

投资评级：买入（首次）

——现制饮品头部品牌，多重竞争优势助公司快速发展

投资要点：

- **中国现制饮品市场近年发展迅速。**全球现制饮品市场快速发展，中国及东南亚所代表的新兴市场为重要驱动力。此外，据公司公告及灼识咨询，2023年中国现制饮品消费量约占饮用水分摄入总量的1.6%，人均年消费量为22杯，均低于世界现制饮品成熟市场，未来发展空间较大。
- **竞争优势一：产品坚持高质平价，价格卡位精准。**据公司公告，目前，公司产品以高质平价为核心，均价在6元左右，产品SKU较宽，核心单品覆盖现制果饮、茶饮、冰淇淋和咖啡等，目标客群范围较大。
- **竞争优势二：2023年市场份额位居国内第一，规模化优势明显。**据公司公告，2021至24Q1-Q3，“蜜雪冰城”是中国最大的现制饮品品牌，按终端零售额统计，品牌市占率分别为16.6%、17.3%、20.2%及20.9%。
- **竞争优势三：渠道数量领先行业。**据公司公告及灼识咨询，截至2024年9月30日，公司门店数量达45302家，按门店数统计，公司为全国及全球最大的现制饮品企业。
- **竞争优势四：注重供应链发展自产比例较高。**公司生产、采购及物流体系均在数字化系统及规模化运营的加持下实现高效发展，有望助公司巩固成本优势。
- **竞争优势五：“雪王”IP助力公司营销。**公司以高质平价的产品及“甜蜜与爱”的品牌文化不断吸粉，并拥有业内第一个超级IP“雪王”，营销能力行业上乘。
- **盈利预测与评级：**公司深耕现制饮品行业，兼具客群、渠道、供应链及营销等多重竞争优势，且精准卡位近年发展较快的平价茶饮价格带，叠加具备国内及海外市场渠道扩张预期，未来发展空间较大。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别44.73亿元/51.19亿元/55.98亿元，同比分别增长42.58%/14.45%/9.35%。我们选择与公司同属食品饮料赛道的农夫山泉及特海国际为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在现制饮品行业的品牌竞争壁垒、渠道覆盖广泛及营销高效等特性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**市场竞争加剧风险；宏观环境修复不及预期风险；拓店数量不及预期风险。

市场表现：



基本数据		2025年03月17日
收盘价 (港元)		415.00
一年内最高/最低 (港元)		448.00/256.00
总市值 (百万港元)		157,541.80
流通市值 (百万港元)		62,616.47
资产负债率 (%)		24.30

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13575.58	20302.47	25418.71	30242.54	34344.88
同比增长率 (%)	31.15%	49.55%	25.20%	18.98%	13.56%
归母净利润 (百万元)	1996.72	3137.34	4473.21	5119.41	5598.27
同比增长率 (%)	4.52%	57.13%	42.58%	14.45%	9.35%
每股收益 (元/股)	5.55	8.71	11.78	13.49	14.75
ROE (%)	26.79%	29.86%	24.56%	21.94%	19.35%
市盈率 (P/E)	69.88	44.53	32.91	28.76	26.30

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司深耕现制饮品行业，兼具客群、渠道、供应链及营销等多重竞争优势，且精准卡位近年发展较快的平价茶饮价格带，叠加具备国内及海外市场渠道扩张预期，未来发展空间较大。我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别 44.73 亿元/51.19 亿元/55.98 亿元，同比分别增长 42.58%/14.45%/9.35%。我们选择与公司同属食品饮料赛道的农夫山泉及特海国际为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在现制饮品行业的品牌竞争壁垒、渠道覆盖广泛及营销高效等特性，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设

1) 销售费用率，公司为现制饮品行业头部品牌，凭借“雪王”超级 IP 及高基数的线上社媒粉丝高效营销，因此公司销售费率未来有望持续下行，2024–2026 公司销售费用率分别为 5.88%、5.80%、5.70%；

2) 管理费用率，公司通过科技赋能数字管理体系，管理费用率有望逐步下行，因此预计 2024–2026 管理费用率分别为 2.32%、2.30%、2.25%。

### 投资逻辑要点

1) 竞争优势一：产品坚持高质平价；2) 竞争优势二：2023 年市场份额位居国内第一；3) 竞争优势三：渠道数量领先行业；4) 竞争优势四：注重供应链发展自产比例较高；5) 竞争优势五：“雪王”IP 助力公司营销。

### 核心风险提示

市场竞争加剧风险；宏观环境修复不及预期风险；拓店数量不及预期风险。

# 内容目录

---

1. 现制饮品蓬勃发展，国内行业增速及发展空间均处世界前列 .....	5
2. 现制饮品头部品牌，竞争优势明显推动规模增长 .....	8
3. 盈利预测与评级 .....	15
3.1. 核心假设与盈利预期 .....	15
3.2. 首次覆盖给予“买入”评级 .....	15
4. 风险提示 .....	16

## 图表目录

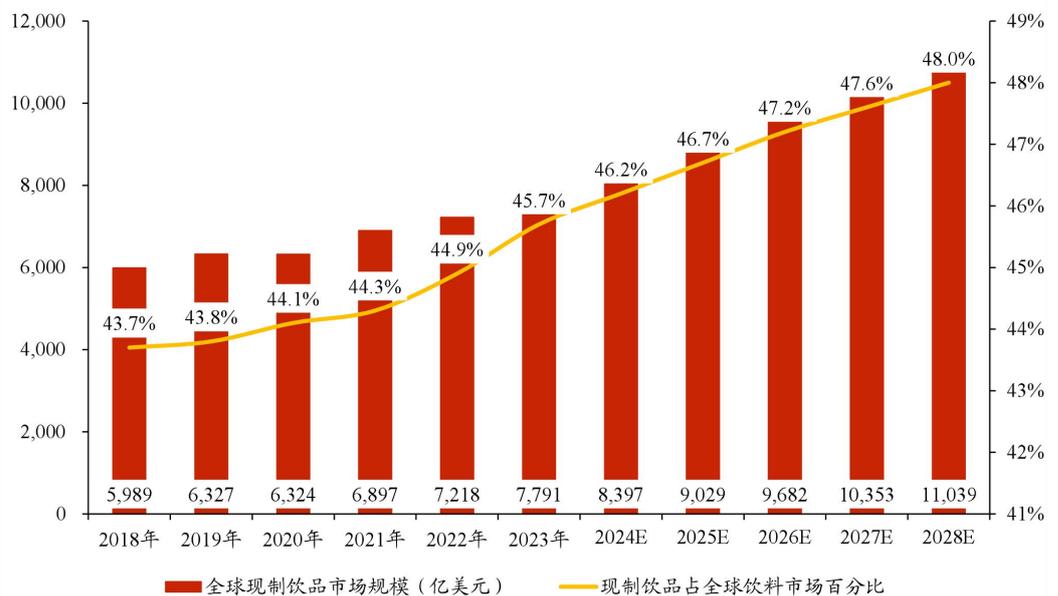
---

图表 1: 2023 年世界现制饮品市场规模达 7791 亿美元 .....	5
图表 2: 2023-2028 年中国现制饮品市场 CAGR 预计为 18% .....	6
图表 3: 2023-2028 年全球现制饮品各地区预计规模增量 .....	6
图表 4: 2023 年世界各地现制饮品占饮用水摄入比例 .....	6
图表 5: 2023 年世界各地人均现制饮品消费量 .....	6
图表 6: 预计 2028 年中国现制饮品市场规模增至 11634 亿元 .....	7
图表 7: 预计 2028 年三线及以下市场现制饮品市场规模达 2682 亿元 (单位: 亿元) ..	7
图表 8: 中国现制饮品市场按品类拆分的市场规模 (单位: 亿元) .....	8
图表 9: 蜜雪集团发展历程 .....	9
图表 10: 中国现制饮品市场以价格带划分的市场规模变动 (单位: 亿元) .....	10
图表 11: 蜜雪集团核心产品及价格带 .....	10
图表 12: 2023 年以终端零售额统计及以饮品出杯量统计的中国前五大茶饮品牌 .....	11
图表 13: 截至 24Q3 公司门店总数量达 45302 家 .....	11
图表 14: 截至 24Q3 公司海外渠道数量分布 .....	11
图表 15: 高效的供应链管理为公司提供了先发优势 .....	12
图表 16: 多年运营下“雪王”成为蜜雪集团的超级 IP .....	13
图表 17: 24Q1-Q3 公司营收同比+21.22% .....	13
图表 18: 24Q1-Q3 公司毛利率为 32.37% .....	13
图表 19: 24Q1-Q3 公司归母净利率为+18.68% .....	14
图表 20: 24Q1-Q3 公司销售费率为 5.88% .....	14
图表 21: 蜜雪集团重点费率预测 .....	15
图表 22: 蜜雪集团简易预测利润表 (金额单位: 亿元) .....	15
图表 23: 可比公司估值表 .....	16

## 1. 现制饮品蓬勃发展，国内行业增速及发展空间均处世界前列

**全球现制饮品行业蓬勃发展。**据公司公告及灼识咨询，现制饮品是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。以终端零售额计算，截至 2023 年，全球现制饮品市场规模达 7791 亿美元，2018–2023 年 CAGR 为 5.4%，同时，现制饮品占比饮料市场提升至 45.7%，较 2018 年增长 2.0 pct。展望未来，据公司公告及灼识咨询，预计 2028 年世界饮品市场规模有望提升至 11039 亿美元，2023–2028 年 CAGR 为 7.2%，现制饮品在全球饮料市场中的占比预期提升至 2028 年的 48%，较 2023 年增长 2.3 pct。

