

信义山证汇通天下

证券研究报告

蜜雪集团 (02097.HK)

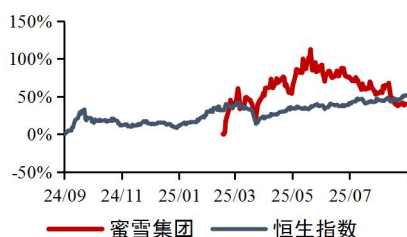
买入-A(首次)

茶饮标杆，未来增长点在哪儿？

2025 年 9 月 16 日

公司研究/深度分析

公司上市以来股价表现



市场数据：2025 年 9 月 15 日

收盘价（港元）：	405.00
总股本（亿股）：	3.80
流通股本（亿股）：	1.51
流通市值（亿港元）：	611.08

资料来源：最闻，wind，山西证券研究所

分析师：

陈玉卢

执业登记编码：S0760525050001

邮箱：chenyulu@sxzq.com

投资要点：

➤ **公司概况：**公司成立 28 年，是一家领先的现制饮品企业，打造了“蜜雪冰城”、“幸运咖”双品牌，孵化了“雪王”IP。通过加盟模式来实现门店扩张，向加盟商出售门店物料和设备来赚取主要收入，截至 2024 年末，公司总门店数达 46,479 家，公司业绩增长稳定，盈利能力逐年提升，从出杯量来看，处于中国第一、全球第二的市场地位。

➤ **公司的竞争壁垒来自于大规模端到端的供应链体系。****采购：**通过构建全球采购网络、与上游供应商建立长期合作关系、建立合作种植基地等途径控制供应成本和保障供应质量。**生产：**拥有河南、海南、广西、重庆、安徽五大生产基地，60 多条智能化生产线。**仓储配送：**拥有自主运营的仓储体系和专属的配送网络，募投项目 54% 的款项用于提升中国供应链体系。

➤ **行业分析：新兴市场和平价市场增速更快。**从全球市场来看，中国和东南亚的增长潜力较大；国内市场，预计 2023-2028 年平价市场复合增速为 22.2%，快于中价市场和高价市场，公司的发展定位契合未来的行业趋势，发展潜力较大。

➤ **未来增长点一：“蜜雪冰城”国内市场加密。**中期展望：通过改变各区域门店密度指数提升幅度，进行悲观、中性、乐观三种情景假设，三种蜜雪冰城门店数还有 1.1-1.8 万家的扩张空间。

➤ **未来增长点二：“幸运咖”加盟发力。**中期展望：2025 年 6 月“幸运咖”门店数超 400 店的省份有河南省（1127 家）、河北省（413 家）、山东省（411 家），只考虑门店密度提升因素，通过改变各区域门店密度指数提升幅度，进行悲观、中性、乐观三种情景假设，幸运咖门店数还有 0.9-1.7 万家左右的扩张空间。

➤ **未来增长点三：东南亚市场持续扩张。**预计 2023 年至 2028 年，东南亚现制饮品市场预期将以 19.8% 的复合年增长率强劲增长。东南亚现制饮品市场高度分散，连锁化率相对较低，“蜜雪冰城”是东南亚地区最大的现制茶饮品牌，公司募投项目 12% 的款项用于提升海外供应链体系以支持海外业务扩张。

盈利预测与投资建议：预测 2025-2027 年营业收入分别为 326.94 亿、378.23 亿、430.37 亿，同比增长分别为 31.7%、15.7%、13.8%，归母净利润分别为 58.61 亿、67.81 亿、77.16 亿，同比增长分别为 32.1%、15.7%、13.8%，对应的 PE 估值分别为 24 倍、20.7 倍、18.2 倍，首次覆盖，给与“买入-A”评级。

风险提示：开店不及预期；原材料成本波动；食品安全的风险；加盟商管理



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

风险，限售股解禁风险

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,302	24,829	32,694	37,823	43,037
YoY(%)	49.6	22.3	31.7	15.7	13.8
净利润(百万元)	3,137	4,437	5,861	6,781	7,716
YoY(%)	57.1	41.4	32.1	15.7	13.8
毛利率(%)	19.6	22.6	22.7	22.8	22.9
EPS(摊薄/元)	8.26	11.69	15.44	17.86	20.33
ROE(%)	30.1	29.6	28.1	24.5	21.8
P/E(倍)	44.8	31.7	24.0	20.7	18.2
P/B(倍)	13.4	9.4	6.7	5.1	4.0
净利率(%)	15.5	17.9	17.9	17.9	17.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 公司概况：高质平价茶饮龙头，“雪王”IP 深入人心.....	7
1.1 发展历史：二十八年沉淀，股权高度集中.....	7
1.2 品牌赋能：“蜜雪冰城”+“幸运咖”+“雪王”IP.....	8
1.3 商业模式：加盟+出售门店物料和设备.....	10
1.4 经营情况：增长稳定，盈利能力逐年改善.....	13
1.5 市场地位：出杯量中国第一，全球第二.....	15
2. 竞争壁垒：大规模端到端供应链体系.....	18
2.1 采购：全球化采购+供应链垂直整合.....	18
2.2 生产：五大生产基地+智能工厂.....	19
2.3 仓储配送：自主运营的仓储体系+专属的配送网络.....	21
2.4 募投项目：54%款项提升中国供应链体系.....	21
3. 行业分析：新兴市场+平价市场增长更快.....	22
3.1 全球市场：中国和东南亚潜力较大.....	22
3.2 国内市场：平价市场高增速，契合公司发展定位.....	24
4. 未来增长点一：“蜜雪冰城”国内市场加密.....	26
5. 未来增长点二：“幸运咖”加盟发力.....	28
6. 未来增长点三：东南亚市场持续扩张.....	32
7. 盈利预测与投资建议.....	34
8. 风险提示.....	35

图表目录

图 1：蜜雪集团发展历程.....	7
图 2：蜜雪集团股权结构（截至 2025 年 6 月 23 日）.....	8

图 3: 蜜雪集团产品概览.....	8
图 4: 公司围绕超级 IP “雪王” 进行丰富的内容创作.....	9
图 5: 公司加盟流程.....	11
图 6: 公司门店店型多样.....	11
图 7: 公司和可比上市公司营业总收入（亿元）	13
图 8: 公司和可比上市公司归母净利润（亿元）	13
图 9: 公司和可比上市公司营业总收入同比.....	14
图 10: 公司和可比上市公司归母净利润同比.....	14
图 11: 公司和可比上市公司毛利率.....	15
图 12: 公司和可比上市公司净利率.....	15
图 13: 蜜雪集团供应体系.....	18
图 14: 公司五大生产基地概况.....	20
图 15: 募集资金在中国供应链提升方面的运用规划（百万港元）	21
图 16: 全球现制饮品市场以终端零售额计的市场规模，十亿美元，2018 年至 2028 年（预计）	22
图 17: 全球现制饮品市场以终端零售额计的复合年增长率，2023 年至 2028 年（预计）	22
图 18: 全球现制饮品市场以终端零售额计的规模增量，十亿美元，2023 年至 2028 年（预计）	23
图 19: 2023 年现制饮品消费量占饮用水分摄入总量百分比.....	24
图 20: 2023 年人均现制饮品年消费量，杯/年.....	24
图 21: 中国现制饮品市场以终端零售额计的市场规模，十亿人民币，2018 至 2028E.....	24
图 22: 中国现制饮品市场以终端零售额计的市场规模，按价格带，十亿人民币，2018 年至 2028 年（预计）	25
图 23: 中国现制茶饮店市场以终端零售额计的市场规模，按城市线级划分，十亿人民币，2018 年至 2028 年（预计）	26
图 24: 中国现磨咖啡店市场以终端零售额计的市场规模，按地方线级，十亿人民币，2018 年至 2028 年（预计）	

.....	28
图 25: 幸运咖功能区分布（全国范围）	31
图 26: 东南亚现制饮品市场以终端零售额计的市场规模，按品类，十亿美元，2018 年至 2028 年（预计）	33
图 27: 募集资金在海外供应链提升方面的运用规划（百万港元）	34
表 1: 独立加盟门店占比超 99%	10
表 2: 商品销售收入占比超 90%	10
表 3: 蜜雪集团加盟期限及费用	10
表 4: 蜜雪集团海内外门店数及占比	12
表 5: 公司门店单店模型	12
表 6: 全球前三大现制饮品企业，以截至 2023 年 12 月 31 日的门店数和 2023 年的饮品出杯量计	15
表 7: 全球前五大现制饮品企业，以 2023 年的终端零售额计	16
表 8: 中国前五大现制饮品企业，以 2023 年终端零售额计	16
表 9: 中国前五大现制饮品企业，以 2023 年饮品出杯量及截至 2023 年 12 月 31 日门店数计	16
表 10: 以 GMV、出杯量、门店数计，“蜜雪冰城”均是中国最大的现制茶饮品牌	17
表 11: 公司七大类食材的产能、产量及产能利用率	20
表 12: 蜜雪集团国内各线城市门店数及占比	26
表 13: “蜜雪冰城”单位门店密度提升对应的门店增长数（中性测算）	27
表 14: 中国前五大现磨咖啡品牌，以 2023 年的终端零售额计	29
表 15: 中国前五大现磨咖啡品牌，以 2023 年的饮品出杯量及截止 2023 年 12 月 31 日的门店数计	29
表 16: 中国前五大咖啡品牌，以截至 2025 年 6 月 22 日的门店数计	29
表 17: 幸运咖加盟费用	30
表 18: 幸运咖加盟扶持政策	30

表 19: “幸运咖”单位门店密度提升对应的门店增长数（中性测算）	31
表 20: 东南亚地区前三大现制茶饮品牌，以截至 2023 年 12 月 31 日的门店数和 2023 年的饮品出杯量计	33

1. 公司概况：高质平价茶饮龙头，“雪王”IP 深入人心

1.1 发展历史：二十八年沉淀，股权高度集中

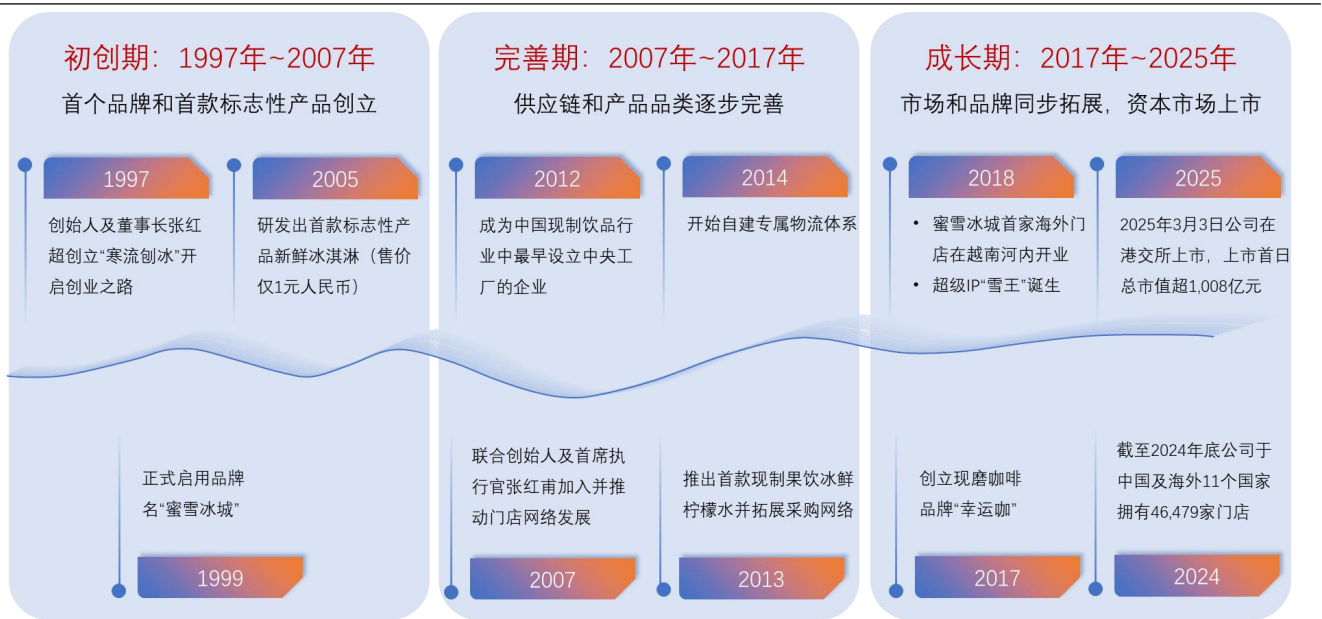
蜜雪集团成立 28 年，是一家领先的现制饮品企业。公司起源于郑州一家名为寒流刨冰的小店，成立以来经历初创期、完善期、成长期三个阶段。

