

## 公司研究

## 绿色健康战略初见成效，上半年大幅减亏

## ——奈雪的茶（2150.HK）2025年中报点评

## 增持（维持）

当前价：1.47 港元

## 作者

## 分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

## 分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

## 分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	17.08
总市值(亿港元)	25.10
一年最低/最高(港元)	0.89/2.60
近3月换手率	35.23%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.49	19.15	-28.25
绝对	6.52	28.99	13.04

资料来源：Wind

## 相关研报

闭店及投资亏损拖累利润，关注新店型发展——奈雪的茶（2150.HK）2024 年年报点评（2024-04-03）

业绩承压，关注门店调整进展——奈雪的茶（2150.HK）2024 年中报点评（2024-09-05）

## 要点

**事件：**奈雪的茶发布 2025 年中期业绩，25H1 公司收入 21.78 亿元，同比-14.4%；经调整净亏损 1.18 亿元，同比大幅减亏。

**战略性关店致收入阶段性承压，外卖业务逆势增长。**25H1 公司收入同比下滑主要由于关闭了部分经营不善的门店，导致直营门店数量同比减少。得益于门店优化及“绿色健康”产品战略，公司核心经营指标向好：1) 25H1 奈雪的茶直营门店平均单店日销售额同比增长 4.1%至 7600 元；2) 25H1 平均每日订单量同比增长 11.4%至 296.3 单；3) 25H1 同店销售额同比增长 2.3%。

1) 分业务线看：25H1 奈雪的茶直营门店/瓶装饮料/其他业务（含加盟）分别实现收入 19.12/1.07/1.58 亿元，分别同比-9.1%/-37.7%/-40.9%。2) 分产品看：25H1 现制茶饮/烘焙产品/瓶装饮料/其他产品分别实现收入 16.39/1.97/1.07/2.35 亿元，分别同比-4.8%/-27.1%/-37.7%/-38.3%。现制茶饮业务展现出较强韧性，收入降幅远小于其他品类。3) 分收入来源看：直营门店中，外卖订单表现亮眼，25H1 实现收入 9.20 亿元，同比增长 7.6%，得益于上半年外卖平台补贴。25H1 门店点单/自提订单分别实现收入 2.02/7.90 亿元，同比分别-28.3%/-18.4%。

门店数量方面，截至 2025 年 6 月 30 日，奈雪的茶门店总数为 1638 家，其中直营门店 1321 家，加盟门店 317 家。相较 2024 年末，25H1 公司直营门店净减少 132 家，加盟门店净减少 28 家。从城市分布看，25H1 一线/新一线/二线/其他城市直营门店数分别净减少 39/53/32/8 家至 483/451/255/132 家。

**成本结构显著优化，盈利能力大幅改善。**公司 25H1 经调整净亏损率收窄至-5.4%，同比+11.8pcts。各项成本费用率均得到有效控制：1) 原材料成本：占收入比重为 34.1%，同比-2.6pcts，主要系来自瓶装饮料业务与其他业务的收入占比下降。2) 员工成本：占收入比重为 29.8%，同比+0.5pcts，基本保持稳定。3) 租金相关成本（含使用权资产折旧）：占收入比重为 11.9%，同比-2.8pcts，主要系公司优化和关闭部分直营门店。4) 配送服务费：占收入比重为 9.2%，同比+2.5pcts，主要系外卖业务收入占比提升。

**聚焦门店提效与产品创新，持续优化盈利能力。**今年以来公司持续践行绿色健康战略，陆续推出含多重营养元素的“小绿瓶”“酸奶昔”系列饮品；今年 6 月进一步升级健康举措，发起鲜果茶“不加糖天然营养+”计划，明确每款产品将选用至少 3 种绿色食材，为消费者补充 3 种以上关键营养元素。为深化健康战略落地，奈雪的茶同步探索轻食轻饮赛道，25H1 陆续开设 30 家“奈雪 green”门店，为白领客群提供轻食能量碗、谷物贝果等产品，同时进一步拓宽消费时段覆盖。

2025 年下半年，公司将提振门店收入和优化成本结构继续努力。门店方面，将持续优化存量门店，主要以调整门店店型为主；并不断改进“奈雪 green”等新店型模型，探索新消费场景以覆盖更广的消费群体。产品方面，将围绕绿色健康战略，持续打造高品质、高性价比的健康产品，满足不同客群全时段消费需求，以提高单店收入。运营方面，公司将依托数字化会员体系制定更精准的策略，以激活存量顾客并提升复购率。后续建议关注公司门店调改进展。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 -1.65/+0.09/ +0.41 亿元。现制茶饮需求仍较为旺盛，奈雪作为行业头部品牌，仍有较大发展空间，维持“增持”评级。

**风险提示：**开店速度低于预期、行业竞争超预期、食品安全问题。

#### 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,164	4,921	4,513	4,680	4,914
营业收入增长率	20.3%	-4.7%	-8.3%	3.7%	5.0%
归母净利润（百万元）	13	-917	-165	9	41
归母净利润增长率	NA	NA	NA	NA	338.3%
EPS（元）	0.01	-0.54	-0.10	0.01	0.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.3%	-23.3%	-4.4%	0.2%	1.1%
P/E	176	NA	NA	NA	56
P/S	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29，HKD/CNY=0.9206，2023-2027 年总股本数分别为 17.15/17.08/17.08/17.08/17.08 亿股

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>5,164</b>	<b>4,921</b>	<b>4,513</b>	<b>4,680</b>	<b>4,914</b>
材料成本	-1,699	-1,809	-1,543	-1,591	-1,671
<b>毛利</b>	<b>3,465</b>	<b>3,112</b>	<b>2,969</b>	<b>3,089</b>	<b>3,243</b>
其他收入	186	158	174	191	210
运营成本及其他开支	-3,531	-3,853	-3,247	-3,274	-3,406
经营利润	120	-583	-105	5	47
其他收益或亏损	-112	-159	-48	-20	-20
<b>税前利润</b>	<b>6</b>	<b>-870</b>	<b>-164</b>	<b>6</b>	<b>48</b>
所得税开支	5	-56	-6	-1	-12
期内溢利	11	-926	-170	4	36
非控股权益	-2	-9	-5	-5	-5
<b>归母净利润</b>	<b>13</b>	<b>-917</b>	<b>-165</b>	<b>9</b>	<b>41</b>
资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>资产总额</b>	<b>7,540</b>	<b>6,165</b>	<b>6,012</b>	<b>6,268</b>	<b>6,356</b>
现金及现金等价物	444	579	507	650	761
贸易及其他应收款项	250	272	247	317	302
存货	147	128	101	126	117
物业、设备及使用权资产	3,028	2,363	2,333	2,351	2,353
无形资产	0	0	1	1	1
其他资产	3,670	2,823	2,823	2,823	2,823
<b>负债总额</b>	<b>2,719</b>	<b>2,249</b>	<b>2,265</b>	<b>2,517</b>	<b>2,569</b>
贸易及其他应付款项	636	529	419	523	420
合约负债	258	223	223	223	223
银行贷款	0	50	100	150	200
租赁负债	1,770	1,399	1,499	1,599	1,699
其他负债	55	49	25	23	28
<b>权益总额</b>	<b>4,822</b>	<b>3,916</b>	<b>3,746</b>	<b>3,751</b>	<b>3,787</b>
股本	1	1	1	1	1
储备	4,824	3,928	3,763	3,773	3,814
少数股东权益	-3	-13	-18	-23	-28
归属母公司股东权益	4,825	3,929	3,764	3,773	3,814
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>828</b>	<b>53</b>	<b>387</b>	<b>667</b>	<b>648</b>
净利润	11	-926	-170	4	36
折旧和摊销	716	749	580	593	620
营运资金变动	262	-109	-58	9	-79
其他经营现金流	-161	340	35	61	72
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,333</b>	<b>485</b>	<b>-201</b>	<b>-211</b>	<b>-221</b>
购买物业及设备	-541	-50	-200	-210	-221
其他投资活动现金流	-793	535	-1	-1	-1
<b>融资活动现金流</b>	<b>-446</b>	<b>-337</b>	<b>-259</b>	<b>-313</b>	<b>-317</b>
支付租赁负债本金及利息	-452	-386	-309	-363	-367
其他融资活动现金流	5	49	50	50	50
<b>净现金流</b>	<b>-951</b>	<b>201</b>	<b>-72</b>	<b>143</b>	<b>111</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP