

复盘商业史系列报告之一：从共享单车历史来看亏损公司的边界

2020年4月17日

看好/维持

计算机

行业报告

分析师	王健辉	电话：010-66554035	邮箱：wangjh_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050004
分析师	叶盛	电话：010-66554022	邮箱：yesheng@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517070003
研究助理	陈晓博	电话：010-66554058	邮箱：chenxb_yjs@dxzq.net.cn	
研究助理	魏宗		邮箱：weizong@dxzq.net.cn	

投资摘要：

在瑞幸咖啡造假事件发生后，其被全面批判。我们认为正确看待瑞幸咖啡具有重大意义。因为近年来，包括瑞幸咖啡、蔚来汽车和拼多多等一大批亏损公司陆续上市。如何看待瑞幸，将直接决定了如何看待这些亏损公司的投资价值。

通过跨行业梳理，我们认为共享单车行业具有很好的参考意义。通过梳理共享单车行业的公司兴衰，剖析背后的发展规律，将对我们判断亏损扩张公司的投资价值具有重要价值。

一、疯狂融资扩张的OFO和摩拜

共享单车确实解决了短距离出行的用户痛点，具有真实需求。从2016年底开始，投资人对共享单车模式不断看好，大量的资金涌入这个行业。作为行业先行者的OFO和摩拜获得了大量融资，开始了疯狂的扩张过程。

在OFO和摩拜狂飙突进的背后，隐藏着一个致命的问题：**两家公司的商业模型都是跑不通**。到了2017年底，两家公司都处在严重失血中，账面现金根本不够支撑公司未来几个月的发展。

二、哈罗单车：差异化战略+精细化运营

1、“农村包围城市”的发展战略。哈罗单车资金实力弱，在一线城市根本无法和头部玩家竞争，于是它选择了向二三线城市扩张。这些城市竞争不激烈，哈罗单车能够在单个城市形成规模效应。

2、精细化运营。哈罗单车入场晚，资金实力弱，根本无法像头部玩家那样烧钱扩张，其管理层非常注重精细化运营，要用更少的钱办更多的事儿，提高资金的使用效率，把钱花在刀刃上。

正是由于其差异化战略和精细化运营，哈罗单车的经营数据表现好得多。因此，它坚持到最后，获得了蚂蚁金服的巨额融资，成为唯一笑到最后的新兴共享单车公司。

三、共享单车行业兴衰的启示

1、错误的扩张模式是失败的主要原因。OFO和摩拜的失败，主要是因为它们在自身商业模型不成立的情况下，盲目追求增长，导致其经营和投资现金流都是负的。虽然有巨额融资，但是仍然赶不上它们烧钱的速度，最后资金断裂失败了。

2、共享单车的商业模式未必不成立。OFO和摩拜的失败并不代表共享单车模式的失败，根据哈罗单车公开的说法，其在100个城市都实现了盈利。随着行业的竞争逐步趋缓，各家共享单车公司都纷纷提价，其盈利模型都已经出行了大幅改善。

3、差异化竞争战略非常有效。哈罗单车选择了差异化战略，采用的“农村包围城市”的发展战略，在中国市场是被反复证明有效的。腾讯、美团、快手、拼多多等都曾使用过这种战略来获得竞争优势。

4、回归商业常识。许多公司在商业模型没有跑通的情况下就开始了疯狂扩张，最终资金断裂失败。从共享单车行业到瑞幸咖啡都犯了同样的错误，还是要回归商业常识。

相关公司：

烧钱扩张之路成功与失败互现但总有因，近期我们会对以下公司的扩张进行进一步研究：三泰控股(002312)、乐视网(300104)、蔚来汽车(NIO.N)、爱奇艺(IQ.O)、拼多多(PDD.O)、趣头条(QTT.O)、瑞幸咖啡(LK.O)、优信(UXIN.O)、哔哩哔哩(BILI.O)、蘑菇街(MOGU.N)、有道(DAO.N)、兑吧(1753.HK)、流利说(LAIX.N)、美团点评(3690.HK)、中国有赞(8083.HK)

