



## 新股研究

所属行业：必需性消费/食品饮料

### 证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

# 蜜雪冰城：全球平价茶饮龙头， 超级供应链企业

## 投资要点

- **蜜雪冰城：“高质平价”的全球消费茶饮龙头**
- 蜜雪冰城深耕现制茶饮行业二十七年，主要从事各类现制茶品/冰淇淋的食材研发、生产、销售以及品牌运营，品牌形象始终定位“高质平价”。截止24年9月，公司在全球门店总数突破4.5万家，其中国内40000+家（覆盖31个省、自治区及直辖市，深入300多个地级市、1700多个县城及4900多镇）、境外近4800家门店（覆盖海外11个国家），发展至今已经成为全球门店规模第一的现制饮品企业。公司过去经历了收入和业绩高速增长，19-23年公司收入CAGR=67.71%，归母净利润CAGR=62.94%。
- **商业模式：平价茶饮龙头，超级供应链企业**
- **门店以加盟模式为主，核心赚取供应商利润。**公司在国内外均采用统一加盟方案，不参与经营抽成，业务本质可定义为供应链生意，原材料销售额贡献主要利润。24年Q1-3，公司整体收入中商品销售收入占比94.29%，其余为设备销售、加盟和相关服务收入。公司要求品牌加盟商亲自管理门店，并且是行业内唯一对加盟商同时推行免物流费、免空间设计费、免宣传物料费的茶饮企业。根据加盟官网信息，当前加盟蜜雪冰城单店投资金额在21万元左右（不包含店面租金、转让费等费用）。我们认为：蜜雪轻资产的加盟方案、稳定的供应链体系以及三免的加盟优惠政策，是支撑加盟业务保持相对较低闭店率的核心原因。24年Q1-3公司加盟闭店率2.87%，同比改善。
- **国内深度渗透下沉市场，出海东南亚打开全球知名度。**根据23年数据计算，蜜雪冰城目前已是国内品牌门店数、饮品出杯量双第一饮品品牌，终端零售额市场份额高达11.3%，旗下57.2%的门店位于三线及以下市场，是国内下沉渗透程度最大的饮品品牌。同时公司也在积极推进全球化业务，18年9月在越南河内开出海外首店，截止24年9月，公司在海外市场11个国家开出4800家左右门店，其中印尼2667家、越南1304家、马来西亚337家、泰国272家，东南亚4国门店数合计占比超过95%。出海8年成为东南亚茶饮品牌第一，23年市场份额达到19.5%。整体看印尼和越南市场渠道铺设相对成熟，马来西亚和泰国市场或将是公司下阶段海外市场建设的战略重点。
- **核心竞争力：向上自建供应链，品牌IP化营销。**
- **长期自建供应链体系，稳定供应加盟商原材料。**公司供应链覆盖上游原材料采购、中游生产及下游门店端制作三大环节，目前公司拥有全球最大的采购网络（核心原材料采购成本低于行业平均水平，2023年蜜雪奶粉和柠檬采购成本较同业分别低约10%和20%以上）、高达60%的饮品食材自产比例（国内五大生产基地+成都基地供应东南亚市场、年产能达到165万吨、核心饮品食材100%自产）、海内外布局仓储物流体系（国内27个仓库/总面积达约35万m<sup>2</sup>；东南亚7个本地化仓库/约6.9万m<sup>2</sup>）。对比同行，我们认为蜜雪当前的供应链实力处于同业领先地位。
- **打造雪王IP深入人心，出海营销因地制宜。**2018年5月，蜜雪冰城主动寻求同华与华合作，对品牌形象进行全面升级，推出“雪王”形象，其后IP积极创作和发布视听内容，加深客户对品牌的记忆，巩固品牌独特形象。同时在出海过程中，公司积极打造本土化的营销推广方案，例如推出涵盖中文、英语、韩语、泰语、印度尼西亚语五种语言的国际版主题曲，因地制宜打造全球化品牌影响力。
- **投资建议：**我们认为，蜜雪冰城作为供应链先行、IP化运作的饮品品牌，已经成功在国内市场验证商业模式的可行性，有望在此次IPO后进一步加快海外市场扩张，建议重点关注！
- **风险提示：**整体消费力不及预期风险，宏观经济复苏不及预期风险，加盟商管理不善及加盟门店扩张不及预期风险，食品安全问题风险等。

## 内容目录

公司概况：“高质平价”的全球消费茶饮龙头.....	5
1.1. 门店全球化扩张，家族控股高度集中.....	5
1.2. 营收五年近七倍增长，规模效应逐步显现.....	7
2. 商业模式：平价茶饮龙头，超级供应链企业.....	9
2.1. 门店以加盟模式为主，核心赚取供应商利润.....	9
2.2. 国内深度渗透下沉市场，出海东南亚打开全球知名度.....	11
3. 核心竞争力：向上自建供应链，品牌 IP 化营销.....	13
3.1. 长期自建供应链体系，稳定供应加盟商原材料.....	13
3.2. 打造雪王 IP 深入人心，出海营销因地制宜.....	16
4. 投资建议：.....	18
5. 风险提示.....	18

## 图表目录

图 1: 蜜雪冰城公司发展历程.....	5
图 2: 蜜雪冰城股权结构图 (更新至 2024 年 9 月 30 日) .....	6
图 3: 2019-2023 年营业收入 CAGR=67.71%.....	7
图 4: 2019-2023 年归母净利润 CAGR=62.94% .....	7
图 5: 2021-2024Q3 年可比公司营业收入 (单位: 亿元) .....	7
图 6: 2021-2024Q3 年可比公司归母净利润收入 (单位: 亿元) .....	7
图 7: 2021-2024Q1-3 年公司毛利率和净利率水平 .....	8
图 8: 2021-2024Q1-3 年可比公司毛利率水平 .....	8
图 9: 2021-2024Q1-3 年蜜雪冰城及可比公司销售费用率 .....	8
图 10: 2021-2023 年可比公司品牌营销费率.....	8
图 11: 2021-2023 年蜜雪冰城及可比公司存货周转天数 (天) .....	8
图 12: 2021-2023 年蜜雪冰城存货账期结构.....	8
图 13: 蜜雪商业模式及相关子公司.....	9
图 14: 蜜雪冰城门店结构分布图 (单位: 家) .....	11
图 15: 蜜雪冰城全球门店布局及门店覆盖密度 (截至 2024 年 9 月 30 日, 家) .....	12
图 16: 蜜雪冰城越南菜单 .....	12
图 17: 蜜雪冰城印尼菜单 .....	12
图 18: 蜜雪冰城供应链拆分图.....	13
图 19: 2021-2024Q1-3 公司不同食材原料产能结构变化 (%) .....	14
图 20: 2021-2024Q1-3 公司不同食材原料产能增长率 (%) .....	14
图 21: 2021-2024Q1-3 公司各地生产基地利用率 (%) .....	14
图 22: 蜜雪冰城与茶百道产能对比 (万吨) .....	14
图 23: 蜜雪冰城 IP 信息 .....	16
图 24: 蜜雪冰城邮政联名活动.....	16
图 25: 蜜雪冰城敦煌联名活动.....	16
图 26: 蜜雪越南雪王绘画活动.....	17
图 27: 蜜雪印尼情人节活动 .....	17

