

门店经营承压，RTD 增速亮眼，降本增效兑现

2022 年 09 月 11 日

► **奈雪的茶发布 2022 年半年度业绩公告**: 2022H1 实现营收 20.45 亿元/YoY-3.8%，经调整净亏损 2.5 亿元/同比转亏。①**分品牌来看**，奈雪的茶/台盖/其他营收分别为 18.78 亿元/0.43 亿元/1.23 亿元，YoY-6%/-44%/+194%；②**分产品来看**，现制茶饮/烘焙产品/其他产品营收分别为 14.72 亿元/3.81 亿元/1.92 亿元，YoY-7%/-195%/+176%；③**从结算渠道来看**，奈雪的茶店内收银/小程序自提/外卖订单占比分别为 19.89%/35.55%/44.56%，外卖占比显著提高；④**从会员体系来看**，公司注册会员数量达到 4900 万人/YoY+13%，活跃会员总数达 720 万人/YoY+7%，活跃会员复购率为 33.6%/yoy+3.3pct。

► **标准店逐步转为 PRO 店，疫情影响下门店经营承压**。①**在门店分布上**，22H1 净开 87 家奈雪的茶门店，一线城市/新一线城市/二线城市/其他城市分别净开 29 家/18 家/22 家/18 家，累计门店数 904 家；②**在日销上**，第一类茶饮店同店日销 1.32 万元/YoY-39.6%；第二类茶饮店同店日销 0.96 万元/YoY-19.3%；③**在客单价和销量上**，22H1 奈雪茶饮店日均订单量降至 346.2 单/YoY-29.2%；客单价降至为 36.7 元/YoY-29.2%；④**分区域来看**，受疫情影响上海门店经营利润率为负，西安门店经营利润率最高。

► **自动化设备/系统广泛应用，单店降本增效初见成效**。①**从公司集团层面来看**，材料成本率/员工成本率/租金费用率/配送服务费率分别为 31.7%/34.8%/15.8%/8.2%，yoy+0.2pct/+3.3pct/+1.9pct/+2.7pct；②**从单店模型来看**，受益于自动制茶机和自动化排班系统的应用，员工成本率降至 18.9%/yoy-4.8pct；材料成本率 34.5%/yoy-0.6pct；租金费用率 15.7%/yoy+1.8pct。

► **RTD 产品 SKU 数增加，上半年营收增速亮眼**。22H1 公司推出“果汁乌龙茶”和“无糖好茶”两个系列瓶装饮料，售价分别为 8 元/500ml 和 7 元/500ml。公司加强 RTD 产品的渠道铺设，已与各大商超等取得合作，线上同步售卖。RTD 产品身处百花齐放的长牛赛道，长期来看有望成为公司的第二增长曲线。

► **投资建议**：上半年受疫情扰动，公司门店经营承压，但展店仍稳步推进，同时积极采取自动制茶机、自动排班系统、标准店转型等降本增效的措施，优化单店员工成本取得成效。此外，公司推出无糖好茶、果汁乌龙茶丰富 RTD 产品 SKU 数，上半年营收增速亮眼。随疫后茶饮市场复苏，看好公司作为国内茶饮唯一上市公司优先享受量增红利，同时期待公司潜修内功“降本增效+RTD 业务发力”释放能量对盈利水平的改善。我们预计 22/23/24 年公司实现归母净利润 2.54 亿元/2.45 亿元/4.80 亿元，对应 23/24 年 PE 分别为 44 x/22 x，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示**：行业竞争加剧；人工成本优化不及预期；门店扩张不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4297	5586	8155	9522
增长率 (%)	41%	30%	46%	17%
归属母公司股东净利润 (百万元)	-4525	-254	245	480
增长率 (%)	-2141%	94%	196%	96%
每股收益 (元)	-2.64	-0.15	0.14	0.28
PE	-	-	44	22
PB	3.0	2.3	2.2	2.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 09 月 09 日收盘价, 汇率 1HKD=0.87RMB)

谨慎推荐

首次评级

当前价格:

6.26 港元



分析师 刘文正

执业证书: S0100521100009

电话: 13122831967

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

研究助理 饶临风

执业证书: S0100121100024

电话: 15951933859

邮箱: raolinfeng@mszq.com

目录

1 奈雪的茶发布 2022 年半年度业绩公告	3
1.1 22H1 实现营收 20.45 亿元，经调整净亏损 2.5 亿元.....	3
1.2 标准店逐步转为 PRO 店，疫情影响下门店经营承压.....	4
1.3 自动化设备/系统广泛应用，单店降本增效初见成效	6
1.4 RTD 产品 SKU 数增加，上半年营收增速亮眼.....	7
2 盈利预测与投资建议	8
2.1 盈利预测假设与业务拆分	8
2.2 估值分析	10
2.3 投资建议	10
3 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 奈雪的茶发布 2022 年半年度业绩公告

1.1 22H1 实现营收 20.45 亿元，经调整净亏损 2.5 亿元

2022H1 实现营收 20.45 亿元/YoY-3.8%，经调整净亏损 2.5 亿元/同比转亏。

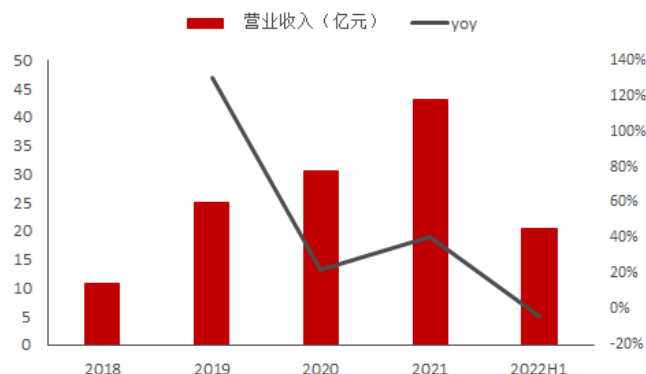
①**分品牌来看**，奈雪的茶/台盖/其他营收分别为 18.78 亿元/0.43 亿元/1.23 亿元，YoY-6%/-44%/+194%，奈雪的茶和台盖经营利润率分别为 10.4%/-9.3%，yoy-8.8pct/-24.8pct；

②**分产品来看**，现制茶饮/烘焙产品/其他产品营收分别为 14.72 亿元/3.81 亿元/1.92 亿元，YoY-7%/-195%/+176%，烘焙产品占比下降，主要由标准店逐渐转为 PRO 店所致；其他产品占比提高主要原因是 RTD 产品业绩高增；

③**从结算渠道来看**，奈雪的茶店内收银/小程序自提/外卖订单占比分别为 19.89%/35.55%/44.56%，yoy-7.9pct/-2.4pct/+10.3pct，外卖占比显著提高；

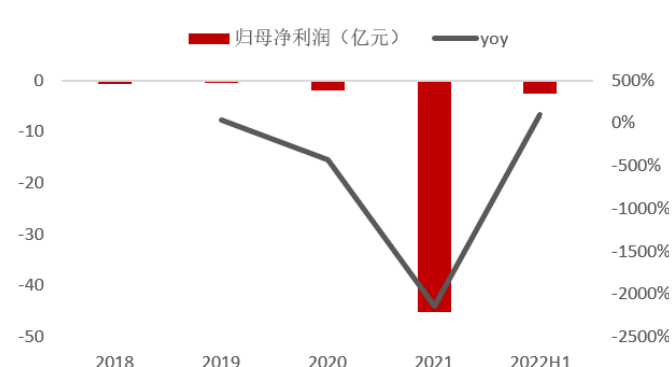
④**从会员体系来看**，公司注册会员数量达到 4900 万人/YoY+13%，活跃会员总数达 720 万人/YoY+7%，活跃会员复购率为 33.6%/yoy+3.3pct。

图1：2018-2022H1 收入（亿元）及增速



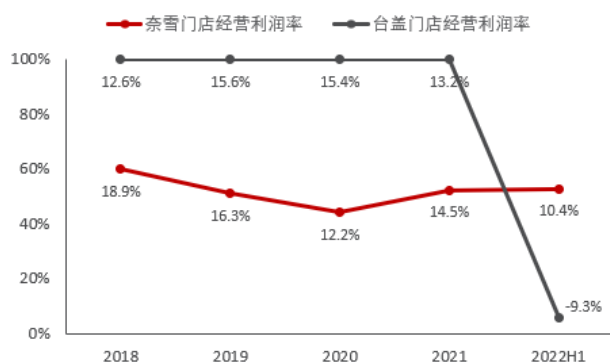
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2018-2022H1 归母净利润（亿元）及增速



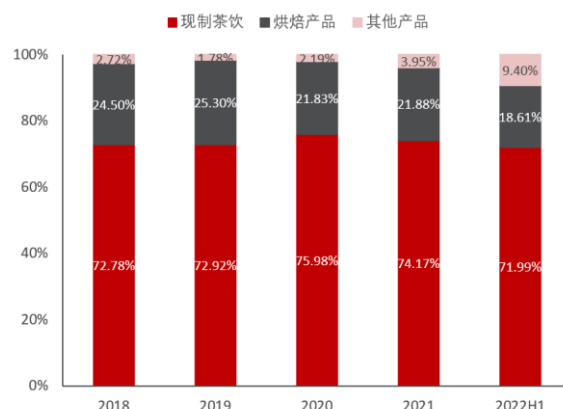
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：奈雪的茶、台盖门店经营利润率（%）

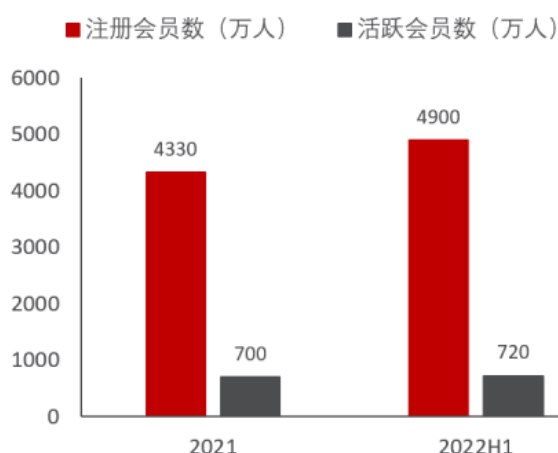


资料来源：wind，民生证券研究院

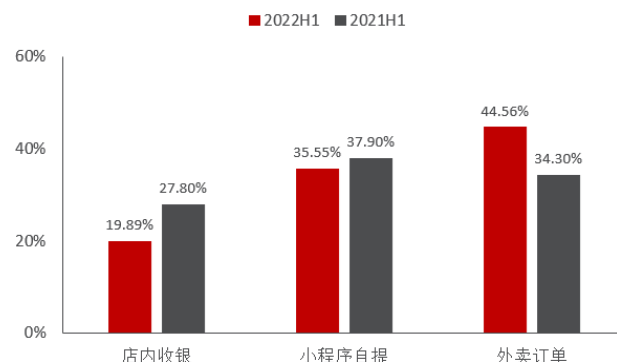
图4：2018-2022H1 公司各产品占比情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：奈雪的茶注册会员数&活跃会员数（万人）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2022H1 与 2021H1 奈雪的茶结算渠道占比情况对比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

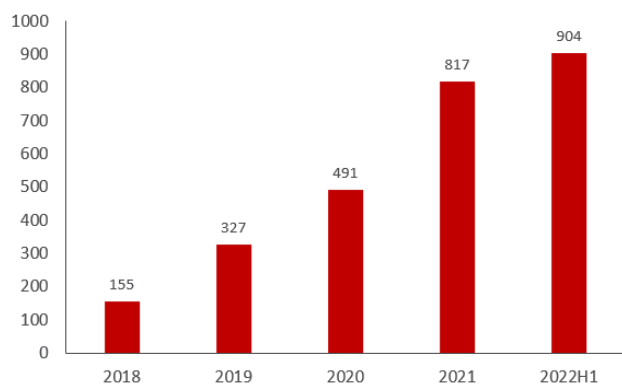
1.2 标准店逐步转为 PRO 店，疫情影响下门店经营承压

展店稳步推进，重点发力高线城市。随着 PRO 店模式逐渐得到验证，公司合并标准店与第一类 PRO 店为第一类茶饮店，位于等级相对较低的购物中心及写字楼、社区等为第二类茶饮店。①**从总体上看**，22H1 净开 87 家奈雪的茶门店，其中第一类茶饮店净开 49 家，第二类茶饮店净开 38 家，累计门店数 904 家；②**在门店分布上**，截至 22H1，第一类茶饮店共 767 家，一线城市/新一线城市/二线城市/其他城市的第一类茶饮店分别占总门店数的 28.9% / 27.9% / 20.4% / 7.7%；第二类茶饮店共 137 家，一线城市/新一线城市/二线城市/其他城市的第二类茶饮店分别占总门店数的 5.3% / 5.3% / 2.8% / 1.8%。22H1 奈雪的茶在一线城市/新一线城市/二线城市/其他城市分别净开 29 家/18 家/22 家/18 家，重点发力高线城市。

门店经营承压，区域表现分化。①**在日销和门店经营率上**，第一类茶饮店同店日销 1.32 万元/YoY-39.6%，门店经营利润率为 11.5%/yoy-8.5pct；第二类茶饮店同店日销 0.96 万元/ YoY-19.3%，门店经营利润率为 10.5%/yoy-4.8pct；②**在客单价和销量上**，客单价、单店日均订单量双降。22H1 奈雪茶饮店日均订单量降至 346.2 单/YoY-29.2%；客单价降至为 36.7 元/-29.2%，客单价下降主要由公司实行低价策略触达更多的客群所致。2022 年 3 月，奈雪推出“超值好喝”系列产品，标准杯价格为 9 元-19 元，其中，对标老产品“霸气芝士葡萄”每毫升价格 0.043 元，新产品“霸气葡萄”每毫升价格降至 0.035 元（加大杯）；对标老产品每毫升降价最多（降价 0.033 元/ml）的是霸气轻玉油柑；推新后单价最低的现制饮品是金牡丹，每毫升仅 0.018 元；③**分区域来看**，受疫情影响上海门店经营利润率为负，西安因该地区对品牌接受度较高叠加二线城市人工、租金的成本优势，门店经营利润率最高。从同店角度看，深圳/上海/广州同店日销同比-26.0%/-

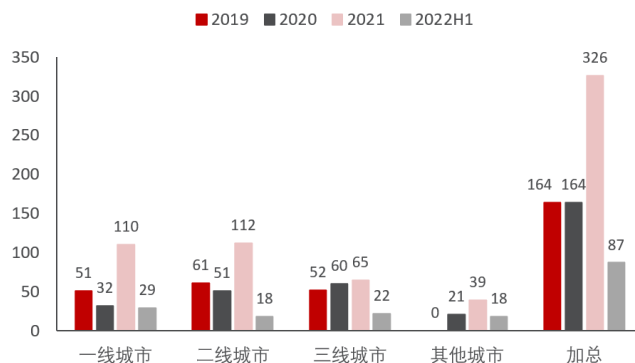
41.1%/-31.2%，门店经营利润率同比-8.3 pct /-37.6 pct /-9.3pct。

图7：2018-2022H1 奈雪的茶门店总数（家）



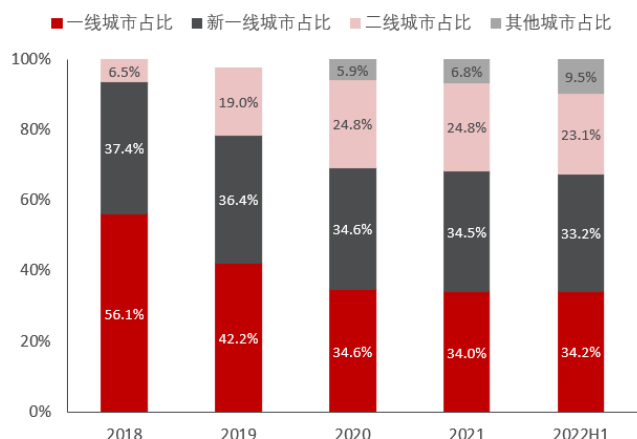
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2019-2022H1 奈雪的茶净开分布情况（个）



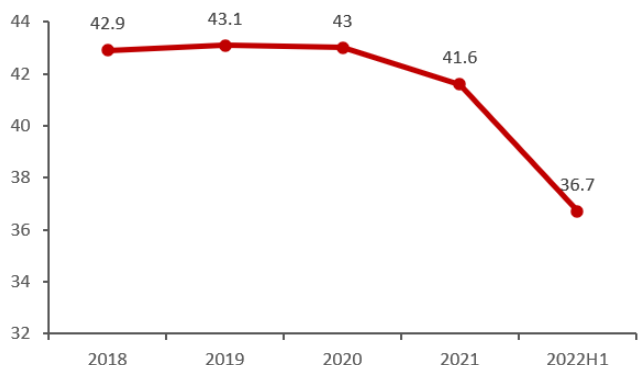
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：奈雪的茶门店分布占比情况



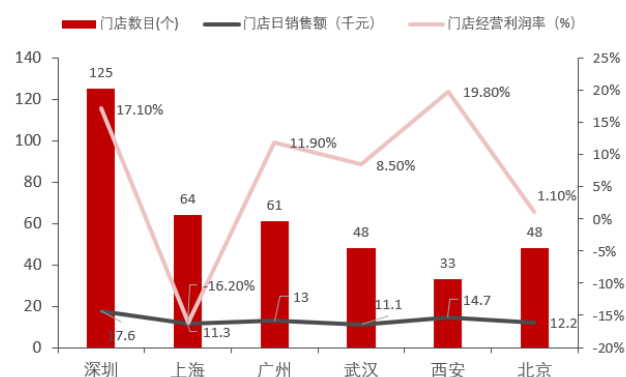
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2018-2022H1 奈雪的茶客单价（元）



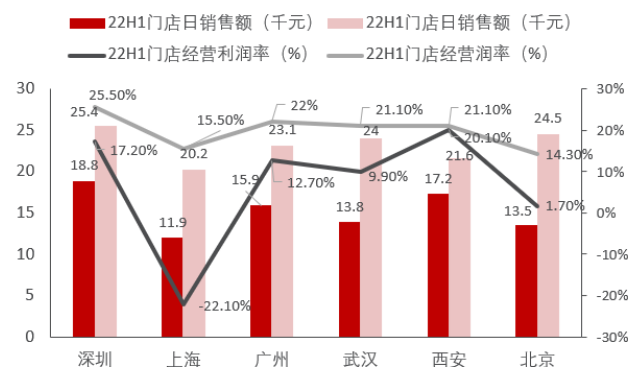
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：22H1 全部门店分区域数目、日销、经营利润率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：22H1 与 21H1 同店分区域日销&经营利润率对比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表1：奈雪部分新老产品对比

原产品	价格 (元)	毫升数 (ml)	每毫升价格 (元/ml)	新产品	标准杯/加大 杯价格(元)	标准杯/加大杯 毫升数(ml)	标准杯/加大杯每 毫升价格 (元)	每毫升降价 (元/ml)
霸气芝士葡萄	28	650	0.043	霸气葡萄	19/23	500/650	0.038/0.035	0.005/0.008
霸气芝士芒果	28	650	0.043	轻松芒果	19	500	0.038	0.005
霸气玉油柑	25	350	0.071	霸气轻玉油柑	19	500	0.038	0.033
鸭屎香宝藏茶	23	500	0.046	霸气鸭屎香柠檬	18	500	0.036	0.010
芝士金牡丹	14	500	0.028	金牡丹	9	500	0.018	0.010
霸气芝士青提	28	650	0.043	霸气青提	19/23	500/650	0.038/0.035	0.005/0.008

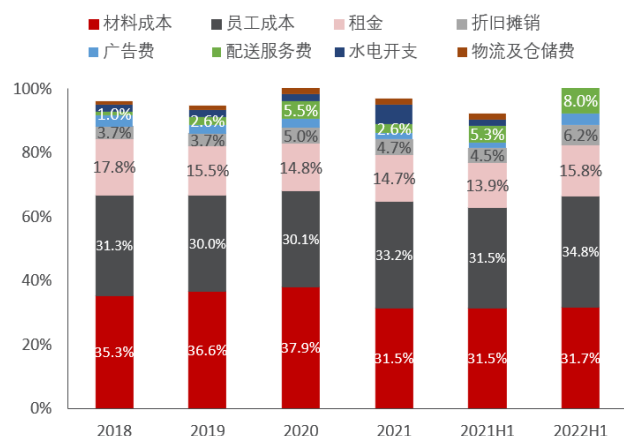
资料来源：奈雪微信小程序，民生证券研究院

1.3 自动化设备/系统广泛应用，单店降本增效初见成效

从公司集团层面来看，由于外卖占比提升，配送服务费率有所增加。材料成本率/员工成本率/租金费用率/配送服务费率分别为 31.7%/34.8%/15.8%/8.2%，yoy+0.2pct/+3.3pct/+1.9pct/+2.7pct，集团层面员工成本率上升主要由上半年集团门店数增加、门店员工成本增加，且疫情影响下门店收入下降所致。根据品牌划分，奈雪的茶员工成本率为 26.0%，台盖员工成本率为 35.1%，总部及其他员工成本率为 10.2%。

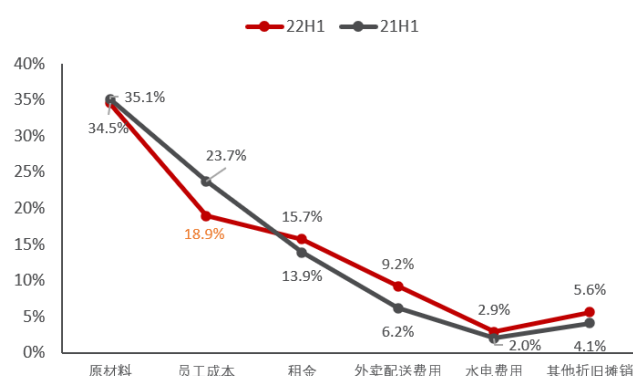
从单店模型来看，受益于自动制茶机和自动化排班系统的应用，员工成本率较大幅度下降。员工成本率降至 18.9%/yoy-4.8pct，随着自动制茶机的应用，简化制茶流程，压缩员工培训时间、资金，公司预计 2022Q3 前自动制茶机将在全国范围内推广，届时门店员工成本将进一步优化。同时，2022 年 3 月 PRO 店自动排班系统上线，精细化的工时安排缩减用工成本，22Q2 员工成本率显著下降。此外，PRO 店较标准店在烘焙区减少了用工量，标准店转化为 PRO 店亦有助于降低员工成本。在员工成本率上，公司短期目标是维持在 20%以内，总体来看，随自动化设备/系统的广泛应用，员工成本仍有进一步改善空间。材料成本率 34.5%/yoy-0.6pct，受益于供应链优化小幅下降，该项公司短期目标控制在 35%以内；租金费用率 15.7%/yoy+1.8pct，该项公司短期目标降至 15%以内。

图13：2018-2022H1 公司集团层面费用率情况 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图14：21H1 与 22H1 单店模型费用率对比 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：奈雪自动制茶机



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.4 RTD 产品 SKU 数增加，上半年营收增速亮眼

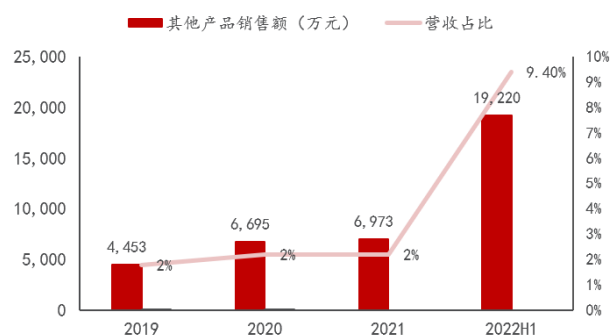
加强渠道铺设，展望未来发展。22H1 年公司推出“果汁乌龙茶”和“无糖好茶”两个系列的瓶装饮料，售价分别为 8 元/500ml 和 7 元/500ml，较公司原有的“气泡水”系列 5 元/500ml 价位更高。公司总部针对 RTD 产品搭建独立的团队进行管理，目前该团队处扩充阶段，一定程度上解释前文提及的集团层面人力费用率小幅提升。上半年公司加强 RTD 产品的渠道铺设，已与各大商超、便利店等取得合作，线上同步售卖，前期因渠道铺设费用，公司预计该业务今年将亏损。管理层看好 RTD 未来的发展，RTD 产品有助于拓展新的消费场景、增加便利度提升消费体验，同时 RTD 产品身处百花齐放的长牛赛道，市场空间广阔，塑造出产品的核心竞争力即可分得市场一杯羹，长期来看有望成为公司的第二增长曲线。

图16：2022 奈雪的茶 RTD 新产品



资料来源：奈雪的茶小程序，民生证券研究院

图17：奈雪的茶其他产品销售额（万元）和占比情况



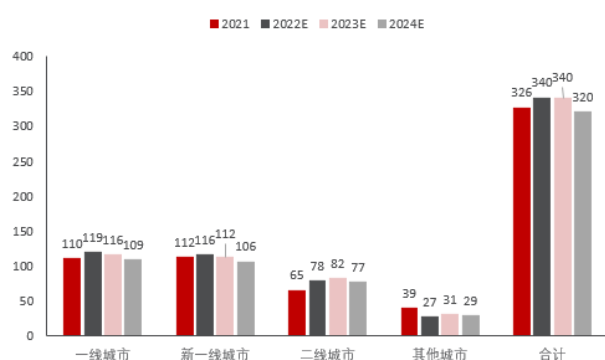
资料来源：wind，民生证券研究院

2 盈利预测与投资建议

2.1 盈利预测假设与业务拆分

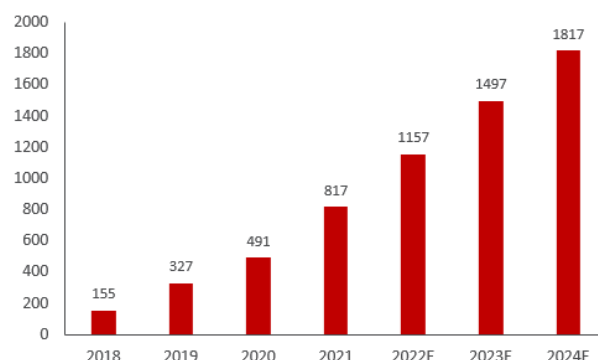
开店假设：根据公司公告，公司计划于 2022 年净开 350 家茶饮店，参考公司过往开店完成率及市场开店空间，我们假设 22/23/24 年公司净开 340/340/320 家茶饮店，且一线和新一线城市占比略有下降、二线和其他城市占比略有提升，具体而言，一线城市占比分别为 35%/34%/34%，新一线城市占比分别为 34%/33%/33%，二线城市占比分别为 23%/24%/24%，其他城市占比分别为 8%/9%/9%。

图18：奈雪的茶历史及未来预计净开店情况（家）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

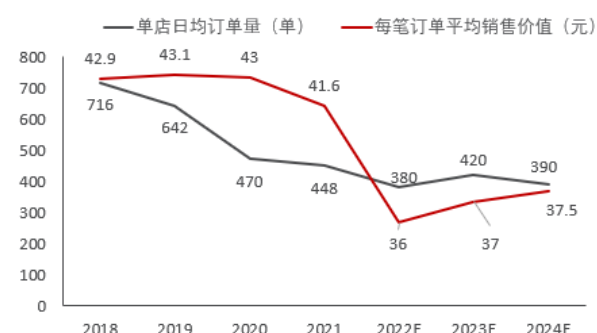
图19：奈雪的茶历史及未来预计门店总数（家）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

经营数据假设：客单价：我们假设随“超值好喝”系列的推出，2022 年客单价下降，随疫后消费环境改善 2023 年客单价略有回升。单店日均订单量：我们假设由于 2022 年疫情影响单店日均订单量回调，2023 年随疫情退散单店日均订单量回升，但由于加密策略的影响 2024 年单店日均订单量有所下降。据此，我们预计 2022-2024 年单店日销分别为 1.37 万元/1.55 万元/1.46 万元。

图20：奈雪的茶历史及未来预计客单价&单店日均订单量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：奈雪的茶历史及未来预计单店日销（千元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

测算结果:根据上述测算,我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 55.86 亿元/81.55 亿元/95.22 亿元, YoY 分别为 30%/46%/17%; 公司归母净利润为-2.54 亿元/2.45 亿元/4.80 亿元, YoY 分别为 94%/196%/96%, 对应 23/24 年 PE 分别为 44 x/22 x。

表2: 奈雪的茶盈利预测及费用项假设

单位: 千元	2018	2019	2020	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
主营收入	1,086,826	2,501,510	3,057,169	4,296,618	2,044,947	5,585,785	8,155,397	9,521,658
yoy		130%	21%	41%	-52%	30%	46%	17%
分品类								
现制茶饮	790,944	1,824,177	2,322,849	3,186,988	1,472,141	4,133,481	6,279,656	7,331,676
占比	72.8%	72.9%	76.0%	74.2%	72.0%	74.0%	77.0%	77.0%
烘焙产品	295,882	677,333	667,384	940,054	380,610	893,726	897,094	952,166
占比	24.5%	25.3%	21.8%	21.9%	18.6%	16.0%	11.0%	10.0%
其他产品	29,587	44,525	66,948	169,576	192,196	558,579	978,648	1,237,816
	2.7%	1.8%	2.2%	3.9%	9.4%	10.0%	12.0%	13.0%
分品牌								
奈雪的茶	909,539	2,291,459	2,870,888	4,067,298	1,878,033	5,186,803	7,562,974	8,896,512
yoy		152%	25%	42%	-6%	28%	46%	18%
台盖	155,741	185,207	152,981	141,489	43,722	139,642	138,645	180,320
yoy		19%	-17%	-8%	-44%	-1%	-0.7%	30.1%
其他	21,546	24,844	33,300	87,831	123,192	259,340	453,778	444,826
yoy		15%	34%	164%	194%	195%	75%	-2%
其他收入	2,526	5,604	205,951	27,339	64,100	184,331	106,020	28,565
总收入	1,089,352	2,507,114	3,164,476	4,323,957	2,109,047	5,770,116	8,261,417	9,550,223
yoy						33%	43%	16%
主营业务毛利润	702,876	1,585,857	1,844,930	2,895,944	1,396,582	3,716,335	5,415,591	6,296,101
毛利率	65%	64%	62%	67%	68%	67%	66%	66%
员工成本	31%	29%	30%	33%	35%	32%	30%	28%
使用权资产折旧 (租金)	11%	10%	12%	10%	11%	10%	9%	8%
其他租金及相关开支 (租金)	7%	5%	3%	5%	5%	5%	3%	3%
其他资产的折旧及摊销	4%	3%	5%	5%	6%	5%	4%	4%
广告及推广开支	4%	3%	3%	2%	4%	4%	2%	2%
配送服务费	1%	2%	5%	3%	8%	8%	7%	6%
水电开支	2%	2%	2%	6%	3%	3%	2%	2%
物流及仓储费	1%	2%	2%	2%	3%	3%	2%	2%
主营业务经营利润	43,404	130,334	-2,006	82,472	-115,236	-165,786	644,684	1,106,797
经营利润率	4.0%	5.2%	-0.1%	1.9%	-5.6%	-3.0%	7.9%	11.6%
净利润	-69,729	-39,680	-203,314	-4,525,524	-139,740	-254,209	244,968	480,177
yoy		43%	-412%	-2126%	97%	94%	196%	96%
净利润率	-6.4%	-1.6%	-6.2%	-104.7%	-6.6%	-4.4%	3.0%	5.0%

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

2.2 估值分析

PSG 估值：受疫情影响公司目前处亏损状态，故采用 PSG 法进行估值，公司主营业务为现制茶饮，选取受疫情影响同处亏损状态的线下连锁餐饮公司海底捞、九毛九、海伦司，及中国最大的餐饮企业百胜中国作为可比公司，上述公司 PSG-2022E 均值为 0.17，奈雪的茶 PSG-2022E 为 0.08，处于合理范围内，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

表3：可比公司 PSG 数据对比

股票代码	公司简称	股价 (元)	每股营收 (元)				市销率				22 营收	21-23 营	PSG-
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	增速	收复合增速	
6862.HK	海底捞	14.70	7.38	7.41	9.21	10.66	2.0	2.0	1.6	1.4	0.5%	8%	0.26
9922.HK	九毛九	13.38	2.90	3.66	5.72	7.59	4.6	3.7	2.3	1.8	26.2%	25%	0.14
9869.HK	海伦司	9.80	1.45	2.76	4.69	6.76	6.8	3.6	2.1	1.5	90.6%	48%	0.07
9987.HK	百胜中国	343.82	149.29	170.71	195.24	212.86	2.3	2.0	1.8	1.6	14.4%	9%	0.22
可比公司平均 (算数平均)		95.43	-	-	-	-	-	-	-	-	10.9%	10%	0.17
2150.HK	奈雪的茶	6.26	2.50	3.25	4.74	5.54	2.5	1.9	1.3	1.1	30.0%	24%	0.08

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 09 月 09 日收盘价，汇率 1HKD=0.87RMB，除奈雪的茶外其余公司 22E-24E 每股营收采用 Wind 一致预期的营收数据进行计算）

2.3 投资建议

上半年受疫情扰动，公司门店经营承压，但展店仍稳步推进，重点发力高线城市，同时积极采取自动制茶机、自动排班系统、标准店转型等降本增效的措施，优化单店员工成本取得成效。此外，公司推出无糖好茶、果汁乌龙茶丰富 RTD 产品 SKU 数，上半年营收增速亮眼。随疫后茶饮市场复苏，看好公司作为国内茶饮唯一上市公司优先享受量增红利，同时期待公司潜修内功“降本增效+RTD 业务发力”释放能量对盈利水平的改善。我们预计 22/23/24 年公司实现归母净利润-2.54 亿元/2.45 亿元/4.80 亿元，对应 23/24 年 PE 分别为 44 x/22 x，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

3 风险提示

- 1) **行业竞争加剧的风险。**公司采取低价策略辐射更多客群, 但中端茶饮市场、RTD 市场竞争较为激烈。
- 2) **人工成本优化不及预期。**公司可能无法按时完成自动制茶机在全国范围内的使用, 同时可能由于员工对自动化设备不熟练反而降低运营效率。
- 3) **门店扩张不及预期。**受疫情扰动, 公司拓店计划可能无法按时完成。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,297	5,586	8,155	9,522
营业成本	1,401	1,869	2,740	3,226
销售费用	113	218	261	276
管理费用	2,702	3,879	5,002	5,659
财务费用	71	39	43	37
营业利润	2,429	-460	30	275
利润总额	-4,530	-460	30	275
净利润	-4,526	-459	28	263
少数股东损益	-1	-205	-217	-217
归属母公司净利润	-4,525	-254	245	480
EBITDA	624	274	813	1,131
EPS (元)	-2.64	-0.15	0.14	0.28

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,671	4,951	5,738	6,267
现金	4,053	3,711	4,344	4,378
应收账款	3	1	5	2
存货	174	231	199	301
其他	441	1,008	1,189	1,586
非流动资产	2,658	2,583	3,124	3,013
固定资产	801	827	1,037	1,056
无形资产	1,314	1,414	1,544	1,654
其他	542	342	543	302
资产总计	7,328	7,533	8,862	9,280
流动负债	1,330	1,994	3,294	3,449
短期借款	0	0	0	0
应付账款	289	646	1,181	969
其他	1,041	1,348	2,113	2,480
非流动负债	1,055	1,055	1,055	1,055
其他	1,055	1,055	1,055	1,055
负债合计	2,385	3,049	4,349	4,504
少数股东权益	-1	-206	-423	-640
股本	1	1	1	1
留存收益和资本公积	4,944	4,690	4,935	5,415
归属母公司股东权益	4,944	4,690	4,935	5,415
负债和股东权益	7,328	7,533	8,862	9,280

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	40.54%	30.00%	46.00%	16.75%
营业利润	-10.33%	-118.93%	-106.53%	815.08%
归属母公司净利润	-2141.3%	94.38%	196.36%	96.02%
获利能力				
毛利率	67.90%	66.53%	66.41%	66.12%
净利率	-105.33%	-8.22%	0.35%	2.76%
ROE	-91.51%	-5.42%	4.96%	8.87%
ROIC	0.00%	-8.47%	3.20%	7.24%
偿债能力				
资产负债率	32.54%	40.48%	49.08%	48.54%
净负债比率	-81.98%	-82.74%	-96.26%	-91.66%
流动比率	3.51	2.48	1.74	1.82
速动比率	3.34	2.35	1.66	1.71
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.75	0.99	1.05
应收账款周转率	2,405.72	2,983.40	2,694.56	2,838.98
应付账款周转率	5.44	4.00	3.00	3.00
每股指标 (元)				
每股收益	-2.64	-0.15	0.14	0.28
每股经营现金	0.30	0.10	1.09	0.40
每股净资产	2.88	2.73	2.88	3.16
估值比率				
P/E	-	-	44	22

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	506	175	1,873	680
净利润	-4,525	-254	245	480
折旧摊销	624	654	660	770
少数股东权益	-1	-205	-217	-217
营运资金变动及其他	4,407	-20	1,184	-352
投资活动现金流	-795	-438	-1,159	-567
资本支出	-749	-780	-1,000	-900
其他投资	-46	342	-159	333
筹资活动现金流	3,892	-80	-80	-80
借款增加	-936	0	0	0
普通股增加	5,223	0	0	0
已付股利	0	-80	-80	-80
其他	-395	0	0	0
现金净增加额	3,551	-342	634	33

插图目录

图 1: 2018-2022H1 收入 (亿元) 及增速	3
图 2: 2018-2022H1 归母净利润 (亿元) 及增速	3
图 3: 奈雪的茶、台盖门店经营利润率 (%)	3
图 4: 2018-2022H1 公司各产品占比情况	3
图 5: 奈雪的茶注册会员数&活跃会员数 (万人)	4
图 6: 2022H1 与 2021H1 奈雪的茶结算渠道占比情况对比	4
图 7: 2018-2022H1 奈雪的茶门店总数 (家)	5
图 8: 2019-2022H1 奈雪的茶净开分布情况 (个)	5
图 9: 奈雪的茶门店分布占比情况	5
图 10: 2018-2022H1 奈雪的茶客单价 (元)	5
图 11: 22H1 全部门店分区域数目、日销、经营利润率情况	5
图 12: 22H1 与 21H1 同店分区域日销&经营利润率对比	5
图 13: 2018-2022H1 公司集团层面费用率情况 (%)	6
图 14: 21H1 与 22H1 单店模型费用率对比 (%)	6
图 15: 奈雪自动制茶机	7
图 16: 2022 奈雪的茶 RTD 新产品	7
图 17: 奈雪的茶其他产品销售额 (万元) 和占比情况	7
图 18: 奈雪的茶历史及未来预计净开店情况 (家)	8
图 19: 奈雪的茶历史及未来预计门店总数 (家)	8
图 20: 奈雪的茶历史及未来预计客单价&单店日均订单量	8
图 21: 奈雪的茶历史及未来预计单店日销 (千元)	8

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 奈雪部分新老产品对比	6
表 2: 奈雪的茶盈利预测及费用项假设	9
表 3: 可比公司 PSG 数据对比	10
公司财务报表数据预测汇总	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026