

2019年05月23日

工薪阶层需求推动杯量长期增长， 现磨市场引入竞争活力

——中国咖啡行业深度报告

看好

相关研究

"外卖行业深度研究系列一-海外对标：轻重权衡看粘性，B端服务筑壁垒" 2019年2月18日
"餐饮行业深度研究系列二-从火锅业态看餐饮单店经营特性" 2018年12月10日

证券分析师

刘乐文 A0230517110001
liuyw@swsresearch.com

研究支持

于佳琪 A0230117070008
yujq2@swsresearch.com

联系人

王越
(8621)23297818×转
wangyue@swsresearch.com

本期投资提示：

- **互联网新零售模式下咖啡消费被激发，行业需求日趋大众化。**2018年我国咖啡行业CR5达到74.9%，海外品牌如星巴克、Costa由于进入中国市场早，品牌影响力大，在我国现磨咖啡市场中仍占绝对主导。14年后出现的连咖啡、瑞幸等互联网咖啡品牌，使用“中档品质+低档价格”的产品，适应生活节奏的外卖配送方式和互联网营销模式，将咖啡从还不够普及的文化象征还原为一种受欢迎的大众消费高品质饮品，达到了消费者教育普及推动作用。2018年我国城镇制造业就业人员每周平均工作时长为48小时，较上世纪40年代的美国还要高2小时，咖啡在我国经济发展带来的劳动时长增加中成为功能性饮料的作用将愈加凸显。
- **我国咖啡市场进入高速增长阶段，未来行业空间主要来源于消费需求量的释放。**当前我国从咖啡生豆消费量、咖啡店数量和交易量的绝对数值来看，中国与美日差距明显。但中国咖啡生豆的消耗量7年CAGR达到21.74%，远超全球2.53%的一般水平，中国人年平均咖啡消费杯数为6.2杯，五年时间翻了一番。而考虑到真实消费人群（2018年我国城镇就业人员为4.34亿人），我国实际每人年均咖啡饮用杯数为19.9杯，与美日也分别近似存在20倍和14倍的明显差距，提升空间显著。**从交易量来看：**综合考虑我国不同行业就业人员的工资水平及工作时长，我们计算认为全部城镇就业人员消费咖啡可达到29杯/年，综合Frost&Sullivan预测数据（2023年达到31.67杯/年），我们认为人均消费杯数在未来5年时间拥有150%的成长空间。**从客单价来看：**星巴克大杯拿铁中国为4.48美元/杯，而美国仅为4.45美元/杯。如果按照2017年人均可支配收入进行比较，中国内地咖啡价格是美国的近9倍。而对比其他地区，英美日瑞士及中国香港购买力基本一致，反映出了咖啡价格与收入水平的弱相关性。即中国未来咖啡价格的上升空间有限，主要空间来自于消费量的提升。那么对于互联网咖啡企业，客单价的提升多数将来源于补贴优惠的减少，而非消费力的提升。
- **瑞幸当前增长主要靠开店驱动，补贴教育模式下短期亏损持续。**瑞幸截止2019Q1拥有2370家门店，2019年计划加速开店2500家。现阶段瑞幸是开店驱动，实际单位消费者的购买量并无明显增长，在未形成粘性前渗透率的边际效益已有递减趋势。考虑到补贴。现阶段平均单品价格仅9.8元，而目前的经营成本占比达到200%以上，考虑到后续的成本费用并与星巴克进行对照，我们认为远期即使可摊销成本接近极限，营业利润率理想化仅能达到2%，需要通过新的运营模式或产品结构来提升客单价。实际上我们认为瑞幸对于星巴克不构成明显的客户重叠，对于企业端的速溶咖啡也不存在需求重合，反而接近全家、麦咖啡等价格及需求定位。公司产品重点在中端10-20元区间内，提升消费转化率和区域覆盖，但在转化过程中盈利模型可能无法追上上下两头的典型企业。我们预计快取店单店前期投入在40万元左右。按照2019年新开2500家门店的计划，需要资金10亿元，同时考虑到门店目前的亏损状态，预计本轮募得资金仅能维持1-2年内的运作，后续可能存在资金压力。
- **风险提示：**食品安全风险；咖啡上游原材料价格上涨风险；快速拓张对咖啡门店企业带来的资金流问题



投资案件

结论和投资建议

现阶段咖啡市场的快速增长来源于较低的基数，从文化属性角度，短期并不能判断中国会达到世界平均水平的咖啡消费量。社交属性不会进一步增强，但作为功能性饮料具有存在价值。

咖啡市场现阶段为星巴克一家独大，后起之秀定位可能更多在中低端领域会获得扩张。面临的租金和销售成本也可以通过外卖和线上营销来解决并快速实现追赶，类似于国内手机厂商对苹果的格局。

原因及逻辑

1. 中国的咖啡消费的社交属性强，但功能属性并未得到体现，所以消费杯数远远低于欧美国家，但工作制度和商务属性会推动咖啡的应用场景和效应增加，现阶段仍会维持杯数的高速增长。

2. 国内咖啡价格目前相对于收入水平较贵，如果同品质或者同类产品有更好的低价替代品，则推广的难度会降低。且新兴的营销和补贴策略也被证明能够较快的覆盖客户（不一定较好），消费认知和价格带覆盖都是咖啡市场可以填充的空间。

3. 饮品消费不同于餐品消费，不需要太大的经营空间和服务配套。因此，相对于传统餐馆，可以压缩的成本空间大。且目前新兴的外卖模式已经有完善的配送网络，可以助力咖啡市场的发展。

有别于大众的认识

1. 我们认为分析的目标客户就是现阶段的城市适龄人口，而非全体中国人口。且伴随互联网信息传播媒介的高效，咖啡消费增速会快速同时期国外情况。当然考虑到现阶段的收入水平，中国的人均咖啡消费量中短期不会达到美日的水平。

2. 市场可能认同咖啡作为社交和商务属性的特点，但我们从过去洋品牌入华的经验来看，不论任何品牌都会面临重新定位和本土化的改造。今日的中高端咖啡可能类似于十多年前的洋快餐的定位，伴随经济和收入水平的发展，咖啡本身作为功能性饮料的卖点可能会超过社交属性，因为在现阶段的中国“售卖”生活方式的概念已经在营销中被逐步淘汰。

目录

1 中国咖啡需求高增长，现磨产品四倍潜在需求	6
1.1 咖啡消费日趋大众化，专营品牌取代咖餐成市场主导	6
1.2 人口红利叠加新零售模式，现磨咖啡市场存在千亿空间	10
2. 现磨咖啡逐渐兴起，新零售模式受到多渠道青睐	15
2.1 下游流通为利润最丰厚环节，未来仍存竞争空间	15
2.2 产品端：品质更优并满足更高层次需求，现磨咖啡逐渐受到国人关注	16
2.3 渠道端：多方入局各具优劣，竞争日趋白热化	17
2.4 顺应数字化背景，积极转型“线上+线下”新零售模式	19
3 瑞幸经营梳理及空间测算：互联网式发展可持续性仍待验证	21
3.1 概况：高效利用流量，凭借互联网式发展方式极速扩张	21
3.2 竞争：仍处于咖啡消费低层阶段，便利店构成有力竞争	21
3.3 经营：开店驱动业务增长，客户粘性尚需培养	23
3.4 财务：中短期亏损仍将持续，长期营收存在成长空间	25
4. 风险提示	28
4.1 食品安全风险问题	28
4.2 咖啡上游原材料的价格和供给风险	29
4.3 市场模式变化，快速催熟导致的资金流断裂	30

图表目录

图 1：我国咖啡行业发展阶段	6
图 2：日本咖啡文化发展过程	6
图 3：中国咖啡生豆消费量变化（万吨）	7
图 4：中国人均年饮用咖啡杯数变化（杯/人）	7
图 5：上岛咖啡与星巴克大众点评推荐 Top5 比较	8
图 6：韩国品牌咖啡陪你加盟连锁模式失败案例复盘	8
图 7：中国咖餐店与咖啡专营店店家数量比较/家	9
图 8：中国咖啡餐食店与咖啡专营店交易额比较	9
图 9：各国咖啡市场 CR5 比较	9
图 10：2018 中国咖啡市场各品牌份额	9
图 11：中美日咖啡生豆消耗量对比（万吨）	10
图 12：中美日咖啡生豆消耗量同比增长率对比	10
图 13：中美日人均咖啡生豆消费比较（kg/人）	11
图 14：中美日人均咖啡消费杯数比较（杯/人）	11
图 15：中国现磨咖啡市场规模（亿元）	11
图 16：实际人均消费咖啡及现磨咖啡杯数（杯/人）	11
图 17：高中低档位代表品牌 475ml 拿铁售价（元）	13
图 18：细分档位市场空间测算（亿元）	14
图 19：咖啡行业产业链	15
图 20：六种销售渠道销售三类咖啡产品	16
图 21：一国的工作时长与经济发展相关	16
图 22：咖啡对消费者需求满足的三个层次	17
图 23：喜茶咖啡具有强茶饮特点	19
图 24：咖啡线上销售平台	20
图 25：瑞幸使用“咖啡+轻食”扩展商品品类	21
图 26：瑞幸快取店	22
图 27：星巴克上海甄选工坊	22
图 28：中国全家湃客咖啡历史发展与未来计划	22

图 29：全国门店分布符合经济分布趋势/家	23
图 30：收入增长主要依赖门店扩张	24
图 31：门店扩张带来销量提升	24
图 32：获客成本降低但不含直接抵扣收入的优惠	25
图 33：渗透率提升效果下降.....	25
图 34：瑞幸咖啡单杯收入成本拆解	27
图 35：IPO 后瑞幸股权结构	28
图 36：喜茶被曝出多起食品安全问题.....	29
图 37：咖啡生豆 ICO 价格指数历史复盘	29
表 1：中国咖啡市场起步晚但发展快	7
表 2：中国咖啡市场相对成熟国家仍处于竞争格局发展期.....	10
表 3：未来 5 年城镇就业人口消费咖啡杯数预测	12
表 4：星巴克大杯拿铁各地区/国家售价.....	12
表 5：奶茶文化盛行的香港、台湾地区仍具有较高咖啡普及程度	14
表 6：新媒体营销方式	18
表 7：瑞幸门店数量/家	23
表 8：瑞幸经营数据	24
表 9：优惠（除获取新用户时的免费产品推广费用）均冲减收入	25
表 10：瑞幸单季环比增速情况对比	25
表 11：瑞幸营收空间测算	26
表 12：星巴克与瑞幸经营成本结构对比	27
表 13：瑞幸融资历程	28
表 14：餐饮行业公司估值表.....	30

