

奈雪的茶 (02150.HK)

直营门店经营承压，加盟、海外业务稳步推进

事件：8月27日，公司发布2024年中期业绩公告，2024H1实现收入25.44亿元/同比-1.9%，归母净亏损4.35亿元/上年同期盈利0.66亿元，经调整净亏损4.38亿元/上年同期盈利0.70亿元。分产品来看，现制茶饮/烘焙产品/瓶装饮料/其他产品收入分别为17.22/2.70/1.72/3.80亿元，分别同比-9.6%/-26.2%/+9.6%/+128.7%，占比分别为67.7%/10.6%/6.8%/14.9%，瓶装饮料、其他产品中的加盟业务发展较快。分收入来源来看，奈雪的茶直营门店点单/自提订单/外卖订单占比分别13.4%/46.0%/40.6%，自提订单收入占比同比+4.9pct。

直营店展店放缓，单店日销承压。1) **展店：**2024H1，公司净新增直营门店数23家，相对上年同期的126家有所放缓。截至报告期末，直营门店数1597家。其中，一线/新一线/二线/其他城市直营门店数分别为568/557/317/155家，相对期初分别+26/+5/-11/+3家，公司未来将坚持主要在现有一线、新一线和重点二线城市进一步展店并提高市场渗透率。加盟店方面，公司2023年7月正式宣布对主品牌开放加盟，截至2024H1，共有加盟店297家，相对期初增加216家。2) **单店日销：**由于消费复苏不及预期，2024H1，直营店客单价和单店日订单量均出现下降，客单价同比-15.1%至27.5元，单店日订单量同比-26.8%至265.9单。分城市能级来看，一线/新一线/二线/其他城市平均单店日销分别为0.86/0.66/0.67/0.68万元，分别同比-37.7%/-38.3%/-37.4%/-37.0%。

收入承压，成本费用下降空间有限，盈利水平受较大影响。1) **门店层面：**2024H1，门店层面经营利润率为7.8%/同比-12.3pct。拆分来看，人力/租金/外卖费用/原材料、水电、其他折旧摊销占收入比例分别为24.6%/17.1%/8.1%/42.4%，分别同比+5.0/+2.7/+0.1/+4.5pct。由于门店收入承压，单店成本费用优化空间已有限，单店经营利润率下降明显。2) **公司层面：**2024H1，公司经调整净利率为-17.2%/上年同期为2.7%。拆分来看，毛利率/员工成本占比/使用权资产折旧占比/其他资产折摊占比/广告及推广开支占比/其他开支占比分别为63.3%/29.3%/9.2%/6.9%/4.4%/9.8%，分别同比-4.8/+2.9/+1.5/+1.3/+1.6/+5.2pct。在收入下降的情况下，①毛利率下降主要受新增加盟业务和新增系列促销影响；②员工成本、使用权资产折旧、其他资产折摊占比提高主要由于直营店数量较去年同期有所增加；③广告及推广开支占比提高主要是报告期内公司加大营销力度；④其他开支占比提高主要是报告期内考虑关店等因素，计提减值损失1.30亿元/上年同期仅为487.7万元。

当下专注提振门店收入表现。1) 公司计划在保持中后台成本基本不新增的前提下，适当提高营销力度，增强品牌声量；2) 将继续维持研发力度，力求在当前价格水平为消费者提供更多高品质产品；3) 稳步推进包括加盟业务和海外拓展在内的增量业务，力求提高收入，通过经营杠杆促进公司盈利能力。

投资建议：当前消费环境下，公司收入承压，现已放缓直营店拓店速度，加强营销，稳步开拓加盟、海外增量业务。预计2024-2026年公司营业收入分别为46.9/49.8/53.4亿元，归母净利润分别为-7.0/-0.5/1.3亿元，当前股价对应PE分别为-3x/-40x/16x，给予“增持”评级。

风险提示：1) 行业竞争加剧；2) 加盟发展不及预期；3) 需求恢复不及预期；4) 食品安全问题。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,292	5,164	4,686	4,979	5,336
增长率 yoy (%)	-0.1	20.3	-9.2	6.2	7.2
归母净利润（百万元）	-469	3	-699	-51	128
增长率 yoy (%)	-89.6	-100.7	-22,572.8	-92.6	-348.2
EPS 最新摊薄（元/股）	-0.27	0.00	-0.41	-0.03	0.07
净资产收益率 (%)	-10.0	0.0	-17.2	-1.3	3.1
P/E（倍）	-4.4	662.0	-2.9	-40.0	16.1
P/B（倍）	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2024年09月20日收盘价

增持（下调）

股票信息

行业	酒店餐饮
前次评级	买入
09月20日收盘价（港元）	1.33
总市值（百万港元）	2,267.66
总股本（百万股）	1,707.59
其中自由流通股（%）	100.00
30日日均成交量（百万股）	4.27

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

研究助理 陈天明

执业证书编号：S0680123110020

邮箱：chentianming@gszq.com

相关研究

- 《奈雪的茶 (02150.HK)：加速展店，盈利能力提升可见》 2023-04-06
- 《奈雪的茶 (02150.HK)：投资运营乐乐茶，有望享受其发展红利》 2022-12-06
- 《奈雪的茶 (02150.HK)：维持高速展店，效率有所优化》 2022-09-02

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3970	3062	2432	2599	2649
现金	3206	2517	1847	1998	2004
应收票据及应收账款	285	183	242	210	274
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	92	67	77	76	88
存货	126	147	118	167	136
其他流动资产	261	148	148	148	148
非流动资产	2970	4478	4316	4271	4248
长期投资	24	538	499	479	469
固定资产	1024	1419	1181	1106	1041
无形资产	1438	1770	1885	1935	1986
其他非流动资产	484	752	752	752	752
资产总计	6940	7540	6748	6870	6896
流动负债	1203	1351	1265	1439	1336
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	479	636	605	690	646
其他流动负债	724	715	660	749	690
非流动负债	972	1368	1368	1368	1368
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	972	1368	1368	1368	1368
负债合计	2174	2719	2632	2807	2704
少数股东权益	-6	-3	-10	-11	-9
股本	1	1	1	1	1
储备	4771	4824	4125	4074	4202
归属母公司股东权益	4772	4825	4126	4074	4202
负债和股东权益	6940	7540	6748	6870	6896

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	574	0	-515	418	302
净利润	-476	1	-706	-52	129
折旧摊销	608	0	218	228	242
财务费用	80	66	60	64	68
投资损失	1	39	39	20	10
营运资金变动	236	355	-126	158	-148
其他经营现金流	125	-460	0	0	0
投资活动现金流	-244	0	-95	-203	-229
资本支出	-273	726	-123	-25	-14
长期投资	0	-513	39	20	10
其他投资现金流	-517	213	-179	-208	-232
筹资活动现金流	92	329	-60	-64	-68
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	92	329	-60	-64	-68
现金净增加额	0	329	-669	151	5

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4292	5164	4686	4979	5336
营业成本	1416	1699	1649	1771	1879
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	3049	3269	3346	3267	3330
管理费用	250	261	392	50	50
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	80	66	60	64	68
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	-131	-46	-42	-45	-48
公允价值变动收益	-6	36	0	0	0
投资净收益	-1	-39	-39	-20	-10
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-641	-180	-841	-237	-49
营业外收入	125	186	169	179	192
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-517	6	-672	-58	143
所得税	-41	5	34	-6	14
净利润	-476	1	-706	-52	129
少数股东损益	-6	-2	-7	-1	1
归属母公司净利润	-469	3	-699	-51	128
EBITDA	85	-69	-455	170	386
EPS (元)	-0.27	0.00	-0.41	-0.03	0.07

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-0.1	20.3	-9.2	6.2	7.2
营业利润(%)	85.9	71.9	-366.3	71.8	79.4
归属于母公司净利润(%)	-89.6	-100.7	-22572.8	-92.6	-348.2
获利能力					
毛利率(%)	67.0	67.1	64.8	64.4	64.8
净利率(%)	-10.9	0.1	-14.9	-1.0	2.4
ROE(%)	-10.0	0.0	-17.2	-1.3	3.1
ROIC(%)	-9.8	-0.2	-12.9	-1.0	2.3
偿债能力					
资产负债率(%)	31.3	36.1	39.0	40.9	39.2
净负债比率(%)	-46.9	-23.9	-11.7	-15.6	-15.2
流动比率	3.3	2.3	1.9	1.8	2.0
速动比率	3.0	2.1	1.8	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	18.6	22.1	22.1	22.1	22.1
应付账款周转率	2.5	3.1	2.7	2.7	2.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.27	0.00	-0.41	-0.03	0.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.00	-0.30	0.24	0.18
每股净资产(最新摊薄)	2.79	2.83	2.42	2.39	2.46
估值比率					
P/E	-4.4	662.0	-2.9	-40.0	16.1
P/B	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	-28.1	18.8	1.4	-4.6	-2.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 09 月 20 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com