

蜜雪集团 (2097.HK) 首次覆盖报告： 长坡厚雪，缔造我国茶饮龙头标杆

投资评级：

买入|首次覆盖

蔡雪昱（首席分析师）

SAC编号：S1340522070001

邮箱：caixueyu@cnpsec.com

杨逸文（分析师）

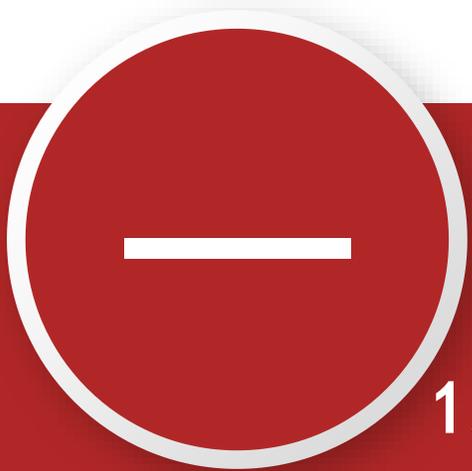
SAC编号：S1340522120002

邮箱：yangyiwen@cnpsec.com

中邮证券

2025年3月25日

- **二十载磨砺，成就行业标杆。** 1997年创始人张红超在郑州创立寒流刨冰开启创业之路，截至24年Q3，蜜雪冰城构建的门店网络已超过4.5万家，覆盖中国及海外11个国家。随着加盟门店网络扩张，公司营业收入持续增长，截至24年Q3，蜜雪冰城实现营业收入186.6亿元。
- **现制饮品行业：渗透提升，下沉和出海发展。** 全球饮品市场中，现制饮品保持快速增长，占比持续提升。分不同市场来看，中国市场及东南亚现制饮品市场未来增长潜力遥遥领先。我国现制饮品保持快速增长，市场规模预计从2023年的5175亿元增长至2028年的11634亿元，复合年增长率为11.59%。其中分不同价位带饮品市场来看，平价现制饮品未来增速显著快于中高价位带饮品，预计2023年至2028年的复合年增长率预计为22.18%，占比从26.4%提升至31.97%。
- **竞争优势：供应链打造护城河，规模效应突出。** 蜜雪加盟门槛低，前期投入小，加盟单店的盈利能力强。得益于其持续迭代的加盟商扶持体系，蜜雪冰城门店规模近两年快速扩张。供应链覆盖采购、生产、物流、仓储等，且在产业链各环节都布局了全资子公司，不断通过自建供应链和源头直采稳定原料价格，持续弱化上游扰动。大单品策略&季节性新品推新打造产品优势，“雪王”IP构建全渠道营销生态。
- **海外扩张：性价比打通海外，增长第二曲线。** 性价比打通海外，东南亚第一现制饮品品牌，其用价格和产品优势+本土化改造，在东南亚市场开辟出新蓝海。越南市场本土连锁品牌占据较强消费者心智，蜜雪利用冰淇淋等性价比大单品占领市场。
- **盈利预测与投资评级：** 预计2024年-2026年公司实现营业收入248.24/301.58/339.13亿元，同比+22.27%/+21.49%/+12.45%，预计2024年-2026年公司实现归母净利润45.82/56.28/63.96亿元，同比+46.06%/+22.81%/+13.65%，对应三年EPS分别为12.15/14.92/16.96元，对应当前股价PE分别为30/25/22倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：** 开店不及预期的风险；海外市场波动风险；行业竞争加剧的风险；食品安全的风险；成本波动的风险。



—

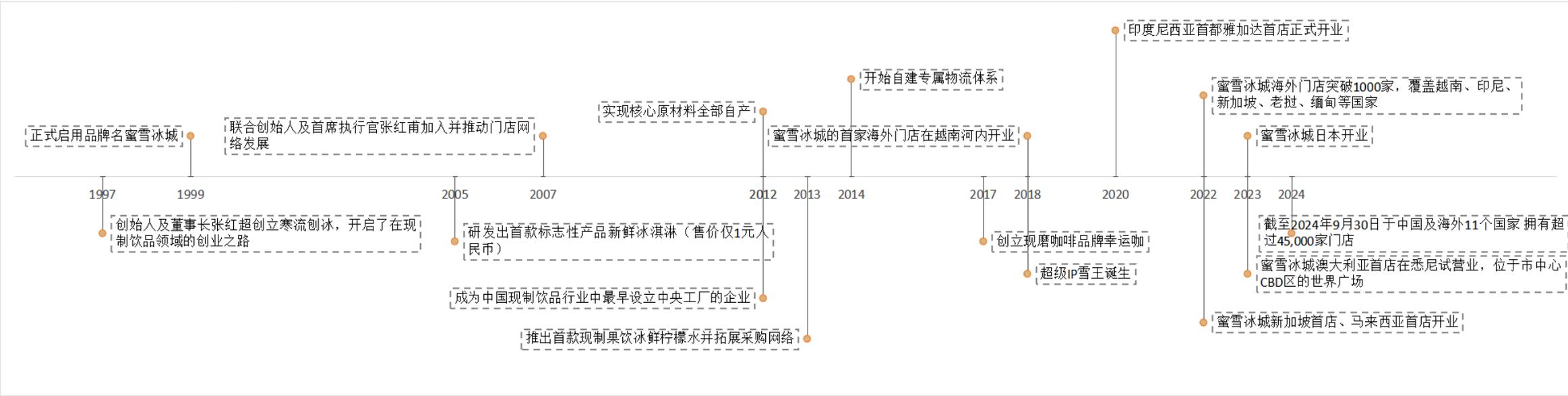
蜜雪冰城：极致性价比，深耕供应链

- 1.1公司介绍：二十载磨砺，成就行业标杆
- 1.2股权与高管：股权结构较为集中，管理团队经验丰富
- 1.3产品门店：产品矩阵丰富多样，门店下沉遍布全国
- 1.4经营指标：加盟驱动营收高增，费控优化利润增长

1.1 二十载磨砺，成就行业标杆

■ **二十八年三阶蜕变，从街边摊到全球茶饮巨头。** (1) 产品筑基期：1997年创始人张红超在郑州创立寒流创冰开启创业之路，并于次年启用品牌名——蜜雪冰城，2005年蜜雪研发出首款标志性产品——售价仅1元的新鲜冰淇淋。(2) 供应链革命期：07年张红甫的加入并推动门店网络发展，12年建成中央工厂实现核心原料100%自产，14年开始自建物流体系，铸造竞争护城河。(3) 生态扩张期：2015年起品牌正式走出河南，2016年蜜雪冰城成都分公司正式成立，辐射中国四川、重庆、贵州、云南、西藏自治区的市场，17年创立子品牌幸运咖，18年蜜雪冰城海外首店在越南河内落地，同时，雪王IP诞生，开启多品牌布局与全球化战略新征程。

图表1：蜜雪冰城发展历程

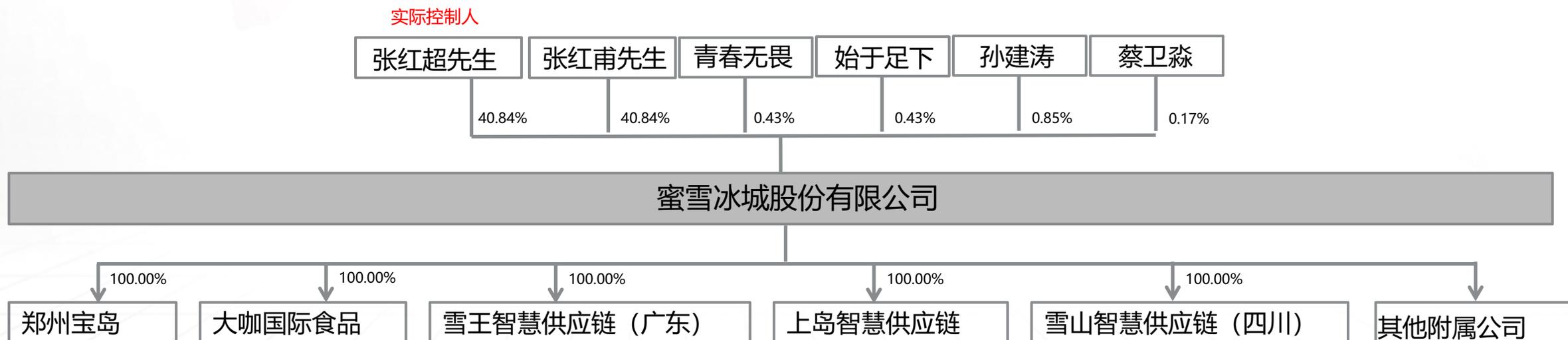


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

1.2 股权结构较为集中，管理团队经验丰富

- **股权结构较为集中，创始人兄弟分别持股40.84%，张红超先生为实际控制人。**蜜雪冰城创始人张红超现任公司董事长，其弟张红甫为联席创始人兼首席执行官，两人分别持股40.84%，为公司实控人。其余核心管理层团队（2人）持股比例达1.02%，员工持股平台（青春无畏和始于足下）持股0.86%。

图表2：公司股权结构



资料来源：招股书，中邮证券研究所

1.2 股权结构较为集中，管理团队经验丰富

- **年轻化管理团队，行业经验丰富，团队凝聚力强。**管理团队全员实战派背景，现任6名核心高管平均年龄约39岁，平均相关行业经验为17年，且基本全部从基层晋升，从泥泞中长出来的团队特质，形成了对下沉市场毛细血管般的洞察力。团队共同经历经济周期与行业周期，凝聚力强。

图表3：高管团队经验丰富

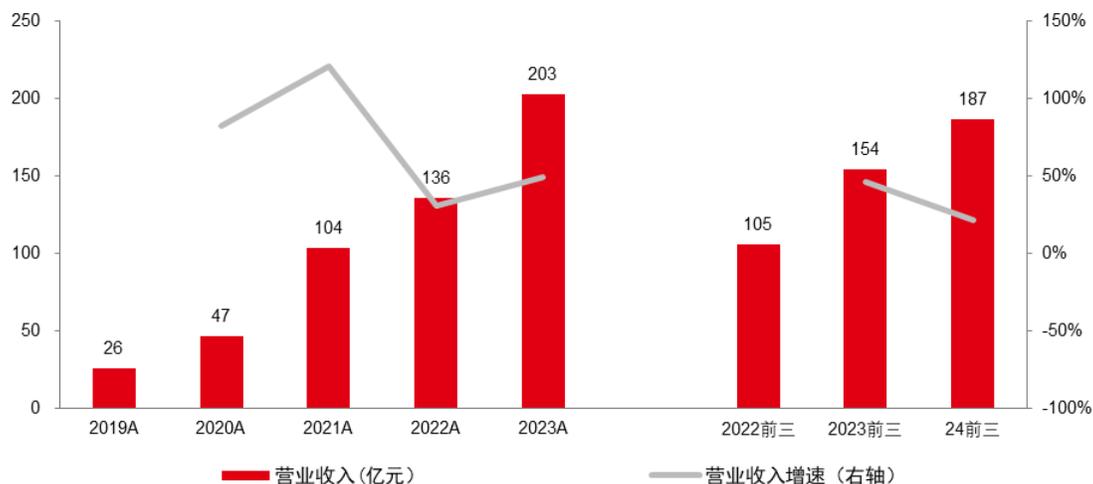
姓名	性别	年龄	加入公司时间	职务	经历
张红超	男	47	1997年	董事长兼董事	1997年起开始创业，主要从事冰淇淋、餐饮等行业，现任公司董事长、大咖食品执行董事、青春无畏执行事务合伙人、超越不凡执行事务合伙人。
张红甫	男	39	2007年	董事兼首席执行官	2005年8月至2007年4月，担任郑州丹尼斯百货有限公司运营经理。2007年5月加入到其兄长张红超的创业团队中，现任公司董事兼总经理、幸运咖监事、雪王投资执行董事、始于足下执行事务合伙人。
蔡卫淼	女	35	2008年	董事兼后端供应链负责人	2008年加入该集团，2012年开始负责门店物料与设备的采购工作。2021-2023年，担任集团负责人。2023年，作为集团前端供应链负责人，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	女	35	2013年	董事兼后端供应链负责人	2013年加入该集团，相继参与集团财务、行政、采购、生产等多部门运营。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。2023年，担任第十四届全国人大代表。
时朋	男	36	2003年	蜜雪冰城中国运营负责人	2003年参与集团门店运营，2013-2018年负责门店及加盟商运营管理，目前负责「蜜雪冰城」在中国的运营。2022年8月，担任河南省连锁经营协会副会长。
张渊	男	33	2023年	首席财务官	2013年取得外经济贸易大学经济学荣誉学士学位，2015年取得清华大学金融学硕士学位，曾任职于BofA Securities及高瓴投资在内的多家金融机构。2023年2月加入集团，负责整体财务管理及资本运营。

资料来源：招股书、中邮证券研究所

1.3 产品矩阵丰富多样，门店下沉遍布全国

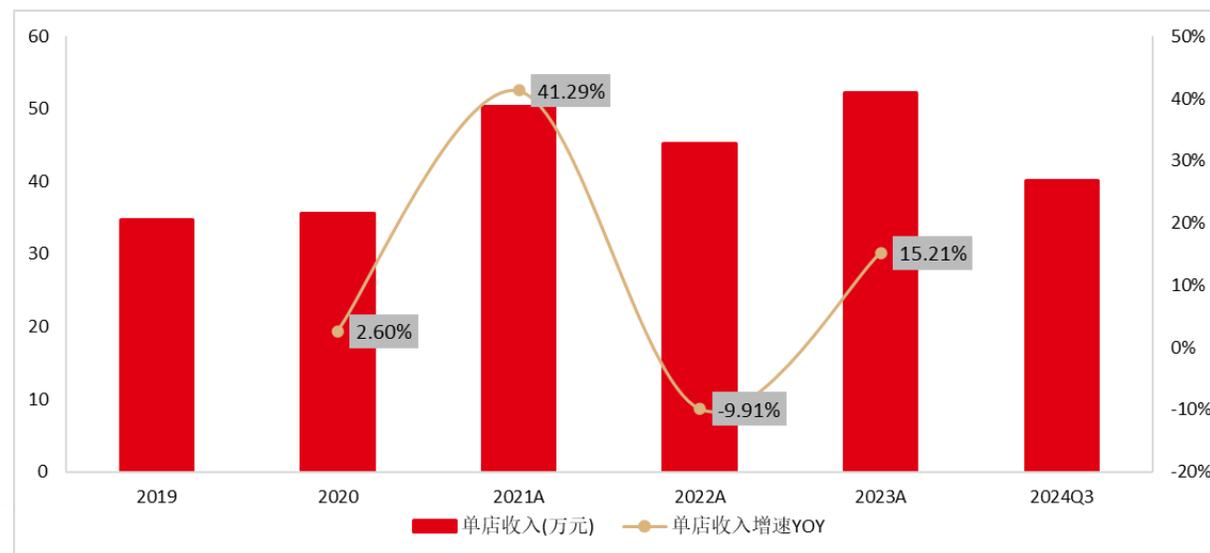
- 营业收入持续增长，加盟贡献主要销售来源。** 公司营业收入21/22/23年分别为103.5/135.8/203亿元，连续三年增速超过20%，截至24年Q3，蜜雪冰城实现营业收入186.6亿元，其中商品和设备销售收入182.16亿，占比为97.62%。从收入模式看，公司初始投资和加盟费都低于中国现制饮品行业平均水平。收入由向加盟商提供商品和设备驱动。

图表4：2019-2024前三季度营业收入及增速



资料来源：招股书、中邮证券研究所

图表5：2019-2024Q3单店收入及增速

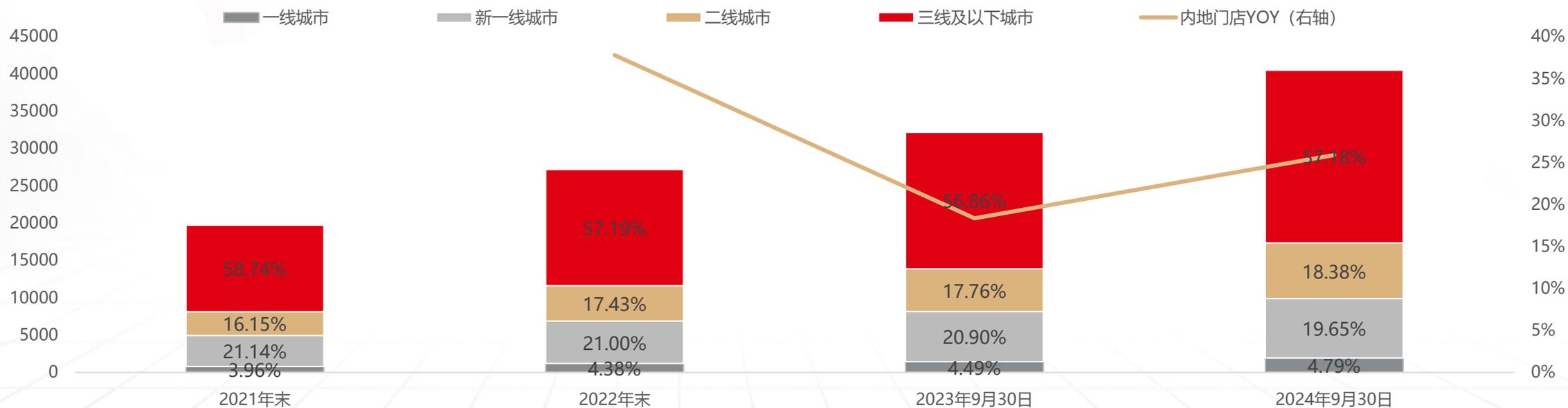


资料来源：招股书、中邮证券研究所

1.3 产品矩阵丰富多样，门店下沉遍布全国

- **门店密集遍布全国，海外门店持续扩张。**蜜雪冰城采用加盟模式来扩张门店网络，截至24年Q3，蜜雪冰城构建的门店网络已超过4.5万家，覆盖中国及海外11个国家。从运营模式来看，99%的门店为加盟门店，其余为自营门店；从门店分布来看，蜜雪拥有中国及海外的庞大的门店网络，截至24年Q3，国内门店40510家（同比+25.89%），其中三线及以下城市门店占比57.18%。

图表6：蜜雪冰城国内市场门店分布情况



资料来源：招股书、中邮证券研究所

1.3 产品矩阵丰富多样，门店下沉遍布全国

- **深耕茶饮咖啡两大赛道，产品矩阵丰富多样。** (1) 蜜雪冰城：成立于1997年，主力产品价格带集中在2-8元，截至23年12月，国内蜜雪冰城门店总数约3.03万家，饮品出杯量达到66亿杯，终端零售额达427亿人民币。(2) 幸运咖：成立于2017年，复用供应链优势，专注平价现磨咖啡，核心产品定价均在5-10元。截至23年12月，幸运咖现磨咖啡品牌终端零售额达19亿人民币，门店数量约为2900家，是中国第四大现磨咖啡品牌。

图表7：蜜雪冰城产品矩阵

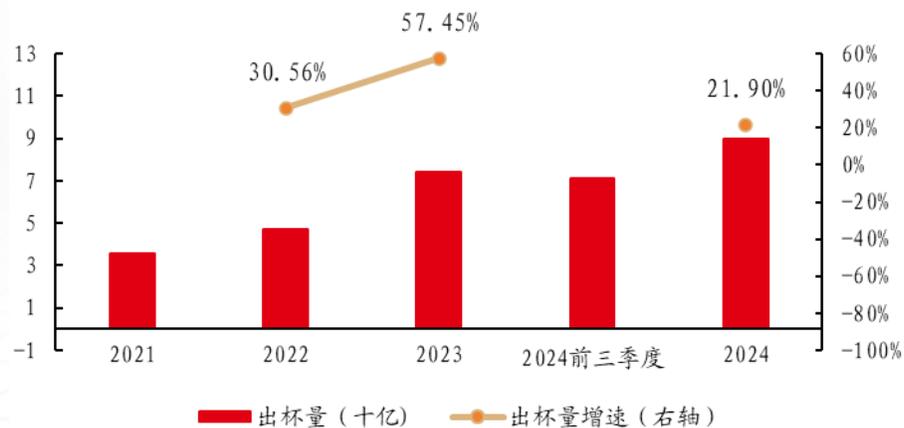
品牌	品牌介绍	核心产品价格	产品矩阵
蜜雪冰城	现制茶饮连锁品牌，创立于1997年，主要以现做冰淇淋及奶茶为产品的连锁加盟品牌，是目前国内最大的冰淇淋与奶茶相结合的实力品牌。	2元-8元	常青品： 冰鲜柠檬水、新鲜冰淇淋、珍珠奶茶、蜜桃四季春、满杯百香果、茉莉奶绿 季节性和区域性产品： 莓果三姐妹、桑葚莓莓、厚芋泥奶茶、香柠红茶
幸运咖	现磨咖啡连锁品牌，创立于2017年，是郑州两岸企业管理有限公司（蜜雪冰城）的全资子公司，旗下的第二品牌，幸运咖的产品线有5大品类27款产品，除咖啡类饮品及挂耳咖啡包外，还售卖许多牛乳类、茶类饮品、及单价2元的雪糕。	5元-10元	美式咖啡系列、拿铁咖啡系列、椰椰拿铁系列

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

1.4加盟驱动营收高增，费控优化利润增长

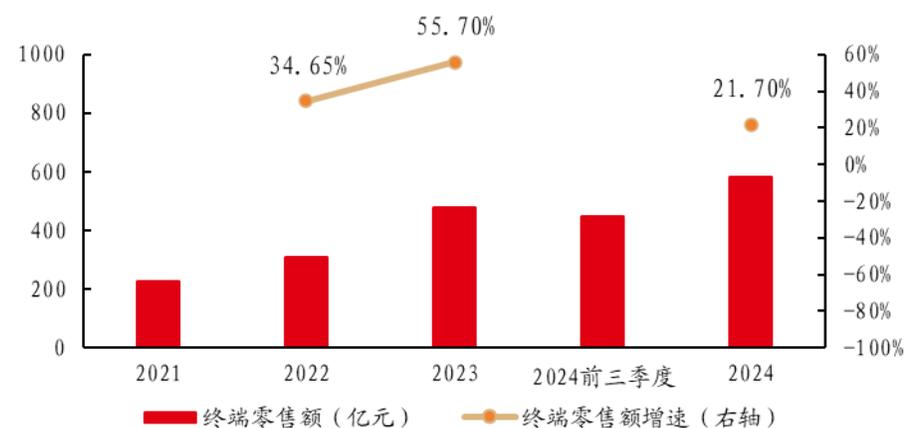
- **蜜雪冰城是国内平价现制饮品龙头，中国及全球最大的现制饮品企业。** 致力于打造集产品研发、生产、仓储物流、销售、连锁经营为一体的完整产业链，为全球消费者提供不超过1美元的现制果饮、茶饮、冰淇淋和咖啡等产品。公司现拥有两大品牌——现制茶饮“蜜雪冰城”、现磨咖啡“幸运咖”。截至2024年9月30日，公司总门店数量超过4.5万家，覆盖中国及海外11个国家。根据灼识咨询的报告，2023年无论按照饮品出杯量还是终端零售额，蜜雪冰城均是中国第一的现制饮品企业。按门店数计，2024年蜜雪冰城是全球最大的现制饮品企业。

