

公司研究

低价为矛，供应链为盾

——蜜雪集团（2097.HK）投资价值分析报告

要点

平价“雪王”，覆盖万店的超级工厂。按截至2024年9月30日的门店数(中国内地40510家、中国内地以外4792家)计，蜜雪集团是最大的现制饮品企业。蜜雪冰城产品高质低价，采用加盟模式，98%以上收入来自向加盟商销售原材料和设备。

行业下沉市场空间大，供应链打造核心竞争力。现制饮品行业正处于快速发展中，城镇化率提升推动现制茶饮行业规模增长，经济增速放缓有望促使平价产品规模增速加快。23年中国现制茶饮市场规模达到2585亿元，灼识咨询预计23-28年的CAGR为17.3%。现制茶饮行业蜜雪冰城独占鳌头，以出杯量计，23年蜜雪冰城市占率约49.6%。现磨咖啡店的市场规模正处于快速增长中，23年市场规模达到1515亿元，灼识咨询预计23-28年的CAGR为20.4%。

薄利多销，助力蜜雪独占鳌头。蜜雪冰城为万店连锁品牌，具有选址难度低、客单价低、标准化程度高、加盟门槛低、原料供应链成熟度高等特点。蜜雪冰城产品价格低但仍有较高盈利，主要在于：1) 瞄准下沉市场，需求与供给匹配。2) 完整供应链带来低成本优势。3) 采取加盟模式，转嫁终端经营风险。

国内开店仍有空间，咖啡有望发力。25年开店政策优化，助力国内门店开拓。我们通过分省测算，预计蜜雪冰城在国内的开店空间约为5.3万家。23年下半年到24年上半年，因行业价格战激烈以及经营出现问题，幸运咖闭店较多，门店数量陷入停滞。面对幸运咖出现的问题，CEO张红甫重新带队，对组织架构进行调整。2024年幸运咖重启扩张，2025年门店数量有望翻倍。

海外空间广阔，探寻新成长机会。国内茶饮市场面临红海，从2018年起，新老品牌出海进程提速。蜜雪冰城在海外市场整体表现出色，门店主要位于东南亚。东南亚现制饮品市场竞争格局高度分散，呈“水滴型”结构。印尼和越南是蜜雪最大的两个海外市场。2023-2024年受团队变动、市场判断偏差及外部竞争加剧影响，印尼市场经营节奏放缓。经过调整，海外市场开拓已整装待发。我们预计通过现有市场加密，蜜雪冰城海外远期开店空间为1.3万家。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为56.90/66.94/76.99亿元，折合EPS分别为14.99/17.63/20.28元，当前股价对应PE分别为27X/23X/20X。蜜雪冰城为少有的具备工业化能力的现制茶饮品牌，生产成本在规模效应下逐步摊薄，进一步巩固其在10元以下价格带的优势。万店基础和极致供应链构建蜜雪护城河，旗下幸运咖运营逐步理顺，延续蜜雪冰城的“低价+爆品”模式吸引更多消费者，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：开店速度低于预期、行业竞争超预期、食品安全问题、次新股股价波动风险。

公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 20,302 | 24,829 | 31,863 | 37,011 | 42,038 |
| 营业收入增长率 | 50% | 22% | 28% | 16% | 14% |
| 归母净利润(百万元) | 3,137 | 4,437 | 5,690 | 6,694 | 7,699 |
| 归母净利润增长率 | 57% | 41% | 28% | 18% | 15% |
| EPS(元) | 8.71 | 12.33 | 14.99 | 17.63 | 20.28 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 29.9% | 29.7% | 27.6% | 24.5% | 22.0% |
| P/E | 47 | 33 | 27 | 23 | 20 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-10-15，HKD/CNY=0.9227（注：2023-2027年总股本数分别为3.6/3.6/3.8/3.8/3.8亿股）

买入（首次）

当前价：444.00 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

| | |
|-------------|---------------|
| 总股本(亿股) | 3.80 |
| 总市值(亿港元) | 1,685.51 |
| 一年最低/最高(港元) | 256.00/618.50 |
| 近3月换手率 | 24.02% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|-------|--------|----|
| 相对 | 15.46 | -28.50 | / |
| 绝对 | 13.38 | -22.76 | / |

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

收入方面：预计公司 2025-2027 年净增加门店数分别为 8100/7500/7300 家。**1) 商品销售：**考虑到 2025 年外卖补贴对茶饮门店订单量增长贡献较大，预计 2025 年公司商品销售收入增速较快，2026-2027 年增速回落。对当年门店数量的测算，我们采取当年末和前一年末门店数的平均值。综合来看，预计 2025-2027 年公司商品销售额增速分别为 29.9%/16.6%/13.8%。**2) 设备销售：**根据公司加盟小程序信息，新店设备费用 7 万元左右，预计 2025-2027 年单个新店贡献设备收入基本保持稳定，假设增速分别为 1%/1%/1%。预计公司 2025-2027 年设备销售收入增速分别为-4.1%/-2.4%/+1.6%。**3) 加盟和相关服务：**主要包括初始加盟费、培训服务费、持续支持服务费用等，预计 2025-2027 年单店贡献的加盟和相关服务收入基本保持稳定，增速维持在 1%，预计 2025-2027 年该业务收入增速分别为 9.8%/16.6%/13.8%。

成本及支出方面：**1) 毛利率：**2024 年毛利率为 32.5%，随着规模扩大后产能利用率的提升，预计毛利率逐步提升，预计 2025-2027 年毛利率分别为 32.6%/32.7%/32.8%。**2) 销售费用率：**2024 年销售费用率为 6.4%，后续随着规模效应的显现，预计销售费用率逐渐降低，预计 2025-2027 年分别为 6.3%/6.2%/6.1%。**3) 管理费用率：**2024 年管理费用率为 3.0%，随着规模效应的显现，预计 2025-2027 年分别为 2.9%/2.8%/2.7%。**4) 研发费用率：**2024 年研发费用率为 0.4%，近两年基本保持稳定。茶饮品牌需保持一定的产品上新频率，预计研发投入比例将继续保持稳定，维持在 0.4%。

我们与市场观点的不同之处

市场担心蜜雪集团收入规模已较大，未来增长有限。我们认为蜜雪集团收入增长仍有较大空间：**1) 开店：**我们测算茶饮国内门店未来有望超过 5 万家，海外市场亦有增量贡献；幸运咖经过调整，目前已进入正轨，开店进展较好。**2) 单店收入：**今年以来的外卖补贴战持续升级，餐饮领域客单价越低（补贴能转化为更大折扣）、需求弹性越高的品类（如咖啡、茶饮）有望更多受益于外卖补贴。蜜雪集团作为茶饮龙头，平台流量投放和折扣资源上受到较多倾斜，门店增速亦实现较快增长。

股价上涨的催化因素

1) 门店拓展超预期；2) 同店增长提速；3) 海外市场恢复超预期。

盈利预测和评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 56.90/66.94/76.99 亿元，折合 EPS 分别为 14.99/17.63/20.28 元，当前股价对应 PE 分别为 27X/23X/20X。蜜雪冰城为少有的具备工业化能力的现制茶饮品牌，生产成本在规模效应下逐步摊薄，进一步巩固其在 10 元以下价格带的优势。万店基础和极致供应链构建蜜雪护城河，旗下子品牌幸运咖运营逐步理顺，延续蜜雪冰城的“低价+爆品”模式，以低消费门槛吸引更多消费者，首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 1、平价“雪王”，覆盖万店的超级工厂 | 7 |
| 1.1 现制茶饮行业独占鳌头，自建供应体系辐射全国 | 7 |
| 1.2 管理团队经验丰富，股权激励力度较大 | 8 |
| 1.3 B 端销售占比超同行，加盟门店业务创新高 | 10 |
| 1.4 净利润稳健增长，营销投入行业领先 | 10 |
| 1.5 募集资金主要用于供应链建设 | 12 |
| 2、行业下沉市场空间大，供应链打造核心竞争力 | 13 |
| 2.1 现制饮品行业：国内人均消费量仍有较大提升空间 | 13 |
| 2.2 现制茶饮行业：下沉市场快速发展，供应链为竞争核心 | 13 |
| 2.3 现磨咖啡行业：下沉市场助推增长，竞争格局较为分散 | 15 |
| 3、薄利多销，助力蜜雪独占鳌头 | 19 |
| 3.1 极致性价比，背靠完善供应链 | 19 |
| 3.2 “多销”源自下沉+加盟+营销 | 24 |
| 4、国内开店仍有空间，咖啡有望发力 | 27 |
| 4.1 25 年开店政策优化，助力国内门店开拓 | 27 |
| 4.2 蜜雪冰城国内开店空间测算：预计为 5.3 万家 | 28 |
| 4.3 幸运咖调整完成，格局优化提供发展机会 | 30 |
| 5、海外空间广阔，探寻新成长机会 | 32 |
| 5.1 新茶饮出海寻第二增长，策略和措施各有千秋 | 32 |
| 5.2 东南亚地区为新茶饮出征的主战场 | 33 |
| 5.3 深耕华人资源，强化供应链 | 36 |
| 5.3.1 抓住时间机遇，打开东南亚市场增长口 | 36 |
| 5.3.2 华人资源引流奠定基础，加盟政策吸客拓疆土 | 37 |
| 5.3.3 强供应链是出海可持续性扩张的关键 | 38 |
| 5.4 重点扩张东南亚市场，调整后整装待发 | 39 |
| 5.5 蜜雪冰城海外开店空间预计 1.3 万家 | 40 |
| 6、盈利预测和估值 | 41 |
| 6.1 关键假设及盈利预测 | 41 |
| 6.2 相对估值 | 43 |
| 6.3 绝对估值 | 43 |
| 6.4 估值结论与投资评级 | 44 |
| 7、风险分析 | 45 |

图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 蜜雪集团直营及加盟门店数量 (家) | 7 |
| 图 2: 蜜雪集团门店分布情况 (家) | 7 |
| 图 3: 蜜雪集团的发展历程..... | 8 |
| 图 4: 蜜雪集团股权结构 | 9 |
| 图 5: 蜜雪集团收入结构(百万元) | 10 |
| 图 6: 古茗收入结构(百万元) | 10 |
| 图 7: 茶百道收入结构(百万元)..... | 10 |
| 图 8: 古茗、蜜雪集团、茶百道毛利润(百万元)及毛利率对比 | 11 |
| 图 9: 古茗、蜜雪集团、茶百道近几年扣非归母净利润 (百万元) 及利润率对比..... | 11 |
| 图 10: 蜜雪集团 2021 -2024 年各项费用率 | 12 |
| 图 11: 古茗 2021 -2024 年各项费用率 | 12 |
| 图 12: 茶百道 2021 -2024 年各项费用率..... | 12 |
| 图 13: 2023 年人均现制饮品年消费量 (杯/年) | 13 |
| 图 14: 2022 年人均现制咖啡、现制茶饮及其他年消费量 (杯/年) | 13 |
| 图 15: 按品类划分的中国现制饮品市场规模(十亿元)..... | 14 |
| 图 16: 按城市线级划分的中国现制茶饮店市场规模(十亿元)..... | 14 |
| 图 17: 中国现制茶饮品牌竞争格局..... | 14 |
| 图 18: 以零售额计现制茶饮市场份额 (2023 年) | 14 |
| 图 19: 以出杯量计现制茶饮市场份额 (2023 年) | 15 |
| 图 20: 国内咖啡行业复盘 | 16 |
| 图 21: 23Q1-25Q1 瑞幸及星巴克中国市场同店收入增速 | 17 |
| 图 22: 23Q1-25Q1 瑞幸及星巴克中国市场收入增速..... | 17 |
| 图 23: 精品咖啡人均价格始终保持在 20 元以上 | 17 |
| 图 24: 按城市线级划分的中国现磨咖啡店市场规模(十亿元)..... | 18 |
| 图 25: 中国现磨咖啡品牌竞争格局..... | 18 |
| 图 26: 以零售额计现磨咖啡市场份额 (2023 年) | 18 |
| 图 27: 万店连锁品牌的门店数及均价 | 20 |
| 图 28: 蜜雪集团产业链各环节均成立子公司 | 20 |
| 图 29: 蜜雪集团生产基地分布及运营信息..... | 21 |
| 图 30: 蜜雪集团自主运营仓库分布与专属配送网络覆盖情况..... | 23 |
| 图 31: 供应链体系保障加盟模式顺利进行..... | 24 |
| 图 32: 蜜雪集团供应链相关毛利率处于行业中间水平 (2023 年) | 24 |
| 图 33: 部分茶饮公司 2024 年末门店城市分布情况 | 24 |
| 图 34: 部分茶饮品牌门店位置分布情况 | 24 |
| 图 35: 头部现制茶饮公司加盟商数 (个) | 25 |
| 图 36: 2023 年全国样本饮品品牌联名营销事件次数 (不完全统计) | 26 |
| 图 37: 蜜雪冰城超级 IP 营销 | 27 |
| 图 38: 各省 10-20 元价格带茶饮门店市占率 (截至 2025.2) | 27 |

| | |
|---|----|
| 图 39: 2024 年新店分布占比 | 28 |
| 图 40: 2024 年各类门店日均流水 (元) | 28 |
| 图 41: 库迪、瑞幸 9.9 元促销活动海报 | 30 |
| 图 42: 幸运咖在营门店数、闭店数、开店数 | 30 |
| 图 43: 2024 年下半年以来幸运咖变化 | 31 |
| 图 44: 2022-2024 年咖啡行业开店及闭店数 | 31 |
| 图 45: 2018 年以来国内茶饮品牌密集出海 | 32 |
| 图 46: 2023 年至 2028 年全球现制饮品市场规模的年复合增长率 (以终端零售额计) | 33 |
| 图 47: 按品类划分的东南亚现制饮品市场规模 (以终端零售额计, 十亿美元) | 33 |
| 图 48: 东南亚各国现制茶饮市场规模与主要品牌 (2021 年, 以交易额计) | 34 |
| 图 49: 东南亚现制茶饮市场呈“水滴型”竞争格局 | 34 |
| 图 50: 印尼市场三大平价茶饮品牌价格对比 (万印尼盾) | 35 |
| 图 51: 2023 年东南亚地区前三大现制茶饮品牌的出杯量和门店数 | 36 |
| 图 52: 东南亚市场茶饮品牌发展时间线 | 36 |
| 图 53: 蜜雪冰城海外门店布局 | 38 |
| 图 54: 2021-2024 年蜜雪冰城中国内地以外门店数 | 40 |

表目录

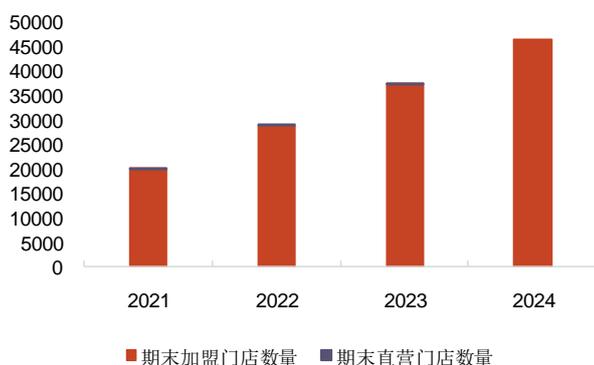
| | |
|--|----|
| 表 1: 蜜雪集团旗下品牌 | 7 |
| 表 2: 蜜雪集团核心管理人员 | 9 |
| 表 3: IPO 募集资金用途 | 12 |
| 表 4: 国内现磨咖啡行业品牌介绍 (截至 2025 年 9 月 16 日) | 19 |
| 表 5: 四大现制茶饮品牌采购体系对比 | 21 |
| 表 6: 蜜雪集团主要自主生产产品 | 22 |
| 表 7: 四大现制茶饮品牌生产工厂对比 | 22 |
| 表 8: 现制茶饮企业仓储运输能力对比 | 23 |
| 表 9: 现制茶饮品牌加盟商费用 | 25 |
| 表 10: 现制茶饮品牌单店模型 (万元) | 26 |
| 表 11: 蜜雪集团发布《关于开店政策调整的通知》 | 28 |
| 表 12: 各省会城市及直辖市门店密度 (万人/店) | 29 |
| 表 13: 各省份蜜雪冰城开店空间 (家) | 29 |
| 表 14: 幸运咖及蜜雪冰城单店模型对比 (2024 年, 万元) | 31 |
| 表 15: 四大新茶饮品牌出海对比 | 33 |
| 表 16: 东南亚地区不同茶饮品牌对比 | 35 |
| 表 17: 蜜雪冰城在马来西亚的单店模型(2023 年) | 37 |
| 表 18: 蜜雪冰城在印尼和国内单店模型对比 (万元) | 37 |
| 表 19: 蜜雪冰城海外供应链 | 38 |
| 表 20: 蜜雪冰城海外门店数量分布 (家) | 39 |
| 表 21: 蜜雪冰城海外门店空间测算 | 41 |
| 表 22: 蜜雪集团收入预测 (百万元, 家) | 41 |
| 表 23: 主要成本及支出占收入的比重 | 42 |
| 表 24: 餐饮行业主要上市公司 PE 估值表 | 43 |
| 表 25: 绝对估值核心假设表 | 43 |
| 表 26: 现金流折现及估值表 | 44 |
| 表 27: 敏感性分析表 (港元) | 44 |

1、平价“雪王”，覆盖万店的超级工厂

1.1 现制茶饮行业独占鳌头，自建供应体系辐射全国

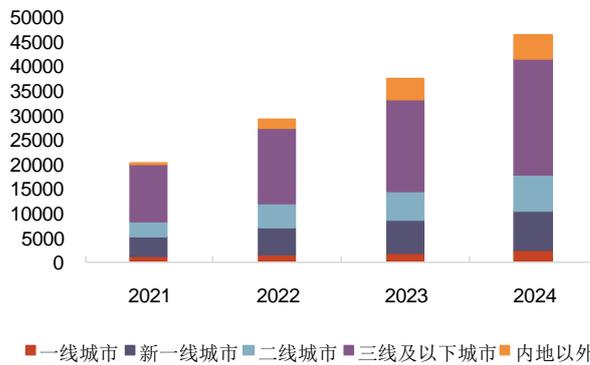
蜜雪集团是现制茶饮赛道的“性价比之王”。按截至 2024 年 9 月 30 日的门店数(中国内地 40510 家、中国内地以外 4792 家)计，公司是中国及全球最大的现制饮品企业。蜜雪集团是国内现制饮品行业中唯一一个达到 4 万家门店数的企业，境内门店主要分布在三线及以下城市，境外门店主要集中在印尼和越南。蜜雪集团(后文“蜜雪集团”代指上市公司，“蜜雪冰城”代指茶饮品牌)通过“直营连锁为引导,加盟连锁为主体”的方式打造了现制茶饮连锁品牌“蜜雪冰城”和现磨咖啡连锁品牌“幸运咖”。2025 年 3 月初，蜜雪集团在港交所上市。

