


公司评级 无评级

报告日期 2025年3月2日

招股数据

招股价 (港元)	202.5
总股本 (亿股)	3.77 (绿鞋前)
发行后市值 (亿港元)	763.55
每股净资产 (元)	37.13
PB (IPO后)	5.02

 来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理
 注: 每股净资产按照 2024/9/30 披露权益计算

相关研究
分析师: 宋健

 S0190518010002
 BMV912
 songjian@xyzq.com.cn

分析师: 严宁馨

 S0190521010001
 请注意: 严宁馨并非香港证券及期货事务
 监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从
 事受监管的活动。

yanningxin@xyzq.com.cn

蜜雪集团(02097.HK)
市占率第一的平价奶茶企业
投资要点:

- 我们的观点: 我们预计公司未来在国内和海外都将保持稳步拓店, 预计海外的开店速度高于国内, 单店方面店效预计整体保持平稳, 带动收入持续增长, 同时盈利能力保持行业领先, 归母净利润增速高于营业收入增速。我们预计公司 2024/2025/2026 年营业收入为 249/288/330 亿元, 同比增长 22.7%/15.8%/14.3%。归母净利润为 44.35/52.20/60.95 亿元, 同比增长 41.4%/17.7%/16.8%。在发行价格 202.5 港元的情况下, 预计公司的 2024/2025/2026 年 PE 为 15.1/13.5/11.5 倍, 低于行业的平均水平。而公司具备头部公司规模优势、向上的品牌势能、完善供应链及优质高性价比的产品等优势, 我们看好公司成长前景, 认为可享受更高的估值。
- 现制茶饮行业: 供需两增。从中国现制饮品的类别结构化趋势来看, 茶饮体量较大, 占比较高, 占到约一半现制饮品市场规模, 贡献半壁江山。中国的现制茶饮市场保持快速增长, 据公司公告, 预计 2025 年的市场规模为 3689 亿元人民币, 2024 到 2028 年的 CAGR 为 16.4%。现制茶饮的下沉化趋势渐强, 预计 2025 年三线及以下城市的市占率为 48%, 到 2028 年有望达到 52%。此外, 海外市场方面, 东南亚的现制茶饮和现磨咖啡市场均保持快速增长, 预计 2024 到 2028 年的 CAGR 分别为 20.8% 和 20.2%。
- 公司的竞争优势一: 保持规模优势, 茶饮赛道中国和东南亚市场份额均稳居第一。茶饮品类来看, 2023 年公司的总 GMV、总出杯量、总门店数量、低线城市门店数量都排名行业第一, 且跟第二名之间拉开断崖式的差距。从咖啡品类来看, 以上四项指标分别排名第 5、第 4、第 4 和第 3。从单店比较来看, 蜜雪冰城茶饮的 ASP 处于较低水平, 出杯量处于第一; 幸运咖的 ASP 处于较低水平, 出杯量处于中等水平。海外方面, 蜜雪冰城在东南亚市场份额亦稳居第一, 达到 20% (2023A)。
- 公司的竞争优势二: 坚持平价、亲民的大众市场定位, 价格优势明显。从菜单内容来看, 国内外存在一定定制化差异, 但比如冰淇淋、冰鲜柠檬水、珍珠奶茶等核心经典产品在每个门店都统一提供, 中国区域的 SKU 和季节性产品更多, 整体的客单价控制在 10 元以内, 海外如泰国等市场整体菜单 SKU 在 30 个左右, 在本地市场来看均具备较强的价格竞争力。从国内的主要奶茶和咖啡品牌价格对比来看, 蜜雪冰城和幸运咖的价格也都具备绝对优势。
- 公司的竞争优势三: 门店稳步扩张, 积极探索海外市场。推进农村包围城市策略。公司在海内外持续扩张门店, 截至 2024 年 9 月的中国和海外门店数为 40510 家和 4792 家, 同比增长 25.9% 和 20.6%。截至 2024 年 9 月中国一线城市、新一线城市、二线城市、三线及以下城市的门店数量达到 1942、7960、7446、23162 家, 同比增长 34.5%、18.4%、30.3%、26.6%。
- 公司的竞争优势四: 供应链能力奠定显著的先发优势。公司总原材料中的自产比例超过 60%, 核心材料的自产比例为 100%。受益于规模优势, 公司可享受更低的采购成本。就同类型、同质量的奶粉和柠檬而言, 公司 2023 年的采购成本较同行业平均分别低约 10% 及 20% 以上。也受益于先发的产能布局优势和持续提升的产能效率, 公司也可享受更低的生产成本, 因此反哺于消费者更具性价比的产品定价。公司目前一共拥有 5 个生产基地, 各个食材的产能利用率均尚未到 70%, 充足的可供产能

为未来扩店提供了足够空间，同时，当前海外尚未本地化部署产地，未来海外产能利用效率仍有广阔的提升空间。

- 公司的竞争优势五：GMV 增长+轻资产，带来优质现金流和更高的利润率。公司的单店表现持续提升，从全部门店平均单店单日 GMV 来看，2024 年 1-9 月为 4184 元，较 2023 年全年增长 1.4%。公司的轻资产模式下，现金流回报有较高的确定性。公司基本没有有息负债，随着门店增长、店效增长、利润增长，公司的现金持续增长。截至 2024 年 9 月，公司的账面现金及现金等价物为 60 亿元，IPO 募资后将会进一步增长。同时，公司的净利率也保持高于行业平均的水平，2024 年 1-9 月为 18.7%，同比增长 3.1 个百分点。
- 风险提示：原材料等成本提升，供应链中断，开店不及预期，门店销售不及预期，库存管理不当等

公司名称	蜜雪冰城股份有限公司
股票代码	02097.HK
招股截止时间	2025 年 2 月 26 日
上市日期	2025 年 3 月 3 日
发行股数 (万股)	1705.99
--香港发售数 (万股)	170.60
--国际配售数 (万股)	1535.39
发行后总股本 (亿股)	3.77 (绿鞋前)
发行价 (港元/每股)	202.5
发行后市值 (亿港元)	763.55
联席保荐人	BofA Securities、Goldman Sachs、UBS
联席账簿管理人	BofA Securities、Goldman Sachs、UBS 等
会计师	安永会计师事务所

来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

目录

一、 公司基本情况.....	5
二、 现制茶饮行业：供需两增	8
三、 公司竞争优势分析	11
（一） 保持规模优势，市占率稳居第一.....	11
（二） 坚持平价、亲民的大众市场定位，价格优势明显.....	12
（三） 门店稳步扩张，积极探索海外市场.....	13
（四） 供应链能力奠定显著的先发优势.....	14
（五） GMV 增长+轻资产，带来优质现金流和更高的利润率.....	16
四、 募资用途.....	18
五、 财务分析.....	19
六、 盈利预测与估值.....	20
七、 风险提示.....	21

图目录

图 1、 公司的发展历程.....	5
图 2、 公司的全国布局（单位:家，截至 2025/2/25）.....	5
图 3、 公司的海外布局（单位:家，截至 2024/9/30）.....	5
图 4、 公司的营业收入.....	6
图 5、 公司的营业收入构成.....	6
图 6、 公司的店型	6
图 7、 公司的店型占比.....	6
图 8、 蜜雪冰城上市后的股权架构（绿鞋前）.....	7
图 9、 全球现制饮品规模	8
图 10、 全球 2023-2028 年现制饮品市场规模增量构成.....	8
图 11、 全球 2023-2028 年现制饮品规模 CAGR 对比.....	9
图 12、 中国现制饮品规模	9
图 13、 中国现制饮品市场结构趋势：平价占比提高.....	9
图 14、 中国现制饮品市场结构：茶饮品类占据半壁江山.....	9
图 15、 中国现制茶饮市场规模.....	10
图 16、 中国现制茶饮市场持续下沉（按终端零售的城市划分）.....	10
图 17、 中国现磨咖啡市场规模.....	10
图 18、 中国现磨咖啡市场结构（按终端零售的城市划分）.....	10
图 19、 东南亚现制茶饮市场规模（按终端零售的城市划分）.....	10
图 20、 东南亚现磨咖啡市场结构（按终端零售的城市划分）.....	10
图 21、 现制茶饮品牌单店 GMV 对比（2023A）.....	11
图 22、 现制茶饮品牌销量和 ASP 对比（2023A）.....	11
图 23、 现磨咖啡品牌单店 GMV 对比（2023A）.....	12
图 24、 现磨咖啡品牌销量和 ASP 对比（2023A）.....	12
图 25、 公司的中国和海外门店数量.....	14
图 26、 中国的门店数量城市划分	14
图 27、 公司的加盟商数量	14
图 28、 公司的闭店率和加盟商退出率.....	14
图 29、 公司的国内物流仓分布（截至 2024/9/30）.....	16