风险提示：烧钱扩张不及预期、竞争对手发展超出预期；商业模式存在重大缺陷的风险；融资不及预期的风险；高速发展过程中管理无法跟上的风险。

目 录

1. 共享单车的兴起.....	4
1.1 短距离出行一直存在痛点	4
1.2 共享单车的三个发展阶段	4
1.3 互联网共享单车的萌发	5
2. 两家公司在资本助推下疯狂扩张	6
2.1 OFO：疯狂融资和扩张	6
2.2 旗鼓相当的摩拜	6
2.3 疯狂扩张背后根本不成立的商业模式	8
2.4 哈罗单车：差异化战略+精细化运营	9
3. 共享单车行业的启示	11
3.1 错误的扩张模式是失败的主要原因	11
3.2 共享单车的商业模式未必不成立	11
3.3 差异化竞争战略非常有效	12
3.4 回归商业常识	12
4. 相关公司.....	12
5. 风险提示.....	12
相关报告汇总.....	14

插图目录

图 1: 中国共享单车发展经历的三个阶段	5
图 2: OFO 小黄车	5
图 3: 摩拜单车	5
图 4: 2017 年 12 月头部共享单车的 MAUs	8
图 5: 共享单车公司的商业模式	8
图 6: 共享单车公司的现金流	11

表格目录

表 1: OFO 在 2017 年前的历轮融资情况	6
表 2: 摩拜在 2017 年前的历轮融资情况	7
表 3: 哈罗单车在 2017 年前的历轮融资情况	10

2020年4月2日，瑞幸咖啡发布公告，称公司从2019年Q2到2019Q4，虚增收入22亿，并虚构了相应的成本和费用。在审计机构的强大压力下，瑞幸咖啡不得不自曝造假。此后，市场声讨之声雀起。瑞幸咖啡被全面批判，认为一无是处。

然而，我们认为应该严格区分一个问题：究竟是瑞幸咖啡的商业模式本身就有问题？还是瑞幸咖啡采用的扩张方式出了问题？

因为回答这个问题，具有重大意义。近年来，瑞幸咖啡、蔚来汽车和拼多多和等一大批亏损公司陆续上市。它们一方面巨额亏损，另一方面高速增长。如何回答这个问题，将直接决定了如何看待这些公司的投资价值。

通过跨行业梳理，我们认为共享单车行业具有很好的参考意义。该行业从兴起，到无序竞争，再到行业整合，完整经历了一个新兴行业的发展过程。

因此，本报告通过梳理共享单车行业的公司兴衰，剖析背后的发展规律，来解答上述问题。

1. 共享单车的兴起

1.1 短距离出行一直存在痛点

在共享单车出现之前，人们短距离出行一直不是很方便，存在着痛点。通常来说，短距离出行是指3公里以内的出行，即步行太慢、打车太贵的路途。场景细分下来包含两类：

1、上下班、上学放学、逛街等情况，通常是从地铁站到公司等具体的位置。这个细分场景的频次高、线路固定，而且人数多，因此需求量较大。这种场景在一二线城市较为常见。

2、公交不发达情况下的短距离出行情况。在许多三四线城市，公交车并不发达，或者线路很难完全满足用户出行需求。因此，用户在短距离出行时候，就往往很不方便。

相比传统的步行、公交出行和打车，共享单车在短距离出行上具有明显的优点：等待时间短，便利性强，在距离不远的情况下，花费总时间和金钱都要优于其他出行方式。

1.2 共享单车的三个发展阶段

不过，共享单车在中国的发展并不是一蹴而就，而是先后经历过几次模式迭代，才真正兴起。按照比达咨询的归纳，共享单车的发展总共经历了三个阶段：

1、2007-2010年的市政公共单车模式：这种模式是从国外引进，主要由各地方政府主导，并不以盈利为目的。单车以有桩单车为主。

2、2010-2014年的企业承包市场单车模式：这种模式是由企业承建一个城市的自行车运营系统，然后交给政府或者由其自己运营。单车仍然以有桩单车为主，整体模式并没有根本改变。代表公司是永安行。

