



下沉+海外双轮驱动，雪王 IP 价值仍待释放

—— 蜜雪集团（2097.HK）首次覆盖报告

2025 年 03 月 27 日

核心观点

- **全国现制茶饮龙头企业，2024 年营收稳定增长，盈利能力显著提升。**公司主营“平价高质”的现制饮品和冰淇淋产品，旗下品牌包括现制茶饮品牌“蜜雪冰城”和现磨咖啡品牌“幸运咖”。公司通过加盟模式进行快速拓店，截至 2024 年国内外门店数已突破 46000 余家，以出杯量为统计口径为我国第一、全球第二的现制饮品公司。2024 年公司实现营收 248 亿元/同比+22.3%，其中商品销售/设备销售/加盟和相关服务收入占比各为 94.5%/3.0%/2.5%；公司毛利率为 32.4%/同比+2.6pct；归母净利率为 18.7%/同比+3.1%。
- **如何看待蜜雪集团的竞争壁垒？**蜜雪冰城作为行业龙头，依托供应链的规模效应与先发优势，在激烈的现制饮品市场中凭借“平价高质”的产品以及“雪王”IP 效应，龙头地位已经确立。1) 供应链：公司深耕供应链多年，现已建立起了全国最大规模、最完善的供应链体系，通过建设全球化的采购网络、自建工厂、自建仓储系统等方式，公司在保证产品质量的同时大幅降低成本，资源壁垒极高。2) IP 营销：公司通过“雪王”IP 已具备较强的影响力，形成了行业内唯一一个超级 IP，公司最新统计显示“雪王”和品牌主题曲相关话题在主要社交平台上的累计曝光量分别超过 195 亿次和 97 亿次。
- **中期看点：国内+海外持续扩张，IP 变现价值空间广阔。**1) 国内现制饮品市场仍存空白区域，超 80% 的乡镇仍未覆盖，公司 2024 年全面放开乡镇加盟申请，凭借其产品适配度和经营优势将有望快速抢占空白市场，提升下沉市场渗透率；2) 海外市场方面，公司东南亚布局已初具规模，凭借国内多年门店管理和供应链经验将有效解决当前面临的加盟商管控问题，未来有望大幅截获东南亚地区上升的现制茶饮需求，拓展第二成长曲线；3) “雪王”IP 可触及消费者群体和粉丝规模庞大，影响力极高，在公司对 IP 的持续投入下未来可拓展消费场景较广，包括但不限于动画片/电影开发、品牌联名和衍生品销售，IP 价值提升空间较大。
- **投资建议：**蜜雪冰城极致的供应链创造极致的性价比，目前国内下沉市场和海外仍具有开店空间，同时对标泡泡玛特，“雪王”的 IP 价值或被低估，我们预计 2025-2027 年归母净利分别为 52.4 亿元/60.8 亿元/68.2 亿元，对应 PE 估值为 30X/26X/23X，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**消费力疲软风险；海外业务拓展不及风险；原材料价格上升风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24829	29490	33708	35896
收入增长率%	22%	19%	14%	6%
归母净利润（百万元）	4437	5241	6080	6818
利润增速%	41%	18%	16%	12%
毛利率%	32.46%	33.02%	33.38%	34.09%
摊薄 EPS(元)	12.32	13.81	16.02	17.96
PE	-	29.72	25.62	22.85

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

蜜雪集团（2097.HK）

评级 评级变动

分析师

顾熹闽

☎：021-2025-2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

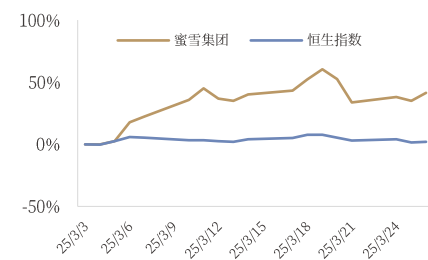
市场数据

2025-03-26

股票代码	2097
H 股收盘价(元, 港币)	410
恒生指数	23483
总股本(亿股)	3.8
实际流通股(亿股)	1.5
流通 H 股市值(亿元, 港币)	1636

相对恒生指数表现图

2025-03-26



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河社服】行业深度：现制饮品：中国餐饮品牌的全球化连锁曙光

目录

Catalog

一、 现制茶饮龙头，加盟模式赋能优质资产结构	3
（一） 稳坐国内现制饮品龙头位置，全球化战略持续拓展	3
（二） 股权高度集中于创始人家族，团队深耕茶饮行业	4
（三） 财务表现：盈利能力强劲，资产负债结构极度稳健	5
二、 现制饮品逐步具备必选属性，行业仍有成长空间	10
（一） 现制饮品替代饮料趋势延续，亚太地区增长趋势强劲	10
（二） 门店下沉+咖啡消费文化崛起，有望进一步推动国内制饮品市场增长	11
（三） 竞争格局：头部格局已基本确立，行业价格内卷预计将迎来改善	14
三、 供应链优势显著，雪王开店与 IP 化潜力仍被低估	17
（一） 极致的供应链，创造极致的性价比	17
（二） 开店：国内下沉市场+海外仍有开店空间	19
（三） 对比泡泡玛特，“雪王”的 IP 价值或被低估	23
四、 盈利预测与估值	25
（一） 业务拆分	25
（二） 绝对估值	25
（三） 相对估值	26
五、 风险提示	27

一、现制茶饮龙头，加盟模式赋能优质资产结构

（一）稳坐国内现制饮品龙头位置，全球化战略持续拓展

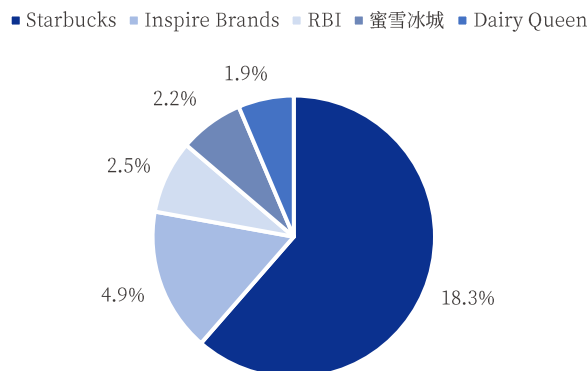
深耕行业 20 余年，蜜雪冰城稳居中国现制饮品行业龙头地位。公司成立于 1997 年，前身为张红超先生于郑州创立的寒流刨冰，于 1999 年正式启用蜜雪冰城作为品牌名。2007 年起公司开始以加盟模式开启扩张，目前已成为中国最大的现制饮品企业并拥有行业内规模最大的完整端到端供应链系统，覆盖采购、生产、物流、研发及品质控制等关键环节，旗下拥有现制茶饮品牌“蜜雪冰城”和现磨咖啡品牌“幸运咖”。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已在全球范围内拥有 46000 家门店，覆盖中国及 11 个海外国家，门店总数超越星巴克，成为全球门店数量最多的现制饮品品牌。且据灼识咨询数据，公司 2023 年出杯量达到 74 亿杯，分别在全球现制饮品市场和中国现制饮品市场份额中占比 7.4% 和 32.7%，排名第一和第二。

图1：蜜雪冰城发展历程



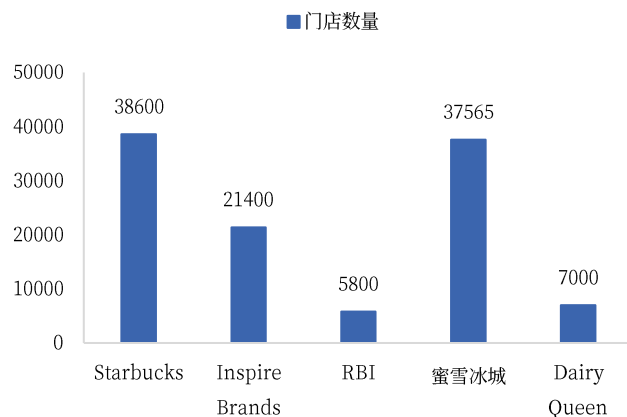
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：全球前五大现制饮品企业 2023 年终端零售额市场规模占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：全球前五大现制茶饮企业现制饮品门店数量（2023）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

产品主打低价高质，确立雪王国内现制饮品市场头牌地位。公司的主营产品为现制果饮、茶饮及冰淇淋，定价通常位于 2-8 元区间，较其他竞品有显著价格优势。截至 2024 年前 9 个月，公司前五大长青款产品占公司在中国总饮品出杯量的 41.2%。以出杯量为口径计算，公司的冰鲜柠檬水、新鲜冰淇淋和珍珠奶茶为中国现制饮品行业销量最高的三个单品。此外，公司同时实时跟进消费者喜好和市场趋势，定期推出符合时令和地域特色的季节性 & 区域性饮品，例如“梅果三姐妹”、“桑葚莓莓”和“厚芋泥奶茶”等季节性产品均取得了良好的成绩，上市后首月销量达到 3300 万杯/1800 万杯/1200 万杯。

图4：核心产品及定价

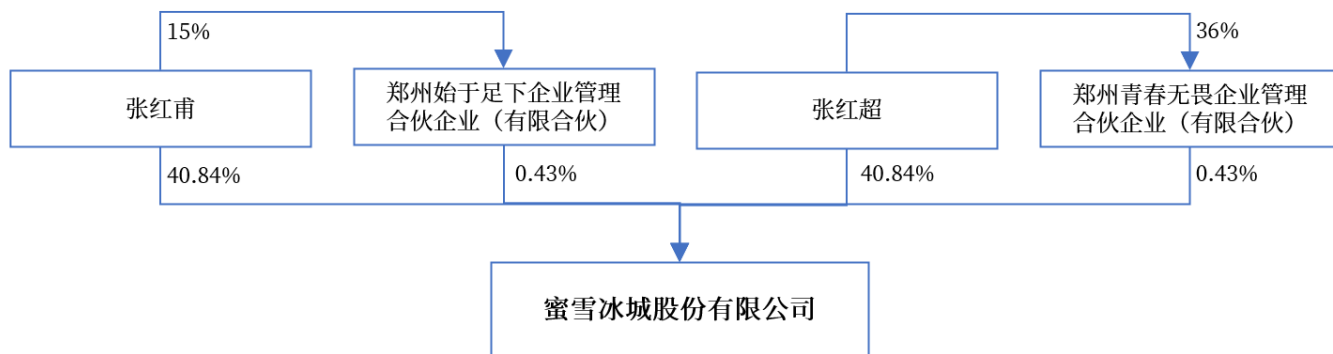


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）股权高度集中于创始人家族，团队深耕茶饮行业

股权结构高度集中。公司于 2024 年 3 月成功于港股上市，共计发行 1706 万股，其中香港和国际发售股份数量各占 50%，公司上市前共引用了 5 家基石投资者，分别为英卓投资管理/红杉中国旗下的 HongShan Growth/博裕资本旗下的 Persistence Growth Limited/高瓴集团旗下 HHLR Fund, L.P./美团龙珠旗下 Long-Z Fund I, LP，认购金额为 6000/6000/4000/3000/1000 万美元，合计共 2 亿美元。上市后创始人张红超及其弟弟张红甫为公司实际控制人，各直接持有公司 40.84% 的股份。整体而言，由于公司对外融资较少，且融资需求较低，因此公司股份仍集中于创始人家族。

图5：蜜雪集团股权结构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表1：公司高级管理层介绍

姓名	年龄	职位 / 职衔	加入本集团的时间	获委任为董事的日期	职责	背景
张红超先生	48 岁	董事长兼执行董事	1997 年	2008 年 4 月 30 日	全面负责本集团的发展战略和企业文化	公司创始人，在现制饮品行业拥有超过 27 年的经验。
张红甫先生	40 岁	执行董事兼首席执行官	2007 年	2019 年 1 月 7 日	全面负责本集团的整体经营管理，并领导高级管理团队	在现制饮品行业拥有超过 17 年的经验。
蔡卫森女士	36 岁	执行董事兼前端供应链负责人	2008 年	2023 年 12 月 18 日	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	2008 年从门店店员做起，为集团内成长起来的管理骨干，一线门店运营经验丰富。
赵红果女士	36 岁	执行董事兼后端供应链负责人	2013 年	2023 年 12 月 18 日	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	2013 年从门店店员做起，为集团内成长起来的管理骨干，一线门店运营经验丰富。
时朋先生	37 岁	「蜜雪冰城」中国运营负责人	2003 年	2023 年 12 月 28 日	负责「蜜雪冰城」在中国的运营	2003 年起参与门店运营，长期在一线实践，在集团运营管理体系标准化中发挥了重大作用。
张渊先生	34 岁	首席财务官	2023 年	2023 年 2 月 11 日	负责本集团的整体财务管理及资本运营	清华大学金融硕士，加入集团前任职于 BofA Securities 及高瓴投资等多家金融机构。

