

基于瑞幸咖啡宏观微观数据看咖啡连锁新零售模式



报告起因

国内现磨咖啡市场增速高（预计到 2023 年将达到 1579 亿元，CAGR=32%）、品牌集中度低，具有培养较大咖啡连锁品牌空间。瑞幸咖啡作为迅速崛起的新零售专业咖啡连锁品牌，因咖啡口味、展店力度、IPO 速度等标签备受市场争议。本报告在基于对公司分析的基础上选取典型门店进行草根调研分析，宏观结合论述瑞幸咖啡新零售模式的可行性。

核心观点

- 瑞幸新零售模式本质是通过门店、人员、租金等的高效管控，在保证原材料高品质的前提下，让客户享用到高性价比的咖啡。公司差异化战略可归纳为三点：（1）专注于快取店密集展店；（2）不依赖于高客流地段；（3）科技驱动运营。从公司财务数据分析和草根调研分析来看，以上战略具有现实盈利模型支撑，且公司高举高打展店同时，毛利率正在持续改善。
- 财务数据体现公司战略，盈利指标持续优化但短期仍难改亏损局面。（1）门店数：以快取店为重心，扩张迅猛、持续加密，计划到 2021 年底展店 10000 家；（2）用户数及销量：截至 2019Q1，公司累计交易用户 1.69 亿，品牌效应、门店网络的铺开及用户运营效率的提升，带动公司获客成本快速下降，2018 年末留存率超过 54%；（3）盈利能力：在快速扩张的情形下，公司单店收入、销量稳步提升，运营毛利率正在改善，但短期内预计仍难改亏损局面。
- 草根调研数据显示门店毛利对客单价较为敏感，快取店盈利模型更加坚挺。两家草根调研门店分别为开业 1 年以上悠享店和开业 1 个月快取店，从草根数据及单店测算结果看，（1）成熟店客流稳定（日订单 393 单），新开店仍在拉新、客流超预期（日订单 339 单）；（2）悠享店外送比例与公司披露一致（28%外送比例），快取店无外送订单；（3）食品供应由总部决定，订单占比约 6.2%，低于公司披露的平均值；（4）悠享店单店毛利（1%）显著低于快取店（22.1%），主要扰动因子为配送费用（悠享店年配送费约 9 万元）、门店租金（门店面积差异显著）；（5）敏感性测算看，不同门店对客单价敏感性均较高，且悠享店盈利模型极其脆弱，门店订单略下滑/客单价略下降即转为亏损。

投资建议与投资标的

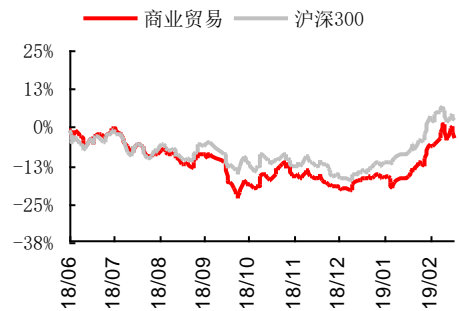
- 目前来看，我们认为瑞幸咖啡代表的咖啡连锁新零售模式盈利状况尚需跟踪观察，但其差异化战略正在改善盈利模型，主要体现在：（1）高举高打做品牌，降低获客成本；（2）密集拓展快取店，降低单店成本及配送费用；（2）定位中端价位，稳健提高实际价格减少门店客流波动，建议积极关注国内现磨咖啡市场新零售模式演变。

风险提示

- 门店扩张不及预期风险、资金短缺无法支持公司扩张风险、市场竞争加剧风险、食品安全风险

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	商业贸易
报告发布日期	2019 年 06 月 24 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 邓文慧
021-63325888-7041
dengwenhui@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517100002

相关报告

从云集看会员制社交分销平台“前世今生” 2019-03-31

目 录

1. 样本门店描述	4
2. 样本门店草根调研结果	5
3. 样本门店单店盈利模型测算	7
3.1 单店盈利模型测算及对比	7
3.2 敏感性分析	8
4. 财务分析：财务数据体现公司战略，短期难改亏损局面	10
4.1 核心运营数据	10
4.1.1 门店数：以快取店为重心，扩张迅猛、持续加密	10
4.1.2 用户数及销量：获客成本快速下降，用户留存率波动上升	12
4.2 公司财务数据	13
4.2.1 收入/净利：单店收入积极稳步提升，亏损率逐步收窄	13
4.2.2 成本费用支出：差异化经营战略效果逐步体现，毛利率持续改善	15
风险提示	18

图表目录

图 1：样本门店周边商业及居住情况.....	4
图 2：样本门店周边星巴克、肯德基、全家门店情况.....	5
表 1：样本门店草根调研信息汇总	6
表 2：浦江双辉店与裕景国际店盈利情况对比	7
表 3：浦江双辉店单店毛利敏感性测试（行：单店饮品订单量；列：其他食品订单占比）	8
表 4：浦江双辉店单店毛利敏感性测试（行：单店饮品订单量；列：其他食品订单占比）	9
表 5：裕景国际店单店毛利敏感性测试（行：单店饮品订单量；列：单杯饮品人均消费）	9
图 3：瑞幸咖啡门店数据.....	10
图 4：瑞幸咖啡门店网络分布	11
图 5：瑞幸咖啡配送订单占比	11
表 6：瑞幸咖啡用户及销量情况.....	12
图 6：瑞幸咖啡新交易用户数（百万）	13
图 7：瑞幸咖啡获客成本（元）	13
图 8：瑞幸咖啡用户留存率.....	13
图 9：瑞幸咖啡收入构成.....	14
图 10：瑞幸咖啡营业收入及净亏损（单位：千元）	14
图 11：公司现磨咖啡及轻食单价（元）	15
图 12：瑞幸咖啡单店收入及单店销量（季度）	15
图 13：瑞幸咖啡用户留存率	16
图 14：公司单杯饮品/单份轻食成本	17
图 15：公司单店租金成本及员工成本（季度）	17
图 16：瑞幸咖啡销售费用率&管理费用率.....	17