图表8：2021年-2024年出杯量及增速



资料来源：招股书、中邮证券研究所

图表9：2021年-2024年终端零售额及增速

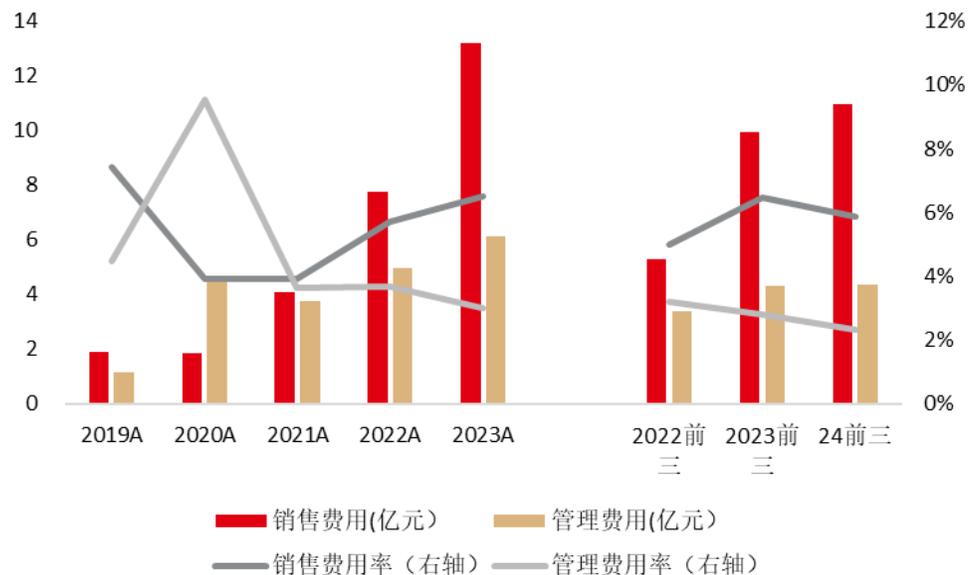


资料来源：招股书、中邮证券研究所

1.4 加盟驱动营收高增，费控优化利润增长

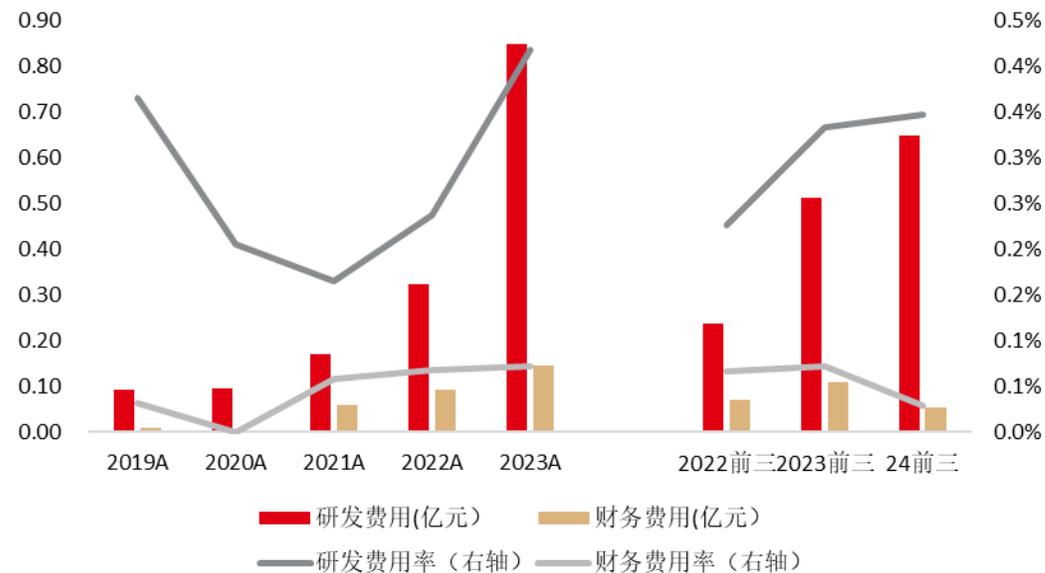
- **综合费用率稳定，销售费用涨幅较大。**2020年以来，公司增加销售人员数量并提升员工待遇，同时为提升IP形象，加大在线推广的投入，扩大了线下宣传物料的投放，并增加了线下营销活动的频次与规模。公司销售费用从2018年的1.83亿元增加至23年Q3的9.93亿元，对应销售费用率从3.9%上升至6.5%，2024年，由于销售和分销业务效率提高，24Q3销售费用率回落至5.9%。

图表10：蜜雪冰城销售和管理费用情况



资料来源：招股书、中邮证券研究所

图表11：蜜雪冰城研发和财务费用情况

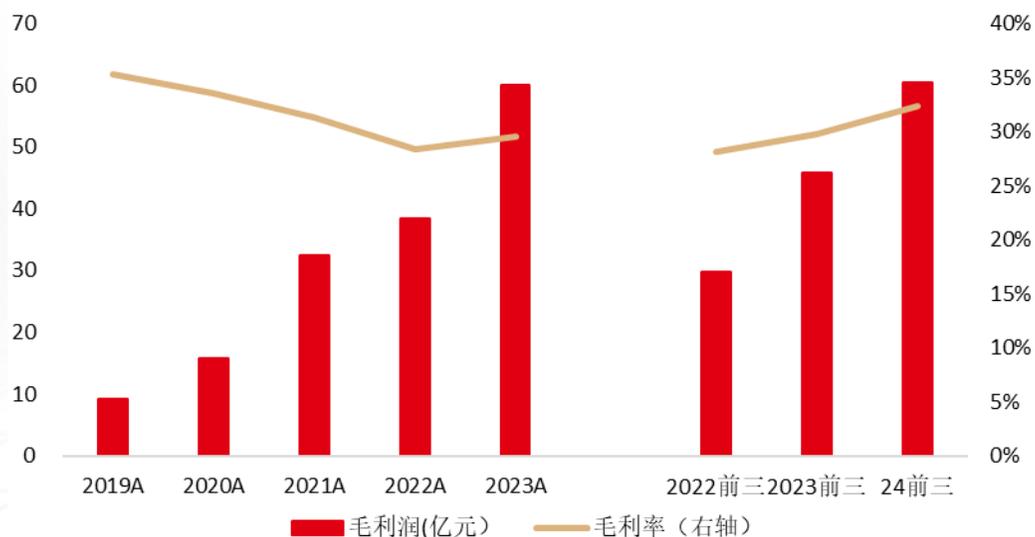


资料来源：招股书、中邮证券研究所

1.4 加盟驱动营收高增，费控优化利润增长

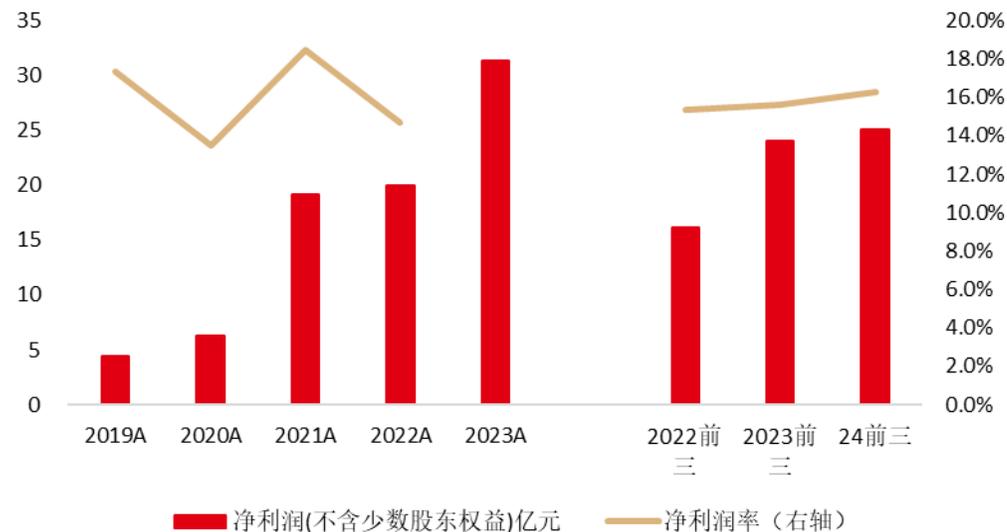
- **门店扩张叠加成本效应，毛利率与净利润稳健增长。** 净利润在21/22/23年分别为19.12/20.13/31.87亿，截至24年Q3，实现净利润34.91亿，同比+42.3%同时，由于供应链效率提升以及若干原材料采购成本下降，蜜雪冰城整体的毛利率有所上涨，21/22/23年,毛利率分别为31.3%、28.3%、29.5%，截至24Q3，毛利率为32.4%，同比+2.7%。

图表12：蜜雪冰城毛利率情况



资料来源：招股书、中邮证券研究所

图表13：蜜雪冰城净利率情况



资料来源：招股书、中邮证券研究所

二

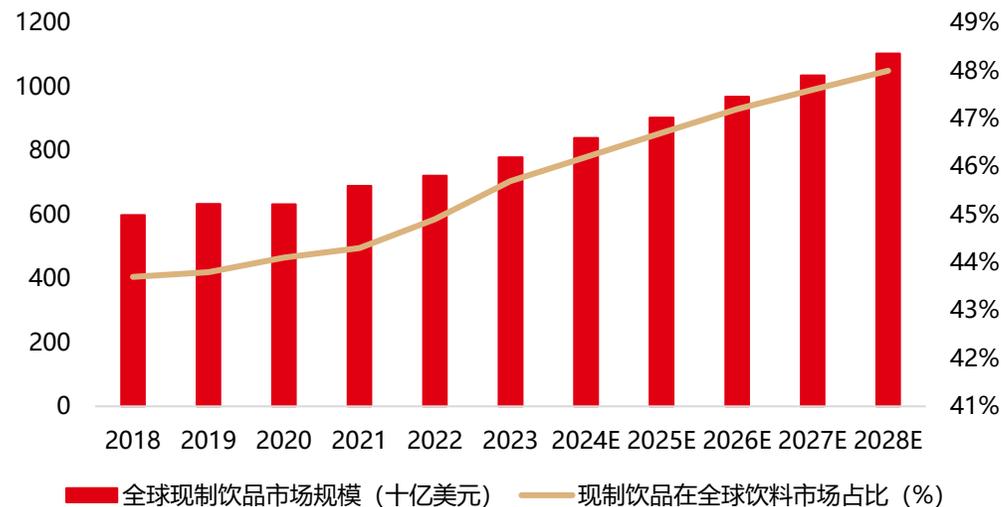
现制饮品：渗透提升，下沉和出海发展

- 2.1 全球饮品市场：现制饮品持续增长，占比提升
- 2.2 新兴市场：迸发活力，人均杯量提升空间大
- 2.3 中国现制饮品：平民化凸显，平价饮品最具增长潜力

2.1 全球饮品市场持续增长，现制饮品占比提升

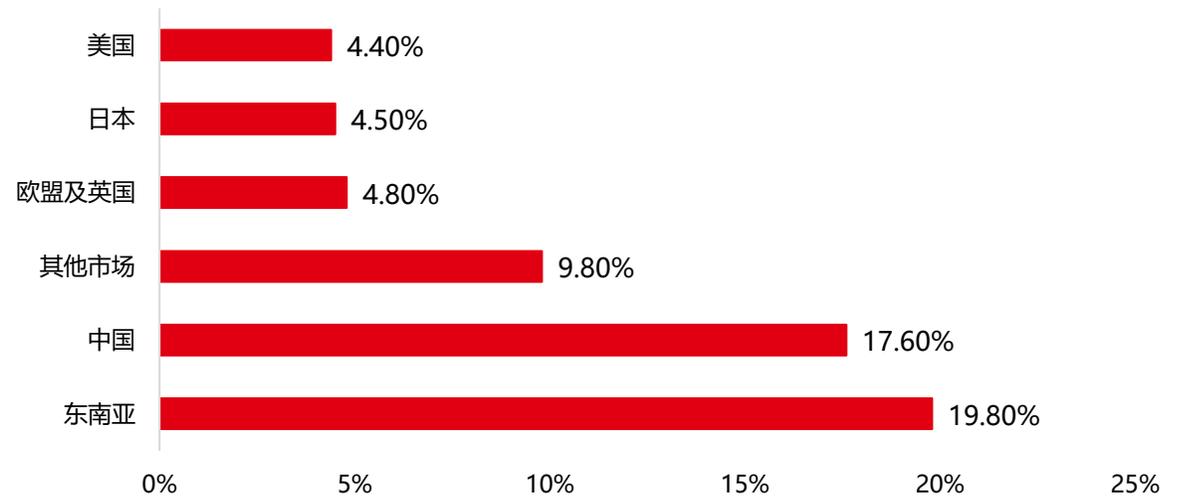
- **全球饮品市场中，现制饮品保持快速增长，占比持续提升。**因现场制作的饮品口感更加新鲜，且不需要添加防腐剂，因此在口味丰富度与健康化等层面皆优于瓶装饮料。以终端零售额计，全球现制饮品市场规模从2018年的5988亿美元增长至2023年的7791亿美元，复合年增长率为5.41%。2023年至2028年的复合年增长率预计将进一步提高至7.22%，带动市场规模增长至2028年的1.11万亿美元，占据全球饮料市场48%市场份额。
- **分不同市场来看，中国市场及东南亚现制饮品市场未来增长潜力遥遥领先。**根据灼识咨询总计，中国和东南亚2023年-2028E市场现制饮品市场复合年增长率高达17.6%/19.8%，欧美、日本市场复合增长率均低于5%。

