

买入

2025 年 4 月 9 日

现制茶饮龙头公司，深耕国内展望海外

► **中国现制饮品龙头公司：**蜜雪集团成立于 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”两个品牌。公司通过加盟模式实现门店扩张，实现对于中国大陆市场的深度布局并开拓了印尼、越南等 10 个海外市场；按照 2023 年年末，公司饮品出杯量 74 亿杯，截至 2024 年 9 月 30 日，公司门店总数达 45,302 家。根据灼识咨询报告，以门店数量计，公司全球最大的现制饮品企业；以饮品出杯量计，公司是中国第一、全球第二的现制饮品企业。

► **全球市场规模巨大且预计将加速增长：**以终端零售额计，全球现制饮品市场规模 2023 年至 2028 年的复合年增长率预计将进一步提高至 7.2%，带动市场规模增长至 2028 年的 11,039 亿美元，占据全球饮料市场近一半份额。在 2023 年至 2028 年间，中国和东南亚市场预计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%，合计贡献同期全球现制饮品市场规模增量的近 40%。

► **深度整合供应链，国内外快速扩张：**公司通过对于供应链垂直整合，实现了对于核心原材料的高度掌控，获得了对比同业公司显著的成本优势，蜜雪集团通过平价饮品深入规模庞大的下沉市场，其加盟店单店前期投资较低，投资回收期短；且其门店规模天花板要显著高于饮品价格更高的同业公司，蜜雪冰城成为中国现制饮品市场前五大品牌中唯一处于平价价格带的品牌（单杯售价<10 元）。在供应链的强力支持下，近年来蜜雪集团实现海内外、双品牌的快速扩张，庞大的门店规模优势更加凸显，将进一步摊低供应链成本，实现优势闭环。

► **目标价 482.8 港元，首次覆盖并给予买入评级：**公司深度整合供应链，门店规模业内领先，对比同业公司，公司具备更深的护城河，应给予一定的估值溢价，我们预测 FY2025-FY2027 公司归母净利润为 52.6/60.5/68.4 亿元，按 FY25 35xPE 计算。得出公司目标价 482.8 港元，较现价有 27.3%的上升空间，首次覆盖，给予买入评级。

李卓群

+852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业 消费
股价 379.4 港元
目标价 482.8 港元
(+27.3%)

股票代码 2097.HK

已发行股本 3.80 亿股

总市值 1,434 亿港元

52 周高/低 471.8/256 港元

每股净资产 55.26 港元

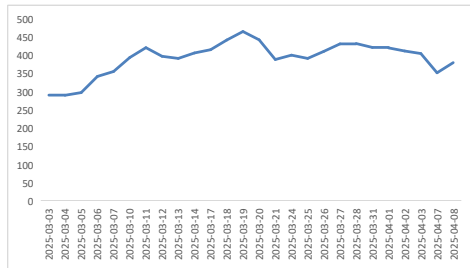
主要股东 张红超、张红甫
(82.54%)

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测	2027年预测
收入 (百万港元)	20,302	24,829	29,635	33,582	37,426
变动 (%)	49.6%	22.3%	19.4%	13.3%	11.4%
经营利润 (百万港元)	3985	5600	6728	7739	8752
变动 (%)	56.9%	40.5%	20.1%	15.0%	13.1%
股东净利润 (百万港元)	3,187	4,454	5,258	6,046	6,836
变动 (%)	58.3%	39.8%	18.0%	15.0%	13.1%
EPS (港元)	8.71	12.32	13.79	15.86	17.94
市盈率@379.4\$ (倍)	43.5	30.8	27.5	23.9	21.2

资料来源：公司公告，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

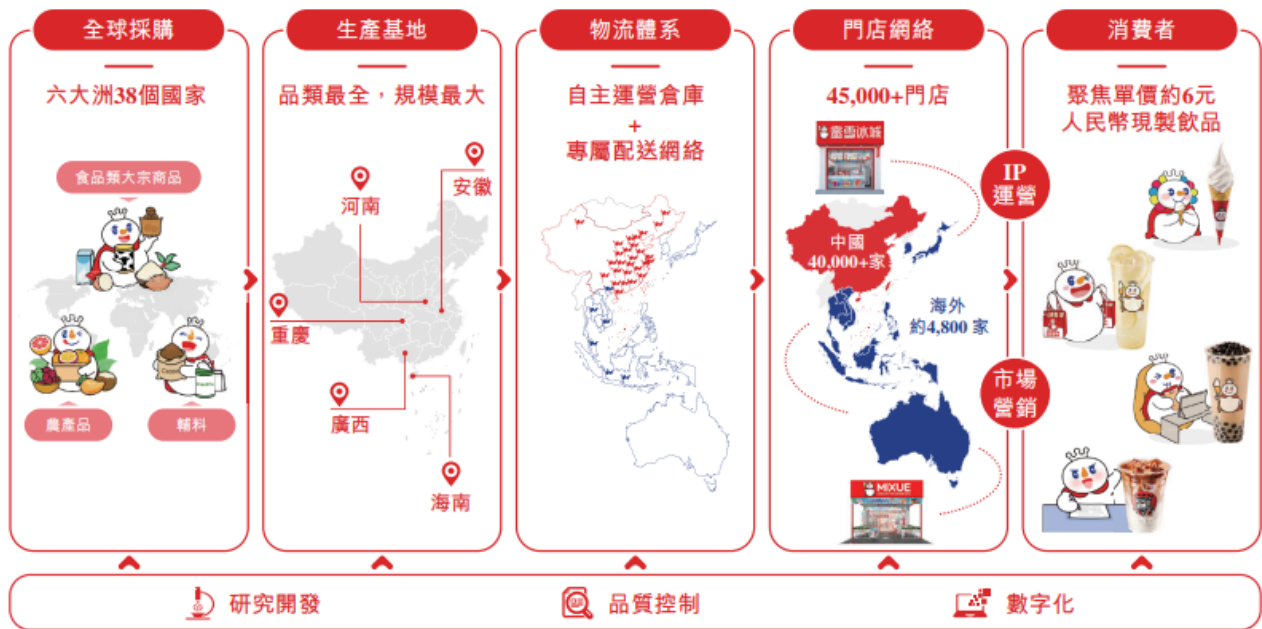
公司概况：中国现制茶饮行业龙头

公司简况与发展史

据灼识咨询报告，截至 2024 年 9 月 30 日，以门店数量计，公司全球最大的现制饮品企业；截至 2023 年年末，以饮品出杯量计，公司是中国第一、全球第二的现制饮品企业。

蜜雪集团是全球第一大规模的现制饮品龙头（以门店规模计）。蜜雪集团成立于 1997 年，是一家全球领先的现制饮品企业，提供单价约 6 元、高质平价的现制茶饮、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”两个品牌。公司通过加盟模式实现门店扩张，实现对于中国大陆市场的深度布局并开拓了印尼、越南等 10 个海外市场。根据灼识咨询报告，截至 2024 年 12 月 31 日，公司门店总数达 46,479 家，以门店数量计，公司全球最大的现制饮品企业；截至 2023 年年末，公司饮品总出杯量 74 亿杯，以饮品出杯量计，公司是中国第一、全球第二的现制饮品企业。

图表 1:蜜雪集团业务模式



资料来源：公司公告，第一上海整理

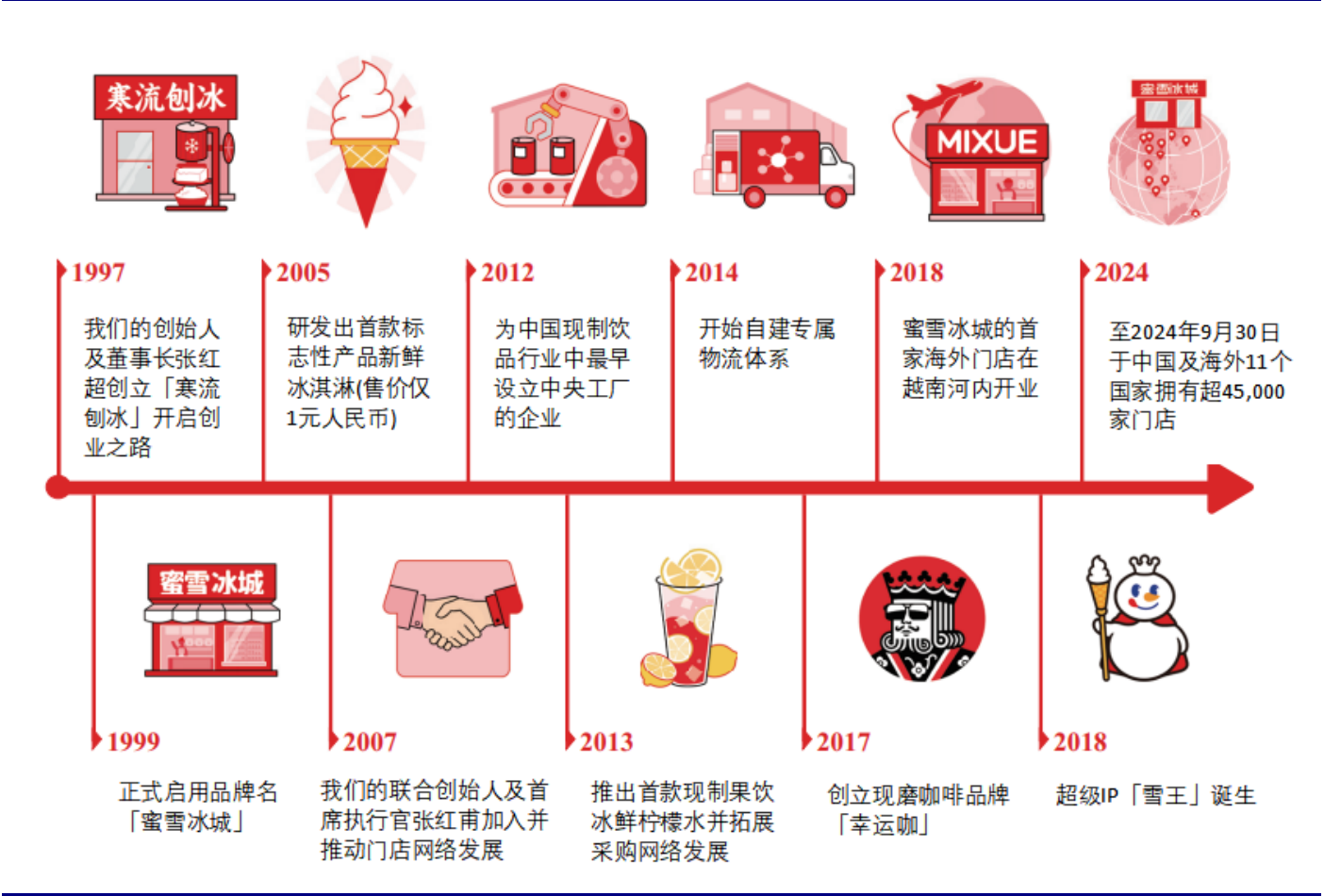
公司创始人张红超从郑州街边刨冰摊起步创业，历经二十余年的发展，截至 2024 年 12 月，全球门店突破 4.6 万家，版图横跨 11 国，完成从区域品牌到全球国民品牌的飞跃。

