



港股研究 | 公司深度 | 蜜雪集团 (2097.HK)

蜜雪集团深度报告：四万店之后的星辰大海一极 致供应链与现象级 IP 赋能下的全球扩张之路

报告要点

我们看好蜜雪集团未来发展空间，主要基于三条逻辑：1、当下现制茶饮行业激烈竞争，茶饮品牌高度依赖外部 IP 联名引流破圈，而蜜雪冰城凭借自有“雪王”IP 占据独特优势，打破流量枷锁；2、蜜雪集团供应链实现端到端控制，强大的供应链体系筑就企业护城河，实现极致成本优化、产品标准化、运营稳定高效的目标；3、成长空间方面，蜜雪冰城展现出海内外双轮驱动潜力，国内凭借“高质平价”策略持续开拓市场空间，国外通过本地化研发和供应链中心建设，复制中国模式。预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 57.12、68.17、76.51 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

分析师及联系人



赵刚

SAC: S0490517020001

SFC: BUX176



杨会强

SAC: S0490520080013



马健轩

2025-09-16

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

蜜雪集团 (2097.HK)

蜜雪集团深度报告：四万店之后的星辰大海——极致供应链与现象级 IP 赋能下的全球扩张之路

聚焦高质平价，打造百年品牌

蜜雪集团旗下拥有两大核心品牌蜜雪冰城与幸运咖，以“高质平价”为产品核心理念，精准聚焦大众消费市场。蜜雪集团，在 C 端建立了性价比消费者心智，在中后端搭建了强大供应链体系（超 60% 饮品食材自产，核心饮品食材 100% 自产），通过加盟模式实现了规模化扩张，主要收入来源于向加盟商销售原材料、设备及服务。公司，在国内，以下沉市场为根基支撑规模化底盘，在海外市场，通过在东南亚密集布局也实现高速扩张，财务指标层面，期间费用率、毛利率、净利率领先行业，现金流稳定为其继续强化供应链、建设雪王 IP 等提供坚实支撑。

茶饮与咖啡：成长潜力可观

目前全球现制饮品市场增长呈现显著区域分化，中国与东南亚潜力较大。茶饮方面，中国现制茶饮行业已形成多层次消费格局，平价与大众市场主导行业发展。下沉市场与大众价格带形成深度共振——大众价格带契合低线城市消费需求，低线城市的人口基数与消费潜力又反推相关品牌加速布局，形成双向增长的良性循环。需求端茶饮与情感、流量的适配性提高了消费频次，提供了加密的空间。蜜雪冰城通过产品提价与加盟商保护双策略，在扩张加密中实现单店效益稳健，未来在中国与东南亚均具备广阔开店空间。咖啡方面，供给端看，现制咖啡正展现出多重增长潜力，既体现在规模的高增速上，也蕴含连锁化率提升与低端价格带布局的机会，需求端依赖性与价格下探提高消费人次与频次。幸运咖定位高质平价，拥有极致轻量化的门店模型，另外依托与蜜雪冰城的协同，在品牌效应、采购、物流端形成显著优势，在充满机遇的现磨咖啡行业，拥有较大发展潜力。

竞争优势：IP+定位+供应链

蜜雪冰城的“雪王”IP 凭借自有化运营与现象级曝光构筑了独特的流量壁垒。蜜雪集团工业级的供应链体系，是其高质平价战略的核心支撑，供应链实现“采购-生产物流-终端”的全链路闭环，使蜜雪冰城在保持低价格定位的同时，可以兼顾品质和成本，让消费者满意、加盟商赚钱、集团高水平盈利。凭借供应链优势，蜜雪冰城的平价定位、极致轻量化的店型和较低初始投资成本，展现出极强的市场下沉能力。深度布局下沉市场的同时，蜜雪集团稳健的运营韧性与市场吸引力，将饮品消费从“偶尔尝鲜”转化为“日常刚需”，依托价格与场景的双重优势，在下沉市场构建起高频消费的护城河。

盈利预测与投资建议

我们看好蜜雪集团主要基于三条逻辑：1、当下现制茶饮激烈竞争，品牌高度依赖外部 IP 联名引流破圈，而蜜雪冰城凭借自有“雪王”IP 占据独特优势，打破流量枷锁；2、蜜雪集团供应链实现端到端控制，强大的供应链体系筑就企业护城河，实现极致成本优化、产品标准化、运营稳定高效的目标；3、成长空间方面，蜜雪冰城展现出海内外双轮驱动潜力，国内凭借“高质平价”策略持续开拓市场空间，国外通过本地化研发和供应链中心建设，复制中国模式。预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 57.12、68.17、76.51 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、消费复苏缓慢；
- 2、开店不及预期；
- 3、行业竞争加剧；
- 4、外汇汇兑风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 405.00

注：股价为 2025 年 9 月 15 日收盘价

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

聚焦高质平价，打造百年品牌	7
深耕大众消费市场，股权集中且管理层稳定	7
业务从 C 端到 B 端，门店增长驱动业绩提升	10
利润率优于行业，现金流支撑供应链与 IP 建设	12
茶饮与咖啡：成长潜力可观	14
现制饮品行业主要增长潜力在中国以及东南亚	14
茶饮：下沉市场潜力深厚，消费频次提升进一步拓宽行业市场空间	16
咖啡：国内市场快速发展，依赖性与价格下探提高消费人次与频次	24
竞争优势：IP+定位+供应链	31
现象级 IP 构筑独特流量壁垒	31
供应链规模、深度领先行业	32
低价优势成就市场下沉能力	35
盈利预测与投资建议	39
风险提示	41

图表目录

图 1：蜜雪冰城与幸运咖标志性产品（截至 2025 年 8 月）	7
图 2：蜜雪集团发展历程	8
图 3：蜜雪集团股权结构	9
图 4：蜜雪集团分业务收入占比	10
图 5：蜜雪集团国内外门店分布（家）	11
图 6：蜜雪集团自营门店数量（家）	11
图 7：蜜雪集团国内门店分布（家）	11
图 8：蜜雪集团海外门店分布（家）	11
图 9：蜜雪集团营业收入（亿元）及同比增速	11
图 10：蜜雪集团扣非归母净利润（亿元）及同比增速	11
图 11：蜜雪集团费用率	12
图 12：蜜雪集团利润率	12
图 13：公司费用率与利润率横向对比	13
图 14：茶饮品牌存货周转率（次）	14
图 15：茶饮品牌应收账款周转天数（天）	14
图 16：蜜雪集团现金流量情况（亿元）	14
图 17：蜜雪集团上市所得款项计划用途	14
图 18：全球现制饮品市场以终端零售额计的市场规模（十亿美元）	15
图 19：全球现制饮品市场以终端零售额预计年复合增长率（2023 年-2028 年）	15
图 20：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-2028 年）	15
图 21：2023 年现制饮品消费量占饮用水分摄入总量百分比	16

图 22: 2023 年人均现制饮品年消费量 (杯/年)	16
图 23: 中国现制饮品市场以终端零售额计的市场规模 (十亿元)	16
图 24: 东南亚现制饮品市场以终端零售额计的市场规模 (十亿美元)	16
图 25: 按照价格带划分中国现制茶饮店市场 GMV	17
图 26: 按价格带划分的中国现制茶饮 GMV 增速	17
图 27: 全国茶饮品牌人均消费价位占比分布	17
图 28: 按城市线级划分的中国现制茶饮终端零售额市场规模 (十亿元)	18
图 29: 按城市线级划分的中国现制茶饮终端零售额增速	18
图 30: 现制茶饮消费者性别比例 (2024 年 9 月)	18
图 31: 现制茶饮消费者职业分布 (2024 年 9 月)	18
图 32: 现制茶饮消费者年龄分布 (2024 年 9 月)	18
图 33: 现制茶饮消费者收入分布 (2024 年 9 月)	18
图 34: 新茶饮消费者画像	19
图 35: 茶饮与情绪消费的适配性	20
图 36: 现制茶饮与 IP 联名的适配性	21
图 37: 蜜雪冰城开店空间测算	23
图 38: 国内现磨咖啡市场正处于快速发展期	25
图 39: 现制茶饮及现制咖啡连锁化率	25
图 40: 2024 年中国咖啡店客单价分布及代表品牌	25
图 41: 消费者对主流饮品健康认知中, 咖啡仅次于果汁 (2021.11-2022.3)	26
图 42: 咖啡健康概念带来的增量消费比例 (2021.11-2022.3)	26
图 43: 2023 年后价格战是现磨咖啡市场的主旋律, 2024、2025 年价格战有所缓和, 但低价已常态化	27
图 44: 幸运咖及低客单价咖啡品牌门店分线城市占比 (截至 2025 年 6 月)	28
图 45: 国内奶茶饮品城市分布 (截至 2025 年 6 月)	29
图 46: 国内咖啡城市分布 (截至 2025 年 6 月)	29
图 47: 蜜雪冰城供应链对幸运咖赋能	29
图 48: IP 运营商、餐饮企业、消费者的价值流转关系	31
图 49: 雪王 IP 衍生	32
图 50: 茶饮公司供应链分析	33
图 51: 蜜雪集团仓储物流网络	34
图 52: 主要茶饮品牌单店模型比较	37
图 53: 主要茶饮品牌 2023 年闭店率	38
图 54: 主要茶饮品牌每个加盟商平均加盟门店数量 (家)	38
图 55: 茶饮品牌门店数量 (家, 纵轴) 以及客单价 (元, 横轴) (面积大小代表门店数量)	39
图 56: 头部茶饮企业门店的城市分布情况 (截至 2025 年 4 月)	39
图 57: 头部茶饮品牌覆盖城市数量 (个, 截至 2025 年 4 月)	39
表 1: 公司执行董事及高管人员	9
表 2: 蜜雪冰城近年调价及加盟政策	21
表 3: 东南亚主要国家地区蜜雪冰城远期开店空间测算	24
表 4: 现磨咖啡市场规模 (亿元) 预测	25
表 5: 咖啡与健康概念深度绑定	27

表 6：茶饮与咖啡品牌客单价（元）	28
表 7：咖啡品牌单店模型对比	29
表 8：幸运咖国内开店空间测算（家）	30
表 9：2024 年 1 月至 2025 年 1 月上旬主要茶饮品牌联名盘点，蜜雪冰城联名较少且主要与软件等进行务实合作 .	32
表 10：蜜雪集团生产基地及关键运营信息	33
表 11：蜜雪集团七大类食材产能及利用率	34
表 12：蜜雪集团供应链数字化	35
表 13：蜜雪冰城与盒马产品对比	35
表 14：前五大畅销常青款产品占在中国总饮品出杯量的约 41.2%	36
表 15：多种店型供加盟商选择	38
表 16：蜜雪集团盈利预测（百万元）	39

聚焦高质平价，打造百年品牌

深耕大众消费市场，股权集中且管理层稳定

蜜雪集团旗下两大核心品牌蜜雪冰城与幸运咖，始终以“高质平价”为核心产品理念，精准聚焦大众消费市场。双品牌共同深耕单价约6元的现制饮品领域，产品线覆盖现制果饮、新式茶饮、冰激凌及现磨咖啡等多元品类。通过标准化制作工艺与规模化供应链管理，在确保原料新鲜度与产品品质的同时，持续为消费者提供高性价比的日常饮品选择，成为年轻群体及大众消费场景中高频消费的国民级品牌。

图 1：蜜雪冰城与幸运咖标志性产品（截至 2025 年 8 月）



资料来源：公司公告，蜜雪冰城官方小程序，幸运咖官方小程序，窄门餐眼，长江证券研究所

蜜雪集团 1997 年始于郑州，经多年发展，全球门店超 4.6 万家，成为全球茶饮巨头。

创业初期（1997-2007 年）：从街头小店到品牌初具雏形。1997 年创始人张红超在郑州开设“寒流刨冰”小店，凭借自制刨冰机起步，1999 年正式启用“蜜雪冰城”品牌。2005 年推出标志性产品“1 元蛋筒冰淇淋”，2007 年春，蜜雪冰城历史上第一家新鲜冰淇淋店开业，销售非常成功，几个月时间就开了 26 家加盟店。

建设供应链，进军茶饮，开启扩张序幕（2008 年-2014 年）。2012 年 7 月门店数量达到约 400 家，同年开始建立首家中央工厂，实现核心原料自产；2013 年推出冰鲜柠檬水，进军茶饮行业，开始了快速扩张，开店速度和经营规模大概是 12 年同期的 3 倍；扩张之下，规模过大带来了食品安全危机，公司的运营能力面临挑战，2014 年公司开启物流体系建设，并在全国推行物流免运费政策，当年门店数突破 1000 家。

加强管理，拓宽品类，全球化扩张（2015 年-2018 年）。2016 年，蜜雪开始了“盘根”计划，优化供应链管理及标准化流程，为后续爆发式增长奠定基础。2017 年推出咖啡

品牌“幸运咖”，初期产品价格带在 15 元左右，后调整为定位 5-10 元平价现磨咖啡，拓展产品线，2018 年品牌 IP “雪王”诞生，强化品牌文化符号；同年首家海外门店在越南开业，全球化战略正式开启。

门店网络与供应链双驱动（2019 年至今）。2020 年公司门店数量突破了 1 万家，2021 年公司新生产基地落地河南。截至 2024 年末，公司门店数量超过 4.6 万家，覆盖中国及海外 11 个国家。2025 年 3 月，公司在港交所成功上市。

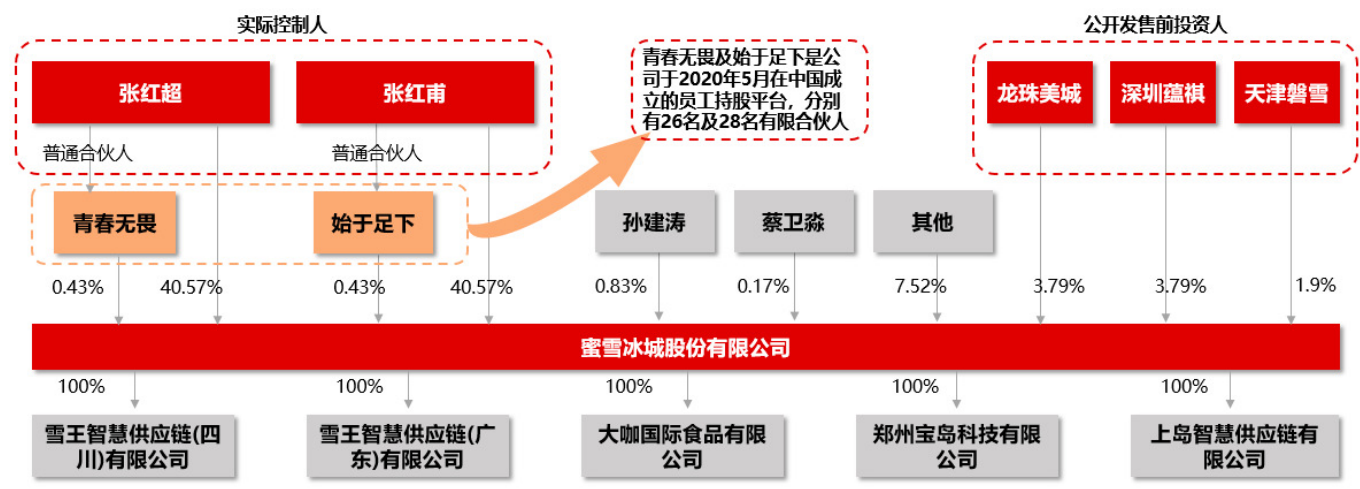
图 2：蜜雪集团发展历程



资料来源：蜜雪集团招股书，蜜雪冰城官网，长江证券研究所

蜜雪冰城的股权结构呈现出创始人控股与员工激励深度融合的特征。截至 2025 年 4 月，创始人张红超、张红甫兄弟通过直接持股与间接持股相结合的方式合计控制公司超 82% 的表决权，兄弟二人签署一致行动协议，形成绝对控股格局。具体来看，张红超、张红甫兄弟分别直接持有公司 40.57% 的股权，两人合计直接持股比例达 81.14%，同时通过员工持股平台“青春无畏”和“始于足下”间接持有 0.43% 的股权，两个平台均采用有限合伙形式，创始人作为普通合伙人掌握控制权，核心员工作为有限合伙人享受收益。

