

【广发批零社服&海外】蜜雪集团 (02097.HK)

从峥嵘岁月中来，引领现制饮品星辰大海

核心观点：

- **聚焦高质平价的全球现制饮品龙头。**公司旗下有蜜雪冰城、幸运咖两大品牌，均差异化聚焦6元左右价格带产品，截至24年底全球门店数4.6万+家，其中国内4.1万+家、海外近5000家，是全球门店数最多的现制饮品企业；23年公司现制饮品出杯量全球第二（74亿杯）、中国第一（69亿杯），GMV全球第四（478亿元）、中国第一（447亿元）。
- **卡位格局较好的价格带，供应链能力领先。**蜜雪冰城核心产品价格带为2-8元，是头部中唯一聚焦10元以下价位的品牌。完善的供应链建设为极致性价比的基石，公司现已拥有业内规模最大的高度数字化端到端供应链体系，拥有五大生产基地，是中国现制饮品供应链领域中生产品类最全、规模最大的企业，提供给加盟商的饮品食材60%+为自产、为业内最高，其中核心饮品食材100%自产；仓储体系规模为行业内最大，物流覆盖广度和深度为业内最高，配送效率领先。
- **咖啡+出海有望贡献增量。**幸运咖复用公司强大的供应链快速发展，已成为23年中国现制咖啡TOP5品牌，通过战略性布局低线城市、乡镇店，未来有望充分受益低线城市增长机遇。蜜雪冰城18年开始出海，已成为东南亚最大的现制茶饮品牌，随着海外供应链的完善，未来在海外有望复制在国内市场的成功。
- **盈利预测与投资建议：**预计25-27年公司归母净利润分别为51.3、57.9、64.0亿元。公司供应链建设全面且完善，门店数遥遥领先、经营保持稳健，拥有业内稀缺的高知名度IP、品牌认知度强，咖啡及出海有望打开增量。给予公司2025年32倍PE，对应合理价值为466.31港元/股，给予“买入”评级。（采用即期汇率1港币=0.927人民币）
- **风险提示：**宏观经济波动，门店扩张不及预期，市场竞争加剧。

盈利预测：（除非特别注明，本文货币为人民币）

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,302	24,829	28,418	31,884	35,056
增长率 (%)	49.6%	22.3%	14.5%	12.2%	9.9%
EBITDA	4,381	5,710	6,881	7,700	8,475
归母净利润	3,137	4,437	5,128	5,787	6,397
增长率 (%)	57.1%	41.4%	15.6%	12.8%	10.5%
EPS (元/股)	-	-	13.51	15.24	16.85
市盈率 (P/E)	-	-	27.7	24.6	22.2
ROE (%)	30.1%	29.6%	21.6%	19.6%	17.8%
EV/EBITDA	-	-	18.8	16.0	13.8

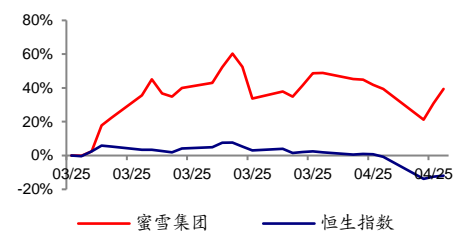
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	404.20 港元
合理价值	466.31 港元
报告日期	2025-04-09

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	379.62/150.88
总市值/流通市值 (百万港元)	153442/60987
一年内最高/最低 (港元)	465.00/289.60
30 日日均成交量/成交额 (百万)	0.90/362.38
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	39.38/39.38

相对市场表现



分析师：

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001

SFC CE No. AOB364



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

分析师：

方心诣



SAC 执证号: S0260524050001



fangxinyi@gf.com.cn

请注意，方心诣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：

罗艺

shluoyi@gf.com.cn

目录索引

一、蜜雪集团：聚焦高质平价的全球现制饮品龙头	5
（一）从寒流创冰到全球龙头，极致性价比为品牌基因	5
（二）股权结构集中，创始人掌舵	6
（三）门店快速扩张，同店相对稳健	7
二、现制饮品行业：扩容空间大，头部玩家突围	13
（一）市场规模：供需共振的成长型赛道，规模快速提升	13
（二）竞争格局：集中度持续提升，蜜雪冰城领衔	17
三、看点：强供应链为极致性价比奠基，咖啡+出海有望贡献增量	20
（一）卡位格局较好的价格带，供应链能力领先	20
（二）坐拥稀缺的高知名度 IP，自带流量	25
（三）幸运咖复用供应链，打造第二曲线	27
（四）出海先行者，将高质平价带向全球	28
四、盈利预测和投资建议	31
（一）业务拆分及收入预测	31
（二）估值分析与投资建议	33
五、风险提示	35

图表索引

图 1: 蜜雪集团主要产品及门店分布 (截至 24Q3)	5
图 2: 蜜雪集团发展历程	6
图 3: 蜜雪集团股权结构 (紧接全球发售完成后)	6
图 4: 蜜雪冰城门店数及变动情况 (家)	10
图 5: 主要现制茶饮品牌闭店率对比	10
图 6: 蜜雪冰城加盟商数及变动情况 (家)	10
图 7: 主要现制茶饮品牌加盟商流失率对比	10
图 8: 主要现制茶饮品牌门店城市分布情况对比	11
图 9: 蜜雪冰城总 GMV 及增速	11
图 10: 蜜雪冰城与古茗同店 GMV 增速	11
图 11: 全球现制饮品市场规模有望加速增长, 东南亚及中国增速领先	13
图 12: 23 年现制饮品消费量占饮用水摄入量比重	13
图 13: 23 年人均现制饮品消费量 (杯/年)	13
图 14: 中国现制饮品及各细分赛道市场规模 (亿元)	14
图 15: 中国现制茶饮行业发展历程	14
图 16: 中国现制茶饮店及细分市场规	15
图 17: 23 年中国现制茶饮人均年消费量 (杯)	16
图 18: 中国现制咖啡店市场规模 (亿元)	16
图 19: 东南亚现制饮品市场规模 (亿美元)	17
图 20: 23 年中国现制茶饮竞争格局 (GMV 口径)	19
图 21: 23 年中国现制茶饮竞争格局 (出杯量口径)	19
图 22: 23 年中国现制茶饮竞争格局 (门店数口径)	19
图 23: 23 年三线及以下城市现制茶饮竞争格局	19
图 24: 蜜雪冰城在中国现制茶饮市场市占率	19
图 25: 主要现制茶饮品牌卡位价格带 (元)	20
图 26: 主要现制茶饮品牌大单品对比	20
图 27: 公司全球采购覆盖六大洲 38 个国家	21
图 28: 领先的产品销量奠定蜜雪原材料采购规模优势	21
图 29: 公司七大类食材产能 (万吨)	22
图 30: 公司七大类食材产能利用率	22
图 31: 主要现制茶饮品牌仓储环节对比	23
图 32: 蜜雪集团供应链体系优势示意图	24
图 33: 雪王 IP 相关内容创作与运营	25
图 34: 主要现制茶饮品牌注册会员数 (亿人)	25
图 35: 蜜雪冰城线上营销	26
图 36: 蜜雪冰城线下营销	26
图 37: 主要现制茶饮品牌营销及推广开支率对比	26
图 38: 主要现制咖啡品牌价格带对比 (元)	27
图 39: 主要现制咖啡品牌区域分布对比	28

图 40: 主要现制咖啡品牌乡镇店占比	28
图 41: 蜜雪冰城海外门店数变化.....	29
图 42: 蜜雪冰城海外门店分布 (截至 24Q3)	29
图 43: 东南亚及中国现制茶饮连锁化率 (23 年)	30
图 44: 公司海外收入及占比	30
图 45: 公司海外与中国内地毛利率对比.....	30
图 46: 公司营业收入及增速	31
图 47: 公司归母净利润及增速	31
图 48: 公司毛利率及归母净利率.....	31
图 49: 公司主要费用率	31
表 1: 公司主要董事及高管简介.....	7
表 2: 蜜雪集团主营业务概览	8
表 3: 主要现制茶饮品牌收入及毛利结构对比.....	8
表 4: 公司中国内地及海外加盟费梳理.....	9
表 5: 主要现制茶饮品牌中国内地前期加盟投入及持续加盟费对比.....	9
表 6: 主要现制茶饮品牌经营数据对比.....	12
表 7: 全球现制饮品行业主要玩家梳理 (2023 年)	17
表 8: 中国现制饮品行业主要玩家梳理 (2023 年)	18
表 9: 主要现制茶饮品牌采购环节对比.....	21
表 10: 公司拥有五大生产基地 (截至 24Q3)	22
表 11: 主要现制茶饮品牌生产环节对比	23
表 12: 主要现制茶饮品牌物流环节对比.....	24
表 13: 主要现制饮品品牌社交平台粉丝数对比 (万人)	26
表 14: 主要现制茶饮品牌布局咖啡品类情况对比	27
表 15: 幸运咖主要产品及售价	27
表 16: 中国现制咖啡主要玩家对比 (23 年)	28
表 17: 中国主要现制饮品品牌出海情况梳理	29
表 18: 东南亚前三大现制茶饮品牌对比 (23 年)	30
表 19: 蜜雪集团主要经营数据拆分及假设	32
表 20: 蜜雪集团主营业务拆分及预测	33
表 21: 蜜雪集团主要费用拆分	33
表 22: 可比公司盈利预测及估值.....	34

一、蜜雪集团：聚焦高质平价的全球现制饮品龙头

（一）从寒流刨冰到全球龙头，极致性价比为品牌基因

主打高质平价的现制饮品龙头。据公司招股书，公司旗下现有蜜雪冰城（1997年成立）、幸运咖（2017年成立）两大品牌，均差异化聚焦6元左右价格带产品，致力于向消费者提供高质平价产品。截至24年底，公司全球门店数超4.6万家，其中国内超4.1万家、海外近5000家（覆盖11个国家），是全球门店数最多的现制饮品企业；23年公司现制饮品出杯量全球第二（74亿杯）、中国第一（69亿杯），GMV全球第四（478亿元）、中国第一（447亿元）。

图1：蜜雪集团主要产品及门店分布（截至24Q3）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

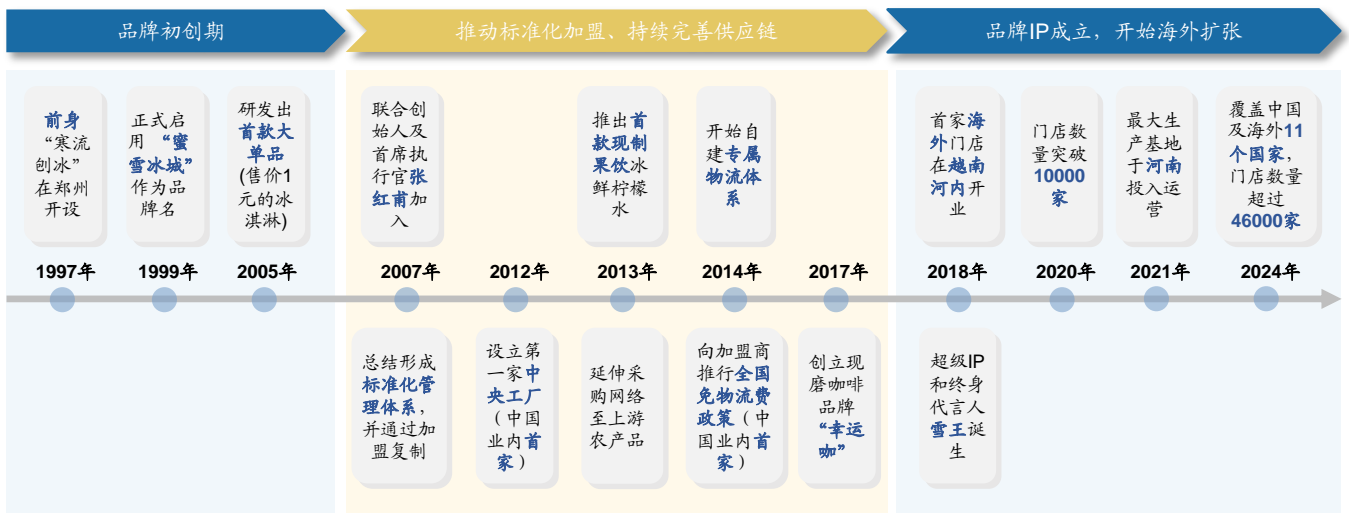
蜜雪冰城前身为创始人张红超于1997年创立的寒流刨冰，出身草根的张红超用一台自制的刨冰机和自熬制的原料开启了在现制饮品行业的探索。1999年蜜雪冰城正式被用作品牌名，“蜜雪”代表浇上果酱的刨冰吃起来像甜蜜的雪，“冰城”则代表冰品产品系列丰富。创业早期即便条件艰苦，张红超仍坚持极致性价比，通过计算原材料和耗材成本、加上微薄的毛利为产品定价，尽可能通过放量来摊低人工、水电等费用。2005年蜜雪冰城首款标志性产品售价1元的蛋筒冰淇淋问世，2013年推出首款用鲜果制作的产品冰鲜柠檬水，助力品牌进一步打开市场。2018年蜜雪冰城推出IP雪王，结合接地气的主题曲，品牌形象日益深入人心。

为夯实极致性价比的基石，蜜雪冰城较早认识到供应链的重要性，2012年便设立了第一家中央工厂，成为现制饮品行业中首个自建中央工厂的品牌，2014年开始自建专属物流体系，实现原材料稳定高质量供应的同时也通过规模化优化成本。公司已拥有中国现制饮品行业中规模最大的高度数字化端到端供应链体系，生产品类最全且规模最大，仓储体系覆盖广度和下沉深度最高。

门店扩张方面，2007年张红超之弟张红甫加入蜜雪冰城后，逐步总结形成一套标准化运营管理体系，开启加盟。到2016年门店突破3000家后，蜜雪冰城开始面临供应链压力，同时在巡店过程中也发现了不少加盟店并未落地运营标准，因此开启

“盘根”行动，主动放慢拓店节奏，扎牢根系后再出发。蜜雪冰城于2018年开始出海、在越南河内开设首店，现已成为东南亚最大的现制茶饮品牌(23年按出杯量计)。

图2: 蜜雪集团发展历程

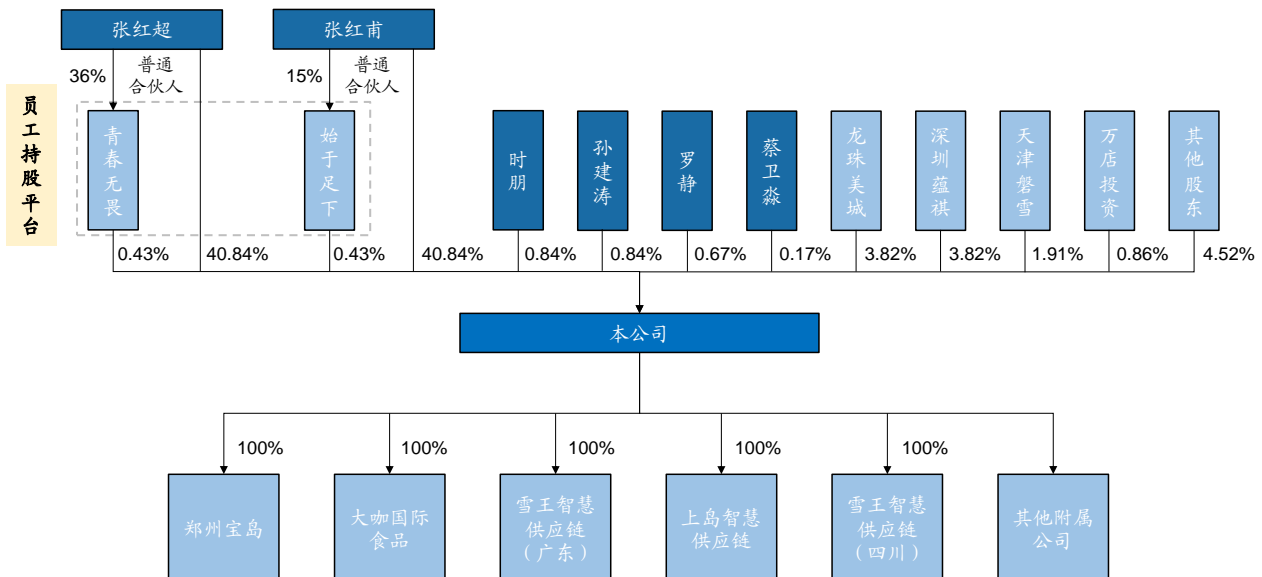


数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

(二) 股权结构集中, 创始人掌舵

股权结构集中, 股权激励充分。据公司招股书, 紧接全球发售完成后, 公司创始人张红超、张红甫为一致行动人, 合计持股约82%, 为公司实控人; 员工持股平台青春无畏和始于足下均于20年5月成立, 截至最后可行日期分别有26名及28名有限合伙人, 张红超、张红甫分别担任两个平台的普通合伙人(负责管理及行政), 持有其36%、15%的权益; 另外, 蜜雪冰城中国运营负责人时朋、监事孙建涛、前执行董事罗静、执行董事兼前端供应链负责人蔡卫森合计持股2.52%。

图3: 蜜雪集团股权结构(紧接全球发售完成后)



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

创始人把控公司发展方向，核心管理团队成长于公司内部。据公司招股书，创始人张红超任公司董事长，全面负责公司发展战略和企业文化；联合创始人张红甫任CEO，全面负责公司整体经营管理并领导公司高管团队；蜜雪冰城中国运营负责人时朋为创始人表弟，2003年便已加入公司，与公司共度创业前期的艰辛；前端供应链负责人蔡卫淼和后端供应链负责人赵红果均是从门店店员做起，拥有丰富的一线运营经验，在供应链发展和完善过程中起到重要作用。

表 1: 公司主要董事及高管简介

姓名	年龄	职位	主要职责	加入时间	任职时间	履历
张红超	48 岁	董事长	全面负责公司发展战略和企业文化	1997 年	2008-04-30	毕业于河南财经政法大学，目前于长江商学院攻读 EMBA。蜜雪冰城品牌创始人，带领品牌推出了新鲜冰淇淋、冰鲜柠檬水等标志性产品，打造端到端的供应链体系。
		执行董事				
张红甫	40 岁	首席执行官	全面负责公司整体经营管理并领导公司高管团队	2007 年	2017-12-11	目前于长江商学院攻读 DBA。公司联合创始人，2007 年加入后基于亲自运营门店的成功经验总结形成了一套标准化运营管理体系，并通过加盟复制，持续打造夯实公司在品牌建设、门店运营、市场营销、产品管理等方面核心能力。
		执行董事			2019-01-07	
蔡卫淼	36 岁	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	2008 年	2023-12-18	2008 年加入以来，先后担任门店店员和店长，积累丰富的一线门店运营经验，2012 年开始负责门店物料与设备的采购工作，2021-2023 年担任公司物流负责人，在供应链发展与完善过程中起到关键作用。
		执行董事				
赵红果	36 岁	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	2013 年	2023-12-18	2013 年加入以来，先后担任门店店员和店长，积累了丰富的一线门店运营经验，并相继参与公司财务、行政、采购、生产等多个部门运营。2015 年起全面负责原材料采购、生产、后端基础研发和上述事宜的质量控制，为公司生产基地的规划与建设及生产制度的建立与完善方面作出重要贡献。
		执行董事				
时朋	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	2003 年	2023-12-18	2003 年起参与公司门店运营，在长期的一线实践中积累了丰富的门店及加盟商管理经验。2013-2018 年负责门店及加盟商运营管理，为公司运营管理体系标准化作出重要贡献。2018 年至今先后担任多个重要管理职位。
张渊	34 岁	首席财务官	负责公司的整体财务管理及资本运营	2023 年	2023-02-11	对外经济贸易大学经济学荣誉学士，清华大学金融学硕士，加入公司前曾在 BofA Securities 及高瓴投资等多家金融机构任职。

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（三）门店快速扩张，同店相对稳健

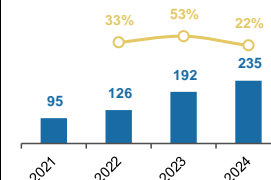
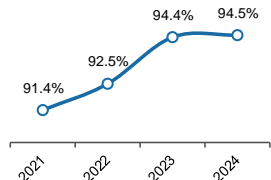
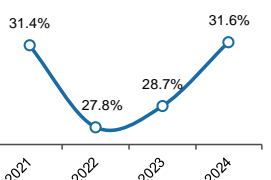
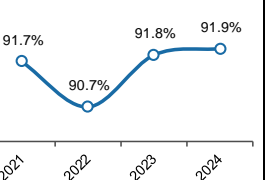
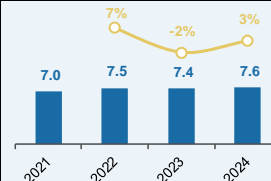
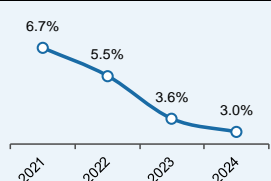
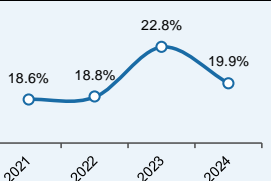
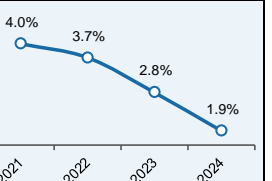
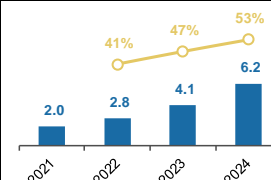
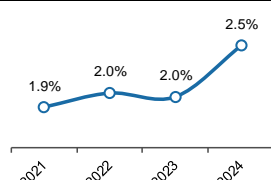
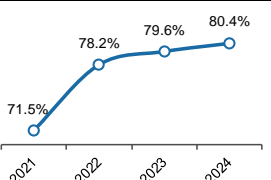
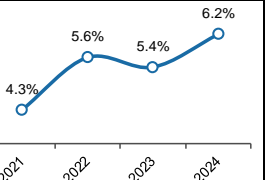
1. 主营业务：供应链贡献主要收入利润，初始投资及加盟费较低

商品销售贡献主要收入利润。据公司招股书及财报，商品销售主要为向加盟商销售食材及包材，24年收入235亿元/YoY+22%，收入占比94.5%；22年为缓解疫情对加盟商影响，公司下调69款物料及设备价格，平均降幅15%，导致毛利率有所下降，但随着供应链效率提升、原材料采购成本下降，24年毛利率已恢复至31.6%，毛利占比稳定在92%左右。此外，设备销售约贡献3%收入、2%毛利。

对比其他品牌，蜜雪对加盟费依赖程度较低。对于以加盟为主的现制茶饮品牌，收入主要来自供应链（向加盟商销售商品和设备）和加盟费（包括首次加盟费和持续加盟费），据各公司招股书，对比古茗、茶百道、沪上阿姨，蜜雪对加盟费的依赖程度最低，收入占比仅2%、毛利占比仅6%，而古茗/沪上阿姨/茶百道加盟费毛利

占比分别达53%/42%/11%。

表2: 蜜雪集团主营业务概览

主营业务	收入模式	收入及增速 (亿元)	收入占比	毛利率	毛利占比
商品销售	(1) 向加盟商销售食材及包材; (2) 直营店及电商零售渠道销售; (3) 向食品饮料行业的企业客户销售商品				
设备销售	向加盟商销售门店设备, 如冰箱、冰淇淋机、制冰机及咖啡机等				
加盟和相关服务	包括固定的加盟费、管理费及培训服务费, 每年向加盟商收取, 与加盟商经营业绩无关				

数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

表3: 主要现制茶饮品牌收入及毛利结构对比

	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
销售商品及设备	收入占比				毛利占比			
蜜雪冰城	98.1%	98.0%	98.0%	97.5%	95.7%	94.4%	94.6%	93.8%
古茗	81.0%	81.2%	80.2%	80.1%	45.4%	44.8%	48.0%	47.2%
茶百道	95.6%	95.9%	95.9%	95.7%	88.7%	89.1%	89.1%	/
沪上阿姨	80.8%	83.4%	83.5%	83.4%	35.5%	52.4%	59.1%	57.8%
加盟及相关服务	收入占比				毛利占比			
蜜雪冰城	1.9%	2.0%	2.0%	2.5%	4.3%	5.6%	5.4%	6.2%
古茗	19.0%	18.8%	19.8%	19.9%	54.6%	55.2%	52.0%	52.8%
茶百道	4.4%	4.1%	4.1%	4.3%	11.3%	10.9%	10.9%	/
沪上阿姨	19.2%	16.6%	16.5%	16.6%	64.5%	47.6%	40.9%	42.2%

数据来源: 各公司招股书, 各公司财报, 广发证券发展研究中心

备注1: 按照蜜雪冰城口径, 其余品牌直营店收入、毛利也均纳入销售商品及设备业务

备注2: 古茗24年毛利占比取Q1-3数据, 沪上阿姨24年取H1数据

蜜雪开店前期投入相对较低、后续无浮动收费。据各公司招股书及官网, 蜜雪冰城前期开店投入约21万元起, 低于中国现制饮品行业平均水平(据沪上阿姨招股书, 中价现制茶饮店平均初始投资成本为35万元, 我们预计低价现制茶饮店开店成本会略低于中价), 其中加盟费/培训费/设备费/装修费均显著更低; 此外, 蜜雪冰城仅每年收取固定费用、无浮动收费, 而古茗、沪上阿姨还会按采购金额抽成, 茶百道会按照营业额抽成(部分区域固定收取1万元/年)。

表 4: 公司中国内地及海外加盟费梳理

	中国内地			海外	
	省会城市	地级城市	县级城市	越南	印度尼西亚
期限	3-4 年, 可续期			3 年, 可续期	
加盟费	1.1 万元/年	0.9 万元/年	0.7 万元/年	1900 美元/3 年	不收取单独加盟费
合同履行保证金	2 万元, 到期归还			2900 美元, 到期归还	2600 美元, 到期归还
日常管理/运营指导/活动扶持管理费	4800 元/年			1400 美元/3 年	3700-4900 美元/3 年
后期提供生产流程、经营方法等培训服务	2000 元/年			280 美元/3 年	约 200 美元/3 年
门店经营所需设备	7 万元左右			/	/
首批原材料、物料	5 万元左右			/	/
装修预算 (含广宣、部分电器家具等)	6 万元左右			/	/

数据来源: 公司招股书, 公司官网, 广发证券发展研究中心

备注: 海外地区招股书中仅披露越南、印尼的加盟政策

表 5: 主要现制茶饮品牌中国内地前期加盟投入及持续加盟费对比

	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨	甜啦啦
期限	3-4 年	3 年	5 年	3 年	3 年
加盟费	0.7-1.1 万元/年	1.88 万元	3 万元	4.98 万元	1.68/1.98 万元
管理费	4800 元/年	6.3 万元	4 万元+3000 元/年	/	2000 元/年
培训费	2000 元/年	2.5 万元	2 万元	/	3000 元/人
保证金	2 万元	2.5 万元	1 万元	0.5 万元	1 万元
设备费	7 万元左右	18 万元 (含咖啡机 8 万元)	约 12 万元	9 万元起	8 万元
首批原料费	5 万元左右	2-4 万元	2 万元起	3-5 万元	35 万元起
装修费	6 万元左右	10 万元左右	约 10 万元	约 10 万元	假设 10 万元
前期投入合计 (不含房租和人工等)	21 万元起	43 万元起	34 万元起	27.5 万元起	25 万元起
持续加盟费	不收取	每月固定 500 元+门店 采购金额的 15%-20%	营业额满 6 万元/月收 取 1%, 部分区域固定 收取 1 万元/年	采购金额的约 17.6%	未披露

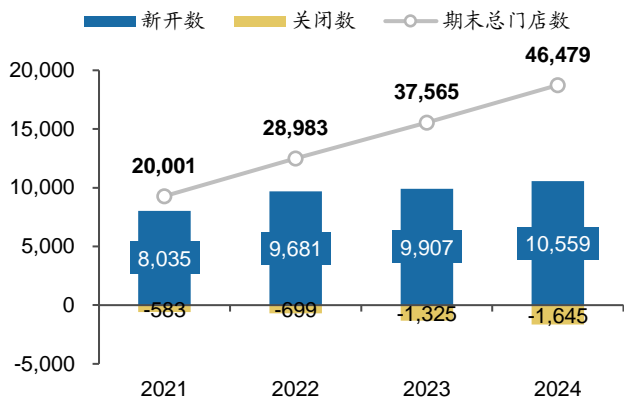
数据来源: 各公司招股书, 各公司官网及加盟小程序, 广发证券发展研究中心

2. 门店: 保持快速拓店, 加盟商留存率高

数据口径说明: 由于公司招股书未拆分蜜雪冰城、幸运咖两大品牌数据, 本节门店及经营数据口径均为蜜雪冰城+幸运咖, 但幸运咖占比较低 (23 年底门店数约 2900 家), 数据仍主要反映蜜雪冰城品牌经营情况。

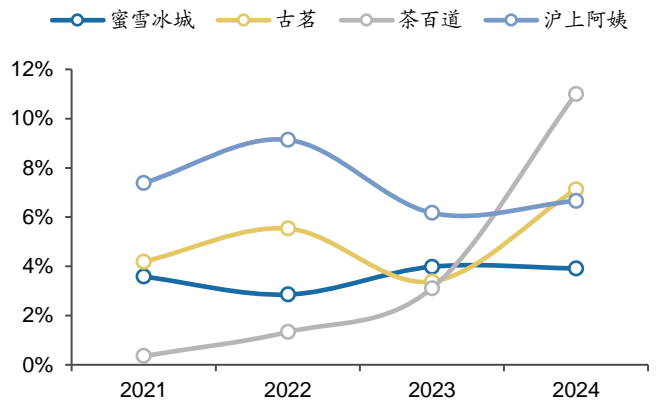
门店数快速增长, 闭店率相对较低。据公司招股书, 截至 24 年底公司全球门店数达到 46479 家, 22 年以来公司每年新开 9000-10000 家门店、净增 8500-9000 家, 闭店率保持 3% 左右, 若不考虑公司基于门店综合评估机制要求关闭的门店, 则闭店率略高于 1.5%, 远低于同期现制饮品行业平均水平。公司门店以加盟店为主, 截至 24 年底直营店仅 17 家、占比 0.04%。

图4: 蜜雪冰城门店数及变动情况 (家)



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心
备注: 直营店数量较少, 截至各期末分别为 47/54/49/17 家

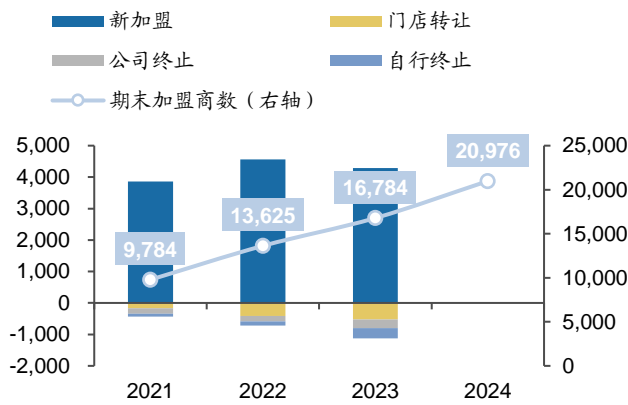
图5: 主要现制茶饮品牌闭店率对比



数据来源: 各公司招股书, 各公司财报, 广发证券发展研究中心
备注1: 沪上阿姨数据 24 年数据为 H1
备注2: 闭店率=当期闭店数/期初期末平均门店数

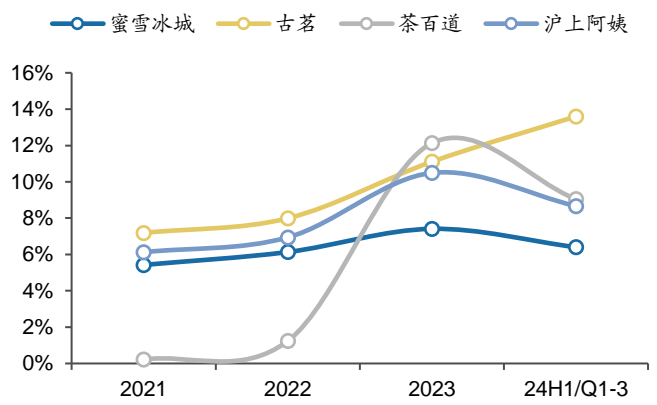
重视加盟商利益, 留存率高于行业平均。公司与加盟商利益与共, 对加盟费依赖程度较低, 加盟商初始投入低、且无浮动收费, 吸引较多加盟商加入。据公司招股书, 截至24年底公司加盟商数增至20976家, 经营多家门店的加盟商为8292家, 单个加盟商平均开店数2.3家 (vs.21年为2.0家), 彰显较强的开店意愿。此外, 公司加盟商留存率95%+, 远高于同期现制饮品行业平均水平。

图6: 蜜雪冰城加盟商数及变动情况 (家)



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

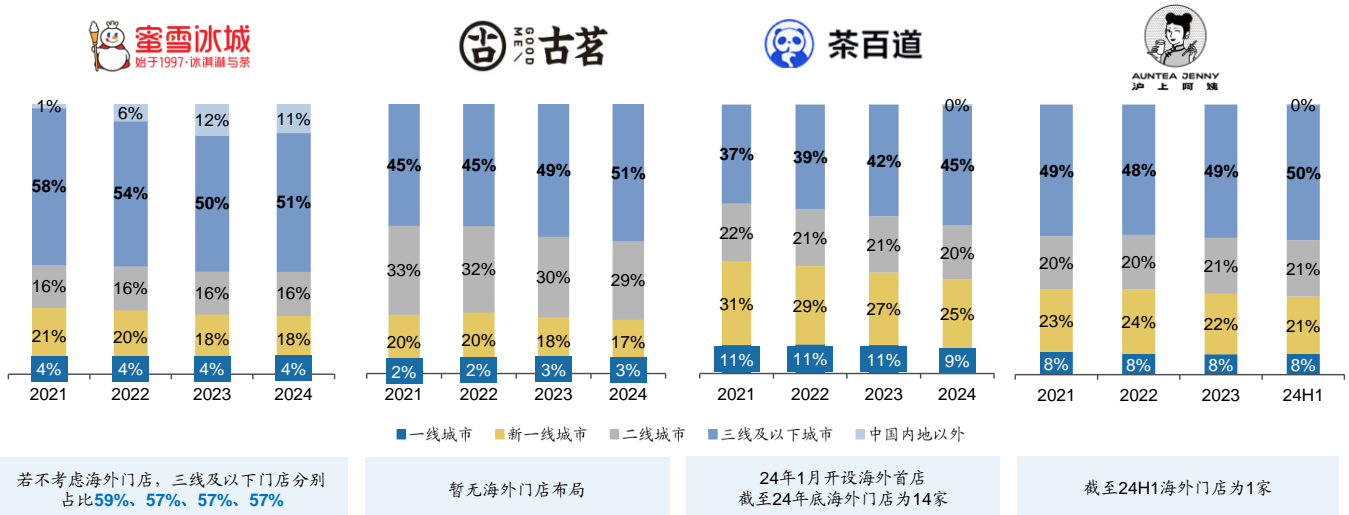
图7: 主要现制茶饮品牌加盟商流失率对比



数据来源: 各公司招股书, 茶百道财报, 广发证券发展研究中心
备注1: 标注 H1/Q1-3 表示, 蜜雪冰城、古茗数据为 Q1-3, 茶百道、沪上阿姨数据为 H1
备注2: 加盟商流失率=当期流失数/期初期末平均数

门店布局兼具深度和广度, 海外布局较早。据公司招股书, 截至24年底公司门店网络已遍布中国所有省份、自治区及直辖市, 覆盖300+个地级市、1700个县城和4900个乡镇, 覆盖所有县级城市, 三线及以下城市门店占比较高, 占中国内地门店的57%。公司较早布局海外, 18年便已开设海外首店, 截至24年底海外门店4895家, 占总门店的10.5%, 对比来看, 古茗暂未布局海外, 茶百道24年1月开设海外首店, 截至24年底海外门店数共14家, 沪上阿姨截至24H1海外门店数为1家。

图8: 主要现制茶饮品牌门店城市分布情况对比



数据来源: 各公司招股书, 各公司财报, 广发证券发展研究中心

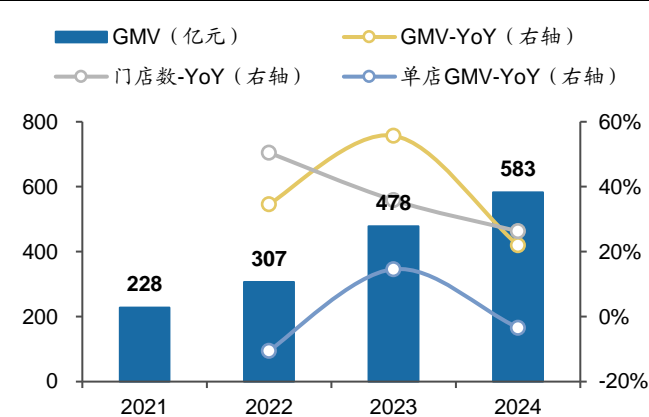
3.经营: 门店扩张驱动GMV快速提升, 同店较为稳健

快速拓店带动GMV持续提升。据公司招股书, 公司GMV由2021年的228亿元增长至24年的583亿元, CAGR达36.7%, 拆分来看, 开店为GMV增长的主要驱动力, 21-24年门店数/单店GMV复合增速分别为+37.2%/-0.3%。

24Q4GMV增速环比前三季度略有提升,据公司招股书, 24Q1-3公司GMV为449亿元/YoY+21%, 我们计算24Q4公司GMV为134亿元/YoY+24%, 环比略提速。

同店相对保持稳健。据公司招股书, 24Q1-3公司同店GMV增速为-0.6%, 略优于古茗的-0.7%, 在24年餐饮行业整体承压背景下经营相对具有韧性。

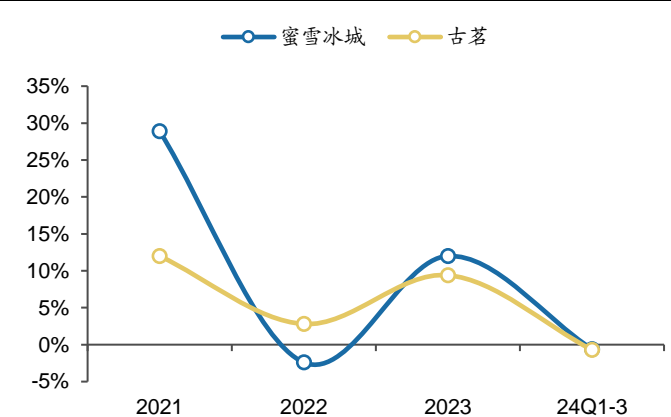
图9: 蜜雪冰城总GMV及增速



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

备注: 此处门店数 YoY 为初期期末门店数均值同比增速

图 10: 蜜雪冰城与古茗同店 GMV 增速



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

备注: 茶百道、沪上阿姨未披露同店 GMV 数据

拆分单店日均GMV，据公司招股书，24Q1-3公司单店日均GMV为4184元/YoY-5%，其中单店日均订单数为367笔/YoY-2%（每笔订单约对应1.8杯饮品），每笔订单平均GMV为11.4元/YoY-3%（每杯饮品对应约6.3元）。对比古茗、茶百道、沪上阿姨，公司单店日均订单量明显更高，由于卡位低价格带，每笔订单平均GMV相对较低，因此单店日销低于古茗、茶百道，但24Q1-3已经超过沪上阿姨。

表6: 主要现制茶饮品牌经营数据对比

	2021	2022	2023	23H1/Q1-3	24H1/Q1-3	2022	2023	24H1/Q1-3
	GMV (亿元)					YoY		
蜜雪冰城	228	307	478	370	449	35%	56%	21%
古茗	106	140	192	138	166	32%	37%	20%
茶百道	100	133	169	/	/	34%	27%	/
沪上阿姨	42	61	97	/	59	46%	59%	/
	期末门店总数 (家)					YoY		
蜜雪冰城	19,954	28,929	37,516	/	45,282	45%	30%	/
古茗	5,694	6,669	9,001	/	9,778	17%	35%	/
茶百道	5,077	6,361	7,801	6,954	8,385	25%	23%	21%
沪上阿姨	3,776	5,307	7,696	/	8,146	41%	45%	/
	单店日均GMV (元)					YoY		
蜜雪冰城	4,145	3,936	4,128	4,416	4,184	-5%	5%	-5%
古茗	6,000	6,200	6,800	6,800	6,500	3%	10%	-4%
茶百道	7,414	6,927	6,887	/	/	-7%	-1%	/
沪上阿姨	4,189	4,109	4,277	/	3,836	-2%	4%	/
	单店日均订单数 (笔)					YoY		
蜜雪冰城	371	331	350	376	367	-11%	6%	-2%
古茗	225	221	243	241	234	-2%	10%	-3%
茶百道	257	242	252	/	/	-6%	4%	/
沪上阿姨	161	152	165	/	148	-6%	8%	/
	每笔订单平均GMV (元)					YoY		
蜜雪冰城	11.2	11.9	11.8	11.7	11.4	5%	-1%	-3%
古茗	26.6	28.0	27.8	28.2	27.7	5%	-1%	-2%
茶百道	28.9	28.6	27.4	/	/	-1%	-4%	/
沪上阿姨	26.0	27.0	26.0	/	26.0	4%	-4%	/

数据来源: 各公司招股书, 茶百道财报, 广发证券发展研究中心

备注: 标注 H1/Q1-3 表示, 蜜雪冰城、古茗数据为 Q1-3, 茶百道、沪上阿姨数据为 H1

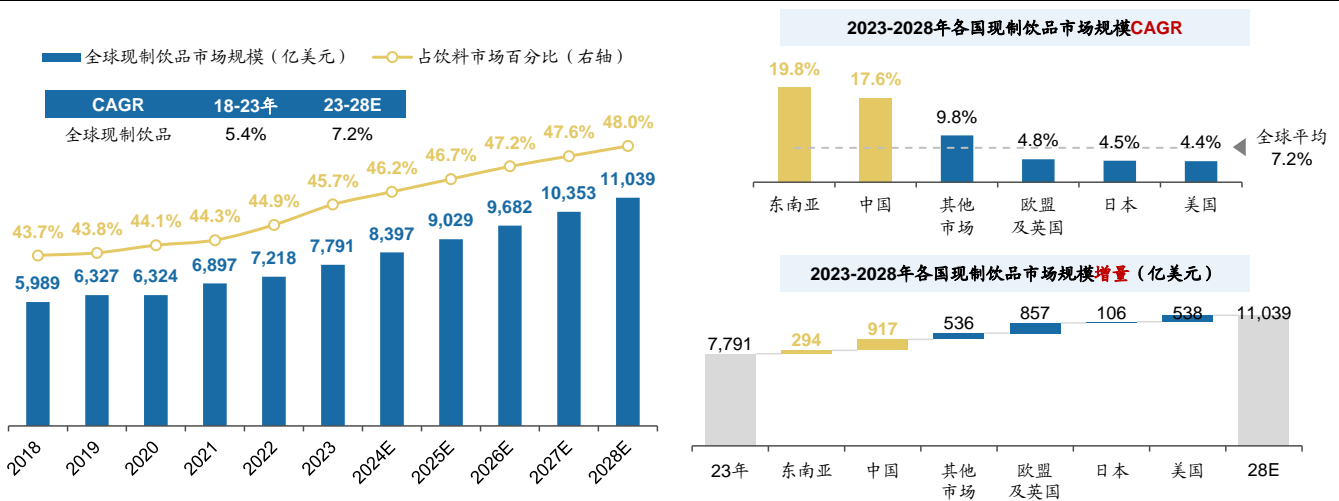
二、现制饮品行业：扩容空间大，头部玩家突围

（一）市场规模：供需共振的成长型赛道，规模快速提升

1.全球现制饮品：23年规模近8000亿美元，预计23-28年东南亚和中国增长最快

全球现制饮品市场预计将加速增长，东南亚和中国增速领先。据灼识咨询（引自公司招股书），23年全球现制饮品市场规模为7791亿美元，预计28年将达到11039亿美元，23-28年CAGR为7.2%（vs.18-23年为5.4%），有所提速。现制饮品渗透率持续提升、抢占预包装饮料市场份额，23年现制饮品市场规模占全球饮料市场的45.7%，未来有望继续提升至48.0%。东南亚和中国是全球现制饮品市场增长的重要引擎，预计23-28年市场规模CAGR分别为19.8%和17.6%，分别贡献294/917亿美元增量，合计贡献全球增量的37%。

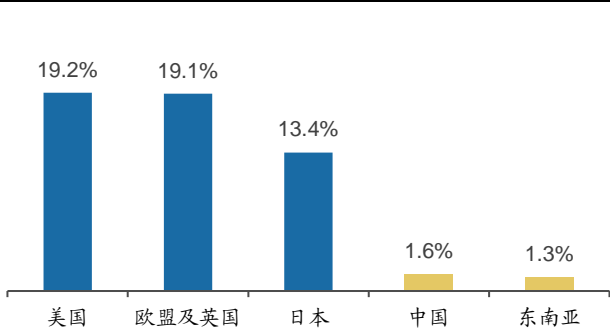
图11：全球现制饮品市场规模有望加速增长，东南亚及中国增速领先



数据来源：灼识咨询（引自公司招股书），广发证券发展研究中心

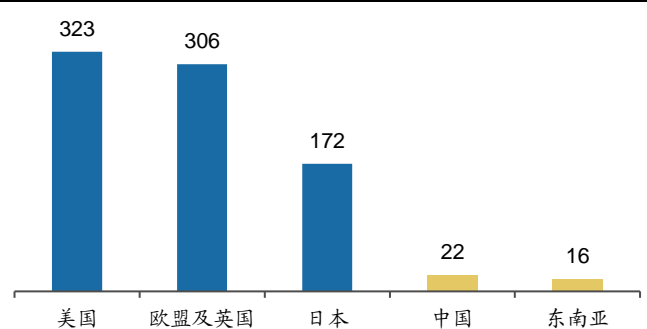
中国和东南亚渗透率成长空间较大。据灼识咨询（引自公司招股书），23年中国/东南亚现制饮品消费量占饮用水摄入量比重均不到2%，而成熟国家可达近20%；人均现制饮品年消费量在20杯左右，而成熟国家可达300+杯，预计到28年中国/东南亚人均现制饮品年消费量分别将达到51/36杯。

图12：23年现制饮品消费量占饮用水摄入量比重



数据来源：灼识咨询（引自公司招股书），广发证券发展研究中心

图13：23年人均现制饮品消费量 (杯/年)

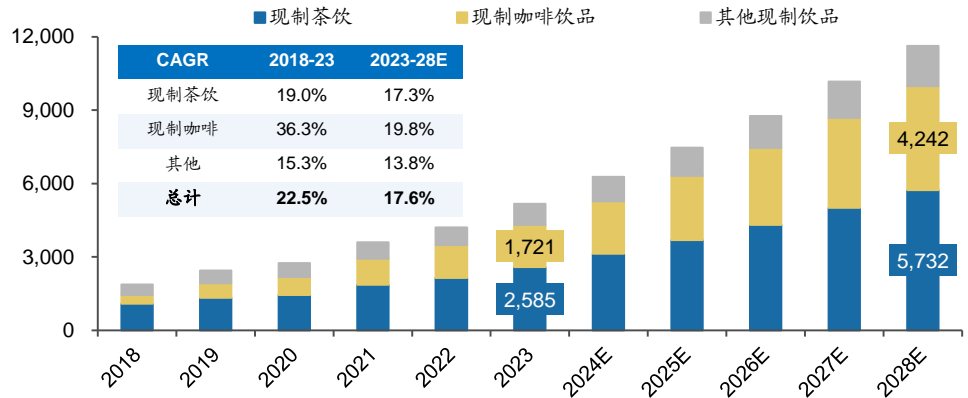


数据来源：灼识咨询（引自公司招股书），广发证券发展研究中心

2.中国现制饮品：现制茶饮为最大赛道，现制咖啡增速领先

现制饮品GMV快速增长，向万亿级市场迈进。据灼识咨询（引自公司招股书），23年中国现制饮品市场规模为5175亿元，预计28年将进一步增至11634亿元，23-28年CAGR为17.6%。细分来看，现制饮品包括现制茶饮、现制咖啡饮品和其他（如果汁、酸奶等），其中现制茶饮是最大子赛道，23年市场规模2585亿元、占比50%，现制咖啡23年市场规模1721亿元、占比33%，是增速领先的子赛道。

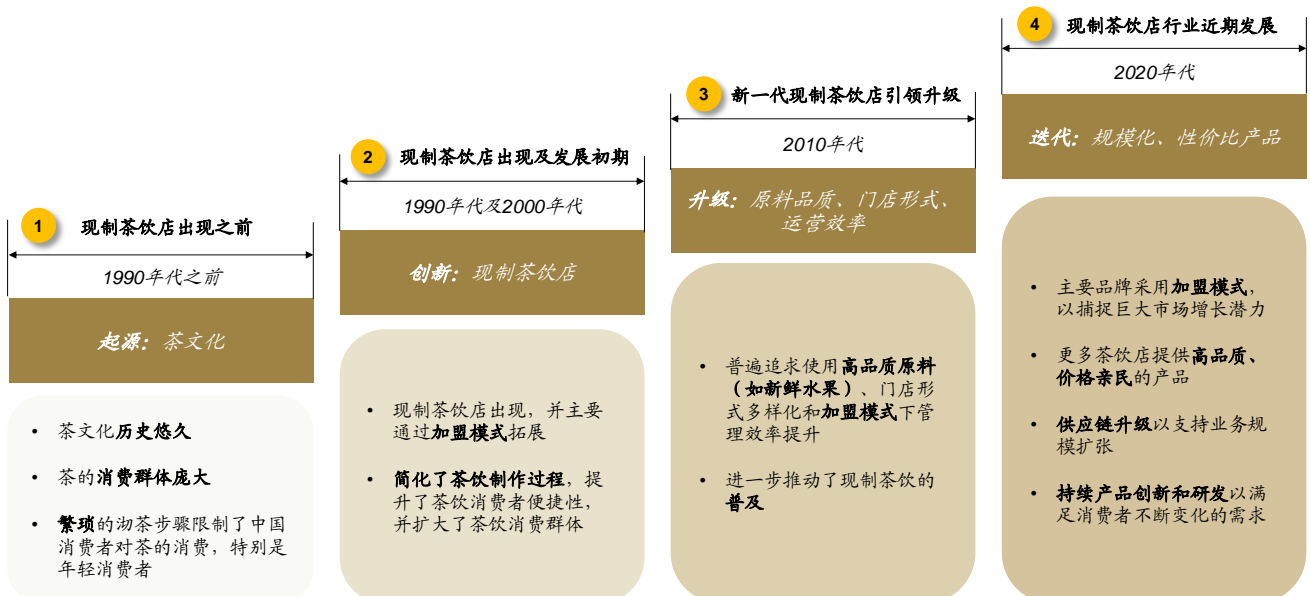
图14：中国现制饮品及各细分赛道市场规模（亿元）



数据来源：灼识咨询（引自公司招股书），广发证券发展研究中心

中国茶文化历史悠久，现制茶饮赛道乘风而起。据灼识咨询（引自公司招股书），中国拥有悠久的茶文化和庞大的茶消费群体，但繁琐的沏茶步骤限制了消费者（特别是年轻群体）对茶的消费；1990年代现制茶饮店开始出现，大大简化了茶饮制作过程；2010年代后，现制茶饮普遍开始运用高品质原料（如新鲜水果等），现制茶饮进一步普及；2020年代后，现制茶饮进入规模化发展阶段，加盟模式下各品牌快速扩张（截至23年底现制茶饮门店中加盟店占比91.9%），供应链升级带动更多平价产品出现、也使得更多高品质原料得以运用。

图15：中国现制茶饮行业发展历程



数据来源：灼识咨询（引自古茗招股书），广发证券发展研究中心

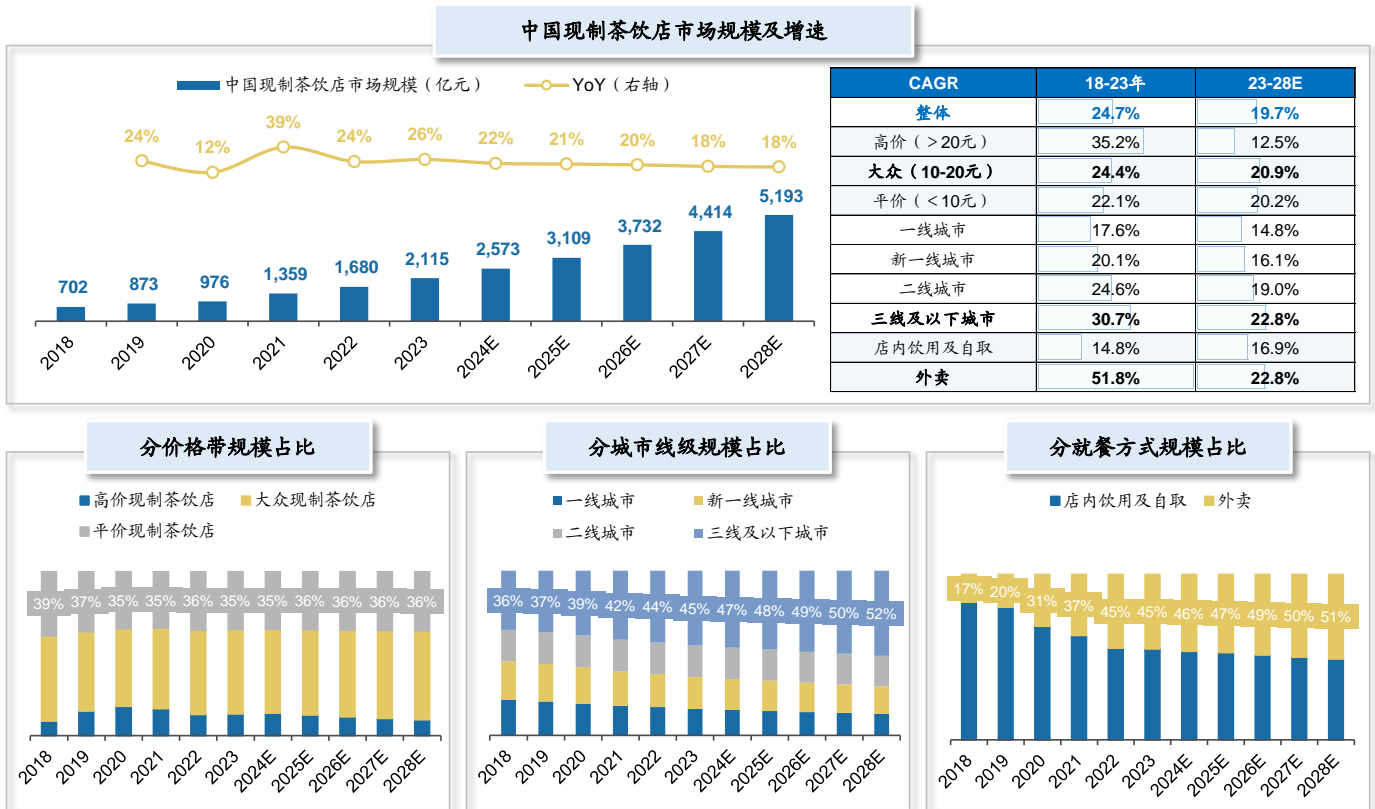
中国现制茶饮店：2000+亿元规模市场，23-28年CAGR约20%。现制茶饮店是现制茶饮消费的主要渠道，据灼识咨询（引自公司招股书），**23年现制茶饮店市场规模2115亿元，占现制茶饮整体的82%**，其余渠道包括餐厅、烘焙店、便利店等，合计占比18%；预计28年现制茶饮店市场规模将进一步增至5193亿元，23-28年CAGR达19.7%（vs.现制茶饮整体为17.3%），仍保持较强增长势能。

分价格带看，据灼识咨询（引自公司招股书），**蜜雪冰城卡位的平价现制茶饮（10元以下）23年市场规模约749亿元、占比35%**，大众现制茶饮（10-20元）为规模最大的细分市场、23年占比51.3%，且预计23-28年保持更快的增速。

分城市看，据灼识咨询（引自公司招股书），**现制茶饮店在三线及以下城市覆盖程度有限**，截至23年底门店总数约25万家、密度仅每百万人273家（vs.一线城市为474家），预计23-28年三线及以下城市市场规模将保持更快增长，CAGR为22.8%，而一线/新一线/二线城市分别为14.8%/16.1%/19.0%。

分自取和外卖看，据灼识咨询（引自公司招股书），**外卖的出现提升了现制茶饮购买的便利性**，23年外卖占比已达45%，预计23-28年将保持22.8%的CAGR继续增长，而店内饮用及自取市场规模CAGR为16.9%。

图16：中国现制茶饮店及细分市场规模

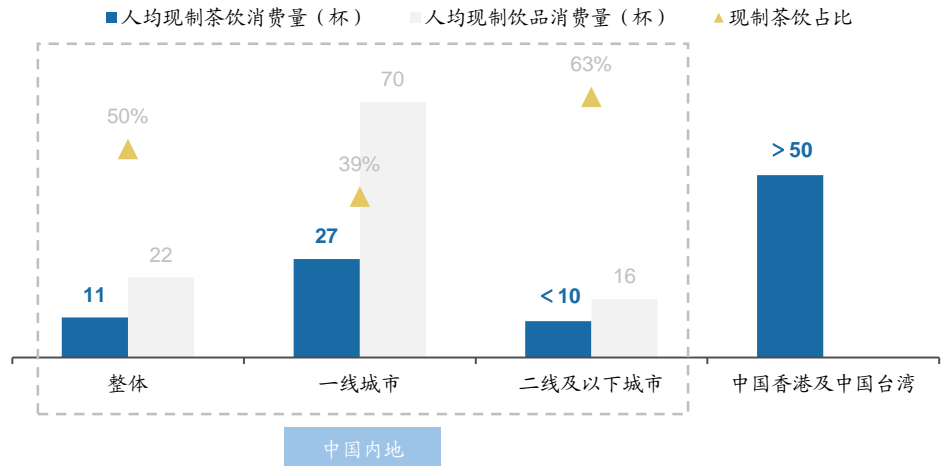


数据来源：灼识咨询（引自古茗招股书），广发证券发展研究中心

备注：现制茶饮店是消费者购买现制茶饮的最主要渠道，23年市场规模2115亿元（vs.现制茶饮整体市场规模2585亿元），占比82%，其他渠道包括餐厅、烘焙店、便利店等

对标相对成熟的现制茶饮市场，中国内地仍有较大增长潜力。据灼识咨询（引自古茗招股书），23年中国香港及中国台湾人均现制茶饮年消耗量均超过50杯，而中国内地仅为11杯，其中一线城市为27杯，二线及以下城市为不到10杯，预计到28年中国大陆人均现制茶饮年消耗量将增至26杯。

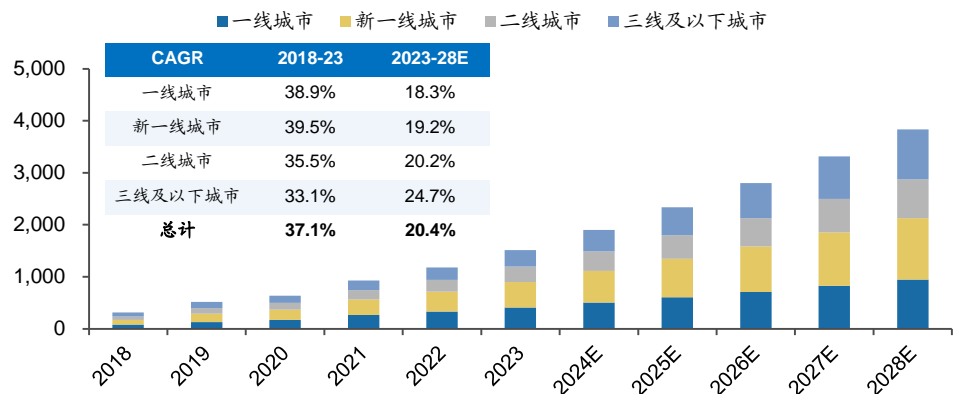
图17: 23年中国现制茶饮人均年消费量（杯）



数据来源：灼识咨询（引自古茗招股书），广发证券发展研究中心

中国现制咖啡店：1500+亿元规模市场，三线及以下城市有望加速扩容。据灼识咨询（引自公司招股书），23年中国现制咖啡店市场规模为1515亿元，预计23-28年将以20.4%的CAGR增至3836亿元，渗透率提升仍为主要驱动力，23年中国人均现磨咖啡消耗量仅6杯，28年有望提升至13杯。细分城市来看，23年三线及以下城市现制咖啡市场规模318亿元、占比21%，23-28年预计以24.7%的CAGR保持增长，高于其他线级城市。23年三线及以下城市现制咖啡店仅4万家、覆盖度仍不足，我们认为高性价比的平价现磨咖啡有望充分受益低线城市增长机遇。

图18: 中国现制咖啡店市场规模（亿元）

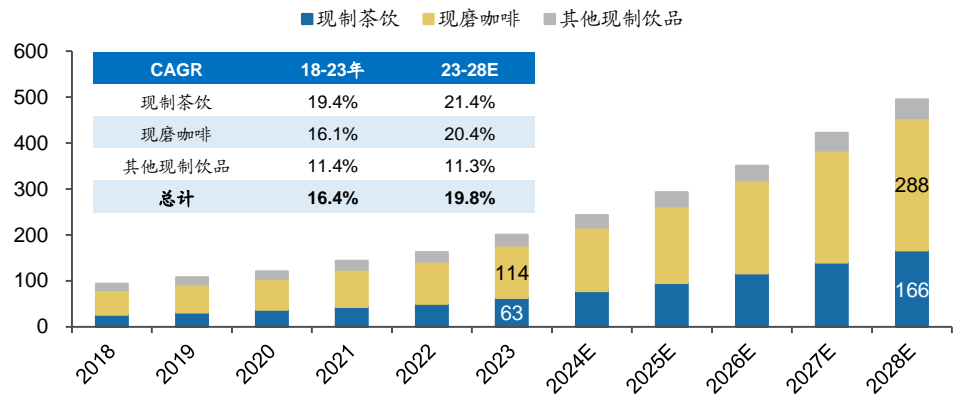


数据来源：灼识咨询（引自公司招股书），广发证券发展研究中心

3. 东南亚现制饮品：200+亿美元规模，23-28年CAGR约20%

东南亚现制饮品市场具有较强增长潜力。据灼识咨询（引自公司招股书），23年东南亚现制饮品市场规模为201亿美元，其中现制茶饮63亿美元、现制咖啡114亿美元，23-28年东南亚现制饮品预计以19.8%的CAGR增至495亿美元，其中现制茶饮以21.4%的CAGR领先，现制咖啡CAGR为20.4%。

图19：东南亚现制饮品市场规模（亿美元）



数据来源：灼识咨询（引自公司招股书），广发证券发展研究中心

（二）竞争格局：集中度持续提升，蜜雪冰城领衔

1. 全球现制饮品：蜜雪集团全球出杯量排名第二、GMV排名第四、门店数排名第一

纵观全球现制饮品市场，据灼识咨询（引自公司招股书），（1）饮品出杯量口径：23年CR3为19.5%，星巴克以100亿杯出杯量、10%的市占率排名第一；蜜雪集团全球出杯量74亿杯、市占率7.4%、排名第二。（2）GMV口径：23年CR5为29.8%，星巴克GMV达4069亿元，以18.3%的市占率排名第一；蜜雪集团GMV达478亿元YoY+55.7%，是TOP5中增速最快的公司，市占率2.2%、排名第四。（3）门店数口径：截至24Q3蜜雪集团全球门店数为45302家、排名第一。

表7：全球现制饮品行业主要玩家梳理（2023年）

公司	饮品出杯量口径			GMV口径				门店数（家）	
	饮品出杯量（亿杯）	排名	市场份额	GMV（亿元）	YoY	排名	市场份额	23年	24Q3
星巴克	100	1	10.0%	4,069	16.3%	1	18.3%	~38,600	~40,200
蜜雪集团	74	2	7.4%	478	55.7%	4	2.2%	37,565	45,302
Inspire Brands	21	3	2.1%	1,092	10.4%	2	4.9%	~21,400	~21,500
RBI	/	/	/	553	9.5%	3	2.5%	~5,800	/
IDQ	/	/	/	426	6.0%	5	1.9%	7,000+	/

数据来源：灼识咨询（引自公司招股书），广发证券发展研究中心

备注1：Inspire Brands 旗下主要品牌包括 Dunkin'、Baskin-Robbins 等；RBI 旗下品牌包括 Tims、汉堡王、Popeyes 等；IDQ 旗下主要品牌为 DQ

备注2：各公司均取现制饮品品牌数据进行比较

2.中国现制饮品：蜜雪集团GMV、出杯量、门店数均为第一

聚焦中国现制饮品市场，据灼识咨询（引自公司招股书），（1）GMV口径：23年CR5为35%，蜜雪集团GMV447亿元，以11.3%的市占率居于首位、领先排名第二的瑞幸3.0pct。（2）饮品出杯量口径：23年CR5为54.9%，蜜雪集团出杯量69亿杯、市占率32.7%，超过第2-5名总和。（3）门店数口径：截至23年底中国现制饮品店共66万家，我们计算23年CR5为11.2%，其中蜜雪集团市占率5.0%、居于首位，领先排名第二的瑞幸2.5pct。

表8：中国现制饮品行业主要玩家梳理（2023年）

公司	主要产品价格带	GMV口径			饮品出杯量口径			门店数口径		
		GMV (亿元)	排名	市场份额	饮品出杯量 (亿杯)	排名	市场份额	期末门店数 (万家)	排名	市场份额
蜜雪集团	2-8元	447	1	11.3%	69	1	32.7%	3.3	1	5.0%
瑞幸	14-21元	330	2	8.3%	19	2	9.0%	1.6	2	2.5%
星巴克	30-41元	250	3	6.3%	/	/	/	0.7	/	1.1%
古茗	10-18元	192	4	4.8%	12	3	5.7%	0.9	3	1.4%
茶百道	10-22元	169	5	4.3%	10	4	4.7%	0.8	4	1.2%
沪上阿姨	7-22元	97	/	2.5%	6	5	2.8%	0.8	5	1.2%

数据来源：灼识咨询（引自公司招股书），广发证券发展研究中心

3.中国现制茶饮：蜜雪冰城GMV、出杯量、门店数均为第一

中国现制茶饮市场持续整合，头部品牌优势日益突出。据灼识咨询（引自公司招股书）：

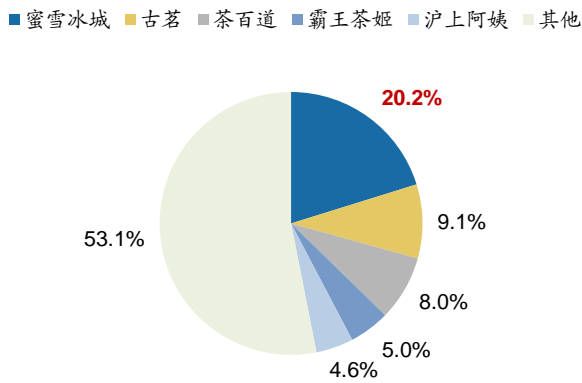
（1）GMV口径：23年CR5为46.8%，较20年提升8.3pct，其中蜜雪冰城以20.2%的市占率排名第一，古茗以9.1%的市占率排名第二，茶百道/霸王茶姬/沪上阿姨市占率分别为8.0%/5.0%/4.6%。

（2）饮品出杯量口径：23年CR5为75.1%，其中蜜雪冰城市占率为49.6%，排名第一，远超其他品牌；古茗/茶百道/沪上阿姨/CoCo都可市占率分别为9.0%/7.5%/4.5%/4.5%。

（3）门店数口径：截至23年底中国现制茶饮店共约46.38万家，我们计算CR5约13.3%，远低于GMV口径，其中蜜雪冰城（市占率6.5%，下同）、古茗（1.9%）、茶百道（1.7%）、沪上阿姨（1.7%）、书亦烧仙草（1.5%）位列前五。23年现制茶饮门店中，连锁店占比为56.1%，预计28年将提升至72.0%，头部品牌持续快速扩张有望带动行业集中度持续提升。聚焦低线城市，23年三线及以下城市现制茶饮店共约25万家，蜜雪冰城市占率约6.8%，略高于整体的市占率（6.5%）。

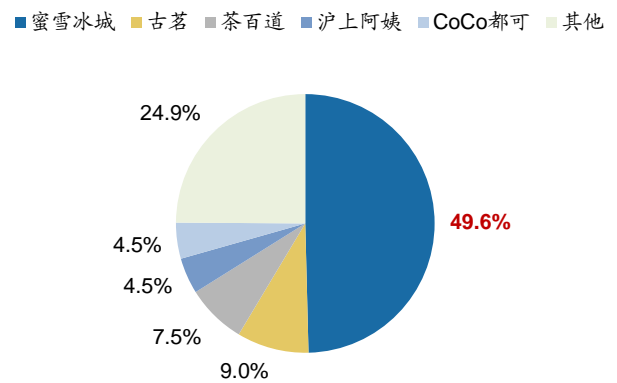
蜜雪冰城市场份额持续提升。据公司招股书，21年以来，无论是按照GMV口径还是出杯量口径，蜜雪冰城在中国现制茶饮行业市占率均持续提升，24Q1-3较21年，GMV口径/出杯量口径市占率分别提升4.3pct/10.4pct，领先地位持续巩固。

图20: 23年中国现制茶饮竞争格局 (GMV口径)



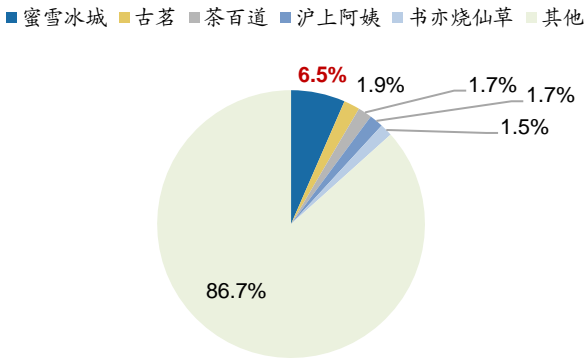
数据来源: 灼识咨询 (引自公司招股书), 广发证券发展研究中心

图21: 23年中国现制茶饮竞争格局 (出杯量口径)



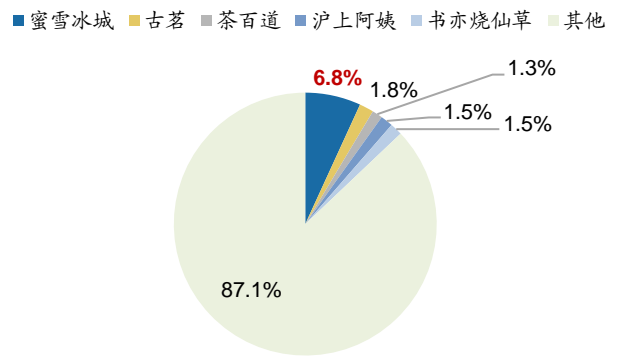
数据来源: 灼识咨询 (引自公司招股书), 广发证券发展研究中心

图22: 23年中国现制茶饮竞争格局 (门店数口径)



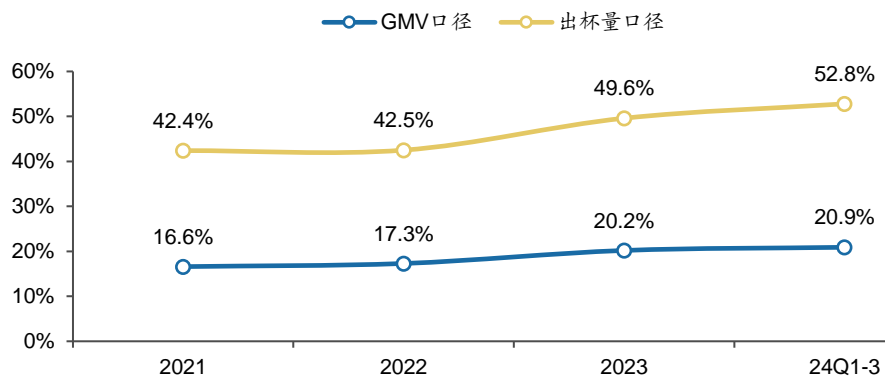
数据来源: 灼识咨询 (引自公司招股书), 广发证券发展研究中心

图23: 23年三线及以下城市现制茶饮竞争格局



数据来源: 灼识咨询 (引自公司招股书), 广发证券发展研究中心;
备注: 为门店口径

图24: 蜜雪冰城在中国现制茶饮市场市占率



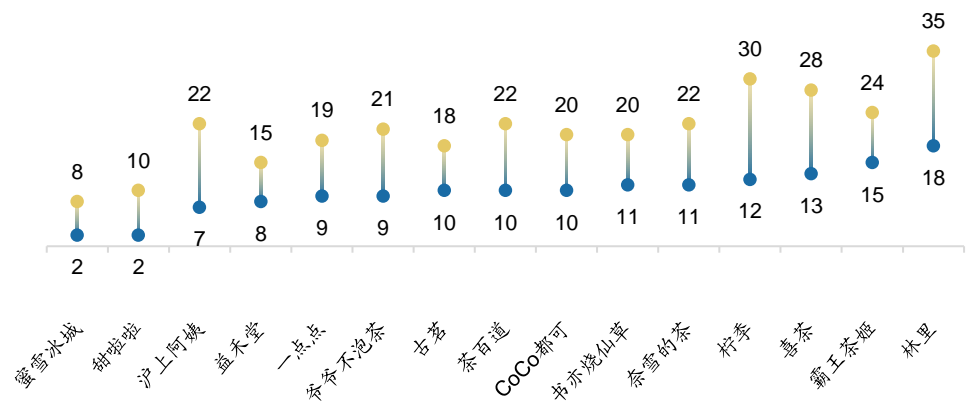
数据来源: 灼识咨询 (引自公司招股书), 广发证券发展研究中心

三、看点：强供应链为极致性价比奠基，咖啡+出海有望贡献增量

(一) 卡位格局较好的价格带，供应链能力领先

卡位10元以下价格带，竞争对手较少。据公司招股书，蜜雪冰城核心产品价格带为2-8元，是头部现制饮品品牌中唯一聚焦10元以下价位的品牌，与预包装饮料的价位接近，而其余多数头部现制饮品品牌价格带在10-20元，在10元以下价格带需要兼顾原材料质量和产品口味，需要极强的供应链能力才能做到。

图25：主要现制茶饮品牌卡位价格带（元）



数据来源：公司招股书，各品牌小程序，广发证券发展研究中心

蜜雪冰城拥有多款高质平价的大单品。据公司招股书，23年蜜雪冰城的冰鲜柠檬水、新鲜冰淇淋和珍珠奶茶是中国现制饮品行业销量最高的三个单品，中国每10杯（支）现制柠檬水/现制冰淇淋/珍珠奶茶中就有超过8杯/3支/3杯来自蜜雪冰城；24Q1-3公司前五大畅销常青款产品占中国销量约41.2%。

图26：主要现制茶饮品牌大单品对比

蜜雪冰城				古茗				茶百道				沪上阿姨			
产品	图示	单价	销量	产品	图示	单价	销量	产品	图示	单价	销量	产品	图示	单价	销量
冰鲜柠檬水		4元	24Q1-3在中国售出约11亿杯	古茗奶茶		10元	21年到24Q3累计超4.36亿杯	杨枝甘露		18元	23年约9240万杯	杨枝甘露		19元	/
新鲜冰淇淋		2元	24Q1-3在中国售出约14亿支	超A芝士葡萄		19元	21年到24Q3累计超1.8亿杯	招牌芋圆奶茶		13元	23年约6870万杯	厚芋泥波波奶茶		16元	/
珍珠奶茶		6元	24Q1-3在中国售出约3.85亿杯	什么都有		15元	/	茉莉奶绿		10元	23年约1.1亿杯	蜜桃蜜柚		16元	/
蜜桃四季春		7元	24Q1-3在中国售出约3.65亿杯	超A芝士蜜桃		19元	/	豆乳玉麒麟		14元	23年约4280万杯	超嗨草莓大福		18元	/
满杯百香果		7元	24Q1-3在中国售出约2.81亿杯	一颗香水柠		14元	/	西瓜啵啵		14元	23年约3960万杯	浅浅清茶		16元	/

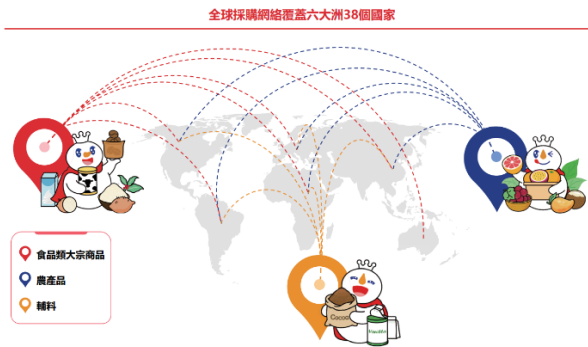
数据来源：各公司招股书，广发证券发展研究中心

完善的供应链建设为公司极致性价比的基石。公司前瞻布局供应链，据公司招股书，12年成为现制饮品行业内首个自建中央工厂的品牌，14年开始自建专属物流体系，现已拥有业内规模最大的高度数字化端到端供应链体系，覆盖采购、生产、物流等环节。我们认为对比主要现制茶饮品牌，公司供应链建设最为全面及完善。

采购：规模化采购带来成本优势，是少数布局种植基地的品牌

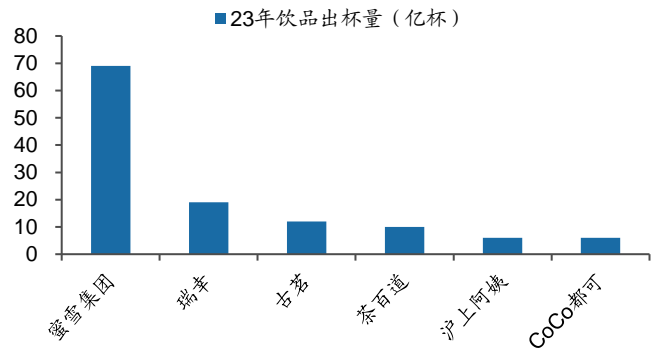
据公司招股书，公司是中国现制饮品行业中极少数实现加盟商的饮品食材、包材及设备100%从品牌方采购的品牌，产品销量遥遥领先其他竞对，奠定原材料采购规模优势，例如公司23年柠檬采购量11.5万吨、是中国最大的柠檬采购商，23年总采购金额173亿元、也远高于其他品牌；采购规模优势进一步兑现为成本优势，23年公司采购同类型、同品质的奶粉和柠檬，成本较同行业平均分别低约10%和20%以上。此外，公司也是在四川、重庆等地还有合作种植基地，23年采购的大部分柠檬均来自合作种植基地，是行业中少数布局种植环节的品牌。

图27：公司全球采购覆盖六大洲38个国家



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图28：领先的产品销量奠定蜜雪原材料采购规模优势



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表9：主要现制茶饮品牌采购环节对比

	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨
是否要求加盟商从公司采购	饮品食材、包材及设备 100%从公司采购	要求加盟商向公司采购 所有 食品原料、包装材料及互联设备	加盟商需向公司采购门店设备，对加盟商采购的水果实行严格的采购标准（我们据此推测部分原材料允许向第三方采购）	需要向公司中央采购平台采购 大部分 食材，允许加盟商向其他供应商采购若干合格设备（例如冰箱）
采购网络	覆盖全球六大洲、38个国家，从原产地获取优质原材料	从产地（包括海外）直采优质茶叶水果等原料，例如从秘鲁、智利和墨西哥采购优质牛油果	甄选黄金奶源地优质乳制品，采购优质产区高品质鲜果，不断加强加强与头部供应商合作	芒果主要来自广西、桑葚主要来自四川，也从西班牙采购葡萄汁、从越南采购百香果、从南非采购西柚等，进口原材料一般与分销商合作
种植基地布局	在四川、重庆等地区与种植基地合作，截至24Q3与 合作种植基地 相关的供应商超过120家，23年 大部分柠檬 购自四川安岳县的合作种植基地	关联公司浙江云奇（创始人及一致行动人持股100%）附属公司有 香水柠檬种植基地	/	/
采购规模	23年采购柠檬/奶粉/橙子/茶叶/咖啡豆生豆各约11.5/5.1/4.6/1.6/1.6万吨，是 中国最大柠檬采购商	23年采购涵盖36个品种约8.5万吨新鲜水果，从生产商采购约4000吨香水柠檬（占此种水果采购量89.9%）	/	/
供应商数量	/	截至24Q3共有1100+名供应商	截至24年4月与273名供应商合作，并有263名备选供应商作为后备	/
总采购金额（亿元）及前五大供应商采购金额占比				
成本优势	23年同类型、同品质 奶粉和柠檬 采购成本较同行业平均分别低约 10%和20%以上	23年向门店供应 芒果 的价格较市价低 30%	/	/

数据来源：各公司招股书，广发证券发展研究中心；备注：总采购金额按照前五大供应商采购金额除以占比倒算

生产：自产比例高，形成成本优势

据公司招股书，截至24Q3公司拥有五大生产基地，总占地面积约79万平方米、年产能合计约165万吨，生产品类覆盖七大类食材（糖/奶/茶/咖/果/粮/料）、包材和设备，是中国现制饮品供应链领域中生产品类最全、规模最大的企业；公司持续提升生产自动化与数字化水平，截至24Q3有60多条智能化生产线，灌装、贴标、包装等步骤已实现自动化，19-23年将若干糖浆生产线产能提升10倍以上；效率提升的同时质量也有优化，24Q1-3饮品食材生产损耗率仅0.71%，远低于行业平均。

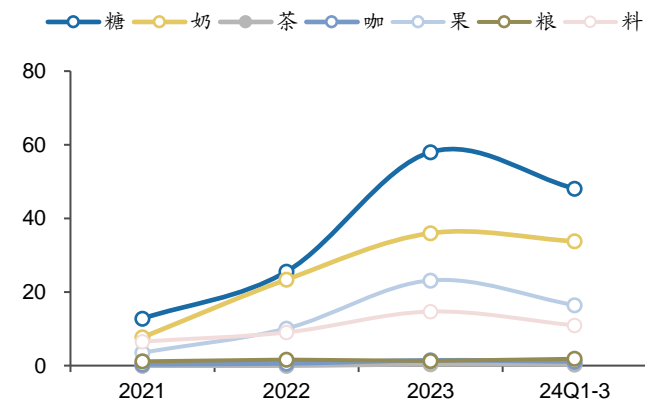
公司提供给加盟商的饮品食材超过60%为自产，为中国现制饮品行业中最高，其中核心饮品食材为100%自产，自产进一步形成成本优势，24Q1-3公司自主生产的糖蜜和果蜜包装瓶比外部采购价低约50%。对比其他现制茶饮品牌，公司在生产环节的优势更为明显，古茗的三个工厂仅用于处理原材料（茶叶拼配、混合果汁）；茶百道工厂主要提供包材、且自产比例相对较低；沪上阿姨工厂主要生产小料和茶叶，产能和覆盖品类均低于蜜雪。

表10: 公司拥有五大生产基地（截至24Q3）

生产基地	占地面积 (万平方米)	主要产品	食材年产能 (万吨)	产能利用率				备注
				2021	2022	2023	24Q1-3	
河南	~34.2	全部七大类食材，以及包材和设备	~121.0	55.4%	58.2%	50.7%	48.1%	23年及24Q1-3利用率较低主要受扩张及升级产线影响，例如建设新的生产茶产品和乳制品的产线、升级水果产线
海南	~20.4 (含在建)	椰奶产品、咖啡产品等食材	~20.4	/	/	33.7%	49.2%	23Q1投运，受益海南自由贸易港政策，有利于支持海外业务。23年开始建设新设施，以扩大冷冻水果产品、咖啡产品、糖浆和小料等食材产能，扩建预计25年完成
广西	~10.0	糖浆、水果产品和小料等食材	~18.5	/	/	17.8%	61.1%	23Q3投运，便于获得多种热带水果，如芒果和百香果
重庆	~12.2	水果产品及谷物制品等食材	~15.5	100.0%	100.0%	73.6%	45.9%	包括柠檬及橙子产线（采购及加工通常在Q4），谷物制品产线23年建设，毗邻安岳（柠檬合作种植基地）等多个原材料产地
安徽	~1.9	水果产品等食材	~5.4	/	49.9%	57.6%	65.8%	22Q1投运，在滁州及七里塘设有工厂，其中七里塘工厂战略性设立在草莓农场附近，专注高效处理冷冻草莓产品

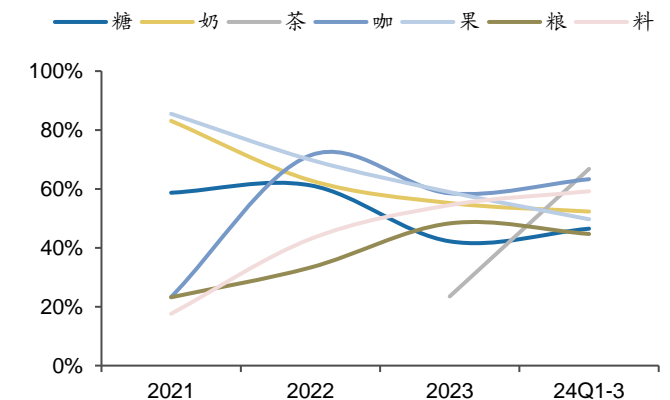
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图29: 公司七大类食材产能（万吨）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图30: 公司七大类食材产能利用率



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表11: 主要现制茶饮品牌生产环节对比

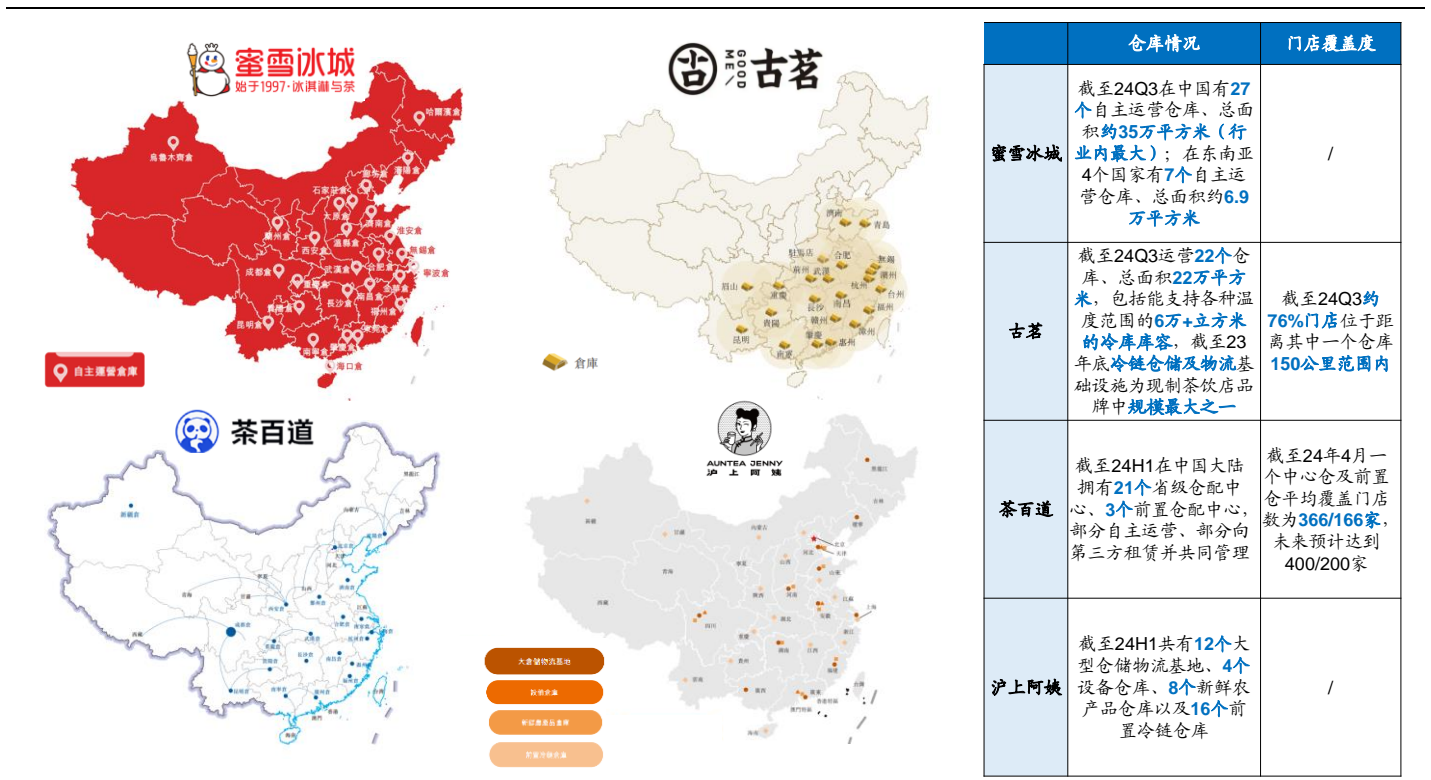
	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨
生产基地	截至24Q3在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有 五大生产基地 ，总占地面积约79万平方米，是中国现制饮品供应链领域中 生产品类最全、规模最大的公司 ；智能工厂有60多条智能化生产线	截至24Q3运营励川（杭州）、果如（杭州）和广西 三个加工工厂 以 处理原料 ，浙江诸暨的工厂待投入运营	运营 森冕工厂 （成都），总面积1.1万平方米； 原叶茶生产基地 于24年5月在福州投产	海盐工厂（浙江）于22年投入商业化生产，总面积约1万平方米
产能	截至24Q3年综合产能达到约 165万吨 ，其中糖/奶/茶/咖/果/粮/料产能分别约48/34/0.3/1/16/2/11万吨	果如和励川工厂总加工能力为 价值约10亿元 的产品，诸暨新工厂加工能力为 价值约15亿元 的产品	23年森冕工厂产能 1.4万吨 ，产能利用率65.6%	截至24H1理论年化产能为 2640吨珍珠、1320吨芋圆、2640吨芋泥、1584吨茶叶
生产品类	七大类食材 （糖、奶、茶、咖、果、粮、料）以及 包材和设备	茶叶拼配、混合果汁	包装材料、茶叶	珍珠、芋圆、芋泥及茶叶
加工质量	24Q1-3生产产品合格率高 于99.99% ，饮品食材生产的 耗损率为0.71% （远低于行业平均水平）	23年将 芒果熟成损耗率 降至10%（远低于行业平均的约20%）	/	/
自产比例	提供给加盟商的饮品食材 超过60%为自产 （中国现制饮品行业中 最高 ），其中 核心饮品食材为100%自产	24Q1-3向加盟商提供的原料中 约13%经过加工工厂进行处理	23年向门店供应的包材中 26.7% 由森冕工厂供应	/
成本优势	24Q1-3 糖蜜和果蜜包装瓶 的自产成本比从外部采购价 低约50%	/	/	23年 自产食材成本 较第三方采购低约 6%-17%

数据来源：各公司招股书，茶百道财报，广发证券发展研究中心

仓储物流：基础设施规模、覆盖广度和下沉深度领先，配送效率高

仓储体系规模为行业内最大。据公司招股书，截至24Q3公司在国内自主运营27个仓库、总面积35万平方米，规模为行业内最大（vs.仓储建设较为优秀的同行古茗总面积为22万平方米）；在东南亚自主运营7个仓库、总面积6.9万平方米。

图31: 主要现制茶饮品牌仓储环节对比



数据来源：各公司招股书，茶百道财报，广发证券发展研究中心

物流覆盖广度和深度为业内最高，配送效率领先。据公司招股书，公司有约40家本地化配送服务机构，但主要依赖第三方，配送网络覆盖中国内地31个省、自治区及直辖市，超300个地级市、1700个县城和4900个乡镇，覆盖广度和下沉深度为行业内最高；从配送效率看，截至24Q3公司在中国内地逾90%的县级行政区划实现了12小时内触达，约97%的中国内地门店实现冷链物流覆盖。对比其他品牌，古茗以自主配送为主（23年第三方车辆占部署的约40%）、冷链环节建设领先；茶百道、沪上阿姨均依赖第三方物流；蜜雪的优势主要体现在覆盖度高、时效性强。

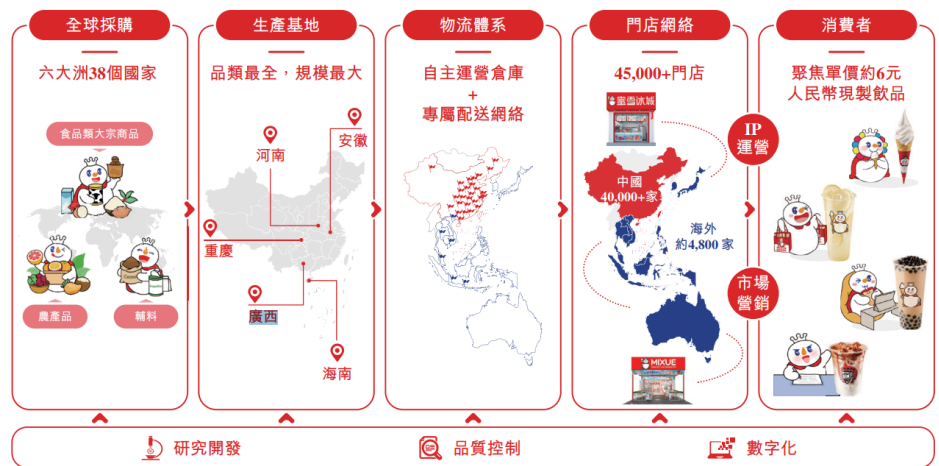
表12: 主要现制茶饮品牌物流环节对比

	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨
基础设施	截至24Q3在中国内地约有40家本地化配送服务机构（但主要依赖当地配送服务提供商）	截至24Q3直接拥有并运营362辆运输车辆（23年第三方车辆占车辆部署约40%）；截至23年底冷链仓储及物流基础设施为中国现制茶饮店品牌中规模最大的之一	调度第三方移动服务商下的一支由大约300辆多温运输车辆组成的车队	委托第三方物流服务供应商配送
配送覆盖度	截至24Q3配送网络覆盖中国内地31个省、自治区及直辖市，超过300个地级市、1700个县城和4900个乡镇，覆盖广度和下沉深度行业最高；覆盖4个海外国家的超过560个城市	/	/	/
配送质量	配送时效和配送品质高于行业平均水平，截至24Q3在中国内地逾90%的县级行政区划实现12小时内触达，约97%中国内地门店实现冷链物流覆盖	截至24Q3支持向约97%的门店提供两日一配的冷链配送服务，是中国前十大现制茶饮品牌中唯一能向低线城市两日一配频繁配送短保质期鲜果和鲜奶的品牌；23年完成总价值超过40亿元原料冷链配送（中国现制茶饮店行业最高）	截至24H1约90%的门店下单后次日达，约97%的门店每周获得两次或以上的配送服务，62%门店可统一配送水果	截至24H1每周可将新鲜食材送达门店2-3次，目标未来将12小时内门店订单配送率提高至75%
物流成本	/	21-23年仓到店的平均配送成本占GMV的不到1%	/	/

数据来源：各公司招股书，茶百道财报，广发证券发展研究中心

总结而言，公司门店数在现制饮品行业内遥遥领先，对供应链覆盖的广度、深度要求较高，而公司前瞻布局供应链，通过强大的自有供应链建设支撑4万+家门店获得稳定供应的高品质原材料，同时自产+规模采购降低原材料成本，从而得以数十年如一日地维持高质平价定位。

图32: 蜜雪集团供应链体系优势示意图



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

(二) 坐拥稀缺的高知名度 IP，自带流量

打造超级IP雪王，内容化运营下品牌知名度持续提升。据公司招股书，公司18年推出雪王IP，迄今雪王仍是中国现制饮品行业内稀缺的高知名度IP，雪王相关话题在主要社交平台上曝光量超195亿次（截至25年2月）。公司围绕雪王IP进行了较多内容化运营，包括主题曲、动画、短剧等，截至25年2月，主题曲相关话题在主要社交平台上曝光量超97亿次，23年8月推出的动画剧集《雪王驾到》累计播放量超2.2亿次，通过内容输出持续积淀IP粉丝。雪王在各社交平台开设单独的账号，分享雪王的有趣日常，在小红书平台的粉丝数达222万人，甚至超过了蜜雪冰城官方账号。粉丝针对雪王IP进行了大量二创，截至25年2月哔哩哔哩平台二创视频合计播放量超3.35亿次，既体现雪王IP受到广泛喜爱，也借粉丝之手进一步宣传、提升IP知名度。

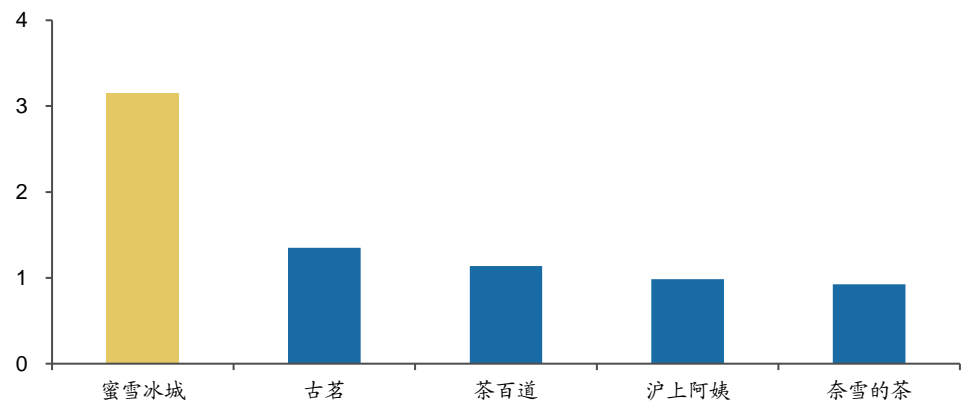
图33: 雪王IP相关内容创作与运营



数据来源: 小红书, 广发证券发展研究中心

受众基础广泛，会员数领先。据公司招股书，截至24Q3，蜜雪冰城注册会员数达3.15亿，远高于古茗、茶百道、沪上阿姨和奈雪的茶（均在1亿左右），在微信、抖音、快手、小红书、微博及哔哩哔哩六大社交平台共有约4700万粉丝，为中国现制饮品行业内最多，尤其在以内容创作为主的平台上有明显的领先优势。

图34: 主要现制茶饮品牌注册会员数（亿人）



数据来源: 各公司招股书, 各公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 蜜雪冰城、古茗为截至 24Q3, 其余为截至 24H1

表13: 主要现制饮品品牌社交平台粉丝数对比 (万人)

	蜜雪冰城	蜜雪冰城雪王	古茗	茶百道	沪上阿姨	喜茶	奈雪的茶	瑞幸	星巴克	库迪
抖音	367.6 (官方号) 418.0 (官方团购号)	196.9	1241.2	1251.9	1067.2	779.5	551.7	585.4 (官方号) 216.9 (官旗)	723.3 (官方号) 220.0 (团购号)	771.6
快手	1250.2	298.9	94.1	70.9	25.1	/	78.3	293.1	/	54.6
小红书	137.1	222.0	67.8	113.5	45.9	66.1	57.7	84.9	27.6	13.2
微博	237.2	2.6	128.8	69.7	47.7	148.2	145.3	103.2	169.2	79.9
哔哩哔哩	152.2	59.5	6.4	12.3	0.6	27.3	32.9	3.0	0.3	0.0

数据来源: 抖音, 快手, 小红书, 微博, 哔哩哔哩, 广发证券发展研究中心

备注 1: 若有多个账号, 体量较大的单独列示, 其余数据选自粉丝数最多的账号, 统计时间为 2025/3/5

备注 2: 标红的为各平台粉丝数最多的品牌

充分利用IP势能进行营销, 费用率低于同行。公司较多营销活动结合雪王IP开展, 例如定期开展雪王巡游、官宣雪王为新品全球代言人、通过“雪王黑化”活动为桑葚系列新品造势等, 是少数没有请过代言人的现制茶饮品牌, 历年来销售费用中的营销及推广开支率普遍低于同行。

图35: 蜜雪冰城线上营销



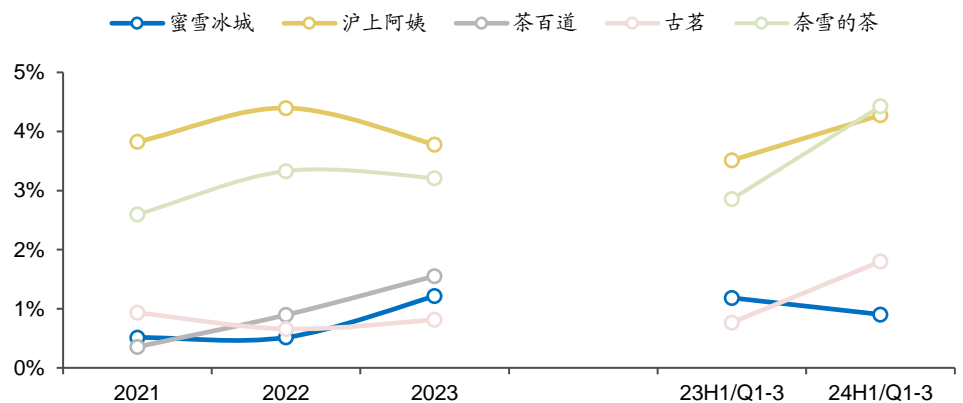
图36: 蜜雪冰城线下营销



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图37: 主要现制茶饮品牌营销及推广开支率对比



数据来源: 各公司招股书, 各公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 标注 H1/Q1-3 表示, 蜜雪冰城、古茗数据为 Q1-3, 其余品牌数据为 H1

(三) 幸运咖复用供应链，打造第二曲线

复用供应链逻辑下，较多现制茶饮品牌布局咖啡品类。现制茶饮和现制咖啡的原材料相对较为接近（除咖啡豆外），供应链可复用，通过共享采购、生产和物流体系，能够以较低的成本拓展品类、寻找第二增长曲线，因此近年来较多现制茶饮品牌布局咖啡赛道，主要有两种类型，一是创立咖啡副牌，例如蜜雪冰城创立幸运咖、茶颜悦色创立驾央咖啡等，二是在现有茶饮品牌中推出咖啡产品，例如古茗、奈雪的茶等品牌均已推出咖啡产品。

幸运咖创立于2017年，起初定位“精品咖啡”，反响平平，2020年张红甫操刀改革，同年4月开放加盟，张总在《致全体幸运咖伙伴的一封信》中写道“幸运咖要做县城甚至小镇的平价咖啡，在五年内复制出一个蜜雪冰城”。找准定位后幸运咖快速发展，据公司招股书，截至23年底门店数已达2900+家。

表14: 主要现制茶饮品牌布局咖啡品类情况对比

品牌	类型1: 创立咖啡副牌						类型2: 在现有茶饮品牌中推出咖啡产品				
	蜜雪冰城	茶百道	沪上阿姨	甜啦啦	CoCo都可	茶颜悦色	古茗	奈雪的茶	喜茶	一点点	益禾堂
布局时间	2017年	2024年	2022年	2023年	2015年	2022年	2019年	2019年	2019年	2024年	2021年
咖啡副牌	幸运咖	咖灰	沪咖	卡小逗	CoCo café	驾央咖啡	/	/	/	/	/
门店数	3325家 (截至25年2月)	1家 (截至24年1月)	1707家提供沪咖品牌概念产品的沪上阿姨门店, 1家独立门店 (截至24年底)	13家 (截至25年2月)	超过3000家 (截至22年10月)	97家 (截至25年2月)	/	/	/	/	/
价格带	5-10元	13-25元	13-23元	5-8元	12-17元	13.8-19.8元	10-18元	15-22元	21-34元	15元	10-15元

数据来源: 各公司招股书, 各品牌官方小程序, 小红书, 窄门餐眼, 中国饮品快报公众号, 广发证券发展研究中心

备注1: 幸运咖门店数来自窄门餐眼, 统计时间为2025/3/5, 或与公司披露数据有差异

备注2: 蜜雪冰城早年也曾推出过1元/杯的卡布奇诺冰咖啡

咖啡赛道平价品牌较少，幸运咖卡位价格带较好。据公司招股书，幸运咖聚焦5-10元价格带，是少数卡位平价咖啡的品牌，对比此前瑞幸和库迪9.9元咖啡价格战仍有一定性价比优势。我们认为幸运咖平价的底气是极强的供应链建设、通过自产+规模采购降本，高质平价的定位具有较强的可持续性。

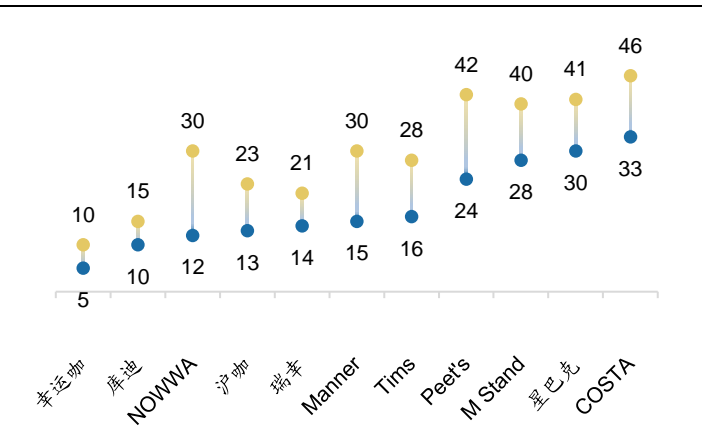
表15: 幸运咖主要产品及售价

产品	图示	单价	产品	图示	单价
经典美式		6.9元	手捣冰柠咖		6元
椰椰拿铁		10.9元	香水柠檬咖		7元
茉莉拿铁		10.9元	沙棘橙C咖		8元
葡萄冰萃咖		8元	多莓冰萃咖		7元

数据来源: 幸运咖小程序, 广发证券发展研究中心

备注: 价格以小程序最新价格为准, 统计时间为2025/3/5

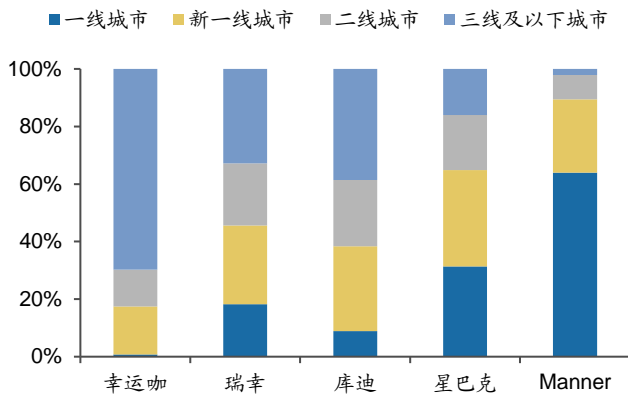
图38: 主要现制咖啡品牌价格带对比 (元)



数据来源: 公司招股书, 各品牌小程序, 广发证券发展研究中心

战略性布局低线城市、乡镇店。据窄门餐眼，截至25年2月幸运咖三线及以下城市门店占比约70%，乡镇店占比约20%，均远高于其他头部现制咖啡品牌。根据我们第二章的分析，三线及以下城市现制咖啡店覆盖度仍不足，具备高性价比优势的幸运咖有望充分受益低线城市增长机遇。

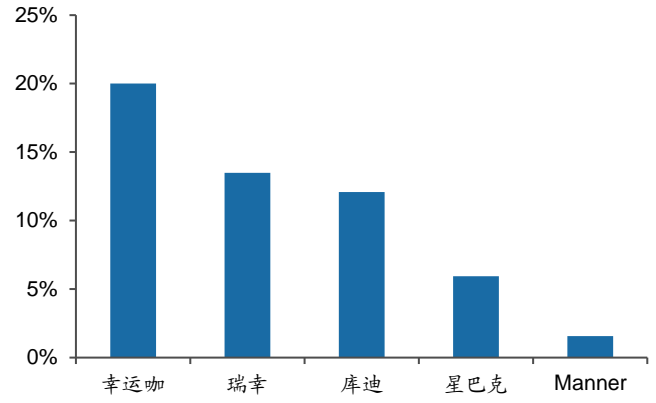
图39: 主要现制咖啡品牌区域分布对比



数据来源: 窄门餐眼, 广发证券发展研究中心

备注: 统计时间为 2023/3/5

图40: 主要现制咖啡品牌乡镇店占比



数据来源: 窄门餐眼, 广发证券发展研究中心

备注: 统计时间为 2023/3/5

幸运咖已成为23年中国现制咖啡TOP5品牌。据灼识咨询(引自公司招股书):

(1) **GMV口径:** 23年中国现制咖啡市场CR5为44.9%，瑞幸以330亿元GMV、21.8%的市占率排名第一，**幸运咖实现约19亿元GMV、市占率1.3%，排名第五。**

(2) **饮品出杯量口径:** 23年中国现制咖啡市场CR5为52.4%，瑞幸出杯量达19亿杯，以31.7%的市占率领先，**幸运咖出杯量约2亿杯，市占率4%、排名第四。**

表16: 中国现制咖啡主要玩家对比(23年)

公司	主要产品价格带	GMV口径			出杯量口径			期末门店数(万家)
		GMV(亿元)	排名	市场份额	饮品出杯量(亿杯)	排名	市场份额	
瑞幸	14-21元	330	1	21.8%	19	1	31.7%	1.62
星巴克	30-41元	250	2	16.5%	5	2	8.3%	0.70
库迪	10-15元	55	3	3.6%	4	3	6.7%	0.68
Manner	15-30元	25	4	1.7%	1	5	1.7%	0.11
幸运咖	5-10元	19	5	1.3%	2	4	4.0%	0.29

数据来源: 灼识咨询(引自公司招股书), 广发证券发展研究中心

(四) 出海先行者, 将高质平价带向全球

蜜雪冰城是较早布局海外业务的现制茶饮品牌。据公司招股书, 蜜雪冰城18年在越南开设海外首店, 开启出海的探索, 截至24年底海外门店数达4895家, 分国家来看, 截至24Q3海外99%的门店位于东南亚, 印尼(2667家、占比56%)和越南(1304家、占比27%)是海外门店数最多的两个国家。对比同期开设海外首店的喜茶和奈雪的茶, 蜜雪冰城的拓店节奏更快, 尤其是22-23年分别净增1525/2536家门店, 24年净增564家、略有放缓。

表17: 中国主要现制饮品品牌出海情况梳理

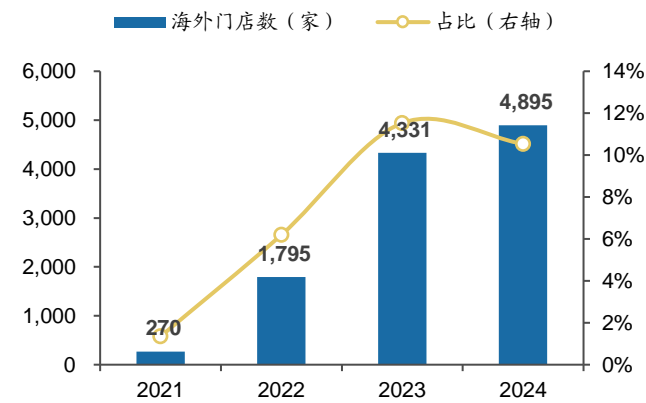
品牌	茶饮品牌						咖啡品牌	
	蜜雪冰城	喜茶	奈雪的茶	霸王茶姬	茶百道	沪上阿姨	瑞幸	库迪
出海时间	2018年	2018年	2018年	2019年	2024年	2024年	2023年	2023年
海外布局	印尼、越南、马来西亚、泰国、菲律宾、柬埔寨、老挝、新加坡、澳大利亚、韩国、日本	新加坡、英国、加拿大、澳大利亚、马来西亚、美国、韩国	新加坡、泰国、日本	泰国、马来西亚、新加坡、美国	韩国、泰国、澳大利亚、马来西亚、西班牙	马来西亚	新加坡	美国、加拿大、日本、新加坡、阿联酋、卡塔尔、韩国、泰国、印尼等
首店国家	越南	新加坡	新加坡	马来西亚	韩国	马来西亚	新加坡	韩国
海外门店数	4895家 (截至24年底)	70+家 (截至24年底)	7家 (截至24年底)	156家 (截至24年底)	14家 (截至24年底)	1家 (截至24H1)	51家 (截至24年底)	2000+家 (截至24年10月)

数据来源: 各公司招股书/财报/官网/官方小红书, 中国饮品快报, 上海长宁公众号, 窄门餐眼, 广发证券发展研究中心

备注1: 库迪按公司披露的全球门店数据(10000+家)减去窄门餐眼披露的国内门店数(7000+家)估算

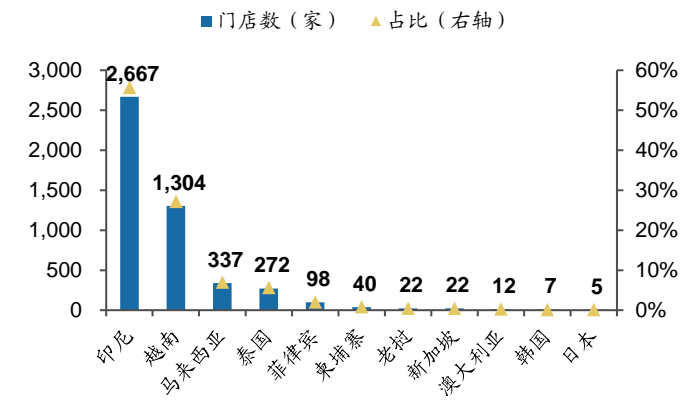
备注2: 标蓝的为东南亚国家

图41: 蜜雪冰城海外门店数变化



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图42: 蜜雪冰城海外门店分布 (截至24Q3)



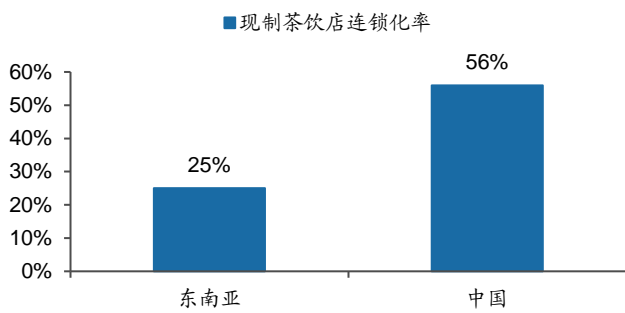
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

延续平价策略+本地化经营, 雪王IP在东南亚出圈。据公司招股书, 蜜雪冰城在海外延续了高质平价的产品定位, 在保留常青款产品的同时, 基于对当地消费习惯的洞察, 推出一系列本地化产品。此外, 公司充分利用雪王IP因地制宜推出丰富的营销活动, 雪王在东南亚出圈, 牢牢占领消费者心智, 例如越南23年六一儿童节的雪王绘画活动相关话题浏览量约7000万次; 截至25年2月“蜜雪冰城印度尼西亚”话题在TikTok上累计曝光达26亿次。

持续完善海外供应链。据公司招股书, 截至24Q3公司已在东南亚的4个国家建立了本地化仓储体系, 拥有7个自主运营仓、总面积约6.9万平方米, 还计划继续扩大物流设施, 提升全球端到端供应链, 并在东南亚建立多功能供应链中心。

蜜雪冰城已成为东南亚最大的现制茶饮品牌。据公司招股书, 23年蜜雪冰城在东南亚的出杯量达5.13亿杯、市占率19.5%, 在东南亚现制茶饮市场排名第一, 同时门店数也显著领先其他两大品牌。

图43: 东南亚及中国现制茶饮连锁化率 (23年)



数据来源: 灼识咨询 (引自公司招股书), 广发证券发展研究中心

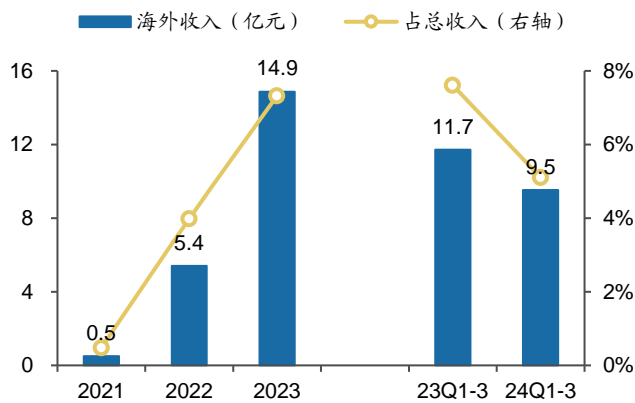
表18: 东南亚前三大现制茶饮品牌对比 (23年)

品牌	蜜雪冰城	品牌R	品牌S
排名	1	2	3
期末门店数 (千家)	4.3	1.3	1.0
饮品出杯量 (亿杯)	5.13	1.65	1.60
以出杯量计市场份额	19.5%	6.3%	6.1%

数据来源: 灼识咨询 (引自公司招股书), 广发证券发展研究中心

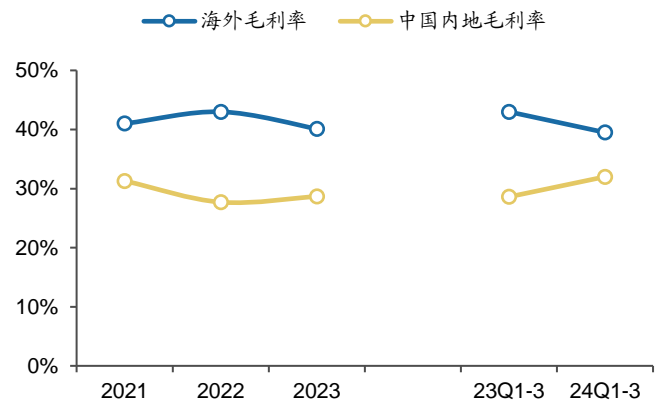
当前海外收入占比约5%。据公司招股书, 24Q1-3公司海外收入9.5亿元、占比5.1%, 毛利率40% (vs.中国内地为32%)。我们认为随着海外供应链的完善, 未来蜜雪冰城有望持续为海外消费者提供高质平价的产品, 复制在国内市场的成功。

图44: 公司海外收入及占比



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图45: 公司海外与中国内地毛利率对比



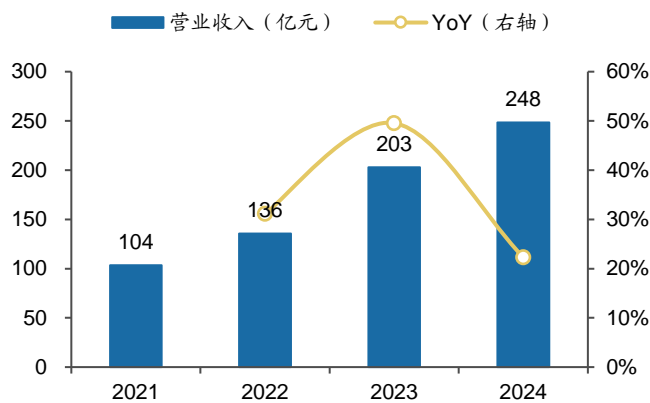
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

(一) 业务拆分及收入预测

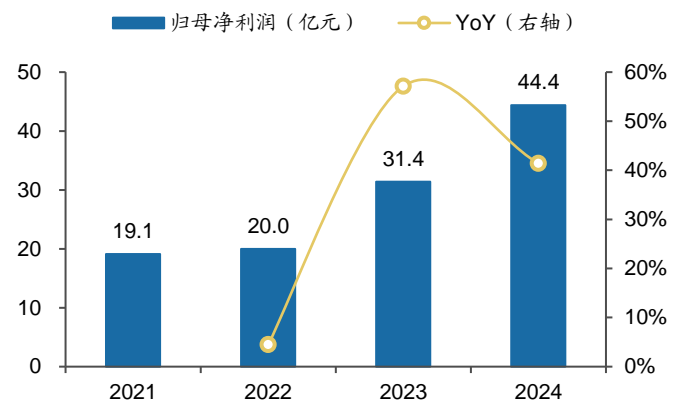
收入快速增长，盈利能力较为稳健。加盟模式下公司门店快速扩张，收入也保持较快增速，据公司招股书及财报，21-24年公司收入由104亿元增至248亿元，CAGR为33.9%，其中24年同比增长22.3%；利润端，21-24年公司归母净利润由19.1亿元增至44.4亿元，CAGR为32.4%，其中24年同比增长41.4%。公司盈利能力稳中有升，24年归母净利率同比+2.4pct至17.9%，主要系毛利率同比+2.9pct，各项费用率相对平稳，随着业务规模扩大、供应链效率提升，盈利能力边际向好。

图46: 公司营业收入及增速



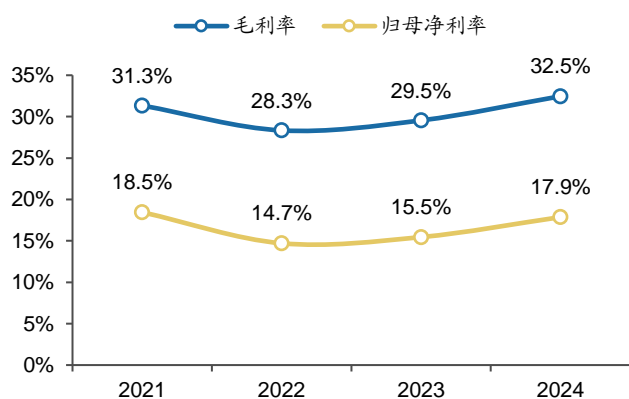
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图47: 公司归母净利润及增速



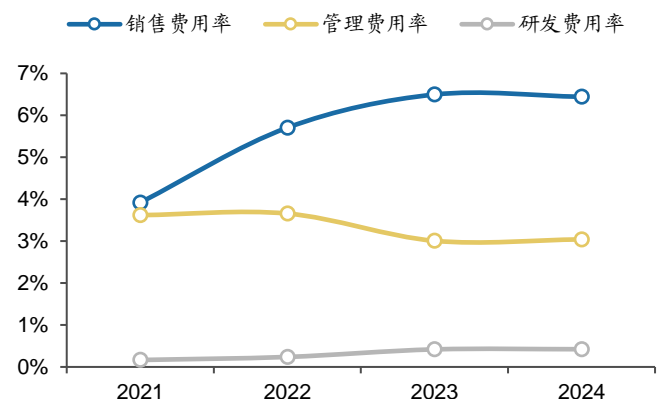
数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图48: 公司毛利率及归母净利率



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心
备注: 22年毛利率下降主因疫情期间公司主动下调部分物料及设备销售价格

图49: 公司主要费用率



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

我们对公司门店及主要经营数据做如下假设：

(1) 门店方面，据公司招股书，截至24年底公司门店总数46479家（其中直营店为17家），假设25-27年直营店保持不变，加盟店方面，考虑到公司有足够完善的供应链支撑门店扩张，近年来开店节奏趋稳，假设25-27年分别新开9000/8800/8500家，闭店率则维持24年的4.3%。

(2) 经营方面，24年行业整体有所承压，公司单店日均GMV同比有所下滑，为0.40万元，考虑到近年新开门店增加、门店密度加大，我们预计25-27年单店日均GMV分别为0.39/0.38/0.38万元。

表19：蜜雪集团主要经营数据拆分及假设

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
1. 门店数量							
门店总数（家）	20,001	28,983	37,565	46,479	53,486	59,993	65,921
加盟店数（家）	19,954	28,929	37,516	46,462	53,469	59,976	65,904
新开数	8,022	9,671	9,894	10,555	9,000	8,800	8,500
关闭数	577	696	1,307	1,609	1,993	2,293	2,572
闭店率	4.6%	3.5%	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
净增数	7,445	8,975	8,587	8,946	7,007	6,507	5,928
直营店数（家）	47	54	49	17	17	17	17
2. 门店经营							
GMV（亿元）	228	307	478	583	673	758	836
YoY		34.6%	55.7%	22.0%	15.5%	12.6%	10.2%
单店日均GMV（万元）	0.41	0.39	0.41	0.40	0.39	0.38	0.38

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

综合上述假设，将门店及经营数据对应到具体业务，

(1) 商品销售：与加盟店GMV直接相关，24年收入235亿元/YoY+22.4%，预计25-27年收入271/305/336亿元，分别同比增长15.4%/12.5%/10.2%。25-27年毛利率假设与24年的31.6%持平。

(2) 设备销售：主要来自向加盟商提供门店设备，与新开门店数相关，24年收入7.6亿元/YoY+2.7%，预计25-27年收入6.5/6.3/6.1亿元，毛利率预计假设为20.0%/20.0%/20.1%。

(3) 加盟和相关服务：主要来自加盟商每年支付固定的加盟、管理等费用，24年收入6.2亿元/YoY+52.8%，受加盟店数量持续增加影响，预计25-27年收入分别为7.1/8.0/8.8亿元，分别同比增长15.1%/12.2%/9.9%，毛利率假设保持24年的80.4%。

综合上述各业务，预计25-27年公司总收入为284.2/318.8/350.6亿元，分别同比增长14.5%/12.2%/9.9%。

费用端，(1) 销售及分销开支：24年占总收入6.4%/YoY-0.1pct，后续有望随着业务规模扩大略有优化，假设25-27年分别为6.4%/6.3%/6.3%。(2) 行政开支：24年占总收入3.0%/YoY+0.03pct，24-25年预计受上市费用影响略有波动，其他项目费率假设基本平稳，预计25-27年行政开支占总收入的3.0%/2.9%/2.9%。(3) 研发开支：假设25-27年占总收入比重保持24年的0.4%。

综合上述假设，预计25-27年公司归母净利润分别为51.3、57.9、64.0亿元，分别同比增长15.6%、12.8%、10.5%。

表20：蜜雪集团主营业务拆分及预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	10,351	13,576	20,302	24,829	28,418	31,884	35,056
YoY		31.2%	49.6%	22.3%	14.5%	12.2%	9.9%
毛利	3,244	3,847	5,999	8,060	9,259	10,400	11,444
毛利率	31.3%	28.3%	29.5%	32.5%	32.6%	32.6%	32.6%
1.商品销售							
收入	9,458	12,551	19,160	23,452	27,060	30,453	33,567
YoY		32.7%	52.7%	22.4%	15.4%	12.5%	10.2%
毛利	2,974	3,490	5,508	7,411	8,556	9,630	10,615
毛利率	31.4%	27.8%	28.7%	31.6%	31.6%	31.6%	31.6%
2.设备销售							
收入	697	748	737	756	645	631	609
YoY		7.4%	-1.6%	2.7%	-14.7%	-2.2%	-3.4%
毛利	130	141	168	151	129	126	122
毛利率	18.6%	18.8%	22.8%	19.9%	20.0%	20.0%	20.1%
3.加盟及相关服务							
收入	196	276	406	620	714	800	880
YoY		40.6%	46.9%	52.8%	15.1%	12.2%	9.9%
毛利	140	216	323	499	574	644	707
毛利率	71.5%	78.2%	79.6%	80.4%	80.4%	80.4%	80.4%

数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

表21：蜜雪集团主要费用拆分

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售及分销开支	406	774	1,319	1,599	1,816	2,022	2,206
占总收入	3.9%	5.7%	6.5%	6.4%	6.4%	6.3%	6.3%
行政开支	375	497	611	755	850	938	1,014
占总收入	3.6%	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%
研发开支	17	32	85	105	120	135	148
占总收入	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（二）估值分析与投资建议

我们选取现制饮品行业上市公司星巴克、古茗、茶百道，同样出海的餐饮公司特海国际，以及国内餐饮龙头海底捞、百胜中国为公司可比公司，对于现制饮品企业而言，各公司估值差异主要来自供应链能力、品牌势能、成长阶段等。

我们认为对比现制饮品同业，公司卡位价格带壁垒相对较大、格局相对较好，供应链建设全面且完善，为极致性价比奠定基础，且公司在行业内具有较强统治力，规模（门店数/GMV）遥遥领先的同时保持稳健的经营，拥有行业内稀缺的高知名度IP、品牌认知度强，咖啡及出海有望成长为第二第三曲线、打开未来增量，因此应

给予一定估值溢价。我们给予公司**2025年32倍PE估值**，对应合理价值为**466.31港元/股**，给予“买入”评级。（采用即期汇率1港币=0.927人民币）

表 22: 可比公司盈利预测及估值

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
星巴克	SBUX.O	6,523	27,488	24,462	29,819	24	27	22
古茗	01364.HK	376	1,479	1,860	2,178	25	20	17
茶百道	02555.HK	108	472	877	1,049	23	12	10
特海国际	09658.HK	91	157	378	475	58	24	19
海底捞	06862.HK	890	4,708	5,207	5,666	19	17	16
百胜中国	09987.HK	1,278	6,658	6,988	7,573	19	18	17

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

备注 1: 星巴克为经调整净利润、来自 Bloomberg 一致预期, 其余为归母净利润、来自 Wind 一致预期

备注 2: 货币单位均为人民币, 汇率按 1 美元=7.3087 人民币

备注 3: 数据统计截至 2025/4/8

五、风险提示

（一）宏观经济波动

现制茶饮企业发展程度受经济发展水平、国民消费行为影响，若宏观经济波动导致国民收入水平下降、消费力下降、消费预期悲观，将会影响人们消费现制茶饮，从而对公司业绩造成负面影响。

（二）门店扩张不及预期

门店扩张是公司收入利润增长的重要驱动因素，若公司门店扩张不及预期，将对公司收入及利润造成负面影响。

（三）市场竞争加剧

现制茶饮行业竞争程度较高，市场上品牌众多、行业集中度较低，若公司无法在产品、服务等层面实现创新，充分满足消费者需求，公司市占率将有下滑风险。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	9,148	11,896	20,839	26,760	33,288
现金及现金等价物	5,622	4,335	13,196	19,129	25,621
应收账款及票据	28	26	29	33	36
存货	2,232	2,215	2,288	2,268	2,296
其他	1,266	5,320	5,325	5,330	5,335
非流动资产合计	5,445	7,887	7,608	7,357	7,119
固定资产净值	3,390	5,318	5,038	4,788	4,549
长期投资	13	7	7	7	7
商誉及无形资产	163	424	424	424	424
其他	1,879	2,139	2,139	2,139	2,139
资产总额	14,594	19,783	28,447	34,117	40,407
流动负债合计	3,734	4,517	4,386	4,247	4,114
短期借款	260	0	0	0	0
应付账款及票据	1,317	1,767	1,756	1,731	1,705
其他	2,158	2,750	2,630	2,516	2,408
非流动负债合计	264	206	206	206	206
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	264	206	206	206	206
总负债	3,998	4,723	4,592	4,452	4,319
普通股股本	360	360	380	380	380
储备	10,148	14,596	23,350	29,136	35,533
其他	-1	0	0	0	0
归母权益总额	10,507	14,956	23,729	29,516	35,913
少数股东权益	88	105	126	149	174
股东权益合计	10,595	15,061	23,855	29,665	36,087
负债及股东权益合计	14,594	19,783	28,447	34,117	40,407

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	20,302	24,829	28,418	31,884	35,056
营业成本	14,303	16,769	19,159	21,485	23,611
毛利	5,999	8,060	9,259	10,400	11,444
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	1,319	1,599	1,816	2,022	2,206
行政管理费用	611	755	850	938	1,014
研发费用	85	105	120	135	148
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	3,985	5,600	6,472	7,305	8,077
利息收入	54	107	122	137	151
利息支出	15	6	7	8	9
权益性投资损益	0	-3	0	0	0
其他非经营性损益	128	113	129	145	159
除税前利润	4,154	5,811	6,716	7,579	8,378
所得税	967	1,356	1,568	1,769	1,956
合并净利润	3,187	4,454	5,149	5,810	6,422
少数股东损益	49	18	20	23	26
归母净利润	3,137	4,437	5,128	5,787	6,397

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	3,794	-	5,094	5,796	6,342
合并净利润	3,187	-	5,149	5,810	6,422
折旧与摊销	268	-	280	250	239
营运资本变动	243	-	-213	-127	-169
其他非经营性调整	146	-	-122	-137	-150
投资活动现金流净额	-825	-	129	145	159
处置固定资产收益	5	-	129	145	159
资本性支出	-1,691	-	0	0	0
投资资产支出	863	-	0	0	0
其他	-2	-	0	0	0
融资活动现金流净额	-111	-	3,638	-8	-9
长期债权融资	20	-	0	0	0
股权融资	0	-	3,646	0	0
支付股利	0	-	0	0	0
其他	-131	-	-7	-8	-9
现金净增加额	2,858	-	8,861	5,933	6,492
期初现金余额	2,764	-	4,335	13,196	19,129
期末现金余额	5,622	-	13,196	19,129	25,621

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	49.6%	22.3%	14.5%	12.2%	9.9%
营业利润增长率	56.9%	40.5%	15.6%	12.9%	10.6%
归母净利润增长率	57.1%	41.4%	15.6%	12.8%	10.5%
获利能力					
毛利率	29.5%	32.5%	32.6%	32.6%	32.6%
净利率	15.7%	17.9%	18.1%	18.2%	18.3%
ROE	30.1%	29.6%	21.6%	19.6%	17.8%
偿债能力					
资产负债率	27.4%	23.9%	16.1%	13.1%	10.7%
有息负债率	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.4	2.6	4.8	6.3	8.1
利息保障倍数	279.9	896.8	905.8	911.2	916.2
营运能力					
应收账款周转天数	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转天数	56.2	47.6	43.0	38.0	35.0
应付账款周转天数	33.1	37.9	33.0	29.0	26.0
每股指标					
每股收益	-	-	13.51	15.24	16.85
每股净资产	-	-	62.84	78.14	95.06
每股经营现金流	-	-	13.42	15.27	16.70
估值比率					
PE	-	-	27.7	24.6	22.2
PB	-	-	6.0	4.8	4.0
EV/EBITDA	-	-	18.8	16.0	13.8

广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 杨起帆：高级分析师，香港大学金融硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1)广发证券（香港）在过去12个月内与蜜雪集团(02097)公司有投资银行业务关系。
- (2)广发证券（香港）在过去12个月内与CNE100006T36(02097)公司有投资银行业务关系。
- (3)广发证券（香港）在过去12个月内与MIXUE GROUP(02097)公司有投资银行业务关系。
- (4)广发证券（香港）在过去12个月内与MIXUE Group(02097)公司有投资银行业务关系。
- (5)广发证券（香港）在过去12个月内与蜜雪冰城(02097)公司有投资银行业务关系。
- (6)广发证券（香港）在过去12个月内与蜜雪冰城股份有限公司(02097)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。