图表14：全球现制饮品市场规模及增速



资料来源：灼识咨询，中邮证券研究所

图表15：2023-2028E不同海外市场现制饮品市场复合年增长率

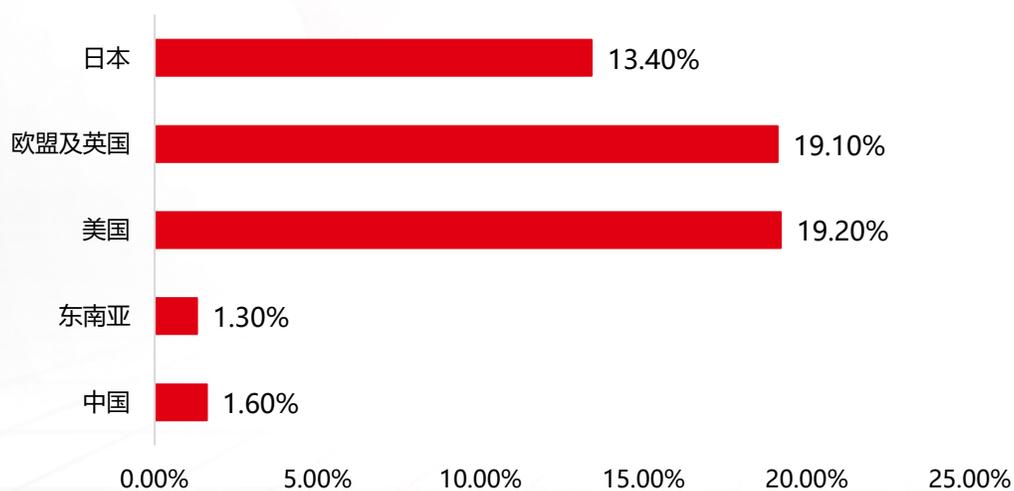


资料来源：灼识咨询，中邮证券研究所

2.2 新兴市场迸发活力，人均杯量提升空间大

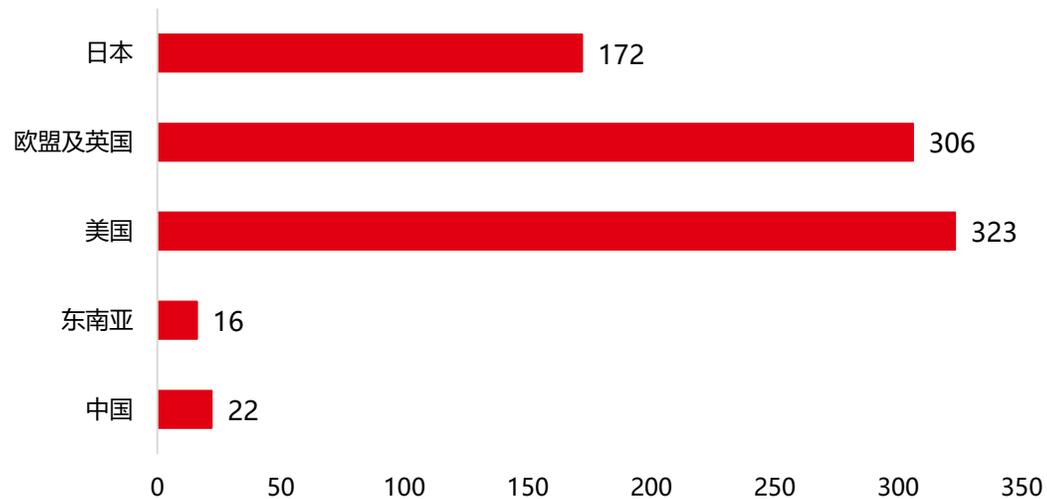
- **我国及东南亚地区人均现饮消费量、现制饮品在总水分摄入比仍有充裕增长潜力。**2023年，中国和东南亚的现制饮品消费量在饮用水摄入总量中的占比均分别仅1.6%/1.3%，显著低于美国、欧盟等发达市场平均；每年人均杯量分别为22/16杯，vs美国、欧盟、日本等发达市场均值（267杯/年）有12/16倍提升空间。

图表16：2023年现制饮品消费量占饮用水摄入总量百分比



资料来源：灼识咨询，中邮证券研究所

图表17：2023年人均现制饮品年消费量（单位:杯/年）

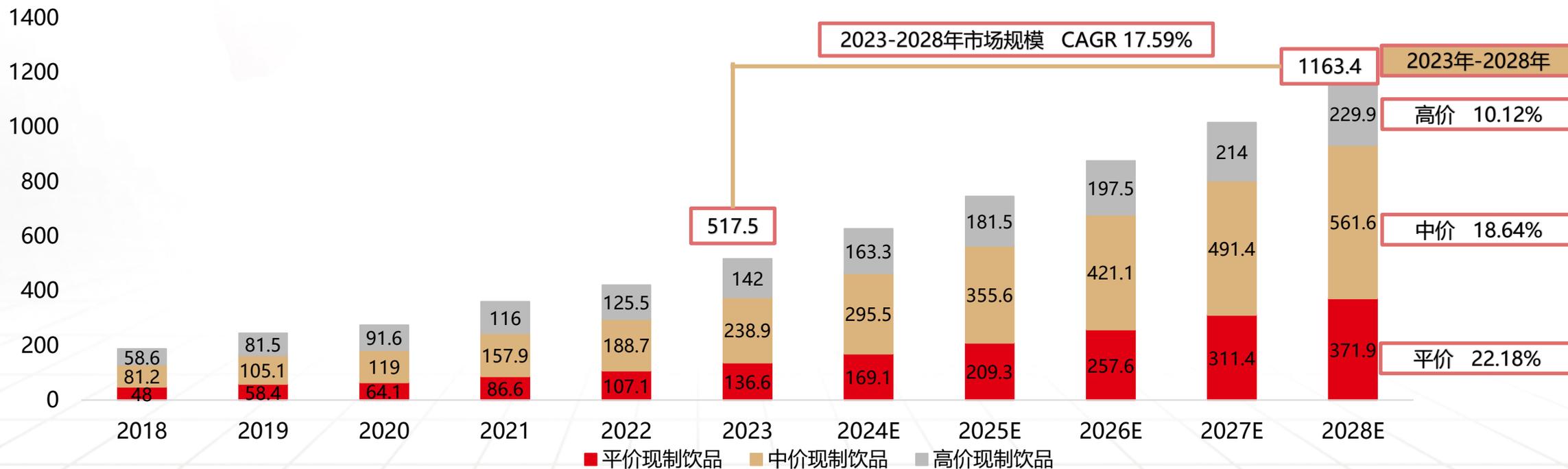


资料来源：灼识咨询，中邮证券研究所

2.3中国现制饮品：平民化凸显，平价饮品最具增长潜力

- 我国现制饮品保持快速增长，预计至2028年达到万亿市场规模。因现场制作的饮品口感更加新鲜，且不需要添加防腐剂，因此在口味丰富度与健康化等层面皆优于瓶装饮料。我国现制饮品市场规模预计从2023年的5175亿元增长至2028年的11634亿元，复合年增长率为17.59%。其中分不同价位带饮品市场来看，平价现制饮品未来增速显著快于中高价位带饮品，预计2023年至2028年的复合年增长率预计为22.18%，占比从26.4%提升至31.97%。

图表18：我国各价位现制饮品市场份额情况（十亿元）



资料来源：灼识咨询，国家统计局，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

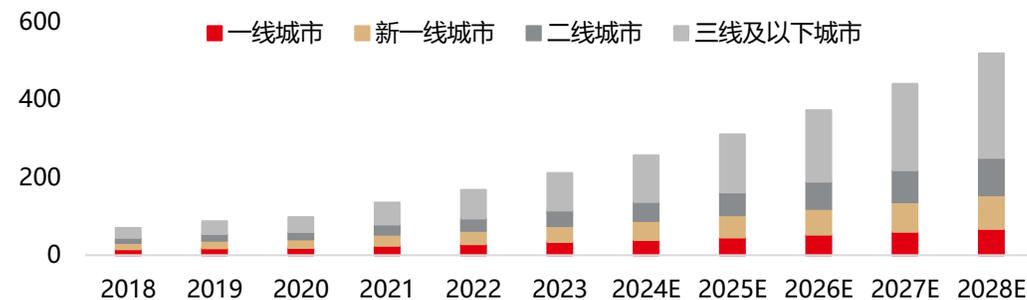
2.3中国现制饮品：平民化凸显，平价饮品最具增长潜力

- 中国现制饮品市场呈现“茶咖共振”格局，下沉市场高增速与平价化策略共同驱动行业扩容。以终端零售额计，2023年占比50%现制茶饮为最大细分赛道，凭借消费升级与渗透率提升双引擎，人均消费量将从2023年11杯/年增至2028年26杯/年，带动市场规模以19.7%的复合增速扩张；与此同时，现磨咖啡市场正处爆发前夜，渗透率预计从9.4%跃升至18.3%，人均消费量6杯到13杯的翻倍增长推动其规模从1515亿元向3836亿元跃进。下沉市场成为两大品类的增长极。现制茶饮在三线及以下城市门店密度（273家/百万人）较一线城市（474家/百万人）存52%提升空间，2023-2028年下沉市场规模CAGR达22.8%；现磨咖啡下沉红利更为显著，三线及以下城市现有门店仅4万家，未来5年市场规模将以24.7%的复合增速冲击千亿级，其中单价≤10元的平价品类依托高性价比，加速消费者从“尝鲜”向“高频”转化，与茶饮共同构建“低价普惠-习惯培育-市场扩容”的增长闭环。

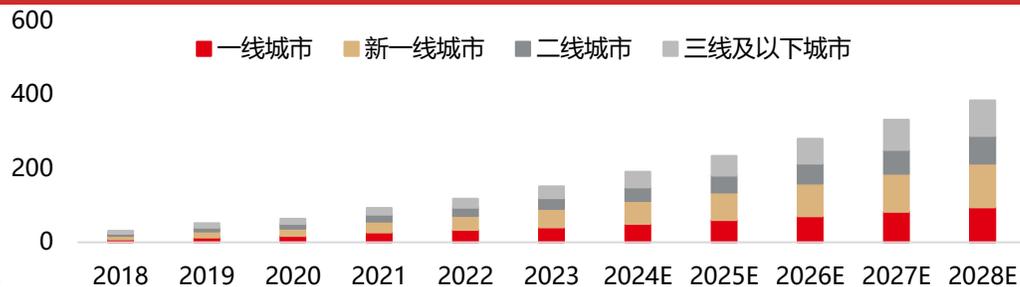
图表19:按品类区分中国现制饮品市场规模（十亿）



图表20:中国现制茶饮店城市分布及市场规模（十亿）



图表21:中国现磨咖啡店城市分布及市场规模（十亿）



资料来源：招股书、中邮证券研究所

三

竞争优势：供应链打造护城河，规模效应突出

- 3.1 加盟体系：初始投入低，加盟政策优惠
- 3.2 供应链：自建供应链，降低原料成本
- 3.3 产品：大单品策略，薄利多销
- 3.4 品牌：全渠道营销，品牌形象深入人心

3.1 初始投入低，加盟政策优惠

- 蜜雪冰城的加盟门槛低，前期投入小，加盟单店的盈利能力强。针对不同城市能级实施差异化收费政策，县级、地级与省会城市年度加盟费分别为7000元、9000元、11000元，形成低门槛准入机制，通过设定20平方米的最低门店面积标准，有效控制租金成本与折旧成本。蜜雪冰城还会提供包含品牌宣传物料、标准化空间设计方案及物流配送系统的全流程支持，降低加盟商前期筹备成本。

