



蜜雪集团 (02097.HK)

增持 (首次评级)

港股公司深度研究
证券研究报告

供应链为基，平价现饮龙头走向世界

公司简介

蜜雪冰城为中国现制茶饮第一大品牌，24年底全球门店数46479家，21~24年CAGR 32%。25年3月公司于港交所IPO，发行1706万股，发行价202.5港元/股，募资净额34.6亿港元，主要用于国内外供应链建设（66%）。公司已于2025/6/9进入港股通交易。

投资逻辑

茶饮需求增长动能足，10元以下价格带格局最优、蜜雪一家独大。渗透率提升、提频扩群仍是现制茶饮需求增长主要驱动力，口感更佳、社交属性优势下对软饮料有一定替代性，根据灼识咨询，23年中国现制茶饮市场规模2115亿元，预计24E~28E CAGR 19.2%。23年蜜雪冰城GMV市占率20.2%、在10元以下茶饮中市占率57.0%、一家独大，主因该价格带消费者更关注性价比，面临产品周期变化风险较低。

公司核心竞争力在于大单品锚定低价心智，供应链布局全面，自有IP品牌力强。1) 产品：冰淇淋、柠檬水两大单品出杯量占比35%锚定低价心智，扩品类、勤上新满足多元需求；2) 供应链：拥有业内布局最早、规模最大的供应链体系，门店食材60%以上为自产，给予加盟商免运费政策支持全国化开店；3) 品牌：自有雪王IP营销出圈，24年销售费用率6.4%/-0.1pct，逆势下降。24年行业价格战加剧情况下，公司24Q1-3同店-0.6%、韧性更好，24年营收248亿元/+22.3%，归母净利率17.9%/+2.4pct、盈利能力逆势提升。

未来主品牌国内继续下沉开店，出海、幸运咖为新增增长极。1) 出海：东南亚现制饮品正处于需求增长、连锁化率加快提升阶段，蜜雪18年出海，24年海外门店数4895家，看好管理精细化调整后成长潜力。2) 幸运咖：6元左右平价现磨咖啡，提前卡位下沉市场咖啡普及，产品较竞品更丰富，供应链与蜜雪协同，25年加盟门槛下探至17万元/店，受益价格战趋缓及上市后品牌影响力加强，25年开店加速，截至25年5月初含签约门店突破5400家。

盈利预测、估值和评级

我们预计25E~27E公司营收分别为310.8/353.2/390.2亿元，同比+25.2%/13.7%/10.5%；归母净利分别为55.0/64.4/73.8亿元、同比+24.0%/17.1%/14.5%，对应PE 35.1/30.0/26.2X。公司竞争格局稳固、近三年业绩增速较快、长期确定性强，我们给予25E PE 40.0X，对应目标价633.95港元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

限售股解禁，现制饮品价格战重新升级，出海进度不及预期等。

国金证券研究所

分析师：叶思嘉 (执业 S1130523080001)

yesijia@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

yi Yongjian@gjzq.com.cn

市价 (港币)：556.000 元

目标价 (港币)：633.95 元



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,302	24,829	31,075	35,691	40,338
营业收入增长率	49.55%	22.29%	25.16%	14.85%	13.02%
归母净利润(百万元)	3,137	4,437	5,502	6,441	7,376
归母净利润增长率	57.13%	41.41%	24.03%	17.06%	14.51%
摊薄每股收益(元)	8.26	11.69	14.49	16.97	19.43
每股经营性现金流净额	9.99	15.83	15.51	18.16	20.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	29.86%	29.66%	23.25%	21.39%	19.68%
P/E	NA	NA	35.08	29.97	26.17
P/B	NA	NA	8.16	6.41	5.15

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、茶饮行业：长期渗透率提升、提频仍是主旋律，平价价格带格局最优	5
1.1、行业空间：需求中长期增长动能足，扩群、提频、部分替代软饮	5
1.2、竞争格局：10 元以下竞争格局最佳，蜜雪一家独大	7
2、蜜雪冰城：现制茶饮龙头，经营、财务表现优于同业	8
2.1、公司概况：现制茶饮龙头，股权集中于创始人兄弟	8
2.2、经营分析：蜜雪单店韧性突出，开店速度、质量均优于同业	10
2.3、财务分析：蜜雪规模优势突出，盈利能力逆势提升	12
3、竞争优势：大单品锚定低价心智，供应链布局全面，雪王 IP 品牌力强	15
3.1、主打性价比，明星大单品占据低价心智，扩品类带来增量	15
3.2、供应链全链条布局，规模优势凸显	16
3.3、自有 IP 雪王营销出圈，品牌力强	18
4、未来看点：出海东南亚，幸运咖拓店加快	20
4.1、出海：东南亚开启全球化之路	20
4.2、幸运咖：提前卡位下沉市场咖啡渗透潜力，25 年扩张加快	24
5、盈利预测与估值	27
5.1、盈利预测	27
5.2、估值	29
6、风险提示	30

图表目录

图表 1：中国现制饮品市场规模，其中现制茶饮占比最高（亿元）	5
图表 2：24 年中国软饮料市场规模 6914 亿元、19~24 年 CAGR 3.4%	5
图表 3：从软饮料规模增速看，近几年浓缩饮料、果汁、RTD 咖啡等下滑	6
图表 4：中国现制茶饮店市场规模及增速	6
图表 5：中国现制茶饮需求增长主要由扩群、提频驱动	6
图表 6：中国内地现制茶饮人均饮用量较港台有提升空间	6
图表 7：中国现制茶饮店市场中平价、大众价格带市场增长更快（单位：亿元）	7
图表 8：中国现制茶饮店竞争格局（按 GMV，2023）	7
图表 9：蜜雪冰城在茶饮 10 元以下价格带中一家独大	7
图表 10：门店数 TOP20 品牌看，蜜雪稳居第一，大众价格带格局变化较多	8
图表 11：蜜雪集团经过 28 年发展已成长为全球化、多品牌的现制饮品龙头	9
图表 12：公司 IPO 募集资金用途	9



图表 13: 公司股权集中于创始人张氏兄弟、团队激励较充分 (截至 2025/3/3)	10
图表 14: 茶饮可比公司单店 GMV (万元)	11
图表 15: 茶饮可比公司单店 GMV YOY	11
图表 16: 茶饮可比公司终端门店同店增速	11
图表 17: 茶饮可比公司加盟店平均单店货品销售收入 YOY	11
图表 18: 可比茶饮公司门店数对比 (家)	12
图表 19: 茶饮可比公司门店数增速	12
图表 20: 可比公司加盟店关店率对比	12
图表 21: 可比公司加盟店带店率对比	12
图表 22: 可比茶饮公司收入体量对比 (亿元)	13
图表 23: 可比茶饮公司收入增速对比	13
图表 24: 蜜雪收入结构中货品销售占比更高 (2024)	13
图表 25: 蜜雪、茶姬、古茗 Take Rate 相对高	13
图表 26: 24 年蜜雪毛利率逆势回升	14
图表 27: 蜜雪销售费用率稳中有降	14
图表 28: 蜜雪管理费用率较同业更低	14
图表 29: 蜜雪 24 年归母净利率逆势提升 2.4pct	14
图表 30: 可比公司归母净利对比 (亿元)	14
图表 31: 可比公司归母净利增速对比	14
图表 32: 蜜雪冰城前五大单品出杯量中冰淇淋、柠檬水占比明显高	15
图表 33: 茶百道前五大单品出杯量占比较为均匀	15
图表 34: 蜜雪冰城定价在头部品牌中更低, SKU 相对更多	15
图表 35: 2024 年前三季度蜜雪集团上新 105 款新品	16
图表 36: 蜜雪冰城供应链产地直采、自有产能规模大、仓储物流覆盖面广	17
图表 37: 蜜雪集团五大生产基地保障七大原材料生产	18
图表 38: 蜜雪集团七大原材料产能 (万吨)	18
图表 39: 蜜雪集团七大原材料产能利用率	18
图表 40: 对比同业, 蜜雪冰城自有 IP 推出时间更早、知名度更高	19
图表 41: 蜜雪冰城推出雪王拟人 IP, 线上、线下营销活动与消费者建立情感链接	20
图表 42: 蜜雪冰城品牌推广费占收入比低于同业	20
图表 43: 东南亚现制饮品市场规模 (亿美元)	21
图表 44: 东南亚主要国家人口及人均 GDP 水平	21
图表 45: 预计 2023~28E 东南亚现制饮品市场增速领先	21
图表 46: 对比中国, 东南亚现制茶饮连锁化率提升空间大	21
图表 47: 蜜雪冰城海外门店数变化	22



图表 48: 蜜雪冰城海外门店数分布 (截至 3Q24)	22
图表 49: 蜜雪冰城海外收入	22
图表 50: 蜜雪冰城海外单店收入贡献	22
图表 51: 按出杯量计算, 蜜雪冰城已成为东南亚市占率第一现制茶饮品牌 (2023)	23
图表 52: 蜜雪、Ai-CHA、MOMOYO 卡通 IP、平价冰淇淋主打风格有较高相似度	23
图表 53: 蜜雪东南亚同价格带主要竞对梳理, 品牌风格、产品矩阵具有较高相似性	23
图表 54: 蜜雪集团海外、国内综合毛利率对比	24
图表 55: 蜜雪集团东南亚供应链布局情况	24
图表 56: 中国咖啡行业竞争格局 (2023)	24
图表 57: 幸运咖菜单中非咖啡 SKU 占比更高、价格带更低	24
图表 58: 中国现磨咖啡品牌竞争格局 (2023)	25
图表 59: 幸运咖学校门店占比高于可比品牌 (2025/04)	25
图表 60: 幸运咖加盟投资门槛低于竞品及蜜雪	26
图表 61: 幸运咖 2025 年门店增长加速 (家)	27
图表 62: 蜜雪集团收入拆分及预测	28
图表 63: 蜜雪集团盈利预测	29
图表 64: 可比公司相对估值表 (2025/6/16 收盘)	30

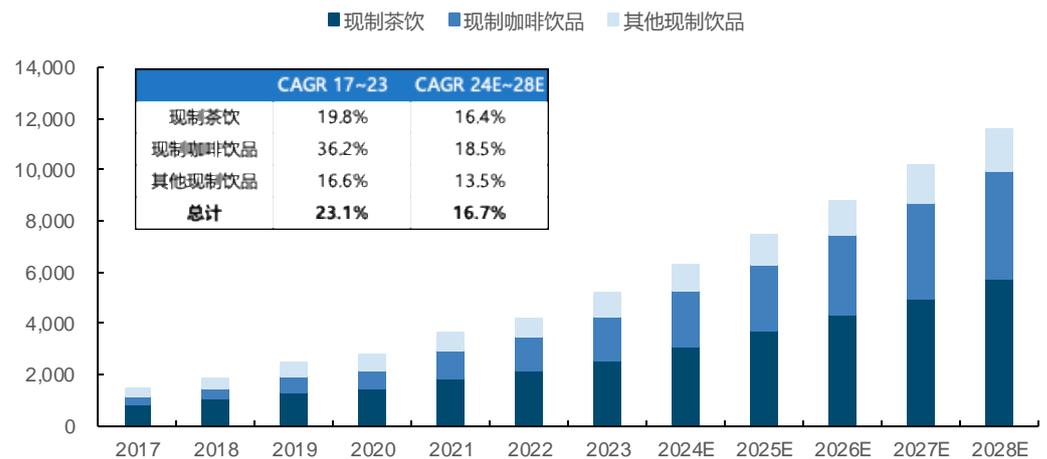


1、茶饮行业：长期渗透率提升、提频仍是主旋律，平价价格带格局最优

1.1、行业空间：需求中长期增长动能足，扩群、提频、部分替代软饮

现制饮品为典型大众消费，市场随产品迭代、人口渗透、频次提升而扩大。2020 年以来，我国现制饮品发展至“规模化、性价比”阶段。根据灼识咨询数据，2023 我国现制饮品市场规模 5175 亿，预计 24E~28E CAGR 16.7%。按照品类划分，23 年现制茶饮 2585 亿元、占比 49.3%、为其中规模最大品类，现制咖啡饮品 1721 亿元、占比 36.5%，其他现制饮品 1001 亿元、占比 16.3%。

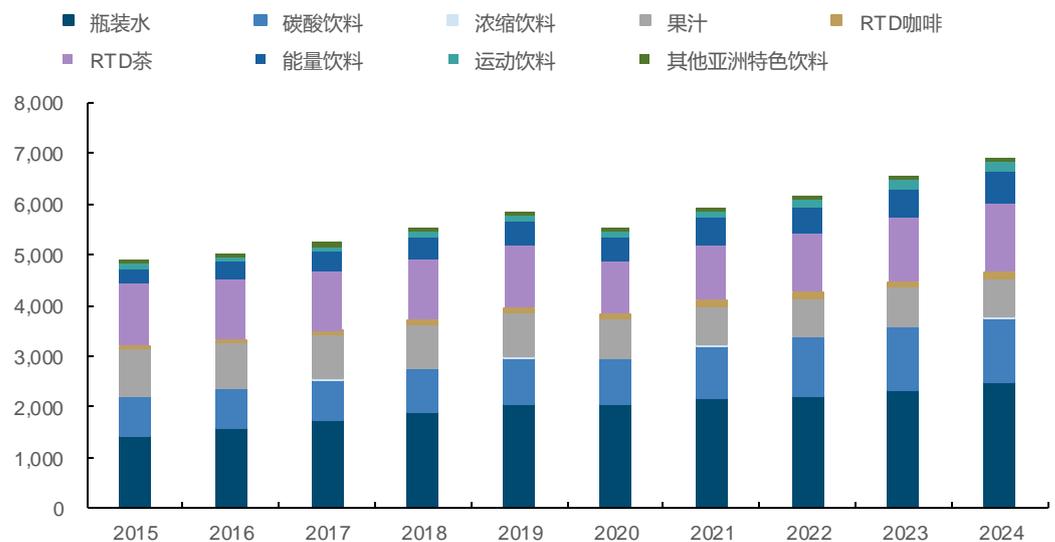
图表1：中国现制饮品市场规模，其中现制茶饮占比最高（亿元）



来源：灼识咨询，国金证券研究所

现制饮品相较瓶装饮料有口感更佳、社交属性等优势，瓶装饮料则在便携性、储存性等上有一定优势，两者在场景、功能上存在一定区别。长期看，我们认为现制饮品对软饮料有部分替代性。24 年中国软饮料市场 6914 亿元，19~24CAGR 3.4%，较现制饮品增速明显更慢。细分品类看，浓缩饮料、RTD 咖啡、果汁、亚洲特色饮料（如瓶装奶茶等）近五年增速放缓最为明显，部分年份已出现负增长，背后原因或源于消费人群和现制茶饮、咖啡高度重合，被现制产品部分替代。而瓶装饮料、碳酸、运动&能量饮料因适用场景、功能属性不同，与现制饮品替代关系不大。

图表2：24 年中国软饮料市场规模 6914 亿元、19~24 年 CAGR 3.4%



来源：欧睿，国金证券研究所



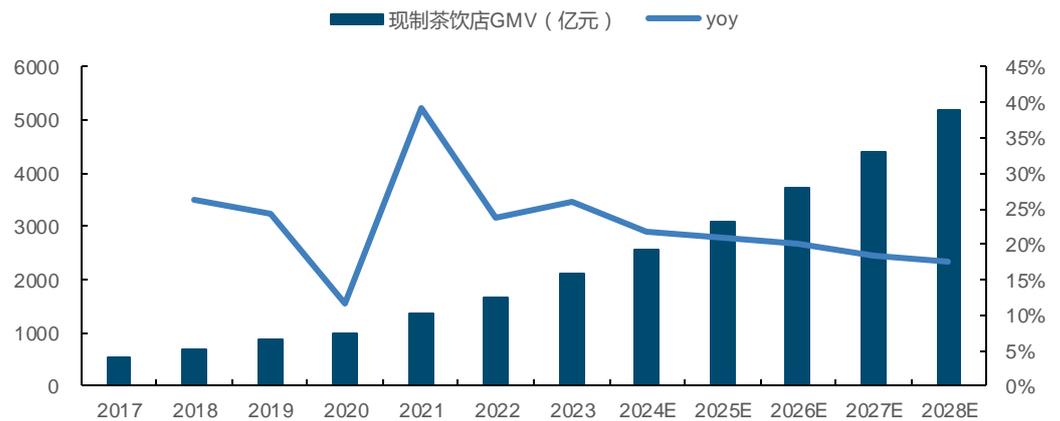
图表3: 从软饮料规模增速看, 近几年浓缩饮料、果汁、RTD咖啡等下滑

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
软饮料	4.3%	2.9%	4.2%	5.6%	5.7%	-5.4%	7.0%	4.0%	6.2%	5.6%
瓶装水	11.6%	9.7%	10.2%	9.5%	7.7%	-0.4%	6.3%	1.9%	6.1%	5.7%
碳酸饮料	-0.6%	1.2%	3.2%	6.9%	7.7%	-1.9%	15.2%	1.6%	5.4%	4.4%
浓缩饮料	-4.2%	-2.9%	-2.7%	-6.1%	4.3%	-32.4%	-6.5%	-5.3%	-17.2%	-13.3%
果汁	1.0%	-4.5%	-2.1%	-1.0%	0.7%	-12.4%	0.6%	-0.1%	1.5%	0.1%
RTD咖啡	21.6%	11.4%	13.5%	16.2%	10.7%	9.1%	9.6%	-6.3%	4.9%	-2.8%
RTD茶	-2.0%	-2.9%	0.2%	1.0%	1.5%	-15.4%	5.9%	6.4%	8.1%	8.5%
能量饮料	22.6%	19.3%	6.2%	3.2%	14.5%	3.4%	8.0%	-0.7%	9.0%	8.7%
运动饮料	6.6%	6.4%	6.6%	6.0%	5.6%	-2.8%	15.2%	8.2%	17.1%	14.4%
其他亚洲特色饮料	7.0%	3.4%	6.6%	6.4%	6.0%	-23.6%	-9.4%	-10.0%	3.5%	2.8%

来源: 欧睿, 国金证券研究所

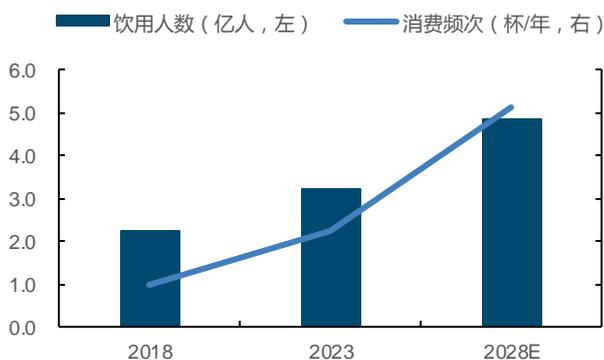
聚焦现制茶饮市场, 23年中国现制茶饮店(剔除餐厅、烘焙店等非专门店口径)市场规模2115亿元/+25.9%, 预期2024E~2028E CAGR为19.2%。高增长背后主要由扩客户、提频次驱动。1) 扩客户: 供给端下沉开店、创新产品不断触达更多消费客群, 根据灼识咨询, 中国现制茶饮饮用者从18年的2.25亿名增至23年的3.2亿名, CAGR 6.1%, 预计至28年有望进一步增至4.8亿名, 对应2024E~2028E CAGR 8.5%。2) 提频次: 根据灼识咨询, 中国人均年现制茶饮消费量由18年的5杯提升至23年11.1杯, 预计至2028E提升至25.7杯; 茶文化类似的香港、台湾人均超过50杯, 长期提频空间大。

图表4: 中国现制茶饮店市场规模及增速



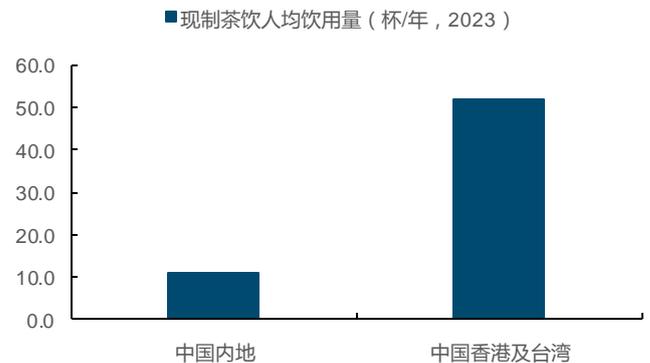
来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

图表5: 中国现制茶饮需求增长主要由扩群、提频驱动



来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

图表6: 中国内地现制茶饮人均饮用量较港台有提升空间



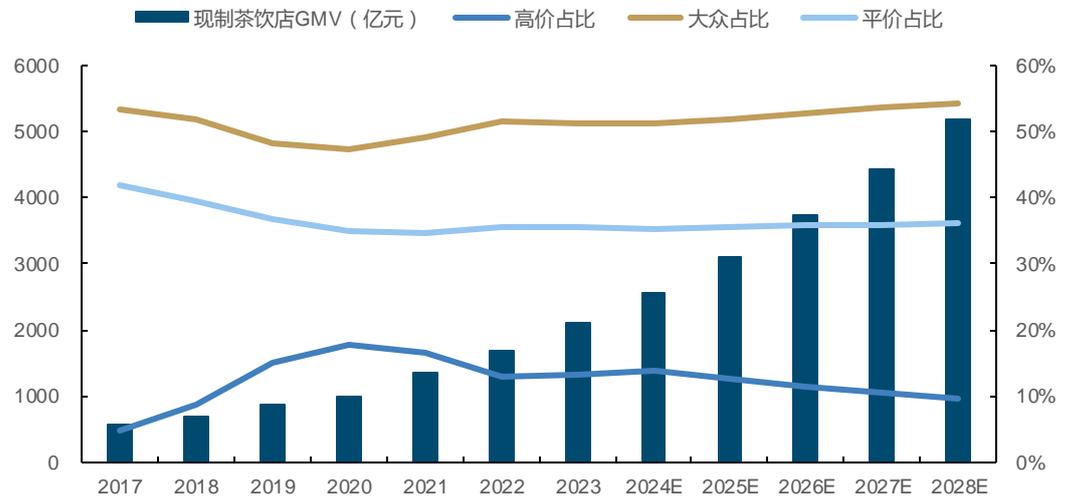
来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

分价格带看, 10元以下平价茶饮满足性价比需求, 占比仍有一定提升空间。根据灼识咨



询，2023 年中国现制茶饮店市场规模 2115 亿元，2017~2023 年 CAGR 为 24.9%，其中杯单价 20 元及以上的高价现制茶饮店 280 亿元、占比 13.2%，代表品牌喜茶、奈雪，目前呈现一定高端降价趋势；杯单价 10~20 元的大众现制茶饮店 1086 亿元、占比 51.3%，规模最大；杯单价 10 元以下的平价现制茶饮店 749 亿元、占比 35.4%，预计在现制茶饮下沉渗透过程中增速仍能好于大盘，根据灼识咨询预测，预计 2028E 平价现制茶饮店规模有望增至 1880 亿元、于现制茶饮店中占比提升至 36.2%。

图表7：中国现制茶饮店市场中平价、大众价格带市场增长更快（单位：亿元）



来源：灼识咨询，国金证券研究所；注：高价定义为平均售价不低于 20 元的现制茶饮，大众为 10~20 元，平价为 10 元以下，后同。

1.2、竞争格局：10 元以下竞争格局最佳，蜜雪一家独大

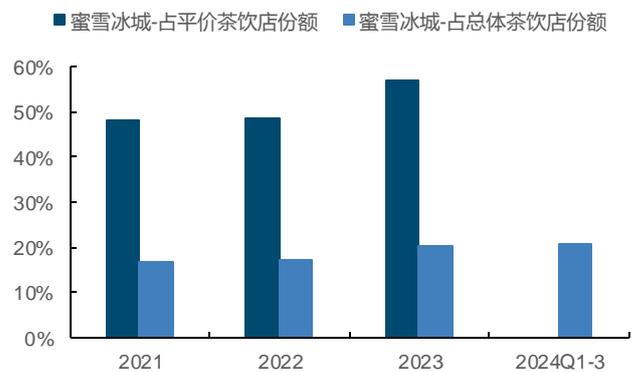
平价茶饮竞争格局最好，其中蜜雪一家独大。横向对比看，蜜雪冰城市占率第一且明显高于竞品，根据灼识咨询数据，按照 2023 年 GMV 市占率计算，中国现制茶饮 Top5 品牌为蜜雪冰城 (20.2%)、古茗 (9.1%)、茶百道 (8.0%)、霸王茶姬 (5.0%)、沪上阿姨 (4.6%)；若聚焦到 10 元以下价格带，2023 年蜜雪冰城市占率 57.0%、较 21 年累计提升 9.0pct。时间序列分析看，我们整理了 2018 年以来中国门店数 Top20 茶饮品牌名单，蜜雪冰城持续保持第一，而第 2~第 20 名品牌均存在变动，其中不乏新进入/新退出榜单的品牌，主要为 10 元以上价格带品牌，竞争较为激烈。

我们认为蜜雪冰城市占率持续显著领先主要得益于价格带卡位及自身竞争力积累。消费者对 10 元以下价格带茶饮的需求更多集中在性价比、诉求相对单一，而对大众、高端价格带还要求产品品质、新鲜感等，蜜雪冰城通过多年深挖供应链、密集开店塑造规模优势护城河，品牌平价好喝的形象被消费者广泛认可，高市占率格局确定性更强。

图表8：中国现制茶饮店竞争格局（按 GMV，2023）

排名	品牌	细分市场	产品价格带 (元)	2023GMV (亿元)	市场份额
1	蜜雪冰城	平价	2~8	427	20.2%
2	古茗	大众	10~18	192	9.1%
3	茶百道	大众	10~22	169	8.0%
4	霸王茶姬	大众	15~24	105	5.0%
5	沪上阿姨	大众	7~22	97	4.6%
	小计	-	-	990	46.9%
	总计	-	-	2115	100.0%

图表9：蜜雪冰城在茶饮 10 元以下价格带中一家独大



来源：灼识咨询，国金证券研究所

来源：灼识咨询，国金证券研究所



图表10：门店数 TOP20 品牌看，蜜雪稳居第一，大众价格带格局变化较多

排名	4Q18	4Q19	4Q20	4Q21	4Q22	4Q23	4Q24
1	蜜雪冰城	蜜雪冰城	蜜雪冰城	蜜雪冰城	蜜雪冰城	蜜雪冰城	蜜雪冰城
2	答案茶	coco 都可	书亦烧仙草	书亦烧仙草	古茗	古茗	古茗
3	coco 都可	书亦烧仙草	coco 都可	古茗	书亦烧仙草	沪上阿姨	沪上阿姨
4	鹿角巷	一点点	古茗	coco 都可	茶百道	茶百道	茶百道
5	皇茶	益禾堂	益禾堂	茶百道	沪上阿姨	书亦烧仙草	益禾堂
6	一点点	答案茶	一点点	益禾堂	coco 都可	甜啦啦	霸王茶姬
7	大口九	古茗	茶百道	沪上阿姨	益禾堂	益禾堂	甜啦啦
8	茶物语	快乐番薯	甜啦啦	一点点	一点点	coco 都可	书亦烧仙草
9	1314 茶	大口九	悸动奶茶烧仙草	甜啦啦	甜啦啦	霸王茶姬	喜茶
10	古茗	皇茶	沪上阿姨	悸动奶茶烧仙草	悸动奶茶烧仙草	一点点	coco 都可
11	大台北	大台北	快乐番薯	快乐番薯	快乐番薯	喜茶	一点点
12	益禾堂	蜜菓	黑泷堂	吾饮良品	Wedrink 茶主张	快乐番薯	奈雪的茶
13	蜜菓	沪上阿姨	吾饮良品	Wedrink 茶主张	吾饮良品	悸动奶茶烧仙草	柠季手打柠檬茶
14	柠檬工坊	茶物语	大口九	黑泷堂	阿水大杯茶	林里手打柠檬茶	林里手打柠檬茶
15	快乐番薯	柠檬工坊	柠檬工坊	7分甜 Sweet7	7分甜 Sweet7	柠季手打柠檬茶	快乐番薯
16	小确茶	悸动奶茶烧仙草	蜜菓	阿水大杯茶	林里手打柠檬茶	阿水大杯茶	阿水大杯茶
17	茶桔便	黑泷堂	快乐柠檬	柠檬工坊	霸王茶姬	冰淳茶饮	吾饮良品
18	悟茶	琉璃鲸	Wedrink 茶主张	大口九	柠檬工坊	吾饮良品	冰淳茶饮
19	沪上阿姨	一芳台湾水果茶	皇茶 Royaltea	我很芒	兵立王	7分甜 Sweet7	爷爷不泡茶
20	书亦烧仙草	快乐柠檬	答案茶	冰雪时光	大口九	奈雪的茶	冰雪时光

来源：久谦，国金证券研究所；注：黄底代表品牌 4Q18 以来第一次进入前 20，灰底表示品牌 4Q18 以来最后一次进入前 20，绿底代表 4Q18~4Q24 期间仅上榜一次

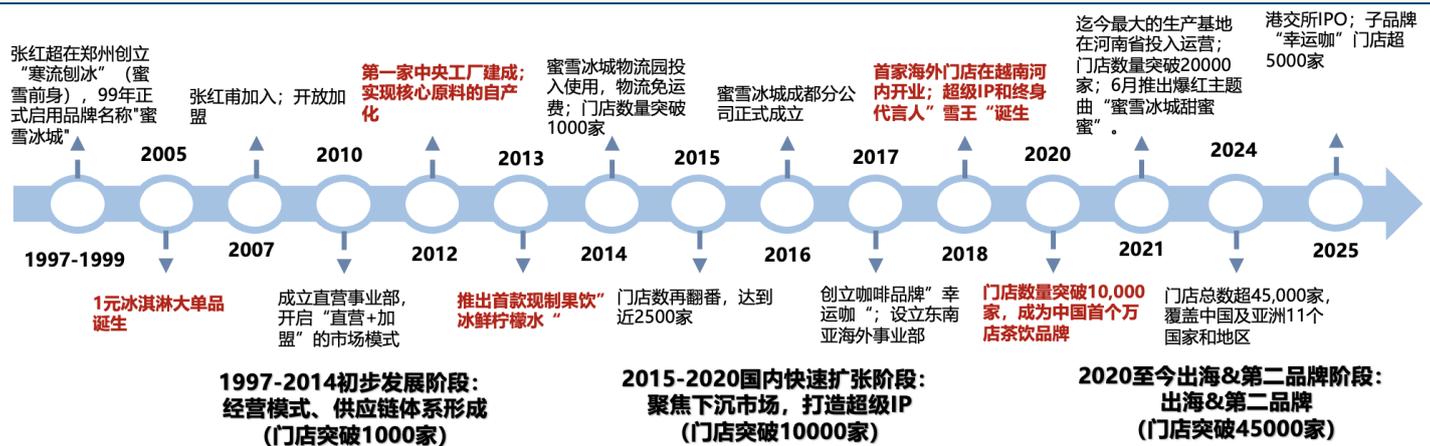
2、蜜雪冰城：现制茶饮龙头，经营、财务表现优于同业

2.1、公司概况：现制茶饮龙头，股权集中于创始人兄弟

1997 年蜜雪冰城前身“寒流刨冰”于河南郑州创立，1999 年正式启用“蜜雪冰城”为品牌名，于 2005、2013 年分别推出 1 元冰淇淋、冰鲜柠檬水等标志性大单品。2012 年成立河南大咖食品有限公司，开始自建工厂、实现核心原料自产化，2014 年自建物流中心，推行“全国免运费”政策，支撑品牌进入全国化扩张阶段、门店数突破千家。2017 年创立幸运咖品牌、2018 年首家海外门店开业，探索新增长曲线。2020 年门店总数突破万家、成为国内首个万店茶饮品牌，2021 年随着雪王 IP 和广告曲爆红，蜜雪冰城品牌全国知名度快速提升、门店进入新一轮快速扩张，截至 2024 年底蜜雪集团门店总数达 46479 家，其中国内 41584 家、海外 4895 家。



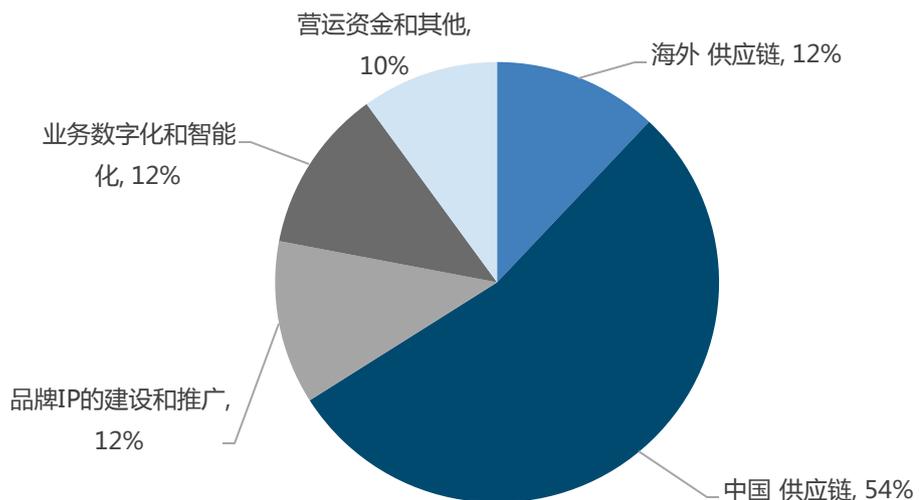
图表11: 蜜雪集团经过 28 年发展已成长为全球化、多品牌的现制饮品龙头



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

2025年3月3日，蜜雪集团于港交所挂牌上市，IPO发行股数1705.99万股，发行价为202.5港元/股，募集资金净额34.55亿港元。公司IPO募资主要用于供应链建设（中国供应链54%、海外12%）、品牌IP建设推广（12%）、数字化（12%）等。

图表12: 公司 IPO 募集资金用途



来源：公司招股书，国金证券研究所

公司股权集中于创始人兄弟，高管团队股权激励较为充分。创始人兄弟张红超、张红甫合计持股81.68%，股权集中，高管时朋（蜜雪冰城中国运营负责人）、孙建涛（监事，蜜雪冰城东南亚运营负责人）、蔡卫森（执行董事兼前端供应链负责人）、罗静（曾担任公司财务总监，2023年12月辞职）合计持股2.53%，另外两大员工持股平台占0.86%，受益人包括创始人兄弟、赵红果（执行董事兼后端供应链负责人）、崔海静（监事会主席）等核心高管团队。



图表13: 公司股权集中于创始人张氏兄弟、团队激励较充分 (截至 2025/3/3)

股东名称	最终控制人	持股数量 (万股)	占总股本比例
控股股东		307,994,448	81.68%
张红超		153,997,224	40.84%
张红甫		153,997,224	40.84%
IPO 前投资者		36,000,001	9.55%
龙珠美城	深圳龙珠	14,400,001	3.82%
深圳蕴祺	珠海瓴雪企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	14,400,001	3.82%
天津磐雪	厦门源峰、上海磐茂	7,199,999	1.91%
董事、监事及高级管理层		9,525,602	2.53%
罗静		2,540,160	0.67%
蔡卫淼		635,040	0.17%
时朋		3,175,201	0.84%
孙建涛		3,175,201	0.84%
员工持股平台		3,239,974	0.86%
青春无畏	张红超、赵红果等其他董事、监事及高级管理层成员	1,619,987	0.43%
始于足下	张红甫、监事崔海静及于敏等成员	1,619,987	0.43%
其他投资者		3,239,975	0.86%
万店投资	独立第三方陈志强、员工张晓明	3,239,975	0.86%
基石投资者		7,692,600	2.04%
M&G Investments (英卓投资管理)	M&G plc	2,307,800	0.61%
HongShan Growth	红杉中国	2,307,800	0.61%
Persistence Growth Limited	博裕资本	1,538,500	0.41%
HHLR Fund	高瓴资本	1,153,900	0.31%
Long-Z Fund I, LP	美团 朱拥华	384,600	0.10%
其他公众股东		9,367,300	2.48%

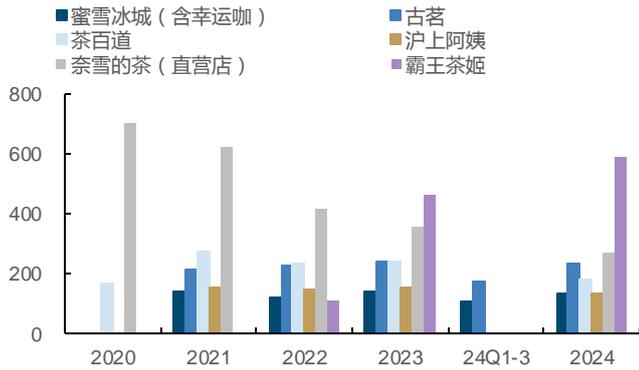
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2、经营分析: 蜜雪单店韧性突出, 开店速度、质量均优于同业

供给扩张+价格内卷, 24 年竞争激烈、品牌分化, 霸王茶姬凭借品类&品牌势能高增, 蜜雪、古茗则单店销售韧性相对强。从单店 GMV 绝对值看, 大众价格带霸王茶姬>古茗>茶百道>沪上阿姨, 蜜雪冰城及幸运咖因价格带低单店零售额相对低。按终端单店 GMV, 2024 年霸王茶姬 589 万元、奈雪 275 万元、古茗 236 万元、茶百道 179 万元、沪上阿姨 137 万元、蜜雪冰城(含幸运咖) 139 万元; 从增速看, 2024 年霸王茶姬表现最为亮眼(单店 GMV 同比+26.4%、同店+2.7%), 蜜雪冰城(单店 GMV-3.5%, 24Q1-3 同店-0.6%)、古茗(单店 GMV-3.7%, 24Q1-3 同店-0.7%) 相对有韧性, 而沪上阿姨、奈雪、茶百道 2024 年单店则均为双位数下滑。

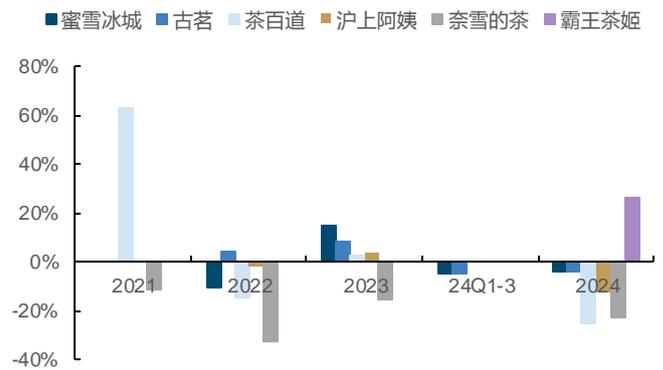


图表14: 茶饮可比公司单店 GMV (万元)



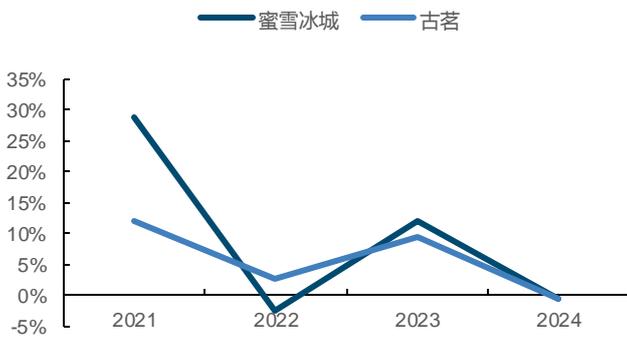
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表15: 茶饮可比公司单店 GMV YOY



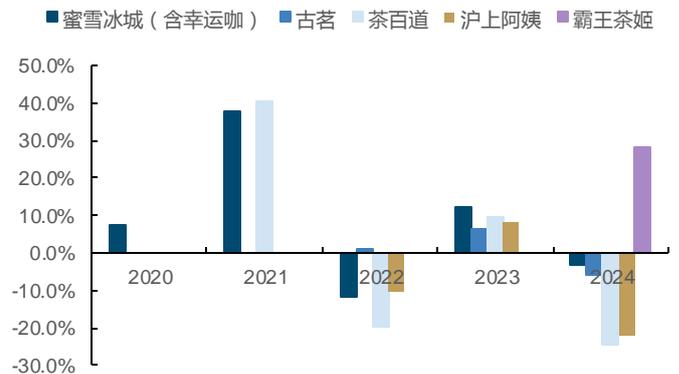
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 霸王茶姬 2023 年增速为 378%, 因数据和其他公司差异太大影响阅读, 图中不展示。

图表16: 茶饮可比公司终端门店同店增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表17: 茶饮可比公司加盟店平均单店货品销售收入 YOY



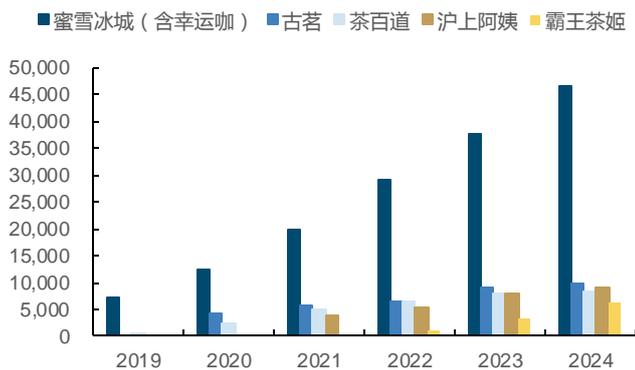
来源: 公司公告, 国金证券研究所

开店速度看, 近三年霸王茶姬凭轻乳茶+品牌力快速拓张, 其次为蜜雪、沪上阿姨。24 年末门店数蜜雪集团 46479 家、古茗 9914 家、沪上阿姨 9176 家、茶百道 8395 家、霸王茶姬 6440 家, 蜜雪绝对数显著领先, 21~24 年 CAGR 增速看茶姬 141%>沪上阿姨 34%>蜜雪 32%>古茗 20%>茶百道 18%。

开店质量看, 蜜雪、古茗关店率较低, 加盟商带店率更高。24 年加盟店关店率蜜雪 4.3%<古茗 7.5%<茶百道 11.4%<沪上阿姨 12.7%, 其中古茗 24 年关店率上升主因山东等部分新市场策略不当选择关店, 沪上阿姨历史看关店率持续偏高。加盟商带店率看, 蜜雪 2.2 家>古茗 2.0 家>沪上阿姨 1.7 家>茶百道 1.5 家, 反映蜜雪、古茗老加盟商开二店比例相对高。

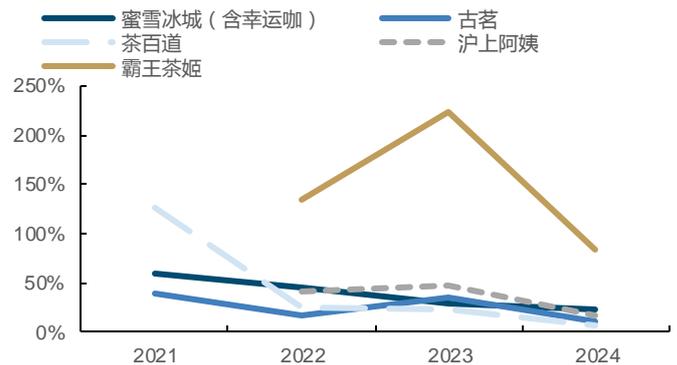


图表18: 可比茶饮公司门店数对比 (家)



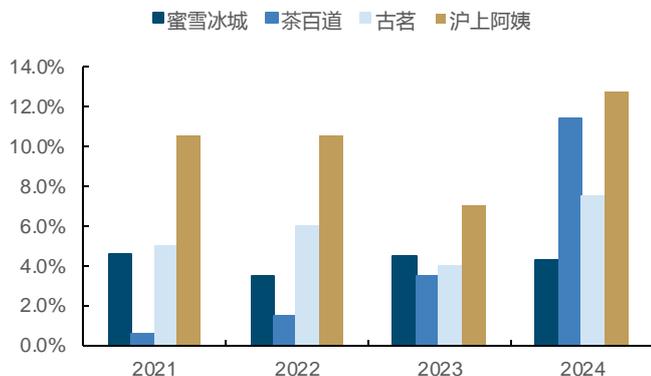
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表19: 茶饮可比公司门店数增速



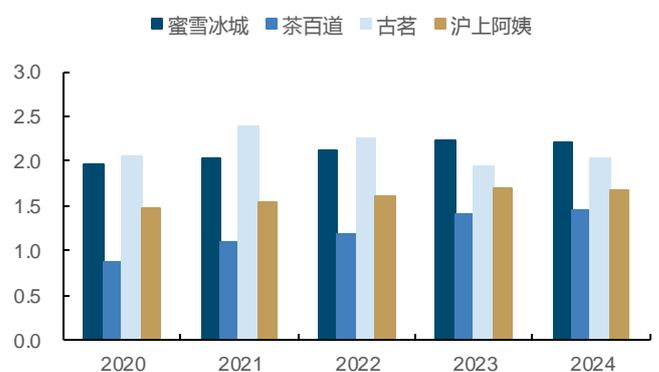
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表20: 可比公司加盟店关店率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 关店率=当期关店数/期初加盟店数

图表21: 可比公司加盟店带店率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 带店率=加盟店总数/加盟商数

2.3、财务分析: 蜜雪规模优势突出, 盈利能力逆势提升

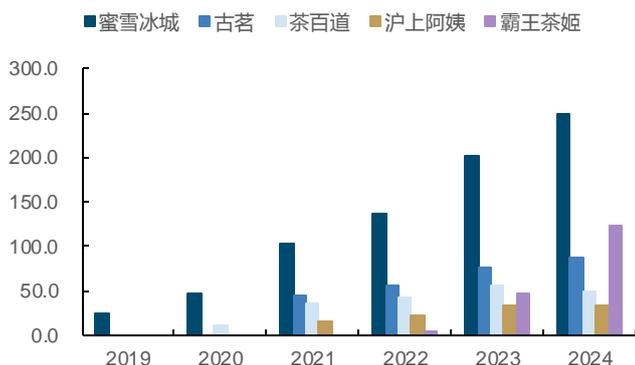
收入增速看, 24 年头部品牌表现分化, 茶姬同店+开店双高增, 全年收入 124 亿元/+167%, 蜜雪 24 年收入 248 亿元/+22.3%, 古茗 (+14.5%), 优于沪上 (-1.9%)、茶百道 (-13.8%)。蜜雪于平价价格带格局较好, 受冲击更小, 叠加出海, 开店支撑收入端 20% 以上增长; 大众价格带中古茗单店表现更优, 支撑收入端表现明显好于竞品。

收入结构看, 主要由原料货品销售、设备销售、加盟费及其他构成, 其中蜜雪更多赚供应链的钱 (原料销售占 95%)。

货币化率看, 蜜雪冰城 (42.5%)、霸王茶姬 (42.1%)、古茗 (39.3%) 相对更高。

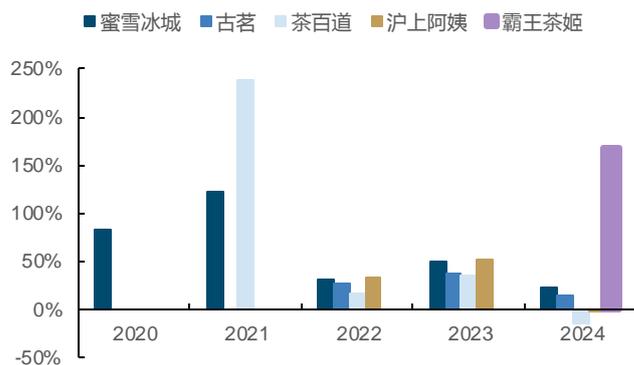


图表22: 可比茶饮公司收入体量对比 (亿元)



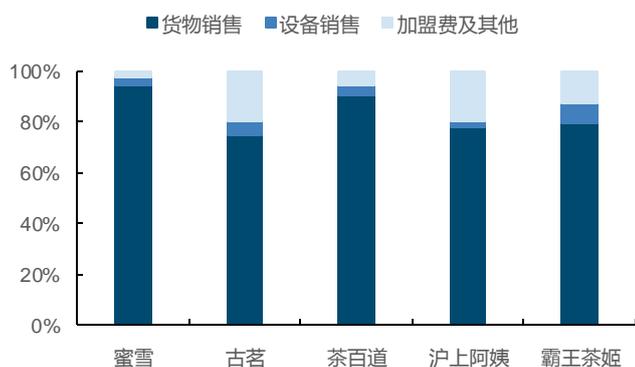
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表23: 可比茶饮公司收入增速对比



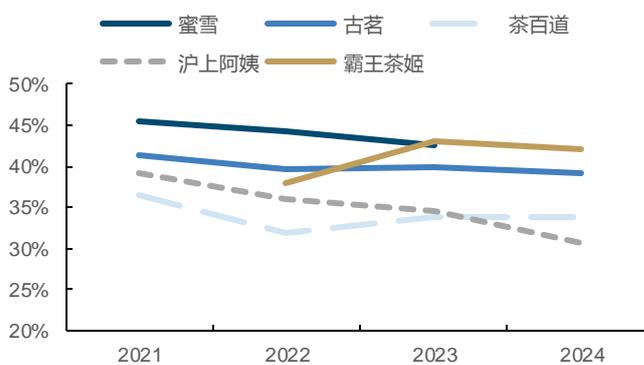
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 霸王茶姬 23 年数据特别高, 因数据和其他公司差异太大影响阅读, 图中不展示。

图表24: 蜜雪收入结构中货品销售占比更高 (2024)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表25: 蜜雪、茶姬、古茗 Take Rate 相对高



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注 Take Rate=公司报表收入/终端 GMV

毛利率: 霸王茶姬杯单价领先+规模效应提升, 2024 年毛利率最高且提升明显 (41.2%/+4.6pct); 蜜雪集团 2024 年 32.5%/+2.9pct 逆势提升, 推测主要受益平价价格带价格战强度相对更弱, 以及公司自身深耕供应链、规模效应提升; 沪上阿姨相对稳健 (31.3%/+0.1pct), 古茗 (30.6%/-0.7pct) 下滑主因 315 事件影响、货补增加以及布局咖啡带来毛利率更低的咖啡机销售占比上升; 茶百道 (31.2%/-3.2pct) 下滑较明显, 主因 315 事件影响, 价格战之下货补增加。

销售费用率: 2024 年蜜雪 6.4%/-0.1pct, 为可比公司中唯一改善的公司, 主要自有雪王 IP 关注度持续高、营销投放可控, 以及规模效应持续提升。其他公司销售费用率均有所提升, 主因加大品牌营销、应对行业竞争, 增加代言人、IP 联名、品牌广告等投放, 其中茶百道 8.0%/+5.7pct、霸王茶姬 8.9%/+3.3pct 上升更为明显。

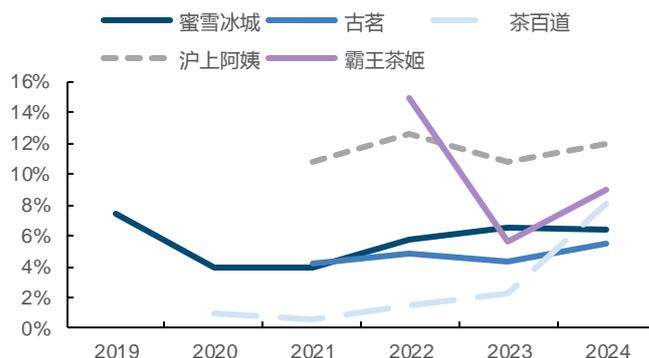
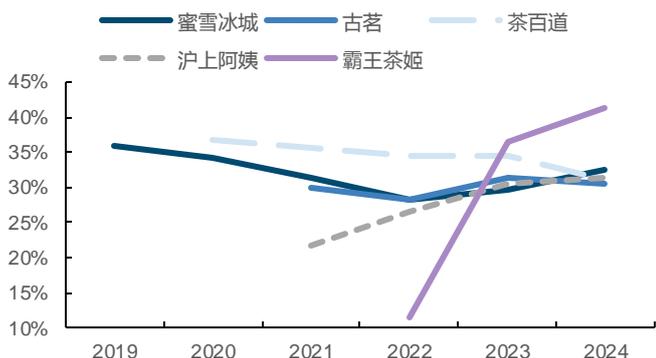
管理费用率: 2024 年蜜雪 (3.0%)、古茗 (3.5%) 较同业更低且呈现下行趋势。其中蜜雪冰城推测主要得益于规模效应提升, 古茗推测与其区域加密策略有关, 门店更为集中、管理效率较高。

净利率: 横向对比 2024 年可比公司水平, 霸王茶姬 (20.3%, 经调整净利率口径) > 蜜雪 (17.9%) > 古茗 (17.4%, 经调整净利率口径) > 沪上阿姨 (10.0%) > 茶百道 (9.6%); 边际变化上, 霸王茶姬 (同比+5.0pct, 得益于品牌势能上升、门店快速扩张情况下规模效应快速提升), 蜜雪逆势上升 (同比+2.4pct) 得益于毛利率回升、规模效应下费用摊薄。



图表26: 24年蜜雪毛利率逆势回升

图表27: 蜜雪销售费用率稳中有降

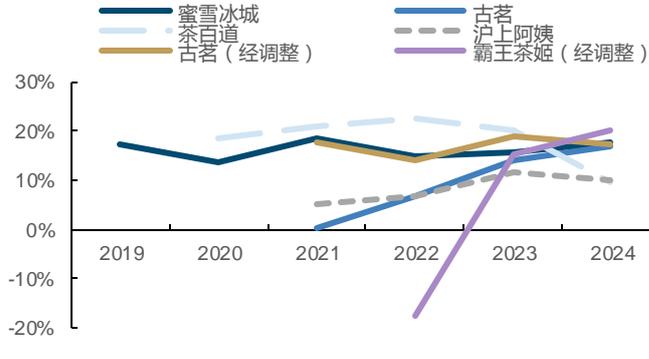
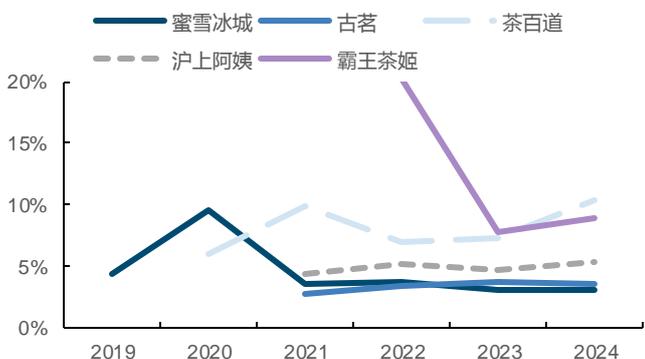


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表28: 蜜雪管理费用率较同业更低

图表29: 蜜雪24年归母净利率逆势提升2.4pct



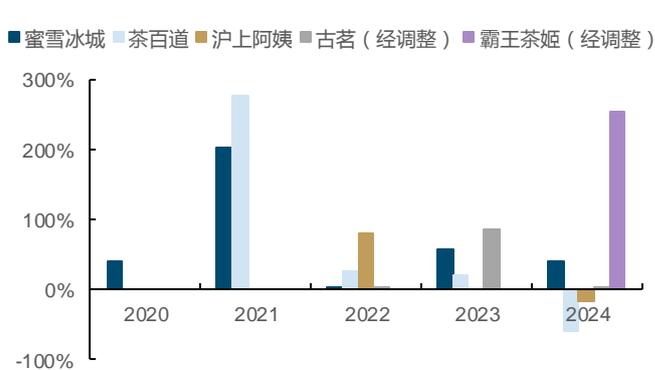
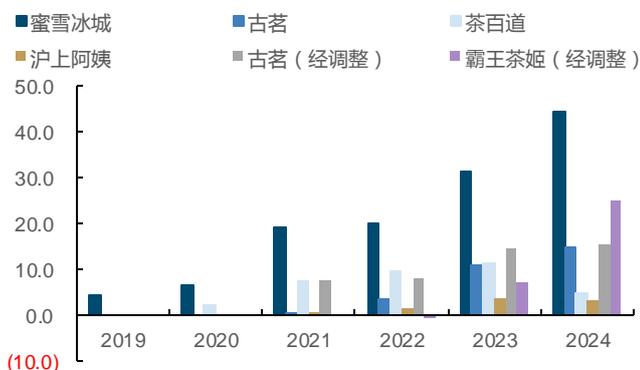
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

平价茶饮市场份额稳固, 开店维持较快增速, 同店表现稳健, 利润率在规模效应提升+公共卫生事件结束后回升, 蜜雪集团业绩保持较快增长, 2024年归母净利44.4亿元/+41.4%, 19~24年CAGR 58.4%, 持续处于行业内领先水平。

图表30: 可比公司归母净利对比(亿元)

图表31: 可比公司归母净利增速对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 霸王茶姬23年数据特别高, 因数据和其他公司差异太大影响阅读, 图中不展示。

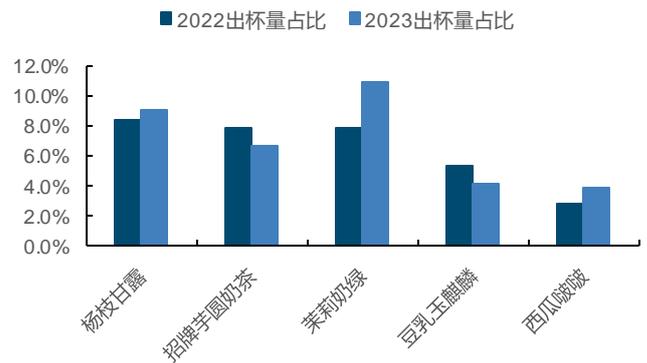
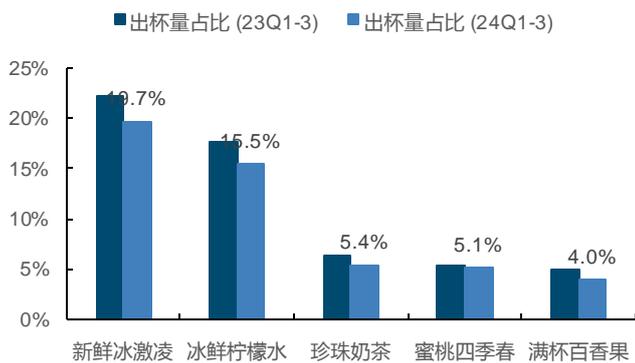


3、竞争优势：大单品锚定低价心智，供应链布局全面，雪王 IP 品牌力强

3.1、主打性价比，明星大单品占据低价心智，扩品类带来增量

蜜雪冰城经典大单品为销售主力、锚定低价心智。4 元的柠檬水、3 元冰淇淋满足刚需，相较便利店瓶装饮料、雪糕有现制口感更好、性价比高的优势（尤其是相较 4 元以上饮料、便利店中高价雪糕）。24Q1-3 蜜雪品牌前 5 大单品占集团出杯量 50%，前两大单品新鲜冰淇淋占出杯量 19.7%、冰鲜柠檬水占比 15.5%，大单品销售集中度更高（vs 茶百道 23 年前 5 大单品出杯量占比 34.9%，前 2 大单品合计占比 20%），大单品 fashion risk 风险更低（vs 茶百道 22 年 top1 单品为杨枝甘露，23 年变为茉莉奶绿）。

图表 32：蜜雪冰城前五大单品出杯量中冰淇淋、柠檬水占比 图表 33：茶百道前五大单品出杯量占比较为均匀
明显高



来源：公司招股书，国金证券研究所

来源：公司招股书，国金证券研究所

蜜雪产品端除了低价引流大单品，同时也扩充品类、加快上新，能有效满足消费者多元需求、提升门店杯量和利润。从菜单设计看，与其他茶饮品牌相比，蜜雪冰城品类布局更丰富，果茶、奶茶两大品类之外，冰淇淋、酸奶、咖啡、烘焙零食等均有布局、最为全面，其中咖啡能与幸运咖品牌形成供应链协同，烘焙零食及衍生产品能借助雪王 IP 衍生能力、门店网络布局深度。从推新速度看，蜜雪集团 2024 年前三季度上新 105 款新品，上新速度处于行业较快水平（vs 古茗 2024 年上新 103 款、沪上阿姨 100+款、茶百道 60 款、霸王茶姬 15 款）。

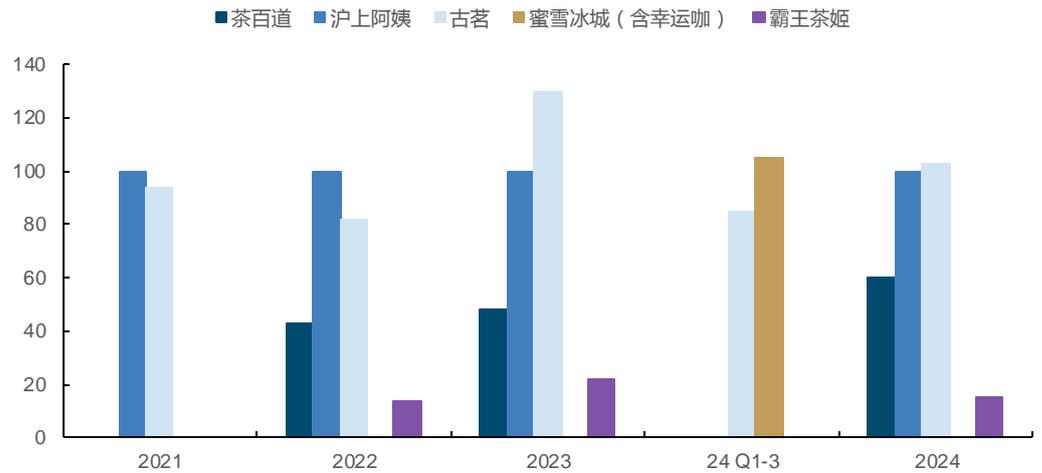
图表 34：蜜雪冰城定价在头部品牌中更低，SKU 相对更多

	平价		大众						中高端					
	蜜雪冰城		古茗		茶百道		沪上阿姨		霸王茶姬		奈雪的茶		喜茶	
	SKU数 (个)	价格带 (元)	SKU数 (个)	价格带 (元)	SKU数 (个)	价格带 (元)	SKU数 (个)	价格带 (元)						
奶茶	24	7 ~ 10	19	10~18	24	10 ~ 16	27	11 ~ 21	14	15 ~ 22	11	16 ~ 19	24	15 ~ 23
果茶	14	5~10	11	12~21	18	10 ~ 22	23	15 ~ 21	4	18	15	18 ~ 22	21	13 ~ 28
咖啡	5	6 ~ 9	10	9~18	-	-	10	13 ~ 19	-	-	8	15 ~ 22	2	8 ~ 16
纯茶	2	5	2	7~12	3	7	1	11	7	15 ~ 18	7	9 ~ 13	7	8 ~ 23
酸奶	3	10 ~ 11	-	-	1	14	-	-	-	-	-	-	-	-
冰淇淋	10	3 ~ 8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-
烘焙零食茶包等	15	1~9.9	7	2~6.9	-	-	10	1 ~ 13.8	-	-	47	5 ~ 109	5	1.9~8.9
合计 (不含烘焙零食等)	58	3 ~ 11	42	7~21	46	7 ~ 22	61	11 ~ 21	25	15 ~ 22	41	9 ~ 22	55	8 ~ 28

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所



图表35：2024年前三季度蜜雪集团上新105款新品



来源：公司招股书，公司公告，国金证券研究所

3.2、供应链全链条布局，规模优势凸显

供应链全链条布局是蜜雪极致性价比的基石。根据公司招股书，蜜雪集团2012年建成首个自有中央工厂、成为现制饮品行业内首个自建中央工厂的品牌，2014年开始自建专属物流体系，覆盖采购、生产、仓储物流等各个环节。我们对比头部品牌供应链后，认为蜜雪的供应链布局最为全面，深入上游原料、核心饮品食材100%自产，是品牌极致性价比的基石。



图表36: 蜜雪冰城供应链产地直采、自有产能规模大、仓储物流覆盖面广

	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨	霸王茶姬
采购	<p>前五大供应商占比 (最新) 18.3% (24Q1-3)</p> <p>合作种植园 四川安岳柠檬、安徽草莓、云南咖啡种植园, 24 年和君乐宝合资建雪王牧场</p>	<p>18.8% (24Q1-3)</p> <p>香水柠檬、芒果等水果采用产地直采</p>	<p>36.6% (2023 年)</p> <p>-</p>	<p>15.1% (1H24)</p> <p>-</p>	<p>-</p> <p>第三方供应商, 对供应商资质、产能、质量等严格把控</p>
生产	<p>生产基地 5 个, 河南、重庆、广西、海南、安徽, 提供给加盟商 60% 以上食材自产</p> <p>面积 (万平方米) 79</p> <p>产能 (最新) 165 万吨</p> <p>扩建计划 广西、重庆、安徽、河南等均有扩建计划</p>	<p>4 个自营加工厂 (果汁、茶叶), 自加工原料占加盟店销量 13%, 第三方供应商</p> <p>-</p> <p>-</p> <p>24 年诸暨新加工厂建设完成</p>	<p>1 个茶厂, 1 个包材工厂 (森冕工厂), 23 年占总包材比 26.7%</p> <p>1.112 (包材厂)</p> <p>约 1.4 万吨 (包材厂)</p> <p>24 年五月投产福州茶厂</p>	<p>1 个, 浙江海盐, 4 条产线主要生产及加工珍珠、芋圆、芋泥、茶叶等食材</p> <p>超过 1 万</p> <p>8184 吨 (24 年产能)</p> <p>扩大海盐工厂食材产能、开发半成品茶饮生产线、智能奶茶机及智能柠檬机</p>	<p>-</p> <p>第三方供应商</p>
仓储	<p>27 个自营 (东南亚 7 个)</p>	<p>22 个自有</p>	<p>21 个多温仓 (自营 6 个+第三方租赁共管 15 个)</p>	<p>12 大仓储物流基地 +4 个设备仓库+8 个新鲜农产品仓库+16 个前置冷链仓库 (3 个大仓储物流基地及所有前置冷链仓为第三方运营)</p>	<p>两级仓储系统, 包括中心仓、区域仓, 截至 24 年末在中国有 37 个仓储中心</p>
	<p>面积 (万平方米) ~35 万</p>	<p>超过 20 万</p>	<p>约 8 万</p>	<p>-</p>	<p>-</p>
	<p>覆盖半径 -</p>	<p>76% 以上门店位于仓库周围 150 公里内 (浙江省达 94%)</p>	<p>一般门店与中心仓距离 300 公里以内, 超过 300 公里通过前置仓满足</p>	<p>-</p>	<p>-</p>
	<p>扩建计划 -</p>	<p>台州新建仓库</p>	<p>-</p>	<p>-</p>	<p>-</p>
物流	<p>物流车 第三方合作</p> <p>运输能力 超过 90% 国内县级行政区 12 小时内触达; 97% 以上门店冷链覆盖; 海外覆盖 4 国超过 560 个城市</p> <p>配送成本 -</p>	<p>362 辆自有+第三方补充</p> <p>支持向 97% 门店提供 2 日 1 配冷链配送服务 (一般 4 日 1 配)</p> <p>仓到店平均配送成本 < GMV 1% (行业 ~2%)</p>	<p>300 辆第三方车队</p> <p>97% 门店提供每周 2 次或以上配送, 北京、成都及重庆等地 41 条夜间配送路线</p> <p>-</p>	<p>委托第三方物流服务供应商</p> <p>一周 2~3 次</p> <p>-</p>	<p>-</p> <p>可为门店隔日达的冷链运输</p> <p>物流成本 < GMV 1%</p>

来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

采购端: 头部现制茶饮品牌中, 蜜雪冰城向上游原料端延伸最深入, 于四川安岳建立柠檬合作种植基地, 根据灼识咨询报告, 按照 2023 年采购量计算 (约 11.5 万吨), 蜜雪冰城为中国最大的柠檬采购商, 此外安徽七里塘工厂战略性设立于草莓农场附近, 更高效处理



冷冻草莓产品以保障产品质量，2024 年公司与君乐宝合作建雪王牧场、布局上游奶源。

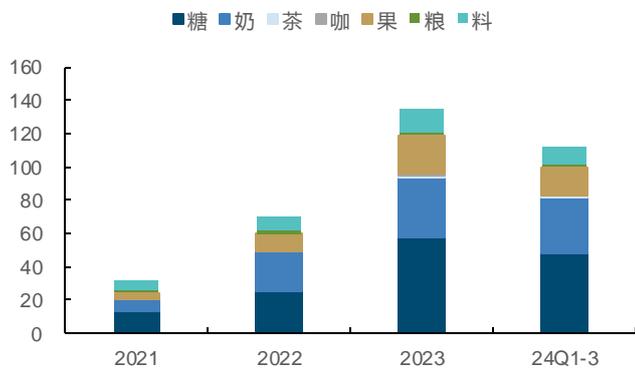
生产端：蜜雪冰城原料生产基地布局产能最高，自产糖、奶、茶、咖、果、粮、料 7 大类产品，于河南、重庆、广西、河南和安徽五省已布局生产基地，其中最大的河南基地年产能约 121 万吨（截至 3Q24 末），未来在重庆、安徽、海南均有扩建计划，产能规模高于同业。根据公司招股书，目前公司提供给加盟商 60% 以上食材为自产，是中国现制饮品行业中最高，其中核心饮品食材 100% 自产。

图表 37：蜜雪集团五大生产基地保障七大原材料生产

生产基地	占比面积(万平方米)	主要产品	食材年产能(万吨)	产能利用率			
				2021	2022	2023	24Q1-3
河南	34.2	食材(糖、茶、奶、咖、果、粮、料)包材及设备	121	55.40%	58.20%	50.70%	48.10%
海南	20.4	食材(奶、咖)	4.5	/	/	33.70%	49.20%
广西	10	食材(糖、果、料)	18.5	/	/	17.80%	61.10%
重庆	12.2	食材(果、粮)	15.5	100.00%	100.00%	73.60%	45.90%
安徽	1.9	食材(果)	5.4	/	49.90%	57.60%	65.80%

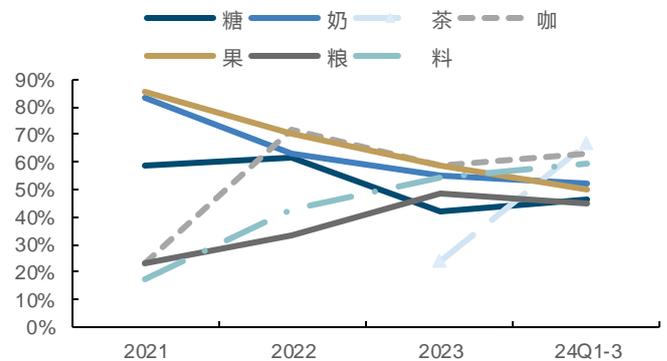
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 38：蜜雪集团七大原材料产能(万吨)



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 39：蜜雪集团七大原材料产能利用率



来源：公司招股书，国金证券研究所

仓储端：蜜雪冰城、古茗仓储布局面积相对领先。其中蜜雪冰城截至 3Q24 末拥有 27 个自营仓库、占地面积约 35 万平方米，为行业内最大，当中还包括 7 个东南亚自营仓库。

物流端：物流网络覆盖面广，给予加盟商免运费政策，有效支持全国化、出海。截至 3Q24 末，公司配送网络覆盖中国内地 31 个省份，超过 300 个地级市、1700 个县城和 4900 个乡镇，覆盖度和下沉深度领先；超过 90% 国内县级行政区 12 小时内触达；97% 以上门店冷链覆盖；海外也覆盖 4 国超过 560 个城市。

3.3、自有 IP 雪王营销出圈，品牌力强

茶饮消费中消费者对品牌忠诚度相对偏低，比较容易受潮流、周边供给情况影响，因此品牌往往需要通过加快产品上新、跨界联名、请代言人等方式加强品牌曝光度、创造消费节点。而蜜雪冰城为茶饮品牌中少数拥有高知名度自有 IP 的品牌，在品牌力上竞争优势显著。



图表40: 对比同业, 蜜雪冰城自有 IP 推出时间更早、知名度更高

	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨	霸王茶姬
自有IP	雪王	-	茶茶	Aunty Jenny	-
推出时间	2018	-	2023	-	-
IP形象		-			-
时间 (无特殊说明)	24Q1-3	24Q1-3	2024	2024	2024
推出时间	-	-	2021.2	-	-
期末注册会员数 (万名)	31500	13500	13927	11530	17730

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

蜜雪冰城早期 Logo 更偏向于直接传达品牌业务, 2018 年, 蜜雪冰城与营销公司华与华合作, 全新品牌形象“雪王”诞生, 雪王的形象是一个头戴王冠、手持冰淇淋权杖的可爱雪人, 采用醒目的红白配色, 这一形象上的升级使得品牌更具亲和力、更有记忆点。2021 年主题曲《蜜雪冰城甜蜜蜜》+雪王蹦迪动画 MV 在社交平台快速出圈, 加上线下雪王人偶宣传、门店循环播放主题曲等持续营销活动, 打开全国知名度, 主推蜜雪冰城在这一阶段门店数快速扩张。

打造“文化母体”: 雪王 IP 形象知名度完成初始积累后, 雪王的人格特质和故事被不断充, 有了生日、性格、爱好以及官方职位——首席品控官兼品牌终身代言人, 并且在抖音、小红书、B 站有“雪王”专属账号, 通过打造“贱萌”、“抽象”人设, 吸引消费者互动互动。线下还通过雪王形象“黑化”、与竞品人偶跳舞、与消费者互动等方式, 增强与消费者的情感联结。

IP 宇宙构建: 2023 年公司推出《雪王驾到》动画片, 2024 年续作《雪王之奇幻沙洲》拓展世界观, 2024 年底成立“雪王爱动漫文化公司”, 计划推出“雪王大电影”以探索动画电影与品牌联动的商业模式。此外, 蜜雪冰城还推出了一系列的 IP 衍生品, 如盲盒、毛绒玩具、文具等, 形成“饮品+衍生产品”的消费矩阵。

跨界联名: 2023 年蜜雪冰城与中国邮政联名开设主题店, 引发网络热梗“雪王入编”; 与游戏《蛋仔派对》拍摄联动挑战、推出限定周边, 与周生生联名推出金饰产品等, 进一步扩大了雪王 IP 的影响力和商业价值。

全球化营销: 2025 年 3 月蜜雪冰城港交所 IPO 上市, 雪王领衔敲钟仪式, 携 7 位相关 IP 角色 (如“阿桔雪王”) 打造“二次元红毯”。出海方向, 蜜雪冰城在东南亚 (越南、印尼)、日韩等地复制“低价+雪王 IP”模式, 并进行本土化调整, 例如泰国雪王戴传统头饰, 印尼主题曲改编本地语言版本等, 推动蜜雪冰城品牌 IP 在海外迅速走红。



图表41：蜜雪冰城推出雪王拟人 IP，线上、线下营销活动与消费者建立情感链接

IP设计拟人化



- 姓名:雪王
- 生日:11月22日
- 性格:正直、友善、热情、进取
- 职位:蜜雪首席品控官兼终身代言人
- 爱好:唱歌跳舞, 研究冰淇淋与茶的新奇吃法
- 口头禅:你爱我我爱你, 蜜雪冰城甜蜜蜜

Logo修改



门店形象修改



线上营销活动



蜜雪冰城话题 会员权益体系 联名活动

线下营销活动

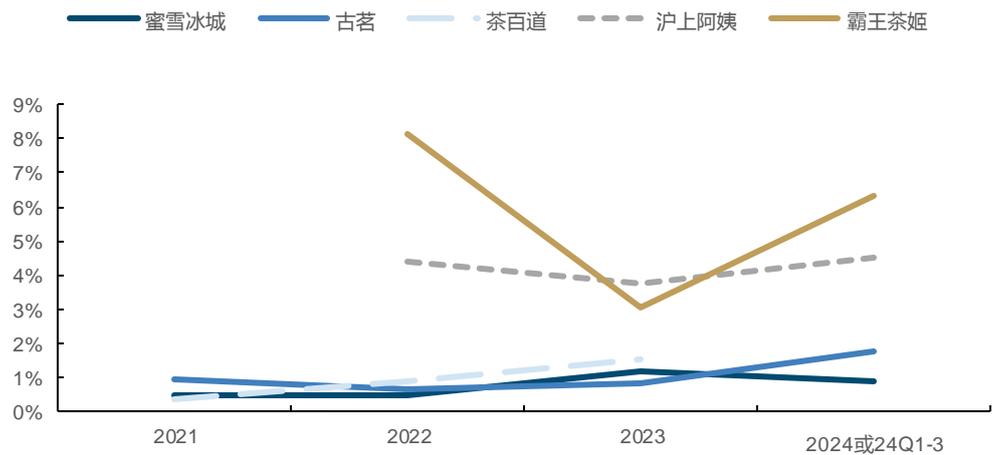


冰淇淋音乐节 520情侣证 雪王巡游

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

强大自有 IP、占据低价心智，蜜雪集团在品牌推广费用率上低于同业。24Q1-3 公司品牌推广开支占收入比为 0.9%，低于古茗（24Q1-3 1.8%），茶百道（23 年 1.6%），霸王茶姬（24 年 6.3%）；且 2024 年在行业品牌竞争有所加剧、费用投放普遍增加情况下，品牌推广费用率逆势下降。

图表42：蜜雪冰城品牌推广费占收入比低于同业



来源：公司公告，国金证券研究所；注：霸王茶姬为 24 年数据，古茗、沪上阿姨、蜜雪是 24Q1-3 的数据。

4、未来看点：出海东南亚，幸运咖拓店加快

4.1、出海：东南亚开启全球化之路

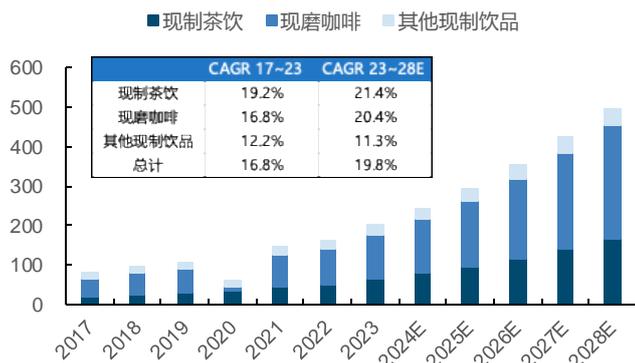
东南亚天气炎热，全年皆可为现制饮品销售旺季，根据灼识咨询，23 年东南亚人均现制饮品饮用量 16 杯/年、占饮用水摄入量 1.3%，低于中国（1.6%）、发达国家（10-20%）



均有提升空间。从东南亚主要9国（印度尼西亚、菲律宾、越南、泰国、缅甸、马来西亚、柬埔寨、老挝、新加坡）看，2023年人口总数6.88亿、约为中国的一半；人均GDP水平看，新加坡最高（23年8.4万美元），马来西亚已突破1万美元，泰国（23年7182美元）、印度尼西亚（23年4876美元）、越南（23年4282美元）相对领先。根据灼识咨询预测，预期2023~2028E东南亚现制饮品行业CAGR 19.8%，为全球主要市场中增速最快地区。

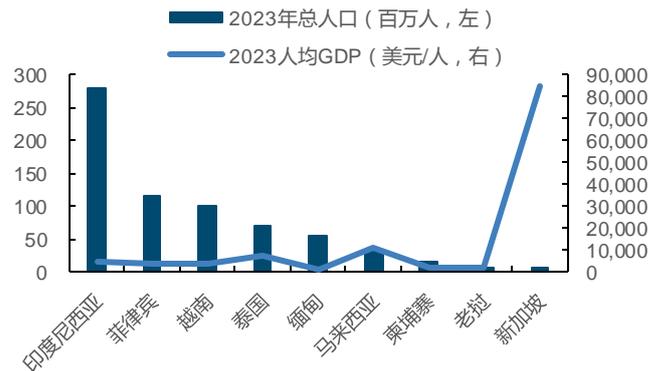
东南亚现制饮品品牌化仍处起步阶段，连锁化率提升空间大。东南亚现制饮品以街边夫妻老婆店、推车为主，本土规模性品牌少，台湾奶茶（如茶太、K01、贡茶等）出海较早，但定价普遍偏高，产品以台式珍珠奶茶为主，目标人群相对偏窄。2023年东南亚现制饮品连锁化率25%、对比中国（56%）有翻倍提升空间。

图表43：东南亚现制饮品市场规模（亿美元）



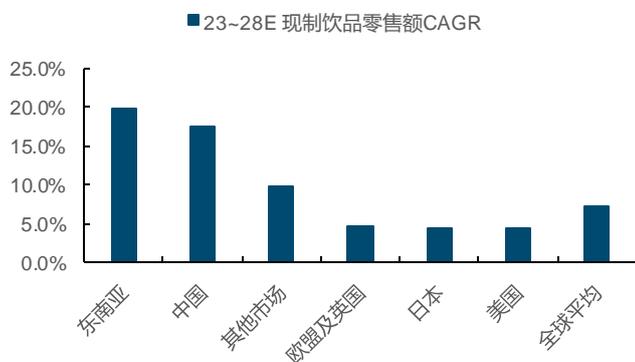
来源：灼识咨询，国金证券研究所

图表44：东南亚主要国家人口及人均GDP水平



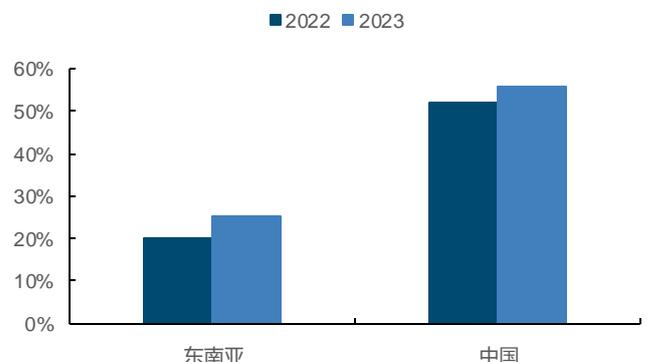
来源：世界银行，国金证券研究所

图表45：预计2023~28E东南亚现制饮品市场增速领先



来源：灼识咨询，国金证券研究所

图表46：对比中国，东南亚现制茶饮连锁化率提升空间大



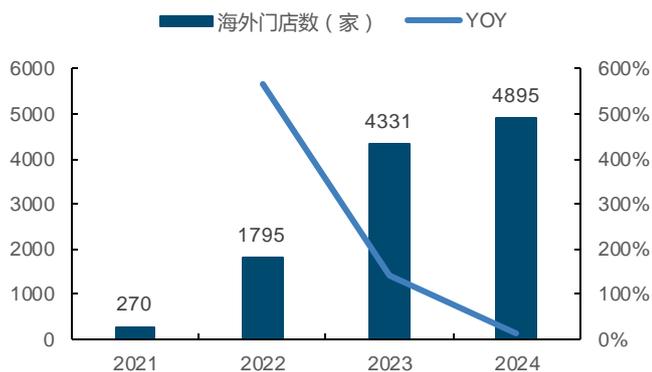
来源：IMF，国金证券研究所

蜜雪2018年出海，目前已成为东南亚市占第一品牌。蜜雪于2018年开始出海、首站越南，2020年进军印尼，2022年~2023年扩张加速，两年分别净开店1525/2536家，陆续进入东南亚多国及澳大利亚、日韩；2024年末海外门店4895家/+13.0%、净开店564家。根据灼识咨询，按照出杯量计算，2023年蜜雪冰城在东南亚现制茶饮市场市占率19.5%，领先中国台湾的日出茶太（6.3%）、印度尼西亚本土品牌Esteh Indonesia（6.1%）。

分具体国家看，目前印尼为蜜雪海外门店数第一的国家，3Q24末2667家、占海外门店55.7%；其次为越南1304家、占比27.2%；其他超过百家的是马来西亚337家、占比7.0%，泰国272家、占比2.0%。

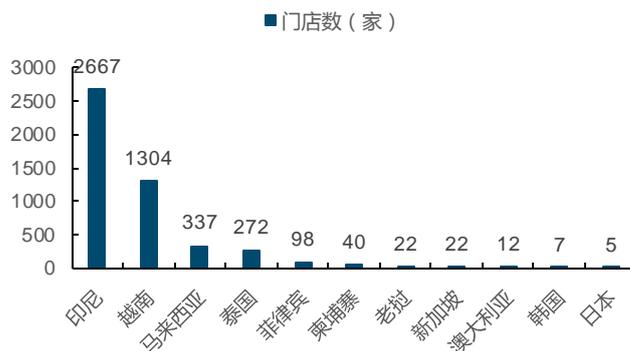


图表47: 蜜雪冰城海外门店数变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

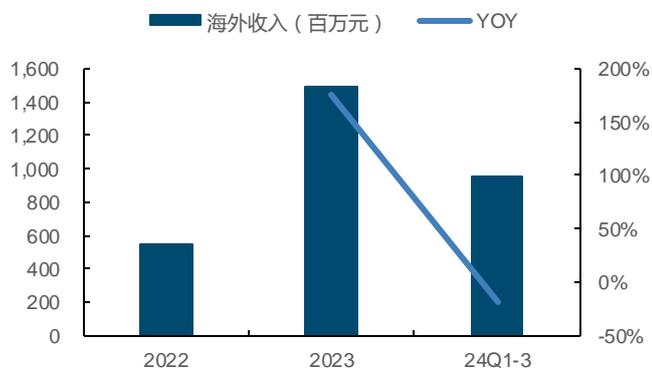
图表48: 蜜雪冰城海外门店数分布 (截至 3Q24)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

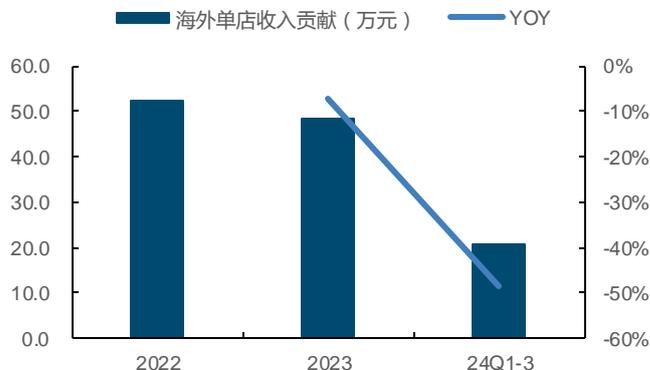
东南亚现制茶饮市场竞争边际有所加剧，蜜雪开店放缓步伐、提升门店质量。蜜雪冰城在海外市场定位仍为平价，核心产品定价折合人民币基本在 10 元以内（区别于喜茶、霸王茶姬等中高端品牌在 20 元+），满足大众对平价好喝现制饮品的需求，店型基本以街边大店为主（区别于国内，堂食有空调、有服务，是消费者关注的重点之一）。目前同价格带中，Ai-CHA、MOMOYO 为主要竞品，两个品牌成立时间均较短（2022 年成立），主力市场均在印尼，产品均以冰淇淋为主打，品牌形象均有卡通 IP，类似蜜雪 MOMOYO 也推出广告曲。基数上升+竞争加剧对蜜雪海外表现产生一定压力，2024 年 Q1-3 蜜雪海外收入 9.5 亿元/-18.7%，2024 年门店净增数亦较 2023 年下降。我们认为当前东南亚市场竞争强度已有较明显上升，相较过去偏粗放的扩张，蜜雪放缓海外开店节奏，更加关注门店质量有利于未来长期发展。

图表49: 蜜雪冰城海外收入



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

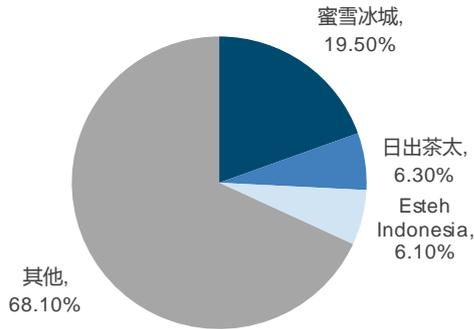
图表50: 蜜雪冰城海外单店收入贡献



来源: 公司招股书, 国金证券研究所



图 表 51：按出杯量计算，蜜雪冰城已成为东南亚市占率第一现制茶饮品牌（2023）



来源：公司公告，国金证券研究所

图 表 52：蜜雪、Ai-CHA、MOMOYO 卡通 IP、平价冰淇淋主打风格有较高相似度



来源：bukalegal，国金证券研究所

图 表 53：蜜雪东南亚同价格带主要竞对梳理，品牌风格、产品矩阵具有较高相似性

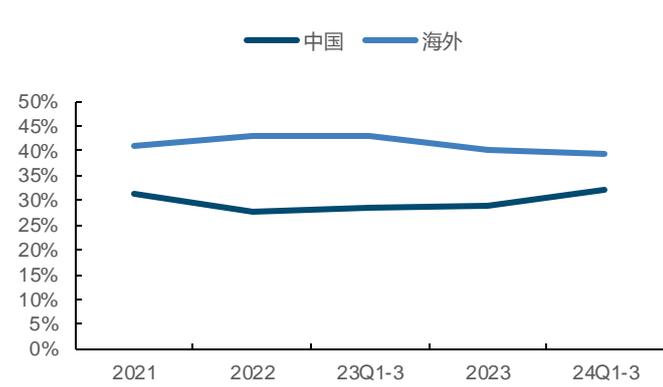
	蜜雪冰城 MIXUE	MOMOYO	Ai-CHA
出海/成立时间	2018	2022	2022
门店数（24 年底）	4895	1000+	1200+
分布国家	印尼（2600+）、越南（1300+）、马来西亚、泰国、菲律宾、柬埔寨、老挝、新加坡、澳大利亚、韩国、日本	印尼（600+）、菲律宾（100+）、马来西亚、泰国、越南、尼泊尔、柬埔寨等	印尼（386）、马来西亚（347）、泰国（298）、越南（65）、老挝、菲律宾、柬埔寨、缅甸、文莱
门店模式	大店模型为主，使用面积至少 40 平米、有堂食面积，25 年陆续探索快取店、饮品车模型	大店模型为主（60%+门店 60-70 平米，大型门店超过 200 平米）	大店模型为主
品类	冰淇淋、果茶、奶茶、纯茶等	冰淇淋、果茶、奶茶、纯茶、咖啡、烘焙（24 年茶饮+烘焙 2.0 模型）等	冰淇淋、果茶、奶茶、纯茶、咖啡等
SKU	28 个左右	饮品 35 个左右	30 个左右
价格带	Rp 8k~22k (人民币 3.5~10 元)	Rp 8k~26k (人民币 3.5~12 元)	Rp 8k~22k (人民币 3.5~10 元)
冰淇淋起价	Rp 8k(人民币 3.5)	Rp 8k(人民币 3.5)	Rp 8k(人民币 3.5)

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所；注：Rp 为印度尼西亚卢比缩写。

蜜雪出海核心竞争优势在于供应链，看好中长期全球化潜力。东南亚物产丰富（水果、糖等），但仍主要停留在初级加工品阶段，而终端茶饮店所用的原材料更多为二次加工品（如冰淇淋粉、乳粉、糖浆、果蜜、果汁等），同时东南亚并非统一市场、国家较多，缺少大型现制饮品供应链系统，这是当地基建所欠缺的、效率较低。因此东南亚当地本身现制饮品连锁化率不高，出海品牌仍主要依靠中国国内供应链供应。蜜雪冰城国内供应链在行业内有绝对优势，24 年 Q1-3 七类原料产能利用率基本在 40-70%、仍有提升空间，供应海外能形成规模优势提升，24 年 Q1-3 看海外毛利率 39.5%、较前两年略有下降，但仍高于国内（32%）。我们认为，蜜雪在东南亚市场仍有强大供应链优势，体现在供应成本、体量、稳定性上，扩张时受供应链半径制约更小，能与国内形成协同、规模优势更明显；我们仍然看好蜜雪在海外管理精细化调整后成长潜力。此外，长期来看日韩、中东、美洲、非洲等新市场也有巨大拓展潜力，期待后续出海进展。



图表54: 蜜雪集团海外、国内综合毛利率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表55: 蜜雪集团东南亚供应链布局情况

环节	布局
生产	国内工厂生产后海运出口东南亚为主, IPO 募资计划中有在东南亚建立一个多功能供应链中心的计划, 功能包括水果、小料等食材本地生产
仓储物流	公司已在东南亚的 4 个国家建立本地化仓储体系, 拥有 7 个自主运营仓、总面积约 6.9 万平方米, 已建立专属配送网络

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

4.2、幸运咖: 提前卡位下沉市场咖啡渗透潜力, 25 年扩张加快

找准“平价、下沉”定位, 尝试复刻蜜雪成功路径。幸运咖创立于 2017 年, 最初定位精品咖啡但收效一般, 2020 年张红甫操刀改革, 提出“幸运咖要做县城甚至小镇的平价咖啡”。找准定位后幸运咖迎来较快发展, 据公司招股书, 截至 2023 年底门店数达 2900+家、门店数排名第五, 2023 年 GMV 19 亿元、市占率 1.3%。

图表56: 中国咖啡行业竞争格局 (2023)

排名	品牌	主要产品价格带, 人民币元	终端零售额, 亿人民币	以终端零售额计的市占率
1	瑞幸咖啡	14~21	330	21.80%
2	星巴克	30~41	250	16.50%
3	库迪咖啡	10~15	55	3.60%
4	Manner	15~30	25	1.70%
5	幸运咖	5~10	19	1.30%

来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

菜单设计看, SKU 中风味咖啡、非咖啡品类明显更高, 其中冰淇淋、果茶、酸奶等品类相对库迪、瑞幸独有。这种菜单设计一方面把握下沉市场消费者更喜甜、对苦味接受度不高特征, 另一方面复用蜜雪冰城产品开发、供应链能力, 与库迪、瑞幸形成差异化竞争。

图表57: 幸运咖菜单中非咖啡 SKU 占比更高、价格带更低

	蜜雪冰城		幸运咖		库迪		瑞幸	
	SKU数 (个)	价格带 (元)	SKU数 (个)	价格带 (元)	SKU数 (个)	价格带 (元)	SKU数 (个)	价格带 (元)
咖啡-经典	2	6 ~ 8	8	5.9~12	9	9.9~13.9	9	14~19
咖啡-风味	2	8~9	11	6~10.9	29	9.9~13.9	19	16~21
奶茶	16	7 ~ 10	8	5.9~8	12	9.9~13.9	5	17~21
果茶	14	5 ~ 10	10	5~7	3	10.5~11.9	2	13.9~21
纯茶	2	5	-	-	-	-	-	-
酸奶	3	10 ~ 11	3	7	-	-	-	-
冰淇淋、奶昔沙冰	10	3 ~ 8	9	2~11	6	12.9~13.9	-	-
烘焙零食茶包等	15	1~9.9	8	1~6.9	1	6.9	3	4.9~7.9
合计 (不含烘焙零食等)	45	3 ~ 11	49	2~12	59	9.9~13.9	35	13.9~21

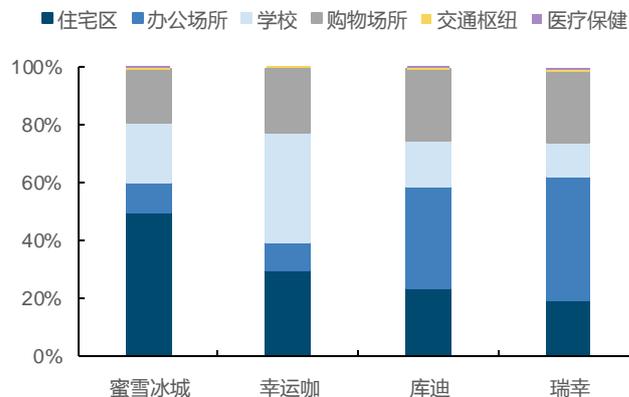
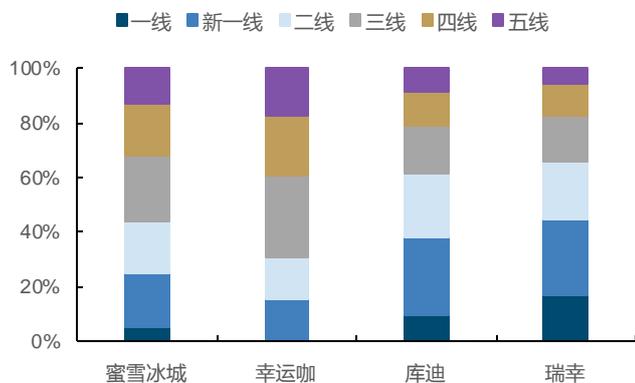
来源: 各品牌点单小程序, 国金证券研究所; 注: 统计时间 2025/5/17



门店分布看，25年4月69%门店位于三线及以下，39%门店位于学校（vs 蜜雪21%、库迪16%、瑞幸11%），卡位咖啡下沉市场普及、培养年轻群体咖啡消费习惯。

图表58：中国现磨咖啡品牌竞争格局（2023）

图表59：幸运咖学校门店占比高于可比品牌（2025/04）



来源：极海，国金证券研究所

来源：极海，国金证券研究所

单店投资门槛低，瑞幸库迪价格战趋缓下25年加速开店。开店门槛低、门店密度低。根据品牌官网数据，幸运咖前期投资门槛约18.7万元（vs 蜜雪22万、库迪25万、瑞幸41万），25年优惠政策下新店减免首年加盟费、管理费、培训费等合计1.7万元，开店门槛进一步下探至17万元。相较蜜雪及咖啡竞品万店以上规模，当前密度仍低。

行业价格战趋缓利好幸运咖开店。2H24以来价格战趋缓，瑞幸杯单价回升至14元左右、12月开始同店正增，幸运咖性价比得到显现。同时相较库迪24年开非标小店一定程度影响品牌形象。

叠加蜜雪上市提升影响力，25年加盟意愿明显提升。根据幸运咖官方，截至2025/5/1含签约门店数突破5400家；根据极海数据，25年4月末幸运咖门店数4254家、月环比+8%（vs 同口径瑞幸、库迪+3%），签约、新开明显加速。



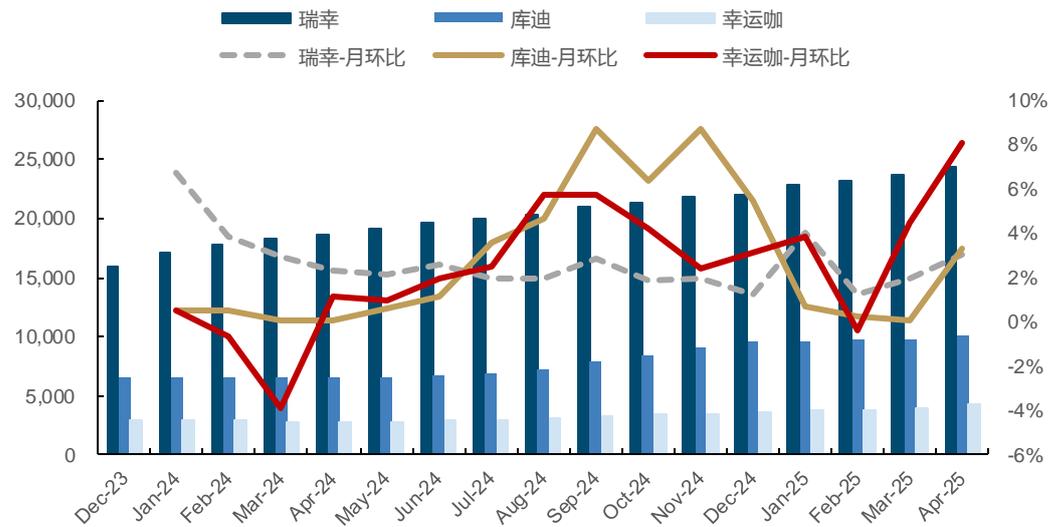
图表60：幸运咖加盟投资门槛低于竞品及蜜雪

	蜜雪冰城	幸运咖	库迪	瑞幸
合约期	3年或4年	4年	3年	3年或5年
品牌合作费	省会1.1万/年，地级市0.9万/年，县级市0.7万/年	1万/年	-	-
开业综合服务费用	日常管理/运营指导/活动扶持管理费4800元/年	管理费5000元/人	-	-
培训费	2000元/年	2000元/年	-	-
保证金	2万元，合约解除后无息退还	1万元，合约解除后无息退还	5万，合同期满退	5万，合同期满退
设备及道具	7万左右	6.6万起	14.15万左右	21万左右
装修费	6万左右，由公司统一委托第三方进行装修，以实际结算为准（标准档口店一般20+平米）	6万左右	6.2万（按标准咖啡小店算）	15万左右（按45平米门店预估）
首批配货	5万	3.4万左右	-	-
前期一次性投入（下限，含保证金）	省会21.78万，地级市21.58万，县级市21.38万	18.7万	25.35万	41万
营运服务费/持续支持服务费	-	-	月房租+1万元为基准，超过基准5千元后阶梯抽成	月毛利超过2万后梯度抽成
门店面积要求	-	净使用面积20平米以上	-	不低于36平米
合作模式	单店加盟，加盟商全资运营，公司不参与分成；经营第一家店，自己单干或夫妻最佳；经营第二家店起，可以寻找商业合作伙伴	单店加盟，要求加盟商全职经营门店		
采购	总部采购	总部采购	总部采购	总部采购
营销	总部统一营销活动	总部统一营销活动	总部统一营销活动	总部统一营销活动

来源：各品牌点单小程序，国金证券研究所



图表61: 幸运咖 2025 年门店增长加速 (家)



来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

5、盈利预测与估值

5.1、盈利预测

营收预测主要与开店和单店相关:

开店: 中国现制茶饮行业预计未来五年仍将维持双位数增速, 需求端扩群、提频, 下沉渗透+性价比诉求下, 预计 10 元以下价格带占比稳中有升。蜜雪冰城供应链、品牌力领先, 在国内平价茶饮中市占率已超 50%且稳中有升, 产品品类丰富、门店模型精简, 预计未来在乡镇市场、功能区(如学校、医院、景区、服务区等) 点位仍有较大拓展空间, 部分地级市仍有加密空间, 此外出海、幸运咖也为拓店打开想象空间。我们预计 2025E~2027E 公司新开加盟店 9900/10500/11000 家, 假设关店率维持 4%, 预计净开加盟店 8042/8320/8487 家, 连同直营店, 预计期末门店总数达 54521/62841/71328 家、同比 +17.3%/15.3%/13.5%。

单店: 1) 商品销售主要为向加盟店销售原材料, 因此单店商品销售贡献基本与终端加盟店销售情况挂钩, 我们预计 2025E~2027E 单店商品销售贡献同比+5%/-1%/-1%, 其中 25 年增长较明显主要考虑订单量受益外卖平台补贴大战、杯单价受益行业价格战趋缓; 2026、2027 年假设小幅下滑主要考虑下沉门店、海外及幸运咖门店占比提升。2) 设备销售主要为向加盟店销售设备, 其中又以新店为主, 因此预测时假设新店单店设备销售金额约 7 万元, 设备销售收入和新店数量挂钩。3) 加盟和相关服务收入, 假设单店贡献维持在和 2024 年持平水平 (1.5 万元)。

基于开店、单店预测, 我们预计 2025E~2027E 公司营业收入分别为 310.8/356.9/403.4 亿元, 同比+25.2%/14.9%/13.0%。