图 30、	公司的 GMV 总额	16
图 31、	公司的单店单日平均 GMV	16
图 32、	公司的总杯销量	17
图 33、	公司的单店单日平均杯销量	17
图 34、	公司的总订单数	17
图 35、	公司的单店单日平均订单数	17
图 36、	公司的杯均价	17
图 37、	公司的老店单店单日平均 GMV	17
图 38、	公司的资产负债率	18
图 39、	公司的现金及现金等价物	18
图 40、	公司的经营性现金流	18
图 41、	公司的净利率	18
图 42、	公司的各项收入拆分	19
图 43、	公司的毛利率	19
图 44、	其他收入占比	20
图 45、	主要费用项占比	20
图 46、	公司的有效税率	20
图 47、	公司的归母净利润	20

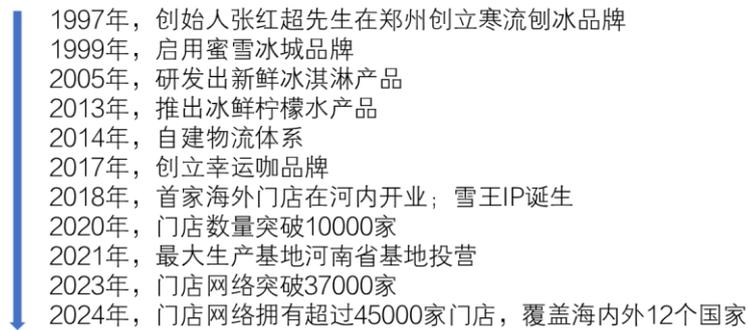
表目录

表 1、	加盟费用收取规则	6
表 2、	基石配售参与情况	8
表 3、	蜜雪冰城在中国的市场份额和规模	11
表 4、	蜜雪冰城在东南亚的市场份额和规模	12
表 5、	蜜雪冰城的核心产品菜单价格	12
表 6、	中国的茶饮咖啡品牌价格及门店规模对比	13
表 7、	主要生产基地情况	15
表 8、	主要食材的产能利用情况	15
表 9、	盈利预测表	20
表 10、	估值表 (截至 2025/2/25)	21

一、公司基本情况

蜜雪冰城股份有限公司(蜜雪集团)始于1997年,创始人张红超先生在郑州创立了寒流刨冰品牌,两年后启用蜜雪冰城的品牌名称,主要销售现制茶饮产品。2005年,公司推出标杆产品蛋筒冰淇淋产品,定价1元,2013年,再度推出新鲜柠檬水产品,定价3元,十年间仅涨价一次。公司的整体单价都在10元以下,定位平价、大众。通过加盟的模式,公司在5年间实现规模快速扩张,截至2024年9月整体门店数量已经超过45000家,从网络布局上看,公司已经实现了内地省份的全覆盖,以河南为中心的华北、华东、西部区域门店密度较高。海外也已经进入11个国家,集中在东南亚地区。

图1、公司的发展历程



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司的全国布局(单位:家,截至2025/2/25)



数据来源: 窄门餐眼, 兴业证券经济与金融研究院整理

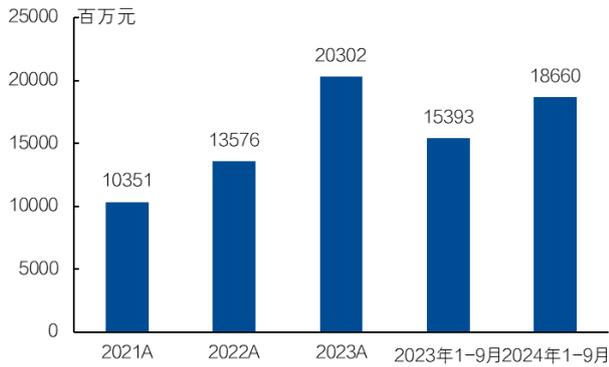
图3、公司的海外布局(单位:家,截至2024/9/30)

海外市场现制饮品门店数			
印尼	2,667	越南	1,304
马来西亚	337	泰国	272
菲律宾	98	柬埔寨	40
老挝	22	新加坡	22
澳大利亚	12	韩国	7
日本	5		

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

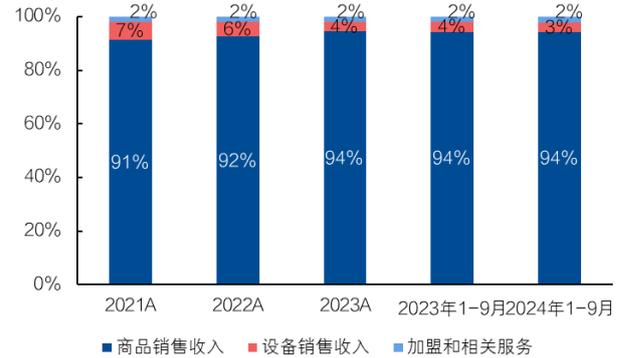
通过门店网络的快速扩张,公司的营业收入也同步高速增长。2024年1-9月公司实现收入187亿元,同比增长21%。公司的收入构成中,94%都来自于商品销售(即原材料食材等),3%来自于设备销售,2%来自于加盟和相关服务费(2024年1-9月)。

图4、公司的营业收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司的营业收入构成



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

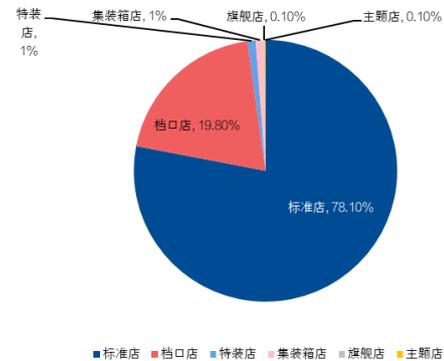
公司海内外均主要依靠加盟拓店。公司目前店型包括标准堂食店、标准档口店、旗舰店、集装箱店、主题店、特装店 6 种，公司主要通过向加盟商收费实现收入。其中，一方面是原材料部分，自产并销售给加盟商，该部分 2024 年 1-9 月的毛利率为 31.5%。第二部分是销售制茶的设备设施，该部分 2024 年 1-9 月的毛利率为 19.9%。第三部分是收取固定的加盟费（县级、地级、省级分别为 7000 元/年、9000 元/年、11000 元/一年）、管理费（4800 元/一年）、培训费（2000 元/一年）、保证金（20000 元一家店，期满返还），经营期限为 3 年；收取加盟和相关服务费的毛利率 2024 年 1-9 月为 82.5%。

图6、公司的店型



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司的店型占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：按数量划分

表1、加盟费用收取规则

前期投资	蜜雪冰城	幸运咖
加盟费/年	县级市 7000 元 地级市 9000 元 省会 11000 元	10000 元
管理费/年	4800 元	5000 元
培训费/年	2000 元	4800 元
保证金（到期不续可退）	20000 元	10000 元

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司上市后的股权结构如下，创始人张红超持有 41.27% 的股份（包括 0.43% 员工持股平台），其弟弟张红甫持有 41.27% 的股份（包括 0.43% 员工持股平台），二人存在一致行动关系，两兄弟是公司的大股东。

本次香港 IPO 发行 1706 万股股份，其中香港发售占 10%，国际配售占 90%。上市后，预计其他公众股东的持股比例为 4.52%。

公司的上市前主要财务投资人包括美团龙珠旗下的龙珠美城、高瓴旗下的深圳高瓴蕴祺等等，早期的财务投资人持股 10.4%。另外一些主要管理层持股 2.52%。

图8、蜜雪冰城上市后的股权架构（绿鞋前）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

IPO 前的基石参与主要包括 5 家公司。5 家公司合计配售 769 万股股份，占本次发行总股份（绿鞋前）的 45%，占上市后总股份比例（绿鞋前）的 2.0%。

英卓投资。其最终控股公司为 M&G plc（一家总部设于英国伦敦的英国公众有限公司，于 2017 年由 Prudential plc 的英国及欧洲储蓄及保险业务与其全资拥有的国际投资经理 M&G 合并而成）。

Hongshan Growth 为一家在开曼群岛注册成立的有限公司，是红杉中国的成长基金，由 HongShan GVI Fund 全资拥有。HongShan GVI Fund 为一支投资基金，其主要目的是对私人公司进行股权投资。

Persistence Growth Limited 是一家根据开曼群岛法律注册的公司，为博裕资本旗下公司，受控于 Boyu Capital Opportunities Master Fund。Boyu 持有资本市场服务牌照并受新加坡金融局监管。

HHLR, L.P. 是一支根据开曼群岛法律成立的有限合伙基金，由 Hillhouse Group 下投资机构 HHLR Advisors, Ltd. 管理，为高瓴旗下基金。

Long-Z Fund I, LP 为一家在开曼群岛注册成立的有限合伙企业，为美团龙珠旗下公司，为主要专注于投资于中国消费及科技行业内处于成长阶段公司以及与该等司法管辖区有重大联系的公司的投资基金。基石配售后，龙珠的总持股比例（绿鞋前）为 3.92%。

表2、基石配售参与情况

基石	配售股份 (万股)	占本次发行股份比例 (绿鞋前)	占本次发行股份比 例(绿鞋后)	占上市后总 股份比例 (绿鞋前)	占上市后总股 份比例(绿鞋 后)
英卓投资管理	231	13.5%	11.8%	0.6%	0.6%
Hongshan Growth	231	13.5%	11.8%	0.6%	0.6%
Persistence Growth Limited	154	9.0%	7.8%	0.4%	0.4%
HHLR, L.P.	115	6.8%	5.9%	0.3%	0.3%
Long-Z Fund I,	38	2.3%	2.0%	0.1%	0.1%
总计	769	45.1%	39.2%	2.0%	2.0%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