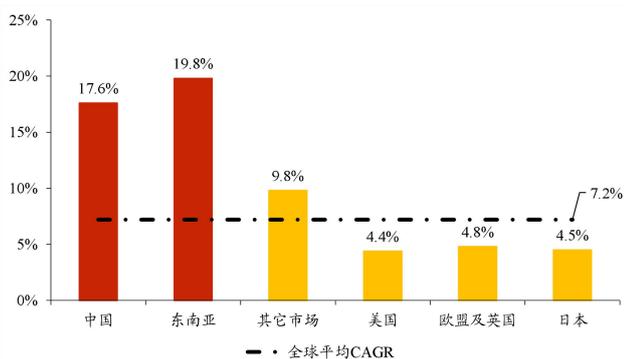
图表 1：2023 年世界现制饮品市场规模达 7791 亿美元



资料来源：公司公告，灼识咨询，国际货币基金组织，美国农业部，华源证券研究所

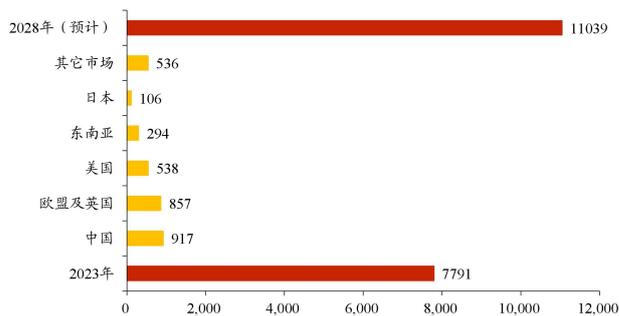
**中国现制饮品市场近年发展迅速，且仍具有较大发展潜力。**全球现制饮品市场快速发展，中国及东南亚所代表的新兴市场为重要驱动力，据公司公告及灼识咨询，2023–2028 年中国及东南亚市场预期 CAGR 分别为 17.6%/19.8%，高于全球平均的同期 CAGR 7.2%；**从绝对量角度看**，据公司公告及灼识咨询，2023–2028 年中国现制饮品市场的规模增量预计将达 917 亿美元，位居全球前列。此外，据公司公告及灼识咨询，2023 年中国现制饮品消费量约占饮用水摄入总量的 1.6%，人均年消费量为 22 杯，均低于世界现制饮品成熟市场，未来发展空间较大。

图表 2：2023-2028 年中国现制饮品市场 CAGR 预计为 18%



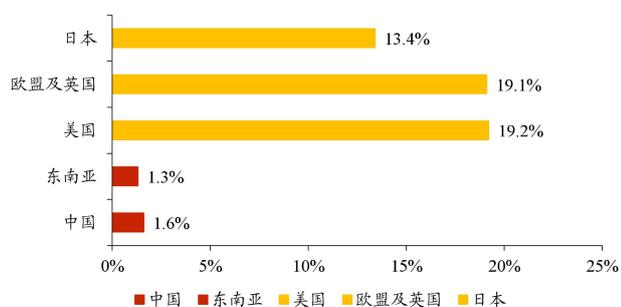
资料来源：公司公告，灼识咨询，国际货币基金组织，美国农业部，华源证券研究所

图表 3：2023-2028 年全球现制饮品各地区预计规模增量



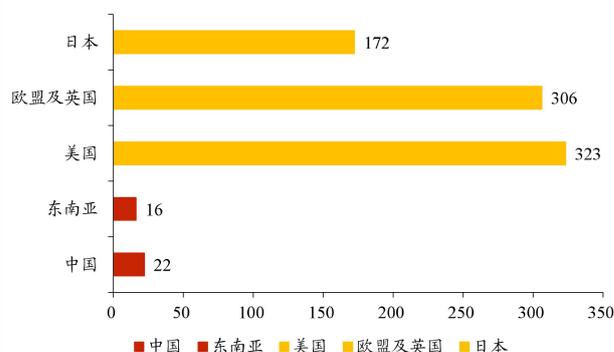
资料来源：公司公告，灼识咨询，国际货币基金组织，美国农业部，华源证券研究所（单位：亿美元）

