

蜜雪集团 (02097.HK)

平价现制饮品第一大龙头，深耕供应链出海可期

投资评级 (暂无)

2025年03月02日

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	13576	20302	24029	27477	31232
同比(%)	31.15	49.55	18.36	14.35	13.66
归母净利润 (百万元)	1997	3137	4382	5122	5937
同比(%)	4.52	57.13	39.67	16.88	15.92
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.30	8.32	11.62	13.58	15.75
P/E (现价&最新摊薄)	35.28	22.45	16.08	13.75	11.87

证券分析师 吴劲草
 执业证书: S0600520090006
 wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 苏铖
 执业证书: S0600524120010
 such@dwzq.com.cn
证券分析师 石漪瑄
 执业证书: S0600522040001
 shiyx@dwzq.com.cn
证券分析师 周韵
 执业证书: S0600524080009
 zhouyun@dwzq.com.cn
研究助理 王琳婧
 执业证书: S0600123070017
 wanglj@dwzq.com.cn

投资要点

- 平价现制饮品龙头:** 公司聚焦单价 6 元左右的平价现制果饮、茶饮、冰淇淋咖啡产品。截至 2024 年 9 月 30 日，公司通过现制茶饮“蜜雪冰城”及现磨咖啡“幸运咖”以加盟模式在全国及东南亚发展了 45302 家门店，其中中国内地/海外分别有门店 40510/4792 家。2023 年公司以 74 亿出杯量 (478 亿元人民币终端零售额) 位列**中国第一大、全球第二大**的现制饮品龙头。
- 加盟模式扩张，商品销售贡献主要毛利:** 公司以加盟模式为主扩张门店网络，截至 2024 年 Q3 末，公司加盟/直营门店数 45282/20 家，加盟门店数和收入占比超 99%。盈利主要来自供应链，商品销售贡献收入和毛利润占比超 9 成。2023 年公司收入为 203.0 亿元，同比+50%，其中商品销售/设备销售/加盟和相关服务占比 94%/4%/2%；毛利润为 60.0 亿元，毛利率为 29.5%，其中商品销售毛利占比为 92%。
- 饮料现制趋势强化:** 1) **全球现制饮品市场稳步增长，中国和东南亚成为重要增长引擎。** 根据灼识咨询，2023 年全球现制饮品终端零售额为 7791 亿美元，灼识预计 2023-2028 年全球市场规模 CAGR 为 7.2%，中国/东南亚分别为 17.6%/19.8%。2) **完全竞争市场，连锁化发展持续渗透。** 中国饮料市场竞争激烈，平价现制饮品价格带与平价饮料产品相近，消费占比将进一步提升。蜜雪集团 2023 年终端零售额在中国饮料市场占比 3.1%，排名第 5；茶饮品牌蜜雪冰城排名第 1，按 2023 年饮品出杯量市占率为 49.6%，按 2023 年终端零售额市占率为 20.2%。
- 强供应链茶饮出海排头兵:** 1) **强供应链和品牌 IP 塑造品牌势能。** 公司拥有行业内最大规模的完整端到端供应链体系，覆盖采购、生产、物流、研发和品质控制等核心组成部分。公司利用“雪王”IP 进行品牌化营销，强化公众品牌心智。2) **深耕国内下沉市场，推进东南亚品牌出海。** 蜜雪已实现中国内地市场全覆盖，以平价产品深耕下沉市场，三线及以下城市门店占比约为 57%。公司积极推动以东南亚为核心的出海战略，截至 2024 年 9 月 30 日，中国内地以外开设门店 4792 家，其中印尼/越南市场占比 56%/11%。
- 盈利预测与投资评级:** 蜜雪集团作为平价现制饮品龙头，自建端到端全流程供应链体系打造核心壁垒，IP 化品牌营销塑造品牌心智。公司以加盟模式深耕下沉市场，推进品牌出海，持续巩固行业地位。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 43.8/51.2/59.4 亿元，2025 年 3 月 3 日招股价对应 PE 为 16/14/12 倍，建议关注。
- 风险提示:** 市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌价值和形象受损等。

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	0.00
一年最低/最高价	-/-
市净率(倍)	0.00
港股流通市值(百万港元)	0.00

基础数据

每股净资产(港元)	0.00
资产负债率(%)	21.76
总股本(百万股)	377.06
流通股本(百万股)	17.06

相关研究

内容目录

1. 公司概况：中国第一大规模的现制饮品龙头	5
1.1. 发展历程	5
1.2. 业务模式：加盟店占主导贡献营收，供应链构筑盈利基石	6
1.3. 股权架构：集中于创始人及管理团队	8
1.4. 募集资金用途：基石认购约 45%，主要用于提升供应链等	9
2. 行业分析：饮料现制趋势强化	10
2.1. 全球现制饮品市场稳步增长，中国和东南亚成为重要增长引擎	10
2.2. 竞争格局：完全竞争市场，连锁化发展持续渗透	13
3. 公司看点：强供应链茶饮出海排头兵	14
3.1. 自建供应链提供一站式饮品食材解决方案	14
3.2. “雪王” IP 品牌化营销	15
3.3. 深耕国内下沉市场，推进东南亚品牌出海	16
4. 财务分析	17
5. 盈利预测与投资建议	19
5.1. 盈利预测	19
5.2. 投资建议	21
6. 风险提示	21

图表目录

图 1:	蜜雪集团主要产品.....	5
图 2:	蜜雪集团发展历程.....	6
图 3:	公司分门店类型收入拆分 (单位: 亿元)	7
图 4:	公司分门店类型毛利润拆分 (单位: 亿元)	7
图 5:	公司分业务收入拆分 (单位: 亿元)	7
图 6:	公司分业务毛利润拆分 (单位: 亿元)	7
图 7:	公司门店数拆分 (单位: 家)	8
图 8:	公司终端零售额和出杯量.....	8
图 9:	蜜雪集团公司股权结构图 (截至 2024 年 9 月 30 日)	8
图 10:	全球现制饮品市场以终端零售额计的市场规模.....	10
图 11:	2023 年人均现制饮品年消费量 (杯/年)	11
图 12:	现制饮品消费量饮用水分摄入总量百分比.....	11
图 13:	全球现制饮品市场以终端零售额计的复合年增长率, 2023 年至 2028 年 (预计)	11
图 14:	中国现制饮品市场以终端零售额计的市场规模 (按价格带划分)	12
图 15:	中国现制茶饮店市场以终端零售额计的市场规模 (按城市线级划分)	12
图 16:	东南亚现制饮品市场以终端零售额计的市场规模 (按品类划分)	13
图 17:	2023 年全球前三大现制饮品企业 (以出杯量计)	13
图 18:	2023 年全球前五大现制饮品企业 (以零售额计)	13
图 19:	2023 年中国前五大饮料企业 (以零售额计)	14
图 20:	2023 年中国前五大现制茶饮企业 (以零售额计)	14
图 21:	蜜雪集团全球采购网络覆盖六大洲 38 个国家.....	14
图 22:	蜜雪原材料生产流程.....	15
图 23:	蜜雪五大生产基地.....	15
图 24:	蜜雪自主运营仓库及专属配送网络.....	15
图 25:	公司利用雪王 IP 线上线下营销	16
图 26:	蜜雪在中国内地市场已实现全域覆盖 (截至 2024 年 9 月 30 日)	16
图 27:	蜜雪国内分城市线级门店数 (家)	17
图 28:	蜜雪国内分城市线级收入 (亿元)	17
图 29:	公司海外市场覆盖 (截至 2024 年 Q3 末)	17
图 30:	海外市场现制饮品门店数 (截至 2024 年 Q3 末)	17
图 31:	蜜雪集团营收及 yoy.....	18
图 32:	同行业公司营收对比 (亿元)	18
图 33:	公司分业务毛利率.....	18
图 34:	毛利率同行业对比.....	18
图 35:	销售费用率同行业对比.....	19
图 36:	管理费用率同行业对比.....	19
图 37:	公司归母净利润及净利率.....	19
图 38:	同行业净利率对比.....	19
表 1:	公司核心管理层介绍.....	9
表 2:	募集资金分配概况.....	9

表 3: 2024-2026 年收入预测 (亿元)	20
表 4: 2024-2026 年毛利率和费用率预测	20
表 5: 2024-2026 年营收和归母净利润预测	21
表 6: 蜜雪集团可比公司估值 (截至 2025 年 2 月 28 日)	21

1. 公司概况：中国第一大规模的现制饮品龙头

2025年2月14日，蜜雪冰城通过香港联交所聆讯，将于3月3日上市。

1.1. 发展历程

全球第一大规模的现制饮品龙头。蜜雪冰城成立于1997年，是一家全球领先的现制饮品企业，提供单价约6元、高质平价的现制果饮、茶饮、冰淇淋和咖啡等产品，旗下拥有现制茶饮品牌“蜜雪冰城”和现磨咖啡品牌“幸运咖”，2025年2月14日通过联交所聆讯，即将挂牌上市。公司通过加盟模式实现门店扩张，主要分布于国内三线及以下城市和印尼、越南等11个海外市场；截至2024年9月30日，公司门店数达45302家，根据灼识咨询报告，是全球最大的现制饮品企业；按照2023年出杯量74亿杯计，公司是中国第一、全球第二的现制饮品企业。

图1：蜜雪集团主要产品



数据来源：招股书，东吴证券研究所

蜜雪集团的发展历程可分为三个阶段：

品牌初创与商业探索阶段（1997年-2011年）：1997年，创始人张红超先生在郑州开设“寒流刨冰”小店，开启创业之路。1999年正式启用“蜜雪冰城”品牌名称，逐步探索现制饮品市场。2005年研发出首款标志产品新鲜冰淇淋，售价1元，2024年前三季度国内销量5.01亿支。2007年联合创始人张红甫加入，总结推行标准化运营管理体系，公司开始以加盟模式门店扩张。

供应链建设与产品线完善阶段（2012年-2017年）：2012年，公司成为中国现制饮品行业中最先设立中央工厂的企业，保证供给质量同时将本增效。2013年研发出第二个经典产品即冰鲜柠檬水，并将采购网络延伸至上游农产品。2014年，公司开始自建专属

物流体系，向加盟商推行全国免物流费政策。2017年，创立现磨咖啡品牌“幸运咖”，定位平价现磨咖啡，拓展产品品类。公司通过供应链建设和品牌创新，支持门店实现全国加盟扩张。

下沉式与全球化加速扩张阶段（2018年至今）：2018年，蜜雪冰城售价海外门店在越南河内开业，开启海外扩张，门店数量突破10000家。同年，公司打造超级IP“雪王”，重新定义品牌文化，品牌形象深入人心。公司不断加强数字化建设，优化运营管理体系，推动品牌全球化发展。

图2：蜜雪集团发展历程

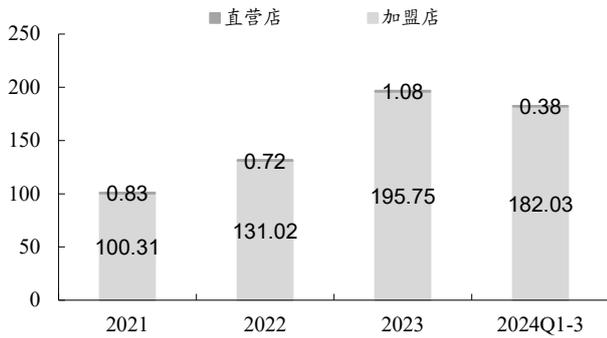


数据来源：招股书，东吴证券研究所

1.2. 业务模式：加盟店占主导贡献营收，供应链构筑盈利基石

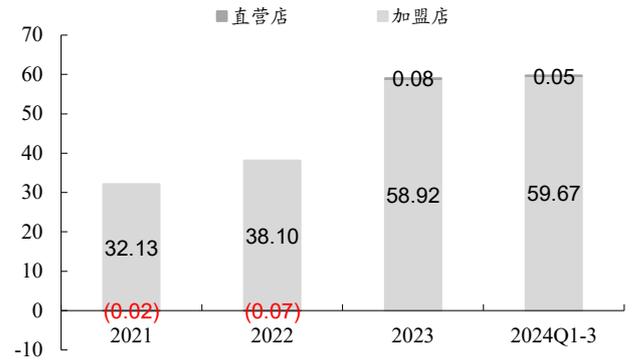
收入主要来自加盟门店。2023底/2024Q3末公司分别有加盟店37516/45282家，直营店有49/20家，截至2024Q3末加盟店占比高达99.96%。2023/2024Q1-3加盟店分别实现收入195.75/182.03亿元，在总收入中的占比超过99%，2023年同比+49.4%。毛利润方面，23/24Q1-3加盟店分别实现58.92/59.67亿元，2023年同比+54.6%，毛利率维持在30%左右；直营店于2023年扭亏。

图3: 公司分门店类型收入拆分 (单位: 亿元)



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

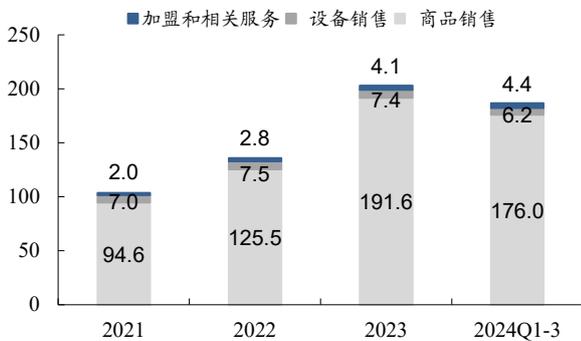
图4: 公司分门店类型毛利润拆分 (单位: 亿元)



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

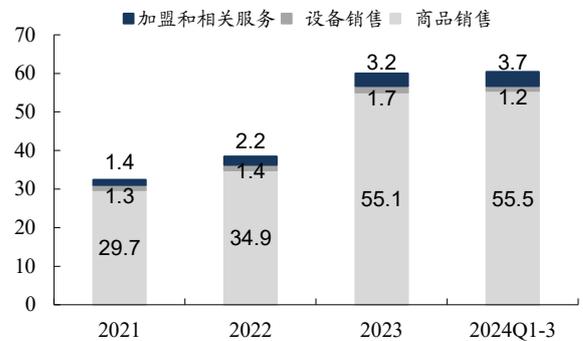
盈利主要来自供应链, 商品销售贡献收入和毛利润占比超 9 成。公司收入主要来自商品和设备销售, 主要向加盟商提供的门店物料(糖、奶、茶、咖、果、粮、料等产品及包材)和设备(如冰箱、冰淇淋机、制冰机及咖啡机等), 少部分为自营门店和电商零售渠道销售; 此外通过向加盟商提供加盟和相关服务获得收入。2023 年公司收入为 203.0 亿元, 同比+50%, 其中商品销售/设备销售/加盟和相关服务占比 94%/4%/2%; 毛利润为 60.0 亿元, 毛利率为 29.5%; 其中商品销售/设备销售/加盟和相关服务占比为 92%/3%/5%, 毛利率为 29%/23%/80%。2024Q1-3 公司收入为 186.6 亿元, 同比+21%, 毛利率 32.4%。

图5: 公司分业务收入拆分 (单位: 亿元)



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

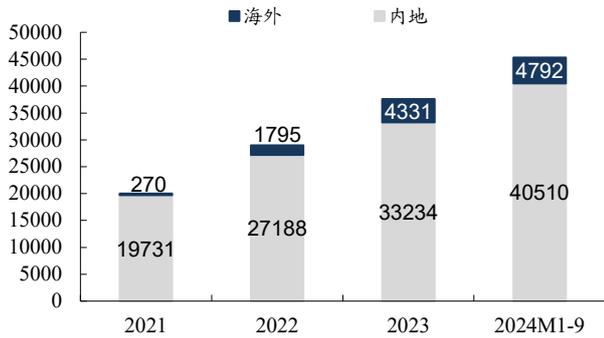
图6: 公司分业务毛利润拆分 (单位: 亿元)



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

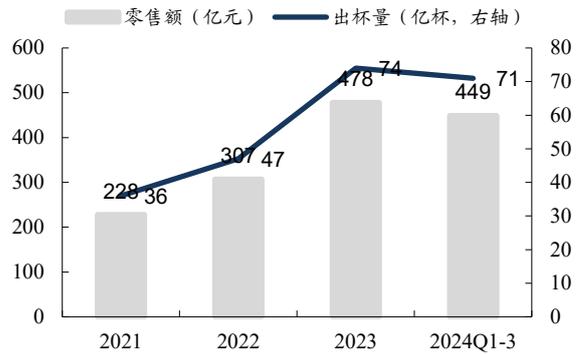
门店网络快速扩张, 年终端零售额近 500 亿元。截至 2024Q3 末, 公司有门店 45302 家, 其中内地/海外分别有 40510/4792 家, 其中海外门店主要在东南亚地区, 门店网络快速扩张。同时, 2023 年公司门店饮品出杯量 74 亿杯, 同比+55.7%, 2023 年零售额 478 亿元, 杯均价 6.5 元。

图7: 公司门店数拆分 (单位: 家)



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

图8: 公司终端零售额和出杯量

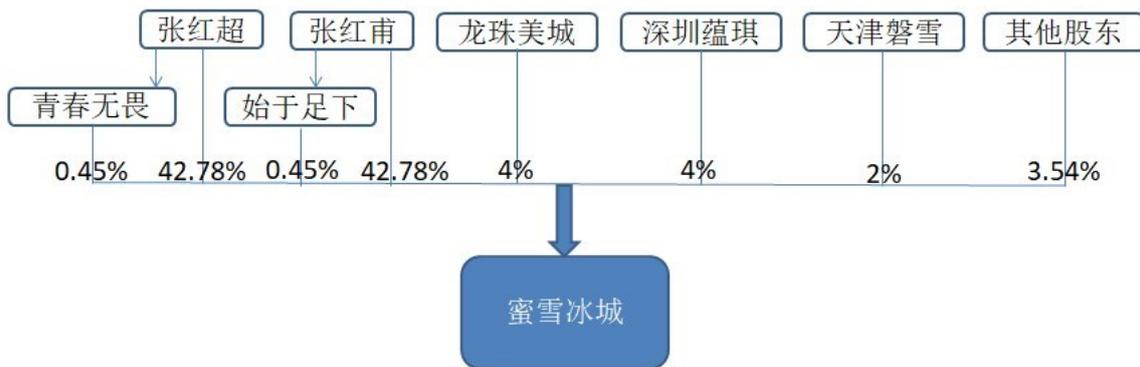


数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

1.3. 股权架构: 集中于创始人及管理团队

股权架构稳定且集中, 股权激励持续推进。截止上市前, 公司董事长张红超先生与首席执行官张红甫先生各持有 42.78% 的股份, 作为家族企业, 股权集中。龙珠美城/深圳蕴琪/天津磐雪分别持有 4%/4%/2% 的股份。为表彰员工的贡献并激励他们进一步推动蜜雪冰城的发展, 青春无畏及始于足下作为员工持股平台于 2020 年 5 月在中国成立, 各持有 0.45% 的股份。公司其余股份由管理层时朋先生、孙建涛先生、罗静女士和蔡卫淼女士持有。

图9: 蜜雪集团公司股权结构图 (截至 2024 年 9 月 30 日)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

管理层经验丰富。张红超先生, 作为创始人及董事长, 全面负责公司的发展战略和企业文化, 他在现制饮品行业拥有超过 27 年的经验, 凭借他丰富的经验和对行业的洞察能力, 他领导蜜雪冰城发展成为了一家领先的现制饮品企业并达成了一系列重要的里程碑。张红甫先生, 作为联合创始人及首席执行官, 全面负责公司的整体经营管理, 他在现制饮品行业拥有超过 17 年的经验, 基于其亲自运营门店的成功经验, 总结形成了

一套标准化的运营管理体系，并通过加盟模式予以复制。

表1: 公司核心管理层介绍

姓名	年龄	职位	加入蜜雪年份	职责
张红超	48	创始人、董事长	1997	全面负责集团的发展战略和企业文化
张红甫	40	联合创始人、首席执行官	2007	全面负责集团的整体经营管理
蔡卫淼	36	执行董事、前端供应链负责人	2008	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	36	执行董事、后端供应链负责人	2013	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
时朋	37	运营负责人	2003	负责中国地区的运营
张渊	34	首席财务官	2023	负责本集团的整体财务管理及资本运营

数据来源：招股书，东吴证券研究所

1.4. 募集资金用途：基石认购约 45%，主要用于提升供应链等

基石投资者参与认购，彰显市场对公司未来增长较强信心。公司此次港股 IPO 招股公司拟全球发售 1705.99 万股股份，引入 5 名基石投资者，共计认购金额达到 2 亿美元（约 15.58 亿港元）的发售股份。其中，M&G Investments（英卓投资管理）认购 6000 万美元，HongShan Growth 认购 6000 万美元，Boyu Capital 通过 Persistence Growth 认购 4000 万美元，高瓴资本通过 HHLR Fund 认购 3000 万美元，Long-Z Fund 认购 1000 万美元。以每股发售价 202.50 港元计算，若未行使超额配股权，基石投资者将持有发行股份的 45.09%，占公司总股份的 2%。

表2: 募集资金分配概况

序号	用途	资金（亿港元）	资金占比
1	提升端到端供应链的广度和深度	21.72	66%
2	品牌和 IP 的建设和推广	3.95	12%
3	加强各业务环节的数字化和智能化能力	3.95	12%
4	营运资金和其他一般企业用途	3.29	10%
	总计	32.91	100%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

募集资金主要用于提升供应链等。根据招股书，若以每股发售价 202.50 港元计算，经扣除包销佣金及全球发售相关的其他估计开支（超额配股权未行使）后，本次 IPO 募资净额约为 32.91 亿港元，募集资金主要用于：

1) 约 66% 将用于提升端到端供应链的广度和深度：其中 45% 用于中国的产能扩张，包括于生产基地建造新设施并改造和扩建现有设施；9% 用于维持并提升中国的物流系

统的灵活度和销量，包括改建现有仓库和提升以冷链运输为重点的配送能力；12%用于搭建国际供应链平台以支持海外业务的扩张。

2) 约 12%将用于品牌和 IP 的建设和推广：其中 7%用于持续深耕品牌 IP，继续挖掘“雪王”文化潜力，加强消费者对品牌和 IP 的认知度；5%用于全渠道市场推广以提升品牌影响力。

3) 约 12%将用与加强各业务环节的数字化和智能化能力：包括自主研发可整合至门店运营中的多功能销售终端设备、生产数字化项目和前端运营及中后台的各类软件及相关硬件，以赋能加盟店并提升门店运营效率。

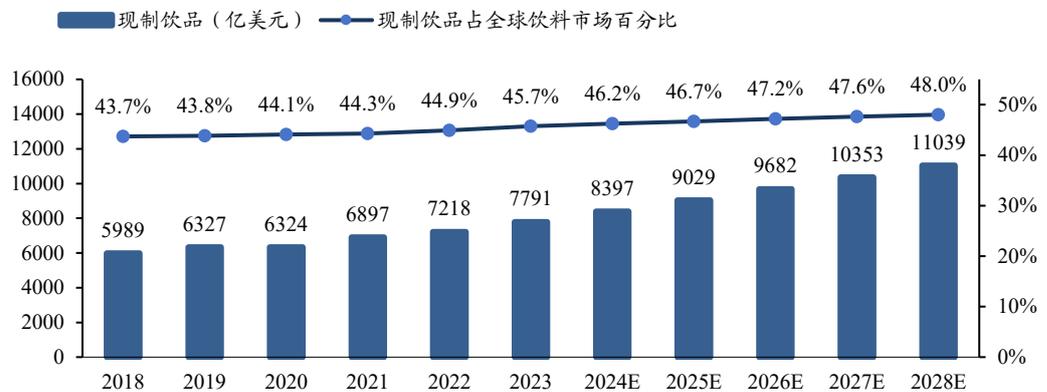
4) 约 10%将用于营运资金和其他一般企业用途。

2. 行业分析：饮料现制趋势强化

2.1. 全球现制饮品市场稳步增长，中国和东南亚成为重要增长引擎

全球现制饮品市场稳步增长，复合年增长率达到 5.4%。灼识咨询数据，以终端零售额计，全球现制饮品市场规模稳步增长，从 2018 年的 5989 亿美元增长至 2023 年的 7791 亿美元，复合增速为 5.4%。灼识预计 2023-2028 年的复合年增长率将进一步提高至 7.2%，带动市场规模增长至 2028 年的 11039 亿美元，占据全球饮料市场近一半份额。

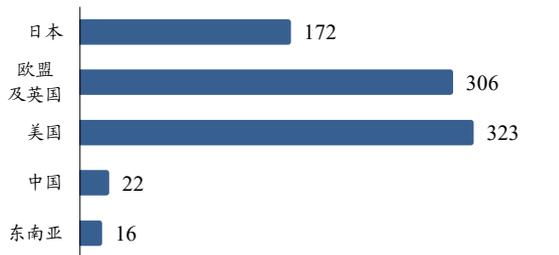
图 10：全球现制饮品市场以终端零售额计的市场规模



数据来源：招股书，灼识咨询，东吴证券研究所

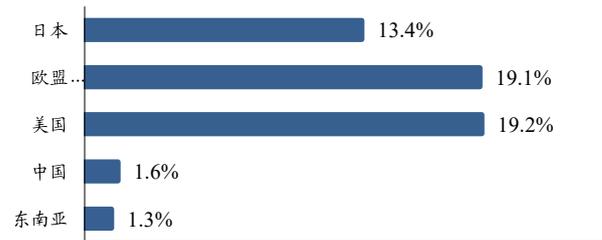
中国和东南亚现制饮品市场增速大于整体。2023 年，中国和东南亚的现制饮品消费量在饮用水分摄入总量中的占比均不足 2%，显著低于美国、欧盟及英国、日本等发达市场平均 17%以上的占比水平。同年，中国和东南亚的人均现制饮品年消费量分别为 22 杯和 16 杯，而上述发达市场平均超过 260 杯。灼识预计中国及东南亚的现制饮品消费量在饮用水分摄入总量中的占比将进一步上升，到 2028 年中国和东南亚的人均现制饮品年消费量将增加逾一倍，分别达到 51 杯和 36 杯，新兴市场驱动行业增长。

图11: 2023 年人均现制饮品年消费量 (杯/年)



数据来源: 招股书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

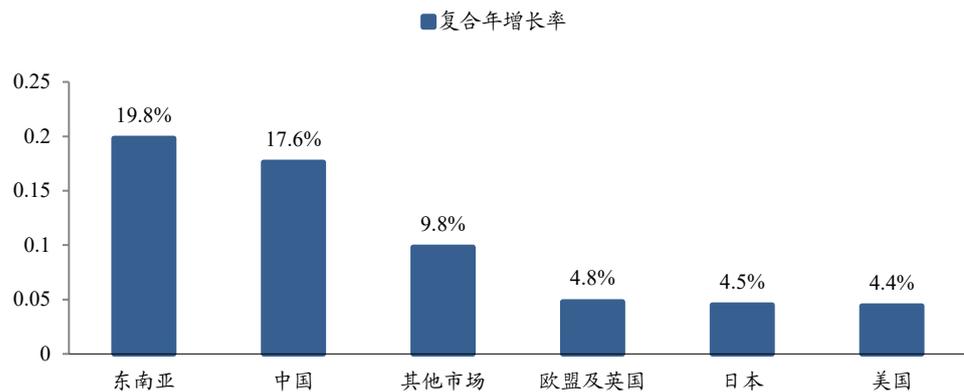
图12: 现制饮品消费量饮用水分摄入总量百分比



数据来源: 招股书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

以中国和东南亚为代表的新兴市场的快速增长是全球现制饮品行业加速增长的重要引擎。在 2023-2028 年间, 灼识预计中国和东南亚市场在全球主要市场中增速最快, 复合年增长率分别达到 17.6%和 19.8%, 欧盟及英国、日本和美国基本持平, 分别达到 4.8%、4.5%和 4.4%。

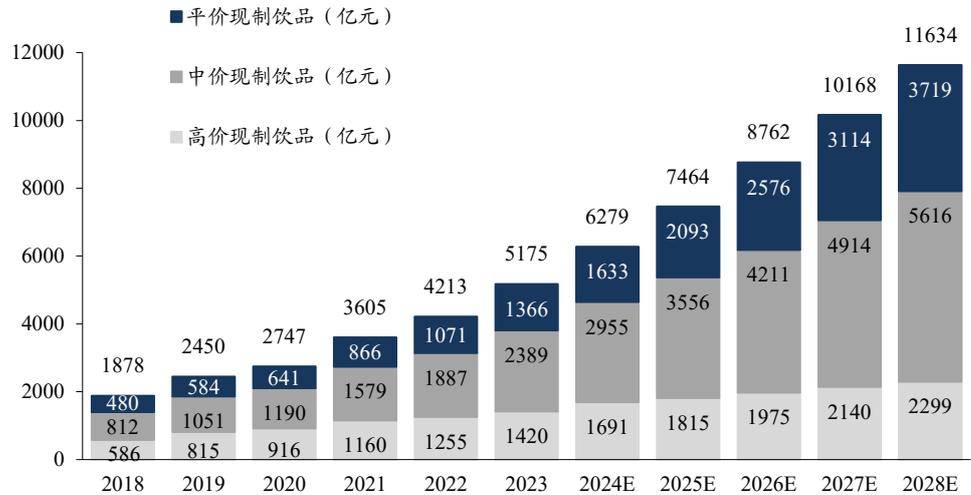
图13: 全球现制饮品市场以终端零售额计的复合年增长率, 2023 年至 2028 年 (预计)



数据来源: 招股书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

中国饮料市场平价现制化。现制饮品可分为平价(产品单价不高于 10 元)、中价(产品单价低于 20 元但高于 10 元)和高价(产品单价不低于 20 元)三个价格带。2023 年中国现制饮品以终端零售额计的市场规模为 5171 亿元, 2018-2023 年 CAGR 为 22.5%。其中平价现制饮品/中价现制饮品/高价现制饮品零售额为 1366/2389/1420 亿元。平价现制饮品市场在不同价格带中增速最快, 2018-2023 年 CAGR 为 23.3%。灼识预计 2028 年平价饮品市场规模将增长至 3719 亿人民币, 2023-2028 年 CAGR 为 22.2%。

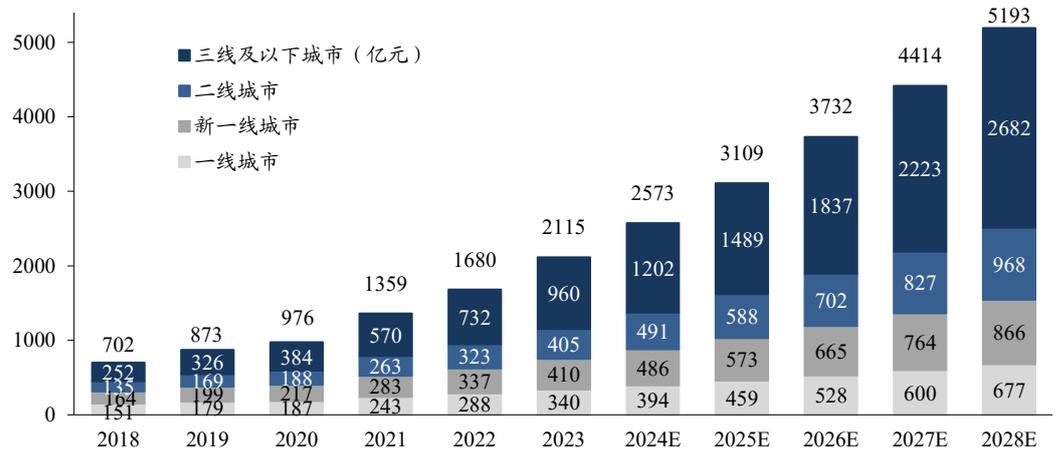
图14: 中国现制饮品市场以终端零售额计的市场规模 (按价格带划分)



数据来源: 招股书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

中国三线及以下城市的现制茶饮市场规模占比 45%，增长快于整体。2023 年中国现制茶饮以终端零售额计的市场规模为 2115 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 24.7%。其中三线及以下城市/二线城市/新一线城市/一线城市零售额为 960/405/410/340 亿元。三线及以下城市的现制茶饮店市场在所有城市线级中增速最快，灼识预计 2023-2028 年 CAGR 为 22.8%，2028 年占中国现制茶饮店总体规模的 51.6%，比 2023 年提升 6 个百分点。

图15: 中国现制茶饮店市场以终端零售额计的市场规模 (按城市线级划分)

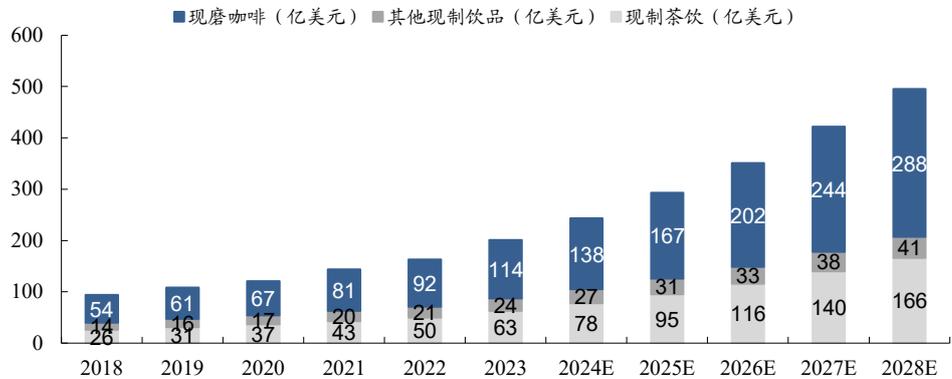


数据来源: 招股书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

东南亚现制饮品市场规模空间接近 500 亿美元。2023 年东南亚现制饮品以终端零售额计的市场规模为 201 亿美元，2018-2023 年 CAGR 为 16%；其中现磨咖啡/现制茶饮/其他现制饮品零售额为 114/63/24 亿美元，占比 57%/31%/12%。由于注重性价比的消费者群体不断扩大、持续拓展的门店网络覆盖更多消费者、以及供应链基础设施逐步完善

等因素的驱动，灼识预计 2028 年东南亚现制饮品市场规模达 495 亿美元，2023-2028 年 CAGR 为 20%，增速领先全球主要市场。

图16: 东南亚现制饮品市场以终端零售额计的市场规模 (按品类划分)



数据来源: 招股书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

2.2. 竞争格局: 完全竞争市场, 连锁化发展持续渗透

现制饮品市场竞争较为激烈, 蜜雪集团全球领先。全球现制饮品市场中, 按 2023 年的饮品出杯量计, 前三大公司市场份额合计为 19.5%, 市场竞争激烈, 格局相对分散; 其中蜜雪集团排名第二, 市场份额 7.4%。按 2023 年的终端零售额计, 前五大公司市场份额合计 29.8%, 蜜雪集团排名第四, 市场份额 2.2%。

图17: 2023 年全球前三大现制饮品企业 (以出杯量计)

排名	公司	主要产品	期末门店数 (千店)	饮品出杯量 (十亿杯)	以饮品出杯量计的市场份额
1	星巴克	现制饮品、食品	38.6	10.0	10.0%
2	蜜雪集团	现制饮品	37.6	7.4	7.4%
3	Inspire Brands	现制饮品、食品	21.4	2.1	2.1%

数据来源: 招股书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

图18: 2023 年全球前五大现制饮品企业 (以零售额计)

排名	公司	主要产品	终端零售额 (十亿人民币)	终端零售额同比增速	以终端零售额计的市场份额
1	星巴克	现制饮品、食品	406.9	16.3%	18.3%
2	Inspire Brands	现制饮品、食品	109.2	10.4%	4.9%
3	Tims Hortons	现制饮品、食品	55.3	9.5%	2.5%
4	蜜雪集团	现制饮品	47.8	55.7%	2.2%
5	冰雪皇后	现制饮品、食品	42.6	6.0%	1.9%

数据来源: 招股书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

蜜雪产品价格带渗透瓶装水市场, 稳居中国现制茶饮第一。中国饮料市场竞争激烈, 现制饮品提供更好的消费体验和更多的产品选择, 同时平价现制饮品价格带与平价饮料产品相近, 灼识预计其消费占比进一步提升。蜜雪集团 2023 年终端零售额在中国饮料市场占比 3.1%, 排名第 5, 且零售额同比增速显著高于预包装品牌。茶饮品牌蜜雪冰城是中国最大的现制茶饮品牌, 按 2023 年饮品出杯量计, 蜜雪冰城市场份额为 49.6%, 按 2023 年终端零售额计, 蜜雪冰城市场份额为 20.2%。

图19: 2023年中国前五大饮料企业(以零售额计)

排名	品牌	主要饮料产品	主要饮料产品价格带(人民币元)	终端零售额(十亿人民币)	终端零售额同比增速	以终端零售额计的市场份额
1	娃哈哈	预包装饮料	2-6	94.4	5.3%	6.6%
2	康师傅	预包装饮料	2-8	87.7	5.4%	6.1%
3	农夫山泉	预包装饮料	2-10	87.5	23.2%	6.1%
4	可口可乐	预包装饮料	2-8	75.4	0.6%	5.3%
5	蜜雪集团	现制饮品	2-8	44.7	49.5%	3.1%

数据来源: 招股书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

图20: 2023年中国前五大现制茶饮企业(以零售额计)

排名	品牌	主要产品价格带(人民币)	终端零售额(十亿人民币)	以终端零售额计的市场份额
1	蜜雪冰城	2-8	42.7	20.2%
2	瑞幸咖啡	10-18	19.2	9.1%
3	古茗	10-22	16.9	8.0%
4	茶百道	15-24	10.5	5.0%
5	沪上阿姨	7-22	9.7	4.6%