蜜雪冰城发展历程（1997-2024）：

- 【初创期：1997-2005】**
1997 年创始人张红超从郑州街边刨冰摊起步，进入现制饮品行业，1999 年确立“蜜雪冰城”品牌标识，2005 年以“1 元蛋筒冰淇淋”颠覆行业定价体系，实现从流动摊贩向标准化连锁品牌的转型，奠定高质平价基因。
- 【体系构建期：2007-2014】**
2007 年创始人弟弟的张红甫加入公司，与创始人共同推动公司发展，2012 年公司建成行业首个中央工厂实现原料工业化生产，同步推进仓储物流网络建设，2014 年完成供应链闭环，构建覆盖全国的“中央工厂-仓储中心-终端门店”三级体系。
- 【多元化扩张期：2017-2020】**
2017 年孵化咖啡子品牌幸运咖，2018 年以越南河内为起点开启出海征程，2020 年门店破万坐稳茶饮赛道头部交椅，形成“茶饮+咖啡+冰淇淋”多品类矩阵。

【全球化加速期：2021-至今】
河南百万级生产基地投产强化供应链韧性，截至 2024 年 12 月，全球门店突破 4.6 万家，版图横跨 11 国，构建起“国内深耕+海外复制”的双轨发展模式，完成从区域品牌到全球国民品牌的飞跃。

图表 2:蜜雪集团发展历史



资料来源：公司公告，第一上海整理

公司高管与股权结构

蜜雪冰城的高层管理团队由一批具有深厚行业背景和丰富经验的领导组成。团队成员在现制饮品行业和零售管理领域有着超过十年的经验。

蜜雪冰城的高层管理团队行业背景深厚、经验丰富。团队成员在现制饮品行业和零售管理领域有着超过十年的经验，深刻的行业洞察力和全面的管理能力为公司提供了巨大的优势。张红超先生作为创始人和董事长，以其卓越的领导力和战略眼光带领公司取得了显著发展。张红甫先生作为首席执行官，在运营管理、品牌建设和市场拓展等方面发挥了关键作用。蔡卫淼女士和赵红果女士则在前端和后端供应链管理中拥有深厚的实战经验，并成功推动了公司供应链体系的优化和完善。

图表 3：蜜雪集团管理层介绍

姓名	职位/职衔	个人履历
张红超先生	董事长兼执行董事	张红超先生全面负责公司集团的发展战略和企业文化。张红超先生在现制饮品行业拥有超过27年的经验。张红超先生于1997年开始经营公司的业务，从一家名为“寒流刨冰”的小店起步，领导公司发展成为了一家领先的现制饮品企业。受益于其对于核心价值观和长期发展战略的坚持，张红超先生领导公司达成了一系列重要的里程碑，包括创立“蜜雪冰城”品牌，推出“新鲜冰淇淋”、“冰鲜柠檬水”等一系列标志性产品，以及打造端到端的供应链体系。伴随着企业的发展，张红超先生倡导和塑造了公司“真人真心真产品”的核心价值观与以“真”为核心的企业文化。张红超先生于1998年6月毕业于河南财经政法大学（前称河南财经学院），主修秘书专业。目前张红超先生正于长江商学院攻读EMBA学位。
张红甫先生	执行董事兼首席执行官	张红甫先生全面负责本集团的整体经营管理并领导公司的高级管理团队。张红甫先生在现制饮品行业拥有超过17年的经验。张红甫先生于2007年加入我们，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。在长期领导和推动我们业务发展的同时，张红甫先生持续打造和夯实我们在品牌建设、门店运营、市场营销、产品管理等多方面的核心能力。目前张红甫先生正于长江商学院攻读DBA（工商管理博士）学位。
蔡卫淼女士	执行董事及前端供应链负责人	蔡女士是一位在公司集团内成长起来的管理骨干。蔡女士于2008年加入公司，从门店店员做起，后升任门店店长，参与了多家门店的管理和运营，积累了丰富的门店运营经验。2012年，蔡女士开始负责门店物料与设备的采购工作。2021年至2023年，蔡女士担任公司集团物流负责人，在公司集团供应链发展与完善的过程中起到了关键作用。2023年开始，作为公司的前端供应链负责人，蔡女士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。
赵红果女士	执行董事及后端供应链负责人	赵女士是一位在公司集团内成长起来的管理骨干。赵女士于2013年加入公司，从门店店员做起，后升任门店店长，积累了丰富的门店运营经验，并相继参与公司集团财务、行政、采购、生产等多个部门的运营。2015年起，赵女士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，在公司集团生产基地的规划与建设及生产制度的建立与完善方面发挥了重要作用。赵女士于2023年开始担任第十四届全国人大代表。

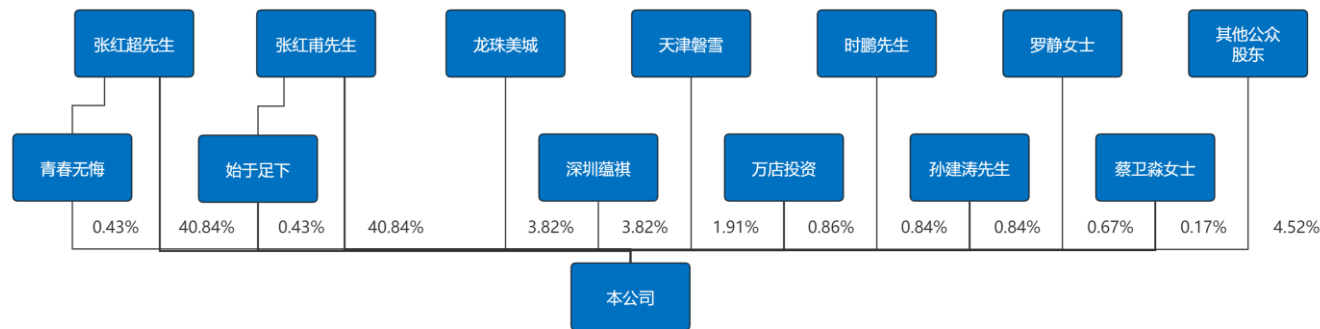
资料来源：公司公告，第一上海整理

公司股权高度集中，创始人张红超、张红甫先生合计持股 82.54%，拥有对公司的绝对控制权。在外部投资方面，屡次受到知名投资机构的青睐。

张红超直接持有蜜雪冰城 40.84%的股权，并通过担任青春无畏（员工持股平台）的执行事务合伙人，持有该平台一定比例合伙份额；张红甫同样直接持有 40.84%的股权，同时作为始于足下（员工持股平台）的执行事务合伙人持有相应合伙份额，二人合计直接持股比例达 85.56%，通过一致行动协议及员工持股平台进一步巩固控制权，总控制比例达 82.54%，对公司拥有绝对控制权。

外部投资方面，蜜雪冰城在 A 轮融资时获得了知名投资机构的青睐，其中美团旗下的龙珠美城和高瓴旗下的深圳蕴祺分别持股 3.82%，成为公司的第三和第四大股东，CPE 源峰旗下的天津磐雪也参与跟投，目前持股 1.91%。

