

证券研究报告

2024年04月12日

海外行业报告 | 行业动态研究

咖啡行业报告： 披坚执“瑞”从头越，“幸”光不问赶路人

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 曹睿 SAC执业证书编号：S1110523020003



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

核心观点一

打磨“营销+产品力+供应链”，公司收入规模及盈利水平持续提升。1) 营销：营销策略理性化，精细化运营带来用户数及ARPU双提升。营销时点配合产品、供应链及热点事件、话题、人物以提升出圈效果；2) 产品力：高频打法快速试错，提升热门产品概率，沉淀招牌菜单稳定销量基本盘反哺推新能力；3) 供应链：深入上游，完善全产业链布局，保持品控稳定并提升议价权；

核心观点二

咖啡赛道有望持续增长，性价比品牌具备竞争优势。1) 市场规模：中国咖啡市场广阔，随着现磨咖啡品牌连锁化率提高、人均消费量的提高仍具渗透空间。复盘日本，我们认为咖啡品类是能在老龄化趋势下持续增长的饮品品类；2) 竞争格局：咖啡品牌竞争激烈，库迪入局拉低平均价格带，高性价比连锁咖啡品牌市占提升。对于瑞幸（连锁咖啡定位+不断提升的品牌定位），目前在国内券后价格带基本接近便利店咖啡10-11元价格带。我们认为后续随着门店扩张，市占率提升，长期来看价格带有望上移；3) 增长空间：下沉市场仍具渗透空间，门店连锁化程度有望提升；

核心观点三

瑞幸咖啡开店空间广阔，单价杯量双提升驱动同店持续增长。1) 单店&门店数：月均销量和ASP提升（量价齐升），驱动单店持续增长，9.9活动引流效果明显；带店加盟+加码补贴加盟商有望持续提升公司下沉市场门店渗透率；2) 门店测算：瑞幸在咖啡品牌中门店数量领先，与茶饮品牌相比仍有增长空间。我们以「蜜雪冰城」为基准，利用店均覆盖常住人口进行测算，我们预计国内潜在门店数量共计约11568家家；3) 单店测算：ASP方面来看，高客单价新品复购补贴引流产品+面价提价空间充足+9.9活动力度逐步克制，公司平均售价受“9.9店庆”活动影响相对可控且仍有提升空间；杯量方面来看，“9.9活动”常态化+人气产品带动下高杯量或延续。

风险提示：1) 咖啡茶饮行业竞争加剧，2) 单店杯量提升不及预期风险，3) 海外上市监管政策风险，4) 测算具有一定主观性，仅供参考。

目录

1. 咖啡市场：全球咖啡行业稳健增长，中国咖啡市场仍具渗透空间

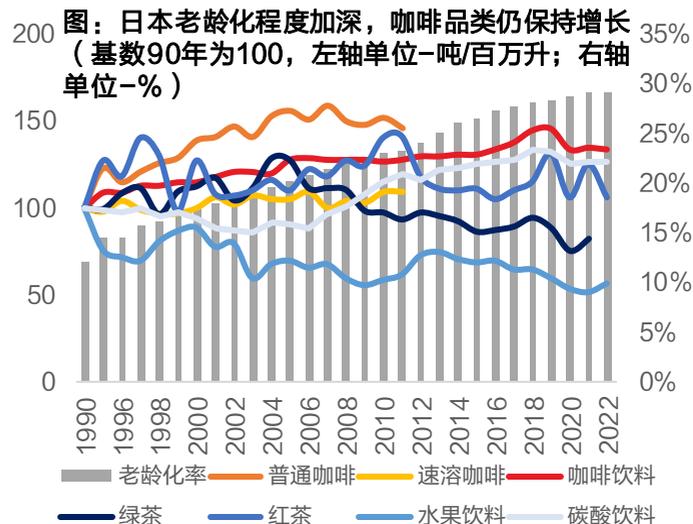
2. 瑞幸咖啡：涅槃重生，理性扩张谋求可持续发展

3. 核心竞争力拆解：单店模型持续优化，下沉市场仍具开店潜力

4. 相关可比公司估值

1.1 咖啡市场：中国现磨咖啡市场广阔，下沉市场仍具渗透空间

- **中国咖啡市场广阔**，随着现磨咖啡品牌连锁化率提高、人均消费量的提高仍具渗透空间。根据灼识咨询，2022年中国现磨咖啡市场规模约为1,348亿元，较2021年同期同比增长26.2%，预计中国现制咖啡市场规模2022-2028年将保持CAGR为21.2%的增速，为中国现制饮品市场中增速最快的细分品类。
- **1) 连锁化率**：现磨咖啡连锁化率相对较低，仍具较大的增长潜力。根据灼识咨询预测，现磨咖啡店的连锁化率预计将从2022年的27%上升至2028年的55%。
- **2) 人均杯量**：我国咖啡店多聚集在一二线城市，上海咖啡店数量领先全国，各地水平发展不均；咖啡人均消费量目前仍处于较低水平。2022年上海咖啡店数量突破8000家，远远领先全国其他重点城市。据德勤数据，2020年我国一二线城市人均消费杯量接近日本、美国等发达国家，与此同时中国大陆平均值仅9杯/年，而城镇人口调整值也仅为14杯/年，三四线及以下市场消费习惯仍有较大培养空间。
- **中长期以日本为例来看**，随着人口老龄化，饮品品类成长整体承压，但咖啡品类仍保持增长趋势。1990-2022年期间，咖啡饮料消费量上涨约34%。



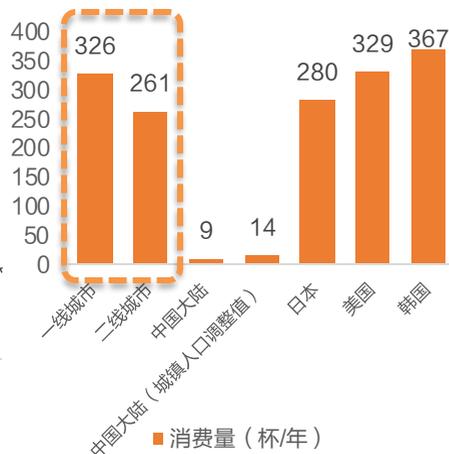
图：连锁化率相对较低，增长潜力大



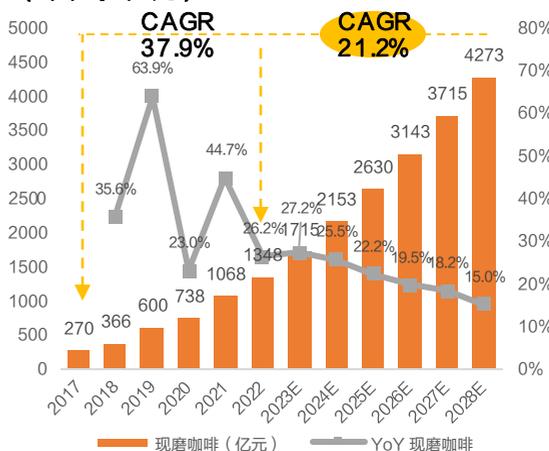
图：2022年全国重点城市咖啡店数量



图：2020年各国咖啡人均消费量



图：2017-2024E中国现磨咖啡市场规模（单位：亿元）



(城镇人口调整值=中国咖啡消费杯量/城镇人口数量)

资料来源：日本咖啡协会、日本总务省统计局、统计局、德勤、NCBD，蜜雪冰城招股书，天风证券研究所

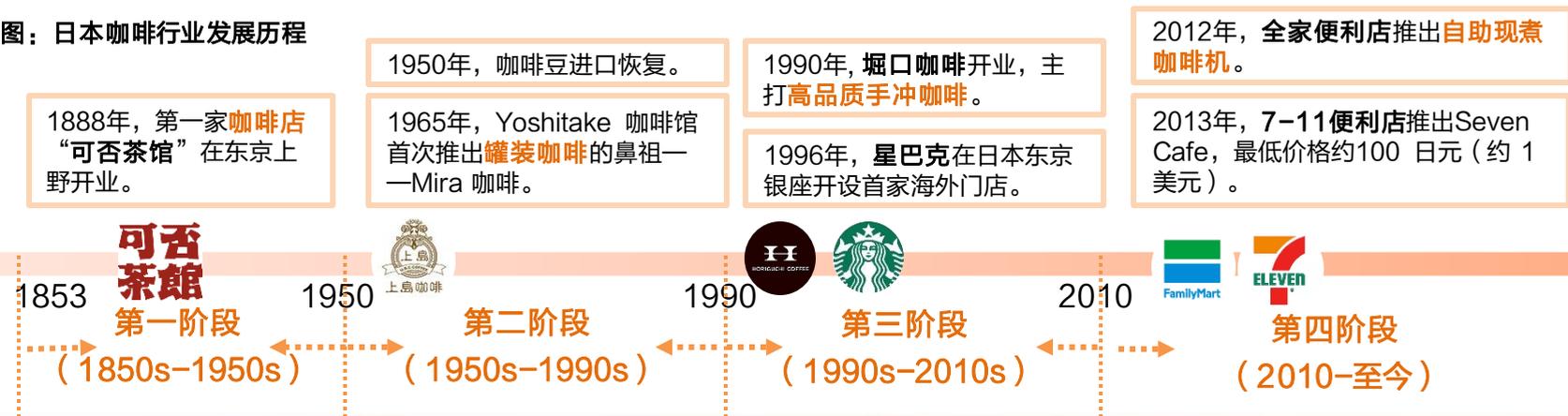
1.2 发展阶段：瑞幸重构现磨咖啡业态，市场进入高速发展期

- 国内咖啡市场发展迅速，瑞幸重构现磨咖啡业态，加剧行业竞争格局：国内咖啡市场发展迅速，目前已处于日本第三次咖啡浪潮阶段。该阶段咖啡文化逐渐成熟，咖啡门店持续拓展，注重咖啡品质的风潮兴起。瑞幸入局重构现磨咖啡业态，竞争加剧。瑞幸咖啡通过融资补贴+大规模拓店+大拿铁策略降低现磨咖啡消费门槛，逐步培养消费需求。同时，外卖、快取模式的流行进一步提升消费便利性。

图：中国咖啡行业发展历程



图：日本咖啡行业发展历程



1.3.1 竞争格局：咖啡品牌竞争激烈，库迪入局拉低平均价格带

● 咖啡市场格局重塑，新势力崛起，市场竞争激烈。1) 数量：从门店数来看，瑞幸咖啡成为国内首家破万的咖啡品牌。2) 点位：从各咖啡茶饮品牌功能区分布来看，生态位竞争激烈。

● 咖啡价格段两极化，瑞幸所处价格带有望持续拓展。3) 价格：我们选取中日咖啡市场主要品牌的基础咖啡价格做对比得到如下结论：A、日本现磨咖啡整体价格低于中国。从精品咖啡如arabica、blue bottle，连锁咖啡如星巴克的拿铁定价来看，中国/日本定价倍数分别为1.8/1.3/1.2；B、日本现磨咖啡中等价格带竞争更激烈。日本美式咖啡价格基本在20-23元价格带，拿铁价格在24-28元价格带竞争；而中国咖啡市场定价更分散，美式价格在23-30元价格带，拿铁在26-36元价格带竞争。

● 对于瑞幸（连锁咖啡定位+不断提升的品牌定位），目前在国券后价格带基本接近便利店咖啡10-11元。我们认为后续随着门店扩张，市占率提升，长期来看价格带有望上移。

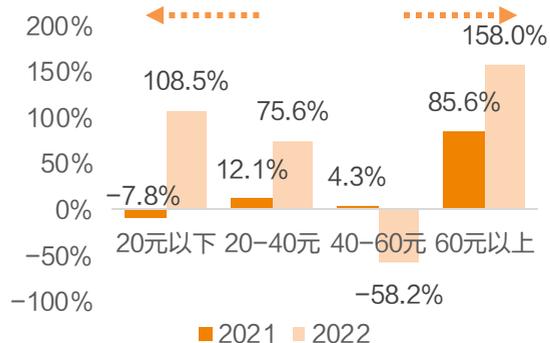
➢ 低价策略提升占+下沉市场加速渗透：2023年二季度，面对日益激烈的市场竞争环境，瑞幸咖啡6月5日在全部门店启动每周9.9元的优惠活动，CEO郭谨一并于8月1日召开的二季度业绩沟通会上表示“9.9元喝咖啡”的活动将至少持续两年以进一步提升市场份额。

➢ 借助加盟商资源获取优质点位：2024年1月，在开启“带店加盟”半年后公司新增“定向点位加盟模式”，将场景延伸至三、四线城市的学校、医院、景点等新场景。

图：咖啡茶饮品牌功能区分布

	瑞幸	幸运咖	manner	tims	星巴克	蜜雪冰城	书亦烧仙草	喜茶
购物场所	25%	26%	29%	32%	40%	19%	25%	57%
交通枢纽	1%	0%	0%	3%	4%	0%	2%	1%
学校	11%	33%	1%	1%	1%	19%	13%	1%
住宅	19%	29%	13%	14%	19%	51%	44%	20%
办公场所	45%	12%	56%	49%	35%	11%	14%	21%

图：现磨咖啡连锁品牌门店数量（截至23年10月）图：2021-2022年美团平台咖啡品类不同价格段门店数增速：两极化趋势明显



图：日本现磨咖啡主要集中在15-25元价格带（截至23年10月）

现磨咖啡（中国）			现磨咖啡（日本）		
品牌	产品	价格（元）	品牌	产品	价格（元）
Arabica %	美式 12oz	35	星乃	美式	30
Bluebottle	美式 230ml	32	Bluebottle	美式	29
Peets	美式 350ml	30	Arabica %	美式	23
Mstand	美式 354ml（冷）	28	星巴克	美式 350ml	22
星巴克	美式 355ml	27	Excelsior	美式 380ml	22
Tims	美式 355ml	23	Tully 's	美式 350ml	20
Manner	美式 355ml	15	Doutor	美式 180ml	15
瑞幸咖啡	美式 350ml	14（券后10.9）			
7-11	美式中杯	11	7-11	咖啡L	9
罗森	美式标杯	10	罗森	咖啡中杯	9.5

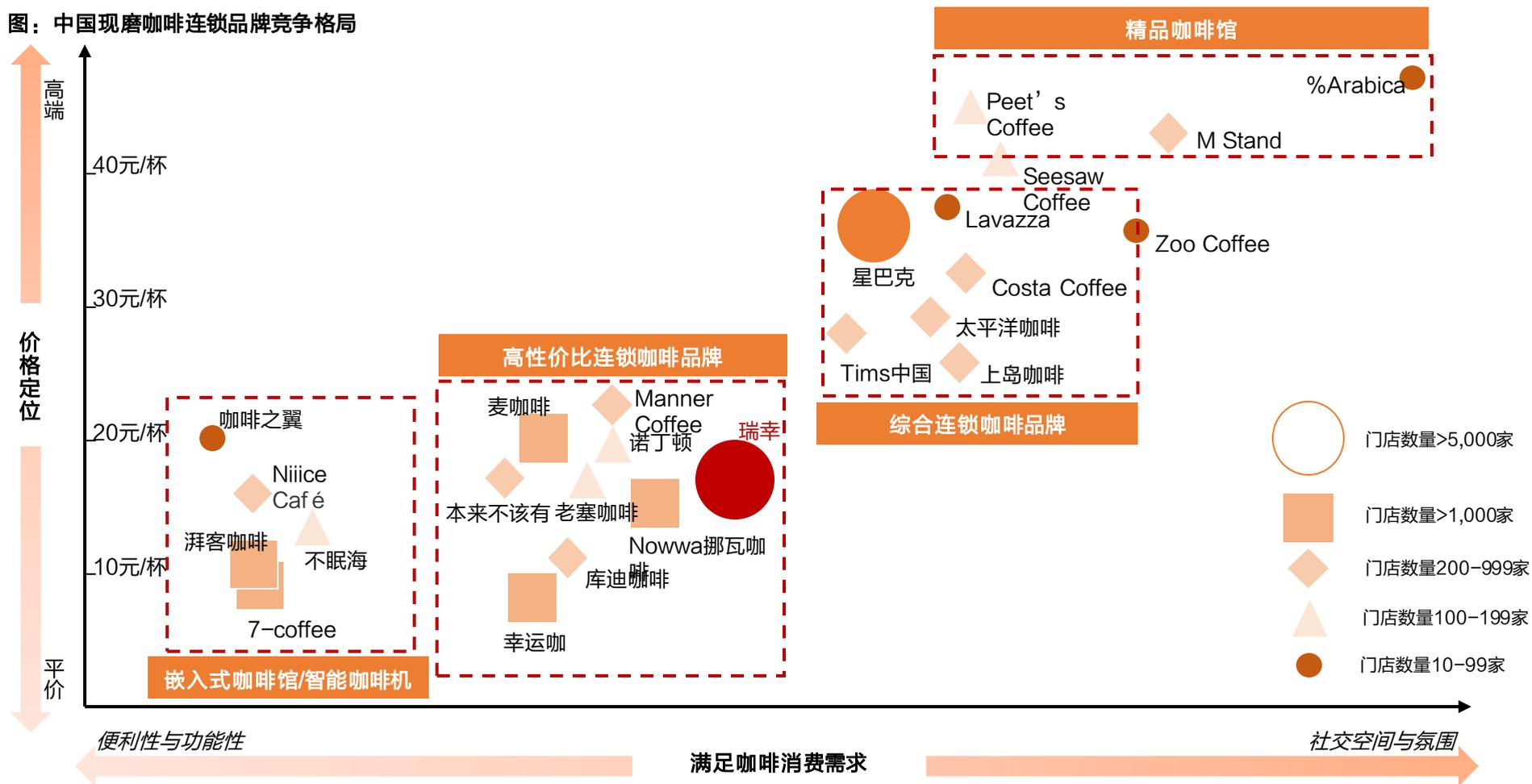
现磨咖啡（中国）			现磨咖啡（日本）		
品牌	产品	价格（元）	品牌	产品	价格（元）
Arabica %	拿铁 12oz（冰）	50	Bluebottle	拿铁	33
Bluebottle	拿铁 350ml	42	星乃	拿铁	33
Peets	拿铁 350ml	36	Arabica %	拿铁	28
Mstand	拿铁 354ml（冷）	34	Excelsior	拿铁 380ml	27
星巴克	拿铁 355ml	30	星巴克	拿铁 350ml	25
Tims	拿铁 355ml	26	Tully 's	拿铁 350ml	24
Manner	拿铁 355ml	20	Doutor	拿铁 180ml	20
瑞幸咖啡	拿铁 350ml	16（券后12.2）			
7-11	拿铁中杯	14	7-11	拿铁中杯	12.5
罗森	拿铁标杯	12	罗森	拿铁中杯	9.9

