

餐饮行业专题报告

行业专题研究报告

本报告的主要看点:

1. 基于招股书梳理蜜雪冰城基本情况。
2. 分析蜜雪冰城核心竞争优势、财务状况。
3. 展望蜜雪冰城未来发展空间。

蜜雪冰城招股书梳理：供应链为基，品牌为翼

基本结论

- **主打平价高质现制饮品的超级供应链公司。**公司创立于1997年，旗下主品牌蜜雪冰城定位高性价比茶饮和冰淇淋，疫情后逆势展店，分别于20、21年全球门店数突破1万、2万大关，根据国金数字未来Lab统计，截至2022.9.25国内门店数增至22861家；新品牌幸运咖主要定位平价现磨咖啡，截至2022.9.25全国门店总数约1115家、较21年末增长约138%；另有冰淇淋品牌极拉图。商业模式为典型的“供应链-加盟商-消费者”，以直营店为样板引导、加盟店为主体扩张，21年公司营收103亿元，其中95%来自向加盟商销售食材、包材、设备等物料，主要赚取供应链的钱。以蜜雪冰城为例，加盟新店所需投资约37万起，测算的县级市非首年门店经营利润率约13%、门店盈亏平衡日均销量约380杯/天，回报较可观。公司IPO拟发行不超过4001万股、募集资金约65.0亿元，主要用于生产建设、仓储物流配送和其他综合配套项目，分别占总募投资金的45.4%、16.9%、8.4%。
- **供应链支持高性价比产品，密集开店+IP营销积累强品牌力，重视加盟商标准化管理。**公司自建供应链较完善，生产环节截至1Q22末已建立252亩智能制造产业园，在国内宁门主产地四川安岳与当地合作直采并就近建厂，从产销数据推算，核心原料中固体饮料已实现100%自供，风味饮料浓浆、果酱分别约89%、30%，随着新产能投放持续将提升；物流仓储环节已在22省设立基地，给予加盟商全国免运费政策。公司品牌力较强，低价高质产品受众广泛，全国广泛布局的2万+门店形成极强招牌效应，“雪王”IP营销成功进一步强化与消费者情感链接。门店管理方面，公司通过建立统一标准、定期加盟商和员工培训、巡店监督输出标准化运营模式。
- **财务方面成长速度领先，盈利能力稳定较高，周转效率较高。**公司19-21收入CAGR 101%，1Q22同增61.0%，处于行业领先水平，毛利率相对稳定、规模效应及强品牌力下费用率控制较好，2021年净利19.1亿元、净利率近19%领先同业，1Q22实现净利3.9亿元。先款后货+全国供应链体系+强品牌议价能力，公司应收账款周转天数低于可比公司，存货周转天数合理，现金流良好，21年经营性现金流净额17亿元/+49%。
- **公司未来看点主要为蜜雪冰城品牌国内加密及出海，幸运咖把握咖啡下沉市场渗透机遇。**经测算蜜雪冰城目前全国平均门店密度0.16店/万人，大本营河南省为0.25店/万人，预计华南为代表密度较低区域仍有加密空间；18年蜜雪冰城出海，截至1Q22末海外门店数571家，海外收入占比1.5%、较21年末+1.0pct，IPO募投项目中已在海南省规划主要针对海外市场的生产基地，预计将以东南亚为重点发力海外。国内咖啡市场整体仍处于渗透普及、量价齐升阶段，下沉市场接受度提升空间更大，幸运咖品牌门店60%+位于三线及以下城市，提前布局有望抓住未来下沉市场现磨产品渗透机会。

苏晨 分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

叶思嘉 联系人
yesijia@gjzq.com.cn

鲍秋宇 联系人
baoqiuyu@gjzq.com.cn

投资建议

- 公司为现制饮品行业龙头，供应链、品牌力、管理能力综合较优，疫后逆势增长亮眼、盈利能力稳定较高，未来蜜雪加密出海、提前布局下沉市场现磨咖啡市场看点足，建议积极关注。

风险提示

- 加盟净拓店速度不及预期，咖啡渗透速度不及预期，食品安全风险等。

内容目录

1、蜜雪冰城：主打平价高质饮品的超级供应链公司	4
1.1、公司概况：20 余年深耕现制饮品，疫后逆势扩张.....	4
1.2、商业模式：典型 S2B2C，加盟扩张，主要赚取供应链的钱.....	5
1.3、股权架构：集中于创始人兄弟，IPO 募资用于供应链扩张	7
2、竞争优势：供应链、品牌力、加盟商管理综合实力强	8
2.1、供应链：自建工厂、免运费支持，已形成全国化布局.....	9
2.2、品牌：高性价比产品+密集开店积累知名度，雪王 IP 营销推升热度 ...	10
2.3、管理：统一标准、员工培训、巡店监督输出标准化运营模式.....	12
3、财务分析：成长速度领先，盈利能力稳定较高.....	13
3.1、成长速度领先，加盟模式+规模效应助力盈利能力稳定较高	13
3.1、周转效率领先，现金流良好.....	15
4、未来看点：蜜雪加密出海，幸运咖把握咖啡下沉市场渗透机遇	16
5、风险提示	19

图表目录

图表 1：产品、供应链、市场需求、新品牌依次推动公司成长加速.....	4
图表 2：中国现制茶饮市场 2016 年出现爆发式增长.....	5
图表 3：2019~2021 蜜雪冰城品牌门店数 CAGR 66.7%.....	5
图表 4：公司商业模式.....	5
图表 5：公司收入主要来自向加盟商销售食材、包材、设备.....	6
图表 6：公司旗下品牌加盟条件.....	6
图表 7：蜜雪冰城加盟商单店模型.....	7
图表 8：公司股权架构（IPO 前）	8
图表 9：公司 IPO 募投项目	8
图表 10：公司产能快速扩张（吨）	9
图表 11：公司核心原料自产比例较高且持续提升.....	9
图表 12：公司已建成全国仓储物流体系.....	10
图表 13：公司产品主打高性价比.....	10
图表 14：蜜雪冰城国内门店区域分布（2022-09）	11
图表 15：蜜雪冰城国内门店省份分布（2022-09）	11
图表 16：公司旗下品牌 IP 运营较成功.....	11
图表 17：2021 年蜜雪冰城洗脑广告曲的广泛传播进一步推升品牌知名度.....	12
图表 18：蜜雪冰城关店率较低.....	13
图表 19：可比公司主营收入（亿元）	13
图表 20：可比公司主营收入增速.....	13
图表 21：公司门店总数较快增长.....	14
图表 22：公司平均单个加盟店商品销售、管理费收入.....	14

图表 23: 可比公司毛利率对比.....	14
图表 24: 公司分业务毛利率情况.....	14
图表 25: 可比公司销售费用率.....	15
图表 26: 可比公司管理费用率.....	15
图表 27: 可比公司归母净利润 (亿元)	15
图表 28: 可比公司归母净利率.....	15
图表 29: 可比公司应收账款周转天数.....	16
图表 30: 可比公司应付账款周转天数.....	16
图表 31: 可比公司存货周转天数.....	16
图表 32: 公司经营性现金流净额及增速.....	16
图表 33: 蜜雪冰城分省份门店密度 (2022-09)	17
图表 34: 蜜雪冰城分省份门店密度.....	17
图表 35: 中国咖啡消费量持续增长.....	18
图表 36: 2017~21 中国现磨咖啡市场 CAGR 达 33%	18
图表 37: 中国人均咖啡消费量仍有较大增长空间 (2020)	18
图表 38: 幸运咖门店集中在三四线城市 (2022-09)	19
图表 39: 幸运咖门店省外占比提升空间大 (2022-09)	19
图表 40: 瑞幸咖啡门店门店主要集中于一线至二线城市	19

1、蜜雪冰城：主打平价高质饮品的超级供应链公司

1.1、公司概况：20 余年深耕现制饮品，疫后逆势扩张

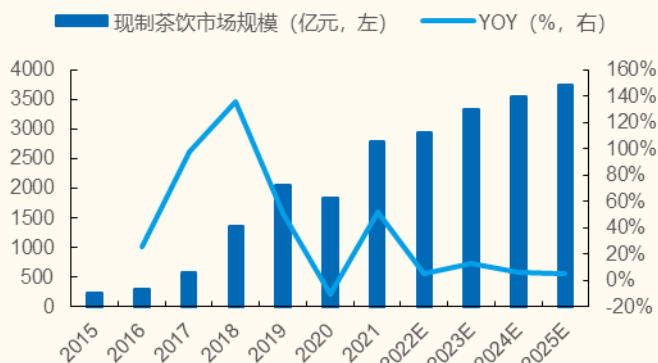
- **复盘公司历史，产品、供应链、市场需求爆发、新品牌依次赋予公司成长加速度。**蜜雪冰城前身可追溯至张红超于 1997 年创立的“寒流刨冰”，经历多次创业尝试后，2006 年因推出的 1 元/支新鲜冰淇淋产品受到极大欢迎、开启河南省内加盟扩张。2008 年门店数达 180 家，三聚氰胺事件导致冰淇淋粉供应商关停、开启自建供应链，此后在核心原料采购、生产、仓储物流等多个环节进行布局，由省内走向省外，年开店数上升至千家以上。2017 年开始国内现制茶饮市场高速发展，根据艾媒咨询数据，2016~2018 年行业规模 CAGR 达 91.5%，公司内部在团队管理、供应链等方面做进一步提升，继续扩张。随着蜜雪冰城网点在全国铺开、品牌知名度上升及，新冠疫情后行业经历洗牌，有较多优质商铺空出，公司抓住机会开拓加盟门店，于 2020 年全球门店数突破 1 万家，2021 年末突破 2 万家，至 1Q21 末门店总数达 21619 家，其中加盟门店 21582 家，门店数量位居国内现制茶饮行业第一。此外，2017 年公司推出咖啡+茶饮的新品牌“幸运咖”，截至 1Q22 门店数 636 家、其中加盟店 629 家，成为公司第二增长曲线。

