

供应链及品牌心智打法构建全球化高势能，平价茶饮龙头重塑新阶段

核心观点

国内现制茶饮行业未来有望在人均消费杯数和粘性上进一步提升，赛道的成长空间仍较大，主要基于头部原料健康化及供应链掌控力提升趋势、产品品类迭代升级、规模化和可得性提升、品类的海外拓展优势大、精细化管理带来人货场逻辑重塑；公司凭借国内领先的规模优势和产业链深耕优势，综合竞争壁垒较高，全球化势能厚积薄发，有望持续推进行业发展和全球布局。

摘要

现制茶饮消费频次和粘性迎发展新阶段，供应链和渠道价值凸显。消费者对于健康、标准化、适口性和文化属性较强的现制饮品已具有较强的需求，且茶饮品牌产业链能力叠加新发展阶段，未来有望在人均消费杯数和粘性上进一步提升。国内现制饮品赛道的成长空间仍较大：（1）饮品原料健康化趋势在近两年快速发展，并且头部企业深入产业链布局控制原材料质量，并在C端通过有针对性的营销模式构建消费者心智；（2）产品品类逐步融合到较成熟阶段；（3）在当前餐饮业整体供给优化大趋势下，头部现制茶饮企业规模快速发展，竞争白热化，穿越周期后其门店规模和可得性快速成长，供应链能力不断增强；（4）海外市场拓展中具备品类优势。具有模型极致且租金和人工成本较低、与海外市场口味适配度高、供应链管控较成熟且部分原材料本身具备全球采购能力、创新和数字化能力在海外市场领先的特点；（5）近两年精细化管理、供给优化、竞争因素成熟、加盟商管控增强趋势较集中。中长线“人货场”逻辑均发生重塑；预计发展趋势若类比日本等餐饮市场，供给优化后穿越周期龙头具备持续成长空间，现制茶饮企业核心竞争壁垒体系已渐清晰。

“雪王”携全球化高势能持续优化核心能力，推进全球布局

截至24Q3，公司门店总数已超45000家，按2023年终端零售额，公司亦是中国第一、全球第四的现制饮品企业，在中国及全球的市场份额分别约11.3%及2.2%；公司综合竞争壁垒较高，主要体现在供应链和仓储物流的掌控力和体系较为完整，长期有望为行业赋能；较为完善的加盟商管理体系，使加盟商带店率有所提升，同店表现强韧且成熟店更优；产品创新迭代以及对应的数字化能力、会员精细化管理能力较突出；营销环节持续利用成熟IP的衍生内容创造出现象级的营销表现，并持续推进线上线下结合，强化品牌心智；管理层较强的战略执行力，以及在价格带区间上区别于其他多数头部品牌所占据的生态位优势等。

蜜雪集团 (2097. HK)

首次评级

买入

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期：2025年03月05日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
/	/	/
12 月最高/最低价 (港元)		/
总股本 (万股)		数据标示
流通 H 股 (万股)		数据标示
总市值 (亿港元)		数据标示
流通市值 (亿港元)		数据标示
近 3 月日均成交量 (万)		数据标示
主要股东		
张红甫		40.84%

相关研究报告

目录

一、港股成功上市，平价茶饮龙头全球化势能持续增强.....	1
二、现制茶饮行业需求和粘性快速成长，供应链和渠道价值不断凸显.....	2
（一）国内现制茶饮赛道发展阶段及能力迭代叠加，打开成长新阶段.....	2
（二）现制茶饮经数十年各阶段迭代，头部格局及核心竞争壁垒逐步成型.....	4
（三）头部现制茶饮部分核心数据对比.....	5
三、龙头势能厚积薄发，核心能力持续深耕.....	9
（一）海内外门店构筑强规模优势，产业链各环节赋能能力凸显.....	9
（二）核心运营数据优质，差异化心智深入人心.....	13
风险分析.....	16

图目录

图 1:公司主要发展历程.....	1
图 2:公司全球发售完成后的股权和公司架构.....	2
图 3:中国现制饮品市场规模及预测.....	3
图 4:按品类划分的中国现制饮品市场规模及预测.....	3
图 5:2023 现制饮品消费量占饮用水摄入量比例.....	3
图 6:2023 年人均现制饮品年消费量，杯/年.....	3
图 7:几家现制茶饮企业营业收入（百万元）.....	5
图 8:几家现制茶饮企业扣非归母净利（百万元）.....	5
图 9:国内现制茶饮企业 2023 年按 GMV 计算市场份额.....	6
图 10:几家现制茶饮企业毛利率情况.....	6
图 11:几家现制茶饮企业期间费用率之和.....	6
图 12:几家现制茶饮企业国内门店数量变化.....	7
图 13:几家现制茶饮企业国内三线及以下城市门店占比.....	7
图 14:几家现制茶饮企业店均 GMV 变化（万元）.....	7
图 15:几家现制茶饮企业平均每杯饮品对应 GMV（元）.....	7
图 16:几家现制茶饮企业平均每加盟商对应门店数量（家）.....	8
图 17:几家现制茶饮企业向前五大供应商采购金额占比.....	8
图 18: 蜜雪集团自主仓储物流和配送体系.....	9
图 19:古茗截至 24Q3 末仓库分布情况.....	9
图 20:公司全球门店网络.....	11
图 21:公司五大生产基地.....	11
图 22:公司自主仓储物流和配送体系.....	12
图 23:公司主要经营数据.....	13

一、港股成功上市，平价茶饮龙头全球化势能持续增强

公司为国内现制饮品赛道龙头企业，按照截至 2024 年 9 月 30 日的门店数计，公司是中国及全球最大的现制饮品企业。按照 2023 年的饮品出杯量计，公司是中国第一、全球第二的现制饮品企业。按照 2023 年的终端零售额计，公司亦是中国第一、全球第四的现制饮品企业，在中国及全球的市场份额分别约为 11.3% 及 2.2%。1997 年，公司的创始人及董事长张红超先生在郑州开设了一家名为“寒流刨冰”的小店。1999 年，代表着甜蜜与冰爽的品牌名称“蜜雪冰城”被正式启用。公司于 2018 年打造了“蜜雪冰城”的超级 IP 和终身代言人——雪王，拥有鲜明视觉和听觉符号的“雪王”IP 将品牌实体化并进一步提升品牌价值。

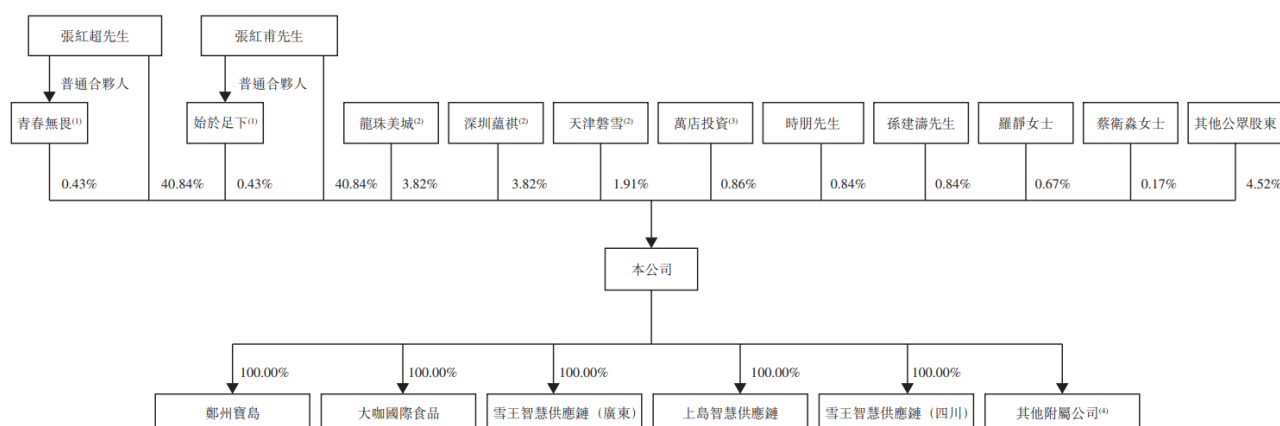
图 1: 公司主要发展历程



数据来源：公司招股书，中信建投证券

股权结构端，全球发售完成后，控股股东张红超先生、张红甫先生、青春无畏、始于足下，以及监事孙建涛先生、执行董事蔡卫森女士将被视作核心关联人士，合共持股占总股本比 83.55%，公司整体控制权及供应链子公司体系较为明晰。

图 2:公司全球发售完成后的股权和公司架构



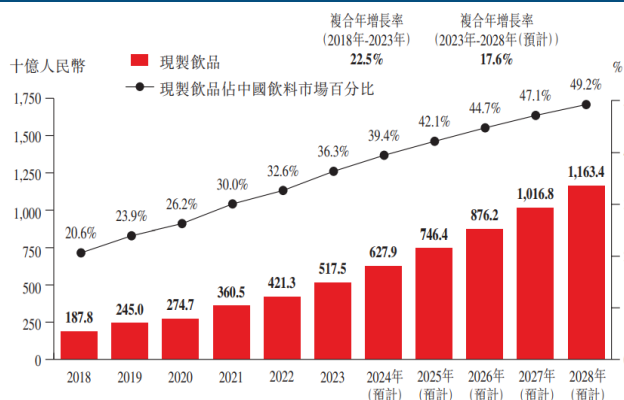
数据来源：公司招股书，中信建投证券

二、现制茶饮行业需求和粘性快速成长，供应链和渠道价值不断凸显

（一）国内现制茶饮赛道发展阶段及能力迭代叠加，打开成长新阶段

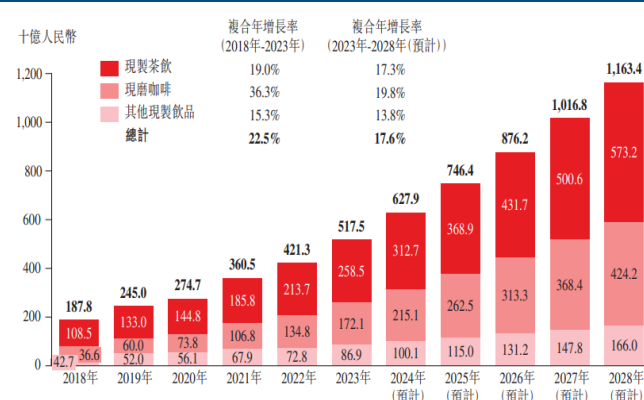
从现制茶饮行业视角来看，我国现制饮品行业持续保持较高速增长，其中现制茶饮和现制咖啡赛道均诞生品牌力较强龙头，且从品类和 sku 角度已有所融合，未来头部现制饮品企业仍面临较激烈的竞争环境，待龙头穿越周期后，预计仍具备较大成长空间。从当前趋势看，消费者对于健康、标准化、适口性和文化属性较强的现制饮品已具有较强的需求，未来有望在人均消费杯数和粘性上进一步提升。对比欧美较为成熟的现制咖啡赛道，我们认为国内现制饮品赛道的成长空间仍较大主要原因在于：（1）不同于咖啡作为没有明确科学论据证明有害的成瘾性物质所具有的优势，原先奶茶赛道因原材料等经营面临安全隐患的担忧，饮品原料健康化趋势在近两年快速发展，并且头部企业深入产业链布局控制原材料质量，并在 C 端通过有针对性的营销模式构建消费者心智，消费者近两年对于健康的要求也越来越高；（2）产品品类逐步融合到较成熟阶段。过去的 5~10 年间，虽然新式茶饮快速发展，但核心发力的品类和原料也经过数次变迁，例如鲜果茶，奶味和甜味较浓郁的奶茶，奶盖茶等，而当前如轻乳茶等赛道综合了原材料健康度、标准化、口感、传统茶文化关联度等众多优势，有望成为最优解；（3）过往现制饮品相较于 RTD 类饮料，尚存在可得性和便捷性不足，而在当前餐饮业整体供给优化大趋势下，头部现制茶饮企业规模快速发展，竞争白热化，穿越周期后其门店规模快速成长，供应链能力不断增强；（4）现制茶饮在海外市场拓展中具备品类优势。相较于正餐和休闲餐，现制饮品业具有模型极致且租金和人工成本较低、与海外市场口味适配度高、供应链管控较成熟且部分原材料本身具备全球采购能力、创新和数字化能力在海外领先的特点；（5）近两年精细化管理、供给优化、竞争因素成熟、加盟商管控增强趋势较集中。

图 3:中国现制饮品市场规模及预测



数据来源: 灼识咨询, 统计局, 中信建投证券

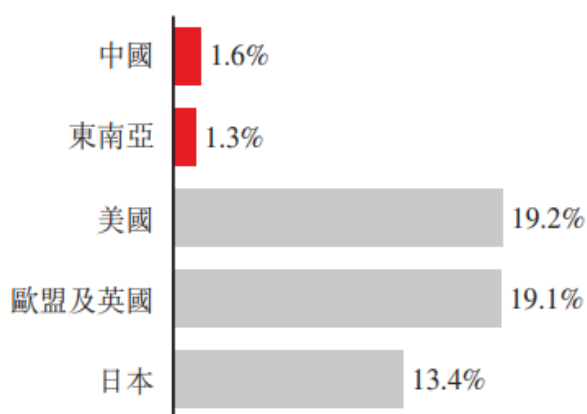
图 4:按品类划分的中国现制饮品市场规模及预测



数据来源: 灼识咨询, 统计局, 中信建投证券

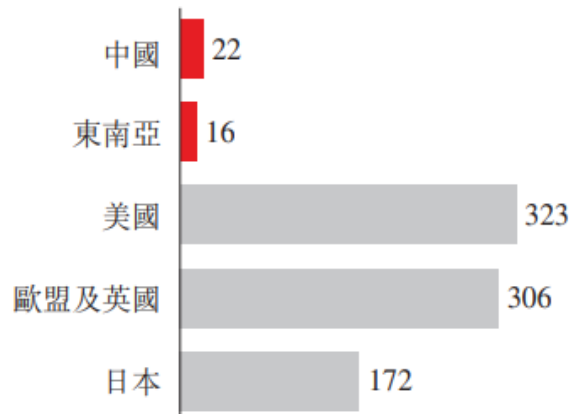
同时考虑到国内缺乏像欧美对于咖啡赛道较强的口味粘性和文化认同，故而可将国内现制饮品赛道的人均消耗杯数以及行业空间对比欧美成熟的咖啡市场，以当前国内粘性较强的一线城市如上海的人均年消耗杯数与欧美咖啡人均消耗杯数的差距，作为国内外对于现制饮品消费习惯的差距来理解，对应到人口规模和市场规模来推测国内现制饮品长期空间，预计国内现制饮品长期市场空间将超万亿元，而其中现制茶饮或占比略大于现制咖啡饮品，预计有望超 6000 亿元；中长线国内现制饮品赛道规模预计有较为明确的成长空间，随着可支配收入提升，具有属地特色的、健康属性较强且稳定的、具备稳定供应链和 SKU、品质管控稳定的现制饮品有望逐步成为覆盖更宽年龄段和人群画像的日常化饮品，而不完全是原先存在较大健康担忧、主要消费客群为年轻群体和女性群体、消费场景为情绪价值提供和自我奖励的饮品了，“人货场”心智均发生重塑和优化。