3、2014年至今，互联网共享单车模式。随着移动互联网的快速发展，GPS定位、二维码自动开锁、移动支付等技术的综合应用，产生了新一代的互联网共享单车。代表公司是摩拜、OFO。

图 1：中国共享单车发展经历的三个阶段



资料来源：比达咨询、东兴证券研究所

1.3 互联网共享单车的萌发

在互联网共享单车模式探索中，有两家公司表现亮眼：OFO 和摩拜。它们分别探索，都走上了共享单车的创业道路：

1、2015 年 6 月，OFO 率先在北大校园推出 OFO 小黄车。早期的 OFO 单车和传统自行车一样。没有 GPS 定位，无法掌握单车的实时位置；而且采用了机械锁，容易被破解骑行。

不过，OFO 小黄车优点在于成本低，可以快速占领市场。根据媒体报道，其成本仅为 300 元/辆。

2、摩拜单车发展稍晚于 OFO。2016 年 4 月，摩拜单车在上海开始投放运营。不过，摩拜对其共享单车进行了重新设计，采用了实心胎、轴传动、铝合金车身、智能锁等。摩拜做这些设计是为了降低之后的运营维护支出，但是也带来车身重、难骑行等缺点。

总体来看，摩拜的产品要更出色，针对公共骑行进行了重新设计，具有安全可靠的优点。不过，其成本较高，据媒体报道其初期成本高达 2000 元/辆。

图 2：OFO 小黄车



资料来源：百度图片，东兴证券研究所

图 3：摩拜单车



资料来源：百度图片，东兴证券研究所

两家公司的产品推向市场后，很快受到了用户的欢迎。这有效验证了共享单车确实解决了短距离出行的用户痛点，具有真实需求。

2. 两家公司在资本助推下疯狂扩张

从 2016 年底开始，投资人对共享单车模式不断看好，大量的资金涌入这个行业。作为行业先行者的 OFO 和摩拜获得了大量融资，开始了疯狂的扩张过程。

2.1 OFO：疯狂融资和扩张

2016 年 9 月和 10 月，OFO 连续获得了 B 轮和 C 轮融资，仅 C 轮融资就达到 1.3 亿美元。其中包括金沙江创投、滴滴出行等头部创投和产业资本。

表 1:OFO 在 2017 年前的历轮融资情况

日期	公司名称	融资轮次	金额
2015/3/17	ofo 共享单车	天使轮	数百万人民币
2015/12/22	ofo 共享单车	Pre-A 轮	900 万人民币
2016/2/8	ofo 共享单车	A 轮	数千万人民币
2016/4/2	ofo 共享单车	A+ 轮	金额未知
2016/9/2	ofo 共享单车	B 轮	数千万美元
2016/10/10	ofo 共享单车	C 轮	1.3 亿美元
2017/3/1	ofo 共享单车	D 轮	4.5 亿美元
2017/4/22	ofo 共享单车	战略投资	金额未知
2017/7/6	ofo 共享单车	E 轮及以后	超 7 亿美元

资料来源：企查查、东兴证券研究所

在强大资本的支撑下，OFO 开始走出校园，在城市提供服务。从 2016 年 11 月起，OFO 开始了城市扩张战略。不但在成都、厦门等城市布局运营，而且向海外扩张，先后在新加坡等城市布局。截止 2017 年 5 月，OFO 宣布正式进入第 100 个城市-拉萨。

在此前后，OFO 的融资也非常顺利。先在 2017 年 3 月获得 D 轮 4.5 亿美元融资，紧接着在 4 月获得了蚂蚁金服战略投资，而后在 7 月又获得了超过 7 亿美元的投资。滴滴出行和阿里巴巴都成为其战略投资者。