图表 1：产品、供应链、市场需求、新品牌依次推动公司成长加速

时间	蜜雪冰城	幸运咖	供应链
1997	张红超在郑州创立蜜雪冰城前身“寒流刨冰”，后前往合肥创业，均以失败告终		
1999	回郑州重新创立冷饮店，店名改为“蜜雪冰城”，但因拆迁等原因多次关店		
2000	蜜雪冰城中西餐厅		
2003	蜜雪冰城家常菜馆		
2006	“蜜雪冰城超级冰堡”，重启冰饮梦；首次推出新鲜冰淇淋，售价 1 元/支，受欢迎		
2007	第一家“蜜雪冰城新鲜冰淇淋店”开业，靠口口相传，几个月内开了 26 家加盟店		
2008	蜜雪冰城新鲜冰淇淋加盟店达 180 余家		三聚氰胺事件导致上游冰淇淋粉供应商关停，开始思考自建供应链
2012			成立大咖国际食品有限公司，原料自产化
2014	门店数突破 1000 家		焦作温县建设仓储物流中心，全国推行免运费政策
2015	高速增长下，门店运营、品控等环节出现问题，决定放缓扩张，重视加盟商、员工培训		
2017		项目孵化，同年 9 月成立河南幸运咖餐饮管理有限公司，首店在郑州开业	成都西南仓设立
2018	全球化开启，越南首店开业	大量测试和调研，打磨产品、门店模型	新建 450 亩产业园；佛山华南仓设立
2019	由华与华设计的第三代品牌形象“雪王”诞生；门店数量突破 5000 家	团队组建，实现于集团管理、研发、采购、物流、工厂资源无缝对接	
2020	6.22 官宣门店数量突破 1 万家；年末门店总数突破 2 万家	品牌升级，与华与华战略合作发布品牌形象；以河南市场为主正式对外开放加盟	4 月沈阳东北仓、6 月乌鲁木齐新疆仓设立
2022	一季度加盟门店数量突破 2 万家，7 月中旬宣布开放全国乡镇加盟申请；6 月海外门店突破 1000 家	开放河南周边省份业务，门店突破 500 家，成为集团第二增长曲线	

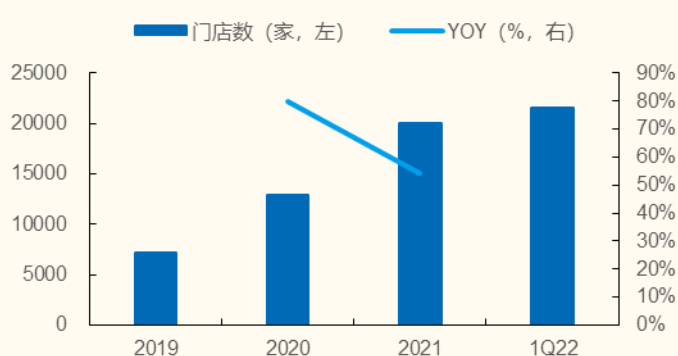
来源：公司招股说明书，公司官网，国金证券研究所

图表 2: 中国现制茶饮市场 2016 年出现爆发式增长



来源：艾媒咨询，灼识咨询，国金证券研究所；注：2015 年数据引用自灼识咨询，其余来自艾媒咨询

图表 3: 2019~2021 蜜雪冰城品牌门店数 CAGR 66.7%

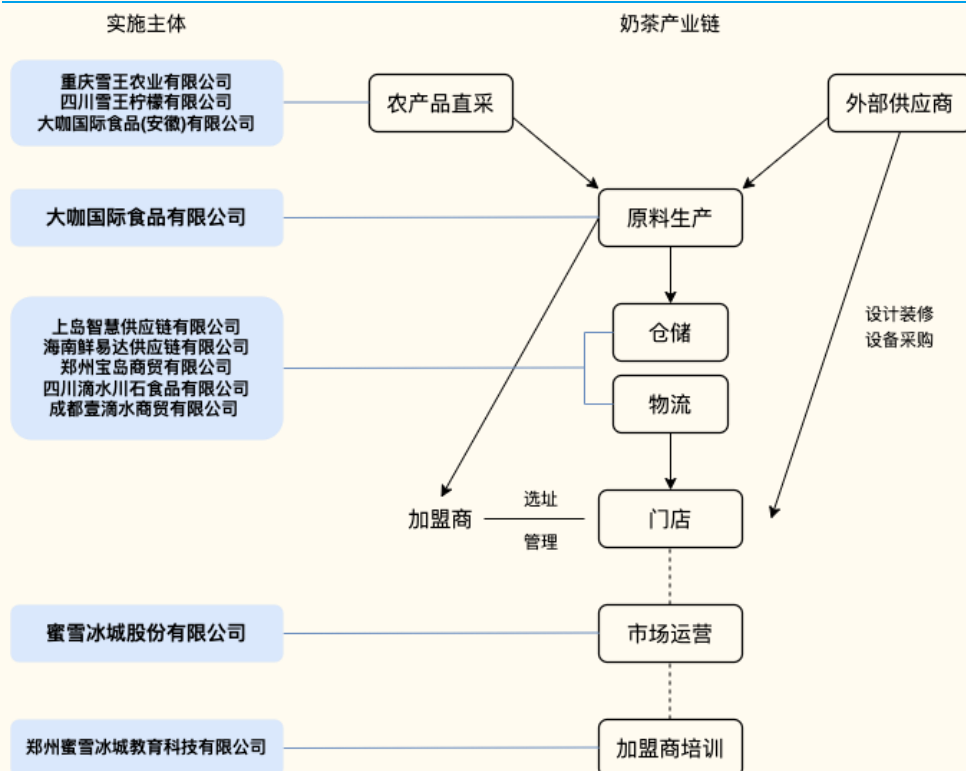


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、商业模式：典型 S2B2C，加盟扩张，主要赚取供应链的钱

- 公司商业模式为典型的“供应链-加盟商-消费者（S2B2C）”，经营覆盖现制饮品与现制冰淇淋的产品研发、采购、生产、销售、仓储物流以及连锁经营的各个环节，直营店为样板引导、加盟店为主体扩张。蜜雪冰城品牌主要由三大公司共同服务，蜜雪冰城股份有限公司主导管理运营；大咖国际食品有限公司主导研发生产；上岛智慧供应链有限公司提供仓储物流服务，三大公司共同协作形成完整产业链，此外还设立有专门负责加盟商培训的子公司。

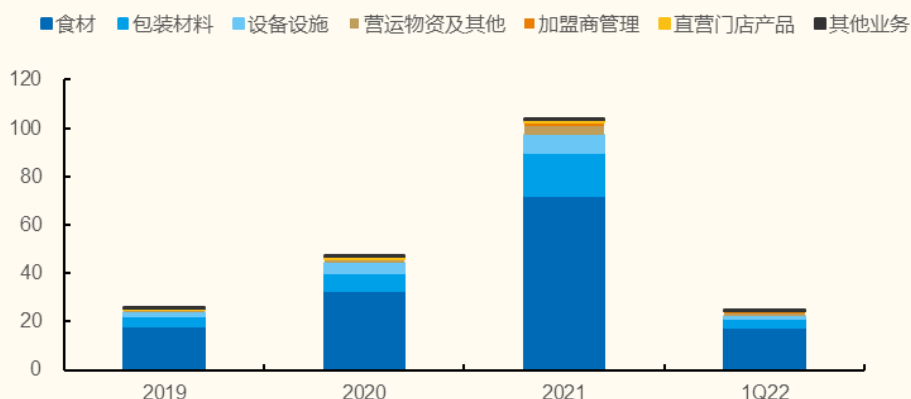
图表 4：公司商业模式



来源：公司招股书，国金证券研究所整理

- 2021 年公司主营收入 103.4 亿元，其中 97.1%来自加盟销售（包括商品销售、加盟商管理），食材、包材、设备销售分别占主营收入 69.9%、17.2%、6.7%，而加盟商管理、直营店销售仅 1.9%、0.8%，可见公司收入主要源自向加盟商销售物料、赚取供应链的钱。

图表 5：公司收入主要来自向加盟商销售食材、包材、设备



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司在加盟商选取、门店选址等方面建立了较严格的审核机制，主要包括两大环节：1) 前期考察，从加盟商的年龄、从业经验、管理能力、个人素质、工作状况等角度评估加盟商开店及后续经营能力；2) 门店选址审核，对所选铺面的位置、面积、所处商圈、客流量及客流人群类型等进行分析，并帮助加盟商评估所选门店位置的投资回收期，不满足门店经营条件或回本周期过长的选址将不予通过。公司旗下品牌加盟合同三年一签，首次加盟蜜雪冰城需向公司支付包括首次加盟费（县级/地级/省会城市分别 7000/9000/11000 元），设备、装修各约 8 万元，保证金 2 万元以及首批物料费用，并承担首期房租及其他费用（一般 10 万元起），此后每年除物料采购外仅需支付 4800 元/年管理费和 2000 元/年培训费，门店一般三年需翻新一次。幸运咖条件与蜜雪冰城类似，预计新店一次性投资约 31 万起、略低于蜜雪。从加盟条件设置看，公司主要赚取门店持续经营、供应物料的钱而非加盟费，因此与加盟商利益绑定更深，有动力帮助门店改善经营。