图 5:2023 现制饮品消费量占饮用水摄入量比例



数据来源: 灼识咨询, 世界银行, 世界卫生组织, 中信建投证券

图 6:2023 年人均现制饮品年消费量, 杯/年



数据来源: 灼识咨询, 世界银行, 世界卫生组织, 中信建投证券

参考国内餐饮与日本餐饮发展阶段，我们认为国内餐饮业在短期承受较快的供给涌入后，仍可能出现产业出清的情况，而餐饮出清过程中，龙头和潜在龙头的优势主要系雄厚资金实力、品牌效应、具备α的运营和认知能力，并且或配合以逆势的大规模收并购、多品牌战略，同时积极发展海外市场的验证。由此，当行业出清基本达到稳态、格局清晰的状态下，可能发生的现象为龙头与长尾供给间的规模差距巨大，龙头凭借供应链优势和多品牌优势具备较强的话语权。其次，行业稳态利润率可能进一步下降至较低水平。故而长尾供给将难以

有意愿发动价格战或高速拓展规模，但更倾向于精品路径。由此新一轮穿越周期的行业龙头或将享受规模提升所带来的匹配估值表现。而国内由于后发，各项核心能力和方法论较为完备，行业格局清晰的时间可能缩短；参考日本龙头餐饮情况，若各赛道穿越周期的龙头较为稳固，并且随着自身竞争壁垒加强和品牌、市场持续拓展带来营收持续提升，则往往股价表现与营收规模增长有较好的匹配效应。

同时国内供给优化的拐点可部分体现在例如工商注册层面，存量餐企数量净减少，竞争较为激烈的现制茶饮行业的开店节奏、价格竞争等因素，这些趋势可以一定程度上反映行业趋势变化。根据窄门餐眼数据，2024年奶茶饮品行业关店近15万家，净减少约3.9万家。同时现制行业多数头部企业情况看，价格竞争趋势出现缓和，平均单店水平逐步达峰，开店地址也逐步精选，在此趋势下各头部企业的核心差异化竞争壁垒以及战略精准度等要素的重要性进一步凸显。

（二）现制茶饮经数十年及各阶段迭代，头部格局及核心竞争壁垒逐步成型

对于现制茶饮行业来说，经历了世纪初以来数轮包括原材料、核心品类、门店模式、供应链模式等的更新迭代，从奶茶饮品整体发展阶段看，主要阶段包括（1）20世纪三四十年代起至20世纪末（港台奶茶的初始和发展）；（2）90年代初期到末期（大陆几乎无品牌概念的粗放发展，台式奶茶逐步进入大陆）；（3）2000-2010年（港台新品牌持续进入，大陆逐步探索早期品牌）；（4）2010-2019（新式茶饮品牌密集登场，重塑行业逻辑）：该阶段伴随着移动互联网时代从诞生到基本成熟的快速阶段，奶茶行业随着几个头部高端茶饮品牌在原料、供应链、私域流量等模式上完全重塑奶茶行业的打法，而大量诞生了一批当前参与竞争的成熟品牌。例如喜茶成立于2012年，奈雪的茶成立于2015年，茶颜悦色成立于2015年等。这个时代由于头部品牌在原料端逐步使用鲜奶、茶叶冲泡、鲜果等，并且创造了芝士、奶盖、鲜果等多种模式，自身也逐步在产业链端进行延伸，实际等于重塑了原先粗放的发展模式。同时赛道和定位更加细分化，例如诞生了客单在25元左右的高端现制茶饮，15元左右的中端品牌等。在打法上，随着移动互联网时代来临，品牌营销的周期和速度加快，同时私域流量形成与客户更深的粘性和更高频次复购，产品策略上也借助供应链优势进行高频创新且提升成功率，从而提升行业竞争门槛，品牌化时代趋于成熟；运营优势转变为原料重塑、供应链灵活度、高频创新及市场认知；（5）2019年之后（资本密集参与，打法升级重塑，头部格局渐清晰）：2015年前后是新式茶饮品牌诞生的黄金期，随后5年一级市场新消费投融资趋势较火热，也诞生了很多高融资的茶饮品牌，后2020及2021年现制茶饮赛道持续火热，至2022年逐步降温。这一阶段，现制茶饮竞争格局有所变化。一方面，价格带均逐步趋向15元附近的中端，并且头部品牌的店面快速增加，加盟模式对资源的杠杆作用逐步被认识和承认，逐步形成一批店数较大或品牌认知度较强的品牌；第二，2023年后的3-5年将是品牌高速开店到逐步饱和的重要阶段，在这一阶段中现存门店较多的品牌仍将迎来一轮下沉和布局的深度竞争，或产生少数品牌掉队；第三，咖啡奶茶化大趋势来临，现制咖啡和现制茶饮有望融合为一个全新赛道，既利用了咖啡品牌化和功能性饮品的优势，也利用了茶饮高频创新产生心智和成瘾性优势，而这个全新赛道目前来看最有希望完成全球范围布局。现制饮品赛道的核心竞争力和打法被拉高，高频创新且保持高成功率成为常规打法，而该打法中端品牌和供应链弱势品牌无法做到，底层逻辑来源于规模优势、供应链优势、大数据和科技创新能力、赛道认知能力等。我国目前现制茶饮市场规模近3000亿元，增长空间仍较大，预计下沉和海外扩张成为头部品牌下一阶段重点任务。运营优势转变为数字化+赛道认知+供应链+门店规模+海外市场共同作用下高频创新的常态化打法，新型营销模式下不断强化的品牌效应，以及私域流量和会员运营能力。

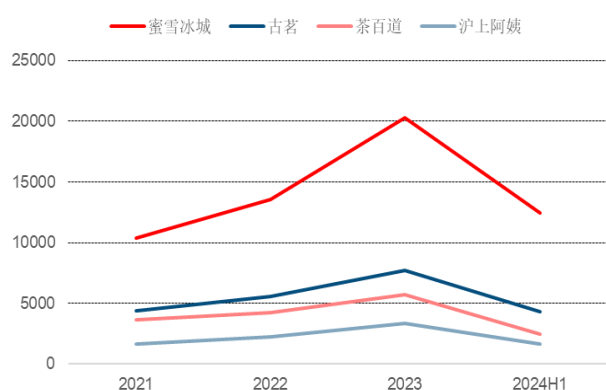
在当前头部品牌逐渐清晰，各项能力逐步完善且储备充足的情况下，我们认为现制茶饮行业的核心竞争壁垒也逐步清晰，外在的几大核心要素包括：（1）供应链能力。由于现制茶饮行业的sku打法仍以维持几款经典sku情况下的高效高频迭代为主，在产品矩阵中sku种类和定位多样，则供应链掌控能力既可以保证核心原材料

