

蜜雪集团 (02097.HK)

高效平价“甜蜜流”+IP 引力，加速“链”接全球

2025 年 07 月 19 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

初敏（分析师）

李睿娴（分析师）

chumin@kysec.cn

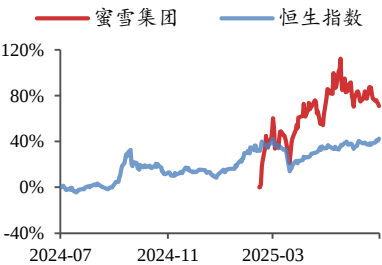
liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

证书编号：S0790525020004

日期	2025/7/18
当前股价(港元)	495.80
一年最高最低(港元)	618.50/256.00
总市值(亿港元)	1,882.15
流通市值(亿港元)	748.08
总股本(亿股)	3.80
流通港股(亿股)	1.51
近 3 个月换手率(%)	21.51

股价走势图



数据来源：聚源

● 蜜雪集团：平价现制饮品之王，迈向全球化征程

深耕高质平价茶饮近 30 年，已成长为中国第一、全球第四的现制饮品企业。蜜雪通过供应链整合重构茶饮价值链，实现“加盟商越赚钱，雪王越强大”的正循环，2024 年公司 97.5%收入来自商品和设备销售，食材已实现 60%自产。截至 2024 年底，蜜雪集团门店数量达到 4.6 万家，覆盖中国及海外 11 个国家，其中中国内地 41584 家，海外 4895 家。近年开始加码探索下沉咖啡市场潜力，目前幸运咖全国门店数量已经突破 6000 家。2021-2024 年公司门店终端销售从 228 亿元增长至 583 亿元，CAGR 达 36%。中长期维度我们预计蜜雪集团（含幸运咖）全球开店空间有望达到 10 万家。我们预计 2025-2027 年公司营收为 312.4/367.4/419.3 亿元，yoy+25.8%/17.6%/14.1%，净利润 57.65/69/79.8 亿元，yoy+29.9%/19.7%/15.7%，当前股价对应 PE 为 29.6/24.7/21.4X，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 现制饮品：国内人均杯量蕴育大机遇，海外随“丝绸之路”播种全球

国内：灼识咨询预估 2024 年中国现制茶饮/现制咖啡市场规模为 3127/2151 亿元，2023-2028 年的 CAGR 分别为 17.3%/19.8%。其中低价现制饮品凭借体验感和性价比潜力更足，有望进一步替代非商业/即饮饮品。2023 年中国人均现制饮品年消费量仅为 22 杯，显著低于成熟市场，未来五年有望实现翻倍。全球：2018-2023 全球现制饮品市场规模从 5989 亿美元增长至 7791 亿美元，预计 2028 可增长达 11039 亿美元，其中东南亚增速最快，欧美为全球贡献重要增量。同时，全球外卖渗透提升助推现制饮品即时可得性，加速发展&中国茶饮出海。传统冲泡茶早已随中国丝绸之路和英国殖民时期出海。文化和口味均有被认同基础，现制茶饮商业转化升级再次链接全球。

● 极致供应链硬实力+共赢联盟体系+IP 情感共鸣构筑蜜雪深厚护城河

供应链：公司拥有业内最大规模端到端供应链体系，涵盖采购、生产、物流、研发和品质控制等环节，相对更深供应链亦是其较低定价仍能保持更优利润率的关键。**加盟管理：**在选址、店型、运作和营销方面公司对加盟商实行标准化管理，单店模型优异。2024 年底，公司共有 20976 个加盟商，多店率为 2.22，优于同业。**雪王 IP：**从功能满足到情感占领，跨界深度动画内容，拓展品类边界引擎。

● **风险提示：**市场竞争加剧风险、成本上涨的风险、海外扩张不及预期的风险等。

财务摘要和估值指标

指标	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万港元)	20,302	24,829	31,238	36,744	41,927
YOY(%)	49.6	22.3	25.8	17.6	14.1
净利润(百万港元)	3,137	4,437	5,765	6,900	7,980
YOY(%)	57.1	41.4	29.9	19.7	15.7
毛利率(%)	29.5	32.5	33.1	33.3	33.4
净利率(%)	15.5	17.9	18.5	18.8	19.0
ROE(%)	29.6	29.5	27.6	24.8	22.3
EPS(摊薄/港元)	8.9	12.4	15.3	18.3	21.1
P/E(倍)	51	37	30	25	21
P/B(倍)	8.4	6.9	5.5	4.7	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 蜜雪集团：诞生于河南，迈向全球化新征程.....	6
1.1、 公司简介：从刨冰店到全球头部现制饮品企业，蜜雪迈入新征程.....	6
1.2、 股权&管理层：引入美团等产业战略资本，内驱经验与外引智慧融合.....	8
1.3、 财务分析：多维度高效经营，募投后加强供应链拓展全球.....	9
2、 业务解锁：以高质平价产品为核心策略，以供应链驱动加盟模式实现高速增长.....	13
2.1、 模式：构建加盟生态共赢体系，深度供应链驱动网络快速扩张.....	13
2.2、 产品：锚定“好喝无负担”定位，以 2-8 元刚性价格带构筑基本盘.....	15
2.3、 网点：国内下沉覆盖毛细血管，海外东南亚为基全球拓展.....	17
3、 行业剖析：国内替代即饮杯量提升空间广阔，海外东方茶文化播种全球.....	21
3.1、 国内：2027 年国内市场规模将破万亿，替代即饮软饮蕴藏大机遇.....	21
3.1.1、 渗透增长：替代非商业化饮品摄入蕴藏大机遇，外卖渗透助推现制饮品发展.....	21
3.1.2、 茶饮：紧抓县域经济红利，龙头份额有望持续增加.....	24
3.1.3、 咖啡：国内仍处快速渗透期，人均杯数、连锁化率均有较大提升空间.....	26
3.2、 海外：“东方茶”随丝绸之路播撒全球，中国品牌助力全球饮品多样化.....	28
3.2.1、 全球：现制饮品有望加速发展，中国品牌出海丰富现制“茶味+果味”.....	28
3.2.2、 东南亚：正处消费升级黄金发展期，中国现制饮品海外角逐首选.....	32
3.2.3、 美洲：奶茶消费的第二大市场，升级“水果茶+碳酸饮”受众广阔.....	34
3.3、 镜鉴可口可乐：大众亲民+快乐绑定，全球瓶装饮料王者穿越百年周期.....	35
4、 优势及壁垒：极致供应链硬实力+共赢联盟体系+IP 情感共鸣构筑蜜雪深厚护城河.....	37
4.1、 供应链：微利时代的万店之基，复用供应链再造多个雪王.....	37
4.2、 加盟管理：全链条赋能单店模型优异，势能向上可持续性极强.....	39
4.3、 雪王 IP：品牌情感内核+多元收入引擎，驱动形成生态协同网络.....	42
5、 开店空间：下沉+出海+咖啡，全球十万家空间可期.....	46
5.1、 蜜雪国内：拓展下沉、提升市占，蜜雪国内开店空间约 5-6 万家.....	46
5.2、 蜜雪海外：东南亚中期开店空间在 2 万家，美洲、非洲探索加速.....	47
5.3、 幸运咖：店效提升门店快速增长，定位下沉门店数量有超过 2 万家.....	49
6、 盈利预测与投资建议.....	53
7、 风险提示.....	56
附：财务预测摘要.....	57

图表目录

图 1： 蜜雪冰城成立于 1997 年，2018 年于海外开出首店.....	7
图 2： 截至 2024 年底公司共有 46479 家门店，其中 4895 家位于海外.....	7
图 3： 2024 年公司旗下门店的终端销售额为 583 亿元，同比增长 22%.....	7
图 4： 上市后创始人张红超和张红甫合计持股 81.68%.....	8
图 5： 公司 2024 年收入为 248 亿元，同比增长 22.3%.....	10
图 6： 公司 2024 年净利润为 44.4 亿元，同比增长 41.4%.....	10
图 7： 公司收入规模远超第二梯队（单位，亿元）.....	10
图 8： 2022 年疫情主动降价后公司毛利率稳步回升（单位：%）.....	10
图 9： 公司 2024 年三费合计费率为 9.91%，大幅低于友商（单位：%）.....	11
图 10： 2024 年公司净利率达到 17.9%，高于友商（单位：%）.....	11

图 11: 截至 2024 年底公司账上共有 78 亿现金及短投 (单位: 亿元)	11
图 12: 2024 年公司经营性活动共产生 60 亿元净现金流入, 大于净利润 (单位: 亿元)	11
图 13: 2024 年公司的 ROE 为 29.7%, 资产负债率为 23.9%	12
图 14: 2024 年蜜雪集团商品和设备销售收入占比为 97.5%	13
图 15: 蜜雪集团饮品食材已实现 60% 自产, 核心饮品食材达到 100% 自产	13
图 16: 蜜雪自助运营仓库和专属配送网络覆盖全中国	13
图 17: 推出若干季节性 & 区域性产品 (莓果三姐妹、厚芋泥奶茶、香柠红茶)	16
图 18: 海外推出抹茶限定产品	16
图 19: 2024 年蜜雪冰城上新 20 款饮品, 上新频率低于大多数现制饮品公司	16
图 20: 幸运咖 5 月上新 6 款 “真果咖” 产品, 送王俊凯亲签海报	17
图 21: 2024 年公司国内门店净增 8350 家	17
图 22: 截至 2024 年底公司三线及以下城市门店占比 57.4% (单位: 家)	17
图 23: 公司通过标准店型实现极致坪效, 非标准店型建立文化和情感符号	18
图 24: 近三个月幸运咖单月新增签约门店数量在 300 家以上	18
图 25: 截至 2025/6/27 幸运咖已有门店 5800 家, 年初至今新增 800 家	18
图 26: 幸运咖门店主要集中在河南及其周边省份	19
图 27: 幸运咖三线及以下城市门店占比超 70%	19
图 28: 2024 年前三季度蜜雪集团中国内地以外收入为 9.5 亿元	19
图 29: 海外市场毛利率高于国内	19
图 30: 截至 2024 年底公司中国内地以外门店数量已达 4895 家 (单位: 家)	20
图 31: 出海早期蜜雪集团印尼子公司已实现 8.8% 的净利率	20
图 32: 预估 2024 年国内现制饮品市场规模为 6279 亿元, 2023 至 2028 年的复合增速预计为 17.6%	21
图 33: 发展中国家非商业化饮品占比为 68%, 而发达国家为 30% (截至 2024 年)	22
图 34: 2023 年中国现制饮品消费量占饮用水分摄入总量的 1.6%	22
图 35: 2023 年中国人均现制饮品消费量为 22 杯, 东南亚为 16 杯, 远低于发达国家	22
图 36: 中国人均现制饮品消费量将从 2023 年的 22 杯提升到 2028 年的 51 杯, 东南亚从 16 杯提升至 36 杯	22
图 37: 预估 2024 年中国现制饮品占饮料市场的份额为 39.4%	23
图 38: 中国外卖渗透率从 2019 年的 12% 升至 2024 年的 25.7%	23
图 39: 中国现制茶饮行业外卖 GMV 的占比从 2018 年的 16.8% 提升至 2024 年的 46.4%	23
图 40: 预计中国现制平价茶饮占整体现制茶饮的比重将从 2023 年的 26% 增长至 2028 年的 32%	24
图 41: 现制平价茶饮市场增速快于高价和中价	24
图 42: 预计三线及以下现制茶饮市场占比将从 2023 年的 45% 增长至 2028 年的 52%	25
图 43: 三线及以下城市现制茶饮市场增速快于高线城市	25
图 44: 截至 2024 年, 全国共有 48.1 万家茶饮门店, 较 2023 年底净增 7.8 万家	25
图 45: 2024 年全年新开 28 万家茶饮店, 新关 20.7 万家, 闭店率明显增加	25
图 46: 预估 2024 年中国茶饮行业连锁化率达到 51.6% (按门店计)	26
图 47: 按终端销售额计, 2023 年中国茶饮行业 CR5 集中度为 46.9%	26
图 48: 按门店数量计, 2023 年中国茶饮行业 CR5 集中度为 13.3%	26
图 49: 中国人均咖啡杯数由 2016 年的 9 杯提升至 2023 年的 16.74 杯, 但处于低位	26
图 50: 截至 2025 年 4 月全国共有咖啡在营门店 17.1 万家, 较 2025 年底净增 8378 家	27
图 51: 2024 年中国咖啡行业连锁化率为 35.4%, 远低于茶饮的 51.4%	27
图 52: 2022 年以来瑞幸、库迪、幸运咖等本土咖啡品牌快速崛起	27
图 53: 截至 2025/4/30, 中国咖啡店 CR5 为 27.5%, 幸运咖门店数位列第四	28
图 54: 按终端销售额计, 2023 年美国咖啡行业 CR5 集中度为 67.6%	28
图 55: 按门店数量计, 2023 年美国咖啡行业 CR5 集中度为 37.3%	28

图 56: 预计 2028 年全球现制饮品市场规模为 11039 亿美元, 现制饮品占全球饮料市场的比重达到 48%.....	29
图 57: 2023-2028 年现制饮品复合年增长率, 东南亚为 19.8%快于中国	29
图 58: 2023 年到 2028 年美国、东南亚分别为全球现制饮品规模贡献 538、294 亿美元增量 (单位: 十亿美元)	29
图 59: 巴西、美国市场 2024 年的外卖渗透率分别为 23.8%和 22.8%.....	30
图 60: 2022 年美国、英国茶叶消费量分别同比+4.2%和+8%.....	30
图 61: 2022 年英国和中东北非多个国家茶叶人均消费量靠前.....	31
图 62: 预计东南亚现制饮品市场规模将由 2023 年的 201 亿美元增长至 2028 年的 495 亿美元 (单位: 亿美元)	32
图 63: 各国 GDP 年均复合增速, 预计未来十年东南亚六国将迎来经济腾飞期.....	32
图 64: 预计 2030 年美国的珍珠奶茶市场规模将达到 17.44 亿美元, CAGR 为 8.6%.....	34
图 65: 预计 2030 年拉丁美洲的珍珠奶茶市场规模将达到 3.62 亿美元, CAGR 为 7.2%.....	34
图 66: 北美、南美的珍珠奶茶市场规模占比分别为 29%和 5%.....	35
图 67: 按口味划分, 南美地区水果味珍珠奶茶销售额占比最高.....	35
图 68: 可口可乐 2024 年收入为 3383 亿元, 同比增长 4.4%	35
图 69: 可口可乐 2024 年 Non-GAAP 净利润为 896 亿元, 同比增长 8.5%	35
图 70: 独特的特许经营模式, 以向瓶装厂销售可乐浓缩原液为主.....	36
图 71: 可口可乐 2024 年 Non-GAAP 净利率为 26.48%, 摊薄 ROE 为 42.77%.....	36
图 72: 地区分布, 2024 年可口可乐北美市场收入占比为 39%	37
图 73: 产品分布, 2024 年可口可乐单品收入占比为 59.3%	37
图 74: 蜜雪冰城平价单店加盟商利润率为 21.6%, 投资回报周期在 11 个月, 优于同业.....	40
图 75: 2024Q1-Q3 蜜雪集团单店日均 GMV 为 4184 元	40
图 76: 2024 年前三季度蜜雪集团单店日均销售额同比下降 5.3%	40
图 77: 2024 年蜜雪集团闭店率显著低于同业.....	41
图 78: 2024 年蜜雪集团的多店率为 2.22, 优于同业.....	41
图 79: 相较于其他品牌, 蜜雪冰城品牌门店数量仍在快速拓张期 (单位: 家)	41
图 80: 甜啦啦 2024 年年底门店数量为 5137 家, 同比减少 3.7% (单位: 家)	42
图 81: 蜜雪通过身份设计、网络造梗、线下互动、角色共创的立体式营销推动雪王 IP 出圈.....	42
图 82: 雪王相关社媒账号保持高频内容输出.....	43
图 83: 雪王“阿桔”形象取材自用户共创.....	43
图 84: 蜜雪首部 IP 衍生动漫《雪王驾到》B 站评分 9.9	44
图 85: 2024 年前三季度蜜雪冰城品牌推广费用仅占公司收入的 0.9%.....	44
图 86: 蜜雪冰城小零食定价 1-2.5 元	45
图 87: 2024 年前九个月蜜雪电商渠道收入为 2.087 亿元, 毛利率为 21.9%.....	45
图 88: 截至 2025/4/26, 蜜雪冰城品牌在国内共有 35100 家门店主要分布在河南、山东、江苏、广东等省份 (口径与公司报表不一致)	46
图 89: 蜜雪冰城哈萨克斯坦首店开业	49
图 90: 蜜雪冰城官宣开放日本市场加盟	49
图 91: 雪王动画同步上线海外 4 大频道, 覆盖 30+非洲国家	49
图 92: 雪王动画海外首轮播映平均收视率达 1.14%, 最高收视率达 3.08%	49
图 93: 2024 年 5 月-2025 年 3 月幸运咖同店店效保持双位数增长	50
图 94: 根据测算, 幸运咖单店加盟商利润率为 14.2%, 回本周期在 22 个月.....	51
表 1: 蜜雪集团在中国现制茶饮品牌中的终端零售额排名第 1.....	7
表 2: 蜜雪集团在全球现制饮品品牌中的终端零售额排名第 4.....	8
表 3: 管理层正当壮年, 内驱经验与外引智慧融合.....	8
表 4: 蜜雪集团上市募资主要用于供应链平台能力建设与国际化布局 (单位: 百万港元)	12

表 5: 各品牌国内加盟政策, 蜜雪冰城加盟门槛及加盟费用低于其他品牌	14
表 6: 蜜雪冰城产品采取大单品策略, 前五大产品销量占比 41.2%	15
表 7: 截至 2024 年 9 月 30 日, 蜜雪集团共拥有海外门店约 4800 家, 其中 4762 家位于东南亚地区	20
表 8: 2023 年蜜雪集团在中国饮料行业的市场份额已达到 3.1%, 排名第五	24
表 9: 多个茶饮品牌出海美国、欧洲、中东等地区	31
表 10: 以饮品出杯量计, 蜜雪冰城在东南亚现制茶饮的市场份额已达到 19.5%, 大幅领先于竞对	33
表 11: 东南亚人口大国印尼和越南人均 GDP 远低于中国三线及以下城市	33
表 12: 东南亚主流茶饮、咖啡品牌产品价格带在 2.5-15 元/杯	34
表 13: 相较同业, 蜜雪集团在采购、加工、仓储物流环节均优势显著	38
表 14: 蜜雪集团在国内布局五大生产基地, 涵盖糖、奶、茶、咖、果、粮、料、包材及设备全品类	39
表 15: 2024 年雪王跻身国内互联网社区 IP 声量前十	43
表 16: 按城市线级测算, 我们预计蜜雪冰城品牌在国内的开店空间在 5.6 万家	46
表 17: 按市场份额测算, 假设蜜雪冰城国内每年市占率提升 0.2%, 预计 2027 年公司开店数量将达到 61699 家	47
表 18: 作为参照, 蜜雪冰城在三线城市密度为每百万人 40.6 家店	47
表 19: 假定东南亚密度为 29.8, 中期开店空间在 20200 家店	48
表 20: 2028 年蜜雪冰城东南亚门店数有望达到 18539 家	48
表 21: 区别于库迪、瑞幸, 幸运咖采取固定加盟费政策	50
表 22: 幸运咖主抓下沉市场, 与库迪、瑞幸构成差异化竞争	52
表 23: 预计幸运咖在国内的门店数量有望超过 2 万家	53
表 24: 我们预计 2025-2027 年公司国内外门店总数有望每年净增 7000 家	53
表 25: 我们预计 2025-2027 年公司收入同比增长 25.8%/17.6%/14.1% (单位: 千元)	54
表 26: 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润同比增长 30.1%/19.7%/15.7% (单位: 千元)	54
表 27: 蜜雪集团当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 29.6/24.7/21.4X	55

1、蜜雪集团：诞生于河南，迈向全球化新征程

1.1、公司简介：从刨冰店到全球头部现制饮品企业，蜜雪迈入新征程

源于河南，扩张至全球。深耕高质平价茶饮近 30 年，蜜雪冰城较其他品牌具备更强的穿越周期能力。其发展历史大致可以分为四个阶段：

（一）起步期（1997-2006）：草根突围，以低价基因破局行业混战

1997 年，张红超在郑州街头以 3000 元启动资金创立“寒流刨冰”，凭借自制刨冰机开启创业之路。门店因城市改造经历 4 次拆迁，被迫辗转多地。2000 年，“蜜雪冰城”品牌正式启用，2006 年，张红超研发出定价 1 元的鲜冰淇淋，迎首个转折点，蜜雪冰城以“极致性价比”定位，在县城学生、工人群体中积累口碑，初步形成“低线城市包围高线”的战略雏形。

（二）修炼内功期（2007-2018）：供应链自控与数字化筑基，构建护城河

2007 年，蜜雪冰城正式开放加盟，首年新增 27 家门店，2026 年成立商贸公司统一品牌形象。2008 年三聚氰胺事件重创上游乳品代工厂，倒逼其启动供应链自建计划。2013 年启动供应链垂直整合，成立河南大咖食品公司，截至目前已实现核心食材 100% 自产，自产比例高达 60%。2014 年建成焦作物流中心，推行“物流免运费”政策，至今已实现 12 小时覆盖全国 90% 县级行政区。至 2018 年，门店突破 5000 家，形成“加盟商为触手、供应链为心脏”的商业模式，通过供应链基建降低边际成本，支撑低价策略规模化复制。

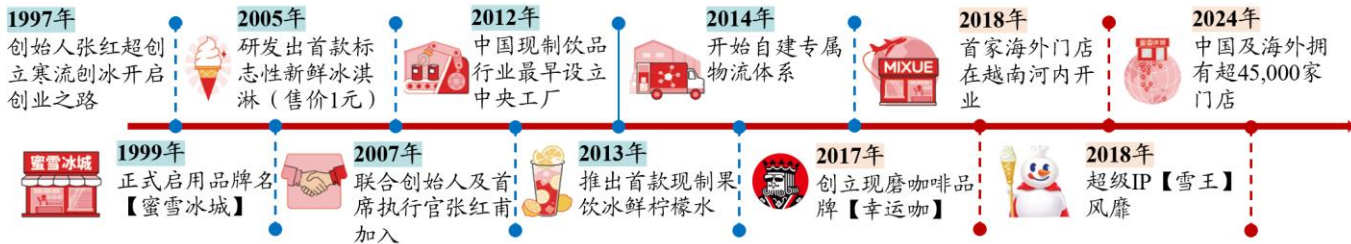
（三）加速扩张期（2019-2021）：疫情逆势扩张破万家与全民 IP 引爆

疫情成为蜜雪冰城“逆周期扩张”的关键窗口。2020 年，蜜雪冰城完成首轮融资，由高瓴资本和美团龙珠领投，融资金额超过 20 亿元。2020 年新增门店约 6000 家，全球门店突破 1 万家。品牌营销则在 2021 年迎来突破，魔性主题曲《你爱我我爱你》播放量超 10 亿次，此阶段蜜雪冰城将“廉价”升维为“普惠正义”，形成抗周期品牌心智。

（四）全球拓张+发力副线（2022-至今）：万店帝国的第二曲线

2022 年起，蜜雪冰城将中国模式复制至东南亚，截至 2024 年海外门店超 4800 家，市占率远超本土品牌。通过本地化供应链（印尼糖厂、越南冷链中心）提高本地化率，短保质期产品本地生产。副线孵化方面，咖啡品牌“幸运咖”以 8 元均价狙击瑞幸，截至 2025 年 4 月门店数量已突破 5400 家。

