

奈雪的茶 (2150 HK)

打造享负盛名的高端茶饮品牌

- **奈雪的茶是中国领先的高端现制茶饮连锁企业。**奈雪的茶品牌的销售在中国高端现制茶饮店/茶饮行业中排名第二，于2020年拥有18.9%/0.7%的市场份额。公司在高端场所中设立门店，店内布置具备现代感，并以售卖茶饮和烘焙食品为主，营造出一种温暖、惬意舒适、放松的氛围。尽管奈雪的茶品牌历史较短（成立于2015年），公司于20财年已拥有491家门店，销售为28.71亿元人民币，18-20财年的门店/销售复合年增长率为78%/68%。另外，公司亦拥有台盖品牌，在20财年在64家门店和1.53亿元人民币的销售。虽然早年在品牌建设和市场扩张的投入较多，集团于20财年处于亏损，但成熟门店的经营利润率已经达到行业领先的水平。
- **一流的产品和环境造就优质品牌。**我们认为奈雪的茶具有很强的竞争力，在大众点评上的用户评分获得4.5分（满分为5.0分）和每店每日的堂食销售（招银国际估计20财年堂食翻座率为4.3次）达到行业领先水平，即使产品价格的定位比较高端（每笔订单的平均销售为43.0元）。凭借强大的研发实力和供应链能力、卓越的门店设计和服务、有效的广告投入，公司成功拓展到不少顶级的购物中心（50个中的28个），我们对公司未来的门店扩张充满信心。
- **PRO店将有效增加门店的服务范围并提升效率。**我们认同管理层的PRO门店战略，通过提供更多SKU和更便捷的用餐体验，吸引到更广泛的客户群，都大大增加了适合开店的地方和提升门店利润水平。我们预计21/22/23财年的门店数量将增加296/346/381至787/1,133/1,514（同比增长60%/44%/34%），而其中PRO店占比约70%。在2021年，我们估计奈雪的茶在中国的市场的空间为2,939家，如果我们以深圳的密度为基准，市场空间高达9,709家。
- **数字化和成熟门店占提升将推动盈利逐渐改善。**我们期望公司中线的净利润率能达到合理水平（预计22财年为6.2%），受惠于：1) 门店的闭店率较低，2) 好于同业的门店经营利润率水平，3) 行业领先的盈亏平衡期和投资回收期，4) 新店占比逐步降低，5) PRO门店占比增加和6) 客户分析、员工排班、店内和仓库库存管理等等数字化。
- **我们预测20-23财年销售/调整后净利润的复合年增长率为41%/180%。**我们预计20-23财年的销售复合年增长率为41%，主要驱动力包括：46%门店复合年增长，-2%每家门店的销售复合年增长和10%台盖和其他销售的复合年增长。
- **首次覆盖并给予“买入”评级，目标价为16.68港元。**我们根据现金流折现(DCF)方法进行估值，并假设8.1%的WACC和3.5%的终端增长率，同时意味3.6倍的22财年年市销率，较九毛九的4.0倍有10%折让，对比星巴克的4.4倍有18%的折让，但较中国同业的平均2.3倍有约59%的溢价。我们认为公司在20-23财年的销售复合年增长率远快于行业。目前公司估值为2.1倍22年年市销率和35倍22年市盈率，相对中国行业龙头的平均为2.3倍和25倍。

财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额(百万人民币)	1,087	2,502	3,057	4,804	6,620	8,601
同比增长(%)	不适用	130.2	22.2	57.1	37.8	29.9
EBITDA(百万人民币)	39	143	227	372	826	1,169
净利润(百万人民币)	(66)	(39)	(202)	58	372	555
调整后净利润(百万人民币)	(53)	(11)	26	118	398	572
调整后每股收益(人民币)	不适用	不适用	不适用	0.069	0.232	0.333
同比增长(%)	不适用	不适用	不适用	360.5	237.2	43.7
调整后市盈率(x)	不适用	不适用	不适用	117.6	34.9	24.3
市销率(x)	不适用	不适用	不适用	2.9	2.1	1.6
权益收益率(%)	不适用	不适用	不适用	1.5	8.7	11.5
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$16.68
潜在升幅	+71.1%
当前股价	HK\$9.75

中国餐饮行业

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

夏微

(852) 3761 0836
meganxia@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	16,722
3月平均流通量(百万港元)	不适用
52周内股价高/低(港元)	18.98/9.10
总股本(百万)	1,383.4

数据源：彭博

股东结构

赵林和彭心	56.98%
天图资本	11.09%
股权激励计划	5.35%
PAGAC Nebula	5.28%
SCGC 资本	2.82%
自由流通	18.47%

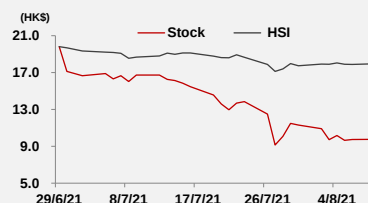
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-39.3%	-37.0%
3-月	不适用	不适用
6-月	不适用	不适用
12-月	不适用	不适用

数据源：彭博

股份表现

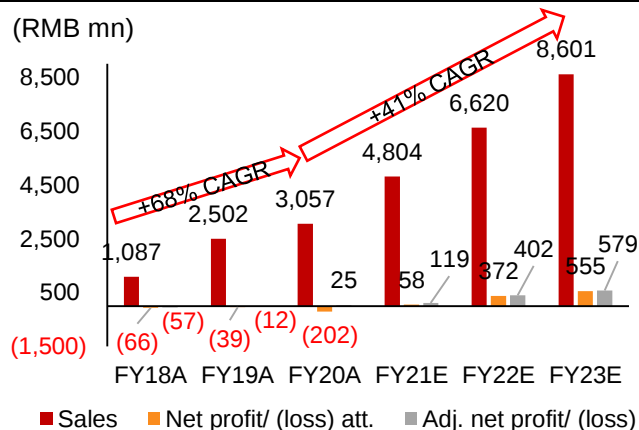


数据源：彭博

审计师：毕马威

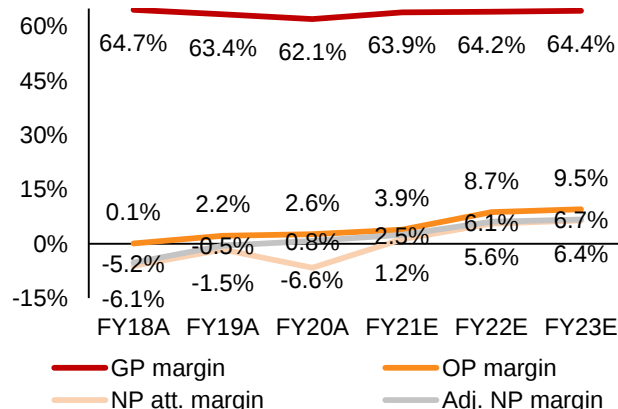
重点图表

图 1: 公司销售, 净利润和调整净利润



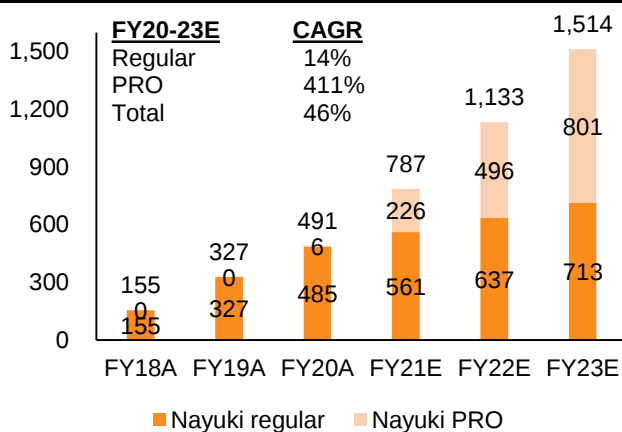
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 2: 毛利率/息税前利润率/净利率/调整后净利率



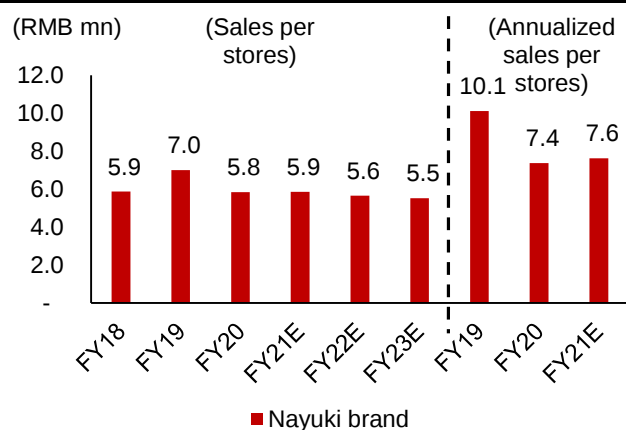
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 3: 门店数量, 按标准店/ PRO 店划分



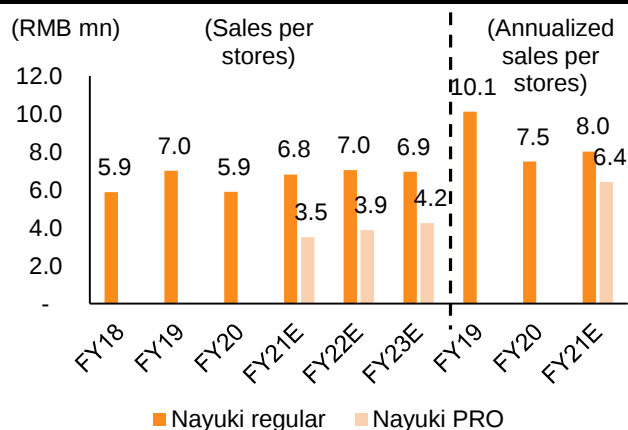
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 4: 奈雪的茶品牌的每店平均销售



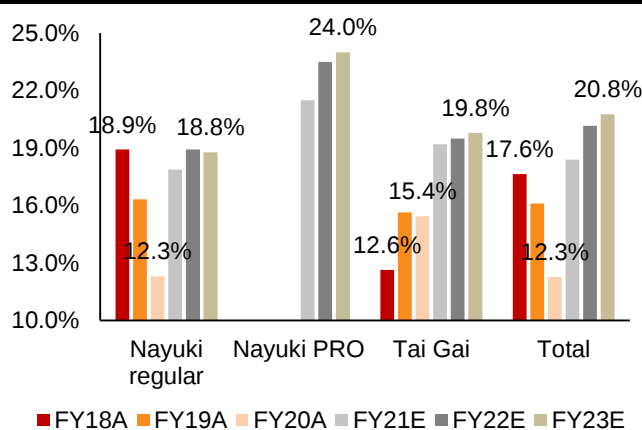
资料来源: 公司及招银国际证券预测, 年化销售额=每天平均销售 x 365

图 5: 每个店的平均销售, 按标准店/ PRO 店划分



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 6: 餐厅层面的经营利润率, 按品牌划分



资料来源: 公司及招银国际证券预测

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	1,087	2,502	3,057	4,975	6,782	8,844
奈雪的茶	910	2,291	2,871	4,782	6,562	8,597
台盖	156	185	153	158	181	205
其他品牌	22	25	33	35	38	42
销售成本	(384)	(916)	(1,159)	(1,794)	(2,430)	(3,151)
毛利	703	1,586	1,898	3,181	4,352	5,693
其它收入	3	6	206	46	65	73
营运支出	(704)	(1,536)	(2,024)	(2,992)	(3,811)	(4,884)
员工成本	(340)	(751)	(919)	(1,334)	(1,721)	(2,216)
使用权资产折旧和其他租金	(194)	(389)	(453)	(716)	(878)	(1,069)
折旧和摊销	(40)	(93)	(154)	(225)	(317)	(421)
公用事业费用	(39)	(67)	(82)	(124)	(170)	(221)
其它运营费用	(91)	(236)	(415)	(592)	(724)	(958)
息税前收益	1	56	80	235	606	882
融资成本净额	(46)	(96)	(130)	(107)	(133)	(156)
合资及联营企业	-	-	-	-	-	-
特殊项目	(3)	(2)	(140)	(15)	(7)	(9)
税前利润	(47)	(43)	(190)	113	466	717
所得税	(22)	3	(13)	(17)	(70)	(108)
减: 非控制股东权益	(4)	(1)	(1)	1	5	7
净利润	(66)	(39)	(202)	95	392	603
调整后净利润	(57)	(12)	25	158	424	627

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	1,059	1,756	1,984	2,207	2,398	2,526
固定资产	254	451	587	810	1,001	1,129
无形资产和商誉	0	1	1	1	1	1
预付租金	16	4	2	2	2	2
合资及联营公司投资	0	0	0	0	0	0
其它非流动资产	789	1,300	1,394	1,394	1,394	1,394
流动资产	285	295	1,330	5,745	6,148	6,902
现金及现金等价物	186	81	502	5,347	5,607	6,197
存货	38	78	103	123	166	216
贸易和其他应收款	2	1	1	1	2	2
预付款	0	1	0	0	0	0
其它流动资产	59	135	724	274	373	486
流动负债	850	1,226	2,728	2,927	3,118	3,381
银行贷款	2	55	283	283	283	283
应付款	104	202	226	310	399	518
应计费用和其他应付款	108	167	258	373	475	619
应付税款	14	7	21	21	21	21
其它流动负债	622	796	1,940	1,940	1,940	1,940
非流动负债	603	974	1,010	1,110	1,110	1,110
银行贷款	0	0	0	100	100	100
递延收入	0	0	0	0	0	0
递延所得税	1	1	4	4	4	4
其它	603	973	1,006	1,006	1,006	1,006
少数股东权益	0	0	0	1	6	13
净资产总额	(110)	(149)	(424)	3,913	4,312	4,923
股东权益	(110)	(149)	(424)	3,913	4,312	4,923

资料来源: 公司及招银国际证券预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息税前利润	1	56	80	235	606	882
折旧和摊销	40	93	154	225	317	421
营运资金变动	43	29	(9)	629	48	100
已缴纳所得税	(8)	(30)	6	(17)	(70)	(108)
其它	125	269	343	-	-	-
经营活动所得现金流	201	416	574	1,072	902	1,295
资本开支	(209)	(291)	(243)	(448)	(509)	(548)
联营公司	-	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-	-
其它	0	(0)	(0)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(209)	(291)	(244)	(448)	(509)	(548)
股份发行	300	-	-	4,228	-	-
净借贷	2	53	222	100	-	-
支付股息	-	-	-	-	-	-
其它	(121)	(282)	(130)	(107)	(133)	(156)
融资活动所得现金净额	181	(229)	92	4,221	(133)	(156)
现金增加净额	172	(104)	422	4,845	260	590
年初现金及现金等价物	13	186	81	502	5,347	5,607
汇兑	-	(0)	(2)	-	-	-
年末现金及现金等价物	186	81	502	5,347	5,607	6,197
其它						

主要比率

年结:12月31日	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合 (%)						
奈雪的茶	83.7	91.6	93.9	96.1	96.8	97.2
台盖	14.3	7.4	5.0	3.2	2.7	2.3
其他品牌	2.0	1.0	1.1	0.7	0.6	0.5
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率						
毛利率	64.7	63.4	62.1	63.9	64.2	64.4
经营利润率	0.1	2.2	2.6	4.7	8.9	10.0
税前利率	(4.4)	(1.7)	(6.2)	2.3	6.9	8.1
净利润率	(6.1)	(1.5)	(6.6)	1.9	5.8	6.8
有效税率	(47.1)	7.1	(6.9)	15.0	15.0	15.0
	(5.2)	(0.5)	0.8	3.2	6.2	7.1
资产负债比率						
流动比率 (x)	0.3	0.2	0.5	2.0	2.0	2.0
速动比率 (x)	0.3	0.2	0.4	1.9	1.9	2.0
现金比率 (x)	0.2	0.1	0.2	1.8	1.8	1.8
平均库存周转天数	18	23	28	25	25	25
平均应收款周转天数	0	0	0	0	0	0
平均应付帐款天数	49	61	67	63	60	60
债务 / 股本比率 (%)	(1)	(36)	(67)	10	9	8
净负债/股东权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)						
资本回报率	不适用	不适用	不适用	2.4	9.1	12.2
资产回报率	(4.9)	(1.9)	(6.1)	1.2	4.6	6.4
每股数据(人民币)						
每股盈利 (人民币)	(0.03)	(0.01)	0.02	0.09	0.24	0.36
每股股息 (人民币)	-	-	-	-	-	-
每股账面价值 (人民币)	(0.06)	(0.09)	(0.25)	2.28	2.51	2.87

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	：股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	：股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	：招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。