的稳定安全，同时也可以在保证成本可控的情况下实现例如当季产品、创新产品的灵活原材料需求；（2）产品的高频迭代+高成功率，营销端的高势能。现制茶饮行业单个产品本身的模仿壁垒较低，故而高频迭代维持 C 端心智，并且基于对 C 端流量和需求的深入掌控，提升研发针对性和成功率并非是不可持续的模式，反而体现出公司市场洞察、大数据挖掘、研发战略能力，且用户心智将在不断成功迭代中形成飞轮效应逐步加强。而营销端的高势能体现在如优质持续的 IP 联名、私域流量管理和精准触达、折扣促销战略等，营销端形成的更高的文化势能可以一定程度补足产品和研发壁垒的不足；（3）加盟商管理及门店精细化运营。对于目前多数主要采取加盟模式的现制茶饮企业来说，加盟商管理和赋能能力重要性突出，加盟模式也在近 10-20 年中逐步迭代成熟，加盟商管控和赋能手段已较成熟，而精细化运营、精细赋能、优质工具使用也成为核心差异化；而以上核心竞争要素的底层逻辑又在于管理层对于行业的精准洞察、战略精准制定、合理的员工激励和分润制度等。

（三）头部现制茶饮部分核心数据对比

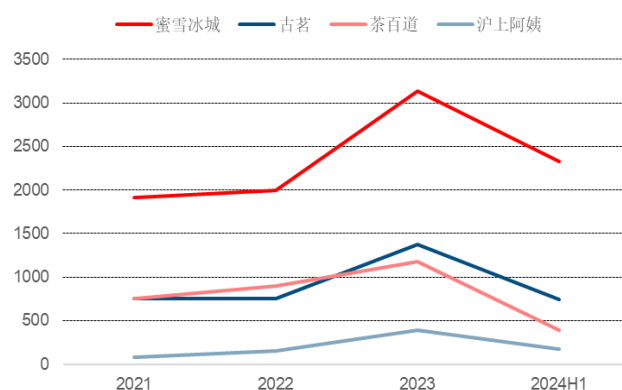
从目前已经上市或提交了招股书的部分主要现制茶饮公司数据对比看，营收和业绩角度，蜜雪集团作为国内现制茶饮龙头的领先优势较大，市占率也大幅领先，古茗在营收、业绩和市占率上均位居第二位。

图 7:几家现制茶饮企业营业收入（百万元）



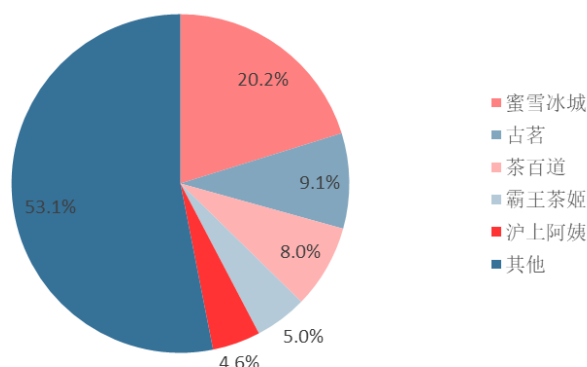
数据来源：Wind，中信建投证券，蜜雪及古茗为前三季度数据折算成 24H1

图 8:几家现制茶饮企业扣非归母净利润（百万元）



数据来源：Wind，中信建投证券，蜜雪及古茗为前三季度数据折算成 24H1

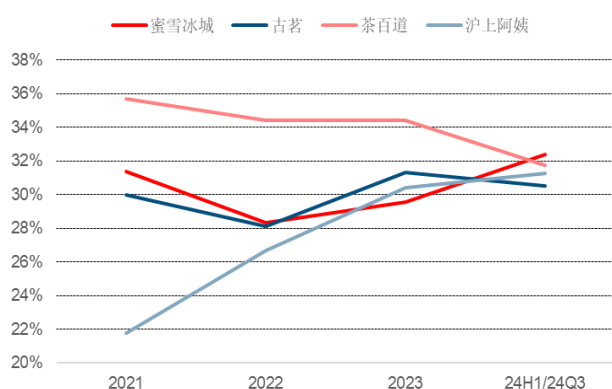
图 9:国内现制茶饮企业 2023 年按 GMV 计算市场份额



数据来源：灼识咨询，中信建投证券

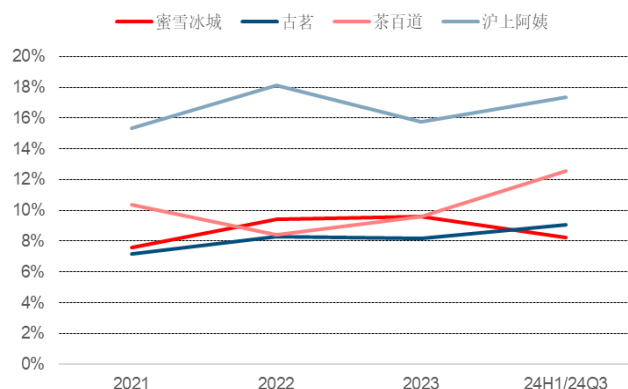
毛利率和费用端看，因为目前头部现制茶饮企业基本采取加盟为主的运营模式，毛利率主要反映其对加盟商原材料、设备、货品等销售，以及加盟费收取的毛利率情况，从 2024 年情况看，几家毛利率基本位于 30%出头位置。期间费用率也基本随时间保持稳定。

图 10:几家现制茶饮企业毛利率情况



数据来源：Wind，中信建投证券，蜜雪和古茗为 24 前三季度，茶百道和沪上阿姨为 24H1 数据

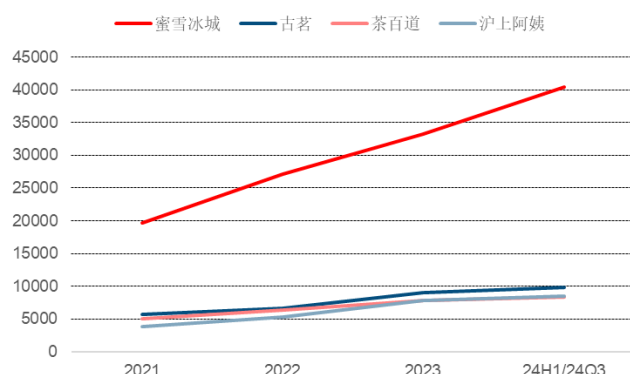
图 11:几家现制茶饮企业期间费用率之和



数据来源：Wind，中信建投证券，蜜雪和古茗为 24 前三季度，茶百道和沪上阿姨为 24H1 数据

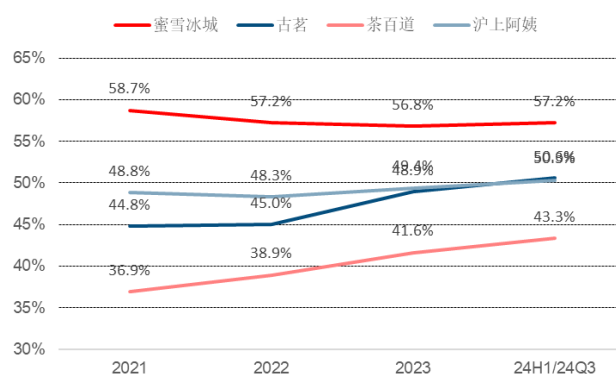
门店数量端，蜜雪集团凭借下沉策略在国内门店数已突破 4 万家，且保持较快较稳定的增速，其他三家门店总数较为接近；从门店线级城市分布看，价格带较低的蜜雪冰城在三线及以下城市占比也明显领先，约达到 56%~59%，另外三家近年随着高线城市现制茶饮的快速铺开，也逐步展现出下沉趋势，三线及以下门店占比明显提升，沪上阿姨和古茗的三线及以下门店占比均已突破 50%，而茶百道在各线城市占比相对均匀。

图 12:几家现制茶饮企业国内门店数量变化



数据来源：公司公告，中信建投证券，蜜雪和古茗为24 前三季度，茶百道和沪上阿姨为24H1 数据

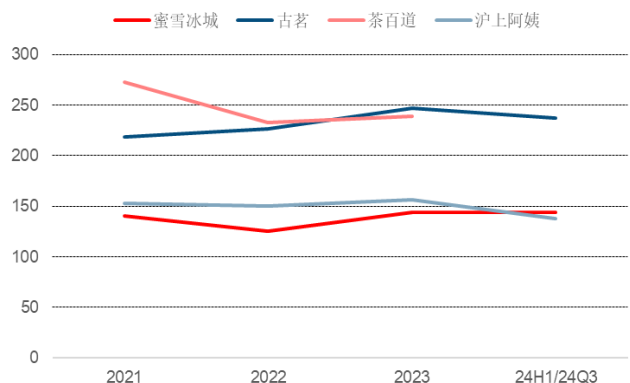
图 13:几家现制茶饮企业国内三线及以下城市门店占比



数据来源：公司公告，中信建投证券，蜜雪和古茗为24 前三季度，茶百道和沪上阿姨为24H1 数据

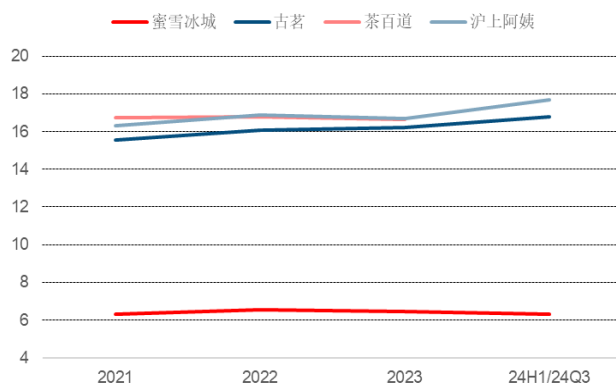
从店均 GMV 和每杯饮品对应销售额看，茶百道和古茗的店均 GMV 较为接近，而沪上阿姨和蜜雪冰城的店均 GMV 较为接近，这一定程度上与不同品牌产品价格带和定位有关。结合每杯饮品对应的平均销售额来看，蜜雪冰城明显比其他三家更低，平均每杯对应的销售额仅 6 元出头，而另外三家约 16~18 元。

图 14:几家现制茶饮企业店均 GMV 变化（万元）



数据来源：公司公告，中信建投证券，2024 年按照已经披露的阶段数据平均计算全年水平

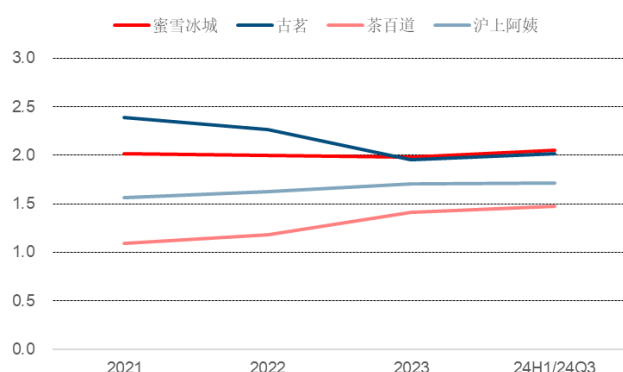
图 15:几家现制茶饮企业平均每杯饮品对应 GMV（元）



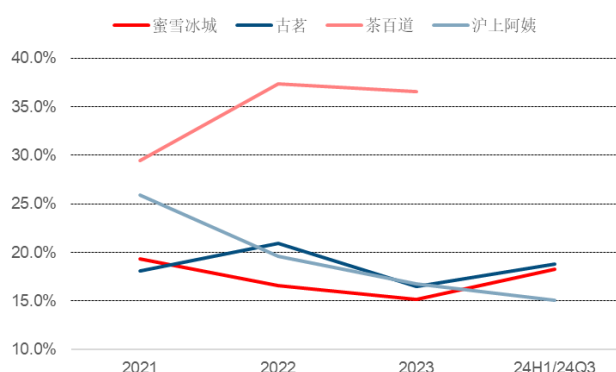
数据来源：公司公告，中信建投证券

平均每个加盟商对应的门店数量既与加盟商复购意愿相关，也与不同企业的要求，以及全国拓展策略相关。2024 年以来各家加盟商平均对应的门店数量有所趋近，蜜雪冰城和古茗相对更高，约超 2 家，而茶百道偏低，这一定程度上与茶百道上市前后积极推进全国布局而在一定程度上对单个加盟商店数有要求相关，也与古茗原先发展区域较集中，追求主要省份的“关键规模”等因素相关，待发展和战略逐步稳定后，优质的老加盟商仍然是各家公司安全高效拓展市场的重要选择。

从几家企业向五大供应商采购金额占比看，茶百道占比较大，而另三家占比约 15%~20%。

图 16:几家现制茶饮企业平均每加盟商对应门店数量（家）


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 17:几家现制茶饮企业向前五大供应商采购金额占比


数据来源：公司公告，中信建投证券

从供应链控制和上游产能看各企业，截至 24Q3 末，**蜜雪集团**：已经成为中国现制饮品供应链领域中生产品类最全和规模最大的企业。蜜雪集团在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有五大生产基地，总占地面积约 79 万平方米，年综合产能达到约 165 万吨。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的饮品食材解决方案；**古茗**：截至 24Q3 末古茗运营三个加工工厂以处理其原料。2021 年、2022 年、2023 年及截至 2024 年 9 月 30 日止九个月，按销售量计，古茗向加盟商提供的原料中约 11%、13%、13%及 13% 经公司的加工工厂进行处理。除向自己的加盟店供应加工原料外，古茗亦向公司客户销售部分加工原料（主要是茶叶拼配），其中部分企业客户使用茶叶拼配来制备其自己的现制饮品。2024 年 9 月 30 日后，古茗完成建设位于浙江诸暨的另一加工工厂。截至 24Q3 末，古茗已将以往在现有的两个加工工厂完成的加工工序分别转移至新加工工厂。现有的两个加工工厂的总加工能力为价值约人民币 10 亿元的产品，而位于诸暨的新工厂的加工能力为价值约人民币 15 亿元的产品；**茶百道**：公司在森冕新材料旗下拥有一家位于四川成都的制造工厂“森冕工厂”，总面积约 1.1 万平米，主要专注于生产茶百道的茶饮所用及出售给外部采购商的包装材料。森冕工厂于 2021 年投产，并自 2021 年 9 月起开始向茶百道加盟店及直营店供应包装材料。2021 年、2022 年及 2023 年，向茶百道门店供应的包材中分别有 3.0%、30.7%及 26.7%（按销售额计）由森冕工厂供应，2022 年起开始通过向外部客户销售包装材料产生收入。2022 年及 2023 年，森冕工厂供应的包材中分别有 6.0%及 11.0%（按销量计）出售给外部采购商。同时茶百道募资中也开始积极投建如茶叶生产厂等；**沪上阿姨**：在浙江省海盐县拥有一个生产设施。海盐工厂于 2022 年投入商业化生产，总面积逾 10000 平米。海盐工厂能够生产及加工用于制备饮品的若干食材，主要包括珍珠、芋圆、芋泥及茶叶。截至 24H1，海盐工厂理论年化产能为 2640 吨珍珠、1320 吨芋圆、2640 吨芋泥及 1584 吨茶叶。

物流仓储。蜜雪集团：其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阔的门店布局。蜜雪集团的仓储体系由总面积达到约 35 万平方米的 27 个仓库组成，为行业内最大，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、1700 个县城和 4900 个乡镇，其覆盖广度和下沉深度为行业内最高；**古茗**：截至 24Q3 末，古茗就业务运营经营 22 个仓库，其中绝大部分自第三方租赁或承包。这些仓库总建筑面积约 22 万平米，包括能支持各种温度范围的超过 6 万立方米的冷库库容。截至 24Q3 末，古茗约 76% 的门店位于距离某一仓库 150 公里范围内。截至 2023 年末，古茗运营的冷链仓储及物流基础设施为中国现制茶饮店品牌中规模最大之一。2023 年古茗完成了总价值超过人民币 40 亿元的原料的冷链配送，为中国现制茶饮店行业中最高。截至 24Q3 末直接拥有和运营 362 辆运输车辆；**茶百道**：截至 2023 年末，茶百道的仓储设施包括 21 个高标准仓库，总建筑面积约 8 万平方米，包括 20 个中心仓及一个前置仓。此外根据不同原材料

的温度和湿度存储要求，在仓储场所内设立常温、冷藏、冷冻多个温区对原材料进行从入库到出库的全程精细化仓储管理，满足了乳制品、冷冻鲜榨果汁、新鲜水果等保质期较短的原材料的配送要求。物流环节已建立了对全国绝大部分门店进行一周二配及以上配送频次的物流存储及配送能力，并借助数字化赋能，做到全程可视化、可追溯，降低物料在配送过程中的损耗，并实现质量保障及质量溯源；**沪上阿姨**：截至 2023 年末，沪上阿姨于中国前五大中价现制茶饮店品牌中，以仓库的覆盖城市数计算排名第一。沪上阿姨要求门店网络的成员必须向公司集中采购平台采购大部分食材，而该平台从经筛选的供应商及自设的生产设施采购食材。截至 24H1 末，沪上阿姨供应链网络包括：（1）12 个大仓储物流基地。（2）四个设备仓库。（3）八个新鲜农产品仓库。（4）16 个前置冷链仓库。

图 18: 蜜雪集团自主仓储物流和配送体系



数据来源：公司招股书，中信建投证券

图 19: 古茗截至 24Q3 末仓库分布情况



数据来源：古茗招股书，中信建投证券

三、龙头势能厚积薄发，核心能力持续深耕

（一）海内外门店构筑强规模优势，产业链各环节赋能能力凸显

结合当前龙头现制饮品企业的发展优势，以及未来行业发展趋势，预计当前头部现制饮品核心竞争力主要在于核心供应链掌控力、组织和管理能力、研发创新和精准营销能力等。

截至 2024 年 9 月 30 日，公司门店总数已超 45000 家，2024 年前 9 个月净增 7737 家，约 4800 家位于中国内地以外地区，覆盖海外 11 个国家，约 57.2% 的门店位于三线及以下城市，下沉市场门店比例与自身价格带水平较为匹配，也逐步凭借品牌效应拓展高线城市势能，近年来加盟商带店率呈现提升态势。截至 2024Q3 末公司在国内门店数量超 40000 家，其中蜜雪冰城超 37000 家；2017 年公司推出现磨咖啡品牌“幸运咖”，现磨咖啡产品均选用阿拉比卡豆，截至 2023 年末拥有超 2900 家门店，其核心产品价格带通常在 5~10 元人民币。以 2023 年的终端零售额计，“幸运咖”是中国第五大现磨咖啡品牌，以 2023 年的饮品出杯量和截至 2023 年末的门店数计，“幸运咖”是中国第四大现磨咖啡品牌。截至 2023 年末，“幸运咖”61.5% 的门店位于三线及以下城市，满足了这些城市中消费者对现磨咖啡店不断攀升的需求。

表 1： 公司门店及加盟商情况

	2021	2022	2023	2024Q1~3
一线城市	782	1190	1513	1942
占比	4.0%	4.4%	4.6%	4.8%
新一线城市	4172	5710	6886	7960
占比	21.1%	21.0%	20.7%	19.6%
二线城市	3187	4739	5955	7446
占比	16.2%	17.4%	17.9%	18.4%
三线及以下城市	11590	15549	18880	23162
占比	58.7%	57.2%	56.8%	57.2%
中国内地门店总数	19731	27188	33234	40510
同比		37.79%	22.24%	
内地以外门店总数	270	1795	4331	4792
同比		564.81%	141.28%	
期初加盟商数量	6366	9784	13625	16784
新加盟加盟商数量	3856	4559	4286	4166
门店转让退出加盟商数量	-166	-412	-523	-554
由公司终止合作的加盟商数量	-179	-176	-282	-205
自行终止的加盟商数量	-93	-130	-322	-411
期末加盟商数量	9784	13625	16784	19780
计算每个加盟商平均加盟门店数	2.04	2.12	2.24	2.29

资料来源：Wind， 中信建投

采购：公司拥有六大洲 38 个国家的采购网络。2023 年，公司采购柠檬、奶粉、橙子、茶叶、咖啡生豆各约 11.5 万吨、5.1 万吨、4.6 万吨、1.6 万吨、1.6 万吨。因此公司能够以低于行业平均水平的价格采购众多核心原材料。例如，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。参考另一现制咖啡业龙头企业瑞幸咖啡，近期也通过强大供应链能力，推出新政向加盟商降低咖啡豆等几十种原料的采购价格，且下降幅度较明显，展现出供应链优势在行业发展中的重要作用；**公司前五大客户均为加盟商，2021、2022、2023、2024 年前 9 月，公司前五大客户收入占比分别为 1.9%、1.4%、1.1%、1.0%。而对应期间前五大供应商的采购额分别占 19.3%、16.6%、15.2%、18.3%，相对较为稳定。**

