

2025年2月21日
蜜雪冰城 (2097.HK)

SDICS

IPO 点评
证券研究报告

蜜雪冰城 IPO 点评报告

报告摘要

公司概况

蜜雪冰城是中国领先的现制茶饮连锁企业，以加盟店形式经营，产品平均价格约为6元。22全年/23全年/24前九个月收入为135/203/186亿人民币，增速为31%/50%/21%；净利润为20/31.4/34.8亿，增速为4.5%/57%/45.2%。22全年/23全年/24前九个月GMV分别为307/478/449亿人民币；平均单店日均GMV分别为3936/4127/4184元；同店GMV增速分别为-2.4%/12%/-0.6%。门店数量分别净增长7457/6046/7276家，门店增速38%/22%/22%，门店增长是公司业绩增长的主要动力。公司的产品包括奶茶、咖啡、冰淇淋等，以极致性价比受到消费者欢迎。2023年公司ROE为29.8%，资产负债率为27.4%。公司预计24年全年净利润达到44亿人民币，同比增长40%。

全国最大的奶茶连锁。截止2024年9月，蜜雪冰城在国内的门店总数达到40510家。其中57.2%布局在三线及以下城市，蜜雪冰城以极高的性价比抢占了下线市场份额，并且逐步向上线城市渗透。门店网络已遍布中国内地31个省份、自治区及直辖市，超过300个地级市、1,700个县城和全国约30,000个乡镇中的4,900个乡镇。此外，从18年开始公司向海外进行扩张，截止9月共有4792家海外门店，其中印尼2667家，越南1304家。中国大陆以外收入约占整体收入的5.1%。未来公司除了继续巩固国内市场地位，海外市场将成为发展的重点。

行业状况及前景

全球现制茶饮市场保持高速增长。全球现制饮品市场规模从2018年的5,989亿美元增长至2023年的7,791亿美元，复合年增长率为5.4%。其中中国23年市场规模5175亿人民币，增速22.5%，东南亚市场规模201亿美元，增速16.4%，增速高于全球平均。从现制饮料的人均摄入量来看，中国和东南亚相较日本及欧美有极大的差距，意味着未来市场发展仍有很大的空间。

目前行业竞争较为激烈，蜜雪占据领导地位。消费者更注重性价比，多个茶饮品牌调低价格以适应需求。蜜雪冰城每年的销售杯量在全球排名第二，仅次于星巴克。以GMV计，蜜雪在全球的市占率为2.2%，排名第四；在中国的市占率为11.3%，排名第一。以出杯量计，蜜雪在东南亚的市占率为19.5%，排名第一。

优势与机遇

极致成本控制能力：行业内最早开始自建供应链（原材料生产基地、区域仓储中心）和规模化采购，核心食材100%自产。蜜雪冰城单杯成本较同行低10-20%，支撑终端低价策略。

加盟体系成熟高效：截止24年9月，公司加盟商数量达到1.98万，其中42%的加盟商经营两家及以上门店。公司建立标准化加盟管理制度，提供“选址-培训-运营”全流程支持。

全国范围的品牌知名度：早期布局低线城市，高密度门店带来品牌曝光，“雪王”IP和洗脑的主题曲快速提高了国民认知。

数字化赋能运营：自主研发供应链管理系统，通过「蜜管家」系统和「蜜雪通」应用程序，简化了门店运营。

（转下页...）

食品

股份名称:	蜜雪冰城
股份代码:	2097. HK
IPO 专用评级	
— 评级基于以下标准，最高10分	6.4
1. 公司营运 (30%)	6
2. 行业前景 (30%)	6
3. 招股估值 (20%)	7
4. 市场情绪 (20%)	7
注：预期认购反应一般，融资申购需注意所获股份分配过多的风险	
主要发售统计数字	
上市日期:	2025/3/3
发行价范围(港元)	202.5
发行股数，绿鞋前(百万股)	17.06
— 香港公开发售：占比	1.71；10%
— 最高回拨后股数：占比	8.53；50%
发行后股本，绿鞋前(百万股)	377.06
— 本次发行的H股	17.06
— 从内资转换的H股	131.26
— 内资股	228.74
集资金额，绿鞋前(亿港元)	34.55
— 香港公开发售部分	3.45
— 最高回拨后	17.27
发行后总市值，绿鞋前(亿港元)	763.55
备考每股有形资产净值(港元)	49.04
备考市净率(倍)	4.13
保荐人	美国银行证券、高盛、UBS
簿簿管理人	中金公司、华泰香港、工银国际、招银国际
会计师	安永会计师事务所
资料来源：公司招股书	

曹莹 消费行业分析师
gloriacao@sdicsi.com.hk

弱项与风险

行业竞争激烈，产品的差异化程度不高，导致消费者对价格较为敏感。产品迭代速度较快，消费者忠诚度较低，对经营带来许多挑战。

投资建议

基石投资者阵容豪华，包括英国管理公司M&G、红杉资本、博裕资本、高瓴资本、龙珠资本，认购了发行股份数的45%。保荐人为美国银行证券、高盛、UBS。公司此次IPO发行价为202.5港元，发行后总市值约为763.5亿港元（不包括超额配售）。招股书中预期24年净利润约为44亿人民币，就此计算的IPO PE倍数为15.9x，略低于已上市同行的估值。另外公司账面现金较多，截止24年9月现金+理财有104亿人民币，如果扣除净现金，上市估值对应24年净利润的PE仅为13.5x，估值水平较低。近期港股市场打新热情较为高涨，综合考虑我们给予IPO专用评级“6.4”。

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010