图 3：蜜雪集团股权结构¹



资料来源：公司公告，长江证券研究所

管理层以创始人张红超、张红甫兄弟为核心，形成兼具行业洞察力与长期实践经验的稳定团队。公司“内部培养为主、外部引进为辅”，大部分核心高管从一线晋升，平均任期超 10 年，深度参与公司全链条发展，对业务痛点与运营细节理解透彻，2023 年外部引入 CFO 张渊先生完善治理，人才体系完善，支撑蜜雪冰城的快速扩张。

表 1：公司执行董事及高管人员

姓名	职位	加入公司时间	简介
张红超	创始人 董事长	1997 年	张红超先生全面负责集团的发展战略和企业文化，在现制饮品行业拥有超过 28 年的经验。张红超先生于 1997 年开始经营公司业务，从一家名为「寒流刨冰」的小店起步，领导公司发展成为了一家领先的现制饮品企业。
张红甫	联合创始人 首席执行官	2007 年	张红甫先生全面负责公司的整体经营管理并领导公司的高级管理团队，在现制饮品行业拥有超过 18 年的经验。张红甫先生于 2007 年加入公司，基于其亲自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。
蔡卫淼	执行董事 部门总监	2008 年	公司前端供应链负责人。蔡女士于 2008 年加入公司，从门店店员做起，后升任门店店长，参与了多家门店的管理和运营，积累了丰富的门店运营经验。2012 年，蔡女士开始负责门店物料与设备的采购工作。2021 年至 2023 年，蔡女士担任公司物流负责人，在公司供应链发展与完善的过程中起到了关键作用。
崔海静	监事会主席 部门总监	2009 年	崔女士于 2007 年至 2009 年间先后担任郑州丹尼斯百货有限公司及河南省丰和贸易有限公司的会计专员。崔女士于 2009 年加入公司，先后担任多个重要职位，目前是公司财务中心的部门负责人之一。
于敏	职工代表监事 部门总监	2014 年	于女士于 2012 年至 2014 年担任北京小雨国际投资有限公司薪酬与绩效专员。于女士于 2014 年加入公司，先后负责公司的薪酬及绩效考核、员工关系及招聘管理事宜，目前担任公司的人力资源中心的部门负责人之一。
赵红果	执行董事 部门总监	2013 年	公司后端供应链负责人。赵女士于 2013 年加入公司，从门店店员做起，后升任门店店长，积累了丰富的门店运营经验，并相继参与公司财务、行政、采购、生产等多个部门的运营。2015 年起，赵女士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，在公司生产基地的规划与建设及生产制度的建立与完善方面发挥了重要作用。
张渊	首席财务官	2023 年	张渊先生于 2023 年 2 月加入公司，此前任职于 BofA Securities 及高瓴投资等多家金融机构。
时朋	营运总监	2003 年	时先生于 2003 年开始参与公司的门店运营，在长期的一线实践中积累了丰富的门店及加盟商管理经验。时先生于 2013 年至 2018 年负责门店及加盟商运营管理，在公司运营管理体系标准化的过程中，发挥了积极且重大的作用。时先生于 2018 年至今先后担任多个重要管理职位，目前担任「蜜雪冰城」全球首席运营官。

¹ 截至 2025 年 4 月

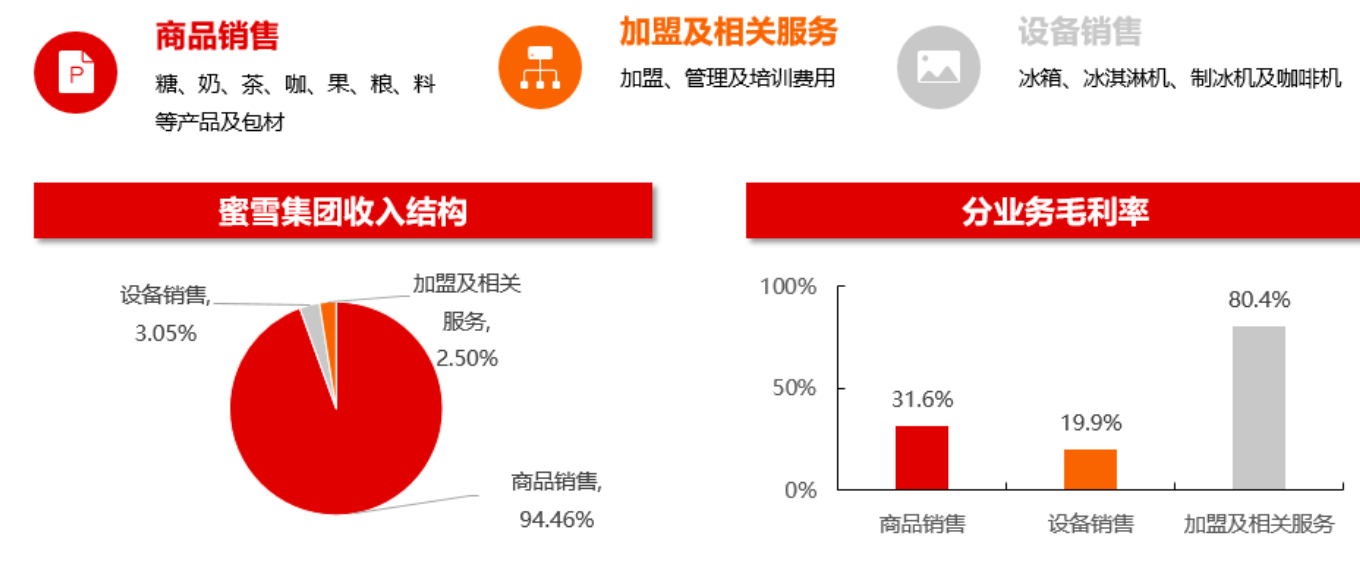
陈翊新	联席公司秘书	2021 年	陈先生于 2021 年加入公司，此前于 2018 年 7 月至 2021 年 7 月期间任职于北京市中伦律师事务所。
邓景贤	联席公司秘书	-	邓女士是卓佳服务有限公司企业服务高级经理。邓女士在企业秘书领域拥有超过 10 年的经验。邓女士一直为香港上市公司、跨国公司、私人公司和离岸公司提供专业的企业服务。邓女士目前担任四家香港联交所上市公司的联席公司秘书，这四家公司分别是涂鸦智能(股份代号：2391)、长久股份有限公司(股份代号：6959)、江苏荃信生物医药股份有限公司(股份代号：2509)及移卡有限公司(股份代号：9923)。

资料来源：Wind，长江证券研究所

业务从 C 端到 B 端，门店增长驱动业绩提升

以供应链驱动为核心，通过加盟模式实现规模化扩张。蜜雪集团在 C 端建立性价比消费者心智，以供应链驱动为核心（超过 60% 饮品食材自产，核心饮品食材 100% 自产），通过加盟模式实现规模化扩张，主要收入来源于向加盟商销售原材料、设备及服务，而非直接面向消费者的终端零售。加盟商方面，公司与加盟商利益与共，门店的初始投资和加盟费都低于中国现制饮品行业平均收费水平，在困难时期公司减免加盟费的同时下调门店物料与设备的价格，为加盟商提供利润空间。

图 4：蜜雪集团分业务收入占比²

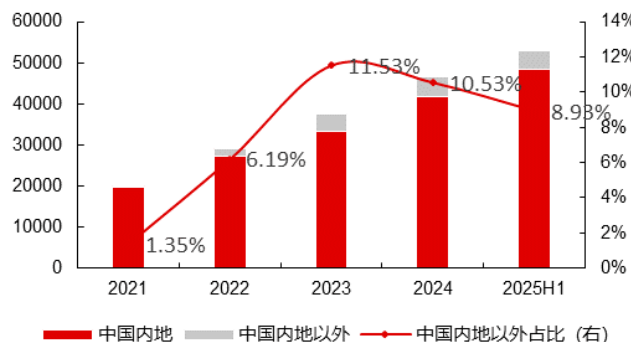


资料来源：公司公告，长江证券研究所

加盟模式下，门店规模成为业绩增长的关键因素，蜜雪集团，在国内以下沉市场为根基支撑规模化底盘，海外则通过东南亚密集布局实现高速拓张。国内基本盘持续夯实，2021 年至 2024 年门店总量 CAGR 达 28%，其中三线及以下城市始终为核心腹地，占比保持在 55% 以上，一、二线城市亦稳步增长；海外市场爆发式突破，门店四年激增 18 倍至 2024 年 4895 家，占总门店数量比例已突破 10%，其中东南亚为绝对主力。以加盟方式扩张的同时，公司保留了少量自营门店，主要为及时获取市场运营反馈，加强品牌建设。

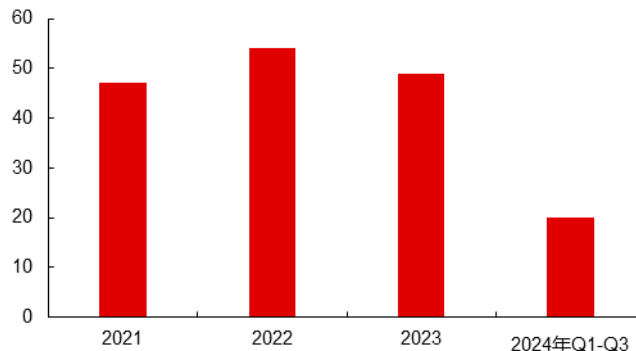
² 商品销售、加盟及相关服务毛利率为 2024 年，设备销售为 2024 年前 9 个月

图 5：蜜雪集团国内外门店分布（家）



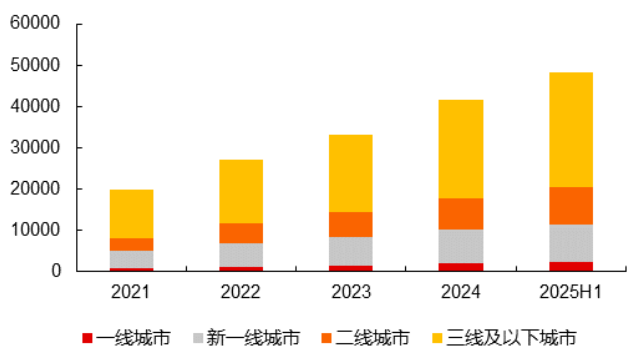
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 6：蜜雪集团自营门店数量（家）



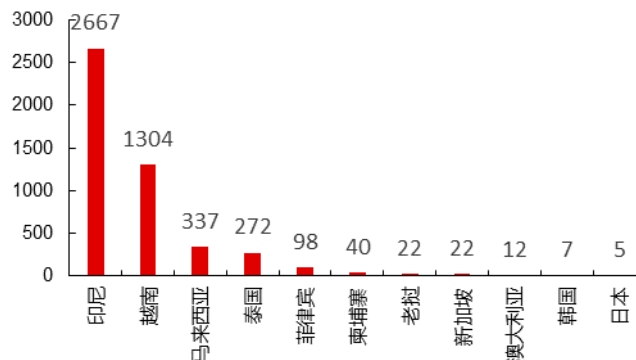
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 7：蜜雪集团国内门店分布（家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

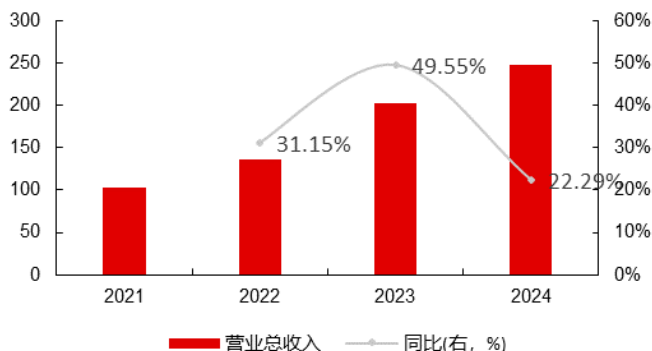
图 8：蜜雪集团海外门店分布（家）³



资料来源：公司公告，长江证券研究所

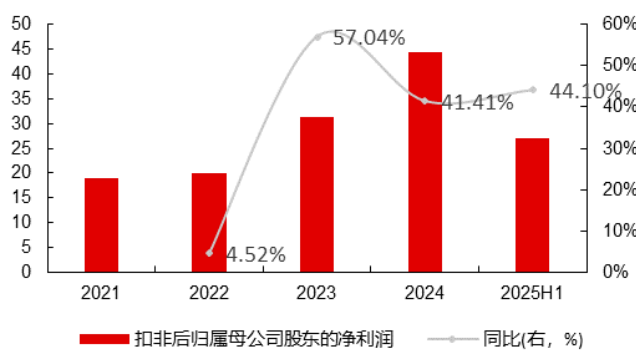
门店规模的持续扩张带来营收与利润的强劲增长。2021 年-2024 年在门店增长带动下，蜜雪集团营业收入与扣非净利润均实现跃升，3 年 CAGR 分别达到 33.86%、32.44%，2023-2024 年利润增速均大幅超越收入增速，凸显印证门店网络成熟后，规模效应下盈利能力的优化。

图 9：蜜雪集团营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：蜜雪集团扣非归母净利润（亿元）及同比增速



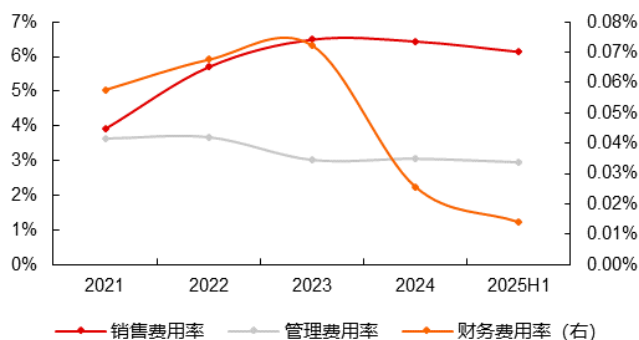
资料来源：Wind，长江证券研究所

³ 截至 2024 年 9 月 30 日

利润率优于行业，现金流支撑供应链与 IP 建设

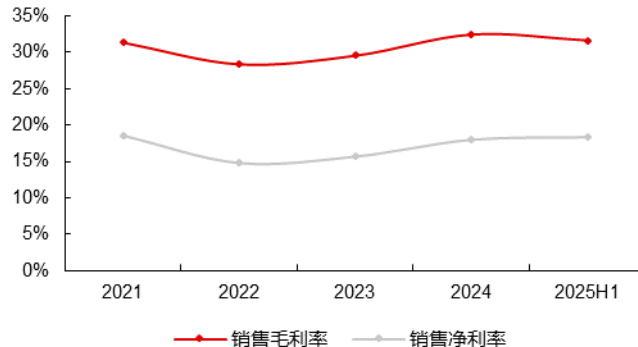
扩张期销售费用率提升，供应链规模化有效对冲成本压力。因海外扩张及品牌营销投入加大（如东南亚市场推广、雪王 IP 运营），公司销售费用率近年有所提升，2024 年企稳，管理费用率不断下降，反映供应链成熟后管理效率的提升。整体费用率自 2022 年以来基本稳定，利润率端净利率随毛利率“V 型”回升。横向对比看，公司整体期间费用率优于行业，毛利率处于行业平均水平，盈利能力处在行业第一梯队。

图 11：蜜雪集团费用率



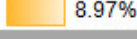
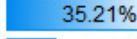
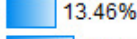
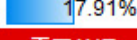
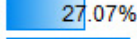
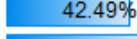
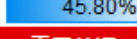
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：蜜雪集团利润率



资料来源：Wind，长江证券研究所

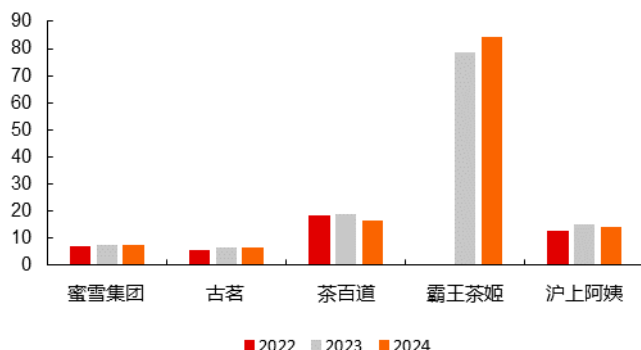
图 13：公司费用率与利润率横向对比

销售费用率	蜜雪集团	霸王茶姬	古茗	茶百道	沪上阿姨
2022	 5.70%	 15.0%	 4.82%	 1.43%	 12.7%
2023	 6.49%	 5.6%	 4.39%	 2.30%	 10.8%
2024	 6.44%	 8.9%	 5.45%	 8.03%	 12.0%
管理费用率	蜜雪集团	霸王茶姬	古茗	茶百道	沪上阿姨
2022	 3.66%	 20.24%	 3.37%	 6.90%	 5.1%
2023	 3.01%	 7.83%	 3.68%	 7.37%	 4.8%
2024	 3.04%	 8.97%	 3.54%	 10.38%	 5.3%
研发费用率	蜜雪集团	霸王茶姬	古茗	茶百道	沪上阿姨
2022	 0.24%		 2.13%	 0.08%	 0.6%
2023	 0.42%		 2.59%	 0.29%	 1.4%
2024	 0.42%		 2.65%	 0.69%	 1.6%
财务费用率	蜜雪集团	霸王茶姬	古茗	茶百道	沪上阿姨
2022	 0.07%		 0.10%	 0.11%	 0.30%
2023	 0.07%		 0.07%	 0.06%	 0.20%
2024	 0.03%		 0.04%	 0.09%	 0.20%
期间费用率	蜜雪集团	霸王茶姬	古茗	茶百道	沪上阿姨
2022	 9.67%	 35.21%	 10.42%	 8.52%	 18.70%
2023	 9.99%	 13.46%	 10.73%	 10.02%	 17.20%
2024	 9.93%	 17.91%	 11.68%	 19.18%	 19.10%
整体毛利率	蜜雪集团	霸王茶姬	古茗	茶百道	沪上阿姨
2022	 28.34%	 27.07%	 28.11%	 34.41%	 26.70%
2023	 29.55%	 42.49%	 30.57%	 34.43%	 30.40%
2024	 32.46%	 45.80%	 31.31%	 31.21%	 31.30%
净利率	蜜雪集团	霸王茶姬	古茗	茶百道	沪上阿姨
2022	 14.83%	 18.45%	 6.69%	 22.80%	 6.80%
2023	 15.70%	 17.30%	 14.28%	 20.17%	 11.59%
2024	 17.94%	 20.27%	 16.99%	 9.75%	 10.01%

资料来源：Wind，长江证券研究所

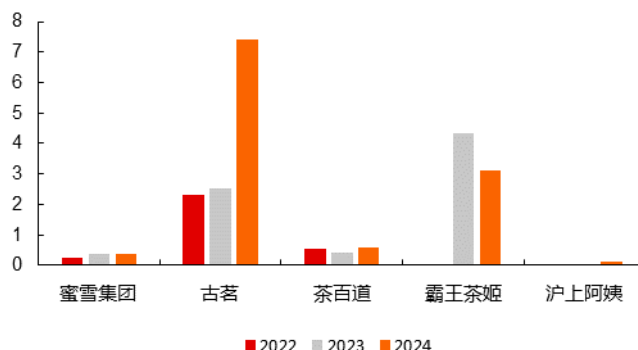
营运能力方面，自建供应链模式导致库存周期较长，公司应收账款周转率具备优势。蜜雪集团垂直整合的供应链需提前储备大量原材料，导致库存周期天然较长，存货周转率与同样规模化供应链的古茗一样偏低，其他茶饮品牌依赖第三方供应商“小批量高频次”供货，库存周转更灵活；但公司应收账款周转天数较低，主要系公司对加盟商采取“先款后货”的模式，具备较高的资金沉淀优势。

图 14：茶饮品牌存货周转率（次）



资料来源：Wind，长江证券研究所

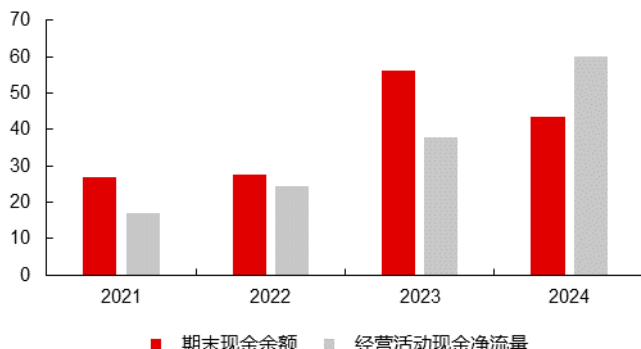
图 15：茶饮品牌应收账款周转天数（天）



资料来源：Wind，长江证券研究所

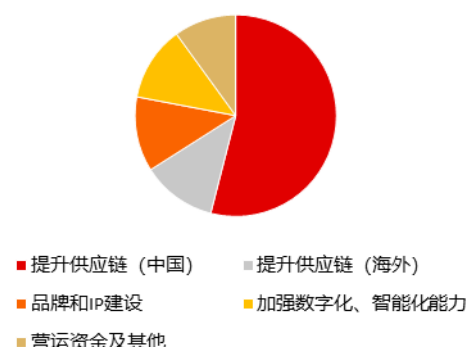
在优越的运营模式下，蜜雪集团现金状况稳健且造血能力强劲，为其扩张战略提供坚实支撑。2021-2024 年期末现金余额充裕，核心源于经营活动现金净流量持续攀升；公司港股上市募资将聚焦供应链强化、雪王 IP 建设与效率提升，资金用途高度契合核心战略。充裕现金与高效资金配置形成正向循环，经营现金流支撑日常推广吸引加盟商扩张，募资集中投入供应链建设，加速规模效应释放，终反哺现金流增长，强化长期竞争优势。

图 16：蜜雪集团现金流量情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：蜜雪集团上市所得款项计划用途



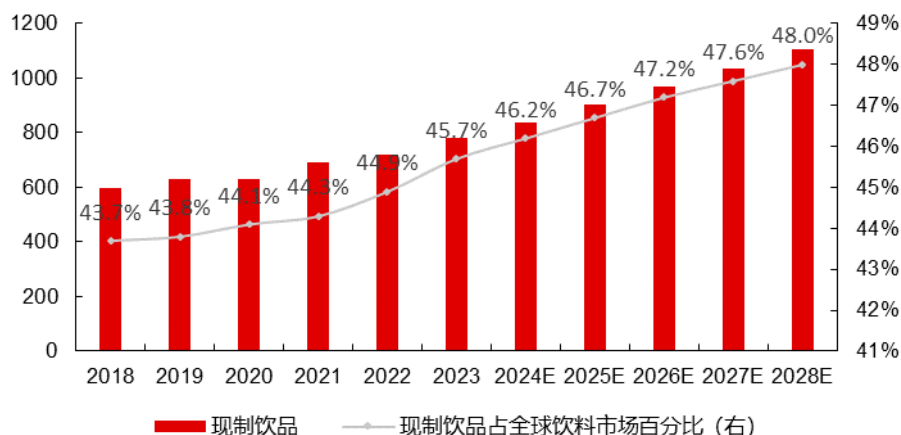
资料来源：公司公告，长江证券研究所

茶饮与咖啡：成长潜力可观

现制饮品行业主要增长潜力在中国以及东南亚

现制饮品指现场制作的非酒精饮料产品，包含茶饮、咖啡、果饮及冰淇淋等，全球现制饮品市场预计呈现规模扩张与份额提升的双重增长。以终端零售额计，现制饮品市场 2023 年-2028 年预计年复合增长率达 7.2%，凭借新鲜口感、个性化选择及便捷性，契合消费者对品质化、即时性消费的需求，叠加连锁品牌全球化扩张与健康化产品创新，推动其在饮料市场中份额持续提升，预计 2023 年-2028 年占全球饮料市场百分比提升 2.3pct 至 48%。

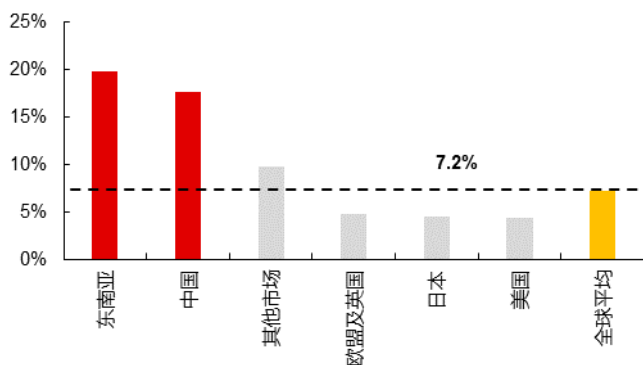
图 18：全球现制饮品市场以终端零售额计的市场规模（十亿美元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

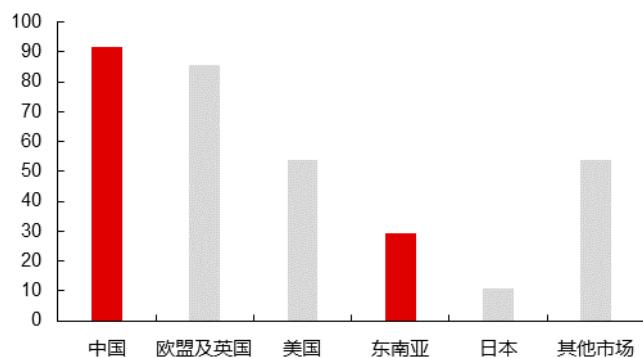
全球现制饮品市场增长呈现显著区域分化，中国与东南亚潜力较大。2023 年-2028 年东南亚与中国市场年复合增长率分别达 19.8%、17.6%，远超全球平均 7.2% 的增速，成为核心增长极。中国与东南亚 2023 年现制饮品消费量占饮用水分摄入量、人均年消费杯数远低于美国等成熟市场，凸显出现制饮品在新兴市场中渗透率提升与消费习惯培育的双重潜力，未来增长空间显著高于欧美日等饱和市场。

图 19：全球现制饮品市场以终端零售额预计年复合增长率（2023 年-2028 年）



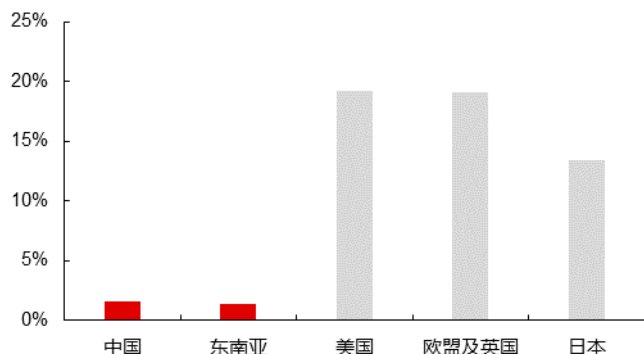
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 20：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-2028 年）



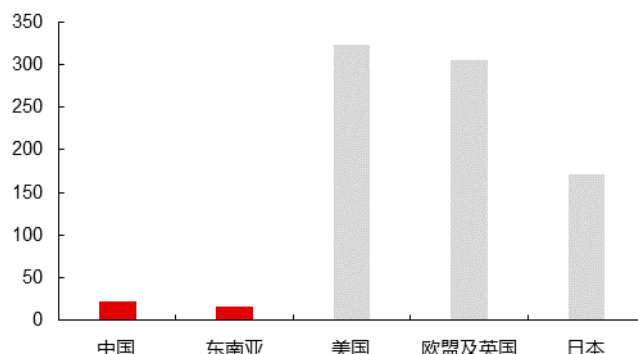
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 21：2023 年现制饮品消费量占饮用水分摄入总量百分比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

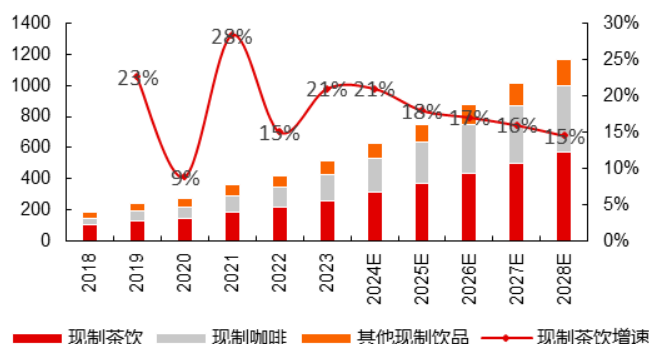
图 22：2023 年人均现制饮品年消费量（杯/年）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

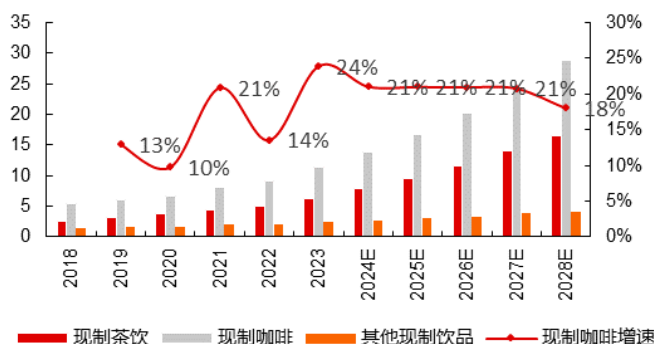
具体看，两地市场呈现显著产品结构分化。中国以现制茶饮为主导，占据现制饮品约 50% 的比例，2023 年-2028 年年复合增长率达到 17.3%；东南亚则以现制咖啡为增长引擎，占现制饮品比例达到 55% 以上，2023 年-2028 年年复合增长率达到 20.4%。两地消费习惯与文化底蕴对现制饮品市场进行了不同的塑造，也为蜜雪冰城与幸运咖的双品牌区域布局提供了战略依据。

