

同样都是亏钱扩张,瑞幸咖啡和拼多多有何不同?

——新经济公司专题报告

2019年12月23日

看好/维持

计算机

行业报告

分析师	叶盛	电话: 010-66554022	邮箱: yesheng@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480517070003
分析师	王健辉	电话: 010-66554035	邮箱: wangjh_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480519050004

投资摘要:

近几年,包括蔚来汽车、拼多多和瑞幸咖啡等一大批亏损公司陆续上市。如何看待这些通过持续亏损来实现闪电式扩张的公司呢?本报告将以拼多多和瑞幸咖啡为例,来看烧钱背后的长期价值。

一、为什么“烧钱”?

烧钱是一种昂贵的扩张策略,在高增长背后付出了很大代价。烧钱最主要的目标是加速成长。通过把大量资源迅速投入公司业务中,可以大大加速公司业务的扩张速度。但是烧钱会带来很多坏处:追求高速扩张的公司往往视成长为第一要务,资源浪费严重;管理团队往往也跟不上发展,经营效率降低;产品、服务跟不上,引来了众多用户抱怨。

二、瑞幸咖啡:烧钱去做闪电式扩张的长期价值不大

瑞幸咖啡并没有模仿星巴克,而是希望打造一个新场景下的连锁咖啡模式。它第一家门店在2017年10月开张,从2018Q2到2019年Q3,瑞幸咖啡门店数从624家增长到3680家。在高速扩张过程中,瑞幸咖啡一直处于亏损状态。2018年,公司净亏损16亿元,2019年前三季度公司净亏损17亿元。

尽管瑞幸咖啡和星巴克是差异化竞争的,但是它还是连锁咖啡店的模式。它的商业模式并不存在突破某个临界点,就可以战胜竞争对手,建立长期的护城河。因此,瑞幸咖啡的模式并不适合采用昂贵的烧钱策略去扩张,烧钱带来的长期价值不大。无论瑞幸咖啡的模式最后能否成功,都不适合采用烧钱的方式去扩张,精细化运作的效果会更好。

三、拼多多:闪电式扩张的电商

拼多多定位于“多实惠,多乐趣”,希望让消费者能够买到高性价比的商品。依托微信社交流量实现了闪电式扩张,在四年时间内成长为中国前三大的电商平台。随着它不断向中高端市场进军,覆盖越来越多的中高端用户和商品。拼多多和行业巨头的正面对抗越来越多。目前,拼多多和行业巨头已经进入了决战阶段。

电商平台存在的双侧网络效应,迫使拼多多必须加速成长突破临界规模,才能在自己的赛道上真正站稳脚跟长期生存下去。未来电商平台并没有社交软件那么强的独占性,各家电商平台依托各自优势是有可能长期共存的。但是,拼多多必须尽快和行业巨头在用户、GMV及收入上处于同等体量上才会安全,不能存在数量级的差距。如果实力差距过大,那么行业巨头仍然可能凭借绝对实力来获得胜利。因此,成长仍然是拼多多需要关注的首位,烧钱加速扩张对它来说是必要的。

四、烧钱可以持续么?

除了商业模式之外,最重要的是现金流和现金储备。瑞幸咖啡经营性现金流持续为负,拼多多一直为正。瑞幸咖啡和拼多多都有充足的现金储备,可以应对未来几年的需求。

五、短期亏损一定要能够带来长期的护城河

总之,通过亏损来加速扩张是一种昂贵的扩张策略,短期亏损一定要能带来长期的护城河。

相关新经济公司:

