

| 证券研究报告 |

# 蜜雪冰城招股书梳理

2022.09.25

皇甫晓晗 分析师

S0740521040001

huangfuxh@r.qlzq.com.cn

张友华 研究助理

zhangyh@r.qlzq.com.cn

# 目录

## CONTENTS

中泰证券研究所

专业 | 领先 | 深度 | 诚信

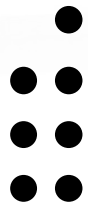
01. 蜜雪冰城：平价现制茶饮龙头

02. “幸运咖”：第二成长曲线

03. 财务分析：财务业绩亮眼，盈利能力持续向好

04. 募投项目

05. 风险提示



1

# 蜜雪冰城：平价现制茶饮龙头

## 现制茶饮行业:需求景气度高, 市场规模近3000亿

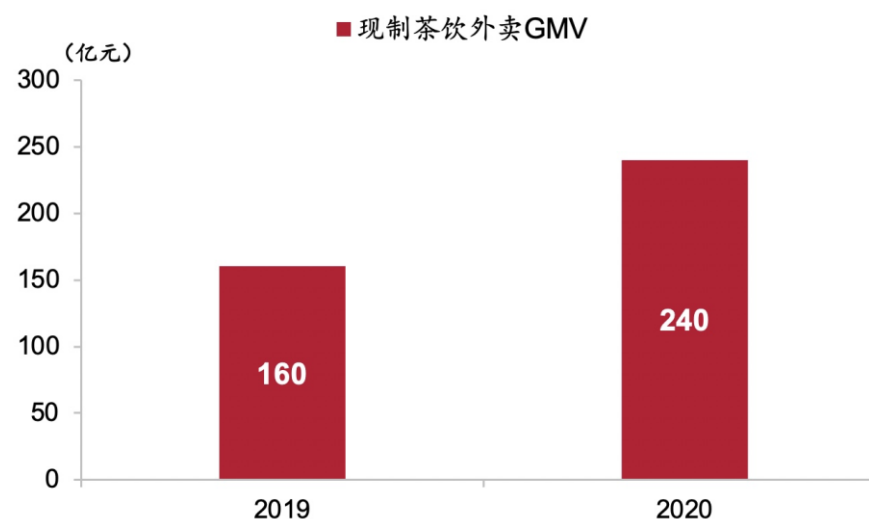
- 现制茶饮市场规模近**3000亿**, 仍处于高速成长阶段。受益于人均可支配收入快速增长以及消费升级, 消费者对饮料品质有较高追求, 而现制茶饮以水果为基础原料, 现场及时制作, 口味出众等特点, 推动了市场规模迅速扩大。根据艾媒咨询, 2021年中国现制茶饮市场规模达到**2796亿元**, 2016年-2020年市场规模CAGR为**57.2%**。
- 消费场景契合外卖, 线上渠道增长迅猛。相较于主打用餐氛围和体验的餐厅, 现制茶饮生意产品属性更重, 与外卖契合度高。根据中国连锁经营协会, 2020年中国现制茶饮外卖的GMV达到**240亿元**, 相较于19年增长**50%**。

图表1: 中国现制茶饮市场规模快速增长



来源: 蜜雪冰城招股书, 艾媒咨询, 中泰证券研究所

图表2: 2020年现制茶饮外卖同比增长了50%



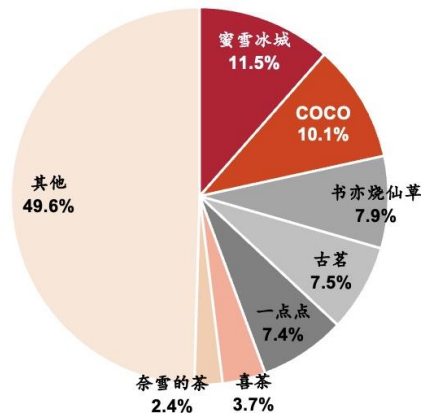
来源: 蜜雪冰城招股书, 中国连锁经营协会, 中泰证券研究所

## 竞争格局：行业格局较为分散，蜜雪占据平价茶饮龙头地位

- 行业格局分散，截至20年CR3仅为29.5%。现制茶饮行业准入门槛较低，市场竞争激烈，格局较为分散。根据华经产业研究院，2021年现制茶饮门店约有39万家，2020年市场规模CR3仅为29.5%。
- 平价市场格局最优，蜜雪冰城是平价现制茶饮龙头。按照产品价格带划分，25元以上的高端茶饮赛道奈雪与喜茶双雄争锋；10-25元的中端市场玩家众多，竞争激烈；而0-10元的平价市场上，蜜雪冰城无论是销售额还是门店数量遥遥领先，牢牢占据龙头地位。

图表3：2020年中国现制茶饮行业CR3仅为29.5%

2020年新式茶饮市场份额分布情况  
(按销售额)



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

图表4：现制茶饮代表性品牌

价格带	平价			中端				高端			
品牌				古茗®		1点点					
门店数量 (家)	20,000+	3,900+	4,600+	6,600+	4,800+	3,500+	5,800+	500+	900+	800+	
产品均价 (元)	6 - 8	9	10	15	15	15	16	17	27	25	