1. 样本门店描述

开业时间：浦江双辉广场店与裕景国际店分别于 2018 年 4 月、2019 年 4 月成立，距离调研时间分别开业 13 个月、1 个月，可作为成熟门店和新开门店的代表。

门店类型：瑞幸咖啡门店可分为悠享店、快取店和外卖厨房店，浦江双辉广场店和裕景国际店分别为悠享店和快取店，且裕景国际店不提供外送服务。

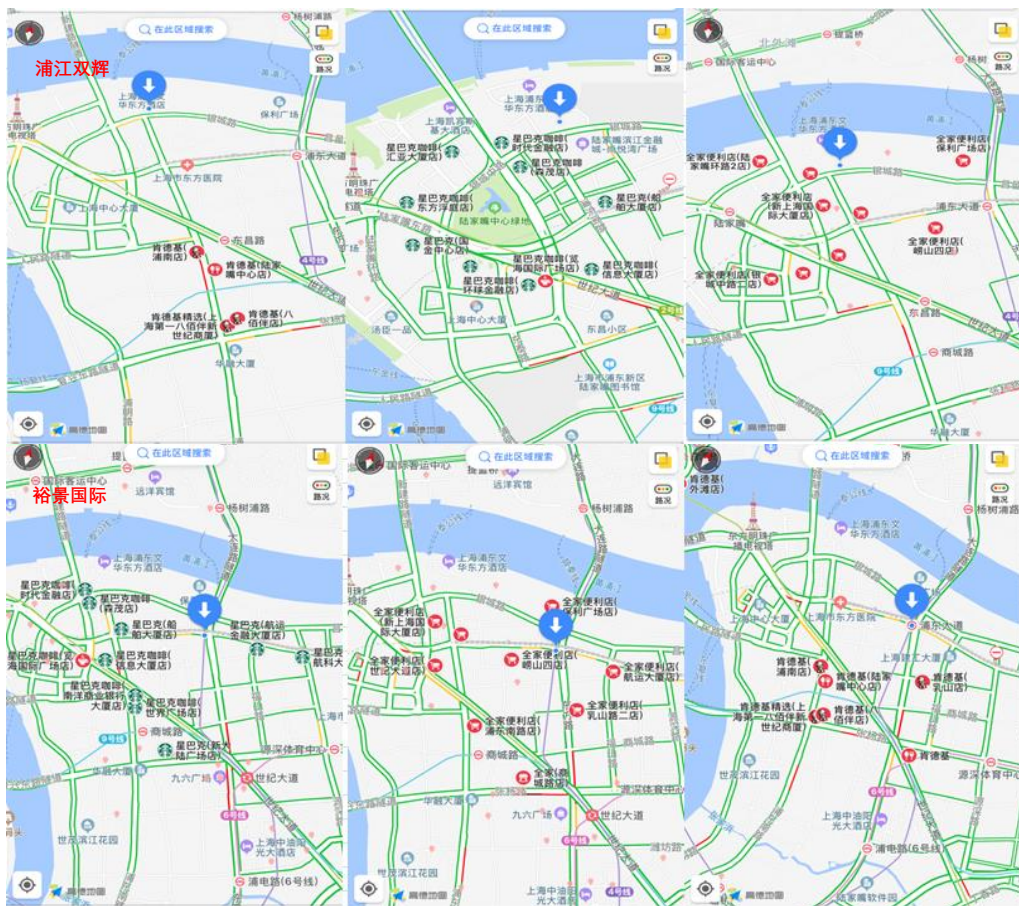
门店选址：瑞幸咖啡在门店选址上偏好于写字楼和居民生活区域，走访调研的两家门店分别位于写字楼商圈中心和生活区域中心。瑞幸浦江双辉广场店位于陆家嘴商圈、中心写字楼地带，所在楼宇毗邻农银大厦、建行大厦、GALA MALL、海银金融中心、时代金融中心等。店面位于广场负一层停车场入口附近，与全家、SUBWAY 等餐饮店相邻。瑞幸裕景国际店位于陆家嘴居民生活区，昌邑路与东方路交叉口，毗邻喜士多便利店，距离地铁浦东大道站 1 号口 50 米左右。周边 1km 距离范围内有写字楼荣成大厦、其昌栈渡口，以及金隆海悦、滨江茗园、万源晶典、梅园三村等 25 个小区。

图 1：样本门店周边商业及居住情况



资料来源：百度地图，东方证券研究所

周边门店密度：以浦江双辉广场为中心 3km、5km、10km 范围内分别有 44、88、200 家门店，以裕景国际为中心 3km、5km、10km 范围内分别有 34、77、193 家门店，店面的分布数量增速伴随着距离的增加而呈现缓慢增加态势。两家样本门店周边星巴克、肯德基和全家的分布均较为密集，同类竞品状况类似。

图 2：样本门店周边星巴克、肯德基、全家门店情况


资料来源：高德地图，东方证券研究所

2. 样本门店草根调研结果

两家样本门店调研结果汇总在表 1 中，调研数据反映的信息归纳如下：

(1) 成熟店客流稳定，新开店仍在拉新、客流超预期。在单日客流量上，浦江双辉店与裕景国际店分别为 393 单、339 单，未呈现显著性差异；浦江双辉作为位于陆家嘴核心商圈的成熟门店（开店 1 年以上），消费客流稳定（体现为消费者均已下载瑞幸 APP），若单杯实际价格（公司优惠促销力度）、同类竞品不发生大的变化，草根数据可作为门店客流中枢。裕景国际店开业时间短，门店人数仍在攀升（体现为调研当日仍有新用户进店），作为快取店客流量超预期。

(2) 外送比例与公司披露一致，快取店占比提升后外送比例会进一步下降。浦江双辉悠享店在调研当日自提订单占比 72%，外卖订单占比 28%，与公司披露的数据基本一致（2019Q1 外送订单占比为 27.7%），随着快取门店数量及订单量提升，外送比例预计会进一步下降。

