

新消费研究之咖啡系列报告二：瑞幸咖啡重估

2022年04月19日



行业评级

社会服务 强于大市（维持）

证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号：S1060516080002
电子邮箱：YIYONGJIAN176@pingan.com.cn

核心观点

- 本篇报告重点分析了咖啡市场中的主要参与者之一瑞幸咖啡：我们认为瑞幸是国内咖啡行业具有领先优势的公司，目前估值水平处于低位，经营数据稳步向上，财务造假带来的系列问题得以基本解决，并已进入高质量发展阶段。
- 公司近况：历经一年半调整，目前瑞幸距全面盈利仅一步之遥，量价齐升带动自营门店经营利润大幅改善，21年自营门店经营利润率达20.2%；经营性现金流净额转正；新开门店满12个月的存活率由2019年的63%增长至2021年的93%；造假导致的债务重组及SEC罚款已基本解决；原责任人脱离公司，公司核心管理层已变更，公司治理回归正常。
- 中国咖啡市场目前处于高增长阶段，且大陆地区人均年咖啡消费量为9杯，较海外成熟市场尚有较大空间；城镇化等因素带动咖啡因需求增加；依赖性强的特点使得咖啡赛道生命周期长且消费粘性高，是现制饮品行业内的极佳赛道。从门店规模及渗透、产品口感及价格、运营能力及商业模式等方面进行分析，瑞幸咖啡已经成为平价咖啡头部品牌，在全国范围内都具有较强的“穿透”能力。
- 从单店、PS角度对瑞幸咖啡进行重估，公司目前估值处于低位，如能转板成功，估值修复空间较大。
- 机会与挑战并存：在门店扩张方面，我们认为一二线城市加密仍有空间但竞争激烈，而下沉市场发展瑞幸具备优势；在单店销售方面，伴随行业β向上，咖啡消费习惯逐步成熟，辅之以公司极强的推新和品牌运营能力，单店销量有望继续提升。但如今咖啡赛道火热，行业竞争进入白热化，公司未来发展仍将面临众多竞争对手的挑战。
- 通过研究粉单市场转板条件及案例，瑞幸目前集体诉讼的和解协议方案尚需美国法院的最终批准；HFCAA下中美双方监管部门对审计底稿问题尚未完全达成共识，不确定性因素仍存。
- 风险提示：1) 政策风险；2) 咖啡完成下沉市场的空间突破有待进一步验证，或将导致拓店不及预期；3) 食品安全风险；4) 疫情影响超预期风险；5) 行业竞争加剧风险；6) 原材料成本大幅上涨影响盈利风险。

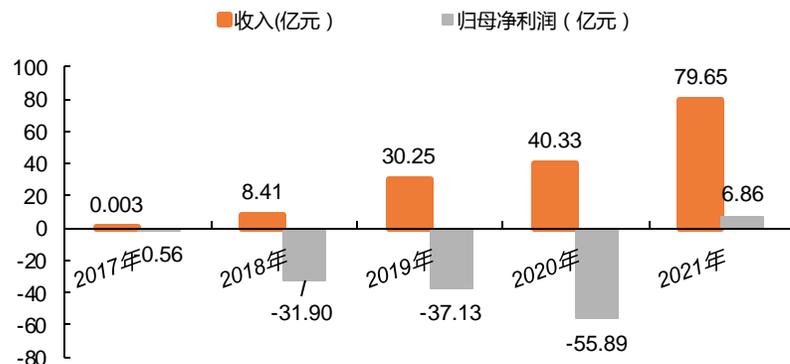
目录 CONTENTS

- 近况：已步入高质量发展轨道，造假遗留问题基本解决
- 单店模型：门店经营利润率大幅改善
- 底层逻辑：咖啡因需求正处爆发期，瑞幸领先
- 估值：显著低于行业平均水平
- 空间及挑战：率先布局全国市场，但竞争激烈
- 转板分析及案例研究
- 风险提示

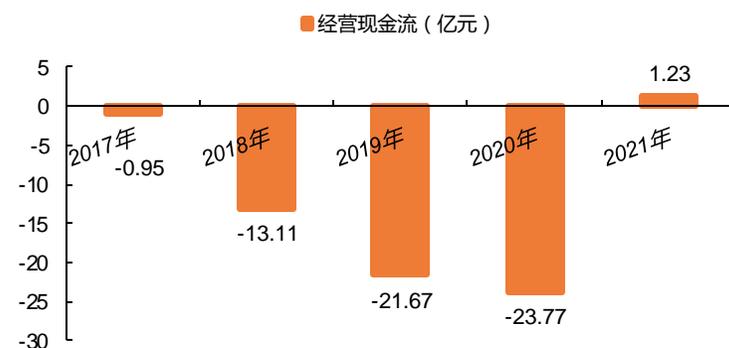
近况：财务端——距全面盈利仅一步之遥，自营门店经营利润大幅改善

➤ 公司层面：距全面盈利仅一步之遥。2021年实现营业收入79.65亿元，同比+97.48%；归母净利润6.86亿元，上年同期为-55.89亿元，经调整利润-0.002亿元，上年同期为-19.52亿元，2021年公司层面已实现扭亏为盈，距离全面盈利仅一步之遥；经营现金流由负转正，2021年为1.23亿元。

2021年公司层面实现扭亏为盈

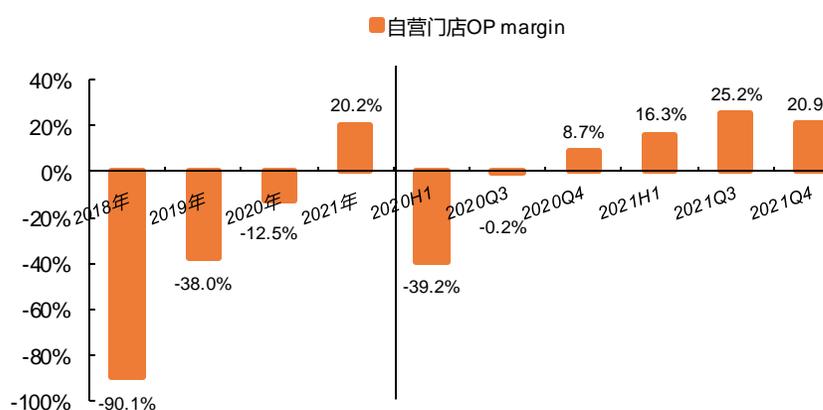


2021年经营现金流由负转正

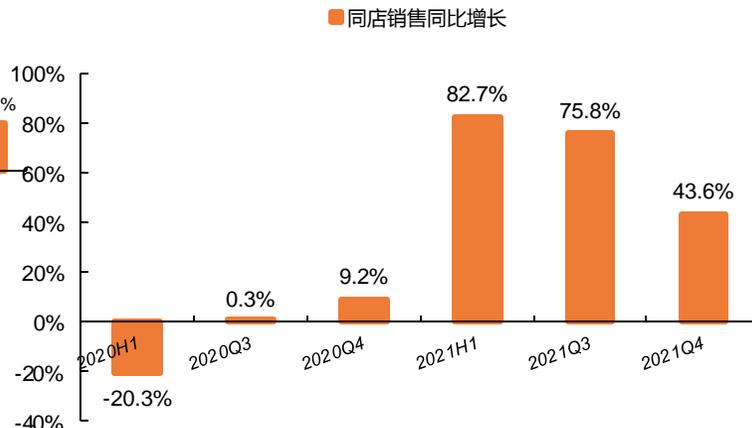


➤ 门店层面：2021年来自营门店OP margin大幅改善，同店销售增长强劲。2021年以来自营店OP margin转正并大幅改善，21H1/Q3/Q4分别为16.3%/25.2%/20.9%，扭转了2018-2020年门店经营层面的持续亏损。同店销售同比增速高，21H1/Q3/Q4分别为82.7%/75.8%/43.6%。

2021年以来自营门店OP margin转正且呈增长态势



2021Q1-Q4同店销售增长率均超40%



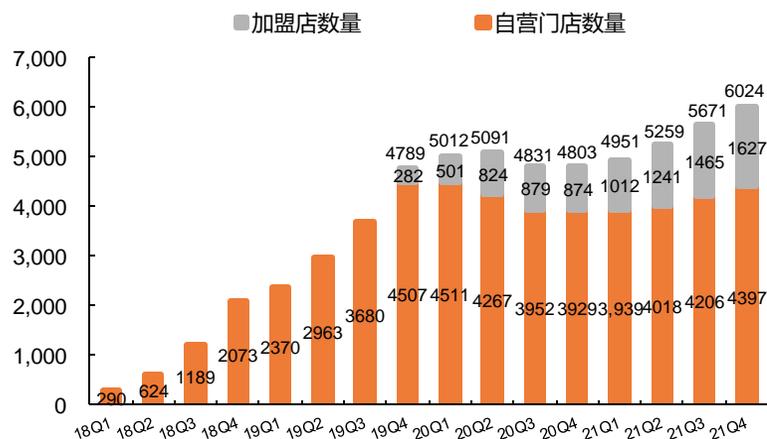
注：同店指在可比期间开始时处于运营状态，并且在本期间结束前没有关闭，在这两个期间每月平均运营天数超过15天的自营门店。

资料来源：公司公告，平安证券研究所（注：2017年收入、归母净利润及经营现金流时间区间为2017年6月16日至12月31日。）

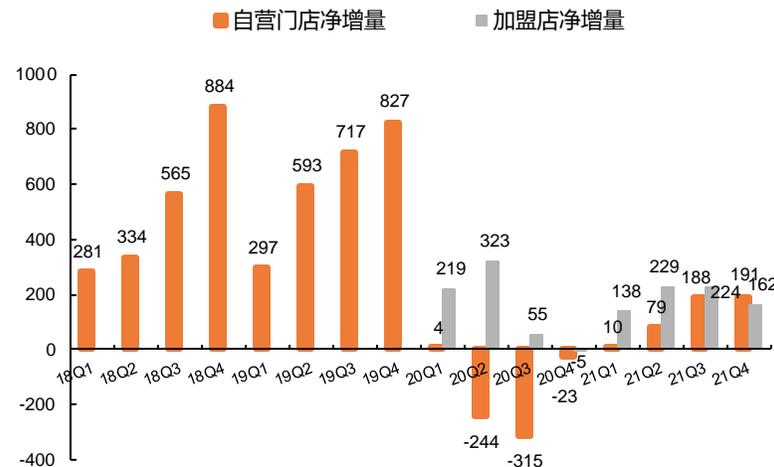
近况：经营端——历经调整，门店、用户数回归稳健增长

➤ **门店数量：**历经关店调整后，公司一改以往“狂奔”式扩张，2021年以来自营门店增长相对稳健，加盟店数量持续提升。截至2021年末，公司门店数量达6024家，其中自营/加盟分别为4397/1627家，占比为73.0%/27.0%。

2018Q1-2021Q4瑞幸咖啡门店数量

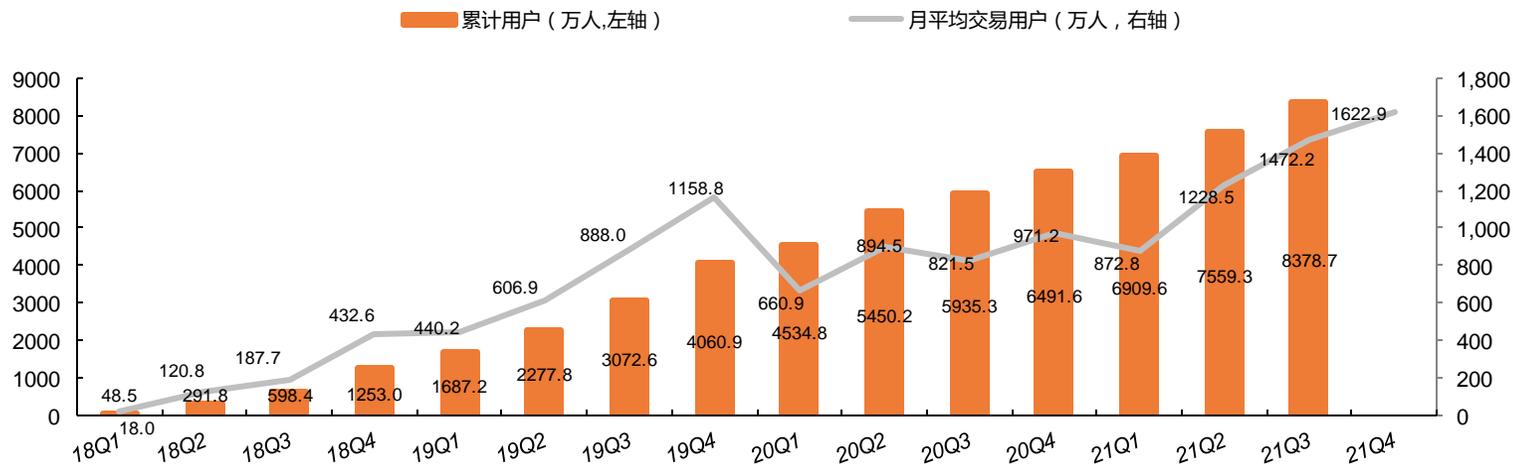


2018Q1-2021Q4瑞幸咖啡门店净增数



➤ **用户数量：**累计用户（含免费券用户、加盟店用户）保持稳定增长，截至21Q3达8379万人。月平均交易用户在2020年期间有所波动，但自2021年以来产品组合优化带动月平均交易用户再度实现连续增长，截至21Q4月平均交易用户达1623万人，较2020年同期增长67.1%。

2018Q1-2021Q4瑞幸咖啡累计用户、月平均交易用户数量



资料来源：公司公告，平安证券研究所

近况：经营端——直营店销量及ASP双升，门店模型向上

➤ 单店层面：

(1) 21Q1-Q4季度月均交易用户同比增速稳定在30%以上。

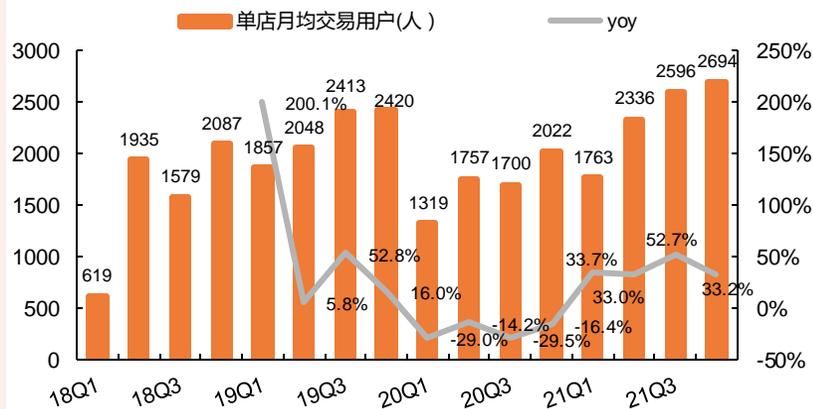
(2) 产品力增强带动直营店量价齐升，21Q3直营单店月均销量达10.05千

个，yoy+43.9%，Q4直营单店月均销量达9.98千个，yoy+24.0%；自营店ASP（平均售价）

增长趋势明显，21Q3-Q4均达15元以上。

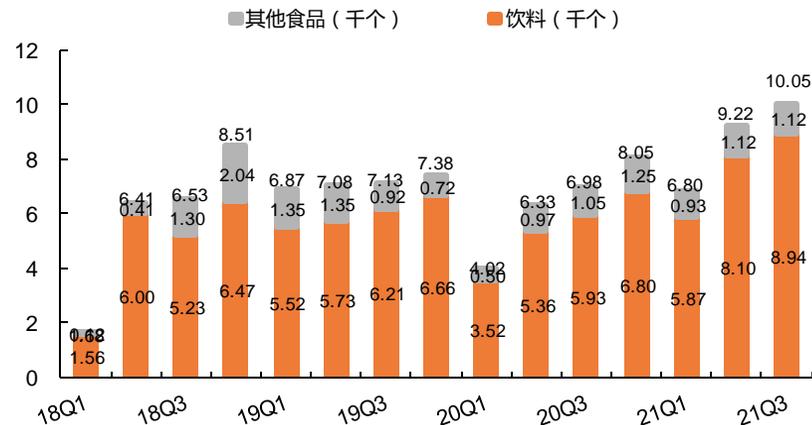
门店爬坡和产品力强劲：用户增长/门店增长反映产品吸引力超过开店速度，该指标>100%说明了存量门店的同店数据持续增长，2021年以来该指标重回高位（21Q2-Q4达均>200%），公司整体增长并不是简单的拓店。

2021Q1-Q4单店月均交易用户持续增长



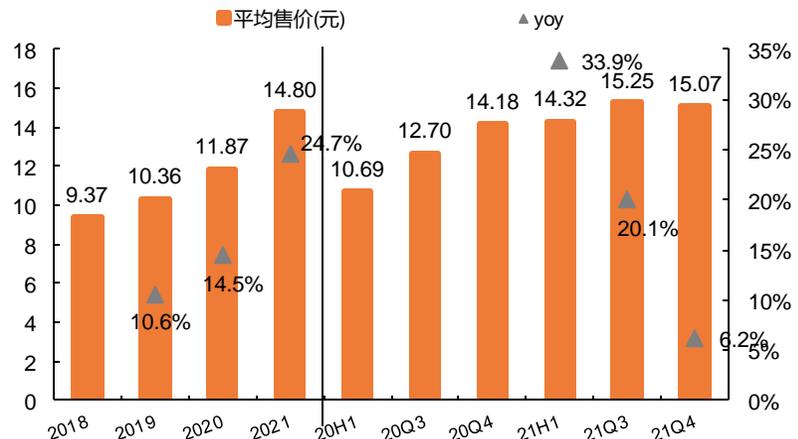
注：单店月均交易用户=月均交易用户/门店数

21Q3直营单店月均销量创历史新高

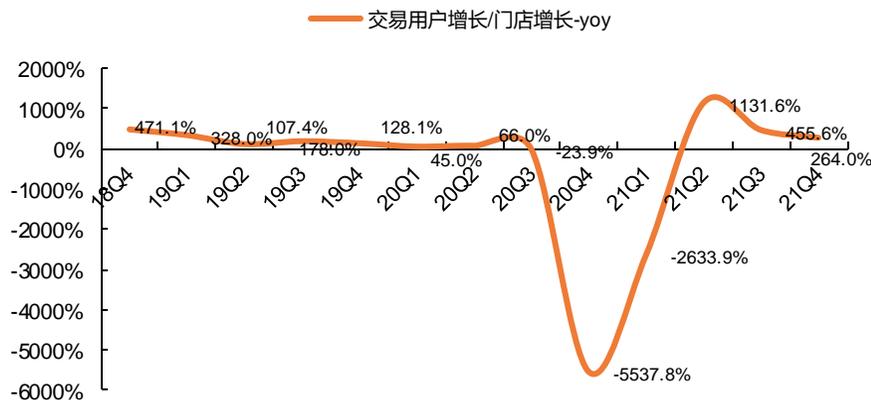


注：直营单店月均销量=直营店月均销量/直营门店数

瑞幸自营店ASP自2020年以来持续提升



21Q2-Q4用户增长/门店增长超100%，成长力强

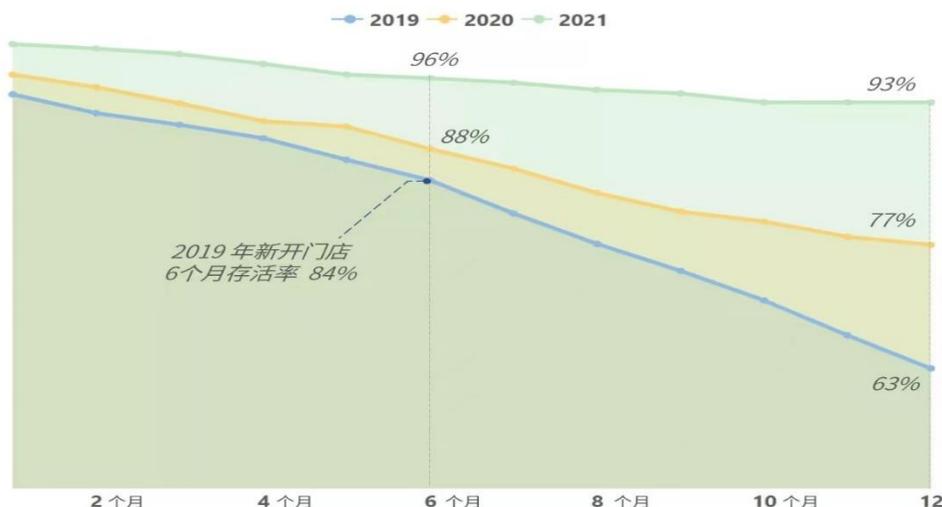


资料来源：公司公告，平安证券研究所(注：月均销量明细数据公司披露至21Q3。)

近况：公司已步入高质量发展轨道

- **从粗放经营向精细化运营转变：**2020年5月起停止原来的大范围免费赠饮活动，转为私域流量的精细化运营，营销效率显著提升，2021年Q4月均交易用户同比增长(67.1%) > 营销费用同比增长(54.2%)。
- **门店经营及管理能力显著增强。**根据极海品牌监测数据，2019年瑞幸新开门店存活率满12个月仅占63%，而2021年新开门店这一指标提升至93%，说明公司整体门店经营及管理能力显著提升，关店率大幅下降。
- **结合草根调研结果，我们认为公司已进入高质量发展轨道。**除公司披露数据外，为对经营现状进行更准确的判断，经我们调研瑞幸多个地区普通门店工作日（非核心写字楼、热门商业中心、学校等）能够达到平均300-400左右的订单水平，客流量较过往显著改善，公司已进入高质量发展轨道。

瑞幸咖啡新开门店存活率趋势



瑞幸草根调研



资料来源：极海品牌监测，草根调研，平安证券研究所（注：草根调研统计时间为2022年3月上旬。）

近况：债务重组及SEC和解已基本解决，原责任人脱离公司

黑色字体：造假事件与诉讼赔偿
 红色字体：海外债务重组进程
 橙色字体：公司控制权博弈



资料来源：公司官网，富途，平安证券研究所

近况：股东、实控人及核心管理层已变更，公司治理回归正常

- “瑞幸” “Luckin” 品牌名称和全国范围内的门店未发生改变，但是股东、实际控制人及核心管理层已经发生变化：
 - (1) 股东：原责任人（陆正耀等）托管股权被收购，目前公司股权主要由大钲资本、愉悦资本、 管理层、IDG和Ares SSG等所有。
 - (2) 实控人：大钲资本成为实控人，持有投票权达57%。
 - (3) 管理层：原管理层出局，核心管理层发生变化；组织架构进行调整；发展策略、业务开展等也向着更加健康稳健的方向发展。

截至2022年4月10日瑞幸普通股股权结构

管理层
持股
2.7%

	Shares Beneficially Owned as of April 10, 2022						
	Number	Class A Percentage of total Class A ordinary shares**	Number	Class B Percentage of total Class B ordinary shares**	Number	Percentage of total Senior Preferred Shares***	Percentage of aggregate voting power***
Directors and Executive Officers:							
Dr. Jinyi Guo	*	*	—	—	—	—	*
Wenbao Cao	*	*	—	—	—	—	*
Gang Wu	*	*	—	—	—	—	*
Feng Liu	—	—	—	—	—	—	—
Wai Yuen Chong	—	—	—	—	—	—	—
Yang Cha	—	—	—	—	—	—	—
Sean Shao	—	—	—	—	—	—	—
Reinout Hendrik Schakel	*	*	—	—	—	—	*
Fei Yang	*	*	—	—	—	—	*
Shan Jiang	—	—	—	—	—	—	—
Weiming Zhou	*	*	—	—	—	—	*
All directors and executive officers as a group	55,162,392	2.7 %	—	—	—	—	1.5 %
Principal Shareholders:							
Centurium Capital(1)	383,425,748	19.4 %	144,778,500	100.0 %	295,384,615	96.0 %	57.0 %

大钲资本、IDG和Ares SSG收购KPMG托管原管理层股份后，大钲资本成为实控人，投票权占57%。

瑞幸核心管理层变化

	管理层	任职
现 管 理 层	郭谨一	董事长兼CEO(前董事、高级副总裁)
	曹文宝	董事兼高级副总裁（负责门店运营和客户服务）
	吴刚	董事兼高级副总裁（负责战略合作、对外合作和公共事务）
	Reinout Schakel	CFO兼CSO
	杨飞	CGO（负责销售增长、营销、公关及电商）
	周伟明	高级副总裁（负责产品线、供应链）
	姜山	高级副总裁（负责法务和合规事务）
出 局	陆正耀	前董事长
	钱治亚	前CEO
	刘剑	前COO

目录 CONTENTS

- 近况：已步入高质量发展轨道，造假遗留问题基本解决
- 单店模型：门店经营利润率大幅改善
- 底层逻辑：咖啡因需求正处爆发期，瑞幸领先
- 估值：显著低于行业平均水平
- 空间及挑战：率先布局全国市场，但竞争激烈
- 转板分析及案例研究
- 风险提示

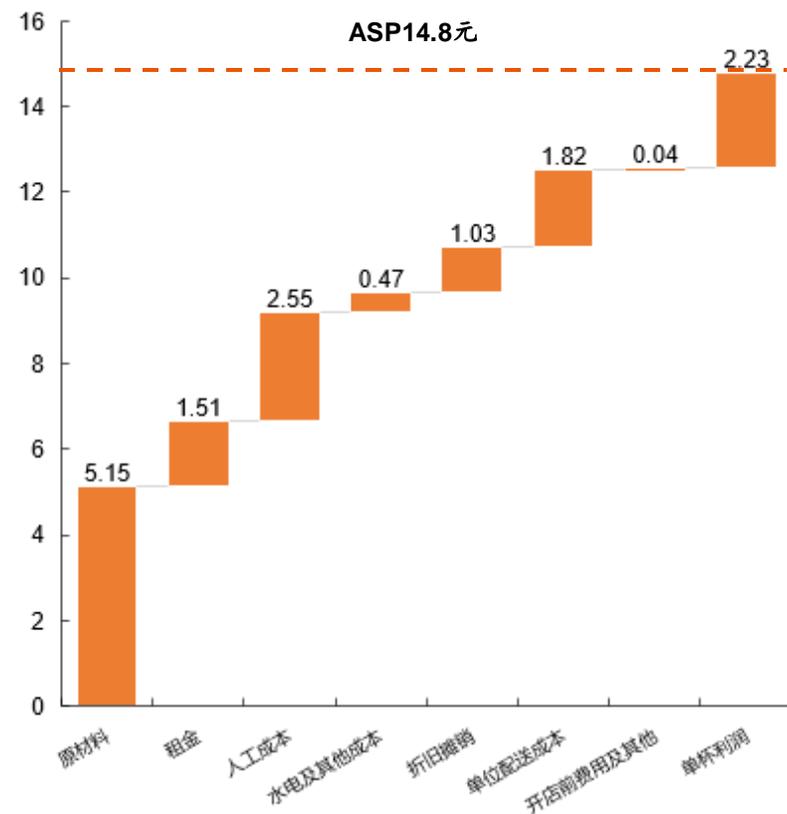
单店模型：基于财报数据的单店模型拆解及单杯模型

我们基于财报数据及草根调研情况，对瑞幸门店经营模型进行测算：

	历史数据						备注
	2019	2020	2021	2021H1	2021Q3	21Q4	
直营销售收入(千元)	3,009,590	3,716,791	6,659,218	2,741,304	1,934,087	1,983,827	
销量(千件,含饮料及其他)	290278.5	313153.2	450000	191472.3	126850.8	131676.9	Σ月均销量*周期内月数,含无人机;21Q4月均销量未披露,21年全年销量参考21年报P109页数据粗略计算。
调整门店数(间)	3290	4218	4163	3973.5	4112	4301.5	(期初门店数+期末门店数)/2
单店日销量(件)	284.61	239.49	348.69	310.89	395.50	392.46	销量/(调整门店数*周期内天数)*1000,结合2022年3月草根调研,工作日一般300-400单,周末订单数量大约为工作日一半,考虑到周末订单较少,全年按310天折算,半年按155天折算;季度按78天折算。
ASP(元)	10.37	11.87	14.80	14.32	15.25	15.07	直营店收入/销量,呈上升趋势。
原材料成本(千元)	1,623,324	1,995,380	3,198,552	1,299,653	919,886	979,013	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,为估算数据。
+赠饮成本	206,723	64,956	-18,498				
-加盟成本		280,563	863,222	291,560	275,020	296,642	
调整原材料成本(千元)	1,830,047	1,779,773	2,316,832	1,008,093	644,866	682,371	
占比	60.8%	47.9%	34.8%	36.8%	33.3%	34.4%	
单位成本(元)	6.30	5.68	5.15	5.26	5.08	5.18	单位成本=调整原材料成本/销量
门店租金及运营费用(千元)	1,597,125	1,726,619	2,036,772	887,868	515,531	633,373	包含租金、人工、水电及其他费用。
占比	53.1%	46.5%	30.6%	32.4%	26.7%	31.9%	
其中:租金(千元)	525,650	645,155	677,869				
占比	17.5%	17.4%	10.2%				
薪资(千元)	913,675	917,835	1,147,227				公司季度及半年度数据不分项披露。
占比	30.4%	24.7%	17.2%				
水电和其他运营成本(千元)	157,800	163,629	211,676				
占比	5.2%	4.4%	3.2%				
单店月租金及运营费用(千元)	40.45	34.11	40.77	37.24	41.79	49.08	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)	13.31	12.75	13.57				门店租金/(调整门店数*周期内月数)
单店月薪资(千元)	23.14	18.13	22.96				人工薪资/(调整门店数*周期内月数)
单店水电及其他成本(元)	0.54	0.52	0.47				水电和其他运营成本/销量
折旧摊销费(千元)	411,883	483,421	465,384	228,973	136,004	100,407	
占比	13.7%	13.0%	7.0%	8.4%	7.0%	5.1%	
单店月折旧摊销(千元)	10.43	9.55	9.32	9.60	11.02	7.78	单店层面变化相对小。
配送费用(千元)	438,914	414,808	819,549	348,041	238,028	233,480	21H1及21Q3未披露,为估算数据。
占比	14.6%	11.2%	12.3%	12.7%	12.3%	11.8%	
配送订单占比	21.8%	20.6%	27.4%			27.4%	21Q4为估算数据,假设与21年全年一致为27.4%。
配送订单数(件)	63,281	64,510	123,300			36,079	
单位配送成本(元)	6.94	6.43	6.65			6.47	配送费用/配送订单数
分摊至单件配送成本(元)	1.51	1.32	1.82	1.82	1.88	1.77	配送费用/销量
开店前费用及其他(千元)	71,623	9,982	16,352	2,679	5,987	7,686	
占比	2.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%	
门店层面经营利润(千元)	-1,340,002	-697,812	1,004,329	265,650	393,671	326,510	
门店层面经营利润率	-44.52%	-18.77%	15.08%	9.69%	20.35%	16.46%	

以2021年财报数据为基础，对瑞幸单杯模型做出拆解：

单杯模型成本拆解



资料来源：公司公告，草根调研，平安证券研究所（注：拆解基于财报数据，与公司披露门店层面经营利润率计算口径有差异，如配送费用、折旧摊销等。）

单店模型：门店层面经营利润率仍存提升空间

➤ 敏感度分析：

- 1) 根据窄门餐眼数据，目前瑞幸平均价格水平为19.4元（顾客口径），Manner平均价格水平为22.08元，依托产品力和产品组合的提升瑞幸仍存价格提升空间。
- 2) 我们测算的瑞幸21年全年平均日销水平接近350件，但参考星巴克日均400+销量水平，仍有提升空间。
- 3) 我们假设固定成本开支维持现有水平，对不同假设下的单店模型进行测算，认为瑞幸门店层面经营利润率仍存提升空间。

瑞幸单店模型敏感度分析（月度）

条件假设	量价齐缩	降价1元	日销量减少50单	21年全年平均日销量水平	21Q3日销量水平	提价1元	量价齐升
单日销量(件)	300	350	300	350	400	350	400
ASP (元)	14	14	15	15	15	16	16
单店日收入 (元)	4200	4900	4500	5250	6000	5600	6400
单店月收入 (千元)	109.2	127.4	117.0	136.5	156.0	145.6	166.4
原材料成本 (千元)	40.17	46.87	40.17	46.87	53.56	46.87	53.56
<i>原材料占比</i>	<i>36.79%</i>	<i>36.79%</i>	<i>34.33%</i>	<i>34.33%</i>	<i>34.33%</i>	<i>32.19%</i>	<i>32.19%</i>
毛利润 (千元)	69.03	80.54	76.83	89.64	102.44	98.74	112.84
<i>毛利率</i>	<i>63.21%</i>	<i>63.21%</i>	<i>65.67%</i>	<i>65.67%</i>	<i>65.67%</i>	<i>67.81%</i>	<i>67.81%</i>
租金 (千元)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5
<i>租金占比</i>	<i>12.36%</i>	<i>10.60%</i>	<i>11.54%</i>	<i>9.89%</i>	<i>8.65%</i>	<i>9.27%</i>	<i>8.11%</i>
人工成本 (千元)	23	22	22	22	22	22	22
<i>人工成本占比</i>	<i>21.06%</i>	<i>17.27%</i>	<i>18.80%</i>	<i>16.12%</i>	<i>14.10%</i>	<i>15.11%</i>	<i>13.22%</i>
水电及其他费用 (千元)	3.7	4.3	3.7	4.3	4.9	4.3	4.9
<i>水电及其他费用率</i>	<i>3.36%</i>	<i>3.36%</i>	<i>3.13%</i>	<i>3.13%</i>	<i>3.13%</i>	<i>2.94%</i>	<i>2.94%</i>
折旧摊销等 (千元)	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
<i>折旧摊销费用率</i>	<i>8.70%</i>	<i>7.46%</i>	<i>8.12%</i>	<i>6.96%</i>	<i>6.09%</i>	<i>6.52%</i>	<i>5.71%</i>
开店前费用及其他 (千元)	0.22	0.25	0.23	0.27	0.31	0.29	0.33
<i>开店前费用率</i>	<i>0.20%</i>						
净配送费用 (千元)	12.09	14.11	12.09	14.11	16.12	14.11	16.12
<i>配送费用率</i>	<i>11.07%</i>	<i>11.07%</i>	<i>10.33%</i>	<i>10.33%</i>	<i>10.33%</i>	<i>9.69%</i>	<i>9.69%</i>
门店经营利润 (千元)	7.06	16.90	15.84	25.98	36.12	35.06	46.50
<i>门店经营利润率</i>	<i>6.46%</i>	<i>13.26%</i>	<i>13.54%</i>	<i>19.03%</i>	<i>23.15%</i>	<i>24.08%</i>	<i>27.94%</i>

注：每月按26天计算。

资料来源：公司公告，窄门餐眼，平安证券研究所（价格数据时间截至2022年4月15日。）

单店模型：主要咖啡品牌单店模型对比

➤ 基于一般情况的主要咖啡品牌单店模型对比：

● 瑞幸、星巴克、Manner单店模型对比

	瑞幸	星巴克中国	Manner
每日单量	350左右	400左右	
单价	15元	40元	17-19元
单店月收入	13-15万	40-45万	
原材料	34%-35%	25%-30%	30%-35%
毛利率	65%-66%	70%-75%	60%-65%
租金	8%-10%	8%-12%	18%
人工成本	14%-16%	18%-20%	15%
水电及其他（含配送费等）	12%-13%	10%	7%
折旧摊销	6%-7%	6%	
经营利润率	19%-26%	22%-27%	20%-25%（不考虑折旧摊销）
门店面积	20-50m ²	100-200m ²	目前主力店型为20-50m ²
单店前期投资	35-45万	150-250万	40-50万

资料来源：星巴克财报，草根调研，平安证券研究所

单店模型：加盟店投资成本及抽成原则

➤ 前期投资：35-37万元。

投入项目	金额	主要内容
装修投入	11-13万元	30平米左右的门店，如果经营场所本身具有较好的基础装修，装修成本还可以继续降低。
生产设备	19万元左右	19万元的设备可以涵盖包括咖啡类、茶饮类、冰沙类等各系列饮品制作设备，以及满足生产经营的其他设备。
保证金	5万元	为了保证运营合作伙伴的服务品质，每家店需要收取保证金。在合同期限届满后，保证金可以全退。

➤ 抽成原则：1) 不收取任何加盟费用，商品收入扣掉原料成本后，100%作为商品毛利返还给新零售运营合作伙伴；2) 只有当毛利超过一定水平后，才会从超出的部分中分去一定比例的利润。

月商品毛利总额	现制饮品返还商品毛利比例	外购预包装食品返还商品毛利比例
0-2万元部分	100%	100%
2-3万元部分	90%	100%
3-4万元部分	80%	100%
4-8万元部分	70%	100%
8万元以上部分	60%	100%

资料来源：瑞幸咖啡加盟页，平安证券研究所

● 加盟店利润抽成举例

例如：

某门店月商品毛利总额为35000元（以均为现制饮品为例），则当月可获取商品毛利计算如下：

月商品毛利总额	现制饮品返还商品毛利比例	可得商品毛利
0-2万元部分	100%	20000*100%=20000
2-3万元部分	90%	10000*90%=9000
3-4万元部分	80%	5000*80%=4000
合计		33000

假设每杯饮品实际销售价格为14元，每杯的原材料成本为6.6元，外购商品营业额达到现制饮品营业额的5%，外购预包装食品毛利率30%，每杯的人工成本为2元，则不同杯量情况下，每月的毛利和商品毛利收入如下：

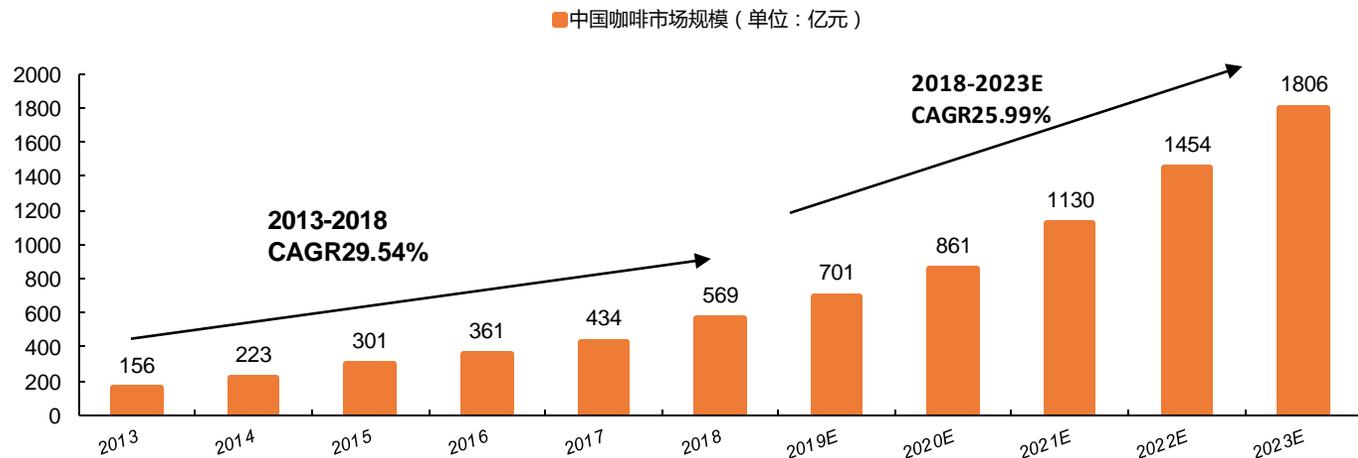
日均杯量假设	200	300	500	800
日商品毛利	1,480	2,220	3,700	5,920
月商品毛利	44,400	66,600	111,000	177,600
新零售运营合作伙伴获得商品毛利	41,020	58,780	94,300	147,580
日外购商品营业额	140	210	350	560
月外购商品营业额	4,200	6,300	10,500	16,800
月外购商品毛利	1,260	1,890	3,150	5,040
新零售运营合作伙伴获得商品毛利	1,260	1,890	3,150	5,040
月收入合计	42,280	60,670	97,450	152,620
房租成本	8,000	8,000	8,000	8,000
人工成本	12,000	18,000	30,000	48,000
月收益	22,280	34,670	59,450	96,620

目录 CONTENTS

- 近况：已步入高质量发展轨道，造假遗留问题基本解决
- 单店模型：门店经营利润率大幅改善
- 底层逻辑：咖啡因需求正处爆发期，瑞幸领先
- 估值：显著低于行业平均水平
- 空间及挑战：率先布局全国市场，但竞争激烈
- 转板分析及案例研究
- 风险提示

咖啡行业：市场大，提升空间广

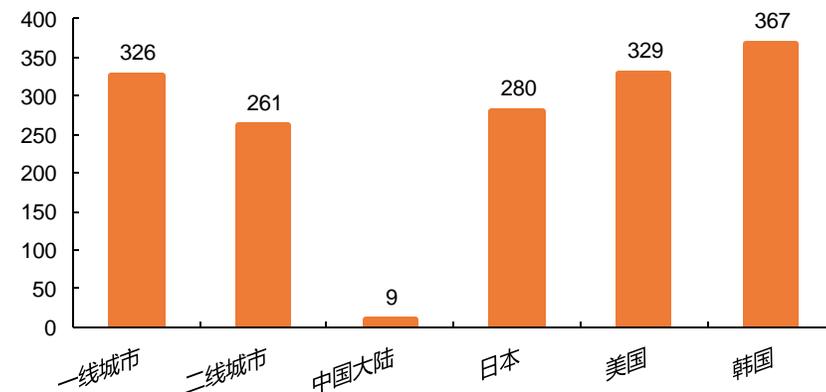
中国咖啡市场空间大，且持续增长



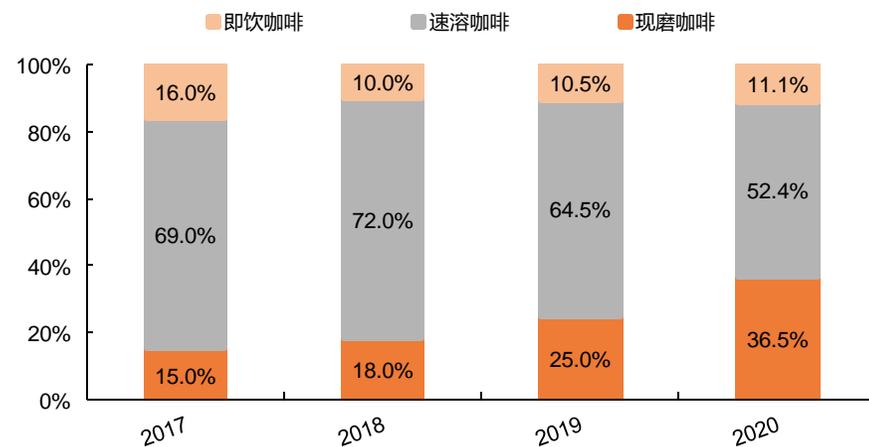
- **中国咖啡市场空间大，且消费提升空间广。**根据弗若斯特沙利文数据，中国咖啡市场2013-18年CAGR达29.54%，并预计以25.99%的复合增长率继续增长，2023年达1806亿元。根据德勤数据，2020年我国大陆地区人均年咖啡消费量为9杯，仅为日本的3.21%，美国的2.74%及韩国的2.45%，远低于同为亚洲国家的日本及韩国，仍存提升空间。
- **现磨咖啡成为新增长点。**随着咖啡文化渗透、资本助力供给端连锁咖啡品牌快速发展，中国现磨咖啡渗透率持续提升，根据头豹研究院数据，2017-2020年现磨咖啡渗透率提高21.5pcts，成为咖啡行业增长的新领域。

资料来源：弗若斯特沙利文（转引自瑞幸招股书），头豹产业研究院，平安证券研究所

2020年各国/地区人均咖啡消费量对比 (单位：杯/年)



2017-2020年中国现磨咖啡渗透率提升21.5pcts



现磨咖啡：好赛道——需求在增加，且消费粘性强

➤ 饮用咖啡的本质是对咖啡因的获取。根据易观调研数据，73%消费者饮用现磨咖啡的主要目的是为了提神醒脑，其本质是对咖啡因的获取，因此我们认为现磨咖啡市场空间广阔且生命周期长的底层逻辑在于：

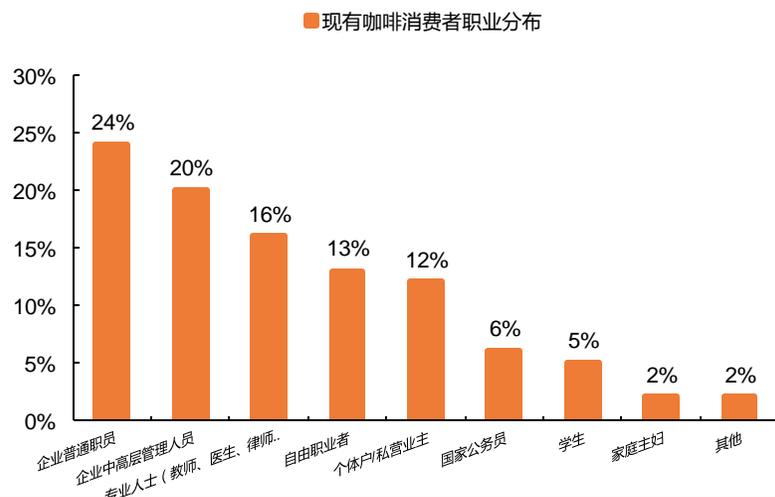
- (1) 咖啡消费需求在增加。
- (2) 咖啡消费具备依赖性，生命周期长。
- (3) 需求刚性强，粘性高。

◆ (1) 咖啡消费需求在增加：经济发展、产业升级及受教育程度提升带动咖啡消费群体增长，工作生活节奏加快增加对咖啡因需求。

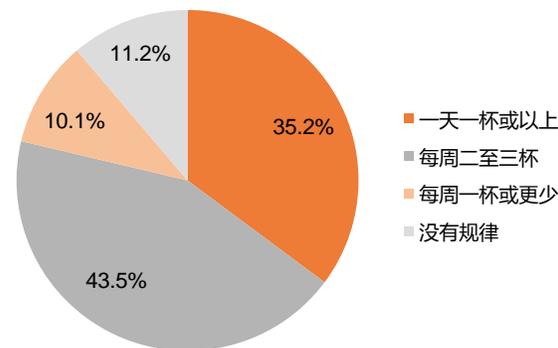
• 消费群体增长：现磨咖啡主要消费群体以20-40岁间的一线及新一线城市脑力劳动者为主，受教育程度及可支配收入水平均较高，根据艾媒咨询数据，35.2%的白领群体每天消费咖啡一杯以上。随着我国城镇化率提升、经济和产业结构发展及受教育程度提高，咖啡消费群体基数也将持续扩充，其中根据IDC 预计到2025年，白领人数占比将从2000年的15%提升至40%。

• 咖啡因需求增加：工作生活快节奏加快成为趋势，将加大对咖啡因摄入的需求

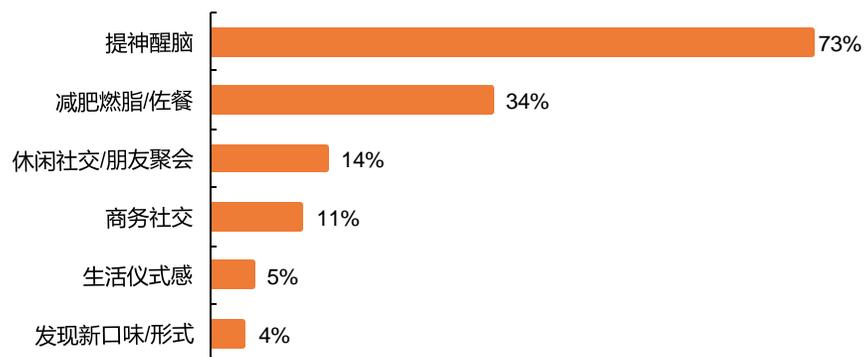
● 现有咖啡消费群体职业分布



● 2021年中国白领群体喝咖啡的频率分布



● 消费者饮用现磨咖啡的主要原因分布



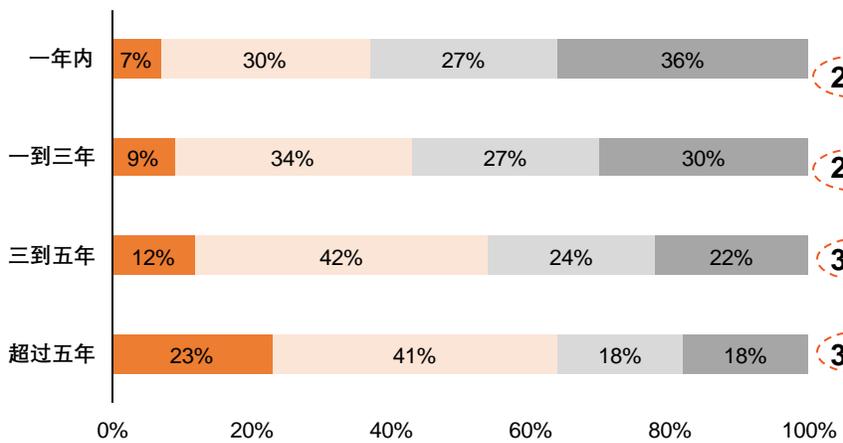
资料来源：易观，DATA100，IDC、艾媒咨询，平安证券研究所

咖啡行业：好赛道——需求在增加，且消费粘性强

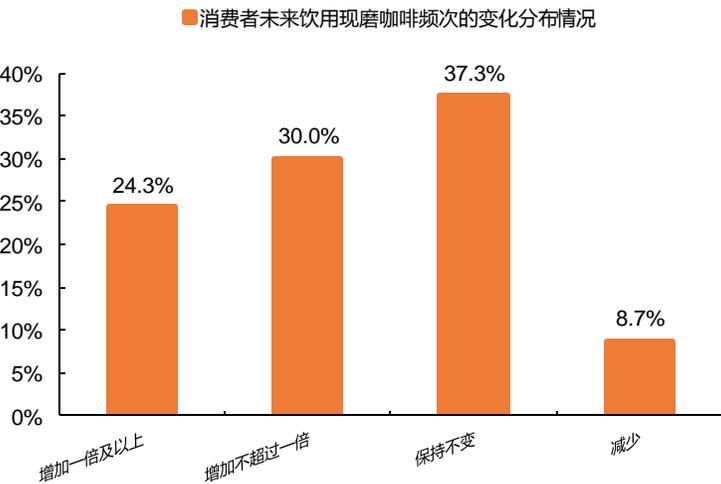
◆ (2) 现磨咖啡消费具备依赖性，赛道生命周期长。

咖啡中所含有咖啡因和糖，具备成瘾性，容易建立稳定的咖啡饮用习惯，且咖啡饮用时间越久，消费频次往往越高。根据易观调研数据，50%以上的现有咖啡消费者明确表示会增加现磨咖啡的饮用频次；根据德勤数据，超过五年咖啡饮用习惯人群平均每年摄入量达370杯，远超饮用习惯一年的243杯。稳定的饮用习惯带来高频次复购，咖啡产品生命周期长。

☉ 咖啡饮用时间越久，消费频次越高



☉ 50%以上消费者表示未来会增加消费频次



■ 每天多杯 ■ 每天一杯 ■ 每周3-5杯 ■ 每周1-2杯 ○ 平均每年摄入量杯数

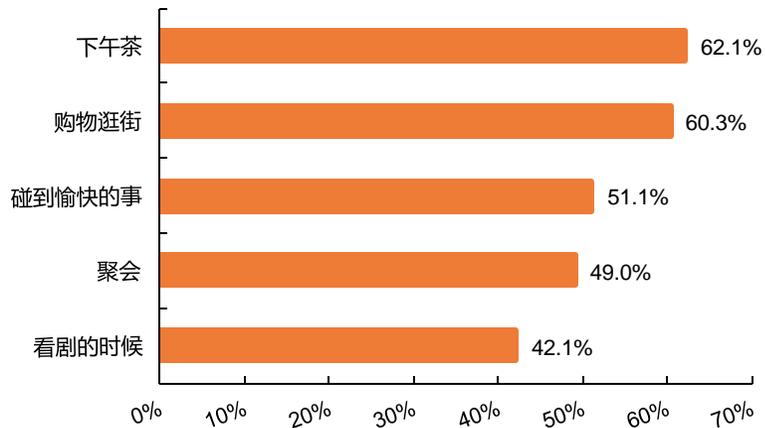
资料来源：德勤，易观，沙利文研究，平安证券研究所

◆ (3) 需求刚性强，粘性高。

咖啡与茶饮相比刚需性强，且更易形成习惯，粘性高，复购高。

咖啡	VS	茶饮
<p>功能属性、刚需性强 主要消费场景： 1、形成稳定咖啡消费定习惯后购买； 2、商务会谈； 3、职场环境下提神醒脑，加快思维运转，唤醒工作状态。</p>		<p>休闲、可选性强 主要消费场景： 1、尝试新品，满足口味需求。 2、下午茶、逛街等休闲场景下消费更多。</p>

☉ 茶饮消费更多集中在休闲娱乐场景



瑞幸领先：门店——数量领先&率先布局下沉市场

- 从门店总数角度：瑞幸及星巴克门店规模及覆盖城市数远超其他品牌，二者错位竞争，瑞幸在小店自提模式内遥遥领先。
- 从门店分布角度：瑞幸率先布局下沉市场，三线及以下城市门店占比近20%。

主要咖啡品牌价格及门店数量对比

咖啡品牌	瑞幸咖啡	星巴克中国	Tims中国	Costa	Manner	Nowwa咖啡	麦咖啡	M Stand	Seesaw	太平洋咖啡
人均(元)	19.38	39.89	29.75	38.2	22.01	17.82	21.22	43.44	37.17	35.34
门店数量	6337	6067	381	399	391	999	2138	113	75	374
覆盖省份数	27	32	16	24	11	9	29	7	8	27
覆盖城市数	221	244	24	40	11	22	71	13	9	62
其中：各级别城市 门店数量(占比)										
一线	1521 (24%)	1753 (28.89%)	221 (58.01%)	223 (55.89%)	360 (92.07%)	364 (36.44%)	1171 (54.77%)	71 (62.83%)	57 (76%)	123 (32.89%)
新一线	2129 (33.6%)	1899 (31.3%)	131 (34.38%)	125 (31.33%)	27 (6.91%)	480 (48.05%)	645 (30.17%)	40 (35.4%)	18 (24%)	61 (16.31%)
二线	1431 (22.58%)	972 (16.02%)	25 (6.56%)	36 (9.02%)	3 (0.77%)	152 (15.22%)	272 (12.72%)	2 (1.77%)	0 (0%)	42 (11.23%)
三线	761 (12.01%)	487 (8.03%)	4 (1.05%)	10 (2.51%)	1 (0.26%)	3 (0.3%)	34 (1.59%)	0 (0%)	0 (0%)	24 (6.42%)
四线	394 (6.22%)	170 (2.80%)	0 (0%)	4 (1%)	0 (0%)	0 (0%)	11 (0.51%)	0 (0%)	0 (0%)	10 (2.67%)
五线	97 (1.53%)	62 (1.02%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	3 (0.14%)	0 (0%)	0 (0%)	4 (1.07%)
其他	4 (0.06%)	724 (11.93%)	0 (0%)	1 (0.25%)	0 (0%)	0 (0%)	2 (0.09%)	0 (0%)	0 (0%)	110 (29.41%)

资料来源：窄门餐眼，平安证券研究所（数据截至2022年4月11日。）

瑞幸领先：产品——口味改良+高性价比，产品穿透力极强

咖啡“饮料化”改良，推新及爆品打造能力强

- 口味改进以适应中国消费者，满足不同阶段咖啡用户需求。咖啡具备苦、酸口感，中国消费者接受度低，因此瑞幸除了为成熟咖啡消费者提供如“花魁”系列等高品质咖啡，还推出如生椰拿铁、丝绒拿铁等“饮料化”的口味改良产品，降低用户尝试门槛，让奶茶用户能够转变为咖啡用户，满足从咖啡小白到成熟咖啡者的所有需求。
- 标准化研发流程下高频推新，打造爆品，产品力持续提升。目前公司发展回归产品本身，以数据化、高迭代、体系化的新品研发机制构建研发核心竞争力，21年推出上百款新品，并打造出单月销量超1000万杯，累计销量达1亿杯的生椰系列爆品。

☉ 瑞幸推出生椰拿铁、丝绒拿铁、花魁系列等爆款产品



价格合适，性价比高

- 中间价格带受众群体广，市场空间大。
- 随着消费者稳定的咖啡饮用习惯形成，高频刚需消费下，价格将成为考虑的重要因素，越来越多消费者将回归咖啡“饮品本质”，减少支出空间溢价，瑞幸价格优势明显。
- 相比于价格带相近的便利店咖啡，瑞幸SKU更丰富，多样化的产品组合更能满足消费者多元化诉求。

产品穿透力极强

瑞幸领先：运营——品牌已占领用户心智，全链条数据驱动，高效精准

品牌已占领用户心智：聚焦年轻用户，营销、产品、运营联动迅速高效，私域运营提高复购

- 代言人树立品牌年轻形象：2021年先后签下流量偶像利路秀、奥运冠军谷爱凌作为品牌代言人，通过微博及公众号等平台建立话题与消费者构建情感连接，与当下年轻人产生共鸣，深化小蓝杯、代言人与消费者之间的联系。
- 产品与营销深度整合：利路修主推“YYDS”冰咖和生椰拿铁，“谷爱凌特饮” 瓦尔登滑雪拿铁、蓝丝绒飒雪拿铁，并上线相关杯套、纸袋，将产品作为品牌与消费者沟通的触点。
- 节奏高效迅速：谷爱凌比赛夺冠后，仅在2小时内，利用分众云平台技术将瑞幸×谷爱凌的海报覆盖电梯、写字楼。瑞幸小程序、App中点单页更新“谷爱凌推荐” 等标语。
- 沉淀私域用户提高复购：吸引用户入群，精准发放优惠券，提高复购。

◎ 代言人树立品牌年轻形象



◎ 推出产品、包装与私域话题建立消费者联系



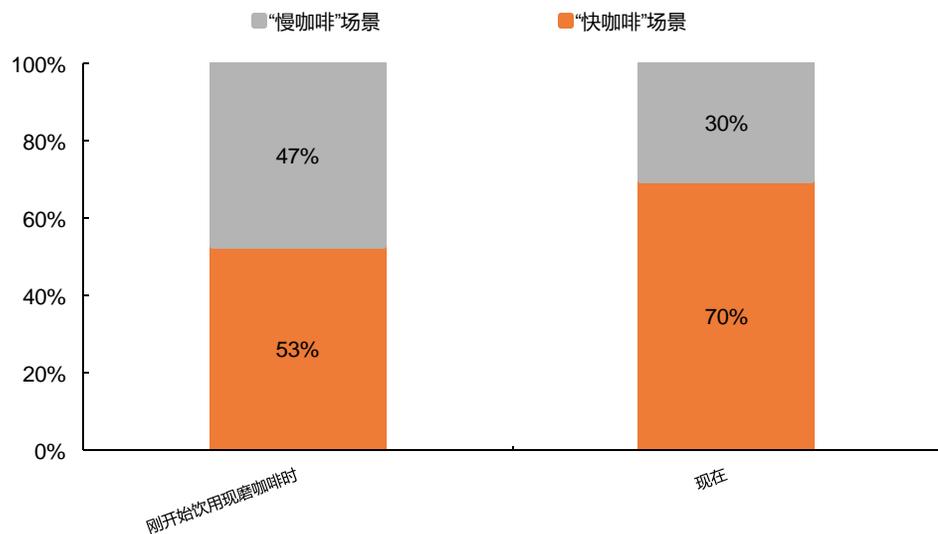
数据化、智能化运营体系

- 以数据驱动的标准化、系统化流程贯穿从开店选址到门店运营的全链条，降低对人的依赖，实现管理线上化、操作简单化、数据可视化。
- 1) 拓店：“数据+应用”保障拓店可持续、有序、高效。
- 2) 产品：全自动化，保证质量口味一致。
- 3) 物料：物料在系统内可追踪，基于数据实现自动订货+解冻。
- 4) 人员管理：排班、资质管理智能化……
- 瑞幸目前在全国200+城市的6000+家门店运营和扩张能力已得到验证，而多数新兴咖啡品牌仍主要位于上海，全国扩张及运营能力对其仍是挑战。

瑞幸领先：商业模式——领衔自提模式，平价咖啡头部品牌

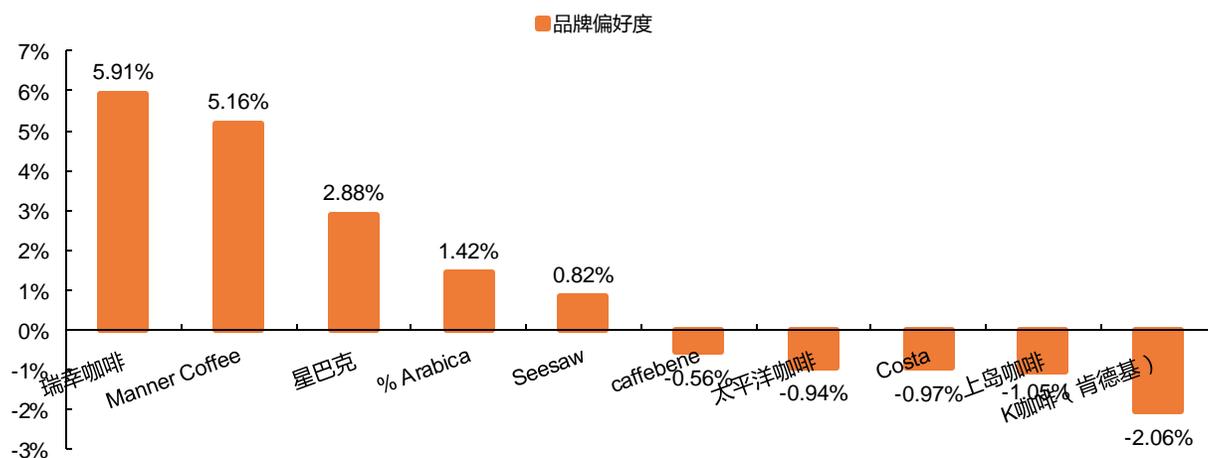
- 咖啡消费习惯逐步培育后，自取模式优势愈发凸显。根据德勤调研数据，而随着咖啡饮用习惯逐步成熟，“快咖啡”的消费场景将持续提升。瑞幸互联网零售咖啡模式寻找到了现磨咖啡市场的空白点，聚焦咖啡饮品本质及便利化需求，并在快速扩张过程中进一步对中国咖啡市场形成教育，伴随着国内咖啡市场成熟度提升，自取模式优势将愈发凸显。
- 瑞幸是自提模式下平价咖啡头部品牌，品牌影响力持续提升。瑞幸是目前国内收入最高的咖啡品牌，门店的覆盖密度和点位占取处于市场领先地位，品牌价值及影响力持续提升，在2021年《第一财经》杂志持续13年的“金字招牌”公司人品牌偏好度调查中品牌偏好度指数达到了5.91%，超过Manner（5.16%）、星巴克（2.88%）和其他精品咖啡品牌，获得连锁咖啡类目中的排名第一。

随着饮用习惯成熟，消费者“快咖啡”消费场景增加



注：数据来源德勤，“现在”时间节点可参考德勤报告时间2021年4月。

2021金字招牌连锁咖啡品牌榜



注：品牌偏好度 = (愿意推荐比例 - 失望比例) * 50%。
选取每个品类前五名和后五名，中间名次略去。

目录 CONTENTS

- 近况：已步入高质量发展轨道，造假遗留问题基本解决
- 单店模型：门店经营利润率大幅改善
- 底层逻辑：咖啡因需求正处爆发期，瑞幸领先
- 估值：显著低于行业平均水平
- 空间及挑战：率先布局全国市场，但竞争激烈
- 转板分析及案例研究
- 风险提示

估值：单店及坪效角度

➤ 选取同为现制饮品中的咖啡和茶饮行业可比公司进行对比，目前瑞幸直营店年坪效达0.72万美元/m²，仅低于星巴克全球，而单店估值仅为57万美元，单店估值/坪效为79.5倍，目前处于现制饮品行业的最低水平。

现制饮品行业单店及坪效角度估值

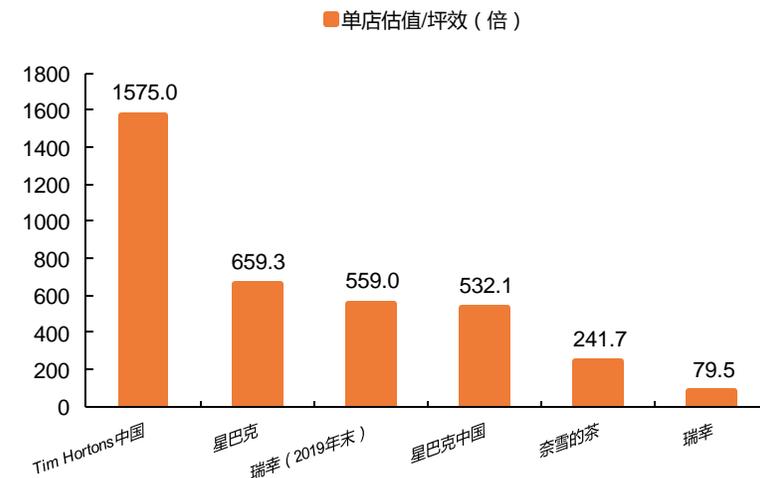
	星巴克	星巴克中国	奈雪的茶	Tim Hortons中国	瑞幸	瑞幸 (2019年末)
直营店收入(百万美元)	24607.0	3674.8	637.9	105.2	1045.0	432.3
直营店数量	17133	5358	817	388	4397	4507
直营店面积 (m ²)	180	180	180	175	35	35
直营店坪效(万美元/m ² /年)	0.81	0.41	0.54	0.23	0.72	0.38
市值(亿美元)	914.49	115.68	10.70	14.00	25.06	94.59
单店估值(万美元)	533.8	215.9	131.0	360.8	57.0	209.9
单店估值/坪效(倍)	659.3	532.1	241.7	1575.0	79.5	559.0

备注：

- 1) 瑞幸、奈雪对应市值截至2022年4月14日，门店数据来自公司公告截至2021年12月31日。瑞幸(2019年末)市值及门店数截至2019年12月31日。
- 2) 星巴克对应市值时间为2022年4月14日，门店数据来自公司公告截至2021年10月3日。星巴克中国市值根据中国区收入占总收入比重对总市值折算。
- 3) Tims对应最新估值时间为2022年3月，营收及门店数取自公司公开路演资料预测值。
- 4) 直营门店面积为一般门店或者披露均值。
- 5) 瑞幸(2019年末)特指造假前经营及估值水平。

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

现制饮品主要公司单店估值/坪效对比



估值：PS角度（疫情、债务重组等因素导致利润及PE不可比）

- 对标美股咖啡公司：星巴克当期PS（TTM）为3.07倍，历史估值中枢在3.88倍，2021年9月15日新上市的连锁咖啡品牌DUTCH BROS的PS倍数为21.09倍，瑞幸当前PS倍数为1.92倍。
- 对标美股餐饮公司：目前瑞幸的估值位于对标餐饮公司PS均值的底部水平。

可比公司估值

单位：亿美元			营业收入				估值			
证券代码	证券简称	总市值	2019	2020	2021	CAGR	PS(TTM)	历史最高	历史最低	历史中枢
SBUX. O	星巴克(STARBUCKS)	930.82	265.09	235.18	290.61	4.70%	3.07	6.23	2.45	3.88
BROS. N	DUTCH BROS	85.32	2.38	3.27	-	37.36%	21.09	25.40	2.77	16.04
MCD. N	麦当劳(MCDONALD'S)	1868.85	210.77	192.08	232.23	4.97%	8.05	9.37	3.08	5.35
CMG. N	墨式烧烤(CHIPOTLE)	445.71	55.86	59.85	75.47	16.23%	5.91	7.98	1.57	4.33
YUM. N	百胜餐饮(YUM BRANDS)	352.18	55.97	56.52	65.84	8.46%	5.35	16.20	1.70	3.85
DRI. N	达登饭店(DARDEN)	164.13	78.07	71.96	-	-7.82%	1.76	3.14	0.48	1.40
DPZ. N	达美乐比萨(DOMINOS PIZZA)	141.32	36.19	41.17	43.57	9.73%	3.24	4.70	1.01	3.03
SHAK. N	SHAKE SHACK	26.77	5.95	5.23	7.40	11.56%	3.62	25.47	2.05	6.64
	平均值						6.51	12.31	1.89	5.56
	中位数						4.48	8.68	1.88	4.11
LKNCY. US	瑞幸咖啡	23.95	1.22	6.18	12.49	219.96%	1.92	32.25	0.72	15.30

资料来源：Wind，平安证券研究所（可比公司数据截至2022年4月13日，历史区间为2012年4月13-2022年4月13日。）

目录 CONTENTS

- 近况：已步入高质量发展轨道，造假遗留问题基本解决
- 单店模型：门店经营利润率大幅改善
- 底层逻辑：咖啡因需求正处爆发期，瑞幸领先
- 估值：显著低于行业平均水平
- 空间及挑战：率先布局全国市场，但竞争激烈
- 转板分析及案例研究
- 风险提示

空间及挑战：发展空间——一二线城市门店加密有空间，但竞争激烈

➤ 目前公司主要在一二线城市采取直营发展，在下沉市场开放加盟，截至2021年末，门店数量达到6024家。未来增长一方面取决于公司门店规模的继续扩张，另一方面依靠单店销售收入的提升，我们分别对这两个方面分别分析：

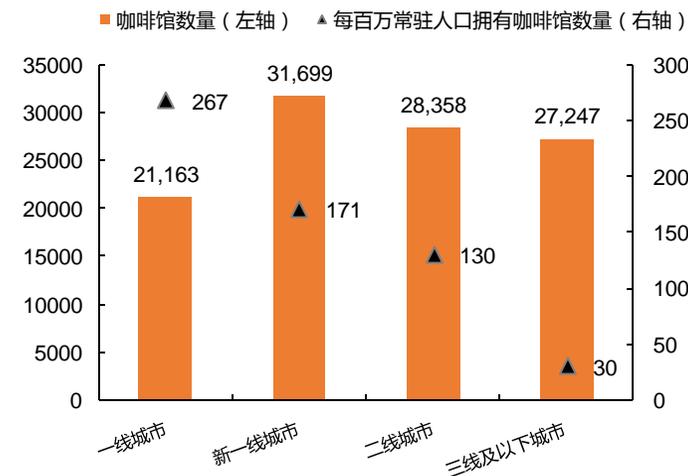
- 门店扩张：1) 直营店：一二线城市加密有空间，但竞争激烈：我国咖啡行业正处于增量期，各品牌均快速拓店抢占市场份额，相对于没有咖啡饮用习惯的下沉市场，一二线城市尤其成为主要咖啡品牌的重点布局地区。根据德勤数据，一二线城市咖啡馆数量占国内咖啡馆数量的74.9%，考虑到中国咖啡行业β走势向上，我们认为公司未来在一二线城市仍存发展空间，但是竞争激烈。

资料来源：德勤，窄门餐眼，平安证券研究所

2017-21年瑞幸门店数量及结构（公司口径）

	2017	2018	2019	2020	2021
自营门店规模	9	2073	4507	3929	4397
其中：自取店	4	1811	4239	3791	4270
休闲店	5	86	142	134	127
外送中心		176	126	4	0
加盟店规模			282	874	1627
门店合计	9	2073	4789	4803	6024

一二线城市咖啡馆数量占比达74.9%



主要咖啡品牌门店均聚焦于一二线城市（最新第三方口径）

单位：间	瑞幸咖啡	星巴克中国	Tims中国	Costa	Manner	Nowwa咖啡	麦咖啡	M Stand	Seesaw	太平洋咖啡
一二线城市	5081	4624	377	384	390	996	2088	113	75	226
三至五线城市	1252	719	4	14	1	3	48	0	0	38

注：数据来源于窄门餐眼，时间截至2022年4月11日，未统计其他地区（港澳台地区等）门店。

空间及挑战：发展空间——下沉市场发展优势大

- 门店扩张：2) 加盟店：主要咖啡品牌中瑞幸下沉发展优势最大。2019年Q4公司开放加盟，并主要聚焦下沉市场，截至2021年加盟贡献收入达16.4%。我们在咖啡系列报告一中认为中国咖啡市场能否实现空间突破取决于下沉市场，下沉市场存在机会的同时也面临消费基础不足、管理难度增加、与茶饮竞争等问题。目前瑞幸率先布局，根据极海数据，2021年门店在三四线城市覆盖率超80%。我们认为在主要咖啡品牌中瑞幸下沉发展优势最大，主要原因如下：

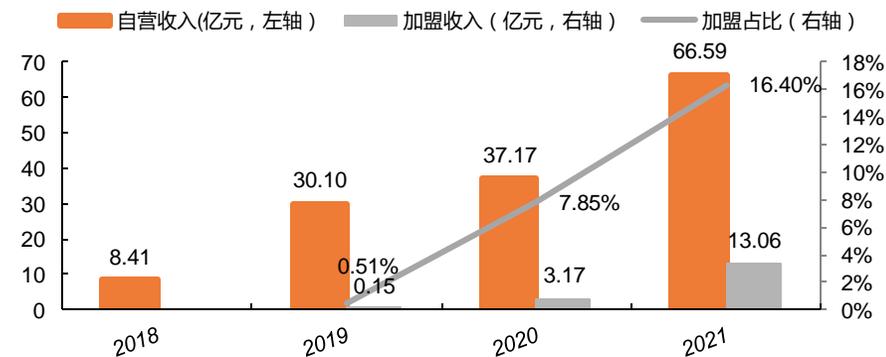
1、**品牌及先发优势明显**。客观来讲，“瑞幸”的咖啡品牌已经植入大众心理，较强的运营能力让其品牌力持续强化。咖啡的下沉市场，目前瑞幸1252家门店已经大幅领先。参考茶饮，蜜雪冰城在三至五线城市门店数达8645家，与瑞幸价格相近的书亦烧仙草达3200家，瑞幸的下沉市场空间较大；

2、**高性价比下沉潜力更强**。相比于星巴克等咖啡品牌，瑞幸的低价格+门店面积及选址要求低，下沉潜力更强。

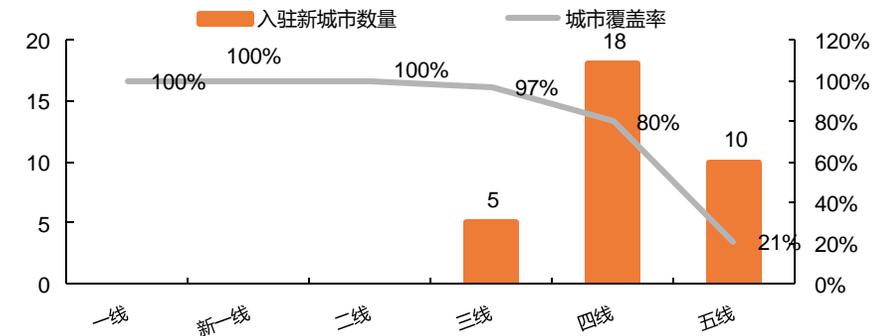
3、**咖啡“饮料化”降低了用户尝试门槛**。“饮料化”咖啡让下沉用户接受度更高，相比纯咖啡，瑞幸“饮料化”咖啡组合覆盖多消费场景及人群，吸引力相对更强。

资料来源：公司公告，窄门餐眼，极海品牌监测，平安证券研究所

瑞幸加盟收入贡献持续提升



2021年瑞幸新入驻城市及城市覆盖率



参考茶饮，瑞幸在下沉市场仍有提高空间

单位：间	瑞幸咖啡	星巴克中国	蜜雪冰城	书亦烧仙草
一二线城市	5081	4624	6117	3052
三至五线城市	1252	719	8645	3200

注：数据来自窄门餐眼，时间截至2022年4月15日，未统计处于其他地区（港澳台地区等）门店。

空间及挑战：发展空间——量、价均有提升空间，单店销售有望继续提高

单店销售收入

单店销售量

- 根据公司披露数据测算，2021年自营门店单店日均销量达300件，同比+45.60%，尤其是21Q3旺季自营单店日均销量达340件，同比+53.09%。
- 参考星巴克日均400+订单水平，瑞幸仍有提高空间。
- 除区域门店密度这一影响因素外，单店销量提升是产品及品牌吸引力的提升的反映，21年以来公司推出生椰拿铁、丝绒拿铁等爆款系列+强大运营、营销能力，销量显著提升。伴随咖啡行业β向上，现有消费者饮用习惯逐步成熟，公司未来如能维持高频推新，持续打造爆品，随着产品力及品牌影响力提升，单店销量有望继续提升。
- 探索无人零售“瑞即购”，作为门店补充，覆盖更多顾客和销售时段。



销售单价

- 根据公司披露数据测算，ASP（公司实收口径）从2018年的9.37元上涨至2021年的14.8元，CAGR达16.46%。
- 参考同为小店自提聚焦高性价比模式下的Manner，瑞幸仍有提价空间。但考虑到瑞幸门店在下沉市场占据一定的比例，而Manner客单价较高与其门店目前均位于消费水平较高一二线城市有关。在不考虑通胀因素情况下，我们认为瑞幸未来ASP是否提升取决于产品力、品牌力、以及门店发展策略。

对标Manner，瑞幸仍有提价空间（第三方顾客口径）

品牌	客单价
瑞幸咖啡	19.4
Manner Coffee	22.08

注：来源于窄门餐眼，时间截至2022年4月15日。

空间及挑战：挑战——市场竞争愈发激烈

➤ 如今咖啡赛道火热，资本市场的热捧，行业竞争进入白热化，瑞幸未来仍将面临其他品牌的市场挑战。

咖啡行业主要品牌对比分析



STARBUCKS®

品牌力深厚
大店模式下具备绝对优势

- 品牌深入人心，无论是一二线城市，还是下沉市场均具备绝对品牌知名度。
- 点位获取、租金优惠、排他条款，大店模式下具备绝对优势。
- 与时俱进，数字化转型，上线“啡快 starbucks Now”服

务，加入外卖及零售咖啡市场



luckin coffee

基于数据化的强运营
自提模式下地位领先

- 数据化提升效率，贯穿从产品研发、开店选址、门店运营、营销的全链条。
- 口味改进+高性价比，产品穿透力强。
- 目前在全国200+城市的6000+家门店的运营和扩张能力已得到初步验证。



MANNER

高品质+性价比带来高复购

- 定位平价精品咖啡，整体价格在15-25元，用料足口感好，品质不输头部品牌。
- Manner 模型已在上海跑通（394家门店300家位于上海，占76.14%），需持续关注在其他城市的复制能力，具备发展潜力。



Tim Hortons

定位“咖啡+新鲜暖食”

- 加拿大国民咖啡品牌，2019年进入中国市场，提供空间场景营造“温暖轻松”氛围。定位“咖啡+新鲜暖食”咖啡价格在18-35元。
- 拟将其中国业务通过SPAC模式赴纳斯达克上市。

资料来源：窄门餐眼，平安证券研究所（门店数据截至2022年4月15日。）

之争。

目录 CONTENTS

- 近况：已步入高质量发展轨道，造假遗留问题基本解决
- 单店模型：门店经营利润率大幅改善
- 底层逻辑：咖啡因需求正处爆发期，瑞幸领先
- 估值：显著低于行业平均水平
- 空间及挑战：率先布局全国市场，但竞争激烈
- 转板分析及案例研究
- 风险提示

转板条件及目前瑞幸满足状态

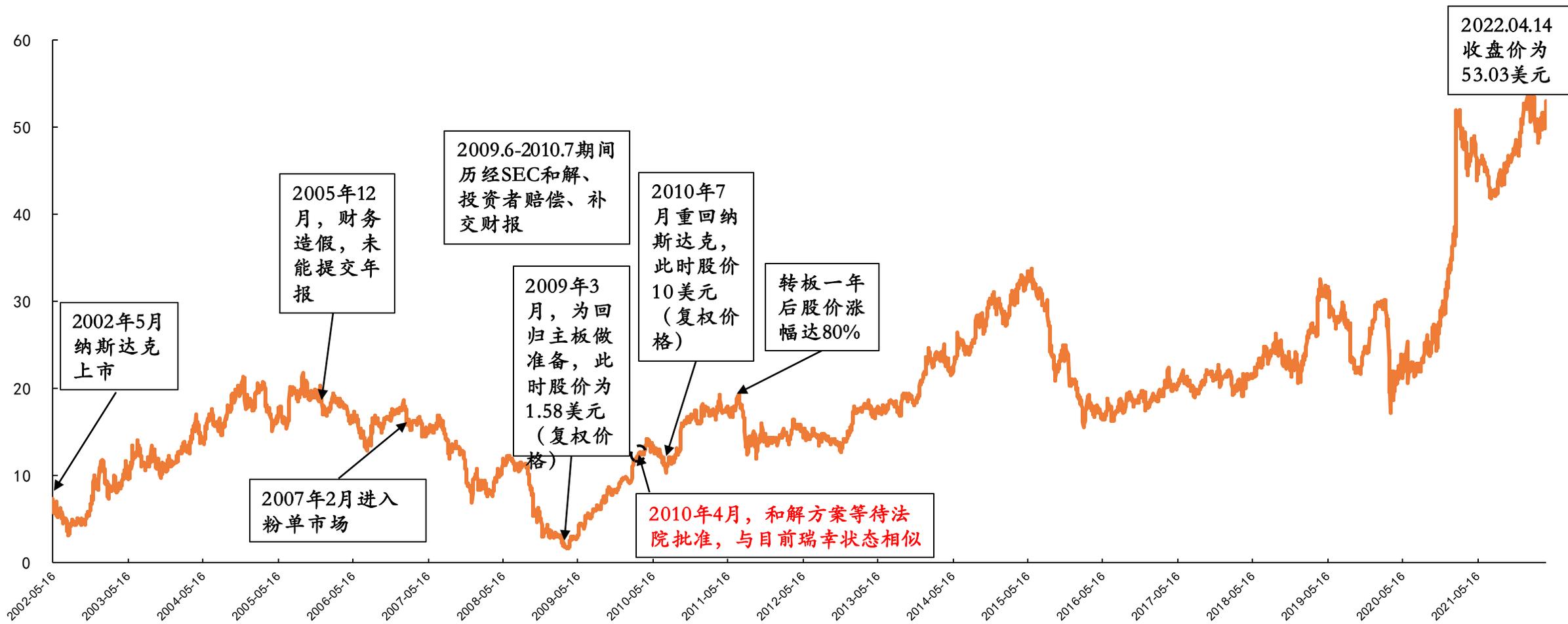
转板基本条件流程及瑞幸目前状态

核心条件	具体内容	瑞幸目前状态	
成功转板流程及条件	净资产达到500万美元，或年税后利润超过75万美元，或市值达5000万美元	✓ 市值24.23亿(2022年4月14日)，2021年税后利润达到1.08亿。	
	流通股达100万股	✓ 海外流通股达19.5亿股。	
	转板基本条件	90个交易日内最低股价为4美元	✓ 90个交易日内最低股价在8美元以上。
	股东超过300人	✓ 符合条件	
	有3个以上的做市商	✓ 符合条件	
补交财报	补交2年更正后财报	✓ 2021年6月、9月分别披露公司2019、2020年财报。	
	PCAOB 审计师签字	✓ 2021年4月更换会计师事务所为中正达（PCAOB注册，并获得美国证监会批准），补交财报为经中正达审计后。	
法院流程	与SEC和解	✓ 2022年2月4日宣布与SEC和解产生的1.8亿美元罚款已经付清。	
	债务重组	✓ 2022年4月11日完成金融债务重组，走完《破产法》第15章的程序；在任何司法管辖区不再受到破产或破产程序的约束。	
	赔偿投资者	• 2021年9月21日与美国集体诉讼的原告代表签署了1.875亿美元的和解意向书。2021年10月就股东集体诉讼达成1.75亿美元的和解协议并初步获得美国法院批准。 和解协议仍需举办听证会（预计2022年7月22日）并获得美国法院的最终批准。	

资料来源：Wind，富途，公司公告，平安证券研究所

转板案例：VERINT SYSTEMS财务造假转入粉单，转板成功并长期增值

● VERINT SYSTEMS 股价走势图（前复权）



资料来源：Wind，平安证券研究所

其他转板影响因素：国内外监管方态度，与HFCAA下的不确定性风险

➤ 国内外监管方态度：

- **国外监管角度：**和解意味着只要瑞幸能够满足转板基本条件，并且SEC认为其投资者保护工作已经到位，便可转板重回纳斯达克。
- **国内监管角度：**瑞幸财务造假事件发生后，证监会表示强烈谴责，市场监管总局及上海、北京市场监管部门对瑞幸处罚金额共计6100万元，国内监管方态度或将面临较大不确定性。但瑞幸在2021年财报中提及“公司在纳斯达克或其他海外证券交易所上市及交易ADS不需要向中国证监会提交相关申请。但《关于外国投资者并购境内企业的规定》法案可能对海外发行产生不确定影响。

Regulations Relating to Overseas Listings

In August 2006, six PRC regulatory authorities, including the China Securities Regulatory Commission, or the CSRC, jointly adopted the *Regulations on Mergers and Acquisitions of Domestic Enterprises by Foreign Investors*, or the M&A Rules, amended in June 2009. The M&A Rules, among other things, require that if an overseas company established or controlled by PRC companies or individuals, or PRC citizens, intends to acquire equity interests or assets of any other PRC domestic company affiliated with the PRC citizens, such acquisition must be submitted to the MOFCOM for approval. The M&A Rules also require that an Overseas SPV formed for overseas listing purposes and controlled directly or indirectly by the PRC citizens shall obtain the approval of the CSRC prior to overseas listing and trading of such Overseas SPV's securities on an overseas stock exchange.

Our PRC legal counsel, King & Wood Mallesons, has advised us that, based on its understanding of the current effective PRC laws and regulations as of the date of this annual report, should we seek to list and trade our ADSs on the NASDAQ Global Select Market or other overseas stock exchange, we will not be required to submit an application to the CSRC for the approval of the listing and trading of the ADSs on the NASDAQ Global Select Market. However, our PRC legal counsel has further advised us that there are substantial uncertainties as to how the M&A Rules will be interpreted or implemented in the context of an overseas offering, and its opinions summarized above are subject to any new laws, rules and regulations or detailed implementations and interpretations in any form relating to the M&A Rules.

➤ 《外国公司问责法案》（HFCAA）带来的不确定性风险：

- 基于HFCAA，如果外国上市公司连续三年未能提交美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）所要求的报告，SEC有权将其从交易所摘牌。由于牵涉1) 监管主权；2) 工作底稿涉及商业秘密和国家秘密，中国监管机构出于国家安全的考虑，针对PCAOB的审查目前仍处于谨慎协商状态。
- 4月2日，证监会等四部门联合就修订企业境外发行上市和核查规则征求意见稿，体现了对境内企业赴境外上市的支持态度，但双方对工作底稿审计还未完全达成共识，可能为公司转板带来不确定性风险。

目录 CONTENTS

- 近况：已步入高质量发展轨道，造假遗留问题基本解决
- 单店模型：门店经营利润率大幅改善
- 底层逻辑：咖啡因需求正处爆发期，瑞幸领先
- 估值：显著低于行业平均水平
- 空间及挑战：率先布局全国市场，但竞争激烈
- 转板分析及案例研究
- 风险提示

风险提示

- **政策风险。**《外国公司问责法案》及美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）对工作底稿审计要求与国内监管还未完全达成共识，或将带来较大不确定性风险。
- **咖啡完成下沉市场的空间突破有待进一步验证，或将导致拓店不及预期。**下沉市场咖啡消费基础不足，咖啡市场或将难以实现空间突破。
- **食品安全风险。**食品安全问题及负面新闻，对公司品牌、客流及行业产生严重负面影响。
- **疫情影响超预期风险。**当前疫情仍存反复可能，疫情反复致宏观经济不景气，顾客到店消费受阻，影响行业增长。
- **行业竞争加剧风险。**咖啡行业门槛相对不高，资本和新品牌方纷纷布局，可能导致行业竞争加剧。
- **原材料成本大幅上涨影响盈利风险。**原材料价格上涨会挤压企业的利润空间。

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。