

高质平价精准定位，供应链管理合筑雪王

蜜雪冰城更新深度

蜜雪作为国内头部现制茶饮连锁企业，坚持“高质平价”的产品理念，重点布局低线城市，门店迅速下沉快速成长，UE 投资低回报周期短，公司紧抓性价比茶饮在下沉市场潜力市场机遇。我们认为，蜜雪与其他餐饮、茶饮业态的核心不同在于蜜雪成功打造了最具性价比的茶饮品牌，高性价比定位抢占消费者心智，使得其生命周期更长，生意的可持续性、盈利稳定性强。中长期，我们看好公司现有门店夯实基本盘、第二第三品牌孵化、内部供应链建设完善，自有供应占比持续提升，利润率有望提升。

- **现制茶饮行业：市场呈现下沉趋势，低端价位带空间广阔。** 生意模式：传统饮料“升级”、“替代”，赚快钱生意，波动大导致寻求更低的回报周期。现制茶饮整体进入成熟阶段，呈现三个新趋势：1) 标准化、供应链建设；2) 品牌营销突围俘获消费者心智；3) 社区化消费场景扩容催生低价位带茶饮品牌发展。低价位带茶饮在下沉市场空间广阔。竞争格局看头部份额持续上升，蜜雪具备先发优势，竞争更看修炼内功，单店模型优化、供应链整合及数字化赋能，中长期格局有望集中。
- **蜜雪冰城：高质平价精准定位，强供应链筑雪王。** 产品定位：最早定位高质平价，紧密把握预期差，加密场景成为最易得的情绪价值提供者。供应链：强大完善的采、产、储、运协同能力，自产比例持续提升，自建仓储物流运输网络覆盖全国，拟致力搭建多级分仓体系，提高智能仓配能力。营销端成功且全方位塑造以雪王 IP 为核心的品牌营销体系。
- **未来展望：1) 蜜雪门店扩张迅速，单店销售额稳中有升。** 2023 年底蜜雪门店约 3.5 万家，关店率较低 (2.3%)，门店经营良好。蜜雪主要门店扩张在下沉市场，未来每年开店预计在 4-5000 家左右，以城镇人口密度测算开店上限在 4.5 万家。2) **幸运咖借助性价比优势，抢先占领更下沉市场。** 咖啡相比茶饮消费更具粘性，标准化程度也更高，有望借助蜜雪优质供应链快速开店，幸运咖每年开店预计在 2000+ 家。咖啡+茶饮结合形成 SKU 矩阵，供应链优势显著。
- **投资建议：高质平价精准定位，供应链优化助力盈利提升。** 作为国内头部现制茶饮连锁企业，公司坚持“高质平价”的产品理念，重点布局低线城市，门店迅速下沉快速成长，UE 投资低回报周期短，公司紧抓性价比茶饮在下沉市场潜力市场机遇。与其他餐饮、茶饮业态相比，蜜雪冰城的生命周期更长，生意的可持续性、盈利稳定性强。中长期，我们看好公司内部供应链建设完善，自有供应占比持续提升，利润率仍有望提升。
- **风险提示：食品安全风险、行业竞争加剧、单店模型不及预期、第二品牌扩张不及预期等。**

推荐 (维持)

消费品/食品饮料

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	139	2.7
总市值 (十亿元)	5322.4	7.1
流通市值 (十亿元)	5004.4	7.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	8.2	-19.5	-31.0
相对表现	2.6	-13.4	-18.2



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《食品饮料行业周报 (3.3) 一分歧中上涨，锚定一季报》2024-03-04
- 《全面的估值修复是必然趋势——全球视野看中国消费股的估值水位》2024-03-03
- 《大众品一季度篇一潜在业绩超预期精选》2024-03-03

于佳琦 S1090518090005
yujiqi@cmschina.com.cn
丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
李秀敏 S1090520070003
lixiumin1@cmschina.com.cn
胡思蓓 研究助理
husibei@cmschina.com.cn

每日 免费 获取 报告



扫一扫二维码 关注公众号 回复：“**研究报告**” 加入“起点财经”微信群

- ✓ 每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- ✓ 每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- ✓ 行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

正文目录

一、现制茶饮行业：市场呈现下沉趋势，低端价位带空间广阔	6
1、生意本质：传统饮料的升级与替代	6
2、生意特征：追求初始投资低、赚快钱	6
3、现制茶饮行业概况	7
(1) 行业规模：三千亿规模，成熟期已至	7
(2) 发展阶段：分层竞争，效率制胜	8
(3) 品牌打法：高端造品牌，中端打差异，低端抢下沉	9
(4) 盈利能力：产业链越下游，盈利能力越强	10
(5) 区域分布：南方和一线城市更密集	11
4、现制茶饮新趋势	11
(1) 趋势一：标准化、供应链建设	11
(2) 趋势二：品牌营销突围	12
(3) 趋势三：社区化消费场景扩容	13
5、低端现制茶饮：三线以下空间广阔，区域正面竞争将至未至	13
6、竞争格局：蜜雪具备先发优势，性价比+便捷性驱动发展	15
7、低端现制茶饮关键看点	16
(1) 看点①——单店模型	16
(2) 看点②——供应链与数字化效率	17
8、咖啡行业现状与趋势	18
(1) 行业现状：消费理念持续培育，现磨市场快速扩容	18
(2) 行业新趋势：新式茶饮品牌进军融合	19
二、蜜雪冰城：高质平价精准定位，强供应链筑雪王	20
1、核心逻辑：定位+供应链（主动）≥营销（被动）	20
2、盈利模式：覆盖全链条的“配送商”公司	21
3、蜜雪冰城核心优势	22
(1) 优势①：最早定位高质平价，最易得的情绪价值提供者	22
(2) 优势②：强大的采、产、储、运协同供应链打造	22
(3) 优势③：家族兄弟协同合作，高管经验丰富	25
(4) 优势④：重视数字化运营建设，全供应链协同运转	26
(5) 优势⑤：品牌洗脑营销难以复制，雪王 IP 深入人心	27

(6) 优势⑥: UE 具有优势, 回收期 12 个月左右28

三、 未来展望: 第二曲线助力扩张, 后端供应链降本增效..... 31

1、 蜜雪冰城: 闭店率低, 发力密度较小区域31

2、 幸运咖: 借助供应链优势, 抢先占领更下沉市场33

3、 其他拓展: 海外门店扩张, 开拓第 X 增长曲线34

四、 盈利预测与投资建议..... 34

五、 附录 35

六、 风险提示 39

七、 行业重点公司估值表.....40

图表目录

图 1: 现制茶饮的生意模式.....6

图 2: 各连锁业态投入资本和加盟商回报周期的比较7

图 3: 中国现制茶饮市场规模及增速情况.....8

图 4: 中国现制茶饮门店数量.....8

图 5: 现制茶饮的产业链上下游9

图 6: 中国现制茶饮分价位带主要玩家 10

图 7: 现制茶饮的产业链利润分布结构 10

图 8: 2021 年中国不同城市新式茶饮品牌数量 (个) 11

图 9: 2021 年中国不同地区新式茶饮门店数量 (个) 11

图 10: 中国现制茶饮品牌目前集中度较低..... 12

图 11: 中国商业综合体数量增速放缓 13

图 12: 社区型便利店占比呈现不断提高的趋势 13

图 13: 低端茶饮店终端规模及增速..... 14

图 14: 低端现制茶饮品牌商业模式以加盟为主 14

图 15: 现制茶饮品类不同线城市门店数分布 14

图 16: 现制茶饮品类不同线城市订单数分布 14

图 17: 现制茶饮加盟模式驱动因素 17

图 18: 2021 年中国新式茶行业加盟模式成本构成 17

图 19: 低端现制茶饮供应链整合及数字化赋能 18

图 20: 中国人均咖啡饮用量较低 (杯/年) 19

图 21: 中国现磨咖啡市场终端零售规模快速提升 (亿元)	19
图 22: 蜜雪冰城发展核心逻辑	21
图 23: 蜜雪冰城公司业务模式及各子公司角色	21
图 24: 蜜雪冰城精准定位, 紧密把握预期差	22
图 25: 蜜雪冰城 SKU 在同价位带具备优势	22
图 26: 蜜雪冰城 2022 年推新节奏较快	22
图 27: 河南生产基地: 252 亩智能制造产业园, 全自动化生产车间	23
图 28: 公司生产性采购比例逐年增加, 22Q1 占比达到 60%	23
图 29: 公司产能及产能利用率相关情况 (万吨)	23
图 30: 公司主要品类销售单价变化情况 (元/千克)	23
图 31: 公司仓储及租赁费占比持续提升 (万元)	24
图 32: 公司运输费率持续下降 (万元)	24
图 33: 蜜雪冰城数字化运营平台	27
图 34: 蜜雪冰城相关内容在互联网热度极高	27
图 35: 蜜雪冰城第五、六、七代门店外观	28
图 36: 蜜雪冰城单店投入结构 (元)	28
图 37: 蜜雪冰城加盟费相对竞品较低 (元)	28
图 38: 蜜雪冰城门店审核、管理方式	29
图 39: 蜜雪冰城卖货宝典——上新流程	29
图 40: 蜜雪冰城全年营销日历	30
图 41: 蜜雪冰城月度门店检查报告	30
图 42: 蜜雪冰城门店扩张迅速	31
图 43: 蜜雪冰城关店率极低	31
图 44: 蜜雪冰城门店更偏向于社区、学校场所	31
图 45: 蜜雪冰城 2022 年 6 月开放全国乡镇加盟申请	31
图 46: 幸运咖相比瑞幸更为下沉	33
图 47: 蜜雪冰城公司发展历程	35
图 48: 蜜雪冰城公司股权结构	36
图 49: 张氏兄弟创业史	37
图 50: 蜜雪冰城 2023 年 Q1-3 收入结构	38
图 51: 蜜雪冰城食材收入分品类变化	38
图 52: 蜜雪冰城分季度收入变化	38

图 53: 蜜雪冰城分地区收入变化	38
图 54: 蜜雪冰城营收及净利润变化.....	39
图 55: 蜜雪冰城毛利率及归母净利率变化.....	39
图 56: 蜜雪冰城费用率变化.....	39
图 57: 蜜雪冰城应收账款周转天数极低	39
图 58: 食品饮料行业历史 PEBand	41
图 59: 食品饮料行业历史 PBBand	41
表 1: 现制茶饮和瓶装饮料的区别	6
表 2: 中国现制茶饮发展历程	8
表 3: 现制茶饮品牌采用多种营销方式俘获消费者心智	12
表 4: 低端茶饮主要品牌前十大开店城市	15
表 5: 中低端茶饮品牌基本信息对比	15
表 6: 蜜雪冰城对比甜啦啦.....	16
表 7: 单店模型对比.....	17
表 8: 中国现制咖啡行业主要玩家情况	19
表 9: 新式茶饮品牌推出咖啡品类.....	20
表 10: 新式茶饮品牌布局咖啡赛道.....	20
表 11: 公司五大仓储配送中心陆续建立	24
表 12: 加盟模式主要品牌供应链对比	25
表 13: 蜜雪冰城主要高管情况	26
表 14: 蜜雪冰城主要品牌营销事件	27
表 15: 公司拟加强直营门店建设提升品牌知名度	28
表 16: 蜜雪冰城门店模型	29
表 17: 蜜雪冰城督导相关情况	30
表 18: 蜜雪冰城五类门店类型对比	32
表 19: 蜜雪冰城开店上限测算	32
表 20: 幸运咖盈利能力相对优于瑞幸	33
表 21: 蜜雪冰城公司主要高管情况	36
表 22: 重点公司估值表:	40

一、现制茶饮行业：市场呈现下沉趋势，低端价位带空间广阔

1、生意本质：传统饮料的升级与替代

现制茶饮的生意本质是传统饮料的“升级”、“替代”。区别于传统饮料，现制茶饮的主要特点是产品品质更健康新鲜、产品品类更多样及满足社交场景消费需求。现制价格带从低到高意味着“替代”属性逐步向“升级”属性的转移。如蜜雪冰城柠檬水类平价产品几乎完全是瓶装饮料的平替；随着价格带的上移，喜茶、奈雪等更多使用新鲜水果、芝士乳的现制水果茶则更多体现为升级的需求。

“升级”、“替代”的本质是创新能力更强。对比传统的饮料、咖啡，现制茶饮基于不同种类的原材料、配方比例和制作手法下创新难度相对更低，SKU 丰富也匹配当下消费者多元化的选择需求。

图 1：现制茶饮的生意模式



资料来源：招商证券

表 1：现制茶饮和瓶装饮料的区别

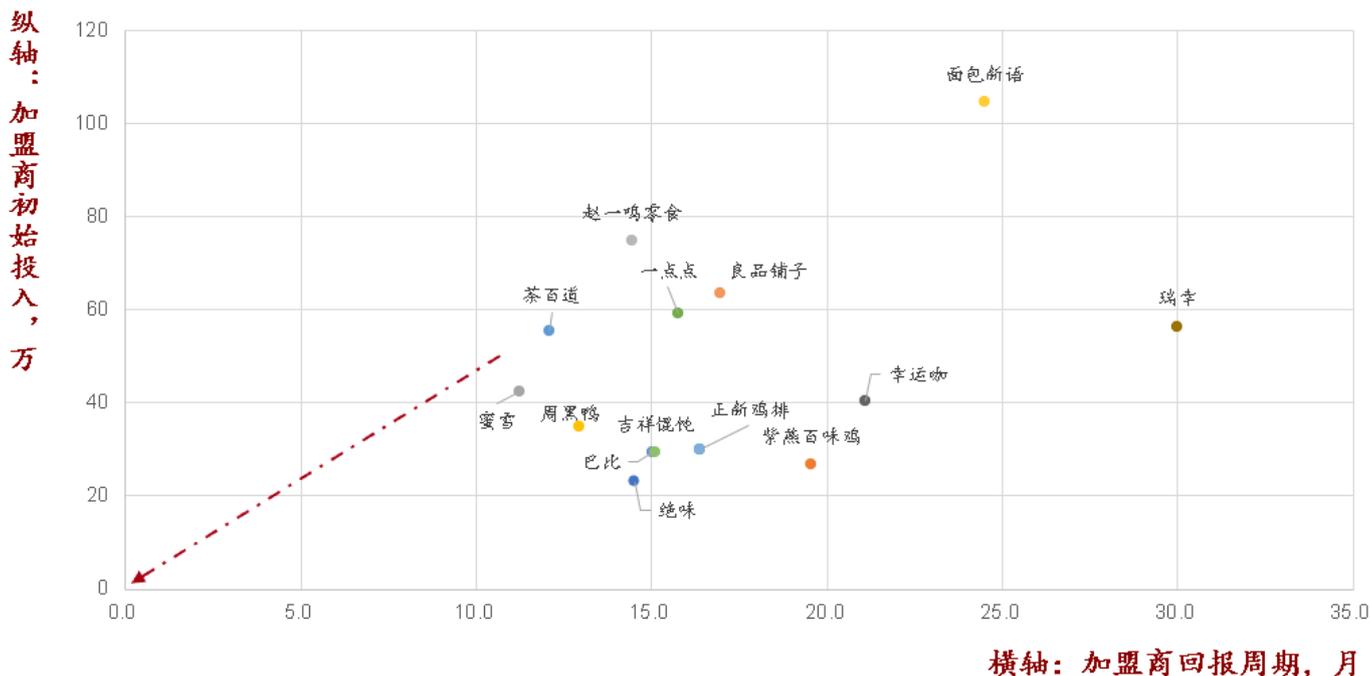
	现制茶饮	瓶装饮料
消费场景	随餐、社交	随餐
消费频次	较低（平价茶饮更高）	较高
竞争要素	性价比、便利性、品牌力	渠道力、品牌力
优势	新鲜、可选择种类更多	部分成瘾性高（可乐、红茶）
区域性	强	弱
消费特点	冲动消费多，关注口味/性价比	粘性消费多，自饮、礼赠

资料来源：招商证券

2、生意特征：追求初始投资低、赚快钱

现制茶饮是赚快钱的生意，波动大导致寻求更低的回报周期。相对于卤味类生意，现制茶饮门店的前期投入、人工等成本相对更高，从而对单店的销售额要求更高。现制茶饮尤其是奶茶类品牌及产品更迭速度较快，客户黏性相对较难以维持，生命周期较为短暂，促使投资人更偏向初始投入低、回报周期短（更偏向于左下角）的品牌和门店。