图表 4：2023 年世界各地区现制饮品占饮用水摄入量比例



资料来源：公司公告，灼识咨询，世界银行，世界卫生组织，中国营养学会，华源证券研究所

图表 5：2023 年世界各地区人均现制饮品消费量

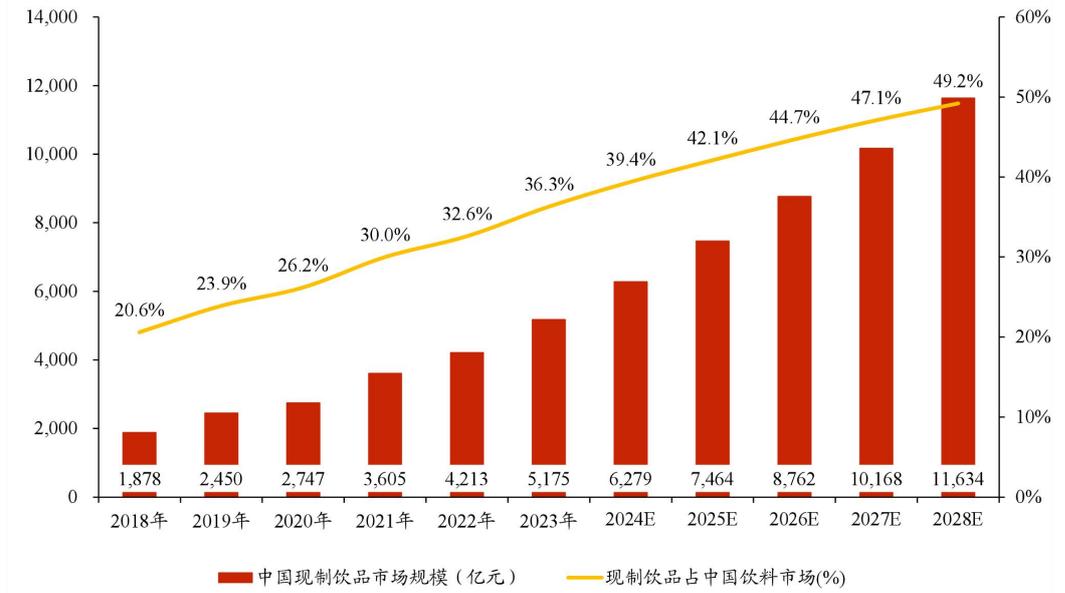


资料来源：公司公告，灼识咨询，世界银行，世界卫生组织，中国营养学会，华源证券研究所（单位：杯/年）

**中国现制饮品消费占比饮料市场不断提升，未来平价现制饮品有望成为行业新发展趋势。**

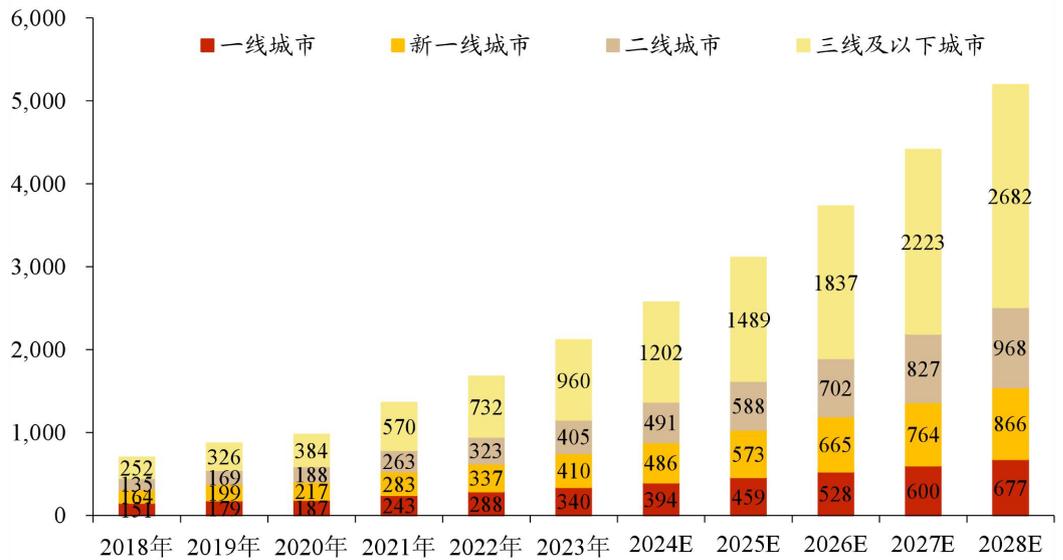
据公司公告及灼识咨询，2023 年中国现制饮品市场规模为 5175 亿元，占中国饮料市场的 36.3%，较 2018 年增长 15.7 pct；预计 2028 年现制饮品规模将达 11634 亿元，占比中国饮料市场达 49.2%，较 2023 年增长 12.9 pct。**拆分城市级别看**，据公司公告及灼识咨询，2023 年，现制饮品国内规模最大的市场为三线及以下城市，为 960 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 30.67%；据灼识咨询预期，2028 年三线及以下城市现制饮品市场规模有望达 2682 亿元，2023-2028 年 CAGR 为 22.81%，下沉市场发展空间仍较为广阔。

图表 6：预计 2028 年中国现制饮品市场规模增至 11634 亿元



资料来源：公司公告，灼识咨询，国统局，国际货币基金组织，美国农业部，华源证券研究所

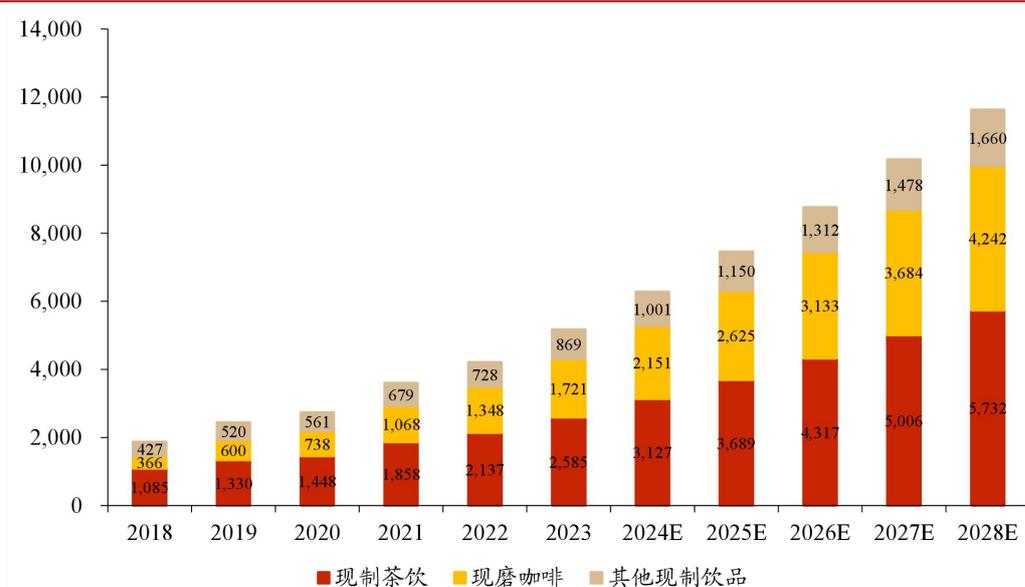
图表 7：预计 2028 年三线及以下市场现制饮品市场规模达 2682 亿元（单位：亿元）



资料来源：公司公告，灼识咨询，国统局，国际货币基金组织，华源证券研究所

分品类看，2023–2028 年中国现制饮品行业增速有望接近现磨咖啡。据公司公告及灼识咨询，现制茶饮为近年中国现制饮品市场中最大的细分品类，2023 年占比中国现制饮品市场规模约 50%，而现磨咖啡是中国现制饮品市场中增速最快的细分品类，2018–2023 年 CAGR 达 36.3%；据灼识咨询预测，伴随行业发展，现制茶饮行业 CAGR 有望逐步接近现磨咖啡，2028 年，预期现制茶饮市场规模达 5732 亿元，2023–2028 年 CAGR 为 17.3%，而现磨咖啡市场规模有望达 4242 亿元，2023–2028 年 CAGR 为 19.8%，现制茶饮有望维持中国现制饮品市场中最大细分品类的地位。

图表 8：中国现制饮品市场按品类拆分的市场规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告，灼识咨询，国统局，国际货币基金组织，华源证券研究所

## 2. 现制饮品头部品牌，竞争优势明显推动规模增长

**现制饮品头部品牌，业务覆盖国内及海外多个市场。**据公司公告，公司创立于 1997 年，1999 年将“蜜雪冰城”启用为品牌名，于 2005 年推出品牌首款标志性产品“新鲜冰淇淋”。公司为中国现制饮品行业中最早设立中央工厂的企业，并于 2014 年自建专业物流体系，完善供应链的布局。2017 年，公司建立现磨咖啡品牌“幸运咖”，并于 2018 年推出超级 IP“雪王”，并于同年在越南河内开出首家蜜雪冰城的海外门店，截至 2024 年 9 月 30 日，公司经营范围覆盖国内及海外 11 个国家。

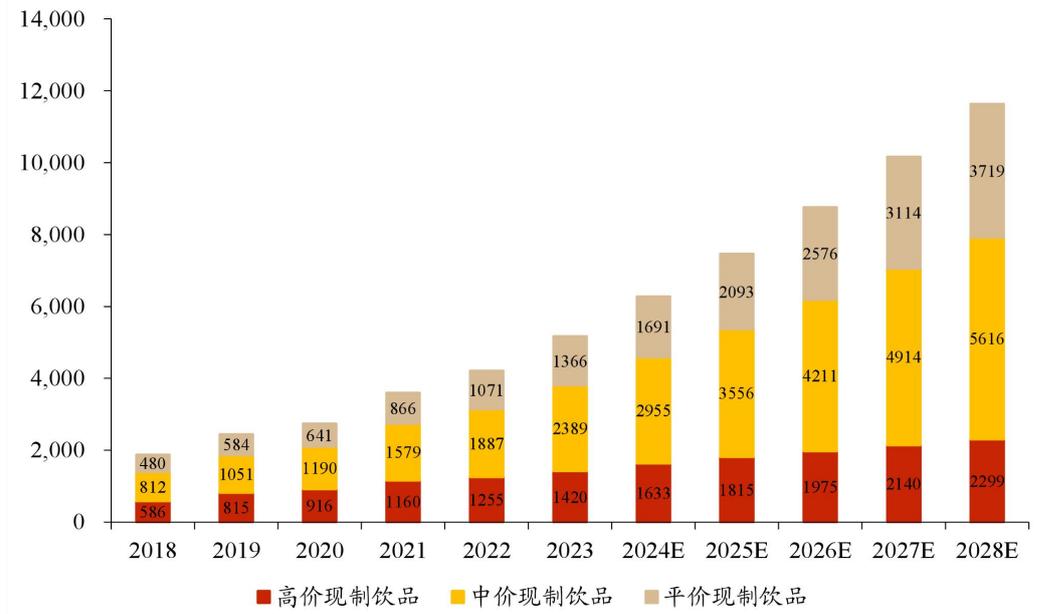
图表 9：蜜雪集团发展历程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**竞争优势一：产品坚持高质平价，目标市场需求增速较快。**据公司公告，目前，公司产品以高质平价为核心，均价在 6 元左右，产品 SKU 较宽，核心单品覆盖现制果饮、茶饮、冰淇淋和咖啡等，目标客群范围较大。**从市场需求端看**，据公司公告及灼识咨询，从现有市场规模看，相较于高价与平价，中价现制饮品在国内份额最高，且 2018–2023 年复合增速最快，但据灼识咨询预期，2023–2028 年平价现制饮品年复合增速有望超越中价现制饮品，达 22.2%，且市场规模有望逐步超越高价现制饮品，达 3719 亿元。**因此，蜜雪精准卡位平价茶饮赛道，通过不断推出高质平价产品抢占用户心智，巩固其在该价格带的领先地位。**

