



奈雪的茶 (2150.HK): 盈利前景改善, 店效反弹 力度变数仍存; 上调目标价, 暂维持“持有”

- 2H22 业绩预测:** 在疫情影响下, 我们预计 2H22 奈雪同店店效同比下滑 20-25%。然而, 公司 2H22 新增 164 家奈雪门店 (平均门店数同比上升幅度超 40%), 弥补了同店店效的下滑。我们预计 2H22 奈雪收入同比增长 15% 左右, 毛利率同比维持稳定。公司自 2Q22 开始积极引入自主研发的“自动制茶机”来实现生产过程的自动化与标准化, 并已在 3Q22 推广到所有门店。截止目前, “自动制茶机”的应用已大幅提升了单店的运营效率, 帮助奈雪单店全职员工数实现大幅下降至 7-8 人 (此前: 10-12 人)。我们相信, 这一举措将在 2H22 初见成效, 缓解同店店效大幅下滑所带来的负杠杆效应, 继而确保 2H22 门店经营利润率不会出现同比大幅下滑。然而, 总部相关费用的上升预计将导致 2H22 净亏损同比放大超过 3 亿元人民币 (vs. 2H21 净亏损少于 2 亿元)。
- 2023 年盈利前景有所改善:** 随着消费情绪恢复, 基于相对乐观的假设, 我们目前预测奈雪 2023 年同店店效同比有望较大幅度反弹 (至 2021 年的 85%)。同时, 门店数将在 2023 年持续扩张 (预计净开店 350-400 家)。“自动制茶机”对门店运营效率的帮助将在 2023 年继续释放, 进一步降低门店人工成本占收入比例。我们预计, 同店店效反弹带来的正向经营杠杆与门店运营效率提升, 有望同时推动 2023 年门店经营利润率取得大幅反弹。管理层预计门店经营利润率达 19-20% 时, 可实现集团层面盈利。
- 为什么依然维持“持有”评级? 1)** 1 月春节假期前, 平均店效恢复至去年同期的 80%, 而春节假期平均店效恢复至去年假期的约 90%。在防疫措施全面放开的基础上, 这一恢复力度并不算强劲。因此, 我们认为 2023 年全年同店店效的反弹幅度仍有较大不确定性; **2)** 现制茶饮行业激烈的竞争格局并未改, 且疫情后出现低端化的现象, 为高端茶饮玩家的发展前景蒙上阴影; **3)** 在 2023 年店效与盈利仍存在较大变数的情况下, 奈雪目前 13.5x 2023 年 EV/EBITDA 的估值 (基于我们的预测) 缺乏吸引力。我们上调目标价至 6.6 港元, 但仍暂时维持“持有”评级。随着店效与盈利确定性的增加, 我们将对评级抱持更开放的态度。
- 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,057	4,297	4,544	6,562	8,230
同比变动	22%	41%	6%	44%	25%
核心归母净利润	17	-144	-583	32	295
同比变动	NA	-967%	NA	NA	831%
市盈率 (x)	NA	NA	NA	289	31
ROE	-71%	-200%	-13%	1%	7%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师

serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2023 年 2 月 7 日

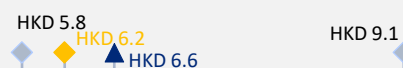
评级

持有

目标价 (港元)	6.6
潜在升幅/降幅	+7.0%
目前股价 (港元)	6.2
52 周内股价区间 (港元)	3.7-8.5
总市值 (百万港元)	10,582
近 90 日日均成交额 (百万港元)	53.6

注: 截至 2023 年 2 月 6 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 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



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 奈雪的茶

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,057	4,297	4,544	6,562	8,230
销售成本	-1,159	-1,401	-1,477	-2,119	-2,658
毛利	1,898	2,896	3,067	4,442	5,571
其他收入	198	7	70	5	5
员工成本	-919	-1,424	-1,630	-1,813	-2,148
使用权资产折旧	-353	-420	-501	-630	-776
其他租金及相关开支	-101	-213	-250	-295	-329
其他资产的折旧及摊销	-154	-204	-273	-365	-438
广告及推广开支	-82	-112	-182	-197	-222
配送服务费	-167	-259	-341	-427	-469
水电开支	-67	-91	-123	-157	-181
物流及仓储费	-57	-91	-123	-151	-173
其他开支	-124	-176	-182	-243	-304
其他亏损净额	-7	-39	-45	-59	-74
经营利润	65	-126	-511	110	461
融资成本	-130	-92	-91	-91	-92
利息收入	8	20	27	24	24
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/资产/可赎回优先股的公允价值变动	-133	-4,333	-20	0	0
税前利润	-190	-4,530	-595	42	394
所得税	-13	4	12	-11	-98
税后利润	-203	-4,526	-583	32	295
归属非控股股东	0	1	0	0	0
归母净利润	-203	-4,525	-583	32	295
核心归母净利润	17	-144	-583	32	295

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
物业及设备	587	801	980	1,140	1,202
使用权资产	1,240	1,313	1,413	1,462	1,437
无形资产	1	0	0	0	0
于联营公司的投资	0	0	0	0	0
递延税项资产	28	44	44	44	44
租赁按金	127	160	167	175	184
预付款项	2	338	338	338	338
非流动资产	1,984	2,658	2,943	3,160	3,205
存货	103	174	146	210	263
贸易及其他应收款项	725	346	566	818	1,026
受限制银行存款	0	52	52	52	52
现金及现金等价物	502	4,053	2,926	2,740	2,926
流动资产	1,330	4,671	3,736	3,865	4,313
总资产	3,314	7,328	6,680	7,026	7,518
贸易及其他应付款项	501	654	609	874	1,096
合约负债	79	218	218	218	218
银行贷款	283	0	0	0	0
可赎回注资	465	0	0	0	0
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	362	8	8	8	8
可转换可赎回优先股	652	0	0	0	0
租赁负债	365	421	512	603	694
即期税项	21	28	28	28	28
流动负债	2,728	1,330	1,375	1,731	2,045
计息借款	0	0	0	0	0
租赁负债	992	1,032	901	860	743
拨备	14	18	18	18	18
递延税项负债	4	5	5	5	5
非流动负债	1,010	1,055	924	883	766
股本	0	1	1	1	1
储备	-425	4,944	4,361	4,393	4,688
非控制性权益	0	-1	-1	-1	-1
权益	-424	4,943	4,360	4,392	4,687

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前亏损	-190	-4,530	-595	42	394
折旧	507	624	773	996	1,214
融资成本	130	92	91	91	92
租赁按金利息收入	-6	-8	-8	-8	-8
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/资产/可赎回优先股的公允价值变动	133	4,333	20	0	0
存货增加	-26	-73	28	-64	-53
贸易及其他应收款项以及租赁按金增加	-81	-193	-220	-251	-208
贸易及其他应付款项增加	64	67	-45	265	222
其他	44	193	12	-10	-98
经营活动所得现金净额	574	506	55	1,060	1,553
购买物业及设备的付款	-243	-749	-452	-525	-500
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	0	0	0	0	0
其他	-1	-47	0	0	0
投资活动所用现金净额	-244	-795	-452	-525	-500
新增/(偿还)银行贷款及利息借款所得款项	222	-283	0	0	0
发行认股权证、境内贷款及可换股票据所得款项	234	-189	0	0	0
支付租赁负债的本金部分及利息部分	-343	-462	-731	-721	-867
已付银行贷款利息	-9	-2	0	0	0
已付上市开支	-1	-4	0	0	0
其他	-12	4,833	0	0	0
融资活动所得/(所用)现金净额	92	3,892	-731	-721	-867
现金及现金等价物增加/(减少)净额	422	3,603	-1,127	-186	186
年初现金及现金等价物	81	502	4,053	2,926	2,740
汇率变动的影响	-2	-52	0	0	0
年末现金及现金等价物	502	4,053	2,926	2,740	2,926

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	-0.21	-3.35	-0.34	0.02	0.17
每股销售额	3.10	3.18	2.65	3.83	4.80
每股股息(HKD)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	22%	41%	6%	44%	25%
经营溢利	34%	-293%	307%	-121%	321%
归母净利润	NA	NA	NA	NA	831%
核心归母净利润	NA	-967%	NA	NA	831%
摊薄每股收益	NA	NA	NA	NA	831%
费用与利润率			0.10%		
毛利率	62%	67%	68%	68%	68%
经营利润率	2%	-3%	-11%	2%	6%
归母净利润率	-7%	-105%	-13%	0%	4%
回报率					
平均股本回报率	-71%	-200%	-13%	1%	7%
平均资产回报率	-8%	-85%	-8%	0%	4%
资产效率					
库存周转天数	28	36	36	36	36
应收账款周转天数	51	45	45	45	45
应付账款周转天数	140	150	150	150	150
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.5	3.5	2.7	2.2	2.1
速动比率 (x)	0.4	3.3	2.6	2.1	2.0
现金比率 (x)	0.2	3.0	2.1	1.6	1.4
负债/权益	-67%	0%	0%	0%	0%
估值					
市盈率 (x)	NA	NA	NA	288.6	31.0
企业价值 / EBITDA (x)	33.3	40.5	-26.1	13.5	6.9
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

图表 2: SPDBI 财务预测变化

(百万人民币)	2022E	2023E	2024E
营业收入			
旧预测	6,001	8,028	9,533
新预测	4,544	6,562	8,230
变动	-24.3%	-18.3%	-13.7%
核心归母净利润			
旧预测	-44	289	540
新预测	-583	32	295
变动	N/A	-89.0%	-45.3%

E=浦银国际预测 资料来源: 浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 奈雪的茶



注: 截至 2023 年 2 月 3 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

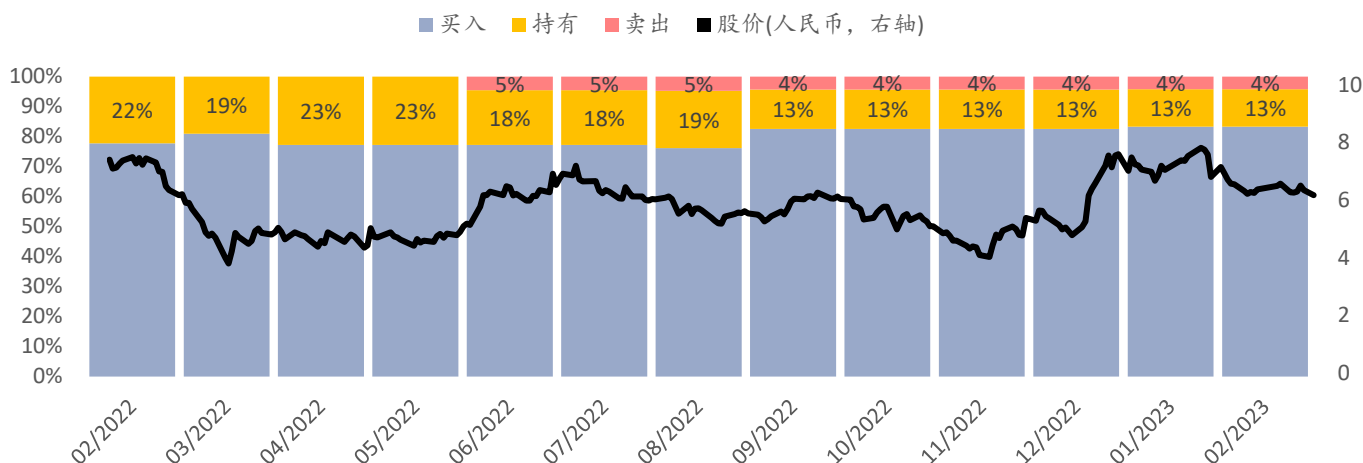
图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

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	73.4	买入	87.6	2023年1月9日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	113.1	买入	131.0	2023年1月11日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2022年5月13日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	7.2	买入	9.5	2023年2月1日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	6.2	持有	6.6	2023年2月7日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	57.5	买入	70.0	2022年3月25日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	119.9	买入	159.6	2023年1月30日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	24.0	持有	20.0	2022年10月27日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	75.0	买入	96.0	2022年8月29日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	101.9	持有	115.0	2022年8月29日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.8	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	31.1	买入	39.4	2023年1月31日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	37.2	买入	45.6	2023年1月12日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.6	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.2	持有	7.6	2022年12月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	4.4	持有	6.9	2022年8月1日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	32.4	买入	50.0	2022年8月1日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.2	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.2	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 2 月 6 日收盘价。

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 奈雪的茶市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 奈雪的茶 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 8.3 港元

概率: 25%

- 奈雪单店平均销售额 2023 年同比提升 20%;
- 毛利率 2023 年同比提升超 10bps;
- 整体经营利润率 2023 年恢复至 4%。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 5.3 港元

概率: 20%

- 奈雪单店平均销售额 2023 年同比持平;
- 毛利率 2023 年同比下降 10bps;
- 整体经营利润率 2023 年恢复不及预期至 0%。

资料来源: 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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

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

