



瑞幸咖啡 (LKNCY.US): 1Q24 的亏损在我们预期之内, 然后呢?

在较大的竞争压力下, 瑞幸咖啡 2024 年的同店销售与盈利水平都将面临较大的挑战。但我们依然看好瑞幸长期整合中国咖啡行业的愿景。1Q24 业绩后的股价表现也体现了市场对瑞幸长期发展逻辑的认同。同时, 市场对瑞幸未来重回主板的期待, 也对其股价表现有积极的影响。

• **未来两个季度的杯量展望并不乐观:** 由于气温回暖较晚且雨水较多, 我们预计瑞幸 4 月的平均单店单日杯量相较 1Q24 未见明显的提升。随着天气的逐步转暖以及新门店客流的逐步上升, 杯量有望在 2Q24 后期逐步改善。然而, 基于去年同期较高的基数 (在 9.9 元促销的情况下, 2Q23 与 3Q23 的同店销售依然同比分别增长 20.8% 与 19.9%), 我们预测 2Q24 与 3Q24 的杯量同比将面临较大的挑战。进入 2Q24 以后, 考虑到价格竞争持续, 促销力度依然较大, 我们预计单杯价格环比不会有显著的改善, 同比依然有较大幅度的下降。我们目前预测全年的单杯价格将维持在人民币 12.5-13.0 元的范围。

• **然而, 降本增效有望帮助 2Q24-4Q24 的盈利好于市场预期:** 原材料成本下降帮助 1Q24 毛利率环比 4Q23 扩张 2.8ppt 至 53.1%。考虑到今年后续相对稳定的原材料成本以及一季度毛利率季节性处于低位, 我们预测 2024 年全年的毛利率不会低于 1Q24 的水平。尽管 1Q24 的整体费用率在负杠杆作用下同比大幅增长 (其中, 租金及其他门店运营成本占收入的比例同比大幅上升 9.1ppt), 然而公司已积极实行降本增效措施, 目标 2024 年全年整体费用率保持同比相对稳定。在较高的基数下, 我们预测 2Q24-3Q24 的门店经营利润率同比依然有较大幅度收窄, 但环比 1Q24 将有显著提升。

• **单杯价格有望在 2025 年逐步回升:** 根据我们的市场调研, 随着部分小玩家的出清, 连锁现饮咖啡行业在三线及以下市场的集中度已有明显提升。同时, 主要竞争对手似乎并不具备长期打价格战的实力与意愿。我们预测行业竞争与促销的力度有望从明年初开始逐步得到缓解, 瑞幸的平均单杯价格也有望在明后两年逐步回归正常, 盈利能力也将逐步恢复。

• **基本面强, 估值性价比高:** 考虑到瑞幸较强的品牌力、运营能力以及在行业中的龙头优势, 我们认为瑞幸当前的估值依然具有较高的性价比。考虑短期促销的扰动, 我们用 14.5x 2025E P/E 对瑞幸进行估值 (星巴克 30% 的折扣), 得到 26.3 美元的目标价。维持“买入”评级。

• **投资风险:** 行业竞争加剧; 瑞幸品牌力下降。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,293	24,903	34,678	42,585	49,062
同比变动 (%)	66.9%	87.3%	39.3%	22.8%	15.2%
归母净利润	488	2,848	2,413	4,087	5,374
同比变动 (%)	-15.6%	483.3%	-15.3%	69.4%	31.5%
PE (X)	99.7	17.2	20.4	12.1	9.3
ROE (%)	8.3%	34.9%	22.1%	28.8%	28.4%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、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 5 月 7 日

评级

买入

目标价 (美元)	26.3
潜在升幅/降幅	+22.3%
目前股价 (美元)	21.5
52 周内股价区间 (美元)	17.8-38.9
总市值 (百万美元)	7,230
近 3 月日均成交额 (百万美元)	63.0

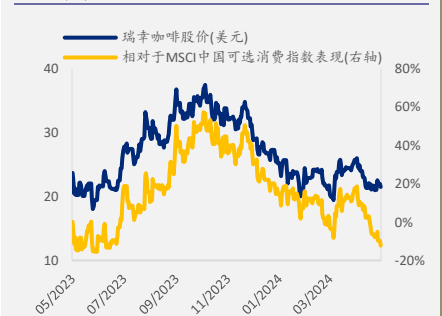
注: 截至 2024 年 5 月 6 日美股收盘

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

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	34,678	42,585	49,062
同比	66.9%	87.3%	39.3%	22.8%	15.2%
营业成本	-5,179	-10,892	-15,890	-18,801	-21,190
毛利润	8,114	14,011	18,788	23,784	27,872
毛利率	61.0%	56.3%	54.2%	55.9%	56.8%
租金费用	-2,830	-5,167	-8,159	-9,623	-11,016
折旧与摊销	-392	-605	-778	-950	-1,031
外卖费用	-1,373	-2,011	-2,740	-3,362	-3,865
营销费用	-570	-1,287	-1,769	-2,087	-2,306
管理费用	-1,460	-1,830	-2,251	-2,615	-2,914
门店准备费用	-36	-110	-153	-128	-147
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	2,938	5,020	6,593
经营利润率	8.7%	12.1%	8.5%	11.8%	13.4%
财务费用	72	112	255	320	396
其他收益或支出	-102	-30	-100	-100	-100
税前盈利	1,127	3,107	3,093	5,240	6,890
所得税	-639	-259	-680	-1,153	-1,516
所得税率	56.7%	8.3%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	488	2,848	2,413	4,087	5,374
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	488	2,848	2,413	4,087	5,374
归母净利率	3.7%	11.4%	7.0%	9.6%	11.0%
同比	-15.6%	483.3%	-15.3%	69.4%	31.5%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,534	2,926	4,333	8,134	13,723
应收票据及应收账款	211	295	319	343	362
预付款项	1,078	1,545	1,545	1,545	1,545
存货	1,206	2,204	3,265	3,863	4,354
其他流动资产	8	630	630	630	630
流动资产合计	6,037	7,600	10,092	14,514	20,614
固定资产	1,867	4,169	4,642	4,530	3,988
使用权资产	2,004	5,187	3,181	2,124	1,417
递延所得税资产	208	350	400	400	400
其他非流动资产	363	986	989	989	989
非流动资产合计	4,443	10,692	9,212	8,044	6,794
应付票据及应付账款	441	815	1,219	1,442	1,626
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	5,496	5,219	5,203
递延所得税负债	1,024	3,115	1,681	1,124	617
非流动负债合计	1,024	3,115	1,681	1,124	617
股本	17,615	17,855	17,855	17,855	17,855
储备	-10,988	-8,141	-5,728	-1,641	3,733
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	6,627	9,714	12,127	16,215	21,589

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	488	2,848	2,413	4,087	5,374
折旧与摊销	1,247	2,004	5,284	3,807	2,938
财务费用	20	0	-255	-320	-396
固定资产抛售损失	10	13	0	0	0
减值准备	222	5	124	152	172
存货的减少	-604	-988	-1,061	-598	-491
经营性应收项目的减少	-1	-84	-24	-24	-20
经营性应付项目的增加	402	480	813	-27	-67
应付第三方款项	0	0	0	0	0
法务费用支出	-1,399	84	0	0	0
经营性租赁	-876	-1,442	0	0	0
其他	512	-20	-482	250	250
经营活动产生的现金流量净额	20	2,900	6,812	7,327	7,760
资本开支	-801	-2,757	-5,660	-3,847	-2,567
短期投资	0	-2,208	0	0	0
其他	3	1,517	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-798	-3,447	-5,660	-3,847	-2,567
吸收投资收到的现金	-2,276	0	255	320	396
其他	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-2,276	0	255	320	396
外汇损失	77	7	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	-2,977	-539	1,407	3,801	5,589
期初现金及现金等价物余额	6,555	3,578	2,926	4,333	8,134
期末现金及现金等价物余额	3,655	3,046	4,333	8,134	13,723

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	0.95	1.59	2.08
每股销售额	5.38	9.83	13.70	16.82	19.38
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	66.9%	87.3%	39.3%	22.8%	15.2%
经营溢利	-314.5%	161.7%	-2.9%	70.9%	31.3%
归母净利润	-15.6%	483.3%	-15.3%	69.4%	31.5%
费用与利润率					
毛利率	61.0%	56.3%	54.2%	55.9%	56.8%
经营利润率	8.7%	12.1%	8.5%	11.8%	13.4%
归母净利率	3.7%	11.4%	7.0%	9.6%	11.0%
回报率					
平均股本回报率	8.3%	34.9%	22.1%	28.8%	28.4%
平均资产回报率	4.3%	19.8%	12.8%	19.5%	21.5%
资产效率					
应收账款周转天数	1.3	1.0	1.1	1.1	1.1
库存周转天数	85.0	73.9	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	31.1	27.3	28.0	28.0	28.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.1	1.4	1.8	2.8	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	0.8	1.6	2.6
负债/权益	58.1%	88.3%	59.2%	39.1%	27.0%
估值					
市盈率 (x)	99.7	17.2	20.4	12.1	9.3
企业价值 / EBITDA (x)	23.4	11.9	11.6	6.7	4.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