注：价格带按照20<、20-25、26-30、31-35、>35从浅到深划分

1.3.2 竞争格局：市场分化趋势明显，高性价比连锁咖啡品牌市占提升

- 现磨咖啡连锁品牌众多，精确品牌定位利于公司持续拓张。从一线和新一线城市的竞争格局来看，高性价比的连锁咖啡品牌以低价和高便利度抓住消费客群，市场份额逐渐提升。其中，瑞幸咖啡坚持提供“高品质、高性价比、高便利性”咖啡产品与该趋势相契合，公司有望持续获取市场份额。

图：中国现磨咖啡连锁品牌竞争格局



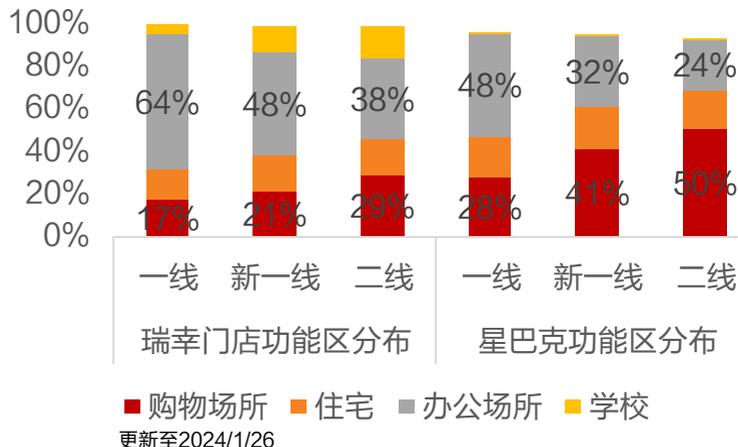
(数据截至2023年3月)

资料来源：灼识咨询，天风证券研究所

1.4 增长空间：下沉市场仍具渗透空间，门店连锁化程度有望提升

- **连锁咖啡门店集中在高线城市，下沉市场仍具开拓空间。** 根据艾瑞咨询数据，2022年中国约有2.3万家连锁咖啡店，其中70%位于一线及新一线城市。同时，根据美团外卖数据显示，22年三线城市咖啡订单量同比21年增长接近2倍，四五线城市咖啡订单同比增长250%以上。我们认为，相对于发展较为成熟的茶饮赛道，咖啡赛道目前还有不少点位待开拓，咖啡在下沉市场仍具开拓空间。根据极海数据，瑞幸咖啡在三线及以下城市一公里内至少有2家门店比例为44%-61%，蜜雪冰城在三线及以下城市一公里内至少有2家门店比例均超过65%，瑞幸咖啡在低线城市仍具加密空间。
- **瑞幸高线城市相对饱和，后续门店主要看商场店的渗透。** 根据极海数据，瑞幸咖啡高线城市开店以写字楼为主，一线、新一线、二线城市中办公场所门店占比分别为64%/48%/38%。与星巴克相比，商场店布局对瑞幸咖啡来说，仍有加密空间。

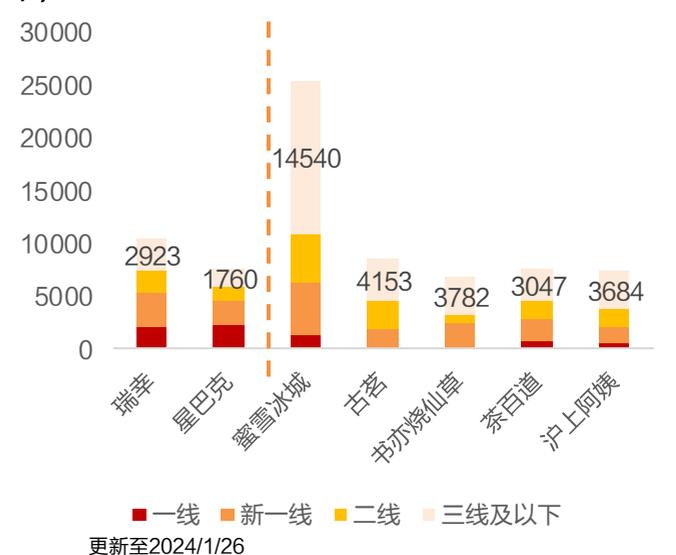
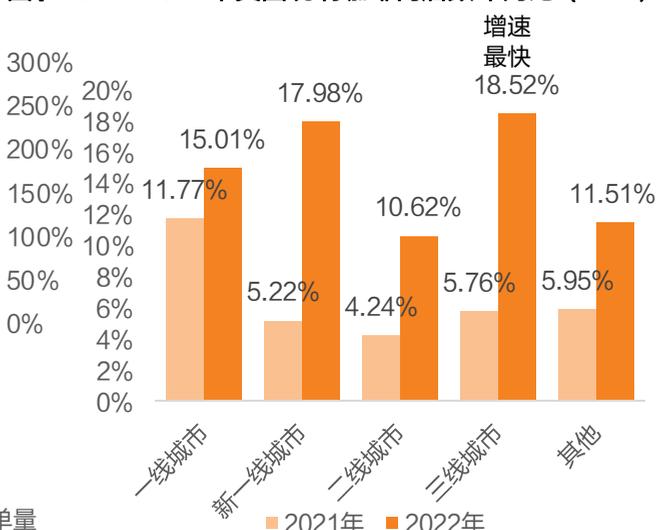
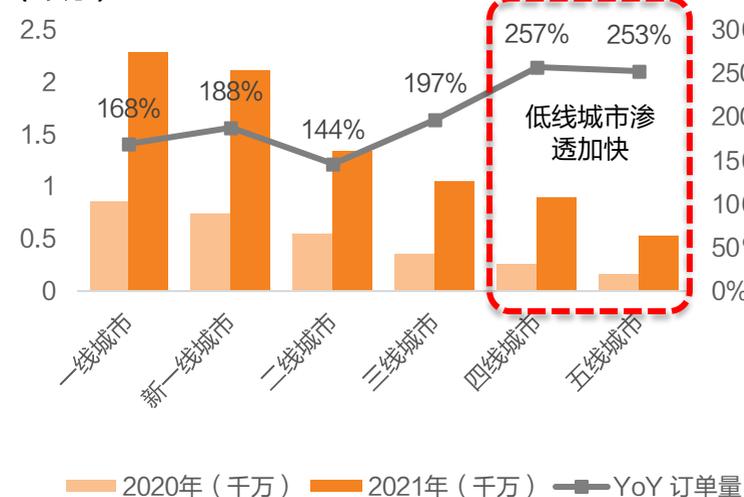
图：瑞幸咖啡高线城市开店以办公场所为主



图：2020-2021年美团外卖咖啡订单量分线级城市分布（千万）

图：2021-2022年美团现制咖啡门店数年同比（YoY，年）

图：咖啡品牌与茶饮品牌相比仍有增长空间（家）



目录

1. 咖啡市场：全球咖啡行业稳健增长，中国咖啡市场仍具渗透空间

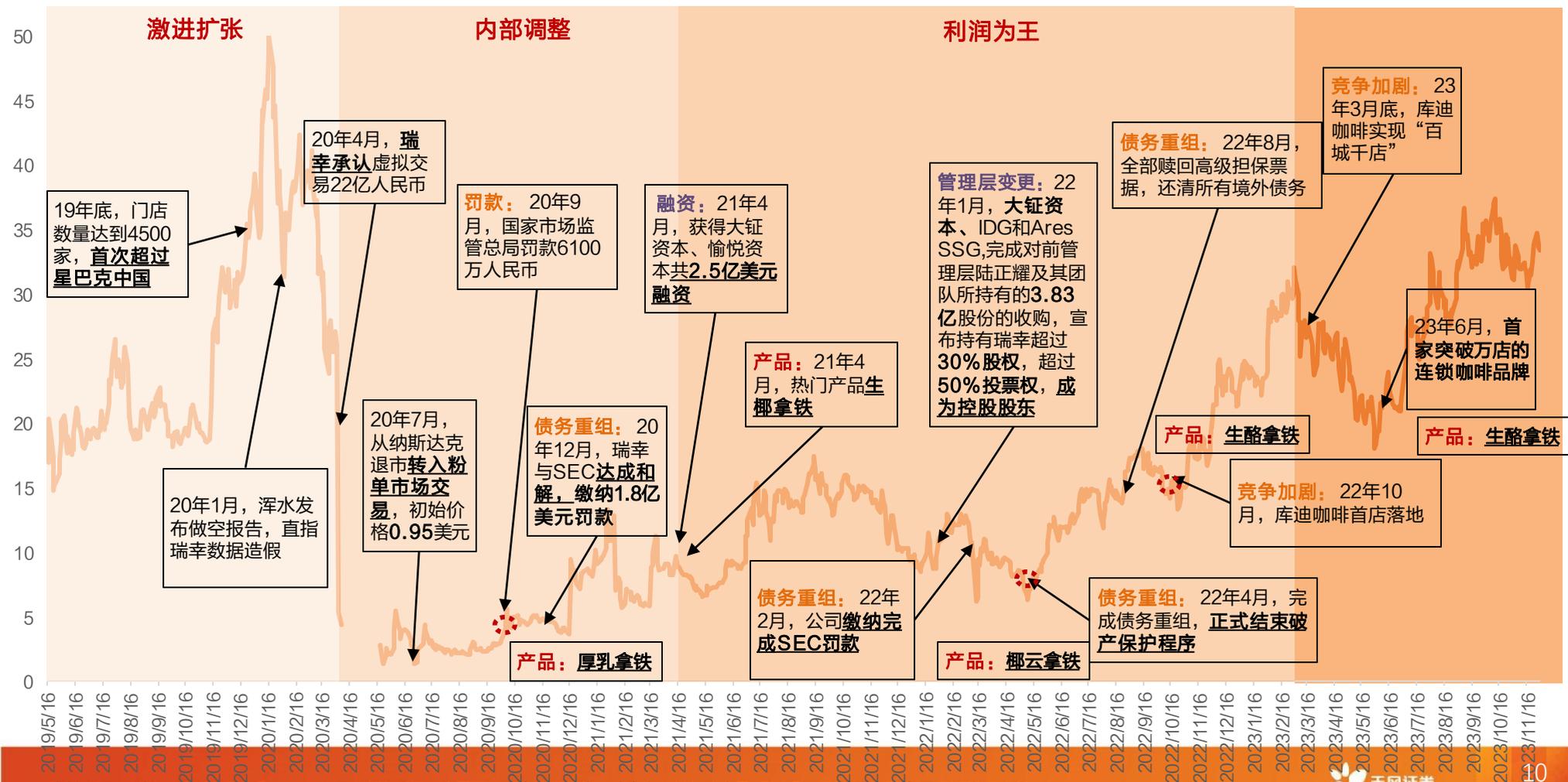
2. 瑞幸咖啡：涅槃重生后劲强健，理性扩张谋求可持续发展

3. 核心竞争力拆解：单店模型持续优化，下沉市场仍具开店潜力

4. 相关可比公司估值

2.1 股价复盘：门店扩张和利润率提升是目前股价主要催化

门店	4789家	4803家	6024家	8214家	13273家
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q3
门店利润率	-38%	-12.5%	20.2%	26.4%	23.1%

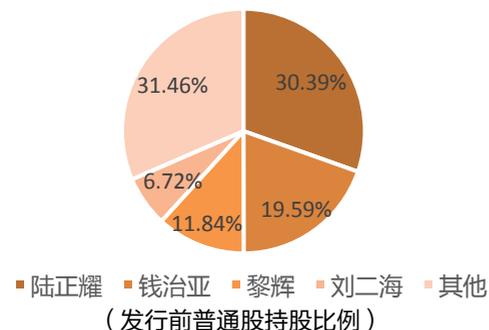


资料来源：彭博，新浪财经，观察者，36氪，澎湃新闻，人民网，瑞幸公司公告，瑞幸官方微信公众号，经济观察网，每日食品等，天风证券研究所

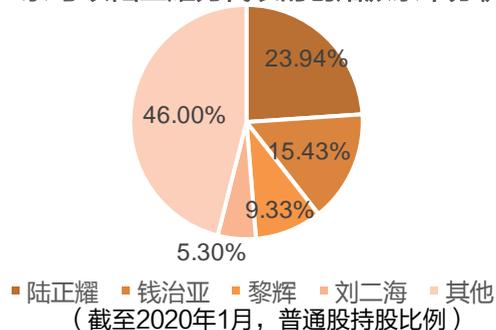
2.2.1 变革与重塑：重塑治理体系，持续优化架构

- **深度改组强化内控，全面完善公司治理结构。**2022年1月，大钲资本成为公司控股股东后，对公司治理体系进行全盘重塑。其中包括，1) 公司在董事会下设计审计委员会、提名和公司治理委员会及薪酬委员会，用来形成畅通协调、高效运转的监督、汇报、执行机制。2) 公司建立“三道防线”风险管理架构，治理层承担监督责任，高级管理层采取行动实现公司目标，并对一、二层负责，第三道防线独立监督一、二道防线的有效性。

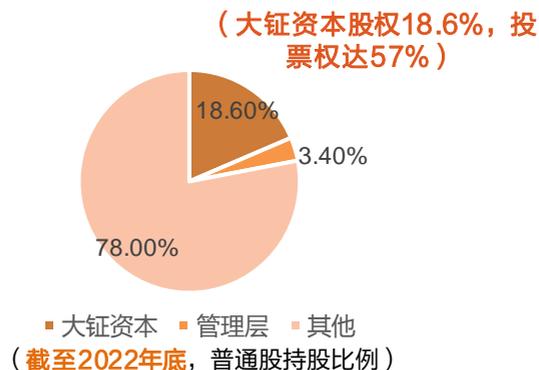
图：上市之初，公司股权高度集中在以陆正耀为核心的“神州系”



图：造假事件爆发前夕，以黎晖（大钲资本）、刘二海（愉悦资本）为代表的投资派系与以陆正耀为代表的创始派系平分秋色



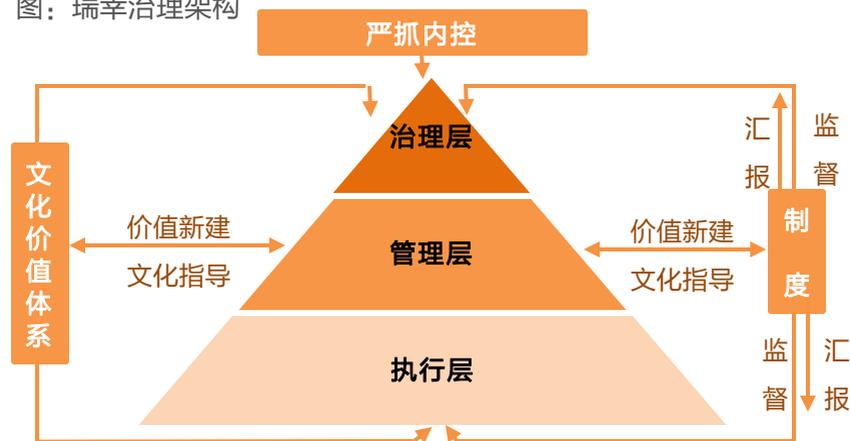
图：大钲资本成为公司最大的股东



表：瑞幸核心管理层变化

	管理层	职位	主要职责
现任管理层	郭谨一	董事会主席兼CEO	公司治理和内部控制建设
	Reinout Hendrik Schakel	首席战略官、首席财务官 (CFO)	企业战略发展及瑞幸的资本市场战略执行；瑞幸的财务、会计、投融资等事务
	曹文宝	高级副总裁兼公司执行董事	公司运营，分管门店运营、营建、拓展及客户服务；曾在 麦当劳中国 有超过23年的经验
	吴刚	高级副总裁	瑞幸的公共事务和战略合作
	杨飞	首席增长官 (CGO)	公司的业务增长、用户运营和 营销
	姜山	高级副总裁	瑞幸的合规、法务和质量理事务
	周伟明	高级副总裁	产品线；曾任 百胜集团 产品开发总监，在餐饮和食品行业拥有超过20年的工作经验。

图：瑞幸治理架构



2.2.2 变革与重塑：精简业务，聚焦现磨咖啡

- **风波之后瑞幸深化改革：**在**运营端**，放缓开店速度。瑞幸对效益差的门店进行“关停并转”，精细化管理现有门店，提高运营监管智慧化程度。在**战略端**，收缩非核心业务，聚焦咖啡赛道。瑞幸取缔外卖厨房业务，退出“瑞划算”业务，保留“瑞即购”业务，将独立品牌“小鹿茶”并入主体。

图：瑞幸业务调整复盘

2021年Q1开店节奏重新进入上行轨道，净增148家门店。

2021年3月，重启“瑞即购”招商。截至2021年底，瑞幸共有1102台无人咖啡机。

2022年底，直营门店达5,652家，加盟店达2,562家，覆盖近240个地级市。

瑞幸咖啡重回正轨

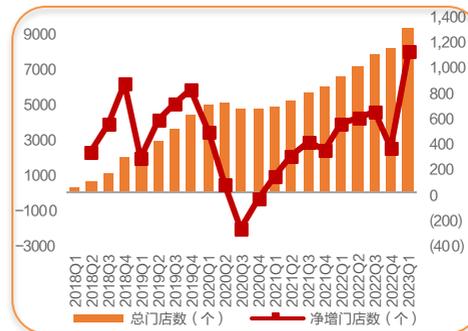
收缩非核心业务

2021年8月，产品线合并，“小鹿茶”改名叫“瑞幸咖啡”

2021年7月，取缔外卖厨房业务

2020年底，正式取消“瑞划算”

2020年5月，暂停扩展“瑞划算”、“瑞即购”等无人零售业务



收缩经营不善的门店

2020年1月-11月，关闭1021家亏损门店

2020年2月，瑞幸咖啡财务造假事件

2019年9月，瑞幸咖啡直营门店达到3680家；宣布“小鹿茶”独立品牌运营

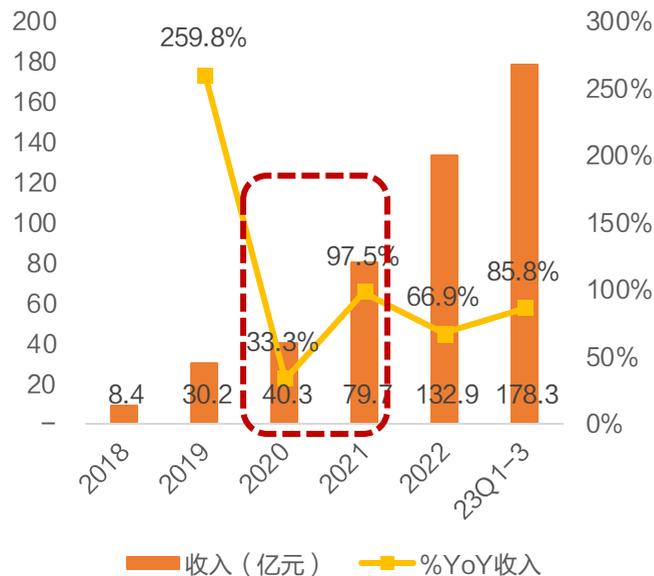
2021年1月，瑞幸开放加盟试点，启动新零售合伙人计划

2020年1月，公司布局无人零售，推出无人咖啡机“瑞即购”和无人售卖机“瑞划算”

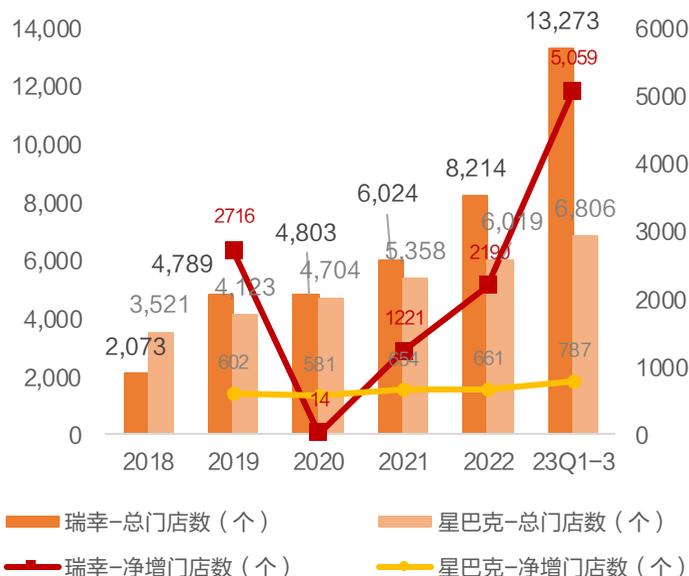
2.3.1 回归正轨：门店扩张及单店双轮驱动，收入高速增长

- 2022年5月，公司对外公告治理架构调整完毕，公司发展回归正轨。
- 收入保持高速增长，加盟业务占比提升。2020/2021/2022年瑞幸咖啡分别实现营收40.3/79.7/132.9亿元，同比增长33.3%/97.5%/66.9%。分业务来看，2022年产品销售收入实现102.2亿元，同比增长53.5%；加盟业务收入为30.7亿元，同比增长135.0%，加盟业务收入占总收入比例提升6.7pct至23.1%。
- 门店21年起重回增长轨道，23H1门店数量破万。截至2020/2021/2022年年末，瑞幸咖啡门店数量分别达4803/6024/8214家，分别较上一年同期净增14/1221/2190家。2021年，公司开店速度再度超过星巴克（同年，星巴克中国门店达5358家，较上一年同期净增654家）；2022年，公司加速开店继续强化规模优势；2023年一季度，瑞幸咖啡门店达9351家，并于新加坡新开的2家门店，开始海外业务的探索。截至2023年6月，万店目标已提前实现，成为中国首家门店数量突破10,000家的连锁咖啡品牌。
- 公司疫下业绩表现出较强韧性，门店保持高速拓店趋势。与主打第三空间的星巴克相比，瑞幸咖啡疫下业绩展现出强韧性，2019-2022年期间公司收入年增长率(CAGR)为63.8%。同时，2021-2022年期间公司通过开放区域加盟实现门店数量大幅上升，驱动公司和星巴克中国市场的收入差距不断缩窄。

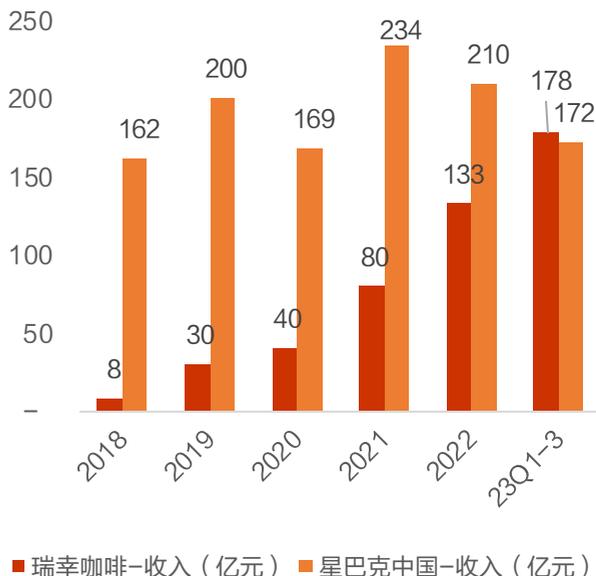
图：2018-2023Q1-3瑞幸咖啡收入及同比（亿元，%）



图：2018-2023Q1-3瑞幸VS星巴克门店数量（个）



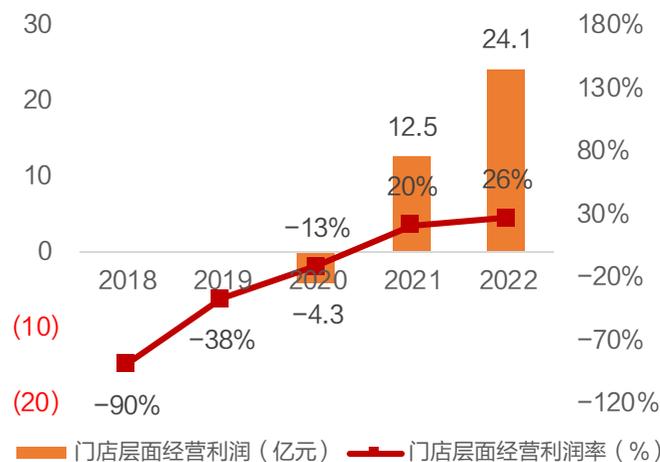
图：瑞幸咖啡疫下业绩实现逆势增长



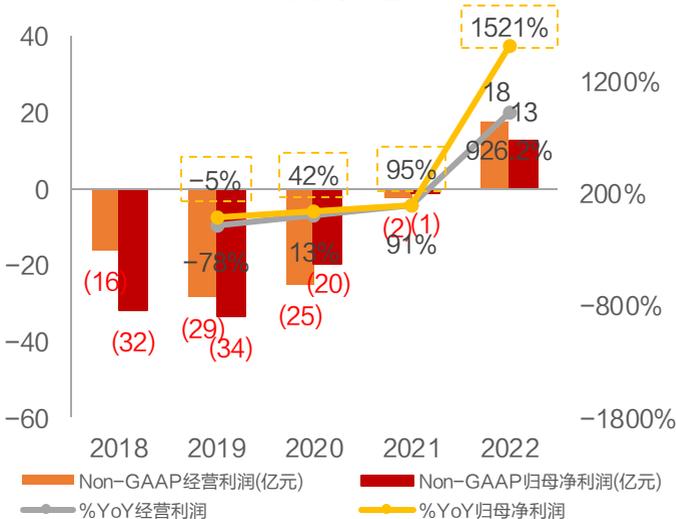
2.3.2 回归正轨：规模效应下期间费用率大幅优化，量价齐升带动门店经营利润改善

- ASP和单店日均杯量同增驱动单店收入增长，规模效应下费用率大幅优化，带动门店模型优化，经营利润改善。
- 整体来看，19-21年经营亏损规模逐年收窄，22年首次扭亏为盈。2022年，公司Non-GAAP经营利润实现转正达17.8亿元，同比增长926.2%； Non-GAAP归母净利润为12.6亿元，实现non-GAAP归母净利率9.5%。从期间费用率来看，随着营销活动趋于理性，营销费用率逐年下降，2021-2022年期间维持在4.2%-4.3%的水平；同时受益于规模效应，2022年管理费用率同比下降5.0pct至11.0%。
- 21年门店层面经营利润转正，22年盈利势头延续。2021年，瑞幸咖啡单杯价格由11.7元同比提升2.9元至14.6元，单店日均杯量同比提升46%达300杯，在单杯价格以及单店日均杯量提升的驱动下，公司门店实现经营利润24.1亿元，经营利润率为26.4%，实现门店层面经营利润转正。并在门店销量及产品售价同比提升的驱动下，2022年公司门店层面经营利润盈利势头延续。（注：本段讨论口径均为直营门店）

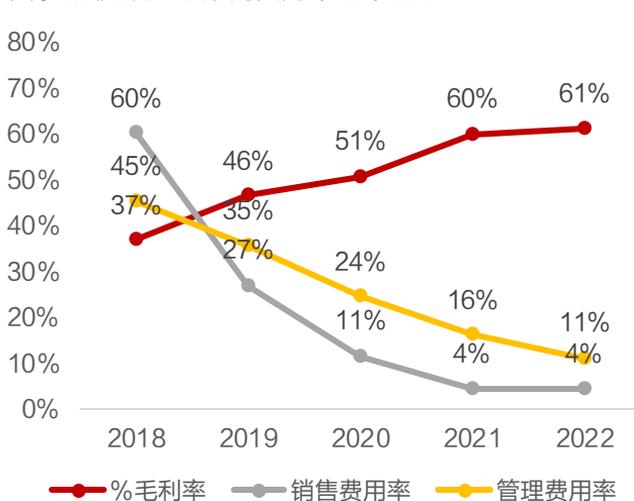
图：2018-2022年门店层面经营利润（亿元）



图：2018-2022年公司利润端逐年改善



图：规模效应下期间费用率逐年递减



图：量价齐升带动直营门店经营利润大幅改善

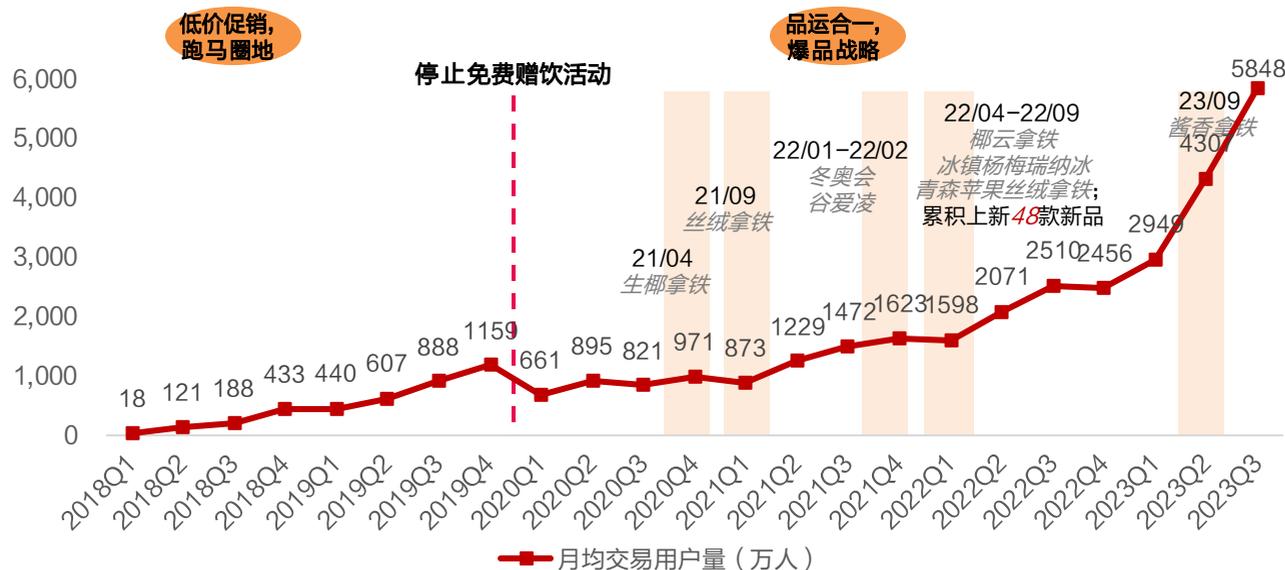


（注：数据来源于公司财报披露的直营门店经营数据）

2.4.1 营销转变：营销策略理性化，精细化运营带来用户数及ARPU双提升

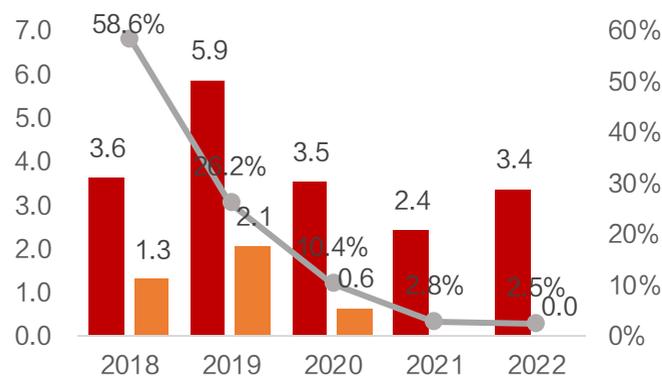
- **收窄优惠补贴力度，拉高用户单杯支付金额。**2019年底，随着累计交易用户突破4000万，瑞幸咖啡开始逐渐降低优惠券的力度。2020年5月，瑞幸咖啡停止免费赠饮，优惠券力度从2019年最低1.8折调整到2022年最低优惠力度4.8折。截至2022年四季度，用户单杯实际支付金额*从2019年四季度的10.2元提升至17.2元。
- **受益于产品创新和营销，交易用户规模持续提升。**瑞幸咖啡由前期“低价促销”跑马圈地的策略转向“品运合一”的营销策略。2021年-2022年期间，生椰拿铁、丝绒拿铁等爆品相继出圈，驱动月均交易用户量保持30%以上的增速逐季增长。2023年第三季度，瑞幸咖啡月均交易用户数5848万，同比增长133%，环比增长36%，创季度新高。23年9月，公司推出酱香拿铁，首日销量542万杯，实现超1亿元销售额，刷新单品纪录。截至2023年第三季度底，瑞幸咖啡累计交易用户已超过2亿。

图：2020年5月起，月均交易用户数仍保持向上趋势



*注：用户单杯实际支付金额=（直营店收入-免费赠饮费用）/单店日均杯量

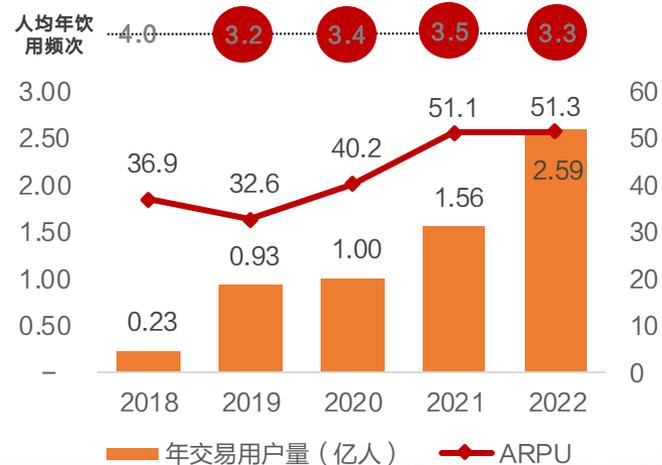
图：2018-2022年期间，营销费用率持续下降



■ 广告费用(亿元) ■ 免费赠饮成本(亿元)
● 营销费用率 (%)

注：营销费用率=（广告费用+免费赠饮成本）/总营收

图：2019-2022年公司交易用户年均消费金额稳步上升至50元左右



2.4.1.1 公域营销：以产品为核心的内容营销，深刻洞察年轻用户

- 2020年，公司将品牌定位调整为“专业、年轻、时尚、健康”，并把这些理念落地到产品及营销推广中。公司通过年轻化的代言人（谷爱凌、利路修、易烊千玺）重塑品牌形象，UGC营销加强与消费者的联系，将产品与话题强绑定，持续推出热销产品。
- **1) 重要节点：**季节性产品有节奏上新，培养消费者用户习惯。公司全年不间断推出春日季、520告白季、冰咖季、桂花季、圣诞季等限定活动，对消费者用户习惯的培养起到刺激作用。
- **2) 借势营销：**紧跟热点时事，以产品为核心的内容营销引发消费者共鸣。瑞幸咖啡紧跟当下各领域热点话题，通过明星代言全方位覆盖年轻圈层关注的各个领域，利用代言人本身流量，抢占用户心智。
- **3) IP联名：**与知名IP联动，持续制造热销产品。2023年，公司先后与《哆啦A梦》和《猫和老鼠》等知名IP联动，推出冰吸生椰拿铁和马斯卡彭生酪拿铁等饮品，首周销量分别突破666万杯和1624万杯。

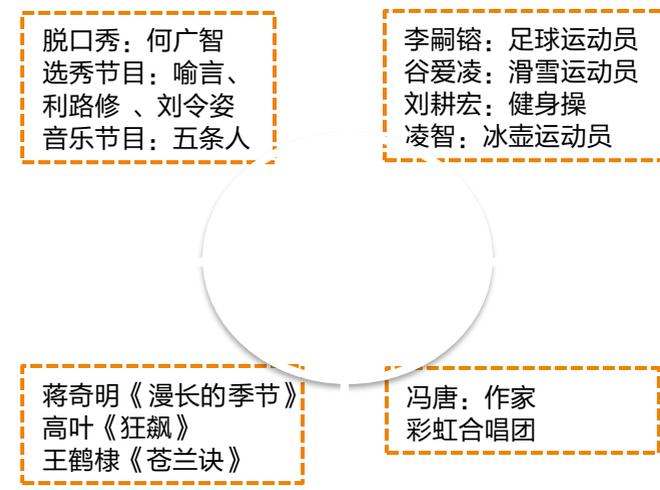
图：2023年瑞幸咖啡综合把握产品与营销的契合度

日期	产品	联名对象
01/09	前免似锦厚乳拿铁 大展红兔生酪拿铁	韩美林（福娃之父）
02/06 02/13	相思红豆拿铁 带刺玫瑰拿铁	线条小狗 何广智（脱口秀演员）
03/06	碧螺知春拿铁	陆仙人（中国超模）
04/03	生椰拿铁	彩虹合唱团
04/10	冰吸生椰拿铁	哆啦A梦
05/08	云南小柑橘 澳瑞白、美式、拿铁、Dirty	冯唐（作家）
05/08 05/15	夏日青提拿铁、夏日青提小铁、 青提风味大福、冰镇杨梅瑞纳冰	乐队五条人
05/22 05/29	椰青冰萃美式、橙C美式、 夏日青提拿铁、耶加雪菲美式、 抓马西瓜拿铁、抓马西瓜小铁、 葡萄冰萃美式、脆皮瓜瓜大福	刘畊宏 艺术家Ardhira Putra
06/19	昆仑煮雪拿铁	动画《镖人》
07/10	蒸青日向夏拿铁 瓦尔登蓝钻瑞纳冰	鼓浪屿音乐节
08/07	闪光橙橙冰萃美式 闪光橙橙瑞纳冰	盛夏返场
08/14	黑凤梨拿铁、黑凤梨小铁	乐队橘子海
08/28	桂花龙井拿铁	维多利亚的秘密
09/04 11/06	酱香拿铁	贵州茅台 罗翔
09/25	富桂厚乳拿铁	中国女篮
10/09	马斯卡彭生酪拿铁	TOM & JERRY
11/20	生椰拿铁、生酪拿铁、热红酒美式、 圣诞烤布丁拿铁、橙C美式、 马斯卡彭生酪拿铁	综艺《这就是街舞6》
12/18	圣诞甜心拿铁、提拉米苏杯子蛋糕	TOM & JERRY

图：代言人提升整体品牌知名度



图：全方位调动年轻世代不同兴趣圈层的关注度



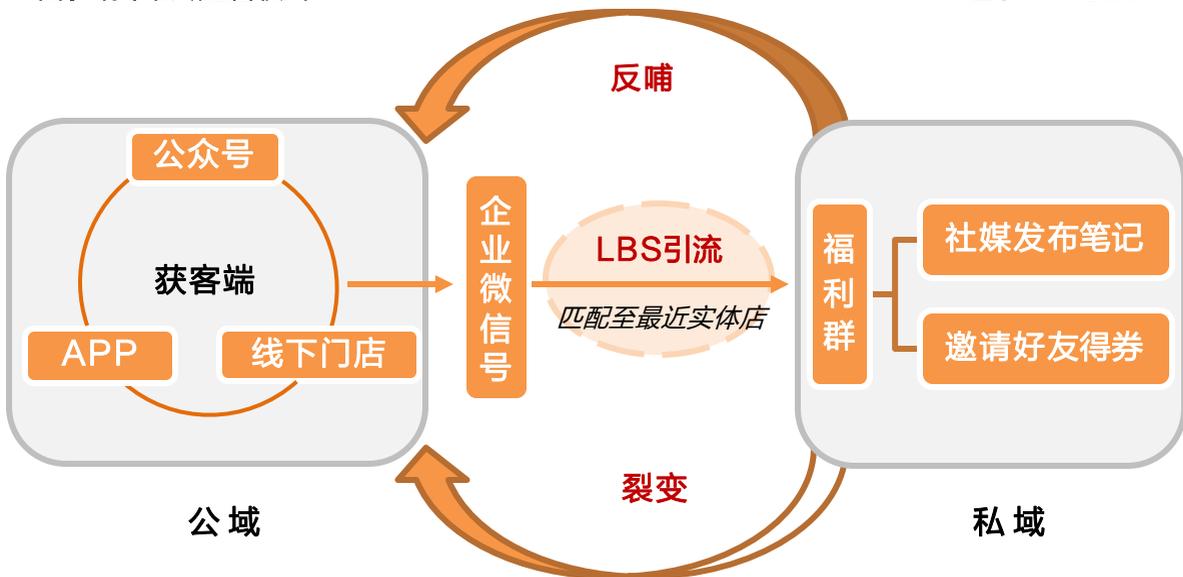
图：UGC营销与消费者互动



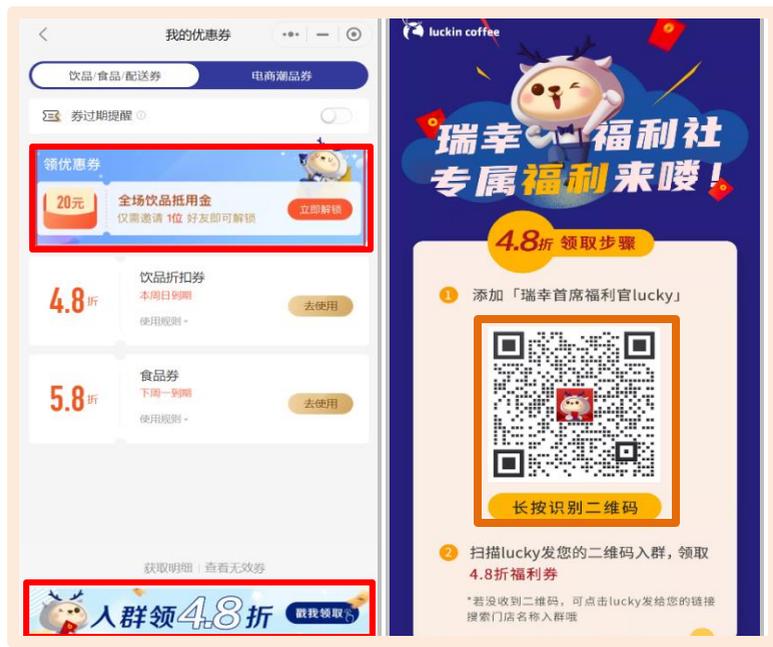
2.4.1.2 私域运营：社群精细化运营留存，持续触达用户产生复购

- **精细化运营大私域流量池，为业绩增长提供保障。**2020年4月后，公司开始构建私域流量池，三个月内瑞幸咖啡通过企业微信链接接到了180万用户。截至2022年6月，瑞幸在企业微信上积累的用户已近2000万。通过不断在触达、拉新、留存、提频上循环做精细化运营，为公司在2020年低谷期留住大量用户提供基础，并能以更低的成本实现好的营销效果。截至2022年11月，瑞幸线上自有渠道贡献率高达90%，其中超70%的业务是通过App交易带来，20%来自小程序点单。线上自有渠道贡献率远超星巴克60%~70%、喜茶60%~65%的水平。
- **私域运营开创咖啡社区化管理模式，加强客户关系管理，实现公域流量的客户培养、留存、裂变。**在**获客端**，瑞幸咖啡拥有三大私域流量入口，分别为APP、门店、公众号。其中，分渠道来看，1) 线下渠道：用户消费后，由店员引导添加企业微信 2) 线上：用户领取优惠券时，被指引添加“福利官”企业微信。在**管理端**，瑞幸通过LBS分层模式（即，围绕地理位置数据展开）建立私域流量池。通过社区化管理模式，公司逐渐形成“线上多次触达、线下近距离配送或自提”的运营模式。线上私域运营使业绩来源可追溯至线下门店，提升店员拉客及运营社群积极性的同时，亦便于收集区域性用户行为数据，实现地区精细化运营。

图：瑞幸私域运营模式



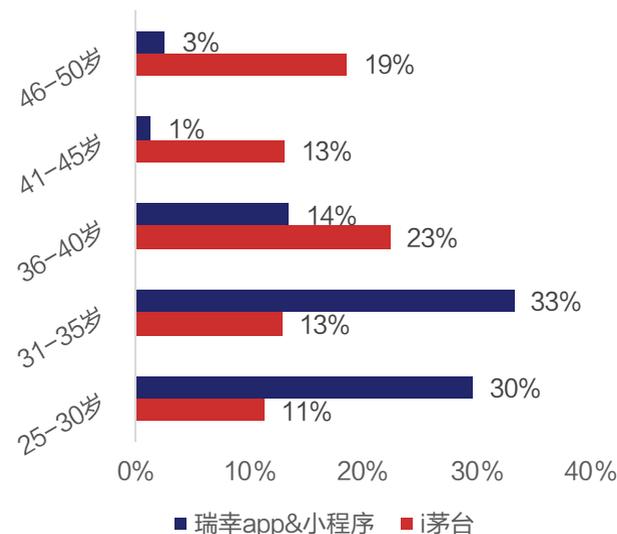
图：LBS引流入口



2.4.1.3 经典案例：以酱香拿铁为例看瑞幸品牌联名营销

- 2023年9月4日，瑞幸与茅台以“美酒加咖啡，就爱这一杯”为宣传口号，联名推出的酱香拿铁于上线首日销量超542万杯，销售额超1亿元，刷新了单品记录。5日，贵州茅台也表示，酱香拿铁将作为**常设产品**长期推出。
- 与高品牌心智+自带流量的茅台强强联合破圈，实现“1+1>2”。我们看到联名双方用户画像在年龄层方面有极低重叠度，成功联名营销破圈有助于双方用户层的拓宽。我们认为本次联名不仅是**产品侧的创新**，更是**联名合作的模范**，另外，瑞幸也借助茅台的高端形象和特色，提升产品品牌调性的升级。
- 优质内容推动公域传播，私域投放促进用户转化。在公域营销方面，**1) 内容创新**：区别于普通logo堆叠的联名方式，瑞幸深挖内容创意，线上宣发创意图文、短视频素材、代言人宣传大片，以及线下包装物料、门店陈列相结合的方式，产出打动消费者的创意。**2) 话题造势**：通过微博、小红书、抖音等公域社交媒体撬动热门话题营销。发售当天，“喝了酱香拿铁算不算酒驾”话题引发热烈讨论，#瑞幸回应喝茅台联名咖啡能否开车#占据微博热搜榜超过10小时，带来6.6亿阅读量和1.2万篇原创内容，提升了联名活动的传播范围。

图：瑞幸APP&小程序与i茅台用户画像



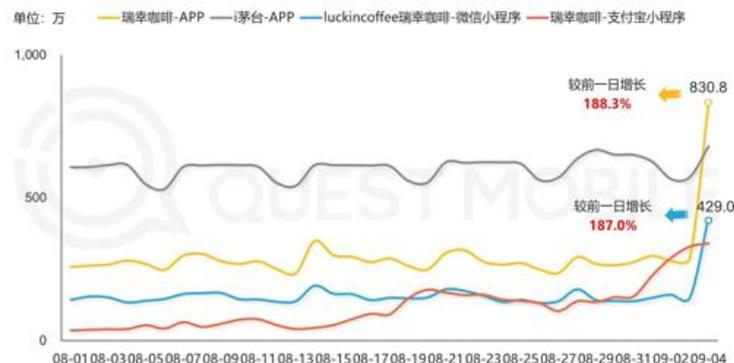
图：上线后微博讨论活跃

序号	话题	阅读量(亿次)	讨论量(万次)
1	#瑞幸回应喝茅台联名咖啡能否开车#	6.0	3.0
2	#在咖啡中擅自添加茅台售卖是侵权行为#	4.5	0.8
3	#瑞幸 真茅台#	3.2	1.8
4	#瑞幸回应男子怒砸多杯酱香拿铁#	2.2	0.5
5	#一杯酱香拿铁含约2毫升茅台酒#	2.2	0.9
6	#酱香拿铁一日销售542万杯#	2.2	0.8
7	#茅台巧克力即将上线#	2.1	0.8
8	#茅台瑞幸酱香拿铁#	1.7	3.3
9	#瑞幸公开原料生产记录视频#	1.3	0.2
10	#满杯茅台去咖啡液#	1.2	1.2

图：创意logo引发用户讨论



图：上线首日瑞幸日活用户大幅增长



2.4.2 产品：普适口味+高频上新，打造爆品奠定基础菜单

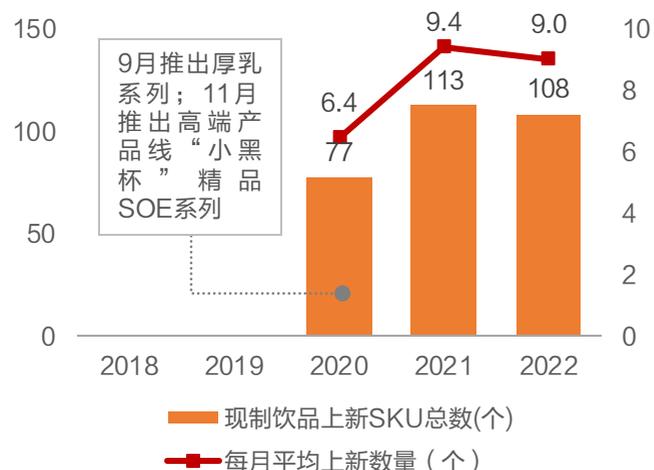
- **普适的口味-主打奶咖：**2020年9月，瑞幸咖啡推出公司标志性的创新产品之一厚乳拿铁，实现开售后前9天日均27万杯的销量。截至2020年年底，厚乳拿铁售出3160万杯，占全年销售量的20%，且后续成功推出生椰拿铁、丝绒拿铁、生酪拿铁等热门奶咖产品。
- **高频上新：**2021-2022年，公司保持远高于咖啡、茶饮行业主要竞争者的高频上新速度，全年分别推出113款、108款产品，平均每周推出2-3款新品。通过高频打法，快速试错，积累消费者口味偏好的数据反馈，提升热门产品概率。
- 我们认为，早期瑞幸抓住了通过奶+糖浆逐步渗透奶茶消费者，减少咖啡饮品苦味，提升了现制咖啡饮品渗透率。

表：瑞幸咖啡热门单品主要集中在奶咖产品

上新时间	产品名称	销量表现
2020/9/7	厚乳拿铁	日均27.2万杯的销量（开售前9天）
2021/4/3	生椰拿铁	日均27.9万杯的销量（开售1周年）
2021/9/13	丝绒拿铁	日均30万杯的销量（开售前9天）
2022/4/11	椰云拿铁	日均70.7万杯的销量（开售前7天）
2022/6/6	冰镇杨梅瑞纳冰*	日均10.5万杯的销量（开售前40天）
2022/9/19	青森苹果丝绒拿铁	日均31.4万杯的销量（开售前7天）
2022/10/10	生酪拿铁	日均94.1万杯的销量（开售前7天）
2023/3/6	碧螺知春拿铁	日均63.9万杯的销量（开售前7天）
2023/4/10	冰吸生椰拿铁	日均95.1万杯的销量（开售前7天）

注：* 表示非奶咖

图：2021-2022年期间，公司平均每月推出约9个新品



注：热门单品即为发售初期日均销售超10万杯以上的产品

图：公司上新速度远超咖啡茶饮行业的主要竞争者

	2022 上新数量(款)	2021 上新数量(款)
瑞幸咖啡	108	113
星巴克	39	44
Manner	19	30
幸运咖	13	25
蜜雪冰城	21	12

注：数据截至2022年12月31日

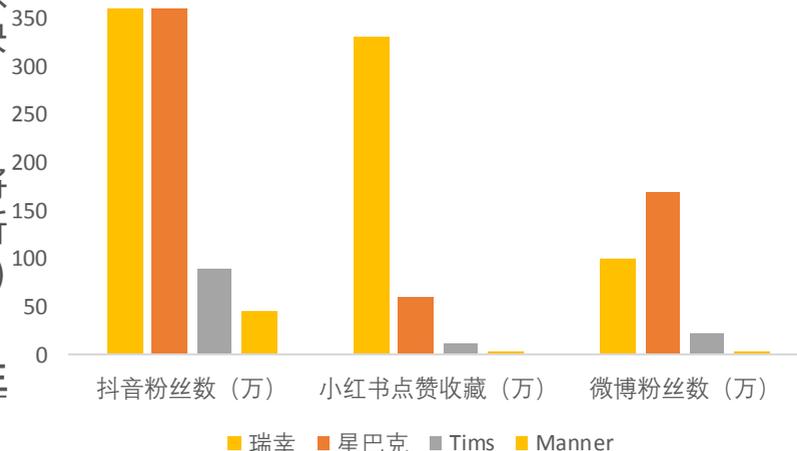
图：除22Q4，产品销售收入均保持超过50%的高增速（21-23Q3）



2.4.2.1 产品研发：需求导向研发，数字化产品研发策略提升迭代效率

- **用户需求获取阶段**，通过自研系统精确洞察消费者偏好。2020年起，瑞幸逐步建立以超级客户数据平台（Customer Data Platform）为核心的交易营销平台。基于公域大流量+超百万人的私域用户池，公司快速精准把握当代年轻人的消费偏好，瞄准咖啡“饮品化”、“奶茶化”的趋势，确定“大拿铁策略”。
- **研发阶段**，数字化赋能原料和口味。公司遵循数字化研发的方法论，将各种原料和口味进行数字化的拆解，在**产品组合**（各种原料+辅料创新搭配尝试和**产品口味**（原料和口味量化，减小对个人口味偏好的依赖）端直接提升研发效率。
- **基础单品+衍生**：公司已形成以“厚乳拿铁、生椰拿铁、丝绒拿铁、生酪拿铁”四大核心产品+衍生产品系列为核心的菜单结构。

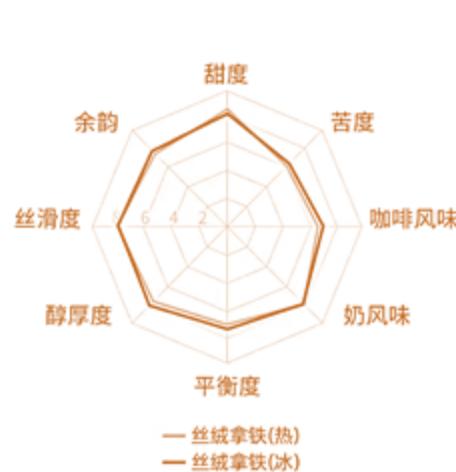
图：公司公域流量同样可观（数据截至2024年1月29日）



图：瑞幸咖啡“大拿铁策略”下的产品创新

产品	推出时间	围绕“奶”原料的产品创新
厚乳拿铁	2020年9月	使用冷萃厚牛乳为基，奶香更浓、更醇厚
生椰拿铁	2021年4月	使用冷榨生椰浆为基，椰香浓郁、0乳糖
丝绒拿铁	2021年9月	使用小分子膜分离技术，丝滑感提升20.99%
生酪拿铁	2022年10月	含新西兰生干酪，突出芝士风味，轻咸香浓
冰吸生椰拿铁	2023年4月	使用全新2.0植物基配方，加倍椰香、加倍清爽

图：瑞幸咖啡丝绒拿铁评分雷达图



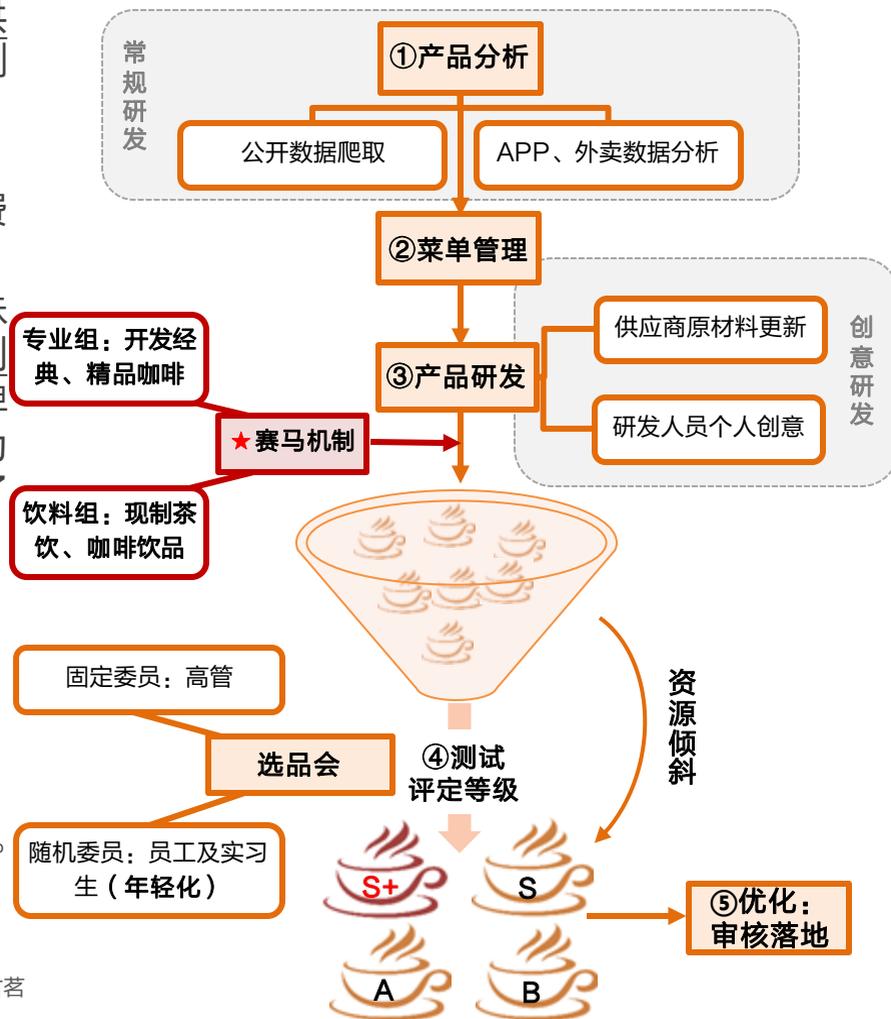
图：以生椰拿铁为开端衍生产品线



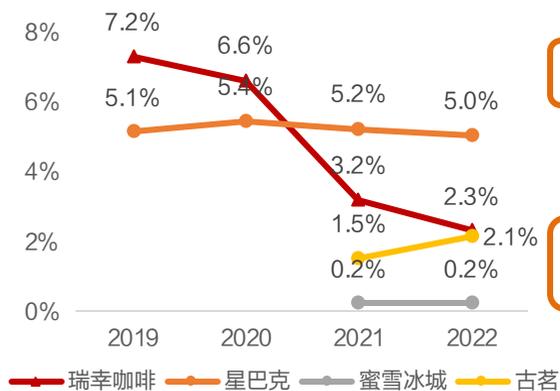
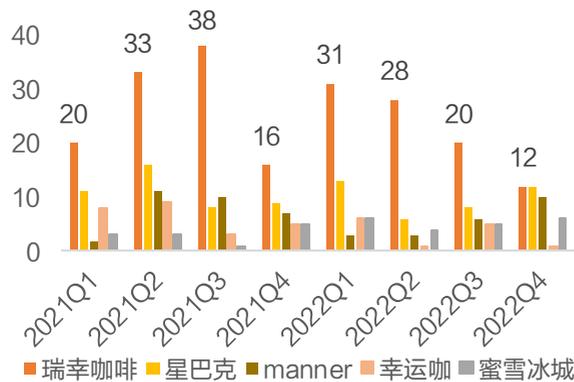
2.4.2.2 互联网思维做菜单，推陈出新探索咖啡菜单边界

- **用互联网的思维做产品创新，拓展菜单边界。** 与传统连锁咖啡品牌新品研发流程不同，瑞幸咖啡自主研发新品并反向定制上游供应链。公司内部建立了包含产品分析、菜单管理、产品研发、测试、优化五大流程部门的完善的研发流程。
- **重视研发投入保证新品品质及上新频率：** 2020/2021/2022年，瑞幸咖啡分别推出77款、113款和108款的现制新饮品，研发费用分别为2.66亿元、2.52亿元和3.01亿元。
- **「咖啡菜单」优化：** 与传统连锁咖啡品牌以“美式、拿铁、风味拿铁”为框架的菜单不同，瑞幸咖啡以“奶”为核心进行产品创新。公司通过厚乳拿铁、生椰拿铁、丝绒拿铁作为基础盘，招牌菜单给公司带来的稳定销量在一定程度上减轻新品试错压力，为产品创新部门、供应链采购、产品优化等留出时间，现已形成了从前端业务数据到后台创新研发相互支撑的良性循环。

图：瑞幸咖啡赛马式产品研发流程



图：2021-2022年瑞幸咖啡与竞对上新数量及频次对比 图：瑞幸咖啡重视研发投入保证竞争优势



注：数据截至2022年12月31日

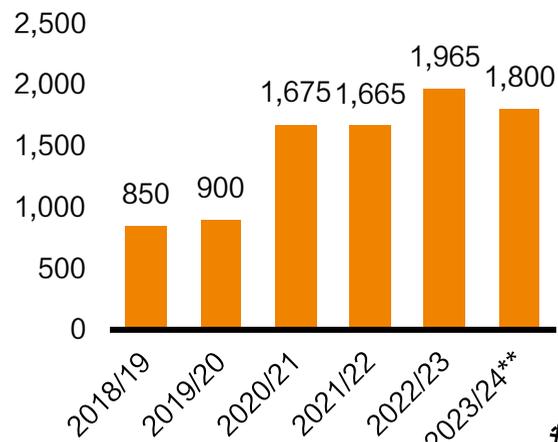
2.4.3.1 供应链-生豆：深入全球产区打造供应链优势，同时推出精品咖啡线打造差异化

2020-2021年期间，随着咖啡渗透率提升，咖啡零售市场发展迅速，中国每年生豆进口量逐年提升。

1) “量”——规模采购带来成本优势。截至2023年三季度末，瑞幸咖啡国内门店数量达到13273家，是中国最大的生豆进口商之一，大规模采购为公司带来更高的上游议价权。

2) “质”——深入产地，针对产地营销，升级打造SOE小黑杯系列（精品咖啡）。2020年，瑞幸咖啡推出专业精品咖啡产品线，上线SOE（单一产地咖啡豆）系列。据不完全统计，截止2023年3月，瑞幸咖啡共推出11款SOE系列产品。

图：2018/19- 2023/24E年中国生咖啡豆进口量（千袋）



注：1袋=60公斤运输重量,2023/24为预测值

图：瑞幸咖啡全球生豆采购区域



- 危地马拉
- 巴拿马
- 哥伦比亚
- 巴西
- 埃塞俄比亚
- 中国云南

2020.12 产地：埃塞俄比亚
耶加雪菲 SCA评分80+

2021.4 产地：云南
云南红蜜 SCA评分80+
23次试验

2022.1 产地：埃塞俄比亚
花魁5.0 SCA评分80+

2022.3 产地：哥伦比亚
天堂庄园 SCA评分85+

2022.6 产地：云南普洱
1吨生豆
200次冲煮实验
SCA评分85+

2022.9 产地：埃塞俄比亚
瑰夏 SCA评分84

种类更多样
上新频率提升

图：瑞幸咖啡精品豆SOE系列

2.4.3.1 供应链-辅料：市场份额保持领先，掌握议价话语权

- 辅料供应商行业格局分散，公司掌握较高议价权。瑞幸咖啡坚持与全球优秀供应商保持合作，公司“蓝色伙伴”联盟中包含全球最大的乳制品企业恒天然（Fonterra）、百年糖浆品牌法布芮（Fabbri）等。2021年，瑞幸咖啡已成为其主要原料供应商的头部客户，同时，随着公司持续拓店，业务规模增长，采购规模增加，议价能力提升。

图：瑞幸咖啡为上游供应商头部客户

供应者	上市情况	简介	主营业务收入占比	瑞幸份额	毛利率	其他头部客户
德馨食品	A股上市 中止	现制饮品配料				<ul style="list-style-type: none"> • 蜜雪冰城（2022H1第一大客户，销售金额3405万，占收入比例14.24%） • 星巴克 • 7分甜
恒鑫生活 (包材主要供应商，月结30天)	创业板过会	聚乳酸（PLA）产品（杯套、杯盖）				<p>星巴克为第五大内销客户，23H1贡献收入2188万元，占内销收入的5.96%。（合作5-10年）</p>
塞尚乳业	未上市	乳制品加工公司	厚乳产品类别中占据80%市场份额	与瑞幸的合作从2020年的厚乳拿铁开始	未披露	星巴克，茶百道，喜茶等
菲诺	未上市	专注椰奶和其他椰子类产品	未披露	与瑞幸联合发布《椰乳》团体标准	未披露	幸运咖，麦咖啡

注：数据截至2022年6月底

资料来源：各公司公告，各公司官网，新乳业公众号，东方财富网等，天风证券研究所

2.4.3.2 供应链—深入上游布局，实现品控稳定统一

图：瑞幸咖啡自建咖啡烘焙厂



- 生豆**：自建咖啡烘焙厂，强化对咖啡豆的全流程把控能力。截至目前，瑞幸咖啡共有两个自主投建全自动智能咖啡豆烘焙基地，预计年烘焙产能超过4.5万吨。假设，单店日均杯量为500杯，杯均所需咖啡豆15克，4.5万吨产能将支撑超过1.6万家门店的需求。公司基本实现咖啡豆烘焙的自给自足，有效保证产品一致性、口味稳定性。
- 2021年，瑞幸首个**全自动智慧型烘焙基地在福建**正式投产，年产能1.5万吨，总投资2.1亿人民币，占地面积为4.5万平方米。
- 2022年，集咖啡研发、烘焙生产及销售中心于一体的**昆山基地**动工，年产能3万吨，总投资1.2亿美元，占地面积约5.3万平方米。预计将于2024年建成并正式投入生产。
- 2024年3月，瑞幸咖啡首个咖啡鲜果加工处理厂在云南保山进入试运营阶段，公司有望进一步完善供应链环节的自主把控能力。

●**厚乳**：与上游优质供应商保持良好合作关系，定制公司专属产品。瑞幸咖啡与全球领先的厚乳企业塞尚乳业保持良好合作关系，于2020年联手推出瑞幸咖啡第一个“大单品”**厚乳拿铁**，当年售出3160万杯。2023年9月，瑞幸咖啡向塞尚乳业定制专供白酒风味厚奶合作推出**酱香拿铁**，首日销售542万杯刷新单品纪录。

●**椰乳**：稳定的原料确保产品标准化。2021年4月，瑞幸和菲诺开启**生椰拿铁**时代。2023年3月，瑞幸咖啡与菲诺联合中国热带农业科学院椰子研究所及椰基上下游企业一同发起《椰乳》团体标准，一起设定了椰乳、厚椰乳的感官要求、理化指标、微生物指标等具体标准。菲诺在中国海南、越南、泰国等优质产区已布局**38000亩椰林**，拥有桐乡、海南两个自有工厂。其中，海南工厂于23年3月正式投产，可增加**10万吨产能**。

我们认为，随着咖啡茶饮市场竞争逐渐加剧，品牌需要围绕产品不断进行优化和升级，与上游优质供应商保持合作能够带来更大的竞争力以及市场中占据优势。

图：菲诺海南自有工厂



- 菲诺目前产能最大的自有工厂，占地约38亩，可增加约10万吨产能，
- 覆盖椰浆饮品、厚椰乳、椰子水等8条生产线，
- 可实现原料处理、加工、调配、杀菌、灌装、打包全流程。

2.4.3.3 供应链—长期深度合作头部供应商，费率逐步优化

- 与全球知名高端咖啡机供应商合作，采购价格逐年下降。瑞幸咖啡采用高端定制的咖啡机以保证稳定地提供优质产品，每家门店平均配备2~3台咖啡机，直接采购自全球知名咖啡机供应商雪莱（Schaerer）和弗兰卡（Franke），随着门店的扩张以及合作年限的增长，瑞幸咖啡机的采购均价呈下降趋势，2020–2022年的采购均价分别为10.4/10.2/9.71万元每台。
- 优质仓储及物流供应商保证产品各环节品质。瑞幸与全球顶级咖啡配套供应商签署战略合作协议，缔结“蓝色伙伴”联盟，打造全球优质产业供应链，确保产品品质。瑞幸与国内知名第三方仓储和物流服务商合作，负责仓到仓、仓到门店的配送，以及门店到消费者的配送。

图：瑞幸从全球知名咖啡机企业采购

咖啡机供应商	简介	采购方式	采购机型	机型特点	市场价	瑞幸采购价 (RMB)
雪莱 Schaerer	来自瑞士的百年咖啡机专家，销售网络分布113个国家	直接采购，不经过代理商	Coffee Soul 10	<ul style="list-style-type: none"> 全自动咖啡机 日均产能建议上限250杯 可自由定制饮品 可根据商家需求调整配置 	约10万元	
弗兰卡 Franke	顶级厨卫品牌，总部位于瑞士，为领先的连锁餐厅提供厨房设备		A800			

图：瑞幸与优秀物流企业合作

物流供应商	简介	服务内容	仓储、物流及配送费用率
新夏晖	顺丰控股与美国夏晖集团成立的合资公司，全球冷链供应链领军品牌	冷链仓储及冷链运输，仓到仓、仓到门店	
荣庆物流	以食品冷链、医药、化工、高端普货为业务核心的国家5A级综合型物流企业		
顺丰&DHL	全球领先的仓储及物流供应商，顺丰为其在中国的独家战略合作伙伴	仓储及物流	
顺丰同城	目前中国最大的第三方即时配送服务商，涵盖本地餐饮等主要消费场景	门店到消费者（幸运送）	
美团外卖	全球规模最大的餐饮外卖平台	门店到消费者（第三方）	

（注：数据截止2022年底，表内内容为研究员根据第三方信息汇总整理）

资料来源：各公司公告，各公司官网，罗戈网，新浪科技等，天风证券研究所

目录

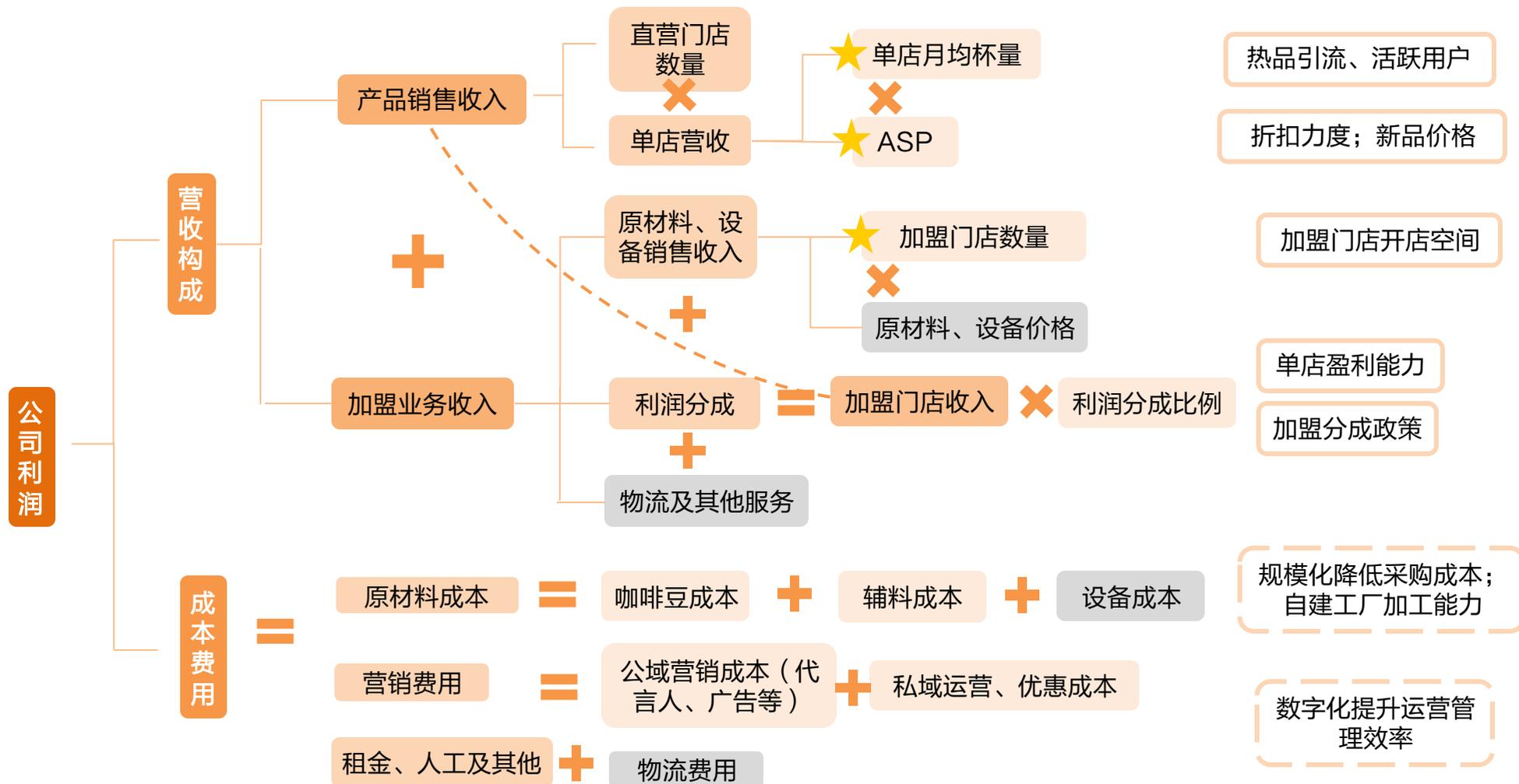
1. 咖啡市场：全球咖啡行业稳健增长，中国咖啡市场仍具渗透空间

2. 瑞幸咖啡：涅槃重生后劲强健，理性扩张谋求可持续发展

3. 核心竞争力拆解：单店模型持续优化，下沉市场仍具开店潜力

4. 相关可比公司估值

3.1 瑞幸咖啡收入影响因素拆解 (1/2)



3.1 瑞幸咖啡收入影响因素拆解（2/2）

3 盈利预测及门店空间测算

- 对于瑞幸咖啡的营收情况，可分为单店经营和门店空间两个方面进行阐述。
- 3.1 直营门店：直营业务方面我们将探讨日均杯量及产品单价对单店营收的驱动作用，并分析9.9活动在门店经营层面的影响。
- 3.2 加盟门店：加盟业务方面我们将探讨单店模型的可盈利性，以及公司开放多样的加盟模式在下沉市场持续获取优质点位的能力。
- 3.3 门店空间：我们国内门店我们将分城市等级、对标蜜雪冰城进行测算。

- 3.1.1 门店数：加盟重启加快扩张，增强点位优势
- 3.1.2 单店营收：量价齐升带动单店持续增长，9.9活动引流效果明显
- 3.1.3 “9.9活动”影响：经营利润率短期或承压，规模效应摊销成本支撑利润空间
- 3.1.4 单店模型：日均杯量+客单价+毛利率共同驱动模型优化
- 3.2.1 开放“带店加盟”模式，占领下沉市场点位
- 3.2.2 加盟业务：开放带店加盟，加盟业务保持高增
- 3.2.3 单店模型：“零加盟费”吸引加盟商，后期合伙人运营成本低
- 3.3.1 空间测算：瑞幸在咖啡品牌中门店数量领先，与茶饮品牌相比仍有增长空间
- 3.3.2 国内门店：下沉市场对标茶饮品牌，未来成长空间广阔

3.1.1 门店数：加盟重启加快扩张，增强点位优势

门店数量持续增长，首家破万店的连锁咖啡品牌

- **直营与联营模式结合，快速占领市场。**截至2023Q3，瑞幸咖啡总门店数13273家，较年初新增5059家。其中，直营店8807家，较年初净增3155家；加盟店4466家，较年初净增1904家。2020/2021/2022年门店总数分别新增14/1221/2190家，门店增速为0.3%/25.4%/36.4%。

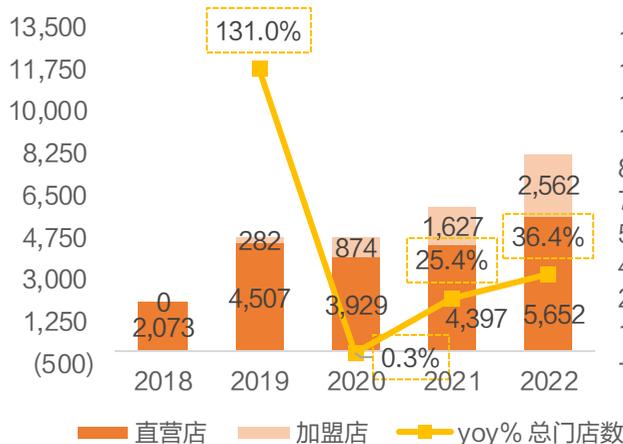
- **直营店主攻一二线城市，通过加盟模式于下沉市场快速铺店。**

- **重回增长：**2021年初经历门店调整后，公司重启加盟业务，首批开放的157个城市基本集中在三、四线城市。

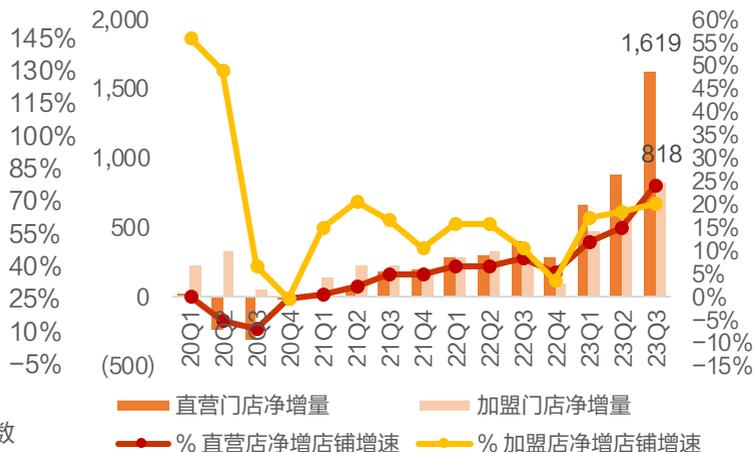
- **疫后拓张：**2022年底，瑞幸咖啡重新开放下沉市场联营合伙人，招募主要以河南省、山东省、山西省以及东北三省布局城市居多。

- **应对竞争：**2023年5月29日，公司开启“带店加盟”，覆盖了21个省和2个自治区的241个城市，主要集中在北区、南区以补齐公司点位布局的短板。

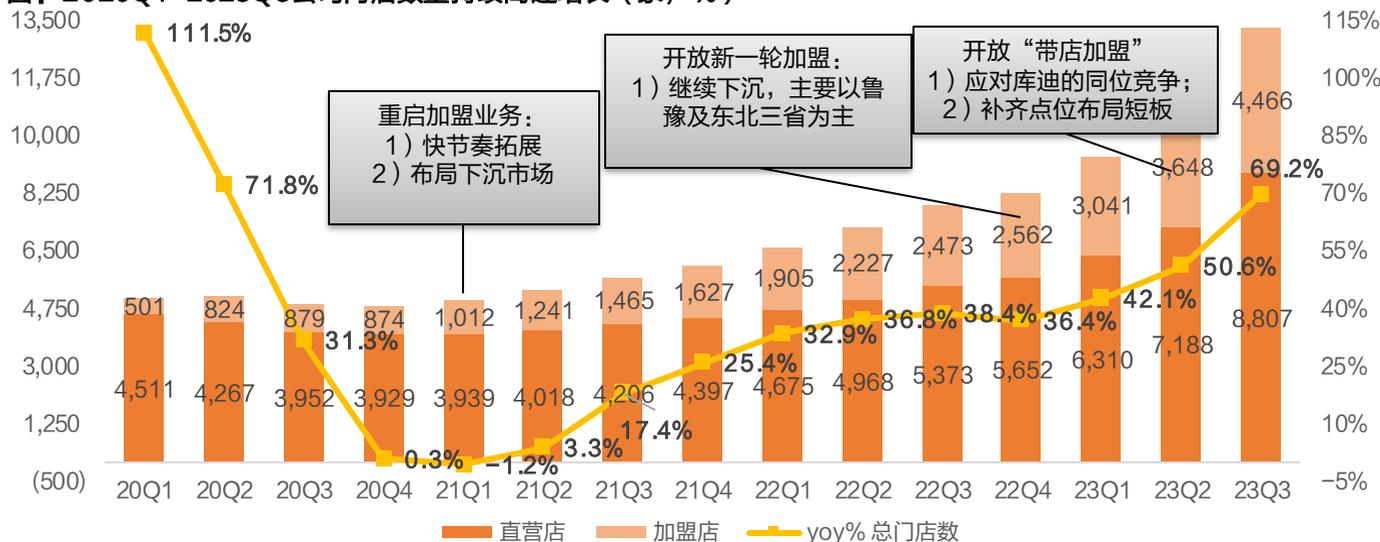
图：2019年起，加盟店成为总门店增长重要驱动力（家，%）



图：2020Q1-2023Q3加盟门店增速明显（家，%）



图：2020Q1-2023Q3公司门店数量持续高速增长（家，%）



3.1.2 单店营收：量价齐升带动单店持续增长，9.9活动引流效果明显

- 月均销量和ASP提升，驱动同店持续增长。2020/2021/2022年直营门店月均销量分别实现2610/3750/5480万件，ASP分别实现11.7/14.6/15.3元，量价持续提升，驱动2021/2022年同店同比收入增长率高达69.3%、20.6%。
- 从**价格**来看，随着大额补贴策略削减，以及用户心智的培育，我们认为瑞幸咖啡平均售价受“9.9店庆”活动影响相对可控。
 - 1) 高客单价新品复购补贴引流产品：2020-2022年瑞幸咖啡陆续推出的新系列产品的价格主要集中在18-20元价格带，同时人气单品价格由2021年生椰拿铁的18元、2022年生酪拿铁的18元提升至2023年酱香拿铁的近20元。我们认为，新品有望补贴9.9单杯活动的平均售价，平均售价有望维持在合理水平；
 - 2) 面价提价空间充足：瑞幸实际菜单价格=面价*折扣力度，就现有菜单的面价来看，产品均价达33元，部分产品面价较上半年提升3元，包括生椰拿铁、生酪拿铁等，且顾客对价格变化的感知度较低；就折扣力度来看，2022年ASP为15.3元，平均位于面价4.5折（15.3/33）左右的折扣力度，我们认为随着公司营销补贴策略调整，进一步收窄优惠券折扣，公司现有价格体系有望有较大提价空间；
 - 3) 9.9活动力度相对克制：从活动力度来看，截至2024年2月24日，瑞幸咖啡每周9.9元活动的参与饮品从最初的除了新品以外的所有产品，变为仅10款饮品，活动力度相对克制。
- 从**杯量**来看，9.9活动引流效果显著。2023年第三季度，公司新客户数超过3000万，月均交易客户数达到5848万，创历史新高。

图：瑞幸咖啡面价预留充足提价空间

产品均价(元)	33	20	17	16	15	15	13	17
名称	面价	折后价	5折	4.8折	4.6折	4.5折	3.8折	无门槛减16
标准美式	26	14	13	12	12	12	10	10
拿铁	29	16	15	14	13	13	11	13
加浓美式		17						
厚乳拿铁	32	18	16	15	15	14	12	16
陨石拿铁								
冲绳黑糖拿铁								
香草拿铁								
精萃澳瑞白								
焦糖玛奇朵								
卡布奇诺								
摩卡								
耶加雪菲·美式	20	20	16	15	15	14	12	16
生椰拿铁								
茉莉花香拿铁								
生酪拿铁								
马斯卡彭生酪拿铁	35	21	18	17	16	16	13	19
丝绒拿铁								
橙C美式								
冰吸生椰拿铁								
陨石厚乳								
烤椰拿铁								
抹茶好喝椰								
生椰爱摩卡								
茉莉海盐拿铁								
兰韵观音拿铁								
褚橙拿铁								
生椰丝绒拿铁								
冲绳黑糖丝绒拿铁								
香草丝绒拿铁								
海盐芝士厚乳								
耶加雪菲·拿铁	22	22	19	18	17	17	14	22
耶加雪菲·澳瑞白								
卡布奇诺瑞纳冰								
巧克力瑞纳冰								
抹茶瑞纳冰	38	24	19	18	17	17	14	22
陨石生椰								
碧螺知春拿铁								
闪光橙瑞纳冰								

表：2023年瑞幸咖啡价格表

系列产品	推出时间	产品单价(元)									
		13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
经典咖啡产品	-	标准美式咖啡	拿铁咖啡	加浓美式咖啡	焦糖拿铁						
小黑杯系列	2020				耶加美式		耶加Dirty		耶加澳瑞白		
瑞纳冰	2020						卡布奇诺瑞纳冰			抹茶芒芒瑞纳冰	
生椰家族	2021					生椰拿铁	椰云拿铁	陨石生椰拿铁	生椰摩卡		
丝绒拿铁系列	2021					丝绒拿铁	生椰丝绒拿铁				
厚乳拿铁系列	2021			厚乳拿铁			海盐芝士厚乳拿铁				
生酪拿铁系列	2022					生酪拿铁			相思红豆拿铁		

注：统计数据截止2023年12月，价格数据具有时效性，仅供参考
资料来源：中国咖啡网，瑞幸咖啡点单小程序，天风证券研究所

3.1.3 “9.9活动”影响：经营利润率短期或承压，规模效应摊薄成本支撑利润空间

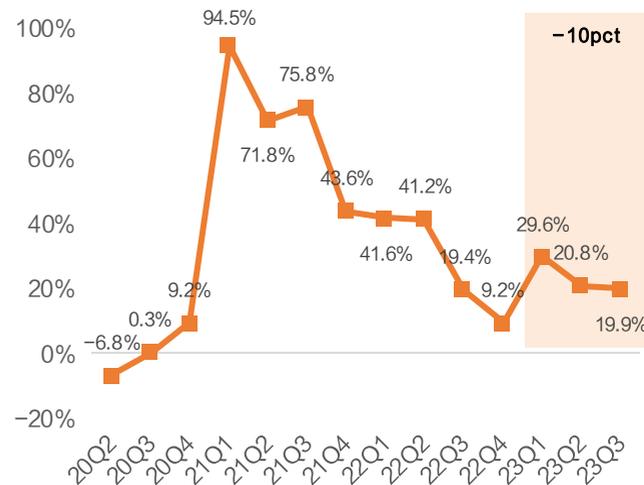
- 瑞幸咖啡直营门店经营利润率处于行业较高水平。2020Q4，公司直营门店经营利润率转正至8.7%，后续持续提升，23Q2门店经营利润率达29.1%，高于23Q2星巴克的19.0%、23H1奈雪的茶的20.1%。
- “9.9活动”挤压门店利润，我们预计活动延续两年对利润率的影响仍将持续。受活动影响，23Q3门店经营利润率环比下滑6pct至23.1%。我们认为，虽酱香拿铁（面价38元，折后价22.9元）等相对高单价新品出圈一定程度对利润率起到拉动作用，但9.9元产品占比较高的活动初期利润率将承压。
- “9.9活动”常态化下拉高杯量，摊薄单杯成本。在“9.9元”活动加持下，瑞幸2023年二季度杯量提升效果明显，活动首周卖出杯量达3900多万杯，为单店日均贡献500+杯的增量。2023年二季度月度交易用户达到4307万，较一季度的2949万环比增加46%；月度店均交易用户量达3975人，环比提升26%。在9.9元活动常态化的23Q3，月度店均交易用户量达4406人，策略一定程度有望拉高单店杯量。

图：2020Q4公司直营门店经营利润转正（亿元）



假设23Q3期间每周卖出9.9杯量均保持在3900万杯高位水平，则9.9元活动下卖出的产品占总收入的69.7%。在9.9元产品占比达80%且产品均价低至18元的情况下，我们计算ASP为11.5元，考虑到1) 新客增加速度将逐渐下降，2) 随着咖啡消费习惯的养成，用户对咖啡产品质量及数量的需求提升，非9.9元产品占收入结构中的比例将增加，单杯净利润仍有提升空间。

图：2020Q2-2023Q3公司直营门店同店增长率（季度）



图：公司ASP受9.9元活动敏感度分析

ASP	9.9元产品贡献收入占比 (%)				
产品均价 (元)	80%	75%	70%	65%	60%
18	11.5	11.9	12.3	12.7	13.1
19	11.7	12.2	12.6	13.1	13.5
20	11.9	12.4	12.9	13.4	13.9
21	12.1	12.7	13.2	13.8	14.3
22	12.3	12.9	13.5	14.1	14.7

(注：截至2023年底公司菜单折后价的均价为20元)

图：9.9元活动扩大占比后最大程度对单杯利润影响测算

(单位: 元)	2022	9.9元	假设
ASP	15.5	11.5	受9.9活动影响最大的情况下
单杯原材料成本	5.2	4.7	上游布局+规模效应降低成本
占比	33%	41%	
门店租金	1.4	0.6	规模效应降低成本
占比	9%	5%	
人工成本	2.41	2.65	工资+员工数量上升
占比	16%	23%	
水电及其他杂费 (外卖费等)	2.61	2.35	9.9元活动需到店取
占比	17%	20%	
折旧摊销	0.60	0.60	
占比	4%	5%	
单杯净利润	3.35	0.66	
占比	22%	6%	

3.1.4 单店模型：日均杯量+客单价+毛利率共同驱动模型优化

- 基于财报数据拆解，我们看到公司在实现门店数量增长的同时，单店收入持续提升（20-22 CAGR为52.0%），其中单店日均杯量以及客单价持续提升为主要驱动力，由2020年的日均206杯@单价11.7元逐步提升至2022年的日均364杯@单价15.3元，20-22 CAGR分别为32.8%、14.5%。
- 门店模型转正的核心因素：日均杯量+客单价+毛利率。通过单一变量控制可以看出，客单价提升对经营利润的拉动作用较日均杯量的提升更大。通过敏感性分析，我们认为单店层面或仍有提升空间。

表：2018-2022年瑞幸咖啡直营门店单店模型

	2020	2021	2022	备注
直营门店收入(万)	371,679	665,922	1,022,372	
平均直营店数(个)	4,218	4,163	5,025	(期初门店数+期末门店数)/2
单店收入/年(万)	88	160	203	
单店日均杯量(个)	206	300	364	以销售商品数作为近似值
客单价(元)	11.7	14.6	15.3	
单店成本(万)	42	56	68	原材料成本+赠饮成本-加盟成本
单店毛利(万)	45.9	104.3	135.3	
毛利率(%)	52.1%	65.2%	66.5%	
单店租金及其他经营费用(万)	40.9	48.9	56.3	包含租金、人工、水电及其他费用
%占比	46.5%	30.6%	27.7%	
门店租金(万)	15.3	16.3	17.9	
%占比	17.4%	10.2%	8.8%	
人工成本(万)	21.8	27.6	31.6	
%占比	24.7%	17.2%	15.5%	
水电及其他杂费(万)	3.9	5.1	6.8	
%占比	4.4%	3.2%	3.4%	
单店折旧和摊销费用(万)	11.5	11.2	7.8	
%占比	13.0%	7.0%	3.8%	
单店开店前费用(万)	0.2	0.4	0.7	
%占比	0.3%	0.2%	0.4%	
单店外卖费(万)	8.4	13.9	15.4	
%占比	9.5%	8.7%	7.6%	
单店经营利润-计算(万)	-15.1	29.9	55.1	计算值，非披露数值
净利润率(%)	-17.1%	18.7%	27.1%	
门店层面EBITDA(万)	-15,207	171,111	315,845	
门店层面经营利润-计算(万)	-63,549	124,572	276,652	计算值，非披露数值
净利润率(%)	-17.1%	18.7%	27.1%	

表：单一变量下客单价提升对经营利润的拉动作用更显著

ASP 15.3	单店日均杯量提升(杯)					
	320	360	400	440	480	520
单店收入(万)	179	201	224	246	269	291
运营费用率	45%	40%	36%	33%	30%	28%
门店经营利润率	22%	27%	31%	34%	37%	39%

日均杯量364	客单价提升(元)					
	12	13	14	15	16	17
单店收入(万)	159	173	186	199	212	226
运营费用率	50%	47%	43%	40%	38%	36%
门店经营利润率	16%	20%	23%	26%	29%	31%

表：客单价提升对经营利润的敏感性分析

门店经营利润率	客单价提升(元)					
日均杯量(杯)	12	13	14	15	16	17
320	9%	14%	17%	21%	24%	26%
360	16%	20%	23%	26%	28%	31%
400	21%	24%	27%	30%	32%	34%
440	25%	28%	31%	33%	35%	37%
480	28%	31%	34%	36%	38%	40%
520	31%	34%	36%	38%	40%	42%

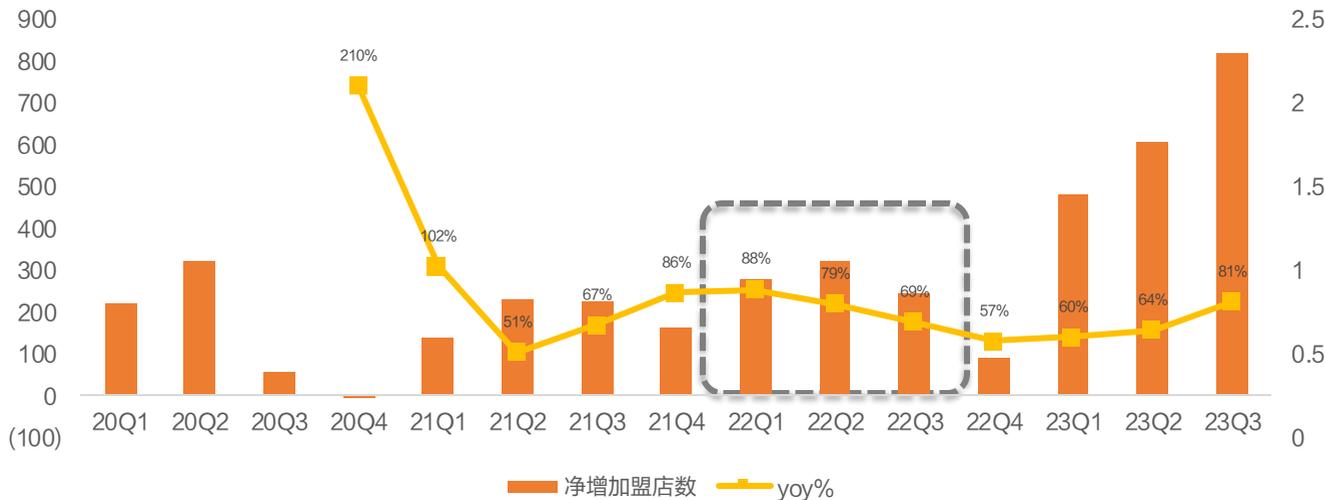
3.2.1 开放“带店加盟”模式，占领下沉市场点位

- 公司多次开放加盟渠道，持续加码下沉市场。受疫情影响，2022年瑞幸整体加盟门店扩张增速放缓。2022年第四季度，加盟门店净新增89家，2021年同期净增162家。
 - “直营+联营”并进：2022年12月，瑞幸重启加盟招商，对9省41市开放了新一轮加盟申请渠道；
 - 对更广阔的低线市场快速下沉：2023年1月30日又将招募范围扩大到15个省80个城市；2023年3月16日，新增开放28个城市；
 - 占领优质点位资源：2023年5月29日，瑞幸咖啡“带店加盟”模式正式开启。
 - 构建长期稳定的合作关系：2023年9月8日，瑞幸咖啡推出了最长可达5年期限的运营合作协议，即瑞幸咖啡运营合作伙伴有5年与3年两个合作期限选择。
- 截至2023年11月23日，已审核通过696家门店选址，其中177家已开业。

图：2023年11月瑞幸咖啡已开放带店加盟的城市

- 河北省：保定、沧州、承德、邯郸、衡水、秦皇岛、唐山、邢台、张家口
- 河南省：安阳、鹤壁、焦作、开封、洛阳、漯河、南阳、平顶山、濮阳、商丘、新乡、信阳、许昌、周口、驻马店、济源、三门峡
- 黑龙江省：大庆、牡丹江、齐齐哈尔、绥化、鸡西、佳木斯、双鸭山、鹤岗
- 湖北省：恩施、荆州、潜江、随州、仙桃、咸宁、孝感、宜昌、十堰
- 吉林省：延边、长春、吉林、松原、白城、辽源、通化、白山
- 辽宁省：鞍山、本溪、朝阳、抚顺、锦州、辽阳、盘锦、铁岭、营口、葫芦岛、丹东、阜新
- 内蒙古自治区：呼和浩特、包头、通辽
- 山东省：滨州、德州、聊城、临沂、日照、泰安、威海、烟台、枣庄、淄博、潍坊、菏泽、济宁、东营
- 山西省：晋城、临汾、吕梁、忻州、运城、长治、大同、朔州、阳泉
- 陕西省：渭南、榆林、安康、商洛
- 甘肃省：庆阳
- 安徽省：安庆、蚌埠、亳州、池州、滁州、阜阳、淮北、黄山、六安、马鞍山、宿州、铜陵、芜湖、宣城、淮南
- 湖南省：常德、衡阳、怀化、娄底、邵阳、益阳、岳阳、永州、郴州、张家界、湘西土家族苗族自治州
- 江苏省：淮安、连云港、宿迁、泰州、徐州、盐城
- 江西省：赣州、吉安、景德镇、九江、上饶、新余、鹰潭、宜春、抚州
- 浙江省：湖州、金华、丽水、衢州、台州、舟山
- 福建省：龙岩、南平、宁德、莆田、三明、漳州
- 广东省：潮州、惠州、江门、揭阳、茂名、清远、汕头、汕尾、阳江、云浮、湛江、肇庆、河源、韶关、梅州
- 广西壮族自治区：桂林、柳州、北海、贵港、百色、钦州、河池、贺州、来宾、防城港
- 贵州省：铜仁、遵义、黔南布依族苗族自治州
- 海南省：三亚、陵水黎族自治县、琼中黎族苗族自治县、万宁、文昌、白沙黎族自治县、保亭黎族苗族自治县、昌江黎族自治县、澄迈县、定安县、东方、乐东黎族自治县、临高县、屯昌县
- 四川省：巴中、德阳、甘孜、广元、乐山、凉山、泸州、眉山、绵阳、南充、内江、遂宁、雅安、宜宾、自贡、广安、阿坝藏族羌族自治州、攀枝花
- 云南省：楚雄、大理、丽江、临沧、玉溪、曲靖、红河哈尼族彝族自治州、西双版纳傣族自治州、昭通、普洱、德宏傣族景颇族自治州、文山壮族苗族自治州、保山

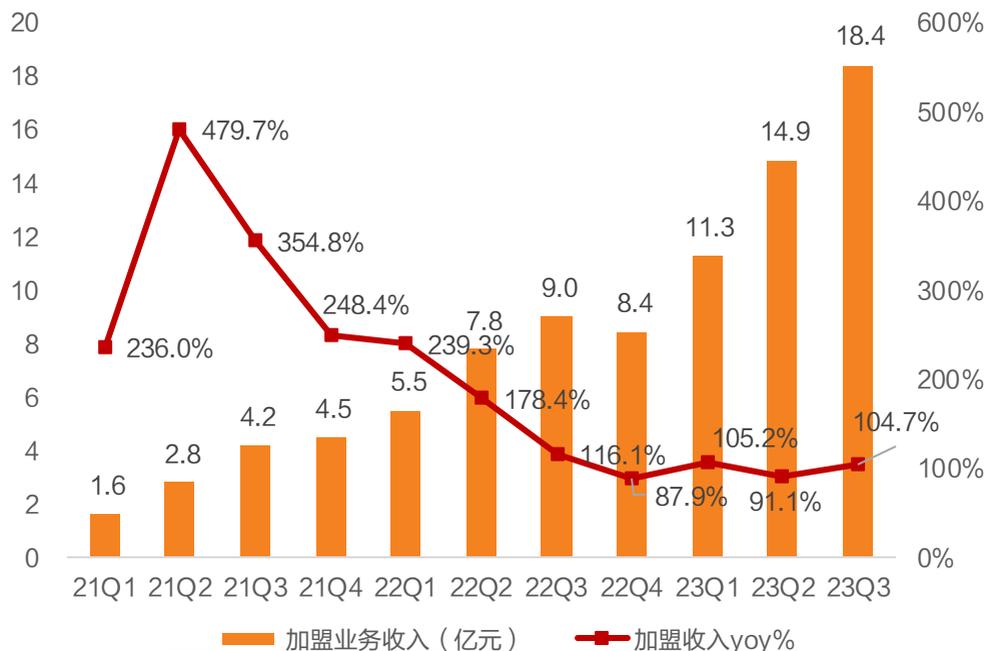
图：2020-2023Q3瑞幸咖啡加盟门店净增情况（家）



3.2.2 加盟业务：开放带店加盟，加盟业务保持高增

- **持续拓展下沉市场，加盟门店占比提升。**2023年第三季度，加盟业务收入达18.4亿元，同比增长104.7%；加盟业务收入占总收入比例同比上升2.5pct至25.6%。2020/2021/2022年加盟业务收入分别为3.2亿元、13.1亿元和30.7亿元，加盟店数量分别达874、1627、2562家。
- **规模效应下经营杠杆持续释放：**2023年第三季度，加盟业务收入中，原材料销售/设备销售/利润分成/其他服务收入分别为12.5/2.5/2.0/1.5亿元，占加盟业务收入的比例分别为68.1%/13.4%/10.6%/8.0%。瑞幸加盟模式主要利润来源为①门店毛利超过2万元的毛利分成 ②向加盟店销售原材料及设备。其中包括，约3300元/平米的门店装修费用，21万元饮品制作以及满足生产经营的设备，以及咖啡豆、牛奶等原材料费用。③**保证金**。每家店需向公司缴纳5万元保证金，在合同期届满后可全额退款。
- **分级抽成模式降低加盟门槛，采用利润分成机制。**与传统门店以收取加盟费为主要利润来源的加盟模式不同，瑞幸咖啡采取分级抽成的方式（即，在加盟门店毛利润超过2w时，按照一定比例分成抽取利润）。

图：2021-2023Q3瑞幸咖啡加盟业务保持高速增长



图：2023Q3瑞幸咖啡加盟业务收入结构



表：瑞幸咖啡加盟业务前期投入

前期投入	金额 (万元)
装修投入	15万元
生产设备	21万元
保证金	5万元

表：瑞幸咖啡加盟业务收入分成政策

情形	最新合同条款 (1H23)	
现制饮品月毛利 (万元)	瑞幸毛利分成	加盟商毛利分成
0-2	0%	100%
2-3	10%	90%
3-4	20%	80%
4-8	30%	70%
>8	40%	60%

3.2.3 单店模型：“零加盟费”吸引加盟商，后期合伙人运营成本低

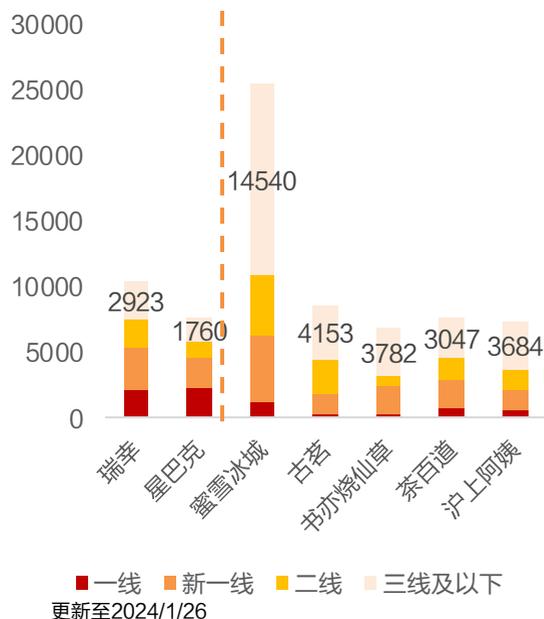
- **单店盈利模型优质，持续吸引加盟商。**考虑到公司的分级抽成模式，我们基于直营店的客单价和经营费用水平，分析加盟店不同日均杯量对应的盈利情况和回本周期。经计算，日均杯量实现450杯+的加盟店的投资回本周期为1年左右。目前，瑞幸加盟商的预期回本周期大部分集中在12-18个月，低于行业平均18-24个月的水平。
- **瑞幸加盟后期运营端全力赋能加盟商增长。**瑞幸新零售运营合作伙伴模式不收取任何加盟费用，并且全域流量支持加盟商，包括裂变获客、平台共享、社群运营、企业API接入等。

表：瑞幸咖啡加盟店单店模型测算	2022 (直营店)	以三线城市为例				假设
		日均350杯	日均400杯	日均450杯		
月销售额(元)	167,242	144,907	165,608	186,309		
客单价(元)	15.3	13.8	13.8	13.8		假设9.9元活动拉低客单价至22年平均90%的水平
日SKU销量	364	350	400	450		
日销售额	5,575	4,830	5,520	6,210		
增值税	13%	13%	13%	13%		
月收入(元)	145,500	126,069	144,079	162,089		
经营面积(m ²)	45	68	68	68		假设三线城市经营面积较加盟门槛高50%
坪效(元/月/m ²)	3,716	1,868	2,134	2,401		
毛利润(元)	96,782	83,857	95,836	107,816		
毛利率	67%	67%	67%	67%		假设加盟店毛利率与直营店基本一致
瑞幸抽成	\	16,543	21,335	26,126		
%抽成比例	\	11%	13%	14%		
总运营费用(元)	53,437	51,650	51,650	51,650		
租金	14,930	10,125	10,125	10,125		假设租金为150元/平米/月
人工	26,313	27,000	27,000	27,000		假设员工配置为4个全职+2个兼职，工资分别为5000元、3500元
水电杂费	5,694	5,400	5,400	5,400		假设水电杂费为80元/平米/月
折旧摊销	6,500	9,125	9,125	9,125		假设装修费用3年内摊销，机器设备5年内摊销
加盟商净利润	\	15,664	22,852	30,039		
瑞幸补贴(如有)	\	210	240	270		9.9活动1元返点，假设9.9元产品杯量占比60%
前期费用	500,000	365,250	365,250	365,250		假设装修投入为2300元/平米，生产设备投入为19万元
回报周期(月)	\	23	16	12		

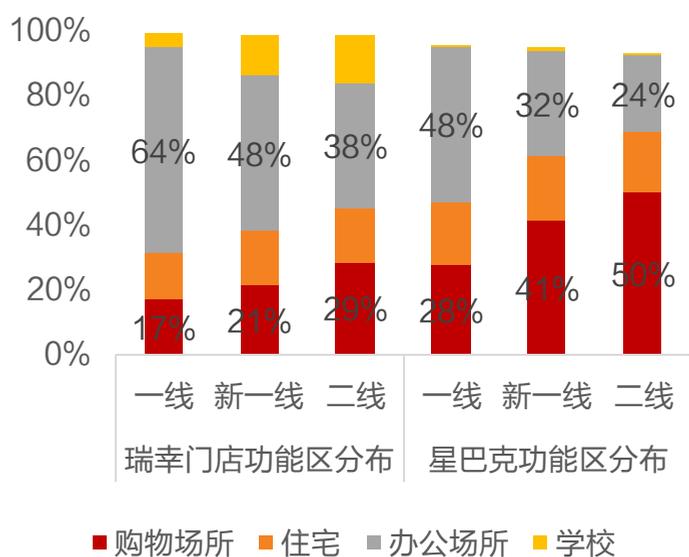
3.3.1 空间测算：瑞幸在咖啡品牌中门店数量领先，与茶饮品牌相比仍有增长空间

- 分线级来看咖啡品牌的门店渗透率，在此选用渗透率相对较高的茶饮品牌做对标
- 高线城市相对饱和，后续门店主要看**商场店的渗透**。根据极海数据，瑞幸咖啡高线城市开店以写字楼为主，一线、新一线、二线城市中办公场所门店占比分别为64%/48%/38%。与星巴克相比，商场店布局对瑞幸咖啡来说，仍有加密空间。
- 偏下沉的城市来看，渗透率仍有提升空间。根据窄门餐眼数据，瑞幸咖啡三线及以下城市门店数量为2,923家，占全国门店比例为28%。考虑到大拿铁策略下，咖啡呈“奶茶化”趋势，故选取价格定位相同的茶饮品牌做对比。其中，古茗、书亦烧仙草、茶百道、沪上阿姨三线及以下城市门店数分别为4,153/ 3,782/ 3,047/ 3,684家，占全国门店比例分别为48.1%/ 54.6%/ 39.9%/ 49.8%。根据极海数据，瑞幸咖啡在三线及以下城市一公里内至少有2家门店比例为44%-61%，蜜雪冰城在三线及以下城市一公里内至少有2家门店比例均超过65%，瑞幸咖啡在低线城市仍具加密空间。

图：咖啡品牌与茶饮品牌相比仍有增长空间（家）



图：瑞幸咖啡高线城市开店以办公场所为主



图：咖啡品牌与茶饮品牌相比仍有增长空间（家）

	咖啡连锁品牌		茶饮连锁品牌				
	星巴克	瑞幸	蜜雪冰城	古茗	书亦烧仙草	茶百道	沪上阿姨
门店数	门店数	门店数	门店数	门店数	门店数	门店数	门店数
一线	2252	2152	1254	259	255	811	563
新一线	2315	3153	5070	1557	2137	2068	1614
二线	1260	2199	4576	2665	759	1710	1540
三线	614	1587	5983	2258	1281	1424	1587
四线	235	1016	5170	1463	1555	1026	1289
五线	911	320	3387	432	946	597	808
合计	7587	10427	25440	8634	6933	7636	7401

更新至2023/10/18

3.3.2 国内门店：下沉市场对标茶饮品牌，未来成长空间广阔

- **测算方法：可比公司，以「蜜雪冰城」为基准测算**
- **利用店均覆盖常住人口进行测算，非一线城市以「蜜雪冰城」各线城市门店密度作为参考：**截至2024年1月29日，瑞幸咖啡一线/二线(含新一线)/三线或低线城市门店，分别为3,242/8,350/4,604家，共计16,196家。截至2023年9月，蜜雪冰城在一线/新一线/二线/三线及以下城市中单店覆盖人口数分别为5.7万/2.9万/3.9万/5.1万。以蜜雪冰城各线城市单店覆盖人口数量为基准，计算瑞幸咖啡非一线城市的开店空间。
 - **一线城市门店空间预计600+家：**一线城市门店密度以瑞幸咖啡上海门店密度为基准，单店覆盖人口数约为2.2万人/家，预计上限为3,845家，潜在603家。
 - **新一线、二线城市门店空间预计4000+家：**新一线城市及二线城市以蜜雪冰城门店密度为基准，单店覆盖人口数分别为2.9万人/家、3.9万人/家；新一线、二线城市门店总数预计12,439家，潜在4,089家。
 - **三线及或低线城市门店空间预计超6000家：**三线及低线城市蜜雪冰城单店覆盖人口数约为5.2万人/家，考虑到底线城市受价格制约咖啡市场开店空间较茶饮市场有限，我们假设单店覆盖人口数为8.2万人/家，总数达11,480家，潜在6,876家。
- **全国潜在门店数量共计约11,568家，开店空间广阔。**

图：瑞幸咖啡国内门店数量测算

	个数	平均人口 (万人)	单店覆盖人口数 (万人/个)	预计门店数量	门店总数预测	已有门店 数量	潜在门店数 量
一线城市	北京	2189	2.2	1014	3,845	3,242	+603
	上海	2487		1152			
	广州	1868		865			
	深圳	1756		813			
新一线城市	15	1317	2.9	448	12,439	8,350	4,089
二线城市	30	744	3.9	190			
三线或低线城市	288	326	8.2	40	11,480	4,604	6,876
合计	-	-	-	-	27,764	16,196	11,568

注：平均人口为全国第七次人口普查数据；已有门店数量为截至2023年6月5日数据
资料来源：国家及各省统计局，盘古智库公众号，新浪财经，FBIF食品饮料创新公众号等，天风证券研究所

目录

1. 咖啡市场：全球咖啡行业稳健增长，中国咖啡市场仍具渗透空间

2. 瑞幸咖啡：涅槃重生后劲强健，理性扩张谋求可持续发展

3. 核心竞争力拆解：单店模型持续优化，下沉市场仍具开店潜力

4. 相关可比公司估值

4 相关可比公司估值

选取处于咖啡茶饮及连锁餐饮行业的港美股可比公司进行对比。根据彭博数据，从单店估值来看，瑞幸咖啡单店估值为309万元，可比公司单店估值平均数为1424万元；从PE估值来看，2023/2024/2025年可比公司均值为24/20/16倍，2023/2024/2025年可比公司中位数为23/20/17倍。

图：相关可比公司单店估值

行业	公司名称	公司代码	市值 (亿元)	市值 单位	门店数量 (23Q4)	单店估值 (万元)	净利润(亿元)			PE估值水平			23-25 净利 复合增速(彭 博一致预期)
							2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
	瑞幸咖啡有限公司	LKNCY US Equity	69	美元	16248	309							
咖啡茶饮	星巴克公司	SBUX US Equity	986	美元	38587	1850	39.79	45.94	52.57	25.26	21.44	18.47	9.7%
	Tims中国	THCH US Equity	2	美元	763(最新数据 截至23Q3)	160	-6.72	-2.36	/	/	/	/	/
	奈雪的茶	2151 HK Equity	46	港元	1574	270	1.86	2.36	3.88	20.98	16.61	9.90	27.8%
连锁餐饮	达美乐披萨公司	DPZ US Equity	174	美元	20591	610	5.16	5.46	6.04	34.43	31.62	28.11	5.4%
	百胜餐饮集团	YUM US Equity	386	美元	117416	238	15.21	16.33	17.98	25.75	23.73	21.18	5.7%
	呷哺呷哺	520 HK Equity	19	港元	1094(最新数据 截至23H1)	157	1.12	2.10	3.32	15.95	7.86	5.16	43.7%
	海底捞	6862 HK Equity	996	港元	1374	6688	43.91	50.70	57.10	20.70	17.97	15.97	9.2%
平均值						1424				23.85	19.87	16.47	
中位数						270				23.12	19.71	17.22	

(注：表中净利润、PE估值均为彭博一致预期，数据截至2024/4/10)

咖啡茶饮行业竞争加剧：咖啡茶饮行业行业市场份额争夺加剧，2023年以来古茗、沪上阿姨等新茶饮品牌都提出冲击万店规模的目标，同时奈雪的茶官宣“合伙人计划”以期加速开店步伐。且咖啡茶饮用户粘性较弱，除现有竞争者之外，可能有更多的新参与者进入市场，一定程度上影响瑞幸咖啡的市场份额。

单店杯量提升不及预期风险：随着行业竞争加剧，公司进入跑马圈地阶段，先后开放“带店加盟”、“定向点位加盟”、“新合伙人加盟”等多种加盟形式以抢夺二三线城市等下沉市场空间。门店快速加密或在一定程度上带来单店数据的稀释。

海外上市监管政策风险：中美摩擦加剧、法律法规或其他条件的变化或为瑞幸咖啡带来美股退市的风险。

测算具有一定主观性，仅供参考：瑞幸咖啡开店空间测算以2023年9月「蜜雪冰城」各线级城市门店密度作为参考，结合瑞幸咖啡各线级城市分布情况为标准，通过假设瑞幸咖啡在各线级城市密度进行测算。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下