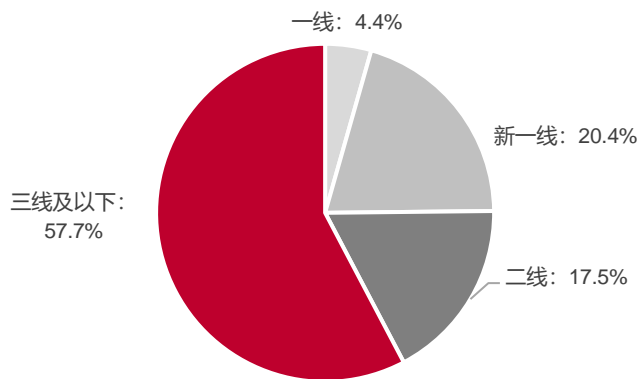
来源：蜜雪冰城招股书，各品牌官网，中泰证券研究所

注：蜜雪冰城门店数据截至22年Q1，其他品牌门店数据截至21年9月5日

## 蜜雪冰城：聚焦下沉市场，主打平价产品

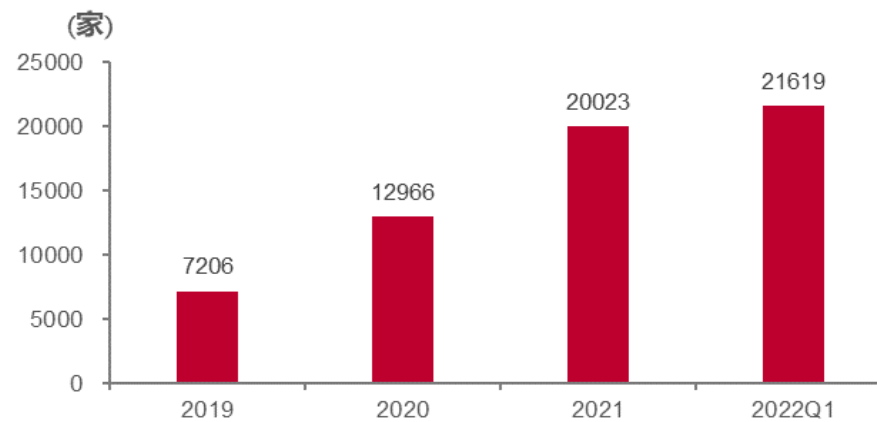
- 深耕下沉市场，门店规模迅速扩张。截至2022Q1，公司拥有门店2.23万家，门店网络遍布全国。在点位布局上，蜜雪避开中端及高端竞争激烈的一二线城市，而是以三线以下城市为主要市场阵地，根据窄门餐眼数据，57.7%的蜜雪门店分布在三线及以下城市。此外，蜜雪将门店网络触角向海外延申，截至2022Q1，蜜雪冰城在印尼、越南共经营566家门店。
- 主打6-8元平价茶饮，助力门店快速下沉。蜜雪冰城主打“果味系列”、“奶茶系列”、“现制冰淇淋系列”产品的客单价均为6-8元，价格远低于同行。蜜雪通过强大的供应链将产品性价比做到极致，这使得门店模型能够下沉到低线城市，门店规模迅速扩大。

图表5：三线以下城市是蜜雪主要市场阵地



来源：窄门餐眼，中泰证券研究所  
注：数据选取日期为20220924

图表6：近年来，门店步入高速扩张阶段

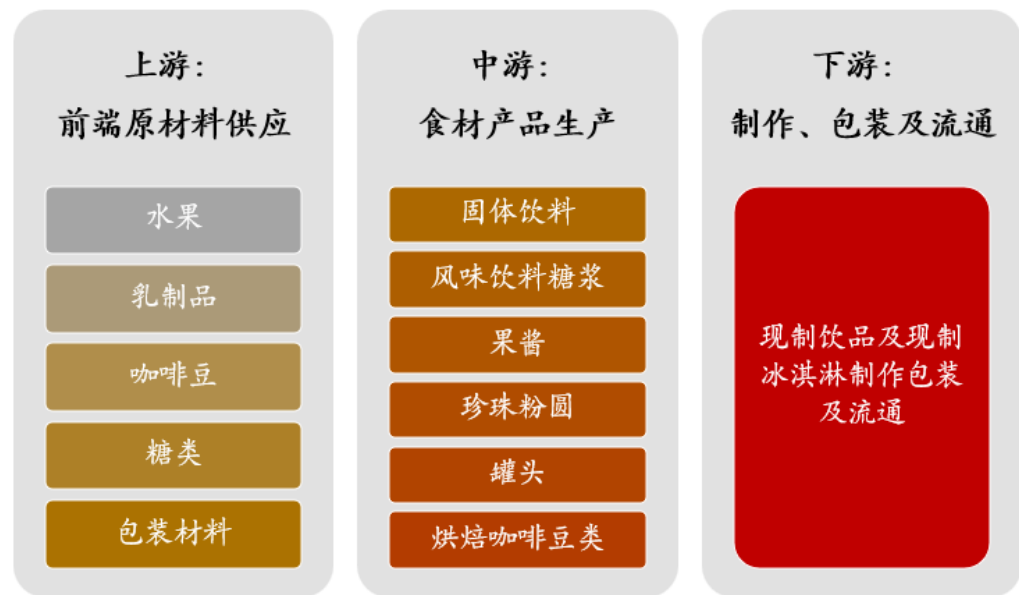


来源：蜜雪冰城招股书，中泰证券研究所

## 商业模式：立足加盟模式，以原料销售为主要利润来源

- 以加盟制为基石，挣原料销售的利润。同奈雪，喜茶等高端茶饮以直营制为主不同，以蜜雪冰城为代表的平价和中端茶饮品牌多数立足于加盟模式。直营模式下，奈雪与喜茶品牌公司以门店经营为主要利润来源，更考验门店经营管理效率。而加盟模式下，蜜雪品牌公司的利润来源主要是向加盟店出售原材料等产品，公司无需承担门店的房租，人力等刚性成本，经营风险更低，盈利能力也更为稳定。

图表7：蜜雪冰城立足产业链中游



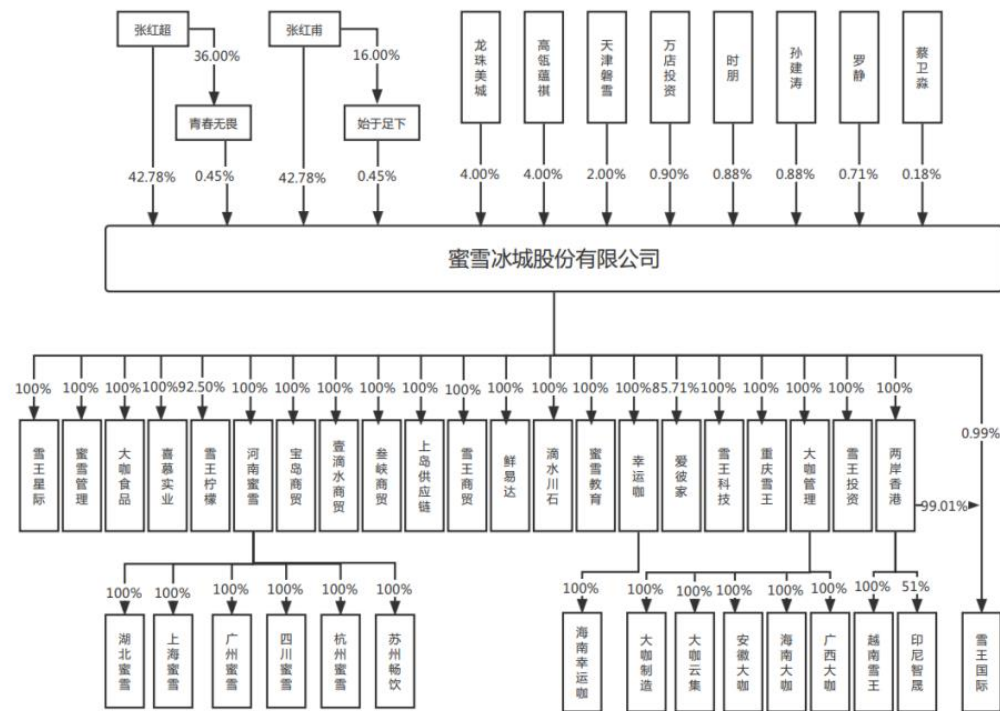
来源：蜜雪冰城招股书，中泰证券研究所



## 股权结构：股权集中，美团系与高瓴系分别持有4%

- 创始人从业经验丰富。公司创始人张红超与张红甫两兄弟草根创业，在现制饮品及现制冰淇淋行业深耕二十余年，对行业有着理解深刻。
- 公司股权集中，美团、高瓴持股4%。控股股东及实际控制人张红超与张红甫两兄弟直接持有公司85.56%股权，股权高度集中。此外，美团旗下龙珠美城及高瓴旗下高瓴蕴祺分别持有公司4%的股权。

图表8：公司股权结构



来源：蜜雪冰城招股书，中泰证券研究所





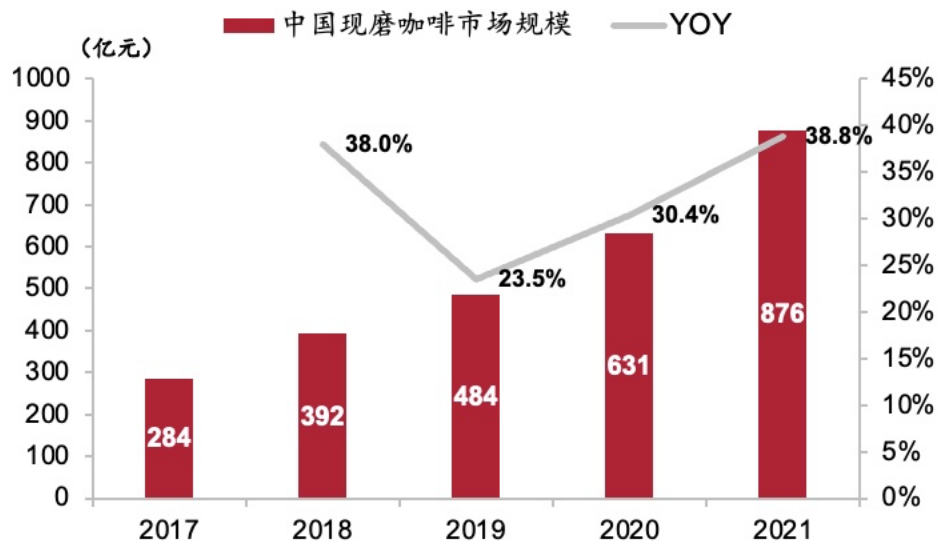
2

## “幸运咖”：第二成长曲线

## 现磨咖啡行业：市场规模快速发展，增长空间潜力大

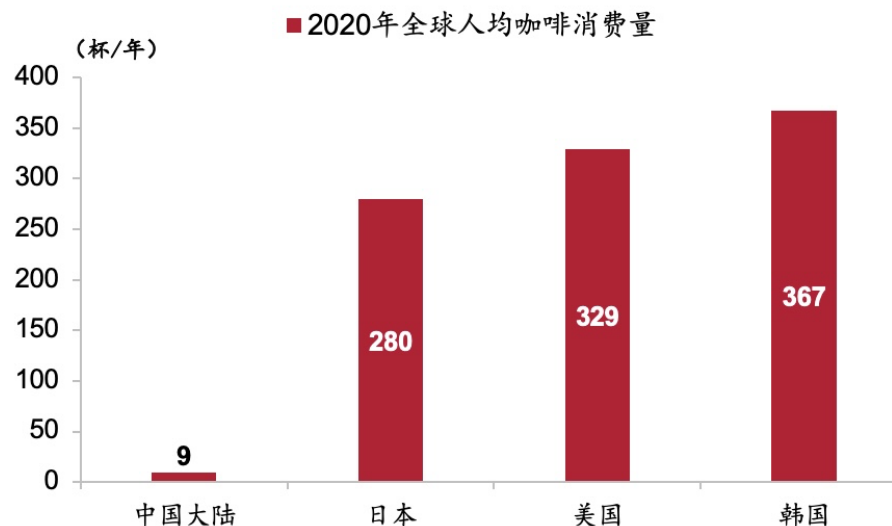
- 现磨咖啡市场处于快速发展期。根据艾瑞咨询数据，2021年中国现磨咖啡市场规模达到876亿元，2017年-2021年CAGR为32.5%。随着品牌咖啡不断推出多元化、个性化产品，以及高线城市白领阶层的扩容，咖啡消费文化持续发展，推动了国内现制咖啡行业进入高速成长阶段。
- 中国人均咖啡消费量仍显著低于其他国家。根据德勤咨询数据，2020年中国的人均咖啡消费量为9杯，仅为日本的3.2%、美国的2.7%和韩国的2.5%，中国人均咖啡消费量仍处于较低水平，未来市场增长潜力巨大。