于是，OFO 继续不断扩张，向供应商下了巨额的采购订单，并且和主要竞争对手摩拜打起了价格战。先后宣布免费骑行活动。

截止 2017 年 10 月，ofo 小黄车宣布日订单突破 3200 万。相比去年同期，ofo 日订单量增长远超 31 倍。

2.2 旗鼓相当的摩拜

2016 年 4 月，摩拜单车在上海开始投放第一批单车。4 个月后，摩拜单车进入北京。其时尚的外型，方便快捷的设计，迅速受到了用户的欢迎，人们的关注。

在资本市场上，摩拜也得到了众多的认可，投资机构不断涌入。根据公开披露数据来看，从 2018 年 8

月起，在 4 个月的时间内，摩拜单车先后获得了创新工场、高瓴资本、腾讯、美团王兴的投资，融资金额应该在 5 亿美元左右。

此后，摩拜在 2017 年又分别获得了富士康、淡马锡、腾讯领投 E 轮、高通等多轮投资。其中仅腾讯领投的 E 轮就融资超过 6 亿美元。

表 2:摩拜在 2017 年前的历轮融资情况

日期	公司名称	融资轮次	金额
2015/3/1	摩拜单车	天使轮	146 万人民币
2015/10/30	摩拜单车	A 轮	数百万美元
2016/8/19	摩拜单车	B 轮	数千万美元
2016/9/2	摩拜单车	B+ 轮	数千万美元
2016/9/30	摩拜单车	C 轮	超 1 亿美元
2016/10/13	摩拜单车	C+ 轮	近亿美元
2017/1/4	摩拜单车	D 轮	2.15 亿美元
2017/1/23	摩拜单车	战略投资	金额未知
2017/2/20	摩拜单车	D+ 轮	金额未知
2017/6/16	摩拜单车	E 轮及以后	超 6 亿美元
2017/11/15	摩拜单车	战略投资	金额未知

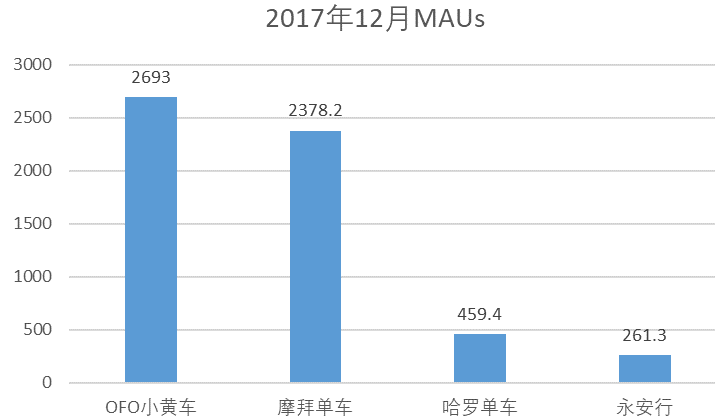
资料来源：企查查、东兴证券研究所

在强大的资本背书下，2017 年 1 月，摩拜 CEO 王晓峰宣布将进行不以盈利为目标的市场扩张。此后，摩拜不断进入国内一二线城市，并向海外扩张，先后进入新加坡、欧洲、美国等地区。

2017 年 6 月 29 日，摩拜单车开启了免费骑行活动，宣布将免费送出 1000 万张月卡，用户领取后即可享受 30 天的免费骑行福利，骑行次数和骑行城市不限。随后，OFO 也跟进免费骑行活动，将双方的竞争引向了白热化。

在资本的强力驱动下，OFO 和摩拜在活跃用户等数据上处于领先地位。按极光大数据显示，ofo 小黄车和摩拜单车在 2017 年 12 月 MAU 都突破了 2000 万人，ofo 12 月 MAU 为 2693 万人，摩拜单车为 2378.2 万人。