蔚来汽车、爱奇艺、拼多多、趣头条、瑞幸咖啡、优信、哔哩哔哩、蘑菇街、有道、兑吧、流利说、三泰控股、乐视网、美团点评。

风险提示: 烧钱扩张不及预期、竞争对手发展超出预期。

目 录

1. 为什么要“烧钱”?	3
1.1 烧钱是一种昂贵的扩张策略	3
1.2 什么样的机会才值得烧钱呢?	3
2. 瑞幸咖啡	4
2.1 瑞幸咖啡采用了烧钱的闪电式扩张	4
2.2 烧钱对瑞幸咖啡的长期价值不大	5
3. 拼多多：闪电式扩张的电商平台	5
3.1 电商平台模式具有网络效应	5
3.2 拼多多：加大投入迎接决战阶段	6
4. “烧钱”可以持续么?	7
4.1 两家公司经营活动现金流不同	7
4.2 两家公司现金储备都很充足	7
5. 短期亏损一定要能带来长期的护城河	8
6. 相关新经济公司	8
7. 风险提示	8
相关报告汇总	9

表格目录

表 1:2019 中国十大亏损新经济公司	3
----------------------	---

插图目录

图 1: 微信用户增长情况图	4
图 2: Facebook 和 MySpace 月活用户趋势图	4
图 3: 瑞幸咖啡门店数量飞速扩张	5
图 4: 2019Q3 瑞幸咖啡的门店分类	5
图 5: 亚马逊的“飞轮效应”	6
图 6: 2019 年美国电商市场份额	6
图 7: 亚马逊的“飞轮效应”	7
图 8: 2019 年美国电商市场份额	7

近几年，蔚来汽车、拼多多和瑞幸咖啡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。我们通常把这种行为也叫做“烧钱”。烧钱一词在互联网行业是常用词汇，本身并不包含褒贬之意。

如何看待这些通过持续亏损来实现闪电式扩张的公司呢？本报告将以拼多多和瑞幸咖啡为例，来看烧钱背后的长期价值。

按照燃财经统计的《2019 中国十大亏损新经济公司》榜单，拼多多排名第 3，2019 前三季度亏损了 52 亿；瑞幸咖啡排名第 5，2019 前三季度亏损了 18 亿。同样都是烧钱，两家公司有何不同呢？

表 1:2019 中国十大亏损新经济公司

亏损排名	上市公司	行业	2019 前三季度亏损 (亿元)
1	蔚来汽车	电动车公司	-86.39
2	爱奇艺	视频网站	-78.01
3	拼多多	电商	-52.16
4	趣头条	内容聚合平台	-21.38
5	瑞幸咖啡	咖啡零售	-17.65
6	优信	二手车	-9.18
7	哔哩哔哩	视频网站	-9.16
8	蘑菇街	电商	-7.74
9	网易有道	教育	-3.99
10	兑吧	互联网运营	-3.82
合计			-289.48

资料来源：燃财经、东兴证券研究所

1. 为什么要“烧钱”？

1.1 烧钱是一种昂贵的扩张策略

烧钱最主要的目标是加速成长。通过把大量资源迅速投入到公司业务中，可以大大加速公司业务的扩张速度。

但是烧钱会带来很多坏处：追求高速扩张的公司往往视成长为第一要务，资源浪费严重；管理团队往往也跟不上发展，经营效率降低；产品、服务跟不上，引来了众多用户抱怨。

通常来说，良好经营的传统公司是不会采取烧钱的方式来加速扩张的。传统公司总是做好市场调研，获悉用户需求，仔细打磨好产品，逐步建立起团队，不断迭代稳步扩张。

总之，烧钱是一种昂贵的扩张策略，在高增长背后付出了很大代价。绝大多数公司在发展过程中，都不适合采用烧钱的扩张策略。只有非常好的发展机遇，才值得一试。

1.2 什么样的机会才值得烧钱呢？

简单说，只有非常好的商业模式，才值得烧钱去获取领先地位。因为非常好的商业模式往往具有网络效应。在这种模式下，率先达到临界规模是至关重要的。如果能够率先达到临界规模，从而触发正反馈循

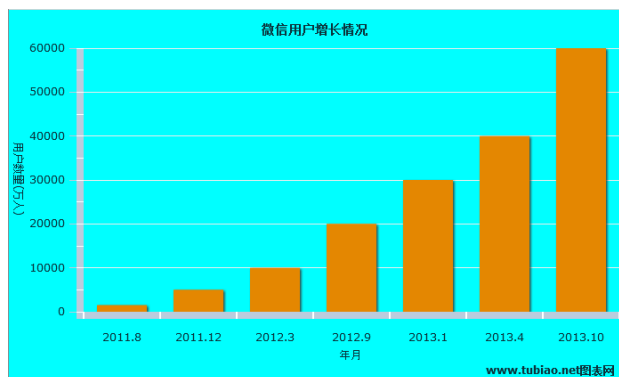
环，就可能最终赢得市场，独享行业大部分利润。而失败的竞争对手，往往连汤都喝不上。

在竞争过程中，成长速度是最重要的。谁能够率先达到临界规模，谁就有可能赢得胜利。为了能够取得领先，公司就算采用昂贵的烧钱策略去扩张也是值得的。只要能够最终获胜，之前烧钱都能得到足够的回报。

典型案例是社交软件的战争。移动社交的网络效应极强，一旦你的朋友都使用了某一社交软件，你使用也得使用该软件。用户黏性极高，行业只有第一没有第二。谁能率先突破临界规模，谁就能赢得最终的胜利。

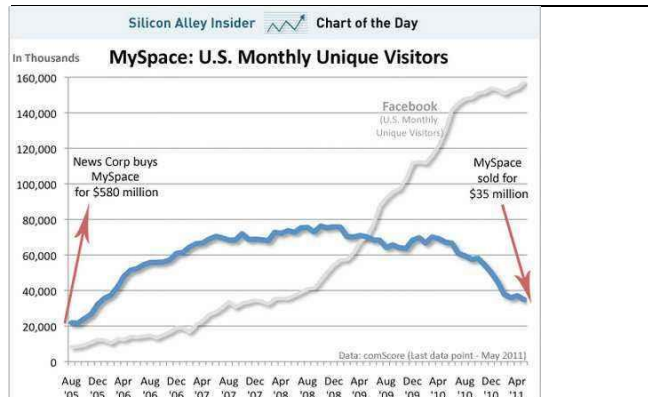
2011年1月21日“微信”推出，此时米聊已经推出40多天，但是双方差距不大。到2011年6月，微信日新增用户已到20万，最大的竞争对手米聊胜出的机会已经很小。而到了2012年2月25日，微信注册用户已经突破1亿人，地位无可动摇。

图 1：微信用户增长情况图



资料来源：图表网，东兴证券研究所

图 2：Facebook 和 MySpace 月活用户趋势图



资料来源：Silicon Alley Insider，东兴证券研究所

国外 Facebook 和 MySpace 的社交战争也是类似，Facebook 在突破临界规模之后持续向上，而 MySpace 则逐渐没落，最后以 3500 万美元的价格被卖掉。

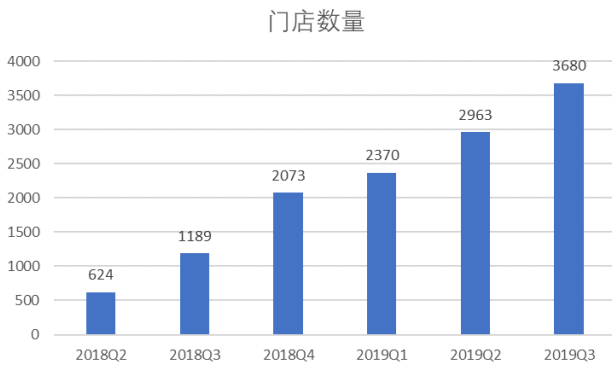
2. 瑞幸咖啡

2.1 瑞幸咖啡采用了烧钱的闪电式扩张

瑞幸咖啡是成长最快的连锁咖啡店。它第一家门店在 2017 年 10 月开张，从 2018 年起开始爆发式增长。从 2018Q2 到 2019 年 Q3，瑞幸咖啡门店数从 624 家增长到 3680 家。

在高速扩张过程中，瑞幸咖啡一直处于亏损状态。2018 年，公司净亏损 16 亿元，2019 年前三季度公司净亏损 17 亿元。

瑞幸咖啡并没有模仿星巴克，而是希望打造一个新场景下的连锁咖啡模式。从使用场景来说，瑞幸咖啡绝大部分都是快取店和外卖店，这些店都是只有几张桌子或者纯粹是外卖店，希望顾客取走咖啡喝。根据 2019Q3 季报，瑞幸咖啡共有门店 3680 家，其中快取店 3433 家，外卖店 109 家，加起来占门店总数的 96%。真正类似于星巴克那样的门店仅有 138 家，占比不到 4%。

图 3：瑞幸咖啡门店数量飞速扩张


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：2019Q3 瑞幸咖啡的门店分类


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

相比之下，星巴克提供了一个社交场所，顾客可以捧着一杯热咖啡，和朋友边喝边聊。星巴克提供的不单是咖啡，还有整个环境、氛围和感受。

因此，瑞幸咖啡并不是一味的烧钱，而是希望打造一个新模式。与其说它的主要竞争对手是星巴克，还不如说是路边的奶茶店，超市里卖的速溶咖啡，或者工作场所的瓶装水。

2.2 烧钱对瑞幸咖啡的长期价值不大

尽管瑞幸咖啡和星巴克是差异化竞争的，但是它还是连锁咖啡店的模式。展望未来，以下几种情况仍然会长期存在：

- 1) 规模效应并不显著。虽然连锁咖啡店规模变大之后，能够降低一些采购成本和固定成本，但是和同样模式快闪店相比差别并不大。
- 2) 瑞幸咖啡的品牌价值很难评估。因为补贴的缘故，顾客对瑞幸咖啡留下的印象就是廉价咖啡。如果顾客不愿意付出溢价，那么品牌价值在哪呢？
- 3) 无法阻止竞争对手进入。瑞幸咖啡的补贴并不能阻止竞争对手进入这个领域。只要瑞幸咖啡停止补贴，有利可图的竞争对手同样可以开出各种快闪店。

总之，瑞幸咖啡的商业模式并不存在突破某个临界点，就可以战胜竞争对手，建立长期的护城河。因此，瑞幸咖啡的模式并不适合采用昂贵的烧钱策略去扩张，烧钱带来的长期价值不大。无论瑞幸咖啡的模式最后能否成功，都不适合采用烧钱的方式去扩张，精细化运作的效果会更好。

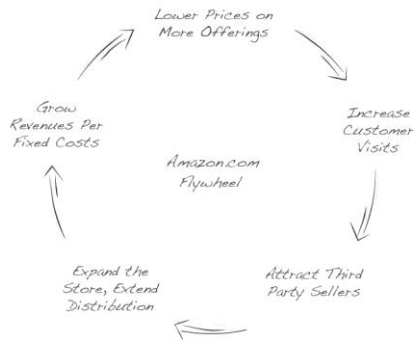
未来，瑞幸咖啡在停止补贴后，能否获得一个合理的利润率水平呢？这是一个很难回答的问题。星巴克历史上的净利润率大约在 10%-15% 之间。未来，瑞幸咖啡要在比星巴克明显便宜的情况下，还能否获取合理的利润率呢？按照查理·芒格的方式，这种问题应该直接被划到“太难”里不予考虑了。

3. 拼多多：闪电式扩张的电商平台

3.1 电商平台模式具有网络效应

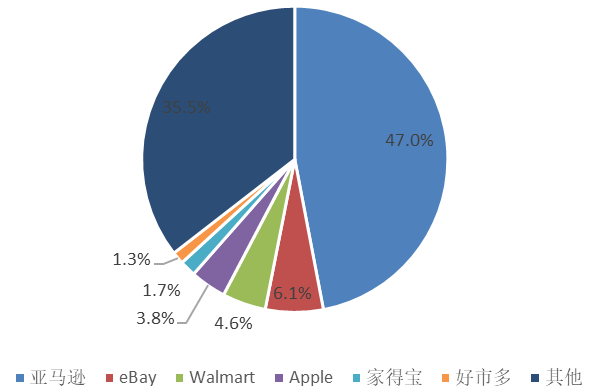
电商平台是具有**双侧网络效应的商业模式**。电商平台的网络效应体现在每个新的买家或者卖家的加入，都会带来整个电商平台的价值提升。贝索斯曾经总结为“**飞轮效应**”：以更低的价格来吸引更多的顾客，更多的顾客意味着更高的销量，能够吸引更多的第三方销售商，从而摊薄固定成本，降低价格。

图 5：亚马逊的“飞轮效应”



资料来源：《一网打尽》，东兴证券研究所

图 6：2019 年美国电商市场份额



资料来源：eMarketer，东兴证券研究所

亚马逊持续保持在亏损或者微利状态，不断加大投入电商业务，通过“飞轮效应”形成买家和卖家相互增益的良性循环。还不断推出创新尝试为用户创造新的价值：开放第三方平台，大力投资物流设施，推出 Prime 会员等。

而昔日领先的电商平台 Ebay 却不断偏离电商主业进行多元收购，2005 年巨资收购了通讯公司 Skype，2007 年又收购了线上票务平台 Stubhub，其线上电商平台竞争力反而不断下降。

经过多年努力之后，两家公司差距逐渐拉大。2007 年，亚马逊的销售额达到了 148 亿美元，而 Ebay 是 77 亿美元，亚马逊的销售额几乎是 Ebay 的两倍。此后，亚马逊的领先地位不断扩大。据 eMarketer 数据，2019 年亚马逊的电商业务在美国的市场占有率为 47%，几乎是 Ebay 的 8 倍。

3.2 拼多多：加大投入迎接决战阶段

拼多多定位于“多实惠，多乐趣”，希望让消费者能够买到高性价比的商品。在实现方式上，更多通过直接连通用户和工厂端，将海量的流量汇集到有限的商品里，打造爆款实现“薄利多销”。拼多多受到了用户的喜爱，依托微信社交流量实现了闪电式扩张。在四年时间内成长为中国前三大的电商平台。截止 2019Q3，拼多多年度活跃买家已经达到 5.36 亿，APP 月活用户上涨到 4.3 亿，最近 12 个月的 GMV 达到了 8402 亿元。

虽然拼多多采取了差异化的战略，从被巨头忽视的中低端市场发展起来。但是随着它不断向中高端市场进军，覆盖越来越多的中高端用户和商品。拼多多和行业巨头的正面对抗越来越多。目前，拼多多和行业巨头已经进入了决战阶段。

普通用户都只会用微信联系朋友，而他可能会同时使用几个购物 APP。淘宝天猫的优势是多，京东的优势是快，拼多多的优势是省。电商平台并没有社交软件那么强的独占性，各家电商平台依托各自优势是有可能长期共存的。

但是，电商平台存在的双侧网络效应，迫使拼多多必须加速成长突破临界规模，才能在自己的赛道上真正站稳脚跟长期生存下去。简单来说，拼多多必须尽快和行业巨头在用户、GMV 及收入上处于同等体量上才会安全，不能存在数量级的差距。如果实力差距过大，那么行业巨头仍然可能凭借绝对实力来获得胜利。

因此，成长仍然是拼多多需要关注的首位，烧钱加速扩张对它来说是必要的。通过“百亿补贴”的活动，拼多多能够加速新用户的获取和使用习惯的养成，改变用户对拼多多的心智。进而吸引更多的商家入驻，带来更多的商品选择，补齐商品不丰富的短板。

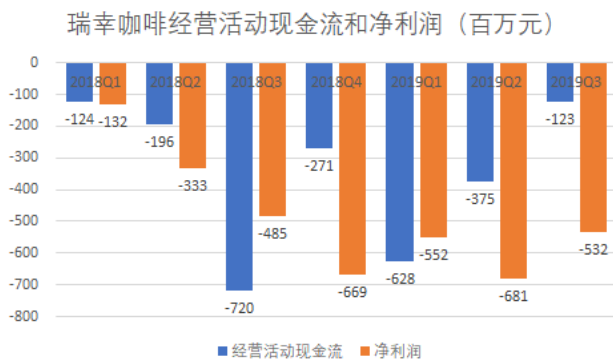
4. “烧钱”可以持续么？

除了商业模式之外，最重要的是现金流和现金储备。这决定了企业的火力输出能够持续多久。有远见的企业家往往会在闪电式扩张的同时，储备超额的现金，以备不时之需。

4.1 两家公司经营活动现金流不同

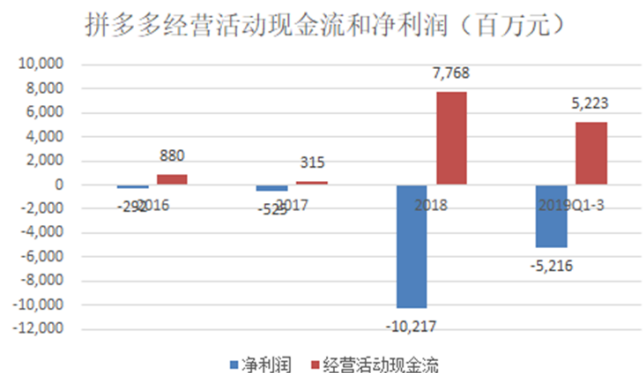
从 2018 年第一季度至今，瑞幸咖啡经营性现金流持续为负。瑞幸咖啡 2019 年第三季度，它的经营性现金流为-1.23 亿元，相对前两个季度亏损大幅减少。

图 7：亚马逊的“飞轮效应”



资料来源：《一网打尽》，东兴证券研究所

图 8：2019 年美国电商市场份额



资料来源：eMarketer，东兴证券研究所

从 2016 年至今，拼多多经营活动现金流一直为正，尽管公司期间出现大幅亏损。以 2018 年为例，拼多多净利润为-102 亿元，而经营活动现金流为 78 亿元。这主要是由于股权激励 68 亿，应付商家贷款增加 74 亿，商家押金增加 24 亿等导致的。

经营活动现金流和净利润的反差主要是商业模式决定的。由于拼多多是平台型商业模式，只要其平台 GMV 不断增长，应付的商家贷款就会不断增加；新的商家也会不断加入平台，缴纳商家押金。这样虽然其账面亏损，但是经营活动现金流却是正的。

需要指出的是拼多多将商家贷款对应的现金单独监管，归类为“受限制现金”科目。截止 2019Q3，受限制现金总额为 187 亿元。因此，拼多多不会出现类似淘集集这种挪用商家贷款，到期无法偿还的情况。

4.2 两家公司现金储备都很充足

瑞幸咖啡和拼多多都有充足的现金储备，可以应对未来几年的需求。截止 2019Q3，瑞幸咖啡在手现金 55 亿元。2018 年，瑞幸咖啡经营活动现金流为-13 亿元，按照这样的支出节奏，预计可以满足公司未来几年的资金需求。

截止 2019Q3，拼多多的货币资金和短期投资合计 402 亿元，再加上其经营活动现金流一直为正。只要业务可以继续增长，拼多多的补贴可以长期持续下去。

5. 短期亏损一定要能带来长期的护城河

总结起来，我们认为通过亏损来加速扩张是一种昂贵的扩张策略。投资人在关注企业亏损和短期财务数据的同时，更要花时间去思考其商业模式本身是否值得使用昂贵的烧钱策略去加速扩张。

像瑞幸咖啡的商业模式，使用昂贵的烧钱策略并不能阻止竞争对手的加入，长期意义不大。对其来说，使用精细化管理，稳步扩张是更好的选择。

而像拼多多这样的电商平台，在网络效应下必须加速扩张达到临界规模才行，在此情况下采用烧钱策略是必要的选择。

总之，对于通过亏损来加速扩张的公司，短期亏损一定要能带来长期的护城河。

6. 相关新经济公司

蔚来汽车、爱奇艺、拼多多、趣头条、瑞幸咖啡、优信、哔哩哔哩、蘑菇街、有道 (DAO.N)、兑吧、流利说、三泰控股 (002312.SZ)、乐视网、美团点评

7. 风险提示

烧钱扩张不及预期、竞争对手发展超出预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
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，践行产业研究创造价值理念。

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。