



瑞幸(LKNCY.US): 打破传统, 创新驱动, 顺势而为, 造就中国咖啡行业新格局

凭借强大的品牌营销能力、首屈一指的产品创新能力和亲民的价格, 瑞幸咖啡在过去 5 年里快速扩张, 无论门店数还是订单量都超越了星巴克, 成为了中国第一的连锁现制咖啡品牌。尽管短期面临较强的行业竞争可能导致盈利能力的下滑, 但长期来看, 我们相信瑞幸咖啡有望凭借较强的品牌力与基本面对行业进行整合, 从而继续扩大市场份额。我们首次覆盖瑞幸, 给予“买入”评级, 目标价为 23.7 美元, 潜在升幅 22.2%。

瑞幸咖啡是中国现制咖啡行业的变革者: 瑞幸咖啡出现之前, 中国现制咖啡行业以价格高昂、产品单一著称, 且主要布局高线城市, 聚焦高端消费人群。然而, 瑞幸咖啡过去几年以丰富多样的产品以及亲民的价格拉近了现制咖啡与中国普通消费者之间的距离, 从而大幅扩大了现制咖啡行业的受众群体。我们认为瑞幸咖啡的持续下沉有助于推动中国整体咖啡消费人口的提升, 从而反向驱动瑞幸长期的扩张与发展。

瑞幸咖啡如何顺势而为, 涅槃重生? 短短三年时间, 瑞幸咖啡从一家持续亏损、信誉度受损的企业, 转变为中国门店数最多、覆盖区域最广的连锁咖啡品牌。我们认为瑞幸咖啡主要在以下三点做到了顺势而为: (1) 聚焦产品创新, 开拓咖啡奶茶化的新趋势。以生椰拿铁打开知名度以后, 又在 2023 年以酱香拿铁巩固了自身产品创新王者的地位; (2) 营销为王, 坚持年轻化和时尚化, 与星巴克形成差异化竞争; (3) 坚持高性价比, 通过加盟的形式积极开拓和挖掘低线城市的需求。

瑞幸咖啡未来的成长空间还有多少? 瑞幸咖啡的整体客单价在激烈的行业竞争下短期可能面对一定的下行压力。但是, 市场当前这种基于低价策略的恶性竞争显然是不可持续的。我们预计现制咖啡市场会在未来 1-2 年进行洗牌, 持续以亏损为代价换取市场份额的玩家将无以为继并逐渐退出市场, 而有品质保障并持续输出创意的玩家, 比如瑞幸咖啡, 有望成为市场整合的受益者。与此同时, 瑞幸咖啡在低线城市以及海外市场的布局也为其未来的成长性带来较大的想象空间。

估值性价比较高: 瑞幸咖啡目前的估值远低于国际连锁咖啡品牌以及中国内地规模较大的连锁餐饮企业。考虑到现制咖啡行业长期较大的增长空间以及瑞幸的龙头优势, 我们认为瑞幸咖啡当前的估值具有较高的性价比。同时, 我们不排除瑞幸咖啡有望重回主板, 从而释放更大的流动性溢价。

投资风险: (1) 咖啡市场需求减弱; (2) 行业竞争大于预期; (3) 下沉市场开店空间不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,293	24,903	38,445	46,124	52,526
同比变动 (%)	66.9%	87.3%	54.4%	20.0%	13.9%
股东应占净利	488	2,848	3,252	4,172	5,093
同比变动 (%)	-15.6%	483.3%	14.2%	28.3%	22.1%
PE (X)	90.0	15.5	13.7	10.7	8.8
ROE (%)	8.3%	34.9%	28.7%	27.7%	25.9%

E=浦银国际预测。资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2024 年 3 月 14 日

评级

买入

目标价 (美元)	23.7
潜在升幅/降幅	+22.2%
目前股价 (美元)	19.4
52 周内股价区间 (美元)	17.8-38.9
总市值 (百万美元)	6,492
近 3 月日均成交额 (百万美元)	63.3

市场预期区间



股价相对表现



注: 截至 2024 年 3 月 11 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

目录

从星巴克到瑞幸：品牌引领中国咖啡行业消费变迁.....	4
1990-2000 年：雀巢速溶咖啡成为中国消费者的咖啡启蒙	6
2000-2018 年：星巴克奠定连锁现制咖啡高端消费的基调	7
2018 年至今：瑞幸促进中国现制咖啡的普及与下沉	10
多元化需求驱动现制咖啡行业持续增长	12
低线市场咖啡普及度与渗透率提升，驱动未来增长	12
消费分级带动高线市场多元化发展趋势	15
多元化市场需求催生细分现制咖啡赛道的发展	17
大众连锁现制咖啡品牌	18
精品连锁现制咖啡品牌	19
瑞幸是如何顺势而为，涅槃重生的？	21
聚焦产品创新，开拓现制咖啡奶茶化的新趋势	22
营销为王，坚持年轻化和时尚化	25
坚持性价比，积极开拓新的市场机遇	26
瑞幸未来还有多大的成长空间？	28
仍有较大的下沉潜力	28
可能成为未来市场整合的受益者	29
海外市场潜力巨大	31
对瑞幸 2024-2026 年的业绩展望	32
目标价与估值	35
风险提示	36
SPDBI 乐观与悲观情景假设	38
公司背景	39
公司介绍	39
前十大股东	40
公司历史	41
公司管理层	42
财务报表	43

财务报表分析与预测 - 瑞幸咖啡

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,293	24,903	38,445	46,124	52,526
同比	66.9%	87.3%	54.4%	20.0%	13.9%
营业成本	-5,179	-10,892	-17,382	-20,822	-23,480
毛利润	8,114	14,011	21,063	25,302	29,046
毛利率	61.0%	56.3%	54.8%	54.9%	55.3%
租金费用	-2,830	-5,167	-8,058	-9,705	-11,057
折旧与摊销	-392	-605	-845	-994	-1,080
外卖费用	-1,373	-2,011	-3,148	-3,784	-4,297
营销费用	-570	-1,287	-1,961	-2,214	-2,469
管理费用	-1,460	-1,830	-2,848	-3,315	-3,717
门店准备费用	-36	-110	-169	-138	-158
减值支出	-222	-5	0	0	0
法务费用	-75	29	0	0	0
经营利润	1,156	3,026	4,033	5,152	6,267
经营利润率	8.7%	12.1%	10.5%	11.2%	11.9%
财务费用	72	112	237	296	362
其他收益或支出	-102	-30	-100	-100	-100
税前盈利	1,127	3,107	4,170	5,349	6,530
所得税	-639	-259	-917	-1,177	-1,437
所得税率	56.7%	8.3%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	488	2,848	3,252	4,172	5,093
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	488	2,848	3,252	4,172	5,093
归母净利润率	3.7%	11.4%	8.5%	9.0%	9.7%
同比	-15.6%	483.3%	14.2%	28.3%	22.1%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,534	2,926	5,136	9,217	14,763
应收票据及应收账款	211	295	351	378	401
预付款项	1,078	1,545	1,545	1,545	1,545
存货	1,206	2,204	3,572	4,107	4,503
其他流动资产	8	630	630	630	630
流动资产合计	6,037	7,600	11,234	15,878	21,842
固定资产	1,867	4,169	4,579	4,390	3,737
使用权资产	2,004	5,187	4,468	3,584	2,692
递延所得税资产	208	350	400	400	400
其他非流动资产	363	986	959	959	959
非流动资产合计	4,443	10,692	10,407	9,334	7,788
应付票据及应付账款	441	815	1,429	1,711	1,930
租赁负债	881	1,851	1,500	1,000	800
递延收入	97	123	120	120	120
应付费用	1,375	2,557	2,557	2,557	2,557
应付法务费用	34	116	100	100	100
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	2,829	5,463	5,706	5,488	5,507
递延所得税负债	1,024	3,115	2,968	2,584	1,892
非流动负债合计	1,024	3,115	2,968	2,584	1,892
股本	17,615	17,855	17,855	17,855	17,855
储备	-10,988	-8,141	-4,888	-716	4,377
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	6,627	9,714	12,967	17,139	22,232

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	488	2,848	3,252	4,172	5,093
折旧与摊销	1,247	3,584	4,064	3,678	3,172
财务费用	20	-109	-237	-296	-362
固定资产出售损失	10	0	0	0	0
减值准备	222	113	195	239	270
存货的减少	-604	-998	-1,368	-536	-396
经营性应收项目的减少	-1	-84	-56	-27	-23
经营性应付项目的增加	402	323	1,529	33	-32
应付第三方款项	0	0	0	0	0
法务费用支出	-1,399	0	0	0	0
经营性租赁	-876	-3,204	-2,998	-2,684	-2,092
其他	512	69	-958	250	250
经营活动产生的现金流量净额	20	2,543	3,424	4,828	5,880
资本开支	-801	-2,912	-1,450	-1,044	-696
短期投资	0	-614	0	0	0
其他	3	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-798	-3,526	-1,450	-1,044	-696
吸收投资收到的现金	-2,276	109	237	296	362
其他	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-2,276	109	237	296	362
外汇损失	77	3	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	-2,977	-871	2,211	4,080	5,546
期初现金及现金等价物余额	6,555	3,534	2,926	5,136	9,217
期末现金及现金等价物余额	3,655	2,666	5,136	9,217	14,763

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.19	1.12	1.28	1.63	1.97
每股销售额	5.38	9.83	15.18	18.22	20.74
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	66.9%	87.3%	54.4%	20.0%	13.9%
经营溢利	-314.5%	161.7%	33.3%	27.7%	21.6%
归母净利润	-15.6%	483.3%	14.2%	28.3%	22.1%
费用与利润率					
毛利率	61.0%	56.3%	54.8%	54.9%	55.3%
经营利润率	8.7%	12.1%	10.5%	11.2%	11.9%
归母净利率	3.7%	11.4%	8.5%	9.0%	9.7%
回报率					
平均股本回报率	8.3%	34.9%	28.7%	27.7%	25.9%
平均资产回报率	4.3%	19.8%	16.3%	17.8%	18.6%
资产效率					
应收账款周转天数	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
库存周转天数	85.0	80.0	75.0	72.0	70.0
应付账款周转天数	31.1	30.0	30.0	30.0	30.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.1	1.4	2.0	2.9	4.0
速动比率 (x)	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9
现金比率 (x)	1.2	0.5	0.9	1.7	2.7
负债/权益	58.1%	88.3%	66.9%	47.1%	33.3%
估值					
市盈率 (x)	90.0	15.5	13.7	10.7	8.8
企业价值 / EBITDA (x)	20.9	10.9	7.6	5.5	3.9
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

从星巴克到瑞幸：品牌引领中国咖啡行业消费变迁

咖啡作为西方文化和生活方式的代表，曾经仅在中国经济较发达地区（一线及部分沿海城市）被小部分消费者所接受。改革开放以后，随着中西方文化的不断交融以及社交媒体的发展，更多的中国消费者认识并了解了咖啡。经过 30 年的发展，咖啡在中国的受众群体规模已今非昔比。根据 NCBD 数据，2021 年中国咖啡消费者规模已增长至 3.52 亿人，并在过去两年里持续扩张。

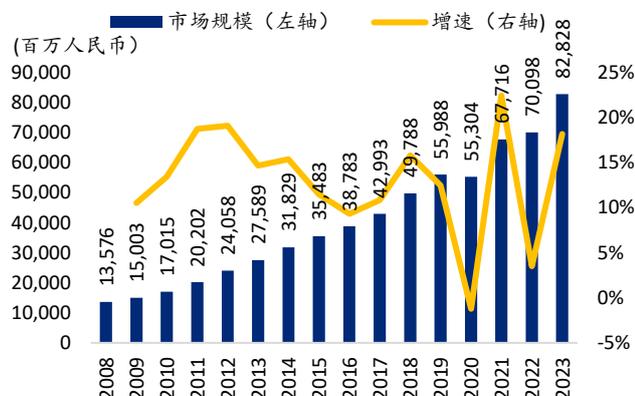
图表 2：中国咖啡市场的发展和变迁



资料来源：浦银国际整理

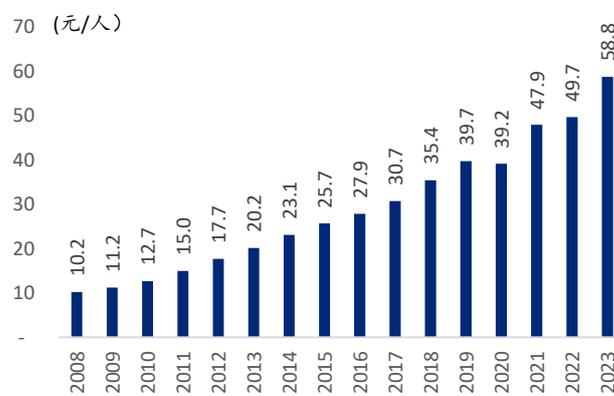
过去二十年里，中国的咖啡渗透率每年持续稳定提升。根据 Euromonitor 数据来测算，我们估计截至 2023 年底，中国咖啡行业整体的市场规模已达到了人民币 828 亿元，咖啡人均消费额已达人民币 58.8 元。

图表 3：中国咖啡市场规模



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 4：中国每年人均咖啡销售额

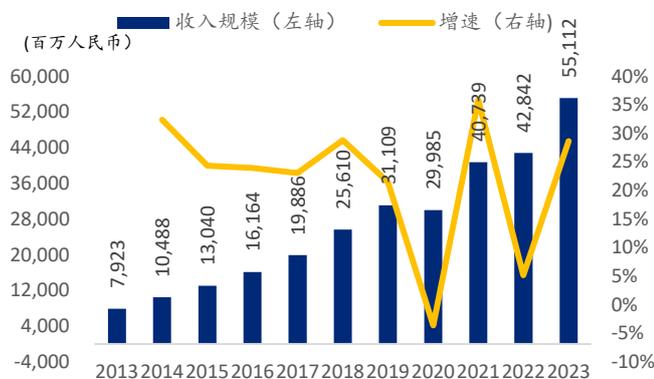


资料来源：Euromonitor，Wind，浦银国际

在高速增长的同时，咖啡的消费形式和消费场景也在发生变化。在中国，以星巴克和瑞幸为代表的现制咖啡店（coffee shop）市场在过去十多年里经历了高速增长。尤其是在疫情前的6年里（2013-2019年），现制咖啡店的复合增长率达到了惊人的25.6%（Euromonitor数据）。

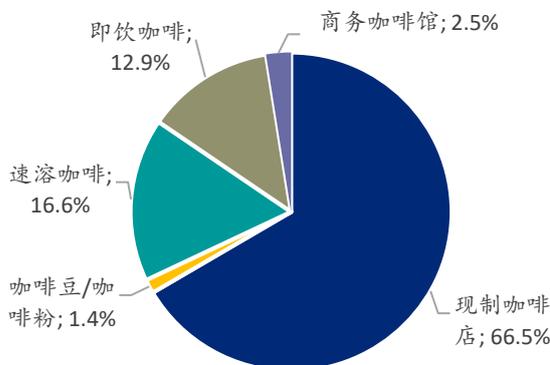
经过十多年的高速增长，现制咖啡店已超过其他咖啡消费场景或渠道，成为中国消费者购买咖啡的首要选择。根据Euromonitor数据测算，截至2023年，现制咖啡店贡献了中国整体咖啡市场66.5%的零售收入，远高于速溶咖啡（instant coffee）以及即饮咖啡（RTD coffee）。

图表 5：现制咖啡店的收入规模及增速



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 6：不同咖啡消费场景对整体咖啡市场收入的贡献，2023



资料来源：公司数据，浦银国际

我们认为，中国现制咖啡店市场规模过去10多年高速扩张，并快速取代其他的咖啡消费场景，主要归功于以下四个因素：

- (1) 中国城市化进程使更多年轻人有机会接触到现制咖啡消费场景；
- (2) 年轻人对以星巴克为代表的西方生活方式的向往；
- (3) 社交媒体的出现加速了现制咖啡店消费场景与文化的普及；
- (4) 咖啡的成瘾性使更多年轻消费者养成了喝咖啡的习惯。

在我们看来，中国连锁现制咖啡店行业的发展与变迁离不开两大玩家的推动：星巴克和瑞幸。

星巴克让国人认识了西方的现制咖啡文化，也通过其时尚高端的品牌形象与第三空间确立了现制咖啡在国人心中高端消费品的形象。而瑞幸的出现则使现制咖啡走下了高端消费的“神坛”，拉近了现制咖啡与大众消费者之间的距离。

1990-2000 年：雀巢速溶咖啡成为中国消费者的咖啡启蒙

上世纪 90 年代之前，咖啡作为舶来品对大部分中国消费者来说依然较为陌生。只有极少一部分较早接触西方文化的富裕阶层有饮用咖啡的生活习惯。直到 1989 年，雀巢集团进入中国市场并在中国推出“1+2”速溶咖啡，才开启了咖啡在中国的普及之路。

在雀巢对市场的持续教育下，中国消费者对咖啡形成了初步但较为片面的认知，比如不少消费者认为“速溶咖啡=咖啡”，且咖啡必须要配牛奶或咖啡伴侣才是唯一正确的饮用方式。

图表 7：雀巢速溶咖啡广告



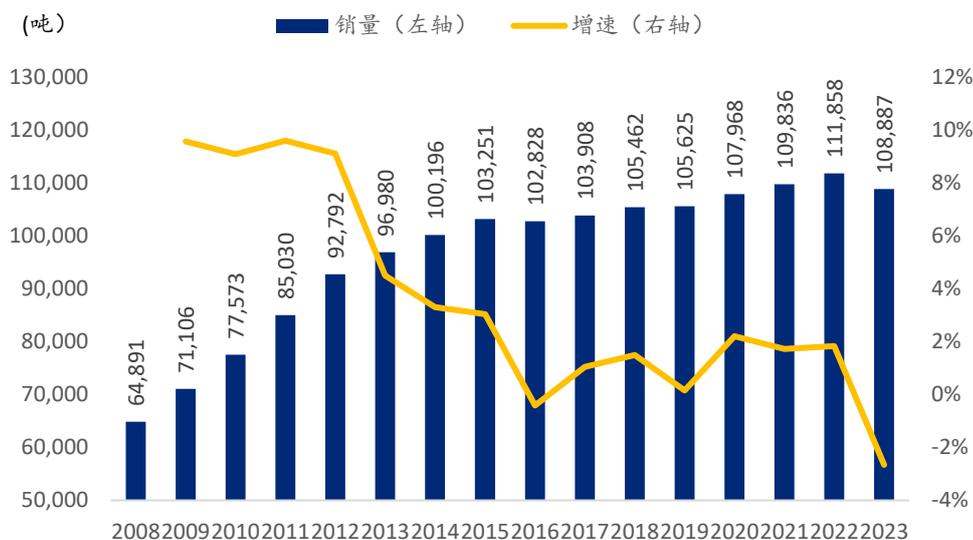
资料来源：南方电视台，浦银国际

随着雀巢品牌和产品在中国市场渗透率不断上升，速溶咖啡在 1990 年至 2010 年这 20 年里都保持较快速的销量增长。根据 Euromonitor，截至 2008 年，速溶咖啡依然占我国整体咖啡市场 40% 以上的销售。

然而，速溶咖啡在中国市场的领先地位在过去 10 多年里逐渐被现制咖啡所取代。随着星巴克、Costa 等玩家的声名鹊起，消费者开始偏向于更新鲜、产品更丰富的连锁现制咖啡店。因此，近十年里，速溶咖啡在中国的销量几乎停止了增长。

我们判断速溶咖啡在中国的市场规模未来可能将持续收缩。同时，中国速溶咖啡市场大概率将继续维持雀巢一家独大的竞争格局。

图表 8：速溶咖啡销量及增速，2008-2023



资料来源：Euromonitor，浦银国际

2000-2018 年：星巴克奠定连锁现制咖啡高端消费的基调

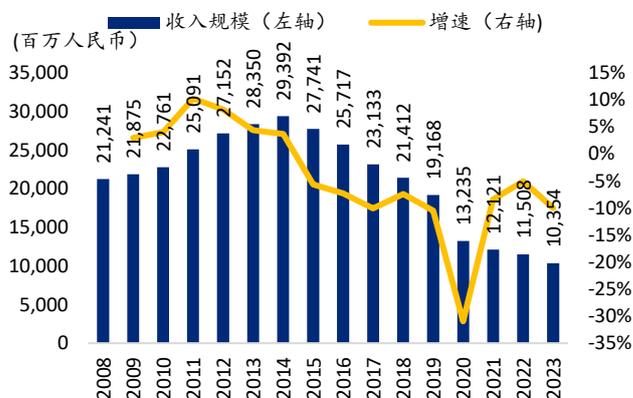
我国最早出现的面向大众的现制咖啡消费场景是以“上岛咖啡”为代表的连锁精品咖啡馆（Café）。这些咖啡馆将咖啡与西餐进行结合，主要面向以商务休闲为目的的高端消费人群，并在上世纪 90 年代中后期以加盟的模式大幅扩张。然而，由于品牌形象老派、跟不上形势、价格定位高、消费场景单一且过时，外加门店运营成本太重，咖啡馆的市场规模从 2014 年开始持续萎缩，咖啡馆逐渐被以星巴克、Costa 和太平洋咖啡为代表的连锁现制咖啡店（coffee shop）所取代。

图表 9：上岛咖啡



资料来源：公司官网，浦银国际

图表 10：咖啡馆的市场规模与同比增速，2008-2023



资料来源：Euromonitor，浦银国际

星巴克在 1999 年正式进入中国市场，而当时正是中国办公室白领与中产阶级兴起的阶段。与此同时，美国也正积极地向海外输出美式文化。星巴克作为美式文化的代表，出现在各种美国电影或电视剧之中，被认为是美国时尚年轻人的标配。这自然吸引了一大批崇尚西方生活方式的年轻白领与中产阶级。

2010 年以后，星巴克加快了在中国市场攻城略地的步伐，门店数开始快速增加。在这一背景下，以星巴克为代表的连锁现制咖啡店消费场景逐渐被更多的年轻消费者所熟悉和接受，中国连锁现制咖啡店的市场规模开始经历高速的扩张。

图表 11: 星巴克代表着美国上层白领的精致生活方式



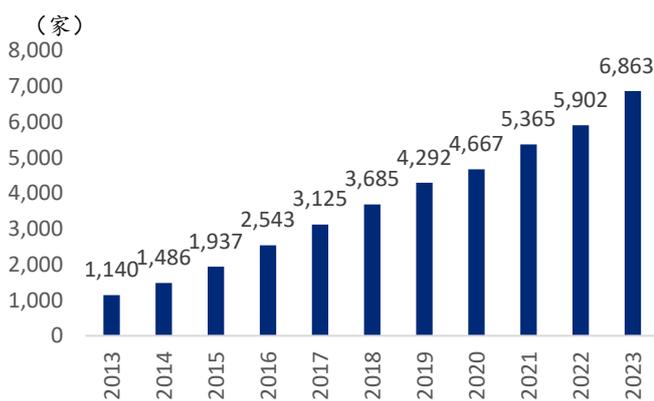
资料来源:《穿普拉达的女王》，浦银国际

图表 12: 星巴克门店的第三空间



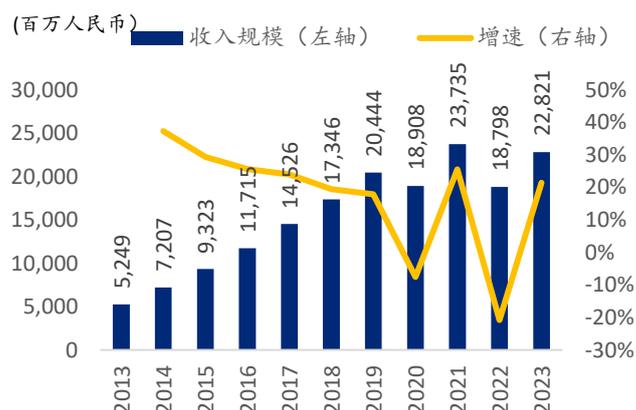
资料来源: 星巴克官网，浦银国际

图表 13: 星巴克门店数，2013-2023



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

图表 14: 星巴克在中国的收入规模及增速，2013-2023

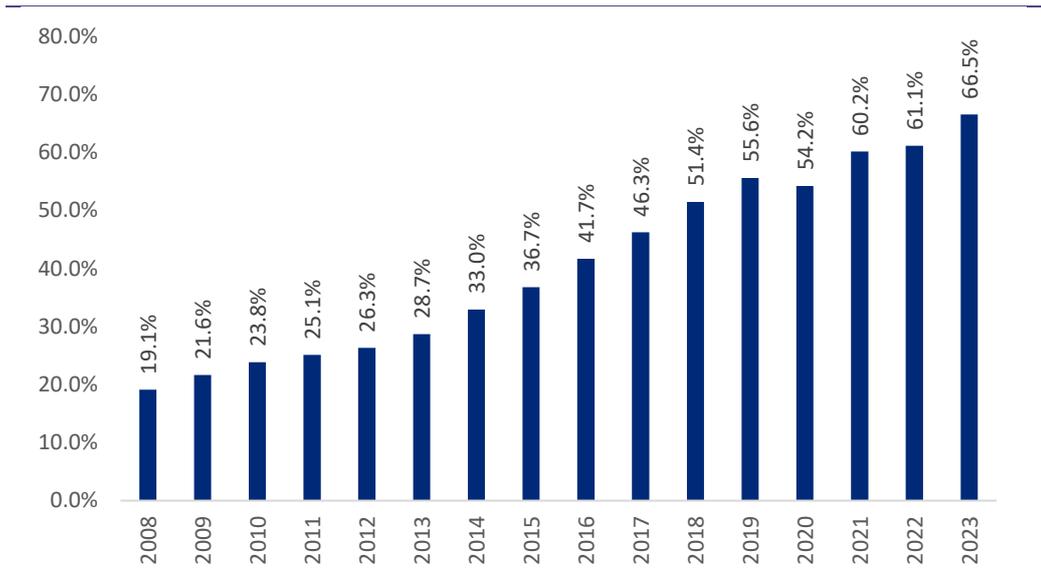


资料来源: Euromonitor, 浦银国际

在我们看来，连锁现制咖啡在中国市场的兴起和普及很大程度上归功于星巴克对美式咖啡文化的输出。是星巴克真正将西方的连锁现制咖啡文化带到了中国，也帮助中国年轻白领消费者逐渐养成了购买现制咖啡的习惯。

在星巴克品牌推动下，现制咖啡在疫情前的十年里经历了高速的增长，占中国咖啡市场整体消费比例也在持续上升。

图表 15：连锁现制咖啡占整体中国咖啡零售收入的比例，2008-2023



资料来源：Euromonitor，浦银国际

作为现制咖啡的先行者，星巴克通过强大的营销成功占领了消费者的心智，很快在中国一、二线城市成为了高端白领生活的象征。后来加入的 Costa 与太平洋咖啡虽然店铺运营模式与星巴克高度相近，却无法撼动星巴克的垄断地位。根据 Euromonitor 的数据以及我们的推算，星巴克在中国现制咖啡店行业的市场份额最高时在 2017 年曾达到 70% 以上。

2018 年至今：瑞幸促进中国现制咖啡的普及与下沉

2018 年，瑞幸咖啡（瑞幸）横空出世，以远低于星巴克的定价以及激进的促销手段被消费者所认识。瑞幸咖啡的出现，使得中国现制咖啡市场的价格范围下限大幅降低，使消费者能以较低廉的价格买到质量有保障的现制咖啡产品。自此，瑞幸咖啡成为继雀巢和星巴克后又一个颠覆中国咖啡行业的品牌。

尽管 2020 年的财务造假事件使瑞幸的声誉和信誉一度遭受重大打击，但在同年新管理层上任以后，瑞幸通过：

- (1) 强大的产品创意和品牌营销重塑了品牌形象；
- (2) 直营和加盟结合的策略快速展店，并向低线城市扩张，占领更多消费者的心智；
- (3) 更理性的促销以及更高的门店经营效率（比如外卖）提升了门店盈利能力，单店盈利能力大幅改善。

如果说是星巴克为现制咖啡打上了高端与时尚的烙印，使高线城市的咖啡渗透率大幅提升，那么瑞幸则是通过稳定的产品质量结合更大众化的定价使现制咖啡产品走下“神坛”，成为真正被广大消费者所接受的大众消费品。

除了价格定位上的突破，瑞幸在现制咖啡产品的创新上也同样颠覆了传统咖啡消费者的认知。无论是最早的生椰拿铁和椰云拿铁，还是 2023 年推出的酱香拿铁，都打破了传统咖啡产品的边界，成为社交媒体上的现象级话题。

图表 16：瑞幸历年主要爆款产品汇总

年份	产品 1	产品 2
2019 年	陨石拿铁 	小鹿茶 
2020 年	厚乳拿铁 	
2021 年	生椰拿铁 	丝绒拿铁 
2022 年	椰云拿铁 	生酪拿铁 
2023 年	酱香拿铁 	碧螺知春拿铁 

资料来源：瑞幸公众号，浦银国际整理

我们认为，瑞幸聚焦产品性价比以及产品创新的策略使中国现制咖啡的消费者规模急剧扩张，驱动中国现制咖啡的普及率与渗透率持续提升，尤其在非高线的市场。

截至目前，瑞幸在中国市场的门店数以及订单量已经远超星巴克，成为中国连锁现制咖啡行业绝对的行业第一，而瑞幸 2023 年在中国的收入和市场份额也已接近星巴克的水平。我们认为，瑞幸从成立至今短短 6 年内能取得如今的成绩，除了自身的努力以外，离不开四个字：“顺势而为”。我们会在下文分析瑞幸的发展策略符合中国咖啡行业发展的哪些趋势。

图表 17：瑞幸与星巴克中国内地收入比较



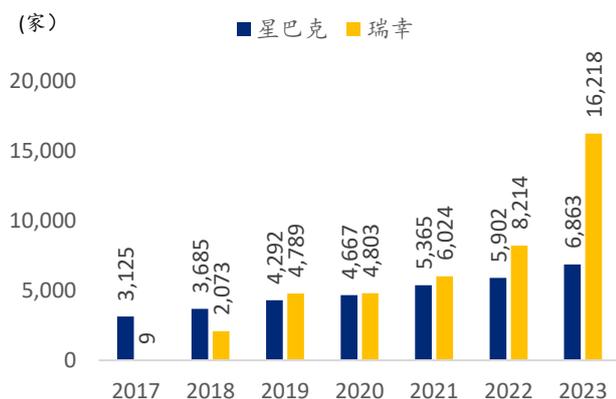
资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 18：瑞幸与星巴克在中国内地连锁现制咖啡行业的市场份额比较



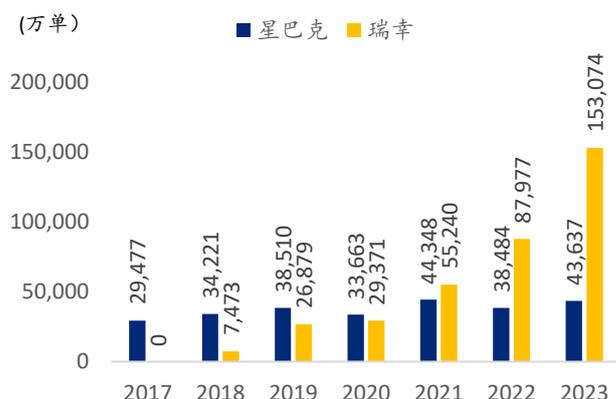
资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 19：瑞幸与星巴克中国内地门店数比较



注：瑞幸数据来源为年报资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 20：瑞幸与星巴克中国内地订单数比较

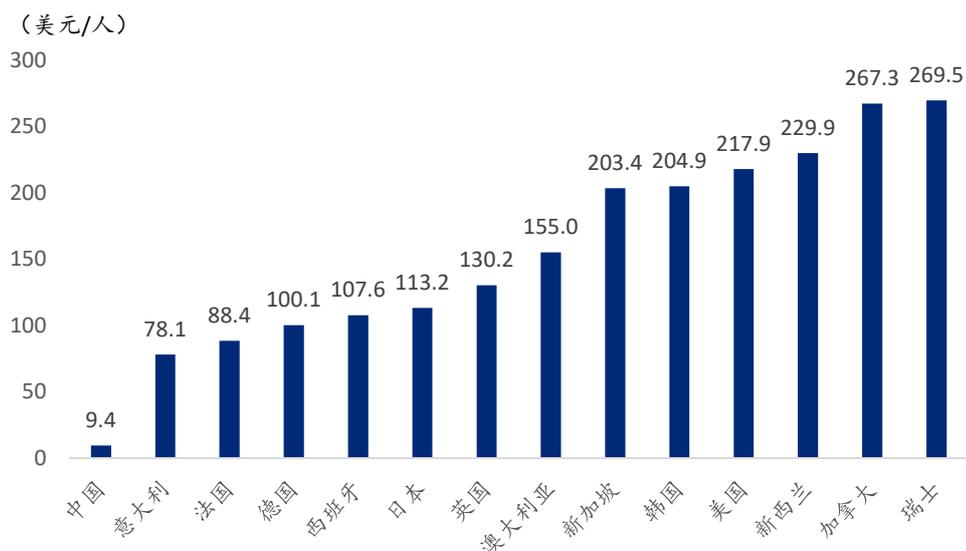


资料来源：Euromonitor，浦银国际

多元化需求驱动现制咖啡行业持续增长

咖啡在中国整体的渗透率依然远低于西方国家和日韩等邻国。同时，中国各区域经济发展速度的不均衡导致中国不同层级市场消费者的消费水平与消费意识存在较大差距。这也造成中国高线城市与低线城市的咖啡渗透率大相径庭。

图表 21：各国人均咖啡消费额，2023



注：除中国外的人口数据为 2022 年数据。

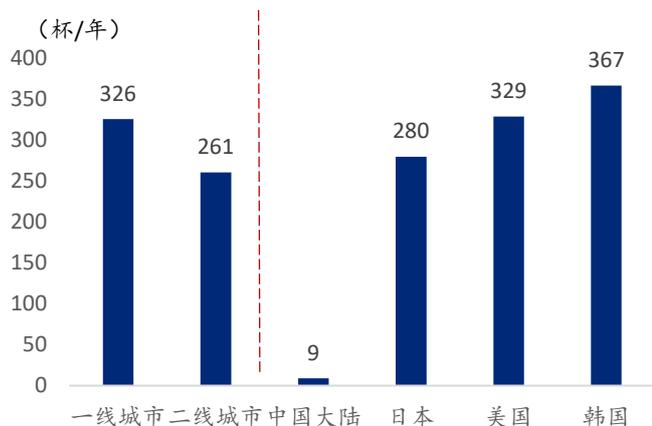
资料来源：Euromonitor，World Bank，浦银国际

展望未来，现制咖啡在中国低线城市的市场普及度与渗透率将持续提升，驱动中国整体咖啡饮用量的增长，而高线城市的现制咖啡消费将继续消费分级，从而催生出更多不同的消费场景、更多元化的价格带以及更丰富的产品选择。

低线市场咖啡普及度与渗透率提升，驱动未来增长

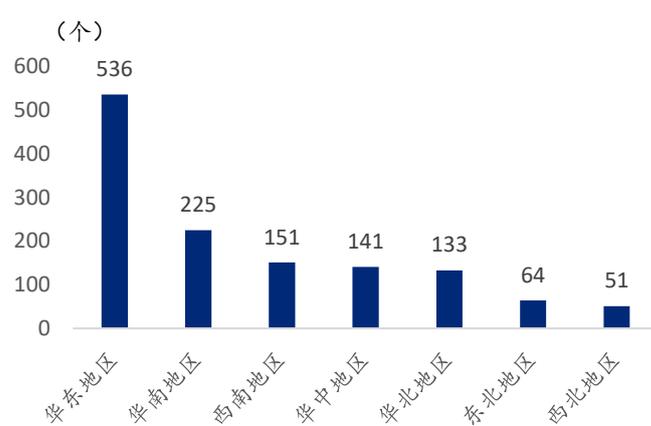
咖啡的消费量在中国的分布极不均衡。根据德勤的数据，中国高线城市的咖啡人均饮用量已基本达到欧美日韩的水平，而三线及以下城市的咖啡市场才刚刚起步。

图表 22: 各国人均咖啡消费量与中国一、二线城市对比, 2020



资料来源: 德勤, 浦银国际

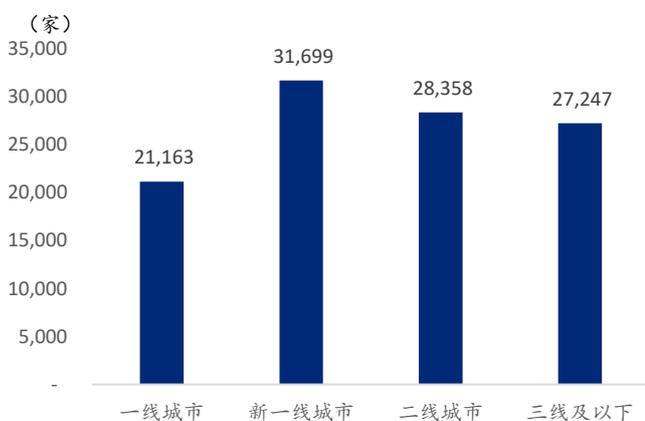
图表 23: 2022 年中国不同地区现磨咖啡连锁品牌数量



资料来源: 德勤, 浦银国际

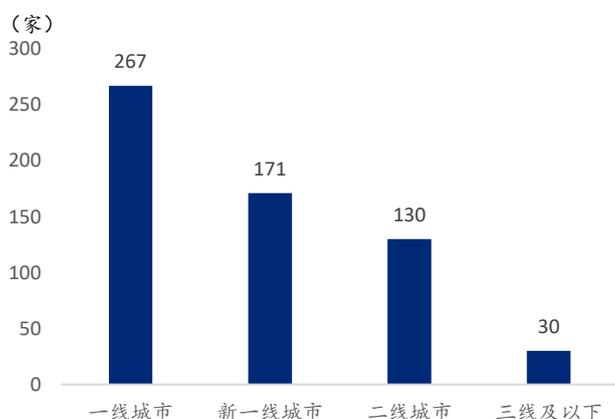
根据德勤《中国现磨咖啡行业白皮书》的数据, 中国截至 2020 年底一共有 10.8 万家咖啡店, 其中 75% 左右都集中在一二线城市, 仅有 25% 在三线及以下城市。从人口分布情况可以推断, 三线及以下城市的人均咖啡店数量远低于高线城市。

图表 24: 全国咖啡店数量按城市层级分布, 2020



资料来源: 德勤, 浦银国际

图表 25: 不同层级城市每百万常驻人口的咖啡店保有量, 2020



资料来源: 德勤, 浦银国际

根据德勤的统计和调查, 个体的咖啡消费量与其教育背景、收入水平、以及接触咖啡时长都呈正相关。我们认为, 低线城市的咖啡发展速度和进程远慢于高线城市的主要原因是:

- (1) 低线城市消费者整体教育程度低于高线城市, 少有海外教育背景;
- (2) 低线城市外贸不发达, 受西方文化影响较小, 接触咖啡时间不长;
- (3) 低线城市的消费者整体收入水平相对高线城市偏低;
- (4) 低线城市居民的整体工作压力相对较小, 对咖啡的依赖程度较低。

我们认为，咖啡在低层级市场的普及率和渗透率不断上升将是未来 10 年的大趋势，而以下三个因素未来将持续利好咖啡在中国低层级市场的普及与下沉：

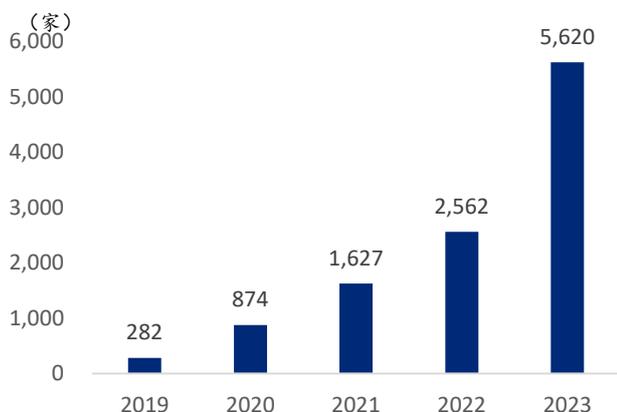
- (1) 随着低层级城市的消费力不断上升、社交媒体的兴起以及消费意识逐渐多元化，低层级城市的消费者对咖啡的接受度正在逐渐上升；
- (2) 在发达的供应链支持下，低线城市的经济的发展（尤其是旅游业的开发）与农村地区持续城镇化将吸引更多咖啡品牌在低层级城市开店扩张；
- (3) 就业压力提升以及高昂的生活成本导致过去几年不少年轻人从一二线城市回流至低线城市，同时也将喝咖啡的习惯带到了低层级城市。

另一方面，在三四线城市里，“小镇青年”这一消费族群（18-30 岁的年轻人）有一定的消费力，并通过物质消费来追求较高的生活品质和格调，继而实现身份的认同和社会地位的提升。基于这一特性，“小镇青年”有望成为咖啡在三四线城市最大的潜在消费者群体。

从 2019 年开始，瑞幸开始关注到低线城市咖啡文化的兴起，并计划以合作加盟的形式在低线城市进行门店扩张，从而捕捉低线城市消费者对于咖啡的需求增长。

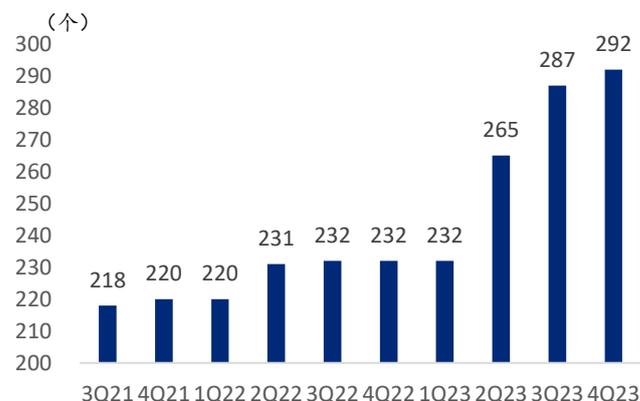
从 2019 年 9 月开出第一家加盟店至今，瑞幸的加盟店数量在过去三年里高速扩张。截至 2023 年末，瑞幸的加盟门店数已达到 5,620 家（占总门店数的 34.6%），并已进驻到 292 城市（主要为低线城市）。

图表 26：瑞幸加盟门店数



资料来源：公司资料，浦银国际

图表 27：瑞幸加盟门店所在的城市数



资料来源：公司资料，浦银国际

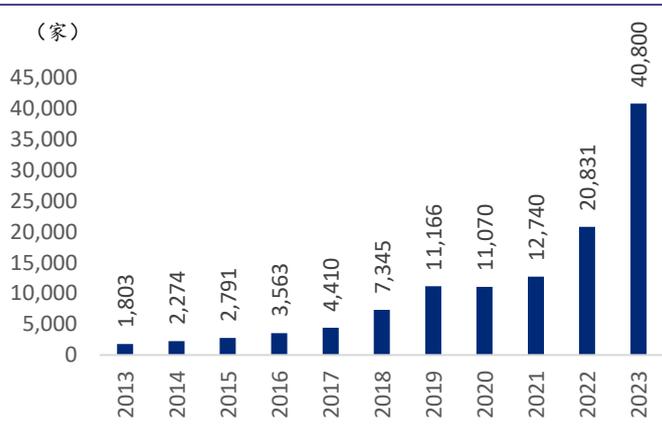
中国现制咖啡店在疫情前（2008-2019年）的增长，主要是由高线城市现制咖啡渗透率增加所驱动。展望未来10年，随着低线城市现制咖啡渗透率的提升，我们认为低线城市有望复制高线城市疫情前的发展轨迹，从而驱动中国整体现制咖啡市场规模继续高速增长。

图表 28：中国现制咖啡人均消费额，2008-2023



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 29：中国现制咖啡店门店数，2008-2023



资料来源：Euromonitor，浦银国际

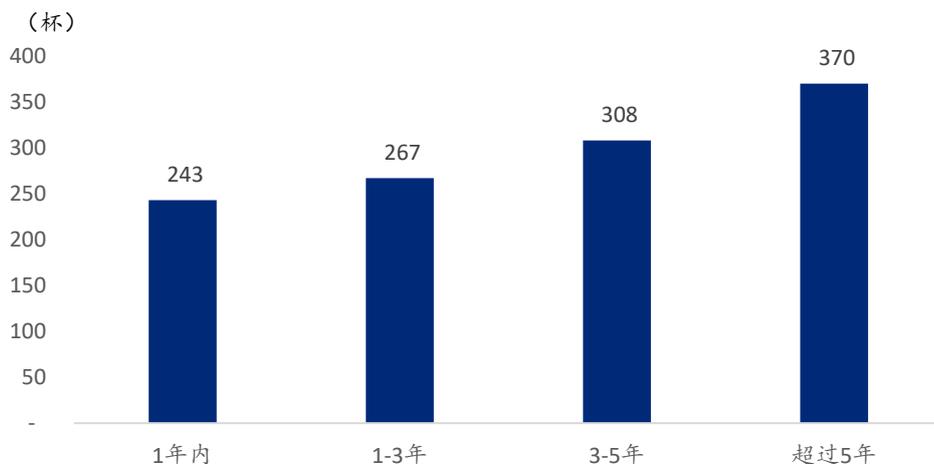
消费分级带动高线市场多元化发展趋势

随着高线城市的现制咖啡渗透率不断上升、市场需求逐渐接近饱和，高线城市对现制咖啡的消费趋势和消费观念也在发生潜移默化的改变。

咖啡在中国高线城市的消费者心中一度是高端消费的代名词，代表了一种精致、优雅、有品位的生活方式。在这一消费心理灌输之下，星巴克在销售咖啡的同时，实际上也是在贩卖小资生活格调与高级白领优越感。换句话说，星巴克咖啡已经成为年轻人标榜身份与价值的工具，其意义早已超越了咖啡本身。这也解释了为什么星巴克能够收取如此高的品牌溢价。

然而，基于咖啡的功能性与成瘾性，消费者对咖啡的消费频次会随着个人饮用年限的增长而不断变高。随着咖啡在高线城市的普及率不断上升，消费者对咖啡的依赖程度不断加大、需求不断上升。不少白领购买咖啡的频率从原来的一周1-2杯变成了每天1-2杯，咖啡从原来可有可无、仅是为了满足心理需求的高端可选饮品，变成了不少上班族每天的必需品。

图表 30：咖啡饮用年限与平均每年摄入杯数的正向关系，2020



资料来源：德勤，浦银国际

这种消费属性与消费频次的变化使消费者对咖啡的价格变得更加敏感，从而开始更加关注咖啡产品的性价比。而星巴克在中国高昂的定价是一些对咖啡有着强烈需求的普通白领较难负担的。

2017年，瑞幸咖啡横空出世，以低廉的价格与稳定的质量满足了消费者对现制咖啡性价比的追求，同时进一步改变了人们对现制咖啡的消费观念。越来越多的高线城市消费者意识到，现制咖啡不一定是高端和昂贵的，也可以是高性价比和亲民的。

图表 31：星巴克与瑞幸的价格对比

单位：元	星巴克 (473ml)	瑞幸 (480ml)
美式	30	14
拿铁	33	16
馥芮白	38	19
焦糖玛奇朵	37	19
摩卡	36	19
卡布奇诺	33	19

注：为 2024 年 3 月 6 日数据。

资料来源：星巴克微信小程序，瑞幸微信小程序，浦银国际

随着社会的发展，高线城市白领这一身份带来的优越感逐渐消失，现制咖啡所带来的自我心理满足感也渐渐退去。在这样的心理变化下，消费者对现制咖啡的关注回归到最基本的口味、功能性、便捷性和性价比。这标志着现制咖啡开始真正走下“神坛”，走入大众市场。在这一大趋势下，星巴克一家独大的格局被瑞幸打破，同时主打高性价比的连锁现制咖啡品牌如雨后春笋般快速扩张。

在普通消费者开始追求咖啡性价比的同时，高净值人群或富裕阶层却在不断提升对现制咖啡品质的追求。以星巴克为主要玩家的综合连锁咖啡品牌在口味与品质上已经难以满足他们挑剔的眼光。部分高端消费者对现制咖啡消费升级的需求也为精品咖啡在高线城市的发展和扩张提供了契机和土壤。

多元化市场需求催生细分现制咖啡赛道的发展

回看十多年前，中国现制咖啡的消费群体相对还比较固化：以高线城市的中产阶级以及外企白领为主。因此，当时中国连锁现制咖啡市场被星巴克、Costa、太平洋咖啡等大型综合连锁咖啡品牌所统治。这些品牌普遍在价格、产品、消费场景上具有较高的同质化。

然而，近十年里，随着低线城市对现制咖啡的需求不断扩大以及高线城市对现制咖啡消费的分级趋势逐渐显现，中国咖啡消费群体的规模在不断扩大，消费者的需求也变得更加多样化。

愈加复杂的消费需求和消费形式使中国现制咖啡行业从传统的综合连锁咖啡模式向不同的方向分化出新的细分赛道，比如主打性价比的大众连锁现制咖啡品牌以及主打咖啡品质和服务体验的精品连锁咖啡品牌。

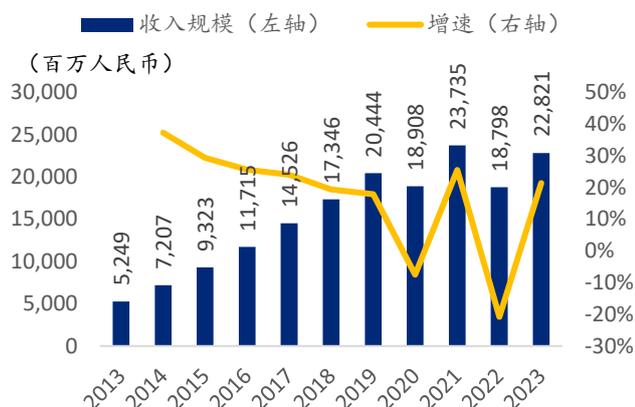
图表 32：中国咖啡市场各价格带特点及主要玩家

价格带	特点	主要玩家
25 元以下	主打性价比连锁咖啡品牌	瑞幸、Manner、Tims
25-35 元	大型综合性连锁咖啡品牌	星巴克、Costa、太平洋
35 元以上	主打品质的连锁咖啡品牌	Arabica、Peet's、Seesaw

资料来源：浦银国际整理

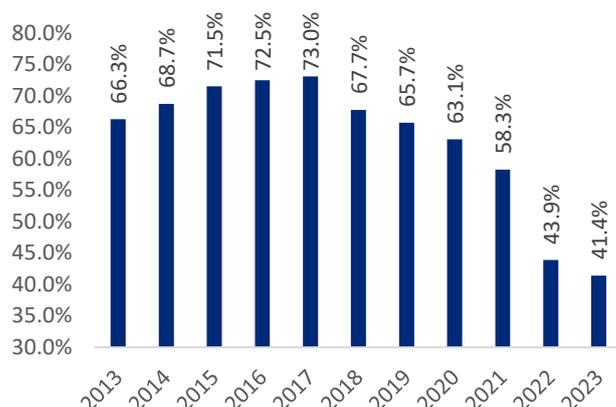
过去三年里，大众连锁现制咖啡与精品连锁咖啡领域中不断涌现出新的玩家。它们在满足消费者多样化需求的同时，也加剧了咖啡行业竞争的复杂性，挤压了传统大型综合连锁咖啡品牌的市场份额。星巴克在中国的市场份额自 6 年前开始大幅下降。

图表 33：星巴克中国销售额



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 34：星巴克中国市场份额



资料来源：Euromonitor，浦银国际

大众连锁现制咖啡品牌

以瑞幸为代表的大众连锁咖啡店不仅满足了低线城市消费者对咖啡愈加旺盛的需求，同时也满足了中高线城市消费者对咖啡产品性价比关注度的持续提升。

由于主要迎合的是相对年轻、且饮用咖啡年限较短的消费者，大众连锁现制咖啡品牌有以下几个特点：

- (1) 价格相对较低：通常单杯价格不超过人民币 20 元，且常常通过频繁的市场促销活动（比如买赠、送抵用券等）进一步降低客单价；
- (2) 产品饮料化：较受欢迎的单品通常都在咖啡的基础上加入较多额外的配料（糖、奶、果味），口味相对较丰富，但咖啡本身的味道较淡；
- (3) 丰富的品牌营销：常常通过创新的营销手段（品牌联名、名人代言等）来增强品牌力、加大产品曝光度、增加客户粘性；
- (4) 主打方便与快捷：门店普遍较小，消费场景以外卖和外送为主，堂食第三空间相对有限，单店的订单量普遍较大。

精品连锁现制咖啡品牌

精品咖啡（specialty coffee）在全球的咖啡市场占比仅有十分之一，在中国内地市场更是处于萌芽阶段。目前，精品咖啡在中国主要集中在高线城市和南方沿海城市，常见的品牌包括 Blue Bottle 和 %Arabica。

图表 35：Blue Bottle Coffee 门店



资料来源：Shanghai Daily，浦银国际

图表 36：%Arabica 门店



资料来源：Arabica 官网，浦银国际

精品咖啡与商业咖啡主要有以下两大区别：

- (1) 咖啡豆品质的区别：精品咖啡通常使用精品咖啡豆作为原料，对咖啡豆的产地、种植环境、批次、烘焙及处理手法都有着非常高的要求。美国精品咖啡协会（SCA）为精品咖啡制定了严格的标准，杯测分数达到 80 分以上才能被称为精品咖啡豆。
- (2) 风味的区别：最大程度上保留了咖啡豆自身的地域风味和风土环境，口味上与普通商业咖啡形成明显的差异性（比如埃塞俄比亚咖啡豆明显的酸性特质）。
- (3) 价格的区别：精品咖啡单价普遍较高，以咖啡豆的品质与风味来定价，通常单杯价格在 40 元以上。

精品咖啡店满足了一部分高端消费者对于高品质咖啡的追求。这些消费者普遍接受过良好的教育，相对较为富裕，较早接触西方的生活方式且有较长饮用咖啡的历史。他们能够较好地分辨咖啡品质的优劣，对于咖啡的口味有较为专业的判断与较为个人化的喜好。

另外，在星巴克日益普及并逐渐褪去其高端咖啡的“光环”之后，精品咖啡的出现满足了中国年轻人对咖啡档次和格调持续升级的期待，成为他们在社交媒体上重要的打卡拍照的工具。

尽管普通消费者的购买力与精品咖啡的定价之间存在较大的差距，但中国巨大的人口基数也为精品咖啡的发展提供了广阔的市场。Blue Bottle 上海门店外壮观的长队也展现了中国消费者对精品咖啡巨大的潜在市场需求。

