



Research and
Development Center

蜜雪集团：破坏式创新，进击的门店王者

—蜜雪集团（2097.HK）深度报告

范欣悦
商社首席分析师
S1500521080001
fanxinyue@cindasc.com

程丽丽
食品饮料首席联席分析师
S1500523110003
chenglili@cindasc.com

王雪骄
食品饮料分析师
S1500525070002
wangxuejiao@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
蜜雪集团(2097.HK)

估值分析

上次评级



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(港币/股)	414.8
52周内股价波动区间(港币.股)	256.0~618.5
最近一月涨跌幅(%)	-3.98%
总股本(亿股)	3.6
流通股份比例(%)	39.75%
总市值(亿港元)	1574.66

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

蜜雪集团: 破坏式创新, 进击的门店王者

2025年11月18日

本期内容提要:

- ◆**需求端: 现制茶饮胜在产品体验, 2022年后性价比需求增长旺盛。**从产品端来看, 瓶装饮料便利属性突出, 但是产品批量生产、口味一致性强, 现制茶饮突出门店新鲜制作、个性定制化的特点。根据灼识咨询, 国内现制茶饮行业零售规模从2018年的1085亿元增长至2024年的3127亿元, CAGR为18.96%, 2018-2023年三线及以下城市的现制茶饮店市场规模CAGR高达31%, 带动行业增长。
- ◆**竞争格局: 大部分区域市场的竞争格局已经分出胜负, 蜜雪冰城处于绝对优势。**门店是零售品牌商触达消费者的关键资源, 蜜雪冰城以4.13万家门店数量远远领先于行业。蜜雪冰城所处的10元以下价格带竞争格局较好, 一家独大, 门店市占率68%, 第二名为甜啦啦、门店市占率9.68%。
- ◆**极致性价比的产品定位、加盟商利益与共、供应链赋能标准化运营三大因素支撑门店可持续发展。**现制茶饮行业主要依靠加盟商完成门店网络的扩张, 然而很多茶饮品牌会为了开店而盲目放店、竞争加剧, 导致门店进入到收入下降->加盟商为了保利润降本->影响出品质量和消费者体验->消费者购买频次减少、转向其他品牌->收入进一步下降的恶性循环, 因此现在行业里能够突破万店规模的仅有蜜雪集团和古茗。我们认为, 门店长期可持续的健康状态是蜜雪冰城门店能够完成复制的底层逻辑。
- ◆**未来发展: 市场关注蜜雪冰城在国内市场开店空间, 我们通过省份市场维度测算, 认为中性假设下, 25-27年公司在国内门店(含蜜雪+幸运咖)有望达到5.20、5.74、6.25万家。公司积极推进幸运咖开店, 2025H1推出10多款高质平价果咖, 我们认为目前国内主流消费者对现制咖啡的认知普遍停留在咖啡味饮料, 而非真正意义上的咖啡, 果咖的消费者受众有可能是更为广泛的, 我们预计幸运咖有望维持目前开店趋势。出海方面, 虽然越南和印度尼西亚市场短期调整, 但是长期看海外市场空间广阔。此外, 公司收购鲜啤福鹿家53%股权, 新业态拓展可期。**
- ◆**盈利预测与估值分析: 市场担忧国内现制茶饮行业已经过了开店高峰期, 我们认为, 蜜雪冰城凭借极致性价比产品定位、加盟商利益与共、供应链运营能力有望进一步提升门店市占率, 此外, 公司二十余年积累的经验也有望赋能国内幸运咖发展以及蜜雪冰城出海战略。我们预计公司2025-2027年EPS分别为15.43、17.55、20.27元, 对应2025年11月14日收盘价(414.8港币/股、380.0人民币/股)PE分别为25、22、19倍, 高于茶饮行业平均估值; 从PEG指标来看, 目前蜜雪冰城PEG为1.69, 高于行业平均水平1.15。**
- ◆**风险因素: 食品安全风险、成本端波动风险、行业竞争加剧、国内外门店扩张相关风险**

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	20,302	24,829	32,095	36,125	40,014
同比(%)	49.55%	22.29%	29.27%	12.56%	10.77%
归属母公司净利(百万元)	3,137	4,437	5,856	6,663	7,695
同比(%)	57.13%	41.41%	31.99%	13.79%	15.49%
毛利率(%)	29.55%	32.46%	33.12%	33.86%	34.53%
ROE(%)	29.86%	29.66%	24.19%	21.64%	20.04%
EPS(摊薄)(元)	8.71	12.32	15.43	17.55	20.27
P/E	0.00	0.00	24.74	21.74	18.83
P/B	0.00	0.00	5.98	4.71	3.77

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测; 股价为2025年11月14日收盘价

目录

1 投资逻辑	5
2 发展历史：深耕供应链，标准化快速复制	6
3 行业：茶饮需求升级，蜜雪独占鳌头	8
3.1 需求端：乐享当下，悦己需求	8
3.2 现制茶饮行业：供应链优势为王，蜜雪农村包围城市	9
3.3 咖啡行业：品类处渗透率提升阶段，高线向低线推进	16
4 竞争优势：低价高质，成就门店王者	19
4.1 管理团队战略超前，精准卡位	19
4.2 极致性价比的产品定位，常青单品贡献周转	20
4.3 完整端到端供应链体系，效率领先行业	22
4.4 加盟商利益与共，复制成就万店规模	23
4.5 超级 IP 雪王深入人心，助力全球化发展	25
5 未来发展：奶茶未饱和，咖啡空间广阔	27
5.1 蜜雪冰城：国内强者愈强，门店数量持续增长	27
5.2 幸运咖：果咖兴起，深耕河南省内市场	31
5.3 出海规划：短期积极调整，不改长期信心	32
5.4 鲜啤福鹿家：收购 53% 股权，拓展新业态	33
6 盈利预测与估值分析	37
6.1 盈利预测	37
6.2 估值分析	39
7 风险提示	41

表目录

表 1：现制茶饮不同价格带门店竞争格局分析	14
表 2：现制咖啡不同价格带门店竞争格局分析	17
表 3：对比茶百道，蜜雪冰城冰激凌、柠檬水周转率较高	20
表 4：蜜雪冰城加盟费处于行业较低水平	22
表 5：蜜雪冰城国内门店远期空间测算（省份市场维度）	28
表 6：2025 年蜜雪冰城在重点省份开店节奏竞争分析	29
表 7：蜜雪冰城国内门店远期空间测算（单位：家）	30
表 8：蜜雪冰城单店模型（单位：元）	31
表 9：蜜雪冰城单店模型中日均客单数、客单价的敏感性分析（单位：元）	30
表 10：蜜雪冰城海外门店远期空间测算	33
表 11：公司收入成本拆分及预测	38
表 12：蜜雪冰城费用拆分	39
表 13：可比公司盈利及估值对比（茶饮行业角度）	40
表 14：可比公司盈利及估值对比（PEG 角度）	40

图目录

图 1：1997 年-至今，蜜雪冰城发展历史	6
图 2：2018-2023 年全球现制饮品行业 CAGR 为 5.4%	8
图 3：全球现制饮品行业占整体饮品市场规模比例逐年提升	8
图 4：中青年、女性白领是现制饮品的主力消费人群	9
图 5：购物逛街场景超过办公场景，成为现制饮料的第一大消费场景	9
图 6：现制饮品中，重度消费者贡献一半以上的消费额	9
图 7：2022 年前，国内现制茶饮发展的三个阶段	11
图 8：2018-2023 年三线及以下城市现制茶饮行业规模 CAGR 为 31%，高于行业平均水平	11
图 9：2018-2023 年中国现制茶饮行业规模 CAGR 为 18.96%	11
图 10：古茗小料 SKU 数量多达 10+ 种	12
图 11：现制茶饮中，20 岁以下的年轻人仍然选择标准糖更多（以珍珠奶茶为例）	12
图 12：截止 2025 年 9 月 15 日，蜜雪冰城门店数量为 4.13 万家，市占率仅有 9.68%	13
图 13：2023 年蜜雪冰城的出杯量达到 66 亿杯，市占率 49.6%	13
图 14：大部分区域市场的竞争格局已经分出胜负，蜜雪冰城处于绝对优势	13
图 15：2021-2024 年行业平均毛利率为 31.81%	15
图 16：2021-2024 年行业平均销售费用率为 5.66%	15
图 17：2021-2024 年行业平均管理费用率平均为 5.43%	15
图 18：2021-2024 年行业平均归母净利率为 20.79%	15
图 19：重资产模式下，蜜雪集团自建工厂和物流体系，固定资产占总资产比重较高	16
图 20：2021 年-2024 年现制茶饮行业资本开支情况（单位：百万元）	16
图 21：我国咖啡行业的发展也是消费者对咖啡品类的认知过程	17
图 22：现制咖啡在新一线城市增速更快，2019-2024 年 CAGR 为 35.91%	17

图 23: 现制咖啡仍然处于一线城市、新一线城市渗透率快速提升的过程中	17
图 24: 蜜雪集团股权结构 (截止 2025 年中报)	19
图 25: 蜜雪集团核心管理层	20
图 26: 蜜雪冰城和幸运咖核心产品介绍	21
图 27: 由于定位平价产品, 蜜雪冰城门店日均 GMV 低于古茗和茶百道 (单位: 元/门店/日)	22
图 28: 蜜雪冰城门店日均销售杯数明显高于行业 (单位: 杯/门店/日)	22
图 29: 蜜雪冰城目前拥有五大生产基地	23
图 30: 蜜雪冰城自主运营仓库全国分布图	23
图 31: 蜜雪冰城门店 85%集中在街边店、居民社区店、商场店	24
图 32: 蜜雪冰城门店类型	25
图 33: 现制咖啡在新一线城市增速更快, 2019-2024 年 CAGR 为 35.91%	26
图 34: 现制咖啡仍然处于一线城市、新一线城市渗透率快速提升的过程中	26
图 35: 按照蜜雪冰城门店市占率大小、人口数量两个维度将省份市场分为四类	28
图 36: 幸运咖深耕河南市场, 是门店增量的主力市场	32
图 37: 2025 年幸运咖加速开店速度	32
图 38: 幸运咖切入果咖赛道	32
图 39: 鲜啤福鹿家发展历程	34
图 40: 2013 年后啤酒市场进入量减价增的阶段	34
图 41: 国内酒馆竞争格局较为分散 (数据周期范围: 截止 2025 年 10 月)	34
图 42: 鲜啤福鹿家拥有鲜啤、果啤、奶啤、茶啤四大产品线, 产品种类较为丰富	35
图 43: 对比其他精酿啤酒, 鲜啤福鹿家产品性价比优势突出	35
图 44: 截止 2025 年 10 月鲜啤福鹿家门店分布情况	36
图 45: 鲜啤福鹿家 2024 年扭亏为盈	36
图 46: 蜜雪集团 PE 走势	40

1 投资逻辑

市场担忧国内现制茶饮行业已经过了开店高峰期，我们认为，蜜雪冰城凭借极致性价比产品定位、加盟商利益与共、供应链运营能力有望进一步提升门店市占率，此外，公司二十余年积累的经验也有望赋能国内幸运咖发展以及蜜雪冰城出海战略。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 15.43、17.55、20.27 元，对应 2025 年 11 月 14 日收盘价（414.8 港币/股、380.0 人民币/股）PE 分别为 25、22、19 倍，高于茶饮行业平均估值；从 PEG 指标来看，目前蜜雪冰城 PEG 为 1.69，高于行业平均水平 1.15。

需求端：现制茶饮胜在产品体验，2022 年后性价比需求增长旺盛。从产品端来看，瓶装饮料便利属性突出，但是产品批量生产、口味一致性强，现制茶饮突出门店新鲜制作、个性化定制化的特点。根据灼识咨询，国内现制茶饮行业零售规模从 2018 年的 1085 亿元增长至 2024 年的 3127 亿元，CAGR 为 18.96%。随着现制茶饮渗透率提升，下沉市场消费者对于高质平价的茶饮店需求快速增长，三线及以下城市的现制茶饮店市场规模从 2018 年的 252 亿元增长到 2023 年的 960 亿元，CAGR 高达 31%，带动行业增长。

竞争格局：大部分区域市场的竞争格局已经分出胜负，蜜雪冰城处于绝对优势。门店是零售品牌商触达消费者的关键资源，蜜雪冰城以 4.33 万家门店数量远远领先于行业。从价格带来看，蜜雪冰场所处的 10 元以下价格带竞争格局较好，一家独大，门店市占率 68%，第二名为甜啦啦、门店市占率 9.68%。

竞争优势：极致性价比的产品定位、加盟商利益与共、供应链赋能标准化运营三大因素支撑门店可持续发展。现制茶饮行业主要依靠加盟商完成门店网络的拓张，然而很多茶饮品牌会为了开店而盲目放店、竞争加剧，导致门店进入到同店收入下降->加盟商为了保利润降本->影响出品质量和消费者体验->消费者购买频次减少、转向其他品牌->收入进一步下降的恶性循环，因此现在行业里能够突破万店规模的仅有蜜雪集团和古茗。我们认为，门店长期可持续发展的健康状态是蜜雪冰城门店能够完成复制的底层逻辑，支撑这个逻辑的是三大要素：

1、**产品端：**公司拥有冰激凌和柠檬水两大基础单品，杯量占到公司整体 35%，主要满足消费者夏天解渴的基础需求。相比于其他强调产品体验的奶茶和果茶，冰激凌和柠檬水产品标准化程度高，是典型的高周转产品，使得蜜雪冰城的门店周转高于行业平均水平。

2、**加盟商端：**公司在招募、赋能加盟商的过程中，一直秉持着利益与共的理念。公司收入来源主要以商品和设备为主、并非是加盟费，公司希望赚供应链的钱而非是短期新店开业贡献的加盟费。长期主义的理念也避免了公司短期追求利益的行为，为加盟商经营保驾护航。

3、**供应链端：**公司早在 2012 年就意识到自主生产的战略意义，成为了中国现制饮品行业中最早设立中央工厂的企业之一，持续在罐装、贴标、包装及各种生产过程推进自动化，为门店提供低生产成本、高质量的原材料。物流方面，公司 2014 年布局自主运营的仓储体系，目前覆盖广度和下沉深度皆是行业内最高，配送时效和品质均高于行业平均水平。

未来发展：市场关注蜜雪冰城在国内市场开店空间，我们通过省份市场维度测算，中性假设下，25-27 年公司在国内门店（含蜜雪+幸运咖）有望达到 5.20、5.74、6.25 万家。公司积极推进幸运咖开店，我们认为，目前国内主流消费者对现制咖啡的认知普遍停留在咖啡味饮料，因此果咖的消费者受众有可能是更为广泛的，我们预计短期内幸运咖有望维持目前的开店趋势。出海方面，虽然越南和印度尼西亚市场短期调整，但是长期看海外市场空间广阔。我们对于主要出海市场分别给予弱假设和强假设两种场景，在弱假设情景下，蜜雪在海外门店有望达到 6000 家水平，相较于目前 4676 家有 30% 的增长空间，强假设情景下，蜜雪在海外门店有望达到 8000 家水平，相较于目前有 87% 的空间。

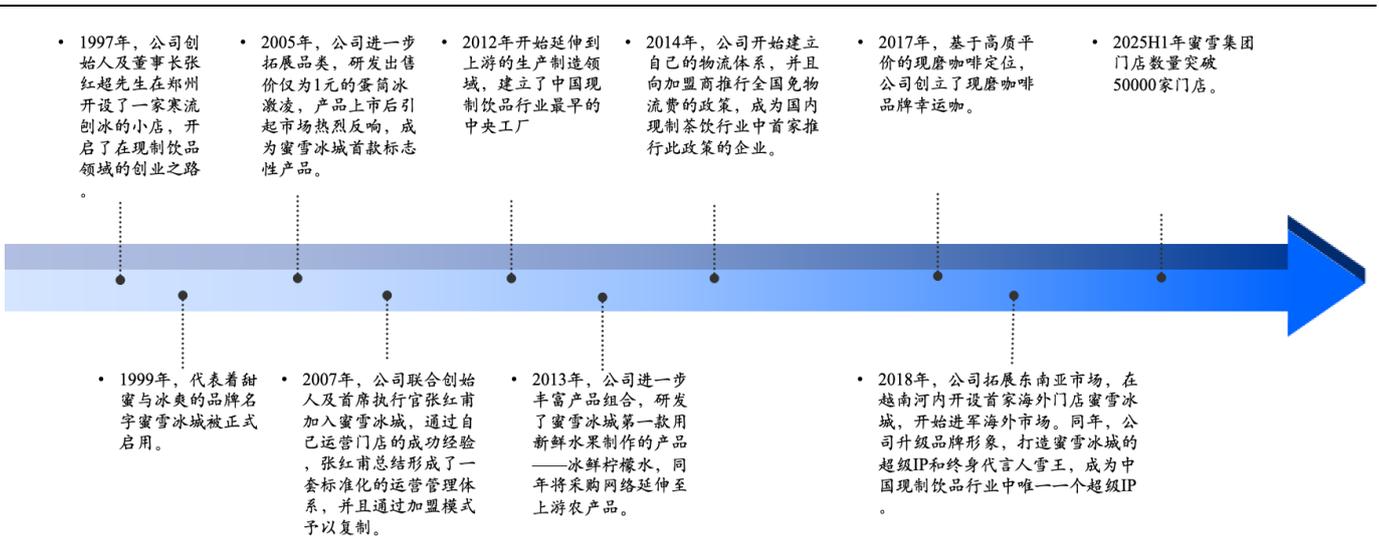
2 发展历史：深耕供应链，标准化快速复制

蜜雪集团成立于1999年，是国内领先的现制茶饮企业，聚焦提供单价约为6元的高质平价的现制果饮、茶饮、冰激凌和咖啡等产品，旗下拥有现制茶饮品牌蜜雪冰城和现磨咖啡品牌幸运咖。经过20年的沉淀，蜜雪冰城已经成为家喻户晓的全民品牌，截止2025H1，公司门店网络超过53000家门店，覆盖中国及海外12个国家。根据窄门餐眼，截止2025年9月15日，公司是中国门店数量最多的现制茶饮企业。根据灼识咨询，按照2023年饮品出杯量，公司是中国第一、全球第二的现制饮品企业。按照2023年的终端零售额计算，公司是中国第一、全球第四的现制饮品企业，公司在中国及全球的市场份额分别为11.3%、2.2%。复盘公司二十余年的发展历史，我们认为公司经历了三个发展阶段：

1997年-2007年：初创探索期，大单品冰激凌上市。1997年，公司创始人及董事长张红超先生在郑州开设了一家寒流刨冰的小店，开启了在现制饮品领域的创业之路。1999年，代表着甜蜜与冰爽的品牌名字蜜雪冰城被正式启用。2005年，公司进一步拓展品类，研发出售价仅为1元的蛋筒冰激凌，产品上市后引起市场热烈反响，成为蜜雪冰城首款标志性产品。

2007年-2018年：快速成长期，自建供应链体系。2007年，公司联合创始人及首席执行官张红甫加入蜜雪冰城，通过自己运营门店的成功经验，张红甫总结形成了一套标准化的运营管理体系，并且通过加盟模式予以复制。2012年，公司意识到在业务规模快速增长阶段下饮品食材的产品质量和稳定供应的重要性，同时基于优化成本、提升效率的考虑，开始延伸到上游的生产制造领域，建立了中国现制饮品行业最早的中央工厂。2013年，公司进一步丰富产品组合，研发了蜜雪冰城第一款用新鲜水果制作的产品——冰鲜柠檬水，同年将采购网络延伸至上游农产品。2014年，公司为了满足加盟商在全国开店的需求，解决长距离物流成本的问题，公司开始建立自己的物流体系，并且向加盟商推行全国免物流费的政策，成为国内现制茶饮行业中首家推行此政策的企业。2017年，基于高质平价的现磨咖啡定位，公司创立了现磨咖啡品牌幸运咖。

图1：1997年-至今，蜜雪冰城发展历史



资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

2018年-至今：国内加速开店，开拓海外市场。2018年，公司拓展东南亚市场，在越南河内开设首家海外门店蜜雪冰城，开始进军海外市场。同年，公司升级品牌形象，打造蜜雪冰城的超级IP和终身代言人雪王，成为中国现制饮品行业中唯一一个超级IP。通过手持冰激凌权杖、憨厚可掬的卡通形象配以鲜明的视觉和视觉符号，围绕雪王形象陆续推出主题曲、短句、动画片等与消费者有效互动。根据蜜雪集团A股招股说明书和港股招股说明书，2019-2022年，蜜雪集团门店数量从7218家高速增长至27188家，CAGR为56%，2025H1蜜雪集团门店数量突破50000家。

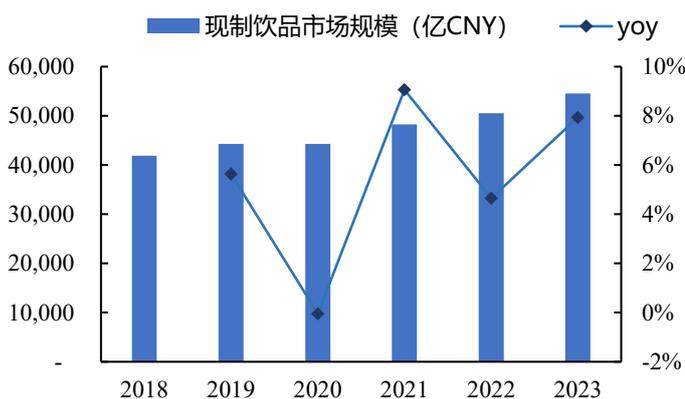
3 行业：茶饮需求升级，蜜雪独占鳌头

3.1 需求端：乐享当下，悦己需求

根据马斯洛的需求层次模型，人类的需求是按照迫切性程度从低到高排列的，分别包含了生理需求、安全需求、社会需求、尊重需求、自我实现需求。从消费者的需求出发，我们认为消费者对于饮品的产品需求可以分为四大类，分别是 1、功能需求，比如解渴、提神抗疲劳、健康天然；2、口味口感的需求，比如产品口味是否丰富，是否可以个性化定制；3、产品品质上的需求，比如食品安全、出品一致性；4、产品购买体验上的需求。

相比于瓶装饮料，现制茶饮新鲜制作、个性化定制带来产品体验。从产品端来看，瓶装饮料便利属性突出，产品批量生产、口味一致性强，现制茶饮突出门店新鲜制作、个性化定制化的特点，在好喝、口感上更具优势，同时个性化定制也能够给消费者带来不一样的产品体验。正是因为消费者对于饮品需求场景各有不同，饮品产业中诞生了两大行业，一类是经过工业化生产的瓶装饮料行业，包含了包装水、即饮茶饮料、果汁、碳酸饮料、能量饮料、运动饮料、即饮咖啡、植物蛋白饮料 8 大细分品类；另一类则是经过门店加工制作的现制饮品行业，包含了现制茶饮、现制咖啡、现制果饮、冰激凌等细分品类。从市场规模来看，根据灼识咨询，2023 年全球现制饮品市场规模从 2018 年的 4.19 万亿元增长到 5.45 万亿美元，CAGR 为 5.4%，其占全球饮品市场规模比例也从 43.7% 提升到 45.7%，占到全球饮料市场规模近一半份额。

图 2：2018-2023 年全球现制饮品行业 CAGR 为 5.4%



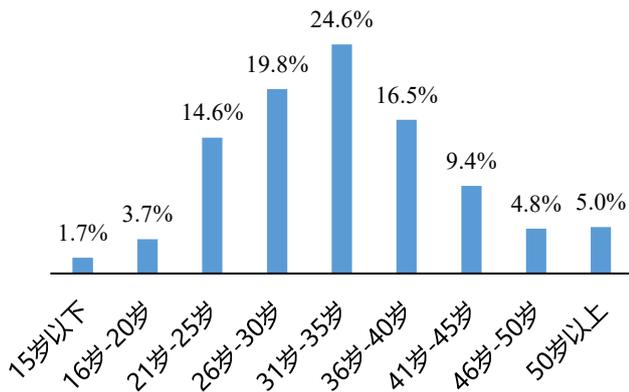
资料来源：中国国家统计局，国际货币基金组织，灼识咨询，公司公告，信达证券研发中心

图 3：全球现制饮品行业占整体饮品市场规模比例逐年提升

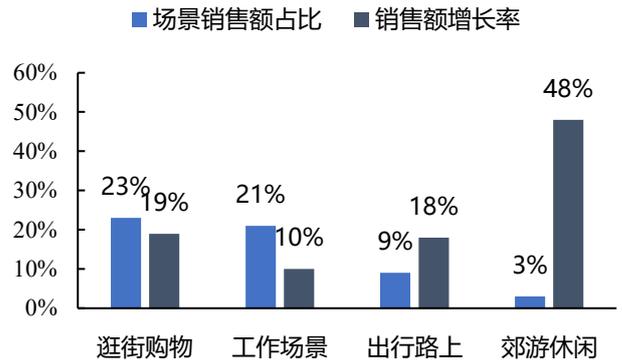


资料来源：中国国家统计局，国际货币基金组织，灼识咨询，公司公告，信达证券研发中心

乐享当下，悦己需求。从现制饮品消费人群的年龄结构来看，中青年、女性白领为消费主力军，根据魔镜洞察，26-35 岁群体占比高达 44.4%，这些群体往往是刚毕业进入职场或者已经在职场工作了 3-10 年，具备一定的消费能力。从性别结构来看，根据魔镜洞察，女性消费者显著高于男性，占比 81.2%。从场景的变化来看，随着 2024 年户外场景恢复，根据 Worldpanel 消费者指数，购物逛街场景销额同比+19%，超过办公场景成为现制饮料的第一大消费场景。目前逛街购物场景的销额占比 23%，其次为工作场景，销额占比 21%。此外，出行路上、郊游休闲场景虽然占比较低，分别为 9%、3%，但是销额增速较快，2024Q1 分别同比+18%、+48%。根据 Worldpanel 消费者指数报道，不同城市层级的消费者在饮用场景和原因上与一线城市也有明显差异，比如一线城市消费者会把现制茶饮当做日常解渴的选项，喜欢下午时段在办公室饮用，并且容易受广告吸引尝鲜，而且四五线消费者更多是一种犒赏感的小确幸，倾向于选择自己熟悉的单品，会在晚饭后的休闲时刻饮用。

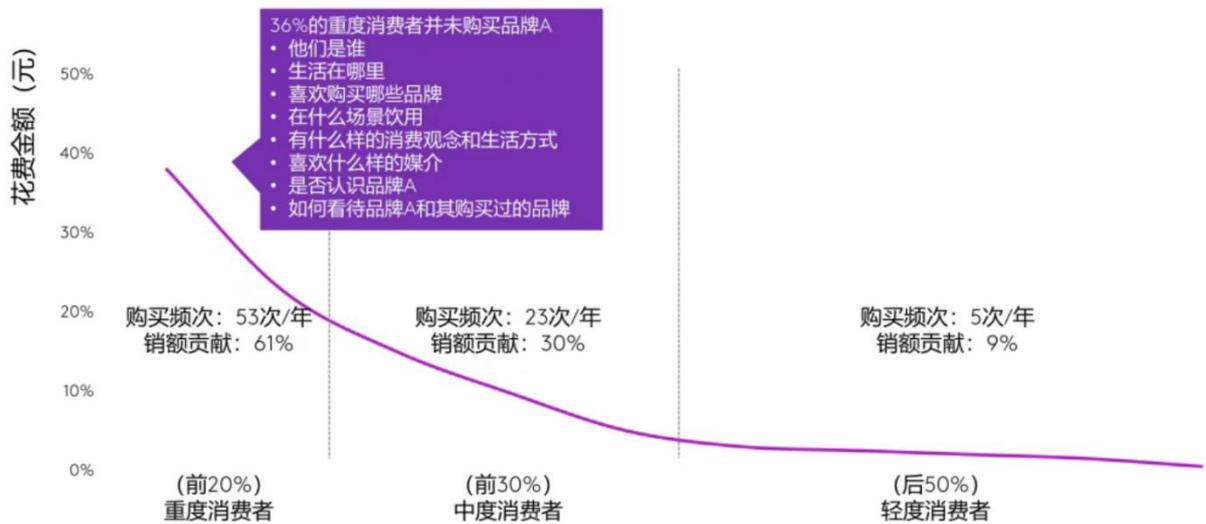
图 4：中青年、女性白领是现制饮品的主力消费人群


资料来源：魔镜洞察，信达证券研发中心

图 5：购物逛街场景超过办公场景，成为现制饮料的第一大消费场景


资料来源：凯度消费者指数，Worldpanel 消费者指数微信公众号，信达证券研发中心

现制饮品中，重度消费者贡献一半以上的消费额。根据 Worldpanel 消费者指数，现制饮品重度消费者占比 20%，但是购买频次达到了 53 次/年，相当于每 6.9 天就会购买，销额贡献占比 61%。中度消费者人数占比 30%，购买频次为 23 次/年，销额贡献 30%；轻度消费者人数最多，占比 50%，购买频次为 5 次/年，销额贡献 9%。我们认为，对于区域扩张的品牌商来讲，应该关注为什么重度消费者尚未购买品牌，关注到他们是谁、生活在哪里、喜欢购买哪些品牌等一系列属性问题。

图 6：现制饮品中，重度消费者贡献一半以上的消费额


资料来源：凯度消费者指数，Worldpanel 消费者指数微信公众号，信达证券研发中心

3.2 现制茶饮行业：供应链优势为王，蜜雪农村包围城市

复盘国内现制茶饮行业的发展，我们认为主要经历了四个阶段，而每一个时代都对应了消费者不同的消费需求和现制茶饮品牌零售商不断进化的能力。具体来看：

1、1990-1995 年，台湾珍珠奶茶兴起。1987 年，台湾奶茶店春水堂将当地经典小吃粉圆混入冰奶茶，创始人刘汉介取“大珠小珠落玉盘”之义将粉圆命名为珍珠，由此珍珠奶茶诞生，在台湾开始流行起来。台湾珍珠奶茶的风潮也随之到了国内，但这个时候主要是茶饮粉末调制而成，以 10 平方米以内的路边店或者路边摊为主。

2、1996-2015年：快可立进入大陆，门店拓张进入连锁化时代。1996年，台湾奶茶品牌快可立在上海开设直营店，将珍珠奶茶和泡沫红茶等茶饮带入大陆市场。随后，主打咸奶酪茶饮料的快乐柠檬2006年成立。2007年台湾连锁奶茶店Coco进入大陆，在苏州沧浪区开第一家门店，定位25-35岁的都市年轻白领，通过高性价比+快速出杯的经营模式满足消费者对现制茶饮的基础需求。从扩张模式来看，Coco选择区域授权模式，比如厦门地域的合作伙伴是经营石化业务的公司，南京则是保险公司，东北则是上市餐饮集团。

3、2016-2022年：品质化竞争，量价齐增。2012年，喜茶的前身皇茶royaltea在广东省江门市九中街开张，创始人聂云宸启用原叶茶作为基地，配以新鲜的芝士和鲜奶，首创了芝士奶盖茶。喜茶定位于中高端新茶饮品牌，聚焦一线城市的年轻白领，产品突出高品质茶饮搭配新鲜水果、奶盖等创新因素，2015年进军上海，成为排队现象级品牌。同年，和喜茶同为定位中高端茶饮市场的奈雪的茶在深圳成立，区别于喜茶的奶盖特色，奈雪的茶则是推出欧包+茶饮双品类模式，茶饮产品上强调新鲜茶叶代替粉末，新鲜水果代替糖浆，新鲜牛奶代替奶精，选址在高端商业中心的核心位置，空间宽敞且富有设计感，和以往社区中传统茶馆和街边档口的小型奶茶店形成鲜明的对比。在这个阶段中，高产品品质+消费者门店体验成为现制茶饮升级的方向，产品配料上强调新鲜茶叶、新鲜水果、新鲜牛奶，奈雪的茶门店面积在90-170平方米左右。

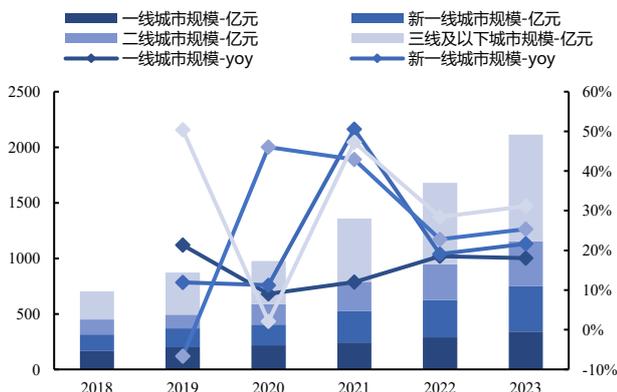
4、2023年-至今，性价比需求增长旺盛，量增价减。外部环境在2022年后发生变化，消费者收入预期走弱，高端新茶饮代表奈雪的茶在2022年3月宣布对产品全面降价，旗下多款产品价格下调10元，最低降至9元，力推9~19元的轻松系列饮品。从国内的市场结构来看，现制茶饮店在中国三线及以下城市覆盖程度有限，根据灼识数据，2023年三线及以下城市的现制门店数量密度仅为273家/百万人，低于一线城市的474家/百万人。随着现制茶饮渗透率提升，下沉市场消费者对于高质平价的茶饮店需求快速增长，三线及以下城市的现制茶饮店市场规模从2018年的252亿元增长到2023年的960亿元，CAGR高达31%，超过了行业整体水平。在这样的背景下，成立于1997年的蜜雪冰城凭借3元柠檬水、2元冰激凌极致性价比产品实现农村包围城市，加盟门店数量从2019年的7171家增长至2021年2万家门店，在三年内门店数量翻了近3倍。

图 7：2022 年前，国内现制茶饮发展的三个阶段

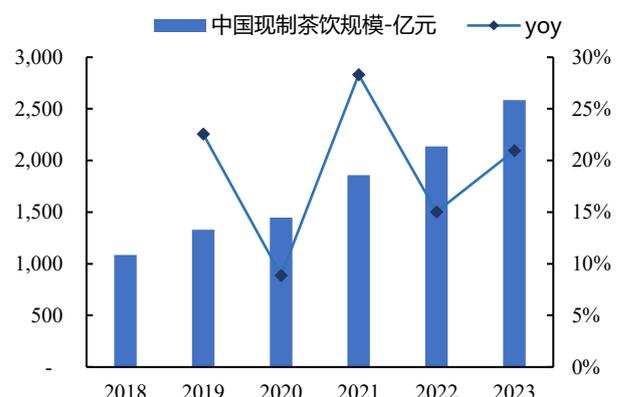
	1990-1995 1.0时代：茶饮粉末调制	1996-2015 2.0时代：传统现制茶饮	2016-2022年 3.0时代：新式现制茶饮
原料及制作方法	● 工业合成色素、香精、奶精勾兑而成	● 使用碎茶叶等廉价材料制作茶底，使用奶精或普通奶粉进行勾兑 ● 搭配罐头水果、调味糖浆进行口味创新	● 使用优质茶叶进行萃取，加入新鲜时令水果、鲜奶、芝士等食材进行调味
店铺及布局	● 低端茶饮店，以街边小店与移动摊点为主，5-10平方米，无统一装修	● 中端茶饮店，地处学校、步行街等消费者密集场所，20-50平方米，有统一标准装修	● 高端茶饮店，地处商业中心或者CBD等黄金点位，一般50-150平方米，甚至有200+的旗舰店，有个性的精致装修风格
消费者体验	● 产品体验一般，无店内体验	● 注重消费者的产品体验，多品类的口味体验，无特别店内体验	● 享受店内舒适社交空间，衍生出创新门店类型 ● 高端饮品给予优质的感官体验
品牌塑造	● 无代表性品牌，以产品为主	● 以连锁品牌为主，侧重于产品的塑造，品牌服务于加盟商业务	● 注重高端品牌的塑造，从产品、店面等方面追求高端定位，追求品牌文化与IP打造
产品质量	● 卫生条件差、产品不健康、品质一般、口味较差	● 产品标准化卫生、品质、口味得到保障，品类丰富，质量较好	● 产品质量优秀，给消费者优异的感官体验，具有严格卫生标准
产品价格	● 通常在10元以内	● 通常在10-20元	● 通常在20元以上
产品实例			
代表性品牌	无代表性品牌，茶饮产品概念导入阶段		

资料来源：灼识咨询，奈雪的茶招股说明书，信达证券研发中心

市场规模：根据灼识咨询，国内现制茶饮行业零售规模从2018年的1085亿元增长至2024年的3127亿元，CAGR为18.96%。从行业的增长驱动力来看，我们认为主要系两个因素：**1、城镇化驱动人群渗透率提升：**从市场结构来看，2023年三线及以下城市的现制门店数量密度仅为273家/百万人，低于一线城市的474家/百万人，我们认为随着三线及以下城市城镇化的推进，城镇的消费者人群基数和密度有望进一步扩大，从而聚集更多的消费者以及对现制饮品的需求。根据灼识咨询，现制茶饮的人群渗透率有望从2023年的22.7%提升至2028年的34.4%。**2、消费频率：**根据灼识咨询，2018-2023年国内人均现制饮品饮用量从8杯增加至2023年的22杯，仍然低于2023年美国的323杯、欧盟及英国的306杯、日本的172杯。

图 8：2018-2023 年三线及以下城市现制茶饮行业规模 CAGR 为 31%，高于行业平均水平


资料来源：中国国家统计局，国际货币基金组织，灼识咨询，公司公告，信达证券研发中心

图 9：2018-2023 年中国现制茶饮行业规模 CAGR 为 18.96%


资料来源：中国国家统计局，国际货币基金组织，灼识咨询，公司公告，信达证券研发中心

产品多元化发展，上新能力考验品牌商反应速度。现制茶饮可以分为果茶、奶茶、纯茶三个细分品类，其中果茶主要是以纯茶为基底，通过果酱或者果汁进行调味，而奶茶则是通过牛奶或者植物蛋白奶进行调味。从国内现制茶饮的产品趋势来看，我们认为主要是三方面：

1、**配方多元化**。国内现制茶饮行业起源于台湾珍珠奶茶，随着茶饮连锁品牌在国内扩张门店，消费者选择也从经典的珍珠奶茶拓展到果茶细分品类，丰富的水果品类也赋予了果茶不同的口味创新。相比于奶茶，果茶的饱腹感更低，口感也更加清爽，更受消费者喜爱。此外，小料的选择也从单一走向了多元，古茗的小料SKU数量多达10种+，比如椰果、珍珠、西米、多肉、西柚粒、奶芙、奶盖、布蕾多多、米麻薯、青团、小丸子等。丰富的原料和配料，也在考验品牌商对市场需求的反应速度和研发能力。

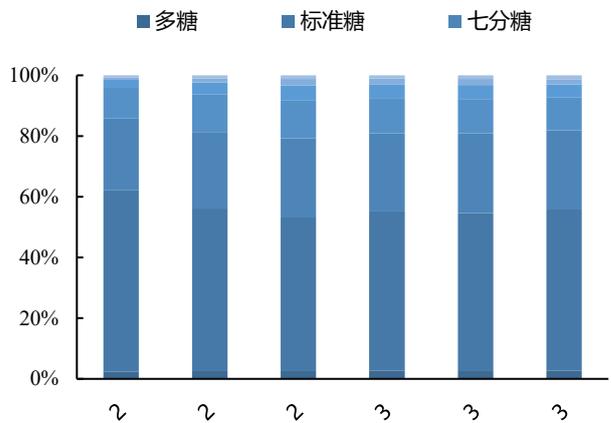
2、**健康与含糖的平衡**。根据美团外卖，高线城市对于产品甜度划分更为细致，有更强的减糖意识，品牌商也相应丰富了减糖选择。另一方面，虽然减糖是健康的主旋律，但是根据消费者报道显示，20岁以下的年轻人仍然选择标准糖更多。因此我们认为，由于现制茶饮的本质是悦己需求，因此产品创新的方向应该也是在好喝的基础上更健康。

图 10: 古茗小料 SKU 数量多达 10+ 种



资料来源: 古茗微信小程序, 信达证券研发中心

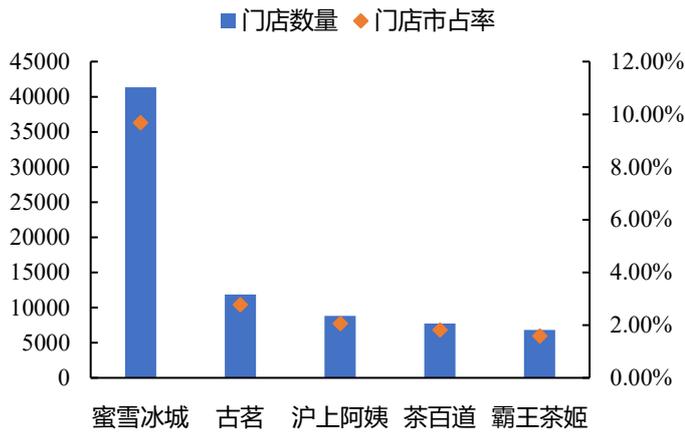
图 11: 现制茶饮中, 20 岁以下的年轻人仍然选择标准糖更多 (以珍珠奶茶为例)



资料来源: 消费者报道微信公众号, 《2023 新茶饮报告》, 信达证券研发中心

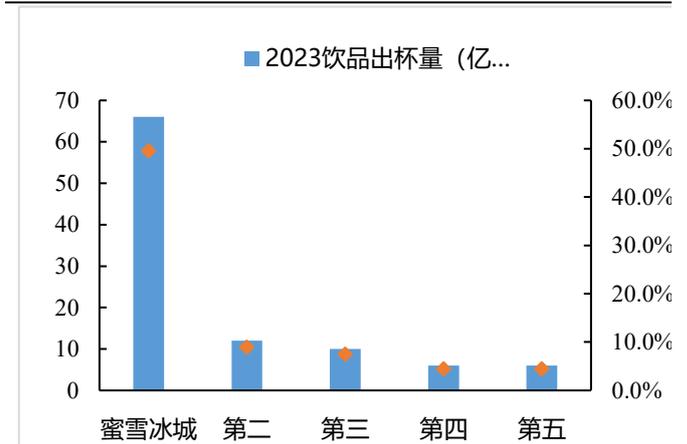
竞争格局: 强者恒强, 马太效应。从行业竞争格局来看, 我们认为: 1、门店是零售品牌商触达消费者的关键资源, 从门店分布来看, 现制茶饮的门店的集中度较为分散。根据窄门餐眼数据, 截止到 2025 年 9 月 15 日, 现制茶饮行业约有 42.72 万家店, 其中门店数量居首的是蜜雪冰城, 门店数量为 4.13 万家, 市占率仅有 9.68%, 其次是古茗, 门店数量为 1.19 万家, 市占率为 2.78%, 第三是沪上阿姨, 门店数量 8822 家, 市占率为 2.07%。2、消费者端, 终端零售额一超多强, 蜜雪集团凭借性价比在出杯量中一家独大。如果按照现制茶饮的饮品出杯量来看, 2023 年蜜雪冰城的出杯量达到 66 亿杯, 市占率 49.6%, 第二名、第三名的市占率为 9%、7.5%。由于蜜雪冰城产品价格带明显低于竞品, 主要定位于 2-9 元, 因此终端零售额的市占率为 20.2%, 第二名、第三名的市占率为 9.1%、8%。

图 12: 截止 2025 年 9 月 15 日, 蜜雪冰城门店数量为 4.13 万家, 市占率仅有 9.68%



资料来源: 窄门餐眼, 信达证券研发中心

图 13: 2023 年蜜雪冰城的出杯量达到 66 亿杯, 市占率 49.6%



资料来源: 灼识咨询, 公司公告, 信达证券研发中心

大部分区域市场的竞争格局已经分出胜负, 蜜雪冰城处于绝对优势。现制茶饮的开店模式主要以加盟为主, 零售品牌商能够在密集的门店网络中享受到更多的规模经济, 门店加密后平均单店的物流仓储成本和品牌传播成本也更低。蜜雪冰城以 4.13 万家门店数量远远领先于行业, 从区域市场维度来看, 除了浙江省、福建省蜜雪冰城的门店数量仅次于古茗以外, 公司在其他省份的门店数量已经形成了绝对优势。

图 14: 大部分区域市场的竞争格局已经分出胜负, 蜜雪冰城处于绝对优势

省份	截止2025年9月15日门店数量					市占率				
	蜜雪冰城	甜啦啦	古茗	沪上阿姨	茶百道	蜜雪冰城	甜啦啦	古茗	沪上阿姨	茶百道
河南	3555	786	343	357	410	17.3%	3.8%	1.7%	1.7%	2.0%
广东	2907	73	1425	981	612	3.5%	0.1%	1.7%	1.2%	0.7%
江苏	2722	309	971	554	725	9.7%	1.1%	3.5%	2.0%	2.6%
山东	2701	216	272	1081	349	12.0%	1.0%	1.2%	4.8%	1.5%
浙江	2429	74	2509	325	659	10.7%	0.3%	11.1%	1.4%	2.9%
河北	2179	776	41	475	217	15.1%	5.4%	0.3%	3.3%	1.5%
安徽	2111	1680	725	560	324	14.0%	11.2%	4.8%	3.7%	2.2%
四川	2033	57	355	324	656	10.6%	0.3%	1.9%	1.7%	3.4%
陕西	1704	99	2	195	196	21.1%	1.2%	0.0%	2.4%	2.4%
湖北	1599	87	740	201	358	13.6%	0.7%	6.3%	1.7%	3.0%
湖南	1507	37	630	193	281	10.4%	0.3%	4.4%	1.3%	1.9%
江西	1486	80	1122	170	262	13.4%	0.7%	10.1%	1.5%	2.4%
辽宁	1364	324	1	377	239	14.7%	3.5%	0.0%	4.1%	2.6%
福建	1238	28	1359	203	276	6.9%	0.2%	7.6%	1.1%	1.5%
广西	1233	60	611	183	159	5.0%	0.2%	2.5%	0.7%	0.6%
山西	1110	453	0	255	170	17.6%	7.2%	0.0%	4.0%	2.7%
云南	1062	113	242	228	251	6.6%	0.7%	1.5%	1.4%	1.6%
重庆	954	22	205	125	291	13.2%	0.3%	2.8%	1.7%	4.0%
甘肃	951	109	4	184	72	18.8%	2.2%	0.1%	3.6%	1.4%
贵州	907	66	246	91	212	9.6%	0.7%	2.6%	1.0%	2.2%
新疆	777	34	0	159	98	13.6%	0.6%	0.0%	2.8%	1.7%
黑龙江	761	286	0	306	147	13.6%	5.1%	0.0%	5.5%	2.6%
内蒙古	750	129	0	336	37	14.3%	2.5%	0.0%	6.4%	0.7%
吉林	691	127	0	134	98	14.8%	2.7%	0.0%	2.9%	2.1%
北京	592	44	0	172	208	10.4%	0.8%	0.0%	3.0%	3.7%
上海	589	13	0	129	260	7.6%	0.2%	0.0%	1.7%	3.4%
天津	453	137	0	330	80	13.5%	4.1%	0.0%	9.8%	2.4%
宁夏	371	42	0	54	34	21.6%	2.4%	0.0%	3.1%	2.0%
海南	258	64	77	62	29	3.1%	0.8%	0.9%	0.8%	0.4%
青海	246	27	0	74	7	14.9%	1.6%	0.0%	4.5%	0.4%
西藏	95	6	0	4	28	10.0%	0.6%	0.0%	0.4%	2.9%

资料来源: 窄门餐眼, 信达证券研发中心

供应链优势和产品差异化决定了细分价格带的竞争格局。现制茶饮售价从5元到30元皆有品牌布局，不同价格带对应了不同的消费者画像，因此我们认为竞争格局更应该聚焦在不同价格带分析。我们将现制茶饮价格带分为平价（产品单价10元及10元以下）、大众（10-15元价格带）、中高（15-20元价格带）、高价（20元及以上价格带）四个档次，选取窄门餐眼奶茶饮品分类中门店数量前100个品牌来做集中度分析。我们发现四个价格带的竞争格局有所分化，其中平价呈现一超两强的局面，蜜雪冰城以4.13万家门店数量在这个价格带占比68%，第二名则是甜啦啦和益禾堂，门店数量分别在6000家左右，市占率分别在10%左右；而中价的竞争格局则是一多两强的局面，龙一古茗门店数量突破10000家，市占率19%，紧随其后的是沪上阿姨、茶百道，门店数量在7000-8000家左右，市占率13%-14%；中高价的竞争格局则是二元竞争，其中霸王茶姬门店数量6797家，市占率22%，喜茶门店数量4095家，市占率占比14%。样本中，高价仅有2438家门店，龙一为茉酸奶，门店数量为1029家，市占率42%，其次为糖水类品牌暖燕·女生大姨妈伴侣，门店数量766家、市占率31%。对比四个价格带的集中度来看，平价和高价最为集中，CR3为88%-89%，而中价和中高价则相对分散，CR3分别为47%、43%。

我们认为，未来行业竞争演绎是向头部品牌集中的过程，蜜雪会集中行业大部分资源，这也是为什么平价、中价、中高、高价的竞争格局有所分化的原因。一方面，平价产品非常考验品牌零售商的供应链能力，这个价格带以往是家庭小作坊、个体经营门店，其供应链能力无法支撑门店实现大规模的地域扩张，而蜜雪冰城、甜啦啦则是自建工厂构筑成本优势，标准化门店可复制性强，降维打击个体商户门店。长期来看，我们认为将会是强者恒强的竞争演绎趋势，头部品牌在供应链能力、品牌能力、加盟商利益绑定的支撑下，有望进一步侵占尾部小品牌的份额。对于高价价格带来说，门店数量前三并非传统意义上的茶饮，产品差异化竞争，比如茉酸奶切入酸奶品类，暖燕·女生大姨妈伴侣则是切入女生生理期需求，而对于传统意义上的茶饮，KOI门店数量市占率仅为10%，但是高客单价对消费量天花板有一定的限制。对于中价、中高价两个价格带来说，产品差异化以及复杂性的产品占比更高，中高价更难通过规模优势做出供应链的性价比优势。

表 1：现制茶饮不同价格带门店竞争格局分析

10元以下	门店数量	市占率	10-15元	门店数量	市占率	15-20元	门店数量	市占率	20元以上	门店数量	市占率
蜜雪冰城	41346	68%	古茗	11880	19%	霸王茶姬	6797	22%	茉酸奶	1029	42%
甜啦啦	6358	10%	沪上阿姨	8822	14%	喜茶	4095	14%	暖燕·女生大姨妈伴侣	766	31%
益禾堂	6186	10%	茶百道	7747	13%	爷爷不泡茶	2173	7%	瑞燕姨妈热饮	369	15%
冰淳茶饮	1058	2%	书亦烧仙草	4819	8%	LINLEE 林里·手打柠檬茶	1902	6%	KOI	274	11%
茶主张	782	1%	CoCo 都可	3404	6%	茉莉奶白	1745	6%			
茶瀑布	688	1%	1点点	3315	5%	柠季手打柠檬茶	1738	6%			
梁小糖	614	1%	快乐番薯	1779	3%	一鸣真鲜奶吧	1694	6%			
蜜城之恋	573	1%	吾饮良品	1439	2%	奈雪的茶	1575	5%			
冰语时间	512	1%	阿水大杯茶	1392	2%	茶颜悦色	793	3%			
柚见鲜茶	483	1%	鄰里·手打柠檬茶	1231	2%	茶话弄	772	3%			
整体门店数量	61205		61106			30325			2438		
CR3	53890	88%	CR3	28449	47%	CR3	13065	43%	CR3	2164	89%

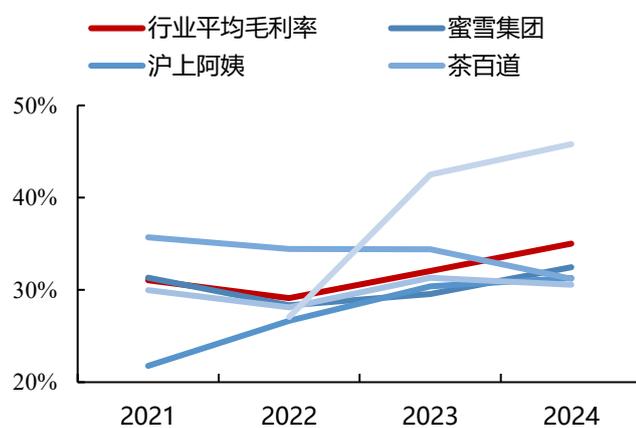
资料来源：窄门餐眼，信达证券研究开发中心

盈利模式拆解：加盟模式为主，轻资产管理门店。在门店拓展方面，现制茶饮品牌零售商通常有加盟和直营两种模式。直营模式由零售商自身投入人力和资金运营成本，对于门店的管

控更为直接。加盟模式利用社会资源加杠杆，轻资产产生模式，扩张的速度更快，但是对于加盟商和门店的管理要求也更高。

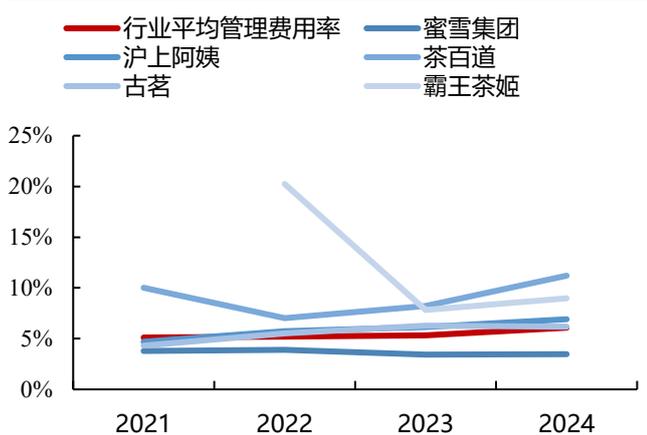
利润表角度：低费率，高净利率。加盟模式下，现制茶饮的品牌零售商只需要向加盟商销售商品、设备、收取加盟费，将门店租赁以及运营重人力、重资产环节剥离给加盟商。我们统计了行业 5 家公司，现制茶饮的品牌零售商向加盟商销售商品的收入占到整体收入的 87%，其次为设备销售收入，占比 5%，加盟费相关的服务收入占比 7% 左右。因此，从成本结构来看，原材料的采购、生产成本和设备采购成本是现制茶饮品牌零售商的主要构成，以蜜雪冰城和茶百道为例来看，蜜雪冰城的原材料成本占到 90% 以上，茶百道的货品成本、设备成本分别占比在 94%、5% 左右。对应到毛利率来看，原材料以外采和自产相结合，2023 年原材料的平均毛利率为 29%。设备则是外采为主，2023 年行业平均毛利率为 21%。加盟费对于品牌零售商来说基本上是纯毛利项目，毛利率在 75% 以上。在加盟模式下，现制茶饮品牌零售商的员工结构主要以门店运营及管理人员、供应链及生产人员为主。加盟模式下，品牌零售商将部分人力成本和管理成本转移给加盟商，形成低费用率、高净利率的利润结构，2021-2024 年行业销售费用率平均为 5.66%，管理费用率平均为 5.43%，归母净利润率平均为 20.79%。

图 15: 2021-2024 年行业平均毛利率为 31.81%



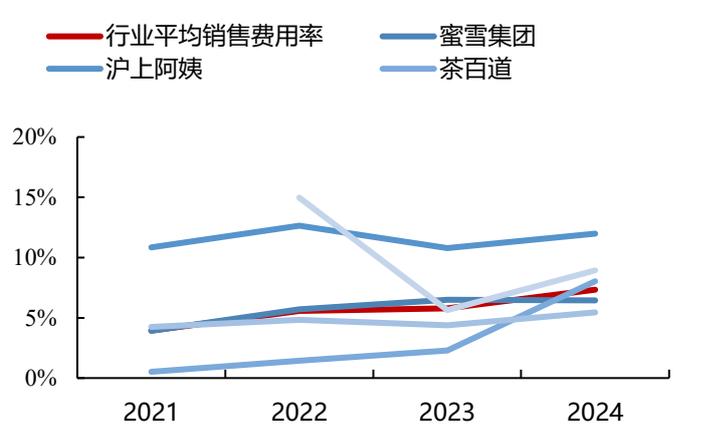
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 17: 2021-2024 年行业平均管理费用率为 5.43%



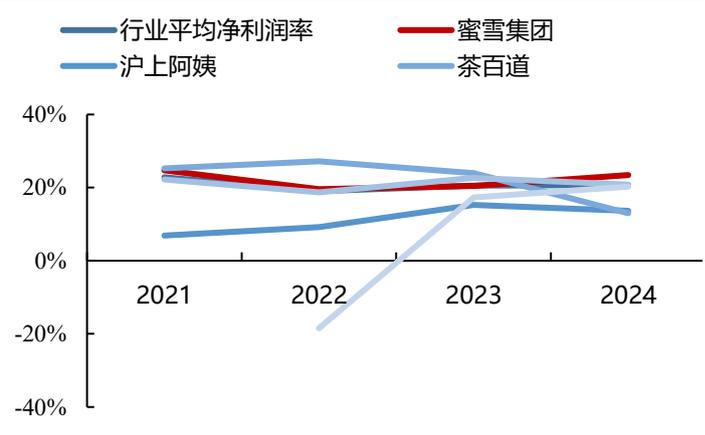
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 16: 2021-2024 年行业平均销售费用率为 5.66%



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 18: 2021-2024 年行业平均归母净利润率为 20.79%

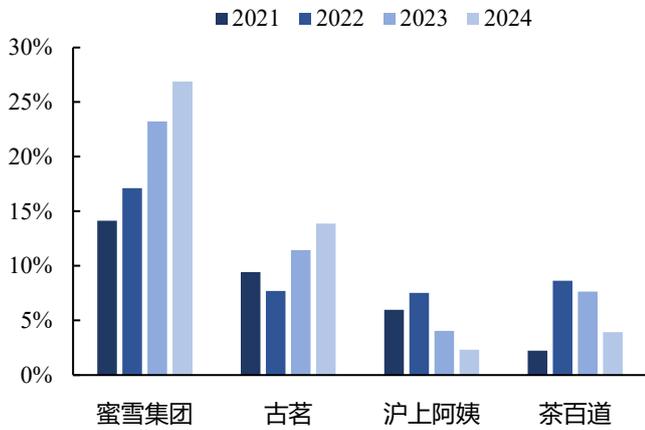


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

资产负债表角度：1、从供应链角度来看，现制茶饮品牌零售商向加盟商提供原材料和设备，有两种运营模式，一种为自建供应链的重资产模式，另一种为依靠第三方供应链的轻资产模式。重资产模式下，蜜雪集团自建工厂和物流体系，2024 年固定资产占总资产比重为 27%，同行业古茗仅为 14%、沪上阿姨 2%、茶百道 4%；2024 年折旧摊销费用为 4.19 亿元，沪上阿姨、茶百道的折旧摊销费用不到 1 亿。供应链模式也会对现金流产生一定的影响，自建供应

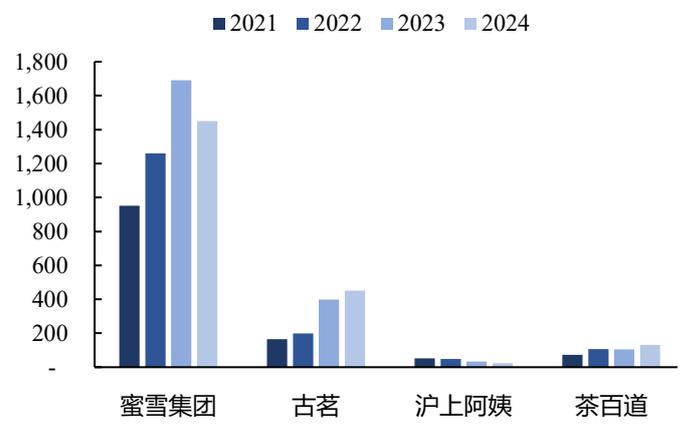
链在前期要求较多的资本开支，蜜雪冰城 2021-2024 年资本开支分别为 9.52、12.60、16.91、14.50 亿元。2、从门店角度来看，加盟政策下，零售商可以通过现款后货的模式占用加盟商资金，比如蜜雪冰城通过预收货款、保证金等形式形成合同负债；此外，加盟政策也会对现金流有一定的影响，如果推行“0 首付，15 个月分期付款模式”政策，导致应付款有所波动。

图 19: 重资产模式下，蜜雪集团自建工厂和物流体系，固定资产占总资产比重较高



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 20: 2021 年-2024 年现制茶饮行业资本开支情况 (单位: 百万元)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

3.3 咖啡行业: 品类处渗透率提升阶段, 高线向低线推进

从业态来说, 咖啡可以分为现制咖啡、即饮咖啡饮料、预包装咖啡三类, 我国咖啡行业的发展本质上是消费者对咖啡品类认知的演变过程:

- 1) **1997 年以前, 速溶咖啡进入国内市场:** 上世纪 80 年代左右, 在改革开放的热潮下, 东南、东部沿海的打工潮带动了速溶咖啡的发展, 这个时期的代表品牌是雀巢和麦斯威尔。
- 2) **1997-2010 年, 现磨咖啡品牌连锁化, 即饮咖啡开始发展:** 1997 年上岛咖啡在海南开设第一家店, 1999 年星巴克在中国国际贸易中心开设中国内地第一家门店, 打造第三空间的商业模式, 两大咖啡连锁品牌开始在国内流行。与此同时, 2004 年前后雀巢上市 180ml 铁罐装咖啡, 2006 年试点 330mlPET 瓶装咖啡、随后全国推广, 即饮咖啡市场开始发展。
- 3) **2010 年后, 咖啡饮用日常化, 即饮咖啡发展迅速:** 2010 年后, 手冲咖啡在一线城市兴起, 咖啡馆从连锁式、统一装潢拓展为独立、小而美的门店, 咖啡走向精品化, 消费者对现磨咖啡进一步认知, 2012 年 Seasaw 成立、2015 年 Manner 成立。与此同时, 连锁式国内咖啡品牌也在资本的加持下不断扩张, 2017 年瑞幸咖啡成立, 同年蜜雪集团成立幸运咖。在外资连锁品牌星巴克完成初步市场教育的基础上, 本土连锁咖啡品牌崛起。

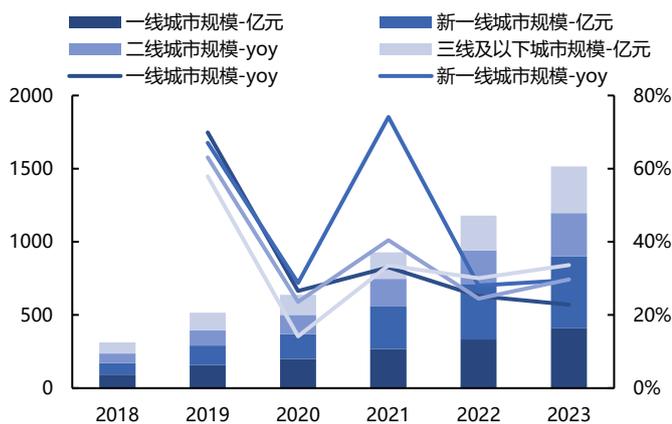
图 21: 我国咖啡行业的发展也是消费者对咖啡品类的认知过程



资料来源: 灼识咨询《咖啡后时代的增长密码中国咖啡行业蓝皮书》, 信达证券研发中心

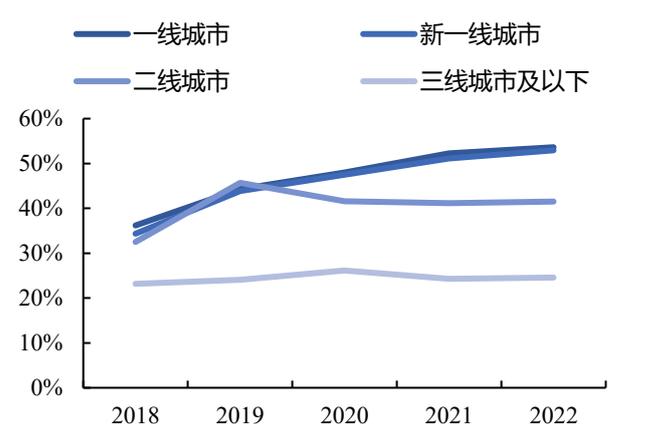
市场规模: 一线城市、新一线城市渗透率快速提升, 下沉市场仍有广阔空间。根据灼识咨询, 国内现制咖啡行业零售规模从 2018 年的 313 亿元增长至 2024 年的 1903 亿元, 2019-2024 年 CAGR 为 30.90%。现制咖啡在新一线城市增速更快, CAGR 为 35.91%, 其余城市 2019-2024 年 CAGR 较为平均、基本在 26-28%左右。而现制茶饮则呈现明显的下沉趋势, 新一线城市、二线城市、三线及以下城市 CAGR 明显快于一线城市的发展。从发展阶段来看, 现制咖啡仍然处于一线城市、新一线城市渗透率快速提升的过程中, 这两类城市的现制咖啡人均消费占总现制饮品人均消费比例 2018 年-2022 年快速提升, 分别从 36%提升到 54%、从 34%提升到 53%, 而二线城市在 2019 年虽有提升、但是 2020-2024 年基本维持在 40%左右, 三线城市也基本维持在 23-25%左右。因此, 我们认为二线城市及以下的消费者对于现制咖啡的认知和消费习惯仍然低于现制茶饮。由于咖啡的品类发展是由一线城市向下渗透, 并且消费者需要较长时间的消费习惯的培养, 所以现制茶饮在过去十年具备农村包围城市的渠道发展机遇, 但是对于咖啡品类而言, 我们预计需要更长的时间培养品类以及切入城市需要考虑品类的消费适配性, 咖啡和茶饮竞争的胜负手一样都在供应链效率及门店管理。

图 22: 现制咖啡在新一线城市增速更快, 2019-2024 年 CAGR 为 35.91%



资料来源: 中国国家统计局, 国际货币基金组织, 灼识咨询, 公司公告, 信达证券研发中心

图 23: 现制咖啡仍然处于一线城市、新一线城市渗透率快速提升的过程中



资料来源: 灼识咨询, 中国国家统计局, 国际货币基金组织, 灼识咨询, 公司公告, 信达证券研发中心

竞争格局: 细分价格带集中度较高, 竞争策略各有侧重。根据窄门餐眼, 截止 2025 年 9 月 15 日, 全国一共有咖啡门店 23.36 万家, 其中 10 元以下门店数量 4903 家门店, 龙一为幸运咖 4739 家门店, 市占率 97%; 10-20 元门店数量为 4.84 万家, 龙一为瑞幸咖啡 2.62 万家, 市占率 54%; 20-30 元门店数量为 3942 家, 龙一为 MannerCoffee、门店数量 2084 家, 市占率 53%; 30 元以上门店数量 11816 家, 龙一为星巴克 8448 家, 市占率 71%。竞争策略侧重点各有不

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>17

同，蜜雪集团下幸运咖强调极致性价比，主攻 10 元以下的瑞幸充分利用移动互联网和大数据技术的新零售模式，为消费者提供高品质、高性价比、高便利性产品和服务，成为现制咖啡行业中首个门店数量破万家的品牌；外资咖啡连锁品牌星巴克则是定位高端，强调第三空间的消费者体验感。

表 2：现制咖啡不同价格带门店竞争格局分析

10 元以下	门店数量	市占率	10-20 元	门店数量	市占率	20 元-30 元	门店数量	市占率	30 元以上	门店数量	市占率
整体门店	4903			48412			3942			11816	
幸运咖	4739	97%	瑞幸咖啡	26182	54%	MannerCoffee	2084	53%	星巴克	8448	71%
MORKASH 摩卡希	71	1%	库迪咖啡	13556	28%	Tims 天好咖啡	885	22%	MStand	566	5%
DearDeer 咖小鹿	59	1%	沪咖	1869	4%	路易莎咖啡	166	4%	COSTACOFFEE	356	3%
6.coffee 共森锅气咖啡	34	1%	NOWWA 挪瓦咖啡	1650	3%	代数学家	130	3%	Peet'sCoffee 皮爷咖啡	273	2%
			肯悦咖啡	1599	3%	LAVAZZA 拉瓦萨咖啡	115	3%	上岛咖啡	210	

资料来源：窄门餐眼，信达证券研究开发中心

4 竞争优势：低价高质，成就门店王者

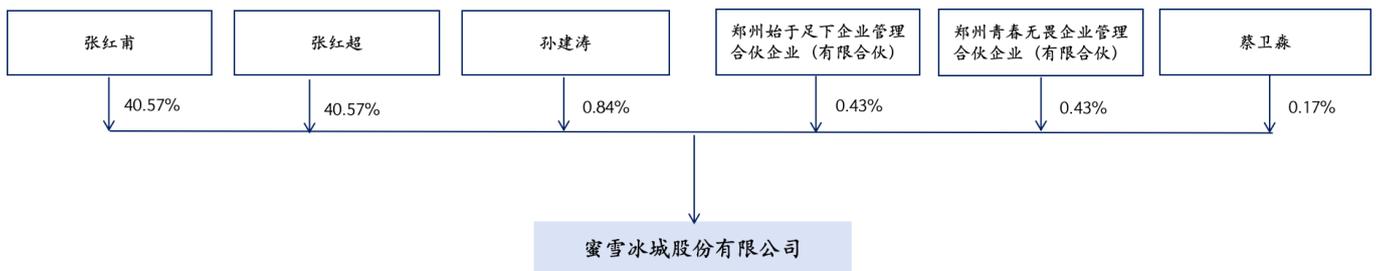
4.1 管理团队战略超前，精准卡位

创始人创业经验丰富，对市场理解较为深刻。公司创始人以及董事长张红超 1997 年在郑州开设了一家寒流刨冰的小店，开启了在现制饮品领域的创业之路，在创业的过程中丰富的市场经验以及管理经验赋予了张红超较好的战略眼光，在蜜雪冰城不同的发展阶段推进了不同的发展战略。比如在产品打磨方面，公司早期产品原型是刨冰，直到 2005 年才上市 1 元蛋筒冰激凌，2013 年推出第一款用新鲜水果制作的产品冰鲜柠檬水，蛋筒冰激凌和冰鲜柠檬水两款产品皆成为公司两大主力大单品。这个产品打磨的过程，我们认为也是源于创始人对消费者高质平价产品需求深刻的理解。**对于民营企业来说，创始人的战略眼光决定了公司选择什么样的市场，以及相较于竞争对手，选择什么样的商业模式和竞争策略。**蜜雪集团的创始人张红超在早期创业的过程中积累了丰富的市场经验，我们认为这和蜜雪集团后来的成功密不可分。

核心骨干陪伴公司成长，团队凝聚力强。从高管人才构成来看，我们发现大部分是陪伴公司一同成长起来的员工。张红甫是创始人张红超的弟弟，在加入公司之前，曾经在郑州丹尼斯百担任运营经理，2007 年加入公司后通过标准化的运营管理体系赋能公司加盟体系的建立，2008 年 4 月至今历任两岸有限的运营副总、执行董事，2017 年起担任公司的首席执行官。而蜜雪冰城全球首席运营官时朋、后端供应链负责人赵红果皆是集团内成长起来的管理骨干，分别在 2003 年、2013 年加入公司。

持股集中度较高。张红超和张红甫为公司一致行动人，分别持有公司股份 40.57%，孙建涛持有公司股份 0.84%，蔡卫淼持股 0.17%，合计持有公司股份 82.15%，为公司最终控制股东。此外，公司设置青春无畏、始于足下两大员工持股平台，分别占总股本 0.43%，反映出和员工一同分享成长的企业文化。

图 24：蜜雪集团股权结构（截止 2025 年中报）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 25: 蜜雪集团核心管理层

姓名	年龄	性别	职务	个人简历	2024年 薪酬-万元	截止2025年 中报持股数量-万股	占总股本 比例
张红超	49	男	董事长, 执行董事	<ul style="list-style-type: none"> 1997年起开始创业, 主要从事冰淇淋、餐饮等行业, 并于2008年4月投资创办两岸有限 历任两岸有限的执行董事、喜慕实业的执行董事兼总经理, 现任蜜雪冰城股份有限公司董事长、大咖食品执行董事、青春无畏执行事务合伙人、超越不凡执行事务合伙人。 2008年4月30日获委任为蜜雪冰城股份有限公司的董事长 2025年02月21日获委任为蜜雪冰城股份有限公司的提名委员会主席。 	1391.70	15399.72	40.57%
张红甫	41	男	首席执行官	<ul style="list-style-type: none"> 2005年8月至2007年4月, 担任郑州丹尼斯百货有限公司运营经理 2007年5月加入其兄长张红超的创业团队中 2008年4月至今, 历任两岸有限的运营副总、执行董事, 现任蜜雪冰城股份有限公司董事兼总经理、幸运咖监事、雪王投资执行董事、始于足下执行事务合伙人 2019年1月7日获委任为蜜雪冰城股份有限公司的执行董事 2017年12月11日获委任为蜜雪冰城股份有限公司的首席执行官 2025年02月21日获委任为蜜雪冰城股份有限公司的薪酬委员会委员 	1287.49	15399.72	40.57%
蔡卫森	37	女	前端供应链负责人	<ul style="list-style-type: none"> 2012年8月至今, 任职于河南艾斯可润、宝岛商贸、鲜易达 现任蜜雪冰城股份有限公司仓储物流中心负责人、河南蜜雪执行董事兼总经理、雪王柠檬执行董事、重庆雪王执行董事、鲜易达监事、公司监事。 2023年12月18日获委任为蜜雪冰城股份有限公司的执行董事 2023年12月28日担任为蜜雪冰城股份有限公司的前端供应链负责人 	811.61	63.50	0.17%
赵红果	36	女	后端供应链负责人	<ul style="list-style-type: none"> 2013年加入蜜雪冰城股份有限公司, 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, 并相继参与集团财务、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, 在集团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 2023年开始担任第十四届全国人大代表 2023年12月28日担任为蜜雪冰城股份有限公司的后端供应链负责人 2023年12月18日获委任为蜜雪冰城股份有限公司执行董事 	997.77		
时朋	37	男	‘蜜雪冰城’全球首席运营官	<ul style="list-style-type: none"> 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运营管理, 在集团运营管理体系标准化的过程中, 发挥了积极且重大的作用 2018年至今先后担任多个重要管理职位, 目前负责‘蜜雪冰城’在中国的运营 2022年8月起担任河南省连锁经营协会副会长 	--		
张渊	34	男	首席财务官	<ul style="list-style-type: none"> 2023年2月加入集团, 此前任职于BofA Securities及高瓴投资等多家金融机构 2023年02月11日获委任为蜜雪冰城股份有限公司首席财务官-- 	--		

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4.2 极致性价比的产品定位, 常青单品贡献周转

区别于竞品, 公司拥有冰激凌+柠檬水两大常青单品, 贡献销售量 30%。相比于大部分茶饮品牌以茶饮+果饮的产品路径, 蜜雪冰城以刨冰起家, 随后 2005 年推出零售价 1 元的河南蛋筒冰激凌, 成为公司主力大单品。在冰激凌基础之上, 公司 2013 年推出第一款用新鲜水果制作的产品冰鲜柠檬水。2024 年 1-9 月份, 蜜雪冰城新鲜冰激凌销售 14 亿杯, 占公司整体销售 20%, 冰鲜柠檬水 11 亿杯, 占比 15%, 两大单品合计占比 35%, 而第三销售占比产品为珍珠奶茶, 占比仅为 5%, 可以看出来柠檬水和冰激凌对公司销售贡献度远超于其他单品。对比行业竞品, 2023 年茶百道前两大产品分别为茉莉奶绿销售杯数占比 11%, 杨枝甘露销售杯数占比为 9%, 前两大产品贡献度远低于蜜雪冰城。

图 26: 蜜雪冰城和幸运咖核心产品介绍



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

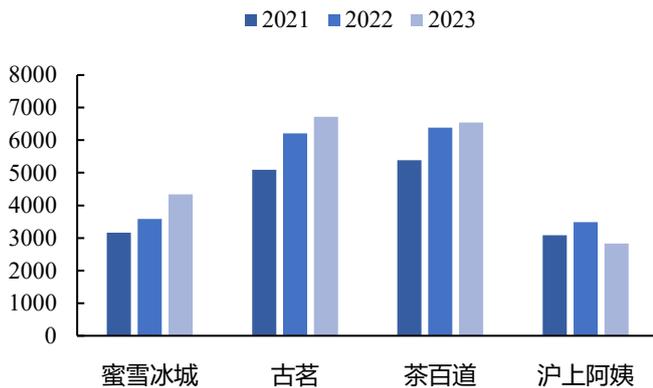
表 3: 对比茶百道, 蜜雪冰城冰激凌、柠檬水周转率较高

蜜雪冰城	零售单价-元	2024Q1-Q3 杯数-百万杯	占比	单店日产出-杯数	零售规模-百万元	占比	茶百道	零售单价-元	2023年杯数-百万	占比	单店日产出-杯数	2023零售额-百万元	占比
公司整体杯数		7100		585	37100		公司整体		357		7801	4380.9	
新鲜冰淇淋	2	1400	20%	115	2,800	8%	茉莉奶绿	15	39	11%	39	1,664	38%
冰鲜柠檬水	4	1100	15%	91	4,400	12%	杨枝甘露	19	32	9%	32	1,756	40%
奶茶果茶类	6.5	4600	65%		29,900	81%	芋圆奶茶	14	24	7%	24	962	22%
珍珠奶茶	6	385	5%	32	2,310	6%	豆乳玉麒麟	15	15	4%	15	642	15%
蜜桃四季春	7	365	5%	30	2,555	7%	西瓜啵啵	15	14	4%	14	594	14%
满杯百香果	7	281	4%	23	1,967	5%							
茉莉奶绿	6	100		8	600								

资料来源: 蜜雪集团、茶百道公司公告, 信达证券研发中心

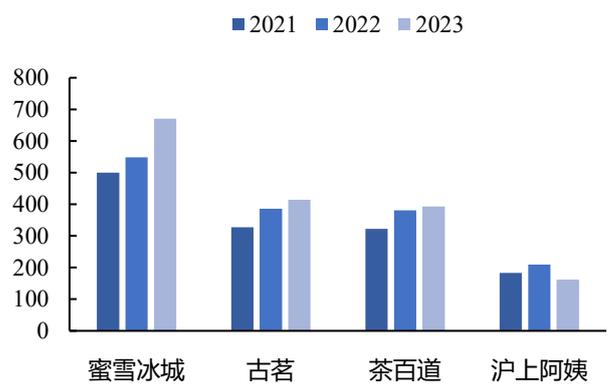
消费者角度: 高质平价, 满足消费者基础需求。从产品特性来看, 我们认为之所以冰激凌和冰鲜柠檬水能够成为常青单品的核心原因是两者都是品类中基础大单品, 能够满足消费者基础需求。如果将产品价值分为物理属性带来的功能价值和精神属性带来的体验价值, 我们认为柠檬水和蛋筒冰激凌的功能价值大于体验价值, 能够满足消费者在高温环境下降温解暑最基础的功能需求, 而现制茶饮和果饮丰富的物料搭配则更多满足了消费者定制、猎奇、奖励自己等体验价值。从价格来看, 公司对于基础产品的定价也较为平价, 其中蛋筒冰激凌售价为 2 元一只, 冰鲜柠檬水 4 元一杯。定价平价+基础单品使得冰激凌和柠檬水成为高周转产品, 2024 年 1-9 月份, 蜜雪冰城的冰激凌平均门店日销为 115 个, 冰鲜柠檬水为 91 杯, 而茶百道销售杯数第一的产品茉莉奶绿平均每个门店日销为 39 杯。在高周转产品支撑下, 蜜雪门店周转也明显高于同行, 2021-2023 年其日销杯数平均为 573 杯, 而古茗、茶百道、沪上阿姨分别为 376 杯、365 杯、185 杯。

图 27: 由于定位平价产品, 蜜雪冰城门店日均 GMV 低于古茗和茶百道 (单位: 元/门店/日)



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 28: 蜜雪冰城门店日均销售杯数明显高于行业 (单位: 杯/门店/日)



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

门店运营角度: 高标准化产品, 经营难度低。相比于瓶装饮料工业化生产、产品标准化程度高, 现制茶饮在门店制作过程中很容易受到人为因素的干扰。人工操作在产品制作流程中占比多少很大程度上影响了能否标准化出品。我们发现, 相比于涉及到较多原物料的现制茶饮, 比如添加了珍珠、椰果等奶茶, 蛋筒冰激凌和冰鲜柠檬水皆是制作过程相对较为简单的产品, 对于蛋筒冰激凌而言, 门店只需要配置冰激凌机、冰激凌粉, 制作过程基本上以机器为主, 人工参与度较低, 而冰鲜柠檬水配方也较为简单, 只有水、柠檬、糖浆。因此, 我们认为, 基础单品不仅仅意味着满足消费者的基本功能需求, 同时对于加盟商和供应链来说, 也是高标准化、经营难度较低的产品。

常青产品之上, 季节性、区域性产品满足消费者多元需求。考虑到消费者的多样性, 公司在产品组合中同时匹配季节性产品和区域性产品, 比如 2023 年 6 月上市一款融合了草莓、蓝莓、树莓的季节性产品莓果三姐妹, 售价 7 元, 上市首月销量为 3300 万杯。2022 年 6 月上市了一款季节性茶饮桑葚莓莓, 售价 9 元, 上市后首月销量为 1800 万杯。

4.3 完整端到端供应链体系, 效率领先行业

全球采购, 规模效应降低采购成本。受益于品牌力和庞大的门店网络, 相比于竞品, 公司对上游原材料采购的议价能力较强, 能够以低于行业平均水平的价格采购核心原料。此外, 公司将供应链的建设延伸到上游, 建立合作种植基地, 确保核心农产品的稳定供应, 截止 2024 年 9 月 30 日, 公司与合作种植基金相关的供应商超过 120 家。以冰鲜柠檬水的原料柠檬为例, 根据灼识咨询, 2023 年公司是中国最大的柠檬采购商, 全年采购的柠檬约为 11.5 万吨, 大部分位于四川安岳系的合作种植基地。

布局自主生产, 增长与降本双赋能。生产端来看, 截至 2024 年 9 月 30 日, 公司是中国现制饮品供应链领域中生产品类最全、规模最大的企业。早在 2012 年, 公司着手自主生产策略, 建立了一家生产工厂, 是中国现制饮品行业中最先设立中央工厂的企业之一, 经过 10 余年的发展, 公司已经在河南、海南、广西、重庆、安徽拥有了 5 大生产基地, 覆盖七大类用于制作饮品的食材, 包括糖、奶、茶、咖、果、粮、料, 综合产能 165 万吨。此外, 从 2019 年开始, 公司布局生产智能化, 截止 2023 年, 公司的罐装、贴标、包装及各种生产过程已实现自动化, 将若干生产线的产能提升 10 倍以上。针对用量第二大的原材料奶, 公司自主研发生产鲜牛乳奶基地的制作工艺, 用更新鲜、健康的配方制作香浓口感的饮品, 并且已经取得液体乳产品的食品生产许可证, 成为中国唯一持有该证的现制饮品公司, 为后续扩产、提升产品结构提供了新的可能。在产业链投资方面, 2024 年 12 月, 公司与君乐宝签订战略合作关系, 合资建设雪王牧场, 进一步保障公司优先获得高品质的鲜牛奶。我们认为, 一方面, 公司较早布局自

主生产，低生产成本、高质量的原材料是其能够实现门店全国化扩张的重要能力，另一方面，公司全国化扩张也为原材料生产带来的规模效应。

自主运营仓储体系，物流成本低于行业平均水平。从物流的角度来看，公司是行业内最早开始自主运营仓储体系的茶饮品牌，早在2014年便开始布局。截止2024年9月30日，公司已经形成35万平方米、27个仓库组成的仓储体系，在国内拥有40家本地化配送服务机构，覆盖了中国内地31个省份，超过300个地级市，1700个城市，4900个乡镇，覆盖广度和下沉深度皆是行业内最高，已经能够在中国内地90%的县级行政区划实现12小时送达。在自主运营仓储体系和专业的配送网络下，公司在物流成本、效率上相较于同行都具备优势，在配送时效和品质上也高于行业平均水平。

图 29: 蜜雪冰城目前拥有五大生产基地



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 30: 蜜雪冰城自主运营仓库全国分布图



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4.4 加盟商利益与共，复制成就万店规模

利他思维，加盟商利益与共。加盟商是茶饮品牌门店增长的关键合作伙伴，公司在招募、赋能加盟商的过程中，一直秉持着利益与共的理念。从加盟商的角度出发，蜜雪冰城门店的初始投资以及加盟费低于中国现制饮品行业的平均水平，降低了加盟商创业的成本，同时公司收入来源主要以商品和设备为主、并非加盟费，我们认为公司希望赚供应链的钱而非是短期新店开业贡献的加盟费。长期主义的理念也避免了公司短期追求利益的行为，为加盟商长期经营保驾护航。从公司的角度出发，如果加盟商能够依照公司的运营流程全权负责门店的日常运营，公司也能够更好的专注品牌建设、研发和优化产品、提升供应链能力、扩大规模。加盟商与公司利益与共的方式加强了互利共赢的关系，从而吸引更多的加盟商加入。

表 4: 蜜雪冰城加盟费处于行业较低水平

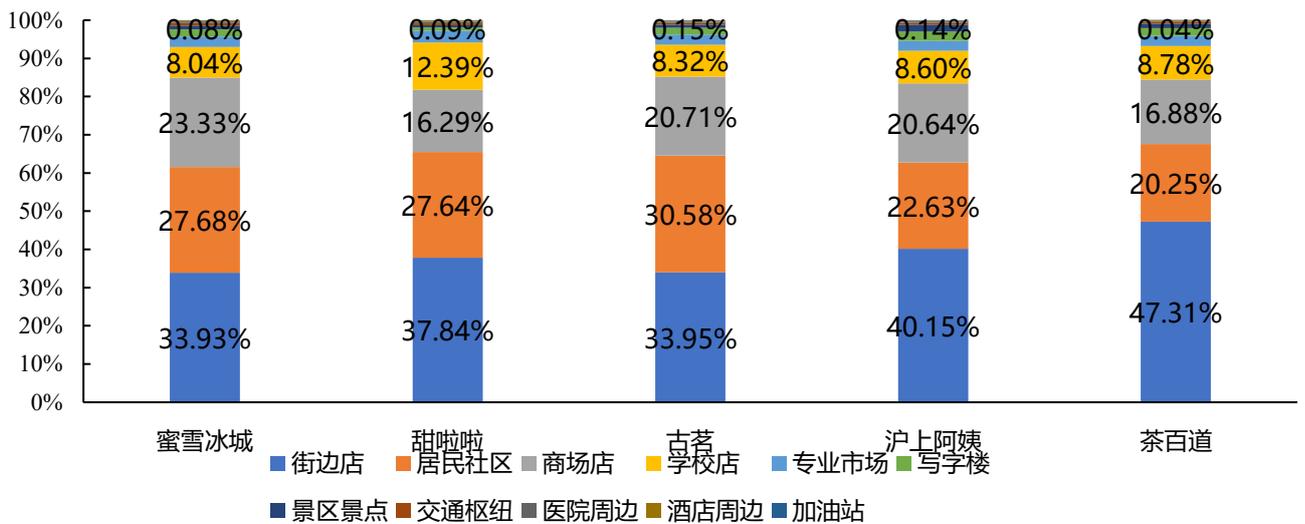
品牌名称	加盟费	合同履约保证金	设备费用	原材料、物料费用
蜜雪冰城	省会城市 11000 元/年，地级城市 9000 元/年，县级城市 7000 元/年	20000 元	70000 元左右	50000 元左右
古茗	约为 20000 元/年	20000 元	130000 元左右 (首年 80000 元)	20000-40000 元左右
沪上阿姨	4.98 万元	5000 元	90000 元	30000 元-50000 元左右
茶百道	省会/直辖市 30000 元，地级市/区 20000 元，县/乡镇 10000 元	30000 元	约 30000 元	首期原材料费: 省会/直辖市 5000 元，地级市/区 3000 元，县/乡镇 2000 元
霸王茶姬	约为 69800 元	20000 元	约 100000 元	首批材料费约 40000 元
益禾堂	68000 元，运营管理费每 3 年 15000 元，后续需持续缴纳	10000 元	100000 元	首批原料 20000-35000 元

甜啦啦	1.68/1.98 万元	10000 元	80000 元	首批进货费 3.5 万元起
喜茶	核心费用 5 万元	10000-30000 元	100000-200000 元	30000 元-50000 元

资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

门店精准选址，长期健康发展。在加盟模式中，门店选址是影响门店能否长期健康发展的重要因素，关键因素一般包括人口密度、消费者流量、周边地区的发展水平、现有门店的经营表现、周边门店的密度。我们发现，在蜜雪冰城高质平价的产品定位下，门店选址也与产品定位较为匹配。公司门店一般开在客流量较多的地点，比如商业街、住宅区、学校周边区域、超市、购物中心、旅游景点、高速公路服务区和产业园区等。根据窄门餐眼的数据，蜜雪冰城门店 85%集中在街边店、居民社区店、商场店。

图 31：蜜雪冰城门店 85%集中在街边店、居民社区店、商场店



资料来源：窄门餐眼，信达证券研发中心

多种门店店型，满足不同层级市场发展。公司根据社区类型、商业环境、消费环境开发了不同店型，截止 2024 年 9 月 30 日，在中国的蜜雪冰城门店中，标准堂食店占比 78.1%，标准档口门店占比 19.8%，特装店占比 1.0%，集装箱店占比 0.9%，旗舰店占比 0.1%，主题店占比 0.1%。我们认为，不同类型的门店典型能够满足不同层级市场的成本水平以及经营难度，比如在一线城市核心商圈较高的房租和人力成本下、档口店的投资回报率有可能是优于标准堂食店，而在下线城市较低的房租和人力成本下，标准堂食店能够满足消费者堂食的需求。

图 32: 蜜雪冰城门店类型

店型	标准档口店	堂食店型	旗舰店型	集装箱店型
门店特点	<ul style="list-style-type: none"> 面积大于12㎡，面宽≥2.5米 功能：外带、无休息区 商圈选择：繁华街边、商务区、车站 	<ul style="list-style-type: none"> 面积30-60㎡，面宽3.8米以上 功能：外带、休息区 商圈选择：繁华街边、商务区、社区、车站、商场、百货公司 	<ul style="list-style-type: none"> 净使用面积一层不低于90㎡，二层不低于80㎡ 功能：网红、标杆店面、周边展示、休息 商圈选择：繁华商业街、商场、购物中心、百货公司 	<ul style="list-style-type: none"> 面积大于12㎡ 功能：外带，休息区，特色主题 商圈：景区，游乐场，服务区，公园，广场，高铁站，飞机场
截止2024Q3门店数量占比	19.8%	78.1%	0.1%	0.9%
门店效果图				

资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

高标准化产品，降低经营难度。相比于涉及到较多原物料的现制茶饮，比如添加了珍珠、椰果等奶茶，蛋筒冰激凌和冰鲜柠檬水皆是制作过程中人工参与相对较为简单的产品。对于蛋筒冰激凌而言，门店只需要配置冰激凌机、冰激凌粉，制作过程基本上以机器为主，人工参与度较低，而冰鲜柠檬水配方也较为简单，只有水、柠檬、糖浆。因此，我们认为，基础单品不仅仅意味着满足消费者的基本功能需求，同时对于加盟主来说也是高标准化、经营难度较低的产品。在持续渗透下沉市场的同时，公司持续增强智慧门店解决方案、提高门店线上渠道运营能力、夯实食品安全培训管控，2024年10月起，有序推进智能出液机在全国门店的测试与推广，截止2025H1，智能出液机已经覆盖超5600家蜜雪冰城门店，国内门店覆盖率仅为12%，我们认为随着其规模化推广，有望进一步提升门店运营效率、提高产品标准化水平、降低食品安全风险。

培训机制完善，巡店机制监督运营。为了保障加盟商创业成功，公司专注为加盟商和门店员工提供有效培训，截止2024年9月30日，公司有超过260名全职专业培训员工，并且围绕线下培训体系和线上学习应用程序蜜雪商学设计了先进的培训与发展体系。线下培训方面，加盟商和员工必须在开店之前完成12天的培训并且通过考试。线上培训方面，2023年公司在蜜雪商学的应用程序上提供了超过6700门课程，2024年前9个月推出了400+新录制课程，为加盟商的长期经营保驾护航。

4.5 超级IP雪王深入人心，助力全球化发展

品牌形象不断升级，雪王IP深入人心。2018年，公司升级品牌形象，推出了蜜雪冰城品牌的终身代言人——雪王，一个手持冰激凌权杖、憨熊可掬的卡通人物形象，成为现制茶饮行业中为数不多拥有IP的品牌。在这次升级中，公司主要解决三方面问题：

1、**符号与形象重塑：**蜜雪冰城品牌升级前符号没有文化母体、没有和消费者沟通的信息、店面冷淡的风格没有传播信号。升级后，华与华选择使用全球文化母体“雪人”，设计成儿童绘本风格、拒绝复杂创新，搭配红底等醒目视觉，解决消费者认知和共鸣问题。

2、朗朗上口的广告歌：选用 1847 年美国民谣《噢！苏珊娜》改编，歌词“你爱我，我爱你，蜜雪冰城甜蜜蜜”用三个“母体词组”（“你爱我”“我爱你”“甜蜜蜜”）唤醒受众，叠音韵律增强记忆，引发消费者自发到店弹唱。

3、全球文化母体助力蜜雪冰城全球化发展：在越南、马来西亚、印尼等国，虽当地儿童未见下雪，但认识雪人；2023 年在越南举办“六一雪王填色大赛”，越南话题播放量超 6600 万次。

图 33：现制咖啡在新一线城市增速更快，2019-2024 年 CAGR 为 35.91%

图 34：现制咖啡仍然处于一线城市、新一线城市渗透率快速提升的过程中



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

5 未来发展：奶茶未饱和，咖啡空间广阔

5.1 蜜雪冰城：国内强者愈强，门店数量继续增长

门店数量：在极致性价比的产品定位、加盟商利益与共、供应链赋能标准化运营三大因素支撑下，公司目前门店数量是现制茶饮行业第一。市场关注蜜雪冰城在国内市场开店空间，我们从省份市场维度测算。

我们认为应当考虑两方面因素，一方面是市场竞争强度，蜜雪冰城相比于第二名所具备的优势，另一方面是人口数量等市场外部环境。根据窄门餐眼的数据，2025年1月到8月周期中，蜜雪冰城净开店数量为7517家门店，其中净开店数量达到300家以上的省份有8个，我们按照市占率大小、人口数量两个维度将省份市场分为四类，其中市占率代表了市场环境的竞争强度，人口数量代表了茶饮的市场空间，选择重点市场进行分析：

1、低市占率、高人口密度市场：广东、江苏、四川、山东。我们认为，这四个省份皆是人口较多的省份，而蜜雪冰城的门店市占率较低，其中广东3.25%<江苏9.28%<四川10.17%<山东11.18%，并且已经和第二名拉开了一定的差距，我们认为不管是外部环境还是公司竞争力来看，蜜雪冰城在这四个省份市场的门店市占率仍有一定的提升空间。值得注意的是，广东省历来有糖水的饮食习惯，我们认为对奶茶有一定的替代作用，蜜雪长期市占率可能无法比拟河南省情况，但是目前广东省市占率仅有3.25%，2025年1月-8月周期中净开店633家门店，净开店数量位列全国第一，我们认为中短期开店趋势并不会有的大的改变。

2、低市占率、人口适中的市场：浙江、湖南。其中浙江市场是古茗发家的地方，蜜雪冰城在浙江和古茗处于竞争较为胶着的状态，蜜雪冰城市占率为10.11%，古茗门店市占率为10.32%，两者市场份额不相上下。从开店速度来看，根据窄门餐眼的数据，在2025年1月-8月周期中，浙江省蜜雪净开店数量为444家，古茗净开店为347家店。我们认为，考虑蜜雪冰城目前在浙江省开速度较快，且产品定价低于古茗，我们认为蜜雪在浙江省的门店数量有望和古茗持平、或略超。

3、中等市占率、中等人口密度的市场：安徽、湖北、江西。在这四个市场中，蜜雪冰城的门店市占率大概在12-13%左右，相比与前两类市场来看，市占率处于适中的状态，但是如果和相对成熟市场的河南省相比，市占率仍有提升的空间。具体市场来看，蜜雪冰城在安徽省市占率13.43%，第二名甜啦啦市占率11.0%，但是在过去一年净开店状态来看，蜜雪的状态好于甜啦啦，我们认为蜜雪后期市占率走势有可能和甜啦啦拉开较大的差距。湖北市场方面，蜜雪冰城门店市占率12.78%，第二名为古茗5.99%，蜜雪在湖北省今年店数平均月净增长30家左右，较为稳定，我们认为这一趋势有望继续延续。江西市场，蜜雪冰城门店市占率12.44%，2025Q2开店加速，我们认为蜜雪开店节奏有望维持目前趋势。

4、高市占率基地市场：河南省。公司起家河南省，经过20年的发展，截止2025年8月底，目前在河南拥有3555家门店，门店市占率16.34%，是全国省份门店数量最多的市场。虽然公司在河南省经营时间长达近20年，但是市场激烈的竞争下，我们认为蜜雪冰城也是经历了多次失败后才达到目前的强势地位。从2025年1月-8月的开店节奏来看，尽管河南省是公司较为成熟的市场，但是2025年每个月都是处于净开店状态，我们认为在行业稳定增长的状态下，蜜雪冰城的市场份额在河南省有望继续提升。

蜜雪冰城国内门店远期空间测算：考虑到公司报表和窄门餐眼披露的门店存量数据有一定的差异，我们根据窄门餐眼样本数据中蜜雪冰城和幸运咖的比例对报表数据做一定的估算。截止2024年12月，根据窄门餐眼样本数据，蜜雪冰城共有33827家门店，幸运咖共有3253家门店，蜜雪集团国内共有37080家门店，报表口径下蜜雪集团国内门店共有41584家，样本

数据占报表口径 89%，我们认为样本数据对报表数据有较大的解释力度。以下为我们对 2024 年、2025H1、25-27 年报表数据的测算过程：

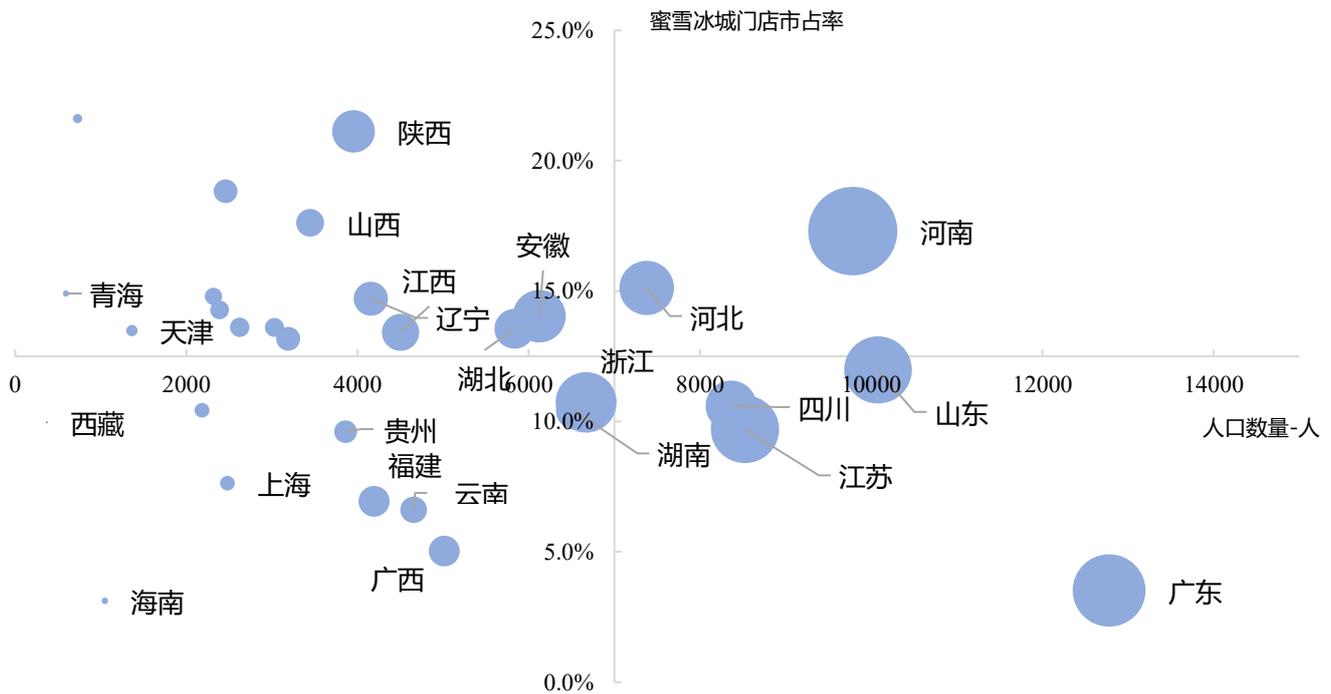
1、2024 年年报中国内蜜雪冰城门店数量估算：根据窄门餐眼总样本数据，2024 年蜜雪冰城门店数量占到总样本 91%，以此比例为核心假设，我们估计在蜜雪集团国内门店 41584 家的报表口径下，蜜雪冰城国内门店数量为 37936 家。

2、2025 年中报中国内蜜雪冰城门店数量估算：根据窄门餐眼总样本数据，2025H1 蜜雪冰城门店数量占到总样本 90%，以此比例为核心假设，我们估计蜜雪集团国内门店 48281 家的报表口径下，蜜雪冰城国内门店数量为 43316 家门店，相对于年初净开 5380 家门店。

3、2025 年年报中国内蜜雪冰城门店数量估算：蜜雪集团在年内开店节奏有一定的规律，2024 年国内门店上半年增量占到全年的 64%，我们以此为假设，估计蜜雪冰城国内门店下半年增量为 2972 家左右，到 2025 年年底，报表口径下，我们预计蜜雪冰城国内门店数量为 46288 家门店。

4、2026-2027 年国内蜜雪冰城门店数量估算：结合上述对重要省份市场的讨论，我们认为，在乐观假设下，蜜雪冰城在 2026-2027 年门店分别增长 6260 家门店，报表口径下，分别达到 5.25 万家、5.57 万家门店；中性假设下则是乐观假设节奏的 50%，两年门店分别增长 3130 家门店，分别达到 4.94 万家、5.25 万家门店；悲观假设下则是乐观节奏的 20%，两年门店均增加 1252 家门店，分别达到 4.75 万家、5.07 万家门店。

图 35：按照蜜雪冰城门店市占率大小、人口数量两个维度将省份市场分为四类



资料来源：窄门餐眼，信达证券研发中心
 备注：气泡大小代表了蜜雪冰城门店数量，单位为家

表 5：蜜雪冰城国内门店空间测算（省份市场维度）

省份	现制茶饮总 门店数量	总人口数-人	人口密度-人/ 平方千米	截止 2025 年 8 月底蜜雪市 占率	截止 2025 年 8 月底蜜雪门 店数量	2025 年 1 月- 8 月蜜雪冰城 净开店	乐观假设： 2026 净开店	乐观假设： 2027 净开店	中性假设： 2026 净开 店	中性假设： 2027 净开 店	悲观假设： 2026 净开 店	悲观假设： 2027 净开 店
河南	20545	9785	588	17%	3555	551	200	200	100	100	40	40
广东	82580	12780	707	4%	2907	668	600	600	300	300	120	120
江苏	28053	8526	795	10%	2722	493	500	500	250	250	100	100
山东	22549	10080	641	12%	2701	403	400	400	200	200	80	80

浙江	22630	6670	628	11%	2429	492	300	300	150	150	60	60
河北	14408	7378	391	15%	2179	279	280	280	140	140	56	56
安徽	15036	6123	437	14%	2111	299	300	300	150	150	60	60
四川	19178	8364	172	11%	2033	310	250	250	125	125	50	50
陕西	8065	3953	192	21%	1704	179	150	150	75	75	30	30
湖北	11795	5834	314	14%	1599	285	250	250	125	125	50	50
湖南	14477	6539	310	10%	1507	356	250	250	125	125	50	50
江西	11074	4502	270	13%	1486	319	300	300	150	150	60	60
辽宁	9273	4155	281	15%	1364	232	200	200	100	100	40	40
福建	17842	4193	337	7%	1238	251	200	200	100	100	40	40
广西	24501	5013	212	5%	1233	289	200	200	100	100	40	40
山西	6299	3446	221	18%	1110	179	150	150	75	75	30	30
云南	16055	4655	118	7%	1062	247	200	200	100	100	40	40
重庆	7243	3190	387	13%	954	228	200	200	100	100	40	40
甘肃	5050	2458	58	19%	951	159	120	120	60	60	24	24
贵州	9439	3860	219	10%	907	226	200	200	100	100	40	40
新疆	5708	2623	16	14%	777	187	150	150	75	75	30	30
黑龙江	5592	3029	68	14%	761	119	120	120	60	60	24	24
内蒙古	5252	2388	20	14%	750	153	150	150	75	75	30	30
吉林	4669	2317	125	15%	691	177	150	150	75	75	30	30
北京	5676	2183	1,333	10%	592	112	120	120	60	60	24	24
上海	7717	2480	3,923	8%	589	94	90	90	45	45	18	18
天津	3359	1364	1,144	13%	453	60	60	60	30	30	12	12
宁夏	1716	729	110	22%	371	65	65	65	33	33	13	13
海南	8263	1048	296	3%	258	37	37	37	19	19	7	7
青海	1650	593	8	15%	246	23	23	23	12	12	5	5
西藏	953	370	3	10%	95	45	45	45	23	23	9	9
总计	416,647	140,628		10%	41,335	7,517	6,260	6,260	3,130	3,130	1,252	1,252

资料来源: iFind, 窄门餐眼, 信达证券研究开发中心测算

表 6: 2025 年蜜雪冰城在重点省份开店节奏竞争分析

省份	截止 2025 年 8 月底市占率	2025 年 1 月-8 月门店数量净增长	门店数量-家									
			2025 年 1 月	2025 年 2 月	2025 年 3 月	2025 年 4 月	2025 年 5 月	2025 年 6 月	2025 年 7 月	2025 年 8 月		
广东												
蜜雪冰城	3.25%	633	2274	2281	2317	2443	2568	2730	2850	2907		
环比变化				7	36	126	125	162	120	57		
古茗	1.52%	344	1081	1083	1090	1106	1192	1310	1395	1425		
环比变化				2	7	16	86	118	85	30		
江苏												
蜜雪冰城	9.28%	429	2293	2346	2396	2469	2560	2625	2696	2722		
环比变化				53	50	73	91	65	71	26		
古茗	3.20%	185	786	781	783	803	864	916	949	971		
环比变化				-5	2	20	61	52	33	22		
四川												
蜜雪冰城	10.17%	218	1815	1850	1879	1900	1939	1982	1995	2033		
环比变化				35	29	21	39	43	13	38		
书亦烧仙草	5.22%	-9	1028	1008	1009	1005	1006	1015	1013	1019		
环比变化				-20	1	-4	1	9	-2	6		
山东												
蜜雪冰城	11.18%	337	2364	2399	2434	2412	2473	2566	2665	2701		
环比变化				35	35	-22	61	93	99	36		
沪上阿姨	4.78%	-35	1116	1097	1088	1102	1075	1069	1078	1081		

环比变化				-19	-9	14	-27	-6	9	3
浙江										
蜜雪冰城	10.11%	444	1985	2019	2073	2156	2235	2323	2397	2429
环比变化				34	54	83	79	88	74	32
古茗	10.32%	347	2162	2160	2166	2202	2273	2384	2469	2509
环比变化				-2	6	36	71	111	85	40
湖南										
蜜雪冰城	9.53%	311	1196	1210	1230	1295	1376	1437	1482	1507
环比变化				14	20	65	81	61	45	25
书亦烧仙草	7.07%	-49	1084	1052	1041	1039	1040	1041	1034	1035
环比变化				-32	-11	-2	1	1	-7	1
安徽										
蜜雪冰城	13.43%	264	1847	1864	1890	1947	2019	2056	2092	2111
环比变化				17	26	57	72	37	36	19
甜啦啦	11.00%	-10	1690	1673	1641	1667	1674	1666	1677	1680
环比变化				-17	-32	26	7	-8	11	3
湖北										
蜜雪冰城	12.78%	252	1347	1377	1409	1456	1490	1527	1571	1599
环比变化				30	32	47	34	37	44	28
古茗	5.99%	64	676	669	667	672	694	720	731	740
环比变化				-7	-2	5	22	26	11	9
江西										
蜜雪冰城	12.44%	292	1194	1212	1231	1327	1365	1410	1462	1486
环比变化				18	19	96	38	45	52	24
古茗	9.43%	200	922	924	930	952	1003	1060	1110	1122
环比变化				2	6	22	51	57	50	12
河南										
蜜雪冰城	16.34%	482	3073	3130	3149	3253	3333	3420	3517	3555
环比变化				57	19	104	80	87	97	38
甜啦啦	3.67%	44	742	727	695	718	739	753	765	786
环比变化				-15	-32	23	21	14	12	21

资料来源: iFind, 窄门餐眼, 信达证券研究开发中心测算

表 7: 蜜雪冰城国内门店远期空间测算 (单位: 家)

	2024H1	2024H2	2024	2025H1	2025H2	2025	2026	2027
报表: 国内门店	38,613	41,584	41,584	48,281	51,980	51,980	57,410	62,540
较上一个报告期 or 年初 净开店	5,379	2,971	8,350	6,697	3,699	10,396	5,430	5,130
报表估算: 蜜雪冰城 (中性假设)			37,936	43,316	46,288	46,288	49,418	52,548
净开店				5,380	2,972	8,352	3,130	3,130
乐观假设: 门店数量							52,548	55,678
净开店							6,260	6,260
悲观假设: 门店数量							47,540	50,670
净开店							1,252	1,252
报表估算: 幸运咖			3,648	4,965	5,692	5,692	7,992	9,992
其中: 幸运咖净开店				1,317	727	2,044	2,300	2,000
窄门和报表的误差			4,504	2,196				

宅门店数量/报表数量	89%	95%
窄门：蜜雪集团门店总计	37,080	46,085
较年初净开店		9,005
窄门：蜜雪冰城国内	33,827	41,346
较年初净开店		7,519
占比	91%	90%
窄门：幸运咖国内	3,253	4,739
较年初净开店		1,486
占比	9%	10%

资料来源：iFind，窄门餐眼，信达证券研究开发中心测算

同店：现制茶饮行业采用加盟连锁方式进行扩张，加盟商对于奶茶品牌商而言是社会资源的杠杆，要保证加盟连锁体系的稳定向上，核心在于同店或者说保障加盟商的盈利能力，如果同店因为需求的扰动或者竞争因素下降从而导致加盟商的盈利能力快速恶化，有可能成为奶茶厂商趋势向下的信号。从稳态的角度上来讲，连锁业态在需求或者竞争没有变化的情况下会逐步进入到稳态。从蜜雪出发，目前前端奶茶的渗透率仍有提升的空间，需求仍处于向上通道中，竞争来看，蜜雪采用破坏式创新的策略，以低价高质避免自身陷入同质化的行业竞争中，最终在行业竞争中独占鳌头，建立供应链优势。因而我们预计蜜雪的同店有望在健康的范畴内波动，在推新等能力的支撑下，同店亦有望向上。

表 8：蜜雪冰城单店模型（单位：元）

初期投入	成本端		盈利情况		
加盟费	9000	房租	4000	现金流月净利润	12800
装修费	60000	店铺面积-㎡	25	投资回收期-月	16.86
设备费	70000	年租金	48000	比率	
保证金	20000	员工工资	19600	租金费用率	2.5%
首批进货款	50000	店员数量-位	4	员工费用率	12.3%
管理费	6800	水电杂费	5000	净利润率	8.0%
初始总投入	215800	原料成本	72000	人效（万元每人每年）	54.86
初始流动资金（含第一年房租）	263800	加盟店毛利率	55%	坪效（万元每平米每年）	7.68
收入端		线上平台佣金+投流费用	41600		
月均营业额	160000	损耗费用	5000		
线上营业额	41600	月总成本	147200		

资料来源：壹览商业x 茶咖观察《2025 现制茶饮行业研究报告》，信达证券研究开发中心测算

样本门店：佛山某镇街边店，门店面积 25 平方米，员工人数 4 人

备注：净利润为税前

表 9：蜜雪冰城单店模型中日均营业额敏感性分析（单位：元）

	月均营业额变化幅度							
	-20%	-15%	-10%	-5%	5%	10%	15%	20%
对应月净利润	-19200	-11200	-3200	4800	20800	28800	36800	44800
投资回收期	-	-	-	44.96	10.38	7.49	4.23	3.48

资料来源：壹览商业x 茶咖观察《2025 现制茶饮行业研究报告》，信达证券研究开发中心测算

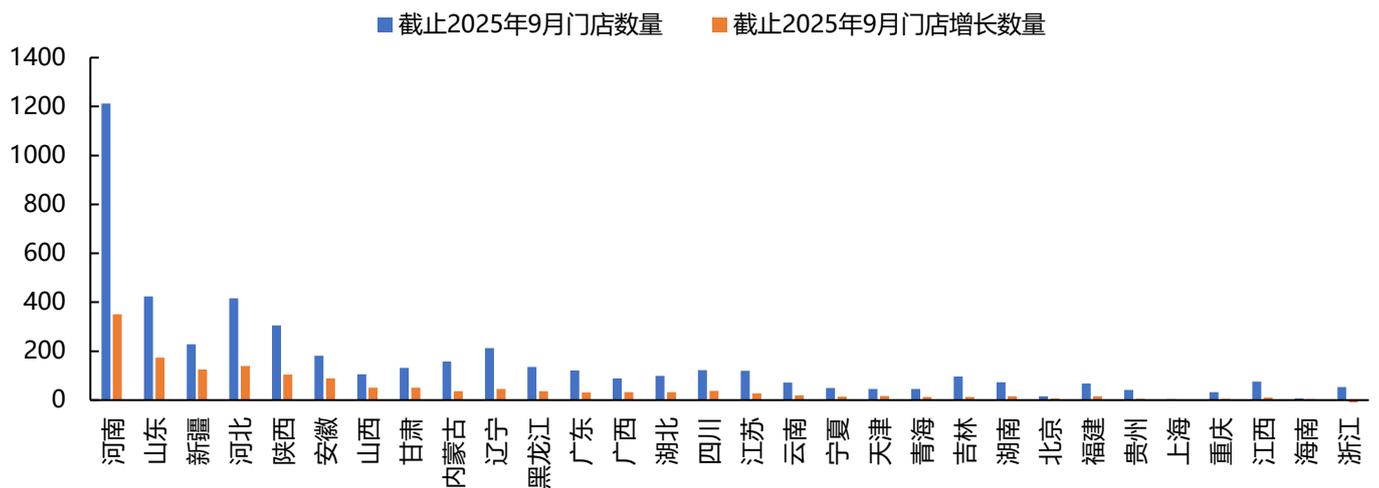
备注：净利润为税前

5.2 幸运咖：果咖兴起，深耕河南省内市场

25H1 果咖表现较好，深耕河南市场。在蜜雪冰城的成功经验之上，公司 2017 年创立幸运咖，定位高质平价的现制咖啡。从品类来看，果咖是现制咖啡品类中表现较好的品类，公司 2025H1 推出 10 多款果咖新品，定价在 6 元~8 元左右，精选鲜橙、青提、芭乐、苹果、石榴、百香果、荔枝和草莓多种时令水果，通过将新鲜水果产品和现磨咖啡混合，打造出清爽独特的果咖风味。对比竞品，瑞幸咖啡、库迪咖啡、星巴克都是以奶咖为主。在果咖品类+性价比价格策略下，公司依托之前在蜜雪冰城上积累的供应链能力和运营能力，上半年加速幸运咖在全国范围内的门店布局，根据窄门餐眼的数据，截止 2025 年 9 月 15 日，幸运咖较年初门店数量增加了 1486 家门店，其中河南市场贡献了幸运咖 351 家门店增量。由于蜜雪集团发家于河南省，幸运咖在当地有非常好的加盟商认可度以及品牌认知，能够帮助公司在前期完成门店模型的探索。

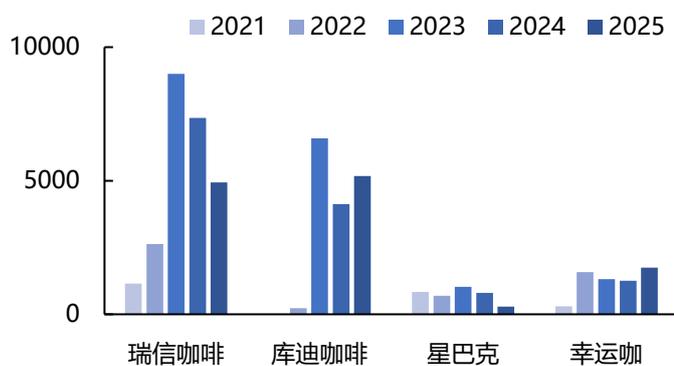
从幸运咖后续演绎路径来看，我们认为仍然需要较长的培育时间。1、品类方面，对比于发达国家消费者习惯，目前国内主流消费者对现制咖啡的认知普遍停留在咖啡味饮料，而非真正意义上的咖啡，因此果咖的消费者受众有可能是更为广泛的，我们看好幸运咖在果咖赛道长期发展。2、从不同层级城市来看，我们认为目前对于咖啡认知高的消费者仍然停留在一二线城市，三线及以下城市仍然需要较久的时间来养成饮用习惯。幸运咖目前门店依旧以河南、山东省为主，我们认为仍需要一段时间来完验证农村包围城市的路线。

图 36: 幸运咖深耕河南市场，是门店增量的主力市场



资料来源: 窄门餐眼, 信达证券研发中心

图 37: 2025 年幸运咖加速开店速度



资料来源: 窄门餐眼, 信达证券研发中心

图 38: 幸运咖切入果咖赛道



资料来源: 幸运咖小程序, 信达证券研发中心

5.3 出海规划: 短期积极调整, 不改长期信心

本土化运营，海外战略初显成效。2018年，公司启动海外战略，拓展东南亚市场，截止2024年9月30日，在海外拥有4792家门店，其中印度尼西亚和越南是公司两大主力市场，分别拥有2667家、1304家门店，其次是马来西亚337家门店、泰国272家门店等。海外运营方面，由于国家饮食习惯、社会风俗不同，公司在产品组合设计上因地制宜，一方面保留了部分常青单品，另一方面根据本地消费者习惯，推出部分本地化产品，同时充分利用雪王IP和当地消费者沟通。

市场关注蜜雪冰城在海外的门店空间，我们尝试从人均保有量角度来看海外开店所处的阶段。考虑到不同国家人口密度不同，我们定义开店系数为蜜雪现有门店数量/人口密度，在同等人口密度情况下，系数越高，代表门店越多。对比下来，目前中国的开店系数为269.31，印尼为18.1，是中国现有水平的6.7%，而越南仅为4.1，是中国现有水平的1.5%，马来西亚的门店系数为3.2，是中国现有水平的1.2%。我们发现相比于国内较为成熟的情况，蜜雪在海外理论上仍有较多的空间。我们对于主要出海市场分别给予弱假设和强假设两种场景，在弱假设情景下，蜜雪在海外门店有望达到6000家水平，相较于目前4676家有30%的增长空间，强假设情景下，蜜雪在海外门店有望达到8000家水平，相较于目前有88%的空间。

短期调整，不改长期信心。从海外市场进展来看，越南、印度尼西亚是公司最早进入的国家，但是由于宏观环境扰动、内部管理等问题，2025H1门店数量有所减少，主要系公司主动对存量门店实施运营调改及优化举措，帮助门店实现长期可持续发展。我们认为，公司目前在越南、印度尼西亚的调整为短期问题，随着存量门店调整结束后，我们仍然看好蜜雪冰城在这两个市场的长期发展。

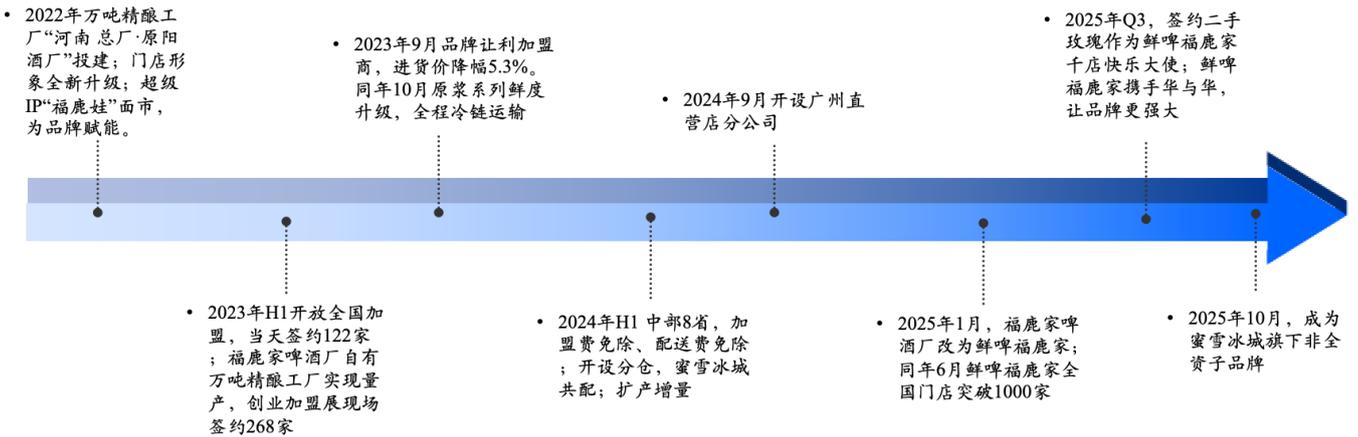
表 10: 蜜雪冰城海外门店远期空间测算

国家	2021 年国土面积-平方千米	人口数量-亿人	2022 年人口密度	截止 2024 年 9 月蜜雪冰城门店数量	门店系数	海外门店系数 / 中国门店系数	弱假设: 远期海外门店系数 / 中国门店系数	强假设: 远期海外门店系数 / 中国门店系数	弱假设: 蜜雪三年维度海外门店空间	强假设: 蜜雪三年维度海外门店空间
中国	9,562,910	14.09	150	40,510	269.31					
海外				4,676					6,136	8,769
越南	331,340	1.01	318	1,304	4.10	1.52%	2.00%	3.00%	1,713	2,570
泰国	513,120	0.72	140	272	1.94	0.72%	1.00%	2.00%	378	756
马来西亚	330,411	0.36	106	337	3.19	1.18%	2.00%	3.00%	569	853
印度尼西亚	1,916,907	2.83	147	2,667	18.10	6.72%	8.00%	10.00%	3,174	3,968
老挝	236,800	0.08	33	22	0.67	0.25%	0.30%	0.50%	26	44
柬埔寨	181,040	0.18	97	40	0.41	0.15%	0.20%	0.50%	52	131
日本	377,974	1.24	343	5	0.01	0.01%	0.05%	0.10%	46	92
韩国	100,430	0.52	529	7	0.01	0.00%	0.05%	0.10%	71	143
新加坡	728	0.06	7,851	22	0.00	0.00%	0.005%	0.01%	106	211

资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研究开发中心测算

5.4 鲜啤福鹿家: 收购 53% 股权, 拓展新业态

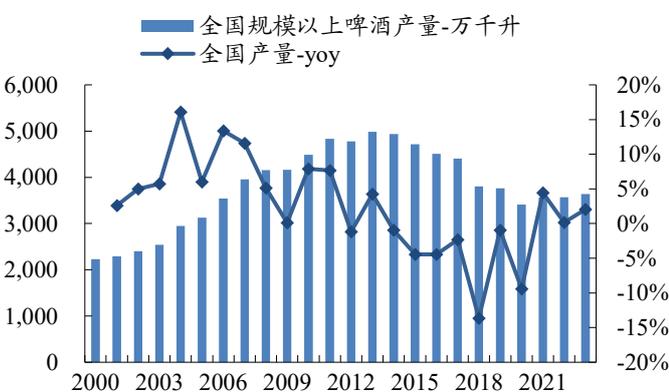
收购 53% 股权, 拓展新业态。2025 年 10 月 1 日, 公司发布公告, 拟通过现金 2.97 亿元收购福鹿家 (郑州) 企业管理公司 53% 股权。福鹿家成立于 2021 年, 旗下主要为鲜啤品牌鲜啤福鹿家, 前身为福鹿家啤酒厂, 主要为消费者提供每 500ml 单价约为 6-10 元的现打鲜啤产品, 其创始人为蜜雪集团董事长张红甫的妻子田红霞。

图 39: 鲜啤福鹿家发展历程


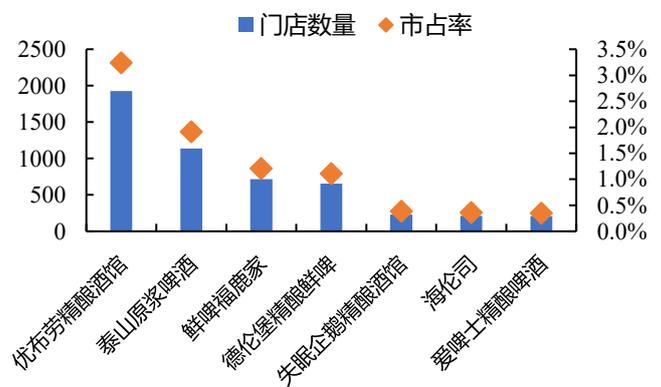
资料来源：鲜啤福鹿家公司官网，信达证券研发中心

啤酒行业存量时代，消费者需求转向“喝的好”。根据国家统计局数据，2013年后，国内啤酒市场进入量减价增阶段，产量从2013年的4983万千升下降到2020年的3411万千升，2020-2023年基本稳定在3500-3600万千升，消费者端对于啤酒的需求也从“喝得多”转向“喝的好”，传统啤酒品牌商比如青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒 2018-2023年引领了国内啤酒高端化升级，餐饮主流价格带从6-8元逐渐迁移至8-10元，而本土小众精酿啤酒品牌比如京A、优布劳、熊猫精酿、鲜啤30公里等则是通过门店扩张切入精酿啤酒赛道。

竞争格局仍然较为分散。2008年，国内第一家精酿啤酒酿造企业高大师啤酒工厂成立，随后丰收精酿、拳击猫、京A等精酿品牌出现，精酿酒厂数从2012年的7家增长至2018年848家，同期销量从56.7万千升增长至82.9万千升，CAGR为3.2%。由于精酿在国内发展时间明显晚于奶茶、咖啡品类，我们认为竞争格局仍然处于较为分散的阶段。截止2025年10月，根据窄门餐眼，门店数量最多的是优布劳，成立于2013年，拥有1925家门店，产品价格带在20-30元/500ml左右；其次为泰山原浆啤酒，成立于2000年，目前拥有1136家门店，产品定位原浆赛道，价格带在20元/500ml左右；其次为德伦堡精酿鲜啤，目前拥有657家门。从精酿的消费场景来看，社交属性明显高于奶茶品类，并且由于啤酒在生产物流方面需要发酵、低温冷藏，因此很多精酿门店品牌受制于供应链，仅在省内发展、较少做全国化扩张。

图 40: 2013年后啤酒市场进入量减价增的阶段


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 41: 国内酒馆竞争格局较为分散(数据周期范围:截止 2025 年 10 月)


资料来源：窄门餐眼，信达证券研发中心

从定位上来看，鲜啤福鹿家与蜜雪冰城、幸运咖一脉形成，其价值主张仍然是高质平价。具体来看：

1、相比于精酿，鲜啤福鹿家的价格更低，一斤装的价格带 5.9-9.9 元为主：鲜啤福鹿家的福

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>34

鹿鲜啤（清爽型）1斤装价格为 5.9 元，酒精度数 3.7 度，原麦汁浓度 10.5 度；对比优布劳 20-30 元/500ml、泰山原浆啤酒 15 元/500ml，鲜啤福鹿家价格优势突出。

2、相比于瓶装啤酒，鲜啤福鹿家产品饮料化特点突出：传统啤酒头部品牌产品主要以经典拉格、纯生为主，组合较为单一，而鲜啤福鹿家还涉及小麦啤、IPA 小众品类，口味上通过果、茶、奶创新推出果啤、茶啤、奶啤等特色产品，比如茉莉青提小麦、明前龙井小麦、狂炫砂糖橘等。从消费者的角度来看，传统啤酒口味难以接受是年轻人、尤其是女性消费者不选择喝啤酒的原因之一，但是鲜啤福鹿家产品研发上更偏向饮料化，比如茉莉青提小麦、狂炫砂糖橘、莓果大爆炸，相对于传统啤酒，年轻人更容易接受饮料化的啤酒产品。

从供应链角度来看，我们认为鲜啤福鹿家最大的优势是能够和蜜雪冰城供应链相协同。正如我们在前文对蜜雪冰城竞争优势的讨论，我们认为门店长期可持续的健康状态是蜜雪冰城门店能够完成复制的底层逻辑，支撑这个逻辑的是极致性价比的产品定位、加盟商利益与共、供应链赋能标准化运营三大因素，而供应链能力决定了门店能够以低成本、高效率的方式运营。从供应链能力来看，啤酒的供应链能力主要涉及生产、仓储、物流三大方面。生产端方面，鲜啤福鹿家 2022 年投建了万吨精酿工厂“河南总厂·原阳酒厂”，次年 6 月实现量产。由于啤酒是发酵型饮品，需要低温冷藏，因此冷链运输是制约大部分精酿品牌商拓展的关键因素，而鲜啤福鹿家目前能够利用全国蜜雪冰城联合供应链实现 0-8 度低温锁鲜运输到门店，省去了从 0 开始建设供应链的过程。

图 42：鲜啤福鹿家拥有鲜啤、果啤、奶啤、茶啤四大产品线，产品种类较为丰富

鲜啤	茶啤				奶啤		果啤					
图片												
产品名称	福鹿鲜啤 (清爽型)	德式小麦	比利时小麦	明前龙井小麦	微醺小奶啤							
1斤价格	5.90	6.60	7.70	8.80	9.90							
酒精度数	3.7%vol	4.5%vol	4.5%vol	3.7%vol	2.3%vol							
原麦汁芽浓度	10.5°P	11.5°P	11.5°P	10.5°P								
图片												
产品名称	茉莉青提小麦	狂炫砂糖橘	真正的菠萝啤 (凤梨西打)	霸汽红西柚 (西打)	莓果大爆炸	青苹果接骨木 西打	长安的荔枝小 麦	百香果小麦	柠檬小麦	开运桃花酒		
1斤价格	9.90	9.90	9.90	9.90	9.90	9.90	9.90	9.90	8.80	9.90		
酒精度数	3.0%vol	2.3%vol	3.0%vol	3.0%vol	3.7%vol	3.0%vol	2.0-2.4%vol	3.7%vol	3.0%vol	3.0%vol		
原麦汁芽浓度	8°P				10.5°P		8.4°P	10.5°P	8°P	8°P		

资料来源：鲜啤福鹿家小程序，信达证券研发中心

图 43：对比其他精酿啤酒，鲜啤福鹿家产品性价比优势突出

公司名称	鲜啤福鹿家	优布劳	泰山原浆啤酒	鲜啤30公里	爱啤士	青岛啤酒	青岛啤酒	青岛啤酒	青岛啤酒	珠江啤酒	珠江啤酒	重庆啤酒	重庆啤酒	百威亚太	百威亚太
经典产品	福鹿鲜啤	重机小麦精酿啤酒	7天现打原浆	德式小麦	全麦精酿	经典系列	白啤	纯生	原浆	97纯生	原浆	乐堡	1664	红百威	福佳白
图片															
零售价格(元)	5.9	106	40	98	25	5.6	8.2	9.3	198	4.92	12.9	6.2	10	6.9	5
售卖规格(ml)	500	2500	1000	1500	500	600	330	500	5000	500	980	500	310	450	3
每500ml价格	5.90	21.20	20.00	32.67	25.00	4.67	12.42	9.30	19.80	4.92	6.58	6.20	16.13	7.67	9.1
酒精度数(%)	3.7	≥5.2		≥4.10	≥4.1	≥4.0	≥4.1	≥3.1	≥5.4	≥3.6	≥4.0	≥3.1	≥4.8	≥3.6	≥4
原麦汁芽浓度(°)	10.5	12.8	12	12	12	10	11	8	13	9	11	8	11.8	9.7	11

资料来源：鲜啤福鹿家小程序，优布劳小程序，泰山原浆啤酒小程序，鲜啤30公里小程序，爱啤士小程序，各品牌淘宝店铺，信达证券研发中心

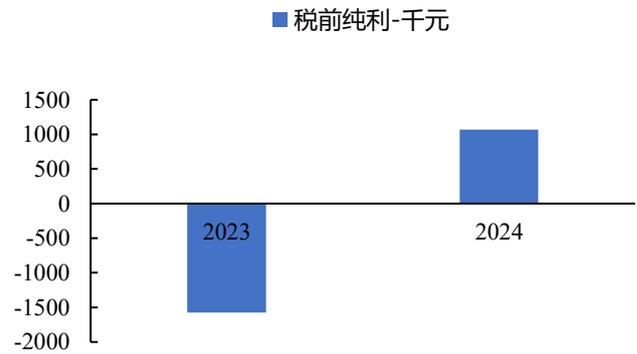
门店深耕河南市场，2024年扭亏为盈。截止2025年8月30日，鲜啤福鹿家门店数量已经达到1200家门店，覆盖中国28个省份、自治区和直辖市。从开店节奏来看，公司仍然以河南省为根据地打磨门店模型，根据窄门餐眼716家样本门店数据中，河南省门店达到223家，占比31%。从经营情况来看，鲜啤福鹿家LTM收入（基准日为2025年8月31日）为1.49亿元，平均门店收入为12.44万元，对比蜜雪集团2024年平均门店收入59.71万元仍有一定的差距。从盈利能力来看，鲜啤福鹿家已经于2024年实现盈利107.09万元（2023年亏损157.28万元）

图 44：截止 2025 年 10 月鲜啤福鹿家门店分布情况



资料来源：窄门餐眼，信达证券研发中心

图 45：鲜啤福鹿家 2024 年扭亏为盈



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

6 盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测

收入预测: 公司收入主要以商品和设备收入+加盟费收入为主,我们将收入拆分为门店数量以及单店收入。门店数量角度来看,结合上一部分我们对投资机会的论述,我们认为中性预期下,蜜雪集团(含国内+国外)2025-27年门店总数量分别为56987、62917、68547家门店,同比增长10508、5930、5630家门店,其中国内门店数量分别为51980、57410、62540家门店,同比增长10396家、5430家、5130家门店,其中蜜雪冰城门店数量分别为46288、49418、52548家门店,幸运咖门店数量分别为5692、7992、9992家门店,海外门店数量分别为5007家、5507家、6007家门店,分别增长400、500、500家门店。从平均单店收入来看,蜜雪冰城商品和设备的平均单店收入在2021-2024年维持在55-60万元左右,2025H1由于外卖平台补贴的原因,平均单店收入同比+13.35%。考虑到外卖平台补贴较长持续时间持续,我们预计平均单店收入在2026-2027年稳定在55-60万元左右。综上,我们预计商品和设备收入2025-2027年分别同比+29.27%、12.41%、10.74%至312.94、351.77、389.55亿元。加盟和相关服务收入占公司收入比例较低,仅为2%左右,主要取决于公司门店网络的扩张,我们预计25-27年收入仍然会跟随门店数量增长而增长,预计25-27年加盟和相关服务收入同比+29.27%、18.21%、11.83%至8.02、9.47、10.60亿元。

成本和毛利率预测: 公司成本主要以原材料成本为主,2021-2023年占比92%左右,其次为运输费用,占比3%左右。公司成本变动主要受门店拓展速度、原材料价格波动、供应链能力三大方面影响。我们认为,尽管目前柠檬价格有所波动,但是公司门店网络增长带来的规模效应能够抵消原材料压力,预计2025-2027年平均单店成本同比增速低于单店收入增速,营业成本分别同比+28.02%、11.30%、9.65%至214.67、238.93、261.98亿元,毛利率同比+0.65pct、+0.75pct、+0.67pct至33.12%、33.86%、34.53%。

费用率预测: 销售费用方面,员工薪酬、品牌推广费用、运输费用是主要组成部分。其中员工薪酬占比40%左右,其人员数量随着门店增长而增长,22-23年费率维持在2.6-2.7%左右。品牌推广费用方面,23年费用率同比+0.7pct至1.21%,我们判断,主要系公司加大了线上推广投入,扩大了线下宣传物料投放,并且增加线下营销活动频次和规模,我们认为在公司出海战略下,品牌推广费用率仍将小幅增长;运输费用率22-23年较为稳定,维持在0.9%左右。综合来看,我们预计公司25-27年销售费用率同比略有增长至6.5%~7%左右。管理费用方面,门店增长带来的规模效应更为显著,23年管理费用率同比-0.65pct,我们判断,主要系员工薪酬费用率持续下降,我们认为公司门店网络仍有较多发展空间,25-27年管理费用率维持在3.3-3.5%左右。

净利润预测: 结合以上讨论,我们预计公司25-27年归母净利润分别为58.56、66.82、77.15亿元,同比+31.99%、14.11%、15.47%,归母净利润率同比+0.38pct、0.25pct、0.78pct至18.24%、18.50%、19.28%。

表 11: 公司收入成本拆分及预测

收入成本预测-百万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,350.99	13,575.58	20,302.47	24,828.87	32,095.10	36,124.86	40,014.12
yoy	5,670.99	3,224.59	6,726.89	4,526.40	7,266.23	4,029.76	3,889.26
yoy-%	121.18%	31.15%	49.55%	22.29%	29.27%	12.56%	10.77%
门店数量	20,001	28,983	37,565	46,479	56,987	62,917	68,547
yoy	6,893	8,982	8,582	8,914	10,508	5,930	5,630
yoy-%	53%	45%	30%	24%	23%	10%	9%
国内门店	19,731	27,188	33,234	41,584	51,980	57,410	62,540
yoy		7,457	6,046	8,350	10,396	5,430	5,130
蜜雪冰城				37,936	46,288	49,418	52,548
yoy					8,352	3,130	3,130
幸运咖				3,648	5,692	7,992	9,992
yoy					2,044	2,300	2,000
海外门店	270	1,795	4,331	4,895	5,007	5,507	6,007
yoy		1,525	2,536	564	400	500	500
商品和设备销售收入	10,154.60	13,299.43	19,896.75	24,208.83	31,293.59	35,177.44	38,954.58
yoy		3,144.83	6,597.32	4,312.08	7,084.76	3,883.84	3,777.14
yoy-%		30.97%	49.61%	21.67%	29.27%	12.41%	10.74%
占比	98%	98%	98%	98%	98%	97%	97%
单店收入-万元	61.34	54.30	59.80	57.61	60.49	58.68	59.26
yoy		-11.48%	10.12%	-3.66%	5%	-3%	1%
加盟和相关服务收入	196.38	276.15	405.72	620.05	801.51	947.43	1,059.54
yoy		79.77	129.57	214.33	181.46	145.92	112.12
yoy-%		40.62%	46.92%	52.83%	29.27%	18.21%	11.83%
占比	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%
单店收入-万元	1.19	1.13	1.22	1.48	1.55	1.58	1.61
yoy		-4.95%	8.14%	21.01%	5%	2%	2%
销售成本	7,107.12	9,728.74	14,303.50	16,768.67	21,466.62	23,892.68	26,198.15
yoy		2,621.62	4,574.76	2,465.17	4,697.95	2,426.06	2,305.47
yoy-%		36.89%	47.02%	17.23%	28.02%	11.30%	9.65%
单店成本-万元	42.93	39.72	42.99	39.90	41.49	37.97	38.22
yoy		-7.48%	8.22%	-7.17%	3.99%	-8.48%	0.64%
毛利	3,243.86	3,846.84	5,998.97	8,060.21	10,628.48	12,232.18	13,815.97
yoy		602.98	2,152.13	2,061.24	2,568.27	1,603.70	1,583.79
yoy-%		18.59%	55.95%	34.36%	31.86%	15.09%	12.95%
毛利率	31.34%	28.34%	29.55%	32.46%	33.12%	33.86%	34.53%
yoy		-3.00%	1.21%	2.92%	0.65%	0.75%	0.67%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心测算

表 12: 蜜雪冰城费用拆分

单位-百万元	2021	2022	2023	单位-百万元	2021	2022	2023
销售费用	405.77	774.43	1,318.59	管理费用	374.66	496.51	610.62
yoy		368.66	544.16	yoy		121.85	114.11
yoy-%		90.85%	70.27%	yoy-%		32.52%	22.98%
费用率	3.92%	5.70%	6.49%	费用率	3.62%	3.66%	3.01%
1、员工薪酬	167.30	366.11	542.95	1、员工薪酬	232.95	277.74	329.48
占费用比重	41%	47%	41%	占费用比重	62%	56%	54%
费用率	1.62%	2.70%	2.67%	费用率	2.25%	2.05%	1.62%
yoy		1.08%	-0.02%	yoy		-0.20%	-0.42%
2、品牌推广开支	53.18	69.92	246.36	2、专业及 IT 服务费	46.75	85.23	89.81
占费用比重	13%	9%	19%	占费用比重	12%	17%	15%
费用率	0.51%	0.52%	1.21%	费用率	0.45%	0.63%	0.44%
yoy		0.00%	0.70%	yoy		0.18%	-0.19%
3、运输费用	70.96	122.05	188.91	3、折旧及摊销费用	28.25	40.59	49.66
费用率	0.69%	0.90%	0.93%	费用率	0.27%	0.30%	0.24%
yoy		0.21%	0.03%	yoy		0.03%	-0.05%
4、差旅及办公费用	47.04	87.60	141.43	4、差旅及办公费用	19.36	23.09	48.09
费用率	0.45%	0.65%	0.70%	费用率	0.19%	0.17%	0.24%
yoy		0.19%	0.05%	yoy		-0.02%	0.07%
5、使用权资产折旧及物业管理费	39.46	93.25	127.55	5、使用权资产折旧及物业管理	14.16	19.31	29.07
费用率	0.38%	0.69%	0.63%	费用率	0.14%	0.14%	0.14%
yoy		0.31%	-0.06%	yoy		0.01%	0.00%
6、其他	27.82	35.50	71.39	6、上市费用	-	-	10.90
费用率	0.27%	0.26%	0.35%	费用率	0.00%	0.00%	0.05%
yoy		-0.01%	0.09%	yoy		0.00%	0.05%
				7、其他	33.21	50.55	53.62
				占费用比重	9%	10%	9%
				费用率	0.32%	0.37%	0.26%
				yoy		0.05%	-0.11%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心；注：公司公告的费用明细数据仅至 2023 年

6.2 估值分析

市场担忧国内现制茶饮行业已经过了开店高峰期，我们认为，蜜雪冰城凭借极致性价比产品定位、加盟商利益与共、供应链运营能力有望进一步提升门店市占率，此外，公司二十余年积累的经验也有望赋能国内幸运咖发展以及蜜雪冰城出海战略。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 15.43、17.55、20.27 元，对应 2025 年 11 月 14 日收盘价（414.8 港币/股、380.0 人民币/股）PE 分别为 25、22、19 倍，高于茶饮行业平均估值；从 PEG 指标来看，目前蜜雪冰城 PEG 为 1.69，高于行业平均水平 1.15。

表 13: 可比公司盈利及估值对比（茶饮行业角度）

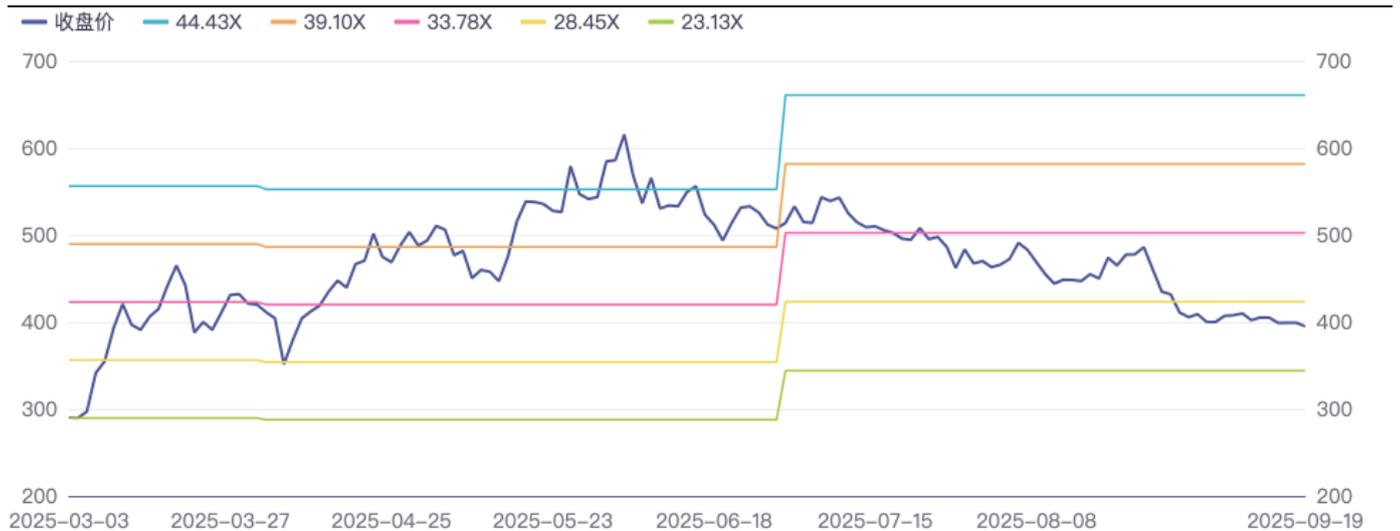
2025/11/14	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
		25E	26E	27E	25E	26E	27E
古茗	22.3000	1.06	1.11	1.32	19.30	18.43	15.50
沪上阿姨	108.7000	4.66	5.85	6.79	21.40	17.05	14.69
茶百道	7.3200	0.59	0.68	0.78	11.38	9.88	8.61
平均					17.36	15.12	12.93
蜜雪冰城	414.8000	15.43	17.55	20.27	24.67	21.68	18.77

资料来源：iFind，信达证券研发中心 注：古茗、沪上阿姨为 iFind 一致预测

表 14: 可比公司盈利及估值对比 (PEG 角度)

2025/11/14	收盘价 (元/股)	EPS 2025-2027CAGR	PEG 25E
古茗	22.30	12%	1.66
沪上阿姨	108.70	21%	1.03
茶百道	7.32	15%	0.76
平均			1.15
蜜雪冰城	414.80	15%	1.69

资料来源: iFind, 信达证券研发中心 注: 古茗、沪上阿姨、茶百道为 iFind 一致预测

图 46: 蜜雪集团 PE 走势


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

7 风险提示

食品安全风险

相对于工业化生产的瓶装饮料，现制饮品的制作过程较依赖人工操作，如果目前发生食品安全和质量事件，如饮料或食品引发的疾病、掺假、受到污染或者贴错标签可能会影响公司的声誉，影响销售。

成本端波动风险

公司成本组成以原物料为主，如果乳制品、水果、茶叶等价格波动，公司成本管控能力不到位或者提价不畅，毛利率或将受损。

行业竞争加剧

如果竞品放宽加盟政策，导致门店过度加密，或者加大投入力度抢夺黄金地段、加盟商、消费者，门店有可能面临销售下降的风险，并且有可能会增加公司获取优质资源的难度。

国内外门店扩张相关风险

蜜雪集团收入增长主要来源于门店网络的拓张，如果国内外茶饮需求下降、竞争加剧、加盟商开店积极性下降，国内外门店网络增长或不达预期。

附录：公司财务预测表

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,896	22,531	29,023	36,626
现金	4,335	7,878	13,347	19,969
应收账款及票据	26	62	70	78
存货	2,215	5,069	5,641	6,186
其他	5,320	9,522	9,965	10,393
非流动资产	7,887	10,773	11,940	12,990
固定资产	5,318	6,686	7,917	9,026
无形资产	140	648	583	525
其他	2,430	3,439	3,439	3,439
资产总计	19,783	33,305	40,963	49,615
流动负债	4,517	8,750	9,799	10,805
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,767	3,936	4,380	4,803
其他	2,750	4,814	5,419	6,002
非流动负债	206	221	221	221
长期债务	0	0	0	0
其他	206	221	221	221
负债合计	4,723	8,971	10,020	11,026
普通股股本	360	395	395	395
储备	14,599	23,814	30,397	38,012
归属母公司股东权益	14,956	24,205	30,788	38,404
少数股东权益	105	129	155	186
股东权益合计	15,061	24,334	30,944	38,589
负债和股东权益	19,783	33,305	40,963	49,615
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,009	5,910	7,229	8,349
净利润	4,437	5,856	6,663	7,695
少数股东权益	18	23	27	31
折旧摊销	419	673	833	950
营运资金变动及其他	1,135	-642	-294	-327
投资活动现金流	-7,019	-5,761	-1,681	-1,647
资本支出	-1,450	-2,550	-2,000	-2,000
其他投资	-5,569	-3,211	319	353
筹资活动现金流	-277	3,474	0	0
借款增加	-343	0	0	0
普通股增加	0	3,474	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	66	0	0	0
现金净增加额	-1,287	3,543	5,468	6,622

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,829	32,095	36,125	40,014
其他收入	0	0	0	0
营业成本	16,769	21,467	23,893	26,198
销售费用	1,599	2,100	2,472	2,618
管理费用	755	1,072	1,243	1,417
研发费用	105	136	153	169
财务费用	6	-65	-118	-200
除税前溢利	5,811	7,669	8,802	10,166
所得税	1,356	1,790	2,112	2,440
净利润	4,454	5,879	6,689	7,726
少数股东损益	18	23	27	31
归属母公司净利润	4,437	5,856	6,663	7,695
EBIT	5,817	7,604	8,684	9,966
EBITDA	6,236	8,277	9,517	10,916
EPS (元)	12.32	15.43	17.55	20.27

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	22.29%	29.27%	12.56%	10.77%
归属母公司净利润	41.41%	31.99%	13.79%	15.49%
获利能力				
毛利率	32.46%	33.12%	33.86%	34.53%
销售净利率	17.87%	18.24%	18.44%	19.23%
ROE	29.66%	24.19%	21.64%	20.04%
ROIC	29.61%	23.95%	21.33%	19.63%
偿债能力				
资产负债率	23.87%	26.94%	24.46%	22.22%
净负债比率	-28.78%	-32.38%	-43.13%	-51.75%
流动比率	2.63	2.58	2.96	3.39
速动比率	1.85	1.68	2.07	2.50
营运能力				
总资产周转率	1.44	1.21	0.97	0.88
应收账款周转率	917.94	729.18	544.66	540.56
应付账款周转率	10.87	7.53	5.75	5.71
每股指标 (元)				
每股收益	12.32	15.43	17.55	20.27
每股经营现金流	15.83	15.57	19.04	21.99
每股净资产	39.40	63.76	81.10	101.16
估值比率				
P/E	0.00	24.74	21.74	18.83
P/B	0.00	5.98	4.71	3.77
EV/EBITDA	-0.70	16.55	13.82	11.44

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推介仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票估值分析	行业估值分析
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。