图 2: 各连锁业态投入资本和加盟商回报周期的比较



资料来源: 渠道调研、招商证券

3、现制茶饮行业概况

(1) 行业规模: 三千亿规模, 成熟期已至

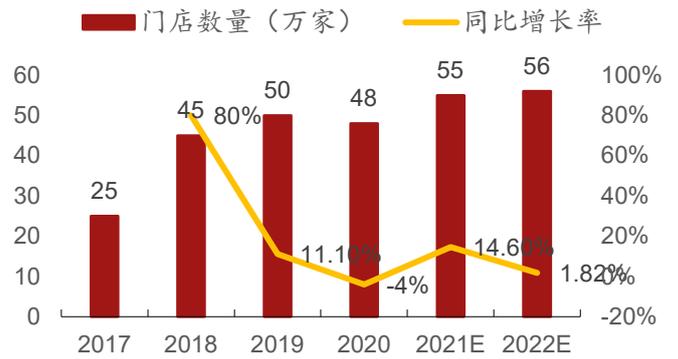
规模和门店增速放缓, 现制茶饮行业步入成熟期。根据灼识咨询, 中国现制茶饮的市场规模由 2017 年的 1488 亿元增长至 2022 年的 4213 亿元, 年复合增长率为 23.1%, 预计到 2028 年中国现制茶饮的市场规模达 11805 亿, 22-28 年 CAGR 约为 18.7%。从门店数量看, 2021 年现制茶饮达到超过 50 万家, 结合 30 家典型茶饮品牌 2022 年上半年拓张情况 (开店 7000 余家, 净扩张 3800 家), 整体门店数量增速也呈现放缓趋势。整体来看, 中国现制茶饮经历 5 年左右快速扩容后进入初步成熟期。

龙头着力强化自身壁垒, 行业竞争预计呈现激烈有序。在行业从增量竞争转入存量竞争的背景下, 龙头企业决策将更多着力强化自身壁垒, 行业竞争格局预计将呈现激烈有序。

图 3: 中国现制茶饮市场规模及增速情况



图 4: 中国现制茶饮门店数量



资料来源: 灼识咨询、公司招股说明书、招商证券

资料来源: Mob 研究院、GeoQ Data、招商证券

(2) 发展阶段: 分层竞争, 效率制胜

新式茶饮加快培育消费认知, 高质平价异军突起。中国现制茶饮发展历程经历了奶茶粉冲兑街边小店到加盟模式主导的标准化门店, 再到高端新式茶饮几个主要阶段。近年来高端品牌凭借高品质产品和互联网营销加快消费者认知驱动, 茶饮赛道规模快速扩张。同时消费者认知增强也推动市场不断下沉, 定位“高质平价”的茶饮品牌同样取得较快的规模增速。

分层竞争, 效率制胜。从现制茶饮行业的结构发展上看, 我们认为蜜雪冰城一类的大众价位带茶饮品牌的快速发展并不是“消费降级”, 而是消费者渗透率和认知率不断增强的表现, 低价位带更容易覆盖更下沉的市场。对于未来的竞争格局判断, 我们认为未来高低价位带或呈现分层竞争, 长期共同竞争要素为供应链效率、前中后台标准化协同和品牌力。

表 2: 中国现制茶饮发展历程

	1990-1995 茶粉调制冲兑时代	1996-2015 加盟标准化茶饮时代	2016-至今 新式高品质茶饮	总结及未来趋势
原料使用	奶茶粉	奶茶粉+茶渣+辅料	鲜奶、鲜果、鲜茶、芝士	<ul style="list-style-type: none"> 高品质茶饮加快消费者认知和粘性培育, 市场不断下沉进而推动“高质平价”价位带快速发展。 高低价位带呈现分层竞争, 供应链效率、前中后台标准化协同和品牌力为长期共同竞争要素。
价位区间	10元以下为主	10-20元	20元以上	
消费渠道	学校周围、街边小店	商圈标准化门店、交通枢纽	商圈门店、外卖、购物中心	
目标客群	年轻群体、学生	年轻群体、学生	一二线城市上班族、学生	
消费目的	尝鲜、休闲娱乐	休闲娱乐、随餐	休闲娱乐、社交活动	
主导因素	便捷性	渠道力、部分营销力	品牌力、产品力、营销力	
代表品牌	基本无品牌化意识	蜜雪冰城、Coco、快乐柠檬	喜茶、奈雪的茶、乐乐茶	

资料来源: 青投智库、Mob 研究院、招商证券

图 5：现制茶饮的产业链上下游



资料来源：艾媒咨询、招商证券

(3) 品牌打法：高端造品牌，中端打差异，低端抢下沉

中国现制茶饮品牌众多，蜜雪冰城门店数明显领先。随着居民消费水平提升及个性化、差异化需求的兴起，中国现制茶饮行业品牌百花齐放。根据窄门餐眼的数据显示，目前我国拥有奶茶饮品品牌 3083 个，门店数排名前五品牌分别为蜜雪冰城、古茗、茶百道、沪上阿姨和书亦烧仙草，其中蜜雪冰城品牌以超过 3w 家门店数处于明显领先地位。

高端造品牌，中端打差异，低端抢下沉。分价位带看，高端主要玩家为喜茶、奈雪的茶、乐乐茶等直营门店品牌，通过高品质原材料生产高品质产品，形成强品牌认知。中端主要玩家主打差异化，如 Coco、一点点引自中国台湾、茶百道定位“鲜果+中国茶”、书亦烧仙草主打“仙草植物基”七分甜突出芒果产品特色等。低端价位带主要玩家以强大性价比抢占下沉市场，定位“高质评价”，如蜜雪冰城、益禾堂、甜啦啦等已经形成一定的规模。

图 6：中国现制茶饮分价位带主要玩家



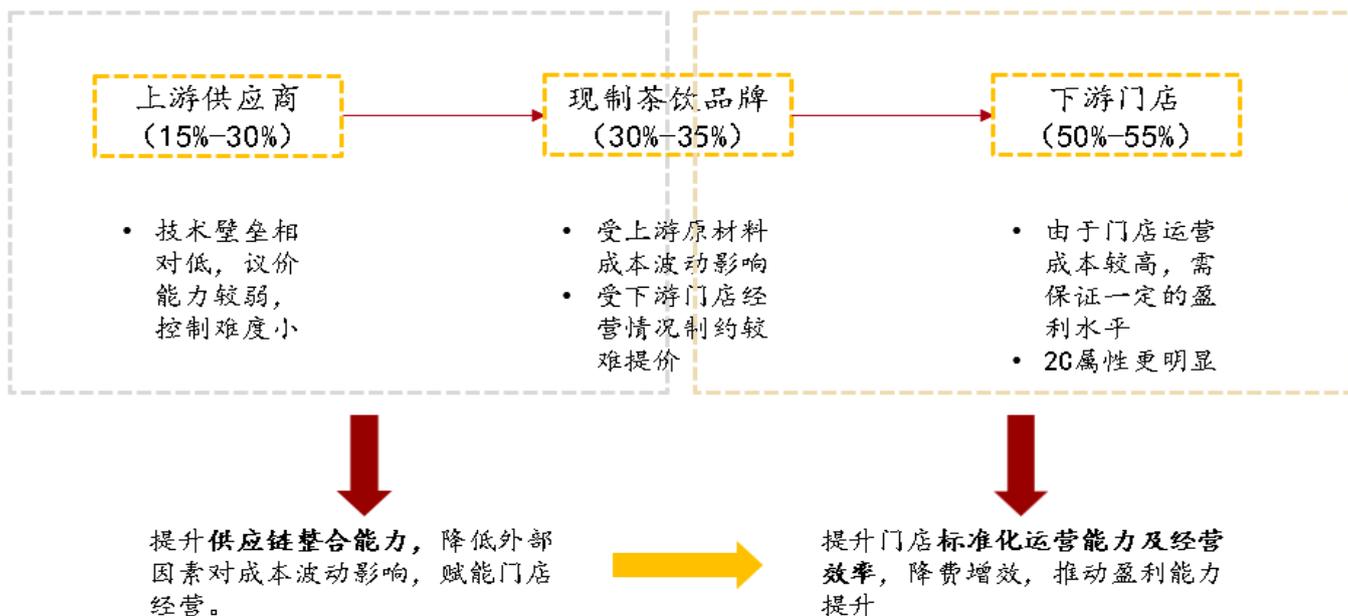
资料来源：Foodaily、招商证券

(4) 盈利能力：产业链越下游，盈利能力越强

产业链越下游盈利能力越强。从产业链的利润分布结构看，越靠近下游盈利能力越强。以加盟模式为例，上游原材料供应商、现制茶饮品牌自身、下游门店的毛利率约为 15%-30%、30%-35%、50%-55%，主因越靠近下游品牌溢价越强、2C 属性更明显及其他费用支出较高。

原材料为主要成本来源，供应链整合和标准化管理提升盈利能力。从成本端来看，原材料为主要来源，对于品牌商和门店运营商而言，提高供应链整合和标准化运营能力、降低成本及费用，提升运营效率是盈利能力提升的关键。

图 7：现制茶饮的产业链利润分布结构



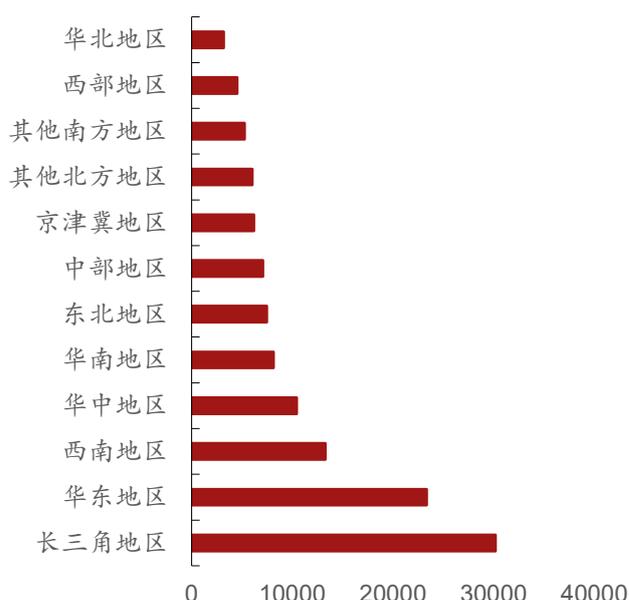
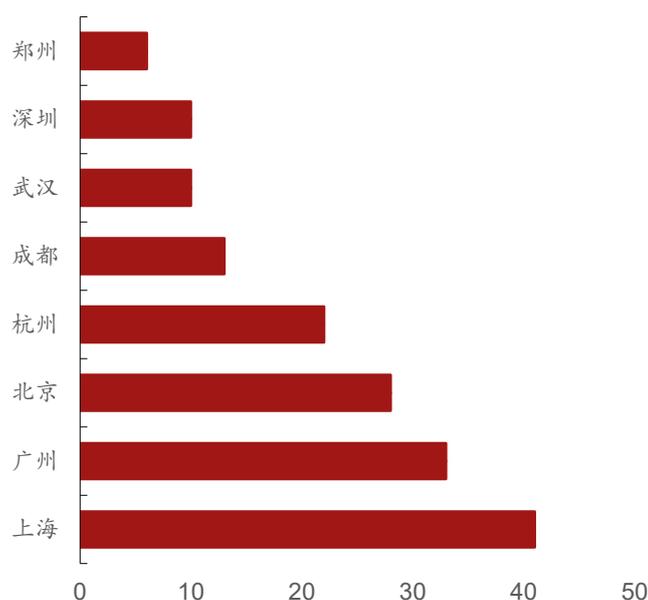
资料来源：艾瑞咨询、招商证券

(5) 区域分布：南方和一线城市更密集

南方市场门店数量更多，一线新一线城市品牌更聚集。现制茶饮文化由中国台湾地区传入，南方区域（西南、华东、华南等）受教育时间更久，此外南方地区偏甜的口味特点也使得新式现制茶饮在南方地区更受欢迎，拥有的新式茶饮品牌和门店数量明显领先于其他区域，北方地区（东北、华北、中西部地区）相对而言潜在消费者数量更多。从城市分布看，一线及新一线城市品牌数量聚集，与其消费能力更强、消费需求更旺盛相关。

图 8：2021 年中国不同城市新式茶饮品牌数量（个）

图 9：2021 年中国不同地区新式茶饮门店数量（个）



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

资料来源：艾瑞咨询、招商证券

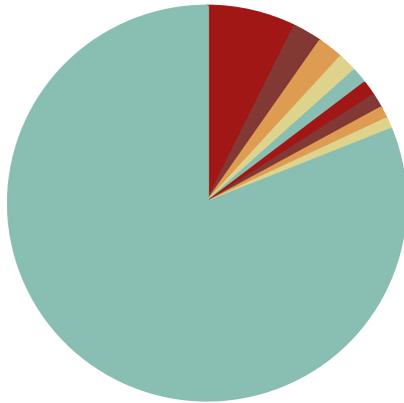
4、现制茶饮新趋势

(1) 趋势一：标准化、供应链建设

标准化、供应链建设推动集中度提升。生产端行业技术壁垒不高导致进入门槛相对较低，部分品牌追求快速扩张忽视原料把控和前期加工投入，导致产品稳定性差，消费者体验不佳。随着行业进入初步成熟期，头部企业逐步在供应链发力，建立涵盖上游供应商到下游门店的全渠道标准化高效运营体系，保证产品稳定性的同时降低成本，市场集中度有望快速提升。

图 10: 中国现制茶饮品牌目前集中度较低

■ 蜜雪冰城 ■ 古茗 ■ 茶百道 ■ 沪上阿姨 ■ 书亦烧仙草
 ■ 甜啦啦 ■ 益禾堂 ■ CoCo ■ 霸王茶姬 ■ 其他



资料来源: Mob 研究院、窄门餐眼、招商证券

供应链优势助力实现产品同质化破局。中低价位带品牌受制于成本压力，普遍采用低价格原料组合方式打造所谓“差异化”产品矩阵，实际产品缺乏创新。强大的供应链可实现产品同质化破局，甚至可以利用供应链协同打造爆款产品（如瑞幸+椰树推出的椰云拿铁）。

(2) 趋势二：品牌营销突围

消费需求转变，品牌营销俘获心智。随着消费群体的代际更迭和消费需求的不断变化，新一代年轻消费群体对于产品的个性化和悦己消费更为关注，自我认知性和自我决策不断增强。现制茶饮品牌也不断通过跨界联名、打造周边 IP 产品、直播、宣传广告等全维度多场景的营销手段不断强化消费者认知，传递品牌文化的同时获取消费认同，以“营销”实现突围。

表 3: 现制茶饮品牌采用多种营销方式俘获消费者心智

现制茶饮品牌	近期部分品牌营销动作
喜茶	2022年接连合作彩妆品牌3CE、电视剧梦华录、日本知名时装设计师藤原浩等，打造联名产品、周边、体验区等。2017年至今，喜茶共做过约80场跨界联名活动，涵盖食品、美妆、服饰鞋包等多个领域。
奈雪的茶	2022年6月，奈雪的茶推出“奈雪币”和虚拟股票活动，2021年12月，奈雪的茶围绕自主IP“奈雪女孩”发售了“NAYUKI” NFT 艺术品盲盒。
乐乐茶	2022年8月乐乐茶发布了首支品牌宣传片《我的快乐，就在此刻》，以吐槽式文案思考人生哲学，充当年轻人的互联网嘴替；2022年5月，乐乐茶与粽子品牌诸老大联名推出端午礼盒：粽头戏。
CoCo都可	2022年6月、7月，CoCo分别进行了“果味一夏”与“老字号冰室”官方抖音直播，在直播主题和场景布置上，积极迎合Z世代的口味及信息接受习惯，渲染轻松活泼的气氛，获得年轻人的关注。
一点点	2022年6月1日，以儿童节为契机打造限定新品“六一迷你杯”，营造“超龄儿童也要快乐”的新式风潮，迎合年轻人的猎奇心理。
七分甜	2022年6月，七分甜与英太青推出减压饮品“杨枝甘露清爽版”，洞察职场人群现状，聚焦群体压力来源，引发消费群体的共鸣。
蜜雪冰城	2022年6月，“雪王黑化”，将外卖平台、微信公众号以及抖音号的头像从白色雪王变成了黑色雪王，相关话题阅读次数超过5亿，最终目的是为自己的新单品造势。
益禾堂	2022年5月，依托上市10年的益禾烤奶和“520表达爱”的主题，营造#10万个爱烤奶的理由#话题，获得4亿+全网总曝光量，10万+全网总讨论量，3天内火上3次微博热搜。
甜啦啦	2022年8月，甜啦啦发起#自带桶来甜啦啦#活动，全网获取近6亿曝光量，线上平台使用“熊黑蛋的水果茶”特效吸睛，线下自带容器享受半价水果茶优惠

资料来源: 各品牌官方微信公众号、品牌官网、咖门、小马宋、招商证券

(3) 趋势三：社区化消费场景扩容

商业综合体增速放缓，空置率较高。近年来驱动中国现制茶饮消费认知、推动行业快速发展的高价位带茶饮品牌门店多开于大中型商业综合体中，匹配其消费场景和相对较高的消费水平。而从近年的数据来看，中国商业综合体数量扩张明显放缓，平均空置率较高（2021年为9%，相比2019年提升3pcts）。

社区消费场景扩容，利好低价位带茶饮品牌发展。本质上看，商场类似公域流量，需要不断强化自身品牌力获取客户认知，疫情导致的场景缺失极大的损耗了前期培育的消费粘性。而社区更类似私域流量，核心是创造更具性价比的产品和更为舒适便利的服务，疫情期间消费者社区活动时长被动增加，社区化消费也更加贴合消费者需求。近年来社区型便利店占比呈现不断提高的趋势，从19年的30%左右提高至21年的58.7%，22年回落至48%，门店选址布局仍以社区为主。从现制茶饮行业看，社区附近适合低价格带品牌布局，以投资小、规模小、数量多抢占点位，主动营销获取复购，锁定消费者粘性。

