



奈雪的茶 (2150.HK): 单店模型持续优化, 盈利前景大幅改善, 扩张步伐进一步加大; 上调至“买入”评级

从首次覆盖开始, 我们一直维持奈雪“持有”评级, 主要由于担心奈雪在竞争激烈的现制茶饮行业中因高端定位而无法有效地改善单店的盈利能力。但过去一年, 我们看到奈雪在疫情中通过灵活的门店运营策略调整及数字化与自动化手段, 大幅优化了单店经济模型, 使未来盈利能力改善的确定性大幅提升。基于更乐观和开放的态度, 我们大幅上调公司未来两年的盈利预测, 并将奈雪上调至“买入”评级。

- 单店经济模型有望持续优化:** 在我们看来, 奈雪的单店经济模型在过去一年中得到了大幅优化, 主要归功于: **1)** 尽管奈雪在疫情期间下调了新品的价格带, 但良好的成本管控(包括供应链的优化)使毛利率始终维持稳定。**2)** 公司积极采取数字化和自动化手段(包括自动制茶机及自动排班系统)大幅优化了门店的用工效率, 并通过加大门店兼职员工占比(至50%)增强了员工成本的可调节性, 降低了门店的经营杠杆。**3)** 更灵活的门店选址帮助公司锁定较为优惠的商铺, 同时品牌力的提升也增强了公司对租金的议价能力。**4)** 新开门店的开办费持续优化和下降。得益于以上措施, 奈雪的门店经营利润率在疫情最严重的4Q22环比有所恢复, 且恢复趋势持续至今年。我们认为, 只要平均店效维持稳定, 以上这些措施在未来2-3年将继续助力奈雪单店经济模型的改善。
- 管理层对盈利较为乐观的指引:** 随着供应链持续优化, 管理层预计短到中期的毛利率将继续维持在65%以上。在经营正杠杆及自动化措施的持续帮助下, 公司目标2023年门店员工占收入比例低于20%, 租金占收入比例低于15%。随着疫情消退, 管理层预测外卖订单收入占比有望回到并稳定在疫前的水平, 带动外卖运送费用率下降。考虑到平均店效在2023年有望大幅反弹, 我们预测门店经营利润率有望在经营杠杆的帮助下大幅提升。管理层有信心2023年在新开门店达600家(为历年最激进开店计划)的情况下, 净利率达到5%或以上(我们预测4.8%)。
- 盈利预测与估值:** 基于更高的开店数假设, 我们对2023年收入预测上调6%。在更乐观的单店模型假设下, 我们大幅上调2023年净利润至3.3亿人民币(相较之前的3千2百万人民币)。基于14倍2023年EV/EBITDA估值(中国餐饮行业平均估值水平), 我们上调目标价至10.0港元。上调至“买入”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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,297	4,292	6,977	9,805	11,149
同比变动	41%	0%	63%	41%	14%
核心归母净利润	-144	-455	332	795	1,063
同比变动	n.m	n.m.	n.m	140%	34%
市盈率(x)	n.m.	n.m.	38.4	16.0	12.0
ROE	-200%	-10%	7%	14%	17%

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4月3日

评级

买入

目标价(港元)	10.0
潜在升幅/降幅	+17.8%
目前股价(港元)	8.5
52周内股价区间(港元)	3.9-8.8
总市值(百万港元)	14,561
近90日日均成交额(百万港元)	61.4

注: 截至2023年3月31日收盘价

市场预期区间



股价表现



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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,297	4,292	6,977	9,805	11,149
销售成本	-1,401	-1,416	-2,302	-3,236	-3,679
毛利	2,896	2,875	4,675	6,570	7,470
毛利率	67.4%	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%
其他收入	7	60	50	50	50
员工成本	-1,424	-1,362	-1,675	-2,170	-2,428
使用权资产折旧	-420	-435	-630	-776	-811
其他租金及相关开支	-213	-229	-314	-441	-502
其他资产的折旧及摊销	-204	-263	-380	-492	-563
广告及推广开支	-112	-143	-188	-245	-279
配送服务费	-259	-381	-502	-637	-669
水电开支	-91	-114	-153	-216	-234
物流及仓储费	-91	-123	-153	-206	-201
其他开支	-176	-250	-216	-304	-346
其他亏损净额	-39	-131	-56	-78	-89
经营利润	-126	-495	456	1,055	1,400
经营利润率	-2.9%	-11.5%	6.5%	10.8%	12.6%
融资成本	-92	-80	-79	-80	-81
利息收入	20	65	66	85	99
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	-4,333	-6	0	0	0
税前利润	-4,530	-517	442	1,060	1,418
所得税	4	41	-111	-265	-354
税后利润	-4,526	-476	332	795	1,063
归属非控股股东	1	6	0	0	0
归母净利润	-4,525	-470	332	795	1,063
核心归母净利润	-144	-455	332	795	1,063
核心归母净利润率	-3.4%	-10.6%	4.8%	8.1%	9.5%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业及设备	801	1,024	1,499	1,508	1,445
使用权资产	1,313	1,273	1,462	1,437	1,505
无形资产	0	0	0	0	0
于联营公司的投资	0	24	24	24	24
递延税项资产	44	81	81	81	81
租赁按金	160	164	171	178	186
预付款项	338	403	403	403	403
非流动资产	2,658	2,970	3,641	3,631	3,645
存货	174	126	244	343	390
贸易及其他应收款项	346	376	587	825	939
受限制银行存款	52	1	1	1	1
现金及现金等价物	4,053	1,387	3,057	3,872	5,008
流动资产	4,671	3,970	4,049	5,201	6,497
总资产	7,328	6,940	7,690	8,833	10,142
贸易及其他应付款项	654	479	921	1,294	1,471
合约负债	218	218	218	218	218
银行贷款	0	0	0	0	0
可赎回注资	0	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	8	3	3	3	3
可转换可赎回优先股	0	0	0	0	0
租赁负债	421	473	552	632	713
即期税项	28	29	29	29	29
流动负债	1,330	1,203	1,724	2,177	2,436
计息借款	0	0	0	0	0
租赁负债	1,032	949	910	805	792
拨备	18	21	21	21	21
递延税项负债	5	1	1	1	1
非流动负债	1,055	972	932	827	814
股本	1	1	1	1	1
储备	4,944	4,771	5,103	5,898	6,961
非控制性权益	-1	-6	-6	-6	-6
权益	4,943	4,766	5,097	5,892	6,955

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除税前亏损	-4,530	-517	442	1,060	1,418
折旧	624	773	1,010	1,267	1,374
融资成本	92	80	79	80	81
租赁按金利息收入	-8	-7	-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/资产/可赎回优先股的公允价值变动	4,333	6	0	0	0
存货增加	-73	48	-118	-99	-47
贸易及其他应收款项以及租赁按金增加	-193	-30	-211	-238	-113
贸易及其他应付款项增加	67	-176	442	373	177
其他	193	52	-110	-265	-354
经营活动所得现金净额	506	228	1,528	2,171	2,528
购买物业及设备的付款	-749	-450	-900	-500	-500
处置物业及设备所得款项	1	0	0	0	0
购买无形资产付款	0	0	0	0	0
其他	-47	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	-795	-450	-900	-500	-500
新增/(偿还)银行贷款及计息借款所得款项	-283	0	0	0	0
发行认股权证、境内贷款及可换股票据所得款项	-189	0	0	0	0
支付租赁负债的本金部分及利息部分	-462	-682	-719	-855	-892
已付银行贷款利息	-2	0	0	0	0
已付上市开支	-4	0	0	0	0
其他	4,833	0	0	0	0
融资活动所得/(所用)现金净额	3,892	-683	-719	-855	-892
现金及现金等价物增加/(减少)净额	3,603	-905	-91	815	1,135
年初现金及现金等价物	502	4,053	3,148	3,057	3,872
汇率变动的影	-52	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	4,053	3,148	3,057	3,872	5,008

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	-3.35	-0.27	0.19	0.46	0.62
每股销售额	3.18	2.50	4.07	5.72	6.50
每股股息(HKD)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	41%	0%	63%	41%	14%
经营溢利	-293%	294%	-192%	132%	33%
归母净利润	n.m.	n.m.	n.m.	140%	34%
核心归母净利润	n.m.	n.m.	n.m.	140%	34%
摊薄每股收益	n.m.	n.m.	n.m.	140%	34%
费用与利润率					
毛利率	67%	67%	67%	67%	67%
经营利润率	-3%	-12%	7%	11%	13%
归母净利润率	-105%	-11%	5%	8%	10%
回报率					
平均股本回报率	-200%	-10%	7%	14%	17%
平均资产回报率	-85%	-7%	5%	10%	11%
资产效率					
库存周转天数	36	39	39	39	39
应收账款周转天数	45	31	31	31	31
应付账款周转天数	150	146	146	146	146
财务杠杆					
流动比率 (x)	3.5	3.3	2.3	2.4	2.7
速动比率 (x)	3.3	3.2	2.2	2.2	2.5
现金比率 (x)	3.0	1.2	1.8	1.8	2.1
负债/权益	0%	0%	0%	0%	0%
估值					
市盈率 (x)	n.m.	n.m.	38.4	16.0	12.0
企业价值 / EBITDA (x)	69.1	-52.4	11.6	5.7	3.9
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

E=浦银国际预测

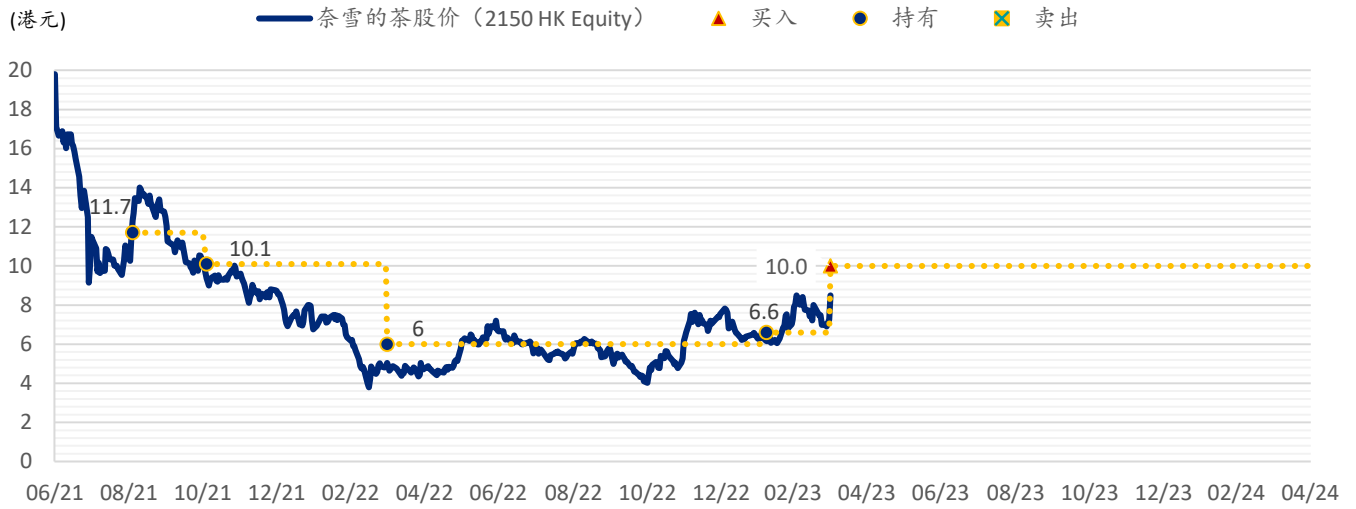
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 财务预测变化

(百万人民币)	2023E	2024E	2025E
营业收入			
旧预测	6,562	8,230	n.a.
新预测	6,977	9,805	11,149
变动	6.3%	19.1%	n.a.
核心归母净利润			
旧预测	32	295	n.a.
新预测	332	795	1,063
变动	946.1%	169.2%	n.a.

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 3 月 31 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

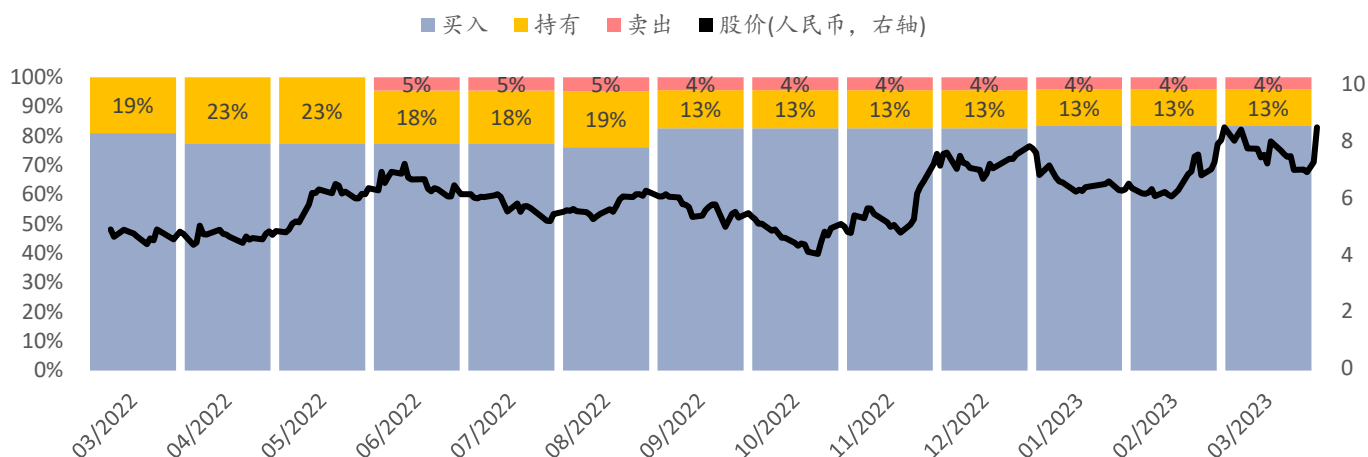
图表 4: 浦银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	61.9	买入	75.1	2023 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	114.0	买入	134.0	2023 年 3 月 22 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	1.1	2023 年 3 月 16 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.2	买入	9.5	2023 年 3 月 29 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	8.5	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	63.0	买入	80.4	2023 年 3 月 27 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	125.0	买入	159.6	2023 年 1 月 30 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	24.0	持有	26.2	2023 年 3 月 2 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	85.7	买入	96.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	120.6	持有	115.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	14.0	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.1	买入	39.4	2023 年 1 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	32.2	买入	40.2	2023 年 3 月 31 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.7	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.9	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.8	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	29.2	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.9	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.0	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

截至 2023 年 3 月 31 日收盘价 资料来源: Bloomberg, 浦银国际整理

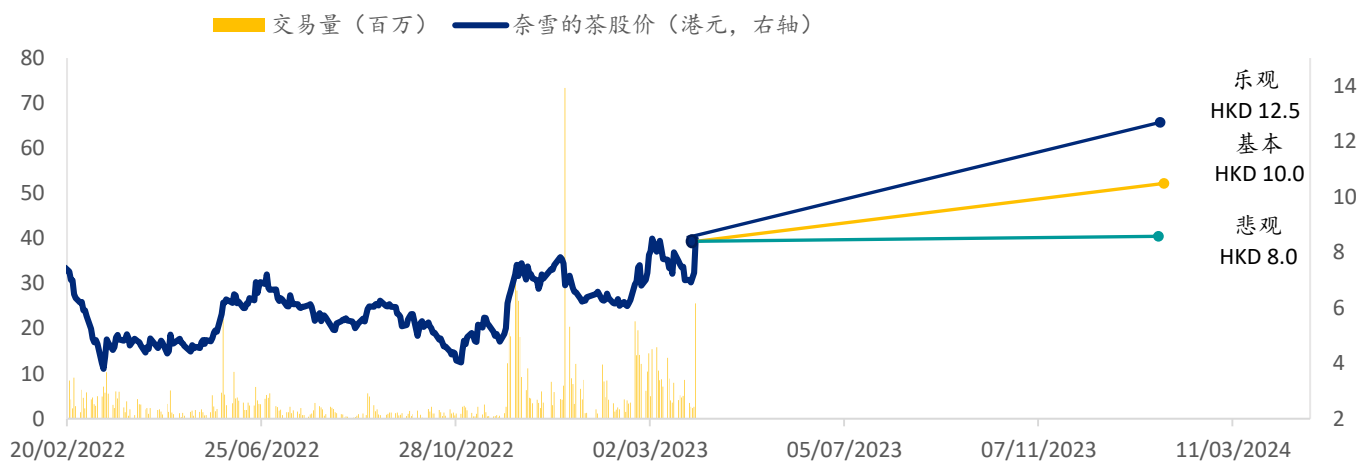
SPDBI 乐观与悲观情景假设

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: 12.5 港元

概率: 25%

- 奈雪单店平均销售额 2023 年同比提升 25%;
- 毛利率 2023 年同比提升超 10bps;
- 整体经营利润率 2023 年恢复至 8% 以上。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 8.0 港元

概率: 20%

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

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