图表62: 蜜雪集团收入拆分及预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,351	13,576	20,302	24,829	31,075	35,691	40,338
YOY		31.2%	49.6%	22.3%	25.2%	14.9%	13.0%
商品和设备销售	10,155	13,299	19,897	24,209	30,330	34,825	39,348
YOY		31.0%	49.6%	21.7%	25.3%	14.8%	13.0%
加盟和相关服务	196	276	406	620	745	866	990
YOY		40.6%	46.9%	52.8%	20.2%	16.2%	14.3%
门店数预测							
期末门店总数(家)	20,001	28,983	37,565	46,479	54,521	62,841	71,328
YOY		44.9%	29.6%	23.7%	17.3%	15.3%	13.5%
加盟期末门店数(家)	19,954	28,929	37,516	46,462	54,504	62,824	71,311
YOY		45.0%	29.7%	23.8%	17.3%	15.3%	13.5%
新开	8,022	9,671	9,894	10,555	9,900	10,500	11,000
关闭	577	696	1,307	1,609	1,858	2,180	2,513
净开	7,445	8,975	8,587	8,946	8,042	8,320	8,487
关店率(较期初数)	4.6%	3.5%	4.5%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
直营期末门店数(家)	47	54	49	17	17	17	17
单店收入贡献预测							
单店收入(万元)	63.6	55.4	61.0	59.1	61.5	60.8	60.1
YOY		-12.8%	10.1%	-3.2%	4.1%	-1.2%	-1.1%
商品和设备销售	62.4	54.3	59.8	57.6	60.1	59.3	58.7
YOY		-13.0%	10.1%	-3.7%	4.3%	-1.2%	-1.2%
商品销售	58.1	51.2	57.6	55.8	58.6	58.0	57.4
YOY		-11.8%	12.4%	-3.1%	5.0%	-1.0%	-1.0%
设备销售	4.3	3.1	2.2	1.8	1.5	1.3	1.2
YOY		-28.6%	-27.6%	-18.7%	-18.9%	-8.7%	-8.4%
新店单店设备金额		8.7	7.7	7.4	7.2	7.4	7.4
加盟和相关服务	1.2	1.1	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5
YOY		-6.6%	8.1%	21.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所预测

毛利率: 1) 商品销售毛利率, 我们预计 2025E~2027E 维持在 31.0%, 公司供应链优势强, 加快扩张同时预计毛利率相对稳健。2) 设备销售, 预计未来三年和 2024 年持平, 预计维持在 19.9%。3) 加盟和相关服务毛利率, 成本较为刚性, 预计随着规模效应提升较 2024 年提升, 假设 2025E~2027E 为 81.0%。综合毛利率预计 2025E~2027E 分别为 31.9%/32.0%/32.0%, 呈现稳健。

费用率: 1) 销售费用率, 低价心智稳固、自有 IP 雪王知名度高、规模效应提升, 预计 2025E~2027E 分别为 6.2%/6.1%/6.0%, 呈现下降趋势; 2) 管理费用率受益规模效应提升而稳步下降, 预计 2025E~2027E 分别为 2.8%/2.7%/2.6%。

综上, 我们预计 2025~2027E 蜜雪集团归母净利润分别为 55.0/64.4/73.8 亿元、同比 +24.0%/17.1%/14.5%, 对应归母净利率 17.8%/18.6%/19.4%, 稳中有升。



图表63: 蜜雪集团盈利预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,351	13,576	20,302	24,829	31,075	35,691	40,338
YOY		31.2%	49.6%	22.3%	25.2%	14.9%	13.0%
商品和设备销售	10,155	13,299	19,897	24,209	30,330	34,825	39,348
YOY		31.0%	49.6%	21.7%	25.3%	14.8%	13.0%
加盟和相关服务	196	276	406	620	745	866	990
YOY		40.6%	46.9%	52.8%	20.2%	16.2%	14.3%
毛利率	31.3%	28.3%	29.5%	32.5%	31.9%	32.0%	32.0%
商品和设备销售	30.6%	27.3%	28.5%	31.2%	30.7%	30.8%	30.8%
商品销售	31.4%	27.8%	28.7%	31.6%	31.0%	31.0%	31.0%
设备销售	18.6%	18.8%	22.8%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
加盟和相关服务	71.5%	78.2%	79.6%	80.4%	81.0%	81.0%	81.0%
销售及分销开支	406	774	1,319	1,599	1,927	2,177	2,420
%Rev	3.9%	5.7%	6.5%	6.4%	6.2%	6.1%	6.0%
行政开支	375	497	611	755	870	964	1,049
%Rev	3.6%	3.7%	3.0%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%
研发开支	17	32	85	105	131	151	170
%Rev	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业利润	2,581	2,672	4,232	5,820	7,211	8,442	9,667
营业利润率	24.9%	19.7%	20.8%	23.4%	23.2%	23.7%	24.0%
归母净利润	1,910	1,997	3,137	4,437	5,502	6,441	7,376
YOY		4.5%	57.1%	41.4%	24.0%	17.1%	14.5%
归母利润率	18.5%	14.7%	15.5%	17.9%	17.7%	18.0%	18.3%

来源: 公司公告, 国金证券研究所预测

5.2、估值

蜜雪冰城为中国现制茶饮第一大品牌,尤其在十元以下价格带市场份额一家独大,供应链全链条布局奠定极致性价比,自有IP出圈、品牌力持续提升,未来将持续受益国内现制茶饮需求增长,中长期蜜雪冰城品牌出海、第二品牌幸运咖卡位下沉市场咖啡渗透为主要看点,预计未来三年将维持较高开店增速。我们预计 2025E~2027E 公司营业收入分别为 310.8/353.2/390.2 亿元,同比+25.2%/13.7%/10.5%;归母净利润分别为 55.0/64.4/73.8 亿元、同比+24.0%/17.1%/14.5%,对应 PE 35.1/30.0/26.2X,业绩增速较快。

采用可比估值法,参考美股现制饮品龙头(星巴克),港股上市茶饮公司(茶百道、古茗)、龙头餐饮公司(百胜中国、海底捞)、卤味连锁(周黑鸭)业绩增速及 PE 水平,2025E/2026E 平均数 PE 估值为 24.8/21.3X。蜜雪集团 2024~2027E 归母净利润 CAGR 18.5%、高于可比公司平均数水平(11.7%),成长性更强。同时蜜雪所在 10 元以下价格带消费者诉求更集中于性价比,消费粘性、竞争格局明显优于 10 元以上价格带,长期业绩确定性更强,因此我们给予 2025E PE 40.0X,对应目标市值 2407 亿港元(人民币:港元汇率 0.9146),对应目标价 633.95 港元/股,首次覆盖给予“增持”评级。



图表64：可比公司相对估值表（2025/6/16收盘）

代码	公司	归母净利润（百万元，报表货币）					增速 YOY（%）					24~27E	PE（x）				
		23	24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E	CAGR	23	24	25E	26E	27E	
SBUX.O	星巴克	4,125	3,761	2,772	3,361	3,984	-8.8%	-26.3%	21.2%	18.5%	1.9%	26.4	27.6	38.2	31.5	26.6	
1364.HK	古茗	1,442	1,528	1,920	2,311	2,714	5.9%	25.7%	20.4%	17.4%	21.1%	NA	NA	28.6	23.8	20.2	
2555.HK	茶百道	1,139	472	797	950	1,095	-58.6%	68.8%	19.2%	15.3%	32.4%	NA	NA	16.1	13.5	11.7	
9987.HK	百胜中国	827	911	960	1,024	1,025	10.2%	5.4%	6.7%	0.1%	4.0%	20.9	20.1	17.1	16.0	16.0	
6862.HK	海底捞	4,499	4,556	5,137	5,581	6,039	1.3%	12.8%	8.6%	8.2%	9.9%	16.3	18.0	14.9	13.7	12.7	
1458.HK	周黑鸭	116	168	142	167	174	45.4%	-15.8%	17.9%	4.6%	1.3%	41.7	21.9	34.2	29.0	27.7	
	中位数	-	-	-	-	-	3.6%	9.1%	18.5%	11.8%	6.9%	23.6	21.0	22.8	19.9	18.1	
	平均数	-	-	-	-	-	-0.8%	11.8%	15.7%	10.7%	11.8%	26.3	21.9	24.8	21.3	19.2	
2097.HK	蜜雪集团	3,137	4,437	5,502	6,441	7,376	41.4%	24.0%	17.1%	14.5%	18.5%	NA	NA	35.1	30.0	26.2	

来源：ifind, Bloomberg, 国金证券研究所预测；注：1) 除古茗、蜜雪、百胜中国为国金证券研究所预测，星巴克为彭博一致预期外，其余盈利预测均采用 ifind 一致预期；2) 百胜中国、星巴克报表货币为美元，其余均为人民币

6、风险提示

解禁风险。公司将于 2025/9/3 解禁 7729 万股、占总股本 19.05%（其中创始人张氏兄弟 17.02%、PE 基金 2.03%）。

价格战重新升级。4Q24 以来价格战趋缓，观察到如书亦烧仙草、甜啦啦、乐乐茶、快乐番薯等品牌出现门店数净减少，格局改善。25 年京东、美团外卖大战升级，平台补贴之下可能部分中小品牌得以维持，出清速度不及预期。

出海进度不及预期。东南亚现制茶饮品牌竞争有所升级，公司 24 年前三季度海外收入出现负增长，若后续调整效果不及预期，可能影响长期盈利预测结果。

食品安全风险。餐饮行业食品安全为红线，若出现门店原料过期、操作流程不当等问题造成食品安全事故，将对公司品牌、消费者口碑造成负面影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	13,576	20,302	24,829	31,075	35,691	40,338
增长率	31.2%	49.6%	22.3%	25.2%	14.9%	13.0%
主营业务成本	9,729	14,303	16,769	21,151	24,281	27,429
%销售收入	71.7%	70.5%	67.5%	68.1%	68.0%	68.0%
毛利	3,847	5,999	8,060	9,924	11,410	12,909
%销售收入	28.3%	29.5%	32.5%	31.9%	32.0%	32.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	774	1,319	1,599	1,927	2,177	2,420
%销售收入	5.7%	6.5%	6.4%	6.2%	6.1%	6.0%
管理费用	497	611	755	870	964	1,049
%销售收入	3.7%	3.0%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%
研发费用	32	85	105	131	151	170
%销售收入	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	2,623	4,115	5,710	7,096	8,223	9,376
%销售收入	19.3%	20.3%	23.0%	22.8%	23.0%	23.2%
财务费用	-35	-39	-101	-110	-213	-284
%销售收入	-0.3%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.7%
投资收益	0	0	-3	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,539	3,985	5,601	6,996	8,119	9,269
营业利润率	18.7%	19.6%	22.6%	22.5%	22.7%	23.0%
营业外收支						
税前利润	2,658	4,154	5,811	7,206	8,436	9,660
利润率	19.6%	20.5%	23.4%	23.2%	23.6%	23.9%
所得税	645	967	1,356	1,682	1,969	2,255
所得税率	24.3%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%
净利润	2,013	3,187	4,454	5,524	6,467	7,405
少数股东损益	16	49	18	22	26	29
归属于母公司的净利润	1,997	3,137	4,437	5,502	6,441	7,376
净利率	14.7%	15.5%	17.9%	17.7%	18.0%	18.3%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,997	3,137	4,437	5,502	6,441	7,376
少数股东损益	16	49	18	22	26	29
非现金支出	22	146	76	-73	-73	-70
非经营收益						
营运资金变动	228	243	1,077	86	80	80
经营活动现金净流	2,431	3,794	6,009	5,889	6,894	7,892
资本开支	-1,260	-1,691	-1,450	-1,610	-1,510	-1,410
投资	-943	863	-5,627	0	0	0
其他	1	3	58	100	104	106
投资活动现金净流	-2,202	-825	-7,019	-1,510	-1,406	-1,304
股权募资	0	0	0	3,210	0	0
债权募资	34	20	-343	0	0	0
其他	-173	-131	66	-5	-6	-7
筹资活动现金净流	-139	-111	-277	3,205	-6	-7
现金净流量	88	2,858	-1,287	7,585	5,483	6,582

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,764	5,622	4,335	11,920	17,403	23,986
应收款项	320	433	538	674	774	874
存货	1,541	2,232	2,215	2,820	3,237	3,657
其他流动资产	1,931	862	4,807	5,138	5,383	5,629
流动资产	6,556	9,148	11,896	20,553	26,797	34,147
%总资产	65.9%	62.7%	60.1%	69.3%	72.5%	75.5%
长期投资	3	3	0	0	0	0
固定资产	1,701	3,390	5,318	6,551	7,613	8,514
%总资产	17.1%	23.2%	26.9%	22.1%	20.6%	18.8%
无形资产	172	163	140	142	145	147
非流动资产	3,389	5,445	7,887	9,123	10,188	11,091
%总资产	34.1%	37.3%	39.9%	30.7%	27.5%	24.5%
资产总计	9,945	14,594	19,783	29,676	36,985	45,238
短期借款	140	260	0	0	0	0
应付款项	882	1,317	1,767	2,233	2,563	2,895
其他流动负债	1,317	2,158	2,750	3,441	3,952	4,467
流动负债	2,339	3,734	4,517	5,674	6,515	7,362
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	127	264	206	206	206	206
负债	2,466	3,998	4,723	5,880	6,721	7,568
普通股股东权益	7,454	10,507	14,956	23,669	30,111	37,488
其中：股本	360	360	360	376	376	376
未分配利润	7,095	10,148	14,599	23,296	29,739	37,115
少数股东权益	25	88	105	127	153	182
负债股东权益合计	9,945	14,594	19,783	29,676	36,985	45,238

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	5.55	8.71	12.32	14.49	16.97	19.43
每股净资产	19.64	27.68	39.40	62.35	79.32	98.75
每股经营现金净流	6.40	9.99	15.83	15.51	18.16	20.79
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	26.79%	29.86%	29.66%	23.25%	21.39%	19.68%
总资产收益率	20.08%	21.50%	22.43%	18.54%	17.42%	16.30%
投入资本收益率	26.07%	29.08%	29.06%	22.86%	20.83%	19.08%
增长率						
主营业务收入增长率	31.15%	49.55%	22.29%	25.16%	14.85%	13.02%
EBIT增长率	3.81%	56.88%	38.76%	24.28%	15.88%	14.01%
净利润增长率	4.52%	57.13%	41.41%	24.03%	17.06%	14.51%
总资产增长率	35.93%	46.74%	35.56%	50.00%	24.63%	22.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
存货周转天数	51.7	47.5	47.7	42.9	44.9	45.2
应付账款周转天数	27.4	27.7	33.1	34.0	35.6	35.8
固定资产周转天数	36.3	45.1	63.1	68.7	71.4	72.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-58.33%	-55.16%	-50.60%	-63.90%	-68.36%	-72.40%
EBIT利息保障倍数	285.4	280.0	896.8	1,419.3	1,370.5	1,339.4
资产负债率	24.80%	27.40%	23.87%	19.81%	18.17%	16.73%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究