图 11：中国商业综合体数量增速放缓

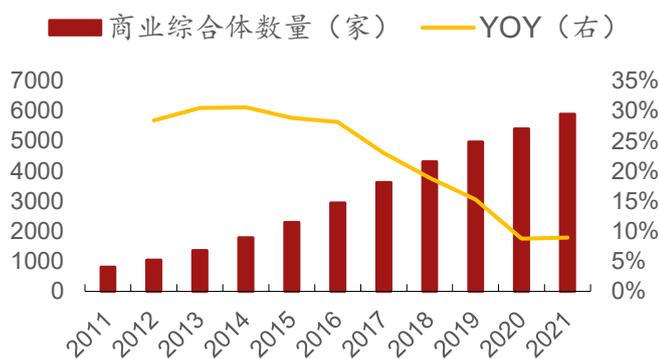
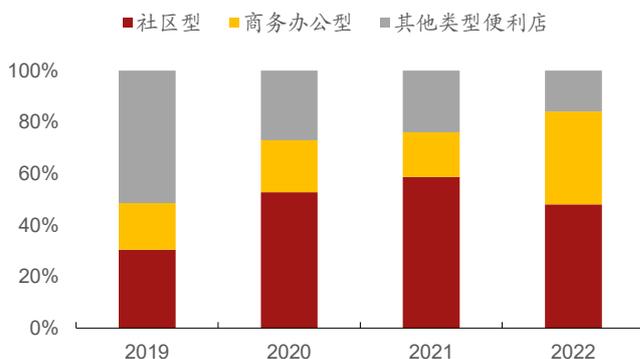


图 12：社区型便利店占比呈现不断提高的趋势



资料来源：赢商大数据、招商证券

资料来源：毕马威中国《2022年中国便利店发展报告》、招商证券

5、低端现制茶饮：三线以下空间广阔，区域正面竞争将至未至

平价现制茶饮品牌蜜雪一枝独秀，28年规模预计达到3887亿。根据蜜雪冰城招股说明书，2022年平价现制饮品（产品单价不高于10元）终端市场规模约为1071亿（占总体25%），过去5年CAGR为22.5%；预计2028年市场规模将达到3887亿元，CAGR为24.0%。蜜雪冰城饮品的主要价格带为2-8元，2023年预计平价现制饮品市场规模为1379亿，而蜜雪冰城前九个月的终端零售额就达到了346亿，这部分占比25%。

低端茶饮品牌主要采取加盟模式运营，匹配性价比+便捷性需求。低价位带茶饮品牌初始投资相对较低，主要以加盟模式快速展店，收入模式为收取加盟管理费、原材料费等。从供需关系看，低价位带消费者更关注产品性价比和获取便捷性，结合盈利模式，品牌商突围之道体现在两个方面：一是强供应链降低成本打造性价比优势，二是深度区域加密+严格标准化管理抢占市场份额，实现规模效应。

图 13: 低端茶饮店终端规模及增速

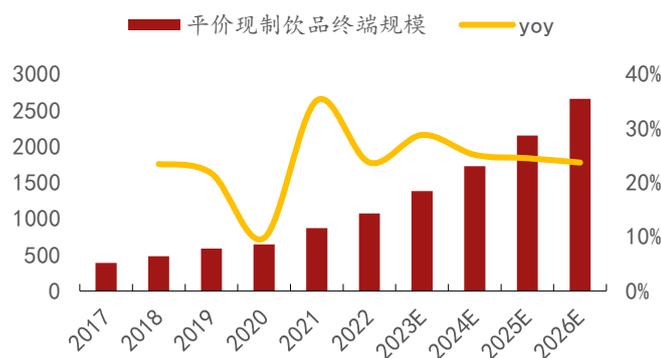
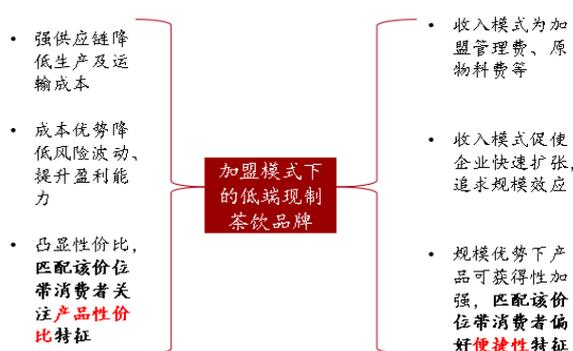


图 14: 低端现制茶饮品牌商业模式以加盟为主



资料来源: 公司招股说明书、招商证券 (注: 平价现制饮品指产品单价不高于 10 元) 资料来源: 招商证券

三线以下空间广阔, 区域正面竞争将至未至。“小镇青年”推动现制茶饮品牌下沉, 三线及以下空间广阔。随着经济发展和城镇化进程不断推进, 下沉城市的基础设施、商业配套日益完善, 三线及以下城市新式茶饮门店规模持续提升。美团美食数据显示, 2022 年下沉市场现制茶饮订单占比已提升至 20.55%, 相较 2020 年提升近 5pcts。

图 15: 现制茶饮品类不同线级城市门店数分布

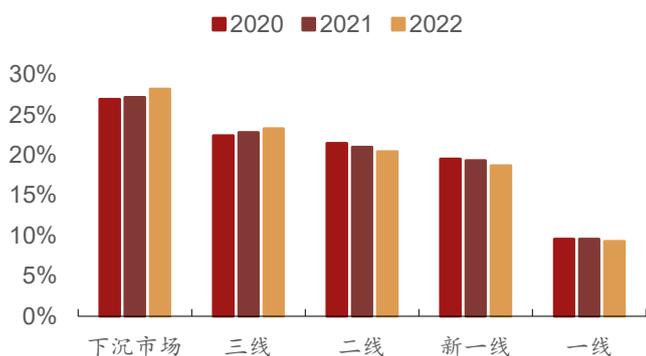
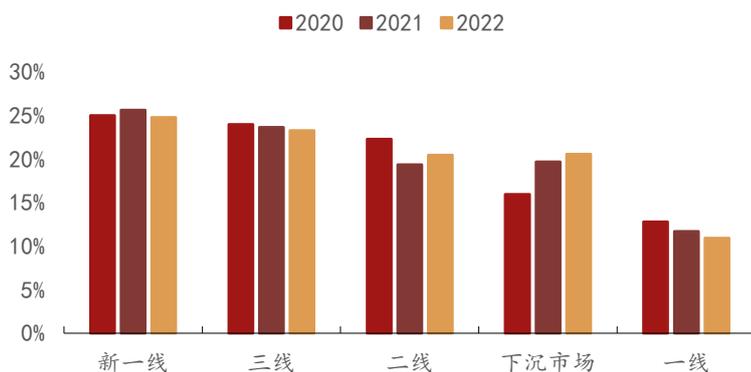


图 16: 现制茶饮品类不同线级城市订单数分布



资料来源: 美团、咖门《2022 茶饮品类报告》、招商证券 资料来源: 美团、咖门《2022 茶饮品类报告》、招商证券

低端茶饮品牌仍处于区域扩张阶段, 正面竞争将至未至。以蜜雪、益禾堂、甜啦啦三家主要低端现制茶饮品牌为例, 蜜雪主要开店区域为河南、重庆、四川等; 益禾堂主要开店区域为广西、广东、福建等; 甜啦啦主要开店区域集中在安徽省, 目前整体呈现分散竞争态势, 随着各品牌开店数量不断增加, 长三角、珠三角、川渝等区域或将迎来各品牌更加激烈的正面竞争。

表 4: 低端茶饮主要品牌前十大开店城市

蜜雪冰城	甜啦啦	益禾堂
郑州 (709)	阜阳 (370)	南宁 (176)
重庆 (694)	亳州 (263)	广州 (164)
成都 (631)	蚌埠 (206)	福州 (114)
西安 (617)	南阳 (203)	柳州 (106)
武汉 (419)	合肥 (188)	保定 (97)
广州 (385)	淮南 (163)	东莞 (93)
上海 (379)	邢台 (133)	深圳 (90)
北京 (366)	宿州 (125)	重庆 (86)
合肥 (339)	六安 (123)	长沙 (86)
天津 (314)	平顶山 (121)	泉州 (82)

资料来源: 窄门餐眼、招商证券

6、竞争格局: 蜜雪具备先发优势, 性价比+便捷性驱动发展

主流竞争品牌较少, 蜜雪冰城具备先发优势。低端现制茶饮(产品平均单价在 10 元以下)的目前主要竞争品牌有蜜雪冰城、甜啦啦、益禾堂等, 其中蜜雪冰城具备先发优势处于行业绝对领先地位, 截至 2023 年三季度末全球门店数量已经超过 36000 家; 2015 年开放加盟的安徽品牌甜啦啦门店扩张迅速, 目前已突破 6000 家; 2012 年创立的益禾堂目前门店数量超过 5600 家, 但增速相对放缓。

中端价位带品牌不易向下抢占市场, 中长期更看内功修炼。通过对比品牌经营情况, 处于中端价位带的 CoCo 都可、一点点、七分甜、茶百道等品牌门店投资回收期相对更高, 降价也受成本制约影响, 叠加行业竞争激烈现状, 其降低价格冒险向下抢占市场概率不高。中长期来看, 低价位带现制茶饮外部冲击较小, 其发展更看自身内功修炼。

表 5: 中低端茶饮品牌基本信息对比

	logo	平均单价	创立时间	总部城市	覆盖城市	门店数量	2021新增	近三年平均开店	门店毛利率
蜜雪冰城		6-7元	1997年	河南郑州	364	28000+	7000+	5144	约50%
甜啦啦		7-8元	2015年	安徽蚌埠	310	5939	2000+	1074	约55%
益禾堂		8-10元	1997年	湖北武汉	292	5172	1275	1658	约55%
CoCo都可		10-12元	2012年	中国台湾 上海	229	4370	862	972	约50%
一点点		13-15元	1994年	中国台湾 上海	118	3016	500	728	约50%
茶百道		13-15元	2008年	四川成都	343	8123	2845	1574	约50%-55%
七分甜		13-15元	2015年	江苏苏州	163	1314	412	348	约60%

资料来源: 窄门餐眼、各品牌官网、招商证券

甜啦啦 VS 蜜雪冰城: 蜜雪规模领先, 中长期更看内功修炼

甜啦啦兴起原因：甜啦啦现阶段可以认为是 mini 版的蜜雪冰城，定位精准（高质平价）+爆款产品塑造（一桶水果茶）+自主生产+高效运营管理，同时通过门店快速加密铺设以迅速强化影响力。

短期威胁不大，更多扮演追随者角色。从甜啦啦的经营情况看，其产品及价格定位、供应链布局、管理运营等均十分相似，无明显比较优势（管理人员更加密集与门店数量较小有关）。而蜜雪冰城凭借先发优势实现强大的规模领先，同时曝光度和品牌影响力也更强，综合判断甜啦啦短期威胁不大。但仍需注意的是，低端现制茶饮品牌技术壁垒相对较低，核心竞争力的塑造更多来源于“人”的投入及规划，从这个角度看，蜜雪冰城长期仍有追赶者存在可能。

表 6：蜜雪冰城对比甜啦啦

	蜜雪冰城（1997年，郑州）	甜啦啦（2015年，安徽）
门店数量	28000+	5900+
定位	高质平价	更平价、更新鲜的鲜果茶
门店分布	一二线：三四线：五线及以下=42:44:14	一二线：三四线：五线及以下=18:67:15（更下沉）
爆款产品	柠檬水（4元，700ml，年销量约4.5亿杯） 满杯百香果（7元） 草莓摇摇奶昔（6元） 港式杨枝甘露（8元） 魔天脆脆冰淇淋（3元）	一桶水果茶（10元，1000ml，年销量约1.2亿杯） 霸气百香果（7元） 草莓酸奶摇摇茶（7元） 杨枝甘露（10元） 原味冰淇淋（3元）
供应链	自建生产基地，原料自主生产，稳定可控的同时具备一定价格优势	
高效管理	督导巡店（40-50店/人、门店监控、店长强制巡店）	区域经理加密（20店/人）、总监巡店、董事长热线、反腐热线、私车公用
文化	兄弟文化“人人有事干、事事有人干”	精诚合作，财富共享
不同点	一线城市开店（1000+） 新一线城市开店（5000+）	一线城市开店（50+） 新一线城市开店（200+）

资料来源：甜啦啦官网、蜜雪冰城官网、窄门餐眼、渠道调研、招商证券

7、低端现制茶饮关键看点

（1）看点①——单店模型

加盟模式下单店模型是关键看点。单店模型决定经销商加盟意愿，是低端茶饮品牌快速扩张的重要决定因素。单店模型直接表现为资金初始投入、回本周期（订单密度、月利润额）等，又与自身品牌形象、供应链运营能力、管理、营销等内部动能息息相关。原料食材、店铺租金、员工薪酬构成加盟门店主要成本。从加盟门店成本构成看，原料食材、店铺租金、员工薪酬占据主要部分，三者占比超过 80%。

图 17: 现制茶饮加盟模式驱动因素

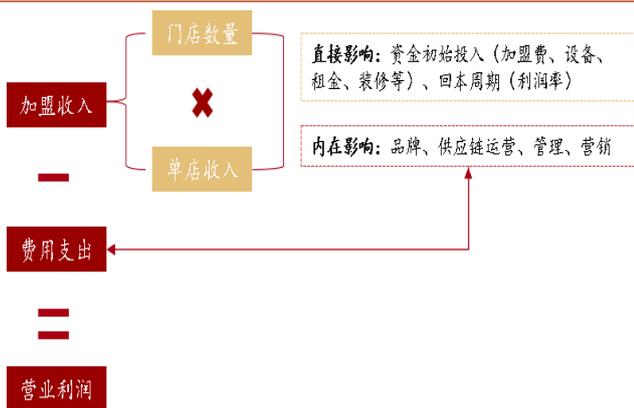
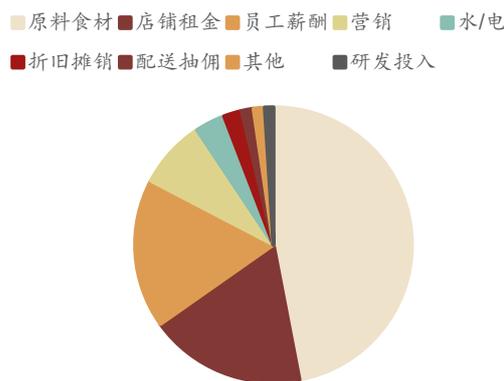


图 18: 中国新式茶行业加盟模式成本构成



资料来源: 招商证券

资料来源: 艾媒咨询、招商证券

单店模型对比结果:

- (1) 蜜雪单店收入优势明显, 品牌力强推动日单量多;
- (2) 初始投资有一定的优势(调研显示更多体现在管理层面, 隐形支出较少, 盈利稳定)。

表 7: 单店模型对比

	蜜雪冰城 (平均水平)	蜜雪 (自贡)	甜啦啦 (张家口)	甜啦啦 (顺德, 大店)	益禾堂	茶百道 (成都本地)	一点点
单店日收入	3667	2700	2500	3500	2500	5000	3500
月收入	110000	81000	75000	105000	75000	150000	105000
毛利率	50%	50%	50%	50%	55%	50%	60%
月毛利	55000	40500	37500	52500	41250	75000	63000
人工	12000	11200	12000	12000	12000	20000	15000
租金	10000	5000	6000	12000	12000	10000	10000
水电	5000	4000	4000	6000	4000	6000	5000
加盟费	0	0	0	0	0	3000	3000
其他 (包括管理咨询费用等)	1000	1000	1000	1000	0	0	0
人工%	11%	14%	16%	11%	16%	13%	14%
租金%	9%	6%	8%	11%	16%	7%	10%
水电%	5%	5%	5%	6%	5%	4%	5%
月净利润	27000	19300	14500	21500	13250	36000	30000
月净利率	24.5%	23.8%	19.3%	20.5%	17.7%	24.0%	28.6%
现金回收期	11	14	19	16	21	12	16
期初投资(不含租金、加盟费)	303000	277000	268800	335000	280000	435000	472500
期初投资	423000	337000	340800	479000	424000	555000	592500
其中: 租金	120000	60000	72000	144000	144000	120000	120000
设备	80000	100000	100000	100000	80000	150000	150000
装修	80000	80000	80000	100000	85000	80000	100000
加盟费	33000	27000	28800	35000	70000	100000	82500
保证金	20000	20000	10000	10000	10000	15000	50000
初始物料投入	60000	30000	30000	60000	35000	50000	50000
初始经营成本	30000	20000	20000	30000	30000	40000	40000

资料来源: 茶百道招股说明书、渠道调研、亿欧新消费、虎嗅、招商证券

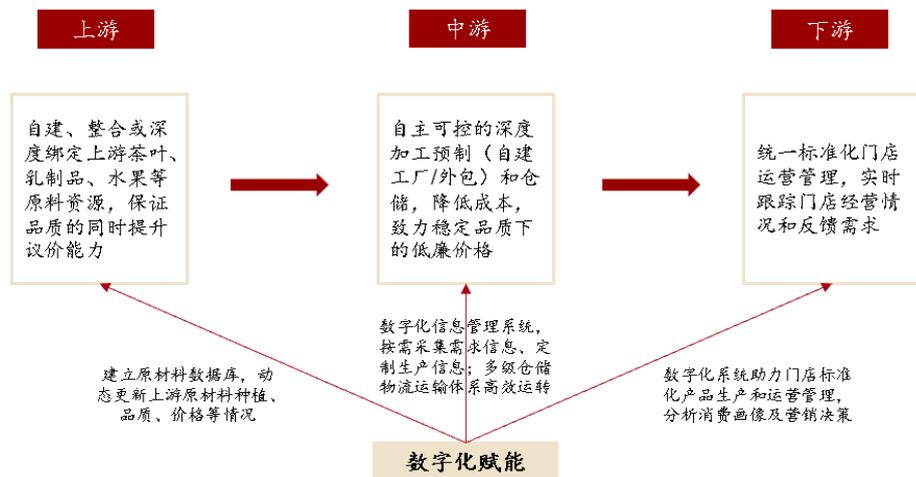
(2) 看点②——供应链与数字化效率

现制茶饮产品迭代速度快, 供应链打造坚实壁垒。现制茶饮进入门槛低、产品技术难度小、可复制性极强, 叠加消费者对单一产品本身粘性较弱, 产品力较难形成长期壁垒。因此, 从品牌及门店盈利角度来看, 优秀单店模型的长期维持需要源源不断的内在动能, 其中供应链、数字化为主要驱动因素。

供应链致力稳定品质+低廉价格, 数字化赋能提升运营效率。通过整合或深度合

作上游供应商，可以在确保原材料品质的基础上提升议价能力，中游深度加工自主可控进一步降低成本，下游物流运输管理降低运输成本，数字化管理运营可实现采购、生产、配送运输全流程高效管理，全面提升运营效率。

图 19: 低端现制茶饮供应链整合及数字化赋能



资料来源：公司招股说明书、招商证券

8、咖啡行业现状与趋势

1) 行业现状：消费理念持续培育，现磨市场快速扩容

我国人均咖啡消费量低，现磨咖啡占比较小。相对于历史悠久的茶饮而言，中国咖啡市场的演化进程相对较短，人均消费量相比其他国家较低，消费者培育仍不充分。艾瑞咨询报告显示，2020 年我国咖啡市场中，速溶咖啡占比为 52.4%，而现磨咖啡占比 36.5%，占比较低主要是由于价格昂贵及消费不便所致。

咖啡消费理念持续培育，现磨咖啡市场规模快速提升。随着城镇化进程加速及居民生活水平的提高，咖啡消费理念持续得到培育，线上外卖规模的加速、咖啡品牌不断的推陈出新也满足了消费者便捷化、个性化、多元化的需求，推动现磨咖啡门店数和消费量快速提升，灼识咨询报告显示，现磨咖啡市场的终端零售规模从 2017 年的 230 亿元增长到 2022 年的 1179 亿元，CAGR 为 38.7%。

连锁咖啡占比较低，市场份额提升空间大。根据德勤数据显示，2020 年中国咖啡馆数量达到 10.8 万家，其中连锁咖啡馆仅占比 13%，行业集中度较低。随着咖啡消费的持续渗透，稳定品质（高品质或高性价比）和品牌力愈发关键，根据公司招股说明书，现磨咖啡店的连锁化率预计将从 2022 年的 27% 上升至 2028 年的 55%，连锁品牌市场份额有望进一步提升。

图 20: 中国人均咖啡饮用量较低 (杯/年)

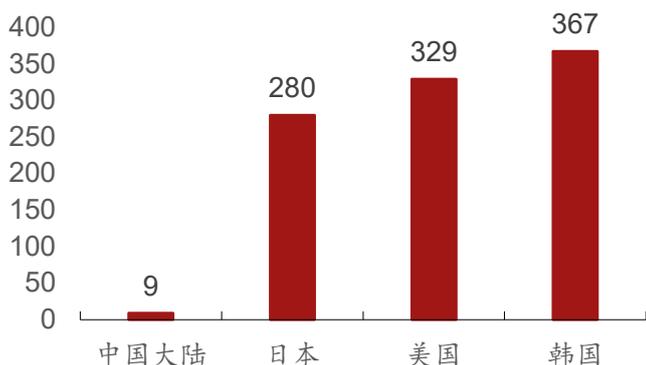
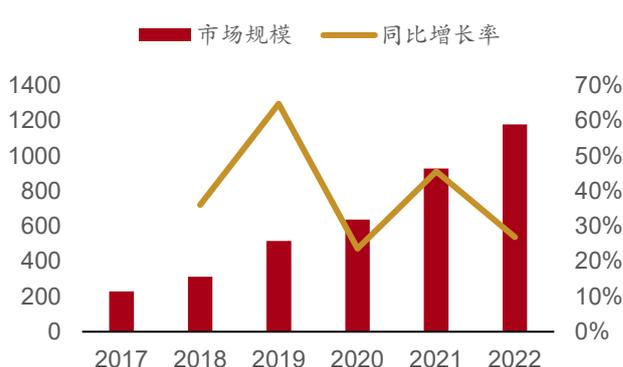


图 21: 中国现磨咖啡市场终端零售规模快速提升 (亿元)



资料来源: 德勤咨询《中国现磨咖啡行业白皮书》、招商证券

资料来源: 招股说明书、招商证券

星巴克打造“第三空间”概念影响深远，瑞幸主打性价比逐步改变认知。1999年星巴克进入中国内地市场以来，已开设约6000家门店，其营造的介于家庭和工作环境之间的“第三空间”概念对中国消费者影响深远，现制咖啡在长时间更多维持高端、社交的形象。而瑞幸咖啡主打其空缺的中低价位带，以平价但不弱的品质赢得学生、普通上班族的认可，逐步改变消费者认知。

新式茶饮品牌进军咖啡赛道，实现目标客群扩展。新式茶饮品牌基于已有的原料供应商、研发能力、渠道能力和营销推广的积累，利用水果、燕麦、椰奶等多种食材形成“茶饮+咖啡”、“鲜果+咖啡”等新式融合品类，实现目标客群的进一步拓展。

表 8: 中国现制咖啡行业主要玩家情况

品牌	定位	客单价	门店数	一线城市占比	经营模式	产品矩阵	成立/进入中国时间	门店面积 (m²)
星巴克	商务第三空间	40元	7700+	35%+	直营+加盟	咖啡+甜品	1999	200
Manner	小店精品性价比	23元	1100+	约90%	直营	咖啡	2015	20-50
Costa	第三空间现磨+即饮	35元	435	50%+	直营	咖啡+甜品	2006	120-250
太平洋咖啡	商务第三空间	35元	245	约30%	直营+加盟	咖啡	1992	80-150
Tims	食品、性价比	30元	500+	60%+	直营+加盟	咖啡+甜品	2019	80-150
瑞幸	性价比、小店	15-20元	18000+	23%	直营+加盟	咖啡	2018	20-60
Mc cafe	依托快餐、性价比	20-25元	2500左右	50%	直营+加盟	咖啡+甜品	2009	60
幸运咖	超级性价比	8元	2800+	0.8%	直营+加盟	咖啡+茶饮+冰淇淋	2017	35-40

资料来源: 各品牌官网、官方小程序、窄门餐眼、招商证券

(2) 行业新趋势: 新式茶饮品牌进军融合

新式茶饮品牌进军咖啡赛道，实现目标客群扩展。新式茶饮品牌基于已有的原料供应商、研发能力、渠道能力和营销推广的积累，利用水果、燕麦、椰奶等多种

食材创新现磨咖啡产品，打造品类更为多样、口感更为丰富的新式咖啡，实现目标客群的进一步拓展。

设立咖啡子品牌，构建第二增长曲线。除现制茶饮品牌自身推出咖啡产品外，部分品牌也单独设立咖啡子品牌，如蜜雪冰城设立幸运咖子品牌、7分甜设立新咖啡品牌“轻醒”咖啡等，但整体产品结构仍偏向“茶饮+咖啡”、“鲜果+咖啡”等新式融合品类。

表 9：新式茶饮品牌推出咖啡品类

品牌名称	产品名称	原料构成	产品价格
喜茶	波波咖啡	现萃咖啡	18元
	生打椰拿铁	生打椰乳、现萃咖啡、椰奶冻	17元
奈雪的茶	焦糖饼干拿铁	焦糖、饼干、生椰、咖啡	25元
	青提拿铁	青提、牛乳、咖啡	22元
CoCo都可	珍珠生椰咖啡	珍珠、生椰乳、咖啡	16元
	真醇花生拿铁	花生、咖啡、牛奶	17元
古茗	生椰拿铁冰淇淋	生椰乳、冷萃咖啡、椰香冰淇淋、烤椰丝	16元
7分甜	芒果生椰拿铁	芒果、椰奶、冻干咖啡液	18元
一点点	焦糖拿铁奶茶	红茶、咖啡、焦糖、牛乳	15元
蜜雪冰城	美式咖啡	美式咖啡	4元
	拿铁咖啡	牛乳、咖啡	6元
	生椰拿铁	椰浆、咖啡	7元
甜啦啦	生椰拿铁	椰浆、咖啡	10元

表 10：新式茶饮品牌布局咖啡赛道

茶饮品牌	旗下/投资咖啡品牌	成立/投资时间
蜜雪冰城	成立咖啡品牌幸运咖	2017年9月
甜啦啦	成立果咖品牌卡小逗	2022年6月
喜茶	开立快闪店“喜小咖” 投资 seesaw coffee 投资少数派咖啡	2020年9月 2021年7月 2022年6月
KOI	成立咖啡品牌KOI café	2021年5月
乐乐茶	成立咖啡品牌豆豆乐咖啡	2022年2月
书亦烧仙草	投资DOC咖啡	2022年4月
茶颜悦色	成立咖啡品牌鸭屎咖啡	2022年8月

资料来源：各品牌小程序、招商证券

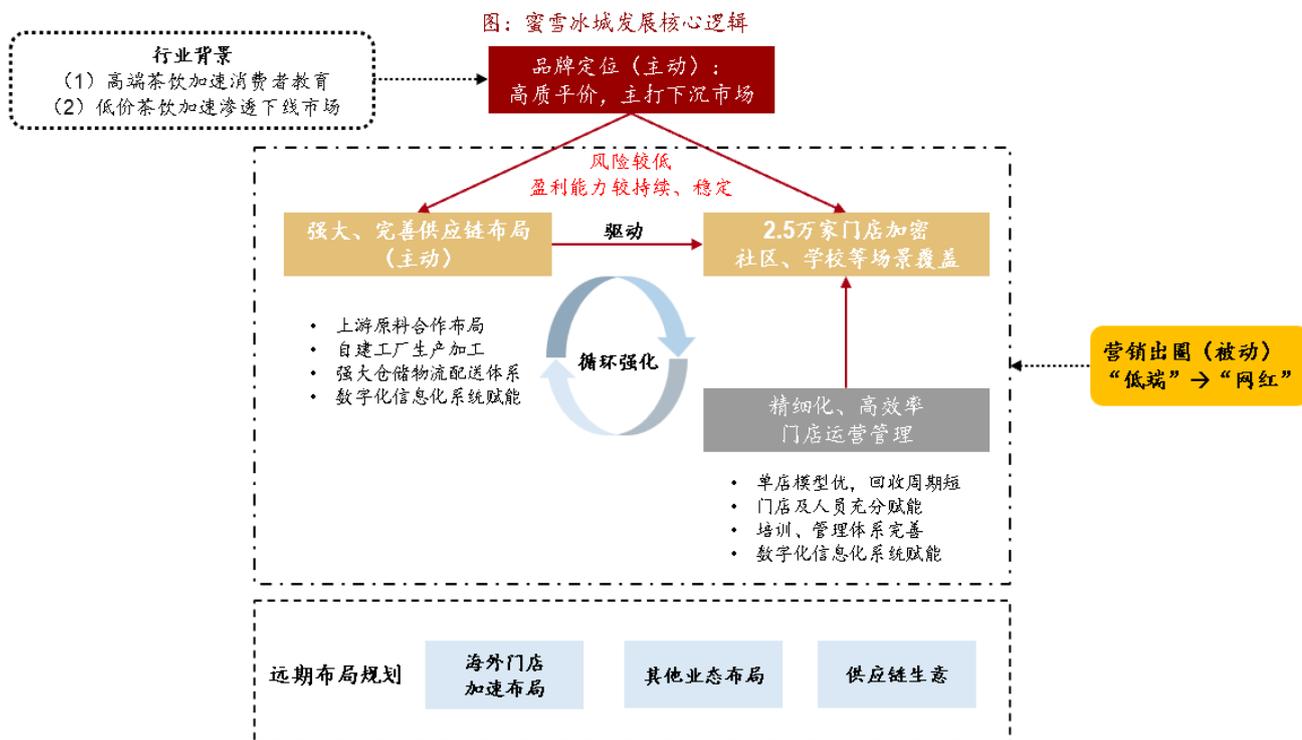
资料来源：各品牌小程序、红餐网、招商证券

二、蜜雪冰城：高质平价精准定位，强供应链筑牢雪王

1、核心逻辑：定位+供应链（主动）≥营销（被动）

蜜雪冰城的核心发展逻辑：高端现制茶饮加速消费者教育、行业规模不断扩容下的背景下，现制茶饮（低价）作为主力军向下线市场渗透，并形成一定的瓶装饮料替代。蜜雪精准定位高质低价，以强大且完善的供应链体系作为支撑，并通过营销出圈将“低端”打造为“网红”，形成品牌势能。目前以近 25000 家门店的规模加密覆盖社区、学校等场景，以精细化、高效率的管理模式全面赋能门店运营，形成消费者心智的持续占领。

图 22: 蜜雪冰城发展核心逻辑

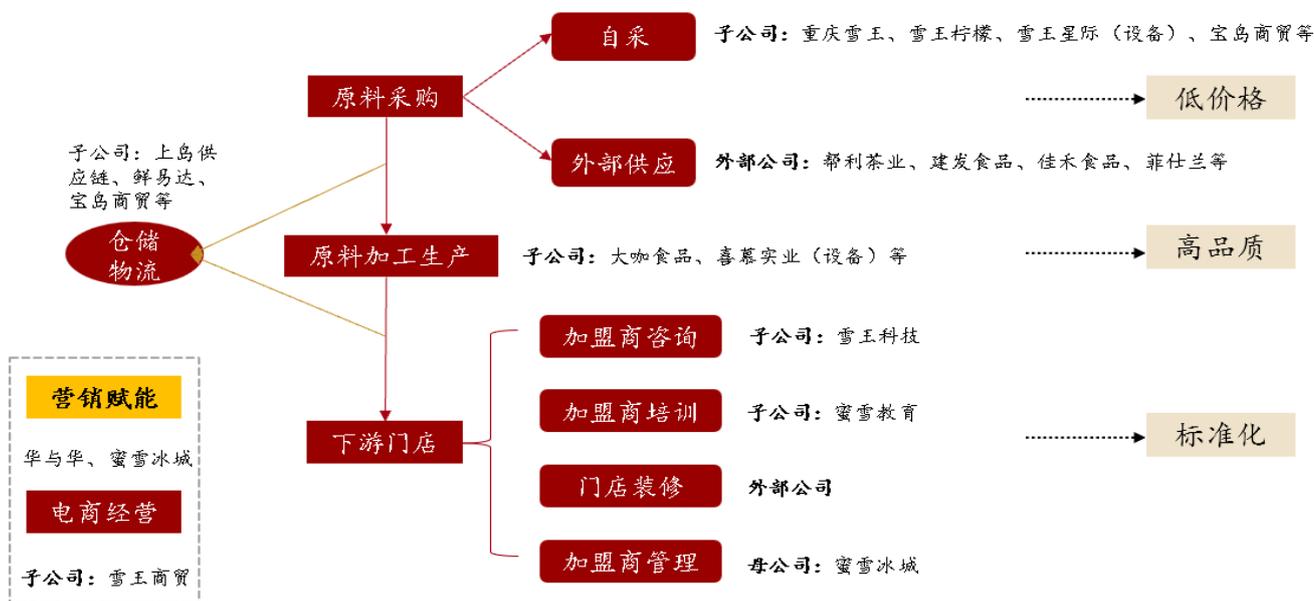


资料来源: 招商证券

2、盈利模式: 覆盖全链条的“配送商”公司

全链条覆盖, “赚加盟配送的钱”。蜜雪业务运作模式覆盖全链条, 从上游原材料采购到中游生产加工、仓储物流运输再到门店端的加盟运营管理, 仅少部分原材料、设备和门店装修由外部供应商提供。从收入来源看, 公司主要收入包括出售给门店的原料 (食材、包装、设备等) 及相关加盟管理费用, 直接与加盟商建立关系, 扮演类似“配送服务商”的角色。

图 23: 蜜雪冰城公司业务模式及各子公司角色



资料来源：招股说明书、招商证券

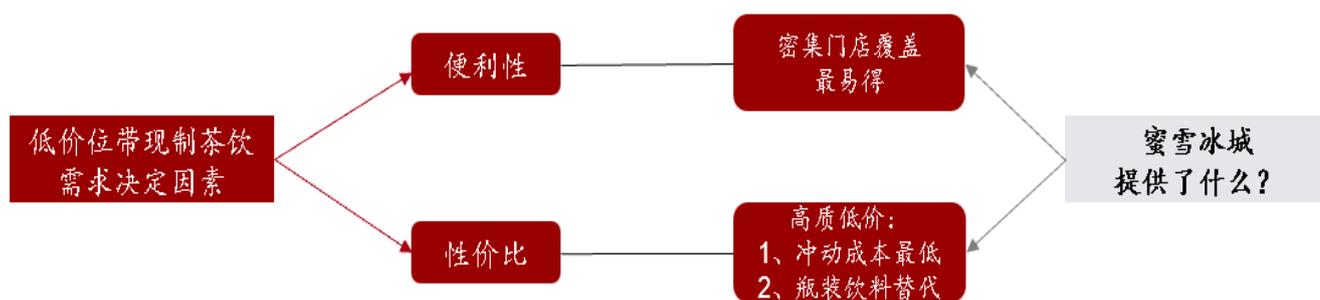
3、蜜雪冰城核心优势

(1) 优势①：最早定位高质平价，最易得的情绪价值提供者

最早定位高质平价，紧密把握预期差。从消费需求来看，现制茶饮（奶茶）更多为冲动消费，蜜雪的价格定位将冲动的“门槛”降到最低，甚至可达到瓶装饮料价格（如蜜雪柠檬水），在此价位上，蜜雪通过相对高质量、多 SKU 的产品给予消费超预期的产品及体验。

加密场景覆盖+多维度营销推广，成为最易得的情绪价值提供者。现制茶饮的冲动消费也意味着产品本身具有情绪价值，给予消费者“爽”的感受。蜜雪凭借近 2.5w 家门店的多场景覆盖，结合线上线下的多维度精准营销推广，成为最易得的情绪价值提供者，几乎适合所有人。

图 24：蜜雪冰城精准定位，紧密把握预期差



资料来源：公司招股说明书、招商证券

图 25：蜜雪冰城 SKU 在同价位带具备优势

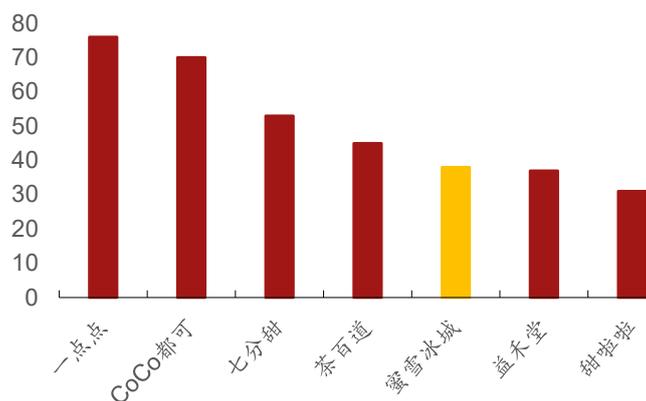
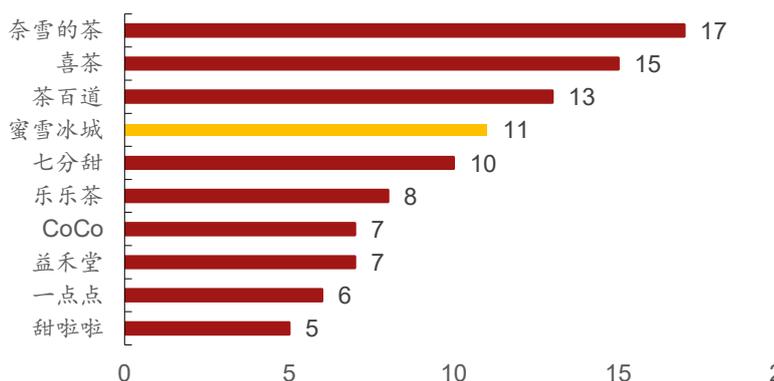


图 26：蜜雪冰城推新节奏较快



资料来源：招股说明书、各品牌公众号及小程序、招商证券 资料来源：招股说明书、各品牌公众号及小程序、招商证券

(2) 优势②：强大的采、产、储、运协同供应链打造

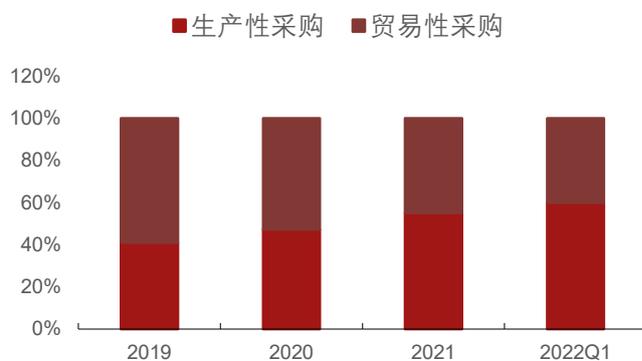
采、产：原材料产地建厂，自产比例持续提升。公司在上游部分重要原材料产地直接建厂进行生产加工（如四川安岳柠檬初加工生活基地），保证质量、降低成本、减少运输损耗。截止 2023Q3,公司已经实现 100%核心食材自主生产，同类

型、同品质的奶粉和柠檬分别低于市场成本约 10%和 20%以上，生产性采购（自身加工）占比持续提升，印证自产能力增强。

图 27: 河南生产基地实景: 252 亩智能制造产业园, 130000 平方米全自动化生产车间



图 28: 公司生产性采购比例逐年增加, 22Q1 占比达到 60%



资料来源: 招股说明书、招商证券

资料来源: 招股说明书、招商证券

产能扩张迅速, 新产能布局有望缓解压力。公司糖、奶、咖、果、粮、料 2022 年产能分别为 25.57、23.38、0.61、10.11、1.61、9.03 万吨, 各食材产能仍在继续提升, 2023 年前三季度除粮以外的其它五种食材的产能已经超过了 2022 年全年, 且新增 0.27 万吨茶的产能。大多数食材产能利用率在产能扩张后仍处于高水平, 2022 年糖和奶的产能利用率都在 60%以上, 咖和果的产能利用率在 70%左右, 公司新产能的布局有望缓解部分产品产能不足的压力。

遵循“刀刃向内”原则, 坚持长期增长。从销售单价看, 公司风味饮料浓浆、水果销售单价呈现下降趋势, 一方面与产品结构变动相关, 另一方面也因公司遵循“刀刃向内”原则, 即总部一旦利用规模优势做大利润, 就会降价原材料价格, 相应下调终端价格, 让利消费者。

图 29: 公司产能及产能利用率相关情况 (万吨)

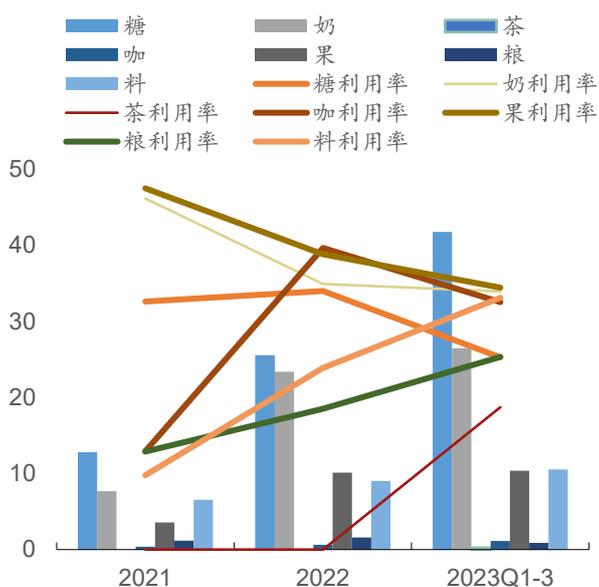
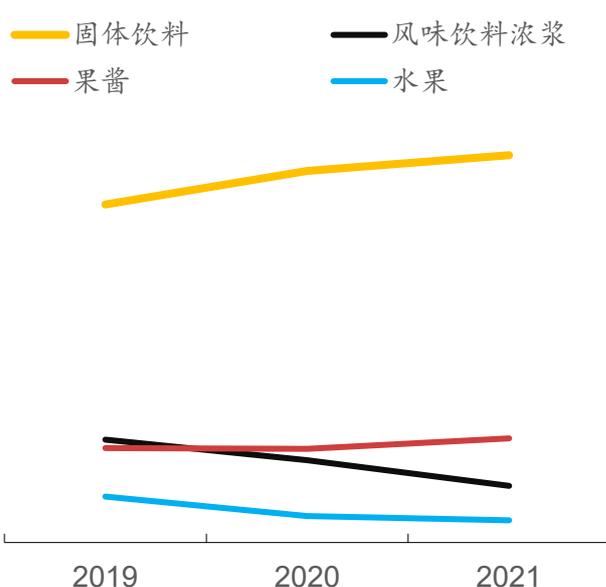


图 30: 公司主要品类销售单价变化情况 (元/千克)



资料来源: 招股说明书、招商证券

资料来源: 招股说明书、招商证券

自建仓储物流运输网络覆盖全国, 免运费政策独树一帜。公司 2014 年开始积极自建物流体系, 目前已建立位于郑州、佛山、沈阳、成都、乌鲁木齐五个仓储配

送中心，截至 2023Q3，公司物流网络覆盖了全国 31 个省份、自治区及直辖市，超过 90% 的县级行政区实现了 12 小时内触达，运输费率持续下降，公司也是全国饮品行业第一家实行物流配送免运费政策的品牌商。

致力搭建多级分仓体系，提高智能仓配能力。为进一步降低配送成本，提高货物周转效率，公司募投资金拟围绕 CDC 级中央配送中心的智能仓配能力和扩容开展建设，拟新增建设 30 个 RDC 省级分仓和 FDC 前置仓（重点区域设置的前端物流中心），提升多级智能仓配能力。

表 11: 公司五大仓储配送中心陆续建立

时间	建设情况
2014.5	焦作温县建设仓储物流中心，覆盖全国推行免运费政策
2017.2	成都仓储配送中心设立，覆盖西南地区
2018.7	佛山仓储配送中心设立，覆盖华南地区
2020.4	沈阳仓储配送中心设立，覆盖东北地区
2020.6	乌鲁木齐仓储配送中心设立，覆盖西北地区

资料来源：招股说明书、公司公告、招商证券

图 31: 公司仓储及租赁费占比持续提升（万元）

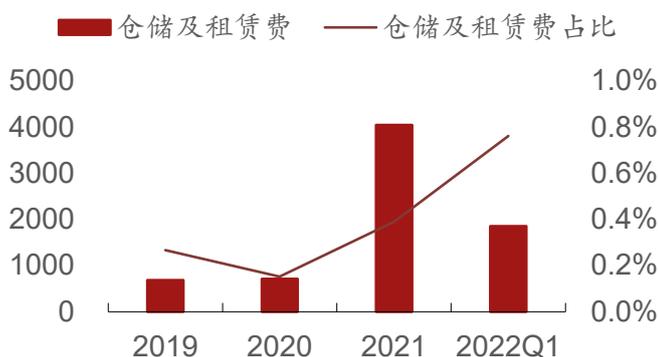
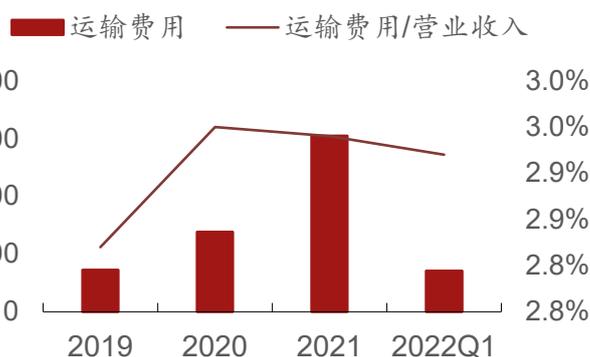


图 32: 公司运输费率持续下降（万元）



资料来源：公司招股说明书、招商证券

资料来源：公司招股说明书、招商证券

蜜雪、甜啦啦采、产、储、运体系完善，其他品牌仅部分布局。对比加盟模式各品牌供应链来看，蜜雪和甜啦啦体系更加完善，仓储物流建设程度更高，其余品牌存在生产外包、材料可自采、配送不够下沉等相对不完善之处。

表 12: 加盟模式主要品牌供应链对比

	采购	生产	仓储	物流
蜜雪冰城	所需原材料 直接当地采购并加工 ,降低物流成本及损耗	自建原料生产厂 ,80%核心原料自主供应,在上游部分重要原材料产地建厂进行生产加工	五大仓储配送中心,辐射全国的蜜雪冰城加盟门店	22个省份、自治区、直辖市 设置了 仓储物流基地 ,建立了基本覆盖全国的物流运输网络; 全国物流免运费
甜啦啦	甄选全球优质原料;在湖南、广西、福建、云南等地 建立茶基地,打造甜啦啦专属果园	自建食品生产公司	湖南长沙仓、天津仓、郑州仓、长春仓、河北石家庄、安徽蚌埠仓等	以蚌埠为中心,由点到面覆盖全国,并推行 8地区物流免运费政策
益禾堂	搭建一体化、数字化采购管理平台	广西南宁拥有生产基地对于原材料进行 初加工	全国设立20个分仓库,按照200~300家门店,配备一个仓库的原则设立	湖南、海南、广西、广州、四川等各个城市设立分公司,提供物流配送;加大冷链运输的投入;部分区域自配送+第三方辅助
Coco	采购全球优质食材,签订年度合约确保供货稳定	大部分为外包生产后 贴牌 。(绿茶、百香果露、奶精等)	华东、华中、华南等地均建立了贮藏基地,上海为总仓	物流服务部负责加盟商的订单核对和产品配送, 部分产品可当地自采
茶百道	锚定优质原料产地,采取 共建原料直采基地的形式	2021年底开工建设,茶百道智能生产加工基地(仍在进程中)	新设置三温仓配中心,数字化系统能实时监测每一个仓库的温度、湿度等关键指标	2022年底在全国范围内完成20余个配送中心建设,基本实现核心市场一日一配,90%以上门店一周三配。
一点点	总部在全国各地挑选优质原材料	总部拥有3大生产基地配送中心,90%原料总部供应,辅料可就地采购		与全国各大物流公司长期合作,提供高效的物流支持

资料来源:公司招股说明书、茶百道招股说明书、各品牌官网、招商证券

(3) 优势③: 家族兄弟协同合作, 高管经验丰富

高管团队深耕行业多年,研发、管理经验丰富。公司创始人及董事长为张红超,主管公司产品,并与研发中心负责人张璐共同进行研发相关工作。张红甫(张红超之弟)2007年投身蜜雪冰城,目前负责加盟商管理和品牌运营相关工作。兄弟二人性格互补,公司整体氛围较为狼性,强调奋斗、付出。

表 13: 蜜雪冰城主要高管情况

姓名	职位	年龄	学历	薪酬 (2021含税, 万)	简介
张红超	创始人、董事长兼执行董事	47	EMBA 在读	651.96	1997 年起开始创业, 主要从事冰淇淋、餐饮等行业, 并 2008 年 4 月投资创办两岸有限。做事牢靠, 又待人宽和、诚恳, 主管公司后端研发和生产。
张红甫	联合创始人、执行董事兼首席执行官	39	DBA 在读	652.91	2007 年 5 月加入到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。个性外向, 擅长营销, 负责加盟商管理和品牌运营。
蔡卫森	执行董事、前端供应链负责人	35	EMBA 在读	150.22	2008 加入, 2012 年开始负责采购工作, 之后担任集团物流负责人, 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。
赵红果	执行董事、后端供应链负责人	35	-	-	2013 年加入, 从门店店员做起, 积累了丰富的门店运营经验, 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。
时朋	中国运营负责人	36	-	-	2003 年开始参与门店运营, 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
于敏	职工代表监事、人力资源中心部门负责人	34	大专	75.65	曾任职于投资公司, 2014 年 6 月加入公司
张渊	首席财务官	33	硕士	-	2023 年 2 月加入集团, 主要负责整体财务管理及资本运营

资料来源: 招股说明书、公司官网、招商证券

创始人年轻有干劲, 在营销策略和 IP 打造方面富有想象力。创始人张红超今年 47 岁, 张红甫 39 岁, 却已经在茶饮行业拥有了二十余年的丰富经验。蜜雪冰城打造了自己的标志性 IP——“雪王”, 利用互联网的传播能力将“你爱我我爱你, 蜜雪冰城甜蜜蜜”的广告语传遍全国各地, 憨态可掬的“雪王”已经成为了家喻户晓的动漫人物, 使蜜雪冰城在众多茶饮品牌中脱颖而出。

团队积极进取、氛围狼性。张氏兄弟来自农村家庭, 家境平凡, 草根阶层孕育出来的干劲影响着整个团队, 营造了积极进取的团队氛围和非凡的工作热情。

(4) 优势④: 重视数字化运营建设, 全供应链协同运转

重视数字化运营建设, 完善运营管理体系助力经营效率提升。蜜雪高度重视数字化体系建设, 目前公司已建立 MES 制造协同系统、CMS 加盟管理系统等多元化信息管理体系, 高效支持公司各项生产经营活动, 公司募投项目拟进一步投资数字化构架项目, 建设关联消费者、门店、供应链等多部门多维度协同系统。预计公司信息化系统将实现全面赋能产业链管理, 依靠数据平台实现智慧运营。

数字化支撑下全供应链协同运转, 加密展店扩张循环赋能。公司已经形成了研发生产+仓储物流+运营管理的完整产业链下的全供应链布局, 并通过数字化建设支撑其高效运转。在公司不断加密展店下, 其数字化供应链的规模优势将进一步体现, 实现循环赋能的高效运转。

图 33: 蜜雪冰城数字化运营平台



资料来源: 公司招股说明书、招商证券

(5) 优势⑤: 品牌洗脑营销难以复制, 雪王 IP 深入人心

成功打造“雪王”IP, 营销热度疯狂传播。公司 18 年起全方位塑造以雪王 IP 为核心的品牌营销体系: 1) 门店外观改善, 新增 IP 形象强化红色视觉体系; 2) 洗脑神曲通过日常用语与品牌名结合朗朗上口, 借助互联网平台疯狂传播, 单主题曲播放量超过 40 亿次, 相关话题播放量达几百亿次; 3) “雪王”元素覆盖店外宣传物料、店员穿着、产品包装(封口膜、杯身)等等, 加速消费者记忆及传播; 4) 持续推新: 营造“雪王黑化”事件、雪王创意大赛、增强互动。

IP 品牌成功变现, 电商销售占比持续提升。20 年下半年公司开始在淘宝、电商等平台设立自营店铺销售各类周边产品(茶包、杯子、玩偶等), 21 年已实现 1.8 亿收入, 22Q1 占比达 3.1%。

表 14: 蜜雪冰城主要品牌营销事件

时间	主要品牌营销事件
2018	重新设计门店形象 (鲜明配色、大字体形成视觉冲击)
2019	华与华合作打造“雪王”IP
2021	蜜雪冰城洗脑神曲发布
2022	“雪王黑化”事件吸引流量关注

图 34: 蜜雪冰城相关内容在互联网热度极高



相关话题引爆热搜

微博粉丝数接近奈雪、喜茶

资料来源: 咖门、品牌官网、招商证券

资料来源: 各品牌官方微博、招商证券

图 35: 蜜雪冰城第五、六、七代门店外观



表 15: 公司拟加强直营门店建设提升品牌知名度

拟新建直营旗舰店数量	18城市, 80家门店
直营门店新开门店投入 (万元)	
第一年	743
第二年	3699
第三年	4475
第四年	3900
合计	12817

资料来源: 公司官网、招商证券

资料来源: 公司官网、招商证券

(6) 优势⑥: UE 具有优势, 回收期 12 个月左右

加盟费要求较低, 回报周期快。蜜雪冰城加盟费为 7000-11000 元/年, 相比其他品牌具有一定的竞争优势。受益门店面积较小 (20-25 m²) 左右、品牌力优势和下沉市场相关成本较低, 总体投资约为 38-40 万, 不含房租为 28-30 万, 整体回报周期较短约为 12 个月。

公司主导加密门店, 带店率约为 2。渠道调研显示, 公司加盟商: 门店从 1: 7 逐步下降到 1: 2, 主因新加盟商增加。公司逐步取消区域保护机制, 主导面对较多竞品的加盟商加密门店布局, 减少门店分流。

图 36: 蜜雪冰城单店投入结构 (元)

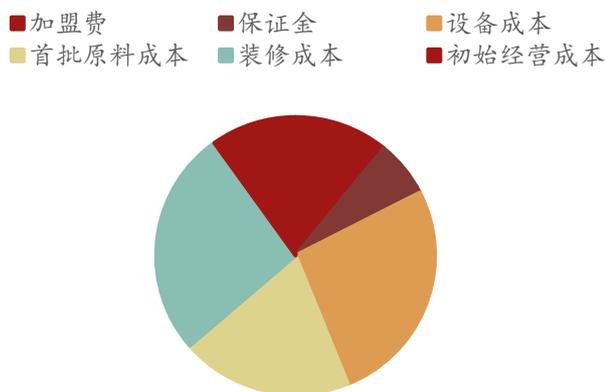
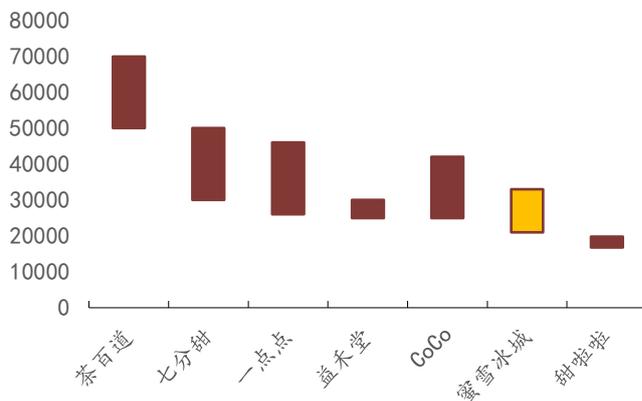


图 37: 蜜雪冰城加盟费相对竞品较低 (元)



资料来源: 蜜雪冰城官网、渠道调研、招商证券

资料来源: 各品牌官网、招商证券

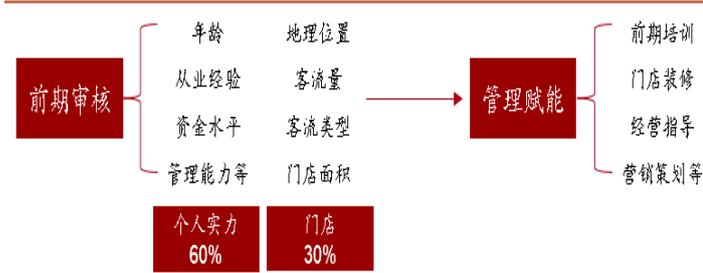
表 16: 蜜雪冰城门店模型

	平均值	占比
门店面积 (m²)	20-25	
客单价 (元)	8-10	
单店月收入 (元, 同下)	110000	
月毛利	55000	50%
人工 (3-4人)	12000	11%
租金	10000	9%
水电	5000	5%
其他 (管理咨询费用等)	1000	8%
净利润	27000	25%
总投入 (不含租金)	303000	
设备	80000	
装修	80000	
加盟费	33000	
保证金	20000	
初始物料投入	60000	
初始经营成本	30000	
回报周期	11-13	

资料来源: 渠道调研、招商证券

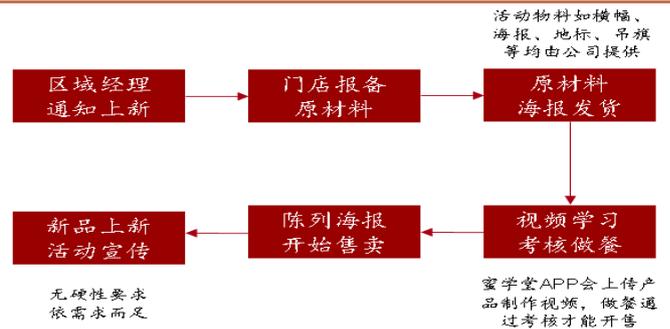
多维度评估开店情况, 全方位赋能加盟运营。公司加盟商审核严苛, 考核个人实力和门店情况两个维度的多个指标, 同时也会帮助合适的加盟商选取更优质的点位, 降低投资回收期, 整体通过率约为 30%。确定开店后, 公司在门店设计装修、日常经营指导、营销活动策划等方面也会全面赋能加盟商, 确保其盈利稳定性和可持续性。

图 38: 蜜雪冰城门店审核、管理方式



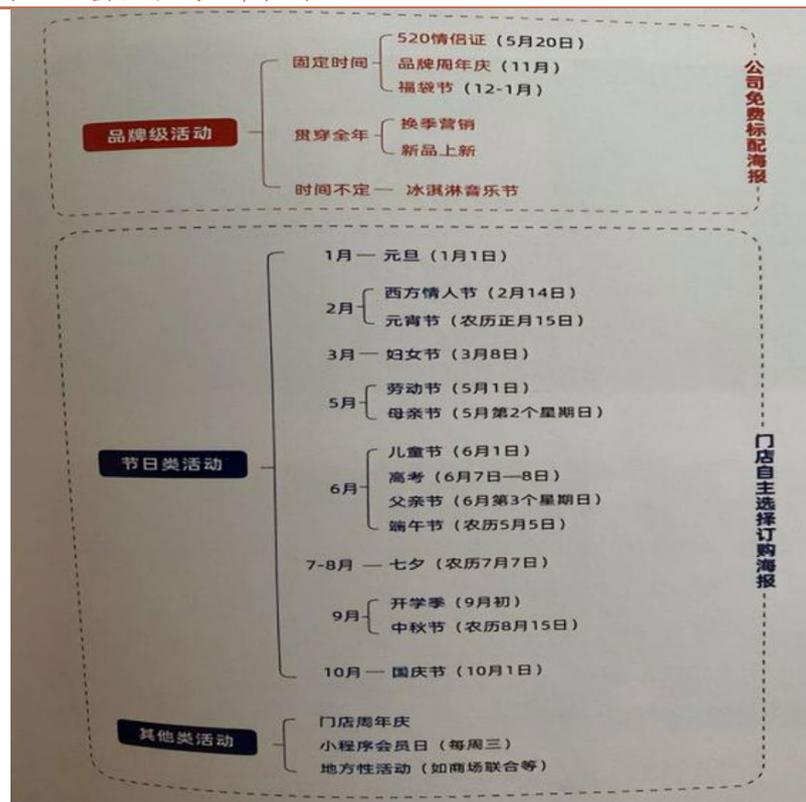
资料来源: 渠道调研、红餐网、公司官网、招商证券

图 39: 蜜雪冰城卖货宝典——上新流程



资料来源: 渠道调研、红餐网、公司官网、招商证券

图 40: 蜜雪冰城全年营销日历



资料来源: 红餐网、招商证券

建立完善培训管理制度，确保门店标准化运营。蜜雪冰城前期培训 20 天需通过 3 次考核（含加盟商及其所有员工），合格后开启试营业自检，总部派人进行操作与流程检测，正式开业后也需进行 1 周 1 次的培训（公司价值观、企业文化、新品推广等）。公司的门店管理制度还对门店形象、产品卫生、制作流程、售后服务等多方面进行了详细规定，严格确保门店标准化运营。

严格督导巡店制度，强制老板在店时间。蜜雪冰城设立督导岗位，华北、华中、华东、华西、华南、西南大区设立超过 900 名督导，督导面试须通过 HR 初面和大区副总复面，后进行含 4 次考核的 2 个月实习后方可正式上岗，不定期交叉巡查门店进行监督管理，周六日开展门店活动。蜜雪冰城还要求老板每日在店超过 6 小时保证门店氛围，通过萤石云监控考核老板在店时间及操作流程合规问题，及时发出警报。公司定期在微信公众号披露当月不合规信息，以作警示。

表 17: 蜜雪冰城督导相关情况

督导工作相关情况	主要职责
人员构成	初级督导（仅负责巡查）、高级督导（除巡查外有门店审核权限）
平均负责门店数量及时间	平均每人负责 20-30 家店，每月巡店 1-2 次，单店巡查 1-2 小时
工资情况	初级督导工资约 6-9k，高级督导约 8-12k
巡店流程	门店内是否存在变质物料、员工与消费者是否存在不满意的地方、食品有效期及监控、库存情况、是否存在其他地区进货情况
问题处理	食品饮料问题处罚严重，视作违约，处罚 4000 元，严重者可罚 10000+
监督机制	由稽核组市场集合负责监督，并抽查门店

图 41: 蜜雪冰城月度门店检查报告



资料来源: 渠道调研、蜜雪冰城官方微信公众号、招商证券

资料来源: 渠道调研、蜜雪冰城官方微信公众号、招商证券

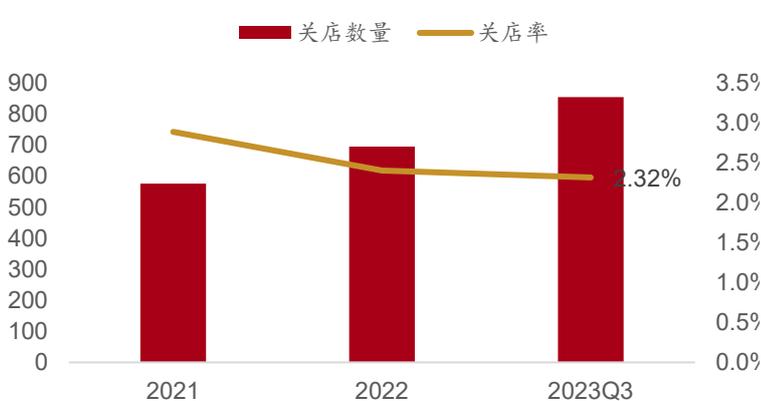
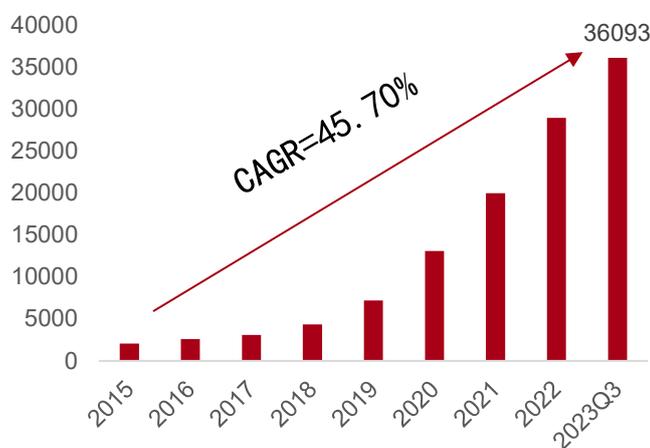
三、未来展望：第二曲线助力扩张，后端供应链降本增效

1、蜜雪冰城：闭店率低，发力密度较小区域

蜜雪门店扩张迅速，单店销售额提升。2023Q3 末，公司共有门店超 36000 家，单店销售额持续增长，2019-2022 年加盟单店商品销售 CAGR 达 19.7%。关店率较低，经营情况良好。蜜雪冰城 2023Q3 关店率仅为 2.3%，较 21 年有所下降，门店经营良好。

图 42：蜜雪冰城门店扩张迅速

图 43：蜜雪冰城关店率极低



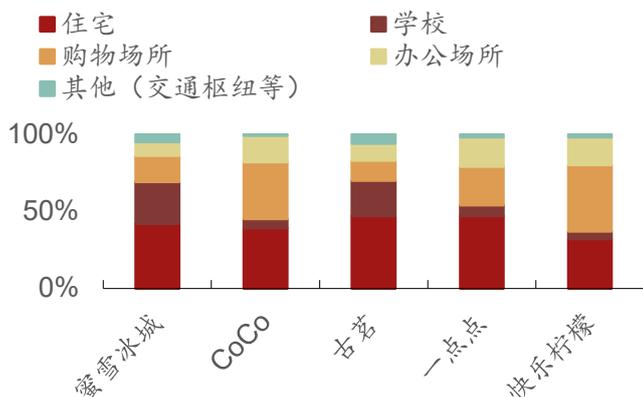
资料来源：公司招股说明书、招商证券

资料来源：公司招股说明书、招商证券

布局更偏向社区、学校，重点发力密度较小区域。对比其他品牌的门店布局结构，蜜雪整体门店布局更偏向社区、学校场所，与其他品牌形成一定的错位竞争。目前蜜雪拥有 5 种门店类别，匹配不同开店区域。渠道调研显示，社区、学校仍为蜜雪门店主要推荐开店场所，区域选择上将更多选择华东、华南等密度较小地区布局。此外，蜜雪加快下沉步伐，2022 年 6 月蜜雪冰城开放乡镇加盟申请，进一步下沉覆盖更多低线城市。

图 44：蜜雪冰城门店更偏向于社区、学校场所

图 45：蜜雪冰城 2022 年 6 月开放全国乡镇加盟申请



蜜雪冰城股份有限公司

蜜总（2022）通字9号

关于开放全国乡镇加盟申请的喜讯

蜜雪冰城自成立以来，始终以“让品牌更强大，让伙伴更富有，让全球每个人享受高质平价的美味”的企业使命为引领，不断探索发展。随着品牌知名度和消费者认可度越来越高，许多乡镇地区的消费者热烈盼望着蜜雪冰城门店开设在自己的家乡。为了服务更多乡镇消费者，同时为加盟商伙伴提供更多创业机会，共同发现新机遇、创造新价值，现开放全国乡镇市场的加盟申请，具体申请标准如下：

资料来源：窄门餐饮、招商证券

资料来源：公司官网、招商证券

表 18：蜜雪冰城五类门店类型对比

门店类别	面积	功能	商圈选择
标准店型	面积>20m ² ，面宽3m	外带，无休息区	繁华街边、商务区、车站
轻食店型	面积20-40m ² ，面宽3.8米以上	外带，简易休息区	繁华街边、商务区、社区、车站
堂食店型	面积30-60m ² ，面宽3.8米以上	外带，休息区	繁华街边、商务区、社区、车站、商场、百货公司
旗舰店型	面积80m ² 以上	网红、标杆店面、周边展示、休息	繁华商业街、商场、购物中心、百货公司
集装箱店型	面积大于20m ²	外带，休息区，特色主题	景区，游乐场，服务区，公园，广场，高铁站，飞机场

资料来源：公司官网、渠道调研、招商证券

门店展望：开店上限预计 4.5 万家，每年新增 4000-5000 家。城镇人口密度推算，乐观估计以目前最密集开店的省份陕西作为标杆，可开门店数 44600 家。推算假设(1)开店数量超千家的区域，标杆陕西开店密度；(2)开店数量 500-1000 家的地区，标杆河南开店密度；(3)其他地区标杆平均水平，合计预测门店预估数 39000 家。

表 19：蜜雪冰城开店上限测算

省份	城镇人口数量 (万人)	开店数量	密度 (百万人/店)	预测 开店密度	预测 门店数
河南	5578.95	2315	41.50	48.89	2727
山东	6502.69	1798	27.65	48.89	3179
四川	4839.02	1459	30.15	48.89	2366
河北	4553.71	1285	28.22	48.89	2226
安徽	3630.51	1236	34.04	48.89	1775
广东	9466.07	1232	13.01	48.89	4628
陕西	2515.93	1230	48.89	48.89	1230
浙江	4754.58	1148	24.15	48.89	2324
江苏	6288.89	1086	17.27	48.89	3075
湖北	3736.45	911	24.38	41.50	1550
辽宁	3079.43	794	25.78	41.50	1278
湖南	3954	688	17.40	41.50	1641
山西	2207.32	656	29.72	41.50	916
江西	2776.39	652	23.48	41.50	1152
贵州	2092.79	622	29.72	41.50	868
云南	2394.25	619	25.85	41.50	994
重庆	2258.98	619	27.40	41.50	937
福建	2918.34	618	21.18	41.50	1211
甘肃	1327.93	589	44.35	44.35	589
黑龙江	2053.13	551	26.84	41.50	852
广西	2774.38	485	17.48	25.21	699
内蒙古	1637.04	376	22.97	25.21	413

新疆	1482.46	374	25.23	25.23	374
吉林	1505.03	358	23.79	25.21	379
天津	1165.4	243	20.85	25.21	294
北京	1915.03	242	12.64	25.21	483
上海	2223.06	233	10.48	25.21	560
宁夏	478.79	226	47.20	47.20	226
青海	362.46	186	51.32	51.32	186
海南	622.17	128	20.57	25.21	157
西藏	133.99	41	30.60	30.60	41
合计	91229.17	23000	25.21	43.11	39331

资料来源：窄门餐饮、wind、招商证券

2、幸运咖：借助供应链优势，抢先占领更下沉市场

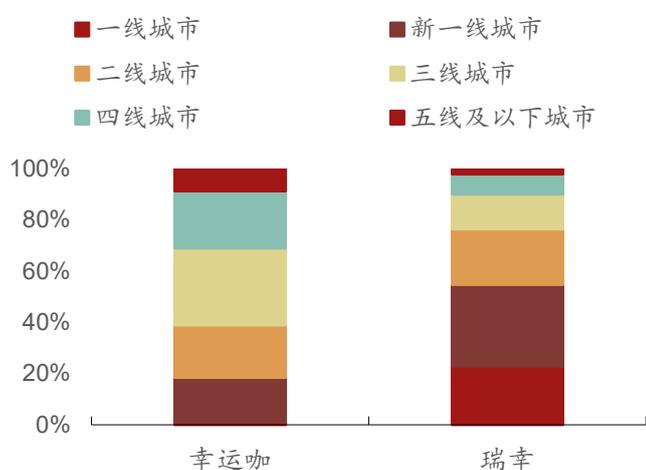
幸运咖打造超级性价比，抢先占领更下沉市场。窄门餐眼数据显示，幸运咖门店75%开在三四五线城市，近16%开在新一线城市，幸运咖主要的扩张区域仍为下沉市场。幸运咖相较瑞幸门店分布更为下沉，三线城市、四线及以下城市占比分别为29%、35%，从单价上看，幸运咖平均价格略高于蜜雪1-2元，相较于瑞幸具备明显优势。

咖啡+茶饮结合形成SKU矩阵，供应链优势显著。由于下沉市场咖啡教育和接受程度仍处于接受初期，幸运咖SKU矩阵涵盖咖啡+茶饮，咖啡类也更偏向奶咖、燕麦咖、椰咖等口味，并使用3元冰淇淋进行导流。从生意模式上看，咖啡相比茶饮消费更具粘性，标准化程度也更高，且幸运咖借助蜜雪优质供应链，有望赢在起跑线。

幸运咖每年开店预计在2000-5000家。渠道调研显示，23年末幸运咖门店总数预计达到3000家（23年单年新增约1400家）。幸运咖规划2022、23、24分别规划开放门店达到2200、5000、10000家，截止2023年底，幸运咖门店接近3000家。

图 46：幸运咖相比瑞幸更为下沉

表 20：幸运咖盈利能力相对优于瑞幸



	幸运咖	瑞幸咖啡
单月收入 (元)	81000	107500
毛利率	50%	40%
毛利	40500	43000
房租 (元/月)	10000	12000
人工	12000	12000
水电	5000	5000
营业利润	13500	14000
营业利润率	17%	13%
前期总投入	28-30 万	33-35 万
回收期 (月)	21-23	23-26

资料来源：各品牌官网、窄门餐饮、招商证券

资料来源：各品牌官网、窄门餐饮、招商证券（注：瑞幸毛利率已经考虑新零售运营模式收益分成）

3、其他拓展：海外门店扩张，开拓第 X 增长曲线

东南亚为海外重点区域，门店数量已接近 4000 家。2018 年 9 月，蜜雪冰城海外首家门店在越南河内开业，从此开启海外扩张之路。截止 2023 年 9 月 30 日，蜜雪在海外 11 个国家开设了约 4000 家门店，未来海外市场规模有望不断扩大。

开拓第 X 增长曲线，多业务尝试。2021 年公司投资了定位中端市场的新茶饮品牌“汇茶”，主打 10-15 元价位的奶茶，目前共有 110 家门店，主要位于广东和海南地区。此外，公司还尝试发展其他业务，如福鹿家便利店、福鹿家啤酒厂、鸡装箱等等，并尝试延长供应链，从现有业务的基础上继续拓展。福鹿家便利店：定位为追求性价比的学生和年轻人，针对年轻群体引入许多国产网红品牌与自营商品，加盟费为 20 万左右（传统日系便利店加盟费 40 万左右），2021 年疫情期间，福鹿家推出微波即食的小碗菜，如 6.9 元的番茄炒蛋和香菇炖鸡、9.9 元的红烧肉和水煮肉片、3.9 元的炒包菜和土豆丝。福鹿家啤酒厂：连锁模式，主打高性价比的精酿啤酒生意，面向年轻群体和学生党，可借助蜜雪冰城的供应链，根据窄门餐眼数据，目前已开设门店 82 家。鸡装箱：主打韩式炸鸡和各类韩餐的连锁餐饮品牌，主营炸鸡、鸡排、铁板烧等业务。其他品牌的供应链生意：渠道调研显示，蜜雪冰城也致力于依靠强大的供应链优势为其他品牌提供供应链的生意。

四、盈利预测与投资建议

现制茶饮景气度高，公司积极自建并完善供应链体系，精耕产品研发，在后端进行大规模降本；门店运营上公司高度标准化，加盟商扶持体系完善，在加盟商高度依赖品牌的同时，依靠充足的门店数量充分释放规模经济。预计公司下属蜜雪冰城、幸运咖合计仍有近 1.5w 家以上新开店空间。

平价雪王下沉扩张，供应链优化助力盈利提升。公司作为国内头部现制茶饮连锁企业，公司始终坚持“高质平价”的产品理念，重点布局低线城市，以加盟为主体加速扩张门店推动营收高速增长，成功且全方位塑造以雪王 IP 为核心的品牌营销体系，单店投资低回报周期短，门店巡查监督强化标准化运营，紧抓性价比茶饮在下沉市场潜力市场机遇。中长期，我们看好公司内部供应链建设完善，自有供应占比持续提升，利润率仍有望提升。

五、附录

1、发展历程：深耕现制茶饮二十五载，万店连锁茶饮企业

初步探索期（1997-2006）：蜜雪冰城前身可追溯到张红超（现董事长）1997年在郑州创立的“寒流刨冰”，经历多种品牌业态探索后，2006年研发成功的1元新鲜冰淇淋引爆市场关注，公司从此开启加盟扩张进程。

供应建设期（2007-2013）：三聚氰胺事件使公司面临供应链危机，开始探索自建供应链，逐步实现核心原料自采自产，门店规模也逐步扩张，2013年达到近千家规模。

快速扩张期（2014-至今）：公司自建仓储物流中心完善整体供应链，门店加速扩张；2017年推出自有咖啡品牌幸运咖，探索第二增长曲线；2018年公司开始布局海外门店，至今已经进入七国，突破千家；2022年9月公司发布招股书拟登陆深交所主板上市，募资强化公司生产和仓储智慧供应链及相关数字化、营销布局等；2024年公司发布公告，拟在港股上市。

图 47：蜜雪冰城公司发展历程



资料来源：招股说明书、公司官网、招商证券

2、管理层：家族兄弟协同合作，高管经验丰富

高管团队深耕行业多年，研发、管理经验丰富。公司创始人及董事长为张红超，主管公司产品，并与研发中心负责人张璐共同进行研发相关工作。张红甫（张红超之弟）2007年投身蜜雪冰城，目前负责加盟商管理和品牌运营相关工作。兄弟二人性格互补，公司整体氛围较为狼性，强调奋斗、付出。

表 21: 蜜雪冰城公司主要高管情况

姓名	职位	年龄	学历	薪酬 (2021含税, 万)	简介
张红超	创始人、董事长兼执行董事	47	EMBA 在读	651.96	1997 年起开始创业, 主要从事冰淇淋、餐饮等行业, 并 2008 年 4 月投资创办两岸有限。做事牢靠, 又待人宽和、诚恳, 主管公司后端研发和生产。
张红甫	联合创始人、执行董事兼首席执行官	39	DBA 在读	652.91	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。个性外向, 擅长营销, 负责加盟商管理和品牌运营。
蔡卫森	执行董事、前端供应链负责人	35	EMBA 在读	150.22	2008 加入, 2012 年开始负责采购工作, 之后担任集团物流负责人, 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。
赵红果	执行董事、后端供应链负责人	35	-	-	2013 年加入, 从门店店员做起, 积累了丰富的门店运营经验, 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。
叶朋	中国运营负责人	36	-	-	2003 年开始参与门店运营, 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
于敏	职工代表监事、人力资源中心部门负责人	34	大专	75.65	曾任职于投资公司, 2014 年 6 月加入公司
张渊	首席财务官	33	硕士	-	2023 年 2 月加入集团, 主要负责整体财务管理及资本运营

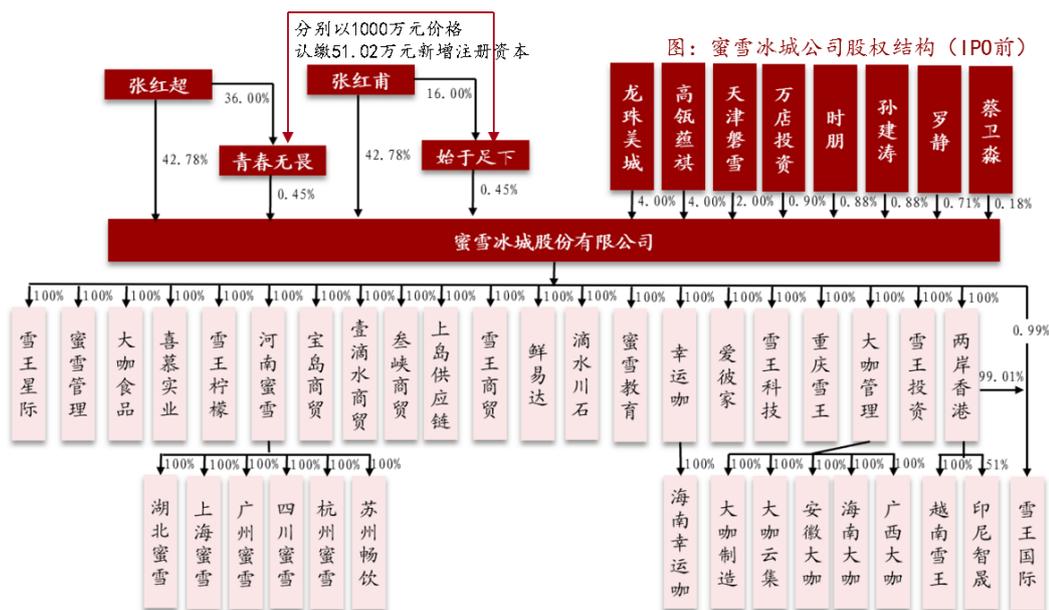
资料来源: 招股说明书、公司官网、招商证券

3、股权情况: 股权集中于张氏兄弟, 持股平台激励员工

股权结构集中。蜜雪冰城创始人张红超、张红甫兄弟为公司实际控制人, IPO 前直接和间接 (员工持股平台) 合计分别持有公司 42.9%、42.8% 的股份。2020 年 12 月增资入股的龙珠美城 (美团旗下)、高瓴蕴祺 (高瓴旗下)、天津磐雪分别持有 4.0%、4.0%、2.0% 的公司股份。

设立员工持股, 激励机制完善。公司设立员工持股平台作为激励, 青春无畏分别持股 0.45%, 其合伙人均为公司骨干人员, 涵盖各部门及子公司主要负责人 27、29 人, 上市前即绑定核心员工利益, 充分激发员工积极性。

图 48: 蜜雪冰城公司股权结构

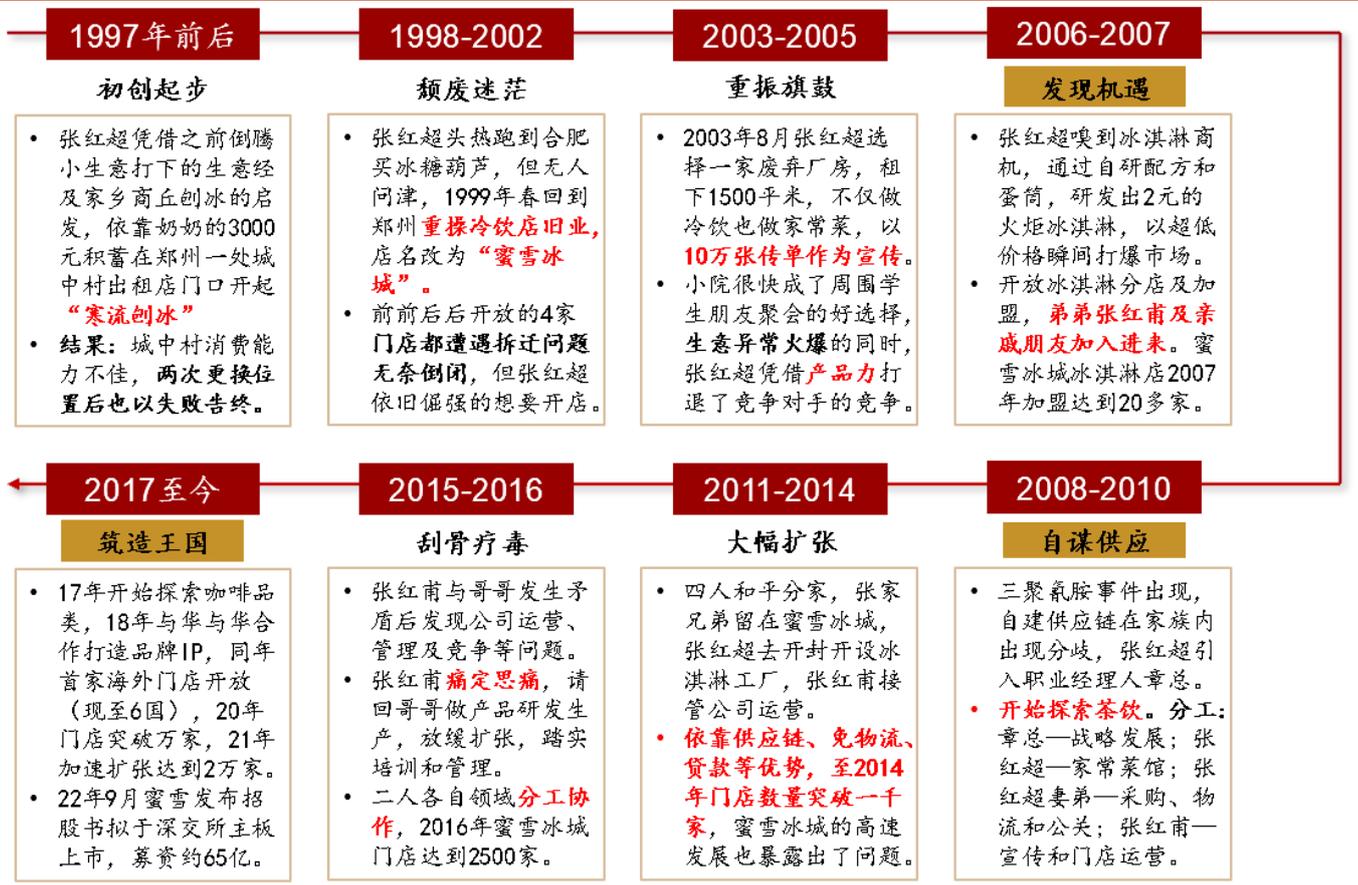


资料来源: 招股说明书、公司官网、招商证券

4、创始人创业史：坚持不懈，做正确的事

蜜雪冰城创业史使其积累迭代了难以超越的“经验壁垒”，一路跌跌撞撞也塑造了强大的企业韧性，张红超（兄）思维敏捷、意志坚定、做事沉稳，张红甫（弟）善于交际，兄弟创业协同性更强。

图 49：张氏兄弟创业史



资料来源：FoodBud 食品资本局《蜜雪冰城 CEO 创业史》、招商证券

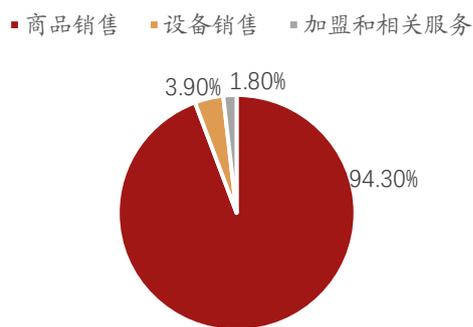
5、收入结构：食材收入占大部分，三季度销售规模最大

收入结构看，公司绝大部分收入来自商品和设备销售，2023 年前三季度公司营收中商品销售占比 94.3%，设备销售占比 3.9%，加盟和相关服务收入占比为 1.8%。

季度分布看，第三季度由于天气较为炎热，饮水、降温需求增加，带动公司产品销量增长。

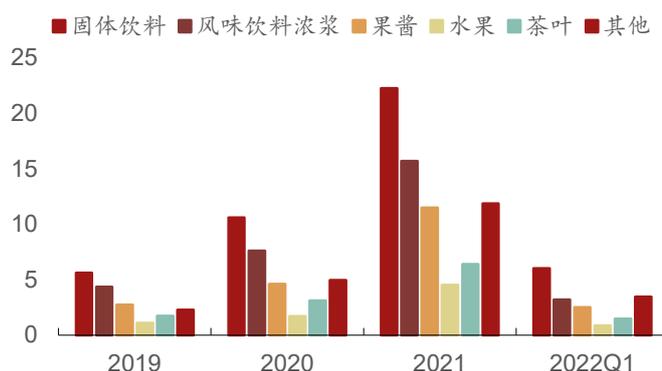
地区分布看，华东、华中地区收入占比较高。合计约为 45%；西南、东北地区增速较快。

图 50: 蜜雪冰城 2023Q1-Q3 收入结构



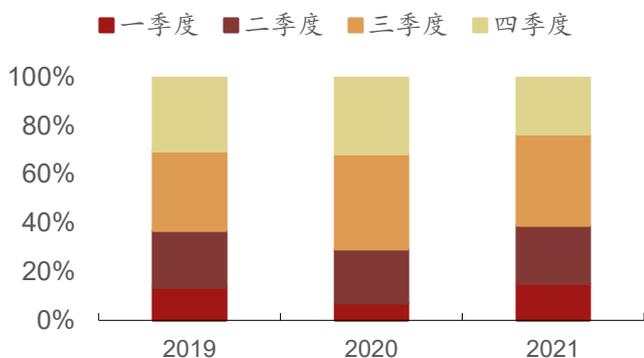
资料来源: 招股说明书、招商证券

图 51: 蜜雪冰城食材收入分品类变化



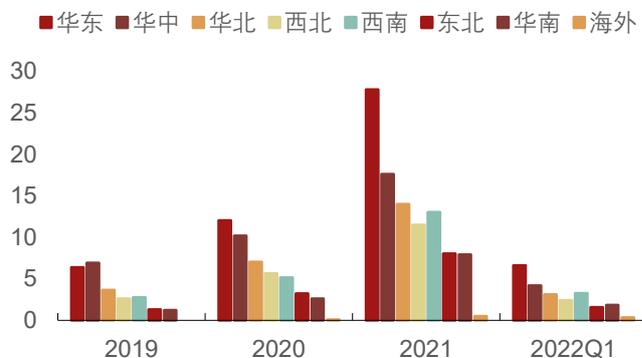
资料来源: 招股说明书、招商证券

图 52: 蜜雪冰城分季度收入变化



资料来源: 招股说明书、招商证券

图 53: 蜜雪冰城分地区收入变化



资料来源: 招股说明书、招商证券

6、财务分析: 收入大幅增长, 盈利表现较优秀

业务不断扩张, 营收和净利润快速增长。21、22 年及 2023 年前三季度公司分别实现营业收入 103.51 亿元、135.76 亿元 (+31.16%)、153.93 亿元 (+46.00%), 分别实现归母净利润 19.10 亿元、19.97 亿元 (+4.55%)、24.01 亿元 (+48.48%)。

毛利率呈现先下降再上升的趋势。从盈利能力看, 毛利率有下降趋势, 但 23 年前三季度由于原材料采购成本下降、门店扩张规模效益增强的影响, 毛利率比上年同期有所提升。销售费用率、管理费用率、研发费用率保持在合理水平, 归母净利率维持相对稳定。公司品牌力强、配送效率高也导致应收账款周转天数(右下)极低。

图 54: 蜜雪冰城营收及净利润变化

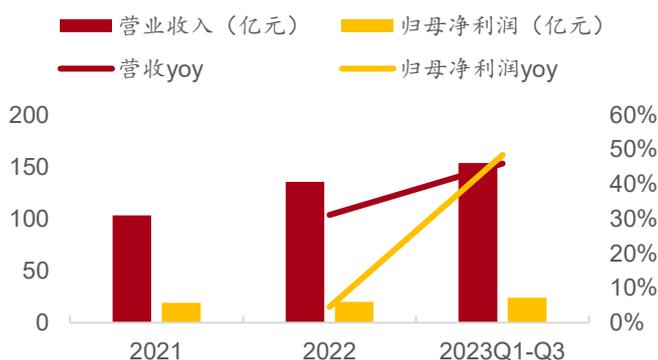


图 55: 蜜雪冰城毛利率及归母净利率变化



资料来源: 招商证券

资料来源: 招商证券

图 56: 蜜雪冰城费用率变化

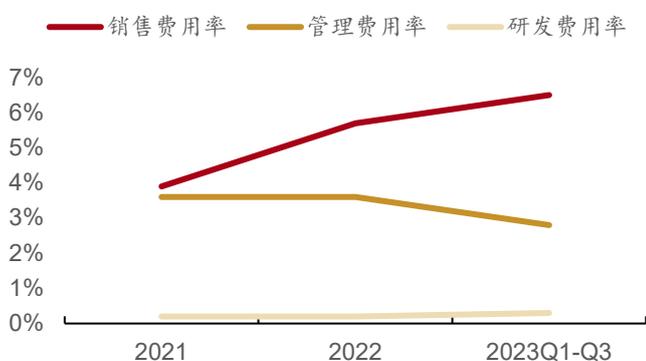
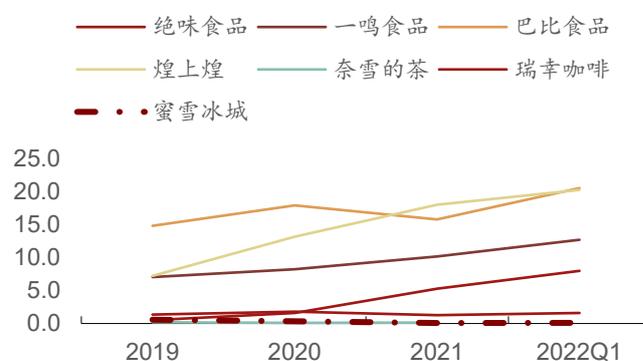


图 57: 蜜雪冰城应收账款周转天数极低



资料来源: 招商证券

资料来源: 招商证券

六、风险提示

- 1、食品安全风险。**食品安全对食品企业来说至关重要,如若食品安全发生问题,则可能对公司品牌形象、持续经营造成影响,对公司的收入产生负面影响,企业可能面临经营难题。
- 2、行业竞争加剧。**茶饮行业竞争激烈,各个品牌争相布局全国市场,如果竞争对手加大了市场投入力度、门店密度加剧,可能会影响到蜜雪冰城的增长和盈利。
- 3、单店模型不及预期。**连锁业态的单店模型决定门店盈利能力,若单店模型的盈利能力出现较大下滑,企业闭店率会上升,将会影响连锁品牌的门店扩张、下沉进度。
- 4、第二品牌扩张不及预期。**幸运咖作为蜜雪冰城公司的第二重要成长品牌,幸运咖的门店扩张对公司收入增长影响较大,若第二曲线扩张不顺利,对公司后续经营成长会有不利影响。

七、行业重点公司估值表

表 22: 重点公司估值表 (市值均为亿元人民币; 股价中 A 股单位为元、港股单位为港元):

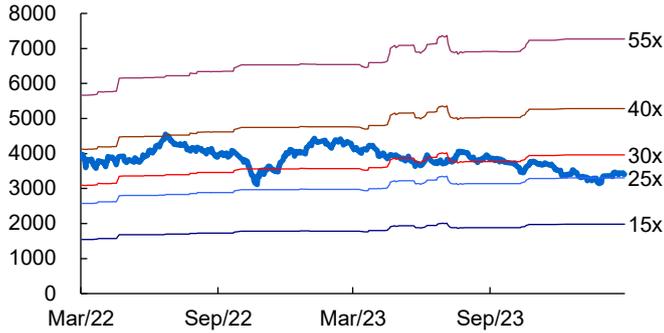
	代码	公司名称	投资评级	市值	股价	EPS				PE			
						22	23E	24E	25E	22	23E	24E	25E
高端 阳型	600519	贵州茅台	强烈推荐	20996	1671.4	49.9	59.5	70.3	81.9	33	28	24	20
	000858	五粮液	强烈推荐	5373	138.4	6.9	7.7	8.4	9.3	20	18	16	15
	600809	山西汾酒	强烈推荐	2891	237.0	6.6	8.7	10.9	13.3	36	27	22	18
	000568	泸州老窖	强烈推荐	2441	165.8	7.0	9.0	11.1	13.6	24	18	15	12
	002304	洋河股份	强烈推荐	1491	99.0	6.2	7.0	8.0	9.1	16	14	12	11
	000596	古井贡酒	强烈推荐	1054	228.9	6.0	8.7	11.5	14.4	38	26	20	16
	600702	舍得酒业	强烈推荐	259	77.8	5.1	5.3	6.2	7.0	15	15	12	12
	6186.H	中国飞鹤	强烈推荐	309	3.8	0.5	0.4	0.4	0.4	6	9	9	8
	603198	迎驾贡酒	强烈推荐	496	62.0	2.1	2.9	3.6	4.4	29	22	17	14
	603589	口子窖	强烈推荐	243	40.5	2.6	2.9	3.3	3.8	16	14	12	11
	603369	今世缘	强烈推荐	659	52.6	2.0	2.5	3.1	3.7	26	21	17	14
	000799	酒鬼酒	强烈推荐	188	57.9	3.2	1.7	1.7	2.0	18	34	34	29
	600779	水井坊	增持	234	48.0	2.5	2.5	3.0	3.3	19	19	16	14
	600559	老白干酒	强烈推荐	166	18.1	0.8	0.7	0.9	1.3	24	26	19	14
	600197	伊力特	增持	94	20.0	0.4	0.5	0.7	0.9	57	39	29	22
	603919	金徽酒	强烈推荐	103	20.3	0.6	0.7	1.0	1.4	37	27	20	15
	6979.H	珍酒李渡	强烈推荐	289	9.4	0.3	0.5	0.7	0.8	28	17	13	10
603896	寿仙谷	增持	55	27.1	1.4	1.4	1.7	2.0	20	19	16	14	
大众 阳型	603288	海天味业	强烈推荐	2175	39.1	1.3	1.1	1.3	1.4	29	36	31	27
	9633.H	农夫山泉	增持	4236	41.5	0.8	0.9	1.1	1.3	50	41	35	30
	600887	伊利股份	强烈推荐	1802	28.3	1.5	1.6	1.9	2.1	19	17	15	14
	2319.H	蒙牛乳业	强烈推荐	649	18.2	1.3	1.4	1.5	1.7	12	12	11	10
	6186.H	中国飞鹤	强烈推荐	309	3.8	0.5	0.4	0.4	0.4	6	9	9	8
	605499	东鹏饮料	强烈推荐	723	180.6	3.6	5.1	6.7	8.6	50	36	27	21
	605337	李子园	无评级	43	10.9	0.6	0.7	0.7	0.8	20	17	15	14
	600298	安琪酵母	强烈推荐	270	31.1	1.5	1.6	1.8	2.1	20	19	17	15
	002568	百润股份	强烈推荐	193	18.4	0.5	0.9	1.1	1.2	37	21	17	15
	000869	张裕 A	无评级	125	22.7	0.6	0.6	0.7	0.8	36	37	33	28
	600059	古越龙山	无评级	77	8.5	0.2	0.5	0.5	0.3	38	19	16	28
	1579.H	颐海国际	强烈推荐	110	11.7	0.7	0.9	1.0	1.2	15	12	11	9
	002507	涪陵榨菜	强烈推荐	155	13.5	1.0	0.7	0.8	0.9	13	18	16	15
	300908	仲景食品	增持	37	37.1	1.3	1.8	2.0	2.3	29	21	19	16
	002557	洽洽食品	强烈推荐	170	33.5	1.9	1.7	2.1	2.4	17	20	16	14
	002991	甘源食品	强烈推荐	70	75.3	1.7	3.2	4.0	4.9	44	23	19	15
	600872	中炬高新	强烈推荐	186	23.7	(0.8)	2.1	1.0	1.2	(32)	11	24	19
	603317	天味食品	强烈推荐	125	11.7	0.5	0.4	0.6	0.7	26	28	21	17
	603170	宝立食品	增持	58	14.5	0.5	0.8	0.8	0.9	27	18	19	16
	603755	日辰股份	强烈推荐	18	18.7	0.5	0.7	0.9	1.1	36	28	21	17
	600305	恒顺醋业	增持	90	8.1	0.1	0.2	0.2	0.3	58	54	34	27
	1112.H	HH 国际控	强烈推荐	66	11.3	1.0	1.3	1.7	2.0	11	8	6	5
300791	仙乐健康	强烈推荐	59	32.5	1.2	1.5	2.2	2.6	28	21	15	13	
605300	佳禾食品	增持	53	13.3	0.3	0.7	0.8	1.0	46	20	16	13	
大众 阴型	0291.H	华润啤酒	强烈推荐	981	33.3	1.3	1.7	2.1	2.6	23	18	14	12
	600600	青岛啤酒	强烈推荐	856	78.4	2.7	3.2	3.7	4.2	29	25	21	19
	600132	重庆啤酒	强烈推荐	311	64.3	2.6	2.8	2.9	3.2	25	23	22	20
	603517	绝味食品	强烈推荐	125	20.1	0.4	0.9	1.4	1.7	54	22	14	12

603866	桃李面包	强烈推荐	105	6.6	0.5	0.4	0.4	0.5	14	16	15	13
1458.H	周黑鸭	增持	37	1.7	0.0	0.1	0.2	0.2	157	17	9	8
603345	安井食品	强烈推荐	245	83.7	4.2	5.4	6.2	7.4	20	15	14	11
300973	立高食品	强烈推荐	57	33.7	0.9	0.6	1.5	1.9	40	61	22	18
605089	味知香	增持	39	28.6	1.0	1.1	1.3	1.5	28	27	22	19
001215	千味央厨	增持	44	43.9	1.2	1.6	2.4	3.0	37	28	19	15
605338	巴比食品	强烈推荐	41	16.3	0.9	0.9	1.0	1.1	18	19	17	14

资料来源：招商证券研究

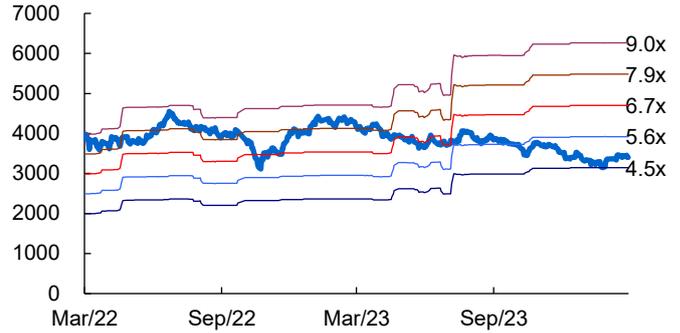
注1：皆为3月8日收盘价；注2：阳型是销售半径大公司，阴型是销售半径小公司

图 58：食品饮料行业历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 59：食品饮料行业历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《食品饮料行业周报（3.3）—分歧中上涨，锚定一季报》2024-03-04
- 2、《全面的估值修复是必然趋势——全球视野看中国消费股的估值水位》2024-03-03
- 3、《大众品一季度篇—潜在业绩超预期精选》2024-03-03

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告