图表 4:蜜雪集团股权结构



资料来源：公司公告，第一上海整理

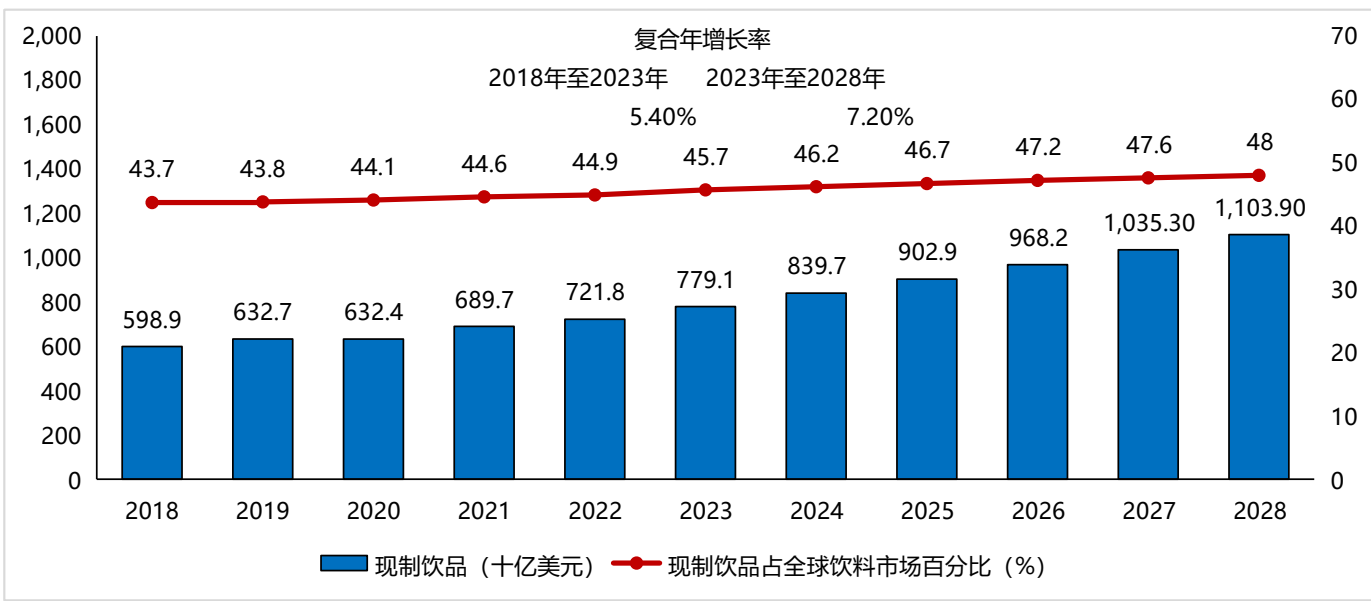
行业概况：高速增长的全球性市场

市场规模：

全球现制饮品市场规模巨大并且未来预计将呈现加速增长态势。

现制饮品指现场制作的非酒精饮料产品，包括现制果饮、茶饮、冰淇淋及咖啡等。全球现制饮品市场规模巨大并且未来预计将呈现加速增长态势。以终端零售额计，全球现制饮品市场规模从 2018 年的 5,989 亿美元增长至 2023 年的 7,791 亿美元，复合年增长率为 5.4%。2023 年至 2028 年的复合年增长率预计将进一步提高至 7.2%，带动市场规模增长至 2028 年的 11,039 亿美元，占据全球饮料市场近一半份额。

图表 5:2018 年至 2028 年全球现制饮品市场以终端零售额计的市场规模（预计）



资料来源：公司公告、第一上海整理

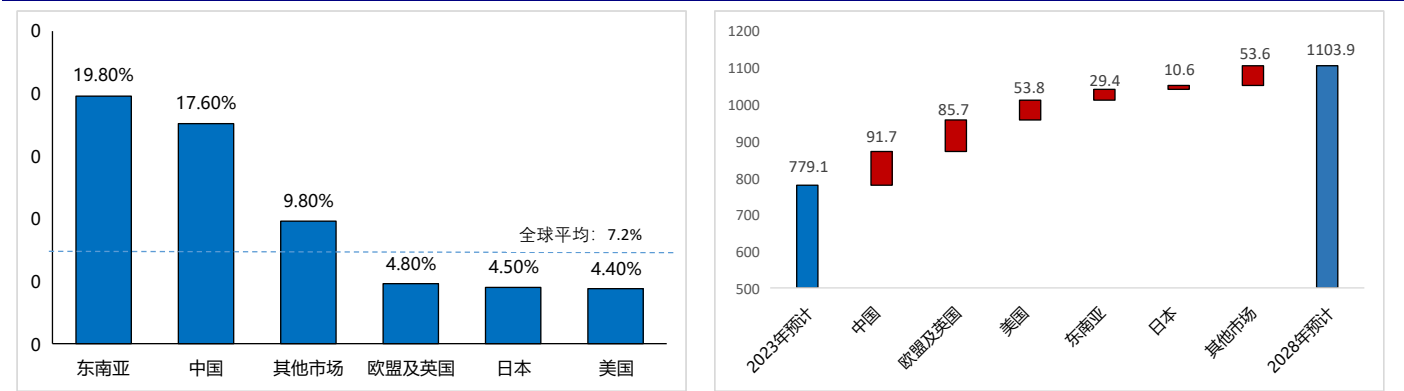
以中国和东南亚为代表的新兴市场的快速增长

在 2023 年至 2028 年间，中国和东南亚市场预计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%，合计贡献同期全球现制饮品市场规模增量的近

是全球现制饮品行业加速增长的重要引擎。40%。中国和东南亚市场合计占全球现制饮品市场的比重也将从 2023 年的 12.0%提升到 2028 年的 19.4%。

图表 6：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）

图表 7：全球现制饮品市场以终端零售额计的规模增量，十亿美元，2023 年至 2028 年（预计）



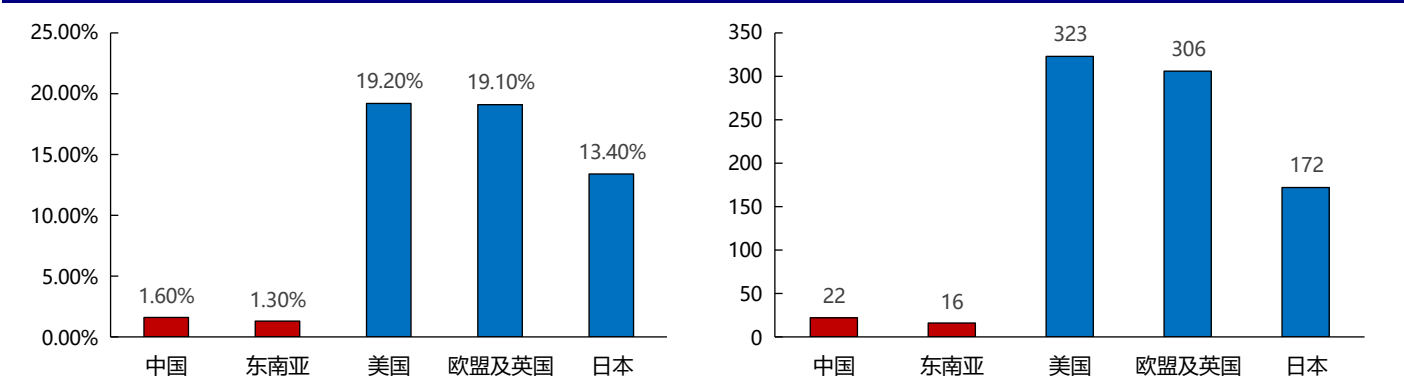
资料来源：灼识咨询、国际货币基金组织、美国农业部，第一上海整理

中国和东南亚的人均现制饮品年消费量对比发达国家偏低

中国和东南亚现制饮品市场的快速增长源于消费者需求的不断增加。2023 年，中国和东南亚的现制饮品消费量在饮用水分摄入量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。具体而言，根据灼识咨询确认，中国及东南亚的现制饮品消费量在饮用水分摄入量总量中的占比预计将进一步上升至接近发达市场水平。与发达市场相比，中国及东南亚市场的人均现制饮品年消费量预期增速更高，推动该等市场规模的快速增长。预计到 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，行业增长空间巨大。

图表 8：2023 年现制饮品消费量占饮用水分摄入量总量百分比

图表 9：2023 年人均现制饮品年消费量，杯/年

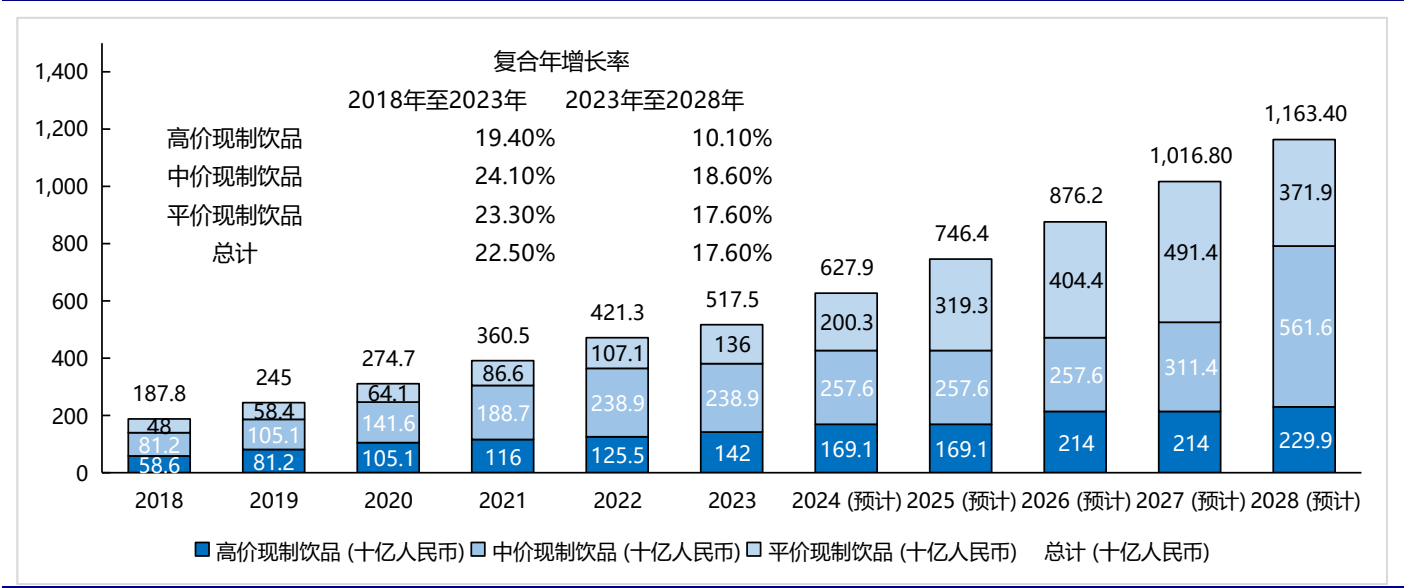


资料来源：灼识咨询、国际货币基金组织、美国农业部，第一上海整理

平价现制饮品市场在不同价格带中增速最快。

现制饮品可分为三类价格带：(i) 平价，产品单价不高于 10 元人民币；(ii) 中价，产品单价低于 20 元人民币但高于 10 元人民币；以及 (iii) 高价，产品单价不低于 20 元人民币。其中，平价现制饮品市场在不同价格带中增速最快。以终端零售额计，中国平价现制饮品市场规模从 2018 年的 480 亿人民币增长至 2023 年的 1,366 亿人民币，复合年增长率为 23.3%。预计到 2028 年，市场规模将增长至 3,719 亿人民币，2023 年到 2028 年复合年增长率为 22.2%。

图表 10: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）



资料来源：公司公告、第一上海整理

竞争格局：

以门店规模计，蜜雪集团是全球最大的现制饮品企业。截至 2024 年 12 月 31 日的门店数计，蜜雪集团拥有超过 46,000 家门店，是全球最大的现制饮品企业。以 2023 年的饮品出杯量计，蜜雪集团是全球第二大现制饮品企业。以 2023 年的终端零售额计，蜜雪集团于全球的市场份额约为 2.2%。

图表 11:全球前五大现制饮品企业，以 2023 年的终端零售额计

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	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	406.9	16.30%	18.30%	38.6	10	10.00%
2	Inspire Brands	现制饮品、食品	109.2	10.40%	4.90%	21.4	2.1	2.10%
3	餐饮品牌国际	现制饮品、食品	55.3	9.50%	2.50%			
4	蜜雪集团	现制饮品	47.8	55.70%	2.20%	37.6	7.4	7.40%
5	Dairy Queen	现制饮品、食品	42.6	6.00%	1.90%			

资料来源：公司公告、第一上海整理

以 2023 年的终端零售额计，蜜雪集团于中国的市场份额约为 11.3%，蜜雪集团是中国最大的现制饮品企业。若 2023 年的出杯量计，蜜雪集团门店网络的饮品达到 6.9 亿杯，超过行业第二名至第五名的饮品出杯量之和。

图表 12:中国前五大现制饮品企业，以 2023 年的终端零售额计

排名	公司	主要产品价格带 (人民币元)	终端零售额 十亿人民币	以终端零售额 计的市场份额	饮品出杯量 (十亿杯)	以饮品出杯量 计的市场份额	期末门店数 (千店)
1	本集团	2-8	44.7	11.30%	6.9	32.70%	33.2
2	瑞幸咖啡	14-21	33	8.30%	1.9	9.00%	16.2
3	星巴克	30-41	25	6.30%			
4	古茗	10-18	19.2	4.80%	1.2	5.70%	9
5	茶百道	10-22	16.9	4.30%	1.1	5.00%	7.8

资料来源：公司公告、第一上海整理

以 2023 年的终端零售额计，蜜雪集团是中国前五大饮料企业中的唯一的现制饮品企业。

中国饮料市场竞争激烈，截至 2023 年 12 月 31 日，分别有约 2.6 万家预包装饮料公司及约 66 万家现制饮品店。在中国饮料市场中，现制饮品为消费者提供更新鲜的食材，更丰富的口感，包括季节性 & 区域性产品在内的更多元的产品选择，以及定制化程度更高、互动性更强的消费体验。与此同时，平价现制饮品与其他平价饮料产品价格带相近（单价通常不高于 10 元人民币），因此日益受到中国消费者的青睐。随着不断扩张的门店网络持续提升消费者获得产品的便利性，平价现制饮品在中国整体饮料消费中的占比预计将进一步提升。以 2023 年的终端零售额计，公司是中国前五大饮料企业中的唯一的现制饮品企业。

图表 13:全球前五大饮料企业，以 2023 年的终端零售额计

排名	公司	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	94.40	5.3%	6.60%
2	康师傅	预包装饮料	2-8	87.70	5.4%	6.10%
3	农夫山泉	预包装饮料	2-10	87.50	23.2%	6.10%
4	可口可乐 (中国)	预包装饮料	2-8	75.40	0.6%	5.30%
5	蜜雪集团	现制饮品	2-8	44.70	49.5%	3.10%

资料来源：公司公告、第一上海整理

竞争优势:

公司通过对于供应链垂直整合，实现了对于核心原材料的高度掌控，获得了对比同行业公司显著的成本优势，蜜雪集团通过平价饮品深入规模庞大的下沉市场，其门店规模天花板要显著高于饮品价格更高的同行业公司，蜜雪冰城成为中国现制饮品市场前五大品牌中唯一处于平价价格带的品牌（单杯售价<10元）。在供应链的强力支持下，近年来蜜雪集团实现海内外、双品牌的快速扩张，庞大的门店规模优势更加凸显，将进一步摊低供应链成本，实现优势闭环。

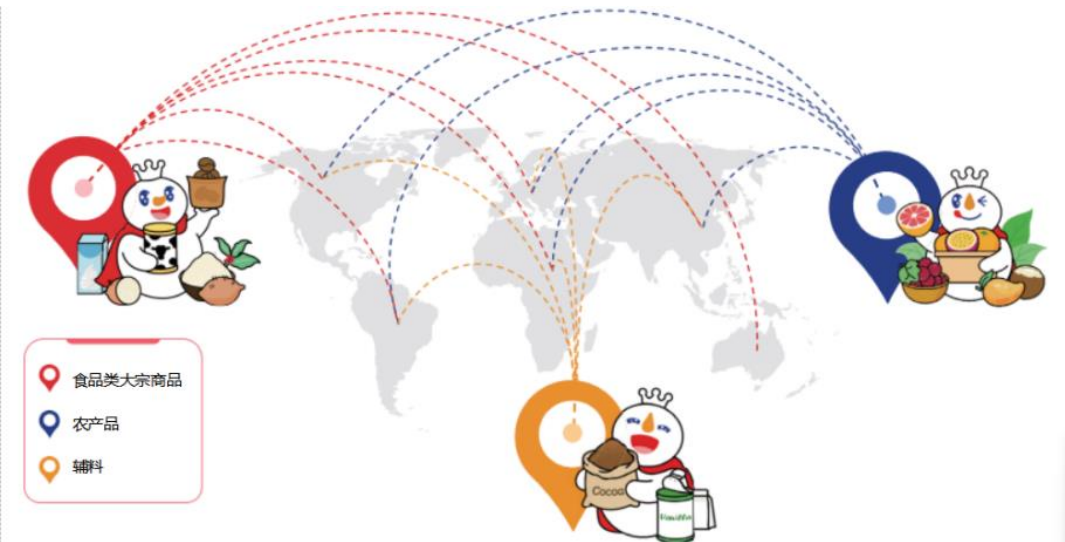
全链路垂直整合供应链，支撑高质平价策略推进

公司遍布全球的庞大采购网络。

蜜雪冰城的供应链体系是其“高质平价”战略的核心支撑，通过全链路垂直整合、数字化运营及全球化布局，构建了现制饮品行业规模最大、覆盖采购、生产、物流、研发和品质控制全流程的完整端到端供应链网络。该体系依托数字化技术实现大规模高效运作，不仅形成独特的成本控制与效率壁垒，更通过整合上下游资源为加盟商提供从原料供应到终端运营的一站式解决方案，成为企业难以复制的核心竞争力

公司通过覆盖全球六大洲、38个国家的采购网络，从原产地获取优质原材料，并采用数字化的工具，保证原材料的质量和稳定供应。公司拥有庞大的采购规模，于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。

图表 14:蜜雪集团全球采购网络



资料来源：公司公告、第一上海整理

公司拥有业内品类最全规模最大的生产基地。

截至 2024 年 9 月 30 日，根据灼识咨询报告，蜜雪冰城已构建中国现制饮品行业规模最大、品类最全的供应链体系，覆盖糖、奶、茶、咖、果、粮、料等全品类饮品食材解决方案，并凭借自主获得的液体乳制品生产许可证，成为国内唯一实现鲜牛乳等乳制品自主生产的现制饮品企业。公司依托五大生产基地（年综合产能 165 万吨）和智能工厂体系，采用世界级生产标准与 60 余条智能化生产线，通过数字化工具与精益化管理，将 2024 年前九个月饮品食材耗损率控制在 0.71%，远低于行业平均水平，同时实现核心包材及设备自主生产，其中糖蜜、果蜜包装瓶自产成本较外购低 50%。作为行业首个建立中央工厂的企业，蜜雪构建了全球领先的数字化端到端供应链系统，通过 100%品牌直供加盟商的商业模式，使 60%以上饮品食材（核心品类 100%自产）实现自主掌控，结合规模化生产与智能化工艺形成的双重壁垒，建立起竞争对手难以复制的“高质平价”核心竞争力。

图表 15:蜜雪集团五大生产基地

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）	约20.4万平方米（包括在建）	约4.5万吨
广西生产基地	食材（糖、奶、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

资料来源：公司公告、第一上海整理

公司当前核心原料产能利用率仅 50%，提升空间较大。

公司自 2019 年起加速产能布局，整体年产能从 2021 年的 36.2 万吨提升至 2024 年的 165 万吨，但产能利用率存在较大冗余空间，截至 2024 年 9 月 30 日，蜜雪冰糖、奶、咖等核心原材料的产能利用率仅 50%，其中咖、茶类产能利用率最高但仍不足 70%，未来伴随门店扩张产能利用率有望逐步提升。

图表 16: 公司核心原材料产能（吨）、产量（吨）及利用率（%）

产品	2021年			2022年			2023年			2024年前九个月		
	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率
糖	127,851	75,112	58.7%	255,677	156,486	61.2%	580,209	244,666	42.2%	480,720	223,705	46.5%
奶	76,825	63,879	83.1%	233,387	147,110	62.9%	359,765	198,617	55.2%	337,637	176,747	52.3%
茶	-	-	-	-	-	-	3,856	908	23.5%	3,190	176,747	66.8%
咖啡	3,640	848	23.3%	6,087	4,349	71.4%	14,333	8,384	58.5%	11,388	7,213	63.3%
果	35,575	30,291	85.1%	101,062	60,872	60.2%	231,509	136,361	50.0%	164,145	81,597	49.7%
橙	11,625	6,379	54.9%	39,835	19,835	49.8%	13,099	6,330	50.0%	18,490	8,271	44.7%
料	65,389	11,529	17.6%	70,000	38,835	55.5%	146,856	80,102	54.5%	109,282	64,683	59.2%

资料来源：公司公告、第一上海整理

公司已经建成遍布全国的高效数字化的物流体系

截至 2024 年 9 月 30 日，蜜雪冰城依托覆盖全国的自营仓储体系和本地化城配服务，构建了行业领先的数字化物流网络，有效支撑起中国现制饮品行业最大规模的门店体系。自 2014 年起率先构建自主仓储体系，现已形成由 27 个仓储中心（总面积 35 万平方米）组成的现代化物流枢纽，其覆盖广度与下沉深度均居行业首位——配送网络遍及全国 31 个省级行政区、300 余地级市、1700 余县及 4900 余乡镇。通过数字化物流管理系统实现商流、信息流、资金流、物流四流合一，该公司展现出显著的成本与效率优势：90%以上县级区域实现 12 小时内配送触达，97%门店配备冷链物流体系，货物周转效率与配送质量均超行业平均水平。”中央仓+前置仓+城配网”的三级物流架构，配合智能分拣系统和路径优化算法，使蜜雪在保障服务质量的同时，将单位物流成本控制在行业平均水平的 60%-70%，为加盟商创造了可持续的竞争优势。

图表 17: 公司物流网络

市场区域	仓储能力	覆盖区域	物流配送能力
国内市场	27个仓储中心，占地面积总计35万平方米	一线城市	100%覆盖，配送频次2次
		二线城市	98%覆盖，配送频次1次/日
		三线及以下	90%覆盖，配送频次1次/2日
海外市场（东南亚）	7个仓储中心，占地面积总计6.9万平方米	4国560城	区域中心仓辐射配送

资料来源：公司公告、第一上海整理

经典产品实现长盛不衰，专业研发团队持续创新

在强大的供应链体系支撑下，公司在产品研发层面得以逐步将“平价优质”的产品理念变为现实。2005年，公司自研配方推出1元新鲜冰激凌成为爆品，2013年，公司推出首款现制果饮冰鲜柠檬水，随后又推出一系列的经典产品，这些产品均经历了长期的市场考验，价格总体保持稳定，受到消费者的广泛好评，成为支撑公司销量的绝对主力。其销量前六大的经典产品2024年前九个月合计贡献销量超过36亿杯/个，预计占总销量的比重超过50%。

图表 18:蜜雪冰城主要产品

名称	冰鲜柠檬水	新鲜冰激凌	珍珠奶茶	蜜桃四季春	满杯百香果	茉莉奶绿
售价 (人民币元)	4	2	6	7	7	7
销量 (2024年前九个月)	11亿杯	14亿杯	3.85亿杯	3.65亿杯	2.81亿杯	> 1亿杯
产品示意图						

资料来源：公司公告，第一上海整理

公司积极研发创新产品，紧跟市场潮流，以满足消费者快速变化的需求，除经典产品以外，公司每年保持高强度上新节奏，包含较多的季节性、区域性产品，以满足消费者在不同地区以及不同季节的消费需求。2024年前九个月，公司共推出105款新产品，这体现出公司研发团队强大的产品研发能力。除产品口味是否能够受到消费者欢迎外，公司研发团队对于产品制作流程标准化和简易化也有较高要求，从而保证产品的口味稳定、员工较低的培训难度以及门店较高的产品出杯速度。

图表 19:蜜雪冰城主要产品

品牌	蜜雪冰城	茶百道	古茗	沪上阿姨
产品特点				
经典产品	冰鲜柠檬水、新鲜冰淇淋、珍珠奶茶、棒打鲜橙等	招牌芋圆奶茶、元气柠檬奶茶等	超A芝士葡萄、超A芝士蜜桃、古茗奶茶、云仙梨、梨白、大福茶等	杨枝甘露、厚芋泥波波奶茶、浅浅清茶等
季节性/区域性产品	山楂莓莓、山楂酸奶	轻韵羽衣甘蓝、闪饮·清体小麦草	柠香茉莉冻绿、红岩桃胶炖奶等	草莓牛乳奶冻、超嗨草莓大福等
产品销售集中度	24Q1-3前三大/前五大单品占杯量 预估占集团总出杯量 41%/50%	23年前三大单品占出杯量 34%/45%	24Q1-3，果茶占出杯量 41%，奶茶占 47%，咖啡 及其他占 12%	-
研发团队				
产品开发负责人	前端应用研发-蔡卫森 后端基础研发-赵红果	朱明星	阮修迪（创始股东之一）	周蓓蓓（创始人之一）
团队规模（人）	124	45	约 120（其中 40 人专注茶叶及萃取工艺研究）	20
团队分工	分前端应用研发和后端基础研发	前端品类美食+后端原料工程师	-	-

资料来源：网络公开信息，第一上海整理

除了拥有对产品口味和配方相关的应用研发团队（即前端应用研发）以外，公司还拥有对食材相关的技术、生产工艺、配方及设备等进行的基础研发团队（即后端基础研发）。公司研发团队将应用研发与基础研发紧密衔接，率先实现多项业内技术突破。例如，速煮珍珠配方及相关工艺，高端零反式脂肪酸奶基底粉及鲜牛乳奶基底的自主创新，独创的冰淇淋粉喷雾干燥生产法，以及独创的燕麦奶生产方式。公司还开发了如半自动咖啡机、自动果糖机、开水机和净水器等一系列设备。此外，公司与科研机构合作。例如，公司与中国热带农业科学院合作建立合作芒果种植实

验室，并与海南大学合作开发椰果的高产生方法。截至2024年9月30日，公司有124名负责应用研发与基础研发的研发人员，其中31%拥有硕士及以上学历。

加盟店投资门槛低，回报周期业内较短

加盟门槛低于中国现制饮品行业平均收费水平。

加盟费用按城市级别划分，省会城市每年1万1千元，地级城市9千元，县级城市7千元，另需缴纳2万元合同履约保证金、4800元/年管理费、2000元/年培训费。门店设备约7万元，原材料约5万元，装修预算约6万元。总体投资预计21万元起（不含租金、转让费等）。不同城市主要区别在于加盟费。通过对比同业公司的加盟门店政策，公司加盟门店初始投资和加盟费明显较低。

图表 20：蜜雪冰城主要产品

单位:万元	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨	霸王茶姬
加盟费	省会城市: 1.1万元/年 地级城市: 0.9万元/年 县级城市: 0.7万元/年	品牌合作费: 1.88万元/3年	加盟9万元, 新加盟商可分三年收取	品牌加盟费: 4.98万元 (CY25Q1新开门店减免50%, 多开多优惠及奖励)	品牌加盟费: 19800 综合服务费: 50000 品牌使用费: 15000
装修费	6-7万	10万	10万	5万-7万	15万以上
设备费	7-9万	13万	12万	9万元	16万
首批原料费	5-6万	3万	2万	3-5万元	10万
保证金	2万	培训保证金: 0.5万元 合作保证金: 0.5万元 咖啡机保证金: 1.5万元	1万	0.5万元	2万
运营培训费、管理费、其他	运营培训费: 0.2万 管理费: 24年起取消	培训服务费: 2.5万元 开店服务费: 2.5万 运营服务费: 3万元 开业营销费: 0.8万元	综合运营服务费: 1%/月或1万元/年 运营管理工具服务费: 0.1万元/年 外卖平台管理服务: 0.2万元/年	/	运营管理费: 实收营业额2%市场 推广费:实收营业额1% 设计费: 5000/店 培训费500/人 信息系统服务费: 7000/年 在线学习账号费: 500/年
总投资(不含租金、人工、	预计22-25万	预计40万, 首年投资23.3万	预计50万, 前期投资26万元	预计20-24万	预计80万以上

资料来源：网络公开信息，第一上海整理

公司加盟门店的单店投资回收期业内较短，具备显著的竞争力

蜜雪冰城单店模型特点较为明显，虽客单价属于业内最低水平，但单店日均杯量较高。在门店面积偏小，员工数量要求低的情况下，以薄利多销的方式实现较高的坪效及人效，得益于公司供应链的支持，加盟门店的毛利率仍能保持在行业平均水平，门店层面的净利润率也达到了业内较高水平，门店投资回收期估算在高线城市一般不高于16个月，在低线城市一般不高于13个月，于同业公司具备显著的竞争力，充分证明其门店单店模型的优异。

图表 21:蜜雪冰城单店模型假设

	蜜雪-高线城市	蜜雪-低线城市
月收入 (万元)	13-15 万元	三四线城市 10-12 万, 乡镇 7 万
毛利率	0.55	0.55
月毛利 (万元)	7.2-8.3	5.5-6.6
人工 (万元)	1.3-1.8	0.9-1.2
占门店营收比例	10%-12%	9%-10%
租金 (万元)	1-1.5	0.5-0.8
占门店营收比例	8%-10%	5%-8%
月利润 (万元)	2-2.6	2-2.4
月利润率	15%-17%	三四线约 18%, 乡镇约 20%
实际初始投资金额	35 万左右	低于 30 万
投资回收期	15-16 个月	11-13 个月

资料来源：公司公告，网络公开信息，第一上海整理

轻资产模式快速扩张，海外天地大有可为

公司的门店网络深入中国所有线级城市，门店数量与密度领先于同业公司

公司通过超过46,000家的门店网络服务中国内地及中国内地以外的消费者。截至2024年12月31日，我们的门店网络已遍布中国内地31个省份、自治区及直辖市，超过300个地级市，覆盖所有线级城市。公司门店网络的广度和深度将公司与中国内地其他现制饮品品牌区别开来。截至2024年12月31日，公司在中国内地以外开设了约4,900家门店，主要分布于东南亚国家。根据灼识咨询的报告，按截至2023年12月31日的门店数计，蜜雪冰城是东南亚市场最大的现制茶饮品牌。此外，公司旗下品牌幸运咖，按截至2023年12月31日的超过2,900家门店计，在中国所有现磨咖啡品牌中排名第四。

图表 22:蜜雪集团门店网络（2024 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，第一上海整理

按照极海品牌检测及各地统计局的2023年常住人口及人均可支配收入数据，我们发现，蜜雪冰城在不同线级城市中的门店密度显著不同，分开来看：

一线城市：蜜雪冰城在一线城市（北、上、广、深）的预估现在门店密度分别为21.2/19.8/24.0/20.2个门店/百万人，门店密度低于全国平均水平，我们认为蜜雪冰城在一线城市的扩张受限于人力成本/房租成本等因素，不支持在一线城市达到较高的开店密度，假设蜜雪冰城在一线城市的理想开店密度为35家门店/百万人，预估其理想门店数量将达到2,921个。

新一线城市：蜜雪冰城在新一线城市开店密度最大，达到38个门店/百万人，开店密度最大的五个城市郑州/西安/合肥/武汉/长沙预估现在门店密度为：61.8/54.2/45.5/39.6/38.6个门店/百万人，假设全部的新一线城市门店密度达到50家门店/百万人，那么预估其理想门店数量将达到9,863个。

二线城市：二线城市较一线城市门店密度较低，达到33家门店/百万人，开店密度最大的五个城市兰州/太原/昆明/南昌/常州预估当前门店密度为：53.4/45.8/43.9/43.7/43个门店/百万人，假设全部的二线城市门店密度达到45个门店/百万，那么预估其理想门店数量将达到10,111个。

三线城市：三线城市及以下不同城市之间开店密度差异较大，目前整体门店密度达到28个门店/百万人，假设三线及以下城市门店密度达到35个门店/百万，那么预估其理想门店数量将达到31,014个。

总体而言，我们预测蜜雪冰城理想开店空间将达到53,909家，较现在的门店数量约有15,000个门店/+38.7%的增长空间。

图表 23:蜜雪冰城中国内地开店空间测算

城市线级	门店数量 (个)	常住人口数量 -2023年 (万人)	门店密度 (门店数/百万人)	理想门店密度 (门店数/百万人)	理想门店数量 (个)
一线城市	2,023	8,345	24	35	2,921
新一线城市	7,550	19,725	38	50	9,863
二线城市	7,406	22,469	33	45	10,111
三线及以下城市	21,899	88,612	25	35	31,014
总计	38,878	139,151	28	39	53,909

资料来源：极海品牌监测，各地统计局，第一上海整理

注：极海品牌检测数据使用 2025 年 3 月 20 日数据

东南亚市场是蜜雪集团海外扩展的重点，我们根据按人均GDP将市场所在国家和中国大陆进行对标，通过计算比例对理想门店密度进行预测并结合该国常住人口数量及其他可能影响因素计算出理想门店数量。从人均GDP高到低而言：

- 1、新加坡2023年人均GDP为84,734美元，远超出国内一线城市水平，我们认为同样受限于房租/人力成本等因素，预估理想门店密度很难达到较高水平，假设为20家门店/百万人，理想开店数量为117家。
- 2、马来西亚2023年人均GDP水平略低于中国，假设马来西亚的理想门店密度将达到35家/百万人，略低于中国大陆的理想门店密度，理想开店数量1,253家；
- 3、泰国2023年人均GDP为7,172美元，旅游业是泰国经济的顶梁柱，旅游对餐饮行业有较大的带动作用，因此将泰国的理想开店密度提升至25家/百万人，理想开店数量为1,791家。

4、越南2023年人均GDP为4671美元，虽然低于新、马、泰三国，但由于受到中国流行文化、消费趋势等影响较大，当前门店密度是海外市场中最高的，我们预测越南的理想门店密度将达到20家/百万人，理想开店数量2,007家；

5、印尼是东南亚各国中人口数量最大的国家，目前是蜜雪海外门店最多的市场，预测印尼的理想门店密度将达到20家/百万人，理想开店数量5,574家；

6、菲律宾当前门店密度已有门店的市场中最低，按比例计算菲律宾的理想开店密度将达到10家/百万人，且考虑到菲律宾在东南亚中仅次于印度尼西亚的人口总量，开店数量仍存较大空间，理想开店数量1191家；

7、柬埔寨及老挝人均GDP处于表中较低水平，人均可支配收入较低，且人口总量低，预测其理想开店密度也较低，为5家/百万人及6家/百万人，理想开店数量为90/44家；

因此，我们预测蜜雪冰城在现有海外市场的总计理想开店空间为12,066家，较2023年底的4,762家高出153.4%，仍有约7300家的开店空间。

图表 24:蜜雪冰城中国内地开店空间测算

国家	门店数量 (家)	常住人口数量 -2023年 (万人)	门店密度 (家/百万人)	人均GDP (美元)	该国人均GDP /中国人均GDP	理想门店密度 (家/百万人)	理想门店数量 (个)
印度尼西亚	2,667	27,870	10	4,941	38.8%	20	5,574
越南	1,304	10,035	13	4,347	34.1%	25	2,509
马来西亚	337	3,579	9	11,649	91.4%	35	1,253
泰国	272	7,164	4	7,172	56.3%	25	1,791
菲律宾	98	11,636	1	3,726	29.2%	10	1,191
柬埔寨	40	1,742	2	1,875	14.7%	5	90
老挝	22	777	3	2,075	16.3%	6	44
新加坡	22	583	4	84,734	665.1%	20	117
总计	4,762	63,386	8			20	12,568

资料来源：极海品牌监测，各地统计局，第一上海整理

公司最核心的商业模式是建立了一个覆盖潮玩全产业链的一体化平台。

按照市占率测算幸运咖未来五年开店空间：根据窄门餐眼的数据，当前我国现制咖啡门店约21.5万家，幸运咖3,895家，市占率1.8%，按照弗若斯特沙利文估算，2023-2028中国现磨咖啡市场规模符合年增长率将达到20.4%，市场潜力巨大，这将带动现磨咖啡门店数量的快速增长。假设未来5年现制咖啡开店数量CAGR达10%，幸运咖门店市占率提升至3%，则门店数量将达到10,388家店，据目前仍有约6,500家/+167%开店空间。

图表 25:幸运咖中国内地开店空间测算

行业增长速度		市场占有率				
		6%	8%	10%	12%	14%
	2%	5,754	6,318	6,925	7,578	8,279
	3%	8,632	9,477	10,388	11,367	12,419
	4%	11,509	12,636	13,850	15,156	16,559

资料来源：窄门餐眼，第一上海整理

综上，我们预测公司旗下蜜雪冰城国内市场、东南亚市场以及幸运咖品牌总计的理想开店数量将达到71,601家，较2024年末高出24,811家，仍有+53%的扩张空间。

现制饮品行业超级 IP，雪王形象深入人心

公司的 IP 形象“雪王”是中国现制饮品行业中唯一一个超级 IP

在物质极大丰富的时代，消费者已经从生存消费转为认知消费，消费者买的不仅是产品，更是对品牌的认可和情感连接。公司高质平价的价值主张以及“甜蜜与爱”的品牌文化，使得蜜雪冰城成为家喻户晓的全民品牌，吸引了大量消费者和粉丝。截至2024年9月30日，蜜雪冰城的注册会员数达到约3.15亿，在微信、抖音、快手、小红书、微博、哔哩哔哩等六大社交平台共拥有约4700万粉丝，为中国现制饮品行业内最多。为了实现品牌实体化，与消费者进一步建立情感联结，公司于2018年推出“雪王”IP，并成功将其打造为中国现制饮品行业中唯一一个超级IP，成为区别公司和其他品牌的关键。公司为手持冰淇淋权杖、憨态可掬的卡通形象“雪王”配以鲜明的视觉和听觉符号，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社区，并能激发粉丝的二次创作欲。

图表 26:蜜雪冰城社交平台账号状况统计

平台	账号名称	粉丝数量 (万人)	点赞或其他等 (万次)
抖音	蜜雪冰城	372.1	5937.2
	蜜雪冰城 (官方团购)	425.4	626.1
	蜜雪冰城雪王	203.7	2285.8
	雪王日记	53.6	1103.9
bilibili	蜜雪冰城官方站	153.8	1441.8
	蜜雪冰城雪王	61.5	601.9
小红书	蜜雪冰城雪王	224.3	1228.4
	蜜雪冰城	138.9	601.4
微博	蜜雪冰城	237.7	547.4
	蜜雪冰城雪王	2.6	5.9
快手	蜜雪冰城 (官方团购)	1269.5	1040.5

资料来源：网络公开信息（2025 年 3 月 20 日），第一上海整理

得益于强大的营销能力和对于雪王 IP 的打造，蜜雪冰城得以节省大量的品牌推广开支

蜜雪冰城“雪王”IP 在市场上取得了显著成绩。截至最后实际可行日期，“雪王”及主题曲相关话题，在主要社交平台累计曝光量分别超 195 亿次、97 亿次，抖音上“蜜雪冰城”话题播放量更是超过 435 亿次。2023 年 8 月推出的动画《雪王驾到》播放量超 2.2 亿次，2024 年 12 月又推出《雪王之奇幻沙州》。在海外，越南“雪王”绘画活动话题浏览量达 7000 万次，“雪王”已成为文化符号。为持续强化品牌建设，蜜雪冰城搭建起线上线下联动的品牌营销矩阵。线上依靠社交媒体打造 IP 联动营销，线下借助超 4000 家门店以及巡游、音乐节等活动触达消费者，并且实现了双线活动的无缝整合。这些举措大幅提升了营销效率，2024 年前九个月，品牌推广开支占收入比仅 0.9%。

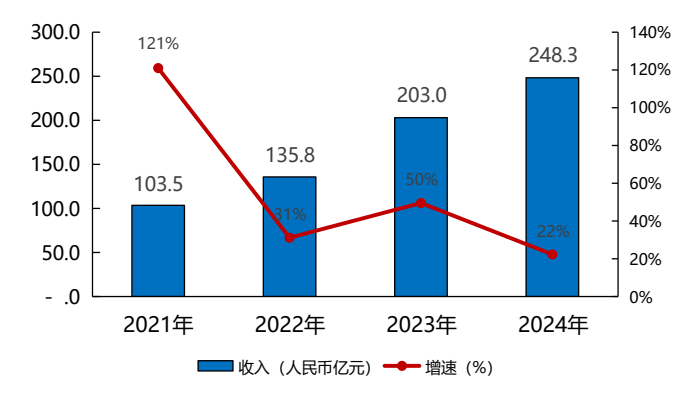
财务分析

收入：公司2024年收入248.3亿元，同比增长22.3%，2021-2024年CAGR33.9%，增速较快主要受益于行业扩容、门店扩张，期间门店数增速CAGR32.7%。因宏观经济

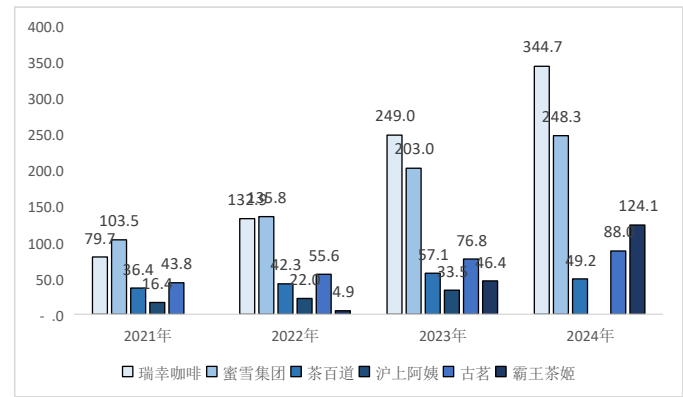
压力加大以及茶饮行业竞争有所加剧，行业内品牌表现出现分化，同行业公司收入增速为：瑞幸咖啡/+38.4%、古茗/+14.5%，沪上阿姨/+6.0%（24H1）、茶百道/-13.8%。

拆解背后驱动力，除门店继续扩张外（24末门店总数46790家、较2023年底+24.6%），平均单店收入（以当年总收入/当年年初及年末门店平均数）表现处于同业相对较好水平，2024 单店平均收入同比-3.2%，表现较同行业公司更好，古茗/-5.1%，瑞幸咖啡为/-12.2%、沪上阿姨/-20.1%（24H1）、茶百道/-24.6%。

图表 27：2021-2024 年公司收入及增速（人民币：亿元）



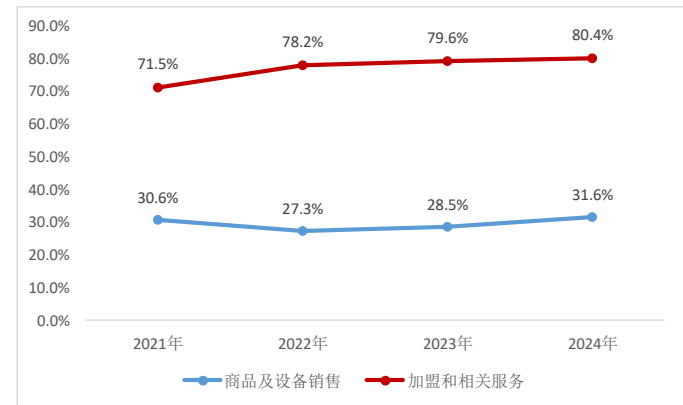
资料来源：公司公告，第一上海整理



资料来源：公司公告，第一上海整理

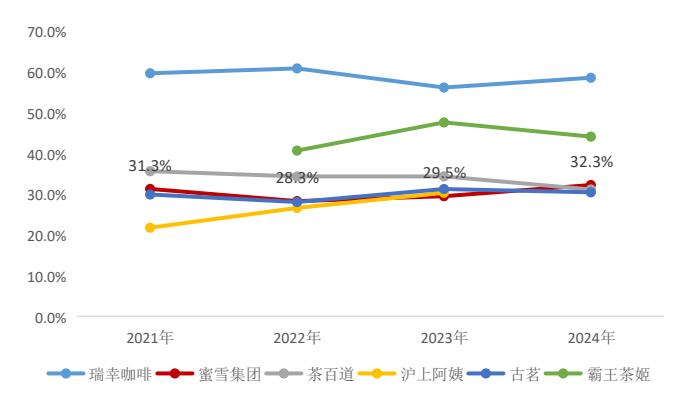
毛利率：蜜雪集团2021-2024年毛利率分别为31.3%/28.3%/29.5%/32.3%，主要因为供应链管控和原材料成本优化。2024年瑞幸/霸王茶姬/古茗/茶百道/沪上阿姨（204前九个月）的毛利率为58.7%/44.2%/30.5%/31.2%/30.4%。蜜雪以加盟门店为主，主要以销售商品原材料产生收入，2024年商品及设备销售收入占比占总收入比重为97.5%，商业模式差异下蜜雪毛利率低于行业平均。瑞幸等直营品牌以C端高毛利现制产品为核心，毛利率较高。

图表 29：2021-2024 公司不同业务毛利率



资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 30：2021-2024 同行业公司毛利率



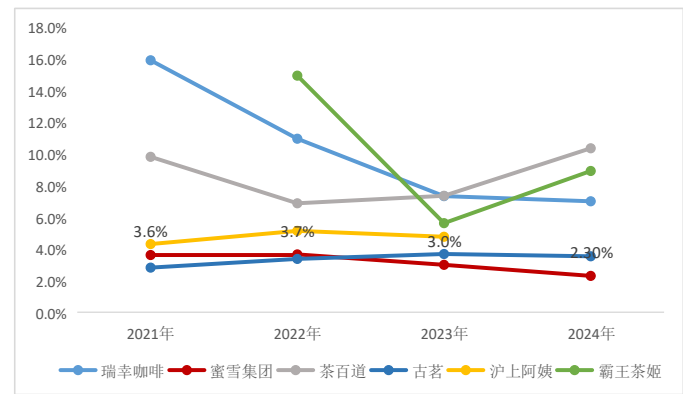
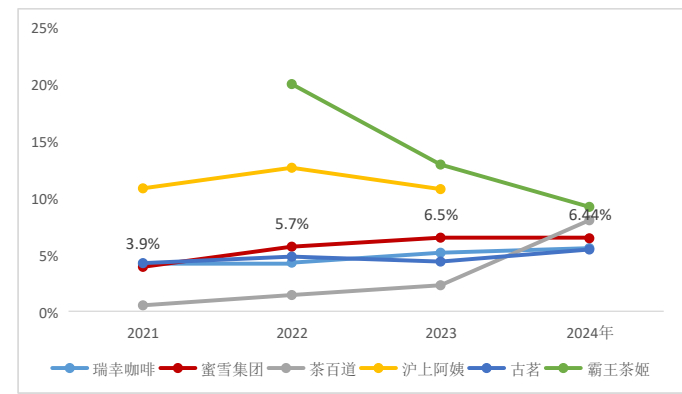
资料来源：公司公告，第一上海整理

费用率：2021-2024 年蜜雪销售费用率总体呈上升态势，分别为 3.9%/5.7%/6.5%/6.4%，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；2021-2024年蜜雪管理费用率呈现总体逐年下降的趋势，在同行业茶饮品牌中

处于较低水平，分别为3.6%/3.7%/3.0%/3.0%，体现出公司较强的费用控制能力。

图表 31: 2021-2024 同业公司销售费用率 (%)

图表 32: 2021-2024 同业公司管理费用率 (%)



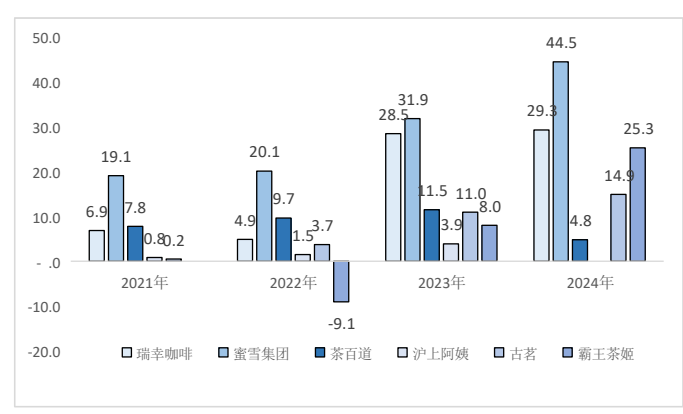
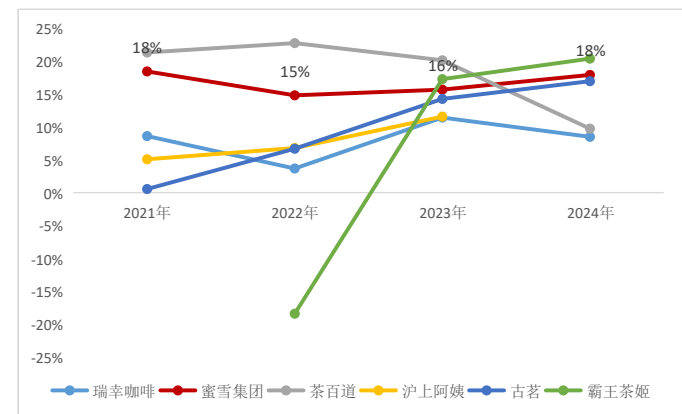
资料来源：公司公告，第一上海整理

资料来源：公司公告，第一上海整理

净利润及净利润率：2021-2024 年蜜雪冰城归母净利润分别为 19.12/20.13/31.87/44.37 亿元，同比增长 4.52%/57.13%/41.41%/39.8%；净利率分别为 18.5%/14.8%/15.7%/17.94%；净利率波动主要受毛利率变化及 2022 年股权激励费用影响，FY24 净利率水平高于古茗、茶百道、沪上阿姨及瑞幸，略低于霸王茶姬。

图表 33: 2021-2024 同业公司净利润率 (%)

图表 34: 2021-2024 同业公司净利润 (人民币：亿元)



资料来源：公司公告，第一上海整理

资料来源：公司公告，第一上海整理

盈利预测

盈利预测

蜜雪冰城营业收入可以分成销售商品、销售设备和加盟管理服务三大板块，销售商品是公司主要的收入来源。我们分别预估了各板块 2025-2027 年的收入，预计 2025-2027 年营业收入分别为 296.3/335.8/374.6 亿元，同比增速分别是 19.5%/13.3%/11.4%。

1) 商品及设备销售收入预测：商品及设备销售收入增长主要受门店扩张带动，2024 年门店总数 46,790 家，2025-2027 年预计分别增长至 53,284/59,499/65,448 家，增速分别为 13.9%/11.7%/10.0%；未来三年单店日均销量预计为 623/628/633 杯，单杯均价 6.72 元，单杯原材料销售价格维持在 2.5 元，价格策略保持稳定，因此商品销售收入增长主要依赖于门店扩张带动的销量提升。预计 2025-2027 年销售商品的营业收入分别为 289.0/327.5/365.1 亿元，同比增速分别为 19.4%/13.3%/11.5%。

2) 加盟管理服务板块营收预测：该业务增长主要受门店扩张带动。预计 2024-2026 年加盟管理服务收入分别为 7.4/8.3/9.2 亿元，同比增速分别为 18.7%/12.7%/10.8%。

毛利率：公司营业成本主要包括商品及设备销售成本、加盟及相关服务成本，其中商品及设备成本是营业成本最主要的部分。

1) 商品成本包括自主产品制造成本及第三方产品采购成本，随着公司生产基地的产能利用率的提高、规模优势带来的采购及物流成本的降低，预计商品及设备销售毛利率呈现稳步增长趋势，预计 25-27 年商品及设备销售毛利率分别为 31.7%/31.8%/31.9%。

2) 加盟和相关服务毛利率预计总体维持平稳，预计 25-27 年加盟和相关业务率分别为 80.4%/80.4%/80.4%。

综上，预计 FY25-FY27 年公司毛利率分别 32.6%/32.6%/32.7%。

销售费用：FY21-FY24 年公司销售费率分别为 3.9%/5.7%/6.5%/6.4%，由于行业竞争加剧，预计公司 FY25-FY27 年销售费率总体略有提高，但总体保持平稳约为 6.7%/6.6%/6.4%。

管理费用：FY21-FY24 年公司管理费率分别为 3.6%/3.7%/3.0%/3.0%，预计后续随着规模效应管理费率有望下行，预计 FY25-FY27 年管理费率分别为 3.0%/2.9%/2.8%。

综上，公司 FY25-FY27 预测归母净利润为 52.6/60.5/68.4 亿元（yoy+20.1%/+15.0%/+13.1%）。

公司在供应链深入布局，通过打造低投入高回报的单店模型实现规模的快速扩张，并通过规模扩大带来的成本优势反哺供应链，形成明确的优势闭环，公司得以成为中国现磨茶饮行业的龙头，并在平价价格带具备绝对优势。公司在国内市场仍有较大的增长空间，海外市场及咖啡市场想象空间广阔，看好公司的长期发展。公司对比同业公司拥有更深的护城河，应给予一定的估值溢价，按 FY25 35xPE 计算。得出公司目标价 482.8 港元，较现价有 27.3%的上升空间，首次覆盖，给予买入评级。

图表 35：同业公司估值表

公司名称	人民币市值 (百万元)	最新价格 (港元/美元)	净利润 (人民币百万元)			PE		
			2025	2026	2027	2025	2026	2027
蜜雪冰城	135,558	379.40	4,437	5,114	173.62	26.51	22.79	18.82
古茗	35,896	16.06	1,479	1,919	44.10	18.71	15.53	12.94
茶百道	11,373	8.14	472	714	105.21	15.93	13.40	11.41
奈雪的茶	1,517	0.94	(917)	(226)	19.92	(6.72)	(25.53)	(48.83)
瑞幸咖啡	59,217	28.50	2,932	3,531	5,346	16.77	13.13	11.08
星巴克	664,009	79.69	3,761	24,287	33,973	27.34	22.61	19.55

资料来源：彭博、第一上海整理

风险因素

- 1、宏观经济不景气 2、新市场扩展不及预期 3、新产品销售不及预期

主要财务报表

损益表						财务分析					
<港元> <千>， 财务年度截至<12月31日>						<港元> <千>， 财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	20,302,465	24,828,874	29,634,897	33,581,938	37,425,948	盈利能力					
毛利	5,998,967	8,060,207	9,752,683	11,082,183	12,384,578	毛利率 (%)	29.5%	32.5%	32.9%	33.0%	33.1%
销售及分销成本	(1,318,588)	(1,599,474)	(1,997,982)	(2,213,719)	(2,410,976)	经营利润率 (%)	19.6%	22.6%	22.7%	23.0%	23.4%
行政开支	(610,622)	(755,115)	(901,280)	(987,738)	(1,063,375)	EBITDA 利率 (%)	21.3%	24.7%	24.9%	25.2%	25.5%
经营溢利	3,984,757	5,600,419	6,728,252	7,738,886	8,752,150	净利率 (%)	15.7%	17.9%	17.7%	18.0%	18.3%
其他非经常性项目损益	1,638	0	0	0	0						
所得税	(967,397)	(1,356,380)	(1,601,020)	(1,841,081)	(2,081,648)	营运表现					
股东净利润	3,186,605	4,454,203	5,257,573	6,045,908	6,835,903	SG&A/收入(%)	9.5%	9.5%	9.8%	9.5%	9.3%
少数股东利润	49,264	17,699	20,975	24,120	27,271	实际税率 (%)	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%
折旧及摊销	160,504	330,114	518,543	573,230	633,686	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	4,314,506	6,140,697	7,377,136	8,460,219	9,551,236						
						财务状况					
增长						资产负债比率	27.4%	23.9%	20.3%	17.2%	15.0%
总收入 (%)	49.6%	22.3%	19.4%	13.3%	11.4%	流动比率	168.0%	150.8%	200.4%	247.8%	294.5%
EBITDA (%)	56.1%	42.3%	20.1%	14.7%	12.9%	ROA	21.5%	22.4%	20.5%	18.9%	17.4%
净利润 (%)	58.3%	39.8%	18.0%	15.0%	13.1%	ROE	29.6%	29.5%	25.8%	22.8%	20.5%
资产负债表						现金流量表					
<港元> <千>， 财务年度截至<12月31日>						<港元> <千>， 财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金及等价物	5,621,904	4,335,123	9,123,076	14,608,552	20,668,541	净利润	3,186,605	4,454,203	5,257,573	6,045,908	6,835,903
短期投资	746,046	3,491,643	3,491,643	3,491,643	3,491,643	折旧及摊销	160,504	330,114	518,543	573,230	633,686
预付款项及其他流动资产	2,780,235	4,069,285	4,398,426	4,597,138	4,983,989	营运资金变化	242,767	361,617	96,384	65,345	(84,052)
总流动资产	9,148,185	11,896,051	17,013,145	22,697,333	29,144,173	其他	203,996	0	0	0	0
物业及设备	3,390,053	5,317,826	5,879,634	6,500,795	7,187,579	营运现金流	3,793,872	5,145,934	5,872,500	6,684,483	7,385,537
商誉及无形资产	163,322	424,153	466,568	513,225	564,548						
其他无形资产	1,589,242	2,138,702	2,138,702	2,138,702	2,138,702	资本开支	(1,690,766)	/	(1,084,547)	(1,199,007)	(1,325,547)
固定资产	5,445,381	7,887,271	8,491,494	9,159,312	9,897,418						
总资产	14,593,566	19,783,322	25,504,639	31,856,645	39,041,591	其他投资活动	865,422		0	0	0
应付账款及票据	1,316,780	1,767,263	2,192,787	2,456,845	2,759,644	投资活动现金流	(825,344)	/	(1,084,547)	(1,199,007)	(1,325,547)
其他流动负债	1,855,629	2,455,265	2,481,724	2,506,948	2,534,695						
总短期负债	3,734,313	4,516,838	4,968,821	5,258,103	5,588,649	融资活动现金流	(111,319)	/	0	0	0
长期负债	263,788	205,664	217,424	234,241	252,739						
总负债	3,998,101	4,722,502	5,186,245	5,492,344	5,841,387	现金变化	2,857,766	/	4,787,953	5,485,476	6,059,990
股东权益	10,595,465	15,060,820	20,318,393	26,364,301	33,200,204	期初持有现金	2,764,138	5,621,904	4,335,123	9,123,076	14,608,552
非控股权益	88,472	105,301	126,276	150,395	177,666	期末持有现金	5,621,904	4,335,123	9,123,076	14,608,552	20,668,541

资料来源：公司公告，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」), 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。