1 中国咖啡需求高增长，现磨产品四倍潜在需求

1.1 咖啡消费日趋大众化，专营品牌取代咖餐成市场主导

咖啡与茶、可可并称为世界三大饮料。根据国际咖啡组织数据，2017/18 年度全球咖啡生产总量为 1008 万吨，消费总量为 990 万吨，全球咖啡市场稳步增长。

中国自古以茶为饮，咖啡文化长时间处于漫长萌芽期。在较长的时间内，中国的咖啡馆被星巴克等海外连锁品牌或者小众的独立咖啡馆两类模式主导，对于品牌的追求大于口味，对于环境的计较多过价格，更接近于体验经济。

图 1：我国咖啡行业发展阶段

- 1892：法国传教士将咖啡引入云南省宾川县
- 1989：雀巢咖啡在中国推出“1+2”速溶咖啡
- 1992：云南后谷咖啡成立，成为中国第一个本土咖啡品牌
- 1997：台系咖啡店代表品牌上岛咖啡进入大陆市场
- 1999：欧美系咖啡店代表品牌星巴克在北京开设第一家门店
- 2012：韩系咖啡店代表品牌咖啡陪你进入中国
- 2014：新零售咖啡代表品牌连咖啡成立
- 2017：新零售咖啡代表品牌瑞幸咖啡成立

资料来源：各品牌公司官网，申万宏源研究

中国咖啡文化发展与日本具有类似轨迹，新零售推动普及提速。与我国文化相似的日本也经历了精品咖啡逐渐取代速溶咖啡，便利店咖啡逐渐兴起的过程。我国咖啡市场虽然落后于日本 20 年起步，但是发展较快。虽然按目前经济条件，短期内不会达到日本的频率，但借助覆盖线上线下的新零售模式，咖啡普及化进程可能在对比期内更快。

图 2：日本咖啡文化发展过程

1960-1970	1980-1990	1991-2010	2011-至今
1961速溶咖啡进口实现全面自由			
1969UCC推出加奶咖啡使得罐装咖啡的销售额直线上升	1982冷热两用自动售货机出现使得罐装咖啡市场借此迅速扩大 1990罐装咖啡的销售量达到日本饮料市场的四分之一	2005达到顶峰的罐装咖啡市场开始萎缩	2013罐装咖啡仍占七成市场份额
浓厚个人特色的咖啡馆逐渐增多，出现了爵士、歌声、摇摆舞等以音乐为主题的咖啡馆	1982全日本有近16.2万家咖啡店，其中有很多独立咖啡馆	1999日本本土的咖啡店的总数急剧减少，缩至9.4万	2015在美国西海岸引领了“第三次咖啡浪潮”的 Blue Bottle Coffee 蓝瓶咖啡在东京登场
		1996年后星巴克、Tully's Coffee 和Seattle's Best Coffee先后在日 本开设门店	2015星巴克分店已遍及日本国内 全部47个都道府县，门店总数超 过1000家
			2013最大便利店7-11开始售卖 100日元的现煮咖啡，截止2016年 2月累计销售20亿杯

资料来源：网易，搜狐，申万宏源研究

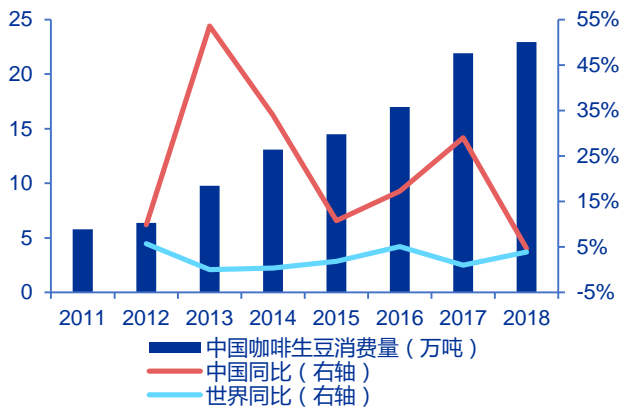
表 1：中国咖啡市场起步晚但发展快

		中国	日本
各品类咖啡相继出现	速溶咖啡	1989 年雀巢进入中国市场	1956 年速溶咖啡开始正式进口
	精品咖啡	星巴克 1999 年开设第一家门店	星巴克 1996 年开设第一家门店
	便利店咖啡	2010 年喜士多开始售卖现磨咖啡	2013 年 7-11 开始售卖现磨咖啡
咖啡消费显著增加	咖啡生豆进口	2008 年中国为日本的 5.68%，2018 年中国为日本的 28.06%	
	咖啡生豆消费	2008 年中国为日本的 4.56%，2018 年中国为日本的 46.35%	

资料来源：USDA，申万宏源研究

互联网咖啡品牌有效降低咖啡文化门槛。14 年后出现的连咖啡、瑞幸等互联网咖啡品牌，使用“中档品质+低档价格”的产品，适应生活节奏的外卖配送方式和互联网营销模式，将咖啡从还不够普及的文化象征还原为一种受欢迎的大众消费高品质饮品。**2018 年中国咖啡生豆的消耗量达到 22.95 万吨，7 年 CAGR 达到 21.74%，远超全球 2.53% 的一般水平，**国人年平均咖啡消费杯数为 6.2 杯，五年时间翻了一番。

图 3：中国咖啡生豆消费量变化



资料来源：USDA，申万宏源研究

图 4：中国人均年饮用咖啡杯数变化 (杯/人)



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

定位模糊可替代性强，咖餐品牌市场份额日渐萎缩。以上岛为代表的咖餐品牌目前关注提供商务棋牌等其他消费场景，偏向“商务会所”定位，而中国餐饮业种类繁多，同等价位且环境尚可的用餐场所替代力强。另一方面，由于品牌在扩张门店时多使用连锁加盟模式，远远超出管理半径，反而对品牌造成负影响的潜在风险。

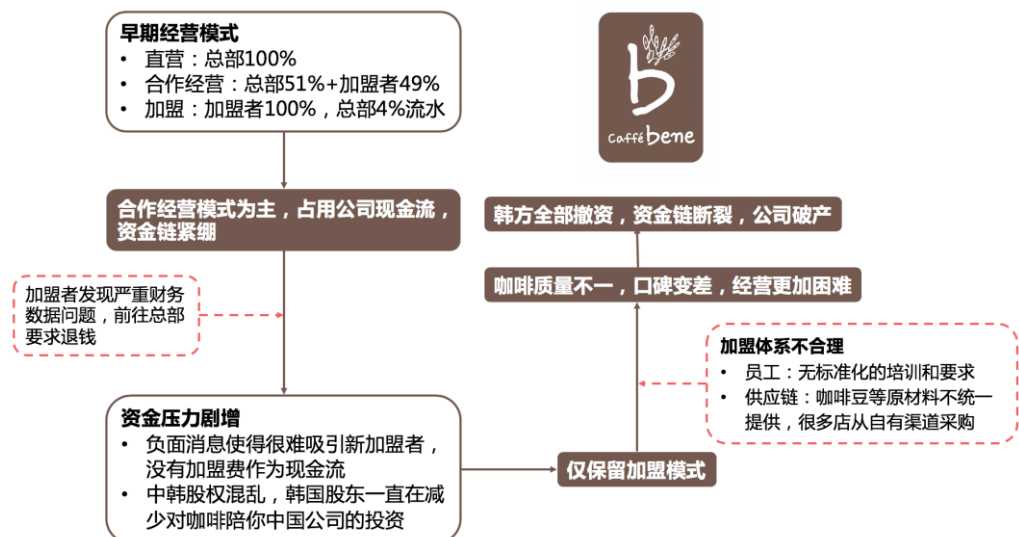
图 5：上岛咖啡与星巴克大众点评推荐 Top5 比较



资料来源：大众点评，申万宏源研究

长期/短期利益的平衡，对服务的依赖程度等因素决定了加盟模式的可行性。相对于服务比较标准化的酒店行业，餐饮行业的全程服务基本都在和顾客接触，加盟模式的可应用性较差。我们之前报告也提及，餐饮业务目前除了奶茶、鸡排一类简单小吃可采取加盟形式扩张，绝大部分餐饮在中国即使有非常先进的标准化管理理念，仍应采取直营模式为主。

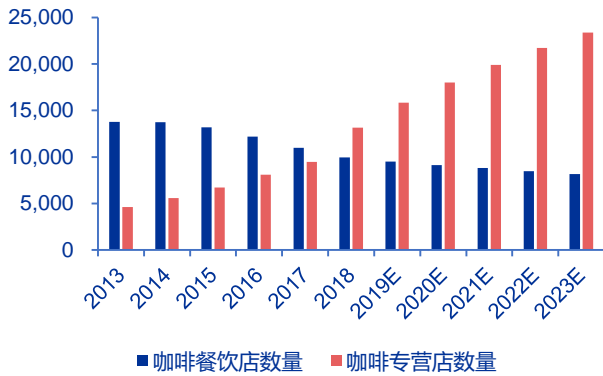
图 6：韩国品牌咖啡陪你加盟连锁模式失败案例复盘



资料来源：人民网，搜狐网，申万宏源研究

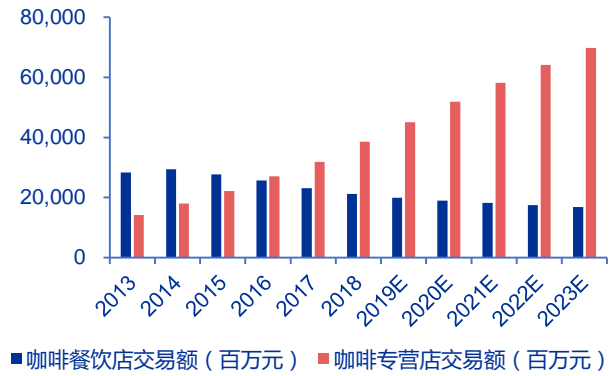
而伴随咖啡消费的普及（文化不适应于快节奏城市生活），更具品质优势的专营品牌越来越受到国人的青睐。2016 年咖啡专营品牌的成交额已超过了咖啡餐食品牌，2018 年又实现了店铺数量的超越。预计至 2023 年，专营品牌将占据超过 80% 的市场份额。