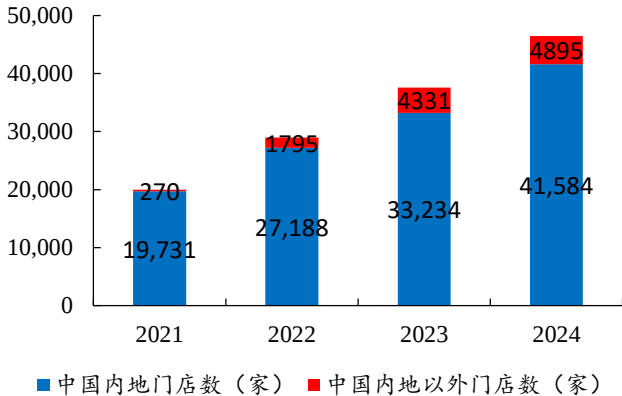
图1：蜜雪冰城成立于1997年，2018年于海外开出首店



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

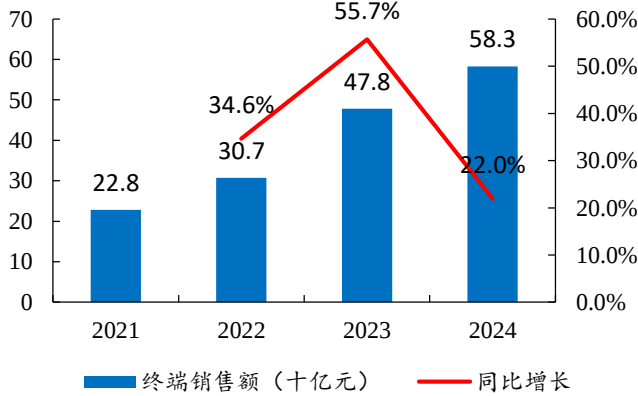
中国第一，全球领跑。截至2024年底，蜜雪集团门店覆盖中国及海外11个国家，全球拥有超过46479家门店，其中国内地门店41584家，内地以外4895家。从终端销售额看，2021-2024年公司旗下门店的终端销售从228亿元增长至583亿元，GACR达36%。以2023年终端销售额计，公司已成长为中国第一、全球第四的现制饮品企业，在中国和全球的现制饮品市场份额分别为11.3%和2.2%。

图2：截至2024年底公司共有46479家门店，其中4895家位于海外



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图3：2024年公司旗下门店的终端销售额为583亿元，同比增长22%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表1：蜜雪集团在中国现制茶饮品牌中的终端零售额排名第1

排名	品牌	主要产品价格带 (元)	终端零售额 (亿元)	以终端零售额计的市场份额
1	蜜雪集团	2-8	427	20.2%
2	古茗	10-18	192	9.1%
3	茶百道	10-22	169	8.0%
4	霸王茶姬	15-24	105	5.0%
5	沪上阿姨	7-22	97	4.6%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表2：蜜雪集团在全球现制饮品品牌中的终端零售额排名第 4

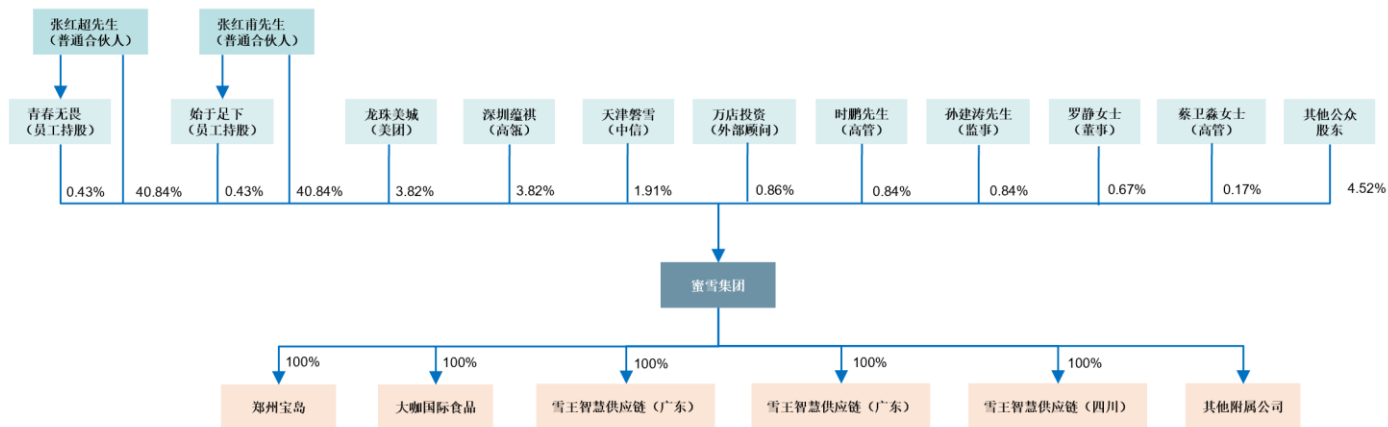
排名	公司	主要产品	2023mi 终端销售 额（亿元）	终端销售额市 场份额	以终端零售额 计的市场份额
1	星巴克	现制饮品、食品	4069	16.3%	18.3%
2	Dunkin' Donuts	现制饮品、食品	1092	10.4%	4.9%
3	Tims 咖啡	现制饮品、食品	553	9.5%	2.5%
4	蜜雪集团	现制饮品	478	55.7%	2.2%
5	Dairy Queen	现制饮品、食品	426	6.0%	1.9%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、股权&管理层：引入美团等产业战略资本，内驱经验与外引智慧融合

股权结构集中度较高，引入美团等知名产业资本赋能。张红超先生和张红甫先生作为普通合伙人，股权结构占比超过 80%。引入美团、高瓴、中信等产业资本，分别占比 3.82%、3.82%和 1.91%。

图4：上市后创始人张红超和张红甫合计持股 81.68%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

高级管理层内部经验与外部视角兼备。集团执行董事均具备丰富的一线运营经验，对现制饮品行业具有深入而全面的了解。创始人张红超出身河南，为人真诚朴实，负责集团发展战略和企业文化。弟弟张红甫年龄 40 岁，正当壮年，负责集团整体的经营管理。高管蔡卫森、赵红果出身基层，分别负责前端和后端供应链。独立非执行董事兼具法律、金融、科技公司行业的人才。

表3：管理层正当壮年，内驱经验与外引智慧融合

高管	职务	职责	履历
张红超先生	董事长、执行董事	全面负责本集团的发展战略和企业文化	48 岁，目前于长江商学院攻读工商管理硕士学位。在现制饮品行业拥有超过 27 年的从业经验，于 1997 年从【寒流刨冰】开始经营现制饮品业务，领导员工达成了创立【蜜雪冰城】品牌，推出冰鲜柠檬水等标志性产品，打造端到端的供应链体系等一系列重要里程碑，倡导并塑造了集团【真人真心真产

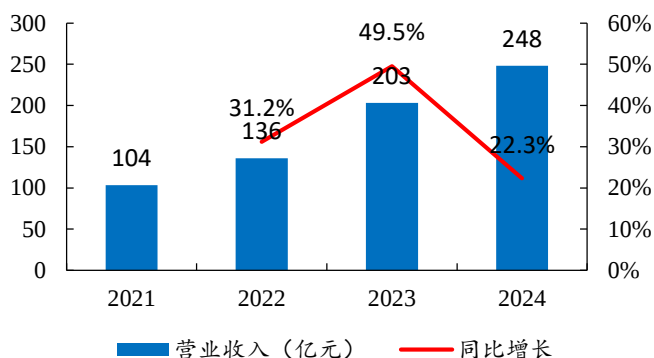
高管	职务	职责	履历
			品】的核心价值与以【真】为核心的企业文化。
张红甫先生	执行董事、首席执行官	全面负责本集团的整体经营管理并领导高级管理团队	40岁，目前于长江商学院攻读工商管理博士学位。于2007年加入蜜雪冰城，基于运营门店的成功经验，总结形成了一套标准化的运营管理体系，并通过加盟模式予以复制，长期领导并推动了业务发展，持续打造且夯实蜜雪冰城在品牌建设、门店运营、市场营销、产品管理等多方面的核心能力。
蔡卫森女士	执行董事、前端供应链负责人	负责门店物料与设备的采购、物流、前端应用研发和上述事宜的质量控制	36岁，于2008年加入蜜雪冰城，在集团内从门店店员、门店店长成长为前端供应链负责人，积累了丰富的运营经验，目前主要负责门店物料与设备的采购、物流、前端应用研发和上述事宜的质量控制。
赵红果女士	执行董事、后端供应链负责人	负责原材料采购、生产、后端基础研发和上述事宜的质量控制	36岁，于2013年加入蜜雪冰城。从门店店员升任门店店长，积累了丰富的运营经验，并相继参与了集团财务、行政、采购、生产等多个部门的运营，从2015年开始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。
潘慧妍女士	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断	57岁，于1992年5月取得康奈尔大学法律博士学位。在法律行业有约30年从业经验，曾在香港赛马会担任法律及合规事务执行总监，1998年至2015年期间担任电讯盈科集团多个职位，于2024年6月担任美团公司的独立非执行董事。
朱玺先生	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断	65岁，于2010年7月取得北京大学EMBA学位。在消费领域及财务和投资领域担任过多个关键角色，积累了30多年的相关经验。曾在美国通用磨坊公司任职近20年，领导了多个全球品牌在中国的发展，并于2017年加入天图投资，现任天图投资的管理合伙人。
黄宣德先生	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断	59岁，于2002年6月取得美国西北大学工商管理硕士学位。在金融、科技及互联网等多个行业担任不同职位，拥有超过25年经验，现任京东集团股份有限公司的高级顾问，2013-2020年担任该公司的首席财务官。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.3、 财务分析：多维度高效经营，募投后加强供应链拓展全球

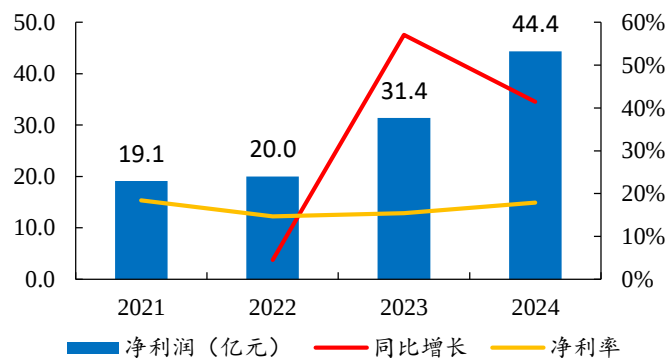
2019-2024 年，蜜雪冰城的收入和利润规模显著增长。2019 年收入约 26 亿元，2021 年收入突破 100 亿元，2024 年进一步增长至约 248 亿元，同比增长 22.3%。净利润方面，2019 年净利润约 4.45 亿元，2024 年净利润增长至 44.4 亿元，同比增长 41.4%，净利率达到 17.9%。增长原因包括：（1）低价策略吸引大量消费者；（2）快速扩张门店，覆盖更多区域；（3）供应链优化降低成本；（4）品牌营销成功提升知名度。

图5：公司 2024 年收入为 248 亿元，同比增长 22.3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

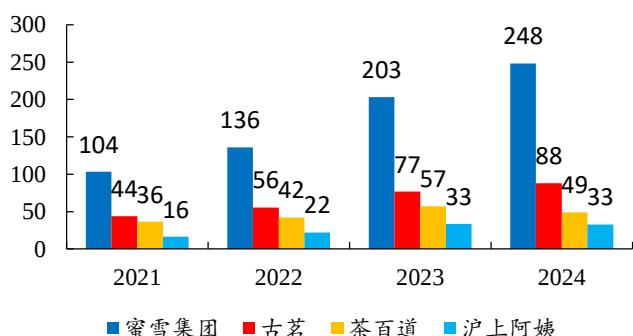
图6：公司 2024 年净利润为 44.4 亿元，同比增长 41.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

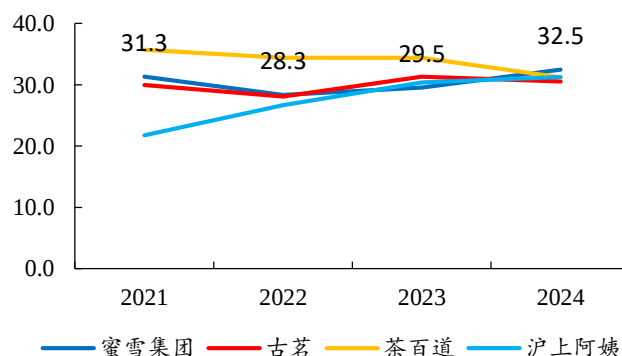
规模持续领先，综合盈利能力突出。大规模下增长态势仍强劲，收入远超出古茗、茶百道和沪上阿姨等品牌。疫情期间公司坚守与加盟商利益与共的理念，2022 年公司下调 69 款的物料与商品价格，平均降幅 15%，降价产品占 2022 年总收入的 23.1%，导致毛利率有所回落。随后凭借后端供应链规模效应及自产比例增加，2024 年公司毛利率已回升至 32.5%，超过 2021 年。

图7：公司收入规模远超第二梯队（单位，亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2022 年疫情主动降价后公司毛利率稳步回升（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

规模效应下三费合计费率大幅低于友商。2024 年蜜雪集团三费合计费率为 12.71%，古茗、茶百道、沪上阿姨分别为 16.61%、19.49%、18.98%。其中管理费用占比为 3.04%，处于最低水平，主要得益于其对加盟商行之有效的管理机制和规模效应。

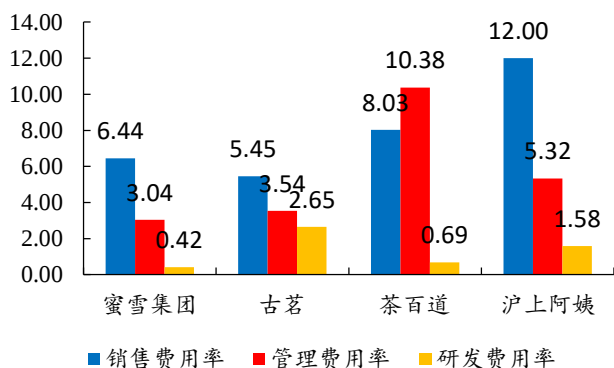
深耕研发：2024 年公司研发费用率为 0.42%，研发费用绝对值为 1.05 亿元，古茗、茶百道、沪上阿姨 2024 年的研发费用分别为 2.33、0.34、0.52 亿元。蜜雪集团的研发分为对产品口味和配方相关的应用研发，以及对食材相关的技术、生产工艺、配方及设备进行的基础研发。例如自主研发并生产高端零反式脂肪酸奶基底粉、鲜牛乳奶基底、半自动咖啡机等，满足消费者健康追求的同时节约成本。

有效营销：2024 年公司销售费用率为 6.44%，大幅低于沪上阿姨和茶百道。为加速品牌建设，公司建立了完善的线上线下品牌营销矩阵。**(1) 线上：**通过社交媒体和创新性营销内容，打造「雪王」IP 线上联动营销。截至最后实际可行日期，蜜

雪冰城话题在抖音有超过 435 亿次播放量。(2) 线下：通过超过 45,000 家门店网络及开展「雪王」巡游和音乐节等多种活动，实现对广泛消费群体的触达。深入人心的“雪王”形象带来的流量，广泛的门店网络和完善的营销矩阵，大大提高了营销效率，2024 年前九个月，公司品牌推广开支占收入比仅为 0.9%

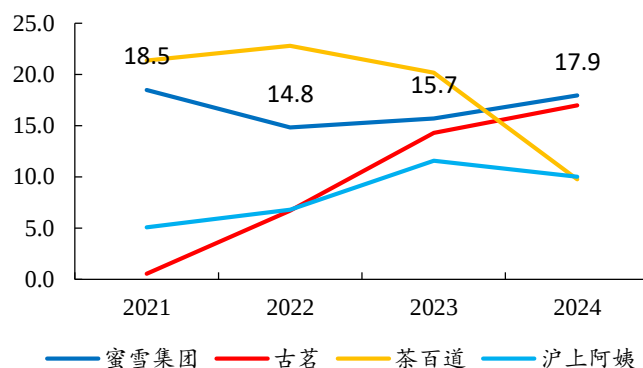
净利率处于较高水平：2024 年公司净利率为 17.9%，古茗、茶百道、沪上阿姨分别为 17%、9.8%、10%，公司净利率相较于其他友商波动较小，显示出其在复杂市场环境下较强的抗风险能力和稳健的盈利能力。

图9：公司 2024 年三费合计费率为 9.91%，大幅低于友商（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

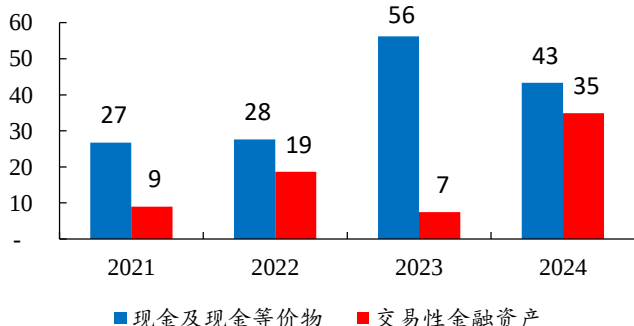
图10：2024 年公司净利率达到 17.9%，高于友商（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

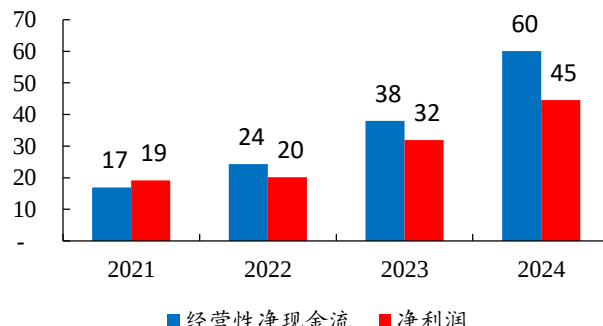
公司账上现金充沛，年度经营性净现金流大于利润，轻资产模式资金周转良好、盈利能力强。截至 2024 年底，公司共有 78 亿元的现金及现金等价物加交易性金融资产，账上现金充沛，同时并无任何的短期或长期借款。经营性现金流方面，2024 年公司的经营活动共产生 60 亿元的净现金流入，连续三年大于年度净利润金额。2024 年公司的 ROE 为 29.7%，盈利能力处于较高水平，而资产负债率仅为 23.9%且在持续下降，彰显公司加盟商开店的轻资产运营模式优势。

图11：截至 2024 年底公司账上共有 78 亿现金及短投（单位：亿元）



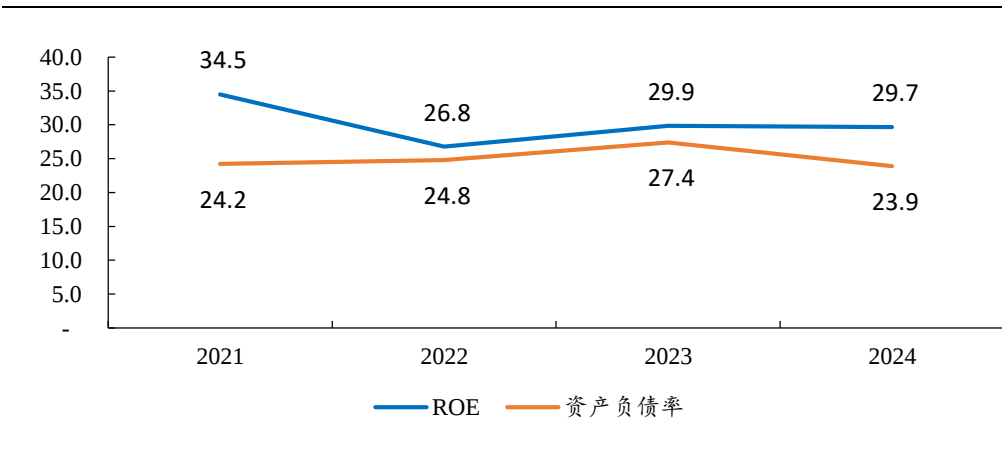
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2024 年公司经营性活动共产生 60 亿元净现金流入，大于净利润（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13: 2024 年公司的 ROE 为 29.7%，资产负债率为 23.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

上市募资 32.91 亿港元，聚焦供应链平台能力建设与国际化布局。公司计划将本次募集所得的 32.91 亿港元中，约 66%（21.72 亿港元）用于端到端供应链体系建设，其中中国市场为重点投向（占比 54%），主要用于原材料采购、冷链仓配与门店支持系统的升级，夯实本土运营效率；而海外部分则采用轻资产扩张模式，预计以加盟形式为主，推动门店快速复制。其余资金分别用于品牌与 IP 建设（12%）、数字化与智能化能力提升（12%）以及一般运营资金和企业用途（10%），显示出公司意图在维持品牌价值和系统效率的同时，为全球市场提供复制基础与支持能力。

资金动用节奏“前重后轻”，匹配公司战略落地的推进顺序。从资金使用安排来看，公司将在 2025 年集中投入 12.41 亿港元，占募资总额的 38%，其后逐年递减。整体来看，募资结构与使用节奏充分体现公司“本土夯实、海外复制”的全球化战略主线，构建起围绕“供应链-品牌力-系统能力”的三重护城河，提升长期可持续增长的基础。

表4: 蜜雪集团上市募资主要用于供应链平台能力建设与国际化布局（单位：百万港元）

募资用途	占所得款项	将于以下年度动用的所得款项净额				
	净额总额百分比	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	总计
1. 提升端到供应链	66%	955	717	303	197	2172
中国	54%	876	527	208	166	1777
海外	12%	79	190	95	31	395
2. 品牌和 IP 的建设	12%	93	85	113	104	395
3. 加强数字化和智能化 的能力	12%	111	100	94	90	395
4. 管理资金和其它一般 企业用途	12%	82	82	82	83	329
总计	100%	1241	984	895	474	3291

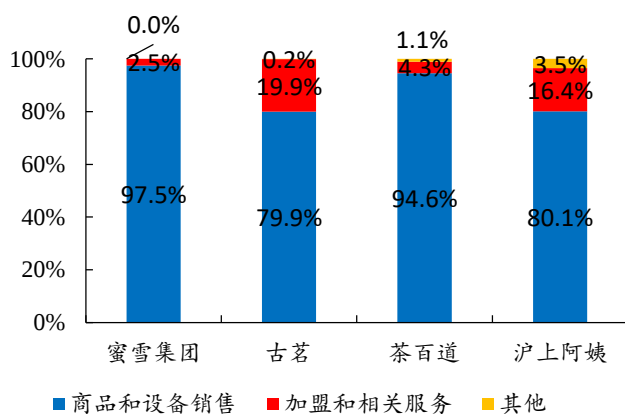
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2、业务解锁：以高质平价产品为核心策略，以供应链驱动加盟模式实现高速增长

2.1、模式：构建加盟生态共赢体系，深度供应链驱动网络快速扩张

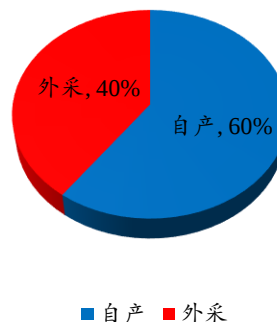
以供应链整合者角色重构茶饮价值链，形成了卖铲子 B2B 盈利模式。2024 年蜜雪集团营业收入中集团商品和设备销售收入占比为 97.5%，加盟和相关服务收入占比仅有 2.5%，远低于其他品牌。蜜雪集团饮品食材已实现 60% 自产，核心饮品食材达到 100% 自产，第二梯队的古茗食材自产比例仅为 10-15%。实现“加盟商越赚钱，雪王越强大”的正循环。公司通过建设全球采购网络、生产基地、物流体系等一系列举措，形成了全球规模化采购、垂直一体化的供应链。

图14：2024 年蜜雪集团商品和设备销售收入占比为 97.5%



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图15：蜜雪集团饮品食材已实现 60% 自产，核心饮品食材达到 100% 自产