表 1: 蜜雪冰城核心成员 .....	6
表 2: 蜜雪冰城县级市门店初始投资 (单位: 元) .....	10
表 3: 蜜雪冰城越南/印尼加盟费用.....	10
表 4: 加盟商和加盟门店数量变化 (单位: 个) .....	10
表 5: 公司旗下三大品牌情况.....	11
表 6: 公司五大生产基地情况表 .....	13
表 7: 供应链可比公司情况梳理 .....	15
表 8: 公司 IPO 资金募集流向 .....	15

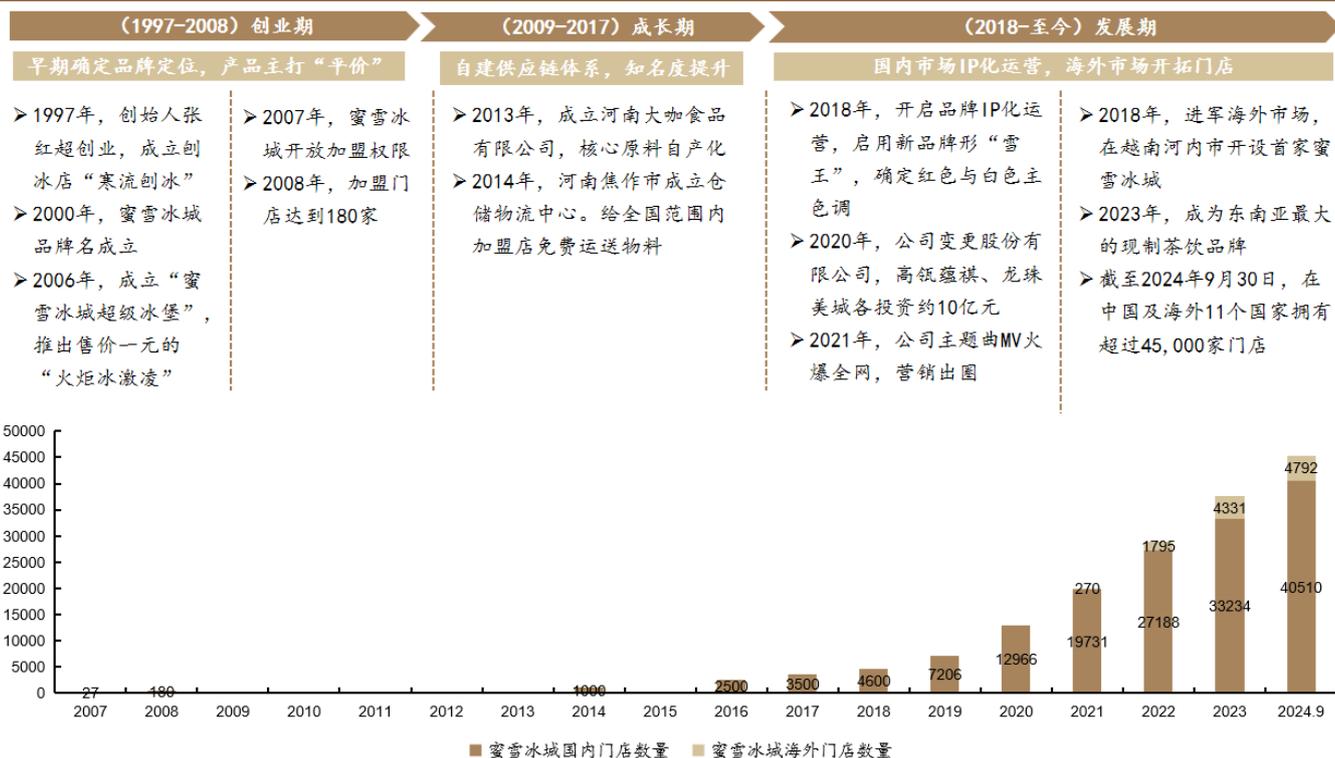
# 1. 公司概况：“高质平价”的全球消费茶饮龙头

## 1.1. 门店全球化扩张，家族控股高度集中

深耕现制茶饮行业二十七年，全球门店总数突破 4.5 万家。蜜雪冰城作为国内门店数量最多的现制茶饮企业，主要从事各类现制茶品/冰淇淋的食材研发、生产、销售以及品牌运营，品牌形象始终定位“高质平价”。截止 2024 年 9 月，旗下 4.5 万+门店范围覆盖中国内地 31 个省、自治区及直辖市，深入 300 多个地级市、1700 多个县城及 4900 多个乡镇。境外门店 4792 家，分布于印尼、越南、马来西亚、泰国、菲律宾、柬埔寨、老挝、新加坡、澳大利亚、韩国和日本 11 个国家。公司整体发展经历了三个阶段：

- 1997 年-2008 年：创始人张红超在创业过程中成立品牌“蜜雪冰城”，并确定产品“平价”定位，在打响知名度后，开放加盟体系，2008 年加盟门店数达到 180 家；
- 2009 年-2017 年：公司加速加盟扩张，品牌形象迭代升级，联合创始人开始自建供应链体系，先后成立“河南大咖食品”、焦作仓储物流中心；
- 2018 年-至今：国内市场开始“蜜雪冰城”品牌 IP 化运营，新品牌形象+洗脑主题曲，同时门店进一步拓展，截至 2024 年 9 月 30 日境外门店数量约 4800 家，来自印尼和越南的收入约为公司海外收入的 70%。

图 1：蜜雪冰城公司发展历程



资料来源：蜜雪冰城招股说明书、公司官网、亿邦动力网、中国基金报等、德邦研究所

**公司股权高度集中，张氏兄弟内部分工明确。**公司实控人为张红超、张红甫兄弟二人，上市前其二人作为一致行动人合计可控制公司共约 86.46% 的股份。哥哥张红超 1997 年开始创业，自主研发出公司第一代冰淇淋产品，目前全面负责公司发展战略和企业文化；张红甫后续加入创业团队，负责品牌加盟业务，关注品牌营销，主导合作华与华上海营销策划公司，2021 年推出蜜雪爆款主题曲。

**家族式管理，团队核心成员平均年龄 42 岁以下。**公司创始人张红超 49 岁，担任董事长兼执行董事，其弟张红甫（41 岁）担任执行董事兼首席执行官，此外，国内业务负责人时朋与张氏兄弟为亲属关系。蔡卫森（37 岁）担任公司执行董事兼前端供应链负责人，赵红果（37 岁）担任公司执行董事兼后端供应链负责人。

图 2：蜜雪冰城股权结构图（更新至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：蜜雪冰城招股说明书、德邦研究所

表 1：蜜雪冰城核心成员

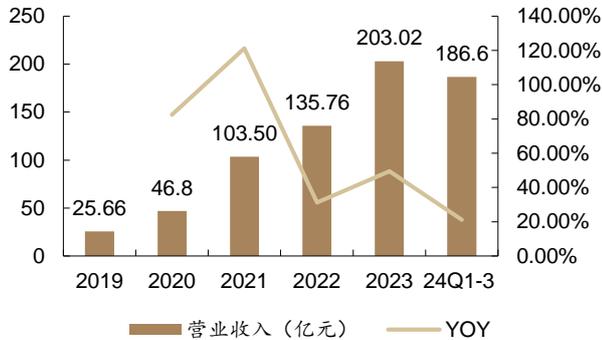
管理层	职务	年龄	履历
张红超	董事长兼执行董事	49	蜜雪冰城创始人，全面负责公司的发展战略和企业文化。1997 年开始创业，主要从事冰淇淋、餐饮等行业，并于 2008 年投资创办郑州蜜雪冰城商贸有限公司。
张红甫	执行董事兼首席执行官	41	全面负责公司的整体经营管理，并领导公司的高级管理团队。2007 年 5 月加入其哥哥张红超的创业团队中。
时朋	国内业务负责人	38	2003 年加入蜜雪冰城早期团队，现负责公司在中国的运营。时朋的母亲与张氏兄弟的母亲为姐妹关系。
蔡卫森	执行董事兼前端供应链负责人	37	于 2008 年加入公司，2012 年开始负责门店物料与设备的采购工作，2021 年至 2023 年担任公司物流负责人，2023 年开始作为前端供应链负责人，主要负责门店物料与设备的采购、物流、前端应用研发和上述事宜的质量控制。
赵红果	执行董事兼后端供应链负责人	37	现任公司执行董事兼后端供应链负责人，于 2013 年加入公司，从门店店员做起，后升任门店店长，并相继参与了集团财务、行政、采购、生产等多个部门的运营工作。自 2015 年起，全面负责原材料采购、生产、后端基础研发和上述事宜的质量控制。
张渊	首席财务官	35	公司首席财务官，负责集团的整体财务管理及资本运营，同时担任雪王公益基金会理事长。于 2023 年 2 月加入集团，此前任职于 BofA Securities 及高瓴投资等多家金融机构。
孙建涛	监事	38	负责监察董事及高级管理层的履职情况，于 2010 年加入集团，曾负责招商、人力资源等。2016 年至 2023 年曾在集团内担任多个重要职位，先后负责公司在西南区域、东南亚地区及“幸运咖”的业务扩张。目前担任公司东南亚运营负责人。

资料来源：蜜雪冰城招股说明书、公司官网等、德邦研究所

## 1.2. 营收五年近七倍增长，规模效应逐步显现

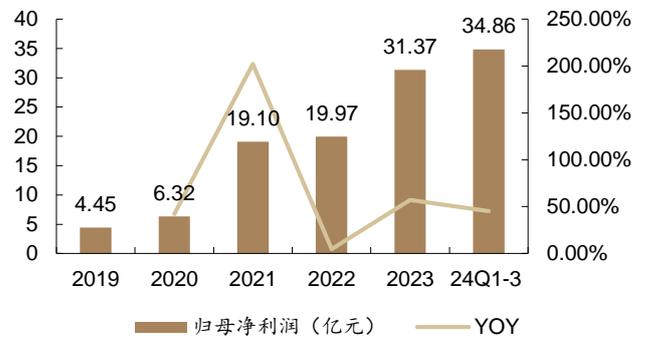
过去5年公司收入年均复合增速**67.71%**。公司2024年Q1-3实现收入186.6亿元/yoy+21.2%，19-23年5年期CAGR为67.71%。公司2024年Q1-3实现归母净利润为34.86亿元/yoy+45.3%，5年期复合增速为62.94%。门店加密和单店产值提升驱动收入快速攀升，21-23年蜜雪门店数量CAGR为37.05%，对应平均单店终端零售额CAGR为1.28%。

图 3：2019-2023 年营业收入 CAGR=67.71%



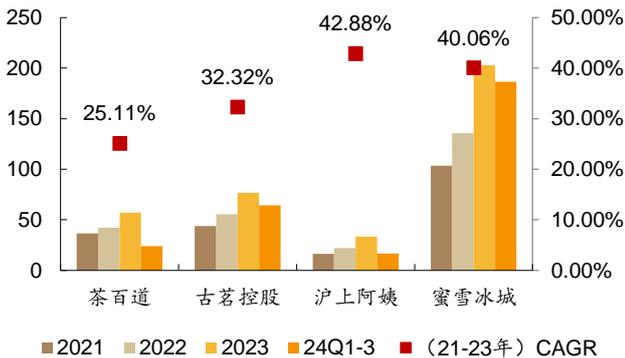
资料来源：蜜雪冰城招股说明书、德邦研究所

图 4：2019-2023 年归母净利润 CAGR=62.94%



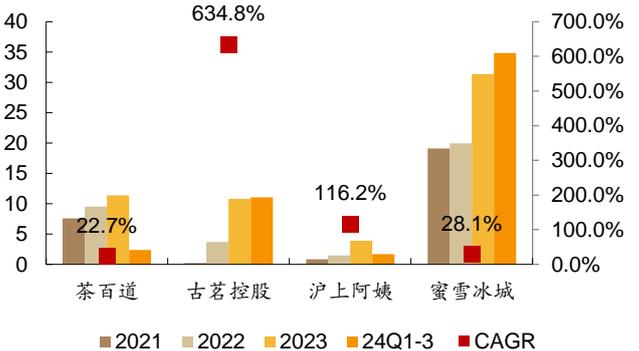
资料来源：蜜雪冰城招股说明书、德邦研究所

图 5：2021-2024Q3 年可比公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：各公司招股说明书、茶百道 2024 年中报、德邦研究所  
备注：茶百道、沪上阿姨为 2024 年 H1

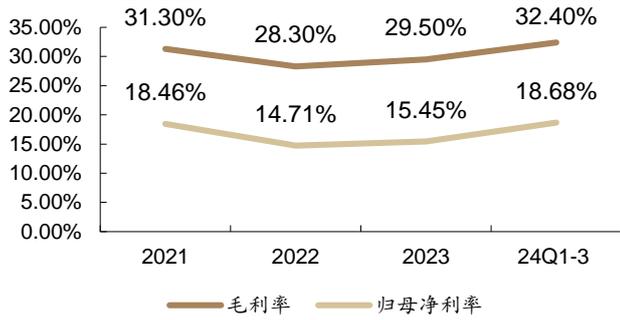
图 6：2021-2024Q3 年可比公司归母净利润收入（单位：亿元）



资料来源：各公司招股说明书、茶百道 2024 年中报、德邦研究所  
备注：茶百道、沪上阿姨为 2024 年 H1

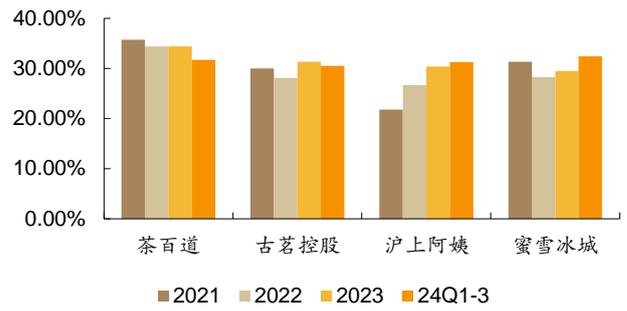
**规模效应逐步显现，公司盈利能力稳步提升。**2021-2024 年 Q1-3，公司销售毛利率为 31.30%、28.30%、29.50%、32.40%。2022 年毛利率下滑主要系 1) 受市价影响采购成本上升；2) 疫情期间减缓加盟商压力，主动下调门店物料及设备价格。24 年 Q1-3 毛利率同比提升 2.7%，主要系供应链效率提升和原材料采购成本持续下降。2024Q1-3 饮品食材生产的耗损率仅为 0.71%，远低于行业平均水平，规模化带来了成本的优势。头部茶饮品牌毛利率接近，2023 年茶百道、古茗、沪上阿姨和蜜雪冰城的毛利率分别为 34.4%、31.3%、30.4%以及 29.5%。

图 7：2021-2024Q1-3 年公司毛利率和净利率水平



资料来源：蜜雪冰城招股说明书、德邦研究所

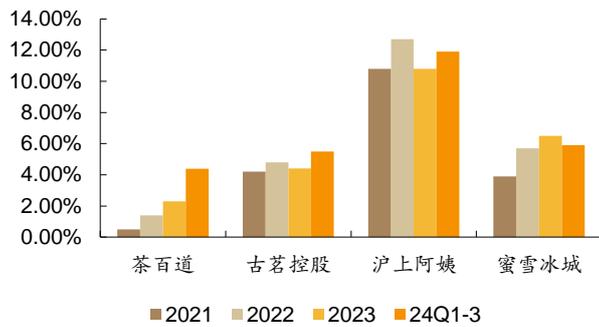
图 8：2021-2024Q1-3 年可比公司毛利率水平



资料来源：各公司招股说明书、茶百道 2024 年中报、德邦研究所  
备注：茶百道、沪上阿姨为 2024 年 H1

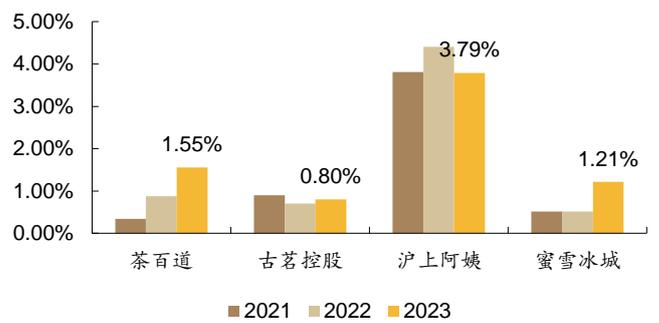
**品销控费优秀，库存账期健康。** 21-23 年蜜雪冰城销售及分销开支占收入比重逐年提升，主要系业务扩张带动销售人员增加以及 22 年 H2 公司提高销售人员的薪资水平。24 年 Q1-3 公司销售和分销业务收入占比同比-0.60pcts。公司品牌营销费用率较低，2023 年加大超级 IP 推广力度，品宣费用占比略有提升。

图 9：2021-2024Q1-3 年蜜雪冰城及可比公司销售费用率



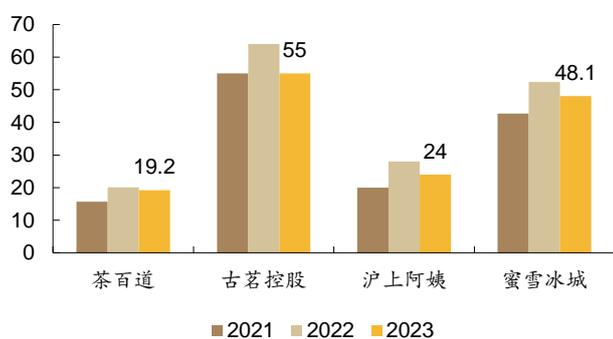
资料来源：各公司招股说明书、茶百道 2024 年中报、德邦研究所  
备注：茶百道、沪上阿姨为 2024 年 H1

图 10：2021-2023 年可比公司品牌营销费率



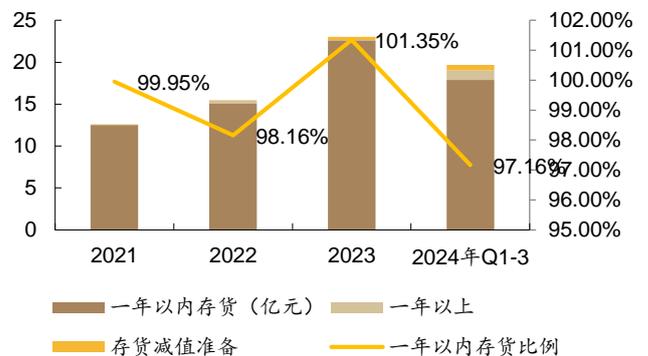
资料来源：各公司招股说明书、德邦研究所

图 11：2021-2023 年蜜雪冰城及可比公司存货周转天数（天）



资料来源：各公司招股说明书、德邦研究所

图 12：2021-2023 年蜜雪冰城存货账期结构



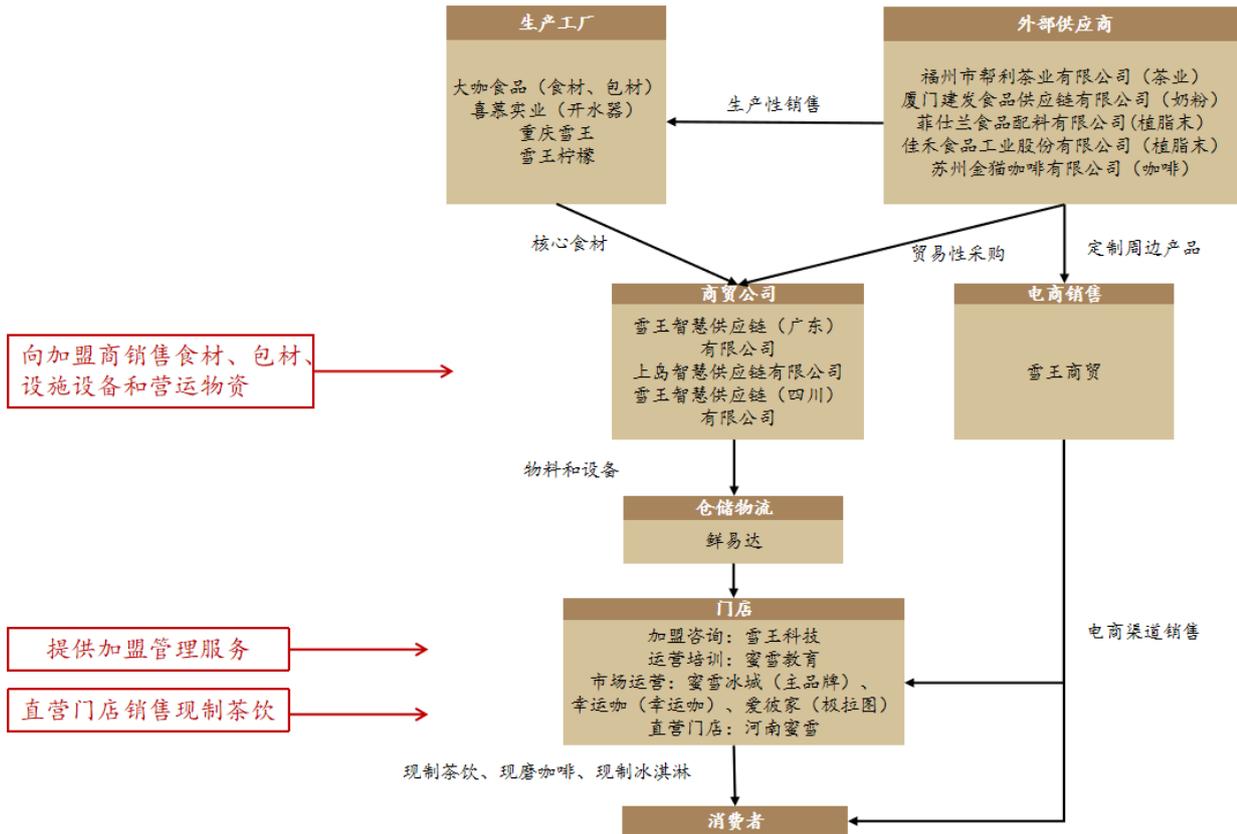
资料来源：蜜雪冰城招股说明书、德邦研究所

## 2.商业模式：平价茶饮龙头，超级供应链企业

### 2.1.门店以加盟模式为主，核心赚取供应商利润

业务本质可定义为供应链生意，原材料销售额贡献主要利润。公司收入来源是（1）向加盟商销售食材（大咖国际自产+外部采购）、包装材料、设备设施、营运物资等；（2）提供加盟管理服务（涉及到加盟费、管理费和培训费等按年度计费收入）；（3）直营门店销售现制饮品收入。24年Q1-3，公司整体收入较去年同期增长21.2%，其中商品销售收入占比94.29%，设备销售收入占比3.33%，而加盟和相关服务收入仅占比2.38%。

图 13：蜜雪商业模式及相关子公司



资料来源：蜜雪冰城招股说明书、德邦研究所

**加盟政策：**以县级市门店为例，门店净使用面积要求 12 m<sup>2</sup>以上，加盟商前期投资包括合同履约金、管理费、培训费、门店固定设备、装修费以及开店物料，合计初始投资成本在 21 万元左右（不包含店面租金、转让费等费用）。**要求加盟商亲自管理门店：**开设首店后加盟商本人需要全职经营，合同人本人每月驻店经营时长不得低于 90 小时。**推行三免政策：**据灼识咨询，蜜雪冰城是行业内唯一对加盟商同时推行免物流费、免空间设计费、免宣传物料费的茶饮企业。公司在海外市场沿用国内加盟方案，不参与经营抽成，主要利润来源是销售原材料。

**表 2：蜜雪冰城县级市门店初始投资（单位：元）**

收费项目	具体金额
加盟费	7k 元/年
日常管理/运营指导/活动扶持管理费	4.8k 元/年
合同履约金	2w 元
培训费	2k 元/年
门店设备	7w 元左右
经营物料	5w 元左右
门店装修（公司统一安排）	6w 元左右
初始投资（不含租金、转让费）	21w 元+

资料来源：蜜雪冰城品牌官网、德邦研究所

**表 3：蜜雪冰城越南/印尼加盟费用**

	越南	印尼
加盟协议期限		一般 3 年
管理费	约 1400 美元/3 年	3700-4900 美元/3 年
培训费	约 280 美元	约 200 美元/3 年
加盟费	约 1900 美元/3 年	不单独收
固定保证金	约 2900 美元	约 2600 美元

资料来源：蜜雪冰城招股说明书、德邦研究所

**表 4：加盟商和加盟门店数量变化（单位：个）**

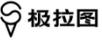
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 Q1-3	
期初加盟店数量	12509	19954	28929	37516	
新增加盟店数量	8022	9671	9894	9064	
主动要求关闭加盟门店数量	-371	-432	-666	-584	
加盟商自行关闭加盟门店数量	-206	-264	-641	-714	
期末加盟门店数量	19954	28929	37516	45282	
	<b>闭店率</b>	<b>2.89%</b>	<b>2.41%</b>	<b>3.48%</b>	<b>2.87%</b>
期末加盟商数量	9784	13625	16784	19780	
	<b>单个加盟商负责门店数量</b>	<b>2.039</b>	<b>2.123</b>	<b>2.235</b>	<b>2.289</b>

资料来源：蜜雪冰城招股说明书、德邦研究所

## 2.2. 国内深度渗透下沉市场，出海东南亚打开全球知名度

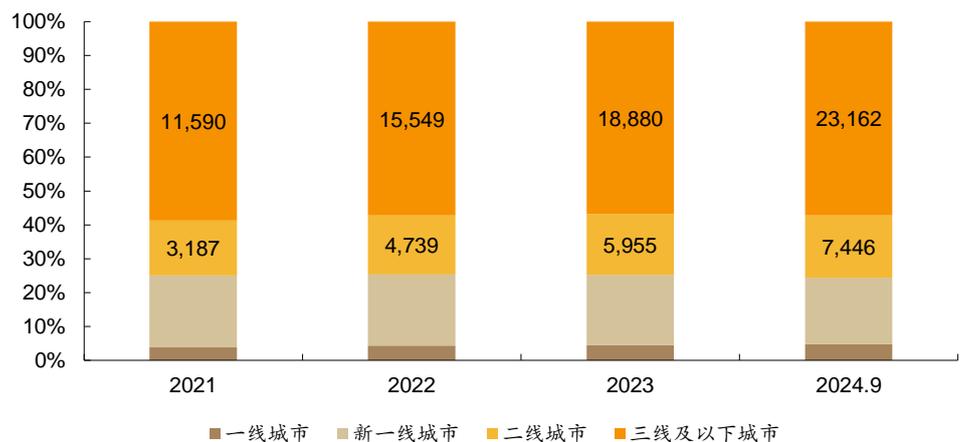
国内市场最大的现制饮品企业，深度渗透下沉市场。根据灼识咨询数据，按23年终端零售额计算，蜜雪冰城是中国最大的现制饮品企业，品牌门店数、饮品出杯量双第一，终端零售额市场份额高达11.3%，其中蜜雪在国内市场57.2%的门店位于三线及以下市场。集团旗下三大品牌现制茶饮品牌“蜜雪冰城”、现磨咖啡“幸运咖”和现制冰淇淋“极拉图”，截至24年9月，主品牌“蜜雪冰城”在中国内地拥有约4.0万家门店（覆盖31个省、自治区及直辖市，深入300多个地级市、1700多个县城及4900多个乡镇），在海外11个国家拥有约4800家门店。根据窄门餐眼数据，截至25年1月10日，“幸运咖”、“极拉图”在营门店总数分别为3287家、65家。

表 5：公司旗下三大品牌情况

品牌名称	成立时间	客单价	热销产品
 蜜雪冰城	2008	7.19 元/人	冰鲜柠檬水、蜜桃四季春、珍珠奶茶
 幸运咖	2017	7.79 元/人	椰椰拿铁、招牌冰拿铁、香草冻柠茶
 极拉图	2017	15.82 元/人	招牌咸蛋黄冰淇淋、双丸子小浴缸