图表9：中国现磨咖啡市场规模发展快速



来源：蜜雪冰城招股书，艾瑞咨询，中泰证券研究所

图表10：2020年中国的人均咖啡消费量仍较低



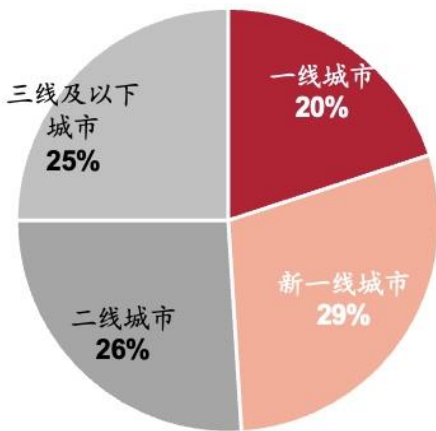
来源：蜜雪冰城招股书，德勤咨询，中泰证券研究所

## 竞争格局：高线城市竞争激烈，整体品牌连锁化率较低

- **高线城市竞争较为激烈。**根据德勤咨询，2020年中国咖啡馆数量为10.8万家，其中二线及以上城市的咖啡馆占比高达75%，高线城市的咖啡门店数量众多，竞争激烈。
- **品牌连锁化率有待进一步提升。**截至2020年底，中国品牌咖啡馆连锁化率为13%，仍处于较低水平。当前品牌咖啡馆与独立咖啡馆之间的竞争仍是主旋律，近年来市场上涌现出许多优秀的连锁咖啡品牌，将推动行业连锁化率持续提升。

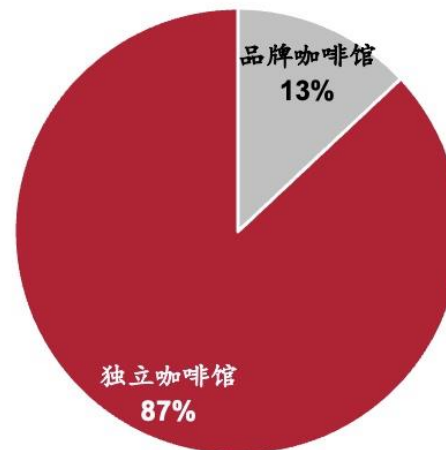
图表11：中国咖啡馆主要位于二线及以上城市

2020年咖啡馆数量占比（按城市等级划分）



来源：蜜雪冰城招股书，德勤咨询，中泰证券研究所

图表12：2020年中国品牌咖啡连锁化率低



来源：蜜雪冰城招股书，德勤咨询，中泰证券研究所

## 咖啡业务：“幸运咖”以极高性价比切入咖啡市场

- “幸运咖”以极高性价比咖啡切入市场。2017年公司推出“幸运咖”品牌，其产品均价8元。在产品单价远低于主流品牌的情况下，幸运咖在原料的选择上使用的是海外进口的阿拉比卡豆，辅料上也以牛奶以及水果为主，与主流咖啡品牌相比，幸运咖在风味上或尚有逊色，但产品性价比极高。

图表13：幸运咖的主要产品及原料

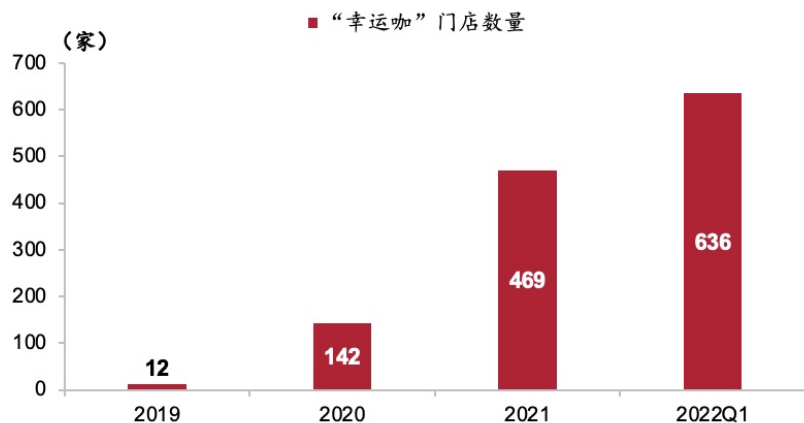
	现磨摩卡咖啡	卡布奇诺	现磨拿铁咖啡	现磨美式咖啡
咖啡系列产品				
单价	11元	8元	5—10元	5元
原材料	“幸运咖”的咖啡豆选用哥伦比亚，巴西，印尼以及埃塞尔比亚进口阿拉比卡咖啡豆，烘焙手法上使用中深度烘焙，能够较好的保留咖啡豆的香味。辅料选择上，幸运咖主要选用牛奶（例如现磨拿铁等）以及新鲜水果（例如手捣柠檬美式等）			

来源：蜜雪冰城招股书，中泰证券研究所

## 咖啡业务：“幸运咖”有望成为第二增长曲线

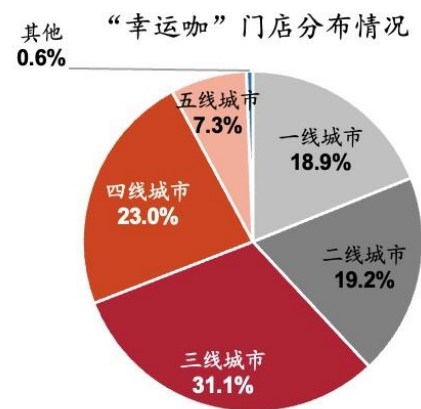
- “幸运咖”立足下沉市场，有望成为第二增长曲线。截至2022Q1，“幸运咖”门店数量达636家，2021年门店数量同比增长超200%，其中超一半门店位于三线及以下城市。借助于蜜雪优秀的供应链和丰富的品牌运作经验，“幸运咖”有望复制蜜雪冰城的成功，成为公司第二成长曲线。

图表14：“幸运咖”门店数量快速增长



来源：蜜雪冰城招股书，德勤咨询，中泰证券研究所

图表15：“幸运咖”门店主要位于三线及以下城市



来源：窄门餐眼，中泰证券研究所  
注：一线城市包含新一线城市；数据截至2022年9月24日



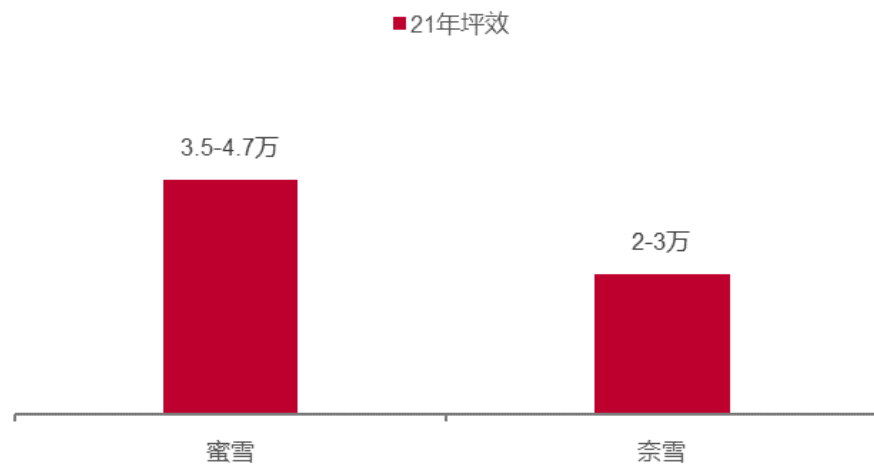
3

财务分析：  
财务业绩亮眼，盈利能力持续向好

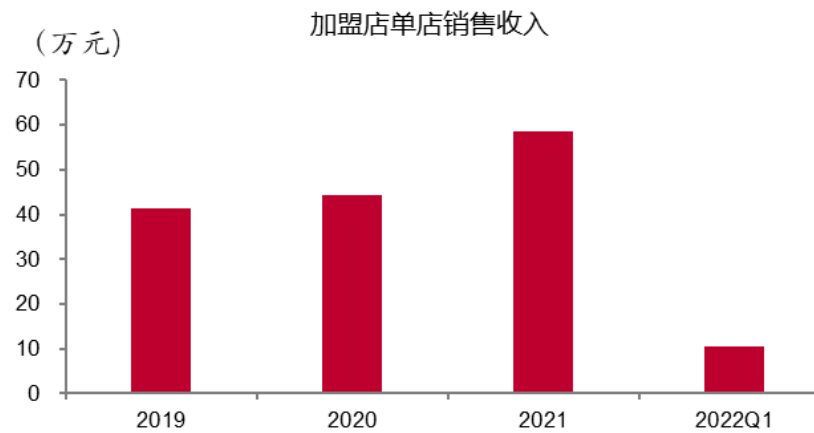
## 门店表现：单店销售收入增长迅速，门店坪效领先

- **单店销售收入提升迅速。**2019年以来，公司向加盟商出售商品的单店销售收入迅速提升，尤其在2021年“雪王”出圈之后，单店销售收入提升迅猛，截至2021年，蜜雪单店销售收入达到58.7万元。由于一季度通常为淡季，若根据2021Q1销售收入占比15.04%估算，2022Q1的销售收入可推算得全年销售额为70.91万，仍保持增长态势。
- **门店坪效优异。**根据招股书给出的杯子销售额，我们可大致推出算2021年蜜雪一共卖出35亿杯产品，按照产品均价6-8元计算，加盟门店层面销售额为210-280亿，加盟店单店营业额为106-141万。参考蜜雪冰城官网给出的加盟条件，门店净使用面积大于20平，我们假设店面平均面积为30平，则加盟商坪效在3.5万-4.7万之间，而高端茶饮店奈雪的坪效估算在2-3万，蜜雪的单店坪效在茶饮品牌中表现较为突出。

图表16：蜜雪的坪效优异



图表17：加盟店单店销售收入持续增长



来源：蜜雪冰城招股书，奈雪的茶招股书，奈雪21年年报，中泰证券研究所  
注：奈雪门店主要在一线城市，受疫情影响大，因而坪效相较于正常值偏低

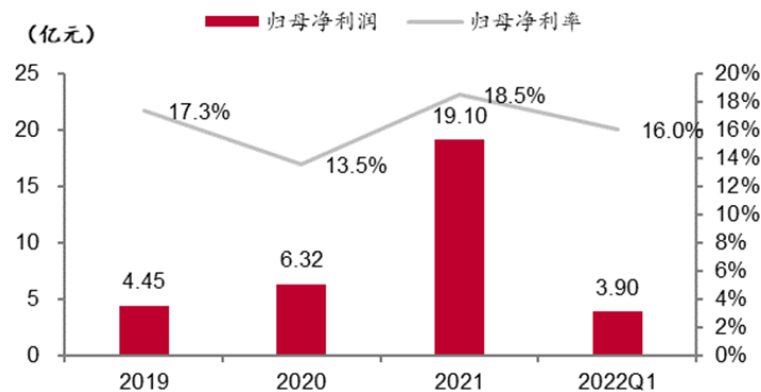
来源：蜜雪冰城招股书，中泰证券研究所  
注：此为蜜雪销售商品收入，而非加盟门店经营收入



## 盈利能力：盈利水平远好于餐饮企业， ROE表现持续优异

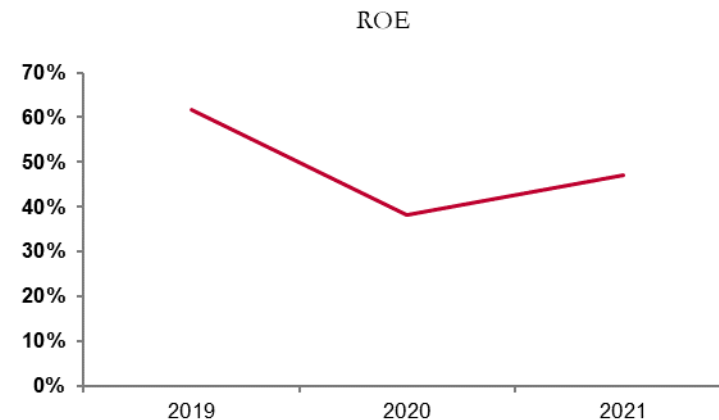
- **盈利水平远好于其他餐饮企业。**受疫情影响，重资产运营的餐饮企业利润受损严重，而蜜雪冰城凭借更轻的运营模式，以及优秀的品牌塑造能力，疫情以来其盈利能力逆势上升，2021年其归母净利润达到19.1亿，归母净利率高达18.5%，近三年均值为16.4%（餐饮企业净利率正常年份通常为10%左右）。
- **ROE表现优异。**得益于较高的净利率水平和资产周转速度，2019-2021年蜜雪的ROE水平保持在38%以上，ROE表现极为优秀。

图表18：蜜雪归母净利润与净利率逆势上升



来源：蜜雪冰城招股书，中泰证券研究所

图表19：ROE表现优秀

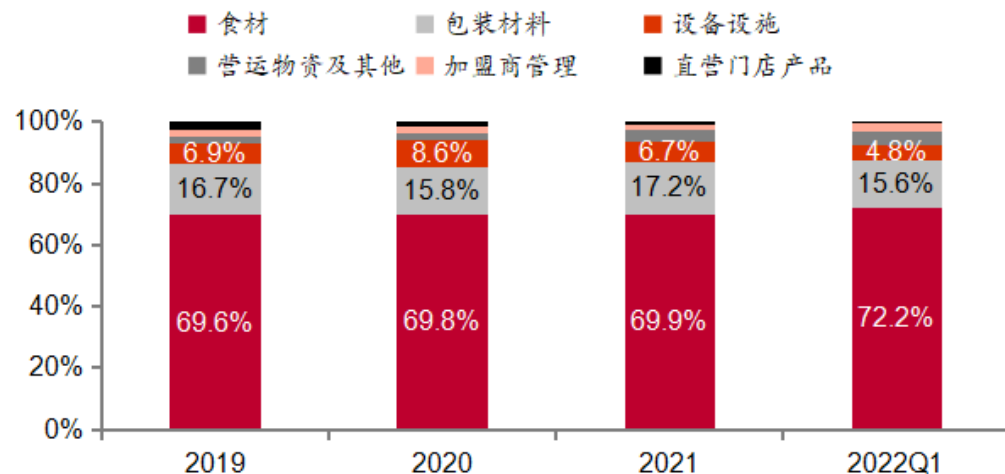


来源：蜜雪冰城招股书，中泰证券研究所

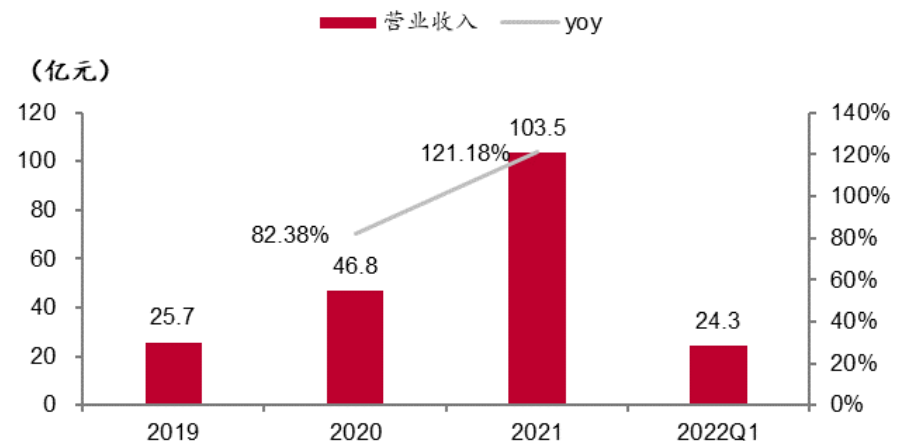
## 营业收入：门店规模迅速扩张，带动营收实现快速增长

- 公司主营业务收入主要来源食材及包装材料销售，占比超85%。公司主营业务突出，2019-2022Q1主营业务收入占比维持在99.9%以上。公司营收结构稳定，食材（奶昔粉、奶茶粉等固体饮料，蔗糖、果汁等风味的饮料浓浆以及果酱、茶叶、水果等各类食材）及包装材料（杯子、包装袋、吸管等）销售额贡献营收稳定在85%以上。
- 门店规模迅速扩张及单店销售额提升，带动营收实现快速增长。2019-2022Q1公司加盟门店单店销售额由41.33万元/家上升至70.91万元/家（按2021Q1销售占比折算），其中疫情企稳的2021年同比增长达32.3%。门店规模的迅速扩张及单店销售额提升，带动公司营收实现快速增长，2020年和2021年公司营收分别实现同比增长82.38%、121.18%。

图表20：食材、包装材料销售为核心收入来源



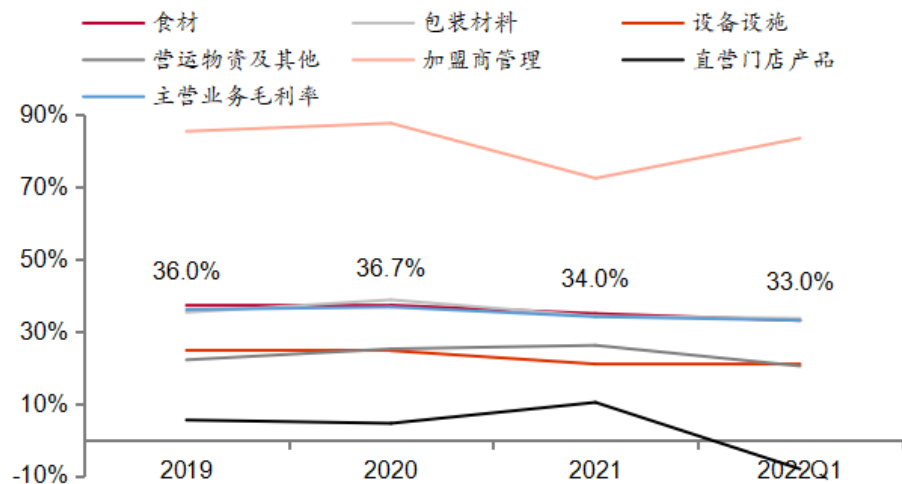
图表21：营业收入实现快速增长



## 毛利率：毛利率水平处于行业中游，未来有望向上修复

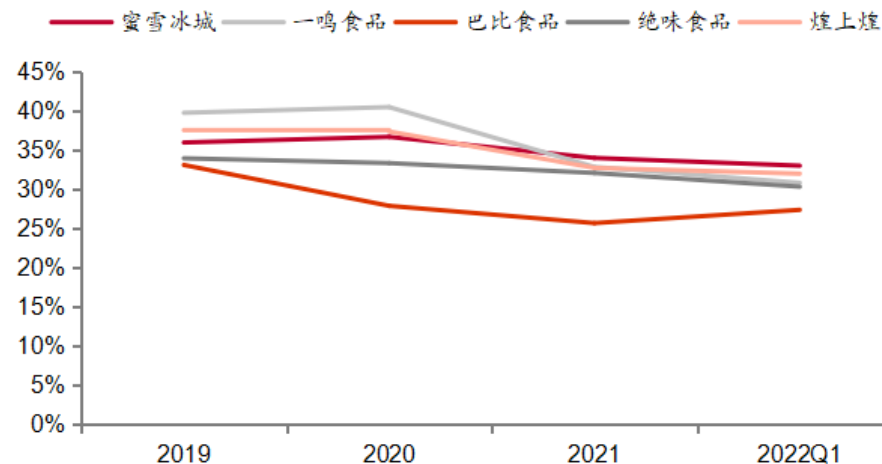
- 毛利率处于行业中游，未来有望向上修复。报告期内，公司主营业务毛利率水平在33-36%之间，处于行业中游水平。其变动趋势，与同样以加盟模式为主的绝味食品、一鸣食品、巴比食品及煌上煌基本一致，符合行业特征，即毛利率下滑主要系原料成本上涨带来的系统性影响，预期随原料成本下降，公司毛利率有望向上修复。
- 受单位成本变化、产品销售结构及销售单价及影响，主营业务毛利率小幅下滑。新收入准则口径下，2019-2022Q1公司主营业务毛利率分别为35.95%、36.67%、33.98%、32.99%，小幅下滑的原因系：
  - ✓ 成本端：2019-2021年各项业务成本上涨对主营业务成本的影响度前四位依次为：食材(69.2%)>包装材料(17.2%)>设备设施(8%)>营运物资及其他(4.6%)。成本上涨的主要驱动因素系部分原材料/成品采购成本上升，导致单位成本上升，如2019-2021年食材采购成本涨幅为363%，高于食材收入涨幅的305%。
  - ✓ 收入端：低毛利单品销售占比提升，以及公司下调部分产品单价等因素，对收入端的增长略有抑制。

图表22：主营业务毛利率下降



来源：蜜雪冰城招股书，中泰证券研究所

图表23：毛利率水平位处行业中游

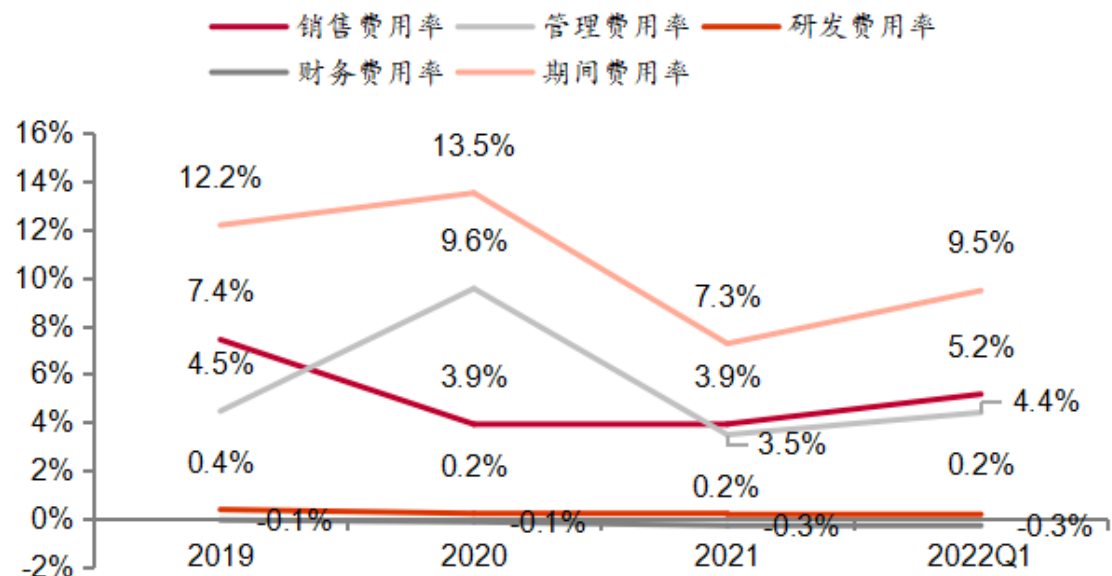


来源：蜜雪冰城招股书，中泰证券研究所

## 成本结构：公司期间费用率低

- 报告期内，期间费用率显著下降。2021年，公司期间费用率为7.3%/yoy-6.2pct，降幅显著。其中，销售费用率和管理费用率占主导。
- ✓ 公司的销售费用主要包括职工薪酬、运输费用、交通差旅费、仓储及租赁费和广告宣传费，2021年五项合计占销售费用比重达84.16%，2020年销售费用率大幅下降系履行新收入准则，将运输费用调至主营业务成本中核算。
- ✓ 公司的管理费用主要由职工薪酬、服务费、股份支付、折旧摊销费和办公费构成，2021年五项合计占管理费用比重达90.59%，2020年管理费用的异常抬升主要是股份支付导致。

图24：公司期间费用率低

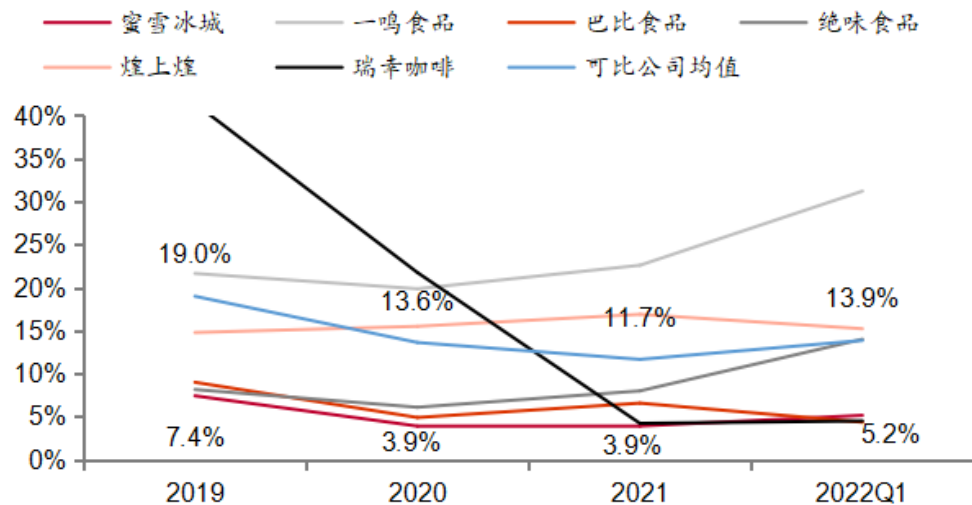


来源：蜜雪冰城招股书，中泰证券研究所

## 成本结构：期间费用率控制水平行业领先

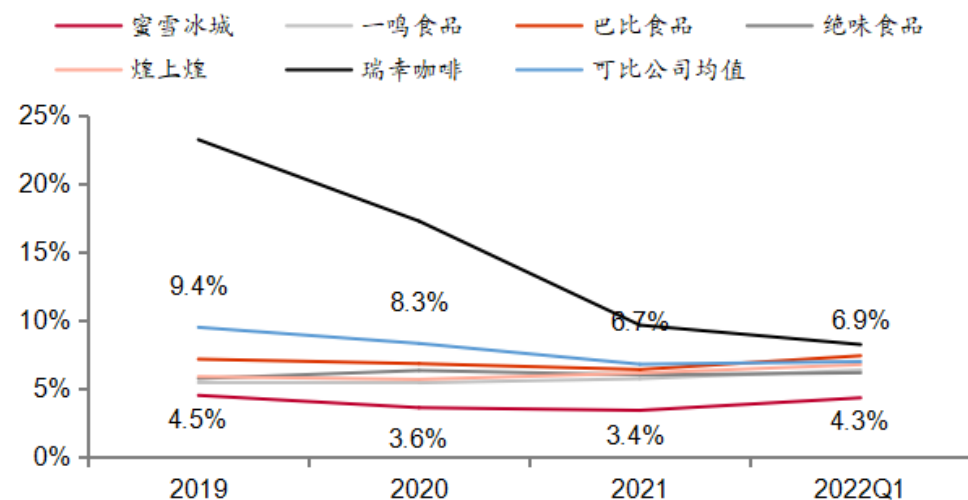
- 公司销售费用率低于多数可比公司。与同行业可比公司相比，2020年以来公司的销售费用率维持为4%-5%左右，接近于巴比食品和绝味食品，与一鸣食品和煌上煌相比较低，主要是由于：公司收入规模扩大导致固定销售费用摊薄；公司门店网络自带高曝光量；加盟模式下公司需要的销售人员较少；成本核算模式差别。
- 剔除股份支付费用影响后，公司管理费用率保持行业最低。报告期内，公司管理费用率维持在3.5%-4.5%，均低于同行业可比公司，主要是由于：公司销售规模快速扩大，规模效应逐渐凸显，管理成本被摊薄所致；公司资产规模相对较小，折旧、摊销、租赁、办公等费率相对较低；公司行政管理人员数量较少，直营门店及相关的管理人员也较少。

图表25：公司销售费用率低于多数可比公司



来源：蜜雪冰城招股书，中泰证券研究所

图表26：公司管理费用率保持行业最低



来源：蜜雪冰城招股书，中泰证券研究所



4

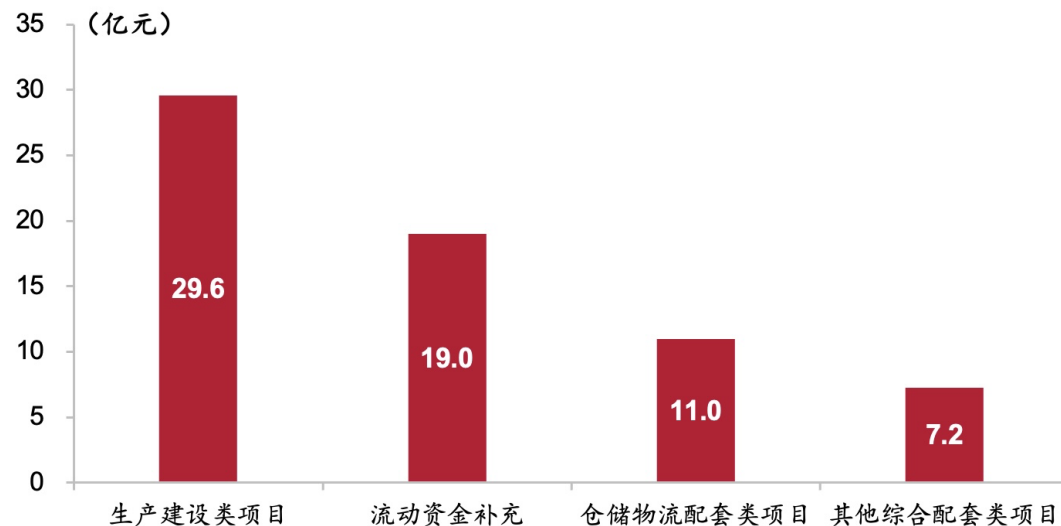
募集资金用途：  
生产类项目建设、仓储物流配套项目



## 募投项目：计划募资66.84亿元主要用于生产建设及仓储物流配套

- 本次募资主要用于生产建设及仓储物流配套。集团计划募资66.84亿元，将主要用于“生产建设类项目”、“仓储物流配套类项目”及“其他综合配套类”，构建更强大的供应链制造体系，布局海外发展战略，完善公司多级仓配体系，优化公司数字化管理。募集资金投资各项目建成之后，公司综合实力将进一步加强。预计投资项目达产后，公司新增净利润为15.8亿元/年。

图表27：本次募投资金用途



来源：蜜雪冰城招股书，中泰证券研究所

图表28：“生产建设类项目”各子项目达产产量

项目	产品	达产产量	合计
大咖国际产业园二期项目	奶昔粉	12	31.0
	奶茶粉	9	
	植脂末	10	
大咖国际冷冻水果深加工项目	水果制品	9.66	27.7
	芋圆	2	
	风味饮料浓浆	15	
	奶茶粉	1	
定安县蜜雪冰城食品加工项目（一期）	固体饮料	6	21.7
	风味饮料浓浆	6	
	椰乳	5	
	咖啡制品	2.97	
	珍珠制品	1.8	
数字农业产地仓暨冷冻深加工项目	速冻柠檬	8	9.2
	速冻鲜橙	1	
	柠檬汁	0.2	
大咖国际产业园一期冷冻加工车间项目	冷冻果酱	2.5	4
	冷冻芋圆	1.5	

来源：蜜雪冰城招股书，中泰证券研究所  
注：单位为万吨





5

风险提示

## 风险提示

---

- 食品安全风险。
- 加盟店的监督管理风险。
- 质量控制风险。

## 重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。