二、现制茶饮行业：供需两增

据公司公告，2025 年预计全球现制饮品规模为 9030 亿美元，预计 2024 年到 2028 年增长 CAGR 为 7.1%，饮料现制化趋势在全球范围内延续。

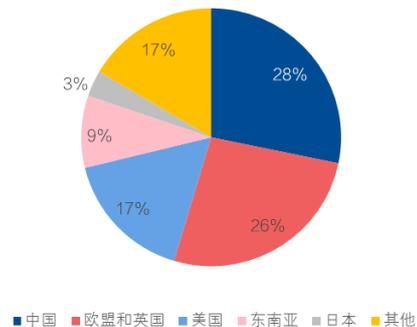
从 2023 到 2028 年的现制饮品市场增量构成来看，预计中国仍然是最大的贡献者，从各国家占比来看，预计中国占到 28%，东南亚占 9%。从 2023-2028 年 CAGR 来看，预计东南亚、中国地区分别排第一和第二。

图9、全球现制饮品规模



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

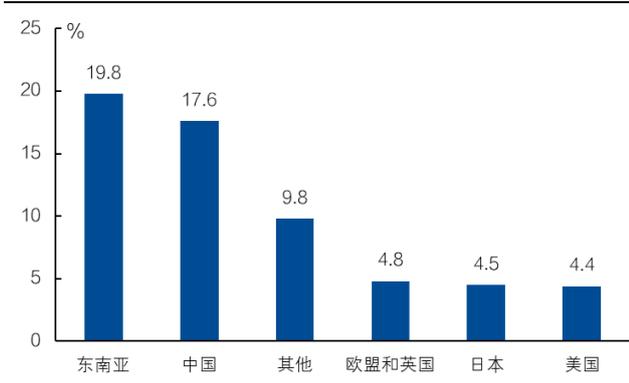
图10、全球 2023-2028 年现制饮品市场规模增量构成



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2025 年，预计中国现制饮品市场规模为 7460 亿元人民币，预计 2024 到 2028 年增长 CAGR 为 16.7%，高于全球增速。中国的饮品现制化比例亦保持较快的提升速度，预计 2025 年现制比例达到 42%，未来仍将保持提升趋势。

图11、全球 2023-2028 年现制饮品规模 CAGR 对比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、中国现制饮品规模

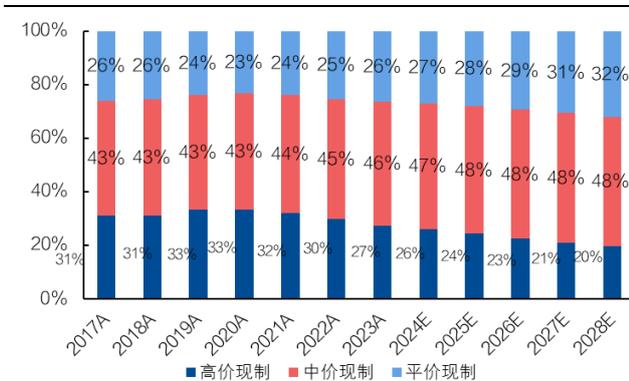


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中国的现制饮品市场中，低价产品的市占率在不断提高，2025 年，预计现制饮品市场结构按高中低价格划分，分别占 24%、48%、28%，到 2028 年，预计将达到 20%、48%、32%。

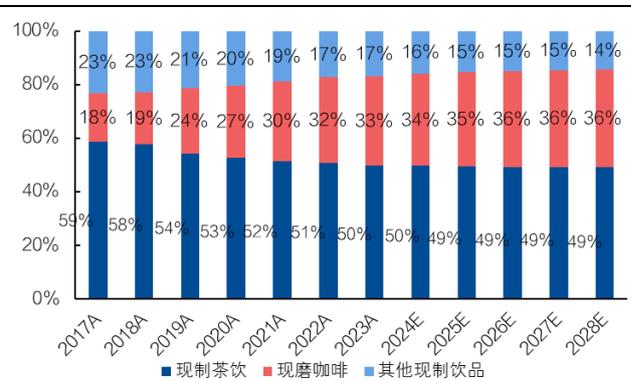
从中国现制饮品的类别结构化趋势来看，茶饮体量较大，占比较高，占到约一半现制饮品市场规模，贡献半壁江山。

图13、中国现制饮品市场结构趋势：平价占比提高



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、中国现制饮品市场结构：茶饮品类占据半壁江山



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中国的现制茶饮市场保持快速增长，预计 2025 年的市场规模为 3689 亿元人民币，2024 到 2028 年的 CAGR 为 16.4%。

现制茶饮的下沉化趋势渐强，预计 2025 年三线及以下城市的市占率为 48%，到 2028 年有望达到 52%。

图15、中国现制茶饮市场规模

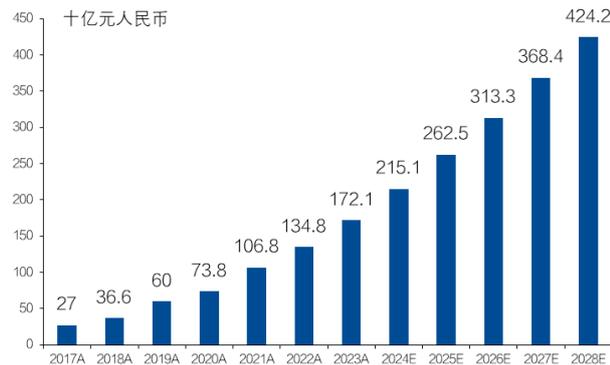


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中国现制咖啡的规模小于茶饮，但保持高增速。预计 2025 年的市场规模为 2625 亿元人民币，2024 到 2028 年的 CAGR 为 18.5%。

现磨咖啡的市场结构来看，低线城市渗透率亦在持续增长，预计 2025 年三线及以下城市的占比为 23%，到 2028 年有望达到 25%。

图17、中国现磨咖啡市场规模



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

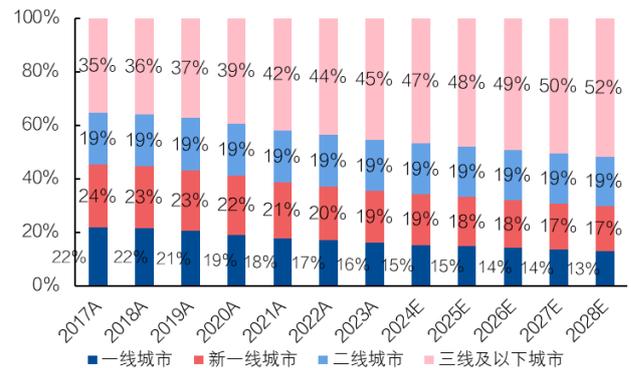
东南亚的现制茶饮和现磨咖啡市场均保持快速增长，预计 2024 到 2028 年的 CAGR 分别为 20.8%和 20.2%。

图19、东南亚现制茶饮市场规模（按终端零售的城市划分）



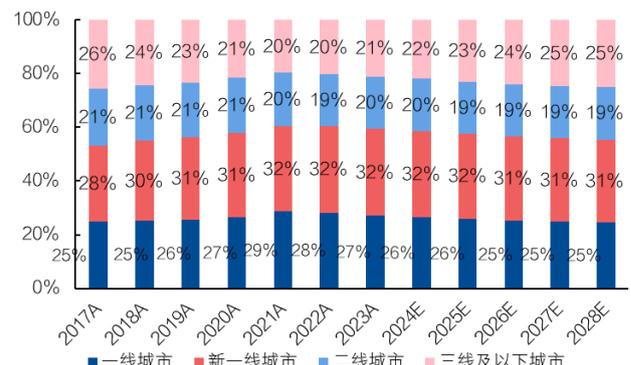
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、中国现制茶饮市场持续下沉（按终端零售的城市划分）



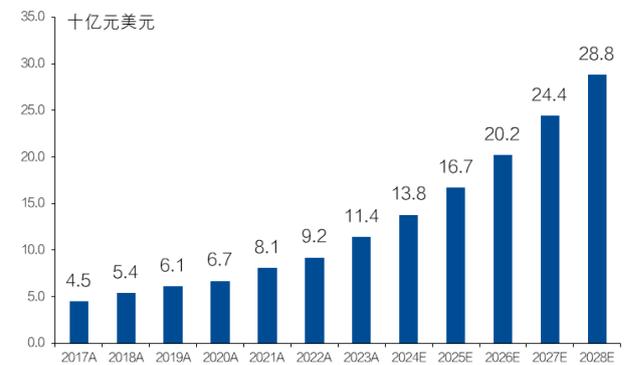
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、中国现磨咖啡市场结构（按终端零售的城市划分）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、东南亚现磨咖啡市场结构（按终端零售的城市划分）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

三、公司竞争优势分析

(一) 保持规模优势，市占率稳居第一

蜜雪冰城的门店主营以现制茶饮为主，截至 2023 年茶饮店有约 3 万家，咖啡门店有 2900 家。从茶饮品类来看，2023 年的总 GMV、总出杯量、总门店数量、低线城市门店数量都排名行业第一，且跟第二名之间拉开断崖式的差距。

从咖啡品类来看，2023 年的总 GMV、总出杯量、总门店数量、低线城市门店数量分别排名第 5、第 4、第 4 和第 3。

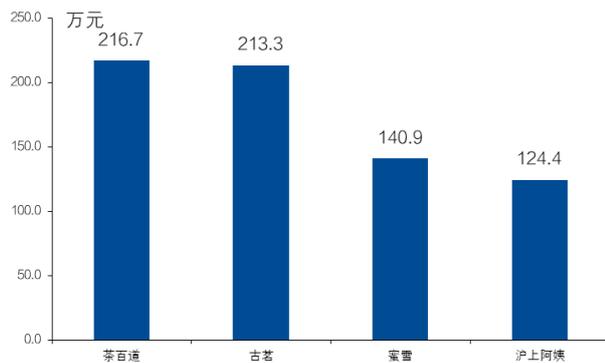
表3、蜜雪冰城在中国的市场份额和规模

	2023 年销售额 (亿元)	2023 年出杯 量(亿杯)	总门店(千 家)	三线以下门店 (千家)
茶饮类-蜜雪冰城	427	66	30.3	17.1
行业内排名(名)	1	1	1	1
市占率	20.2%	49.6%	6.5%	-
咖啡类-幸运咖	19	2	2.9	1.8
行业内排名(名)	5	4	4	3
市占率	1.3%	4.0%	-	-

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

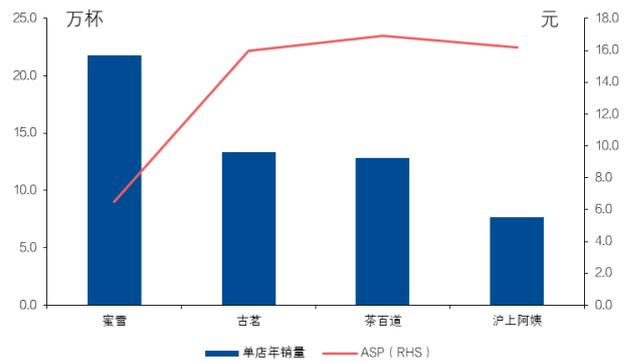
从单店比较来看，蜜雪冰城茶饮的 ASP 处于较低水平，出杯量处于第一。幸运咖的 ASP 处于较低水平，出杯量处于中等水平。

图21、现制茶饮品牌单店 GMV 对比 (2023A)



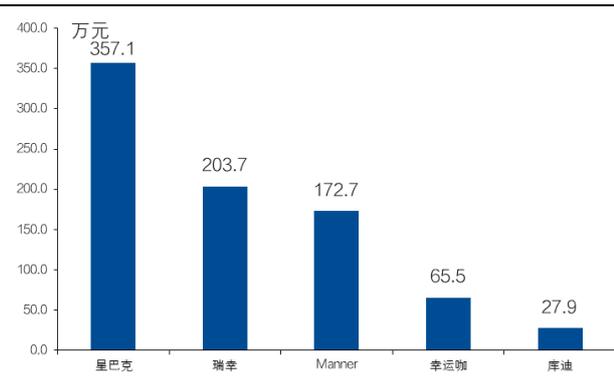
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、现制茶饮品牌销量和 ASP 对比 (2023A)



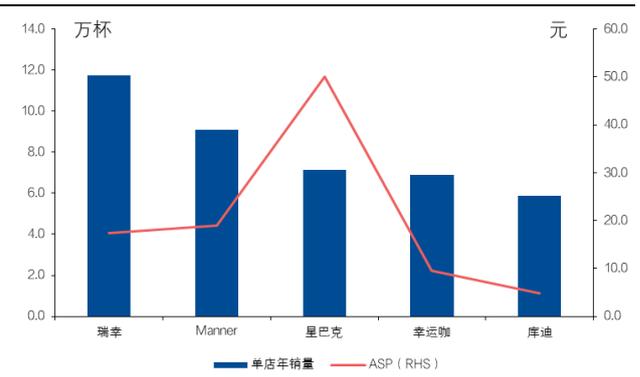
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、现磨咖啡品牌单店 GMV 对比 (2023A)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、现磨咖啡品牌销量和 ASP 对比 (2023A)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

海外市场来看，现制茶饮的连锁化率在快速提升，2023 年东南亚现制茶饮店市场连锁化率约 25%，显著低于中国市场的 56%，蜜雪冰城在东南亚的市场份额亦稳居第一，门店数量超过 4000 家，年出杯量超过 5 亿杯。

表4、蜜雪冰城在东南亚的市场份额和规模

2023 年出杯量 (亿杯)	期末门店数 (千家)	出杯量市场份额
5.1	4.3	19.50%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 坚持平价、亲民的大众市场定位，价格优势明显

公司产品策略的核心是持续提供高性价比的饮品。从公司的菜单内容来看，国内外存在一定定制化差异，但比如冰淇淋、冰鲜柠檬水、珍珠奶茶等核心经典产品在每个门店都统一提供，中国区域的 SKU 和季节性产品更多，部分门店提供额外小食，整体的客单价控制在 10 元以内，海外以泰国、马来西亚、印尼为例，整体菜单 SKU 在 30 个左右，价格不完全统一，但在本地市场来看均具备较强的价格竞争力。

表5、蜜雪冰城的核心产品菜单价格

经典产品 (以中杯价格计)	价格	SKU 数量 (个)
中国:	10 元以内	6 咖啡、40+SKU
冰鲜柠檬水	4 元人民币	
冰淇淋	2 元人民币	
茉莉奶绿	6 元人民币	
珍珠奶茶	6 元人民币	
棒打鲜橙	6 元人民币	
蜜桃四季春	7 元人民币	
芋圆葡萄	8 元人民币	
满杯百香果	7 元人民币	
雪顶咖啡	7 元人民币	
泰国:	15~45 泰铢	28 SKU
冰淇淋	15 泰铢	
冰鲜柠檬水	20 泰铢	

珍珠奶茶	40 泰铢	
蜜桃四季春	45 泰铢	
草莓摇摇奶昔	45 泰铢	
马来西亚:	3~7 马币	30 SKU
冰鲜柠檬水	3 马币	
柠檬茶	4 马币	
冰淇淋	2 马币	
蜜桃四季春	6 马币	
珍珠奶茶	5 马币	
印尼:	8~20K 印尼盾	30+SKU
冰淇淋	8K 印尼盾	
冰鲜柠檬水	10K 印尼盾	
珍珠奶茶	19K 印尼盾	
草莓奶昔	16K 印尼盾	

数据来源：草根调研、小程序菜单等，兴业证券经济与金融研究院整理

从国内的主要奶茶和咖啡品牌价格对比来看，蜜雪冰城和幸运咖的价格都具备绝对优势。

表6、中国的茶饮咖啡品牌价格及门店规模对比

品牌	价格带（元人民币）	门店数量（家）
奶茶分类:		
蜜雪冰城	2~8	33141
古茗	10~18	9749
茶百道	10~22	8388
沪上阿姨	7~22	8537
霸王茶姬	15~24	6306
coco	10~20	3734
咖啡分类:		
瑞幸	14~21	22352
幸运咖	5~10	3325
星巴克	30~41	8410
库迪	10~15	10045
Manner	15~30	1712

数据来源：窄门餐眼，兴业证券经济与金融研究院整理

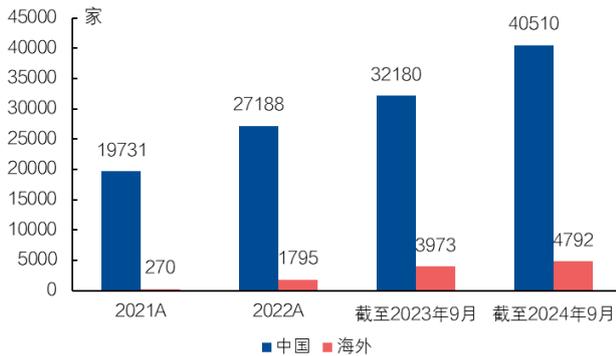
注：截至 2025/2/25

（三）门店稳步扩张，积极探索出海市场

公司在海内外持续扩张门店，截至 2024 年 9 月的中国和海外门店数为 40510 家和 4792 家，同比增长 25.9%和 20.6%。

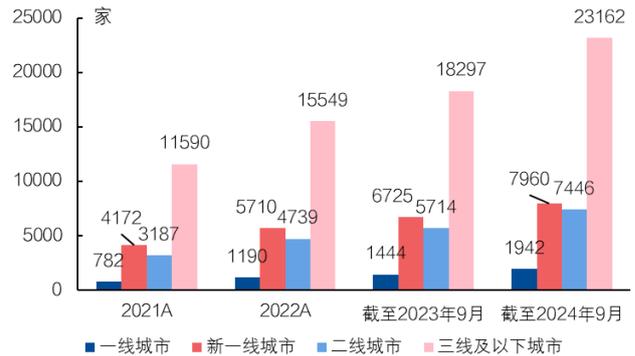
国内持续推进农村包围城市战略，截至 2024 年 9 月一线城市、新一线城市、二线城市、三线及以下城市的门店数量达到 1942、7960、7446、23162 家，同比增长 34.5%、18.4%、30.3%、26.6%。

