饮品牌 2023 年以来价格显著下降。而茶饮赛道在行业拥挤度日益提升，拓店效应边际递减的情况下，品牌方通过进一步降低加盟门槛抢占加盟商。而咖啡品牌来看，Nowwa 挪瓦咖啡也提出了千万级补贴，2024 宣布再开 1000 家店。

图32：星巴克/肯德基/必胜客 23Q1-24Q1 同店价格变化



资料来源：星巴克/百胜中国财报，民生证券研究院

图33：主流餐饮品牌 2023 年客单价变化



资料来源：各公司财报，民生证券研究院测算（注：古茗按 GMV/杯量测算价格，各品牌 2023 年价格变化为根据客单价的计算值。）

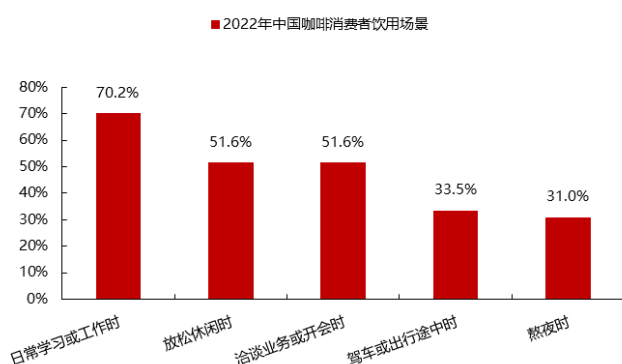
表10：主流茶饮品牌纷纷降低加盟门槛进一步拓店

品牌	2024 新加盟政策
奈雪的茶	2 月底公布了 2024 年的新加盟政策，下调了单店投资预算，从 98 万降到 58 万元；鼓励意向加盟商在上半年完成签约，“享受 6 万元的营销补贴”。
茶百道	2024 年实施签约减免措施，新加盟伙伴开店，总计减免 4-27 万；老加盟伙伴开店，总计减免 9-18 万；还开启“点位减免政策”、“物料返点政策”、“高租金返点政策”等多个政策。
书亦烧仙草	直接推出“0 加盟费、0 服务费、0 合作费”政策，3 万元的品牌使用费和 1.5 万元的综合服务费全部限免。此外，原本 1 万元的保证金也降低至 0.5 万元。
古茗	自 2024 年 3 月 29 日起，为缓解加盟商开店初期压力，公司在签约首年实行“0 加盟费”政策，及加盟费延期首付，支持分摊三年的规则。
乐乐茶	布全面实施门店加速计划，35 万可“兜底”开设一家不超过 50 平米的门店。
喜茶	推出合伙人 2024 年最新优惠政策，Q1 签约的新店合作费全免。

资料来源：餐企老板内参，FoodTalks 食品资讯，民生证券研究院

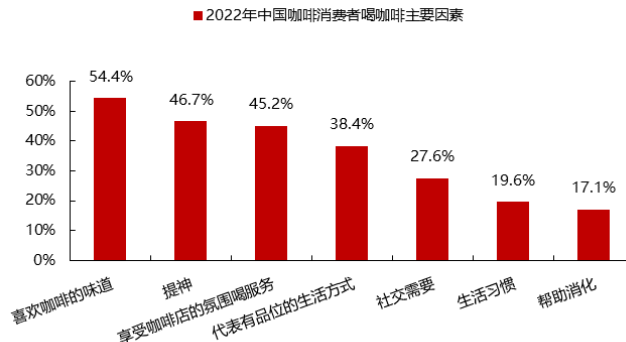
咖啡作为餐饮的子赛道，在咖啡门店&茶饮门店等供给大幅度增加的背景下，单一品牌门店经营进一步受到分流，但我们认为高质量的行业供给增加是趋势，低质量供给将继续出清。目前，咖啡因摄入的功能性需求依旧是咖啡消费的主要场景（据艾媒数据，学习或工作场景占 70.2%），高线城市需求相对刚性，而在三线及以下城市咖啡摄入更多是饮料的获取，这也是目前咖啡品牌纷纷推出“饮料化咖啡”降低用户口味门槛并加速下沉的重要原因。在饮料摄入的消费场景中，咖啡不仅面临同赛道的竞争，也面临一定程度上与茶饮品牌的竞争。我们认为，人口数量及饮料摄入量在短期内相对固定，在需求端短期不会出现大幅增长的背景下，供给端无论是咖啡门店还是茶饮门店的大幅扩张会对咖啡单店造成分流与稀释，从而单一品牌门店经营短期受到分流影响。但高质量的行业供给增加是趋势，而低质量供给将继续出清。

图34：功能性需求依旧是咖啡消费的主要场景



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图35：提神仍然是消费者摄入咖啡的重要因素



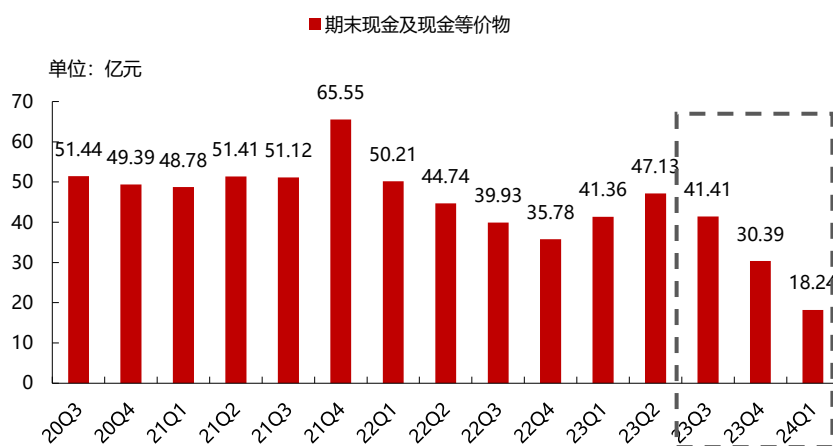
资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

3.3 咖啡行业还会有大的新进入者吗？

目前咖啡行业的竞争格局中,已经形成了大店综合模式下星巴克&小店自提模式下瑞幸的龙头地位,以及精品咖啡品牌中 Manner、“咖啡+暖食”中 Tims 领先的情况。我们认为,目前对于竞争格局的变化主要影响因素包含:1)“鲶鱼”库迪的发展走向;2)对于行业是否可能出现大的新进入者的探讨。

- 1) 对于库迪的发展走向:正如我们在 2.2 中的探讨,取决于库迪 UE 模型的跑通情况,以及其现金流的周转、融资。
- 2) 是否会出现大的新进入者:现磨咖啡行业进入门槛相对低,不可避免会持续有中小从业者进入行业,但短期是否有“来势汹汹”的大进入者取决于:
 - ①行业是否有极高的增长或者较大的发展潜力,以及头部企业是否有超越餐饮行业平均的盈利能力作为“示范效应”。
 - ②各个价格带&品类中都已头部或领先企业,新进入者如果要在短期实现快速开店&市占率提升,在相似的模式下需要“烧钱开店&促销”,参考瑞幸 2023 年 6 月以来做优惠促销&加速抢市场以来账面现金的持续减少,新的大进入者需要拥有较为雄厚的资本基础,或者在如今一级市场融资环境下拿到量级较大的融资;另外,新进入者以“差异化”的模型进入市场,满足空白需求,或将在市场占据“一席之地”。

图36: 瑞幸 20Q3-24Q1 期末账面现金及现金等价物



资料来源:瑞幸财报,民生证券研究院

3.4 现阶段瑞幸主要关注什么？

Q2 是重点观察窗口期,重点观察优惠券减少后对消费量的影响及门店表现。
 瑞幸 24Q1 在业务淡季,高速开店、优惠活动等影响延续的情况下,盈利能力环比进一步承压。瑞幸去年同期门店数仅 1 万家出头,公司正处于发展的“蜜月期”,

不仅门店杯量较高，且去年 4-5 月尚未开启大幅度优惠券发放，价格也处于较高水平。而展望 24Q2，瑞幸门店数量较去年同期近乎翻倍，门店大幅增加叠加行业供给增加对单店表现形成了一定的分流，因此我们认为，接下来应该重点关注：

- 1) 目前开店节奏已经放缓，24Q2 是反映高速开店滞后效应的第一个旺季，Q2 的门店表现情况将对公司后续扩张及发展节奏有着重要的影响。
- 2) 目前优惠券的发放范围&节奏已经有所减少；观察在主流餐饮降价的背景下，优惠券减少对消费者的消费量的影响。

4 投资建议

2023 年尽管咖啡行业高速增长，但供给快速增加，导致大幅度的关店也在持续进行，行业价格竞争极为激烈。我们认为在目前需求端人口数量及饮料摄入量增长相对有限的背景下，供给端的大幅增加对单一品牌门店经营有分流影响。但高质量的行业供给增加是趋势，而低质量供给将继续出清。

对于咖啡龙头瑞幸我们 24Q2 持谨慎观望态度：23Q2 瑞幸门店数仅 1 万家出头，且公司正处于发展的“蜜月期”，不仅门店杯量较高，价格也处于较高水平；而目前瑞幸门店数量较去年同期近乎翻倍，门店大幅增加对单店表现形成了一定的压力，因此，我们认为 Q2 是瑞幸的重点观察窗口期，我们建议观察：1) 门店经营表现；2) 优惠券减少对消费者的消费频次的影响。

5 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**: 若行业持续有新的进入者, 行业竞争加剧将对头部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。
- 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, 粉单市场筹码分布可能导致额外交易风险。

插图目录

图 1: 库迪入局低价促销.....	4
图 2: 瑞幸 6 月上线“万店同庆, 每周 9.9 元”活动.....	4
图 3: 美团&抖音上瑞幸/库迪团购优惠以 8-12 元为主.....	4
图 4: 星巴克中国 2023 年以来客单价呈下降趋势 (自然季).....	4
图 5: 现磨咖啡行业 2023-2024 年 4 月开店及关店情况.....	5
图 6: 2013-2023 年咖啡市场融资事件及披露融资金额 (不完全统计).....	7
图 7: 瑞幸咖啡海外开店情况.....	7
图 8: 23Q2 瑞幸营收开始超过星巴克中国区.....	9
图 9: 以零售额统计的现磨咖啡品牌市占率 (2023 年前 9 个月).....	9
图 10: 2020-2023 年主要咖啡品牌门店规模.....	9
图 11: 库迪咖啡发展历程.....	10
图 12: 瑞幸月度新开门店数量 (单位: 家).....	12
图 13: 瑞幸季度&年度净增门店.....	12
图 14: 2019-2024Q1 年瑞幸门店规模.....	13
图 15: 瑞幸 UE 模型变化.....	14
图 16: 瑞幸 2023 年在产品上持续推新&创新.....	14
图 17: 星巴克季度净增门店数量 (自然季度).....	15
图 18: 星巴克可比店恢复情况 (自然季度).....	15
图 19: 22Q1-23Q4Tims 咖啡中国客单价.....	15
图 20: 21Q1-23Q4Tims 咖啡中国自营同店增长.....	15
图 21: Tims 中国直营店 UE 模型仍有较大优化空间.....	16
图 22: Tims 咖啡与易捷、21 世纪不动产等 KA 合作.....	16
图 23: Tims 咖啡中国门店存量.....	16
图 24: 2023 年 Tims 中国门店净增以加盟为主.....	16
图 25: 咖啡行业市场规模 VS 茶饮行业市场规模.....	18
图 26: 咖啡门店数 VS 茶饮门店数.....	18
图 27: 主流 13 家咖啡品牌门店数 VSTop13 茶饮品牌门店数.....	18
图 28: 主要品牌单店日杯量及杯单价对比.....	18
图 29: 2023 年人均年咖啡饮用数达 16.74 杯.....	19
图 30: 23Q1-24Q1 瑞幸直营店单店季度营收.....	19
图 31: 2014-2023 年餐饮相关企业注册量&增速.....	20
图 32: 星巴克/肯德基/必胜客 23Q1-24Q1 同店价格变化.....	20
图 33: 主流餐饮品牌 2023 年客单价变化.....	20
图 34: 功能性需求依旧是咖啡消费的主要场景.....	21
图 35: 提神仍然是消费者摄入咖啡的重要因素.....	21
图 36: 瑞幸 20Q3-24Q1 期末账面现金及现金等价物.....	22

表格目录

表 1: 2023 年部分连锁品牌宣布加速开店计划.....	3
表 2: 主流 13 家咖啡品牌门店数量及增速.....	3
表 3: 2023 年咖啡市场融资情况.....	6
表 4: 库迪咖啡进驻海外市场首店时间.....	7
表 5: 茶饮品牌旗下咖啡品牌 (不完全统计).....	8
表 6: 瑞幸单件成本测算 (单位: 元/件).....	11
表 7: 库迪咖啡敏感度测算.....	11
表 8: 瑞幸咖啡加盟政策变化梳理.....	13
表 9: 瑞幸供应链布局.....	14
表 10: 主流茶饮品牌纷纷降低加盟门槛进一步拓店.....	21

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。本报告清晰准确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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026