图表22：现制茶饮品牌初始加盟费用

	蜜雪冰城	古茗	茶百道	喜茶	奈雪的茶
加盟费	省会：1.1万/年； 地级市：0.9万/年； 县级市：0.7万/年	1.88万/3年	3万	5万/3年	6万
保证金	2万	培训：0.5万； 合作：0.5万	1.5万	3万	3万
运营培训费	0.48万/年	运营服务：3万； 培训服务：2.5万； 开店服务：2.5万	运营服务：营业额满6万元/月，收1%； 培训服务：0.5万元/人，不少于4人	运营服务：营业额满6万元/月，收1%； 系统使用费：2万元/年； 培训服务：4万元	运营服务：营业额满6万元/月，收1%； 培训服务：3万元
设备费用	7万	10万	13-15万	15万起	35万起
首批物料费	5万	2-4万	4万起	/	7万起
装修	6万	10万	/	10万起	40万起
其他费用	/	开业营销费：0.8万	开业服务费：4万； 外卖管理费：0.2万	设计费：1万元； 工程监理费：0.8万	开业服务费：4万
前期总费用（不含租金、转让费等）	21万起	预计33万	预计37.7万起（假设装修10万元起）	预计47.8万元起（假设首批物料费7万元）	预计98万元起

资料来源：搜狐，33餐饮网，中邮证券研究所

图表23：蜜雪冰城单店模型

项目	金额（元）
营业收入（月）	105000
日收入（元）	3500
日单量（杯）	500
客单价（元）	7
外卖销售（月）	15750
原料成本（月）	57750
经营成本（月）	31500
人力成本	15750
房租成本	12600
其他成本	3150
经营利润（月）	26250
前期投入	370000
投资回收期（月）	14

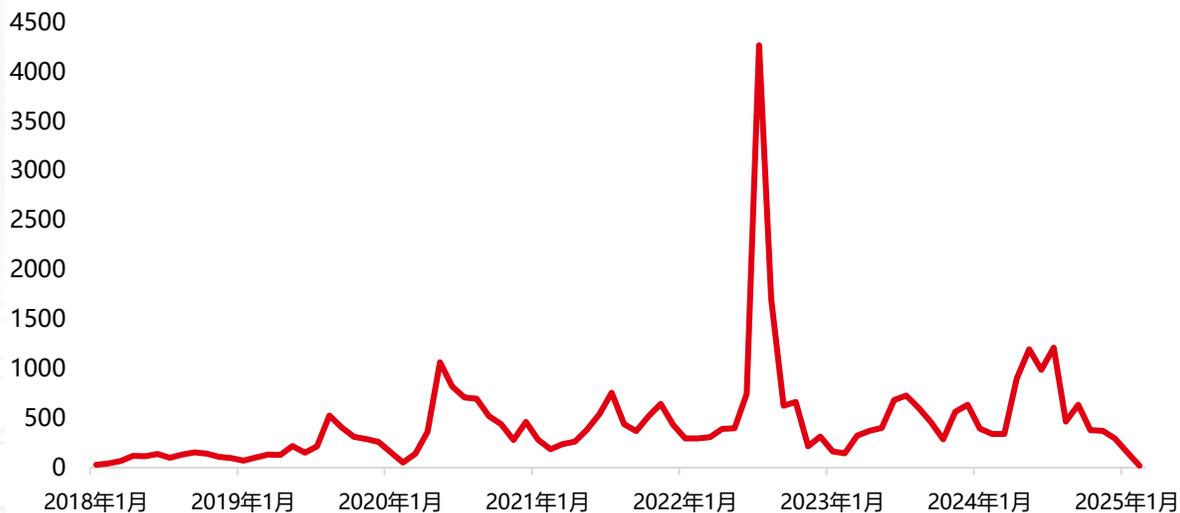
资料来源：窄门餐眼，中邮证券研究所

3.1 初始投入低，加盟政策优惠

■ 蜜雪冰城门店规模的快速扩张得益于其持续迭代的加盟商扶持体系：

- 早期通过设立年度专项基金，向加盟商提供免息贷款支持，有效缓解新店筹建阶段的流动性压力
- 2014年起，自建全国物流网络并实施加盟商免运费政策，显著降低终端运营成本；
- 2015年蜜雪冰城**针对老加盟商补贴、消费者画像在河南区域推出优惠政策**，新增门店1800家。2020年6月，蜜雪冰城正式迎来万店；
- 2022年为缓解疫情影响，面向全体加盟商推出组合式扶持方案，包括免除2021年底前加盟商的年度特许经营费（累计减免约2亿元），以及对食材、包材等核心物料实施降价（覆盖超50%门店物料，均价降幅约15%）。

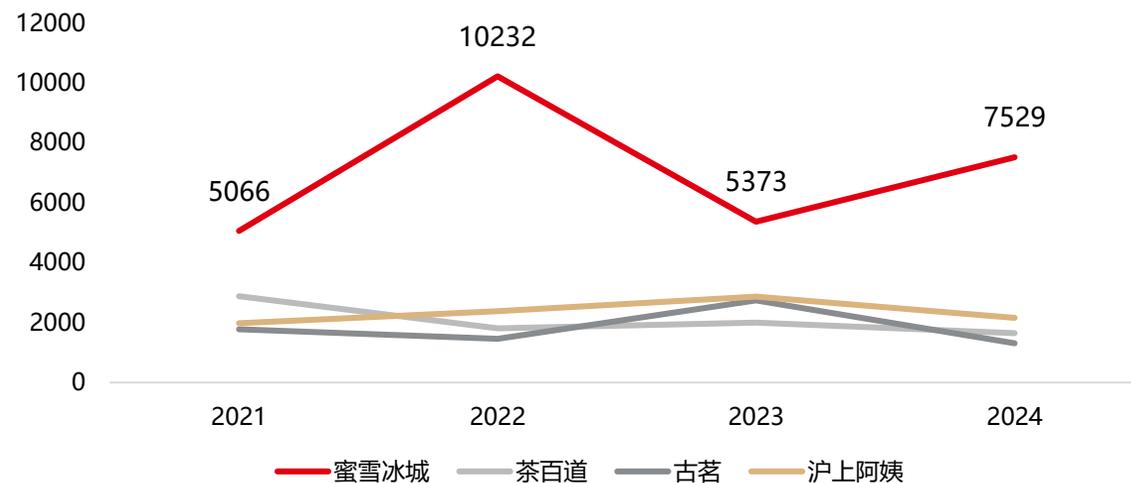
图表24：蜜雪冰城新开店数情况（单位：家）



资料来源：窄门餐眼，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表25：蜜雪冰城、古茗、茶百道新开店数对比（家）

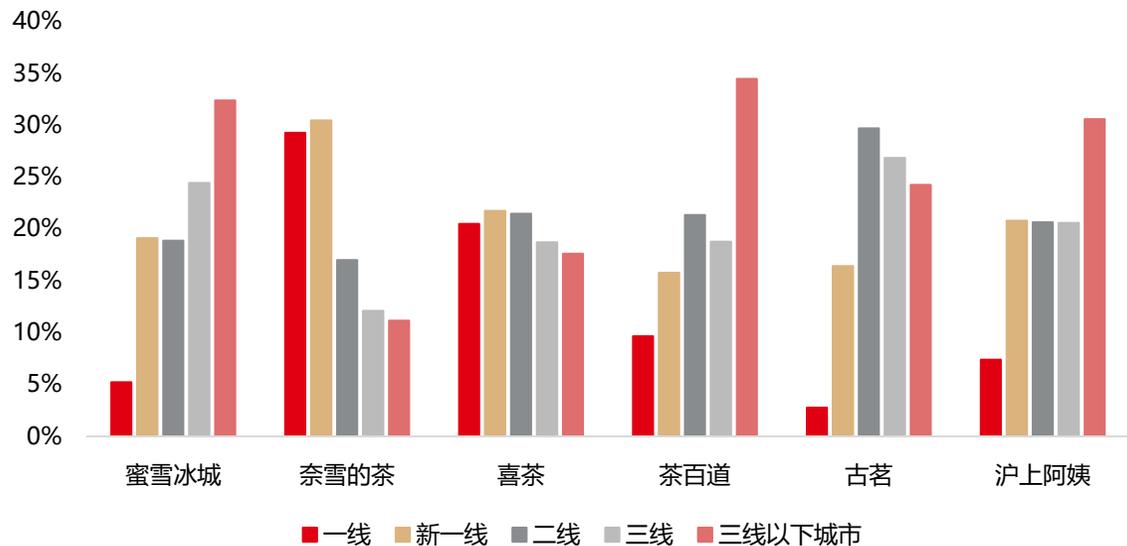


资料来源：窄门餐眼，中邮证券研究所

3.1 初始投入低，加盟政策优惠

- 蜜雪冰城基于“极致性价比”定位实施下沉市场策略，通过“农村包围城市”的渠道布局构建竞争优势。具体而言，其三四五线城市门店规模显著超越一、二线城市总和，依托低线市场密集布局形成区域性规模壁垒，进而逆向渗透高线城市实现超额门店覆盖。该扩张模式的高效性源于标准化运营体系：通过小面积店铺单元（20m²起）、模块化装修方案及弱化空间体验属性的轻量化投资策略，在降低单店筹建成本的同时提升拓店效率。消费场景布局层面，聚焦学生群体及年轻客群的核心需求，优先选址高校集聚区与城市次级商圈等高流量低租金区位，通过客群精准匹配实现高频消费转化，形成良性运营循环。

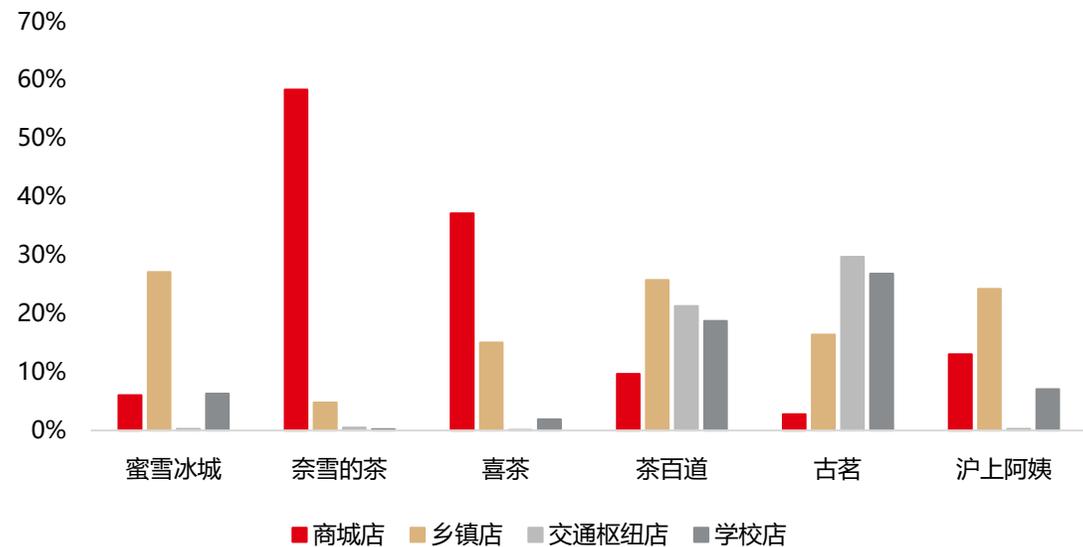
图表26：部分茶饮品牌门店城市分布情况



资料来源：窄门餐眼，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表27：部分茶饮品牌门店选址情况

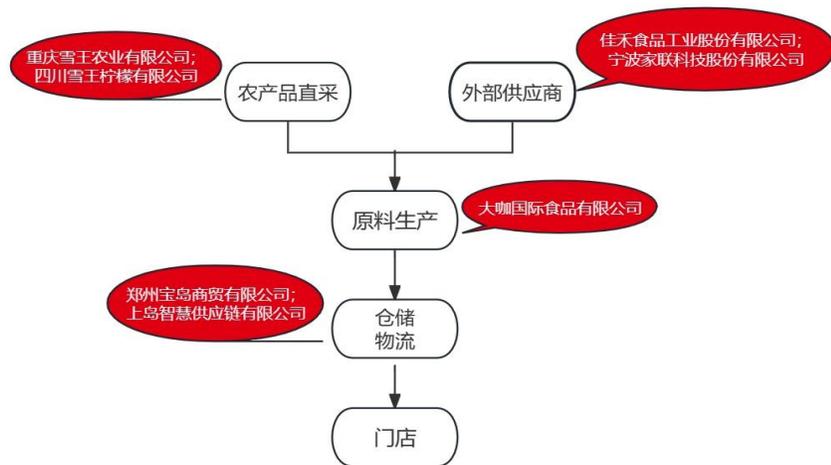


资料来源：窄门餐眼，中邮证券研究所

3.2 自建供应链，降低原料成本

- 蜜雪冰城的供应链覆盖采购、生产、物流、仓储等，且在产业链各环节都布局了全资子公司。从上、中、下游的布局来看，目前，蜜雪冰城搭建了集农业技术支持、产地集采、产品研发、中央工厂生产、自建物流体系、门店运营管理、消费者服务等为一体的完整产业布局。
- 四川雪王柠檬有限公司位于四川省资阳市安岳县，与四川安岳柠檬种植基地建立深度合作关系，为蜜雪冰城提供新鲜果源；大咖国际食品有限公司负责食品及包装材料的研发生产，主要产品包括调味粉剂、果浆&果酱、风味糖浆、五谷、奶浆和咖啡六大品类，均为门店制作奶茶的主要原材料；上岛智慧供应链有限公司和海南鲜易达供应链有限公司则负责提供仓储物流服务。

图表28：蜜雪冰城产业链各环节子公司



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表29：蜜雪冰城部分子公司业务情况

名称	应占权益百分比（直接）	主要业务
郑州宝岛科技有限公司	100%	销售产品设备及提供信息技术服务
大咖国际食品有限公司	100%	生产包装及食材
雪王智慧供应链（四川）有限公司	100%	销售产品设备
上岛智慧供应链有限公司	100%	提供仓储物流服务

资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

3.2 自建供应链，降低原料成本

- **源头直采，采购网络广泛。** 蜜雪冰城在全球范围内建立采购网络，覆盖全球六大洲、35个国家，同时建立合作种植基地，所需生产原材料直接当地采购，减少生产原材料运输损耗、降低采购成本。
- **大规模采购，提高议价能力。** 广泛的采购网络及领先的采购规模，使其能够以低于行业平均水平的价格采购众多原材料。

图表30：部分奶茶品牌采购体系比较

	蜜雪冰城	茶百道	古茗
采购网络	覆盖全球六大洲、35个国家，与供应商签订长期合作	全球采购茶叶，使用黄金奶源地优质乳制品来制作产品，从不同地区采购区域特色水果；从自建的“森冕工厂”采购包装材料	从各种产地（包括海外）进行采购，包括合作种植基地
采购商品	上游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	乳制品、茶叶、糖、鲜果及果汁等多类产品以及包装材料	采购各种商品和设备，包括新鲜水果、果汁、茶叶、乳制品及糖制品等料、包装材料以及泡茶机、制冰机和冷冻柜等设备
采购成本	就同类型、同品质的奶粉和柠檬而言，2023年的采购成本较行业平均分别低10%及20%以上	“森冕工厂”降低有关包材采购的成本	截至2023年，向门店供应芒果的价格较市价低约30%
采购规模	采购规模在中国现制饮品行业中领先。2023年，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。	依据原材料当年及测算的市场行情来锁价锁量	采购供应品规模庞大。2023年，采购了品种超过30种的逾85000吨新水果

资料来源：各公司招股说明书，中邮证券研究所

3.2 自建生产基地，降低原料成本

- 公司原材料成本占收入比重2024年前三季度由2023年的65.2%下降至61.5%，**公司不断通过自建供应链和源头直采稳定原料价格，持续弱化上游扰动**，根据2022年1-3月原材料采购情况来看，主要原材料乳制品/糖类/植脂末/分别占总成本比重25.45%/19.17%/17.74%，2023年核心原料平均采购价格优于同行，例如，就同类同质的奶粉和柠檬而言，采购成本较同行业平均分别低约10%及20%以上。

图表31：产能概况（吨，百分比除外）

	2021			2022			2023			2024Q3		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
糖	127851	75112	58.70%	255677	156486	61.20%	580209	244666	42.20%	480720	223695	46.50%
奶	76825	63879	83.10%	233837	147110	62.90%	359765	198617	55.20%	337637	176747	52.30%
茶							3856	908	23.50%	3190	2131	66.80%
咖	3640	848	23.30%	6087	4349	71%	14333	8384	58.50%	11388	7231	63.30%
果	35575	30417	85.50%	101062	70685	69.90%	231509	136391	58.90%	164145	81597	49.70%
粮	11625	2699	23.20%	16101	5364	33.30%	13099	6330	48.30%	18490	8271	44.70%
料	65389	11529	17.60%	90309	38835	43%	146856	80102	54.50%	109282	64683	59.20%

图表32：募集资金产能规划

	状态	产品类型	新增产能/规模	时间规划
海南生产基地	在建	冷冻水果等	17.3万平方米	2023-2025
河南生产基地	计划中	冰淇淋粉、乳品	8万吨/年	未来2-4年分阶段
东南亚	计划中	本地化生产	未明确	无具体时间安排

图表33：生产基地

	主要产品	占地面积	年产能
河南生产基地	食材（糖、奶、茶、咖、果、粮、料）、包材及设备	约34.2万平方米	约121.0万吨
海南生产基地	食材（奶、咖）	包括在建部分约20.4万平方米	约4.5万吨
广西生产基地	食材（糖、果、料）	约10.0万平方米	约18.5万吨
重庆生产基地	食材（果、粮）	约12.2万平方米	约15.5万吨
安徽生产基地	食材（果）	约1.9万平方米	约5.4万吨

3.2 自建供应链，降低原料成本

- 蜜雪冰城已构建全国现制饮品行业规模最大的仓储物流体系，支撑超3.6万家门店高效运营。截至2024年9月底，公司建成27个仓储中心（总面积35万平方米），平均单个仓库覆盖配送网络覆盖全国31个省份及超4900个乡镇，实现全链路数字化管控。其自建冷链系统使90%县级区域实现12小时极速达，97%门店冷链覆盖率显著高于行业水平，凭借成本与时效双重优势筑牢下沉市场壁垒。分级配送体系有效优化加盟商库存管理，自2014年启动仓储体系自建以来，公司通过整合全国仓储与城配资源，构建了工厂直达门店的高效物流网络。

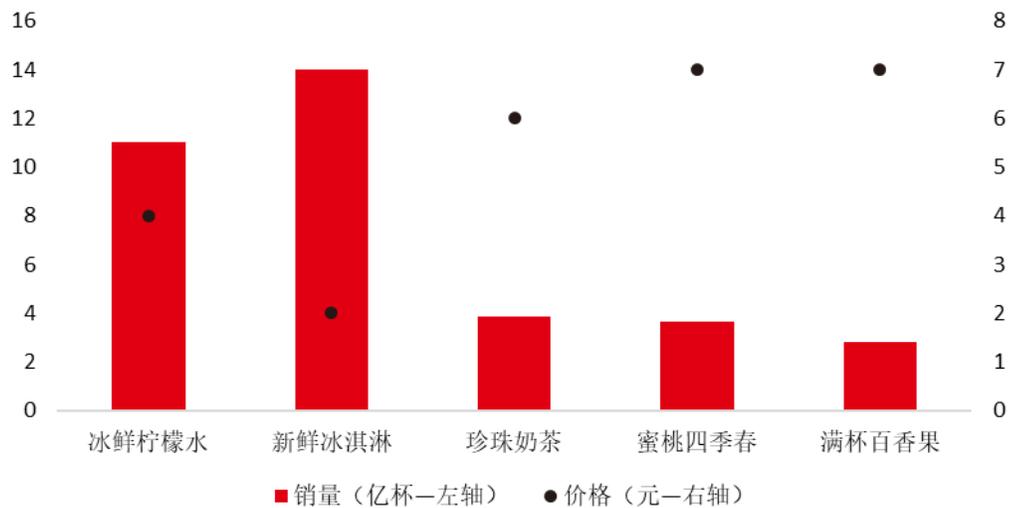
图表34：部分茶饮品牌仓储运输能力比较

	蜜雪冰城	茶百道	古茗	奈雪的茶
仓库数量	国内27个仓库，东南亚 11自主运营的仓库	21个多温仓库，其中6个自有，16个租赁	22个仓库	9个租赁仓库，深圳仓库由公司运营，剩余8个仓库外包给第三方
总面积	国内30多万平方米，东南亚约6.6万平方米	约为8万平方米	超过22万平方米，其中支持不同低温范围的冷库空间超过6万立方米	不足17825平方米
仓储服务半径	覆盖中国31个省（自治区、直辖市）、约300个地级市、1700个县城和3100个乡镇，包括海外4个国家约300个城市	2022年配送半径为 100-300km	76%以上门店位于仓储周围150公里内	覆盖全国93个城市1194间门店
配送方式	专车直配	一支由大约300辆来自 第三方移动服务提供商 的多温运输车辆组成的 车队	截至2024年9月30日，直接拥有及运营超过360辆车辆	与30名物流合作方合作，还有6辆车组成的内部 物流团队负责深圳市内 送货
配送频率	超过90%的国内县级行政区划可实现12小时内 触达	92%的门店提供每周2次及以上配 送	97%以上的门店提供两日一配的冷 链配送服务	仓间调配最快2日内即可到达

3.3 大单品策略，薄利多销

- **平价大单品：**蜜雪冰城有三大常青款产品，即冰鲜柠檬水、新鲜冰淇淋和珍珠奶茶，2024年前九个月国内饮品出杯量分别约为11亿、14亿和3.85亿。根据灼识咨询报告显示，按照2023年出杯量计算，此三款产品为中国现制饮品行业销量最高的三个单品。2024年前九个月，蜜雪冰城前五大畅销常青款产品占蜜雪冰城在中国总出杯量的约35.65%。
- **季节性 & 区域性饮品创新：**在常青款产品基础上，蜜雪冰城根据对消费者喜好的洞察及市场趋势的分析定期推出符合时令和地域特色的季节性 & 区域性饮品。区域性产品通常会融入独特的当地元素，以满足当地消费者的特有口味。例如2023年推出的莓果三姐妹系列，上新首月便在中国售出约3,300万杯。

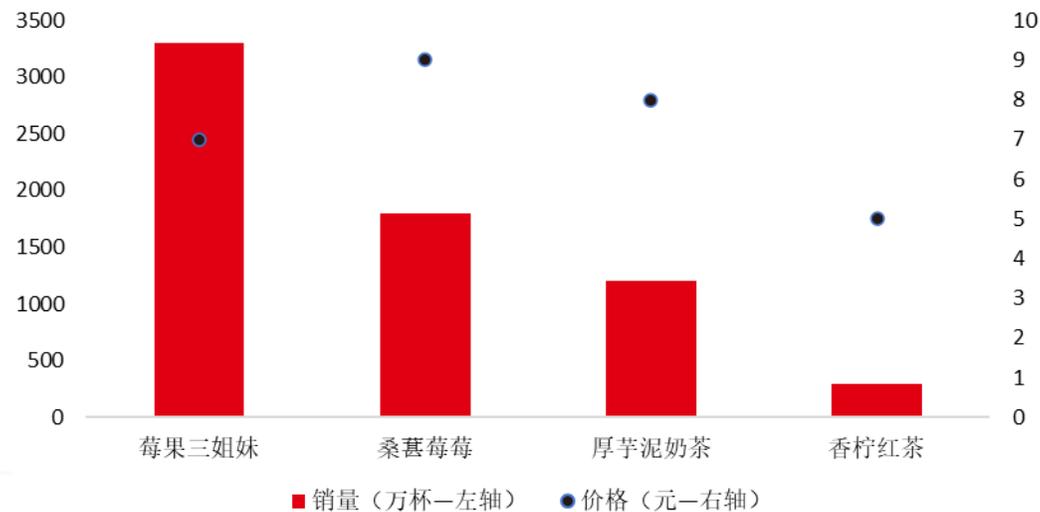
图表35：常青款产品价格及销量



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表36：季节性与区域性产品价格及销量



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

3.4全渠道营销，品牌形象深入人心

■ 蜜雪冰城围绕“雪王”IP构建全渠道营销生态。线上以社交平台为核心，截至最新数据“#蜜雪冰城”抖音话题播放量超435亿次，联动洛天依、蛋仔派对等IP推出联名活动，会员体系渗透至微信、支付宝及自有APP，注册会员数达3.15亿；线下依托全国门店网络开展“雪王巡游”、冰淇淋音乐节及河南4A级工业旅游基地参访活动，强化场景互动，2024年“5.20情人节”期间全国门店单日销售额环比增长11.4%；双端协同深化“事件引爆-流量转化”策略，如茉莉奶绿“唱民歌享优惠”活动实现13亿次曝光并带动首月销量破1亿杯，印证线上线下联动的高效转化能力。

图表37：围绕“雪王”推出的多样化试听内容



图表38：“雪王”IP多渠道营销

線上營銷

會員權益體系

線下營銷

资料来源：招股说明书，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

四

海外扩张：性价比打通海外，增长第二曲线

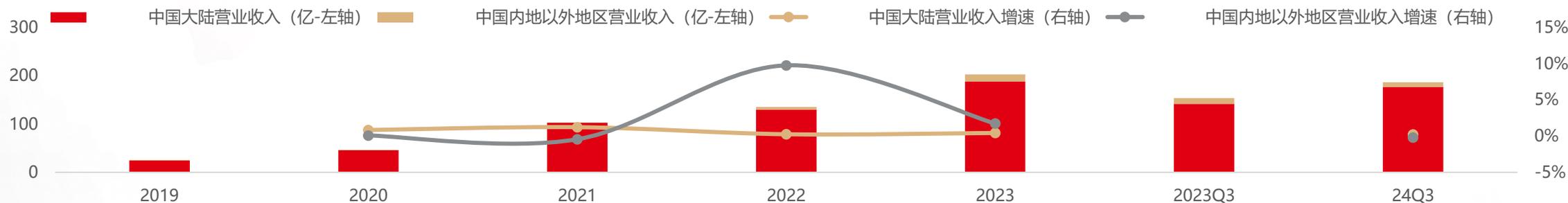
- 4.1 下沉市场之王，蜜雪冰城门店网络遍布全球
- 4.2 产品展现跨市场适应性，定价匹配区域消费
- 4.3 掘金东南亚，出海寻找增长第二曲线
- 4.4 越南：全球化战略核心，高盈利模型验证成功
- 4.5 印尼：冰淇淋驱动扩张，本土化运营持续优化

4.1 下沉市场之王，蜜雪冰城门店网络遍布全球

图表39：海外门店数量(家)



图表40：海外营业收入情况



图表41：蜜雪冰城出海历程



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

4.2 核心产品展现跨市场适应性，错位定价匹配区域消费

- **性价比打通海外，东南亚第一现制饮品品牌。**核心品类（珍珠奶茶/冰鲜柠檬水/新鲜冰淇淋）在东南亚终端定价集中于0.43-1.36美元，低于区域品牌主流价格带（监测数据显示约0.12-4.9美元）。在发达国家溢价可控，仍较当地品牌保有价格优势。
- 在东南亚市场，蜜雪冰城并未简单复制国内菜单，而是针对热带气候和饮食文化深度改良。菲律宾门店推出椰香斑斓系列，泰国市场研发香茅柠檬特调，印尼店铺增加棕榈糖风味选项，甚至将东南亚特色的榴莲、山竹融入冰淇淋产品。
- **从河南郑州到东南亚，蜜雪冰城证明了极致性价比策略的全球普适性。**当新茶饮赛道陷入内卷时，其用价格和产品优势+本土化改造，在东南亚市场开辟出新蓝海。这种以大众化定位打破文化壁垒的出海模式，正在为中国消费品牌全球化提供教科书级范本。

图表42：蜜雪冰城在各国主要品类价格（以2023年美元计价）

品类	中国	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	日本
冰鲜柠檬水	0.57	0.86	0.64	0.70	0.63	0.74	1.03	0.57	1.94	2.39	1.07	1.23
新鲜冰淇淋	0.29	0.57	0.43	0.47	0.47	0.56	0.51	0.37	0.77	1.33	1.07	1.91
珍珠奶茶	0.86	1.36	1.07	1.17	1.57	1.40	1.29	1.04	2.33	3.04	2.50	2.47

注：按照2023年美元兑人民币中间价平均值7.05为汇率换算基准

图表43：各区域主流茶饮品牌价格带

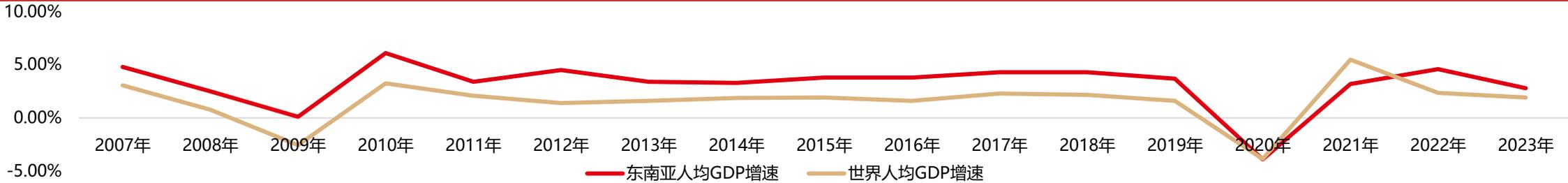
区域	国家	价格区间（美元）
北美	美国	1.59-10.05
	加拿大	1.9-11.4
拉美	墨西哥	2.27-11.09
	巴西	1.35-8.31
欧洲	德国	2.74-9.86
	法国	2.19-10.91
	英国	3.18-11.44
	西班牙	4.33-8.65
大洋洲	澳大利亚	2.0-10.65
	新西兰	3.33-13.52
东亚	韩国	2.08-6.87
	日本	1.15-7.49
东南亚	印尼	0.44-2.7
	马来西亚	0.6-4.37
	越南	0.12-4.9
	泰国	0.53-4.08
中东	卡塔尔	1.92-12.35
	阿联酋	2.19-16.34
非洲	南非	1.6-4.09
	尼日利亚	0.26-6.26

资料来源：蜜雪冰城各区域官网、优狐全球茶饮白皮书，中邮证券研究所

4.3 掘金东南亚，出海寻找增长第二曲线

■ **经济增速提高，年轻人占比较高，消费意愿持续提升。**年轻人占比高，老挝/柬埔寨/印度尼西亚/马来西亚/越南年龄中位数分别为23.5/24.8/29.7/30.3/32.5,茶饮目标人群多。印尼/泰国/新加坡/菲律宾/越南/马来西亚2015年-2023年人均消费支出复合增长率分别为4.2%/3.1%/3.7%/3.7%/5.1%/3.3%，显著高于全球平均水平，消费意愿持续增强。

图表44：东南亚GDP经济增长情况



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表44：东南亚人均消费支出、平均年龄情况

	人均消费支出 (千美元)	年人均消费支出占可支配收入的比重	15-23人均消费支出复合增长率
印度尼西亚	2.6	91%	4.20%
泰国	4.2	97%	3.10%
新加坡	27.3	68%	3.70%
菲律宾	2.8	102%	3.70%
越南	2.2	86%	5.10%
马来西亚	7.2	105%	3.30%

	年龄中位数
新加坡	42.2
泰国	39.7
越南	32.5
马来西亚	30.3
印度尼西亚	29.7
柬埔寨	24.8
老挝	23.5

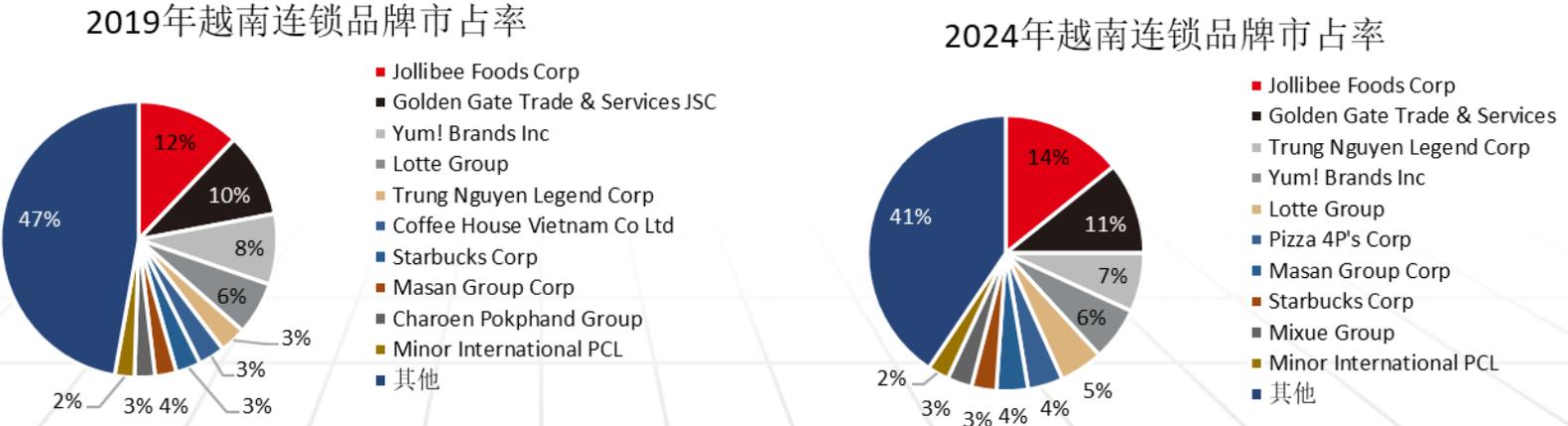
资料来源：iFinD，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

4.4 越南：全球化战略核心，高盈利模型验证成功

- **全球化核心试验田，全资源重仓布局。** 越南是蜜雪冰城出海首站，战略定位等同于郑州，集团以全资子公司形式重仓投入，唯一海外全建制运营市场（研发、供应链、品牌部门完备）。短期目标对标国内广东市场，实现高盈利与高顾客满意度。长期计划开店与提升店效并重，并以此为基地孵化团队，辐射东南亚及全球市场。
- **越南市场本土连锁品牌占据较强消费者心智，蜜雪利用冰淇淋等性价比大单品占领市场。** 越南市场与其他东南亚国家不同，难以摸索，海外一线国际品牌如星巴克、肯德基等市占率表现出不同程度下滑趋势，当地有众多本土品牌平替且消费者心智较强。蜜雪冰城扎根越南较久，本土化程度高，利用冰淇淋产品极致性价比打入当地市场。此外，蜜雪冰城积极参与公益建设，引导加盟商一起做公益，获得了当地老百姓的认知和支持，拥有较好的路人缘。冰淇淋占比高，契合越南湿热气候与平价需求，客群覆盖全年龄段；茶饮因冷链限制表现较弱。

图表45： 2019年VS2024年越南连锁品牌CR10集中度下降



4.5 印尼：平价冰淇淋定位驱动扩张，本土化运营持续优化

- **后疫情时代爆发式增长，市场持续扩张。**蜜雪冰城于2019年底至2020年初进入印尼市场，早期受疫情冲击发展缓慢，2022年前门店数不足100家。2022年疫情管控放开后，品牌实现爆发式增长，全年新增门店超800家，签约储备门店达1500家，门店网络快速覆盖雅加达、万隆等核心城市。其销售额、拓店速度及社媒热度均创历史峰值。
- **价格带错位匹配消费需求，冰淇淋品类驱动的结构优势。**冰淇淋类产品贡献超80%销售额。核心爆款为单价4元的脆筒冰淇淋及8元珍珠圣代，通过叠加果酱、胶头等配料形成差异化。哈根达斯、DQ等品牌客单价高，与市场脱节。蜜雪冰城物美价廉，同时维持高甜度配方，深度契合热带消费者偏好，精准匹配当地需求。
- **加盟成本与回报再平衡，单店优化未来可期。**印尼加盟体系采用三年期授权合同，初始投资约50万元，主因包括长租约模式需一次性支付1-3年租金与装修成本溢价。

图表46：蜜雪冰城印尼和越南初始投资情况

项目	越南盾/人民币
品牌加盟费	4700万 (1.36万元)
合同保证金	7000万(2.03万元)
培训费	600万 (0.17万元)
机器设备费	3亿 (8.7万元)
首批材料费	1.3亿 (3.77万元)
场地审核费	河内、胡志明市: 50万 (0.015万元) 其他省份: 200万 (0.06万元)
装修费用	1.6-2亿 (4.64万元-5.8万元)
总计	9.64亿-10.04亿 (28万元-29.1万元)

注：取人民币/越南盾汇率=3400

	费用 (印尼卢比/人民币)	备注
保证金	4000万 (1.8万元)	可退还
培训费	300万 (0.1万元)	包含生产、管理等咨询服务
设备	1.89亿 (8.6万元)	
原材料成本	1.3亿 (约5.9万元)	
装修费用	1.2亿 (约5.5万元)	按400万(0.2万元) /平, 30平计算
管理费	省会城市:2500万 (1.1万元) /年 其他城市:1900万 (0.9万元) /年	签订合同时直接各预付7500万 (3.4万元) 5700万 (2.6万元)
评估费	雅加达: 200万 (0.1万元) 爪哇省: 300万 (0.1万元) 莱恩岛: 400万 (0.2万元)	
合计	11亿 (50万元)	

注：取人民币/印尼卢比汇率=2200

资料来源：蜜雪冰城各区域官网，中邮证券研究所

资料来源：蜜雪冰城各区域官网，中邮证券研究所

五

盈利预测与投资评级

5.1 国内市场开店空间测算

图表47：蜜雪冰城开店空间测算（高线城市为例）

省份	市区	常住人口 (单位: 万人)	门店数 (个)	开店密度 (店数/万人)	假设密度系数	对应开店空间 (个)	
新一线	直辖	重庆市	3191.43	752	4.2	1.2	1476
一线	直辖	上海市	2487.45	493	5.0	1.8	767
一线	直辖	北京市	2185.8	492	4.4	1.8	674
新一线	四川	成都市	2140.3	697	3.1	1.2	990
一线	广东	广州市	1882.7	451	4.2	1.5	697
一线	广东	深圳市	1779.01	359	5.0	2	494
新一线	湖北	武汉市	1377.4	500	2.8	1.2	637
新一线	直辖	天津市	1364	383	3.6	1.5	505
新一线	陕西	西安市	1307.82	679	1.9	1.5	484
新一线	河南	郑州市	1300.8	722	1.8	1	722
新一线	江苏	苏州市	1295.8	427	3.0	1.8	400
新一线	浙江	杭州市	1252.2	368	3.4	1.8	386
新一线	湖南	长沙市	1051.31	356	3.0	1.1	530
新一线	广东	东莞市	1048.53	281	3.7	1.2	485
新一线	山东	青岛市	1037.15	291	3.6	1.5	384
新一线	安徽	合肥市	985.3	401	2.5	1.5	365
新一线	浙江	宁波市	969.7	325	3.0	1.8	299
新一线	江苏	南京市	954.7	297	3.2	1.8	294
新一线	云南	昆明市	868	308	2.8	1.5	321
空间总计 (个)						10909	

图表48：蜜雪冰城开店空间测算（合计）

城市数量 (个)	目前现有门店数	预测开店空间 (个)	可开门店数 (个)	
一线/新一线	19	9905	10909	1004
二线/三线	100	17533	25952	8419
三线以下	220	13073	24093	11020
总计	40510	60954	20444	

- **城市能级划分：**将全国城市划分为三个梯队——一线/新一线城市（高消费市场）、二线/三线城市（成长型市场）、三线及以下城市（下沉市场）。
 - **一线/新一线：**选取河南郑州为标杆城市（现有门店数/人口密度=基准系数1），结合该梯队城市消费水平、租金成本等因素，给予调整系数，最终测算该梯队开店空间为10909家。
 - **二线/三线：**按人口密度细分城市层级，选取沈阳、银川为次级标杆，假设其开店密度系数，测算空间25952家。
 - **三线及以下：**基于县域经济模型，每百万人口为一层级分别假设开店密度系数，测算空间24093家。
- **基础模型下全国门店空间总量达60954家，较当前门店数存在2万家左右的开店空间。**进一步考虑人口结构因素（Z世代占比提升带来的茶饮渗透率增长）、门店加密弹性（核心商圈可承载更多门店加密）等动态变量，理论峰值空间可上浮15-20%，**对应约7万家长期开店潜力。**

5.2 盈利预测与投资评级

- 我们预计2024年-2026年公司实现营业收入248.24/301.58/339.13亿元，同比+22.27%/+21.49%/+12.45%，预计2024年-2026年公司实现归母净利润45.82/56.28/63.96亿元，同比+46.06%/+22.81%/+13.65%，对应三年EPS分别为12.15/14.92/16.96元，对应当前股价PE分别为30/25/22倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表49：蜜雪冰城营收预测拆分

营业收入拆分		2023A	2024Q3	2024E	2025E	2026E
总营收 (亿元)		203.02	186.60	248.24	301.58	339.13
YOY		49.55%	21.22%	22.27%	21.49%	12.45%
归母净利润 (亿元)		31.37	34.91	45.82	56.28	63.96
YOY		58.29%	42.33%	46.06%	22.81%	13.65%
净利率		15.70%	18.71%	18.61%	18.81%	19.01%
国内	加盟门店收入 (亿元)	180.88	168.07	222.33	269.11	298.39
	YOY	44.00%	24.51%	22.91%	21.04%	10.88%
	期末加盟门店数量 (家)	33234	40510	40500	47000	51000
	新增门店数	6046	6700	7266	6500	4000
	单店收入 (万元)	59.87	45.23	60.30	61.51	60.90
海外	加盟门店收入 (亿元)	14.87	9.52	13.20	16.22	20.12
	YOY	3.61%	-18.69%	-11.23%	22.88%	24.02%
	期末加盟门店数量 (家)	4331	4792	4800.00	5400	6100
	新增门店数	2536	800	469.00	600.00	700.00
	单店收入 (万元)	48.54	21.68	28.91	31.80	34.98
加盟和管理费 (亿元)		4.06	4.43	6.29	8.80	11.45
YOY		46.92%	56.24%	55%	40%	30%
加盟收入合计 (亿元)		195.75	182.03	241.81	294.13	329.95

六、风险提示

- **开店不及预期的风险：**国内经济形势整体向好，但国内门店开店存在不确定性。
- **海外市场波动风险：**海外加盟店库存一旦受到海运等不可控因素影响，导致原料出口影响海外门店表现。
- **行业竞争加剧的风险：**若行业竞争加剧，出现价格战等现象，公司盈利能力将受到影响。
- **食品安全的风险：**食品安全事件将影响消费者信心，将对相关行业和公司造成影响。
- **成本波动的风险：**原材料、能源等成本波动将增加推荐标的的盈利不确定性。

财务报表预测及比率分析

资产负债表 (百万元)							利润表 (百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2737.69	2829.28	5727.47	10016.48	15829.28	21907.32	营业额	10350.99	13575.58	20302.47	24823.82	30158.46	33913.19
应收账款	2.03	15.41	28.47	22.62	27.48	30.90	销售成本	7107.12	9728.74	14303.50	17128.44	20658.55	23060.97
预付款项、按金及其他应	131.52	181.55	133.42	270.17	328.23	369.10	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	405.77	774.43	1318.59	1439.78	1749.19	1933.05
存货	1251.92	1541.16	2231.71	2801.00	3378.28	3771.14	管理费用	391.82	528.81	695.62	595.77	693.64	780.00
其他流动资产	950.61	1988.67	1027.11	975.83	1025.21	1059.97	财务费用	5.97	9.19	14.70	-21.90	-45.23	-66.04
流动资产总计	5073.77	6556.07	9148.19	14086.10	20588.49	27138.43	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	2.82	3.02	3.02	3.02	3.02	投资收益	0.00	-0.18	0.20	0.00	0.00	0.00
固定资产	1033.50	1701.09	3390.05	3235.49	3085.45	2934.94	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	100.30	51.00	21.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	5.00	5.00	5.00	营业利润	2440.31	2534.23	3970.26	5782.03	7153.31	8226.21
无形资产	175.06	466.15	452.61	443.56	434.51	425.45	其他非经营损益	118.57	123.82	183.75	188.00	200.00	142.04
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	2558.87	2658.04	4154.00	5970.03	7353.31	8368.25
其他非流动资产	1034.06	1219.23	1599.70	1599.70	1599.70	1599.70	所得税	646.93	644.95	967.40	1350.04	1679.53	1919.87
非流动资产合计	2242.62	3389.29	5445.38	5286.76	5127.67	4968.11	税后利润	1911.94	2013.09	3186.61	4620.00	5673.78	6448.38
资产总计	7316.38	9945.36	14593.57	19372.87	25716.16	32106.54	归属于非控制股东	1.58	16.38	49.26	37.61	46.19	52.49
短期借款	30.03	140.09	259.75	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利	1910.36	1996.72	3137.34	4582.39	5627.59	6395.89
应付账款	596.68	881.81	1316.78	1522.46	1836.23	2049.77	EBITDA	2665.65	2851.00	4436.48	6116.75	7477.17	8471.77
其他流动负债	1079.47	1316.76	2157.79	2508.63	3033.20	3394.48	NOPLAT	1827.81	1926.28	3056.92	4381.14	5445.68	6271.99
流动负债合计	1706.18	2338.65	3734.31	4031.09	4869.43	5444.26	EPS (元)	5.07	5.30	8.32	12.15	14.92	16.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率						
其他非流动负债	67.50	127.44	263.79	263.79	263.79	263.79	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
非流动负债合计	67.50	127.44	263.79	263.79	263.79	263.79	成长能力						
负债合计	1773.67	2466.09	3998.10	4294.88	5133.22	5708.04	营收额增长率		0.31	0.50	0.22	0.21	0.12
股本	360.00	360.00	360.00	360.00	360.00	360.00	EBIT增长率		0.04	0.56	0.43	0.23	0.14
储备	5177.35	7094.30	10146.99	10146.99	10146.99	10146.99	EBITDA增长率		0.07	0.56	0.38	0.22	0.13
留存收益	0.00	0.00	0.00	4444.91	9903.68	15666.74	税后利润增长率		0.05	0.58	0.45	0.23	0.14
归属于母公司股东权益	5537.35	7454.30	10506.99	14951.91	20410.67	26173.74	盈利能力						
归属于非控制股东权益	5.36	24.97	88.47	126.08	172.27	224.76	毛利率	0.31	0.28	0.30	0.31	0.32	0.32
权益合计	5542.71	7479.27	10595.47	15077.99	20582.94	26398.50	净利率	0.18	0.15	0.16	0.19	0.19	0.19
负债和权益合计	7316.38	9945.36	14593.57	19372.87	25716.16	32106.54	ROE	0.34	0.27	0.30	0.31	0.28	0.24
现金流量表 (百万元)							ROA	0.26	0.20	0.21	0.24	0.22	0.20
税后经营利润	1823.35	1919.45	3045.50	4374.94	5468.78	6318.01	ROIC		0.65	0.71	0.68	0.80	0.89
折旧与摊销	100.80	183.76	267.78	168.62	169.09	169.56	估值倍数						
财务费用	5.97	9.19	14.70	-21.90	-45.23	-66.04	P/E	72.91	69.76	44.39	30.39	24.75	21.78
其他经营资金	-237.73	318.22	465.90	-92.38	148.76	102.92	P/S	13.46	10.26	6.86	5.61	4.62	4.11
经营性现金流量	1692.39	2430.63	3793.87	4429.27	5741.40	6524.45	P/B	25.15	18.68	13.26	9.32	6.82	5.32
投资性现金流量	-1831.63	-2201.86	-825.34	235.06	195.00	120.37	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金流量	726.65	-139.26	-111.32	-375.32	-123.60	-566.78	EV/EBIT	50.85	48.67	30.92	20.99	16.36	13.72
现金流量净额	587.41	89.51	2857.21	4289.01	5812.80	6078.03	EV/EBITDA	48.92	45.53	29.05	20.41	15.99	13.45
							EV/NOPLAT	71.35	67.39	42.16	28.49	21.96	18.17

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

感谢您的信任与支持!

中邮证券研究所食品饮料团队

蔡雪昱 (首席分析师)

SAC编号: S1340522070001

邮箱: caixueyu@cnpsec.com

杨逸文 (分析师)

SAC编号: S1340522120002

邮箱: yangyiwen@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048