

互联网行业

中端咖饮崛起，全新瑞幸归来

——现制咖啡行业深度报告

✍️ : 谢晨 执业证书编号: S1230521070004
☎️ : 陈磊 执业证书编号: S1230521090002
✉️ : xiechen@stocke.com.cn

行业评级

互联网

看好

报告导读

现制咖啡行业渗透率较低，增长迅速。我们认为，中端连锁咖啡店品牌有巨大成长潜力，相对高端品牌和经济型品牌都有独特优势。目前，在中端品牌中，瑞幸咖啡已经拥有较大的先发优势。

投资要点

☐ 咖啡消费空间巨大，总量和结构均有较大提高空间

我们认为，咖啡在中国大陆市场的发展空间非常广阔。中国台湾在2007年人均咖啡消费就已达130杯，而2020年中国大陆人均咖啡消费仅为9杯。另外，当下咖啡市场仍有多个突破空间，例如，从速溶咖啡到星巴克之间的中间价格带并未填满，经典款式咖啡口味单一，新式咖啡饮料带来口味多元化等。

☐ 中端品牌的成长潜力最大

我们认为，以瑞幸、MANNER为代表的中端品牌，成长潜力最大。相比以星巴克为代表的高端品牌，中端品牌砍掉了大量租金成本，主打自取模式，降低了价格和毛利率，进行了差异化定位。相比7-11、不眠海等便利店咖啡为代表的经济型品牌，中端品牌咖啡品类更丰富，品牌更好。

☐ 瑞幸咖啡已经在中端品牌取得明显优势

我们认为，瑞幸咖啡已经在中端品牌取得明显优势，主要包括先发优势、营销规模效应、标准化优势。1、先发优势：目前瑞幸已拥有5000多家门店，遍布全国。排名第二的MANNER仅有200多家，且主要集中在上海。瑞幸已抢先占据了优势的点位；2、营销规模效应：由于瑞幸已在全国铺开，而MANNER主要集中在上海，故瑞幸可以进行全国性质的营销，包括MANNER在内的其它品牌短期难以跟进；3、标准化优势：瑞幸选择了全自动咖啡机，且有强大的IT系统，人员培训。MANNER选择了半自动咖啡机，标准化程度较低，扩张有一定难度。

☐ 投资建议：

考虑到目前的市场空间和行业竞争格局。我们认为，如果瑞幸能够重回纳斯达克上市，将非常值得关注。另外，尚未上市的MANNER咖啡，目前已经是行业独角兽，也有发展成小巨头的潜力。

☐ 风险提示

下沉市场扩张不利，便利店咖啡对中端现制咖啡市场的挤占，食品安全事故等。

相关报告

货币单位

人民币（除特殊说明外）

报告撰写人：谢晨

联系人：陈磊

正文目录

1. 现制咖啡行业增长迅速，未来空间广阔	4
1.1. 行业规模保持 20% 以上增长，大陆渗透率远低于境外	4
1.2. 新价位、新品类均为市场空间的突破点	5
2. 中端连锁咖啡店品牌潜力巨大	5
2.1. 对比高端品牌：避其锋芒，更高性价比与门店密度	6
2.1.1. 性价比对比，中端品牌性价比占优	6
2.1.2. 门店密度对比，自取模式应对功能性消费且扩张更易	7
2.2. 对比经济型品牌：种类更丰富，品牌更好	8
2.2.1. 便利店咖啡：高性价比、极致成本、只做基本款	8
2.2.2. 中端品牌的品类和品牌优势巨大，但在基本款上确实面临挑战	8
3. 瑞幸在中端品牌中已有明显优势	9
3.1. 瑞幸门店数量超 5000 家，以自取模式为主，深耕一、二线城市	9
3.2. MANNER 起家上海，致力于全国推广	10
3.3. 瑞幸拥有先发优势、规模效应、标准化优势	10
4. 投资建议	11
5. 风险提示	11
附录：瑞幸咖啡发展历程、重组历程、人事财务经营情况	12
1. 发展历程	12
2. 重组历程	12
3. 人事情况	13
4. 财务情况	14
5. 经营情况	15

图表目录

图 1：中国现制咖啡市场保持较快增速	4
图 2：2020 年各国家与地区年咖啡消费（单位：杯）	4
图 3：生椰拿铁屡次冲上微博热搜	5
图 4：发售初期生椰拿铁供不应求	5
图 5：星巴克主打的“第三空间”门店	6
图 6：瑞幸主打的“自取”模式门店	6
图 7：星巴克经典产品价格普遍在 30 元以上	7
图 8：瑞幸经典产品价格一般在 16 元左右	7
图 9：提神醒脑为咖啡消费的主要目的	7
图 10：瑞幸门店数量在 2021 年初完成了对星巴克的超越	8