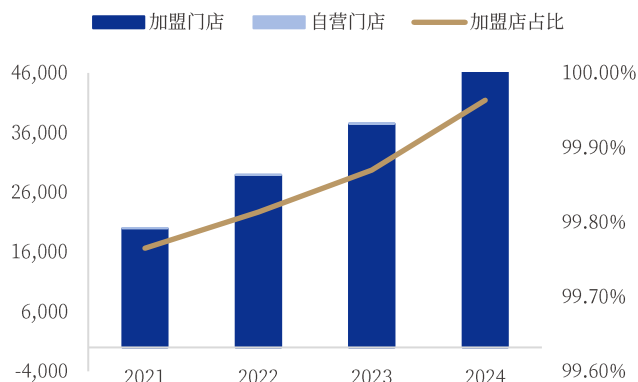
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）财务表现：盈利能力强劲，资产负债结构极度稳健

加盟模式下公司快速拓店，主要开店地区聚焦于三线及以下城市。公司依托加盟模式进行扩店，

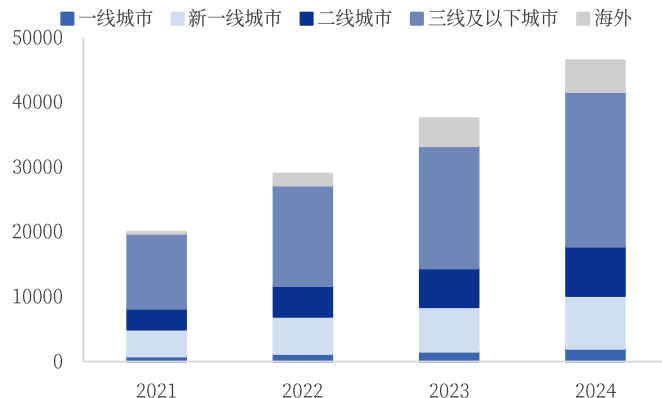
受益于较低的投资门槛以及较为稳定的加盟商投资回报，截至 2024 年 12 月 31 日，公司全球门店数量达到 46479 家，21-24 年 GACR~32.5%。从门店分布上来看，公司旗下品牌门店已覆盖全国 31 个省级行政区和海外 11 个国家，其中国内门店主要集中于三线及以下城市，截至 2024 年公司一线/新一线/二线/三线及以下城市/海外的门店占比分别为 4.3%/17.5%/16.4%/51.3%/10.5%。

图6：蜜雪集团门店数量及加盟店占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图7：蜜雪集团门店分布（按地区分类）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

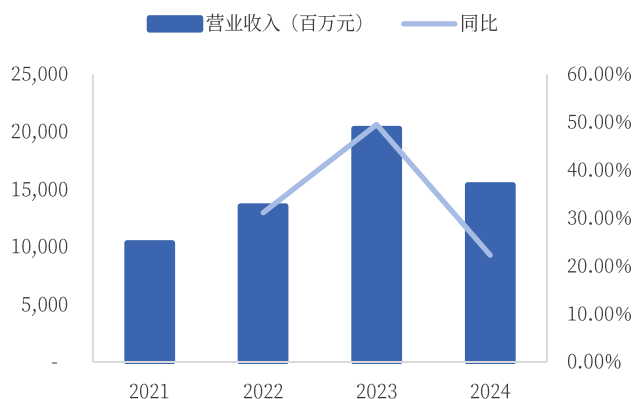
表2：蜜雪冰城加盟费要求

	省会城市	地级城市	县级城市
加盟费	11000 元/年	9000 元/年	7000 元/年
合同履行保证金	20000 元		
日常管理/经营指导/活动扶持管理费	4800 元/年		
后续提供生产流程，经营方法等培训费用	2000 元/年		
门店经营所需的一切设备	70000 元/年		
经营所需原材料、物料	50000 元左右		
装修预算（含广宣、部分电器家具等）	60000 元左右		
预计所需初始资金合计（不含店面租金、转让费等其他费用）	21 万元起		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

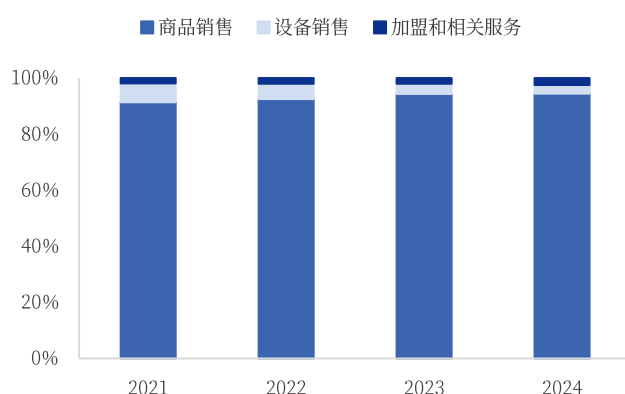
营收增长强劲，物料销售为公司主要收入来源。受益于门店网络扩张，2021-2024 年公司营收由 104 增长至 248 亿元，营收增速分别为 31.2%/49.6%/22.3%。从收入结构看，公司作为品牌方，主要营收来源于为加盟商提供门店经营物料，如糖、奶、茶、咖、果、粮、料等食材和包装饮品所用包材。2024 年，公司商品销售/设备销售/加盟和相关服务分别实现营收 234.5 亿元/7.6 亿元/6.2 亿元，在总营收中各占 94.5%/3.0%/2.5%。

图8: 蜜雪集团营收及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

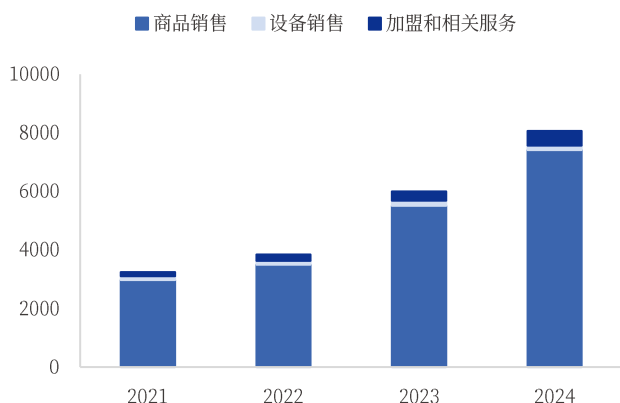
图9: 蜜雪集团营收拆分 (按业务类型分类)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

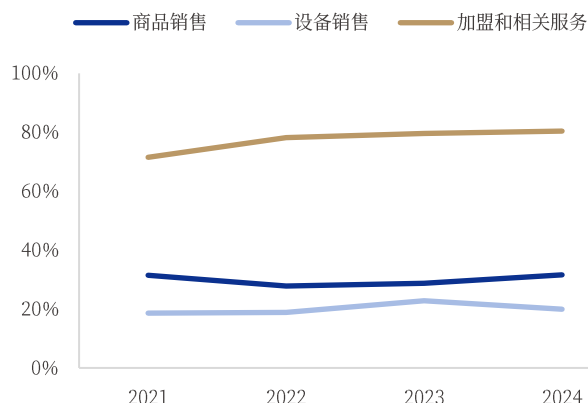
规模效应显著, 毛利率持续提升。从毛利角度来看, 商品销售为毛利主要来源, 2024 年公司商品销售/设备销售/加盟和相关服务的毛利占比分别为 92%/1.9%/6.2%。从毛利率变化看, 近年保持稳定提升趋势, 2024 年商品销售/设备销售/加盟和相关服务的毛利率分别为 31.6%/19.9%/80.4%, 同比+2.9pct/-2.9pct/+0.8pct。其中, 商品销售毛利率提升主要得益于近年来供应链不断完善, 同时规模效应下采购成本下降, 同时加盟门店网络的扩张使得加盟和相关服务的边际成本进一步降低。

图10: 蜜雪集团毛利拆分 (按业务类型分类)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

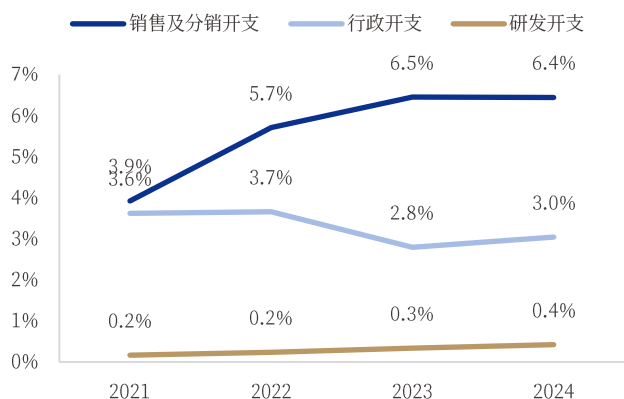
图11: 蜜雪集团历年毛利率 (按业务类型分类)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

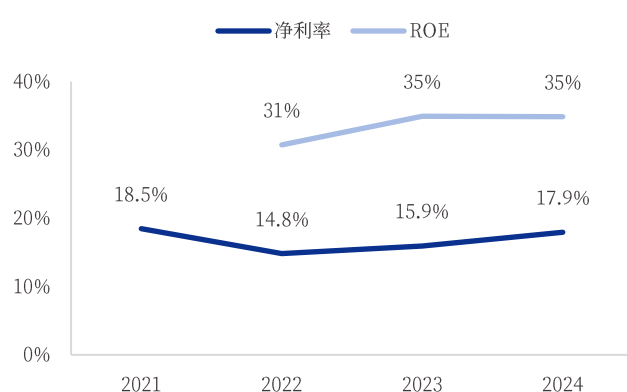
受益于规模效应, 公司费用率保持稳定, 净利率持续提升。费用端, 2024 年销售及分销开支/行政开支/研发开支分别为 16 亿元/7.6 亿元/1 亿元, 在营收中占比 6.4%/3%/0.4%, 同比-0pct/+0.2pct/+0.1pct。在毛利率提升的背景下, 公司盈利能力持续增强, 2024 年度净利率为 17.9%, 同比+2pct。

图12: 蜜雪集团费用率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

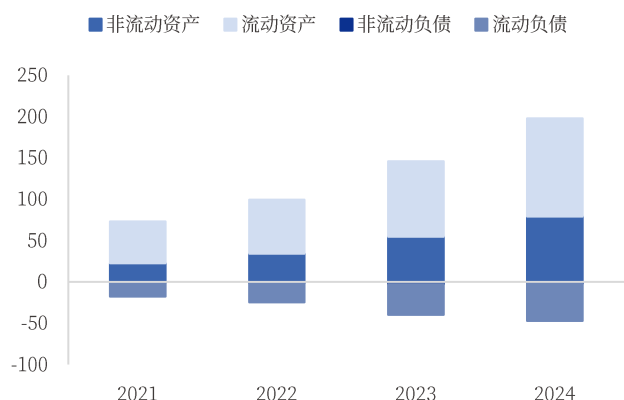
图13: 蜜雪集团净利率和 ROE



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

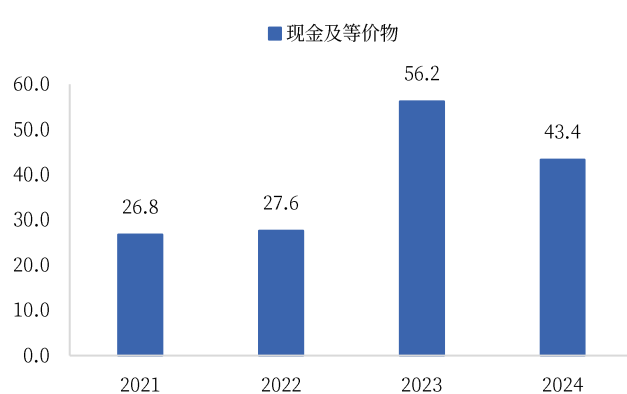
加盟模式+强品牌势能, 净现金流增长强劲。公司加盟模式运营下主要收入来源于向加盟商销售食材、包装材料及设备, 经营现金流逐年递增, 由2021年的16.9亿元提升至2024年前三季度的51亿元, 现金回收效率较高, 且门店数量逐年提高, 供应链成本得到有效摊销。从投资现金流方面来看, 公司投资的支出主要用于购买物业、厂房、设备以建设自产基地和仓储物流基地, 资产投入大幅完善了供应链的建设。筹资所需现金流较少, 主要由于内生资金充足, 融资需求较低。2024年公司账上现金及现金等价物约43.4亿元。

图14: 蜜雪集团现金流表拆分 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

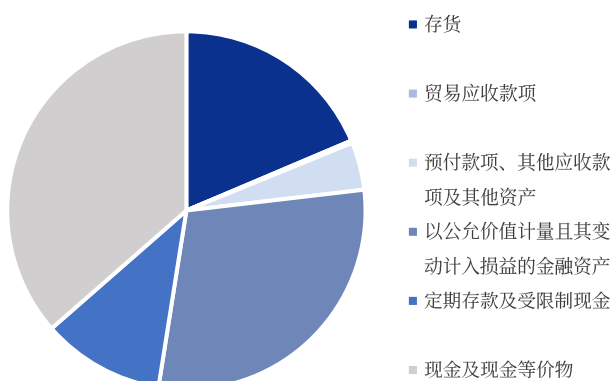
图15: 蜜雪集团现金及现金等价物 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

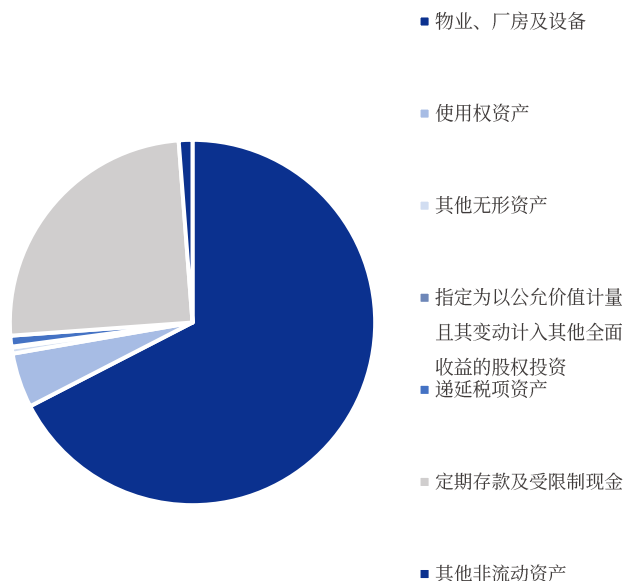
资产负债表简洁清晰, 无有息负债压力。公司本质上是一家运营强势能品牌的供应链企业, 一方面具备极强的内生性现金流, 使其融资需求极低; 另一方面, 公司与上下游之间的关系简洁, 且拥有议价权优势, 因此资产负债表简洁清晰。从资产端看, 公司流动资产占总资产的60%, 主要以现金货币及相关等价物为主, 其余流动资产主要以存货为主, 应收款项占比仅4.3%。非流动资产则主要由厂房、设备为主。负债端, 受益于经营性净现金流增长强劲, 公司无短债、长债项目, 有息负债率为0, 负债端主要以应付货款为主。

图16: 2024 年公司流动资产结构



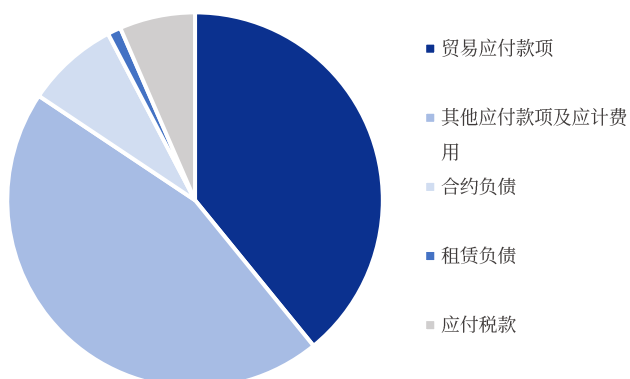
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图17: 2024 年公司非流动资产结构



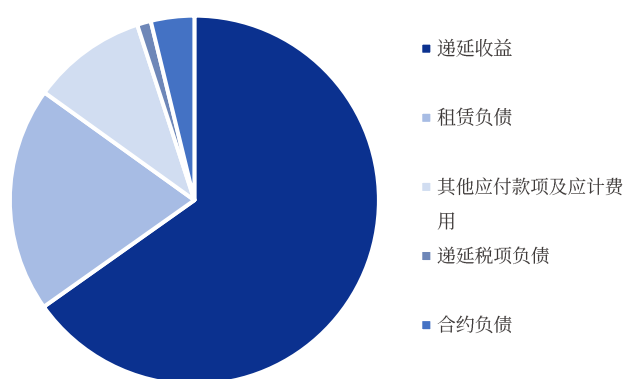
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图18: 2024 年公司流动负债结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图19: 2024 年公司非流动负债结构



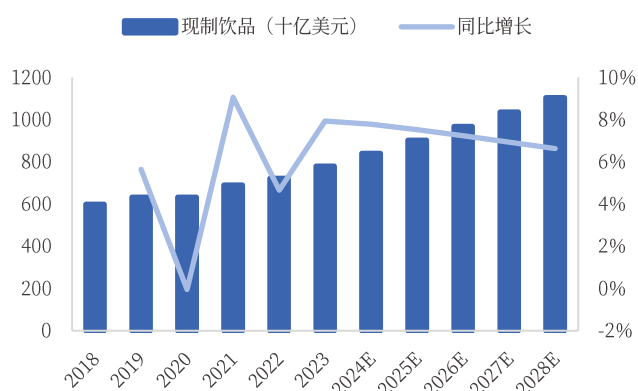
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

二、现制饮品逐步具备必选属性，行业仍有成长空间

（一）现制饮品替代饮料趋势延续，亚太地区增长趋势强劲

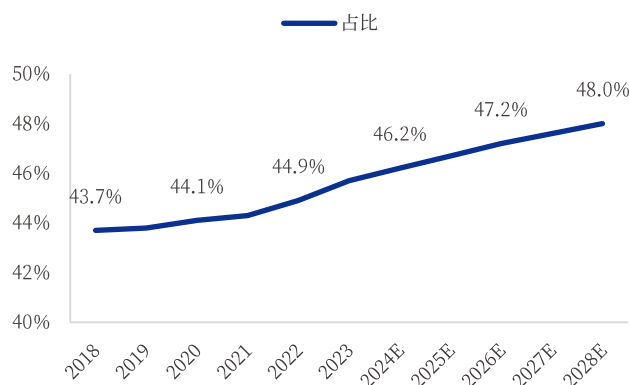
全球现制饮品市场规模巨大且仍在扩张，现制饮品已成为消费者水分摄入的重要来源。现制饮品市场规模巨大，据灼识咨询数据，2023 年全球现制饮品终端零售额 7791 亿美元，2018-2023 年的 CAGR 为 5.4%，预计 2023-2028 年的 CAGR 将提升至 7.2%。更为重要的是，伴随现制饮品门店网络扩张，消费者可得性提升，现制饮品占全球饮料市场中比重已由 2018 年的 43.7% 提升至 2023 年的 45.7%，未来有望于 2028 年提升至 48%，成为消费者摄入水分的重要来源之一，推动现制饮品的消费品属性由偏可选转向偏必选。

图20：全球现制饮品市场规模及增速



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

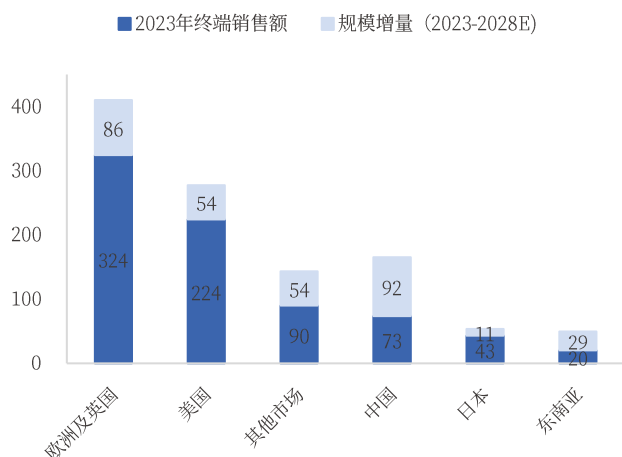
图21：现制饮品占全球饮料市场百分比



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

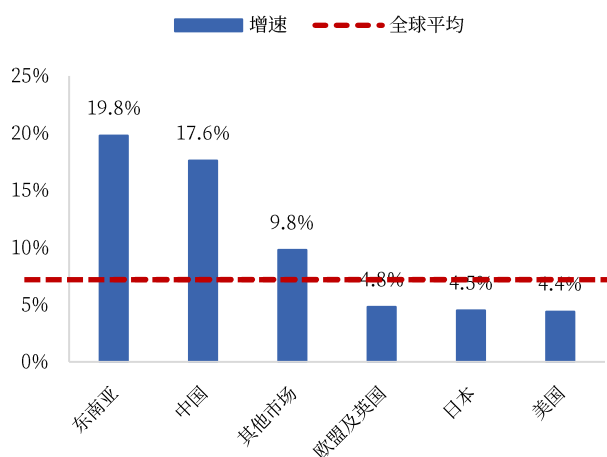
欧美为现制饮品主要消费地区，东南亚和中国增长强劲。分地域来看，目前欧洲（包括英国）和美国为全球最大的现制饮品市场，两地区合计占据了全球现制饮品市场的 70.4%，但从增速角度来看，以中国和东南亚为代表的新兴市场增速远超其他地区，为驱动全球现制饮品行业加速增长的重要引擎，原因在于与其他发达国家和地区相比，中国及东南亚地区的现址饮品渗透率显著偏低，2023 年中国和东南亚现制饮品消费量仅在饮用水摄入中占比<2%，远低于日本和欧美 17.2% 的平均水平。而伴随中国城镇化率步入成熟阶段，以及东南亚国家的城镇化率加速提升，茶饮和咖啡将共同推动区域内现制饮品的渗透率提升。据灼识咨询测算，预计到 2028 年，中国和东南亚的人均饮品年消费量将增加逾一倍，分别增至 51 杯和 36 杯。

图22：全球现制饮品规模及增量空间（以地区分类）（十亿美元）



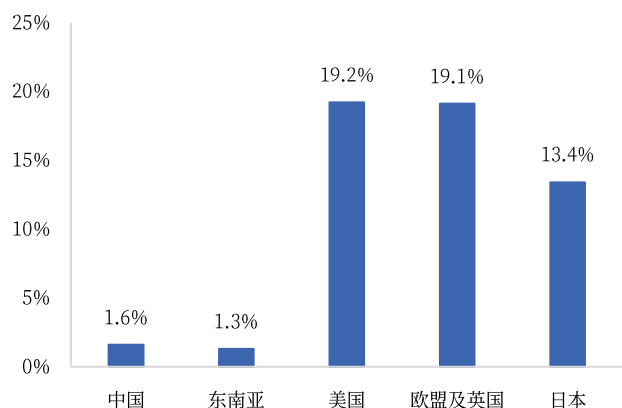
资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

图23：各国现制饮品市场终端销售额 2023-2028 CAGR



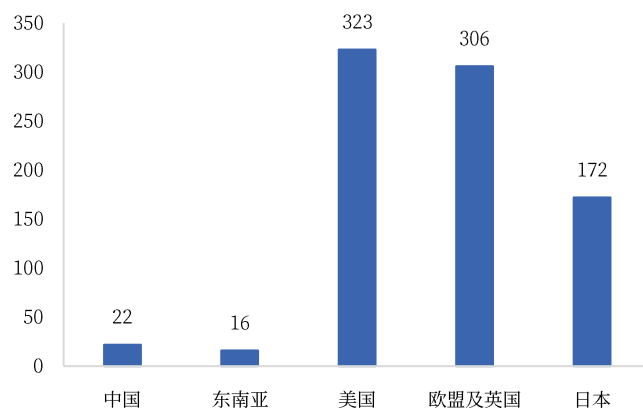
资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

图24：2023 年现制饮品消费量占饮用水摄入量总量百分比



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

图25：2023 年人均现制饮品年消费量（杯/年）

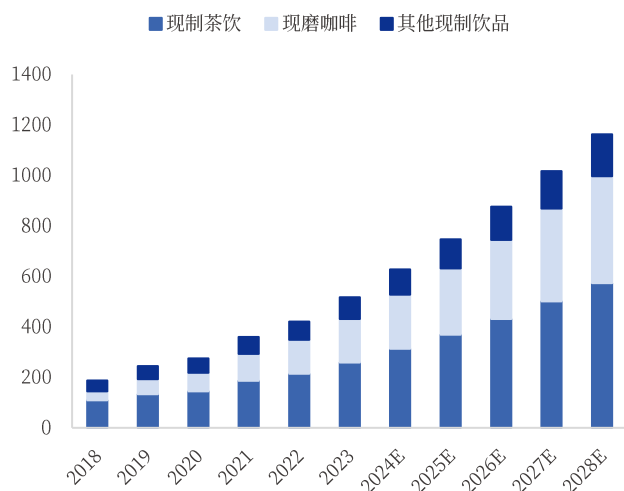


资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

（二）门店下沉+咖啡消费文化崛起，有望进一步推动国内制饮品市场增长

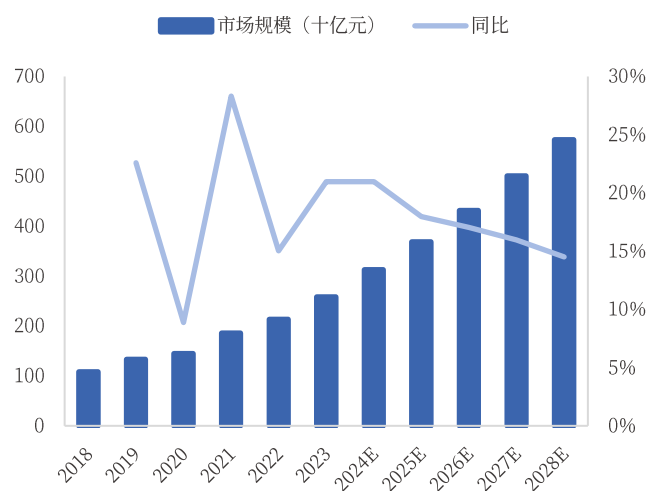
受益于消费升级及茶饮品牌普遍采取加盟模式进行扩张，中国现制茶饮市场增长强劲。中国现制茶饮市场自 1990 年起经历了粉末调制时代和连锁茶饮时代，自 2016 年起进入新式茶饮时代，得益于以喜茶、奈雪的茶为代表的新式茶饮推动现制茶饮市场创新升级和中国居民消费力和消费意识的提升，现制茶饮市场规模高速发展，截止 2023 年，中国现制茶饮市场销售额已达到 2585 亿元，2018-2023 年 CAGR~19%。

图26：中国现制饮品市场规模（十亿人民币）



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

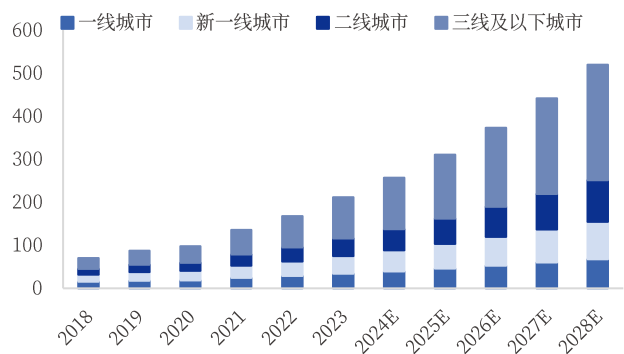
图27：中国现制茶饮市场规模和增速



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

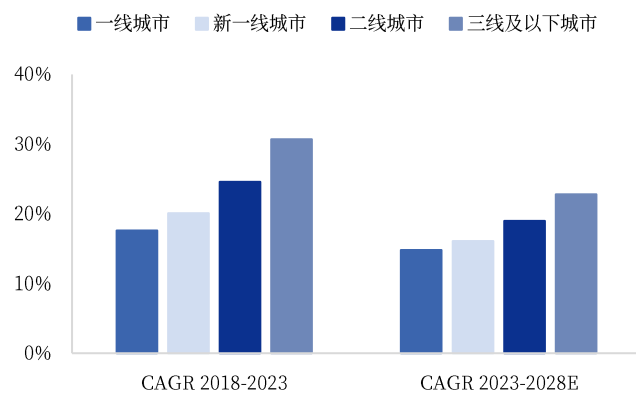
低线城市仍为中国现制茶饮市场增长的核心区域。从城市线级分布来看，低线城市现制茶饮占据市场主要组成部分，2023年三线及以下城市市场规模占比达到45.4%，为2018-2023年CAGR~31%，快于其他高线城市。而从渗透率角度看，受益于仍然较低的门店密度和渗透率，中国三线及以下城市，尤其是村镇市场的现制茶饮消费仍有进一步增长空间。据灼识咨询预测，一线/新一线/二线/三线及以下城市现制茶饮店的市场规模2023-2028E CAGR将分别达到14.8%/16.1%/19.0%/22.8%。

图28：现制茶饮市场规模按城市线级分类（十亿元）



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

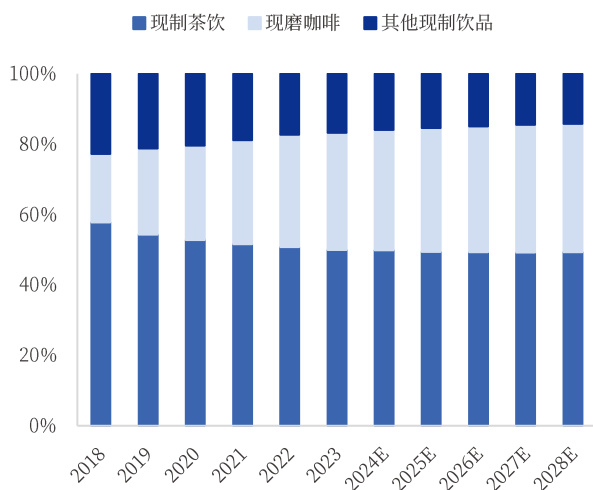
图29：不同线级城市现制茶饮市场规模增速



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

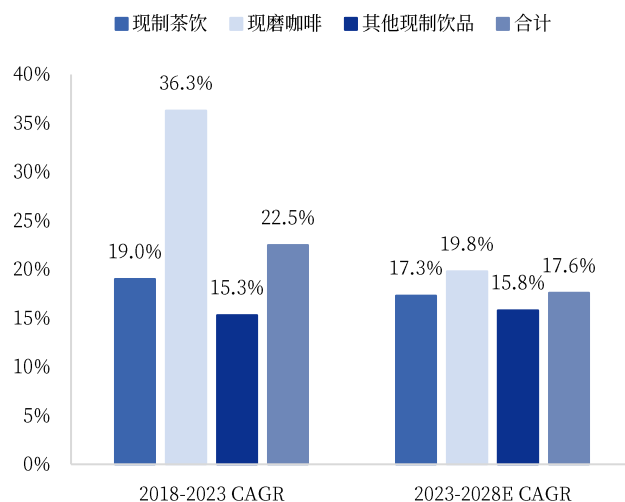
功能性及低渗透率推动中国现磨咖啡行业持续增长。相较于茶饮，现磨咖啡的功能性更强，伴随城市化率提升及生活节奏加快，以及国内咖啡、茶饮品牌均在现磨咖啡产品研发、创新上持续投入，推出符合国人口味的咖啡产品（以生椰拿铁为代表的果咖和奶咖），未来中国现磨咖啡市场有望取得更快增长。据灼识咨询预测，2023-2028年中国现磨咖啡市场规模CAGR~19.8%，增速将领先于其他现制饮品赛道咖啡，在我国现制饮品市场中的占比将由33%提升至36.5%。

图30: 中国现制饮品市场拆分



资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院

图31: 中国现制饮品市场各品类增速



资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院

低线城市将为现磨咖啡市场的增长贡献主要驱动力。不同城市线级来看, 目前现磨咖啡在高线城市的渗透率要远高于低线城市, 2023年三线及以下城市在市场中占比仅22.8%, 主要由于高线城市市场培育开启的较早且高强度生活背景下对咖啡类功能性饮品的需求更高。随着未来现磨咖啡品牌和现制茶饮品牌的咖啡线产品不断朝下沉市场拓展, 且在产品的不断创新下, 低线城市对现磨咖啡的接受度预计将提升, 据灼识咨询数据显示, 一线/新一线/二线/三线及以下城市现磨咖啡市场规模2023-2028E CAGR预计为14.8%/16.1%/19.0%/22.8%, 低线市场现磨咖啡增长动能最为强劲。

图32: 幸运咖部分产品



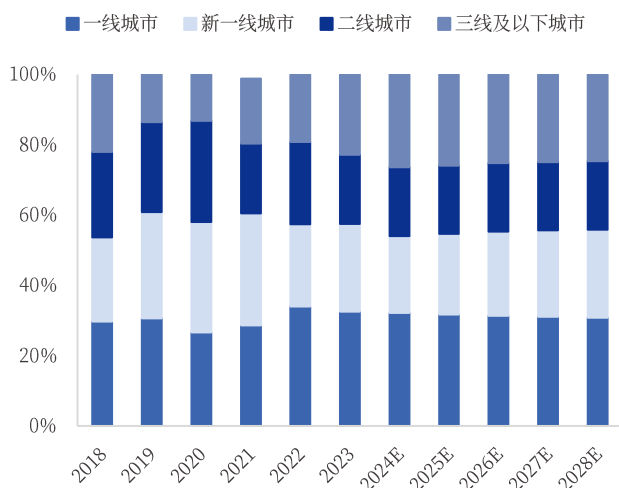
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图33: 古茗部分现磨咖啡产品



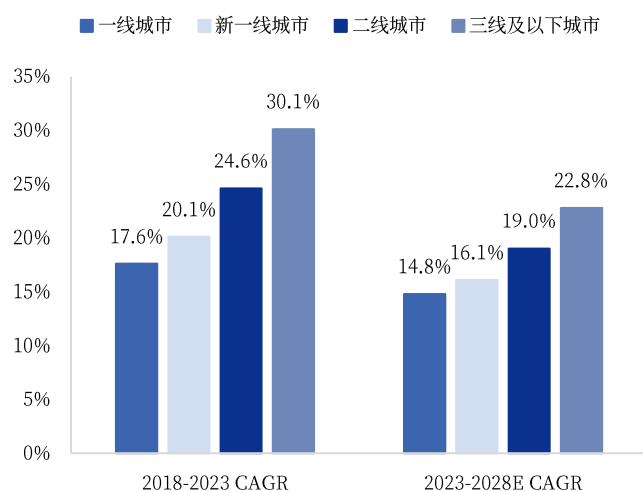
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图34：中国现磨咖啡市场拆分



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

图35：中国现磨咖啡市场复合增速（以城市线级分类）

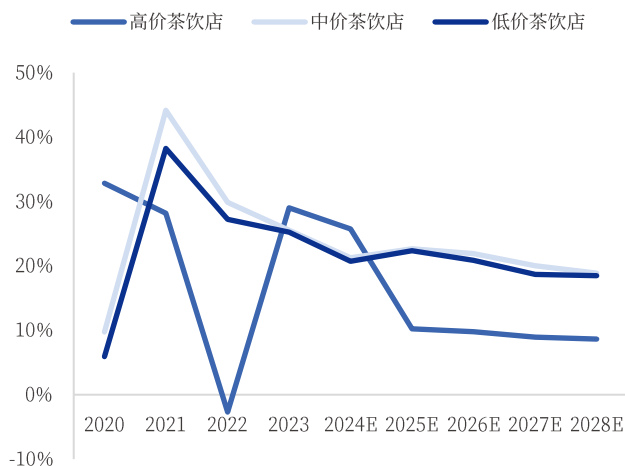


资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

（三）竞争格局：头部格局已基本确立，行业价格内卷预计将迎来改善

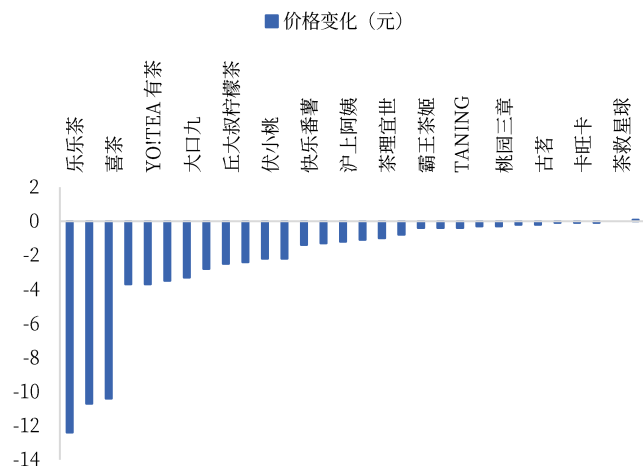
品牌下沉叠加消费环境转弱，茶饮品牌价格战过往较为激烈。我国现制茶饮店品牌可分为高价茶饮店品牌（平均售价 ≥ 20 元）、中价茶饮店品牌（ 20 元 $>$ 平均售价 ≥ 10 元）和低价茶饮店品牌（ 10 元 $>$ 平均售价）。近年来由于整体消费市场疲软，且市场中心逐渐朝低线城市转移，产品性价比成为品牌间竞争的核心要素，驱动低价和中价茶饮店的迅速发展和品牌间的降价。根据 NCBD 数据显示，2021 年-2024 年期间多数茶饮品牌普遍出现客单价下调的情况，以喜茶、奈雪的茶为代表的高端茶饮店降价尤为明显。

图36：中国现制茶饮市场规模增速（按价格分类）



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

图37：2021 年-2024 年主要茶饮品牌客单价变化（元）



资料来源：NCBD，中国银河证券研究院

伴随现制茶饮行业内卷或迎来拐点，2025 年竞争格局有望企稳。近年来品牌间激烈的价格战迫使加盟商利润端严重承压，同时“以量换价”的实际实施效果低于品牌方预期，另外成本端涨价也将压力传导至品牌方，因此自 2024 年底开始，行业内价格内卷逐渐开始放缓。KFC、麦当劳等连锁餐饮品牌分别调高部分商品价格，现制茶饮品牌瑞幸和蜜雪冰城也分别进行了普遍或部分城市的涨价。我们认为，2025 年行业有望迎来内卷拐点，行业竞争格局预计逐渐企稳。

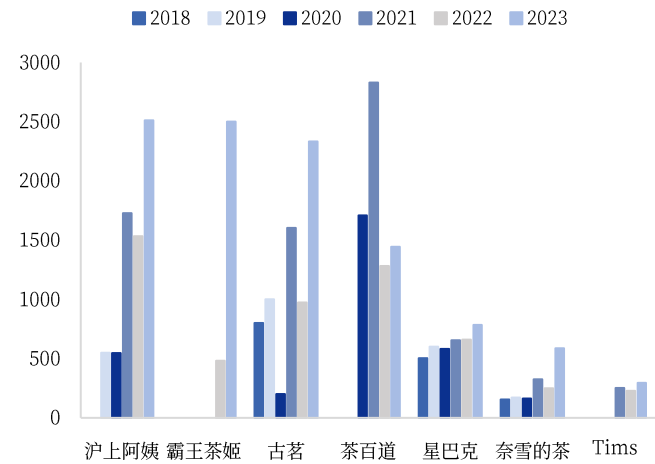
表3：部分连锁餐饮/现制饮品品牌的价格调整策略

品牌名称	时间	具体举措
喜茶	2024 年 9 月	品牌表示“不做单纯的低价内卷”，将逐步减少优惠活动；
	2025 年 2 月	喜茶宣布在 2025 年将继续坚持“不做低价内卷”；拒绝门店规模内卷，暂时停止接受事业合伙申请；强化品牌与用户的深度连接，回归用户与品牌。
肯德基	2024 年 12 月	产品平均涨幅为 2%，具体调整范围在 0.5-2 元之间
蜜雪冰城	2024 年 12 月	位于北京、广州、深圳的部分门店的部分产品价格上调一元
瑞幸咖啡	2024 年 12 月	部分门店的部分饮品价格上调 3 元
麦当劳	2025 年 2 月	多款早餐套餐价格上调，猪柳蛋麦满分套餐、原味板烧鸡腿麦满分套餐等涨价幅度为 0.5 元

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

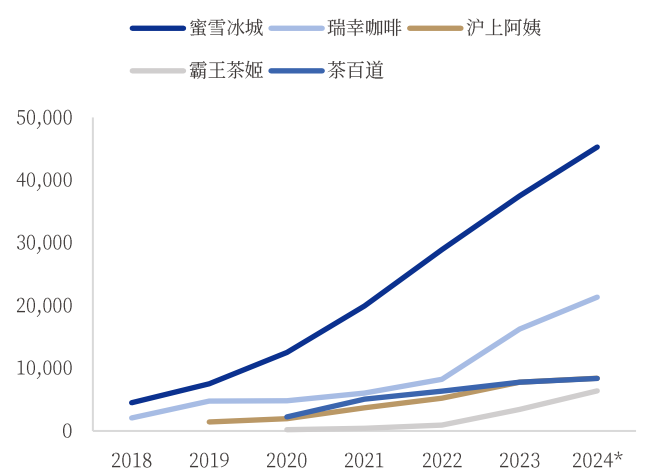
整体而言，我们认为在茶饮和咖啡两大赛道中，“蜜雪+瑞幸”双龙头格局已基本确立。从门店规模来看，行业已经形成了“茶饮+咖啡”双龙头引领的格局，蜜雪冰城和瑞幸咖啡分别凭借超 4 万和超 2 万家门店的绝对优势稳居现制茶饮和现制咖啡行业的首位，而门店规模第三名至第六名的古茗、沪上阿姨、茶百道及星巴克门店数量据未破万，头部两强断层优势明显。从现制茶饮市场份额情况来看，行业整体较为集中，以终端销售额和出杯量口径计算下 CR5 分别可达 46.9%和 75.1%，其中蜜雪冰城已绝对优势位列行业龙头位置。从增长动能来看，核心品牌仍保持着较快的扩张节奏，蜜雪冰城连续多年保持着行业内最高的净门店规模增速，同时霸王茶姬也保持着较自身体量来说较快的门店增速。未来行业内头部品牌预计将持续朝下沉市场扩张，凭借成熟的供应链体系和完善的加盟商服务能力将有效吸引下沉市场加盟商资源，行业马太效应显著，预计未来头部品牌将持续巩固市场地位，提高竞争壁垒。

图38：头部现制饮品品牌历年净开店数



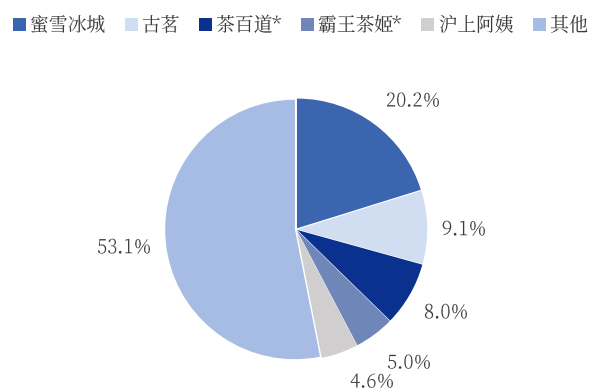
资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

图39：头部现制饮品品牌门店数量



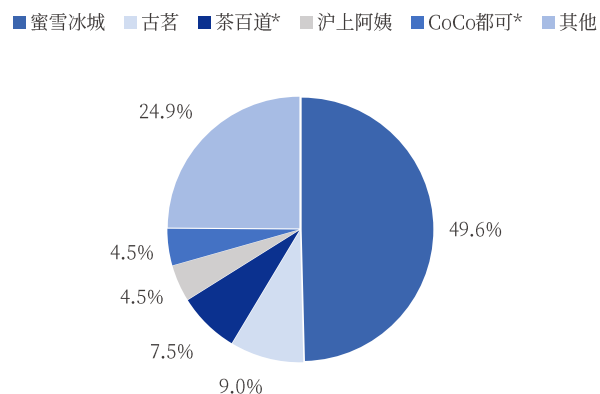
资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

图40：2023 年现制茶饮市场竞争格局（以终端销售额统计）



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院，*公司名称为根据描述推测而来

图41：2023 年现制茶饮市场竞争格局（以出杯量统计）



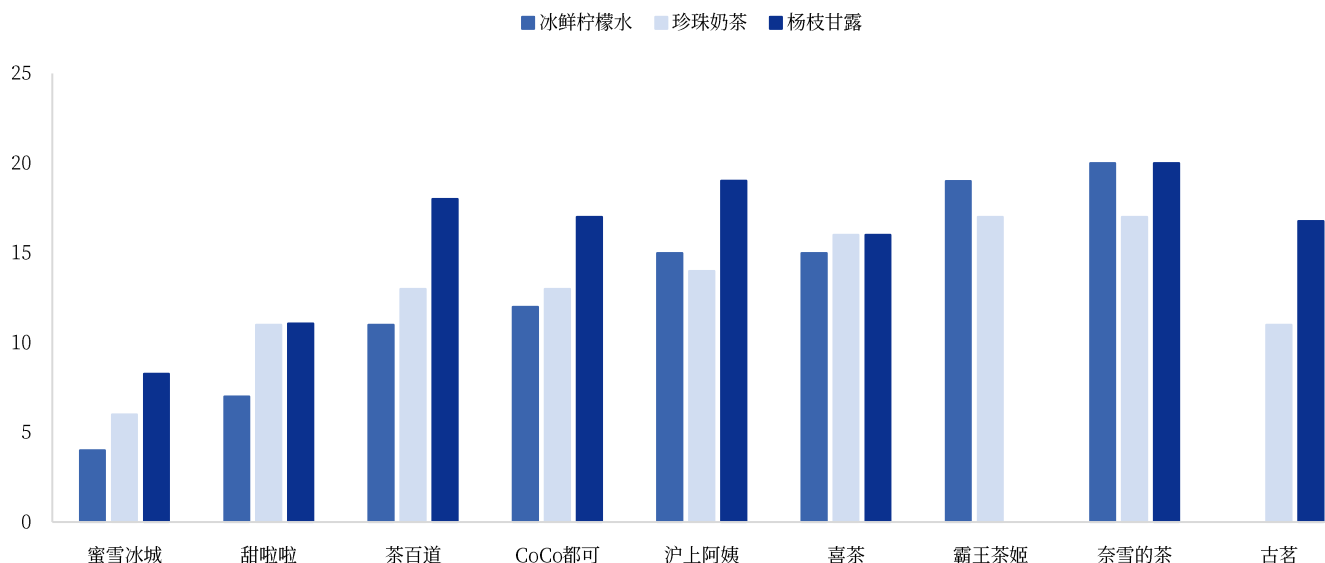
资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院，*公司名称为根据描述推测而来

三、供应链优势显著，雪王开店与 IP 化潜力仍被低估

（一）极致的供应链，创造极致的性价比

基于已经形成的 4.6 万家门店规模和先发优势，公司已建成中国现制茶饮行业规模最大、链条最为完善的供应链体系，涵盖采购、生产、物流、研发和品控全流程。强大的供应链使蜜雪在确保产品品质和运营效率的同时降低了生产成本，从而可以为消费者提供优质、低价的现制饮品。

图42：各茶饮品牌热销单品价格对比（元）



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

1) 生产端：采购网络覆盖全球，规模效应驱动成本下降。公司采购源自六大洲、38 个国家的原材料，并与各地可靠的供应商间建立了长期合作关系，公司强大的门店网络和稳定的消费者需求给予其较强的议价能力。另外，公司将运营延展至供应链上游，通过与种植基地合作，以确保对现制饮品配方至关重要的核心农产品的优质稳定供给，截至 2024 年 9 月 30 日，公司合作种植基地相关的供应商超过 120 家。据蜜雪冰城招股书，公司 2023 年仅柠檬采购量已达 11.5 万吨，相比之下古茗 2023 年所有鲜果采购总和为 8.5 万吨，蜜雪采购量远超其他品牌，规模效应下，就同类型、同品质的奶粉、柠檬，公司采购成本较同行业平均分别低 10%-20% 以上。

2) 生产加工：核心食材达到 100% 自产，自建工厂产能利用率可提升空间较大。公司于 2012 年建立了第一家生产工厂，为国内现制饮品行业中最早设立中央工厂的企业，目前公司已于河南、海南、广西、重庆、安徽拥有五大生产基地，各基地地理上选址谨慎，在映射全国东南西北各大区域的同时充分发展当地气候和政策优势，目前年综合产量可达 165 万吨，确保了对产品质量和稳定性的把控。另外，工厂自动化水平极高，截至 2024 年 9 月 30 日，公司建设的智能工厂拥有 60 多条智能化生产线，均使用先进的自动化设备和数字化工具，大幅提升了生产效率，公司 2019-2023 年期间罐装、贴标、包装及各种生产过程均已实现自动化，并将若干糖浆生产线产能提升 10 倍以上。从产能角度上来看，目前各大生产基地的产能利用率存在较大提升空间，利用率最高的茶类也仅达 68%，充足的产能将为公司未来国内外门店的扩张提供坚实的支撑。

表4：五大生产基地运营信息

	主要产品	占地面积	年产能	工厂特点
河南生产基地	食材（糖、奶、茶、咖、果、粮、料）、包装及设备	约 34.2 万平方米	约 121 万吨	公司主要生产设施，为最大的生产基地。
海南生产基地	食材（奶、咖）	约 20.4 万平方米 (包括在建面积)	约 4.5 万吨	生产基地受益于海南自由贸易港的有利政策条件，有利于支持海外业务；2023 年开始建设新设施以扩大产能，预计 2024 年完工。
广西生产基地	食材（糖、奶、果、料）	约 10 万平方米	约 18.5 万吨	生产基地战略性的建立于华南地区以获得多种热带水果。
重庆生产基地	食材（果、粮）	约 12.2 万平方米	约 15.5 万吨	生产基地主要生产水果产品（橙子和柠檬）及谷物制品等食材，橙子和柠檬的加工通常集中在四季度，水果季节性造成产能利用率波动。
安徽生产基地	食材（果）	约 1.9 万平方米	约 5.4 万吨	生产基地在滁州及七里塘设有工厂。其中，七里塘工厂战略性地设立于草莓农场附近，专注于高效处理冷冻草莓产品并确保产品的质量。

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

表5：蜜雪冰城工厂产能和产量情况（单位：万吨）

产品	2021			2022			2023			2024 年前三季度		
	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率
糖	12.79	7.51	58.7%	25.57	15.65	61.2%	58.02	24.47	42.2%	48.07	22.37	46.5%
奶	7.68	6.39	83.1%	23.38	14.71	62.9%	35.98	19.86	55.2%	33.76	17.67	52.3%
茶	-	-	-	-	-	-	0.39	0.09	23.5%	0.32	0.21	66.8%
咖	0.36	0.08	23.3%	0.61	0.43	71.4%	1.43	0.84	58.5%	1.14	0.72	63.3%
果	3.56	3.04	85.5%	10.11	7.07	69.9%	23.15	13.64	58.9%	16.41	8.16	49.7%
粮	1.16	0.27	23.2%	1.61	0.54	33.3%	1.31	0.63	48.3%	1.85	0.83	44.7%
料	6.54	1.15	17.6%	9.03	3.88	43.0%	14.69	8.01	54.5%	10.93	6.47	59.2%

资料来源：蜜雪冰城招股书、中国银河证券研究院

3) 仓储物流：头部现制茶饮品牌中唯一一家实现 0 物流费的品牌。公司自 2014 年起开始建立自主运营的仓储体系，截至 2024 年 9 月 30 日，公司仓储体系由总面积约 35 万平方米的 27 个仓库组成，为行业内最大，同时在东南亚的四个国家建立了本地化的仓储体系，包括共计约 6.9 万平方米的 7 个自主运营的仓库。另外，公司在国内有约 40 家本地化配送服务机构并将该服务商整合在物流体系中，同时为确保按时交付及产品的品质与新鲜度，公司对该服务商执行严格的质量控制政策及要求。截至 2024 年 9 月 30 日，蜜雪冰城的配送网络已覆盖中国内地 31 个省份、自治区及直辖市，超过 300 个地级市、1,700 个县城和 4,900 个乡镇，在中国内地逾 90% 的县级行政区划实现 12 小时内触达，在中国内地约 97% 以上的门店实现了冷链物流覆盖。

图43：蜜雪集团自主运营仓库全国覆盖情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

上市募集资金重点投入供应链建设及优化，供应链竞争优势有望进一步巩固。据公司招股书显示，IPO 募资约 66% 所得款项净额（约 22 亿港元）将投入到公司端到端供应链的建设，其中：

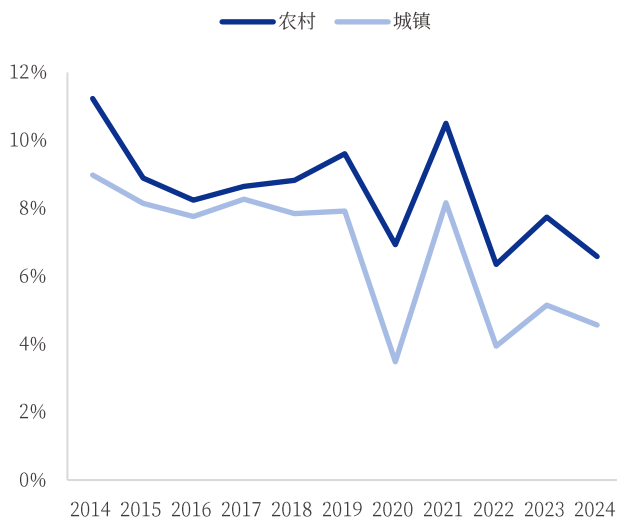
- 1) 45% 将用于中国的产能扩张，如建造新的生产设施和改造及扩建现有设施等这些新建和扩建的设施将专注于生产冷冻水果、咖啡、糖浆等多样化产品，预计将大幅提升生产效率和产品质量；
- 2) 9% 的资金用于提升在中国的物流系统的灵活性和效率，包括改建现有仓库和扩充仓储系统，从而提高存储容量、区域覆盖范围以及冷藏和冷冻仓储的能力，增强配送效率。这将有助于更好地连接工厂与门店网络，保障产品品质和新颖度，同时增强货物流动性；
- 3) 12% 的资金用于搭建国际供应链平台以支持海外业务扩展（尤其是在东南亚地区）。计划在该地区建立一个多功能供应链中心，利用当地的成本管理优势和原材料采购能力，提高本地生产能力和成本效率，在满足当地市场的需求的同时支持集团的全球化战略。

（二）开店：国内下沉市场+海外仍有开店空间

乡镇市场仍存空白，蜜雪开店有望进一步下沉

公司门店网络目前覆盖了约 4900 个乡镇，在我国约 30000 个乡镇中市场渗透率达到 16.3%。我国农村居民近年来收入增速可观，2024 年农村人均可支配收入实际同比增长达到 6.3%，高于城镇居民人均可支配收入 4.4% 的增长。我们认为，随着农村人民收入水平的提升和农村年轻人对连锁化现制茶饮品牌的追求升级，同时配合蜜雪平价化定位与乡村消费水平的契合，蜜雪在乡镇下沉市场中的增量空间较大。公司自 2024 年 2 月起开放全国乡镇区域的加盟，将有效吸引大量地方投资者，推动品牌在乡镇市场的渗透和增长。

图44：农村及城镇人均可支配收入增速



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图45：蜜雪冰城乡镇店门店实景

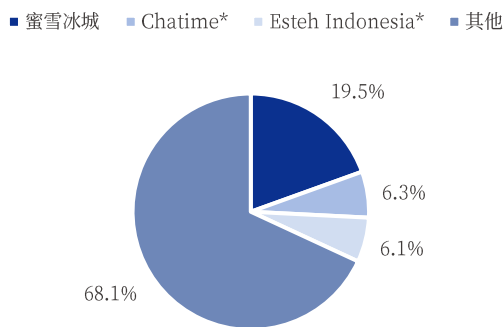


资料来源：蜜雪冰城总部招商公众号，中国银河证券研究院

出海贡献第二增量曲线，东南亚市场前景广阔

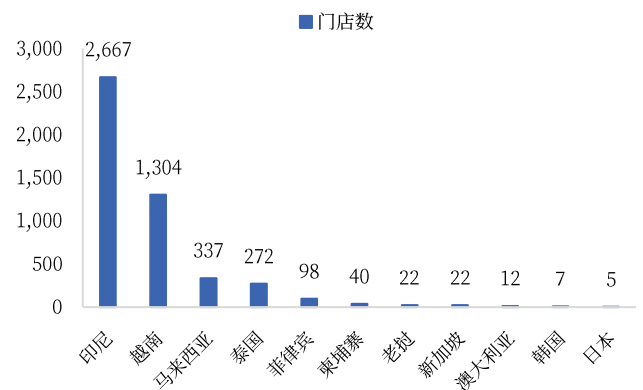
蜜雪冰城已成为东南亚地区出杯量第一的现制茶饮品牌。公司海外业务在过去几年内取得了显著增长，截至 2024 年 12 月 31 日，公司已合计在海外开设了近 4895 家门店，主要覆盖东南亚四个海外国家的超 450 个城市，同时在东南亚地区的四个国家建立了本地化的仓储系统，包括共计约 6.9 万平方米的 7 个自主运营的仓库。以出杯量口径计算，公司目前已成为东南亚市场份额占比第一的现制茶饮品牌，占比达 19.5%。

图46：东南亚 TOP3 茶饮品牌市场份额（以出杯量口径计算）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院，*公司名称为根据描述推测而来

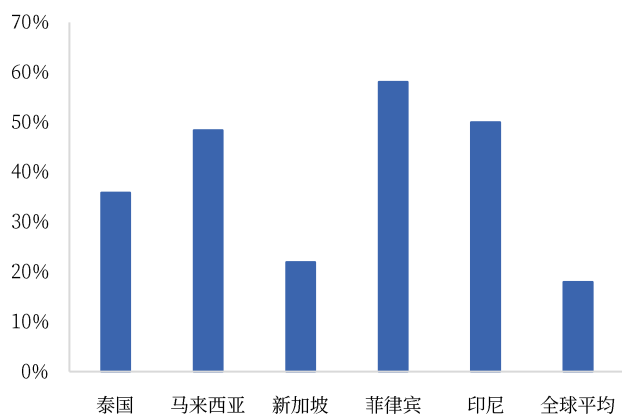
图47：公司海外门店数量（按国家分类）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

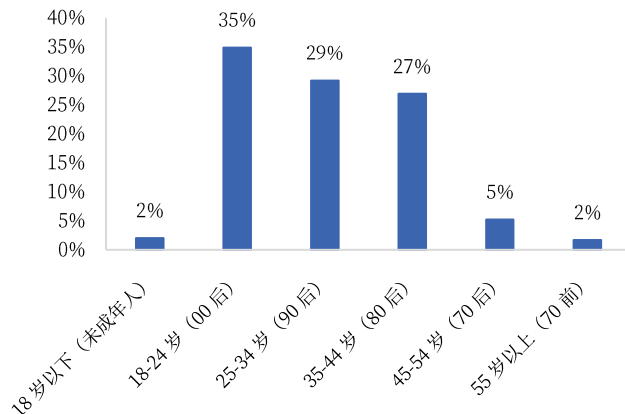
受益于天时、地利、人和，东南亚仍是国内茶饮品牌出海首选。1）气温适宜。东南亚地区常年高温，而根据中国连锁经营协会发布的《2023 新茶饮研究报告》数据，新茶饮外卖订单波动与气温有强相关关系，茶饮行业旺季主要集中于高温的夏季。2）东南亚地区人口画像与现制茶饮用户画像高度符合。现制茶饮消费群体中，Z 世代人群为消费主力军，据 MobTech 研究院调研，00 后/90 后/80 后在现制茶饮消费者中的占比分别为 34.9%/29.2%/26.9%，而东南亚人口结构较为年轻，马来西亚、菲律宾、印尼等国 30 岁以下年轻人占比均超 40%，年轻消费群体具备较强的尝鲜意愿，对茶饮品牌接受能力强，与现制茶饮消费群体画像高度符合。此外东南亚在地理和文化上与中国相近，且华人社群庞大，中式茶饮具备广泛的市场接受度。

图48：东南亚各国 30 岁以下人口占比



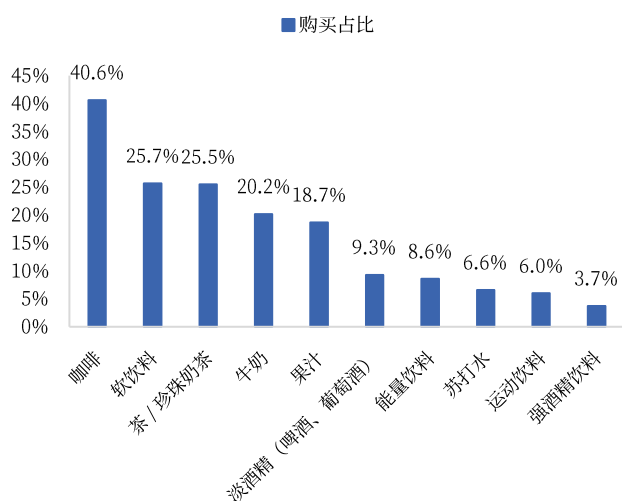
资料来源：各国统计局，中国银河证券研究院

图49：我国现制茶饮消费人群画像



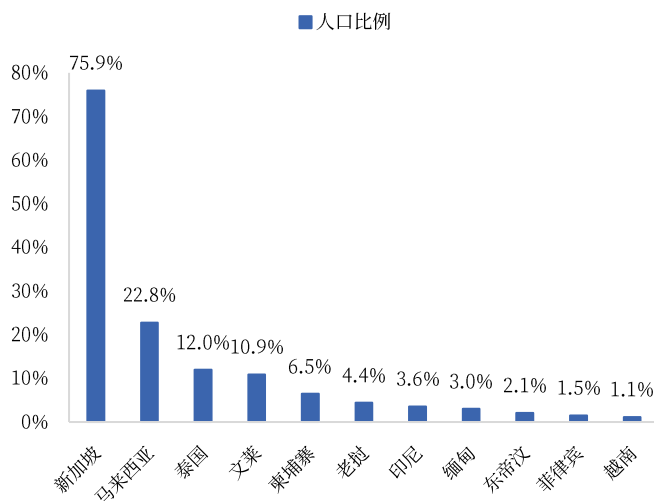
资料来源：MobTech 研究院，中国银河证券研究院

图50：2022 年东南亚地区一周内购买饮品品类占比



资料来源：Statista, EqualOcean, 中国银河证券研究院

图51：华侨在东南亚国家人口中占比



资料来源：世界华商组织联盟，中国银河证券研究院

东南亚市场扩容空间充分,我们测算市场可容纳的茶饮门店规模约 6.8 万家。据我们抽样统计,中国三线及四线城市的平均的人均 GDP 分别为 12566 美元和 9249 美元,对比下显著高于多数东南亚国家的人均 GDP 水平,因此我们选择以中国三线及以下城市的现制茶饮门店密度作为参照物。据灼识咨询数据显示,中国目前三线及以下城市的现制茶饮门店密度为每万人 2.73 家门店,我们以中国城镇化率和人均 GDP 为基数,计算出东南亚重点国家对应指标与中国之间的倍数作为调整系数以对各国的门店密度进行估算。同时,考虑到新加坡独特的经济发展水平,我们假设其门店密度与我国一线城市一致,可达到每万人 4.74 家门店。我们预测,随着现制茶饮产品渗透逐渐加深、消费者教育逐步完善,东南亚地区可支撑的现制茶饮门店规模约 6.8 万家。

表6：以中国门店为基数对东南亚重点国家现制茶饮门店规模展望

	人口数量 (万人)	城镇化率 (%)	城镇化率 调整系数	人均 GDP (美元)	人均 GDP 调整系数	整体调整 系数	每万人门店数量	门店数量 预测值
中国	140,967	66%	1.00	12175	1.00	1.00	4.39	618,415
印度尼西亚	28,119	58.57%	0.89	4193	0.34	0.30	0.83	23,403
马来西亚	11,489	48.29%	0.73	11430	0.94	0.69	1.87	21,490

泰国	7,170	53.61%	0.81	6394	0.53	0.43	1.16	8,330
菲律宾	11,489	48.29%	0.73	3746	0.31	0.22	0.61	7,043
越南	10,035	39.48%	0.60	3760	0.31	0.18	0.50	5,049
新加坡	592	100.00%	/	/	/	/	4.74	2,805
柬埔寨	1,742	25.57%	0.39	2084	0.17	0.07	0.18	315
合计								68,434

资料来源：红餐大数据，世界银行，国家统计局，马来西亚央行，中国银河证券研究院

2024 年海外业务步入巩固期，预计调整完毕后仍有进一步拓展空间

供应链优势+代理商资源，高性价比策略推动蜜雪在东南亚市场实现快速增长。2018 年蜜雪冰城在越南开出来第一家直营店，标志着公司在东南亚扩张的起点，此后公司先后通过优惠的加盟政策（初期越南蜜雪店加盟成本仅需 6-7 亿越南盾（18-20 万元），且公司推出了定向优惠、免除部分加盟费、管理费打折等一些列扶持政策）、借助 OPPO 和 VIVO 经销商资源在印尼、越南等市场快速拓店。同时，公司依托供应链优势，在海外依然采取高性价比策略。对比蜜雪冰城及同地区其他茶饮品牌热销单品价格，蜜雪定价仍处于较低区间，尤其是单品冰鲜柠檬水单价在东南亚依旧可以做到同业内最低。

表7：各国蜜雪和周边茶饮品牌热门单品价格范围（单位：本国货币）

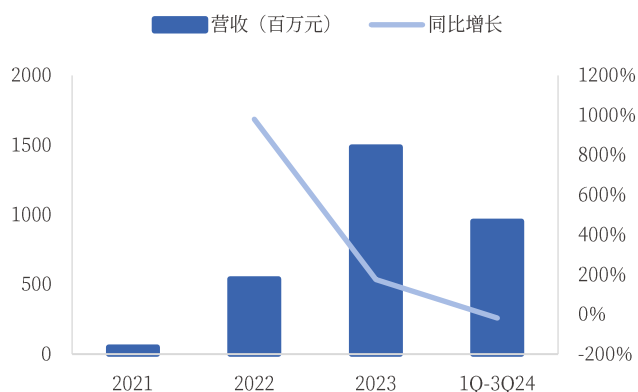
新加坡		马来西亚		泰国		越南		印尼	
蜜雪-柠檬水	3.7	蜜雪-柠檬水	4	蜜雪-柠檬水	35	蜜雪-柠檬水	18000	蜜雪-柠檬水	12000
蜜雪冰城	5.2	蜜雪冰城	6-7	蜜雪冰城	50	蜜雪冰城	14000-28000	蜜雪冰城	18000-21000
KOI	6.7	LIHO TEA	7.9-16.9	KOLI	65-90	Tocotoco	30000-38000	Esteh Indonesia	10000-20000
贡茶	5.5-6.3	Tealive	11.9	霸王茶姬	125	鹿角巷	52000-65000	Chatime	22000-27000
iTEA	4.3-6.1	贡茶	13.5-16	CoCo 都可	65-90	贡茶	65000-73000	Kopi Kenangan	20000-25000

资料来源：Deliveroo, foodpanda, gofood, 中国银河证券研究院

预计 2024 年海外扩张短暂进入调整期，后续伴随供应链与管理改善，有望重启增长。伴随品牌势能迅速提升及门店扩张，公司海外营收由 2021 年的 501 万元增长至 2023 年的 14.9 亿元，CAGR~445%。但据公司 IPO 数据，预计 2024 年公司海外营收有所下滑，其中 3Q24 公司海外营收 9.5 亿元/同比-19%。我们预计公司海外业绩下滑主要源于东南亚快速扩张过程中，由于管理半径扩张太快，导致开店质量和供应链能力难以跟上，尤其是早年 VIVO 和 OPPO 经销商主要以财务投资为主，本身作为手机经销商对茶饮门店经营缺乏经验。

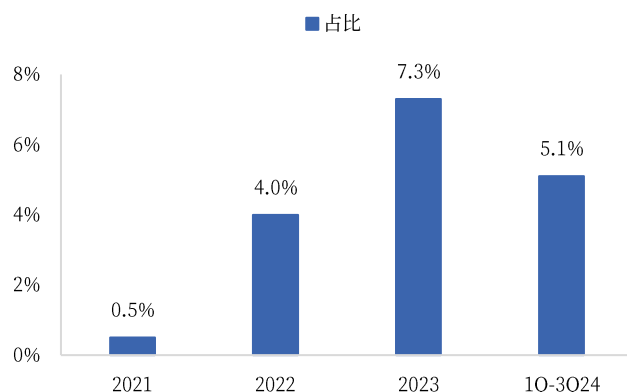
整体而言，正如我们在行业深度报告《现制饮品：中国餐饮品牌的全球化连锁曙光》中所述，在经历国内高度竞争后，中国现制饮品品牌普遍拥有完整的供应链能力及运营管理能力，蜜雪海外业务短期虽将经历调整，但在公司持续投入海外供应链建设，以及调整海外团队组织架构、优化加盟商及开店质量后，仍有望凭借优异的品牌势能和供应链优势，持续扩张其海外市场份额。根据公司招股书，IPO 募资款预计将有 12%（约 4 亿港币）将用于搭建海外供应链，如在东南亚建设多功能供应链中心以提升公司在本地的生产能力和成本效率，未来伴随东南亚地区供应链的持续完善，将有效降低东南亚地区的运营和加盟商物料成本，在提升公司毛利率的同时有望进一步优化产品价格，同时给予加盟商更加全面且稳定物料供应，使公司产品在地区内更加具有价格竞争力并提升加盟商满意度。

图52: 蜜雪集团海外地区营收及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图53: 蜜雪集团海外业务在总营收中占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 对比泡泡玛特, “雪王”的 IP 价值或被低估

打造行业内最强 IP, “雪王”已成为品牌扩大影响力的重要工具。公司于 2018 年推出了 IP “雪王”并将其打造成为了中国现制饮品行业中唯一的超级 IP。公司围绕“雪王”IP 持续推出优质的视频内容以与消费者建立联系并培养高参与度和互动性的消费者和粉丝群体, 根据公司最新统计, “雪王”和“我爱你, 你爱我, 蜜雪冰城甜蜜蜜”主题曲相关话题在主要社交平台上的累计曝光量分别超过 195 亿次和 97 亿次, 2023 年 8 月推出的《雪王驾到》系列动画累计播放量已超过 2.2 亿次, 另一部动画《雪王之奇妙沙州》也于 2024 年 12 月 21 日推出。另外, 公司将线上营销与线下营销相结合, 通过定期开展雪王巡游活动、举办多场音乐节等活动增进消费者与品牌的互动。除了基础“雪王”形象外, 公司还根据不同故事背景和角度开发了多款 IP 形象, 例如“阿桔”形象是河南暴雨期间一名小朋友被雪王捐款行为感动, 去店里留下捐款并留下纸条落款“阿桔”, 自此一个新的 IP 形象诞生。

图54: “雪王”IP 的部分应用场景



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图55: 部分“雪王”IP 细分形象



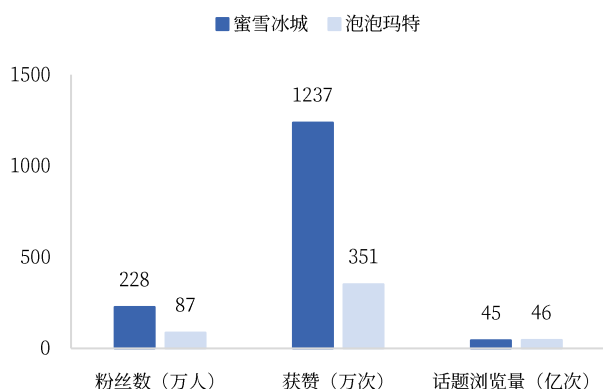
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

1) 产品受众群体: 蜜雪冰城主打日常消费, 受众群体规模天然庞大。蜜雪冰城主要产品包括现制茶饮及冰淇淋, 属于高频、低客单价的快消品, 消费场景覆盖日常解渴、休闲社交等大众化需求, 核心客群为对价格敏感的消费者, 尤其是 30 岁以下的年轻消费者和学生群体。2023 年公司共售出 74 亿杯饮品, 以中国人均 22 杯的现制饮品年消费量计算, 蜜雪触及客户可达 3.4 亿人次。泡泡玛特产品以盲盒、手办、IP 相关周边等为主, 消费场景主要集中于潮流文化消费, 用户购买多来

源于收集欲、体验感、和文化社交等情绪需求，其主要消费群体聚焦于年轻一代、对潮流文化和潮流玩具有着浓厚兴趣的消费者，且女性占比较大。

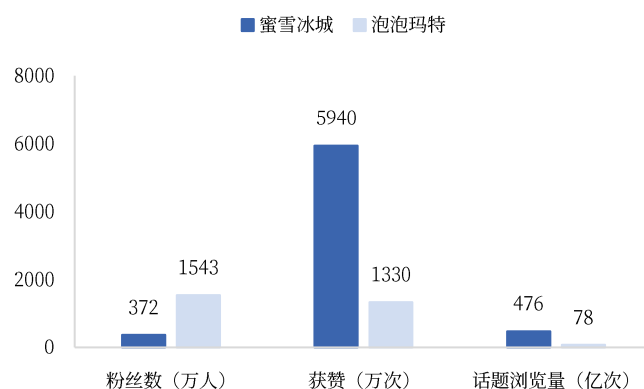
2) IP 影响力对比：“雪王”凭借大众化产品和现象级营销影响力迅速扩张，粉丝基数庞大。公司凭借“雪王”IP 和洗脑主题曲“我爱你，你爱我，蜜雪冰城甜蜜蜜”成功在互联网上形成病毒式传播，社交平台曝光量在百亿级别，截至 2024 年 9 月 30 日，蜜雪冰城注册会员数约 3.15 亿，全社交媒体粉丝数超过 4700 万，相比 2023 年公司 4.3 亿的受众群体来看公司会员和粉丝渗透率仍有提升空间。而据泡泡玛特 1H24 中报显示，截至报告期公司注册会员数达 3893 万人次。从主流社交媒体平台数据来看，蜜雪冰城的账号互动和点赞情况明显优于泡泡玛特，主要由于泡泡玛特账号仅发布产品相关信息，而蜜雪冰城则以雪王形象拍摄各种类型“魔性”剧情和短视频，吸引用户参与互动。

图56：品牌小红书运营数据



资料来源：公司官方小红书账号，中国银河证券研究院

图57：品牌抖音运营数据



资料来源：公司官方抖音账号，中国银河证券研究院

“雪王”IP 价值极高，看好未来多途径拓展变现方式。雪王 IP 目前已具有较大影响力，其社交媒体矩阵互动量和粉丝规模庞大。公司预计将上市所得款项的 7%（约 2.3 亿港元）用于持续深耕品牌 IP，通过推出更加多元形式的优质内容（动画系列、电影及特色商品）和持续和各大领先品牌开展 IP 联名合作。我们认为，目前雪王 IP 的使用场景和产品结构还较为简单，应用品类仍缺乏广度，未来随着“雪王”IP 影响力和认知度进一步提升，公司有望更深层次探索 IP 变现价值并增加品牌的市场接触点，如推出“雪王”系列盲盒玩偶或将其形象融入更多日常产品中，推出主题家居装饰、个性文具或季节性服装系列等。

四、盈利预测与估值

（一）业务拆分

考虑到国内市场仍有开店空间且公司持续开辟东南亚市场,公司未来门店规模预计将稳步提升,门店规模的增长下将有效推动营收增长。

表8: 分业务收入预测

单位: 百万元	2024	2025E	2026E	2027E
商品销售	23,452	27,860	31,951	34,022
YOY	22.40%	18.79%	14.68%	6.48%
毛利率	31.6%	32.3%	32.7%	33.4%
设备销售	756	937	994	1,056
YOY	2.69%	23.92%	6.02%	6.24%
毛利率	19.9%	19.4%	20.0%	20.1%
加盟和相关服务	52.83%	11.71%	10.32%	7.15%
YOY	24829	29490	33708	35896
毛利率	80.4%	80.7%	81.0%	81.6%

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

（二）绝对估值

采用 FCFF 法我们对公司进行绝对估值,主要参数设定及依据如下表所示。以公司 2025 年 3 月 27 日股本为基准,在加权平均成本(WACC)为 6.13%、永续增长率(g)为 1%是,公司合理每股价值为 555.36 元(约 594.48 港元)。在加权平均成本(WACC)正负波动 0.5%,永续增长率(g)正负波动 0.5%的情况下,合理每股股价为 451.77-619.51 元。

表9: FCFF 估值参数假设及说明

参数	假设数值	假设参数说明
无风险利率 Rf	1.88%	参考中国 10 年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	6.74%	参考恒生指数近三年平均年化收益率
贝塔系数β	0.87	参考奈雪的茶、茶百道和百胜中国近一年 Beta 的平均值
加权平均资本成本 WACC	6.13%	$WACC = K_d * W_d(1-T) + K_e * (1-W_d)$ 计算得到
过渡期(4-6 年)增长率	11%	假设过渡期公司年均复合增长率 11%
过渡期(7-10 年)增长率	8%	假设过渡期公司年均复合增长率 8%
永续增长率 g	1%	假设公司永续增长率 1%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表10: FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 (g)	加权平均资本成本 (WACC)						
	4.63%	5.13%	5.63%	6.13%	6.63%	7.13%	7.63%
0.00%	619.85	559.93	509.99	467.77	431.63	400.37	373.09

0.50%	667.37	597.37	540.01	492.20	451.77	417.15	387.20
1.00%	726.39	642.89	575.89	520.98	475.19	436.46	403.29
1.50%	801.66	699.43	619.51	555.36	502.77	458.92	421.81
2.00%	900.96	771.54	673.69	597.16	535.73	485.36	443.34

资料来源：wind，中国银河证券研究院

（三）相对估值

选取业务相近的标的进行比较，以 3 月 26 日收盘价为准，蜜雪集团 2025/2026/2027 年 EPS 为 13.9 元/16.0 元/18.0 元，PE 估值分别为 30X/26X/23X，未来估值高于可比公司水平，主要由于公司稳坐茶饮行业龙头地位，其门店规模和供应链管理能力和与同业公司形成断层优势，且未来下沉市场+海外扩张双轮驱动公司业绩增长，配合“雪王”IP 变现价值广阔，未来具有高成长和高盈利潜力。

表11：可比公司对应估值数据（截止 2025 年 3 月 26 日）

股票代码	股票名称	收盘价（元）	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2097.HK	蜜雪集团	410.40000	13.81	16.02	17.96	29.72	25.62	22.85
1364.HK	古茗*	16.42000	0.74	0.92		22.19	17.85	
2555.HK	茶百道*	9.24000	0.74	0.86		12.49	10.74	
6862.HK	海底捞*	17.62000	0.93	1.01	1.12	18.95	17.45	15.73
9987.HK	百胜中国*	405.00000	18.33	19.93	21.55	22.09	20.32	18.79
均值			5.19	5.68	11.34	18.93	16.59	17.26

资料来源：wind，中国银河证券研究院（注：*表示采用 wind 一致预期）

五、风险提示

1) 消费力疲软的风险：蜜雪集团的业务发展高度依赖于消费者的购买力。近期由于宏观经济不确定性增加，居民收入增长放缓，可能导致消费者对非必需品的支出减少。如果农村或小城市的经济增长未达预期，可能会直接影响到蜜雪集团的销售业绩，从而对公司的收入和盈利能力造成负面影响；

2) 海外业务拓展不及的风险：蜜雪集团在海外市场的拓展是其未来增长的一个重要战略方向。然而，文化差异、当地市场竞争格局以及监管环境的不确定性都可能对其海外业务的成功构成挑战。如果海外拓展的进度和效果未能达到预期，可能会影响蜜雪集团的整体市场表现和投资者对其增长潜力的预期；

3) 原材料价格上升的风险：蜜雪集团作为餐饮企业，其成本结构中有相当一部分是原材料成本，特别是奶制品和茶叶。全球市场原材料价格的波动，尤其是在经济通胀环境中，可能导致成本显著上升。如果蜜雪集团无法有效通过提价或成本控制措施来抵消原材料成本的增加，其利润率可能受到压缩，进而影响到公司的估值和投资吸引力。

图表目录

图 1: 蜜雪冰城发展历程.....	3
图 2: 全球前五大现制饮品企业 2023 年终端零售额市场规模占比	4
图 3: 全球前五大现制茶饮企业现制饮品门店数量 (2023)	4
图 4: 核心产品及定价.....	4
图 5: 蜜雪集团股权结构图	5
图 6: 蜜雪集团门店数量及加盟店占比	6
图 7: 蜜雪集团门店分布 (按地区分类)	6
图 8: 蜜雪集团营收及增速	7
图 9: 蜜雪集团营收拆分 (按业务类型分类)	7
图 10: 蜜雪集团毛利拆分 (按业务类型分类)	7
图 11: 蜜雪集团历年毛利率 (按业务类型分类)	7
图 12: 蜜雪集团费用率	8
图 13: 蜜雪集团净利率和 ROE.....	8
图 14: 蜜雪集团现金流表拆分 (亿元)	8
图 15: 蜜雪集团现金及现金等价物 (亿元)	8
图 16: 2024 年公司流动资产结构	9
图 17: 2024 年公司非流动资产结构	9
图 18: 2024 年公司流动负债结构	9
图 19: 2024 年公司非流动负债结构	9
图 20: 全球现制饮品市场规模及增速	10
图 21: 现制饮品占全球饮料市场百分比	10
图 22: 全球现制饮品规模及增量空间 (以地区分类)	11
图 23: 各国现制饮品市场终端销售额 2023-2028 CAGR.....	11
图 24: 2023 年现制饮品消费量占饮用水摄入总量百分比	11
图 25: 2023 年人均现制饮品年消费量 (杯/年)	11
图 26: 中国现制饮品市场规模 (十亿人民币)	12
图 27: 中国现制茶饮市场规模和增速	12
图 28: 现制茶饮市场规模按城市线级分类 (十亿元)	12
图 29: 不同线级城市现制茶饮市场规模增速	12
图 30: 中国现制饮品市场拆分.....	13
图 31: 中国现制饮品市场各品类增速	13
图 32: 幸运咖部分产品	13

图 33: 古茗部分现磨咖啡产品.....	13
图 34: 中国现磨咖啡市场拆分.....	14
图 35: 中国现磨咖啡市场复合增速（以城市线级分类）.....	14
图 36: 中国现制茶饮市场规模增速（按价格分类）.....	14
图 37: 2021 年-2024 年主要茶饮品牌客单价变化（元）.....	14
图 38: 头部现制饮品品牌历年净开店数.....	15
图 39: 头部现制饮品品牌门店数量.....	15
图 40: 2023 年现制茶饮市场竞争格局（以终端销售额统计）.....	16
图 41: 2023 年现制茶饮市场竞争格局（以出杯量统计）.....	16
图 42: 各茶饮品牌热销单品价格对比（元）.....	17
图 43: 蜜雪集团自主运营仓库全国覆盖情况.....	19
图 44: 农村及城镇人均可支配收入增速.....	20
图 45: 蜜雪冰城乡镇店门店实景.....	20
图 46: 东南亚 TOP3 茶饮品牌市场份额（以出杯量口径计算）.....	20
图 47: 公司海外门店数量（按国家分类）.....	20
图 48: 东南亚各国 30 岁以下人口占比.....	21
图 49: 我国现制茶饮消费人群画像.....	21
图 50: 2022 年东南亚地区一周内购买饮品品类占比.....	21
图 51: 华侨在东南亚国家人口中占比.....	21
图 52: 蜜雪集团海外地区营收及增速.....	23
图 53: 蜜雪集团海外业务在总营收中占比.....	23
图 54: “雪王” IP 的部分应用场景.....	23
图 55: 部分“雪王” IP 细分形象.....	23
图 56: 品牌小红书运营数据.....	24
图 57: 品牌抖音运营数据.....	24
表 1: 公司高级管理层介绍.....	5
表 2: 蜜雪冰城加盟费要求.....	6
表 3: 部分连锁餐饮/现制饮品品牌的价格调整策略.....	15
表 4: 五大生产基地运营信息.....	18
表 5: 蜜雪冰城工厂产能和产量情况（单位：万吨）.....	18
表 6: 以中国门店为基数对东南亚重点国家现制茶饮门店规模展望.....	21
表 7: 各国蜜雪和周边茶饮品牌热门单品价格范围（单位：本国货币）.....	22
表 8: 分业务收入预测.....	25
表 9: FCFF 估值参数假设及说明.....	25
表 10: FCFF 估值敏感性分析.....	25
表 11: 可比公司对应估值数据（截止 2025 年 3 月 26 日）.....	26

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,896	17,859	24,750	31,942
现金	4,335	8,410	12,668	17,854
应收账款及票据	26	34	38	40
存货	2,215	2,767	3,086	3,272
其他	5,320	6,648	8,958	10,775
非流动资产	7,887	7,885	7,883	7,881
固定资产	5,318	5,318	5,318	5,318
无形资产	424	424	424	424
其他	2,145	2,143	2,141	2,139
资产总计	19,783	25,745	32,633	39,823
流动负债	4,517	5,216	6,000	6,345
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,767	1,994	2,300	2,412
其他	2,750	3,222	3,700	3,934
非流动负债	206	206	206	206
长期债务	0	0	0	0
其他	206	206	206	206
负债合计	4,723	5,421	6,205	6,551
普通股股本	360	360	360	360
储备	14,596	19,837	25,917	32,734
归属母公司股东权益	14,956	20,197	26,277	33,094
少数股东权益	105	126	150	178
股东权益合计	15,061	20,323	26,427	33,272
负债和股东权益	19,783	25,745	32,633	39,823

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0	5,262	5,840	6,606
净利润	4,437	5,241	6,080	6,818
少数股东权益	18	21	24	27
折旧摊销	0	0	0	0
营运资金变动及其他	-4,454	0	-264	-239
投资活动现金流	0	-1,188	-1,582	-1,420
资本支出	0	0	0	0
其他投资	0	-1,188	-1,582	-1,420
筹资活动现金流	0	0	0	0
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
现金净增加额	0	4,075	4,258	5,186

资料来源：公司公告，中国银河证券研究

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,829	29,490	33,708	35,896
其他收入	0	0	0	0
营业成本	16,769	19,752	22,456	23,658
销售费用	1,599	2,064	2,360	2,333
管理费用	755	885	1,011	1,077
研发费用	105	133	152	144
财务费用	6	0	0	0
除税前溢利	5,811	6,924	8,032	9,006
所得税	1,356	1,662	1,928	2,161
净利润	4,454	5,262	6,104	6,845
少数股东损益	18	21	24	27
归属母公司净利润	4,437	5,241	6,080	6,818
EBIT	5,817	6,924	8,032	9,006
EBITDA	5,817	6,924	8,032	9,006
EPS（元）	12.32	13.81	16.02	17.96

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22.29%	18.77%	14.31%	6.49%
归属母公司净利润	41.41%	18.14%	16.00%	12.13%
毛利率	32.46%	33.02%	33.38%	34.09%
销售净利率	17.87%	17.77%	18.04%	18.99%
ROE	29.66%	25.95%	23.14%	20.60%
ROIC	29.61%	25.89%	23.10%	20.57%
资产负债率	23.87%	21.06%	19.02%	16.45%
净负债比率	-28.78%	-41.38%	-47.94%	-53.66%
流动比率	2.63	3.42	4.13	5.03
速动比率	1.85	2.68	3.37	4.29
总资产周转率	1.44	1.30	1.15	0.99
应收账款周转率	917.94	987.94	941.08	919.76
应付账款周转率	10.87	10.50	10.46	10.04
每股收益	12.32	13.81	16.02	17.96
每股经营现金流	0.00	13.86	15.38	17.40
每股净资产	39.40	53.20	69.22	87.18
P/E	-	29.72	25.62	22.85
P/B	-	7.71	5.93	4.71
EV/EBITDA	-0.75	21.29	17.82	15.32

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾嘉闻 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn