瑞幸咖啡（LKNCY.US）

更新報告

買入

2025 年 1 月 16 日

咖啡豆期貨價格飆升，瑞幸對加盟商政策調整

➢**咖啡豆期貨價格飆升，成本壓力已傳到至消費者：**巴西及越南是世界兩大咖啡生產國，兩國咖啡豆產量超全世界的咖啡豆總產量的 50%，2024 年初以來，由於惡劣天氣影響，巴西及越南咖啡豆均面臨大幅減產，咖啡豆產量不及預期。據咖啡國際貿易商 Volcafe 預測，2025 至 2026 年度，全球咖啡豆預計將出現高達 850 萬袋的短缺。對於全球咖啡豆產量的悲觀預期導致 2024 年咖啡價格大幅上漲，2024 年初至 2024 年年末(下同)咖啡期貨漲幅約 70% 11 月以來咖啡期貨漲幅約 30.7%。雀巢、拉瓦紮、味之素、UCC 上島等咖啡品牌等均表示提價或把包裝改小的方式應對原材料漲價。

➢**規模優勢+自建烘焙產能，具備相對優勢：**1)產地直采+規模優勢:根據極海品牌檢測的資料，瑞幸目前門店數量超 2.2 萬家，已是現磨咖啡行業中國門店總數第一的行業龍頭，具備顯著的規模優勢。瑞幸咖啡 2024 年 11 月與巴西出口投資促進局(Apex-Brasil)簽署《合作備忘錄》，根據備忘錄內容，瑞幸咖啡在今年 6 月簽約兩年採購 12 萬噸巴西咖啡豆的基礎上，將新增 12 萬噸採購量，在 2025 年至 2029 年的 5 年內，瑞幸咖啡將共計向巴西採購 24 萬噸咖啡豆，價值約 100 億人民幣。目前，瑞幸咖啡于福建寧德及江蘇昆山工廠已建成投產，兩個烘焙工廠合計年產能達 4.5 萬噸，此外，仍有兩個工廠合計 11 萬噸烘焙產能正在建設當中，四個烘焙工廠均完成建設後，瑞幸咖啡烘焙環節總產能達到 15.5 萬噸，預計可支援約 6 萬家門店正常運營。

➢**對加盟商政策調整，鞏固領先行業優勢：**根據公眾號咖門的資訊，瑞幸將從 2025 年 1 月 1 日起，下調加盟商原材料進貨價格，意式拼配咖啡豆 1kg*9 袋/箱價格從 973.68 元下降至 810 元，下調比例為 16.8%；其他原料也相應有所下調。另外，在補貼方面，公司做如下調整：1、公司將在 2 月/7 月/8 月補貼加盟店中的學校門店最高每月 6000 元，我們估算，FY2025 瑞幸加盟門店中學校門店的數量約為 1000 家。2、自 2025 年 1 月起，瑞幸補貼方案有所降低（見下文），新版補貼調整為，當毛利率超過 4 萬元後，單杯是否享受補貼的毛利標準和補貼額度均較此前降低 0.5 元。綜合對加盟商的供貨價格下降和對於補貼力度的減少，我們認為這會對公司 FY25 的利潤產生 2.7 億元的負面影響。

➢**目標價 32 美元，維持買入評級：**在咖啡豆期貨價格飆升的背景下，公司對於加盟商政策的的一系列調整雖對於短期利潤有一定影響，以及考慮到競爭對手目前的店中店加盟模式已經於去年年底暫停，綜合來看，長期來看競爭格局將進一步優化。我們將調整 FY24-FY26 歸母淨利潤為 28.4/38.9/52.7 億元。我們採用 DCF 估值（WACC 12%，永續增長率 3%），求得合理股價應為 32 美元，比當前股價高出 26.0%，維持買入評級。

➢**風險提示：**同業競爭導致 ASP 不及預期，門店過快擴張導致單店杯量不及預期

李卓群

+852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

行業	餐飲行業
股價	25.4 美元
目標價	32.0 美元
	（+26.0%）
股票代碼	LKNCY.US
已發行股本	25.5 億股
市值	71.30 億美元
52 周高/低	28.8/17.3 美元
每股淨資產	0.51 美元
主要股東	大鉦資本（36.7%）

盈利摘要

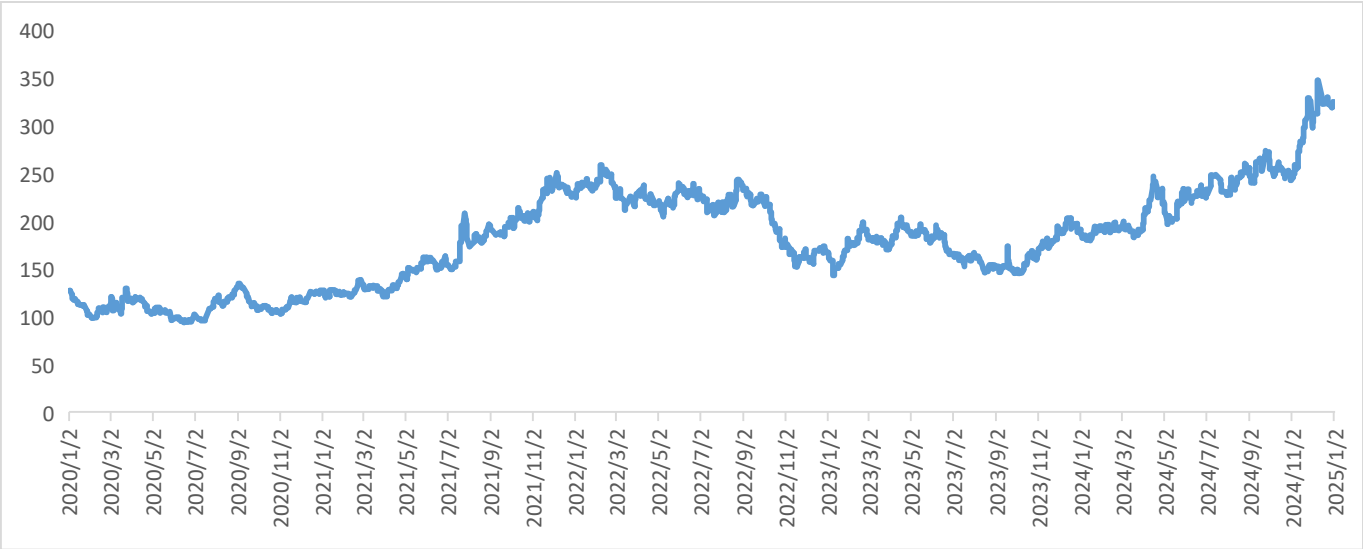
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入(人民币-百万元)	13,293	24,903	33,953	41,531	47,729
变动(%)	66.9%	87.3%	36.3%	22.3%	14.9%
归母净利润(人民币-百万元)	419	2,848	2,840	3,888	5,265
变动(%)	-39.0%	580.1%	-0.3%	36.9%	35.4%
每股盈利(人民币-元)	0.20	1.15	1.15	1.57	2.13
变动(%)	-31.0%	475.8%	-0.3%	36.9%	35.4%
每股ADS收益(美元-元)	0.2	1.44	1.4	2.0	2.7
市盈率@25.39美元/ADS	103.4	17.6	17.6	12.9	9.5

來源：公司資料，第一上海

股價表現

來源：彭博

圖表 1：紐約期貨交易所-咖啡期貨收盤價（美分/磅）



資料來源：WIND，第一上海整理

圖表 2：瑞幸咖啡烘焙工廠產能

	瑞幸福建烘焙基地	瑞幸江苏烘焙基地	瑞幸咖啡创新生产中心	瑞幸厦门工厂
地址	福建省宁德市	江苏省昆山市	山东省青岛市	福建省厦门市
烘焙产能	1.5万吨	3.0万吨	5.5万吨	5.5万吨
投产/动工日期	2021年4月18日	2024年4月20日	2024年8月29日动工	2025年上半年
总投资	2.1亿元人民币	1.2亿美元	30亿元人民币	-
占地面积	45000㎡	53000㎡		
预计供应门店数量 (按单店400杯/天计算)	0.5-0.6万家	0.9-1.1万家	1.7-2.0万家	1.7-2.0万家

資料來源：公開資料，第一上海整理

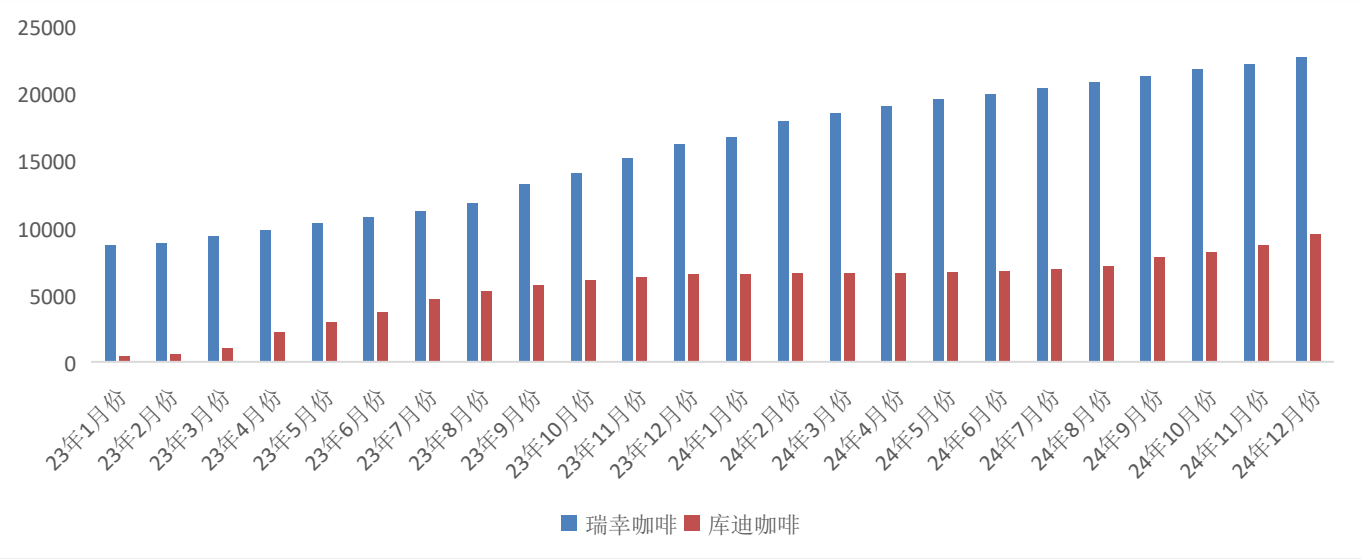
圖表 3：瑞幸咖啡補貼方案變化

补贴条件	2024年补贴方案	2025年补贴方案
0≤当月现制总毛利＜4万元	单杯毛利不足5元补贴至5元	单杯毛利不足5元补贴至5元
4万元≤当月现制总毛利＜5万元	单杯毛利不足5元补贴至5元	单杯毛利不足4.5元补贴至4.5元
5万元≤当月现制总毛利＜6万元	单杯毛利不足4.5元补贴至4.5元	单杯毛利不足4元补贴至4元
当月现制总毛利≥5万元	单杯毛利补贴至4元	单杯毛利不足3.5元补贴至3.5元

資料來源：公開資料，第一上海整理

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 4：瑞幸咖啡/庫迪咖啡門店數量



資料來源：極海品牌檢測，第一上海整理

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

附錄 1：主要財務報表

损益表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	13,293	24,903	33,953	41,531	47,729
产品销售收入	10,224	18,677	26,228	33,282	38,399
合作商店收入	3,069	6,226	7,725	8,249	9,330
材料成本	-5,179	-10,892	-13,998	-17,817	-20,236
店铺租金	-900	-1,482	-2,550	-3,125	-3,477
人员工资	-1,586	-3,036	-5,174	-6,278	-6,916
水电及其他成本	-343	-650	-1,129	-1,397	-1,570
折旧和摊销费用	-392	-605	-1,187	-1,444	-1,591
运费	-1,373	-2,011	-2,762	-2,542	-2,886
销售和营销费用	-570	-1,287	-1,850	-2,077	-2,291
一般及行政开支	-1,460	-1,830	-2,422	-2,824	-3,150
其他成本及费用	-333	-86	77	-31	-18
经营利润/亏损	1,156	3,026	3,420	4,802	6,548
财务收入	85	109	80	101	101
财务费用	-23	-	-2	-	-
其他	-91	-27	119	26	26
税前利润	1,127	3,107	3,659	4,929	6,675
税项	-639	-259	-819	-1,041	-1,409
归属股东利润	419	2,848	2,840	3,888	5,265
少数股东利润	-	-	-	-	-
每股盈利（元）	0.20	1.15	1.15	1.57	2.13

财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
收入	67%	87%	36%	22%	15%
税前利润	119%	176%	18%	35%	35%
归属股东利润	-39%	580%	0%	37%	35%
成本分析 (%)					
综合毛利率	61%	56%	59%	57%	58%
员工成本占比	-12%	-12%	-15%	-15%	-14%
租金及管理费占比	-7%	-6%	-8%	-8%	-7%
水电及其他成本	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
折旧及摊销费用	-3%	-2%	-3%	-3%	-3%
销售费用率	-4%	-5%	-5%	-5%	-5%
行政费用率	-11%	-7%	-7%	-7%	-7%
净利润率	3.1%	11.4%	8.4%	9.4%	11.0%
回报率 (%)					
ROA	4.0%	15.6%	12.4%	14.0%	15.6%
ROE	8.3%	35.0%	25.9%	26.2%	26.2%
派息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
偿付能力					
流动比率(倍)	1.36	0.71	0.83	1.05	1.37
资产负债率	36.8%	46.9%	45.3%	40.9%	35.7%

资产负债表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产	10,480	18,292	22,950	27,822	33,760
物业,厂房及设备	1,867	4,169	4,378	4,596	4,826
使用权资产	2,004	5,187	6,830	7,630	8,110
递延税项	208	350	350	350	350
其他	363	986	986	986	986
非流动资产	4,443	10,692	12,544	13,563	14,273
存货	1,206	2,204	2,845	3,353	3,753
应收账款	59	81	89	98	107
货币资金	3,534	2,926	4,907	8,050	12,655
其他	1,237.5	2,389.2	2,565.1	2,758.6	2,971.4
流动资产	6,037	7,600	10,406	14,259	19,487
租赁负债	1,024	3,115	3,936	4,336	4,576
非流动负债	1,024	3,115	3,936	4,336	4,576
应付账款	441	815	855	898	943
应计费用及其他负	1,375	2,557	2,685	2,819	2,960
递延收入	97	123	130	136	143
经营租赁负债	2,004	5,187	6,830	7,630	8,110
其他	34	116	116	116	116
流动负债	2,829	5,463	6,459	7,043	7,475
总负债	3,853	8,578	10,395	11,379	12,052
负债及股东权益总	10,480	18,292	22,950	27,822	33,760
归属股东权益	5,049	8,136	10,977	14,865	20,130

现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	488	2,848	2,840	3,888	5,265
折旧及摊销	392	605	834	876	919
营运资金变动	-410	-487	-650	-527	-430
其他调整	-450	-65	-	-	-
经营活动现金流	20	2,900	3,024	4,237	5,754
购买固定资产	-782	-2,750	-1,042	-1,094	-1,149
其他投资活动	-16	-697	-	-	-
投资活动现金流	-798	-3,447	-1,042	-1,094	-1,149
股本增加	63	-	-	-	-
股本减少	-2,340	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
融资活动现金流	-2,276	-	-	-	-
汇率变动	77	7	-	-	-
现金变动	-2,977	-539	1,982	3,143	4,605
初期现金	6,555	3,578	3,039	5,020	8,163
末期现金	3,578	3,039	5,020	8,163	12,768

资料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。 第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。 資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2025 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。