

## 加速开店&优惠影响延续，盈利能力环比下滑

2024 年 05 月 02 日

**事项：**4 月 30 日，瑞幸咖啡 (LKNCY) 发布 2024 年一季度未经审计业绩，Q1 实现营收 62.78 亿元，yoy+41.5%；GAAP 经营亏损 6510 万元，对应利润率-1%，23Q4 为 3.0%，上年同期为 15.3%；GAAP 净亏损 8317 万元，对应利润率为-1.3%，23Q4 为 4.2%，上年同期为 12.7%；Non-GAAP 净亏损 1308 万元，对应利润率为-0.2%，23Q4 为 5.0%，上年同期为 13.9%。

**Q1 开店节奏依旧较高，净增门店 2342 家，开店驱动收入增长。**24Q1 净增门店 2342 家 (含新加坡 2 家)，qoq+14.4%；23Q1-Q4 净增水平分别 1137、1485、2437、2975 家，Q1 开店节奏依旧不低。截止 Q1 末门店数达到 18590 家 (yoy+98.8%)，直营/加盟分别 12199/6391 家 (yoy+93.3%/+110.2%)。高速开店驱动了营收增长，其中自营门店收入 45.80 亿元，yoy+45.8%；加盟收入 15.08 亿元，yoy+32.8%。

**自营同店 SSSG 负增长，直营单店平均收入环比下滑，一方面受到淡季寒冷天气&开店稀释影响，另一方面去年未做大幅优惠活动也是高基数。**我们用自营店收入除以期初期末自营店平均数计算单个自营店季度营收，24Q1 为 40.1 万元 (yoy/qoq 均为-23.6%)，而 23Q1-Q4 这一指标为 52.5、66.6、64.3、52.5 万元。Q1 自营门店 SSSG 为-20.3%，23Q1-Q4 分别为 29.6%、20.8%、19.9%、13.5%。我们认为单店&同店收入下滑主要因为：1) 优惠券发放密集导致客单价同比下滑大 (去年同期不可比)；2) 2023 年下半年以来快速开店对杯量有一定稀释，尤其是新开出来的门店仍需培养；3) 1-2 月寒冷天气等季节性不利因素环比加大；4) 春节假期较长且直营店写字楼门店占比高。

**尽管毛利率环比改善，但租金、人工等刚性成本下经营杠杆未能释放，直营店 OPM 承压；销售/管理费用相对合理。**24Q1 门店 OPM 为 7.0%，环比-6.5pct，尽管 2 月下旬以来“9.9 元”活动范围有所缩小，整体毛利率环比+2.8pct，但租金、人工等刚性成本导致经营杠杆未能释放，Q1 门店租金及运营费率为 40% (占自营门店收入)，环比-6.7pct；折旧及摊销费用率亦环比-1.6pct (占自营门店收入)。销售费用率为 5.2%，环比稳定；管理费用环比稳定。我们认为，Q1 盈利能力环比下滑，主要系：1) 收入端承压经营杠杆未能释放，直营店 OPM 环比恶化；2) 以及对加盟业务的补贴依旧持续。

**日均交易用户 yoy+103.2%；Q1 经营活动现金流有压力。**日均交易用户数达 5991 万，yoy+103.2% (高于门店增速)，qoq-4.0%。经营活动现金流出 2.64 亿元，我们认为主要受 Q1 公司经营亏损、预付项目增加、应付项目减少有关；期末账面现金及现金等价物及受限制现金为 18.24 亿元。

**投资建议：**24Q1 为业务淡季，高速开店、优惠活动等影响延续，盈利能力环比进一步承压。展望 Q2，去年同期门店数仅 1 万家出头，门店杯量较高，且 4-5 月尚未开启大幅度优惠券发放，今年 Q2 在去年同期高基数的基础上仍存在较大挑战；因此我们目前对 Q2 持观望态度，近期开店节奏已有所放缓，重点关注逐步进入业务旺季及优惠券发放减少后的门店杯量及价格变化。

**风险提示：**1) 消费环境不及预期风险；2) 行业竞争加剧；3) 咖啡行业在国内渗透速度不及预期，导致门店杯量恢复或拓店不及预期风险；4) 食品安全风险；5) 粉单市场交易风险；6) 转板不及预期风险；7) 管理层变动；8) 原材料成本大幅上涨影响盈利。


**分析师 易永坚**

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

**研究助理 李华熠**

执业证书：S0100123090003

邮箱：lihuayi@mszq.com

### 相关研究

- 咖啡行业点评：瑞幸咖啡 (LKNCY) 发布 2023 年 Q4 业绩，淡季加速开店叠加优惠活动影响，利润有所承压-2024/02/25
- 新消费研究之咖啡系列报告：蜜雪/古茗招股，咖啡和现制茶饮的对比研究-2024/01/17
- 新消费研究之咖啡系列报告：复盘咖啡历史发展，溯源产业链上游-2023/11/11
- 咖啡行业点评：瑞幸咖啡 (LKNCY) 发布 2023 年 Q3 业绩-优惠活动影响经营指标，下半年加速扩张-2023/11/03
- 新消费研究之咖啡系列报告：瑞幸咖啡核心十四问-2023/09/04
- 新消费研究之咖啡系列报告：中国现磨咖啡市场有多大&瑞幸的天花板在哪？-2023/08/08

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026