图 7：中国咖餐店与咖啡专营店店家数量比较/家



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

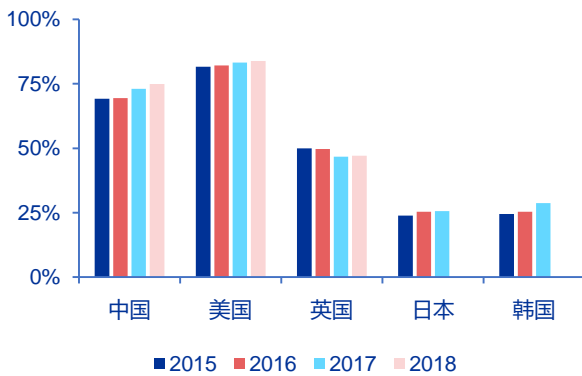
图 8：中国咖啡餐食店与咖啡专营店交易额比较



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

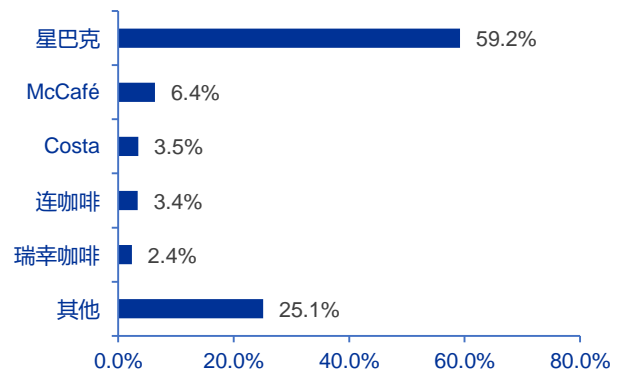
我国咖啡行业集中度高，海外品牌占据市场主导。横向对比国外，我国咖啡市场集中度较高，2018 年 CR5 达到 74.9%，纵向也呈现逐渐集中的趋势。海外品牌如星巴克、Costa 由于进入中国市场早，品牌影响力大，在我国现磨咖啡市场中仍占绝对主导。2018 年星巴克市场份额达到 59.2%，近几年在高基数水平上一直保持稳定增长。

图 9：各国咖啡市场 CR5 比较



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

图 10：2018 中国咖啡市场各品牌份额



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

成熟国家竞争格局相对稳定，我国仍为竞争蓝海。除日韩本土咖啡品牌众多导致市场分散，各品牌具体份额较小使得排名常有变动以外，其他国家和地区基本呈现龙头主导的稳定格局，如星巴克占据美国 77% 的市场份额，英国前两大品牌稳定占有约 30% 的市场份额，并且各品牌的市场份额不会出现大幅度变动，近几年也未有新品牌出现。而我国现磨咖啡市场刚刚起步，原有品牌继续发展，本土品牌开始崛起，未来还可能吸引新的市场参与者，竞争也将趋于白热化，形成稳定竞争格局尚需时间。

表 2：中国咖啡市场相对成熟国家仍处于竞争格局发展期

排名	中国				美国			
	品牌	排名变动	市场份额	市场份额变动	品牌	排名变动	市场份额	市场份额变动
1	星巴克	0	59.2%	+4.3%	星巴克	0	77.0%	+0.7%
2	McCafé	0	6.4%	+0.1%	Tropical Smoothie Café	+1	2.0%	+0.2%
3	Costa	+1	3.5%	+0.6%	Jamba Juice	-1	1.9%	-0.5%
4	连咖啡	新进	3.4%	+1.8%	思慕雪	0	1.6%	+0.2%
5	瑞幸咖啡	新进	2.4%	+2.4%	Peet's Coffee & Tea	0	1.4%	0.0%

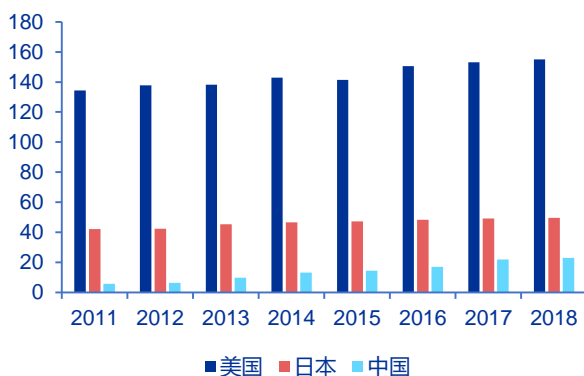
资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

1.2 人口红利叠加新零售模式，现磨咖啡市场存在千亿空间

美国是全球咖啡消费量第一的国家，日本与中国同属茶饮文化国家，咖啡消费量在亚洲位居首位。对比美日，国人咖啡需求远未饱和，未来市场上升潜力巨大。

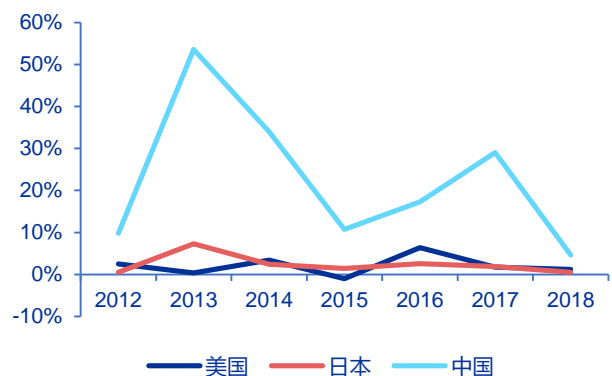
我国咖啡整体消费与发达国家差异大，但增长较快。从咖啡生豆消费量、咖啡店数量和交易量的绝对数值来看，中国与美日差距明显。我国咖啡生豆消费量 CAGR7 达到 21.74%，现阶段只是低基数下的快速弥补。

图 11：中美日咖啡生豆消耗量对比（万吨）



资料来源：USDA，申万宏源研究

图 12：中美日咖啡生豆消耗量同比增长率对比



资料来源：USDA，申万宏源研究

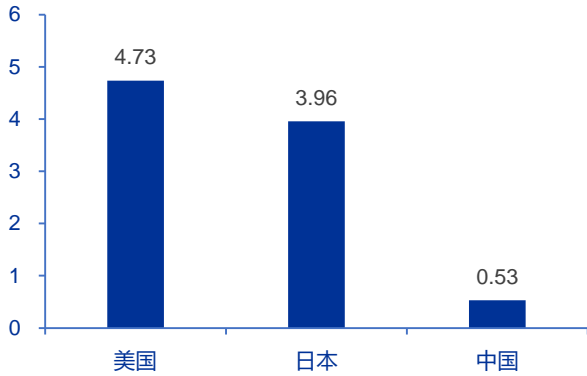
普及程度低以及人口基数庞大，我国实际人均差距更加突出。城市工作群体为我国咖啡消费的绝对主力，而美日咖啡普及程度高，受众几乎是全体国民。实际在测算人均需求规模时，我们需要考虑到中国消费人口的不均衡性和收入结构差距：

根据国家统计局数据，2018 年我国城镇就业人员为 4.34 亿人，若我们假设其为中国消费咖啡消费人群（短期不考虑老幼及农村人口，即使如此也比美国总人口还要高），我国实际人均咖啡生豆消费量为 0.53kg/人，仍不及美日一般水平的 15%。实际每人年均咖啡饮用杯数为 20 杯，与美日也分别近似存在 20 倍和 14 倍的明显差距。另外，与世界整体情况刚好相反，速溶咖啡在我国仍占据主导，现磨咖啡我国的消费情况与咖啡文化相对

成熟的国家存在更显著差异。即使考虑到茶文化的小部分替代（类比香港 年人均消费 249.5 杯），同样有广阔的发展空间。

而更近一步地思考，人口红利与城镇化发展是中国未来消费力的长期体现，因此消费人群角度同样具备增长空间。

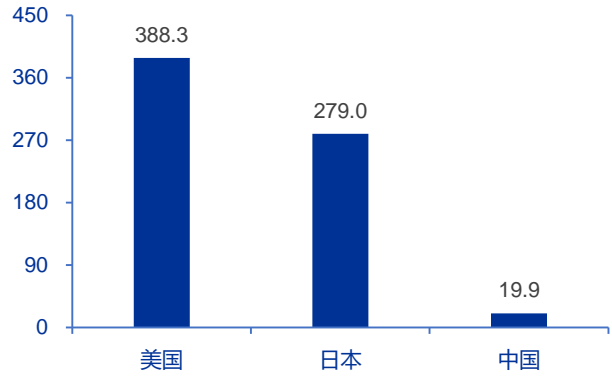
图 13：中美日人均咖啡生豆消费比较（kg/人）



资料来源：USDA，各国统计局，申万宏源研究

*中国使用城镇就业人数，美国、日本均使用总人口数

图 14：中美日人均咖啡消费杯数比较（杯/人）

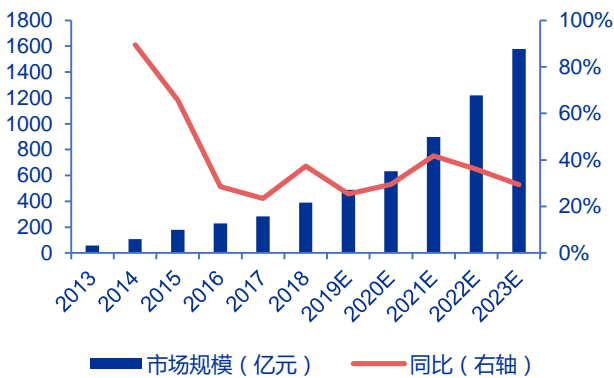


资料来源：Frost&Sullivan，各国统计局，申万宏源研究

*中国使用城镇就业人数，美国、日本均使用总人口数

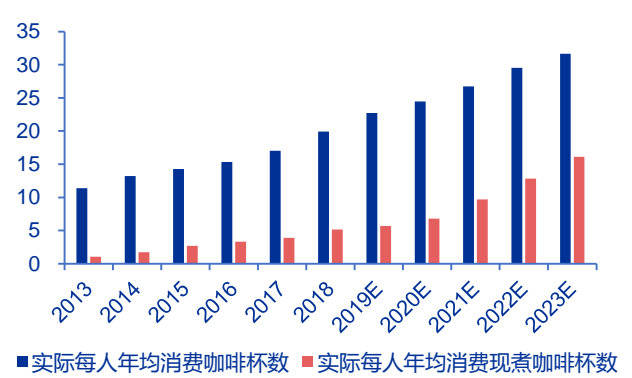
现磨咖啡市场预计五年内将达到千亿规模，实际人均年饮用杯数将突破 30 杯。2018 年现磨咖啡市场规模为 390 亿元，根据 Frost&Sullivan 预计 2023 年成长四倍将达到 1579 亿元。实际人均咖啡杯数（考虑人口基数调整问题）将增长 1.5 倍达到 31.67 杯，并且其中现磨咖啡的比例可超过 50%，达到 16 杯/人。

图 15：中国现磨咖啡市场规模（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

图 16：实际人均消费咖啡及现磨咖啡杯数（杯/人）



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

进一步，我们思考各行业消费咖啡的需求不同：假设未来 5 年的时间内信息传输、计算机服务和软件业的城镇就业人员可以达到每年平均消费 60 杯咖啡，综合考虑工资水平及工作时长对消费需求的影响，则全部城镇就业人员消费咖啡可达到 29 杯每年。综合 Frost&Sullivan 预测数据，我们认为人均消费杯数在未来 5 年时间有 150%的空间。

表 3：未来 5 年城镇就业人口消费咖啡杯数预测

城镇就业人数行业分布	人数/万人	年平均工资/万元	每周工作时长/h	每年消费杯数/杯
信息传输、软件和信息技术服务业	395.40	13.15	43.3	60
金融业	688.80	12.04	42.3	54
科学研究和技术服务业	420.40	10.68	42.6	48
电力、热力、燃气及水生产和供应业	377.00	9.04	43.2	41
卫生和社会工作	897.90	8.83	43.9	41
文化体育和娱乐业	152.20	8.80	45.5	42
教育	1,730.40	8.28	41.8	36
交通运输、仓储和邮政业	843.90	8.00	48.1	41
租赁和商务服务业	522.60	7.99	44.7	38
公共管理、社会保障和社会组织	1,725.60	7.97	41.9	35
批发和零售业	842.80	7.10	48.9	37
采矿业	455.40	7.05	46.4	34
房地产业	444.80	6.88	45.4	33
制造业	4,635.50	6.42	48	32
建筑业	2,643.20	5.40	48.2	27
水利、环境和公共设施管理业	268.50	5.19	45	25
居民服务、修理和其他服务业	78.20	4.99	47.7	25
住宿和餐饮业	265.90	4.56	50.8	24
农、林、牧、渔业	255.40	3.72	39.3	15
其他	25,775.10	5.04	45.4	24
平均消费杯数（杯/年）				29

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

单杯价格提升有限，咖啡将随着收入水平的提升成为普及化需求。我们整理了全球星巴克大杯拿铁标品的价格，中国为 4.48 美元/杯，而美国仅为 4.45 美元/杯。如果考虑到各国/地区不同的消费水平，按照 2017 年人均可支配收入进行比较，中国内地咖啡价格显著高于其他国家/地区。与最便宜的美国相差近 9 倍，与亚洲地区的韩国也相差 4 倍以上。而对比其他地区，英美日瑞士及中国香港按照人均可支配收入折算后基本购买力一致，反映除了咖啡价格与收入水平的弱相关性。即中国未来咖啡价格的上升空间有限，主要空间来自于消费量的提升。那么对于互联网咖啡企业，客单价的提升多数将来源于补贴优惠的减少，而非消费力的提升。

表 4：星巴克大杯拿铁各地区/国家售价

地区/国家	大杯拿铁 /当地货币	大杯拿铁 /美元	2017 年人均可支配收入/ 美元	人均可支配收入可购买 杯数/杯
美国	4.45	4.45	45,470.00	10218
瑞士	6.8	6.73	76,589.21	11380
英国	2.9	3.69	26,407.92	7157
中国香港	35	4.46	54,235.37	12160
日本	410	3.73	31,630.43	8480
韩国	5100	4.27	22,612.53	5296
意大利	5.5	6.14	20,675.86	3367

地区/国家	大杯拿铁 /当地货币	大杯拿铁 /美元	2017 年人均可支配收入/ 美元	人均可支配收入可购买 杯数/杯
中国内地	31	4.48	5274.81	1177

资料来源：大众点评，美联储，世界银行，申万宏源研究

星巴克价格为 2019.5.20 大众点评搜索到数据；汇率采用 2019.05.17 美联储公布的日汇率

中国内地人均可支配收入为 2017 年城镇居民人均可支配收入

我国高中低现磨咖啡品牌并存，各档位价格区间清晰。根据价格可以将我国现磨咖啡市场分成高中低三个档位，其中，星巴克、Costa 为代表的精品咖啡单杯售价集中在 30 元以上；瑞幸、连咖啡为代表的互联网咖啡单杯售价集中在 20~30 元的区间；而全家、7-11 等便利店品牌的咖啡单杯均为 20 元以内。

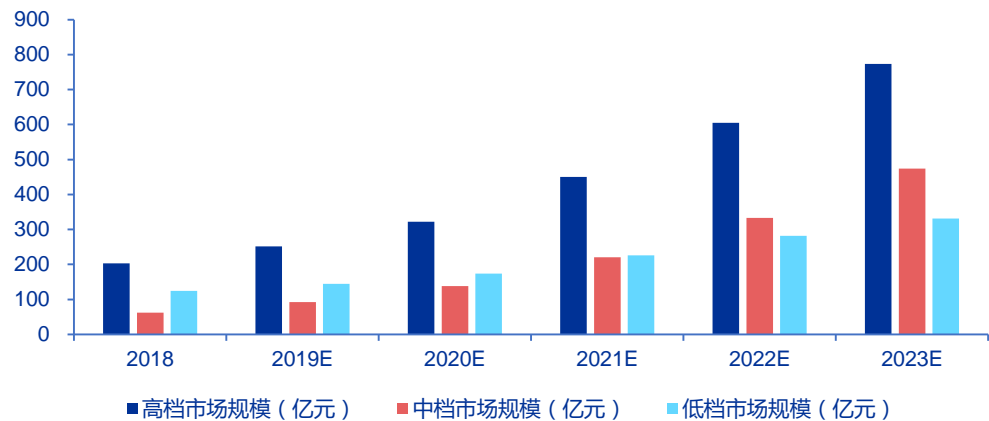
图 17：高中低档位代表品牌 475ml 拿铁售价（元）

高	中	低
 STARBUCKS® 星巴克：32	 luckin coffee 专业咖啡新鲜式 瑞幸：24	 全家：14
 COSTA COFFEE SINCE 1971 Costa：35	 Coffee Box 连咖啡：28	 7-ELEVEN® 7-11：15

资料来源：各品牌官网，申万宏源研究

高档位消费群体较为稳定，中档位市场份额预计提升。高档位咖啡客户群体比较稳定，而中、低档位的客户价格敏感性高，相互替代性强，而标价中档的瑞幸、连咖啡目前由于优惠促销实际为低档价位，因此当前为低档咖啡占据市场主要份额。中档市场将受益于国人咖啡消费习惯的逐渐养成增长最快，预计到 2023 年，高中低档市场将分别拥有 750+/450+/300+亿元的市场规模。

图 18：细分档位市场空间测算（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

对比日本及港台，茶饮市场分流作用有限。对于传统茶饮，中国与同样具有深厚茶饮文化的日本人均咖啡消费杯数尚存在近 15 倍的差距，同时咖啡在年轻群体中更受欢迎，而中国的老龄化问题是不及日本严重的。对于新式茶饮，奶盖茶、水果茶等非传统品种并不具备很强的提神功能，消费频次和粘性远不及咖啡，奶茶文化盛行的香港和台湾地区咖啡普及程度也很高。以香港为例，总人口仅 748 万，在每年人均消费 133.6 杯奶茶的情况下，也会产生 249.5 杯咖啡的消费，超过内地实际人均水平的 20 倍。类比认为，**中国的咖啡消费上限不会受茶饮市场影响，而显著低于其他国家。**

表 5：奶茶文化盛行的香港、台湾地区仍具有较高咖啡普及程度

	人均咖啡消费（杯/人）	人均咖啡店数量（家/万人）	人均交易量（单/人）
中国内地	19.9	0.53	2.80
香港地区	249.5	1.34	9.98
台湾地区	209.4	2.35	9.18

资料来源：Frost&Sullivan，Euromonitor，申万宏源研究

*内地使用城镇就业人数，香港和台湾地区均使用总人口

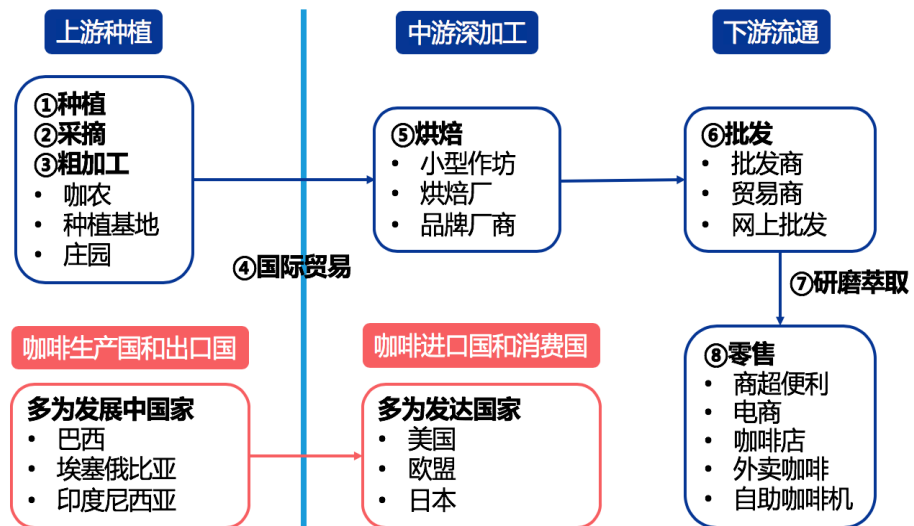
社交需求会不断减弱，让位于功能需求。我们认为咖啡文化作为一种外来文化，在市场初期可以为一些消费者带来定位差异化的社交功能，但伴随国内文化的日益发展，其用于“区分身份”的属性会不断弱化，最后更多保留作为功能性饮料的场所。星巴克现在享受的优势租金是十年前肯德基、麦当劳所享受的，且当时的外来快餐店甚至也承担了一部分商务属性，但十年后的星巴克可能与现在的外来快餐品牌的地位一样。

2. 现磨咖啡逐渐兴起，新零售模式受到多渠道青睐

2.1 下游流通为利润最丰厚环节，未来仍存竞争空间

咖啡从山间农作物变为一杯饮品，需要经历“种植-采摘-生豆处理-烘焙-研磨萃取”等步骤，可相应将咖啡产业链划分为“上游种植-中游深加工-下游流通”三个环节。

图 19：咖啡行业产业链



资料来源：亿欧智库，申万宏源研究

上游种植环节受限于土地气候等多因素，利润空间有限。咖啡种植受气候、海拔、温度和土壤影响，产地比较集中。这一环节成本项主要包括灌溉、施肥以及人工。每杯咖啡豆用量约为 15g，对应的阿拉比卡咖啡生豆为 0.3 元，价值贡献比例仅占 1% 左右。并且近年咖啡生豆供过于求，价格下行，进一步挤压了上游的利润空间。

中游深加工环节重资产投入回报期长，现有产能已完全满足需求。中游主要进行将咖啡生豆烘焙成熟豆的过程，品牌厂商规模化运作占据主要市场份额。建设咖啡烘焙工厂需要依赖重资产投入，考虑到机器采购和日常维护，以及人工、物料等成本，投资回报期较长。并且现有厂家产能完全能够覆盖需求并尚有富余，留给新入场者的市场吸引力较小。

下游产品多元渠道丰富，为利润最丰厚环节。速溶咖啡低价，即饮咖啡便捷，现磨咖啡口感好，不同产品的销售渠道也存在一定重合。下游产品附加值高，并且仍存在差异化竞争空间，还将吸引新参与者加入其中。

图 20：六种销售渠道销售三类咖啡产品

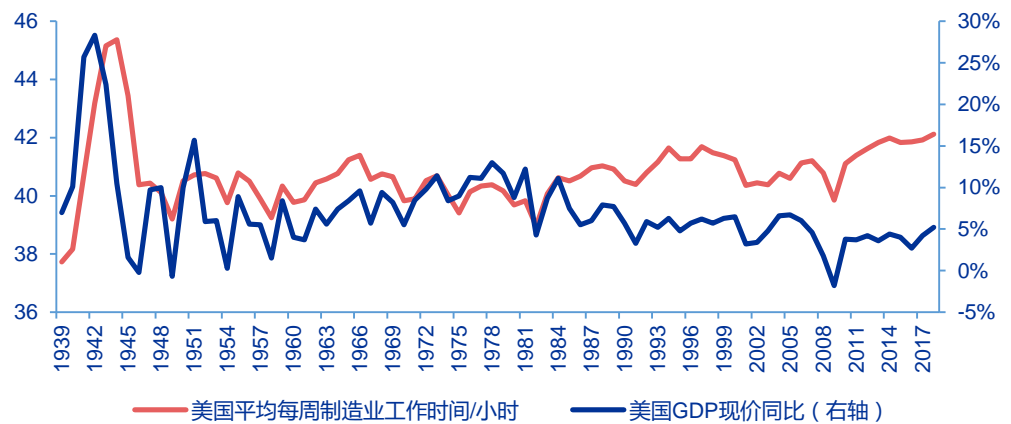


资料来源：京东，星巴克官网，申万宏源研究

2.2 产品端：品质更优并满足更高层次需求，现磨咖啡逐渐受到国人关注

咖啡独特的提神功效是加班族选择的首要原因，伴随我国经济发展，第一层需求仍有大量发展空间。中国社会科学院旅游研究中心与社会科学文献出版社共同发布《休闲绿皮书：2017~2018 年中国休闲发展报告》指出，中央电视台、国家统计局等联合发起的“中国经济生活大调查”结果显示，除去工作和睡觉，2017 年中国人每天平均休闲时间为 2.27 小时。相比而言，美国、德国、英国等国家国民每天平均休闲时间约为 5 小时，为中国人的两倍以上。2018 年我国城镇制造业就业人员每周平均工作时长为 48 小时，较上世纪 40 年代的美国还要高 2 小时，咖啡在我国经济发展带来的劳动时长增加中成为功能性饮料的作用将愈加凸显。

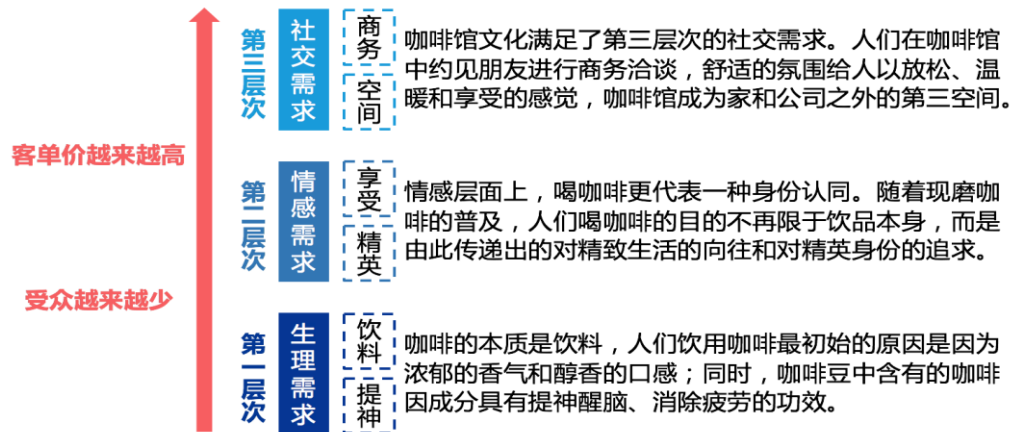
图 21：一国的的工作时长与经济发展相关



资料来源：美国劳工部，美国经济分析局，申万宏源研究

咖啡对消费者的需求满足包含三个层次：生理需求、情感需求和社交需求，层次越高，受众群体越小，客单价越高。速溶咖啡仅能满足生理需求，而现磨咖啡能提供更好的口感，部分取代了第一层次需求，并且通过精致出品和提供场景进一步满足了情感和社交需求，符合消费升级的趋势，未来市场份额将会得到较快提升。

图 22：咖啡对消费者需求满足的三个层次



资料来源：鲸准研究院，申万宏源研究

2.3 渠道端：多方入局各具优劣，竞争日趋白热化

传统咖啡馆：提供消费场景满足社交需求，门店运维成本较高

传统咖啡馆的经营方包括：1) 上岛为代表的咖餐品牌，除提供咖啡外，还提供正餐餐点，客单价高，但是就餐时间长导致翻台率低；2) 星巴克为代表的专营品牌，以咖啡为绝对核心产品，可能搭配售卖其他轻食甜点，客单价相对咖餐品牌较低，但是消费频次高；3) 独立咖啡品牌，一般为个体经营，主打特色牌，即差异化竞争，但是相对于连锁品牌与上游供应商议价能力弱，营销运作亦不占优势。

传统咖啡馆的突出优势在于利用实体门店可以提供场景满足情感和社交需求。以星巴克为例，提供了除工作和家庭之外的“第三空间”。其中，仪式感带来的社交属性是给与顾客超预期体验，进而愿意支付溢价的关键。门店不进行绝对标准化，会部分满足当地顾客的需求。并且，销售音乐 CD，或是各种促销方式，都是让顾客充分体会咖啡文化，融入到星巴克的环境中。消费者体验感强，容易形成品牌归属感。在配套设施和服务流程上下功夫，不一定最后提升利润率，但是能提升竞争差异。但是由于咖啡师培训和薪资花费高、一般门店面积较大并且分布在商务区等因素，实体门店的成本较高。

互联网外卖咖啡：线上驱动快速扩张，依赖大力度补贴优惠吸引客户

以瑞幸、连咖啡为代表的互联网咖啡品牌使用线上无现金点单+外卖配送的方式，主打“让消费者快速喝到性价比高的好喝的咖啡”的明确定位。

重互联网基因线上驱动型发展：1) 门店属性弱化，线下店并非普通意义的商业性门面，而是仅负责制作和配送的站点，并且站点面积、人员和机器配置可根据线上订单量动态调

整；2) **轻社交模式**，需充分利用微信、O2O 生活平台转换流量思维，借助拉新奖励、裂变红包等新媒体营销方式进行产品推广。但是咖啡文化仍在发展中，客户粘性尚不充足。大量优惠补贴使得品牌资金需求大，影响公司盈利情况，而如果取消补贴，对价格较为敏感的消费群体可能转而寻找高段或低段的产品替代。

表 6：新媒体营销方式

形式	说明	实例
拉新奖励	企业确定老用户带来新用户给予双方奖励	瑞幸邀请新用户，各自免费得一杯
裂变红包	分享可得	连咖啡福袋分享
	集卡可得	支付宝春节集五福
储值裂变	信用卡主副卡概念的移动端形式	淘宝亲密付
个体福利裂变	适合于单次体验成本较高的产品	喜马拉雅 FM 很多付费课程都设有“分享免费听”，并且长期有效
团购裂变	拼团模式	拼多多

资料来源：搜狐网，申万宏源研究

便利店：依托原有供应链和门店优势，咖啡品质是竞争短板

便利店品牌由于具备规模优势可与上游大型咖啡生产厂商合作，并且能充分利用原有的完整物流供应链配送体系，同时不需要额外雇佣员工，因此售价相对较低。另一方面，现有便利店主要分布在 CBD、社区等人流密集区域，并且很多采用 24 小时营业模式，充分实现便捷性。可为具有提神功能性需求的消费群体节省时间和金钱成本。

为了推广的便利性与一致性，便利店通常会选择全自动咖啡设备，预先设定萃取温度等参数，但这些参数会因为设备的优劣存在一定程度误差，导致便利店咖啡的出品并不十分稳定，相比于拥有专业咖啡师的专营品牌，便利店咖啡的口感品质仍为比较明显的短板。

新茶饮：咖啡茶饮化满足消费者多样化需求，成为主推产品概率较低

茶饮品牌喜茶、奈雪の茶等推出的咖啡产品多与原有的特色茶饮相结合，以喜茶为例，使用现磨咖啡叠加珍珠、芝士奶盖等茶饮元素，降低了咖啡的饮用门槛，但是对于精品咖啡爱好者这一高频消费群体的吸引能力可能比较有限。

茶饮品牌推出咖啡品类主要目的在于补充已有产品组合，满足消费者多样化需求，而咖啡可能会模糊品牌本身“新茶饮”定位，成为主推产品的概率较低，替代作用相对较小。

图 23：喜茶咖啡具有强茶饮特点



资料来源：喜茶微信公众号，申万宏源研究

自助咖啡机：场景及成本不占优，目前仅为业态补充

场景方面，自助咖啡机主要对标速溶咖啡，目前主要分布在学校、写字楼等人流量较大的半封闭空间，但相关区域便利店一般分布也比较密集，构成有力竞争。

成本方面，自助咖啡机品牌体量较小，和上游供应商的议价能力弱，并且大多由加盟商购买机器并进行日常运维，主品牌仅赚取机器买卖差价及系统使用费。一般自助贩卖机售卖品类丰富，尚且依赖广告等其他服务勉强实现盈利。而咖啡市场更偏小众，自助咖啡机的盈利空间较小，占有的市场份额有限，仍将作为比较小的补充业态。

2.4 顺应数字化背景，积极转型“线上+线下”新零售模式

零售本源在于满足消费者不断变化的需求，新零售实质是效率和体验的提升。新零售运用大数据等技术手段，对商品的生产、流通与销售过程进行升级改造，对线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合，并重构了零售的三个基本要素：1) 人：线上线下购买一体化，消费行为在线化，并基于深度用户画像进行精准营销；2) 货：仓库下沉，商品和服务的供应链更高效和透明；3) 场：打破时空限制，实现消费场景无限化。

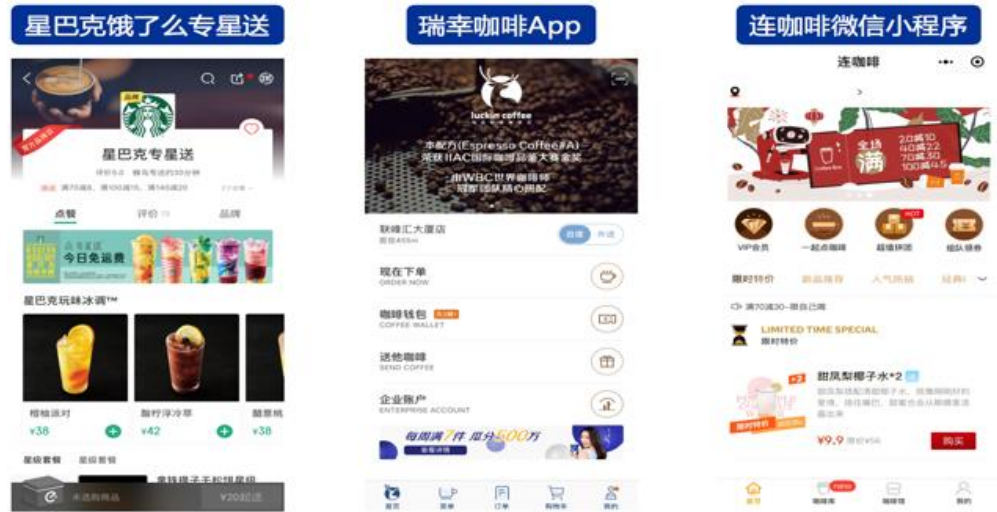
中国高度发达的移动互联网生态为新零售发展提供充要条件。2018年中国移动端网络用户已达 8.17 亿，2023 年预计将达到 10.85 亿；另一方面，中国即时物流服务已基本成熟，一、二线城市的年轻消费群体已养成了高频使用外卖服务的习惯。

聚焦咖啡行业，线上模式流量大，线下门店体验强。线上用户往往会形成更稳定的消费习惯，而线下消费者则会考虑距离和时间成本，这一问题在工作时间延长生活节奏加快的背景下尤为突出，这也是催生外卖需求的重要原因，因此线下门店在流量方面天然处于相对弱势地位。但是线上营销成本持续增长，高关注度需要持续投入。从心理层面来看，

线上驱动的交互模式符合消费者的猎奇和从众心理，依托微信这样的庞大社交生态，具备较强的渗透力。但是线下门店可以满足直观的并且感性的需求，有利于形成客户粘性。

线上线下互相渗透，传统和互联网品牌共同推动咖啡新零售发展。传统品牌方面，星巴克 2018 年推出外卖服务“专星送”；全家、711 等便利店品牌也开始与外卖平台合作。互联网品牌方面，瑞幸咖啡开始在线下大规模开店，据统计，2018 年咖啡店的所有订单中，通过线上下单自取以及外卖配送的完成比例已超过 70%。

图 24：咖啡线上销售平台



资料来源：饿了么，瑞幸 App，连咖啡微信小程序，申万宏源研究

因此，新零售在消费升级的背景和数据与算法的支持下，最终可实现消费者“多、快、好、省”的消费需求，随着传统门店积极数字化转型，互联网品牌进一步下沉线下，预计新零售在咖啡行业渗透率将会持续扩大。

3 瑞幸经营梳理及空间测算：互联网式发展可持续性仍待验证

3.1 概况：高效利用流量，凭借互联网式发展方式极速扩张

瑞幸咖啡 (luckin coffee) 由原神州优车集团 COO 钱治亚于 2017 年 10 月创建，初始只提供线上下单，商家 30 分钟内配送的服务，18 年 5 月开始正式运营线下直营门店，可门店自提，同年 9 月门店数量达到 1003 家，成为仅次于星巴克的第二大咖啡连锁品牌。目前提供的产品范围也从咖啡扩展到了茶饮、鲜榨果蔬汁、轻食、午餐和小食等多个品类。

图 25：瑞幸使用“咖啡+轻食”扩展商品品类



资料来源：瑞幸 App，申万宏源研究

充分利用移动互联网崛起的红利与工具扩大品牌影响。价格营销方面，推出“首杯免费、买二赠一”等促销活动。搭建品牌概念方面，聘用汤唯和张震两位文艺气质明星作为代言人，并通过布局电梯广告、朋友圈 LBS 精准定向广告、入驻故宫、成为北京电影节官方唯一指定咖啡等方式，提高知名度，接触目标消费人群。

3.2 竞争：仍处于咖啡消费低层阶段，便利店构成有力竞争

门店限制难以提供咖啡社交场景，与星巴克不构成明显客户重叠。从价格来看，考虑补贴，目前瑞幸咖啡单杯售价为 9 元左右，与星巴克 28-40 元的区间存在 3 倍以上价差。从场景体验来看，星巴克依托门店售卖空间和体验感，同时在一线城市开设甄选店，通过升级店铺吸引高端深度的咖啡用户，强化公司的品牌感和档次。（考虑到星巴克的强势定位，其获取优质地段和低廉租金的能力目前连肯德基麦当劳都无法比拟），而瑞幸门店以用户自提为主，主打便捷定位，对社交属性的贡献弱，只能满足有限的情感和社交需求。

图 26：瑞幸快取店



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 27：星巴克上海甄选工坊

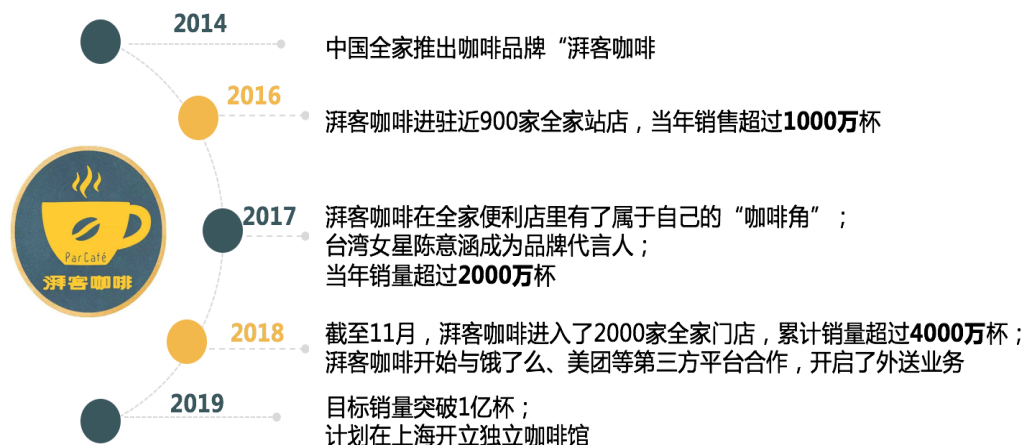


资料来源：星巴克官网，申万宏源研究

工作时间延长带来的咖啡需求易满足，潜在客户价格敏感度较高。 瑞幸的潜在客户并非重度咖啡爱好者，而是以学生和工作白领为主的，对咖啡需求更偏重功能性提神需求的消费群体，他们对价格的敏感度较高，而这种生理性需求可以被更具价格优势的便利店咖啡和速溶咖啡替代满足。此外，瑞幸的快取店集中分布在写字楼、商圈等人流密集区域，与便利店的选址逻辑相同；消费高峰时段均为晨间和午后；以及均采用优惠活动在价格上倾向于年轻用户，因此，**便利店咖啡是瑞幸实际的最大竞争者。**

便利店咖啡销量快速增长，并开始品牌升级。 便利店品牌凭借原有门店有效引流，以及组合其他产品推出优惠活动等方式，咖啡销量激增。中国全家 2014 年推出“湃客咖啡”后销量连年翻倍，2018 年超过了 4000 万杯；罗森上海店铺的现磨咖啡销量也以每年 20% 甚至更高的速度增长。另一方面，便利店咖啡也开始通过聘请代言人、增加外送服务和开设独立咖啡馆等方式对原有品牌进行升级，以求吸引有更高消费需求的消费者。

图 28：中国全家湃客咖啡历史发展与未来计划



资料来源：网易，界面新闻，申万宏源研究

3.3 经营：开店驱动业务增长，客户粘性尚需培养

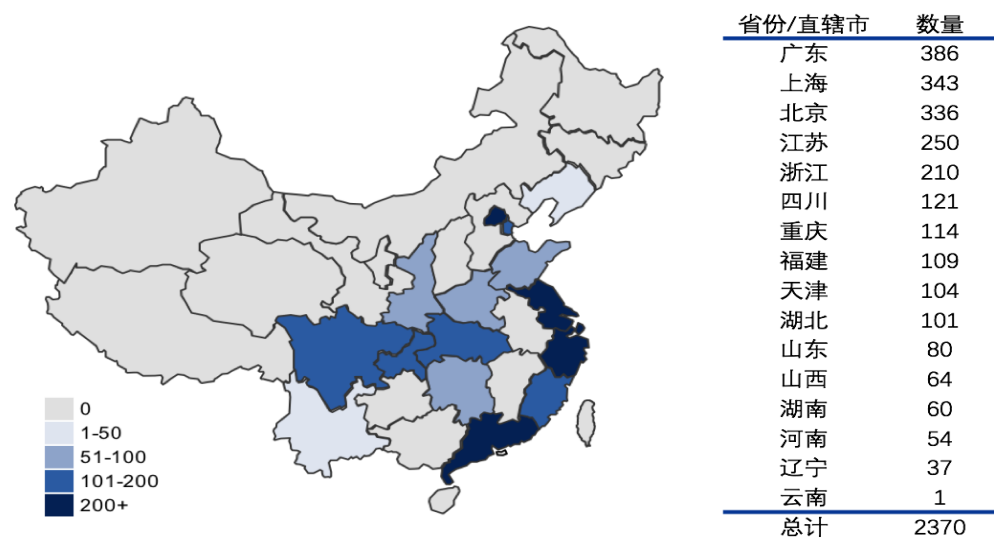
门店建设：截止 2019Q1，公司门店共 2370 家，全部为自有租赁，分布在 28 个城市，16 个省，并且主要为一二线城市，其中广东、上海、北京占比高达 44.94%。门店类型中 91% 为自取门店（pick-up），外送门店仅占 4.14%。外送门店只进行配送业务，因此租金和装修成本更低，通常作为公司进入新推广城市的初始门店形式，在确认后续需求的可持续性后，会选择关闭而开设其他类型的门店。公司计划 2019 年底成为中国门店数第一的咖啡品牌，门店数量突破 4500 家。

表 7：瑞幸门店数量/家

	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
总门店	9	290	624	1,189	2,073	2,370
自取门店	4	83	356	903	1,811	2,163
休闲门店	5	15	22	45	86	109
外送门店	0	192	246	241	176	98
自取门店%	44.44%	28.62%	57.05%	75.95%	87.36%	91.27%
休闲门店%	55.56%	5.17%	3.53%	3.78%	4.15%	4.60%
外送门店%	0.00%	66.21%	39.42%	20.27%	8.49%	4.14%
期初门店数	0	9	290	624	1,189	2,073
期末门店数	9	290	624	1,189	2,073	2,370
净增门店数	9	281	334	565	884	297

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 29：全国门店分布符合经济分布趋势/家



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

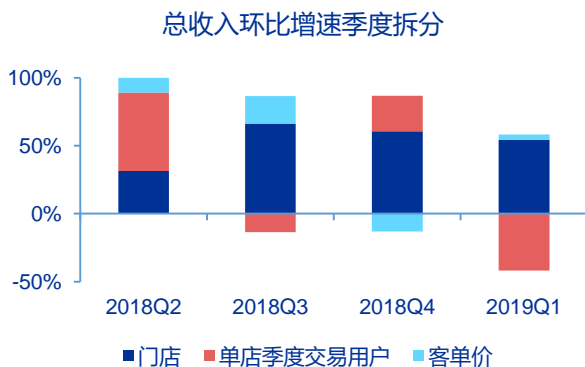
经营数据：截止 2019Q1，公司累计交易用户 1687 万人，对应月均交易用户 440 万，较 2018Q4 环比增长 1.76%，月均卖出产品 1628 件，环比-7.76%。增速下降主要由于 Q1 包含春节，因此以商旅需求为主的咖啡处于销售淡季。

表 8：瑞幸经营数据

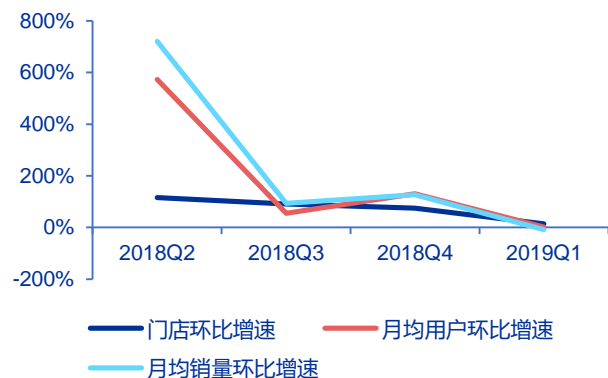
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
累计交易用户/万元	48.5	291.78	598.43	1252.95	1687.23
月均交易用户/万元	17.95	120.76	187.74	432.59	440.2
环比增速		572.76%	55.47%	130.42%	1.76%
月均卖出产品数量/万件	48.75	400.1	776.03	1764.51	1627.58
环比增速		720.72%	93.96%	127.38%	-7.76%
鲜酿饮料/万件	45.17	374.37	622.04	1341.88	1307.72
其他产品/万件	3.58	25.73	153.99	422.64	319.86
获客成本 元/人	103.5	54.7	51.6	25	16.9
免费产品推广费 元/人	15.8	11.8	9.3	10.1	6.9
新客户数量/百万人次	0.5	2.4	3.1	6.5	4.3
每产品收入/元	8.86	10.12	10.34	8.79	9.80
其中：鲜酿饮料/元	7.07	8.95	10.32	8.62	9.20
其中：其他产品/元	13.06	10.95	7.45	7.21	8.75
每产品原材料成本/元	3.68	4.43	4.95	4.50	4.83
其中：鲜酿饮料/元	3.18	4.05	4.61	3.85	4.18
其中：其他产品/元	9.98	9.98	6.30	6.57	7.47

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

对比过去几个季度的经营指标的环比增速，可以看出单杯客单价及人均消费杯数与现有的业务增长没有很强的相关性，18Q4 和 19Q1 还明显停滞。**可以大致判断，目前的增长主要是来自于门店扩张，而非消费转化率的提升，因此依赖大额补贴进行用户习惯培育仍然需要一定的时间。**

图 30：收入增长主要依赖门店扩张


资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

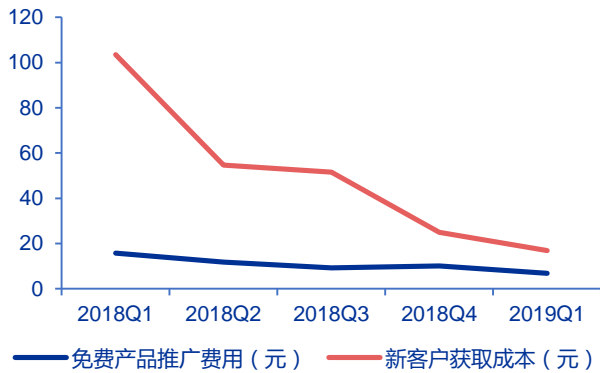
图 31：门店扩张带来销量提升


资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

获客成本及留存率：在 2018 年，91.3% 的新客户首单通过瑞幸 app 完成，但小程序端口也有很好的便捷性。获客成本除免费产品推广费外还包含广告费和其他销售费用（但并未包括占比最大的补贴，而补贴则直接扣减收入），从 2018Q1 的 103.5 元/人次下降到了 16.9 元/人次。从留存率来看，一般首月因为优惠券为最高，第二个月下降明显，且春节期间也出现明显下滑。

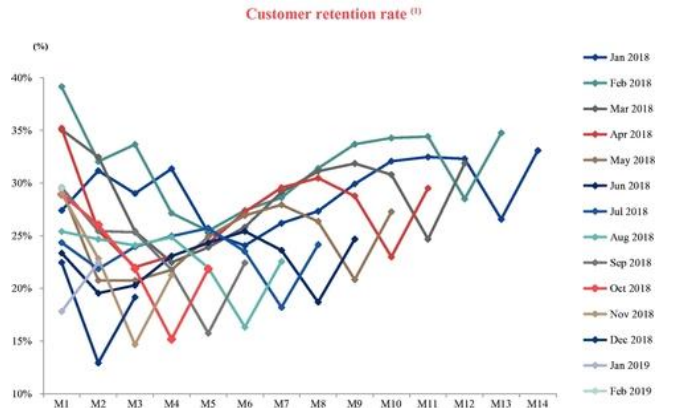
目前留存率呈现逐月下降趋势,2018年1月客户当前留存率在30-35%之间,而2018年12月份则下降到了20%附近。在一线城市的瑞幸布局密度已经不高,同时消费习惯未出现明显变化的情况下,留存率边际效益递减反应出目前经营模式并不构成充足粘性。

图 32 : 获客成本降低但不含直接抵扣收入的优惠



资料来源:公司招股说明书,申万宏源研究

图 33 : 渗透率提升效果下降



资料来源:公司招股说明书,申万宏源研究

3.4 财务:中短期亏损仍将持续,长期营收存在成长空间

收入:公司收入主要分为现制饮料、其他产品(饮料,轻食等)及其他(运送费)。2019年现制饮料收入占总收入的75.4%。除获取新用户时的免费产品推广计入销售和营销费用,其他优惠均冲减收入。

表 9 : 优惠 (除获取新用户时的免费产品推广费用)均冲减收入

收入确认时间点	送达客户时	
优惠	折扣	冲减收入
	预付	购买后存入咖啡钱包,计入递延收入,消费时确认收入,按照预付款平均到每个购买凭证产品(包括免费赠送的产品)
	优惠券	使用时冲减收入
	现金奖励	冲减收入,2018年Q1和2019年Q1分别减少收入0和RMB1270万

资料来源:公司招股说明书,申万宏源研究

表 10 : 瑞幸单季环比增速情况对比

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
平均单店年化收入/万元	34.66	106.35	106.25	114.15	86.16
开店环比增速	3122.22%	115.17%	90.54%	74.35%	14.33%
用户环比增速	4387.50%	572.76%	55.47%	130.42%	1.76%
销量环比增速	5568.60%	720.72%	93.96%	127.38%	-7.76%
收入环比增速		838.00%	98.17%	93.29%	2.81%

资料来源:公司招股说明书,申万宏源研究

营收空间测算：1) 门店角度：基于公司已公开的开店计划以及对星巴克的战略，瑞幸的门店数预计在年底超过 4500 家，考虑到上市后的加速扩张，公司暂时不会减少促销，假设从 2021 年开始客单价有所回升，5 年内存在 8 倍的营收空间。**2) 市场份额角度：**目前瑞幸占据约 1.48% 的咖啡市场份额，则 70 亿的市场空间对应 2023 年 180 亿的市场市场率将提升至 3.89%。

表 11：瑞幸营收空间测算

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
每店年均销售件数 (千件)	43.28	47.61	52.37	57.61	63.37	69.70
门店数量 (家)	2073	4500	5500	6000	6500	7000
每产品平均售价 (考虑优惠)	9.37	8.43	9.37	10.31	11.85	14.22
营收 (亿元)	8.41	18.07	26.99	35.63	48.82	69.40

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

存在不规律的大额单项支出，但总体边际成本在降低：1) 平均门店收入未明显增长，主要是因为门店开店速度较快，单店培育的时间尚短。2) 原材料成本与收入增速基本一致，但其中库存和物流费用并不规律。3) 租金及运营费用与开店增速基本一致，而其中人工及运营费用在边际改善。4) 折旧费用有进一步提升，与开店增速不符，推测与门店结构有关。5) 销售费用不规律，广告费用占比高，但在减少，运费增速与销量基本成正比。