(1) 初创期（1997 年至 2007 年）：1999 年启用品牌“蜜雪冰城”，2005 年推出售价仅 1 元人民币的新鲜冰淇淋，品牌和标志性产品面世。

(2) 完善期（2007 年至 2017 年）：2007 年推动门店网络发展，此后不断完善供应链体系，2012 年到 2014 年，公司先后设立中央工厂、自建专属物流体系、拓展采购网络，完善产品品类。2013 年推出首款现制果饮产品冰鲜柠檬水。

(3) 成长期（2017 年至今）：2017 年新设咖啡品牌“幸运咖”，2018 年开始拓展海外市场，打造超级 IP “雪王”，2025 年成功上市港交所，实现资本扩张。

图 1：蜜雪集团发展历程

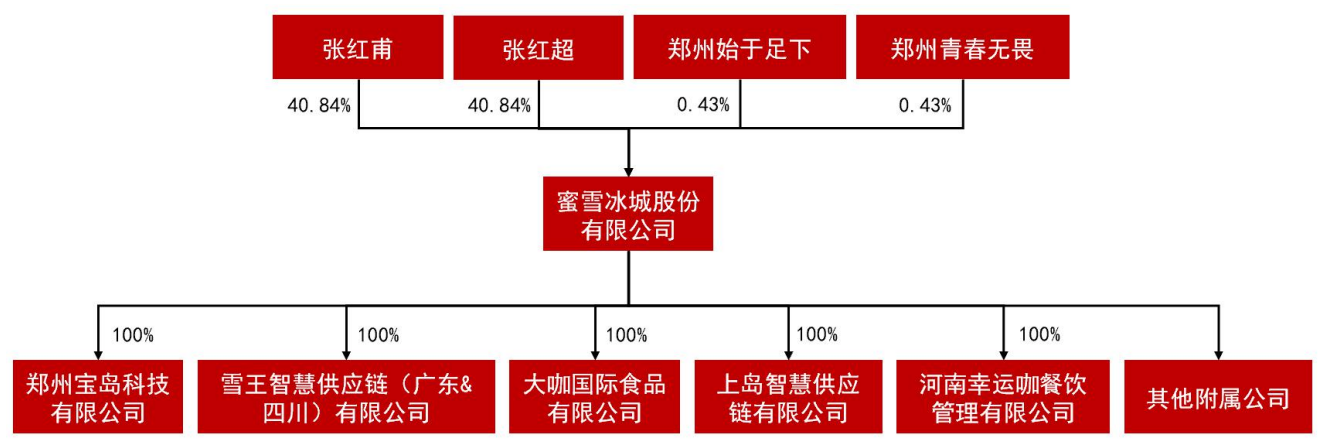


资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档，山西证券研究所

股权高度集中，提升决策效率和战略稳定。公司股权较为集中，董事长张红超、联合创始人和首席执行官张红甫合计持有公司 82% 的股份，绝对控制权减少了股东分歧和股东与管理层之间的代理问题，提升了决策效率和战略稳定性，更有利于公司快速相应市场变化，高效执行

公司战略。

图 2：蜜雪集团股权结构（截至 2025 年 6 月 23 日）

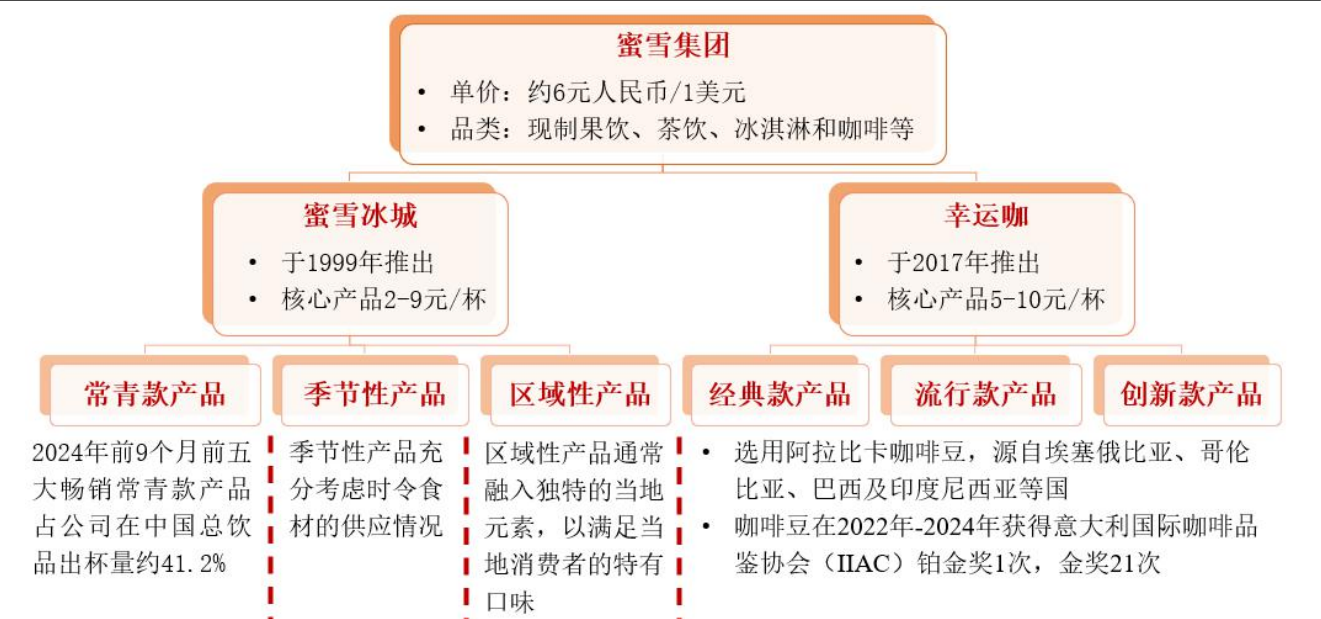


资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 品牌赋能：“蜜雪冰城”+“幸运咖”+“雪王”IP

“蜜雪冰城”和“幸运咖”双品牌并行。蜜雪集团聚焦为广大消费者提供单价约 6 元人民币（约 1 美元）的高质平价现制果饮、茶饮、冰淇淋和咖啡等产品，旗下设有现制茶饮品牌“蜜雪冰城”和现磨咖啡品牌“幸运咖”。

图 3：蜜雪集团产品概览





资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档，山西证券研究所

超级 IP “雪王”深入人心。“雪王” IP 于 2018 年推出，自推出以来，公司围绕雪王的可爱形象不断创作和发布各种优质、充满趣味且多样化的视听内容，吸引了来自不同国家、多元文化背景的消费者和粉丝群体，激发了粉丝的分享和二次创作欲。发展至今“雪王”已经成为中国现制饮品行业中唯一一个超级 IP。

图 4：公司围绕超级 IP “雪王” 进行丰富的内容创作



资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档，山西证券研究所

1.3 商业模式：加盟+出售门店物料和设备

公司通过“利益与共”的加盟模式来实现门店扩张。公司通过加盟模式扩张门店，并通过一系列制度设计实现与加盟商利益与共，截至 2024 年末，公司总门店数达 46,479 家，加盟门店 46,462 家，占比 99%以上，其中 99%以上门店为独立加盟门店。收入模式来看，公司收入主要来自向加盟商出售门店物料（包括食材及包材）和设备，2024 年公司加盟和相关服务收入仅占公司总收入的 2.49%，设备销售收入仅占公司总收入 3.05%，商品销售收入占比较高。

表 1：独立加盟门店占比超 99%

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年前 9 个月
加盟门店数（家）	19954	28929	37516	45282
独立加盟门店（家）	19923	28896	37492	45245
关联加盟门店（家）	31	33	24	37
自营门店数（家）	47	54	49	20

资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，山西证券研究所

表 2：商品销售收入占比超 90%

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
门店收入（亿元）	103.51	135.76	203.02	248.29
商品销售（亿元）	94.58	125.51	191.6	234.52
设备销售（亿元）	6.97	7.48	7.37	7.56
加盟和相关服务（亿元）	1.96	2.76	4.06	6.2

资料来源：Wind，山西证券研究所

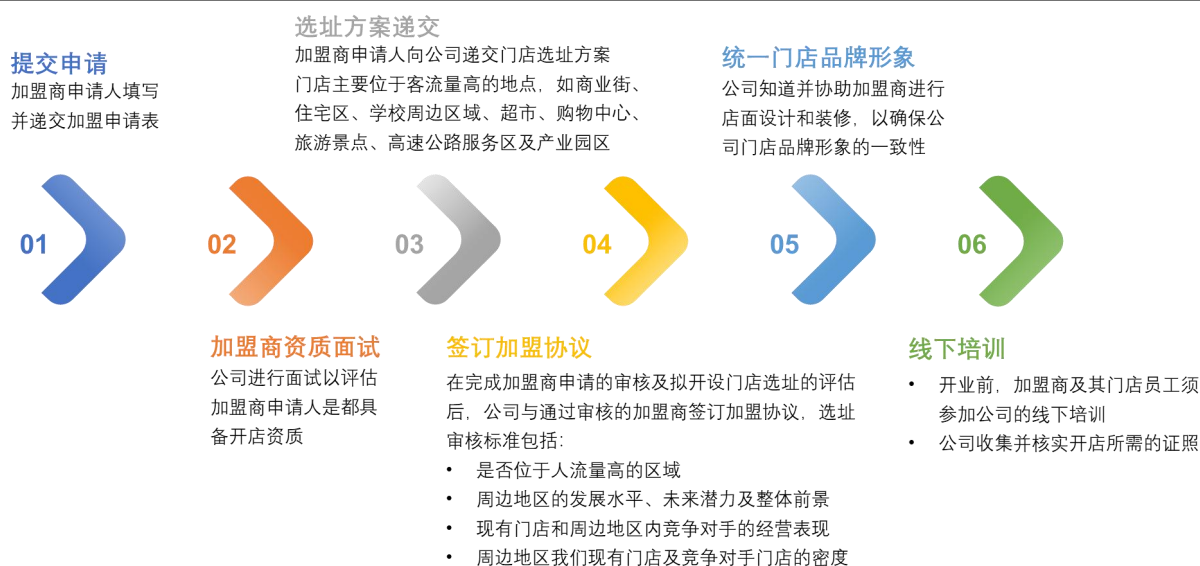
表 3：蜜雪集团加盟期限及费用

条款		中国内地	海外
加盟协议期限		3~4 年，届满续期	3 年，届满续期
固定费用及保证金	加盟费	7,000~11,000 元人民币/年，因城市级别而异	印尼：不单独收取加盟费 越南：4,680 万越南盾（约 1,900 美元）
	管理费	4,800 元人民币/年	印尼：5,700 万印度尼西亚盾（约 3,700 美元）~7,500 万印度尼西亚盾（约 4,900 美元）/3 年 越南：3,480 万越南盾（约 1,400 美元）
	培训费	2,000 元人民币/年	印尼和越南：300 万印度尼西亚盾（约 200 美元）及 680 万越南盾（约 280 美元）
	保证金	20,000 元人民币	印尼：4,000 万印度尼西亚盾（约 2,600 美元） 越南：7,000 万越南盾（约 2,900 美元）
新开加盟门店平均单店设备开支		2021 年、2022 年、2023 年分别为 8.69 万、7.74 万、7.44 万	

资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，山西证券研究所

公司有完善的加盟申请流程，门店店型多样。公司门店店型多样，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%，及主题店占 0.1%。

图 5：公司加盟流程



资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，山西证券研究所

图 6：公司门店店型多样



资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，山西证券研究所

公司门店数超越星巴克，目前是全球门店规模最大的现制饮品企业。截至 2024 年 12 月 31 日，蜜雪集团全球门店总数达 46,479 家，其中内地 41,584 家，内地以外 4,895 家，2024 年净增门店 8,914 家，其中内地净增 8350 家，海外净增 564 家。根据星巴克 2024 财年数据，星巴克门店数为 40199 家，公司超越星巴克成为全球规模最大的现制饮品企业。

表 4：蜜雪集团海内外门店数及占比

区域	2023 年		2024 年	
	门店数（家）	占比	门店数（家）	占比
中国内地	33234	88.47%	41584	89.47%
中国内地以外	4331	11.53%	4895	10.53%
总计	37565	100%	46479	100.00%

资料来源：公司 2024 年年度报告，山西证券研究所

公司单店盈利情况具备吸引力。收入端来看，根据公司聆听资料数据，2024 年前九个月，公司平均单店日均终端零售额达 4184.4 元，平均单店饮品出杯量 623 杯/天，单店单杯均价约为 6.72 元/杯。成本端来看，公司 2024 年销售货物收入达 234.52 亿元，加盟门店数达 46462 家，平均单店从公司端的购入成本预计达 50.48 万元，叠加其他原材料/设备成本以及运营成本，预计公司门店单店净利率在 20%左右。

表 5：公司门店单店模型

收入端		运营成本	
门店数	46462 家	租金（万）	19.85
报表端收入（万）	2345245.70	人工成本（万）	18.90
单店收入（报表端，万）	50.48	水电杂费（万）	6.11
日均终端零售额（元）	4184.40	外卖扣点（万）	9.16
单天出杯量（杯）	623.07	加盟管理等（万）	1.50
单杯均价（元/杯）	6.72	折旧及其他（万）	2.00
单店收入（零售端，万）	152.73	净利	
进货成本（万）	64.15		
毛利额（万）	88.58	净利润（万）	31.06
加盟商毛利率	58.00%	净利率	20.33%

资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，公司 2024 年年度报告，山西证券研究所

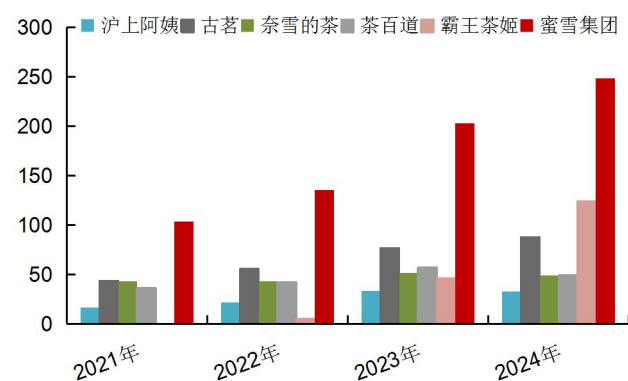
注：（1）单天出杯量按照 2024 年前三季度总出杯量 170721.6 杯/274 天测算；

- (2) 单店进货成本一般占收入比重在 40%-50%左右，假设为 42%；
- (3) 租金和店铺位置高度相关，一般占收入比重为 8%-15%，假设按 13%测算；
- (4) 人工成本：日均营业额 4184.4 元，大概需要 4-5 人，平均月薪 3000-4000 元/人，按照 4.5 人，工资 3500 元进行测算；
- (5) 水电杂费一般占到营业收入的 3%-5%，按照 4%测算；
- (6) 假设外卖占到 GMV 的 30%，外卖扣点 20%；
- (7) 折旧设备和装修折旧，交税等，预计 2 万左右。

1.4 经营情况：增长稳定，盈利能力逐年改善

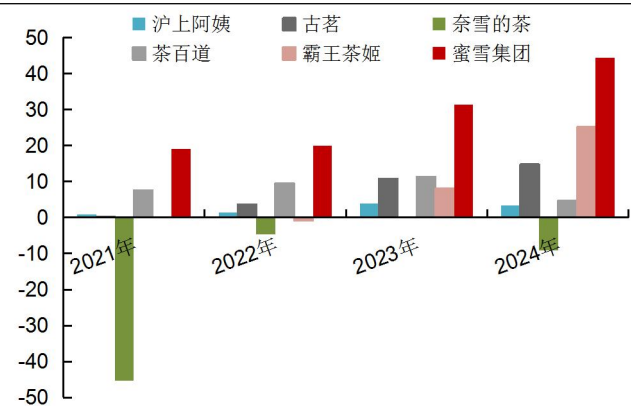
经营业绩方面，营收和归母净利规模显著高于同业上市公司。2021 年至 2024 年公司营收规模均超百亿元，归母净利均超十亿元，2024 年公司营收达 248.29 亿元，是霸王茶姬的 2 倍，归母净利润达 44.37 亿元，远超霸王茶姬的 25.16 亿元和古茗的 14.79 亿元。

图 7：公司和可比上市公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

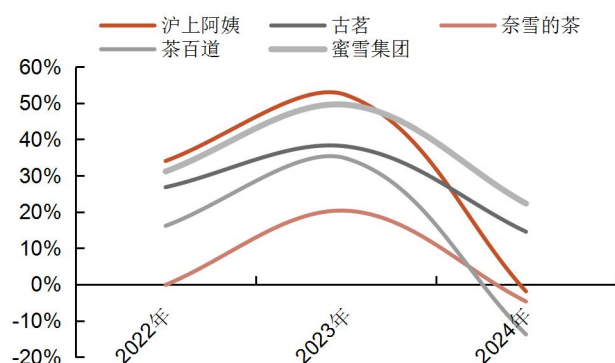
图 8：公司和可比上市公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

近三年营收和归母净利润维持增长趋势，业绩较为稳定。2024 年营收和归母净利润同比增速分别达 22.29%和 41.41%，同业上市公司近三年业绩在相对低基数规模的基础上大幅波动。

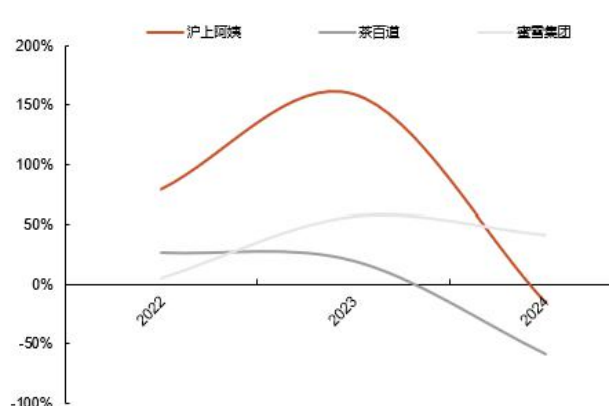
图 9：公司和可比上市公司营业总收入同比



资料来源：Wind，山西证券研究所

注：2023 年到 2024 年霸王茶姬营收同比增速波动较大，分别达 843.79%和 167.35%，图中未体现。

图 10：公司和可比上市公司归母净利润同比

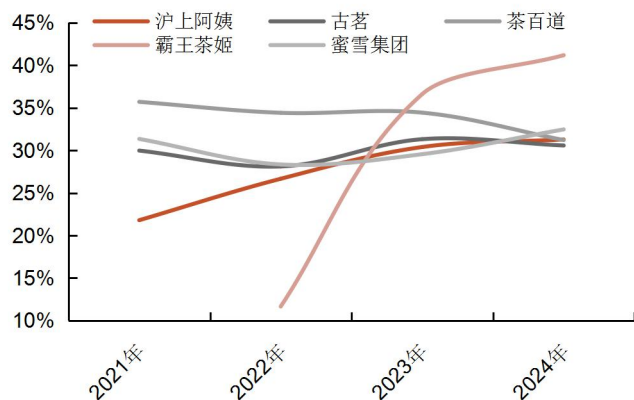


资料来源：Wind，山西证券研究所

注：（1）古茗 2022 年至 2024 年归母净利润同比增速经历由大幅波动逐渐趋于平稳阶段，分别达 1720.44%、194.48%、36.95%，图中未体现；（2）奈雪的茶 2024 年归母净利润同比大幅下降，达-7036.53%，图中未体现；（3）霸王茶姬 2023 年至 2024 年归母净利润同比增速波动较大，分别达 982.87%和 214.16%，图中未体现。

盈利能力逐年改善，且处于同业上市公司中上游。2022-2024 年公司毛利率分别是 28.34%、29.55%、32.46%，净利率分别是 14.83%、15.70%、17.94%，毛利率和净利率实现了逐年改善。主要的原因是：①供应链垂直整合优化原材料成本，②规模效应摊薄边际成本，③数字化管理，费用管控效率提升，④咖啡业务增长、爆款引流策略实行下高毛利产品占比提升。

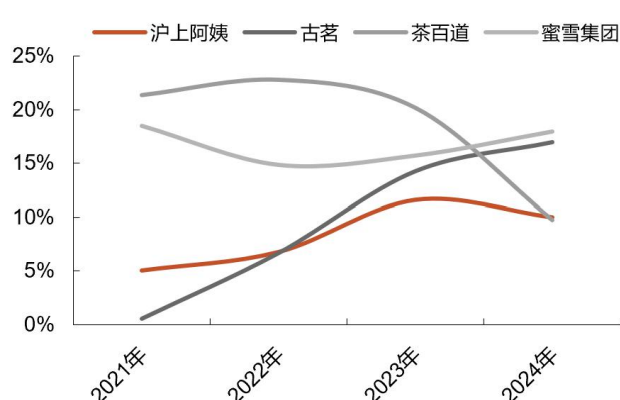
图 11：公司和可比上市公司毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

注：奈雪的茶毛利率数据，图中未体现。

图 12：公司和可比上市公司净利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

注：（1）2021 年、2022 年、2024 年奈雪的茶销售净利率为负，图中未体现，2021 年至 2024 年奈雪的茶销售净利率分别达-105.33%、-11.09%、0.22%、-18.82%；（2）霸王茶姬 2022 年销售净利率为负，2023 年销售净利率转正，存在较大波动，图中未体现，2022 年至 2024 年霸王茶姬销售净利率分别达-18.45%、17.30%、20.42%。

1.5 市场地位：出杯量中国第一，全球第二

公司在全球现制饮品市场地位领先。从终端零售额来看，2023 年公司国内茶饮终端零售额达 447 亿元，占中国现制饮品市场 11.3%，占全球现制饮品市场 2.2%；从出杯量来看，2023 年实现饮品出杯量约 74 亿杯，占全球现制饮品市场份额 7.4%，占中国现制饮品市场份额 32.7%，是中国第一、全球第二的现制饮品企业。

表 6：全球前三大现制饮品企业，以截至 2023 年 12 月 31 日的门店数和 2023 年的饮品出杯量计

排名	公司	主要产品	期末门店数，千店	饮品出杯量，十亿杯	以饮品出杯量计的市场份额
1	公司 A	现制饮品、食品	38.6	10	10%
2	蜜雪集团	现制饮品	37.6	7.4	7.40%
3	公司 B	现制饮品、食品	21.4	2.1	2.10%

资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档，山西证券研究所

注：公司 A 于 1971 年创立，是一家在美国上市的跨国企业，总部位于美国华盛顿州西雅图市，主要供应现磨咖啡、现磨茶饮及其他饮品及食品，截至 2023 年底及 2024Q3，公司 A 在全球分别拥有约 38600 家及约 40200 家现制饮品店。

公司 B 于 2018 年创立，是一家私营多品牌餐饮企业，总部位于美国佐治亚州亚特兰大市，主要供应现磨咖啡、冰淇淋及其他饮品以及食品，截至 2023 年底及 2024Q3，公司 B 在全球分别拥有约 21400 家及约 21500 家现制饮品店。

表 7：全球前五大现制饮品企业，以 2023 年的终端零售额计

排名	公司	主要产品	终端零售额, 十亿人民币	零售额同比	以终端零售额计的市场份额
1	公司 A	现制饮品、食品	406.9	16.30%	18.30%
2	公司 B	现制饮品、食品	109.2	10.40%	4.90%
3	公司 C	现制饮品、食品	55.3	9.50%	2.50%
4	蜜雪集团	现制饮品	47.8	55.70%	2.20%
5	公司 D	现制饮品、食品	42.6	6%	1.90%

资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，山西证券研究所

注：公司 C 于 2014 年创立，是一家于美国及加拿大双重上市的多品牌餐饮企业，总部位于加拿大多伦多市，主要提供现磨咖啡及其他饮品及食品，于 2023 年底，公司 C 在全球拥有约 5800 家现制饮品门店。

公司 D 于 1940 年创立，是一家私营跨国企业，总部位于美国明尼苏达州布卢明顿市，主要提供现制冰淇淋及其他饮品以及食品。于 2023 年底，公司 D 在全球拥有逾 7,000 家现制饮品门店。

表 8：中国前五大现制饮品企业，以 2023 年终端零售额计

公司	终端零售额（十亿元）	以终端零售额计的市场份额
蜜雪集团（2-8 元）	44.7	11.30%
公司 E	33	8.30%
公司 A	25	6.30%
公司 F	19.2	4.80%
公司 G	16.9	4.30%

资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，山西证券研究所

注：公司 E 于 2017 年创立，总部位于福建厦门市，于 2023 年底在中国拥有约 16200 家现磨咖啡门店。

公司 F 于 2010 年创立，香港上市企业，总部位于中国浙江省杭州市，2023 年底，在中国拥有约 9000 家现制茶饮门店。

公司 G 于 2008 年创立，香港上市企业，总部位于四川省成都市，于 2023 年底，在中国拥有约 7800 家现制茶饮门店。

表 9：中国前五大现制饮品企业，以 2023 年饮品出杯量及截至 2023 年 12 月 31 日门店数计

公司	饮品出杯量（十亿杯）	以饮品出杯量计的市场份额	期末门店数（千店）
蜜雪集团（2-8 元）	6.9	32.70%	33.2
公司 E	1.9	9%	16.2
公司 F	1.2	5.70%	9
公司 G	1	4.70%	7.8
公司 H	0.6	2.80%	7.8

资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，山西证券研究所

注：公司 H 于 2013 年创立，总部位于上海，于 2023 年底，在中国拥有约 7800 家现制茶饮门店。

“蜜雪冰城”在中国市场份额逐年提升。在中国现制茶饮店市场中，按终端零售额计，蜜雪冰城 2021、2022、2023、2024Q3 市场份额分别约为 16.6%、17.3%、20.2%及 20.9%；按饮品出杯量计，市场份额分别约为 42.4%、42.5%、49.6%及 52.8%，市场份额逐年提升。截至 2025 年 6 月 22 日，蜜雪冰城门店数为 42335 家，在市场前五大品牌中，蜜雪冰城在三线及以下城市的渗透率最高。

表 10：以 GMV、出杯量、门店数计，“蜜雪冰城”均是中国最大的现制茶饮品牌

中国前五大现制茶饮品牌，以 2023 年终端零售额计					
排名	品牌	主要产品价格带，人民币元	终端零售额，十亿人民币	以终端零售额计的市场份额	
1	蜜雪冰城	2-8	42.7	20.20%	
2	品牌 F	10-18	19.2	9.10%	
3	品牌 G	10-22	16.9	8.00%	
4	品牌 M	15-24	10.5	5.00%	
5	品牌 H	7-22	9.7	4.60%	
中国前五大现制茶饮品牌，以 2023 年的饮品出杯量计					
排名	品牌	主要产品价格带，人民币元	饮品出杯量，十亿杯	以饮品出杯量计的市场份额	
1	蜜雪冰城	2-8	6.6	49.60%	
2	品牌 F	10-18	1.2	9.00%	
3	品牌 G	10-22	1	7.50%	
4	品牌 H	7-22	0.6	4.50%	
5	品牌 N	10-20	0.6	4.50%	
中国前五大现制茶饮品牌，以截至 2025 年 6 月 22 日的门店数计					
排名	品牌	主要产品价格带，人民币元	门店数，千店	三线及以下城市门店数，千店	以门店数计的市场份额
1	“蜜雪冰城”	2-8	42.235	23.723	21.71%
2	古茗	10-18	9.765	5.69	5.02%
3	沪上阿姨	7-22	9.536	4.884	4.90%
4	茶百道	10-22	8	3.564	4.11%
5	霸王茶姬	15-24	6.863	2.785	3.53%

资料来源：灼识咨询，20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档，极海品牌监测数据（20250623），山西证券研究所

注：品牌 G 由公司 G 运营。

品牌 M 由一家私营现制茶饮企业运营，该公司于 2017 年创立，总部位于四川省成都市，于 2023 年底，该公司在中国拥有 3400 家现制茶饮门店。

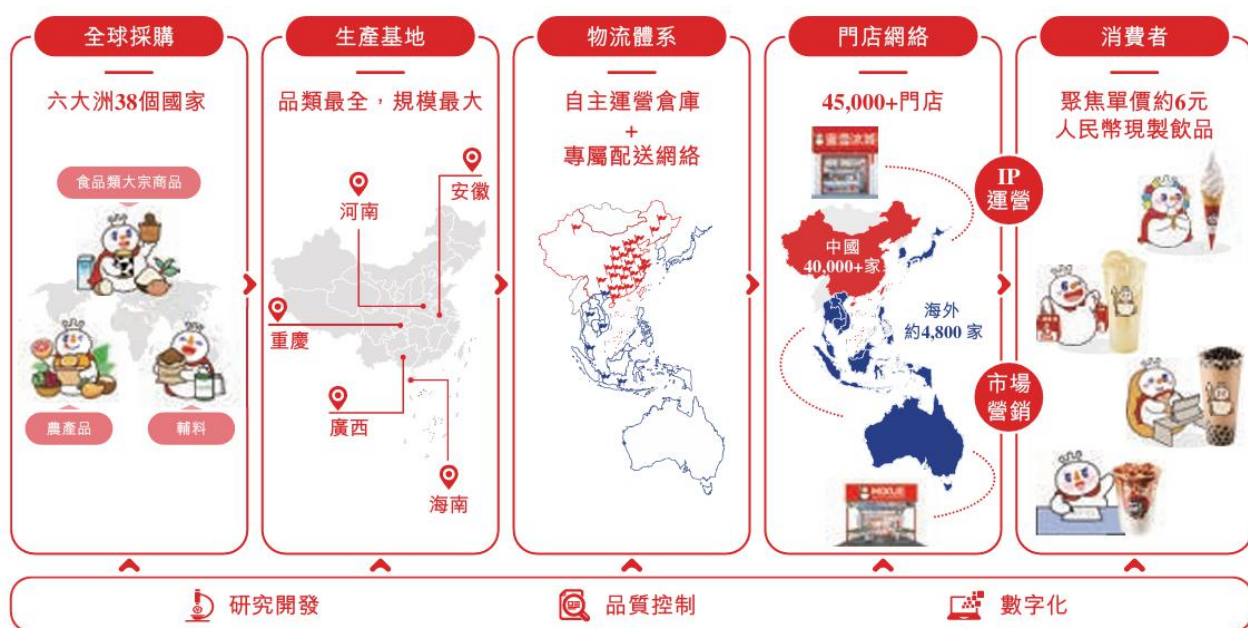
品牌 H 由公司 H 运营。

品牌 N 由一家私营现制茶饮企业运营，该公司于 1997 年创立并于 2007 年进入中国内地市场，总部位于中国台湾，于 2023 年底，该公司在中国内地拥有约 4300 家现制茶饮门店。

2. 竞争壁垒：大规模端到端供应链体系

供应链体系规模数字化程度高，行业领先。公司通过全链路垂直整合实现成本控制与效率优化，端到端供应链体系覆盖采购、生产、物流、研发和品控等核心组成部分。根据灼识咨询，公司全方位供应链体系是中国现制饮品行业中最大的，是公司区别于其他同行的竞争优势之一。高度数字化及大规模供应链是公司区别于同行的供应链优势，能够为加盟商提供具有竞争力的一站式解决方案。

图 13：蜜雪集团供应体系



资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，山西证券研究所

2.1 采购：全球化采购+供应链垂直整合

公司通过构建全球采购网络、与上游供应商建立长期合作关系、建立合作种植基地等途径控制供应成本和保障供应质量。

全球采购：整合海内外供应商资源，构建庞大的全球采购体系。公司原材料采购网络覆盖全球六大洲 38 个国家，从原产地获取优质原材料，并采用数字化工具保证原材料的质量和稳

定供应，采购品类涵盖食品类大宗商品、农产品及其他辅料等。公司采购规模庞大，2023 年公司采购柠檬、奶粉、橙子、茶叶、咖啡生豆各约 11.5 万吨、5.1 万吨、4.6 万吨、1.6 万吨、1.6 万吨。

公司与优质供应商建立长期合作关系，上游议价能力较强。公司与优质可靠的供应商建立了长期合作关系，确保供应的质量、成本效益和稳定性，同时强大的品牌声誉和庞大的门店网络带来稳定及规模化的消费者需求，以此拥有议价能力并能以低于行业平均水平的价格采购核心原材料。此外，公司在制定采购计划时将销售目标纳入考量，以进一步管理采购成本。就同类型、同品质的奶粉和柠檬而言，2023 年公司采购成本较同行业平均约低 10%及 20%以上。

供应链运营进一步延伸至供应链上游，建立合作种植基地。公司已将运营进一步延伸至供应链的上游，建立了合作种植基地，以确保对公司现制饮品配方至关重要的核心农产品的优质稳定供给。以柠檬为例，根据灼识咨询的报告，按 2023 年的采购量计，2023 年公司采购的柠檬约 11.5 万吨，其中大部分购自位于四川省安岳县的合作种植基地。有时公司会在农时季节前与水果供应商商议采购计划，以期按有利的采购条款锁定供应。

2.2 生产：五大生产基地+智能工厂

公司拥有五大生产基地，生产品类较全、规模较大的生产网络。截至 2024Q3，根据灼识咨询报告，公司已经成为中国现制饮品供应链领域中生产品类较全和规模较大的企业，在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有五大生产基地地亩约 79 万平方米，覆盖 7 大类用于制作现制饮品的食材，包括糖、奶、茶、咖、果、粮、料，年综合产能达到约 165 万吨。

细分领域中央工厂先驱，数字化全面赋能产能提升。截至 2024 年 9 月 30 日，公司建设的智能工厂拥有 60 多条智能化生产线，均使用先进的自动化设备和数字化工具，大幅提升效率及产能，于 2019 年至 2023 年，公司的灌装、贴标、包装及各种其他生产过程已实现自动化，将若干糖浆生产线的产能提升十倍以上。

与君乐宝合作突破乳制品供应链。2024 年取得液体乳产品的食品生产许可证，成为中国唯一持有该许可证的现制饮品公司。同时，公司持续加强乳制品的供应链建设，2024 年 12 月，与君乐宝订立战略合作关系，合资建设“雪王牧场”。

图 14：公司五大生产基地概况



资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，山西证券研究所

表 11：公司七大类食材的产能、产量及产能利用率

产品		糖	奶	茶	咖	果	粮	料
2021A	产能（吨）	127,851	76,825		3,640	35,575	11,625	65,389
	产量（吨）	75,112	63,879		848	30,417	2,699	11,529
	产能利用率	58.70%	83.10%		23.30%	85.50%	23.20%	17.60%
2022A	产能（吨）	255,677	233,837		6,087	101,062	16,101	90,309
	产量（吨）	156,486	147,110		4,349	70,658	5,364	38,835
	产能利用率	61.20%	62.90%		71.40%	69.90%	33.30%	43.00%
2023A	产能（吨）	580,209	359,765	3,856	14,333	231,509	13,099	146,856
	产量（吨）	244,666	198,617	908	8,384	136,391	6,330	80,102
	产能利用率	42.20%	55.20%	23.50%	58.50%	58.90%	48.30%	54.50%
2024Q3	产能（吨）	480,720	337,637	3,190	11,388	164,145	18,490	109,282
	产量（吨）	223,695	176,747	2,131	7,213	81,597	8,271	64,683
	产能利用率	46.50%	52.30%	66.80%	63.30%	49.70%	44.70%	59.20%

资料来源：20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，山西证券研究所

附注：

- （1）产能根据各品类食材生产线的日产能按照于所示期间内运营的天数加权计算。
- （2）利用率指于所示期间内产量占产能的百分比。
- （3）公司考虑到生产优先次序，2023 年才开始生产茶。

(4) 通常于每年第四季度采购和加工柠檬及橙子，因此，截至 2024 年 9 月 30 日止九个月，该等水果的产能及产量为零。该等水果的年产能约为 13 万吨。

2.3 仓储配送：自主运营的仓储体系+专属的配送网络

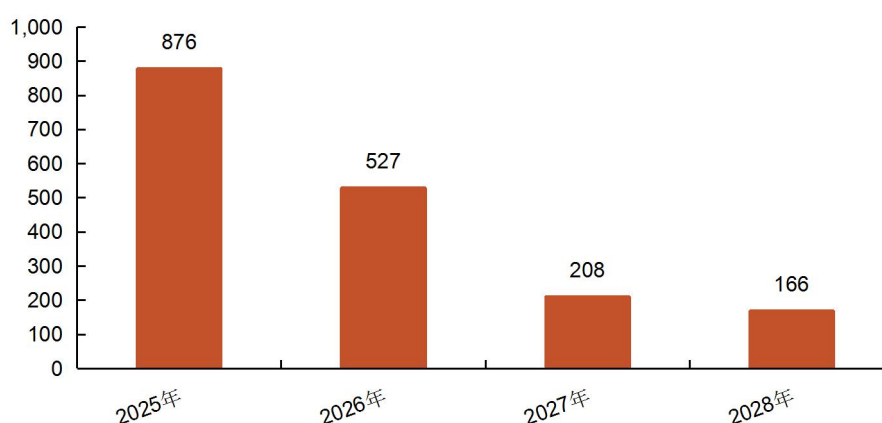
与本地化配送服务机构合作，向加盟商提供配送服务。截至 2024Q3，国内约合作 40 家本地化配送服务机构，覆盖广度和下沉深度为行业内最高，约 97%以上的门店实现了冷链物流覆盖，在中国内地逾 90%的县级行政区划实现 12 小时内触达。海外方面，截至 2024Q3，公司的配送网络覆盖四个海外国家，超过 560 个城市。

公司具有较早、较大的仓储体系，并做到商流、信息流、资金流、物流四流合一。截至 2024Q3，国内的仓储体系由总面积约 35 万平方米的 27 个仓库组成，海外在东南亚的仓储体系，由 6.9 万平方米的 7 个自主运营仓库组成。

2.4 募投项目：54%款项提升中国供应链体系

募投项目 54%的款项用于提升中国供应链体系以支持国内门店扩张。公司计划在海南生产基地建造专门生产冷冻水果、咖啡、糖浆和小料等产品的新设施，为公司的饮品提供更多样化的食材供应，其建设已于 2023 年启动，预计将于 2025 年完工。此外，公司计划提升中国其他生产基地的产能，来不断扩张门店网络。

图 15：募集资金在中国供应链提升方面的运用规划（百万港元）



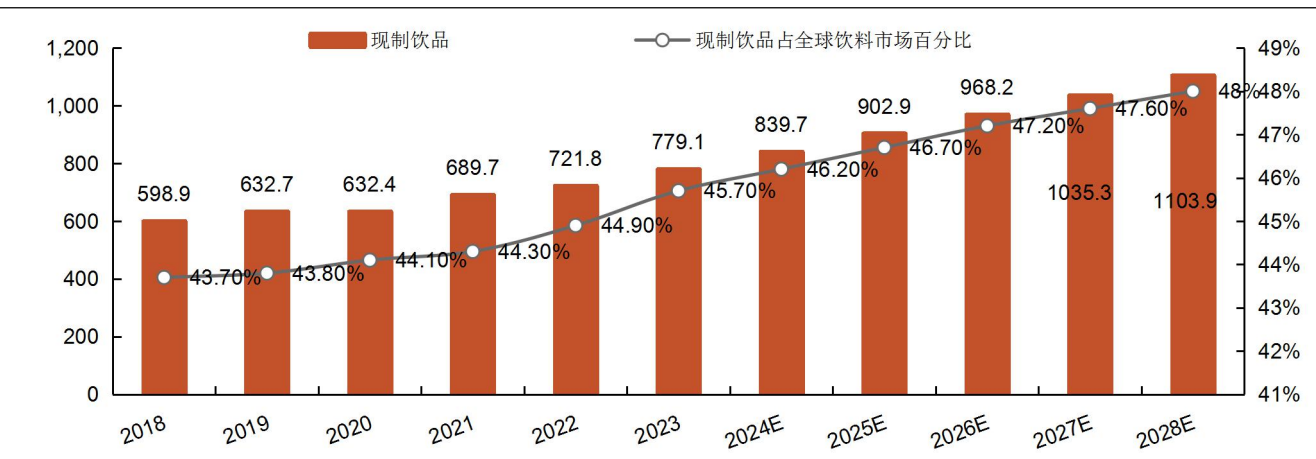
资料来源：20250221 蜜雪冰城股份有限公司全球发售招股章程，山西证券研究所

3. 行业分析：新兴市场+平价市场增长更快

3.1 全球市场：中国和东南亚潜力较大

全球现制饮品市场增速稳中有升，规模占全球饮料市场份额近半。根据灼识咨询，以终端零售额计，全球现制饮品市场规模从 2018 年的 5,989 亿美元增长至 2023 年的 7,791 亿美元，复合年增长率为 5.4%，2023 年至 2028 年复合年增长率预计将进一步提升至 7.2%，带动市场规模增长至 2028 年的 11,039 亿美元，占据全球饮料市场近一半份额。

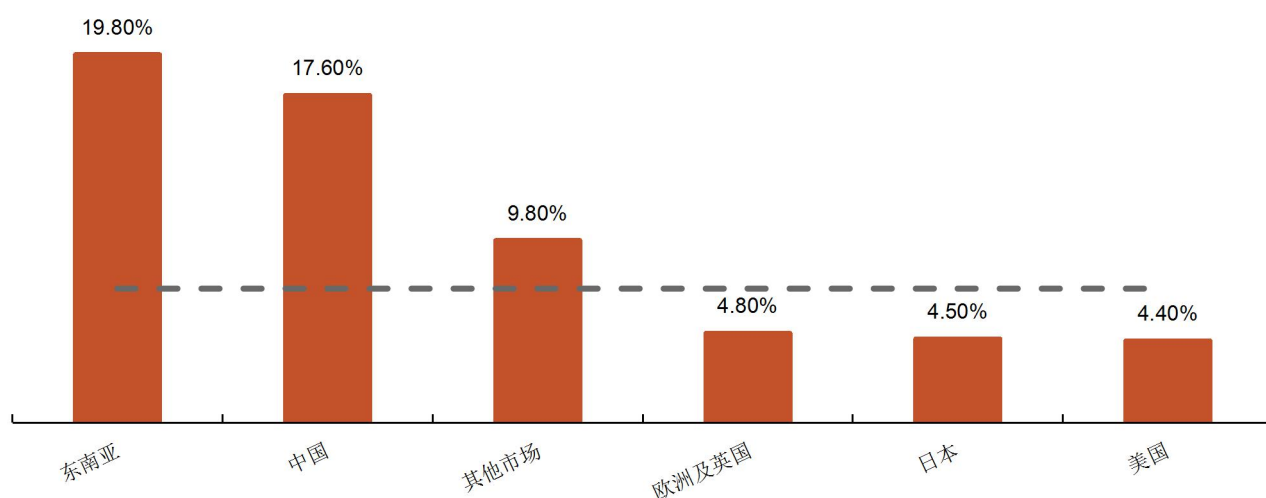
图 16：全球现制饮品市场以终端零售额计的市场规模，十亿美元，2018 年至 2028 年（预计）



资料来源：灼识咨询，国际货币基金组织，美国农业部，20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档，山西证券研究所

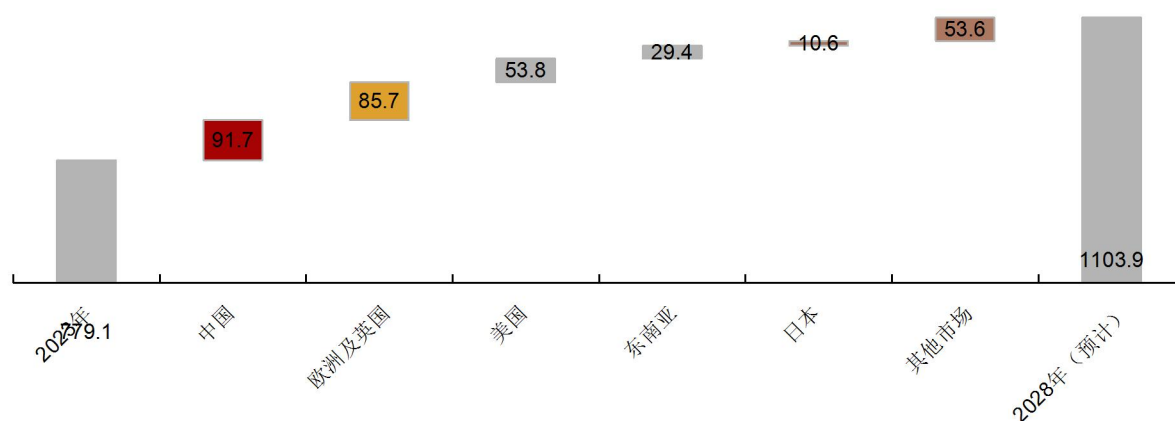
新兴市场：中国和东南亚驱动行业增长。根据灼识咨询，2023 年至 2028 年间，中国和东南亚现制饮品市场预计在全球主要市场中增速最快，复合年增长率分别达到 17.6% 和 19.8%，贡献同期全球现制饮品市场规模增量的近 40%，合计占全球现制饮品市场规模总量的比重也预计从 2023 年的 12% 提升至 2028 年的 19.4%。

图 17：全球现制饮品市场以终端零售额计的复合年增长率，2023 年至 2028 年（预计）



资料来源：灼识咨询，国际货币基金组织，美国农业部，20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档，山西证券研究所

图 18：全球现制饮品市场以终端零售额计的规模增量，十亿美元，2023 年至 2028 年（预计）

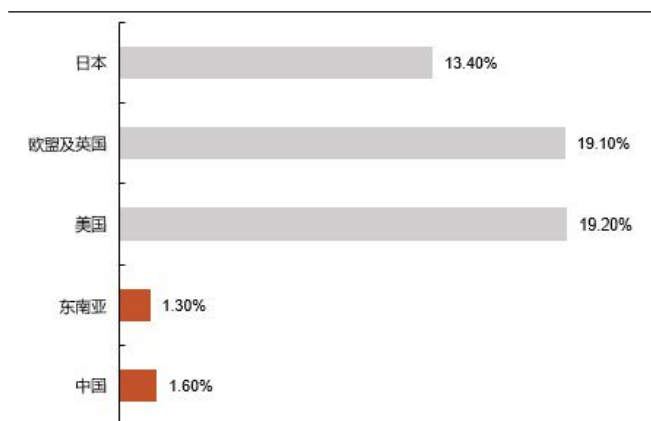


资料来源：灼识咨询，国际货币基金组织，美国农业部，20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档，山西证券研究所

中国和东南亚现制饮品在饮用水摄入总量中占比提升空间广阔。2023 年，中国和东南亚的人均现制饮品年消费量分别为 22 杯和 16 杯，在饮用水分摄入总量中的占比均不足 2%，显著低于美国、欧盟及英国、日本等发达市场平均 17%以上的占比水平。根据灼识咨询，预计到

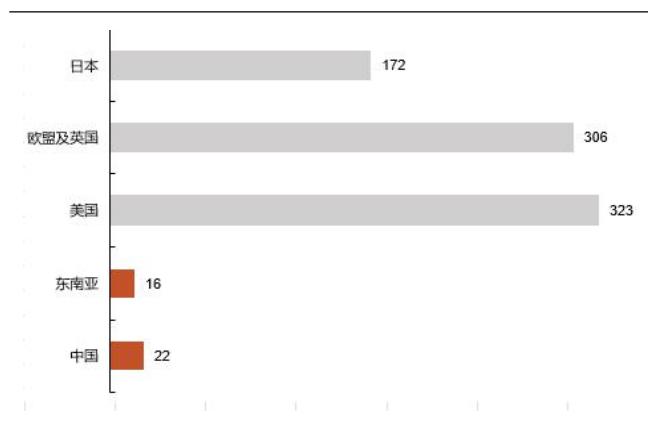
2028 年中国和东南亚的人均现制饮品年消费量将增加逾一倍，分别达到 51 杯和 36 杯，行业增长空间巨大。

图 19：2023 年现制饮品消费量占饮用水分摄入量百分比



资料来源：灼识咨询，世界银行，世界卫生组织，中国营养学会，20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档，山西证券研究所

图 20：2023 年人均现制饮品年消费量，杯/年

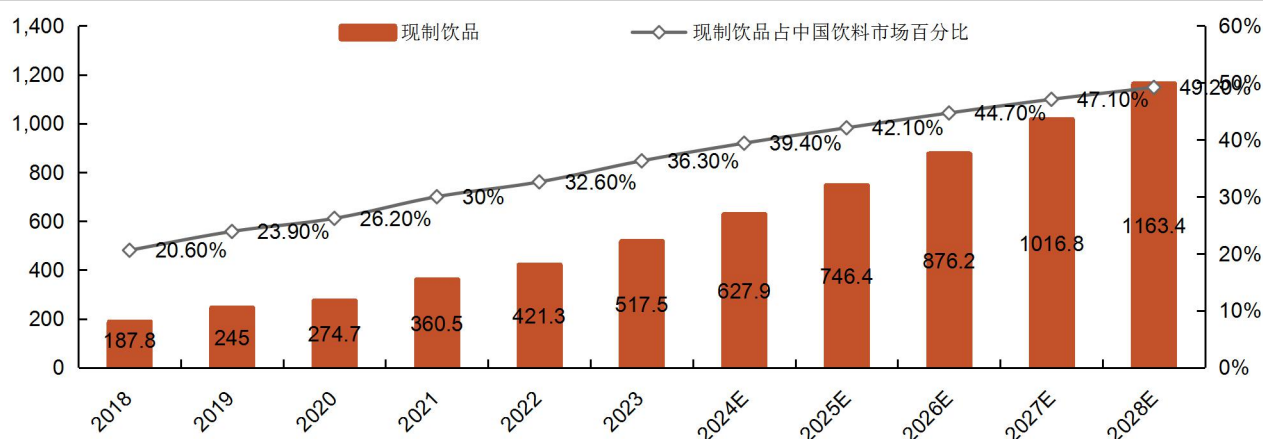


资料来源：灼识咨询，世界银行，世界卫生组织，中国营养学会，20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档，山西证券研究所

3.2 国内市场：平价市场高增速，契合公司发展定位

中国现制饮品市场快速增长，渗透率有望逐年提升。2018 年至 2023 年，中国现制饮品市场复合年增长率为 22.5%。展望未来，中国现制饮品市场的终端零售规模预计将从 2023 年的 5,175 亿人民币增长到 2028 年的 11,634 亿人民币，复合年增长率达到 17.6%，中国现制饮品市场 2024 年渗透率大约为 39.4%，预计到 2028 年有望提升到 49.2%。

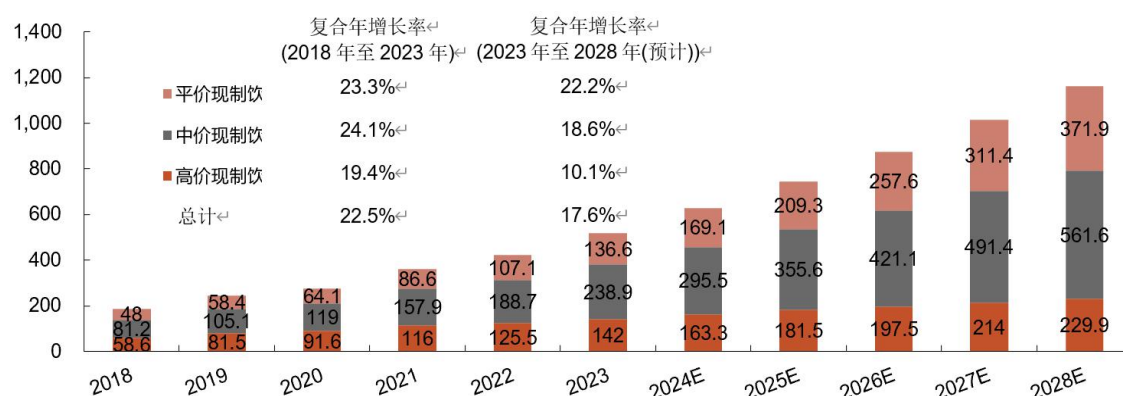
图 21：中国现制饮品市场以终端零售额计的市场规模，十亿人民币，2018 至 2028E



资料来源：灼识咨询，中国国家统计局，国际货币基金组织，美国农业部，20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档，山西证券研究所

平价市场现制饮品增速最快。中国平价现制饮品市场终端零售规模从 2018 年的 48 亿人民币增长至 2023 年的 1,366 亿元，复合年增长率为 23.3%。预计到 2028 年，市场规模将增长至 3,719 亿元，2023 年到 2028 年复合年增长率为 22.2%，快于中价市场和高价市场。

图 22：中国现制饮品市场以终端零售额计的市场规模，按价格带，十亿人民币，2018 年至 2028 年（预计）



资料来源：灼识咨询，中国国家统计局，国际货币基金组织，20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档，山西证券研究所

公司门店密度和深度在下沉市场优势显著，有望持续扩容。公司门店密度和深度优势显著，三线及以下城市门店占比 57.4%（23,858 家），截至 2024Q3，公司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，乡镇覆盖率仅约 16%，市场空间广阔。

表 12：蜜雪集团国内各线城市门店数及占比

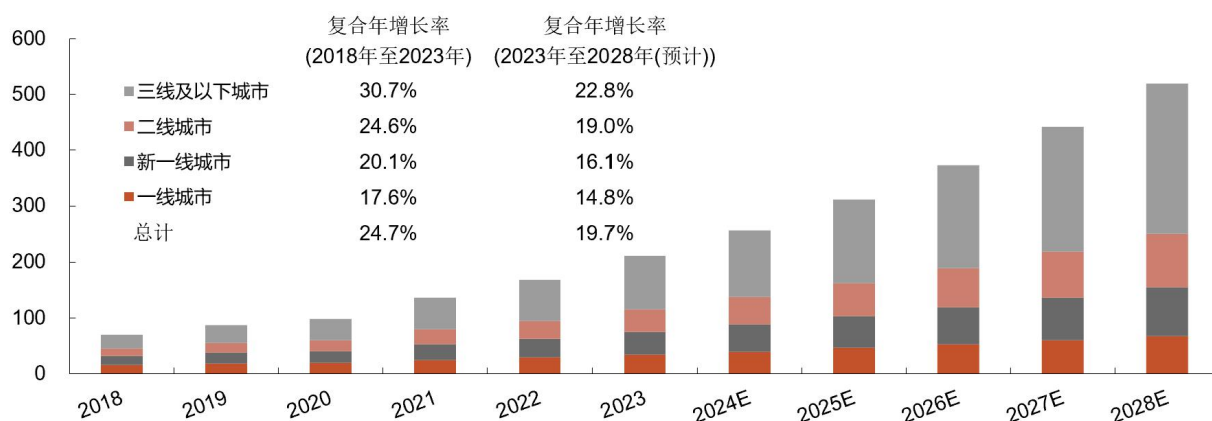
城市线级	2023 年		2024 年	
	门店数（家）	占比	门店数（家）	占比
一线城市	1513	4.55%	1983	4.77%
新一线城市	6886	20.72%	8143	19.58%
二线城市	5955	17.92%	7600	18.28%
三线及以下城市	18880	56.81%	23858	57.37%
合计	33234	100.00%	41584	100.00%

资料来源：公司 2024 年年度报告，山西证券研究所

4. 未来增长点一：“蜜雪冰城”国内市场加密

三线及以下城市密度较一线城市低，增速预期高。截至 2023 年底，三线及以下城市的现制茶饮店门店数约为 25 万家，密度仅为每百万人 273 家店，远低于一线城市的每百万人 474 家店。三线及以下城市的现制茶饮店终端零售市场规模预计将以 22.8% 的复合年增长率从 2023 年的 960 亿元增长至 2028 年的 2,682 亿元，在所有城市线级中增速最快，到 2028 年占总体市场规模的 51.6%。

图 23：中国现制茶饮店市场以终端零售额计的市场规模，按城市线级划分，十亿人民币，2018 年至 2028 年（预计）



资料来源：灼识咨询，中国国家统计局，国际货币基金组织，20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档案，山西证券研究所

中期展望：在中性假设下，“蜜雪冰城”门店密度提升有望带来 1.4 万家门店扩张空间。根据极海品牌监测 2025 年 6 月 24 日数据，在蜜雪冰城门店数超 1000 店的省份中，门店密度

处于 2.26 家/十万人到 4.47 家/十万人之间，只考虑门店密度提升因素，进行三种情景假设：

悲观测算：中期展望，假设每区域门店密度指数提升 0.8，蜜雪冰城门店数有望突破 5.3 万家，还有 1.1 万家的扩张空间。

中性测算：中期展望每区域门店密度指数提升 1，蜜雪冰城门店数有望突破 5.6 万家，还有 1.4 万家的扩张空间。

乐观测算：中期展望，假设每区域门店密度指数提升 1.5，蜜雪冰城门店数有望突破 6.3 万家，还有 2.1 万家的扩张空间。

表 13：“蜜雪冰城”单位门店密度提升对应的门店增长数（中性测算）

省份	常住人口（万人）	门店数	门店密度（家/十万）	中性门店密度	中性门店数
陕西省	3953	1741	4.40	5.40	2136
浙江省	6670	2503	3.75	4.75	3170
安徽省	6123	2232	3.65	4.65	2844
河南省	9785	3553	3.63	4.63	4532
山西省	3445.96	1152	3.34	4.34	1497
江苏省	8526	2847	3.34	4.34	3700
辽宁省	4155	1384	3.33	4.33	1800
江西省	4502.01	1434	3.19	4.19	1884
河北省	7378	2229	3.02	4.02	2967
福建省	4193	1244	2.97	3.97	1663
山东省	10080.17	2821	2.80	3.80	3829
湖北省	5834	1630	2.79	3.79	2213
四川省	8364	2112	2.53	3.53	2948
广西壮族自治区	5013	1244	2.48	3.48	1745
云南省	4655	1099	2.36	3.36	1565
广东省	12780	2947	2.31	3.31	4225
湖南省	6539	1479	2.26	3.26	2133
贵州省	3860	955	2.47	3.47	1341
甘肃省	2458.34	950	3.86	4.86	1196
重庆	3190.47	941	2.95	3.95	1260
黑龙江省	3029	806	2.66	3.66	1109
新疆维吾尔自治区	2622.8	785	2.99	3.99	1047
内蒙古自治区	2388	764	3.20	4.20	1003
吉林省	2317.31	720	3.11	4.11	952
北京	2183.2	596	2.73	3.73	814
上海	2480.26	584	2.35	3.35	832
天津	1364	463	3.39	4.39	599
宁夏回族自治区	729	388	5.32	6.32	461

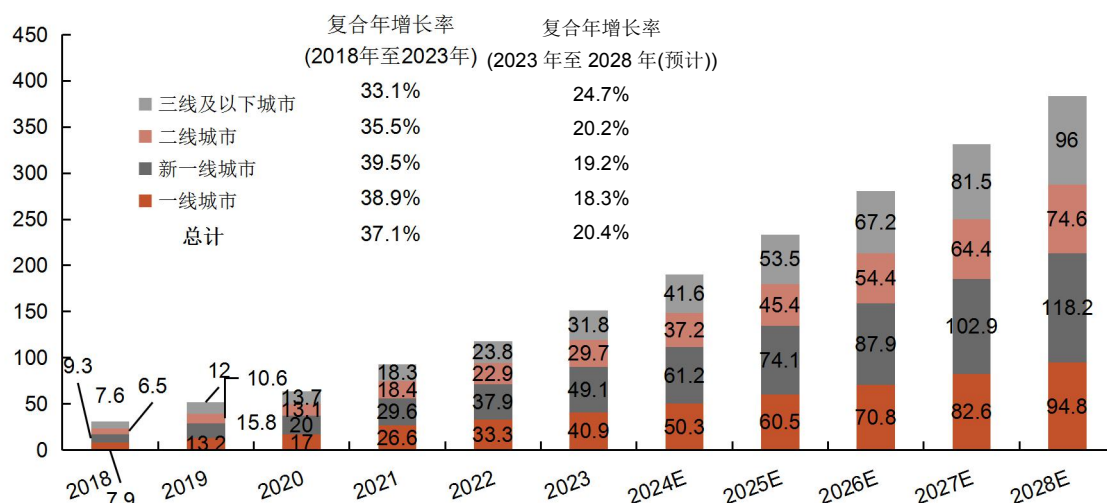
海南省	1048	272	2.60	3.60	377
青海省	593	265	4.47	5.47	324
西藏自治区	370	108	2.92	3.92	145

资料来源：Wind，国家统计局，极海品牌监测（20250624），山西证券研究所

5. 未来增长点二：“幸运咖”加盟发力

现磨咖啡市场空间巨大，低线城市咖啡店增长潜力显著。根据灼识咨询报告，中国现磨咖啡 2018 至 2023 年复合年增长率为 36.3%，预计 2023 年-2028 年的复合年增长率为 19.8%，快于现制茶饮和其他现制饮品。预计 2023 年-2028 年三线及以下城市的现磨咖啡店终端零售市场复合增速为 24.7%，2028 年市场规模达到近千亿人民币，以高性价比为特征的平价现磨咖啡（单价不高于 10 元人民币）将充分受益及低线城市现磨咖啡店市场的增长机遇。

图 24：中国现磨咖啡店市场以终端零售额计的市场规模，按地方线级，十亿人民币，2018 年至 2028 年（预计）



资料来源：灼识咨询，中国国家统计局，国际货币基金组织，20250221 蜜雪冰城股份有限公司全球发售招股章程，山西证券研究所

“幸运咖”定位低价格带，市场份额仍有较大提升空间。“幸运咖”为单店加盟模式，主要产品价格带为 5-10 元，2023 年终端零售额为 19 亿元，占国内市场份额达 1.3%，门店数是 2900 家，其中三线及以下城市门店数 1800 家，出杯量 2 亿杯，以饮品出杯量计的市场份额达 4%。

表 14：中国前五大现磨咖啡品牌，以 2023 年的终端零售额计

排名	品牌	主要产品价格带，人民币元	终端零售额，十亿人民币	以终端零售额计的市场份额
1	品牌 E	14-21	33	21.80%
2	品牌 A	30-41	25	16.50%
3	品牌 P	10-15	5.5	3.60%
4	品牌 Q	15-30	2.5	1.70%
5	幸运咖	5-10	1.9	1.30%

资料来源：灼识咨询，20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档，山西证券研究所

注：品牌 A 由公司 A 运营。

品牌 P 由一家私营现磨咖啡企业运营，2022 年创立，总部位于中国北京市。2023 年底，在中国拥有约 6,800 家现磨咖啡门店。

品牌 Q 由一家私营现磨咖啡企业运营，2015 年创立，总部位于中国上海市。2023 年底，在中国拥有约 1,100 家现磨咖啡门店。

表 15：中国前五大现磨咖啡品牌，以 2023 年的饮品出杯量及截止 2023 年 12 月 31 日的门店数计

排名	品牌	主要产品价格带，人民币元	饮品出杯量，十亿杯	以饮品出杯量计的市场份额	期末门店数，千店	期末三线及以下城市门店数，千店
1	品牌 E	14-21	1.9	31.70%	16.2	4.6
2	品牌 A	30-41	0.5	8.30%	7	1
3	品牌 P	10-15	0.4	6.70%	6.8	2.6
4	幸运咖	5-10	0.2	4%	2.9	1.8
5	品牌 Q	15-30	0.1	1.70%	1.1	<0.1

资料来源：灼识咨询，20250214 蜜雪冰城股份有限公司聆讯后资料集（第一次呈交）全文档，山西证券研究所

最新门店数：“幸运咖”跻身中国前五大咖啡品牌。根据极海品牌监测数据，目前排名前五的品牌中，仅有幸运咖的平均单价最低，为 8 元，三线及以下城市等级分布中，幸运咖三线、四线、五线门店数分别为 1444 家、1037 家、812 家，占比分别为 30.57%、21.96%、17.19%，三线及以下城市占比高达 69.72%。

表 16：中国前五大咖啡品牌，以截至 2025 年 6 月 22 日的门店数计

排名	品牌	平均单价	城市覆盖数	门店数，千店	三线及以下城市门店数，千店	以门店数计的市场份额
1	瑞幸咖啡	19	336	25.672	8.756	37.51%
2	库迪咖啡	12	353	11.671	4.605	17.05%
3	星巴克咖啡	41	292	7.827	1.144	11.44%
4	幸运咖	8	327	4.723	3.293	6.90%

5	挪瓦咖啡	19	220	3.181	0.989	4.65%
---	------	----	-----	-------	-------	-------

资料来源：极海品牌监测数据（20250623），山西证券研究所

“幸运咖”加盟政策扶持力度大。根据幸运咖官网披露，标准门店，不包含店面装修、租金、转让费等其他费用，加盟费、管理费、培训费、保证金、设备费、首批物料费等费用总计12.7万元起。加盟政策方面，自2025年8月1日起至2025年8月31日止，对于（1）在政策实施期间与公司签署《特许经营合同》的新加盟客户。（2）在2025年7月份与公司签署过合同的新、老加盟客户，免收首年的加盟费、管理费、培训费共计17000元，赠送价值17900元的咖啡机一台，扶持力度较大。

表 17：幸运咖加盟费用

费用类型	费用概况	金额（万元）
加盟费	将“幸运咖”连锁店特许经营权授予加盟商，并许可使用该商标标识及经营技术资产，合同期4年	1
管理费	用于公司对加盟商的日常管理、物流服务管理、支持系统更新、不定期巡店管理及专业人员远程服务等	0.5
培训费	人员培训、经营指导等咨询服务费用	0.2
保证金	确保履行特许经营合同所规定的义务。合同期满不续约且无违约、无欠款，保证金无息退还	1
设备费	门店日常经营所需要用到的机器与设备	6.6
首批物料费	店面运营所需的食材、包材、小件器具等物料由公司统一配发	3.4

资料来源：幸运咖官网，山西证券研究所

表 18：幸运咖加盟扶持政策

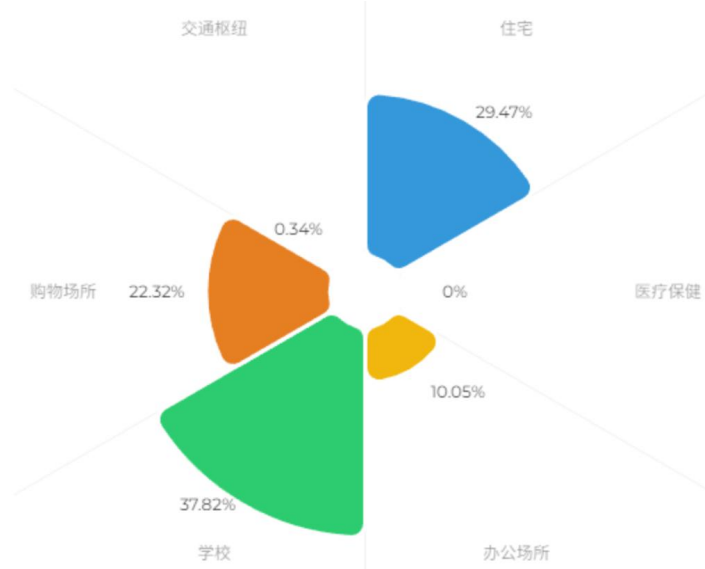
表 18：幸运咖加盟扶持政策	
实施时间	自2025年8月1日起至2025年8月31日止。
扶持措施	1.免收首年的加盟费、管理费、培训费，共计17000元。 2.赠送价值17900元的咖啡机一台。
实施对象	（一）在政策实施期间与公司签署《特许经营合同》的新加盟客户。 （二）在2025年7月份与公司签署过合同的新、老加盟客户。

资料来源：幸运咖官网，山西证券研究所

“幸运咖”与其他品牌错位竞争，门店扩展迅速。从功能区分布来看，幸运咖的门店主要集中在学校、住宅、购物场所中，与其他品牌形成错位竞争。根据幸运咖官网披露，品牌3月10日全国签约门店数量突破4900家，6月19日品牌签约门店数量突破5900家，3个月签约

门店数新增 1000 家，门店扩张迅速。

图 25：幸运咖功能区分布（全国范围）



资料来源：极海品牌监测数据（20250623），山西证券研究所

中期展望：中性假设下，“幸运咖”单位门店密度提升有望带来 1.2 万家左右的门店扩张空间。根据极海品牌监测，截至 2025 年 6 月 23 日，幸运咖门店数超 400 店的省份仅有河南省（1127 家）、河北省（413 家）、山东省（411 家），门店密度分别为 1.15 家/十万人、0.56 家/十万人、0.41 家/十万人，只考虑门店密度提升因素，进行三种情景假设：

悲观测算：中期展望，假设其它单省份每十万人门店数离河南省当前水平略有差距，门店密度提升到 1，河南省门店密度提升至 1.5，幸运咖门店数有望突破 1.4 万家，仍有 9000 多家的扩张空间。

中性测算：中期展望，假设其它单省份每十万人门店数追赶河南省当前水平，门店密度提升到 1.15，且河南省门店密度提升至 2，幸运咖门店数有望突破 1.7 万家，仍有 1.2 万家左右的扩张空间。

乐观测算：中期展望，假设其它单省份每十万人门店数超过河南省当前水平，门店密度提升到 1.5，且河南省门店密度提升至 2.5，幸运咖门店数有望突破 2.2 万家，仍有 1.7 万家以上的扩张空间。

表 19：“幸运咖”单位门店密度提升对应的门店增长数（中性测算）

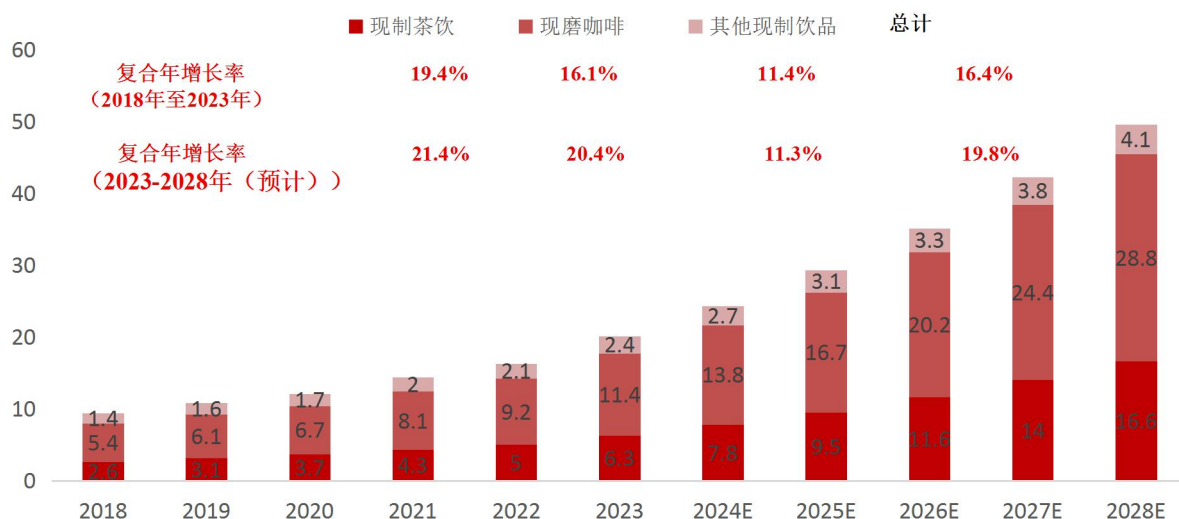
省份	常住人口（万人）		门店密度（家/十万）	中性门店密度	中性门店数
河南省	9785	1127	1.15	2	1957
新疆维吾尔自治区	2622.8	228	0.87	1.15	302
陕西省	3953	298	0.75	1.15	455
内蒙古自治区	2388	161	0.67	1.15	275
河北省	7378	413	0.56	1.15	848
辽宁省	4155	216	0.52	1.15	478
甘肃省	2458.34	122	0.50	1.15	283
黑龙江省	3029	131	0.43	1.15	348
山东省	10080.17	411	0.41	1.15	1159
安徽省	6123	175	0.29	1.15	704
湖北省	5834	103	0.18	1.15	671
江苏省	8526	150	0.18	1.15	980
四川省	8364	126	0.15	1.15	962
广东省	12780	125	0.10	1.15	1470
山西省	3445.96	98	0.28	1.15	396
吉林省	2317.31	98	0.42	1.15	266
江西省	4502.01	88	0.20	1.15	518
广西壮族自治区	5013	85	0.17	1.15	576
福建省	4193	79	0.19	1.15	482
浙江省	6670	77	0.12	1.15	767
湖南省	6539	77	0.12	1.15	752
云南省	4655	75	0.16	1.15	535
青海省	593	52	0.88	1.15	68
宁夏回族自治区	729	51	0.70	1.15	84
贵州省	3860	49	0.13	1.15	444
天津	1364	47	0.34	1.15	157
重庆	3190.47	38	0.12	1.15	367
北京	2183.2	14	0.06	1.15	251
海南省	1048	8	0.08	1.15	121
上海	2480.26	3	0.01	1.15	285
西藏自治区	370	1	0.03	1.15	43

资料来源：Wind，极海品牌监测（20230624），山西证券研究所

6. 未来增长点三：东南亚市场持续扩张

东南亚现制茶饮市场高速增长。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，在全球主要市场中增速最快。

图 26：东南亚现制饮品市场以终端零售额计的市场规模，按品类，十亿美元，2018 年至 2028 年（预计）



资料来源：灼识咨询，国际货币基金组织，20250221 蜜雪冰城股份有限公司全球发售招股章程，山西证券研究所

“蜜雪冰城”是东南亚地区最大的现制茶饮品牌。相比中国市场，东南亚现制饮品市场高度分散，连锁化率相对较低，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%，头部品牌的发展空间更为广阔。“蜜雪冰城”在东南亚市场有超过 4,000 家门店，从 2023 年门店数和饮品出杯量计算，“蜜雪冰城”是东南亚地区最大的现制茶饮品牌。

表 20：东南亚地区前三大现制茶饮品牌，以截至 2023 年 12 月 31 日的门店数和 2023 年的饮品出杯量计

排名	品牌	期末门店数，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	19.50%
2	品牌 R	1.3	165	6.30%
3	品牌 S	1	160	6.10%

资料来源：灼识咨询，国际货币基金组织，20250221 蜜雪冰城股份有限公司全球发售招股章程，山西证券研究所

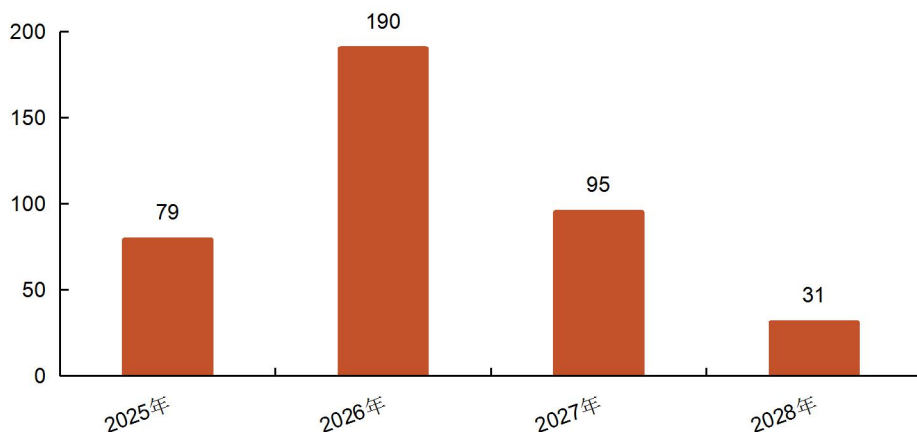
注：品牌 R 由一家多品牌餐饮企业运营，该公司于 2004 年创立，总部位于中国台湾且在中国台湾上市。于 2023 年底，该公司在东南亚拥有约 1,300 家现制茶饮门店。

品牌 S 由一家私营现制茶饮企业运营，该公司于 2018 年创立，总部位于印度尼西亚。于 2023 年底，该公司在东南亚拥有约 1,000 家现制茶饮门店。

募投项目 12%的款项用于提升海外供应链体系以支持海外业务扩张。在海外，公司计划

在东南亚建立一个多功能供应链中心，一方面提升水果产品和小料等食材的本地生产能力，并侧重使用当地采购的原材料。另一方面建设本地化研发中心、数字化供应链运营及培训设施。新的供应链中心将提升公司的本地生产能力和成本效率，使公司能够顺应海外消费者需求和市场趋势，并有效支持公司的全球化战略。

图 27：募集资金在海外供应链提升方面的运用规划（百万港元）



资料来源：20250221 蜜雪冰城股份有限公司全球发售招股章程，山西证券研究所

7. 盈利预测与投资建议

根据前文测算，随着门店密度不断提升，中期展望：“蜜雪冰城”仍有 1.1-2.1 万家门店扩张空间，“幸运咖”有 0.9-1.7 万家左右的扩张空间，东南亚市场仍处于快速成长期，空间很大。

盈利预测假设：

- （1）门店数：随着公司门店的不断扩张，预计 2025-2027 年，蜜雪冰城开店数分别是 5000 家、3500 家、3500 家，幸运咖保持每年 4000 家的开店速度，东南亚市场保持每年新增 1500 家的开店速度，也就是公司每年保持 9000 家的开店速度。假设关店率维持在 2.5% 左右，预计 2025-2027 年净开加盟店 9338/7605/7414 家，期末门店数分别为 55817/63422/70836 家，同比增长分别为 20.09%/13.62%/11.69%。
- （2）销售额：公司财务报表端单店销售额与门店的终端零售额呈正比，虽然门店不断下沉，有可能冲击到单店销售额，但是公司积极推陈出新，幸运咖占比也在不断提升，预计 2025-2027 年单店销售额每年增长 10%/2%/2%。在此假设基础上，预测 2025-2027 年销售货物收入为 309.81 亿、359.06 亿、409.05 亿，同比增长分别为 32.1%、

15.9%、13.92%。

- (3) 设备销售：预计设备销售增量收入主要来自于新增门店数，再叠加上原有门店的设备更新和新增，假设未来三年门店设备单店价格分别为 7/8/8 万元，原有门店中大概有 6% 需求，也就是 2025-2027 年有 3349 家/3805 家/4250 家更新需求，再加上每年 9000 家的新增需求，预测 2025-2027 年的设备销售收入为 9.69 亿、10.24 亿、10.60 亿，同比增长为 28.17%、5.67%、3.47%。
- (4) 加盟和相关服务：随着公司门店数不断扩张，加盟和相关服务收入依旧有不错的增长，假设每年按照 20% 的增长，预测 2025-2027 年加盟和相关服务收入分别为 7.44 亿、8.93 亿、10.71 亿。
- (5) 毛利率：2024 年毛利率为 22.6%，随着门店扩张和供应链完善，2022-2024 年毛利率水平逐渐改善，假设未来三年延续该趋势，每年毛利率提升 0.1%，分别为 22.7%、22.8%、22.9%。

盈利预测与投资建议：根据上述五个假设，预测 2025-2027 年营业收入分别为 326.94 亿、378.23 亿、430.37 亿，同比增长分别为 31.7%、15.7%、13.8%，归母净利润分别为 58.61 亿、67.81 亿、77.16 亿，同比增长分别为 32.1%、15.7%、13.8%，对应的 PE 估值分别为 24 倍、20.7 倍、18.2 倍，首次覆盖，给与“买入-A”评级。

8. 风险提示

- (1) 开店不及预期，国内外经济形势多变，可能会影响开店的节奏。
- (2) 原材料成本波动，公司采用的原材料价格可能会经常变化，影响成本端。
- (3) 食品安全的风险，食品安全事件对品牌有非常大的负面影响。
- (4) 加盟商管理风险，公司是加盟模式，加盟商在实际运营过程中操作不规范、存在一些违规行为可能会冲击到公司的品牌形象。
- (5) 限售股解禁风险，2025 年 9 月 3 日公司限售股解禁，解禁数量为 13895.69 万股，可能会对市场产生一定的冲击。



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9148	11896	17026	24314	31920
现金	5622	4335	8533	17335	22251
应收票据及应收账款	28	26	32	44	41
预付账款	0	0	0	0	0
存货	2232	2215	3802	3016	4757
其他流动资产	1266	5320	4659	3920	4872
非流动资产	5445	7887	8149	8531	8786
长期投资	10	7	5	3	0
固定资产	3390	5318	6071	6329	6537
无形资产	163	140	136	119	101
其他非流动资产	1882	2423	1937	2080	2147
资产总计	14594	19783	25175	32845	40706
流动负债	3734	4517	4030	4868	4996
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1317	1767	1822	2410	2524
其他流动负债	2418	2750	2208	2458	2472
非流动负债	264	206	199	223	209
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	264	206	199	223	209
负债合计	3998	4517	4229	5091	5205
少数股东权益	88	105	129	156	187
股本	360	360	377	377	377
资本公积	10148	14599	17589	17589	17589
留存收益	0	0	5885	12693	20440
归属母公司股东权益	10507	14956	20817	27598	35314
负债和股东权益	14594	19783	25175	32845	40706

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3794	6009	5105	8939	6586
净利润	3187	4454	5885	6808	7747
折旧摊销	0	0	623	690	783
财务费用	15	6	8	9	8
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	-1410	1431	-1951
其他经营现金流	593	1548	-0	-0	-0
投资活动现金流	-825	-7019	-892	-151	-1649
筹资活动现金流	-111	-277	-15	15	-21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	8.26	11.69	15.44	17.86	20.33
每股经营现金流(最新摊薄)	9.99	15.83	13.45	23.55	17.35
每股净资产(最新摊薄)	27.68	39.40	54.84	72.70	93.02

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20302	24829	32694	37823	43037
营业成本	16318	19228	25273	29199	33181
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	1319	1599	2106	2436	2772
管理费用	611	755	984	1150	1308
研发费用	85	105	138	160	182
财务费用	15	6	8	9	8
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	4154	5811	7651	8851	10072
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	4154	5811	7651	8851	10072
所得税	967	1356	1767	2043	2325
税后利润	3187	4454	5885	6808	7747
少数股东损益	49	18	24	27	31
归属母公司净利润	3137	4437	5861	6781	7716
EBITDA	3985	5681	8081	9154	10261

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	49.6	22.3	31.7	15.7	13.8
营业利润(%)	56.3	39.9	31.7	15.7	13.8
归属于母公司净利润(%)	57.1	41.4	32.1	15.7	13.8
获利能力					
毛利率(%)	19.6	22.6	22.7	22.8	22.9
净利率(%)	15.5	17.9	17.9	17.9	17.9
ROE(%)	30.1	29.6	28.1	24.5	21.8
ROIC(%)	28.4	28.7	27.1	23.3	20.4
偿债能力					
资产负债率(%)	27.4	22.8	16.8	15.5	12.8
流动比率	2.4	2.6	4.2	5.0	6.4
速动比率	1.8	1.9	3.2	4.2	5.3
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.4	1.5	1.3	1.2
应收账款周转率	925.4	918.1	1133.4	992.3	1014.6
应付账款周转率	14.8	12.5	14.1	13.8	13.4
估值比率					
P/E	44.8	31.7	24.0	20.7	18.2
P/B	13.4	9.4	6.7	5.1	4.0
EV/EBITDA	48.3	33.9	23.8	21.0	18.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