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图16：蜜雪自助运营仓库和专属配送网络覆盖全中国



资料来源：公司招股说明书

加盟商越多->原材料采购价越低->加盟商利润越高->新加盟商越多。

(1) 开店：降低加盟商门槛，同时建立严选制度。根据蜜雪冰城小程序，新开门店的加盟费用为 15800 元/年（地级城市为例），对比其他品牌初始加盟费用极低。2021-2024 公司累计收到 420 万份咨询，加盟申请通过率<5%，以合作伙伴的思路，严格筛选以夫妻老婆店为主的诚心经营加盟商，减少闭店率。

(2) 采购&加工：规模优势到成本优势，利益与加盟商高度绑定。通过超 45000 家的门店规模优势，构筑低成本壁垒。(3) 运维：极致高效的一站式解决方案，全方位支持加盟商。公司在选址、店型、运作和营销方面对加盟商实行标准化管理，从而助力加盟商获得更大成功。开店前对加盟商及门店员工进行集中培训，以确保门店运营质量。此外，公司通过智慧门店解决方案赋能加盟商并提升其运营效率，例如有效管理门店库存。

表5：各品牌国内加盟政策，蜜雪冰城加盟门槛及加盟费用低于其他品牌

蜜雪冰城		古茗		沪上阿姨		茶百道	
基础资金	21 万元以上	基础资金	25 万元以上	基础资金	35 万元以上	基础资金	30 万元以上
初始投入资金	21 万元起	初始投入资金	23.3 万元起（不含加盟费）	初始投入资金	9.4 万元起	初始投入资金	26 万元起
加盟费用	15800 元/年（地级城市为例）	加盟费用	98800 元（首年为 0，分三期）	加盟费用	49800 元	加盟费用	90000 元
1.加盟费	省会：11000 元/年 地级：9000 元/年 县级：7000 元/年	1.品牌合作费	18800 元			1.品牌授权费	30000 元
2.管理费	4800 元/年	2.运营服务费	30000 元			2.培训服务费	20000 元
3.培训费	2000 元/年	3.培训服务费	25000 元			3.开业综合服务费	40000 元
		4.开店服务费	25000 元			4.其他管理费	13000 元/年
首批物料	50000 元	首批物料	20000-40000 元	首批物料	30000-50000 元	首批物料	20000 元起
机器设备	70000 元	机器设备	210000 元（咖啡机 8 万元可分期）	机器设备	90000 元起	机器设备	120000 元
门店装修	60000 元	门店装修	100000 元			门店装修	100000 元

数据来源：各品牌加盟小程序、开源证券研究所（初始投入资金不包含店面租金、转让费等，古茗、沪上阿姨、茶百道的初始投入资金仅包含分期付款的首期费用）

2.2、产品：锚定“好喝无负担”定位，以 2-8 元刚性价格带构筑基本盘

就产品品类而言，蜜雪冰城产品主要包括茶饮和冰淇淋两大类。冰淇淋：除熟知的脆筒、圣代系列，又创造了摇摇奶昔，雪顶咖啡等单品。茶饮：主要包括奶茶、真果茶、原叶茶、奶盖茶以及特调五个细分类别，为更好的满足消费者的需求，二十几年间，蜜雪冰城不断创新研发，目前蜜雪冰城已经开发了 40 多个产品，此外，还在不断推出零食、咖啡等新品及新品类。

产品结构上则坚持“长青款+季节爆款+全球特供”金字塔基座产品策略。基石产品：2024Q1-Q3，公司前五大畅销常青款产品（柠檬水/冰淇淋/珍珠奶茶/蜜桃四季春/满杯百香果）占在国内总饮品出杯量的约 41.2%，其中柠檬水、冰淇淋、珍珠奶茶销量分别为 11 亿、14 亿和 3.85 亿，销售额约占整体的约 10%、6%、5%。大单品持续出新，新品茉莉奶绿于 2024 年 7 月上市，上市首月售出超 1 亿杯。我们认为大单品策略利于公司原材料规模化采购，压缩成本。同时，蜜雪通过推出季节爆品制造新鲜感（草莓摇摇奶昔等）、全球特供适配本地口味（东南亚榴莲椰椰、日本抹茶玄米），丰富品牌新鲜感与话题度。

表6：蜜雪冰城产品采取大单品策略，前五大产品销量占比 41.2%

产品展示	大单品	上市时间	售价	2024 年前九个月销售量	GMV 占比（估算）
	柠檬水	2013 年	4 元	11 亿杯	10%
	冰淇淋	2005 年	2 元	14 亿支	6%
	珍珠奶茶	初代产品	6 元	3.85 亿杯	5%
	蜜桃四季春	2020 年 7 月	7 元	3.65 亿杯	4%
	满杯百香果	2019 年	7 元	2.81 亿杯	4%
	茉莉奶绿	2024 年 7 月	6 元	1 亿杯	1%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所（GMV 占比为测算值，等于杯量*售价）

图17：推出若干季节性及区域性产品（莓果三姐妹、厚芋泥奶茶、香柠红茶）



资料来源：公司招股说明书

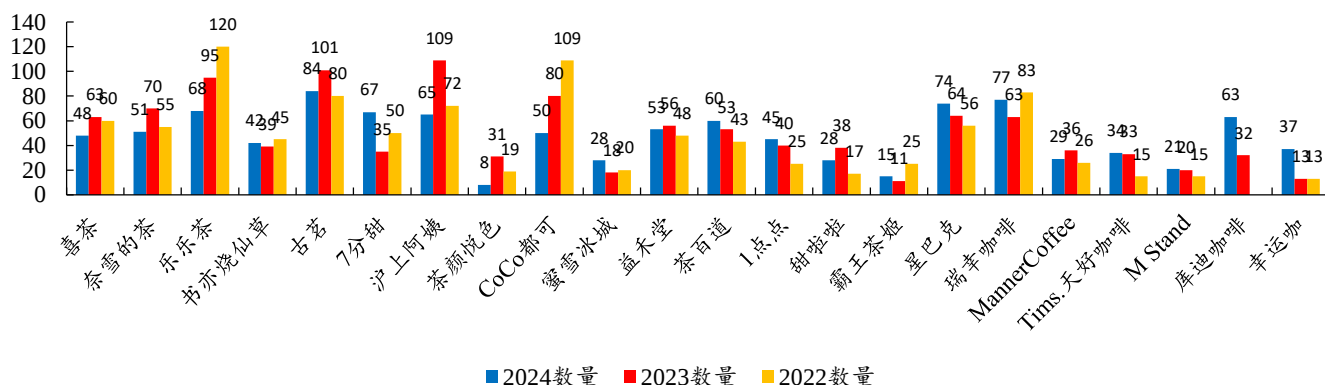
图18：海外推出抹茶限定产品



资料来源：蜜雪看世界小红书账号

精简上新次数，规模效应强化C端定价权能力。根据咖门统计，2024年蜜雪冰城、古茗、沪上阿姨、茶百道分别上新20、80、72、43款新品，相比之下蜜雪冰城上新频率远低于竞对，以减少供应链端换品的难度，保证原材料制造端的规模优势最大化。

图19：2024年蜜雪冰城上新20款饮品，上新频率低于大多数现制饮品公司



数据来源：咖门、开源证券研究所

幸运咖：复用蜜雪冰城供应链和物流基建定价6-8元，大规模上新“真果咖”打开增量市场。幸运咖现磨咖啡饮品包括经典款（美式、拿铁等）、流行款、创新款产品，2024年至今已推出超**18款果咖新品**。5月9日，幸运咖官宣携“真果咖天团”强势袭来，带来红石榴、苹果、芭乐等6种真果为主题的全新产品。品类包含果咖、果茶等，并且全线强调真咖、真奶、真果、真茶，价格普遍为6-8元，展现出较高的质价比。幸运咖代言人王俊凯于2025年5月探访幸运咖海南超级工厂，工厂占地19万平，年产能2.2万吨，其咖啡烘焙基地规模属全国前列。

图20：幸运咖5月上新6款“真果咖”产品，送王俊凯亲签海报



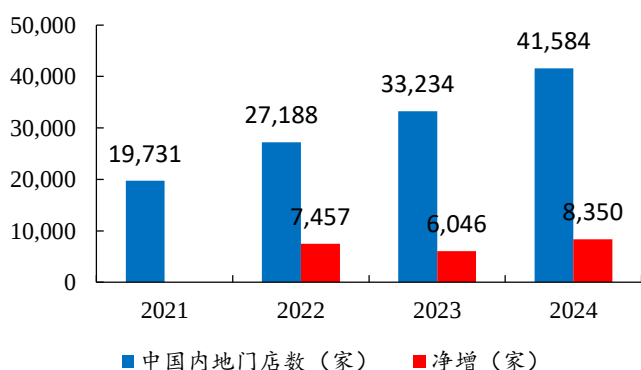
资料来源：幸运咖小红书官方账号

2.3、网点：国内下沉覆盖毛细血管，海外东南亚为基全球拓展

（一）国内：下沉为王，蜜雪+幸运咖门店数超4万

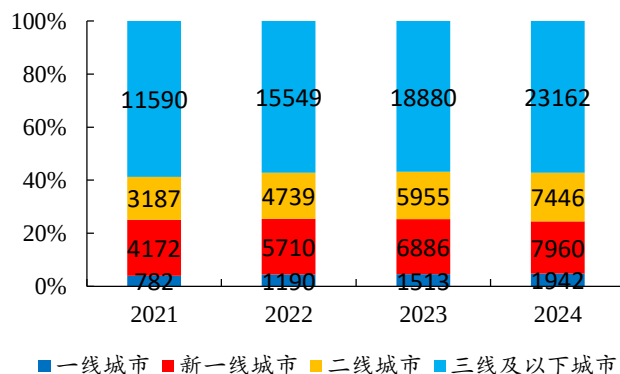
低价为王，蜜雪集团国内门店数量突破4万+，半数以上门店集中在三线城市。2024年公司国内净开门店8350家，较2022和2023年的开店速度进一步加快。门店网络已遍布中国内地31个省份、自治区及直辖市，超过300个地级市、1,700个县城和全国约30,000个乡镇中的4,900个乡镇，覆盖所有线级城市。三线及以下城市对门店扩张贡献显著，截至2024年底，三线及以下城市门店数量达到23858家，占比高达57.4%，而新一线城市和二线城市门店数量分别占总数的19.6%和18.2%，一线城市占比4.8%。

图21：2024年公司国内门店净增8350家



数据来源：公司公告、开源证券研究所（含幸运咖）

图22：截至2024年底公司三线及以下城市门店占比57.4%（单位：家）



数据来源：公司公告、开源证券研究所（含幸运咖）

通过灵活适配不同场景的店型策略，实现了从商业街到景区、从社区到交通枢纽的全覆盖渗透。蜜雪冰城门店店型主要包括标准堂食店、标准档口店、特装店、集装箱店、旗舰店及主题店。截至2024年9月30日，公司在中国的蜜雪冰城门店中，标准堂食店占78.1%、标准档口店占19.8%、特装店占1.0%、集装箱店占0.9%、旗舰店占0.1%、主题店占0.1%。旗舰店在拔高品牌形象、引发打卡和话题度之外，

还将作为蜜雪的新品测试区。

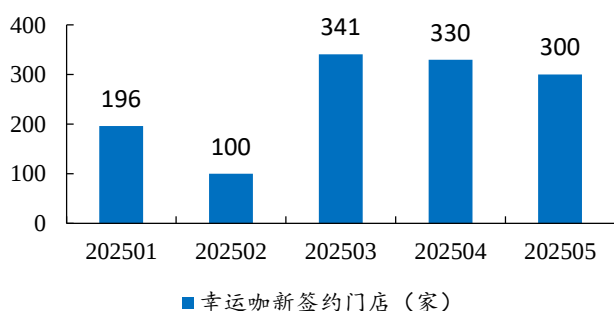
图23：公司通过标准店型实现极致坪效，非标准店型建立文化和情感符号



资料来源：公司招股说明书

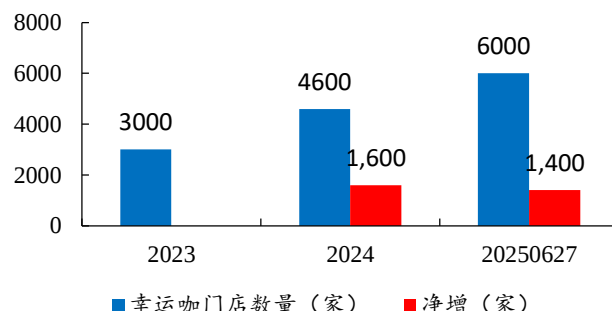
加码探索下沉咖啡市场潜力，截至4月30日幸运咖全国门店数量已经突破5400家。2025年以来，幸运咖新开门店加速，2025年1-5月分别新增签约196、100、341、330、300家。截至2025/6/27，幸运咖门店数量突破6000，年初至今新增1400家门店。从区域分布来看，幸运咖门店集中在河南及其周边省份，广东、福建、浙江等人口大省待开拓。从城市线级来看，幸运咖71%的门店分布在三线及以下城市，紧抓下沉市场现制饮品发展红利，一线城市门店数量仅占比0.66%。

图24：近三个月幸运咖单月新增签约门店数量在300家以上



数据来源：幸运咖小红书官方账号、开源证券研究所

图25：截至2025/6/27幸运咖已有门店5800家，年初至今新增800家



数据来源：幸运咖小红书官方账号、开源证券研究所

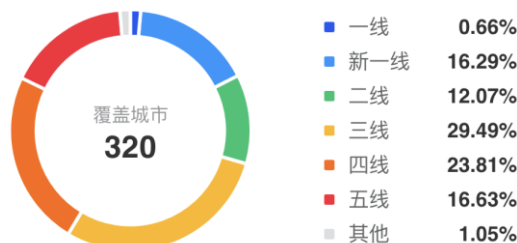
图26：幸运咖门店主要集中在河南及其周边省份



资料来源：窄门餐眼

图27：幸运咖三线及以下城市门店占比超 70%

城市分布



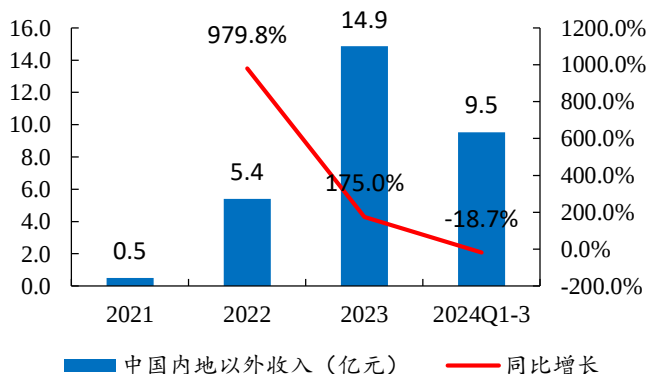
资料来源：窄门餐眼

(二) 海外：复制中国成熟模式出海，立足东南亚进击全球

2018 年开始探索东南亚市场，现已成为东南亚最大现制茶饮品牌。蜜雪冰城 2018 年以越南为首站进军东南亚，凭借低价策略（1-2 美元）快速扩张，2020 年进入印尼、菲律宾。截至 2024 年底，中国内地以外市场门店数量已接近 5000 家，绝大部分门店集中在东南亚，海外门店数量占整体的 10.5%，2023 年，蜜雪海外实现收入 14.9 亿元占整体的 7.3%，来自印尼和越南的收入占公司海外收入 70%以上。

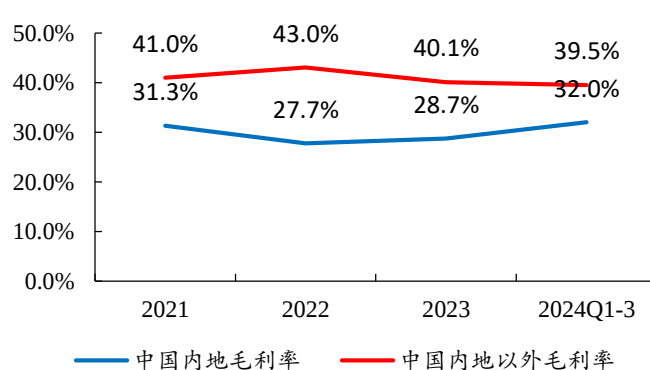
复制中国供应链模式和加盟商管理，从快速扩张到精耕细作。海外快速扩张的同时加盟商和供应链管理未同频跟进，2024 年前三季度蜜雪海外收入有所下滑。公司通过主动放慢印尼和越南的开店速度，加强运营管理和本地化建设。

图28：2024 年前三季度蜜雪集团中国内地以外收入为 9.5 亿元



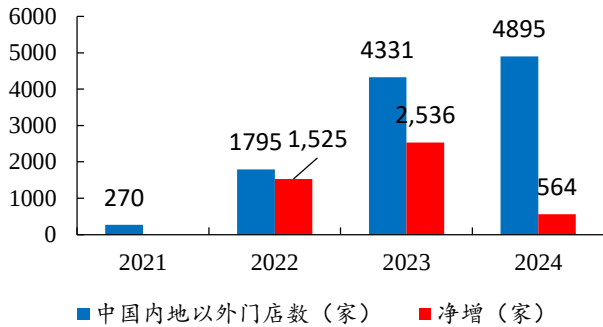
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图29：海外市场毛利率高于国内



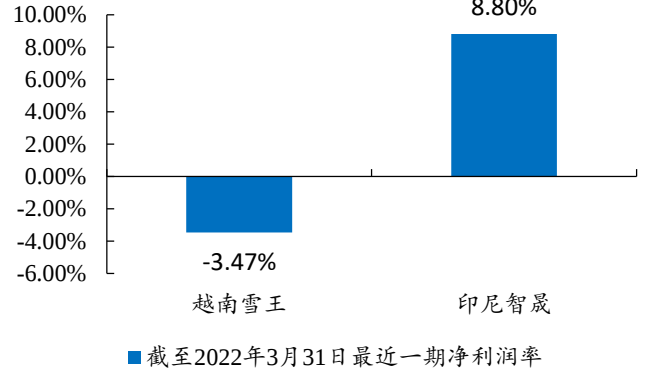
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图30：截至 2024 年底公司中国内地以外门店数量已达 4895 家（单位：家）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图31：出海早期蜜雪集团印尼子公司已实现 8.8%的净利率



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

已覆盖海外 12 个国家，进军马来、泰国，开拓日韩、澳洲，远望美洲、非洲，全球广播种。出海之初，蜜雪冰城在印尼借助已形成规模的 OPPO 和 Vivo 经销商体系，在越南借助中建、极兔体系员工快速扩张，在东南亚已形成规模效应，马来西亚、泰国两个国家即将迎来加速期。截至 2024 年 9 月 30 日，公司在印尼、越南、马来西亚、泰国分别拥有门店 2667、1304、337、272 家门店。2025 年 3 月蜜雪日本召开加盟商大会，哈萨克斯坦首店开业。公司计划 2025 年下半年在南美的巴西市场开出首店，预计还将进入美国、墨西哥等北美国家。同时，雪王动画片作为先行兵已在非洲三十多个国家热映。

表7：截至 2024 年 9 月 30 日，蜜雪集团共拥有海外门店约 4800 家，其中 4762 家位于东南亚地区

蜜雪冰城海外门店分布（截至 20240930）	
印尼	2667
越南	1304
马来西亚	337
泰国	272
菲律宾	98
柬埔寨	40
老挝	22
新加坡	22
澳大利亚	12
韩国	7
日本	5
合计	4786

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3、行业剖析：国内替代即饮杯量提升空间广阔，海外东方茶文化播种全球

3.1、国内：2027 年国内市场规模将破万亿，替代即饮软饮蕴藏大机遇

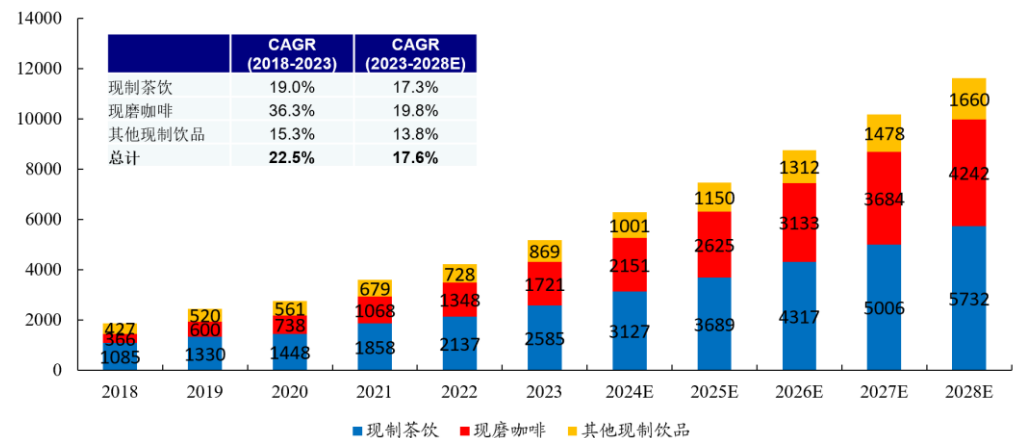
预计中国现制饮品行业未来五年保持双位数增长。根据灼识咨询，预估 2024 年国内现制饮品市场规模为 6279 亿元，2023-2028 年的复合增速预计为 17.6%，2028 年中国现制饮品行业规模将达到 11634 亿元。现制饮品主要包括现制茶饮、现制咖啡，和其他品类。

(1) 现制茶饮：预估 2024 年国内现制茶饮市场规模为 3127 亿元，2023 至 2028 年的复合增速预计为 17.3%。

(2) 现制咖啡：预估 2024 年国内现制咖啡市场规模为 2151 亿元，2023 至 2028 年的复合增速预计为 19.8%，为增速最快的品类。

(3) 其他现制饮品：主要包括现制果饮、冰淇淋和酸奶。预估 2024 年国内其他现制饮品的市场规模为 1001 亿元，2023 至 2028 年的复合增速预计为 13.8%。

图32：预估 2024 年国内现制饮品市场规模为 6279 亿元，2023 至 2028 年的复合增速预计为 17.6%

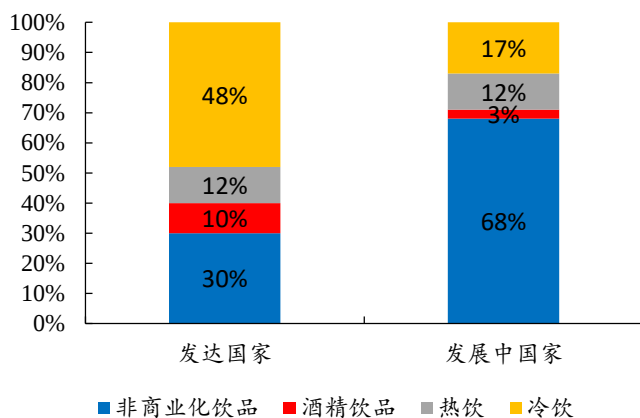


数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

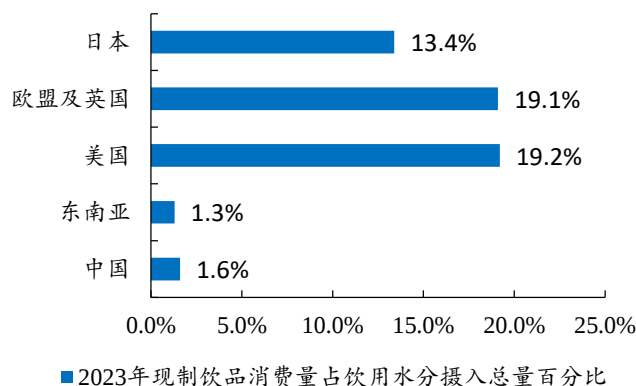
3.1.1、渗透增长：替代非商业化饮品摄入蕴藏大机遇，外卖渗透助推现制饮品发展

从水分摄入类型来看，中国现制饮品对比发达国家蕴藏大机遇。伴随人均收入水平提升及居民消费升级，非商业化饮品（饮用水为主）的摄入占比降低，摄入品牌饮品、饮料的占比提升。根据可口可乐研究数据，截至 2024 年发展中国家非商业化饮品占比为 68%，而发达国家仅为 30%；其中发展中国家冷饮消费占比为 17%，发达国家则高达 48%。

