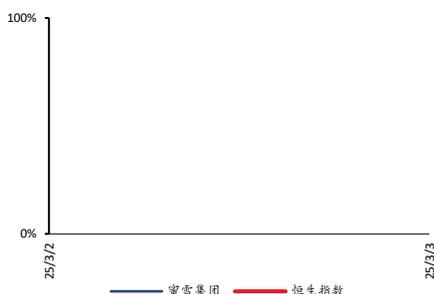


蜜雪冰城：供应链壁垒与下沉红利双轮驱动，全球化打开长期空间

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	1.48/1.48
总市值/流通(亿港元)	430.14/430.14
12个月内最高/最低价(港元)	298/256

相关研究报告

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

研究助理：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030019

报告摘要

全球现制饮品龙头，2024 前三季度收入/归母净利润增速达 21.2%/45.2%。蜜雪冰城于 1997 年创立于郑州，通过“极致性价比+供应链垂直整合+轻资产加盟”模式实现快速扩张，截至 2024 年公司全球门店数达 46,479 家，全球市占率（按门店数）达 19%，成为全球门店规模最大的现制饮品企业。2021-2023 年营收/归母净利润 CAGR 为 40.1%/28.2%，业绩增长迅速主因门店快速扩张，2021-2023 门店数量 CAGR 达 37.0%。2024 前三季度公司营收 186.6 亿元，同比增长 21.2%，归母净利润达 34.9 亿元，同比增长 45.2%。

现制茶饮高速增长，平价与下沉市场领跑。现制茶饮目前处于成长期，2018-2023 年行业规模 CAGR 达 19.0%，预估 2024 年规模达 3127 亿元，同比增长 21.0%，预估 23-28 年 CAGR 达 17.3%。从行业趋势来看，平价产品、下沉市场增速领跑，预计 23-28 年高价/中价/平价现制饮品增速 10.1%/18.6%/22.2%，23-28 年一线/新一线/二线/三线及以下增速 14.8%/16.1%/19.0%/22.8%。从竞争格局来看，行业呈现高度集中、一超多强的格局，蜜雪冰城以 20% 市占率稳居第一。

顺应消费降级时代的平价小确幸，蜜雪冰城的投资价值核心在于门店商业模式稳定优秀、供应链壁垒和规模效应以及出海长期空间。消费降级时代，蜜雪避开 10-20 元红海价格带主打低价和下沉市场，加盟商投资门槛低回报快，单店初始投资额 22-25 万低于竞品，回本周期 11-13 个月，短于竞品 1-3 个月。同店表现和稳定性较优，2024 前三季度单店日均 GMV 为 4184.4 元，同比+1.4%，关店率 1.7% 显著低于竞品。通过低价席卷下沉市场，公司三线及以下城市门店占比 58%，覆盖 4900 个乡镇（覆盖率 72.4%）。公司通过供应链垂直整合实现极致成本控制，以低价策略穿透下沉市场，再以超大规模反哺供应链效率，形成闭环，其护城河在于持续迭代的供应链能力以及规模效应。公司自产原料占比 70%，五大生产基地（河南、海南等）覆盖糖浆、果酱、茶叶等核心原料，采购成本较行业低 10%-20%，县域配送 12 小时达，鲜果损耗率低于行业 5%。乐观/中性/悲观假设下，国内蜜雪冰城主品牌开店数将达到 75136/51416/43664 家店，开店空间+120%/+51%/+28%。

海外扩张与幸运咖构筑第二增长曲线。东南亚现制饮品市场当前处于高速发展期，预计 23-28 年 CAGR 达 19.8%，领先全球其他区域，蜜雪为东南亚门店规模最大的茶饮品牌，截至 2024 年 9 月海外门店数 4792 家，2022/2023/2024Q1-3 分别新增 1794/4330/461 家，根据人口密度测算东南亚开店空间较大，中性假设下东南亚门店数可达 15723 家，开店空间+230%，公司同时布局日韩澳等发达国家，海外空间广阔；幸运咖核心优势在于复用蜜雪冰城供应链及加盟商体系，以低价格带主攻下沉咖啡市场，目前约 4000 家门店，2023/2024 年门店增速约 61%/38%。中性假设下，则门店数量将达 9495 家店，乐观假设下门店数量可达 17318 家。

投资建议：预计 2024-2026 年收入增速 22%/20%/18%，归母净利润增速分别为 42%/12%/20%，EPS 分别为 11.79/13.29/15.85 元，对应 PE 分别为 16x/14x/12x，按照 2025 年业绩给予 22 倍，给予目标价 317.80 港元，给予“增持”评级。

风险提示：食品安全风险、门店拓展不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20302	24777	29709	35201
营业收入增长率(%)	50%	22%	20%	18%
归母净利（百万元）	3137	4445	5012	5975
净利润增长率(%)	57%	42%	13%	19%
摊薄每股收益（元）	8.71	11.79	13.29	15.85
市盈率（PE）	0.00	22.78	20.21	16.95

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司概况：现制饮品平价王者，全球门店规模领先.....	6
(一) 公司历程：从寒流刨冰到全球万店，四阶段跨越式发展.....	6
(二) 产品：极致性价比定位，现制饮品的平价王者.....	7
(三) 门店：门店规模全球领先，海外门店拓展迅猛.....	8
(四) 收入结构：收入以B端业务为主，加盟费占比较低.....	10
(五) 业绩复盘：近三年业绩表现亮眼，毛利率净利率稳定.....	11
(六) 股权结构：张氏兄弟控股权集中，美团、高瓴等知名机构战略入股.....	11
二、 现制茶饮行业高速增长，下沉市场与平价赛道领跑.....	13
(一) 现制茶饮行业：市场规模达2585亿元，处于成长期.....	13
(二) 现制茶饮行业：呈现一超多强特征，龙头公司多维博弈.....	14
(三) 现磨咖啡行业：下沉市场快速发展，本土品牌强势崛起.....	18
三、 供应链构筑护城河，高质性价比打造下沉市场王者.....	20
(一) 轻资产高周转模型，单店回报优势显著.....	20
(二) 中期维度蜜雪门店具备50%+空间，下沉市场空间较大.....	23
(三) 供应链全链路垂直整合，构建护城河底层逻辑.....	27
四、 第二增长曲线：幸运咖和海外扩张，全球化布局加速.....	32
(一) 幸运咖：平价咖啡新势力，供应链复用开启第二曲线.....	32
(二) 出海：海外门店空间大，长期验证全球化复制能力.....	34
五、 风险提示.....	39

图表目录

图表 1: 蜜雪冰城发展历程	7
图表 2: “蜜雪冰城”产品矩阵	7
图表 3: “幸运咖”产品	8
图表 4: 蜜雪冰城加盟店及直营店数量	9
图表 5: 蜜雪冰城门店分布	9
图表 6: 蜜雪冰城中国及海外门店分布网络	9
图表 7: 蜜雪冰城收入结构 (亿元)	10
图表 8: 蜜雪冰城、古茗、茶百道收入结构对比	10
图表 9: 公司海内外收入情况 (亿元)	10
图表 10: 蜜雪冰城收入及利润情况 (亿元)	11
图表 11: 蜜雪冰城、古茗、茶百道毛利率、净利率对比	11
图表 12: 蜜雪冰城股权结构	12
图表 13: 蜜雪冰城管理层	12
图表 14: 中国现制饮品以终端零售额计的市场规模 (按品类划分, 十亿元)	13
图表 15: 中国现制饮品以终端零售额计的市场规模 (按价格带划分, 十亿元)	14
图表 16: 中国现制茶饮以终端零售额计的市场规模 (按城市线级划分, 十亿元)	14
图表 17: 2023 年现制茶饮行业市场份额对比	15
图表 18: 价格带分层	15
图表 19: 渠道扩张差异	16
图表 20: 国内现制茶饮龙头品牌对比	17
图表 21: 现制茶饮行业平均利润率变化	18
图表 22: 2018-2025 中国新茶饮消费市场规模增速	18
图表 23: 中国现磨咖啡以终端零售额计的市场规模 (按城市线级划分, 十亿元)	19
图表 24: 2023 年现磨咖啡行业市场份额对比	19
图表 25: 餐饮业态对比	20
图表 26: 餐饮龙头品牌坪效、初始投资金额对比	20
图表 27: 茶饮品牌初始投资金额	21
图表 28: 蜜雪冰城单店模型	22
图表 29: 蜜雪冰城门店运营情况	23
图表 30: 茶饮品牌二店率	23
图表 31: 蜜雪冰城门店分布 (按省份划分)	24
图表 32: 蜜雪冰城门店分布 (按城市线级划分)	25
图表 33: 蜜雪冰城 TOP5 门店数城市	25
图表 34: 开店空间测算	26
图表 35: 蜜雪冰城生产基地布局与产能分布	27
图表 36: 蜜雪冰城物流网络覆盖层级	27
图表 37: 蜜雪核心原材料产能情况	28
图表 38: 蜜雪核心募集资金使用情况	28
图表 39: 蜜雪冰城与同业毛利率对比	29
图表 40: 销售成本构成比例	29
图表 41: 蜜雪冰城原材料成本构成	29
图表 42: 费用率优化空间	31
图表 43: 幸运咖门店数量 (单位: 家)	32
图表 44: 蜜雪冰城加盟商数量	33

图表 45: 幸运咖与瑞幸供应链对比	33
图表 46: 幸运咖 TOP5 门店情况	33
图表 47: 幸运咖未来五年开店空间测算	34
图表 48: 全球现制饮品市场以终端零售额计的 23-28 (E) 复合增长率	34
图表 49: 东南亚现制饮品市场以终端零售额计的市场规模 (按品类划分)	34
图表 50: 东南亚市场前三茶饮品牌	35
图表 51: 蜜雪冰城分地区收入 (单位: 亿元)	36
图表 52: 蜜雪冰城分地区收入占比及毛利率	36
图表 53: 蜜雪冰城海外门店数 (单位: 家)	36
图表 54: 蜜雪冰城海外分地区门店数	36
图表 55: 蜜雪冰城东南亚竞争策略	37
图表 56: 蜜雪冰城东南亚门店分布	38
图表 57: 蜜雪冰城海外门店空间	38
图表 58: 蜜雪冰城门店空间展望	39

一、公司概况：现制饮品平价王者，全球门店规模领先

(一)公司历程：从寒流刨冰到全球万店，四阶段跨越式发展

蜜雪冰城是一家专注于为消费者提供高性价比现制饮品的企业，其核心产品包括现制果饮、茶饮、冰淇淋和咖啡等。公司成立于1997年，目前拥有超过45,000家门店，覆盖中国及海外11个国家和地区，成为中国及全球最大的现制饮品企业。

发展历程：

第一阶段（1997-2005年）：初创与品牌建设。1997年创始人张红超先生在郑州开设了第一家“寒流刨冰”小店，开启了现制饮品领域的创业之路，两年后公司正式启用“蜜雪冰城”品牌，并开始研发标志性产品——新鲜冰淇淋，首款新鲜冰淇淋问世，凭借其高性价比和美味口感，迅速获得市场认可。

第二阶段（2006-2012年）：快速扩张与标准化运营。2007年公司开始快速扩张门店网络，并建立了标准化的运营管理体系，为加盟商提供全方位支持，确保产品质量和服务水平。五年后公司成为中国现制饮品行业最早设立中央工厂的企业，标志着公司进入规模化生产阶段。

第三阶段（2013-2018年）：多品牌战略与IP打造。2013年公司推出首款新鲜水果产品——冰鲜柠檬水，并将采购网络延伸至上游农产品领域，随后创立了现磨咖啡品牌“幸运咖”，拓展产品品类，满足消费者多样化需求。2018年公司打造了“蜜雪冰城”超级IP和终身代言人“雪王”，进一步提升品牌影响力。

第四阶段（2018年至今）：全球化布局与数字化转型。2018年公司开始拓展海外市场，并在东南亚等地区取得了显著成绩。同时公司积极推进数字化转型，通过数字化工具提升运营效率，优化消费者体验。公司持续进行品牌升级和IP运营，定期推出“雪王”周边产品和主题活动，并通过线上线下活动，与消费者进行互动，提升品牌粘性和忠诚度。

图表1：蜜雪冰城发展历程



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

（二）产品：极致性价比定位，现制饮品的平价王者

蜜雪冰城产品以性价比为特点，主要集中于 6-8 元价格带。蜜雪冰城以“高质平价”为核心战略，聚焦大众消费市场，覆盖现制茶饮、冰淇淋、咖啡三大品类，产品价格带集中于 6-8 元，以低价高周转获利，2024 年前三季度冰鲜柠檬水售出约 11 亿杯，冰淇淋产品售出约 14 亿支。公司不断创新产品矩阵，在维持常青藤产品销量的同时推出季节性和区域性产品，如“莓果三姐妹”、“桑葚莓莓”、“厚芋泥奶茶”和“香柠红茶”，满足不同消费者在不同季节和地区的口味需求。

图表2：“蜜雪冰城”产品矩阵

产品类型	产品	单价	2024 前三季度销量	推出首月销量
常青藤产品	冰鲜柠檬水	4 元/杯	11 亿杯	-
	新鲜冰淇淋	2 元/支	14 亿支	-
	珍珠奶茶	6 元/杯	3.85 亿杯	-
	蜜桃四季春	7 元/杯	3.65 亿杯	-
	满杯百香果	7 元/杯	2.81 亿杯	-
	茉莉奶绿	6 元/杯	-	1 亿杯
季节性和区域性产品	莓果三姐妹	7 元/杯	-	3,300 万杯
	桑葚莓莓	9 元/杯	-	1,800 万杯
	厚芋泥奶茶	8 元/杯	-	1,200 万杯
	香柠红茶	5 元/杯	-	300 万杯

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

幸运咖主打高性价比现制咖啡，主流价格在 5-10 元之间。秉承“蜜雪冰城”的成功经验，公司于 2017 年推出“幸运咖”，致力于为消费者提供高质平价的咖啡饮品。幸运咖咖啡类饮品占比约 70%，分为经典款、创新款、高性价比款，除了咖啡还有茶饮类、牛乳、雪糕与甜品等产品。原材料方面，咖啡选用来自埃塞俄比亚、哥伦比亚、巴西及印度尼西亚等国的优质阿拉比卡咖啡豆，搭配先进的生产设备和严谨的烘焙工艺，其咖啡豆在 2022-2024 年获得意大利国际咖啡品鉴协会（IIAC）铂金奖 1 次、金奖 21 次。“幸运咖”的产品线丰富多样，包括经典款、流行款和创新款，满足不同消费者的口味需求。核心产品如“美式咖啡”、“拿铁咖啡”和“椰椰拿铁”，价格均控制在 5-10 元之间，主打性价比。

图表3：“幸运咖”产品



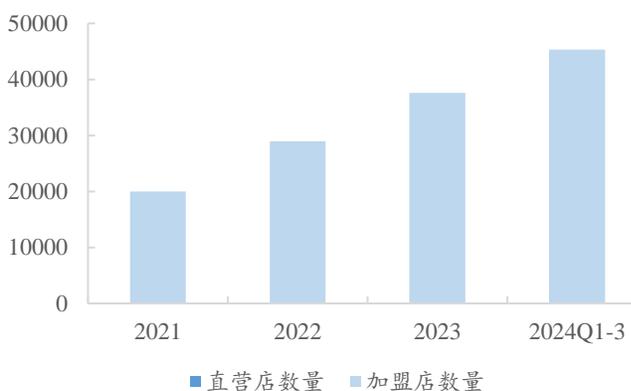
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

(三) 门店：门店规模全球领先，海外门店拓展迅猛

目前全球门店总数超 4.5 万家，打造了全球最大且最下沉的现制饮品零售网络。蜜雪冰城构建了全球规模最大的现制饮品门店网络，截至 2024 年全球门店总数达 46479 家，覆盖中国 31 个省级行政单位及东南亚 11 国，全球市占率（按门店数）达 19%，领先第二名约 3 倍。从经营模式来看，蜜雪冰城以加盟店为主，2024 年 9 月加盟店/直营店数量 45282/20 家；从门店分布来看，2024 年 9 月中国/海外门店分别为 40510/4792 家，分别占比 89.2%/10.8%，为全球唯一突破 4 万家门店的现制饮品品牌，2021-2023 年总门店/国内门店/海外门店数量 CAGR 分别达 37.0%/29.8%/300.5%，海外门店扩张显著。国内门店主要分布在三线及以下市场，截至 2024 年 9 月，一线/新一线/二线/三线及以下城市占国内门店占比分别为 4.8%/19.6%/18.4%/57.2%，中国县级行政区覆盖率达 96.3%，平均每县拥有约 14 家门店，核心城市（如郑州、成都）单城门店数超 1000 家，形成强渠道壁垒，乡镇门店数超 8000 家，覆盖全国 4900 个乡镇，覆盖率达 72.4%。海

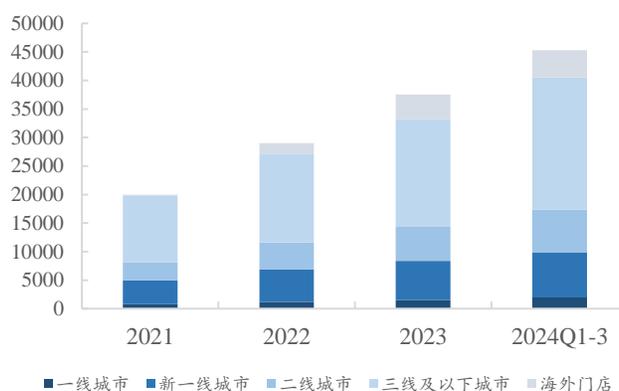
外门店主要集中在东南亚，其中核心市场印尼/越南门店数量达 2667/1304 家，分别占海外门店 55.7%/27.2%，截至 2024 年 9 月海外新增门店 461 家，目标 2025 年突破 6000 家，重点布局印度、菲律宾等人口红利市场。

图表4：蜜雪冰城加盟店及直营店数量



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表5：蜜雪冰城门店分布



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表6：蜜雪冰城中国及海外门店分布网络

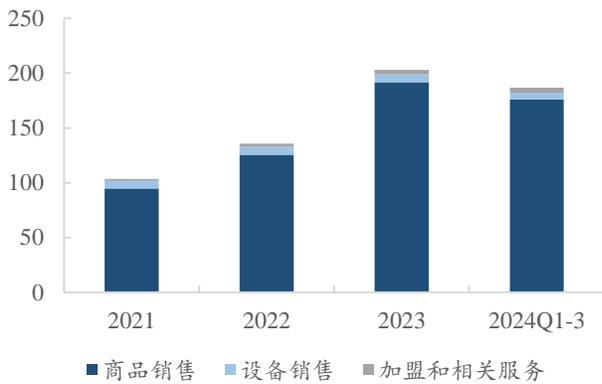


资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

(四)收入结构：收入以 B 端业务为主，加盟费占比较低

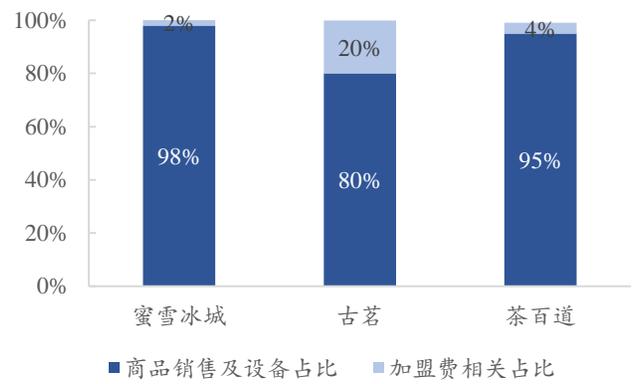
公司收入主要以向加盟商销售商品及设备为主，商品和设备销售占比约 98%。公司收入主要来自 B 端，即包括向加盟商提供门店物料（包括糖、奶、茶、咖、果、粮、料等产品及包材）和设备（例如冰箱、冰淇淋机、制冰机及咖啡机）所得收入。2024 年前三季度商品和设备销售/加盟和相关服务收入分别占比 98%/2%，蜜雪冰城相较于同样采取加盟模式的古茗和茶百道商品和设备销售占比较高，加盟费占比较低，2023 年蜜雪冰城/古茗/茶百道商品及设备收入占比分别为 98%/80%/95%，加盟相关收入占比分别为 2%/20%/4%。从地区收入来看，公司收入主要来自中国内地，但近几年海外拓展明显，占比不断提升，2023 年中国内地/中国内地以外收入 188.2/14.9 亿元，分别占比 92.7%/7.3%，海外收入占比较 2021 年提升 6.8pcts。

图表7：蜜雪冰城收入结构（亿元）



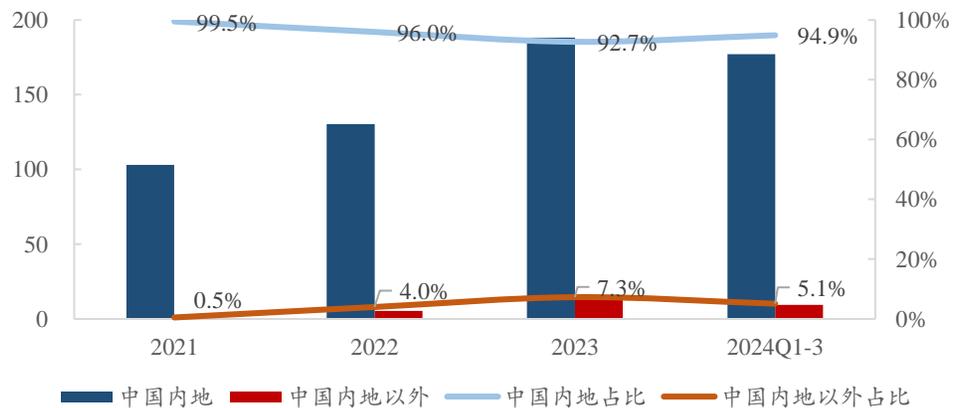
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表8：蜜雪冰城、古茗、茶百道收入结构对比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表9：公司海内外收入情况（亿元）



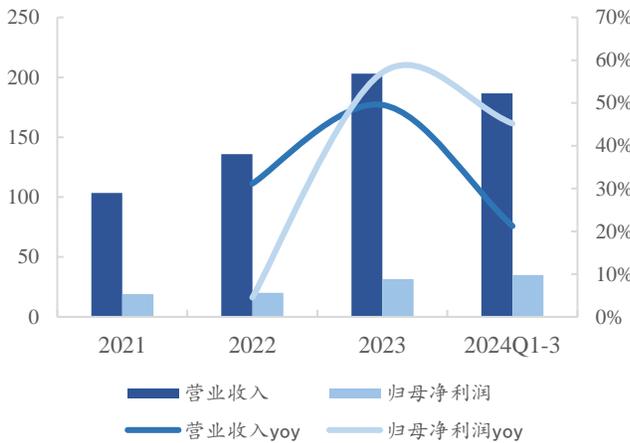
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

(五)业绩复盘：近三年业绩表现亮眼，毛利率净利率稳定

近三年伴随门店扩张业绩增长迅速，2021-2023 年收入 CAGR 达 40.1%。2021-2023 年公司营业收入从 103.5 亿元增长至 203.2 亿元，CAGR 达 40.1%，归母净利润从 19.1 亿元增长至 34.9 亿元，CAGR 达 28.2%，公司业绩增长迅速主因门店快速扩张，2021-2023 年门店数量 CAGR 达 37.0%。2024 前三季度公司营业收入 186.6 亿元，同比增长 21.2%，归母净利润达 34.9 亿元，同比增长 45.2%。

公司毛利率、净利率逐步提升。蜜雪冰城毛利率稳定在 30%左右，2022 年疫情因让利经销商，公司下调 69 款核心物料价格，平均降幅约 15%，导致毛利率有所下滑，2023 年公司随着规模效应显现，毛利率提升至 30%，略低于古茗和茶百道，2024 前三季度毛利率继续提升至 32%，高于古茗的 31%。2023 年净利率达 16%，高于古茗低于茶百道，2024 前三季度净利率提升至 19%。

图表10：蜜雪冰城收入及利润情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表11：蜜雪冰城、古茗、茶百道毛利率、净利率对比

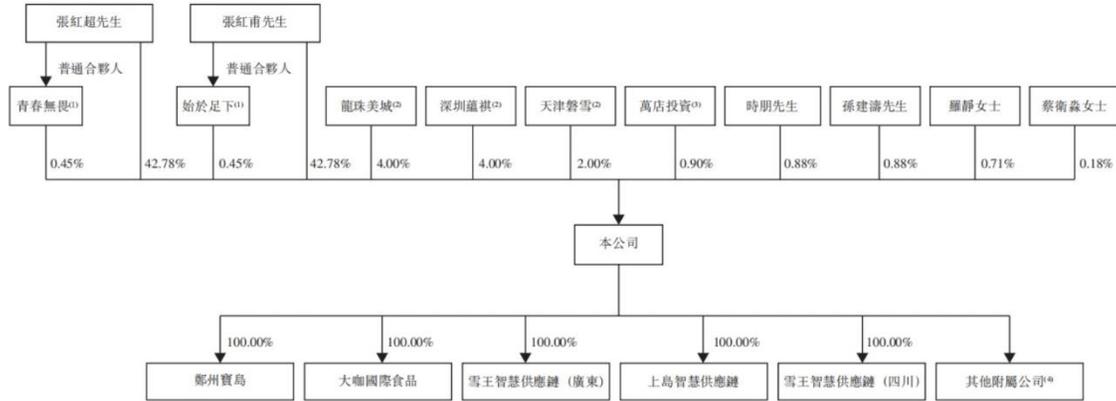


资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

(六)股权结构：张氏兄弟控股权集中，美团、高瓴等知名机构战略入股

公司股权结构稳定，张氏兄弟具备绝对控制权。张红超直接持有蜜雪冰城 42.78% 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 42.78% 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 86.46%，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 4%，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 2%。

图表12：蜜雪冰城股权结构



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

蜜雪冰城管理层以创始人张红超、张红甫兄弟为核心，形成“家族化治理+专业化分工”的双轨模式。张红超董事长负责集团整体战略规划及供应链体系搭建，主导五大生产基地（河南、海南等）布局，推动全球采购网络覆盖 38 个国家；张红甫担任 CEO 分管品牌运营与市场扩张，主导“雪王”IP 营销及数字化体系建设，2024 年推动会员规模突破 3.15 亿，社交平台粉丝超 4600 万；蔡卫森担任执行董事、前端供应链负责人，主导原材料采购与生产管理，优化供应链成本；赵红果担任执行董事、后端供应链负责人，负责仓储物流网络建设；时朋担任中国运营负责人，分管国内门店拓展与加盟商管理，2024 年推动乡镇新增门店超 2000 家，下沉市场覆盖率达 72.4%；张渊担任首席财务官。

图表13：蜜雪冰城管理层

产品类型	姓名	年龄	职位	职责
执行董事	张红超先生	48 岁	董事长兼执行董事	全面负责本集团的发展战略和企业文化
	张红甫先生	40 岁	执行董事兼首席执行官	全面负责本集团的整体经营管理并领导我们的高级管理团队
	蔡卫森女士	36 岁	执行董事兼前端供应链负责人	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	36 岁	执行董事兼后端供应链负责人	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
独立非执行董事	潘慧妍女士	57 岁	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断，前香港赛马会法律及合规事务执行总监，强化公司治理与合规风控
	朱玺先生	65 岁	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断，天图投资管理合伙人，提供消费赛道投资视角
	黄宣德先生	59 岁	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断，京东集团前 CFO，助力供应链金融与数字化升级

监事会	崔海静女士	38岁	监事会主席	负责监察董事及高级管理层的履职情况
	于敏女士	35岁	职工代表监事	负责监察董事及高级管理层的履职情况
	孙建涛先生	37岁	监事	负责监察董事及高级管理层的履职情况
高级管理层	张红甫先生	40岁	执行董事兼首席执行官	全面负责本集团的整体运营管理并领导高管团队
	蔡卫森女士	36岁	执行董事兼前端供应链负责人	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	36岁	执行董事兼后端供应链负责人	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
	时朋先生	37岁	“蜜雪冰城”中国运营负责人	负责“蜜雪冰城”在中国的运营，分管国内门店拓展与加盟商管理
	张渊先生	34岁	首席财务官	负责本集团的整体财务管理及资本运营

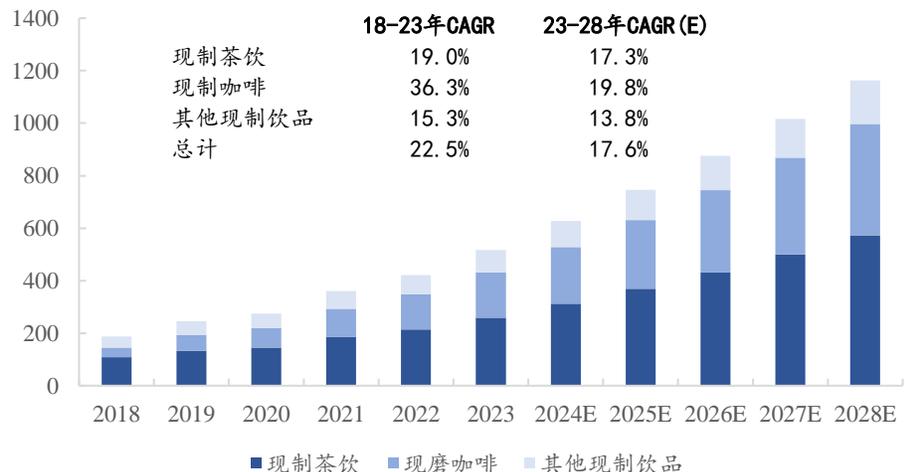
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

二、 现制茶饮行业高速增长，下沉市场与平价赛道领跑

(一) 现制茶饮行业：市场规模达 2585 亿元，处于成长期

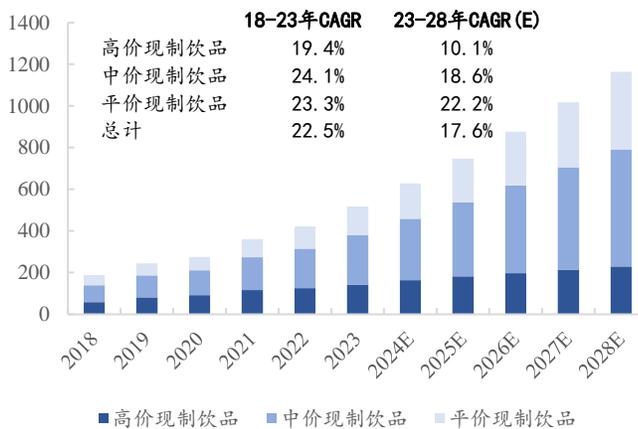
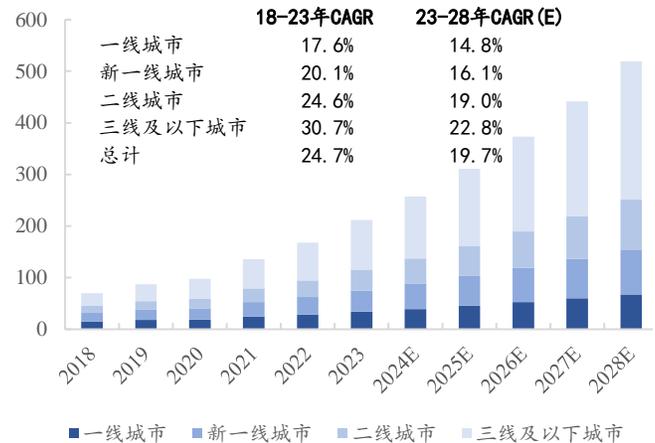
现制茶饮目前处于成长期，市场规模达 2585 亿元，占现制饮品市场 50% 份额。现制茶饮店通常销售包括现制茶饮、果饮、冰淇淋在内的一系列产品。从行业生命周期视角来看，中国茶饮行业目前处于成长期，2023 年以终端零售额计价的市场规模达 2585 亿元，占现制饮品市场规模的 50%，2018-2023 年 CAGR 达 19.0%，根据灼识咨询预测，2024 年现制茶饮市场规模达 3127 亿元，同比增长 21.0%，预计中国人均现制茶饮年消费量将从 2023 年的约 11 杯提升到 2028 年的约 26 杯，2028 年市场规模将达 5732 亿元，23-28 年 CAGR 达 17.3%。

图表14：中国现制饮品以终端零售额计的市场规模（按品类划分，十亿元）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

茶饮行业平价产品增速领跑、下沉市场扩张加速是当前趋势。按价格带划分，2023年10元以下平价现制饮品市场规模达1366亿元，同比增长27.5%，高于中价现制饮品的26.6%以及高价现制饮品的13.1%。以蜜雪冰城为例，其客单价长期稳定在6-8元区间，但单日日均销量超600杯，2023年GMV同比增速达40%，“以价换量”逻辑持续验证，预计平价赛道将持续扩容，23-28年平价现制饮品市场规模CAGR将达22.2%，头部品牌通过“极致性价比+供应链复用”持续巩固优势。按城市线级划分，2023年中国现制茶饮市场规模一线/新一线/二线/三线及以下城市分别为34.0/41.0/40.5/96.0亿元，同比增长18.1%/21.7%/25.4%/31.1%，三线及以下城市规模及增速领跑，从需求端来看，低线城市消费升级红利释放，现制茶饮替代传统冲泡奶茶/瓶装饮料，渗透率从2019年的23%提升至2023年的41%，从供给端来看，低线城市租金/人力成本具备优势，加盟模式单店投资回收期短，预计下沉市场将持续渗透，目前三四线城市茶饮门店密度（0.8家/万人）仍低于一线城市（2.5家/万人），古茗、茶百道等计划2024年新增门店中60%布局下沉市场。根据灼识咨询预测，23-28年三线及以下城市现制茶饮市场规模CAGR将达22.8%，高于一线/新一线/二线城市的14.8%/16.1%/19.0%。

图表15：中国现制饮品以终端零售额计的市场规模（按价格带划分，十亿元）

图表16：中国现制茶饮以终端零售额计的市场规模（按城市线级划分，十亿元）


资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理
 注：(1) 平价：单价不高于10元；(2) 中价：单价低于20元，但高于10元；(3) 高价：单价不低于20元

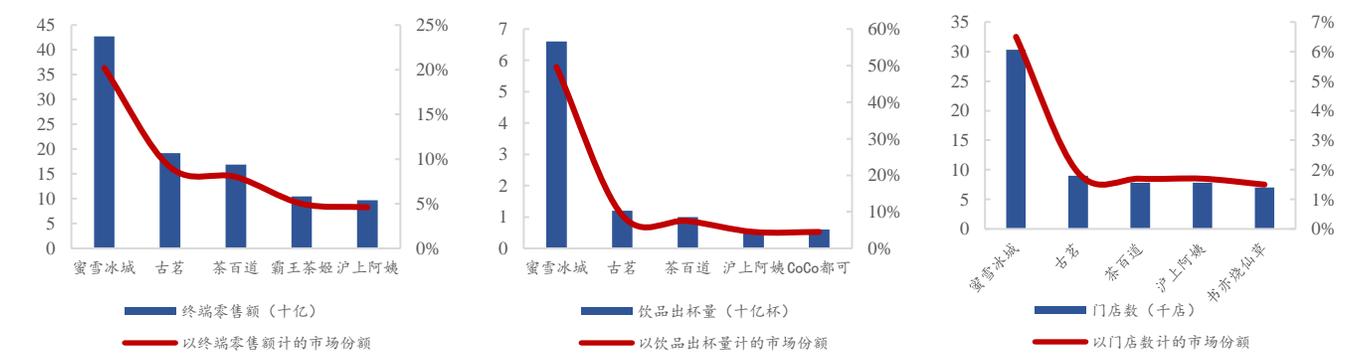
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

(二)现制茶饮行业：呈现一超多强特征，龙头公司多维博弈

现制茶饮行业高度集中化，CR5占比达46.9%，行业呈现一超多强格局。现制茶饮行业头部品牌主导，按终端零售额计，2023年行业CR5达46.9%，其中蜜雪冰城终端零售额达427亿元，以20%份额稳居第一，古茗/茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨分别为9.1%/8.0%/5.0%/4.6%；按饮品出杯量

计，蜜雪冰城/古茗/茶百道/沪上阿姨/CoCo 占比分别为 49.6%/9.1%/7.5%/4.5%/4.5%；按门店数计，蜜雪冰城/古茗/茶百道/沪上阿姨/书亦烧仙草分别为 6.5%/1.9%/1.7%/1.7%/1.5%，蜜雪冰城市占率均遥遥领先，行业龙头稳固。此外现制茶饮行业长尾效应显著，剩余市场份额由超 50 个区域品牌及新兴品牌瓜分，单品牌市占率普遍低于 1%（按终端零售额计）。

图表17：2023 年现制茶饮行业市场份额对比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

对比行业龙头茶饮品牌，呈现多维能力比拼，概述如下：

- 从价格带分层来看：**以喜茶、奈雪的茶、霸王茶姬为代表的中高端茶饮店核心依赖产品创新、品牌溢价以及直营模式，聚焦一线/新一线城市，门店密度低但客单价较高；其次以古茗、茶百道、沪上阿姨、CoCo、书亦烧仙草为代表的中端茶饮店主打高性价比以及快速加盟扩张，覆盖全线城市，规模与利润相对平衡；再次以蜜雪冰城、甜啦啦为代表的平价奶茶店追求极致性价比、供应链整合以及下沉市场渗透，门店超万家，单店模型依赖高周转。

图表18：价格带分层

价格区间	代表品牌	核心策略	市场特征
中高端 (20元左右)	喜茶、奈雪的茶	产品创新、品牌溢价、直营模式	聚焦一线/新一线，门店密度低但客单高
中端 (10-20元)	古茗、茶百道	高性价比、快速加盟扩张	覆盖全线城市，规模与利润平衡
平价 (10元以下)	蜜雪冰城、甜啦啦	极致低价、供应链整合、下沉市场渗透	门店超万家，单店模型依赖高周转

资料来源：WIND，太平洋证券整理

- (2) **从产品来看：**中高端品牌强化研发壁垒，注重产品创新及品质，如喜茶推出“真茶现萃”工艺，奈雪首创“鲜果茶+软欧包”双品类模式，产品迭代周期缩短至 15 天；中端品牌主打区域性爆品，如沪上阿姨“血糯米奶茶”北方市占率超 25%，茶百道“杨枝甘露”年销量破亿杯；平价品牌以基础款叠加引流品（如蜜雪冰城“2 元”冰淇淋），精简 SKU 至 30 个以内，标准化程度高。
- (3) **从供应链来看：**蜜雪冰城具备原材料自产规模优势，自建 13 万平方米中央工厂，覆盖 70%核心原料；古茗搭建“两日一配”冷链体系，鲜果次日达门店比例达 95%；茶百道智能订货系统将加盟商补货效率提升 30%；沪上阿姨拥有八大仓储物流基地等庞大仓储网络，每周可多次为门店送新鲜食材；霸王茶姬有 2700 亩自家茶山直采、24 小时牧场鲜奶供应、39 个果园基地直送；书亦烧仙草通过 AI 销量预测系统降低 15%原料损耗；甜啦啦以“自产 + 核心产区采购”模式，在多地设分仓。
- (4) **从渠道扩张模式来看：**当前现制茶饮门店可分为纯直营、纯加盟、直营+加盟并行三种扩张模式。以奈雪的茶为代表的纯直营模式品牌方强管控、具备较高的品牌一致性，但单店投入较高，扩张速度慢；以蜜雪冰城为代表的纯加盟模式门店可快速扩张，但是存在一定管理边界，加盟商管理难度大且较难把控品控；直营+加盟并行模式可较好平衡品质与规模，但需解决直营与加盟利益冲突问题。

图表19：渠道扩张差异

模式	代表品牌	优势	劣势
纯直营	奈雪的茶	强管控、高品牌一致性	单店投入高（约 180 万元）、扩张速度慢
纯加盟	蜜雪冰城	轻资产快速扩张（年增 5000+门店）	加盟商管理难度大，食品安全风险
直营+加盟	喜茶	平衡品质与规模	需解决直营与加盟利益冲突

资料来源：WIND，太平洋证券整理

- (5) **从门店分布来看：**中高端品牌高线城市占比高，喜茶一线/新一线城市门店占比达 41.9%；中端品牌区域割据，古茗聚焦华东、华南，浙江单省门店超 2000 家，实现“一县一店”全覆盖；平价品牌下沉市场渗透率更高，根据窄门餐眼数据，蜜雪冰城三线及以下城市门店占比 57%，覆盖全国 365 个城市，县城市场渗透率超 70%。

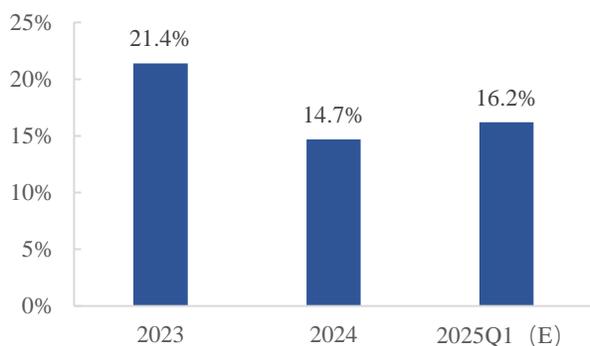
图表20：国内现制茶饮龙头品牌对比

品牌	开店时间	23年营收(亿元)	价格带	客单价(元)	经营模式	特色单品	国内门店总数	覆盖城市数	门店分布	供应链
蜜雪冰城	1997	203	平价	7.19	加盟	冰鲜柠檬水、冰淇淋	33319	365	一线5.22% 新一线19.16% 二线18.86% 三线及以下56.76%	覆盖全球六大洲38个国家的采购网络整合优质资源，核心原料（如柠檬、茶叶）直接与产地合作（如四川安岳柠檬、福建茶园），规模化采购降低10%-20%成本。同时，自建河南、安徽等五大生产基地，实现60%以上食材自主生产，核心原料（如糖、奶）100%自产，年产能达165万吨。
古茗	2010	77	中端	14.51	加盟	芝士葡萄、古茗奶茶	9735	220	一线2.82% 新一线16.46% 二线29.78% 三线及以下50.94%	自建22个仓库（总面积22万㎡）和6万立方米冷库，实现97%门店“两日一配”冷链覆盖，鲜果损耗率仅10%（行业均值20%）。其仓到店配送成本占GMV约0.9%，显著低于行业平均水平。
茶百道	2008	57	中端	14.41	加盟	杨枝甘露、豆乳玉麒麟	8301	348	一线9.75% 新一线25.93% 二线21.25% 三线及以下43.07%	茶叶与包材自建：福州自有茶园基地投产，覆盖全国门店茶叶需求，提升原料标准化。成都“森梵工厂”生产可降解吸管、包装袋，年产能超165万吨。果供应链动态管理：采用“集中采购+区域直配”模式，与水蜜桃、芒果等核心产区签订长期协议，统一配送覆盖62%门店，鲜果损耗率低于行业均值。
喜茶	2012	22年约46亿元	中高端	16.99	直营+加盟	多肉葡萄、芝士芒芒	4477	317	一线20.31% 新一线21.61% 二线21.57% 三线及以下36.51%	自建茶园（如云南普洱、福建宁德等地1200亩茶园）和订单农业模式（如汕头1500亩蚕茧基地、海南4000亩芒果基地）。茶叶：福建精品、深圳骏茶家；果汁：四川佳美非浓缩还原汁；奶盖：安佳乳业椰奶；海南越芋头。
沪上阿姨	2013	33	中端	13.59	加盟	杨枝甘露、厚芋泥波波奶茶、血糯米奶茶	8454	350	一线7.38% 新一线20.78% 二线20.56% 三线及以下51.28%	拥有八大仓储物流基地等庞大仓储网络，每周可多次为门店送新鲜食材；引入数字化 WMS 系统，实时监控分析库存，优化库存管理。
Coco都可	2010	22年约50亿元	中端	13.43	加盟	鲜百香双响炮、奶茶三兄弟	3795	227	一线16.64% 新一线29.52% 二线23.76% 三线及以下30.08%	原料采购覆盖南非、荷兰、泰国、印度等20多个国家，通过自建茶园（如云南普洱、福建宁德）和订单农业（如海南芒果基地）保障原料品质。同时与专业供应商深度绑定，例如茶叶合作方包括福建精品、深圳骏茶家，果汁采用四川佳美非浓缩还原汁。
霸王茶姬	2017	40	中高端	18.29	直营+加盟	伯牙绝弦、春日桃桃	6071	339	一线11% 新一线25.88% 二线23.95% 三线及以下39.17%	有 2700 亩自家茶山直采、24 小时牧场鲜奶供应、39 个果园基地直送。
书亦烧仙草	2013	22年约40亿元	中端	11.87	加盟	书亦烧仙草、葡萄芋圆冻冻	5037	288	一线2.58% 新一线30.62% 二线9.13% 三线及以下57.67%	通过AI销量预测系统降低15%原料损耗
奈雪的茶	2015	52	中高端	19.2	直营	霸气芝士草莓、软欧包	1831	237	一线29.25% 新一线30.62% 二线17.06% 三线及以下23.07%	茶叶：在广东、云南、福建等地建立专属茶园（如潮州凤凰山、福建南平建瓯） 水果：在云南等地建立草莓种植基地，实现全年稳定供应；同时与智利、秘鲁等国的果农直采合作。
甜啦啦	2017	预计24年35亿	平价	9.17	加盟	酸奶冰淇淋、水果茶	6025	319	一线29.25% 新一线30.62% 二线17.06% 三线及以下23.08%	母公司以“自产+核心产区采购”模式，在多地设分仓。

资料来源：公司公告，窄门餐眼（截至2025.2.11），太平洋证券整理

行业玩家近年竞争激烈，2025年预计价格战趋缓。2016-2023年行业经历黄金发展期，2019年起头部品牌开店加速，2019-2024年蜜雪/古茗/茶百道/沪上阿姨/霸王茶姬门店净增门店约3.8/0.8/0.8/0.7/0.5万家。2023年全年新增奶茶店超14万家，行业门店总数突破41万家，头部品牌如蜜雪冰城、古茗等通过加盟模式快速下沉，但跨界创业热潮与资本过度涌入加剧供给过剩，特别是10-20元价格带竞争激烈，供给竞争加剧导致品牌单店表现面临一定压力，2024年古茗、茶百道、奈雪单店均有下滑，而蜜雪冰城因在平价价格带差异化竞争压力相对较小，2024年前三季度单店GMV增长1.4%。同时消费降级环境下，大多茶饮品牌产品创新乏力导致价格战成为核心竞争手段，2024年主流品牌产品均价从15-20元降至10-15元区间，2024H1奈雪直营门店客单

价同比下降 15%，部分品牌甚至推出“5 元奶茶”争夺市场，但低价策略导致行业平均利润率从 2023 年的 21.4% 骤降至 2024 年的 14.7%，头部品牌如蜜雪冰城凭借自建供应链维持低价优势，但中小品牌因成本压力陷入“增收不增利”困境，部分企业亏损加剧，如奈雪的茶 2024 年上半年亏损 4.4 亿元。窄门餐眼数据显示，截至 2025 年 1 月 15 日，奶茶饮品行业近一年新开门店数为 11.1 万家，净减少门店 3.9 万家，近一年有近 15 万家店闭店，中国连锁经营协会预测，2025 年新茶饮市场规模增速将从 2023 年的 44.3% 骤降至 12.4%。但目前许多品牌意识到价格战并不能有效提升销量，反而会导致单杯毛利损失，因此从 2024 年四季度开始价格战逐渐缓和，如瑞幸咖啡自 2025 年初将部分产品上涨 3 元左右，同时缩减 9.9 元优惠券的适用范围，喜茶也于 2025 年初宣布暂停加盟，并表示拒绝“价格战与规模内卷”，预计 2025 年价格竞争将趋缓，行业聚焦差异化竞争。

图表 21：现制茶饮行业平均利润率变化


资料来源：中研普华产业研究院，太平洋证券整理

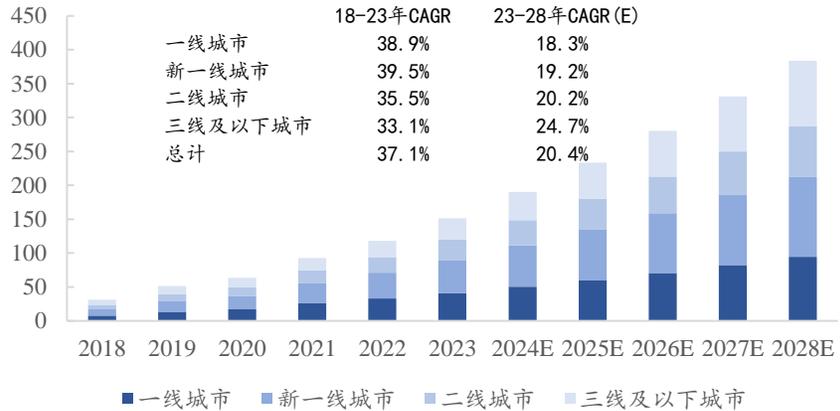
图表 22：2018-2025 中国新茶饮消费市场规模增速


资料来源：中国连锁经营协会，太平洋证券整理

(三) 现磨咖啡行业：下沉市场快速发展，本土品牌强势崛起

预计 2024 年中国现磨咖啡行业规模达 1903 亿元，三线及以下城市增速更快。中国现磨咖啡行业近年来呈现爆发式增长，市场规模从 2018 年的 313 亿增长至 2023 年的 1515 亿元，CAGR 达 37.1%，预计 2024 年规模达 1903 亿元，同比增长 25.6%，过去高速增长主要受高线城市拉动，当前一线/新一线贡献 59% 的市场份额，但近几年来下沉市场渗透，三线及以下城市增速更快，2023 年一线/新一线/二线/三线及以下城市同比增长 22.8%/29.6%/29.7%/33.6%，预计 23-28 年三线及以下城市 CAGR 达 24.7%，领跑高线城市。

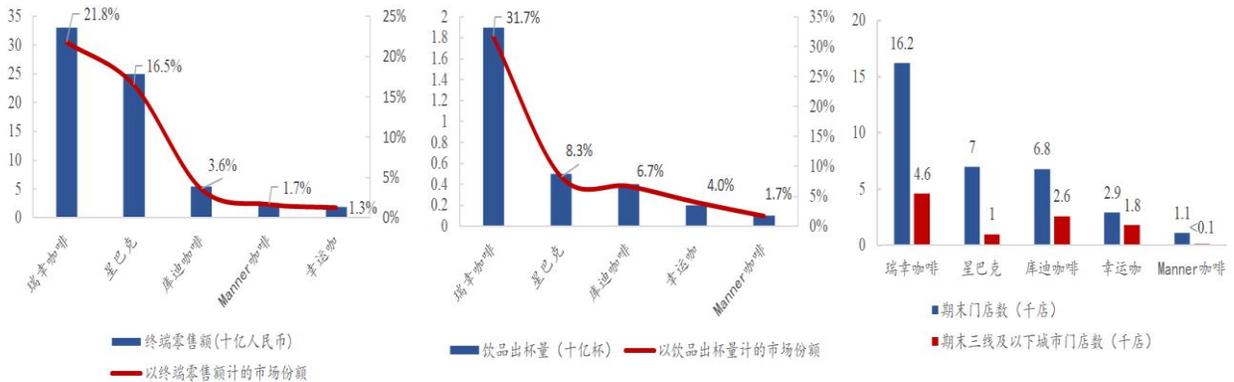
图表23：中国现磨咖啡以终端零售额计的市场规模（按城市线级划分，十亿元）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

中国现磨咖啡市场呈现本土品牌强势崛起的竞争态势。以终端零售额计，2023年瑞幸咖啡/星巴克/库迪咖啡/Manner咖啡/幸运咖终端零售额达330/250/55/25/19亿元，分别占据21.8%/16.5%/3.6%/1.7%/1.3%的市场份额。从价格带来看，星巴克主要占据20元以上产品，聚焦品质与体验，门店集中于核心商圈；瑞幸、Manner主要价格带在10-20元之间，瑞幸主要以高性价比+数字化运营快速扩张以及产品快速迭代抢占份额，Manner主打精品咖啡，通过差异化定位抢占市场；库迪、幸运咖处于10元以下价格带，主打下沉市场与高周转模型，2023年幸运咖在三线及以下城市门店数达1800家门店，仅次于瑞幸（4600家）及库迪（2600家）。

图表24：2023年现磨咖啡行业市场份额对比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

三、 供应链构筑护城河， 高质性价比打造下沉市场王者

(一)轻资产高周转模型， 单店回报优势显著

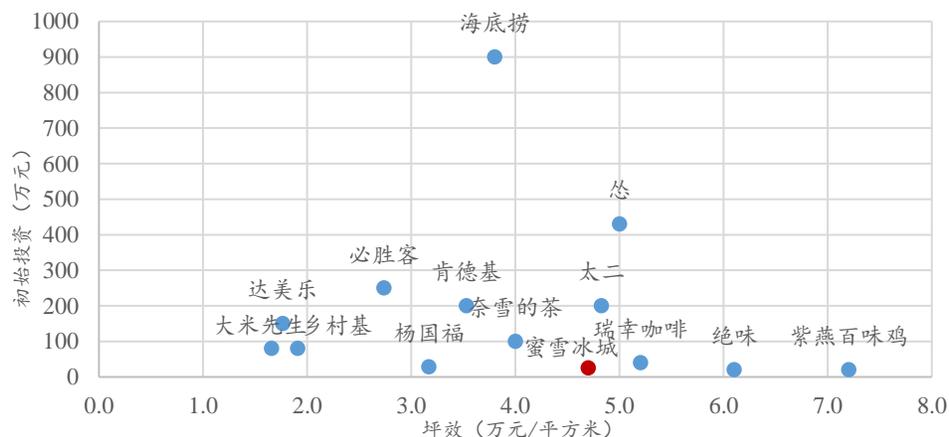
现制茶饮业态具备高标准化、轻资产与回报周期短优势。横向对比现制茶饮和其他餐饮业态，现制茶饮原材料较少且制作工艺简单，标准化程度高，具备较高复购率，容易利用爆款引流，从加盟商投资视角来看，现制茶饮行业：1) 坪效较高 (4-5 万元/平方米)；2) 单店投资金额低 (加盟约 30-50 万元)；3) 投资回收期短 (10-24 个月)，茶饮加盟具备高标准化、轻资产、回报周期短的优势，容易吸引资金实力有限、追求快速资本回报的投资者加盟。

图表25： 餐饮业态对比

餐饮品类	门店面积 (平方米)	可标准化程度	复购率	单店投资 (万元)	投资回收期 (月)
现制茶饮	20-60	高	高	30-200	10-24
现制咖啡	20-60	高	高	45-200	7-24
披萨	100-300	高	较高	100-300	36-48
西式快餐	60-250	高	较高	100-300	10-24
中式快餐	60-250	适中，食材和调料的多样性需求使得完全标准化较为困难	高	30-120	7-18
火锅	>200	适中，食材和调料的多样性需求使得完全标准化较为困难	高	300-1000	10-20
卤制品	10-15	适中，卤制过程中对时间和火候的控制需要一定的技巧	较低，定位主要是休闲食品，冲动型消费	15-30	12-20

资料来源：渠道调研，太平洋证券整理

图表26： 餐饮龙头品牌坪效、初始投资金额对比



资料来源：渠道调研，太平洋证券整理

蜜雪冰城单店模型优异有利扩张，初始投资金额低、回报周期短。蜜雪冰城利用加盟轻资产模式实现门店高效扩张，加盟商更关心短期投资回报而非品牌形象及服务质量，更适用于低线城市及中低端市场。相较其它茶饮门店，蜜雪冰城进入门槛较低。根据渠道调研，加盟费在一线城市 11000 元/年、地级市 9000 元/年、县级乡镇 7000 元/年，合计初始投资金额 22-25 万元，远低于其它茶饮门店。加上房租押金、办证、员工前期工资、转让费等隐形费用，低线城市整体开店费用低于 30 万，高线城市因转让费和房租较高，需增加约 5-7 万，约 35 万左右可开店，低线城市回本周期约 11-13 个月，高线城市约 15-16 个月，相较同类型茶饮门店，蜜雪冰城具备初始投资金额更低、回报周期更短的优势。从单店净利率来看，蜜雪冰城门店净利率 15%-18%，古茗 18%-20%，茶百道 15%-20%，沪上阿姨 15%-16%，蜜雪单店净利率处于行业中等水平。

图表27：茶饮品牌初始投资金额

单位：万元	蜜雪冰城	古茗	茶百道	奈雪的茶	喜茶
加盟费	省会城市：1.1 万元 / 年	品牌合作费：3.38 万元 / 3 年	品牌授权费 3 万元	品牌合作费：6 万 / 3 年	5 万元 / 3 年
	地级城市：0.9 万元 / 年				
	县级市：0.7 万元 / 年				
装修费	6-7 万	8.5 万	10 万	12 万	10 万
设备费	7-9 万	8 万	13 万	25 万	15 万
首批原料费	5-6 万	6 万	6 万	5 万	5 万
保证金	2 万	培训保证金：0.5 万元	1.5 万	3 万	3 万
		合作保证金：0.5 万元			
		咖啡机保证金：1.5 万元			
运营培训费	0.2 万	培训服务费：2 万元	综合运营服务费：1% / 月或 1 万元 / 年	3 万	2 万
			运营管理工具服务费：0.1 万元 / 年		
管理费	24 年起取消	2.5 万	-	营运服务费：满 6 万元收取 1%	运营管理费：满 6 万元收取 1%
					系统运营使用费：2 万元
总投资（不含租金、人工、水电等）	预计 22-25 万起	预计 30 万起	预计 35 万起	预计 50 万起	预计 40 万起

资料来源：渠道调研，太平洋证券整理

图表28：蜜雪冰城单店模型

单位：万元	高线城市	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	55%	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%-7%
月利润	2-2.6	2-2.4
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：渠道调研，太平洋证券整理

注：实际初始投资金额为名义初始投资金额加上房租押金、员工前期工资、转让费等隐形费用

公司的门店运营目前较为良性，日均零售额稳健增长、门店闭店率低、经销商留存率高。从单店终端零售额情况来看，2022-2024 年前三季度，蜜雪冰城单店日均终端零售额分别为 3936.1/4127.8/4184.4 元，同比-5.0%/+4.9%/+1.4%，单店运营效率稳步提升但增速边际放缓，横向对比竞品，同期古茗 2024 年前三季度单店 GMV 约 6500 元，同比-0.4%，奈雪的茶 2024H1 单店 GMV 降至 6700 元，同比-37.4%，蜜雪在行业竞争激烈之际具备较强抗风险能力。2021 年及之前开业的老店在 2024 年前三季度日均零售额达 4746.2 元，显著高于同期新开门店；从闭店情况来看，2022-2024 年前三季度蜜雪门店闭店率分别为 2.8%/3.9%/3.1%，其中加盟商闭店率为 1.1%/1.9%/1.7%，远低于行业平均水平，古茗 2024 年前三季度闭店率为 4.5%，沪上阿姨/茶百道 2024H1 闭店率分别为 6.3%/2.9%。从加盟商留存率来看，2022-2024 年前三季度加盟商留存率分别为 97.8%/96.4%/96.9%（如果不考虑由公司终止合作的加盟商，则分别为 99.0%/98.1%/97.9%），显著高于行业水平（古茗加盟商流失率从 2021 年的 93.8%下降至 2024 年前三季度的 88.3%，茶百道从 2021 年的 99.8%下降至 2024H1 的 91.8%），此外多店加盟商占比从 37%提升至 42%，加盟商体系稳固，头部加盟商持续加码。从二店率（此处为平均每个经销商经营门店数量）来看，蜜雪冰城二店率从 2021 年的 2.0 逐年上升至 2024 年前三季度的 2.3，凸显强品牌力和高加盟商粘性。

图表29：蜜雪冰城门店运营情况

	2021	2022	2023	2024Q1-3
单店终端零售额情况（元）				
平均单店日均终端零售额	4144.6	3936.1	4127.8	4184.4
yoy	-	-5.0%	4.9%	1.4%
于2021年或之前开业的门店	4144.6	4010.8	4492.8	4746.2
于2022年或之前开业的门店	-	3592.0	3856.5	3930.8
于2023年或之前开业的门店	-	-	3302.1	3468.0
于2024年或之前开业的门店	-	-	-	3989.2
关店情况（单位：家）				
公司要求关店数	371	432	666	584
加盟商自行关闭的门店数	206	264	641	714
关店总数	577	696	1307	1298
总关店率	3.6%	2.8%	3.9%	3.1%
加盟商关店率	1.3%	1.1%	1.9%	1.7%
加盟商情况				
加盟商留存率	97.2%	97.8%	96.4%	96.9%
经营多家店加盟商占比	36.6%	39.5%	42.0%	41.9%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理
 注：此处关店率=当年关店数量/当年期初与期末加盟商的平均值

图表30：茶饮品牌二店率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理
 注：茶百道、沪上阿姨2024年指标为2024H1

（二）中期维度蜜雪门店具备50%+空间，下沉市场空间较大

河南省门店数量最多，其中郑州门店数居于城市首位，不同城市线级门店密度有差异。因蜜雪是定位平价的加盟门店，理论上来说蜜雪的潜在开店数量应与城市的人口密度高度相关。整理

蜜雪门店分布，按省份来看，起源地河南省门店数量最多达 2935 家，门店密度达 2.99 家店/十万人，其次是山东省、广东省、江苏省，门店均达 2000 家；按照城市线级划分来看，不同层级城市开店数量差异较大，一线城市 2.08 家店/十万人，新一线/二线 3.09 家店/十万人，三线 2.73 家店/十万人，四线城市 2.11 家店/十万人，五线城市 1.54 家店/十万人；按城市来看，郑州、重庆、成都、西安、武汉门店数量分列前五。

图表31：蜜雪冰城门店分布（按省份划分）

省份	2023 年常住人口 (万人)	蜜雪冰城门店数 (家)	门店密度 (家/十万人)
河南	9815	2935	2.99
山东	10123	2286	2.26
广东	12706	2215	1.74
江苏	8526	2191	2.57
浙江	6627	1889	2.85
河北	7393	1861	2.52
安徽	6121	1781	2.91
四川	8368	1693	2.02
陕西	3952	1505	3.81
湖北	5838	1299	2.23
江西	4515	1149	2.54
湖南	6568	1129	1.72
辽宁	4182	1114	2.66
福建	4183	974	2.33
广西	5027	943	1.88
山西	3466	885	2.55
云南	4673	791	1.69
甘肃	2465	769	3.12
重庆	3191	682	2.14
贵州	3865	649	1.68
黑龙江	3062	633	2.07
内蒙古	2396	578	2.41
新疆	2598	569	2.19
吉林	2339	516	2.21
上海	2488	474	1.91
北京	2186	466	2.13
天津	1364	368	2.70
宁夏	729	302	4.14
青海	594	220	3.70

海南	1043	218	2.09
西藏	365	47	1.29
香港	750	9	0.12
澳门	69	1	0.15

资料来源：窄门餐眼，太平洋证券整理

图表32：蜜雪冰城门店分布（按城市线级划分）

城市层级	类型	现有门店（家）	总人数（万）	门店/总人数（家/十万人）
一线	北京/上海/广州/深圳	1735	8335	2.08
新一线	杭州/成都/重庆/郑州/南京等	6102	19725	3.09
二线	厦门/佛山/温州/沈阳/兰州等	6934	22469	3.09
三线	乌鲁木齐/湖州/东莞/海口等	7533	27624	2.73
四线	舟山/吉林/张家口/衢州等	8962	42469	2.11
五线	遂宁/延安/张家界/萍乡/丽江等	2852	18519	1.54
合计		34118	139142	2.45

资料来源：窄门餐眼，太平洋证券整理

图表33：蜜雪冰城 TOP5 门店数城市

Top5 门店数	门店数（家）	常住人口数（万人）	门店密度（家/十万人）
郑州	703	1301	5.40
重庆	682	3191	2.14
成都	665	2140	3.11
西安	661	1308	5.05
武汉	484	1377	3.51
平均	639	9318	3.84

资料来源：窄门餐眼，太平洋证券整理

按照分城市线级的人口密度测算开店空间：

- 1、乐观假设：参照门店前五城市门店密度，假设所有城市达到门店数量第一郑州的门店密度即 5.40 家店/十万人水平，则门店天花板达 75136 家，开店空间+120%；
- 2、中性假设：一线城市达到当前新一线城市水平 3.09 家店/十万人，新一线/二线/三线/四线门店密度达到开店数前五城市平均门店密度即 3.84 家店/十万人，五线城市达到新一线城市 3.09 家店/十万人水平，则总开店数将达到 51416 家店，开店空间+51%；

- 3、悲观假设：一线城市达到当前三线城市水平 2.73 家店/十万人，新一线/二线门店密度达到 3.84 家店/十万人，三线达到当前新一线城市 3.09 家店/十万人，四线/五线城市达到当前三线城市 2.73 家店/十万人水平，则总开店数将达到 43664 家，开店空间+28%。

图表34：开店空间测算

乐观假设				
城市层级	预测开店数	新增开店数	空间	门店密度 (店/十万人)
一线	4501	2766	159%	5.40
新一线	10652	4550	75%	5.40
二线	12134	5200	75%	5.40
三线	14917	7384	98%	5.40
四线	22933	13971	156%	5.40
五线	10000	7148	251%	5.40
合计	75136	41018	120%	5.40
中性假设				
城市层级	预测开店数	新增开店数	空间	门店密度 (店/十万人)
一线	2576	841	48%	3.09
新一线	7575	1473	24%	3.84
二线	8628	1694	24%	3.84
三线	10608	3075	41%	3.84
四线	16308	7346	82%	3.84
五线	5722	2870	101%	3.09
合计	51416	17298	51%	3.70
悲观假设				
城市层级	预测开店数	新增开店数	空间	门店密度 (店/十万人)
一线	2275	540	31%	2.73
新一线	7575	1473	24%	3.84
二线	8628	1694	24%	3.84
三线	8536	1003	13%	3.09
四线	11594	2632	29%	2.73
五线	5056	2204	77%	2.73
合计	43664	9546	28%	3.34

资料来源：窄门餐眼，太平洋证券整理

(三)供应链全链路垂直整合，构建护城河底层逻辑

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，构建了难以复制的成本控制与效率壁垒。1) **全球采购网络——规模效应摊薄成本**：采购网络覆盖全球六大洲、38个国家，2023年采购柠檬、奶粉等核心原料分别达11.5万吨、5.1万吨，规模集采下成本较行业低10%-20%；2) **自建生产基地——产能与品控双保障**：公司目前有五大生产基地总面积达79万平方米，合计年产能达165万吨，覆盖糖、奶、茶等七大类原料，核心食材自产率100%，其中有60+条智能化生产线，自动化设备（如Probat咖啡烘焙机）提升效率，2023年存货周转率7次（周转天数52天），显著优于行业；3) **物流网络——下沉市场深度触达**：公司物流网络覆盖27个自营仓库（35万平方米），97%的中国门店实现冷链覆盖，90%县城12小时内触达，支撑日均出杯量662杯/店，配送成本较行业低20%，冷链物流占比超60%，保障鲜果原料24小时直达门店；4) **数字化与智能化——全链路效率提升**：公司通过AI销量预测准确率超90%，智能订货系统降低15%原料损耗，加盟商补货效率提升30%，智能巡店系统实时监控操作规范，违规整改率25小时内达95%。

图表35：蜜雪冰城生产基地布局与产能分布

基地位置	占地面积（万平方米）	核心品类	年产能（万吨）
河南	30	糖浆、果酱、茶叶	65
海南	18	热带水果加工	35
重庆	15	柠檬深加工	25
广西	10	奶制品	20
安徽	6	咖啡豆烘焙	20

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表36：蜜雪冰城物流网络覆盖层级

城市线级	物流配送能力
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）	4国560城，区域中心仓辐射

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

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37：蜜雪核心原材料产能情况

产品	2021			2022			2023			2024Q1-3		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
糖	12.8	7.5	58.7%	25.6	15.6	61.2%	58.0	24.5	42.2%	48.1	22.4	46.5%
奶	7.7	6.4	83.1%	23.4	14.7	62.9%	36.0	19.9	55.2%	33.8	17.7	52.3%
茶	-	-	-	-	-	-	0.4	0.1	23.5%	0.3	0.2	66.8%
咖	0.4	0.1	23.3%	0.6	0.4	71.4%	1.4	0.8	58.5%	1.1	0.7	63.3%
果	3.6	3.0	85.5%	10.1	7.1	69.9%	23.2	13.6	58.9%	16.4	8.2	49.7%
粮	1.2	0.3	23.2%	1.6	0.5	33.3%	1.3	0.6	48.3%	1.8	0.8	44.7%
料	6.5	1.2	17.6%	9.0	3.9	43.0%	14.7	8.0	54.5%	10.9	6.5	59.2%
合计	32.1	18.4	57.5%	70.3	42.3	60.1%	135.0	67.5	50.0%	112.5	56.4	50.2%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

蜜雪冰城计划将 IPO 募得资金的 66% 用于供应链建设，其中 54% 用于国内，12% 用于海外，重点包括：1) 海南基地：投入 4.67 亿港元新增 17 万平方米生产设施，重点生产冷冻水果、咖啡及糖浆，目标年产能提升 8 万吨，支持东南亚市场扩张；2) 河南基地：2-4 年分批建设新设施，新增 8 万吨产能，覆盖冰淇淋粉及乳制品自产需求；3) 广西、安徽、重庆项目：提升区域冷链配送能力，缩短原料运输半径，降低物流成本。此外公司计划在东南亚建设多功能供应链中心，推动本地化采购与生产(如利用东南亚热带水果资源)，减少跨境运输成本，提升海外门店盈利能力，有望降低出海成本。

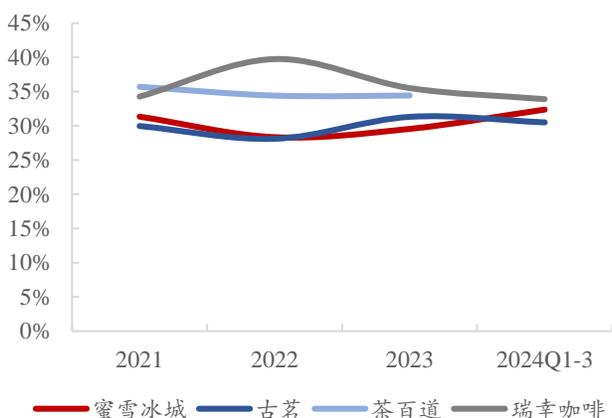
图表38：蜜雪核心募集资金使用情况

	占所得款项净额总额百分比	动用所得款项净额（百万港元）				
		2025	2026	2027	2028	总计
提升端到端供应链	66%	955	717	303	197	2172
中国	54%	876	527	208	166	1777
海外	12%	79	190	95	31	395
品牌和 IP 的建设	12%	93	85	113	104	395
加强数字化和智能化的能力	12%	111	100	94	90	395
营业资金和其他一般企业用途	10%	82	82	82	83	329
总计	100%	1241	984	592	474	3291

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

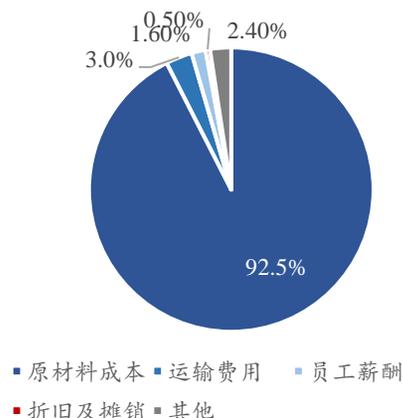
2023 年公司毛利率较同行低，具备一定提升空间。2023 年蜜雪冰城毛利率 29.6%，低于同期古茗/茶百道/瑞幸咖啡的 31.3%/34.4%/35.5%，2024Q1-3 毛利率提升至 32.4%，同期古茗/瑞幸为 30.5%/33.9%。从销售成本来看，原材料成本/运输费用/员工薪酬/折旧及摊销/其它分别占比 92.5%/3.0%/1.6%/0.5%/2.4%，原材料成本主要以糖类、奶制品、茶叶、水果类、咖啡豆、粮食类、包材组成，2023 年公司采购柠檬/奶粉/橙子/茶叶/咖啡生豆各约 11.5/5.1/4.6/1.6/1.6 万吨，公司能够以低于行业平均水平的价格采购众多核心原材料，例如同类型的奶粉和柠檬，2023 年的采购成本较同行平均低于 10%及 20%以上，随着未来公司产能利用率的提升，成本有进一步下行空间，毛利率有望提升。

图表39：蜜雪冰城与同业毛利率对比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表40：销售成本构成比例



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表41：蜜雪冰城原材料成本构成

核心原材料	成本占比	用途	来源
糖类	约 20%-25%	奶茶、果茶等饮品的甜味基底，糖浆、果酱等加工原料	自建糖浆工厂（如河南生产基地），部分通过集中采购优化成本
奶制品	约 15%-20%	奶茶、奶盖、冰淇淋等产品的乳制品需求	与君乐宝合资建设牧场（如“雪王牧场”年产奶量 4.2 万吨），奶粉采购成本较行业低 10%
茶叶	约 10%-15%	茶基底（如红茶、绿茶、乌龙茶）及茶粉原料	自建茶叶加工厂，年采购量超 2 万吨，覆盖全品类茶饮需求
水果类（以柠檬为主）	约 15%-18%	冰鲜柠檬水（2023 年销量 11 亿杯，占中国现制柠檬水市场 80%以上）及其他果茶产品	柠檬年采购量超 10 万吨，占中国市场 80%+，自建重庆柠檬深加工基地

咖啡豆	约 5%-8%	子品牌“幸运咖”（门店超 3000 家）的现磨咖啡产品	安徽烘焙基地年产能 20 万吨，结合全球采购网络（覆盖 38 国）优化成本
粮食类（珍珠、椰果等）	约 8%-10%	奶茶配料（珍珠、椰果）、五谷系列饮品	海南椰果加工厂及区域性原料基地，实现本地化供应
包装材料	约 10%-12%	杯子、吸管、封口膜等一次性耗材	集中采购+自研设备（如封口机），降低边际成本

资料来源：渠道调研，太平洋证券整理

公司利润率有进一步优化空间，SG&A 比例下降至 6%-7% 可期。蜜雪冰城的商业模式在店面资产上相对较轻，总部层面资产相对较重，因此随着门店网络的扩张可以享受经营杠杆，预计利润率会随着门店数量的增加而提升。远期参考其它茶饮咖啡品牌费用率，2023 年蜜雪冰城销售费用率/管理费用率分别为 6.5%/3.0%，管理费用率较同行业公司低，销售费用率有进一步优化空间，2023 年古茗/茶百道/奈雪的茶/瑞幸咖啡销售费用率为 4.4%/2.3%/3.2%/5.2%，2021 年蜜雪冰城销售费用率为 3.9%，远期销售费用率有望下降至 3%-4% 区间，SG&A 比例下降至 6%-7% 可期。

图表42：费用率优化空间

百万元	2020	2021	2022	2023	2024 三季报
蜜雪冰城					
总营收		10,351	13,576	20,302	18,660
yoy			31.2%	49.6%	21.2%
销售及管理费用		780	1,271	1,929	1,531
占总营收比例		7.5%	9.4%	9.5%	8.2%
销售费用		406	774	1,319	1,097
占总营收比例		3.9%	5.7%	6.5%	5.9%
管理费用		375	497	611	433
占总营收比例		3.6%	3.7%	3.0%	2.3%
古茗					
总营收		4,384	5,559	7,676	6,441
yoy			26.8%	38.1%	15.6%
销售及管理费用		310	456	619	582
占总营收比例		7.1%	8.2%	8.1%	9.0%
销售费用		186	268	337	357
占总营收比例		4.2%	4.8%	4.4%	5.5%
管理费用		124	188	283	225
占总营收比例		2.8%	3.4%	3.7%	3.5%
茶百道					
总营收	1,080	3,644	4,233	5,706	2024H1 2,422
yoy		237.4%	16.2%	21.2%	-9.4%
销售及管理费用	76	378	353	551	324
占总营收比例	7.1%	10.4%	8.3%	9.7%	13.4%
销售费用	11	19	61	131	105
占总营收比例	1.0%	0.5%	1.4%	2.3%	4.3%
管理费用	66	358	292	420	218
占总营收比例	6.1%	9.8%	6.9%	7.4%	9.0%
奈雪的茶					
总营收	3,057	4,297	4,292	5,164	2024H1 2,544
yoy	22%	41%	0%	20%	-2%
销售及部分管理费用	127	184	285	316	169
占总营收比例	4%	4%	7%	6%	7%
销售费用	82	112	143	166	113
占总营收比例	3%	3%	3%	3%	4%
管理费用-行政开支	45	73	142	151	57
占总营收比例	1%	2%	3%	3%	2%
瑞幸咖啡					
总营收	4,033	7,965	13,293	24,903	24,862
yoy	33%	97%	67%	87%	39%
销售及管理费用	1,859	1,607	2,030	3,117	3,130
占总营收比例	46%	20%	15%	13%	13%
销售费用	877	337	570	1,287	1,347
占总营收比例	22%	4%	4%	5%	5%
管理费用	982	1,270	1,460	1,830	1,783
占总营收比例	24%	16%	11%	7%	7%

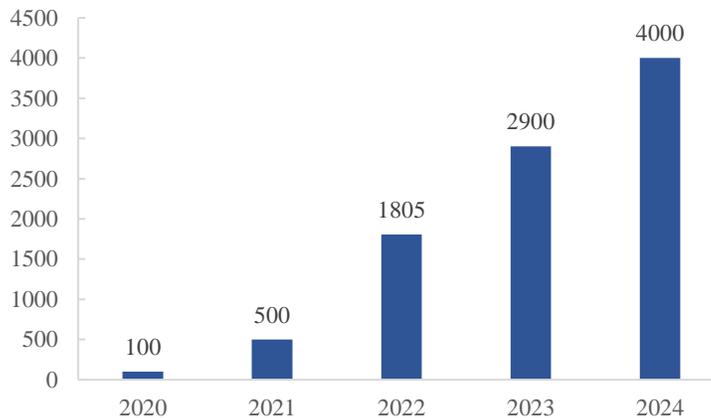
资料来源：WIND，太平洋证券整理

四、第二增长曲线：幸运咖和海外扩张，全球化布局加速

(一) 幸运咖：平价咖啡新势力，供应链复用开启第二曲线

幸运咖为咖啡行业的蜜雪冰城。蜜雪冰城于2019年收购了幸运咖100%股权，由张红甫（蜜雪冰城的联合创始人）领导，公司定位咖啡行业的蜜雪冰城，目标客户低线城市对价格敏感的人群。从产品来看，客单价5-10元的饮料咖啡和茶饮，价格仅为瑞幸/星巴克的1/3-1/2，通过“6.6元全场促销”等策略快速抢占市场。从门店来看，店型主要为面积20-30平方米的小型自提店，门店分布以河南为核心并持续向全国下沉市场扩张，截至2024年10月31日，全国门店突破4000家，其中河南门店突破1000家。公司通过加盟模式积极拓店，复制蜜雪冰城“农村包围城市”路径，聚焦县域市场（三线及以下占比61.5%），预计2025年开店1000余家，新增门店中70%布局低线城市。

图表43：幸运咖门店数量（单位：家）

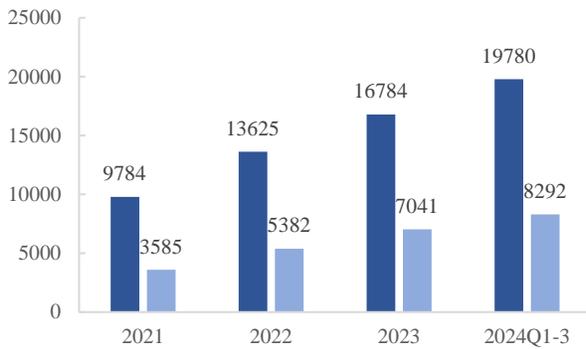


资料来源：窄门餐眼，渠道调研，太平洋证券整理

幸运咖与蜜雪冰城具备协同效应。1) 蜜雪冰城有大量加盟商，可以利用其资源加速开店。截至2024年9月，蜜雪冰城有19780个加盟商，其中经营多家加盟商的数量达8292个，平均一名加盟商开设2-3家蜜雪冰城，幸运咖加盟商多数来自蜜雪冰城加盟体系。2) 蜜雪冰城加盟体系具备在低线城市建立可复制的咖啡业态加盟模式的专业知识。茶饮品牌天然适应低线城市，而且咖啡店的店面运营比茶饮店更简单，需要的人员更少，原材料也比新鲜水果更标准化，幸运咖单店初始投资25-30万元（低于瑞幸40万元），回本周期12-18个月，复用蜜雪冰城“低加盟费+高周转”模型，此外蜜雪冰城数字化系统（AI选址、智能订货）为幸运咖加盟商提供全周期支持，降低经营风险。3) 幸运咖的研发团队负责人来自蜜雪冰城。幸运咖的核心研发人员多数来自蜜雪冰城，且普遍拥有5年以上实战经验，可利用其在茶饮料方面的经验，提供平价的饮料咖啡，且与蜜雪

冰城共用同一套标准化流程（如产品调试、品控标准）。4) 自产原料复用：蜜雪冰城五大生产基地（河南、海南等）覆盖糖浆、茶叶、奶制品等核心原料的 100%自产，幸运咖可直接共享，原料成本较行业低 10%-20%。此外蜜雪冰城自建咖啡豆烘焙车间（如河南温县），采用 IIAC 金奖豆，支撑幸运咖“6.6 元咖啡”的高质低价策略。5) 物流与仓储复用：蜜雪冰城覆盖中国 90%县域的 12 小时配送网络及东南亚本地化仓储（如印尼巴淡岛仓），为幸运咖提供高效冷链支持，例如兰州仓启用后，青海门店配送周期从 6 天缩短至 4 天。

图表44：蜜雪冰城加盟商数量



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表45：幸运咖与瑞幸供应链对比

维度	幸运咖	瑞幸
采购规模	依托蜜雪冰城供应链，规模采购糖、奶等原料	全球最大咖啡豆采购商之一，年采购量超12万吨
自产能力	共享蜜雪冰城五大生产基地，原料自产率70%	自建烘焙工厂（江苏、厦门、青岛），年产能15万吨
成本优化	通过蜜雪冰城规模化采购，咖啡豆成本70元/公斤，6.6元咖啡毛利超50%	通过期货锁定与协议价对冲豆价波动，单杯成本降至4.8元
核心优势	蜜雪冰城生态协同与下沉市场高周转	规模化与供应链纵深整合

资料来源：渠道调研，太平洋证券整理

图表46：幸运咖 TOP5 门店情况

TOP5 城市	幸运咖门店数 (家)	人口基数 (万)	线级划分	门店密度 (店/十万人)
河南-郑州	218	1301	新一线	1.68
山西-西安	88	1309	新一线	0.67
河南-新乡	86	613	三线	1.40
河南-洛阳	79	708	三线	1.12
河南-商丘	47	766	三线	0.61

资料来源：窄门餐眼，太平洋证券整理

按照市占率测算幸运咖未来五年开店空间：当前我国现制咖啡门店约 19 万家，幸运咖市占率约 2%，中性假设下，假如未来 5 年现制咖啡开店数量 CAGR 达 10%，幸运咖门店市占率 3%，则门店数量将达 9495 家店。乐观假设未来 5 年现制咖啡开店数量 CAGR 达 12%，幸运咖门店市占率 5%，则门店数量达 17318 家。

图表47：幸运咖未来五年开店空间测算

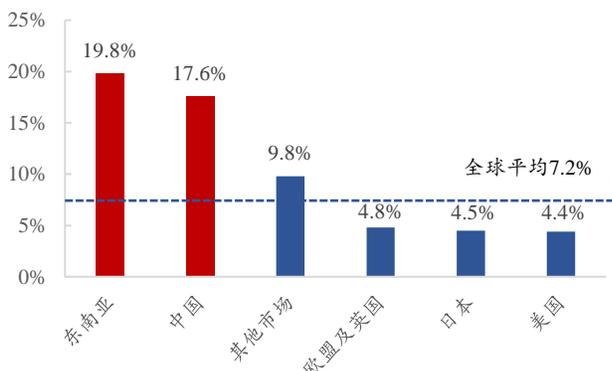
幸运咖市占率假设	未来5年现制咖啡门店 CAGR				
		6%	8%	10%	12%
1%	2630	2888	3165	3464	
3%	7890	8663	9495	10391	
5%	13150	14438	15826	17318	

资料来源：太平洋证券整理

(二)出海：海外门店空间大，长期验证全球化复制能力

东南亚现制饮品市场当前处于高速发展期，预计23-28年CAGR达19.8%，领先全球其他区域。2023年东南亚现制饮品终端零售额达201亿美元，同比增长23.3%，其中现制茶饮/现制咖啡/其他现制饮品终端零售额分别达63/114/24亿美元，同比增长26.0%/23.9%/14.3%，现制茶饮处于快速增长阶段，预计2028年终端零售额将达166亿美元，23-28年CAGR达21.3%。核心驱动因素包括：1) 城市化与消费升级：东南亚城镇化率持续提升，人均可支配收入增长带动现制茶饮渗透率提升。2) 文化相似性：华人社群占比高（如新加坡、马来西亚），茶饮消费习惯与中国市场高度契合；3) 低连锁化率：当前东南亚现制茶饮连锁化率不足10%，远低于中国（约40%），增量空间显著。

图表48：全球现制饮品市场以终端零售额计的23-28(E)复合增长率



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表49：东南亚现制饮品市场以终端零售额计的市场规模（按品类划分）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

东南亚市场目前品牌化进程较慢，蜜雪冰城为规模最大品牌。东南亚茶饮市场品牌化率较低，当前路边摊占比约60%，品牌店占40%，目前较多中国品牌出海东南亚市场，外来品牌占比约30%，本土品牌及白牌店占70%。蜜雪冰城在东南亚市场规模约5000家，规模排名第一，第二品牌是印

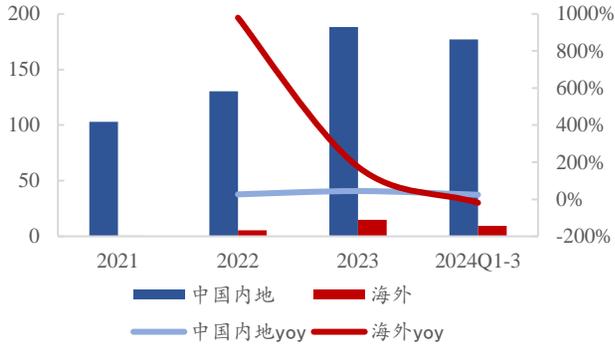
尼的 momoyo，门店规模约 1000 家，第三品牌是越南的 Toko，目前规模约 700 家。因出海需考虑物料备案和出口条例，不能直接复制国内供应链，国内茶饮品牌运用鲜果概念时，与当地品牌相比无明显竞争优势，在鲜果鲜奶元素方面，路边摊更有优势。从价格带来看，主要分为三类，路边摊定价 3-5 元；蜜雪冰城、Toko、MOMOYO 等为第二梯队，客单价 6-10 元；提供情绪价值的本地品牌客单价约 20 元，属于当地头部价格带。

图表50：东南亚市场前三茶饮品牌

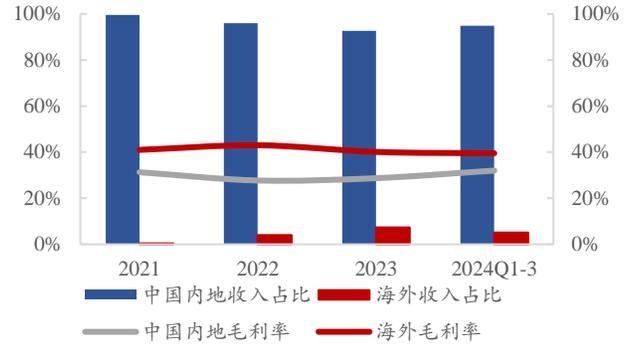
品牌	品牌类型	客单价	特点
蜜雪冰城	中国出海品牌	6-10 元	低价加盟模式，快速铺店（印尼门店超 3000 家，东南亚超 5000 家）
MOMOYO	印尼品牌	6-10 元	2023 年 2 月在印尼售店开业，截至 24 年 10 月，印尼门店超 600 家，东南亚门店 1000 家
Toko	越南品牌	6-10 元	前身是台湾大卡斯，东南亚门店 700 家

资料来源：渠道调研，太平洋证券整理

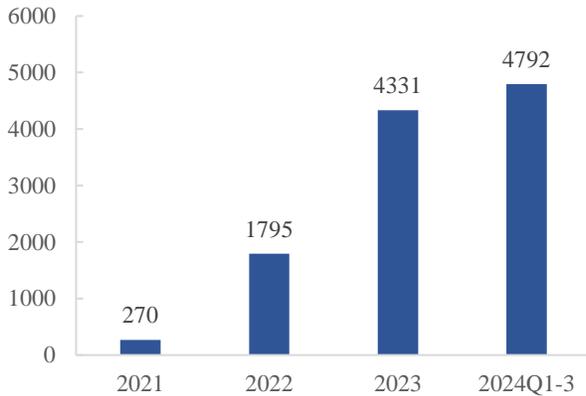
当前海外占比仅个位数，2024 年海外业务调整，2024Q1-3 收入下滑 18.7%。2023 年公司中国内地/海外收入占比 93%/7%，海外 2022/2023 收入增长 980%/175%，2024 前三季度收入下滑 18.7%，主因：1) 市场竞争加剧：2024 年东南亚等海外市场的现制茶饮品牌竞争激烈，蜜雪冰城以低价为核心竞争力，但在品牌认知度和营销本地化上存在短板，导致单店客流量增长乏力；2) 本土化不足：分地区的消费者口味偏好与国内存在差异，而蜜雪冰城尚未完全调整产品配方以适应本土需求，影响了复购率；3) 供应链成本高企：海外供应链成本显著高于国内，例如海外门店的冷链物流覆盖和本地化采购能力较弱，导致原材料和运输成本增加，挤压了利润空间；4) 部分市场门店密度饱和：在东南亚部分城市（如雅加达）的门店布局趋于密集，导致同一区域内门店间竞争加剧，2024 年前三季度海外单店日均销售额（GMV）仅为国内市场的 60%，部分门店因客源不足导致盈利能力下降。2024 年前三季度仅新增 461 家店，2023 年中国内地/海外毛利率为 28.7%/40.1%，海外毛利率较高。从区域来看，公司当前聚焦印尼、越南等人口大国，实现“一城多店”覆盖，2024 年前三季度印尼/越南门店数量达 2667/1304 家，占比海外门店 56%/27%。

图表51：蜜雪冰城分地区收入（单位：亿元）


资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表52：蜜雪冰城分地区收入占比及毛利率


资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表53：蜜雪冰城海外门店数（单位：家）


资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表54：蜜雪冰城海外分地区门店数

地区	门店数 (家)
印尼	2667
越南	1304
马来西亚	337
泰国	272
菲律宾	98
柬埔寨	40
老挝	22
新加坡	22
澳大利亚	12
韩国	7
日本	5

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

蜜雪冰城在东南亚的竞争策略：

门店扩张：蜜雪冰城早期借力 OV (OPPO、VIVO) 系在东南亚快速铺店，OPPO 于 2009 年进入东南亚，VIVO 随后跟进，二者赶上东南亚智能手机普及的浪潮，迅速发展并积累了门店网络、物流与供应链、经销商资源，蜜雪冰城早期与 OV 系经销商共同成立子公司，借力其在东南亚的手机经销商网络快速建立加盟商体系。蜜雪在东南亚采取灵活加盟政策，例如越南市场曾免两年加盟费与管理费，马来西亚老加盟商开新店享优惠，加速区域密度提升。

定价策略：因成本、供应链影响，东南亚当前单价超过国内，例如印尼是国内单价的 1.3-1.4 倍，马来西亚是国内的 1.6 倍，新加坡是国内的 2 倍（新加坡冰鲜柠檬水 13.5 元），但仍显著低于

当地中高端品牌，维持“高质平价”标签。若后续海外供应链提升，单价有望拉平国内，增强价格优势。

供应链：当前海外物料供应多依赖国内供应链支持，部分易损品当地采购或建厂生产，相比甜啦啦等竞品，蜜雪原材料成本低 20%-30%，物流配送更具优势。公司目前在东南亚 4 国自建仓储体系，县域配送 12 小时达，鲜果损耗率低于行业 5%，计划 2025 年在东南亚建设多功能供应链中心，整合生产、仓储与物流功能，降低跨境运输依赖，本地采购占比目标提升至 50%（目前约 30%）。

图表55：蜜雪冰城东南亚竞争策略

维度	核心策略
门店扩张	早期借力 OV（OPPO、VIVO）系在东南亚快速铺店；采取灵活加盟政策，例如越南市场曾免两年加盟费与管理费，马来西亚老加盟商开新店享优惠，加速区域密度提升。
定价策略	东南亚当前单价超过国内，例如印尼是国内单价的 1.3-1.4 倍，马来西亚是国内的 1.6 倍，新加坡是国内的 2 倍，后续随着供应链整合有望降低客单价至国内价格。
供应链	海外物料供应多依赖国内供应链支持，部分易损品当地采购或建厂生产，相比甜啦啦等竞品，蜜雪原材料成本低 20%-30%，物流配送更具优势。

资料来源：渠道调研，太平洋证券整理

当前东南亚门店数最多的印尼、越南门店密度分别为 0.96 家店/十万人、1.30 家店/十万人，均小于国内最低门店密度（门店数 100 家以上）的贵州省（1.68 家店/十万人），仍存在较大加密空间，按照人口密度测算海外开店空间如下：

- 1、**乐观假设：**假设越南、印尼门店密度达到中国新一线/二线城市门店密度即 3.09 家店/十万人水平，新加坡达中国一线城市门店密度即 2.08 家店/十万人，其余东南亚国家达中国三线城市门店密度即 2.73 家店/十万人，则东南亚门店数达 18631 家，开店空间+291%；
- 2、**中性假设：**假设越南、印尼门店密度达到中国三线城市门店密度即 2.73 家店/十万人水平，新加坡达中国一线城市门店密度即 2.08 家店/十万人，其余东南亚国家达中国四线城市门店密度即 2.11 家店/十万人，则东南亚门店数达 15723 家，开店空间+230%；
- 3、**悲观假设：**假设越南、印尼门店密度达到中国四线门店密度即 2.11 家店/十万人水平，新加坡达中国一线城市门店密度即 2.08 家店/十万人，其余东南亚国家达中国五线城市门店密度即 1.554 家店/十万人，则东南亚门店数达 11954 家，开店空间+151%；

图表56：蜜雪冰城东南亚门店分布

类型	现有门店（家）	总人口（万）	门店密度（店/十万人）
印尼	2667	27870	0.96
越南	1304	10035	1.30
马来西亚	337	3579	0.94
泰国	272	7164	0.38
菲律宾	98	11636	0.08
柬埔寨	40	1742	0.23
老挝	22	777	0.28
新加坡	22	583	0.38
合计	4762	63386	0.75

资料来源：窄门餐眼，太平洋证券整理

图表57：蜜雪冰城海外门店空间

乐观假设					
类型	对标国内线级	预测开店数	新增开店数	空间	门店密度（店/十万人）
印尼	新一线/二线	8612	5945	223%	3.09
越南	新一线/二线	3101	1797	138%	3.09
马来西亚	三线	977	640	190%	2.73
泰国	三线	1956	1684	619%	2.73
菲律宾	三线	3177	3079	3141%	2.73
柬埔寨	三线	476	436	1089%	2.73
老挝	三线	212	190	864%	2.73
新加坡	一线	121	99	451%	2.08
合计		18631	13869	291%	2.94
中性假设					
类型	对标国内线级	预测开店数	新增开店数	空间	门店密度（店/十万人）
印尼	三线	7608	4941	185%	2.73
越南	三线	2740	1436	110%	2.73
马来西亚	四线	755	418	124%	2.11
泰国	四线	1512	1240	456%	2.11
菲律宾	四线	2455	2357	2405%	2.11
柬埔寨	四线	368	328	819%	2.11
老挝	四线	164	142	645%	2.11
新加坡	一线	121	99	451%	2.08
合计		15723	10961	230%	2.48

悲观假设					
类型	对标国内线级	预测开店数	新增开店数	空间	门店密度 (店/十万人)
印尼	四线	5880	3213	120%	2.11
越南	四线	2117	813	62%	2.11
马来西亚	五线	551	214	64%	1.54
泰国	五线	1103	831	306%	1.54
菲律宾	五线	1792	1694	1728%	1.54
柬埔寨	五线	268	228	571%	1.54
老挝	五线	120	98	444%	1.54
新加坡	一线	121	99	451%	2.08
合计		11954	7192	151%	1.89

资料来源：渠道调研，太平洋证券整理

中性假设下公司整体具备 65%开店空间。总结公司门店展望：1) 乐观假设下，蜜雪冰城国内/东南亚开店空间 75136/18631 家，幸运咖开店空间 17318 家，合计 111085 家，较当前门店数量有 139%空间；2) 中性假设下，蜜雪冰城国内/东南亚开店空间 51416/15723 家，幸运咖开店空间 9495 家，合计 76634 家，较当前门店数量有 65%空间；3) 悲观假设下，蜜雪冰城国内/东南亚开店空间 43664/11954 家，幸运咖开店空间 7890 家，合计 63508 家，较当前门店数量有 37%空间；

图表58：蜜雪冰城门店空间展望

门店 (家)	蜜雪冰城国内	蜜雪冰城东南亚	幸运咖	合计门店数	空间
乐观	75136	18631	17318	111085	139%
中性	51416	15723	9495	76634	65%
悲观	43664	11954	7890	63508	37%

资料来源：太平洋证券整理

五、 风险提示

食品安全风险、门店拓展不及预期、行业竞争加剧风险。

资产负债表 (百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,148	14,282	20,317	27,437
现金	5,622	9,903	15,206	21,836
应收账款及票据	28	23	34	41
存货	2,232	2,731	3,276	3,909
其他	1,266	1,626	1,802	1,652
非流动资产	5,445	5,402	5,403	5,404
固定资产	3,390	3,390	3,390	3,390
无形资产	163	163	163	163
其他	1,892	1,848	1,849	1,850
资产总计	14,594	19,684	25,720	32,841
流动负债	3,734	4,371	5,341	6,417
短期借款	260	346	452	556
应付账款及票据	1,317	1,484	1,861	2,216
其他	2,158	2,540	3,028	3,646
非流动负债	264	235	235	235
长期借款	0	0	0	0
其他	264	235	235	235
负债合计	3,998	4,606	5,576	6,652
股本	360	360	360	360
储备	10,148	14,594	19,607	25,582
归属母公司股东权益	10,507	14,953	19,966	25,941
少数股东权益	88	125	179	247
股东权益合计	10,595	15,078	20,144	26,189
负债和股东权益	14,594	19,684	25,720	32,841

现金流量表 (百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,794	4,180	4,948	5,912
净利润	3,137	4,445	5,012	5,975
少数股东权益	49	36	54	69
折旧摊销	268	0	0	0
营运资金变动及其他	339	-302	-117	-131
投资活动现金流	-825	14	248	613
资本支出	-1,691	0	0	0
其他投资	865	14	248	613
筹资活动现金流	-111	87	105	104
借款增加	20	87	105	104

利润表 (百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,302	24,777	29,709	35,201
营业成本	14,303	16,699	20,560	24,486
销售费用	1,319	1,487	1,783	1,936
管理费用	611	849	891	1,056
研发费用	85	68	92	118
财务费用	15	0	0	0
除税前溢利	4,154	5,919	6,660	7,935
所得税	967	1,437	1,595	1,891
净利润	3,187	4,482	5,065	6,043
少数股东损益	49	36	54	69
归属母公司净利润	3,137	4,445	5,012	5,975
EBITDA	4,436	5,919	6,660	7,935
EPS (元)	8.71	11.79	13.29	15.85

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (同比)				
营业收入	49.55%	22.04%	19.90%	18.49%
归属母公司净利润	57.13%	41.69%	12.75%	19.21%
获利能力				
毛利率	29.55%	32.60%	30.80%	30.44%
销售净利率	15.45%	17.94%	16.87%	16.97%
ROE	29.86%	29.73%	25.10%	23.03%
ROIC	29.46%	29.06%	24.59%	22.60%
偿债能力				
资产负债率	27.40%	23.40%	21.68%	20.26%
净负债比率	-	-63.38%	-73.24%	-81.26%
流动比率	2.45	3.27	3.8	4.28
速动比率	1.82	2.61	3.16	3.64
营运能力				
总资产周转率	1.65	1.45	1.31	1.2
应收账款周转率	925.3	970.69	1,047.36	941.32
应付账款周转率	13.01	11.92	12.29	12.01
每股指标 (美元)				
每股收益	8.71	11.79	13.29	15.85
每股经营现金流	10.06	11.08	13.12	15.68
每股净资产	27.87	39.66	52.95	68.8
估值比率				

普通股增加	0	0	0	0	P/E	0.00	22.78	20.21	16.95
其他	-131	0	0	0	P/B	0.00	6.77	5.07	3.90
现金净增加额	2,858	4,281	5,303	6,630	EV/EBITDA	-1.21	15.50	12.99	10.08

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

- 看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
- 看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

- 买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
- 增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
- 持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
- 减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
- 卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。