

蜜雪集团（02097.HK）

供应链筑基，雪王 IP 为矛，国民饮品走向世界  
买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	20,302	24,829	32,141	35,602	39,635
同比(%)	49.55	22.29	29.45	10.77	11.33
归母净利润（百万元）	3,137	4,437	5,847	6,524	7,296
同比(%)	57.13	41.41	31.79	11.58	11.83
EPS-最新摊薄（元/股）	8.26	11.69	15.40	17.18	19.22
P/E（现价&最新摊薄）	44.37	31.38	23.81	21.34	19.08

投资要点

- **高质平价，1 美元生意成就国民饮品龙头。**蜜雪集团作为全球领先的现制饮品企业，致力于为广大消费者提供单价约 6 元人民币（1 美元）的现制果饮、茶饮、冰淇淋、咖啡等产品。旗下现制茶饮品牌“蜜雪冰城”、现磨咖啡品牌“幸运咖”，合计门店数量超 4.6 万家（截至 2024 年底），产品出杯量（2023 年数据）达中国第一、全球第二。围绕“高质平价”的核心主张，基于庞大的终端门店网络，公司营收主要来自商品和设备销售，即通过自有供应链向门店出售制作饮品所需的物料及设备。
- **一体化产业链筑基，质价比优势领先。**平价茶饮赛道，公司以高质价比大单品实现大规模销售上量，并在自有供应链建设、门店加盟管理、产品研发更新等方面深耕积累 10 余年，从而逐步构建形成蜜雪特有的利基市场竞争护城河。市场前端，蜜雪核心单品均以具有直觉反差的实惠定价点燃市场，“高质平价”的品牌定位深入人心，雪王 IP 的亲民互动也成功与消费者建立独特的情感联结；供应链后端，公司以工业化思维持续深耕打磨供应链体系，现已成为国内现制茶饮行业中垂直整合程度最高、规模最大的品牌——前后端规模化共振的正反馈飞轮持续兑现。
- **现制茶饮风起云涌，平价赛道前景清晰。**未来看好平价茶饮细分赛道持续保持较快增长，主要源于：1）平价茶饮客单价较低，更偏向大众消费升级逻辑，下沉市场消费人群渗透率空间仍然较大。2）平价茶饮定价基本接近同类型包装饮料，作为“水替”具备必选消费属性，增长稳定性更强。经过前期跑马圈地，当前行业门店数量已显著供大于求，未来茶饮品牌汰劣留优趋势将加速兑现，具备强产品力（强供应链奠定高质价比、强研发保证持续输出爆品）、强渠道力（高标准强扶持的门店运维管理）的品牌有望持续实现份额提升，蜜雪作为平价茶饮的鳌头品牌，份额提升趋势能见度强，我们预计国内门店数量有望达到约 7 万家，东南亚门店数量达到 1~1.5 万家，美洲市场的店型打磨成效亦值得期待。
- **现磨咖啡需求萌动，品牌竞发卡位争流。**现磨咖啡是国内现饮增速最快的细分品类，目前尚处于市场教育阶段。此外，伴随互联网用户下沉、咖啡文化普及，咖啡下沉需求萌动。“幸运咖”以低线市场为基本盘，及时切入成为小镇青年的“第一杯”咖啡，在品宣、选址及供应链协同优势，对标蜜雪主品牌商圈选址，我们预计幸运咖中期 2 万店空间可期。
- **盈利预测与投资评级：**蜜雪集团作为平价现制饮品龙头，高质价比单品及 IP 化品牌营销不断巩固销售势能，单店盈利持续具备强竞争力，份额提升路径清晰。我们预计公司 2025~2027 年归母净利为 58.5、65.2、73.0 亿元，同比+32%、+12%、+12%，对应 PE 为 24、21、19x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌价值和形象受损。

2026 年 01 月 05 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010  
such@dwzq.com.cn

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006  
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002  
suny@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001  
shiyx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	406.80
一年最低/最高价	256.00/618.50
市净率(倍)	6.55
港股流通市值(百万港元)	55,327.24

基础数据

每股净资产(元)	55.98
资产负债率(%)	21.66
总股本(百万股)	379.62
流通股本(百万股)	150.88

相关研究

《蜜雪集团(02097.HK)：2025 年中期业绩点评：营收利润增速超预期，全球达 5.3 万店 》

2025-08-27

《蜜雪集团(02097.HK)：2024 年业绩点评：利润率显著提升，继续下沉式开店》

2025-03-27

## 内容目录

<b>1. 深耕二十余载，成就国民现饮品牌</b>	<b>6</b>
1.1. 国民现制饮品龙头，平价生意燃起燎原星火	6
1.2. 实控人持股集中，管理层经验丰富	8
1.3. 连锁加盟模式，营收主要来自供应链食材销售	10
<b>2. 一体化产业链筑基，质价比优势领先</b>	<b>12</b>
2.1. 聚焦大众价位，打磨极致产品	12
2.2. 供应链垂直整合，全流程成本优化	14
2.3. 标准化管理扶持，助力万店如一	18
2.4. 国民品牌定位亲民，雪王 IP 深入人心	21
<b>3. 现制茶饮：风起云涌，乘风踏浪</b>	<b>23</b>
3.1. 国内现制茶饮：品牌份额渐趋集中，平价赛道前景清晰	23
3.1.1. 国内新式茶饮规模乘风而上，价格竞争渐趋充分	23
3.1.2. 受益开店下沉及大众消费升级，平价茶饮规模扩张潜力可期	27
3.2. 东南亚现制茶饮：增长潜力可期，蜜雪先声夺人	28
3.2.1. 长坡厚雪优质赛道，东南亚出海扬帆起航	29
3.2.2. 合资公司+单店加盟发力出海，短期主动控速提质强基	32
3.3. 蜜雪茶饮开店空间测算	33
3.3.1. 国内现制茶饮开店空间仍存，低线市场下沉渗透贡献主要增量	34
3.3.2. 全球蜜雪冰城开店空间亮眼，中期看东南亚、中长期看亚太	36
<b>4. 现磨咖啡：千帆竞发，卡位争流</b>	<b>38</b>
4.1. 现饮赛道潜力板块，品牌定位更趋细分	38
4.2. 低线市场需求萌动，幸运咖万店空间可期	40
<b>5. 盈利预测与投资评级</b>	<b>43</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>44</b>

## 图表目录

图 1:	2024 年全球主要现饮品牌门店数量.....	6
图 2:	2023 年全球主要现饮品牌出杯量.....	6
图 3:	蜜雪冰城发展历程复盘.....	8
图 4:	蜜雪冰城股权结构梳理（截至 25H1）.....	9
图 5:	蜜雪冰城下属子公司架构梳理（截至 25H1）.....	9
图 6:	2021~2024 年蜜雪冰城营收结构拆分.....	11
图 7:	2021~2024 年蜜雪冰城各业务结构占比.....	11
图 8:	2019~2024 年蜜雪冰城毛利率变化.....	11
图 9:	2021~2024 年蜜雪冰城各业务毛利率变化.....	11
图 10:	同类型饮品价位对比（元，25 年 10 月）.....	12
图 11:	现饮品牌前 5 大畅销产品销售占比对比.....	12
图 12:	产品推新时间轴.....	13
图 13:	蜜雪产品研发储备.....	14
图 14:	2023~2024 年主要茶饮品牌 SKU 上新数量对比.....	14
图 15:	蜜雪冰城冰鲜柠檬水定价变化.....	14
图 16:	不同茶饮品牌同类产品定价对比.....	14
图 17:	蜜雪冰城供应链体系.....	15
图 18:	蜜雪冰城主要自产原料.....	16
图 19:	主要茶饮品牌单杯物料成本对比.....	18
图 20:	主要茶饮品牌固定资产规模对比（2024FY）.....	18
图 21:	蜜雪冰城招商加盟流程.....	19
图 22:	加盟门店管理制度.....	19
图 23:	加盟门店培训体系.....	19
图 24:	加盟门店督导、运维体系.....	19
图 25:	2018 年蜜雪冰城正式启用雪王形象.....	21
图 26:	蜜雪冰城品牌营销日历.....	21
图 27:	雪王 IP 已形成丰富内容库.....	22
图 28:	主要茶饮品牌社交账号粉丝数量对比（万个）.....	22
图 29:	主要餐饮品牌会员活动对比.....	22
图 30:	主要餐饮品牌小程序注册用户数对比.....	22
图 31:	2018~2023 年中国现制饮品终端零售规模及占比.....	23
图 32:	2018~2023 年全球现制饮品终端零售规模及占比.....	23
图 33:	2023 年现制饮品消费量占水分摄入总量比例.....	24
图 34:	2023 年人均现制饮品年消费量（杯/年）.....	24
图 35:	现制茶饮是国内现制饮品最大细分品类.....	24
图 36:	国内现制茶饮终端零售额规模及同比增速.....	24
图 37:	现制茶饮消费客群收入水平分布.....	25
图 38:	现制茶饮消费客群年龄分布.....	25
图 39:	中国新茶饮消费者可接受最高客单价金额.....	25
图 40:	24 年现制茶饮消费者对新品各项因素关注度.....	25
图 41:	现制茶饮主要品牌杯均价变化.....	26
图 42:	2024 年主要茶咖品牌客均价梳理.....	26

图 43:	2023 年以来现制茶饮行业门店总数见顶回落.....	26
图 44:	近年主要茶饮品牌闭店率提升.....	26
图 45:	2020~2023 年现制茶饮店连锁化率逐步抬升.....	27
图 46:	2020~2024 年现制茶饮品牌份额趋于集中.....	27
图 47:	我国现制茶饮不同价位零售规模及增速对比.....	27
图 48:	2018~24 年我国现制茶饮不同价位零售规模对比.....	27
图 49:	2018-2023 年现制饮品各价位带规模增长对比.....	28
图 50:	2018~2023 年现制饮品各线城市规模增长对比.....	28
图 51:	中国各线城市现饮零售额 vs 人口占比.....	28
图 52:	中国各线城市茶饮店密度 vs 茶饮支出占比.....	28
图 53:	2018~2023 年东南亚现制茶饮销售额迅速增长.....	29
图 54:	2018~2023 年东南亚现制茶饮占比提升 3.7pct.....	29
图 55:	2018~2023 年各国人口数量 CAGR 对比.....	29
图 56:	2018~2023 年各国人均 GDP 复合增长率对比.....	29
图 57:	2022 年东南亚地区一周内购买饮品品类结构.....	30
图 58:	东南亚年轻群体结构占比更高 (2023A).....	30
图 59:	2023 年东南亚 & 中国现制茶饮结构占比对比.....	30
图 60:	2023 年中国 & 东南亚现饮人均消费量对比.....	30
图 61:	2023 年东南亚市场现制茶饮行业 CR3 结构.....	31
图 62:	2023 年中国市场现制茶饮行业 C5 结构.....	31
图 63:	2023 年东南亚 & 中国现制茶饮行业 CR3 对比.....	31
图 64:	2023 年东南亚 & 中国茶饮品牌连锁化率对比.....	31
图 65:	东南亚主要国家现制茶饮品牌梳理.....	32
图 66:	蜜雪冰城海外附属公司股权结构梳理.....	32
图 67:	2021~2024 年蜜雪冰城海外门店数量变化趋势.....	33
图 68:	24Q3 蜜雪冰城海外门店分布结构.....	33
图 69:	全国各省分区域奶茶店密度 & 人均 GDP 对比.....	34
图 70:	广东省、东南亚主要地区年平均气温为 25~30℃.....	36
图 71:	广东省、东南亚地区均面对高温热浪冲击风险.....	36
图 72:	中国咖啡行业发展历程梳理.....	38
图 73:	2018-2023 年中国现磨咖啡市场规模及占比.....	39
图 74:	2018-2023 年现饮细分子行业销售额增速对比.....	39
图 75:	咖啡消费以提神抗疲劳为主.....	39
图 76:	中国现磨咖啡人群渗透率对比海外仍存空间.....	39
图 77:	2023 年中国现磨咖啡市场竞争格局 (销售额计).....	40
图 78:	现磨咖啡主要品牌门店数量 & 客均价梳理.....	40
图 79:	中国连锁咖啡市场生意模式梳理.....	40
图 80:	2018~2023 年各线城市现磨咖啡终端销售额.....	41
图 81:	2018~2023 年各线城市现磨咖啡终端销售额增速.....	41
图 82:	2019~2022 年中国移动互联网消费人群分布.....	41
图 83:	2023 年不同线城市咖啡门店增长情况.....	41
图 84:	幸运咖历史复盘.....	42
图 85:	幸运咖各线城市门店结构分布.....	42
图 86:	2023 年头部现磨咖啡品牌低线门店数量和占比.....	42



表 1: 蜜雪冰城旗下品牌.....6

表 2: 蜜雪冰城核心团队成员履历梳理（截至 25H1） ..... 10

表 3: 蜜雪冰城主要产品.....12

表 4: 蜜雪冰城主要原材料采购情况.....15

表 5: 公司五大生产基地基本情况.....16

表 6: 主要茶饮品牌原料自产工厂及产能储备.....16

表 7: 公司五大生产基地基本情况.....17

表 8: 主要茶饮品牌加盟收费对比.....20

表 9: 2023 年蜜雪各线级城市单店盈利模型拆分.....20

表 10: 国内新式茶饮行业发展阶段.....25

表 11: 蜜雪冰城国内现制茶饮门店开店空间测算（分线级城市视角） ..... 34

表 12: 全国分区域蜜雪冰城门店空间测算.....35

表 13: 蜜雪冰城中长期全球现制茶饮门店空间测算.....37

表 14: 幸运咖开店空间测算.....42

表 15: 公司收入拆分及盈利预测（单位：亿元人民币） .....43



表 16: 可比公司估值表（截至 2026/01/02 收盘价） .....44

1. 深耕二十余载，成就国民现饮品牌

1.1. 国民现制饮品龙头，平价生意燃起燎原星火

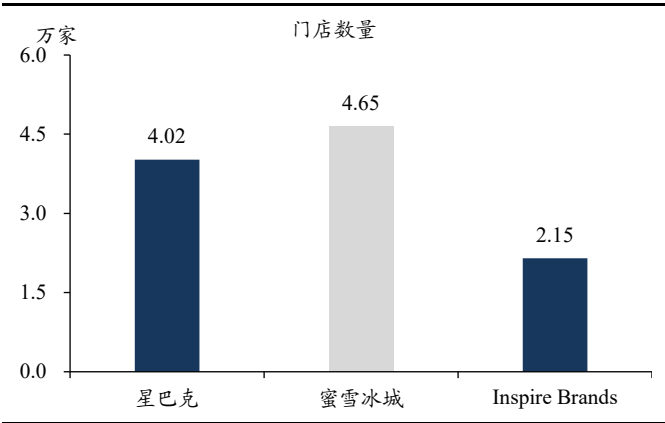
高质平价，1美元生意成就国民饮品龙头。蜜雪集团作为全球领先的现制饮品企业，致力于为广大消费者提供单价约 6 元人民币（约 1 美元）的现制果饮、茶饮、冰淇淋、咖啡等产品。公司旗下拥有现制茶饮品牌“蜜雪冰城”、现磨咖啡品牌“幸运咖”，合计门店数量超 4.6 万家（截至 2024 年底），覆盖中国以及越南、印尼、马来西亚、泰国等 11 个海外国家，门店数量（2024 年数据）傲居全球现饮连锁品牌首位，产品出杯量（2023 年数据）达中国第一、全球第二。

表1：蜜雪冰城旗下品牌

下属品牌	LOGO	品牌简介	门店数量 (家, 截至 24FY)	终端 GMV (23FY)	主要产品
蜜雪冰城		主要向中国及海外消费者提供现制果饮、茶饮及冰淇淋，定价通常为 2~8 元人民币	41000+	427	新鲜柠檬水、新鲜冰淇淋、珍珠奶茶、蜜桃四季春等
幸运咖		提供现磨咖啡饮品，包括经典款、流行款、创新款，定价通常为 5~10 元人民币	4,600+	19	美式咖啡、拿铁咖啡、椰椰拿铁等

数据来源：公司年报，公司招股书，东吴证券研究所

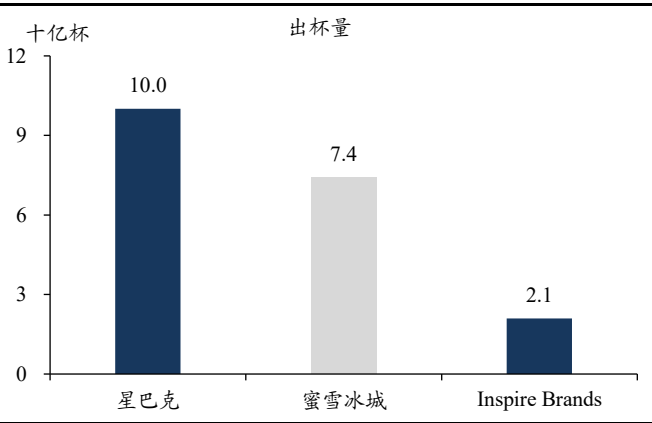
图1：2024 年全球主要现饮品牌门店数量



数据来源：公司年报，蜜雪招股书，东吴证券研究所

注：1）Inspire Brands 创立于 2018 年，总部位于美国佐治亚州亚特兰大市，是一家私营多品牌餐饮企业；2）Inspire Brands 门店数量数据时间截至 24Q3。

图2：2023 年全球主要现饮品牌出杯量



数据来源：蜜雪招股书，东吴证券研究所

创立 20 余年，从刨冰小店到现饮连锁巨头，专注打磨极致性价比。公司创始人兄弟出身草根，对平价生意深有体会，围绕“高质平价”的核心价值主张，在自有供应链建设、门店加盟管理、产品研发更新等方面已有 10 余年深耕积累，逐渐构建形成蜜雪

特有的利基市场竞争护城河。回顾蜜雪发展之路，从刨冰小店到饮品连锁巨头，公司始终保持简单、专注，“不走捷径”，沉心打磨自身供应链及门店管理服务能力，成就了自身难以复制的价格竞争优势，也锻炼成长出一批能打硬仗的蜜雪骨干团队。

**1997~2006 年，“平价基因”撬动蜜雪创业之路。**公司商业版图起始于创始人兼董事长张红超先生 1997 年开设的一家刨冰小店，通过自制刨冰机贩售定价 0.5~1 元的刨冰甜品，走薄利多销路线，初次创业便有喜人销量。之后于 1999 年，张红超先生改换门店成立蜜雪冰城冰品店，期间一度转型为中西餐小店。经过持续探索打磨，2005 年张红超先生研发推出售价仅为 1 元的现制蛋筒冰欺凌，当时新鲜冰淇淋的市场价多在 5 元以上，这一极致性价比产品在市场上迅速引起热烈反响，也成为蜜雪的首款标志性产品。

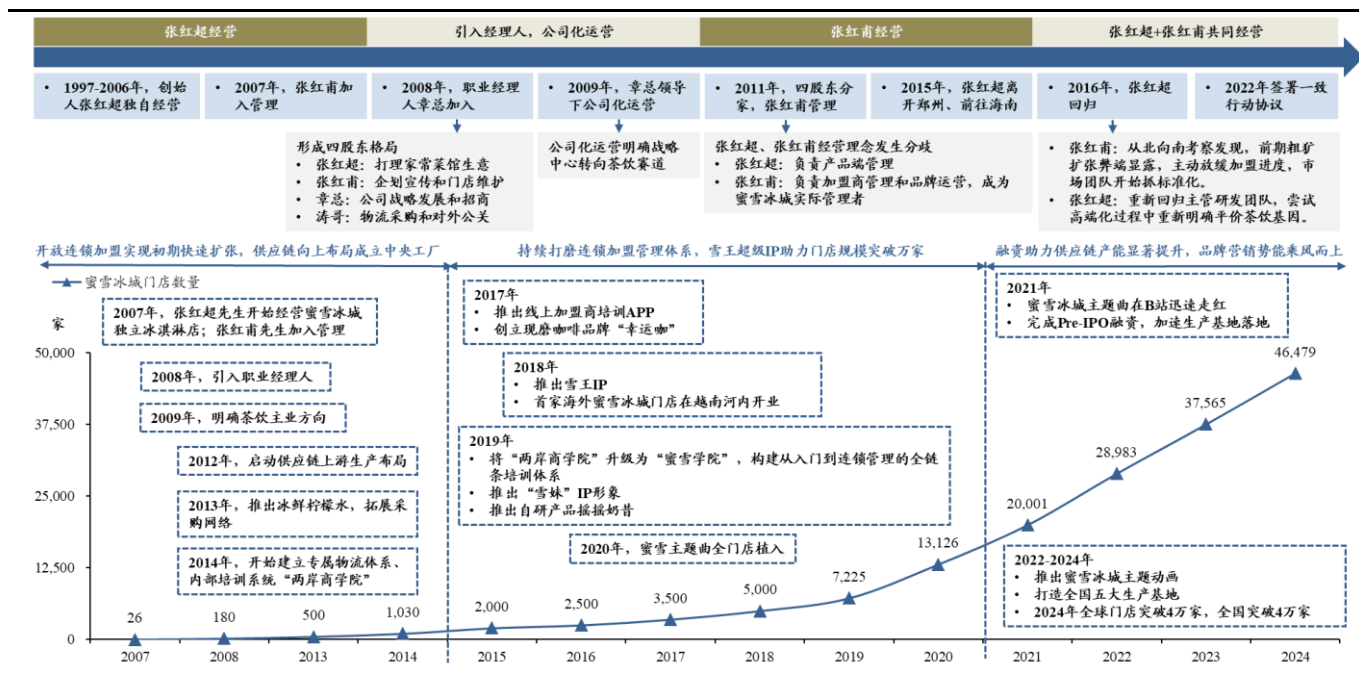
**2007~2014 年，开放连锁加盟实现初期快速扩张，供应链向上布局成立中央工厂。**

1) 从单店到千店，蜜雪加盟规模初成。2007 年，张红超先生开始经营起蜜雪冰城独立冰淇淋店，冰淇淋的火爆畅销热度不减，也带来了加盟扩店商机。同年，联合创始人张红甫先生加入进来参与门店运营。2009 年，蜜雪引入职业经理人，逐步从家族化经营转向公司化运营；自此蜜雪核心团队分工相应明确，茶饮业务的发展方向也逐渐清晰，门店加盟网络开始从省内走向全国。2014 年，经过连续 3 年翻倍以上增长，公司加盟门店突破 1000 家。2) 及时布局供应链上游环节，保障稳定出品。伴随业务规模的快速增长，出于保障食材品质、供应稳定、成本优化、效率提升等考虑，公司自 2012 年起启动供应链上游生产布局，成为国内现制饮品行业最早设立中央工厂的企业。2013 年，随着公司推出首款鲜果饮品冰鲜柠檬水，公司相应将采购网络进一步向上布局，建立种植基地合作，从源头保障鲜果原料的稳定供应。2014 年，为满足加盟商的全国开店需求，公司开始建立蜜雪专属物流体系，以解决长距离物流成本的后顾之忧。在随后 10 余年中，公司持续深耕并扩张生产基地及供应链网络建设。截至 24Q3，公司成为业内少数实现加盟商食材、包材、设备 100% 从品牌方采购的品牌，其中加盟商饮品食材超 60% 自产、核心食材 100% 自产；公司物流体系对国内超 90% 县级行政区实现 12 小时内触达。

**2015~2020 年，持续打磨连锁加盟管理体系，系统性强化产品研发储备，推动蜜雪门店规模突破万家。**蜜雪门店破千家之际，高管团队经过全国巡店，及时发现加盟管理中存在的各种问题，1 是决定适时放缓门店扩张加盟速度，打磨构建一套标准化的连锁加盟管理及培训体系；2 是确定由张红超主抓后端产品研发和生产，系统性解决蜜雪与主流奶茶品牌的产品差距。蜜雪内部培训系统“蜜雪学院”自 2014 年设立以来，持续完善新加盟商开店培训、老加盟商能力提升、员工基础培训、食品安全规范、新品操作流程培训等内容，截至 2024 年底，蜜雪商学开发课程 124 门、案例课程 89 个、操作视频 7118 条，覆盖从新手入门到连锁管理全链条培训体系。蜜雪产品研发中心自 2017 年正式成立以来，截至 2024 年底，基础研发与应用研发团队已超百人，储备超 500 个产品应用方案。经过加盟管理、产品研发等方面的系统提升，蜜雪门店数量也在 2020 年顺利实现万店突破。

2021 年至今，品牌营销势能乘风而上，融资助力供应链产能显著提升。2021 年以来，蜜雪冰城门店扩张飞轮效应持续显现出来，继 2020 年门店数量破万，又于 2021 年破 2 万店、2023 年破 3 万店、2024 年破 4 万店，品牌势能突围而进，公司供应链产能扩张步伐也显著加快。品牌端，公司自 2018 年将品牌 LOGO 更新为雪王形象，并相应更新蜜雪冰城主题曲 MV 及门店视听体系。伴随洗脑主题曲的流行扩散，雪王形象自 2021 年开始迅速走红，B 站相关粉丝二创素材及各类社媒平台“热梗”火热出圈，推动“雪王”IP 逐渐成长为超级品牌符号。产能端，2021 年蜜雪冰城拿到由高瓴资本、美团龙珠、CPE 源峰参与的首轮外部融资，规模达 20 亿元，随后公司投资扩建步伐明显加快。截至 24M9，公司河南、重庆、安徽、海南、广西等 5 处生产基地陆续投建，产业园总占地面积达 79 万平方米，拥有智能化生产线 60+条，年综合产能达 165 万吨。

图3：蜜雪冰城发展历程复盘



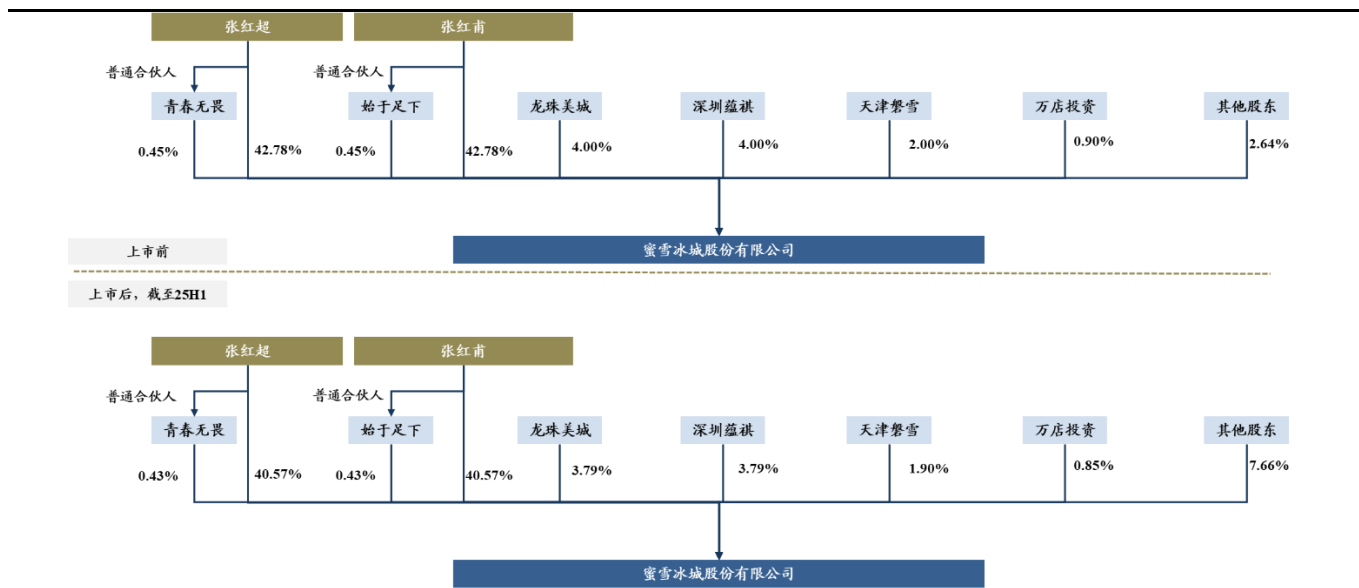
数据来源：张红甫《蜜雪冰城创业日记》，公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 实控人持股集中，管理层经验丰富

蜜雪冰城大股东股权结构集中，员工持股平台激发员工积极性。创始人张红超、联合创始人张红甫先生为公司实控人，截至 25H1，二者直接持股合计 81.14%，另通过员工持股平台间接持有公司股份 0.86%。为表彰员工贡献并激励成员进一步推动公司发展，2020 年 5 月，员工持股平台青春无畏、始于足下设立，张红超、张红甫先生作为普通合伙人（截至 25H1，张红超先生拥有青春无畏 36%股权，张红甫先生拥有始于足下 15%股权），负责持股平台的管理和行政工作。



图4：蜜雪冰城股权结构梳理（截至 25H1）



数据来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

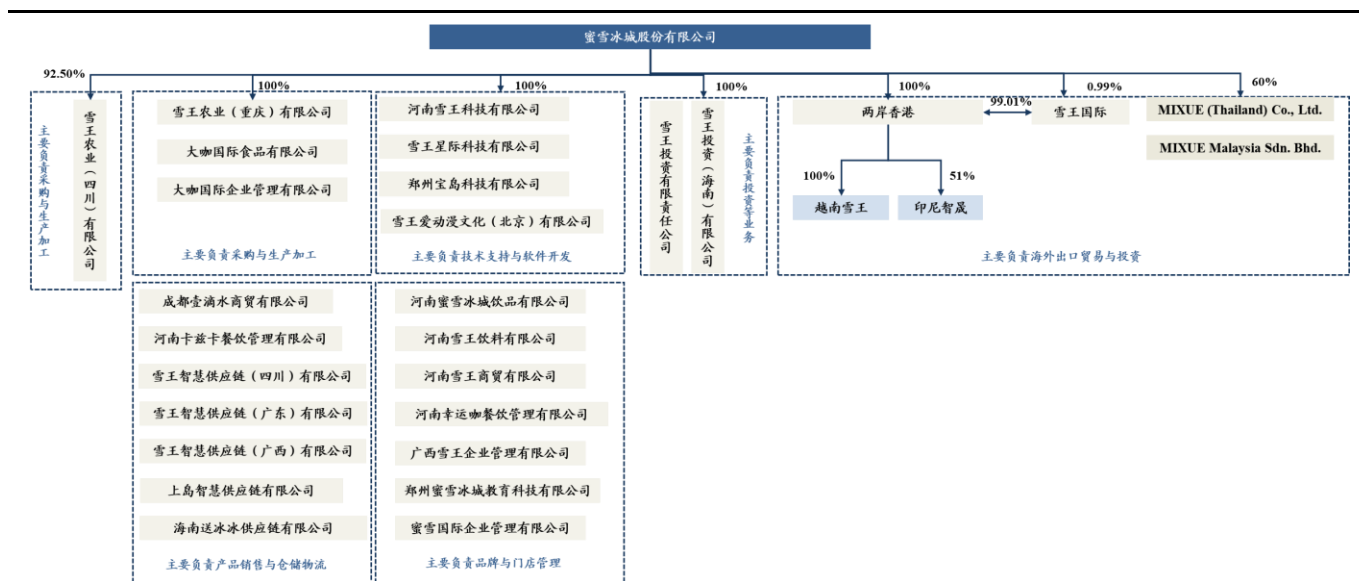
**组织架构下设多个子公司实现国内品牌、供应链与品牌出海管理。**

① **国内供应链：**公司 100%直接控股郑州宝岛、大咖国际食品、雪王智慧供应链（广州）等多家子公司，向加盟商销售食材、包材及门店设备；

② **品牌运营：**公司设立幸运咖子公司负责经营现制咖啡子品牌“幸运咖”，同时设立河南蜜雪子公司实现“蜜雪冰城”主品牌的直营门店运营和管理；

③ **品牌出海：**公司设立两岸香港子公司负责海外出口贸易和投资，旗下控股印尼智晟等加盟商合资公司与越南雪王等负责开展特许经营业务公司。

图5：蜜雪冰城下属子公司架构梳理（截至 25H1）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

**高管团队经验丰富，伴随公司共同打拼成长。**①**实控人张红超、张红甫先生具备优秀的创新性产品推新能力和前瞻性战略布局定力**，张红超先生创新性地推出新鲜冰淇淋、冰鲜柠檬水等标志性产品，带领蜜雪冰城迅速打开销路，并带领公司实现从产品端到供应链端的全链路优化，奠定公司行业领先的成本优势；张红甫先生则基于自身丰富的门店运营及市场企划经验，推动蜜雪探索形成标准化的运营管理体系，助力门店快速加盟扩张。②**管理层经验丰富，大多为伴随公司共同打拼成长起来的业务元老**：公司高级管理团队大多伴随公司共同成长起来，普遍拥有超 10 年的一线实践资历，其中蔡卫淼、赵红果女士从门店店员、店长做起，到深度参与集团多部门运营工作，具有丰富的门店运营及供应链管理经验的；时朋先生从 2003 年起参与公司门店运营，积累了深厚的加盟商管理经验。

表2：蜜雪冰城核心团队成员履历梳理（截至 25H1）

姓名	年龄	职位	加入时间	履历
张红超	48 岁	董事长	1997 年	在现制饮品行业拥有超过 28 年的经验，于 1997 年开始经营公司的业务，从刨冰小店起步，领导公司发展成为了一家领先的现制饮品企业，包括创立“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。
张红甫	40 岁	执行董事兼首席执行官	2007 年	在现制饮品行业拥有超过 17 年的经验，2007 年加入公司，基于其亲自运营门店的成功经验，总结形成了一套标准化的运营管理体系，并通过加盟模式予以复制，持续打造和夯实在品牌建设、门店运营、市场营销、产品管理等多方面的核心能力。
蔡卫淼	36 岁	执行董事兼前端供应链负责人	2008 年	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 年担任本集团物流负责人，在供应链发展与完善的过程中起到了关键作用；2023 年开始担任前端供应链负责人，主要负责门店物料与设备的采购、物流、前端应用研发和上述事宜的质量控制。
赵红果	36 岁	执行董事兼后端供应链负责人	2013 年	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，并相继参与本集团财务、行政、采购、生产等多个部门的运营。2015 年起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。
时朋	37 岁	全球首席运营官	2003 年	2003 年开始参与门店运营，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，目前负责公司在中国的运营；2022 年 8 月起担任河南省连锁经营协会副会长。
张洲	34 岁	首席财务官	2023 年	2023 年 2 月加入公司，此前任职于 BofA Securities 及高瓴投资等多家金融机构。

数据来源：公司年报，公司招股书，东吴证券研究所

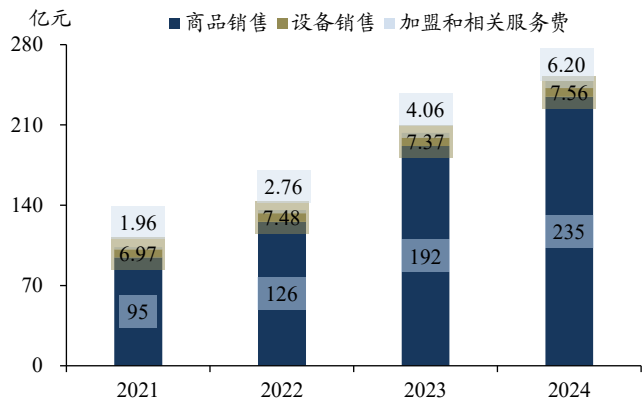
1.3. 连锁加盟模式，营收主要来自供应链食材销售

**商品和设备销售贡献主要收入，通过大宗采购和规模效应实现供应链盈利。**公司作为全球规模领先的现制饮品企业，凭借规模化的供应链基础设施建设、标准化的加盟门店管理，强化自身先发优势及竞争壁垒。基于庞大的终端门店网络，公司营收主要来自商品和设备销售，即通过自有供应链向门店出售制作饮品所需的物料（糖、奶、茶、咖、果、粮、料在内的全品类饮品食材，以及部分包材及营运物资等）与设备（如冰箱、冰淇淋机、制冰机及咖啡机等），其中大部分为面向加盟商门店的 2B 销售，少部分为面向自营门店和电商零售渠道的销售，2024 年商品销售、设备销售、加盟和相关费用营收占

比分别为 94%、3%、2%。

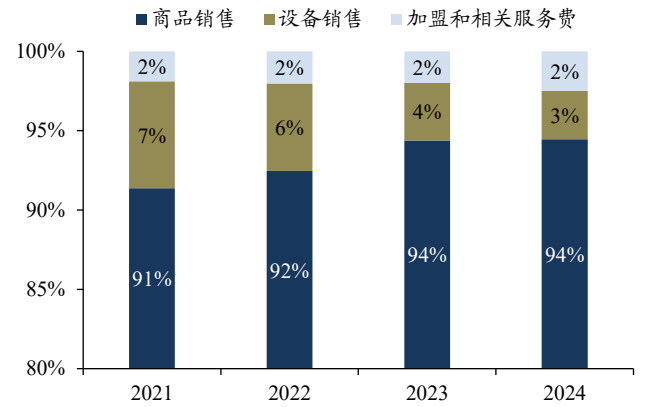
基于大规模采购及极致高效的生产效率，蜜雪冰城原料采购价格及食材、包材自产成本普遍较业内其他企业更低。2019 年以来，公司毛利率大多稳定在 30% 以上水平，变化主要受原料价格波动影响。2020~2022 年期间，由于鲜果及奶昔粉、奶茶粉等食材价格上涨，叠加公司部分原料价格调整，公司毛利率有所回落；2022 年以来，伴随规模效应优化，以及原料采购成本，公司毛利率持续改善，2024 年较 2022 年提升 4pct。

图6：2021~2024 年蜜雪冰城营收结构拆分



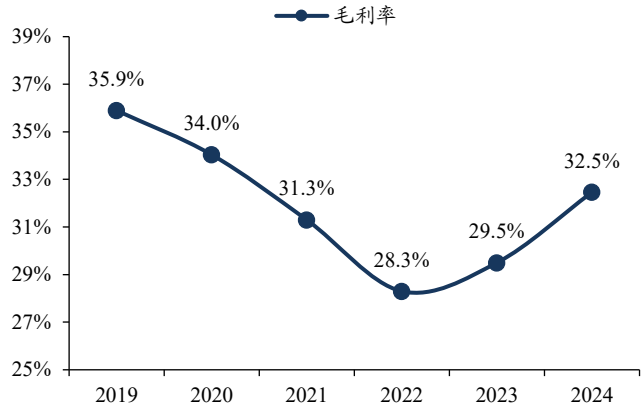
数据来源：公司年报，公司招股书，东吴证券研究所

图7：2021~2024 年蜜雪冰城各业务结构占比



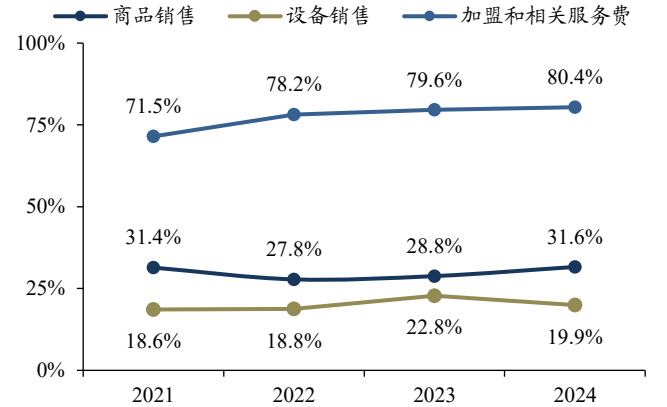
数据来源：公司年报，公司招股书，东吴证券研究所

图8：2019~2024 年蜜雪冰城毛利率变化



数据来源：公司年报，公司招股书，东吴证券研究所

图9：2021~2024 年蜜雪冰城各业务毛利率变化



数据来源：公司年报，公司招股书，东吴证券研究所

2. 一体化产业链筑基，质价比优势领先

平价茶饮赛道，公司以高质价比大单品实现大规模销售上量，并及时跟进自建端到端供应链，从而实现全流程成本优化管控，以持续强化前后端竞争优势。市场前端，蜜雪冰城核心单品以具有直觉反差的实惠定价点燃市场，“高质平价”的品牌定位深入人心，雪王 IP 的亲民互动也成功与消费者建立独特的情感联结；供应链后端，公司以工业化思维持续深耕打磨供应链体系，经过十余年积累，已成为国内现制茶饮行业中垂直整合程度最高、规模最大的品牌，前后端规模化共振的正反馈飞轮持续兑现。

2.1. 聚焦大众价位，打磨极致产品

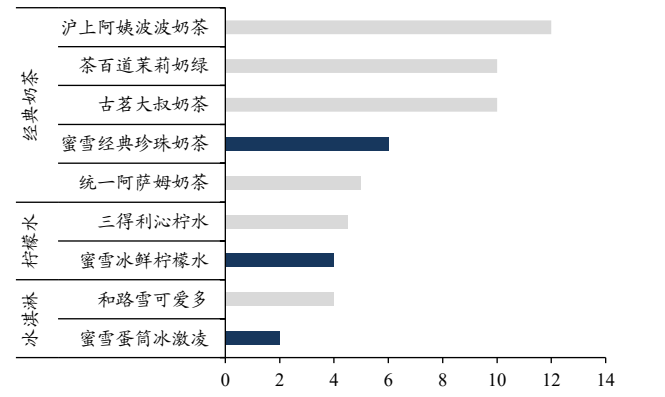
**核心单品定位 2~8 元价位，打造基础功能款高质价比产品。**公司聚焦大众价位饮品，主要有新鲜冰淇淋、鲜果茶、经典奶茶、轻乳系列、原叶/奶盖茶、鲜萃咖啡等基础品类系列，定价大多在 10 元以下。基于平价定位，蜜雪产品锚定消费者补水解渴、消暑暖冬、安全卫生的基础需求，主销品如柠檬水、蛋筒冰淇淋、珍珠奶茶等，均为现饮品类的基础款常青产品，在保证品质的基础上以价格取胜。公司核心单品冰鲜柠檬水、珍珠奶茶，定价不单是明显低于同类现饮竞品，更是直逼同类型的包装饮料价格。在难以复刻的价格优势加持下，公司主销产品销量表现稳定，SKU 销售集中度也相对较其他茶饮品牌要高，2024 年前三季度公司前 5 大单品出杯量、销售额占比分别为 49.7%、31.3%。

表3：蜜雪冰城主要产品

产品系列	主要产品	定价
新鲜冰淇淋	新鲜冰淇淋、摇摇奶昔、雪王大圣代、脆皮大圣代	2~8 元
真鲜果茶	冰鲜柠檬水、棒打鲜橙、蜜桃四季春、满杯百香果、草莓啵啵、桑葚莓莓、桃喜芒芒	5~10 元
醇香奶茶	珍珠奶茶、原味奶茶、双拼奶茶、三拼霸霸奶茶	7~10 元
轻乳系列	茉莉奶绿、港式杨枝甘露、蜜桃甘露、四季春轻乳茶、糯香奶绿、火龙果酸奶	7~11 元
纯茶、奶盖	茉莉绿茶、高山四季春茶、芝士奶盖绿茶、芝士奶盖抹茶	5~13 元
鲜萃咖啡	美式咖啡、拿铁咖啡、雪王雪顶咖啡、葡萄冰美式、龙井拿铁	6~9 元

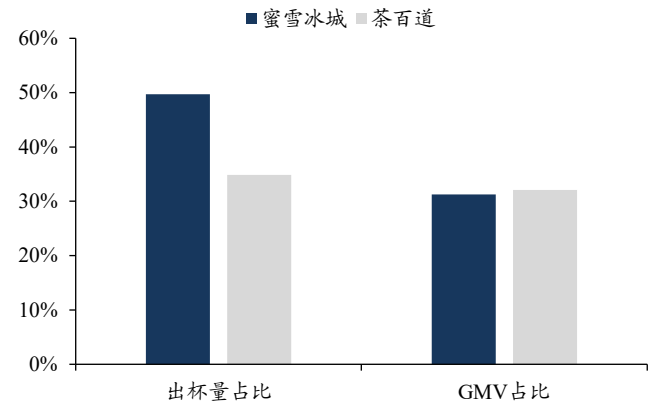
数据来源：蜜雪冰城微信小程序，东吴证券研究所

图10：同类型饮品价位对比（元，25 年 10 月）



数据来源：各品牌小程序、天猫商城，东吴证券研究所

图11：现饮品牌前 5 大畅销产品销售占比对比



数据来源：公司官网，东吴证券研究所  
注：蜜雪数据口径为 2024Q1~3，茶百道为 2023 年



蜜雪产品以“基础款+季节款+组合套餐”的形式，既保证了菜单简洁，也满足了消费者尝新需求；同时也通过不断改良、升级常青产品，延长其产品生命周期。1) 在现有常青款产品之外，公司根据消费者洞藏及市场趋势分析，定期推出符合时令和地域特色的季节性、区域性饮品，令蜜雪产品能够更好满足各地消费者的口味更新，例如 22Q4 推出的冬季饮品厚芋泥奶茶、23Q2 推出的应季产品莓果三姐妹。新品推出同时，辅以限定套餐或“14 元随心配”等组合销售形式，带动顾客尝新；根据季节款新品销售反馈，公司也可进一步打磨完善基础菜单单品项。2) 围绕现有常青款产品，公司在口味、品质等方面亦不断进行改良更新，使其能够及时跟进消费者的需求升级。例如，冰淇淋产品自 2005 年推出以来，公司持续丰富冰淇淋产品选项，于 2009 年更新推出抹茶冰淇淋，2019 年推出冰淇淋与果酱、绿茶结合的草莓摇摇奶昔，2022 年推出双炫冰淇淋。鲜果茶系列于 2022 年推出桑葚莓莓等产品，升级替代原有的森林玫果、蓝莓果粒茶等产品，实现大颗果粒嚼着吃。轻乳茶系列产品，使用公司自主研发生产的鲜牛乳奶基底，以更鲜、健康的配方实现香浓口感。

图 12：产品推新时间轴



数据来源：公司官网，官方公众号，东吴证券研究所

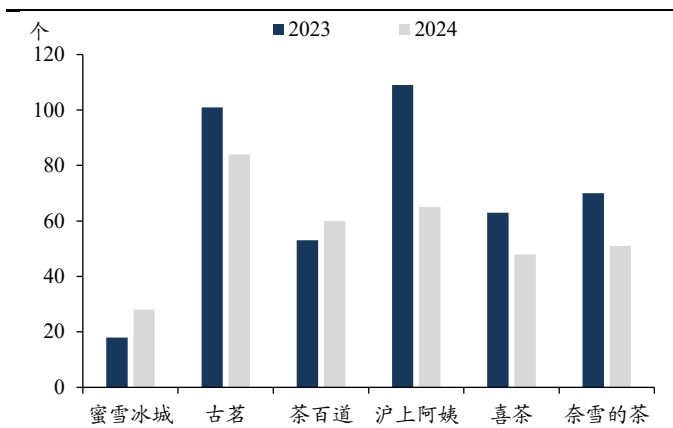
产品研发团队经过长期积累，SKU 储备丰富，推新节奏稳定。公司创始人张红超于 2005 年自研推出 1 元新鲜蛋筒冰激凌，后续又主导推出卡布奇诺冰咖啡、柠檬水、抹茶蛋筒冰淇淋、摇摇奶昔等基石产品，对产品研发上新有深切感悟及深刻积累。在张红超主导下，截至 2024 年，公司陆续设立起 3 个研发中心，建立逾 120 人规模的研发团队，硕士及以上学历占比达 30%+，已储备超过 500 个产品应用方案，并实现多项技术突破，如实现高端零反式脂肪酸奶基底粉的国产化生产、自主研发鲜牛乳奶基底的制作工艺等。作为平价茶饮品牌，蜜雪菜单以经典大单品为主，以便保证标准化供应及规模化成本优势，每年 SKU 上新数量大约在 20~30 款，上新压力较中高价茶饮要小，并且公司成熟的产品研发及推新流程对应季新品上市已形成稳定保障。

图13: 蜜雪产品研发储备



数据来源：蜜雪冰城官网，东吴证券研究所

图14: 2023~2024 年主要茶饮品牌 SKU 上新数量对比



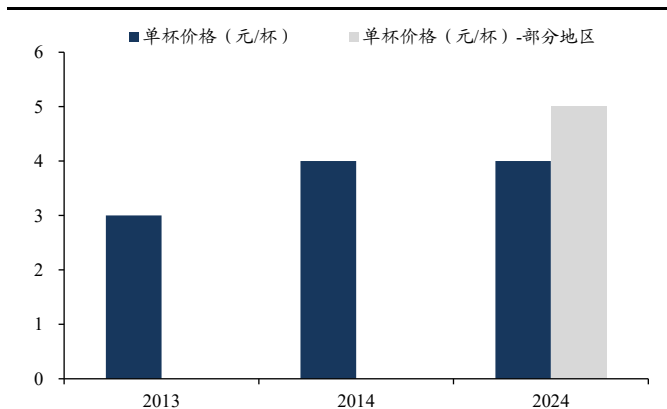
数据来源：咖门，东吴证券研究所

## 2.2. 供应链垂直整合，全流程成本优化

公司以供应链垂直整合保障极致低价，打造业内最大规模的端到端供应链体系。公司主力产品深入人心，蛋筒冰淇淋、冰鲜柠檬水、草莓摇摇奶昔、蜜桃四季春等时兴热销产品，均以实惠定价快速打开市场，并始终如一保持低价优势，源于公司持续深化的供应链建设储备。

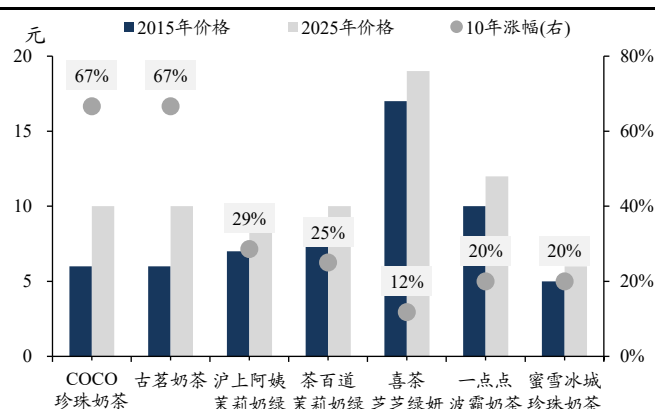
秉持“高质平价”基因，自主供应链建设是蜜雪冰城发展的必经之路，公司自2012年开始自建供应链，是国内现饮行业中最早建立中央工厂的企业，目前已经形成“上游农产品的产地直采+物料供应商的稳定外采，中游自主研发、生产、加工，下游自建+外包仓储物流”的数字化端到端供应链体系。公司目前已建成业内最大规模的数字化端到端供应链体系，在采购、生产、物流、研发、品质控制全流程方面均有深入布局。在采购端，通过与种植基地合作、与中国热带农业科学院建立合作芒果种植实验室、投资牧场等方式，保障上游农产品原料的稳定供应；在生产端，通过创新速煮珍珠配方及相关工艺、冰淇淋粉喷雾干燥生产法等研发应用，帮助优化门店制备效率，强化成本管控。

图15: 蜜雪冰城冰鲜柠檬水定价变化



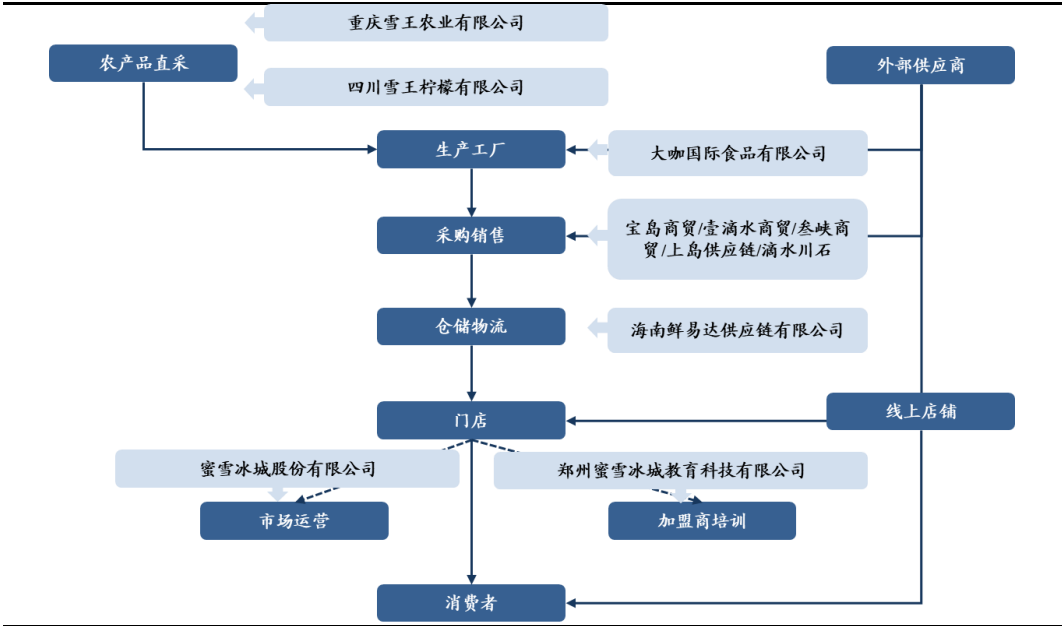
数据来源：FBIF 食品饮料创新，东吴证券研究所

图16: 不同茶饮品牌同类产品定价对比



数据来源：中国饮品快报，东吴证券研究所

图17：蜜雪冰城供应链体系



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司供应链成本优势主要来自两方面，1是原材料大宗集采，部分原料价格可较市价更低；2是原料加工环节利润内化，并将其中部分让渡给加盟商以保障门店盈利优势。

采购端，源头直采+质量溯源手段，保障核心原料出品稳定、成本可控。受益于庞大的门店网络，公司每年所需的原材料规模可观，大宗采购能够以低于同行均价的水平成交。据招股说明书，以同类型、同质量的奶粉和柠檬为例，蜜雪冰城2023年柠檬、奶粉采购量分别达11.5、5.1万吨，采购成本较同行业平均低出约10%+、20%+。

为保证原材料质量，公司优选原材料产地，采购网络覆盖全球6大洲，38个国家，每年派100+名采购专员到世界各地，并将供应链延伸至产业链上游，建立合作种植基地、合作牧场等。以柠檬采购为例，公司团队精选香气饱满的尤力克柠檬，成立子公司雪王农业扎根川渝地区，与当地农户签约实现产地直采，推进数字化、标准化种植，将种植过程中用药、肥料等基础数据输入信息化系统，实现柠檬全生产过程可追溯。2024年12月，公司与君乐宝达成战略合作，双方在河南合资建设“雪王牧场”。计划引入共计8000头荷斯坦高产奶牛，运用奶牛科学饲养、全程质量追溯等手段实现产品质量可控，双方预计未来年产奶量4.2万吨，主要供应蜜雪冰城原料奶的需求。

表4：蜜雪冰城主要原材料采购情况

原料分类	主要供货商	采购量	产地
茶	帮利茶叶	1.6万吨	锡兰、广西等我国茶叶主要产区
奶	恒天然乳业集团，君乐宝	奶粉5.1万吨	新西兰
果		柠檬11.5万吨+橙子4.6万吨	越南、南非、安岳、埃及、赣州等
咖		1.6万吨	云南、巴西
料			东北三省、东南亚

数据来源：大咖国际官网、蜜雪冰城加盟手册，东吴证券研究所

**生产端，全品类自主生产，自产、自研帮助提质增效。**截至 2024 年，公司设有河南、海南、广西、重庆、安徽共 5 个工厂，可生产糖、奶、茶、咖、果、粮、料七大食材及包材、设备，年综合产能可达 165 万吨，充分支撑 4 万+门店网络需求。

相比之下，同行业其他品牌的自有工厂布局相对空白，自产原料主要是茶叶、包材、小料，年综合产能规模也显著低于蜜雪。蜜雪公司提供给加盟商的饮品食材有 70%为自产，其中核心饮品食材 100%自产，部分包材和设备也可以自主生产——蜜雪食材自产比率远高于行业其他品牌（例如古茗招股书显示，其食材自产比例为 13%），蜜雪门店网络相应能享受到较第三方供应商更优的食材采购价格。

表5: 公司五大生产基地基本情况

生产基地	成立时间	主要产品	年产能（万吨）	24Q3 产能利用率
河南	2013	全部七大类食材、包材、设备	121.0	48.1%
海南	2022	椰奶、咖啡	4.5	49.2%
广西	2021	糖浆、水果（芒果、百香果）、小料	18.5	61.1%
重庆	2021	水果（柠檬、橙子）	15.5	45.9%
安徽	2021	水果（草莓）	5.4	65.8%
合计			165	

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图18: 蜜雪冰城主要自产原料

产品系列	主要自产产品			
糖				
	蔗糖风味饮料浓浆	果汁伴侣饮料浓浆	黄金糖风味饮料浓浆	冰糖风味饮料浓浆
奶与咖				
	鲜牛乳奶基底	奶茶粉	冰激凌粉	焙炒咖啡粉
果				
	草莓果酱	芒果果酱	水蜜桃果酱	百香果果酱

数据来源：公司招股书，大咖国际，东吴证券研究所

表6: 主要茶饮品牌原料自产工厂及产能储备

	蜜雪冰城	古茗	沪上阿姨	茶百道
工厂数量	5 个工厂	4 个工厂+ 关联公司 (茗星) 生产包材	1 个(海盐工厂)	2 个(持股森冕、清口茶业各 67%)
加工品类	食材、包材、设备	茶叶、水果	茶叶、小料	包材、茶叶
产能	年综合产能约 165 万吨		珍珠、芋圆、芋泥、茶叶的理论年化产能分别为 2640、1320、2640、1584 吨	

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

**物流体系健全，高效配送保障终端供给稳定性。**蜜雪冰城自 2014 年起布局自营仓储体系，逐步构建起行业领先的物流网络。截至 2024 年第三季度，公司已在国内建成 27 个自运营仓库，海外设有 7 个东南亚仓。公司依托自主物流规划与本地化协作机制，在中国内地通过约 40 家合作配送机构构建专属配送网络，覆盖全国 31 个省（市、自治区）、300 个地级市、1700 个县城及 4900 个乡镇。当前，超过 90%的县级行政区实现 12 小时内配送可达，97%的国内门店实现冷链物流覆盖，海外已进入 4 个国家、超过 560 座城市。完善的仓配体系不仅保障了食材质量，也支撑了公司在下沉市场的持续扩张。



与业内自建物流的领先品牌古茗相比，蜜雪冰城在配送体系上则更强调灵活协同。古茗采用“自有+第三方”运输车队，物流自控程度更高；而蜜雪则以外包为主，通过数字化调度系统提高整体效率和成本控制能力。相较于主打鲜果茶的中高价品牌，蜜雪果茶产品以果酱、柠檬、橙子等稳定性较强的原料为主，对冷链依赖度较低，“常温+冷冻”的配送组合即可满足品质保障。蜜雪的“两温”运力配置，不仅较中高价茶饮降低了运输成本，也提升了库存管理的灵活性，相应构成高性价比产品的供应链一环。

表7：公司五大生产基地基本情况

	蜜雪冰城	古茗	沪上阿姨	茶百道	霸王茶姬
仓库数量	国内 27 个+东南亚 7 个	22 个	12 个大仓储物流基地、4 个设备仓库、8 个新鲜农产品仓库、15 个前置冷链仓库；大仓储物流基地及仓库与门店数量的比例为 1:235	截至 2023 年 12 月 31 日，21 个多温仓（20 个中心仓+1 个前置仓）一个中心仓及一个前置仓覆盖的门店平均数目分别为 386 家及 204 家	建立中央仓库+区域仓库体系，国内 37 个，海外 7 个
仓库总面积	国内 35 万平方米+东南亚 6.9 万平方米	22 万平方米，其中 4 万平方米冷库支持不同低温范围		8 万平方米	
仓库管理	自主运营	自主运营	3 个大仓储物流基地及所有前置冷链仓库由独立第三方管理	6 个直接运营+15 个与第三方共同管理	第三方服务（除武汉仓库为公司租赁）
仓库功能	设有常温区、冷藏区、冷冻区，并根据产品存储要求每天监控温度及湿度	设置了单独的温区储存，乳制品存放在 2°C-4°C 仓库，热带水果在 4°C-8°C 的仓库，冷冻品在 -20°C 的仓库，另有催熟仓库。		多温仓	
仓储半径		约 76% 的门店位于距离古茗某一仓库 150 公里范围内			库存周转周期为 5.3 天，是 1000 家以上门店的现饮品牌中最低的
配送方式	第三方专属配送网络+97% 以上门店实现冷链物流覆盖	自有+第三方：327 辆自有运输车+300+ 第三方运输车	第三方配送	300+ 第三方多温运输车，在北京、成都等地开辟出 41 条夜间配送路线	
配送频率	内地逾 90% 的县级行政区划实现 12 小时内触达	97% 以上门店提供 2 日 1 配的冷链配送服务	每周将新鲜食材送至门店 2-3 次	97% 以上的门店实现 1 周 2 配及以上	

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

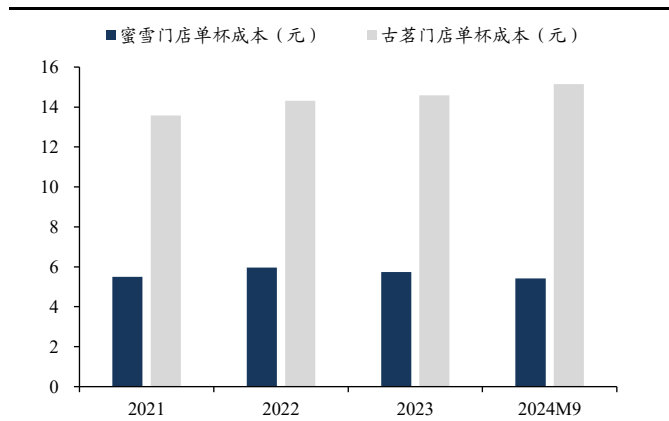
总结来看，蜜雪冰城深耕供应链体系十余年，已构建覆盖采购、生产、研发、品控、仓储物流的全链条、一体化体系，是现制茶饮行业中垂直整合程度最高、规模最大的品牌，量大价低的正反馈飞轮持续兑现。公司依托万店体量形成强采购议价能力，自建工厂覆盖核心饮品食材，仓配网络结合自营与本地化协同，高效支撑全国门店网络，在成本控制、品质保障与触达效率上均具行业领先优势。这一高度协同的体系，为公司在全国范围内实现高密度门店复制提供了坚实支撑，构成其最深的护城河。公司当前固定资产规模达 60 亿元（截至 24FY），远超同行，“打造自有供应链实现规模化降本，进而持续强化产品价格竞争力和销售规模”的正反馈飞轮持续兑现。

茶饮行业消费热度从传统台式奶茶逐步转向鲜果茶、轻乳茶、果蔬汁等新式饮品，消费者愈发关注原料健康、加工透明与产品安全。蜜雪冰城通过对原材料端的深度控制

与全流程可追溯体系的建设，满足了消费者对“看得见的产地”与“放心的运输”的核心诉求，从源头茶叶、水果到冷链配送，形成了强产品信任基础。

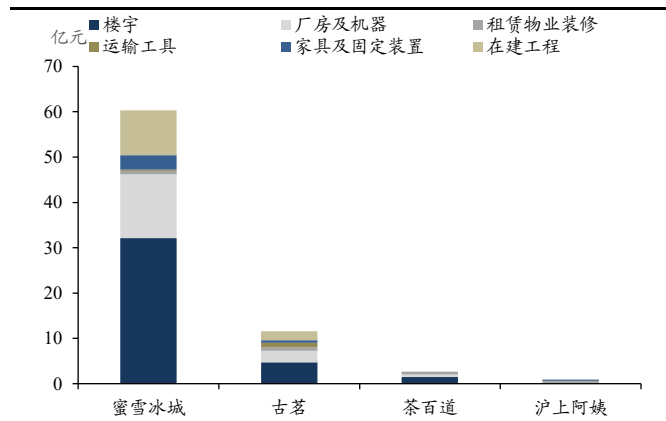
当前，公司正加快供应链的边际优化升级：一方面，与君乐宝合资建设奶源基地，推进科学饲养与全程追溯，夯实鲜奶供应能力；另一方面，公司计划扩大巴西等优势产地的原材料采购规模，涵盖咖啡生豆、水果制品等，强化咖啡、高端果茶等增长品类的供应控制力。此外，公司最核心的加工平台——大咖国际，在完成对自有门店稳定供货的同时，正积极推进外销布局，探索对外输出能力，意味着蜜雪冰城的供应链体系正从“内部保障”向“产业输出”升级。这一系列布局标志着蜜雪供应链已从传统的成本领先战略，迈向品类深化、品质稳定与平台赋能并重的新阶段，不仅夯实产品升级与品牌溢价能力，也有望孕育平价赛道的第二成长曲线。

图19：主要茶饮品牌单杯物料成本对比



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图20：主要茶饮品牌固定资产规模对比（2024FY）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 2.3. 标准化管理扶持，助力万店如一

蜜雪冰城绝大多数门店为招商加盟模式，通过标准化流程与完善的支持体系，构建起一套高效可复制的加盟体系。

**在加盟准入方面**，品牌对加盟商设有明确要求，需通过项目咨询、递交申请、面试评估、签约审核等多轮流程，并强制要求加盟商本人全职参与首店运营。门店开业前，加盟商及员工必须完成为期 12 天的集中培训并通过考核，确保其掌握门店标准化运营流程。根据管理制度，加盟商每月需驻店不少于 90 小时，以保障执行力与门店管理质量。

**在加盟支持方面**，蜜雪冰城提供从选址、设计、装修到系统搭建的全流程扶持。装修方面，品牌统一提供数字化设计图纸与设备清单，降低沟通与施工成本；产品方面，依托自建工厂与冷链体系，实现原材料统一配送与价格控制。品牌还通过蜜雪商学院的线下培训课程和“蜜雪商学”App 上线培训，覆盖门店员工、管理层与加盟商的不同成长阶段，推动能力持续升级。

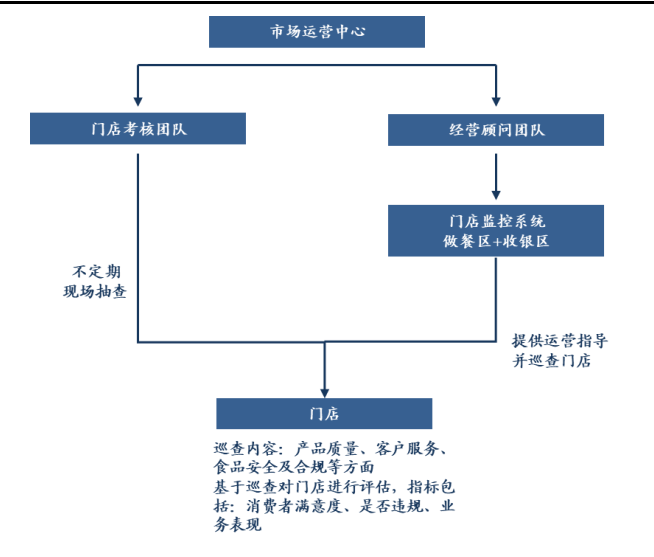
在加盟管理与运维方面，公司设有市场运营中心，旗下划分为门店考核团队与经营顾问团队，分别负责现场巡查与运营辅导。门店需接受不定期抽查，巡查内容包括产品质量、服务规范、食品安全等，并通过 BI 系统与门店监控系统，实时掌握门店经营数据，及时发现问题并进行纠偏。同时，平台也为门店提供经营活动方案、营收提升建议等日常运营支持，强化总部—门店之间的联动能力，保障品牌标准与门店表现的一致性。

图21：蜜雪冰城招商加盟流程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图22：加盟门店管理制度



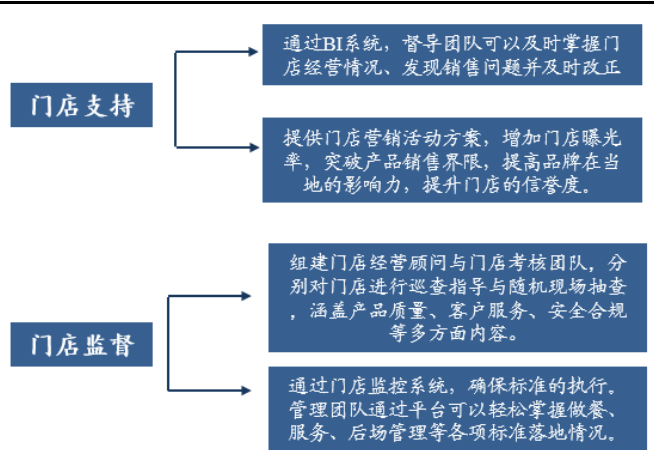
数据来源：公司官网，公司招股书，东吴证券研究所

图23：加盟门店培训体系



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图24：加盟门店督导、运维体系



数据来源：公司官网，公司招股书，东吴证券研究所

对比中高价茶饮品牌，公司专注打造轻量化小店，以实现低投入、高回报。当前茶饮行业门店经营利润率大多处于 15~20% 区间，回本周期拉长至 1.5~2 年，以加盟模式为主的品牌呈现出轻量化、下沉化的发展势头。蜜雪门店以平价赛道的稀缺卡位保障门店营收稳定性，以显著低于同行业其他品牌的前期投入，保障门店回本周期处于行业中上游水平，并且店型面积要求小，选址灵活，开店空间大，是中小型加盟商的青睐之选。

表8: 主要茶饮品牌加盟收费对比

(元)	省会城市	蜜雪冰城 地级城市	县级城市	古茗	茶百道	沪上阿姨
加盟费	11000/年	9000/年	7000/年	18800/3 年	70000	49800
管理费	4800/年	4800/年	4800/年	开店服务费: 25000 运营服务费: 30000 开业营销费: 8000	综合运营: 1%/月或 1 万/年 运营服务: 1000/年 外卖平台管理: 2000/年	0
培训费	2000/年	2000/年	2000/年	25000	20000	0
保证金	20000	20000	20000	培训: 50000 合作: 50000 咖啡机: 15000	10000	5000
设备费	70000	70000	70000	13 万	12 万	9 万
原料费	50000	50000	50000	2~4 万	2 万	3~5 万
装修费	60000	60000	60000	10 万	10 万	5~7 万
总计	217800	215800	215800	~40 万, 首年投资 23.3 万	~35 万, 前期投资 26 万	20-24 万

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

表9: 2023 年蜜雪各线城市城市单店盈利模型拆分

单位: 元	一线城市门店		新一线城市门店		二线城市门店		三线及以下门店	
年营业额(万元)	191		148		155		147	
月均营业额	158,782		123,495		129,382		122,187	
红包折扣	15,878		12,350		12,938		12,219	
占比		10%		10%		10%		10%
外卖相关费用	17,863		12,350		12,938		10,691	
外送订单占比		45%		40%		40%		35%
外送平台费用率		25%		25%		25%		25%
原料费	63,513		49,398		51,753		48,875	
原料占比		40%		40%		40%		40%
水电杂费	9,527		7,410		7,763		7,331	
占比		6%		6%		6%		6%
房租	12,000		10,000		9,500		8,000	
占比		8%		8%		7%		7%
人工	16,000		15,000		14,000		12,000	
占比		10%		12%		11%		10%
管理费	1,483		1,483		1,483		1,483	
现金利润	22,518		15,505		19,006		21,587	
利润率-GMV		14%		13%		15%		18%
利润率-实收		18%		16%		18%		22%
开店投入	240,000		220,000		220,000		220,000	
回本周期(月)		14.2		18.9		15.4		13.6

数据来源: 公司招股书、公司官网, 东吴证券研究所



## 2.4. 国民品牌定位亲民，雪王 IP 深入人心

**雪王超级 IP 持续出圈，成为蜜雪冰城现象级品牌符号。**为进军全球市场，蜜雪与华与华广告公司合作，打造放诸四海皆准的超级品牌符号，于 2018 年将品牌符号更新为拟人化的“雪王”形象。“雪王”形象设计简洁可爱，具有很强的视觉辨识度和记忆点，既延续了蜜雪冰城品牌所传递的快乐与甜蜜之意，也以皇冠和冰淇淋权杖标志显示剑指全球的行业地位。围绕“雪王”形象，公司持续创作、发布多样化的视听内容，于 2019 年、2021 年先后推出朗朗上口的“蜜雪冰城”主题曲及雪王演绎的主题曲 MV 视频，于 2020 年将“雪王”IP 融入第六代门店设计，于 2023、2024 年先后推出动画《雪王驾到》、《雪王之奇幻沙洲》；近年于线下亦连续举办冰淇淋音乐节、福袋节、百变雪王杯等活动强化雪王 IP 露出，也很有网感地让雪王开启“街溜子”模式，通过巡街、斗舞等“碰瓷”互动，主动刷脸社交媒体并制造话题。截至 2023 年底，雪王及“蜜雪冰城”主题曲的相关话题在社交平台上的累计曝光量分别超过 87 亿次及 84 亿次，哔哩哔哩上二次创作视频合计播放量超过 1.63 亿次（据招股书）。

图25：2018 年蜜雪冰城正式启用雪王形象



数据来源：蜜雪官网，东吴证券研究所

图26：蜜雪冰城品牌营销日历



数据来源：蜜雪官网，东吴证券研究所

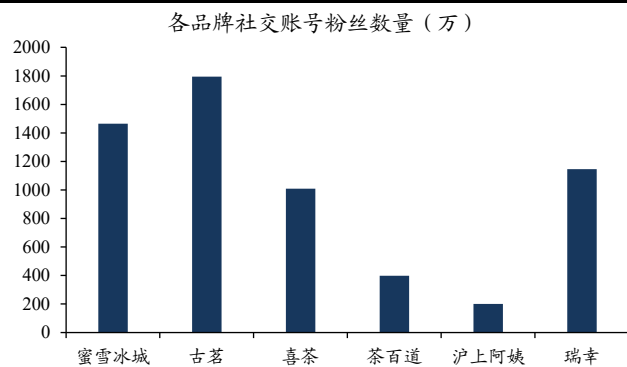
**IP 路线和品牌精神互为表里，雪王亲民形象成功与消费者建立情感联结。**雪王“活人感”十足的亲民形象，与其“高质平价”、“万店如一”的“易得感”内核一脉相承。从“洗脑”主题曲 MV、雪王动画、各线上平台的雪王日记运营，到线下雪王人偶斗舞、冰淇淋音乐节献唱，雪王贱萌、接地气的形象不断拉近与消费者的距离，积累了广泛路人缘；丰富的雪王 IP 内容库也进一步激发粉丝分享并进行二创、造梗，实现 UGC 式的品牌加速出圈传播。在持续的内容互动中，雪王代言人成功与消费者建立情感联结与独特陪伴，成为现制茶饮品牌中独一无二的超级 IP——在 2024 年声量和互动量较高的 IP 中，雪王已跻身第 4 位，超过了玲娜贝儿和 Jellycat（参考数说聚合）。

图27: 雪王 IP 已形成丰富内容库



数据来源：蜜雪招股书，东吴证券研究所

图28: 主要茶饮品牌社交账号粉丝数量对比（万个）



数据来源：茶饮品牌社交门户账号，东吴证券研究所  
注：抖音、快手、小红书、微博及哔哩哔哩粉丝量合计，截至 25M5

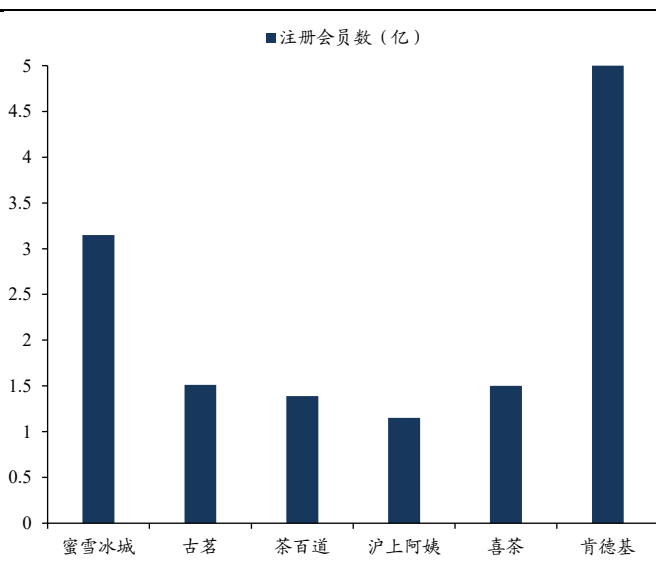
公司会员数量为茶饮品牌之最，复购客群基数可观。在当前公域流量成本高企、新用户获取难度上升的背景下，茶饮品牌纷纷加码私域运营，以提升用户留存与复购效率。相较于持续投放广告等高成本公域投流手段，基于小程序、APP 与社群的私域运营具有更低的边际成本与更强的用户黏性，因此成为品牌提升复购率的关键路径。为此，各大茶饮品牌均布局会员体系，通过将用户导流至私域，借助积分、优惠券、限定活动等方式加强用户互动，推动二次乃至多次消费。会员数量不仅体现品牌吸引力，也直接构成复购的潜在基础。截至 24Q3，蜜雪冰城小程序会员数已突破 3.15 亿，数量位列主要茶饮品牌之首，于餐饮行业内亦处领先地位。从整个餐饮行业来看，肯德基用 10 年时间积累超过 5 亿会员，蜜雪冰城则在较短时间内实现了逾 3 亿的会员数量积累，充分展现其渠道覆盖力与用户触达效率，为其构建起可观的复购基数与持续增长的私域流量池。

图29: 主要餐饮品牌会员活动对比

品牌	会员等级体系	特色会员活动	积分体系	社群/私域运营
麦当劳	免费会员+麦金卡（付费） 分多级权益	周一麦麦省：每周一领7张优惠券；周六麦金喜：抽惊喜好礼；6折自由搭：自选组合6折	1元=1积分，与第三方平台互通，可兑换礼品或优惠券	官方App推送专属优惠；联名信用卡叠加权益
肯德基	免费会员+大神卡、学生卡等（付费）	早餐、下午茶、咖啡、外送等额外优惠；会员日额外折扣；生日专属礼券	1元=100K金；K金可兑换礼品或优惠券	员工宣传社群并发放优惠券
蜜雪冰城	免费会员+等级制（普通→钻石）	每日礼（周一咖啡日、周二抵现日、周三满12减2、周四加料日、周五秒杀日）小程序注册送100积分、3张满10减2券	1元=10雪王币，可用于兑换周边、饮品券、玩游戏	门店张贴社群二维码，小程序、公众号设置社群入口，入群领专属免单券、优惠券；
古茗	免费会员+等级制（S1-S4）	新月优惠券礼包、生日礼券、专属霸屏	消费20元=1葫芦（积分）	小程序周三特惠抢免单券；古茗福利群优惠早通知
茶百道	免费会员+等级制（V1-V6）+学生卡	周一对口令0.1元喝奶茶；周一拼单日	1元=1熊猫币，可用于兑换礼品或会员活动	加入社群赠专属券包
瑞幸	免费会员+等级制（小迷鹿→九色鹿）	专享优惠券、幸运日礼包、精品豆升级等	专属APP下单1元=20小蓝豆；小程序下单1元=10小蓝豆	公众号设私域社群入口；专属Lucky福利官推送优惠券与新品活动；徽章体系

数据来源：微信小程序，东吴证券研究所

图30: 主要餐饮品牌小程序注册用户数对比



数据来源：公司年报，微信公众号，东吴证券研究所  
注：蜜雪数据截至 24Q3，其他品牌数据截至 24FY

### 3. 现制茶饮：风起云涌，乘风踏浪

#### 3.1. 国内现制茶饮：品牌份额渐趋集中，平价赛道前景清晰

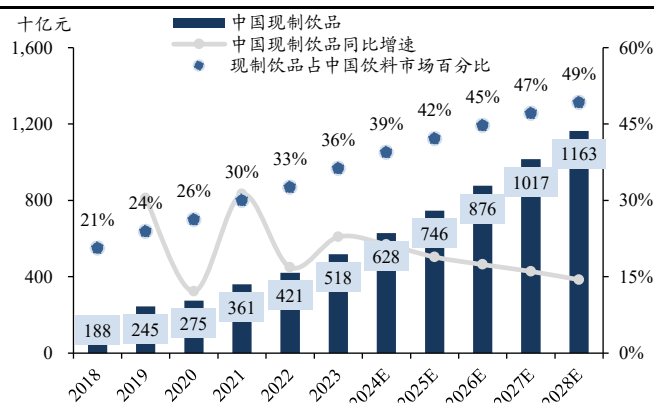
自 2016 年快速增长以来，国内新式茶饮逐步从导入期迈入成长期，2018~2023 年终端零售额 CAGR 达 19.0%。未来看好平价茶饮细分赛道持续保持较快增长，主要源于：1) 平价茶饮客单价较低，更偏向大众消费升级逻辑，下沉市场消费人群渗透率空间仍然较大。2) 平价茶饮定价基本接近同类型包装饮料，存在作为“水替”的必选消费属性，消费增长稳定性更强。

经过前期跑马圈地，当前行业门店数量已显著供大于求，未来茶饮品牌汰劣留优趋势将加速兑现，具备强产品力（强供应链奠定高质价比、强研发保证持续输出爆品）、强渠道力（高标准强扶持的门店运维管理）的品牌有望持续实现份额提升，蜜雪作为平价茶饮的鳌头品牌，份额提升趋势能见度强。

##### 3.1.1. 国内新式茶饮规模乘风而上，价格竞争渐趋充分

国内现制饮品市场规模保持快速增长，2018~2023 年终端零售额 CAGR 达 22.5%，渗透率持续提升。现制饮品指现场制作的非酒精饮料产品，包括现制果饮、茶饮、冰淇淋、咖啡等。相比预制包装饮料，现制饮品在口感、新鲜度、健康度、客制化方面有所提升，是居民饮料购买的升级之选。伴随人均收入及外食率提升，近年国内现制饮品市场规模保持快速增长，2018~2023 年终端零售额 CAGR 达 22.5%，第三方机构预计 2024 年国内现饮零售规模达到 6280 亿元，在整体饮料市场的占比达到 39.4%，对标全球市场的 46.2% 仍有提升空间（参考灼识咨询）；特别是对比美国、日本现饮消费量占饮用水分摄入量比例及人均消费杯量，国内现饮人均消费尚处于渗透率提升前期，未来具备广阔发展空间。

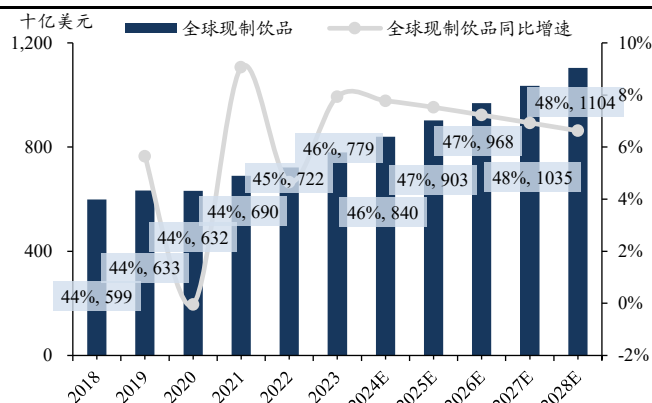
图31：2018~2023 年中国现制饮品终端零售规模及占比



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

注：饮料市场包括现制饮品和预包装饮料，右同

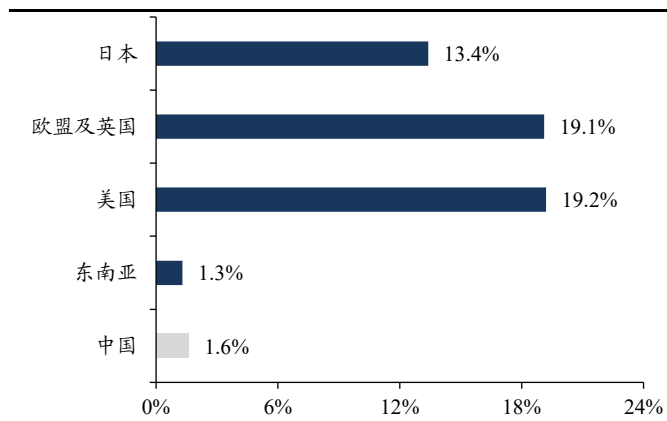
图32：2018~2023 年全球现制饮品终端零售规模及占比



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

注：标签内数值为现饮占比及市场规模（十亿美元）

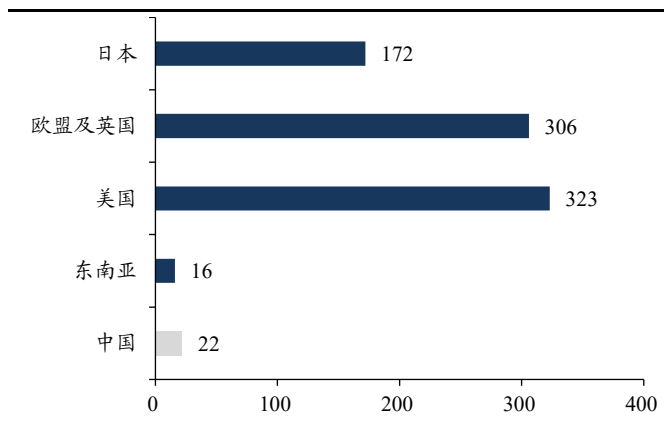
图33：2023 年现制饮品消费量占水分摄入总量比例



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

注：饮用水摄入包括现制饮品、预包装饮料、液体奶和自来水

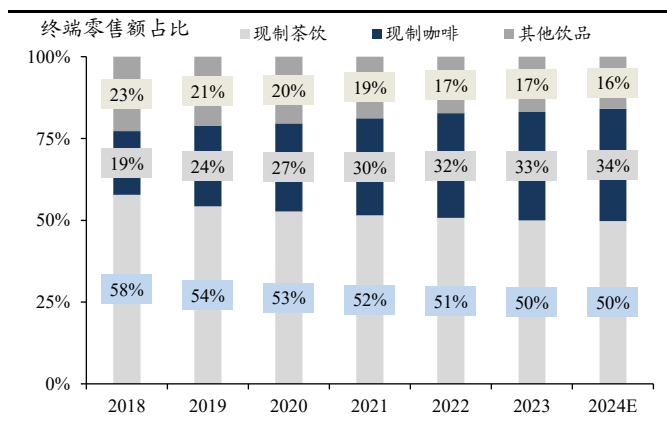
图34：2023 年人均现制饮品年消费量（杯/年）



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

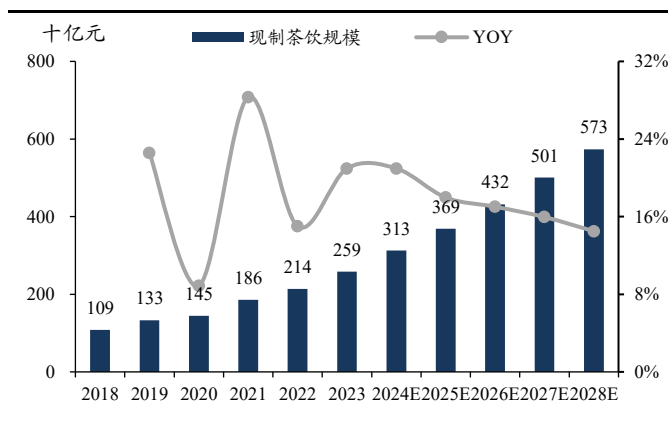
现制茶饮作为国内现饮市场最大的细分品类，近年在新式茶饮品质升级驱动下，行业实现规模跨越，估算 2024 年规模超过 3000 亿元，2018~2023 年终端零售额 CAGR 达 19.0%。国内现制茶饮行业发展主要经历 3 个阶段：①1987~1995 年，街边小店出现：珍珠奶茶自台湾兴起，产品以奶茶粉加热水冲开制成，由街边小店人工制作而成，没有形成明确品牌。②1996~2015 年，连锁茶饮门店兴起：街客、Coco 都可、一点点为代表的传统连锁茶饮品牌先后出现，产品以茶叶冲泡后加入牛奶、小料，由人工辅以机器加工制作而成，产品更卫生、口味更标准化。沿街门店的广泛扩张，也加速了现制茶饮的市场教育。③2016 年以来，新式茶饮品质升级：COCO、一点点等主打台式奶茶的现饮品牌，以时尚、高品质的品牌形象和可选糖度、小料的客制化产品赢得消费者青睐，门店快速铺开；随后健康化趋势带动果茶、轻乳茶、果蔬汁等品类先后兴起，以喜茶、奈雪的茶、蜜雪、古茗、霸王茶姬、茶颜悦色为代表的新茶饮品牌加速行业革新，天然原料、新鲜口感的差异化产品层出不穷，消费者体验不断升级，驱动行业规模持续增长。

图35：现制茶饮是国内现制饮品最大细分品类



数据来源：蜜雪冰城招股书，东吴证券研究所

图36：国内现制茶饮终端零售额规模及同比增速



数据来源：蜜雪冰城招股书，东吴证券研究所



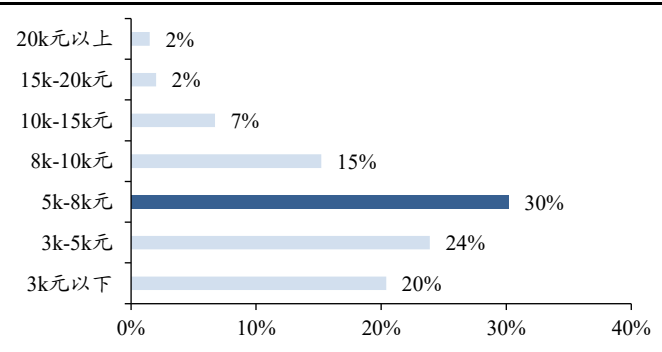
表10：国内新式茶饮行业发展阶段

	台式奶茶	鲜果茶	轻乳茶（原叶鲜奶茶）
风行时间	2016 年前	2016~2023 年	2024 年至今
代表品牌	一点点、Coco、快乐柠檬等	喜茶、奈雪的茶、古茗、蜜雪冰城	茶颜悦色、霸王茶姬、喜茶、古茗、蜜雪冰城
典型特点	多为植脂末基底，可选糖度、冰度，小料多	加入新鲜、时令性强的水果；2021 年后开始出现小众水果风潮：油柑、黄皮、芭乐等	茶底+牛奶+基底乳；强调原叶茶和鲜牛乳品质
卖点/优点	口感好，口味客制化	看得见的水果，原料更“健康”；水果风味突出，饮品口味多样，满足不同消费者需求	真茶+真奶，茶香突出，口感清爽；新中式营销，取名+包装；机器制作，出品稳定且速度快；咖啡因含量高，有提神效果
问题/劣势	健康性较低	制作过程较为复杂且水果品质波动，出品更慢且品控不稳定；水果处理不当很可能会使消费者认为饮品的食品安全不过关（隔夜水果问题）；水果茶的实际含糖量慢慢被消费者发现	口味同质化，饮品风味单一，较为寡淡；不适合咖啡因不耐受群体

数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

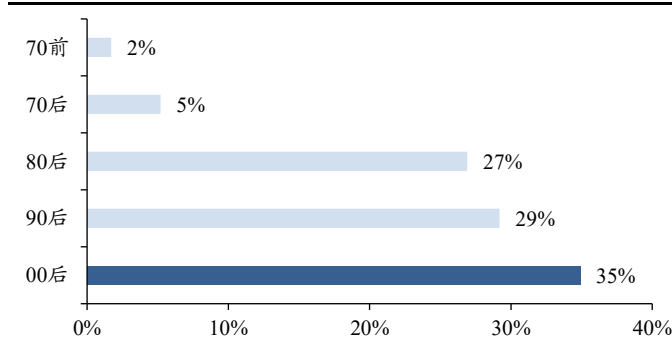
现制茶饮客群以年轻职员或学生群体为主，价格敏感度相对较高。现阶段国内现制茶饮主力消费群体，以 80~00 后为主，作为学生党或初入职场的年轻职员，客群月收入大多在 8 千元不到，对产品价格较为敏感，可接受的最高客单价大多在 20 元以下。伴随茶饮品牌竞争日趋充分，主要品牌近年销售客单价呈现小幅回落态势。

图37：现制茶饮消费客群收入水平分布



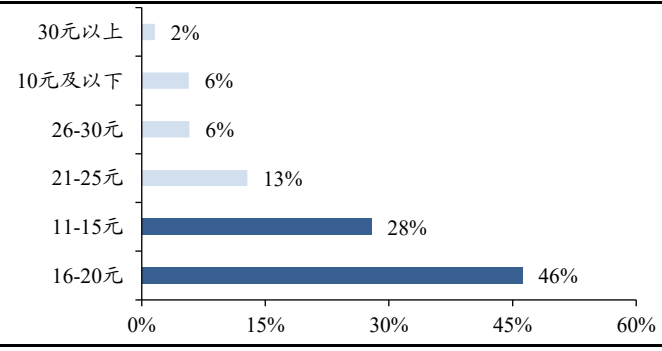
数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

图38：现制茶饮消费客群年龄分布



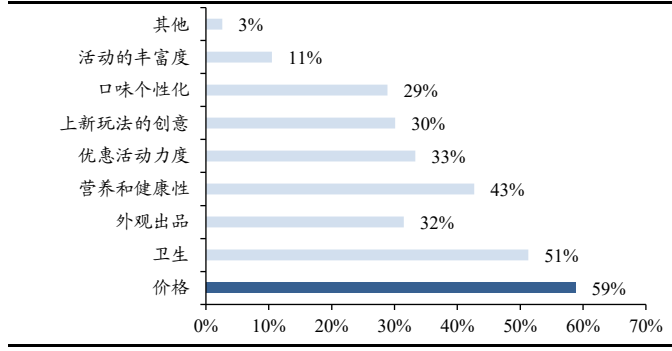
数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

图39：中国新茶饮消费者可接受最高客单价金额



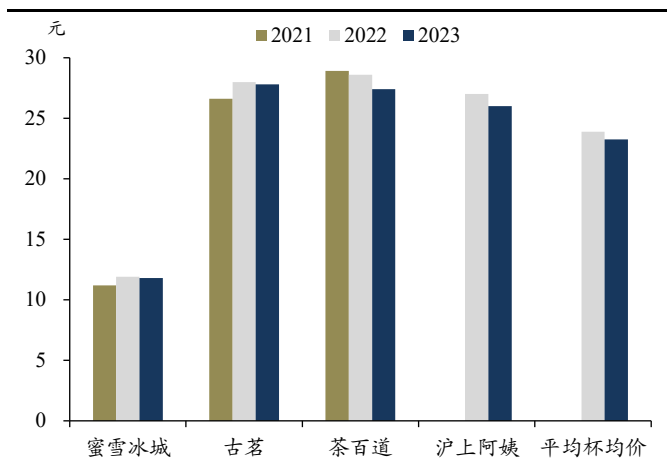
数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

图40：24 年现制茶饮消费者对新品各项因素关注度



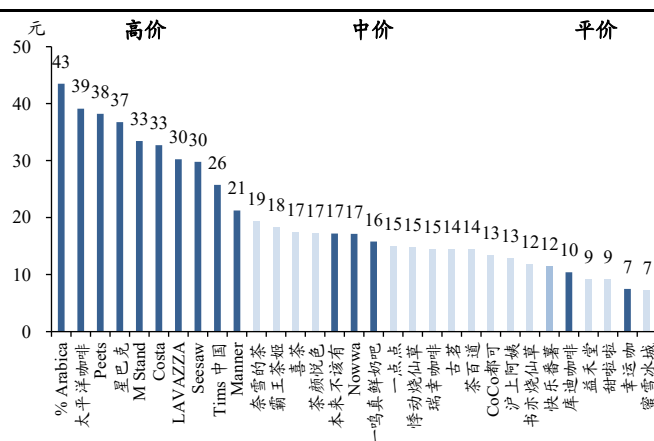
数据来源：红餐产业研究院，东吴证券研究所

图41：现制茶饮主要品牌杯均价变化



数据来源：各公司招股书，东吴证券研究所

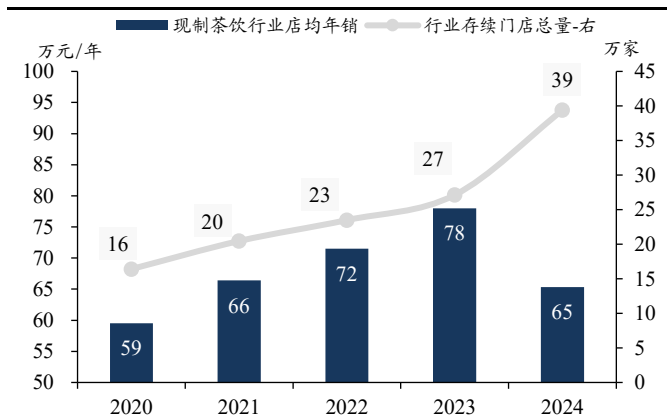
图42：2024 年主要茶咖品牌客均价梳理



数据来源：窄门餐眼，东吴证券研究所

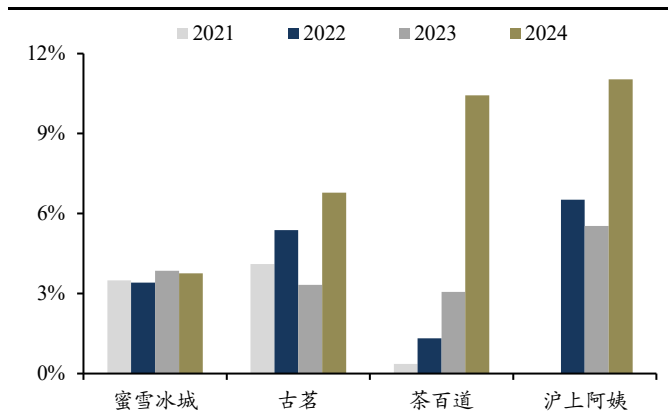
自 2016 年以来，茶饮行业发展经历从跑马圈地到汰劣留优的阶段，成本端及价格端竞争压力对品牌留存提出更严苛考验，行业品牌集中度步入稳步提升阶段。2023 年以来，国内现制茶饮门店数量见顶回落，行业品牌连锁化率也从 2020 年的 41% 提升 15pct 至 2023 年的 56%，显示盈利能力较差的长尾品牌、长尾门店面临淘汰出清压力。究其原因，1 是成本端部分食材成本价格上涨，2 是销售端外卖平台补贴引流竞争激烈，门店杯均价有所拉低——当前现饮品牌单店盈利正经受更严苛考验。预计茶饮品牌竞争格局将逐步稳定下来，能够保证供应链极致高效、销售端复购稳定的头部茶饮品牌，份额集中度步入稳步提升阶段，2021~2024 年国内茶饮品牌 CR5 提升 12pct 至 42%。

图43：2023 年以来现制茶饮行业门店总数见顶回落



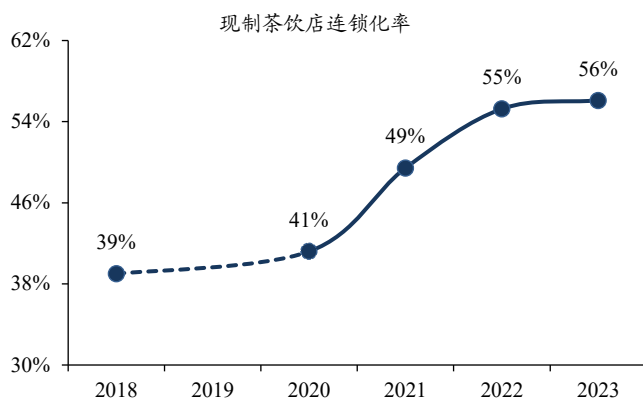
数据来源：窄门餐眼，中国饮品快报，美团餐饮，东吴证券研究所

图44：近年主要茶饮品牌闭店率提升



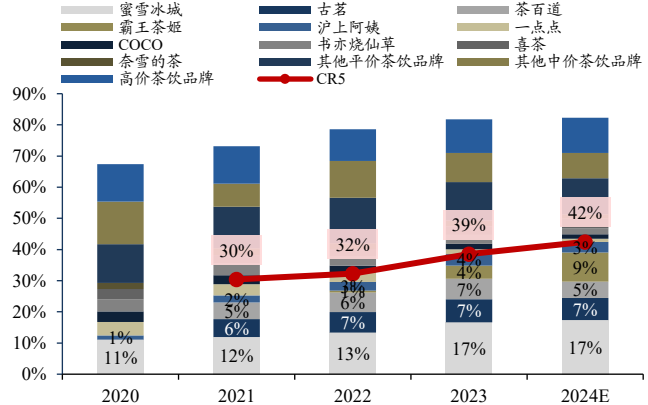
数据来源：各公司招股书，东吴证券研究所

图45：2020~2023 年现制茶饮店连锁化率逐步抬升



数据来源：美团餐饮，沪上阿姨招股书，东吴证券研究所

图46：2020~2024 年现制茶饮品牌份额趋于集中



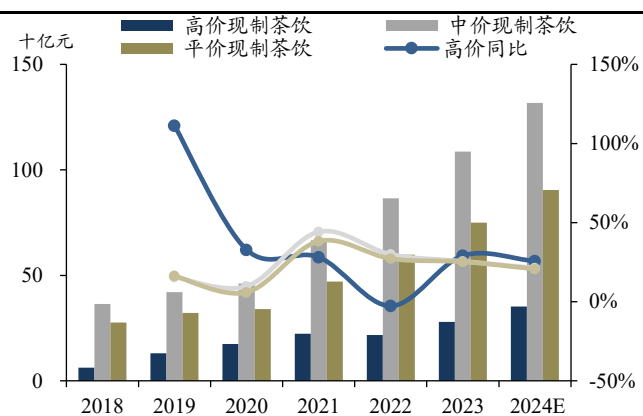
数据来源：公司公告，欧睿，东吴证券研究所

### 3.1.2. 受益开店下沉及大众消费升级，平价茶饮规模扩张潜力可期

我们看好平价茶饮细分赛道持续保持较快增长，主要源于：1）平价茶饮客单价较低，更偏向大众消费升级逻辑，下沉市场消费人群渗透率空间仍然较大。2）平价茶饮定价基本接近同类型包装饮料，存在作为“水替”的必选消费属性，消费增长稳定性更强。

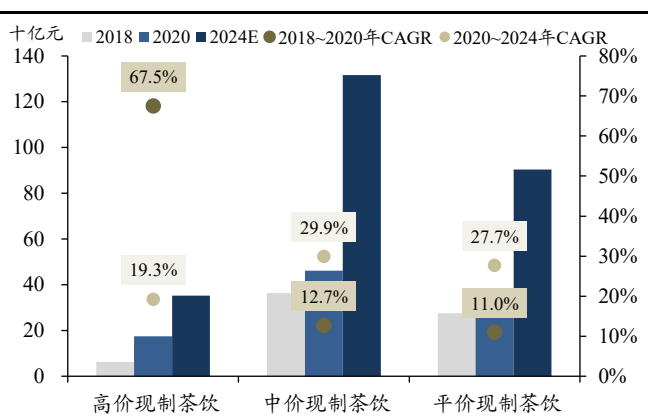
近年平价茶饮终端零售规模保持较快增长，2020~2024 年 CAGR 达 27.7%。2016 年新式茶饮掀起消费风潮，期初以喜茶、奈雪的茶为代表的高价鲜果茶饮产品先声夺人，高价茶饮规模率先放量，2018~2020 年国内高价现制茶饮销售规模 CAGR 达 67.5%，领先于平价、中价茶饮的 11.0%、12.7%。2021 年以来，伴随行业供应链效率提升、价格竞争更加充分，平价、中价茶饮销售规模增长加速，估算 2020~2024 年平价、中价现饮销售规模 CAGR 为 27.7%、29.9%，领先于高价的 19.3%。

图47：我国现制茶饮不同价位零售规模及增速对比



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

图48：2018~24 年我国现制茶饮不同价位零售规模对比

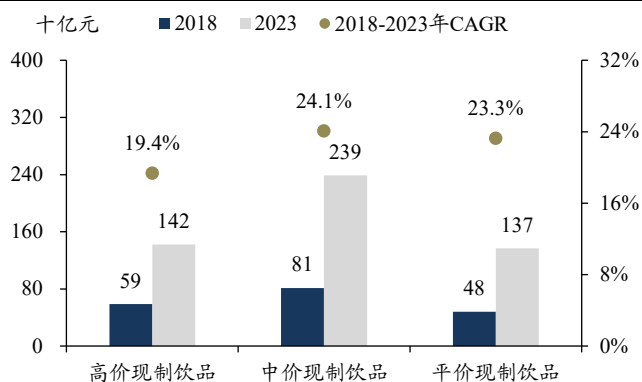


数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

下沉市场人口基数可观，茶饮人均消费占收入比重较低，茶饮消费渗透空间仍然较大。国内三线及以下城市人口占比超 60%（参考 2023 年数据），对应茶饮消费占比接近 50%（参考 2024 年数据），看好未来伴随大众收入增长，平价茶饮仍有较大普及空间。

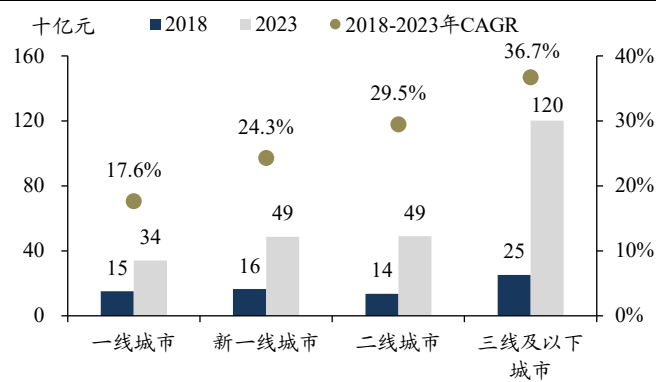
2018~2023 年，受益渠道下沉及大众消费增长，我国平价现饮行业零售规模保持快速扩张，5 年 CAGR 达 23.3%，同期二线、三线及以下城市现制茶饮 GMV 扩容 CAGR 为 29.5%、36.7%。从消费结构看，2023 年国内三线及以下城市常住人口占比约 63%，可支配收入占比为 49%，茶饮终端零售额占比为 47%（2024 年数据），对应三线及以下城市的人均茶饮消费支出占可支配收入比例约为 0.41%，人均月度茶饮消费支出仅 11~12 元。未来在新一轮城镇化浪潮及大众收入保障提升驱动下，看好下沉市场平价茶饮消费仍有较大拓展空间。

图49：2018-2023 年现制饮品各价位带规模增长对比



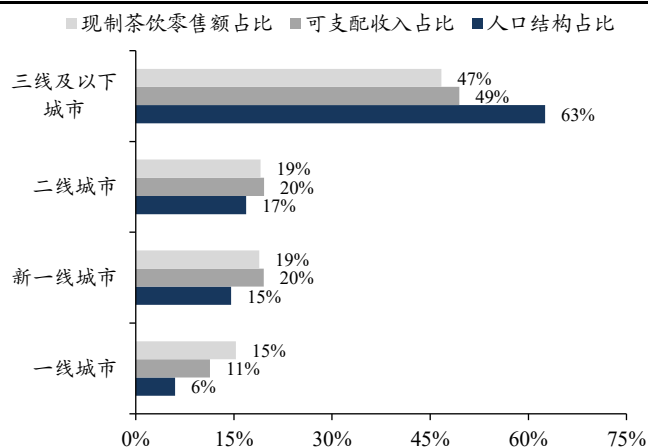
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

图50：2018-2023 年现制饮品各线城市规模增长对比



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

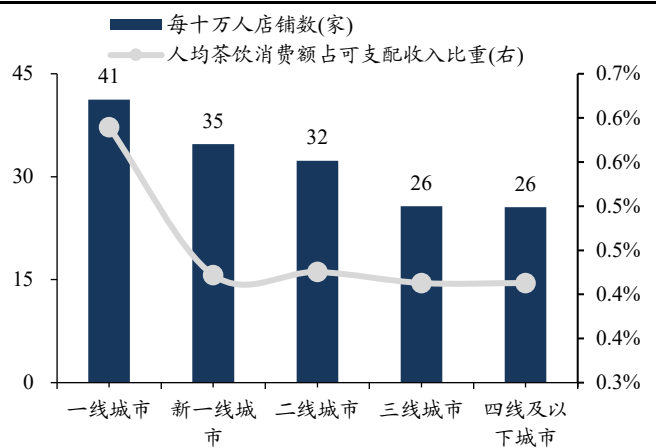
图51：中国各线城市现饮零售额 vs 人口占比



数据来源：灼识咨询，窄门，CEIC，东吴证券研究所

注：以上 2 图中的人口及收入均取 2023 年数据，茶饮零售数据取 2024 年数据

图52：中国各线城市茶饮店密度 vs 茶饮支出占比



数据来源：灼识咨询，窄门，CEIC，东吴证券研究所

### 3.2. 东南亚现制茶饮：增长潜力可期，蜜雪先声夺人

东南亚市场茶文化接受度高、年轻消费群体占比高，近年现制茶饮行业发展充分受益当地人口增长红利；对标中国，中长期看东南亚现制茶饮销售额结构占比存在 1.6 倍空间，人均消费量存在 1.4 倍空间。

经过 2021~2024 年的跑马圈地，当前东南亚现制茶饮门店的高速扩张暂告一段落，

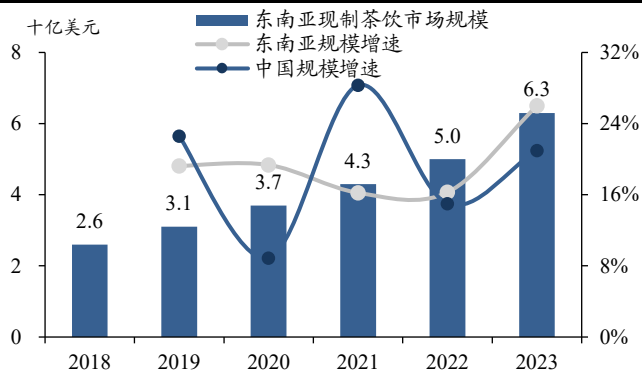


蜜雪亦主动降速，优先提升门店运营质量，一方面越南、印尼等开店较多的市场，正加速优化低质、低效、低品牌忠诚度门店，将战略重心转向本土加盟商培育；另一方面泰国、马来西亚等仍存开拓空间的市场，将持续强化当地门店运营能力、加大加盟商扶持力度。经过阶段性调整优化，中长期看东南亚市场仍有望实现较好的增量补充。

### 3.2.1. 长坡厚雪优质赛道，东南亚出海扬帆起航

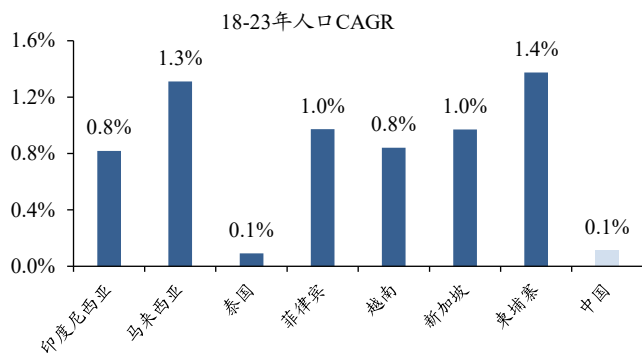
东南亚现制茶饮市场规模迅速增长，2018~2023 年终端零售额 CAGR 为 19.4%，现制茶饮销售额占现饮比重迅速扩大，人均消费量持续渗透。东南亚现制茶饮核心出海国家以越南、印度尼西亚、马来西亚、泰国、菲律宾等为主，2018~2023 年行业终端零售 CAGR 达到 19.4%，1 是人口红利持续释放，东南亚主要国家人口近 5 年复合增速显著领先中国，成为东南亚现制茶饮市场规模高增的核心驱动力；2 是年轻消费者群体结构占比更高，东南亚主要国家年龄中位数普遍低于中国，65 岁以下人口占比普遍高于中国；3 是相近的地理位置及相似的文化积淀形成更强的茶饮习惯认同。3 大因素共同驱动下，2018~2023 年现制茶饮销售额占现饮比重提升 4pct 至 31.3%，灼识预计 2024 年东南亚现制茶饮市场规模达 78 亿美元，在整体现饮市场占比达到 32.1%，对标 2023 年中国市场的 50%，仍存提升空间；同时 2023 年东南亚现饮人均消费量约 16 杯，对标中国 22 杯、日本 172 杯，东南亚现饮人均消费尚处于渗透率提升起步阶段，未来具备较大成长空间。

图53：2018~2023 年东南亚现制茶饮销售额迅速增长



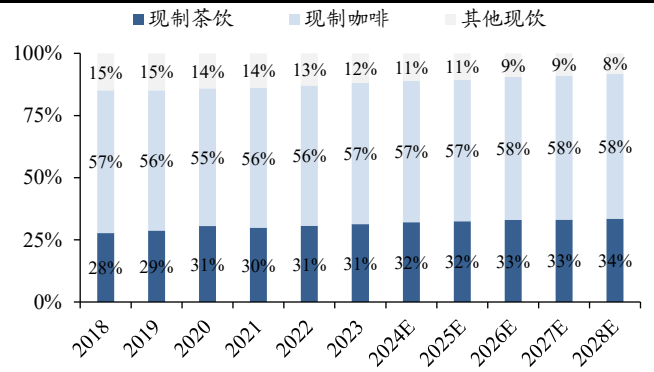
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

图55：2018~2023 年各国人口数量 CAGR 对比



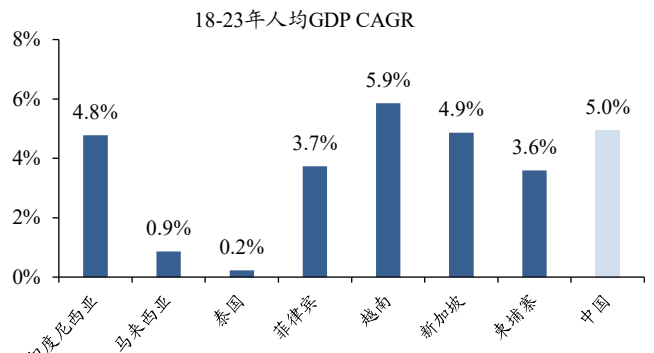
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图54：2018~2023 年东南亚现制茶饮占比提升 3.7pct



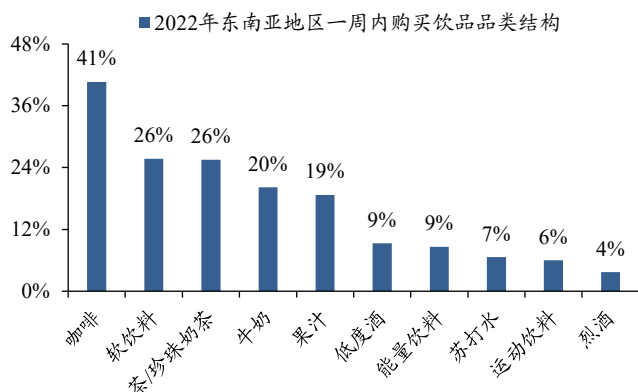
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

图56：2018~2023 年各国人均 GDP 复合增长率对比



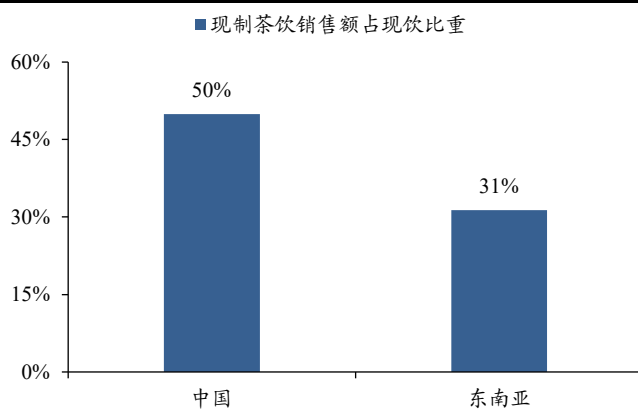
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图57: 2022年东南亚地区一周内购买饮品品类结构



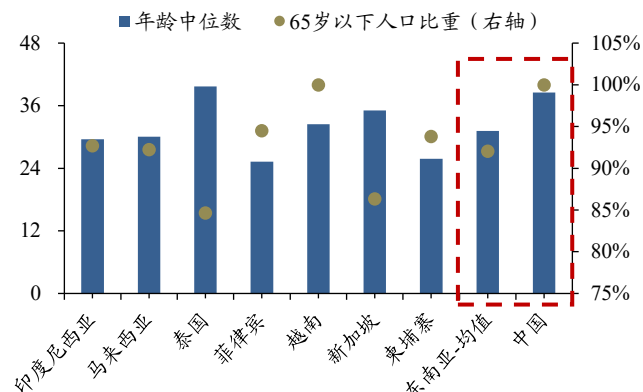
数据来源: Statista, 东吴证券研究所

图59: 2023年东南亚 &amp; 中国现制茶饮结构占比对比



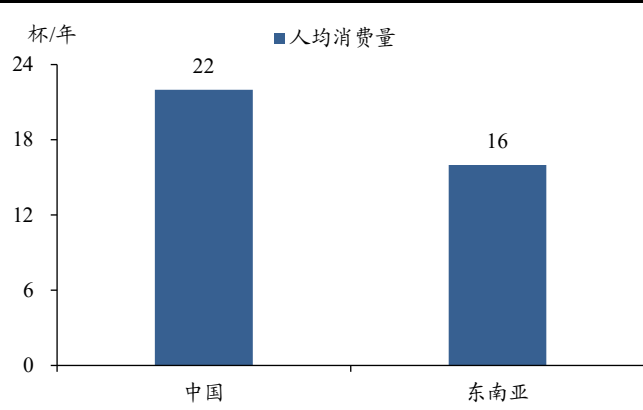
数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

图58: 东南亚年轻群体结构占比更高 (2023A)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图60: 2023年中国 &amp; 东南亚现饮人均消费量对比

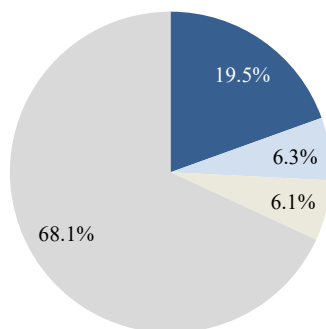


数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

相比中国市场, 东南亚现制茶饮行业竞争格局高度分散, 品牌连锁化率相对较低、中国连锁品牌同区域品牌竞争激烈。按照出杯量计算, 2023年东南亚市场现制茶饮行业CR3仅31.9% (蜜雪冰城、Chatime、Estch Indonesia 市占率19.5%、6.3%、6.1%), 对比中国的66.1%, 东南亚市场行业集中度相对较低, 一方面东南亚现制茶饮品牌连锁化率远低于中国 (2023年东南亚、中国茶饮店市场连锁化率25%、56%), 另一方面中国连锁品牌同区域品牌竞争激烈, 分主要国家看: ①越南: 根据山海图统计, 截至24M1越南茶饮品牌TOP3分别为蜜雪冰城、Tocotoco、Ding Tea (对应门店数量1300+、700+、200+), 其中Tocotoco是2013年成立的越南本土品牌, 凭借越南奶茶外卖服务和电子支付的发展趋势, 实行优惠的特许经营政策突出重围; Ding Tea通过直营模式保障品控, 稳扎稳打; ②印尼: 蜜雪冰城稳坐头把交椅 (24Q3门店数量2667家)、Momoyo迅速崛起 (24M10门店超600家), 其中Momoyo对标国内奈雪的茶 (大店模式, 主打产品“茶饮+烘焙”), 同时自建供应链实现成本优化; ③马来西亚: 台湾品牌Chatime总代理与品牌方反目后, 将Chatime门店翻牌为Tealive继续经营, 产品属性聚焦性价比 (杯单价RM6-11, 约人民币10-18元), 成为马来西亚门店数量最多的品牌 (截至25M2, 门店数量近1千家)。

图61：2023年东南亚市场现制茶饮行业 CR3 结构

■ 蜜雪冰城 ■ Chatime ■ Estch Indonesia ■ 其他

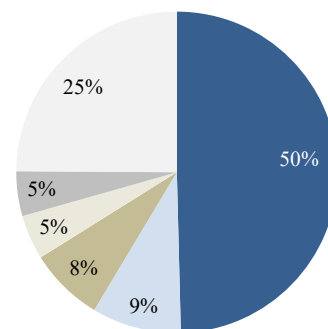


数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

注：集中度数据选用出杯量口径进行测算，右同

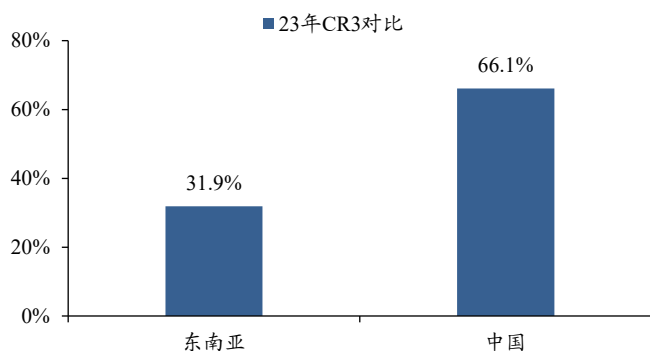
图62：2023年中国市场现制茶饮行业 C5 结构

■ 蜜雪冰城 ■ 瑞幸咖啡 ■ 古茗 ■ 沪上阿姨 ■ 都可 ■ 其他



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

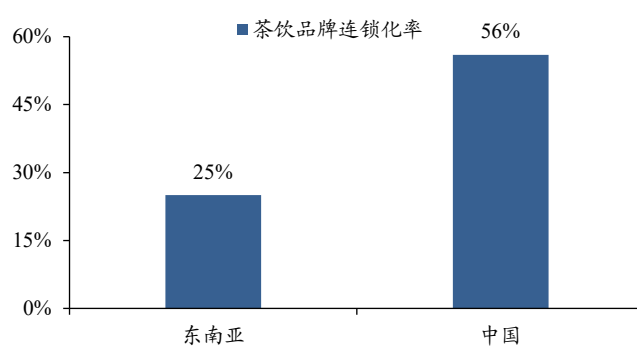
图63：2023年东南亚 &amp; 中国现制茶饮行业 CR3 对比



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

注：集中度数据选用出杯量口径进行测算

图64：2023年东南亚 &amp; 中国茶饮品牌连锁化率对比



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

总结来看，东南亚市场持续受益人口增长及产业转移红利，当地现制茶饮行业需求仍处快速增长阶段，但品牌端竞争加剧，中短期以提质增效为主，①需求侧：人口红利释放+茶文化接受度&年轻群体占比高，过去东南亚现制茶饮市场规模迅速扩容，且相较于消费力提升，人口增长成为东南亚现制茶饮市场规模高增的核心驱动力；中长期看，行业空间亮眼，对标中国，东南亚现制茶饮销售额占比存在 1.6 倍空间，人均消费量存在 1.4 倍空间；②供给侧：东南亚现制茶饮市场竞争高度分散，茶饮品牌集中在平价市场竞争，蜜雪冰城主要竞对为 Tocotoco、Ding Tea、Momoyo、Tealive 等区域品牌，中国连锁品牌同东南亚区域品牌竞争加剧，将通过提升门店经营质量，强化自身份额增长。

图65：东南亚主要国家现制茶饮品牌梳理

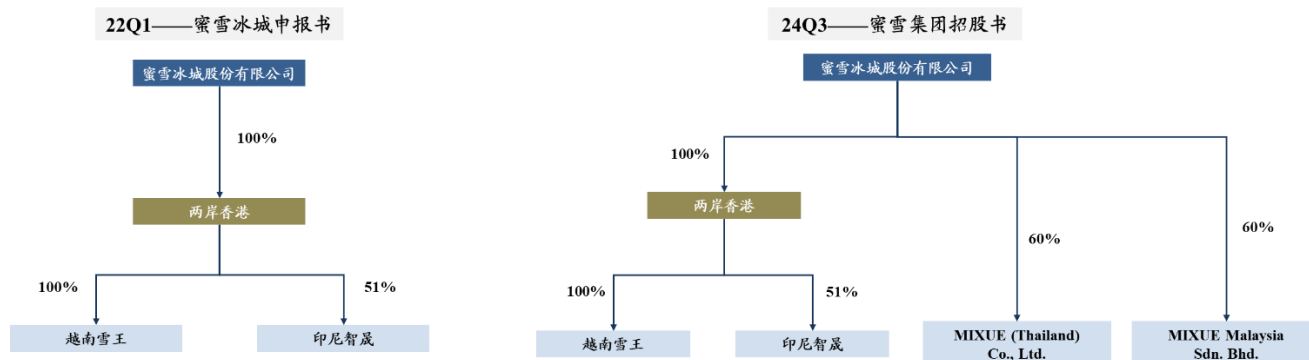


数据来源：山海图越南公众号，餐饮 020 公众号，窄播公众号，大咖研究室公众号，霞光社公众号，蜜雪集团招股书，东吴证券研究所

### 3.2.2. 合资公司+单店加盟发力出海，短期主动控速提质强基

根据各地连锁加盟要求，蜜雪在越南采取单店加盟模式，印尼、泰国、马来西亚等则采取合资公司模式。2024 年印尼合资公司股权结构占比提升，对原有合资经销商进行更新优化。截至 24Q3 公司间接持股印尼、泰国、马来西亚合资公司 51%、60%、60% 股权，2024 年公司间接持股印尼合资公司股权提升 9pct 至 60%，主因对经销商结构进行调整，对品牌出海初期借助 OV 系成熟经销商网络开发出的低质、低效、低品牌忠诚度门店做优化、汰换；2025 年，印尼合资公司与 OV 系进一步协商，推进 OV 系经销商退股节奏，加速推进加盟商本土化转型。

图66：蜜雪冰城海外附属公司股权结构梳理

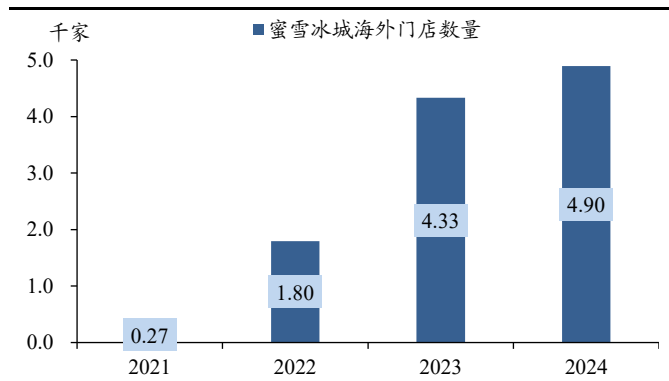


数据来源：蜜雪冰城申报书，蜜雪集团招股书，东吴证券研究所



经过快速扩张，公司主动调整开店节奏，及时优化门店运营质量。2021-2024 年蜜雪冰城海外开店 CAGR 为 162.7%，2024 年海外市场门店数量达 4895 家，其中 24Q3 印度尼西亚、越南门店数量破千，马来西亚、泰国门店数量破百，复盘公司海外扩张历程，我们认为主要分为 2 个阶段：①2017-2023 年，出海探索初期，1 是开店模式粗放，以印尼为例，OV（OPPO、VIVO）系加盟商是开店初期重要客户，通过将部分零售店改为蜜雪冰城门店，或在店旁增设奶茶档口，实现加盟商网络迅速搭建，短期规避出海前期本土化落地的“镇痛”（了解当地市场、租金、消费习惯的沉默成本），但 OV 系加盟商品牌忠诚度相对较差，存在转换后门店形象老旧等问题；2 是加盟条件相对放宽，品牌出海初期暂未获得加盟备案，以越南为例，店铺面积允许缩减、免除加盟费及服务费等；②2024 年至今，主动降速度提效，蓄力调整积攒开店新势能。海外市场经过粗狂跑马圈地式发展，存在门店形象老化、国内早先积攒的加盟商资源品牌忠诚度低、管理运营能力不足等问题，25 年开始公司主动放缓步伐修炼内功，1 是越南、印尼等过去开店核心市场动态调整，一方面关闭低效、低质门店，摆脱过去负担以轻装上阵，另一方面加速加盟商本土化落地；2 是泰国、马来西亚等短中期增量市场，加大加盟商政策支持力度，强化门店运营管理能力。

图67：2021~2024 年蜜雪冰城海外门店数量变化趋势



数据来源：蜜雪集团招股书，东吴证券研究所

图68：24Q3 蜜雪冰城海外门店分布结构

海外市場現製飲品門店數			
印尼	2,667	越南	1,304
馬來西亞	337	泰國	272
菲律賓	98	柬埔寨	40
老撾	22	新加坡	22
澳大利亞	12	韓國	7
日本	5		

数据来源：蜜雪集团招股书，东吴证券研究所

### 3.3. 蜜雪茶饮开店空间测算

中期维度看蜜雪冰城现制茶饮门店开店空间，中国+东南亚门店数量可至 7.26-7.90 万家，①国内开店空间（现制茶饮）：6.48-7.38 万家，对比 24 年 4.16 万家门店，至少存在 47%~68%的开店空间，现阶段行业低线市场销售额与低线市场人口基数暂未完全匹配，公司门店下沉尚未充分，未来低线市场持续渗透下沉仍能贡献可观开店增量空间；②东南亚开店空间（现制茶饮）：中期至少可看至 1.44 万家，对比 24Q3 东南亚 0.48 万家门店，至少存在 2.01 倍开店空间，短中期看，泰国、马来西亚贡献主要增量；中期看，印尼、越南重新释放开店弹性，泰国对标 Café Amazon，开店空间可期。

3.3.1. 国内现制茶饮开店空间仍存，低线市场下沉渗透贡献主要增量

蜜雪冰城国内现制茶饮门店开店空间至少可看至 6.5~7.4 万家，核心增量为低线城市茶饮品牌销售额与人口基数匹配度相对较低，蜜雪品牌门店下沉并未充分。我们将从线级城市开店密度和分省份消费力水平两个维度，测算蜜雪冰城在国内茶饮市场开店空间，具体如下：①线级视角：假设一线城市开店密度参考中价品牌古茗成熟省份开店密度，新一线、二线城市开店密度参考平价现制咖啡品牌瑞幸咖啡成熟省份开店密度，三线及以下城市参考公司高饱和省份开店密度，通过各线级城市开店目标密度进行测算，预估蜜雪冰城国内现制茶饮开店空间约 7.4 万家；②分区域视角：将全国按地理分布划分七大区域，各省份蜜雪门店市占率横向参考区域内较高水平，假设中期达到 25%、20%、15%、10%共 4 档，预估蜜雪冰城国内现制茶饮开店空间约 6.5 万家。

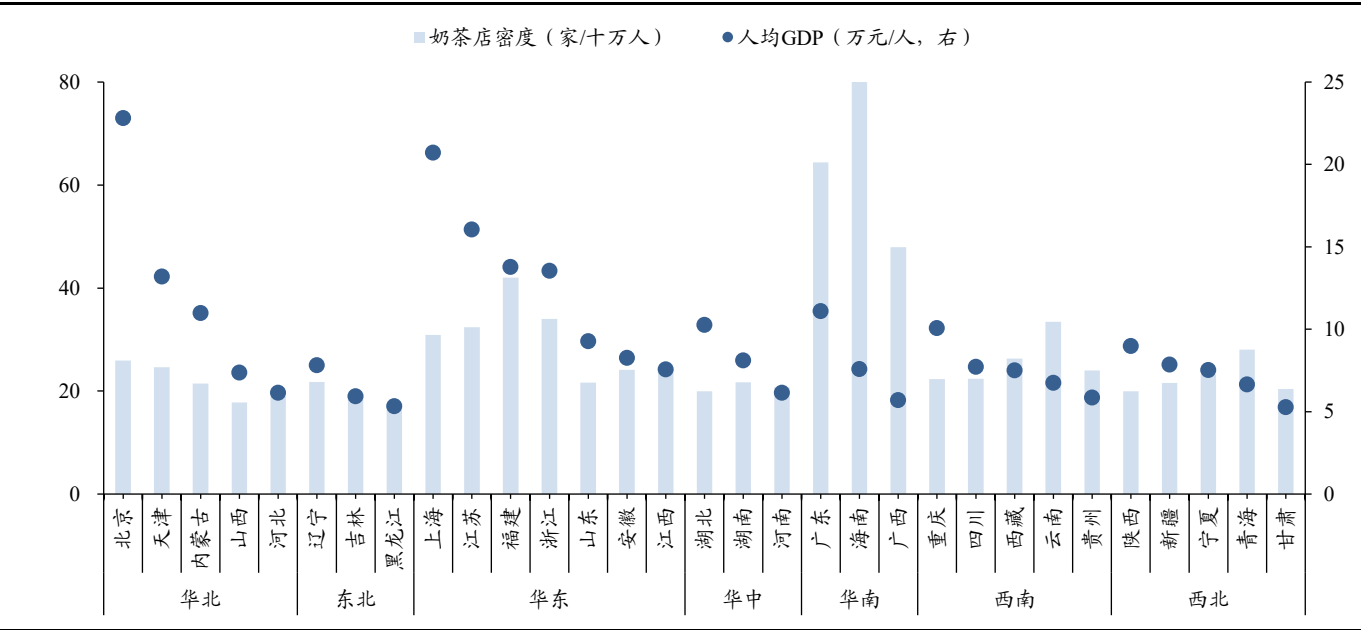
表11：蜜雪冰城国内现制茶饮门店开店空间测算（分线级城市视角）

	人口（亿人）	蜜雪门店数量（家）	十万人门店数	目标开店密度（十万人/家）	目标门店数量（家）
一线城市	0.88	1983	2.27	3.91	3,427
新一线城市	2.06	8143	3.95	5.04	10,384
二线城市	2.40	7600	3.17	5.04	12,070
三线及以下城市	8.81	23858	2.71	5.43	47,883
门店总数		41,584			73,764

数据来源：中经数据，各公司公告，Wind，东吴证券研究所

注：1）各线级人口数量来源为中经数据披露口径，时间截至 23 年；2）蜜雪冰城门店数量来源为公司公告，时间截止 24 年；3）目标开店密度分别通过古茗、瑞幸咖啡、蜜雪冰城 25M12 极海数据各省份门店数量口径进行测算。

图69：全国各省分区域奶茶店密度&人均 GDP 对比



数据来源：窄门餐眼（25M11），Wind，东吴证券研究所

表12：全国分区域蜜雪冰城门店空间测算

各省份情况				蜜雪冰城门店分布				
	人均 GDP（万元/人）	常住人口数（万人）	十万人奶茶店数	门店数	十万人门店数	当前门店数量占比	开店空间	
华北	北京	22.82	2,183.20	25.94	650	2.98	11%	1,133
	天津	13.21	1,364.00	24.64	475	3.48	14%	672
	内蒙古	11.00	2,388.00	21.44	785	3.29	15%	1,024
	山西	7.38	3,445.96	17.79	1,163	3.37	19%	1,226
	河北	6.16	7,393.00	19.12	2,293	3.10	16%	2,827
东北	辽宁	7.82	4,155.00	21.75	1,462	3.52	16%	1,807
	吉林	5.95	2,317.31	19.60	736	3.18	16%	908
	黑龙江	5.35	3,062.00	17.71	823	2.69	15%	1,085
华东	上海	20.72	2,480.26	30.92	622	2.51	8%	1,151
	江苏	16.07	8,526.00	32.38	2,951	3.46	11%	4,141
	福建	13.79	4,193.00	42.00	1,377	3.28	8%	2,641
	浙江	13.56	6,670.00	34.02	2,685	4.03	12%	3,404
	山东	9.29	10,122.97	21.63	2,978	2.94	14%	4,379
	安徽	8.27	6,123.00	24.13	2,258	3.69	15%	2,955
	江西	7.59	4,502.01	24.20	1,513	3.36	14%	2,179
华中	湖北	10.28	5,834.00	19.98	1,571	2.69	13%	2,332
	湖南	8.12	6,539.00	21.68	1,712	2.62	12%	2,127
	河南	6.16	9,815.00	20.69	3,612	3.68	18%	4,062
华南	广东	11.11	12,780.00	64.42	3,169	2.48	4%	8,233
	海南	7.59	1,048.00	80.10	302	2.88	4%	840
	广西	5.71	5,013.00	47.95	1,317	2.63	5%	2,404
西南	重庆	10.09	3,190.47	22.32	946	2.97	13%	1,068
	四川	7.73	8,364.00	22.40	2,170	2.59	12%	2,810
	西藏	7.52	370.00	26.27	116	3.14	12%	146
	云南	6.76	4,655.00	33.47	1,090	2.34	7%	2,337
	贵州	5.87	3,860.00	23.99	973	2.52	11%	1,389
西北	陕西	8.99	3,953.00	19.97	1,755	4.44	22%	1,974
	新疆	7.87	2,622.80	21.58	833	3.18	15%	1,415
	宁夏	7.55	729.00	23.18	396	5.43	23%	423
	青海	6.66	593.00	28.04	257	4.33	15%	416
	甘肃	5.28	2,458.34	20.42	962	3.91	19%	1,255

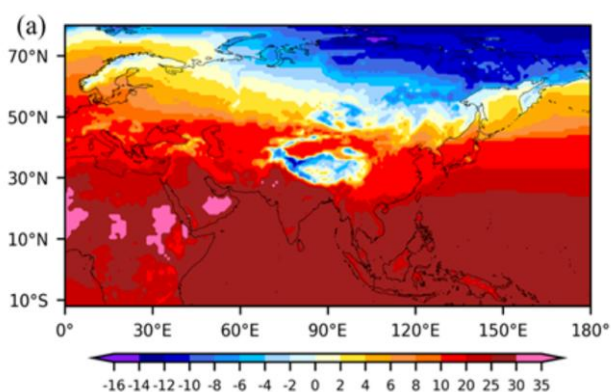
数据来源：Wind，窄门餐眼，极海品牌监测，东吴证券研究所

注：各省份宏观数据截至 2024 年，各省份奶茶门店总数截至 2025 年 11 月 13 日（选自窄门餐眼），蜜雪各省份门店数据截至 2025 年 12 月 3 日（选自极海品牌监测）。

### 3.3.2. 全球蜜雪冰城开店空间亮眼，中期看东南亚、中长期看亚太

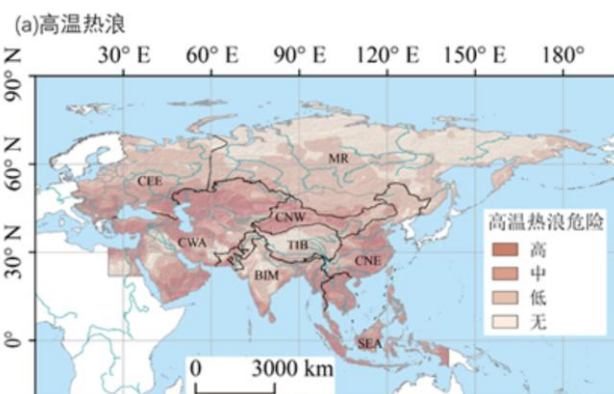
聚焦东南亚市场，我们预计蜜雪冰城中长期开店空间有望达到 1.5 万家。节奏上短期印尼、越南放缓开店脚步、修炼“内功”，泰国、马来西亚贡献主要增量；中期印尼、越南“轻装上阵”，开店有望提速。截至 24Q3，公司已进入的东南亚国家分别为印尼、越南、马来西亚、泰国、菲律宾、柬埔寨、老挝、新加坡等，考虑到菲律宾等国国际形势等问题，我们将讨论重心放在印尼、越南、泰国、马来西亚、柬埔寨、老挝、新加坡，具体来看：①由于东南亚市场环境、气候条件同中国广东省相近，假设蜜雪冰城东南亚主要国家（除泰国）茶饮门店覆盖度可达到目前广东省水平（2.48 家/十万人，约 4.08 万人/家）。②印尼、越南短中期放缓开店进程，持续打磨海外供应链建设。目前，公司已在印尼建立生产型工厂，并组建自有物流配送车队，原料不再依赖第三方外采，供应链成本逐步降低，加盟商利润逐步稳定。下一步将通过产能释放的规模效应，进一步优化当地门店原料成本，从而强化门店销售价格优势及蜜雪品牌定位，中期开店弹性有望释放。③泰国、马来西亚是短中期维度的主要开店增量贡献点，对标泰国现制咖啡品牌 Café Amazon 全泰超 3900 家门店（截至 24M9），泰国基础设施具备支撑 3000+ 连锁品牌门店运营能力，假设蜜雪冰城在泰国市场门店覆盖度能达到当前 Café Amazon 水平（5.55 家/十万人，约 1.80 万人/家），蜜雪冰城在泰国开店的即期空间亦可乐观展望。

图70：广东省、东南亚主要地区年平均气温为 25~30℃



数据来源：《“一带一路”气候报告：2023》（国家气候中心），东吴证券研究所

图71：广东省、东南亚地区均面对高温热浪冲击风险



数据来源：《“一带一路”气候报告：2023》（国家气候中心），东吴证券研究所

放眼全球市场，蜜雪冰中长期开店空间至少可看至 1.8 万家，伴随海外店型持续打磨、完善，有望形成“东南亚+亚太发达区域”双轮驱动局面。截至 24Q3，公司持续深耕东南亚现制茶饮市场，同时布局日本、韩国等亚太经济发达区域；25M3 公司宣布开放日本加盟，日韩等经济发达市场有望成为全球扩张重要一环；25M5 公司与巴西签署《谅解备忘录》，计划在未来 3~5 年对巴西采购咖啡豆等总价值不低于 40 亿人民币的农产品物资，并启动供应链工厂建设，标志着美洲布局正式开启；25M12 公司于美国陆续开出 3 家形象大店，未来有望与巴西工厂供应链达成规模协同。根据 24Q3 蜜雪冰城全球出海各国经济情况，我们按照人均 GDP 水平划分为经济发达体、中高收入经济



体、发展中经济体市场进行测算，核心假设：参考各区域消费力水平，美国、新加坡、澳大利亚、日本、韩国蜜雪开店密度对标国内一线城市，墨西哥、马来西亚、泰国对标国内三四线城市，印尼、越南、菲律宾、柬埔寨、老挝、中亚五国对标国内五线城市，通过测算，我们预计发达经济体、中高收入经济体、发展中经济体蜜雪中期门店空间分别为 0.2 万家、0.4 万家、1.2 万家。

表13：蜜雪冰城中长期全球现制茶饮门店空间测算

全球市场	蜜雪门店（家）	人均 GDP（万美元）	人口数量（万人）	蜜雪门店密度（家/十万人）	全球开店空间
<b>发达经济体</b>	<b>46</b>	<b>6.82</b>	<b>55,013</b>	<b>0.01</b>	<b>2045</b>
新加坡	22	8.47	592	0.37	123
澳大利亚	12	6.48	2,666		
日本	5	3.38	12,452		
韩国	7	3.31	5,171		
美国	-	8.61	34,132		
对标中国一线城市	2,433	2.61	8,754	2.78	
<b>中高收入经济体</b>	<b>609</b>	<b>1.16</b>	<b>23,769</b>	<b>0.26</b>	<b>3,997</b>
墨西哥	-	1.42	13,086		
马来西亚	337	1.14	3,513	0.96	731
泰国	272	0.72	7,170	0.38	2,761
对标中国三四线城市	18,987	0.97	68,264	2.78	
<b>发展中经济体</b>	<b>4,131</b>	<b>0.47</b>	<b>56,742</b>	<b>0.73</b>	<b>12,155</b>
印尼	2,667	0.49	28,119	0.95	5,849
越南	1,304	0.43	10,035	1.30	2,087
菲律宾	98	0.38	11,489	0.09	2,390
柬埔寨	40	0.24	1,742	0.23	362
老挝	22	0.21	766	0.29	159
哈萨克斯坦	-	1.40	2,059		
土库曼斯坦	-	0.86	749		
乌兹别克斯坦	-	0.32	-		
吉尔吉斯斯坦	-	0.24	722		
塔吉克斯坦	-	0.13	1,059		
对标中国五线城市	5,651	0.77	19,883	2.84	

数据来源：蜜雪集团招股书，中经数据，Wind，极海品牌监测，东吴证券研究所

注：1）海外数据：蜜雪海外门店数量截至 24Q3，各国人均 GDP、人口数量截至 2023 年；2）国内数据：蜜雪国内各线级门店数量截至 25M12，各线级人均 GDP、人口数量截至 2023 年；蜜雪冰城东南亚各国门店数量选自公司招股书，时间截至 24Q3。

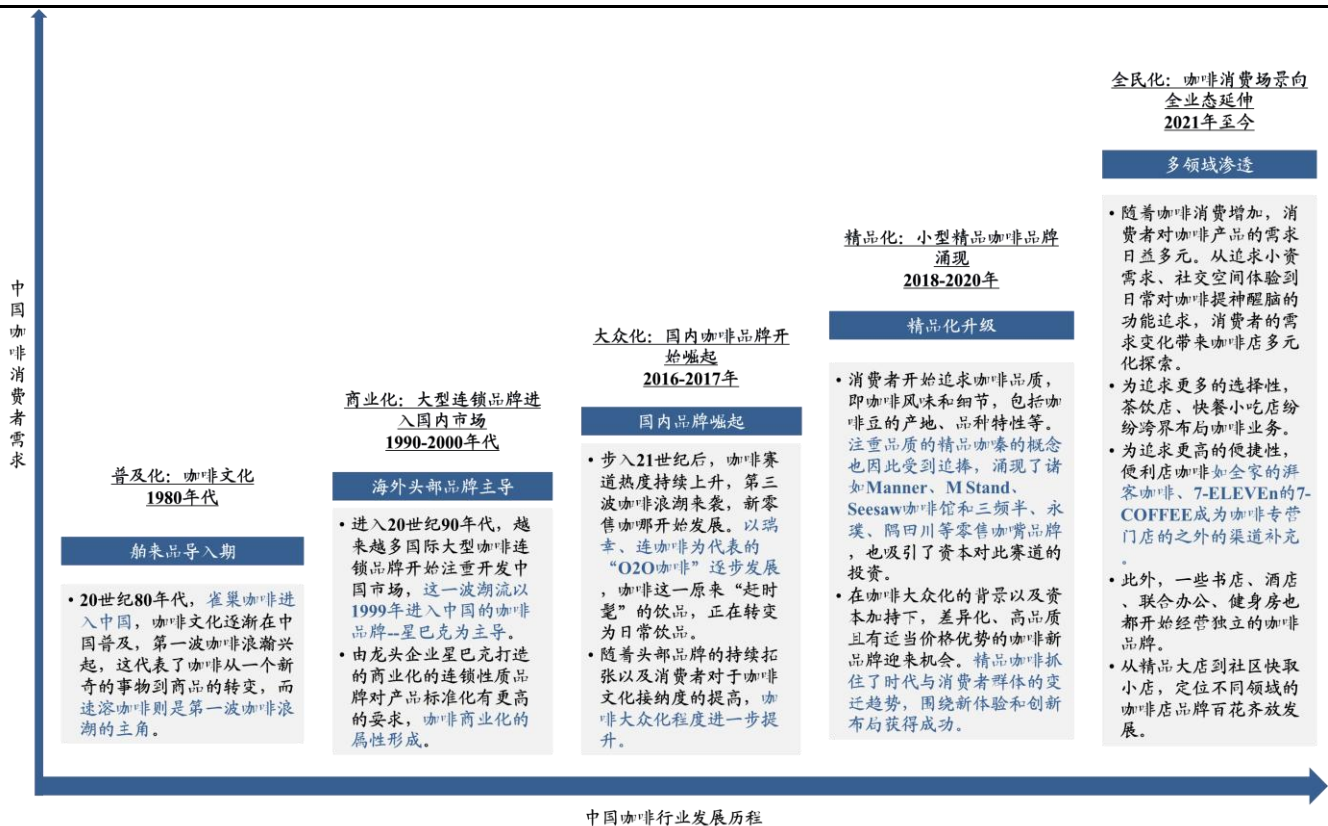
## 4. 现磨咖啡：千帆竞发，卡位争流

现磨咖啡是国内现饮增速最快的细分品类，同现制茶饮相比，具备更强的需求粘性，目前尚处于市场教育阶段，伴随年轻群体接受度提升，未来或存较大增长空间。伴随互联网用户下沉、咖啡文化普及，低线城市咖啡需求逐渐萌发，“幸运咖”以低线市场为基本盘，及时切入成为小镇青年的“第一杯”咖啡，对标蜜雪主品牌商圈选址，中长期万店以上空间可期。

### 4.1. 现饮赛道潜力板块，品牌定位更趋细分

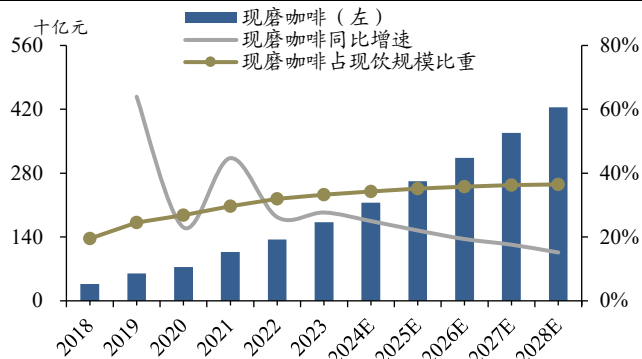
现磨咖啡是中国现饮增速最快的细分品类，2018~2023 年终端销售额 CAGR 为 36.3%，渗透率对比海外提升空间大。现磨咖啡指用新鲜烘焙的优质咖啡豆，经过现场制作，最大限度保留咖啡原始香味和口感的产品。同现制茶饮相比，现磨咖啡消费需求更偏向提神、抗疲劳，具备相对较高的需求粘性；伴随中国咖啡行业从概念普及到商业化、大众化、精品化、全民化发展，消费者对咖啡的需求更加多元，饮用习惯逐渐养成（覆盖追求小资、社交体验、提神醒脑等），2018~2023 年终端销售额 CAGR 为 36.3%，灼识预计 2024 年中国现磨咖啡销售额规模达到 2151 亿元；特别是对比美国现磨咖啡消费人群渗透率，国内现磨咖啡渗透率具备亮眼发展空间。

图 72：中国咖啡行业发展历程梳理



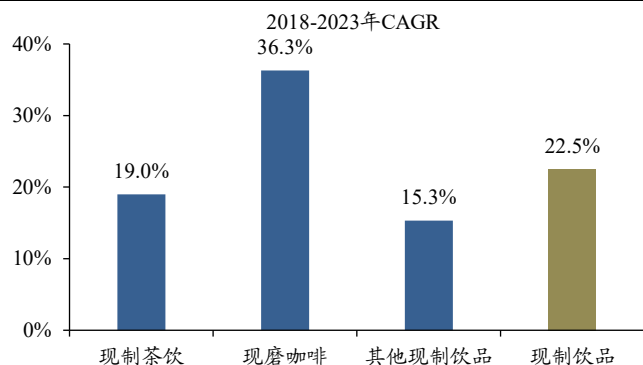
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

图73：2018-2023 年中国现磨咖啡市场规模及占比



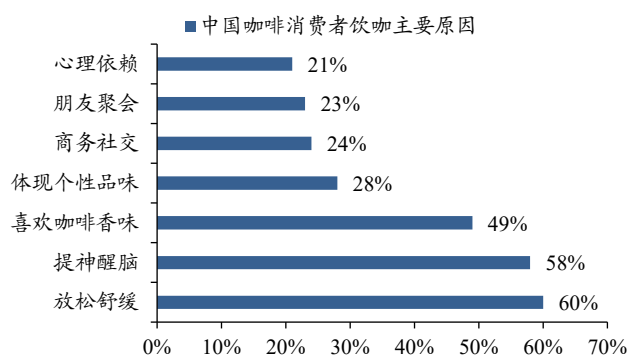
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

图74：2018-2023 年现饮细分子行业销售额增速对比



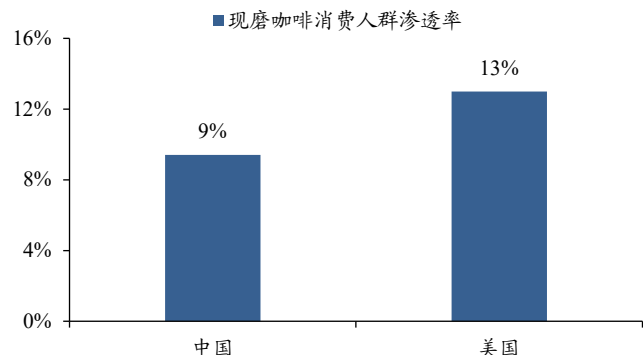
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

图75：咖啡消费以提神抗疲劳为主



数据来源：CBNdata，东吴证券研究所

图76：中国现磨咖啡人群渗透率对比海外仍存空间

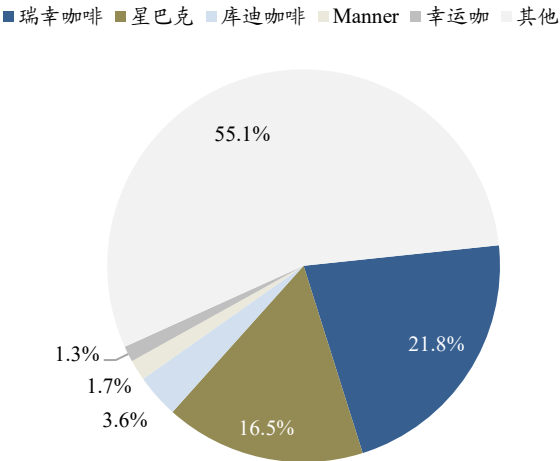


数据来源：灼识咨询，世界银行，东吴证券研究所

注：1）中国渗透率数据截至2023年；2）美国渗透率数据为现磨咖啡消费者占总体成年人比重计算，数据时间截至2002年；3）美国渗透率数据选择2002年原因同前文中中美对比

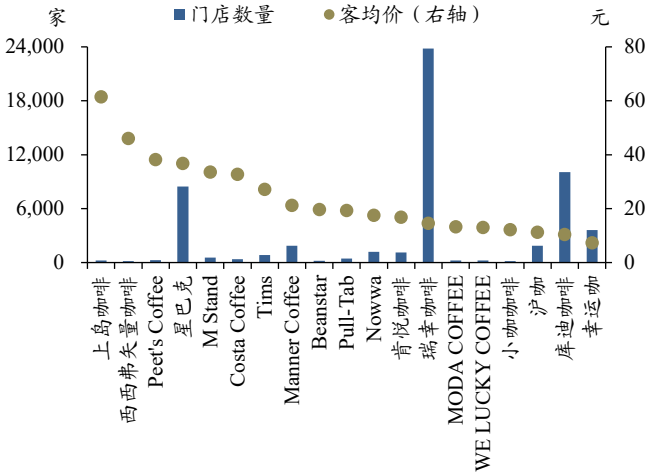
**现磨咖啡市场竞争格局尚未形成，不同商业模式匹配差异化消费场景，品牌定位分化趋势逐渐显露。**2023年中国现磨咖啡行业销售额CR5为44.9%，其中瑞幸咖啡、星巴克市占率分别为21.8%、16.5%，现磨咖啡市场分化趋势明显，1是瑞幸为代表的高性价比连锁品牌以低价、高便利度迅速捕获消费者，2是星巴克为代表的精品咖啡馆凭借高品质产品和独特风格赢取消费者心智；背后是消费者需求日益多元化下，消费场景逐渐细分，带来商业模式从低价、弱体验到高价、强体验的分化，①小店模式：便利店、快餐店、小店连锁咖啡，涵盖10~25元价位段，以线上点单为主，聚焦办公人群的日常咖啡需求；②大店模式：大型综合连锁咖啡店、精品咖啡店，咖啡单价在25元以上，聚焦休闲人士与商务人士为其提供第三空间，满足社交需求。

图77：2023 年中国现磨咖啡市场竞争格局（销售额计）



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

图78：现磨咖啡主要品牌门店数量&客均价梳理



数据来源：窄门餐眼，东吴证券研究所

注：数据时间截止 2025 年 6 月 9 日

图79：中国连锁咖啡市场生意模式梳理

主要业态	自助咖啡机	便利店 & 快餐店咖啡		小店模式连锁品牌	连锁咖啡店	
		便利店咖啡	快餐店咖啡		大型综合连锁咖啡店	精品咖啡店
商业模式	自助咖啡机硬件+后端运营+广告	便利店+咖啡；SKU仅包含基本款；与早餐/面包一起售卖	快餐门店+咖啡；与早餐一起售卖	小店模式；外带+外卖	提供“第三空间”多种店型	精品咖啡+艺术性强的门店装修
价格带	8-15元	10-15元	10-20元	15-25元	25-40元	>35元
部分代表品牌	友饮咖啡、小咖	全家、罗森、7-Eleven、瑞幸	麦当劳、肯德基	Manner、库迪咖啡	星巴克、瑞幸、库迪咖啡、Manner	Seesaw、M Stand、% Arabica
特点	对已有咖啡业态的补充；往往在用户密度高的点位布局；广告收入也是盈利来源之一	便利店拥有天然点位和客流优势，可以与早餐午餐等品类交叉销售；缺点在于SKU有限，难以满足消费者多样化咖啡消费诉求	与便利店咖啡相同，可以利用点位和客流优势；同时快餐店也可以利用供应链优势	小店模式重构连锁咖啡成本结构；满足养成咖啡饮用习惯人群的高性价比咖啡需求；客单价相对较低，需通过高销量来提高门店营收	主打中高端，提供第三空间的消费场景；多种店型满足顾客社交需求，消费体验感强；品质稳定标准	高客单价高溢价及周边产品的消费来提高盈利水平，对咖啡师要求更高
生意模式	-	小店模式			大店模式	

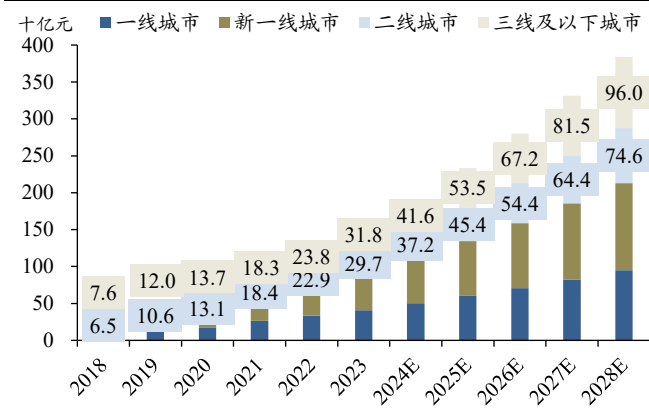
数据来源：嘉世咨询，东吴证券研究所

4.2. 低线市场需求萌动，幸运咖万店空间可期

咖啡消费日趋理性化、日常化，伴随咖啡文化不断普及、互联网用户持续下沉，低线市场现磨咖啡需求萌动。过去现磨咖啡消费主要集中在高线市场，一线、新一线增速领跑其他线级城市，2018~2023 年一线、新一线现磨咖啡终端销售额 CAGR 为 38.9%、39.5%；随着中国消费者对咖啡认知加深、饮用习惯逐渐形成，叠加头部连锁品牌加速市场扩张，咖啡消费日趋理性化和日常化。此外，互联网信息的下沉渗透，不同线级城市用户的信息差不断缩小，加速低线城市消费者习惯向中高线城市靠拢，生活方式及消费习惯逐步转变。2023 年现制咖啡行业三线及以下门店数量爆发亮眼增速，参考灼识咨询，2024 年三线及以下现磨咖啡终端销售额规模预计将达到 416 亿元。

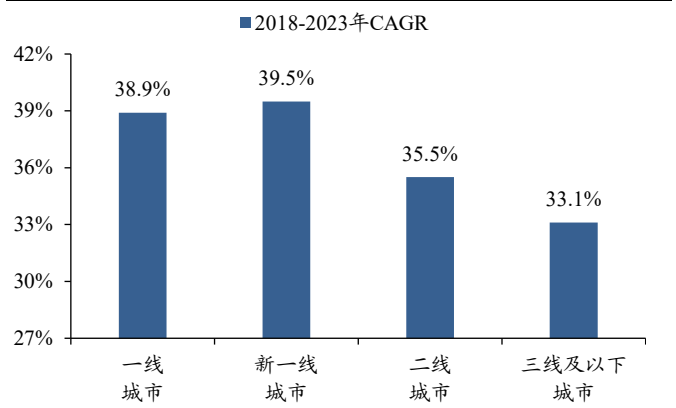


图80：2018~2023 年各线级城市现磨咖啡终端销售额



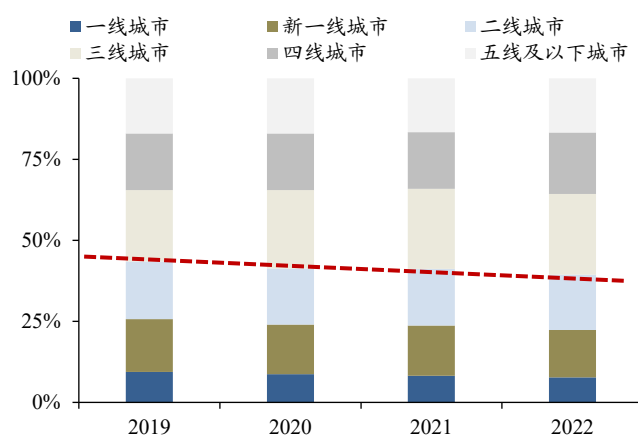
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

图81：2018~2023 年各线级现磨咖啡终端销售额增速



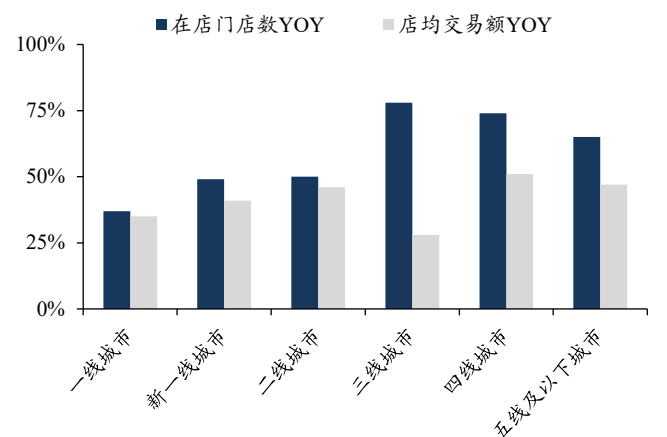
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

图82：2019~2022 年中国移动互联网消费人群分布



数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

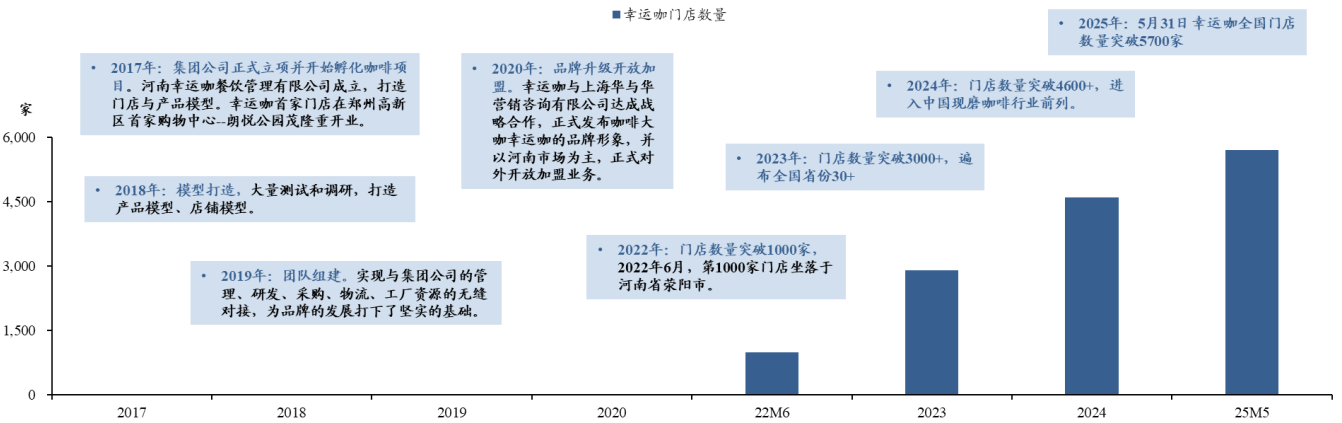
图83：2023 年不同线级城市咖啡门店增长情况



数据来源：美团外卖，东吴证券研究所

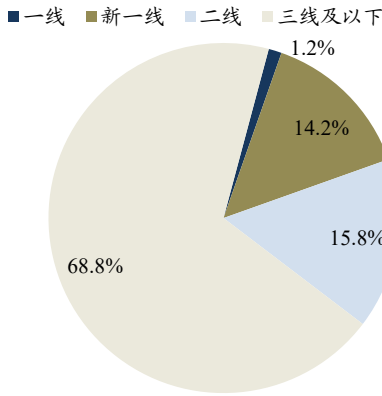
蜜雪冰城现磨咖啡品牌“幸运咖”聚焦下沉市场培育，经过产品摸索调整，门店扩张逐渐驶入快车道，中长期看万店增量可期。幸运咖2017年正式立项、2020年开放加盟、2024年门店数量突破4600+，25M11门店数量突破1w+，品牌战略延续主品牌高质价比思路，1是价格带定位5-10元，2是低线市场培育聚焦：①从门店结构看，25M11三线及以下门店占比约69%（窄门餐眼口径）；②从品牌对比看，2023年幸运咖是头部现磨咖啡中低线门店结构占比最高的品牌。2025年公司推出加盟优惠政策，新加盟商免除首年管理费、加盟费、培训费，老加盟商免除本年年度加盟费。伴随幸运咖与蜜雪冰城的品宣、选址、供应链协同优势持续发挥，幸运咖门店下沉及品牌曝光有望持续加强，在平价现磨咖啡赛道实现稳定、可持续发展。中期角度，我们预计仍具备近1万店的开店增量空间，核心假设：①一线和三线及以下门店密度对标瑞幸咖啡同级别密度；②新一线和二线门店密度对标幸运咖目前新一线门店密度；结合①+②进行测算，中期视角下，幸运咖开店空间可至1.9万家，对比25M11近万家的门店数量，未来开店仍具有近万店增量空间。

图84：幸运咖历史复盘



数据来源：幸运咖官网，公司招股书，东吴证券研究所

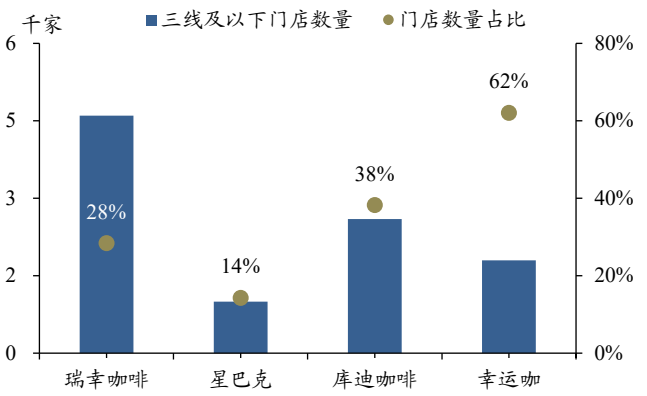
图85：幸运咖各线级门店结构分布



数据来源：窄门餐眼，东吴证券研究所

注：数据时间截止 2025 年 11 月 25 日

图86：2023 年头部现磨咖啡品牌低线门店数量和占比



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

表14：幸运咖开店空间测算

	人口	幸运咖 门店数量	门店密度	瑞幸咖啡 门店数量	瑞幸咖啡 门店密度	目标密度	门店空间
一线城市	0.88	121	72	5,008	2	3	2,841
新一线城市	2.06	1,418	15	7,538	3	15	1,418
二线城市	2.40	1,579	15	6,044	4	15	1,648
三线及以下城市	8.81	6,882	13	9,340	9	7	13,424
门店数量	-	10,000	-	27,930	-	-	19,331

数据来源：窄门餐眼，中经数据，东吴证券研究所

注：1）人口单位为亿人，门店数量单位为家，门店密度单位为万人/家；2）人口数据选自中经数据，时间截至 2023 年；3）幸运咖门店数量数据选自幸运咖官网，时间截至 2025 年 11 月 25 日，线级结构数据选自窄门餐眼，时间截至 2025 年 11 月 25 日；4）瑞幸咖啡门店数据、线级结构数据选自窄门餐眼，时间截至 2025 年 11 月 13 日。

## 5. 盈利预测与投资评级

蜜雪集团作为平价现制饮品龙头，高质价比单品及 IP 化品牌营销不断巩固销售势能，单店盈利持续具备强竞争力。

收入端，我们预计 2025~2027 年公司收入同比增速保持在双位数水平。行业层面，平价赛道受益开店下沉及基础消费需求升级，预计零售规模有望保持在双数位数附近。公司层面，蜜雪单店盈利能力突出，近年在门店网络稳步扩张的同时，SKU 完善带动店效亦稳步提升，未来看好在蜜雪冰城和幸运咖合围下，蜜雪平价赛道份额进一步提升。具体来看，我们预计公司 2025~2027 年年度开店数量有望保持 0.8~1 万店水平，其中，2025、2026 年受茶饮外卖补贴影响，单店营收波动导致公司收入增幅（主要体现为商品及设备销售收入）较开店增幅差异放大；2027 年单店营收有望回归中低单水平，营收增速相应稳定在略高于开店增速的双位数水平。

利润端，我们预计 2025~2027 年公司归母净利率稳中有升，毛利率、费用率均存在优化空间。1) 毛利率：伴随大咖国际产能利用率及蜜雪门店规模效应持续提升，长期有望稳中趋升。2) 费用率：伴随雪王 IP 流行度持续提升，雪王周边销售变现能力加强，公司营销费率存在改善空间。

表15：公司收入拆分及盈利预测（单位：亿元人民币）

亿元人民币	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	135.8	203.0	248.3	321.4	356.0	396.3
YOY	31.2%	49.5%	22.3%	29.5%	10.8%	11.3%
商品及设备销售	133.0	199.0	242.1	314.3	348.9	389.3
YOY	31.0%	49.6%	21.7%	29.8%	11.0%	11.6%
加盟和相关服务	2.8	4.1	6.2	7.4	8.4	9.3
YOY	40.6%	46.9%	52.8%	18.8%	13.8%	10.8%
门店数	28983	37565	46462	55002	62152	68853
YOY	44.9%	29.6%	23.7%	18.4%	13.0%	10.8%
毛利率	28.3%	29.5%	32.5%	32.6%	32.7%	32.8%
销售费率	5.7%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
管理费率	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%	2.8%	2.7%
归母净利润	20.0	31.4	44.4	58.5	65.2	73.0
YOY	4.5%	57.1%	41.4%	31.8%	11.6%	11.8%
归母净利率	14.7%	15.5%	17.9%	18.2%	18.3%	18.4%

数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所预测

我们采用可比公司估值法，选取其他现制茶饮公司作为可比公司，2025~27 年可比公司平均 PE 为 15x、14x、12x，蜜雪、古茗同期 PE 处于行业中枢偏上水平，主因龙头

竞争优势已得到验证，远期成长空间更为确定。伴随茶饮行业竞争步入优胜劣汰阶段，看好蜜雪冰城凭借高质价比单品及 IP 化品牌营销赋能，不断夯实销售势能，巩固可持续的单店盈利模型，平价茶饮龙头强者恒强，份额提升路径清晰，维持“买入”评级。

表16: 可比公司估值表（截至 2026/01/02 收盘价）

股票代码	可比公司	总市值	收盘价	PE			归母净利（亿元 RMB）				归母净利同比		
		亿元 RMB	元 HKD	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1364.HK	古茗	526	24.54	20	20	17	14.8	26.0	26.5	31.6	75.9%	1.8%	19.4%
2555.HK	茶百道	84	6.33	10	8	7	4.7	8.7	10.1	11.5	83.3%	16.9%	13.5%
2589.HK	沪上阿姨	81	85.55	17	14	12	3.3	4.9	5.7	6.7	49.3%	16.7%	17.2%
	均值			15	14	12							
2097.HK	蜜雪集团	1,392	406.80	24	21	19	44.4	58.5	65.2	73.0	31.8%	11.6%	11.8%

数据来源：wind、东吴证券研究所

注：蜜雪集团盈利预测参考东吴证券外发报告；其他茶饮公司盈利预测取 wind 一致预测数据（截至 2026 年 1 月 2 日）；港元汇率参考 2025 年 12 月 31 日的 0.9014。

6. 风险提示

**市场竞争加剧：**中国饮品市场竞争激烈，可能影响公司的市场份额。

**消费需求增长不足：**消费者偏好改变、可自由支配的消费能力下降、对产品看法及信心下降，都有可能导致业绩下降。

**海外门店扩张不及预期：**公司海外门店网络扩张对管理、运营、技术及其他资源提出更高要求，无法保证公司能力能满足需求。

**品牌价值和形象受损：**品牌负面舆情以及仿冒者的存在，可能降低公司品牌价值，降低消费者的品牌认可度。



蜜雪集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>11,896.05</b>	<b>17,477.11</b>	<b>24,322.25</b>	<b>32,127.73</b>	<b>营业总收入</b>	<b>24,828.87</b>	<b>32,141.14</b>	<b>35,602.49</b>	<b>39,634.76</b>
现金及现金等价物	4,335.12	9,959.26	16,315.84	23,519.18	营业成本	16,768.67	21,652.84	23,955.06	26,635.79
应收账款及票据	25.62	32.14	34.61	37.43	销售费用	1,599.47	2,057.03	2,278.56	2,536.62
存货	2,215.35	2,706.60	2,861.30	3,107.51	管理费用	755.12	964.23	996.87	1,070.14
其他流动资产	5,319.95	4,779.10	5,110.50	5,463.61	研发费用	104.87	122.14	128.17	134.76
<b>非流动资产</b>	<b>7,887.27</b>	<b>9,038.24</b>	<b>9,340.55</b>	<b>9,535.70</b>	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5,317.83	5,571.17	5,811.85	5,953.00	<b>经营利润</b>	<b>5,600.75</b>	<b>7,344.90</b>	<b>8,243.83</b>	<b>9,257.45</b>
商誉及无形资产	139.59	211.84	274.47	327.46	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	6.37	1.50	4.50	7.50
其他长期投资	6.59	4.59	3.59	4.59	其他收益	216.20	310.30	300.30	300.30
其他非流动资产	2,423.26	3,250.64	3,250.64	3,250.64	<b>利润总额</b>	<b>5,810.58</b>	<b>7,653.70</b>	<b>8,539.63</b>	<b>9,550.25</b>
<b>资产总计</b>	<b>19,783.32</b>	<b>26,515.35</b>	<b>33,662.80</b>	<b>41,663.43</b>	所得税	1,356.38	1,783.31	1,989.73	2,225.21
<b>流动负债</b>	<b>4,516.84</b>	<b>5,363.24</b>	<b>5,960.79</b>	<b>6,636.38</b>	<b>净利润</b>	<b>4,454.20</b>	<b>5,870.39</b>	<b>6,549.90</b>	<b>7,325.04</b>
短期借款	0.00	100.00	200.00	300.00	少数股东损益	17.70	23.48	26.20	29.30
应付账款及票据	1,767.26	1,984.84	2,129.34	2,293.64	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,436.50</b>	<b>5,846.91</b>	<b>6,523.70</b>	<b>7,295.74</b>
其他	2,749.58	3,278.40	3,631.45	4,042.75	EBIT	5,816.95	7,655.20	8,544.13	9,557.75
<b>非流动负债</b>	<b>205.66</b>	<b>220.90</b>	<b>220.90</b>	<b>220.90</b>	EBITDA	6,236.31	7,909.61	8,810.82	9,823.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	205.66	220.90	220.90	220.90					
<b>负债合计</b>	<b>4,722.50</b>	<b>5,584.14</b>	<b>6,181.70</b>	<b>6,857.29</b>					
股本	360.00	360.00	360.00	360.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	105.30	128.78	154.98	184.28	每股收益(元)	11.69	15.40	17.18	19.22
归属母公司股东权益	14,955.52	20,802.42	27,326.12	34,621.86	每股净资产(元)	39.40	54.80	71.98	91.20
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,783.32</b>	<b>26,515.35</b>	<b>33,662.80</b>	<b>41,663.43</b>	发行在外股份(百万股)	379.62	379.62	379.62	379.62
					ROIC(%)	34.41	32.54	26.91	23.35
					ROE(%)	29.66	28.11	23.87	21.07
					毛利率(%)	32.46	32.63	32.72	32.80
					销售净利率(%)	17.87	18.19	18.32	18.41
					资产负债率(%)	23.87	21.06	18.36	16.46
					收入增长率(%)	22.29	29.45	10.77	11.33
					净利润增长率(%)	41.41	31.79	11.58	11.83
					P/E	31.38	23.81	21.34	19.08
					P/B	9.31	6.69	5.09	4.02
					EV/EBITDA	(0.70)	16.35	13.97	11.81

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年12月31日的0.9014,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>