图表 6：公司旗下品牌加盟条件

	蜜雪冰城			幸运咖	极拉图	备注
	县级城市	地级城市	省会城市			
特许经营期限	3	3	3	3	3	
一次性加盟（元）	247000	249000	251000	200000	-	
保证金（元）		20000		10000	10000	合约履行期届满，加盟商无违约行为，保证金全额返还
加盟费（元）	7000	9000	11000	10000	16000	
设备（元）		约 80000		约 80000	未知	
装修（元）		80000		100000	未知	
首批物料（元）		60000 起		40000 起	未知	首次投入，后续按经营情况向公司采购
每年持续加盟（元/年）		6800		9800	9800	
管理费（元/年）		4800		5000	5000	经营指导、日常管理
培训费（元/年）		2000		4800	4800	
首期房租及其他费用（元）		100000 起		100000 起	未知	房租、转让、入场等费用
预计新店一次性投资		37 万起		309800 起	-	

来源：公司招股说明书，公司官网，国金证券研究所整理

- 我们以县级城市为例测算了蜜雪冰城单店模型，按日均销售额 5000 元计算（对应客单价 8 元、日均销量 625 杯）预计年收入 183 万元，日常经营中主要支出项包括原料、员工、租金、水电杂项、折旧摊销，预计占门店收入 50.0%、10.5%、18.0%、5.0%、2.9%，非首年门店层面经营利润率预计为 13.2%，测算可得非首年盈亏平衡日均销量约 380 杯/天。

图表 7：蜜雪冰城加盟商单店模型

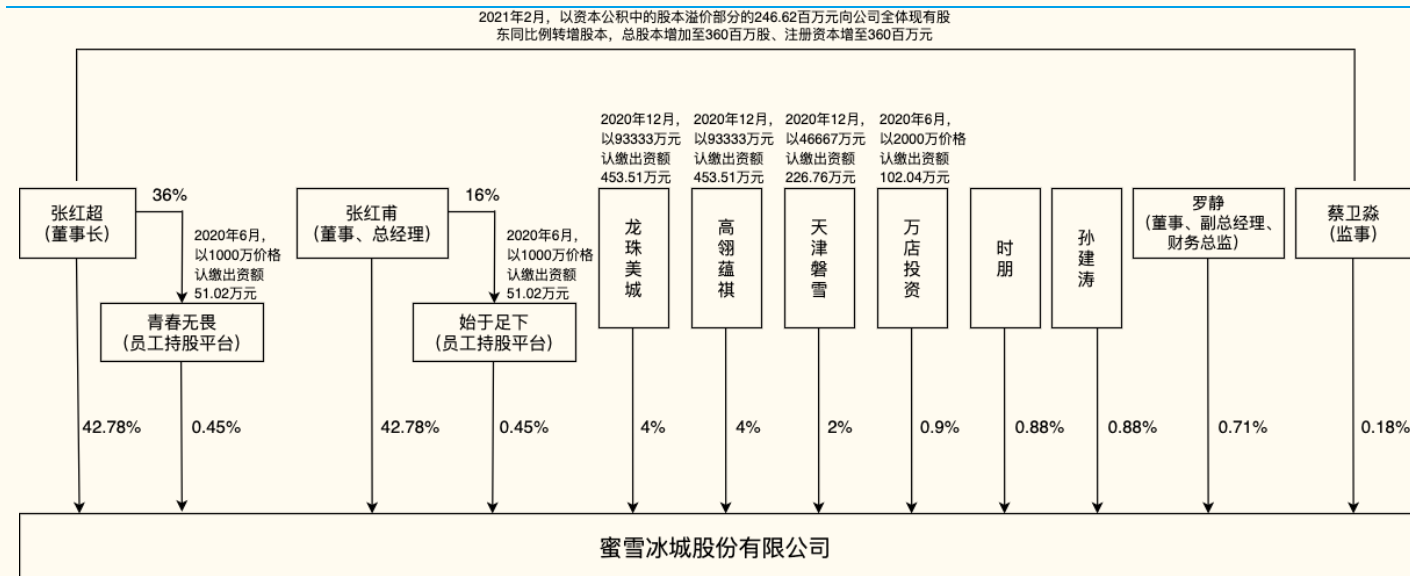
	UE（首年）	UE（非首年）
门店信息		
员工人数	4	4
员工月薪（元/人）	4000	4000
门店面积（平方米）	25	25
单位面积租金（元/平米/月）	1095	1095
前期装修、设备投入（万元）	16	16
加盟店利润表		
日均营业额（元）	5000	5000
客单价（元）	8	8
日均杯数（杯）	625	625
年收入（万元）	183	183
原材料	91	91
%收入	50.0%	50.0%
员工薪酬	19.2	19.2
%收入	10.5%	10.5%
租金	33	33
%收入	18.0%	18.0%
水电杂项	9	9
%收入	5.0%	5.0%
折旧摊销（假设三年）	5.3	5.3
%收入	2.9%	2.9%
首次加盟费（万元）	0.9	-
%收入	0.5%	-
管理、培训费（万元）	0.68	0.68
%收入	0.4%	0.4%
经营利润	23.2	24.1
经营利润率	12.7%	13.2%

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所测算；注：加盟费按县级市计，保证金 2 万元不计入成本。

1.3、股权架构：集中于创始人兄弟，IPO 募资用于供应链扩张

- IPO 前创始人张红超、张红甫兄弟共计持股 96.97%。截至招股书签署日，哥哥张红超担任公司董事长，弟弟张红甫担任公司董事、总经理，通过直接和间接持股，分别持有公司 IPO 前总股本 42.9%、42.8%，预计 IPO 后持股比例约 38.6%、38.6%，为公司实控人。
- 2020 年 12 月美团、高瓴等投资入局。2020 年 12 月美团旗下龙珠美城、高瓴旗下高瓴蕴祺以及天津磐雪分别以约 9.3 亿元、9.3 亿元、4.7 亿元认购公司约 453.5 万元、453.5 万元、226.7 万元新增注册资本，IPO 前持股比例分别为 4.0%、4.0%、2.0%。
- 公司设立青春无畏、始于足下两大员工持股平台，各占公司 IPO 前总股本 0.45%。员工持股平台合伙人覆盖公司供应链、研发、市场、品牌、招商、人力资源等部门或子公司核心管理层，其中青春无畏、始于足下各有有限合伙人 26 人。

图表 8：公司股权架构（IPO 前）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司 IPO 拟发行不超过 4001 万股、募集资金约 65.0 亿元。IPO 募资主要用于生产建设、仓储物流配套和其他综合配套（营销服务及直营网络、数字化、研发中心）项目，分别占总募投资金的 45.4%、16.9%、8.4%。

图表 9：公司 IPO 募投项目

序号	分类	项目名称	建设地址	建设总投资（亿元）	募集资金投资额		实施主体
					金额（亿元）	比例	
1	生产建设类项目	定安县蜜雪冰城食品加工项目（一期）	海南定安	10.76	10.76	16.56%	大咖食品（海南）
2		大咖国际产业园二期项目	河南焦作	9.39	9.28	14.28%	大咖食品
3		大咖国际冷冻水果深加工项目	广西崇左	4.77	4.77	7.34%	广西大咖
4		数字农业产地仓暨冷冻深加工项目	重庆渔南	3.28	3.28	5.04%	重庆雪王
5		大咖国际产业园一期冷冻加工车间项目	河南焦作	1.40	1.40	2.15%	大咖食品
6	仓储物流配套类项目	智能生产加工和进出口基地及亚洲总部项目（一二期工程）	四川成都	5.54	5.54	8.52%	滴水川石
7		上岛智慧供应链中心项目	河南焦作	2.80	2.80	4.31%	上岛供应链
8		省级分仓及前置仓构建项目	全国各地	2.67	2.67	4.11%	鲜易达
9	其他综合配套类项目	营销服务体系与直营网络建设项目	全国各地	3.16	2.48	3.82%	蜜雪冰城
10		数字化构架项目	河南郑州	2.74	1.97	3.03%	
11		研发中心项目	河南郑州	1.34	1.03	1.58%	蜜雪冰城/大咖食品
12	-	补充流动资金	-	19.00	19.00	29.25%	-
合计			-	66.84	64.96	100%	-

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

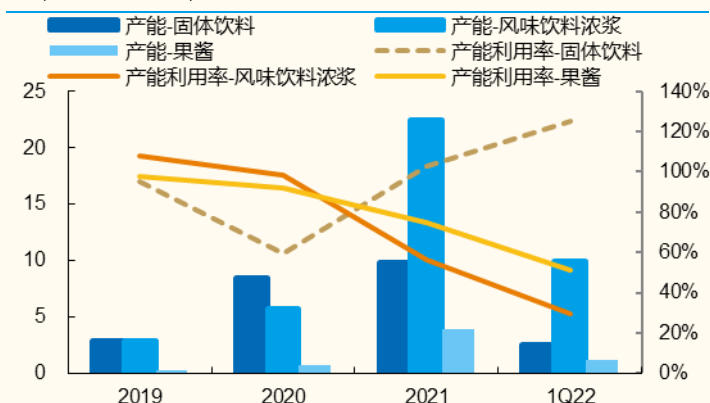
2、竞争优势：供应链、品牌力、加盟商管理综合实力强

- 我们认为，餐饮 S2B2C 模式增长的核心动力主要来自门店扩张，各家比拼的除了品牌对终端消费者的吸引力，还有对加盟商的服务能力，背后核心竞争要素为供应链、品牌力、管理能力三方面。

2.1、供应链：自建工厂、免运费支持，已形成全国化布局

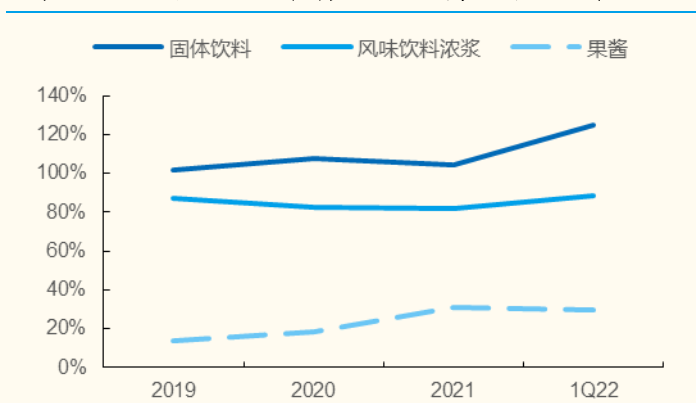
- 公司向加盟商主要销售食材、包材和设备，其中食材自产比例较高且不断提升，包材为外采，设备除子公司喜慕实业生产了少量冰淇淋机、果糖机等外基本采取外采成品后销售。分析来看，公司供应链在原料生产、仓储物流环节优势尤为突出。
- 生产环节自建生产基地、重要原料产地建厂，把控品质，降低运输、采购成本。截至 2022 年 3 月末，公司已经建立起 252 亩智能制造产业园，13 万平方米全自动化生产车间，目前正在广西、重庆、河南、海南、安徽等地筹建新的生产基地；同时为降低损耗和采购成本，部分工厂选址在原材料产地，如已在国内柠檬主要产地四川安岳建立柠檬初加工生产基地，与安岳县建立合作后每年约 6500 户果农直接供应柠檬，募投项目计划在未来重庆潼南、广西崇左等原材料产地建厂。从公司产销数据推算，固体饮料已实现 100% 自供，1Q22 风味饮料浓浆自供比例约 88.6%、果酱约 29.8%，较 2019 年分别提升 1.1pct、16.1pct，公司产能扩张迅速，截至 1Q22 末，公司固体饮料、风味浓浆、果酱年产能（季度数据年化）分别为 10.3、39.8、4.9 万吨，为 2019 年的约 3.6、13.5、15.1 倍，其中风味饮料浓浆、果酱产能利用率下降推测主因新产能快速投放后尚处于爬坡阶段，从自产比例提升空间看新产能扩张仍具有必要性。

图表 10：公司产能快速扩张（吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：公司核心原料自产比例较高且持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所；注：自产比例通过产量/销量推算得到，固体饮料大于 100% 由于当期产量大于销量。

- 仓储物流已形成全国 22 省布局，给予加盟商全国物流免运费政策扶持。公司建立了完善的仓储物流体系。目前已在河南、四川、新疆、江苏、广东、辽宁、浙江等 22 个省份设立仓储物流基地，并通过物流合作方建立了基本覆盖全国的物流运输网络，能有效提高物流运输的效率，缩短向终端门店的运输时间，减少门店从订货到交货的时间从而达到门店单次少量订货的目的，有助于门店有效管理库存，减少加盟商库存及资金压力。此外公司对加盟商推行全国物流免运费的政策，降低加盟商运营成本、加强了品牌吸引力。

图表 12：公司已建成全国仓储物流体系



来源：澎湃，蜜雪冰城的仓储物流中心，国金证券研究所

2.2、品牌：高性价比产品+密集开店积累知名度，雪王 IP 营销推升热度

- 低价高质产品受众广泛，经典单品+定期推新保持菜单吸引力。从蜜雪冰城、幸运咖菜单看，产品系列主要有冰淇淋、果茶、奶茶、咖啡四大类，SKU 数在 45 个左右，价格区间上蜜雪基本在 10 元以下，经典冰淇淋仅 3 元，幸运咖因咖啡 SKU 较多而稍高，但也基本在 15 元以下，综合来看产品性价比高、可选范围较广。

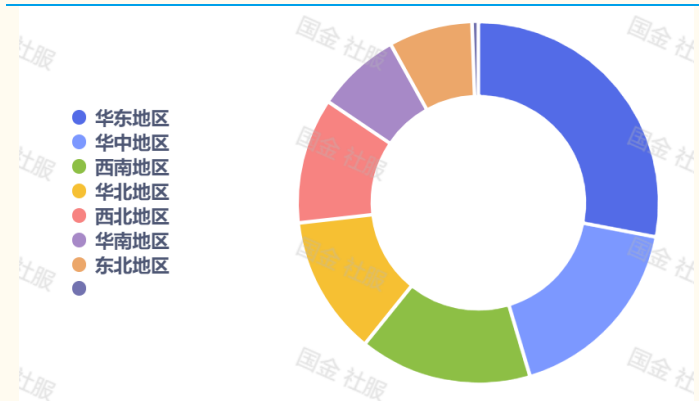
图表 13：公司产品主打高性价比

蜜雪冰城			幸运咖		
产品系列	SKU 数	价格区间（元）	产品系列	SKU 数	价格区间（元）
原味冰淇淋	9	3-6	风味拿铁	8	5-10
真鲜果茶	18	4-10	经典咖啡	5	5-11
醇香奶茶	10	6-8	创意咖啡	3	5-10
鲜萃咖啡	2	4-6	加浓咖啡	4	5-12
芝士奶盖	5	8-10	无咖啡系列	7	4-10
原叶纯茶	3	4	幸运冰	4	10-14
			雪球圣代	4	2-6
			幸运周边	5	1.5-49
			幸运小食	5	1-6
合计	47	-	合计	45	-

来源：品牌小程序，国金证券研究所

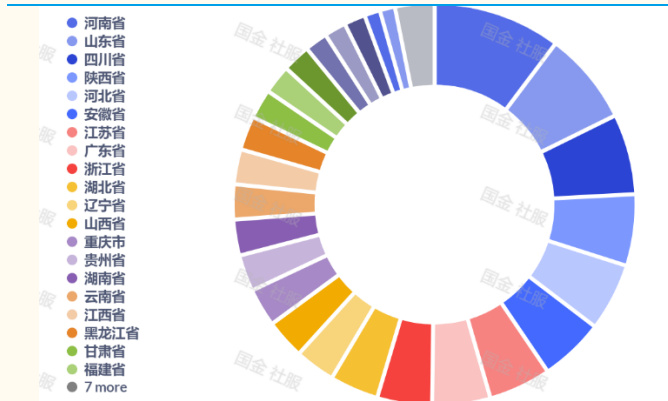
- 广泛密集开店本身是品牌知名度提升、吸引加盟商的有效途径，公司全国 2 万+门店已形成极强招牌效应。公司已基本完成区域品牌向全国品牌转化过程，目前 2 万余家门店覆盖全国各省，从分布看，华东最高为 28.5%，华中、西南、西北占比均超 10%，华南、华北各约 7.4%，除大本营河南省外，山东省、四川省、山西省、河北省等 6 省门店数占比超 5%，有优势区域的同时全国布局已相对均匀。

图表 14：蜜雪冰城国内门店区域分布（2022-09）



来源：国金数字未来实验室，国金证券研究所；注：门店样本量 22861 家。

图表 15：蜜雪冰城国内门店省份分布（2022-09）



来源：国金数字未来实验室，国金证券研究所；注：门店样本量 22861 家。

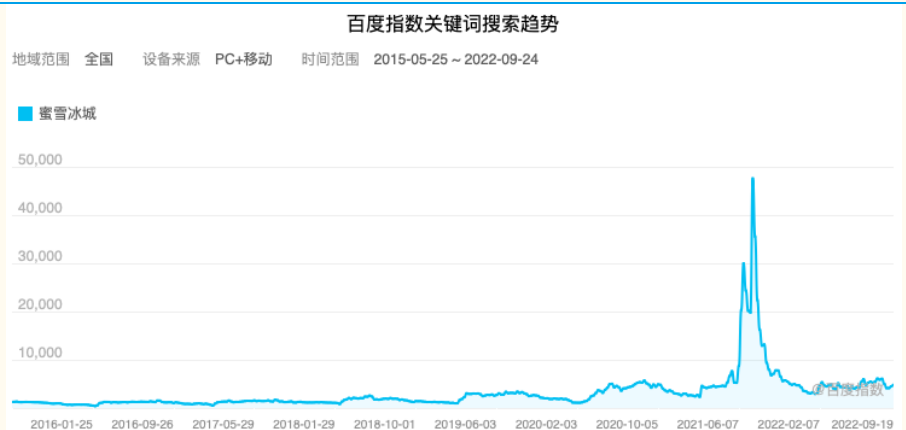
- 人格化 IP“雪王”营销成功，2021 年洗脑广告曲传播进一步推升品牌知名度。经验看，人格化 IP 的成功塑造有助于形成品牌与消费者间的情感链接、提升品牌黏性。2019 年公司请国内知名品牌公司华与华设计的第三代品牌形象和根据经典民谣改编的广告曲发布，可爱的 IP 形象+朗朗上口的广告曲符合平价品牌调性。经历两年沉淀，雪王 IP 在 2021 年成为热点，品牌知名度进一步打开；此后公司又进行了“雪王黑化”等营销事件，也引起了广泛关注。

图表 16：公司旗下品牌 IP 运营较成功

品牌	蜜雪冰城	幸运咖
IP 形象		
名字	雪王	K 爷
生日	11 月 22 日	9 月 22 日
性格	贱萌、专注	搞怪、追求完美
职位	蜜雪冰城首席品控官， 兼品牌终身代言人	幸运咖首席咖啡师
口头禅	你爱我我爱你， 蜜雪冰城甜蜜蜜	-
爱好	唱歌跳舞，研究冰淇淋与茶的新奇吃法，看到喜欢的奶茶店忍不住舔嘴巴	钻研咖啡、喂胖雪王
自我介绍	我是手拿冰淇淋权杖的雪王，一生只爱冰淇淋与茶	-

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 17：2021 年蜜雪冰城洗脑广告曲的广泛传播进一步推升品牌知名度

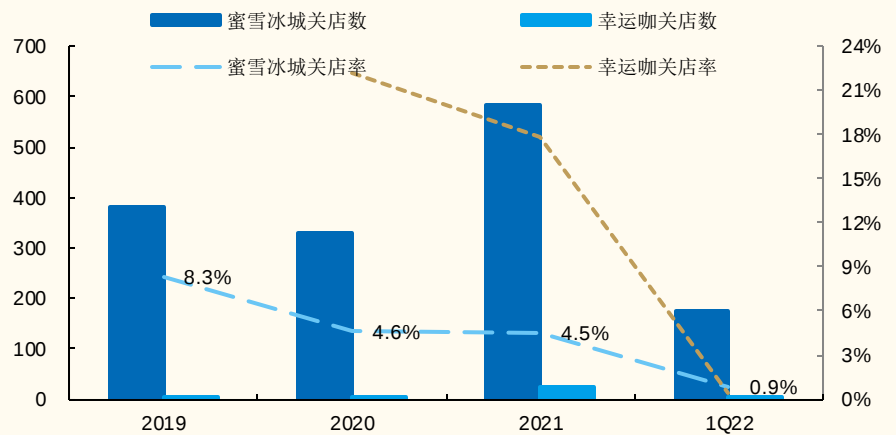


来源：百度指数，国金证券研究所

2.3、管理：统一标准、员工培训、巡店监督输出标准化运营模式

- 加盟模式下随着加盟商、门店数量增长，管理半径扩大，保持产品服务均一、维持标准化运营较为关键。2015 年后张红超、张红甫在全国巡店及对比主流品牌后明显意识到门店管理的不足，之后一段时间放缓扩张脚步，加强培训员工和加盟商，完善门店管理机制。
- 重视门店经营情况，制定较完善规则、员工培训机制。公司制定了一套完整的门店管理制度及企业标准，涉及店员培训、食品安全、店员仪容、产品陈列、门店形象、环境卫生、设备使用、产品制作规范、售后服务、顾客投诉处理等各个方面，统一了门店操作标准，确保门店标准化经营。员工培训方面，虽然加盟店员由加盟商自行招募，但开业前加盟商和员工都必须接受公司培训，合格后方能上岗，门店开业后依然会定期进行线上食品安全、操作规范培训。
- 建立督导巡店、监控系统监督门店日常运营。公司建立了市场运营中心，下设市场督导岗位，现有市场督导人员 900 余人，分为华北、华中、华东、华西、华南、西南六个大区，门店开业后市场督导人员定期或者不定期巡查门店产品品质、环境卫生、门店服务、门店管理等，并对门店各个方面进行打分，若存在扣分情形，将要求门店限时整改并上传整改结果。同时，公司还设有稽核组对督导人员的工作再进行监督，现有市场稽核人员 40 余人，独立于市场督导部门对门店进行抽查。另外，公司还为每家门店的前后场做餐区及收银区安装监控摄像头，通过门店监控系统对门店运营情况进行记录，市场督导可进行线上巡店，提升监督效率。
- 关店率数据较为健康，反映目前公司加盟商管理及门店经营情况较好。按期初门店为基数，2021 年蜜雪冰城关店率 4.5%、较 2019 年的 8.3%下降 3.8pct，推测与门店管理较好及疫情后新店增长加速相关。幸运咖因品牌创立不久，加上产品设置调整而在 2022 年疫情关店率较高，待后续观察。

图表 18：蜜雪冰城关店率较低



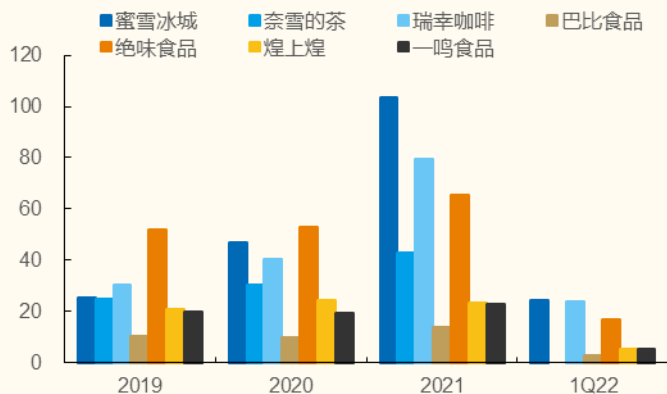
来源：公司招股说明书，国金证券研究所；注：关店率=期间关店数/期初门店数

3、财务分析：成长速度领先，盈利能力稳定较高

3.1、成长速度领先，加盟模式+规模效应助力盈利能力稳定较高

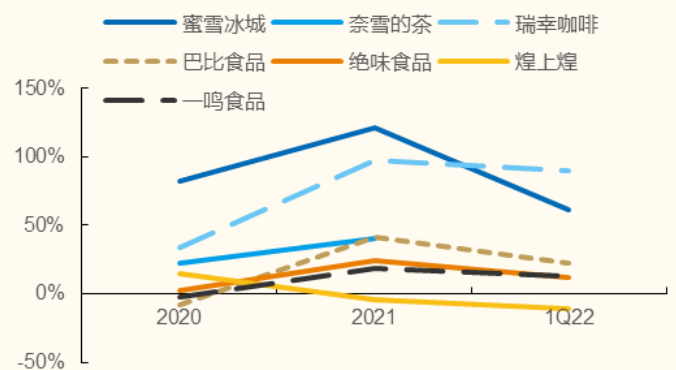
- 收入端高增、领先同业，主因加盟开店较快。公司 2019/2020/2021/1Q22 年营业收入分别为 25.7/46.8/103.5/24.3 亿元，2021 年营收同增 121.2%，较 2019 年增长超三倍，2020 年收入体量与高端茶饮奈雪的茶拉开明显差距、2021 年超过同样以加盟为主的绝味食品。公司增长主要源于门店数量快速增长（2019~2021 年门店总数 CAGR 68.5%），公司品牌影响力提升加之产品迭代，从单个加盟门店的平均收入也在提升（2019~2021 年加盟单店商品销售、加盟商管理收入 CAGR 33.0%、19.3%）。