根据灼识咨询数据，2023 年中国、东南亚现制饮品消费量仅占饮用水分摄入总量的 1.6%、1.3%，而美国、欧盟及英国、日本的占比则为 19.2%、19.1%、13.4%，中国、东南亚的现制饮品消费量较发达国家有十倍提升空间。

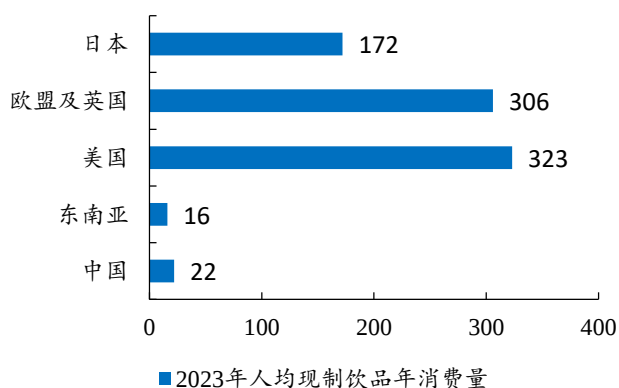
图33：发展中国家非商业化饮品占比为 68%，而发达国家为 30%（截至 2024 年）


数据来源：可口可乐公司公告、开源证券研究所

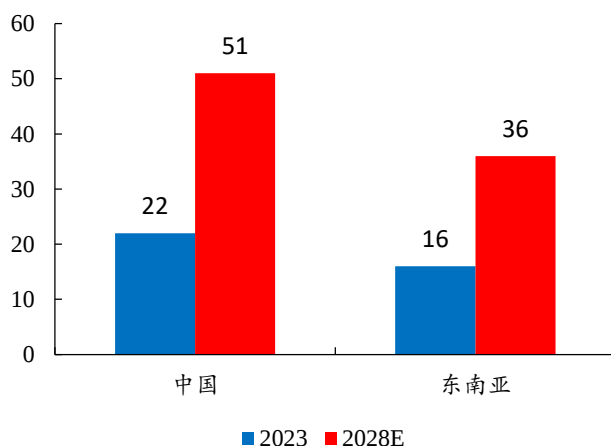
图34：2023 年中国现制饮品消费量占饮用水分摄入总量的 1.6%


数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

按人均消费杯数来看，未来五年中国人均消费量有望实现翻倍。根据公司招股书，2023 年，中国人均现制饮品年消费量仅为 22 杯，东南亚为 16 杯，显著低于其他市场（美国 323 杯，欧盟及英国 306 杯，日本 172 杯）。中国人均现制茶饮年消费量预计将从 2023 年的约 22 杯提升到 2028 年的约 51 杯，带动中国现制饮品市场终端零售额快速增长。

图35：2023 年中国人均现制饮品消费量为 22 杯，东南亚为 16 杯，远低于发达国家


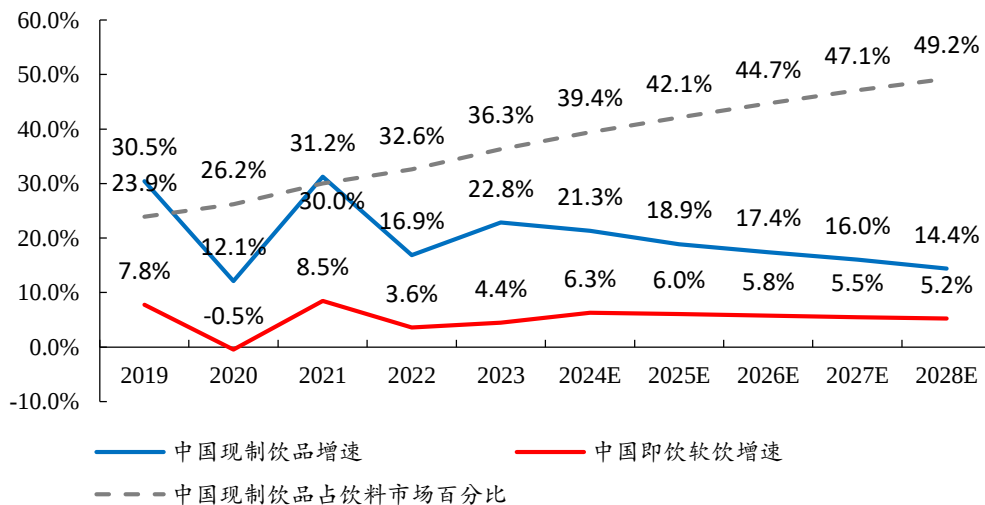
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图36：中国人均现制饮品消费量将从 2023 年的 22 杯提升到 2028 年的 51 杯，东南亚从 16 杯提升至 36 杯


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

凭借高新鲜度、可加冰等更优特性，现制饮品在整体饮料市场的占比持续提升。根据灼识咨询，预计 2023-2028 年，我国现制饮品复合年增长率达到 17.6%，高于即饮软饮期间 5.8% 的增速。预计现制饮品市场将占据我国饮料市场的比重将从 2019 年的 30.5% 提升至 2028 年的 49.2%，份额接近一半。

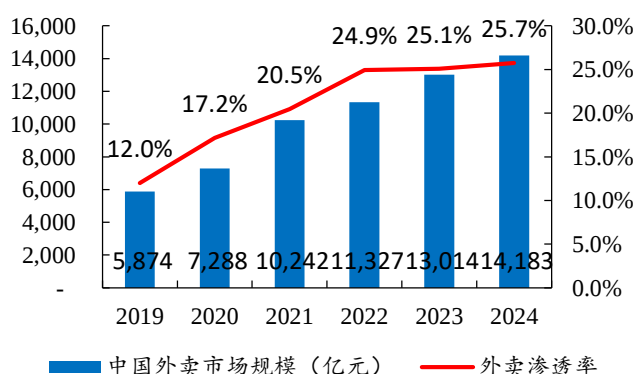
图37：预估 2024 年中国现制饮品占饮料市场的份额为 39.4%



数据来源：公司公告、灼识咨询、开源证券研究所

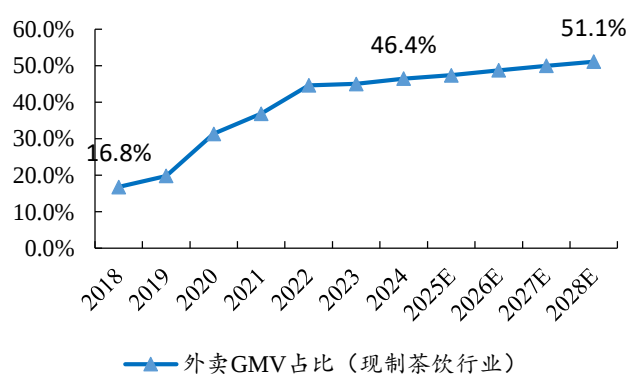
国内外卖快速渗透，带动现制饮品便利性追赶甚至超越瓶装饮料。外卖的普及大幅便利了现制茶饮的可获得性，对于宅家或办公室需求而言，外卖甚至较便利店更为便捷。根据欧睿数据，中国外卖行业市场规模从2019年的5874亿元增长至2024年的14183亿元，渗透率从2019年的12%快速提升至2024年的25.7%。根据灼识咨询，中国现制茶饮店外卖服务的GMV从2018年的118亿元增加至2024年的1195亿元，年复合增长率达到47.1%，外卖占比从2018年的16.8%提升至2024年的46.4%，2028年有望提升至51.1%。

图38：中国外卖渗透率从2019年的12%升至2024年的25.7%



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图39：中国现制茶饮行业外卖 GMV 的占比从2018年的16.8%提升至2024年的46.4%



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

低价现制饮品较瓶装水/饮料更具体验感和性价比。根据灼识咨询，2023年蜜雪集团终端零售额达到447亿元，在中国饮料行业的市场份额升至3.1%，仅次于可口可乐（中国）。蜜雪集团饮品2-8元的价格定位与瓶装饮料企业主力价格带相近，我们认为，随着消费者对新鲜、健康饮品的需求增加，蜜雪冰城凭借其广泛的门店网络和高效供应链，有望进一步替代瓶装饮料。

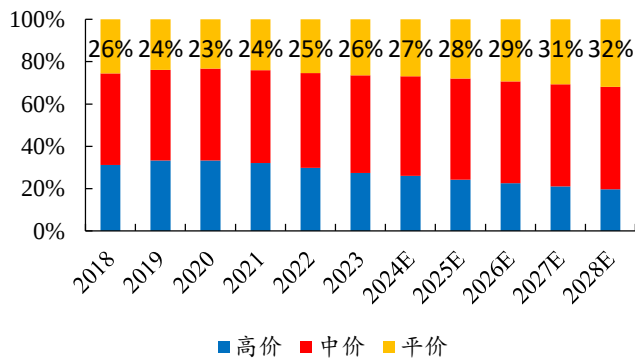
表8：2023 年蜜雪集团在中国饮料行业的市场份额已达到 3.1%，排名第五

公司	主要饮料产品	主力价格带（元）	终端销售额（十亿元）	2023 年同比增速	市场份额
娃哈哈	预包装饮料	2-6	94.4	5.3%	6.6%
统一企业	预包装饮料	2-8	87.7	5.4%	6.1%
农夫山泉	预包装饮料	2-10	87.5	23.2%	6.1%
可口可乐	预包装饮料	2-8	75.4	0.6%	5.3%
蜜雪集团	现制饮品	2-8	44.7	49.5%	3.1%

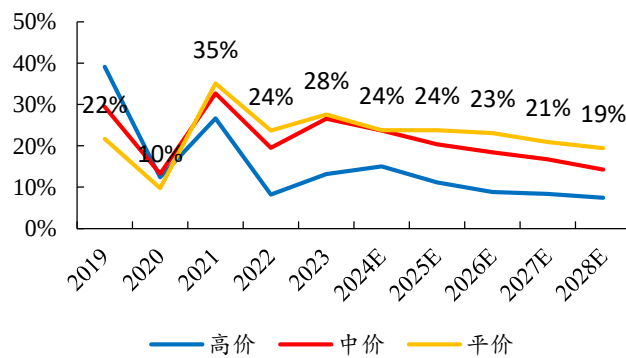
数据来源：公司公告、灼识咨询、开源证券研究所

3.1.2、茶饮：紧抓县域经济红利，龙头份额有望持续增加

从价格带看：中价占据主要市场，平价增速高潜力足。伴随消费者消费行为的变化以及购买频次的提升，更偏向“高质、性价比”产品。平价现制饮品（单价不高于 10 元人民币）不但满足了消费者愈加追求性价比的大趋势，而且相较其他平价饮料产品近似的价格带下提供了更新鲜的产品和更强互动性的消费体验。2023 年，中国平价现制茶饮的市场规模为 1366 亿元，预计 2028 年将达到 3719 亿元，2023-2028 年的复合增速将达到 22.2%，快于高价、中价的 10.1% 和 18.6%。

图40：预计中国现制平价茶饮占整体现制茶饮的比重将从 2023 年的 26% 增长至 2028 年的 32%


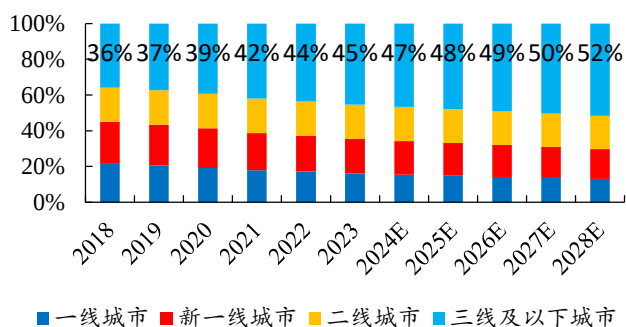
数据来源：公司公告、灼识咨询、开源证券研究所

图41：现制平价茶饮市场增速快于高价和中价


数据来源：公司公告、灼识咨询、开源证券研究所

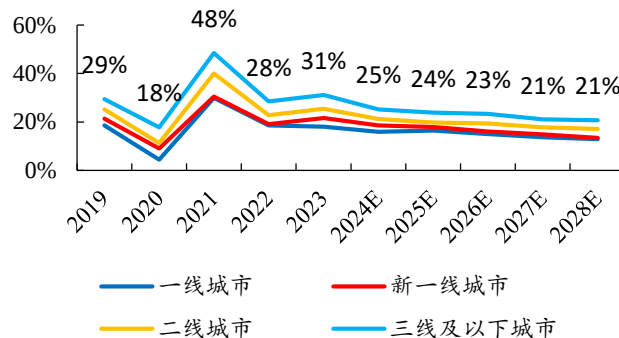
从城市分布看：三线及以下城市占比近半且增速更快。根据灼识咨询，2023 年我国三线及以下城市现制茶饮市场规模为 960 亿元占茶饮市场的 45% 份额，预计 2028 年将增长至 2682 亿元，2023-2028 年的复合增速将达到 22.8%，城市线级越低，平均增速越快。同时，2023 年一线城市的人均现制饮品年消费量达到 70 杯，而三线及以下城市则仅为 13 杯，突显出下沉市场较大增长潜力，其中蜜雪冰城和古茗等品牌已在下沉市场站稳脚跟。

图42：预计三线及以下现制茶饮市场占比将从 2023 年的 45%增长至 2028 年的 52%



数据来源：公司公告、灼识咨询、开源证券研究所

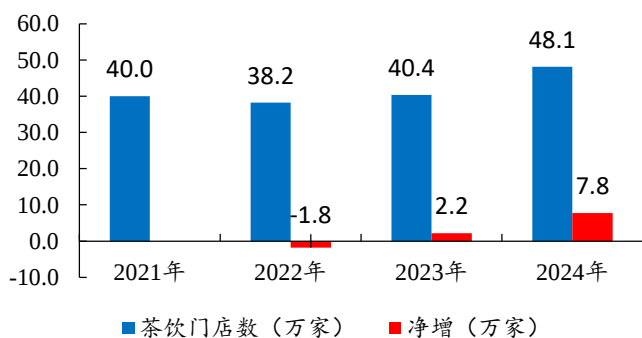
图43：三线及以下城市现制茶饮市场增速快于高线城市的



数据来源：公司公告、灼识咨询、开源证券研究所

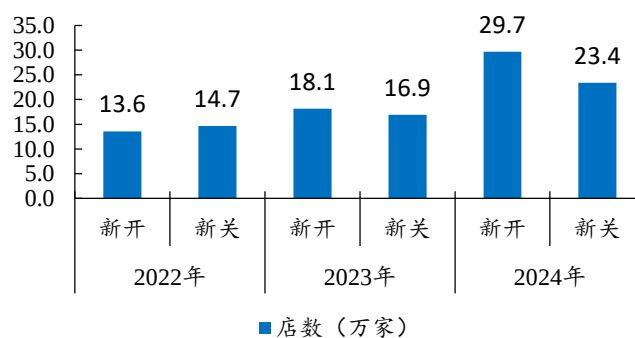
全国现制茶饮门店数超 48 万家，竞争激烈换血加剧。截至 2024 年，全国共有 48.1 万家茶饮门店，较 2023 年底净增 7.8 万家。全年新开 28 万家，新关 20.7 万家，闭店率从 2022 年的 38%增加至 2024 年的 43%。**主要原因：**（一）产品同质化严重，众多品牌的产品在口味、原料、包装等方面存在较高的相似性。（二）受消费环境变化影响，品牌间价格战严重。（三）品牌快速扩张后，加盟商管理难度加大，部分加盟商因经营困难闭店。

图44：截至 2024 年，全国共有 48.1 万家茶饮门店，较 2023 年底净增 7.8 万家



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

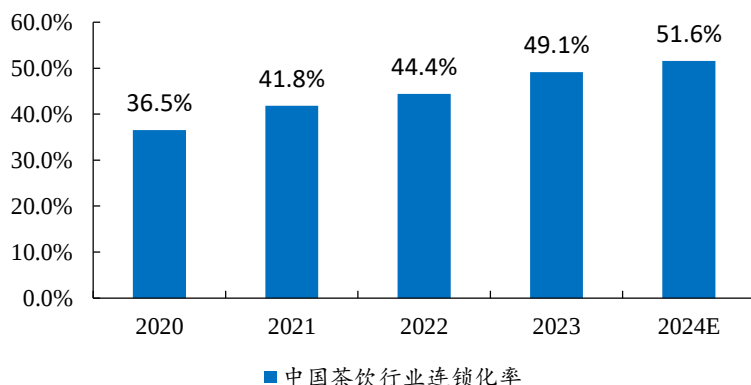
图45：2024 年全年新开 28 万家茶饮店，新关 20.7 万家，闭店率明显增加



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

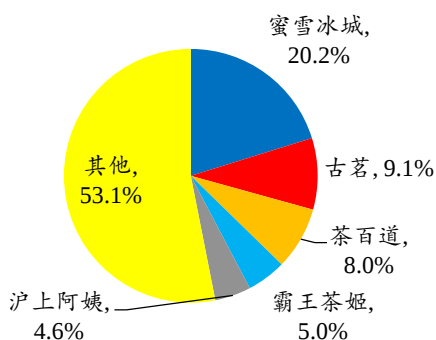
供应链优化&门店产品/管理标准化&资本推动，中国现制茶饮连锁化率大幅提升。据 NCBBD 统计，预估中国茶饮行业的连锁化率已由 2020 年的 36.5%提升至 2024 年的 51.6%，但行业玩家仍较为分散。根据灼识咨询，按终端销售额计，2023 年中国茶饮行业 CR5 集中度为 46.9%，按门店数量计，CR5 集中度为 13.3%。随着经营不善的品牌的出清，龙头连锁企业通过扩张门店、提升品牌影响力和运营效率，有望进一步扩大市场份额，提升行业集中度。

图46：预估 2024 年中国茶饮行业连锁化率达到 51.6%（按门店计）



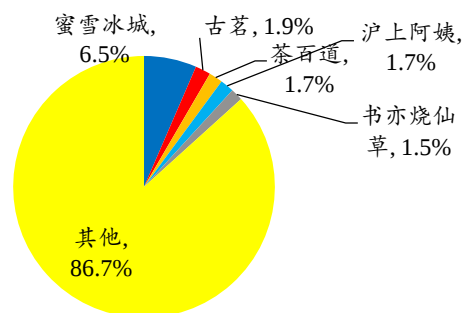
数据来源：NCBD、开源证券研究所

图47：按终端销售额计，2023 年中国茶饮行业 CR5 集中度为 46.9%



数据来源：公司公告、灼识咨询、开源证券研究所

图48：按门店数量计，2023 年中国茶饮行业 CR5 集中度为 13.3%

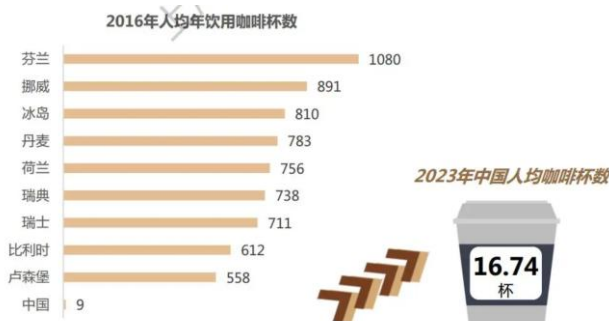


数据来源：公司公告、灼识咨询、开源证券研究所

3.1.3、咖啡：国内仍处快速渗透期，人均杯数、连锁化率均有较大提升空间

中国咖啡行业处于快速发展期，人均杯数提升空间较大。根据灼识咨询，从人均饮用杯数来看，中国的人均咖啡杯数已由 2016 年的 9 杯提升至 2023 年的 16.74 杯，接近翻倍增长，但较北欧国家每日饮用 2-3 杯的高频频次，仍有较大提升空间。

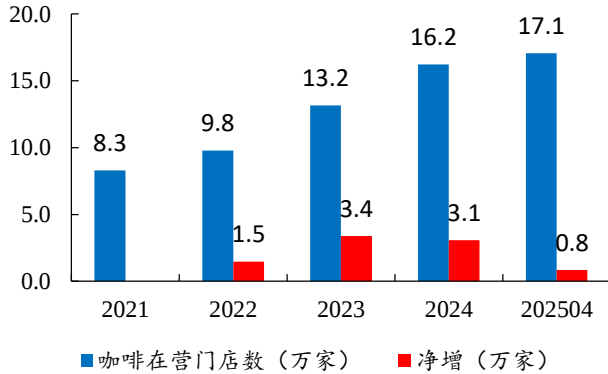
图49：中国人均咖啡杯数由 2016 年的 9 杯提升至 2023 年的 16.74 杯，但处于低位



资料来源：《2024 中国城市咖啡发展报告》美团等联合发布

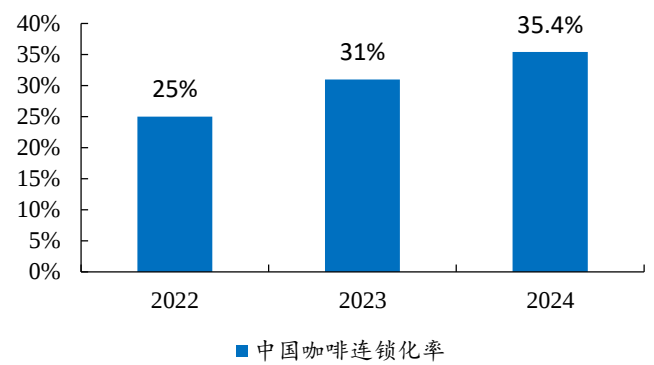
门店数量增长迅速，整体连锁化率提升但低于茶饮。根据久谦数据，截至 2025 年 4 月，全国共有 17.1 万家咖啡在营门店，较 2021 年的 8.3 万家大幅增长 106%，且仍在快速增长中，2025 年 1-4 月净增 8378 家。根据 NCB，2024 年中国咖啡行业连锁化率为 35.4%，远低于茶饮的 51.4%，连锁化空间较大。

图50：截至 2025 年 4 月全国共有咖啡在营门店 17.1 万家，较 2025 年底净增 8378 家



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

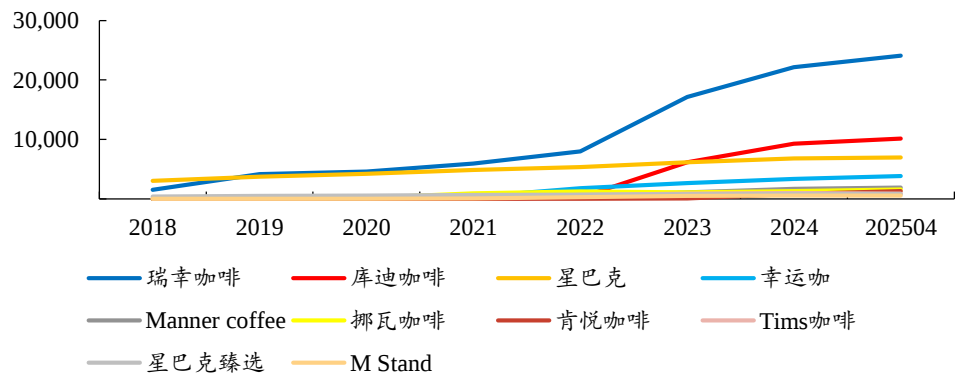
图51：2024 年中国咖啡行业连锁化率为 35.4%，远低于茶饮的 51.4%



数据来源：NBCD、开源证券研究所

本土平价咖啡品牌抓住机遇快速拓张，相对茶饮盈利模型更优。2018 年以来，以瑞幸为首的本土咖啡品牌快速崛起，大幅加速咖啡在国人生活中的渗透。根据久谦数据，截至 2025/4/30，国内共有 24085 家瑞幸门店、10157 家库迪门店、6981 家星巴克门店（不包括 800 家星巴克臻选），幸运咖成为以门店数量计的国内第四大咖啡品牌。相较茶饮行业，现制咖啡行业增量空间显著，价格战可控，盈利模型更优。

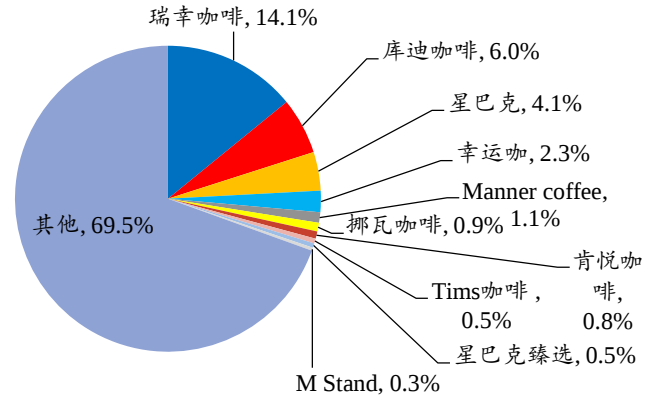
图52：2022 年以来瑞幸、库迪、幸运咖等本土咖啡品牌快速崛起



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

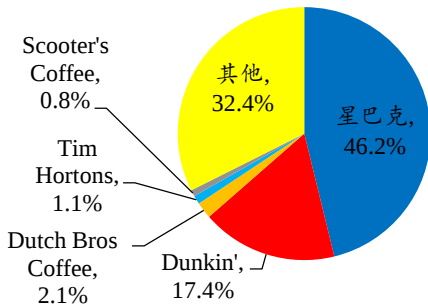
头部品牌尚未固化，行业集中度提升空间大。根据久谦数据，截至 2025 年 4 月，国内咖啡门店 CR5 为 27.5%，低于茶饮的 46.9%，对比成熟美国市场亦有较大提升空间。根据 Statista，2023 年按终端销售额计，美国咖啡行业 CR5 集中度为 67.6%，其中龙头星巴克的份额为 46.2%；按门店数量计，美国咖啡行业 CR5 集中度为 37.3%，星巴克的份额为 21.7%。

图53：截至 2025/4/30，中国咖啡店 CR5 为 27.5%，幸运咖门店数位列第四



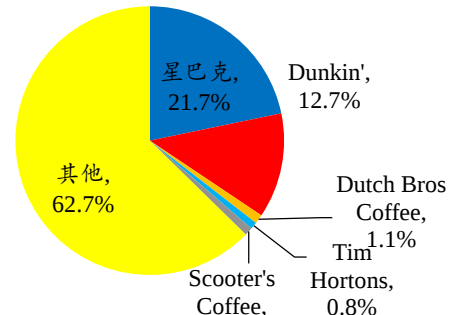
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图54：按终端销售额计，2023 年美国咖啡行业 CR5 集中度为 67.6%



数据来源：Statista、开源证券研究所

图55：按门店数量计，2023 年美国咖啡行业 CR5 集中度为 37.3%



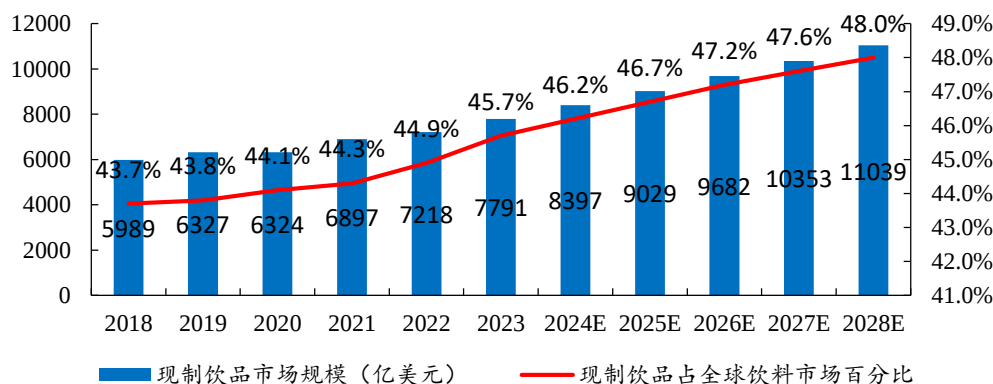
数据来源：Statista、开源证券研究所

3.2、海外：“东方茶”随丝绸之路播撒全球，中国品牌助力全球饮品多样化

3.2.1、全球：现制饮品有望加速发展，中国品牌出海丰富现制“茶味+果味”

全球现制饮品市场规模大并且未来预计将呈现加速增长态势。以终端零售额计，全球现制饮品市场规模从 2018 年的 5989 亿美元增长至 2023 年的 7791 亿美元，复合年增长率为 5.4%。2023 年至 2028 年的复合年增长率预计将进一步提高至 7.2%，带动市场规模增长至 2028 年的 11039 亿美元，现制饮品占据全球饮料市场的份额将从 2023 年的 45.7%提升至 2028 年的 48%。

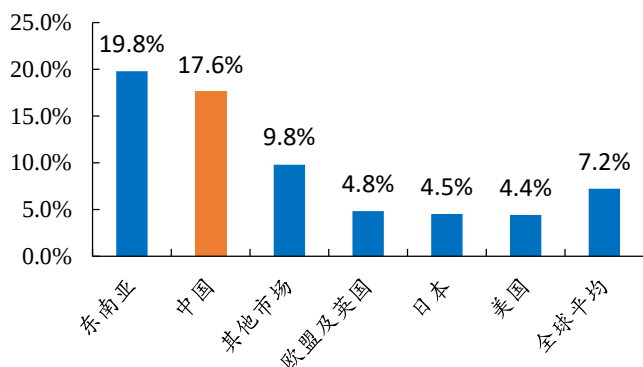
图56：预计 2028 年全球现制饮品市场规模为 11039 亿美元，现制饮品占全球饮料市场的比重达到 48%



数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

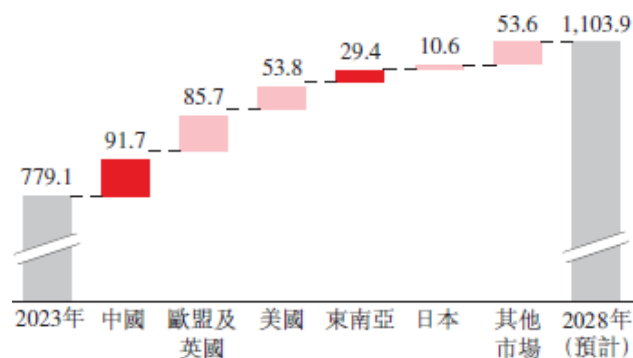
分地区来看，东南亚增速最快，欧美为全球贡献重要增量。**增速层面：**根据灼识咨询，2023-2028 年全球现制饮品市场规模的复合年增长率为 7.2%，期间东南亚市场复合增速为 19.8%，领跑全球（欧盟及英国、日本、美国的复合年增长率分别为 4.8%、4.5%和 4.4%）。**增量层面：**中国、欧美为主要增量市场，预计 2023-2028 年欧盟及英国、美国将分别贡献 857、538 亿美元现制饮品增量，东南亚贡献 294 亿美元增量。

图57：2023-2028 年现制饮品复合年增长率，东南亚为 19.8%快于中国



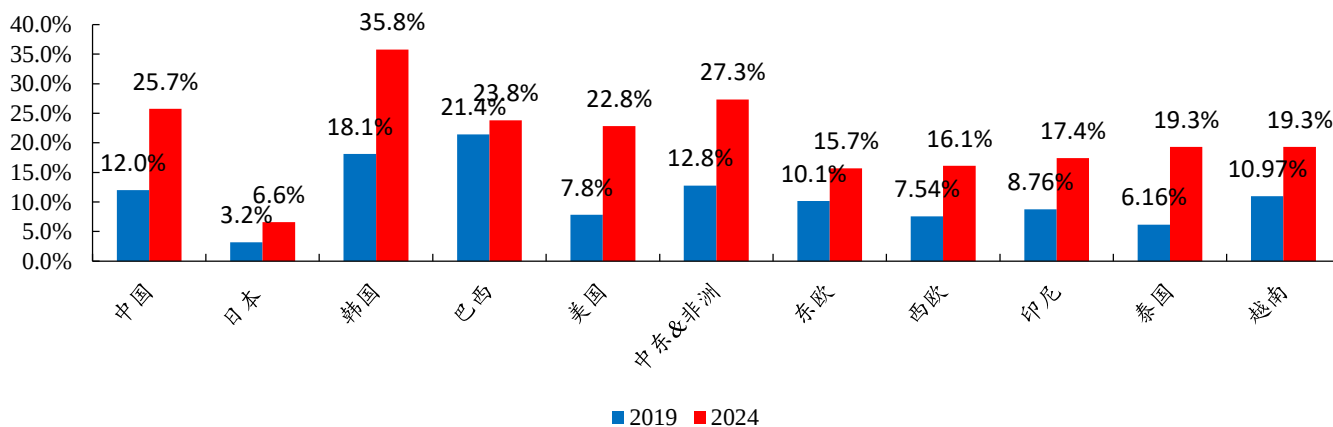
数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

图58：2023 年到 2028 年美国、东南亚分别为全球现制饮品规模贡献 538、294 亿美元增量（单位：十亿美元）



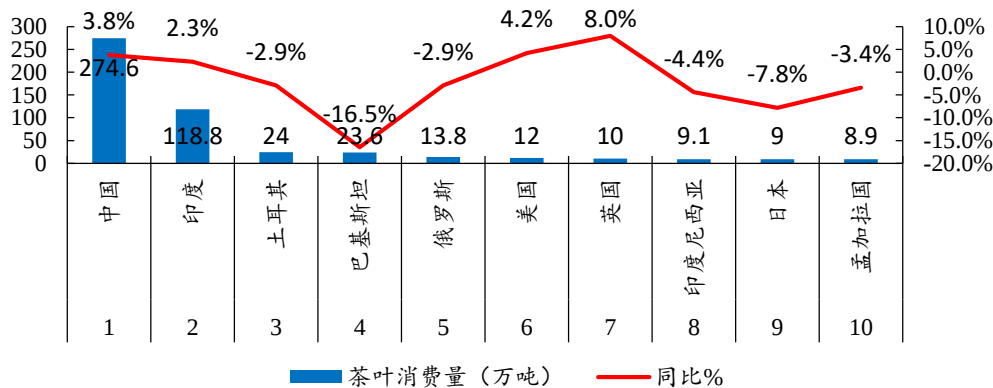
资料来源：公司招股说明书

全球外卖渗透提升助推现制饮品即时可得性，加速发展&出海。根据欧睿数据，近年来外卖模式在持续加速普及，其中韩国增幅最大，外卖渗透率从 2019 年的 18.1% 跃升至 2024 年的 35.8%；中东和非洲地区也从 12.8%增长至 27.3%；美国、印尼、泰国、越南等地增幅同样显著。相比之下，日本虽有所提升，但整体水平仍较低，仅从 3.2%升至 6.6%。我们认为外卖平台的快速发展为现制饮品提供了更高效的配送网络和更广泛的用户触达渠道，成为推动其规模化扩张的重要支撑。

图59：巴西、美国市场 2024 年的外卖渗透率分别为 23.8%和 22.8%


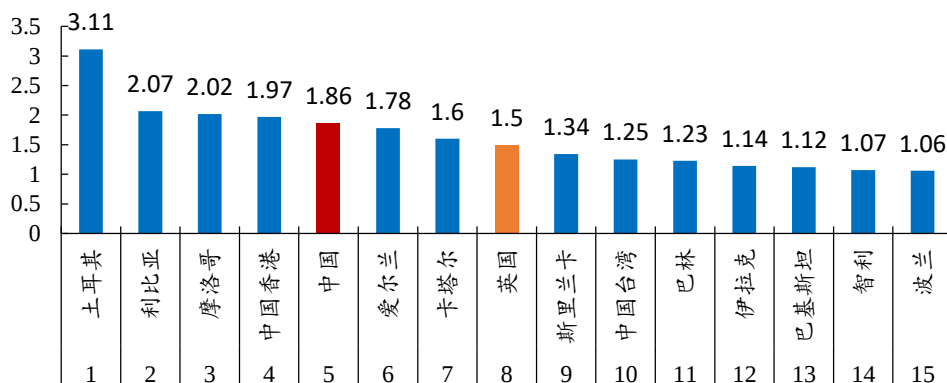
数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

从“茶马古道”到“现代重启”看中国茶出海。（一）复盘历史：传统茶早已随中国丝绸之路和英国殖民时期出海，传播至中东、南美、非洲等世界各地。文化和口味均有被认同基础。根据国际茶叶委员会数据，除中国外，中亚、英美也是茶叶消费大国，2022 年印度茶叶总消费量为 118.8 吨，同比增长 2.3%，排名世界第二；俄罗斯、美国、英国分列第 5-7 名。从人均消费量看，2022 年茶叶人均消费量排名全球第一位的仍是土耳其，人均每年消费茶叶 3.11 千克，中东北非地区的利比亚、摩洛哥、卡塔尔等国人均消费量排名靠前。

图60：2022 年美国、英国茶叶消费量分别同比+4.2%和+8%


数据来源：国际茶叶委员会、开源证券研究所

图61：2022 年英国和中东北非多个国家茶叶人均消费量靠前



数据来源：国际茶叶委员会、开源证券研究所

（二）现制茶饮商业转化升级再次链接全球。以贡茶、日出茶太、快乐柠檬等为首的中国台湾茶饮品牌在 2010 年以前率先出海，目前海外门店数量超千家，培育了美国、欧洲、中东等的多个海外市场。2018 年以来，内地茶饮品牌蜜雪冰城、喜茶、霸王茶姬、茶百道等从耕耘东南亚到进击欧美开启全球拓张步伐，有望建立全球茶文化新秩序。

表9：多个茶饮品牌出海美国、欧洲、中东等地区

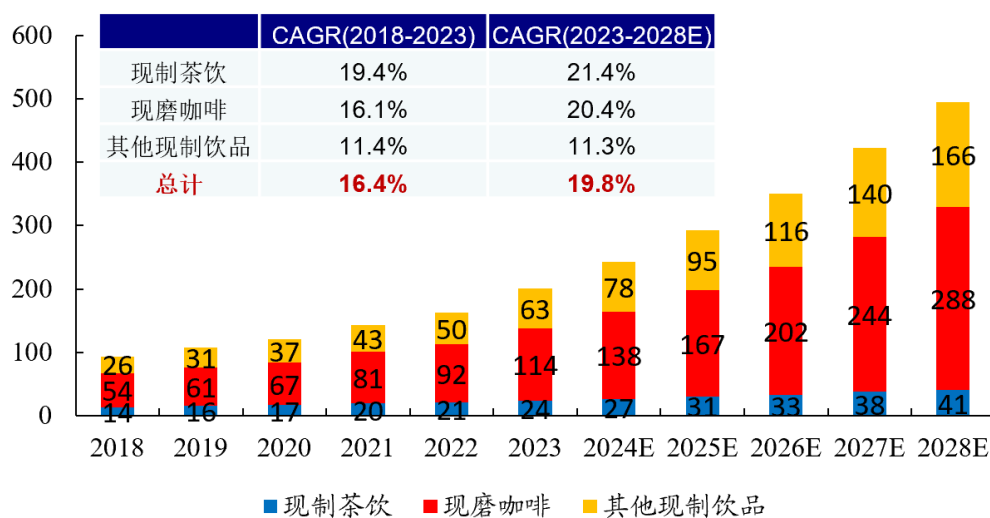
品牌	海外首店选址	海外门店数量	海外门店主要覆盖区域	海外首店开业时间
蜜雪冰城	越南	近 5000 家	东南亚、日韩、澳大利亚	2018 年
贡茶	新加坡	超 2000 家	东南亚、日韩、欧美加拿大等	2009 年
日出茶太	美国南加州	超 1000 家	欧美、东南亚、日本等	2006 年
快乐柠檬	菲律宾	超 1000 家	东南亚、韩国、欧美、澳大利亚、中东	2010 年
一芳	英国	超 1000 家	中东、欧美、澳大利亚、东南亚、日韩等	2017 年
歌脚亭	马来西亚	超 300 家	中东、美国、澳大利亚、东南亚等	1999 年
Coco 都可	北美	超 300 家	东南亚、欧美、日韩等	2011 年
茶乙己	泰国	超 300 家	东南亚、中东	2024 年
老虎堂	美国纽约	超 100 家	日韩、东南亚、欧美、中东等	2017 年
霸王茶姬	马来西亚	超 150 家	东南亚	2019 年
喜茶	新加坡	70 家	欧美、澳大利亚、东南亚、加拿大、韩国	2018 年
挹柠	越南	超 30 家	东南亚	2019 年
甜啦啦	印尼雅加达	超 10 家	东南亚	2023 年
茶百道	韩国首尔	至少 8 家	韩国、泰国、澳大利亚	2023 年
奈雪的茶	新加坡	至少 2 家	东南亚	2018 年
茉酸奶	迪拜	至少 2 家	东南亚、中东	2023 年
茶理宜世	西班牙巴塞罗那	至少 2 家	西班牙、澳大利亚	2023 年
7 分甜	美国洛杉矶	至少 1 家	加拿大	2019 年
1 点点	美国纽约	至少 1 家	欧美、东南亚、日本等	2019 年
沪上阿姨	马来西亚	至少 1 家	东南亚	2024 年
茉莉奶白	美国纽约	至少 1 家	美国	2024 年

数据来源：晚点 LatePost 公众号、开源证券研究所

3.2.2、东南亚：正处消费升级黄金发展期，中国现制饮品海外角逐首选

东南亚是全球增长对快的现制饮品主要市场。以终端零售额计，东南亚现制饮品市场规模预计将以 19.8% 的复合年增长率从 2023 年的 201 亿美元增长至 2028 年的 495 亿美元，成为全球增速最快的主要市场。与中国市场不同，2023 年东南亚现制茶饮市场以咖啡为主，但茶饮增速更快。预计现制茶饮在东南亚的市场规模有望从 2023 年的 24 亿美元增长至 2028 年的 41 亿美元，复合年增长率为 21.4%，较 2018-2023 年的 19.4% 再加速。

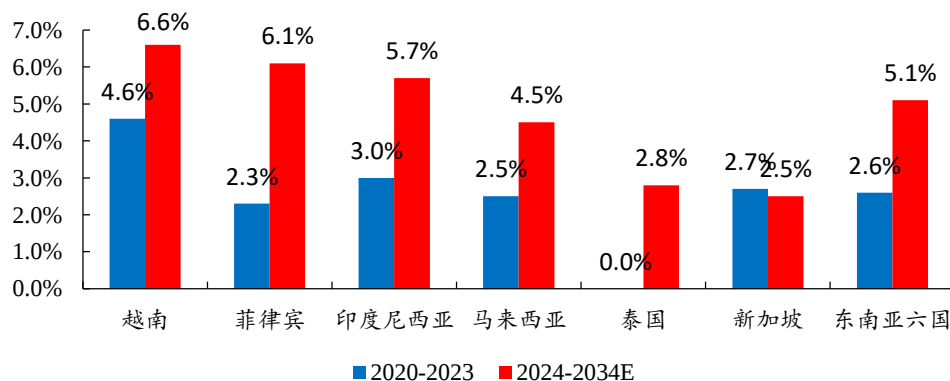
图62：预计东南亚现制饮品市场规模将由 2023 年的 201 亿美元增长至 2028 年的 495 亿美元（单位：亿美元）



数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

多国正处于经济腾飞期，炎热气候条件茶饮需求更为确定。根据贝恩咨询联合新加坡星展银行发布的最新报告，预计 2024-2034 年东南亚六国的 GDP 年均复合增速为 5.1%，高于中国。东南亚天气炎热，一年四季均有冷饮需求，现制饮品有望随东南亚人均消费水平提升、人口红利共振而快速发展。

图63：各国 GDP 年均复合增速，预计未来十年东南亚六国将迎来经济腾飞期



数据来源：grandviewresearch、开源证券研究所

连锁化水平较低，蜜雪冰城已是东南亚地区最大的现制茶饮品牌。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%。截至 2023 年底，蜜雪冰城在东南亚市场拥有约 4300 家门店，以截至 2023 年 12 月 31 日的门店数以及 2023 年的饮品出杯量计，公司已稳居东南亚市场份额第一。

表10：以饮品出杯量计，蜜雪冰城在东南亚现制茶饮的市场份额已达到 19.5%，大幅领先于竞对

排名	品牌	截至 2023 年门店数（千店）	饮品出杯量（百万杯）	以饮品出杯量计的市场份额
1	蜜雪冰城	4.3	513.4	19.5%
2	Chatime (日出茶太)	1.3	165	6.3%
3	Esteh Indonesia	1.0	160	6.1%

数据来源：公司公告、灼识咨询、FoodBud 食品资本局、开源证券研究所

竞争方面，伴随蜜雪在东南亚的快速崛起，及东南亚本土茶饮消费的升级和融资增加，东南亚现制饮品品牌百花齐放。

（一）中国品牌出海：WENRINK：截至 2023 年底，河南茶饮品牌茶主张以全新品牌 WENRINK 在印尼开店，目前在印尼已拥有超过 600 家店铺。**momoyo**：2024 年 2 月河南郑州茶饮品牌摩么卡茶 momoyo 挺进印尼，截至 2024 年 10 月，在印尼的门店数超 600 家，全球总开业门店数已逾千家。**霸王茶姬**：在马来西亚门店总数突破 130 家，海外整体接近 150 家。**喜茶**：开放印尼市场加盟。

（二）本土品牌崛起：Kopi Kenangan：印尼最大的咖啡连锁店，目前门店不到 1000 家，目标 2028 年扩张至 3000 家，2023 年的收入为 1.06 亿美元，预计 2025 年将增长 32%，达到 1.4 亿美元，公司预计到 2028 年将增长四倍达到 4.3 亿美元。计划以为外卖为主的形式拓展新加坡、马来西亚、菲律宾、印度等本土以外市场。

Tocotoco：越南本土品牌，主要售卖奶茶、咖啡、冰淇淋，在越南门店数超过 700 家，2018 年开始出海，已经在美国、澳大利亚、日本、韩国、新加坡等地开设门店。

表11：东南亚人口大国印尼和越南人均 GDP 远低于中国三线及以下城市

国家	人口数（万人）	2023 年人均 GDP（美元）
印尼	27350	4,869
越南	10035	4,282
泰国	7170	7,182
马来西亚	3372	11,379
中国三线及以下城市	89440	9,341

数据来源：Wind、灼识咨询、开源证券研究所

与收入水平适配+成本优势,东南亚现制茶饮主要由低价产品主导。2023 年印尼人均 GDP 为 4869 美元，越南为 4282 美元，仅为中国三线及以下城市的一半。但由

于门店租金低、人员工资低，多数东南亚加盟商回本周周期较国内更短。根据我们对当地主流品牌的价格统计，东南亚现制饮品主流产品价格带在 2.5-15 元/杯，蜜雪冰城在东南亚的定价略高于国内。由于越南币贬值等原因，2023 年 10 月蜜雪在越南降价约 25%，同时对加盟商原材料价格降低 8-10%，以保证品牌竞争力。

表12：东南亚主流茶饮、咖啡品牌产品价格带在 2.5-15 元/杯

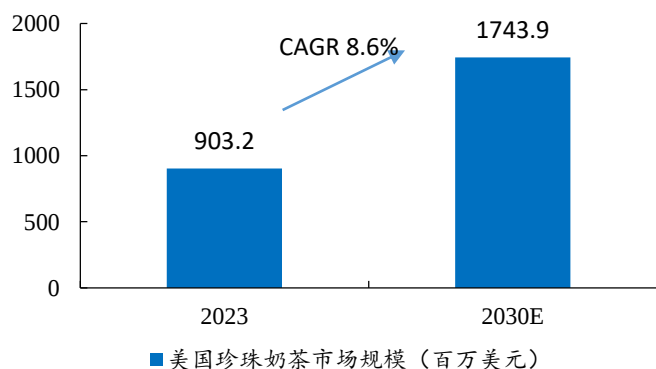
品牌	主力价格带 (印尼盾)	主力价格带 (越南盾)	换算人民币 (元)
Kopi Kenangan (印尼本土咖啡品牌)	15-34k		6.5-14.6
Tocotoco (越南本土茶咖品牌)		22-39k	6.2-11
Esteh Indonesia (印尼本土茶饮品牌)	6-19k		2.6-8.2
Chatime (中国台湾奶茶品牌)	31-35k		13.3-15
蜜雪冰城	8-22k	10-25k	3.4-9.5 (印尼) 2.8-7 (越南)

数据来源：各公司价目表网站、开源证券研究所

3.2.3、美洲：奶茶消费的第二大市场，升级“水果茶+碳酸饮”受众广阔

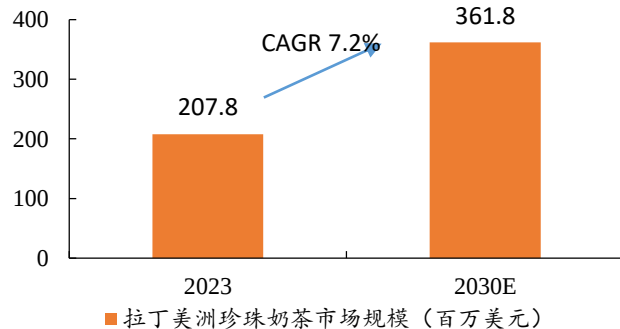
美洲市场是蜜雪冰城接下来重点开发的国际市场之一。根据 Grandviewresearch，2023 年美国的珍珠奶茶市场规模为 9.03 亿美元，预计到 2030 年将达到 17.44 亿美元，CAGR 为 8.6%。2023 年拉丁美洲的珍珠奶茶市场规模 2.08 亿美元，预计到 2030 年将将达到 3.62 亿美元，CAGR 为 7.2%。巴西作为拉美第一大经济体，总人口约 2.2 亿，年轻消费者多且人均可支配收入高，现制饮品有着较高的发展潜力。

图64：预计 2030 年美国的珍珠奶茶市场规模将达到 17.44 亿美元，CAGR 为 8.6%



数据来源：grandviewresearch、开源证券研究所

图65：预计 2030 年拉丁美洲的珍珠奶茶市场规模将达到 3.62 亿美元，CAGR 为 7.2%



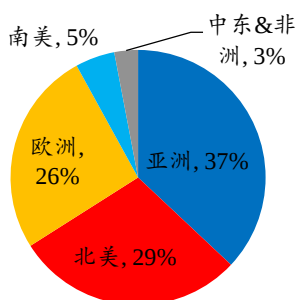
数据来源：grandviewresearch、开源证券研究所

美洲为珍珠奶茶第二大消费市场，水果风味奶茶最受欢迎。Predence research 数据显示，北美在全球珍珠奶茶消费市场占比为 29%，南美占比 5%，美洲是奶茶消费

的第二大市场，仅次于亚洲的 37%。美洲市场现有的主要玩家包括天仁茗茶、贡茶、日出茶太、Lollicup USA、Bubble Tea Supply 等。根据 Grandview research，按口味划分，南美地区水果味珍珠奶茶销售额占比最高，原味、咖啡味次之。

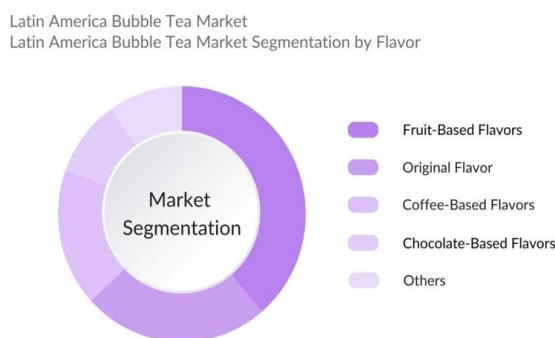
雪碧泡茶成全球夏季爆品，速溶-瓶装-现制的多样化饮品升级中国走在世界前列。 2025 年 5 月，可口可乐推出夏季新品“雪碧 + 茶”，灵感源于 TikTok 热门趋势，“瓶装雪碧 + 立顿茶包 + 柠檬”的配方经病毒式传播验证口味普适性，从行业发展看，饮品遵循速溶 - 瓶装 - 现制的升级路径，如优乐美（速溶）- 阿萨姆（瓶装）- 现制奶茶，茶叶 - 东方树叶（瓶装）- 现制茶饮，中国饮品路线升级走在世界前列，柠檬汽水茶、水果茶等现制品类全球化可期。

图66：北美、南美的珍珠奶茶市场规模占比分别为 29% 和 5%



数据来源：Predence research、开源证券研究所

图67：按口味划分，南美地区水果味珍珠奶茶销售额占比最高



数据来源：grandviewresearch、开源证券研究所

3.3、镜鉴可口可乐：大众亲民+快乐绑定，全球瓶装饮料王者穿越百年周期

可口可乐作为全球大众饮料巨头，品牌历史过百年，年收入超 3000 亿元人民币。可口可乐是全球最大的饮料公司之一，1886 年由约翰·彭伯顿在美国亚特兰大创立，产品含有咖啡因具备一定成瘾性。公司通过创新的装瓶特许经营模式扩张至全球，旗下拥有可口可乐、雪碧、芬达等 200 多个品牌，其中 30 个品牌销售额超十亿美金。产品覆盖碳酸饮料、果汁、茶饮、咖啡、瓶装水、功能性饮料等全品类。2024 年，可口可乐实现收入 3383 亿元，同比增长 4.4%，Non-GAAP 净利润为 896 亿元，同比增长 8.5%。

图68：可口可乐 2024 年收入为 3383 亿元，同比增长 4.4%

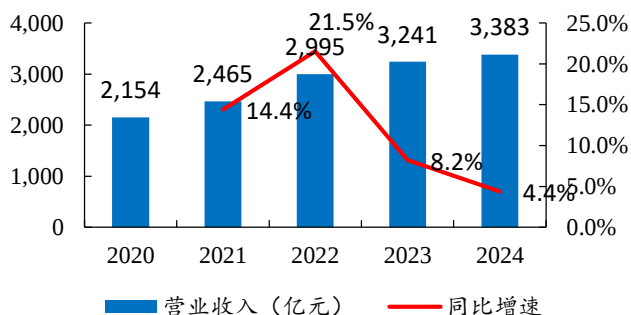
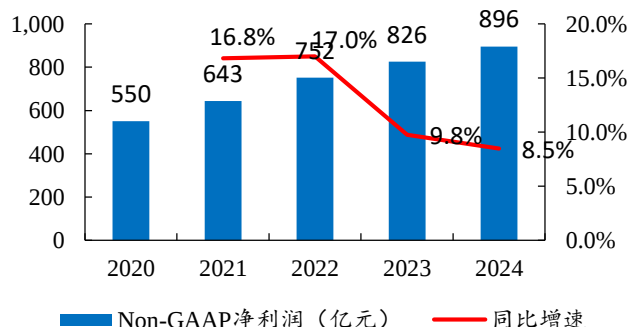


图69：可口可乐 2024 年 Non-GAAP 净利润为 896 亿元，同比增长 8.5%

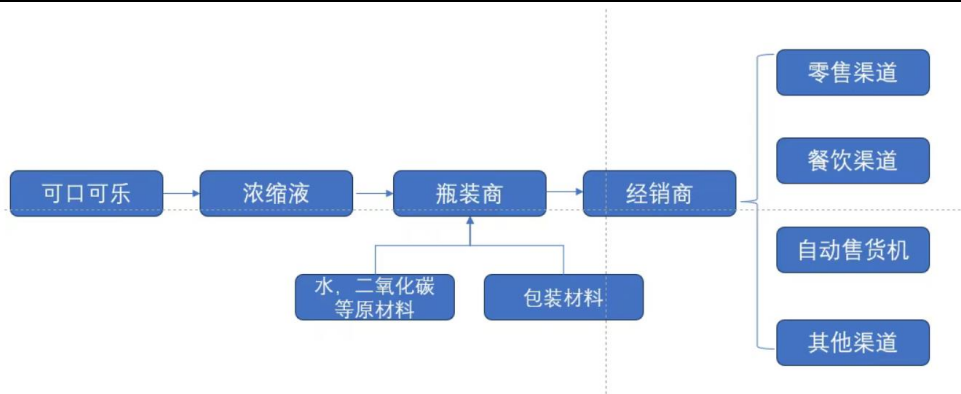


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

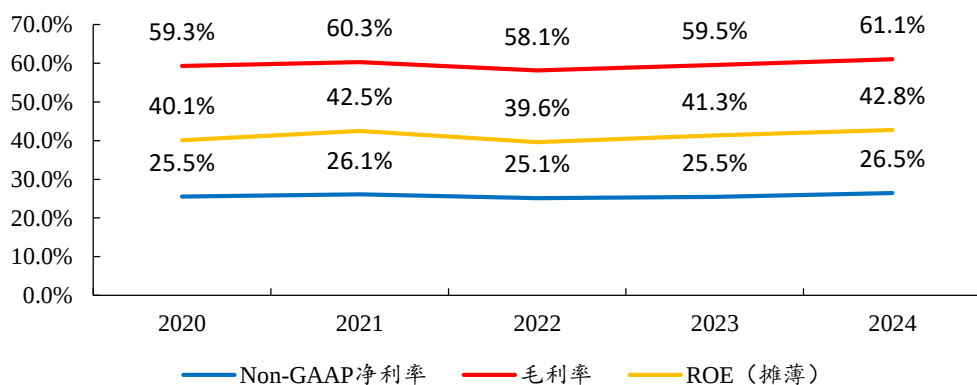
特许经营+本地化创新模式全球扩张，高利润浓缩液销售为主营业务，轻资产、高 ROE。可口可乐的特许经营模式以浓缩液生产和品牌管理为核心，通过授权全球各地的装瓶厂负责本地化生产、分销及市场运营，实现轻资产扩张与风险分散，同时利用本土资金和渠道快速渗透市场。其高 ROE 主要源于轻资产模式下的高净利率（卖浓缩液）、品牌溢价带来的定价权，以及全球化杠杆效应（债务融资扩大权益乘数）。可口可乐 2024 年毛利率 61.1%，Non-GAAP 净利率为 42.77%，摊薄 ROE 为 42.77%。

图70：独特的特许经营模式，以向瓶装厂销售可乐浓缩原液为主



资料来源：开源证券研究所

图71：可口可乐 2024 年 Non-GAAP 净利率为 26.48%，摊薄 ROE 为 42.77%



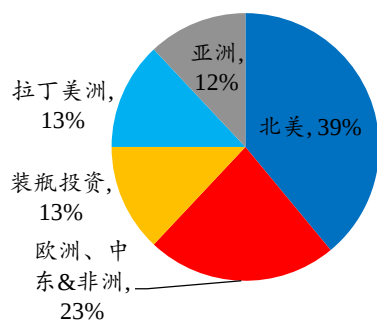
数据来源：Wind、开源证券研究所

全球布局国际收入(除北美)占比高达 61%，超级大单品外拓展多元产品矩阵。分地区看，可口可乐全球版图完备，2024 年可口可乐北美地区收入占比仅为 39%，欧洲、中东&非洲收入占比为 23%，拉丁美洲、亚洲占比分别为 13%、12%，对欠发达地区的装瓶厂战略投资收入占比为 13%。

分产品看，超级大单品可口可乐 2024 年收入占比为 59.3%。为满足消费者多元口味公司开发和并购了多种饮料品类，2024 年收入中混合风味饮料占比 21.8%，水、

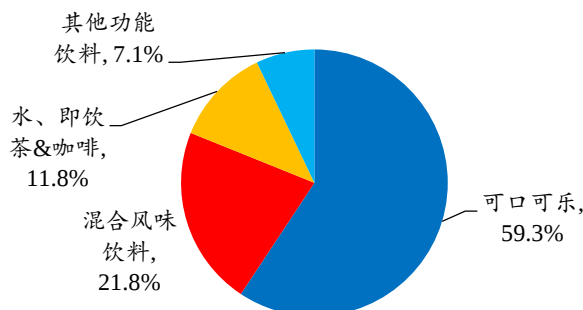
即饮茶&咖啡占比 11.8%，其他功能饮料占比 7.1%。

图72：地区分布，2024 年可口可乐北美市场收入占比为 39%



数据来源：可口可乐公司公告、开源证券研究所

图73：产品分布，2024 年可口可乐单品收入占比为 59.3%



数据来源：可口可乐公司公告、开源证券研究所

4、优势及壁垒：极致供应链硬实力+共赢联盟体系+IP 情感共鸣构筑蜜雪深厚护城河

4.1、供应链：微利时代的万店之基，复用供应链再造多个雪王

相较同业更为深厚供应链布局，是公司产品定价 10 元以下，仍能保持更优利润率的关键。公司是中国现制饮品行业中最早设立中央工厂的企业，拥有业内最大规模的全方位端到端供应链体系，涵盖采购、生产、物流、研发和品质控制等关键环节。依托全球采购网络和自建一体化生产物流体系，通过规模化效应与本地化仓储布局，实现高质平价产品的高效供应。

采购端：公司采购网络覆盖全球六大洲、38 个国家，直达原材料产地的全球采购网络以及支撑 45000 家门店的庞大采购规模，使公司能以低于行业平均水平的价格采购众多核心原材料。就同类型、同品质的奶粉和柠檬而言，公司 2023 年的采购成本较同行业平均分别低 10%及 20%以上，2024 年前九个月自产糖蜜和果蜜包装瓶的成本较外部采购价低 50%，从而提高加盟商利润空间。

生产加工端：充分发挥中国制造的深厚优势，五大生产基地的工厂建设和生产管理均采用世界标准。2024 年前九个月自产糖蜜和果蜜包装瓶的成本较外部采购价低 50%。现已实现提供给加盟商的食材 60%为自产，核心产品 100%为自产，自产比例还有望继续提升。

仓储物流端：公司通过数字化手段能够精准控制末端货物送达，做到商流、信息流、资金流、物流四流合一，在物流成本和效率上相较于同行具备优势，在配送时效和配送品质上也高于行业平均水平。公司在中国内地逾 90%的县级行政区划实现了 12 小时内触达，约 97%的中国内地门店实现了冷链物流覆盖。

表13：相较同业，蜜雪集团在采购、加工、仓储物流环节均优势显著

公司	核心优势	采购	生产加工	仓储物流
蜜雪冰城	全球采购 +全产业链资产	建立了覆盖全球六大洲、38个国家的采购网络。规模优势显著，就同类型、同品质的奶粉和柠檬而言，公司2023年的采购成本较同行业平均分别低10%及20%以上。	提供给加盟商的食材60%为自产，核心产品100%为自产。在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有五大生产基地，总占地面积约79万平方米，年综合产能达到约165万吨，覆盖糖、奶、茶、咖、果、粮、料等全品类食材的生产。2024年前九个月自产糖蜜和果蜜包装瓶的成本较外部采购价低50%。	(1) 自主运营27个仓库，总面积约35万平方米，为行业内最大。 (2) 配送网络覆盖中国内地31个省份、300多个地级市、1700个县城和4900个乡镇，下沉深度行业最高，支持偏远地区门店的稳定供应。中国内地90%以上的县级行政区实现12小时内触达。海外市场如越南、印度尼西亚等东南亚国家，也建立了本地化配送网络，保障海外门店的物流需求。
古茗	鲜果冷链 +区域深耕	2023年共采购涵盖36个品种约85000吨新鲜水果，规模效应使得公司能够以低于市场平均水平的局竞争力价格向门店供应原材料。	截至2024/9/30，共运营三个原料加工工厂，两个位于杭州，一个位于广西，2024年前三季度13%的原材料为自产。位于浙江诸暨的新工厂尚未正式运营。	(1) 76%的门店位于距离其中一个仓库150公里范围内，可向约97%的门店提供两日一配的冷链配送。 (2) 仓到店的物流成本为GMV总额的1%，而行业水平平均为2%。 (3) 截至2023年底，公司拥有业内最大规模的冷链仓库和物流基础设施。
沪上阿姨	中价市场 覆盖地域范围最广	精心挑选世界各地新鲜水果及相关食材供应商	目前在浙江省海盐县拥有一个生产工厂，2022年投入生产，年化产能为2,640吨珍珠、1,320吨芋圆、2,640吨芋泥及1,584吨茶叶。	截至2024/6/30，共拥有12个大仓物流基地、4个设备仓库、8个新鲜农产品仓库、16个前置仓冷库。
茶百道	轻资产全国快速扩张	供应链中心共有335名雇员，与273名供应商合作，采购周期通常为15天。截至2023/12/31，已实现集中采购及配送大部分门店的常用水果。	公司有一家位于四川成都的制造工厂（森冕工厂），总面积约为11,120平方米，主要专注于生产公司茶饮所用及出售给外部采购商的包装材料。2024年5月27日，公司的茶叶生产基地在福建省福州市晋安区正式投产。	(1) 各区域仓配中心服务周边平均配送半径500公里的门店，约92%的门店实现下单后次日达，约95%的门店每周获得两次或以上的配送服务。 (2) 已在北京、成都及重庆等地推出41条信任交接的夜间配送路线。 (3) 截至2024年12月31日，本集团对茶百道门店的水果统一配送已覆盖门店总数的71.7%。

资料来源：各公司招股说明书、开源证券研究所

自产品类（尤其是水果、奶、咖）持续丰富，产能充足。2012年，蜜雪建立了第一家生产工厂，目前，其在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有五大生产基地，总占地面积约79万平方米，生产覆盖七大类用于制作现制饮品的食材，包括糖、奶、茶、咖、果、粮、料等，年综合产能达到约165万吨。2024年12月，公司与君乐宝签订战略合作协议，合资建设“雪王牧场”，优先获得高品质鲜牛奶。2025年5月与巴西合作，计划未来3-5年将在投资采购咖啡豆等农产品在内的不低于40亿人民币的物资。

规模化供应链复用（采购+仓储物流+加盟管理），第二、第三品类孵化成功几率

大幅提升。幸运咖品牌利用蜜雪冰城的供应链及物料采购优势，开发出幸运冰（加冰淇淋）、果咖（加草莓、葡萄等真水果）等差异化大单品，口味更接近下沉市场偏好。同时蜜雪冰城品牌门店的咖啡品类，亦享受规模化采购带来的高质低价，目前蜜雪冰城品牌门店的咖啡产品销售额已接近 10% 占比。

表14：蜜雪集团在国内布局五大生产基地，涵盖糖、奶、茶、咖、果、粮、料、包材及设备全品类

	年产能	占地面积	主要产品	产能利用率	
				2023 年	2024 年前三季度
河南生产基地	121 万吨	34.2 万平米	糖、奶、茶、咖、果、粮、料、包材及设备	50.7%	48.1%
海南生产基地	4.5 万吨	20.4 万平米	奶、咖（扩大冷冻水果等）	33.7%	49.2%
广西生产基地	18.5 万吨	10.0 万平米	糖、果、料（芒果、百香果）	17.8%	61.1%
重庆生产基地	15.5 万吨	12.2 万平米	果、粮（柠檬、橙子）	73.6%	45.9%
安徽生产基地	5.4 万吨	1.9 万平米	果（草莓）	57.6%	65.8%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所（河南、重庆生产基地产能利用率降低主因扩张和升级产线、新增产能投产）

4.2、加盟管理：全链条赋能单店模型优异，势能向上可持续性强

蜜雪冰城通过全链条赋能体系将加盟商运营效率最大化。蜜雪冰城的加盟体系并非简单的品牌授权，而是通过数字化、标准化、智能化的全面系统切身解决传统加盟商的多项重大难点，以强化加盟商门店端的经营效率，实现单店盈利的提升，推动门店网络的持续拓展。

供应链管理：后端全托管式供应链管理，店主不必分心在采购、物流等环节，保证采购成本更低、食材损耗更低、物流配送更快。**数字化系统：**前端运营的工具包，例如 AI 智能决策系统、Saas 工具等，支持动态定价、精准订货预测。**人才培养：**加盟商必修“雪王商学院”72 课时，结业率 98% 才能开店。建立标杆店长导师制，Top10% 店长帮扶新店，提升新店存活率。**督导系统：**建立系统化的巡店机制，截至 2024 年 9 月 30 日，公司的门店经营顾问团队由 1,585 人组成，负责为加盟商的门店运营提供指导，并定期对他们所负责的门店进行巡查，涵盖了产品质量、客户服务、食品安全及合规等各个方面的评估。

结果导向，蜜雪冰城单店 UE 模型在盈利能力和回本周期方面均优于同业。根据 2024 年的营收数据及加盟小程序信息测算，蜜雪冰城餐厅层面利润率为 22.7%，牌扣除加盟费用后蜜雪冰城国内门店的加盟商利润率在 21.6%，大幅优于其他品牌。公司加盟商审核严格，加盟商通过率低于 5%，实际参与经营的夫妻老婆店为最优，员工配置通常可替代至少一名店长，以此增厚利润额、缩短回本周期。新开一家蜜雪冰城门店的单店投入平均在 30 万元，加盟门槛低于其他中价位茶饮品牌，单店回本周期在 11 个月，优于同业。

图74：蜜雪冰城平价单店加盟商利润率为 21.6%，投资回报周期在 11 个月，优于同业

	蜜雪冰城	古茗	沪上阿姨	茶百道
营收端				
年均营业额（元）	1,506,384	2,340,000	1,379,880	2,231,388
日均营业额（元）	4184	6500	3833	6,198
日均杯量	599	386	218	372
单杯售价（元）	6.99	16.84	17.58	16.64
经营效率指标				
门店面积（平方米）	46	57	39	47
日均坪效（元/平方米）	91	114	98	132
门店员工（人）	至少3人	至少3人	至少3人	至少3人
日均人效（元/人）	1,046	1,625	958	1,550
成本端（日均）				
日均原材料成本(元)	2,301	3,900	2,300	3,719
毛利率	55%	60%	60%	60%
人工	11.0%	12.3%	13.9%	14.0%
房租	7.9%	10.3%	10.4%	12.3%
水电	2.5%	3.5%	3.5%	3.5%
折旧摊销	3.9%	4.0%	3.6%	3.9%
推广及外卖	7.0%	11.0%	13.0%	14.0%
外卖占比	45.0%	50.0%	55.0%	58.0%
餐厅层面利润	949	1,228	597	762
餐厅层面利润率	22.7%	18.9%	15.6%	12.3%
加盟费（元/年）	15,800	32,933	16,600	30,000
加盟商利润率	21.6%	17.5%	14.4%	11.0%
加盟商投入产出				
初始投资额(万)	30	45	35	45
投资回收期(月)	11	13	21	22

数据来源：公司招股说明书、古茗等公司公告、蜜雪冰城等加盟微信公众号、开源证券研究所

蜜雪日均单店销售额相对稳定，彰显经营韧性。2024 年随着现在制茶饮开店数量增多行业竞争加剧，叠加消费环境整体趋紧，2024 年前三季度蜜雪冰城日均单店 GMV 为 4184 元，同比下降 5.3%，表现优于沪上阿姨和茶百道。

图75：2024Q1-Q3 蜜雪集团单店日均 GMV 为 4184 元

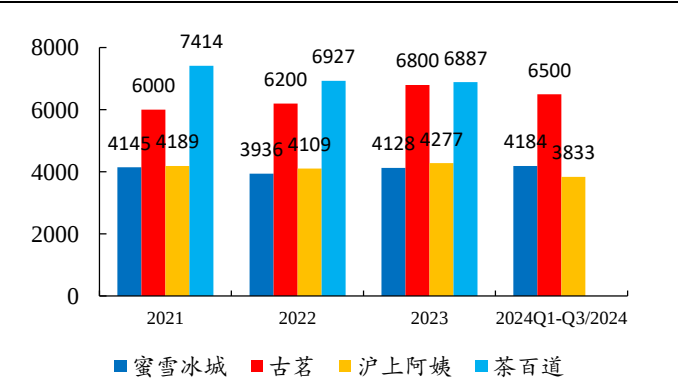
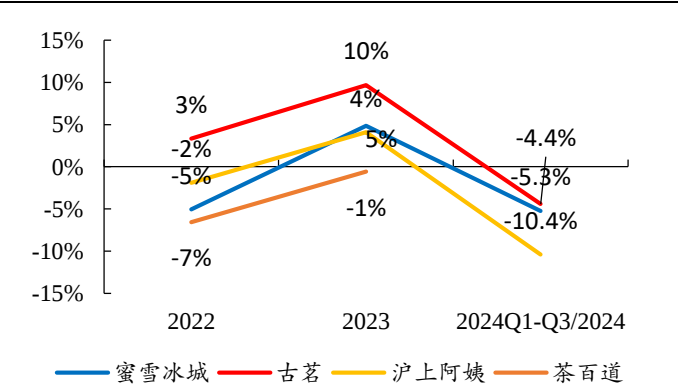


图76：2024 年前三季度蜜雪集团单店日均销售额同比下降 5.3%

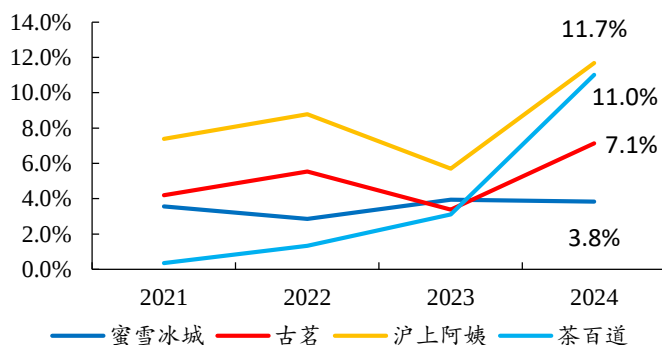


数据来源：各公司公告、开源证券研究所（沪上阿姨数据为 2024 年，蜜雪及古茗为 2024 年前三季度）

数据来源：各公司公告、开源证券研究所（沪上阿姨数据为 2024 年，蜜雪及古茗为 2024 年前三季度，茶百道 2024 年门店数量同比增长 7.6%但收入下滑 13.8%）

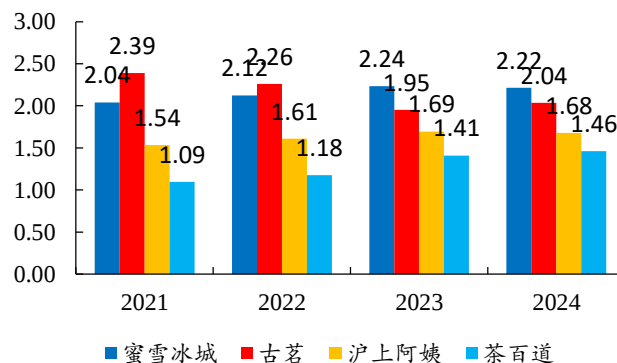
低闭店率+高多店率，蜜雪为加盟商营造可持续生态。根据各公司公告，2024 年蜜雪冰城的闭店率为 3.8%，较 2023 年同比下降 0.1%。同期古茗、茶百道、沪上阿姨的闭店率分别为 7.1%、11%、11.7%，同比均有大幅上升。在经营环境多变的 2024 年，公司的闭店率始终维持在低位，经营韧性大幅优于同业，展现出较强的穿越周期能力。多店率方面（1 个加盟商加盟多个门店），截至 2024 年底，蜜雪集团（包含幸运咖和海外）共有 46462 家门店，20976 个加盟商，多店率为 2.22，亦优于同业，表明公司加盟商开二店、三店的意愿较强。

图77：2024 年蜜雪集团闭店率显著低于同业



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图78：2024 年蜜雪集团的多店率为 2.22，优于同业

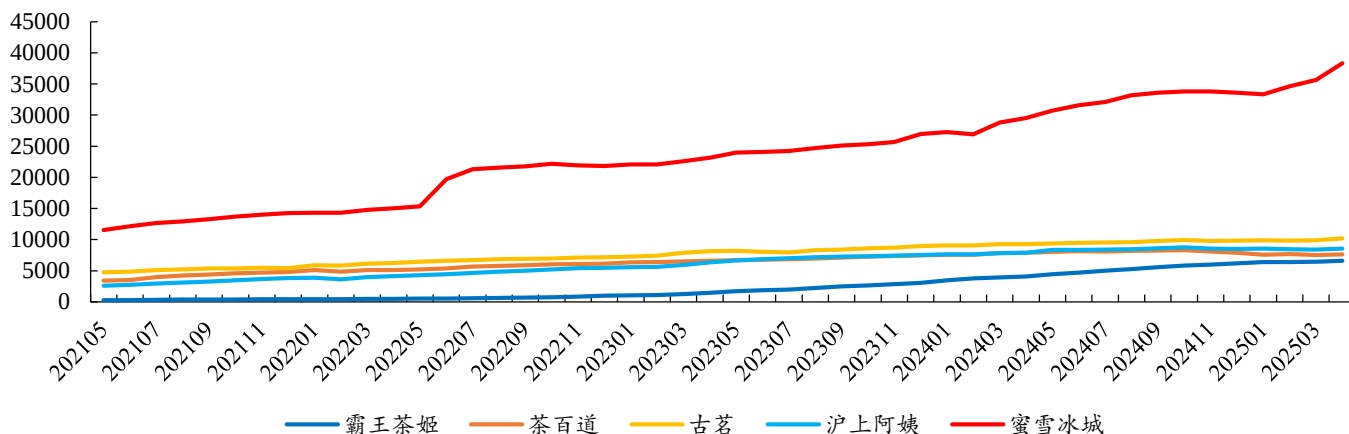


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

蜜雪冰城 2025 年加速拓店，品牌势能持续向上。根据久谦数据，2025 年 1-4 月蜜雪冰城国内门店净增 4756 家，开店速度大幅快于同业（霸王茶姬、茶百道、古茗、沪上阿姨分别净增 406、-272、357、42 家）。同时平价茶饮作为成本与效率的终极竞赛壁垒高筑玩家相比较少。

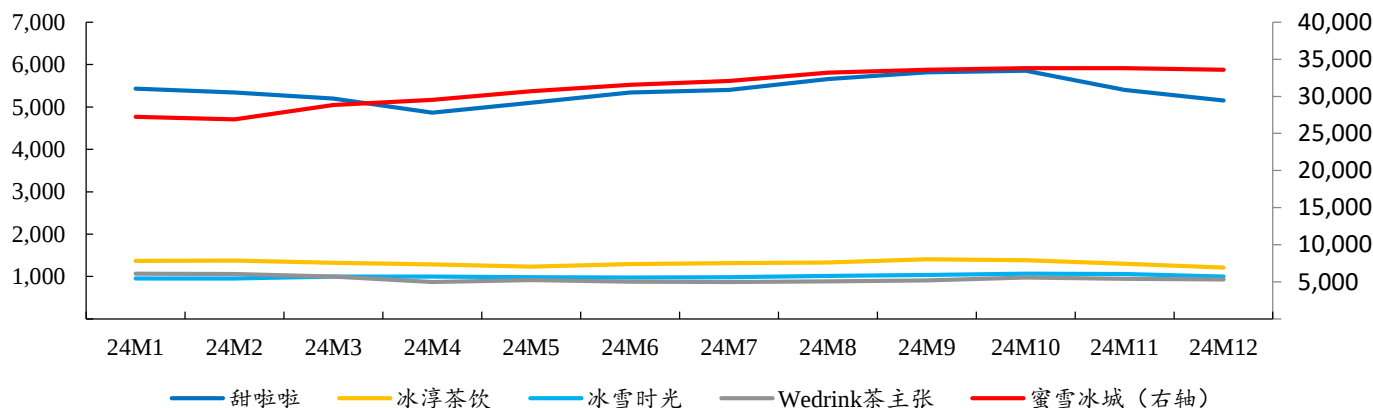
对比之下，甜啦啦等其他平价茶饮品牌迎闭店高峰期。根据久谦数据，选取成规模的 10 元以下茶饮品牌作为参考竞对，以甜啦啦为首的竞对迎来加速闭店，截至 2024 年 12 月，甜啦啦全国门店数量为 5153 家，较 10 月高点净减少 699 家。其他平价茶饮品牌，如冰醇茶饮、冰雪时光、茶主张等亦处于门店净减少阶段。

图79：相较于其他品牌，蜜雪冰城品牌门店数量仍在快速拓张期（单位：家）



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图80：甜啦啦 2024 年年底门店数量为 5137 家，同比减少 3.7%（单位：家）

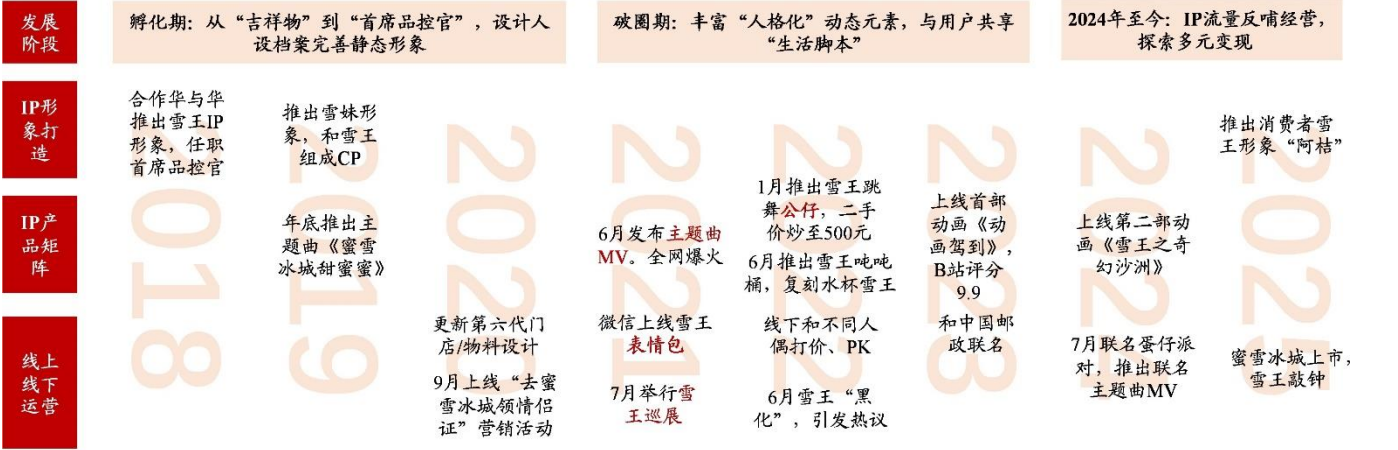


数据来源：久谦数据、开源证券研究所

4.3、雪王 IP：品牌情感内核+多元收入引擎，驱动形成生态协同网络

品牌符号跃迁国民级情感 IP，雪王始于饮品、超越品牌。自 2018 年蜜雪冰城联手华与华推出手持冰淇淋权杖、头戴白色王冠的静态萌系符号以来，蜜雪不断强化“人格化”的品牌升维思路，通过身份设计、网络造梗、线下互动、角色共创、内容补充的立体式营销，成为年轻人共享生活态度和方式的养成系超级 IP。2024 年雪王跻身国内社交平台 IP 声量前十，且是其中唯二消费品牌衍生 IP，截至 2025 年 2 月雪王相关话题在国内社交平台累计超过 195 亿次。

图81：蜜雪通过身份设计、网络造梗、线下互动、角色共创的立体式营销推动雪王 IP 出圈



资料来源：蜜雪冰城招股书、DT 商业观察公众号、开源证券研究所

表15：2024 年雪王跻身国内互联网社区 IP 声量前十

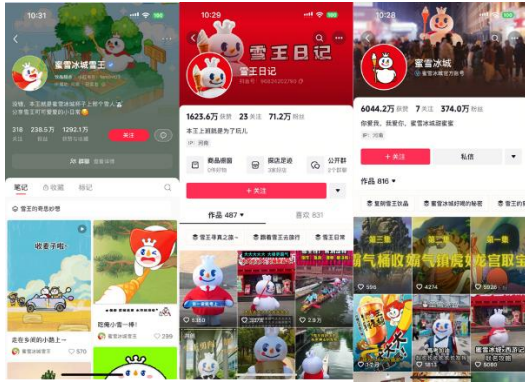
IP	2024 年	2025 年 1-2 月
小马宝莉	1	3
Chiikwa	2	1
Loopy	3	8
线条小狗	4	2
黄油小熊	5	10
雪王	6	4
玲娜贝儿	7	5
Jellycat	8	7
Labubu	9	9

数据来源：数说聚合、DT 商业观察公众号、开源证券研究所

从功能满足到情感占领，与消费者共谋一场成功。从 IP 出圈路径看，蜜雪在品牌人设基础上更重视对已有资源的高效利用，通过输出“简单而无来由的自我快乐”的价值主张，与消费者共享生活方式与审美。公司社媒保持对热点的迅速应对，进行高频玩梗造梗（如回应“喷射战士”调侃、与瑞幸互怼“绿茶”言论、雪王入编中国邮政等）持续塑造抽象人设。此外，基于一张粉丝的感谢便利贴，公司提取了作者署名加工为消费者代表雪王“阿桔”，让用户成为人设的“编剧”，形成特殊的情绪价值绑定。

图82：雪王相关社媒账号保持高频内容输出

图83：雪王“阿桔”形象取材自用户共创

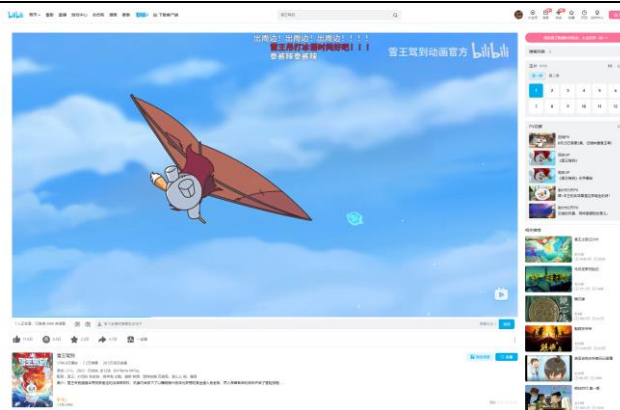


资料来源：小红书、抖音、开源证券研究所

资料来源：vista 看天下公众号、开源证券研究所

跨界深度动画内容，雪王拓展内容边界。蜜雪首部动画《雪王驾到》在 2023 年 8 月推出后已经实现播放量超过 2.1 亿次，2024 年 12 月蜜雪成立雪王爱动漫公司(注册资本 6000 万)，继续探索“动画+”的跨界模式，并于同月上线第二季动画作品《雪王之奇幻沙州》。动画是 IP 矩阵的“质变”环节，均采用泡面番形式(单集正片仅 5 分钟)，依托成熟制作团队(好传动画)控制成本，后续通过门店电视循环播放动画，吸引客流并延长停留时间，实现轻量级投入+规模化曝光。

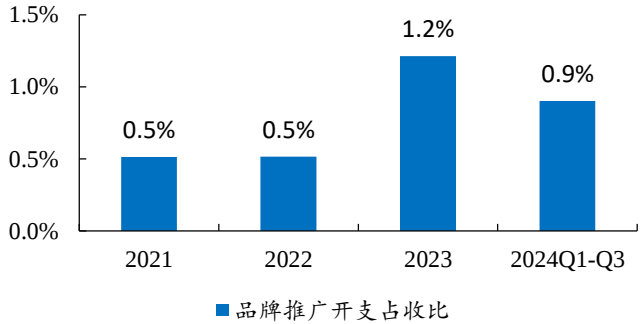
图84：蜜雪首部 IP 衍生动漫《雪王驾到》B 站评分 9.9



资料来源：B 站

IP 低成本流量获取反哺经营。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，IP 流量已可反哺门店经营，同时雪王的强可塑性使公司在海外复制了本地化破圈路径，通过本地文化视觉植入(比如泰国传统服饰、韩国 KPOP 潮流魔镜)，成为海外拓店利器。稀缺性 IP 破圈后的低成本引流大幅提升营销效率，2024Q1-Q3 公司品牌推广开支占收入比仅为 0.9%。

图85：2024 年前三季度蜜雪冰城品牌推广费用仅占公司收入的 0.9%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

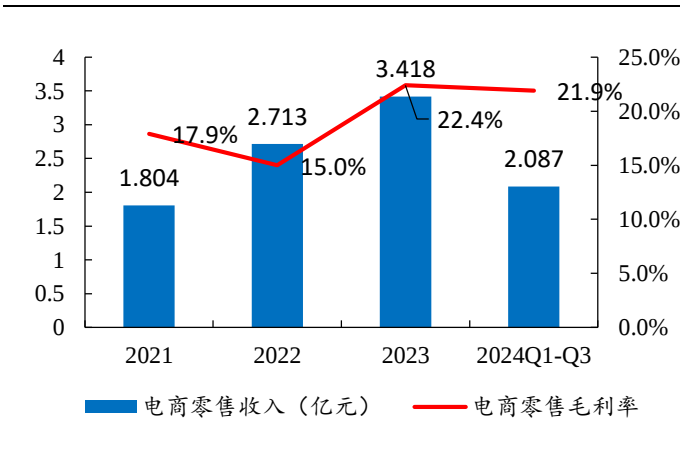
商业模式切换“生态型增长”，通过零食、电商追求 IP 流量多元变现。借助集团供应链基础和 IP 变现能力，公司商业版图向周边文创及低价零食赛道延伸，2022 年初蜜雪推出周边产品—雪王跳舞公仔该公仔，在二手市场一度被炒到 530 元。据每经报道，“雪王魔法铺”自创立以来，所有门店、线上运营的各大主流电商平台累计销售产品超过 9000 万件，2024 年双十一蜜雪冰城的咸蛋黄糯米锅巴当月有 1 万+ 人付款，2024Q1-Q3 蜜雪电商渠道收入为 2.087 亿元。根据招股书，蜜雪约 12% 募集资金专项（约 3.6 亿人民币）投入 IP 建设，形成“饮品+IP 周边”双收入模型，实现从单一饮品品牌向“IP 生态型消费巨头”转型。

图86：蜜雪冰城小零食定价 1-2.5 元



资料来源：蜜雪冰城小程序

图87：2024 年前九个月蜜雪电商渠道收入为 2.087 亿元，毛利率为 21.9%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

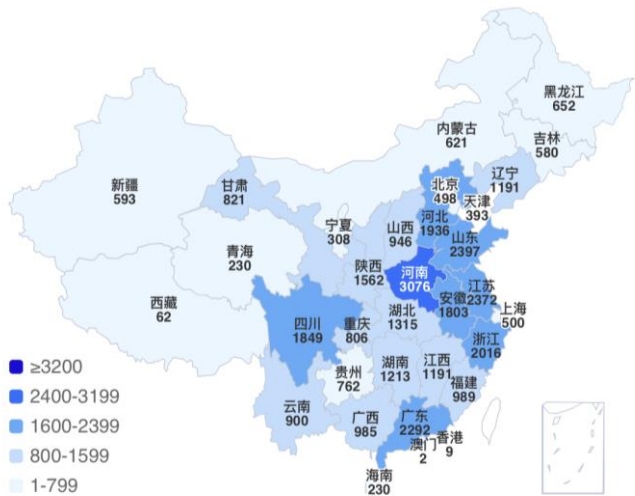
5、开店空间：下沉+出海+咖啡，全球十万家空间可期

5.1、蜜雪国内：拓展下沉、提升市占，蜜雪国内开店空间约 5-6 万家

(一) 按城市线级测算

从区域分布上来看,蜜雪冰城品牌门店已覆盖全国门店覆盖中国内地31个省份、自治区及直辖市,包括超过 300 个地级市、1,700 个县城和 4,900 个乡镇。门店主要集中在人口大省,以及经济发达省份。根据窄门餐眼数据,截至 2025/4/26 河南、山东、江苏各有 3076、2397、2372、2292 家。

图88：截至 2025/4/26，蜜雪冰城品牌在国内共有 35100 家门店主要分布在河南、山东、江苏、广东等省份（口径与公司报表不一致）



资料来源：窄门餐眼小程序

我们预计蜜雪冰城品牌在国内的开店空间在 5.6 万家,增量主要来自乡镇市场。按窄门餐眼的线级分布比例测算,蜜雪冰城品牌在国内 1 线城市、4 线城市、5 线及以下城市的门店密度(每百万人门店数)分别为 13.3、25.1、8.9 家,远低于准 1 线、2 线和 3 线城市的门店密度。中国共有 38602 个乡镇级别行政单位,公司在下沉市场具备竞争优势,目前 5 线及以下城市门店数量仅 4549 家,若按照“一镇一店”的经营规划,乡镇市场开店空间广阔。假设 1 线、准 1 线、2 线、3 线、4 线、5 线及以下城市的每百万人门店数分别提升至 30、60、50、50、40、30,则单蜜雪冰城品牌在国内的中长期空间为 5.6 万家,其中超 1 万家的增量来自于 5 线及以下城市。

表16：按城市线级测算，我们预计蜜雪冰城品牌在国内的开店空间在 5.6 万家

	门店数量	常住人口 (万人)	每百万人门店数	每百万人门店 数(假定值)	门店数量 (中期空间)	增量
一线	1815	13658	13.3	30	4098	2283
新一线	6816	11716	58.2	60	7029	213
二线	6665	16560	40.3	50	8280	1615
三线	8526	21019	40.6	50	10510	1984
四线	6729	26826	25.1	40	10730	4002

	门店数量	常驻人口 (万人)	每百万人门店数	每百万人门店数 (假定值)	门店数量 (中期空间)	增量
五线城市及其他	4549	51199	8.9	30	15360	10811
合计	35100	140978	24.9	39.7	56007	20907

数据来源：窄门餐眼小程序、中国政府网、开源证券研究所

(二) 按市场份额测算

预计 2027 年蜜雪冰城国内门店数量有望突破 6 万家。根据灼识咨询，2027 年现制茶饮市场规模将达到 4414 亿元，假设蜜雪冰城品牌国内每年市占率(按销售额计)提升 0.2%，单店 GMV 每年提升 3%，2027 年蜜雪冰城品牌国内门店数量有望达到 61699 家。

表17：按市场份额测算，假设蜜雪冰城国内每年市占率提升 0.2%，预计 2027 年公司开店数量将达到 61699 家

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
现制茶饮市场规模（亿元）	2115	2573	3109	3732	4414	5193
蜜雪冰城市场份额（以终端零售价计）	20.2%	20.2%	20.4%	20.6%	20.8%	21.0%
份额同比提升		0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
单店年均 GMV（万元）	143.8	136.2	140.3	144.5	148.8	153.3
YOY		-5.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
对应门店数量（家）	29710	38166	45217	53214	61699	71151

数据来源：公司公告、灼识咨询、开源证券研究所（公司并未单独披露蜜雪冰城国内门店数量，2023 年门店数量为按照单点年均 GMV 计算的测算值）

5.2、蜜雪海外：东南亚中期开店空间在 2 万家，美洲、非洲探索加速

东南亚因房租、人力成本等远低于国内，回本周期更优。出海初期，蜜雪冰城品牌凭借雪王 IP 和主题歌曲快速出圈，早期越南加盟商 6-7 个月可以回本，印尼加盟商最快 3 个月可以回本。