图25、公司的中国和海外门店数量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、中国的门店数量城市划分



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

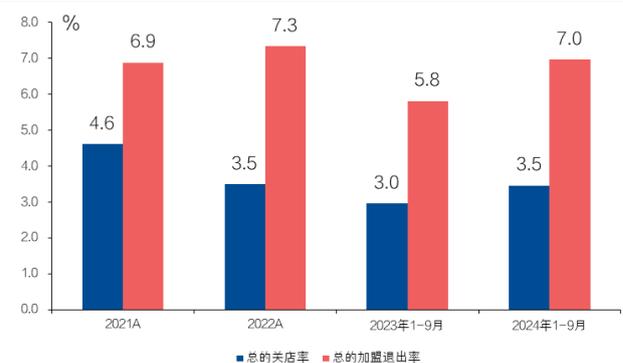
公司的加盟商数量持续增长，且加盟商复购率保持稳定，截至 2024 年 9 月平均每个加盟商加盟门店数量为 2.3 家。从闭店率和加盟退出率来看，也保持在较低水平。

图27、公司的加盟商数量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、公司的闭店率和加盟商退出率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（四）供应链能力奠定显著的先发优势

公司的一大盈利来源为原材料自产销售，通过加工原材料并销售给加盟商的方式赚取确定性收益。公司总原材料中的自产比例超过 60%，核心材料的自产比例为 100%。

公司具备全链条的完善供应链体系，从前端来看，公司与采购商建立合作种植基地，锁定源头原材料，种植基地位于四川、重庆等地区。同时，公司持续升级乳产品，2024 年 12 月，与君乐宝签订合作协议，合作建设雪王牧场。

受益于规模优势，公司可享受更低的采购成本。就同类型、同质量的奶粉和柠檬而言，公司 2023 年的采购成本较同行业平均分别低约 10%及 20%以上。

同时也受益于先发的产能布局优势和持续提升的产能效率，公司也可享受更低的生产成本，因此反哺于消费者更具备性价比的产品定价。2024 年前 9 个月，公司饮品食材生产的耗损率仅为 0.71%，远低于行业平均水平。公司自己生产糖蜜和果蜜的包装瓶，自产成本在 2024 年 1-9 月也比从外部采购价低约 50%。

生产端来看，公司目前一共拥有 5 个生产基地，覆盖了东南西北各个区域的供应半径，总占地面积为 79 万平米，总年化产能为 165 万吨。同时海南、重庆生产基地还在扩建，像海南生产基地也同时覆盖海外的业务网络。截至 2024 年 9 月 30 日，公司的 6853 名员工中，有 2988 名均为供应链条线的员工，占到 43% 的比例，其中共有约 290 名员工负责供应链质量控制。

表7、主要生产基地情况

名称	主要产品	占地面积 (万平米)	年产能 (万吨)	产能利用率(2024 年 1-9 月)	备注
河南生产基地	食材(糖、奶、茶、咖、果、粮、料)、包材及设备	34.2	121	48.10%	目前最大的生产基地
海南生产基地	食材(奶、咖)	20.4	4.5	49.20%	正在改扩建, 预计 2025 年完成
广西生产基地	食材(糖、果、料, 芒果、百香果等)	10.0	18.5	61.10%	-
重庆生产基地	食材(果, 柠檬、橙子)	12.2	15.5	45.90%	专注柠檬、橙子产线
安徽生产基地	食材(果)	1.9	5.4	65.80%	-

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的境内产能利用率仍有大幅剩余，2024 年 1-9 月的各个食材的产能利用率都不到 70%，为未来扩店提供了足够空间，同时，当前海外尚未本地化部署产地，未来海外产能利用效率仍有广阔的提升空间。

表8、主要食材的产能利用情况

食材	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1-9 月		
	产能(万吨)	产量(万吨)	产能利用率	产能(万吨)	产量(万吨)	产能利用率	产能(万吨)	产量(万吨)	产能利用率	产能(万吨)	产量(万吨)	产能利用率
糖	12.8	7.5	58.7%	25.6	15.6	61.2%	58.0	24.5	42.2%	48.1	22.4	46.5%
奶	7.7	6.4	83.1%	23.4	14.7	62.9%	36.0	19.9	55.2%	33.8	17.7	52.3%
茶	-	-	-	-	-	-	0.4	0.1	23.5%	0.3	0.2	66.8%
咖	0.4	0.1	23.3%	0.6	0.4	71.4%	1.4	0.8	58.5%	1.1	0.7	63.3%
果	3.6	3.0	85.5%	10.1	7.1	69.9%	23.2	13.6	58.9%	-	-	49.7%
粮	1.2	0.3	23.2%	1.6	0.5	33.3%	1.3	0.6	48.3%	1.8	0.8	44.7%
料	6.5	1.2	17.6%	9.0	3.9	43.0%	14.7	8.0	54.5%	10.9	6.5	59.2%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

后端配送层面，公司也建立了完善的物流网络。同时均采取本地化的配送到店措施，提升配送效率。公司的仓储体系包括 27 个仓库，面积达到 35 万平米，配送网络亦覆盖了中国 4900 个乡镇，下沉程度较高。公司在中国内地逾 90% 的县级行政区划均可实现 12 小时内触达门店，在中国内地约 97% 以上的门店实现了冷链物流覆盖。

海外部分，截至 2024 年 9 月 30 日，公司在东南亚的四个国家也建立了本地化的仓储体系，包括 6.9 万平米的 7 个自主运营仓库，覆盖 560 个城市。

图29、公司的国内物流仓分布（截至 2024/9/30）

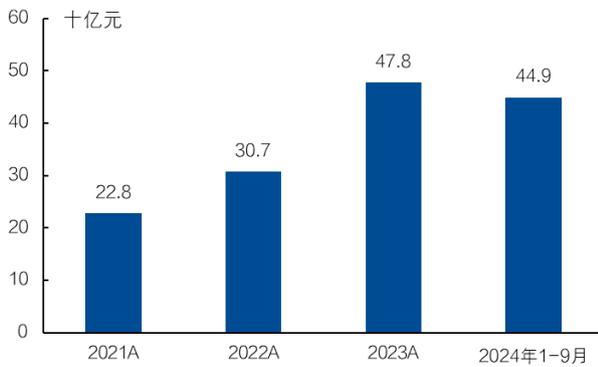


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（五）GMV 增长+轻资产，带来优质现金流和更高的利润率

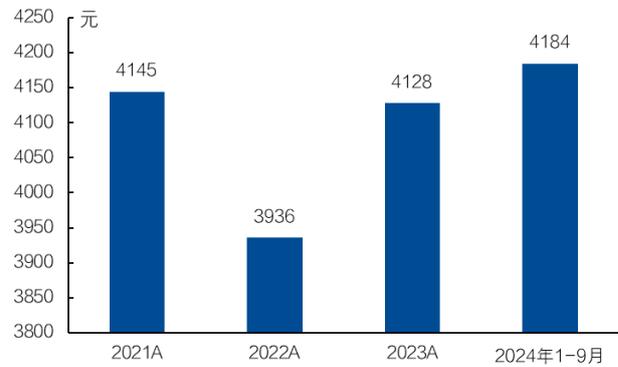
公司的单店表现持续提升，从全部门店平均单店单日 GMV 来看，2024 年 1-9 月为 4184 元，较 2023 年增长 1.4%。

图30、公司的 GMV 总额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

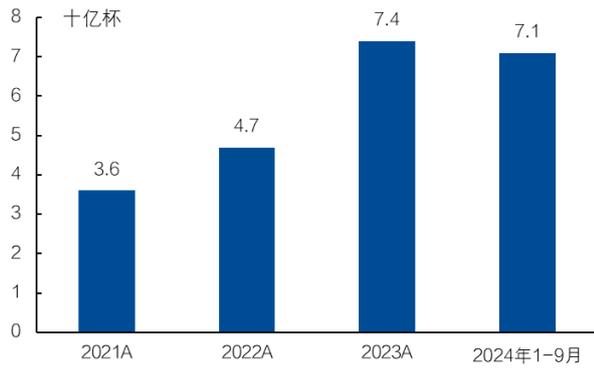
图31、公司的单店单日平均 GMV



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

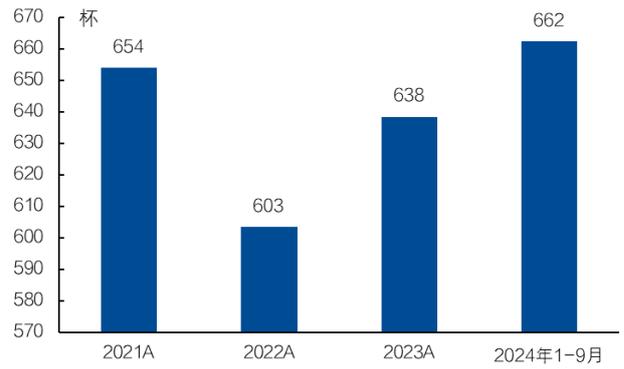
从全部门店平均单店单日杯销量来看，2024 年 1-9 月为 662 杯元，较 2023 年全年增长 3.7%。

图32、公司的总杯销量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

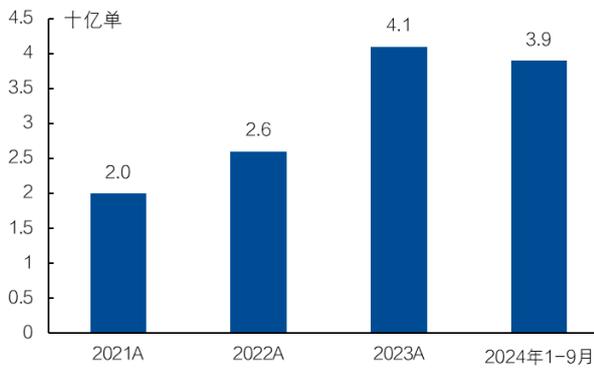
图33、公司的单店单日平均杯销量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

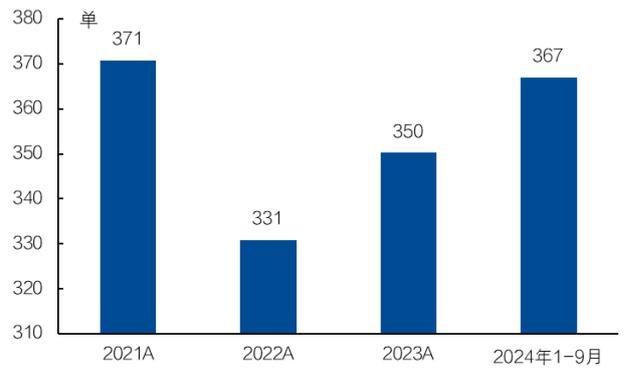
从全部门店平均单店单日订单量来看，2024年1-9月为367单，较2023年增长4.8%。

图34、公司的总订单数



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、公司的单店单日平均订单数

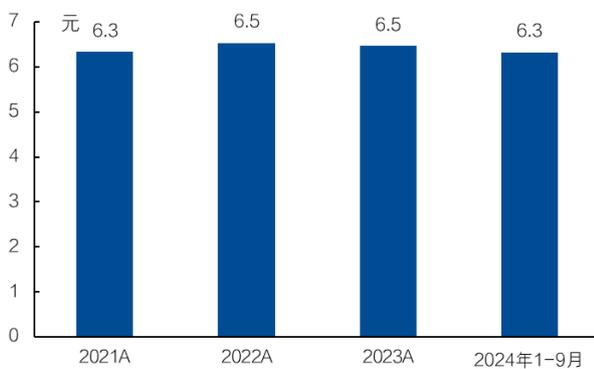


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

近几年公司的单杯均价都稳定在6~7元的区间。

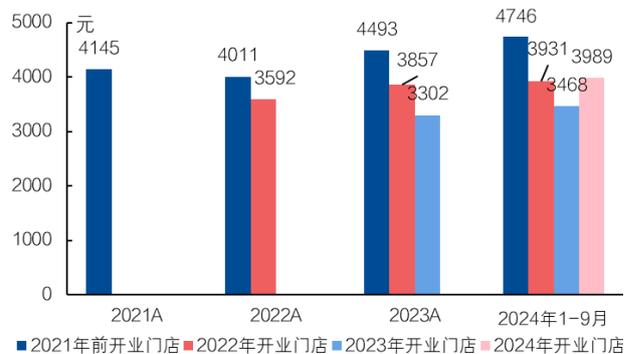
老店的日均店效保持持续增长。2024年1-9月，公司的2021年前开业、2022年开业、2023年开业门店的单店单日GMV为4746、3931、3468元，同比增长5.6%、1.9%、5.0%。

图36、公司的杯均价



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

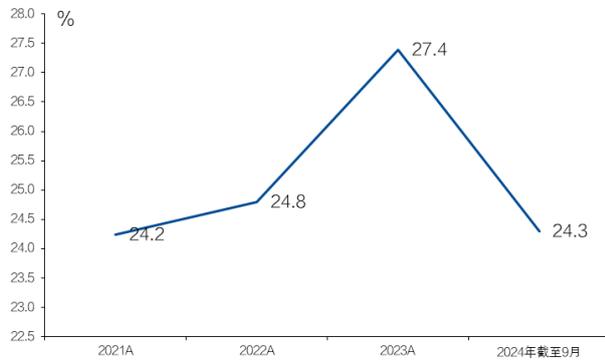
图37、公司的老店单店单日平均GMV



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

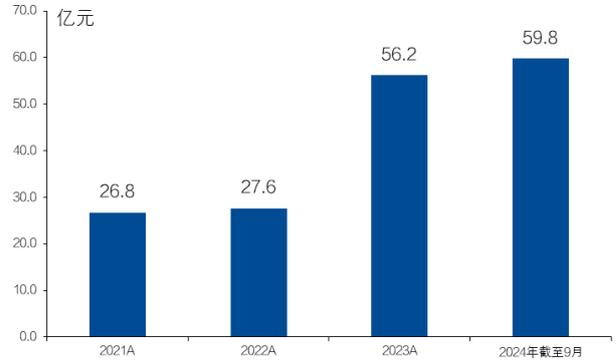
公司的轻资产模式下，现金流回报有较高的确定性。公司基本没有有息负债，随着门店增长、店效增长、利润增长，公司的现金持续增长。截至 2024 年 9 月，公司的账面现金及现金等价物为 60 亿元，IPO 募资后将会进一步增长。

图38、公司的资产负债率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、公司的现金及现金等价物

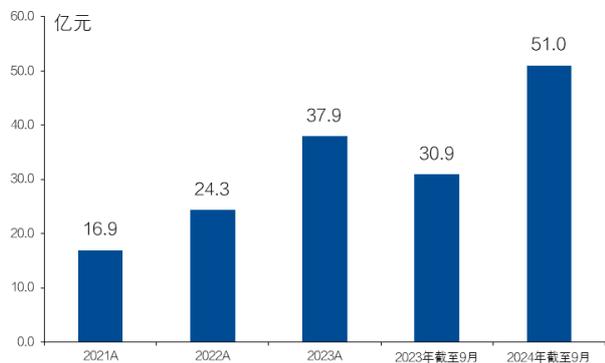


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的经营性现金流亦保持健康，2024 年截至 9 月的经营性现金流为 51 亿元，同比增长 65%。

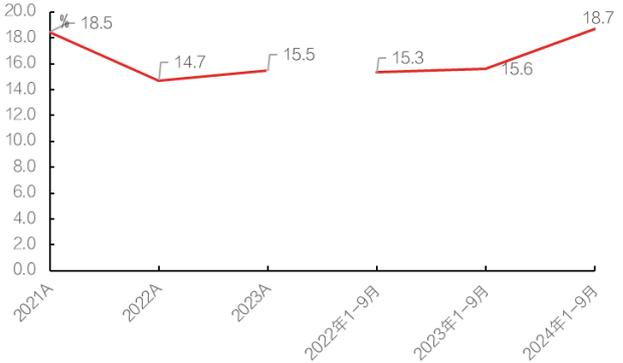
同时，公司的净利率也保持高于行业平均的水平，2024 年 1-9 月为 18.7%，同比增长 3.1 个百分点。

图40、公司的经营性现金流



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、公司的净利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、募资用途

预计本次 IPO 公司的所得款项为 32.9 亿港元，计划分配用途为：

1、约 66% (2172 百万港元) 用于供应链提升：(1) 其中约 45% (1481 百万港元) 用于中国产能扩张：在现有生产基地新建和改造设施，海南生产基地 2023 年启动建设新设施，预计 2025 年完工，增加超 173000 平方米建筑面积，计划投入 467 百万港元 (430 百万元人民币)，利用海南自贸港政策支持海外业务；河南生产基地计划新建设施，未来二至四年分阶段建成，增加约 80000 吨年产能，生产冰淇淋粉等核心食材，还计划在广西、重庆、安徽等生产基地新建或改建设施，扩大糖、茶、果、料等食材产能，同时在河南生产基地兴建办公楼等配套设施，还将增加包材及设备产能。

(2) 约 9% (296 百万港元) 用于中国物流系统提升: 改建现有仓库, 扩充仓储体系, 扩大存储量, 拓展区域覆盖, 增加冷藏冷冻仓储, 提升冷链运输配送能力, 提高配送效率, 加强工厂与门店连接, 保障产品品质和新鲜度。

(3) 约 12% (395 百万港元) 用于搭建国际供应链平台: 计划在东南亚建立多功能供应链中心, 利用当地原材料采购能力进行成本管理, 有效触达东南亚门店网络。中心具备当地生产能力、研发中心、数字化供应链运营和培训设施等功能, 提升本地生产能力和成本效率, 支持全球化战略, 目前无确切资金分配计划。

2、约 12% (395 百万港元) 用于品牌和 IP 建设推广: 其中约 7% (230 百万港元) 深耕品牌 IP, 挖掘“雪王”文化潜力, 通过推出动画、电影、特色商品等多元内容, 以及与领先品牌 IP 联名合作, 扩大品牌影响力; 约 5% (165 百万港元) 用于全渠道市场推广, 投资门店宣传物料, 开展产品推广活动, 赞助各类活动。

3、约 12% (395 百万港元) 用于数字化和智能化能力建设: 完善智慧门店解决方案, 自主研发多功能销售终端设备; 投资生产数字化项目, 包括数字化生产、设备维护、工程规划和物流系统; 为前端运营和中后台职能采购软件及硬件。

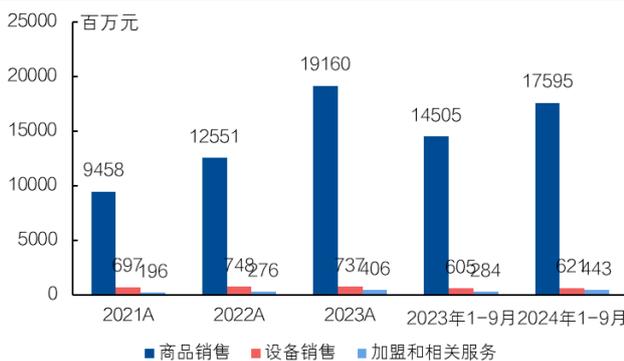
4、约 10% (329 百万港元) 用于营运资金和其他一般企业用途。

五、财务分析

公司的各项收入均保持稳步增长, 2024 年 1-9 月, 商品销售、设备销售、加盟和相关服务收入分别为 176.0、6.2、1.4 亿元, 同比增长 21.3%、2.7%、56.2%。

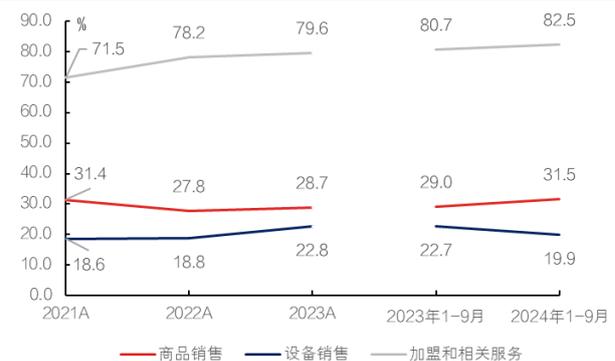
公司的毛利率保持整体平稳, 2024 年 1-9 月的商品销售、设备销售和加盟服务毛利率分别为 31.5%、19.9%、82.5%。

图42、公司的各项收入拆分



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图43、公司的毛利率

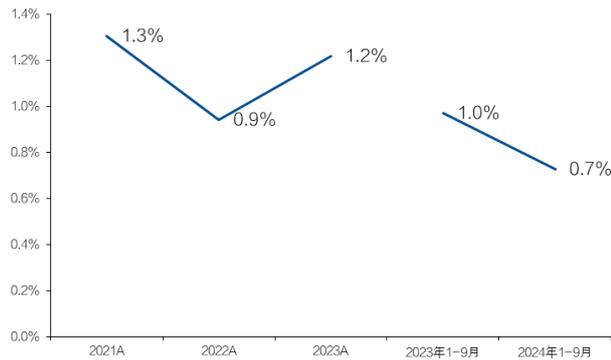


数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司的其他收入(主要包括政府补助、利息收入等)占比 2024 年 1-9 月为 0.7%, 同比下降 0.3 个百分点。

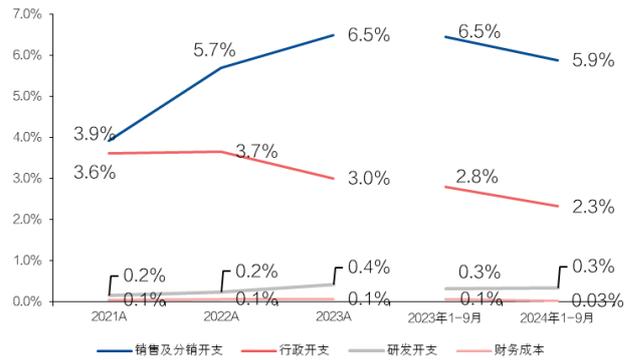
除了原材料成本外, 公司的主要开支为销售和行政开支, 2024 年 1-9 月占比分别为 5.9%和 2.3%, 同比下降 0.6 和下降 0.5 个百分点。期内研发费用占比为 0.3%, 财务成本下降至 0.03%。

图44、其他收入占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

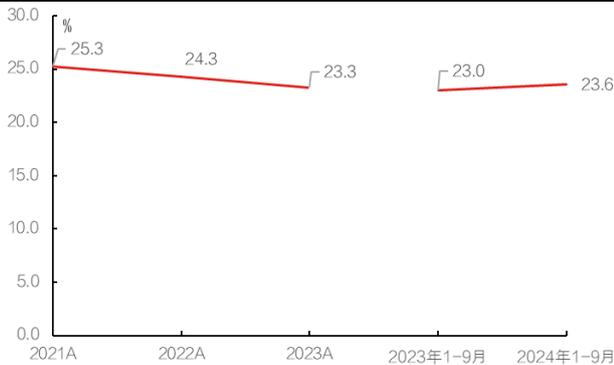
图45、主要费用项占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

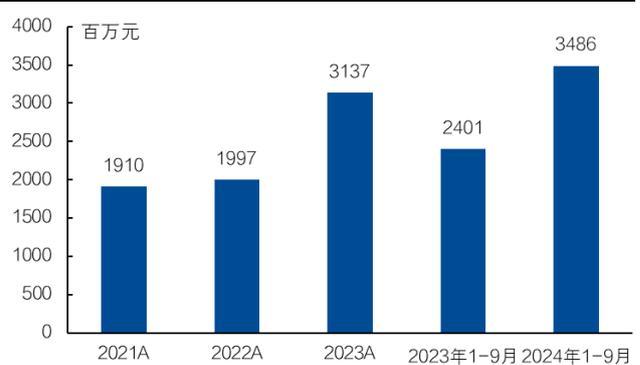
近两年有效税率稳定在 20-25% 区间。受益于利润率提升、收入增长，公司的归母净利润同步快速增长，2024 年 1-9 月的归母净利润为 34.9 亿元，同比增长 45.2%。

图46、公司的有效税率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、公司的归母净利润



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

六、盈利预测与估值

我们预计公司未来在国内和海外都将保持稳步拓店，预计海外的开店速度高于国内，单店方面店效预计整体保持平稳，带动收入持续增长，同时盈利能力保持行业领先，归母净利润增速高于营业收入增速。我们预计公司 2024/2025/2026 年营业收入为 249/288/330 亿元，同比增长 22.7%/15.8%/14.3%。归母净利润为 44.35/52.20/60.95 亿元，同比增长 41.4%/17.7%/16.8%。

表9、盈利预测表

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,302	24,910	28,838	32,962
同比增长(%)	49.6	22.7	15.8	14.3
归母净利润(百万元)	3,137	4,435	5,220	6,095
同比增长(%)	57.1	41.4	17.7	16.8
毛利率(%)	29.5	32.3	32.5	32.6
归母净利润率(%)	15.5	17.8	18.1	18.5
EPS(元)	8.71	12.32	13.84	16.17

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

在发行价格 202.5 港元的情况下，预计公司的 2024/2025/2026 年 PE 为 15.1/13.5/11.5 倍，低于行业的平均水平 22.5/15.6/13.3 倍。而公司具备头部公司规模优势、向上的品牌势能、完善供应链及优质高性价比的产品等优势，我们认为可享受更高的估值。

表10、估值表（截至 2025/2/25）

代码	公司	股价 (港元 /USD)	市值 (亿港元 /USD)	EPS (元)				PE				23A 息率 (%)	单位
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
09922.HK	九毛九	2.84	40	0.31	0.12	0.17	0.26	8.4	21.8	15.4	9.9	5.3	CNY
09869.HK	海伦司	2.08	26	0.14	0.12	0.15	0.22	13.5	15.9	12.4	8.7	22.8	CNY
09987.HK	百胜中国	386.00	1374	1.99	2.35	2.58	2.87	24.9	21.1	19.2	17.2	1.2	USD
00520.HK	呷哺呷哺	0.87	9	-0.19	0.00	0.10	-	-4.2	-	8.0	-	7.0	CNY
02150.HK	奈雪的茶	1.33	23	0.01	0.00	0.10	0.09	122.4	-	12.2	13.9	0.0	CNY
06862.HK	海底捞	15.46	862	0.83	0.82	0.93	1.01	17.1	17.3	15.3	14.0	5.3	CNY
09658.HK	特海国际	18.50	120	0.04	0.07	0.10	0.15	58.1	31.7	22.6	16.1	0.0	USD
01579.HK	颐海国际	13.98	145	0.88	0.86	0.97	1.08	14.7	14.9	13.3	11.9	5.8	CNY
01458.HK	周黑鸭	1.91	42	0.05	0.04	0.07	0.09	35.1	42.0	25.1	19.9	8.9	CNY
01405.HK	达势股份	90.50	118	-0.22	0.14	1.10	2.06	-	580.3	75.6	40.4	0.0	CNY
02555.HK	茶百道	9.49	140	0.98	0.54	0.74	0.86	8.9	16.3	11.9	10.2	0.0	CNY
01364.HK	古茗	11.00	259	-	0.49	0.67	0.97	-	20.6	15.1	10.5	0.0	CNY
LKNCY.OO	瑞幸咖啡	29.99	84	1.12	1.17	1.57	1.90	23.9	22.9	17.1	14.1	0.0	CNY
	平均							29.3	22.5	15.6	13.3	6.2	

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：粗体为兴业证券预测，其余为 Wind 一致预期；港股股价和市值为港币单位，美股为美元单位；由于异常不可参考，达势股份 PE 不计入平均值计算

七、风险提示

原材料等成本提升：若原材料成本提升，可能对公司的生产和采购成本产生影响，因此影响到门店的采购成本和经营利润率。

供应链中断：公司主要收入来源来自于原材料销售，公司建立了庞大的供应链体系，如果供应链中断，则可能引发门店经营停止、收入受损等后果。

开店不及预期：门店扩张是公司的收入增长动力之一，如果开店数量不及预期，则可能影响到业绩表现。

门店销售不及预期：门店销售额直接影响到公司的持续收入、加盟商的回报率和反馈、未来拓店预期等，如果门店销售不及预期，则可能影响到业绩表现。

库存管理不当：若公司的库存管理不当，可能造成原材料积压、周转低下等情况，从而导致门店产品供给不善或者管理混乱，影响到后续产品生产和销售。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元人民币					单位:百万元人民币				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,148	12,964	17,425	23,187	营业收入	20,302	24,910	28,838	32,962
存货	2,232	3,389	3,688	4,388	营业成本	14,303	16,862	19,461	22,210
预付款项、其他应收款项及其他资产	404	418	428	497	其他收入	248	134	164	223
以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	746	2,843	2,843	2,843	销售及分销	1,319	1,495	1,730	1,879
现金及现金等价物	5,622	6,177	10,329	15,321	开支	611	822	980	1,121
非流动资产	5,445	6,145	6,892	7,191	行政开支	85	75	0	0
物业、厂房及设备	3,390	5,151	5,921	6,237	研发开支	15	0	0	0
使用权资产	427	398	375	358	税前盈利	4,154	5,787	6,830	7,976
递延税项资产	112	112	112	112	所得税	-967	-1348	-1605	-1874
其他非流动资产	1,177	145	145	145	税后盈利	3,187	4,439	5,225	6,101
资产总计	14,594	19,109	24,317	30,378	归母净利润	3,137	4,435	5,220	6,095
流动负债	3,734	3,839	3,822	3,782	EPS(元)	8.71	12.32	13.84	16.17
贸易应付款项	1,317	1,318	1,277	1,261	主要财务比率				
其他应付款项及应计费用	1,572	1,610	1,634	1,609	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
应付税款	123	129	255	456	成长性(%)				
非流动负债	264	235	235	235	营业收入	49.6	22.7	15.8	14.3
递延收益	122	122	122	122	毛利润	55.9	34.2	16.5	14.7
租赁负债	54	38	38	38	归母净利润	57.1	41.4	17.7	16.8
其他应付款项及应计费用	60	60	60	60	盈利能力(%)				
负债合计	3,998	4,074	4,057	4,016	毛利率	29.5	32.3	32.5	32.6
股本	360	360	360	360	归母净利率	15.5	17.8	18.1	18.5
储备	10,147	14,582	19,802	25,897	ROE	34.9	29.7	29.7	26.3
股东权益合计	10,507	14,942	20,162	26,257	偿债能力				
非控股权益合计	88	93	98	104	资产负债率	27.4%	21.3%	16.7%	13.2%
权益合计	10,595	15,035	20,260	26,361	流动比率	2.4	3.4	4.6	6.1
负债及权益合计	14,594	19,109	24,317	30,378	营运能力(次)				
现金流量表					每股资料(元)				
单位:百万元人民币					资产周转率	1.7	1.3	1.3	1.2
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	存货周转率	6.4	6.0	5.5	5.5
税前利润	4,154	5,787	6,830	7,976	估值比率				
折旧和摊销	268	438	1,123	1,271	PE	21.4	15.1	13.5	11.5
营运资金的变动	243	200	-326	-810	PB	6.4	4.5	3.5	2.7
经营活动产生现金流量	3,794	2,981	6,022	6,562					
投资活动产生现金流量	-825	-2,170	-1,870	-1,570					
融资活动产生现金流量	-111	-255	0	0					
现金净变动	2,857	555	4,152	4,992					
现金的期初余额	2,764	5,622	6,177	10,329					
现金的期末余额	5,622	6,177	10,329	15,321					

数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院

注: 估值比率中 PE 计算取用的股价为发行价格 202.5 港元, 分母为当期 EPS; PB 计算取用的股价为发行价格 202.5 港元, 分母为截至当期期末的每股净资产

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股（香港）投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国融资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、连云港港口集团、山海（香港）国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设投资有限公司、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shanghai Investment Co., Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、海垦国际资本（香港）有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创（香港）科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO.,LTD.、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、

泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、十堰城市运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、WUXING CITY INVESTMENT HK COMPANY LIMITED、Haitian (BVI) International Investment Development Limited、青岛国信(发展)集团有限责任公司、MINGHU INTERNATIONAL (BVI) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、济南历下控股集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、福建省晋江建控投资控股集团有限公司、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD.、武汉有机控股有限公司、Jinjiang Road and Bridge Construction & Development Co., Ltd.、重庆新双圈城市建设开发有限公司、九江银行、青岛胶州湾发展集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、海翼(香港)有限公司、保定市国控集团有限责任公司、泉州城建集团有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、赣州建控投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融担担保集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、中原国际发展(BVI)有限公司、河南投资集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd.、中国信达(香港)控股有限公司、资阳发展投资集团有限公司、重庆兴农融担担保集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、南洋商业银行有限公司、许昌市投资集团有限公司、江苏双湖投资控股集团有限公司、四川西南发展控股集团有限公司、China Great Wall International Holdings III Ltd.、中国长城资产(国际)控股有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、南京银行、武汉地铁集团有限公司、湖北省融担担保集团有限责任公司、淮北市建设投资有限责任公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、河南省郑州新区建设投资有限公司、湖北涢川国有资本投资运营集团有限公司、江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司、诸暨市国有资产经营有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、Soar Wise Limited、Soar Wind Ltd.、中航国际融资租赁有限公司、邳州市产业投资控股集团有限公司、巴中发展控股集团有限公司、江苏润鑫城市投资集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、天府信用增进股份有限公司、农业银行、盐城高新区投资集团有限公司、众淼控股(青岛)股份有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、全椒全瑞投资控股集团有限公司、安徽省兴泰融担担保集团有限公司、东兴启航有限公司、东兴证券、黄石市国有资产经营有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、湖州南浔新开建设集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、莱州财金国际有限公司、莱州市财金投资有限公司、XD 民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、泰安高新建设集团有限公司、香港国际(青岛)有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、贵溪市发展投资集团有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、常德财鑫融担担保有限公司、舟山海城建设投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、重庆三峡融担担保集团股份有限公司、QUAN CHENG FINANCIAL HOLDINGS (BVI) LIMITED、济南金投控股集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、靖江港口集团有限公司、沛县产业投资发展集团有限公司、Taishan Finance International Business Co., Limited、泰安市泰山财金投资集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、湖州市南浔区交通投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、烟台国丰投资控股集团有限公司、长沙金洲新城投资控股集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、荣利营造控股有限公司、Haichuan International Investment Co Ltd.、江苏方洋控股有限公司、都江堰智慧城市运营建设发展集团有限公司、洛阳文化旅游投资公司有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、佛山市南海联达投资(控股)有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、MixIn International Trading Co., Limited、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、知识城(广州)投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、福清市国有资产运营投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、浙江杭海新城控股集团有限公司、YANGSHAN OVERSEAS DEVELOPMENT CO., LTD.、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、宜春市袁州区国投集团有限公司、郑州市金水控股集团有限公司、肇庆市国联投资控股有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、建德市国有资产投资控股集团有限公司、建投国际(香港)有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、Huafa 2024 I Company Limited.、广德市国有资产投资经营有限公司、浙江德盛(BVI)有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited.、成都市羊安新城开发建设有限公司、Lintou Overseas Co., Limited.、临沂投资发展集团有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、青岛平度控股集团有限公司、河南省铁路建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、黄石市新城产业投资集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、瓷矿集团(开曼群岛)有限公司、山东能源集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、稠州国际投资有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、江门高新技术工业园有限公司、林州市城投控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、天长市农业发展有限公司、四川省金玉融担担保有限公司、徽商银行股份有限公司、淄博市淄川区财金控股有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、江西省信用融担担保集团股份有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、沂盛(维尔京)国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk