

# 瑞幸咖啡 (LK.O)

## 门店端还差 555 元盈亏平衡，单店饮品销量未达预期

2019年8月14日晚瑞幸咖啡发布上市后首份财报

当前瑞幸门店已经超过 3000 家，2019 上半年共销售 1.32 亿件商品，其中现制饮品 1.02 亿杯。营业收入为 13.88 亿元，同比增长 931.98%。规模扩大也增加了亏损，上半年净亏损达 12.33 亿元，去年同期净亏损 4.65 亿元。

### 连续 5 个季度门店减亏，单店趋近于盈亏平衡但压力尚存

根据我们的计算，瑞幸当前单店单日亏损额为 555.2 元，相比 2019 年一季度收窄 725.5 元。而去年四个季度的单店单日净亏损为 3762.8 元，3232.8 元，2431.4 元，2306.9 元。我们可以发现瑞幸每个季度单店都在向盈亏平衡靠拢，目前门店层面已经趋近于盈亏平衡。炎热的三季度是咖啡淡季，销售下行压力大。我们认为，只有轻食盈利性改善，瑞幸三季度才有望实现单店盈亏平衡。而瑞幸还处于快速扩张期，整体的盈亏平衡短期还无法达到。

### 产品提价，单店单日现制饮品销量增速未达预期

根据我们的计算，瑞幸 2019 二季度的单店单日现制饮品销量为 267.0 杯，其他产品销量为 82.9 件。2018 年二季度现制饮品 262.8 杯，其他产品 19.1 件。可见瑞幸单店单日的现制饮品销量同比仅增加 1.6%，相比一季度的 22.8% 同比增速明显放缓，同时瑞幸在二季度加大了广告投入，包括 7 周的每周 500 万买满 7 件红包返现活动，对销售有短期拉动作用，在这些有利情况下单店单日现制饮品销量同比仅增 1.6%，远未达到我们的预期。

我们分析，瑞幸相比上季度，现制饮品提价接近 1 元，目前消费者实际购买价格或已超 13.5 元。同时，门店进入更多的新一线及二线城市，消费时段波峰波谷产能限制，宏观经济增长趋缓，这些因素与短期较快节奏的提价叠加在了一起，是单店销量同比增速短期放缓的重要原因。

在单店销量受阻情况下，瑞幸开始进军现制茶饮，扩充非咖啡产品品类，当前非咖啡产品销量增速很快，但利润较薄，瑞幸若有效提升非咖啡品类商品盈利能力，并保障咖啡的高质量立稳主业，将有效对冲销量增速放缓的风险。

### 投资评级及建议

我们认为，虽然二季度销量不及预期，但咖啡“日常喝”与“好喝的”需求并未改变，瑞幸商业模式对咖啡销售效率与成本的改善是显著的，壁垒亦在形成，我们对瑞幸咖啡维持“买入”评级，目标价维持 43.68 美元/ADS。

**风险提示：**单店销量持续不及预期，宏观经济下行压力持续加大。

买入（维持）

### 股票信息

行业	零售
前次评级	买入
最新收盘价	20.44
总市值(百万元)	4811.12
总股本(百万股)	1883.02
其中自由流通股(%)	15.6
30 日日均成交量(百万股)	5.20

### 作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

研究助理 吴凡

邮箱：wufan2@gszq.com

### 相关研究

1、《瑞幸咖啡 (LK.O)：透视瑞幸：“日常喝”与“好喝的”优质赛道，为什么不全力奔跑》2019-07-08

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	0	841	5,125	10,111	16,937
增长率 yoy (%)	-	336178.0	509.6	97.3	67.5
归母净利润(百万元)	-56.0	-3,190	-4,070	-2,464	2,486
增长率 yoy (%)	-	-5,597.0	-27.6	39.5	200.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.0	-1.7	-2.2	-1.3	1.3
净资产收益率(%)	109.8	-68.9	-149.6	-294.9	74.8
P/E(倍)	-	-11.8	-9.3	-15.3	15.2
P/B(倍)	-	16.0	13.8	45.1	11.3

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

请仔细阅读本报告末页声明



## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	259	2429	1804	823	2699
现金	219	1631	993	0	1862
应收账款	0	0	0	0	0
其他应收款	36	508	513	518	523
预付账款	0	130	130	130	130
存货	3	150	158	165	174
其他流动资产	1	10	10	10	10
<b>非流动资产</b>	78	1056	1625	2183	2688
长期投资	6	85	114	152	202
固定资产投资	39	905	1487	2001	2447
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	33	66	24	30	38
<b>资产总计</b>	337	3485	3429	3006	5387
<b>流动负债</b>	388	781	627	689	595
短期借款	0	189	0	52	-52
应付账款	0	177	177	177	177
其他流动负债	388	415	451	460	471
<b>非流动负债</b>	0	353	81	72	61
长期借款	0	227	-45	-54	-65
其他非流动负债	0	126	126	126	126
<b>负债合计</b>	388	1134	708	761	656
少数股东权益	0	1256	1294	1311	1311
股本	5	65	4467	6439	6439
资本公积	-56	-3249	-7319	-9783	-7298
留存收益	-51	2351	2721	2245	4731
归属母公司股东收益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	337	3485	3429	3006	5387

### 现金流表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	-95	-1311	-3995	-2306	2697
净利润	-56	-1619	-4070	-2464	2486
折旧摊销	1	107	121	188	255
财务费用		0	-35	-19	-34
投资损失		0	0	0	0
营运资金变动		149	-13	-13	-13
其他经营现金流		52	2	2	3
<b>投资活动净现金流</b>	-73	-1283	-691	-748	-763
资本支出	-73	-1006	-584	-512	-445
长期投资		-278	-28	-38	-51
其他投资现金流		0	-79	-198	-268
<b>筹资活动净现金流</b>	387	3988	4049	2060	-71
短期借款		0	-164	71	-71
长期借款		353	-272	-9	-11
普通股增加		3656	4440	1989	0
资本公积增加		0	0	0	0
其他筹资现金流		-21	45	9	11
<b>现金净增加额</b>	219	1394	-638	-993	1862

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	0	841	5125	10111	16937
营业成本	2	1108	6150	9606	12956
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	25	746	1281	1468	508
管理费用	29	584	1794	1517	1016
财务费用		7	-35	-19	-34
资产减值损失	0	9	43	19	32
公允价值变动收益		-8	-2	-2	-3
投资净收益		0	0	0	0
营业利润	-56	-1613	-4067	-2462	2487
营业外收入		-6	-3	-2	-1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-56	-1619	-4070	-2464	2486
所得税	0	0	0	0	0
净利润	-56	-1619	-4070	-2464	2486
少数股东收益		0	0	0	0
归属母公司净利润	-56	-3190	-4070	-2464	2486
EBITDA	-55	-1505	-3984	-2295	2707
EPS (元/股)	-0.03	-1.69	-2.16	-1.31	1.32

### 主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入（%）		336178.0	509.6	97.3	67.5
营业利润（%）		-2780.3	-152.2	39.5	201.0
归属母公司净利润（%）		-5597.0	-27.6	39.5	200.9
<b>盈利能力</b>					
毛利率（%）	-700.0	-31.9	-20.0	5.0	23.5
净利率（%）	-22400	-379.5	-79.4	-24.4	14.7
ROE（%）	109.8	-68.9	-149.6	-294.9	74.8
ROIC（%）	109.8	-55.3	-143.7	-242.4	72.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率（%）	115.1	32.5	20.7	25.3	12.2
净负债比率（%）	50.1	-21.1	-10.5	91.1	-36.3
流动比率	0.7	3.1	2.9	1.2	4.5
速动比率	0.7	2.9	2.6	1.0	4.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.0	0.5	1.5	3.1	4.0
应收账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	0.0	12.5	12.5	12.5	12.5
<b>每股指标（元/股）</b>					
每股收益（最新摊薄）	-0.03	-1.69	-2.16	-1.31	1.32
每股经营现金流（最新摊薄）	-0.03	-0.70	-2.12	-1.22	1.43
每股净资产（最新摊薄）	0.18	1.25	1.44	0.44	1.76
<b>估值指标（倍）</b>					
P/E	-	-11.8	-9.3	-15.3	15.2
P/B	-	16.0	13.8	45.1	11.3
EV/EBITDA	4.0	0.7	0.2	-0.1	-0.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 内容目录

一、门店数量已超 3000，营收激增亏损亦有所增加 .....	4
二、连续 5 个季度门店减亏，单店已趋近于盈亏平衡 .....	5
三、产品提价，单店单日现制饮品销量增速未达预期.....	7
四、投资评级及建议 .....	8
风险提示 .....	8
单店销量持续不及预期 .....	8
宏观经济下行压力持续加大.....	8

## 图表目录

图表 1: 瑞幸咖啡各线城市开店情况及购买力分析.....	4
图表 2: 瑞幸咖啡各季度营收及利润情况.....	5
图表 3: 瑞幸咖啡单个门店单日盈亏平衡情况（两条线的差值为单店单日净亏损） .....	5
图表 4: 2019 年第一季度瑞幸现制饮品价格及成本 .....	6
图表 5: 估算 2019 年第二季度瑞幸现制饮品价格及成本（未披露细分） .....	6
图表 6: 瑞幸各季度现制饮品销售价格（未含增值税） .....	6
图表 7: 瑞幸各季度其他产品销售价格（未含增值税） .....	6
图表 8: 瑞幸咖啡单门店单日销售情况 .....	7
图表 9: 瑞幸推出现制茶饮“小鹿茶” .....	8
图表 10: 瑞幸轻食产品.....	8





















## 一、门店数量已超 3000，营收激增亏损亦有所增加

当前瑞幸门店已经超过 3000 家，2018 上半年仅有 624 家，门店拓展迅猛。截止 2019 年 6 月 25 日，我们统计瑞幸咖啡已经在 40 个城市正式开业，公司起步于一线，而瑞幸目前新一线及二线城市的开业门店数，已经超过了一线城市的开业门店数。

我们认为瑞幸可以同时满足消费者对咖啡“日常喝”与“好喝的”需求，而之前，“日常喝”与“好喝的”这份咖啡领域最广泛的需求却因为中国现制咖啡过于昂贵的价格和速溶咖啡等较差的口味，而一直未被满足。瑞幸处在了优质空旷的赛道。门店大规模的扩张，可见目前瑞幸正在这条赛道上急速奔驰。

图表 1：瑞幸咖啡各线城市开店情况及购买力分析

瑞幸咖啡各线城市开店情况及购买力分析（2019.6.25数据）

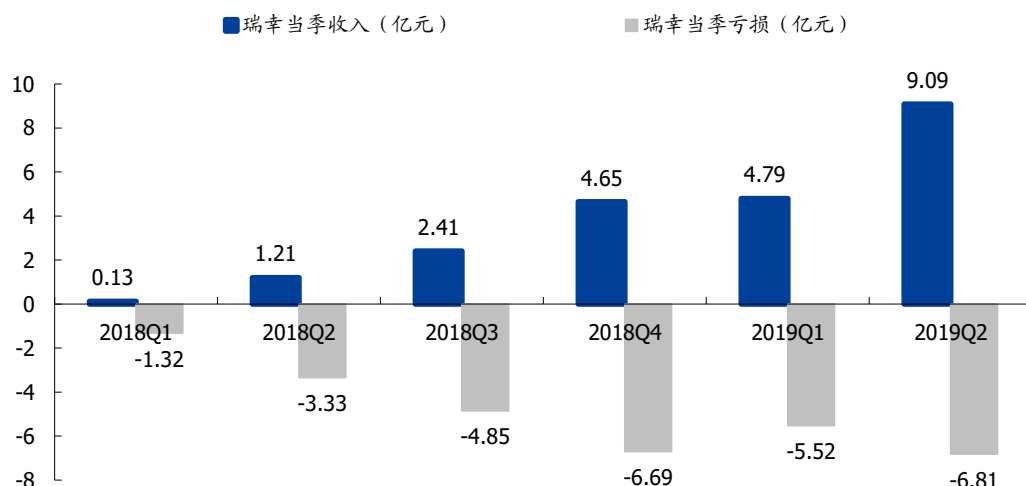
瑞幸已进入的城市	 一线（4城）	 新一线（15城）	 二线（20城）	 三线（1城）
日人均可支配收入	 ¥ 159.8	 ¥ 124.9	 ¥ 114.2	 ¥ 90.5
瑞幸咖啡门店数量	 1069家	 1268家	 357家	 4家
每日可消费瑞幸咖啡杯数	 11.8杯	 9.3杯	 8.5杯	 6.7杯
每日可消费星巴克杯数	 5.2杯	 4.0杯	 3.7杯	 2.9杯

国盛证券研究所 零售组

资料来源：国盛证券研究所，瑞幸咖啡招股说明书，国家统计局

2019 上半年共销售 1.32 亿件商品，其中现制饮品 1.02 亿杯。营业收入为 13.88 亿元，同比增长 931.98%。虽然单店盈利能力明显改善，但整体规模大幅扩张，整体亏损有所增加，上半年净亏损达 12.33 亿元，去年同期净亏损 4.65 亿元。值得一提的是，一季度是淡季，瑞幸门店扩张力度与单店销量都会降低，而二季度则是旺季，整体营收环比大幅增长，扩张加速，亏损亦有所增加。

图表 2: 瑞幸咖啡各季度营收及利润情况

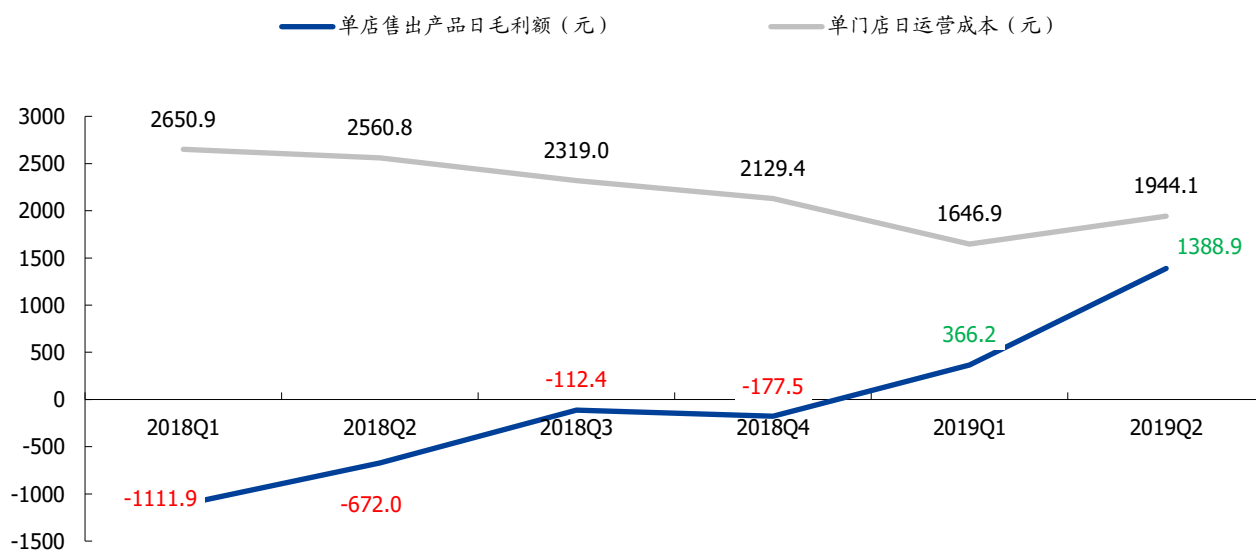


资料来源: 国盛证券研究所, 瑞幸咖啡招股说明书, 瑞幸咖啡中报

## 二、连续 5 个季度门店减亏，单店已趋近于盈亏平衡

根据我们基于“有效门店”的计算，瑞幸当前单店单日亏损额为 555.2 元，相比 2019 年一季度环比收窄 725.5 元。而去年四个季度的单店单日净亏损为 3762.8 元，3232.8 元，2431.4 元，2306.9 元。我们可以发现瑞幸每个季度单店都在向盈亏平衡靠拢，目前门店层面已经趋近于盈亏平衡。

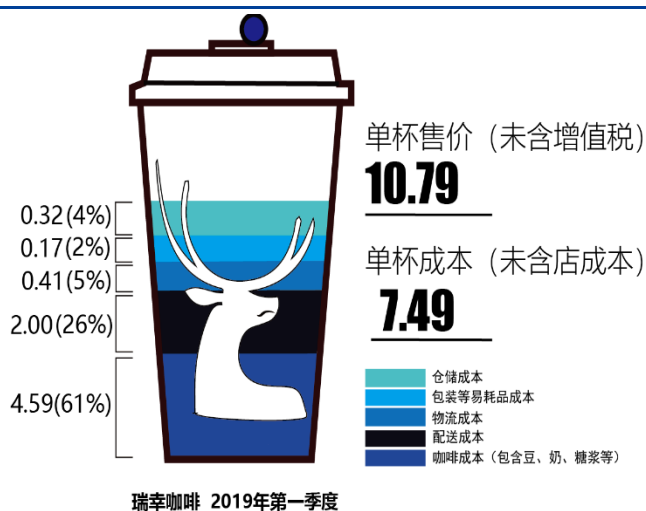
图表 3: 瑞幸咖啡单个门店单日盈亏平衡情况（两条线的差值为单店单日净亏损）



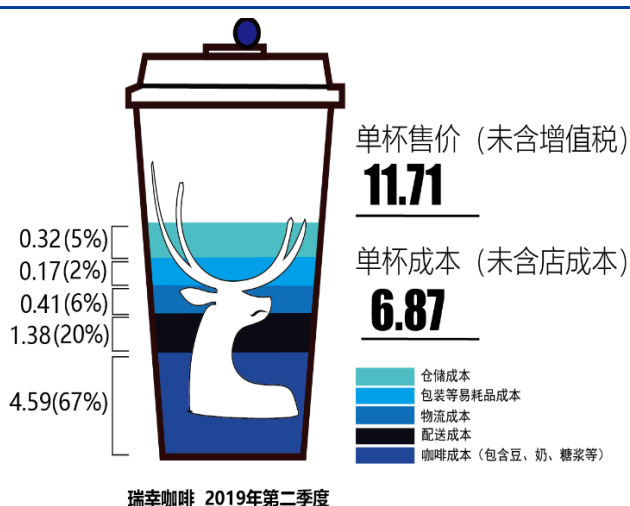
资料来源: 国盛证券研究所, 瑞幸咖啡招股说明书, 瑞幸咖啡中报

二季度瑞幸咖啡未披露单杯现制饮品的各项细分成本，但如我们在之前报告中提到的，目前瑞幸在咖啡杯中可以压缩的成本已经比较有限，咖啡原材料、仓储、物流、低值易耗品均不会有很大压缩空间，主要可以压缩的是单杯现制饮品的配送成本。本季度我们估算瑞幸单杯现制饮品的配送成本下降了 0.62 元，主要原因正是瑞幸外卖配送比例进一步下降到 19.8%，而销售价格上升了 0.92 元。我们基于谨慎的原则，假设除配送成本外其他咖啡杯内的成本均没有压缩，这个季度相对上个季度，瑞幸单杯现制饮品可以多产生 1.54 元毛利。

图表 4: 2019 年第一季度瑞幸现制饮品价格及成本



图表 5: 估算 2019 年第二季度瑞幸现制饮品价格及成本 (未披露细分)



国盛证券研究所 零售组

国盛证券研究所 零售组

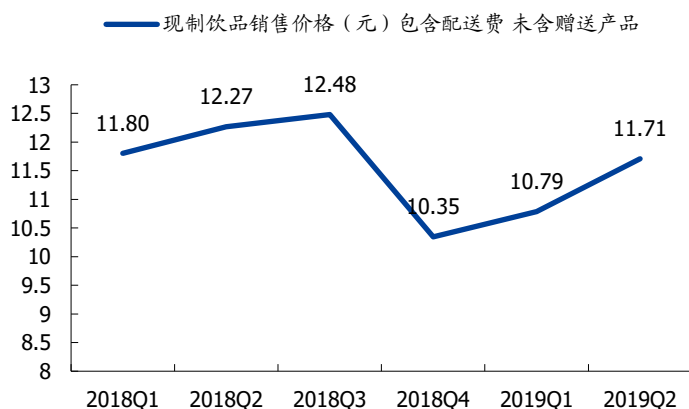
资料来源: 国盛证券研究所, 瑞幸咖啡招股说明书, 瑞幸咖啡中报

资料来源: 国盛证券研究所, 瑞幸咖啡招股说明书, 瑞幸咖啡中报

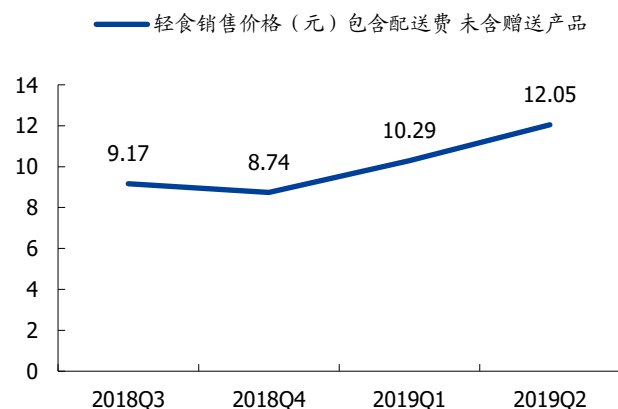
不仅仅是现制饮品，瑞幸其他产品最近几个季度也在提价，如果算上赠送产品的话（如 2018 年第一季度三分之一的现制饮品都为赠送，目前赠送比例持下降），提价的幅度更为明显。

注：为还原复购消费者购买的价格（不含税），我们图中采用了不含赠送的售价

图表 6: 瑞幸各季度现制饮品销售价格 (不含增值税)



图表 7: 瑞幸各季度其他产品销售价格 (不含增值税)



资料来源: 国盛证券研究所, 瑞幸咖啡招股说明书, 瑞幸咖啡中报

资料来源: 国盛证券研究所, 瑞幸咖啡招股说明书, 瑞幸咖啡中报

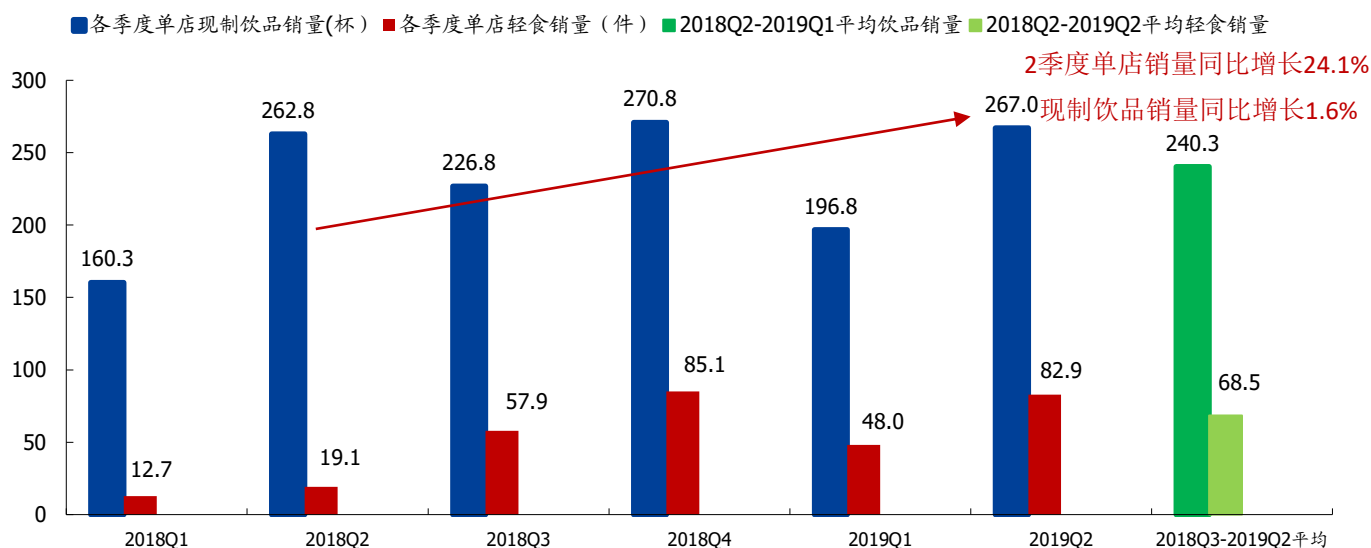


我们认为，三季度由于进入天气炎热的咖啡淡季，瑞幸单店咖啡的销量很难环比实现增长，如想在三季度实现门店端的盈亏平衡，必须在轻食的盈利能力上有所突破。如果轻食盈利性有所改善，按照当前的趋势叠加三季度小鹿茶的推出，我们认为瑞幸三季度或有望实现单店盈亏平衡。而瑞幸还处于快速扩张期，整体的盈亏平衡短期还无法达到。

### 三、产品提价，单店单日现制饮品销量增速未达预期

根据我们的计算，瑞幸 2019 二季度的单店单日现制饮品销量为 267.0 杯，其他产品销量为 82.9 件。2018 年二季度现制饮品 262.8 杯，其他产品 19.1 件。可见瑞幸单店单日的现制饮品销量同比仅增加 1.6%，相比一季度的 22.8% 同比增速明显放缓，同时瑞幸在二季度加大了广告投入，销售及市场费用（包含赠送产品）达 3.9 亿，包括 7 周的每周 500 万买满 7 件红包返现活动，对销售有短期拉动作用，在这些有利情况下单店单日现制饮品销量仅增 1.6%，远未达到我们的预期。

图表 8：瑞幸咖啡单门店单日销售情况



资料来源：国盛证券研究所，瑞幸咖啡招股说明书，瑞幸咖啡中报

我们分析，瑞幸相比上季度，现制饮品提价接近 1 元，目前消费者实际购买价格或已超 13.5 元。同时，门店进入更多的新一线及二线城市，消费时段波峰波谷产能限制，宏观经济增长趋缓，这些因素与短期较快节奏的提价叠加在了一起，是单店销量增速短期放缓的重要原因。

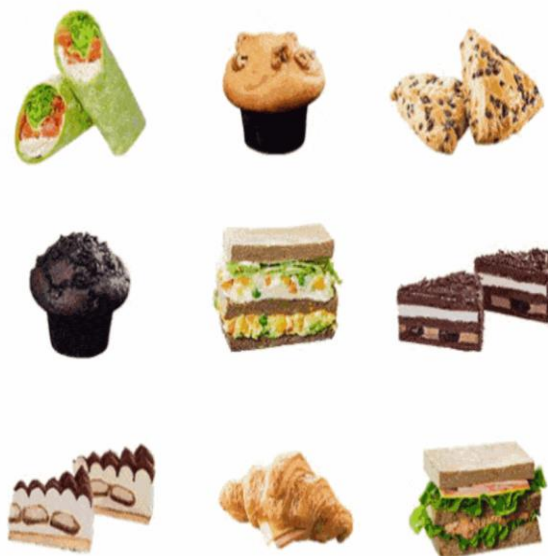
在单店销量受阻情况下，瑞幸开始进军现制茶饮，扩充非咖啡产品品类，当前非咖啡产品销量增速很快，但利润较薄，瑞幸若有效提升非咖啡品类商品盈利能力，并保障咖啡的高质量立稳主业，将有效对冲销量增速放缓的风险。

图表 9: 瑞幸推出现制茶饮“小鹿茶”



资料来源: 国盛证券研究所, 搜狐

图表 10: 瑞幸轻食产品



资料来源: 国盛证券研究所, 搜狐

## 四、投资评级及建议

我们认为, 虽然二季度销量不及预期, 但中国现制咖啡的长期增长趋势没有改变, 瑞幸的商业模式对咖啡销售效率与成本的改善是显著的。瑞幸聚焦“日常喝”与“好喝的”这片咖啡最广泛的需求, 同时适当扩充品类, 壁垒亦在形成。

我们对瑞幸咖啡维持前次“买入”评级, 目标价维持 43.68 美元/ADS。

## 风险提示

### 单店销量持续不及预期

二季度瑞幸单店单日现制饮品销量仅同比增长 1.6%, 且是在营销力度有所加大情况下实现的, 虽然我们分析了这个季度的原因, 但如果瑞幸单店现制饮品销售持续增长不及预期甚至出现同比下滑, 或也意味着消费者在失去大力度折扣后存在流失情况, 对公司经营影响较大。

### 宏观经济下行压力持续加大

中国咖啡市场增速十倍于世界整体增速, 年人均消费仅为 0.13 公斤。但现制咖啡是可选消费, 虽然瑞幸价格实惠, 但相对我国居民可支配收入来说, 也不能算十分便宜。如宏观经济下行压力较大, 中国现制咖啡增速放缓, 将对公司产生不利影响。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

<b>北京</b> 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>上海</b> 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
<b>南昌</b> 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com