图 23：中国现制饮品市场以终端零售额计的市场规模（十亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 24：东南亚现制饮品市场以终端零售额计的市场规模（十亿美元）



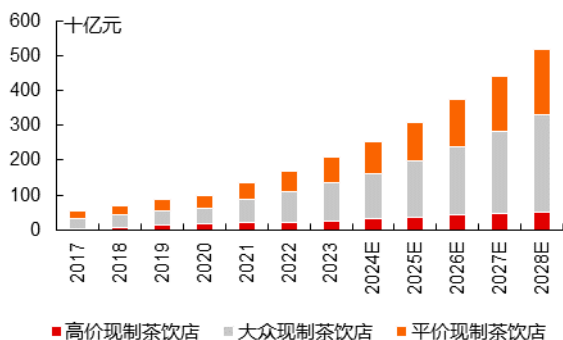
资料来源：公司公告，长江证券研究所

茶饮：下沉市场潜力深厚，消费频次提升进一步拓宽行业市场空间

供给端：广阔的下沉空间是扩张的基础

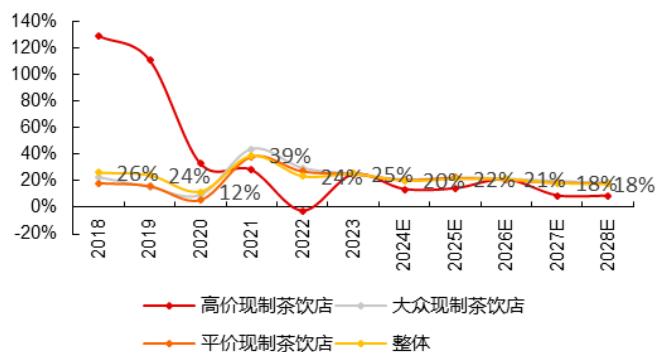
中国现制茶饮行业已形成多层次消费格局，平价与大众市场主导行业发展。2024 年行业整体规模超 2000 亿元，以 10 元以下、10-20 元、20 元以上为界限区分平价现制茶饮、大众现制茶饮及高价现制茶饮，则 2021 年后平价现制茶饮与大众现制茶饮增速显著高于高价现制茶饮，2022 年后平价与大众现制茶饮合计占据超 87% 的市场份额。预计未来五年，行业将保持 20% 左右的增速，平价与大众市场增速领先。

图 25：按照价格带划分中国现制茶饮店市场 GMV



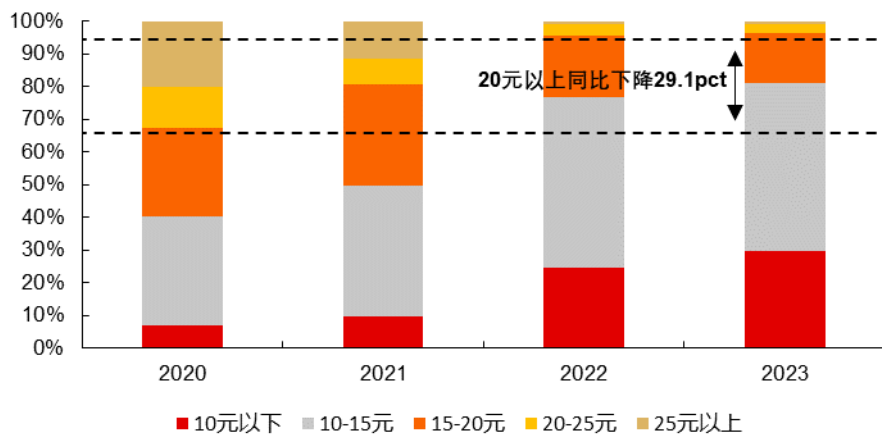
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 26：按价格带划分的中国现制茶饮 GMV 增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

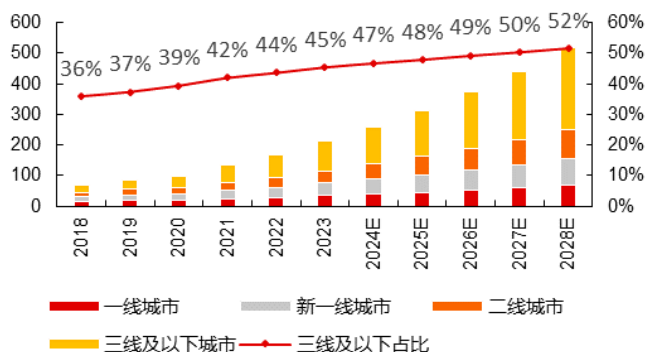
图 27：全国茶饮品牌人均消费价位占比分布



资料来源：MobTech 研究院，长江证券研究所

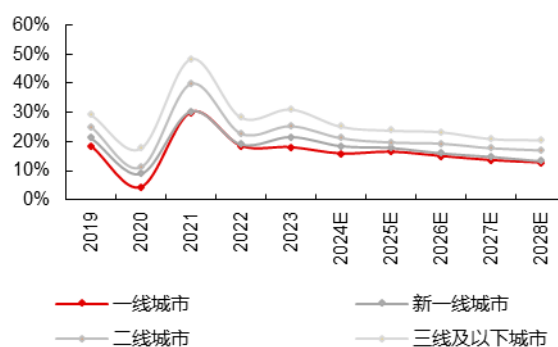
从城市层级看，中国茶饮行业的城市增长分化明显。未来，三线及以下城市现制茶饮市场增速将持续保持在 20% 以上，而一线及新一线城市增速多集中在 10%-20% 区间。低线城市人均消费能力相对有限，消费者对价格敏感度更高，平价现制茶饮与大众现制茶饮更易被接受。由此，下沉市场与大众价格带形成深度共振——大众价格带契合低线城市消费需求，低线城市的人口基数与消费潜力又反推相关品牌加速布局，形成双向增长的良性循环。

图 28：按城市线级划分的中国现制茶饮终端零售额市场规模（十亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 29：按城市线级划分的中国现制茶饮终端零售额增速

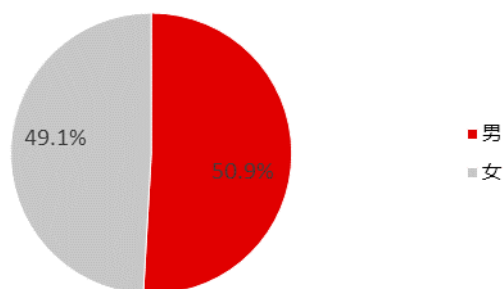


资料来源：公司公告，长江证券研究所

需求端：消费频次的提高提供了加密的空间

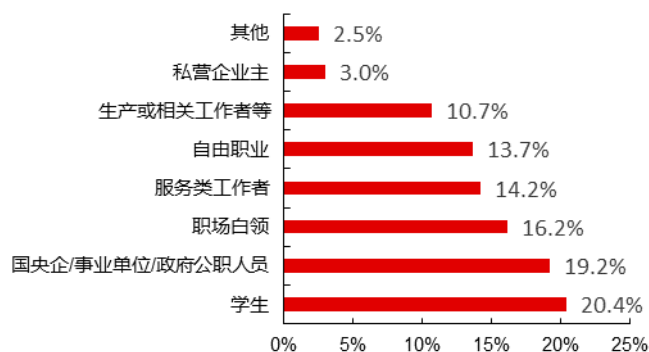
现制茶饮的消费者画像呈现出鲜明的群体特征，其消费倾向也与群体属性高度契合。现制茶饮的消费者画像以 90 后、00 后为消费主力，其中很大一部分尚为学生，或毕业不久工作者，收入在 8000 元以下人群占据了 74.5%。这一群体的共同特点是，消费时看重性价比与情感需求——既追求饮品的口感与体验感，又对价格敏感度较高。

图 30：现制茶饮消费者性别比例（2024 年 9 月）



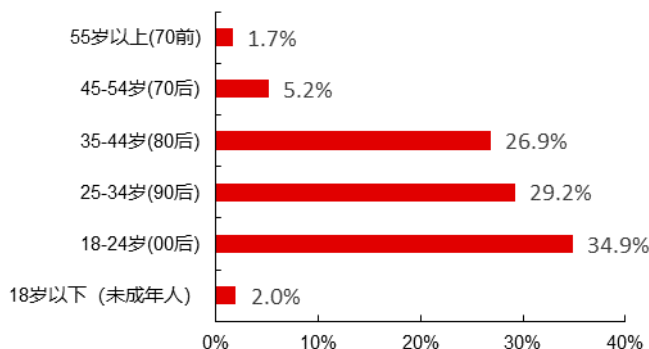
资料来源：MobTech 研究院，长江证券研究所

图 31：现制茶饮消费者职业分布（2024 年 9 月）



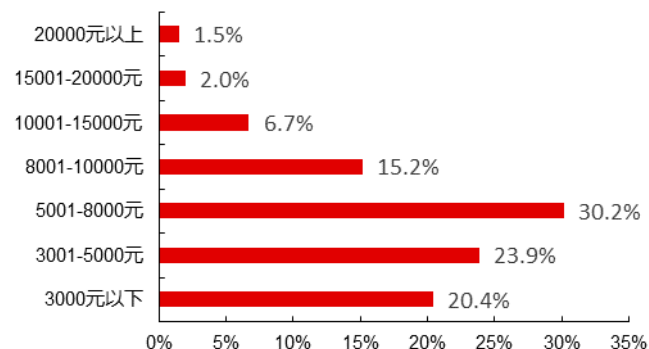
资料来源：MobTech 研究院，长江证券研究所

图 32：现制茶饮消费者年龄分布（2024 年 9 月）



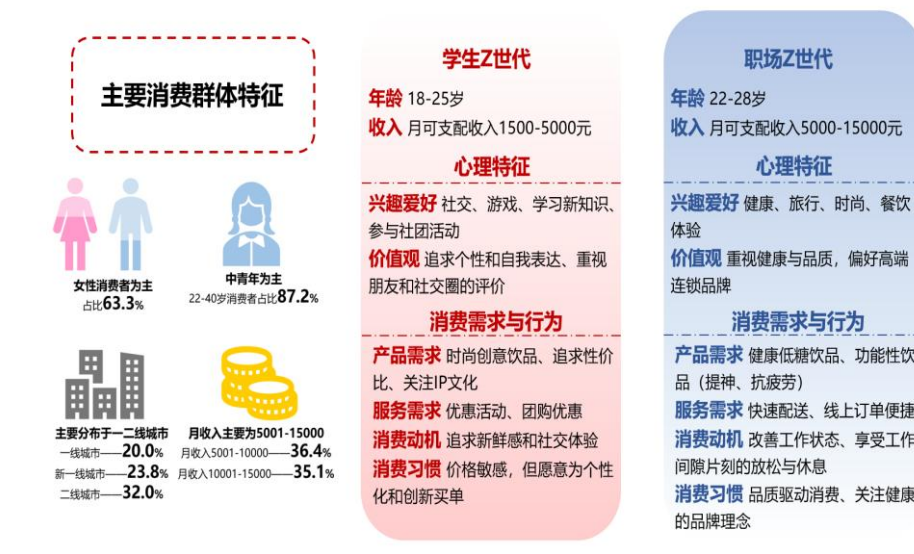
资料来源：MobTech 研究院，长江证券研究所

图 33：现制茶饮消费者收入分布（2024 年 9 月）



资料来源：MobTech 研究院，长江证券研究所

图 34：新茶饮消费者画像

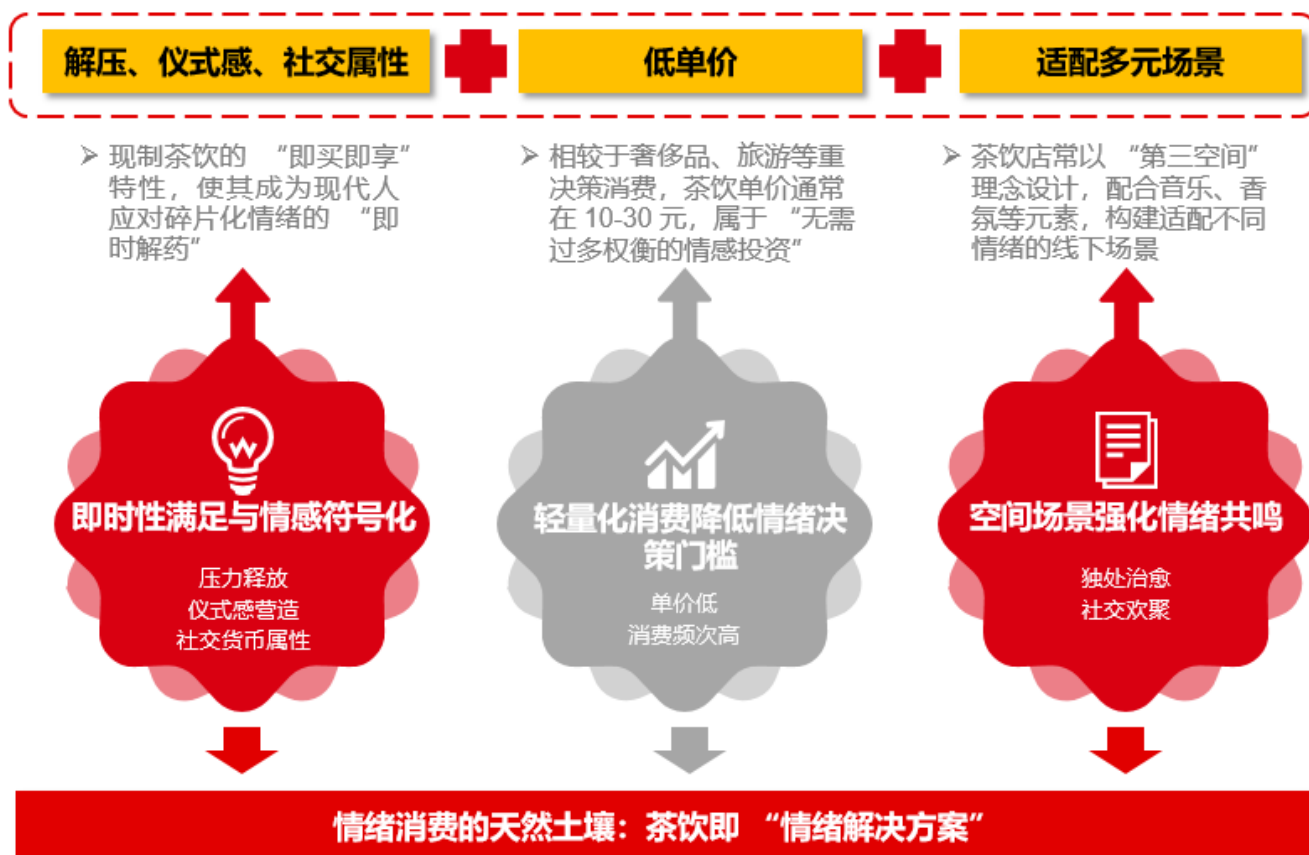


资料来源：艾媒咨询、红餐产业研究院，长江证券研究所

现制茶饮凭借“即买即享”、“轻量化消费”、“空间场景强化情绪共鸣”三重特性成为这部分消费者情感需求的载体，以轻量化、高适配度的方式嵌入现代人碎片化的生活节奏，成为兼具功能性与情感价值的日常情绪出口。

- 1、现制茶饮的“即买即享”特性，使其成为现代人应对碎片化情绪的“即时解药”。**加班后一杯奶茶的“快乐肥宅感”、咖啡因带来的提神醒脑，本质是用味觉刺激快速调节情绪，带来压力释放；春季限定的樱花莓果茶、冬季热红酒风味奶茶，通过季节/场景化产品，将消费转化为“应景式情感体验”；高颜值饮品天然适配社交媒体分享，消费者通过晒单获得认同感，完成“消费-情绪表达-社交互动”的闭环。
- 2、轻量化消费降低情绪决策门槛。**相较于奢侈品、旅游等重决策消费，茶饮单价通常在 10-30 元，属于“无需过多权衡的情感投资”。消费者可轻松通过一杯茶饮奖励自己、安慰他人，“低成本高情感回报”的特性使其成为日常情绪消费的高频选择。
- 3、空间场景强化情绪共鸣。**茶饮店常以“第三空间”理念设计，配合音乐、香氛等元素，构建适配不同情绪的线下场景，单人座位+暖光环境，适合“一个人的下午茶疗愈”，开放式吧台或主题快闪店，成为朋友聚会、打卡拍照的“情绪共振场”。

图 35：茶饮与情绪消费的适配性



资料来源：长江证券研究所

另一方面现制茶饮能够通过联名精准触达不同圈层用户，实现流量互换。现制茶饮主力消费人群为 22-40 岁的年轻人，与动漫、影视、潮玩、明星等 IP 的核心粉丝高度重叠，适配二次元、潮流文化、亲子等多个赛道。同时现制茶饮具备“研发周期短、改造灵活”的优势，可快速响应热点 IP 推出限定产品，杯身、贴纸等更换成本低，限量发售激发消费者消费欲望。另外，茶饮的“便携性+拍照属性”使其成为 IP 线下传播的天然载体。

图 36：现制茶饮与 IP 联名的适配性



资料来源：古茗官方公众号，喜茶官方公众号，奈雪的茶官方公众号，益禾堂官方公众号，长江证券研究所

蜜雪冰城开店空间测算

下沉市场与大众价格带的共振，以及情绪消费、流量互换的新模式，驱动现制茶饮从“高端可选消费”转向“民生高频消费”，共同构筑广阔的开店空间。

具体到公司层面，蜜雪冰城通过产品提价与加盟商保护双策略，在扩张加密中实现单店效益稳健。2023 年起，品牌针对不同区域实施差异化提价，如北京、上海等地部分产品单价上调 1 元，同时通过原料升级（如蜜桃四季春改用冷链原料）实现结构性涨价，既维持性价比优势，又直接提升客单价。2025 年 6 月，品牌将区域保护距离从 200-300 米统一提升至 1000 米，并限制新加盟商每次仅能提交 1 个选址申请，从源头减少同商圈门店密度。

表 2：蜜雪冰城近年调价及加盟政策

时间	措施
2023 年 9 月	全国门店的蜜桃四季春的价格从 6 元调整为 7 元，美式咖啡从原来的 4 元涨到 5 元。除此之外，多款咖啡产品均上涨 1 元。
2024 年 3 月	上海市的普陀区、静安区、虹口区等七个区域独立调价，第一次打破了其全国统一定价的模式。
2024 年 12 月	部分区域的门店涨价，涉及北京市的东城区、西城区、朝阳区，广州市的越秀区、荔湾区、天河区、海珠区，深圳市的罗湖区、福田区、南山区。
2025 年 6 月	将加盟门店的区域保护直线距离统一提升至 1000 米，此前标准为省会城市建议避开 200 米，地级市及以下建议避开 300 米选址，同时限制新加盟商选址审核数量

资料来源：36 氪，长江证券研究所

我们通过测算 2030 年国内现制茶饮的开店空间，进一步推导蜜雪冰城开店空间。在乐观、中性、悲观假设下，现制茶饮分别达到 94.4、68.6、42.8 万家，进一步假设蜜雪冰城在各线城市市占率基本保持稳定，蜜雪冰城开店空间则分别为 5.73、4.15、2.57 万

家。在茶饮行业增速放缓，核心品牌将陆续跨越万店门槛，市场对茶饮行业未来的开店天花板较为关注，我们认为，（1）参考各茶饮品牌头部公司的开店趋势，分城市级别的开店增速差异化明显，各城市级别开店天花板有别；（2）此外，应同时考量各城市的人口密度和消费能力。因此，我们采取分城市讨论各城市开店空间的测算方法，实际测算 300 所城市，对应目前 60.3 万家茶饮店铺数量。

基于红餐大数据及城市统计年鉴数据，对茶饮行业各线城市开店空间进行情景化测算，核心测算指标构建遵循三重逻辑：（1）以各线级内现有每万人店铺数最高值城市为理论基准（如一线城市理论值 8.7 家/万人），反映头部城市饱和状态下的市场容量上限；（2）引入消费能力系数（城市人均 GDP/线级内最高人均 GDP），平衡区域经济差异；（3）分情景设定参数，中性情景直接应用上述基准，乐观/悲观情景分别对标更高供给密度或保守阈值。

测算结果显示，中性假设下，全国茶饮市场理论开店空间达 68.6 万家，5 年门店复合增长率 16%，其中低线级城市贡献核心增量——三线及以下城市开店空间达 45.3 万家，占比 69%，三线/五线/四线/二线/新一线/一线城市 5 年门店 CAGR 分别为 23%/18%/17%/13%/11%/8%，印证下沉市场主导行业扩容的预判；乐观情景下，理论空间攀升至 94.4 万家，5 年门店 CAGR 21%，三线/五线/四线/二线/新一线/一线城市 5 年门店 CAGR 为 27%/22%/21%/18%/16%/14%，高线级城市受益于消费能力弹性释放；悲观情景下，总量空间收窄至 42.8 万家，5 年门店 CAGR 11%，三线以下城市贡献 73% 增量。

图 37：蜜雪冰城开店空间测算

中性情景：

城市级别/(家)	茶饮店铺数量	理论店铺数量	平均每万人店铺数	理论每万人店铺数	开店空间	蜜雪冰城开店空间
一线城市	50403	75226	6.1	8.7	24823	938
新一线城市	110758	190788	5.7	9.2	80030	5052
二线城市	125200	234174	5.5	9.8	108974	6026
三线城市	151745	424782	4.3	11.3	273037	15738
四线城市	105000	228144	3.9	11.3	123144	8225
五线城市	59817	136071	3.7	7.8	76254	5543
总计	602923	1289184	4.2	11.3	686261	41521

乐观情景：

城市级别/(家)	茶饮店铺数量	理论店铺数量	平均每万人店铺数	理论每万人店铺数	开店空间	蜜雪冰城开店空间
一线城市	50403	97794	6.1	11.3	47391	1790
新一线城市	110758	228945	5.7	12.0	118187	7461
二线城市	125200	281009	5.5	12.8	155809	8615
三线城市	151745	509738	4.3	14.6	357993	20635
四线城市	105000	273773	3.9	14.6	168773	11272
五线城市	59817	163285	3.7	10.2	103468	7521
总计	602923	1547020	4.2	14.6	944097	57294

悲观情景：

城市级别/(家)	茶饮店铺数量	理论店铺数量	平均每万人店铺数	理论每万人店铺数	开店空间	蜜雪冰城开店空间
一线城市	50403	52658	6.1	7.0	2255	85
新一线城市	110758	152630	5.7	7.4	41872	2643
二线城市	125200	187339	5.5	7.9	62139	3436
三线城市	151745	339825	4.3	9.0	188080	10841
四线城市	105000	182515	3.9	9.0	77515	5177
五线城市	59817	108857	3.7	6.3	49040	3565
总计	602923	1031347	4.2	9.0	428424	25747

附注：
● 数据来源与覆盖范围

1. 茶饮店铺数量数据来源于红餐大数据平台茶饮类目（统计截至 2025 年 4 月 22 日），覆盖全国 300 个地级及以上城市，剔除缺乏人均 GDP 及人口数量披露的部分城市。注：受数据可得性限制，部分城市未纳入测算范围（多为五线城市），实际下沉市场空间可能存在一定低估。
2. 人口与人均 GDP 数据来源于对应城市 2024 年度统计年鉴

● 核心指标定义与计算方法

1. 每万人店铺数量计算方式：每万人店铺数（现有）=城市现有茶饮店铺数量/城市人口数量（万人）
2. 理论每万人店铺数基准值：理论每万人店铺数（线级基准）=max(线级内各城市现有每万人店铺数)
3. 消费能力系数调整：消费能力系数=城市人均 GDP/所属线级内人均 GDP 最高值
4. 最终理论店铺数量计算方式：理论店铺数量=人口数量（万人）×理论每万人店铺数（线级基准）×消费能力系数
5. 开店空间计算方式=开店空间=理论店铺数量-当前茶饮店铺数量，蜜雪冰城参考 2025 年 5 月市占率计算

资料来源：红餐大数据，各城市统计年鉴，长江证券研究所

在东南亚市场，虽现制茶饮非现制饮品的主流，但因发展较晚，基数偏低，有着较大的发展空间。

预计蜜雪冰城在东南亚远期开店空间超 2 万家。我们对东南亚主要国家地区的茶饮行业开店空间做简要推演，若参考当前中国茶饮开店数量及城镇人口密度水平，对应城镇理论每万人店铺数量为 7.0 家/万人，将理论每万人店铺数与各东南亚国家 2023 年城镇人口数量相乘，得出各国家对应的理论店铺数量水平，东南亚主要国家茶饮市场的理论店铺数量约为 23.1 万家，约为中国当前市场店铺数量的 36%，基本符合以终端零售额统计的东南亚比中国（294/917=32%）的茶饮市场规模比例（灼识咨询）。若进一步参考各国家人均 GDP 水平，调节消费能力系数，则调整后的东南亚主要国家茶饮市场的理论店铺数量约为 12.6 万家，但考虑调整前的理论店铺数量已经为各国对应的城镇人口数量相乘得出（已经考虑各国经济水平差异），经调整后的理论店铺数量可能存在较大低估可能性。

表 3：东南亚主要国家地区蜜雪冰城远期开店空间测算

	2023 年人口 (万人)	2023 年城镇人口 (万人)	城镇化率 (%)	2023 年人均 GDP (美元)	理论店铺数量 (家)	消费能力 调节系数	经调整理论店铺 数量 (家)
新加坡	592	592	100%	84734	4142	6.72	27824
马来西亚	3513	2765	79%	11379	19354	0.90	17459
泰国	7170	3844	54%	7182	26905	0.57	15319
印尼	27870	16470	59%	4876	115281	0.39	44565
越南	10035	3825	38%	4289	26772	0.34	9103
菲律宾	11489	5548	48%	3805	38831	0.30	11713
总计	60669	33043	-	19378	231285	-	125983
蜜雪冰城					46257		25197

附注：

- 理论每万人店铺数基准值选取中国当前店铺数量为参考，理论每万人店铺数（基准）=中国当前茶饮店铺数量/中国城镇人口数量
- 消费能力系数调整：消费能力系数=对应国家 2023 年人均 GDP/中国 2023 年人均 GDP
- 最终理论店铺数量计算方式：理论店铺数量=城镇人口数量（万人）×理论每万人店铺数（基准）
- 经调整理论店铺数量计算方式：经调整理论店铺数量=城镇人口数量（万人）×理论每万人店铺数（基准）×消费能力系数

资料来源：iFinD，红餐大数据，长江证券研究所

咖啡：国内市场快速发展，依赖性与价格下探提高消费人次与频次

供给端：成长空间与连锁化率展现多重增长潜力

2010-2020 年中国的咖啡消费年复合增长率达 15%，同期世界仅 2%，国内咖啡市场正处于快速发展期。作为一个在国内蛰伏许久、被发掘出新潜力的赛道，现磨咖啡在瑞幸兴起后吸引了多方关注，各界巨头纷纷跨界加入竞争行列，2018 年开始连锁品牌开店节奏明显提速。当下中国的咖啡市场正处于激烈竞争的成长期，各品牌争相推出新产品、新联名，价格战进入白热化，但目前中国人均咖啡店数量仍处于较低水平，预期未来中国现磨咖啡店仍有广阔的开店空间。

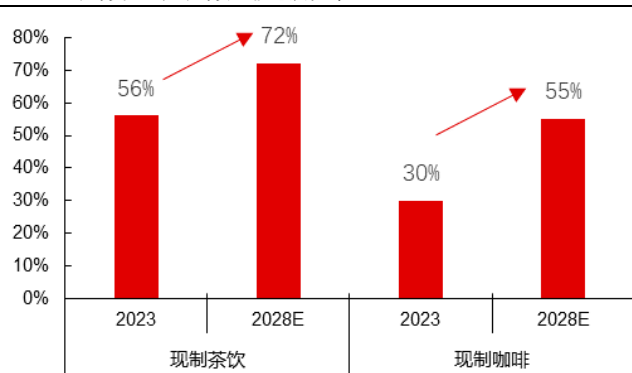
图 38：国内现磨咖啡市场正处于快速发展期



资料来源：窄门餐眼，美国农业部，德勤中国，各公司公开报道，长江证券研究所

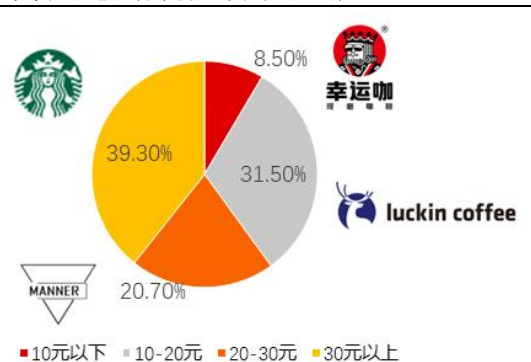
从供给端看，现制咖啡正展现出多重增长潜力，既体现在规模的高增速上，也蕴含连锁化率提升与低端价格带布局的机会。具体来看，现制咖啡规模未来5年增速有望保持在20%以上，成长动能强劲。连锁化率方面，2023年咖啡行业连锁化率约30%，显著低于茶饮行业的56%，连锁化率增长仍有较大空间。另外在价格带维度上，目前10元以下市场咖啡店占比较小，有较大提升空间，为供给端在下沉市场或大众消费场景中开辟差异化路径提供了可能。

图 39：现制茶饮及现制咖啡连锁化率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 40：2024 年中国咖啡店客单价分布及代表品牌



资料来源：餐宝典，各公司官网，长江证券研究所

表 4：现磨咖啡市场规模（亿元）预测

	星巴克 卡布奇诺价格	咖啡均价	现磨咖啡市占率 (中性)	现磨咖啡市占率 (乐观)	现磨咖啡市占率 (悲观)	市场规模 (中性)	市场规模 (乐观)	市场规模 (悲观)
2008	19	13	6.0%	6.0%	6.0%	5	5	5
2009	19	13	6.0%	6.0%	6.0%	9	9	9

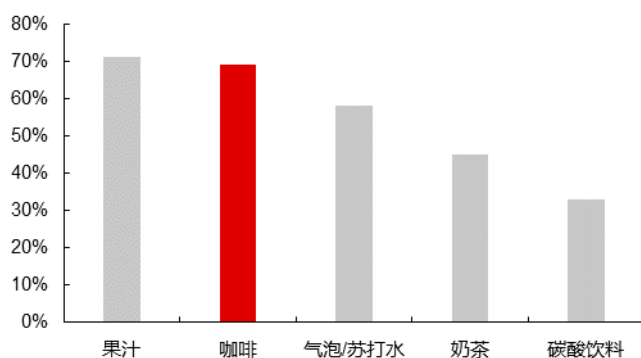
2010	19	13	7.0%	7.0%	7.0%	37	37	37
2011	22	14	8.0%	8.0%	8.0%	47	47	47
2012	25	15	9.0%	9.0%	9.0%	53	53	53
2013	25	15	9.4%	9.4%	9.4%	83	83	83
2014	25	15	13.2%	13.2%	13.2%	155	155	155
2015	27	17	19.0%	19.0%	19.0%	281	281	281
2016	27	17	21.7%	21.7%	21.7%	378	378	378
2017	27	17	23.1%	23.1%	23.1%	382	382	382
2018	27	17	25.0%	25.0%	25.0%	444	444	444
2019	27	17	30.0%	30.0%	30.0%	661	661	661
2020	27	17	32.0%	32.0%	32.0%	823	823	823
2021	28	18	31.0%	31.0%	31.0%	964	964	964
2022	29	19	31.0%	31.0%	31.0%	1018	1018	1018
2023	30	19	36.0%	40.0%	32.0%	1477	1641	1313
2024	30	19	40.0%	50.0%	34.0%	2051	2563	1743
2025	30	20	45.0%	55.0%	37.0%	3033	3707	2494
2026	30	20	50.0%	60.0%	40.0%	4209	5051	3367
2027	30	20	50.0%	60.0%	43.0%	5255	6307	4520

资料来源：窄门餐眼，极海，各品牌官方号，长江证券研究所

需求端：依赖性与价格下探提高消费人次与频次

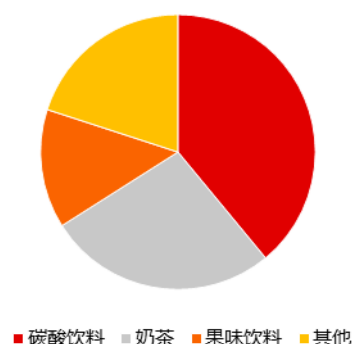
从消费端看，健康属性与依赖性，为消费者高频复购场景的成立提供了可能。具体而言，咖啡与健康概念的深度绑定已成趋势，消费者对咖啡的健康认可度不断提升，而现制咖啡在原料选择、制作过程上的可控性，更能契合当下大众对健康饮食的追求。另外，咖啡在具备提神醒脑的功的同时，含有的咖啡因具有依赖性，能有效提升消费者复购率，形成稳定的消费习惯，为现制咖啡在消费端的增长提供坚实基础。

图 41：消费者对主流饮品健康认知中，咖啡仅次于果汁（2021.11-2022.3）



资料来源：人民日报健康客户端&极光数据，长江证券研究所

图 42：咖啡健康概念带来的增量消费比例（2021.11-2022.3）



资料来源：人民日报健康客户端&极光数据，长江证券研究所

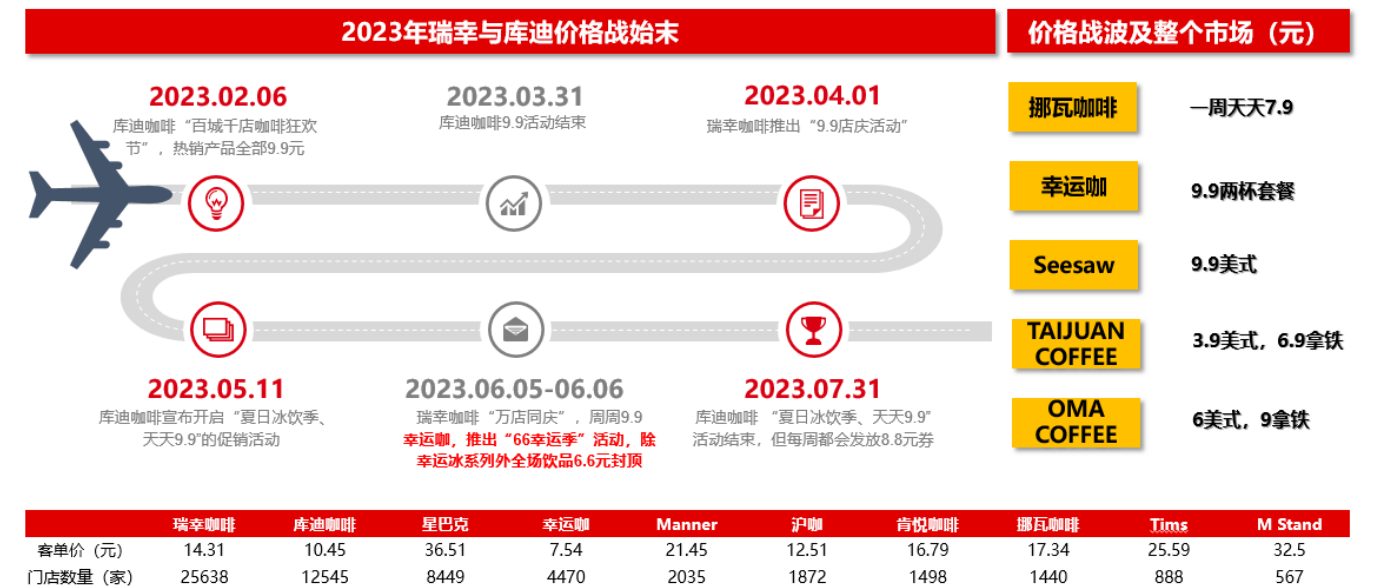
表 5：咖啡与健康概念深度绑定

具体作用	
护肝	抑制肝纤维化：每天多摄入 1 杯咖啡，肝癌风险降低 15%
	减少肝损伤：每天多摄入 2 杯咖啡，肝硬化风险降低 44%
	预防肝脏炎症：每天 3 杯以上可显著降低脂肪肝的发病风险
减脂	提升脂代谢能力：与摄入安慰剂相比，短期内摄入咖啡因者的脂肪氧化率更高
	提高疲劳耐受性和力量：咖啡因摄入量每增加一倍，体重、BMI 和脂肪量的平均减少量增加 2 倍
	提升反应和敏捷性
护肤	缓解皮肤干燥：降低皮肤 PH 值
	抑制色素沉着过度
	抗氧化：100ml 咖啡与 100g 草莓抗氧化成分含量相当

资料来源：人民日报健康客户端&极光数据，长江证券研究所

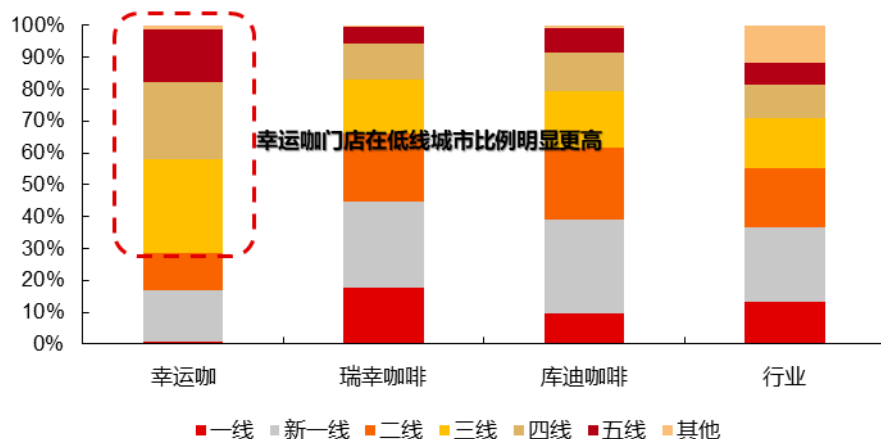
另一方面，2023 年起，现磨咖啡市场的竞争焦点逐渐转向价格战。当下，头部咖啡品牌纷纷卷入价格竞争，价格战已成为市场主旋律。在这场较量中，多数品牌的价格线仍高于 10 元，从窄门餐眼 2025 年 8 月数据看，唯有幸运咖将价位稳定在 10 元以下，形成鲜明的低价标签。更关键的是，幸运咖的门店布局中，低线城市占比显著高于其他头部品牌，展现出较强的下沉能力。低价策略与下沉布局的结合，让其在价格战中更易触达广阔的潜在客群，也为其带来了较大的发展潜力。

图 43：2023 年后价格战是现磨咖啡市场的主旋律，2024、2025 年价格战有所缓和，但低价已常态化



资料来源：窄门餐眼，各品牌官方号，长江证券研究所

图 44：幸运咖及低客单价咖啡品牌门店分线城市占比（截至 2025 年 6 月）



资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

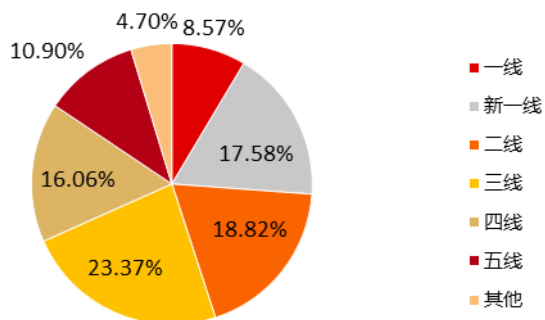
价格战提高了咖啡消费人群渗透率，以及消费频率，拓宽了下沉空间。过去，长期以来，咖啡价格显著高于茶饮，作为“轻奢饮品”，单杯均价多在 30-40 元，远超茶饮主流价格带。2023 年起，密集打响的价格战导致多个产品单价下探至 10-20 元，与主流茶饮品牌持平。此前因价格门槛却步的下沉市场、年轻群体加速入场，从“偶尔尝鲜”转向“高频复购”，推动咖啡消费从“小众选择”向“日常化需求”转变。目前咖啡行业相比于茶饮在城市分布方面仍有较大的下沉空间。

表 6：茶饮与咖啡品牌客单价（元）

品牌	2022 年 5 月	2023 年 2 月	2024 年 4 月	2024 年 10 月	2024 年 11 月	2025 年 2 月	2025 年 3 月	2025 年 4 月	2025 年 5 月
喜茶	27.64	22.28	17.65	16.97	16.90	17.15	17.24	17.33	17.44
奈雪的茶	31.04	24.48	20.54	20.13	20.07	19.27	19.33	19.33	19.32
蜜雪冰城	9.25	8.38	7.85	7.56	7.54	7.18	7.16	7.34	7.32
茶颜悦色	16.55	16.98	18.43	18.50	18.49	17.19	17.15	17.20	17.24
CoCo	14.59	13.99	13.79	13.71	13.69	13.37	13.38	13.40	13.38
1 点点	14.84	14.88	15.07	14.87	14.81	14.89	14.93	15.00	15.03
茶百道	16.20	15.79	14.97	14.47	14.44	14.47	14.53	14.48	14.44
古茗	15.41	15.35	15.29	15.22	15.23	14.55	14.54	14.79	14.44
瑞幸	19.32	19.25	15.72	15.06	14.98	14.58	14.27	14.58	14.53
星巴克	39.95	39.29	37.94	37.60	37.53	36.62	36.65	36.70	36.74
Tims	29.85	27.25	25.59	25.82	25.73	25.48	25.49	25.75	25.75
COSTA	38.20	37.92	36.18	35.10	35.06	32.69	32.83	32.88	32.70
Manner	22.15	22.65	21.92	21.15	21.15	21.29	21.35	21.36	21.26
M Stand	43.60	41.82	37.18	36.44	36.67	34.27	34.07	33.84	33.45

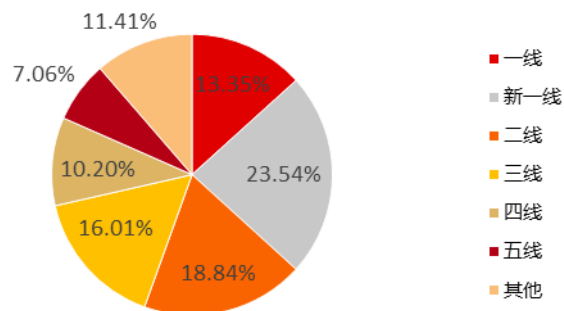
资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

图 45：国内奶茶饮品城市分布（截至 2025 年 6 月）



资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

图 46：国内咖啡城市分布（截至 2025 年 6 月）



资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

幸运咖开店空间测算

幸运咖依托与蜜雪冰城的协同，在供应链端形成显著优势，既降低成本又保障供应稳定。作为蜜雪冰城体系品牌，幸运咖参与其集中采购，原料成本优势突出；同时，蜜雪冰城的 27 个仓库正陆续向幸运咖开放服务，为本地门店提供支持。这不仅让原料供应更稳定，确保产品质量一致，也减少中间环节损耗，一方面强化了成本优势，另一方面保障原材料持续供应，助力门店高效运营，降低公司及加盟商的综合成本。

图 47：蜜雪冰城供应链对幸运咖赋能



资料来源：茶咖观察，长江证券研究所

表 7：咖啡品牌单店模型对比

	瑞幸咖啡	星巴克	库迪	幸运咖
前期投入（万元）	50	160	35	30
营业收入(月)	157139	252340	85250	55800
日收入（元）	5069	8140	2750	1800
日单量	370	220	250	200
客单价（元）	14	37	11	9
原料成本(月)	53427	83272	35805	25110
占比	34%	33%	42%	45%
毛利率(月)	103712	169068	49445	30690

占比	66%	67%	58%	55%
经营成本(月)	77789	144257	45816	26763
占比	49.5%	57.2%	53.7%	48.0%
人力成本	29071	50468	17050	9486
占比	18.5%	20.0%	20.0%	17.0%
房租成本	15400	30281	9378	5022
占比	9.8%	12.0%	11.0%	9.0%
易耗品	2200	3533	1194	781
占比	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
配送费	17757	25234	9633	5022
占比	11.3%	10.0%	11.3%	9.0%
折旧费用	8333	26667	5833	4667
占比	5.3%	10.6%	6.8%	8.4%
能源成本	5028	8075	2728	1786
占比	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
营业利润(元/月)	26714	24811	3629	3927
经营利润率(月)	17.0%	9.8%	4.3%	7.0%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

现磨咖啡市场整体仍有较大开店空间，幸运咖在下沉市场的潜力尤为突出。我们参考日本成熟咖啡市场下每万人咖啡门店数量，给定理论每万人咖啡店数量，中性场景下预计我国远期理论咖啡门店数量将超过 60 万家，其中最大增量来源市场为三线及以下城市，幸运咖与该市场巨大的拓展空间高度契合，参考 2025 年 7 月 1 日我国咖啡门店数量，以 2025 年 6 月幸运咖在各线城市市占率推算，幸运咖未来门店具备 2 倍以上的增长空间。

表 8：幸运咖国内开店空间测算（家）

中性场景						
城市线级	目前咖啡门店数量	每万人门店数量	理论每万人咖啡店数量	理论店铺数量	开店空间	幸运咖
一线	29962	3.62	5.65	46773	16811	22
新一线	52800	2.92	5	90365	37565	691
二线	41347	1.69	4.5	110102	68755	1162
三线及以下	101339	1.13	4	360037	258698	10955
合计	225449			607278	381829	12829
乐观场景						
城市线级	目前咖啡门店数量	每万人门店数量	理论每万人咖啡店数量	理论店铺数量	开店空间	幸运咖
一线	29962	3.62	6.78	56128	26166	34
新一线	52800	2.92	6	108438	55638	1023
二线	41347	1.69	5.4	132123	90775	1535
三线及以下	101339	1.13	4.8	432045	330705	14004

合计	225449		728734	503285	16595
悲观场景					
城市线级	目前咖啡门店数量	每万人门店数量	理论每万人咖啡店数量	理论店铺数量	开店空间
一线	29962	3.62	4.52	37418	7456
新一线	52800	2.92	4	72292	19492
二线	41347	1.69	3.6	88082	46735
三线及以下	101339	1.13	3.2	288030	186690
合计	225449		485822	260373	9063

资料来源：国家统计局，窄门餐眼，长江证券研究所

竞争优势：IP+定位+供应链

现象级 IP 构筑独特流量壁垒

IP 运营商、餐饮企业与消费者间形成紧密的价值流转闭环。近年 IP 经济火热，IP 运营商通过授权独特 IP 形象或内容，为餐饮企业注入流量、人气与曝光度，助其以差异化场景吸引消费者目光；餐饮企业借助 IP 的市场号召力实现客群聚拢，在向 IP 方支付授权费用、创造收入与利润的同时，依托 IP 元素为消费者提供情感共鸣的情绪价值（如怀旧、潮流体验）及差异化服务（如主题化就餐场景），增强用户心智连接；消费者因 IP 情感认同产生消费行为，以高频次复购推动企业流量变现，其口碑传播又反哺 IP 影响力与企业品牌声量，最终构建起“IP 赋能企业获客—企业借 IP 创造情感价值—消费者用脚投票反哺商业价值”的可持续生态。

图 48：IP 运营商、餐饮企业、消费者的价值流转关系



资料来源：长江证券研究所

蜜雪冰城的“雪王”IP 凭借自有化运营与现象级曝光构筑了独特的流量壁垒。公司于 2018 年推出“雪王”IP，围绕“雪王”形象推出主题曲、动画等一系列内容，实现了病毒式传播，蜜雪冰城主题曲的相关话题在主要社交平台上的累计曝光量分别超过 191 亿次及 95 亿次；“雪王”的人格化运营将 IP 深度融入产品与消费者日常，2022 年通过“雪王黑化”事件带动桑葚系列产品首月销量 2200 万杯；另外“雪王”自有 IP 自带流量，无需与影视明星、游戏等过多联名，避免高成本 IP 授权，规避了真人代言风险，又通过多样产品和 UGC 内容裂变，构建起可持续的“雪王宇宙”。

图 49：雪王 IP 衍生



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 9：2024 年 1 月至 2025 年 1 月上旬主要茶饮品牌联名盘点，蜜雪冰城联名较少且主要与软件等进行务实合作

品牌与联名数 (个)	IP
奈雪的茶 (23)	《七十二家房客》、街猫 app、魔卡少女樱 (第二弹)、三丽欧、泰国国家旅游局✖美团大众点评、哈利波特 (第二弹)、飞天小女警、哈利波特、广州热血奇迹✖Bduck 小黄鸭、携程机票、宝可梦、西安美术学院、天线宝宝、美少女战士·永恒之章、周大福、海绵宝宝、明日方舟 Arknights、偶遇-韦斯·安德森中国首展、小王子、故宫纹藏、南普青年、pidan、mofusand
乐乐茶 (17)	守护甜心、未定事件簿、黄油小熊、甄嬛传、哭喊中心 CryingCenter、饿了么✖UCCA、暹罗厘普、BADMARKET、面包超人、风野✖风野、译林出版社、塔卡沙 TYAKASHA (第二弹)、十三余、咒术回战、方回春堂
coco (14)	战双帕弥什、Kato 美妆、复旦大学爱猫协会、奥特曼赛罗、丝塔芙、春蕾计划、懒人石榴 OK 兄妹、Aza、火影忍者、快乐小狗、钻石世家、hello Kitty 50 周年、POP 子&PiPi 美、沙漠邮局
喜茶 (14)	hello Kitty、BEARBRICK 联名公仔套装、草间弥生、光遇手游、安踏冠军、上城士、吉卜力工作室、MARIMEKKO、庆余年第二季、BEARBRICK、光与夜之恋、繁花、CLOT、红山动物园
霸王茶姬 (14)	毛戈平、SALOMON、遇见梵高、Levi's、苏州博物馆、乌镇戏剧节、ANGEL CHEN、广西壮族自治区博物馆、手制茶非遗传承人、ELLE、央视节目《巴黎见！东方茶会友》、武夷山博物馆、中国国家地理、故宫·茶世界
茶百道 (13)	TNTSPACE✖Zoraa、英雄联盟 The Shy、Red Dog 红狗、金铲铲之战、大梦归离、陕西历史博物馆、周翊然、颜心记、杨力维、杨舒予、狐妖小红娘月红篇、梅见青梅酒、崩坏：星穹铁道、非遗送锦织艺代表性传承人-钱小萍
柠季 (13)	闪耀暖暖、好东西、泰迪之家、疯兔、柯南、又梨、菜狗、中国梅花、R.E.D 组合、宝石 GEM、喵比、敦煌博物馆、Heyone 黑玩
茉莉奶白 (13)	亲密的奥黛丽·赫本、芭比、永夜星河、BLACKHEAD、帕特宠物食品、小马宝莉、加菲猫、BettyBoop、闻献、NERDY、深圳时装周、未卡 VETRESKA、泡泡骚
沪上阿姨 (12)	蛋仔派对、人鱼陷落漫画、宝可梦、我的阿勒泰、伪装学渣、哪吒传奇、哈尔的移动城堡、欢乐颂、全球高考、bosie、2024 张杰巡演上海站、知否
古茗 (10)	小鸚鵡 BEBE、魔道祖师动画、KPL 王者梦之队、盗墓笔记、荆州博物馆、恋与深空、警茶、葫芦兄弟、天官赐福、莲花楼
益禾堂 (10)	盗墓笔记、时光代理人、三国演义、徐福记、白荆回廊、长相思、王者荣耀：荣耀之章、下里巴熊、全职高手、猪猪侠
蜜雪冰城 (9)	敦煌博物馆、曲阜三孔、加菲猫、新日电动车、王源客厅狂欢演唱会、滴滴、快手、百度地图、奶噗噗

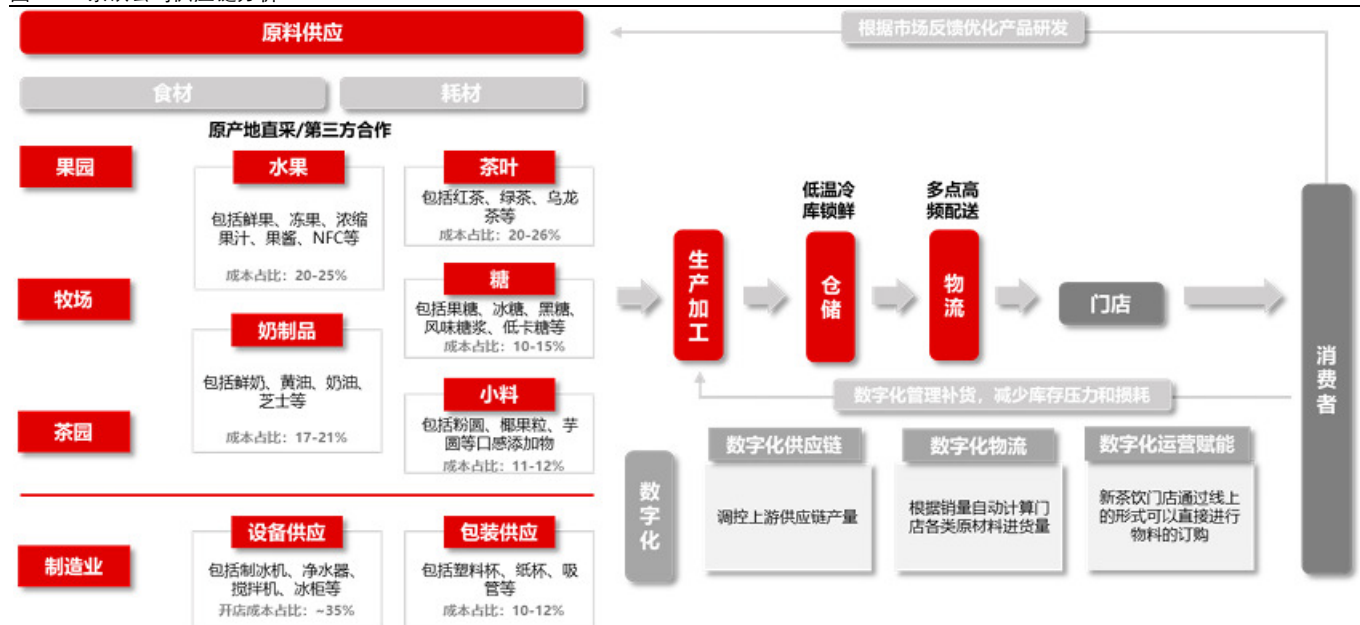
资料来源：剥椒整理，长江证券研究所

供应链规模、深度领先行业

蜜雪冰城工业级的供应链体系，是其高质平价战略的核心支撑，通过供应链提效形成“品牌-供应链-加盟商-消费者”的增长链，本质上可以被看作一家茶饮品类下的供应链企业。蜜雪冰城的供应链体系包括四大层级的深度整合：1) 全球采购网络覆盖 38 个国家，实

现新西兰奶粉、丹麦芝士等核心原料的规模化集采；2) 自营生产基地以 79 万 m²产能（年产量 165 万吨）保障 100%核心原料自主生产，60 余条智能化生产线将存货周转率提升至 7 次/年，支撑极致性价比；3) 下沉物流网络依托 27 个自营仓与 97%门店冷链覆盖率，实现 90%县城门店 12 小时内极速配送；4) 数字化中枢通过 AI 销量预测（准确率超 90%），将原料损耗压缩 15%，加盟商补货效率提升 30%。供应链“采购-生产-物流-终端”的全链路闭环，使蜜雪冰城在保持低价格带的前提下，形成成本控制与规模效应的双重护城河。

图 50: 茶饮公司供应链分析



资料来源：沙利文，行行查，长江证券研究所

具体看，上游原材料：蜜雪冰城以全球化采购与本土化生产构建强韧上游供应链，既确保原料品质稳定，又提升供应效率。在原料端，其采购网络延伸至 6 大洲 38 个国家，从全球优质产区甄选核心食材；同时深度绑定 120 余个种植基地，通过直采模式把控源头品质与供应稳定性。生产端则布局 5 大核心基地，不仅实现 7 大品类食材的规模化加工，还覆盖包材、设备等配套物资的自主生产，形成从原料到终端所需的全链条供应能力，成为了中国现制饮品供应链领域中生产品类最全和规模最大的企业。

表 10：蜜雪集团生产基地及关键运营信息

基地	生产产品	占地面积 (万平方米)	年产能 (万吨)	产能利用率 (%)	
				2023 年	2024 年前 9 个月
河南	糖、奶、茶、咖、果、 粮、料、包材及设备	34.2	121	50.7	48.1
海南	奶、咖	20.4	4.5	33.7	49.2
广西	糖、果、料	10	18.5	17.8	61.1
重庆	果、粮	12.2	15.5	73.6	45.9
安徽	果	1.9	5.4	57.6	65.8

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 11：蜜雪集团七大类食材产能及利用率

品类	2023 年		2024 年前 9 个月	
	产能（吨）	产能利用率（%）	产能（吨）	产能利用率（%）
糖	580209	42.4	480720	46.5
奶	359765	55.2	337637	52.3
茶	3856	23.5	3190	66.8
咖	14333	58.5	11388	63.3
果	231509	58.9	164145	49.7
粮	13099	48.3	18490	44.7
料	146856	54.5	109282	59.2

资料来源：公司公告，长江证券研究所

物流体系方面：蜜雪冰城的配送网络以超广覆盖和深度下沉领跑行业，同时稳步推进海外布局。截至 2024 年 9 月 30 日，蜜雪集团拥有 27 个仓库，总面积 35 万平方米为行业最大，同时在东南亚拥有 7 个自主运营仓库。配送方面，公司已覆盖中国内地 31 个省份、自治区及直辖市，涵盖超 300 个地级市、1700 个县城和 4900 个乡镇，覆盖广度与下沉深度居行业首位，国内逾 90%的县级行政区划可实现 12 小时内触达，97%以上的门店纳入冷链物流覆盖范围，是行业里极少数能做到商流、信息流、资金流、物流四流合一的企业。

图 51：蜜雪集团仓储物流网络



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

数字化方面：蜜雪冰城以高数字化水平为供应链注入核心动能，通过技术赋能实现全链路高效协同与精准管控。依托 WMS 仓储管理系统、TMS 运输管理系统、电子大屏监控及“一盘货”等技术工具，强化物流各环节的数字化管控，同时，对物流承运商实施全流程实时监测，从仓库发货到门店接收，全程把控物料储存的温湿度条件，既减少

损耗浪费，也筑牢食品安全防线，最终通过数字化能力持续优化配送体验，支撑供应链高效运转。

表 12：蜜雪集团供应链数字化

系统	功能
SRM	处理供应商报价、采购订单、付款、退货及换货。通过准确记录采购订单、物流通知及财务结算明细来优化采购流程。
MES	提高产品质量稳定性，扩大产能及建立标准化生产管理流程。
LMS	以物联网技术集成智能设备，通过自动化信息收集和电子仪表盘管理等功能简化了生产。
EMS	采用智能仪表并利用物联网技术，实现水电气等工厂能源设施信息的实时收集。其可自动分析数据，生成提示，减少浪费，从而促进透明的能源数据管理。
DMS	主要功能包括门店端订单管理、退货管理、促销管理等。通过使用 DMS 系统，可实现门店订单的全周期综合管理。
OMS	主要功能包括上下游订单管理流程。通过使用 OMS 系统，可实现全球存货实时可视化，并促进供应链与各个其他业务系统之间的数据流通。
WMS	主要功能包括仓库货物管理及存货管理。通过使用 WMS 系统，可实现仓库运营的数字化管理，提高效率和准确性。
TMS	主要功能包括车辆管理、路线规划、订单管理及配送管理。通过使用 TMS 系统，可以控制配送节点并实现信息可视化，有效地为运营提供支持。
BMS	主要功能包括开票管理、应收账款管理、应付账款管理等。通过使用 BMS 系统，可实现供应链开票与结算的数字化，并可与全公司财务系统整合。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

低价优势成就市场下沉能力

蜜雪冰城的柠檬水等核心产品，价格已与瓶装饮料市场的主流产品基本持平。这种定价策略形成降维打击——相较瓶装饮料，现制饮品的新鲜度、即时性更胜一筹，却拥有同等价格带；相较其他现制茶饮，其低价又精准契合大众日常消费需求。尤其在下沉市场，这种优势被持续放大。低线城市消费者对价格敏感度更高，现制饮品既满足了“随手买”的高频消费场景，又无需为溢价买单。蜜雪冰城借此将饮品消费从“偶尔尝鲜”转化为“日常刚需”，依托价格与场景的双重优势，在下沉市场构建起高频消费的护城河。

表 13：蜜雪冰城与盒马产品对比

名称	蜜雪冰城				盒马	
	冰鲜柠檬水	柠檬绿茶	棒打鲜橙	铁皮石斛玉竹水	苹果黄芪水	每日 C 橙汁
容量 (ml)	660	660	660	500	500	300
价格 (元)	5	6	7	4.9	5.9	6.9
产品图						

资料来源：公司官方小程序，长江证券研究所

具体看，低单价产品成果显著，客单价最低的几款产品成为蜜雪冰城的核心大单品。蜜雪冰城前五大畅销常青款产品，占其 2024 年前 9 个月在中国总饮品出杯量的约 41.2%。2023 年中国每十杯柠檬水、十支新鲜冰激凌、十杯珍珠奶茶中，就有超过 8 杯、3 支、

3 杯来源于蜜雪冰城，核心大单品不仅支撑起门店的稳定客流，更助力品牌在下沉市场快速铺开，巩固其在平价饮品赛道的优势地位。

表 14：前五大畅销常青款产品占在中国总饮品出杯量的约 41.2%⁴

产品	价格	出杯量占比	市场地位
冰鲜柠檬水	4	15.49%	2023 年，中国每十杯现制柠檬水中有超过八杯来自蜜雪冰城
新鲜冰激凌	2	19.72%	2023 年，中国每十支现制冰淇淋中就有超过三支来自蜜雪冰城
珍珠奶茶	6	5.42%	2023 年，中国每十杯珍珠奶茶中就有超过三杯来自蜜雪冰城
蜜桃四季春	7	5.14%	2024 年前九个月公司在中国售出约 3.65 亿杯蜜桃四季春
满杯百香果	7	3.96%	2024 年前九个月，公司在中国售出约 2.81 亿杯满杯百香果

资料来源：公司公告，长江证券研究所

从单店模型对比看，蜜雪冰城凭借极致轻量化店型和最低初始投资成本，在下沉市场展现出显著优势。蜜雪冰城门店面积在 15-60 m² 之间，类型分为标准档口店（面积大于 12 m²）、堂食店（面积 30-60 m²）、旗舰店（不低于 90 m²）和集装箱店（大于 12 m²），门店场景类型较为广泛，包括繁华街边、商务区、社区、车站、商场、百货公司等。蜜雪冰城初始投资低、门店面积相对更小，人员配置比同类品牌精简，大幅降低门店运营负担，毛利率处于行业中上水平。

⁴ 总占比与各产品合计占比差异为四舍五入计算差异

图 52：主要茶饮品牌单店模型比较⁵

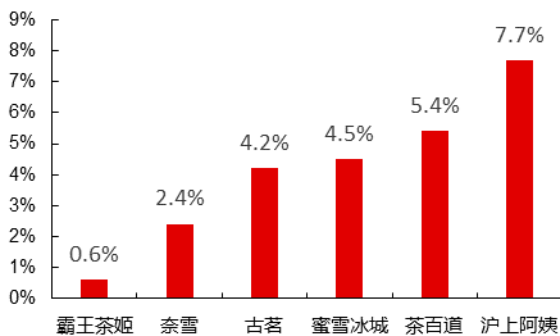
省会/直辖市门店	蜜雪冰城	茶百道	古茗	沪上阿姨	霸王茶姬	奈雪的茶
门店面积 (m ²)	30	40	50	30	80	80
人员配置 (个)	4	6	6	4	8	9
投资回报周期 (月)	10	9	10	19	9	18
收入 (万元)	161.2	238.8	246.6	156.1	622.9	372.0
日均零售额 (元)	4416.3	6887.2	6756.2	4277.0	17066.7	10191.3
日均杯销量 (杯)	350.3	251.8	417.0	164.5	833.3	344.3
客单价 (元)	12.6	27.4	16.2	26.0	20.5	29.6
初始投资 (万元)	21.8	31.0	33.4	28.5	87.0	98.0
加盟费 (万元)	1.1	3.0	1.9	5.0	6.0	6.0
保证金 (万元)	2.0	3.0	3.0	0.5	2.0	3.0
品牌管理费 (万元)	0.5	1.0	3.0	1.0	5.0	3.0
开店培训费 (万元)	0.2	0.5	2.5	2.0	4.0	4.0
设备费用 (万元)	7.0	15.0	13.0	9.0	20.0	35.0
装修费 (万元)	6.0	8.0	6.0	6.0	40.0	40.0
物料费 (万元)	5.0	0.5	4.0	5.0	10.0	7.0
费用 (万元)	135.3	203.8	207.8	137.9	507.7	306.1
原材料成本%	47%	42%	45%	38%	38%	37%
员工成本%	12%	13%	12%	13%	12%	12%
房租成本%	11%	12%	12%	18%	18%	19%
水电杂费物料%	3%	3%	3%	3%	2%	2%
设备折旧成本%	2%	2%	2%	3%	1%	3%
外卖配送成本%	6%	12%	9%	10%	9%	9%
外卖收入 (万元)	40	141	106	81	280	172
外卖收入占比%	25%	59%	43%	52%	45%	46%
外卖配送成本 (万元)	8	28	21	16	56	34
外卖抽佣率%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
门店经营利润 (万元)	25.9	35.0	38.8	18.2	115.2	65.8
毛利率%	53%	58%	55%	62%	62%	63%
经营利润率%	16.1%	14.7%	15.8%	11.7%	18.5%	17.7%

资料来源：各公司招股书、公告、官网，长江证券研究所

深度布局下沉市场的同时，蜜雪集团展现出稳健的运营韧性与市场吸引力。从闭店率看，其 2023 年闭店率为 4.5%，处于行业平均水平，在覆盖超 360 个城市、门店总数超 3.6 万家的庞大基数下，仍能维持闭店率可控，体现出下沉市场布局的稳定性。并且在加盟商信心层面，蜜雪冰城单个加盟商平均加盟门店数量持续增长，增幅显著且趋势连贯，反映出加盟商对其品牌模式、供应链支撑及市场前景的高度认可。

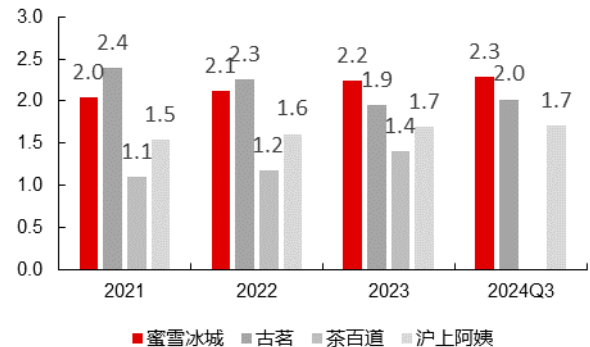
⁵ 奈雪的茶根据公司 2024 年年报测算数据，其余品牌根据 2023 年数据测算

图 53：主要茶饮品牌 2023 年闭店率



资料来源：各公司招股书，长江证券研究所

图 54：主要茶饮品牌每个加盟商平均加盟门店数量（家）



资料来源：各公司招股书，长江证券研究所

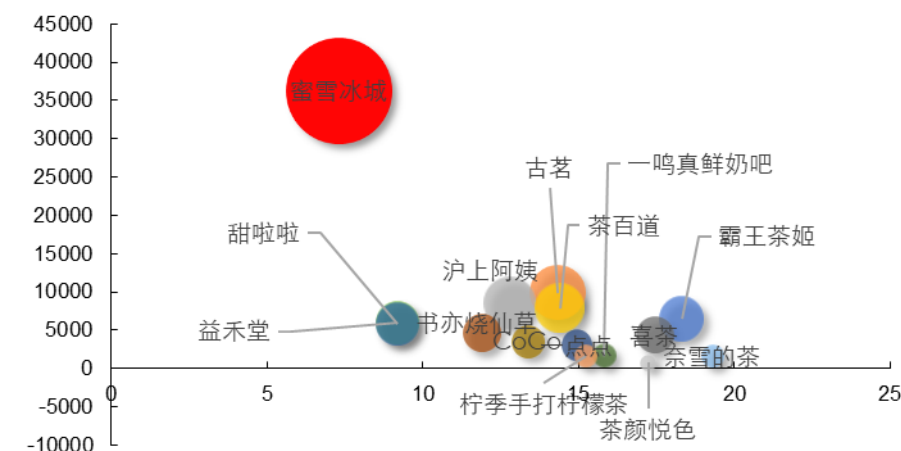
表 15：多种店型供加盟商选择

	标准档口店	堂食店型	旗舰店型	集装箱店型	特装店	主题店
占比	19.8%	78.1%	0.1%	0.9%	1%	0.1%
面积	面积大于 12 m ² ，面宽 ≥2.5 米	面积 30-60 m ² ，面宽 3.8 米以上	净使用面积一层不低于 90 m ² ，二层不低于 80 m ²	面积大于 12 m ²		
功能	外带、无休息区	外带、休息区	网红、标杆店面、周边展示、休息	外带，休息区，特色主题		
商圈	繁华街边、商务区、车站	繁华街边、商务区、社区、车站、商场、百货公司	繁华商业街、商场、购物中心、百货公司	景区，游乐场，服务区，公园，广场，高铁站，飞机场		
形象						

资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

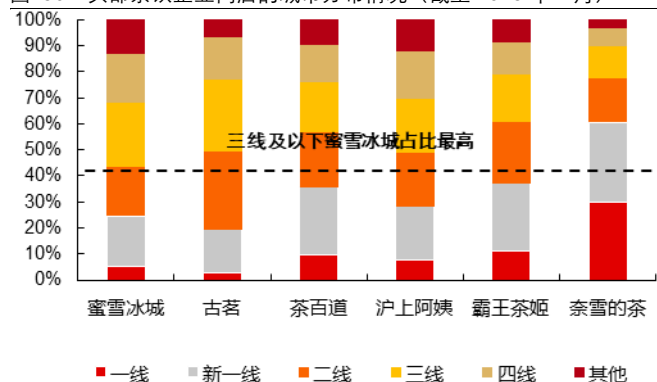
蜜雪冰城在下沉市场的布局，以及覆盖城市数量领先。凭借供应链优势，蜜雪冰城的低客单价展现出极强的市场下沉能力，在三四线及以下城市的门店占比合计超过 56%，覆盖了 365 个城市，下沉市场占比以及覆盖城市数量均在头部茶饮品牌中排名第一。高门店数、城市覆盖率让蜜雪冰城形成了广泛且密集的市场布局，成为下沉市场中最具代表性的茶饮品牌。

图 55：茶饮品牌门店数量（家，纵轴）以及客单价（元，横轴）（面积大小代表门店数量）⁶



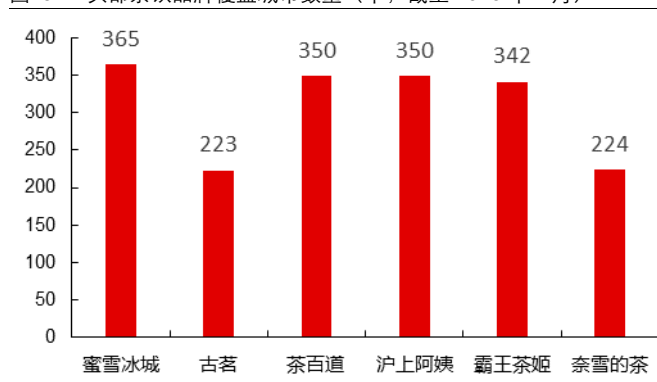
资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

图 56：头部茶饮企业门店的城市分布情况（截至 2025 年 4 月）



资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

图 57：头部茶饮品牌覆盖城市数量（个，截至 2025 年 4 月）



资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

盈利预测与投资建议

我们看好蜜雪集团未来发展空间：1、当下现制茶饮行业激烈竞争，茶饮品牌高度依赖外部 IP 联名引流实现破圈，而蜜雪冰城凭借自有“雪王”IP 打破流量枷锁；2、蜜雪集团供应链实现端到端控制，强大的供应链体系筑就极致性价比护城河；3、成长空间方面，蜜雪冰城展现出双轮驱动潜力，国内凭借“高质平价”策略持续开拓市场空间，国外通过本地化研发和供应链中心建设，复制中国模式。预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 57.12、68.17、76.51 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 16：蜜雪集团盈利预测（百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	13575.58	20302.47	24828.87	32320.46	38741.03	43593.03
yoy	31.15%	49.55%	22.29%	30.17%	19.87%	12.52%
分业务						

⁶ 截至 2025 年 5 月 22 日，仅计算国内门店

商品销售	12551.04	19160.21	23452.46	30542.83	36610.27	41195.41
占比	92.45%	94.37%	94.46%	94.50%	94.50%	94.50%
设备销售	748.39	736.54	756.37	904.97	1046.01	1133.42
占比	5.51%	3.63%	3.05%	2.80%	2.70%	2.60%
加盟和相关	276.15	405.72	620.05	872.65	1084.75	1264.20
占比	2.03%	2.00%	2.50%	2.70%	2.80%	2.90%
利润						
税前利润	2658.22	4153.81	5813.60	7494.73	8943.85	10038.95
所得税	644.95	967.40	1356.38	1753.77	2092.86	2349.11
占利润比例	24.26%	23.29%	23.33%	23.40%	23.40%	23.40%
净利润	2013.27	3186.41	4457.22	5740.96	6850.99	7689.83
归母净利润	1996.72	3137.34	4436.50	5712.26	6816.73	7651.38

资料来源：公司公告，长江证券研究所

风险提示

- 1、消费复苏缓慢：公司以茶饮为代表的业务增长假设基于消费复苏前提，宏观居民消费力受损或导致销售不及预期。
- 2、开店不及预期：公司茶饮、咖啡主营业务依赖门店扩张支持成长，项目不确定性或导致销售不及预期。
- 3、行业竞争加剧：茶饮市场进入门槛低，竞争激烈，平价消费价格带区间企业分布密度越来越高，行业竞争加剧或导致业绩不及预期。
- 4、外汇汇兑风险：公司门店布局在东南亚等地，由于国际市场汇率波动，可能影响企业的成本和收益。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。