图 1: 蜜雪集团直营及加盟门店数量 (家)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所 (注: 包含蜜雪冰城及幸运咖门店)

图 2: 蜜雪集团门店分布情况 (家)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所 (注: 包含蜜雪冰城及幸运咖门店)

表 1: 蜜雪集团旗下品牌

| 品牌 | 简介 | 热销产品 |
|---|---|--|
|  <p>蜜雪冰城</p> | 蜜雪冰城创立于 1997 年, 核心产品价格为 2-8 元, 截至 2024 年 9 月底, 在国内拥有约 3.7 万家门店。 |  冰鲜柠檬水  珍珠奶茶  新鲜冰淇淋 |
|  <p>幸运咖</p> | 幸运咖创立于 2017 年, 核心产品价格为 5-10 元, 截至 2023 年 12 月底, 拥有超过 2900 家门店。 |  美式咖啡  拿铁咖啡  椰椰拿铁 |

资料来源: 公司官网, 公司招股说明书, 光大证券研究所

蜜雪集团的发展历程可以分为 3 个阶段。

- **1997-2012 年, 商业模式探索阶段:** 这一阶段是创始人张红超的创业阶段。2007 年, 蜜雪冰城的加盟模式起步。2010 年, 蜜雪集团成立了直营事业部, 开启了“直营+加盟”的市场模式且沿用至今。直到 2014 年蜜雪冰城突破千店大关, 这一阶段蜜雪冰城的开店速度较为缓慢, 但培养出了一批经验丰富的资深员工和管理骨干, 为后来的快速发展积累了人才。

- **2012-2018 年，供应体系建设阶段：**在这一阶段，原有供货商的供应能力跟不上蜜雪集团的扩张速度。2012 年，河南大咖食品有限公司成立，蜜雪集团实现了核心原料的自产化。2014 年，蜜雪集团开始自建专属物流体系，专属配送网络为全国加盟门店的供货提供了支持。2016 年，蜜雪集团放慢招商进度，严抓标准化，保障各加盟门店出品的稳定与安全。蜜雪集团集中精力打造涵盖采购、生产、仓储、物流的独立供应链，形成了规模经济，降低了成本，保障了品控，这是蜜雪集团保持高质平价的竞争优势的根本源泉，为蜜雪集团后续的高速扩张奠定了基础。
- **2018 年至今，门店加速扩张阶段：**在这一阶段，蜜雪集团通过出海和加快渠道下沉为高速增长注入新的动力。随着国内现制茶饮行业竞争逐渐加剧，蜜雪集团开始积极出海，寻找新的增长空间。从门店质量上看，2019 年起蜜雪集团对加盟商进行淘汰和选择，目前带店比（平均一个加盟商拥有的门店数）已下降为 1:1.7。从门店数量上看，蜜雪集团深耕国内下沉市场，2022 年 6 月 25 日，蜜雪集团宣布开放乡镇市场加盟，推进了蜜雪集团在三线及以下城市的加盟扩张。截至 2024 年末，公司中国内地门店数为 41584 家，全球门店数为 46479 家。

图 3：蜜雪集团的发展历程



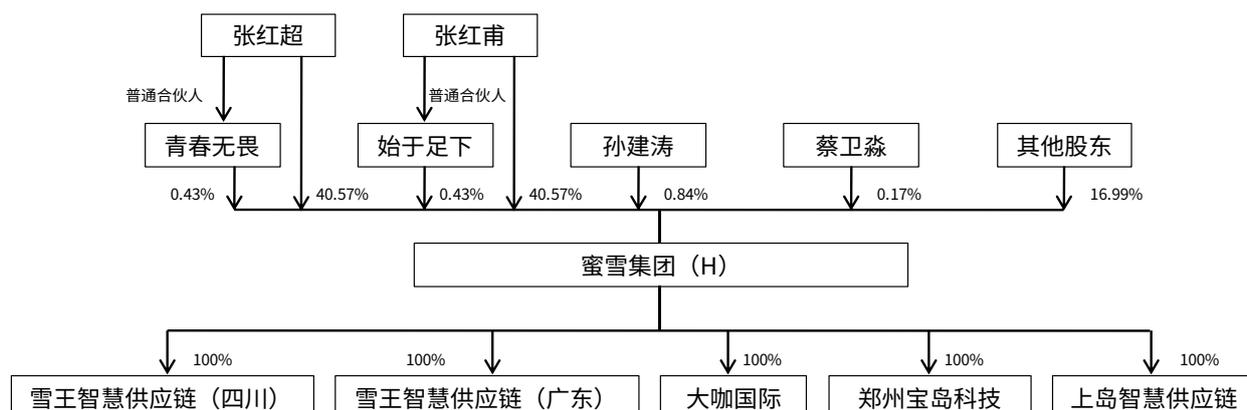
资料来源：公司官网，公司招股说明书，光大证券研究所

1.2 管理团队经验丰富，股权激励力度较大

公司股权结构整体上较为集中，控股股东为张红超、张红甫，其他股东还包括员工持股平台“青春无畏”及“始于足下”、核心员工以及外部资本方。

- **自然人股东是蜜雪集团的创业元老和核心员工：**张红超是蜜雪集团的创始人，目前担任公司董事长，直接持股 40.57%。张红甫是张红超的弟弟，目前担任执行董事兼首席执行官，直接持股 40.57%。张红超、张红甫兄弟对蜜雪集团拥有绝对控制权。张红超与张红甫于 2022 年 9 月 6 日签署了《张红超与张红甫之一致行动协议》，在公司股东（大）会、董事会等场合行使权利时，双方均尽量协商一致，在确实无法达成一致意见时，均以张红超的意见为准，这进一步加强了张氏兄弟对蜜雪集团的共同控制。孙建涛是公司监事，蔡卫淼是执行董事兼前端供应链负责人。
- **设立员工持股平台：**为了激励员工，使核心员工享受公司发展的长期红利，蜜雪集团设立“青春无畏”和“始于足下”两个员工持股平台，两个平台的持股比例各为 0.43%，GP 分别为张红超和张红甫。

图 4：蜜雪集团股权结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：时间截至 2025.7.7）

公司高管团队经验丰富，深耕行业多年。多位高管是从集团内成长起来的管理骨干，具有丰富的运营管理经验。创始人两兄弟性格互补：哥哥张红超风格沉稳扎实；弟弟张红甫性格外向，喜欢研究科技前沿的事物。

表 2：蜜雪集团核心管理人员

| 姓名 | 年龄 | 履历 | 职责 | 职位 | 加入集团时间 |
|-----|------|--|---------------------------------------|---------------|--------|
| 张红超 | 48 岁 | 品牌创始人，在现制饮品行业拥有超过 26 年经验。1997 年开始经营公司业务，创立了「蜜雪冰城」品牌，推出新鲜冰淇淋、冰鲜柠檬水等一系列标志性产品，以及打造端到端的供应链体系。 | 全面负责集团发展战略和企业文化。 | 董事长兼执行董事 | 1997 年 |
| 张红甫 | 40 岁 | 品牌奠基人，2007 年加入公司，在现制饮品行业拥有超过 16 年的经验。根据其运营门店的成功经验，总结形成了标准化的运营管理体系，并通过加盟模式复制到分店中。在长期领导蜜雪冰城的过程中，持续打造和夯实蜜雪集团的品牌建设、门店运营、市场营销、产品管理等多方面的核心能力。 | 全面负责集团整体经营管理和领导高管团队。 | 执行董事兼首席执行官 | 2007 年 |
| 蔡卫淼 | 36 岁 | 一线成长起来的供应链前端专家。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 年开始负责门店物料与设备的采购工作。2021 年至 2023 年担任蜜雪集团物流负责人，在供应链发展与完善的过程中起到了关键作用。2023 年起成为蜜雪集团的前端供应链负责人。 | 主要负责门店物料与设备的采购、物流、前端应用研发和质量控制。 | 执行董事兼前端供应链负责人 | 2008 年 |
| 赵红果 | 36 岁 | 一线成长起来的供应链后端专家。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，并相继参与集财务、行政、采购、生产等多个部门的运营。 | 2015 年起全面负责蜜雪集团的原材料采购、生产、后端基础研发和质量控制。 | 执行董事兼后端供应链负责人 | 2013 年 |
| 张渊 | 34 岁 | 2023 年 2 月加入公司，此前任职于包括 BofA Securities 及高瓴投资在内的多家金融机构。 | 负责集团整体财务管理和资本运营。 | 首席财务官 | 2023 年 |
| 时朋 | 37 岁 | 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。2013 年至 2018 年负责门店及加盟商的管理运营，在运营管理体系标准化的过程中发挥了积极且重大的作用。 | 负责「蜜雪冰城」在中国的运营。 | 营运总监 | 2003 年 |

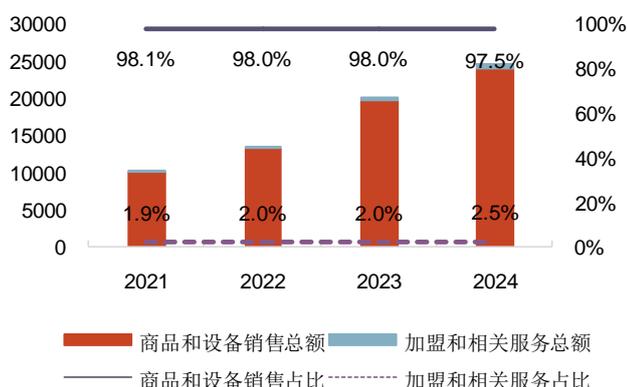
资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所（注：截至 2025 年 7 月 7 日）

1.3 B 端销售占比超同行，加盟门店业务创新高

蜜雪集团的收入中，绝大多数来源于 B 端业务，即向加盟商销售商品和设备。类似的，同样采用加盟模式的古茗和茶百道的收入也以向加盟商销售商品和设备为主，加盟费收入占比较小。三大品牌中，蜜雪集团向加盟商销售商品和设备占收入的比重最高，在 98%左右。

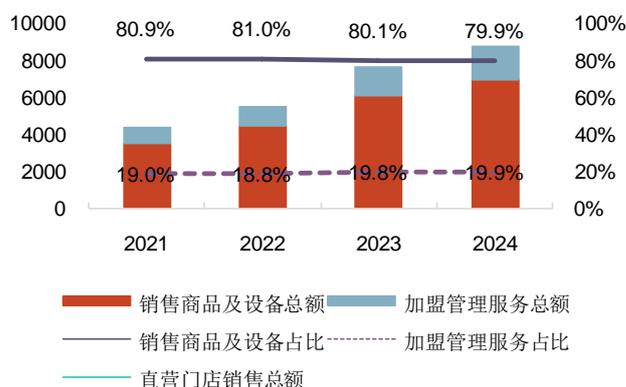
蜜雪集团通过建设原料工厂和自有供应链来控制成本，减少外部供应商带来的成本压力。与之相比，古茗是中国现制茶饮店品牌中最大的水果采购商，庞大的采购量形成了规模效应，能够以低于市场平均水平的价格获得原材料，在原材料的成本价格上具有竞争力。茶百道也向外部供应商进行采购，但对加盟商采取严格的审核，保障加盟商的质量和忠诚度，提高门店经营和收益水平。

图 5：蜜雪集团收入结构(百万元)



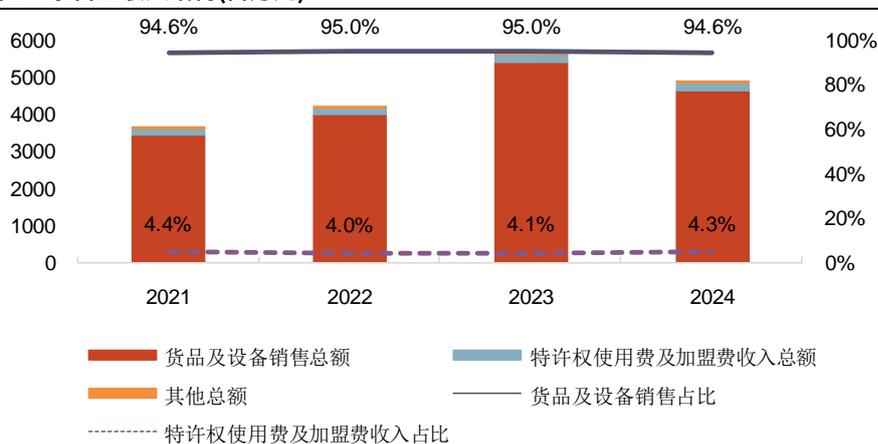
资料来源：蜜雪集团招股说明书，蜜雪集团公司公告，光大证券研究所

图 6：古茗收入结构(百万元)



资料来源：古茗招股说明书，古茗公司公告，光大证券研究所

图 7：茶百道收入结构(百万元)



资料来源：茶百道招股说明书，茶百道公司公告，光大证券研究所

1.4 净利润稳健增长，营销投入行业领先

毛利润持续增长，毛利率基本保持稳定。纵向对比看，2021 年至 2024 年，蜜雪集团毛利润从 32.4 亿元增长至 80.6 亿元，毛利率从 31.3%提升至 32.5%。2020 年 4 月 9 日，在众多茶饮品牌宣布涨价时，蜜雪冰城宣布不涨价。2022 年 4 月，蜜雪集团让利加盟商，帮助加盟商度过疫情难关，宣布下调 69 款核心物料价格，也导致了 2022 年毛利率的下滑。2023 年 9 月，蜜雪冰城部分饮品

上调价格，涨价 1 元，2023 年整体的毛利率有所改善。横向对比看，24 年蜜雪集团毛利润和毛利率均高于竞品。

图 8：古茗、蜜雪集团、茶百道毛利润(百万元)及毛利率对比



资料来源：各公司招股说明书，各公司公告，光大证券研究所

扣非归母净利润逐年提升，扣非归母净利率趋势与毛利率一致。纵向对比看，2021 年至 2024 年，蜜雪集团扣非归母净利润从 19.10 亿元稳步增长至 44.37 亿元；扣非归母净利率从 2022 年的 14.7%（2022 年扣非归母净利率同比下降主要系毛利率同比下降较多）提升至 2024 年的 17.9%，与毛利率变化趋势一致。横向对比看，蜜雪集团扣非归母净利润绝对额远高于竞品，2024 年扣非净利率超过古茗和茶百道。

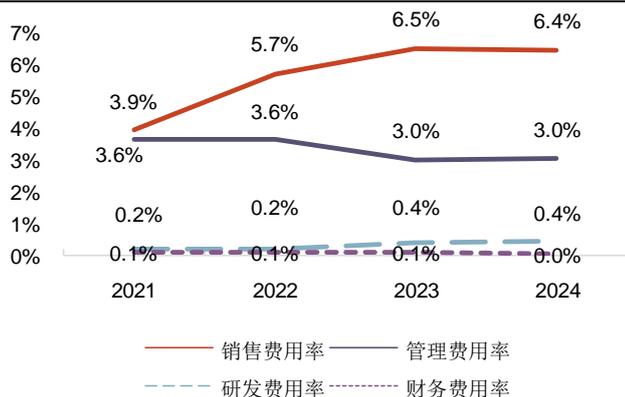
图 9：古茗、蜜雪集团、茶百道近几年扣非归母净利润（百万元）及利润率对比



资料来源：各公司招股说明书，各公司公告，光大证券研究所

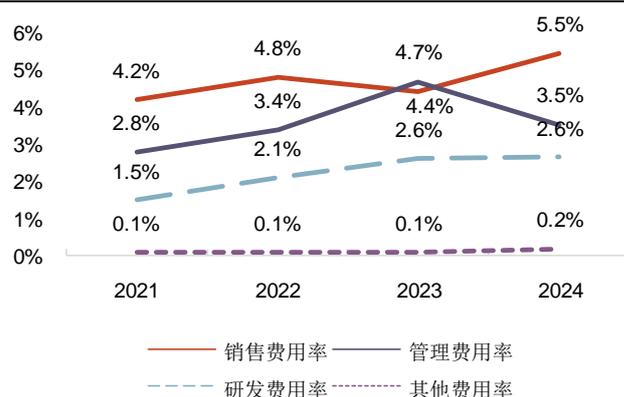
销售费用呈上升趋势，持续加强研发投入。蜜雪集团销售及分销开支由 2021 年 4.06 亿元增长到 2024 年的 15.99 亿元，对应的费用率从 3.9% 提升至 6.4%，主要系随着业务的发展，公司增加了销售人员数量，并于 22H2 提高了销售人员的工资；以及公司加强 IP 打造，增加了品牌推广开支。2021 年到 2024 年，公司持续加大研发投入，研发费用率从 0.2% 提升至 0.4%。横向对比看，蜜雪集团销售费用投入领先于同业。

图 10: 蜜雪集团 2021-2024 年各项费用率



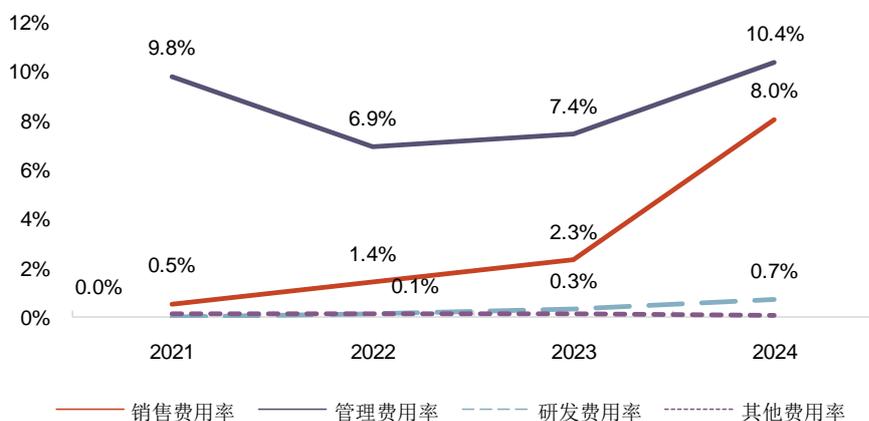
资料来源: 蜜雪集团招股说明书, 蜜雪集团公司公告, 光大证券研究所

图 11: 古茗 2021-2024 年各项费用率



资料来源: 古茗招股说明书, 古茗公司公告, 光大证券研究所

图 12: 茶百道 2021-2024 年各项费用率



资料来源: 茶百道招股说明书, 茶百道公司公告, 光大证券研究所

1.5 募集资金主要用于供应链建设

2025年3月3日, 蜜雪集团于港交所上市, 募资净额为34.94亿元(含超额配售募资净额)。募集资金将用于提升公司国内外供应链能力, 加强品牌和IP建设, 加强数字化和智能化能力, 营运资金和其他一般企业用途。

表 3: IPO 募集资金用途

| 资金用途 | 占所得款项净额百分比 | |
|---------------|------------|-----|
| 提升端到端供应链 | 中国 | 54% |
| | 海外 | 12% |
| 品牌和IP的建设 | 12% | |
| 加强数字化和智能化能力 | 12% | |
| 营运资金和其他一般企业用途 | 10% | |

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

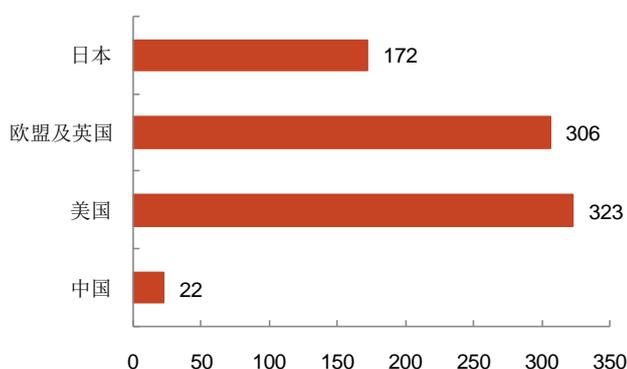
2、行业下沉市场空间大，供应链打造核心竞争力

2.1 现制饮品行业：国内人均消费量仍有较大提升空间

中国现制饮品市场增长较快，得益于现制饮品在饮用水总摄入量中占比提升所带来的结构性机遇。2023 年，中国与东南亚的现制饮品消费量在饮用水总摄入量中的占比均不到 2%，与美国、欧盟、英国、日本等发达市场平均超 17% 的占比相比，仍有较大提升空间。同年，中国的人均现制饮品年消费量为 22 杯，美国、欧盟、英国、日本市场则平均超过 260 杯。

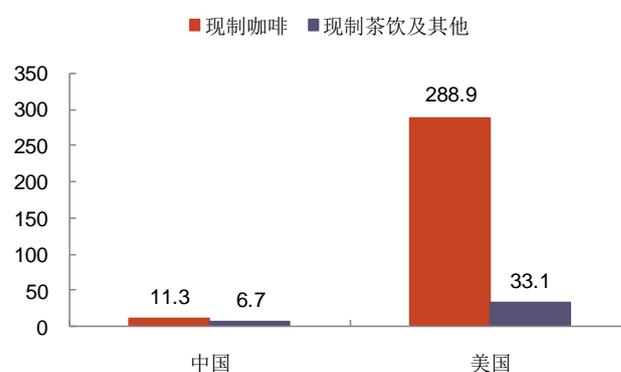
分消费结构来看，以 2022 年数据为例，中国和美国人均现制饮品年消费量分别为 18 杯和 322 杯，其中中国现制咖啡和现制茶饮及其他人均年消费量分别为 11 杯和 7 杯，美国现制咖啡和现制茶饮及其他人均年消费量分别为 289 和 33 杯，无论咖啡还是茶饮及其他，中国人均消费量都有较大提升空间。

图 13：2023 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，中国营养协会，光大证券研究所

图 14：2022 年人均现制咖啡、现制茶饮及其他年消费量（杯/年）



资料来源：灼识咨询，世界银行，世界卫生组织，中国营养协会，光大证券研究所

2.2 现制茶饮行业：下沉市场快速发展，供应链为竞争核心

现制饮品行业正处于快速发展中，城镇化率的提升推动现制茶饮行业规模增长，经济增速放缓下平价产品规模增速有望加快。

根据灼识咨询，2023 年现制茶饮市场规模为 2585 亿元，2018-2023 年的 CAGR 为 19.0%，预计 2023-2028 年的 CAGR 为 17.3%。

三线及以下城市的城镇化进程加快，将促进人口聚集，使得现制饮品门店终端可以触达更多消费者，这是现制茶饮市场增长的持续推动力。灼识咨询预测，2023-2028 年三线及以下城市现制茶饮店市场规模的 CAGR 为 22.8%。

图 15: 按品类划分的中国现制饮品市场规模(十亿元)



资料来源: 灼识咨询统计及预测, 光大证券研究所

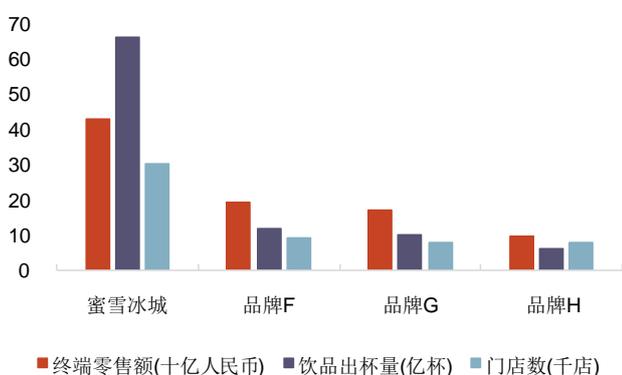
图 16: 按城市线级划分的中国现制茶饮店市场规模(十亿元)



资料来源: 灼识咨询统计及预测, 光大证券研究所

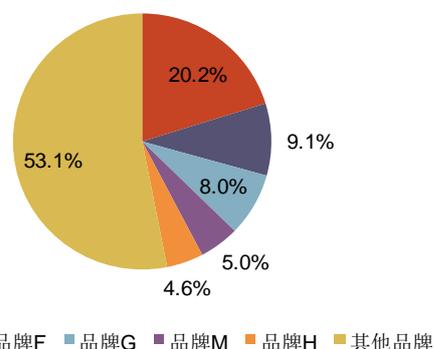
现制茶饮行业竞争格局为: 蜜雪冰城独占鳌头, 古茗、茶百道和沪上阿姨各有千秋。按照终端零售额计, 2023 年前 4 大现制茶饮品牌合计占据的市场份额为 42.3%, 其中, 蜜雪冰城占 20.2%。而按照饮品出杯量计, 前 4 大品牌合计市场份额高达 70.6%, 仅蜜雪冰城一家就占据 49.6%的份额, 这相当于中国卖出的现制茶饮中, 每 10 杯中就有 5 杯来自蜜雪冰城。

图 17: 中国现制茶饮品牌竞争格局



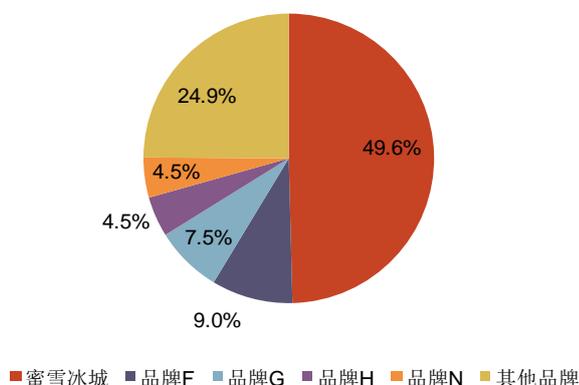
资料来源: 灼识咨询, 光大证券研究所 注: 零售额、出杯量为 2023 年数据, 门店数为截至 2023 年末数据

图 18: 以零售额计现制茶饮市场份额 (2023 年)



资料来源: 灼识咨询, 光大证券研究所

图 19：以出杯量计现制茶饮市场份额（2023 年）



资料来源：灼识咨询，光大证券研究所

平价现制茶饮行业竞争的核心要素，就是供应链和品牌。

供应链方面，蜜雪集团的自建供应链显著降低了向加盟商供货所需的成本，保障了产品品质，为加盟门店的高速扩张提供了有力的物质和设施支持。古茗拥有中国现制茶饮店品牌中规模最大的冷链仓储及物流基础设施，门店平均配送成本仅占 GMV 的约 0.9%。强大的供应链管理成为现制茶饮品牌的竞争优势来源。

品牌方面，蜜雪集团门店扩张结合线上“雪王”的爆火，显著提高了蜜雪冰城的品牌知名度。古茗、茶百道和沪上阿姨都在积极和大热 IP 联动，带动产品的研发与销售。品牌曝光度的提高有助于提高公司的品牌声誉，能够吸引和转化更多新消费者，并增强老消费者的粘性，形成品牌独有的竞争优势。

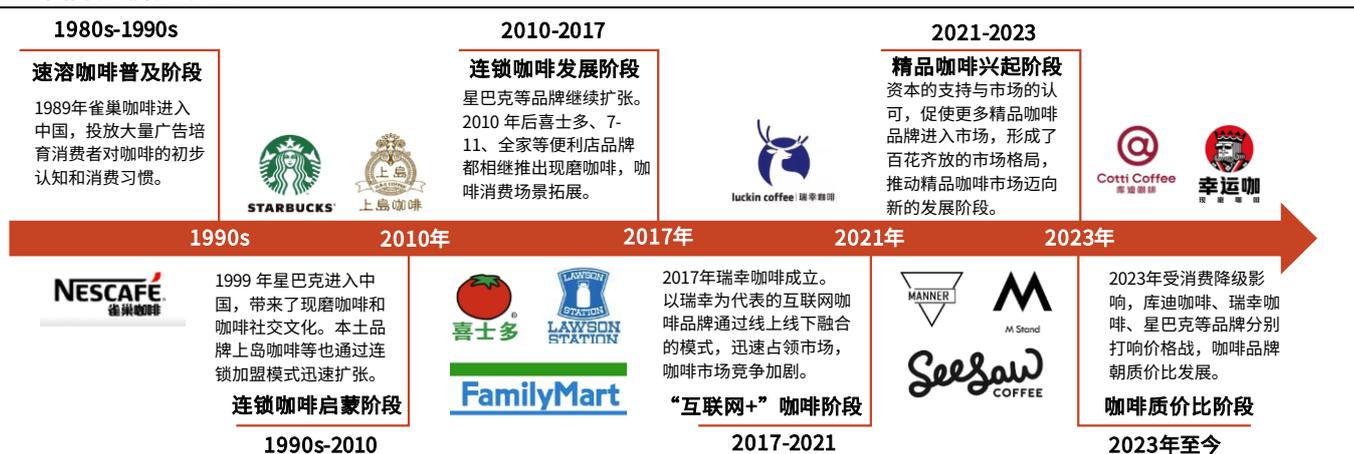
2.3 现磨咖啡行业：下沉市场助推增长，竞争格局较为分散

历史来看，国内咖啡市场的发展大致分为六个阶段：

- 1) **速溶咖啡普及阶段（20 世纪 80 年代-90 年代）**：改革开放后，中国经济开始快速发展，人们的生活节奏加快，对方便快捷的饮品需求增加。20 世纪 80 年代雀巢咖啡进入中国市场，通过大规模广告营销培育了消费者对咖啡的初步认知和消费习惯。
- 2) **连锁咖啡启蒙阶段（20 世纪 90 年代-2010 年）**：1999 年星巴克进入中国。以星巴克为代表的国际咖啡连锁品牌带来了现磨咖啡和咖啡社交文化，将咖啡馆打造成休闲、商务交流的“第三空间”。本土品牌上岛咖啡等也通过连锁加盟模式迅速扩张。
- 3) **连锁咖啡发展阶段（2010-2017 年）**：在此期间，星巴克等品牌继续扩张，即饮咖啡产品的种类和销量增加。2010 年喜士多在华东地区推出了现磨咖啡服务；随后，罗森、7-11、全家等便利店都相继推出现磨咖啡，咖啡消费场景拓展到便利店、超市等，消费者对咖啡的需求更加多样化。

- 4) “互联网+”咖啡阶段 (2017-2021 年)：2017 年瑞幸咖啡成立并快速崛起。以瑞幸为代表的互联网咖啡品牌通过线上线下融合的模式，迅速占领市场，咖啡市场竞争加剧。同时，资本的介入也推动了互联网咖啡品牌的快速扩张。
- 5) 精品咖啡兴起阶段 (2021-2023 年)：在经历瑞幸咖啡财务造假事件后，资本市场对咖啡赛道的投资变得更加理性，更倾向于将资金投入具有品质和品牌优势的精品咖啡项目。这一转变为众多精品咖啡品牌提供了资金支持，推动它们得以快速发展。同时，消费市场也发生了显著变化，年轻消费群体崛起并成为消费主力。他们追求个性化、高品质的生活方式，更愿意为高品质、有特色的精品咖啡买单。在这样的消费趋势下，Seesaw、Manner 等精品咖啡品牌凭借独特的产品风味、优质的咖啡豆以及个性化的品牌形象，受到了消费者的青睐。
- 6) 咖啡质价比阶段 (2023 年至今)：随着 2023 年消费降级趋势的凸显，行业价格战亦加剧。2023 年 2 月，库迪咖啡率先发起“百城千店咖啡狂欢节”，将 70 多款产品调至 9.9 元促销。2023 年 6 月，瑞幸咖啡跟进，以门店破万名义推出“9.9 元感恩回馈”活动。2024 年价格战再度升级，当年 6 月 6 日幸运咖宣布“开启咖啡 6.6 元时代”，全场 6.6 元封顶；库迪持续加码，延长门店补贴政策至 2026 年 12 月 31 日并推出“夏日果咖季”活动；星巴克等品牌也通过发放优惠券如“满 60 元减 10 元”“49.9 元三杯”等方式参与价格战。

图 20：国内咖啡行业复盘



资料来源：星巴克中国资讯中心，餐饮老板内参，商业观察家，每日人物，职业餐饮网，光大证券研究所

24 年瑞幸开启价格战之后，瑞幸和星巴克的同店收入均受到影响，1Q24 同店收入增速均转负。而从收入端看，星巴克中国自 24 年价格战以来单季度收入同比下滑，但瑞幸仍保持着 35% 以上的快速增长。

图 21: 23Q1-25Q1 瑞幸及星巴克中国市场同店收入增速



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

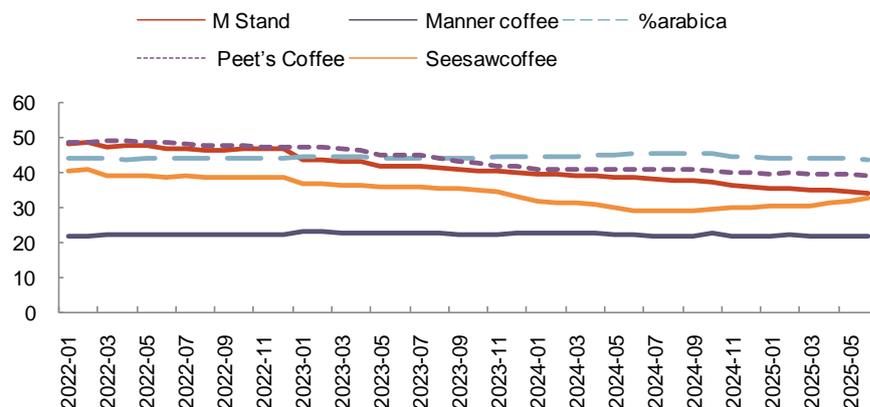
图 22: 23Q1-25Q1 瑞幸及星巴克中国市场收入增速



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

从精品咖啡人均价格来看, 部分品牌有所降价, 但整体客单价始终保持在 20 元以上。行业消费降级和头部品牌开启价格战之后, 整体消费价格带下移, 为低价品牌带来一定行业机会。低价品牌若抓住此次行业价格带下沉的机会, 预计会有不错表现。

图 23: 精品咖啡人均价格始终保持在 20 元以上

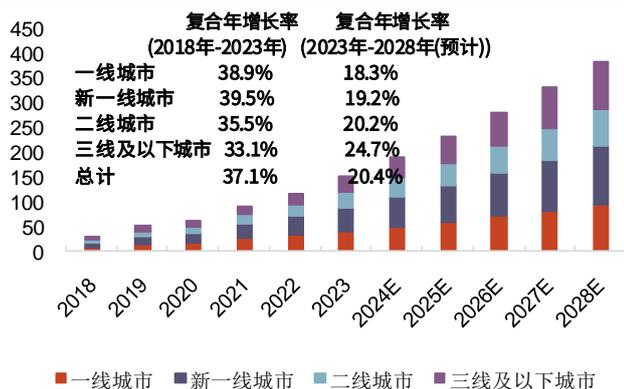


资料来源: 久谦咨询, 光大证券研究所 (注: 时间截至 2025.6); 单位: 元

现磨咖啡市场规模正处于快速增长中, 根据灼识咨询, 从 2018 年到 2023 年, 中国现磨咖啡店市场规模 CAGR 高达 37.1%, 2023 年市场规模达到 1515 亿元, 预计 2023-2028 年市场规模 CAGR 为 20.4%。在过去几年的增长中, 主要是一线城市和新一线城市的发展起到了推动作用, 随着市场的逐渐饱和, 下沉市场将成为现磨咖啡店市场增长新的驱动力, 三线及以下城市 2023-2028 年现磨咖啡店的 CAGR 预计为 24.7%。

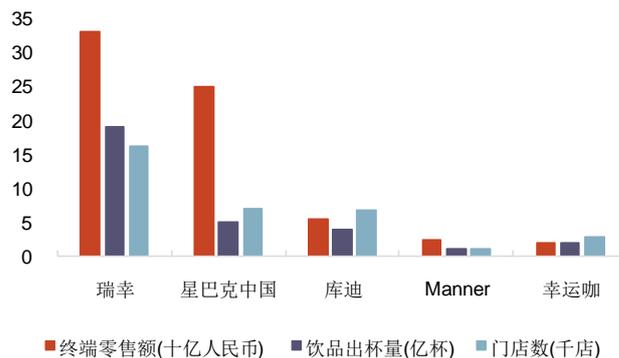
竞争格局方面, 主要以瑞幸、星巴克、库迪、Manner、幸运咖为行业领头, 以零售额计, 5 大品牌 2023 年市场份额合计 44.9%。

图 24: 按城市线级划分的中国现磨咖啡店市场规模(十亿元)



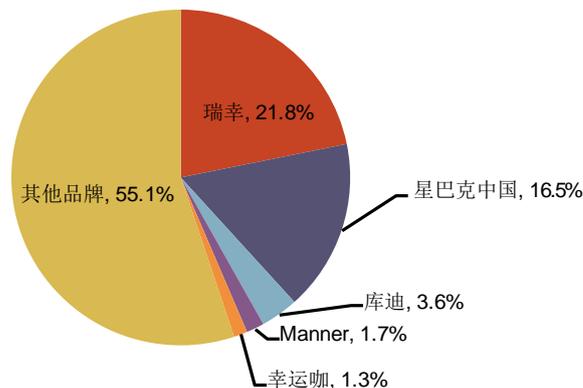
资料来源: 灼识咨询预测, 光大证券研究所

图 25: 中国现磨咖啡品牌竞争格局



资料来源: 灼识咨询, 光大证券研究所 注: 零售额、出杯量为 23 年数据, 门店数为截至 23 年末数据

图 26: 以零售额计现磨咖啡市场份额 (2023 年)



资料来源: 灼识咨询, 光大证券研究所

前三大咖啡品牌基本完成全国大部分省份覆盖, 各品牌定位有所差异。前三大咖啡品牌覆盖省份和城市的数量基本接近, 客单价越低的品牌门店结构越下沉, 且商场店占比越低。

表 4：国内现磨咖啡行业品牌介绍（截至 2025 年 9 月 16 日）

| | 瑞幸咖啡 | 库迪咖啡 | 星巴克 | 幸运咖 | Manner |
|---------|--|--|--|---|--|
| 品牌 | luckin coffee 瑞幸咖啡 | Cotti Coffee 库迪咖啡 | STARBUCKS® | 幸运咖 现磨咖啡 | MANNER |
| 客单价 (元) | 14.27 | 10.46 | 36.27 | 7.91 | 21.4 |
| 门店数 (家) | 26182 | 13556 | 8448 | 4739 | 2084 |
| 覆盖省份 | 32 | 32 | 33 | 30 | 26 |
| 覆盖城市 | 337 | 353 | 319 | 323 | 71 |
| 口碑评分 | 78.32 | 76.88 | 79.54 | 77.48 | 80.06 |
| 城市分布 | 一线 17.27% 新一线 26.98% 二线 21.79% 三线 16.85% 四线 11.1% 五线 5.52% 其他 0.48% | 一线 9.79% 新一线 30.11% 二线 21.5% 三线 18.37% 四线 11.84% 五线 7.55% 其他 0.83% | 一线 30.82% 新一线 33.3% 二线 19.24% 三线 10% 四线 4.44% 五线 1.97% 其他 0.23% | 一线 0.89% 新一线 15.66% 二线 11.5% 三线 30.01% 四线 24.1% 五线 16.69% 其他 1.16% | 一线 60.51% 新一线 27.88% 二线 9.21% 三线 2.02% 四线 0.34% 五线 0.05% |
| 选址分布 | 商场店 41.13% 写字楼 18.31% 街边店 15.74% 居民社区 12.25% 学校店 7.62% 专业市场 1.88% 景区景点 0.92% 交通枢纽 0.89% 医院周边 0.75% 酒店周边 0.38% 加油站 0.1% | 商场店 34.41% 街边店 17.51% 居民社区 16.57% 写字楼 14.16% 学校店 12.05% 专业市场 1.96% 景区景点 1.15% 医院周边 0.75% 交通枢纽 0.73% 酒店周边 0.53% 加油站 0.15% | 商场店 64.6% 写字楼 13.39% 街边店 8.29% 居民社区 5.21% 交通枢纽 3.49% 景区景点 1.44% 学校店 0.92% 酒店周边 0.82% 医院周边 0.77% 加油站 0.65% 专业市场 0.33% | 商场店 28.74% 街边店 26.59% 居民社区 22.43% 学校店 15.38% 专业市场 2.93% 写字楼 2.13% 景区景点 0.74% 医院周边 0.46% 交通枢纽 0.32% 酒店周边 0.17% 加油站 0.02% | 商场店 56.09% 写字楼 25.96% 街边店 9.88% 居民社区 5.18% 景区景点 0.96% 学校店 0.91% 交通枢纽 0.53% 酒店周边 0.24% 专业市场 0.19% |
| 门店数量分布 | | | | | |
| 核心省份 | 广东 | 广东、浙江 | 上海、浙江、广东、江苏 | 河南 | 上海 |

资料来源：各公司官网，窄门餐眼，光大证券研究所 注：门店数统计含港澳台地区

3、薄利多销，助力蜜雪独占鳌头

3.1 极致性价比，背靠完善供应链

坚持低价策略，瞄准下沉市场。蜜雪冰城与华莱士、正新鸡排等同为万店连锁品牌，都具有选址难度低、客单价低、产品及门店标准化程度化、加盟门槛低、原料供应链成熟度高等特点。

蜜雪冰城产品价格低但仍有较高盈利，主要在于：1) 瞄准下沉市场，需求与供给匹配。下沉市场有两大特点，一是规模大，容易形成规模经济；二是消费者需求单一、价格敏感度高。此类市场能最大程度发挥低成本带来的高性价比优势。2) 完整供应链带来低成本优势。3) 采取加盟模式，转嫁终端经营风险。

图 27: 万店连锁品牌的门店数及均价

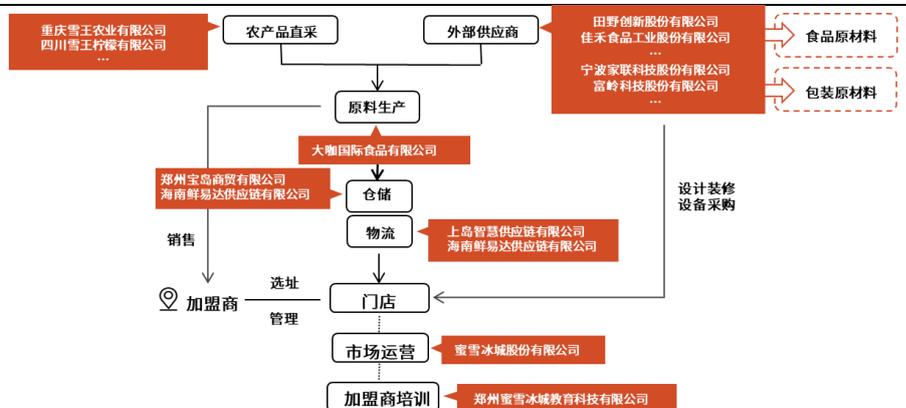


资料来源: 窄门餐眼, 光大证券研究所注: 数据时间为 2025.6.11

蜜雪集团“低价”策略的实施, 得益于其完善的供应链体系。蜜雪集团采取“供应链-加盟商-消费者 (S2B2C)” 的商业模式, 拥有业内最大和最完整的供应链体系, 覆盖采购、生产、物流、仓储等。蜜雪集团拥有大咖国际食品有限公司、郑州宝岛商贸有限公司等供应链子公司, 协作形成完整产业链, 此外还设立有专门负责加盟商培训的子公司。目前公司实现了加盟商食材、包材及设备 100% 从品牌方采购, 其中提供的食材约 60% 为自产, 核心食材 100% 为自产。

全产业链覆盖, 成本领先。蜜雪集团通过构建广泛的采购网络, 建立自产基地, 搭建物流体系, 将供应链各个环节的成本都降至最低, 从而达到降低整体成本的目的, 反过来又支撑其加盟商门店的产品低价高质。

图 28: 蜜雪集团产业链各环节均成立子公司



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

源头直采, 采购网络广泛, 规模优势控制采购成本。蜜雪集团建立了覆盖全球六大洲、38 个国家的采购网络, 同时建立合作种植基地, 高效整合海内外优质资源, 从源头上严格把控原材料质量。凭借直达产地的全球采购网络及行业领先的采购规模, 蜜雪集团能够以低于行业平均水平的价格采购众多核心原材料。根据公司招股说明书, 就同类型、同品质的奶粉和柠檬而言, 蜜雪集团 2023 年的采购成本较同行业平均分别低约 10% 与 20% 以上。具有优势的采购成本使蜜雪集团以更高性价比的产品吸引消费者和加盟商, 而消费者数量的增加和门店网络的扩张又进一步推动了采购网络的拓展和采购规模的提升, 形成良性循环。

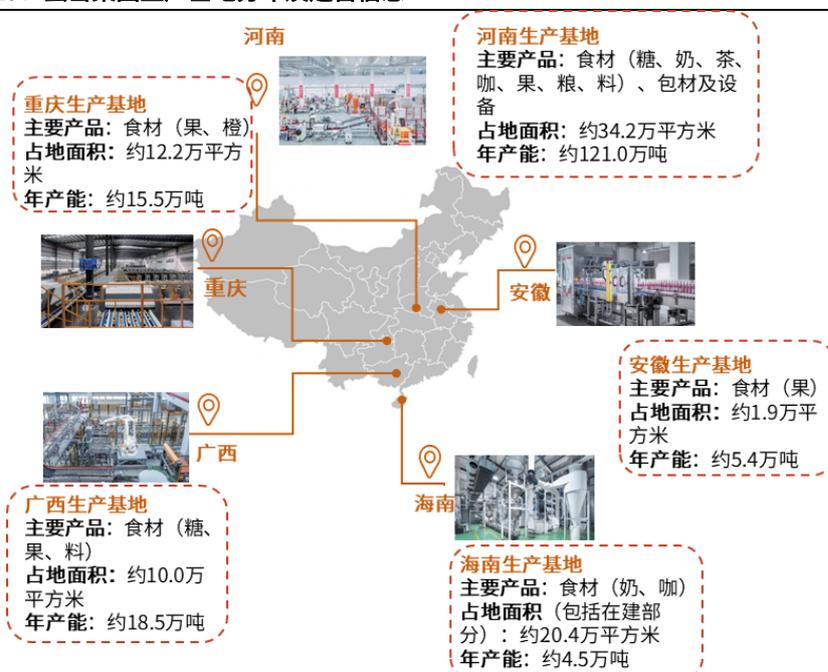
表 5: 四大现制茶饮品牌采购体系对比

| | 蜜雪冰城 | 茶百道 | 古茗 | 奈雪的茶 |
|------|---|---|--|-----------------------------------|
| 采购网络 | 覆盖全球六大洲、38 个国家, 同时建立合作种植基地 | 全球采购茶叶, 使用黄金奶源地优质乳制品来制作产品, 挑选优质产区的高品质鲜果并从不同地区采购区域特色水果; 从自建的“森冕工厂”采购包装材料 | 从各种产地 (包括海外) 进行采购, 包括合作种植基地 | 2020 年, 与逾 250 家知名原材料供应商建立了合作伙伴关系 |
| 采购商品 | 上游采购的原材料主要包括食品类大宗商品、农产品及其他辅料等 | 乳制品、茶叶、糖、鲜果及果汁等多类产品以及包装材料 | 采购各种商品和设备, 包括新鲜水果、果汁、茶叶、乳制品及糖制品等料、包装材料以及泡茶机、制冰机和冷冻柜等设备 | 茶饮及烘焙产品所使用的原料; 包装材料及消耗品 |
| 采购成本 | 就同类型、同品质的奶粉和柠檬而言, 2023 年的采购成本较同行业平均分别低约 10% 与 20% 以上 | “森冕工厂”降低有关包材采购的成本 | 以低于市场价的价格采购供应品 | 提高从选定主要供应商直接采购的比例以降低采购成本 |
| 采购规模 | 采购规模在中国现制饮品行业中领先。2023 年, 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 | / | 采购供应品规模庞大。2022 年, 采购了品种超过 30 种的逾 81,600 吨新鲜水果, 是同期中国现制茶饮店品牌中最大的水果采购商 | / |

资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

原材料自产自销, 保障品质, 降本增效。2012 年, 蜜雪集团开始自建工厂, 加工原材料, 基本实现现制饮品、现制冰淇淋核心食材的自主生产。目前公司在河南、海南、广西、重庆、安徽有五个生产基地。除饮品食材外, 蜜雪集团还自主生产部分核心包材和设备。生产糖蜜和果蜜的包装瓶瓶胚并吹塑成型, 从而降低包材成本。

图 29: 蜜雪集团生产基地分布及运营信息



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所 注: 截至 2024 年 9 月 30 日

表 6: 蜜雪集团主要自主生产产品

| 产品系列 | 典型产品展示 | | | |
|--------|---|--|---|---|
| 固体饮料 |  |  |  |  |
| | 奶昔粉(原味) | 奶茶粉 | 焙炒咖啡粉 | 芝士奶盖粉 |
| 风味饮料浓浆 |  |  |  |  |
| | 蔗糖风味饮料浓浆 | 果汁伴侣饮料浓浆 | 百香果果浆 | 芒果饮料浓浆 |
| 果酱 |  |  |  |  |
| | 草莓果酱 | 黄桃果酱 | 蜜桃果粒果酱 | 橙柚果酱 |
| 包材 | 糖蜜和果密的包装瓶 | | | |
| 设备 | 半自助咖啡机 | 自主果糖机 | 开水机 | 净水器 |

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

表 7: 四大现制茶饮品牌生产工厂对比

| | 蜜雪冰城 | 茶百道 | 古茗 | 奈雪的茶 |
|--------|------------------|--------|-------------------------|------|
| 工厂数量 | 5 个 | 1 个 | 现有 3 个, 浙江诸暨工厂 24H2 建设中 | / |
| 加工产品 | 食材、包材和设备 | 环保包装材料 | 加工果汁及茶叶 | / |
| 数据统计时间 | 2024 年 12 月 31 日 | | | / |

资料来源: 各公司招股说明书, 各公司公告, 光大证券研究所

自主运营仓库+专属配送网络, 仓储物流遍布全国。蜜雪集团自建仓储物流体系, 截至 2024 年 9 月 30 日, 已在全国范围内建立 27 个仓库, 仓储面积共计约 35 万平方米, 辐射全国 31 个省(市、自治区)的门店配送, 并在中国内地约 97% 以上门店实现冷链物流覆盖。从 2020 年开始, 蜜雪集团将传统的物流配送模式进行升级, 提供专车直配, 形成专属配送网络, 覆盖中国约 300 个地级市、1,700 个县城和 4,900 个乡镇, 不仅提高了运输效率, 还降低了运输成本。现今蜜雪集团已实现 90% 的地区 12 小时内货物即可送达, 降低了门店的囤货压力, 为加盟商提供具有竞争力的一站式解决方案。截至 2024 年 9 月 30 日, 蜜雪集团在东南亚 4 个国家拥有约 6.9 万平方米的 7 个自主运营的仓库, 覆盖 4 个海外国家超过 560 个城市。

蜜雪集团的仓库数量和面积均领先同行, 在物流运输方面完全使用自有专车配送, 强大的仓储物流体系打造了行业第一的供应链响应速度。

图 30: 蜜雪集团自主运营仓库分布与专属配送网络覆盖情况



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所 注: 截至 2024 年 9 月 30 日

表 8: 现制茶饮企业仓储运输能力对比

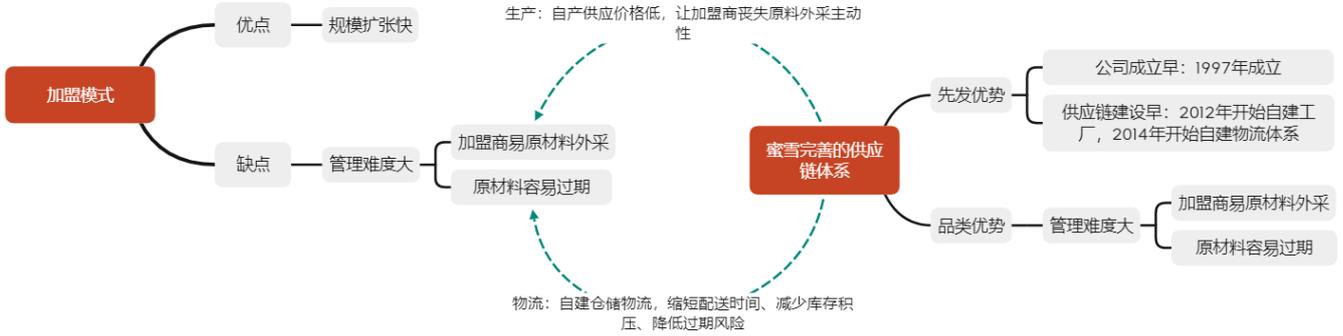
| | 蜜雪集团 | 茶百道 | 古茗 | 奈雪的茶 |
|--------|---|-------------------------------------|--------------------------------------|---|
| 仓库数量 | 国内 27 个仓库, 东南亚 7 个自主运营的仓库 | 21 个多温仓库, 其中 6 个自营, 15 个第三方租赁 | 22 个仓库, 绝大部分第三方租赁或承包 | 9 个租赁仓库, 深圳仓库由公司运营, 剩余 8 个仓库外包给第三方 |
| 总面积 | 国内约 35 万平方米, 东南亚约 6.9 万平方米 | 约为 8 万平方米 | 超过 20 万平方米, 其中支持不同低温范围的冷库空间超过 4 万立方米 | 不足 17825 平方米 |
| 仓储服务半径 | 覆盖中国 31 个省(自治区、直辖市)、约 300 个地级市、1700 个县城和 4900 个乡镇, 包括海外 4 个国家超过 560 个城市 | 前置仓满足超过 300km 的门店配送需求 | 75% 以上门店位于仓储周围 150 公里内 | 覆盖全国 93 个城市 1194 间门店 |
| 配送方式 | 专车直配 | 一支由大约 300 辆来自第三方移动服务提供商的多温运输车辆组成的车队 | 直接运营 327 辆运输车辆, 专车直配, 也会使用第三方车辆 | 与 30 名物流合作方合作, 还有 6 辆车组成的内部物流团队负责深圳市内送货 |
| 配送频率 | 90% 的国内县级行政区划可实现 12 小时内触达 | 97% 的门店提供每周 2 次及以上配送 | 97% 以上的门店提供两日一配的冷链配送服务 | 仓间调配最快 2 日内即可到达 |
| 数据截止时间 | 2024 年 9 月 30 日 | 2023 年 12 月 31 日 | 2024 年 9 月 30 日 | 2023 年 6 月 30 日 |

资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

蜜雪集团拥有庞大且完善的供应链体系, 一方面源于公司成立较早 (1997 年成立)、供应链建设较早 (2012 年开始自建中央工厂, 2014 年开始自建物流体系); 另一方面是因产品品类简单、保质期长、管理和运输简单, 便于自建供应链。

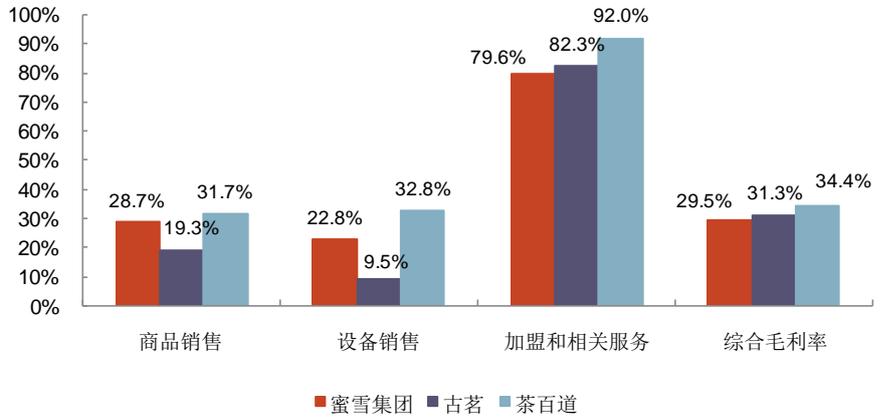
公司采用加盟模式, 优点在于规模扩张快, 缺点在于管理难度大。自建供应链能解决该模式常见的两大问题: 1) 原材料外采问题: 由于公司自建工厂降低成本, 在相同品质下, 加盟商很难从市场上采购到更低价格的替代品, 也就失去了原料外采的主动性。此外区域经理会巡逻监管, 进一步减少原材料外采问题的发生。2) 原材料过期问题: 需要通过少量多次配送和加长保质期来解决。公司通过自建仓储物流, 缩短配送时间, 有助于终端库存管理和减少加盟商资金压力, 降低过期风险。公司提供的原材料主要为果酱罐头, 保质期长, 鲜果也多为柠檬、柑橘等常温环境下易长时间储存的水果。

图 31：供应链体系保障加盟模式顺利进行



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所绘制

图 32：蜜雪集团供应链相关毛利率处于行业中间水平（2023 年）

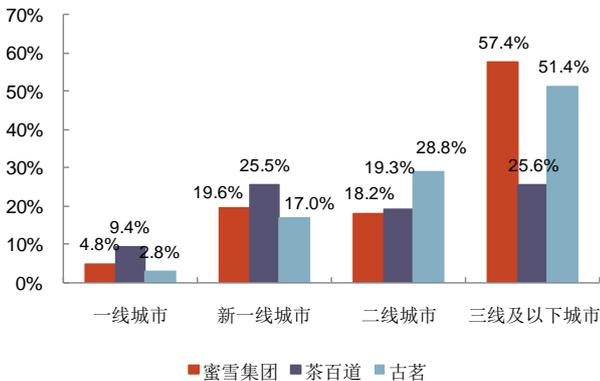


资料来源：各公司公告，各公司招股说明书，光大证券研究所

3.2 “多销”源自下沉+加盟+营销

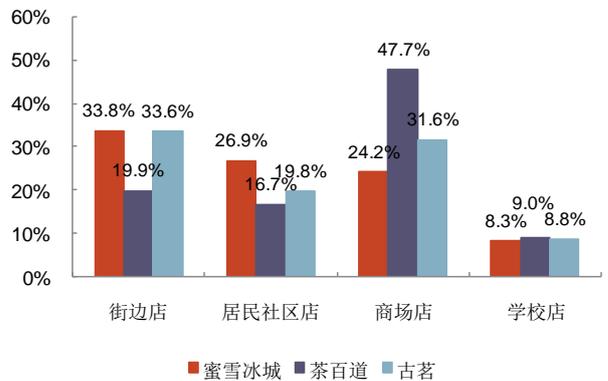
低价定位下，蜜雪集团走“农村包围城市”的下沉市场战略。蜜雪集团门店多位于三线及以下城市，店铺选址又多在街边、居民社区等人流量较多的地方，进一步提升客单数。

图 33：部分茶饮公司 2024 年末门店城市分布情况



资料来源：各公司年报，光大证券研究所 注：蜜雪集团门店数包含幸运咖

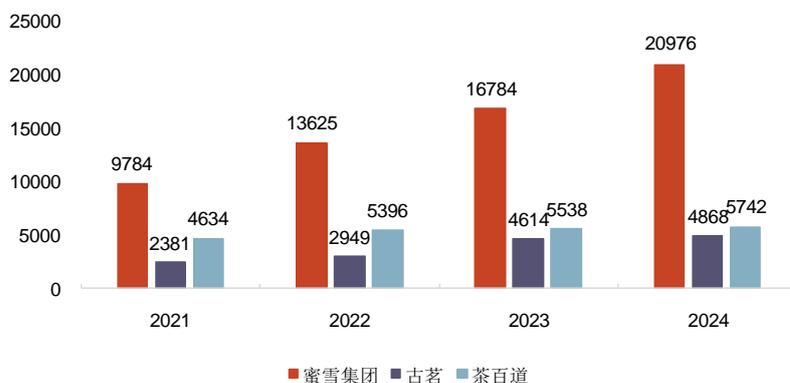
图 34：部分茶饮品牌门店位置分布情况



资料来源：窄门餐饮，光大证券研究所 注：数据时间为 2025.6.11

蜜雪集团依靠加盟模式实现快速扩张。公司拥有业内最多的茶饮加盟商，远高于古茗和茶百道的加盟商数量。主要由于蜜雪集团的加盟门槛低、前期投入小、回本速度快。前期投入方面，只需准备至少 21 万元的资金。加盟费方面，省会城市 11000 元/年，地级市 9000 元/年，县级市 7000 元/年。蜜雪集团还会提供一系列支持，宣传物料、空间设计和物流均免费。

图 35：头部现制茶饮公司加盟商数（个）



资料来源：各公司招股说明书，各公司公告，光大证券研究所 注：蜜雪集团加盟商包含蜜雪冰城和幸运咖的加盟商

表 9：现制茶饮品牌加盟商费用

| | 蜜雪冰城 | 古茗 | 茶百道 | 喜茶 | 奈雪的茶 |
|-------------------------|---|---|---|--|--|
| 加盟费/品牌合作费 | 省会：1.1 万元/年 地级市：0.9 万元/年 县级市：0.7 万元/年 | 1.88 万元/3 年 | 3 万元 | 5 万元/3 年 | 5 万元 |
| 保证金 | 2 万元 | 培训：0.5 万元 合作：0.5 万元 | 1 万元 | 3 万元 | 3 万元 |
| 运营培训费 | 0.48 万元/年 | 运营服务：3 万元 培训服务：2.5 万元 开店服务：2.5 万元 | 运营服务：营业额满 6 万元/月，收 1%；部分地区按固定费用 1 万元/年收取 培训服务：2 万元 运营管理工具服务费：0.1 万元/年 外卖管理费：0.2 万元/年 | 运营服务：营业额满 6 万元/月，收 1% 系统使用费：2 万元/年 培训服务：2 万元 | 运营服务：月实收额的 1% 培训服务：1.5 万元 |
| 设备费用 | 7 万元左右 | 10 万元 | 12 万元 | 15 万元起 | 15 万元起 |
| 首批物料费 | 5 万元左右 | 2-4 万元左右 | 2 万元起 | / | 5 万元起 |
| 装修 | 6 万元左右 | 10 万元左右 | 10 万元左右 | 10 万元起 | 15 万元起 |
| 其他费用 | / | 开业营销费：0.8 万元 | 开业服务费：4 万元 | 设计费：1 万元 工程监理费：0.8 万元 | 开业服务费：2.5 万元 选址服务费：0.5 万元 设计费：1 万元 |
| 前期总费用（不含租金、转让费等） | 预计 21 万元起 | 预计 46 万元起 | 预计 34.8 万元起 | 预计 45.8 万元起（假设首批物料费 7 万元起） | 预计 48.5 万元起 |

资料来源：各公司小程序，光大证券研究所

注：截至 2025 年 7 月 8 日，古茗加盟费、运营服务费、培训服务费、开店服务费均首年 0 费用，可分期支付；茶百道加盟费、培训服务费、开店服务费首年 0 费用

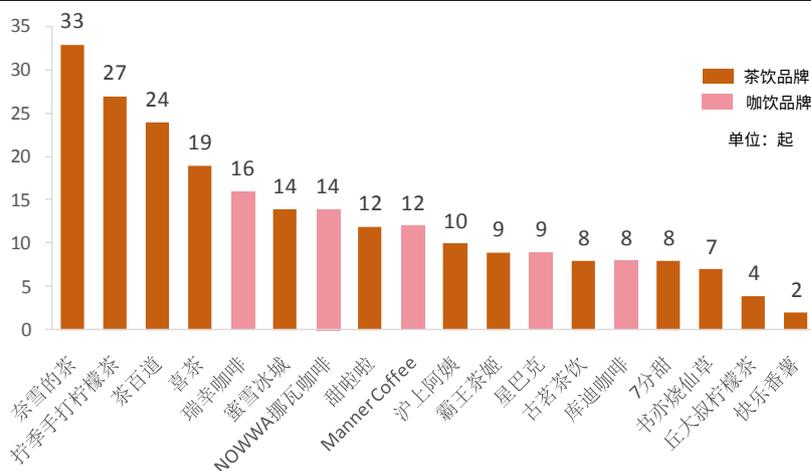
表 10: 现制茶饮品牌单店模型 (万元)

| | 蜜雪冰城 | 古茗 | 喜茶 |
|-------|-------|-------|-------|
| 年收入 | 168 | 182 | 396 |
| 原材料成本 | 75.6 | 82 | 160 |
| 占收入% | 45.0% | 45.0% | 40.0% |
| 毛利率 | 55.0% | 55.0% | 60.0% |
| 人工成本 | 22 | 22 | 54 |
| 占收入% | 13.0% | 12.0% | 13.6% |
| 租金 | 29 | 16 | 66 |
| 占收入% | 17.0% | 8.5% | 16.7% |
| 水电开支 | 7 | 4 | 12 |
| 占收入% | 4.0% | 2.0% | 3.0% |
| 其他 | 8 | 26 | 20 |
| 占收入% | 5.0% | 14.3% | 5.0% |
| 门店利润 | 27 | 33 | 86 |
| 利润率 | 16.0% | 18.2% | 21.7% |

资料来源: 渠道调研, 光大证券研究所测算 (注: 古茗、蜜雪冰城为 24 年数据, 喜茶为 23 年数据)

全渠道打造超级 IP, 小成本撬动大流量。在极致性价比的产品价格下, 为了广开销路, 蜜雪冰城在营销策略上持续发力。不同于其他茶饮品牌在跨界联名上高歌猛进, 蜜雪冰城以更低的营销成本自造“雪王”IP, 为终端门店吸引客流。通过广泛的门店网络和完善的营销矩阵, 蜜雪冰城基于自身品牌调性进行线上线下全渠道营销, 打造“爆款”IP。“魔性”主题曲等营销内容成为年轻群体的二次创作源泉, 进一步扩大 IP 影响力, 吸引了巨大流量。截至 2024 年 9 月, 蜜雪冰城在微信、抖音、快手、小红书、微博、哔哩哔哩等六大社交平台共拥有约 4,600 万粉丝, 为中国现制饮品行业最多。

图 36: 2023 年全国样本饮品品牌联名营销事件次数 (不完全统计)



资料来源: 红餐品牌研究院, 光大证券研究所

图 37: 蜜雪冰城超级 IP 营销



资料来源: 蜜雪集团招股说明书, 光大证券研究所

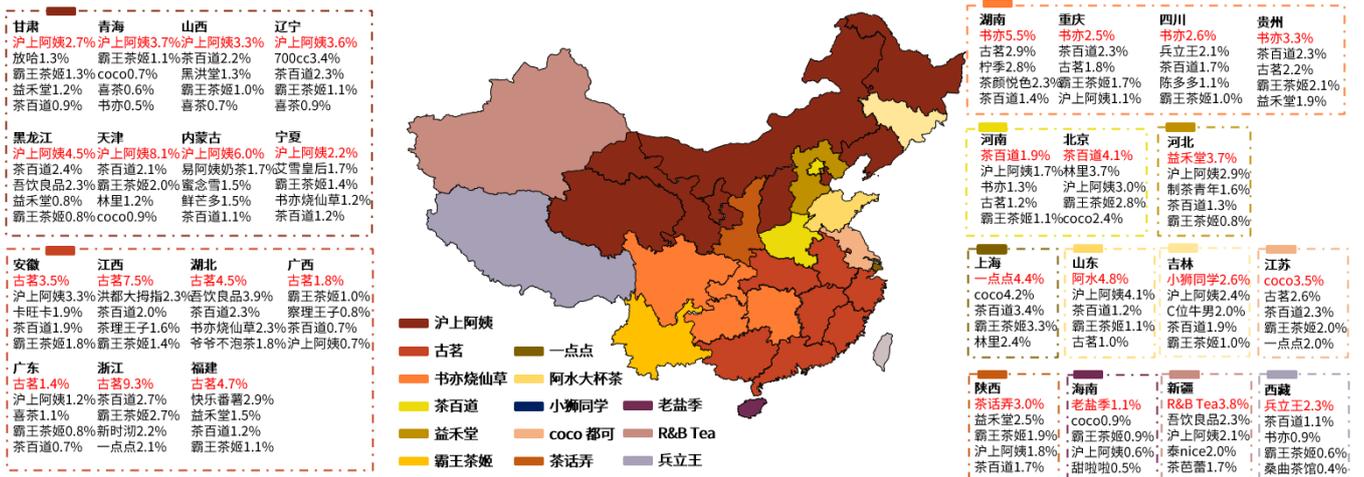
4、国内开店仍有空间，咖啡有望发力

4.1 25 年开店政策优化，助力国内门店开拓

变化一：2025 年重新开启老加盟商开店权限。此前蜜雪冰城在老加盟商较多的区域执行了较严格的保护政策（一是防止老加盟商资源过多对公司构成不稳定风险；二是老加盟商对单店收入期望值较高，不利于快速开店）。

为了应对竞争和实现 25 年开店目标，公司调整了加盟政策，特别是放宽了对老加盟商开设新店的限制（用实力更强的老加盟商与竞品进行竞争，另一方面也为了留住老加盟商）。原先，只有第一档的老加盟商才有资格开设新店，而如今，这一权限扩展到了第四档以上的加盟商，即第一、第二、第三档的加盟商也获得了开店的资格。政策调整后，老加盟商提交开店申请的数量显著增加。

图 38: 各省 10-20 元价格带茶饮门店市占率（截至 2025.2）



资料来源: 久谦中台, 光大证券研究所; 注: 按门店数量统计

变化二：2024 年特渠门店（学校、景区、乡镇）占新店比例超过 60%，2025 年将继续加大特渠开发。

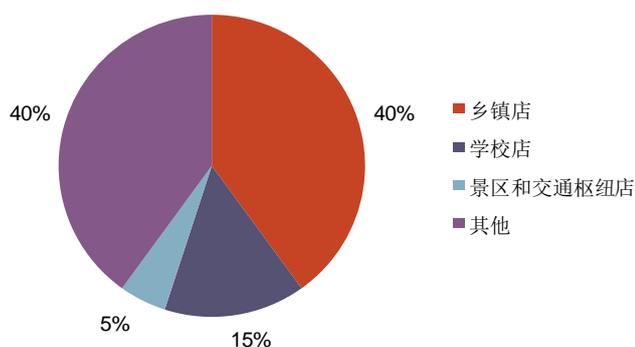
2024 年 12 月初，蜜雪集团发布《关于开店政策调整的通知》拟定自 12 月 16 日起对开店政策进行调整，调整方向包括深耕已开发商圈，关注景区、院校、新商场、交通枢纽、厂区等空白市场开发，挖掘下沉市场等。特殊渠道门店在 2024 年新开店中占比超 60%。2025 年，公司将重点发展特渠门店，预计在新店中继续占有较高比例。

表 11：蜜雪集团发布《关于开店政策调整的通知》

| 调整方向 |
|--------------------------------------|
| 一、深耕已开发商圈，减少门店异地管理成本，在商圈内打造门店运营护城河。 |
| 二、关注景区、院校、新商场、交通枢纽、厂区等空白市场开发，合理布局点位。 |
| 三、挖掘下沉市场，对经济发展相对较好的空白乡镇进行开发。 |

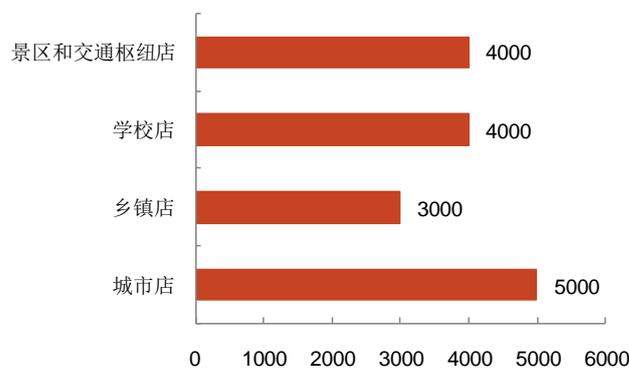
资料来源：公司公众号，光大证券研究所

图 39：2024 年新店分布占比



资料来源：公司公众号，光大证券研究所

图 40：2024 年各类门店日均流水（元）



资料来源：公司公众号，光大证券研究所

4.2 蜜雪冰城国内开店空间测算：预计为 5.3 万家

我们通过整理分析大众点评上的蜜雪冰城门店数发现，不同省份受人口基数、人均 GDP、以及蜜雪冰城根据地河南的辐射范围不同，门店密度存在分化，因此在测算门店空间时，我们分省进行测算。

此外，我们发现通常情况下，各省内，蜜雪冰城在省会城市的门店密度最高，因此测算开店空间时，省内非省会城市门店密度参考省会城市密度，再根据人均 GDP 进行调整。

1) 确定各省会城市门店密度上限。

24 年 2 月起，蜜雪冰城开放江苏、浙江、上海、山东、安徽、湖南、江西、福建、广东、广西、海南乡镇区域的加盟，预计上述区域门店密度会有明显加密，乐观估计下，我们假设上述省份省会城市（除上海、广州外）的门店密度以郑州为参照，再根据人均 GDP 和辐射系数进行调整。

辐射系数：从现有门店分布来看，离根据地河南越近的省份门店数量越多，因此我们假设与河南接壤的省份辐射系数为 0.9，其余省份为 0.7。

上述已开放乡镇区域加盟省份的省会城市门店密度=郑州门店密度* (郑州人均 GDP/省会城市人均 GDP) /辐射系数, 其中门店密度用单一门店平均覆盖人数表示, 若计算后的门店覆盖人数高于原本门店覆盖人数, 则假设维持原本门店密度不变, 门店密度数字越小, 则门店越密集。

其余未开放乡镇区域加盟省份的省会城市由于门店密度在省内已处于较高水平, 在无政策支持下, 预计门店密度不会有太大变化, 假设维持当前门店密度。

一线城市北京、上海、广州、深圳由于人工工资、房租成本高, 蜜雪冰城进入较晚, 且预计较低门店利润下门店密度不及非一线城市, 测算门店空间时, 我们假设上海、深圳门店密度向广州门店密度空间 2.0 万人/店看齐。北京因暂未开放乡镇区域的加盟, 假设门店密度上限比广州低, 假设为 2.5 万人/店。

直辖市天津、重庆门店密度假设分别向北京、成都看齐。

表 12: 各省会城市及直辖市门店密度 (万人/店)

| | 郑 州 | 南 京 | 杭 州 | 济 南 | 合 肥 | 长 沙 | 南 昌 | 福 州 | 广 州 | 南 宁 | 海 口 | 兰 州 | 贵 州 | 石 家庄 | 哈 尔滨 | 武 汉 | 长 春 | 沈 阳 | 呼 和浩特 | 银 川 | 西 宁 | 太 原 | 西 安 | 成 都 | 拉 萨 | 乌 鲁木齐 | 昆 明 | 北 京 | 上 海 | 深 圳 | 重 庆 | 天 津 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 当前 密度 | 1.6 | 2.7 | 2.8 | 3.3 | 2.1 | 2.4 | 2.3 | 3.3 | 3.3 | 2.8 | 3.2 | 1.8 | 2.8 | 3.0 | 3.2 | 2.6 | 3.0 | 2.5 | 2.9 | 1.6 | 1.8 | 2.0 | 1.9 | 2.8 | 2.1 | 1.9 | 2.5 | 3.9 | 4.4 | 4.4 | 3.5 | 3.2 |
| 密度 空间 | 1.6 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.5 | 1.8 | 2.2 | 1.6 | 2.0 | 2.8 | 3.1 | 1.8 | 2.8 | 3.0 | 3.2 | 2.6 | 3.0 | 2.5 | 2.9 | 1.6 | 1.8 | 2.0 | 1.9 | 2.8 | 2.1 | 1.9 | 2.5 | 2.5 | 2.0 | 2.0 | 2.8 | 2.5 |

资料来源: 国家统计局, 大众点评, 光大证券研究所测算

2) 确定各省内非省会城市密度上限。

从现有门店密度看, 非省会城市门店密度通常低于省会城市, 我们假设未来非省会城市门店密度向省会城市看齐, 再根据人均 GDP 进行调整。

本省非省会城市门店密度=本省省会城市门店密度* (本省省会城市人均 GDP/本省非省会城市人均 GDP), 若计算后的门店覆盖人数高于原本门店覆盖人数, 则假设维持原本门店密度不变。

综合来看, 我们预计蜜雪冰城在国内的开店空间约为 5.3 万家。

表 13: 各省份蜜雪冰城开店空间 (家)

| 省份/直辖市 | 25 年 7 月门店数 | 开店空间 |
|--------|-------------|------|
| 安徽 | 2021 | 2673 |
| 北京 | 555 | 874 |
| 福建 | 1140 | 2192 |
| 甘肃 | 901 | 979 |
| 广东 | 2680 | 3709 |
| 广西 | 1131 | 1569 |
| 贵州 | 842 | 934 |
| 海南 | 241 | 310 |
| 河北 | 2067 | 2399 |
| 河南 | 3358 | 3635 |
| 黑龙江 | 733 | 885 |
| 湖北 | 1509 | 1638 |
| 湖南 | 1380 | 2028 |
| 吉林 | 656 | 659 |
| 江苏 | 2603 | 5205 |
| 江西 | 1378 | 1411 |
| 辽宁 | 1292 | 1449 |
| 内蒙古 | 711 | 855 |
| 宁夏 | 353 | 366 |
| 青海 | 231 | 263 |
| 山东 | 2520 | 4779 |

| | | |
|----|-------|-------|
| 山西 | 1056 | 1265 |
| 陕西 | 1632 | 1997 |
| 上海 | 565 | 750 |
| 四川 | 1950 | 2193 |
| 天津 | 430 | 546 |
| 西藏 | 78 | 115 |
| 新疆 | 711 | 936 |
| 云南 | 1008 | 1385 |
| 浙江 | 2289 | 3379 |
| 重庆 | 906 | 1157 |
| 总计 | 38927 | 52535 |

资料来源：国家统计局，窄门餐眼，光大证券研究所测算 注：门店数统计时间为 2025.7.14

4.3 幸运咖调整完成，格局优化提供发展机会

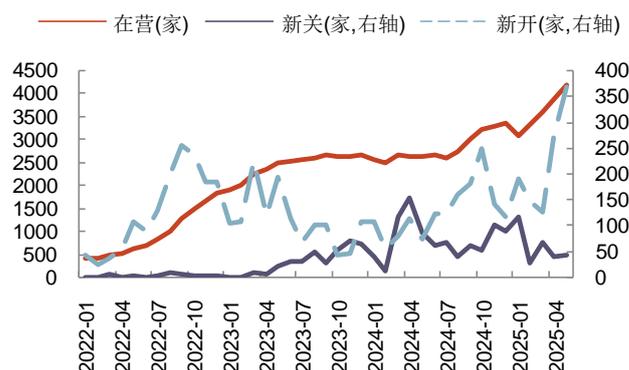
23 年下半年到 24 年上半年，因行业价格战激烈以及经营出现问题，幸运咖闭店较多，门店数量陷入停滞。行业方面，库迪和瑞幸展开“9.9 元”价格促销，行业竞争加剧。2023 年年初，库迪开启“9.9 元任饮券”的促销活动。瑞幸在 23 年 6 月也加入“9.9 元价格战”，每人每周 1 张 9.9 元券。价格战逐步在咖啡行业中蔓延。叠加幸运咖管理层变动，23 年下半年幸运咖的快速扩张放缓，闭店数量增多。

图 41：库迪、瑞幸 9.9 元促销活动海报



资料来源：库迪咖啡微信公众号，瑞幸咖啡微信公众号，光大证券研究所

图 42：幸运咖在营门店数、闭店数、开店数



资料来源：久谦中台，光大证券研究所 注：数据时间为 2022.1-2025.5

23 年下半年以来，幸运咖调整策略，24 年 6 月效果逐渐显现。面对幸运咖出现的问题，公司进行了系列调整。1) **品牌营销**：24 年 11 月，邀请了明星王俊凯作为代言人，对增强品牌整体势能产生了积极作用。2) **团队建设**：从前端招商到后端市场部门都进行了大幅度优化。公司从蜜雪冰城团队中选拔了一批在市场开拓和店面扶持运营方面具有丰富经验的人才，以加强团队的专业能力。3) **产品线**：幸运咖对原料进行升级，咖啡豆从普通豆升级为金奖豆，牛奶使用朝日唯品等；并对果咖和奶咖产品的占比进行了调整，并加快产品研发的更新速度，基本上每个月都会推出一款新产品。

2024 年幸运咖重启扩张，2025 年门店数量有望翻倍。25 年幸运咖门店扩张策略已调整：过去以下沉市场为主战场，25H2 将重点转向长三角、珠三角等一二线城市，核心拓展点位为商业街。

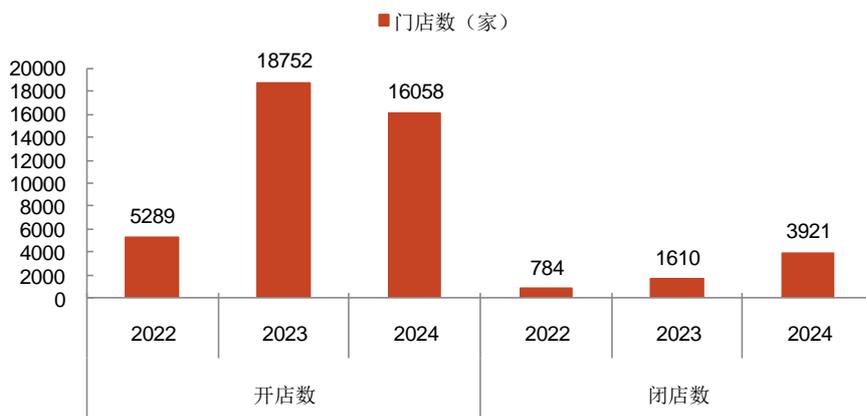
图 43: 2024 年下半年以来幸运咖变化



资料来源: 咖门公众号, 光大证券研究所

经过 23-24 年的疯狂促销洗牌, 行业竞争格局有所改善。到了 25 年, 在咖啡豆价格上涨的影响下, 行业价格战有所收敛, 瑞幸 9.9 元促销产品范围进一步收窄。随着行业折扣的收缩, 幸运咖的性价比优势有望显现。

图 44: 2022-2024 年咖啡行业开店及闭店数



资料来源: GeoQ 智图《2024 年连锁咖啡品牌门店发展蓝皮书》, 光大证券研究所

幸运咖门店经营利润率较蜜雪冰城更高。幸运咖前期投入费用较蜜雪冰城更低, 若不考虑折扣和外卖, 24 年幸运咖门店利润率约 22%, 蜜雪冰城同期约为 16%。

表 14: 幸运咖及蜜雪冰城单店模型对比 (2024 年, 万元)

| | 蜜雪冰城 | 幸运咖 |
|-------|------|-----|
| 单月销售额 | 14 | 9 |
| 原物料成本 | 6.3 | 4.5 |
| % | 45% | 50% |
| 人工 | 1.8 | 1.2 |
| % | 13% | 13% |
| 房租 | 2.4 | 1 |
| % | 17% | 11% |
| 其他 | 1.3 | 0.3 |
| % | 9% | 3% |
| 门店利润 | 2.2 | 2.0 |
| % | 16% | 22% |

资料来源: 渠道调研, 光大证券研究所 (注: 单店模型未考虑外卖扣点)

5、海外空间广阔，探寻新成长机会

5.1 新茶饮出海寻第二增长，策略和措施各有千秋

国内茶饮市场面临红海，出海热潮再涌现。随着国内茶饮市场趋于高饱和与低差异化，整个行业已进入零和博弈阶段，出海成为新茶饮品牌寻求新增长引擎的重要战略部署。而早在十多年前，中国茶饮品牌的“前辈”们就迈出了出海探路的步伐。2010年，奶茶品牌快乐柠檬在菲律宾开出首家海外门店，2012年左右，春水堂、贡茶等品牌逐步辐射至日韩、欧美，CoCo都可、鹿角巷、日出茶太等也紧随其后进入海外市场。从2018年起，奈雪的茶、喜茶、蜜雪冰城三家新茶饮品牌进军东南亚市场，随后霸王茶姬也在马来西亚开启出海首站。

图 45：2018 年以来国内茶饮品牌密集出海



资料来源：各公司公告，各公司招股说明书，腾讯网，光大证券研究所

在出海过程中，不同品牌在产品、价格、渠道、营销方面不尽相同。

- 1) 产品上：蜜雪冰城在原产品品类的基础上贴合当地年轻人的消费偏好，推出本土化的特色产品，提高甜度；霸王茶姬也推出当地限定产品，喜茶和奈雪的茶更注重自身产品力。
- 2) 价格上：蜜雪冰城的市场定位仍与国内一致，采用低价策略，即使略高于国内价格，在当地也是平价；霸王茶姬继续中低端路线，海外价格与国内保持基本一致；而喜茶和奈雪延续高端路线，海外市场价格甚至是国内的两倍。
- 3) 渠道上：霸王茶姬和蜜雪冰城均采用加盟模式，而喜茶和奈雪的茶则采用了运营成本更高的直营模式。
- 4) 营销上：蜜雪冰城继续打造自身超级 IP，并通过 IP 本土化以及紧跟消费潮流实现消费者认知占位，建立起与消费者更紧密的情感纽带；霸王茶姬做法类似，将“国风”特色与本地潮流相结合，丰富品牌内涵；而喜茶另辟蹊径，推出“城市特色”混合主题，吸引了极大流量；奈雪的茶则更注重产品，在营销上主要通过社交媒体推广等较为简单的模式。

表 15: 四大新茶饮品牌出海对比

| 品牌 | 喜茶 | 霸王茶姬 | 蜜雪冰城 | 奈雪的茶 |
|----|--|--|--|---|
| 产品 | 高品质鲜果茶 | “原茶叶+鲜奶”的差异化品类；当地限定产品 | 基于原产品品类推出本土化特色产品，提高甜度 | 茶饮、烘焙、零售；注重烘焙产品的地域特色 |
| 价格 | 高价 ，高于国内 (以多肉葡萄冻标准杯为例) 中国：¥18 新加坡：¥31 伦敦：¥57 墨尔本：¥45 | 中低价 ，与国内基本一致 (以伯牙绝弦中杯为例) 中国：¥16 马来西亚：¥18 泰国：¥19 | 低价 ，略高于国内 (以冰淇淋和柠檬水为例) 中国：¥2-4 越南：¥3-6 印尼：¥3.7-4.6 新加坡：¥5.4-13.4 日本：¥7.8-12.6 悉尼：¥9.4-17 | 高价 ，高于国内 (以霸气芝士草莓中杯为例) 中国：¥21 日本：¥44 新加坡：¥43 |
| 渠道 | 直营模式，23年3月启用合伙人模式 | 加盟模式 | 加盟模式 | 直营模式 |
| 营销 | “城市特色”混合主题 | “国风+本土”潮流 | 超级IP本土化 | 国内外社交平台推广 |

资料来源：FBIF 食品饮料创新公众号，光大证券研究所 注：价格时间为 2023.11

5.2 东南亚地区为新茶饮出征的主战场

新茶饮纷纷下南洋，加速出海东南亚。在汹涌“出海潮”中，多数茶饮品牌将东南亚作为出海首站，主要原因有三：1) 常年高温，茶饮消费无明显淡季；2) 地理位置上离中国近，饮食习惯也较为相似，供应链存在一定协同；3) 年轻人占比高，茶饮目标人群多。2022年8月，墨腾创投 (Momentum Works) 发布的报告显示，东南亚现制茶饮市场是一个年营业额达 36.6 亿美元 (2021 年) 的市场，为向海外扩张的中国品牌提供了不同的试验场：以低端市场为中心的蜜雪冰城从越南起步，而面向高端市场的喜茶选择了新加坡。

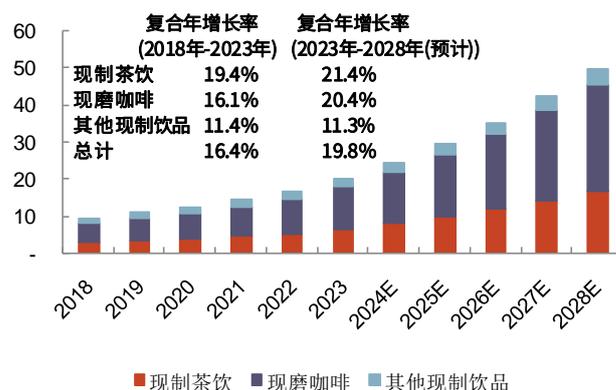
东南亚现制饮品市场增长迅速，现制茶饮为最大增长引擎。根据灼识咨询，在 2023 年至 2028 年间，预计东南亚现制饮品市场在全球市场中增速最快，复合年增长率达到 19.8%，其中现制茶饮增长潜力大，预计市场规模从 2023 年的 63 亿美元增长至 2028 年的 166 亿美元。

图 46: 2023 年至 2028 年全球现制饮品市场规模的年复合增长率 (以终端零售额计)



资料来源：灼识咨询预测，光大证券研究所

图 47: 按品类划分的东南亚现制饮品市场规模 (以终端零售额计，十亿美元)



资料来源：灼识咨询统计及预测，光大证券研究所

图 48：东南亚各国现制茶饮市场规模与主要品牌（2021 年，以交易额计）

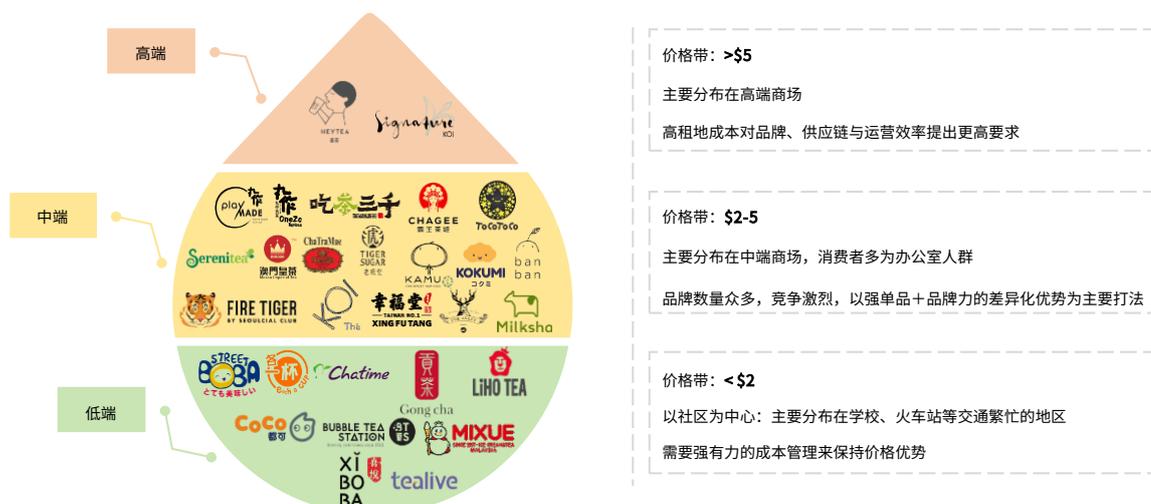


资料来源：《Bubble Tea: The business behind Southeast Asia's favourite drink》墨腾创投&qclub，光大证券研究所

东南亚现制饮品市场竞争格局高度分散，呈“水滴型”结构。东南亚茶饮品牌众多，尤其是中端品牌竞争较为激烈，但本土品牌连锁化率相对较低，行业并未出现单一品牌成为绝对龙头，因此头部品牌的发展空间较为广阔。

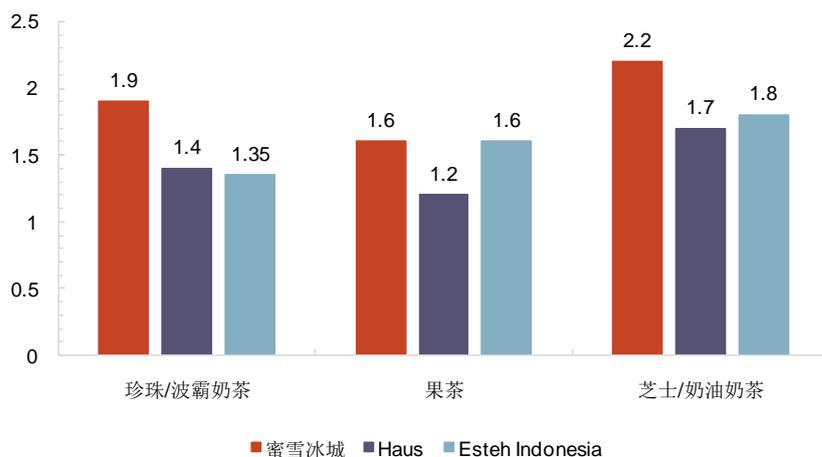
蜜雪冰城整体表现出色，但面临着本土品牌更低价的竞争。印尼本土茶饮品牌 Haus 和 Esteh Indonesia 与蜜雪冰城定位类似，均面向低端市场。Haus 的大多数奶茶定价在 5000-15000 盾（约 2.4-7 元人民币），Esteh Indonesia 主打的经典奶茶、荔枝冰茶等茶饮系列，中部的价位基本不超过 16000 盾（约 7.4 元人民币）。与更低价的本土品牌竞争，蜜雪冰城需在差异化高质产品、品牌影响力、供应链水平上发力。

图 49：东南亚现制茶饮市场呈“水滴型”竞争格局



资料来源：《Bubble Tea: The business behind Southeast Asia's favourite drink》墨腾创投&qclub，光大证券研究所

图 50: 印尼市场三大平价茶饮品牌价格对比 (万印尼盾)



资料来源: EqualOcean, 光大证券研究所

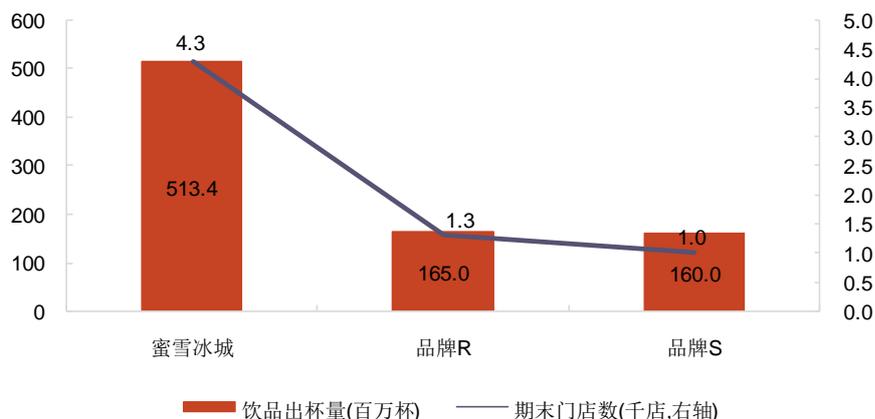
蜜雪冰城在东南亚市场表现出色, 具有强大的竞争力。与其他品牌相比, 蜜雪冰城注重低价高质的市场定位, 产品涵盖奶茶、冰淇淋、水果茶等多种类型, 为平衡盈利与成本, 蜜雪冰城自建供应链控制成本, 并采用加盟模式迅速扩店。因其在市场定位、扩店策略、品牌建设的独特之处, 蜜雪冰城在激烈竞争中蹚出了差异化道路, 具有强大的竞争力。截至 2023 年末, 蜜雪冰城在东南亚市场有超 4000 家门店, 以截至 2023 年 12 月 31 日的门店数和 2023 年饮品出杯量计, 蜜雪冰城是东南亚地区最大的现制茶饮品牌。

表 16: 东南亚地区不同茶饮品牌对比

| 品牌 | 贡茶 | tealive | 蜜雪冰城 | 霸王茶姬 | KOI | 喜茶 |
|--------|---|---|--|----------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 背景 | 面向低端市场; 最早进军东南亚市场的品牌之一 | 原是日出茶太在马来西亚的特许经营商, 后发展为独立品牌, 现在是马来西亚最大的本土品牌之一 | 面向低端市场 | 面向中端市场; 以茶为主 | 面向中高端市场; 是东南亚地区最受欢迎的品牌 | 面向高端市场 |
| 门店数量 | 2024 年底全球超过 2000 家门店 | 2025 年初在马来西亚门店数接近 1000 家 | 截至 2024 年 9 月 30 日, 蜜雪冰城在东南亚市场有 4762 家门店 | 截至 2025 年一季度末, 在海外共有 169 家门店 | 目前全球门店数量超 500 家, 一半以上位于中国以外的市场 | 2024 年底海外共开出超 70 家门店 |
| 产品 | 产品数量超过 60 种; 主要为调味茶, 奶茶, 果汁, 咖啡, 冰沙 | 产品数量超过 50 种; 主要为奶茶, 奶饮品, 冰沙, 调味茶, 抹茶, 可可, 咖啡 | 产品数量超过 30 种; 主要为冰淇淋, 茶, 水果茶, 冰沙, 奶茶, 芝士茶 | 产品数量约 30 种; 主要为黑糖玛奇朵, 奶茶, 果茶, 乳茶 | 产品数量约 40 种; 主要为调味茶, 奶茶, 果汁, 咖啡 | 产品数量约 20 种; 主要为芝士茶, 果茶, 冰淇淋 |
| 品牌战略定位 | 专注于从茶到创意混合(如百香果绿茶, 白珍珠柠檬汁)和咖啡以吸引低端市场消费者 | 规模扩张以吸引低端市场消费者 | 坚持低价策略 自建供应链以维持低成本战略 | 专注产品提升, 完善供应链 | 扩大影响力 | 专注产品品牌建设; 利用社交媒体广泛宣传 |

资料来源: 《Bubble Tea: The business behind Southeast Asia's favourite drink》墨腾创投&qlub, Foodaily 每日食品, 餐企老板内参, 窄门餐眼, 光大证券研究所

图 51：2023 年东南亚地区前三大现制茶饮品牌的出杯量和门店数



资料来源：灼识咨询，光大证券研究所

5.3 深耕华人资源，强化供应链

5.3.1 抓住时间机遇，打开东南亚市场增长口

抓住时间机遇，把握越南茶饮市场风口。2018 年，受社交媒体传播的影响，越南奶茶市场展现出显著的活跃度。随着时间的推移，2019 年之后，该市场涌现出超过 100 个品牌，其中不乏具有中方背景的参与者。在这一竞争激烈的环境中，蜜雪冰城以其敏锐的市场洞察力，迅速抢占了越南市场的先机。与此同时，喜茶和奈雪选择了消费能力更高的新加坡作为其目标市场。而与蜜雪冰城定位相似的茶主张、书亦烧仙草等品牌，未能及时把握进入越南市场的机会，略晚一步。

图 52：东南亚市场茶饮品牌发展时间线



资料来源：《Bubble Tea: The business behind Southeast Asia's favourite drink》墨腾创投&qclub，光大证券研究所

5.3.2 华人资源引流奠定基础，加盟政策吸客拓疆土

华人资源为初期发展奠定基础。起步阶段，东南亚市场对蜜雪冰城缺乏品牌认知度，因此蜜雪冰城初期切入东南亚市场主要借助华人加盟商在当地的物业资源和政府资源进行代理联营，通过一些奖励政策鼓励其进行招商引资。同时，深耕印尼多年的 OV 系（OPPO 和 vivo）与蜜雪冰城达成合作，在资金、扩店、仓储物流等方面提供全方位的支持。迅速稳住基本盘后，蜜雪冰城加快扩店步伐，开展本土化招聘、管理、招商，短期内跑马圈地，实现了“滚雪球”式增长。

激进的加盟策略推动规模高速增长。蜜雪冰城在东南亚市场采取了较为激进的加盟策略。例如，在越南的某些区域，可以免去三年合同期内的特许经营费、管理费和培训费；在马来西亚的吉隆坡和雪兰莪地区，老加盟商开新店免去两年加盟费，新加盟商开店可以免去一年加盟费。激进的加盟商政策吸引了巨大的客流，东南亚本地加盟商纷纷提出申请，占据点位，蜜雪冰城在东南亚的疆土迅速开拓。

在“华人资源+加盟政策”双轮驱动下，至 2020 年下半年，蜜雪冰城在越南的店面已增长到两百多家（已签约数目）。

表 17：蜜雪冰城在马来西亚的单店模型(2023 年)

| 马来西亚 | |
|-------------|--------------------|
| 加盟费用 | 8000 马币 (12449 元) |
| 管理费用 | 5000 马币 (7781 元) |
| 培训费 | 2000 马币 (3087 元) |
| 保证金 | 10000 马币 (18675 元) |
| 设备投入 | 60000 马币 (93378 元) |
| 首批物料费用 | 40000 马币 (62252 元) |
| 装修费用 | 175000+马币 |
| 日营收 | 4500-5000 元 |
| 毛利率 | 55% |
| 人工和水电房租 (月) | 20000 元 |
| 回本周期 (月) | 好位置：7-8 月 其余：18 月 |

资料来源：《中国食品》，亿邦动力，光大证券研究所

表 18：蜜雪冰城在印尼和国内单店模型对比 (万元)

| | 国内 | 印尼 |
|--------|-------|-------|
| 年收入 | 168 | 204 |
| 原材料成本 | 76 | 96 |
| 占收入% | 45.0% | 47.0% |
| 毛利率 | 55.0% | 53.0% |
| 人工成本 | 22 | 22 |
| 占收入% | 13.0% | 11.0% |
| 租金 | 29 | 35 |
| 占收入% | 17.0% | 17.0% |
| 水电开支 | 7 | 8 |
| 占收入% | 4.0% | 4.0% |
| 其他 | 8 | 10 |
| 占收入% | 5.0% | 5.0% |
| 门店层面利润 | 27 | 33 |
| 利润率 | 16.0% | 16.0% |

资料来源：渠道调研，光大证券研究所

图 53: 蜜雪冰城海外门店布局



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

5.3.3 强供应链是出海可持续性扩张的关键

要想在海外复制低价高质的路线, 强供应链仍是核心。蜜雪冰城除特色原料可由加盟商在当地采买, 其余的原料和包材基本都从国内进口(成都与海南为东南亚地区提供货物中转)。

- **生产:** 目前蜜雪冰城尚未在海外布局生产加工型工厂, 而是在成都和海南建立中转仓库, 用于货物从国内向海外门店运输的中转存储, 原因主要是蜜雪冰城的产品多使用罐装水果和固体粉末, 存储时间长、运输损耗小, 在国内生产能够保证产品质量稳定、成本节省。
- **仓储:** 蜜雪冰城已在东南亚四个国家建立了本地化仓储体系, 截至 2024 年 9 月 30 日, 拥有共计约 6.9 万平方米的 7 个自主运营的仓库, 配送网络也覆盖海外四个国家的超过 560 个城市。蜜雪冰城能够实现自建供应链全线路运转, 因此扩张速度迅猛。

表 19: 蜜雪冰城海外供应链

| 供应链环节 | 采购 | 生产 | 仓储 | 配送 |
|----------|----------------------|--|---|---------------------------|
| 蜜雪冰城布局情况 | 采购源自全球六大洲、35 个国家的原材料 | 除特色原料放宽条件, 可由加盟商在当地采购, 其余基本都从国内进口; 因海南自由贸易港的有利贸易政策, 海南生产基地生产是支撑海外进口的骨干 | 在东南亚的四个国家建立了本地化的仓储体系, 包括共计约 6.9 万平方米的 7 个自主运营的仓库; 不断投入并探索采用堆垛机、四向穿梭车等自动化及智能化设备, 提高运营效率并扩大存储量。 | 配送网络同时覆盖海外四个国家的超过 560 个城市 |

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所
注: 截至 2024 年 9 月 30 日

5.4 重点扩张东南亚市场，调整后整装待发

印尼和越南是蜜雪冰城最大的两个海外市场，主要原因为：1) 印尼：截至 2024 年末印尼总人口约有 2.8 亿人，拥有丰富的华人资源，加之其广阔的地域面积，适合蜜雪集团的大规模扩张；2) 越南：越南地理位置接近云南，供应链上具有极大的便利性。

表 20：蜜雪冰城海外门店数量分布（家）

| 海外国家 | 门店数 | 海外国家 | 门店数 |
|------|------|------|-----|
| 印尼 | 2667 | 老挝 | 22 |
| 越南 | 1304 | 新加坡 | 22 |
| 马来西亚 | 337 | 澳大利亚 | 12 |
| 泰国 | 272 | 韩国 | 7 |
| 菲律宾 | 98 | 日本 | 5 |
| 柬埔寨 | 40 | | |

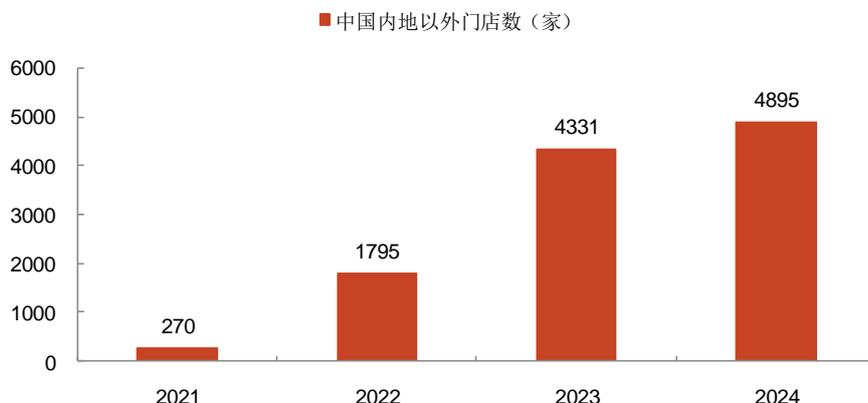
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

注：截至 2024 年 9 月 30 日

2023-2024 年受团队变动、市场判断偏差及外部竞争加剧影响，印尼市场经营节奏放缓。印尼是蜜雪冰城在海外的重要市场，2022-2024 年蜜雪冰城在印尼市场的运营遭遇了多重挑战。2022 年起，印尼团队经历了频繁调整，首批负责人及初创成员陆续被替换，新派驻的团队虽职位更高，但对当地市场的适应性不足，且与加盟商的沟通协作存在障碍。同时，前期门店扩张速度过快，导致品控与服务质量参差不齐，而“momoyo”、“we drink”等竞品的涌现进一步分流了消费者，这些因素共同为后续经营埋下隐患。

具体来看，2023 年初因订货量预估不足，印尼市场出现近一季度的断货，尤其是穆斯林开斋节这一销售高峰的断货，直接造成了较多损失；2024 年又因对开斋节市场过于乐观，出现订货过量的情况，加之供应链仍依赖国内（大部分货物从中国发出），外岛（爪哇岛以外的岛屿）加盟商需自行承担运费，偶发的断货问题始终未能彻底解决。这导致印尼门店单月流水持续下滑，影响加盟商信心。

图 54：2021-2024 年蜜雪冰城中国内地以外门店数



资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所

在印尼市场遭遇一系列运营问题后，蜜雪冰城也采取了一系列措施进行调整。

- **强化加盟商管理**：对加盟商提出更严格的管理要求，如强制加盟商在满三年续约时重新装修，以提升门店形象与统一性；同时提高外卖分成，计划以此积累资金用于开展活动、抗衡竞品。
- **加强市场推广**：增加活动频次，加大线上推广力度，试图通过提升品牌曝光度吸引消费者。
- **优化供应链**：在万隆设立两个仓库、雅加达设立一个仓库；万隆和雅加达的加盟商由蜜雪冰城负责配送且无需支付运费，一定程度上提升了核心区域的供货效率。
- **强化终端把控**：督导团队以本地人为主，负责巡查门店并组织区域活动，加强对终端门店的管理。

经历短暂调整后，公司将继续专注开拓东南亚市场，并继续扩大当地的门店网络。

5.5 蜜雪冰城海外开店空间预计 1.3 万家

测算海外门店数空间时，我们根据蜜雪冰城现已布局国家分别进行测算。考虑到印尼和越南为蜜雪冰城较早布局的国家，且门店数量较其他国家明显更多，可视作海外根据地市场，对标国内郑州。我们再根据各个国家经济发展情况的不同，分别对标国内各线级市场，其中新加坡、澳大利亚、韩国、日本对标国内一线城市；马来西亚、泰国对标国内新一线及二线城市（除郑州外）；菲律宾、柬埔寨及老挝对标国内三线及以下市场。测算公式如下：

$$\text{该国远期门店数} = \text{国内对标市场现有门店数} * (\text{国外人口数} / \text{国内对标市场人口数}) * (\text{国外人均 GDP} / \text{国内对标市场人均 GDP})$$

考虑到东南亚市场为海外拓展的主战场，我们对非东南亚市场的测算结果乘以开发系数 0.5；考虑到日本老龄化较严重，日本测算结果额外乘以系数 0.5。

经过测算，我们预计蜜雪冰城通过现有国家加密，海外远期开店空间约为 1.3 万家店。

表 21: 蜜雪冰城海外门店空间测算

| 境外市场 | 2023 年人口数 (万人) | 2023 年人均 GDP (万元) | 24 年 9 月末门店 数 (家) | 远期门店数 (家) | 对标国内市场 | 2023 年人口数 (万人) | 2023 年人均 GDP (万元) | 对标市场门店数 (家) |
|-----------|-------------------|----------------------|----------------------|--------------|--------------------|-------------------|----------------------|----------------|
| 印尼 | 27,870 | 3.5 | 2667 | 5,543 | 郑州 | 1,301 | 10.5 | 790 |
| 越南 | 10,031 | 3.1 | 1304 | 1,769 | | 1,301 | 10.5 | 790 |
| 新加坡 | 592 | 60.3 | 22 | 490 | 一线城市 | 8,335 | 18.7 | 2,138 |
| 澳大利亚 | 2,664 | 45.9 | 12 | 839 | | 8,335 | 18.7 | 2,138 |
| 韩国 | 5,177 | 23.4 | 7 | 833 | | 8,335 | 18.7 | 2,138 |
| 日本 | 12,435 | 24.0 | 5 | 1,022 | | 8,335 | 18.7 | 2,138 |
| 马来西亚 | 3,373 | 8.1 | 337 | 742 | 新一线及二线城市 (除郑州外) | 41,405 | 12.5 | 14,163 |
| 泰国 | 7,170 | 5.1 | 272 | 997 | | 41,405 | 12.5 | 14,163 |
| 菲律宾 | 11,489 | 2.7 | 98 | 1,052 | 三线及以下线城市 | 89,584 | 7.2 | 21,836 |
| 柬埔寨 | 1,709 | 1.7 | 40 | 100 | | 89,584 | 7.2 | 21,836 |
| 老挝 | 766 | 1.5 | 22 | 38 | | 89,584 | 7.2 | 21,836 |
| 合计 | | | 4786 | 13426 | | | | |

资料来源: 各国家统计局, 世界银行, 窄门餐眼, 光大证券研究所 注: 国内门店数统计时间为 2025.7.14

6、盈利预测和估值

6.1 关键假设及盈利预测

收入方面: 公司 2023/2024 年分别实现收入 203.02/248.29 亿元, 截至 24 年底全球共有 46479 家门店 (含蜜雪冰城和幸运咖), 较 23 年底净增加 8914 家。公司仍处于扩张期, 在广大三线城市及更低线城市具有较为充足的潜在消费者, 随着品牌势能的提升, 预计门店扩张速度仍将处于高位。预计 2025-2027 年净增加门店数分别为 8100/7500/7300 家。

1) 商品销售: 考虑到 2025 年外卖补贴对茶饮门店订单量增长贡献较大, 预计 2025 年公司单店商品销售收入增速较快, 2026-2027 年增速回落, 预计增速分别为 8%/1%/1%。对当年门店数量的测算我们采取当年末和前一年末门店数的平均值。综合来看, 预计 2025-2027 年公司商品销售额增速分别为 29.9%/16.6%/13.8%。**2) 设备销售:** 根据公司加盟小程序信息, 新店设备费用 7 万元左右, 预计 2025-2027 年单个新店贡献设备收入基本保持稳定, 假设增速分别为 1%/1%/1%。预计公司 2025-2027 年设备销售收入增速分别为 -4.1%/-2.4%/+1.6%。**3) 加盟和相关服务:** 主要包括初始加盟费、培训服务费、持续支持服务费用等, 预计 2025-2027 年单店贡献的加盟和相关服务收入基本保持稳定, 增速维持在 1%, 预计 2025-2027 年该业务收入增速分别为 9.8%/16.6%/13.8%。

我们预计 2025-2027 年蜜雪集团的营业收入分别为 318.63/370.11/420.38 亿元, 营业收入同比增速分别为 28.3%/16.2%/13.6%。

表 22: 蜜雪集团收入预测 (百万元, 家)

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入 | 20,302 | 24,829 | 31,863 | 37,011 | 42,038 |
| yoy | 49.6% | 22.3% | 28.3% | 16.2% | 13.6% |
| 总门店数 | 37,565 | 46,479 | 54,579 | 62,079 | 69,379 |
| 净增加数 | 8,582 | 8,914 | 2,383 | 2,683 | 2,883 |
| 新开数 | 9,894 | 10,555 | 400 | 300 | 200 |

| | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 一线城市 | 1,513 | 1,983 | 9,243 | 10,243 | 11,143 |
| 净增加数 | 323 | 470 | 1100 | 1000 | 900 |
| 新一线城市 | 6,886 | 8,143 | 9,500 | 11,000 | 12,200 |
| 净增加数 | 1,176 | 1,257 | 1900 | 1500 | 1200 |
| 二线城市 | 5,955 | 7,600 | 28,458 | 32,758 | 36,958 |
| 净增加数 | 1,216 | 1,645 | 4600 | 4300 | 4200 |
| 三线及以下城市 | 18,880 | 23,858 | 4,995 | 5,395 | 6,195 |
| 净增加数 | 3,331 | 4,978 | 100 | 400 | 800 |
| 中国内地以外门店数 | 4,331 | 4,895 | 2,383 | 2,683 | 2,883 |
| 净增加数 | 2,536 | 564 | 400 | 300 | 200 |
| 商品和设备销售收入 | 19,897 | 24,209 | 31,182 | 36,218 | 41,134 |
| yoy | 49.6% | 21.7% | 28.8% | 16.1% | 13.6% |
| 商品销售额 | 19,160 | 23,452 | 30,456 | 35,509 | 40,414 |
| yoy | 52.7% | 22.4% | 29.9% | 16.6% | 13.8% |
| 单个加盟店贡献收入 (万元) | 58 | 56 | 60 | 61 | 61 |
| yoy | 12.4% | -3.1% | 8.0% | 1.0% | 1.0% |
| 设备销售额 | 737 | 756 | 726 | 708 | 720 |
| yoy | -1.6% | 2.7% | -4.1% | -2.4% | 1.6% |
| 单个加盟新店贡献收入 (万元) | 7.4 | 7.2 | 7.2 | 7.3 | 7.4 |
| yoy | -3.8% | -3.7% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 加盟和相关服务 | 406 | 620 | 681 | 794 | 903 |
| yoy | 46.9% | 52.8% | 9.8% | 16.6% | 13.8% |
| 单个加盟店贡献收入 (万元) | 1.1 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.4 |
| yoy | -4.2% | 23.5% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

成本及支出方面: 1) **毛利率:** 2024 年毛利率为 32.5%, 随着规模扩大后产能利用率的提升, 预计毛利率逐步提升, 预计 2025-2027 年毛利率分别为 32.6%/32.7%/32.8%。2) **销售费用率:** 2024 年销售费用率为 6.4%, 后续随着规模效应的显现, 预计销售费用率逐渐降低, 预计 2025-2027 年分别为 6.3%/6.2%/6.1%。3) **管理费用率:** 2024 年管理费用率为 3.0%, 随着规模效应的显现, 预计 2025-2027 年分别为 2.9%/2.8%/2.7%。4) **研发费用率:** 2024 年研发费用率为 0.4%, 近两年基本保持稳定。茶饮品牌需保持一定的产品上新频率, 预计研发投入比例将继续保持稳定, 维持在 0.4%。

表 23: 主要成本及支出占收入的比重

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 29.5% | 32.5% | 32.6% | 32.7% | 32.8% |
| 销售费用率 | 6.5% | 6.4% | 6.3% | 6.2% | 6.1% |
| 管理费用率 | 3.0% | 3.0% | 2.9% | 2.8% | 2.7% |
| 研发费用率 | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

综合来看, 我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 56.90/66.94/76.99 亿元, 折合 EPS 分别为 14.99/17.63/20.28 元, 当前股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 27X/23X/20X。

6.2 相对估值

古茗、茶百道、沪上阿姨、星巴克均为茶饮、咖啡类上市公司，可以作为有相似业务的可比公司。2025-2027 年可比公司平均 PE 分别为 23x/20x/17x，蜜雪集团 PE 高于行业平均；2025-2027 年可比公司 PEG 平均估值分别为 0.7x/0.6x/0.5x（不含星巴克），蜜雪集团 2025-2027 年 PEG 高于行业平均水平。蜜雪集团为少有的具备工业化能力的现制茶饮品牌，并且为现制茶饮的龙头品牌，应享有一定估值溢价。

表 24：餐饮行业主要上市公司 PE 估值表

| | 股价 (港元/美元) | EPS (元/美元) | | | | PE (倍) | | | | PEG (倍) | | | 归母净利润 CAGR |
|--------------|------------|------------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | |
| 古茗 1364.HK | 25.96 | 0.71 | 1.07 | 1.10 | 1.32 | 34 | 22 | 22 | 18 | 0.8 | 0.8 | 0.6 | 28% |
| 茶百道 2555.HK | 8.29 | 0.34 | 0.59 | 0.68 | 0.78 | 23 | 13 | 11 | 10 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 34% |
| 沪上阿姨 2589.HK | 117.80 | 3.22 | 4.67 | 5.85 | 6.79 | 34 | 23 | 19 | 16 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 29% |
| 星巴克 SBUX.O | 81.15 | 3.31 | 2.38 | 2.93 | 3.59 | 25 | 34 | 28 | 23 | 20.7 | 16.8 | 13.7 | 2% |
| 平均 | | | | | | 29 | 23 | 20 | 17 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | |
| 蜜雪集团 2097.HK | 444.00 | 12.33 | 14.99 | 17.63 | 20.28 | 33 | 27 | 23 | 20 | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 20% |

资料来源：Wind，彭博，光大证券研究所预测

注：古茗、茶百道、沪上阿姨 EPS 取自 wind 一致预期，星巴克 EPS 取自彭博一致预期，蜜雪集团盈利数据为光大证券研究所预测，古茗、茶百道、沪上阿姨、蜜雪集团 EPS 单位为元，星巴克 EPS 单位为美元，古茗、茶百道、沪上阿姨、蜜雪集团股价单位为港元，星巴克股价单位为美元，HKD/CNY=0.9227，USD/HKD=7.9004；因星巴克 PEG 过高，计算可比公司平均 PEG 时剔除了星巴克

6.3 绝对估值

我们采用绝对估值法对公司进行估值。根据以下假设，我们利用 FCFE 估值法，测算公司每股价值为 564.28 港元。

基于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：**考虑餐饮有较稳定的需求，假设长期增长率为 1.0%。
- 2、β 值选取：**采用申万三级行业分类-餐饮（港股）板块的历史平均 β（1.57）作为公司的近似 β。
- 3、无风险收益率：**采用十年期美国国债收益率（3.74%）作为无风险收益率；
- 4、税率：**我们预测公司未来税收政策相对稳定，假设公司未来税率为 25.00%。

表 25：绝对估值核心假设表

| 关键性假设 | 数值 |
|-------------|--------|
| 第二阶段年数 | 8 |
| 长期增长率 | 1.00% |
| 无风险利率 Rf | 3.74% |
| Rm-Rf | 5.00% |
| β(levered) | 1.57 |
| Ke(levered) | 11.59% |
| 税率 | 25.00% |
| Kd | 3.50% |
| Ve (百万元) | 72,770 |
| Vd (百万元) | 1,422 |
| 目标资本结构 | 1.92% |
| WACC | 11.42% |

资料来源：光大证券研究所预测

表 26: 现金流折现及估值表

| | 现金流折现值(百万元) | 价值百分比 |
|------------------|---------------|---------|
| 第一阶段 | 15,361 | 22.33% |
| 第二阶段 | 24,910 | 36.21% |
| 第三阶段 (终值) | 28,521 | 41.46% |
| 企业价值 AEV | 68,792 | 100.00% |
| 加: 非经营性净资产价值 | 11,116 | 16.16% |
| 减: 少数股东权益 (市值) | 105 | -0.15% |
| 减: 债务价值 | 1,422 | -2.07% |
| 总股本价值 | 78,380 | 113.94% |
| 流通股本 (百万股) | 151 | |
| 每股价值 (元) | 519.48 | |
| 每股价值 (港元) | 564.28 | |
| PE (2025 年-隐含) | 32 | |
| PE (2025 年-动态) | 27 | |

资料来源: 光大证券研究所预测 (注: HKD/CNY=0.9227)

表 27: 敏感性分析表 (港元)

| WACC/长期增长率 | 0.0% | 0.5% | 1.0% | 1.5% | 2.0% |
|--------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| 10.4% | 604.30 | 616.91 | 630.85 | 646.36 | 663.71 |
| 10.9% | 572.90 | 583.80 | 595.79 | 609.06 | 623.82 |
| 11.4% | 544.45 | 553.91 | 564.28 | 575.70 | 588.33 |
| 11.9% | 518.56 | 526.81 | 535.82 | 545.69 | 556.56 |
| 12.4% | 494.93 | 502.15 | 510.01 | 518.59 | 527.99 |

资料来源: 光大证券研究所预测

6.4 估值结论与投资评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 56.90/66.94/76.99 亿元, 折合 EPS 分别为 14.99/17.63/20.28 元, 当前股价对应 PE 分别为 27X/23X/20X。蜜雪冰城为少有的具备工业化能力的现制茶饮品牌, 生产成本在规模效应下逐步摊薄, 进一步巩固其在 10 元以下价格带的优势。万店基础和极致供应链构建蜜雪护城河, 旗下子品牌幸运咖运营逐步理顺, 延续蜜雪冰城的“低价+爆品”模式, 以低消费门槛吸引更多消费者, 首次覆盖给予“买入”评级。

7、风险分析

1、海外开店速度低于预期

海外开店是蜜雪集团新的收入增长来源，如果海外开店速度放缓，将影响公司的发展速度。

2、行业竞争超预期

如有资金实力雄厚的新进入者加入，或将增强整体行业竞争激烈度。

3、食品安全问题

食品安全是餐饮企业的底线，如若发生问题，则可能对公司的持续经营造成影响。

4、次新股股价波动风险

市场给予次新股较高估值，价格波动会比非次新股大，有一定的价格波动风险。

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 20,302 | 24,829 | 31,863 | 37,011 | 42,038 |
| 材料成本 | -14,303 | -16,769 | -21,487 | -24,922 | -28,265 |
| 毛利 | 5,999 | 8,060 | 10,375 | 12,089 | 13,773 |
| 其他收入 | 248 | 220 | 223 | 259 | 294 |
| 运营成本及其他开支 | -2,030 | -2,466 | -3,101 | -3,528 | -3,923 |
| 经营利润 | 4217 | 5814 | 7498 | 8820 | 10144 |
| 其他收益或亏损 | -64 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 4,154 | 5,811 | 7,498 | 8,820 | 10,144 |
| 所得税开支 | -967 | -1,356 | -1,750 | -2,059 | -2,368 |
| 期内溢利 | 3,187 | 4,455 | 5,748 | 6,762 | 7,777 |
| 非控股权益 | 49 | 18 | 57 | 68 | 78 |
| 归母净利润 | 3,137 | 4,437 | 5,690 | 6,694 | 7,699 |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 总资产 | 14,594 | 19,783 | 26,757 | 34,377 | 43,300 |
| 货币资金 | 5,622 | 4,335 | 6,311 | 9,338 | 13,127 |
| 贸易及其他应收款项 | 433 | 538 | 597 | 620 | 716 |
| 存货 | 2,232 | 2,215 | 3,083 | 3,745 | 4,308 |
| 物业、设备及使用权资产 | 3,817 | 5,700 | 8,118 | 10,805 | 13,829 |
| 无形资产 | 26 | 42 | 55 | 66 | 76 |
| 其他资产 | 2,464 | 6,953 | 8,593 | 9,803 | 11,244 |
| 负债总额 | 3,998 | 4,723 | 5,948 | 6,807 | 7,953 |
| 贸易及其他应付款项 | 2,888 | 3,811 | 4,919 | 5,627 | 6,581 |
| 合同负债 | 259 | 360 | 468 | 608 | 790 |
| 短期借款 | 260 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 租赁负债 | 126 | 93 | 103 | 113 | 123 |
| 其他负债 | 464 | 459 | 459 | 459 | 459 |
| 权益总额 | 10,595 | 15,061 | 20,809 | 27,570 | 35,347 |
| 股本 | 360 | 360 | 380 | 380 | 380 |
| 储备 | 10,147 | 14,596 | 20,266 | 26,960 | 34,659 |
| 少数股东权益 | 88 | 105 | 163 | 230 | 308 |
| 归属母公司股东权益 | 10,507 | 14,956 | 20,646 | 27,340 | 35,039 |
| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流 | 3,794 | 5,850 | 6,603 | 7,661 | 9,159 |
| 净利润 | 3,187 | 4,531 | 5,748 | 6,762 | 7,777 |
| 折旧和摊销 | 268 | 419 | 561 | 731 | 898 |
| 营运资金变动 | 293 | 834 | 182 | 23 | 295 |
| 其他经营现金流 | 46 | 66 | 113 | 146 | 189 |
| 投资活动现金流 | -825 | -3,921 | -3,461 | -3,776 | -4,319 |
| 购买物业,厂房及设备 | -1,685 | -2,243 | -2,915 | -3,353 | -3,856 |
| 处置物业,厂房及设备所得款 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 购买其他无形资产 | -5 | -22 | -22 | -22 | -22 |
| Else | 861 | -1,657 | -524 | -402 | -442 |
| 融资活动现金流 | -111 | -3,226 | 2,338 | -859 | -1,051 |
| 银行借贷所得款 | 260 | -260 | 0 | 0 | 0 |
| 发行新股所得款项 | 0 | 0 | 3,504 | 0 | 0 |

| | | | | | |
|-----------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 融资租赁租金付款-筹资活动 | -100 | -94 | -50 | -50 | -51 |
| 受限制现金及现金等价物减少 /(增加)-筹资活动 | -89 | -2,867 | -1,116 | -808 | -1,000 |
| 已付股息-筹资活动 | -100 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Else | -82 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 净现金流 | 2,857 | -1,297 | 5,481 | 3,027 | 3,789 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

| | 评级 | 说明 |
|----------------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上 |
| | 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| | 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%； |
| | 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%； |
| | 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| | 无评级 | 因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，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明： | | A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。 |

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP