



淡季加速开店叠加优惠活动影响，利润有所承压

2024 年 02 月 25 日

➤ **事项：**2 月 23 日，瑞幸咖啡（LKNCY）发布 2023 年第四季度及全年未经审计业绩，Q4 实现营收 70.65 亿元，yoy+91.2%；GAAP 经营利润 2.13 亿元，对应利润率 3.0%（上年同期为 8.5%）；GAAP 净利润 2.96 亿元，对应利润率 4.2%（上年同期 1.5%）；Non-GAAP 净利润 3.57 亿元，对应利润率 5.0%（上年同期为 4.5%）。Q4 经营活动现金流-9.27 亿元；期末账面现金及现金等价物 30.39 亿元。

➤ **Q4 开店环比继续加速，门店增长带动下，直营店&加盟收入高增。**1) Q4 往往为公司开店淡季，在现阶段的竞争环境以及公司以加速抢占市场为首要目标下，Q4 开店节奏环比加速，净增门店 2975 家（含新加坡 12 家门店），较 Q3 净增门店数 2437 环比+538 家，门店 qoq+22.4%，为公司历史开店最快的一个季度；截至 Q4 末公司门店数达到 16248 家，其中直营/加盟分别 10628/5620 家。2) 门店高增带来公司自营店及加盟收入高增，Q4 自营门店收入 51.03 亿元，yoy+89.2%，加盟收入 17.64 亿元，yoy+109.1%。

➤ **淡季叠加优惠活动影响，同时公司加大补贴力度，毛利率下降幅度较大。**一方面，淡季由于 SKU 结构特征（瑞纳冰等非活动产品占比下滑，热饮比例提升），整体毛利率偏低；同时，公司“每周 9.9 元”优惠活动对 ASP 有所下拉，导致公司 23Q4 毛利率受损较为严重。另一方面，我们认为，瑞幸 23Q4 进一步加大对加盟商的补贴力度亦对毛利率产生一定的影响。23Q4 整体毛利率为 50.3%，较去年同期非“9.9 元活动”下滑 9.3pct，较“9.9 元活动”Q3 旺季下滑 5.7pct，我们认为毛利率显著下滑是公司 23Q4 盈利能力大幅收缩的主要原因之一。

➤ **Q4 管理费用率有所提升，但整体运营效率依旧较高。**总部费用来看，Q4 销售费用率为 5.6%，yoy+1.0pct，qoq+0.3pct，主要系公司加大品牌投资导致广告及推广费用增加，以及第三方交付平台支付的佣金费用增加。Q4 管理费用率达 8.0%，qoq+1.3pct，主要原因为伴随公司规模扩大，总部员工薪资成本增加及部分其他因素。我们认为，公司总部费用率提升处于合理区间，整理运营效率依旧较高。

➤ **经营指标：尽管高速扩店&毛利率下滑导致自营店 OPM 承压，但公司持续推新教育市场，自营同店增长依旧保持双位数（13.5%），月均交易用户数量再创新高。**1) 高速开店短期可能对单店形成一定的分流，叠加淡季&优惠等影响下毛利率下滑，Q4 自营门店经营利润率为 13.5%，yoy-8.1pct，有所承压。2) 瑞幸 2023 年共推出新品 102 个，8 款产品销量破亿，在公司持续推新教育市场及高效的运营下，Q4 自营同店依旧保持了双位数的增长达 13.5%。Q4 月均交易用户 6243.8 万，yoy+154.2%，再创新高。

➤ **管理层变动：**负责瑞幸公共事务与战略合作的高级副总裁吴刚先生将因个人原因于 2024 年 3 月底离职。

➤ **投资建议：**Q4 为公司业务淡季，在高速开店、优惠活动及补贴等因素等影响下，公司毛利率显著下降且利润承压；但我们认为，行业竞争格局持续优化，公司高速开店加速抢占市场，龙头地位有望得到进一步巩固，且瑞幸产品-价格-渠道-品牌-供应链持续强势，经营效率领先行业，建议关注天气转暖及旺季临近下量价变化带来的业绩改善。

➤ **风险提示：**1) 消费环境不及预期风险；2) 行业竞争加剧；3) 食品安全风险；4) 咖啡行业在国内渗透速度不及预期，导致拓店不及预期风险；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

- 1.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
- 2.新消费研究之咖啡系列报告：复盛咖啡历史发展，溯源产业链上游-2023/11/11
- 3.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
- 4.新消费研究之咖啡系列报告：瑞幸咖啡核心十四问-2023/09/04
- 5.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。本报告清晰准确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
公司评级	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
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