图表 37：小红书上的 Blue bottle Coffee 打卡



资料来源：小红书，浦银国际

图表 38：上海 Blue Bottle Coffee 排队



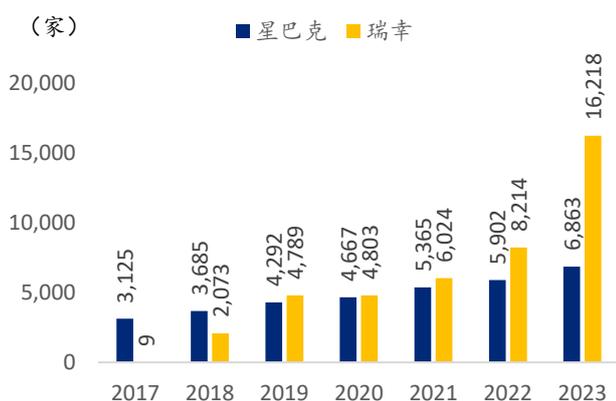
资料来源：CBNData，浦银国际

瑞幸是如何顺势而为，涅槃重生的？

瑞幸咖啡经历了 2020 年的财务造假风波，在更换管理层后，仅用短短三年时间，成为了中国市场门店数最多，覆盖区域最广的咖啡品牌。

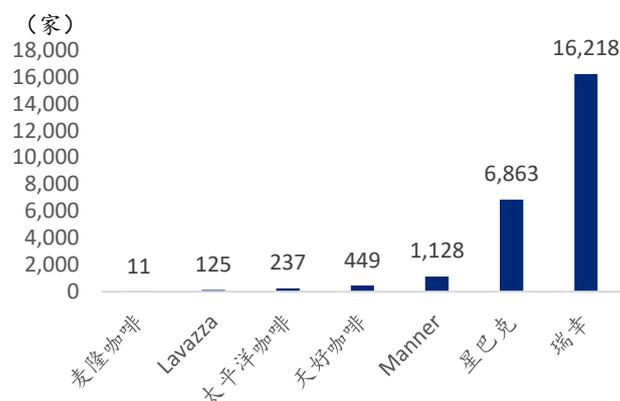
截至 4Q23，瑞幸咖啡馆门店数达到 16,248 家，覆盖中国内地 292 个城市。而星巴克截至 4Q23 在中国的门店数仅有 6,863 家。

图表 39：中国内地瑞幸与星巴克门店数变化



注：瑞幸来源为公司年报。资料来源：公司数据、Euronmonitor，浦银国际

图表 40：主要连锁咖啡品牌在中国的门店数比较



资料来源：公司数据，Euromonitor，浦银国际

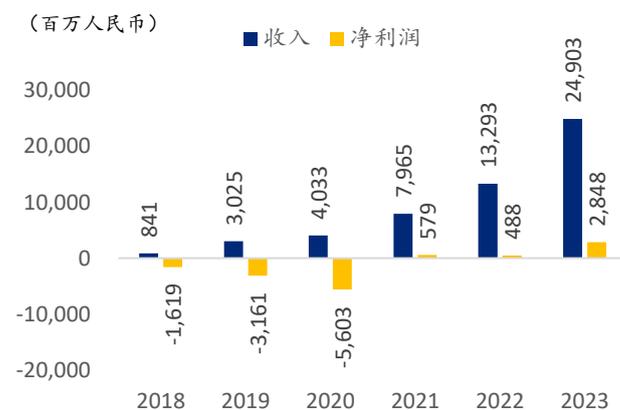
随着品牌力的持续增强与门店的不断扩张，瑞幸单月平均交易客户数也在不断提升，带动财务数据也得到了明显的改善，在收入不断扩张的同时，瑞幸在 2021 年实现了盈利。

图表 41：瑞幸各季度每月平均交易客户数



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 42：瑞幸收入与净利润



资料来源：公司数据，浦银国际

那么，瑞幸在短短两年多的时间里做了哪些深度变革，从而实现涅槃重生，焕然一新的呢？

我们认为答案可以用四个字来概括——顺势而为。具体来说包括以下三个方面：

- (1) 聚焦产品创新，开拓咖啡奶茶化的新趋势；
- (2) 营销为王，坚持年轻化和时尚化；
- (3) 坚持性价比，积极下沉，开拓新的市场机遇

我们认为，瑞幸能在那么短的时间挑战星巴克的王者地位，很大原因是瑞幸成功预判并迎合了中国消费者对现制咖啡的消费趋势。

聚焦产品创新，开拓现制咖啡奶茶化的新趋势

在瑞幸咖啡出现之前，连锁现制咖啡品牌所售卖的咖啡产品普遍是较为传统的咖啡产品，产品选择相对较少，无论是配料、口味或是定价的同质化程度都非常高，但创新程度比较低。

图表 43：传统连锁现制咖啡产品

(元/355ml)	美式咖啡	拿铁	摩卡	卡布奇诺
制作方式	浓缩咖啡+热水	1/6 浓缩咖啡+4/6 蒸汽牛奶+1/6 奶泡	1 份浓缩咖啡+巧克力酱+蒸汽牛奶	1/3 浓缩咖啡+1/3 蒸汽牛奶+1/3 奶泡
星巴克	27	30	33	30
太平洋咖啡	27	31	34	31
Costa Coffee	30	33	35	33

注：2024年3月6日数据。资料来源：各公司微信小程序，浦银国际

我们认为，连锁现制咖啡行业早期产品高度同质化以及创新性不够主要是由以下两大原因导致的：

- (1) **消费群体相对固化**：回看 10 多年前，连锁咖啡依然属于高档消费的代表，客群较为固化，以中高端白领以及中产阶层人群为主。这部分消费者受西方文化的影响，对咖啡产品的认知具有一定的固定思维（仅限于美式、拿铁、摩卡、卡普奇诺等）。这便导致早期的中国咖啡消费者普遍对咖啡产品的创新要求不高。
- (2) **现制咖啡行业一家独大**：10 多年前的中国现制咖啡行业还是一片蓝海，市场规模不大，玩家相对较少，行业集中度高。其中，星巴克一枝独秀，是行业的绝对领导者。稳固的竞争格局决定了主要咖啡玩家没有太迫切的需求去扩大或保持自己的市场份额，对产品的创新和研发缺乏足够的动力。

然而近几年，一方面，咖啡消费群体不断年轻化，而年轻消费者对咖啡口味的创新要求远高于传统的咖啡消费者。另一方面，奶茶行业对产品创新的内卷不断冲击着咖啡市场，带动咖啡产品创新化的趋势。

瑞幸无疑是现制咖啡产品创新的先锋和领导者。为了迎合这部分年轻人的口味，瑞幸于2021年4月推出了爆款产品——生椰拿铁，在现制咖啡行业中制造了巨大的声浪。

我们认为，生椰拿铁不仅仅是一款具有创意的咖啡产品，它的意义还在于它打破了消费者对咖啡的固定认知，并开启了中国现制咖啡产品奶茶化的趋势。在生椰拿铁之后，瑞幸又陆续推出了碧螺知春拿铁、生酪拿铁等产品，同样获得大批年轻消费者的认可。

2023年9月，瑞幸跨界开启与茅台的合作，将茅台产品融入咖啡，推出酱香拿铁产品。酱香拿铁的话题在社交媒体上持续传播，迅速成为网络热搜的焦点。

图表 44：瑞幸生椰拿铁



资料来源：瑞幸公众号，浦银国际

图表 45：瑞幸酱香拿铁



资料来源：瑞幸公众号，浦银国际

随着瑞幸在产品创意上的一再突破，消费者对咖啡产品在配方与口味上创新度的期待也被不断拉高，促使现制咖啡玩家纷纷在产品创意上大做文章，以此吸引消费者的目光。

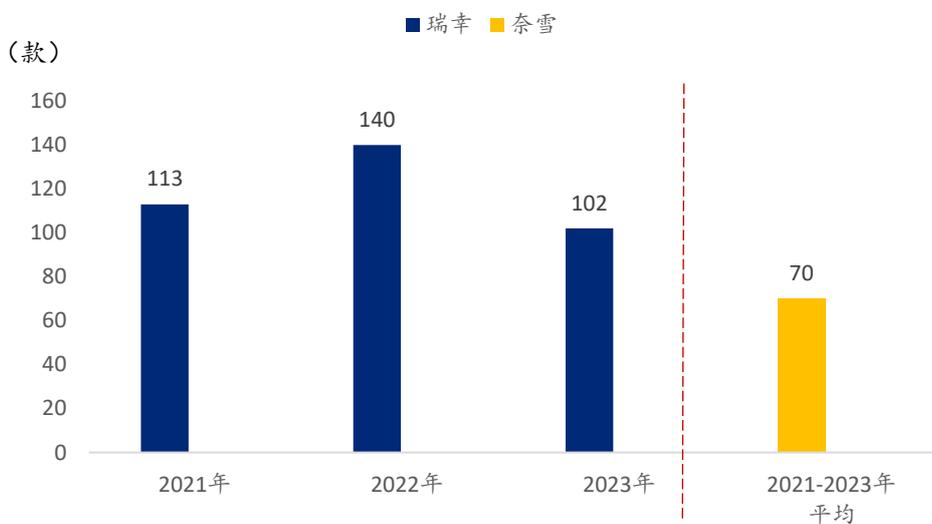
图表 46：强大的产品创新能力是瑞幸持续抢占市场份额的基础



资料来源：浦银国际整理

瑞幸的推新品的能力在现制咖啡行业处于绝对的领先地位。瑞幸于 2021、2022 和 2023 年分别推出 113 款、140 款和 102 款新品。这一推新的速度即使与推新品见长的茶饮玩家相比，也不落下风。

图表 47：瑞幸咖啡与奈雪的茶在 2021-2023 年间新品数量



资料来源：公司数据，浦银国际

另外，瑞幸推出的创新爆款产品也都验证了瑞幸的产品创新能力具有较强的可持续性。生椰拿铁和酱香拿铁等产品在爆火后，从限定单品转而成为固定产品，将产品的热度延续。

营销为王，坚持年轻化和时尚化

在营销方面，公司以“专业、年轻、时尚、健康”作为品牌理念，拥抱年轻消费群体，为目标群体打造高质量、有创意、高性价比的咖啡产品。

瑞幸善于打造热点单品，也善于把 IP、名人和公司经典产品结合，形成联名和产品的双向赋能。回顾 2023 年，瑞幸联名共 24 次。

其中，最出圈的无疑是与茅台合作推出的“酱香拿铁”。一经推出，酱香拿铁就以 19 元的零售价，收获了首日超过 542 万杯的销量，成为社交媒体上现象级的营销事件。

除了酱香拿铁外，瑞幸与其他品牌的联合营销也取得不小的反响。这些联名营销主要包括，推出与消费者童年 IP “猫和老鼠”联名的生酪拿铁，用“谁动了我的奶酪”的变体作为宣传语，带着消费者追忆童年，并推出延伸产品和线上小游戏来俘获消费者的心。瑞幸还于 2023 年情人节和七夕节上线了与线条小狗联名的带刺玫瑰拿铁、相思红豆拿铁和黑凤梨系列。联名的火热趋势从包装袋延伸到七夕整套的杯套、贴纸和速溶咖啡的产品。

图表 48: 瑞幸与猫和老鼠联名庆祝生酪拿铁上市一周年



资料来源：瑞幸公众号，浦银国际

图表 49: 七夕节瑞幸与线条小狗联名



资料来源：瑞幸公众号，浦银国际

另外，瑞幸在代言人和咖啡推荐官、体验官的选择上也秉持着迎合年轻消费者品味和强强联手的原则，基本都选择年轻、时尚、健康、有活力，且在年轻人心目中有较强影响力的偶像作为产品的代言人。

2023 年 11 月，瑞幸正式官宣了拥有众多粉丝基础的新生代偶像和演员易烱千玺为全球品牌代言人。让人称赞的是瑞幸官宣新代言人的方式。首先是瑞幸在易烱千玺生日的前一天进行官宣，抢占粉丝和消费者心智，建立起和消费者的连接，后又在新品烤椰拿铁的包装上隐藏易烱千玺相关彩蛋，深受粉丝喜爱。

图表 50：瑞幸咖啡全球品牌代言人：易烊千玺



资料来源：瑞幸公众号，浦银国际

图表 51：瑞幸冰咖推荐官：刘畊宏和利路修



资料来源：瑞幸公众号，浦银国际

坚持性价比，积极开拓新的市场机遇

公司在新管理层上任之后果断放弃了高端产品定位，转而推出更具价格优势的产品来吸引更多的年轻消费者。我们的调研显示，瑞幸的基本款咖啡（包括美式和拿铁）的定价远低于星巴克以及行业平均水平。

图表 52：连锁咖啡品牌基本产品价格比较

(元)	星巴克 (355ml)	瑞幸 (480ml)	Manner (355ml)	M Stand (295 ml)
美式	27	14	15	30
拿铁	30	16	20	34
馥芮白	35	19	20	34
焦糖玛奇朵	34	19	\	\
摩卡	33	19	20	\
卡布奇诺	30	19	15	\

资料来源：各公司微信小程序，浦银国际

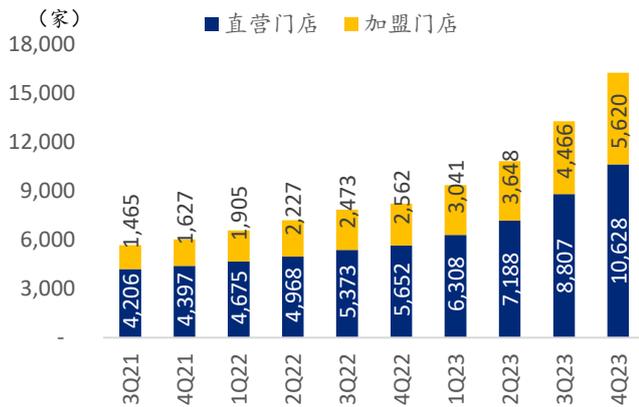
较低的定价使瑞幸能够和行业龙头星巴克在市场定位上形成显著区隔，从而形成差异化竞争。更实惠的价格和更具有创意的产品帮助瑞幸赢得不少年轻消费者（包括普通上班族和学生党）的青睐。

更重要的是，中国现制咖啡行业的增量来自于相对低线的城市。而较低的价格与亲民的品牌形象使瑞幸在向低线城市布局的时候，相较竞争者具有更大的优势。

基于咖啡行业在低线城市巨大的市场需求，瑞幸确定了以联营模式、依托加盟商在当地的优质资源向下沉市场拓张的战略。过去三年里，瑞幸的加盟商门店数的增速远高于直营门店数。这意味着瑞幸正积极地向低线市场进行渗透。