图表 19：可比公司主营收入（亿元）



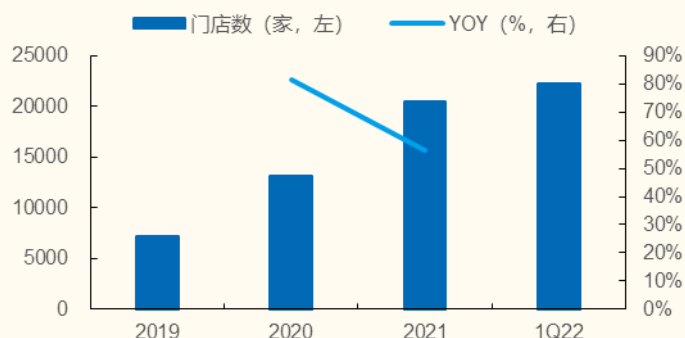
来源：wind，国金证券研究所

图表 20：可比公司主营收入增速



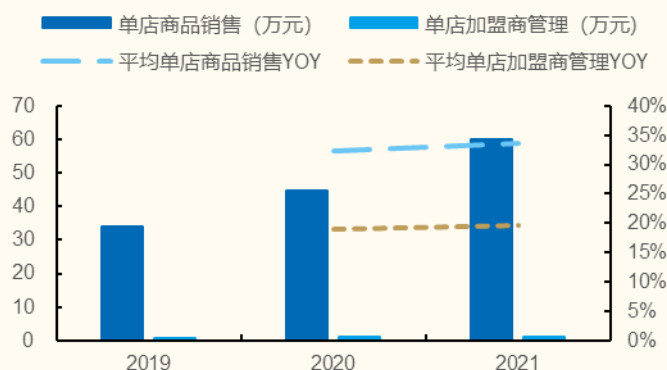
来源：wind，国金证券研究所

图表 21：公司门店总数较快增长



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

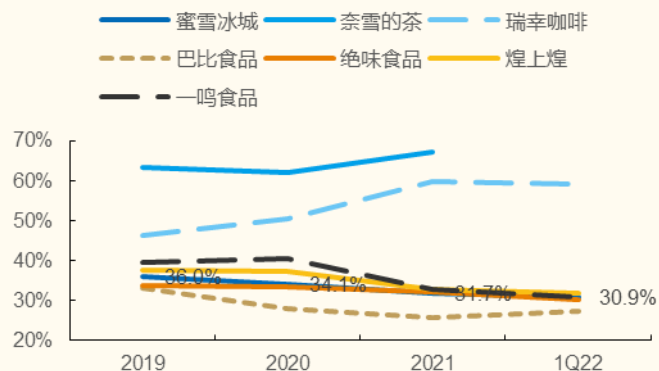
图表 22：公司平均单个加盟店商品销售、管理费收入



来源：公司招股说明书，国金证券研究所；注：仅加盟店

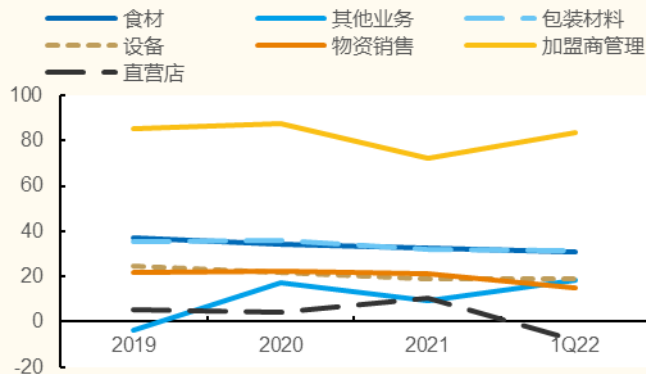
- 毛利率因定位原因低于奈雪、瑞幸，近年因原材料价格上行略有下滑。总体来看，公司毛利率稳定保持在 30%-36% 水平，公司 2021 年综合毛利率为 31.7%/-2.4pct、较 2019 年仍减少 4.2pct，下滑主要系占收入比 49.8%/10.6% (1Q22 数据) 的食材、包装材料近年价格压力有所上行。分解来看，2021 年原材料毛利率为 32.6%/-1.9pct，主要系原材料市场价格上涨而部分产品销售价格下降；包装材料毛利率为 31.9%/-4.1pct，主要系国家限塑令的实施，可降解、纸吸管销售占比大幅增加但其成本较高。1Q22 毛利率为 30.9%，较 2021 年的 31.7% 有所下降，主因原材料如奶粉等市场价格上涨、高毛利单品销售占比下降。与同业相比，公司毛利率低于同是饮品的奈雪的茶 (2021 年 67.4%)、瑞幸咖啡 (59.8%) 主要源于后两者价格带更高及直营店占比更高，但与卤味连锁、一鸣食品较为接近，高于早餐品类的巴比食品。

图表 23：可比公司毛利率对比



来源：公司招股书，国金证券研究所

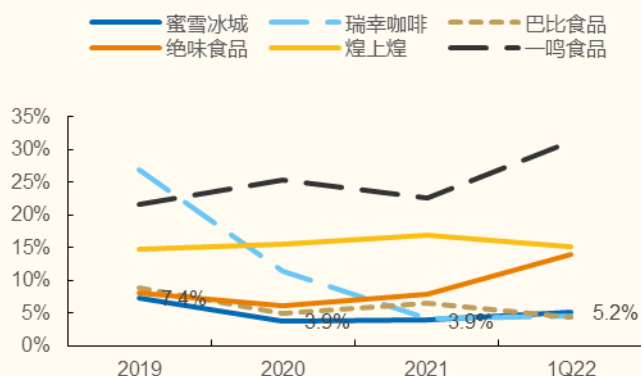
图表 24：公司分业务毛利率情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

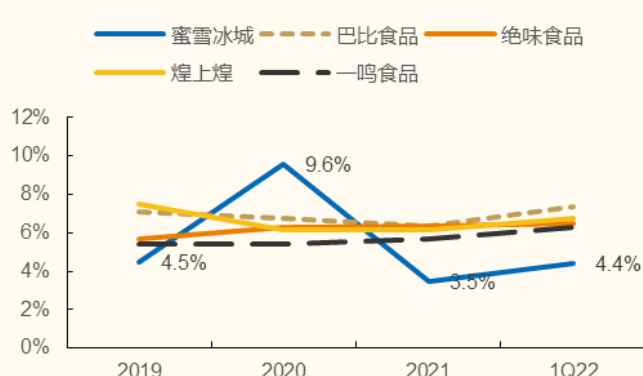
- 费用把控较好，维持较低水平或因规模效应及强品牌力。总的来看，公司销售费用、管理费用都低于 10%，且处于同业中偏低水平，或与其门店规模较大，主品牌已积累较高知名度、无需过多投入销售费用。2021 年公司销售费用率为 3.9%/持平，管理费用率为 3.5%/-6.1pct，管理费用率下降较多，主要系 2020 年存在股份支付，导致基数较大，剔除股份支付费用后的管理费用率随营业收入的增长而逐年下降，规模效应逐渐凸显，1Q22 公司销售/管理费用率分别为 5.2%/4.4%。

图表 25：可比公司销售费用率



来源：wind，国金证券研究所

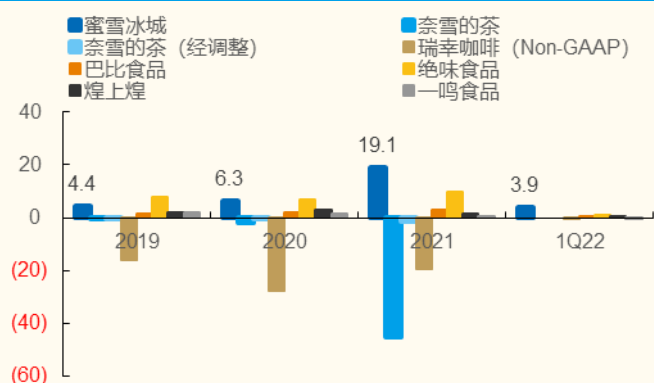
图表 26：可比公司管理费用率



来源：wind，国金证券研究所

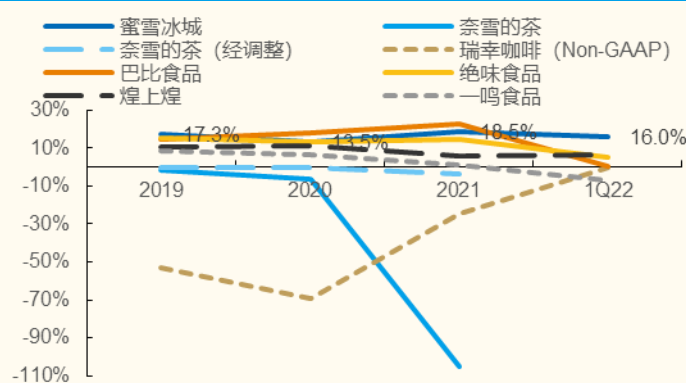
- 公司业绩稳定增长，加盟为主+控费良好，盈利能力稳定较高。公司 2019/2020/2021/1Q22 年净利润分别为 4.4/6.3/19.1/3.9 亿元，2019~2021 期间 CAGR107.2%，归母净利率分别为 17.3%/13.5%/18.5%/16.0%，2020 年盈利能力受疫情影响略有下滑，但恢复较快。公司加盟为主，将经营杠杆风险主要由加盟商承担，因此盈利水平较奈雪等更为稳定，同时自建供应链保障毛利率相对稳定，强品牌+强规模效应使得费用管控良好，2019~1Q22 盈利能力高于绝味、煌上煌、一鸣等，处于行业较高水平。

图表 27：可比公司归母净利润（亿元）



来源：公司招股书，公司财报，国金证券研究所

图表 28：可比公司归母净利率

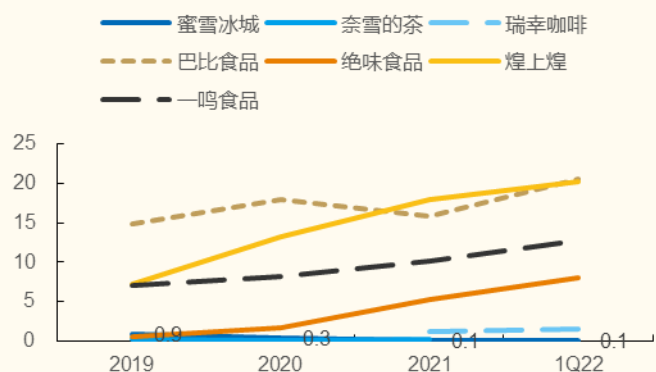


来源：wind，国金证券研究所

3.1、周转效率领先，现金流良好

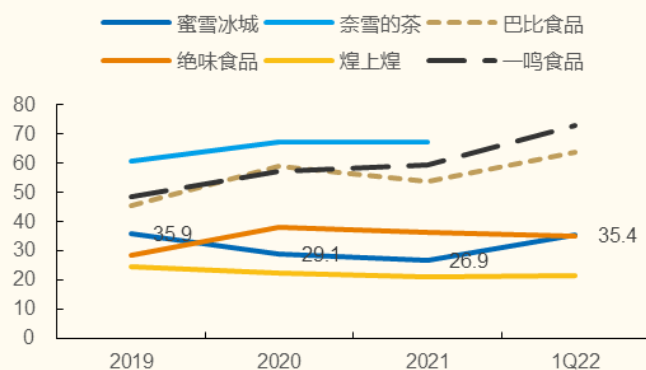
- 公司应收账款周转较快，营运效率较高。2021 年应收账款周转天数仅为 0.1 天，应收账款周转速度领先加盟为主的同业，主要源于结算政策存在差异（蜜雪冰城、巴比、绝味均为先款后货，但一鸣为专用账户滚动结算、煌上煌为批提批结），公司品牌力强、加盟意愿强，未对加盟商增加进一步的付款优惠政策，此外公司全国化仓储物流系统布局也提高了配送效率。应付账款周转天数 2021 年为 26.9 天/-2.2 天，处于合理水平。
- 存货周转速度处于合理水平，不及奈雪的茶主因两类茶饮对原材料新鲜程度要求不同，1Q22 存货周转天数较 2021 年的 42 天增加 29 天至 71 天，主要系一季度为公司销售淡季，且随着销售规模的扩大，存货余额进一步扩大。
- 现金流良好，增速与利润端基本匹配。公司 2020、2021 年经营性现金流净额分别为 11.4 亿元、16.9 亿元，同比增速分别为 118.0%、48.5%，2021 年公司净现比为 88.6%，较 2020 年的 180.4%下滑，主因 2020 年不涉及现金收支的股份支付费用较高。

图表 29: 可比公司应收账款周转天数



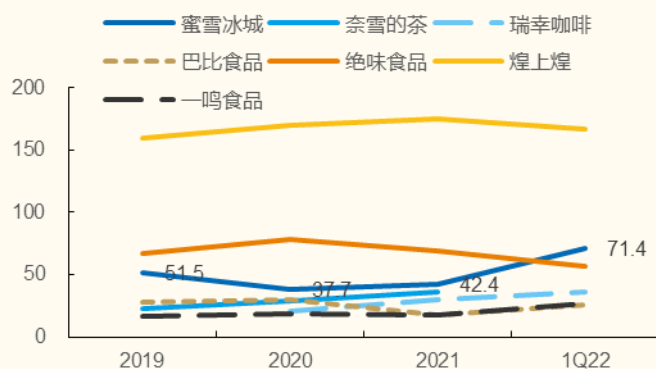
来源: wind, 国金证券研究所

图表 30: 可比公司应付账款周转天数



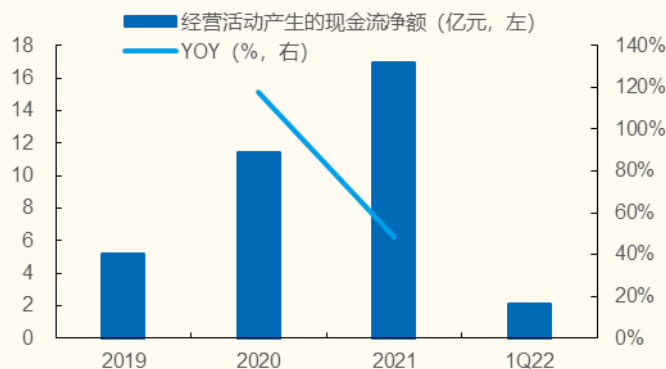
来源: wind, 国金证券研究所

图表 31: 可比公司存货周转天数



来源: wind, 国金证券研究所

图表 32: 公司经营性现金流净额及增速

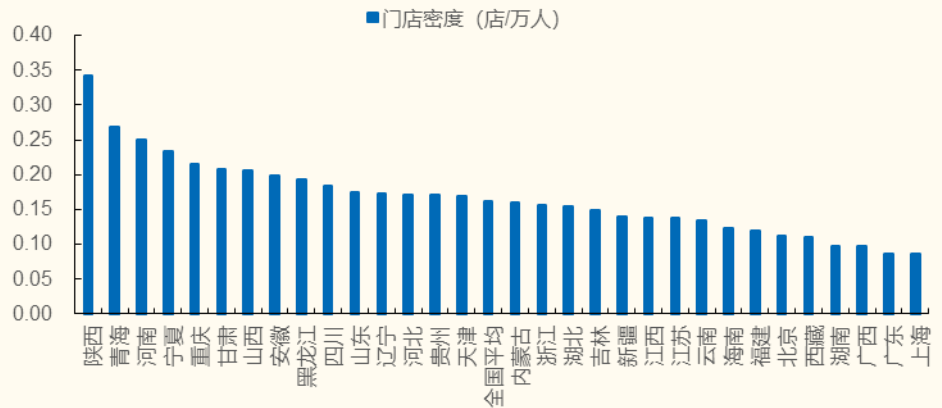


来源: 公司招股书, 国金证券研究所

4、未来看点: 蜜雪加密出海, 幸运咖把握咖啡下沉市场渗透机遇

- 蜜雪冰城在国内仍有一定加密空间。根据国金数字未来 Lab 统计, 截至 2022 年 9 月 25 日, 蜜雪冰城国内 (不含港澳台) 门店数 22861 家, 按常住人口计算, 全国平均门店密度为每万人 0.16 家店, 其中陕西省最高达 0.34 店/万人、其次为青海 0.27 店/万人, 公司大本营河南省为 0.25 店/万人, 门店密度较低区域主要在华南地区及一线城市。由于品牌定位大众平价, 因此我们认为开店空间测算更多与当地与人口相关而非 GDP, 若以门店加密较为充分的公司大本营河南省的门店密度为基准, 假设门店密度不及河南省未来可达到相似水平、高于河南的省份维持现有门店数, 则简单测算可得蜜雪冰城国内 (不含港澳台) 理论开店空间为 35559 万家、较目前水平仍有约 55.5% 增长空间。我们认为蜜雪冰城已建立全国性品牌知名度, 口味亦无明显地域性, 因此以上测算方法具有一定参考性, 但考虑高线城市需求层次相对偏高及租金、人工压力更大以及河南省可能还有加密空间 (过去两年门店数仍在增长) 等, 门店空间测算方法仍有优化空间。

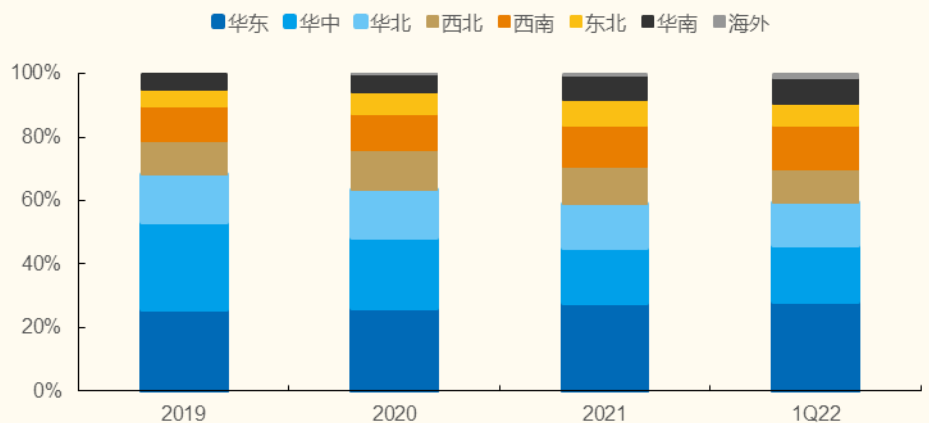
图表 33：蜜雪冰城分省份门店密度（2022-09）



来源：国金数字未来 Lab，国家统计局，国金证券研究所测算

- 蜜雪冰城品牌 2018 年开始出海，以东南亚为出海主要目的地。2018 年，蜜雪冰城在越南首店开业，开启全球化，截至 2022 年 3 月 31 日，越南、印尼境内分别有 249、317 家蜜雪冰城门店，此外公司还商标授权方式向老挝新加坡、马来西亚、菲律宾、柬埔寨、日本等国家或地区发展，该模式已开业门店 5 家，1Q22 公司海外收入约 0.3 亿元，营收占比 1.5%，较 2021 年提升约 1.0pct。公司设立了两岸香港、雪王国际、越南雪王及印尼智晟四家公司从事海外经营业务，其中两岸香港负责向叁峡商贸采购原料、设备销售给越南雪王及印尼智晟；雪王国际、越南雪王及印尼智晟为两岸香港的下属子公司，雪王国际负责海外加盟及直营门店所需水果以及食材、包装材料、机器设备等货物的出口，越南雪王、印尼智晟分别在当地从事特许经营业务。公司规划未来 3~5 年大力发展海外业务，IPO 募投项目中定安县蜜雪冰城食品加工项目(一期) 依托海南自贸港政策及农产品资源，主要用于海外发展战略，项目总投资约 10.8 亿元，预计达产后可形成年产能 21.7 万吨（不含脆筒）。

图表 34：蜜雪冰城分省份门店密度

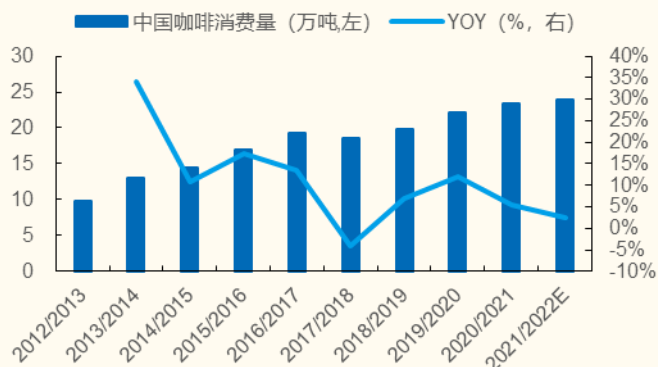


来源：公司招股说明书，国金证券研究所测算

- 国内咖啡市场仍处于量价齐升快速发展阶段。美国农业部数据显示，中国咖啡消费量从 2012/2013 年度的 9.8 万吨增长至 2020/2021 年度的 23.4 万吨，期间 CAGR 为 11.5%，消费量持续增长。我们认为咖啡在中国渗透空间广阔，根据德勤和穆棉资本数据，2018 至 2020 年中国大陆人均咖啡消费量从 6.2 杯增长至 9.0 杯，但与发达国家 200 杯以上的水平相比渗透空间仍大，我们认为海外人均消费量不可完全对标，但咖啡具有成瘾性、社交性，全球范围接受度广泛，消费量较高的日韩和我国饮食文化相近，且在生活节奏加快情况下提神醒脑功能为大众所需，因此持续渗透确定性

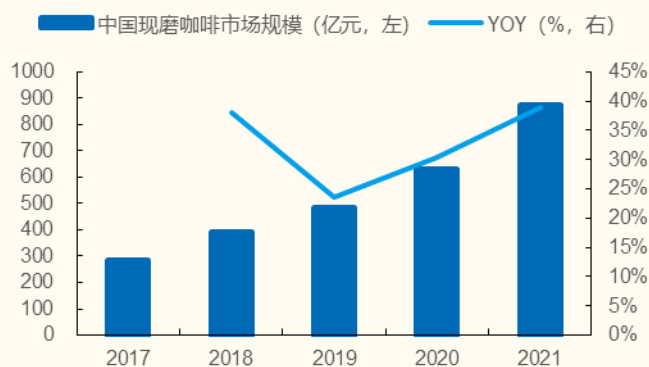
较强。除了量增，国内咖啡市场呈现明显的消费升级趋势，主要表现为速溶向现磨进阶，根据艾瑞咨询数据，2021 年中国现磨咖啡市场规模为 876 亿元，2017~2021 年 CAGR 32.5%，明显高于销量增速。

图表 35：中国咖啡消费量持续增长



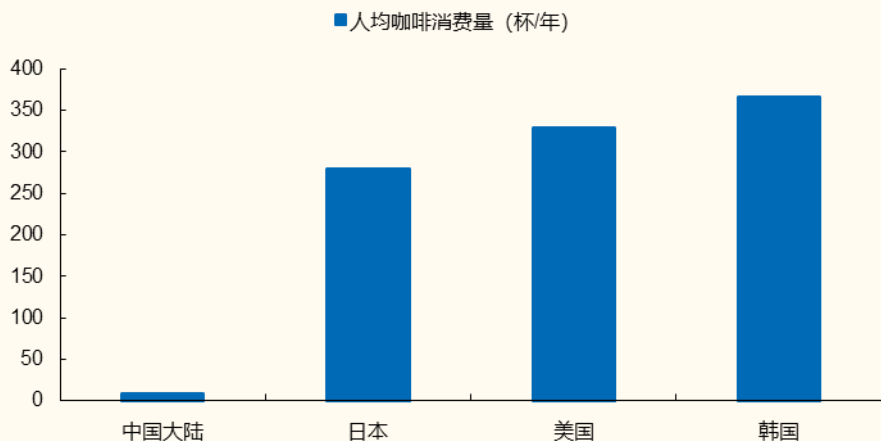
来源：USDA，国金证券研究所；注：2012/2013 年度指 2012.10~2013.9

图表 36：2017~21 中国现磨咖啡市场 CAGR 达 33%



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

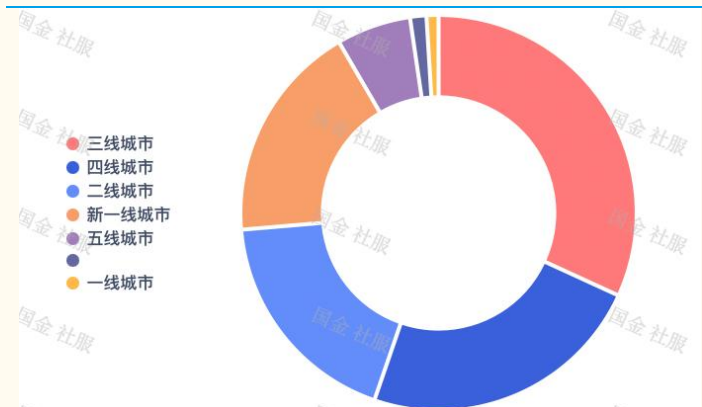
图表 37：中国人均咖啡消费量仍有较大增长空间 (2020)



来源：德勤咨询&穆棉资本《中国现磨咖啡白皮书》，国金证券研究所

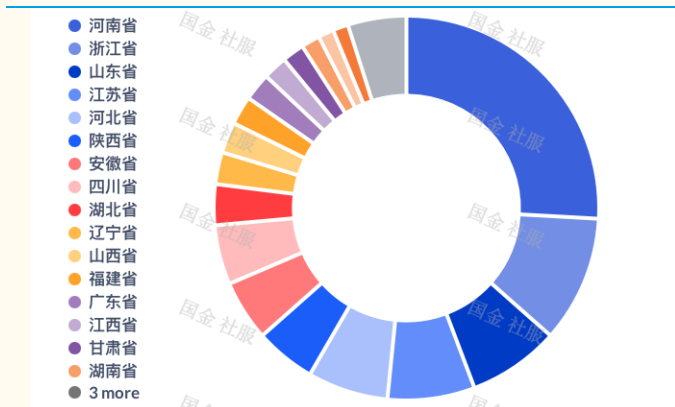
- 幸运咖提前布局，有望抓住现磨咖啡于下沉市场渗透普及机遇。根据国金数字未来实验室，截至 9.25 幸运咖门店总数约 1115 家，门店主要集中于三、四线城市，占比分别为 32.2%、23.6%，其中大本营河南省占比约 27.0%，浙江省约 11.0%，山东省、江苏省、河北省、陕西省、安徽省、四川省占比超 5%。根据窄门餐眼数据，2022 年 9 月初，门店数第一的国内咖啡品牌瑞幸门店总数约 7480 家，门店集中于新一线（32.4%）、一线（22.8%）、二线（21.8%）。比较来看，幸运咖布局较瑞幸更为下沉，目标客群对咖啡的认知和接受度更为初期。相对应，幸运咖品牌名称定位咖啡赛道，但从目前菜单 sku 设置看，不含咖啡因 sku 占比过半，咖啡产品中也以加奶加糖的风味拿铁居多，适应下沉市场咖啡渗透初期更偏爱风味产品的特征，同时导入非咖啡品类（幸运冰、圣代、小食等）增加门店收入。我们认为目前幸运咖仍在上升期，其对于公司的战略意义在于入局咖啡赛道，以及提前布局公司所擅长的下沉市场客群的咖啡消费渗透机遇。我们认为幸运咖未来看点在于：1）行业层面，下沉市场现磨咖啡渗透；2）品牌层面，与蜜雪冰城相比，门店数增长空间大，尤其是与蜜雪相比占比明显低的西南、华南、西北和东北。

图表 38：幸运咖门店集中在三四线城市（2022-09）



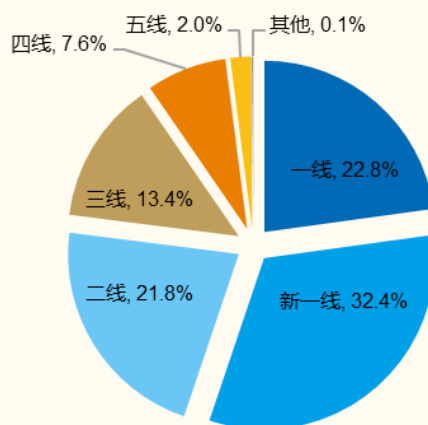
来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表 39：幸运咖门店省外占比提升空间大（2022-09）



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表 40：瑞幸咖啡门店门店主要集中于一线至二线城市



来源：窄门餐眼，国金证券研究所

5、风险提示

- **加盟净开店速度不及预期。**目前公司收入增长主要依靠加盟店拓展，茶饮行业竞争激烈，蜜雪冰城品牌开店速度近年加快且国内总数已超过 2 万家，选址不当、过度加密或导致单店盈利能力明显下降，若关店率大幅上升，对加盟商开店信心或造成负面影响，对公司业绩亦会造成较大影响。
- **下沉市场现磨咖啡渗透速度不及预期。**公司新品牌幸运咖发展策略在于提前布局下沉市场现磨咖啡渗透机遇，目前因下沉市场消费者对咖啡接受度仍在起步阶段，门店收入主要源自非咖啡产品。若下沉市场现磨咖啡渗透速度不及预期，未来幸运咖单店收入增长及拓店速度或不及预期，且可能与公司主品牌蜜雪冰城形成内部竞争。
- **海外市场拓展不及预期。**海外消费习惯、偏好与中国存在差异，且跨国经营管理难度上升，公司主品牌蜜雪冰城未来核心看点之一为海外拓展。
- **疫情反复风险。**到店为餐饮行业最大消费场景，虽然公司以街边店自提为主，且饮品有一定外卖占比，但若疫情出现明显反复，对门店经营亦会产生冲击。
- **食品安全风险。**公司以加盟店为主，管理门店数较多、有一定难度，若门店出现严重食品安全事件，对公司整体声誉或产生负面影响。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402