生产：目前公司在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有五大生产基地，总占地面积约 79 万平方米。公司在这些生产基地的生产覆盖七大类用于制作现制饮品的食材，包括糖、奶、茶、咖、果、粮、料，年综合产能达到约 165 万吨。从产能利用率看，可用产能较为充足。

仓储物流：截至 2024 年 9 月 30 日，公司的仓储体系由总面积达到约 35 万平方米的 27 个仓库组成，为行业内最大。公司的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、1700 个县城和 4900 个乡镇，领先行业。公司通过数字化手段能够精准控制末端货物送达，做到商流、信息流、资金流、物流四流合一。公司在物流成本和效率上相较于同行业具备优势，在配送时效和配送质量上也高于行业平均水平。截至 2024 年 9 月 30 日，公司在中国内地逾 90%的县级行政区划实现了 12 小时内触达，约 97%的中国内地门店实现了冷链物流覆盖。

图 20:公司全球门店网络



数据来源：公司招股书，中信建投证券

图 21:公司五大生产基地



河南生產基地

- 主要產品：食材（糖、奶、茶、咖、果、糧、料）、包材及設備
- 佔地面積：約34.2萬平方米
- 年產能：約121.0萬噸



海南生產基地

- 主要產品：食材（奶、咖）
- 佔地面積（包括在建部分）：約20.4萬平方米
- 年產能：約4.5萬噸



廣西生產基地

- 主要產品：食材（糖、果、料）
- 佔地面積：約10.0萬平方米
- 年產能：約18.5萬噸



重慶生產基地

- 主要產品：食材（果、糧）
- 佔地面積：約12.2萬平方米
- 年產能：約15.5萬噸



安徽生產基地

- 主要產品：食材（果）
- 佔地面積：約1.9萬平方米
- 年產能：約5.4萬噸

数据来源：公司招股书，中信建投证券

图 22:公司自主仓储物流和配送体系



数据来源：公司招股书，中信建投证券

研发：公司的研发主要分为对产品口味和配方相关的应用研发，以及对食材相关的技术、生产工艺、配方及设备等进行的基础研发。公司研发核心优势在于应用研发与基础研发紧密协同衔接。专业的研发团队不但拥有持续打造常青款产品的能力，也能够不断推出季节性和区域性的新品，率先实现多项技术突破。公司是中国现制饮品行业中最早成功研发出速煮珍珠配方及相关工艺的企业之一，将门店内珍珠制备效率提升近一倍。为了在提升产品口感的同时满足消费者日益增长的健康追求，公司自主研发了鲜牛乳奶基底制作工艺，用更为新鲜、健康的配方制作更具香浓口感的饮品。公司自创了冰淇淋粉喷雾干燥生产法等，此外公司也是行业内稀有做到自主研发、生产和供应半自动咖啡机的企业。

加盟商管理：公司构建较为完善的巡店和门店品控机制，并为门店表现的评估提供反馈。截至 2024 年 9 月 30 日，公司门店经营顾问团队由 1585 人组成，负责为加盟商的门店运营提供指导，并定期对他们所负责的门店进行巡查。公司还组建了一支独立的门店考核团队，负责对门店运营进行独立考核。门店考核团队主要对随机选定的门店进行现场抽查。巡店涵盖了产品质量、客户服务、食品安全及合规等各个方面的评估。门店评估机制标准主要包含：1、消费者满意度；2、加盟商对协议是否有违反情况；3、业务表现情况；公司逐步将加盟商自己选址的模式调整为总部推荐制，并且在加盟商各类费用减免和优惠上走在前列，实现深度赋能。

营销和差异化心智打造：公司 2021 年成功通过雪王形象与神曲结合火爆出圈，并引发各头部社交平台用户巨量的二创，公司持续围绕雪王形象持续推出优质的视听内容，例如主题曲、短剧、动画片等。雪王的视听内容不仅培养了参与度和互动性很高的消费者和粉丝，也激发粉丝的二次创作欲。截至最后实际可行日期，“雪王”及“你爱我，我爱你，蜜雪冰城甜蜜蜜”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 195 亿次及 97 亿次。动画《雪王驾到》在 2023 年 8 月推出后已经实现播放量超过 2.2 亿次。2024 年 12 月 21 日公司推出另一部动画《雪王之奇幻沙州》。越南 2023 年六一儿童节的雪王绘画活动相关话题浏览量约为 7000 万次。为了加速品牌建设，公司建立了完善的在线线下品牌营销矩阵，通过社交媒体和创新性营销内容，打造雪

王 IP 在线联动营销。截至最后实际可行日期，“#蜜雪冰城”话题在抖音有超过 444 亿次播放量。线下公司通过超 45000 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，也显著提升了营销效率。

优势供应链和产能掌控、成熟的巡店和管理机制、充足的研发创新和营销能力、国内外市场先发规模优势和持续布局能力、加盟商盈利能力和满意度的良好管理、线上线下渠道价值不断挖掘等共同构成未来公司持续发展的潜在动力和重要保障。

（二）核心运营数据优质，差异化心智深入人心

2024 年现制茶饮行业普遍出现同店效率达峰情况，同时部分品牌开始逐步在原料端让利加盟商。从公司运营数据看，同店销售下滑幅度有限，且通过供应链优化等措施，毛利率实现提升，整体经营端表现仍然位于现制茶饮行业主要企业。2021、2022、2023、2024 前 9 个月同店终端零售额同比变化分别为 28.9%、-2.4%、12.0%、-0.6%，从不同店龄门店的平均单店日均终端零售额看，2021 之前开业、2022 开业、2023 开业的门店，在 2024 前 9 月日均单店零售同比分别为-0.2%、-1.7%、-8.2%，可见较成熟门店的同店表现明显更为稳健，考虑到近两年公司新开门店较多，待后续门店逐步培育成熟则预计单店表现仍有一定韧性。

从杯均和单均对应的终端销售额，杯均销售额约 6~6.5 元，2024 前 9 月为 6.3 元，2023 同比-1.1%。单均 2024 前 9 月为 11.5 元，2023 同比-1.3%。2024 年末公司部分区域门店出现涨价，幅度约 1 元，考虑到涉及范围有限且公司所在价格带区间竞对较少，价格掌控力较强；目前公司单店年均零售额约超 140 万元，预计正常选址和培育状态下的新店投资回收期约一年半，整体保持较好的平均回本节奏。

图 23:公司主要经营数据

	截至12月31日止年度／截至12月31日			截至9月30日止九个月／截至9月30日	
	2021年	2022年	2023年	2023年	2024年
终端零售额(人民币十亿元)	22.8	30.7	47.8	37.0	44.9
饮品出杯量(十亿杯)	3.6	4.7	7.4	5.8	7.1
订单总数(十亿)	2.0	2.6	4.1	3.1	3.9
门店总数	20,001	28,983	37,565	36,153	45,302
运营总天数(千日) ⁽¹⁾	5,504.8	7,788.1	11,591.5	8,372.2	10,721.2
每单平均终端零售额(人民币元)	11.2	11.9	11.8	11.7	11.4
平均单店终端零售额					
(人民币千元) ⁽²⁾	1,401.8	1,251.6	1,438.0	1,135.3	1,082.7
平均单店日均终端零售额					
(人民币元) ⁽³⁾	4,144.6	3,936.1	4,127.8	4,416.3	4,184.4
平均单店饮品出杯量(杯) ⁽⁴⁾	221,746.4	191,807.7	221,804.5	177,168.5	170,721.6
平均单店日均订单量 ⁽⁵⁾	370.8	330.9	350.3	376.1	367.0
新开加盟门店平均单店设备开支					
(人民币元) ⁽⁶⁾	86,879.1	77,384.7	74,442.8	75,416.7	68,541.1

数据来源：公司招股书，中信建投证券

募资金用途主要包括：（1）约 66%将用于提升公司端到端供应链的广度和深度。例如，公司计划通过建造新设施并改造和扩建现有设施以扩大我们在中国的产能；（2）约 12%将用于品牌和 IP 的建设和推广；（3）约 12%将用于加强各个业务环节的数字化和智能化能力；（4）约 10%将用于营运资金和其他一般企业用途；可见公司对于供应链建设的重视程度较高，未来预计灵活化、科技化、多元化、广泛的供应链基础设施将延伸更多为全产业链的赋能机会。

综合来看，对应到现制茶饮行业的主要竞争优势看，公司综合竞争壁垒较高，主要体现在供应链和仓储物流的掌控力和体系较为完整，为自身广阔布局的门店提供优质新鲜的食材，并且随着供应链不断优化提升，长期有望为行业赋能；较为完善的加盟商管理体系，可以帮助加盟商快速熟悉运营流程、针对问题进行赋能和提升、使用较为完善的监管工具等，从而使加盟商带店率有所提升，在行业逐步成熟期时同店表现强韧且成熟店更优；产品创新迭代以及对应的数字化能力、会员精细化管理能力较突出；营销环节持续利用成熟 IP 的衍生内容创造出现象级的营销表现，并持续推进线上线下结合，强化品牌心智；管理层较强的战略执行力，以及在价格带区间上区别于其他多数头部品牌所占据的生态位优势，为其赢得较好的竞争环境和更加粘性的品牌心智等。

投资建议：预计公司 2024~2026 年每年净增门店数量呈现虽有所放缓但仍整体坚挺的态势，中远期若考虑到公司品牌伴随现制茶饮心智持续发展，且在下沉价格带较强的竞争优势，若参考麦当劳在美国地区单店所对应的人口规模，国内市场仍具拓展空间；毛利率和主要费用项考虑到公司持续优化供应链，供应链控制力不断提升，预计整体保持稳健水平。

预计 2024~2026 年公司实现归母净利润 44.4 亿元、51.5 亿元、57.0 亿元，当前股价对应 PE 分别为 23X、20X、18X，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：盈利预测

单位/百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20302.5	25075.0	29018.8	31977.2
变化率	49.6%	23.5%	15.7%	10.2%
归母净利润	3137.3	4442.8	5147.3	5698.6
变化率	57.1%	41.6%	15.9%	10.7%

资料来源：Wind，中信建投

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9148	12649	14849	17340
现金	5622	6109	7852	9960
应收票据及应收账款合计	28	30	34	36
其他应收款及预付款项	404	502	580	640
存货	2232	2659	3082	3404
其他流动资产	862	3350	3330	3330
非流动资产	5445	7339	8484	9676
长期投资	13	13	13	13
固定资产	3817	5724	6874	8049
无形资产	26	28	31	34
其他非流动资产	1589	1573	1565	1579
资产总计	14594	19988	23333	27016
流动负债	3734	5202	6144	6879
短期借款	260	5	5	5
应付票据及应付账款合计	1317	1929	2232	2460
其他流动负债	2157	3268	3907	4414
非流动负债	264	248	248	249
其他非流动负债	264	248	248	249
负债合计	3998	5450	6392	7128
少数股东权益	88	95	100	105
股本	360	380	380	380
其他储备	10147	14063	16461	19404
归属母公司股东权益	10507	14443	16841	19783
负债和股东权益	14594	19988	23333	27016

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3794	5710	5962	6549
净利润	3187	4513	5228	5785
折旧摊销	268	339	378	421
财务费用	14	16	18	20
其他经营现金流	325	842	338	323
投资活动现金流	-825	-4966	-4246	-4488
资本支出	-1691	-1643	-1000	-1021
其他投资现金流	866	-3323	-3246	-3467
筹资活动现金流	-111	-259	27	48
短期借款	260	5	10	10
其他筹资现金流	-371	-264	17	38
现金净增加额	2857	486	1743	2108

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	20302	25075	29019	31977
营业成本	14304	17019	19727	21785
销售费用	1319	1530	1750	1896
管理费用	611	664	749	799
研发费用	85	136	157	173
财务费用	15	16	18	20
资产减值损失	66	108	141	169
其他经营收益	248	297	357	428
公允价值变动收益	2	0	0	0
利润总额	4154	5899	6834	7563
所得税	967	1386	1606	1777
净利润	3187	4513	5228	5785
少数股东损益	49	70	81	87
归属母公司净利润	3137	4443	5147	5699
EPS (元)	8.7	11.7	13.6	15.0

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	49.6	23.5	15.7	10.2
归母净利润(%)	57.1	41.6	15.9	10.7
获利能力				
毛利率(%)	29.5	32.1	32.0	31.9
归母净利率(%)	15.5	17.7	17.7	17.8
ROE(%)	34.7	35.4	32.7	31.0
偿债能力				
资产负债率(%)	27.4	27.3	27.4	26.4
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	8.7	11.7	13.6	15.0
每股净资产(最新摊薄)	29.4	38.3	44.6	52.4
估值比率				
P/E	33	23	20	18

资料来源：公司公告，Wind，中信建投证券

风险分析

1、国内现制茶饮赛道头部品牌近两年预计竞争较激烈，门店规模快速扩张，公司在国内市场门店数量已明显领先其他连锁品牌，后续对于选址和门店管理的要求持续提升，若国内门店规模扩张不及预期，则可能带来营收和业绩增速下滑；

2、国内现制茶饮头部品牌近年价格端竞争趋紧，整体价格带若持续下移，则可能对公司品牌价格带产生一定冲击；随着国内现制茶饮门店数量快速增长，对于加盟商来说，选址和投资回收的难度均有所提升，部分品牌的加盟商回收期方差较大，可能产生供应链和门店运营端持续让利加盟商的情况，对品牌自身盈利能力产生冲击；

3、从收入和业绩敏感性分析，若假设公司 2025~2026 年在净开门店数量、毛利率端受到一定冲击，假设 2025~2026 年公司净开门店数量预测从 6000、5000 变更为 3600、3000 家，毛利率预测从 32.1%、31.9% 变更为 31.4%、31.0%，则 2025、2026 年归母净利润预测将变为 48.9 亿元、51.7 亿元；

4、其他产业链环节的成本变化或核心竞争壁垒发生变化可能对公司的影响。

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师等评选。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018年加入中信建投证券研究发展部，曾有2年国有资本风险投资经验。目前专注于免税、餐饮、酒店、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024年Wind金牌分析师团队成员，2019、2022、2024年新浪金麒麟最佳分析师团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk