



瑞幸咖啡
(LKNCY US)

投资研究报告
投资推荐：买入

SNOW LAKE

2022年11月

免责声明

雪湖目前持有瑞幸咖啡 (OTC LKNCY) 的股票

雪湖可能通过瑞幸咖啡的证券交易价格上升而获利，亦可能因瑞幸咖啡的证券交易价格下降蒙受亏损。

雪湖可能在任何时候，出于任何目的或没有目的的改变其对瑞幸咖啡的看法或持仓。雪湖可能会买入、售出、回补或以其他方式改变其对瑞幸咖啡的投资行为。雪湖不承担任何通知市场此类变化的义务。

本报告中陈述的信息、分析和观点均来源于雪湖对瑞幸咖啡有关的公开信息、第三方买方或卖方研究、尽职调查及自主分析，但雪湖不能担保其准确性与完整性，雪湖并不以任何方式保证本报告提供了所有可能可用的信息。瑞幸咖啡或其他相关人士可能拥有部分非公开或其他信息，故可能导瑞幸咖啡或其他相关人士与雪湖的分析、结论和观点相左。

报告主要内容或包括对瑞幸咖啡面临的法律、监管问题与对瑞幸咖啡未来业务、财务状况和经营业绩的潜在影响分析，也包括对瑞幸咖啡的预期经营业绩、进入资本市场、市场条件、资产和负债的前瞻性陈述、估计、预测和观点。该类陈述、估计、预测和观点可能无法保证准确性，并存在超出雪湖预期的风险与不确定性。

雪湖坚信本报告在所有重大事项方面的准确性，且未遗漏任何重大事实使其中的陈述产生误导，但雪湖并未对报告或其就瑞幸咖啡进行的任何其他书面或口头陈述的准确性与完整性做出任何明示或暗示的陈述与保证，故雪湖不承担与报告或此类陈述（或其中的任何不准确或遗漏）有关的任何责任。因此，股东和其他相关人士应对报告和瑞幸咖啡，以及提到的其他公司进行独立调查与分析。雪湖建议每个投资者在购买或出售任何证券之前进行独立尽职调查。

本报告并非投资建议，亦并非购买或出售任何证券的建议或劝诱。除另有说明外，本报告在截止日期完成，雪湖不承担纠正、更新或修订本报告或提供任何其他材料的义务，雪湖亦不承诺对瑞幸咖啡或任何其他公司采取或不采取任何行动。

在本报告中，除非上下文另有要求，否则雪湖指代雪湖及其关联公司，以及其各自的合作伙伴、董事、高管和雇员。

目录

1. 总结摘要	P. 4
2. 投资逻辑与风险	P. 6
▶ 投资逻辑 1. 饮料化咖啡显著扩大了中国咖啡行业的潜在市场规模	P. 6
▶ 投资逻辑 2. 瑞幸咖啡的单店经济模型 (UE) 现在成立	P. 14
▶ 投资逻辑 3. 饮料化咖啡让咖啡品类能够渗透低线城市	P. 19
▶ 投资逻辑 4. 结合了直营及加盟的独特商业模式	P. 26
▶ 投资逻辑 5. 更多的盈利门店带来经营杠杆和公司整体利润率提升	P. 30
▶ 投资逻辑 6. 瑞幸已在饮料化咖啡品类上建立了护城河	P. 33
▶ 风险因素 1. 潜在市场竞争加剧, 但短期内现有咖啡品牌尚不构成直接威胁	P. 38
▶ 风险因素 2. 在新冠疫情期间获得的部分市场份额可能在疫情后反转	P. 43
▶ 中性因素 1. 非核心业务短期内对收入和利润的贡献度较低	P. 45
3. 财务预测与估值	P. 47
4. 附录: 公司发展历史及股东结构	P. 51

总结摘要

- 饮料化咖啡显著扩大了中国咖啡行业的潜在市场规模
- 门店销量与产品售价实现同步提升使得瑞幸咖啡单店经济模型（UE）成立
- 饮料化咖啡使得咖啡品类能够渗透到广大低线城市，为瑞幸带来约2倍的门店拓展空间
- 结合了直营和加盟的独特商业模式使瑞幸能够同时建立品牌力且最大化门店扩张效率
- 更多的盈利门店带来经营杠杆和公司整体利润率的提升
- 瑞幸在饮料化咖啡品类已建立起护城河，短期内现有的咖啡品牌均对其不构成直接竞争

目标市值147亿美元（对应35倍2024年P/E） = 目标股价46.2美元/ADS
1.5年投资回报（2022年8月-2023年12月）：总上涨空间218% = 131%IRR

瑞幸咖啡的浴火重生是中国商业史上的奇迹

瑞幸咖啡的重生既依靠自身的不懈努力也有时运的因素，可以总结为一句中国俗语——“天时、地利、人和”

天时

RIGHT TIME

- 新冠疫情严重负面影响了以星巴克为代表的“第三空间”咖啡品牌，瑞幸的小型自提门店借机抢占了市场份额

地利

RIGHT PLACE

- 瑞幸凭借对中国本土市场的深刻理解而发现了饮料化咖啡并发扬光大
- 饮料化咖啡结合加盟模式使瑞幸能够高效地渗透低线城市

人和

RIGHT PEOPLE

- 大钲资本的坚守以及与新管理层的配合使瑞幸得以重生
- 原有管理层被彻底清退
- 优秀的新管理层团队专注于提高公司基本面和盈利能力

投资逻辑 1. 饮料化咖啡显著扩大了中国咖啡行业的潜在市场规模

中国现制咖啡的人均消费杯量低于现制茶饮的主要原因是现制咖啡的渗透率较低，而非消费者的购买频次低

	现制咖啡						现制茶饮				
	2017	2018	2019	2020	2021	22H1	2017	2018	2019	2020	2021
门店总数 ('000)	75	105	96	99	114	117	250	410	381	436	390
市场规模 (十亿人民币)	28	39	49	63	88	46	58	136	205	184	280
现制茶饮相对于现制咖啡 市场规模的倍数							2.0x	3.5x	4.2x	2.9x	3.2x
人均消费杯数 ⁽¹⁾	1.0	1.4	1.7	2.2	3.1	3.2	4.1	9.7	14.5	13.0	19.8
- 人口渗透率				低					高		
- 购买频率				2 - 4 次/月					2 - 4 次/月		
头部品牌市场份额 ⁽²⁾											
	45%	42%	30%	27%	18%						
	2%	6%	7%	10%	14%						
									4%	7%	7%

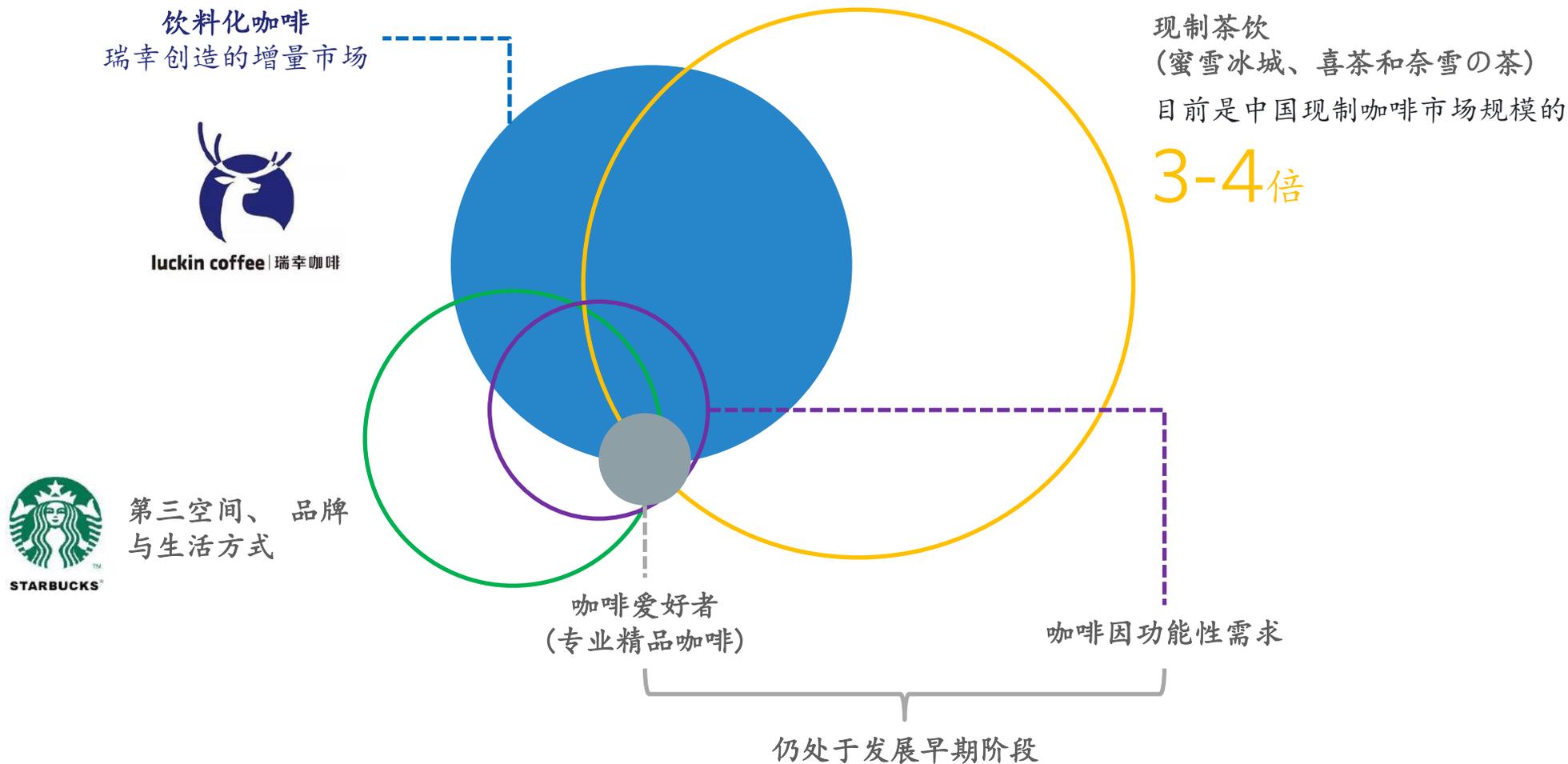
注:

1. 假设现制茶饮平均每杯单价10元，现制咖啡平均每杯单价20元

2. 按品牌商品交易总额（GMV）计算

来源：弗若斯特沙利文，蜜雪冰城招股书，美团行业报告，公司公告

瑞幸的成功秘诀是推出饮料化咖啡产品来渗透更加广泛的现制茶饮客群，而非针对有限的咖啡爱好者



来源:弗若斯特沙利文, 美团, 圆形大小仅供参考

饮料化咖啡是针对中国消费者的饮用习惯，融合了咖啡与新口味的饮料化产品，轻度咖啡用户和不喝咖啡的人接受度高

经典咖啡与精品咖啡

产品示例

美式
拿铁
澳白
卡布奇诺
摩卡

咖啡豆

强调咖啡豆的品质、风味、烘焙程度和产地

奶

牛奶或燕麦奶

其他原料

焦糖糖浆、香草糖浆、巧克力糖浆、奶油等

饮料化咖啡

瑞幸推出的爆款饮料化咖啡：



Brown Sugar Boba Latte
陨石拿铁 (19年9月)



Newer Latte
厚乳拿铁 (20年9月)



Coconut Milk Latte
生椰拿铁 (21年4月)



Velvet Latte
丝绒拿铁 (21年9月)



Coconut Cloud Latte
椰云拿铁 (22年4月)



Cheese Flavored Latte
生酪拿铁 (22年10月)

不强调咖啡豆的风味或品质，反而重视用甜味及其他口味来掩盖咖啡的苦味和酸味

椰奶、风味奶（如厚乳）、茶、果汁、气泡水、酒类等

水果糖浆、果汁、果酱、新鲜水果、波霸、奶油等

饮料化产品通常能够让原本小众的产品更容易被大众所接受

威士忌嗨棒 (Whiskey Highball)

威士忌作为一种传统西洋烈酒在亚洲国家的受众群体原本很少



嗨棒 (威士忌+苏打水) 扩大了威士忌的消费群体和消费场景



日本人均威士忌消费量：从1974年的 **1.8L** 增长到1984年的 **3.3L**⁽¹⁾

White Claw硬苏打酒 (Hard Seltzer)

传统酒类 (例如啤酒) 口味不好, 对年轻群体吸引力有限



White Claw是推广多口味、低度数硬苏打酒的前驱品牌



硬苏打酒品类在2019-2020年符合增长率达到 **200%**⁽²⁾, White Claw市占率约**60%**⁽²⁾

野格炸弹 (Jägermeister Bomb)

野格原本是一种由56种天然草料和香料制成的小众利口酒



野格炸弹 (野格+红牛) 中和了野格的浓郁口味, 在90年代成为夜生活的代名词



野格利口酒在美国的销量从1974年的 **600箱** 增长到21世纪初的**130万箱**⁽³⁾

注:

1. 日本国税厅
2. 尼尔森数据
3. 指9L标准箱, 根据纽约时报 [New York Times](#)

饮料化咖啡的品类特性更接近于经典咖啡和西式快餐，而不太具有现制茶饮的高更新换代风险

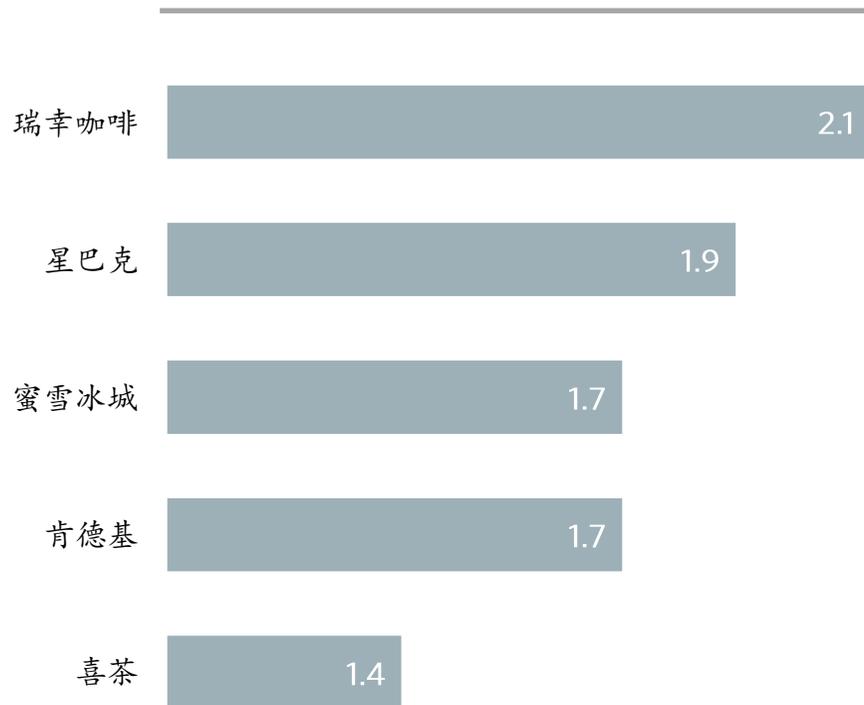
	经典咖啡	饮料化咖啡	西式快餐	现制茶饮
品类来源	✓ 舶来品	○ 舶来品 + 本土改良	✓ 舶来品	✗ 纯本土品类
需求类型	✓ 功能性需求	○ 功能性需求 + 情感需求	○ 功能需求 + 情感需求	✗ 情感需求
产品需求	✓ 经典产品	○ 经典产品 + 新品	○ 经典产品 + 新品	✗ 新品
消费场景	✓ 办公场景 + 第三空间	✓ 办公场景+ 休闲场景 + 校园	✓ 儿童用餐，办公场景，出行	✗ 休闲场景：购物、看电影等
健康属性	✓ 健康	✓ 健康	✗ 不健康	✗ 不健康
成瘾性	✓ 高：咖啡因	✓ 高：咖啡因 + 糖	○ 中：油炸食品、油脂	○ 中：茶 + 糖
季节性	✓ 无明显季节性	✓ 无明显季节性	✓ 无明显季节性	✗ 夏季是高峰期
头部品牌	星巴克	瑞幸咖啡	肯德基	喜茶、蜜雪冰城

图例：✓ 正面；○ 中立；✗ 负面

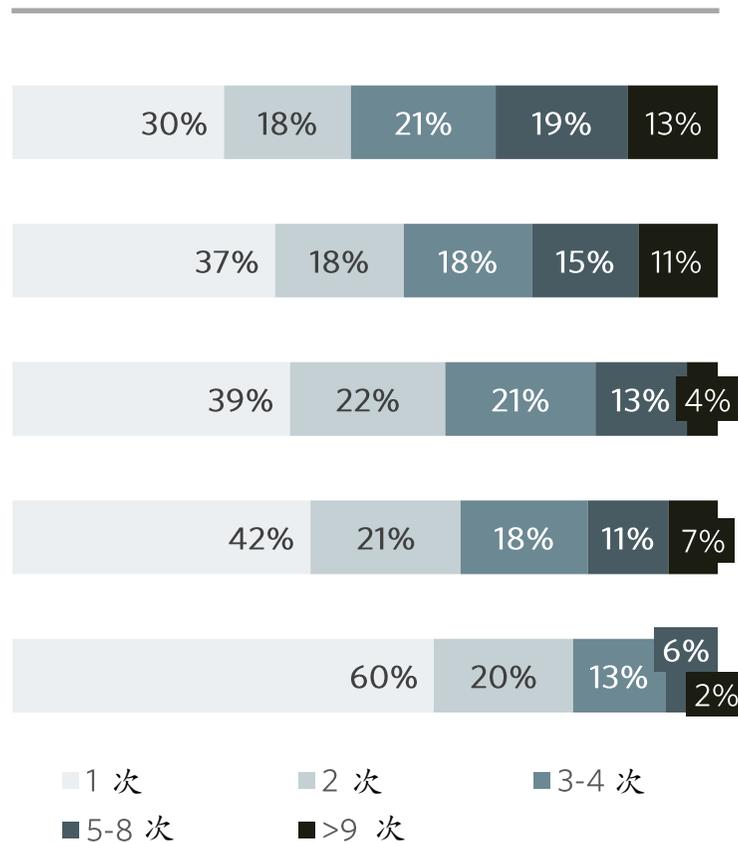
瑞幸用户的购买频率和高复购用户的贡献占比均领先于其他品类头部品牌

瑞幸的32%销量来自于每月购买5次以上的高频消费者

月购买频率⁽¹⁾



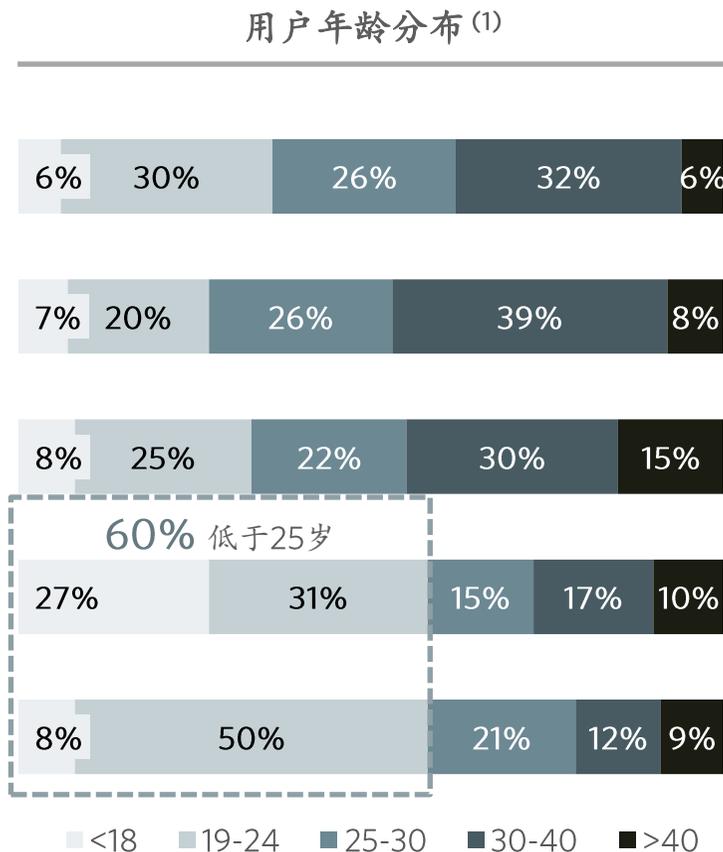
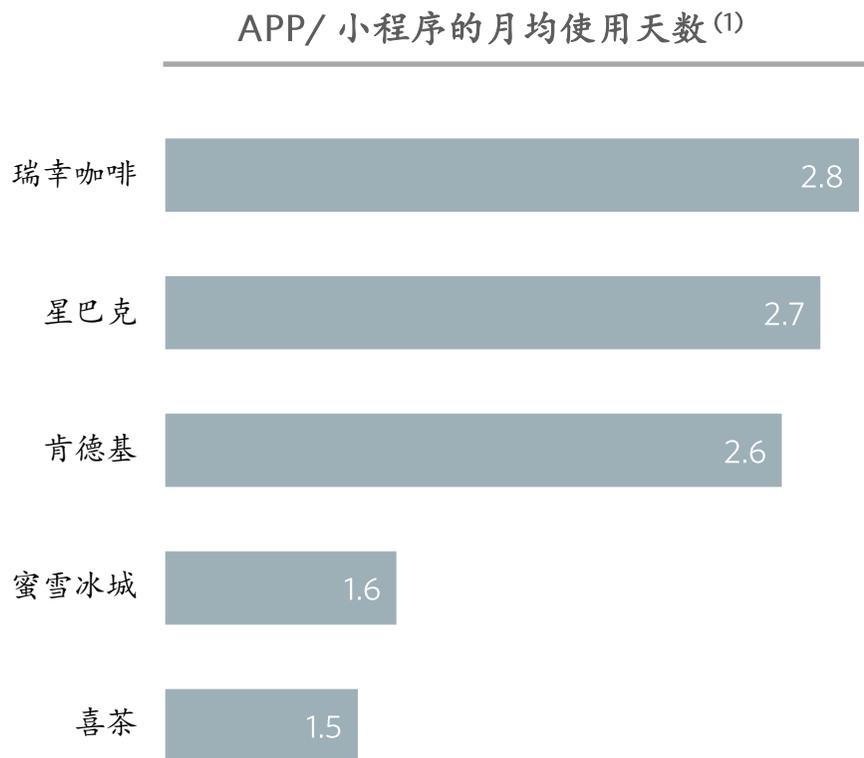
瑞幸销量按消费者的月购买频次划分⁽¹⁾



注:

1. 消费者调研 (2022年8月)

瑞幸的消费者活跃度高且年龄分布均匀，而现制茶饮以品牌忠诚度较低的年轻群体为主



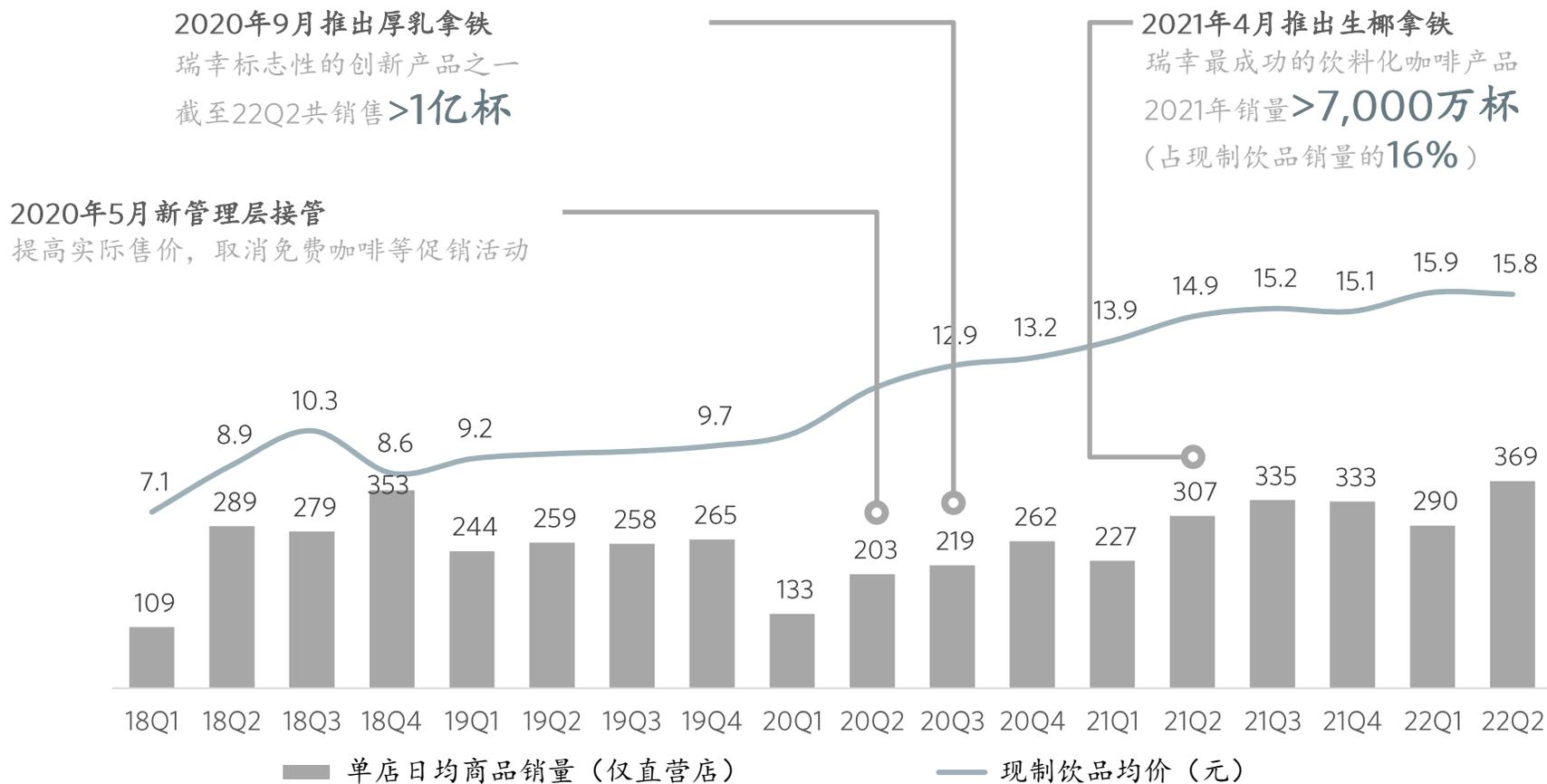
注：

1. App和微信小程序数据来源于QuestMobile（2022年6月-2022年7月）

投资逻辑 2. 门店销量与产品售价实现同步提升使得瑞幸单店经济模型 (UE) 成立

新管理层采取了一系列措施让门店量价齐升

当前瑞幸通过高吸引力的饮料化咖啡产品驱动门店销量自然增长，而非采取激进的价格促销手段



来源:公司公告

对比2019年，单店模型优化主要源于单杯毛利的显著提升

人民币元，除另行说明均为月度数据	2019	2Q21-1 Q22
单店日售商品总数	255	318
现制饮品	219	283
其他产品	36	35
占商品总数比例	14%	11%
单个商品均价	9.7	14.3
现制饮品	9.7	15.1
其他产品	9.9	7.5
月营收（不包含配送费收入）	74,419	136,079
月营收（含配送费收入）	79,037	143,920
配送费收入	4,618	7,842
每单配送费收入	3.6	4.5
单个商品成本		
现制饮品	6.1	5.0
其他产品	7.9	5.0
单个商品毛利		
现制饮品	3.6	10.1
毛利率	37%	67%
其他产品	2.0	2.5
毛利率	20%	33%
月毛利	25,826	88,379
毛利率	35%	65%

— 2019年包含35杯免费咖啡（2020年5月起停止赠送）

— 价格折扣减少+推出高单价新产品

— 提高配送补贴的门槛

— 将2019年免费咖啡成本从销售费用调整为成本项

瑞幸UE大幅优化的主要原因

人民币元，除另行说明均为月度数据	2019	2Q21-1 Q22
门店租金	14,000	14,000
占营收比例	19%	10%
人工成本	23,715	23,850
占营收比例	32%	18%
单杯人工成本	3.1	2.5
水电及其他杂费	4,200	4,300
占营收比例	6%	3%
月配送费	12,444	16,032
占营收比例	17%	12%
门店层面EBITDA	(23,914)	38,038
EBITDA利润率	(32%)	28%
资本支出	450,000	450,000
回本周期（月）	NM	12
折旧及摊销	9,500	9,500
占营收比例	13%	7%
门店层面利润	(33,414)	28,538
门店层面利润率	(45%)	21%
门店层面利润率（公司披露口径）	(38%)	22%

— 主动成本控制+销量提升

— 规模效应+每单商品数提高

— 属于门店回本周期最短的上市餐饮企业之一

来源：公司公告；门店层面利润率（公司披露口径）

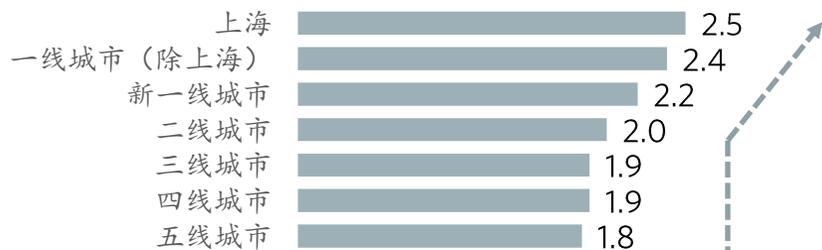
预计同店收入增长 (SSSG) 将从高增速逐渐回归到正常增长，长期增长驱动来源于购买频率增加

	历史情况	未来预期
平均每交易用户月均购买商品数	<ul style="list-style-type: none">▶ SSSG (同比2019年) 的主要增长驱动因素: 增长 10%-30% (同比2019年)▶ 由于新用户 (购买频次较低) 的稀释效应, 从 20Q3 开始相对稳定在 3.8-3.9	<ul style="list-style-type: none">▶ <u>我们认为当新客户 (购买频次较低) 的稀释效应减弱, 购买频次提升将会成为瑞幸同店增长的长期持续性驱动因素</u>
平均杯单价 (元)	<ul style="list-style-type: none">▶ SSSG (同比2019年) 的主要增长驱动因素: 提升 30%-50% (同比2019年)▶ 2020-2021年实际售价的大幅提升是一次性的逆转因素	<ul style="list-style-type: none">▶ 杯单价将稳定在约 16元▶ 更高的价格会给竞争对手带来利润空间并导致更多的行业竞争
单店月均交易用户数	<ul style="list-style-type: none">▶ 22年上半年SSSG增长的主要驱动因素▶ 在2Q22达到高峰 3,007 (同比增长25%)	<ul style="list-style-type: none">▶ 未来预计维持在 2,500-3,000 之间▶ 受限于瑞幸线下业务性质和门店密度的增加

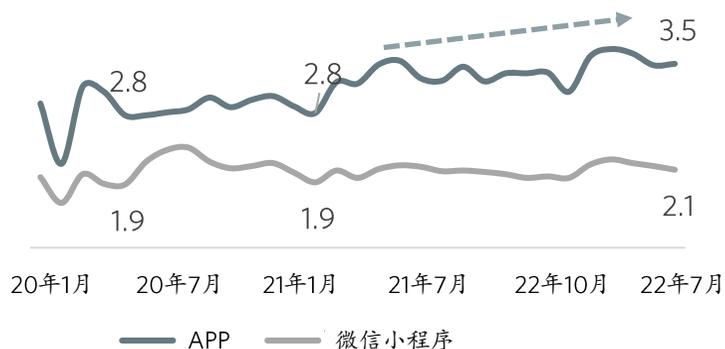
来源: 公司公告

消费者购买频次增长将是长期同店收入增长率（SSSG）持续驱动因素

瑞幸顾客月购买频次随城市等级的提高而增加⁽¹⁾



瑞幸用户的月均使用天数逐渐提升⁽²⁾



“咖啡之旅（Coffee Journey）”理论 基于某头部连锁咖啡品牌的研究

第四阶段：精品咖啡、SOE咖啡

第三阶段：黑咖啡（美式、浓缩咖啡）

第二阶段：经典奶咖（拿铁、澳白等）

第一阶段：茶、季节限定特调或加糖浆的拿铁

- ▶ 70% 的消费者会逐渐升级到下一阶段
- ▶ 由于咖啡的成瘾性，每次升级会提高10-20%的消费频率
- ▶ 该头部品牌超过50%的会员处于第2-4阶段

注：

1. 消费者调研（2022年7月）

2. QuestMobile

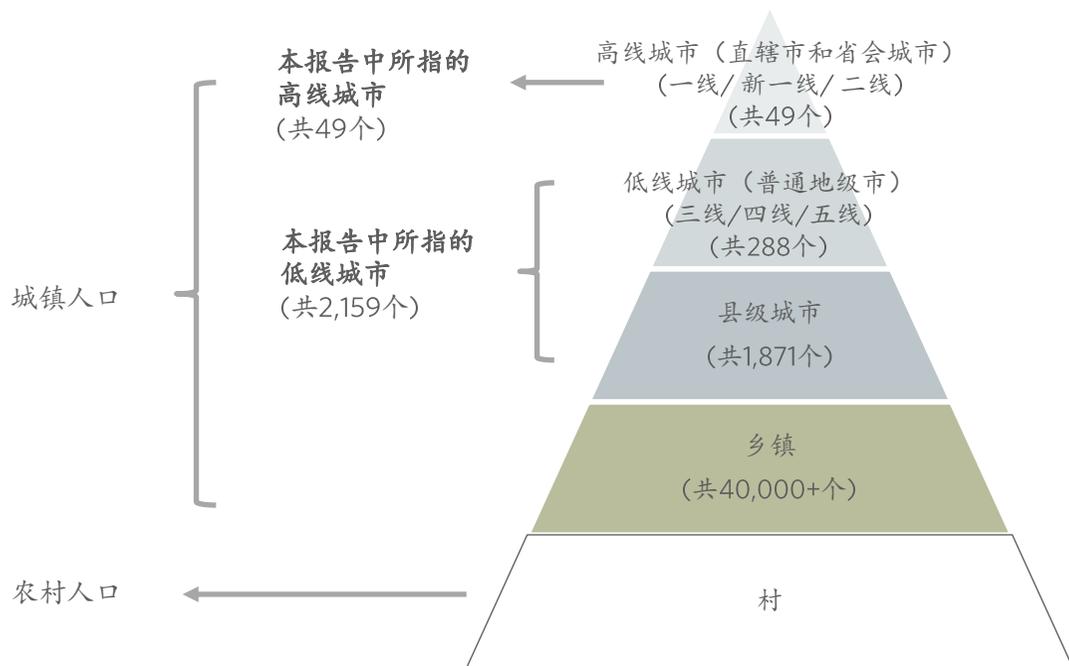
来源：消费者调研（2022年8月），QuestMobile

投资逻辑 3. 饮料化咖啡使得咖啡品类能够渗透到广大低线城市，
为瑞幸带来约2倍的门店扩张空间

瑞幸的门店财务模型现在在低线城市及大多数县级城市能够成立

中端价位的饮料化咖啡在低线城市创造了新的需求

中国城市的等级分类 (1)



品牌规模化下沉能达到的最低城市层级



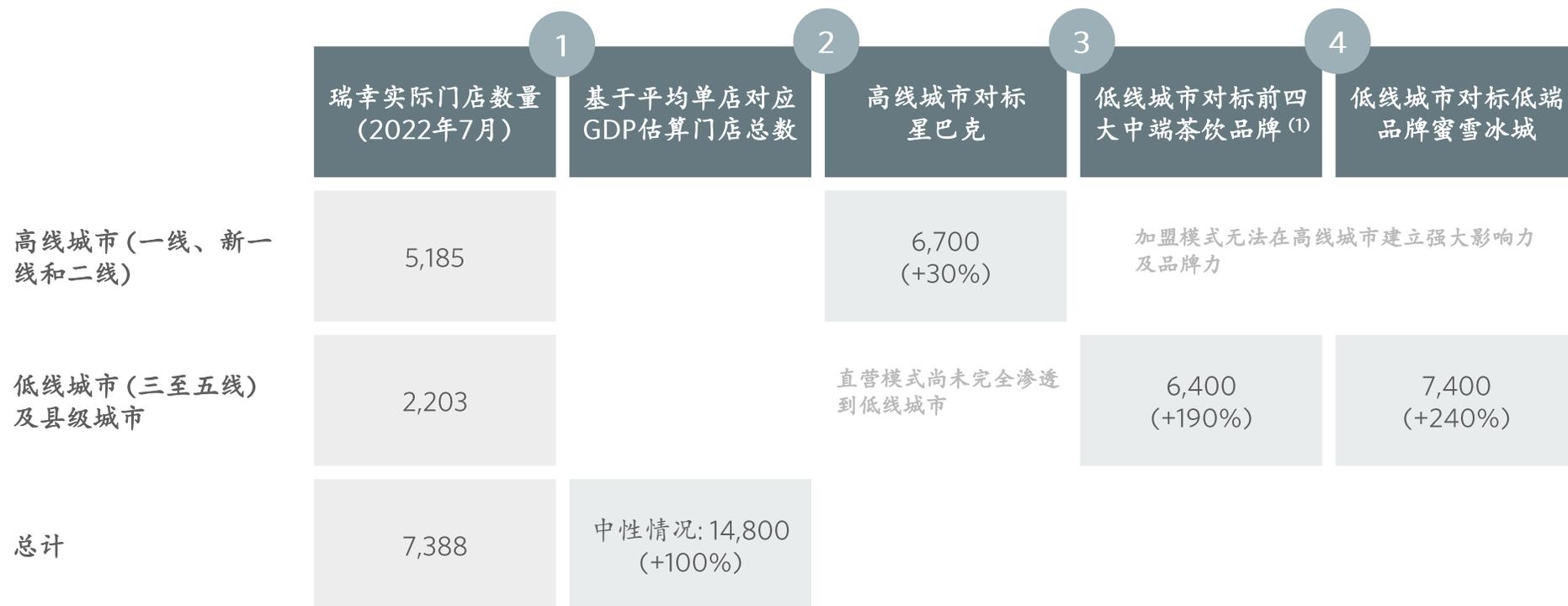
通过饮料化咖啡
得以实现

低线城市因地理位置分散，
加盟模式已被证明是更高效的拓展模式

注:

1. 城市分级基于第一财经城市商业魅力排行榜
来源: 公司公告, 国家统计局

通过四种方法测算瑞幸开店空间：中短期门店总数增长空间达100%，其中低线城市的门店增长空间达200%



注:

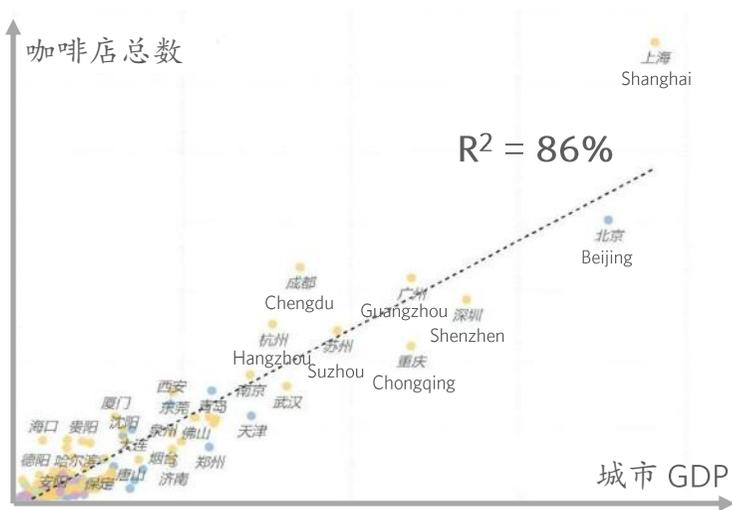
1. 根据极海数据和窄门餐眼, 截至2022年7月, 中端茶饮品牌(杯单价10-20元)按门店数排名从第一到第四依次为书亦烧仙草、茶百道、古茗和COCO都可

测算逻辑

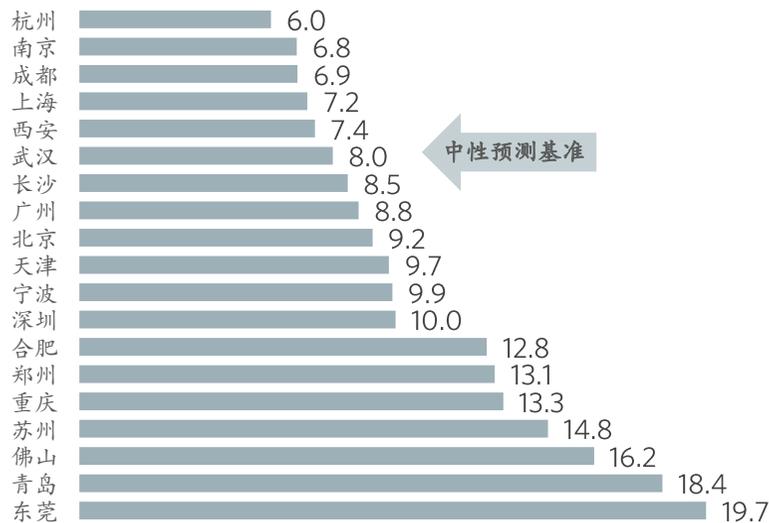
1

基于城市单店GDP需求模型预测

城市咖啡店数量与城市GDP呈正相关⁽¹⁾



一线及新一线城市：瑞幸平均单个门店对应城市GDP
(单位：10亿元)



根据单店对应GDP来测算瑞幸开店空间：保守、中性及乐观预测



注：
1. 极海数据
2. 假设瑞幸在上海达到1,000家门店（目前为600家门店）对应的单店GDP水平
来源：公司公告，极海数据，国家统计局



星巴克在高线城市的门店分布代表了当地核心咖啡需求

瑞幸在部分新一线和二线城市已经达到星巴克门店数量的1.5倍

假设瑞幸在所有其他高线城市⁽²⁾达到星巴克门店数量的1.5倍

瑞幸在高线城市的开店空间约为6,700家，对应~30%增长空间

高线城市	星巴克 (实际) 截止2022年7月
覆盖城市数	49
平均每个城市门店数	93
门店总数	4,543

瑞幸 (实际)	
截止2022年7月	瑞幸/星巴克
覆盖城市数	100%
平均每个城市门店数	114%
门店总数	114%

瑞幸 (估算)		
目标	瑞幸/星巴克	增长空间
49	100%	-
137	147% ⁽²⁾	↑ 29%
6,696	147%	29%

注：
 1. 高线城市是指一线、新一线和二线城市，根据第一财经共有49个城市
 2. 除上海以外，瑞幸在上海的目标门店数量预计为1,000家（为目前星巴克门店数的106%）
 来源：公司公告，极海数据



低线城市及县级城市	四大中端茶饮品牌 (实际) 截止2022年7月
覆盖城市数	1,461
平均每个城市门店数	8.7
门店总数	12,764

瑞幸 (实际)	
截止2022年7月	瑞幸 / Top 4
634	43%
3.5	40%
2,203	17%

瑞幸 (估算)		
目标	瑞幸 / 四大中端茶饮品牌	增长空间
1,461	100%	↑ 130%
4.4	50%	↑ 26%
6,382	50%	↑ 190%

在已经覆盖的低线城市中，瑞幸平均单城市门店数已经达到前四大中端茶饮品牌合计的**40%**

假设瑞幸平均单城市门店数达到前四大中端茶饮品牌的**50%**，并渗透到其覆盖的其他城市

瑞幸在低线城市的开店空间将达到**6,400**家，增长空间达到**190%**

注：
1. 根据第一财经数据，低线城市是指三线、四线和五线城市；共有288个低线城市和1,871个县
2. 中档茶店定价10-20元/杯，排名为截至2022年7月的门店数量排名
资料来源：公司公告，极海数据

低线城市⁽¹⁾对标低端茶饮品牌蜜雪冰城



低线城市及县级城市	蜜雪（实际）	
	截止2022年7月	
覆盖城市数	2,023	
平均每个城市门店数	7.3	
门店总数	14,856	

瑞幸（实际）		
截止2022年7月	瑞幸 / 蜜雪	
覆盖城市数	634	31%
平均每个城市门店数	3.5	47%
门店总数	2,203	15%

瑞幸（估算）		
目标	瑞幸 / 蜜雪	增长空间
2,023	100%	↑ 219%
3.7	50%	6%
7,428	50%	237%

在已经覆盖的低线城市及县级城市中，瑞幸平均单个城市门店数已经达到蜜雪冰城的**47%**

如果假设瑞幸能够渗透蜜雪冰城所覆盖的所有其他城市，并保持目前平均单个城市的门店数

瑞幸在低线城市的开店空间为**~7,400家**，增长空间为**240%**

注：
1. 根据第一财经，低线城市是指三线、四线和五线城市；共有288个低线城市和1,871个县级城市
来源：公司公告，极海数据

投资逻辑 4. 结合了直营及加盟的独特商业模式使瑞幸能够同时建立品牌力且最大化门店扩张效率

瑞幸在高线城市建立品牌力的同时高效渗透低线城市

- ▶ 通过总部直接管理便于优化调整单店模型（UE）
 - ▶ 保持产品及服务质量的高度统一
 - ▶ 在黄金地段开店有助于树立品牌形象，并能承担这类门店的低利润风险
 - ▶ 在高人口密度的环境下实现规模效应
 - ▶ 更适用于**高线城市**
-
- ▶ 在低人口密度的城市更高效地选址及运营
 - ▶ 轻资产模式能实现高效门店扩张
 - ▶ 疫情期间瑞幸品牌方能获得稳健收益
 - ▶ 加盟商更关心短期投资回报而非品牌形象及服务质量
 - ▶ 更适用于**低线城市**及中低端市场

直营模式

加盟模式

直营与加盟模式的有效结合



瑞幸通过创新的加盟机制与加盟商利益达成一致

瑞幸暂时采用比实际加盟合约更加优惠的毛利分成政策来吸引加盟商，并可在优惠期结束后更改为按实际合约执行

	餐饮行业标准	瑞幸
一次性项目:		
预付费	固定金额 (1-10万元)	0
销售设备和装饰材料的利润	有	有
持续性项目:		
收入分成/佣金	门店商品销售总额 (低个位数)	无
毛利分成	无	月毛利高于2万元时 存在毛利分成
年度加盟费	固定金额	无
销售原材料的利润	20-40% 毛利率	17-18% 毛利率

归属瑞幸品牌方的毛利分成比例

现制饮品的 月毛利 (元)	情形1 优惠政策 (2H20-1H22)	情形2 优惠政策 (2H22)	情形3 标准政策 (实际加盟合约)
<20,000	0%	0%	0%
20,000 - 30,000	10%	10%	10%
30,000 - 40,000	15%	15%	20%
40,000 - 80,000	20%	20%	30%
>80,000	20%	25%	40%

来源:公司公告, 瑞幸加盟招商网站

加盟模式为瑞幸及其加盟商提供了可观的收益；瑞幸还可以将毛利分成比例提高到情形3（合同标准）来增厚收益

瑞幸加盟商正在享受高于行业平均水平的投资回报

人民币元，除另行说明均为月度数据	直营 单店模型	加盟商单店经济模型			归属瑞幸品牌方		
		阶段 1	阶段 2	阶段 3	阶段 1	阶段 2	阶段 3
单店日售商品总数	350	350	350	350			
现制饮品	312	312	312	312			
其他产品	39	39	39	39			
单个商品均价	14.3	15.1	15.1	15.1			
现制饮品	15.1	16.0	16.0	16.0			
其他产品	7.5	8.0	8.0	8.0			
月营收（不包含配送费收入）	149,772	158,758	158,758	158,758			
单个商品成本（加盟商）							
现制饮品	(5.0)	(6.1)	(6.1)	(6.1)	1.0	1.0	1.0
其他产品	(5.0)	(6.0)	(6.0)	(6.0)	1.0	1.0	1.0
单个商品毛利（加盟商）							
现制饮品	10.1	10.0	10.0	10.0			
加盟商毛利率	67%	62%	62%	62%			
其他产品	2.5	2.0	2.0	2.0			
加盟商毛利率	33%	25%	25%	25%			
月毛利（利润分成前）	97,272	95,316	95,316	95,316			
加盟商毛利率	65%	60%	60%	60%			
归属瑞幸品牌方毛利	-	(13,102)	(13,752)	(20,203)	13,102	13,752	20,203
占门店营收比例	-	8%	9%	13%	8%	9%	13%
月毛利（利润分成后）	97,272	82,214	81,563	75,112			
加盟商毛利率	65%	52%	51%	47%			
门店运营费用	(44,134)	(44,579)	(44,579)	(44,579)			
占门店营收比例	29%	28%	28%	28%			
门店层面EBITDA	53,138	37,635	36,985	30,533			
EBITDA利润率	35%	24%	23%	19%			
资本支出	500,000	500,000	500,000	500,000			
回本周期（月）	9	13	14	16			
瑞幸毛利分成 + 原材料销售收入					24,044	24,695	31,146
占加盟门店营收百分比					15%	16%	20%
占直营门店利润百分比（相同区位）					57%	59%	74%

瑞幸单个商品毛利

— 瑞幸销售原材料的毛利率：16-17%

— 瑞幸目前平均投资回收期为13-14月，远低于行业平均水平的18-24个月；因此瑞幸具备提高毛利分成的议价能力

— 从情形1转为情形3，每月每个加盟店能向品牌方额外贡献7,100元

来源：公司公告，渠道调研

投资逻辑 5. 更多的盈利门店带来经营杠杆和公司整体利润率提升

瑞幸受益于门店轻资产运营及总部重资产运营的商业模式，有经营杠杆效应

销售及管理费用（SG&A）的主要组成部分是固定支出，过往的类资本支出也将逐步形成有价值的“无形资产”

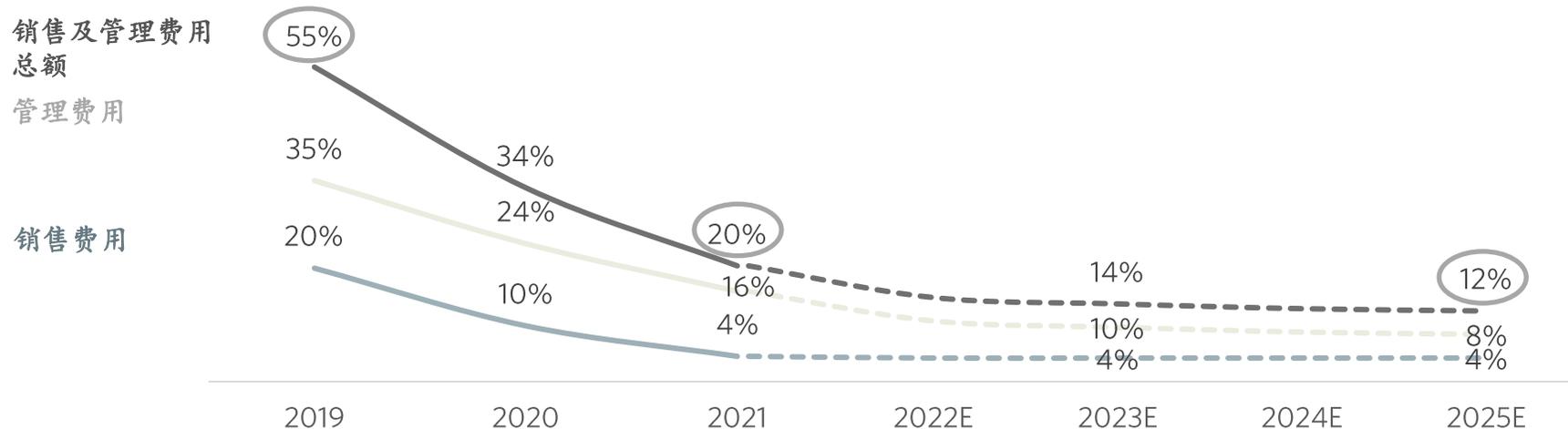
百万元	2018	2019	2020	2021	
销售及营销费用	504	813	462	337	
占总营收比例	89%	27%	11%	4%	
广告费用	362	587	354	244	类资本支出
占总营收比例	43%	19%	9%	3%	
免费产品推广费	131	207	65	(18)	类资本支出
占总营收比例	16%	7%	2%	(0%)	
配送平台佣金等	NA	5	10	60	随收入变化
占总营收比例		0%	0%	1%	
其他（员工成本为主）	NA	14	33	52	固定支出
占总营收比例		0%	1%	1%	
管理费用	380	1,072	982	1,270	
占总营收比例	45%	35%	24%	16%	
工资	NA	416	420	447	固定
占总营收比例		14%	10%	6%	
研发费用（IT人员成本为主）	78	219	266	252	固定及类资本支出
占总营收比例	9%	7%	7%	3%	
股权激励	NA	152	22	254	大部分随收入变化
占总营收比例		5%	1%	3%	
专业服务费（不包含一次性费用）	NA	63	100	112	固定支出
占总营收比例		2%	2%	1%	
其他	NA	222	174	206	固定支出
占总营收比例		7%	4%	3%	

- 品牌认知度和用户群（尤其是APP用户）是无形资产
- 瑞幸APP贡献了瑞幸在2022年7月**55%**的月活跃用户数（MAU）

- IT基础架构是宝贵的无形资产
- 现在瑞幸只需要**不到一半**的技术开发人员（2021年开发人员436人 vs. 2019年开发人员1,049人）

瑞幸销售及管理费用 (SG&A) 预测及与其他餐饮公司的对比

瑞幸的支出占总收入比例：



与其他餐饮公司的对标：

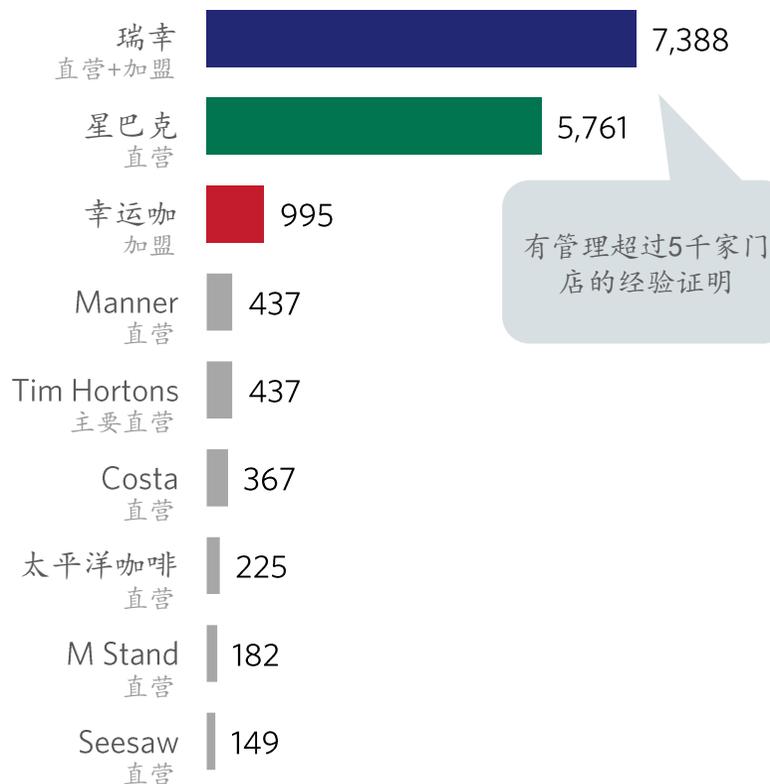
	瑞幸 (2025E)	百胜中国 (2011)	百胜中国 (2021)	海底捞 (2019 ⁽¹⁾)	星巴克 (亚太, 2018 ⁽¹⁾)	九毛九 (2021)	奈雪的茶 (2021)
营业总收入(百万元人民币)	27,129	35,751	63,578	26,556	29,383	4,180	4,297
销售及管理费用	12%	未披露	10%	6%	~6%	6%	15%
管理费用	8%	5%	6%	未披露	5%	5%	13%
销售费用	4%	未披露	4%	未披露	<1%	1%	3%

注：
1. 海底捞2020年起停止披露总部销售及管理费用；星巴克2019年起停止披露亚太地区的管理费用
来源：公司公告

投资逻辑 6. 瑞幸已在饮料化咖啡品类上建立了护城河

瑞幸通过规模效应构筑了强有力的竞争壁垒

主流咖啡品牌门店数量(截至2022年7月)



规模效应

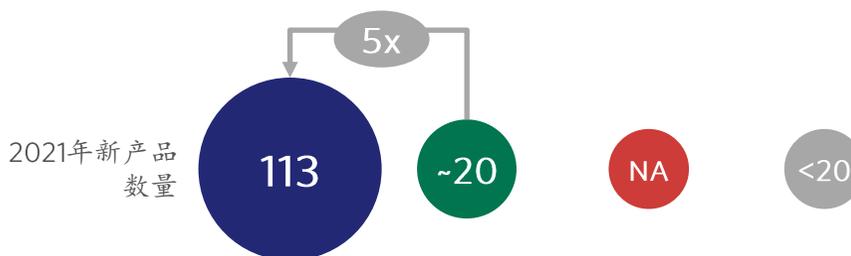
- 1 分布广泛的门店满足咖啡消费者对购买便捷性的需求
- 2 大规模采购确保供应商能支持产品的定制化开发
- 3 广泛的客群基础有助于新产品的发布和营销活动开展
- 4 只有具有强大品牌知名度的头部企业才具备教育消费者接受新品类的能力，如在低线城市推广饮料化咖啡
- 5 供应链、物流网络和IT基础设施的规模效应高，经营杠杆作用更明显

来源:公司公告, 极海数据

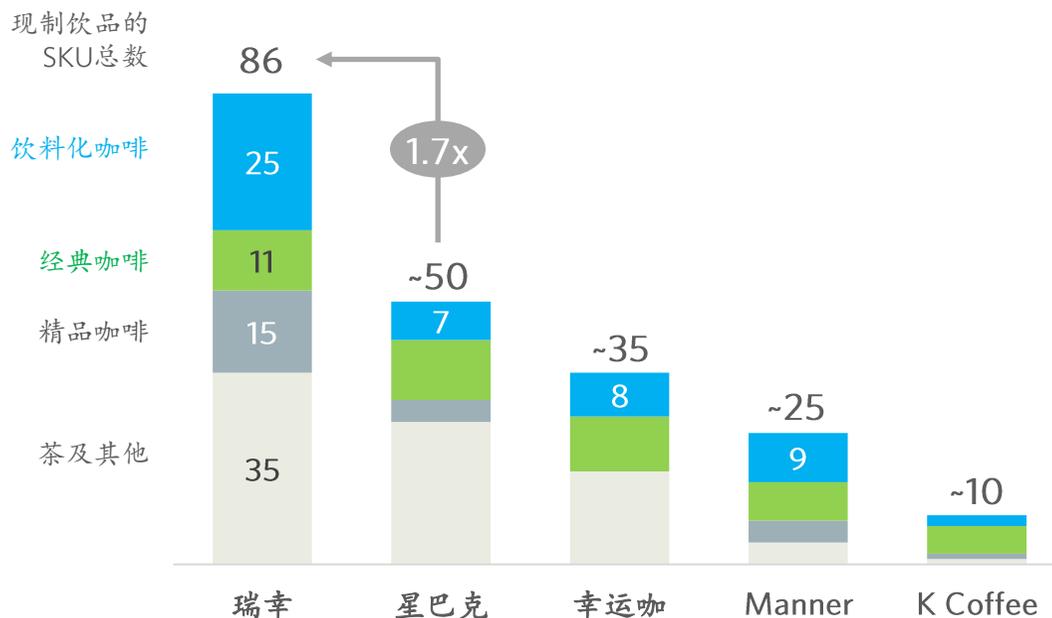
1 竞争优势：强大且可持续的产品研发能力

瑞幸产品研发的关键成功因素

- ▶ 产品策略：同时注重咖啡专业性与好喝
- ▶ “赛马”机制：1个咖啡研发团队致力于研发经典咖啡，4个平行的饮料研发团队通过竞争机制推出新的饮料化咖啡产品
- ▶ 系统研发流程：完善的研发流程体系，包括菜单管理、产品研发、测试和优化
- ▶ 数字化驱动：利用数字化的手段使研发团队能够量化口味差异，追踪饮料趋势、监控实时销售
- ▶ 真正的护城河是规模效应
- ▶ 全链条协作：通过市场营销、门店运营和供应链的全链条协作推广产品



主要咖啡品牌菜单对比



来源:公司公告, 微信小程序, 瑞幸App(截至2022年8月)

品牌建设 & 数字化驱动

2 竞争优势：建立品牌知名度并提升营销水平



(新口号：年轻，就要瑞幸)

- ▶ 通过清晰的品牌定位，在功能性与情感属性上形成差异化竞争，营造年轻、创新和时尚的品牌形象
- ▶ 通过邀请受年轻人喜爱的公众人物作为品牌大使，并保持社交媒体上的积极互动以持续维护品牌形象
- ▶ 在广告策略中以品牌广告为主，而非选择促销或折扣手段



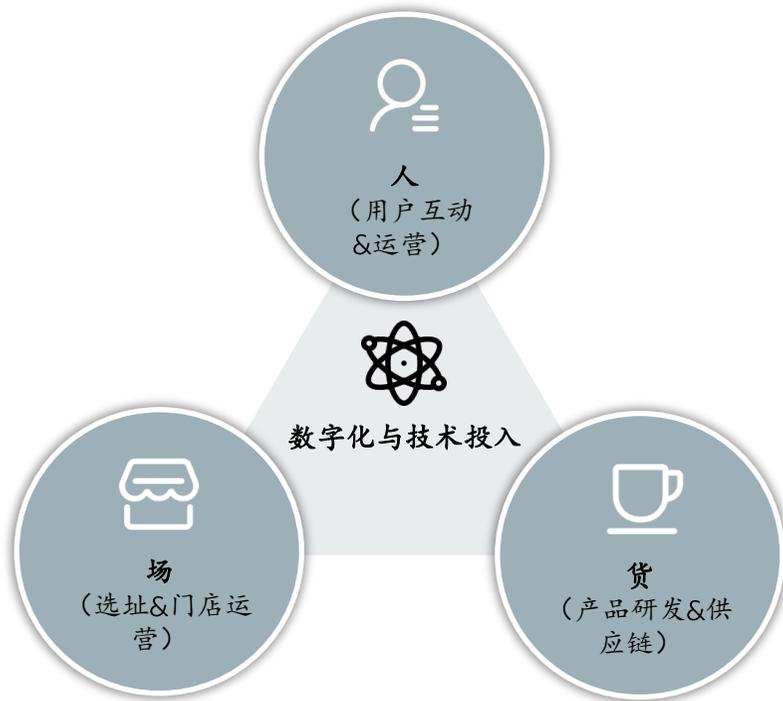
Rank #1

2021年最受欢迎的咖啡品牌⁽¹⁾
超越星巴克（过去三年排名第一）

注：
1. 来源于第一财经2021年8月主办的第13届年度“金字招牌”公司人品牌偏好度调查
来源：公司公告

3 竞争优势：数字化渗透入瑞幸业务的各个方面

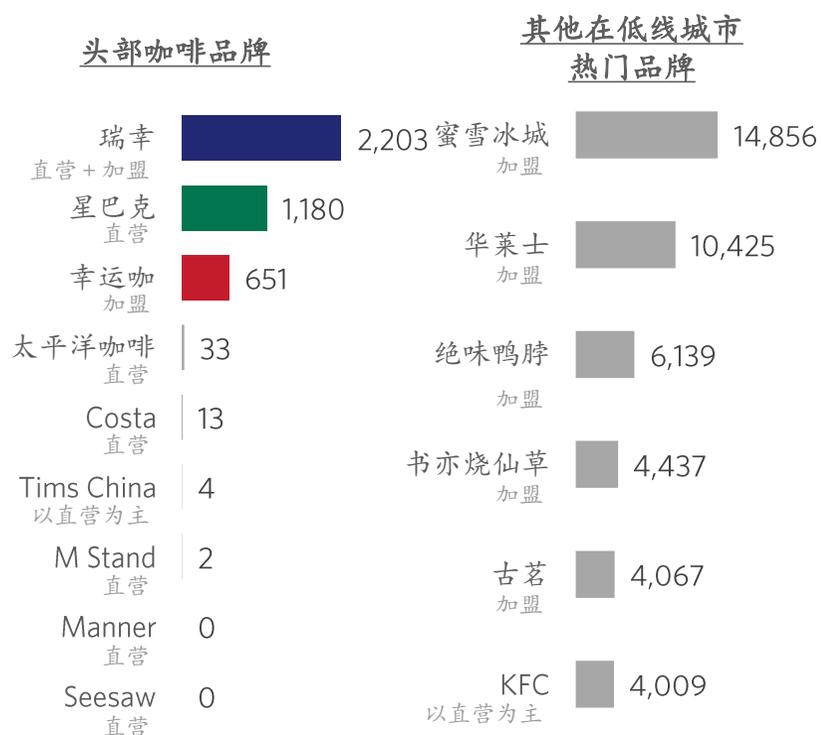
数字化与技术优势使瑞幸有别于传统的餐饮企业



瑞幸在低线城市及供应链的布局的先发优势

3 竞争优势：低线城市具备先发优势

截至2022年7月，低线城市（三到五线城市）及县级城市的门店数：



4 竞争优势：已形成成熟的供应链和全国物流网络

瑞幸是几家核心供应商的第一大客户，拥有较强的议价能力：



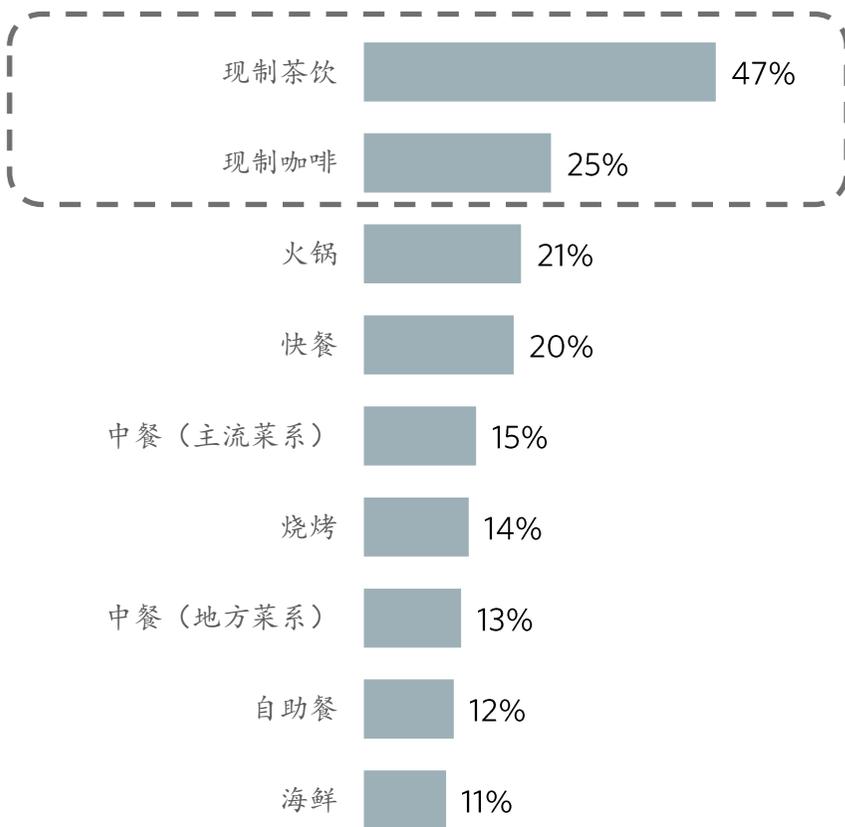
来源：公司公告，极海数据，公开资料

风险因素 1. 潜在市场竞争加剧，但短期内现有咖啡品牌尚不构成直接威胁

四类连锁咖啡品牌是瑞幸的主要竞争对手

现制饮品（咖啡和茶）是餐饮业中集中度最高的细分赛道

2021年连锁店渗透率：



在各类竞品中，加盟模式的连锁茶饮品牌旗下的独立咖啡品牌将成为瑞幸的核心潜在竞争对手



来源：美团行业报告

全球连锁咖啡品牌和本土精品咖啡品牌在短中期内难以撼动瑞幸在饮料化咖啡大众市场的领先地位

国际化咖啡连锁品牌（以星巴克为例）

未能捕捉到非咖啡爱好者的增量需求：

- ▶ 忽视了中国饮料化咖啡市场的成长趋势
- ▶ 持续维护星巴克正统、专业、优质的品牌形象
- ▶ 作为跨国公司，对市场变化的反应迟缓

因本土的精品品牌咖啡可以以相同甚至更低的价格提供更优质的产品，星巴克的核心客群已受到本土精品品牌的竞争冲击

30元 vs 25元

星巴克标准拿铁价格(中杯, 12盎司)
vs Manner SOE精品拿铁(加冰, 12盎司)

本土精品咖啡品牌

门店均集中在高线城市，受众群体有限，针对成熟的咖啡爱好者提供服务

90%

Manner门店在一线城市

64%

M Stand门店在一线城市

69%

Seesaw门店在北京和上海

不含饮料化咖啡的直营连锁模式难以在低线城市拓展

特调咖啡
(Signature Beverage)

VS

饮料化咖啡
(Beveraged coffee)

- 由咖啡师研发
- 针对咖啡爱好者
- 额外的风味用于匹配或凸显咖啡豆的原有味道
- 研发者和针对客群都是少量饮用或不喝咖啡的人群
- 用其他口味掩盖或冲淡咖啡豆的苦酸味

加盟模式的连锁茶饮品牌孵化的咖啡品牌有较大潜力与瑞幸形成直接竞争，但目前大多处于早期阶段

瑞幸的最大潜在威胁：加盟模式的连锁茶饮品牌旗下的咖啡品牌

独立咖啡品牌与原有茶饮业务的协同效应

- 1 具备在低线城市大众市场中快速复制加盟连锁门店的经验
- 2 具备在中国管理上千家加盟店的经验
- 3 拥有大量现有加盟商，可快速拓展新品牌门店
- 4 拥有现成的研发团队，可协助研发更加实惠的饮料化咖啡
- 5 拥有成熟的供应链体系和全国物流网络

头部茶饮品牌在咖啡市场的布局⁽¹⁾

头部茶饮品牌	门店数量	旗下独立咖啡品牌	关键事件或商业计划
 蜜雪冰城	22,000+	 Lucky Cup 幸运咖	<ul style="list-style-type: none"> 2020年被蜜雪冰城控股收购 截至2022年7月开设约1000家线下加盟店 主打低端产品，平均每杯售价低于10元
 Shuyi Tea 书亦烧仙草	6,600	 DOC	<ul style="list-style-type: none"> 2022年书亦烧仙草投资DOC，为控股收购 在长沙开设约20家门店
 Guming 古茗	6,500	未知	<ul style="list-style-type: none"> 咖啡加盟品牌筹备中
 Chabaidao 茶百道	5,700	未知	<ul style="list-style-type: none"> 咖啡加盟品牌筹备中
 COCO 都可	4,800	无	<ul style="list-style-type: none"> 在现有茶饮品牌的产品矩阵中加入咖啡饮品
 Yihetang 益禾堂	4,600	未知	<ul style="list-style-type: none"> 咖啡加盟品牌筹备中
 Auntea Jenny 沪上阿姨	4,500	无	<ul style="list-style-type: none"> 在现有茶饮品牌的产品矩阵中加入咖啡饮品
 Tianlala 甜啦啦	3,800	 卡小逗 Fruit & Coffee	<ul style="list-style-type: none"> 卡小逗于2022年7月面世 计划在2022年开设150家门店
 Sweet 7 7分甜	1,200	Brisky Coffee 轻醒咖啡	<ul style="list-style-type: none"> 首家门店于2022年10月在苏州开业
 Ningji 柠季	400	RUU	<ul style="list-style-type: none"> 2022年柠季全资控股投资咖啡品牌“RUU” 在长沙开设有5家门店

注：

1. 截至2022年7月的店铺数量

来源：公司公告，极海数据，窄门餐眼（Canyan Data），公开新闻

其他竞争对手：新兴加盟模式咖啡连锁品牌以及店中店品牌暂未形成明显竞争威胁



- 由饿了么前高管于2019创立
- 唯一一家加盟模式的规模化咖啡品牌；截至2022年7月，拥有约1,300家，其中大约100-200家为独立门店，1,100家为店中店

✘ 模仿瑞幸，以更低的价格提供相似产品

✘ 在上海，挪瓦单店平均销量比附近的瑞幸门店低30-40%

✘ 作为一家初创公司，挪瓦的经营历史短暂，缺乏可靠的管理经验

不成功的战略：

在现有的快餐店、便利店或茶馆售卖现制咖啡产品

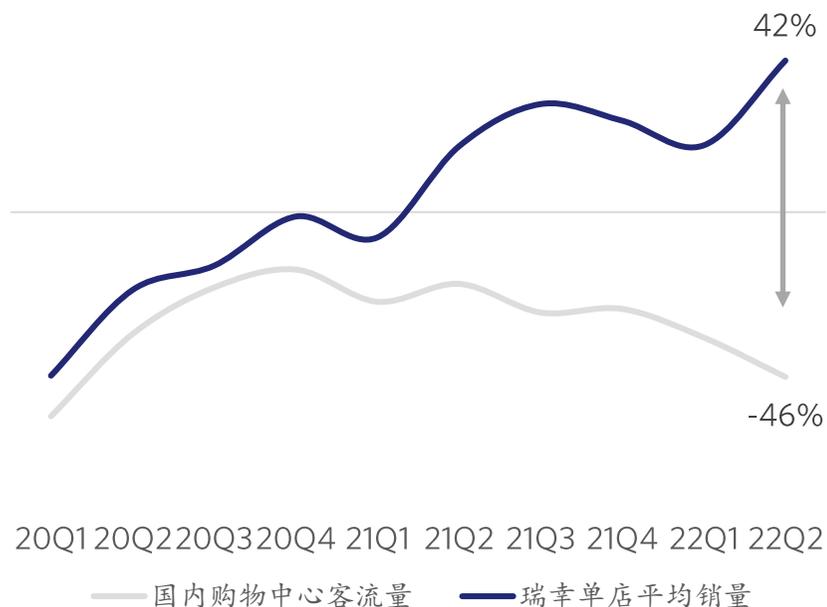
以肯德基的K-coffee为例，尽管多年持续推广咖啡产品，但仍以咖啡+早餐的套餐为主要销售模式，主要由于肯德基多数时候被视作快餐店而非咖啡专营品牌，很少有顾客会单独点咖啡

风险因素 2. 在新冠疫情期间获得的部分市场份额可能在疫情后反转

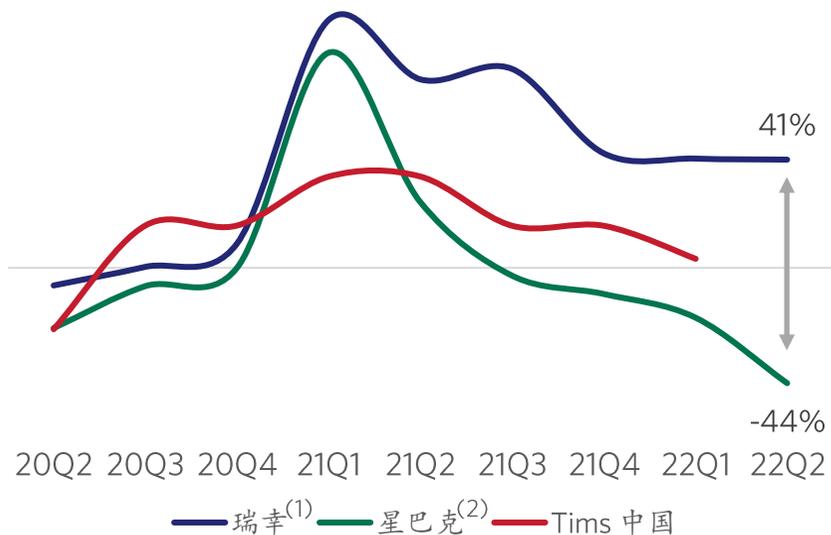
瑞幸在疫情中受益，市场份额得以增长，但在后疫情时代该趋势可能反转

- ▶ 疫情期间消费者购买力及消费习惯发生变化，瑞幸未受到明显影响，甚至从星巴克等高价“第三空间”咖啡店中抢占了部分市场份额
- ▶ 疫情过后，消费者或将回到“第三空间”类的咖啡店消费，瑞幸市场份额可能降低

瑞幸单店平均商品销量的恢复优于购物中心客流量 (与2019年相比)



咖啡品牌同店收入增长率



来源: 公司公告, Winner Shopping Mall Traffic

注释:

1. 瑞幸同店收入增长率以直营店为基准
2. 星巴克同店收入增长率未考虑增值税影响

SNOW LAKE

中性因素 1. 非核心业务短期内对收入和利润的贡献度较低

非核心业务指非现制咖啡业务，如茶饮料、轻食和零食

非核心业务尚未成为收入利润增长的强劲驱动力

- ▶ 用户心智角度，瑞幸是咖啡专营品牌
- ▶ 瑞幸的极简门店模型使得除咖啡以外的产品竞争力较弱
- ▶ 2021年非咖啡品类的SKU数量较2020年未有明显增长（107到110），在直营店的销售总数占比从35%下降到25%

从2020年上半年开始聚焦于现制饮品业务

- ▶ 2020年，果汁及坚果合资工厂、新零售业务（非咖啡产品的线上运营）及无人售卖机“瑞划算”（Pop Mini）业务均已停止运营
- ▶ 2022年第2季度无人咖啡机“瑞即购”业务已全额计提减值

中长期规划或将考虑非核心业务

- ▶ 咖啡+早餐：该种组合为一二线城市白领的稳定需求
- ▶ 零售咖啡产品：交叉销售一些如速溶咖啡及即饮咖啡的产品；对外授权的可能性



财务预测和估值

财务预测

单位：百万人民币，特殊情况另外说明	2021 A	2022E	2023E	2024E	2025E
总营收	7,965	13,416	18,829	23,686	27,129
年增长率		68%	40%	26%	15%
系统销售总额	8,714	15,329	22,233	29,045	33,949
年增长率		76%	45%	31%	17%
门店总数	6,024	8,624	11,632	14,010	15,079
年增长率		43%	35%	20%	8%
直营店	4,397	5,523	6,487	7,246	7,709
年增长率		26%	17%	12%	6%
加盟店	1,627	3,101	5,145	6,765	7,370
年增长率		91%	66%	31%	9%
单店日均商品销售量					
直营店	301	355	370	377	386
年增长率		18%	4%	2%	2%
加盟店	317	391	386	385	387
年增长率		23%	(1%)	(0%)	1%
商品销售单价 (元)	14.0	15.0	15.3	15.6	15.9
年增长率		7%	2%	2%	2%
门店运营利润	1,429	3,621	5,247	6,700	7,890
占总营收比例	18%	27%	28%	28%	29%
销售及营销费用	(337)	(553)	(777)	(978)	(1,121)
占总营收比例	4%	4%	4%	4%	4%
一般管理费用	(1,270)	(1,436)	(1,803)	(2,067)	(2,257)
占总营收比例	16%	11%	10%	9%	8%
经调整运营利润	(178)	1,633	2,668	3,656	4,513
经调整运营利润率	(2%)	12%	14%	15%	17%
经调整归母净利润	(64)	1,286	2,057	2,828	3,515
经调整净利率	(1%)	10%	11%	12%	13%
年增长率		NM	60%	37%	24%
自由现金流	(50)	473	1,795	2,890	3,837
净现金	2,196	3,492	5,288	8,177	12,014
占当前市值比例	7%	11%	17%	26%	39%

瑞幸的收入由门店数量、门店商品销量和实际售价驱动：

- 门店数量到达1.4万-1.5万家之前，将呈快速增长趋势
- 由于 Covid -19 影响变低以及购买频率的增加，单门店销量将保持较低的个位数增长
- 产品平均单价年增长率达2%，与CPI保持一致

门店运营利润：

- 直营店门店运营利润率28-29%
- 加盟店面利润主要来源于销售原材料和毛利分享
- 一家加盟店能够产出直营店约70%的利润

公司层面的营业利润将受益于经营杠杆

我们预计自由现金流 (FCF) 将从2022年开始转为正值，这将有助于净现金的增加

估值及目标价

单位：百万人民币，特殊情况另外说明	2021 A	2022E	2023E	2024E	2025E
门店总数	6,024	8,624	11,632	14,010	15,079
年增长率		43%	35%	20%	8%
直营店	4,397	5,523	6,487	7,246	7,709
年增长率		26%	17%	12%	6%
加盟店	1,627	3,101	5,145	6,765	7,370
年增长率		91%	66%	31%	9%
总营收	7,965	13,416	18,829	23,686	27,129
年增长率		68%	40%	26%	15%
经调整股东净利润	(64)	1,286	2,057	2,828	3,515
净利率	(1%)	10%	11%	12%	13%
年增长率		NM	60%	37%	24%
3年复合增长率			40%	26%	17%

IRR计算

	2022 P/E	2024 P/E		
P/E	24.2x	35.0x		
市值 (百万美元)	4,609	14,679		
当前估值隐含P/E	24.2x	15.1x	11.0x	8.8x
当前估值隐含PEG		0.4x	0.4x	0.5x
目标估值隐含P/E	77.0x	48.1x	35.0x	28.2x
目标估值隐含PEG		1.2x	1.4x	1.6x
买入/卖出时间	22年8月	23年12月		
现金流入 (流出)	(4,609)	14,679		
IRR		131%		
总增量		218%		
目标价		46.2		

敏感性分析	20x	25x	30x	35x	40x	45x	50x
2024年目标P/E							
目标PEG (3年期复合增长)	0.8x	1.0x	1.2x	1.4x	1.6x	1.8x	1.9x
目标市值 (百万美元)	8,388	10,485	12,582	14,679	16,776	18,873	20,969
目标股价 (美元)	26.4	33.0	39.6	46.2	52.9	59.5	66.1
截至2023年末持有 IRR	54%	81%	107%	131%	155%	178%	200%

估值目标:

- ▶ 目标总市值：147亿美元 (2024年 35XPE估值)
- ▶ 目标股价：46.2美元每股

1.5年投资回报 (2022年8月 - 2023年12月) :

- ▶ 股价总涨幅空间: 218%
- ▶ IRR: 131%

对比公司估值

交易公司		股价	市值	P/E			EV/EBITDA			EPS 增长		PEG
股票代码	公司名	当地货币	百万美元	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	22/23E	23/24E	2023E
LKNCY US	瑞幸咖啡	14.52	4,609	24x	15x	11x	2.1x	1.5x	1.2x	58%	38%	0.4x
中国餐饮企业												
YUMC US	百胜中国	48.27	20,253	45x	26x	21x	1.9x	1.6x	1.5x	75%	20%	1.3x
6862 HK	海底捞	16.00	11,370	85x	29x	21x	1.9x	1.6x	1.5x	196%	39%	0.7x
9922 HK	九毛九餐饮	18.78	3,481	57x	30x	21x	4.4x	2.9x	2.2x	90%	40%	0.7x
2150 HK	奈雪的茶	5.25	1,148	134x	26x	14x	0.9x	0.6x	0.5x	450%	85%	0.3x
THCH US	Tims咖啡中国	3.99	592	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
341 HK	大家乐	11.84	884	24x	17x	13x	1.0x	0.9x	0.9x	45%	27%	0.6x
2723 TT	美食达人	98.90	594	21x	15x	13x	0.8x	0.8x	0.7x	38%	17%	0.9x
520 HK	啱嘢啱嘢	3.20	443	34x	11x	7x	0.6x	0.5x	0.4x	208%	62%	0.2x
	平均值			57x	22x	16x	1.6x	1.3x	1.1x	157%	41%	0.7x
	中位数			45x	26x	14x	1.0x	0.9x	0.9x	90%	39%	0.7x
美国餐饮企业												
MCD US	麦当劳	259.28	190,757	26x	25x	23x	10.3x	10.0x	9.5x	8%	8%	2.9x
SBUX US	星巴克	87.27	100,134	30x	26x	22x	3.6x	3.3x	3.1x	16%	18%	1.4x
CMG US	Chipotle	1,631.00	45,287	50x	38x	31x	5.5x	4.8x	4.2x	30%	23%	1.6x
YUM US	百胜	117.71	33,493	26x	22x	20x	6.7x	6.3x	5.8x	16%	13%	1.7x
QSR US	RBI	60.31	27,144	20x	18x	17x	6.3x	6.0x	5.7x	8%	9%	2.0x
	平均值			30x	26x	23x	6.5x	6.1x	5.7x	16%	14%	1.9x
	中位数			26x	25x	22x	6.3x	6.0x	5.7x	16%	13%	1.7x



星巴克中国
约150-200亿美元
星巴克中国市场占公司全部的百分比
16%的所有门店数
13%的总收入
10-12%的所有运营利润
15-20%的总市值(预估)



Manner Coffee
28亿美元
(2021年6月)



M Stand
6亿美元
(2021年7月)



Seesaw
2.4亿美元
(2022年2月)



Nowwa
1.8亿美元
(2021年12月)



喜茶
95亿美元
(2021年7月)



蜜雪冰城
90亿美元
(IPO 预期定价)



书亦烧仙草
14亿美元
(2022年2月)



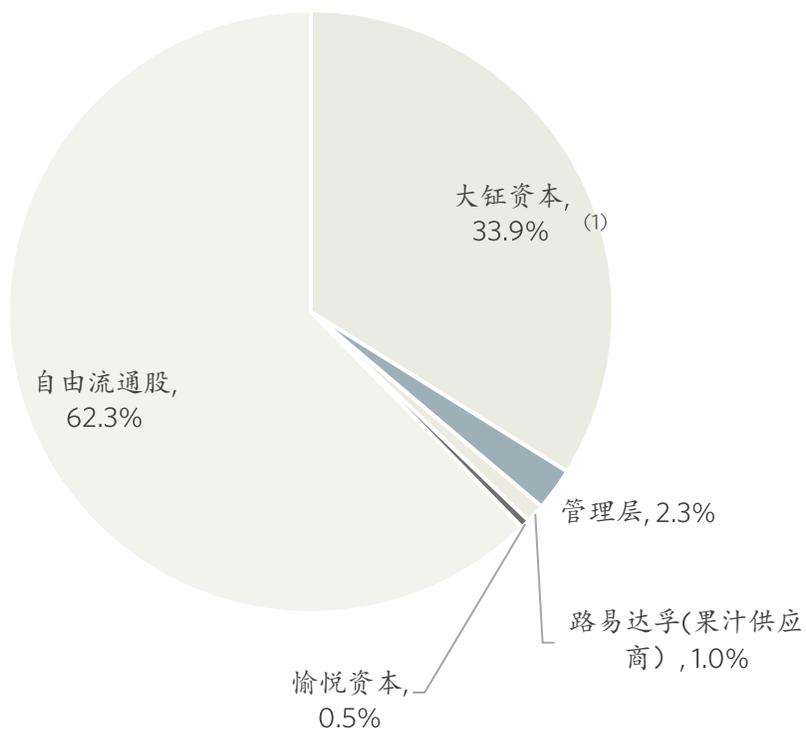
三顿半
Satumbird 三顿半
6.7亿美元
(2021年6月)

注释: 1. 股价与市值数据截至 2022 年 10 月 28 日
信息来源: Bloomberg (截至 2022 年 8 月 14 日), 公开信息

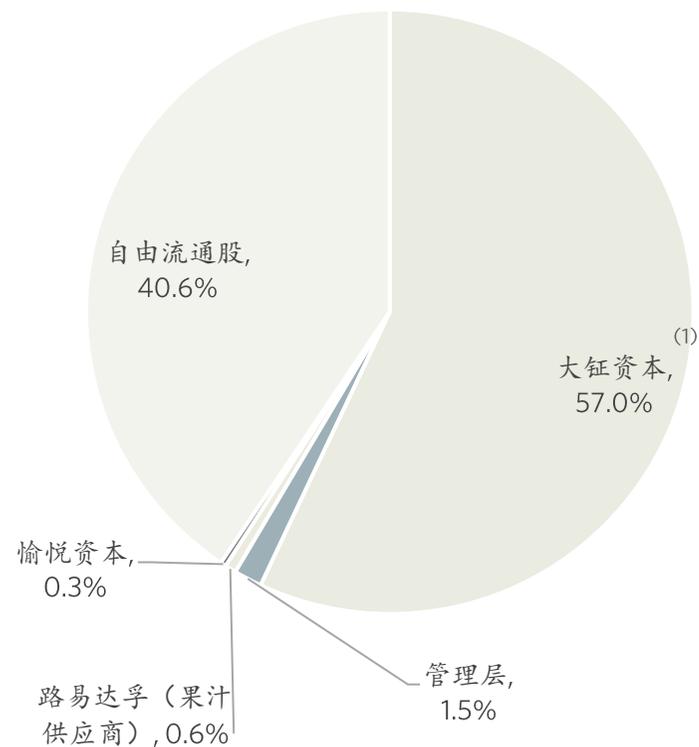
附录：公司发展历史及股东结构

股权架构 (截至2022年4月10号)

股权架构



投票权



注释:

1.其中包含IDG资本和Ares SSG在买方财团中的份额; 买方财团收购了原管理层被迫清算的股份

来源: 公司公告

公司历史：瑞幸已完成金融债务重组，正式结束临时清算及其他法律程序

自报虚构交易前

2017年6月
成立于北京

2018年6月
获天使轮与A轮融资

2018年11月
获B轮融资

2019年4月
获得B-1轮融资

2019年5月
于纳斯达克成功上市

2020年1月
发行可转债和增发

2020年4月
自报虚构交易

2020年7月
从纳斯达克退市

董事会及管理层的更迭与权力转换

2020年7月
内部调查结束，新管理层接任

2021年1月
披露针对新任CEO郭谨一的指控信，独立委员会调查组没有发现任何证据证明联名信中所指控的不当行为

2021年10月
董事会通过一项股东权益计划，保护公司股东的利益，防止原管理层“曲线回归”

临时清算阶段

2020年7月
委任联合临时清算人JPLs

2021年9月
推出债务重组支持协议（RSA）

2022年3-4月
成功脱离临时清算状态，从所有破产程序中恢复

与监管机构及集体诉讼和解

2020年9月
中国国家市场监督管理总局对瑞幸咖啡做出罚款决定

2020年12月
与美国证券交易委员会达成和解

2022年6月
美国法院批准了瑞幸咖啡与股票所有人的集体诉讼和解方案

2022年第二季度
在与未同意集体诉讼和解方案的股东单独和解方面达成实质性进展

进行中
美国司法部的调查仍在进行中；中国财政部尚未作出处罚决定

2021年4月

与大钲资本及愉悦资本就2.5亿美元的优先可转债签署投资协议（每股购买价6.50美元/ADS）

财务报告披露与审计事务所变更

2020年9月
前审计事务所E&Y被Marcum取代

2021年4月
任命Centurion ZD为独立审计事务所，取代Marcum

2021年6-9月
补发经审计的2019年第二季度至第三季度业绩，并公布2019年第四季度业绩；提交2019 20-F and 2020 20-F文件

2022年4月
委任BDO中国为审计事务所

2022年4月
新任 CFO 安静女士上任

Jan 2022

买方团（由大钲资本牵头，其他成员包括IDG资本及Ares SSG）收购原造假管理层被清算股权（每股股价为8.76美元），大钲资本成为控股股东

更多信息，请联系：

info@snowlakecap.com