将收入和成本落实到单杯的角度：目前单杯售价为 9.80 元：**1) 物料成本** 5.65 元，占到 57.6%。考虑到目前的折扣率较高 (3 折, 5 折都很多)。如果后续折扣减少，单位价格上升到 20 元，则物料成本降低至 30% 左右，可以和星巴克相比。**2) 租金和运营费用** 5.78 元，占 59%。我们认为，如果销售收入增长到 10 倍，则相关成本预期可以摊薄到原来的一半，成本占比下降至 29%。**3) 折旧费用** 1.72 元，占 17.6%，可摊薄到 9% 的成本占比。星巴克为 5%，考虑到产品定价，这一差异会比较合理。**4) 销售和营销费用 3.44 元**，占 35.1%，广告费用不在编制内，后续不断摊薄；免费推广取消，配送费占比会比较稳定，最后销售费用占比压缩到 20%。**5) 行政管理费用** 3.54 元，占 36.1%，同期星巴克为 7%，假设管理水平跟上，可做到 10%。

最后理论上的营业利润率=100%-30%-29%-9%-20%-10%=2%，这个水平的利润率受到内外部因素的波动影响就会比较大，在门店停止扩张前，都是一个比较理想化的极限水平。后期不排除租金和销售费用的环节还有通过模式优化进一步缩减的空间。

图 34：瑞幸咖啡单杯收入成本拆解



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

表 12：星巴克与瑞幸经营成本结构对比

占营收比重 %	星巴克	瑞幸
产品销售成本	-41.16%	-151.78%
店铺营业费用	-29.10%	
其他支出-经营	-2.18%	-4.68%
折旧及摊销	-5.04%	-17.55%
管理费用-一般及行政费用	-7.12%	-36.15%
重组费用及资产减值	-0.91%	
营业利润	15.71%	-110.15%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

成立后极速融资维持日常经营，面临较大现金流吃紧风险。从 2017 年成立以来，瑞幸通过天使轮到上市前的 B+ 轮，合计约募得资金 7.4 亿美元，此外，以股东借款、抵押贷款等方式，共募集资金 12.85 亿元。经过近两年的扩张布局，截至 2019 年 3 月底，公司拥有 11.59 亿元的现金及等价物，但同时面临 10.8 亿元的总负债，在当下日常经营活动仍不能产生正向现金流的情况下，已有的现金资产在偿还完相关债务后，公司现金流吃紧。

表 13：瑞幸融资历程

时间	轮次	融资金额	股权占比	估值	投资方
2018-04-15	天使轮	数千万元	20%	1 亿元	陆正耀, 愉悦资本
2018-07-11	A 轮	2 亿美元	20%	10 亿美元	大钲资本、愉悦资本、新加坡政府投资公司 (GIC), 君联资本
2018-12-12	B 轮	2 亿美元	未透露	22 亿美元	愉悦资本、大钲资本、新加坡政府投资公司 (GIC)、中金公司等完成融资后, 愉悦资本创始及执行合伙人刘二海进入公司董事会。
2019-04-18	B+轮	1.5 亿美元	未透露	29 亿美元	其中贝莱德 (BlackRock) 所管理的私募基金投资 1.25 亿美元
2019-04-23	IPO	6.95 亿美元		42 亿美元	

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

*考虑承销商行使超额配售权及同步私募配售

餐饮、零售均为资金密集型行业，要快速扩张必然需要投入资金，也会导致控股权的缩水，但是否具有核心控制权，是长期发展方向能够稳固的关键，这一点其实较难两全，科技公司常用的同股不同权对于餐饮类企业的可行性还留待检验。从瑞幸的股权结构来看，目前神州系仍掌握公司的绝对控制，但公司目前的战略方向仍需要大量资金，随着新资金方的加入，长期发展亦存在一定不确定性。

图 35：IPO 后瑞幸股权结构

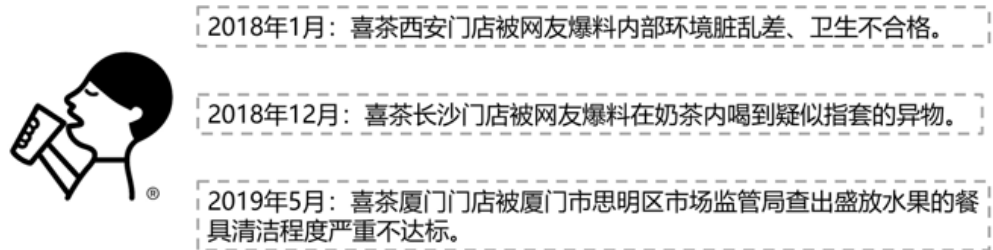

资料来源：公司招股说明书，Wind，申万宏源研究

4. 风险提示

4.1 食品安全风险问题

对于传统的咖啡制作，配料辅料较少，并且多使用半自动或全自动咖啡机，工艺流程较为简单，食品本身安全风险较小，但是各界对于咖啡饮用效果仍然存在争议，如 2018 年 3 月底，星巴克即遭遇了“咖啡致癌”风波影响，在信息化背景下，负面评价经舆论传播或被显著放大。另一方面，鲜榨果汁、奶盖茶等其他饮品也被纳入销售范围，水果、芝士等配料辅料对新鲜度等条件要求较高，出现食品安全问题的风险也随之增加，如喜茶曾被曝光过喝出异物、餐具清洁程度不达标等问题，对品牌造成了负面影响。瑞幸目前尚未出现相关问题，但是随着扩张加速，可能出现类似少数门店管理疏忽的情况。

图 36：喜茶被曝出多起食品安全问题

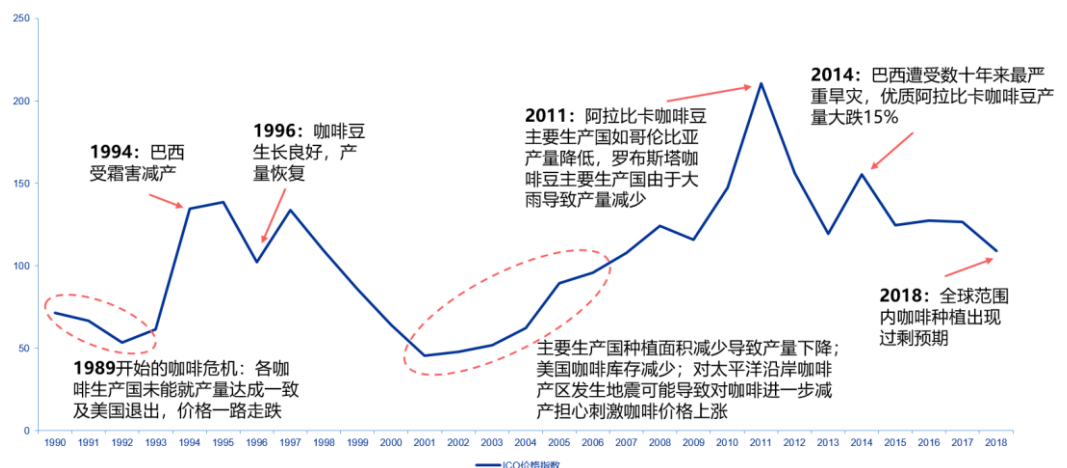


资料来源：南方都市报，申万宏源研究

4.2 咖啡上游原材料的价格和供给风险

咖啡豆是仅次于原油的全球大宗商品，世界前两大咖啡生产国分别为巴西和越南，2018年两者合计占世界生产总量的50%，中国排第14位，份额不足2%，本土产能仅能满足52%的需求，尚存在10.95万吨的缺口，所以我国咖啡豆依赖进口的程度较高。咖啡种植受地理因素影响大，而当主要生产国遭受气候灾害，咖啡生豆价格即会出现明显变动，同时需求、政策等多方面因素也使得价格存在一定的波动风险，因此也会给下游零售端的盈利情况带来不确定性。行业龙头星巴克也曾因为原材料价格上涨在2011和2014年在北美地区上调了产品价格，成本压力在咖啡行业普遍存在。而对于以本身盈利空间换取顾客留存度的瑞幸咖啡，对于上游原材料的价格敏感性更高，更应警惕相关风险。

图 37：咖啡生豆 ICO 价格指数历史复盘



资料来源：ICO，申万宏源研究

4.3 市场模式变化，快速催熟导致的资金流断裂

IPO 募得 6.95 亿美元对瑞幸继续扩张至关重要，但资金问题依然严峻。根据计划，瑞幸咖啡本次 IPO 发行 3300 万份 ADS，承销商行使超额配售权后，加上同步私募配售 5000 万美元，共募集资金 6.95 亿美元。但风险在于，瑞幸咖啡目前尚处于大量投资开店、经营持续亏损的状态。快取店为瑞幸门店的主要类型，对于新开门店包括设备、装修的一次性投入在 40 万元左右：咖啡机平均 11.6 万/台为主要支出，快取店按 2 台计算，2018 年门店装修费用为 18.9 万元/家，考虑到快取店装修成本更低，假设为 10 万元，则单店前期投入预计约 40 万元。按照 2019 年新开 2500 家门店的计划，需要资金 10 亿元，占本次募资金总额的 20%。2018 年经营性现金流为-13.11 亿元，2019Q1 为-6.28 亿元，远超去年同期的-1.24 亿元，随着规模扩大，瑞幸的亏损规模也在同步扩大，2019 年这一数值可能逼近-30 亿元。预计本轮募得资金最多仅能维持 2 年内的运作，后续可能存在资金压力。

表 14：餐饮行业公司估值表

		收盘/元	市值 亿元	EPS/元		PE	
		2019/5/22		E19	E20	E19	E20
002186.SZ	全聚德	11.66	35.97	0.27	0.29	43	40
603043.SH	广州酒家	29.00	117.16	1.14	1.50	26	19
SBUX.O	星巴克*	532.96	6,455.25	17.46	19.64	31	27
MCD.N	麦当劳*	1,379.56	10,533.75	57.51	62.37	24	22
YUMC.N	百盛中国*	275.90	1,043.59	12.19	13.80	23	20
CMG.N	Chipotle*	4,871.11	1,349.96	86.81	115.50	56	42
LK.O	瑞幸咖啡	101.76	239.53	-	-	-	-
6862.HK	海底捞*	23.51	1,246.15	0.43	0.63	55	38
0520.HK	呷哺呷哺*	10.65	114.70	0.47	0.56	23	19

资料来源：Wind，申万宏源研究

标*为 Wind 一致预测，瑞幸咖啡新股暂未有盈利预测

汇率按照 2019 年 5 月 22 日中间价计算

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。