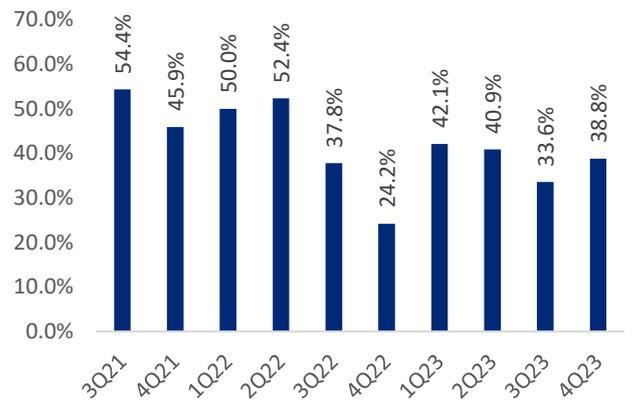
截至 2023 年末，瑞幸加盟门店数已经占到公司整体门店数的 34.6%。长期来看，这一比例还将持续上升。

图表 53：直营和加盟门店数



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 54：加盟店占新开门店的占比



资料来源：公司数据，浦银国际

采取加盟的方式向低线市场进行下沉有以下几个好处：

- (1) 避免了在低线城市开设直营门店所带来的较高的经营杠杆，将终端门店运营相关的财务风险转嫁给加盟商；
- (2) 更灵活的开店/闭店成本，避免了新门店在爬坡期(尤其在疫情期间)对公司的盈利能力所带来的压力；
- (3) 寻求好的加盟商合作伙伴，借用他们手上的资源来获取好的租赁议价能力，从而获得比直营店更优秀的单店模型。

瑞幸对加盟店主要以毛利阶梯式抽成，而经营费用由经销商自行承担。我们的调研显示，基于现有加盟商对租金较强的议价能力以及低线城市相对较低的人工成本，瑞幸加盟店的门店利润率在不扣除抽成的情况下可达 35%-38%(远高于公司直营门店的平均水平)，而扣除抽成后依然可达 20%以上。

瑞幸未来还有多大的成长空间？

仍有较大的下沉潜力

截至 2023 年底，瑞幸已进入中国 368 个城市。其中自营门店覆盖了全国 76 个城市（主要为相对高线和大型的城市），而加盟门店覆盖了全国 292 个城市（主要为相对低线和中小型的城市）。

图表 55：瑞幸咖啡门店地图



资料来源：公司资料，浦银国际

根据中国《2020 中国人口普查分县资料》，中国目前有超大城市（城区常住人口 1000 万以上）7 个，特大城市（城区常住人口 500-1000 万）14 个，大城市（城区常住人口 100-500 万）84 个。另外，中国有 135 个中等城市（城区常住人口 50-100 万）和 443 个小城市（城区常住人口小于 50 万）。我们推断，瑞幸目前虽然已经进入了大部分中等规模以上的城市，但对于小城市的渗透尚有较大的空间。

根据国家统计局数据，中国低线城市（三线及以下）的人口约占中国总人口的 2/3，但现制咖啡店在低线城市的渗透率依然非常低。尽管瑞幸的加盟门店目前已拓展至 292 个城市，但总的加盟门店数目前仅达到 4,466 家，也就是平均每个城市仅有不到 16 家门店。而瑞幸直营门店（集中在高线市场）平均每个城市有超过 120 家门店。可见瑞幸加盟门店在低线市场的渗透率依然有很大的提升空间。

我们认为，瑞幸不仅是中国现制咖啡行业的领导者，同时也扮演着中国现制咖啡市场开拓者的角色。瑞幸在全国的扩张对现制咖啡文化在低线市场的传播和教育将起到积极的影响，从而帮助和推动现制咖啡在中国低线市场的渗透率与普及率持续上升。

同时，随着低线城市咖啡文化的逐渐兴起，瑞幸作为中国国产现制咖啡第一品牌，也是最早入驻低线市场的玩家，将凭借其较强的品牌力、亲民的品牌形象、有创意的产品和高性价比的价格，更快地占领消费者心智，从而创造利润。

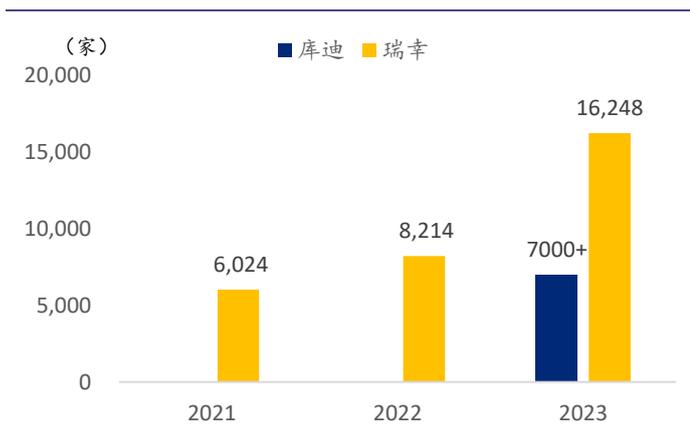
截至 2023 年，瑞幸在国内的门店数达到了 16,218 家（包括 10,598 家自营门店和 5,620 家加盟门店）。管理层计划在 2024 年继续在高线城市对门店数进行加密，同时加速在低线城市的扩张。公司目标到 2024 年底总门店数超过 2 万家。

可能成为未来市场整合的受益者

中国现制咖啡行业整体的市场规模依然在扩张，低线城市的渗透率仍在提升。尽管如此，中国现制咖啡行业已出现明显的产品内卷和价格竞争现象，尤其是在大众价格带市场。

过去两年，以库迪为代表的新进入者以极低的价格（低至 8.8 元/杯）迅速扩张并抢占大众价格带现制咖啡市场。在中低线城市，库迪视瑞幸为直接竞争对手，并在开店选址策略上紧贴瑞幸。

图表 56：库迪和瑞幸门店数量



资料来源：窄门天眼，公司数据，浦银国际

图表 57：库迪和瑞幸门店价格对比

(元)	瑞幸 (480ml)	库迪 (480ml)
美式	14.0	10.9
拿铁	16.0	12.9
澳白	19.0	14.9
摩卡	19.0	14.9
卡布奇诺	19.0	14.9
生椰拿铁	18.0	14.9
生酪拿铁	18.0	14.9

注：价格为 2024 年 3 月 6 日数据。

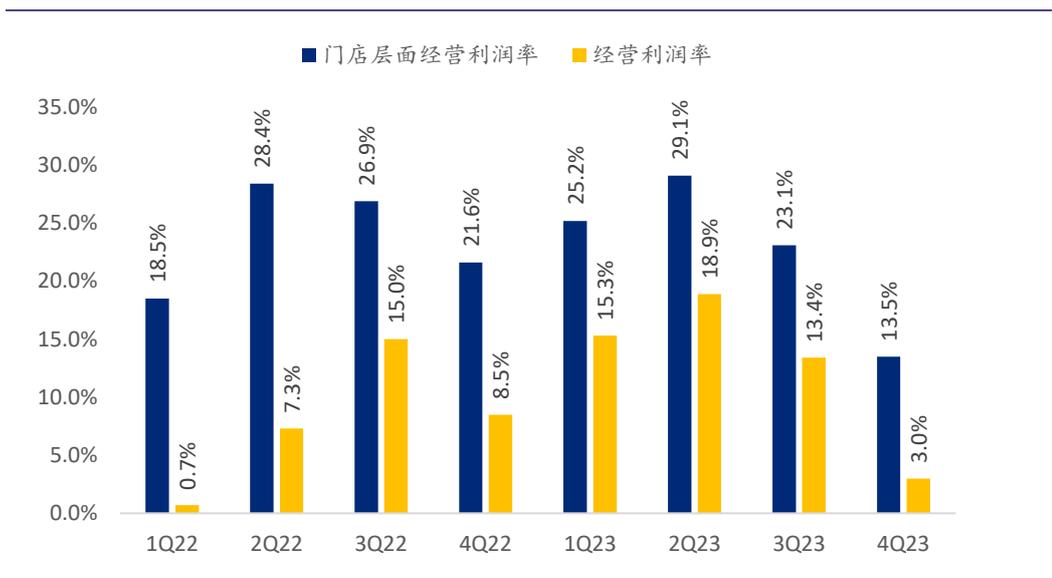
资料来源：各公司小程序，浦银国际

为了应对库迪带来的价格竞争，瑞幸从 2023 年 4 月开始实行低价政策，推出 9.9 元促销活动。这导致其 3Q23 的门店经营利润率环比与同比皆出现明显下滑。

然而，和库迪相比，瑞幸的先发优势以及成功的市场营销策略使得瑞幸在消费者心目中的品牌力和认可度更高。这为瑞幸带去更高的用户粘性和转化率。而且，瑞幸相较竞争对手有更丰富的产品结构、更高效的运营流程、更完整的供应链、更完善的会员体系等。这些都能为瑞幸带来更强的盈利能力。

基于其在品牌力和运营管理上的优势，瑞幸在加大促销力度之后，总体来说依然维持着合理的盈利水平。

图表 58：瑞幸门店经营利润率与经营利润率趋势



资料来源：公司资料，浦银国际

反观库迪，公司主要还是以低价竞争以及通过加盟模式大幅快速扩张的策略为主，但无论在品牌定位、产品研发、市场营销以及运营管理等各方面都尚在摸索阶段。我们认为库迪目前的商业模式可基本类比 2020 年之前的瑞幸，盈利能力不确定性较高，可持续性较差。若加盟商长期无法实现盈利，终将导致大规模闭店潮的来临。

瑞幸早期的发展路径已经告诉我们，非理性的低价促销可能会带来短期快速的规模扩张，但却对建立长期的品牌忠诚度帮助甚微。当企业或加盟商的资本无以为继的时候，品牌玩家最终还是要回到商业的本质：产品的研发、品牌力的打造以及盈利能力的提升。

长期来看，我们判断非理性的烧钱促销将逐渐淡出大众现制咖啡市场，整体细分行业的价格将逐渐回归到相对更理性的水平。价格战的终结将为瑞幸打开利润率进一步扩张的空间。

另外，我们认为大众价格带的现制咖啡玩家未来将出现明显的分化，而市场也将出现整合。作为现制咖啡大众价格带的头部玩家与绝对领先者，瑞幸大概率将在整合过程中获利，并抢占更多的市场份额，巩固自身的领先地位。

海外市场潜力巨大

2023年4月，瑞幸在新加坡开出了它在海外的第一家门店。而截至2023年底，瑞幸在新加坡的门店数已达到30家。由此可见，瑞幸在海外的扩张速度非常快。

我们认为，海外现制咖啡市场依然停留在较为早期的阶段，整体竞争格局相对较为稳定。消费者对于奶茶化的咖啡产品接触并不多，对于咖啡产品在口味和品牌营销方面的创新要求不高。

和中国市场一样，瑞幸在海外市场同样有机会扮演破局者的角色，从而改变消费者对现制咖啡饮品的观念。

然而，瑞幸在海外市场的扩张速度很大程度上取决于瑞幸的定价策略以及海外消费者对瑞幸品牌以及产品的接受程度。目前看来，瑞幸在海外市场并未采取低价策略，而是积极主动对标星巴克，抢占高端市场。

虽然我们认为瑞幸在海外市场有较大的扩张机会，但不确定性也相对较高。

图表 59：瑞幸新加坡樟宜机场门店



资料来源：中华网，浦银国际

图表 60：瑞幸与星巴克价格对比

	瑞幸		星巴克
	中国内地 (人民币)	新加坡 (新币)	新加坡 (新币)
美式	14.0	4.8	5.4
拿铁	16.0	5.6	6.8
馥芮白	19.0	5.6	7.6
摩卡	19.0	6.4	7.5
卡布奇诺	19.0	3.5	6.8
生椰拿铁	18.0	6.4	/
生酪拿铁	18.0	6.4	/

注：瑞幸咖啡价格为小程序或APP折后价格。2024年3月6日数据

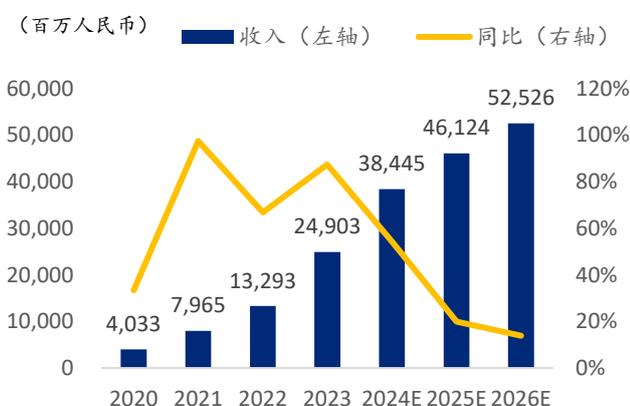
资料来源：各公司小程序，浦银国际

对瑞幸 2024-2026 年的业绩展望

为了应对较为激烈的行业竞争,瑞幸从 2023 年 4 月开始逐渐加大促销力度,并在 6 月以门店规模破万为契机正式在全国范围推出“9.9 元一杯”的促销活动。

就目前趋势来看,虽然瑞幸的促销力度相比 2023 年下半年有所收敛,但对于主要基础单品人民币 9.9 元一杯的促销活动仍在继续,并很可能在整个 2024 年持续。因此,瑞幸 2024 年的客单价同比去年依然将承受较大的下行压力。基于以上,我们认为 2024 年对瑞幸来说将会是较为挑战的一年。

