

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。

—

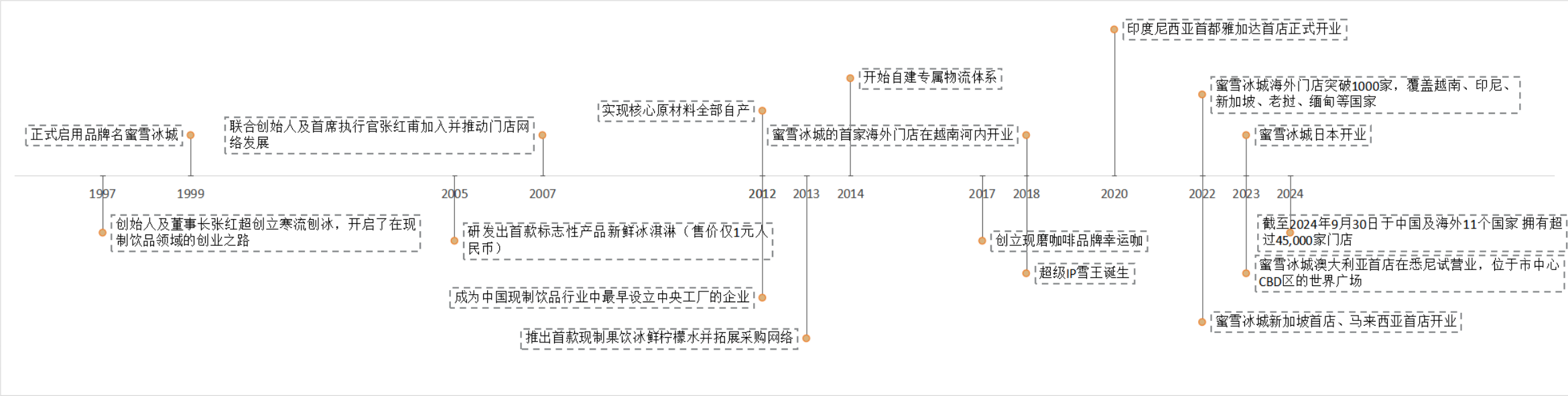
蜜雪冰城：极致性价比，深耕供应链

- 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



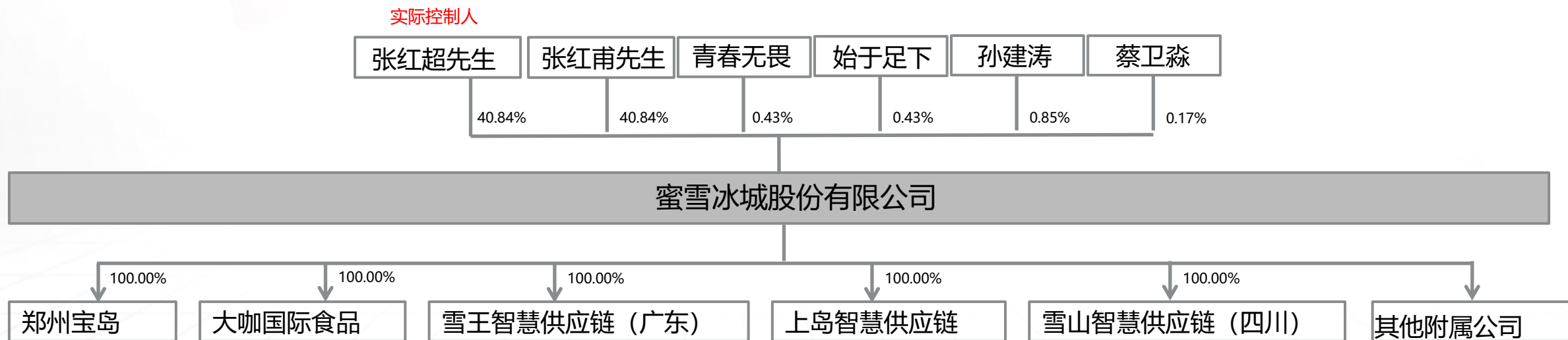
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/478133001124007045>