(3) **食品供应由总部决定，订单占比约 6.2%，低于公司披露的平均值。**根据裕景国际门店的调研信息，午餐轻食供应数量有限，当日仅有川味鸡丝面 4 份、经典牛肉沙拉 3 份、夏日柠檬鸡肉沙拉 2 份，出现 2 位客户到店反应午餐短缺的情况；食品供应数量由总部决定，按照后台的数据进行分配。门店当日含食品类订单 21 单，占比为 6.19%，低于公司披露的平均值（公司披露 2018Q2/Q3/Q4/2019Q1 其他食品订单数占现制咖啡订单数比例分别为 6.9%、24.8%、31.5%和 24.5%），我们认为主要与门店周边以果汁、食品为主要销售品类的全家、肯德基等门店分布有关。

(4) **悠享店即买即走比例高。**浦江双辉悠享店虽然提供约 19 张桌椅供客户休息，但调研当日大部分自提客户均拿了饮品即走，较少在店内停留；中午 12 点左右自取客流最高峰时店面 19 个座位满座，均为等待饮品自提。

表 1：样本门店草根调研信息汇总

	浦江双辉店（悠享店）	裕景国际店（快取店）
门店情况	面积 100 平米左右，设备有 3 台较大咖啡机、2 台搅拌机和 1 个四柜冰箱，作为悠享店配备较多舒适的桌椅供客户休闲	面积 50 平米左右，设备有 2 台咖啡机、1 台热水机、2 台搅拌机组成和 1 个四柜冰箱，作为快取店店面桌椅设施较简单
员工情况	全职员工 3-5 人，刚参与见习员工薪资 3000/月，半个月后升职为咖啡师底薪加奖金薪资 5000-6000/月，业绩较好的店面咖啡师薪资 6000 元左右；店面有兼职工作人员 1-2 名，每周最多 20-30 个兼职工时，每个工时薪资 30 元	全职员工 3 人，兼职人员 1 人，全职员工薪资 5000-6000/月，兼职员工按工时计算可得薪资 2500 元/月左右
促销情况	瑞幸采用全国统一管理的模式，全国的促销形式保持一致。调研当日有 5 个促销活动： (1) 首次下载 APP 注册会员可获得首单一件商品免费的优惠； (2) 已注册会员可邀请未注册会员下载 APP 进行注册，新会员注册成功后推荐人获得同样的免费活动； (3) 每次购买产品后，系统会在账户内赠送打折券一张，按照折扣的力度（1.8 折到 6.8 折不等）、折扣产品的分类共有 20 多种折扣券； (4) 领取他人分享的打折券，每天限领 3 次； (5) 充值买 2 赠 1 的咖啡钱包券，有 18 元、21 元、24 元、27 元 4 种抵扣券类别，购买后在 1 年内可进行所有饮品购买抵扣； (6) 目前 luckin 的所有非饮料类食品均进行 6.6 折的促销活动。	
客流订单量	393，无未注册客流	339，到店未注册 APP 新用户数 19 人，其中 7 位当即进行了 APP 下载并下单
客流量分布	在工作时间段内有稳定的客流，在下午 2 点半后调研当日无订单产生；中午 12 点左右店面 19 个座位满座等待饮品自提；自提客户大部分拿了饮	客流高峰集中于早上 8 点-10 点，中午 12 点-2 点；下午 2 店半后仍有客流（占比约 17%）

	品即走，较少在店内停留	
客户下单产品	自提单杯为主，外卖订单2-3杯为主； 自提订单占比 72%，外卖订单占比 28%。	仅可自提，单杯饮品为主，含食品类订单数占比为 6.19%

资料来源：草根调研，东方证券研究所

3. 样本门店单店盈利模型测算

3.1 单店盈利模型测算及对比

根据门店草根调研数据并结合公司招股书披露信息，我们对样本门店进行单店盈利测算，详细结果见表 2（注：仅为测算模型，可能与实际情况不一致）。总体来看，浦江双辉悠享店单店毛利率（1%）显著低于裕景国际快取店（22.1%），裕景国际快取店的优势主要体现在：

- （1）门店选址决定亲爱全年正常营业时间，街边快取店受工作日/非工作日影响较小。
- （2）快取店门店面积更小，节约租金成本。
- （3）因不提供外送服务，裕景国际快取店节约物流配送费，相比浦江双汇店一年配送费约 9 万元。

表 2：浦江双辉店与裕景国际店盈利情况对比

项目	浦江双辉店	裕景国际店	假设逻辑
饮品单日订单量（杯）	393	339	草根调研工作日单日所得
饮品人均消费（元）	12	12	由瑞幸 APP 可得饮品均价约为 24 元，叠加 1.8-6.8 折券使用，假设平均折扣券为 5 折；两家门店的订单大部分均为老用户产生，因而基本不存在免费赠饮
食品单日订单量（单）	24	21	草根调研显示订单中含食品占比约 6.19%
食品人均消费（元）	15	15	由瑞幸 APP 可得食品均价约为 30 元，叠加 1.8-6.8 折券使用，假设平均折扣券为 5 折
正常营业日均收入（元）	5,081	4,383	
非正常营业日均收入（元）	1,016	877	假设浦江双辉店非工作日客流量为日常的 1/5，裕景国际店过年期间客流量为日常的 1/5
正常营业天数（天）	250	350	浦江双辉店位于写字楼区域，工作日正常营业；裕景国际店位于居民区域，除过年期间约 15 天均处于正常营业状态，但周末营业时间为工作日的 75%
非正常营业天数（天）	115	15	
年收入（元）	1,387,086	1,433,163	
饮品成本（元）	536,445	595,793	由招股说明书可知单杯饮品成本 5 元，包含原料成本及物料/仓储物流成本
食品成本（元）	55,122	61,220	由招股说明书可知单份轻食成本 8.3 元
装修摊销（元）	37,800	37,800	由招股说明书可知瑞幸于 2018 年每家门店的装修费用约为 189000 元，

			按照 5 年进行摊销
房租 (元)	292,000	146,000	由网络信息得浦江双辉物业租金约 8 元/平方米/天, 店面约 100 平米; 由网络信息得裕景国际租金约 8 元/平方米/天, 店面约 50 平米
人工开支/年 (元)	288,000	216,000	草根调研可知浦江双辉店正式员工维持 4 人左右, 人均月薪为 6000 左右; 裕景国际店正式员工维持 3 人左右, 人均月薪为 6000 左右
设备损耗折旧 (元)	34,800	23,200	由招股说明书可知瑞幸于 2018 年每家门店的咖啡机等设备费用约为 116000 元, 浦江店比裕景国际店多一台咖啡机, 设备成本相应增加; 折旧摊销年限为 5 年
水电 (元)	36,000	36,000	草根调研可知浦江双辉店水电煤每月约 3000 左右; 裕景国际店与浦江双辉店单量相当, 假设也约为每月 3000
配送支出 (元)	90,123		对 55 元以下订单, 瑞幸单笔外卖向消费者收 6 元运费, 支付顺丰运费 9 元, 公司一单补贴 3 元; 对 55 元以上订单, 公司一单补贴约 9 元
单店毛利润 (元)	16,796	317,150	
单店毛利率	1.21%	22.13%	

资料来源: 草根调研, 招股说明书, 东方证券研究所测算

3.2 敏感性分析

保持收入端和支出端其它假设不变, 分别对单店咖啡订单、食品订单占比、客单价对单店盈利的影响做敏感性分析, 核心观点如下:

(1) 浦江双辉店盈利模型极其脆弱, 食品订单占比不变的情况下, 单店工作日平均订单稍微下滑即面临单店亏损, 这主要由其门店位置、定位等多重因素决定。作为成熟门店, 周边用户的消费习惯变动不大, 在竞品(星巴克、全家、肯德基等)丰富的情况间接提价的空间并不大, 若要提高其单店毛利, 能够调整的变量仅为食品消费, 若食品订单占比提高至 20%, 单店毛利率能够提高到 7.3%。

(2) 裕景国际店盈利情况非常超预期, 即使单店订单量下滑为草根数据的 70% (即单日单店 237 单), 仍然能够实现约 8.4% 单店毛利率; 按照调研当日门店拉新情况看, 开业 1 个多月的裕景店订单量仍处于提升趋势。对该类门店, 我们认为若门店间接提价, 对应单店盈利能力仍然会较为强劲。

(3) 门店盈利对客单价更加敏感, 以盈利较好的裕景国际店为例, 客单价从 12 元下降为 10 元后, 门店毛利率从 22.1% 下降为 7.9%。

表 3: 浦江双辉店单店毛利敏感性测试 (行: 单店饮品订单量; 列: 其他食品订单占比)

	1.2%	275	314	354	393	432	472	511
4.2%		-21.6%	-12.5%	-5.5%	0.2%	4.8%	8.6%	11.9%
6.2%		-20.1%	-11.2%	-4.3%	1.2%	5.7%	9.5%	12.7%
8.2%		-18.6%	-9.9%	-3.2%	2.2%	6.6%	10.3%	13.4%
10.2%		-17.2%	-8.7%	-2.1%	3.1%	7.5%	11.0%	14.1%

12.2%	-15.9%	-7.6%	-1.1%	4.0%	8.3%	11.8%	14.7%
14.2%	-14.6%	-6.5%	-0.1%	4.9%	9.0%	12.5%	15.4%
16.2%	-13.3%	-5.4%	0.8%	5.7%	9.8%	13.1%	16.0%
18.2%	-12.2%	-4.4%	1.7%	6.5%	10.5%	13.8%	16.6%
20.2%	-11.0%	-3.4%	2.5%	7.3%	11.2%	14.4%	17.1%

资料来源：东方证券研究所测算

表 4：浦江双辉店单店毛利敏感性测试（行：单店饮品订单量；列：其他食品订单占比）

22.1%	237	271	305	339	373	407	441
4.2%	7.6%	13.5%	18.0%	21.7%	24.7%	27.2%	29.3%
6.2%	8.4%	14.1%	18.6%	22.1%	25.0%	27.5%	29.5%
8.2%	9.1%	14.7%	19.1%	22.5%	25.4%	27.8%	29.8%
10.2%	9.8%	15.3%	19.5%	22.9%	25.7%	28.0%	30.0%
12.2%	10.5%	15.8%	20.0%	23.3%	26.0%	28.3%	30.2%
14.2%	11.1%	16.4%	20.4%	23.7%	26.4%	28.6%	30.5%
16.2%	11.7%	16.9%	20.9%	24.0%	26.7%	28.8%	30.7%
18.2%	12.3%	17.3%	21.3%	24.4%	26.9%	29.1%	30.9%
20.2%	12.9%	17.8%	21.6%	24.7%	27.2%	29.3%	31.1%

资料来源：东方证券研究所测算

表 5：裕景国际店单店毛利敏感性测试（行：单店饮品订单量；列：单杯饮品人均消费）

27.6%	237	271	305	339	373	407	441
8	-32.7%	-24.4%	-17.9%	-12.8%	-8.5%	-5.0%	-2.0%
10	-8.4%	-1.6%	3.7%	7.9%	11.3%	14.2%	16.6%
12	8.3%	14.1%	18.6%	22.1%	25.0%	27.5%	29.5%
14	20.6%	25.6%	29.5%	32.6%	35.1%	37.2%	39.0%
16	30.0%	34.4%	37.8%	40.5%	42.8%	44.6%	46.2%
18	37.4%	41.3%	44.4%	46.8%	48.8%	50.5%	51.9%

资料来源：东方证券研究所测算

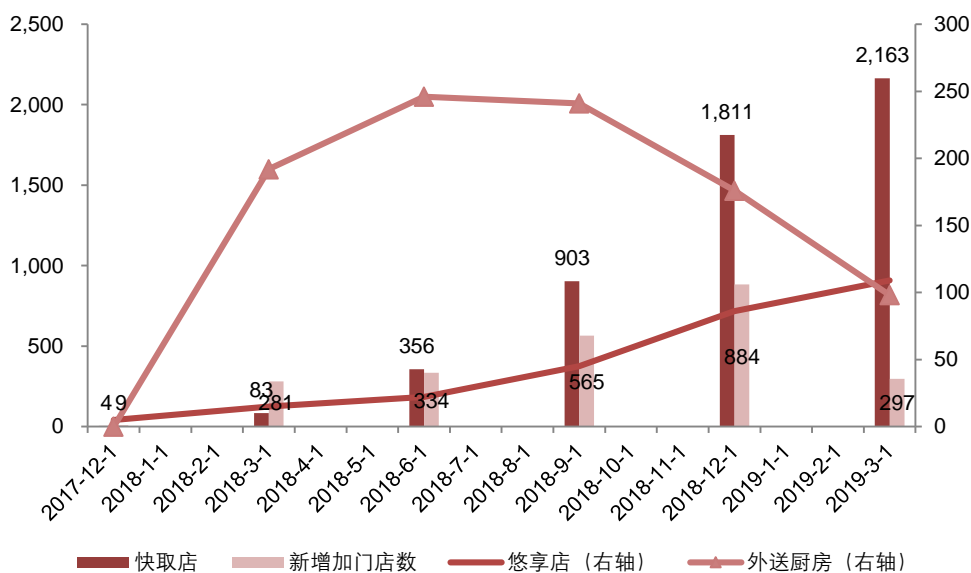
4. 财务分析：财务数据体现公司战略，短期难改亏损局面

4.1 核心运营数据

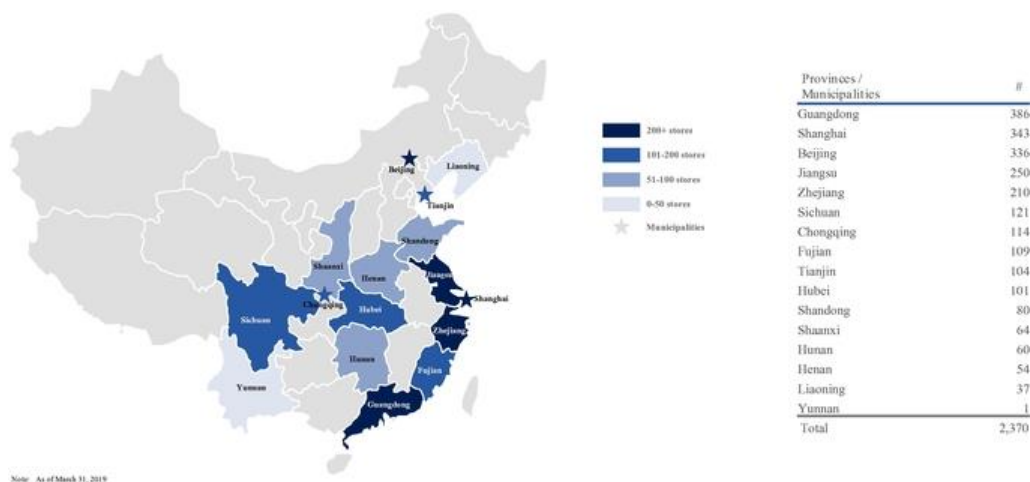
4.1.1 门店数：以快取店为重心，扩张迅猛、持续加密

截至 2019 年 3 月底，公司共拥有 2370 家自有门店。其中快取店 2163 家，占比 91.3%；悠享店 109 家，占比 4.6%；外卖厨房店 98 家，占比 4.1%。公司不同类型门店的定位及功能不同：快取店的核心在于低成本快速扩张及触达消费者，面积 20-60 平米；悠享店则更重视品牌宣传，面积一般在 120 平米以上。公司扩张重心在于快取店，外卖厨房店呈减少趋势。自成立以来，公司门店数量高速扩张，2018Q1-2019Q1，公司新开门店数量分别为 281、334、565、884 和 297 家。我们认为 2019Q1 新增门店数量环比大幅下降，主要受到春节等因素的影响。此前公司在战略发布会上披露，计划 2019 年新增门店 2500 家。在开店策略上，公司坚持重点城市门店持续加密，目前门店网络分布于 16 个省份 28 座城市，门店数量前三的省市分别为广东（386）、上海（343）和北京（336）。

图 3：瑞幸咖啡门店数据

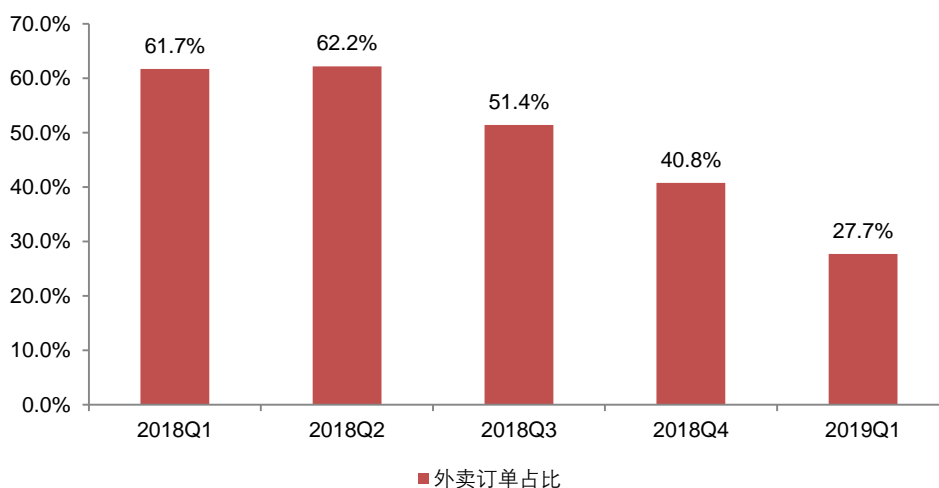


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 4：瑞幸咖啡门店网络分布


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

门店加密带来外卖配送订单占比下降到 **27.7%**。作为新零售的代表，公司一方面通过移动应用程序覆盖客户全购买流程，另一方面也通过与顺丰等合作提供 30 分钟送达服务。公司对每单外卖订单收取 6 元配送费，免费送货门槛在 2019 年从 35 元提高到 55 元。随着门店数量的快速扩充，配送订单的占比快速下降：2018Q1-2019Q1，外卖订单占公司总订单数量的比重分别为 61.7%、62.2%、51.4%、40.8%和 27.7%。

图 5：瑞幸咖啡配送订单占比


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

4.1.2 用户数及销量：获客成本快速下降，用户留存率波动上升

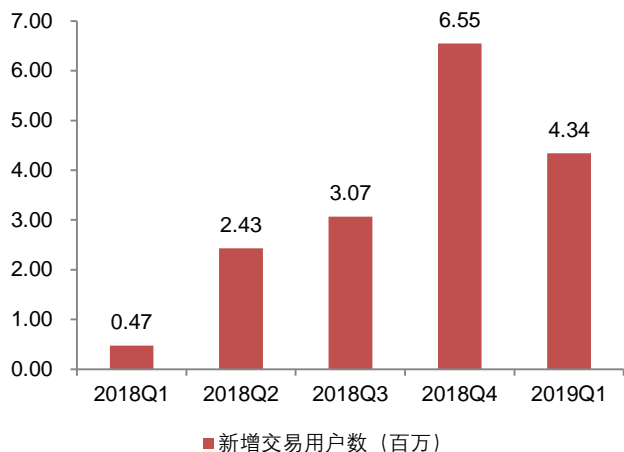
截至 2019Q1，公司累计交易用户数达 1.69 亿，月均交易用户数呈提升趋势：2018Q1-2019Q1，月均交易用户数分别为 18、120.8、187.7、432.6 和 440.2 万人，月均销量分别为 48.8、400.1、776.0、1764.5 和 1627.6 万。

表 6：瑞幸咖啡用户及销量情况

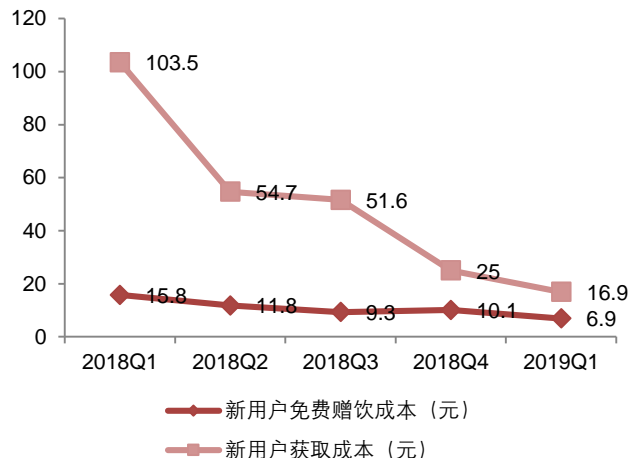
	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
累计交易用户数（百万）	0.01	0.49	2.92	5.98	12.53	16.87
月均交易用户数（万）	0.40	17.95	120.76	187.74	432.59	440.20
月均销量（百万）	0.01	0.49	4.00	7.76	17.65	16.28
现制饮品	0.01	0.45	3.74	6.22	13.42	13.08
其他产品	0.00	0.04	0.26	1.54	4.23	3.20

资料来源：招股说明书，东方证券研究所测算

品牌效应、门店网络的铺开及用户运营效率的提升，带动公司获客成本快速下降。2018Q1-2019Q1，瑞幸咖啡新增交易用户分别为 0.5、2.4、3.1、6.5 和 4.3 百万人。2019Q1-2019Q1，公司新用户获取成本分别为 103.5、54.7、51.6、25.0 和 16.9 元，其中免费赠饮成本分别为 15.8、11.8、9.3、10.1 和 6.9 元。从留存率看，2018 年，公司用户复购率达 54% 以上；其中，开业 10 个月以上的门店用户留存率呈波动上升趋势，但总体老门店留存情况持续优于新开门店。

图 6：瑞幸咖啡新交易用户数（百万）


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 7：瑞幸咖啡获客成本（元）


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 8：瑞幸咖啡用户留存率

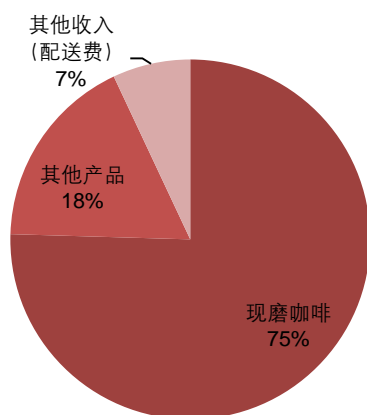

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

4.2 公司财务数据

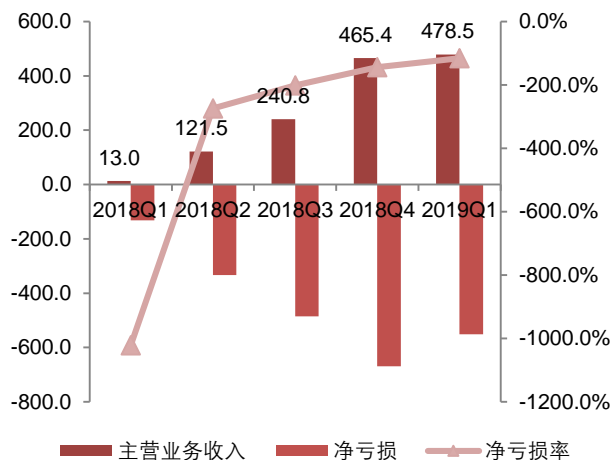
4.2.1 收入/净利：单店收入积极稳步提升，亏损率逐步收窄

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2018年及2019Q1，公司营业收入分别为8.41和4.79亿元（YoY +359.4%），净亏损分别为16.2和5.52亿元。公司收入主要来自饮品、轻食等其他产品及其他收入（主要为配送费），2019Q1收入占比分别为75.4%、17.6%和7%。从单季度数据看，公司营收在快速增长的同时，净亏损率逐渐收窄：2018Q1-2019Q1，公司营收分别为0.13亿元、1.22亿元（QoQ +838%）、2.41亿元（QoQ +98.2%）、4.65亿元（QoQ +93.3%）和4.79亿元（QoQ +2.8%），净亏损率分别为-1020.8%、-274.1%、-201.4%、-143.7%、-115.3%。

图 9：瑞幸咖啡收入构成


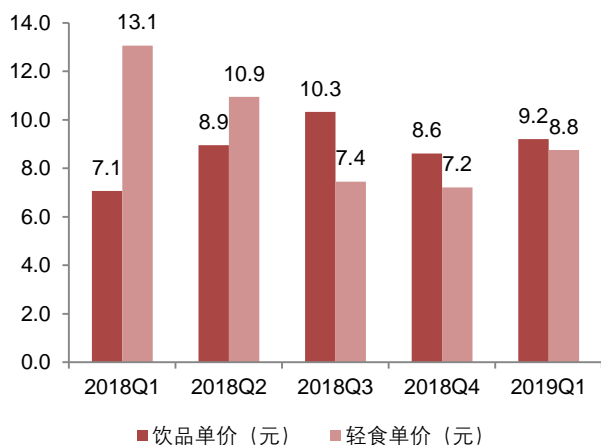
资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 10：瑞幸咖啡营业收入及净亏损（单位：千元）


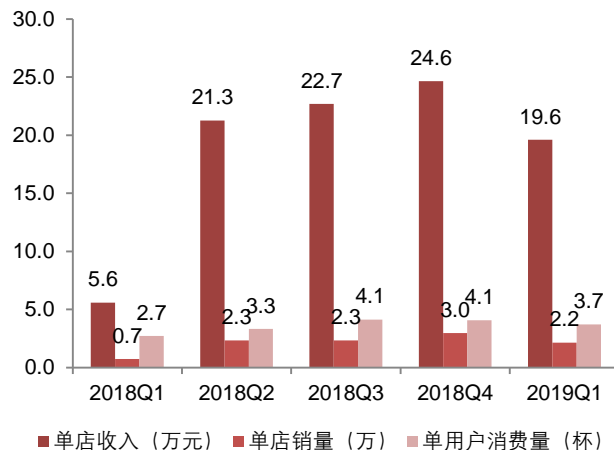
资料来源：招股说明书，东方证券研究所

饮品及轻食单价波动提升，未来提价空间或对标 McCafe 和 ParCafe。公司销售净收入的确认已扣除增值税、附加费和折扣，我们利用收入和销量数据可以得出公司单杯咖啡的实际售价。2019Q1单杯现磨咖啡和单份轻食价格分别为9.2和8.8元，环比2018Q4略有提升。整体而言，咖啡及其他产品的价格呈波动提升态势，单份饮品平均价格在2018Q3达到最高的10.3元。从瑞幸咖啡的整体定位和打法看，其未来提价的天花板并不是对标星巴克（约30元），而是McCafe（约17元）和全家ParCafe（约15元）。

平均单店收入及销量稳步提升，单用户消费量企稳。考虑对季度新开店面的动态调整后，我们测算2018Q4瑞幸咖啡平均单店收入、单店销量、单用户消费量分别为24.6万元/季度、2.98万杯/季度和3.7杯/季度，2019Q1受春节因素影响，各项数据有所回落。总体来看，在快速扩张的情形下，公司单店收入、单店销量和单用户消费量稳步提升，当前门店扩张和运营处于良性阶段。

图 11：公司现磨咖啡及轻食单价（元）


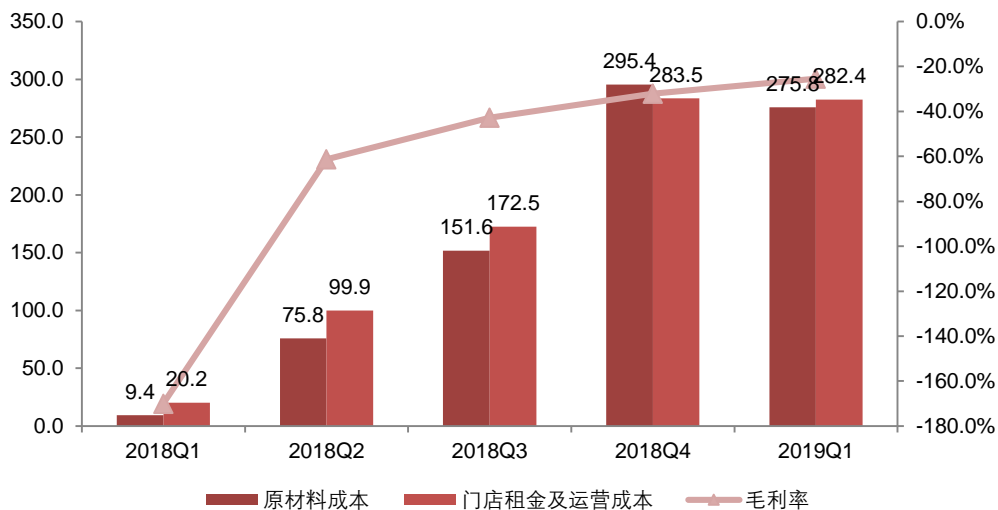
资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 12：瑞幸咖啡单店收入及单店销量（季度）


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

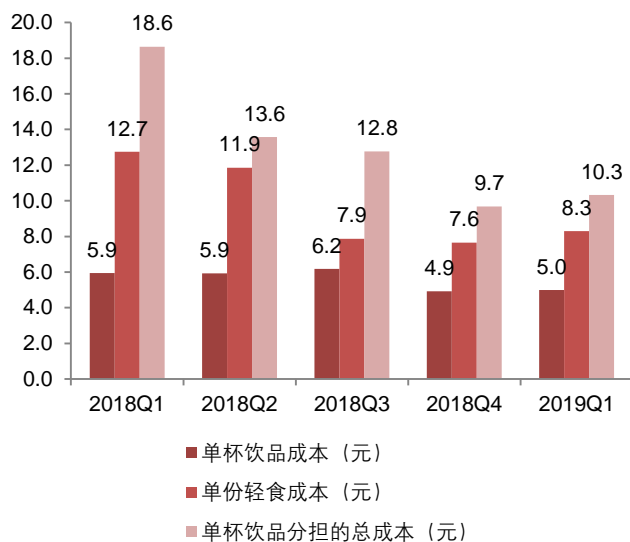
4.2.2 成本费用支出：差异化经营战略效果逐步体现，毛利率持续改善

公司的净亏损主要由四项大额成本费用支出导致：（1）材料成本；（2）店面租金及其他运营费用；（3）销售及营销费用；（4）一般行政支出。其中：材料成本以饮品及其他产品的原材料成本为主，也包括低值耗材、物流费用等；店面租金及其他运营费用以租金及员工工资为主。由于咖啡连锁门店毛利润=营收-原材料成本-门店运营成本，且营收中应剔除配送收费，我们测算2018Q1-2019Q1公司销售毛利率分别为-170.0%、-61.3%、-42.8%、-32.1%和-25.4%，毛利率持续改善。

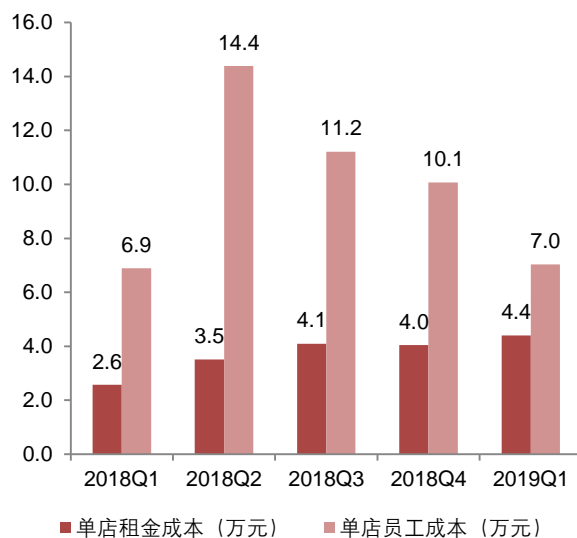
图 13: 瑞幸咖啡用户留存率


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

2018Q4 与 2019Q1 单杯饮品成本稳定在约 5 元，其中包括 4.2 元的原材料成本（咖啡豆、奶等）及 0.8 元的其他成本（包装等其他物料成本，仓储和物流成本等）。2018Q3 后，单店单店租金成本小幅波动，与单季度新增门店面积/地址等因素相关，总体维持稳定；单店员工成本仍处于下行趋势中，我们认为与快取店占比提升等因素相关。

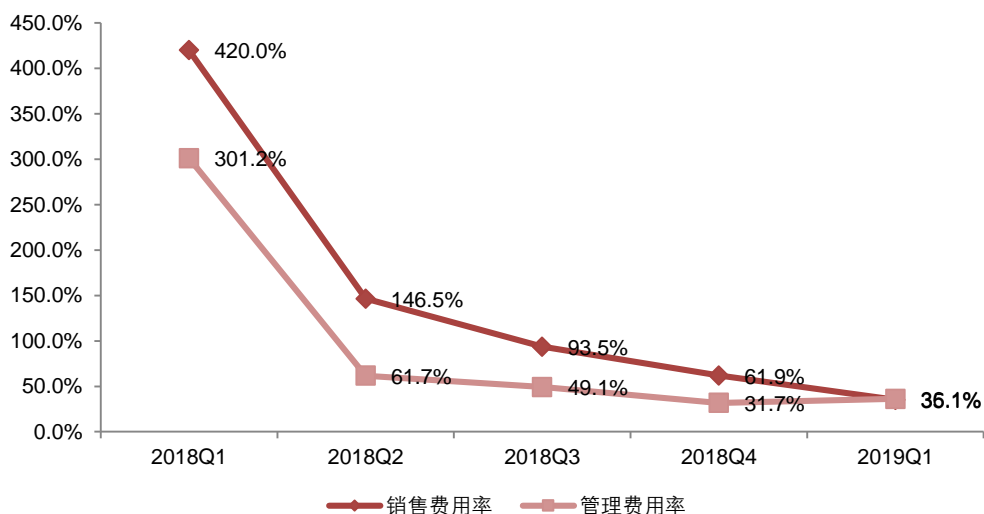
图 14：公司单杯饮品/单份轻食成本


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 15：公司单店租金成本及员工成本（季度）


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

公司销售及营销支出主要包括广告支出、免费赠饮支出及配送费用等，2019Q1 上述三项费用分别为 0.40、0.30 和 0.95 亿元，环比分别下降 56.9%、54.8%和 24.2%。广告支出自 2019Q3 达到 1.27 亿元的高点后开始逐渐回落；随着自取订单占比的提升，配送支出开始回落。总体来看，随着品牌认知度提升、自取比例提升、收入规模扩大，公司销售费用率和管理费用率大幅下降，预计仍有较大下降空间。

图 16：瑞幸咖啡销售费用率&管理费用率


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

风险提示

● 门店扩张不及预期风险

在快速进行门店扩张时，瑞幸所面临的员工培训管理、门店运营、供应链管控等方面的挑战越来越大。若不能做好配套管理，会导致管理效率下降，实际门店运营情况不及预期。

● 资金短缺无法支持公司扩张风险

瑞幸咖啡目前面临较大亏损，且预计短期内仍然难改亏损局面，当前公司门店扩张全部依靠外部融资支持。若公司不能及时扭亏为盈、实现自我造血，将面临新的融资问题；若融资环境不佳，将无法为业务扩张获得资金支持。

● 市场竞争加剧风险

现制咖啡和食品饮料行业竞争激烈，若公司不能在竞争中保持自身差异化优势，将面临市场份额下滑风险，影响公司收入增长及盈利情况改善。

● 食品安全风险

作为食品连锁企业，公司主营的现磨咖啡、鲜榨果汁、奶盖茶等产品对原材料品质、操作环境、餐具清洁度等要求较高，若在门店扩张中，由于门店管理不当带来食品安全问题，将对公司品牌有较大影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