图表 10：中国现制饮品市场以价格带划分的市场规模变动（单位：亿元）



资料来源：公司公告，灼识咨询，国统局，国际货币基金组织，华源证券研究所

图表 11：蜜雪集团核心产品及价格带



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**竞争优势二：业务覆盖客群广泛，2023年市场份额位居国内第一。**据公司公告，按照截至2024年9月30日的门店数量口径看，“蜜雪冰城”是中国及全球最大的现制饮品企业；按终端零售额统计，品牌市占率分别为16.6%、17.3%、20.2%及20.9%，按饮品出杯量统计，品牌市场份额分别为42.4%、42.5%、49.6%及52.8%，整体均呈增长趋势，凸显公司在深耕平价饮品市场的精准战略卡位下覆盖客群广泛的特点。

图表 12：2023 年以终端零售额统计及以饮品出杯量统计的中国前五大茶饮品牌

以终端零售额统计				
排名	品牌	主要商品价格带，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
1	蜜雪冰城	2-8	42.7	20.2%
2	品牌 F	10-18	19.2	9.1%
3	品牌 G	10-22	16.9	8.0%
4	品牌 M	15-24	10.5	5.0%
5	品牌 H	7-22	9.7	4.6%

以饮品出杯量统计				
排名	品牌	主要商品价格带，人民币元	饮品出杯量，十亿杯	以饮品出杯量计的市场份额
1	蜜雪冰城	2-8	6.6	49.60%
2	品牌 F	10-18	1.2	9.00%
3	品牌 G	10-22	1	7.50%
4	品牌 H	7-22	0.6	4.50%
5	品牌 N	10-20	0.6	4.50%

资料来源：公司公告，灼识咨询，华源证券研究所

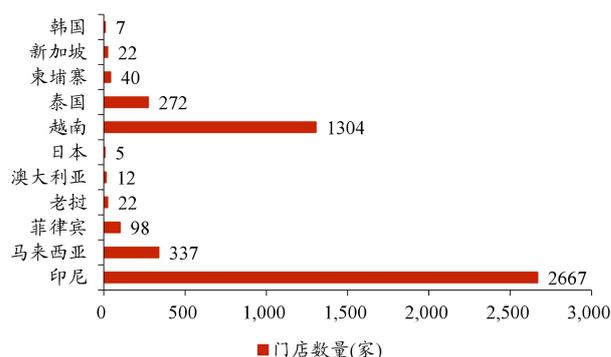
**竞争优势三：渠道数量领先行业。**据公司公告及灼识咨询，截至 2024 年 9 月 30 日，公司门店数量达 45302 家，按门店数统计，公司为全国及全球最大的现制饮品企业。从中国内地看，门店网络遍布中国内地的 31 个省、自治区及直辖市，覆盖超过 300 个地级市、1700 个县城及 4900 个乡镇；从中国内地外看，门店覆盖 11 个海外国家，其中印尼及越南为公司海外重点覆盖国家。从门店新增数量看，2022 及 2023 年，门店数量同比均新增超过 8000 家门店，2024 年前三季度较 23 年底新增 7737 家，开店节奏稳定。公司门店网络的广度及深度相较其他现制饮品公司有较大的领先优势，为公司经营发展的核心竞争优势之一。

图表 13：截至 24Q3 公司门店总数量达 45302 家



资料来源：公司公告，华源证券研究所（单位：家）

图表 14：截至 24Q3 公司海外渠道数量分布

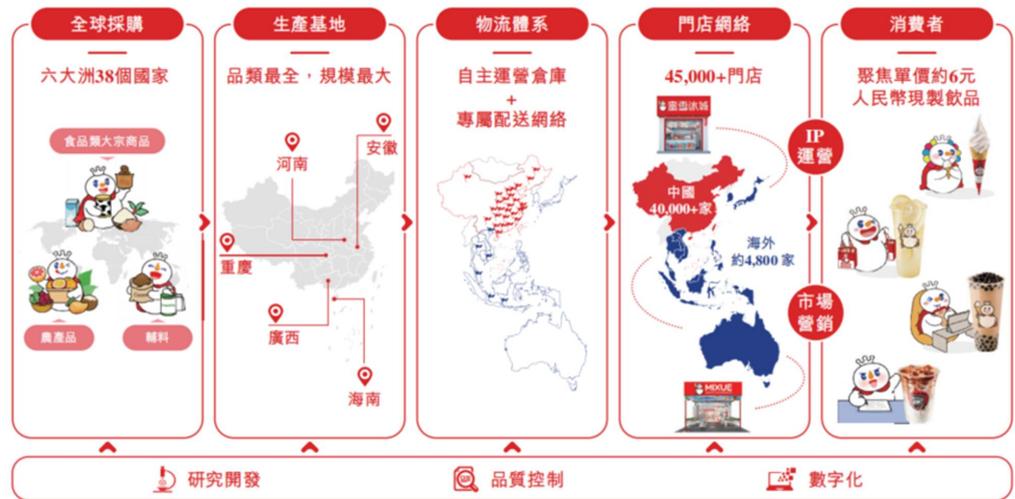


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**竞争优势四：注重供应链发展自产比例较高，效率提升巩固成本优势。**公司注重供应链管理，从多方面提升供应链效率并巩固成本优势。从自产比例看，公司高度应用数字化平台，为极少数实现加盟商食材、包材及设备 100%自品牌方采购的品牌，据公司公告，加盟商食材自产率达 60%、核心食材 100%自产。从采购网络看，据公司公告，公司采购网络覆盖全

球六大洲、38个国家，以保障原材料质量及供应稳定性，部分核心原材料2023年采购成本较同业低10%-20%左右。**从生产基地看**，据公司公告及灼识咨询，公司已成为全国现制饮品行业生产品类最全的企业，可一站式生产糖、奶、茶、咖、果等食材，五大生产基地年产能达165万吨，且24Q1-Q3，公司食材生产损耗率为0.71%，远低于行业平均水平。从物流看，公司物流配送网络覆盖内地31个省份、自治区及直辖市，截至2024年9月30日，公司在中国内地超90%的行政区域可实现12小时内配送，冷链物流覆盖中国内地97%的店铺。**整体看**，公司生产、采购及物流体系均在数字化系统及规模化运营的加持下实现高效发展，有望助公司巩固成本优势，获得定价等战略发展的先发优势。

图表 15：高效的供应链管理为公司提供了先发优势



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**竞争优势五：品牌实体化典范，“雪王”IP助力公司营销。**公司营销手段多样，以高质平价的产品及“甜蜜与爱”的品牌文化推动“蜜雪冰城”品牌不断吸粉，据公司公告，截至2024年9月30日，注册会员数达3.15亿，在多平台社媒粉丝达4700万，为中国现制饮品行业内最多。此外，公司为实现品牌实体化，并进一步建立与消费者的联系，成功打造并运营超级IP“雪王”，社媒讨论热度较高，且基于“雪王”IP于近年陆续推出《雪王驾到》、《雪王之奇幻沙州》等动画作品，已然成为文化符号。线上线下的品牌营销策略及超级IP的打造为公司带来较大曝光度，助公司提高营销效率，完成对消费者的心智链接。

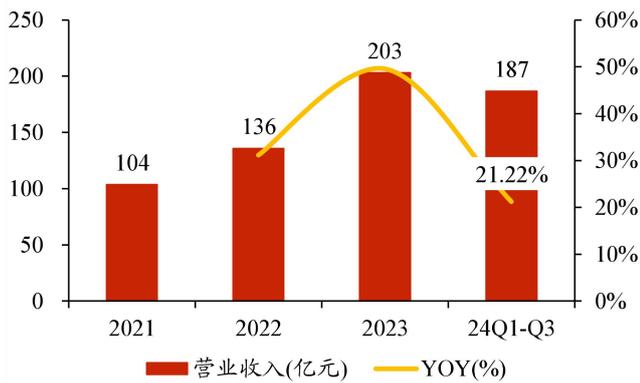
图表 16：多年运营下“雪王”成为蜜雪集团的超级 IP



资料来源：公司公告，华源证券研究所

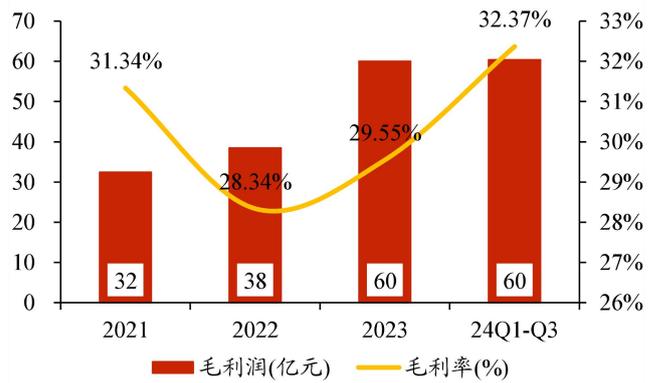
**财务端，公司近年营收及毛利均快速增长。**公司为中国现制饮品行业头部品牌，多重竞争优势驱动业绩快速成长。24Q1-Q3 公司营收/毛利分别为 187 亿元/60 亿元，同比分别 +21.22%/+32.03%；2021-2023 公司营收/毛利 CAGR 分别为 40.05%/35.99%。24Q1-Q3 公司毛利率较 2021 年增长 1.03pct 至 32.37%。此外，伴随公司成功推出并运营“雪王”超级 IP 及数字化管理系统等提高公司运营效率，费用率端 24Q1-Q3 较 2023 年底有所改善，24Q1-Q3 销售费率/管理费分别小幅下降至 5.88%/2.32%，推动归母净利率小幅增长至 18.68%；2021-2023 年归母净利润 CAGR 为 28.15%，近年整体呈快速增长趋势。

图表 17：24Q1-Q3 公司营收同比+21.22%



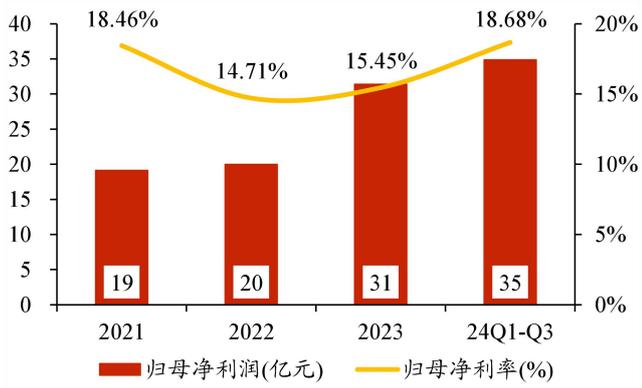
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 18：24Q1-Q3 公司毛利率为 32.37%



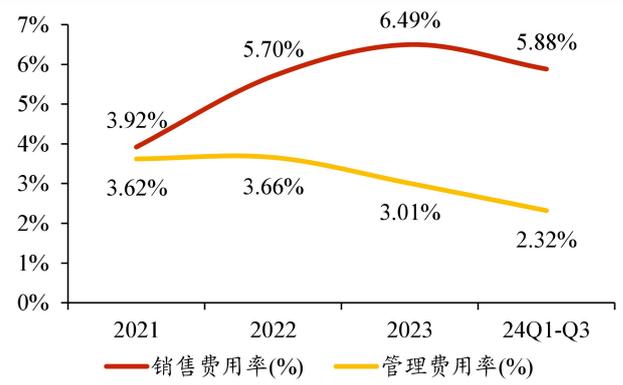
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 19: 24Q1-Q3 公司归母净利率为+18.68%



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

图表 20: 24Q1-Q3 公司销售费率为 5.88%



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

### 3. 盈利预测与评级

#### 3.1. 核心假设与盈利预期

**期间费率端：**1) **销售费用率**，公司为现制饮品行业头部品牌，凭借“雪王”超级IP及高基数的线上社媒粉丝高效营销，因此公司销售费率未来有望逐步下行，预计2024–2026公司销售费用率分别为5.88%、5.80%、5.70%；2) **管理费用率**，公司通过科技赋能数字管理体系，管理费用率有望逐步下行，因此预计2024–2026管理费用率分别为2.32%、2.30%、2.25%。

图表 21：蜜雪集团重点费率预测

	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	6.49%	5.88%	5.80%	5.70%
管理费用率	3.01%	2.32%	2.30%	2.25%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

**最终，我们预计公司2024–2026营业收入分别为254.19亿元/302.43亿元/343.45亿元，同比分别增长25.20%/18.98%/13.56%；归母净利润分别44.73亿元/51.19亿元/55.98亿元，同比分别增长42.58%/14.45%/9.35%。**

图表 22：蜜雪集团简易预测利润表（金额单位：亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	203.02	254.19	302.43	343.45
YOY	49.55%	25.20%	18.98%	13.56%
营业成本	143.03	175.39	211.70	243.85
YOY	47.02%	22.62%	20.70%	15.19%
毛利率	29.55%	31.00%	30.00%	29.00%
归母净利润	31.37	44.73	51.19	55.98
YOY	57.13%	42.58%	14.45%	9.35%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

#### 3.2. 首次覆盖给予“买入”评级

**从相对估值角度看：**公司深耕现制饮品行业，兼具客群、渠道、供应链及营销等多重竞争优势，且精准卡位近年发展较快的平价茶饮价格带，叠加具备国内及海外市场渠道扩张预期，未来发展空间较大。我们选择与公司同属食品饮料赛道的农夫山泉及特海国际为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在现制饮品行业的品牌竞争壁垒、渠道覆盖广泛及营销高效等特性，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 23：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)		EPS (元/股)				PE			
		2025-3-17	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
2097.HK	蜜雪集团	387.9	8.7	11.8	13.5	14.7	44.5	32.9	28.8	26.3	
<b>可比公司</b>											
9633.HK	农夫山泉	35.8	1.1	1.1	1.3	1.5	33.5	32.5	27.7	24.3	
9658.HK	特海国际	18.0	0.4	0.4	0.6	0.7	49.8	41.5	31.1	24.9	
<b>可比公司 PE 均值</b>							41.6	37.0	29.4	24.6	

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司数据为 Wind 一致预期，收盘价均调整为人民币计价，对应汇率取 1 人民币=1.07 港元，特海国际 EPS 调整为人民币计价，对应汇率取 1 美元=7.25 人民币

## 4. 风险提示

**市场竞争加剧风险。**若现制饮品市场竞争加剧，对行业单杯价格及终端利润或有负面影响；

**宏观环境修复不及预期风险。**宏观消费环境修复不及预期将影响消费者信心，对终端消费产生负面影响；

**拓店数量不及预期风险。**国内及海外拓店中存在不确定性，存在拓店数量不达预期的风险。