按人口密度测算，假定密度在每百万人 30 家门店，东南亚开店空间在 20200 家。作为参照，蜜雪冰城在三线城市密度为每百万人 40.6 家店，我们认为东南亚地区密度有望达到每百万人 30 家门店。印尼当地不乏高密度的连锁成熟业态，印尼便利店 Alfamart 超 18000 家，Indomaret 超 20000 家，对应每百万人 64 家和 72 家门店。

表18：作为参照，蜜雪冰城在三线城市密度为每百万人 40.6 家店

中国每百万人门店数（家）	
3 线城市	40.6
4 线城市	25.1

中国每百万人门店数（家）	
5 线城市及其他	8.9

数据来源：公司公告、窄门餐眼小程序、开源证券研究所

表19：假定东南亚密度为 29.8，中期开店空间在 20200 家店

	门店数量 (截至 2024/9/30)	人口数量 (百万)	每百万人门店 数量（家）	每百万人门店 数（假定值）	门店数量 (中期空间)
印尼	2667	277.7	9.6	30	8331
菲律宾	98	111.8	0.9	30	3354
越南	1304	98.6	13.2	30	2958
泰国	272	70	3.9	30	2100
缅甸	0	55	0.0	30	1650
马来西亚	337	33	10.2	30	990
柬埔寨	40	17.1	2.3	30	513
老挝	22	7.4	3.0	20	148
新加坡	22	5.9	3.7	20	118
东帝汶	0	1.4	0.0	20	28
文莱	0	0.5	0.0	20	10
合计	4762	678.4	7.0	29.8	20200

数据来源：EqualOcean.com、公司公告、开源证券研究所

按市场份额测算，2028 年蜜雪冰城东南亚门店数有望达到 18539 家。预计东南亚现制饮品市场规模将从 2024 年的 243 亿美元快速增长到 2028 年的 495 亿美元。我们假设 2025 年开始蜜雪冰城东南亚每年市场份额提升 1%，同店销售额提升 3%。

表20：2028 年蜜雪冰城东南亚门店数有望达到 18539 家

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
东南亚现制饮品市场规模（亿美元）	201	243	293	351	422	495
蜜雪冰城市场份额（以终端零售价计）	3%	3.5%	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%
YOY		0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
单店年均 GMV（万元）	143.8	129.4	133.3	137.3	141.4	145.7
YOY		-10.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
对应门店数量（家）	3063	4795	7208	10238	14115	18539

数据来源：公司公告、灼识咨询、开源证券研究所（因内部调整 2024 年公司在东南亚拓展较慢，2025 年有望加速）

加快西南供应链布局，以支持东南亚市场扩张。2023 年 6 月，斥资 50 亿元建设的蜜雪冰城亚洲总部（成都）开园，能满足超 6000 家门店业务需求，依靠青白江的枢纽优势，通过铁路和海铁联运等方式，蜜雪冰城在东南亚建立整套运营体系，能够持续满足大范围开店、本地标准化运作的的需求。

东南亚以外的其他地区仍处于开疆扩土的试验阶段。截至 2024 年 9 月 30 日，公司分别在日本、韩国、澳大利亚拥有 5、7、12 家门店。2025 年 4 月，公司位于中亚的哈萨克斯坦首店开业。2025 年 3 月蜜雪冰城宣布开放日本加盟，加盟总投资预算建议为 3000 万日元（约 150 万人民币）。

图89：蜜雪冰城哈萨克斯坦首店开业



资料来源：蜜雪冰城小红书官方账号

图90：蜜雪冰城官宣开放日本市场加盟



资料来源：蜜雪冰城日本小红书官方账号

巴西首店将于 2025 年年内开业，与巴西签署 40 亿元咖啡豆等采购大单。2025 年位 5 月蜜雪冰城与巴西出口投资促进局签署协议，计划未来 3-5 年将在巴西投资采购咖啡豆等农产品在内的总价值不低于 40 亿人民币的物资。预计未来将提供 25,000 个工作岗。

门店未到 IP 先行，蜜雪冰城旗下雪王动画海外热映中，30+非洲国家和戛纳电影节齐上线。雪王动画正在海外热映中，中文、英文、法语、葡萄牙语、斯瓦西里语五种语言齐上线，向世界传播中国的爱与甜蜜。雪王动画已同步上线海外 4 大频道，覆盖 30+非洲国家，首轮播映平均收视率达 1.14%，最高收视率达 3.08%。同时，法国戛纳国际电影节亦有雪王动画播出，雪王“出海”掀浪花。

图91：雪王动画同步上线海外 4 大频道，覆盖 30+非洲国家



资料来源：蜜雪冰城小红书官方账号

图92：雪王动画海外首轮播映平均收视率达 1.14%，最高收视率达 3.08%



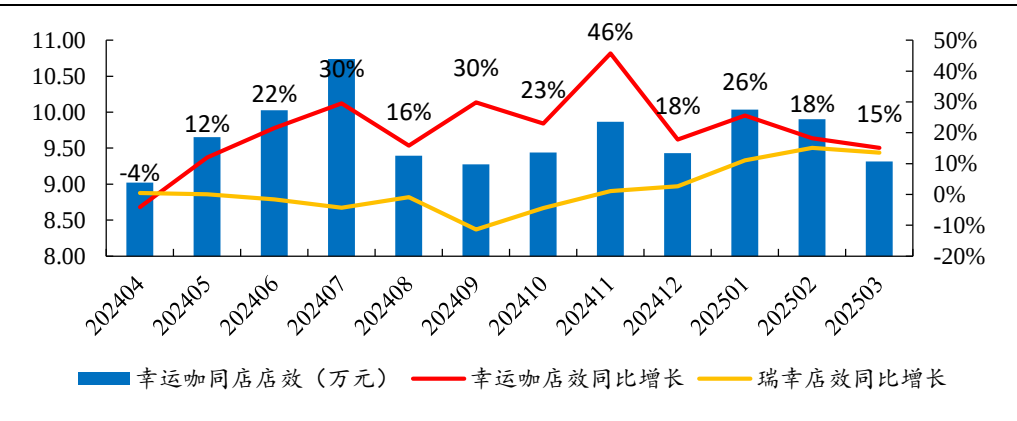
资料来源：蜜雪冰城小红书官方账号

5.3、幸运咖：店效提升门店快速增长，定位下沉门店数量有超过 2 万家

产品力提升->同店双位数增长->门店加速拓店，形成正循环。根据久谦数据，幸运咖门店单店店效从 2023 年的 7-8 万元/月，提升至 2024 年的 9-10 万元/月，2024

年5月-2025年3月幸运咖同店店效保持双位数增长,快于瑞幸同期。截至2025/6/27,幸运咖门店数量突破6000,年初至今新增1400家门店。

图93：2024年5月-2025年3月幸运咖同店店效保持双位数增长



数据来源：久谦、开源证券研究所（数据来自样本门店，和公司口径不一致）

幸运咖加盟费用刚性、加盟商利润上限更高，库迪与瑞幸强调利润共享。从加盟政策来看，幸运咖品牌方的收费方式与茶饮品牌类似，固定加盟费用为17000元/年，而库迪、瑞幸则采取阶梯式的抽成模式，销售额越大，抽成比例越高，强调合伙经营。相比库迪、瑞幸，幸运咖门店销售额越大，加盟商的留存利润越多。尽管库迪、瑞幸的单店销售额更高，但品牌方除了通过销售货品赚钱外，还通过抽佣模式稀释加盟商利润，对于销售额表现不差的门店，幸运咖的回本周期更快。根据我们测算，一家幸运咖门店的日均销售杯数在374杯，单杯均价为7.4元，门店利润率为16%，加盟商利润率为14.2%。

表21：区别于库迪、瑞幸，幸运咖采取固定加盟费政策

幸运咖		库迪		瑞幸	
基础资金	25 万以上	基础资金	22 万以上	基础资金	100 万元以上
初始投入资金	12.7 万起	初始投入 资金	10 万起	初始投入 资金	41 万起
保证金	10000 元	保证金	50000 元	保证金	50000 元
加盟费用	17000 元/年	加盟费用	82500 元/年 (按 11 万月销计算)	加盟费用	约 30 万元 /年 (按 18 万月销计算)
1. 加盟费	10000 元/年	1. 加盟费	0 元	1. 加盟费	0 元
2. 培训费	2000 元/年	2. 培训费	0 元	2. 培训费	0 元
3. 服务费	5000 元/年	3. 服务费	服务费基准值=月房租+1 万元	3. 服务费	月毛利 2 万元以下收取 0%
			月毛利基准值以下的部分收取 0%		月毛利 2-3 万元的部分收取 10%
			超出基准值 5000 元以内的部分收取 5%		月毛利 3-4 万元的部分收取 20%
			超出基准值 5000 元至 1 万元之间的部分收取 10%		月毛利 4-8 万元的部分收取 30%

幸运咖		库迪		瑞幸	
		超出基准值 1 万元至 1.5 万元之间的部分收取 15%		月毛利 8 万元以上的部分收取 40%	
		超出基准值 1.5 万元至 2 万元之间的部分收取 20%			
		超出基准值 2 万元以上的部分收取 25%			
门店装修	62500 元起	门店装修	60000 元起	门店装修	150000 元
首批物料	34000 元起	首批物料	进货不需要预付，从销售收入中扣除	首批物料	进货不需要预付，从销售收入中扣除
设备费用	66000 元起	设备费用	110000 元	设备费用	210000 元起

数据来源：幸运咖、库迪、瑞幸加盟公众号、开源证券研究所

图94：根据测算，幸运咖单店加盟商利润率为 14.2%，回本周期在 22 个月

	幸运咖	库迪	瑞幸
营收端			
年均营业额（元）	952,121	1,303,423	2,161,106
日均营业额（元）	2645	3621	6003
日均杯量	357	345	414
单杯售价（元）	7.4	10.5	14.5
经营效率指标			
门店面积（平方米）	30+	30+	30+
日均坪效（元/平方米）	76	103	172
门店员工（人）	3-5人	3人	3人
日均人效（元/人）	661	1,207	2,001
成本端			
日均原材料成本(元)	1,455	1,991	3,542
毛利率	55%	55%	59%
人工	15.1%	11.0%	10.8%
房租	8.8%	8.7%	8.9%
水电	4.0%	3.5%	3.0%
折旧摊销	5.2%	5.3%	4.1%
推广及外卖	5.9%	10.0%	10.0%
外卖占比	45.0%	50.0%	30.0%
餐厅层面利润	424	596	1,332
餐厅层面利润率	16.0%	16.5%	22.2%
加盟费用（元/年）	17,000	85,000	305,760
加盟商利润率	14.2%	9.9%	8.0%
加盟商投入产出			
初始投资额(万)	25	35	45
投资回收期(月)	22	32	31

数据来源：各公司加盟小程序、开源证券研究所（瑞幸加盟门店销售额按直营门店的80%计算）

按人口密度测算，我们认为幸运咖中期空间在2万家门店，做下沉市场的瑞幸。从区域分布来看，幸运咖门店主要集中在三线及以下城市，库迪、瑞幸主要集中在一二线城市，并不构成直接竞争。当前幸运咖门店密度对应每百万人4.1家门店，其中新一线和三线城市为每百万人8.1家门店。假设幸运咖在一线和五线及以下城市的密度增加至每百万人10家门店，其他线级增长至每百万人20家门店，则对应的中期开店空间为21710家门店。

表22：幸运咖主抓下沉市场，与库迪、瑞幸构成差异化竞争

	幸运咖		库迪		瑞幸	
一线	38	0.7%	998	9.4%	4347	17.7%
新一线	945	16.3%	3141	29.7%	6596	26.9%
二线	700	12.1%	2372	22.4%	5324	21.7%
三线	1710	29.5%	1900	17.9%	4155	16.9%
四线	1381	23.8%	1270	12.0%	2701	11.0%
五线	965	16.6%	817	7.7%	1324	5.4%
其他	61	1.1%	96	0.9%	108	0.4%
合计	5800	100.0%	10592	100.0%	24558	100.0%

数据来源：窄门餐眼小程序、开源证券研究所

表23：预计幸运咖在国内的门店数量有望超过 2 万家

	门店数量	常驻人口（万人）	每百万人门店数	每百万人门店数（假定值）	门店数量（中长期空间）
一线	38	13658	0.3	10	1366
新一线	945	11716	8.1	20	2343
二线	700	16560	4.2	20	3312
三线	1710	21019	8.1	20	4204
四线	1381	26826	5.1	20	5365
五线城市及其他	1025	51199	2.0	10	5120
合计	5800	140978	4.1	15.4	21710

数据来源：窄门餐眼小程序、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

2025 年受益于行业回暖叠加上市助力，后续幸运咖&海外扩张接力。受益于外卖平台补贴及消费频次增加，我们预计 2025 年国内有望净增 6000 家，同时单店收入有望同比增长 5%。2025 年印尼、越南仍处调整期，但泰国、马来西亚等后进入的国家开始贡献增量，预计 2025 年海外有望净增 1000 家门店，经历调改后单店收入有望同比提升 15%（2024 年海外下滑幅度较大）。2026-2027 年我们预计公司门店仍将保持 7000 家的净开店，国内开店节奏放缓但海外如东南亚、美洲等地区有望逐步起量。

表24：我们预计 2025-2027 年公司国内外门店总数有望每年净增 7000 家

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
单位：家					
门店总数	37,565	46,479	53,479	60,479	67,479
净增	8,582	8,914	7,000	7,000	7,000
中国内地	33,234	41,584	47,584	52,584	56,584
净增	6,046	8,350	6,000	5,000	4,000
YOY	22.2%	25.1%	14.4%	10.5%	7.6%
中国内地以外	4,331	4,895	5,895	7,895	10,895
净增	2,536	564	1,000	2,000	3,000
YOY	141.3%	13.0%	20.4%	33.9%	38.0%
单位：千元					
单店年收入（报表层面）	610	591	625	645	655
中国内地	623	616	647	666	679
YOY	12.1%	-1.1%	5.0%	3.0%	2.0%
中国内地以外	485	388	447	491	516
YOY	-7.3%	-20.0%	15.0%	10.0%	5.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

收入端：我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 312.4/367.4/419.3 亿元，分别同比增长 25.8%/17.6%/14.1%，主因门店增长和单店收入增长同步带动，基数增大后续收入增速逐步放缓。

毛利端：随着公司自产比例和产能利用率的不断提升，国内毛利率有望逐步提升。同时因高毛利的海外业务占比逐步提升，整体毛利率保持上行。我们预计 2025-2027 年公司的毛利率将为 33.1%/33.3%/33.4%。

表25：我们预计 2025-2027 年公司收入同比增长 25.8%/17.6%/14.1%（单位：千元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,302,465	24,828,874	31,238,186	36,743,985	41,927,085
YOY	49.6%	22.3%	25.8%	17.6%	14.1%
销售成本	14,303,498	16,768,667	20,890,863	24,516,849	27,920,060
毛利率	29.5%	32.5%	33.1%	33.3%	33.4%
按区域划分					
中国内地	18,815,533	23,037,371	28,828,706	33,356,644	37,080,781
YOY	44.3%	22.4%	25.1%	15.7%	11.2%
% of Rev	92.7%	92.8%	92.3%	90.8%	88.4%
销售成本	13,412,840	15,665,412	19,372,890	22,348,951	24,769,962
毛利率	28.7%	32.0%	32.8%	33.0%	33.2%
中国内地以外	1,486,932	1,791,503	2,409,480	3,387,341	4,846,305
YOY	175.0%	20.5%	34.5%	40.6%	43.1%
% of Rev	7.3%	7.2%	7.7%	9.2%	11.6%
销售成本	890,658	1,103,255	1,517,973	2,167,898	3,150,098
毛利率	40.1%	38.4%	37.0%	36.0%	35.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

费用端：我们预计随着公司的收入规模扩大，尽管公司的销售费用和管理费用的绝对值仍将提升，但占比有望逐步下降。研发费用预计将维持在 0.4%

净利润端：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 57.65/69/79.8 亿元，分别同比增长 29.9%/19.7%/15.7%，增速快于收入，主要受益于自产比例提升和规模化效应。

表26：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润同比增长 30.1%/19.7%/15.7%（单位：千元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用	1,318,588	1,599,474	1,936,768	2,204,639	2,431,771
% of Rev	6.5%	6.4%	6.2%	6.0%	5.8%
管理费用	610,622	755,115	905,907	1,028,832	1,132,031
% of Rev	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%	2.7%
研发费用	85,000	104,870	124,953	146,976	167,708
% of Rev	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
归母净利润	3,137,341	4,436,847	5,764,502	6,899,809	7,980,343
YOY	57.1%	41.4%	29.9%	19.7%	15.7%
归母净利率	15.5%	17.9%	18.5%	18.8%	19.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司励志成为 1 美元的全球百年品牌，供应链+IP 壁垒深厚。国内：三线及以下城市茶饮渗透率快速提升，公司主品牌蜜雪冰城未来仍有 2-3 万家开店空间。第二曲线幸运咖品牌背靠蜜雪成功的供应链和加盟商管理制度，定位下沉+真果咖与其他咖啡品牌形成差异化竞争，近期势能明显抬升、开店加速。公司正处于全球化加速的关键进程中，2024 年海外收入仅占比约 7%，深耕东南亚、野望美洲和非洲，凭借进阶的现制模式和多元化的健康口味，未来发展空间广阔。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。由于蜜雪冰城专注现制饮品，且十元以下价格带可以对瓶装饮料形成一部分替代，我们选取在港美股上市的茶咖公司、瓶装饮料公司作为可比公司，可比公司 2025-2027 年的平均 PE 估值为 21.8/18.8/18.7 倍。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 57.65/69/79.8 亿元，对应 EPS 为 15.27/18.27/21.13 元，当前股价对应 PE 为 29.6/24.7/21.4 倍。考虑到公司 10 元以下竞争格局优，供应链和 IP 壁垒深厚，拓品类、拓区域空间广阔，给予“增持”评级。

表27：蜜雪集团当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 29.6/24.7/21.4X

代码	公司名称	7 月 19 日	归母净利润（亿元/亿美元）				PE			评级
		收盘价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
茶咖										
2555.HK	茶百道	9.94	8.53	10.39	12.25	15.69	12.88	10.92	未评级	
1364.HK	古茗	24.55	19.21	22.91	27.46	27.69	23.21	19.37	未评级	
CHA.O	霸王茶姬	26.17	27.83	34.08	39.88	13.55	11.07	9.46	未评级	
LKNCY.OO	瑞幸咖啡	36.98	36.09	44.52	51.44	22.78	18.47	15.99	买入	
2150.HK	奈雪的茶	1.60	-2.39	-1.08	0.57			43.94	未评级	
瓶装饮料										
9633.HK	农夫山泉	43.00	141.01	160.26	179.93	31.24	27.49	24.48	未评级	
0220.HK	统一企业中国	9.64	21.56	24.04	26.37	17.59	15.78	14.38	未评级	
2460.HK	华润饮料	12.86	19.78	23.07	26.51	14.20	12.18	10.60	未评级	
0322.HK	康师傅控股	11.50	42.07	46.76	50.34	14.04	12.63	11.73	未评级	
海外										
KO.N	可口可乐	70.59	122.91	131.09	147.85	24.72	23.18	20.55	未评级	
SBUX.O	星巴克	93.19	27.50	32.84	40.68	38.51	32.25	26.03	未评级	
平均值						22.00	18.91	18.86		
2097.HK	蜜雪集团	495.80	57.96	69.37	80.22	29.58	24.72	21.37	增持	

数据来源：Wind、开源证券研究所（除蜜雪集团外其余均为 Wind 一致预期，归母净利润部分可口可乐、星巴克单位为亿美元，其余为亿元。港币兑人民币汇率为 0.9115）

7、风险提示

（一）市场竞争加剧风险：茶饮市场同质化严重，头部品牌加速下沉抢占市场，新式茶饮、咖啡品牌不断推新，蜜雪冰城低价优势面临挑战，市场份额存在被挤压风险。

（二）成本上涨风险：原材料价格波动频繁，人力、租金等运营成本持续上升，叠加食品安全监管趋严带来的合规成本增加，利润空间或被进一步压缩。

（三）海外扩张风险：在海外扩张中面临本土化难题，包括消费习惯差异、供应链适配不足、品牌认知度较低，叠加海外政策法规变化、汇率波动等因素。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万港元)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	9,148	11,896	17,841	25,180	33,635
现金	5,622	4,335	9,257	15,706	23,324
应收账款	433	538	677	796	909
存货	2,232	2,215	2,760	3,239	3,689
其他流动资产	862	4,807	5,147	5,439	5,714
非流动资产	5,445	7,887	8,405	8,839	9,194
固定资产及在建工程	3,390	5,318	5,878	6,355	6,752
无形资产及其他长期资产	2,055	2,569	2,527	2,485	2,442
资产总计	14,594	19,783	26,246	34,020	42,829
流动负债	3,734	4,517	5,184	6,021	6,808
短期借款	260	- 0	- 0	- 0	- 0
应付账款	1,317	1,767	1,923	2,257	2,570
其他流动负债	2,158	2,750	3,261	3,764	4,238
非流动负债	264	206	206	206	206
长期借款	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
其他非流动负债	264	206	206	206	206
负债合计	3,998	4,723	5,390	6,227	7,014
股本	360	360	360	360	360
储备	10,147	14,596	20,360	27,260	35,240
归母所有者权益	10,507	14,956	20,720	27,620	35,600
少数股东权益	88	105	137	173	215
负债和股东权益总计	14,594	19,783	26,246	34,020	42,829

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万港元)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	20,302	24,829	31,238	36,744	41,927
营业成本	(14,303)	(16,769)	(20,891)	(24,517)	(27,920)
营业费用	(1,319)	(1,599)	(1,937)	(2,205)	(2,432)
管理费用	(611)	(755)	(906)	(1,029)	(1,132)
其他收入/费用	163	115	73	75	46
营业利润	4,232	5,820	7,578	9,069	10,489
净财务收入/费用	(15)	(6)	- 0	- 0	- 0
其他利润	(64)	(3)	(2)	(1)	(2)
除税前利润	4,154	5,811	7,576	9,067	10,487
所得税	(967)	(1,356)	(1,780)	(2,131)	(2,464)
少数股东损益	49	17	31	37	42
归母净利润	3,137	4,437	5,765	6,900	7,980
EBITDA	4,500	6,240	8,582	10,233	11,813
净利润	3,187	4,454	5,796	6,937	8,022
每股收益	8.85	12.37	15.27	18.27	21.13

主要财务比率	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力					
营业收入(%)	49.6	22.3	25.8	17.6	14.1
营业利润(%)	58.4	37.5	30.2	19.7	15.7
归属于母公司净利润(%)	57.1	41.4	29.9	19.7	15.7
获利能力					
毛利率(%)	29.5	32.5	33.1	33.3	33.4
净利率(%)	15.5	17.9	18.5	18.8	19.0
ROE(%)	29.6	29.5	27.6	24.8	22.3
ROIC(%)	29.4	29.6	27.8	25.0	22.4
偿债能力					
资产负债率(%)	27.4	23.9	20.5	18.3	16.4
净负债比率(%)	(0.5)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(0.7)
流动比率	2.4	2.6	3.4	4.2	4.9
速动比率	1.9	2.1	2.9	3.6	4.4
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.4	1.4	1.2	1.1
应收账款周转率	53.9	51.1	51.4	49.9	49.2
应付账款周转率	18.5	16.1	16.9	17.6	17.4
存货周转率	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
每股指标 (港元)					
每股收益	8.9	12.4	15.3	18.3	21.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.6	0.6	0.7	0.8
每股净资产(最新摊薄)	1.0	1.4	1.8	2.4	3.1
估值比率					
P/E	51	37	30	25	21
P/S	8.4	6.9	5.5	4.7	4.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn