

品牌升级聚焦全球化，新模式探索待验证

核心观点

- 公司近期品牌标识焕新，更换为结合拼音与英文的“Na i snow 奈雪”，旨在加强全球品牌传播与认知。24 年营业总收入 49.21 亿元，同比-4.7%；归母净利润-9.17 亿元，同比由盈转亏。其中，24 年下半年实现收入 23.77 亿元，同比-7.5%；归母净利润-4.82 亿元，同比亏损扩大。
- 收入端看，整体承压，直营门店收缩，加盟及瓶装业务快速增长。2024 年公司直营门店收入 41.58 亿元。分产品看，现制茶饮收入 33.88 亿元，同比-10.3%；烘焙产品收入 5.28 亿元，同比-25.3%；瓶装饮料收入 2.93 亿元，同比+10.0%；其他业务收入 7.11 亿元，同比+72.2%。截止 24 年底，直营门店数量 1453 家，同比减少 121 家；加盟门店数量 345 家，全年净增 264 家，积极推进加盟模式转型。
- 盈利能力看，受门店收入下滑影响，成本压力显著上升。公司 2024 年整体毛利率 63.2%，同比-3.9pct；广告推广费用占收入比重为 5.0%，同比+1.8pct；员工成本占收入比重为 29.2%，同比+2.0pct。其他财务异动方面，公司主动关闭经营不善门店导致减值损失增加，其他支出占收入比重达到 10.1%，同比上升 5.0pct。
- 公司持续进行门店结构调整及新店型探索。一方面通过建立门店评估机制主动关停低效门店，另一方面积极推广加盟模式和 Green 新店型布局。海外市场方面，奈雪稳步推进国际市场业务，构建茶饮店全球网络，并已陆续进入泰国、中国澳门、新加坡、马来西亚等境外市场。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年 EPS 分别为-0.15/-0.12/0.00 元，（原 2025 年预测值为 0.34 元）。由于下游需求疲软，我们下调了收入、毛利率，并上调费用率。我们使用 DCF 绝对估值方法给予公司 1.33 港元目标价（汇率 1 人民币对 1.09 港元）。

风险提示

食品安全风险、门店扩张风险、新品研发风险、成本波动风险、费用支出改善不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,164	4,921	5,067	5,333	5,838
同比增长(%)	20.3%	-4.7%	3.0%	5.3%	9.5%
营业利润(百万元)	120	(583)	(136)	(82)	18
同比增长(%)	-140.4%	-583.6%	76.7%	39.7%	122.5%
归属母公司净利润(百万元)	13	-917	-262	-212	-6
同比增长(%)	-102.8%	-7036.5%	71.4%	19.1%	97.4%
每股收益(元)	0.01	-0.53	-0.15	-0.12	0.00
毛利率(%)	67.1%	63.2%	63.2%	63.3%	63.4%
净利率(%)	0.2%	-18.8%	-5.2%	-4.0%	-0.1%
净资产收益率(%)	0.3%	-23.4%	-7.2%	-6.2%	-0.2%
市盈率(倍)	/	/	/	/	/
市净率(倍)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

增持（维持）

股价（2025年05月30日）	1.24 港元
目标价格	1.33 港元
52 周最高价/最低价	2.6/0.89 港元
总股本/流通 H 股（万股）	170,759/170,759
H 股市值（百万港币）	2,117
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2025 年 05 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	9.73	9.73	-40.95	-50
相对表现%	11.05	4.44	-42.47	-77.75
恒生指数%	-1.32	5.29	1.52	27.75



证券分析师

谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070001
李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124

表 1：估值参数假设

所得税税率	25.00%
永续增长率	3.00%
无风险利率	1.70%
考虑杠杆因素的 β 系数	1.44
市场收益率	8.64%
规模风险因子	0.00%
股权投资成本	11.68%
债务比率	20%
债务利率	3.5%
WACC	9.87%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：目标价敏感性分析

	永续增长率 $G_n(\%)$					
	1.33	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	7.87%	1.46	1.56	1.71	1.94	2.32
	8.37%	1.38	1.47	1.59	1.77	2.05
	8.87%	1.32	1.39	1.49	1.63	1.84
	9.37%	1.26	1.32	1.41	1.52	1.68
	9.87%	1.21	1.26	1.33	1.42	1.55
	10.37%	1.17	1.21	1.27	1.34	1.45
	10.87%	1.13	1.16	1.21	1.28	1.36
	11.37%	1.09	1.12	1.16	1.22	1.29
	11.87%	1.05	1.08	1.12	1.17	1.22

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	444	579	492	258	440	营业收入	5,164	4,921	5,067	5,333	5,838
应收账款及其他应收款项	250	272	283	301	338	材料成本	(1,699)	(1,809)	(1,863)	(1,955)	(2,134)
存货	147	128	155	136	182	毛利	3,465	3,112	3,204	3,378	3,703
金融资产及其他	148	209	209	209	209	其他收入	186	158	161	166	174
流动资产合计	3,062	2,893	2,845	2,611	2,875	运营成本及其他开支	(3,531)	(3,853)	(3,501)	(3,626)	(3,859)
固定资产	1,419	1,137	1,233	1,312	1,400	经营利润	120	(583)	(136)	(82)	18
土地使用权	1,609	1,226	1,214	1,171	1,098	其他收益或亏损	(112)	(159)	(66)	(72)	(76)
无形资产	0	0	(0)	(0)	(1)	税前利润	6	(870)	(252)	(204)	(8)
递延税项资产	88	29	29	29	29	所得税开支	5	(56)	(13)	(10)	0
其他	1,362	880	880	880	880	期内溢利	11	(926)	(264)	(214)	(8)
非流动资产合计	4,478	3,272	3,355	3,392	3,406	少数股东损益	(2)	(9)	(2)	(2)	(2)
资产总计	7,540	6,165	6,201	6,002	6,282	归母净利润	13	(917)	(262)	(212)	(6)
贸易应付款	636	529	670	588	785	每股基本收益 (元)	0.01	-0.53	-0.15	-0.12	0.00
租赁负债	429	323	369	392	415						
即期税项负债	28	27	6	5	(0)						
合同负债	258	223	223	223	223						
金融负债及其他	0	50	50	50	50						
流动负债合计	1,351	1,151	1,318	1,258	1,473						
非流动负债合计	1,368	1,096	1,250	1,327	1,404						
负债合计	2,719	2,247	2,568	2,585	2,877						
少数股东权益	(3)	(11)	(34)	(37)	(44)						
股本	1	1	1	1	1						
储备及其他	4,824	3,928	3,666	3,454	3,448						
权益合计	4,822	3,918	3,633	3,417	3,405						
负债和权益总计	7,540	6,165	6,201	6,002	6,282						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前利润	6	(870)	(252)	(204)	(8)	成长能力					
折旧与摊销	716	749	411	459	480	营业收入	20.3%	-4.7%	3.0%	5.3%	9.5%
营运资本变动	302	(146)	82	(82)	109	营业利润	-140.4%	-583.6%	76.7%	39.7%	122.5%
其他	(195)	469	37	66	77	归属于母公司净利润	-102.8%	-7036.5%	71.4%	19.1%	97.4%
经营活动现金流	828	202	279	238	658	获利能力					
购买物业及设备的付款	(541)	(300)	(250)	(250)	(250)	毛利率	67.1%	63.2%	63.2%	63.3%	63.4%
处置物业及设备所得款项	6	5	0	0	0	净利率	0.2%	-18.8%	-5.2%	-4.0%	-0.1%
购买无形资产	0	0	0	0	0	ROE	0.3%	-23.4%	-7.2%	-6.2%	-0.2%
投资联营公司	0	0	0	0	0	偿债能力					
其他	(798)	614	0	0	0	资产负债率	36.1%	36.5%	41.4%	43.1%	45.8%
投资活动现金流	(1,333)	320	(250)	(250)	(250)	流动比率	2.27	2.51	2.16	2.08	1.95
支付租赁负债本金及利息	(452)	(418)	(114)	(220)	(224)	速动比率	0.62	0.92	0.75	0.61	0.67
其他	5	30	(2)	(2)	(2)	营运能力					
筹资活动现金流	(446)	(388)	(116)	(222)	(226)	应收账款周转天数	22	19	20	20	20
现金净增加额	(951)	133	(87)	(234)	182	存货周转天数	29	27	27	27	27
汇率变动影响	8	1	0	0	0	总资产周转天数	505	501	439	412	379
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.01	-0.53	-0.15	-0.12	0.00
						市盈率	/	/	/	/	/
						市净率	0.40	0.50	0.54	0.57	0.57

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。