1Q24 业绩解读

瑞幸 1Q24 亏损人民币 0.83 亿元，基本符合我们的预期。1Q24 收入同比增长 41.5% 至人民币 63 亿元，但环比 4Q23 下降 11%。正如我们所预测的，在春节消费者大量出行以及不利天气的影响下，瑞幸 1Q24 的总杯量环比 4Q23 大幅下滑（我们估算同比下滑 10% 左右）。

1Q24 同店销售同比大幅下滑 20.3%，主要由于 9.9 元的促销导致客单价同比大幅下滑所致。我们估算 1Q24 单杯价格下滑 15% 左右，同店杯量同比下滑 5% 左右。

1Q24 促销令毛利率同比大幅收窄 7.4ppt，但环比 4Q23 扩张了 2.8ppt 至 53.1%，主要归功于原材料成本下降的帮助。

较大的经营负杠杆导致 1Q24 整体费用率大幅增长。其中，租金及其他门店运营成本占收入的比例同比大幅上升 9.1ppt，销售费用率和管理费用率分别同比上升 0.7ppt 和 0.8ppt。最终，门店经营利润率同比大幅下滑至 7%（1Q23：25.2%；4Q23：13.5%）。

盈利预测与目标价

基于对平均单日单店杯量的保守估计，我们将 2024/2025/2026 年的收入预测分别下调 9.8%/7.7%/6.6%。

根据 1Q24 的业绩表现，我们认为价格战对公司 2024 年的盈利能力所带来的负面影响远大于我们先前的判断。因此，我们将 2024 年的净利润预测大幅下调 25.8%。

考虑到明后两年竞争格局有望好转、单杯价格有望回升，同时公司积极采取降本增效的措施来提升盈利能力，我们未对 2025/2026 年的净利润做大幅的调整。

我们用 14.5x 2025E P/E 对瑞幸进行估值（星巴克 30% 的折扣），得到 26.3 美元的目标价。维持“买入”评级。

图表 2: SPDBI 财务预测变动: 瑞幸咖啡 (LKNCY.US)

(百万人民币)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	38,445	46,124	52,526
新预测	34,678	42,585	49,062
变动	-9.8%	-7.7%	-6.6%
归母净利润			
旧预测	3,252	4,172	5,093
新预测	2,413	4,087	5,374
变动	-25.8%	-2.1%	5.5%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 瑞幸咖啡 (LKNCY.US)



注: 截至 2024 年 5 月 6 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

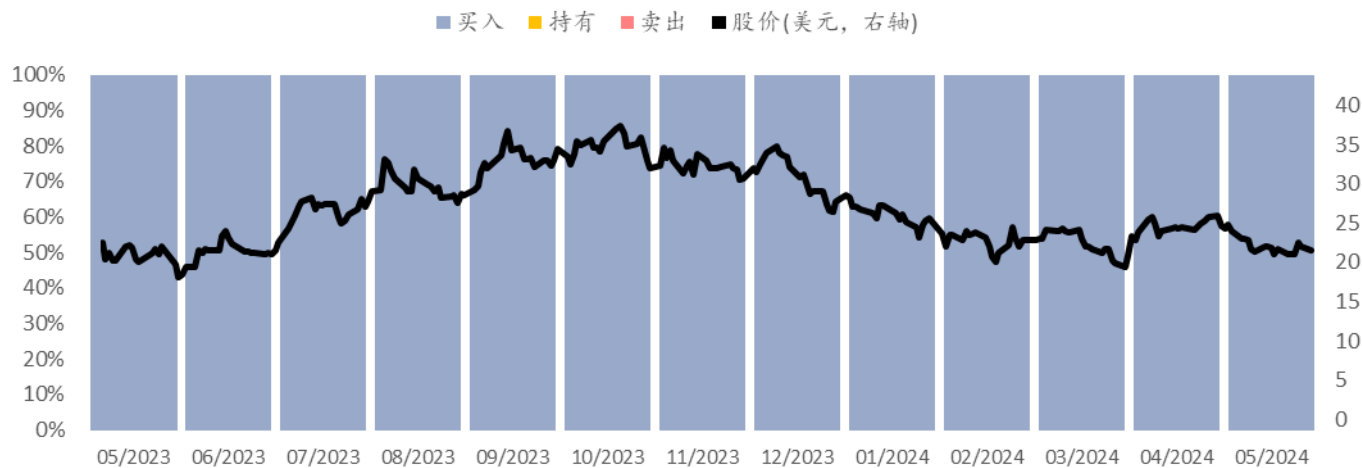
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	21.3	持有	23.0	2024 年 4 月 30 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	94.0	买入	101.0	2024 年 3 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2024 年 3 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.5	买入	7.0	2024 年 4 月 12 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.9	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	37.7	买入	49.9	2024 年 4 月 30 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	292.6	买入	389.3	2024 年 4 月 30 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	18.9	持有	14.0	2023 年 1 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	14.9	买入	18.6	2024 年 4 月 9 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.3	买入	6.8	2024 年 3 月 25 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.5	买入	26.3	2024 年 5 月 7 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	37.9	买入	47.0	2024 年 3 月 19 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	73.0	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	11.4	买入	16.7	2024 年 3 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	61.0	持有	65.1	2024 年 5 月 6 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	86.7	持有	86.2	2024 年 5 月 6 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.1	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.4	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.1	买入	21.1	2024 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.1	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.4	买入	4.65	2024 年 4 月 19 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.3	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	14.5	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	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	10.4	买入	7.8	2023 年 9 月 13 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	114.6	买入	129.1	2024 年 4 月 21 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	52.7	买入	52.0	2024 年 3 月 27 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	63.9	持有	58.5	2024 年 4 月 30 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	61.7	持有	60.6	2024 年 4 月 29 日	化妆品

注：美股为截至 2024 年 5 月 6 日收盘价，港股、A 股均为截至 2024 年 5 月 7 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

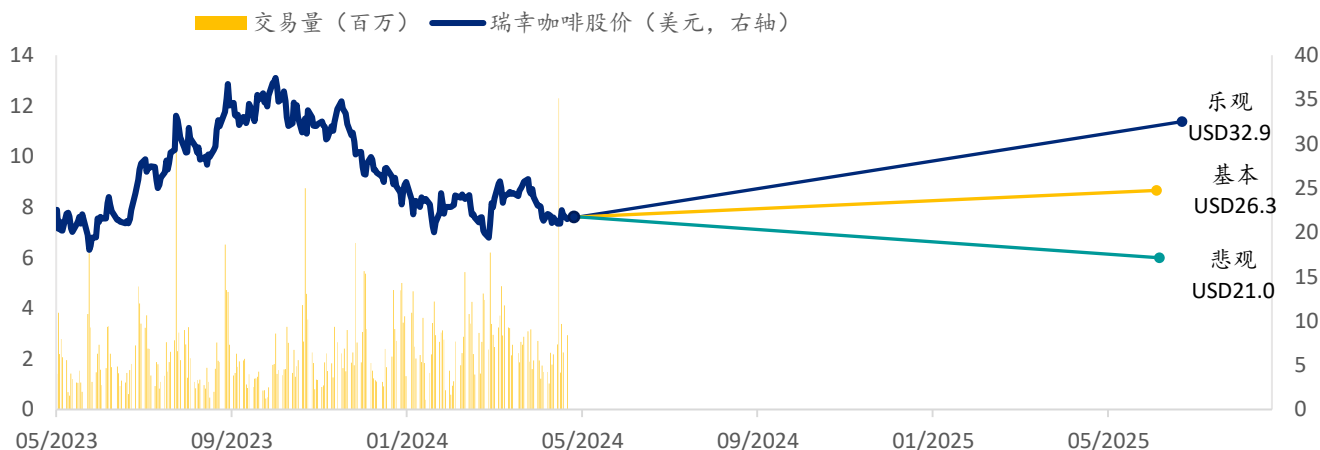
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 瑞幸咖啡 (LKNCY.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 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: 32.9 美元

概率: 25%

- 2025 年, 瑞幸咖啡新开 3500 家门店;
- 瑞幸咖啡 2025 年直营同店同比增长率 5%;
- 2025 年加盟门店收入同比增长 10%;
- 整体费用率增速放缓, 经营利润率 2025 年达到 14%。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 21.0 美元

概率: 20%

- 2025 年, 瑞幸咖啡新开 2000 家门店;
- 瑞幸咖啡 2025 年直营同店同比下跌 5%;
- 2025 年加盟门店收入同比持平;
- 公司经营利润率 2025 年同比持平。

资料来源: 浦银国际

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国-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附属公司、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

