

首日涨43.21% 市值破千亿 兄弟齐上阵 “雪王”熬出头



张红超

张红甫

“中国奶茶一哥”终于上市了！3月3日，蜜雪冰城正式登陆港交所，当天公司股价收盘为290港元/股，大涨43.21%，总市值达1093亿港元。

按照千亿港元市值估算，创始人张红超和张红甫两兄弟，身家合计超过800亿港元。

从2022年首次递表深交所，到2024年前后转战港交所，最后在2025年年初再次递表，蜜雪冰城终于“熬出了头”，成为港股的“现象级”IPO。不仅在IPO前超过快手成为“冻资王”，受到高瓴、美团龙珠、红杉中国等头部机构的青睐，也成为众多散户打新的标的。

下沉为王 “草根”干出最大现制饮品企业

蜜雪冰城的故事，始于1997年的河南，“70后”的“草根”张红超用3000元开启“寒流刨冰”的创业之路。

经营初期，张红超的创业之途并不顺利，卖过糖葫芦，也开过餐厅。尽管品类各有差异，但张红超的生意始终围绕着“低价”展开，在成本控制上较为苛刻。

2005年，张红超瞄准了冰激凌品类，做出了远低于市场主流价格的“一元”新鲜冰激凌，并一口气开了26家加盟店。随后，“85后”的弟弟张红甫也加入了蜜雪冰城。

张红超不断挖掘当季爆品，并把门店开在校园旁边，吸引了大批学生。招股书显示，2元一支的冰激凌（现为3元）、3元一杯的柠檬水、6元一杯的珍珠奶茶……时至今日，这些依旧是蜜雪冰城的爆品。

蜜雪冰城之所以能维持在“下沉赛道”低价运营，是蜜雪冰城对供应链的有效管理。2012年开始，蜜雪冰城选择建厂，目前在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有5个生产基地，其中核心饮品食材已实现100%自产。物流方面，截至2024年9月30日，蜜雪冰城的仓储体系由总面积约35万平方米的27个仓库组成。

2014年，蜜雪冰城开始自建物流体系，对加盟商免物流费。目前公司与国内约40家本地化配送机构合作，90%的县级行政区能够实现12小时触达，97%的门店能实现冷链物流覆盖。

此后十年，中国的新茶饮市场开始狂奔，蜜雪冰城也踏上了“快车道”。招股书披露：2021年~2023年，蜜雪集团的营业收入分别为103.51亿元、135.76亿元和203.02亿元，相应的净利润分别为19.12亿元、20.13亿元和31.87亿元。

2024年前9个月，蜜雪集团营业收入和净利润分别为187亿元、35亿元，同比增长21.2%和42.3%。

门店数量方面，蜜雪冰城达到4.5万

家，超越星巴克，成为全球最大的现制饮品企业。

上市前，创始人张红超、张红甫兄弟持有大部分股权。其中，张红超直接持股42.78%，通过员工持股平台“青春无畏”持股0.45%；张红甫直接持股42.78%，通过“始于足下”持股0.45%，兄弟二人合计持有3.08亿股。

这意味着，张红超28年前的3000元启动资金，如今已经变为两兄弟共计893亿港元的身家。

机构“哄抢” 经营模式符合投资“哑铃理论”

公开资料显示，上市之前蜜雪冰城仅有过一轮融资。彼时，国内新茶饮市场“群星闪耀”，奈雪的茶、喜茶、茶颜悦色正干得风生水起，而霸王茶姬、茶百道、古茗还“偏安一隅”。

高瓴投资团队负责人回忆：“2019年前后，消费市场谈论最多的是消费升级、新消费等话题。但就在同一时间，拼多多的崛起给人以‘下沉市场广阔’的初印象。”

在下沉市场，高瓴的投资团队开始寻找下一个有规模、有市场，同时又让普通人消费得起的品牌。

在三四线城市，高瓴投资团队以“扫街”方式搜寻投资标的，最终发现了已开设4000多家门店的蜜雪冰城。“他们聚焦下沉市场，门店装修风格和产品外观并不高大上，在资本市场并不显眼。”

高瓴创始人合伙人李良告诉记者，蜜雪冰城“高性价比产品+规模化连锁经营”的模式、自建生产基地和物流体系、数字化手段提升供应链和门店运营效率等，非常符合高瓴投资“哑铃理论”。

实际上，2021年时净利润已达19.12亿元的蜜雪冰城“并不差钱”，在外部机构的选择上也十分谨慎。

“当时，不少知名的消费投资机构和战投都加入了这场‘争夺战’。”一位熟悉内情的投资人透露。

另一位接近美团龙珠的投资人士则回忆说，当时这一项目快要进入爆发期，市场都追着投，“美团龙珠追了两年才拿到份额，团队也十分荣幸成为蜜雪冰城的首轮投资人。”

2020年12月，蜜雪冰城最终选择了来自高瓴、美团龙珠和CPE源峰的20余亿元。

从这笔融资能够看出张红超兄弟的“务实”。美团龙珠背靠美团在本地生活领域的资源与渠道优势，而CPE源峰一直在消费、连锁行业深耕。至于高瓴，曾经帮助百丽、滔博、名创优品、良品铺子等企业搭建会员体系，其在消费赛道的投资经历和实战经验，对于爆发前夜的蜜雪冰城来说至关重要。本轮融资中，高瓴作为领投方，投资了9.33亿元，持有453.5万股，持股比例为4.0%，是当时最大的外部股东之一。

投资之后，蜜雪冰城还主动邀请曾操盘百丽项目的李良加入公司董事会。记者了解到，蜜雪冰城现任CFO张渊曾任职于高瓴。在高瓴任职期间，张渊深度参与了对蜜雪冰城的早期尽调与投资决策。

资本“宠爱” 蜜雪冰城打破新茶饮“破发魔咒”

此前，港股IPO的内地新茶饮企业无一例外地陷入了“破发魔咒”。

散户投资者王超告诉记者：“当前市场环境下，上市即破发已屡见不鲜，不仅限于茶饮板块。正因如此，我已有一段时间未曾涉足新股申购。但蜜雪冰城此次打新盛况空前，我坚信它不会重蹈覆辙。”

王超嘴里的“盛况空前”是指发行阶段资本市场对蜜雪冰城的“追捧”。今年2月，蜜雪冰城引入了5名基石投资者，包括红杉中国、英国投资巨头M&G plc旗下英卓资管、博裕资本、高瓴资本和美团龙珠，共认购2亿美元（约15.58亿港元），认购股份占全球发售的45.09%。

汇生国际资本总裁黄立冲表示，券商在此次蜜雪冰城新股认购热潮中扮演了重要角色。多家券商为投资者提供了高倍数杠杆，如富途证券提供的最高200倍融资杠杆，这些高倍数杠杆的提供大大降低了投资门槛，使得投资者可以用较少的自有资金撬动更大规模的资金。

同时，黄立冲还指出，市场环境和政策因素也对蜜雪冰城的火爆认购起到了一定的推动作用。随着港股市场对新股发行制度的不断改革和完善，以及优质新股标的的不断涌现，投资者的投资热情被进一步激发。而蜜雪冰城作为一家具有强劲增长潜力和良好发展前景的优质企业，自然成为了投资者争相追捧的对象。

此次蜜雪冰城IPO，能够吸引众多投资者参与，离不开券商大放杠杆的推动。

港股市场，一般而言，券商们会对热门新股提供不同的打新优惠和杠杆。比如，提供10倍杠杆，好的标的甚至愿意提供百倍杠杆。此次蜜雪冰城打新中，就有不少香港券商放出最高200倍的银行融资杠杆，甚至是“免息”的，只收取100港元的手续费。其中，富途证券就向蜜雪集团开放了最高200倍杠杆，在一定程度上激发了投资者的热情。

在蜜雪集团认购环节，融资认购最多的券商也是富途证券，接近1.06亿港元，占比达59%。上市之后，富途证券等经纪商依旧霸榜蜜雪集团的买盘。

上市首日，蜜雪冰城大幅高开高走，当天的收盘价为290港元/股，大涨43.21%，总市值达1093亿港元。打破了奈雪的茶、茶百道和古茗等新茶饮企业上市首日股价“破发”的魔咒。

生意“难做” 下沉市场的钱越来越不好赚了

蜜雪冰城风光上市之后，等待它的或许是压力和考验。

有业内人士表示，在持续的门店扩张中，门店持续加密，让众多蜜雪冰城的加盟商正面临着单店收入下滑，生意越来越“难做”。

截至2024年前三季度，在内地，蜜雪冰城57.2%的门店都在三线及以下城市。可以说，下沉市场是蜜雪冰城的主要动力。但随着蜜雪冰城不断加速下沉，在加盟模式的助力下，蜜雪冰城的门店越来越多，下沉市场的钱却开始不好赚了。

有消息说，蜜雪冰城单店回本周周期并不像宣传的那么乐观，门店位置但凡没那么“旺”的，都要两年左右才能回本。

当一条街上出现三四家蜜雪冰城之时，有人调侃：“打败蜜雪冰城的不是友商，而是对面的蜜雪冰城。”

2023年，蜜雪冰城自营门店开始扭亏为盈。当年，蜜雪冰城自营门店收入1.08亿元，毛利为837.8万元，毛利率为7.8%。但到2024年前9个月，蜜雪冰城自营门店收入又降至3851.5万元，毛利为530.1万元，毛利率为13.8%。

蜜雪冰城解释称，自营门店所得收入同比下降，主要是由于自营门店数量减少。2024年前9个月，公司关闭或向加盟商转让若干自营门店。

蜜雪冰城自营门店似乎都开不动，加盟商的处境可想而知。相较而言，2024年前9个月，蜜雪冰城自营门店毛利率只有13.8%，远低于加盟商为蜜雪冰城带来的毛利率32.8%，蜜雪冰城的利润大头似乎也留在了蜜雪冰城，而不是加盟商。

随着开店数量越来越多，彼时蜜雪冰城的关店数量不断攀升。2022年、2023年及2024年前9个月，蜜雪冰城的闭店数量分别为264家、641家及714家。

这也再次提醒人们，开奶茶店并非一定稳赚不赔。风口过后，这个市场很可能会演变成一地鸡毛。

据科创板日报、和讯网、金融界等

商报制图
秦刚