

蜜雪集团 (02097.HK)

茶饮下沉与出海标杆，未来成长空间几何？

优于大市

核心观点

蜜雪集团：现制茶饮 NO.1，下沉与加盟标杆。成立于 1997 年的蜜雪集团聚焦提供 2-8 元高性价比产品，2015 年开启全国化扩张，2024 年底公司全球门店数达 46479 家，系全球门店规模最大现制饮品企业。2024 年，公司营收 248.3 亿元/+22.3%，归母净利润 44.4 亿元/+41.4%，收入/利润 CAGR（2021-2024 年）达 33.9%/32.4%，门店加盟模式主导，2024 年末国内三线及以下门店占比 57.4%、下沉城市为主战场。2024 年商品销售/设备销售/加盟服务收入占比分别 94.5%/3.0%/2.5%（毛利贡献占比 91.9%/1.9%/6.2%），面向加盟商的商品销售是创收核心。创始人兄弟持股 83%拥有绝对话语权。

现制茶饮：赛道百舸争流，蜜雪执牛耳。参考灼识咨询，2025 年现制茶饮市场规模约 3109 亿元，2023-2028 年复合增速约 19.7% 维持高速增长。2023 年 CR5 为 49%（GMV 口径），蜜雪冰城份额占 20.2%居首。茶饮出海方面，东南亚一般是各品牌首选，若以 2023 年出杯量计，蜜雪冰城市占率约 19.5%已拔头筹，但短期品牌竞争加剧，聚焦本土供应链与文化融入或为破局之法。

成长公式=单店创收*门店规模*供应链赋能。1) 单店创收=单店 GMV*成本抽成（约 40%），高复购大单品构筑店效基本盘，兼顾外卖平台扩容短期助力、消费渐进复苏及门店品牌结构变化，预计 2025-2027 年单店 GMV 为 145.4/149.3/152.7 万元，增速 4.8%/2.7%/2.3%，假设成本加成稳定在 40%，单店商品销售创收为 58.4/60.0/61.4 万元；2) 预计 2025-2027 年门店分别净增 7700/8855/8930 家，分别系蜜雪下沉（25-27 年净增 5.5/5.2/4.8k 家）、蜜雪出海（0.2/1.5/1.8k）及幸运咖（2/2.2/2.3k）主要驱动；3) 供应链规模提效，预计 2025-2027 年毛利率稳中有增分别为 32.5%/32.6%/32.7%。

门店突破 4.6 万后，我们还可以期待什么？5 年期维度测算，蜜雪集团门店规模有望达 10 万家，其中蜜雪国内（6.5 万）、海外（1.5 万）、幸运咖（1.5-2 万）分别贡献成长。若品牌扩张及供应链降本可顺利兑现，中性乐观假设下 2030 年蜜雪集团收入/归母净利润有望达 645/119 亿元。此外，公司致力孵化“雪王”IP 出圈，现制茶饮业务之外的 IP 商业化成长也值得期待。

投资建议：预计公司 2025-2027 年归母净利润为 55.4/66.5/78.3 亿元，同增 24.8%/20.1%/17.7%。考虑到现制饮品品牌在高势能期普遍享受估值溢价，兼顾蜜雪下沉出海及幸运咖潜在超预期可能，给与 2025 年 PE 目标 38-40x，对应未来 1 年合理 RMB 市值区间为 2104-2215 亿，较现价有 14.3-20.3%的涨幅空间，首次覆盖给予“优于大市”评级，密切关注各业务条线经营进展。

风险提示：宏观下行风险、行业竞争加剧、股东减持、门店扩张不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,302	24,829	30,834	36,729	43,097
(+/-%)	49.6%	22.3%	24.2%	19.1%	17.3%
归母净利润(百万元)	3137	4437	5535	6649	7828
(+/-%)	57.1%	41.4%	24.8%	20.1%	17.7%
每股收益(元)	8.26	11.69	14.58	17.51	20.62
EBIT Margin	15.2%	19.3%	21.3%	21.6%	21.8%
净资产收益率 (ROE)	29.9%	29.7%	27.0%	24.5%	22.4%
市盈率 (PE)	59.5	42.1	33.7	28.1	23.9
EV/EBITDA	59.7	38.9	28.6	23.9	20.4
市净率 (PB)	17.78	12.49	9.12	6.88	5.34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司深度报告

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

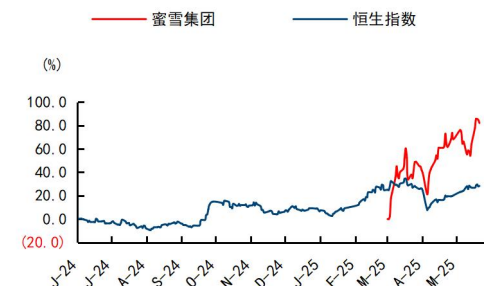
联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(首次)
合理估值 603.30 - 635.00 港元
收盘价 528.00 港元
总市值/流通市值 200439/79666 百万港元
52 周最高价/最低价 563.00/256.00 港元
近 3 个月日均成交额 374.11 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

写在前面	5
蜜雪集团：平价茶饮龙头，下沉与出海标杆	6
公司发展：城中村到千城万店，廿八载成就平价茶饮龙头	6
产品矩阵：定位聚焦高性价比，Top5 常青品出杯量超 4 成	7
管理分析：创始人兄弟持股 82.5%，明星产业资本云集	7
经营维度：下沉与加盟系核心战略，集团门店数超 4.6 万	9
现制茶饮：赛道百舸争流，蜜雪执牛耳	12
行业发展：从奶茶粉到鲜果茶，从消费升级到真实价值	12
市场规模：市场规模超 3000 亿，行业连锁化率稳步提升	13
竞争格局：市场格局呈现一超多强，蜜雪冰城规模居首	15
茶饮出海：东南亚是出海第一站，全球化之路需稳中求进	16
成长展望：供应链为根基，三驾马车驱动	20
成长公式=单店创收*门店规模*供应链赋能	20
驱动 1-单店创收：成本抽成预计稳定，单店 GMV 稳中有增	20
驱动 2-门店扩张：蜜雪下沉与出海并重，咖啡品牌加速布局	24
驱动 3-供应链赋能：IPO 资金继续夯实供应链，巩固成本优势	28
中期思考：门店突破 4.6 万后，我们还可以期待什么？	30
门店思考：中线维度，蜜雪集团门店规模有望约 10 万家	30
经营思考：中线维度，蜜雪收入/净利润规模有望达 645/119 亿元	33
更多思考：规模之上，品牌 IP 流量挖潜值得期待	33
盈利预测	36
估值讨论：现制茶饮品牌高势能成长期会享有估值溢价	36
投资建议：首次覆盖，给予公司“优于大市”评级	38
风险提示	39
附表：财务预测与估值	40

图表目录

图 1: 蜜雪集团发展历程复盘	6
图 2: 蜜雪集团全球发售后股权结构	8
图 3: 2024 年蜜雪集团收入贡献（左图）以及毛利贡献（右图）占比	10
图 4: 蜜雪集团海外门店扩张速度较快、且以下沉市场为主	11
图 5: 蜜雪集团收入以及利润规模及增速	11
图 6: 蜜雪集团毛利率以及归母净利率	11
图 7: 国内现制茶饮行业历史发展复盘	12
图 8: 中国内现制饮品市场规模（单位：十亿元）	13
图 9: 2023 年人均现制饮品年消费量（单位：杯/年）	13
图 10: 中国现制茶饮市场规模（按终端 GMV 计算）	14
图 11: 按价格带划分的中国现制茶饮店市场 GMV	14
图 12: 按 2023 年 GMV 计前五大现制茶饮品牌	15
图 13: 按 2023 年门店数前五大现制茶饮品牌门店数	15
图 14: 蜜雪冰城及甜啦啦门店城市线级分布对比	16
图 15: 甜啦啦核心单品示意图	16
图 16: 东南亚现制饮品市场（以 GMV 计市场规模）	16
图 17: 东南亚国家最新人口数据	16
图 18: 2023 年东南亚地区前三大现制茶饮品牌（按出杯量）	17
图 19: 印尼、越南现制茶饮市场竞争对手梳理	17
图 20: 国内咖啡行业发展历程梳理	18
图 21: 中国现磨咖啡市场以终端零售额计的市场规模	19
图 22: 我国 2023-2024 年人均咖啡消费频次	19
图 23: 中国现磨咖啡连锁品牌图谱	19
图 24: 蜜雪集团成长逻辑示意图	20
图 25: 2021 年-2024 年前三季度单店日均 GMV（单位：元）	21
图 26: 2021 年-2024 年前三季度单店日均订单数	21
图 27: 蜜雪集团 2021-2024 前三季度三方平台销售占比	23
图 28: 2025 年 5 月 1 日前入驻京东外卖的商家，全年免佣金	23
图 29: 2021 年以来蜜雪海外门店数及收入数据	25
图 30: 2024 年三季度末，海外市场不同国家门店数	25
图 31: 蜜雪冰城 7 年海外扩张经验复盘回顾	26
图 32: 幸运咖历史门店数据梳理	27
图 33: 幸运咖门店分布结构	27
图 34: 幸运咖“66 幸运季”活动海报	27
图 35: 蜜雪冰城供应链体系说明	29
图 36: 蜜雪集团的供应链飞轮效应	29
图 37: IPO 募集资金 66%用于扩大供应链产能	29

图 38: 2024 年底时, 大型连锁餐饮品牌中国区门店占比	31
图 39: 2024 年底, 咖啡赛道品牌门店数以及客单价定位	32
图 40: 蜜雪集团品牌“雪王 IP”构建思路	34
图 41: 2023 年蜜雪集团加大线上、线下投放	34
图 42: 蜜雪冰城、雪王 等相关话题在抖音的累计播放量已超过 500 亿次	34
图 43: 蜜雪冰城限量版跳舞公仔被炒到 500 多元	35
图 44: 蜜雪淘宝商铺数据	35
图 45: 星巴克动态 PE 估值水平	37
图 46: 星巴克 1991 年至今营收及业绩数据	37
表 1: 头部茶饮品牌 SKU 数据以及价格带梳理 (单位: 个、元)	7
表 2: IPO 股东解禁时间表整理	8
表 3: 蜜雪集团高管团队信息梳理	9
表 4: 蜜雪集团中国及海外加盟协议的主要条款	10
表 5: 蜜雪冰城上市融资资金计划用途	12
表 6: 平价茶饮头部品牌门店数量、客单价、核心单品、下沉市场布局梳理	15
表 7: 蜜雪冰城各线城市、海外市场单店模型以及幸运咖 2024 年单店模型	22
表 8: 不同时间开业的门店店效数据	22
表 9: 历史及未来 3 年单店创收及商品销售收入核心假设	23
表 10: 蜜雪集团国内分线级城市以及海外市场门店扩张核心假设	24
表 11: 幸运咖加盟费用以及加盟政策梳理	28
表 12: 公司历史毛利率水平梳理及假设展望	30
表 13: 人口密度测算蜜雪冰城国内门店空间	30
表 14: 蜜雪冰城海外已进入或者短期拟进入的国家以及对应人口数	32
表 15: 蜜雪集团中线维度经营情况假设	33
表 16: 蜜雪集团盈利预测表	36
表 17: 可比公司 PE 估值水平	38

写在前面

蜜雪集团如何从现制茶饮竞争中突围？我们曾在 2021 年 11 月外发连锁消费行业深度报告《**品牌定位篇：始于赛道 路径迥异**》中对茶饮行业未来发展做过剖析研判，现制茶饮行业很难通过产品研发做出品牌差异化，每当一家茶饮企业新品成为爆品后，同业竞争者可以短时间内研发出味道相仿甚至更胜一筹的饮品，换句话说，**以新品研发为核心经营思路的茶饮品牌是较难构筑自身竞争壁垒的，彼时现制茶饮行业玩家应对之策大致可分为成本优势&品牌溢价两大类思路**。在消费需求更趋理性的 2025 年，前者策略目前看来似乎更具备穿越经济周期的潜力，而平价茶饮龙头蜜雪集团则是践行规模优势反哺成本优势的佼佼者。

总体而言，依托供应链的飞轮效益，蜜雪冰城 2021 年至今实现了穿越经济周期的增长，在 2024 年集团门店总数突破 4.6 万家的当下，2025 年顺利登陆资本市场后，**蜜雪集团后续如何实现增长？下沉市场、品牌出海以及供应链赋能下新品牌发展前景展望如何？**上述议题是当下市场最为关心的话题，也将是本文关注的焦点。

蜜雪集团：平价茶饮龙头，下沉与出海标杆

公司发展：城中村到千城万店，廿八载成就平价茶饮龙头

蜜雪集团专注平价现制饮品赛道二十八载，成就港股首家千亿市值茶饮品牌。蜜雪集团成立于1997年，公司创始人张红超最初在郑州开设一家名为“寒流刨冰”的小店；1999年，品牌正式更名为“蜜雪冰城”；其后公司积极修炼标准化运营内功，2008年在河南省内及周边首度开放加盟；伴随能够覆盖全国的供应链网络体系形成，2015年蜜雪集团开启全国化扩张；2017年内部孵化新品牌幸运咖、2018年首度试水出海。2024年底，公司在中国及海外11个国家拥有超4.6万家门店，成为全球规模最大的现制饮品企业。2025年3月3日，公司在香港联合交易所主板正式挂牌上市，股票代码为02097.HK，成为港股市场首个市值突破千亿港元的现制茶饮品牌。

图1：蜜雪集团发展历程复盘



资料来源：公司官网、公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

1、初创与品牌建立（1997-2006年）：1997年，创始人张红超凭借3000元启动资金，在河南财经学院（现河南财经政法大学）附近的城中村燕庄开设“寒流刨冰”店，开启在现制饮品行业的创业之路。两年后，公司正式启用“蜜雪冰城”品牌名。2006年春，张红超敏锐洞察到冰淇淋市场的商机，经口味调研、配方购买，借助“蜜雪冰城超级冰堡”，推出标志性产品——鲜奶冰淇淋，该产品以其“一元一支”的超高性价比与美味口感，迅速收获消费者好评。

2、局部深耕与标准化运营（2007-2013 年）：2007 年，联合创始人张红甫加入，公司开始大力推动门店网络发展，随后确立“直营+加盟”双轨模式，并以加盟业务为主导，向河南及周边省份扩展。2012 年，公司成为了中国现制饮品行业中首家设立中央工厂的企业，标志着进入规模化运营阶段。伴随河南大咖国际食品有限公司的成立，公司开始自建供应链体系，以实现核心原料自给自足。2013 年，公司推出首款现制果饮冰鲜柠檬水，并逐步拓展采购网络至上游农产品领域。

3、布局全国与多品牌战略（2014-2017 年）：2014 年，公司通过实施“全中国一个郑州市”的免运费政策，依托落成于河南温县的首个仓储物流中心，自建专属物流体系，逐步构建起覆盖全国的供应链网络。2017 年，创立现磨咖啡品牌“幸运咖”，进一步丰富品牌矩阵，满足消费者多元化需求。

4、全球化布局与港交所上市（2018 年至今）：2018 年，蜜雪冰城首家海外店落地越南河内，正式开启在海外 13 个国家和地区的战略布局。同年，通过打造“蜜雪冰城”超级 IP 及终身代言人“雪王”，品牌影响力大幅提升。截至 2024 年底，公司全球门店数量超 4.6 万家，成为全球最大规模的现制饮品企业。2025 年 3 月，公司成功在港交所上市，也是首家市值超千亿的茶饮公司。

产品矩阵：定位聚焦高性价比，Top5 常青款出杯量超 4 成

TOP5 常青款出杯量占比超 4 成，产品定位 2-8 元高性价比。蜜雪冰城的前五大常青款产品为冰鲜柠檬水、新鲜冰淇淋、珍珠奶茶、蜜桃四季春和满杯百香果，2024 年前三季度，蜜雪冰城的前五大畅销常青款产品占国内总饮品出杯量约 41.2%，考虑到蜜雪冰城品牌 SKU 数高达 80+，蜜雪集团的大单品属性也较为显著。此外，在广受欢迎的常青款产品的基础上，公司还会定期推出符合时令和地域特色的季节性和区域性产品，如莓果三姐妹、桑葚莓莓、厚芋泥奶茶和香柠红茶等。

表 1：头部茶饮品牌 SKU 数据以及价格带梳理（单位：个、元）

	蜜雪冰城		古茗		茶百道		沪上阿姨		奈雪的茶		霸王茶姬	
	SKU	价格带	SKU	价格带	SKU	价格带	SKU	价格带	SKU	价格带	SKU	价格带
纯茶	5	5	3	6-7	2	7	1	7	2	9-11	6-11	16-23
奶茶	10	7-9	7	10-17	12	10-16	8	9-14	3	16-19	7-11	16-18
轻乳、牛乳茶	9	7-10	6	14-15	5	9.9-16	4	14-16	/	/	/	/
奶盖茶、雪顶	4	9	2	15	/	/	/	/	/	/	0-3	20-22
果茶、果蔬汁	22	5-10	13	2.5-20	16	13-22	30	11-24	15	18-24	2-4	18-20
咖啡	6	6-9	0-7	9-15.9	/	/	2	11-18	4	15-22	/	/
酸奶	/	/	/	/	4	14-18	1-4	15-21	3	21-25	/	/
冰淇淋	13	3-8	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
零食、茶包	18	0.5-3	2	1-2	/	/	2	3	19	5-109	/	/
烘焙	/	/	1-10	5-10.9	/	/	/	/	16-25	9.8-28	/	/
总计	87	/	34-50	/	39	/	48-51	/	52-71	/	15-29	/

资料来源：品牌小程序，国信证券经济研究所整理

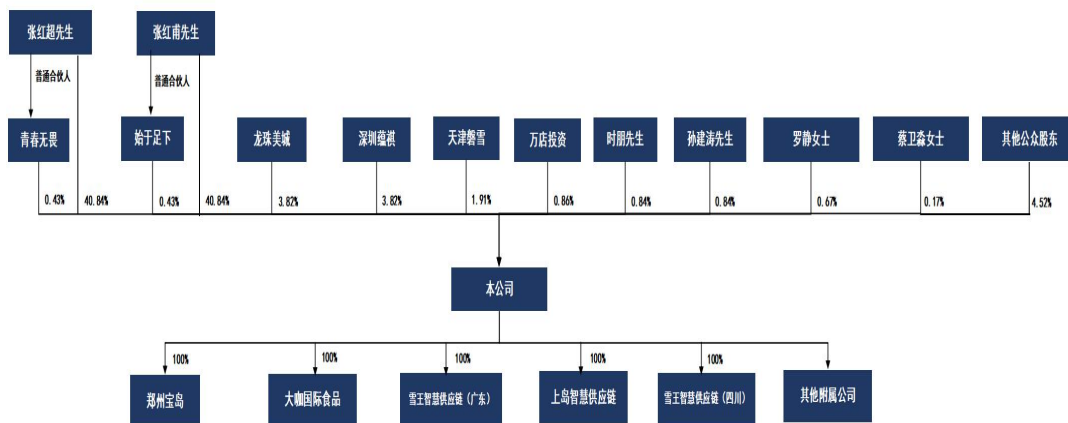
幸运咖核心产品价格区间为 5-10 元，同样主打性价比特点。2024 年底幸运咖门店突破 4500 家，也是公司重要的创收来源，幸运咖目前的现磨咖啡产品主要采用来自埃塞俄比亚、哥伦比亚、巴西和印度尼西亚等国的阿拉比卡咖啡豆，其他关键食材如牛乳也源自知名供应商。较畅销的产品包括美式咖啡、拿铁咖啡和椰椰拿铁，产品价格区间约 5-10 元。

管理分析：创始人兄弟持股 82.5%，明星产业资本云集

创始兄弟持股比例 82.54%，产业资本阵容强大。张红超、张红甫兄弟系一致行动

人合计持股 82.54%，拥有公司绝对控制权；高管也通过股权激励实现绑定，公司全球首席运营官时朋持股 0.84%，监事兼蜜雪冰城美洲大区负责人孙建涛持股 0.84%，前执行董事罗静持股 0.67%，执行董事兼前端供应链负责人蔡卫淼持股 0.17%，**高管团队持股合计 2.52%**。产业资本方面，龙珠美城/深圳蕴祺/天津磐雪/万店投资分别持股 3.82%/3.82%/1.91%/0.86%；**其他公众股东持续比例为 4.52%**。

图2：蜜雪集团全球发售后股权结构



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理
注：持股比例未考虑行使超额配股权

基石投资者锁定期为 6 个月，控股股东与高管持股锁定期 1 年。根据 2025 年 2 月 28 日发布的股权分配结果公告内容，遵照公司法规定，基石投资者和控股股东及高管分别需要遵守 6 个月和 12 个月的禁售限制，两次禁售股权解冻时间分别为 2025 年 9 月 2 日、2026 年 3 月 2 日。

表2：IPO 股东解禁时间表整理

股东类型	名称	须遵守禁售承诺的最后日期（上市日期为 2025 年 3 月 3 日）
控股股东	张红超先生	2026 年 3 月 2 日
	张红甫先生	2026 年 3 月 2 日
	青春无畏	2026 年 3 月 2 日
	始于足下	2026 年 3 月 2 日
基石投资者	M&G Investments(英卓投资管理)	2025 年 9 月 2 日
	HongShan Growth	2025 年 9 月 2 日
	Persistence Growth Limited	2025 年 9 月 2 日
	HHLR Fund	2025 年 9 月 2 日
	Long-Z Fund I, LP	2025 年 9 月 2 日
其他现有股东	龙珠美城	2026 年 3 月 2 日
	深圳蕴祺	2026 年 3 月 2 日
	天津磐雪	2026 年 3 月 2 日
	万店投资	2026 年 3 月 2 日
	时朋先生	2026 年 3 月 2 日
	孙建涛先生	2026 年 3 月 2 日
	罗静女士	2026 年 3 月 2 日
	蔡卫淼女士	2026 年 3 月 2 日
		2026 年 3 月 2 日

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

核心高管职权架构清晰，一线工作经验丰富。公司的执行董事由张红超、张红甫领导，并包含蔡卫淼和赵红果两名前、后端供应链负责人；3 位监事崔海静、于敏、孙建涛除负责监察董事及高级管理层的履职情况外，还分别负责财务中心、

人力资源中心和“蜜雪冰城”的美洲大区业务；公司高级管理层在集团内任职时间长，伴随企业成长，且有多线对应岗位的工作经验，首席财务官张渊先生也曾在多家金融机构就职，对整体财务管理及资本运营有丰富经验。

表3: 蜜雪集团高管团队信息梳理

管理层类型	姓名	年龄	职位	职责
执行董事	张红超先生	48岁	董事长兼执行董事（创始人）、提名委员会主席	全面负责集团的发展战略和企业文化
	张红甫先生	40岁	首席执行官兼执行董事（联合创始人）	全面负责集团的整体经营管理并领导高级管理团队
	蔡卫森女士	36岁	执行董事兼前端供应链负责人	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
	赵红果女士	36岁	执行董事兼后端供应链负责人	全面负责原材料采购、生产、后端基础研发和质量控制
独立非执行董事	潘慧妍女士	57岁	独立非执行董事	主要负责向董事会提供独立意见及判断（企业治理及合规风控等），前香港赛马会法律及合规事务执行总监，多家上市公司的前独立非执行董事
	朱玺先生	65岁	独立非执行董事、薪酬委员会主席	主要负责向董事会提供独立意见及判断（食品饮料、餐饮服务行业及财务和投资领域），现任天图投资管理合伙人
	黄宣德先生	59岁	独立非执行董事、审计委员会主席	主要负责向董事会提供独立意见及判断（财务及审计等），多家上市公司的前首席财务官、首席运营官、董事、独立非执行董事
	崔海静女士	38岁	监事会主席、财务中心部门负责人之一	主要负责监察董事及高级管理层的履职情况
监事	于敏女士	36岁	职工代表监事、人力资源中心的部门负责人之一	主要负责监察董事及高级管理层的履职情况
	孙建涛先生	37岁	监事、“蜜雪冰城”美洲大区负责人	主要负责监察董事及高级管理层的履职情况
	张红甫先生	40岁	首席执行官兼执行董事（联合创始人）	全面负责集团的整体经营管理并领导高级管理团队
高级管理层	蔡卫森女士	36岁	执行董事兼前端供应链负责人	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
	赵红果女士	36岁	执行董事兼后端供应链负责人	全面负责原材料采购、生产、后端基础研发和质量控制
	时朋先生	37岁	“蜜雪冰城”全球首席运营官	负责门店及加盟商运营管理
	张渊先生	34岁	首席财务官、雪王公益基金会理事长	主要负责集团的整体财务管理及资本运营，曾任职高瓴投资等多家金融机构

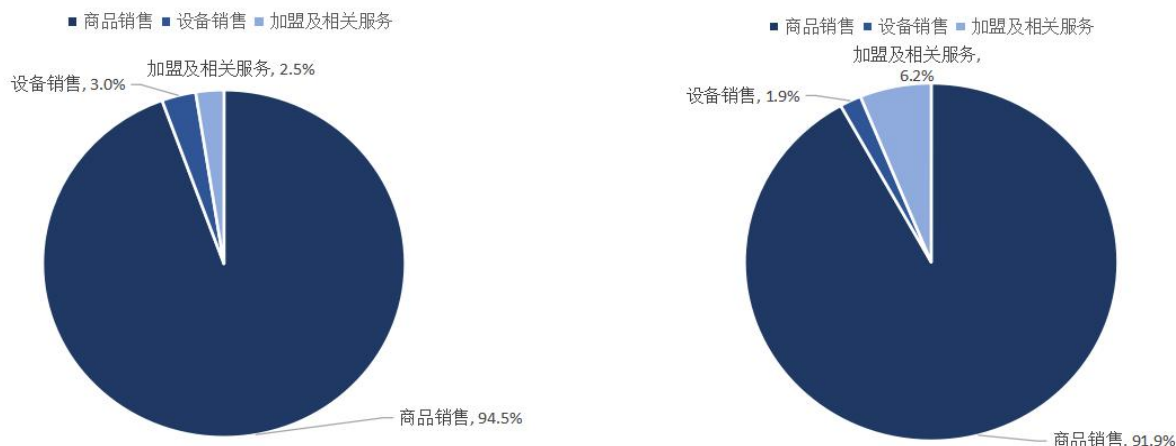
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营维度：下沉与加盟系核心战略，集团门店数超 4.6 万

围绕加盟模式创收是公司核心经营战略。公司面向加盟店的商品销售、设备销售以及加盟服务收入是核心收入构成，直营收入占比极低，围绕加盟模式创收是公司最核心收入利润来源。

商品销售是创收核心，毛利贡献占比 92%，设备销售与加盟服务次之。2024 年，商品销售、设备销售、加盟及相关服务收入占比分别为 94.5%、3.0%、2.5%，与直营模式公司直接并表门店收入与成本不同，面向加盟商的商品销售是蜜雪的创收来源，收入占比达 95%，其次为设备销售以及品牌加盟费。**毛利贡献角度看**，商品销售/设备销售/加盟及相关服务毛利率分别为 31.6%/19.9%/80.4%，对应三项业务毛利贡献分别为 91.9%/1.9%/6.2%，商品销售贡献依旧居前，加盟服务收入占比虽低，但由于毛利率较高也可贡献可观毛利。

图3：2024 年蜜雪集团收入贡献（左图）以及毛利贡献（右图）占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

品牌加盟策略：加盟初始费用门槛较低。据公司披露的中国及海外加盟协议的主要条款来看，加盟店的加盟费、管理费、培训费以及保证金（到期返还）均为一定周期内缴纳的固定金额，若按 2024 年财报最新数据计算，单店平均加盟费约 1.33 万元，初始门槛较低。此外物料、食材等原材料的供应链销售也未设置最低购买要求，以门店实际销售能力为主。

表4：蜜雪集团中国及海外加盟协议的主要条款

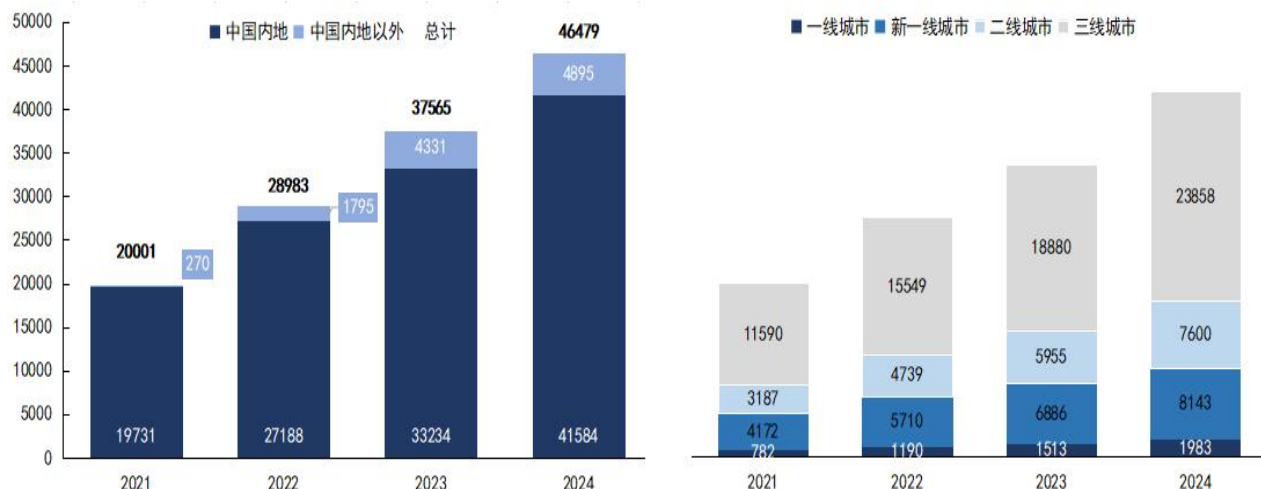
中国加盟商		海外加盟商（招股说明书仅披露印度尼西亚及越南）		
		印度尼西亚	越南	
期限	3-4 年，可续期	3 年，可续期		
费用	加盟费	0.7-1.1 万元，按城市级别浮动	不单独收取加盟费	1900 美元/店、3 年
	管理费	4800 元/店、年	3700-4900 美元/店、3 年	1400 美元/店、3 年
	培训费	2000 元/店、年	200 美元/店、3 年	280 美元/店、3 年
	保证金	20000 元/店，到期归还	2600 美元，到期归还	2900 美元，到期归还
集中采购及付款周期	加盟商需按照要求购买标准化的食材、包材、设备，未设置最低购买要求			
	需在发货前先支付款项		未披露海外加盟商采购协议付款要求	

资料来源：蜜雪集团招股说明书，国信证券经济研究所整理

门店复合增速（2021-2024 年）32.5%，出海扩张成效显著。2021-2024 年，总门店数复合增速为 32.5%，门店总数达 46479 家。**分经营模式看**，加盟门店占比达 99.99%，直营店为 17 家，仅作品牌展示使用，门店也是以加盟店为主；**分门店区域看**，中国国内门店数占比 89.5%（41584 家）、海外门店数占比为 10.5%（4895 家），海外市场印尼、越南门店规模居前；从门店增速看，2021-2024 年，国内门店复合增速为 32.5%，其中海外门店复合增速为 162.7%，**品牌出海成为门店保持快速扩张的新动能。**

国内乡镇下沉市场依旧是主战场。截至 2024 年末，中国国内门店中一线/新一线/二线/三线及以下门店数占比分别为 4.8%/19.6%/18.3%/57.4%，同比分别 +0.2pct/-1.1pct/+0.4pct/+0.6pct，目前中国约有 30000 个乡镇，在平价定位加持下，乡镇市场将为公司持续提供增长动能。

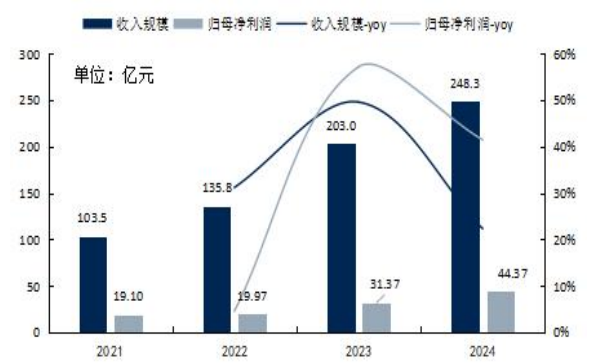
图4：蜜雪集团海外门店扩张速度较快、且以下沉市场为主



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

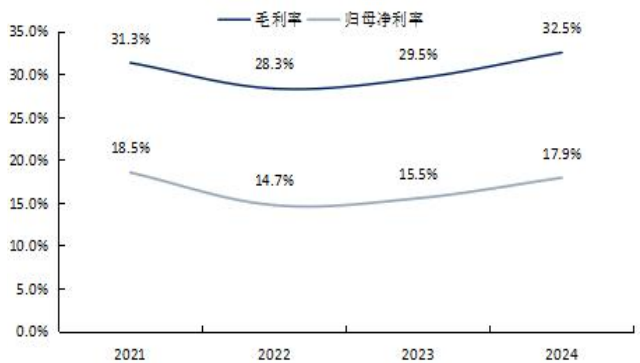
2024 年门店维持快速扩张，供应链赋能毛利率提升，暂不派发现金派息。2024 年，蜜雪冰城全年营业收入达 248.3 亿元/+22.3%；净利润 44.54 亿元/+39.8%，2021-2024 年收入归母净利润 CAGR 分别达 33.9%/32.4%。2022 年利润率触底后，其后公司利润率进入上升区间，2024 年公司毛利率/归母净利率分别提升 3.0/2.4pct，毛利率提升的核心驱动在于供应链赋能下的规模效应显现。

图5：蜜雪集团收入以及利润规模及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：蜜雪集团毛利率以及归母净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

IPO 资金净额为 32.91 亿港元，分别用于扩充国内&国际产能（66%）、IP 打造（12%）及数字化建设（12%）。本次 IPO 募集资金所得款净额为 32.91 亿港元，其中 66% 用于扩充产能，包括向中国国内的海南、河南等生产基地增建原材料相关的相关生产设施；其次公司将 12% 资金用于加强 IP 建设，以包括但不限于动画、电影和特色商品来扩充“雪王”的内容矩阵以及宣传物料的生产；剩余资金主要投向数字化建设方面，门店销售、生产、工程物流等方面将采用自主研发的模式推进，而前端运营将采用采购外部软硬件的模式进行。

表5: 蜜雪冰城上市融资资金计划用途

领域	计划
供应链建设（66%）	中国国内生产基地的扩建：由于食材的季节性等因素，一般在产能利用率达到临界点之前会开始生产设施的扩建： 1) 计划在 海南生产基地 建设专门生产冷冻水果、咖啡、糖浆、小料等产品的设施，预计至 2025 年将新增 17.3 万平方米的总规划建筑面积； 2) 在河南生产基地新建设提高独创新技术生产冰淇淋粉及其他乳制品的自产能力，预计 2-4 年扩充 8 万吨的年产能； 3) 此外，计划在 广西、重庆、安徽生产基地等建设新的设施 获改建现有设施以扩大我们生产其他食材如糖、茶、果、料等产品的产能； 4) 计划在 河南生产基地 新建办公楼、研发大楼等配套设施； 5) 将增加在包材和设备方面的产能。
	改扩建现有仓库并扩充现有仓库体系
	计划在 东南亚建立一个多功能供应链中心 ，主要系提升针对水果产品、小料等食材的本地化能力
	计划以 包括但不限于动画、电影和特色商品来扩充“雪王”的内容矩阵
	加强全渠道的市场推广 ，生产投放用于庞大门店网络的宣传物料
IP 建设与推广（12%）	完善智慧门店系统，包括自主研发可整合至门店运营中的 多功能销售终端设备 ，此外将投资于生产数字化项目，包括数字化生产及设备芜湖系统，数字化工程规划及数字化物流系统。另外对 前端运营，例如消费者管理系统和智能供应链系统以及中后台智能等将采用采购外部软硬件的模式进行。
数字化和智能化（12%）	

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

注：未考虑超额配股权行使

现制茶饮：赛道百舸争流，蜜雪执牛耳

行业发展：从奶茶粉到鲜果茶，从消费升级到真实价值

现制茶饮行业：从植脂末茶粉到真茶鲜奶鲜果，从消费升级到回归真实价值。从产品迭代路径看，20 世纪 90 年代是现制茶饮的萌芽期，产品早期以植脂末、茶粉调制的“无茶无奶”形态为主；伴随着行业连锁化提升，产品逐步迭代为“真茶、鲜奶、鲜果”的健康化配方，以作为对消费需求健康化的响应。从产品价格变化看，与产品迭代相对应，2005-2021 年间茶饮杯均价稳步抬升，过程中更是出现以喜茶、奈雪的茶为代表的高端茶饮品牌。2023 年以来，国内消费市场趋于理性，部分高端品牌发展受阻、行业加盟进展加速，现制茶饮行业也逐渐回归高性价比为主的真实需求。

图7：国内现制茶饮行业历史发展复盘



资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

1) 1980-2005 年：茶饮行业诞生，以茶粉调配、校园周边店为主

1990 年代，快可立以加盟模式加速珍珠奶茶的跨区域传播，通过自动封口机、标准化操作流程与中央厨房供应体系，快可立成为首个大型茶饮连锁品牌。与此同时，“避风塘”、“七杯茶”等品牌涌现。首批风靡的茶饮连锁品牌主打茶粉与植脂末调配的平价饮品，以学生群体为核心客群，门店密集分布于校园周边，形成“5 元时代”的消费基础。

2) 2006-2015 年：产品进入真茶汤时代，消费客群也更为宽泛

2006 年后，CoCo 都可、快乐柠檬等品牌崛起，推动茶饮进入真茶汤+鲜奶时代。新一轮茶饮品牌价格带明显提升，达到 10-20 元。同时门店也逐步开进商圈写字楼，目标客群扩展至白领与年轻消费者。

3) 2016-2020 年：鲜果茶时代与“高端化”叙事

2016 年，奈雪的茶与喜茶纷纷推出招牌鲜果茶产品，二者核心单品“霸气杨梅”“满杯西柚”推动鲜果茶从边缘品类跃升为主流。同期，茶颜悦色凭借“中茶西做”的差异化国风定位和相对高性价比的产品，迅速扩大品牌声量，同时由于彼时其仅聚焦于长沙市场，产品供给的稀缺性进一步扩大产品讨论热度。总体而言，此阶段行业呈现“高端化”及“网红化”特征，果茶品类有单杯价格一举突破 30 元，常有现制茶饮店排队时间长达数小时。

4) 2021 年-至今：回归真实价值与健康需求

高价茶饮品牌扩张遇阻，行业需求回归真实价值。过去高价茶饮品牌声量虽大，但就规模而言在现制茶饮消费市场仍偏小众，且存在门店下沉的难题。在此背景下 2022 年以喜茶为代表的高端茶饮宣布降价，主流产品价格全面降至 30 元以内。另一方面期间内平价现制茶饮品牌蜜雪冰城凭借自有 IP 和亲民的价格出圈，古茗、沪上阿姨、茶百道等品牌逐步形成中价鲜果茶新势能，霸王茶姬主打高端的原叶轻乳茶定价也约在 17-22 元区间，总体而言，茶饮行业回归真实需求主导。

市场规模：市场规模超 3000 亿，行业连锁化率稳步提升

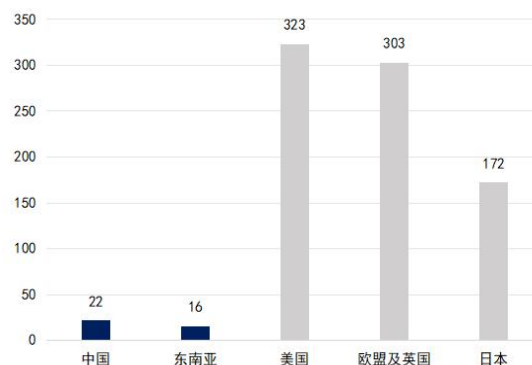
现制饮品市场（含茶饮、咖啡等）规模已超 5000 亿元，CAGR（2023-2028 年）约 17.6%。现制饮品是相对包装饮品的概念，指通过现榨、现磨、现调等方式现场制作的茶饮、果汁、咖啡等非酒精饮料。根据灼识咨询数据，截至 2023 年，现制饮品市场规模已达 5175 亿元，且于 2018-2023 年期间维持 22.5%的年复合增长率，预计 2023-2028 年间仍将维持 17.6%的年复合增长率。

图8：中国内现制饮品市场规模（单位：十亿元）



资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图9：2023 年人均现制饮品年消费量（单位：杯/年）

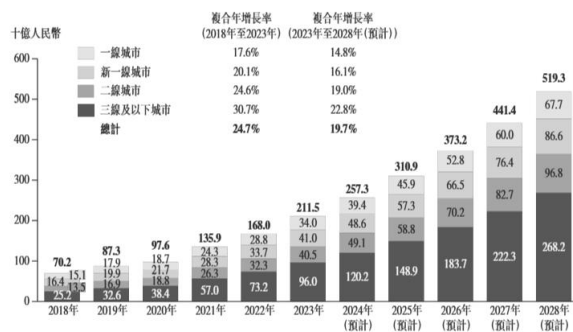


资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

消费习惯养成及供给连锁化率提升带动行业规模扩容。现制茶饮赛道高速成长背后有两大助推因素：1) **消费习惯形成。**据灼识咨询数据，2023 年我国现制饮品消费占饮用水摄入量百分比仅 1.6%，横向对比发达国家美国（19.2%）、欧盟及英国（19.1%）、日本（13.4%）仍有较大提升空间，后续随我国人均可支配收入提升，差距有望缩小。2) **供给端连锁化率提升。**现制饮品行业标准化程度高、单店投资低，横向对比餐饮品类更易连锁化。据餐宝典数据，2023 年中国茶饮行业连锁化率高达 49.1%，预计 2024 年约 51.6%。

2025 年现制茶饮市场规模约 3109 亿元，市场规模 CAGR（2023–2028 年）约 19.7%。据灼识咨询数据，现制茶饮市场 2025 年市场规模约 3109 亿元，2018–2023 年市场规模复合增速达到 24.7%，预计 2023–2028 年市场规模复合增速约 19.7%，仍然保持可观增长。**若按价格带划分**，大众现制茶饮店（产品均价 10–20 元）系现制茶饮店赛道中 GMV 最大细分赛道，其次为平价现制茶饮店。通常而言，中国现制茶饮店分为平价（均价<10 元）、大众/中端（10–20 元）、高端（>20 元）三类价格带。据灼识咨询数据，中国大众现制茶饮店市场 GMV 由 2018 年的人民币 364 亿元增长至 2023 年的 1086 亿元，年复合增长率达 24.4%。**蜜雪集团所在平价现制茶饮店为第二大细分赛道，预计 2024–2028 年复合年增长率维持 20.1%增速。**

图 10：中国现制茶饮市场规模（按终端 GMV 计算）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 11：按价格带划分的中国现制茶饮店市场 GMV

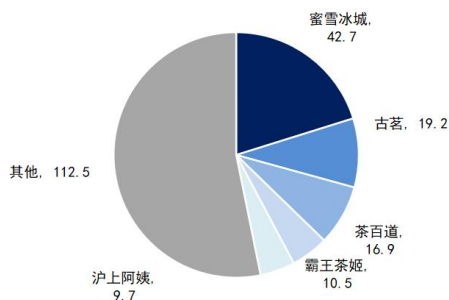


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

竞争格局：市场格局呈现一超多强，蜜雪冰城规模居首

2023 年前五大现制茶饮品牌 GMV 占比约 5 成，蜜雪冰城领先优势明显。根据 2023 年现制茶饮行业竞争格局数据，蜜雪冰城以绝对优势占据市场主导地位，其 GMV 占比达 427 亿元，门店数突破 3 万家，分别超过第二名古茗（GMV 192 亿元、门店约 9000 家）和茶百道（GMV 169 亿元、门店约 7801 家）的总和。总体而言，行业呈现“一超多强”格局，前五品牌合计 GMV 占比约 49%。

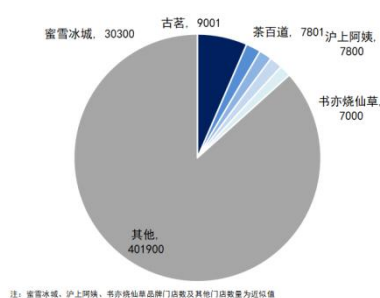
图12：按 2023 年 GMV 计前五大现制茶饮品牌



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

注：单位为十亿元，具体公司名称为参考窄门餐眼数据推测

图13：按 2023 年门店数前五大现制茶饮品牌门店数



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

注：具体公司名称为参考窄门餐眼数据推测

横向对比平价现制茶饮赛道（甜啦啦、益禾堂），蜜雪冰城优势依旧突出。根据窄门餐眼 2025 年 5 月数据，蜜雪冰城以 3.5 万家门店的绝对规模优势主导市场。甜啦啦（5901 家）和益禾堂（5842 家）作为第二梯队快速崛起，前者以“9.9 元水果茶桶”策略和低加盟成本实现 2023/2024 年分别新增 2929/1873 家门店；后者深耕高校经济，通过“8-12 元学生套餐”和定制化装修补贴在三四线城市加速扩张。区域性品牌如快乐番薯（1956 家）和阿水大杯茶（1431 家）则通过差异化品类创新维持局部优势，前者以“茶饮+烤番薯”组合绑定社区早餐场景，后者聚焦北方市场推出 700ml 大杯型产品巩固区域客群。整体而言，平价现制茶饮赛道近年涌现一些新兴品牌，但在规模上蜜雪冰城仍具备较明显优势。

表6：平价茶饮头部品牌门店数量、客单价、核心单品、下沉市场布局梳理

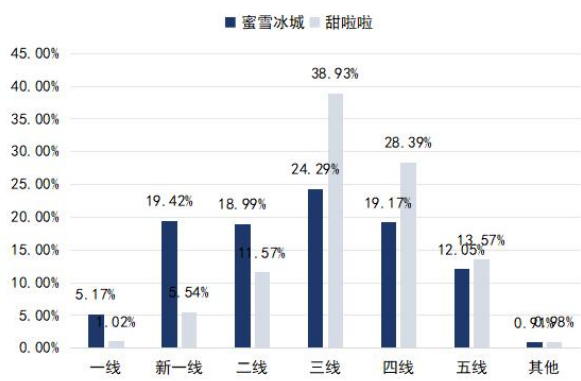
品牌名称	门店数量	客单价	核心单品	覆盖城市	三线及以下线城市占比
蜜雪冰城	35100	7.34	冰鲜柠檬水（5 元）	365	55.5%
甜啦啦	5901	9.17	2 斤装果茶（9 元）	321	80.9%
益禾堂	5842	9.44	益禾烤奶（9 元）	303	66.3%
快乐番薯	1956	11.57	招牌薯圆奶茶（9 元）	230	53.3%
阿水大杯茶	1431	12.33	茉香奶绿（11 元）	41	55.3%

资料来源：窄门餐眼（2025.05）、国信证券经济研究所整理

PK 甜啦啦，甜啦啦主打鲜果茶、低价策略对选址限制较大，聚焦下沉市场品牌声量仍待放大。甜啦啦是由安徽汇旺餐饮管理有限公司于 2015 年创立的现制茶饮品牌，以“高质平价”为核心策略，专注于下沉市场布局，通过“小店模式+极致性价比”的产品矩阵实现快速扩张。该品牌以鲜果茶为核心单品，推出 10 元“一桶水果茶”等爆款产品。横向对比来看，公司鲜果茶产品定价远低于同行，产品毛利率也相对低，据甜啦啦招商手册 2023 年数据，甜啦啦门店层面毛利率约 55%，要低于蜜雪冰城等门店层面 60% 的毛利率，因此为保证一定盈利能力，公司门店主要集中分布于租金较低区域，如三线及以下城市，重点围绕学校、社区、商圈，

同时建议加盟商打造小店模型。据窄门餐眼数据显示，2025 年 5 月，甜啦啦三线及以下城市门店占比 80.9%（折算约 4800 家门店），而蜜雪冰城为 55.5%（折算约 20000 家门店）。相较蜜雪冰城从郑州发家逐步下沉，甜啦啦则本身更具下沉基因。在品牌声量上二者同样存在一定差异，蜜雪冰城凭借“雪王”IP 和洗脑主题曲形成强大的消费者心智占领，其抖音粉丝量（375 万，2025 年 5 月 12 日数据）远超甜啦啦的 124 万。

图 14: 蜜雪冰城及甜啦啦门店城市线级分布对比



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

图 15: 甜啦啦核心单品示意图

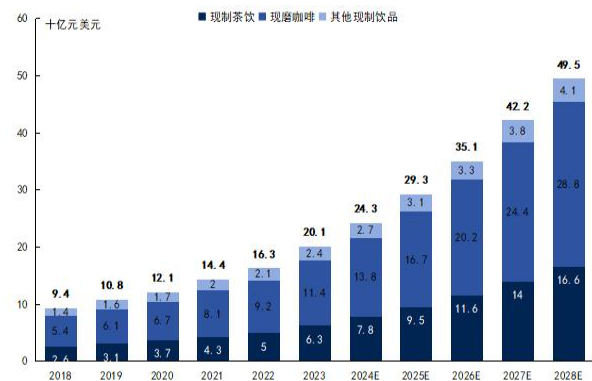


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

茶饮出海：东南亚是出海第一站，全球化之路需稳中求进

兼顾地域消费偏好&人口结构，东南亚系茶饮出海第一站。人口结构方面，据观研天下数据，2021 年东南亚 20-54 岁人口占比高达 51.0%，年轻群体对新茶饮新兴消费趋势的接受度高，且随着中产阶级规模扩大，消费升级需求将持续释放。消费偏好方面，东南亚地处热带，湿热气候推动冷饮消费旺盛需求，同时整体口味偏好甜食。文化基因层面，东南亚与中国共享悠久的饮茶传统，使得东南亚消费者对茶饮的接受度显著高于欧美市场。结合上述原因，东南亚往往为国内茶饮品牌出海首选市场。

图 16: 东南亚现制饮品市场（以 GMV 计市场规模）



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

图 17: 东南亚国家最新人口数据



资料来源：IMF 数据，国信证券经济研究所整理

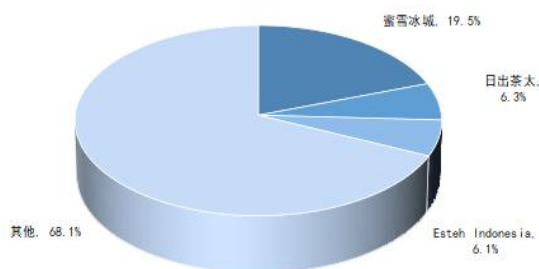
东南亚茶饮市场规模超 680 亿人民币，印尼规模居首。参考灼识咨询数据，2025

年东南亚现制茶饮市场规模约 95 亿美元（按汇率 USD/CNY=7.2168 计算，686 亿人民币），且 2023-2028 年市场规模复合增速为 21.4%。据 UhooGlobal 统计数据，印度尼西亚是东南亚最大茶饮市场，得益于年轻人口红利（人口基数最大，其中 41% 为 18-35 岁）与全年高温气候，当然市场竞争也较为激烈；泰国市场规模次之，其后为越南、马来西亚（华人比例超 20%）等。

东南亚竞争格局：东南亚现制饮品连锁化率仍低，蜜雪冰城出海已拔头筹。蜜雪冰城招股书数据显示，2023 年东南亚现制茶饮市场连锁化率约 25%，显著低于中国市场。目前蜜雪冰城在东南亚市场拥有超 4000 家门店，若以 2023 年出杯量计算，蜜雪冰城在东南亚市占率达 19.5%，系东南亚地区最大的现制茶饮品牌。

具体看东南亚竞争对手，平价价格带以蜜雪冰城、日出茶太、Esteh、Haus、CoCo 都可等品牌为以代表，主打高性价比与社区覆盖，布局在学校、地铁站等高流量区域，产品以经典珍珠奶茶、水果茶为主，客单价集中在 2 美元以下价格区间，满足日常高频消费需求。大众价格带包括霸王茶姬、KOI（新加坡本地品牌）等，门店布局聚焦于中高端商场与办公区，客单价集中在 2-5 美元区间，产品相对注重品质，目标客群为白领与年轻家庭。高端价格带以喜茶、奈雪的茶、KOI Signature 为主，占据高端商场核心位置，客单价高于 5 美元，提供差异化产品如“水果茶配奶盖”“酒精奶茶”等创新组合，强调场景体验与社交属性。

图 18：2023 年东南亚地区前三大现制茶饮品牌（按出杯量）



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 19：印尼、越南现制茶饮市场竞争对手梳理

品牌	门店数	进入越南时间	来源地	价格
蜜雪冰城	1304+	2018	中国大陆	3-8元
TocoToco	700+	2013	越南河内	7-11元
Ding Tea	200+	2013	中国台湾	7-14元
Royaltea	200~	2017	中国香港	12.5-15.5元
BoBaPop	150+	2013	中国香港	10-13元
资料来源：山海图越南，各品牌官网、菜单				
品牌	门店数	进入印尼时间	来源地	价格
蜜雪冰城	2667+	2020	中国大陆	2-10元
Esteh Indonesia	1000+	2018	印尼	3-9元
Momoyo	600+	2023	中国大陆	2-10元
Chatime	460+	2011	中国台湾	11-15元
冰雪时光	100~	2023	中国大陆	6.5-10元

资料来源：各品牌官网、国信证券经济研究所整理

茶饮出海龙头蜜雪已率先变奏降速，聚焦压实基本功。参考《中国企业家》访谈内容，经过过去几年的门店快速扩张，2024 年蜜雪集团海外门店仅净增 564 家，较 2022-2023 年的 1536 家/2537 家大幅放缓，目前公司内部更加聚焦修炼内功蓄力未来发展。伴随海外门店规模扩大，人才标准随之迭代，不仅要懂业务、会管理，更要有组织搭建能力。供应链方面，物流硬件设施与通路资源，国内国外也无法同日而语，据蜜雪冰城招股书，目前在中国国内 90% 的县级行政区划里，公司可以实现物流配送 12 小时触达，而印尼则是一个“千岛之国”，“上船下船，上岛下岛”的运输拉长了配送周期。

东南亚之外，全球化布局更考验品牌因地制宜的能力。除东南亚出海如火如荼外，诸如中东市场（阿联酋、沙特、卡塔尔）、美洲市场（美国、加拿大、巴西、墨西哥、阿根廷）、欧洲市场（英法德）、日韩、非洲市场不同品牌也均有布局。但与东南亚能够共享国内供应链、文化环境与国内较为类似不同，**全球其他区域呈现较为明显的地域差异，不同地区的消费习惯、竞争格局差异也要求不同品牌走出不同的发展路径**，如日本食品安全标准严苛进入门槛高、中东则需规避宗教禁忌，不同国家的均需品牌因地制宜。整体而言，茶饮全球化出海本质是“文化

融合+供应链能力”的双重输出，最终的胜负手还是在于精准定位目标市场、灵活调整产品策略，并构建可持续的本地化运营体系，建议关注茶饮出海在不同国家的发展情况。

咖啡行业：规模增速最快饮品赛道，幸运咖专注下沉市场

上文从行业发展历程、市场规模、竞争格局以及出海展望等角度分析了现制茶饮行业，但如今的蜜雪冰城已经发展成以现制茶饮为品牌根基，依托上游完善的供应链禀赋，积极尝试跨界咖啡赛道，因此本小结也会兼顾对比分析咖啡行业。

与现制茶饮不同，咖啡作为舶来品初入中国时便定位高端，现今品牌定位更趋多元。20世纪80年代，以雀巢、麦斯威尔为代表的速溶咖啡品牌完成了对国内消费者第一轮教育；其后国内陆续出现上岛咖啡、星巴克等高端咖啡品牌，虽消费者教育比较成功，但是平价的价格带一直空缺，这也为其后瑞幸咖啡、库迪咖啡等品牌的出现提供了发展契机；与此同时，伴随瑞幸等品牌对消费者的进一步教育，部分消费者也追求更个性化的小型精品咖啡店品牌，如M Stand、Seesaw等。

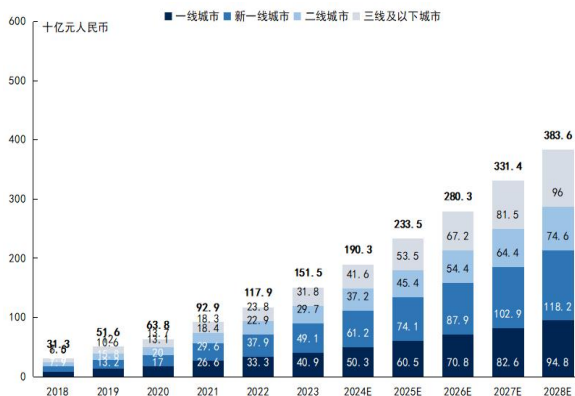
图20：国内咖啡行业发展历程梳理



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

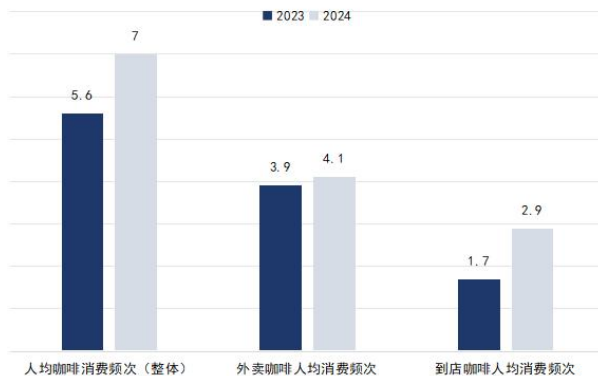
行业发展阶段、功能性消费差异，咖啡赛道规模增速快于现制茶饮。参考灼识咨询数据，从赛道增速看，现磨咖啡复合年均增速（2018-2023年）为37.1%，高于同期现制茶饮市场的CAGR（24.7%），且CAGR（2023-2028年）约为24.7%，增速同样快于现制茶饮赛道，两个赛道未来增速展望有差异，背后原因系VS现制茶饮的糖分摄入&社交属性，咖啡消费需求更偏提神醒脑、缓解疲劳为主的功能性，需求粘性更强；其次咖啡市场在国内仍处偏市场教育阶段，与较为成熟的现制茶饮市场的发展阶段也有所差异。此外，竞争格局不同边际上也有扰动。

图21：中国现磨咖啡市场以终端零售额计的市场规模



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

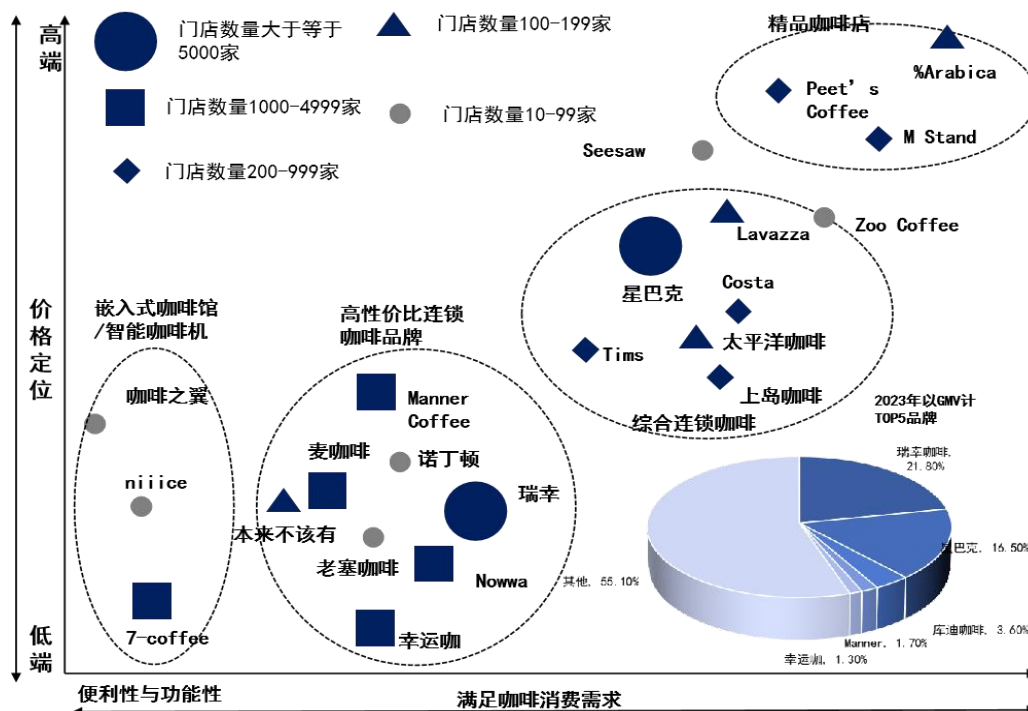
图22：我国 2023-2024 年人均咖啡消费频次



资料来源：美团，国信证券经济研究所整理

瑞幸门店规模居首，幸运咖主打平价下沉。参考灼识咨询数据，按照 2023 年终端零售额占比看，瑞幸咖啡以 21.8%居首，星巴克市占率约 16.5%次之，库迪（3.6%）、Manner（1.7%）分列三四名，蜜雪副牌幸运咖位列第五、市场占有率约 1.3%，平价定位下专注于低线城市。展望未来，咖啡消费部分转向功能性刚需，横向来看高性价比咖啡赛道更易跑出大规模连锁化门店，精品咖啡则更加偏向追求小而精。中国高性价比咖啡赛道已形成以瑞幸咖啡（门店超 23000 家，窄门餐眼 2025 年 5 月数据，下同）、库迪咖啡（9859 家）、幸运咖（3486 家）、Manner Coffee（1795 家）、挪瓦咖啡（1174 家）的头部品牌矩阵。

图23：中国现磨咖啡连锁品牌图谱



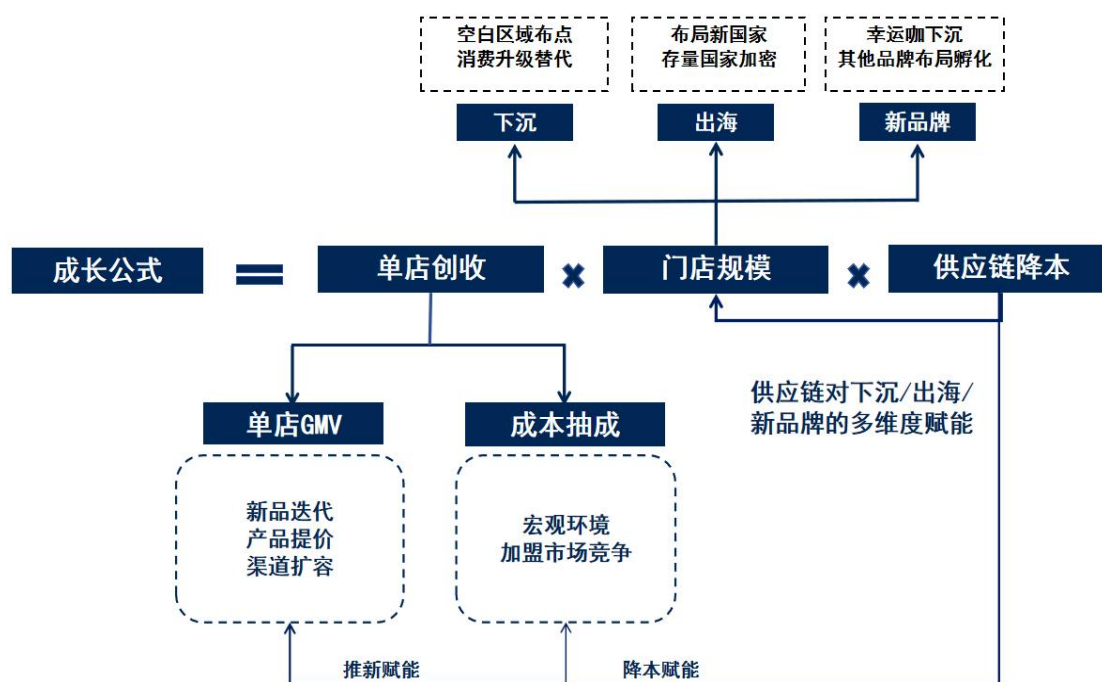
资料来源：灼识咨询、窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

成长展望：供应链为根基，三驾马车驱动

成长公式=单店创收*门店规模*供应链赋能

蜜雪集团的成长逻辑可以简化概括为门店规模*单店创收，同时规模效应带动的供应链降本边际上放大盈利能力。门店规模决定公司成长的天花板，除去在传统高能点位布局门店外，品牌也可通过低线下沉、出海探索以及孵化协同性的新品牌等方式扩大门店规模天花板；单店创收（店效*成本加成）经营最核心的景气度指标，对应在蜜雪集团也即公司针对加盟单店的商品销售收入，在成本加成（约40%）相对稳定的情况下，越高的店效意味着更高的商品销售收入。与此同时，优秀的单店表现也能吸引更多加盟商加入，提升潜在的门店规模空间；最后，供应链是所有加盟模式为主公司的定海神针，稳定的供应链体系保障食品安全的稳定性同时，可通过采购的规模效应反哺门店端，提升门店端的盈利能力。下文我们将就三条主线的成长逻辑进行拆分分析。

图24：蜜雪集团成长逻辑示意图



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

驱动 1-单店创收：成本抽成预计稳定，单店 GMV 稳中有增

单店创收=单店 GMV*成本抽成（约 40%）。在第一章节我们曾分析，蜜雪集团核心创收来源系针对加盟店的商品销售，即终端门店的原材料（含包材等）需要全部从公司采购，单店销售额越高对应原材料进货需求越大。成本抽成方面，为保证加盟商门店端盈利能力稳定，商品定价上也会保证加盟商的毛利率稳定，据我们测算成本加成就约 40%，如 2021-2024 年公司来自于加盟单店商品销售收入分别为 58.1/51.2/57.6/55.8 万元，相对应加盟店年均 GMV 分别为 140.2/125.3/143.7/138.7 万元，对应原材料成本占比分别为 41.5%/40.9%/40.1%/40.2%，换个角度看，蜜雪旗下加盟店门店毛利率水平约 60%。

多因素致 2024 年单店 GMV 同比表现走低。根据公司招股书披露数据，2024 年前三季度，公司平均单店日均 GMV 约 4184.4 元，同比下降 5.3%，其中单店日均订单量为 367 单，同比下降 2.4%，若简单拆分量价关系，预计单均价格同比走低约 3%，受宏观消费复苏节奏、业内低价竞争以及下沉门店&咖啡新品牌占比提升等因素扰动，2024 年前三季度单店终端经营呈现量价同步走低趋势。

图25: 2021 年-2024 年前三季度单店日均 GMV（单位：元）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图26: 2021 年-2024 年前三季度单店日均订单数



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

结合前文分析，我们初步可得，一般而言为了保障加盟商盈利能力，成本抽成一般较为稳定，因此加盟单店的 GMV 是决定单店创收的最核心驱动因子，因此下文我们将重点分析各品牌的单店模型。

1) 单店模型：高线城市门店收入较高，低线城市盈利能力更优

蜜雪冰城单店模型：高线城市门店收入更优，下沉市场成本优势显著。参考报告鱼仔公众号探店情况以及公司招股书等数据，可知一线城市月均 GMV 约 15.3 万元，但员工薪酬、门店租金占比相对更高，据测算门店利润率约 11.7%；而新一线、二线城市以及三线及以下城市，门店收入与订单量虽低于一线城市，但核心成本项如员工薪酬、门店租金占比更低，门店利润率反而高于一线城市，分别为 18.4%/21.4%。海外市场方面，由于外卖订单占比较低以及仍处于品牌认知阶段，我们预计平均单店收入水平与国内低线城市收入相当，其中特别需要提及的是，海外由于暂未形成供应链的规模效用以及路途损耗，毛利率显著低于国内，但人工与租金占比同样较优，因此门店利润率预计约 17.4%，盈利能力同样较优。

幸运咖单店模型：专注下沉市场，测算门店利润率约 15.9%。与蜜雪在各线城市均有布局相比，幸运咖主要专注于三线及以下城市区域，据报告鱼仔公众号数据测算，一家幸运咖月均 GMV 约 8.4 万元，综合毛利率、员工成本、租金占比以及加盟费用等，门店利润率预计约 15.9%。

表7：蜜雪冰城各线城市、海外市场单店模型以及幸运咖 2024 年单店模型

单位：元	蜜雪冰城				幸运咖
核心指标	一线城市	新一线&二线城市	三线及以下城市	海外（平均）	三线及以下
日均单量	415	375	340	320	280
订单均价（元）	12.3	11.3	10.8	11.5	10
日均 GMV	5104.5	4237.5	3672	3680	2800
1、月均门店 GMV	153135	127125	110160	110400	84000
2、门店毛利润	65848.05	57206.25	50673.6	46368	38640
门店毛利率	43.0%	45.0%	46.0%	42.0%	46.0%
食材成本（考虑门店损耗）	45.0%	45.0%	45.0%	55.0%	45.0%
线上订单占比	60%	50%	45%	15%	45%
平台渠道 GMV	91881	63562.5	49572	16560	37800
平台抽成	20%	20%	20%	20%	20%
3、月租金成本	19250	14000	12600	12600	11200
%	12.6%	11.0%	11.4%	11.4%	13.3%
租金成本（元/月/m²）	550	350	280	280	280
门店面积	35	40	45	45	40
4、员工薪酬	22750	14400	9600	9600	9600
%	14.9%	11.3%	8.7%	8.7%	11.4%
员工人数	3.5	3	3	3	3
月均薪酬（元/月）	6500	4800	3200	3200	3200
5、设备损耗（7 万初始开支，3 年期）	1944	1944	1944	1944	1458
6、水电开支	4000	3500	3000	3000	3000
%	2.6%	2.8%	2.7%	2.7%	3.6%
7、其他开支（加盟费、培训费）	1483	1400	1317	1317	1417
8、门店利润	17904	23362	23529	19224	13382
%	11.7%	18.4%	21.4%	17.4%	15.9%

资料来源：报告鱼仔、公司招股说明书，国信证券经济研究所整理预测

2) GMV 趋势：高复购大单品构筑基本盘，消费复苏&渠道扩容助力品牌 GMV 增长

展望单店 GMV 未来发展，在大单品构筑的销售基本盘基础上，伴随产品推进、价格提升以及销售渠道扩容，我们预计未来 3 年单店 GMV 仍会稳中有增：

高性价比大单品保证复购，构筑加盟店短期销售基本盘。与大多数茶饮品牌不同，蜜雪集团是拥有明确拳头产品的大单品策略公司。2024 年前三季度，蜜雪旗下核心 5 款常青单品饮品出杯量占比约 41.2%，大单品保证品牌的复购。公司核心常青单品价格分别为 2-7 元不等，横向对比具备极高性价比，时尚流行风险也较低，易在消费者群体中形成了穿越消费周期的粘性，如据灼识咨询数据，2023 年中国每 10 杯现制柠檬水中有超过 8 杯来自于蜜雪冰城。结合招股书数据看，不同时点开业的加盟店店效逐渐稳步提升。

表8：不同时间开业的门店店效数据

	2021	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3
2021 年或者之前开业的门店	4144.6	4010.8	4492.8	4754.9	4746.2
2022 年开业的门店		3592.0	3856.5	4000.4	3930.8
2023 年开业的门店			3302.1	3777.7	3468.0
2024 年开业的门店					3989.3

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

消费渐进复苏、消费渠道扩容综合助力，预计 GMV 仍可稳中有升。1) 价格回暖：首先公司自 2024 年三季度以来，考虑行业玩家竞争策略变化，公司也在逐步收窄门店产品的折扣力度。其次，2024 年 12 月 16 日起，公司广州、深圳、北京部分

门店小程序发布公告，门店堂食/小程序 APP 饮品（含冰淇淋系列）门市价加 1 元”。考虑到产品提价自 2024 年下半年开始，因此 2025 上半年门店销售有望持续受益于产品价格的提升；2）线上渠道扩容带动：公司招股书数据显示，公司超 50% 产品销售占比来自于第三方线上平台销售（小程序、美团、饿了么等），考虑到茶饮产品与外卖的高适配性，本身线上化率已较高。但 2025 年以来，线上外卖平台竞争边际又有加剧，京东、淘宝纷纷入局即时零售赛道，且通过高额补贴形式邀请商家进驻，其中茶饮品牌是平台重点发力赛道，受益于线上渠道多元化趋势以及平台补贴力度提升，门店销售尤其是单量方面短期将显著受益。

图 27：蜜雪集团 2021-2024 前三季度三方平台销售占比



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 28：2025 年 5 月 1 日前入驻京东外卖的商家，全年免佣金



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

品牌单店 GMV 稳中有升，但伴随店效绝对值较低的下沉/海外/咖啡门店占比提升，综合店效增速边际有所抵消。我们预计 2025-2027 年蜜雪冰城单店 GMV 分别同比增 6.5%/3.5%/3.2%，其中 2025 年增速较快主要考虑到京东淘宝平台入局外卖带动，其后增速回归相对稳健，幸运咖单店 2025-2027 年 GMV 基本稳定持平，主要考虑门店处于快速扩张期，短期分流与单店店效提升中和。与此同时，我们同步观测到伴随蜜雪下沉、海外以及幸运咖占比提升，门店结构变化也会带来的综合店效结构性边际走低，综上所述，我们预计 2025-2027 年单店 GMV 分别为 145.4/149.3/152.7 万元，对应增速为 4.8%/2.7%/2.3%，成本抽成稳定下单店创收分别为 58.4/60.0/61.4 万元，具体假设见下表：

表 9：历史及未来 3 年单店创收及商品销售收入核心假设

单位:千元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
商品销售	9,457,660	12,551,043	19,160,210	23,452,457	29,413,711	35,051,704	41,230,034
yoy		32.7%	52.7%	22.4%	25.4%	19.2%	17.6%
门店总数	20,001	28,983	37,565	46,479	54,179	63,034	71,964
yoy		44.9%	29.6%	23.7%	16.6%	16.3%	14.2%
单店 GMV(万元, 门店为首尾门店数)	140.2	125.3	143.7	138.7	145.4	148.8	151.9
yoy		-10.6%	14.6%	-3.4%	4.8%	2.3%	2.1%
单店商品销售收入(千元)	581	512	576	558	584	598	611
yoy		-11.9%	12.4%	-3.1%	4.7%	2.3%	2.1%
成本抽成	41.5%	40.9%	40.1%	40.2%	40.2%	40.2%	40.2%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理预测

驱动 2-门店扩张：蜜雪下沉与出海并重，咖啡品牌加速布局

蜜雪集团门店扩张驱动因子有三，一看蜜雪冰城品牌的门店下沉，空白点位布局以及部分区域加密带动门店增长；二看蜜雪冰城出海探索，考虑到以东南亚为代表的海外市场仍处蓝海阶段，虽阶段竞争激烈、品牌短期也专注提升效率，但蜜雪先发优势、平价定位加持下，远期空间依旧值得期待；三看新品牌幸运咖孵化进展，蜜雪冰城品牌在国内已经帮助公司积累起庞大加盟商资源以及供应链体系，现有资源禀赋的赋能下，幸运咖品牌也正处于势能高增期。综合以上，我们预计 2025-2027 年门店分别净增 7700/8855/8930 家，具体假设如下：

表10：蜜雪集团国内分线级城市以及海外市场门店扩张核心假设

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一线城市	782	1,190	1,513	1,983	2,233	2,478	2,708
净增		408	323	470	250	245	230
占比	4.0%	4.4%	4.6%	4.8%	4.5%	4.4%	4.3%
新一线城市	4,172	5,710	6,886	8,143	9,043	9,903	10,703
净增		1,538	1,176	1,257	900	860	800
占比	21.1%	21.0%	20.7%	19.6%	18.4%	17.5%	16.8%
二线城市	3,187	4,739	5,955	7,600	8,700	9,750	10,750
净增		1,552	1,216	1,645	1,100	1,050	1,000
占比	16.2%	17.4%	17.9%	18.3%	17.7%	17.3%	16.9%
三线及以下城市	11,590	15,549	18,880	23,858	29,108	34,308	39,408
其中 蜜雪	11,090	13,217	15,980	19,358	22,608	25,608	28,408
其中 幸运咖	500	2,332	2,900	4,500	6,500	8,700	11,000
净增		3,959	3,331	4,978	5,250	5,200	5,100
蜜雪		2,127	2,763	3,378	3,250	3,000	2,800
幸运咖		1,832	568	1,600	2,000	2,200	2,300
占比	58.7%	57.2%	56.8%	57.4%	59.3%	60.8%	62.0%
国内总门店	19,731	27,188	33,234	41,584	49,084	56,439	63,569
净增		7,449	6,050	8,382	7,500	7,355	7,130
蜜雪	19,231	24,856	30,334	37,084	42,584	47,739	52,569
净增		5,625	5,478	6,750	5,500	5,155	4,830
幸运咖	500	2,332	2,900	4,500	6,500	8,700	11,000
净增		1,832	568	1,600	2,000	2,200	2,300
海外	270	1,795	4,331	4,895	5,095	6,595	8,395
加盟店	267	1,793	4,330	4,894	5,094	6,594	8,394
净增		1,526	2,537	564	200	1,500	1,800
门店总数	20,001	28,983	37,565	46,479	54,179	63,034	71,964
净增		7,472	8,582	8,914	7,700	8,855	8,930

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

1) 蜜雪下沉：下沉市场消费升级替代，25-27 年门店分别净增 5500/5155/4830 家

2024 年底时，国内蜜雪冰城门店数超 3.7 万家，三线及以下门店占比超 55%。据招股书数据，截止 2024 年底，蜜雪集团（蜜雪冰城+幸运咖）国内门店总数合计 41584 家，参考幸运咖官网 2024 年底门店数据超 4500 家，可推算出 2024 年底时，国内蜜雪冰城门店总数约 37084 家。分城市等级看，据我们测算，2024 年蜜雪冰城一线/新一线/二线/三线及以下城市门店数分别为 1959/7483/6940/20702 家，对应占比分别为 5.3%/20.2%/18.7%/55.8%，下沉城市门店数依旧主导。据公司招股书信息，2024 年三季度末，蜜雪集团门店网络已经超 300 个地级市、1700 个县城以及 4900 个乡镇。

门店下沉将是蜜雪冰城未来 3 年扩张最核心支撑。强供应链赋能的高性价比产品

是蜜雪冰城显著区别于现制茶饮行业的最显著特点，也正是依靠这一属性，蜜雪冰城对于低线下沉市场的渗透具备更强的适应能力。根据国家卫计委数据，2020年国内农村乡镇约3万个，蜜雪现有布局乡镇点位约4900个（2024年三季度末数据），也即仍有接近2.5万个乡镇点位有待布局，**下沉市场的扩张是蜜雪未来3年扩张的最核心抓手，预计2025-2027年国内蜜雪冰城分别净增5500/5155/4830家门店。**

2) 蜜雪出海:2025年主动降速蓄力未来，25-27年门店净增200/1500/1800家

参考FBIF食品饮料创新文章，蜜雪出海步伐最早可以追溯至2018年，公司首家海外门店在越南河内开业，最早系成都分公司团队主导，依靠加盟商定向优惠政策、小店模式，公司在越南快速扩张；2020年3月进入印尼（东南亚最大人口国），依靠印尼本土的OPPO和Vivo手机经销商网络，印尼快速成长为最大的海外市场；其后品牌陆续进入东南亚11国以及澳大利亚、日本、韩国等国。

海外门店CAGR（2021-2024年）达162.7%，印尼、越南门店合计超8成。根据招股书最新数据，2021年蜜雪海外门店数达到270家，其后2022年门店进入爆发增长期，2022年门店数达到1795家，收入达5.4亿元；2023年门店数进一步翻倍增长至4331家，收入进一步增长至14.9亿元；进入2024年后门店增速略有放缓，年底门店数约4895家，同比增约13%，**增速放缓系公司阶段专注于经营效率提升**。具体看海外门店分布，2024年三季度末时海外门店合计达到4792家，其中印尼、越南门店数分别为2667、1304家，二者门店数占比达到82.9%。马来西亚、泰国门店也破百，其次是菲律宾、柬埔寨、老挝、新加坡、澳大利亚、韩国以及日本。

图29：2021年以来蜜雪海外门店数及收入数据



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

注：公司暂未披露2024年收入规模数据

图30：2024年三季度末，海外市场不同国家门店数

海外市场现制饮品门店数			
印尼	2,667	越南	1,304
马来西亚	337	泰国	272
菲律宾	98	柬埔寨	40
老挝	22	新加坡	22
澳大利亚	12	韩国	7
日本	5		

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

蜜雪冰城“出海”7年发展史复盘：1) 出海探索期（2017-2020年）：据《中国企业家》信息，最初蜜雪集团用探索新大陆的心态尝试出海，派出管理人员也是勇于试错的人才。在此期间，公司先后进入越南、印尼等东南亚重点区域；2) 发力扩张期（2021-2023年）：公司找到了海外扩张的突破点，以越南、印尼为主，海外门店数量快速增长，2023年底时海外公司门店已经达到4331家。期内公司门店虽快速翻倍扩张，但单店盈利稳定性、品牌文化融合方面有诸多有待调整之处，公司意识到扩张速度不再是主要考量，需兼顾精细化运营能力的培养。3) 运营调整期（2024年至今）：公司选拔运营经验丰富的人员外派到各国驻扎现场服务，并从招商、市场、客户服务、加盟商培训等方面提升加盟商的运营能力，2024年底门店数约4895家，同比增仅约13%，扩张步伐大幅放缓，**公司短期更加注重存量门店运营效率的提升。**

图 31：蜜雪冰城 7 年海外扩张经验复盘回顾



资料来源：中国企业家杂志，国信证券经济研究所整理

2025 年主动降速提升运营效率，蓄力调整完毕扩张望重新提速。经过过往 4 年的偏粗放式的跑马圈地，一方面，蜜雪公司阶段需要放缓步伐修炼内功，如**东南亚供应链体系搭建、动态调整关闭部门店效较低门店等**；另一方面，伴随国内茶饮品牌的陆续出海以及本土品牌的出现，海外市场竞争边际也更为激烈，蜜雪也会更加注重存量加盟商运营效果，从而保证经营端的行稳致远。结合上文分析可知，2022H2-2023 年是海外门店高速扩张期，且加盟协议普遍为 3 年周期（可续约），虽马来西亚、泰国等新市场仍能保持增长、日本近期也宣布开放单店加盟，但考虑到核心区域如印尼等部分加盟商到期退出或者竞品翻牌影响，**我们预计 2025 年整体海外门店相对稳定，待系列调整落地以及竞争边际相对缓和后，海外市场仍有望重回快速增长，我们预计 2025-2027 年分别新增 200/1500/1800 家门店。**

3) 幸运咖：共享集团资源发展驶入快车道，25-27 年净增 2000/2200/2300 家

共享蜜雪集团资源，幸运咖门店数已超 5200 家。2017 年，蜜雪冰城集团立项孵化咖啡项目，同年 9 月成立河南幸运咖餐饮管理有限公司，首家门店在郑州开业；2018 年，开设直营门店专注于打造产品模型；2019 年，幸运咖与集团管理、研发、采购、物流、工厂资源的无缝对接；2020 年，幸运咖与发布咖啡大咖的品牌形象，并以河南市场为主对外开放加盟业务；2021 年，开放河南周边省份业务：截至 2022 年 1 月，门店突破 500 家，成为蜜雪集团第二增长曲线；2022 年 6 月 9 日，幸运咖第 1000 家门店签约完成；**参考幸运咖官网信息，截至 2024 年底幸运咖门店超过 4500 家，至 2025 年 5 月已经突破 5200 家。**

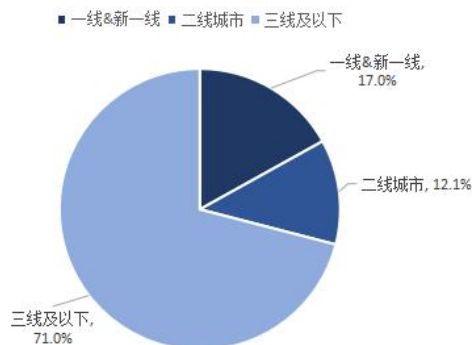
专注低线城市，7 成门店位于三线及以下城市。据窄门餐眼数据，幸运咖超 7 成门店处于三线城市及以下区域，品牌以构建“小店密布、下沉渗透”的独特网络，形成与瑞幸、库迪差异化的下沉市场壁垒。

图32: 幸运咖历史门店数据梳理



资料来源: 幸运咖官网, 国信证券经济研究所整理

图33: 幸运咖门店分布结构



资料来源: 窄门餐眼, 国信证券经济研究所整理

产品价格带定位平价, 集中在 5-10 元。幸运咖产品以现磨咖啡为核心 (如经典美式、拿铁、冰拿铁), 同时覆盖果咖 (如葡萄冰萃咖、芭乐拿铁)、茶咖 (如茉莉冻柠茶)、冰淇淋 (如雪球漂浮拿铁) 及甜品 (如草莓圣代), **价格带集中在 5-10 元**。通过供应链降本实现极致性价比, 2024 年 6 月, 幸运咖推出“66 幸运季”活动, 除幸运冰系列外全场饮品 6.6 元封顶, 8 月幸运咖创业家大会上公开的数据显示, “6 块 6”促销活动常态化叠加暑假旺季, 幸运咖 8 月全国店均日营业额同比提升超过 15%。2024 年 6-11 月活动期间, 幸运咖新增门店超 800 家, 平均每个月新开 130+门店。

图34: 幸运咖“66 幸运季”活动海报



资料来源: 团餐头条, 国信证券经济研究所整理

注: 幸运咖原定仅一个月的“66 幸运季”活动持续到了 10 月 31 日

2025 年推出新加盟优惠政策。参考幸运咖官网最新加盟费用说明, 加盟一家幸运咖加盟费用约 13.9 万元 (不包含房租以及店面装修费用), 其中包含每年均需缴纳的 1 万元加盟费和 0.5 万管理费, 以及 8 万元的设备投入、3 万元的首批物料费用, 除此之外加盟商需缴纳 1 万元保证金, 合同期满 (4 年) 无违约则可退还。**2025 年公司推出加盟优惠政策,** 2025 年 2 月 5 日至 5 月 31 日期间, 期间加入的新加盟商免除首年管理费&加盟费&培训费、合计 1.7 万元; 针对老加盟商, 免除 2025 年年度的加盟费 1 万元, 若成功转介绍新加盟, 公司赠送 2800 元的磨豆机。

上述加盟政策加持下, 2025 年幸运咖门店同比增速迅速, 毛估年初至今已净增 700 家。

表 11: 幸运咖加盟费用以及加盟政策梳理

加盟费用			加盟政策
项目	金额 (元)	说明	说明
加盟费	10,000/年	特许经营权使用费	实施时间: 自 2025 年 2 月 5 日起至 2025 年 5 月 31 日止 政策内容: 1、 新开门店优惠: 政策实施期间与公司签署《特许经营合同》的加盟商, 减免首年加盟费、首年管理费、首年培训费, 共计 17000 元。 2、 政策实施期间通过老加盟商介绍, 首次与公司成功签署《特许经营合同》的新加盟商, 新加盟商减免首年加盟费、首年管理费、首年培训费, 共计 17000 元, 转介绍的老加盟商可获赠价值 2800 元的磨豆机一台。 3、 老加盟商支持: 截至 2024 年 12 月 31 日已签署《特许经营合同》的加盟门店, 免收 2025 年年度加盟费。 备注: 享受新开门店优惠政策的门店, 需按照《特许经营合同》的要求, 按期进行门店营业。
管理费	5,000/年	物流、培训等支持服务	
培训费	2,000/年	人员培训、经营指导等咨询服务费用。	
保证金	10,000	合同期满无违约可退还	
设备费	80,000	咖啡机、冷藏设备等	
首批物料	30,000	原料、包装等	
合计	138,800+	不含房租及装修费用	

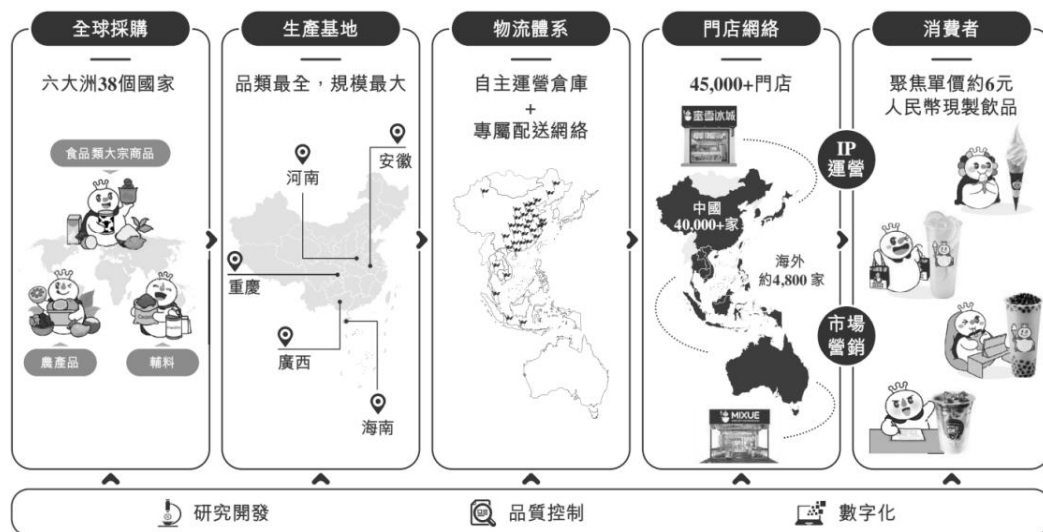
资料来源: 幸运咖官网, 国信证券经济研究所整理

短期加盟优惠助推, 中期看共享集团资源驶入发展快车道, 预计 2025-2027 年门店分别净增 2000/2200/2300 家, 2027 年门店破万家。伴随着幸运咖和蜜雪冰城供应链进一步逐步贯通, 共享采购、研发资源以及仓储物流体系, 幸运咖得以拥有在平价现磨咖啡赛道稳定、可持续发力的可能性, 公司今年以来推出加盟商优惠政策短期促进拉动, 公司有望在下沉市场快速站稳脚跟, 形成更强的品牌集群效应, **我们分别预计 2025-2027 年将是幸运咖快速放量的周期, 对应三年分别净增 2000/2200/2300 家, 2027 年幸运咖门店有望突破万店规模。**

驱动 3-供应链赋能: IPO 资金继续夯实供应链, 巩固成本优势

公司供应链体系涵盖采购、生产、物流、研发以及品控核心部分。1) **采购:** 公司采购网络覆盖全球六大洲、38 个国家, 2023 年公司采购量达咖啡生豆 1.6 万吨、柠檬 11.5 万吨、奶粉 5.1 万吨等, 参考河南热线报导, 以同类型、同质量的奶粉和柠檬为例, 蜜雪冰城 2023 年的采购成本较同行业平均分别低约 10%及 20%以上, 规模化采购有效降低了生产成本; 2) **生产:** 公司目前在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有 5 个生产基地, 总面积 79 万平方米, 年产能 165 万吨, 生产糖、奶、茶、咖、果、粮、料等七大类食材, 核心原料自给率超 90%; 3) **仓储物流:** 2024 年三季度末, 公司仓储体系由 35 万平方米的 27 个仓库组成, 且公司也在东南亚建立了本地化仓储体系, 合计 6.9 万平米的 7 个自主运营仓库。公司已与国内约 40 家本地化配送机构合作, 90%的乡级行政区能够实现 12 小时内触达, 97%门店能实现冷链物流覆盖; 海外配送网络也覆盖了 4 个海外国家 560 个城市。

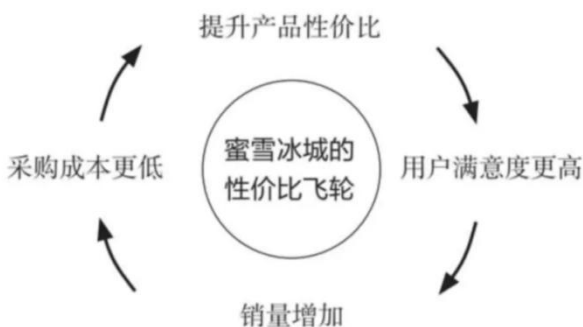
图35：蜜雪冰城供应链体系说明



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

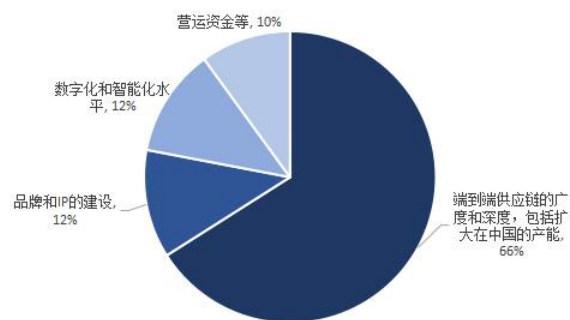
蜜雪集团的供应链飞轮效应：通过极致性价比产品（如2元冰淇淋、4元柠檬水）吸引海量消费→销量增长倒逼供应链规模化降本（自建五大生产基地、全球采购网络）→成本优势反哺更低定价或更高利润→吸引更多加盟商加入（99%为加盟店）→规模扩张强化供应链议价权与效率→进一步巩固低价壁垒，形成“低价→规模→成本→盈利”的闭环循环。

图36：蜜雪集团的供应链飞轮效应



资料来源：中国标杆学习俱乐部，国信证券经济研究所整理

图37：IPO 募集资金 66%用于扩大供应链产能



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

供应链体系是公司运营的根基。供应链形成的采购与规模效应，能够进一步反哺店效提升以及提升加盟商意愿，但本小结更加关注成本端的改善，考虑到公司上市后募集资金到位进一步夯实供应链实力，伴随蜜雪主品牌的持续下沉与出海以及幸运咖新品牌孵化的放量，蜜雪集团的供应链飞轮效应有望持续显现，2024 年公司毛利率达 31.6%创历史新高，兼顾加盟策略的持续推进，**因此我们预计 2025-2027 年公司毛利率稳中有增，分别为 32.5%/32.6%/32.7%。**

表12: 公司历史毛利率水平梳理及假设展望

单位:千元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利	3,243,862	3,846,837	5,998,967	8,060,207	10,014,937	11,991,082	14,129,228
毛利率	31.3%	28.3%	29.5%	32.5%	32.5%	32.6%	32.7%
商品销售	2,973,867	3,490,207	5,508,001	7,410,976	9,324,147	11,146,442	13,152,381
毛利率	31.4%	27.8%	28.7%	31.6%	31.7%	31.8%	31.9%
设备销售	129,571	140,641	168,160	150,714	143,746	165,756	172,335
毛利率	18.6%	18.8%	22.8%	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%
加盟及相关服务	140,424	215,989	322,806	498,516	547,044	678,883	804,513
毛利率	71.5%	78.2%	79.6%	80.4%	78.0%	80.0%	80.0%

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

注: 2025 年加盟业务毛利率短期走低主因幸运咖减免加盟费影响

中期思考: 门店突破 4.6 万后, 我们还可以期待什么?

门店思考: 中线维度, 蜜雪集团门店规模有望约 10 万家

偏中期视角看 (未来 5 年), 我们预估蜜雪集团门店数有望达到 10 万家, 其中蜜雪在国内下沉市场的渗透、海外市场布局以及幸运咖的放量是三项核心驱动力, 具体门店假设如下:

国内蜜雪: 下沉策略驱动, 5 年期维度看国内蜜雪冰城有望达 6.53 万家。参考灼识咨询统计的常住人口数据以及蜜雪冰城各线级城市的门店布局, 我们采用门店密度即店均覆盖人口 (常住人口/门店总数) 衡量蜜雪现有的门店密度, 如下表所示我们可以初步得到结论, 一线、新一线、二线、三线及以下城市对应门店密度分别为 4.2/2.7/3.3/4.3 万人每店, 即新一线城市每 2.7 万人便对应存在 1 家蜜雪冰城门店。新一线城市门店密度最高, 达到 2.5 万人/店; 三线及以下城市店均人口密度最低, 仅为 4.3 万人/店, 背后系公司仍有接近 2.5 万乡镇区域暂未进入待填补; 伴随门店进一步加密与下沉, 理想状态下一线、新一线城市门店密度有望达到 2.5/1.6 万人每店; 考虑到低线城市竞争环境更为温和, 二线城市、三线及以下城市门店密度目标分别为 1.7/2.5 万人每店, 其中三线及以下城市目标密度低于二线城市系部分区域消费习惯仍需渐进培养。综合以上判断, 预估蜜雪冰城门店远期空间约 6.53 家。

表13: 人口密度测算蜜雪冰城国内门店空间

	2024 年门店数	总人口数 (百万人)	门店密度 (万人/店)	目标门店密度 (万人/店)	门店理论空间
一线城市	1,959	83	4.24	2.5	3320
新一线	7,483	203	2.71	1.6	12656
二线城市	6,940	230	3.31	1.7	13518
三线及以下	20,702	894	4.32	2.5	35776
门店总数	37084				65270

资料来源: 灼识咨询、wind, 国信证券经济研究所整理

肯德基可为蜜雪出海提供一定参考。蜜雪冰城出海时间虽较短, 但已有诸如肯德基、星巴克、必胜客、麦当劳、汉堡王、达美乐披萨等国际连锁品牌在中国发展多年, 上述国际连锁餐饮品牌的发展也可以给蜜雪冰城的出海提供诸多参考。以各连锁餐饮品牌的 2024 年经营数据为例, 肯德基中国区门店占比约 36.7%, 星巴克、必胜客、麦当劳、汉堡王中国区门店占比分别为 19.0%、18.8%、15.7%、12.0%

紧随其后，达美乐尚处于门店快速扩张期，中国区门店占比仅 4.7%。肯德基作为全球知名的连锁快餐品牌，品牌在中国本土化适配改进也较为出色，且品牌在下沉市场渗透率相对较高，因此我们建议重点参考肯德基的出海状态，用以模拟蜜雪全球化扩张的规模空间。

图38：2024 年底时，大型连锁餐饮品牌中国区门店占比



资料来源：各品牌年报数据，国信证券经济研究所整理

海外蜜雪：5 年期维度看，海外蜜雪门店规模有望达到 1.5 万家。参考百胜餐饮集团以及百胜中国两家上市公司 2024 年年报数据，肯德基 2024 年全球门店规模为 3.17 万家，其中中国门店数为 1.16 万家，肯德基中国门店数占比约 36.7%，且中国肯德基门店增速高于全球大盘，假设稳态下肯德基门店占比有望达 40%。若假设蜜雪冰城在全球各国充分渗透的理想状态下，对标肯德基门店海外/国内分布也有望达到 40%/60%分布，上述提及蜜雪冰城国内门店数空间约 5.77 万，理想状态下蜜雪冰城全球理论门店空间约 14.43 万家。结合公司招股说明书及公司最新新闻报导看，目前蜜雪已经进入或短期将进入的国家分别为印尼、巴西（5 月 12 日公告将启动供应链建设）、日本、菲律宾、越南、泰国、缅甸、韩国、马来西亚、澳大利亚、柬埔寨、老挝以及新加坡。根据 IMF 最新数据，对应各国常住人口数如下，上述国家人口数占全球总人口数比重为 13.9%，若以人口数作为门店空间的最核心关联指标，则门店空间占比约 16.9%（=13.9%/82.4%）。目前蜜雪现阶段所重点布局的海外市场门店空间 1.5 万家+（计算公式=海外市场门店总空间 8.66 万*海外已布局市场占比 16.9%）。

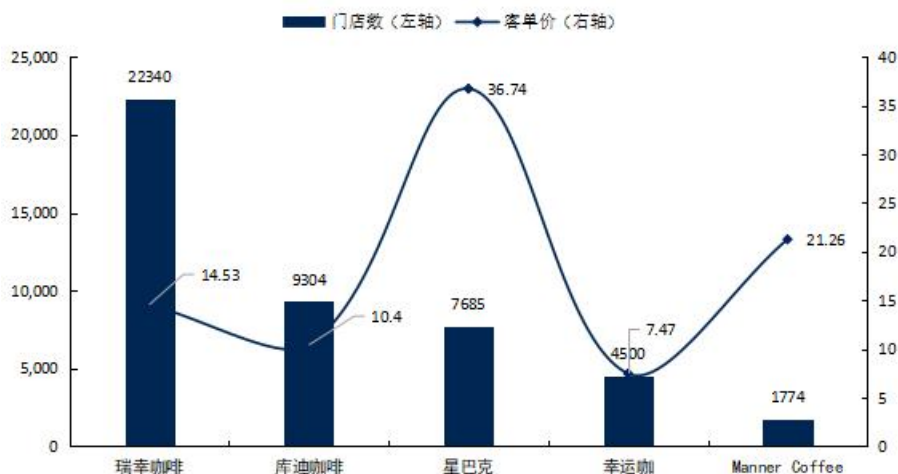
表14：蜜雪冰城海外已进入或者短期拟进入的国家以及对应人口数

国家名称	2025 常住人口（百万人）	人口数占比（%）
印度尼西亚	284.4	3.6%
巴西	213.4	2.7%
日本	123.3	1.5%
菲律宾	114.4	1.4%
越南	102.2	1.3%
泰国	70.3	0.9%
缅甸	55.2	0.7%
韩国	51.7	0.6%
马来西亚	33.9	0.4%
澳大利亚	27.5	0.3%
柬埔寨	17.4	0.2%
老挝	7.8	0.1%
新加坡	6.1	0.1%
全球人口总数	7972.1	100.0%

资料来源：IMF，国信证券经济研究所整理

幸运咖：咖啡赛道仍处快速成长周期，对标咖啡龙头，5年期门店规模有望达1.5-2万家+。咖啡赛道仍处于消费渗透率快速提升阶段，据各品牌最新披露数据，2024年底，瑞幸、库迪咖啡门店数分别为22340、9304家，其中2024年10月份，库迪咖啡推出了“触手可及”计划，目标在2025年底将门店总数扩展至5万家（便利店渠道）；瑞幸咖啡预计依旧保持门店较快的净增态势。幸运咖针对下沉消费市场的独特门店模型定位，背倚集团供应链充分实现互通，2024年下半年幸运咖爆发出强劲的增长动能。2024年6月幸运咖推出“66幸运季”活动，带动暑期旺季店效快速增长，幸运咖8月全国店均日营业额同比提升超过15%。2024年6-11月活动期间，幸运咖新增门店超800家，平均每个月新开130+门店，目前最新门店数已经超5200家，已经成长为公司明确的第二成长曲线。幸运咖作为小镇青年第一杯咖啡的启蒙者，未来几年有望进入门店快速扩张期，结合前文分析看，对标咖啡龙头，咖啡消费渗透率不断提升背景下，背倚蜜雪集团供应链资源，初步预计幸运咖有望达到1.5万家。

图39：2024年底，咖啡赛道品牌门店数以及客单价定位



资料来源：各品牌年报、窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

经营思考：中线维度，蜜雪收入/净利润规模有望达 645/119 亿元

结合上文所述，中线维度下，即 2030 年我们估计蜜雪集团门店总数有望达到 9.7 万家，其中国内蜜雪冰城门店数约 6.5 万家、海外蜜雪冰城门店数约 1.48 万家，幸运咖门店约 1.75 万家。

考虑门店在不同线城市分布，具体见下表以及单店 GMV 表现，预计 2030 年单店 GMV 约 160.3 万元，若成本抽成仍为 40%，对应商品销售收入预计将达到 644.6 亿元。此外，预计 2030 年设备销售、加盟费收入分别贡献 5.9、14.6 亿元。

考虑到规模效应带来的成本摊薄，预计公司毛利率、归母净利润存在小幅上升，整体而言，在上述成长逻辑均成功兑现下，2030 年，蜜雪集团收入规模将达到 644.6 亿元，归母净利润将达到 119.2 亿元。**需要提及的是，本章节更多是基于公司现有发展节奏做出的未来假设，某些假设参数假设可能偏乐观，2030 年的收入利润预测也更多系对公司未来发展的参考，具体兑现度仍需密切跟踪各管线业务实际发展。**

表 15：蜜雪集团中线维度经营情况假设

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028-2029	2030E
门店线级结构									
一线城市	3.9%	4.1%	4.0%	4.3%	4.1%	3.9%	3.8%		3.4%
新一线城市	20.9%	19.7%	18.3%	17.5%	16.7%	15.7%	14.9%		13.2%
二线城市	15.9%	16.4%	15.9%	16.4%	16.1%	15.5%	14.9%		13.9%
三线及以下-蜜雪	55.4%	45.6%	42.5%	41.6%	41.7%	40.6%	39.5%		36.2%
三线及以下-幸运咖	2.5%	8.0%	7.7%	9.7%	12.0%	13.8%	15.3%		18.0%
海外	1.3%	6.2%	11.5%	10.5%	9.4%	10.5%	11.7%		15.3%
店均 GMV		125.8	143.9	138.3	145.4	148.8	151.9		160.3
上市收入									
1、商品销售	10,350,986	13,575,577	20,302,465	24,828,874	30,833,779	36,729,090	43,097,348		64,458,672
2、设备销售	9,457,660	12,551,043	19,160,210	23,452,457	29,413,711	35,051,704	41,230,034		62,409,432
3、加盟费	696,944	748,387	736,537	756,372	718,729	828,782	861,673		589,680
	196,382	276,147	405,718	620,045	701,339	848,604	1,005,641		1,459,560
毛利	3,243,862	3,846,837	5,998,967	8,060,207	10,014,937	11,991,082	14,129,228		21,271,362
净利润	1,910,361	1,996,715	3,137,341	4,436,504	5,537,693	6,652,318	7,832,422		11,924,854

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理预测

更多思考：规模之上，品牌 IP 流量挖潜值得期待

雪王，从“符号”到“IP”。2018 年，蜜雪冰城与华与华合作设计出头戴白色王冠、身披红色披风、手持冰淇淋权杖，搭配夸张的“舔嘴笑”的“雪王”形象，其职位是蜜雪冰城首席品控官，兼品牌终身代言人，最开始雪王更多是静态 LOGO 形象；2021 年，“你爱我，我爱你，蜜雪冰城甜蜜蜜”的土味主题曲横空出世，伴随魔性的蹦迪 MV 迅速出圈，据金角财经统计，雪王 MV 经过网友二创衍生出了 12 种语言版本，在全网取得 97 亿次社媒曝光。；2023 年，雪王正式进军二次元，首部品牌动画《雪王驾到》上线，据咖门报道，《雪王驾到》动画开播当天，蜜雪冰城门店客流量增长了 20%、销售额增长了 30%，公司也开启了更加频繁的 IP 跨界，雪王在大众心中成为了会说话、会做事的鲜活角色。与之对应的，公司品牌推广开支成本逐渐提升，2023 年开支达到 2.46 亿元创历史新高，2024 年前三季度品牌推广开支也达到 1.69 亿元。

图40: 蜜雪集团品牌“雪王 IP”构建思路



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图41: 2023 年蜜雪集团加大线上、线下投放



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

品牌 IP 已经反哺门店的经营。据 36 氪统计, 线上蜜雪冰城主要在抖音、小红书、微博等社交平台上发布短视频和帖子进行营销, 除了蜜雪冰城官方账号, 还有“蜜雪冰城雪王”、“雪王日记”等专门发布雪王 IP 内容的运营号, 这些账号通过“抽象人设”以及玩梗吸引年轻人, 在抖音、小红书分别都有累计超 200 万粉丝数, 招股书显示, 截至 2024 年 9 月 30 日, 蜜雪冰城线上的注册会员数达到约 3.15 亿; 线下蜜雪冰城则通过各类活动保持品牌曝光, 例如 2024 年的“520”情人节期间, 蜜雪冰城开展一系列线下活动, 使得 5 月 20 日全国门店终端零售额较上周同期提升 11.4%。**跨界联名方面,**雪王已跨界合作了至少 15 个 IP 或品牌, 大多数以“雪王”形象作为“IP 方”来联动其他 IP 或品牌方, 推出的产品也基本都是立足雪王形象, 结合合作的 IP 或品牌的元素。

图42: 蜜雪冰城、雪王 等相关话题在抖音的累计播放量已超过 500 亿次



资料来源: 36 氪, 国信证券经济研究所整理

品牌 IP 流量正在寻求更多元变现。2022 年初, 蜜雪冰城推出周边产品—雪王跳舞公仔, 最初在 B 站的会员购平台发售, 售价 89 元、限量发售 2000 个。该公仔在经过 B 站多位 up 主开箱视频的传播后很快售罄, 且一度在二手市场被炒到 530 元。在延伸周边文创产品同时, 雪王也做起了零食生意。2021 年下半年, 蜜雪冰

城开始在其线下门店中上新如瓜子、锅巴、小饼干、果冻、薯条、吸吸冻等小零食，售价在 1-3 元不等。淘宝平台上也有、“蜜雪冰城旗舰店”“雪王魔法铺”两家店铺，店铺粉丝合计共 87 万，据最新统计多款零食、玩具销量已过万。据每经报道，“雪王魔法铺”自创立以来，所有门店、线上运营的各大主流电商平台累计销售产品超过 9000 万件。

图43: 蜜雪冰城限量版跳舞公仔被炒到 500 多元



资料来源：36 氪，国信证券经济研究所整理

图44: 蜜雪淘宝商铺数据



资料来源：淘宝，国信证券经济研究所整理

依托于公司供应链优势，蜜雪已经在平价市场中建立较强品牌心智，但行业价格竞争仍激烈，公司推出“雪王”IP 的核心用意，在于通过 IP 扩散低成本流量获取，实现用户情感绑定与文化价值输出，实现从单一饮品品牌向“IP 生态型消费巨头”的转型，我们未来也可以期待雪王在独立于蜜雪冰城茶饮业务之外寻找更多商业化价值的亮点。

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、集团门店扩张：公司门店增长以蜜雪冰城、幸运咖加盟为主，预计公司 2025-2027 年门店净增 7700/8855/8930 家，2024-2027 年公司门店年均复合增长 15.7%。

2、加盟单店 GMV：2022-2024 年加盟单店 GMV 为 145.4/148.8/151.9 万元，预计 2025-2027 年单店商品销售收入分别为 58.4/59.8/61.1 万元，对应增速为 4.7%/2.3%/2.1%，对应商品销售为 294.1/350.5/412.3 亿元。

3、设备销售&加盟及相关服务：设备销售与新开店直接相关，单店设备收入预计整体平稳，2025-2027 年预计为 7.2/7.2/7.2 万元，对应设备销售收入为 7.2/8.3/8.6 亿元；加盟及相关服务与单店加盟收入直接相关，对应加盟服务收入分别为 7.0/8.5/10.1 亿元。

综合公司商品销售、设备销售以及加盟服务业务等表现，我们预计公司 2025-2027 年收入为 308.3/367.3/431.0 亿元，同比增长 24.2%/19.1%/17.3%；综合商品销售、设备销售以及加盟服务业务结构变化，公司毛利率、期间费率如下表所示。综合来看，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 55.4/66.5/78.3 亿元，同比增长 24.8%/20.1%/17.7%。

表 16：蜜雪集团盈利预测表

单位:千元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一、营业收入	10,350,986	13,575,577	20,302,465	24,828,874	30,833,779	36,729,090	43,097,348
yoy		31.2%	49.6%	22.3%	24.2%	19.1%	17.3%
1、商品销售	9,457,660	12,551,043	19,160,210	23,452,457	29,413,711	35,051,704	41,230,034
yoy		32.7%	52.7%	22.4%	25.4%	19.2%	17.6%
2、设备销售	696,944	748,387	736,537	756,372	718,729	828,782	861,673
新开店	8,022	9,671	9,894	10,555	10,030	11,565	12,024
单店设备收入(千元)	87	77	74	72	72	72	72
3、加盟及相关服务	196,382	276,147	405,718	620,045	701,339	848,604	1,005,641
yoy		40.6%	46.9%	52.8%	13.1%	21.0%	18.5%
二、毛利	3,243,862	3,846,837	5,998,967	8,060,207	10,014,937	11,991,082	14,129,228
毛利率	31.3%	28.3%	29.5%	32.5%	32.5%	32.6%	32.7%
销售费用	-405,766	-774,431	-1,318,588	-1,599,474	-1,942,528	-2,313,933	-2,715,133
%	3.9%	5.7%	6.5%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%
管理费用	-374,665	-496,506	-610,622	-755,115	-925,013	-1,101,873	-1,292,920
%	3.6%	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-17,151	-32,304	-85,000	-104,870	-117,168	-91,823	-99,124
%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
财务费用	-5,973	-9,190	-14,697	-6,367	-6,367	-6,367	-6,367
%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润(不含少数股东权益)	1,910,361	1,996,715	3,137,341	4,436,504	5,537,693	6,652,318	7,832,422
%	18.5%	14.7%	15.5%	17.9%	18.0%	18.1%	18.2%
yoy		4.5%	57.1%	41.4%	24.8%	20.1%	17.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

估值讨论：现制茶饮品牌高势能成长期会享有估值溢价

我们在分析相对估值时，一是选取国际餐饮龙头不同发展阶段的估值情况进行对比，二是对比目前国内几个代表上市新消费龙头估值情况，以期进行更全面的分析和判断。

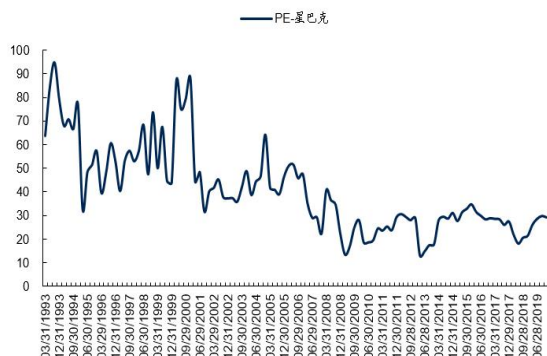
连锁餐饮品牌在高势能往往享受溢价。国信社服小组曾在 2021 年餐饮行业深度

报告《餐饮行业报告-深度报告：谁是影响餐饮龙头估值的关键因子？》中提及，上升期餐饮品牌的高确定性、强爆发性属性，是连锁餐企估值溢价的根基，一方面是确定性带来的成长预期，另一方面是强爆发性下快速消化估值的能力，两方面因素导致餐饮企业当下估值水平往往处于溢价状态。

国际视角维度，重点关注咖啡龙头星巴克的估值变化。如下图所示。首先，我们关注星巴克，主要因为其上市至今经历了完整的高速成长期、震荡发展期和成长成熟期等，不同阶段估值差异较大，对蜜雪集团的估值有一定借鉴意义。星巴克 1992 年上市时，仅在北美有 165 家门店，因其国内连锁扩张的想象空间，上市之初估值高达 90-100X，在 1992-2004 年之间，国内加密+品牌出海双重助力扩张支撑高速增长，门店年复合增速达到 37.06%，营收和业绩年复合增速分别达到 40.04%/58.91%，估值中枢 57x，持续处于高位。2005-2008 年时，公司自身发展战略调整不尽如人意，叠加阶段外部经济压力等影响，估值阶段从 60x 震荡回落到 20x 左右。2009 年后，舒尔茨掌舵改革，对内优化，并加速海外扩张（尤其中国等区域扩张），带来营收和业绩较稳健成长，估值从 20x 左右回升至 30x 左右。

复盘国际咖啡龙头，成长期一般对应估值溢价，星巴克上市初期 90x-100x 估值，高增长期估值中枢也有 57x，溢价明显；而成熟期营收和业绩 5-10%增长下，凭借休闲饮料赛道相对更易复制扩张和加盟成长，其估值成熟期也能达到 20x~30x+，高峰期 35x+。

图45: 星巴克动态 PE 估值水平



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图46: 星巴克 1991 年至今营收及业绩数据



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

PK 现制茶饮板块，蜜雪集团拥有更多元的成长逻辑。一方面，大单品策略构筑了牢固基本盘，叠加线上渠道扩容阶段红利，核心品牌加盟单店日均 GMV 均处于爬坡持续向好阶段（表 7），这也与餐饮行业相对承压的同店困境形成了较为鲜明对比。其次，与其他餐饮同业相比，蜜雪也拥有更为多元的扩张逻辑路径，正如上文终局思考章节所述，国内蜜雪的下沉、海外蜜雪调整后的重新加速展店以及新品牌幸运咖的加持下，中期门店规模有望看至 10 万+，稳态（2030 年）利润规模有望达到 119 亿元，较为广阔的潜在成长空间也使得公司拥有较强的成长潜力以消化现阶段的高估值，所以我们认为现阶段现制饮品赛道估值对蜜雪集团的参考意义在降低，而港股具有新成长逻辑的公司估值体系对蜜雪的估值参考性相对更强。

我们选择美妆行业龙头毛戈平和巨子生物、黄金国潮品牌老铺黄金、潮玩龙头泡泡玛特、布鲁可作为参考公司。如下表所示，蜜雪集团 2025 年 PE 估值水平低于泡泡玛特、毛戈平、老铺黄金以及布鲁可，略高于巨子生物。考虑到公司下沉市

场的持续探索，海外蓄力调整后的新一轮扩张预期以及幸运咖放量超预期的可能性，按相对估值法，我们给予公司 2025 年动态 PE 估值 38-40x，对应公司未来 1 年合理市值区间为 2104-2215 亿 RMB。若按照 2030 年稳态下利润规模 119 亿测算，当前 PE 估值约 17.7-18.6x，成熟期估值也相对不高。

表17: 可比公司 PE 估值水平

公司代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE			
		RMB	百万 RMB	24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E	
1364. HK	古茗	25.22	59,985	0.71	0.79	0.93	1.11	35.53	31.93	27.12	22.72	
2555. HK	茶百道	9.24	13,659	0.34	0.48	0.57	0.67	27.19	19.26	16.22	13.80	
CHA. O	霸王茶姬	212.77	39,054	14.26	16.28	19.93	22.45	14.92	13.07	10.68	9.48	
SBUX	星巴克	606.27	688,966	23.78	17.61	21.61	26.05	25.50	34.43	28.05	23.28	
现制饮品板块平均估值									24.67			
港股新消费板块												
1318. HK	毛戈平	99.88	48,960	2.18	2.44	3.11	3.94	45.82	40.93	32.12	25.35	
6181. HK	老铺黄金	759.44	131,138	9.47	17.93	25.13	36.63	80.19	42.36	30.22	20.73	
9992. HK	泡泡玛特	201.97	271,229	2.35	4.14	5.78	7.83	85.94	48.78	34.94	25.79	
0325. HK	布鲁可	145.09	36,163	(2.69)	3.85	5.66	7.88	(53.94)	37.69	25.63	18.41	
2367. HK	巨子生物	70.48	75,474	2.06	2.42	2.99	3.61	34.21	29.12	23.57	19.52	
港股新消费板块平均估值									39.78			
2097. HK	蜜雪集团	485.16	184,176	11.69	14.59	17.52	20.63	41.51	33.26	27.69	23.51	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理预测

注: 港股公司股价按 2025 年 5 月 21 日 wind 折算美元汇率 1HKD=1.0883RMB/1USD=7.1833RMB; 古茗、茶百道、霸王茶姬、星巴克、毛戈平、老铺黄金、泡泡玛特、布鲁可、巨子生物均参考 Bloomberg 一致预期。

投资建议：首次覆盖，给予公司“优于大市”评级

预计公司 2025-2027 年归母净利润为 55.4/66.5/78.3 亿元，同增 24.8/20.1%/17.7%。考虑到现制饮品品牌在高势能期普遍享受估值溢价，兼顾蜜雪下沉出海及幸运咖潜在超预期可能，给与 2025 年 PE 目标 38-40x，对应未来 1 年合理 RMB 市值区间为 2104-2215 亿，较现价有 14.3-20.3%的涨幅空间，首次覆盖给予“优于大市”评级，密切关注各业务条线经营进展。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司合理股价区间在 603.3-635.0 元港币,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%,但实际可能不及上述预期,导致估值偏误;

相对估值方面:我们选取了港股新消费龙头进行比较,并参考板块龙头历史动态估值区间和公司业绩增速中枢,按 2025 年动态 PE~38-40x 进行估值,可能存在 2025 年业绩预期高估或因宏观经济周期波动公司估值体系下移等风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 24.2%/19.1%/17.3%,可能存在对门店扩张、单店 GMV 增速和新品牌孵化预期乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们综合供应链发展和门店结构变化,预计 2024-2026 年毛利率为 32.5%/32.6%/32.7%,但可能存在行业竞争加剧或规模扩张不及预期,毛利率下滑或成本费用率提升等风险,导致导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

原材料风险

蜜雪集团核心业务是面相加盟商的供应链业务,若原材料成本大幅上升,公司若无法及时通过提价或者降本抵消相关影响,则对应利润表现会受到影响。

宏观风险

宏观经济波动、大规模传染疫情及其他国际政治事件、自然灾害等不可抗力等可能影响出行,导致公司经营低于预期。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司实际控制人即创始人拥有公司绝对控制权,对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位,通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制,将可能对其他股东利益造成不利影响。

其它风险

股东减持风险:如龙珠美城/深圳蕴祺/天津磐雪/万店投资公司重要股东如及其他重要股东减持风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5622	4335	9409	12734	17442	营业收入	20302	24829	30834	36729	43097
应收款项	433	538	667	795	933	营业成本	14303	16769	20819	24736	28966
存货净额	2232	2215	2657	3165	3712	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	116	1316	1542	1836	2155	销售费用	1644	1425	1727	2020	2362
流动资产合计	9148	11896	17767	22721	29270	管理费用	1277	1855	1725	2026	2371
固定资产	3390	5318	6255	7239	8222	财务费用	(14)	36	(34)	(55)	(75)
无形资产及其他	163	140	105	70	35	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1879	2423	2423	2423	2423	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	13	7	7	57	107	其他收入	1061	1066	647	701	772
资产总计	14594	19783	26557	32510	40056	营业利润	4152	5811	7245	8703	10247
短期借款及交易性金融负债	260	0	0	0	0	营业外净收支	2	0	0	0	0
应付款项	1619	2173	2547	2968	3403	利润总额	4154	5811	7245	8703	10247
其他流动负债	1856	2344	2831	3366	3946	所得税费用	967	1356	1688	2028	2388
流动负债合计	3734	4517	5378	6333	7349	少数股东损益	49	18	22	27	31
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3137	4437	5535	6649	7828
其他长期负债	264	206	166	136	116						
长期负债合计	264	206	166	136	116	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3998	4723	5544	6469	7465	净利润	3137	4437	5535	6649	7828
少数股东权益	88	105	127	154	185	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	10507	14956	20491	27140	34968	折旧摊销	346	492	647	701	772
负债和股东权益总计	14594	19783	26162	33762	42618	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(14)	36	(34)	(55)	(75)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	182	(850)	24	(5)	(7)
每股收益	8.26	11.69	14.58	17.51	20.62	其它	49	18	22	27	31
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	3715	4097	6229	7371	8625
每股净资产	27.68	39.40	53.98	71.49	92.11	资本开支	0	(1962)	(1550)	(1650)	(1720)
ROIC	28%	31%	33%	37%	42%	其它投资现金流	1120	(2746)	(2600)	(2400)	(2200)
ROE	30%	30%	27%	24%	22%	投资活动现金流	1120	(4701)	(4145)	(4046)	(3917)
毛利率	30%	32%	32%	33%	33%	权益性融资	0	0	2990	0	0
EBIT Margin	15%	19%	21%	22%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	21%	23%	24%	24%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	50%	22%	24%	19%	17%	其它融资现金流	(1977)	(682)	0	0	0
净利润增长率	57%	41%	25%	20%	18%	融资活动现金流	(1977)	(682)	2990	0	0
资产负债率	28%	24%	22%	20%	18%	现金净变动	2858	(1287)	5074	3325	4708
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2764	5622	4335	9409	12734
P/E	59.5	42.1	33.7	28.1	23.9	货币资金的期末余额	5622	4335	9409	12734	17442
P/B	17.8	12.5	9.1	6.9	5.3	企业自由现金流	0	1344	4156	5141	6254
EV/EBITDA	60	39	29	24	20	权益自由现金流	0	635	4182	5184	6312

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032