

1 美元传奇：供应链革新成就全球现饮龙头

华泰研究

2025 年 4 月 21 日 | 中国香港

首次覆盖

餐饮

首次覆盖蜜雪集团并给予买入评级，目标价 565.67 港币，对应 26 年 31XPE。蜜雪是中国及全球门店规模最大的现制饮品龙头，聚焦为全球消费者提供 1 美元左右的高质平价饮品，其拥有现制茶饮蜜雪冰城、现磨咖啡幸运咖两大品牌，24 年总门店数 4.65 万家。我们认为公司以极致效率的端到端供应链优势为核心，构建了万店基础设施网络以满足大众对平价高质饮品的核心诉求，竞争壁垒高。展望未来，蜜雪持续发力下沉拓店，幸运咖差异化入局平价咖啡赛道潜力足，雪王 IP 加速全球化扩张，门店规模和单店收入皆有向上空间，我们持续看好规模经济-性价比优势正反馈飞轮带来的业绩弹性。

雪王何以为“王”？性价比为矛，供应链为基，打造高质量规模增长飞轮
公司以“供应链规模经济”为核心的商业模式，颠覆传统以分享加盟商利益，赚取更高管理费的连锁策略，竞争壁垒高筑：1) 产品极致性价比：以高质平价产品最大化网罗需求（24 年杯单价仅我国日均可支配收入的 5.7%，10 年核心单品涨幅<20%），叠加现象级 IP 赋能，持续夯实品牌声量，实现周期穿越。2) 高效全产业链革新：“自产自销”（核心食材 100%自产，加盟商 100%食/包材/设备统采）的垂直整合模式，压降供应链成本（9M24 单杯成本仅 1.7 元），带动效率与利润率提升。3) 万店网络优势：健康良性的加盟体系拓宽渠道触点，有望以规模反哺供应链，撬动可持续成长飞轮。

未来增长由何驱动？跨品牌+全球化+IP 延展，多曲线释放成长新动能

相比成熟市场均值，23 年我国人均现饮摄入量占比仍有 7.5 倍提升空间。公司成长潜力广阔：1) 下沉：下沉与平价天然契合，蜜雪当下县城、乡镇覆盖率不高，或仍有加密空间，我们 3 维度测算蜜雪品牌中期境内门店空间 6.9-8.0 万家。2) 出海：东南亚需求广阔，开拓潜力充足；中国品牌有望凭借供应链/产品多维优势实现快速整合，预计境外中期门店数或达 1.9 万家。3) 跨界咖啡赛道：公司第二品牌幸运咖与蜜雪形成良好协同，专注下沉与当前 TOP2 品牌构建非对称竞争优势，成长潜力充裕，中期万店规模可期。

我们与市场观点不同之处

市场对同店增长持续性和行业竞争有所担忧，我们认为：1) 公司生态位独特，供应链效率与成本优势为隐形壁垒，有望持续巩固定价权。2) 通过境内外门店扩张，利好品牌拓宽覆盖人群和提高复购，有望驱动同店增长。

龙头品牌与成长价值稀缺，首次覆盖予以“买入”评级

我们预计 25-27 年归母净利 52.89/64.41/76.80 亿元/CAGR20%，对应 EPS 为 13.93/16.97/20.23 元。参考可比公司 26 年 PE 均值 22X（Bloomberg 及 Wind 一致预期），考虑公司规模优势突出，生态卡位稀缺，出海/咖啡成长性充裕，给予龙头溢价，基于 31X26 年 PE，得出目标价 565.67 港币。

风险提示：拓店稀释同店收入，海外表现不及预期，量价测算和实际偏差。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	20,302	24,829	30,359	36,346	43,351
+/-%	49.55	22.29	22.27	19.72	19.27
归属母公司净利润 (人民币百万)	3,137	4,437	5,289	6,441	7,680
+/-%	57.13	41.41	19.22	21.78	19.24
EPS (人民币，最新摊薄)	8.26	11.69	13.93	16.97	20.23
ROE (%)	34.93	34.85	30.03	27.43	25.14
PE (倍)	52.44	37.09	31.11	25.55	21.42
PB (倍)	15.66	11.00	8.12	6.16	4.79
EV EBITDA (倍)	36.53	26.30	21.14	16.62	13.10

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

565.67

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523120004
SFC No. BTM417

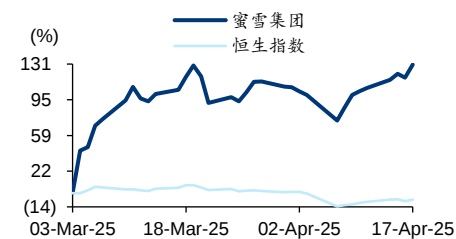
曾琚

zengjun@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (港币)	565.67
收盘价 (港币 截至 4 月 17 日)	466.60
市值 (港币百万)	177,130
6 个月平均日成交额 (港币百万)	486.88
52 周价格范围 (港币)	256.00-478.00
BVPS (人民币)	39.40

股价走势图



资料来源：S&P

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,302	24,829	30,359	36,346	43,351
销售成本	(14,303)	(16,769)	(21,048)	(25,188)	(29,910)
毛利润	5,999	8,060	9,311	11,158	13,441
销售及分销成本	(1,319)	(1,599)	(1,841)	(2,132)	(2,538)
管理费用	(610.62)	(755.12)	(784.63)	(868.82)	(965.25)
其他收入/支出	(85.00)	(104.87)	(121.44)	(145.38)	(173.40)
财务成本净额	39.10	100.65	296.81	350.33	229.60
应占联营公司利润及亏损	0.20	(3.02)	(3.60)	(4.38)	(5.22)
税前利润	4,154	5,811	6,927	8,436	10,058
税费开支	(967.40)	(1,356)	(1,617)	(1,969)	(2,348)
少数股东损益	49.26	17.70	21.10	25.69	30.64
归母净利润	3,137	4,437	5,289	6,441	7,680
折旧和摊销	(267.78)	(419.36)	(556.02)	(707.80)	(864.77)
EBITDA	4,383	6,129	7,186	8,793	10,693
EPS (人民币, 基本)	8.26	11.69	13.93	16.97	20.23

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	2,232	2,215	3,250	3,150	4,283
应收账款和票据	432.90	538.13	733.52	889.86	1,167
现金及现金等价物	5,622	4,335	13,731	19,644	25,897
其他流动资产	861.67	4,807	0.00	0.00	0.00
总流动资产	9,148	11,896	17,714	23,684	31,347
固定资产	3,900	5,318	5,801	7,383	8,680
无形资产	25.62	41.96	12.01	7.99	6.49
其他长期资产	1,520	2,527	2,418	2,333	2,243
总长期资产	5,445	7,887	8,232	9,724	10,929
总资产	14,594	19,783	25,946	33,408	42,275
应付账款	2,888	3,811	4,598	5,465	6,484
短期借款	331.81	52.00	4.05	13.40	25.39
其他负债	514.11	653.95	653.95	653.95	653.95
总流动负债	3,734	4,517	5,256	6,132	7,164
长期债务	54.36	40.55	134.00	253.89	379.39
其他长期债务	209.43	165.12	165.12	165.12	165.12
总长期负债	263.79	205.66	299.12	419.00	544.51
股本	360.00	360.00	379.62	379.62	379.62
储备/其他项目	10,147	14,596	19,885	26,325	34,005
股东权益	10,507	14,956	20,264	26,705	34,385
少数股东权益	88.47	105.30	126.40	152.10	182.73
总权益	10,595	15,061	20,391	26,857	34,567

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	52.44	37.09	31.11	25.55	21.42
PB	15.66	11.00	8.12	6.16	4.79
EV EBITDA	36.53	26.30	21.14	16.62	13.10
股息率 (%)	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	1.30	2.33	2.03	3.35	3.61

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	4,383	6,129	7,186	8,793	10,693
融资成本	(39.10)	(100.65)	(296.81)	(350.33)	(229.60)
营运资本变动	292.88	833.63	(442.54)	809.85	(390.36)
税费	(967.40)	(1,356)	(1,617)	(1,969)	(2,348)
其他	124.82	262.78	300.40	354.71	234.82
经营活动现金流	3,794	5,769	5,130	7,638	7,960
CAPEX	(1,580)	(1,794)	(1,855)	(2,205)	(2,074)
其他投资活动	754.36	(2,139)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(825.34)	(3,933)	(1,855)	(2,205)	(2,074)
债务增加量	119.54	(293.62)	45.50	129.23	137.49
权益增加量	0.00	0.00	19.62	0.00	0.00
派发股息	(104.40)	(100.00)	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(126.53)	4,046	(718.81)	350.33	229.60
融资活动现金流	(111.39)	3,653	(653.68)	479.56	367.09
现金变动	2,857	5,488	2,621	5,913	6,253
年初现金	2,764	5,621	11,109	13,731	19,644
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	5,621	11,109	13,731	19,644	25,897

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	49.55	22.29	22.27	19.72	19.27
毛利润	55.95	34.36	15.52	19.83	20.46
营业利润	54.40	42.84	17.20	22.06	21.87
净利润	57.13	41.41	19.22	21.78	19.24
EPS	57.13	41.41	19.22	21.78	19.24
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	29.55	32.46	30.67	30.70	31.00
EBITDA	21.59	24.69	23.67	24.19	24.67
净利润率	15.45	17.87	17.42	17.72	17.72
ROE	34.93	34.85	30.03	27.43	25.14
ROA	25.57	25.81	23.13	21.70	20.29
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(49.83)	(28.37)	(67.08)	(72.56)	(74.14)
流动比率	2.45	2.63	3.37	3.86	4.38
速动比率	1.85	2.14	2.75	3.35	3.78
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.65	1.44	1.33	1.22	1.15
应收账款周转天数	6.67	7.04	7.54	8.04	8.54
应付账款周转天数	58.90	71.91	71.91	71.91	71.91
存货周转天数	47.48	47.74	46.74	45.74	44.74
现金转换周期	(4.75)	(17.14)	(17.64)	(18.14)	(18.64)
每股指标 (人民币)					
EPS	8.26	11.69	13.93	16.97	20.23
每股净资产	27.68	39.40	53.38	70.35	90.58

正文目录

投资要点	7
蜜雪冰城：1 美元的生意经	9
近三十载厚积薄发，规模是竞争力之源	9
创始历程筚路蓝缕，团队富有工匠精神	10
低毛利率、高效周转，成就效率护城河	12
核心竞争力：极致性价比×供应链革新×万店基础设施	15
拆解商业模式：普惠全球的“卖水人”	15
聚焦高频基础大单品，长期坚守高质平价	16
自建端到端供应链，重新定义成本控制力	18
强扶持高标准，轻量化极简 UE 万店如一	23
小店模型店效优，打造“贩卖快乐”基础设施	23
加盟商管理独到，支撑高质量良性网络扩张	25
现象级 IP 加持，流量变现拓宽成长边界	27
四两拨千斤：数字化努力与效率改进	29
未来看点#β：小确幸何以撬动万亿空间？	31
需求仍有增量：饮品现制化——健康与体验的平权	31
驱动一：全球镜鉴，我国人均杯量提升可期	31
驱动二：区域间尚未平权，下沉仍存在增量	33
驱动三：茶咖跨界融合，共同做大现饮蛋糕	33
格局有改善：现饮平价化——供给的均值回归	34
茶饮：整合分化，平价市场生态位最优	35
咖啡：走向大众，下沉有望差异化突围	38
出海新大陆，东南亚市场初崛起	38
出海为何首选东南亚？	38
中国品牌的机遇与挑战	40
未来看点#α：从国民饮品到全球生态	44
境内门店超 4 万家后还有自我突破的空间吗？	44
乘风出海，全球一体化的壮志雄心	48
境外中期空间测算：对标蜜雪冰城在中国，开店空间有望达 1.9 万家	53
境外远期空间测算：对标跨国品牌全球化，开店空间有望达 6.2 万家	54
幸运咖、IP 依托平台协同再成长	55
盈利预测与估值	60
风险提示	63

图表目录

图表 1：蜜雪冰城商业模式拆解	7
图表 2：蜜雪冰城品牌矩阵	9
图表 3：蜜雪冰城全国门店网络	9
图表 4：蜜雪冰城全国门店密度	9
图表 5：公司门店数，分地区，2022-2024	10

图表 6: 公司门店数, 分品牌, 2020-9M24.....	10
图表 7: 蜜雪冰城发展历程.....	10
图表 8: 蜜雪冰城股权结构 (截至 2025/3/28)	11
图表 9: 蜜雪冰城创始人及高管团队.....	11
图表 10: 蜜雪冰城营业收入变化 (2021-2024)	12
图表 11: 蜜雪冰城/古茗/茶百道 2024 年营业收入结构对比	12
图表 12: 蜜雪冰城毛利结构和毛利率 (2021-2024)	12
图表 13: 蜜雪冰城与其他现制茶饮、瓶装饮料品牌 2024 年毛利率对比	12
图表 14: 蜜雪冰城销售和管理费用情况.....	13
图表 15: 蜜雪冰城研发和财务费用情况.....	13
图表 16: 古茗各项费用情况.....	13
图表 17: 茶百道各项费用情况.....	13
图表 18: 蜜雪冰城销售和管理费用情况.....	13
图表 19: 蜜雪冰城/古茗/茶百道归母净利润对比.....	13
图表 20: 蜜雪冰城和其他现制茶咖品牌应收账款周转天数对比.....	14
图表 21: 蜜雪冰城和其他现制茶咖品牌存货周转天数对比.....	14
图表 22: 蜜雪冰城现金情况.....	14
图表 23: 蜜雪冰城经营活动现金流变化.....	14
图表 24: 蜜雪冰城资本开支.....	14
图表 25: 蜜雪冰城净营运资本.....	14
图表 26: 蜜雪冰城商业模式拆解.....	15
图表 27: 蜜雪冰城常青单品.....	16
图表 28: 横纵维度观察蜜雪冰城价格体系.....	17
图表 29: 代表国家代表性跨国产品定价体系.....	17
图表 30: 不同品牌相似产品价格及配方对比.....	17
图表 31: 蜜雪冰城产品迭代过程.....	18
图表 32: 头部茶饮品牌上新数量.....	18
图表 33: 蜜雪冰城新品首月销量 vs 喜茶.....	18
图表 34: 供应链体系图.....	19
图表 35: 公司核心原材料主要采购地.....	20
图表 36: 蜜雪冰城差异化布局生产.....	20
图表 37: 公司 5 大工厂情况概述.....	21
图表 38: 大咖国际代表性车间.....	21
图表 39: 蜜雪冰城自产核心原料.....	21
图表 40: 蜜雪冰城核心食材产能利用率情况.....	21
图表 41: 蜜雪冰城 2019-9M24 前五大供应商采购总额占比.....	21
图表 42: 蜜雪冰城生产性采购和贸易型采购情况.....	21
图表 43: 仓储配送能力对比.....	22
图表 44: 仓储物流能力对比.....	22
图表 45: 蜜雪冰城经典产品单杯成本拆分.....	23
图表 46: 蜜雪冰城单杯收入/成本/利润弹性测算.....	23
图表 47: 模型选择与品牌定位息息相关.....	23
图表 48: 蜜雪冰城不同店型情况.....	23
图表 49: 蜜雪冰城单店 GMV/同店/日出杯量/单杯价格同比变化.....	24
图表 50: 蜜雪冰城不同店龄门店的日均 GMV 情况.....	24

图表 51: 蜜雪冰城单店模型对比及敏感性分析	24
图表 52: 头部茶饮/咖啡品牌加盟/合伙门店单店落地费用梳理 (截至 2025.4)	25
图表 53: 蜜雪冰城给予加盟商全流程支持	25
图表 54: 蜜雪冰城加盟流程	26
图表 55: 蜜雪冰城加盟商门店管理制度	26
图表 56: 蜜雪冰城线上线下培训系统	26
图表 57: 蜜雪冰城加盟商门店管理制度	26
图表 58: 现制茶饮头部品牌闭店率对比	27
图表 59: 现制茶饮头部品牌加盟商数量及带店率	27
图表 60: 2018 年以来公司启用雪王 IP, 并推出系列营销活动	28
图表 61: 蜜雪冰城营销日历	28
图表 62: 蜜雪冰城营销投入效率高于同行, 24 年跃升为全球声量第四大 IP	29
图表 63: 头部现制茶饮公司会员数量	29
图表 65: 蜜雪冰城供应链数字化体系	30
图表 66: 现制茶饮头部企业数字化发展	30
图表 67: 2018-2028E 全球现制饮品市场以终端零售额计的市场规模	31
图表 68: 2023 年现制饮品消费量占饮用水分摄入总量百分比	31
图表 69: 中国现制饮品的规模增量 (十亿元)	31
图表 70: 茶饮 vs 咖啡客群画像	32
图表 71: 不同年龄层现制茶饮渗透率	32
图表 72: 每百万人口拥有咖啡馆数量	32
图表 73: 中国咖啡门店分布 (按城市数量), 2022.12	32
图表 74: 2018-2028E 我国各线城市现饮规模变化	33
图表 75: 不同等级城市茶饮门店密度对比	33
图表 76: 2018-2028E 我国各类现制饮品产品规模变化	33
图表 77: 2018-2028E 我国各类现制饮品段产品规模增速	33
图表 78: 通过交叉销售现磨咖啡市场规模可扩容 8 倍	34
图表 79: 茶饮 vs 咖啡门店数分布比例	34
图表 80: 茶饮企业创立咖啡副品牌	34
图表 81: 头部茶饮/咖啡品牌跨界产品占比 (2025.2)	34
图表 82: 我国现制茶饮/咖啡行业关键要素拆解	35
图表 83: 中国现制茶饮发展历程、市场规模及竞争格局	36
图表 84: 茶饮品牌市占率, 分城市等级	37
图表 85: 中国现制茶饮头部品牌图谱	37
图表 86: 中国现制咖啡市场品牌图谱	38
图表 87: 2023 年东南亚国家 GDP 增速	39
图表 88: 2023 年东南亚国家人口结构	39
图表 89: 东南亚主要地区全年平均气温在 20-30°C	39
图表 90: 2023 年拥有海外华侨人数最多的国家 top5	39
图表 91: 中国台湾和大陆茶饮品牌出海东南亚历程	40
图表 92: 大陆新茶饮品牌出海东南亚竞争策略对比	41
图表 93: 东南亚现制饮品市场规模情况	41
图表 94: 东南亚地区前三大现制茶饮品牌	41
图表 95: 东南亚现制饮品市场竞争格局	42
图表 96: 东南亚现制饮品 2021 年市场规模及代表性品牌	42

图表 97: 蜜雪定价在印尼平价品牌中偏高, 品牌力驱动门店迅速扩张	43
图表 98: 东南亚类似定位品牌	43
图表 99: 蜜雪冰城(公司) 境内开店数量及关键事件梳理	44
图表 100: 门店结构, 头部品牌不同等级城市占比	45
图表 101: 规模连锁头部品牌门店密度对比(家/每百万人)	45
图表 102: 性价比+下沉品牌模型对比(县级市场)	45
图表 103: 蜜雪冰城空白乡镇门店增量测算	46
图表 104: 蜜雪冰城特殊点位门店增量测算	46
图表 105: 蜜雪冰城中期境内开店测算	47
图表 106: 蜜雪冰城品牌境内开店空间(按各省及直辖市门店密度计算)	48
图表 107: 蜜雪冰城品牌境内开店空间(跨行业参照计算)	48
图表 108: 蜜雪冰城境外门店分布	49
图表 109: 蜜雪冰城境外经营管理结构	49
图表 110: 蜜雪冰城境外收入及占比	49
图表 111: 蜜雪冰城代表性产品各国菜单价和溢价率	50
图表 112: 蜜雪冰城在日本上调产品价格	50
图表 113: 蜜雪冰城在韩国上调产品价格	50
图表 114: 蜜雪冰城境外推出当地特色饮品及价格	51
图表 115: 蜜雪冰城各国 instagram 官方账号发帖量和粉丝量	51
图表 116: 蜜雪冰城马来西亚/印尼/泰国加盟政策汇总	52
图表 117: 蜜雪冰城马来西亚和国内加盟店单店模型对比	52
图表 118: 蜜雪冰城境外供应链	53
图表 119: 蜜雪冰城四川和海南基地投产计划详情	53
图表 120: 蜜雪冰城境外中期开店空间测算	54
图表 121: 蜜雪冰城境外远期开店空间测算	55
图表 122: 2014-2023 幸运咖门店数量	55
图表 123: 2023 部分现磨咖啡品牌门店数对比	55
图表 124: 中国前五大现磨咖啡企业终端零售额, 2023	55
图表 125: 中国五大现磨咖啡企业饮品出杯量, 2023	55
图表 126: 幸运咖和瑞幸产品单价对比	56
图表 127: 现磨咖啡头部品牌原材料对比	56
图表 128: 现磨咖啡品牌产品结构对比	56
图表 129: 幸运咖产品结构/定价演变	57
图表 130: 幸运咖单店模型	58
图表 131: 头部咖啡品牌门店数, 分等级	58
图表 132: 头部茶饮品牌门店密度	58
图表 135: 蜜雪集团: 门店数预测	60
图表 136: 蜜雪集团: GMV 预测(人民币: 百万元)	60
图表 137: 蜜雪集团: 收入预测	61
图表 138: 蜜雪集团: 成本费用及利润预测	62
图表 139: 蜜雪集团: 可比公司估值	63
图表 140: 蜜雪集团 PE-Bands	63
图表 141: 蜜雪集团 PB-Bands	63

投资要点

蜜雪集团是中国及全球规模最大的现制饮品龙头，聚焦为全球消费者提供 1 美元左右的高质平价饮品，当前拥有现制茶饮蜜雪冰城、现磨咖啡幸运咖两大品牌，24 年总门店数达 4.65 万家。我们认为公司以极致效率的端到端供应链体系为驱动，构建万店毛细血管级渠道网络锚定大众对饮品的核心诉求，已形成规模经济-性价比优势互相作用的正反馈飞轮，品牌价值稀缺，规模壁垒较难复制：

核心优势是什么？——极致性价比×供应链革新×万店基础设施，构建规模增长飞轮

- 1) 坚守高质平价的定位围拢稳定可持续的需求：**公司凭借基础款产品（解渴的糖水）+ 小于 10 元的性价比定位（24 年杯单价仅为我国日均可支配收入的 5.7%）+ 便利易得的渠道网络（24 年期末全球门店数 4.65 万家）持续培养高频消费习惯，将现制饮品从可选消费转变为日常快消品。叠加国民品牌和现象级 IP 赋能，我们认为品牌受众足够广泛稳定，有望支撑品牌穿越周期，同步积累规模优势。2023 年蜜雪集团总出杯量为 69 亿/占中国现制饮品的 32.7%。
- 2) 以供应链为核，构建难以复制的成本领先优势：**公司自建贯穿上下游的供应链体系，辅以数字化手段，从采购到运输全链路精细化管理和拆解至最小生产单元的控本能力带来了极致效率和可观的利润弹性（9M24 单杯成本下降至 1.70 元，毛利率同比+2.65pct）。横向对比来看，建立可与蜜雪比肩的供应链综合系统需要大量的时间、专业知识和投资，新企业快速突围并非易事。公司是业内少数实现核心饮食品食材 100% 自产，和加盟商 100% 食材/包材/设备统采的公司。
- 3) 门店端简化前端运营流程，放大规模效应：**公司颠覆以往以分享加盟商利益，赚取更高加盟费为核心的连锁策略，以“物料销售”模式（24 年公司向加盟商销售商品和设备收入占总收入的 97.5%）实现与加盟商的利益与共，并通过标准化小店模型降低运营难度，有利于快速搭建毛细血管级渠道网络，拓宽消费者触点和客流覆盖面，并进一步以规模反哺供应链。

图表1：蜜雪冰城商业模式拆解



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，华泰研究

未来看点有哪些？——下沉、出海增长趋势明确，幸运咖和雪王 IP 变现赋予更多期待

回归底层逻辑，公司业绩增长两大驱动在于门店扩张和 UE 持续迭代，市场担心单一品牌的天花板终究有限，规模过大后加盟管理半径拉长容易产生不可控事件损害品牌寿命，但我们认为公司仍具备较大的自我突破空间：

- 1) 加盟管理日益精进，驱动 UE 不断优化。**区别于高端茶饮品牌需要较大的门店面积、较重的服务提升体验价值，蜜雪冰城主打小店模式，标准化程度高，管理难度小，单店投资成本更低，单店效率提升上限更高。我们测算蜜雪品牌稳态门店年均 GMV 约 150 万，投资回收期约为 9-13 个月，门店层面 EBITDA 利润率在 22% 左右。此外，高回报 UE 和利益与共的加盟管理模式使得公司与加盟商深度绑定，以做优门店效益为共同目标。据灼识咨询调研，约 98% 的受访加盟商认可公司互利共赢的合作理念，蜜雪冰城的加盟商平均每人开 2.22 家店（2024），高于古茗/茶百道（2.04/1.46 家）。回归门店模型，我们认为，随产品结构升级/场景拓宽，出杯效率提升，蜜雪冰城单店 GMV 仍有进一步提升空间。随下沉市场门店占比增加（租金和人工成本占比更低），经营利润率维度仍有结构性提升机会。
- 2) 向下渗透：**行业层面看，区域间信息差收敛，健康化、去品牌溢价等消费观念普及为平价现饮连锁品牌的向下整合提供了长足动力。据灼识预测，28 年我国平价饮品总 GMV 将增长至 3719 亿/24-28 年 CAGR 为 22.2% (vs 整体 17.6%/中价 18.6%/高价 10.1%)。从公司自身出发，虽然截至 24 年 9 月门店网络已覆盖 31 个省份、自治区和直辖市，但县级和乡镇覆盖率仅为 59.8% 和 16.3%，仍存在广阔的空白市场。公司所处价格带与下沉市场消费能力天然契合，随供应链基础设施进一步完善，加盟商进一步属地化，县域及乡镇市场门店覆盖密度快速提升可期。**基于空白点位补位、标杆市场对标和自上而下市占率提升 3 种测算，我们测算蜜雪冰城品牌境内门店空间为 6.9-8 万家；参考全球连锁餐饮龙头本土市场门店体量，展望远期间为 13.3 万家。**
- 3) 向外开拓：**境外现制饮品仍属于蓝海市场，需求空间广阔，开拓潜力充足。据灼识咨询，2023 年东南亚的现制饮品消费量在饮用水摄入总量中的占比仅为 1.3%，显著低于发达市场均值（17%）。蜜雪品牌脱颖于境内激烈竞争，产品推新、供应链、管理效率、IP 流量维度在境外有望实现降维打击，并已积极布局全球供应链基地建设，复刻境内龙头优势或为时间问题。截至 2024 蜜雪冰城境外门店数为 4895 家，已是东南亚最大奶茶品牌（出杯量口径）。**对标境内不同城市等级门店密度，我们测算蜜雪冰城品牌中期境外门店空间为 1.9 万家；同样对标全球连锁餐饮龙头，展望远期间为 6.2 万家。**
- 4) 跨界咖啡：**灼识咨询预计我国现磨咖啡市场规模 23-28E CAGR 达 19.8% (vs 现制茶饮 17.3%)，仍属于高景气成长的黄金赛道。我们认为，第二品牌幸运咖门店模型较瑞幸更加轻盈，是唯一价格带在 10 元以下的平价现磨品牌，更加契合下沉市场需求，有望与当前 TOP2 咖啡品牌形成差异化竞争，与蜜雪形成良好协同，在下沉平价市场实现错位突围。若我们假设幸运咖三线及以下城市门店密度达到瑞幸当前门店密度，三线以上城市达到瑞幸当前密度的 50%，测算幸运咖中期门店数量可达 1.04 万家。第二品牌之外，长期视角下 IP 价值的变现潜力也赋予了蜜雪从消费品公司迈向平台化集团更多的期待。

我们与市场观点不同之处

市场对公司同店增长的持续性和现制饮品行业激烈而反复的价格竞争有所担忧，我们认为：

- 1) 公司所处生态位独特，无惧竞争。**当品牌发展到一定阶段，成本领先优势有望形成隐形壁垒，新进入者较难在实现盈利的情况下复刻其价格优势。22 年-24 年众多品牌下调价格抢占市场份额，但都未触及蜜雪冰城的价格区间。因此即使后续价格竞争有所反复，蜜雪冰城仍有望凭借显著的定价优势和稳定的加盟商回报率在竞争中独占鳌头。
- 2) SSSG 提升以人口增长为驱动，门店扩张和加密对老店影响有限。**如前所述，蜜雪锚定基础生理性需求，出杯量与人口的关联度大于人均消费力。因此门店扩张并非稀释客流，而是帮助提升产品可得性，拓宽客群覆盖面和提升复购，我们认为对店均 GMV 提升并非阻力而是推力。

蜜雪冰城：1 美元的生意经

近三十载厚积薄发，规模是竞争力之源

中国及全球最大饮品企业（门店数口径），门店数超 4.6 万家。蜜雪冰城是平价现制饮品龙头，致力于打造集产品研发、生产、仓储物流、销售、连锁经营为一体的完整的端到端产业链，为全球消费者提供 1 美元左右的现制饮品。公司现拥有两大品牌——现制茶饮“蜜雪冰城”、现磨咖啡“幸运咖”。据公司招股说明书，截至 2024 年底公司总 GMV 约 583 亿，总出杯量约 90 亿杯，总门店数量达 4.65 万家，覆盖中国及海外 11 个国家。门店数量口径下，蜜雪冰城已是中国及全球最大的饮品企业。

万店茶饮品牌+千店咖啡品牌，卡位平价现饮两大赛道：1）蜜雪冰城成立于 1997 年，主力产品价格带集中在 2-8 元，凭借性价比定位在消费者心中形成了较高品牌认知。截至 9M24，境内蜜雪冰城门店总数约 3.7 万家，境外门店数约 4800 家，已成为东南亚第一现制饮品品牌。据品牌小程序，蜜雪冰城目前有 8 大品类共 70 款产品（不含套餐）。2）幸运咖成立于 2017 年，依托于蜜雪冰城的强大供应链，专注平价现磨咖啡，核心产品定价均在 5-10 元，远低于同业均价，成长曲线陡峭。截至 9M24，幸运咖现磨咖啡品牌门店数量约为 3510 家。

图表2：蜜雪冰城品牌矩阵

品牌	品牌介绍	品牌生命周期	门店数量 (截至9M24)	终端GMV (截至2023年)	SKU	产品单价 (元)	代表性产品
蜜雪冰城	现制茶饮连锁品牌。蜜雪冰城自1997年创立以来，始终坚持高质平价原则，品牌飞速发展，拥有自己的中央工厂、研发中心、仓储物流中心，拥有完备的产业链闭环，品牌追求年轻活力时尚，前后与明星演唱会、国际大片进行品牌联合活动，在年轻一代的心中具有坚实地位。	成熟期	~41,792家 (占公司门店的92%)	427亿元 (占公司总GMV的96%)	8大品类 70款产品	2-8 冰鲜柠檬水 4元	新鲜冰淇淋 2元 珍珠奶茶 6元
幸运咖	现磨咖啡连锁品牌，创立于2017年，是蜜雪冰城股份有限公司旗下第二品牌。经营主体为蜜雪冰城股份有限公司的全资子公司。除咖啡类饮品及挂耳咖啡包外，还售卖许多牛乳类、茶类饮品，以及单价2元的雪糕。	成长期	~3,510家 (占公司门店的8%)	19亿元 (占公司总GMV的4%)	15大品类 77款产品	5-10 经典美式 6.9元	经典拿铁 10元 椰椰拿铁 10.9元

资料来源：蜜雪冰城招股说明书，窄门餐眼，华泰研究

图表3：蜜雪冰城全国门店网络



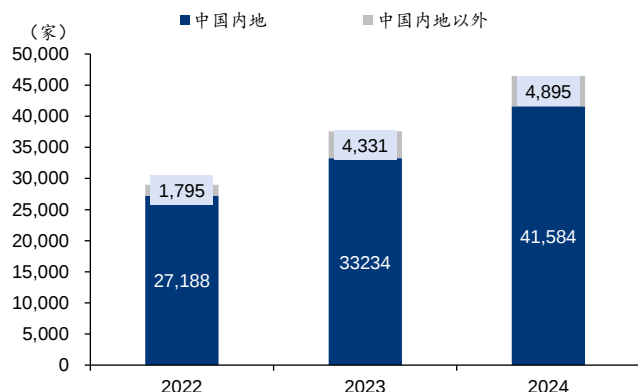
资料来源：窄门餐眼（截至 2025.01），华泰研究

图表4：蜜雪冰城全国门店密度



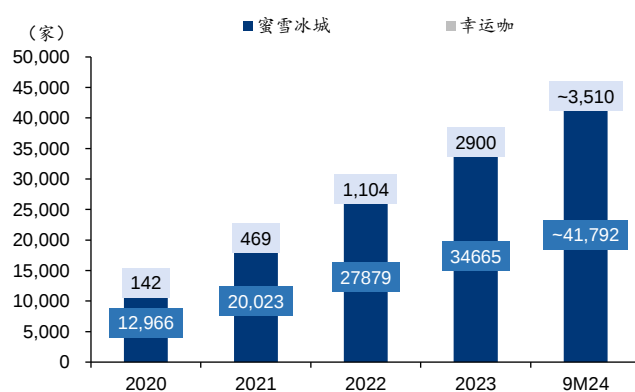
资料来源：窄门餐眼（截至 2025.01），华泰研究

图表5：公司门店数，分地区，2022-2024



资料来源：蜜雪冰城招股书，华泰研究

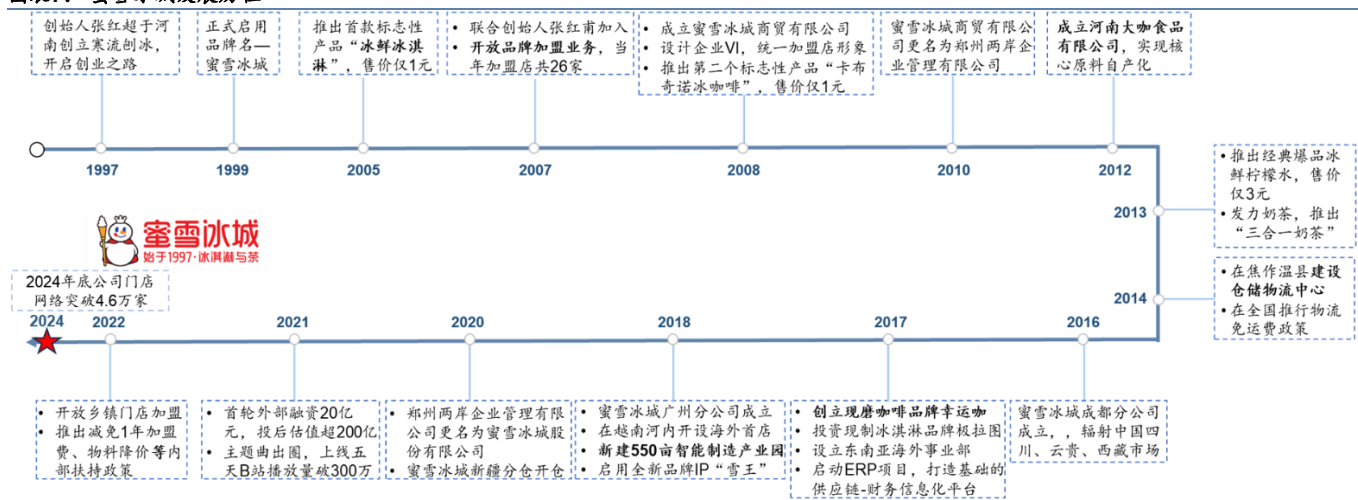
图表6：公司门店数，分品牌，2020-9M24

注：2020-21 年数据来自蜜雪 A 股招股书，2022-23/3Q24 数据来自港股招股书
资料来源：蜜雪冰城招股书，华泰研究

创始历程筚路蓝缕，团队富有工匠精神

波折创业路中坚守初心，信仰根植于儒家文化的“务实”和“利他”文化。公司成长至今日规模，并非一帆风顺，历经探索-沉淀-快速发展三大时期：**1) 探索期**：1997 年创始人张红超在郑州创立寒流刨冰，并于次年启用品牌名——蜜雪冰城，初期面临店址拆迁、设备简陋等多重挑战，凭借卓越团队战略韧性及核心伙伴的鼎力支持得以安然过渡。2005 年推出“一元新鲜冰淇淋”成为关键转折，试营单日日销即突破 800 支（创业日记），并于 2007 年启动加盟体系，奠定规模化基础；**2) 沉淀期**：2012 年于河南开封成立大咖食品有限公司，支撑门店突破 1000 家（2014 年），成为中国最早布局中央工厂的现制饮品公司，此前瞻性布局意义深远，成为公司全产业链革新的起点。2017 年通过创立子品牌“幸运咖”及投资“极拉图”（2023 年退股）实现品类延伸，验证供应链复用能力；**3) 快速发展期**：2018 年越南首店落地开启国际化并推出雪王 IP，21 年雪王火爆出圈，公司轻松突破万店规模，经营渐入佳境。2025 年 3 月 3 日，公司登陆港交所，开启以超级供应链驱动的数字+全球化产业升级新征程。

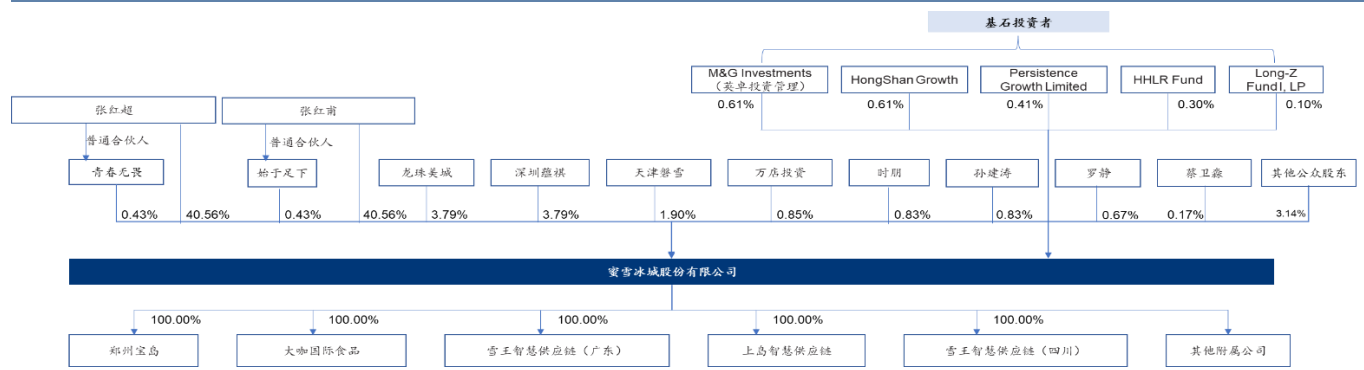
图表7：蜜雪冰城发展历程



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，公司官网，《蜜雪冰城创业日记》（张红甫），华泰研究

股权集中、管理团队稳定，明星资本加持，“真人真心真产品，不走捷径不骗人”的企业价值观广受认同。公司股权相对集中，蜜雪冰城创始人张红超现任公司董事长，其弟张红甫为联席创始人兼首席执行官，两人分别持股 40.56%，为公司实控人。公司两大员工持股平台（青春无畏和始于足下）分别持股 0.43%，两大平台的 GP 分别为张红超和张红甫，此外分别有 26 和 28 名 LP，合计激励对象 54 人，主要集中在联合创始管理层、高级管理人员、供应商等核心骨干。知名战投和君咨询合伙人旗下万店投资于 2017 年成立，为公司外部战略顾问，持股比例为 0.85%；2020 年年末蜜雪冰城完成首轮外部融资，美团龙珠、高瓴资本、CPE 源峰资本旗下基金龙珠美城、深圳蕴祺、天津磐雪分别入股 9.3/9.3/4.7 亿元。2025 年 3 月 3 日蜜雪冰城港交所上市，高瓴资本和美团龙珠增持，另新引入 3 名基石投资者（M&G 英卓投资管理、红杉中国、博裕资本），共认购 2 亿美元（约 15.58 亿港元）。高瓴、美团旗下子基金当前合计持股 4.09/3.89%，M&G、红杉中国和博裕资本持股比例分别为 0.61/0.61/0.41%。

图表8：蜜雪冰城股权结构（截至 2025/3/28）



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，公司公告，华泰研究

高管团队多从基层成长，身体力行参与一线经营，年富力强。公司创始人张红超于 1997 年创立“寒流刨冰”（公司前身），2005 年自主研发出首款标志性产品——冰鲜冰淇淋，并主导搭建供应链和仓储物流体系，为公司奠定立身之本；2007 年张红超弟弟张红甫加入公司，成为联席创始人，负责加盟和拓店开发事项，共同成为公司的“最强大脑”。两人于 2020 年 9 月签署《张红超与张红甫之一致行动协议》，明确要求在进行管理决策时，双方意见应尽量协商一致，以便加强对公司的共同控制，否则以张红超意见为准。叠加较为集中的股权结构，创始人对公司控制力较强，除战略规划和顶层决策之外，创始人同样参与一线供应链研发和管理，由此奠定了公司核心管理团队务实专注的工匠气质。其他高管多从基层起步，平均从业年限超 16 年，蔡卫森、赵红果、时朋、张渊分别负责公司的供应链前端、供应链后端、品牌运营和财务支持，长期稳定的合作关系下，核心管理团队对“苦干文化”公司价值观形成高度认同，陈力就列，凝聚力强。

图表9：蜜雪冰城创始人及高管团队

姓名	性别	年龄	加入公司时间	职务	经历
张红超	男	48	1997 年	创始人及董事长	1997 年于河南创立“寒流刨冰”（蜜雪冰城前身），后续创立「蜜雪冰城」品牌，推出「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。现全面负责集团发展战略和企业文化。
张红甫	男	40	2007 年	执行董事兼首席执行官	2005 年 8 月至 2007 年 4 月，担任郑州丹尼斯百货有限公司运营经理。2007 年 5 月加入其兄长张红超的创业团队中，现任公司董事兼总经理、幸运咖监事、雪王投资执行董事、始于足下执行事务合伙人。
蔡卫森	女	36	2008 年	执行董事兼前端供应链负责人	2008 年加入该集团，2012 年开始负责门店物料与设备的采购工作。2021-2023 年，担任集团负责人。2023 年，作为集团前端供应链负责人，主要负责门店物料与设备的采购、物流、前端应用研发和质量控制。
赵红果	女	36	2013 年	执行董事兼后端供应链负责人	2013 年加入该集团，相继参与集团财务、行政、采购、生产等多部门运营。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。2023 年，担任第十四届全国人大代表。
时朋	男	37	2003 年	蜜雪冰城品牌中国运营负责人	2003 年参与集团门店运营，2013-2018 年负责门店及加盟商运营管理，目前负责「蜜雪冰城」在中国的运营。2022 年 8 月，担任河南省连锁经营协会副会长。
张渊	男	34	2023 年	首席财务官	2013 年取得外经济贸易大学经济学荣誉学士学位，2015 年取得清华大学金融学硕士学位，曾任职于 BofA Securities 及高瓴投资在内的多家金融机构。2023 年 2 月加入集团，负责整体财务管理及资本运营。

资料来源：蜜雪冰城招股说明书，公司公告，华泰研究

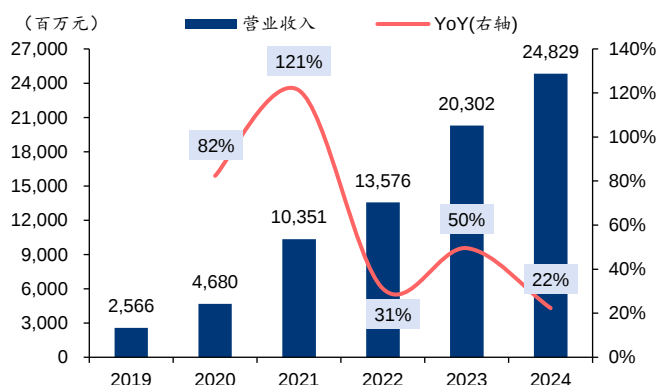
低毛利率、高效周转，成就效率护城河

从财务端出发，我们认为公司并非以赚取品牌超额利润为目标，而是以获得更大的规模优势和尽最大努力降本撬动利润，是薄利多销（低毛利率、低费率、快周转）的效率革命践行者。

公司以加盟模式为主，向加盟商销售产品贡献绝大部分营收。2021-2024 年，公司收入从 103.5 亿增长至 248.3 亿元，CAGR 为 52%。24 年公司向加盟商销售商品和设备合计收入占当期营业收入总额的 97.5%。单店层面，22/23/24 店均商品销售收入为 51/58/56 万元，店均加盟服务收入为 1.1/1.2/1.5 万元，新店设备收入为 7.7/7.4/7.2 万元。

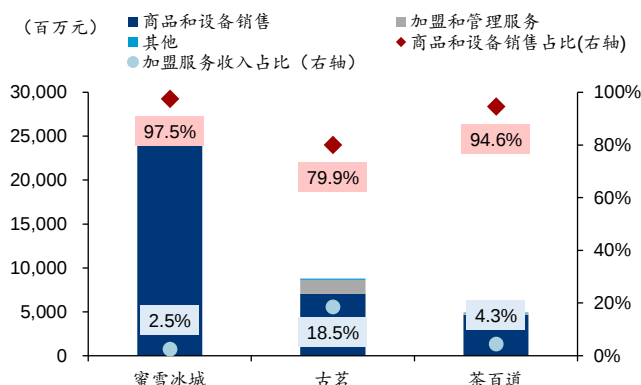
相较于同业，蜜雪冰城商业模式以供应链为核心渠道，加盟服务收入占比较低，2024 年仅 2.5%（vs 古茗 24 年继续支持服务费+提供培训及其他服务占比为 18.5%）。

图表10：蜜雪冰城营业收入变化（2021-2024）



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，公司公告，华泰研究

图表11：蜜雪冰城/古茗/茶百道 2024 年营业收入结构对比

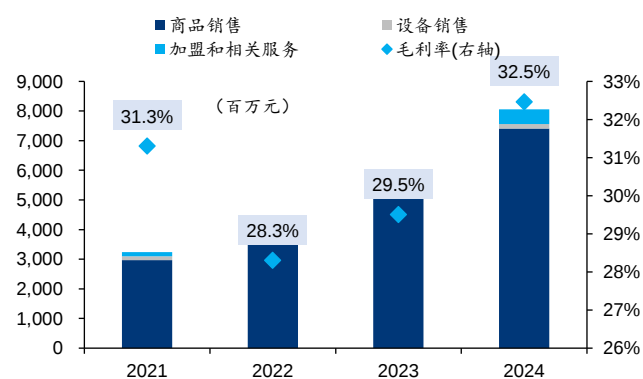


注：古茗加盟服务费主要为持续支持服务费，此项收入为一次性计入，没有年化摊销至3年合同期，故加盟服务收入占比远高于同业

资料来源：蜜雪冰城招股说明书，公司公告，华泰研究预测

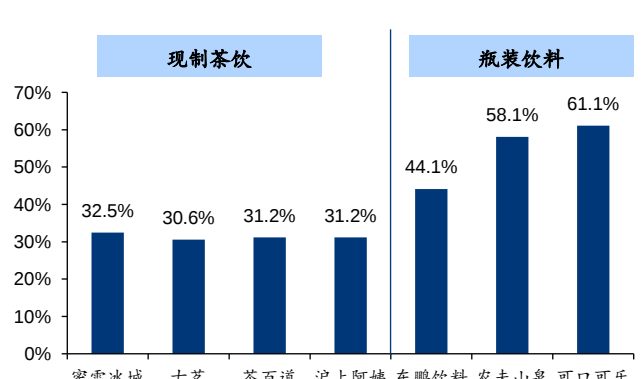
低毛利的效率革命践行者：公司毛利率稳定在 30% 左右，明显低于农夫山泉等规模效率主导的成熟瓶装饮料公司。截至 2024 年底，蜜雪冰城取得毛利润 80.6 亿元（同比+34%），公司毛利率为 32.5%，同比+2.9pct。21-24 年，毛利率随公司对加盟商优惠政策小幅波动。长期来看，伴随公司供应链和集采能力持续提升，考虑公司的“利他”基因和产品质量，有望保持稳中向上的毛利率水平，不断强化市场竞争力。

图表12：蜜雪冰城毛利结构和毛利率（2021-2024）



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，公司公告，华泰研究

图表13：蜜雪冰城与其他现制茶饮、瓶装饮料品牌 2024 年毛利率对比

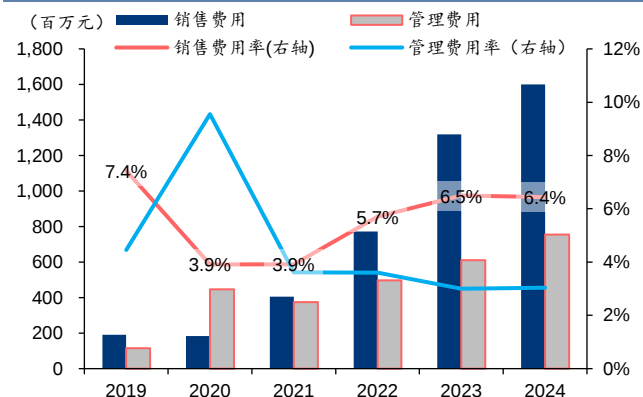


注：除沪上阿姨为 1H24 毛利率，其余均为 2024 年毛利率

资料来源：各公司公告，沪上阿姨招股说明书，华泰研究

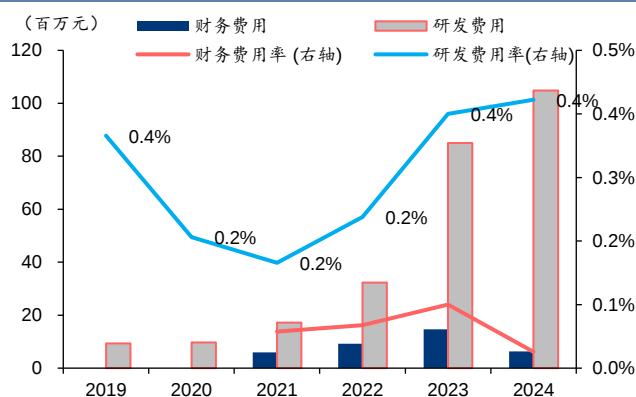
综合费用率稳定，规模效益下有望继续摊薄。2020 年以来，公司增加销售人员数量并提升员工待遇，同时为提升 IP 形象，增加了品牌推广开支，公司销售费用从 2020 年的 1.83 亿元增加至 2024 年的 16 亿元，销售费用率从 3.9% 上升至 6.4%。2024 年蜜雪冰城销售费用、管理费用和研发费用总计 9.9%，近 3 年保持相对稳定（波动率<0.5%）。

图表14：蜜雪冰城销售和管理费用情况



注：2021 年以来管理费用选取港股说明书中的行政开支
 资料来源：蜜雪冰城招股说明书，公司公告，华泰研究

图表15：蜜雪冰城研发和财务费用情况



注：港股和 A 股招股书中财务开支口径存在差别，2019-2020 财务费用不予展示
 资料来源：蜜雪冰城招股说明书，公司公告，华泰研究预测

图表16：古茗各项费用情况

	2021	2022	2023	2024
销售费用率	4.2%	4.8%	4.4%	5.5%
管理费用率	2.8%	3.4%	3.7%	3.5%
财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
研发费用率	1.5%	2.1%	2.6%	2.6%

资料来源：古茗招股说明书，公司公告，华泰研究

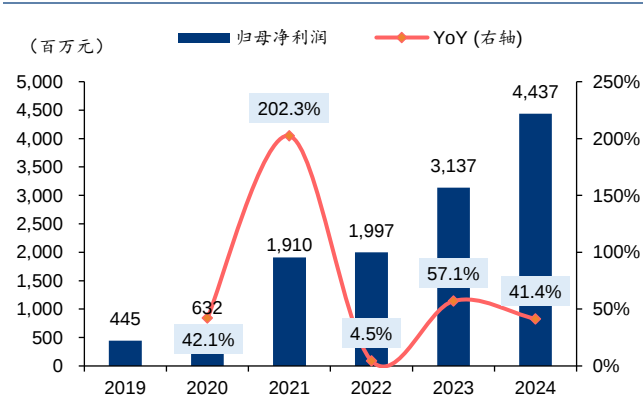
图表17：茶百道各项费用情况

	2021	2022	2023	2024
销售费用率	0.5%	1.4%	2.3%	8.0%
管理费用率	9.8%	6.9%	7.4%	10.4%
财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
研发费用率		0.1%	0.3%	0.7%

资料来源：茶百道招股说明书，公司公告，华泰研究

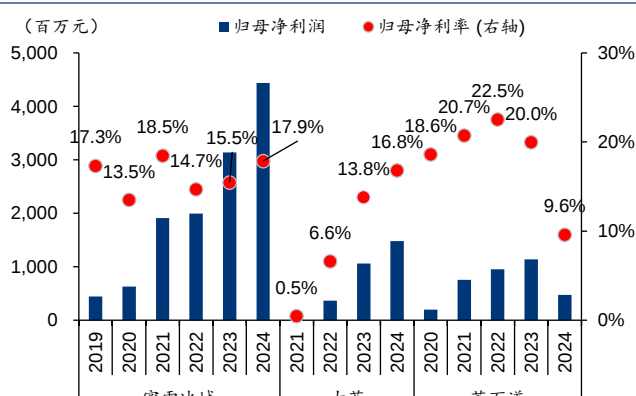
2020 年以来盈利能力趋势提升。2019-2024 年，公司归母净利润从 4.45 亿元增长至 44.37 亿元，20-24 年 CAGR 为 58%。2024 年公司归母净利率为 17.9%（同比+2.4pct，相比于 2019 年+0.5pct）。蜜雪冰城 2020 年以来盈利能力趋势提升主要受益于原材料采购成本下降和加盟门店网络扩张带来的规模效益。对比同业，24 年茶百道归母净利率为 9.6%，经调整净利率为 13.1%，而古茗归母净利率为 16.8%，经调整净利率为 17.5%。

图表18：蜜雪冰城销售和管理费用情况



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，公司公告，华泰研究

图表19：蜜雪冰城/古茗/茶百道归母净利润对比



资料来源：蜜雪冰城/古茗/茶百道招股说明书，公司公告，华泰研究

自产自销模式下存货保持较快周转，应收账款保持低水平。蜜雪冰城采取“先款后货”信用政策，截至 2024 末，公司应收账款余额仅 0.25 亿元，贸易应收账款周转天数为 0.39 天（vs 2024 茶百道 0.6 天、古茗 7.4 天，瑞幸咖啡 1.0 天），应收账款周转效率行业领先。在同时包含工厂生产及外购原材料的情况下公司库存管理能力仍较优，截至 2024 末，公司存货周转天数为 48.4 天（vs 古茗 55.0 天，瑞幸咖啡 37.2 天），茶百道因供应链多为第三方合作和以鲜果茶居多，库存管理天数相对较低。

图表20: 蜜雪冰城和其他现制茶饮品牌应收账款周转天数对比

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
蜜雪冰城	0.6	0.3	0.1	0.2	0.4	0.4
瑞幸咖啡		1.8	1.3	1.3	1.0	1.0
茶百道			1.8	0.5	0.4	0.6
古茗				2.3	2.5	7.4

注: 沪上阿姨最后一项为截至 1H24 的应收账款周转天数

资料来源: 蜜雪冰城/沪上阿姨/茶百道/古茗招股说明书, 公司公告, 华泰研究

图表21: 蜜雪冰城和其他现制茶饮品牌存货周转天数对比

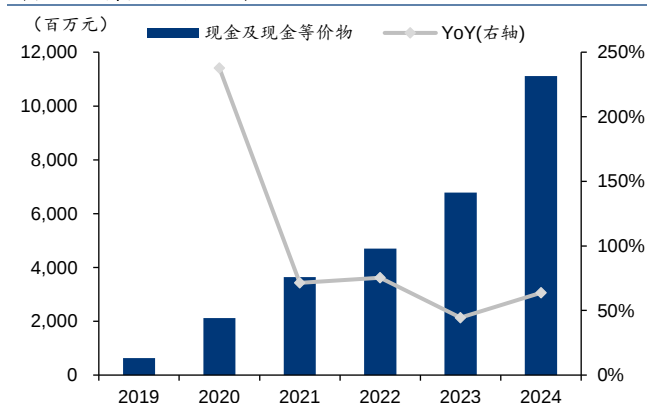
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
蜜雪冰城	40.3	37.7	42.7	52.4	48.1	48.4
瑞幸咖啡	29.9	20.6	29.9	40.5	38.2	37.2
茶百道			15.5	19.8	18.9	21.7
古茗				63.6	54.2	55.0

注: 沪上阿姨最后一项为截至 1H24 的存货周转天数

资料来源: 蜜雪冰城/沪上阿姨/茶百道/古茗招股说明书, 公司公告, 华泰研究

资本开支增加, 产能仍有释放空间。随着公司各大生产基地及供应链体系建设陆续开展, 公司资本开支从 2019 年的 1.67 亿元增长至 2023 年的 16.85 亿元, 产能释放有望继续带动业绩增长与规模提升。

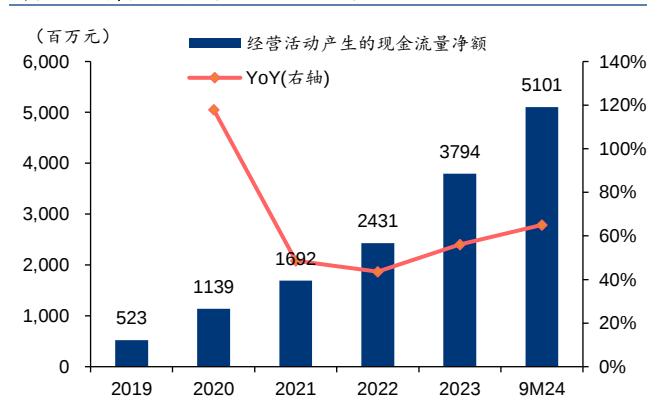
图表22: 蜜雪冰城现金情况



注: 2019-2020 年现金情况以 A 股招股书中的【货币资金】表示; 2021-2024 以港股招股书及公司公告中的【现金及现金等价物】+【流动资产与非流动资产中的定期存款及受限制现金】+【以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产】表示。

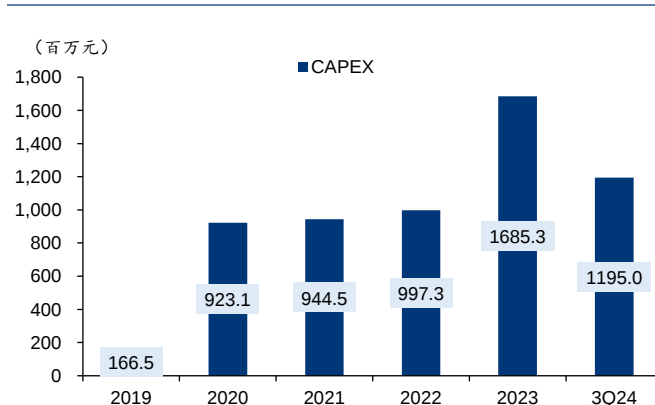
资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 公司公告, 华泰研究

图表23: 蜜雪冰城经营活动现金流变化



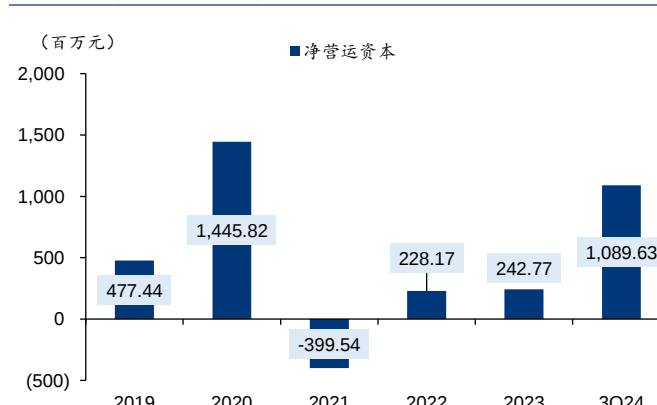
资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 华泰研究

图表24: 蜜雪冰城资本开支



资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 华泰研究

图表25: 蜜雪冰城净营运资本



资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 华泰研究

核心竞争力：极致性价比×供应链革新×万店基础设施

拆解商业模式：普惠全球的“卖水人”

我们认为蜜雪集团商业逻辑的核心为“卖水”，可分为供需两端：

1) 需求侧以“量大平价”满足大众基础需求：遵循第一性原理，用**基础款产品**精准锚定大众对安全摄入糖分的原始渴望——实现生理需求（补水解渴、多巴胺分泌）与心理安全感（价格实惠、可靠卫生）双满足；并以**<10元的平价定位**（2024年杯单价为我国日均可支配收入的5.7%）+**类基础设施的渠道网络**（24年期末全球门店数4.65万家）降低价格敏感度，提升便利可得性，进而培育高频消费习惯——将现制饮品从可选消费转变为日常快消品。因此，我们认为公司品牌受众足够广泛稳定，需求与人口的关联度大于人均消费能力，具备可持续性，有望支撑品牌穿越周期，持续积累规模优势和品牌声量。

2) 供给侧用工业化思维实现成本重构：蜜雪是以供应链驱动，带有制造业底色的“卖水人”，盈利增长关键在于规模化和效率提升。供应链端“自产自销”型垂直整合形成强控本力：①通过参与上游种植、规模集采和工业化生产等方式将一杯饮品（糖、奶、茶、咖、果、粮、料）拆解至最小分子单位实现逐个优化（9M24单杯成本下降至1.70元）；②通过缩短端到端的中间流程和基础设施复用，摊薄边际成本，实现全链路降本增效。门店端将加盟管理和门店运营产品化和公式化，促进渠道铺设，积累规模效应：标准化小店模型和“物料销售”加盟模式降低运营管理难度，有利于快速搭建毛细血管级渠道网络，增强品牌客流覆盖度与消费频次，并进一步以规模反哺供应链。综合以上，我们认为公司已构成“性价比-供应链-规模”三者相互作用的正反馈循环，独特的护城河竞争对手短期难以复刻，若后续规模继续增长，叠加品牌IP的赋能，平台化能力或赋予更多的延展空间。

图表26：蜜雪冰城商业模式拆解



资料来源：蜜雪冰城招股书，华泰研究

聚焦高频基础大单品，长期坚守高质平价

消费升级在于做优体验和品质，而非提升价格。我们认为蜜雪冰城之所以能成为平价现制饮品的代名词（CIC 调研），从产品角度出发在于遵循了大道至简的商业逻辑和“不频繁提价”的定力：聚焦简单基础产品→持续升级产品品质→仅为品质定价，品牌溢价少。本章将具体展开：

核心大单品稳定价格锚，以基础功能品切入推进消费者认知转变。公司聚焦大众饮品消费核心诉求，通过“基础款+大单品”布局产品矩阵——去化“身份标签”等升级卖点，精准聚焦补水解渴、糖分摄入、安全卫生三大底层需求，推动核心单品向高频消费品转型，并依托单品市场份额提升强化品牌的国民度。据公司招股书，公司 9M24 前 5 大畅销单品占品牌总销量比重为 41.2%，前 5 大产品年化销售额皆在 20 亿以上。2023 年公司饮品出杯量占中国现制茶饮总出杯量的 49.6%，4 元柠檬水、2 元冰淇淋和 6 元珍珠奶茶是中国现饮行业销量最高的 3 大单品，2023 年在细分品类分别拥有 80/30/30% 市场份额（出杯量口径，灼识咨询）。9M24 蜜雪冰城珍珠奶茶出杯量为 3.85 亿杯，超过古茗最畅销单品“古茗奶茶”2021-9M23 年合计出杯量（3.09 亿杯）。

图表27：蜜雪冰城常青单品

产品	常青款单品	9M24出杯量 (亿)	占总出杯量 比重	价格 (元)	年化销售额 (亿)	特色
	冰鲜柠檬水	11.00	12.8%	4	58.7	· 以新鲜、优质的柠檬制作而成，清新爽口 · 中国每10杯现制柠檬水中有超过8杯来自蜜雪
	冰淇淋	14.00	16.3%	2	37.3	· 以优质奶粉为基础，新鲜制作而成 · 中国每10支现制冰淇淋中就有超过3支来自蜜雪
	珍珠奶茶	3.85	4.5%	6	30.8	· 以鲜泡红茶、现煮珍珠及优质奶粉为基础精心调配而成 · 中国每10杯珍珠奶茶中就有超过3杯来自蜜雪
	蜜桃四季春	3.65	4.3%	7	34.1	· 以鲜泡四季春茶及富含水蜜桃果肉的果浆精心调配而成
	满杯百香果	2.81	3.3%	7	26.2	· 以鲜泡茉莉花茶及富含百香果果肉的果浆调配而成
	Top5	35.31	41.2%	5.2	187.1	

注：TOP5 价格为普适价格，不包含一线城市、景区及外卖场景

资料来源：公司港股招股书，华泰研究

将平价写入产品基因，并做到与全球各地消费力相匹配与长期贯彻执行。公司颠覆新茶饮行业“高品质原料→高客单价→体验溢价→低复购率”的升级路线，以更高的品质、更低的定价降低消费者价格敏感度，提升普惠性，实现薄利多销。蜜雪品牌定价在 2-8 元，幸运咖品牌为 5-10 元，24 年杯单价仅为我国日均可支配收入的 5.7%。我们以珍珠奶茶/芋圆奶茶/杨枝甘露单毫升价格进行横向对比，公司以≤0.02 元/ml 的单位定价显著低于其他品牌。从全球范围来看，代表国家的基础产品（柠檬水/冰淇淋）与可口可乐定价接近，柠檬水单毫升价格全面低于可口可乐。同时，公司的可贵之处在于对“低价”的持之以恒。以核心单品冰鲜柠檬水为例，2013 年推出时定价 3 元/700ml，当前（2025.4）定价也仅为 4 元/660ml，2013-2024 年每毫升价格 CAGR 为 3.20%，甚至略低于我国同期 CPI 鲜果涨幅 3.25%。

极致性价比塑造独特生态位，价格竞争扰动有限。公司对平价的长期坚守逐步积累成规模护城河，我们认为新进入者较难在实现盈利的情况下复刻其价格优势。22 年-24 年，喜茶、奈雪的茶等下调常规产品定价，多个中高端品牌以周周 9.9 元优惠抢占市场份额，但都未大范围触及蜜雪冰城的价格区间。因此即使后续价格竞争有所反复，蜜雪冰城仍有望凭借显著的定价优势和稳定的加盟商回报率在竞争中独占鳌头。

图表28：横纵维度观察蜜雪冰城价格体系



注：饮品 2025 价格截至 2025.4 菜单标价
资料来源：中国饮品快报，中国饮品行业报告，国家统计局，华泰研究

图表29：代表国家代表性跨国产品定价体系

人均GNI每天能买…	中国	越南	印尼	马来西亚	韩国	日本
肯德基 (X块原味鸡)	38	27	48	53	59	67
星巴克 (X杯中杯美式)	14	3	4	9	26	24
可口可乐 (X瓶330ml可乐)	73	34	40	68	142	98
可口可乐 (1ml可乐)	0.22	0.10	0.12	0.21	0.43	0.30
蜜雪冰城 (X杯550ml柠檬)	60	23	24	43	136	127
蜜雪冰城 (1ml柠檬水)	0.12	0.05	0.05	0.09	0.27	0.25
蜜雪冰城 (X支冰淇淋)	115	23	23	43	192	93
蜜雪冰城 (X杯珍珠奶茶)	40	11	10	21	38	35

注：GNI 为 2024 年数据，产品单价为 2025 年 4 月数据。
资料来源：世界银行，华泰研究

图表30：不同品牌相似产品价格及配方对比

	蜜雪冰城	古茗	Coco	茶百道	一点点	奈雪的茶	喜茶
珍珠奶茶中杯							
价格 (元/杯)	6	10	11	10	12	16	15
规格 (ml)	505	500	450	475	480	500	500
单位价格 (元/ml)	0.012	0.020	0.024	0.021	0.025	0.032	0.030
配料							
珍珠	蜜雪冰城珍珠粉圆黑珍珠 (生产商为喜善光轩)	后序琥珀珍珠粉圆	安立司珍珠粉圆	茶百道波波晶球	元华食品珍珠粉圆	广禧黑糖风味粉	广禧黑糖风味粉
奶茶	蜜雪冰城奶基底粉 蜜雪冰城茶伴侣粉 蜜雪冰城奶昔粉	安佳风味发酵乳 维益咖啡浓缩奶油 味全冷藏牛乳 悦鲜活鲜牛奶	味全牛乳 味全酸切9h 佳禾咖啡浓缩奶油 光明咖啡专用调制乳	安佳风味发酵乳 茶百道特调植脂末 悦鲜活鲜牛奶	味全鲜牛奶 安佳风味发酵乳 悦鲜活鲜牛奶	味全冷藏牛乳 伊利浓香厚牛乳	味全冷藏牛乳 源牧甄奶 雀巢全脂牛奶
奶茶配方	均为大咖啡国际生产 含0反式脂肪酸植脂末油	含植脂末，咖啡	提供0反式脂肪酸植脂末和 鲜奶两种配方供顾客选择， 咖啡	提供选择，通常用植脂末， 但可以加3元换鲜牛奶	含植脂末且会注明	伊利不含植脂末，含氢化油	使用鲜奶，不添加植脂末， 0氢化植物油
芋圆奶茶中杯							
价格 (元/杯)	8	11	12	13	-	22	19
规格 (ml)	505	480	450	475	-	500	500
单位价格 (元/ml)	0.016	0.023	0.027	0.027	-	0.044	0.038
荔枝甘露中杯							
价格 (元/杯)	10	15	14	18	17	19	18
规格 (ml)	505	480	450	500	480	500	500
单位价格 (元/ml)	0.020	0.031	0.031	0.036	0.035	0.038	0.036
配料							
椰果	蜜雪冰城椰果酱 (生产商为海南乐椰)	后序蜜制椰果	亿德蜜制椰果	海南乐椰椰果			
芒果			苏州安全芒果果露	茶百道冷冻芒果酱 (生产商为田野创新)	海南达川冷冻芒果果酱		
西柚				茶百道红西柚果粒罐头		品道红西柚果汁饮料浓浆	芋说专供西柚米粒罐头
芋圆		后序速冻芋圆条		茶百道小芋圆 (生产商为广西立膳食品)			圣王芋圆

注：数据截至 2024.4
资料来源：各品牌小程序、公众号，华泰研究

持续精进创新，将基础研发和应用研发相结合，扩充产品矩阵。得益于相对舒适的竞争生态位，公司得以将更多的资源投入至产品研发，巩固品牌声誉。一方面，随供应链体系的不断成熟，公司持续扩充产品矩阵。2000 年代，公司产品结构相对单调，以糖浆、奶粉为原材料的冰淇淋、调制饮品为主。2012 年，公司成立中国最早的现制饮品中央工厂，次年首款含新鲜水果的爆品冰鲜柠檬水上市。2017 年，公司成立产品研发中心，逐步建成系统化的研发体系，产品矩阵和 SKU 日益丰富。据招股书，截至 24 年 9 月，公司拥有 124 名研发人员，具备七大品类（糖奶茶咖啡果粮料）整体开发能力的协同优势；相应产品端也形成了新鲜冰淇淋、鲜奶茶、鲜果茶、原叶纯茶、奶盖茶和鲜萃咖啡 6 大产品矩阵，产品 SKU 达约 70 个（vs 古茗约 35 个，茶百道 43 个，2025.3 数据）。

改进常青产品的口味、配方和制成技术，迎合行业发展趋势。据招股书，公司是最早研发出速煮珍珠的企业之一，将制备效率提升 1 倍，并成功自主研发高端零反式脂肪酸奶基底粉，独创冰淇淋粉喷雾干燥生产法，压缩成本的同时，进一步优化了冰淇淋、珍珠奶茶等大单品的品质。此外，随冷链系统不断配备完善，公司积极迎合行业健康品质化发展趋势，优化口味、原材料和配方，以延长同系列产品的生命周期。2007 年，在新鲜蛋筒冰激凌基础上推出更大的摩天脆脆筒，09 年推出抹茶冰淇淋，22 年推出双炫冰淇淋。2022 年，公司推出富含鲜果的蜜桃四季春、莓果三姐妹等替换原有的热门单品森林玫瑰、蓝莓果粒茶，快速获得了消费者认可。蜜桃四季春已位列常青单品 TOP4，莓果三姐妹位列季节性单品销量 TOP1。2024 年 7 月，上新轻乳茶（鲜牛乳奶基底，不含氢化植物油）“茉莉奶绿”，定价 6 元，推出首月在中国市场卖出超 1 亿杯（公司港股招股说明书）。

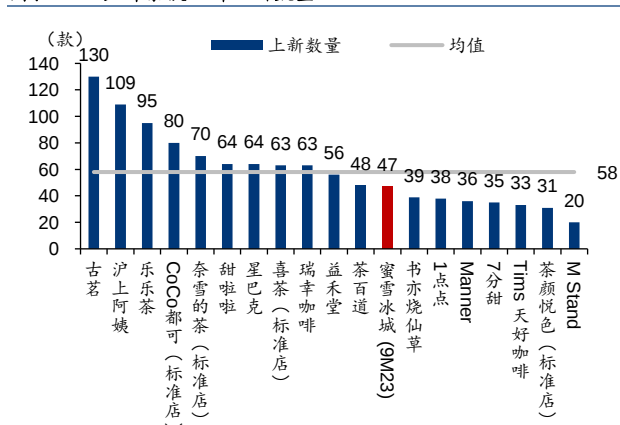
图表31：蜜雪冰城产品迭代过程



资料来源：张红甫创业日记，蜜雪冰城公众号，大咖国际官网，华泰研究

保持推新频率，推出季节性、区域性新品，唤醒消费者和拓宽客群。公司高质平价的品牌标签以及终端万店庞大的产能需求是一把双刃剑，虽提高了产能自主把控能力，无形之中也对创新的发散空间有所限制。尽管如此，公司仍保持了稳中有进的上新频率。截至 9M24，公司共推新 105 款产品（vs 9M23 推新 47 款），领先于同业（vs 古茗 9M24 85 款）。公司亦根据时令和地域特色推出的季节性、区域性饮品受到消费者的广泛好评，销量领先同业。

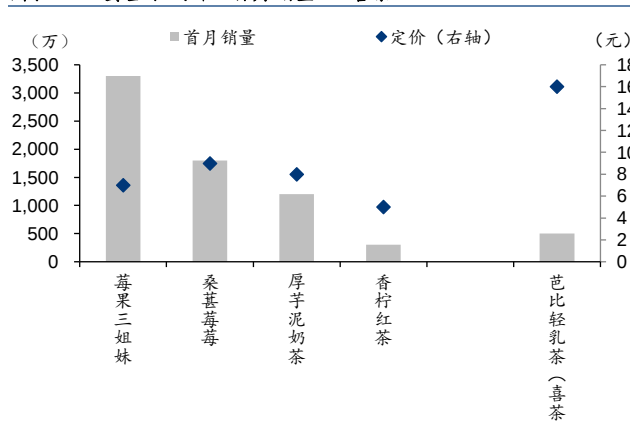
图表32：头部茶饮品牌上新数量



注：除特别标注品牌，其余为 2023 年度数据

资料来源：蜜雪招股书，古茗招股书，茶百道招股书，咖门《2024 中国饮品行业产品报告》，华泰研究

图表33：蜜雪冰城新品首月销量 vs 喜茶



资料来源：喜茶 2023 年度报告，蜜雪冰城招股书，华泰研究

自建端到端供应链，重新定义成本控制力

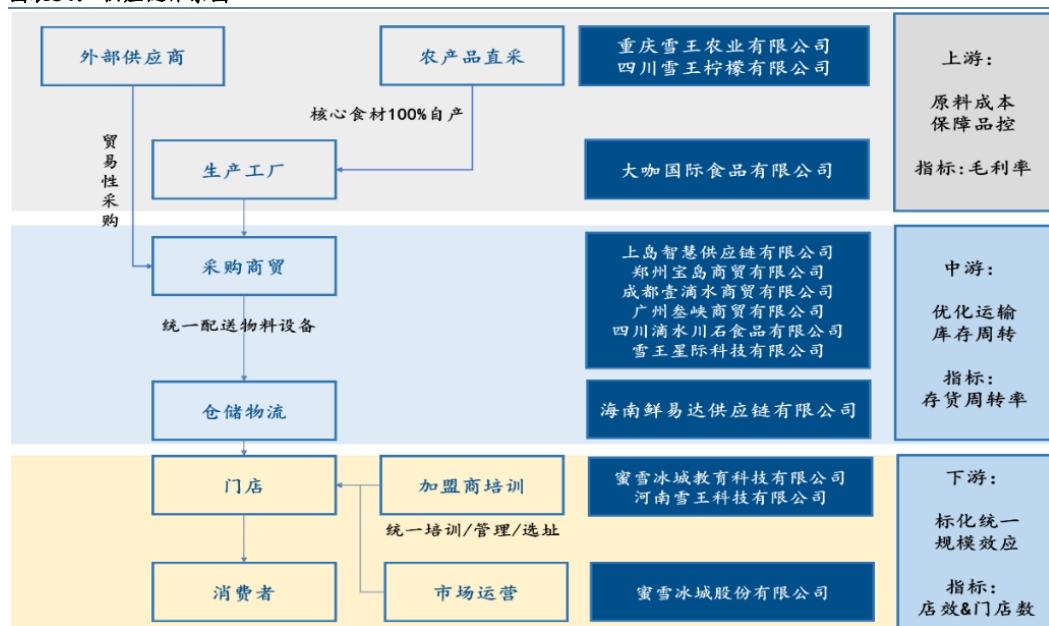
大规模、完整、自建的供应链是蜜雪从根本与同业形成区隔的护城河。大野耐一的丰田公式提到“利润=价格-成本”，售价由市场决定，公司获取利润的方式源自降本。蜜雪冰城的盈利模式有赖于供应链的垂直整合带来的显著规模效应，持续优化“一杯奶茶的最低可行成本”，形成正反馈飞轮。

我们认为，公司秉承“不多留利润”的长期主义利他思维，已形成从全球采购（源头控本）——高效交付（研产供销自给自足）——高质平价（成本领先优势，品质稳定）的高效增长链条。从 9M24 稳健的同店 GMV（-0.6%yoy），良好的开店情况（24 年加盟店净新增 8946 家/闭店率 3.8%保持稳定）和优渥的毛利率（24 年+2.9pct yoy）来看，公司已找到了消费者-加盟商-供应商-品牌方（公司自身）4 方共同获利的相对最优平衡：

- 1) B 端：一站式供应链解决方案满足了加盟商采购原料“多快好省”的需求，不仅便于加盟商库存管理、减轻资金压力，也凭借足够的低价从根源上降低加盟商外采风险，帮助公司降低了加盟店管理难度。
- 2) C 端：打通端到端供应链体系，通过动态监测销量感知市场，反哺产品研发，把握真实的消费者需求，利于公司积极应对市场变化。
- 3) 公司：“自产自销”垂直整合模式尽可能缩短了两端供应链流程，减少了中间经销商摩擦成本；同时，使得运营、质量、时效更加自主可控，利于流程标准透明化，优化复杂流程、挤走每一个环节的冗余水分。

较早布局+全产业链一体化布局，占据先发优势+规模优势。我们认为公司之所以能通过供应链放大规模效应，离不开其在众多品牌谋求品牌溢价力的时候，敢为人先以重资产投入建设供应链，并以十年磨一剑的姿态坚持夯实内功。公司是中国现饮行业中最早设立中央工厂的企业，拥有集产品研发、采购生产、仓储物流、质控销售、连锁经营于一体的端到端供应链体系，能够为加盟商提供具竞争力的一站式解决方案，也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（灼识咨询）。截至 9M24，公司供应链部门员工数量为 2988 人，占比 43.6%，为人数最多的 BU。据我们测算，以供应链销售入口口径，22 年公司在中国整体茶饮供应链市占率约 28%（22 年公司向加盟商销售收入/22 年新茶饮供应链糖奶茶果粮料市场规模）。

图表34：供应链体系图



资料来源：公司招股书，华泰研究

公司将一杯饮品拆解为「水+糖+茶+料」等化学组合，从最小单元出发，在采购-生产-运输等各个环节进行成本优化：

采购：源头直采充分发挥属地优势，“订单式农业”强化核心原料控制能力。据官网和招股书，公司每年派遣 100 名专业采购员直达产地，产地覆盖全球 6 大洲、38 个国家。此外，水果、奶粉、茶叶等核心原材料是现饮立足基础，公司直接与农作物种植者合作，建成高标准农业生产基地进行订单式种植，不仅更好保障公司核心原材料的优质稳定供给，也能帮助“靠天吃饭”的农户全面托底，进而获得更低的采购价格。

庞大的采购规模使得公司具备较强的上游议价权，能够达成较同业更低的采购价格的同时获得更高级别采购权和有利的锁价条款，核心大单品柠檬水是蜜雪冰城平价效率模型的微观缩影。据灼识咨询，公司 2023 年柠檬采购量达 11.5 万吨(vs 古茗 2023 年共采购约 4449 吨香水柠檬)，是我国最大的柠檬采购商，大部分来自于公司于四川省安岳县的合作种植基地，当年柠檬的采购成本较同类型、同品质的行业均价均低 20%以上。此外，2024 年 12 月，公司与君乐宝达成战略合作，合资在河南新乡建设“雪王牧场”，有望进一步压降奶制品成本。据公司招股书，2023 年公司采购奶粉、橙子、茶叶、咖啡生豆各约 11.5/5.1/4.6/1.6/1.6 万吨，奶粉采购成本亦较同类型、同品质的行业均价低 10%以上。

图表35：公司核心原材料主要采购地

品种	柠檬	草莓	芒果	鲜橙	奶粉	百香果	可可粉	芝士粉	红葡萄	咖啡豆	茶叶
采购地	四川安岳、 重庆	安徽	海南、广西	四川、重庆	新西兰	越南、广西	加纳	丹麦	西班牙	埃塞俄比亚、哥 伦比亚、巴西、 印度尼西亚	锡兰

资料来源：大咖国际官网，华泰研究

生产研发：自产规模大而全，持续优化成本计算，精进效率，积累规模优势。生产端是超级供应链的心脏，优势一方面在于自主可控的规模化生产，另一方面在于因地制宜的差异化布局对成本效率的精细化计算。公司是现制饮品供应链领域中生产品类最全、规模最大的企业，大咖国际食品有限公司成立于 2013 年，发展至今已具备成熟的自研自产体系，在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有 5 大生产基地，拥有 50 余条国际先进智能化产线，能提供包括糖、奶、茶、咖、果、粮、料在内的全品类一站式的饮品食材解决方案，总占地面积达 79 万平方米。据我们测算，2021 年公司 7 大食材自产货值占总商品销售成本比重约为 30%（公式：单原料产量*成本价/总销售成本，商品成本价格约为 19.4 亿，可能存在误差仅供参考）。截至 9M24，公司年综合产能约 165 万吨，产能较 19 年提升近 27 倍。

公司积极发力自主研发食品生产工艺，据招股说明书，公司自主研发冰淇淋粉喷雾干燥生产法、鲜牛乳奶基底制作工艺，实现高端零反式脂肪酸奶基底粉的自主生产。从生产思路来看，公司根据不同核心食材特性，布局差异化生产方式，以平衡保鲜度、运输成本和采购价格。**靠大而全的超级制造工厂，公司紧握核心原料供应控制力，当前已实现核心饮品食材 100%自产，给加盟商的饮品食材超 60%自产，为行业最高（灼识咨询），饮品食材生产的耗损率仅为 0.71%，生产产品合格率达 99.99%，在成本、时效、品控等方面实现较强的自控和管理能力。**

图表36：蜜雪冰城差异化布局生产

考量因素排序	保鲜度	原料价格	运输成本
	运输成本	保鲜度	原料价格
	原料价格	运输成本	保鲜度
代表品类	新鲜易坏水果	低温耐储水果、芋头、茶叶、咖啡	罐头、果酱、糖浆、包材
特点	食品保质期短，周转速度快	保鲜期相对长	保质期长
	原材料价格较高	产品定价较低，大规模集采容易形成规模效应	货值低，重货/抛货，运输损耗不经济
差异化生产方式	当地建厂、建仓库	建立深度合作生产基地	运输半成品，中央工厂自动化再加工
	在海南建设芒果、安徽七里塘草莓等水果基地	在四川安岳成立柠檬合作种植基地，并进行初加工	大咖国际产业园

资料来源：蜜雪冰城招股书，华泰研究

图表37: 公司5大工厂情况概述

生产基地	成立时间	生产产品	占地面积 (万平方米)	年产能 (万吨)	备注	产能利用率 (截至9M24)
河南	2013	七大类食材 (糖、奶、茶、咖、果、粮、料)、包材及设备	34.2 (含在建部分)	121	是公司主要生产生产基地, 公司迄今为止最大生产基地。2023-9M24进行扩张产线升级。2021年新生产设施投产	
海南	2022	椰奶、咖啡产品	20.4 (含在建部分)	4.5	受益于海南自由贸易港贸易政策, 支持海外业务。已于2023年开始在海南生产基地建设新设施, 以扩大冷冻水果产品、咖啡产品、糖浆和小料等食材的产能。该扩建计划预期将于2025年完成。1Q23投产	
广西	2021	糖浆、水果 (芒果、百香果等) 和小料等	10	18.5	战略性地设立于华南地区, 方便获得芒果及百香果等多种热带水果。3Q23投产	
重庆	2021	水果产品 (柠檬、橙子)、谷物制品等	12.2	15.5	重庆包括安岳和潼南两大工厂, 其中安岳工厂专注柠檬的采购和加工。已于2023年开始在重庆生产基地建设新生产线, 以扩大食材的产能。预期建设将于2024年完成。2021年投产	
安徽	2021	水果产品 (草莓)	1.9	5.4	包括滁州和七里塘两大工厂, 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。1Q22投产	

资料来源: 蜜雪冰城A股招股说明书, 蜜雪冰城港股招股说明书, 华泰研究

图表38: 大咖国际代表性车间

大咖国际车间	占地面积 (平方米)	规划年产量 (万吨)	从业员工数	功能
椰果浓浆车间	13600	14.3	170+人	拥有3条椰果浓浆生产线、2条椰果生产线、1条森林玫瑰生产线和寒天晶球生产线
液体车间	13600	65	100+人	拥有果蜜、糖浆、调制乳、冰淇淋、奶茶、常温酸奶六大生产线, 生产六款单品, 共计日产量达94000件。
水果加工车间	13600	17.5	200+人	直采各地优质水果, 层层筛选, 冷链运输, 生产果酱产品。现有1条五谷罐头生产线、5条果酱罐头生产线、1条PET瓶灌装冷冻果酱线。生产单品共30余款, 日产量共计可达28000件。
烘焙车间	800	0.8	30+人	现有4条生产线, 生产产品包括6款意式拼配咖啡豆、3款单品咖啡豆、3款挂耳咖啡、2款带泡咖啡, 日产量总计达27吨。
吹瓶车间	300	/	4人	高速旋转速度达6000瓶/时, 与液体车间五、六号线联动, 完成瓶胚的吹瓶、灌装、包装流水作业, 实现日产72000件生产任务时较外部采购成本降低约49%。

资料来源: 蜜雪冰城A股招股说明书, 华泰研究

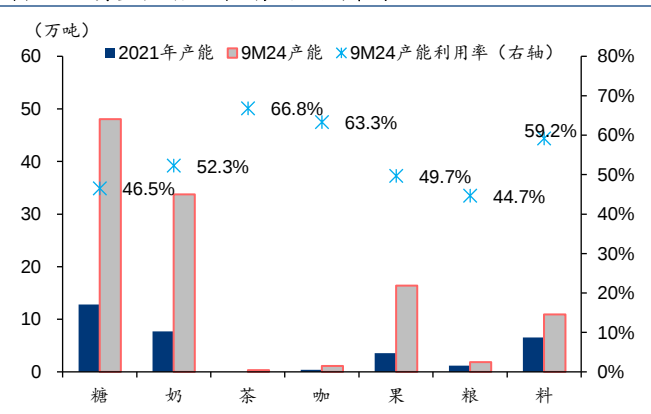
食材生产之外, 公司成立科技研发中心, 将应用研发和基础研发深度融合, 已率先实现部分核心包材和设备自主生产。截至 9M24, 公司持有 124 项专利, 向加盟商供应一系列自主研发和生产的高质平价的设备。例如, 公司是行业内唯一做到自主研发、生产和供应半自动咖啡机的企业。公司自生产糖蜜和果蜜的包装瓶的瓶胚并吹塑成型, 自产成本在 9M24 比外部采购价低约 50%。

图表39: 蜜雪冰城自产核心原料

产品系列	主要产品图示			
固体饮料				
风味饮料浓浆				
果酱				

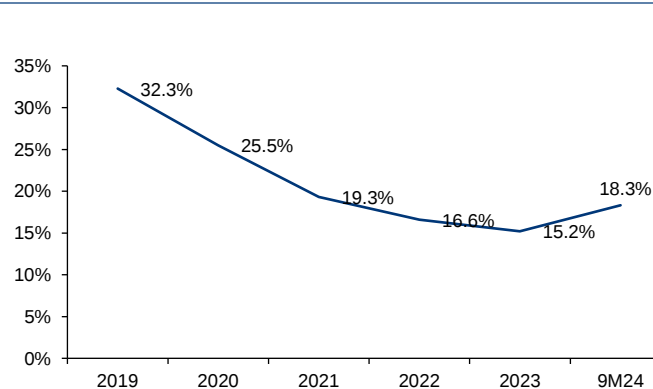
资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 华泰研究

图表40: 蜜雪冰城核心食材产能利用率情况



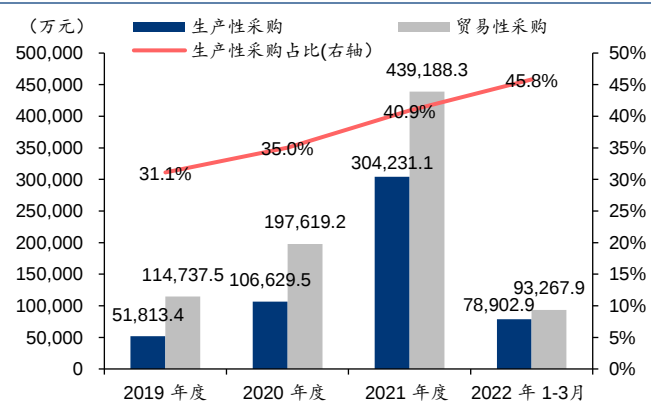
资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 华泰研究

图表41: 蜜雪冰城 2019-9M24 前五大供应商采购总额占比



资料来源: 蜜雪冰城A股招股说明书, 蜜雪冰城港股招股说明书, 华泰研究

图表42: 蜜雪冰城生产性采购和贸易型采购情况

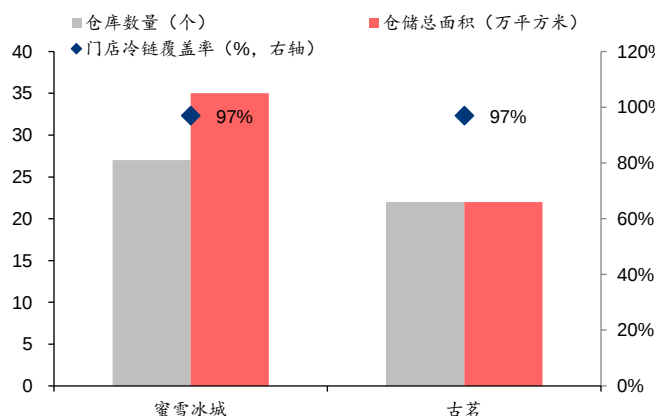


资料来源: 蜜雪冰城A股招股说明书, 华泰研究

物流仓储：分级配送体系和物流设施精进优化加盟商库存管理，为下沉打下良好基础。公司加盟店规模逾万家，且纵深乡镇，饮品类食材保鲜度要求较高，相应对物流仓储的专业化水平要求较高。2014 年，公司率先布局自运营仓库体系，通过将覆盖全国的仓储体系与本地化的城配服务深度结合，打造了从工厂到门店的高效数字化物流体系。9M24 期间公司配送完好率高于 99.99%。公司建立 CDC（中央配送）—RDC（区域配送）—FDC（前置仓）三级分仓体系，以提高物流运输的效率，缩短向终端门店的运输时间，有助于门店有效管理库存，减少加盟商库存及资金压力。截至 9M24，公司已在全国范围内建立 27 个一级仓库，仓储面积共计 35 万平方米，仓库共辐射全国 31 个省（市、自治区），300 个地级市，1,700 个县城和 4,900 个乡镇，覆盖广度和下沉深度均为行业最高。海外方面，公司在东南亚建立了本地化仓储体系——6.9 万平方米的 7 个自主运营仓库，覆盖 4 个国家合计超 560 个城市。2024 年公司总运输费用占比约为 3%（vs 古茗 9M24 占 1%）

公司是行业内极少数能做到商流、信息流、资金流、物流四流合一的企业。自 20 年起，公司将传统物流配送逐步转为专车（仓库—门店）直配并提升配送质量。截至 9M24，专车配送网络在国内超过 90% 的县级行政区划实现了 12 小时内触达，约 97% 的国内门店实现了冷链物流覆盖。配送效率和质量皆处于行业领先水平。公司遍布全国的仓储物流网络及全国物流免运费的政策，加强了公司的跨区域经营能力的同时，也给予加盟商更为充裕的开店动力。

图表 43：仓储配送能力对比



注：蜜雪冰城为 9M24 数据，古茗为 2024 数据

资料来源：蜜雪冰城港股招股书，古茗招股书，华泰研究

图表 44：仓储物流能力对比

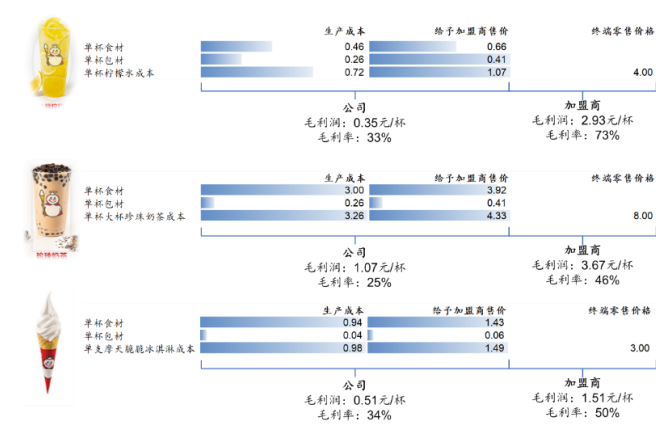
	蜜雪冰城	茶百道	古茗	奈雪的茶
仓库数量	中国 27 个，东南亚 7 个自主运营仓库	21 个多温仓库，20 个中心仓与 1 个前置仓	3 个专用于果汁及茶叶加工的工厂以及 22 个具有专门冷藏能力的仓库	9 个租赁仓库，其中深圳 1 个，其余 8 个由自主运营，剩下 8 个外包
仓储总面积	中国 35 万平方米，东南亚 6.9 万平方米	约 8 万平方米	超过 22 万平方米，包括超过 6 万立方米可支持不同低温范围的冷库	不超过 19042 平方米
配送网络	覆盖中国 31 个省份、自治区、直辖市，约 300 个地级市，1700 个县城和 4900 个乡镇	设立前置仓，门店与中心仓距离超 300 公里时及时满足交付需求	超 76% 的门店位于仓库 150 公里范围内	涵盖 93 个城市，1194 家门店
配送方式	第三方物流	约 300 辆三方多温运输车辆	拥有 362 辆专营车辆	与第三方物流合作，委托大型、可靠的当地物流合作方运输原材料与产品
配送频率	在国内超过 90% 的县级行政区划实现了 12 小时内触达	97% 的门店具备每周两次或以上的冷链配送服务	97% 以上的门店提供 2 日 1 配的冷链配送服务	仓间调配最快 2 日内即可达
数据时间	09/30/24	12/31/23	09/30/24	06/30/23

资料来源：各品牌港股招股书，华泰研究

百尺竿头更进一步：供应链质量控制和精细化管理能力尚有精进空间。当前公司核心原材料以大宗商品、制成品居多，鲜果总体配送需求较少，且主要为柠檬等耐储水果，供应链管控难度以及冷链覆盖要求相对低。立足长远，低成本与品质需要实现动态平衡，供应链质量控制体系与加盟店标准化管理密不可分。截至 9M24，公司拥有约 290 名负责供应链质量控制的员工，其中管理人员平均拥有约 12 年的食品安全管理及质量控制相关经验。

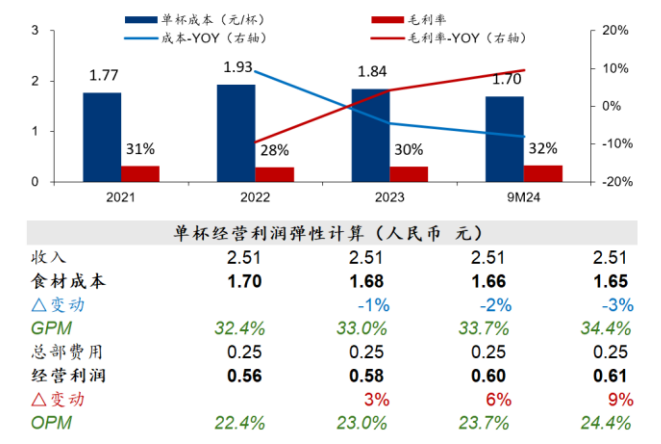
综合以上，我们认为规模效应与供应链效率提升构建了互相作用的正反馈飞轮，形成“规模扩张→供应链降本→价格竞争力增强→规模再扩张”的闭环回路，夯实穿越周期的成本定价权。如果不考虑与加盟商利润分配因素，理论情况下伴随供应链能力不断提升，公司有望持续释放利润弹性。据我们测算，9M24 公司单杯成本为 1.70 元（不考虑设备），若食材成本减少 1%，有望撬动 3% 的经营利润提升。

图表45：蜜雪冰城经典产品单杯成本拆分



注：单杯食材成本根据招股书披露的销售价格、食材综合毛利率结合一般柠檬水和珍珠奶茶制作配方测算，单杯包材根据招股书披露的2019年销售价格和采购价格计算。
资料来源：蜜雪冰城招股说明书，华泰研究预测

图表46：蜜雪冰城单杯收入/成本/利润弹性测算



注：单杯成本计算公式为商品销售成本/当年总出杯量，测算可能存在误差
资料来源：蜜雪冰城港股招股书，华泰研究预测

强扶持高标准，轻量化极简 UE 万店如一

公司是2B2C加盟模式，供应链虽强，但并不能完全等同于供应商，门店作为C端消费者感知品牌的第一窗口，良性健康的加盟网络能够反哺品牌。伴随行业整合洗牌，供应链之外，打磨高标准、高投资回报的UE对吸引优质加盟商同样重要。有效的加盟商管理有利于保障品牌一致性，兼顾扩张速度和加盟商利润的平衡，实现可持续的规模扩张。

小店模型店效优，打造“贩卖快乐”基础设施

专注极简轻量化小店，打造低成本、高回报的标准化模型，提升加盟商吸引力。区别于高端茶饮品牌需要较大的门店面积提升空间价值，蜜雪冰城主打小店模式，装潢简单，单店投资成本更低，具有更高的效率和扩张能力。据公司招股书和官网，蜜雪冰城门店面积在15-60㎡之间，标准店型面积在20㎡左右，单店员工3-8人（根据不同店型和日销售额波动），单店投资额21万起。

空间布景统一，店型多元化，满足加盟商不同选址要求，提升门店网络穿透力。蜜雪冰城选址注重交通便利性、客群吻合度及租金性价比，密集分布在学校周边、街边拐角路口、商场附近等人流密集区。门店层面，空间设计、布局高度标准化，皆以红白两色为主题，醒目位置印有雪王logo。此外，公司根据当地社区、商业环境及消费场景延伸出多元店型，包含标准堂食店、标准档口店、旗舰店、集装箱、特装店、主题店等6种店型，但皆为100㎡以下的小店。加盟商可根据具体场地情况进行调整，满足多样化场景选址要求，有利于优化门店穿透力，布局更广的特殊点位场景和更深的下沉市场。

图表47：模型选择与品牌定位息息相关



注：奈雪的茶、霸王茶姬、茶百道、蜜雪冰城、古茗门店数量截至2024.12.31，喜茶门店数量截至2025.4。
资料来源：各公司招股书，公司公告，极海数据监测，华泰研究

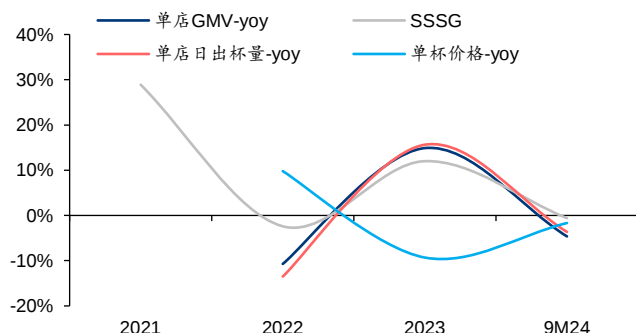
图表48：蜜雪冰城不同店型情况

店型	面积	功能	商圈选择	门店示意图
标准档口店	面积大于20㎡，面宽≥2.5米	外带、无休息区	繁华街道、商务区、车站	
堂食店	面积30-60㎡，面宽3.8米以上	外带、休息区	繁华街道、商务区、社区、车站、商场、百货公司	
旗舰店型	净使用面积一层不低于90㎡；二层不低于80㎡以上	网红、标杆店面、周边展示、休息区	繁华商业街、商场、购物中心、百货公司	
集装箱店型	面积大于12㎡	外带、休息区，特色主题	景区、游乐场、服务区、公园、广场、高铁站、飞机场	
主题店	面积可灵活调整	用于和其他品牌联合繁华街道、购物中心，色调可适当调整等		
特装店	面积可灵活调整	用于特殊场景，色调繁华街道、购物中心可适当调整等		

资料来源：公司官网，华泰研究

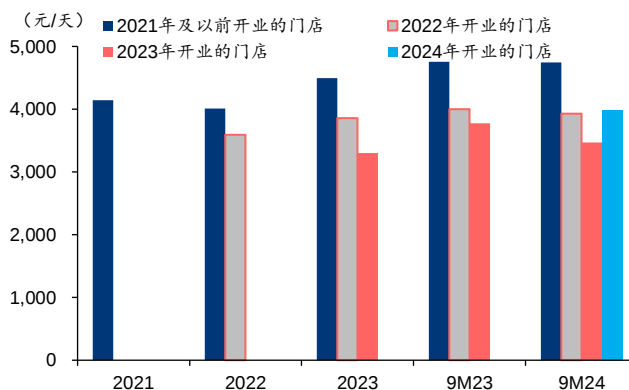
主品牌蜜雪冰城万店规模之下依然保持单店店效靓丽。收入端，蜜雪冰城定位平价（9M24客单价平均 6.62 元），单店日杯量显著高于同业（9M24 年化蜜雪冰城单店日均出杯量为 632 杯，伴随公司门店人口覆盖率提升，我们预计未来单店日均出杯量仍有增长空间），我们预计稳态门店年均 GMV 可达 150 万元左右，成本端，门店设备简化摊薄折摊水平，低外卖占比降低外卖渠道抽佣和推广费率。据蜜雪合作中心小程序，蜜雪冰城门店加盟初始投资额 21.58 万（2025 年 4 月数据），我们估计投资回收期在 9-13 个月，餐厅层面 EBITDA 率在 22% 左右，坪效与同业相比表现均处上游水平。

图49：蜜雪冰城单店 GMV/同店/日/出杯量/单杯价格同比变化



资料来源：蜜雪冰城港股招股说明书，华泰研究

图50：蜜雪冰城不同店龄门店的日均 GMV 情况



资料来源：蜜雪冰城港股招股说明书，华泰研究

图51：蜜雪冰城单店模型对比及敏感性分析

	蜜雪冰城 (加盟店整体)	古茗 (加盟店)	茶百道 (加盟店)	沪上阿姨 (加盟店)	奈雪的茶 (加盟店)	霸王茶姬 (加盟店)	瑞幸 (合伙人门店)
营收端							
年均营业额(元)	1,506,384	2,340,000	1,790,566	1,376,280	2,400,000	6,144,000	2,114,647
日均营业额(元)	4,184	6,500	5,200	3,823	6,667	17,067	5,874
日均杯量	632	384	323	199	345	800	432
客单价(元)	6.6	16.9	16.1	19.2	19.3	21.3	13.6
经营效率指标							
门店面积(m²)	20+	40-80	45	20+	90+	80+	30+
日均坪效(元/m²)	167	108	116	153	67	213	196
门店员工(人)	至少3人	7	5	至少3人	6	10	5
日均人效(元/人)	1,046	929	1,040	1,274	1,111	1,707	1,175
成本端							
毛利率	55%	55%	58%	55%	60%	60%	65%
人工	15.9%	17.9%	17.6%	13.1%	24.3%	14.0%	13.6%
房租	8.0%	9.2%	10.4%	15.0%	14.0%	5.9%	10.0%
水电	3.6%	3.0%	3.0%	3.6%	3.1%	3.6%	3.6%
DA	2.9%	2.8%	3.7%	3.6%	6.8%	5.4%	6.5%
推广及外卖	4.2%	7.2%	10.4%	9.0%	7.0%	6.8%	5.5%
外卖占比	28.0%	50.0%	58.0%	50.0%	41.4%	38.0%	25.0%
其他费用	1.0%	1.1%	1.1%	0.1%	0.1%	4.4%	4.4%
餐厅层面利润	810.78	960.15	649.60	408.61	320.00	3,401.43	1,515.68
餐厅层面利润率	19.4%	14.8%	12.5%	10.7%	4.8%	19.9%	25.8%
餐厅层面EBITDA利润率	22.3%	17.6%	15.4%	14.3%	11.6%	25.4%	32.3%
%							
加盟费用(含加盟费、管理费、培训费、合同履约摊销, 元/天)	62	108	121	46	221	245	854
%	1.5%	1.7%	2.3%	1.2%	3.3%	1.4%	14.5%
税前利润	811	775	497	363	99	3,156	662
税费	29	62	44	25	65	210	53
% (占营业收入)	0.7%	1.0%	0.8%	0.6%	1.0%	1.2%	0.9%
日均净利润(元)	781	713	453	338	34	2,946	608
年均净利润(元)	281,291	256,583	163,006	121,588	12,240	1,060,587	218,902
净利率	19%	11%	9%	9%	1%	17%	10%
加盟商投入产出							
初始投资额(万)	22	23	25	9	56	100	45-60
投资回收期(月)	11	11	17	21	21	9	17

敏感性分析1：单店利润率

		杯单价				
		6.49	6.55	6.62	6.68	6.75
日杯量	512	-1.6%	-0.5%	0.5%	1.4%	2.4%
	569	8.6%	9.5%	10.4%	11.3%	12.2%
	632	17.7%	18.6%	19.4%	20.2%	21.0%
	696	25.2%	26.0%	26.7%	27.4%	28.1%
	765	32.0%	32.7%	33.4%	34.0%	34.7%

敏感性分析2：回本周期(月)

		杯单价				
		6.49	6.55	6.62	6.68	6.75
日杯量	512	198.1	119.7	85.5	66.5	54.3
	569	24.1	22.2	20.5	19.0	17.8
	632	12.2	11.6	11.1	10.6	10.2
	696	8.2	7.9	7.6	7.4	7.1
	765	6.0	5.8	5.7	5.5	5.4

资料来源：各公司招股书，各公司公告（2024 年数据），各品牌加盟小程序（数据截止 2025.4），华泰研究

加盟商管理独到，支撑高质量良性网络扩张

加盟标准规范透明。针对不同的加盟店，蜜雪冰城以城市为基础，根据不同类别的城市，制定标准化、规范化的加盟标准。加盟标准透明清晰且详细，尽可能减少门店自由操作空间，缩减后续运营管理难度。据各品牌加盟合作小程序，蜜雪冰城及幸运咖新店落地整体费用（不含初始房租及人力成本）约 21 万起，相较其他头部茶饮/咖啡品牌资金准入门槛更低，更加看重加盟商的经营专注度。

图表52：头部茶饮/咖啡品牌加盟/合伙门店单店落地费用梳理（截至 2025.4）

	蜜雪冰城			幸运咖	茶百道	古茗	瑞幸
	省会城市	地级城市	县级城市				
加盟费（元/年）	11,000	9,000	7,000	10,000	90,000 (首年0, 经营满12/24/36个月分别收2/4/3万元加盟费)	98,800 (首年0, 第13/19/25个月分别交2.5/4.88/2.5万)	不收取加盟费, 采用单月商品毛利阶梯式抽成方式
管理费（元/年）	4,800	4,800	4,800	5,000	~13,000	-	-
培训费（元/年）	2,000	2,000	2,000	4,800	-	-	-
合同履行保证金（元）	20,000	20,000	20,000	10,000	10,000	20,000 (咖啡机押金1.5万, 第13/19/25个月各退还0.5万)	50,000
首批原材料和物料（元）	50,000	50,000	50,000	40,000	20,000	30,000	~50,000
门店设备（元）	70,000	70,000	70,000	80,000	120,000	75,000 (可分期设备金额5万, 第13-24月分12期缴纳)	210,000
门店装修费用（元）	60,000	60,000	60,000	85,000	100,000	100,000	155,000 (含总部门店设计费)
开业营销费（元）	-	-	-	-	-	8,000	-
合计（元）	217,800	215,800	213,800	234,800	263,000	233,000	465,000

注：上述费用不含初始房租及人力成本。部分品牌未明确列示开业营销相关费用。分期+首年0首付的费用未包含在新店开业费用中。

资料来源：蜜雪合作中心小程序，幸运咖合作中心视频号，茶百道加盟助手小程序，古茗加盟之家小程序，明亮公司，瑞幸咖啡小程序，华泰研究

加盟商筛选严格，公司提供全流程支持。加盟店良性扩张是实现品牌常青，规模化盈利的胜负手：1) 公司采取高申请标准、优资金扶持的方式，综合过往开发经验、加盟商核心价值观认同度和门店选址质量等因素，筛选真正值得信赖的长期合作伙伴。同时，公司不开放区域加盟，仅支持单店加盟，客户全资运营形式，即单个加盟商只能在（特许经营合同）约定地址开设一家加盟门店，申请多个加盟店，每家门店需独立签署合同，该模式便于公司进行垂直化加盟店管理，提升总部对门店的可控力。2021-9M24 期间，蜜雪冰城加盟申请通过率仅 5%。2) 公司秉承长期主义的价值观、践行利益与共的理念，在开业前-中-后提供全面支持，放大加盟商投机的机会成本。据招股书，公司门店的初始投资和加盟费都低于中国现制饮品行业平均收费水平，且是中国现制饮品行业内唯一对加盟商同时推行免物流费、免空间设计费、免宣传物料费政策的企业。

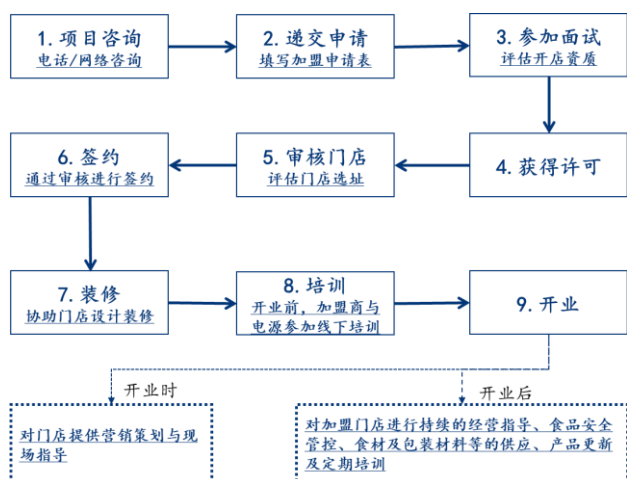
24 年底，公司对加盟政策进行调整，开启新一轮高质量加密与扩张：1) 提出三大重点开店方向（关注已有商圈降低异地管理成本、景区院校等特殊空白点位合理布局、挖掘下沉市场经济发展较优的空白乡镇）；2) 放宽老加盟商开店资格：符合原有条件的老加盟商不足 10%，新政下积分档位非 4 档即可申请开店许可证，符合资质加盟商范围扩大；3) 仅本地户籍新加盟商可在所在空白乡镇开设蜜雪冰城门店。公司选址管理兼顾客需以及新店对现有门店分流情况，据公司招股说明书，对于客流及客需不足点位，将不会通过加盟商提报的距现有门店 2km 以内的选址。

图表53：蜜雪冰城给予加盟商全流程支持

开业前	审核加盟门店选址、加盟投资评估、提供门店装修设计、监督门店装修、指导设备及首批食材、包装材料等的购置、进行人员培训、指导证照办理
开业时	营销策划及现场指导
开业后	进行持续的经营指导、食品安全管控、食材及包装材料等的供应、产品更新及定期培训

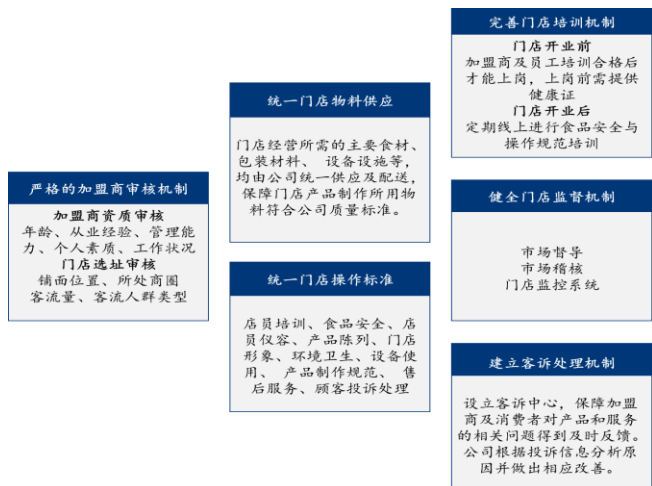
资料来源：公司官网，华泰研究

图表54：蜜雪冰城加盟流程



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，华泰研究

图表55：蜜雪冰城加盟商店管理制度



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，华泰研究

标准化运营和培训，维护品牌形象，谋篇长期高质量扩张。扶持之外，公司也制定了全面的标准化门店管理流程，统一饮品制作方法、门店物料与设备集中采购以及统一定价，并要求店长本人在店负责日常运营，尽可能规避因不专业导致的闭店。同时，公司建立了健全的门店培训、监督评估机制和客诉处理机制，并借助数字化和智能化手段，保障最后一公里的质量控制和食品安全，提升门店精细化管理水平。

培训方面，公司配备超过 260 名全职专业培训人员，将线下培训体系和线上学习相结合，开业前加盟商及其员工必须参加为期 12 天的集中培训和考试，线上通过“蜜雪商学”应用程序提供丰富的门店运营课程。截至 9M24，在蜜雪 APP 提供超过 6,700 门预先录制的课程。9M24 期间，加盟商及其门店员工累计参与线下培训超过 27 万人次，公司于“蜜雪商学”APP 中提供的新课程完课次数超 190 万次。

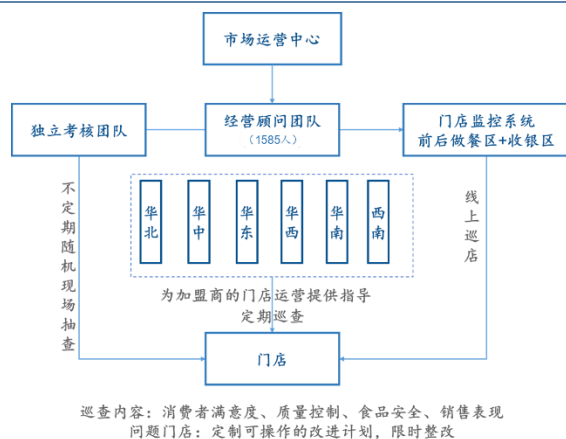
公司同时设立了系统化的巡店机制, 组建专门的 1585 人经营顾问和考核团队(截至 9M24), 针对消费者满意度、质量控制、食品安全和销售表现等进行季度考核定级。若连续两个季度没达到要求级别则无法续约, 考核积分将会影响老加盟商后续的扩张。万店规模之下, 公司依然保持较低的关店率且持续改进, 再度彰显了公司强有力的加盟管理机制。据公司招股书, 截至 2024 年底, 公司加盟商数量为 20,976 个, 加盟店 46,462 家; 年均加盟店闭店率从 2019 年的 6.5% 下降至 2024 的 3.8%。

图表56：蜜雪冰城线上线下培训系统



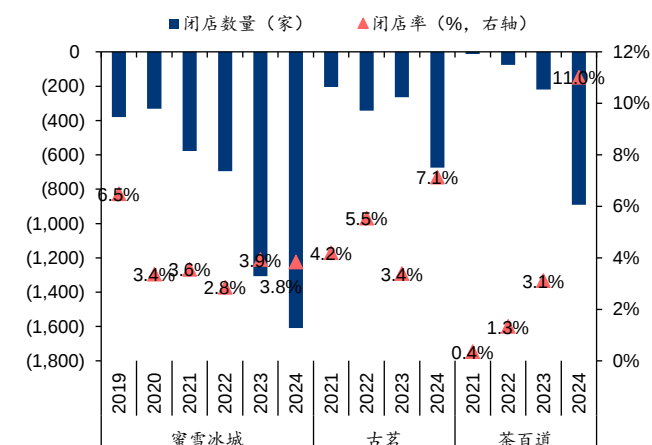
资料来源：蜜雪冰城招股说明书，华泰研究

图表57：蜜雪冰城加盟商店管理制度



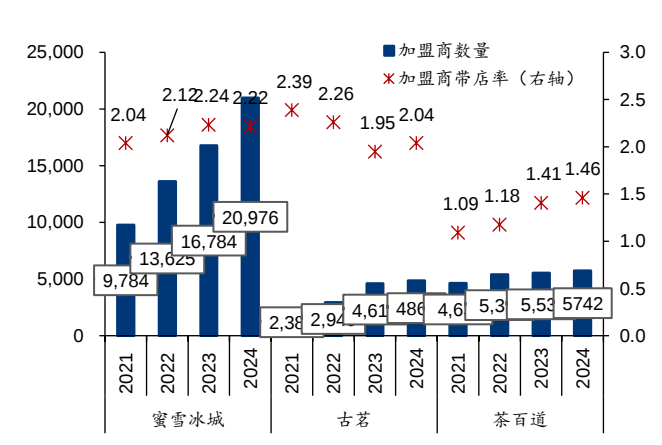
资料来源：蜜雪冰城招股说明书，华泰研究

图表58：现制茶饮头部品牌闭店率对比



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，古茗招股说明书，茶百道招股说明书，公司公告，华泰研究

图表59：现制茶饮头部品牌加盟商数量及带店率



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，公司公告，华泰研究

利益与共的加盟模式使得公司在加盟商中建立起良好的口碑，利好旗下两大品牌规模复制和渗透能力持续提升。优异的口碑使得蜜雪加盟商拥有较强的复购积极性。据灼识咨询调研，约 98%的受访加盟商认可公司互利共赢的合作理念，92%以上的受访加盟商愿意推荐亲朋好友成为公司加盟商。据公司招股书，截至 2024 年末蜜雪冰城的加盟商平均每人开 2.22 家店，高于古茗的人均 2.04 家。另一方面，公司注重控制大加盟商的野蛮生长以减小其改旗易帜的几率，维护加盟网络的可持续发展。据 A 股招股书，截至 2022 年 10 月，门店数量超过 30 家的大加盟商在蜜雪只占 5%。健康、高密度的全国门店网络反哺品牌认知度快速提升，进一步放大供应链规模效应，商业模式形成良性循环。

现象级 IP 加持，流量变现拓宽成长边界

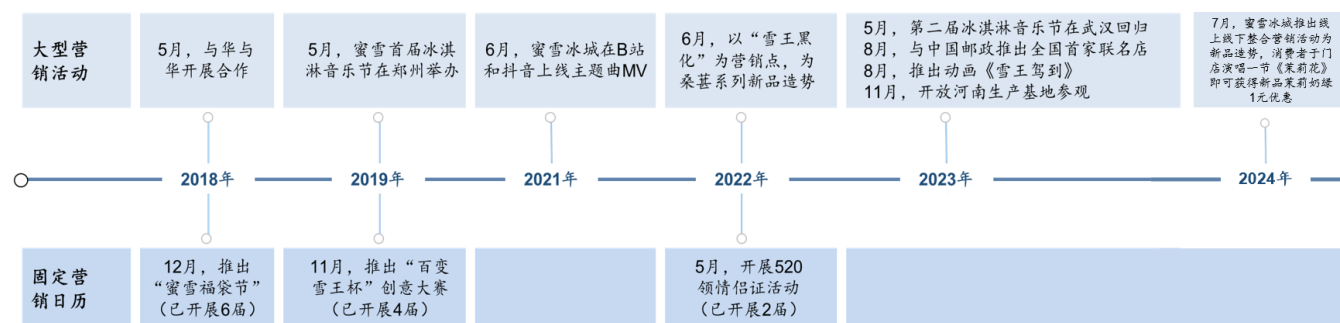
从经典歌曲出圈到营销日历沉淀，雪王的诞生为公司经营“画龙点睛”。2018 年，蜜雪冰城与华与华营销公司合作，正式启用“雪王”作为新的品牌形象，雪王以雪人为原型，头戴皇冠显示行业地位，手拿冰淇淋权杖代表行业属性。公司在 IP 建立之初就赋予其独立化人格，并通过线上动画制作、线下增加 logo 强化消费者记忆点，2021 年蜜雪冰城在抖音、B 站上传了主题曲动画 MV，并凭借简单易记的歌词和经典的旋律火速出圈，后续多国语言版、古风版、猛男舞团版主题曲等二创层出不穷，成为当年最成功的出圈案例。此外，公司借助冰淇淋音乐节、蜜雪福袋节、520 领情侣证等固定营销活动不断加深消费者印象，沉淀品牌记忆点。据公司港招股书，截至 2024.12.27，雪王/蜜雪冰城主题曲的相关话题在主要社交平台上的累计曝光量分别超过 191 亿次/95 亿次，#蜜雪冰城话题在抖音有超过 435 亿次播放量，雪王活泼热情的“街溜子”形象逐渐深入人心。

图表60：2018年以来公司启用雪王 IP，并推出系列营销活动



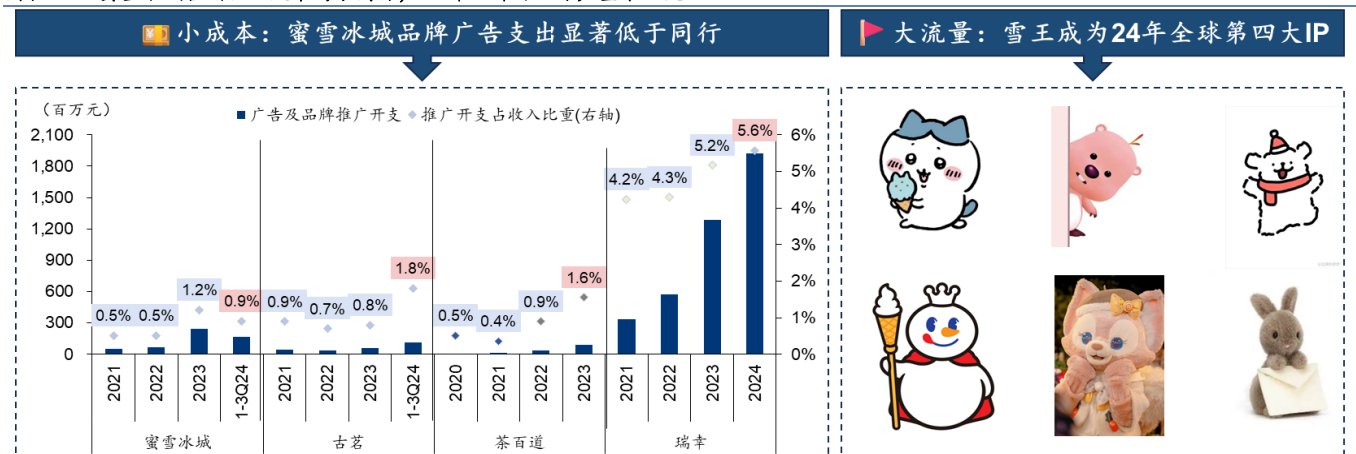
资料来源：蜜雪冰城招股书，蜜雪冰城官网，华与华公众号，华泰研究

图表61：蜜雪冰城营销日历



资料来源：蜜雪冰城招股书，蜜雪冰城官网，华与华公众号，华泰研究

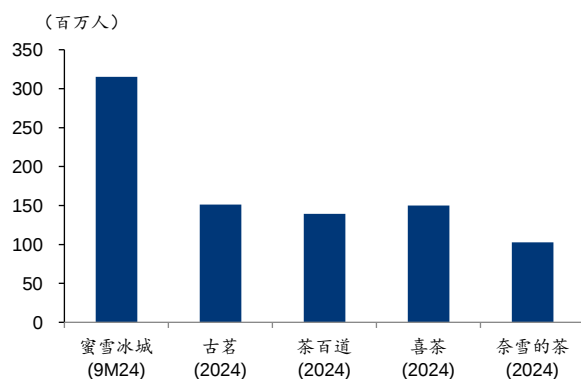
小成本撬动大流量，打造茶饮目前唯一现象级 IP。2018 年起，蜜雪冰城通过季节性常规活动和大型事件营销进行品牌形象推广，雪王成为茶饮行业甚至全球范围内的知名 IP，据灼识咨询调研，在被问及中国现制饮品行业的超级 IP 时，79.1%的消费者都选择了雪王；同时根据 DT 商业观察，2024 年雪王 IP 的声量和互动量超过玲娜贝儿和 Jellycat，位列全球第四，仅次于 Chiikawa、Loopy 和线条小狗。借助雪王 IP 的广阔流量，蜜雪冰城的品牌影响力和消费者好感度持续提升，对应引流成本和效果显著优于同行。根据蜜雪招股书，9M24 公司品牌推广开支占收入比为 0.9%，处业内较低水平（vs 9M24 古茗 1.8%，2023 年茶百道 1.6%，2024 年瑞幸 5.6%）。

图表62：蜜雪冰城营销投入效率高于同行，24年跃升为全球声量第四大IP

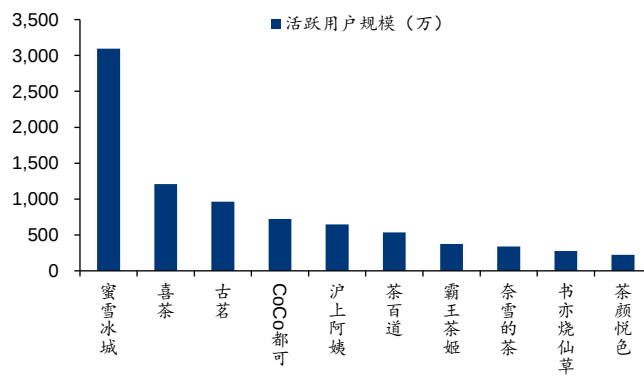
注：推广开支项，蜜雪冰城为招股书中披露的【品牌推广支出】，古茗为招股书中披露的【广告及推广开支】，茶百道为招股书中披露的【宣传及推广费用】，瑞幸为年报中披露的【Sales and marketing expenses】

资料来源：蜜雪冰城/古茗/茶百道招股书，公司公告，DT商业观察，华泰研究

拟人化形象全渠道入驻，超级IP孵化会员客群，夯实消费者忠诚度。当前，雪王IP已完全拟人化，拥有个人微博、微信视频、抖音账号以及以雪王为主角创作各类短视频，在与观众互动的同时增强全民对雪王IP的热爱。据招股书，截至9M24，蜜雪冰城小程序与APP注册会员达3.15亿（vs古茗9M24：1.35亿），在微信、抖音、快手、小红书、微博、哔哩哔哩等社交平台粉丝数约4600万。会员粘性而言，据Questmobile，蜜雪冰城24年10月月活跃会员数量达5128万，同样远超其他品牌。我们认为，会员作为忠诚度优、复购率高、购买力强的目标客群，有望成为公司业绩增长的重要力量，持续驱动门店GMV增长，同时雪王作为超越饮品、融入生活的超级文化符号，不断突破圈层并积累了来自全球不同国家、拥有不同文化背景的忠实粉丝，为品牌出海奠定了良好的先发优势。

图表63：头部现制茶饮公司会员数量

资料来源：蜜雪冰城招股书，各公司公告，喜茶《2023年度报告》，华泰研究

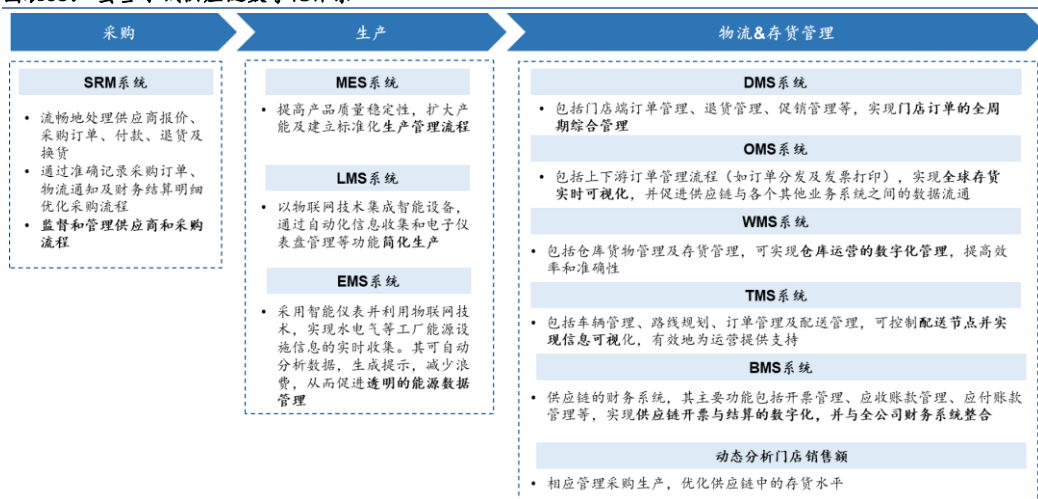
图表64：部分现制茶饮公司微信小程序活跃用户规模，2023.6

资料来源：QuestMobile，华泰研究

四两拨千斤：数字化努力与效率改进

数字化是链接人—店—厂的桥梁，赋予企业长效发展加速度。公司17年开启数字化战略，以数字化赋能全链路管理，一方面数字体系串联研、产、采、供、销等供应链核心环节，有利于压缩后端运营成本，提高前端标准化程度，并以大数据资产赋能研发。另一方面，迎合茶饮业渠道变迁，公司开辟全渠道经营思路，先行沉淀会员资产，有望直接拉动销售增长。截至9M24，公司专业数字化团队达121人。蜜雪数字化战略围绕“数字化组织、数据链接、生态搭建”三驾马车，逐步由后端推进至前端，可分为供应链数字化、门店运营数字化和销售数字化（已在前一章节展开，不再赘述）3个方面：

图表65：蜜雪冰城供应链数字化体系



资料来源：蜜雪冰城招股书，华泰研究

供应链：提升产业链环节间协同效率，集成大数据洞察赋能研发。公司在采购、生产、物流等环节形成紧密联系的数字化组织，实现整体供应链的高效运转，系统配备上遥遥领先竞对。1）采购端：利用 SRM 系统，智能优选合适且平价的原材料，准确记录采购流程并做到数据溯源；2）生产端：结合 MES/LMS/EMS 系统，提高产品质量稳定性和劳动生产率；3）物流端：运用 DMS/OMS/WMS/TMS/BMS 系统，动态跟踪物流仓储信息，加强库存管理透明度和周转效率。此外，通过数字化技术，公司可及时追踪不同产品销售情况以研判消费者的喜好和需求，以及时反馈研发，调整产品结构。得益于供应链的高度数字化水平，公司得以实现全国门店快速精准配送和敏锐的市场洞察。

门店运营：进一步简化门店运营，提升门店可复制性。公司旗下拥有“蜜管家”和“蜜雪通”两大应用程序，已实现加盟申请、物料采买、日常运营全周期流程数字化，以帮助加盟商缩减时间成本，提高效率与便捷性，降低运营难度。同时，公司成功自主研发 POS，并和第三方数据平台合作引入 BI（商业智能）系统，帮助管理团队以数据辅助决策和监督。据公司 CIO 奚沿河，公司管理层手机即可查阅5分钟之前的全国门店经营情况（远观数据）。

图表66：现制茶饮头部企业数字化发展

	蜜雪冰城	古茗	茶百道	瑞幸咖啡	星巴克
供应链	采用数字化系统管理供应链，覆盖包括采购、生产、物流及存货管理等主要环节，旗下包括SRM、MES、LMS、EMS、DMS、OMS、WMS、TMS和BMS系统。	供应商关系管理、质量管理、仓库管理、运输管理模块，实现订单管理、货品指标全程监测、配送路线优化等功能。	配置订单管理系统(OMS)、运输管理系统(TMS)及供应商关系管理(SRM)。货物配送全程可视化、可追溯、降低损耗，实现品质保障和质量溯源能力。	集成了智能仓储管理和订单管理功能，确保能够准确地预测需求和管理库存，分析库存并直接向供应商下订单，这使我们能够进一步降低采购成本并提高运营效率。	供应链管理流程采用线上系统。
门店运营	智慧门店解决方案包含多种数字化工具，例如「蜜管家」系统和「蜜雪通」应用程序，简化门店运营。	“智慧门店”系统，操作程序数字化、系统化、标准化、自动化，进行营销、库存、轮班管理等全面的门店运营指导。	自动制茶机、自动切水果机等自动化设备，提高门店运营效率。	凭借强大的技术能力和智能供应链管理，实时分析每个门店的销售和库存状况，并高效补充库存，管理整体员工队伍，保证店面运营高效率。	通过在线、电子商务、送货、订货和店内体验，服务更多样化的客户基础，以满足更多的场合。
销售渠道	通过专属的「蜜雪冰城」应用程序及微信和支付宝小程序与消费者直接互动，从而积累第一手的消费者洞察。公司与第三方在线外卖平台签订协议，为门店在线上平台上的外卖订单制定统一的条款标准。2023年9月，公司月活跃会员数量达3800万。	小程序下单；智能追踪分析消费习惯，推送个性化营销内容；链接第三方外卖平台系统。4Q24公司活跃会员数量超4400万。	数字支付、线上下单系统；收集分析消费者行为数据。茶饮店私域流量池，数字化营销：通过微博、微信、小红书、抖音、哔哩哔哩及快手等知名主流社交平台获客。2024活跃会员数量达5929万。	移动应用程序覆盖了客户购买全过程，为客户提供了一个无收银员的环境，优质产品获奖，在社交媒体广泛传播。	借助NowTM商店，通过星巴克手机APP或星巴克配送提前下单，并方便地为客户端送商提货。公司对数字第三地的投资为会员提供了获得新福利、数字社区和沉浸式咖啡体验的机会。FY4Q24，公司活跃会员数量达2350万。

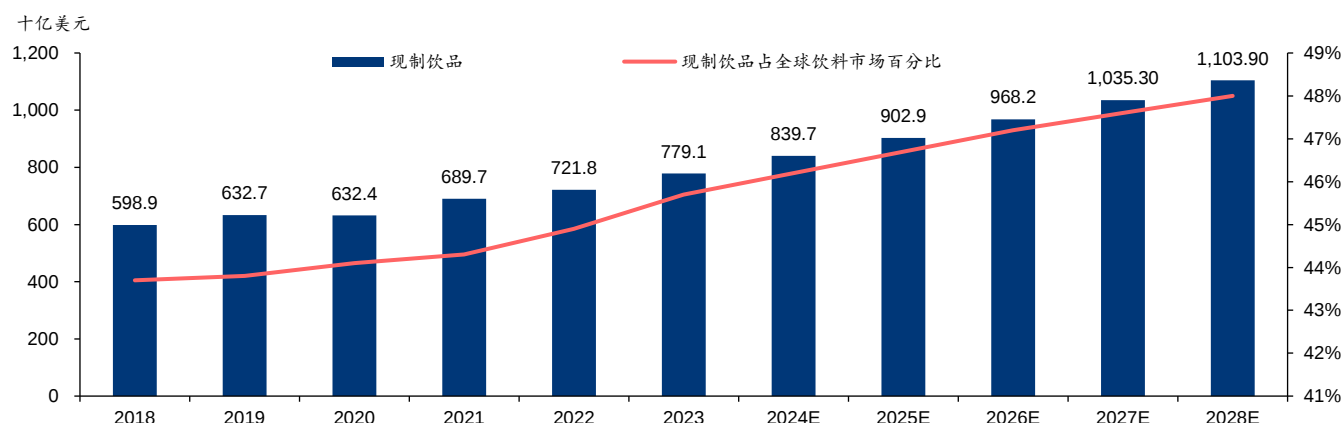
资料来源：蜜雪冰城招股书，古茗招股书，茶百道招股书，公司公告，华泰研究

未来看点#β：小确幸何以撬动万亿空间？

需求仍有增量：饮品现制化——健康与体验的平权

现制饮品对预包装饮品存在升级替代，驱动全球现制饮品市场规模增速持续高于 RTD。现制饮品（下称现饮）指现场制作的非酒精饮料产品，包括现制果饮、茶饮、冰淇淋及咖啡等。伴随居民消费水平提升，现制饮品得益于更加丰富的口感和新鲜度，承接了部分预包装饮品的升级替代需求，有望驱动进一步规模扩容。其中，以终端零售额计，全球现制饮品市场规模从2018年的5,989亿美元增长至2023年的7,791亿美元/对应CAGR为5.40%，2024年-2028年的CAGR预计将进一步提高至7.20%，带动市场规模增长至2028年1.10万亿美元，占据全球饮料市场近50%份额。

图表67：2018-2028E 全球现制饮品市场以终端零售额计的市场规模

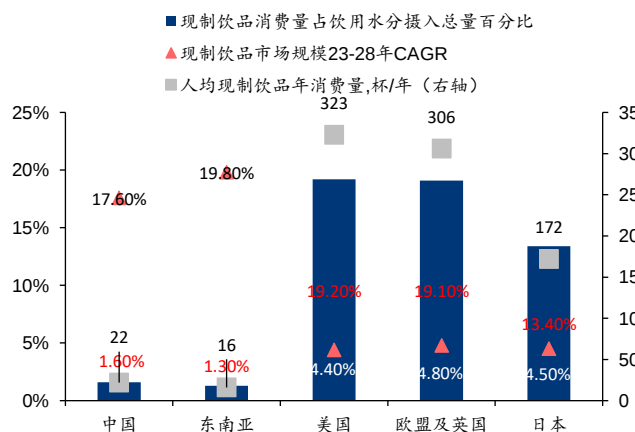


资料来源：蜜雪冰城招股书，灼识咨询，华泰研究

驱动一：全球镜鉴，我国人均杯量提升可期

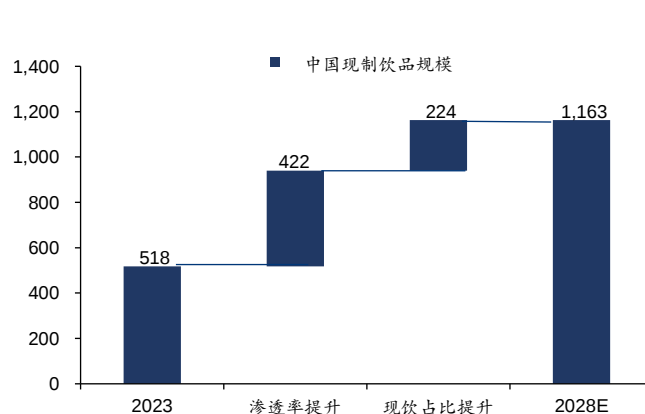
中国28年现饮规模预计将接近包装饮料，实现逾千亿规模。据灼识咨询，以终端零售预计，2023年中国现制饮品市场规模为5175亿元；至2028年，现制饮品规模将接近预包装饮品达到11634亿元，较23年提升1.2倍，24-28年CAGR为17.6%，远超预包装行业5.8%的CAGR。但如果横向对比，我国现饮消费量仍有充裕增长潜力。据灼识咨询，2023年，中国和东南亚的现制饮品消费量占饮用水分摄入总量比重均未超过2%，显著低于美国、欧盟、日本平均（17%）。人均饮用量层面，2023年中国/东南亚地区每年人均现饮饮用量分别为22/16杯，较美国、欧盟、日本等发达市场均值（267杯/年）仍有11/16倍提升空间。

图表68：2023年现制饮品消费量占饮用水分摄入总量百分比



资料来源：蜜雪冰城招股书，灼识咨询，华泰研究

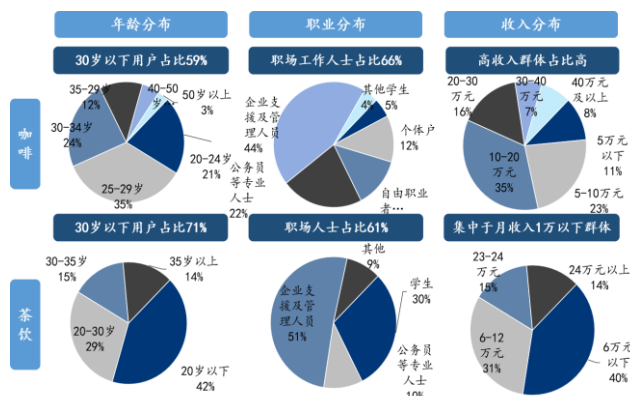
图表69：中国现制饮品的规模增量（十亿元）



资料来源：蜜雪冰城招股书，灼识咨询，华泰研究

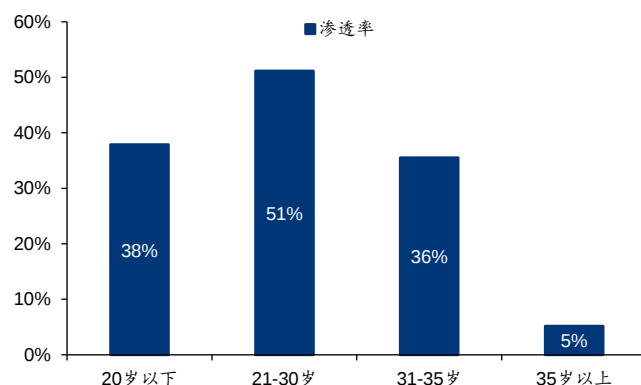
现制茶饮：“快乐小甜水”属性较强，目标受众相对年轻，我们认为未来年轻消费者渗透率仍有望提升。据益普索 22 年调查，茶饮 30 岁以下用户占比为 71%，学生占比 30%，消费群体较咖啡更加年轻（对应占比 59%/5%）。此外，20 岁以下/21-30 岁两大年龄层茶饮渗透率最高，分别达 38%/51%，若中期展望 20 岁以下群体渗透率比肩 21-30 岁消费者，茶饮消费人数仍有望实现 15% 的增长。据 CIC，23 年中国现制茶饮消费人数为 3.2 亿，预计 28 年将达到 4.83 亿/对应 CAGR 为 8.6%；渗透率有望从 23 年的 22.7% 提升至 28 年的 34.4%；人均饮用杯量有望从 23 年的 11 杯提升至 28 年的 26 杯，24-28E 年 CAGR 为 18.3%；现制茶饮店客单价则伴随性价比消费趋势延续，从 23 年的 16.5 元/杯小幅下降至 15.8 元/杯。

图表 70：茶饮 vs 咖啡客群画像



资料来源：咖啡数据来自 DATA100《咖啡市场趋势洞察报告》，茶饮数据来自益普索 Ipsos 数据，华泰研究

图表 71：不同年龄层现制茶饮渗透率

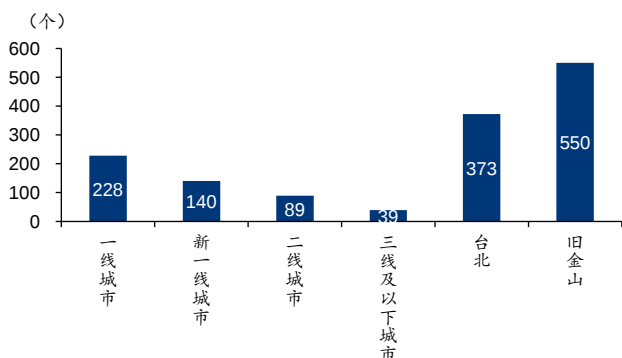


注：全国不同年龄人口结构来自国家统计局 22 年数据，22 年现饮消费总人次来自沙利文，不同年龄消费结构根据 IPSOS 调查数据推算。

资料来源：国家统计局，沙利文，益普索，华泰研究

现磨咖啡：人均饮用杯量和咖啡馆密度对比成熟市场同样具有较大差距，潜力充裕。据灼识咨询，22 年旧金山/中国台北每百万人拥有的咖啡馆数量分别是中国一线城市平均水平（中国内地最高水平）的 2.4/1.6 倍。现磨咖啡在我国起步较晚，仍处于渗透率快速提升阶段，且具备一定的成瘾性，随饮用习惯养成，年饮用杯量或将持续提升。据灼识咨询，现磨咖啡饮用者人数已经由 18 年的 0.4 亿人增至 23 年的 1.3 亿人，预计 28 年将达 2.6 亿/24-28E CAGR 达 14.2%；预计 23 年到 28 年，中国现磨咖啡消费人群渗透率将从 9.4% 增长到 18.3%，对应人均现磨咖啡年消费量有望从 6 杯提升到 13 杯，但仍然远低于美国/巴西/全球平均的 289/376/75 杯（对比国为 2022 年数据）。

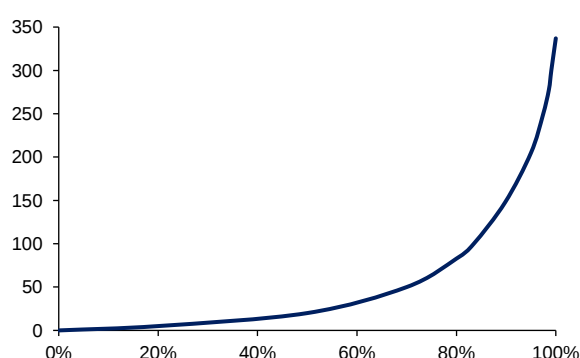
图表 72：每百万人口拥有咖啡馆数量



注：门店数量截至 2022 年 12 月

资料来源：大众点评，灼识咨询，华泰研究

图表 73：中国咖啡门店分布（按城市数量），2022.12



注：X 轴表示咖啡门店占总门店的比例，Y 轴表示城市数量

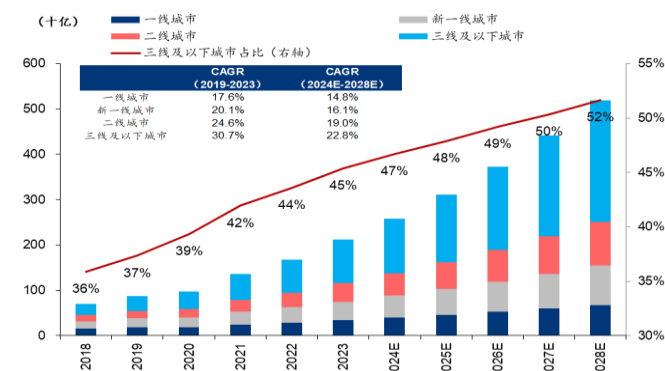
资料来源：灼识咨询，华泰研究

驱动二：区域间尚未平权，下沉仍存在增量

下沉市场供需有待填补。消费平权时代，城市间运输和信息差收敛，取材新鲜，口感丰富，单价不高等特征为现饮下沉注入了充足的潜力，而当前现制饮品店在我国三线及以下城市覆盖程度有限，需求尚未得到充分满足。据灼识咨询，23 年三线及以下城市的现制茶饮店门店密度仅为每百万人 273 家店，较一线城市的每百万人 474 家仍有 73% 提升空间。咖啡品类城市间方差则进一步拉大。23 年三线及以下城市仅有约 4 万家现磨咖啡店/占比约 33%，而前 20 大城市咖啡门店占比 22 年为 49%（灼识咨询）。

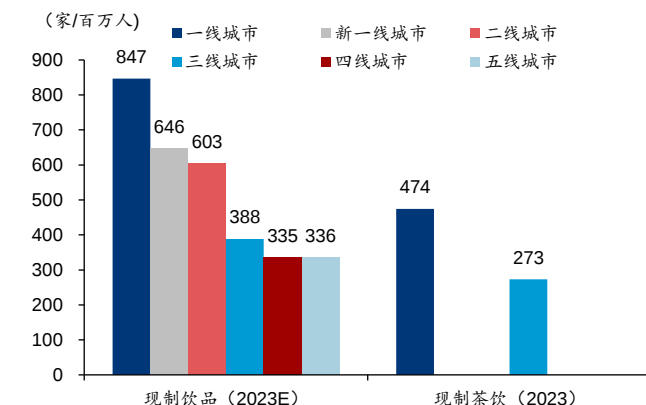
头部连锁品牌降维整合，驱动下沉市场规模跑出超额增速。头部连锁携带更优质的产品向下拓展，对存量单体夫妻老婆店/区域小型连锁形成降维打击，有望对下沉市场实现快速整合，驱动市场规模提升。据灼识咨询，以终端零售额计，三线及以下城市的现制茶饮店市场规模 23 年 960 亿，28 年有望增长至 2,682 亿人民币/24-28E CAGR 预计达 22.8%，在所有城市线级中增速最快；三线及以下城市现磨咖啡店规模 24-28E CAGR 达 24.7%，增速亦大幅领先其他等级城市。

图表74：2018-2028E 我国各线城市级城市现饮规模变化



资料来源：蜜雪冰城招股书，灼识咨询，华泰研究

图表75：不同等级城市茶饮门店密度对比



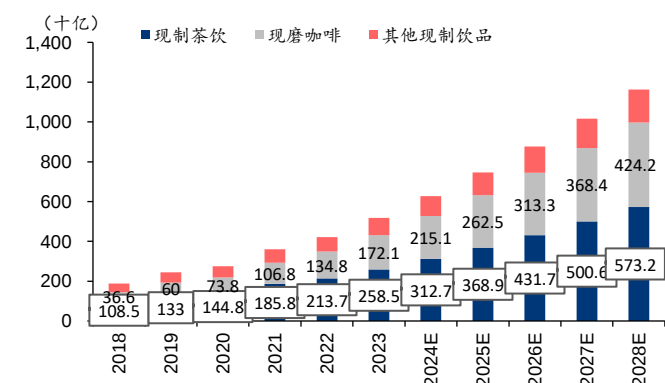
注：现制茶饮三线城市柱子代表三线及以下城市

资料来源：蜜雪冰城招股书，灼识咨询，华泰研究

驱动三：茶咖跨界融合，共同做大现饮蛋糕

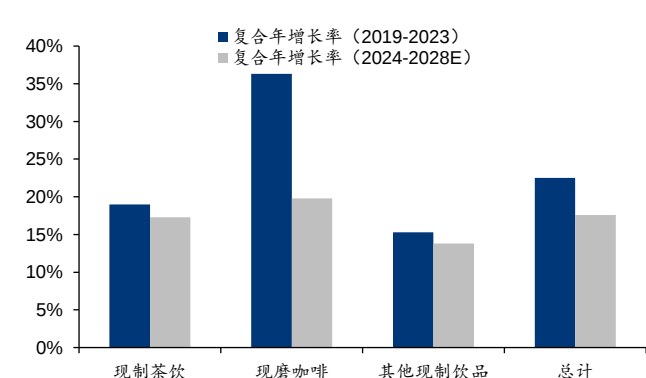
23 年现制茶饮(现制茶饮店)/现磨咖啡(现磨咖啡店)/其他现制饮品市场规模为 2585(2115)/1721 (1515 亿)/869 亿，占比分别为 50/33/17%（灼识咨询）。仍处于黄金发展期的现磨咖啡 2028 年规模有望达 4242 亿，占比较 23 年提升 3.2pct 至 36.5%。市场认知度提升、消费群体扩大、消费场景扩充和较高的成瘾性赋予现磨咖啡赛道较高的禀赋，吸引茶饮品牌跨界。

图表76：2018-2028E 我国各类现制饮品产品规模变化



资料来源：蜜雪冰城招股书，灼识咨询，华泰研究

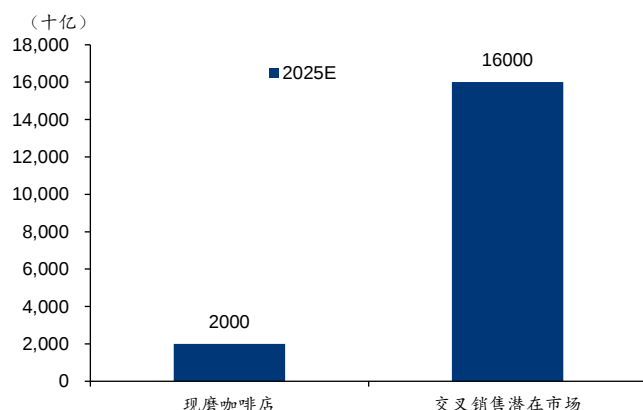
图表77：2018-2028E 我国各类现制饮品产品规模增速



资料来源：蜜雪冰城招股书，灼识咨询，华泰研究

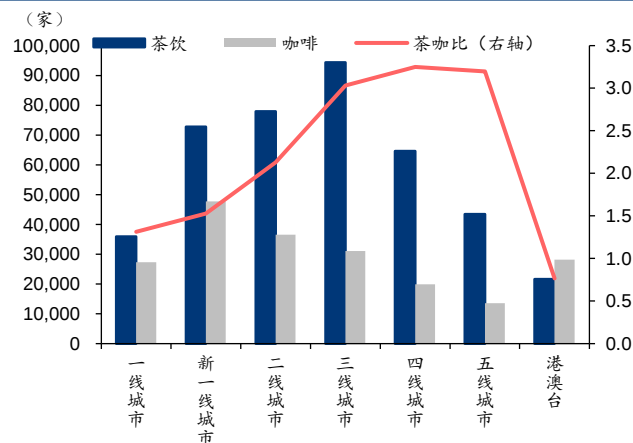
茶饮品牌横向布局咖啡业务谋求边际增量，通常通过以下 2 个策略：1) 咖啡产品补足产品矩阵和销售时段，增厚店效；2) 创立咖啡品牌打造第二成长曲线。从店效来看，咖啡品类则更为“慢热”，成瘾性作用加持下，需求粘性和稳定性更强。盈利能力来看，咖啡产品原材料更简单，SKU 更精简，具有更高的毛利率和更低的人工成本费用率，门店经营利润率或高于茶饮。当前头部茶饮品牌进军咖啡行业，往往通过强化产品交叉销售协同、差异化区域扩张、平价定价与 TOP2 品牌（瑞幸、星巴克）形成错位竞争。我们认为两大品类互相交融渗透，利于消费人群和场景拓宽、品牌用户生命周期延长，是美美与共的双赢举措。

图表78：通过交叉销售现磨咖啡市场规模可扩容 8 倍



资料来源：灼识咨询《2022 中国咖啡行业白皮书》，华泰研究

图表79：茶饮 vs 咖啡门店数分布比例



注：数据截至 2024.12.15

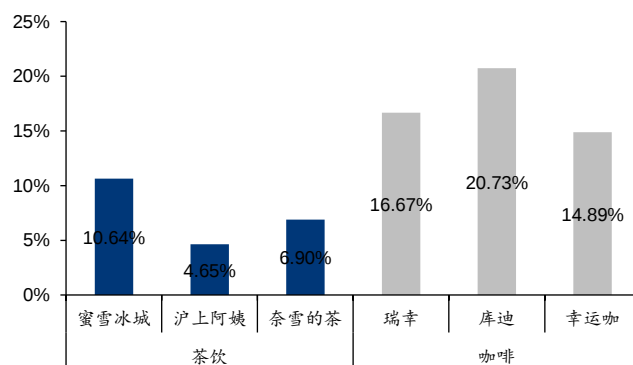
资料来源：窄门餐眼，华泰研究

图表80：茶饮企业创立咖啡副品牌

品牌名称	“副牌”的品牌名称	具体动向
茶百道	咖灰	12月，茶百道的首家咖啡店“喜灰”正在成都做试营业的准备，产品包含咖饮、烘焙等。该品牌目前处于测试阶段。
喜茶	喜鹊咖	11月，喜鹊咖在深圳开业，定位中式原味茶咖。
沪上阿姨	沪咖鲜果咖啡	4月，沪咖鲜果咖啡在上海、成都等6个城市开业，主打“鲜果+咖啡”。

资料来源：咖啡数据来自 DATA100《咖啡市场趋势洞察报告》，茶饮数据来自益普索 Ipsos 数据，华泰研究

图表81：头部茶饮/咖啡品牌跨界产品占比（2025.2）

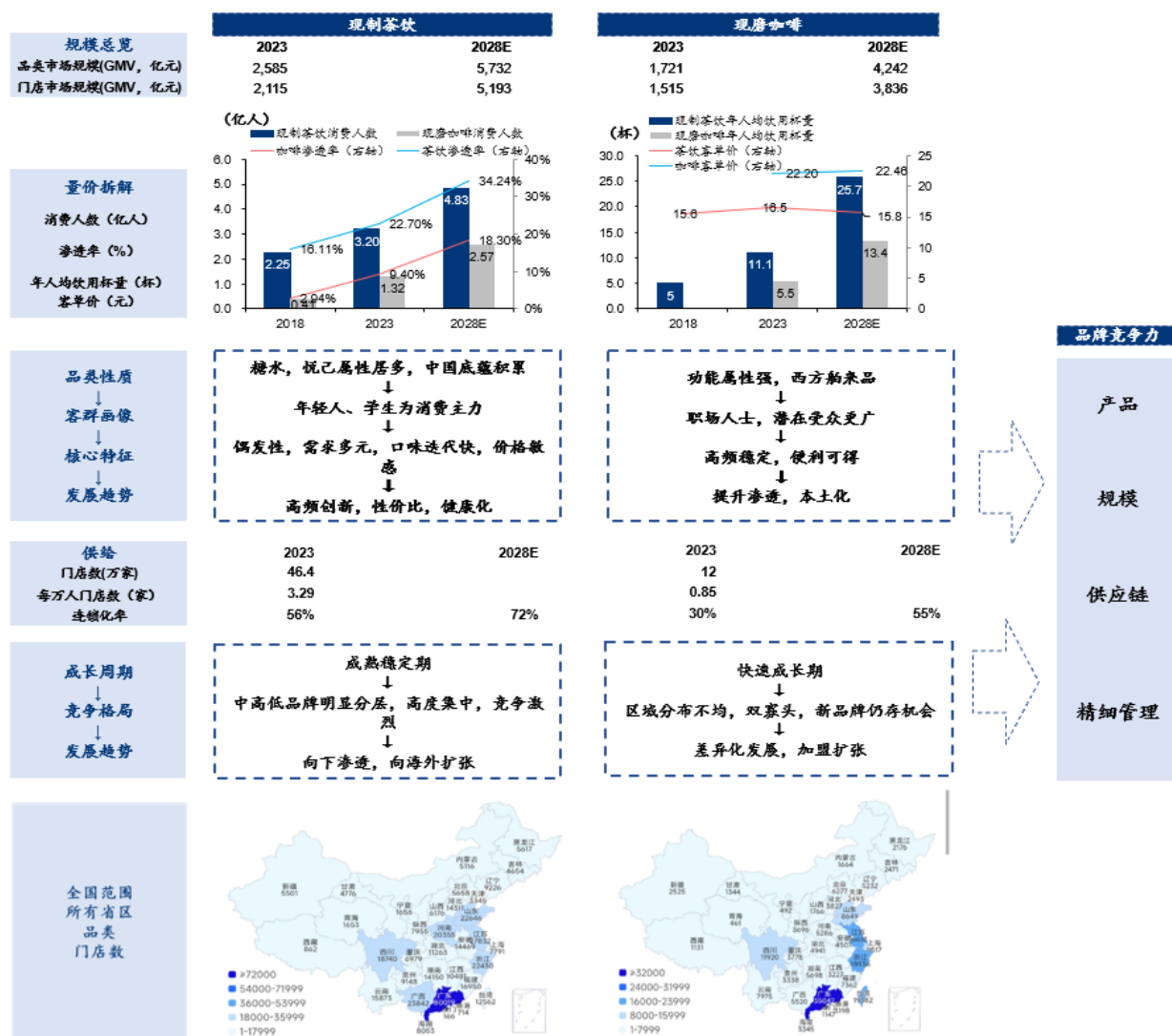


资料来源：各品牌点单小程序，华泰研究

格局有改善：现饮平价化——供给的均值回归

2023 年我国现制饮品门店数达 66 万家（灼识咨询），现制茶饮和现磨咖啡作为两大主流品类，虽业态模式有所共通，但我们认为两者底层逻辑不同，相应呈现出不同的周期发展趋势和竞争格局。据窄门餐眼（2025.03.15），24 年茶饮品类门店数 42.1 万家/同比-6.6%，咖啡品类门店数 21.5 万家/同比+6.7%（与灼识咨询并非同一口径）。

图表82：我国现制茶饮/咖啡行业关键要素拆解



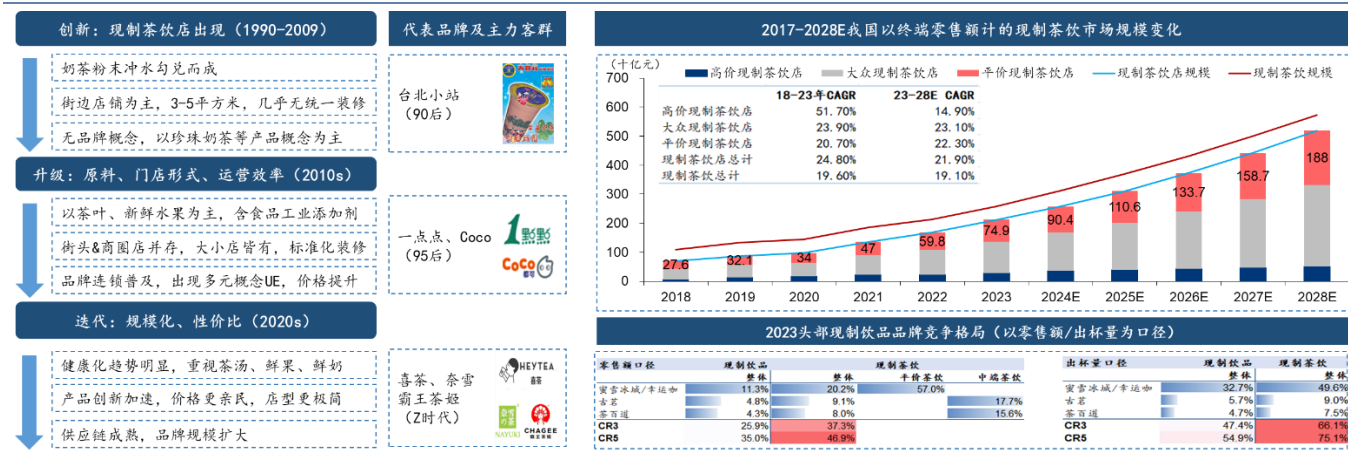
资料来源：灼识咨询，蜜雪冰城招股说明书，窄门餐眼，华泰研究

茶饮：整合分化，平价市场生态位最优

以“卷”为标签的新兴赛道，2024-2025 年为脉冲式增长后的调整期。作为诞生年限不长、高迭代属性的新兴消费赛道，我们认为当下现制茶饮行业正经历从跑马圈地向结构性调整的关键转折。回溯其发展脉络，该行业自 1990 年代以粉末冲泡奶茶形态从港台传入内地后，历经三大阶段完成品类跃迁：早期（2010 年前）通过 COCO、一点点等品牌实现奶茶品类的大众化渗透，中期（2011-2018 年）在喜茶、奈雪等带领下以“鲜果茶”重构产品价值后突破 30 元价格带并进驻核心商圈，后期（2019-2023 年）则在资本助推下开启“万店竞赛”，推动连锁门店数从 2020 年的 13.6 万家至 2023 年 8 月的 28.4 万家（CCFA 数据）。

2020 年代脉冲式增长后的供求失衡（18-23 年现制茶饮消费人数增长 42.3% vs 20-23 年门店数增长 109%，CCFA 数据）导致行业陷入“创新内卷-价格竞争-盈利恶化”的负向循环。但我们认为新兴行业成长阶段的阵痛在所难免，历经 2024 年洗牌出清之后（近一年-2.97 万家，窄门 2025/03/15 数据），当前行业已呈现两大结构性改善信号：1）市场集中度提升（25 年现制茶饮品牌门店数 CR3/CR5 分别 14.0/17.4%，较 24 年初+2.2/1.9pct，窄门 2025/03/15 数据）；2）现制茶饮饮用习惯有所养成（据欧睿，24 年中国现制茶饮占中国饮料市场规模 20%/yoy+2pct），头部品牌单店经营指标企稳优化。因此，我们认为 2025 年茶饮行业竞争格局有望逐步稳定，迈入以运营效率与差异化创新驱动的高质量发展阶段。

图表83：中国现制茶饮发展历程、市场规模及竞争格局



资料来源：蜜雪冰城招股书，古茗招股书，灼识咨询，华泰研究

分价格带，我们为什么更加看好平价赛道的潜能？

据灼识咨询，23年高价（20元以上）、中价（10-20元）、平价（10元以下）三个档次茶饮店市场规模为280/1086/749亿，占比分别为13/51/35%，预计到2028年该比例将转变为10/54/36%，较23年分别-4/+3/+1pct；平价增速较高，23-28年CAGR达22.3%。

1) 质价比消费为大势所趋。据艾瑞咨询《2023中国消费者洞察白皮书》，超过92%的消费者表示将更精细规划自己消费。当下居民消费决策更加理性，去品牌溢价、回归产品质量本身的消费观念正逐步重塑消费行为。

2) 平价茶饮对RTD的升级替代逻辑最为通畅。现饮取材新鲜，口感丰富，选择多元，平价现饮（蜜雪冰城鲜柠檬水4元/500ml）价格带与瓶装饮品（三得利沁柠水4元/500ml）价格带重合较多，是为较好的升级替代之选。

3) 平价茶饮定价与下沉市场消费力天然适配，享受较高的接受度。低线城市和乡镇为我国茶饮后续进一步发展的主要聚焦地，存在尚未发掘的增量需求。而下沉市场人均消费能力更弱，价格敏感性消费者居多，平价茶饮价格带不超过10元，更加匹配当地消费能力。

4) 中高价格带存在融合趋势，平价段因获利门槛较高反而独善其身。商业模式而言，我们认为现制茶饮店更接近餐厅而非饮料零售店铺，具备较重的休闲和可选属性，进入门槛不高但可供选择的细分赛道丰富，需要在口味/场景/包装等维度持续创新以迎合市场潮流变化，这一特性在中价品类表现最为突出，相应竞争也最为激烈。同时，伴随24年价格竞争加剧，高价品牌下调定价以获取客流，中高端渐有融合混战趋势；而平价市场想实现盈利需要足够的规模化，隐形门槛较高，鲜有品牌入局。

5) 回归简单类工业化标品，龙头更易强者恒强。一方面，平价饮品相对偏基础款，原材料大众化，标准化程度较高，更易实现规模工业化生产。另一方面，平价品牌往往盘踞下沉市场、以小店加盟模式为主，这类模型穿透力更强，叠加下沉市场连锁品牌本就不多，更有望先行抢占核心点位，实现更高的品牌份额和集中度，孵化区域乃至全国寡头。据灼识咨询，平价现制茶饮店的连锁化率预计将由23年的43%增加至28年的61%/提升18pct。据窄门餐眼，截至2025.4现制茶饮门店数量排名前五的品牌中，三线及以下城市CR3为13.9%（门店数口径），略低于整体CR3，但TOP1优势突出

图表84：茶饮品牌市占率，分城市等级

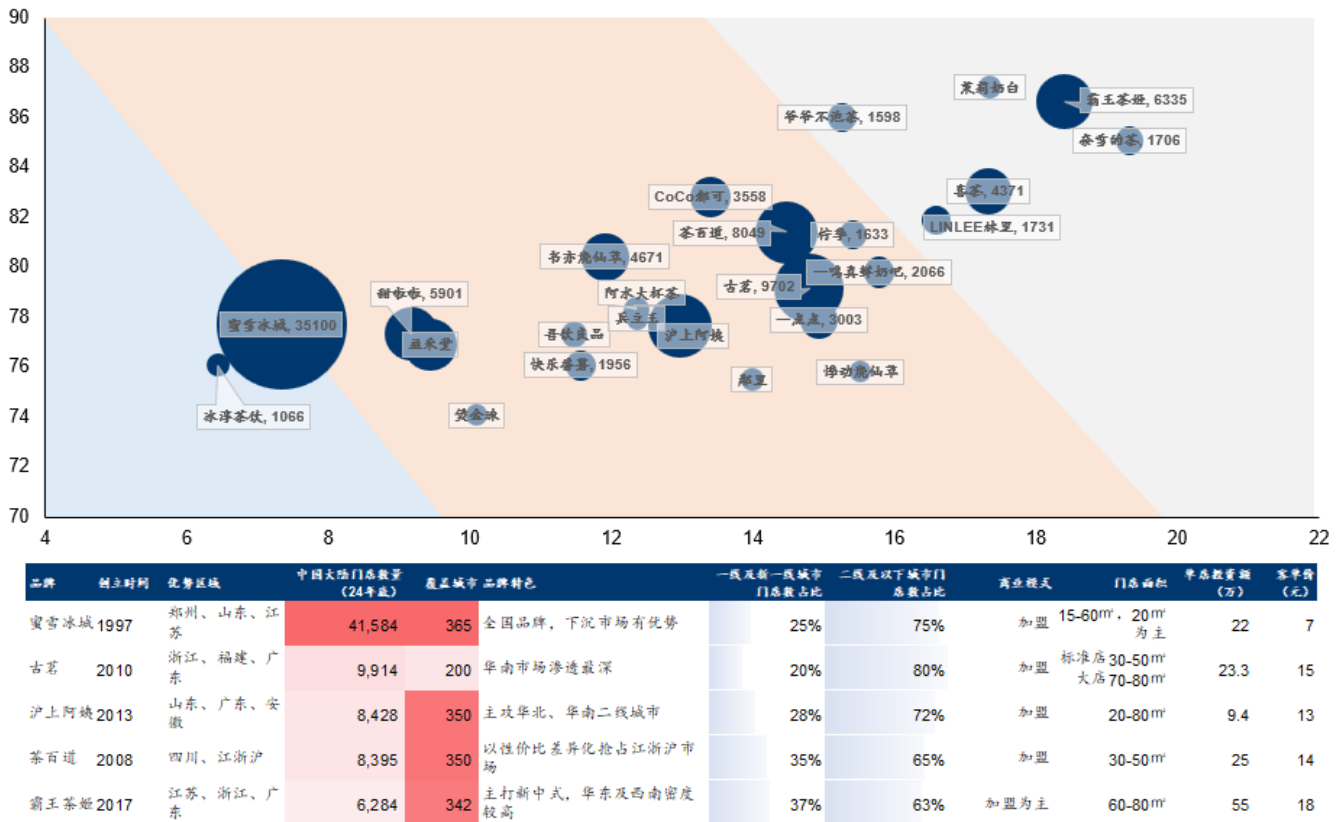
现制茶饮市占率（门店数市占率）				
	整体	一线&新一线	二线	三线及以下
蜜雪冰城	9.4%	8.9%	9.5%	9.6%
古茗	2.4%	1.8%	3.6%	2.2%
沪上阿姨	2.2%	2.4%	2.4%	2.0%
茶百道	1.9%	2.6%	2.0%	1.5%
霸王茶姬	1.6%	2.3%	1.9%	1.2%
CR3	14.0%	13.8%	15.5%	13.9%
CR5	17.4%	17.9%	19.4%	16.5%

注：数据截至 2025.4.14。古茗因极海门店数量缺失暂取 24 年底门店数量。

资料来源：极海品牌监测，窄门餐眼，华泰研究

展望趋势：虽然不同品牌在调性定位、主打单品等方面有所差异，但由于行业门槛较低、产品和价格区分度相对不高，伴随不同品牌放宽加盟门槛，区域间互相渗透，我们预计市场竞争加剧的情况仍会有所反复。立足长期，我们认为以下几类龙头品牌更具备穿越周期的可能：1) **将供应链效率货币化的超大型平价连锁龙头：**能通过全产业链垂直整合的方式实现成本重构，在鲜少品牌愿意踏足的赛道里实现规模化盈利；2) **形成在地化心智占位的区域龙头：**能深度绑定区域资源，先行在消费者心中完成品牌价值建设，进行纵深加密发展；3) **拥有引领现象级市场风向研发能力的细分品类龙头：**能通过口碑过硬的产品获得健康化/品质追求型/其他小众嗜好人群认可，占据部分特定人群增量的品牌，亦能通过高频复购实现可持续发展。后两者偏向差异化发展路径，可能规模化程度相对低，第一类品牌聚焦大众普惠性需求，更易实现规模化，但扩张中的精细化管理能力将影响品牌生命周期和终局。

图表85：中国现制茶饮头部品牌图谱



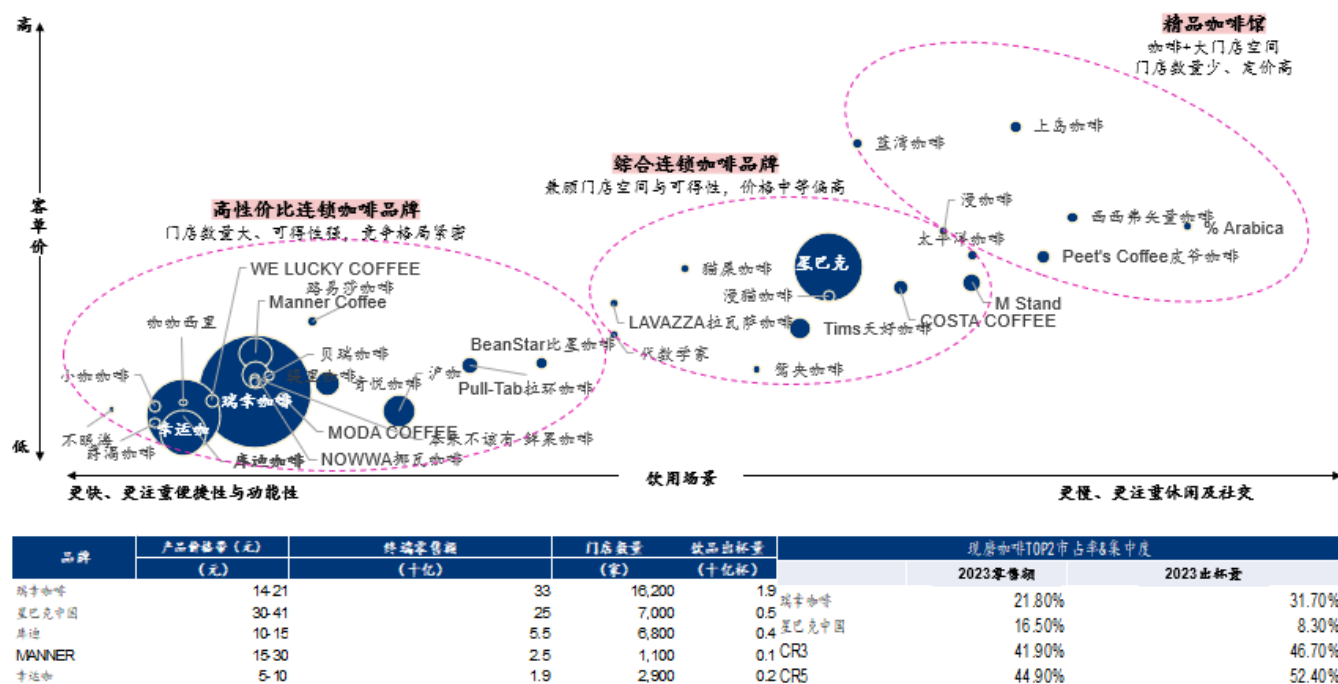
注：上方图表 Y 轴为口碑评分、X 轴为客单价，气泡大小为门店数，数据来自 2023.1 窄门餐眼。第二张表门店数量、覆盖城市来自窄门餐眼，单店 GMV 和客单价来自蜜雪冰城招股书，单店投资额来自公司官网，市占率来自蜜雪冰城招股书的灼识咨询数据

资料来源：灼识咨询，窄门餐眼，华泰研究

咖啡：走向大众，下沉有望差异化突围

“两超多强”格局稳定，瑞幸和星巴克中国双龙头差异化竞争。据灼识咨询，瑞幸/星巴克中国 2023 GMV 分别达 330/250 亿，以 GMV 计的市占率达 21.8%/16.5%，TOP3-5 品牌市场份额总和仅为 6.6%，与头部 T2 存在较大差距。瑞幸凭借大众化定价、互联网咖啡新模式以及超强的产品创新能力，开创产品本土创新路径（奶咖、茶咖、果咖），颠覆我国传统咖啡产业发展趋向。据公司公告，截至 2024 年底瑞幸国内门店数达 22,289 家，截至 2025.4.7 客单价 14.27 元。星巴克作为老牌咖啡巨头，于 1999 年入驻中国，坚持直营模式 and 场景价值，占据综合连锁咖啡门店数量第一，截至 2024 年末国内门店数达 7,685 家。

图表86：中国现制咖啡市场品牌图谱



注：气泡图统计时间截至 2025.4，X 轴表示满足的咖啡需求属性，Y 轴表示价格水平，气泡大小表示连锁门店数量规模，越大则连锁门店数量越多。下表统计时间为 2023 年，数据来源灼识咨询

资料来源：蜜雪冰城招股书，公司公告，灼识咨询，华泰研究

低线蓝海市场空间广阔，平价品牌仍有做大机会。据灼识咨询，现磨咖啡店的连锁化率预计将从 2023 年的 30% 上升至 2028 年的 55%，随新进品牌不断成熟，咖啡市场格局日趋分层，功能便捷性和社交附加值为坐标轴两端，各品牌连锁按价格已形成明显区隔。我们认为，以高性价比为特征的平价现磨咖啡（单价不高于 10 元人民币）将充分受益于低线城市现磨咖啡店市场的增长机遇。当前在下沉市场表现出色的品牌多以高性价比为特色、加盟为主导，并具有一定的互联网基因，或是背靠连锁餐饮集团，但尚未有品牌形成绝对市场份额优势。截至 2023 年底，库迪/幸运咖门店数分别为 6800/2900 家，整体 GMV 市占率达 3.6/1.3%，跻身 TOP3/TOP5；下沉市场门店数分别为 2600/1800 家，同口径市占率达 6.5%/4.5%，位列 TOP2/TOP3。我们认为，伴随下沉市场咖啡认知提升，新兴平价咖啡品牌皆有望得到快速成长，实现市场份额和品牌声量提升。

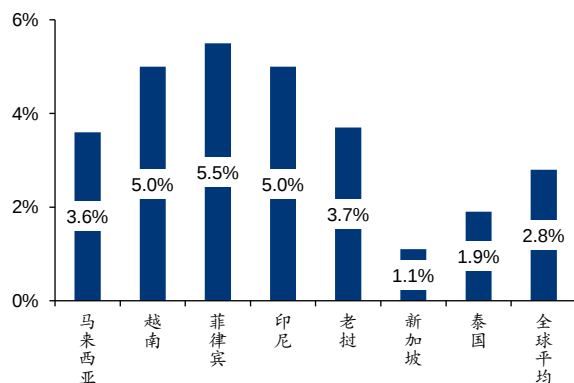
出海新大陆，东南亚市场初崛起

出海为何首选东南亚？

东南亚国家经济发展增速较快，人口结构年轻，契合现制饮品主流消费群体。根据世界银行，2023 年东盟十国 GDP 总量 3.8 万亿美元，作为经济体总量位居全球第五，2023 年 GDP 平均增速 3.7% (vs. 全球平均 2.8%)，经济发展较快。同时东南亚人口基数大，根据联合国，2023 年东盟十国人口总数为 6.85 亿，仅次于中国和印度；且东南亚年龄结构年轻化，东盟十国 15-49 岁人口占比为 52.3% (vs. 全球平均 49.9%)，现制茶饮的主要消费群体为年轻群体，东南亚在经济方面具备适宜生存的土壤。

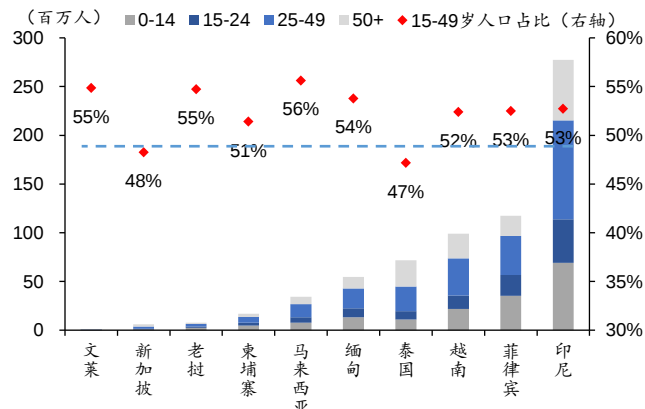
东南亚饮食习惯对现制茶饮天然有倾向性。东南亚国家地处热带，全年平均气温位于 20-30℃，当地人民几乎全年都有冷饮需求。同时东南亚地区的饮食习惯偏甜，奶茶/茶饮是符合当地人对于甜品的需求，且东南亚和中国共同拥有饮茶的文化基因，以茶叶和鲜奶为基底的茶饮更能够为当地消费者所接受。

图表87：2023 年东南亚国家 GDP 增速



资料来源：世界银行，华泰研究

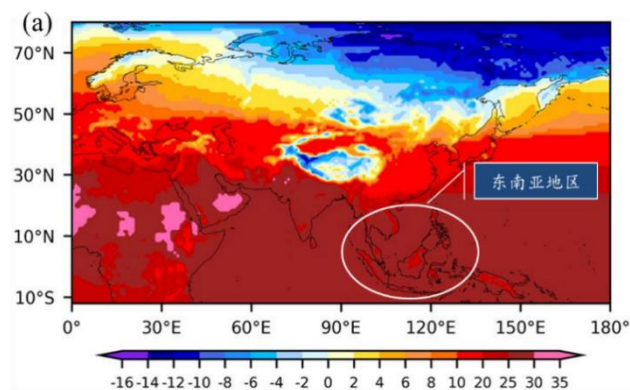
图表88：2023 年东南亚国家人口结构



资料来源：联合国，华泰研究

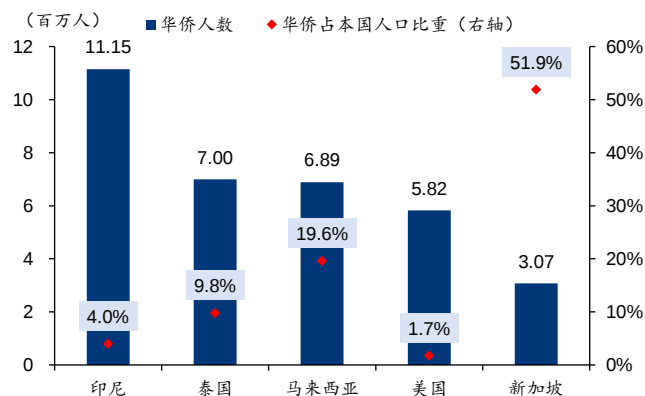
相似的“文化基因”带来共鸣。根据 Statista 数据，2023 年印尼/泰国/马来西亚的华人华侨数量分别为 1115/700/689 万人，华侨分别占本国人口的 4.0%/9.8%/19.6%，是世界上华侨人数最多的国家 top3，强大的华人基础是帮助中国新茶饮品牌前期快速落地和后期市场份额扩大的关键因素。

图表89：东南亚主要地区全年平均气温在 20-30℃



资料来源：《“一带一路”气候报告：2023》（中国气象局），华泰研究

图表90：2023 年拥有海外华侨人数最多的国家 top5



资料来源：statista，华泰研究

东南亚市场发展迅速，成长潜力较大。据灼识咨询，2023 年东南亚的现制饮品消费量在饮用水分摄入总量中的占比仅为 1.3%，显著低于其他发达国家市场 (vs. 日本 13.4%，欧盟和英国 19.1%，美国 19.2%)。随着注重性价比的消费者群体不断扩大、持续拓展的门店网络覆盖更多消费者、以及供应链基础设施逐步完善，东南亚现制饮品市场快速增长，从 2018 年的 94 亿美元快速增长至 2023 年的 201 亿美元，2019-2023 CAGR 为 16.4%。预计东南亚人均现制饮品年消费量将从 2023 年的 16 杯增长至 2028 年的 36 杯，现制饮品市场规模预计将以 19.8% 的 CAGR 增长至 2028 年的 495 亿美元，在全球主要市场中增速最快。



中国品牌的机遇与挑战

寻求市场增量，现制茶饮品牌出海东南亚。随着国内现制茶饮品类商业模式成熟，众多品牌选择东南亚市场作为增长第二曲线。向前追溯，作为珍珠奶茶发源地的台式奶茶品牌于2000年后开始全球化征程，同样对口味和文化相似的东南亚市场进行了布局。2007年，KOI和贡茶相继进入新加坡市场，2011年日出茶太（Chatime）全面进军东南亚市场，在新加坡、印尼、菲律宾开店多家。2018年以来，蜜雪冰城、喜茶、奈雪的茶、霸王茶姬等新式现制茶饮品牌出海东南亚。基于品牌定位和竞争策略，2018年喜茶和奈雪将海外首店放在新加坡，同年蜜雪冰城首店在越南河内开业，2019年霸王茶姬在品牌创立2年后就同时开拓了马来西亚、新加坡和泰国市场，定位平价的甜拉拉则于2023年进入印尼市场。

图表91：中国台湾和大陆茶饮品牌出海东南亚历程

	2007年以前 本土市场自由发展				2007-2018年 台湾茶饮品牌出海东南亚													2018年以来 大陆茶饮新势力出海东南亚									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025					
KOI				新加坡							印尼 柬埔寨																
贡茶				新加坡 马来西亚																							
快乐 柠檬							菲律宾									印尼 越南											
日出 茶太							新加坡 印尼 菲律宾	泰国		柬埔寨																	
蜜雪 冰城															越南		印尼 柬埔寨	泰国 新加坡 马来西亚	老挝 菲律宾								
霸王 茶姬																泰国 新加坡 马来西亚					新加坡 (改直营模式)						
奈雪 的茶															新加坡					泰国							
喜茶															新加坡					马来西亚							
茶百道																						泰国					
书亦烧仙草																				泰国 越南 马来西亚							
甜拉拉																					印尼 菲律宾						

注：淡蓝色为代表性中国台湾茶饮出海品牌；深蓝色为代表性大陆茶饮出海品牌

资料来源：品牌方舟 BrandArk，谷歌，《Bubble tea in SEA》（Momentum works），华泰研究

出海竞争策略差异化，不同品牌各有千秋。国内现制茶饮品牌基于自身优势特点，选择了不同的产品、品牌、营销和商业模式；在定价和品牌宣传维度则进行了一定的本土化改造。

图表92：大陆新茶饮品牌出海东南亚竞争策略对比

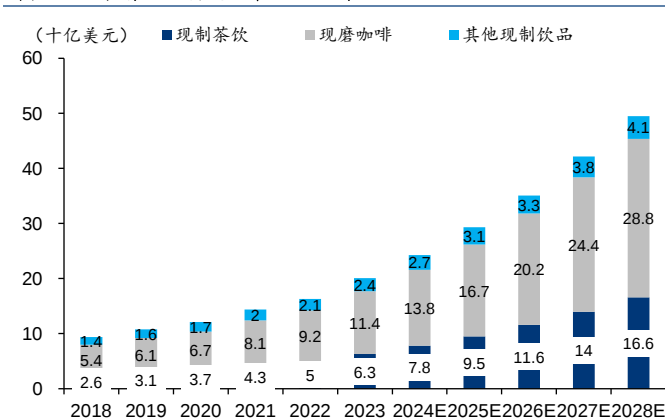
大陆茶饮品牌	产品	品牌定位	营销	门店扩展
蜜雪冰城 	风味调整 提高甜度推出更为本地人接受的产品，如新加坡的草莓甘露、越南的覆盆子奶盖等	低端 定价比中国略高 冰鲜柠檬水 中国：4元 印尼：4.6元 越南：6元 新加坡：13.4元	雪王IP+形象本土化调整，实现品牌引流	加盟模式
霸王茶姬 	强调茶基底 专注原叶茶，重点推广伯牙绝弦等基本款产品	定位中低端，定价比中国略高 伯牙绝弦中杯 中国：16元 马来西亚：18元 泰国：19元	国风+本土潮流	加盟模式
奈雪的茶 	地域特色逻辑 茶饮、烘焙和零售三大板块，注重烘焙产品的地域特色	高端 定价是国内2倍 霸气芝士草莓中杯 中国：21元 新加坡：43元	暂无本土化营销	直营模式
喜茶 	水果+创新逻辑 高品质鲜果茶，以当地网红元素创新性推新	高端 定价是国内1.7倍 多肉葡萄冻标准杯 中国：18元 新加坡：31元	城市特色	合伙人模式（23年3月开始）

资料来源：iBrandi 品创，华泰研究

东南亚现制饮品市场高度分散，头部品牌尚有整合空间。据灼识咨询，2023 年东南亚现制茶饮店市场连锁化率约 25%，显著低于中国市场的 56%。蜜雪冰城在东南亚市场有超 4000 家门店，以截至 2023 末的门店数及饮品出杯量计，蜜雪冰城是东南亚地区最大的现制茶饮品牌，门店数和出杯量分别是东南亚第二大品牌的 3.3/3.1 倍。

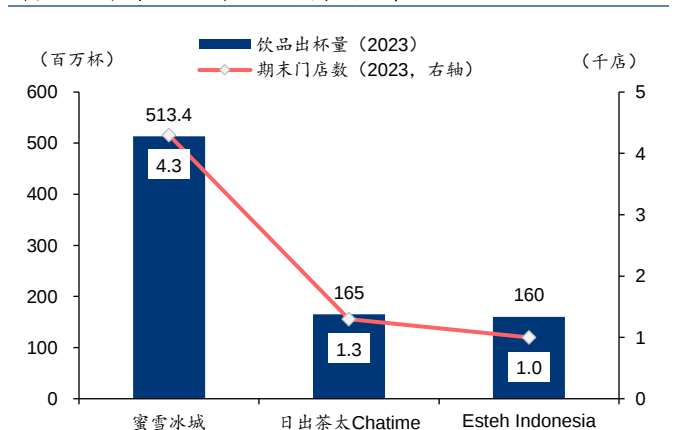
整体竞争格局呈纺锤型，中端饮品竞争最为激烈。1) 从价格带分布看，高端品牌（奈雪的茶、喜茶、Signature KOI 等）侧重新加坡等发达国家，选址通常在高端商场；中端品牌（霸王茶姬、幸福堂、老虎堂、Serenitea 等）数目众多，不同品牌选择差异化定位，市场竞争格局分散，暂无绝对龙头出现；平价品牌（蜜雪冰城、Coco、tealive 等）通过供应链和原材料成本管理，确保价格优势，通常开设在学校、车站等人流量大的地区，但有向上竞争的趋势；2) 从品牌所属区域看，东南亚新茶饮市场主要包括三类，分别是传统的中国台湾奶茶（如日出茶太、贡茶、KOI），2018 年后登陆的大陆现制茶饮势力（如蜜雪冰城、霸王茶姬、喜茶、茶百道、甜啦啦、Momoyo 等），东南亚本地奶茶品牌（如 Tealive、Esteh Indonesia、Haus、LiHo）。

图表93：东南亚现制饮品市场规模情况



资料来源：蜜雪冰城招股书，灼识咨询，华泰研究

图表94：东南亚地区前三大现制茶饮品牌



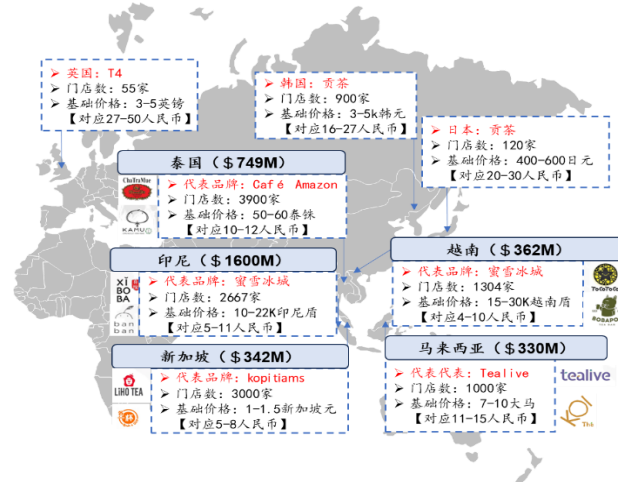
资料来源：蜜雪冰城招股书，灼识咨询，华泰研究

图表95：东南亚现制饮品市场竞争格局



资料来源：《Bubble tea in SEA》（Momentum works），华泰研究

图表96：东南亚现制饮品 2021 年市场规模及代表性品牌



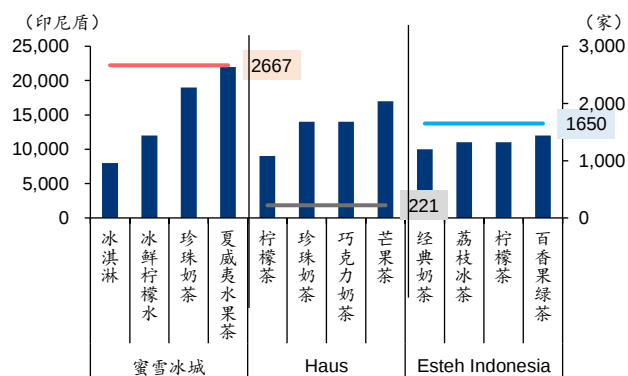
注：括号内数据为当地 2021 年现制饮品市场规模，蜜雪门店统计截至 9M24 资料来源：《Bubble tea in SEA》（Momentum works），statista，公司公告，华泰研究

出海并非一帆风顺，面临水土不服和“内外夹击”多重调整。虽然海外市场需求侧方兴未艾，但本就分散的本地供给格局，跑步进场的中国品牌，叠加多元的地域习俗信仰，一度加剧了市场竞争，龙头一时面临难以突围的挑战：

蜜雪在印尼面临当地竞对在产品性价比、口味本土化和加盟门槛等维度的冲击。就印尼市场而言，1) 定价层面，本土 Esteh 品牌主打产品（经典奶茶和冰茶中杯）定价在 8000-9000 印尼盾（折合人民币 4-4.5 元），Haus 热销产品（珍珠奶茶和巧克力奶茶中杯）定价在 7 元人民币，而蜜雪冰城珍珠奶茶在印尼定价约 9.5 元人民币，并不具备明显的价格优势；2) 拓店方面，Esteh 加盟费总计约 2.6 亿印尼盾（折合人民币 13 万元），相较于蜜雪 10 亿印尼盾（折合人民币 50 万元）的加盟费，对预算不高的加盟商而言更具吸引力。就马来西亚而言，3) 本土品牌 Tealive 脱胎于中国台湾奶茶品牌“日出茶太（Chitime）”，具备较强的产品研发和创新能力，通过把传统奶茶和当地喜好融合赢得本地消费者的好评。据公司官网，截至 25 年初，Tealive 已开设了超 800 家门店，预计将于 2025 年上市（华尔街日报），或进一步提升在马来西亚市场的影响力。

本土平价品牌模仿蜜雪冰城品牌定位、相继出海，短期存在阶段扰动，长期考验品牌运营效率、供应链等持续适配能力。得益于东南亚日益成熟的加盟运作体系和光辉海外等出海服务企业的崛起，本土茶饮品牌出海呈现“头部领跑、腰部模仿”的格局。以 Moyoyo 为例，其 2023 年首站落子印尼后快速复制国内加盟模式，截至 2024 年 10 月当地门店突破 600 家，并同步渗透菲律宾、马来西亚等市场；甜啦啦则采取稳扎稳打策略，印尼首年拓店近 60 家，计划 2025 年达 150 家门店。此外，Aicha、Wedrink、冰雪时光、冰醇茶饮等也在境外试图复刻“雪王路径”。但我们认为，新兴市场的渠道红利能支撑部分品牌短期扩张，当东南亚茶饮赛道完成从“铺点位”到“拼效率”的竞争阶段切换，缺乏供应链支撑、本地化和精细运营能力欠佳的品牌终或将被动出清。

图表97：蜜雪定价在印尼平价品牌中偏高，品牌力驱动门店迅速扩张



注：奶茶/冰茶均选取中杯容量对应价格；折线表示奶茶品牌在印尼门店数
 资料来源：EqualOcean，亿邦动力，华泰研究

图表98：东南亚类似定位品牌



资料来源：CBNdata，华泰研究

我们认为竞争的加剧是行业走向成熟的必由之路，相比于传统的中国台湾和本土品牌，我国头部茶饮品牌脱颖于中国大陆激烈竞争，在海外从长期维度上看依然有足够的能力在产品推新、供应链、管理效率上实现降维打击：1) 产品上新迅速，东南亚本土茶饮品牌菜单固化，而中国茶饮品牌注重迭代，进入海外依旧保持较高的上新频率，对消费群体更具吸引力；2) 中国茶饮品牌在供应链和中后平台上多用数字化技术来节省成本。实现从数据收集、生产、库存、销售数据全过程进行的信息化处理，相比于东南亚比较落后的数字化运营环境，能够实现降本增效。3) 供应链层面也具备一定地缘优势。中国茶饮品牌出海通常将国内生产基地置于我国南方，相比我国幅员辽阔的地域版图，至东南亚的运输距离和成本并非出海堵点，叠加后续供应链系统和本土化管理进一步完善，“中国效率”在海外依然大有可为。

未来看点#α：从国民饮品到全球生态

境内门店超4万家后还有自我突破的空间吗？

蜜雪集团 2019 年以来规模起势，截至 2024 年末，中国内地门店超 4.1 万家。蜜雪冰城于 2007 年开放品牌加盟业务，当年加盟店共 26 家，2012 年公司开启供应链建设，确立开店目标 2014 年门店总数突破 1000 家。2016 年至今，蜜雪冰城受益规模增长飞轮，门店总数快速增长，2018/2019/2020/2021 年蜜雪冰城门店数量分别突破 5000/7000/10000/20000 家。据公司招股书，截至 2024 年末，公司境内外门店总数约 4.65 万家；截至 9M24 境内蜜雪冰城品牌门店总数约 3.7 万家。

图表99：蜜雪冰城（公司）境内开店数量及关键事件梳理



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，公司官网，《蜜雪冰城创业日记》（张红甫），公司公告，华泰研究

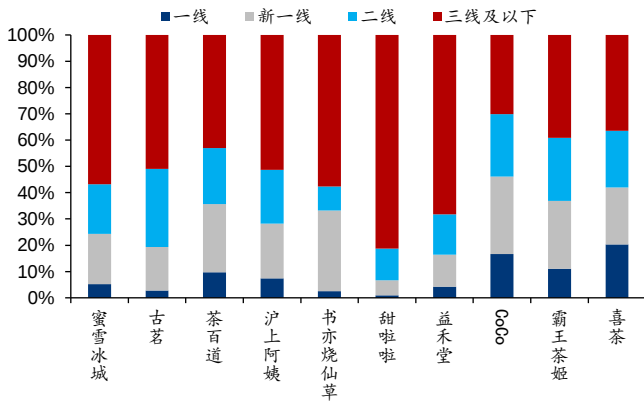
门店规模遥遥领先，斩获 82.4% 省级行政区划门店规模第一（截至 2025.4，窄门餐眼），覆盖范围广泛。据公司招股说明书，9M24 公司门店网络目前已覆盖 31 个省级行政区，约 300 个地级市（覆盖率 90.1%）、1700 个县级区划（覆盖率 59.8%）和 4900 个乡镇（覆盖率约 16.3%）。

方向一：下沉市场覆盖率尚不充分，看点不止于县城和乡镇

截至 9M24，公司县级和乡镇覆盖率仅为 59.8% 和 16.3%（公司港股招股说明书），仍存在广阔的空白市场。横向对比竞争对手，截至 2023 年末，古茗有 3,448 家门店位于乡镇，占比达 38.3%；蜜雪冰城乡镇门店占比相对较低（16.3%，截至 9M24），相比较深耕华东及华南区域的古茗，蜜雪冰城全国化发展，未来仍有进一步向下深耕的空间。公司品牌定位、门店模型天然与下沉市场匹配。后续随供应链基础设施进一步完善，加盟商进一步属地化，县城及乡镇市场门店密度快速提升可期。

此外，从结构上看，蜜雪各线城市分布相对均衡，据各公司公告，截至 2024 年末，二线及以下城市门店占品牌门店数比例为 74.7%，与古茗（80%）相比并不算饱和。普通地级市学生群体基数大，居民生活压力小，相比小镇青年更具消费能力，“下午茶”等成本不高的改善新潮型消费需求或更具提升机会。因此，我们认为在普通地级市以及高线城市边缘地区，公司门店规模亦存在一定加密空间。

图表100：门店结构，头部品牌不同等级城市占比



注：数据截至 2025 年 1 月 10 日
资料来源：窄门餐眼，华泰研究

图表101：规模连锁头部品牌门店密度对比（家/每百万人）

	一线	新一线	二线	三线及以下	整体密度
蜜雪冰城	20.94	34.03	27.66	20.69	23.59
古茗	3.31	8.54	12.76	5.43	6.90
茶百道	9.75	11.48	7.76	3.91	5.88
沪上阿姨	7.52	9.37	7.65	4.74	5.99
CoCo	7.52	5.90	3.92	1.23	2.66
喜茶	10.94	5.15	4.24	1.79	3.17
全家	18.57	3.71	0.44	0.00	1.65
罗森	3.99	3.54	0.78	0.34	1.05
7-ELEVEN	13.97	5.17	2.00	0.22	1.97

注：数据截至 2025 年 1 月 10 日
资料来源：窄门餐眼，华泰研究

下沉市场单店经营利润率更高，加盟商吸引力或进一步提升。由于公司本身定位平价，消费频次与人均 GDP 相关度较低，因此我们预计不同等级城市间店均 GMV 差距较小，下沉市场人工和租金成本天然更低，有望享受更高的门店利润率，相应对加盟商更具吸引力，有望持续支持国内继续扩张。据我们测算，蜜雪冰城 3/4/5 线城市 OPM 为 23/24/27%，较一线城市的 17%更优。

图表102：性价比+下沉品牌模型对比（县级市场）

	蜜雪冰城 (一线城市门店)	蜜雪冰城 (新一线城市门店)	蜜雪冰城 (二线城市门店)	蜜雪冰城 (三线城市门店)	蜜雪冰城 (四线城市门店)	蜜雪冰城 (五线城市门店)	蜜雪冰城 (县级门店)	古茗 (县级门店)	杨国福 (县级门店)	绝味食品 (三线及以下门店)
营收端										
平均营业额	2,060,000	1,530,000	1,570,000	1,450,000	1,400,000	1,440,000	1,054,469	2,000,000	518,400	600,000
日均营业额	5,722	4,250	4,361	4,028	3,889	4,000	2,929	5,556	1,440	1,667
-客流量	864	642	659	608	587	604	442	448	120	56
-客单价	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	12.4	12	30
成本端										
原材料成本	2,575	1,913	1,963	1,813	1,750	1,800	1,611	2,778	504	917
毛利率	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	50%	65%	45%
房租	833	433	433	333	267	233	83	167	133	90
%	14.6%	10.2%	9.9%	8.3%	6.9%	5.8%	2.8%	3.0%	9.3%	5.4%
人工	733	533	533	467	467	400	67	400	200	167
%	12.8%	12.5%	12.2%	11.6%	12.0%	10.0%	2.3%	7.2%	13.9%	10.0%
水电	206	153	157	145	140	144	88	167	43	33
%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%	2.0%
外卖佣金及杂费	240	179	183	169	163	168	146	222	52	60
%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	5.0%	4%	3.6%	3.6%
折旧摊销	120	120	120	120	120	120	213	417	222	111
%	2.1%	2.8%	2.8%	3.0%	3.1%	3.0%	7.3%	7.5%	4.0%	2.0%
其他费用	49	49	49	38	38	38	38	74	30	33
%	0.9%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.3%	1.3%	1.8%	2.0%
餐厅层面利润	964	870	922	942	944	1,096	683	1,331	255	256
餐厅层面利润率	16.9%	20.5%	21.1%	23.4%	24.3%	27.4%	23.3%	24.0%	17.7%	15.3%
初始投资额（万）	22	22	22	22	21	21	23	45	24	12
投资回收期（月）	10	12	11	11	9	8	12	11	31	16
门店面积（m²）	18	19	20	20	20	20	20	40	50	12
日均坪效	318	224	218	201	194	200	146	139	38	139
门店员工	1	2	3	3	3	3	3	6	2-3	2
日均人效	1,907	1,417	1,454	1,343	1,296	1,333	976	926	576	833

注：非特殊注明单位为人民币元。

资料来源：蜜雪冰城招股说明书，公司官网，《蜜雪冰城创业日记》（张红甫），公司公告，华泰研究

方向二：特殊点位（学校、景区、枢纽）仍有增量空间

特殊点位门店仍存机遇。作为深耕下沉市场的饮品龙头，其极致性价比的定价与产品属性和特殊场景消费需求存在天然适配性：学生是品牌核心高频受众之一，学校店布局水到渠成。此外，较高的出杯效率不仅能满足交通枢纽旅客的即时消费需求，公司亦具备通过"区域食材+IP 符号"打造景区限定款的能力，有望在多元化消费场景中持续提升品牌国民度，捕捉潜在受众增量。

以优质供给驱动需求转化，万店连锁龙头有望持续实现自我突破。我们采用三种测算视角，预期蜜雪冰城品牌中国内地中期门店规模达 6.9-8.0 万家，远期空间展望至 13.3 万家：

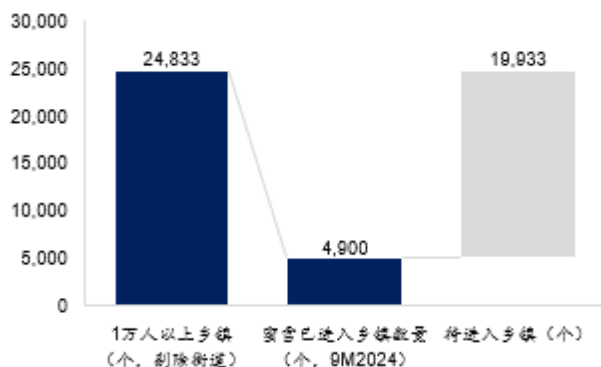
视角 1：持续渗透空白乡镇、积极把握特殊点位机遇，中期空白增量点位或接近 4 万家，门店总数有望接近 8 万家。此处采取两大方向进行增量点位门店空间测算：

1) 空白乡镇：截至 9M24，蜜雪冰城门店已覆盖 4900 个乡镇。根据第七次人口普查数据，2020 年我国 1 万人以上乡、镇（不含街道）共 24,833 个，蜜雪冰城未进入乡镇尚有 19,933 个。假设单个空白乡镇落地至少 1 家蜜雪冰城门店，预计仍有近 19,933 家开店增量空间。

2) 特殊点位：据极海品牌监测，截至 2025.4 蜜雪冰城于交通枢纽/医院周边/学校门店数量分别达 171/131/8299 家，渗透率分别达 1.7%/0.3%/1.7%。考虑产品易得、平价属性，我们于交通枢纽/医院场景分别对标肯德基/美宜佳开店渗透率（分别为 7.4%/1.0%），预期门店数量分别为 729/393 家。于学校场景，我们选取美国 2014 年星巴克在大学校园渗透率（约 6.5%）作为参考，考虑到中小学校园内部及周边商铺条件有别于大学，假设其目标渗透率为 5.5%，预期门店数量为 27,407 家。三大特殊点位合计约有 19,928 家开店增量空间。

参考极海数据监测（截至 2025.4.10），蜜雪冰城中国内地门店 39,708 家，若加上空白乡镇点位（19,933 家）和特殊点位（19,928 家），门店数量有望达 79,569 家，对应当前仍有 39,861 家潜在开店增量。

图表103：蜜雪冰城空白乡镇门店增量测算



资料来源：国家统计局，蜜雪冰城港股招股说明书，华泰研究

图表104：蜜雪冰城特殊点位门店增量测算

	交通枢纽	医疗保健	学校	合计
点位数量	9,796	38,355	498,300	
蜜雪冰城门店数	171	131	8,299	8,601
门店占比	0.4%	0.3%	20.9%	21.7%
渗透率	1.7%	0.3%	1.7%	
对标渗透率	7.4%	1.0%	5.5%	
依据	对标肯德基	对标美宜佳	对标星巴克美国大学店渗透率	
预期特殊点位门店数	729	393	27,407	28,529
开店空间	558	262	19,108	19,928

注：蜜雪冰城特殊点位门店数量截至 2024.4.10。学校、医院数量为 2023 年数据。交通枢纽涵盖机场、铁路客运站、高速服务区，其中机场数量为 2024 年底数据，火车站数量为 2022 年底数据，高速服务区为 2023 年 10 月数据。此处仅做规模预估，与实际数量或有差别。

资料来源：极海品牌监测，Bloomberg，教育部，卫健委，中国公路学会，高德地图，中国民航网，中国新闻网，华泰研究

视角 2：龙头品牌或持续受益平价现制饮品供需改善，自上而下测算中期蜜雪冰城境内门店数量或近 7 万家。考虑公司门店规模已大幅领先，在国内缺乏同业可比品牌，龙头享受规模效应继续抢占市占份额以及行业新增需求的承接转化，因此我们通过测算中期中国现饮店出杯规模和市占率来计算公司中期门店数。2028 年中国人均现制茶饮年饮用杯量有望提升至 26 杯，现制饮品店渠道售卖比例提升至 91%（灼识咨询）。假设至 28 年公司以杯量计的市占率较 23 年的 49.6%进一步提升至 54.6%，日均杯量对标星巴克全球日均杯量水平（约 710 杯/天），我们预计至 2028 年蜜雪冰城门店总数有望达 69,479 家，对应当前仍有 29,618 家潜在开店增量。

图表105：蜜雪冰城中期境内开店测算



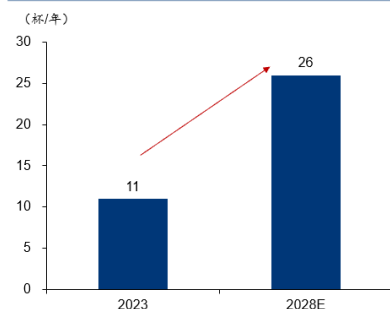
①中国人均现饮消费杯量：据灼识咨询，中国人均现制茶饮年消费杯量有望从2023年的11杯提升至2028年的26杯。

②饮品店渠道售卖比例：根据灼识咨询预测，2028E现制茶饮门店GMV占总GMV的91%。

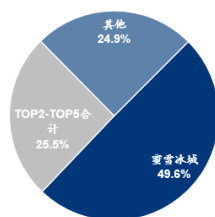
③公司出杯量口径市占率：2023为49.6%，我们预计中期有望继续提升5pct至54.6%，即至2028年每10杯现制茶饮消费中有5杯来自公司。

④单店日均出杯量：23年蜜雪冰城中国单店日均出杯能力为597杯/天/店，参考星巴克单店出杯能力710杯/天/店，假设中期达到星巴克全球出杯量水平。

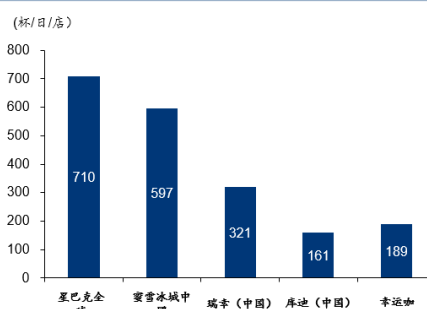
中国人均现制茶饮年消费量 (杯/年)



2023蜜雪冰城市占率(现制茶饮出杯量口径)



2023单店日均出杯量 (杯/日/店)



资料来源：灼识咨询，蜜雪冰城招股说明书，华泰研究

视角 3：不同区域人口覆盖率不一，仍存在加密空间，区域加密视角下中期展望蜜雪冰城品牌门店数达 6.9-7.1 万家。此处采取两种非互斥维度评估蜜雪冰城未来潜在加密空间：

1) 地理维度：据极海品牌监测，截至 2024.4.9，蜜雪冰城于中国内地共有 39,708 家门店，门店密度为 0.28 家/万人，处于全国各省及直辖市门店密度 52%分位数水平（国家统计局，极海数据监测），即仍有近一半省份门店密度低于全国平均水平。①对于门店密度高于全国平均水平的地区，需求端消费力或已得验证，故我们假设其加密后预期门店密度对标当前门店密度最高的标杆城市——郑州市（约 0.6 家/万人）；②对于门店密度介于 0.26-0.28 家/万人之间与③小于等于 0.25 家/万人的地区，考虑这两组地区或已有相对强势的区域品牌，因此我们相对调低目标密度假设——假设门店密度达到标杆城市的 77%和 67%，对应预期门店密度约为 0.46/0.40 家/万人，测算得中期中国内地蜜雪冰城品牌门店总数 70,947 家，对应当前仍有 31,239 家潜在开店增量。

2) 跨行业维度：考虑蜜雪冰城为极简小店模式，饮品具备平价、便捷特征，消费场景与便利店饮料存在一定相似性，因此我们对标便利店龙头品牌美宜佳进行开店空间测算。据极海品牌监测，截至 2025.4.9 美宜佳全国共有 40507 家门店，整体门店密度 0.29 家/万人，但区域间分布不均衡。蜜雪当前优势区域为华东/华中/西南/华北，我们假设蜜雪优势区域中期门店密度达到美宜佳前三优势区域门店密度平均值（0.55 家/万人），非优势区域华南/西北/东北门店密度在现有基础上增加 0.05 家/万人，预计其中期门店数量可达 68760 家，对应当前仍有 29,052 家潜在开店增量。

图表106：蜜雪冰城品牌境内开店空间（按各省及直辖市门店密度计算）

	门店密度（家/万人）	目标门店密度	预计门店数量	开店空间
宁夏	0.50	0.60	437	70
青海	0.43	0.60	356	102
陕西	0.42	0.60	2,371	718
甘肃	0.36	0.60	1,479	592
浙江	0.35	0.60	3,976	1,645
河南	0.35	0.60	5,889	2,478
安徽	0.34	0.60	3,673	1,573
天津	0.33	0.60	818	371
江苏	0.32	0.60	5,116	2,405
山西	0.31	0.60	2,080	1,001
辽宁	0.31	0.60	2,509	1,214
江西	0.30	0.60	2,709	1,347
内蒙古	0.29	0.60	1,438	740
吉林	0.29	0.60	1,403	732
河北	0.28	0.60	4,436	2,332
重庆	0.28	0.46	1,472	579
福建	0.27	0.46	1,929	803
湖北	0.27	0.46	2,693	1,130
新疆	0.27	0.46	1,198	507
山东	0.26	0.46	4,669	2,031
北京	0.26	0.46	1,008	443
西藏	0.26	0.46	168	74
黑龙江	0.25	0.40	1,225	460
海南	0.25	0.40	417	160
四川	0.25	0.40	3,347	1,291
贵州	0.24	0.40	1,546	633
广西	0.23	0.40	2,011	860
云南	0.23	0.40	1,869	801
上海	0.22	0.40	995	440
广东	0.21	0.40	5,082	2,425
湖南	0.20	0.40	2,627	1,281
合计			70,947	31,239

注：数据截至 2025.4.9，各省及直辖市人口数量为 2023 年数据

资料来源：极海品牌监测，各地方统计局，华泰研究

图表107：蜜雪冰城品牌境内开店空间（跨行业参照计算）

蜜雪冰城			美宜佳			蜜雪目标密度 (家/百万人)	蜜雪目标门店空间 (家)
区域	门店数量	门店密度 (家/百万人)	区域	门店数量	门店密度 (家/百万人)		
华东	12,823	0.30	华南	23,116	1.23	0.55	23,431
华中	6,320	0.28	华中	6,362	0.29	0.55	12,227
西南	5,024	0.25	华东	5,677	0.13	0.55	11,259
华北	4,893	0.29	西南	4,650	0.23	0.55	9,247
华南	4,065	0.22	华北	465	0.03	0.27	5,016
西北	3,852	0.37	西北	237	0.02	0.42	4,369
东北	2,731	0.28	东北	0	0.00	0.33	3,210
合计	39,708	0.28	合计	40,507	0.29	0.49	68,760

注：数据截至 2025.4.9，各省及直辖市人口数量为 2023 年数据

资料来源：极海品牌监测，各地方统计局，华泰研究

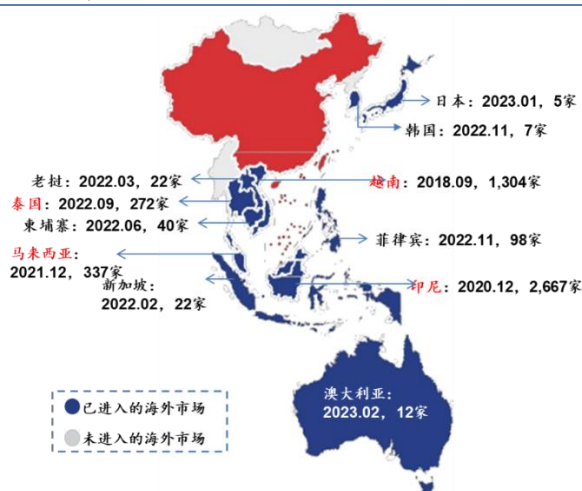
中国内地远期门店或达 13.3 万家。考虑蜜雪当前国内现饮龙头地位，我们以美国餐饮业为镜鉴，以麦当劳美国 2024 年 GMV（544.8 亿美元，以 GMV 计的市占率 6.8%为国内第一，欧睿）作为蜜雪冰城远期 GMV 发展参照。24 年麦当劳核心单品价格约在 2 美元左右，考虑到蜜雪全球平均售价为 1 美元，适当调整远期 GMV 目标为 272.3 亿美元，参考当前单店稳态年均 GMV 150 万，假设远期门店年度稳态 GMV 保持该水平，则对应远期门店数量约 13.3 万家。

乘风出海，全球一体化的壮志雄心

比起多品牌，出海往往是孵化第二曲线的首选。蜜雪冰城前有优质产品、后有扎实供应链支撑，兼具效率与品质，叠加中国隽永的茶文化底蕴，有望成为现制饮品行业的“可口可乐”。

出海东南亚首战告捷，亚洲发达国家与亚洲外拓店开启。2018 年蜜雪把握越南奶茶市场机会窗口期，于越南设立海外首店，2020 年又进入印尼市场并迅速扩张，2022 年蜜雪出海节奏加快，密集布局老挝、新加坡等东南亚 6 国，2023 年拓展市场至日本和澳洲。截至 2024 年末，蜜雪冰城于中国内地以外的门店数为 4895 家，绝大多数门店分布在东南亚区域。据招股说明书，截至 9M24 蜜雪冰城在印尼门店数达 2667 家；越南门店数达 1304 家，已成为两地最大奶茶品牌。2023 年 2 月，蜜雪于澳大利亚悉尼开出亚洲外首店，截至 9M24 澳大利亚门店数量达 12 家。2025 年 4 月，蜜雪哈萨克斯坦首店开业，全球化扩张跃跃欲试。

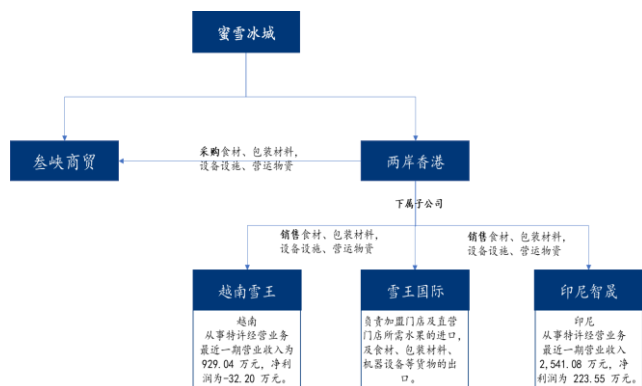
图表108：蜜雪冰城境外门店分布



注：图中各国对应的日期：蜜雪冰城进入当地的时间点，各国对应的门店数：截至 9M24 蜜雪冰城在当地开店数量
资料来源：蜜雪冰城港股招股书，公司公告，公告官网，华泰研究

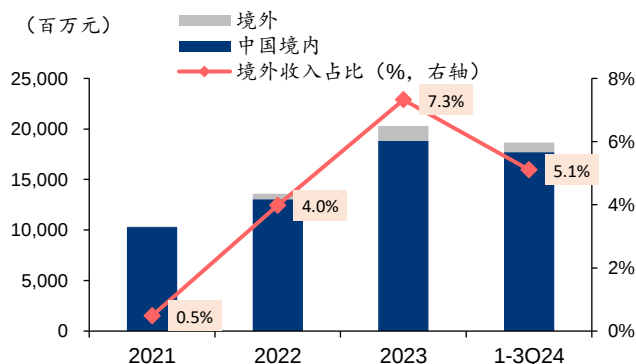
初期境外收入高速增长，24 年进入策略调整期导致阶段性下滑。国内卓越的供应链能力加持 OV 系帮助和时代红利，使得蜜雪初期在境外发展相对顺利。据公司 A 股招股书，子公司越南雪王和印尼智晟分别负责在越南及印尼从事特许经营业务，1Q22 越南雪王收入和净利润分别为 929/-32.2 万元（净利率-3.5%），印尼智晟收入和净利润分别为 2541/223.6 万元（净利率 8.8%）。据公司 H 股招股书，2021-2023 年境外业务营收从 0.5 亿元快速增长至 14.87 亿元/期间 CAGR 为 445%。随 23 年底进入由重开店数量到重经营质量的策略调整阶段，9M24 营收 9.52 亿元/同比-18.7%，但我们认为境外收入的波动偏阶段性，但经营调整结束，仍有较大提升空间。

图表109：蜜雪冰城境外经营管理结构



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，华泰研究

图表110：蜜雪冰城境外收入及占比



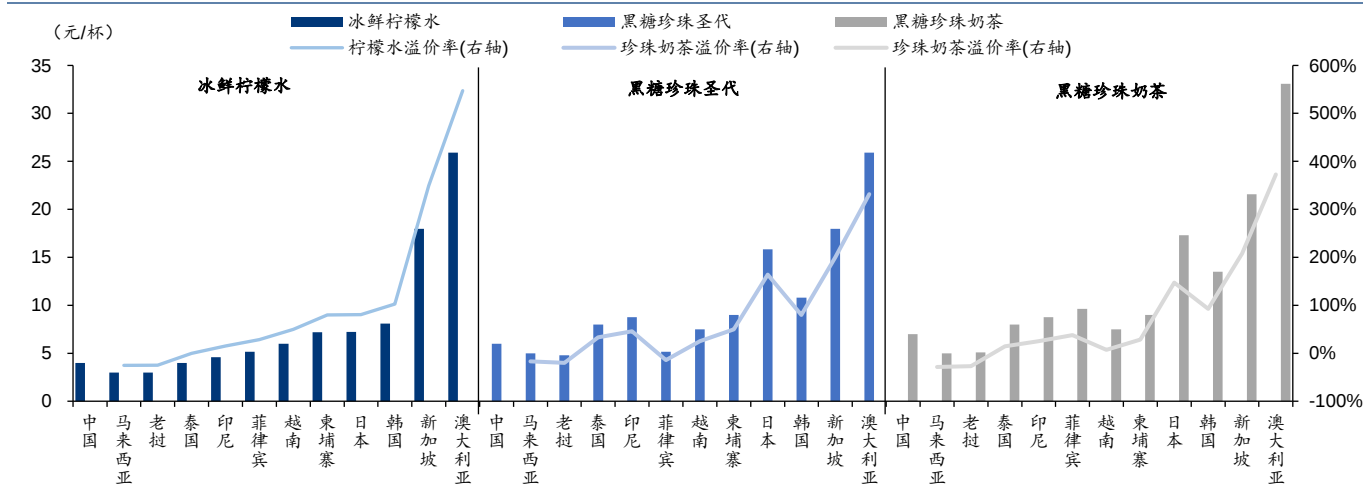
资料来源：蜜雪冰城招股说明书，华泰研究

境外市场如何求同存异？

1#产品定价：延续高质平价的定位，兼顾成本控制和当地消费力

横向对比，境外价格体系呈现出“区域适配、动态调整”的特征。1) 东南亚核心市场（越南、印尼等），其产品溢价率普遍控制在 50% 以内——以冰鲜柠檬水为例，当地售价折合人民币 5-6 元，虽较国内 4 元上涨 25%-50%，但仍接近当地便利店瓶装饮料价格，维系大众平价定位；马来西亚、老挝则反向实施低价渗透策略，单价较国内下调 3%-5% 以快速占领市场。2) 发达市场则采取试探性布局，澳大利亚尽管产品溢价率超 300%（悉尼柠檬水售价 3 澳元≈14 元人民币），但 1.5-3.5 澳元的价格带在当地仍具性价比（vs. 悉尼奶茶单价普遍在 7-10 澳元）。

图表111：蜜雪冰城代表性产品各国菜单价和溢价率

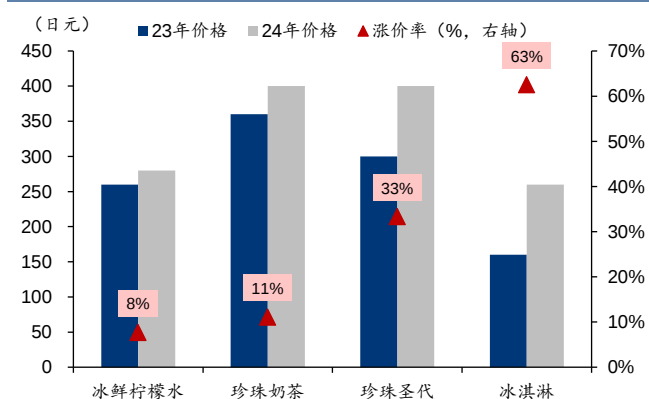


注：溢价率指的是同一产品本国价格相较于中国价格的涨跌幅；货币单位均为人民币

资料来源：蜜雪冰城各国菜单，华泰研究

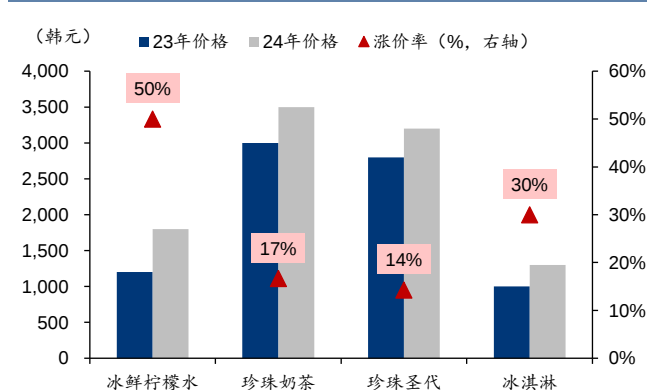
纵向维度偏成本导向，价格敏感市场稳价、发达市场定价适度转嫁成本压力。对比各国 2023 年和 2024 年菜单，蜜雪冰城在东南亚各国除部分单品小幅涨价外（如印尼的冰鲜柠檬水定价上调 20%），产品定价基本维持原价。日韩市场则全面涨价，以公司经典特色产品为例，24 年日本的冰鲜柠檬水/珍珠奶茶/珍珠圣代/冰淇淋分别较 23 年涨价 8/11/33/63%（涨价区间在 20-180 日元），韩国分别涨价 50/17/14/30%（涨价区间在 300-800 韩元）。根据蜜雪冰城当地公告，主要系汇率波动和人工成本上涨。整体价格体系与国内普通城市/一线城市差异化策略类似，彰显公司平衡经营成本与大众消费能力的经营智慧和长期主义理念。

图表112：蜜雪冰城在日本上调产品价格



资料来源：蜜雪冰城各国菜单，华泰研究

图表113：蜜雪冰城在韩国上调产品价格



资料来源：蜜雪冰城各国菜单，华泰研究

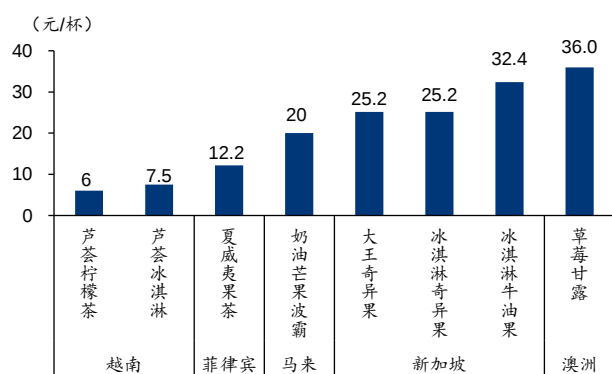
2#运营营销：通过本地化改良与 IP 植入，逐步突破华人消费圈层，强化本土客群渗透
 公司在出海过程中深度践行“在地化改造”，从味觉系统到空间运营形成多层次文化适配。

1) 口味和产品推新方面，针对东南亚嗜甜饮食传统，其精简甜度选项至全糖/半糖两档，并研发芦荟柠檬茶（越南）、大王奇异果（新加坡）等地域特色单品，突破华裔消费圈层，发掘本土消费者潜力；**2) 门店设计方面**，公司充分尊重当地宗教和饮食文化，例如印尼是最大的穆斯林国家，蜜雪冰城于 2023 年 2 月获得清真认证，确保其产品符合印尼穆斯林消费者的食用标准。此外，在门店运营上也进行“入乡随俗”，针对穆斯林消费群体推出开斋节限定皮肤和活动，配合“摩托车自由停靠”等交通友好设计，提升品牌的在地亲和力。

雪王 IP 文化破冰在前，社媒营销实现破圈。1) IP 运营：雪王在海外沿用了萌态搞笑的风格，复刻国内的“街溜子”形象开展街头活动，实现品牌认知渗透，拉近与潜在消费者的距离。越南 2023 年六一儿童节的「雪王」绘画活动相关话题浏览量已经超过 6,600 万次。

2) 账号运营：蜜雪冰城注册了 INS、小红书等海外消费者常用社媒账号，并通过节日推广、名人联动、关注账号享优惠券等促销活动进行品牌宣传，以华人群体为起点，利用国内已有的媒介和 IP 完成冷启动后，通过本土化创新、文化融合吸引更多当地客群。据公司招股书和 instagram 官网，截至 2025.2.11，蜜雪冰城印度尼西亚话题在 TikTok 上的累计曝光量超过 26 亿次；截至 2025.2.3，蜜雪冰城印尼官方账号 mixueindonesia 粉丝数已达 28 万。

图表114：蜜雪冰城境外推出当地特色饮品及价格



注：货币单位均换算为人民币

资料来源：蜜雪冰城越南官网，小红书，华泰研究

图表115：蜜雪冰城各国 instagram 官方账号发帖量和粉丝量

国家	官方账户名	粉丝数	发帖量
印尼	mixueindonesia	28W	684
澳大利亚	mixuesyd	1.7W	402
马来西亚	mixuemalaysia	2.7W	495
新加坡	mixuesg	6267	336
泰国	mixuethailand	9609	330
越南	mixue_vietnam	1920	251
日本	mixuejapan	2131	67

注：统计截止时间为 2025/2/3

资料来源：instagram 官网，华泰研究

3#开店拓展：借力 OV 系减少前期试错成本，降低门槛、做优 UE 站稳脚跟

复用出海跨界前辈属地资源，快速打开海外市场。与星巴克出海初期阶段采取的策略类似，蜜雪在布局东南亚之时也巧妙运用了在地资源缩短了前期拓荒时间。以印尼为例，公司创新性地借力中国手机品牌的本地化资源。据其官网，OPPO 和 Vivo 分别于 2013 年和 2019 年进入印尼，构建了相对成熟的线下经销网络，因其渠道选址逻辑与茶饮门店存在共性——均为依赖高客流的街边店，蜜雪冰城通过与这些经销商的战略合作，快速获取了优质铺位资源和本地运营经验。据《雅加达邮报》2023 年 8 月报道，部分原手机经销商转型加盟蜜雪后，借助既有仓储设施缩短了新店备货周期。

优惠政策吸引海外加盟商，加快蜜雪海外拓店进程。考虑到各国店铺租金、人力成本、消费能力、市场竞争等的差异，公司通过梯度化加盟政策加速海外扩张。通常来看，东南亚各国单店初始总投资额通常在 40-50 万元人民币之间；部分地区为了吸引更多加盟商，公司采取了差异化补贴策略：1) 越南部分区域可免去三年合同期内的特许经营费、管理费和培训费。2) 马来西亚的吉隆坡和雪兰莪地区老加盟商复购/新加盟商开店分别能免去 2/1 年加盟费。此政策驱动蜜雪境外门店从 21 年末的 270 家迅速增长至 2024 年末的 4,895 家。

图表116: 蜜雪冰城马来西亚/印尼/泰国加盟政策汇总

(万元人民币)	马来西亚	印尼	泰国
合计初始投资额	50	45.0	40
加盟费	1.2	0.0	1.0
管理及培训费	1.1	1.4	0.7
保证金	1.9	1.8	2.0
设备及原材料投入	15.6	14.7	11.3
装修费	10.2	14.6	6.0
房租费	20.0	12.5	19.0
当地特殊加盟要求	马来西亚吉隆坡和雪兰莪地区, 老加盟商和新加盟是开店可分别免去2年/1年加盟费	23年2月蜜雪冰城取得印尼清真认证后, 每位加盟商需缴纳956元人民币清真管理费	泰国不允许成立全资外资企业, 因此需要和泰国人合伙成立门店, 且外资持股比例不高于49%

注: 印尼蜜雪冰城的装修和房租费用选取官网费用指引区间的中值, 管理费选取省会城市管理费

资料来源: 公司官网, 亿邦动力, 明亮公司, 泰国会计律师事务所 (GDC), 华泰研究

受益高毛利率, 加盟店 UE 投资回收表现较优。不同的国家选址和店型使得店效、投资回收期有一定差异: 1) 从 GMV 来看, 因海外尚处于调整阶段, 店均 GMV 或低于国内, 根据我们预计, 2024E 海外店均 GMV 在 86 万人民币左右 (详见盈利预测), 东南亚成熟门店 GMV 可与国内相当, 日本等发达地区由于溢价率较高, 因此 GMV 有较大提升。2) 从毛利率角度看, 因海外皆有一定程度的溢价, 因此 GPM 或普遍高于国内水平。3) 投资回收期因发达市场和东南亚市场固定成本结构不同, 方差相对较大。据亿邦动力, 东南亚地区分布在 7-18 个月之间, 具体取决于店铺所在区位; 而日本则需要延长至 30 个月。

图表117: 蜜雪冰城马来西亚和国内加盟店单店模型对比

	国内加盟店	马来西亚加盟店	日本加盟店
营收端			
年营业额 (元)	1,506,384	1,710,000	3,600,000
日均营业额 (元)	4,184	4,750	10,000
成本端			
原材料成本 (元/天)	1,883	2,138	2,800
毛利率	55%	55%	72% (含消费税)
房租水电等成本 (元)	1491	967	2694
餐厅层面利润	811	1646	4506
餐厅层面利润率	19.4%	34.6%	45.1%
加盟费用 (含加盟费、管理费、培训费、合同履约摊销, 元/天)	62.41	82.13	342.59
加盟商投入产出			
初始投资额 (万元)	23	30	72
年加盟费用	1.1/0.9/0.7	1	5
合同履约保证金	2	2	10
年日常管理费	0	1	3
年培训费	0	0	1
设备采购	7	9	18
经营物料采购	5	6	10
装修	6	10	28
投资回收期 (月)	13	8	30
经营效率指标			
门店面积 (m²)	20+	20+	30
日均坪效 (元/m²)	167	190	333
门店员工 (人)	至少3人	3	5
日均人效 (元/人)	1,046	1,583	2,000

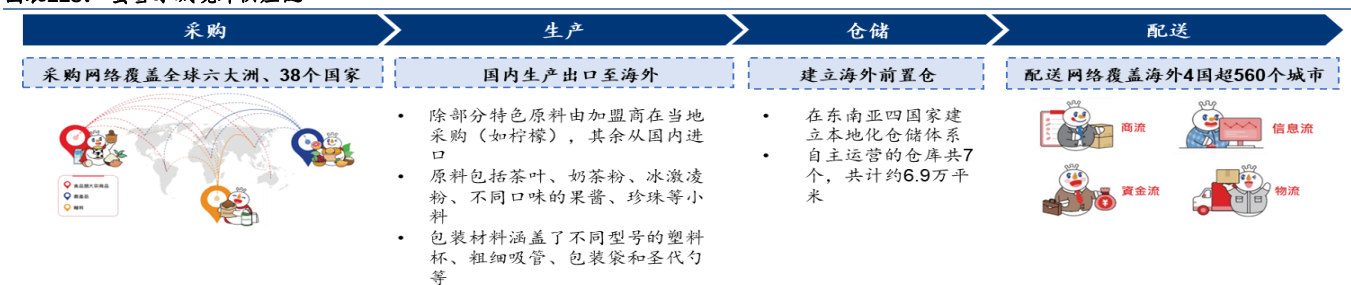
注: 本模型中将房租分摊至经营期内, 故初始投资额与上一图表中存在差别 (差距为约 20 万的房租支出); 马来西亚单店模型选取的是优质地段的业绩情况, 其他位置投资回收期在 18 个月左右; 日本单店模型以东京池袋商圈为例。

资料来源: 亿邦动力, 蜜雪日本加盟招商会, 华泰研究

高质平价路线复制成功与否, 供应链建设能力是护城河和未来胜负手。蜜雪冰城国内依托“工厂-仓储-门店”直线型链路实现了以供应链为基础的成本领先优势。在出海过程中, 茶饮食材的跨境保鲜要求及海外生产工厂的缺失对供应链提出了更高挑战。公司通过香港子公司两岸香港统筹海外供应链, 直接向叁峡商贸采购原料并分销至越南、印尼等子公司。据蜜雪 A 股招股书, 两岸香港 2021 年和 1Q22 净利润分别为 -73.75、+159.68 万元, 已实现扭亏为盈。

具体来看，面对全球化扩张需求，跨境供应链效率和管理仍有提升空间：1) 生产方面，目前蜜雪冰城的原料和包装材料，除部分特色原料由加盟商在当地采购(如新鲜水果)，茶叶、奶茶粉、果酱等核心原料及塑料杯、吸管等包材仍主要依赖中国生产进口，导致部分东南亚门店面临阶段性原料短缺风险(据亿邦动力报道，2023年5月起泰国、马来西亚多次出现“需顾客自携杯子购奶茶”的运营不成熟事件)。2) 仓储方面，为缓解压力，蜜雪采取“前置仓+加盟商自提”的模式，作为从国内运输到下发海外门店之间的过渡。例如蜜雪冰城设在吉隆坡的前置仓覆盖马来西亚全境门店，但需加盟商自行承担每月约1200元的物流成本，且需要加盟商去前置仓拉货，相比国内的免物流费政策仍有提升空间。

图表118：蜜雪冰城境外供应链



资料来源：蜜雪冰城港股招股书，华泰研究

原料生产和仓储基地有望陆续投产，IPO募资赋能海外供应链建设。2022年12月，旗下大咖创投与福建喜多多食品合作在菲律宾投建椰果、椰浆加工基地，率先布局东南亚核心原料的本地化生产；2023年初启动的海南生产基地(总投资10.76亿元)依托自贸港税收政策，重点扩增冷冻水果、咖啡、糖浆等产能，预计2025年投产后将成为辐射东南亚地区的生产基地。同年6月开建的成都青白江基地(总投资5.54亿元)依托中欧班列枢纽优势，规划形成年加工食材13万吨、包材30万件的出口能力，未来将通过铁路网络向全球门店配送标准化原料包。基于招股书披露，此次IPO募资的12%将专项用于东南亚多功能供应链中心建设，重点推进热带水果本地加工与小料生产，以降低跨境运输损耗并提升区域门店补货效率，看齐国内供应链能力，逐步积累支撑全球门店网络的成本优势与稳定性。

图表119：蜜雪冰城四川和海南基地投产计划详情

	智能生产加工和进出口基地及亚洲总部项目		定安县蜜雪冰城食品加工项目	
项目地点	四川成都青白江区		海南省定安县	
总投资额(亿元)	5.54		10.76	
建设周期(年)	2年(2023年6月开始)		3年(2023年开始)	
—第1年投资额(亿元)	4.65		3.79	
—第2年投资额(亿元)	0.88		3.32	
—第3年投资额(亿元)	/		3.65	
建设用地(万平方米)	8.77		18.67	
达产后年产能	食材(万吨/年)	13	固体饮料(万吨/年)	6
	包装材料(万件/年)	30	风味饮料浓浆(万吨/年)	6
	设备设施(万台/年)	10	椰乳(万吨/年)	5
	营运物资及其他贸易(万元/年)	3000	咖啡制品(万吨/年)	2.87
			珍珠制品(万吨/年)	1.80
			脆筒(万支/年)	5760

资料来源：蜜雪冰城招股书(A股)，华泰研究

境外中期空间测算：对标蜜雪冰城在中国，开店空间有望达1.9万家

海外扩容空间充分，中期境外开店空间有望达1.9万家。基于以上分析，我们预计随着蜜雪海外供应链能力完善、本地化运营经验沉淀、门店UE模型打磨成熟，在本地市场具备平价高质竞争力，扩容空间充分。考虑到东南亚消费习惯和地理距离，我们预计仍将是蜜雪主要的开拓区域，此外随着日本宣布开放加盟，日韩等部分亚太发达区域也将成为蜜雪开疆拓土的重要一环。基于各国人均GDP水平，我们将蜜雪境外市场分为三部分：以日韩为代表的发达经济体市场、以马来西亚和泰国为代表的人均GDP排名靠前的中高收入经济体市场、以印尼和越南为代表的发展中经济体市场，测算思路如下：

- 1) **发达经济体市场：对标中国一线城市，开店空间约 5000 家。**目前蜜雪已进入新加坡、澳大利亚、日本、韩国四国，分别开店 22/12/5/7 家（截至 9M24），2023 年四国的人均 GDP 均在 3 万美元以上，对应我国一线城市的消费水平。因此我们参考蜜雪冰城在北京、上海、广州、深圳四个城市门店密度的平均水平（0.252 家/万人），预计蜜雪冰城在境外发达经济体的中期开店空间约 5000 家。
- 2) **人均 GDP 排名靠前的中高收入经济体市场：对标中国二三线城市，开店空间约 3000 家。**截至 9M24，蜜雪已在马来西亚/泰国分别开店 337/272 家，两国的人均 GDP 在 0.7~1.1 万美元水平，对应我国二三线城市的消费水平。因此我们选取蜜雪在不同省份的二三线城市为参考（选定山东泰安、山西晋中、广西南宁、河北沧州），基于四城蜜雪门店密度的平均水平（0.282 家/万人），预计蜜雪冰城在境外人均 GDP 排名靠前的中高收入经济体的中期开店空间约 3000 家。
- 3) **发展中经济体市场：对标中国四五线城市，开店空间约 1 万家。**目前蜜雪冰城境外门店主要集中在东南亚的发展中经济体，截至 9M24，蜜雪冰城已在印尼/越南/菲律宾/柬埔寨/老挝分别开店 2,667/1,304/98/40/22 家。2023 年东南亚发展中经济体的人均 GDP 在 0.2~0.5 万美元水平，基本对标我国四五线城市的消费能力。因此我们同样选取蜜雪在不同省份的四五线城市作为基准（广西河池、黑龙江绥化、辽宁铁岭、甘肃天水），基于四城蜜雪门店密度的平均水平（0.200 家/万人），预计蜜雪冰城在境外发展中经济体的中期开店空间约 1 万家。

图表120：蜜雪冰城境外中期开店空间测算

境外开拓市场	蜜雪门店 (截至 9M24)	2023 人均 GDP (万美元)	2023 人口 (万人)	对标中国	蜜雪门店 (截至 4M25)	2023 人均 GDP (万美元)	2023 人口 (万人)	蜜雪密度 (家/万人)	境外中期 开店空间
发达经济体	46	3.90	20881	一线城市	2095	2.66	8322	0.252	5,256
-新加坡	22	8.47	592	北京	565	2.84	2186	0.258	
-澳大利亚	12	6.48	2666	上海	555	2.69	2487	0.223	
-日本	5	3.38	12452	广州	563	2.29	1883	0.299	
-韩国	7	3.31	5171	深圳	412	2.78	1766	0.233	
中高收入经济体	609	0.86	10683	二三线城市	703	0.87	2493	0.282	3,012
-马来西亚	337	1.14	3513	山东泰安	127	0.88	535	0.237	
-泰国	272	0.72	7170	山西晋中	100	0.88	338	0.296	
				广西南宁	327	0.87	894	0.366	
				河北沧州	149	0.87	726	0.205	
发展中经济体	4131	0.44	52152	四五线城市	242	0.47	1208	0.200	10,444
-印尼	2667	0.49	28119	广西河池	48	0.49	335	0.143	
-越南	1304	0.43	10035	黑龙江绥化	59	0.49	356	0.166	
-菲律宾	98	0.38	11489	辽宁铁岭	41	0.48	226	0.181	
-柬埔寨	40	0.24	1742	甘肃天水	94	0.42	291	0.323	
-老挝	22	0.21	766						
蜜雪冰城境外中期开店空间：合计									18,712

资料来源：World bank，蜜雪冰城港股招股书，各省国统局，极海监测，华泰研究

境外远期空间测算：对标跨国品牌全球化，开店空间有望达 6.2 万家

参考星巴克/麦当劳的开店水平，远期境外开店空间有望达 6.2 万家。进一步地，我们认为随着蜜雪门店版图由亚太扩展至全球，有望对标全球西式快餐龙头麦当劳和现制咖啡龙头星巴克的开店水平。根据公司财报，截至 2024 年：星巴克全球门店 19,181 家，其中美国以外的海外市场开店 12,404 家；麦当劳全球门店 43,477 家，其中美国以外开店 29,920 家。星巴克/麦当劳在美国以外门店占全球门店版图的 65/69%。基于此，我们假设远期蜜雪境外门店占比将达到 60%，参考蜜雪当前境内开店数据（41,584 家，截至 2024 年末），对应蜜雪冰城远期境外开店空间有望达到 6.2 万家。

图表121: 蜜雪冰城境外远期开店空间测算

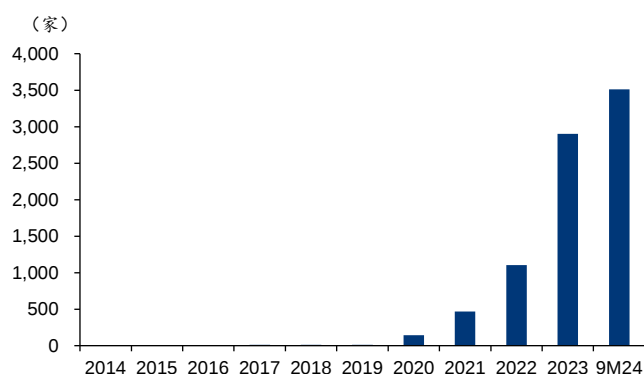
品牌	本国开店 (家,截至 24 年)	中国开店 (家,截至 24 年)	本国以外总开店数量 (家,含中国)	本国以外总开店占比 (%,含中国)
-星巴克	6,777	7,596	12,404	65%
-麦当劳	13,557	6,820	29,920	69%
假设:蜜雪境外远期开店占比 (%)				60%
对应:蜜雪境外远期开店空间 (家)				62,376

资料来源:星巴克公司公告,麦当劳公司公告,蜜雪冰城公司公告,华泰研究

幸运咖、IP 依托平台协同再成长

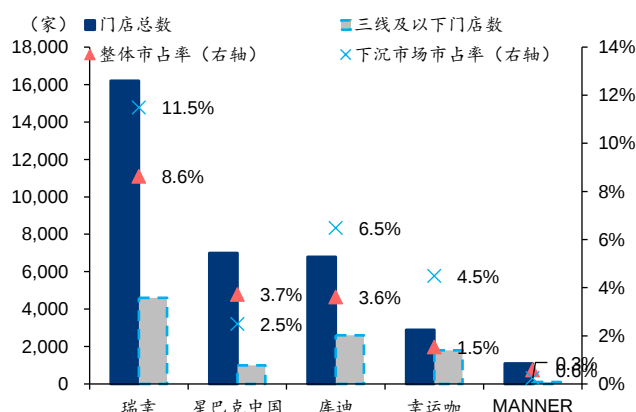
第二品牌幸运咖受益于蜜雪冰城良好口碑,专注下沉,成长曲线更为陡峭。幸运咖品牌成立于 2017 年,以高性价比迅速抢占下沉市场,有望成为小镇咖啡普及的重要推动者。幸运咖于 2020 年 4 月正式开放加盟,门店数量迅速扩张,截至 9M24,幸运咖现磨咖啡品牌门店数量约为 3510 家。截至 2023 年底的门店数在中国市场排名第 4,三线及以下城市门店数为 1800 家,占整体门店数量的 62%;以下沉门店数量计,公司下沉市场市占率为 4.5%,超越星巴克在中国市场排名第 3。GMV 口径,2023 年幸运咖终端零售额达 19 亿元/国内市场排名第 5,实现约 2 亿的出杯量/国内排名第 4。

图表122: 2014-2023 幸运咖门店数量



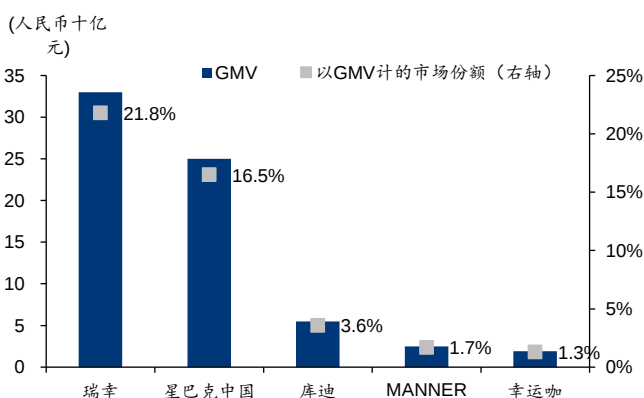
资料来源:蜜雪冰城港股招股书,华泰研究

图表123: 2023 部分现磨咖啡品牌门店数对比



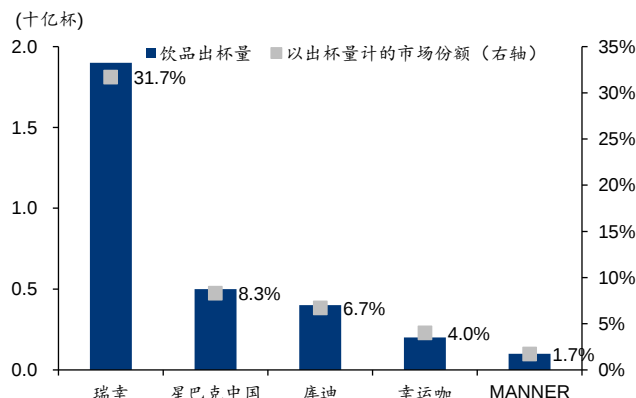
资料来源:蜜雪冰城港股招股书,华泰研究

图表124: 中国前五大现磨咖啡企业终端零售额, 2023



资料来源:蜜雪冰城港股招股书,灼识咨询,华泰研究

图表125: 中国五大现磨咖啡企业饮品出杯量, 2023



资料来源:蜜雪冰城港股招股书,灼识咨询,华泰研究

平价路线契合下沉市场消费力，有望成为小镇青年“咖啡启蒙者”。幸运咖产品采用优质金奖豆和朝日唯品纯牛乳，产品品质有所保障。同时，依托强大供应链体系，幸运咖复制蜜雪冰城高质平价的策略，在保证品质和规格的同时，将咖啡常规单品价格下探至10元以下，性价比层面较同业具有明显优势，有望让更多下沉市场消费者有能力尝试“第一杯咖啡”。据灼识咨询，幸运咖核心产品价格带为5-10元（vs瑞幸为14-21元，库迪为10-15元）。据品牌小程序，截至2025年1月，幸运咖单毫升美式/拿铁价格仅为瑞幸的42%/56%。

图表126：幸运咖和瑞幸产品单价对比

产品	幸运咖			瑞幸		
	价格（元）	规格（ML）	每毫升价格（元/ML）	价格（元）	规格（ML）	每毫升价格（元/ML）
经典美式	5.9	500	0.012	14	480	0.029
加浓美式	8.9	500	0.018	17	480	0.035
经典拿铁	9	500	0.018	16	480	0.033
椰味拿铁	9.9	500	0.020	13.9	480	0.029
抹茶冰	14	500	0.028	21	480	0.044

椰味拿铁：幸运咖是椰椰拿铁，瑞幸是生椰拿铁；抹茶冰：幸运咖是抹茶幸运冰，瑞幸是抹茶瑞纳冰。数据截至2025.2.3
资料来源：品牌菜单小程序，华泰研究

图表127：现磨咖啡头部品牌原材料对比

	瑞幸咖啡	椰瓦	库迪	幸运咖
咖啡豆	来自埃塞俄比亚、巴西、哥伦比亚的100%阿拉比卡咖啡豆，实现全国门店IAC金奖豆全覆盖 • 小黑杯SOE耶加雪菲”拿下IAC全球首个铂金奖	耶加雪菲、危地马拉、哥伦比亚、云南、埃塞俄比亚等精选咖啡豆，三款咖啡获IAC金奖	来自巴西、埃塞俄比亚、中国云南、危地马拉、哥伦比亚的100%阿拉比卡咖啡豆、天狼星咖啡豆，获IAC金奖豆	源自埃塞俄比亚、哥伦比亚、巴西及印度尼西亚的阿拉比卡咖啡豆，获IAC铂金奖1次、金奖19次
奶	三元、伊利、德亚等品牌	德亚等品牌	淳轩、伊利、澳亚牧场、蒙牛等	大咖特调奶浆、朝日唯品纯牛乳、蒙牛等
品牌特色	“大拿铁战略”，首创生椰拿铁、酱香拿铁等大单品。	率先研发水果咖啡品类，聚焦市场减脂需求，推出柚C美式等产品。	以高品质，更低价迅速扩张，创新米咖等产品。	更重视拿铁等奶咖品类，结合蜜雪协同优势售卖低价冰淇淋。

资料来源：蜜雪冰城招股说明书，瑞幸咖啡、库迪咖啡微信小程序，咖门，华泰研究

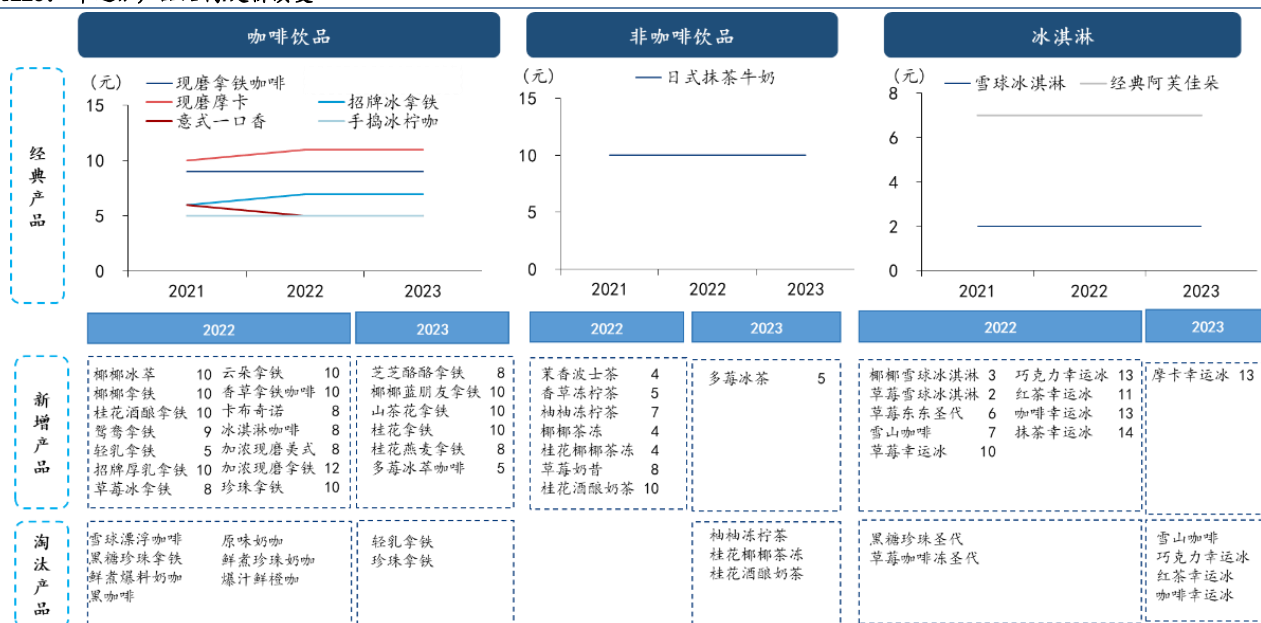
主推奶咖类产品迎合受众，SKU较同行业品牌仍有拓宽空间。幸运咖仍在产品矩阵调整打磨阶段，24年产品创新有所提速。据公司小程序，截至25年2月，幸运咖共有62款产品，其中咖啡类产品27款，非咖啡饮品24款，小吃甜点11款，咖啡品类仅占品牌SKU的不到一半，与其他品牌产品结构存在差异（瑞幸咖啡占比为53%、库迪占比为56%）。幸运咖偏向传统口味偏甜的奶咖，尚缺具备鲜明品牌记忆点的大单品（如瑞幸生椰拿铁、椰瓦小马果咖等）。伴随研发能力补足，在蜜雪供应链协同之下，幸运咖爆品出圈创新值得期待。另一方面，幸运咖正尝试通过“咖啡+饭团”“咖啡+冰淇淋”等烟火气套餐组合拉近消费者距离，拓宽传统咖啡消费场景。我们认为，低价策略与轻咖啡化的产品结构与学生、蓝领阶层等受众群体更加契合，有望助力幸运咖开拓下沉市场，完成小镇青年的品牌破冰。

图表128：现磨咖啡品牌产品结构对比

现磨咖啡品牌	主要产品价格带（元）	SKU（不含周边产品）	产品结构			
			咖啡饮品	非咖啡饮品	小吃甜点	其他周边产品
幸运咖	5-10	62	提神美式、创意拿铁、经典拿铁、冰鲜果咖等分类下共27款	清爽果茶、雪球冰淇淋、晚安牛奶等分类下共24款	幸运饭团、饼干、欧包等共11款	速溶咖啡、挂耳咖啡、玻璃杯、纸巾
瑞幸咖啡	14-21	85	美式家族、生椰家族、大师咖啡等分类下共45款	轻乳茶、柠檬茶、不喝咖啡等分类下共21款	可颂、司康、吐司等共19款	冷萃咖啡液、咖啡粉等
库迪	10-15	82	金奖美式、经典奶咖、元气果咖、生椰拿铁、米乳拿铁等分类下共46款	清爽果茶、奶昔冰沙等分类下共32款	热狗、麦芬等共4款	联名周边产品
沪咖	9-15	17	东方茶咖、经典咖啡、特调咖啡等分类下共10款	/	水牛奶鸡蛋糕、威化、吐司等共7款	/
咖灰	15-25	38	经典系列（美式、dirty等）、创意咖啡等分类下共22款	果感冷萃等分类下共3款	司康、吐司等共13款	/
星巴克	30-41	123	经典咖啡、植物基咖啡等分类下共57款	星冰乐（不含咖啡）、巧克力及其他饮品等分类下共25款	烘焙&三明治、蛋糕&星享小点下共41款	包装饼干、坚果、瓶装饮料、咖啡豆等、

注：数据截至2025.2.3，此处仅为估计，门店间菜单或有差异
资料来源：各品牌点餐小程序，华泰研究

图表129：幸运咖产品结构/定价演变



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，窄门餐眼，瑞幸淘宝官方旗舰店，华泰研究

轻量化门店模型，投资门槛较低，提升区域穿透力。咖啡品牌往往更集中于一二线城市，幸运咖作为后进入者，首先开拓下沉市场。据窄门餐眼，截至 25 年 1 月，幸运咖在商场/学校/乡镇门店数占比为 5.81%/8.34%/20.87%，(vs 瑞幸咖啡为 16.8%/5.71%/13.88%，库迪咖啡为 10.2%/7.98%/14.03%)，乡镇和学校门店占比更高，商场进入较少。

据品牌官网，幸运咖目前以标准店为主，单店面积在 20 m² 以上，单店人数为 3-8 人，初始加盟投入 12.7 万起（不包含店面装修、租金、转让费等其他费用）。根据蜜雪冰城港股招股说明书，据 2023 年 GMV、门店数量、出杯量数据计算可得，单店年 GMV 约为 66 万，单杯均价 9.5 元，日出杯量 189 杯 (vs 瑞幸 321 杯/星巴克中国 196 杯/库迪 161 杯)。

幸运咖低线城市门店覆盖密度仍有提升空间，中期门店数有望超 10,000 家。据灼识咨询 (2023 数据)，在三线及以下/二线及以上城市，幸运咖门店密度分别为每百万人 2.0/2.2 家 (vs 瑞幸 5.0/23.3 家，蜜雪冰城 19/27 家)。幸运咖和蜜雪冰城门店模型相似，理想情况下有望实现“一家蜜雪冰城+一家幸运咖”协同开店模式。立足中线，幸运咖门店较瑞幸更加轻盈，是唯一价格带在 10 元以下的平价现磨品牌，在下沉市场优势突出。若我们假设幸运咖三线及以下城市门店密度达到瑞幸当前门店密度，一线-二线城市达到瑞幸当前密度的 50%，门店数量可达 10,400 家，与 9M24 门店相比仍有 196% 的提升空间。

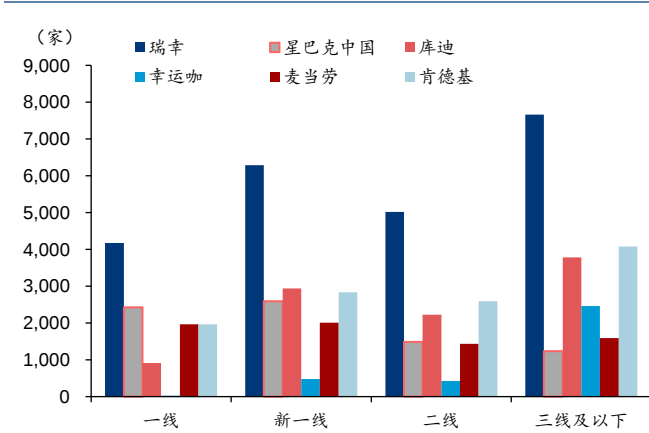
图表130：幸运咖单店模型

	当前	预期稳态		
营收端	2023	小	中	大
年均营业额（元）	655,172	730,000	912,500	1,095,000
日均营业额（元）	1,795	2,000	2,500	3,000
-日均杯量（杯）	189	211	263	316
-客单价（元/杯）	9.5	9.5	9.5	9.5
成本端				
毛利率	50%	50%	50%	50%
房租	11.1%	5.0%	6.0%	6.7%
人工	16.7%	20.0%	21.3%	22.2%
水电	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
DA	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
推广及外卖	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
外卖占比	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
餐厅层面利润	322.11	344.00	371.67	399.33
餐厅层面利润率	17.9%	17.2%	14.9%	13.3%
加盟费用	2.5%	2.2%	1.8%	1.5%
税前利润（元/天）	277.72	299.62	327.28	354.95
税费	-3.64	-0.77	6.23	13.23
%（占营业收入）	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%
日均净利润（元/天）	281.36	300.38	321.05	341.72
年均净利润（元）	101,290	108,138	115,578	123,018
净利率	15.7%	15.0%	12.8%	11.4%
加盟商投入产出				
初始投资额（万元）	33	33	33	33
投资回收期（月）	23	22	21	21
经营效率指标				
门店面积（m²）	40	20	30	40
日均坪效（元/m²）	72	80	100	120
门店员工（人）	3	3	4	6
日均人效（元/人）	598	667	625	500

注：初始投入包含房屋租赁相关费用，故会高于前序梳理的单店落地费用。

资料来源：公司招股说明书，幸运咖官网，华泰研究预测

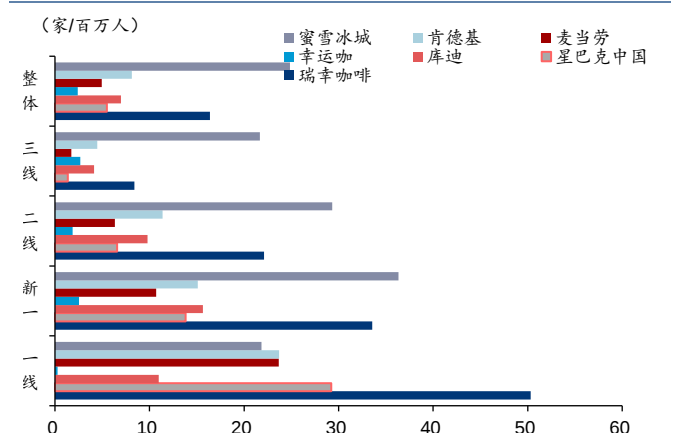
图表131：头部咖啡品牌门店数，分等级



注：数据截至 2025.4

资料来源：窄门餐眼，华泰研究

图表132：头部茶饮品牌门店密度

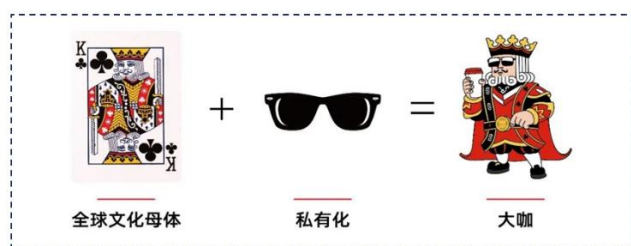


注：数据截至 2025.4

资料来源：窄门餐眼，华泰研究

第二品牌之外, IP 价值的变现潜力也赋予了公司从消费品公司迈向平台化集团更多的期待。一方面, 公司复制雪王出圈路径, 于幸运咖品牌再度孵化“大咖”IP, 有望形成有效协同。另一方面, 公司基于雪王 IP 开发的衍生周边产品和动画片为 IP 价值变现打开了更多成长空间。据 A 股招股书, 蜜雪旗下子公司雪王商贸负责周边产品销售, 其销售途径主要为电商平台, 独立于线下门店增厚公司利润, 2021 和 1Q22 雪王商贸分别实现 1860 和 621 万元净利润。23 年 8 月, 公司推出了动画《雪王驾到》, 在 B 站、腾讯视频、爱奇艺、优酷、芒果五大视频网站上线, 单集时长仅 9min, 故事以雪王寻找被夺走的权杖为主线展开, 内容轻松愉快, 为雪王可爱的形象和生动的故事赋予新的活力。据招股说明书, 截至 25 年 2 月 11 日, 该动画的播放量已超过 2.2 亿次, B 站评分 9.9(2022 年国产动画播放量 TOP3 三体 3.1 亿, 仙王的日常生活 2 亿, 凹凸世界 1.7 亿; 哔哩哔哩, 雷报)。动画片等 IP 布局不仅有望更好促进潜在客群转化, 亦有利于拓宽品牌边界, 从单一消费品迈向平台生态, 为公司可持续发展注入全新活力。

图表133: 幸运咖品牌孵化“大咖”IP



- 基于扑克牌中的梅花老K, 即“亚历山大”大帝形象;
- 以墨镜完成私有化, 形成咖啡界的大咖王者形象;
- 体现幸运咖未来在全球化道路上的战略企图。

资料来源: 华与华公众号, 华泰研究

图表134: 蜜雪冰城周边及联名产品矩阵

周边文创		品牌联名	
			
雪王奶茶积木 (售价17元)	雪王金属徽章礼盒 (97元)	蜜雪×凹凸世界-可爱茶桶 (售价17元)	蜜雪×鸡蛋福-灯影鸡丝 (售价24元/15袋)
			
雪王航天积木 (售价21元)	雪王书本抱枕 (107元)	蜜雪×洽洽-五香瓜子 (售价24元/20袋)	贴贴毛绒2个《雪王款+蛋仔款》 (售价29元)

资料来源: 蜜雪冰城天猫旗舰店, 华泰研究

盈利预测与估值

公司背靠供应链，前端以加盟模式持续发力下沉和境外实现规模扩张。规模效应加持下，单店具备较好的生存能力和盈利能力，正处于增长快车道。我们预计 25-27 年公司归母净利润为 52.89/64.41/76.80 亿元，25-27 年复合增速为 20.1%；营业收入为 303.59/363.46/433.51 亿元，25-27 年复合增速为 20.4%。具体假设如下：

收入端：

开店：考虑下沉市场覆盖密度仍有提升空间，公司两大品牌与下沉市场定位契合，向下整合竞争力较强，境内市场仍有较大提升空间。此外，境外伴随模型跑通，国家覆盖数提升，拓店有望提速，我们预测 25-27 年净开门店 8300/9800/11500 家，期末门店数达 54779/64579/76079 家/CAGR18%。25-27 年中国境内/境外门店数 CAGR 分别为 16/31%。

图表135：蜜雪集团：门店数预测

(家)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
期末门店数	7,225	13,126	20,001	28,983	37,565	46,479	54,779	64,579	76,079
YoY		82%	52%	45%	30%	24%	18%	18%	18%
分地区									
中国内地			19,731	27,188	33,235	41,584	48,584	56,384	65,084
YoY				38%	22%	25%	17%	16%	15%
境外			270	1,795	4,330	4,895	6,195	8,195	10,995
YoY				565%	141%	13%	27%	32%	34%
分模式									
直营			47	54	49	17	17	17	17
加盟			19,954	28,929	37,516	46,462	54,762	64,562	76,062
净开店		4,931	7,449	8,982	8,582	8,914	8,300	9,800	11,500
YoY			51%	21%	-4%	4%	-7%	18%	17%
中国内地				7,457	6,047	8,349	7,000	7,800	8,700
境外				1,525	2,535	565	1,300	2,000	2,800
净开店									
直营			4	7	-5	-32	0	0	0
加盟			7,445	8,975	8,587	8,946	8,300	9,800	11,500
毛开店									
加盟店			8,022	9,671	9,894	10,555	9,396	11,092	13,022
闭店									
加盟店			-577	-696	-1,307	-1,609	-1,096	-1,292	-1,522

注：无直营店毛开店及闭店数据。直营门店非公司重点发展方向，故我们假设 25-27 年直营门店数量保持不变（毛开及闭店均为 0）

资料来源：公司公告，华泰研究预测

GMV：24年公司GMV合计583亿元（公司招股说明书），我们估计中国内地/境外GMV各为544/39亿。考虑中国店均GMV和开店速度皆保持相对稳定，境外伴随24年调整完毕，模型和店均GMV有望不断优化、拓店或有提速，我们预计25-27年公司境内单店平均GMV分别达148/150/153万元/yoy+2/1.5/1.5%，境外单店平均GMV达94/101/106万元/yoy+10/7/5%，对应25-27年中国内地GMV达668/789/927亿元，境外GMV达52/72/101亿元，整体GMV合计720/862/1029亿元。

图表136：蜜雪集团：GMV 预测（人民币：百万元）

Year to 31 December	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	13,576	20,302	24,829	30,359	36,346	43,351
yoy	31%	50%	22%	22%	20%	19%
GMV	30,654	47,815	58,301	72,034	86,194	102,875
yoy	32%	56%	22%	24%	20%	19%
单店平均GMV	1.25	1.44	1.39	1.42	1.44	1.48
yoy	-11%	15%	-4%	2.55%	1.51%	1.28%
中国内地		44,673	54,354	66,815	78,948	92,729
单店GMV		1.48	1.45	1.48	1.50	1.53
yoy			-2%	2.0%	1.5%	1.5%
境外		3,142	3,947	5,219	7,246	10,146
单店GMV		1.03	0.86	0.94	1.01	1.06
yoy			-17%	10.0%	7.0%	5.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

公司主要收入来源主要为向加盟商销售商品收入，销售设备收入和加盟服务收入，2024三部分收入占比分别为94%/3%/2%。

1) 商品销售收入：随着公司产品吸引力和门店劳动生产率提升，单店出杯量、客单价有望稳健增长，带动店均 GMV 和收入进一步提高。25-27 年，我们预计公司向单店平均商品销售收入分别为 57/58/59 万元，合计 25-27 年商品销售收入(含食材/包材/营运物质/直营店)为 289.77/346.73/413.83 亿元，CAGR 21%。

2) 设备销售收入：参考公司加盟新店设备采购政策，我们预计未来公司店均设备销售收入约为 8 万元。基于 25-27 年加盟新开门店数量 (9396/11092/13022 家)，我们预计 25-27 年设备销售收入为 7.07/8.76/10.29 亿元，CAGR 11%。

3) 加盟和相关服务收入：参考公司加盟店管理培训咨询等收费标准，我们预计未来公司店均加盟服务收入为 1.3 万元，基于 25-27 年平均加盟店数量(50589/59662/70312 家)，25-27 年加盟服务收入为 6.75/7.97/9.39 亿元，CAGR 15%。

图表137：蜜雪集团：收入预测

(人民币 百万元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,566	4,680	10,351	13,576	20,302	24,829	30,359	36,346	43,351
YoY		82%	121%	31%	50%	22%	22%	20%	19%
商品销售收入	2,328	4,174	9,458	12,551	19,160	23,452	28,977	34,673	41,383
YoY		79%	127%	33%	53%	22%	24%	20%	19%
单店平均	0.40	0.41	0.57	0.51	0.58	0.56	0.57	0.58	0.59
YoY		3%	39%	-10%	12%	-3%	3%	2%	1%
平均门店数量 (家)	5821	10176	16564	24492	33274	42022	50629	59679	70329
YoY		75%	63%	48%	36%	26%	20%	18%	18%
设备销售收入	177	403	697	748	764	756	707	876	1,029
YoY		128%	73%	7%	2%	-1%	-7%	24%	17%
单店平均	0.03	0.08	0.09	0.08	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08
YoY		164%	6%	-11%	-4%	-4%	5%	5%	0%
加盟新开门店数量 (家)	5702	4931	8022	9671	9894	10555	9396	11092	13022
YoY		-14%	63%	21%	2%	7%	-11%	18%	17%
加盟和相关服务	60	100	196	276	406	620	675	797	939
YoY		67%	97%	41%	47%	53%	9%	18%	18%
单店平均	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.013	0.013	0.013
YoY		22%	19%	-7%	8%	21%	-10%	0%	0%
平均加盟店数量(家)	7186	9848	16232	24442	33223	41989	50589	59662	70312
YoY		37%	65%	51%	36%	26%	20%	18%	18%
占比									
商品销售收入	91%	89%	91%	92%	94%	94%	95%	95%	95%
设备销售收入	7%	9%	7%	6%	4%	3%	2%	2%	2%
加盟和相关服务	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

成本及费用端：

1) 销售成本：我们预计随着公司供应链建设完善，上下游一体化整合后公司核心食材自产自供能力提升，采购成本优势和毛利率或进一步提升，但后续或让利加盟商以共享利润。我们预测 25-27 年公司毛利率为 30.7/30.7/31.0%，对应销售成本分别为 210.48/251.88/299.10 亿元。

2) 销售费用：一方面，公司 IP 营销力度加大，雪王形象全渠道铺设及相关周边孵化，我们预计 25-27 年品牌推广开支占营业收入比重将从 2022 年的 0.5% 分别提升至 1.6%/1.6%/1.7%；另一方面，随着公司门店扩张，公司员工储备量或有所增加（截至 9M24 为 6853 人），同时考虑每年涨薪幅度，我们预计 25-27 年员工薪酬成本占比分别为 2.48/2.31/2.22%，其余销售费用细项绝对值基本保持稳定，我们预计 25-27 年销售费用率分别为 6.1%/5.9%/5.9%。

- 3) **行政开支**：主要包含员工薪酬、专业和IT服务费用、总部折旧摊销和差旅办公费用，随规模效应积累，我们预计行政开支占比或逐年下降，预计25-27年行政开支占比为2.6/2.4/2.2%。
- 4) **研发费用**：2017年起，公司成立产品研发中心，截至9M24，公司已有124名负责研发与基础开发的人员。我们预计未来公司将基于系统化研发系统不断加强供应链体系建设、数字化能力和产品矩阵丰富度。我们预测25-27年公司研发费用为1.21/1.45/1.73亿元，CAGR 18%，研发费用率为0.40%/0.40%/0.40%。

综合以上，受益于规模效应放大，供应链系统完善带来的精细化管理水平提升，我们预计公司盈利能力有望进一步优化，25-27年归母净利为52.89/64.41/76.80亿元，归母净利率17.4/17.7/17.7%。

图表138：蜜雪集团：成本费用及利润预测

(人民币 百万元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售成本	-1,644	-3,085	-7,107	-9,729	-14,303	-16,769	-21,048	-25,188	-29,910
占收入比 (%)	64.07%	65.93%	68.66%	71.66%	70.45%	67.54%	69.33%	69.30%	69.00%
销售费用	-191	-183	-406	-774	-1,319	-1,599	-1,841	-2,132	-2,538
占收入比	7.43%	3.91%	3.92%	5.70%	6.49%	6.44%	6.06%	5.87%	5.86%
行政开支	-114	-447	-375	-497	-611	-755	-785	-869	-965
占收入比	4.46%	9.55%	3.62%	3.66%	3.01%	3.04%	2.58%	2.39%	2.23%
研发费用	-9	-10	-17	-32	-85	-105	-121	-145	-173
占收入比	0.37%	0.21%	0.17%	0.24%	0.42%	0.42%	0.40%	0.40%	0.40%
财务费用	-1	0	-6	-9	-15	-6	-6	-6	-6
占收入比	0.03%	0.00%	0.06%	0.07%	0.07%	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%
毛利润	922	1,595	3,244	3,847	5,999	8,060	9,311	11,158	13,441
GPM	35.93%	34.07%	31.34%	28.34%	29.55%	32.46%	30.7%	30.7%	31.0%
营业利润	593	936	2,430	2,539	3,921	5,597	6,560	8,007	9,759
OPM	23.11%	20.00%	23.47%	18.71%	19.31%	22.54%	21.61%	22.03%	22.51%
归母净利润	445	632	1,910	1,997	3,137	4,437	5,289	6,441	7,680
归母净利润率	17.33%	13.50%	18.46%	14.71%	15.45%	17.87%	17.42%	17.72%	17.72%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们看好公司后续成长性和估值提升：1) 现制饮品品类仍属于高景气度新消费赛道，全球扩张和第二品牌均具有成长空间，展望中长期成长性有望延续。参考品类和区域布局相似程度，我们选取中国及全球现饮及餐饮头部品牌瑞幸 (LKNCY US)、古茗 (1364 HK)、茶百道 (2555 HK)、百胜中国 (9987 HK)、麦当劳 (MCD US)、星巴克 (SBUX US) 作为蜜雪集团的可比公司。2) **供应链驱动的“卖水人”模式是蜜雪集团立身之本。**此类由平价和快周转打造护城河，以自主控制供应链构建规模和成本领先优势的模式在以运营为主导的连锁餐饮品牌中较为稀缺，具备与制造业相似的发展特征，故选取农夫山泉 (9633 HK)、COSTCO (COST US)、可口可乐 (KO US)、东鹏饮料 (605499 CH)、锅圈 (2517 HK) 作为可比公司补充。

基于上述盈利预测，我们预计 25-27 年归母净利 52.89/64.41/76.80 亿元/CAGR20%，对应 EPS 为 13.93/16.97/20.23 元。参考可比公司 26 年 PE 均值 22X (Bloomberg 及 Wind 一致预期)，考虑公司于现饮行业具备竞争生态位优势，或将持续受益于供应链与门店规模正循环带来的成本护城河，海外门店扩张和第二品牌成长性充裕，故给予龙头估值溢价，基于 31X26 年 PE，对应目标价格 565.67 港币 (港币兑人民币汇率 1:0.93)。首次覆盖予以“买入”评级。

图表139：蜜雪集团：可比公司估值

股票名称	股票代码	市值	收盘价	EPS (当地货币)			24-26E	PE (x)		
		(当地货币 百万元)	(当地货币 元)	2024A	2025E	2026E	CAGR	2024A	2025E	2026E
中国香港										
古茗	1364 HK	42,094	17.70	0.71	0.78	0.92	14%	23.2	21.1	17.9
茶百道	2555 HK	13,018	8.81	0.34	0.59	0.68	41%	24.1	13.9	12.0
百胜中国	9987 HK	128,111	342.20	2.33	2.56	2.78	9%	18.7	17.0	15.7
农夫山泉	9633 HK	412,183	36.65	1.08	1.25	1.42	15%	31.6	27.3	24.0
锅圈	2517 HK	6,127	2.23	0.08	0.10	0.12	22%	25.9	20.7	17.3
中国境内										
东鹏饮料	605499 CH	139,821	268.88	6.40	8.55	10.88	30%	42.0	31.4	24.7
美国										
星巴克	SBUX US	92,576	81.50	3.31	2.91	3.60	4%	24.6	28.0	22.6
可口可乐	KO US	314,160	73.00	2.88	2.96	3.19	5%	25.3	24.7	22.9
麦当劳	MCD US	222,602	311.30	11.72	12.31	13.31	7%	26.6	25.3	23.4
COSTCO	COST US	441,243	994.50	16.56	18.14	19.99	10%	60.1	54.8	49.8
瑞幸	LKNCY US	8,653	30.55	1.15	1.51	1.85	27%	24.3	18.5	15.1
整体均值							17%	29.7	25.7	22.3
蜜雪冰城	2097 HK	177,130	466.60	11.69	13.93	16.97	20%	37.1	31.1	25.6

注：港股数据基于 Wind 一致预测，其他数据基于 Bloomberg 一致预测；A 股数据截至 2025.4.18，港股及美股数据截至 2025.4.17；港股 EPS 为港币，美股为美元
 资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究预测

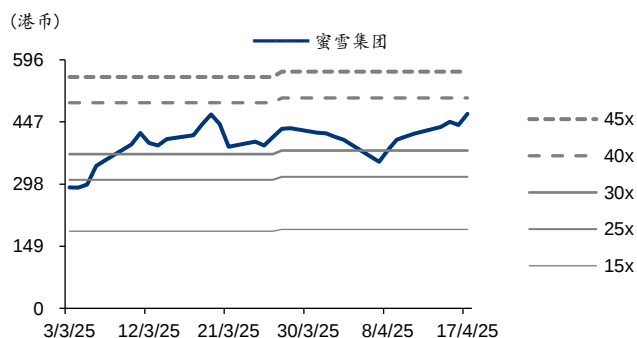
风险提示

拓店稀释同店收入：公司门店规模基数已相对较高，随门店不断加密，近距离开店或一定程度稀释同店收入。

海外表现不及预期：蜜雪冰城初进入海外市场，市场教育尚不充分，后续扩张和发展具有一定的不确定性。

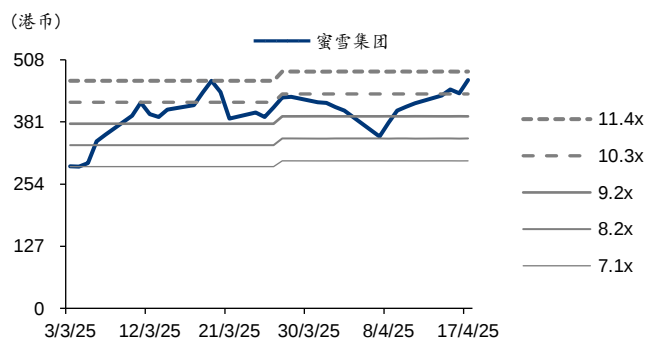
门店量价测算和实际偏差风险：远期门店数和单店收入为无外部因素扰动的理想测算值，和实际经营情况或有一定偏差。

图表140：蜜雪集团 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表141：蜜雪集团 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、曾琨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、曾琨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 蜜雪集团（2097 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 蜜雪集团（2097 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 蜜雪集团（2097 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司