图 4：2017 年 12 月头部共享单车的 MAUs



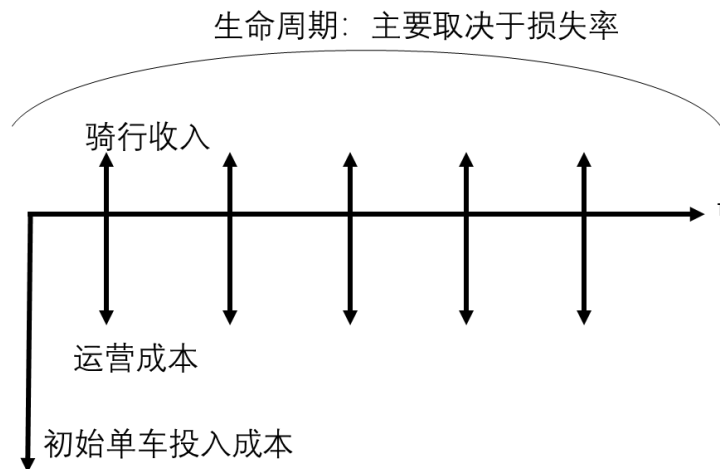
资料来源：极光大数据、东兴证券研究所

2.3 疯狂扩张背后根本不成立的商业模式

如果不考虑获客成本，共享单车公司的商业模式如下图所示：

- 1、初始单车投入成本；共享单车的初始投入成本较高，随着规模化量产，价格会逐步下降。
- 2、单车生命周期；共享单车初始设计的使用寿命为 3-5 年，但是在实际使用中，往往会遭到各种恶意破坏，真正的生命周期主要取决于损失情况。越容易损坏的，单车生命周期越短。
- 3、骑行收入；共享单车的骑行收入是骑行频次和单次价格的乘积。而骑行频次除了受价格影响之外，还受所在城市、地面状况、区域位置等多重因素的影响。
- 4、运营成本；共享单车投放之后，还需要有大量的运营工作去做，包括市场营销、坏车维修、车辆调度、违法纠察等工作。

图 5：共享单车公司的商业模式



资料来源：东兴证券研究所

按照上述框架来看 OFO 的商业模型就会发现：

- 1、小黄车初始投入成本较低。根据媒体估计，小黄车成本价约为 300 元。
- 2、单车寿命太短。小黄车并未针对公共骑行单独设计，损坏率非常高。按照媒体报导，17 年初，投放的月损失率达到 10%。按照这个速度计算，其投放出去的单车在 10 个月后将全部损坏，平均使用寿命仅有 5 个月。
- 3、骑行收入很少。小黄车的初始定价是 1 元/次/小时，但是后续充值优惠活动力度很大，并且不断有免费骑行月卡推出。因此，其实际收入非常少。
- 4、运营成本高企。由于小黄车损失率太高，导致后期维修费用也很高。再加上各地政府纷纷出台政策规范单车停放，迫使 OFO 不得不增加调度人员，运营费用增加很多。

因此，OFO 的收入根本无法覆盖其运营成本。公司不但没有造血能力，还处于不断失血中，只能依靠不断地融资来维持生存并驱动增长。而由于其单车损坏率太高，在大量单车投放出去后，仅仅维持原有规模都需要巨额资金的不断投入。

于是，OFO 在 2017 年的多轮巨额融资迅速被消耗殆尽。根据财新报道，截止 2017 年底，OFO 账上可供调配的资金仅剩 3.5 亿元。

相比之下，摩拜的单车生命周期虽然较长，但是在激烈的价格战下，收入远远不能覆盖运营成本。根据媒体披露的摩拜 2017 年 12 月的运营数据，当月收入 1.1 亿元，运营成本 2.8 亿元，再加其他费支出合计亏损 6.8 亿元。此外，摩拜还挪用了用户押金 60 亿元，还欠供应商 10 亿元。

总结起来，在 OFO 和摩拜狂飙突进的背后，隐藏着一个致命的问题：**两家公司的商业模型都是跑不通**。到了 2017 年底，两家公司都处在严重失血中，账面现金根本不够支撑公司未来几个月的发展。