数据来源: 招股书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

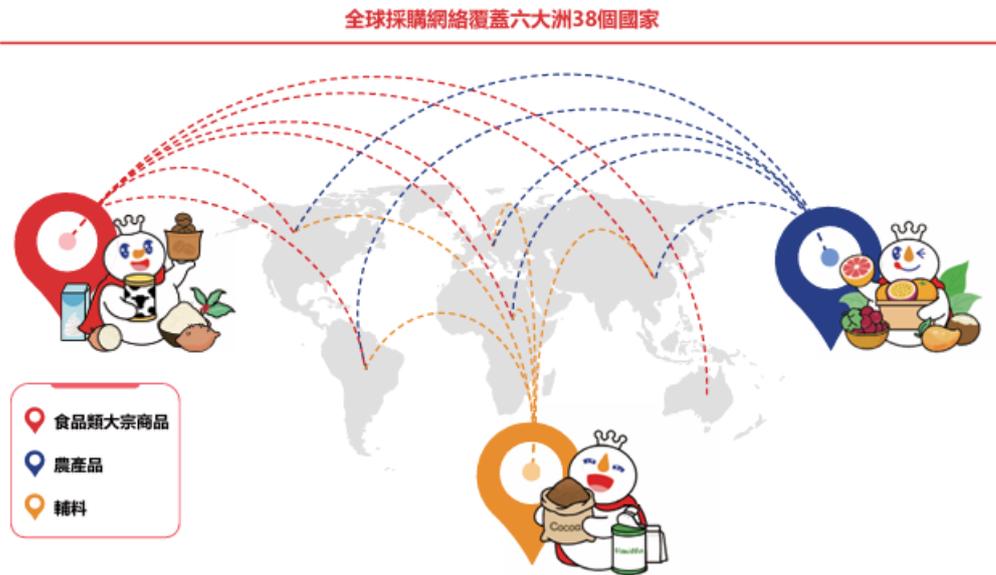
3. 公司看点: 强供应链茶饮出海排头兵

3.1. 自建供应链提供一站式饮品食材解决方案

蜜雪集团目前拥有中国现制饮品行业内最大规模的完整端到端供应链体系。蜜雪集团的供应链高度数字化及大规模, 覆盖采购、生产、物流、研发和品质控制等核心组成部分, 使得公司能为加盟商提供具竞争力的一站式解决方案。

1) 在采购方面, 蜜雪通过其覆盖全球六大洲、38个国家的采购网络, 整合优质资源, 并利用数字化工具确保原材料的质量和稳定供应。采购的原材料主要包括食品类大宗商品、农产品及其他辅料等。蜜雪的全球采购网络直接连接到产地, 加上庞大的采购规模, 使其能够以低于行业平均水平的价格采购核心原材料。这种成本优势使得蜜雪冰城能够提供更高性价比的产品, 从而吸引消费者和加盟商。

图21: 蜜雪集团全球采购网络覆盖六大洲 38个国家

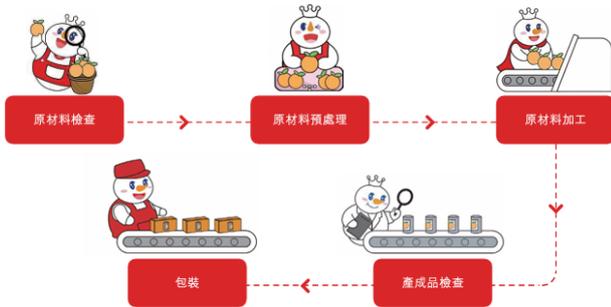


数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

2) 在生产环节, 蜜雪集团在中国现制饮品供应链领域中生产品类最全且规模最大, 拥有五大生产基地, 年综合产能约 165 万吨。公司通过自研自产的体系, 提供包括糖、奶、茶、咖、果、粮、料在内的全品类一站式饮品食材解决方案, 确保了产品的多样性

和高品质。

图22: 蜜雪原材料生产流程



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

图23: 蜜雪五大生产基地



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

3) 在物流方面, 蜜雪集团自主运营的仓储体系和专属的配送网络支持了中国现制饮品行业内最广泛的门店布局。仓储体系由总面积达到约 35 万平方米的 27 个仓库组成, 配送网络覆盖了中国内地 31 个省份、自治区及直辖市, 超过 300 个地级市、1,700 个县城和 4,900 个乡镇, 确保了产品的快速配送和新鲜度。

图24: 蜜雪自主运营仓库及专属配送网络



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

3.2. “雪王” IP 品牌化营销

利用“雪王”IP 进行品牌化营销, 强化公众品牌心智。公司 2018 年推出爆火 IP “雪王”, 通过持续推出与“雪王”相关的主题曲、短剧、动画片等优质视听内容, 成功与消费者建立了深厚的情感联系。此外, 公司还通过建立完善的线上线下品牌营销矩阵, 利用社交媒体和创新性营销内容, 实现了“雪王”IP 的线上联动营销, 如在抖音上的“#

蜜雪冰城”话题播放量超过 435 亿次。线下则通过超过 45,000 家门店网络及“雪王”巡游和音乐节等多种活动，广泛触达消费者群体，实现线上线下活动整合，有效提升了营销效率。

图25: 公司利用雪王 IP 线上线下营销



数据来源：招股书，东吴证券研究所

3.3. 深耕国内下沉市场，推进东南亚品牌出海

蜜雪集团在中国内地市场已实现全域覆盖。截至 2024 年 9 月 30 日，公司内地门店 40000+家，门店网络已遍布中国内地 31 个省份、自治区及直辖市，覆盖超过 300 个地级市、1700 个县城以及全国约 30,000 个乡镇中的 4900 个乡镇，实现了对所有线级城市的全面覆盖。公司在下沉市场拥有高渗透率，门店网络的广度和深度使其在中国内地现制饮品品牌中具有明显的竞争优势。

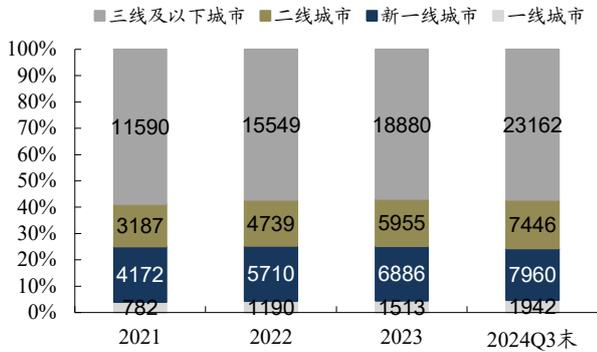
图26: 蜜雪在中国内地市场已实现全域覆盖（截至 2024 年 9 月 30 日）



数据来源：招股书，东吴证券研究所

2024年Q3末，中国内地市场的三线及以下城市门店占比约为57%。2024年Q3末，蜜雪集团三线及以下/二线/新一线/一线城市的门店占比为57%/18%/20%/5%，结构基本稳定，公司侧重于覆盖更广泛的下沉市场。2024Q1-3蜜雪集团三线及以下/二线/新一线/一线城市的收入占比为56%/19%/19%/6%。

图27: 蜜雪国内分城市线级门店数 (家)



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

图28: 蜜雪国内分城市线级收入 (亿元)



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

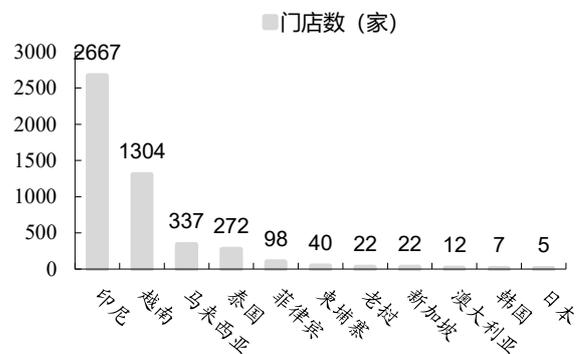
积极推动以东南亚为核心的出海战略。截至2024年9月30日，公司在中国内地以外开设了4792家门店，建立了不断增长的门店网络，其中印尼/越南市场占比56%/11%。来自印尼和越南的收入约占或超过公司海外收入的70%。

图29: 公司海外市场覆盖 (截至2024年Q3末)



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

图30: 海外市场现制饮品门店数 (截至2024年Q3末)

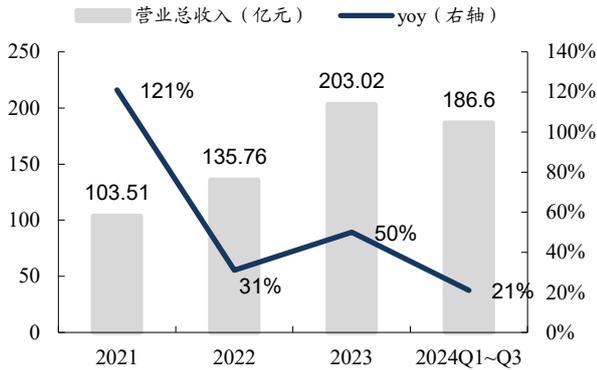


数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

4. 财务分析

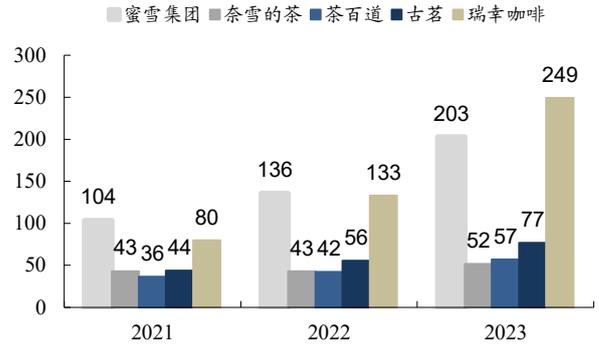
开店带动营收快速增长，规模领跑行业。2023年公司营收203.0亿元，同比+50%，营收呈现高速增长态势，2021-2023年营业收入CAGR达40.3%，下沉市场和出海开店扩张支持营收规模领先茶饮公司。2024年前三季度营收达186.6亿元，同比增长21.2%。

图31: 蜜雪集团营收及 yoy



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

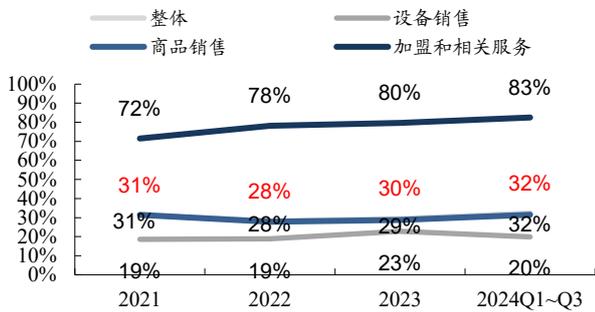
图32: 同行业公司营收对比 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

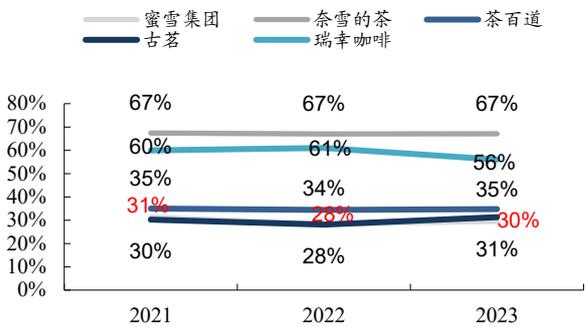
强供应链下毛利率提升。蜜雪集团 2021-2023 年毛利率分别为 31.3%/28.3%/29.5%，2024 年前三季度毛利率为 32.4%，同比+2.7pct，主要因为供应链管控和原材料成本优化。2023 年蜜雪/奈雪/茶百道/古茗/瑞幸的毛利率为 30%/67%/35%/31%/56%。蜜雪以加盟门店为主，成本中原材料占比超 90%，商品销售等供应链业务贡献毛利主体，模式差异下蜜雪毛利率低于行业平均。奈雪等直营品牌以 C 端高毛利现制产品为核心，毛利率较高。

图33: 公司分业务毛利率



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

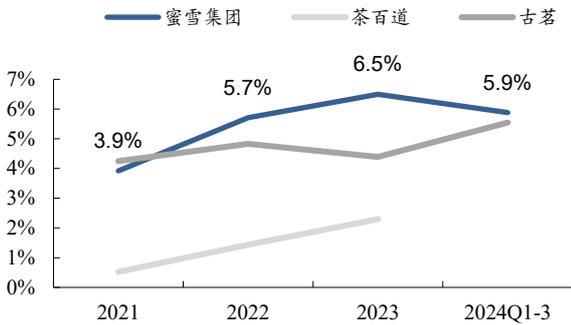
图34: 毛利率同行业对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

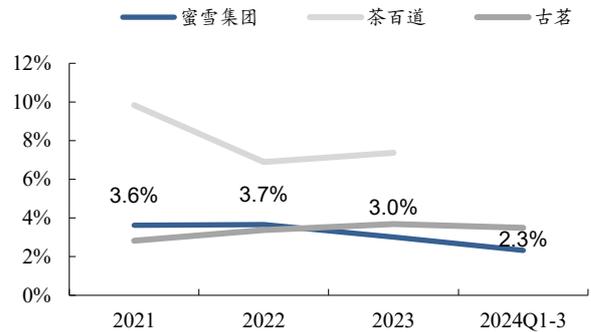
费用率持续优化。2021-2023 年蜜雪销售费用率呈上升态势，主要因业务快速扩张期新增业务人员等，销售投放领先行业；2024 年 Q1-3 销售费用率为 5.9%，较 2023 年同期同比-0.6pct。管理费用率在同行业茶饮品牌中处于较低水平，且持续下行，2024Q1-3 管理费用率为 2.3%，较 2023 年同期-0.5pct。

图35: 销售费用率同行业对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

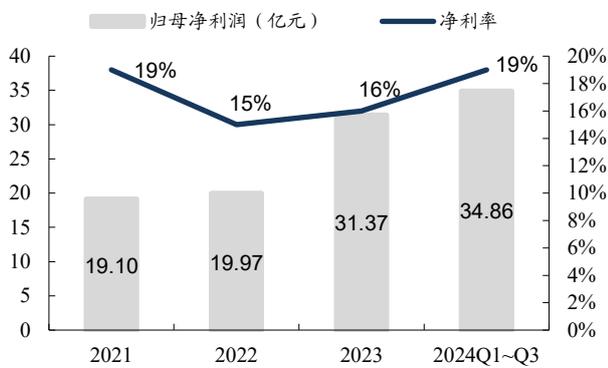
图36: 管理费用率同行业对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

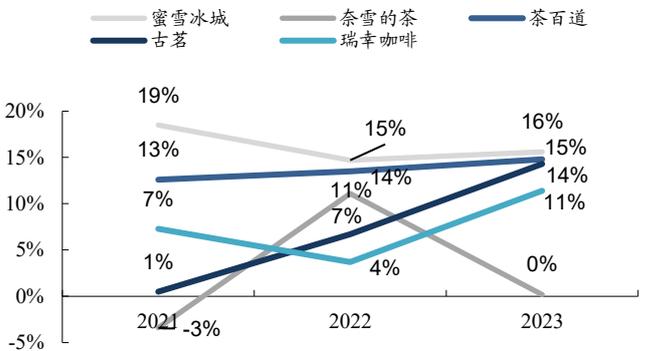
规模效应释放盈利弹性。2021-2023 年蜜雪冰城归母净利润分别为 19.12/20.13/31.87 亿元, 净利率分别为 18.5%/14.8%/15.7%; 2024 年前三季度净利润为 34.91 亿元, 净利率提升至 18.7%。净利率波动主要受毛利率变化及 2022 年股权激励费用影响, 但整体高于古茗、茶百道以及奈雪。蜜雪的盈利优势源于“薄利多销”策略, 通过供应链提升利润而非终端提价实现利润增长。

图37: 公司归母净利润及净利率



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

图38: 同行业净利率对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

关键假设

门店数: 蜜雪继续渗透内地下沉市场, 并积极开拓东南亚等海外市场, 我们预计公司 2024-2026 年新开店数 10000/9300/9000 家, 净开门店数 8550/8000/7750 家, 年底门

店总数分别为 46086/54086/61836 家。

单店平均零售额：由于门店加密和行业竞争加剧，我们预计 2024-2026 年平均单店年终端零售额同比-4%/-3%/-1%，为 138/134/133 万元。

商品及设备销售：公司供应链相关收入随门店规模扩张而增长。我们预计 2024-2026 年单店商品销售额/终端零售额占比分别为 35.6%/36.1%/36.5%，商品销售收入分别为 226.5/261.5/299.2 亿元，同比+18%/15%/14%；我们预计 2024-2026 年设备销售收入分别为 6.9/6.4/4.2 亿元，与新开店规模挂钩。

加盟和相关服务：我们预计 2024-2026 年单店加盟费用分别为 1.05/1.08/1.08 万元，加盟收入分别为 4.8/5.8/6.7 亿元，同比+19%/21%/14%。

表3：2024-2026 年收入预测（亿元）

业务	2022	2023	2024E	2025E	2026E
商品销售	125.51	191.60	226.49	261.45	299.21
yoy	33%	53%	18%	15%	14%
设备销售	7.48	7.37	6.90	6.42	6.21
yoy	7%	-2%	-6%	-7%	-3%
加盟和相关服务	2.76	4.06	4.84	5.84	6.68
yoy	41%	47%	19%	21%	14%
合计	135.76	203.02	240.29	274.77	312.32
yoy	31%	50%	18%	14%	14%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

毛利率和费用率：随着规模效应凸显和供应链效率持续提高，我们预计公司毛利率持续优化，费用率稳中有降。我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 32.3%/32.6%/32.9%，四大费用率合计为 9.0%/8.8%/8.6%。

表4：2024-2026 年毛利率和费用率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	28.3%	29.5%	32.3%	32.6%	32.9%
销售费用率	5.7%	6.5%	6.1%	5.9%	5.8%
管理费用率	3.7%	3.0%	2.6%	2.5%	2.5%
研发费用率	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
财务费用率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计蜜雪集团 2024-2026 年营收分别为 240.3/274.8/312.3 亿元，同比+18%/14%/14%，归母净利润为 43.8/51.2/59.4 亿元，归母净利率为 18%/18%/19%。

表5: 2024-2026 年营收和归母净利润预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	135.76	203.02	240.29	274.77	312.32
yoy	31%	50%	18%	14%	14%
归母净利润 (亿元)	19.97	31.37	43.82	51.22	59.37
归母净利率	15%	15%	18%	19%	19%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5.2. 投资建议

蜜雪集团作为平价现制饮品龙头, 自建端对端全流程供应链体系打造核心壁垒, IP 化品牌营销塑造品牌心智。公司以加盟模式深耕下沉市场, 推进品牌出海, 持续巩固行业地位。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 43.8/51.2/59.4 亿元, 2025 年 3 月 3 日招股价对应 PE 为 16/14/12 倍, 建议关注。

我们选取加盟模式为主的茶饮上市公司古茗和茶百道作为可比公司, 2025 年可比公司平均估值为 14 倍; 考虑蜜雪标准化程度高、品牌势能领先, 且率先验证海外扩张逻辑, 公司有一定的估值溢价。

表6: 蜜雪集团可比公司估值 (截至 2025 年 2 月 28 日)

股票代码/简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E				投资评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
1464.HK/古茗	250	10.8	13.3	17.9	22.8	23	19	14	11	未评级
2555.HK/茶百道	140	11.4	7.9	10.9	12.7	12	18	13	11	未评级
两家可比公司按市值加权平均 PE							18	14	11	
2097.HK/蜜雪集团	704	31.4	43.8	51.2	59.4	22	16	14	12	未评级

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 蜜雪集团盈利预测由东吴证券研究所给出, 古茗和茶百道盈利预测为 wind 一致预期; 货币单位均为人民币, 取 2025 年 2 月 28 日港元兑人民币汇率 1: 0.9226, 蜜雪集团总市值用招股价 202.5 港元计算。

6. 风险提示

市场竞争加剧: 中国饮品市场竞争激烈, 可能影响公司的市场份额。

消费需求增长不足: 消费者偏好改变、可自由支配的消费能力下降、对产品看法及信心下降, 都有可能导导致业绩下降。

海外门店扩张不及预期: 公司海外门店网络扩张对管理、运营、技术及其他资源提出更高要求, 无法保证公司能力能满足需求。

品牌价值和形象受损: 品牌负面舆情以及仿冒者的存在, 可能降低公司品牌价值, 降低消费者的品牌认可度。

蜜雪集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,148.19	12,850.79	18,353.38	24,739.87	营业总收入	20,302.47	24,029.01	27,477.02	31,231.67
现金及现金等价物	5,621.90	8,025.41	12,641.91	18,316.11	营业成本	14,303.50	16,265.84	18,522.81	20,953.01
应收账款及票据	28.47	33.37	36.64	40.77	销售费用	1,318.59	1,465.77	1,621.14	1,811.44
存货	2,231.71	2,521.21	2,855.60	3,218.62	管理费用	610.62	612.74	686.93	765.18
其他流动资产	1,266.09	2,270.80	2,819.23	3,164.37	研发费用	85.00	86.50	87.93	87.45
非流动资产	5,445.38	6,680.35	6,920.94	7,149.25	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,390.05	4,683.05	4,936.40	5,177.08	经营利润	3,984.76	5,598.15	6,558.21	7,614.60
商誉及无形资产	163.32	155.16	147.40	140.03	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	3.02	3.02	3.02	3.02	利息支出	14.70	9.29	12.29	15.29
其他长期投资	10.46	10.46	10.46	10.46	其他收益	183.94	204.43	225.49	250.03
其他非流动资产	1,878.53	1,828.67	1,823.67	1,818.67	利润总额	4,154.00	5,793.29	6,771.41	7,849.34
资产总计	14,593.57	19,531.14	25,274.32	31,889.12	所得税	967.40	1,367.22	1,598.05	1,852.44
流动负债	3,734.31	4,373.83	5,042.76	5,759.77	净利润	3,186.61	4,426.07	5,173.36	5,996.89
短期借款	259.75	359.75	459.75	559.75	少数股东损益	49.26	44.26	51.73	59.97
应付账款及票据	1,316.78	1,491.04	1,697.92	1,920.69	归属母公司净利润	3,137.34	4,381.81	5,121.63	5,936.93
其他	2,157.79	2,523.05	2,885.09	3,279.33	EBIT	4,168.70	5,802.58	6,783.70	7,864.63
非流动负债	263.79	234.88	234.88	234.88	EBITDA	4,436.48	6,017.75	7,038.12	8,131.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	263.79	234.88	234.88	234.88					
负债合计	3,998.10	4,608.70	5,277.64	5,994.64					
股本	360.00	360.00	360.00	360.00	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	88.47	132.73	184.47	244.44	每股收益(元)	8.32	11.62	13.58	15.75
归属母公司股东权益	10,506.99	14,789.70	19,812.22	25,650.05	每股净资产(元)	27.87	39.22	52.54	68.03
负债和股东权益	14,593.57	19,531.14	25,274.32	31,889.12	发行在外股份(百万股)	377.06	377.06	377.06	377.06
					ROIC(%)	34.62	33.92	29.00	25.62
					ROE(%)	29.86	29.63	25.85	23.15
					毛利率(%)	29.55	32.31	32.59	32.91
					销售净利率(%)	15.45	18.24	18.64	19.01
					资产负债率(%)	27.40	23.60	20.88	18.80
					收入增长率(%)	49.55	18.36	14.35	13.66
					净利润增长率(%)	57.13	39.67	16.88	15.92
					P/E	22.45	16.08	13.75	11.87
					P/B	6.70	4.76	3.56	2.75
					EV/EBITDA	(1.21)	10.43	8.28	6.48

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年2月28日的0.9226,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>