

2023年6月21日

奈雪的茶 (2150.HK)

首次覆盖

证券研究报告

食品饮料

高端奶茶龙头，加快扩张步伐

奈雪的茶 (2150.HK) 是中国领先的高端现制茶饮连锁品牌。公司通过高端茶饮定位、社交空间打造形成差异化竞争。截至23年5月，公司门店总数达到1148家，领跑高端现制茶饮市场。20/21/22年公司营业收入分别为30.6/43.0/42.9亿人民币，扣除优先股影响的净利润分别为-2.0/-1.4/-4.7亿元。受到疫情影响，公司收入、利润端有所承压，但在疫情期间一直保持开店同时致力于降本增效，门店改造升级，强化自动化运营模式，经营成本有效下降，效率不断提高，单店模型不断得到优化。疫情结束后门店营收快速反弹，全年有望实现盈利。我们认为公司正处于高景气成长阶段，23年业绩将获得快速恢复，远期来看成长空间大。我们预期23/24/25年公司净利润达到2.8/5.3/8.1亿，对应EPS为0.18/0.35/0.53港元。首次覆盖给予“买入”评级。我们综合考虑可比公司和DCF的估值，给予目标价至8.4港元，较最新收盘价有40%的上升空间。

报告摘要

疫情影响营收，但今年盈利可期。21年之前，公司实现了高速增长，收入从18年的10.9亿人民币增长至21年的43.0亿元，年化复合增长58.1%。门店由18年的155家增长至22年的1068家，年化复合增长62.0%。20/21/22年公司收入为30.6/43.0/42.9亿元，同比增长22.2%/40.5%/-0.1%；扣除优先股影响的净利润为-2.0/-1.4/-4.7亿元。随着疫情的结束，公司表示今年一季度已经实现扭亏为盈，全年盈利可期。

公司定位高端茶饮，单店模型持续优化。1) 差异化竞争，打造奶茶社交空间，空间是奈雪的特色产品，门店面积大多在80-200平方米，覆盖商圈、高级写字楼与住宅区。奈雪在不同场所为消费者提供装修精致的交流空间，强化奶茶店的社交属性，与其它竞争者形成差异。2) 灵活定价，增大用户群体，疫情导致消费者消费意愿和能力发生变化，公司通过对产品的规格和成分进行调整，从原高价位产品中顺势演变出中低价位产品，迎合更多消费者的选择，扩大用户群体。3) 一二线城市加密，建立品牌影响力，公司定位高端茶饮，因而门店选址主要集中在一二线城市以保证稳定的客流量。截至23年12月公司共开设1068家门店，其中一二线门店共972家，占比为91%。基于现良好的财务状况和资金条件，公司坚持在现有一二线城市进一步加大门店密度，以此增大品牌影响力，培养消费者的消费习惯，从而推动门店经营利润率提升。4) 降本增效，单店模型改善，门店移除烘焙区，采用中央厨房统一制作烘焙产品并配送到各门店的形式，直接去除门店所需的烘焙面积和烘焙师，单店经营成本得到有效降低。其次，公司大力推进数字化、自动化运营模式，自创自动制茶系统等，在降低对员工技能的要求，减少员工人数的同时增加产品的标准化程度，提高门店的经营效率。

现制茶饮市场空间广阔，行业头部效应明显。中国现制茶饮市场规模从2017年的422亿人民币增长至2021年的1003亿元，年复合增长率达24.2%。疫情期间行业受到打击，但预期疫情之后，市场规模有望快速恢复，并在2024年超过1700亿元。由于进入壁垒低，现制茶饮行业玩家多且竞争十分激烈。但头部品牌如蜜雪冰城、喜茶和奈雪，依靠在培养消费者习惯和门店扩张上的累积优势，已脱颖而出，形成有效的竞争壁垒，继续在各自赛道中领跑市场。

综合来看，我们认为公司正处于高景气成长阶段，23年业绩将获得快速恢复，远期来看成长空间大。我们预期23/24/25年公司净利润达到2.8/5.3/8.1亿，对应EPS为0.18/0.35/0.53港元。首次覆盖给予“买入”评级。我们综合考虑可比公司和DCF的估值，给予目标价至8.4港元，较最新收盘价有40%的上升空间。

风险提示：行业竞争加剧，成本上涨压力，消费不及预期，食品安全问题

人民币百万	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,057	4,297	4,292	6,991	10,227	14,002
增长率(%)		40.54%	-0.12%	62.91%	46.29%	36.91%
净利润	-203	-4,526	-472	282	534	814
增长率(%)		N/A	N/A	N/A	88.92%	52.53%
毛利率(%)	62.08%	67.40%	67.00%	67.00%	67.00%	67.00%
净利润率(%)	-6.65%	-105.33%	-11.00%	4.04%	5.22%	5.81%
每股收益(港元)	-0.13	-2.93	-0.30	0.18	0.35	0.53
每股净资产(港元)	-0.27	3.20	3.09	3.27	3.62	4.14
市盈率	N/A	N/A	N/A	32.8	17.4	11.4
市净率	N/A	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5
净资产收益率(%)	N/A	N/A	N/A	5.76%	10.04%	13.59%

数据来源：Wind 资讯，安信国际预测

投资评级：

买入

目标价格：

8.4 港元

现价(2023-6-21)：

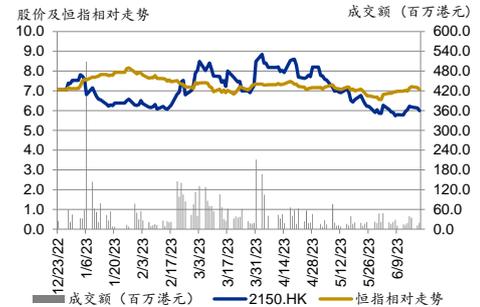
5.84 港元

总市值(百万港元)	10,290.76
流通市值(百万港元)	10,290.76
总股本(百万股)	1,715.13
流通股本(百万股)	1,715.13
12个月低/高(港元)	5.6/9.1
平均成交(百万港元)	34.43

股东结构(截止2022-12-31)

林心控股	56.98%
天图资本	11.09%
PAGAC Nebula	5.28%
员工持股平台	5.25%
其他股东	21.40%
总计	100.00%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-9.34	-22.44	1.45
绝对收益	-8.54	-20.63	-5.51

数据来源：wind、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

Gaoying2@essence.com.cn



目录

1	奈雪的茶：高端茶饮头部企业	3
1.1	公司简介	3
1.2	股权结构	3
1.3	历史发展	3
1.4	经营概况	4
2	公司投资亮点	5
2.1	差异化竞争，打造奶茶社交空间	5
2.2	灵活定价，增大用户群体	6
2.3	聚焦一二线城市，建立品牌影响力	7
2.4	供应链逐步改善	9
2.5	降本增效，单店模型改善	9
2.6	发力 RTD 市场，推出爆款“鸭屎香柠檬茶”	11
3	行业：茶文化步入新时代，迸发新活力	12
3.1	新式现制茶饮：契合当代消费需求，助力茶市场高速增长	12
3.2	现制茶饮：赛道竞争激烈，头部效应明显	12
3.3	即饮茶：低糖化趋势明显，多品牌角逐布局	15
4	公司财务分析	16
5	盈利预测及估值	18
5.1	财务报表预测	18
5.2	估值分析	20
6	风险提示	21

1 奈雪的茶：高端茶饮头部企业

1.1 公司简介

奈雪的茶（2150.HK）是中国领先的高端现制茶饮连锁品牌公司。公司定位高端茶饮，并开创了奶茶配软欧包的双品类模式。开设大门店，采取与其他奶茶品牌差异化的竞争，为顾客提供悠闲的社交空间。公司在过去几年实现了门店数量的快速增长，截至23年5月，门店总数达到1148家。受到疫情的影响，公司收入、利润端有所承压，20/21/22年公司营业收入分别为30.6/43.0/42.9亿元，扣除优先股影响的净利润分别为-2.0/-1.4/-4.7亿元。但公司一直保持稳健的开店步伐，22年跨越千店门槛。考虑疫情后消费呈现趋势好转以及23年下半年为销售旺季，公司业绩有望迎来较大弹性的恢复。

图表 1：奈雪 PRO 门店

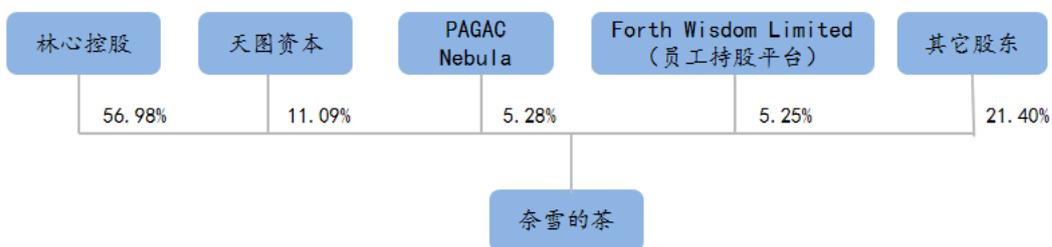


资料来源：公开资料，安信国际

1.2 股权结构

创始人持股比例高，股权相对集中。创始人赵林先生与彭心女生为夫妻关系，两人分别最终以50%的股份持股林心控股。截至2022年12月31日，其二人通过林心控股共持有公司56.98%的股份，是公司的实际控制人，公司股权相对集中。Forth Wisdom Limited为本公司股权激励计划的境外员工激励平台，持股比例为5.25%。

图表 2：公司股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）



资料来源：公司资料，安信国际

1.3 历史发展

公司自深圳起家，2017年获得天图资本A轮投资，在资本加持下进行了快速扩张，18年门店数量突破100家，随后18年11月、20年4月和20年12月再次进行大额融资，21年成功在港上市，公司通过一系列融资措施充实资本金，进而得以持续快速拓店，开发新品，增大营收。

2020年公司首次在海外开设门店，并基于行业以及市场状况开设PRO店（不带烘焙区），在继续开

拓门店，抢占市场份额的同时，减少门店租金等成本；2021年，公司坚持加密战略，在高线城市优质点位开设门店，继续培养消费习惯。同时公司通过加大热饮研发和推广力度、适当提升营销声量等措施进一步推动营收快速增长，例如推出“霸气玉油柑”、“鸭屎香宝藏茶”等被热捧的现象级新品；2022年，为克服疫情带来的巨大挑战，公司从收入和成本端同时做出努力。一方面，公司坚持在优质点位开店，并在确保毛利率稳定的同时，推出低价位新品以提供给消费者多样化的选择，企稳营收。另一方面，公司全面推进自动化设备，建立自研自动排班系统、自动制茶设备等数字化系统，降低成本刚性。因此在极富挑战性的环境下，公司仍能维持门店单店模型相对稳定，并为疫情结束后迅速恢复盈利打下坚实的基础。再者，为进一步提升公司品牌多样性，降低公司在门店拓展及运营方面的成本，优化行业竞争环境，公司于2022年12月公告投资乐乐茶43.64%股权，并将于2023年上半年完成该收购；2023年，根据管理层介绍，公司将在全年新开店约600家，并努力实现门店经营利润率达20%的业绩目标。

图表 3：公司发展历程

时间	里程碑
2014.05	公司前身深圳品道管理成立
2015.11	在深圳开设首间奈雪的茶茶饮店
2017.01	与北京天图及成都天图签订A轮境内融资7000万人民币，“阿里山初露”获2017年台湾冬茶比赛头等奖
2017.08	A+轮境内融资2200万人民币
2017.11	奈雪的茶茶饮店网络开始在广东省外扩张，入驻北、上等主要城市
2018.09	奈雪的茶茶饮店联营超过100间，子品牌台盖茶饮店超过50间
2018.11	与天图东峰、天图兴南、天图兴鹏签订B-1轮境内融资3亿元人民币
2019.09	奈雪的茶会员体系问世
2019.11	于深圳开设首家奈雪梦工厂，于香港开设首间奈雪的茶茶饮店
2020.04	B-2轮成功融资2亿元人民币
2020.06	B-2轮成功融资500万美元
2020.07	开拓国际版图，于日本大阪开设首间奈雪的茶茶饮店
2020.11	于深圳开设首批两家奈雪PRO茶饮店，于双十一电商节线上零售奈雪的茶产品礼盒
2020.12	C轮成功融资1亿美元
2021.06	在港交所挂牌上市
2022.08	“奈雪生活”全球首店正式启航，公司携16个品牌打造共创生活平台
2022.10	全面推进自动化设备
2022.12	收购乐乐茶43.64%股权
2023	公司给出全年开设新店600家，全面门店利润率20%的业绩目标

资料

来源：公司招股书、年报，安信国际

1.4 经营概况

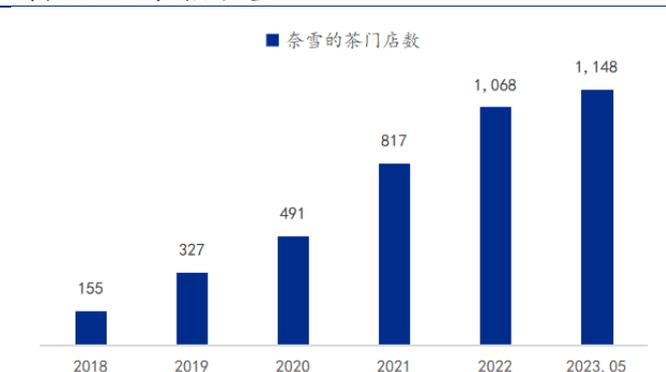
疫情导致行业整体业绩承压，静待 23 年下半年边际改善。20/21/22 公司收入为 30.6/43.0/42.9 亿元，同比增长 22.2%/40.5%/-0.1%。在 21 年之前，公司实现了高速增长，从 18 年的 10.9 亿收入增长至 21 年的 43.0 亿，年化复合增长 58.1%。收入的快速增长主要由门店的快速扩张带来。公司门店数量由 18 年的 155 家增长至 23 年 5 月的 1148 家。22 年受宏观环境影响，消费者收入下降或增速放缓，其消费可选消费品的能力和意愿下降。因此公司采取推出价格较低的新品以帮助消费者更轻松购买的策略，并且坚持在现有的一线、新一线和重点二线城市进一步扩张茶饮店网络以提高市场渗透率，在 22 年新增了 251 间奈雪茶饮店。受益于新品的推出以及门店扩张，22 年公司营收端得以企稳。23 年疫后边际消费存在改善机会，公司营收端将有望迎来迅速增长。

图表 4：收入及增速



资料来源：公司资料，安信国际

图表 5：公司门店数量

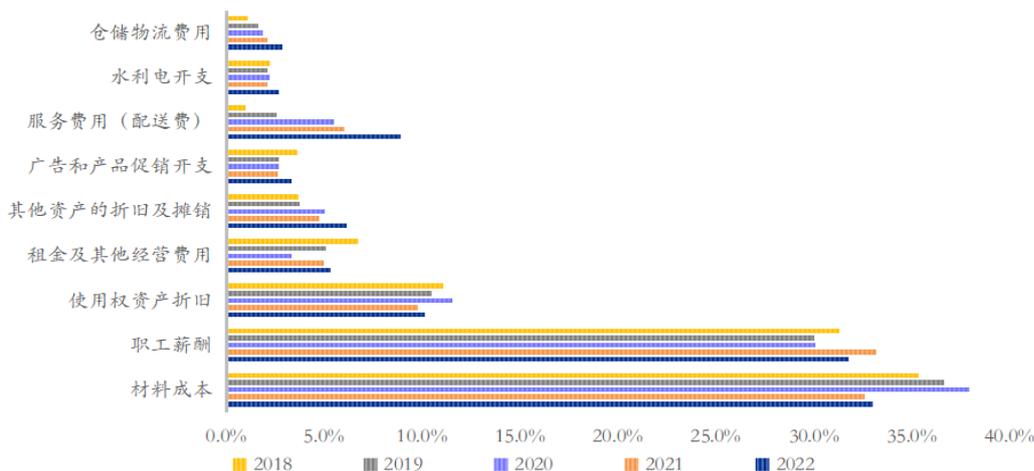


资料来源：公司资料，安信国际

公司费用控制维持良好态势,自动化进程助力人力成本下降。2022年,公司主要费用率较为稳定,由于大力推进自动化设备,人力成本呈现改善趋势,占比从2021年33.0%下降为2022年31.7%。其它费用方面,服务费用(第三方配送费)增长明显,主要是外卖订单占比增加所致。

经营利润有所下降,但仍保持较强韧性。受疫情影响以及公司扩张需求,经营利润率从2021年14.5%下降为2022年的11.8%,但仍维持在10%以上的水平。2023年,在门店密集度增加的基础上,随着疫情消退,消费环境的改变,线下客流的修复有望拉高公司收入,门店经营利润率将逐步提升。在净利润层面,截至2022年,公司尚未实现盈利的目标,主要原因在于不断开店导致的前期成本大,疫情因素导致营收增长乏力以及其它新业务如瓶装饮料等尚未盈利。

图表 6: 2018-2022 年公司主要成本占收入比例情况



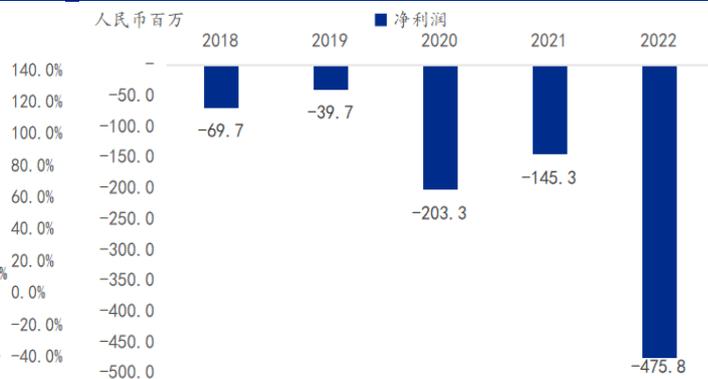
资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 7: 公司门店经营利润表现



资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 8: 公司净利润表现



资料来源: 公司资料, 安信国际; *注: 2021 年为调整金融资产公允价值后的净利润

2 公司投资亮点

2.1 差异化竞争, 打造奶茶社交空间

公司的成功离不开对于目标群体的精准定位,打造“年轻人的聚会空间”,有针对性的门店布局和产品供应,打造线下社交场景。与其它奶茶品牌不同,公司高度重视客户茶饮体验,除了创意茶饮产品的研发之外,还积极为消费者打造社交空间。奈雪坚持大店模式,PRO店面积在80-200平方米,门店装修精致,设有大量桌椅,为顾客提供了一个中式茶饮社交场所,这是奈雪门店区别于其他奶茶店的一个重要元素。其次,门店选址从原有的商圈,延伸到高级写字楼和高密度住宅社区,覆盖更广泛和深入的消费场景。奈雪在不同的场所为消费者提供了交流空间,社交的属性被进一步强化。

空间是公司的核心特色产品。奈雪在店面设计、装修中强调搭配艺术元素,呈现了品质文化的风格。

格，为年轻一代茶饮客户提供了高端舒适的空间。与此同时，奈雪也致力于为消费者创造新的空间美学体验。除了基本的门店之外，奈雪也打造了“奈雪生活”空间体验馆，与 10 个不同类别的品牌一起为消费者提供集烘焙茶饮、阅读空间、花艺、简餐等于一体的艺文社交空间；跨界酒水行业，开设“奈雪酒屋-Bla Bla Bar”，切入年轻人夜生活社交场景等。以空间为出发点，奈雪围绕“视觉”做了一系列动作，用不同的空间场所满足消费者不同的社交需求。多场景多触点切入消费者，不断扩大消费人群，而这也是奈雪在竞争激烈的现制茶饮行业独树一帜的品牌营销策略。

图表 9：奈雪门店



资料来源：百度，安信国际

图表 10：奈雪酒馆



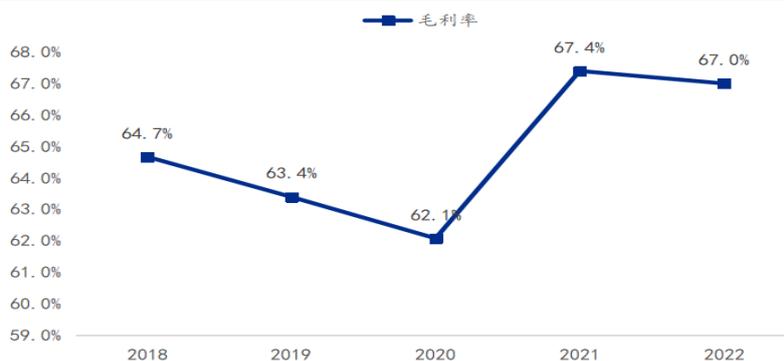
资料来源：百度，安信国际

2.2 灵活定价，增大用户群体

疫情导致宏观环境承压，公司顺势推出中低价位产品，以价换量，扩大用户群体，增加客户购买率。疫情导致消费者消费意愿和能力出现一定变化。对此，公司一方面推出低价位的新品如 9 元的金牡丹纯茶饮品，一方面在多个原有系列产品中，通过对规格和成分进行调整，推出了中低价位产品。例如公司在经典霸气芝士鲜果茶系列中，通过去掉芝士奶盖，并且减少规格到 500ML，形成售价为 19 元的轻松霸气系列产品；在纯茶系列中，也推出仅 11 元不带芝士奶盖的产品；在牛乳奶茶系列中，去掉奶油雪顶，推出 16 元的产品等。公司通过“同一种材料打造两个 SKU”的降价方式，不仅为消费者提供了更多价格选择，同时也减少其对公司毛利率的影响。

根据《2020-2021 中式新茶饮行业发展报告》显示，2021 年我国新式茶饮单价 20 元以下市场占比超 80%，市场主要还是以中低端茶饮为主。因此，从市场规模的角度看，中低价系列产品的推出能够实现以价换量，使得公司的用户群体从仅高端茶饮客户扩大到高端与中端茶饮客户兼并，更大开拓了公司的市场规模。而从行业竞争者的角度看，公司主要竞争对手——喜茶也同样采取了相似的措施。因而中低价位的产品推出能够帮助公司在顺应消费者消费习惯，巩固一二线城市的基本面，盘活和做大存量市场的同时，更好积极应对行业竞争。中低价位产品也为进入三四线城市等下沉市场提供了保障。

图表 11：2018-2022 年公司毛利率情况



资料来源：公司资料，安信国际

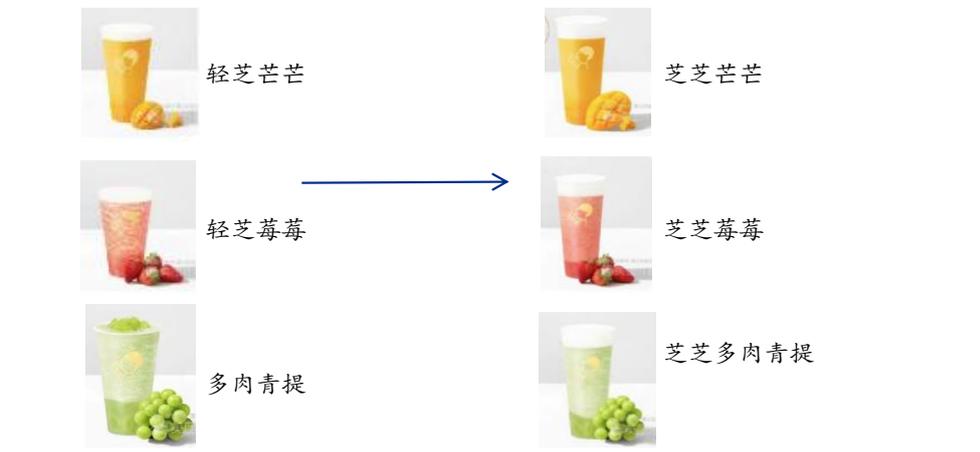
图表 12: 奈雪霸气鲜果茶、纯茶、牛乳奶茶系列产品价位展示



资料来源: 美团, 安信国际

图表 13: 喜茶经典果茶系列现分为低价位与高价位两种系列产品

轻芝士果茶: 500ML, 轻芝士, 19元 经典芝士果茶: 650ML, 厚芝士, 28元



资料来源: 美团, 安信国际

2.3 聚焦一二线城市, 建立品牌影响力

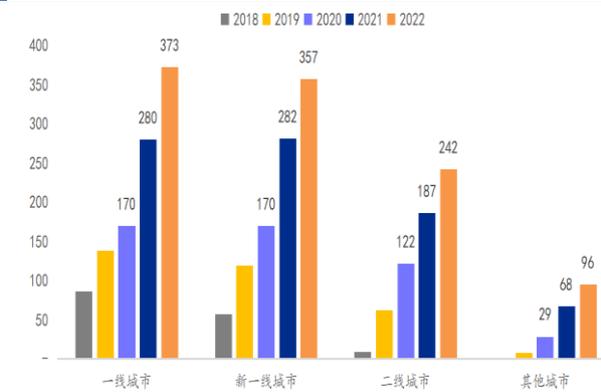
由于奈雪的茶定位高端茶饮, 公司选址主要集中在经济比较活跃的一二线城市以保证稳定的客流量, 潜在客户的可及性及便利性。20~22 年即使有疫情的影响, 公司仍能保持一定的扩店速度, 且主要在一二线布局点位。截至 2022 年 12 月 31 日, 公司在 89 个城市拥有 1,068 间自营茶饮店, 同比增长 30.7%。其中, 一线城市数量占比最多, 共有 373 家, 同比增长 33.2%; 新一线城市共有 357 家, 同比增长 26.6%; 二线城市共有 242 家, 同比增长 29.4%; 三四线与其它城市共有 96 家, 同比增长 41.2%。公司能够持续扩店的主要原因是: 1) 公司目前资金充沛, 现金流足够支撑开店及支撑困难环境下的损失; 2) 公司在降本增效上做出大量努力, 成本端能够有效下降, 释放利润; 3) 受疫情影响, 商圈租金下降, 优质点位空出, 逆势开店有利于公司加大谈判能力以较低成本增加门店。我们认为在疫情恢复, 消费复苏后, 受益于门店的扩张, 公司业绩恢复弹性会更大。

目前, 公司仍坚持继续在一二线城市加密的扩店战略, 意图进一步扩张门店网络并提高市场渗透率, 以期培养和巩固消费者对高端现制茶饮的消费习惯。从公司角度看, 在奈雪的茶门店新进入一个新市场时, 受益于奈雪强大的品牌势能, 通常会吸引来自于周边社区以外的客户流量, 从而经历“开业客户流量”及更高的销量。然而, 在门店密度达到合理水准之前, 由于总体门店相对稀疏, 难以培养客户消费习惯, 单店日销售额将逐步下降; 同时, 由于持续拓张, 新开门店占比相对更高, 但该市场原有门店仍需招募人员, 因此对原有门店经营利润率造成压力。随着经营时间增长, 以及门店密度逐步增加到合理水准, 消费者在该市场的消费习惯将逐步形成, 加之新开门店占比逐渐下降, 该市场平均单店日销售额将逐步走向平稳, 并且门店经营利润率水准将逐渐

提升。目前深圳、广州及西安等城市已经显示出门店数越密，消费习惯反而更稳，甚至可以增加消费品质的趋势，从公司披露该等城市的同店营收、经营利润率情况可以得到相应的验证（22年数据除外）。而无论是对比竞争对手同行喜茶还是对标高端咖啡品牌星巴克，奈雪在某些一二线城市的门店数还是少于这两者。例如在一线城市上海与北京的门店数，奈雪低于喜茶，更是远低于星巴克；在新一线城市西安与武汉的点位数上，奈雪也与星巴克有一定差距。因此，公司坚持在现有市场进一步加大门店密度，以此培养消费者对品牌的依赖度，从而推动门店经营利润率的稳定。

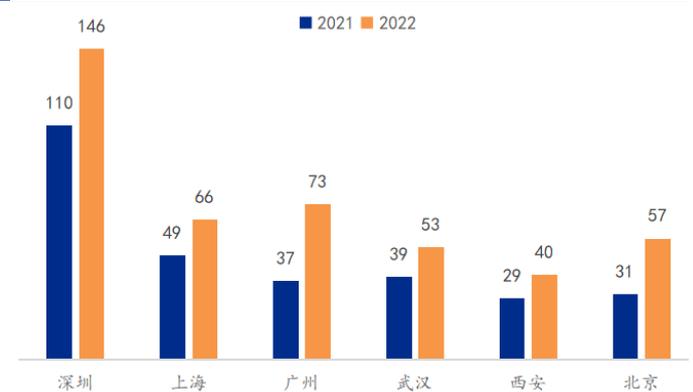
从行业角度看，下沉市场的内卷战渐趋激烈，开拓该市场也需更谨慎。在门店数方面，红餐大数据显示，2022年，三线及以下城市的茶饮门店数占比超半数，达50.8%，其中三线城市的茶饮门店数占比达23.4%，相较21年上升了1.8%。在品牌方面，下沉市场本就存在蜜雪冰城、书亦烧仙草、甜啦啦、古茗、益禾堂等强势中低端品牌。根据红餐数据，这些品牌均在2022年持续拓张门店，加速争夺下沉市场。例如2022年8月，蜜雪冰城全面开放全国乡镇加盟申请，拓宽了下沉战略的广度。由此可见三线、四线等下沉市场的茶饮市场竞争激烈，当地已存在相当数量的茶饮门店。因此，对于奈雪等高端品牌来说，开拓下沉市场，不仅需要与中低端品牌展开激烈的竞争，也需要教育已习惯消费中低端品牌的消费者。因而如何选择点位、教育消费者、打造价格带，放开加盟还是直营等都需要公司经过谨慎思考，时间验证，才能够去打磨出恰当的解决方案，进而再加速做下沉拓店。

图表 14：2018-2022 年各线城市门店布局情况



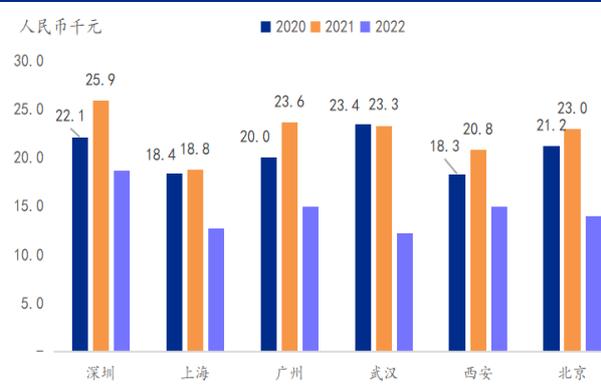
资料来源：公司资料，安信国际

图表 15：2021-2022 年主要城市门店布局情况



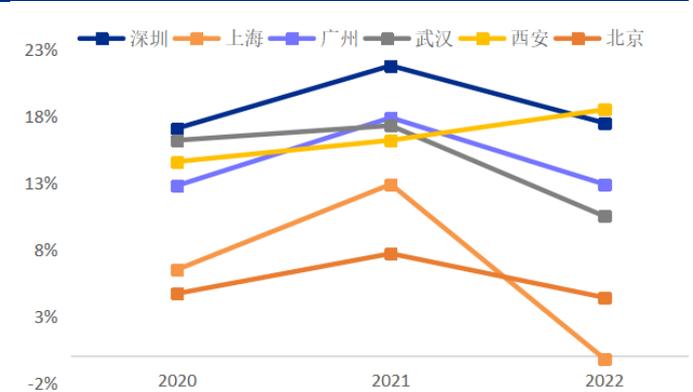
资料来源：公司资料，安信国际；*注，公司只披露 21、22 年数据

图表 16：2020-2022 年主要城市同店营收情况



资料来源：公司资料，安信国际

图表 17：2020-2022 年主要城市同店经营利润率情况



资料来源：公司资料，安信国际

图表 18：截至 2023 年 5 月不同品牌在主要城市的门店分布情况

	奈雪	喜茶	星巴克
深圳	179	106	276
上海	74	104	1025
广州	84	89	262
北京	67	80	492
武汉	66	29	162
西安	42	18	115

资料来源：奈雪数据来源于 2023 年 5 月的投资者关系月度通讯；喜茶数据来源于官网；星巴克数据来源于大众点评、官网等，截止 2023 年 4 月；受转店型和统计时点差异等因素影响，门店数仅供参考，安信国际

图表 19：2023 年全国部分茶饮三线及以下城市门店数 TOP10 品牌

品牌名称	三线及以下城市的门店数 (家)	品牌名称	三线及以下城市的门店数 (家)
蜜雪冰城	13600	甜啦啦	2502
书亦烧仙草	3468	茶百道	2410
古茗茶饮	3015	CoCo都可	1318
益禾堂	2840	无饮良品	1085
沪上阿姨	2706	快乐番薯	1060

资料来源：红餐大数据，安信国际测算

2.4 供应链逐步改善

高端现制茶饮店品牌通常需要供应商能够提供高质量和新鲜的原材料（如若干类型的茶叶及新鲜水果），同时其应季新品的开发也对供应链的及时配合提出了高要求。因而，奈雪始终高度重视供应链管理，强调与供应商建立稳固的业务关系，重视规模经济效益带来的低采购成本，以及不断推进数字化手段以完善供应链管理，确保公司不断改善运营效率。

在原材料供应方面：以投资并购方式深度绑定优质供应商，同时自建果园以获稳定供应。在茶叶供应上，公司与台湾优质茶园建立多年合作关系，直接买断阿里山初露原茶以及制作工艺；在鲜果供应上：公司在云南自建了草莓基地，实现爆品霸气芝士草莓的全年供应；在果汁供应上，公司于 2021 年收购田野股份 4.4% 的股份，成为其第四大股东，从而深度绑定供应商；在咖啡豆的供应上，公司于 2022 年入股具有咖啡烘焙工厂的咖啡品牌 Aokka，并使用该品牌的咖啡供应渠道。公司不断地与供应商建立稳固的业务关系，持续推进建设快速反应的供应链的进程。

在烘焙产品供应方面：建立中央厨房以更节省成本的方式为茶饮店提供产品。公司于 2018 年 9 月开始运营设立在深圳的中央厨房。中央厨房的设立，使得公司制备的食品及原材料选择范围更广，可以为各个门店提供烘焙产品、预制烘焙产品、烘焙产品馅料以及其他零食等。而这些食品将会通过冷链物流，确保在 14 天内从中央厨房派发到全国各地的奈雪茶饮门店。相比于门店的烘焙区，中央厨房能够以更节省成本的方式为茶饮店提供更多丰富且标准的烘焙产品以及零食等，从而提高经营效率。未来，公司寻求在更多城市建立中央厨房以更好支撑业务的扩张。

数字化系统覆盖供应链全过程，提升整体营运效率。公司通过完全自研的 Teacore 系统，在从采购原材料到原材料送到门店的整个过程中均实现了全面的数字化覆盖。同时公司也建立了 C 端点单小程序，因而直接掌握了连接前端消费与后端供应的数据。通过这些数据，公司可以保持对消费者需求的敏感度，预测销量，进而实现更加智能管理库存，确保产品供应到位。而自动化订运货系统的运用也能帮助茶饮店根据库存自动订货，及时为茶饮店合理安排存货，提升营运效益。

2.5 降本增效，单店模型改善

移除门店烘焙区，单店经营成本有效降低。20 年底，公司开始推出奈雪 PRO 门店。相较于以前所开设的标准门店，PRO 门店进行了“精简化”：1) **移除现场烘焙区域，所需门店面积与员工人数下降。**移除烘焙区后，奈雪门店面积从 180-350 平方米下降为 80-200 平米之间，其烘焙产品皆由中央厨房制作。中央厨房将烘焙产品、预制烘焙产品和馅料等通过全冷冻环境分发至全国各地门

店，门店只需要解冻加热、添加辅料，就可以直接售卖。因而采用此“前店后厂”的模式不仅可以减少门店面积，也可减少门店的烘焙师成本，平均员工人数可以从 21 下降到 12 人。而后端中央厨房的建设，也有助于烘焙产品在规模化生产下提高食品标准化程度，把控食品安全质量；2) 同时，由于没有烘焙区域，不需要进行排气，因而店面的选址可以更加灵活。门店现可设在高级写字楼和高密度住宅社区，令消费场景覆盖更广泛和深入，满足人们上下班在不同场所的需求。因此奈雪将标准门店变为“轻量”、“灵活”的 PRO 门店，能够降低经营成本，门店经营利润率也得以提高。根据 2022 年报数据显示，第二类门店（设置在较低等级的购物中心及写字楼、住宅社区等其他位置的 PRO 门店）平均单店日销售额为第一类门店（设置在热门商圈的原标准门店+PRO 门店）的 70% 左右，但其经营利润率则更高为 16.1%。未来奈雪新开的门店均为 PRO 门店，并且现有的标准门店正在陆续转为 PRO 门店，截止 23 年 5 月标准店数量从之前的 400 多家下降至 150 家左右。

图表 20：截至 22 年 12 月，第一类门店与第二类门店经营利润率对比

	门店数目	平均单店日销售额 (千元)	门店经营利润率 (%)
第一类门店 (位于热门商圈的标准门店与 PRO 门店)	827	13.3	12.5
第二类门店 (位于较低等级的购物中心及写字楼、社区等的 PRO 门店)	157	9.5	16.1

资料来源：公司资料，安信国际；*注，经营利润率：由于茶饮店开业当月将有一次性开办费用计入损益（其中包括但不限于：该茶饮店开业前的人力费用等），其门店经营利润率将受到开办费用的显著影响而失去参考意义。本表格所列示之门店经营利润率已排除上述一次性开办费用所带来的影响。

推进门店自动化，门店员工费用下降，效率提升。公司正大力推进数字化、自动化运营模式以求降低门店成本，提高门店效率。

使用自动制茶系统：奈雪的茶产品数量较多，且需要根据顾客需求对冰沙、茶底、甜度、果肉含量及配料进行调整，门店员工学习成自动制茶机推进本较高，且非制茶员工难以制备茶饮，致使门店员工数量较高。而引入公司自主设计的自动制茶系统后，店员只需对固体小料及果肉、制作冰沙进行额外操作，其余例如甜度、茶底的配比等便可以交给制茶机自主完成，机器整体操作时间在 10s 以内。由此，公司对于员工的技能要求下降，员工培训的周期从 3 个月将为 1 个月，所需员工人数也可以有效下降，兼职员工的比例可从 20% 左右提升到 50% 以降低人工成本刚性。同时，制茶机效率高，产品标准化程度得以提升。

自动排班机器：该机器可以结合门店高峰期情况和天气等科学化指数，更精准地安排人事，减轻门店对于有经验的店长依赖性，使得人力成本和店效相匹配，节省整体人力成本。

自动化订运货系统：公司计划进一步优化内库存管理系统，使公司能够智能地预测需求，管理库存，自动订货存货，及时为茶饮店安排存货以限制浪费。

降本增效，单店模型持续优化。整体而言，在 22 年受疫情影响，营业收入同比下降 0.1% 的情况下，奈雪得益于门店的改进以及公司的数字化、自动化运营模式，仍实现了对成本的良好控制和进一步优化：1) 人工成本：总职工薪酬占比从 21 年 33.2% 下降为 22 年 31.7%；门店的人工成本（总职工薪酬-公司总部人工成本）占比从 21 年的 25.3% 下降为 22 年的 22.4%，充分体现了自动化设备所带来的降本效益。2) 使用权资产折旧以及租金及其他经营费用：能够维持在较为稳定的状态。鉴于公司将持续且加强数字化能力，进行精细化管理以及公司不断增强的租金谈判能力，我们认为 23 年公司的单店模型将得到进一步优化，其中人力成本将有望下降至 19%-20%，租金有望维持在 15% 以内，门店经营利润率或将达 20%。同时，由于公司短期不再增加中、后台人员，公司总部成本可以得到控制。在接下来消费复苏的背景下，公司盈利层面将可期。

图表 21：奈雪自动制茶机



资料来源：百度，安信国际；

图表 22：2018–2022 年总职工薪酬及所占比例状况



资料来源：公司年报，安信国际；

图表 23：奈雪的茶单店模型情况

	2021	2022	常态化预期
材料成本	32.6%	33.0%	32%-33%
人工成本 (只含门店)	25.3%	22.4%	19%-20%
使用权资产折旧	9.8%	10.1%	14%-15%
租金及其他经营费用	5.0%	5.3%	
其他资产的折旧及摊销	4.7%	6.1%	4%
配送费用	6.0%	8.9%	7%
水利电开支	2.1%	2.6%	2%
门店经营利润率	14.5%	11.8%	20%

资料来源：公司年报，安信国际；*注，上述各项成本比例（除人工成本之外）是公司整体层面的比例，而非单独门店层面。广告，仓储物流等归为公司总部的开支，因而在此也不展示；使用权资产折旧是指公司租赁的折旧费用；2023 年单店模型安信国际测算

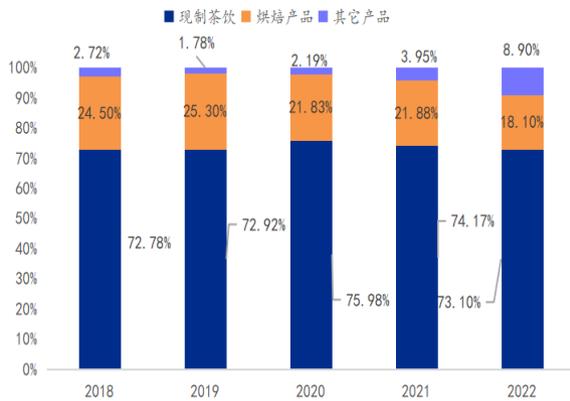
2.6 发力 RTD 市场，推出爆款“鸭屎香柠檬茶”

公司加大进军即饮茶零售市场步伐，现已打磨多个 RTD 瓶装饮料 SKU，扩大业务边界，打造第二增长曲线。就 RTD 产品而言，早在 2020 年，奈雪就以气泡水进军即饮茶市场，而截至目前，从美团 APP 可看到，奈雪已推出了多款果茶、气泡水、纯茶以及柠檬茶系列产品。奈雪强化“健康”标签，主打无糖、低糖的产品以满足现消费者的需求，并在 22、23 年加大进击瓶装市场的步伐。例如 22 年推出“茉莉初雪”为典型产品的奈雪纯茶瓶装茶系列，完美实现“口感醇正、0 糖健康”的兼容，23 年推出“鸭屎香柠檬茶”，以“真果”、“好茶”为原料，主打“低糖”“清爽”的卖点。该品一经推出，就在多家门店、便利店、商超售罄，成为奈雪即饮茶的明星单品。

而就渠道而言，除了小程序、线下门店、线上旗舰店等自营平台外，奈雪还积累了大量经销商、商超便利店等通路资源以销售即饮茶。目前奈雪瓶装即饮茶的销售网点铺设已覆盖全家、711、罗森等头部便利店，同时已入驻沃尔玛、永旺、盒马等大型商超。而代言人“张凌赫”的设立也进一步促进了产品的推广和热销。

对于现制茶饮品牌来说，进入瓶装零售领域，既能借助产品和品牌优势扩大业务边界，又能通过线下便利店、商超以及电商渠道覆盖更多场景，触达更多的人群，进而提高消费频次和用户黏性，与现制茶饮业务形成互补。根据 2022 年财报数据，在收入上，奈雪的其他产品（瓶装即饮茶以及其它零售产品），从 2021 年的 2.1 亿元营收增长至 2022 年的 3.8 亿元，同比增幅达 124%；在业务收入占比上，其它产品的占比也从 2021 年的 3.95% 增长至 2022 年的 9.40%。瓶装茶已逐渐成为奈雪新的增长点。

图表 24：奈雪业务收入占比



资料来源：公司资料，安信国际

图表 25：线下门店中展示的奈雪 RTD 及其它产品



资料来源：公开资料，安信国际

3 行业：茶文化步入新时代，迸发新活力

3.1 新式现制茶饮：契合当代消费需求，助力茶市场高速增长

现制茶饮品类发展相对成熟，现已进入 3.0 新式奶茶时代。20 世纪 80 年代，珍珠奶茶在台湾诞生，此后迅速在亚洲拥有茶饮文化的国家及地区风靡，并席卷全球。而行业发展至今，奶茶也在产品、供应链、社交场景、品牌、数字化等方面不断变迁升级，从用奶精、奶茶粉等制成的 1.0 传统奶茶时代晋升为如今的 3.0 新式奶茶时代。采用优质茶叶、鲜奶、新鲜水果等高品质的食材，以新配料新风味及标准化制作方式，新式奶茶迎合了现代青年对口感的需求及快节奏的生活方式。同时，聚集于商场或者写字楼附近，搭配专业以及高端的装修，茶饮大店也因此为新一代青年打造了社交空间。

现制茶饮引领茶市场规模成长。根据饿了么新服务研究中心披露的数据，我国现制茶饮市场规模从 17 年的 422 亿元增长到 21 年的 1003 亿元，复合年增长率 24.2%。因受到 COVID-19 影响，行业增速有所放缓，22 年市场规模为 1040 亿元，同比增长仅 3.7%。但尽管受疫情因素干扰，未来该市场仍有较大发展机会，预计到 2024 年中国现制茶饮市场规模有望超过 1700 亿元。

图表 26：2017-2024 年中国现制茶饮市场规模



资料来源：中国连锁经营协会、艾瑞咨询，饿了么新服务研究中心分析，安信国际；*注：茶饮指的是，以茶、水果、奶等为主要原料的现场加工制售的饮品店的统称。不含专营的咖啡店、冰淇淋店、酸奶屋等。

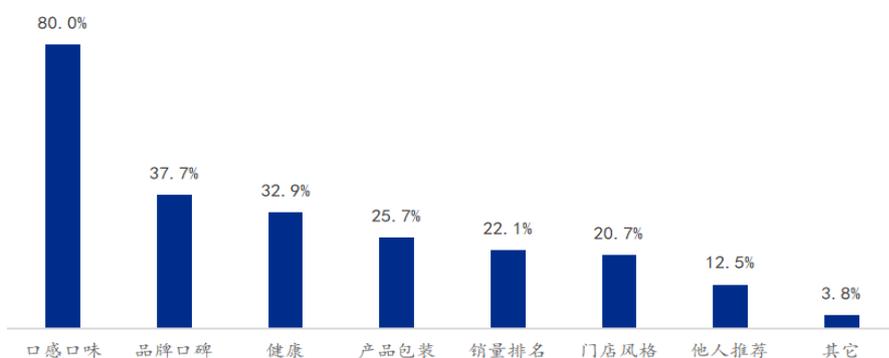
3.2 现制茶饮：赛道竞争激烈，头部效应明显

头部品牌具有一定竞争优势。现制茶饮行业的进入壁垒较低，研制的新产品上市后，被竞争对手模仿并推出类似产品的逆向工程成本很低，因此在产品端并不享有高壁垒。但经过多年的发展，

头部品牌例如蜜雪冰城、奈雪以及喜茶等则凭借各自的竞争优势，建立了各自特色的壁垒，逐步在市场中站稳，形成明显的头部效应。

根据消费习惯，影响消费者对现制茶饮店选择的主要有：口感口味、品牌口碑、健康、产品包装、销量排名以及门店风格等因素。1) **头部品牌往往在口感口味、品牌推广力上具备领先优势。**头部良好的产品质感及品牌推广能力能够其在行业形成更高的影响力。因而头部品牌通常会在口感口味、品牌口碑、销量排名以及他人推荐上展现更多的优势，从而不断吸引消费者，进一步推动品牌市占率；2) **头部品牌占领优越的承租位置，同时打造特色门店风格，从而吸引更大的客流量。**人流密集、位置优越的场所将会给茶饮企业带来更大的品牌曝光度及客流量，头部现制茶饮企业通常能依靠品牌影响力与商场签订租约，获得优越的承租位置。而在特色门店风格上，不同品牌各有特色。例如奈雪的大空间是给顾客的第一印象，也是该品牌的优势之一；喜茶在布局常规店基础上，持续推出 PINK（粉色）、DP（白日梦）、黑金、茶空间、LAB（实验室）等主题店、概念店，不断增强门店设计感以吸引客户。

图表 27：2020 年中国奶茶消费者选择奶茶的考虑因素影响消费者



资料来源：NCBD，安信国际

与此同时，影响现制茶饮店扩张能力的因素主要有：1) **产品质量控制及标准化能力。**现制茶饮企业需要通过铺开店面形成规模优势来降低成本，而稳定优质的茶品质量及标准化的制作流程是现制茶饮企业需要解决的重要问题。保证产品品质是稳定产品口碑和品牌的重要环节。而头部品牌依靠规模优势，能够较好实现对上游原料供应链管理，以保证产品质量。例如目前喜茶已建立对原料供应端如果农、茶园的全链路管理体系，包括定期对种植土壤和水质检测，收获后的重金属，农残检测，对于原料运输进行一个全程冷链温度检测以保障最佳口感，确保产品质量。2) **物流和供应链管理。**现制茶饮的原料如鲜茶、鲜奶和鲜果等，需要保持一定的优质和新鲜程度，因此品牌需要有稳定高标准的供应链，以保证生产的有序进行。同时现制饮品连锁企业的物流具有高频次、小批量、快速配送和多点配送的特点，这对仓储物流体系与食品保质保鲜技术提出了较高的要求。头部企业例如蜜雪冰城已经建立了完善的仓储物流体系，搭建高效的冷链物流网络布局，有效地提高了物流运输的效率，降低成本，实现了盈利的提升。3) **新品研发能力。**在同质化现象极其严重的奶茶市场，现象级爆款新品的推出能够带动消费者对饮品的情感和对品牌的忠诚以及依赖。头部企业如奈雪等在产品研发上投入了诸多资本，创造了多个爆款新品，强化了品牌竞争优势。例如 2021 年，奈雪的新品霸气玉油柑等一经推出便火爆市场，“3 秒微涩，5 秒回甘”等广告词深入人心。油柑热潮不仅使得奈雪 21 年在疫情影响下仍能实现营收较大增长，更是带动了饮品零售品牌推出了瓶装饮料、冷冻果汁等产品，吸引了整个消费市场的关注。

因而无论从影响消费者的消费因素看，还是从门店扩张能力上看，头部品牌已经树立起自己的竞争壁垒。三大头部——蜜雪、喜茶、奈雪的竞争局面初步形成。各家发展路径有所差异，在各自的赛道中领跑。具体分析如下：

现制茶饮行业中，中低端茶饮市场规模最大。从价格带看，中端茶饮市场价格往往在 10-20 元之间，代表品牌有一点点、Coco 都可、书亦烧仙草、茶百道等。低端市场价格往往在 10 元以下，主要分布在三线及下沉市场，代表品牌有蜜雪冰城等。从门店面积看，中低端现制茶饮门店面积通常小于高端现制茶饮，员工数量也更少。从门店功能来看，大部分中低端现制茶饮门店没有休息区或只有简易休息区。从市场规模看，根据《2020-2021 中式新茶饮行业发展报告》显示，2021 年我国新式茶饮单价 20 元以下市场占比超 80%，市场主要还是以中低端茶饮为主。

品牌众多，连锁化进程加速。低端茶饮市场中，蜜雪冰城门店数量最多，共开设店面 23487 家，覆盖 356 个城市。凭借优异的供应链建设和品牌建设，稳坐低端市场第一宝座。中端市场则品牌众多，更新迭代速度快，竞争十分激烈。古茗茶饮、书亦烧仙草、茶百道、CoCo 都可、1 点点、茶颜悦色等中腰部品牌都各有优势，在茶饮赛道中开启了激烈的中端卡位赛。除此之外，区域品牌如 7 分甜和甜啦啦等品牌，近年的发展势头也较迅猛，细分品类如柠檬茶品类也各有一批品牌突围，受到消费者的青睐。因此，中端市场虽然较大，但不断有新品牌涌现，行业竞争压力大。且随着高端品牌的价格带下探渗透至中端，客群将有所重合，中端茶饮市场竞争将持续加大。连锁品牌扩张速度惊人，如蜜雪 19 年门店数量为 7000 多家，截止目前已经超过 2.3 万家，奈雪、喜茶等高端茶饮头部企业也从未停止扩张的步伐。

图表 28：截至 2023 年 2 月，高端代表品牌店铺数量、商业模式、覆盖城市等现状

	茶颜悦色	一点点	CoCo 都可	茶百道	书亦烧仙草	古茗	蜜雪冰城
创立时间	2014	2011 年进入大陆市场	2007 年进入大陆市场	2008 年	2007 年	2010 年	1997 年
成立城市	长沙	台南	台北	成都	成都	浙江	郑州
店铺数量	445	3459	4612	6329	6608	6705	23487
均价 (元)	16.55	14.88	14.5	16.28	13.28	15	8.92
商业模式	直营	加盟为主	加盟为主	加盟为主	加盟为主	加盟为主	加盟为主
覆盖城市	8	115	227	314	296	160 多	356
最新融资情况	2021.12B 轮	暂无	暂无	暂无	2022.2 战略融资超 6 亿元	2020H2 获对冲基金 Coatue Management 领投融资	处于 IPO 进程

资料来源：窄门餐眼、天眼查、美团，店铺数据取自红餐大数据，安信国际

高端现制茶饮呈现以奈雪和喜茶为首的“两强形式”。高端现制茶饮通常以原茶、鲜奶、新鲜水果等在内的新鲜优质原材料为食材，价位通常在 20 元以上。高端现制茶饮目标客群为购买力较强且喜爱社交娱乐的年轻群体，且企业注重产品营销与品牌文化建设，具备差异化的品牌价值及竞争优势。根据灼识咨询的统计数据，中国消费者过去在高端现制茶饮店上也表现出较强的消费意愿，使得高端现制茶饮店的消费价值总额快速从 2015 年的 8 亿元增至 2020 年的 129 亿元，复合增长率为 75.8%。预计至 2025 年，此总额能达 522 亿元，高端现制茶饮店能在现制茶饮店消费价值总额中的占比超 20%。

高端品牌代表有喜茶、奈雪的茶、乐乐茶等。Mob 研究所数据显示，2021 年高端茶饮中，喜茶市场份额最高，占比达 23%；其次是奈雪，占比为 15%；乐乐茶位居第三，占比为 7%。但从 2023 年 2 月最新店面数据来看，奈雪则领跑市场，喜茶其次。随着奈雪投资乐乐茶，喜茶尝试加盟的商业模式，两者竞争将进一步加剧，但高端市场总体维持在“两强”局面。

图表 29：高端代表品牌店铺数量、商业模式、覆盖城市等现状

	奈雪	喜茶	乐乐茶
创立时间	2015 年	2012 年	2016 年
成立城市	深圳	广东江门	上海
店铺数量	1068	843	31.01
均价 (元)	28.86	26.73	163
商业模式	直营	直营+加盟	直营，23 年 5 月，首家加盟店成立
覆盖城市	89	69	13
最新融资情况	2021.6 IPO 上市	2021.7 D 轮	2022.12 获奈雪战略投资

资料来源：窄门餐眼、天眼查、美团，店铺数据取自红餐大数据（截至 2023 年 2 月），安信国际

受疫情影响，高端茶饮品牌纷纷推出低价位茶饮，以求更大市场空间。由于疫情改变了消费者的消费习惯，2022 年茶饮市场的一个明显变化是性价比茶饮消费明显增长。根据红餐大数据，与 2021 年相比，2022 年人均消费在 10 元以下的茶饮品牌数占比提升了 14.9%，人均消费 10~15 元的茶饮品牌数占比提升了 12.2%，人均消费 15~20 元的茶饮品牌数占比降低了 12.1%。因此，奈

雪、喜茶等高端品牌也推出中端价格带的饮品，以减少短期内高端客户群体减少所带来的影响。

3.3 即饮茶：低糖化趋势明显，多品牌角逐布局

软饮料市场规模大，即饮茶是第二细分赛道。中国作为全球第二大软饮料市场，仅次于美国。根据欧睿统计数据，2010~2021年，中国软饮料销量逐年上升，不过增速有所放缓。受疫情影响，21年中国软饮料销量为883.05亿升，同比增长4.3%。从细分赛道来看，软饮料市场(不含包装水)主要分为碳酸饮料、即饮茶、果汁、即饮咖啡和能量饮料等五个赛道。其中，奈雪RTD茶饮主要品类所在的即饮茶的细分赛道2022年销量达123.7亿升，销售额达1139亿元，是仅次于碳酸饮料的第二大赛道。

现即饮茶市场呈现出低糖化的发展态势，中国无糖茶饮尚存较大空间。从发展阶段来看，2014年以后茶饮增速放缓进入存量市场。但行业的升级一直在进行，整体朝着低糖化、无糖化的方向发展。随着消费者健康意识的不断增强，“减糖”逐渐成为全球的消费共识。尤其是疫情后，全球消费者更注重健康饮食。根据欧睿数据调研显示，无糖茶饮在亚太地区的销售量占全球销售总量的71.8%，由于亚太国家地区有饮茶文化的历史积淀，相比其他地区，茶饮品更易被接受，无糖茶饮常年蝉联畅销饮料品类前位。

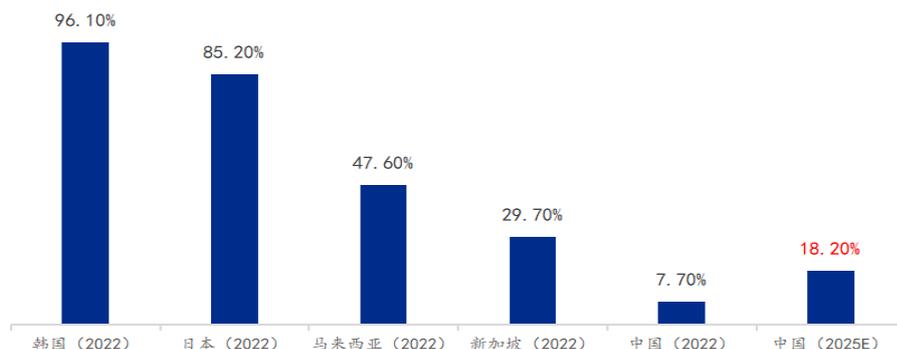
而作为茶叶发源地的中国，目前中国无糖茶饮和日韩市场相比还未饱和，尚存较大空间，未来几年无糖茶饮市场规模将增长迅速。欧睿数据显示，中国无糖茶饮增速远超其他茶饮赛道，2017年-2022年，含糖茶饮已经进入低速增长，而无糖茶饮在2022年仍保持了7.9%的增速，远高于含糖茶饮。预计2022-2027年无糖茶饮市场复合增长率达10.2%，未来五年，中国茶饮市场将进入无糖茶饮高速增长期。

图表 30：2022 年中国软饮料（不含包装水）市场主要细分赛道情况

种类	茶饮料	碳酸饮料	果汁
销量（百万升）	12,365	14,793	8,159
2017-2022销量GAGR	-3.1%	8.2%	-4.6%
销售额（百万元）	113,902	115,226	73,841
2017-2022销售额GAGR	-0.9%	7.4%	-3.3%
前三大品牌（销量口径）	康师傅（31.5%）、加多宝（12.7%）、统一（10.0%）	可口可乐（21.1%）、百事（20.0%）、雪碧（18.4%）	美汁源（11.1%）、汇源（10.5%）、康师傅（10.0%）
CR3	54.2%	59.5%	31.6%
前五大品牌（销量口径）	康师傅、加多宝、统一、统一奶茶、王老吉	可口可乐、百事、雪碧、元气森林、名仁	美汁源、汇源、康师傅、纯果乐、果园老农
CR5	65.8%	71.0%	36.8%
代表性单品	加多宝、康师傅冰红茶、茶π	可乐、雪碧、元气森林	果粒橙、美汁源橙汁

资料来源：欧睿，安信国际

图表 31：各国无糖茶饮料在即饮茶市场的占比



资料来源：欧睿，安信国际

多品牌角逐无糖茶饮新赛道。国内无糖、低糖茶饮赛道产品层出不穷，入局者也越来越多。2018年以前，市场上鲜有无糖茶产品，最早入局无糖茶饮市场的如可口可乐、雀巢等老牌饮料品牌一度退出。随着无糖茶市场不断扩容，消费者健康意识逐渐增强，如今国内外知名饮料品牌如元气森林、统一等，以及商超品牌、现制茶品牌等跨界等参与者都选择发力低糖、无糖茶饮，赛道将迎来更多入局者。

传统便利店、超市铺货的方式可将即饮饮料品牌触及每个消费者日常生活。根据 Frost & Sullivan 划分，中国软饮料的分销渠道主要包括：1) 传统渠道(小型杂货店及非连锁便利店)，2) 现代渠道(购物商场、超市及连锁便利店)，3) 餐饮渠道，4) 电商渠道(线上销售平台)，⑤其他渠道(主要包括特通渠道、以自动贩卖机为代表的新零售渠道等)。根据 Frost&Sullivan 统计，2019 年软饮料行业的传统渠道销售占比 44.05%、现代渠道占比 22.33%、餐饮渠道占比 14.31%、电商渠道占比 6.14%，呈现传统渠道为主，电商渠道快速增长的模式。

品牌效应助力相关市场拓展。目前，高端现制茶饮连锁店都在搭建包括饮料乳品、烘焙产品等在内的完整的供应链，以确保品牌的原材料供应及成本优势。优质的产品已经在一定程度上得到了消费者的认可，并且品牌已经开始推出相关周边，获得了消费者的关注。从现制茶饮中获得高品牌知名度和良好口碑，有助于现制茶饮品牌在相关即饮饮料行业进行拓展，由现制茶饮积累的品牌和供应链都可成为良好的竞争优势。

4 公司财务分析

22 年由于宏观环境变化，公司采取推出价格较低的新品，并且坚持进一步扩张茶饮店网络以提高市场渗透率，在 22 年新增了 251 间奈雪茶饮店。受益于新品的推出以及门店扩张，即使在疫情反复的情况下，22 年公司仍实现了 42.9 亿元的收入，与 21 年基本持平

图表 32: 收入及增速



资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 33: 门店数量

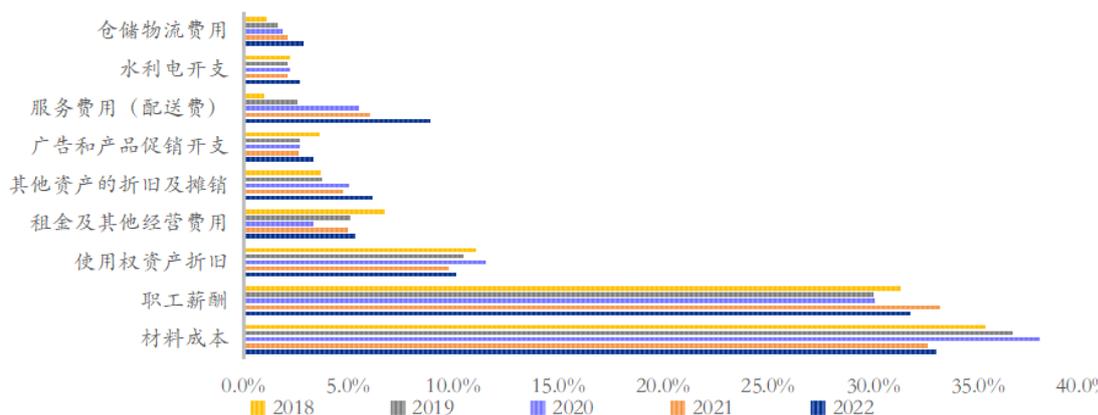


资料来源: 公司资料, 安信国际

费用控制维持良好态势，自动化进程助力人力成本占比下降。主要费率方面，公司的主要支出为材料成本、员工成本、使用权资产折旧、租金四者。材料成本主要包括：(i) 原材料成本，包括茶叶、乳制品、新鲜时令水果、果汁，以及其他用于制备现制茶饮、烘焙产品以及其他产品的原材料，在总材料成本的 76-77%；(ii) 包装材料及消耗品的成本，如茶杯及纸袋，占总材料成本的 23-24%。使用权资产折旧是指公司租赁的折旧费用。2022 年，原材料、使用权资产折旧、租金费用占比保持相对稳定，占比分别为 33.0%、10.1% 和 5.3%。得益于公司大力推荐自动化设备以及数字化手段，人力成本呈现改善趋势，占比从 21 年 33.2% 下降为 22 年 31.7%。

其它占比较小的费用方面，服务费用（第三方配送费）和其他资产的折旧及摊销所占的比例增长明显。服务费用从 2021 年 6.0% 增加为 2022 年 8.9%，主要是因为受疫情影响，客户消费习惯发生变化进而导致外卖订单占比增加，随着疫后消费者的出行增加，这一费用将得到降低。其它资产的折旧及摊销主要是物业、设备以及租赁物业装修的折旧，该比例增加主要由于门店数量增加。

图表 34：公司主要成本占收入比例



资料来源：公司资料，安信国际

门店经营利润受疫情影响有所下降。门店经营利润定义为各茶饮店品牌的门店层面收入扣除产生的营业成本（由材料成本、员工成本、使用权资产折旧、其他租金及相关开支、其他资产折旧及摊销、水电开支以及配送开支构成，广告，仓储物流等不算为门店开支）。由上述公司总的各项成本分析可知，门店经营利润率从 2021 年 14.5% 下降为 2022 年的 11.8% 主要是由服务费用、其他资产的折旧及摊销的占比升高而致，即是因为疫情影响以及公司扩张需求。未来随着疫情的褪去，在门店密集度已增加的基础上，线下客流的修复将降低服务费用等。同时随着自动化进程的推进，公司门店降本增效，经营利润率将逐步提升。

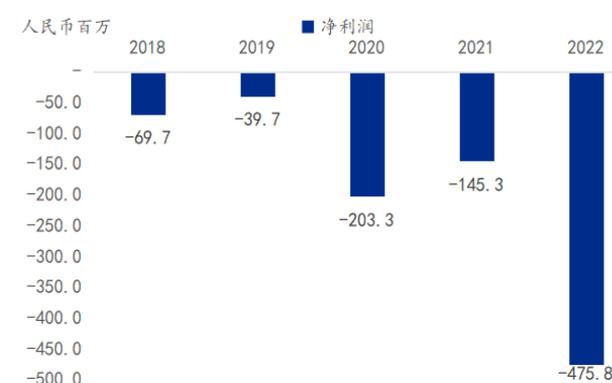
净利润转正步伐受疫情影响减缓。在净利润层面，截至 2022 年，公司尚未实现盈利的目标，主要原因在于疫情影响正常经营。疫情放开后，从公司披露的月度经营表现来看，业务反弹明显随着经营利润率逐步提高，净利润未来可期转正。

图表 35：奈雪门店经营利润表现



资料来源：公司资料，安信国际

图表 36：公司整体净利润表现

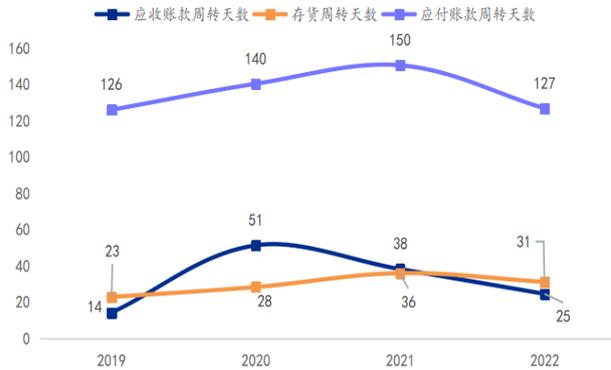


资料来源：公司资料，安信国际

疫情后期，公司运营效率逐步改善。20~22 年受疫情爆发影响，商场及工作场所关闭，现制茶饮行业下行，从而导致存货、应收和应付周转天数出现延长。随着国内疫情形势好转，在公司妥善的管理措施下，各运营指标也恢复至疫情前水平。

公司杠杆较低，资金较为充足。21 年前，由于公司正处于快速扩张期，资金需求量大，公司杠杆率较高，资产负债率在 100% 以上，公司有息负债也处于扩张状态。与此相对应，流动比率和速动比率都较低，流动性紧张。21 年后，公司通过上市融资，获得资金，并用于偿还贷款以及门店扩张等。因而 22 年公司资产负债率有较为明显的下降，为 31.3%；现金及现金等价物余额为 13.9 亿元，在手现金充沛，流动性足，这也为公司继续开拓门店提供了资金基础。

图表 37：公司运营效率



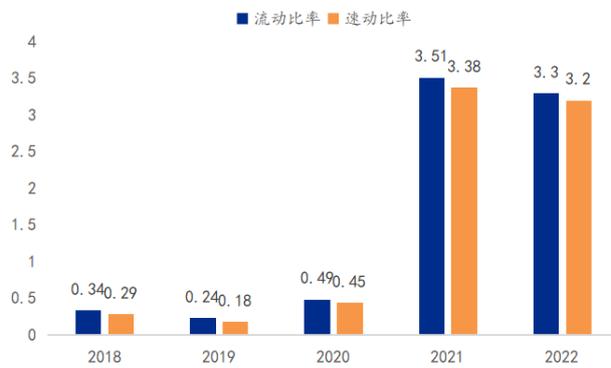
资料来源：公司资料，安信国际

图表 38：公司杠杆情况



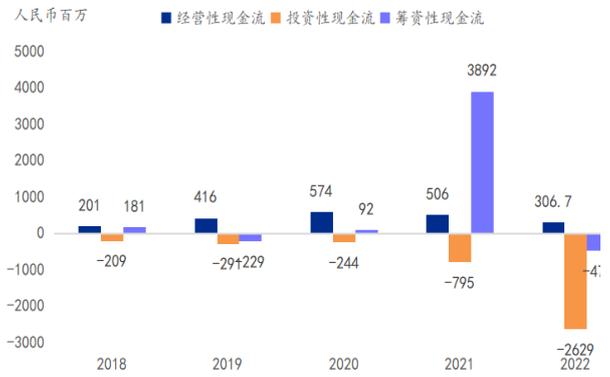
资料来源：公司资料，安信国际

图表 39：公司流动比率及速动比率



资料来源：公司资料，安信国际

图表 40：公司现金流情况



资料来源：公司资料，安信国际

5 盈利预测及估值

5.1 财务报表预测

公司计划 2023 年新开 600 家左右的门店，但是会集中在四季度开出，对全年的收入贡献需要在模型中打折扣。我们预期未来公司还会维持较高的扩店速度，到 2025 年门店数量超过 2400 家。单店收入来看，我们测算 1-5 月的单店收入约恢复至 21 年同期的 80-85%，预期未来两年单店收入还会持续爬升，23/24/25 年单店收入为 527/576/605 万人民币。我们假设 24 年达到常规经营状态，按照常规状态下单店模型计算，原材料占比 33%、人力占比 18.7%、租金占比 14.4%，门店经营利润率 20.1%，对应公司层面净利率约 5.2%。

综合以上关键假设，我们预计 23/24/25 年公司收入将达到 69.9/102.3/140.0 亿人民币，净利润达到 2.8/5.3/8.1 亿人民币，对应 EPS 为 0.18/0.35/0.53 港元。

图表 41: 盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
有效门店数量	491	817	1,068	1,418	1,918	2,418
新增门店	164	326	251	350	500	500
单店收入	7.0	6.2	4.2	5.3	5.8	6.0
单店利润	-0.1	-0.3	-0.5	0.3	0.4	0.5
人民币百万						
主营业务收入	3,057	4,297	4,292	6,991	10,227	14,002
YoY			-0.1%	62.9%	46.3%	36.9%
材料成本	-1,159	-1,401	-1,416	-2,307	-3,375	-4,621
毛利	1,898	2,896	2,876	4,684	6,852	9,381
毛利率	62.1%	67.4%	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%
其他收入	206	27	125	35	51	70
占收入比例	6.7%	0.6%	2.9%	0.5%	0.5%	0.5%
职工薪酬	-919	-1,424	-1,362	-1,695	-2,353	-3,148
占收入比例	-30.1%	-33.2%	-31.7%	-24.2%	-23.0%	-22.5%
租金物业相关费用	-453	-633	-664	-1,007	-1,473	-2,016
占收入比例	-14.8%	-14.7%	-15.5%	-14.4%	-14.4%	-14.4%
其他门店层面费用	-445	-644	-880	-990	-1,407	-1,882
占收入比例	-14.6%	-15.0%	-20.5%	-14.2%	-13.8%	-13.4%
其他费用	-206	-288	-393	-473	-699	-965
占收入比例	-6.7%	-6.7%	-9.1%	-6.8%	-6.8%	-6.9%
财务费用	-130	-92	-80	-142	-208	-285
占收入比例	-4.3%	-2.1%	-1.9%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
其他收入/支出	-140	-4,372	-134	-35	-51	-70
占收入比例	-4.6%	-101.7%	-3.1%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
除税前溢利	-190	-4,530	-513	377	712	1,085
所得税	-13	4	41	-94	-178	-271
所得税率	-6.9%	0.1%	7.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东权益)	-203	-4,526	-472	282	534	814
净利率	-6.7%	-105.3%	-11.0%	4.0%	5.2%	5.8%
少数股东损益	-1	-1	-6	-	-	-
净利润(不含少数股东权益)	-202	-4,525	-465	282	534	814
EPS (港元)	-0.13	-2.93	-0.30	0.18	0.35	0.53
市盈率 (倍)	-46.0	-2.1	-19.9	32.8	17.4	11.4

资料来源: wind, 安信国际预测

注: 有效门店数是考虑了开店早晚对营收的影响, 而对实际开店数进行调整后的开店数量。如公司计划 23 年新开 600 家门店, 但是考虑到有相当部分会在四季度开出, 我们预期全年对营收有贡献的有效门店数为 1418 家。

5.2 估值分析

我们采用 PE 估值和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了国内公司连锁经营企业进行比较。2024 年预测 PE 的平均值在 16.1x，考虑到奈雪正处于高速发展期，开店速度和单店模型都在不断改善中，会迎来较高增长，并且整个板块的市场情绪都处于低谷中。我们给予 24 年 PE 倍数 23x。2024 年预测 EPS 为 0.38 港元，对应股价测算为 8.0 港元。

用 DCF 方式估算时，考虑公司的成长阶段和行业发展空间，我们给予 WACC 为 18%，短期增速 5%，长期给予 2% 的增速。合理市值为 153 亿港元，对应股价为 8.9 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 8.4 港元，较最新收盘价有 40% 的上涨空间。

图表 42: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
九毛九	9922.HK	192	HKD	3.7	0.5	7.2	11.2	14.8	51.7	356.8	26.8	17.1	13.0
yoy				174%	-86%	1234%	56%	32%					
百胜中国	9987.HK	1,897	HKD	77.5	36.8	68.8	82.7	92.1	24.5	51.6	27.6	22.9	20.6
yoy				26%	-53%	87%	20%	11%					
海底捞	6862.HK	989	HKD	-45.4	15.0	36.7	48.9	58.8		66.0	27.0	20.2	16.8
yoy						145%	33%	20%					
海伦司	9869.HK	102	HKD	-2.5	-17.5	4.5	7.5	9.9			22.7	13.6	10.4
yoy							66%	32%					
啱啱啱	0520.HK	43	HKD	-3.2	-3.8	3.7	6.0	8.3			11.7	7.1	5.2
yoy							65%	37%					
大家乐集团	0341.HK	62	HKD	3.6	2.3	4.0	4.9		17.4	26.9	15.6	12.8	
yoy				388%	-35%	72%	22%						
达势股份	1405.HK	62	HKD	-5.1	-2.4	-2.2	-0.6	1.0					61.3
yoy													
广州酒家	603043.SH	166	CNY	5.6	5.2	7.2	8.8	10.3	29.8	31.9	23.2	19.0	16.1
yoy				20%	-7%	38%	22%	18%					
平均估值									30.8	106.6	22.1	16.1	20.5

注：时间截止2023/6/20，预测值为wind一致预测

资料来源：wind，安信国际研究

图表 43: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2024年EPS				
		0.28	0.31	0.35	0.38	0.42
PE	13.0	3.6	4.0	4.5	4.9	5.4
	18.0	5.0	5.6	6.2	6.8	7.5
	23.0	6.4	7.2	8.0	8.7	9.6
	28.0	7.8	8.7	9.7	10.6	11.7
	33.0	9.2	10.3	11.4	12.5	13.8

资料来源：安信国际

图表 44：自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

(年结31/12; RMB 000)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028
	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	4,297	4,292	6,991	10,227	14,002			
增长率%		-0.1%	62.9%	46.3%	36.9%			
EBIT	-4,527	-511	379	715	1,090			
增长率%		N/A	N/A	88.6%	52.4%			
EBIT率%	-105.4%	-11.9%	5.4%	7.0%	7.8%			
有效税率%	0.1%	7.9%	25.0%	25.0%	25.0%			
EBIT x (1-有效税率)	-4,523	-471	284	536	818			
+ 折旧	624	698	1,034	1,484	2,002			
+ 金融资产公允价值亏损	4,333	3	-	-	-			
+ 股权激励开支	-	-	-	-	-			
+ 营运资金变动	-59	-47	207	228	266			
- 资本支出	-749	-448	-630	-900	-900			
自由现金流, FCF	-374	-265	895	1,349	2,186	2,295	2,410	2,530
增长率%		-29.1%	-438.0%	50.6%	62.1%	5.0%	5.0%	5.0%
折现年份			1	2	3	4	5	6
折现因子			0.8475	0.7182	0.6086	0.5158	0.4371	0.3704
FCF现值			759	969	1,330	1,184	1,053	937
FY2023-28 FCF现值总额				6,232				
永续期价值现值				5,975				
企业价值				12,207				
+ 净现金				1,582				
- 少数股东权益				6				
DCF估值(HKD 000)				15,328				
假设:								
WACC				18%				
短期增长率				5%				
永续增长率				2%				

资料来源：安信国际研究预测

6 风险提示

消费复苏情况不及预期；成本上涨压力；发生严重的食品安全问题；行业竞争加剧

附录：财务报表预测

资产负债表

人民币百万	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4,105	3,307	3,502	3,825	4,607
应收、预付及其他应收	346	376	468	642	845
存货	174	126	245	358	490
其他流动资产	46	160	160	160	160
流动资产总额	4,671	3,970	4,374	4,984	6,101
物业、厂房及设备	801	1,024	1,320	1,758	2,056
使用权资产	1,313	1,273	1,624	2,101	2,201
租金按金	160	164	164	164	164
无形资产	-	0	0	0	0
商誉	-	-	-	-	-
于联营及合营企业投资	-	24	24	24	24
递延税项资产	44	81	81	81	81
其他非流动资产	340	403	403	403	403
非流动资产总额	2,658	2,970	3,616	4,532	4,930
总资产	7,329	6,940	7,990	9,516	11,031
贸易应付款项	654	479	759	1,110	1,519
其他应付及合同负债	218	218	355	519	710
短期有息债务	-0	-	-	-	-
应付即期税项	28	29	29	29	29
租赁负债	421	473	589	748	781
其他流动负债	9	4	4	4	4
流动负债总额	1,330	1,203	1,736	2,410	3,044
长期有息债务	-	-	-	-	-
租赁负债-非流动	1,032	949	1,184	1,502	1,569
递延收入-非流动负债	-	-	-	-	-
递延税负债	5	1	1	1	1
其他	18	21	21	21	21
非流动负债总额	1,055	972	1,206	1,524	1,591
总负债	2,385	2,174	2,942	3,934	4,635
股本	1	1	1	1	1
储备	4,944	4,771	5,054	5,587	6,401
少数股东权益	-1	-6	-6	-6	-6
总股东权益	4,943	4,766	5,048	5,582	6,396

现金流量表

人民币百万	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
息税前利润	-4,438	-432	519	920	1,370
所得税	-5	0	-94	-178	-271
营运资本变动	-59	-47	207	228	266
折旧及摊销	624	698	1,034	1,484	2,002
其他	4,384	87	-	-	-
经营性现金流净额	506	307	1,666	2,454	3,367
资本开支	-788	-480	-630	-900	-900
其他	-7	-2,149	-	-	-
投资性现金流净额	-795	-2,629	-630	-900	-900
新发股份	5,023	-	-	-	-
支付股息	-	-	-	-	-
新增债务	-664	-	-	-	-
利息支出	-	-	-3	-4	-5
租赁利息	-462	-479	-839	-1,227	-1,680
其他	-5	1	-	-	-
筹资性现金流净额	3,892	-478	-842	-1,231	-1,685
现金净变动	3,603	-2,801	194	323	782
现金期初余额	502	4,053	1,387	1,582	1,905
现金期末余额	4,105	1,252	1,582	1,905	2,687

数据来源：Wind资讯，安信国际预测

利润表

人民币百万	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	4,297	4,292	6,991	10,227	14,002
原材料及消耗品	-1,424	-1,362	-1,695	-2,353	-3,148
其他收入	27	125	35	51	70
毛利	2,896	2,876	4,684	6,852	9,381
职工薪酬	-1,424	-1,362	-1,695	-2,353	-3,148
租金物业相关费用	-633	-664	-1,007	-1,473	-2,016
其他门店层面费用	-644	-880	-990	-1,407	-1,882
门店经营利润	194	-31	992	1,619	2,335
其他费用	-288	-393	-473	-699	-965
财务费用	-92	-80	-142	-208	-285
其他收入/支出	-4,372	-134	-35	-51	-70
除税前利润	-4,557	-638	342	660	1,015
所得税	4	41	-94	-178	-271
净利润	-4,553	-597	248	483	744
归属母公司净利润	-4,525	-465	282	534	814
EPS (港元)	-2.93	-0.30	0.18	0.35	0.53
EBITDA	-3,814	266	1,553	2,404	3,373

主要财务比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		-0.1%	62.9%	46.3%	36.9%
除税前利润增长率 (%)		N/A	N/A	93.3%	53.7%
净利润增长率 (%)		N/A	N/A	94.9%	54.2%
盈利能力:					
毛利率 (%)	67.4%	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%
净利率 (%)	-106.0%	-13.9%	3.5%	4.7%	5.3%
ROE (%)	-200.3%	-9.7%	5.8%	10.0%	13.6%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	32.5%	31.3%	36.8%	41.3%	42.0%
流动比率 (x)	3.51	3.30	2.52	2.07	2.00
利息覆盖倍数 (x)	-41.66	3.31	10.91	11.54	11.83
营运能力					
存货周转天数	36	39	39	39	39
应收账款周转天数	38	20	20	20	20
应付账款周转天数	150	146	120	120	120
每股资料					
EPS (港元)	-2.93	-0.30	0.18	0.35	0.53
BPS (港元)	3.20	3.09	3.27	3.62	4.14
每股经营现金 (港元)	0.33	0.20	1.08	1.59	2.18
估值比率					
PE	-2.05	-19.93	32.84	17.38	11.40
PB	1.88	1.95	1.84	1.66	1.45

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010