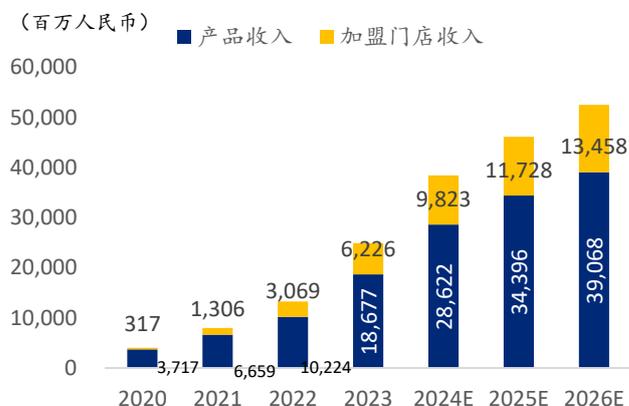
图表 61: 瑞幸咖啡收入, 2020-2026E



E=浦银国际预测。

资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 62: 瑞幸咖啡收入分布, 2020-2026E



E=浦银国际预测。

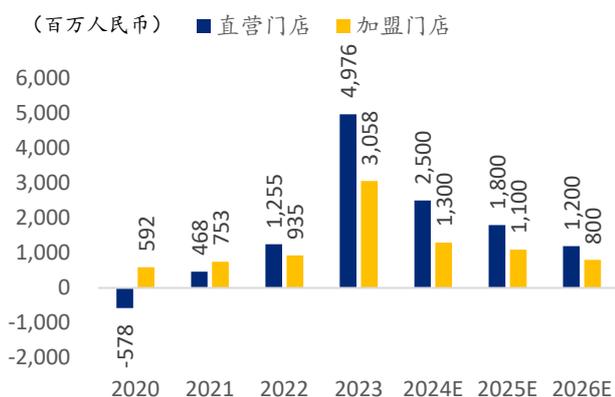
资料来源: 公司数据, 浦银国际

我们预测 2024 年, 瑞幸的同店客流量有望维持正向增长, 但客单价同比下滑可能抵消客流量的提升, 从而使公司 2024 年录得同店销售额的小幅下滑。

展望 2025-2026 年, 在客单价保持稳定的情况下, 我们认为瑞幸的同店收入依然有望保持在稳定的水平。同时, 随着竞争趋缓与行业进入整合期, 我们不排除瑞幸整体的产品结构有望得到提升。

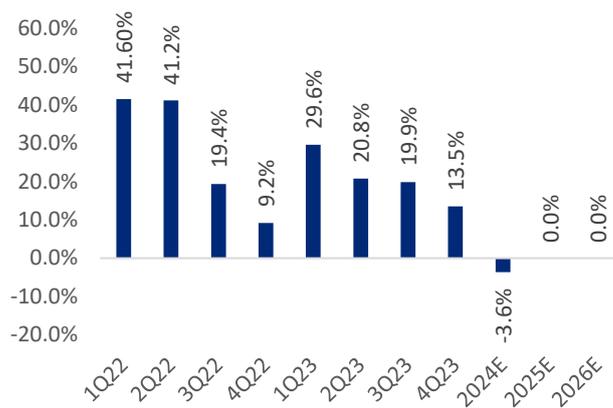
我们保守预测瑞幸 2024 年将净新开 3,800 家左右的门店。其中 2/3 为直营门店, 1/3 为加盟门店。我们预计截至 2024 年末, 瑞幸的门店数有望超过 2 万家。

图表 63：瑞幸咖啡净新开门店数量，2020-2026E



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 64：瑞幸咖啡同店收入同比增长，2020-2026E

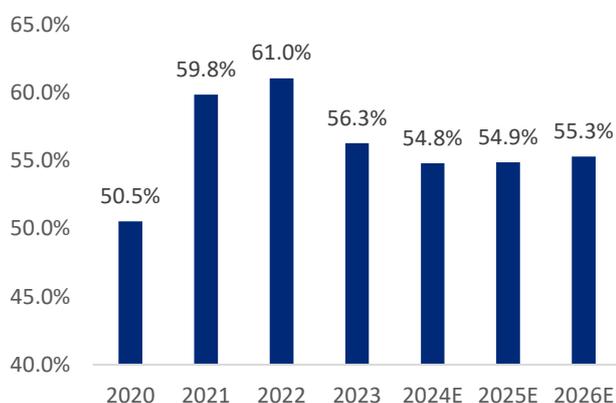


E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

在客单价下行的情况下，我们预测瑞幸 2024 年毛利率同比将继续大幅下滑 150bps 至 54.8%。我们预计 2025-2026 年，随着客单价趋于稳定，产品结构有望得到提升，推动毛利率小幅扩张。

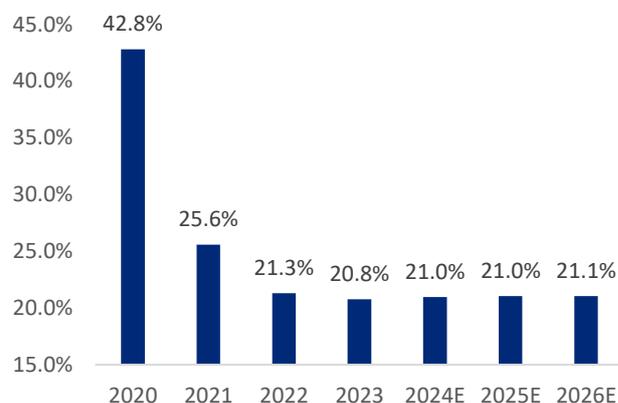
我们预测客单价同比下降同时也将抵消收入增长带来的正向杠杆作用，令 2024 年整体费用率同比维持稳定。我们认为经营杠杆的帮助将在 2025-2026 年逐步释放，助力经营利润率的提升。

图表 65：瑞幸咖啡毛利率，2020-2026E



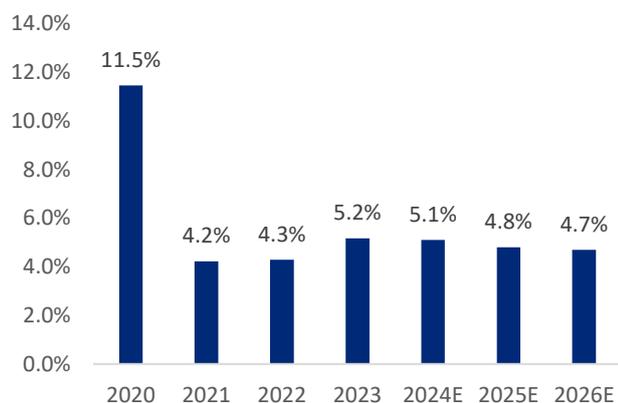
E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 66：瑞幸咖啡租金占收入比例，2020-2026E



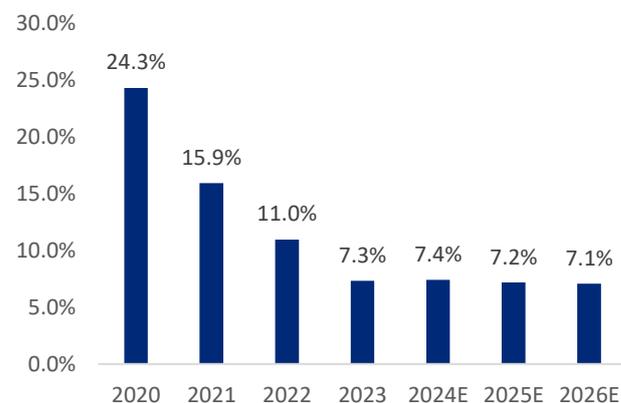
E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 67：瑞幸咖啡销售费用率，2020-2026E



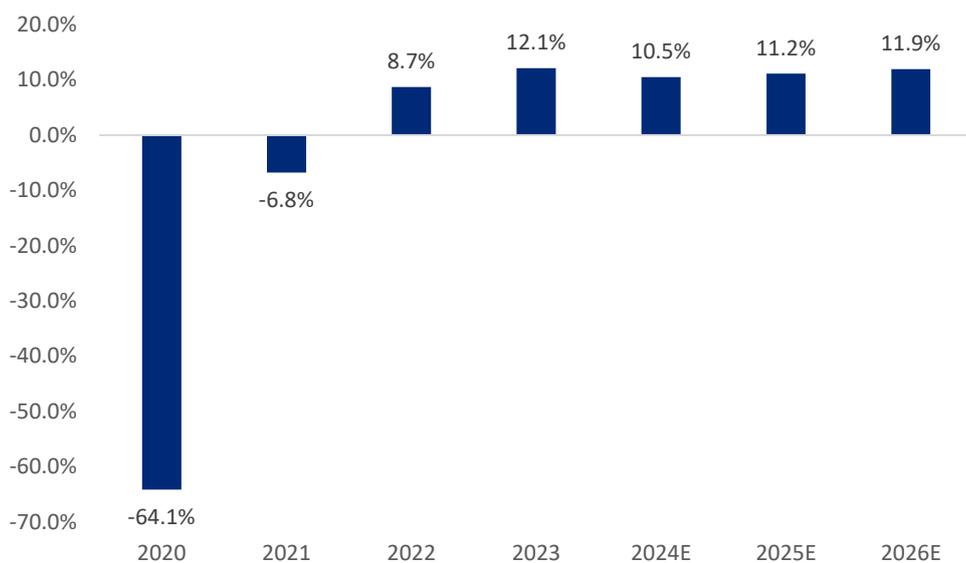
E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 68：瑞幸咖啡管理费用率，2020-2026E



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 69：瑞幸咖啡经营利润率趋势



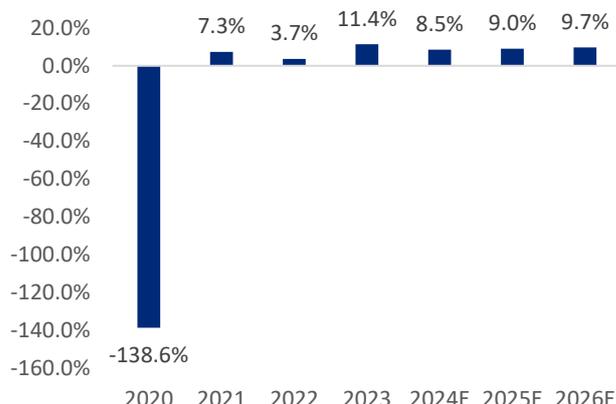
E=浦银国际预测；资料来源：公司资料，浦银国际

图表 70：瑞幸咖啡归母净利润及同比增速，2020-2026E



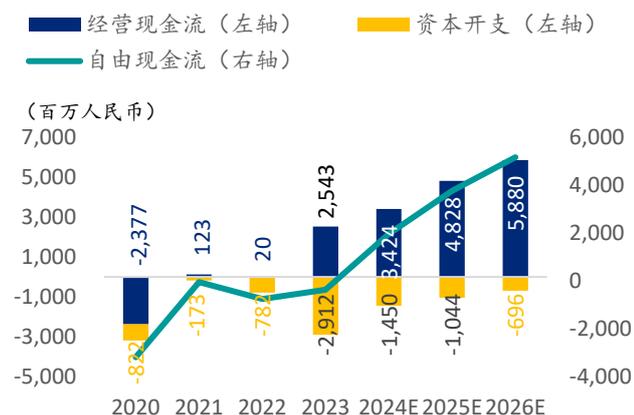
E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 71：瑞幸咖啡归母净利率，2020-2026E



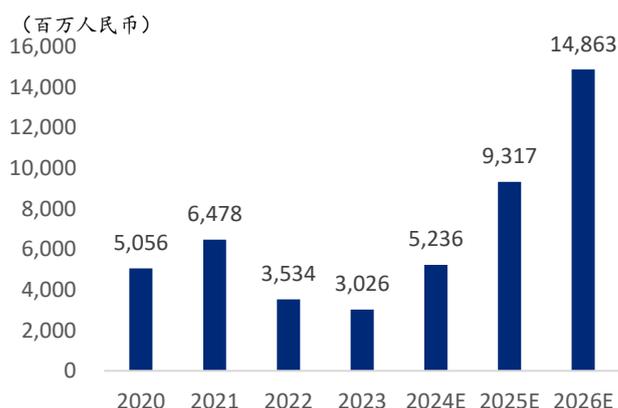
E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 72：瑞幸咖啡经营现金流、资本开支与自由现金流，2020-2026E



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 73：瑞幸咖啡的净现金，2020-2026E



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

目标价与估值

瑞幸咖啡目前的估值远低于国际连锁咖啡品牌以及中国内地规模较大的连锁餐饮企业。考虑到现制咖啡行业长期较大的增长空间以及瑞幸咖啡在连锁咖啡行业的龙头优势，我们认为瑞幸咖啡当前的估值具有较高的性价比。同时，我们不排除瑞幸咖啡有望重回主板，从而释放更大的流动性溢价。

我们用 15.5x 2024E PE（对比星巴克 2024E PE 30%的折价，对比中国餐饮行业平均 2024E PE 8%的折价），最终得到目标价 23.7 美元，相比当前股价有 22.2%的上升空间。

考虑到公司未来长期现金流对瑞幸估值的影响，我们用 DCF 对公司的估值（使用 WACC 16.9%和 2.5%的永续增长率）进行了验证，并最终得到了相近的目标价。

图表 74：瑞幸咖啡财务预测与估值

百万人民币	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	4,033	5,152	6,267	7,498	8,017	8,584	8,807	9,115	9,434	9,764
加：折旧与摊销	4,259	3,917	3,442	2,562	2,102	1,521	1,390	1,432	1,474	1,519
减：所得税	-917	-1,177	-1,437	-1,721	-1,848	-1,987	-2,049	-2,090	-2,132	-2,175
减：营运资金增加/（减少）	-1,053	-530	-450	-384	-325	-289	-271	-271	-271	-271
减：资本开支	-1,450	-1,044	-696	-348	-232	-232	-232	-139	-84	-50
FCFF	4,872	6,318	7,126	7,607	7,714	7,597	7,644	8,046	8,422	8,787
FCFF 现值	4,872	5,405	5,216	4,763	4,132	3,480	2,996	2,698	2,416	2,155

WACC及永续增长率假设	
无风险收益率	2.4%
Beta	1.6
市场风险溢价	9.0%
股权成本	16.9%
债权成本	0.0%
税率	25.0%
长期资本结构	0.0%
WACC	16.9%
永续增长率	2.5%

rNPV 估值	
FCFF现值合计	35,180
终值	13,677
企业价值 (EV)	48,857
加：现金及等价物	5,203
减：负债	0
减：少数股东权益	0
股权价值	54,060
汇率（美元/人民币）	7.2
每股价值（美元）	23.7

E=浦银国际预测；资料来源：公司资料，浦银国际

我们首次覆盖瑞幸咖啡，并给予“买入”评级。

风险提示

瑞幸咖啡股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 咖啡市场需求减弱；
- (2) 行业竞争大于预期；
- (3) 下沉市场开店空间不及预期。

图表 75：SPDBI 目标价：瑞幸咖啡（LKNCY.US）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 76: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	20.5	买入	19.8	2024 年 1 月 22 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	75.8	买入	85.2	2024 年 1 月 5 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.8	2024 年 3 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.2	买入	8.4	2023 年 12 月 16 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.1	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	41.8	买入	67.7	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	326.4	买入	528.2	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.7	持有	14.0	2023 年 1 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	10.2	买入	21.1	2023 年 9 月 5 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.3	买入	17.1	2023 年 8 月 23 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	19.4	买入	23.7	2024 年 3 月 14 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	34.3	买入	39.4	2024 年 1 月 11 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	66.0	买入	115.9	2023 年 8 月 17 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	12.4	买入	16.7	2024 年 3 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	53.3	买入	46.4	2024 年 1 月 24 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	80.9	持有	71.1	2024 年 1 月 24 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.7	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.5	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	18.8	买入	23.9	2024 年 1 月 16 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.2	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.8	持有	5.4	2023 年 8 月 30 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.5	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.4	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.3	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	8.8	买入	7.8	2023 年 9 月 13 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	97.6	买入	125.9	2023 年 12 月 11 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	39.1	买入	43.0	2024 年 1 月 11 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	62.0	持有	70.1	2023 年 12 月 11 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	65.5	持有	76.5	2023 年 12 月 11 日	化妆品

注: 截至 2024 年 3 月 11 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

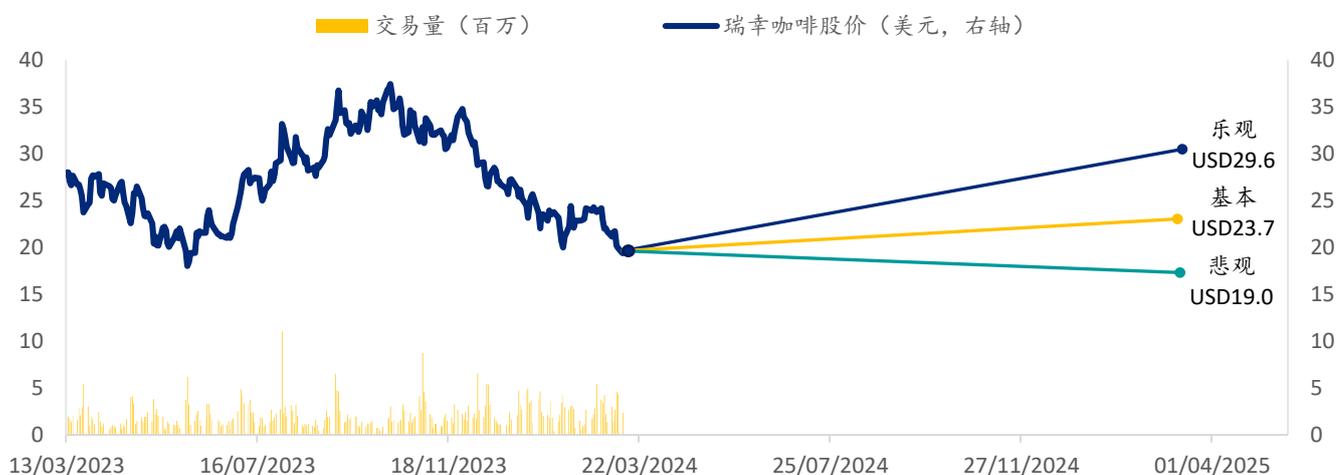
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 77: 瑞幸咖啡 (LKNCY.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 78: 瑞幸咖啡 (LKNCY.US) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 29.6 美元

概率: 25%

- 瑞幸门店 2024 年净增长超 4,500 家;
- 公司毛利率水平同比提升 50bps;
- 整体费用率增速放缓, 经营利润率同比持平。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 19.0 美元

概率: 20%

- 瑞幸门店 2024 年净增长 3,000 家;
- 公司毛利率水平同比下降 100bps;
- 整体费用率增速放缓不及预期, 经营利润率同比下降 200bps。

资料来源: 浦银国际

公司背景

公司介绍

瑞幸咖啡成立于 2017 年，是当下中国门店最多的的连锁咖啡品牌。公司充分利用移动互联网和和大数据的新零售模式，成为中国驰名的咖啡连锁品牌。公司在 2019 年 5 月在美国纳斯达克挂牌上市，后因财务造假事件在 2020 年 6 月退市。瑞幸退市后，仍在美国场外交易市场进行交易（LKNCY.US）。

截至 2023 年末，公司共经营 16,248 间门店。其中，10,628 间是直营门店。公司在 2023 年正式开拓海外市场，在新加坡开设门店。

公司的 IP 联名和新品创作都是公司退市后重振旗鼓的底气。2021 年的生椰拿铁在问世后成为现象级的饮品；2023 年与茅台联名的酱香拿铁也在社交网络上成为热门话题。

财务上，公司 2023 年收入人民币 249 亿元，其中饮品带来的收入占整体收入的 68.5%，加盟店收入占比是整体收入的 22.8%。2023 年盈利达到人民币 28.48 亿元，归母净利率为 11.4%。

前十大股东

图表 79: 瑞幸咖啡主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	Franchise Capital Ltd	0.40
2	FIL	0.36
3	Trinvest Advisors Ltd	0.28
4	Yong Rong HK Asset Management Ltd	0.16
5	Matthews International Capital Mangement	0.07
6	FMR LLC	0.05
7	Quaero Capital SA	0.03
8	Dorsey Wright & Associates	0.02
9	Allianz SE	0.02
10	Ofi Asset Management	0.02

注: 截至 2024 年 3 月 6 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

公司历史

图表 80：瑞幸咖啡发展里程碑

时间	里程碑
2017	瑞幸咖啡成立并开出全国首家门店，邀请汤唯和张震成为品牌代言人
2018	瑞幸咖啡第 2000 家门店在上海开业
2019	纳斯达克挂牌上市；第 3000 家门店在杭州开业
2020	瑞幸咖啡公布有关财务造假的内部调查报告，并在当年 6 月正式退市
2021	瑞幸咖啡首个烘焙工厂投产，开启新品高频研发，自营门店层面利润首次年度转正
2022	重启联营合伙人招募，全年营业利润首次扭亏
2023	门店数量突破一万家，在新加坡开店

资料来源：公司资料、浦银国际

公司管理层

图表 81: 瑞幸咖啡公司管理层

姓名	职位	履历
郭谨一	董事会主席兼 首席执行官	公司的联合创始人之一，自 2018 年 6 月起担任公司董事，自 2020 年 7 月起担任公司董事长兼首席执行官。郭博士曾于 2016 年至 2017 年 UCAR Inc. 担任多种职位，他曾于 2011 年至 2016 年在交通运输部工作，在 2009 年至 2011 年在中国交通科学研究院担任助理研究员。郭博士于 2005 年 7 月和 2009 年 7 月分别获得北京交通大学交通运输规划与管理专业硕士和博士学位。郭博士在 2008 年英国利兹大学做访问学者。
安静	首席财务官	自 2022 年 8 月起担任公司首席财务官。在加入公司之前，安女士于 2016 年至 2022 年担任 58 到家的首席财务官。在加入 58 到家之前，安女士于 2013 年至 2016 年就职于中国蓝汛国际控股有限公司，最后一个职位是首席财务官。安女士曾在多家企业担任高级财务和管理职位，并于 1998 年在北京普华永道会计师事务所开始其职业生涯，最后一个职位是高级会计师。安女士于 2010 年获得斯坦福大学商学院管理学硕士学位；于 1998 年获得中国人民大学经济学学士学位，主修会计学。
杨飞	首席增长官	自 2020 年 6 月起担任公司首席增长官，负责销售增长、用户运营和市场营销。杨先生是公司的联合创始人之一，自公司成立以来一直负责瑞幸品牌创建工作。杨先生在品牌和数字营销领域拥有 20 多年的经验。杨先生拥有中国传媒大学新闻传播学硕士学位。
曹文宝	董事兼高级副 总裁	自 2020 年 5 月起担任公司董事，自 2018 年 6 月起担任公司高级副总裁。目前负责公司的运营，包括门店开发、建设、运营和客户服务。在加入本公司之前，他在麦当劳中国拥有超过 23 年的工作经验，曾担任麦当劳中国副总裁、北区经理等多个职位。
周伟明	高级副总裁	自 2019 年 12 月起担任公司负责产品的高级副总裁。周先生在餐饮和食品行业拥有超过 20 年的工作经验。在加入本公司之前，他曾担任美团高级总监，负责餐饮和自营产品。在加入美团之前，周先生曾担任百胜餐饮集团产品开发总监，负责产品开发，并在可口可乐和麦考密克担任过多个职位。周先生拥有江南大学（无锡轻工业学院前身）粮油工程学士学位。
Shan Jiang	高级副总裁	于 2020 年 9 月加入瑞幸担任特别法律顾问，并于 2021 年 2 月被任命为负责法律与合规事务的高级副总裁。在加入公司之前，蒋先生曾担任 Airbnb 公司的副总法律顾问，负责中国区的法律与合规事务。在加入 Airbnb 之前，蒋先生曾就职于亚马逊公司和 Davis Polk & Wardwell LLP，在重大商业交易和资本市场方面拥有丰富经验。蒋先生拥有北京大学学士学位、达特茅斯学院计算机科学硕士学位和哥伦比亚大学法学院法学博士学位。
吴刚	高级副总裁	自 2021 年 2 月起担任公司高级副总裁负责公共事务和战略合作。2020 年 5 月至 2022 年 5 月，吴先生担任公司董事。在加入本公司之前，吴先生拥有超过 26 年的航空业从业经验，曾在中国联合航空、中国东方航空和中国国际航空公司担任高级管理职位。
臧甜	高级副总裁	于 2020 年 5 月加入瑞幸，自 2021 年 9 月起担任人力资源副总裁。2023 年 10 月臧女士被任命为高级副总裁，负责人力资源事务和总裁办公室项目管理办公室（PMO）。在她与公司其他高管的共同努力下，公司成功重塑并升级了人力资源管理体系，有效支持了业务的快速发展。在加入瑞幸之前，臧女士于 2016 年至 2020 年在 UCAR Inc.，还曾于 2013 年至 2016 年在北京科技大学担任教师。

资料来源：公司 2023 半年报、浦银国际

财务报表

图表 82: 瑞幸咖啡利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,293	24,903	38,445	46,124	52,526
同比	66.9%	87.3%	54.4%	20.0%	13.9%
营业成本	-5,179	-10,892	-17,382	-20,822	-23,480
毛利润	8,114	14,011	21,063	25,302	29,046
毛利率	61.0%	56.3%	54.8%	54.9%	55.3%
租金费用	-2,830	-5,167	-8,058	-9,705	-11,057
折旧与摊销	-392	-605	-845	-994	-1,080
外卖费用	-1,373	-2,011	-3,148	-3,784	-4,297
营销费用	-570	-1,287	-1,961	-2,214	-2,469
管理费用	-1,460	-1,830	-2,848	-3,315	-3,717
门店准备费用	-36	-110	-169	-138	-158
减值支出	-222	-5	0	0	0
法务费用	-75	29	0	0	0
经营利润	1,156	3,026	4,033	5,152	6,267
经营利润率	8.7%	12.1%	10.5%	11.2%	11.9%
财务费用	72	112	237	296	362
其他收益或支出	-102	-30	-100	-100	-100
税前盈利	1,127	3,107	4,170	5,349	6,530
所得税	-639	-259	-917	-1,177	-1,437
所得税率	56.7%	8.3%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	488	2,848	3,252	4,172	5,093
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	488	2,848	3,252	4,172	5,093
归母净利率	3.7%	11.4%	8.5%	9.0%	9.7%
同比	-15.6%	483.3%	14.2%	28.3%	22.1%

资料来源: 公司数据、浦银国际预测

图表 83: 瑞幸咖啡资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,534	2,926	5,136	9,217	14,763
应收票据及应收账款	211	295	351	378	401
预付款项	1,078	1,545	1,545	1,545	1,545
存货	1,206	2,204	3,572	4,107	4,503
其他流动资产	8	630	630	630	630
流动资产合计	6,037	7,600	11,234	15,878	21,842
固定资产	1,867	4,169	4,579	4,390	3,737
使用权资产	2,004	5,187	4,468	3,584	2,692
递延所得税资产	208	350	400	400	400
其他非流动资产	363	986	959	959	959
非流动资产合计	4,443	10,692	10,407	9,334	7,788
应付票据及应付账款	441	815	1,429	1,711	1,930
租赁负债	881	1,851	1,500	1,000	800
递延收入	97	123	120	120	120
应付款项	1,375	2,557	2,557	2,557	2,557
应付法务费用	34	116	100	100	100
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	2,829	5,463	5,706	5,488	5,507
递延所得税负债	1,024	3,115	2,968	2,584	1,892
非流动负债合计	1,024	3,115	2,968	2,584	1,892
股本	17,615	17,855	17,855	17,855	17,855
储备	-10,988	-8,141	-4,888	-716	4,377
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	6,627	9,714	12,967	17,139	22,232

资料来源: 公司数据、浦银国际预测

图表 84：瑞幸咖啡现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	488	2,848	3,252	4,172	5,093
折旧与摊销	1,247	3,584	4,064	3,678	3,172
财务费用	20	-109	-237	-296	-362
固定资产抛售损失	10	0	0	0	0
减值准备	222	113	195	239	270
存货的减少	-604	-998	-1,368	-536	-396
经营性应收项目的减少	-1	-84	-56	-27	-23
经营性应付项目的增加	402	323	1,529	33	-32
应付第三方款项	0	0	0	0	0
法务费用支出	-1,399	0	0	0	0
经营性租赁	-876	-3,204	-2,998	-2,684	-2,092
其他	512	69	-958	250	250
经营活动产生的现金流量净额	20	2,543	3,424	4,828	5,880
资本开支	-801	-2,912	-1,450	-1,044	-696
短期投资	0	-614	0	0	0
其他	3	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-798	-3,526	-1,450	-1,044	-696
吸收投资收到的现金	-2,276	109	237	296	362
其他	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-2,276	109	237	296	362
外汇损失	77	3	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	-2,977	-871	2,211	4,080	5,546
期初现金及现金等价物余额	6,555	3,534	2,926	5,136	9,217
期末现金及现金等价物余额	3,655	2,666	5,136	9,217	14,763

资料来源：公司数据、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告期内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1% 的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