2.4 哈罗单车：差异化战略+精细化运营

在共享单车大战中，OFO 和摩拜单车是头部公司，此外还有一大批腰部公司：小蓝单车、酷骑单车、哈罗单车和永安行等。其中，哈罗单车的竞争策略非常值得关注。

哈罗单车成立时间晚，几乎是最后入场的玩家。它成立于 2016 年 9 月，两个月后的 11 月才在宁波投放第一批单车。此时，OFO 和摩拜单车已经完成了数轮密集的融资，马上或即将开始大规模的城市扩张了。

哈罗单车手中现金不多，于是做了两个决策：

1、“农村包围城市”的发展战略。哈罗单车资金实力弱，在一线城市根本无法和头部玩家竞争，于是它选择了向二三线城市扩张。这些城市竞争不激烈，哈罗单车能够在单个城市形成规模效应。

而且，二三线城市的短距离出行的市场空间也很大。在三线城市非常缺乏公共交通，迫切需要被改善。一线城市人口密度很大，但是需求是潮汐式的，早晚骑单车的人比较多。但是二三线城市的人，出行需求明显要多，使用单车的频率更高。所以，同样的骑车费用、同样的单车成本，效率会更高。运营人员的工资比一线城市也要低。

2、精细化运营。哈罗单车入场晚，资金实力弱，根本无法像头部玩家那样烧钱扩张，其管理层非常注重精细化运营，要用更少的钱办更多的事儿，提高资金的使用效率，把钱花在刀刃上。

因此，哈罗单车从城市挑选，产品、供应链、投放策略、运营服务等各个方面都进行了更加精细化的运营，从而达到了比竞争对手更高的效率。

因此，哈罗单车的商业模型要比 OFO 和摩拜好得多：

- 1、客单价更高。由于二三线城市的竞争并不激烈，哈罗单车的骑行费用要高于头部玩家。
- 2、运营费用低。按照媒体给出的资料，摩拜单车的运营费用是 1 元/天/车，而哈罗单车能够做到 0.3 元/天/车。

正是由于其差异化战略和精细化运营，哈罗单车的经营数据表现好得多。到 2017 年春天，它已经向宁波、厦门、杭州等 16 座城市投放了 70 万辆单车。截止 2017 年 3 月，公司披露日订单量已经达到 300 万，这些都是在公司有限的资金投入下实现的。

这打动了投资者，让公司完成了 B 轮融资，获得了数亿元的宝贵资金。此后，公司也加快了城市扩张步伐，并且在 2017 年下半年开始有意识向三、四线城市下沉，因为其发现三四线城市竞争没那么激烈。2018 年 8 月，哈罗单车已与六七十个城市签订独家引进协议。

到了 2017 年 10 月后，哈罗单车成功并购了永安行，并获得了蚂蚁金服 3.5 亿美元、复星集团 10 亿人民币的融资。而此时，OFO 和摩拜都已经陷入了资金短缺。

表 3:哈罗单车在 2017 年前的历轮融资情况

日期	公司名称	融资轮次	金额
2016/11/4	哈啰出行	A 轮	金额未知
2017/1/12	哈啰出行	A+ 轮	金额未知
2017/4/17	哈啰出行	B 轮	数亿元人民币
2017/10/20	哈啰出行	战略投资	金额未知
2017/10/25	哈啰出行	并购	金额未知
2017/12/4	哈啰出行	D 轮	3.5 亿美元
2017/12/27	哈啰出行	D+ 轮	10 亿元人民币

资料来源：企查查、东兴证券研究所

在蚂蚁金服投资哈罗之后，哈罗单车在 2018 年 3 月 13 日发动了免押金战略：芝麻信用超 650 分的用户可在全国任一城市免押金骑行。并且，用户可以直接通过支付宝的二级窗口扫码骑行，这大大降低了使用门槛。至于芝麻信用分不满 650 分的用户，也提供月卡等其他免押方式。

到了 2018 年 5 月份，根据媒体报道，哈罗单车日订单量已经超过了 OFO 和摩拜的总和。经过一年半的时间，哈罗单车逆袭成为了共享单车行业的第一名。而摩拜在 2018 年 4 月被美团以 27 亿美元收购，OFO 最后则是事实上破产了。

而滴滴从 2018 年初开始，先托管了小蓝车，后又推出了自营的青桔单车。凭借滴滴强大的资金实力和流量，也成为共享单车行业的重要玩家。

3. 共享单车行业的启示

共享单车行业在短短两年时间内经历了行业的兴起、爆发、疯狂、洗牌，最后形成了美团、滴滴和哈罗单车三家头部公司的竞争格局。

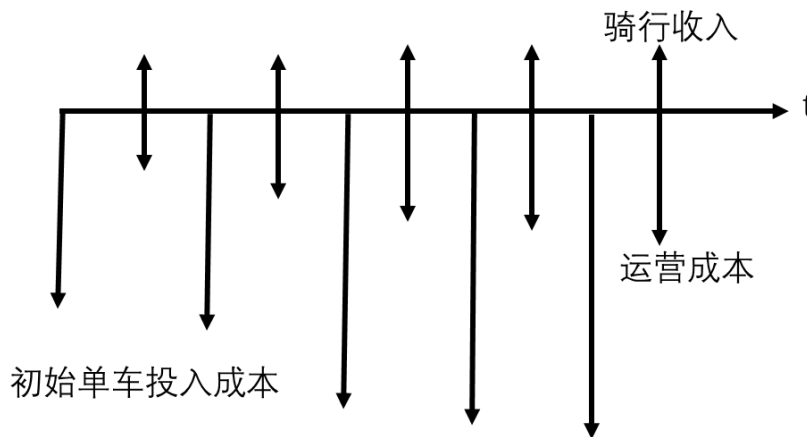
在这个过程中，曾经的头部玩家 OFO 和摩拜最终倒掉或者被收购，而哈罗单车却逆袭成为唯一幸存的新兴玩家。在这个过程中，确实有许多的经验教训。

3.1 错误的扩张模式是失败的主要原因

OFO 和摩拜在扩张过程中，需要大量投放单车，这都需要大量的资本支出。而其投放单车之后，在激进的定价策略下，收入极少，根本无法覆盖其运营成本。

于是，它们在 2017 年的高速扩张过程中，处于不断失血状态，只能依靠不断地融资来维持生存、驱动增长。而由于其单车损坏率太高，在大量单车投放出去后，仅仅维持原有规模都需要巨额资金的不断投入。

图 6：共享单车公司的现金流



资料来源：东兴证券研究所

因此，它们的失败，主要是因为它们在自身商业模式不成立的情况下，盲目追求增长。虽然有巨额融资，但是仍然赶不上它们烧钱的速度，最后资金断裂失败了。

3.2 共享单车的商业模式未必不成立

当然，OFO 和摩拜的失败并不代表共享单车模式的失败。原因在于：

- 1、共享单车本身确实解决了用户短距离出行的痛点，是具有真实市场需求的。
- 2、并不是所有共享单车玩家的商业模式都跑不通。根据哈罗单车公开的说法，其在 100 个城市都实现了盈利。随着行业的竞争逐步趋缓，各家共享单车公司都纷纷提价，其盈利模型都已经进行了大幅改善。

共享单车的发展史对其他行业也有很大的借鉴意义。在瑞幸咖啡造假事件曝光之后，市场一直在争论一个问题：究竟是瑞幸咖啡所要探索的这种商业模式有问题？还是瑞幸咖啡本身的扩张模式有问题？

我们一直认为瑞幸咖啡出事最重要的原因是其扩张模式出了问题。在 2019 年 12 月 23 日的报告《同样都是亏钱扩张，瑞幸咖啡和拼多多有何不同？》中指出，瑞幸咖啡的错误首先在于其选择了闪电式扩张的模式，这种扩张模式并不适合它，而并非其商业模式本身一定跑不通。

通过共享单车行业的历史可以看出，OFO 和摩拜的失败最主要原因也是错误的扩张模式，而并非共享单车本身的商业模式跑不通。这种情况和瑞幸咖啡非常类似。如果瑞幸咖啡能够稳步扩张，精细化运营，不断迭代是有可能做起来的。

3.3 差异化竞争战略非常有效

在 OFO 和哈罗单车疯狂烧钱竞争的时候，哈罗单车选择了差异化战略，避开竞争激烈的一线城市，而是去二三四线城市拓展，获得了非常好的效果。

这种“农村包围城市”的发展战略，在中国市场是被反复证明有效的。腾讯、美团、快手、拼多多等都曾使用过这种战略来获得竞争优势。

尤其是拼多多，其利用中国低线城市的市场空白，用微信社交流量切入，迅速获得了众多的用户，现在已经成为用户数量第二的电商平台。我们一直看好拼多多的差异化发展战略，之前曾有多篇报告，欢迎查看。

3.4 回归商业常识

一家创业公司本来应该将自己的商业模型先跑通，再规模化扩张。这是最基本的商业道理，但是在资本的催熟下，许多公司往往在商业模型没有跑通的情况下就开始了疯狂扩张。这种行为发展到一定阶段之后，就是现在看到的状况：OFO 虽然经过多轮巨额融资，但是仍然赶不上资金消耗的速度，最终资金断裂失败。

而瑞幸咖啡也犯了同样的错误，在自身的商业模型完全跑不通的情况下，进行疯狂扩张。用了不到两年的时间，在全国开了超过 4500 家门店，超过了星巴克 20 年在华开店总数。

但是，这种疯狂的开店过程中，瑞幸咖啡的现金流持续为负，形成了很大的资金压力。虽然瑞幸咖啡手中现金较为充足，但是它仍然非常有动力去融资。这对诱发其财务造假产生了重要的影响。

4. 相关公司

下面是一些亏损扩张的公司，有些通过亏损扩张取得了成功，有些却遭受了失败，有些目前还无法判断。但是我们认为运用上述的经验总结可以做出更好地判断。我们将在以后的系列报告中详加解读，敬请关注。

三泰控股(002312)、乐视网(300104)、蔚来汽车(NIO.N)、爱奇艺(IQ.O)、拼多多(PDD.O)、趣头条(QTT.O)、瑞幸咖啡(LK.O)、优信(UXIN.O)、哔哩哔哩(BILI.O)、蘑菇街(MOGU.N)、有道(DAO.N)、兑吧(1753.HK)、流利说(LAIX.N)、美团点评(3690.HK)、中国有赞(8083.HK)

5. 风险提示

1、烧钱扩张不及预期；

- 2、竞争对手发展超出预期；
- 3、商业模式存在重大缺陷的风险；
- 4、融资不及预期的风险；
- 5、高速发展过程中管理无法跟上的风险；

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	同样都是亏钱扩张，瑞幸咖啡和拼多多有何不同？	2019-12-23
公司	拼多多（PDD.O）：“补贴”的三重境界	2019-12-02
公司	拼多多（PDD.O）：从淘集集暴雷看拼多多的护城河	2019-11-01
公司	拼多多（PDD.O）：从颠覆式创新来看电商大战的未来	2019-09-17
行业	操作系统行业深度报告：华为鸿蒙系统、安卓和未来	2019-07-13
行业	工业软件产业报告之二，电子设计软件 EDA 是芯片产业皇冠上的明珠	2019-07-12
行业	工业软件：中美科技战命门之工业软件深度报告之一	2019-05-22
行业	美国 SaaS 产业：行业发展巡视及整体分析	2019-05-22
行业	新零售的核心受益者：腾讯、阿里和 SaaS 公司	2019-05-07
公司	石基信息（002153）：信息消费龙头，云价值腾飞在即	2019-06-17
公司	中国有赞（08083）深度报告：中国率先腾飞的 SaaS 服务商	2019-03-05

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

研究助理简介

研究助理：陈晓博

中国人民大学会计硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

研究助理：魏宗

中国人民大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事 TMT 行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526