

奈雪的茶 (2150 HK)

打造享負盛名的高端茶飲品牌

- **奈雪的茶是中國領先的高端現制茶飲連鎖企業。**奈雪的茶品牌的銷售在中國高端現制茶飲店/茶飲行業中排名第二，於2020年擁有18.9%/0.7%的市場份額。公司在高端場所中設立門店，店內佈置具備現代感，並以售賣茶飲和烘焙食品為主，營造出一種溫暖、愜意舒適、放鬆的氛圍。儘管奈雪的茶品牌歷史較短（成立於2015年），公司於20財年已擁有491家門店，銷售為28.71億元人民幣，18-20財年的門店/銷售複合年增長率為78%/68%。另外，公司亦擁有台蓋品牌，在20財年有64家門店和1.53億元人民幣的銷售。雖然早年在品牌建設和市場擴張的投入較多，集團於20財年處於虧損，但成熟門店的經營利潤率已經達到行業領先的水準。
- **一流的產品和環境造就優質品牌。**我們認為奈雪的茶具有很強的競爭力，在大眾點評上的用戶評分獲得4.5分（滿分為5.0分）和每店每日的堂食銷售（招銀國際估計20財年堂食翻座率為4.3次）達到行業領先水準，即使產品價格的定位比較高端（每筆訂單的平均銷售為43.0元）。憑藉強大的研發實力和供應鏈能力、卓越的門店設計和服務、有效的廣告投入，公司成功拓展到不少頂級的購物中心（50個中的28個），我們對公司未來的門店擴張充滿信心。
- **PRO店將有效增加門店的服務範圍並提升效率。**我們認同管理層的PRO門店戰略，通過提供更多SKU和更便捷的用餐體驗，吸引到更廣泛的客戶群，都大大增加了適合開店的地方和提升門店利潤水準。我們預計21/22/23財年的門店數量將增加296/346/381至787/1,133/1,514（同比增長60%/44%/34%），而其中PRO店佔比約70%。在2021年，我們估計奈雪的茶在中國的市場空間為2,939家，如果我們以深圳的密度為基準，市場空間高達9,709家。
- **數字化和成熟門店佔提升將推動盈利逐漸改善。**我們期望公司中線的淨利潤率達到合理水準（預計22財年為6.2%），受惠於：1) 門店的閉店率較低，2) 好於同業的門店經營利潤率水準，3) 行業領先的盈虧平衡期和投資回收期，4) 新店佔比逐步降低，5) PRO門店佔比增加和6) 客戶分析、員工排班、店內和倉庫庫存管理等等數字化。
- **我們預測20-23財年銷售/調整後淨利潤的複合年增長率為41%/180%。**我們預計20-23財年的銷售複合年增長率為41%，主要驅動力包括：46%門店複合年增長，-2%每家門店的銷售複合年增長和10%台蓋和其他銷售的複合年增長。
- **首次覆蓋並給予“買入”評級，目標價為16.68港元。**我們根據現金流折現(DCF)方法進行估值，並假設8.1%的WACC和3.5%的終端增長率，同時意味3.6倍的22財年市銷率，較九毛九的4.0倍有10%折讓，對比星巴克的4.4倍有18%的折讓，但較中國同業的平均2.3倍有約59%的溢價。我們認為公司在20-23財年的銷售複合年增長率遠快於行業。目前公司估值為2.1倍22年市銷率和35倍22年市盈率，相對中國行業龍頭的平均為2.3倍和25倍。

財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額(百萬人民幣)	1,087	2,502	3,057	4,804	6,620	8,601
同比增長(%)	不適用	130.2	22.2	57.1	37.8	29.9
EBITDA(百萬人民幣)	39	143	227	372	826	1,169
淨利潤(百萬人民幣)	(66)	(39)	(202)	58	372	555
調整後淨利潤(百萬人民幣)	(53)	(11)	26	118	398	572
調整後每股收益(人民幣)	不適用	不適用	不適用	0.069	0.232	0.333
同比增長(%)	不適用	不適用	不適用	360.5	237.2	43.7
調整後市盈率(x)	不適用	不適用	不適用	117.6	34.9	24.3
市銷率(x)	不適用	不適用	不適用	2.9	2.1	1.6
權益收益率(%)	不適用	不適用	不適用	1.5	8.7	11.5
財務杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$16.68
潛在升幅	+71.1%
當前股價	HK\$9.75

中國餐飲行業

胡永匡

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

夏微

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

公司資料

市值(百萬港元)	16,722
3月平均流通量(百萬港元)	不適用
52周內股價高/低(港元)	18.98/9.10
總股本(百萬)	1,383.4

資料來源：彭博

股東結構

趙林和彭心	56.98%
天圖資本	11.09%
股權激勵計劃	5.35%
PAGAC Nebula	5.28%
SCGC 資本	2.82%
自由流通	18.47%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-39.3%	-37.0%
3-月	不適用	不適用
6-月	不適用	不適用
12-月	不適用	不適用

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

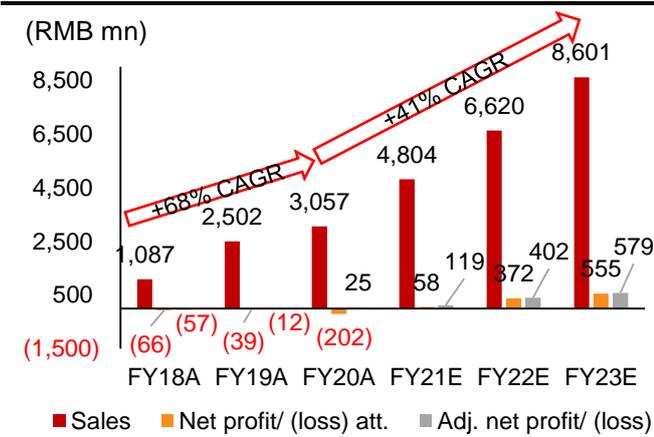
審計師：畢馬威

敬請參閱尾頁之免責聲明

請到彭博(搜索代碼: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下載更多招銀國際證券研究報告
本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

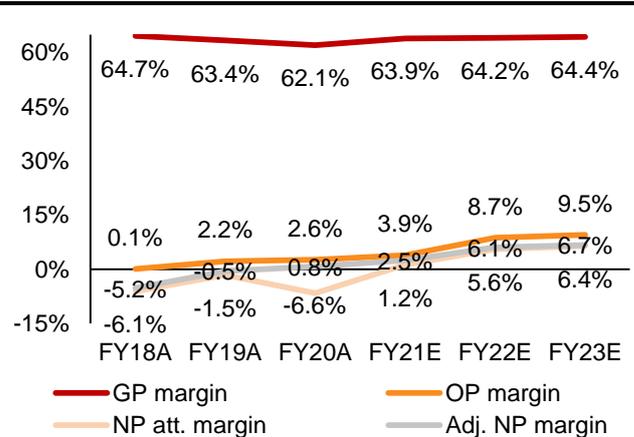
重點圖表

圖 1: 公司銷售, 淨利潤和調整後淨利潤



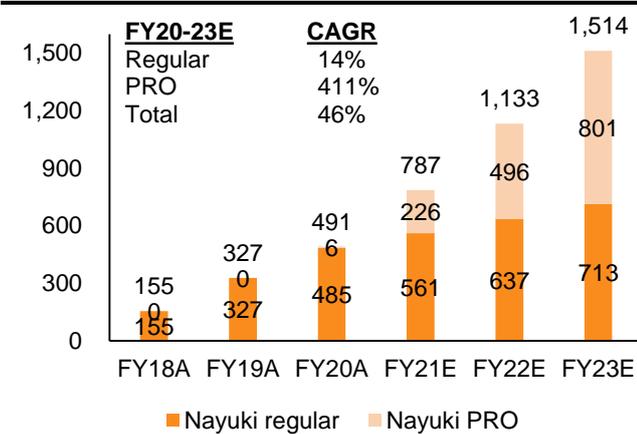
資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 2: 毛利率/息稅前利潤率/淨利潤率/ 調整後淨利潤率



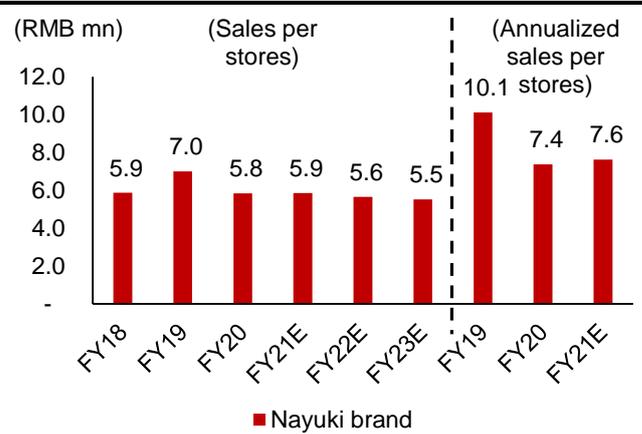
資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 3: 門店數量, 按標準店/ PRO 店劃分



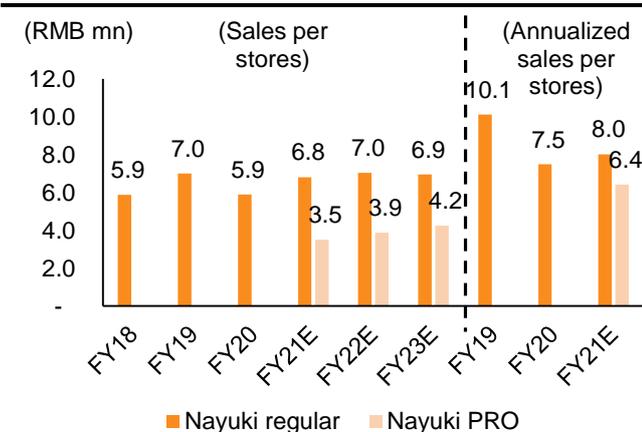
資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 4: 奈雪的茶品牌的每店平均銷售



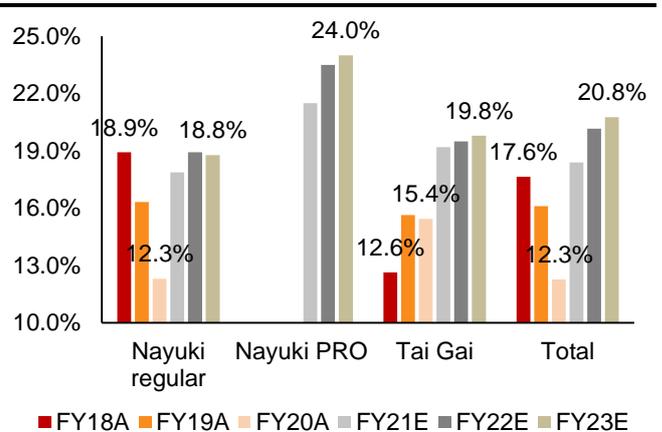
資料來源: 公司及招銀國際證券預測, 年化銷售額=每天平均銷售 x 365

圖 5: 每個店的平均銷售, 按標準店/ PRO 店劃分



資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 6: 餐廳層面的經營利潤率, 按品牌劃分



資料來源: 公司及招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	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
台蓋	156	185	153	158	181	205
其他品牌	22	25	33	35	38	42
銷售成本	(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
營運支出	(704)	(1,536)	(2,024)	(2,992)	(3,811)	(4,884)
員工成本	(340)	(751)	(919)	(1,334)	(1,721)	(2,216)
使用權資產折舊和其他租金	(194)	(389)	(453)	(716)	(878)	(1,069)
折舊和攤銷	(40)	(93)	(154)	(225)	(317)	(421)
公用事業費用	(39)	(67)	(82)	(124)	(170)	(221)
其它運營費用	(91)	(236)	(415)	(592)	(724)	(958)
息稅前收益	1	56	80	235	606	882
融資成本淨額	(46)	(96)	(130)	(107)	(133)	(156)
合資及聯營企業	-	-	-	-	-	-
特殊項目	(3)	(2)	(140)	(15)	(7)	(9)
稅前利潤	(47)	(43)	(190)	113	466	717
所得稅	(22)	3	(13)	(17)	(70)	(108)
減: 非控制股東權益	(4)	(1)	(1)	1	5	7
淨利潤	(66)	(39)	(202)	95	392	603
調整後淨利潤	(57)	(12)	25	158	424	627

資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	1,059	1,756	1,984	2,207	2,398	2,526
固定資產	254	451	587	810	1,001	1,129
無形資產和商譽	0	1	1	1	1	1
預付租金	16	4	2	2	2	2
合資及聯營公司投資	0	0	0	0	0	0
其它非流動資產	789	1,300	1,394	1,394	1,394	1,394
流動資產	285	295	1,330	5,745	6,148	6,902
現金及現金等價物	186	81	502	5,347	5,607	6,197
存貨	38	78	103	123	166	216
貿易和其他應收款	2	1	1	1	2	2
預付款	0	1	0	0	0	0
其它流動資產	59	135	724	274	373	486
流動負債	850	1,226	2,728	2,927	3,118	3,381
銀行貸款	2	55	283	283	283	283
應付款	104	202	226	310	399	518
應計費用和其他應付款	108	167	258	373	475	619
應付稅款	14	7	21	21	21	21
其它流動負債	622	796	1,940	1,940	1,940	1,940
非流動負債	603	974	1,010	1,110	1,110	1,110
銀行貸款	0	0	0	100	100	100
遞延收入	0	0	0	0	0	0
遞延所得稅	1	1	4	4	4	4
其它	603	973	1,006	1,006	1,006	1,006
少數股東權益	0	0	0	1	6	13
淨資產總額	(110)	(149)	(424)	3,913	4,312	4,923
股東權益	(110)	(149)	(424)	3,913	4,312	4,923

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前利潤	1	56	80	235	606	882
折舊和攤銷	40	93	154	225	317	421
營運資金變動	43	29	(9)	629	48	100
已繳納所得稅	(8)	(30)	6	(17)	(70)	(108)
其它	125	269	343	-	-	-
經營活動所得現金流	201	416	574	1,072	902	1,295
資本開支	(209)	(291)	(243)	(448)	(509)	(548)
聯營公司	-	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-	-
其它	0	(0)	(0)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(209)	(291)	(244)	(448)	(509)	(548)
股份發行	300	-	-	4,228	-	-
淨借貸	2	53	222	100	-	-
支付股息	-	-	-	-	-	-
其它	(121)	(282)	(130)	(107)	(133)	(156)
融資活動所得現金淨額	181	(229)	92	4,221	(133)	(156)
現金增加淨額	172	(104)	422	4,845	260	590
年初現金及現金等價物	13	186	81	502	5,347	5,607
匯兌	-	(0)	(2)	-	-	-
年末現金及現金等價物	186	81	502	5,347	5,607	6,197
其它	-	-	-	-	-	-

主要比率

年結:12月31日	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)						
奈雪的茶	83.7	91.6	93.9	96.1	96.8	97.2
台蓋	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
合計	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
經營利潤率	0.1	2.2	2.6	4.7	8.9	10.0
稅前利率	(4.4)	(1.7)	(6.2)	2.3	6.9	8.1
淨利潤率	(6.1)	(1.5)	(6.6)	1.9	5.8	6.8
有效稅率	(47.1)	7.1	(6.9)	15.0	15.0	15.0
(5.2)	(0.5)	0.8	3.2	6.2	7.1	
資產負債比率						
流動比率(x)	0.3	0.2	0.5	2.0	2.0	2.0
速動比率(x)	0.3	0.2	0.4	1.9	1.9	2.0
現金比率(x)	0.2	0.1	0.2	1.8	1.8	1.8
平均庫存周轉天數	18	23	28	25	25	25
平均應收款周轉天數	0	0	0	0	0	0
平均應付帳款天數	49	61	67	63	60	60
債務/股本比率(%)	(1)	(36)	(67)	10	9	8
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)						
資本回報率	不適用	不適用	不適用	2.4	9.1	12.2
資產回報率	(4.9)	(1.9)	(6.1)	1.2	4.6	6.4
每股數據(人民幣)						
每股盈利(人民幣)	(0.03)	(0.01)	0.02	0.09	0.24	0.36
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-	-
每股帳面價值(人民幣)	(0.06)	(0.09)	(0.25)	2.28	2.51	2.87

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。