图 11: 2021 年 9 月各连锁咖啡店门店数量与 SKU 均价.....	9
图 12: 瑞幸门店数量总体保持上升态势	9
图 13: 瑞幸门店热力图 (颜色深度表示门店密度)	10
图 14: MANNER 门店数量增长平稳.....	10
图 1: 公司营收增速保持较高水平	15
图 2: 公司 2020 年因疫情和罚款亏损扩大	15
图 3: 2020 年 4 月后公司对门店数量进行调整	15
表 1: 主要连锁咖啡店品牌按件单价分类	6
表 1: 公司股权结构	13
表 2: 公司部分已离职高级管理人员	14
表 3: 公司现任高级管理人员	14

1. 现制咖啡行业增长迅速，未来空间广阔

1.1. 行业规模保持 20% 以上增长，大陆渗透率远低于境外

中国大陆咖啡市场，特别是现制咖啡市场发展时间较短，仍处于市场规模快速增长和消费习惯养成阶段。根据华经产业研究院数据，中国大陆现制咖啡市场规模近年来保持 20% 以上年增速，2019 年达到 489 亿元。2020 年受疫情影响，增速放缓，约为 503 亿元。我们认为，随着疫情的缓和防控的常态化，现制咖啡市场在中国大陆仍将保持快速发展态势。

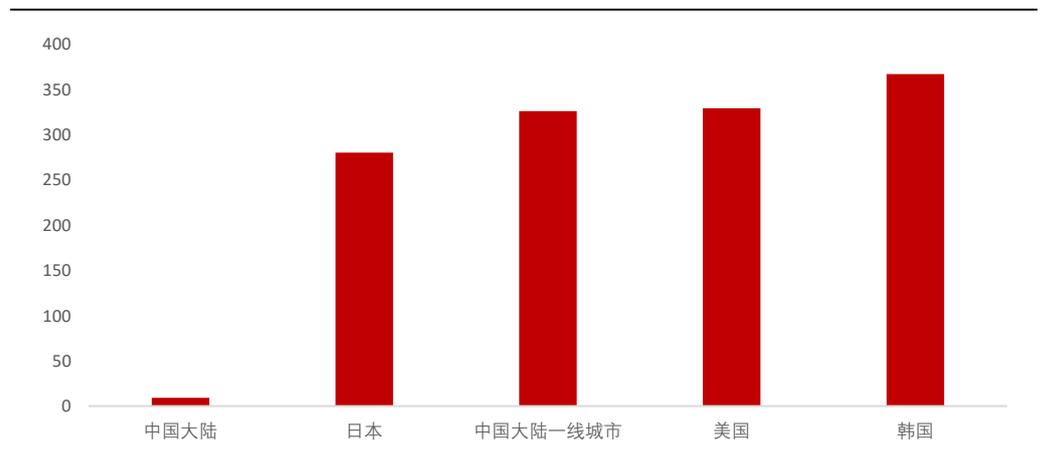
图 1：中国现制咖啡市场保持较快增速



资料来源：华经产业研究院、浙商证券研究所

从人均咖啡消费来看，中国大陆一、二线城市已处于较高水平，但下沉市场仍处于待开发状态，中国大陆总体年咖啡消费约为 9 杯，仍有较大成长空间。

图 2：2020 年各国家与地区年咖啡消费（单位：杯）



资料来源：华经产业研究院、浙商证券研究所

对比相似的情况，中国台湾所走过的“咖啡教育”或与中国大陆最为相似。主要原因有：同样有较为深厚的茶饮习惯；提神性功能饮料已被茶饮占领；有过或正在经济高速发展的阶段；口味相近等。

根据 CCTV 数据，从中国台湾的情况来看，1980 年代咖啡市场才开始发展，1997 年咖啡进口量约为 7991 吨，2002 年达到 15758 吨，2007 年达到 21195 吨，十年间翻了近

三倍。以一杯咖啡平均使用约 7 克的咖啡粉推算，2007 年中国台湾人均年咖啡消费已经达到 130 杯。对比而言，中国大陆 2020 年人均咖啡消费仅 9 杯，增长空间巨大。

1.2. 新价位、新品类均为市场空间的突破点

目前现制咖啡店市场竞争激烈，但仍有多个突破点存在：1) 从雀巢为代表的速溶咖啡到以星巴克为代表的现制咖啡，中间层有巨大空白，机会巨大；2) 咖啡品类上突破空间巨大，新式咖啡饮料机会巨大。

从价位区间上看，单杯速溶咖啡的价格约为 5 元以内，而以星巴克、咖世家、SeaSaw 为代表的高端连锁咖啡店件单价普遍在 30 元以上。5-30 元价格区间广阔，近年崛起的瑞幸、MANNER 等公司主打的正是这个价格区间的产品间。

从咖啡品类上看，多个“爆款”的出现显示出了咖啡这种诞生千年的饮料仍有巨大开发潜力。传统咖啡四大件主要包括：美式、拿铁、摩卡、卡布奇诺，区别主要是咖啡与奶占比的不同。而新式咖啡采用桂花等果味糖浆、冷萃等新型技术以及巧克力、燕麦奶等新型添加剂，口味新颖且更加吸引年轻人。

例如，瑞幸于 2021 年夏天推出的生椰拿铁便成为“爆款”，6 月单月销量超过 1000 万杯。事实上，瑞幸自 2019 年以来每年都有“爆款”出现，2019 年为陨石拿铁，2020 年为厚乳拿铁，这些“爆款”都保留在产品线中，成为销量主力。

图 3：生椰拿铁屡次冲上微博热搜



资料来源：新浪微博、浙商证券研究所

图 4：发售初期生椰拿铁供不应求



资料来源：瑞幸咖啡小程序、浙商证券研究所

2. 中端连锁咖啡店品牌潜力巨大

我们按照件单价，将中国连锁咖啡店品牌分为三大类：高端品牌：30 元以上，以星巴克、咖世家为代表；中端品牌：15-25 元，以瑞幸、MANNER 为代表；经济型品牌：以便利店售卖咖啡为代表。

表 1：主要连锁咖啡店品牌按件单价分类

定位	件单价	品牌	特点
高端	件单价约 30 元以上	星巴克	全球行业龙头，主打第三空间
		咖世家	地区行业龙头，近年来中国发展速度放缓
		SeaSaw	件单价较高
		皮爷	
		Tims	加拿大行业龙头
		%Arabica	
		Coffii&Joy	主打自提与外卖
中端	件单价约 15-25 元	喜茶	主营茶类饮品，咖啡品类较少
		瑞幸	主打自提与外卖
		MANNER	主要集中与上海，近期融资顺利
		K 咖啡	肯德基旗下
		麦咖啡	麦当劳旗下
经济	件单价约 10 元以下	全家	日式便利店
		7-11	日式便利店
		便利蜂	本土便利店

资料来源：浙商证券研究所

我们认为，中端品牌迎合市场趋势，潜力最大。主要原因在于：1、相比高端品牌有更高的性价比，市场空间更广阔；2、相比便利店咖啡，SKU 更高。

2.1. 对比高端品牌：避其锋芒，更高性价比与门店密度

目前中国高端连锁咖啡店品牌经营情况最好的公司一般被认为是星巴克。我们观察到，为了和星巴克错位竞争，中端品牌普遍有更好的性价比。这主要来自于星巴克采用的是“第三空间”模式，而中端品牌主要采取的是“自取”模式。

图 5：星巴克主打的“第三空间”门店



资料来源：星巴克官网、浙商证券研究所

图 6：瑞幸主打的“自取”模式门店



资料来源：瑞幸官网、浙商证券研究所

2.1.1. 性价比对比，中端品牌性价比占优

我们认为，中端品牌的性价比优势较大。例如，瑞幸产品的性价比明显高于星巴克，主要在于减少了租金成本，且选择了更低的毛利率。这一优势为中端品牌带来了更大的市场空间。

具体来说，星巴克件单价水平普遍在 30 元以上，而瑞幸在 16 元左右，且使用的原料（如咖啡豆、牛奶）未有明显劣势，口感并无大的差异。原因主要在于两点：1）瑞幸

的自取模式节省了租金成本。星巴克有大量顾客是外带饮用的，却依然承担了租金成本；
2) 瑞幸战略性调低了产品的物料毛利率（物料毛利率即（产品收入-物料成本）/产品收入）。根据各公司公告，瑞幸这一指标仅有50%左右，而星巴克约为70%左右（含部分物流成本，因此或更高）。

图 7：星巴克经典产品价格普遍在 30 元以上



资料来源：星巴克 iOS 端 App、浙商证券研究所

图 8：瑞幸经典产品价格红在 16 元左右



资料来源：瑞幸咖啡微信小程序、浙商证券研究所

我们认为，瑞幸等中端品牌的更高性价比，不仅仅可以获取星巴克的“自提”客户，也可以通过更低的价格，下沉到星巴克等高端品牌无法触及的人群。

2.1.2. 门店密度对比，自取模式应对功能性消费且扩张更易

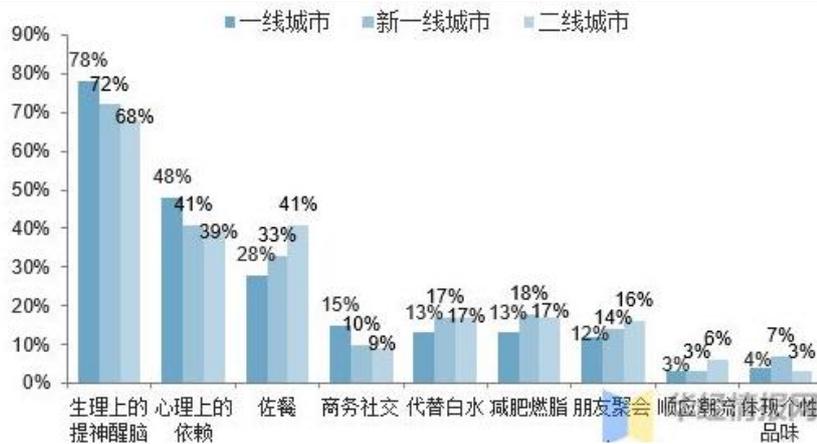
我们认为，中端品牌的另一大优势在于门店数量的扩张空间远大于高端品牌，这进一步提高了客户的体验。

对于功能性消费人群，门店密度是核心竞争力，因为门店密度是功能性消费是否可以完成的最重要指标，过高的购买时间成本会导致消费者转向更近的其他品牌门店。

我们认为，中端品牌的门店扩张空间远高于高端品牌。主要原因包括：1、自提模式目标客群大于第三空间模式；2、中端品牌性价比更高，下沉潜力更大；3、中端品牌门店选址要求低，单店产能也低，扩张障碍更低。

自取模式的目标客群非常庞大，高于第三空间模式。第三空间并非咖啡消费者的刚需。根据华经产业研究院数据，商务社交等需第三空间的咖啡消费目的目前仅排名第四，提神醒脑的功能性消费才是目前最重要的咖啡消费目的。

图 9：提神醒脑为咖啡消费的主要目的



资料来源：华经产业研究院、浙商证券研究所

根据 GeoHEY 的数据，瑞幸目前在门店数量上已超过星巴克。具体来说，瑞幸现拥有超过 5300 家门店，覆盖 217 个城市，星巴克约拥有 5200 家门店，覆盖 212 个城市，瑞幸门店数量优于星巴克。

图 10：瑞幸门店数量在 2021 年初完成了对星巴克的超越



资料来源：GeoHey、浙商证券研究所

2.2. 对比经济型品牌：种类更丰富，品牌更好

相对于以便利店咖啡为代表的经济型品牌，中端品牌具有两大优势：1、便利店咖啡主要是基本款，但中端品牌可以容纳多样化 SKU；2、中端品牌具有更强的品牌效应，社交属性高于便利店咖啡。但同时，我们认为便利店咖啡在基本款上，确实对中端品牌的咖啡有一定的挑战。

2.2.1. 便利店咖啡：高性价比、极致成本、只做基本款

便利店咖啡是指全家、罗森、7-11 等便利店推出的现制咖啡产品。根据环球网数据，全家 2017 年就在中国大陆卖出了 2000 万杯咖啡。

便利店咖啡，主打便捷和性价比，定价普遍在 10 元以下。由于便利店咖啡可以节省一大部分的租金和人力成本，即使定价较低，且依然普遍有 40% 甚至更高的毛利率。

但是，便利店咖啡始终停留在美式、拿铁、卡布奇诺等基本款上，这是因为标准化操作难以推广，且多种食材供应链管理难度较大。例如，便利蜂旗下的不眠海咖啡试图突破基本款，SKU 达到数十个，于是便出现了雇佣专门的咖啡师和开辟新制作台的需求，这一方面增加了成本，另一方面也增加了便利蜂的选址难度。所以我们看到，便利蜂的不眠海咖啡定价也基本上探到了 15 元左右的价格位。

2.2.2. 中端品牌的品类和品牌优势巨大，但在基本款上确实面临挑战

我们认为，中端品牌相对于便利店咖啡，具有品类和品牌的双重优势。第一，品类上，可以提供更多的 SKU，通过多种新品，满足消费者的多样化诉求。第二，品牌上，具有一定的社交属性。毕竟，便利店咖啡被认为是经济型品牌，不符合消费者彰显个性的需求。

我们认为在基本款上，便利店咖啡确实对中端品牌有一定挑战，但是较为有限。挑战主要来源是：对于基本款而言，消费者的主要诉求是咖啡的功能性，便利店咖啡确实有一定的价格优势。“较为有限”是因为两点：第一，现制咖啡赛道还在高速发展，短期还没有到拼存量的时候；第二，我们了解到，基本款占中端品牌杯量比例不大，无论是瑞幸还是 MANNER，均远低于一半。

3. 瑞幸在中端品牌中已有明显优势

在中端品牌内部竞争中，我们认为，瑞幸已经取得明显的优势，主要包括先发优势、规模效应和标准化。目前，中端品牌中，门店数量仅次于瑞幸的品牌是 MANNER，我们将两者做比较研究。

图 11：2021 年 9 月各连锁咖啡店门店数量与 SKU 均价

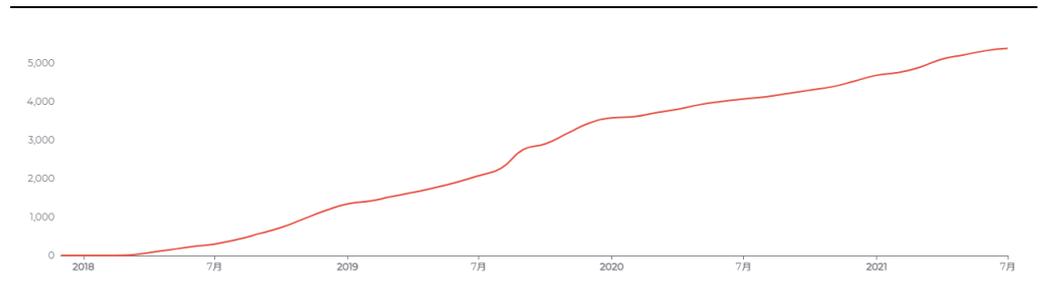
排名	品牌	门店总数	城市覆盖	平均价格
1	 瑞幸咖啡 Luckin Coffee	5387	221	20
2	 星巴克咖啡 Starbucks Coffee	5311	212	39
3	 矢量咖啡 UP COFFEE	396	73	39
4	 咖世家 Costa Coffee	435	33	39
5	 太平洋咖啡 Pacific coffee	348	61	35
6	 北美传奇咖啡 Tim Hortons	272	18	
7	 Manner Coffee Manner Coffee	211	6	22
8	 M Stand 咖啡 M Stand Coffee	68	8	
9	 代数学家咖啡 AlgeBraist Coffee	66	11	

资料来源：GeoHey、浙商证券研究所

3.1. 瑞幸门店数量超 5000 家，以自取模式为主，深耕一、二线城市

截至 2021 年 7 月 31 日，瑞幸开设有 5323 家门店，其中自营门店 3929 家，联营门店 1293 家。瑞幸门店主要分为三种形式，面积在百平方米上下的快取店 (Pick-up Store)；面积在数百平方米的悠享店 (Relax Store) 和外送厨房。瑞幸绝大多数门店为快取店，占比达到 96.5% (2020.12.31 数据)。瑞幸已在 2021 年 7 月 31 日前关闭了所有外送厨房。

图 12：瑞幸门店数量总体保持上升态势



资料来源：GeoHey、浙商证券研究所

从门店开设结构来看，瑞幸将资源重点投入了一、二线城市，三、四线城市目前处于待下沉阶段。具体来说，一、二线城市门店开设数量超过 4500 家，占比约 90%；在新一线城市瑞幸开设门店数量高达 1932 家，占比为最高。

图 13: 瑞幸门店热力图 (颜色深度表示门店密度)

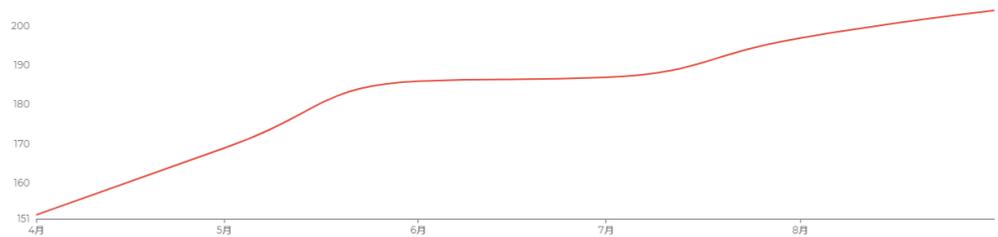


资料来源: GeoHey、浙商证券研究所

3.2. MANNER 起家上海, 致力于全国推广

MANNER 成立于 2015 年, 但尚未开始大幅全国扩张。MANNER 在过去几年进行了几轮融资, 投资者包括今日资本、H Capital、淡马锡、美团和字节跳动等, 估值已达到约 30 亿美元。MANNER 现有门店数量约为 204 家, 其中 85% 集中在上海, 约 10 家在深圳与北京。MANNER 定位的低价精品咖啡, 门店面积比瑞幸更小。

图 14: MANNER 门店数量增长平稳



资料来源: GeoHey、浙商证券研究所

3.3. 瑞幸拥有先发优势、规模效应、标准化优势

我们认为, 与 MANNER 相比, 瑞幸拥有先发优势、规模效应和标准化优势。MANNER 难以威胁到瑞幸的龙头地位。至于其它品牌, 我们认为短期内还没有讨论的必要。

第一, 瑞幸门店数量远超 MANNER, 预计将保持此优势较长时间。MANNER 的全国性扩张尚处于早期阶段, 供应链等中后台人员、流程和设备尚需打磨, 这就给了瑞幸长时间的领先窗口期。

第二, 瑞幸营销文案、代言人均统一定制, 全国投放, 在营销上已初步形成了规模效应, 而 MANNER 目前主要在上海, 尚不能进行全国性的营销投入。

第三, 从标准化程度来看, 瑞幸同样好于 MANNER, 主要原因是 MANNER 选择了半自动咖啡机的路线。另外, 瑞幸的 IT 系统, 标准化培训也比 MANNER 出色, 但这一块 MANNER 相对容易跟进模仿。

MANNER 选择半自动咖啡机的路线有两个原因: 第一, MANNER 的精品化策略让其更中意半自动咖啡机。MANNER 的多款产品可以拉花, 对于咖啡机的日常维护是由咖啡师自己完成, 净水器滤芯、磨豆机刀盘等则是付费委托服务公司完成。第二, MANNER

较为重视口味，咖啡粉量高于星巴克，而高用量导致全自动咖啡机不能完全胜任，因此 MANNER 多使用半自动咖啡机。

瑞幸使用的咖啡机与星巴克等一样，为全自动。全自动咖啡机人员操作少，犯错几率更小。全自动咖啡机现发展迅速，较半自动咖啡机的产出质量差别已较小。因此在保证质量的基础上，瑞幸标准化程度高于 MANNER，更适宜扩张。

综上所述我们认为，MANNER 目前尚处于地区扩展阶段，“0 到 1”积累完成但“1 到 N”尚需时日，其他中端连锁咖啡店品牌发展程度亦低于 MANNER，因此瑞幸目前在中端咖啡店连锁品牌中仍保有较大竞争优势。

4. 投资建议

我们认为现制咖啡行业空间巨大，其中最有力的是中端品牌，而中端品牌的领军者是瑞幸咖啡，我们认为，如果瑞幸能够重回纳斯达克上市，将值得重点关注。另外，尚未上市的 MANNER 咖啡，目前已经是行业独角兽，也有发展成小巨头的潜力。

5. 风险提示

- 1) 下沉市场对现制咖啡的接受度有待进一步验证；
- 2) 便利店咖啡对中端现制咖啡市场的挤占，尤其是拿铁、美式等基本款；
- 3) 人员或供应商疏漏导致重大食品安全事故等。

附录：瑞幸咖啡发展历程、重组历程、人事财务经营情况

1. 发展历程

公司 2017 年成立于厦门，是一间经营现制咖啡门店的运营商。由陆正耀、钱治亚、杨飞和郭谨一等人创立，团队主要背景来自于神州租车。根据公司公告，其发展大致历经了几个阶段：

第一阶段，成立初期。2017 年由部分神州租车高管组成团队，成立公司；2018 年进入高速发展期，年新增门店 1300 多家，2019 年新增门店 2500 多家。

第二阶段，在美上市期。2019 年 5 月 17 日，公司于美国上市。2020 年初，美国投资机构浑水发布报告称公司财务状况存在重大问题。2020 年 4 月，公司承认虚假交易，披露虚增交易金额约 22 亿元。2020 年 6 月，公司进行纳斯达克退市备案，之后转入粉单市场交易。

第三阶段，退市后复苏期。公司于 2020 年 12 月和 2021 年 9 月分别于 SEC 和投资者和解，为全面走向正轨的里程碑式事件。

2. 重组历程

公司从退市后分别经历了与 SEC 和解、再融资、与投资者和解三个重要阶段，具体的时间线和影响如下：

2020 年 12 月，公司宣布和 SEC 和解，赔偿 1.8 亿美元，并被任命 JPLs（联合临时清算组）。根据相关协议，公司需提前偿还 4.6 亿美元可转债。

2021 年 3 月，公司宣布和 56% 的可转债债权人达成协议（RSA），公司将赔偿 91%-96% 的账面值。但是，此协议的达成附加了先决条件：公司需将额外 2.5 亿美元存至其在美账户，以增加债权人信心。随后公司宣布可能会进行新一轮融资以协助此次债权重组。

2021 年 4 月，公司宣布新一轮融资完成，已与大钲资本旗下一家公司及愉悦资本达成投资协议。根据协议，大钲资本、愉悦资本分别同意购买公司约 2.4 亿美元、1000 万美元的高级可转换优先股（Senior Convertible Preferred Shares），转股价为 6.5 美元。同时，若公司不能完成 2.5 亿美元出海的相关事宜，大钲资本和愉悦资本还可按比例再增资 1.5 亿美元。

2021 年 6 月 15 日，公司宣布与中国外汇机构完成沟通，后者基本同意公司通过注册资本将 2.5 亿美元转移至海外。公司后于 6 月底披露 2019 年业绩。

2021 年 9 月，公司披露 2020 年业绩。并宣布和投资者和解，赔偿 1.875 亿美元。

至此，公司对各方的赔偿、债权重组和再融资事宜有了突破性进展。我们认为重要的影响有：

1、大钲资本成为第一大股东。大钲资本所投 2.4 亿美元的形式是可转换优先股，转换价格为 6.5 美元/ADS，即转换后可获股本 3700 万股，彼时公司全部股本数量为 2.5 亿股，相当于进行一次增发，原始股份被摊薄。交易完成前，大钲资本在公司持有 1.45 亿 B 类普通股，占公司所有已发行股份的 7.14%。待与大钲资本交易完成后，预计大

钰资本的持股将上升为 17.2%，投票权增至 45.2%，成为第一大股东，并拥有对公司的重要话语权。

- 2、原股本被摊薄 15%或 25%，更大概率是 15%。根据 6.5 美元/ADS 的价格计算，若 2.5 亿美元增资完成，原股本将被摊薄 15.2%；若后续继续追加 1.5 亿美元，则原股本将被摊薄 24.3%，但是由于 1.5 亿美元后续增资计划先决条件已较难达到，因此该类情况发生可能性较小。
- 3、公司披露了 19、20 年年报，意味着公司层面有私有化的计划概率较小，而有重回纳斯达克的计划概率较大。根据相关规定，粉单市场交易的公司并无财报披露义务。如果公司有回归纳斯达克的计划，那就必须按照纳斯达克的规定披露财报。如果公司有私有化的计划，则没必要披露财报，因为披露财报后股价往往实现可观涨幅，继而抬高私有化的成本。

表 2：公司股权结构

股东	持股数量	持股比例	持股类型	对应 ADS	投票权	备注
郭谨一等高管	25,841,904	1.28%	A 类股	3,230,238		
Primus	131,250,000	6.48%	A 类股	16,406,250		
Summer Fame	44,029,698	2.17%	A 类股	5,503,712	11.52%	毕马威代管
Haode	208,146,050	10.28%	A 类股	26,018,256		
Joy Capital	39,490,000	1.95%	A 类股	4,936,250		
Joy Luck	32,341,000	1.60%	A 类股	4,042,625	3.22%	实控人刘二海
Honour Ample	35,404,500	1.75%	A 类股	4,425,563		
大钰资本	136,172,000	6.72%	B 类股	17,021,500	43.50%	实控人黎辉
Fortunate Cup	8,606,500	0.42%	B 类股	1,075,813		

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3. 人事情况

财务造假风波发生后，公司立刻成立了董事会特别委员会。经过一个多月的调查，2020 年 5 月 12 日，公司披露了管理层调整计划，与事件相关的多名高级管理人员离职，包括前 CEO 钱治亚、前 COO 刘剑、创始人之一陆正耀和部分独立董事。

表 3：公司部分已离职高级管理人员

原职	姓名	经历
CEO	钱治亚	曾任神州租车首席运营官
COO	刘剑	曾任神州租车车辆管理中心副主任
HRD	冉浩	原神州租车 HRD
大区总经理	周斌	
大区总经理	李军	
大区总经理	吴涛	转岗至拓展中心

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

前副总裁郭谨一于 2020 年 7 月出任新董事长兼 CEO，郭谨一曾任神州租车董事长助理，是公司创始人团队之一。其他高级管理人员加入前主要供职于其他大型快消或餐饮连锁，如曹文宝、庄伟元等。另外，查扬、庄伟元和刘峰有新大股东大钲资本的工作背景。

表 4：公司现任高级管理人员

职务	姓名	经历
董事长、CEO	郭谨一	公司联合创始人，曾任神州租车首席运营官
CFO、CSO	Reinout Schakel	曾供职于渣打银行、瑞士信贷银行
高级副总裁	曹文宝	前麦当劳北方大区总经理，曾负责公司门店运营与客服
高级副总裁	吴刚	曾在中国国航、中国东航、中国联航任重要职位
CGO	杨飞	公司联合创始人之一
独立董事	查杨	曾任北美清华教育基金会主席
独立董事	庄伟元	曾任职于星巴克中国与百盛中国
独立董事	刘峰	厦门大学教授
独立董事	Sean Shao	前 21Vianet 独立董事，曾供职于 UT 斯达康

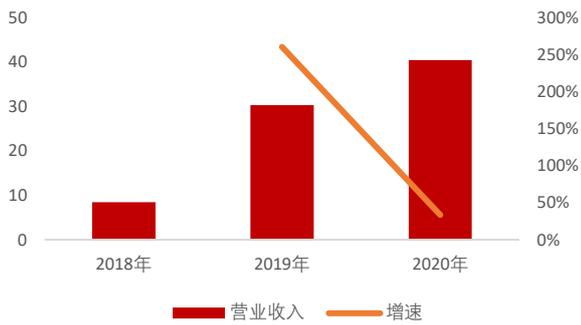
资料来源：公司公告、浙商证券研究所；注：CSO 为首席战略官，CGO 为首席增长官

另外，公司在 2021 年 1 月推出了股权激励方案，规模达到 2.3 亿普通股，对应 2875 万 ADS。授予形式包括期权、受限制的股票等。授予对象与行权价由公司薪酬委员会提名。此前，多位高级管人员在上市前已持有部分未行权期权，其中，公司现任 CEO 郭谨一持有普通 A 类股 2560 万股。

4. 财务情况

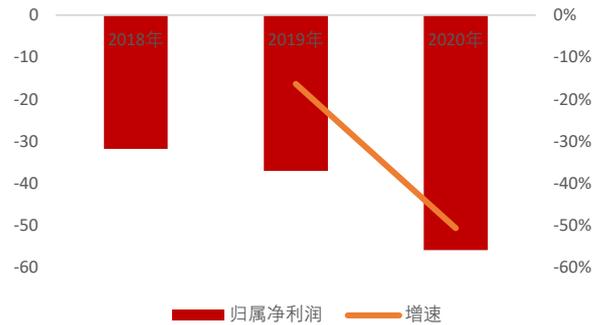
2021 年 9 月公司披露了 2020 年年报。2020 年公司营收增长 33%至 40.33 亿元；亏损扩大至 55.98 亿元。2020 年的亏损扩大主因系公司目前仍处于扩张阶段，且计提了 24 亿罚款和赔偿，上半年又受到了疫情的影响。从成本端来看，重要成本如物料、租金等与营收增速相符，营销费用和管理费用有所下降，整体成本端结构健康。

图 15：公司营收增速保持较高水平



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 16：公司 2020 年因疫情和罚款亏损扩大

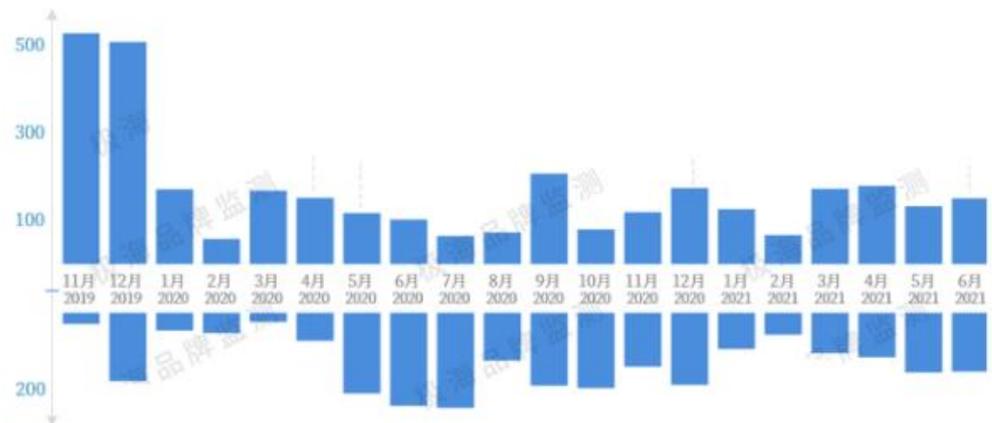


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

5. 经营情况

公司对经营计划也进行了多项调整。从增量来看，2020 年新增门店数量为三年来最低，约 1200 家左右，较 2019 年下降约 20%；从存量来看，2020 年 4 月后公司关店数量显著提升，大批非盈利或盈利较少的门店被关闭，2020 年 7 月关店数量达到 200 家以上，并在多个自然月出现净开店数为负的情况。进入 2021 年后，月关店比例开始下降，门店数量开始净增长，并于 2021 年 6 月超过 5000 家。

图 3：2020 年 4 月后公司对门店数量进行调整



资料来源：GeoHey、浙商证券研究所

同时，为了缓解现金流紧张，公司还部分开放了加盟，即联营店。公司强调不收取任何形式的加盟费，同时共享营销推广资源。加盟方需支付公司的前期投入，金额在 35 万元左右。根据时代财经数据，部分低线城市联营店月盈利 4 万元以上。2020 年联营店给公司带来了 3.17 亿元的收入，营收占比约为 7.9%。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>