资料来源：公司官网、窄门餐眼、德邦研究所，注：数据统计时间为 2025/1/17

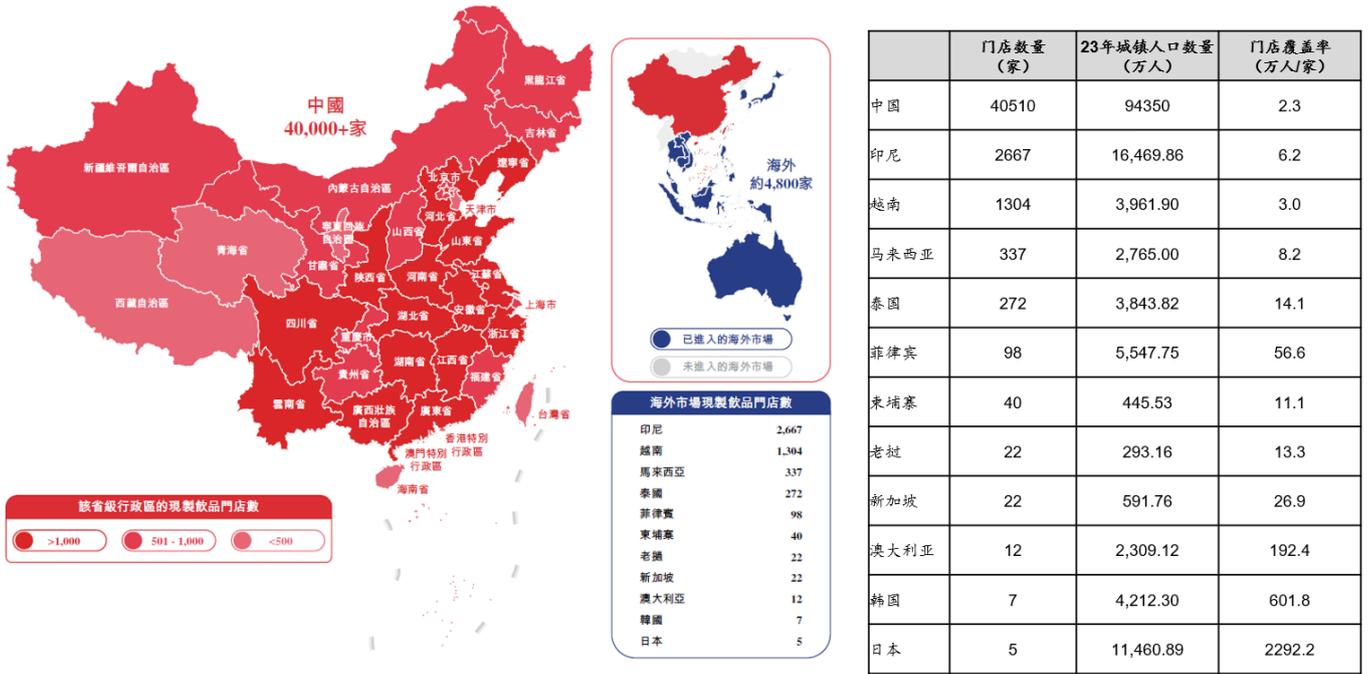
图 14：蜜雪冰城门店结构分布图（单位：家）



资料来源：蜜雪冰城招股说明书、德邦研究所

出海 8 年成为东南亚茶饮品牌第一，23 年市场份额达到 19.5%。公司 2018 年首次开启出海战略，18 年 9 月在越南河内开海外首店。截止 24 年 9 月，公司在海外市场 11 个国家开出 4800 家左右门店，其中印尼 2667 家、越南 1304 家、马来西亚 337 家、泰国 272 家，东南亚 4 国门店数合计占比超过 95%。对比门店覆盖密度：参考指标（一家加盟门店覆盖的城镇口人数量），中国/印尼/越南/马来西亚/泰国 2.3、6.2、3.0、8.2、14.1，整体看印尼和越南市场渠道铺设相对成熟，马来西亚和泰国市场或将是公司下阶段海外市场建设的战略重点。产品菜单：对比越南和印尼的蜜雪菜单，冰激凌产品成为东南亚市场的热销单品。

图 15: 蜜雪冰城全球门店布局及门店覆盖密度 (截至 2024 年 9 月 30 日, 家)



资料来源: 蜜雪冰城招股说明书、世界银行、Wind、国家统计局、德邦研究所

图 16: 蜜雪冰城越南菜单



资料来源: FBIF 食品饮料创新微信公众号、德邦研究所

图 17: 蜜雪冰城印尼菜单



资料来源: 出海产业笔记微信公众号、德邦研究所

### 3. 核心竞争力：向上自建供应链，品牌 IP 化营销

#### 3.1. 长期自建供应链体系，稳定供应加盟商原材料

打造高效供应链设施，支撑品牌前端渠道快速扩张。公司供应链覆盖上游原材料采购、中游生产及下游门店端制作三大环节，公司现已成功打造了全球采购网络、数字化智能化生产流程、高效物流体系、整体性研发能力和完善门店品控标准，成为采购规模最大、多核心原料成本低于行业平均、原材料自产比例最高的中国现制饮品企业。

图 18：蜜雪冰城供应链拆分图



资料来源：蜜雪冰城招股说明书、德邦研究所

**全球最大采购网络，多举措据优化采购。**蜜雪已建成覆盖六大洲 38 个国家地区的庞大采购网络。在国内，蜜雪与种植基地合作，以确保对生产所需核心农产品的优质稳定供给。2023 年蜜雪采购的柠檬约 11.5 万吨，大部分购自合作种植基地。给予规模化采购，公司多核心原材料采购成本低于行业平均水平，2023 年蜜雪奶粉和柠檬采购成本较同业分别低约 10% 和 20% 以上。

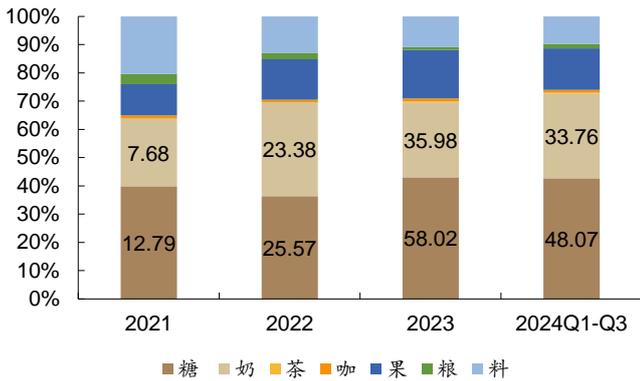
**高产能生产基地，助力生产环节。**公司是业内最早设立中央工厂的企业，2012 年建立第一家生产工厂，目前公司在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有五大生产基地，覆盖七大类用于制作现制饮品的食材，年综合产能达到约 165 万吨。公司提供给加盟商的饮品食材超过 60% 为自产，是中国现制饮品行业中最高，其中核心饮品食材为 100% 自产。产能领先同行，产能利用率有望进一步提升。2021-2023 年，蜜雪产能远超前于茶百道，源于其生产基地数量和规模都胜于茶百道。截至 2024Q1，茶百道旗下仅有一家持股比例 67% 的制造工厂，且主要提供包装材料。就利用率来看，蜜雪利用率低于茶百道和古茗杭州果如加工工厂，仍存在提升空间。国内产能强力支撑海外扩张。以印尼为例，其 90% 原材料由中国生产并进口（根据英国《经济学人》网站报道）。2023 年 6 月，蜜雪于成都建成智能生产加工和出口基地及亚洲总部（总投资 50 亿元，占地 131.6 亩），承接东南亚市场门店落地配送等业务，满足 6000 多间门店业务需求，将为印尼等东南亚市场门店加速扩张继续提供动力。

表 6：公司五大生产基地情况表

名称	完工时间	主要产品	占地面积	年产能
河南生产基地	2012 年	糖、奶、茶、咖、果、粮、料	约 34.2 万平方米	约 121.0 万吨
海南生产基地	建设中，2025 年完工	奶、咖	约 20.4 万平方米	约 4.5 万吨
广西生产基地	2023 年	糖、果、料	约 10.0 万平方米	约 18.5 万吨
重庆生产基地	2021 年	果、粮	约 12.2 万平方米	约 15.5 万吨
安徽生产基地	2022 年	果	约 1.9 万平方米	约 5.4 万吨

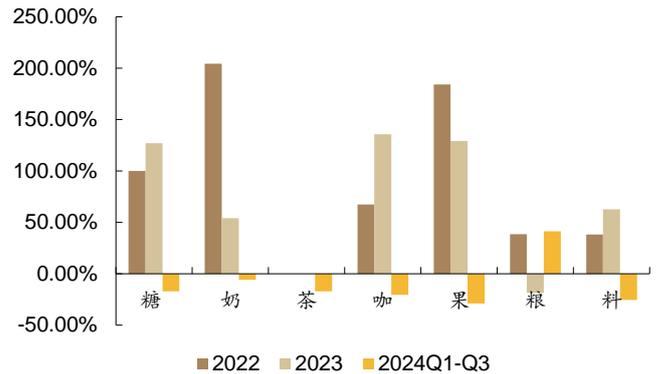
资料来源：蜜雪冰城招股说明书，德邦研究所

图 19: 2021-2024Q1-3 公司不同食材原料产能结构变化 (%)



资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 德邦研究所

图 20: 2021-2024Q1-3 公司不同食材原料产能增长率 (%)



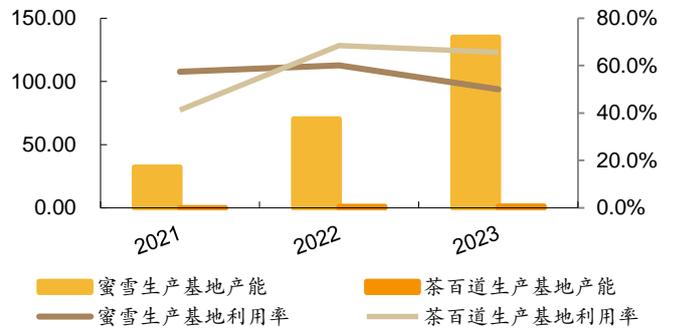
资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 德邦研究所

图 21: 2021-2024Q1-3 公司各地生产基地利用率 (%)



资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 德邦研究所

图 22: 蜜雪冰城与茶百道产能对比 (万吨)



资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 茶百道招股说明书, 德邦研究所

**最早布局仓储物流体系, 降低加盟商备货压力。**蜜雪“高频次、小批量、快速配送、多点配送”的产品特点, 对仓储物流要求更高。公司从 2014 年开始建设自主运营的仓储体系, 截止 24 年 Q3 共有 27 个仓库 (总面积达约 35 万 $m^2$ )。公司现有的配送网络覆盖广度和下沉深度达到行业最高水平, 截至 2024 年 9 月 30 日, 在中国内地逾 90% 的县级行政区划能够实现 12 小时内触达, 约 97% 以上的门店实现了冷链物流覆盖, 最大程度提升区域物流效率、缩短门店端订货周期。**打造海外本地化仓储体系, 支持海外业务扩张。**截止 2024Q3, 蜜雪在东南亚四国建立了本地化的仓储体系 (7 个自主运营的仓库、共计约 6.9 万 $m^2$ ), 覆盖四个海外国家的超过 560 个城市。

**同行对比: 全流程供应链处于同业领先地位。**①上游生产环节自产比例高, 行业内生产品类最全和规模最大, 蜜雪核心原材料 100% 自产, 茶百道目前有包装材料加工工厂。②海外已有供应链工厂和物流仓储布局。③加盟商扶持力度较大, 是国内同业中唯一对加盟商同时免物流费、免空间设计费、免宣传物料费政策的企业。

**表 7：供应链可比公司情况梳理**

	蜜雪冰城	茶百道	沪上阿姨	古茗控股
<b>品牌定位</b>	平价茶饮	全价格带大众现制茶饮	中价茶饮	全价格带大众现制茶饮
<b>产品价格区间 (元)</b>	2-10 (包括幸运咖)	6-26	7-22	10-18
<b>门店销售规模 (亿元) (2023 年数据)</b>	478	169.1	96.8	192.1
<b>经营方式</b>	加盟为主 (99%以上; 截止 2024Q3)	加盟为主 (99%以上; 截止 2023 年)	加盟为主 (99.7%; 截止 2024H1)	加盟为主 (截止 2023 年)
<b>上游 原材料采购</b>	整体采购成本低于行业平均水平 生产性：乳制品、糖类、植脂末、水果、纸箱、铁罐、卷膜； 贸易性：果酱、茶叶、风味饮料浓浆、水果等食材，杯子、吸管、包装袋等包材。	集中采购及配送大部分门店的常用水果。 主要购入原料：乳制品、茶叶、糖、鲜果、果汁及包装材料	原料：乳制品、茶叶、糖、新鲜水果、果汁等 包装材料 零食：威化饼干、薯片、吐司等	原料：新鲜水果、果汁、茶叶、乳制品及糖制品等 设备：包装材料以及泡茶机、制冰机和冷冻柜等
<b>中游 生产加工</b>	业内生产品类最全和规模最大的企业 自建智能工厂、5 大生产基地，2023 年实现产能 1,349,627.0 吨。60%原材料自产，其中核心原材料自产率 100%。	截至 2023 年底，1 家包装材料加工工厂，2023 年全年实现产能 13,952.5 吨	截至 2024 年 6 月，1 家生产设施，生产加工制备饮品的若干食材	截至 2024 年 9 月，4 家加工工厂加工原料 (其中 1 家已完成建设)。
<b>下游 物流</b>	建成数字化物流体系，配送网络覆盖广度和下沉深度为行业内最高。 截至 2024 年 9 月，中国内地逾 90%的县级行政区划实现 12 小时内触达，约 97%以上的门店实现了冷链物流覆盖。	截至 2023 年底，21 个多温仓库，总面积约为 80,000 平方米。在北京、成都及重庆推出 41 条夜间配送路线，可为约 97.0%的茶百道门店安排每周两次或以上的配送服务。	截至 2024 年 6 月委托第三方物流服务供应商。计划将 12 小时内门店订单配送率提高至 75%。	截至 2024 年 9 月，直接拥有并运营 362 辆运输车辆，结合第三方车队，为向约 97%的门店提供两日一配的冷链配送服务提供支持。
<b>下游 仓储</b>	截至 2024 年 9 月，国内仓储体系由 27 个仓库组成；海外建立本地化的仓储体系	截至 2023 年底，全国拥有 15 家租赁仓库，独立运营 6 家仓库	截至 2024 年 6 月 12 家仓储物流基地，4 个设备仓库，8 个新鲜农产品仓库，16 个前置冷链仓库	截至 2024 年 9 月，经营 22 个仓库，其中绝大部分自第三方租赁或承包
<b>门店销售</b>	食材、包材、设备设施	新鲜水果、乳制品、冷冻鲜榨果汁、包装材料、设备	食材、包装、原料	原料、包装材料、设备

资料来源：蜜雪冰城招股说明书、沪上阿姨招股说明书、茶百道招股说明书、古茗招股说明书、德邦研究所

**扩张产能支持数字化升级，IPO 募资巩固供应链优势。**本次发行募集资金主要用于：公司产能扩张、品牌和 IP 建设推广、数字化智能化建设和其他综合项目（涉及运营资金补充等）。通过推进原材料生产、物流产能和国际化平台建设，强化蜜雪冰城国内现有的供应链规模优势，助力海外市场布局，数字化智能化赋能前端加盟门店，支撑其在国内外的快速扩张。

**表 8：公司 IPO 资金募集流向**

大类	资金用途	具体项目
产能扩张	现有生产基地建造新设施并改造和扩建现有设施	国内产能扩张 海南新设施建设 仓库扩建
	国内物流系统的灵活度和效率	增加冷链运输能力 增加冷冻仓库 原材料本地化生产
	国际供应链平台搭建	研发中心建设 数字化供应链运营 培训设施建设
品牌和 IP 建设推广	品牌 IP 深耕	推出多元化优质内容 开展 IP 联名活动 扩大宣传物料
	全渠道市场推广	开展市场推广活动
数字化智能化建设	智慧门店方案解决	多功能销售终端建设 生产数字化项目
其他	运营资金补充和其他业务	运营资金补充和其他业务

资料来源：蜜雪冰城招股说明书，德邦研究所

### 3.2. 打造雪王 IP 深入人心，出海营销因地制宜

打造超级符号，成就“顶流”雪王。蜜雪高质平价的价值主张和品牌文化，打造了品牌家喻户晓的现状。2018年5月，蜜雪冰城主动寻求同华与华合作，对品牌形象进行全面升级，推出“雪王”形象，并围绕该IP积极创作和发布视听内容，加深客户对品牌的记忆，巩固品牌独特形象，从而吸引客流量。除了雪王形象，2019年蜜雪还和华与华共同策划了主题曲，并在门店循环播放。到2021年夏天，主题曲迅速爆火，实现真正意义上的破圈。雪王作为华与华超级符号设计，完美实现识别、记忆、购买和传诵的要求，蜜雪也准确抓住Z世代消费者的心智，借鉴了优秀形象IP公司的运营经验，定期展开的雪王巡游、站店活动，做潮流有趣的跨界营销。此外，旗下幸运咖塑造“K爷”IP，复制IP打造等成功玩法，例如邀请知名明星代言人、联名热门IP如狐妖小红娘等。

图 23：蜜雪冰城 IP 信息



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，德邦研究所

把握品牌调性，持续进行土萌门店营销。自蜜雪2018年推出主题曲和音乐短片以来，相关话题在主要社交平台上的累计曝光量分别超过191亿次及95亿次。蜜雪也开设淘宝店铺销售周边产品，丰富“雪王”IP的商业生态，同时积极和中国邮政、敦煌博物馆、《蛋仔派对》等多方开展联名，进一步拓宽“雪王”IP的影响力。成立“雪王爱动漫”公司，“雪王”或将走入大荧幕。2023年7月，动画《雪王驾到》上线，首周在B站收获9.9的超高评分，全网播放量超过2亿次。2024年12月14日，蜜雪发布了“雪王”动画第二部的预告片，引起热议。当年年底，“雪王爱动漫”注册成立，公司重视“雪王”IP，积极挖掘更多商业价值。

图 24：蜜雪冰城邮政联名活动



资料来源：蜜雪冰城官方，德邦研究所

图 25：蜜雪冰城敦煌联名活动



资料来源：中国广告协会文创与IP专业委员会，德邦研究所

**线上线下齐头并进，多举措经营 IP。**为了加速品牌建设，蜜雪建立了完善的线上线下品牌营销矩阵。通过社交媒体和创新性营销内容，打造雪王 IP 线上联动营销。在线下，蜜雪通过超过 45,000 家门店网络及开展雪王巡游和音乐节等多种活动，实现对广泛消费群体的触达。IP 建设带来的流量，广泛的门店网络和完善的营销矩阵，大大提高营销效率，2024Q3，蜜雪品牌推广开支占收入比为 0.9%。

**积累业内最大粉丝量，线上创作数据可观。**在微信、抖音、快手、小红书、微博及哔哩哔哩等六大社交平台共拥有超过 4,600 万粉丝，为中国现制饮品行业内最多。众多消费者积极参与丰富雪王的角色和形象并进行二次创作，其中哔哩哔哩用户二次创作的视频合计播放量超过 3.1 亿次。截至 2023 年 12 月 24 日，“雪王”及“蜜雪冰城”主题曲的相关话题在主要社交平台上的累计曝光量分别超过 87 亿次及 84 亿次。

**海外 IP 因地制宜，加速海外扩张节奏。**在出海战略上，蜜雪冰城是目前国内新茶饮企业中出海最深、最广的现制茶饮品牌之一，本土化营销落地到位。蜜雪在海外市场推出涵盖中文、英语、韩语、泰语、印度尼西亚语五种语言的国际版主题曲，在越南 2023 年六一儿童节的推出雪王绘画活动的相关话题且浏览量达约 7,000 万次，在印尼有关“蜜雪冰城印度尼西亚”的话题在 TikTok 上的累计曝光量超过 21 亿次。

图 26：蜜雪越南雪王绘画活动



资料来源：mixue\_vietnam，德邦研究所

图 27：蜜雪印尼情人节活动



资料来源：mixueindonesia，德邦研究所

## 4.投资建议:

蜜雪冰城作为国内饮品出海龙头,目前门店数量和终端规模达到全球领先水平,是中国消费品出海先锋。蜜雪核心优势在于深厚的供应链基础和IP化的营销思维。公司长期自建供应链体系,在采购/生产加工/仓储配送等多环节做到规模化、高效化运营,在全球化过程中进一步实现门店规模和供应链基础的双向正循环。叠加公司自身“雪王”IP的营销热度,在出海过程中采用因地制宜的推广策略,积累了大量的海外粉丝热度,为品牌下一步出海积累声量。我们认为,蜜雪冰城作为供应链先行、IP化运作的饮品品牌,已经成功在国内市场验证商业模式的可行性,有望在此次IPO后进一步加快海外市场扩张, **建议重点关注!**

## 5.风险提示

整体消费力不及预期风险

宏观经济复苏不及预期风险

加盟商管理不善及加盟门店扩张不及预期风险

食品安全问题风险

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

易丁依，美妆&零售行业负责人，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责美妆、零售、社服、潮玩等领域研究，曾获得第四届21世纪金牌分析师批发与零售团队第五名、第12届Choice最佳分析师评选“最佳美容护理行业分析师团队”，分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。