



奈雪的茶 (2150.HK): 盈利预警印证我们的担忧, 恐将打击市场信心

- 盈利预警加深市场负面情绪:** 上周五 10 月 29 日收市之后, 奈雪发布了盈利预警。由于短期内受疫情影响较大, 公司预计 2021 年全年收入增长将慢于预期, 并警告市场公司将在 2021 年 4 季以及 2021 年全年都录得经调整后净亏损。公司在 4 季度刚过一个月的情况下发布四季度与全年的盈利预警, 可见公司在经营上受到来自疫情的较大挑战, 且此状况在短期内没有好转的迹象。公司在 2021 年上半年取得了经调整后的净收益, 使市场对公司的盈利能力稍有恢复。这次的盈利预警恐将再次打击市场对公司的盈利能力的信心。正如我们在 9 月 1 日发布的 [奈雪首次覆盖报告](#) 中提到的, 我们认为激烈的行业竞争将为奈雪未来的盈利能力带来较大的不确定性, 而这次盈利预警再次印证了我们的观点。
- 在疫情反复中加速开店:** 公司将下半年的亏损归咎于: (1) 门店人力成本短期内弹性较低, 无法根据疫情做出及时调整; (2) 公司自动化数字化措施仍在测试中, 无法为公司降低费用; (3) 全年新开门店数量超出先前计划, 导致开办费用以及其他开店相关成本高于预期。在盈利承受巨大压力的情况下, 公司却上调了 2021 年全年开店指引至 350 家(从原先的 300 多家), 其中大部分为奈雪 PRO 店。与此同时, 公司还在将现有的奈雪标准店转为奈雪 PRO 店。这显示公司急于通过奈雪 PRO 店的模型提升公司的盈利能力。然而, 在疫情发展不明朗的情况下加速开店, 不仅将加大盈利负担, 也将进一步拉低单店流水表现。在经历了海底捞的重大打击以后, 市场对类似决策很可能表现出极大的排斥。
- 下调目标价, 维持奈雪持有评级:** 基于更大的不确定性, 我们对 2021/2022/2023 收入预测下调了 5%/2%/3%。我们将 2021 年调整后净利润从原本的 1.08 亿人民币改为净亏损 700 万人民币。同时, 我们对 2022 与 2023 年的净利润分别下调了 28% 与 21%。我们将目标价从原来的 HK\$11.7 下调至 HK\$10.1, 目前乃市场最低。新目标价是基于 11x EV/EBITDA。我们认为, 在竞争激烈的现饮茶行业, 奈雪需要更多时间向市场验证其盈利模型的有效性与可持续性。维持持有评级。
- 投资风险:** 行业需求放缓、市场竞争加剧、疫情的反复。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,502	3,057	4,732	7,381	9,368
同比变动 (%)	130%	22%	55%	56%	27%
核心归母净利润	-12	17	-7	219	435
同比变动 (%)	NA	NA	NA	NA	99%
PE (X)	NA	NA	NA	62	31
ROE (%)	-31%	-71%	-1162%	20%	30%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

林闲嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2021 年 11 月 1 日

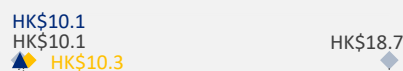
评级

持有

目标价 (港元)	10.1
潜在升幅/降幅	-3%
目前股价 (港元)	10.3
52 周内股价区间(港元)	9.1-18.9
总市值 (百万港元)	16,208
近 3 月日均成交额(百万港元)	32

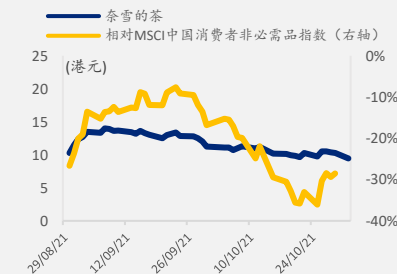
注: 截至 2021 年 10 月 29 日收盘价

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

财务报表分析与预测 - 奈雪的茶

利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,502	3,057	4,732	7,381	9,368
销售成本	-916	-1,159	-1,633	-2,532	-3,185
毛利	1,586	1,898	3,100	4,849	6,183
其他收入	1	198	12	5	5
员工成本	-751	-919	-1,353	-2,015	-2,436
使用权资产折旧	-261	-353	-490	-703	-903
其他租金及相关开支	-127	-101	-156	-207	-234
其他资产的折旧及摊销	-93	-154	-242	-357	-427
广告及推广开支	-67	-82	-128	-199	-253
配送服务费	-64	-167	-270	-421	-534
水电开支	-52	-67	-99	-155	-197
物流及仓储费	-40	-57	-85	-133	-169
其他开支	-80	-124	-184	-214	-272
其他亏损净额	-2	-7	-9	-15	-19
经营利润	49	65	94	436	746
融资成本	-96	-130	-155	-183	-205
利息收入	5	8	24	39	40
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债的公允价值变动	0	-133	-4,332	0	0
税前利润	-43	-190	-4,368	292	581
所得税	3	-13	961	-73	-145
税后利润	-40	-203	-3,407	219	435
归属非控股股东	0	0	0	0	0
归母净利润	-40	-203	-3,407	219	435

资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产					
物业及设备	451	587	906	1,089	1,217
使用权资产	1,170	1,240	1,740	2,116	2,324
无形资产	1	1	1	1	1
于联营公司的投资	0	0	0	0	0
递延税项资产	28	28	28	28	28
租赁按金	102	127	133	141	148
预付款项	4	2	2	2	2
非流动资产	1,756	1,984	2,809	3,376	3,719
存货	78	103	121	187	236
贸易及其他应收款项	136	725	666	1,039	1,319
受限制银行存款	0	0	0	0	0
现金及现金等价物	81	502	6,036	6,015	6,287
流动资产	295	1,330	6,823	7,242	7,842
总资产	2,051	3,314	9,632	10,618	11,561
负债					
贸易及其他应付款项	390	501	628	973	1,224
合约负债	45	79	79	79	79
银行贷款	55	283	283	283	283
可赎回注资	438	465	506	551	600
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0	362	362	362	362
可转换可赎回优先股	0	652	652	652	652
租赁负债	292	365	463	586	728
即期税项	7	21	21	21	21
流动负债	1,226	2,728	2,995	3,508	3,950
计息借款	0	0	0	0	0
租赁负债	962	992	1,276	1,530	1,596
拨备	11	14	14	14	14
递延税项负债	1	4	4	4	4
非流动负债	974	1,010	1,295	1,548	1,614
股本	0	0	1	1	1
储备	-146	-425	1,010	1,229	1,665
非控制性权益	-3	0	0	0	0
权益	-149	-424	1,011	1,230	1,665

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前亏损	-43	-190	-4,368	292	581
折旧	354	507	732	1,060	1,329
融资成本	96	130	155	183	205
租赁按金利息收入	-4	-6	-7	-7	-8
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债的公允价值变动	0	133	4,332	0	0
存货增加	-41	-26	-18	-66	-48
贸易及其他应收款项以及租赁按金增加	-125	-81	59	-373	-280
贸易及其他应付款项增加	164	64	127	345	251
其他	14	44	961	-73	-145
经营活动所得现金净额	416	574	1,972	1,361	1,886
购买物业及设备的付款	-290	-243	-560	-540	-555
处置物业及设备所得款项	1	1	0	0	0
购买无形资产的付款	-1	0	0	0	0
其他	-1	-1	0	0	0
投资活动所用现金净额	-291	-244	-560	-540	-555
新增/(偿还)银行贷款及利息借款所得款项	53	222	0	0	0
发行认股权证、境内贷款及可换股票据所得款项	0	234	0	0	0
支付租赁负债的本金部分及利息部分	-267	-343	-706	-826	-1,044
已付银行贷款利息	0	-9	-15	-15	-15
已付上市开支	0	-1	0	0	0
其他	-15	-12	4,842	0	0
融资活动所得/(所用)现金净额	-229	92	4,122	-841	-1,059
现金及现金等价物增加/(减少)净额	-104	422	5,534	-21	271
年初现金及现金等价物	186	81	502	6,036	6,015
汇率变动的影响	0	-2	0	0	0
年末现金及现金等价物	81	502	6,036	6,015	6,287

财务和估值比率

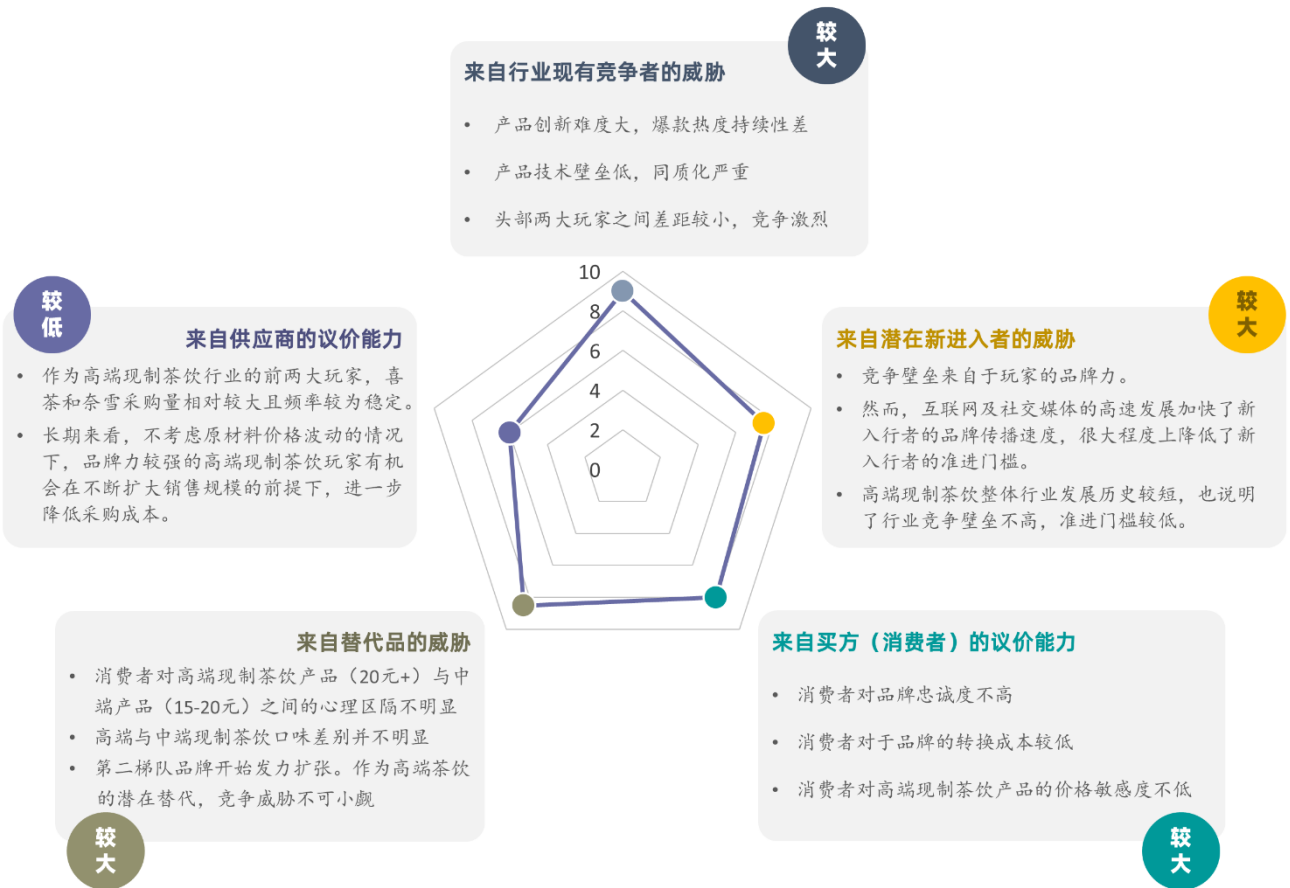
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	-0.03	-0.14	-2.15	0.13	0.25
每股销售额	1.72	2.10	2.98	4.30	5.46
每股股息(HKD)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	130%	22%	55%	56%	27%
经营溢利	NA	34%	45%	362%	71%
归母净利润	NA	NA	NA	NA	99%
摊薄每股收益	NA	NA	NA	NA	99%
费用与利润率					
毛利率	63%	62%	66%	66%	66%
经营利润率	2%	2%	2%	6%	8%
归母净利润率	-2%	-7%	-72%	3%	5%
回报率					
平均股本回报率	-31%	-71%	-1162%	20%	30%
平均资产回报率	-2%	-8%	-53%	2%	4%
资产效率					
库存周转天数	23	28	27	27	27
应收账款周转天数	14	51	51	51	51
应付账款周转天数	126	140	140	140	140
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.2	0.5	2.3	2.1	2.0
速动比率 (x)	0.2	0.4	2.2	2.0	1.9
现金比率 (x)	0.1	0.2	2.0	1.7	1.6
负债/权益	-36%	-67%	28%	23%	17%
估值					
市盈率 (x)	NA	NA	NA	61.7	31.0
企业价值 / EBITDA (x)	95.6	49.5	21.3	9.8	6.4
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

图表 2: SPDBI 财务预测变化

(人民币百万)	2021E	2022E	2023E
营业收入			
旧预测	4,999	7,536	9,604
新预测	4,732	7,381	9,368
变动	-5.3%	-2.1%	-2.5%
核心净利润			
旧预测	108	305	552
新预测	-7	219	435
变动	NA	-28.1%	-21.1%

资料来源: 浦银国际预测

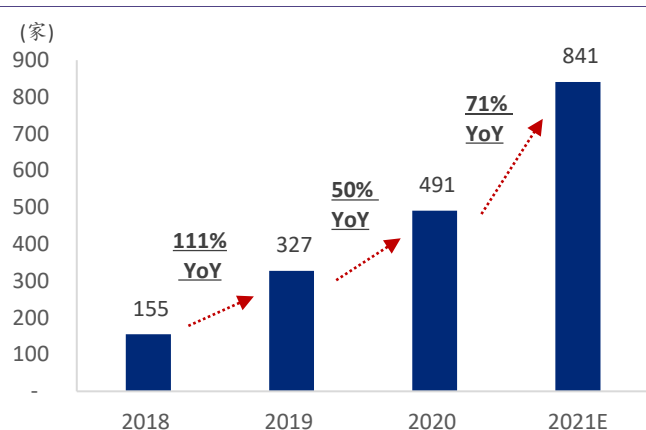
图表 3: 高端现制茶饮五力分析 (Porter's five forces)



注: 分数越高, 代表威胁/能力越大; 分数越低, 代表威胁/能力越小

资料来源: 浦银国际

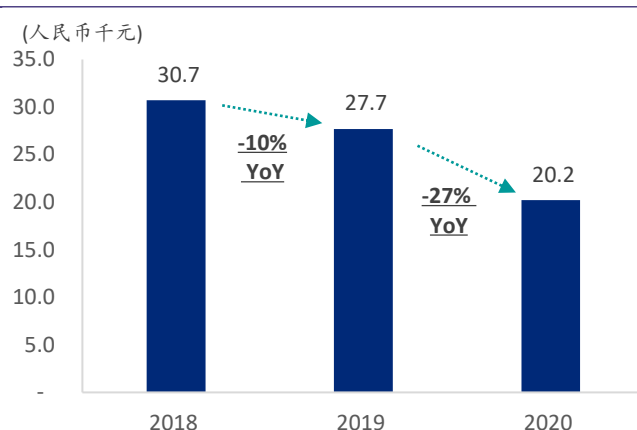
图表 4: 奈雪店数同比变化, 2018-2021E



E=公司指引

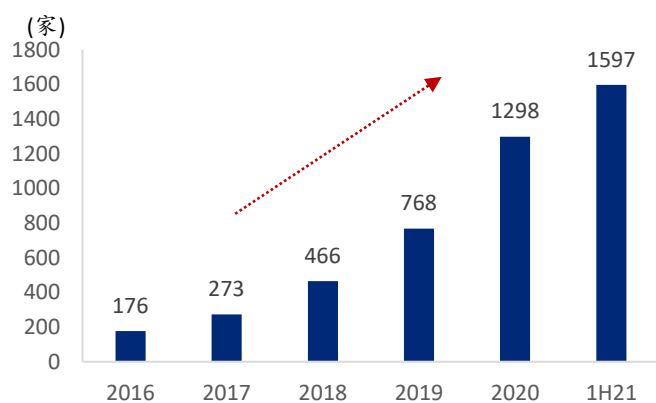
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 5: 奈雪平均单店日均销售额同比变化, 2018-2020



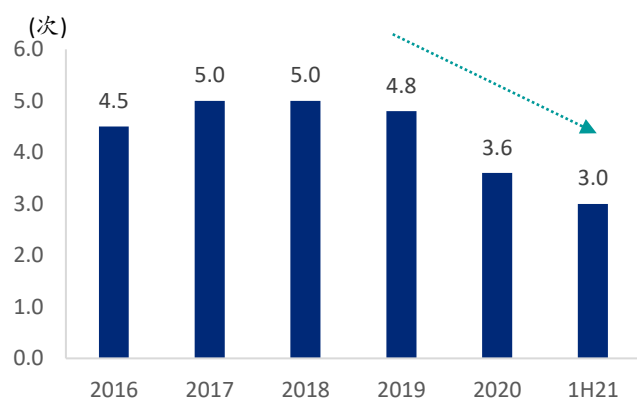
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 6: 海底捞店铺数



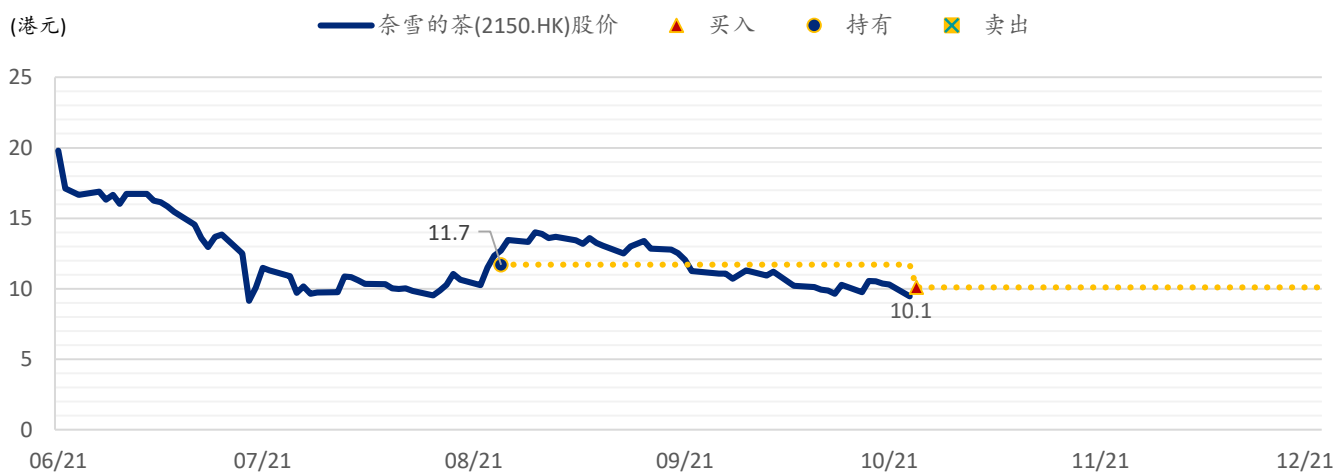
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 7: 海底捞翻台率



资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 8: SPDBI 目标价: 奈雪的茶



注: 截至 2021 年 10 月 29 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

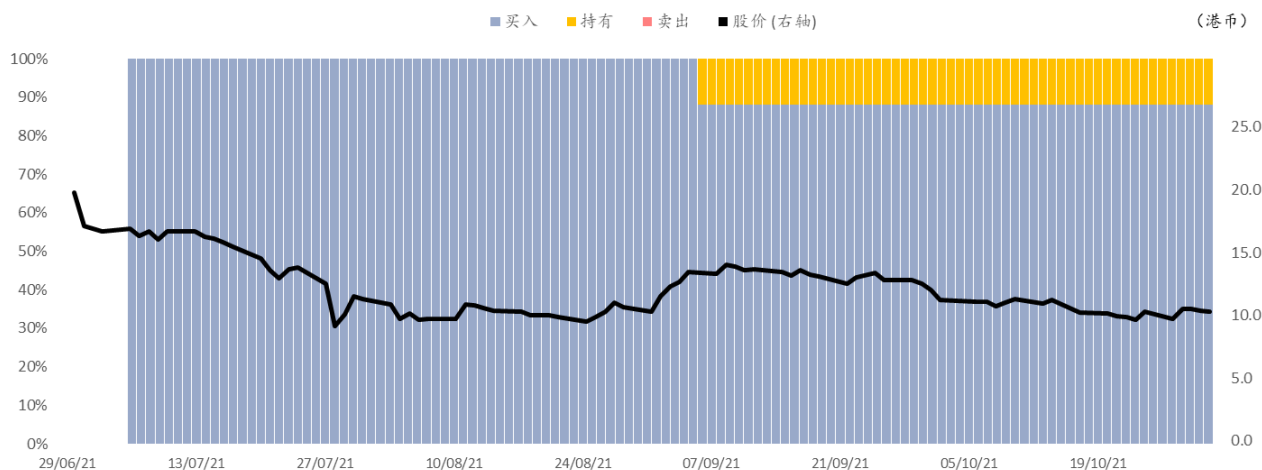
图表 9: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	评级及目标价发布日期	行业
2150 HK Equity	奈雪的茶	10.3	持有	10.1	2021 年 11 月 1 日	现制茶饮
2331 HK Equity	李宁	86.5	买入	116.8	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	121.6	买入	173.5	2021 年 10 月 19 日	运动服饰品牌
6110 HK Equity	滔搏	9.5	买入	11.4	2021 年 11 月 1 日	运动服饰零售
3813 HK Equity	宝胜国际	1.3	买入	2.1	2021 年 7 月 6 日	运动服饰零售

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 10 月 29 日收盘价

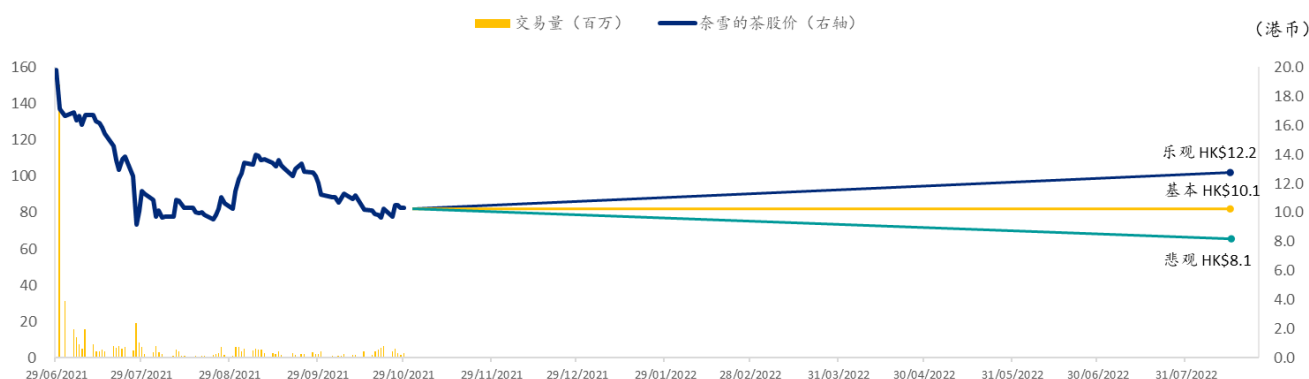
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 10: 奈雪的茶市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 奈雪的茶 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司盈利提升好于预期

目标价: 12.2 港元

概率: 20%

- 奈雪单店销售额 2022 年同比基本持平;
- 未来三年开店持续加速;
- 整体经营利润率提升高于预期。

悲观情景: 公司盈利提升不及预期

目标价: 8.1 港元

概率: 30%

- 奈雪单店销售额 2022 年同比大幅下滑;
- 由于竞争压力未来三年开店速度放缓;
- 整体经营利润率提升不如预期。

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个人。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在过去 12 个月内并没有任何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。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

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

