

证券研究报告 / 行业深度报告

## 现制茶饮星辰大海，蜜雪冰城独执牛耳

---茶咖系列深度之二

优于大势

上次评级:优于大势

### 报告摘要:

**概览:** 蜜雪冰城是全球领先的现制茶饮企业。主打6元价格带的现制茶饮/果饮/冰淇淋/咖啡，旗下拥有现制茶饮品牌“蜜雪冰城”&现磨咖啡品牌“幸运咖”。公司聚焦下沉市场，二线及以下城市门店占75%。公司借力加盟模式迅速扩张，截止2023Q3拥有中国及海外11个国家共3.6w家门店（国内3.2w家+海外0.4w家），门店规模&出杯量口径下是中国第一&全球第二的现制饮品企业。公司2023Q1-3营收153.9亿元/+46%，其中商品销售贡献了营收的95%，为公司最主要的营收来源。2023Q1-3归母净利润为24.01亿元/+49%，归母净利率为15.6%/+0.3pct。

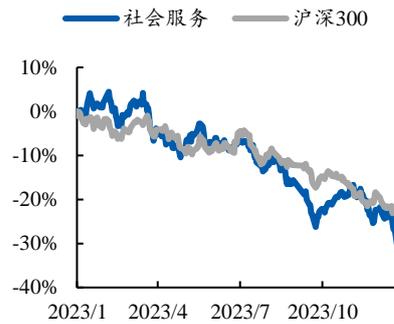
**行业:** 现制茶饮&咖啡欣欣向荣，下沉&出海为大趋势，蜜雪冰城均断层领先。现制茶饮本质上是以茶为媒介，对各类天然原材料饮品的一次全面融合创新：打造了多样化的产品形态，提升了饮品的口感/健康性/定制性，对瓶装饮料形成上位替代。2022年我国现制茶饮/现制咖啡的市场规模为1680/1179亿元，2017-2022年CAGR为24.8%/38.7%，预计未来6年复合增速可高达21.2%/21.9%，预计到2028年市场规模可达到5319/3865亿元。行业发展中呈现下沉化&出海化两大趋势，下沉市场在所有线级中增速最快，东南亚市场适宜的环境和蓝海的市场使其成为新茶饮出海首选。无论从门店还是销售额口径，蜜雪冰城在中国和东南亚均遥遥领先。

**模式:** 加盟商&消费者&公司多方共赢，实现规模优势与成本优势的正循环。蜜雪冰城本质是大浪淘沙出来的品牌，穿越周期后依然保持不俗的品牌生命力，后端规模效应降本增效，前端打破行业价格地板，最终以亲切的IP、朴实的价格和物超所值的品质迅速击穿用户心智。在优异的前后端加持下以价格为核心构筑深厚护城河鲸吞下沉市场，兵贵神速，率先占领了商业街/社区/学校/商场等区位的优质点位，形成规模梯度。出色的单店模型在保证快速复制能力的同时亦使门店具备极强的逆境生存能力。依托规模优势获得上游议价能力，进而持续有效地将规模优势转化为成本优势，在面对同业竞争时拥有更大的余地。同时极致的成本控制能力也赋能公司进一步扩张，进而扩大规模优势“螺旋强化”形成正向循环。

**空间:** 量价齐升，外拓第二成长曲线。诚然蜜雪冰城经过多年经营已经具备了一定体量和覆盖率，我们认为加密仍在良性通道，公司仍然具备较大成长空间：1) 下沉&海外市场: 未来门店拓展的两个方向，一是向更下沉的市场进发，测算预估国内门店中期目标为5万家，二是向海外扩张。2) 单店收入提升: 蜜雪冰城单店收入疫情之下逆势走强，彰显出强大的品牌势能，且作为业内唯一的平价茶饮品牌，有望精确承接/虹吸降级需求。3) 新业态: 基于公司对下沉市场多年的探索心得，我们相信公司已经找到在下沉市场不断复制品牌的方法论，有望开启第二/第N成长曲线。

**风险提示:** 食品安全风险；开店速度不及预期；模型盈利能力下滑等。

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-8%	-5%	-29%
相对收益	-7%	1%	-8%

### 行业数据

成分股数量 (只)	76
总市值 (亿)	4256
流通市值 (亿)	2094
市盈率 (倍)	0
市净率 (倍)	2.60
成分股总营收 (亿)	1197
成分股总净利润 (亿)	-69
成分股资产负债率 (%)	50.33

### 相关报告

- 《茶咖系列深度之一：奈雪的茶核心八问》  
--20231115
- 《奈雪的茶 (02150): 单店模型优化兑现，开放加盟插旗下沉市场》  
--20230831
- 《奈雪的茶 (02150): 成本端优化兑现，持续高举高打》  
--20230402
- 《奈雪的茶 (02150): 收购乐乐茶 44% 股权，多维赋能创造投资收益》  
--20221207

### 证券分析师: 李慧

执业证书编号: S0550517110003  
021-20361142 lihui@nesc.cn

## 目 录

<b>1.</b>	<b>公司概况：平易近人，享誉全球</b> .....	<b>6</b>
1.1.	业务概览：国民茶饮品牌，依托加盟模式走向世界 .....	6
1.2.	发展历程：二十五载行远自迩，铸就五边形霸主 .....	6
1.3.	股权结构&管理团队：股权集中，核心管理团队稳定 .....	9
1.4.	经营概况：门店端&业绩端双线高歌，茶饮巨擘不改成长底色 .....	12
<b>2.</b>	<b>行业：海阔凭鱼跃，茶饮出海注入新动能</b> .....	<b>15</b>
2.1.	饮品大盘：平价现制饮品欣欣向荣，持续侵蚀包装饮料份额 .....	15
2.2.	现制茶饮：潜力无限的高成长千亿级赛道，蜜雪冰城断层领先 .....	16
2.3.	现磨咖啡：尚处渗透率快速提升的红利期 .....	18
2.4.	下沉市场：行业核心增长引擎，兵家必争之地 .....	21
2.5.	海外市场：春和景明，新茶饮出海正当时 .....	25
2.6.	直营 VS 加盟：加盟模式适合下沉+抢位+开放性 .....	29
<b>3.</b>	<b>模式：行业标杆，极致标准化赋能扩张</b> .....	<b>31</b>
3.1.	开店：加盟模式赋能品牌，管理流程标准化 .....	31
3.2.	前端：低线定位，产品+空间+营销共筑极致品牌势能 .....	34
3.2.1.	产品：成本领先战略，专注极致低价 .....	34
3.2.2.	空间：门店风格眼前一“亮”，多店型打开场景触达 .....	37
3.2.3.	营销：IP 加持，海陆空营销强化品牌触达 .....	39
3.3.	后端：供应链为芯，全产业链布局 .....	44
3.3.1.	供应链：固本培元，打通上下游，建设业内首屈一指的供应链体系 .....	44
3.3.2.	组织力&数字化：完备的梯度培养激励机制+全链路数字化体系 .....	52
<b>4.</b>	<b>成长空间：量价齐升，外拓第二成长曲线</b> .....	<b>55</b>
4.1.	下沉市场：星星之火，可以燎原 .....	56
4.2.	海外市场：扬帆远航下南洋，出海蓝图徐徐展开 .....	56
4.3.	店效逆势提升，模型持续优化 .....	58
4.4.	副品牌：“内生+外延”双轮驱动，演绎第二成长曲线 .....	60
4.4.1.	幸运咖：复刻蜜雪模式，开启平价现磨咖啡新纪元 .....	61
4.4.2.	其他：背靠蜜雪生态，多赛道布局 .....	62
<b>5.</b>	<b>风险提示</b> .....	<b>65</b>

## 图表目录

图 1: 公司主要业务概览 .....	6
图 2: 公司初创期发展历程 .....	7
图 3: 公司发展历程 .....	8
图 4: 公司股权结构 .....	9
图 5: 上市后公司股东持股&关系图 .....	10
图 6: 公司管理分工关系演变 .....	11
图 7: 蜜雪冰城门店分布情况 .....	13
图 8: 公司总门店数量及增速 .....	13
图 9: 现制茶饮各品牌城市线级分布 .....	13
图 10: 蜜雪冰城门店规模位列全球第三、全国第一 .....	13
图 11: 2019-2023Q3 公司营业收入 .....	14
图 12: 2019-2023Q3 公司营业收入结构拆分 .....	14
图 13: 2019-2023Q3 公司归母净利润 .....	14
图 14: 2019-2023Q3 公司费用构成 .....	14
图 15: 2017-2028 年以终端零售额计的中国现制饮品市场规模 .....	15
图 16: 2017-2028 年按价格带划分的中国现制饮品市场规模 .....	16
图 17: 2017-2028 年按品类划分的中国现制饮品市场规模 .....	16
图 18: 2020-2022 年中国新茶饮连锁化率快速提升 .....	17
图 19: 现制茶饮消费频次显著提升 .....	17
图 20: 新茶饮行业产业链概览 .....	17
图 21: 我国现制茶饮行业竞争格局 .....	18
图 22: 各国/地区每年人均咖啡消费量对比 .....	19
图 23: 咖啡行业图谱, 玩家众多, 打法各异 .....	20
图 24: 我国现磨咖啡行业竞争格局 .....	20
图 25: 新式茶饮与新式咖啡品类相似度较高, 适合切入咖啡赛道 .....	21
图 26: 2017-2028 年按城市线级划分的中国现制茶饮市场规模 .....	22
图 27: 我国每百万人口拥有咖啡店数量, 低线城市空间仍大 .....	23
图 28: 2017-2028 年按城市线级划分的中国现磨咖啡市场规模 .....	23
图 29: 美国不同时期城市餐饮连锁化率对比 .....	24
图 30: 2020 年美国城市不同区域连锁化率 .....	24
图 31: 2020 年中美各线城市连锁化率对比 .....	25
图 32: 中国连锁/非连锁茶饮店线级分布变迁 .....	25
图 33: 2017-2028 年以终端零售额计的全球现制饮品市场规模 .....	25
图 34: 中国&东南亚市场是核心引擎, 贡献全球市场近四成增量, 未来空间巨大 .....	26
图 35: 2017-2028 年按品类划分的东南亚现制饮品市场规模 .....	27
图 36: 2022 年东南亚饮品品类销售占比 .....	27
图 37: 2020 年东南亚各国华人华侨规模 .....	27
图 38: 2021 年东南亚各国珍珠奶茶市场规模 .....	28
图 39: 东南亚各国消费者月平均奶茶消费量 .....	28
图 40: 东南亚茶饮市场历史沿革 .....	29
图 41: 直营 VS 加盟模式下门店数&客单价&满意度对比 .....	30
图 42: 2023 年头部茶饮品牌加盟动向盘点 .....	31
图 43: 公司模式&壁垒概览 .....	31
图 44: 公司加盟流程 .....	32
图 45: 加盟政策对比, 蜜雪冰城加盟费更加轻盈 .....	33
图 46: 公司加盟店关店率持续下行 .....	33
图 47: 不同门店规模下的餐饮加盟店关店率 .....	33
图 48: 公司人均开店数持续上行 .....	34
图 49: 公司新进&退出的加盟商数量 .....	34
图 50: 公司产品的历史演变迭代 .....	35

图 51: 公司端&门店端产品矩阵	35
图 52: 2020-2021 年各现制茶饮品牌上新数量对比	36
图 53: 各现制茶饮品牌客单价对比	37
图 54: 2019-2023Q3 公司研发费用率	37
图 55: 公司七代门店形象变迁	38
图 56: 公司五大店型覆盖各类选址需求	38
图 57: 各新茶饮品牌功能区分布对比	39
图 58: 蜜雪冰城品牌 IP 扩展矩阵	40
图 59: 2021 年不同价位新茶饮消费者购买习惯	40
图 60: 2019-2023Q3 公司销售费用率	40
图 61: 华与华改造前后 logo 对比	41
图 62: 雪王线上平台账号	41
图 63: 华与华改造前后公司门店形象对比	42
图 64: 新茶饮用户获取信息的渠道占比情况	42
图 65: 主题曲屡上抖音热搜, 累计播放量近百亿	43
图 66: 主题曲 5 次登上微博热搜	43
图 67: 主题曲 B 站播放量破千万, 引发二创风潮	43
图 68: 雪王登陆音乐节	43
图 69: 公司主题曲出圈的时间线回顾	43
图 70: 公司营销日历	44
图 71: 520 活动到蜜雪领情侣证	44
图 72: “蜜雪福袋节, 把福带回家”活动	44
图 73: 公司供应链建设一览	44
图 74: 公司供应链模式概览	45
图 75: 公司供应链建设历史复盘	46
图 76: 加盟模式下加盟商选择项目时的考虑因素	46
图 77: 大咖国际寻求全球原产地食材, 采购网络覆盖六大洲&35 个国家/	47
图 78: 公司五大生产基地信息梳理	48
图 79: 大咖国际加工厂俯瞰图	49
图 80: 大咖食品七大产品系列	49
图 81: 2021-2023Q3 公司产能情况	49
图 82: 2021-2023Q3 公司产能利用率	49
图 83: 公司上游原料产地布局及未来规划	50
图 84: 公司自建/外租分级冷链仓储体系	51
图 85: 成都仓中央配送中心内部实景图	51
图 86: 公司以外租方式保有的仓储物流基地数量	51
图 87: 2023Q3 公司各职能员工占比	52
图 88: 公司股权激励(万元)及结构	52
图 89: 公司线上线下培训矩阵赋能加盟商, 及管理培训生项目“青藤计划”	53
图 90: 现制茶饮行业数字化转型大势所趋	54
图 91: 疫情前后消费者现制茶饮点单方式变化	55
图 92: 2020-2022 年公司电商销售收入	55
图 93: 公司海外开店布局	57
图 94: 2021-2023Q3 公司门店地域分布结构	57
图 95: 2019-2022 年公司印尼/越南营业收入(万元)	57
图 96: 2022Q1 公司印尼/越南净利润与门店数	57
图 97: 蜜雪冰城东南亚门店价格接近但菜单选项进行本土化调整	58
图 98: 2019-2023Q3 公司单店月店效	59
图 99: 加盟店售卖零售产品	59
图 100: 公司新业态拓展复盘	61
图 101: 幸运咖与蜜雪冰城相同的 Logo 设计思路	62
图 102: 幸运咖直营+加盟门店关店率	62

图 103: 公司多品牌矩阵逐渐成型 .....	63
图 104: 2021 年公司新业务净利润 .....	63
图 105: 公司切入瓶装饮料赛道 .....	64
图 106: 福鹿家便利店历史发展与未来战略规划 .....	64
图 107: 福鹿家与蜜雪冰城交叉营销, 实现流量共振 .....	65
图 108: 福鹿家精酿啤酒工厂 .....	65
表 1: H 股 IPO 募集资金用途梳理 .....	9
表 2: 公司核心高管团队介绍 .....	12
表 3: 2023Q1-3 中国现制茶饮品牌 TOP5 终端零售额/出杯量及其份额 .....	18
表 4: 相比现制茶饮, 现磨咖啡毛利率更高/成本更低 .....	19
表 5: 2023Q3 中国现制茶饮品牌 TOP5 门店数统计 .....	22
表 6: 2023Q1-3 中国现磨咖啡品牌 TOP5 终端零售额/出杯量及其份额 .....	23
表 7: 2023Q3 中国现制茶饮品牌 TOP5 门店数统计 .....	24
表 8: 2023Q3 全球 TOP3 现制饮品企业 .....	26
表 9: 2023Q3 东南亚地区前三大现制茶饮品牌 .....	29
表 10: 蜜雪冰城旗下直营模式与加盟模式对比 .....	30
表 11: 单店模型拆解 VS 国内茶饮/咖啡龙头 .....	60
表 12: 2020 年前幸运咖存在的问题 .....	62

## 1. 公司概况：平易近人，享誉全球

### 1.1. 业务概览：国民茶饮品牌，依托加盟模式走向世界

蜜雪冰城是国内门店数量最多&规模最大的现制饮品连锁品牌，坚持高质平价，专注低线市场，致力全球性布局。蜜雪冰城是全球领先的现制茶饮企业，聚焦6元价格带的现制茶饮/果饮/冰淇淋/咖啡，旗下拥有现制茶饮品牌“蜜雪冰城”&现磨咖啡品牌“幸运咖”。截止2023Q3，公司超99.8%的门店为加盟店，借力加盟模式迅速扩张，拥有中国及海外11个国家共3.6w家门店（国内3.2w家+海外0.4w家），2023Q1-3实现出杯量58亿杯。按门店规模和出杯量计算，公司是中国第一&全球第二的现制饮品企业。

图 1：公司主要业务概览



数据来源：公司招股书，东北证券

### 1.2. 发展历程：二十五载行远自迩，铸就五边形霸主

**初创期（1997-2006年）：单人单店摸索，十年磨一剑。**1997年，创始人张红超大学毕业后将自己在商丘见过的刨冰引入郑州，创建蜜雪冰城的前身“寒流刨冰”，但刨冰店因选址不佳、修路改道、合伙失败而三开三关；1999年，“蜜雪冰城”诞生。

“蜜雪”指“刨得像雪花一样的碎冰浇上甜蜜的果酱，吃起来就像甜蜜的雪”，“冰城”指“有上百种冷饮产品可供选择”。此后蜜雪冰城门店经历两次拆迁，张红超又相继开出蜜雪冰城中西餐厅和蜜雪冰城家常菜馆。为应对来自其他新开餐厅的挑战，张红超经营家常菜馆时“精确地计算两片面包、一块鸡胸、自制裹粉、食用油的成本”，就此奠定了“先计算成本，再加上微薄毛利，推导最低价格”的定价策略。他还说：“量一定要大，把费用摊得很低很低”。最终，蜜雪冰城家常菜馆凭借量大&平价战胜了竞争对手。随着餐馆生意兴隆，张红超想起早年的刨冰生意，恰逢售价20元的彩虹帽冰淇淋席卷郑州，于是他自学制作方法推出新鲜冰淇淋，售价仅1元。该产品一经推出便迅速引爆市场，成为蜜雪冰城的第一款爆品。从刨冰到西餐、家常菜，再到冰激淋、茶饮，蜜雪冰城在不断试错中找到了自己的核心产品，也逐步

奠定了高质平价的基调。历经整整十年的迭代和试错，蜜雪冰城终于迈向属于自己的星辰大海。

图 2：公司初创期发展历程



数据来源：公司官网，东北证券

**加盟模式探索期（2007-2012年）：省内加密，开放加盟助品牌走上扩张之路。**2007年，随着冰淇淋单品的畅销，张红超随即在郑州开设独立的冰淇淋店。门店生意十分红火，亲朋好友纷纷加盟，当时从事音响销售代理的张红甫（弟）在妻子的鼓励下辞职，成为了第一代加盟商。2007年是里程碑的一年，此前只有一家店的蜜雪冰城从此开启了扩张之路，当年便开出 26 家门店。但在随之而来的冬季，冰淇淋店遭受严峻考验，仅 6 家加盟店挺过寒冬，于是张红超开始推出奶茶、热咖啡、红枣牛奶等产品以熨平冰淇淋店冬季的销售波动。2008 年，加盟店达到 180 余家。同年职业经理人加入并注册郑州蜜雪冰城商贸有限公司，蜜雪冰城开始公司化运营，包括产品矩阵/品牌形象升级、网站搭建、组织架构划分，并将蜜雪冰城发展重心转向茶饮。蜜雪冰城同时进行高端化探索，但均以失败告终。此阶段公司迈出了开放加盟的关键一步，在出色的产品力和品牌定位下迅速腾飞，逐步勾勒出公司雏形，同时完成了战略重心转变，为未来发展奠定了坚实基础。

**国内扩张期（2013-2017年）：供应链+加盟管理赋能全国扩张，迈入头部茶饮品牌。**2012 年，公司自建生产基地，实现了核心原料自产。2014 年，自建仓储物流中心，构建了从研发生产到仓储物流的完整供应链条，并推出全国免配送费政策，成为全国饮品行业中首家实行物料免费运送的品牌，“研发生产、仓储物流、运营管理”于一体的供应链模式初具雏形。同年蜜雪冰城门店数突破 1000 家。2015 年，张红甫率队首次前往全国各地巡店，发现各地加盟店标准完全不统一，于是蜜雪冰城决定 2016 年放慢扩张步伐，建立员工和加盟商培训制度，规范操作流程。2017 年，ERP 项目启动，推动信息化建设，打造基础供应链-财务信息化平台，开发线上培训“蜜学堂”APP，加盟管理进一步标准化。同年，蜜雪冰城孵化了咖啡品牌幸运咖，并投资了高端冰淇淋品牌极拉图。此阶段公司发力供应链建设，商业模式逐渐成熟。在“直营连锁为引导，加盟连锁为主体”的策略下门店数突破 3500 家，已然走在行业前列。此阶段公司并非蒙眼狂奔，而是在高速展店的同时注重夯实门店标准化。

**国内+海外扩张期（2018年至今）：内生+外延双轮驱动，国内+海外两翼齐飞，茶饮霸主独领风骚。**2018 年，华与华操盘公司品牌营销全面升级，雪王 IP 诞生。同年，蜜雪开启海外扩张的步伐，在越南河内开设首家海外门店“MIXUE”，并以低廉的价格在当地迅速站稳脚跟。2019 年，门店数突破 7000 家。2020 年，蜜雪冰城在中国最大柠檬产地安岳县全资成立四川雪王柠檬有限公司，设立收储基地，通过当地合作社直接向农户收柠檬。同年 12 月，公司完成外部融资，获得由龙珠美城（美团旗下）、高瓴蕴祺（高瓴资本旗下）、天津磐雪（属于中信产业基金的 CPE 源峰资本旗下）的资本机构的 23.3 亿元融资，成为第三、四、五大股东，共持股 10%，对应

估值 233.3 亿元，对应 2021/2020 年 PE 为 13/26 倍。2020 年虽然受到疫情冲击，但公司凭借前期打下的坚实基础逆势扩张，至 2020 年底门店数突破 13000 家。2021 年，公司主题曲强势出圈赚足了品牌声量，带动加盟热情持续高涨，门店数年底突破 20000 家。在疫情肆虐的背景下，蜜雪宣布减免 1 年加盟费并大幅下调大部分物料价格，扶持/让利加盟商。与此同时，海外扩张同样喜报频传，截至 2023 年 9 月，蜜雪冰城海外门店数亦突破 4000 家，成为东南亚排名第一的现制茶饮品牌。此阶段公司国内门店数在大基数的基础上仍然连年翻番，海外市场亦高歌猛进，开启了以越南为跳板、向东南亚市场乃至全球市场进攻的海外扩张路线。同时公司在供应链、加盟管理、品牌形象、营销策略、资金实力、多品牌矩阵等维度持续加码布局，成为茶饮行业当之无愧的五边形战士。

图 3：公司发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，张红甫创业日记，东北证券

**转战港股，估值或超 700 亿元。**公司 2021 年 9 月底，启动 A 股 IPO。2022 年 9 月，证监会预披露蜜雪冰城招股书，拟冲刺深市主板，普通股占发行后总股本不低于 10%，募资 64.96 亿元。对应估值 650 亿元，估值在上市和待上市餐企中仅次于百胜中国和海底捞，对应 2021/2022 年 PE 为 34/33 倍。2023 年 1 月公司 A 股上市进程受阻，转而寻求港股上市。2024 年 1 月，公司正式向港交所递交上市申请，网传此次融资金额为 10 亿美金，按 10% 发行股份推算，蜜雪冰城港股估值将达到 100 亿美金，超 700 亿元人民币。

表 1: H 股 IPO 募集资金用途梳理

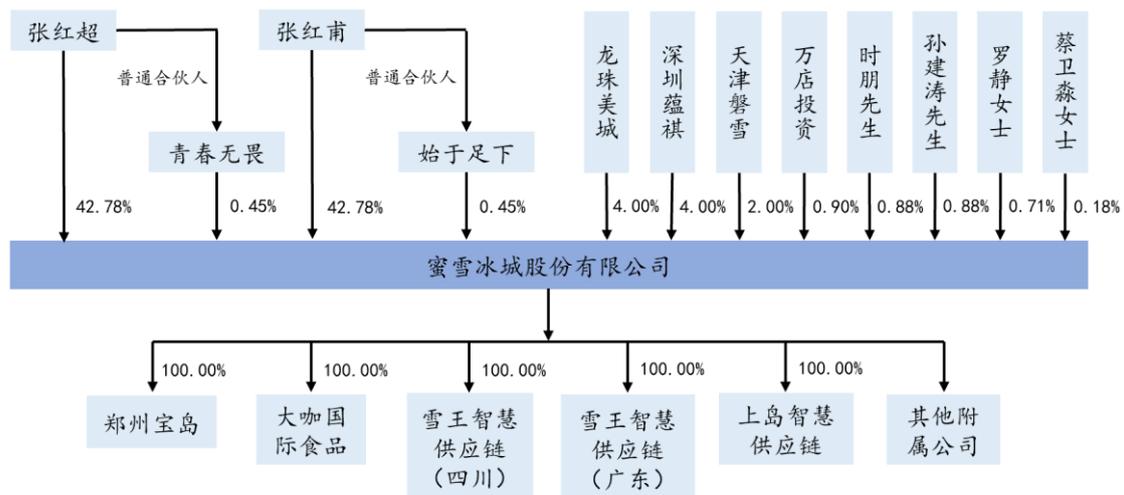
募集资金用途	具体内容
提升端到端供应链的广度和深度	中国的产能扩张 维持并提升中国物流系统的灵活度和效率 搭建国际供应链平台以支持海外业务的扩张
提升品牌价值和品牌知名度	持续深耕品牌 IP 全渠道市场推广
加强各业务环节的数字化和智能化	赋能加盟商并提升门店运营效率
用于营运资金和其他一般企业用途	-

数据来源：公司公告，东北证券

### 1.3. 股权结构&管理团队：股权集中，核心管理团队稳定

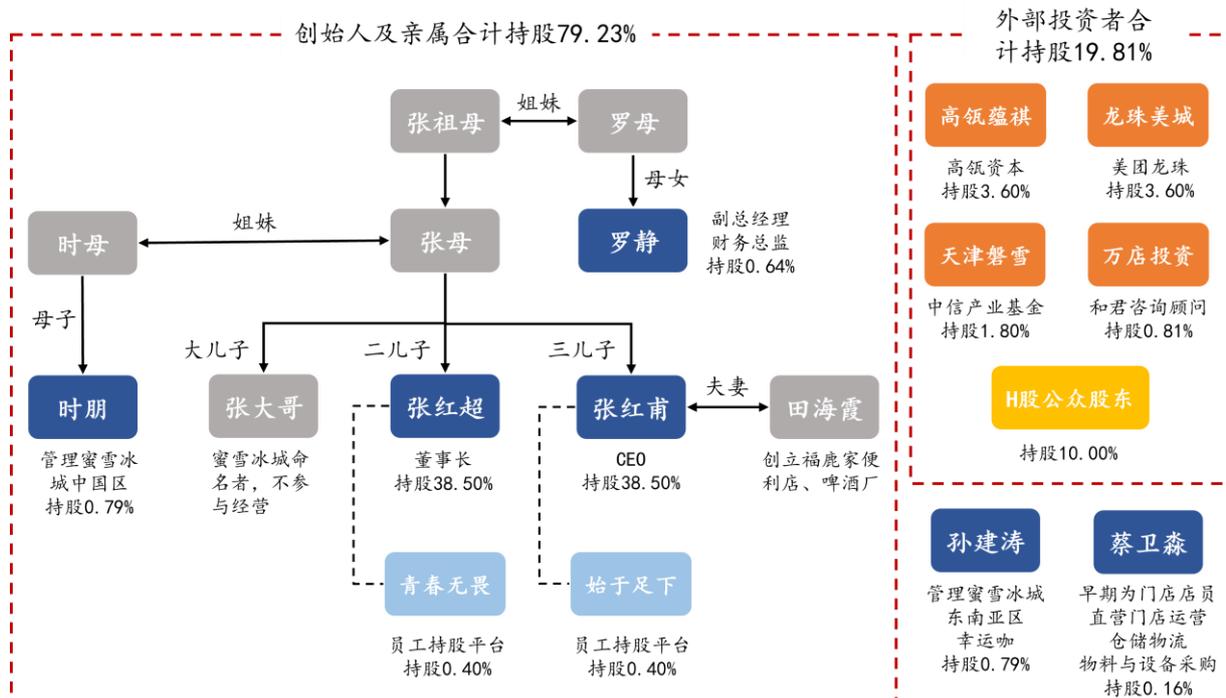
**创始人绝对控股，核心管理团队利益长期绑定。**公司实控人为张红超与张红甫兄弟，截至 2022 年 9 月，二人分别持股 42.78%，同时又分别通过员工持股平台青春无畏和始于足下间接控股 0.45%。其他自然人股东为公司高管，时朋持股 0.88%，孙建涛持股 0.88%，罗静持股 0.71%，蔡卫森持股 0.18%。员工持股平台的搭建与管理层大规模持股捆绑了员工与公司的利益，有效调动核心骨干的积极性，有利于公司的长远发展。万店投资持股 0.90%（2020 年 6 月，和君咨询合伙人陈志强和张晓明作为蜜雪冰城长期战略顾问，通过万店投资对蜜雪冰城完成天使轮融资，彼时公司估值 200 亿，对应 2020 年静态 PE 为 22 倍）。2020 年 12 月，蜜雪冰城获得由龙珠美城（美团旗下）、高瓴蕴祺（高瓴资本旗下）、天津磐雪（属于中信产业基金的 CPE 源峰资本旗下）的资本机构的 23.3 亿元 A 轮融资，分别持股 4%/4%/2%，成为第三、四、五大股东，对应估值 233.3 亿元，对应 2021/2020 年 PE 为 13/26 倍。此次若能完成 H 股首次公开发行，预计创始人兄弟合计持股 77.8%，创始人及亲属合计持股 79.23%，外部投资者合计持股 19.81%，股权结构集中，有利于公司稳定发展。

图 4: 公司股权结构



数据来源：公司公告，东北证券

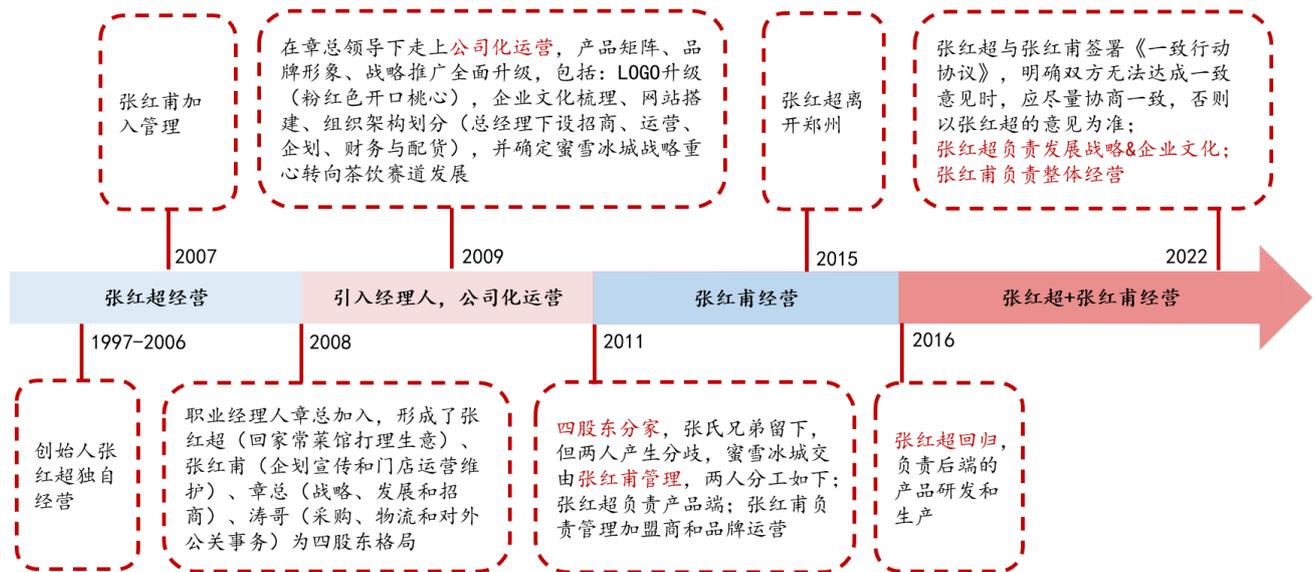
图 5：上市后公司股东持股&关系图



数据来源：公司公告，东北证券

**创始人兄弟一路披荆斩棘，兄弟齐心，其利断金。**张红超自1997年创业以来历经多次迭代，研制出新鲜冰淇淋等爆品，助力公司走上快速增长通道。2007年张红甫加入公司。2008年随着职业经理人章总的到来，张红超逐渐淡出公司经营。而后四股东分家后兄弟二人产生分歧，2011年张红超便将公司治理事宜全部交由张红甫打理，自己回老家一手搭建起蜜雪冰城的供应链体系。张红甫接手后大举扩张，公司上下沉浸在成功的喜悦中，直到2015年全国巡店时发现大量加盟商存在经营质量参差不齐的情况。2016年创始人张红超回归，继续负责产品研发和供应链搭建，而张红甫负责运营、招商、新业态拓展。目前公司由兄弟二人携手经营，张红超负责发展战略和企业文化，张红甫负责经营管理和领导高管团队。由于二人所占股份相等，为了应对潜在纠纷，张红超与张红甫于2022年9月6日签署了《张红超与张红甫之一致行动协议》，其中明确，如双方无法达成一致意见时，双方应尽量协商一致，否则以张红超的意见为准。

图 6：公司管理分工关系演变



数据来源：张红甫创业日记，东北证券

**核心高管团队熟稔茶饮运营之道，年富力强，陪伴公司成长。**公司高管草根出身，正值壮年，平均年龄 38 岁，平均相关从业经验 16 年，对茶饮业态/下沉市场有深刻理解和丰富经验。管理团队中部分是早期一起打拼至今的亲朋好友，如 2003 年仅 14 岁就投奔表哥张红超的时朋，从蜜雪冰城家常菜餐馆服务员做起跟随至今，现负责供应链和极拉图的管理；还有部分为普通员工晋升而来，如作为现前端供应链负责人的蔡卫森是最早几家蜜雪冰城冰淇淋店的店员，因业务能力出众获得提拔，后一手搭建了蜜雪冰城的原料设备采购体系。核心管理团队多为早期跟随张红超打拼的心腹，历经风雨一直陪伴、见证公司和行业成长，团队凝聚力强。

**表 2：公司核心高管团队介绍**

姓名	职务	加入时间	年龄	履历
张红超	创始人、董事长、 执行董事	1997	47	负责发展战略和企业文化。
张红甫	联合创始人、 CEO、执行董事	2007	39	2005年8月至2007年4月，担任郑州丹尼斯百货有限公司运营经理。2007年5月，加入到其兄长张红超的创业团队中。负责整体经营管理并领导高管团队。
蔡卫森	前端供应链负责人、 执行董事	2008	35	2008年加入，从店员做起，后升任门店店长，参与多家门店的管理运营。2012年开始负责门店物料与设备的采购工作。2021-2023年担任物流负责人。现负责门店物料与设备采购、物流、前端应用研发，和上述事宜的质量控制。
赵红果	后端供应链负责人、 执行董事	2013	35	2013年加入，从店员做起，后升任门店店长，积累了丰富的门店运营经验，并相继参与财务/行政/采购/生产等多个部门的运营。2015年至今，全面负责原材料采购、生产、后端基础研发，和上述事宜的质量控制。在公司生产基地的规划与建设、生产制度的建立与完善方面发挥重要作用。
时朋	蜜雪冰城中国运营 负责人	2003	36	2003年起参与门店运营，2013-2018年负责门店及加盟商运营管理。现负责蜜雪冰城在中国的运营。
张洲	CFO	2023	33	此前任职于BofA Securities及高瓴投资。现负责财务管理和资本运营。
崔海静	监事会主席、财务 部门负责人	2009	37	2009年加入，现是财务中心的部门负责人之一。
于敏	职工代表监事、 HR负责人	2014	34	2012年10月至2014年4月，任职于北京小雨国际投资有限公司。2014年6月至今，任职于公司。现担任HR部门的负责人之一。
孙建涛	监事、蜜雪冰城东 南亚运营负责人	2010	36	2010年加入，曾负责招商、人力资源等，2016-2023年先后负责蜜雪冰城西南区域、东南亚区域和幸运咖的业务扩张。目前担任蜜雪冰城东南亚运营负责人。

数据来源：公司公告，东北证券

#### 1.4. 经营概况：门店端&业绩端双线高歌，茶饮巨擘不改成长底色

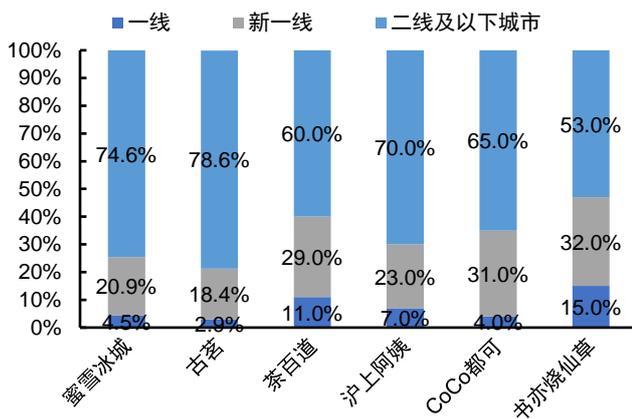
**门店分析：开疆拓土门店超两万家，“农村包围城市”铸成下沉市场茶饮王者。**1) **从门店规模看**，截至2023Q3公司共拥有门店36153家，稳居行业第一，也是国内最大的餐饮连锁品牌，领先于华莱士、绝味鸭脖、正新鸡排；此外蜜雪冰城也是全球门店数量排名第三的餐饮品牌，仅次于麦当劳、赛百味。2) **从扩张速度看**，蜜雪冰城连续多年保持门店高增长，2021年起公司步入放量增长阶段，每年净增门店约8000家，前一家店用了20年，后2万家店只用了3年。而放眼过去十年，除2016年主动放缓开店节奏外，公司均保持蓬勃的发展势头。3) **从门店分布看**，公司重点布局下沉市场，二线及以下城市门店占75%，国内/海外门店分别占89%/11%。

图 7：蜜雪冰城门店分布情况



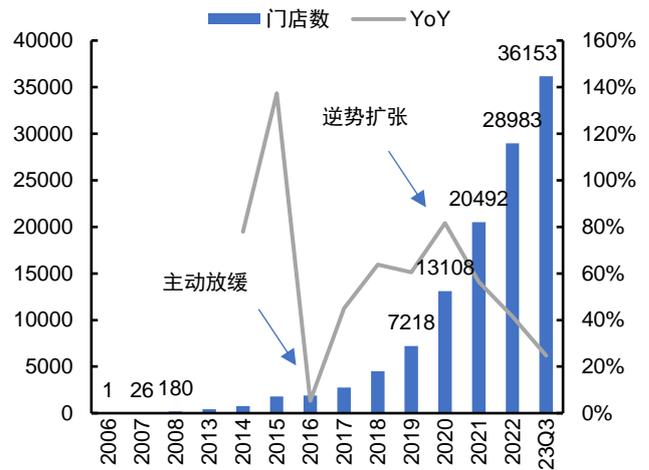
数据来源：公司公告，东北证券

图 9：现制茶饮各品牌城市线级分布



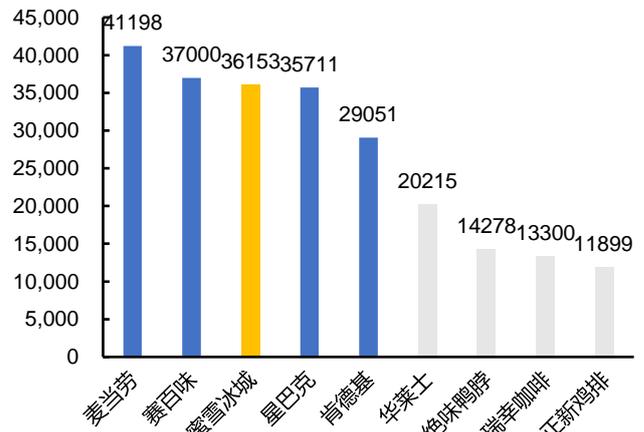
数据来源：公司公告，东北证券

图 8：公司总门店数量及增速



数据来源：公司公告，晚点 Late Post，东北证券

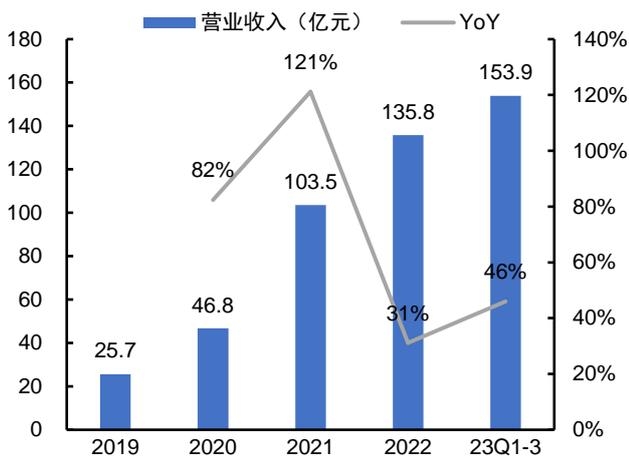
图 10：蜜雪冰城门店规模位列全球第三、全国第一



数据来源：Bloomberg，维基百科，窄门餐眼，东北证券

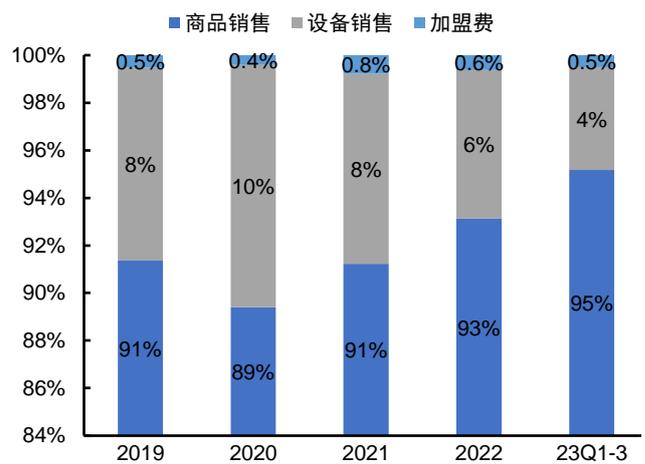
**财务分析：仍处高速增长通道，盈利能力改善。**公司 2023Q1-3 营收为 153.9 亿元，同比增速为+46%，2019-2022 年 CAGR 高达 74.2%。其中商品销售贡献了营收的 95%，为公司最主要的营收来源，设备销售贡献 4%，加盟费贡献收入较少。公司 2023Q1-3 归母净利润为 24.01 亿元，同比增速为+49%，2019-2022 年 CAGR 高达 45.6%。归母净利率为 15.6%，同比+0.3pct，拆分来看，毛利率为 29.7%，销售费用/管理费用/研发费用分别为 6.5%/2.8%/0.3%。

图 11: 2019-2023Q3 公司营业收入



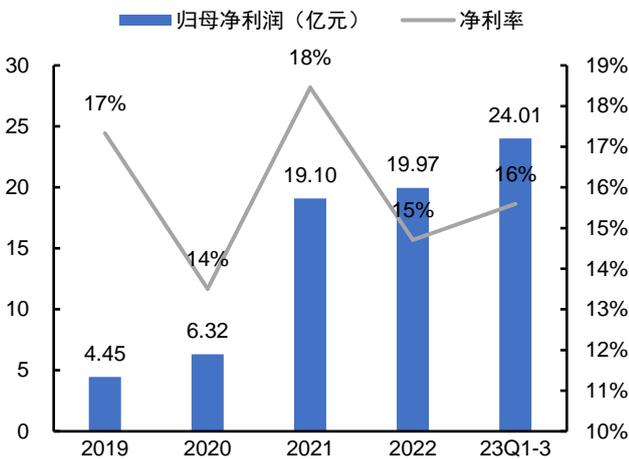
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 12: 2019-2023Q3 公司营业收入结构拆分



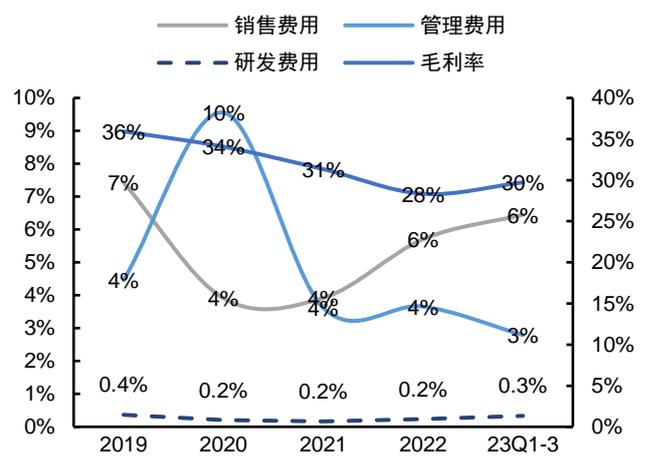
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 13: 2019-2023Q3 公司归母净利润



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 14: 2019-2023Q3 公司费用构成



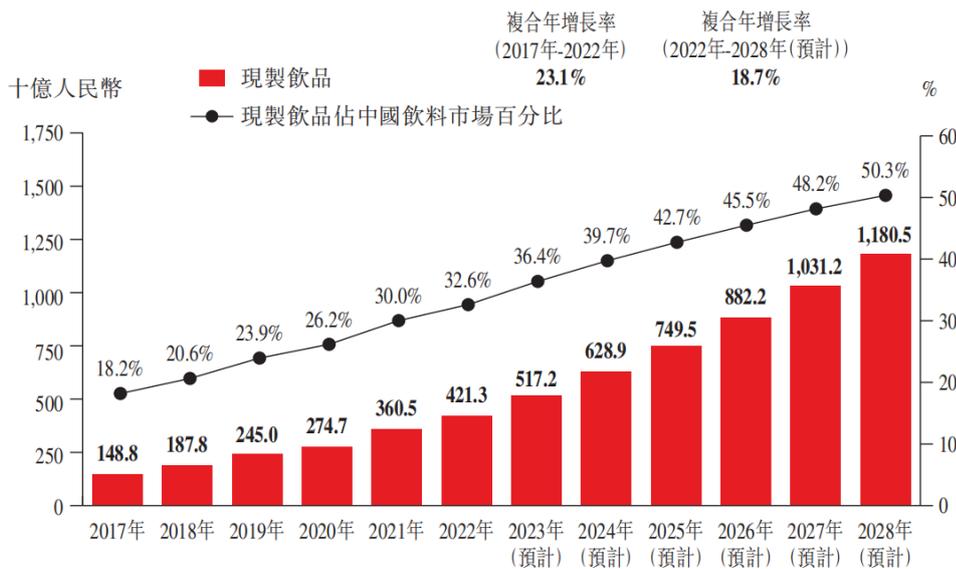
数据来源: 公司公告, 东北证券

## 2. 行业：海阔凭鱼跃，茶饮出海注入新动能

### 2.1. 饮品大盘：平价现制饮品欣欣向荣，持续侵蚀包装饮料份额

**现制饮品对软饮料形成“上位替代”。**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、冰淇淋及咖啡。据灼识咨询，以终端零售额计的中国现制饮品市场的规模预计将从 2022 年的 4213 亿元增长到 2028 年的 11805 亿元/CAGR 达到 18.7%，远超预包装饮料行业同期 5.0%的复合年增长率。预计 2028 年现制饮品将超越预包装饮料行业，占中国饮料市场超半数份额。根据弗若斯特沙利文调研，87.4%的受访者过去一至两年里对现制茶饮的消费频率上升，56.2%的受访者对软饮料的消费频率下降，而 70.6%的受访者认为软饮料的消费下降是因现制茶饮消费上升所致。现制茶饮本质上是以茶为媒介，对各类天然原材料饮品的一次全面融合创新：打造了多样化的产品形态，提升了饮品的口感/健康性/定制性，对瓶装饮料，尤其是对即饮茶/果汁形成上位替代。区别于市场中部分观点对“现制茶饮”产品生命周期的担忧，我们认为“现制茶饮”不仅是一个潮流品类，更是大体量/高成长的稳定赛道。

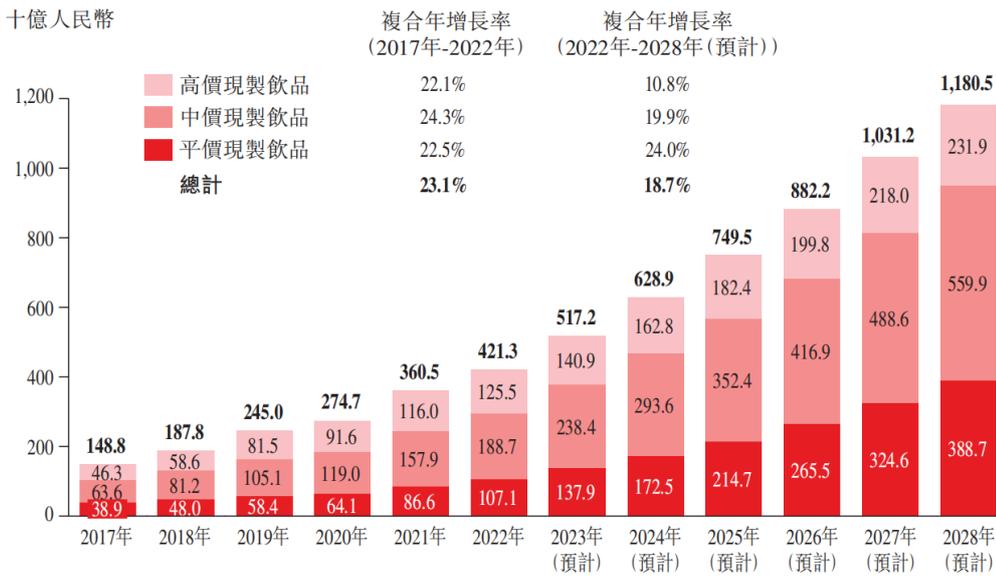
图 15：2017-2028 年以终端零售额计的中国现制饮品市场规模



数据来源：灼识咨询，东北证券

**价格带划分：平价现制饮品增速最高，对平价饮料的替代效应最强。**现制饮品市场根据价格带可分为平价（10 元以下）、中端（10-20 元）、高端（20 元以上）三个档次。平价现制饮品因与其他平价饮料产品价格带相近（单价 < 10 元）而日益受到中国消费者的青睐，在不同价格带中增速最快，其市场规模从 2017 年的 389 亿元增长至 2022 年的 1071 亿元/CAGR 为 22.5%，预计到 2028 年市场规模将增长至 3887 亿元/2022-2028 年 CAGR 达 24.0%。

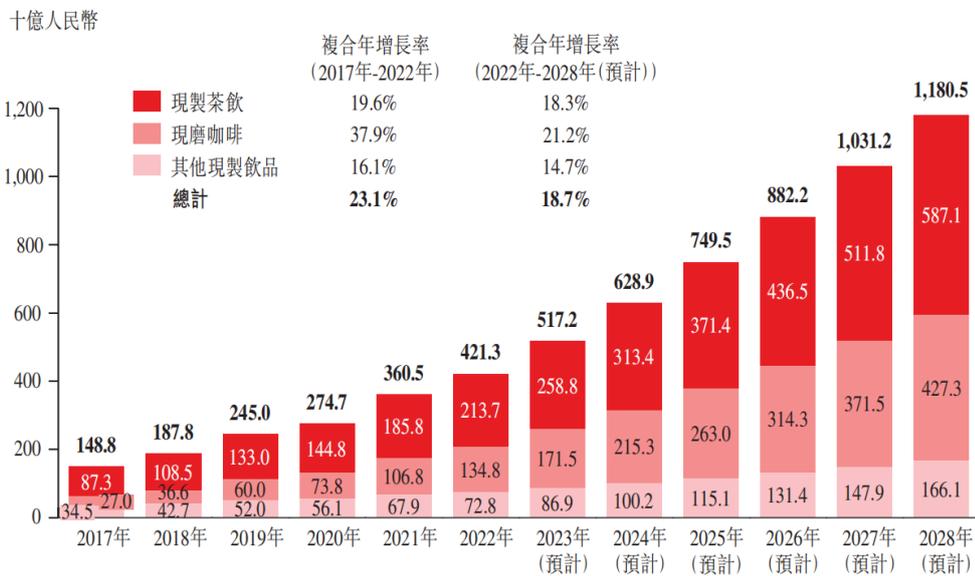
图 16：2017-2028 年按价格带划分的中国现制饮品市场规模



数据来源：灼识咨询，东北证券

**品类划分：现制茶饮规模最大，现磨咖啡增速最快。**现制饮品按品类划分为现制茶饮+现磨咖啡。以终端零售额计，现制茶饮是中国现制饮品市场中最大的细分品类，2022 年占中国现制饮品市场规模超过 50%；现磨咖啡是中国现制饮品市场中增速最快的细分品类，预计 2022 年至 2028 年的复合年增长率为 21.2%。

图 17：2017-2028 年按品类划分的中国现制饮品市场规模



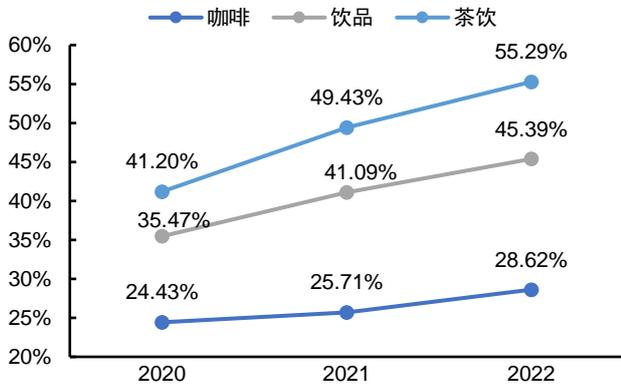
数据来源：灼识咨询，东北证券

## 2.2. 现制茶饮：潜力无限的高成长千亿级赛道，蜜雪冰城断层领先

**产业链完备，连锁化率+渗透率持续提升。**现制茶饮产业链主要涵盖了原材料端（茶

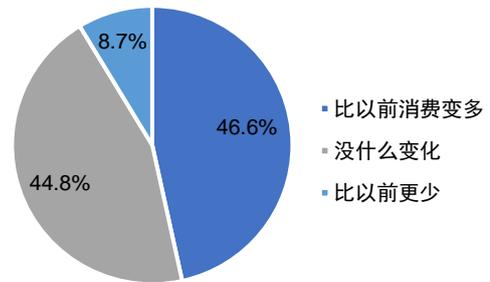
叶/奶源/水果/包材)、门店端及第三方服务商(仓储物流/CRM/支付/外卖配送等)。据克劳锐调研数据,近半数消费者对茶饮的消费次数比以前更多。2022年茶饮行业连锁化率再上一个台阶至55%,远高于饮品/咖啡/餐饮的45%/29%/18%。随着门店扩张/供应链升级不断加强产品触达,现制茶饮将持续提高客群渗透。

图 18: 2020-2022 年中国新茶饮连锁化率快速提升



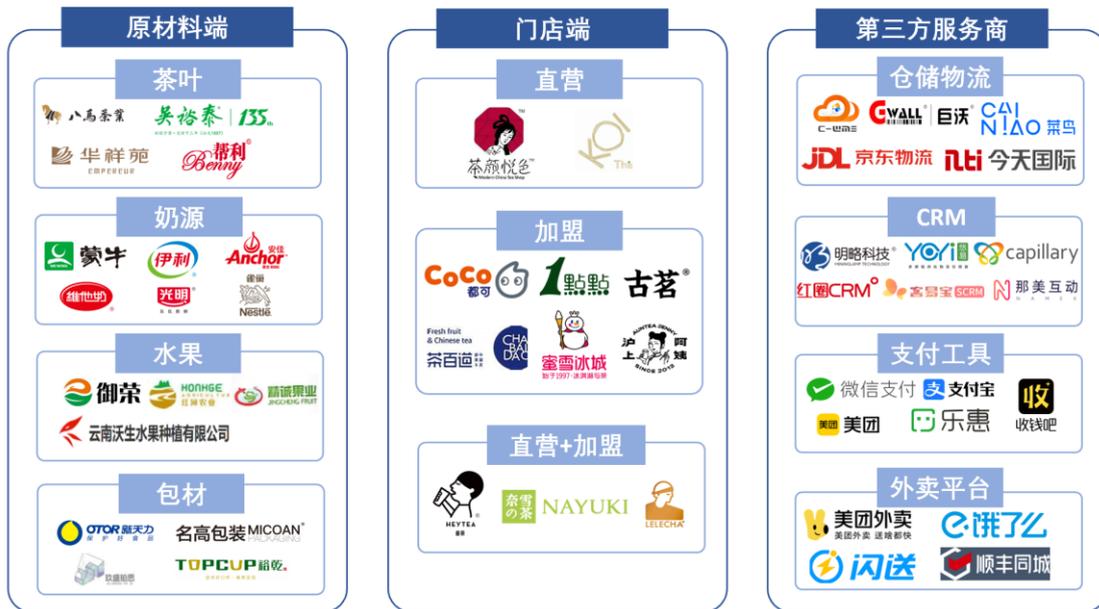
数据来源: 美团, 东北证券

图 19: 现制茶饮消费频次显著提升



数据来源: 克劳锐, 东北证券

图 20: 新茶饮行业产业链概览



数据来源: 艾瑞咨询, 东北证券

**竞争格局:** 现制茶饮根据价格区分为三个价格档次差异化竞争, 平价/高端现制茶市场龙头强势, 中端多品牌激烈卡位。无论是终端零售额、饮品出杯量, 还是门店数口径, 蜜雪冰城均为中国最大的现制茶饮品牌。总体而言茶饮行业价格与口碑呈正相关关系, 拆分来看:

表 3：2023Q1-3 中国现制茶饮品牌 TOP5 终端零售额/出杯量及其份额

品牌	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨	CoCo
终端零售额 (亿元)	331	138	125	70	68
市场份额	20%	8.3%	7.6%	4.2%	4.1%
出杯量 (亿杯)	52	9	7	5	5
市场份额	49.5%	8.6%	6.7%	4.8%	4.8%

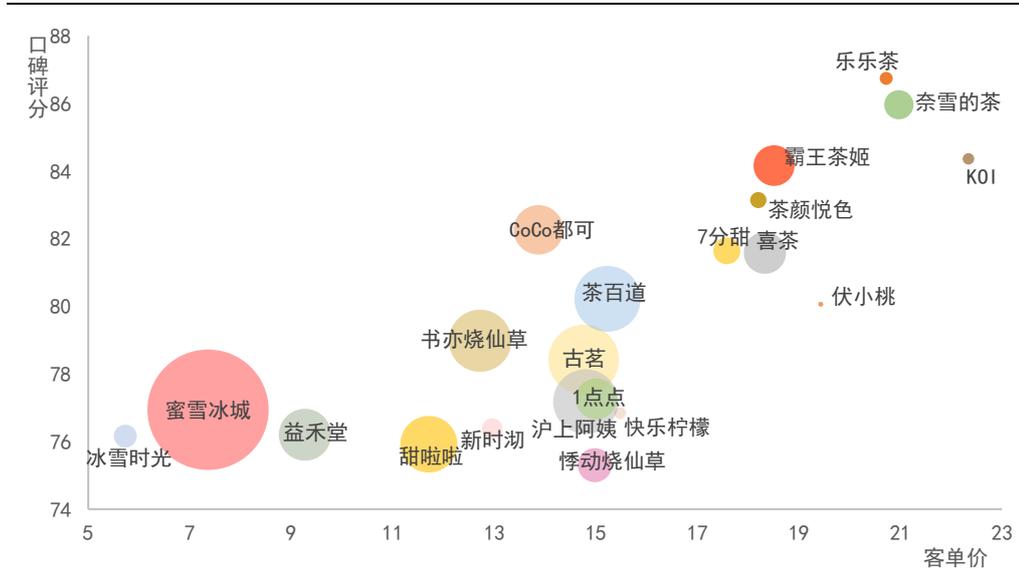
数据来源：公司公告，东北证券

1) 平价市场：市场玩家依托加盟模式快速扩张，加速抢占下沉市场，选址主要集中在商业街/学校等人流量大的区域，头部企业依托规模效应/供应链实现极致性价比，其中蜜雪冰城首先下沉到了其他品牌难以触摸的价格区间。目前蜜雪冰城门店数遥遥领先，国内门店数突破 29200 家，甜啦啦/益禾堂门店数分别突破 5800/4900 家，规模梯度明显。

2) 中端市场：品牌众多，各品牌打法各异，竞争呈区域化/差异化，主要竞争策略包括区域加密形成区域内的规模效应，以及深耕细分品类，打造品类龙头。古茗/茶百道/沪上阿姨/书亦烧仙草/CoCo 等品牌门店体量较大，各品牌激烈卡位。

3) 高端市场：市场玩家主要依托“直营+加盟”模式扩张，品牌力是驱动成长的核心。高端茶饮门店仍主要集中在一二线城市，选址以核心商圈/购物广场的黄金铺面为主，通过产品/推新/场景/营销等全方位发力形成品牌护城河，占领消费者心智，进而形成品牌溢价。随着 2022 年 12 月奈雪的茶收购乐乐茶，高端茶饮行业格局进一步优化。目前喜茶/奈雪的茶市场份额遥遥领先，高端茶饮龙头在高线加密的同时也着手在下沉市场打开增量空间。

图 21：我国现制茶饮行业竞争格局



数据来源：窄门餐眼，东北证券

### 2.3. 现磨咖啡：尚处渗透率快速提升的红利期

咖啡是一门高频次/高粘性/长周期的优质生意，盈利能力高，易于标准化扩张。1)

从品类视角看，咖啡饮用历史悠久，但在我国渗透率极低，人均咖啡消费量为 13 杯/年，远低于日韩及西方发达国家，而咖啡具有极强的成瘾性，消费习惯一旦养成，不会随年龄增长而变化。我国一二线城市已养成咖啡饮用习惯的消费者年消费可超 300 杯，接近日韩及西方国家消费者每日一杯咖啡的消费频率，同时咖啡的健康属性亦顺应时下的消费趋势。2) 从经营视角看，经过数十年的发展，咖啡在全球已经形成高度成熟的供应链，囊括上游生产/中游加工/下游制作的各个环节，现磨咖啡店标准化程度极高，适合快速复制扩张。受益于星巴克等先驱者奠定毛利空间+瑞幸培养消费习惯，叠加咖啡店标准化制作流程有效降本，咖啡门店模型的盈利能力相对于茶饮门店而言更优。

图 22：各国/地区每年人均咖啡消费量对比



数据来源：德勤，欧睿，阿里，东北证券

表 4：相比现制茶饮，现磨咖啡毛利率更高/成本更低

经营类目	现磨咖啡	现制茶饮	原因
毛利率	66-72%	55-65%	先驱者星巴克奠定毛利空间，叠加咖啡店的标准化制作流程
食材成本	28-34%	35-42%	1.咖啡店对标准的浓缩咖啡、奶进行按比例的标准制作流程即可完成一杯咖啡。而茶饮涉及更多非标准复杂的原材料 2.整体咖啡豆的上游供应相比茶饮较为集中，且品质差异小，不用投入更多成本进行品质把控
人工成本	12%	13-16%	由于咖啡制作流程的标准化特征，通常一家门店所需咖啡师数量较少；而新式茶饮制作流程复杂，自动化程度低，原材料处理需要大量人工参与

数据来源：美团，咖门，东北证券

**竞争格局：八仙过海，争享现磨咖啡市场渗透率快速提升的红利，竞争逐渐白热化。**

咖啡行业历经水煮咖啡、速溶咖啡、即饮咖啡和现磨咖啡四大阶段，目前已基本形成以雀巢、麦斯威尔为代表的速溶咖啡，以雀巢、三得利、Georgia 等为代表的即饮咖啡，与以星巴克、瑞幸咖啡等为代表的现磨咖啡共存的市场形态。其中现磨咖啡为最有潜力子赛道，而随着近年来现磨咖啡驶入发展快车道，行业涌现出众多玩家，竞争逐渐白热化。星巴克/Tims 等传统咖啡巨头进一步加码中国市场，瑞幸/库迪/Manner 等咖啡新势力凭借互联网打法攻城略地，茶饮企业通过品类延伸/子品牌切入黄金赛道，麦当劳/肯德基及全家便利店等依托庞大的门店规模以快餐化打法拓展

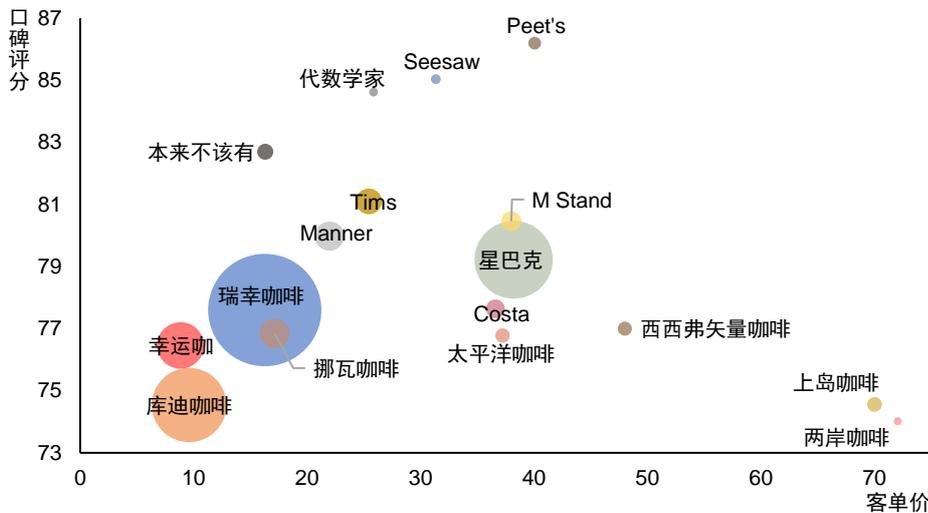
咖啡品类迅速抢占市场，中石化/如家则借助已有主营业务的特定消费场景跨界切入咖啡赛道。据窄门餐眼，瑞幸/星巴克/库迪分别占据门店规模 TOP3。值得注意的是，咖啡行业的价格与口碑无明显相关性，上岛/两岸咖啡作为早期进入我国市场的老牌企业，价格和口碑严重背离，因此相比于茶饮，咖啡行业的制胜策略有所不同。

图 23：咖啡行业图谱，玩家众多，打法各异



数据来源：NCBD，东北证券

图 24：我国现磨咖啡行业竞争格局



数据来源：窄门餐眼，东北证券

**品类延伸+子品牌，新茶饮玩家依靠天然优势切入咖啡赛道。**一方面，现制茶饮与现磨咖啡品类相似度较高，新茶饮玩家跨界咖啡具有天然优势。基于原料供应商/研发能力/商业模式/营销渠道等原始积累，新茶饮玩家们借鉴现制茶饮的产品结构，将水果/椰奶等茶饮原辅食材与不同类型的现萃咖啡排列组合出创新产品，突破原有咖啡经典组合，打造出兼具口味与颜值的新式特调咖啡。另一方面，茶饮行业面临严重内卷，而中国咖啡行业正处于高速发展的黄金阶段。虽然咖啡与茶饮有较多共同点，但两者的业务逻辑和用户群体存在较大差异，仍需茶饮企业们持续向咖啡业务投入/倾斜大量资源，因此只有具备一定资金/研发/供应链实力的新茶饮龙头才有望分享中国咖啡行业发展的红利。

图 25：新式茶饮与新式咖啡品类相似度较高，适合切入咖啡赛道

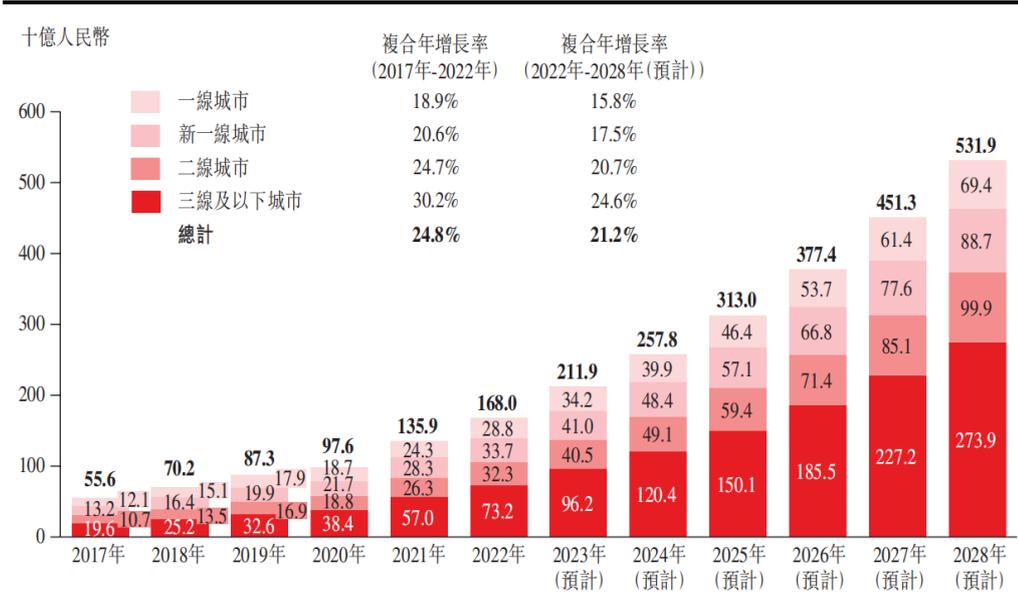


数据来源：艾瑞咨询，东北证券

#### 2.4. 下沉市场：行业核心增长引擎，兵家必争之地

**茶饮：低线城市需求量大但渗透率有限，增速最快&规模最大。**中国人均现制茶饮年消费量预计将从 2022 年的 9 杯提升到 2028 年的 26 杯，带动中国现制茶饮店市场终端零售额从 2022 年的 1,680 亿元增长至 2028 年的 5,319 亿元/CAGR 为 21.2%。从线级划分来看，目前现制茶饮店在中国三线及以下城市覆盖程度有限，三线及以下城市的现制茶饮店门店密度仅为每百万人 247 家店，远低于一线城市的每百万人 460 家店，低线消费者对现制饮品的需求未得到充分满足。以终端零售额计，三线及以下市场规模预计将从 2022 年的 732 亿元增长至 2028 年的 2,739 亿元/CAGR 为 24.6%，在所有线级中增速最快，于 2028 年占中国现制茶饮店市场总体规模的 51.5%。中国三线及以下城市的现制茶饮店数量正迅速增长，截至 2023Q3 已达 24 万家。

图 26：2017-2028 年按城市线级划分的中国现制茶饮市场规模



数据来源：灼识咨询，东北证券

蜜雪冰城是遥遥领先的下沉之王。在市场前五大品牌中，蜜雪冰城在三线及以下城市的渗透率最高（56.5%），其门店数超过第二名至第五名之和。

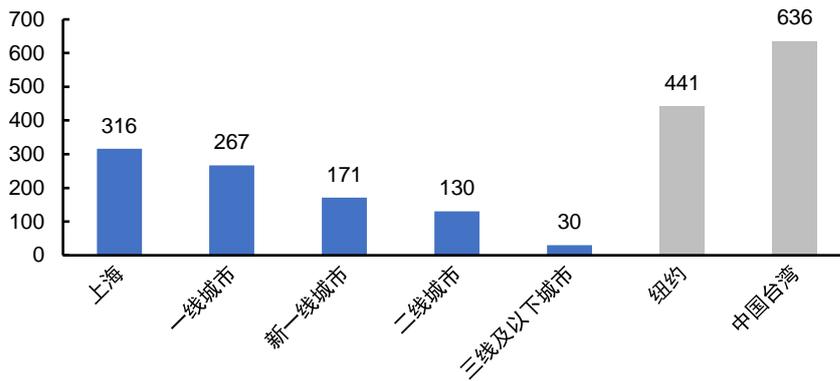
表 5：2023Q3 中国现制茶饮品牌 TOP5 门店数统计

品牌	蜜雪冰城	古茗	茶百道	沪上阿姨	书亦烧仙草
价格带	2-8	10-18	10-22	10-19	11-20
门店数（千家）	29.2	8.6	7.5	7.3	7.0
三线及以下城市门店数	16.5	4.2	2.9	3.6	3.8
三线及以下门店占比	56.5%	48.8%	38.7%	49.3%	54.3%

数据来源：公司公告，东北证券

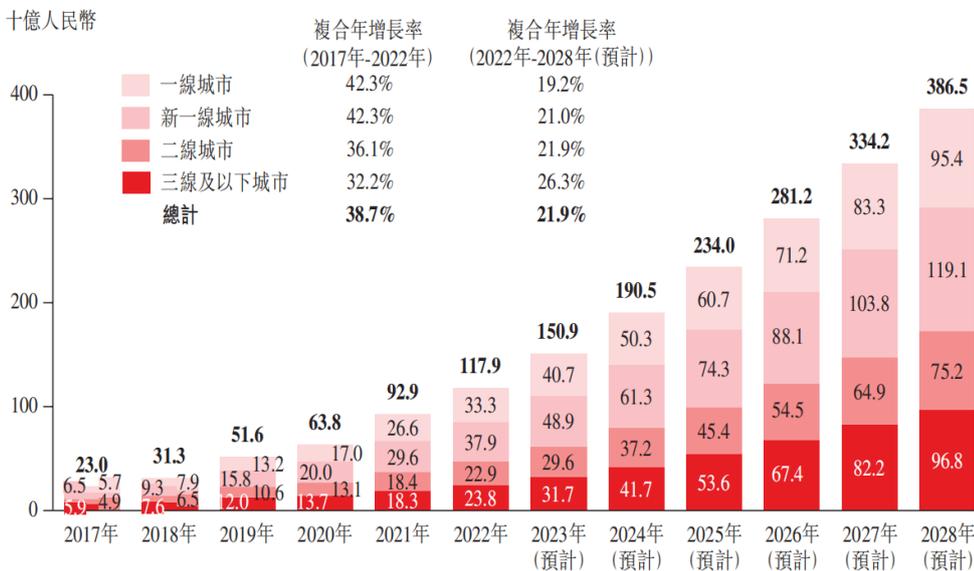
咖啡：低线城市仍存大量空白市场，增速将高达 26%。现磨咖啡的渗透率预计将从 2022 年的 7.4% 增长到 2028 年的 14.1%，人均年消费量将从约 4 杯提升到约 13 杯，驱动现磨咖啡店市场规模从 2022 年的 1,179 亿元增长至 2028 年的 3,865 亿元/CAGR 达 21.9%。目前我国高线城市咖啡渗透率已然接近国际一线城市，美团报告显示，截至 2022 年 6 月上海咖啡店数量达到了 7857 家，远超纽约/伦敦/东京成为全球咖啡馆最多的城市。相比之下低线城市仍有大量空白市场，三线及以下市场未来增速预计高达 26.3%，至 2028 年市场规模达到近千亿元。据腾讯研究，63%的“小镇青年”曾在二线城市生活过，叠加近年来咖啡在瑞幸/幸运咖等国内品牌的教育下精英属性淡化，未来低线城市咖啡渗透率有望大幅提升。

图 27：我国每百万人口拥有咖啡店数量，低线城市空间仍大



数据来源：灼识咨询，东北证券

图 28：2017-2028 年按城市线级划分的中国现磨咖啡市场规模



数据来源：灼识咨询，东北证券

**副品牌幸运咖沿袭打法，已跻身行业 TOP5。**蜜雪冰城旗下的幸运咖卡位下沉市场，经过五年打磨，门店数现已突破 2900 家。其中 60.9% 的门店位于三线及以下城市，满足了这些城市中消费者对现磨咖啡店不断攀升的需求。作为现磨咖啡品牌 TOP5 中唯一的平价品牌，在 2023Q1-3 期间，幸运咖按终端零售额计是第 5 大咖啡品牌，按出杯量计是第 4 大咖啡品牌。

表 6：2023Q1-3 中国现磨咖啡品牌 TOP5 终端零售额/出杯量及其份额

品牌	瑞幸咖啡	星巴克	库迪咖啡	Manner	幸运咖
终端零售额 (亿元)	230	192	39	18	15
市场份额	19.5%	16.3%	3.3%	1.5%	1.3%
出杯量 (亿杯)	12	4	3	1	2
市场份额	26.1%	8.7%	6.5%	2.2%	4.3%

数据来源：公司公告，东北证券

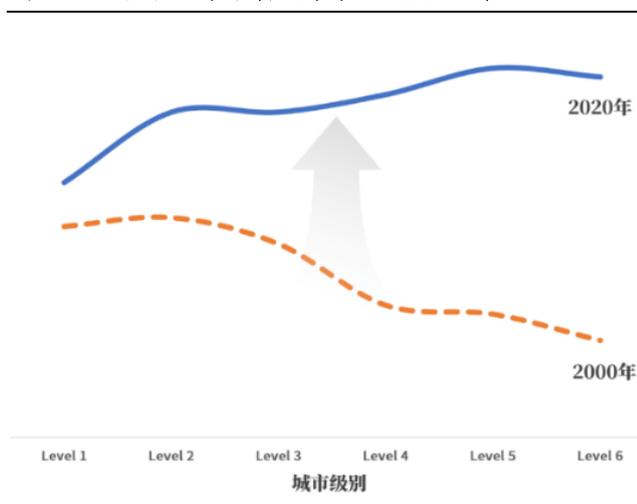
表 7: 2023Q3 中国现制茶饮品牌 TOP5 门店数统计

品牌	瑞幸咖啡	星巴克	库迪咖啡	幸运咖	挪瓦咖啡
价格带	14-21	30-41	10-15	5-10	12-27
门店数 (千家)	13.3	6.8	5.9	2.9	1.1
三线及以下城市门店数	3.7	1.0	2.2	1.8	0.3
三线及以下门店占比	27.8%	14.7%	37.3%	60.9%	27.3%

数据来源：公司公告，东北证券

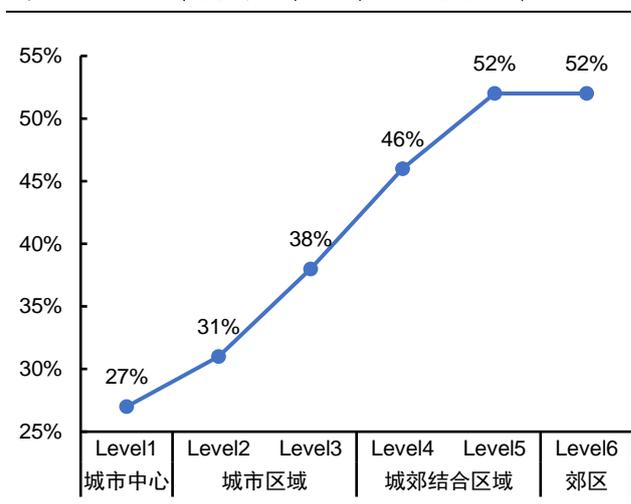
**他山之石：美国各线级市场餐饮连锁化率变迁对国内的启示，下沉市场空间大。**根据极海统计，有别于我们的传统认知，美国越是发达的城市连锁化率反而越低，这种差异在城中心/城郊的数值对比中更为显著。复盘美国各线级市场连锁化率的变迁，我们发现 2000 年美国高线市场连锁化率明显高于下沉市场，然而经过 20 年的发展，连锁化率在高线市场很快触碰到天花板，而在下沉市场一路高歌猛进并最终完成反超。究其原因，在高线城市，需求多样性随人口规模递增，再小众的需求在一个千万级人口的大都市都能支撑起一定数量能够稳定盈利的小众餐厅。相较于连锁餐厅，小众餐厅提供更加个性化的产品/服务/创意感/新鲜感，更具社交货币属性，因此它们可以通过溢价弥补成本端的劣势，最终在大都市生存下来。而非连锁餐厅在下沉市场面临两难处境：一方面人口规模小导致定位在“小众需求”的非连锁餐厅难以生存下来。另一方面，定位在“大众需求”的非连锁餐厅无法通过差异化获取溢价，在面对调性相似但具备成本/资金优势的连锁餐厅时也难以招架。所以越是人口少的美国郊区、小村镇，连锁餐饮品牌越多；越是人口多的大城市，提供个性口味的餐饮越占主流。与 2000 年美国相似，目前中国连锁化率随城市线级相应下行。低线城市 2021-2023 年的非连锁茶饮门店数逐年递减，而连锁茶饮店逐年递增，连锁化趋势明显。不难预见，未来中国茶饮行业下沉市场的连锁化率将再上一个台阶。

图 29: 美国不同时期城市餐饮连锁化率对比



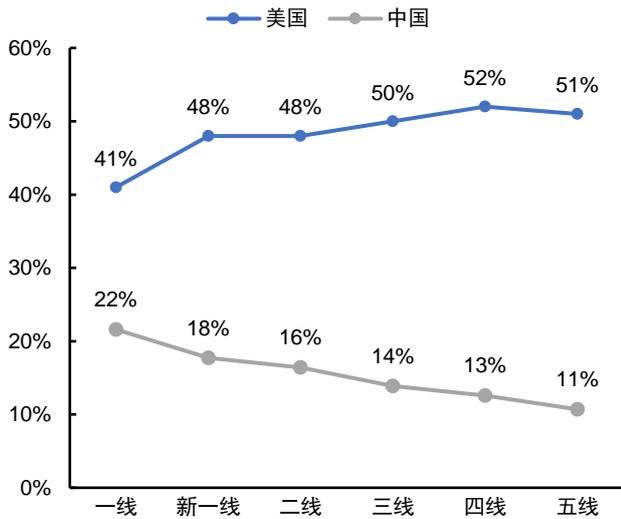
数据来源：极海，东北证券

图 30: 2020 年美国城市不同区域连锁化率



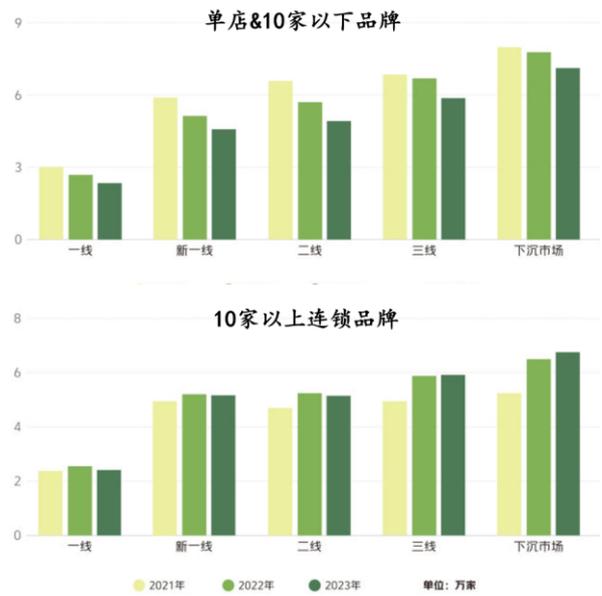
数据来源：极海，东北证券

图 31：2020 年中美各线城市级城市连锁化率对比



数据来源：美团，中国烹饪协会，极海，东北证券

图 32：中国连锁/非连锁茶饮店线级分布变迁

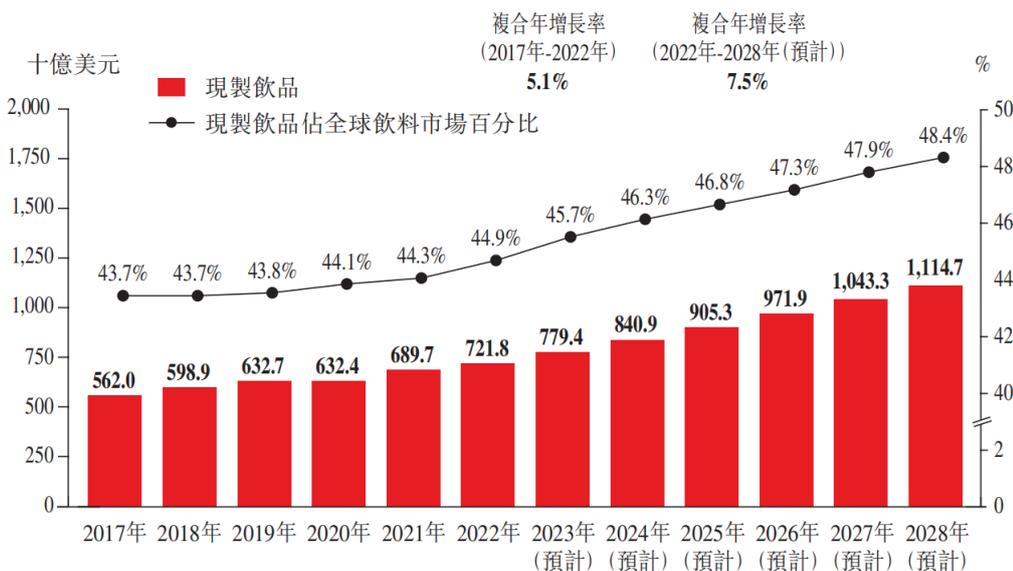


数据来源：美团，东北证券

### 2.5. 海外市场：春和景明，新茶饮出海正当时

全球现制饮品市场增长提速，2028 年或将占据全球饮料市场的半壁江山，蜜雪冰城稳居全球第二。全球现制饮品市场规模巨大并且未来预计将呈现加速增长态势。以终端零售额计，全球现制饮品市场规模从 2017 年的 5620 亿美元增长至 2022 年的 7218 亿美元/CAGR 为 5.1%。2022-2028 年的 CAGR 预计将提高至 7.5%，带动市场规模增长至 2028 年的 11147 亿美元，占全球饮料市场（包括现制饮品和预包装饮料）近一半份额。门店数和出杯量口径下，蜜雪冰城是全球第二大现制饮品企业。

图 33：2017-2028 年以终端零售额计的全球现制饮品市场规模



数据来源：灼识咨询，东北证券

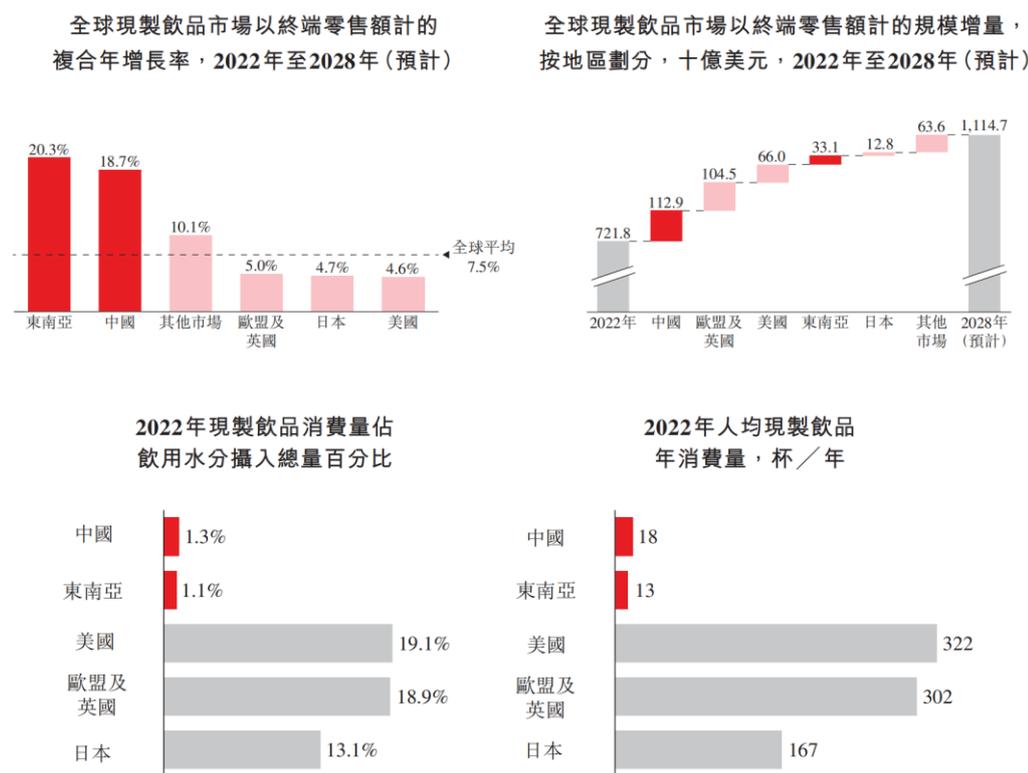
表 8: 2023Q3 全球 TOP3 现制饮品企业

排名	品牌	门店数 (千店)	饮品出杯量 (十亿杯)
1	星巴克	38.0	7.4
2	蜜雪冰城	36.2	5.8
3	Inspire Brands	21.0	1.6

数据来源: 公司公告, 东北证券

中国&东南亚市场是核心引擎, 贡献近四成增量, 且未来空间巨大。中国和东南亚饮品市场规模在 2022-2028 年 CAGR 分别达 18.7%和 20.3%, 合计贡献同期全球现制饮品市场规模增量的近 40%。中国和东南亚市场合计占全球现制饮品市场的比重预计将从 2022 年的 10.9%提升到 2028 年的 20.2%。中国&东南亚现制饮品市场的快速增长, 源自于现制饮品在饮用水分摄入量中占比提升的结构性机遇。2022 年中国和东南亚的现制饮品消费量在饮用水分摄入量中的占比仅 1%, 远低于发达市场平均 17%的水平; 中国/东南亚的人均现制饮品年消费量分别为 18/13 杯, 而发达市场平均超过 260 杯。预计 2028 年中国/东南亚的人均现制饮品年消费量将提升至 52 杯和 36 杯, 为 2022 年的近三倍水平。

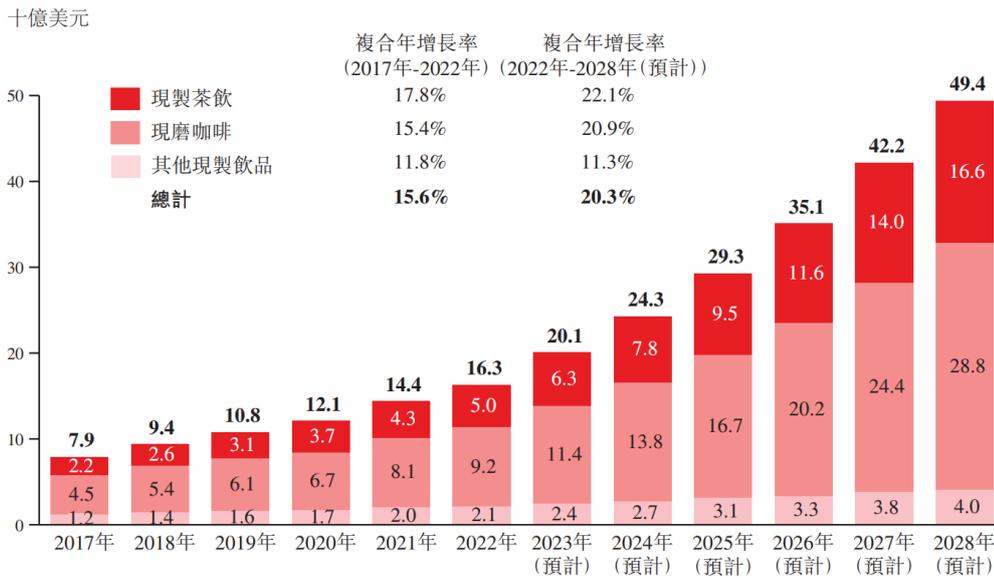
图 34: 中国&东南亚市场是核心引擎, 贡献全球市场近四成增量, 未来空间巨大



数据来源: 灼识咨询, 东北证券

东南亚现制饮品市场是全球增速最快的区域市场。以终端零售额计, 东南亚现制饮品市场规模预计将从 2022 年的 163 亿美元增长至 2028 年的 494 亿美元/CAGR 为 20.3%, 在全球主要市场中增速最快。东南亚市场为行业的发展注入新动能。

图 35：2017-2028 年按品类划分的东南亚现制饮品市场规模



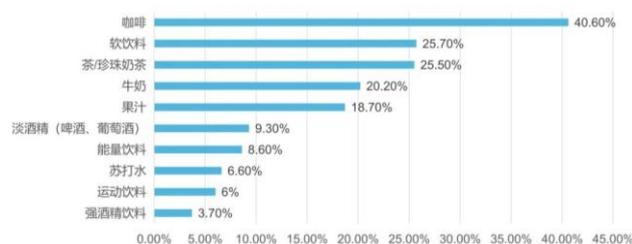
数据来源：灼识咨询，东北证券

人口红利+饮茶文化+华侨基础+热带环境，东南亚黄金市场成国内品牌出海首选。

近年来，越来越多企业将目光转向了尚未被密集开垦的海外市场，出海不仅可以暂避国内激烈的竞争，还能通过在海外打响口碑反哺国内市场。东南亚凭借与生俱来的优势成为最为瞩目的新兴市场：

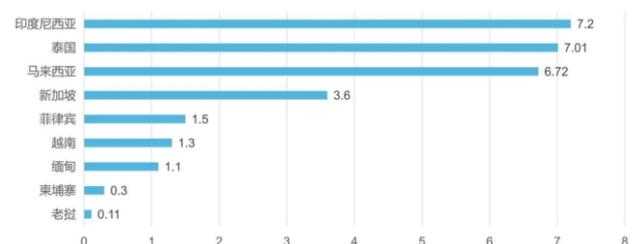
- 1) 人口红利：**供给端，东南亚人工成本低廉，租金价格更低。需求端，东南亚总人口超6亿且人口分布密集，叠加近年来中产阶级消费崛起趋势明显，人口年龄中位数仅29岁，孕育着巨大的消费潜力。人口年龄结构偏年轻化意味着具备较强的“尝鲜”倾向，为中国茶饮品牌进军东南亚带来稳定的消费基础和接受能力。
- 2) 饮茶基因：**东南亚消费习惯与国内相似，无论是较长的饮茶历史与文化，还是独有的拉茶文化，都为新茶饮的推广提供了适宜的土壤。根据 Statista，咖啡、软饮料、茶/珍珠奶茶分别位列东南亚销售 TOP3。
- 3) 华侨基础：**东南亚拥有强大的华侨基本盘，有助于出海茶饮品牌前期迅速落地。
- 4) 温度加持：**东南亚一年四季温热潮湿，全年都有茶饮和冰淇淋需求，新茶饮门店无明显淡旺季。

图 36：2022 年东南亚饮品品类销售占比



数据来源：Statista，东北证券

图 37：2020 年东南亚各国华人华侨规模

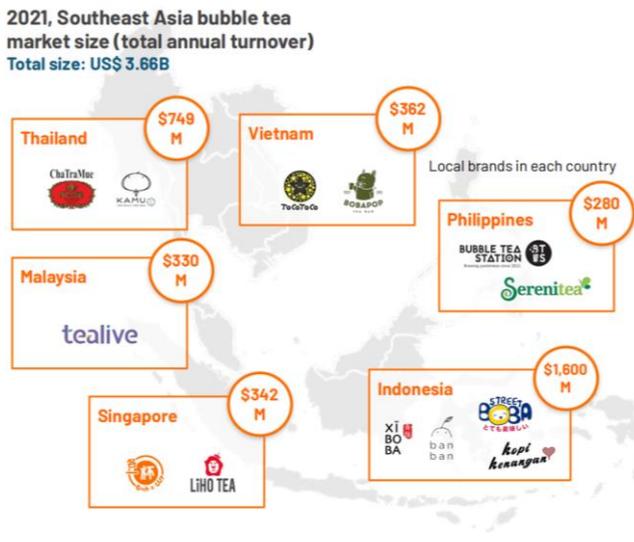


数据来源：Statista，东北证券

印尼/泰国成为东南亚出海桥头堡。据 Momentum Works，印尼和泰国是东南亚最大

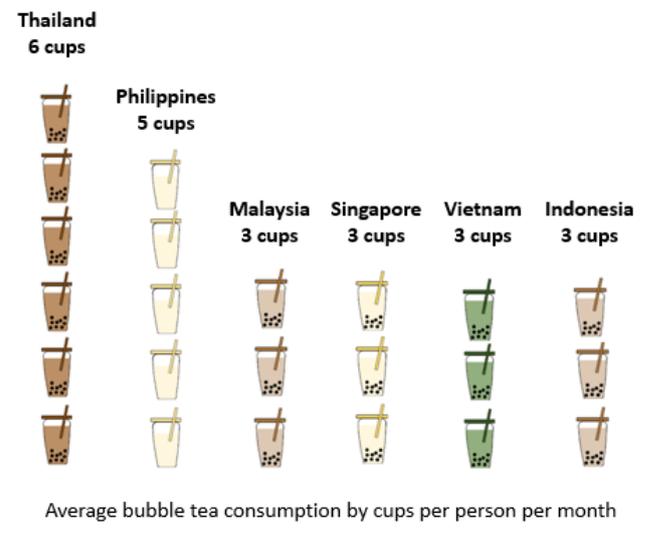
的珍珠奶茶市场，市场规模分别达 16/7.5 亿美元，占东南亚市场大盘的 44%/20%。

图 38：2021 年东南亚各国珍珠奶茶市场规模



数据来源：Momentum Works，东北证券

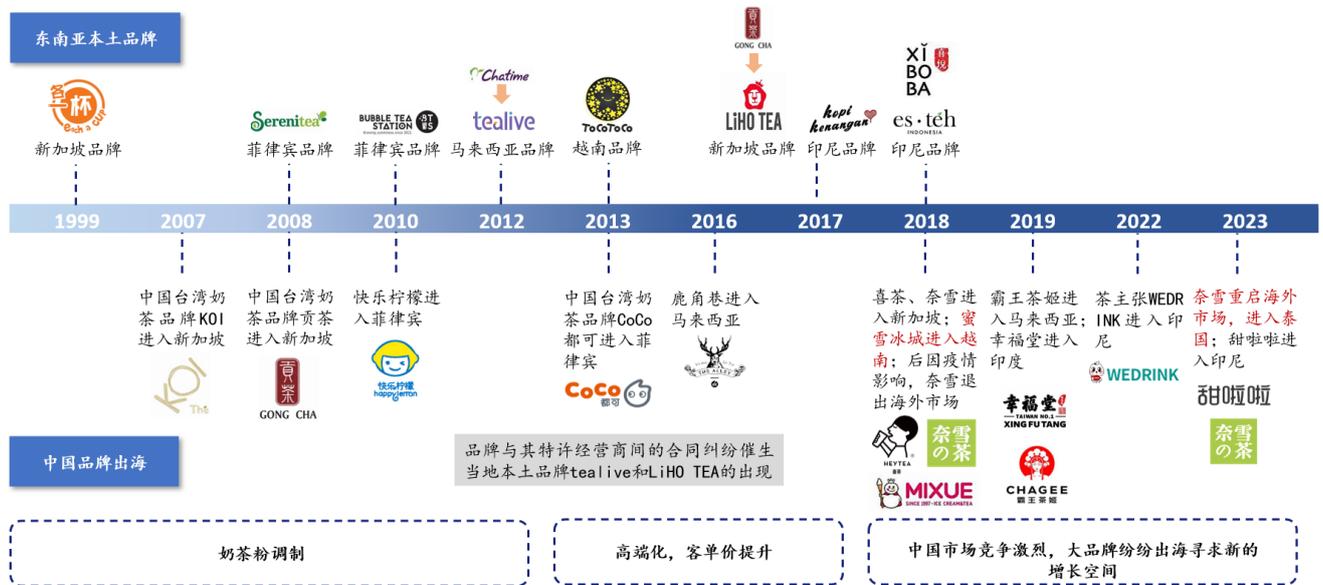
图 39：东南亚各国消费者月平均奶茶消费量



数据来源：Grab Food，东北证券

**出海复盘：争做“东方星巴克”，国内茶饮品牌的全球化之路方兴未艾，蜜雪冰城问鼎东南亚。**与国内类似，东南亚茶饮起步于台湾品牌，2007 年前后 KOI 和贡茶相继进入新加坡市场。国内茶饮品牌出海最早可追溯到 2010 年快乐柠檬进入菲律宾市场。此后，2018 年新茶饮品牌出海再掀浪潮，9 月蜜雪冰城进军越南，11 月喜茶、奈雪落子新加坡，为东南亚带来了芝士茶和果茶等新兴品类。2019 年，发源于云南的霸王茶姬打入马来西亚市场。新冠疫情爆发后，新茶饮玩家出海步伐明显放缓，奈雪因供应链困难退出海外市场。2023 年政策放开后，奈雪重启出海计划。相较中国，东南亚饮品市场高度分散，连锁化率远低于中国（东南亚 20% vs 中国 52%），头部品牌的发展空间更为广阔。截至 2023Q3，无论按门店数还是出杯量口径，蜜雪冰城均是东南亚最大的现制茶饮品牌。

图 40：东南亚茶饮市场历史沿革



数据来源：Momentum Works，东北证券

表 9：2023Q3 东南亚地区前三大现制茶饮品牌

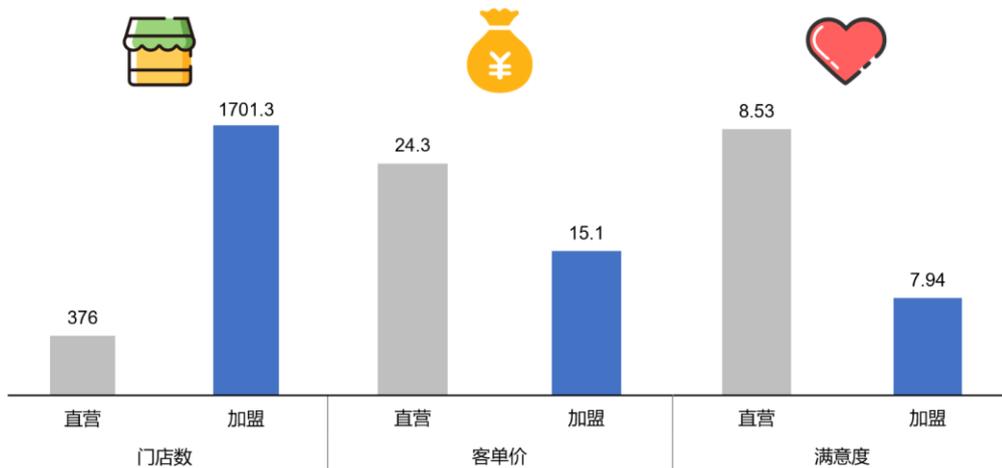
品牌	期末门店数 (千店)	饮品出杯量 (百万杯)
蜜雪冰城	4.0	345.6
贡茶	1.2	122.1
Esteh Indonesia (印尼品牌)	0.9	121.5

数据来源：公司公告，东北证券

## 2.6. 直营 VS 加盟：加盟模式适合下沉+抢位+开放性

**加盟模式适用于下沉市场快速放量扩张。**直营模式本质是通过自有资金开设门店，总部直接负责门店经营，自负盈亏，常见于高端品牌和小部分中端品牌，以喜茶、奈雪、茶颜悦色为代表。加盟模式本质是特许人提供形象、品牌、培训和管理等支持，各加盟门店独立运营、独立承担法律责任、自负盈亏，常见于平价品牌和大部分中端品牌，以蜜雪冰城、甜啦啦、古茗、书亦烧仙草为代表。一方面，加盟模式注重规模效应，初具势能的品牌可吸引大量加盟从而实现短期快速扩张；另一方面，加盟模式对门店质量把控不及直营模式，经营模式更为粗放，因此更适用于在对产品/服务不敏感的下沉市场进行扩张。据 NCB D 统计，直营模式下客单价/满意度/关店率优于加盟模式，但加盟模式下平均门店规模/覆盖范围远高于直营。

图 41: 直营 VS 加盟模式下门店数&客单价&满意度对比



数据来源：NCBD，东北证券

**加盟模式熨平波动，抗风险能力更胜一筹。**疫情下线下消费受到重创，对员工/租金/折旧等刚性成本的摊薄有限，导致茶饮门店利润端普遍承压。直营模式下公司需自己承担门店亏损带来的损失，疫情下各直营品牌经营情况难言乐观，2020-2021年奈雪的茶经调归母净利润 0.2/-1.5 亿元，乐乐茶净亏损 2064/1817 万元。相比之下，加盟模式下加盟店自负盈亏，公司收入来源稳定，以向加盟店出售食材/包材为主，收取加盟/管理/培训费为辅，本质是一家 To B 属性的供应链公司，经营风险转移至下游加盟商。因此加盟模式的公司往往更具韧性，业绩随门店规模稳健增厚，是一种应对外部波动更优异的商业模式。

表 10: 蜜雪冰城旗下直营模式与加盟模式对比

模式类型	加盟门店	直营门店
权益归属	加盟商拥有投资收益权	公司拥有投资收益权
人员安排	加盟商招聘，公司培训和指导	公司招聘，属于公司员工
销售模式	公司向加盟门店销售食材，加盟商将食材加工成现制饮品及现制冰淇淋后销售给终端消费者	公司通过直营门店向终端消费者销售现制饮品及现制冰淇淋
订货方式	门店根据预计销售情况，通过订货系统向公司订货	
产品定价方式	实行统一销售价格，对位于车站、景区等特殊区域的门店，经公司审批同意后，部分单品可加价一元	

数据来源：公司公告，东北证券

**当前消费环境下，直营模式式微，加盟模式更胜一筹。**鉴于加盟模式的优越性，2023年多个头部品牌转投加盟阵营，目前门店数超 200 家的头部品牌中，仅茶颜悦色和 KOI 仍坚持走直营路线。

图 42：2023 年头部茶饮品牌加盟动向盘点

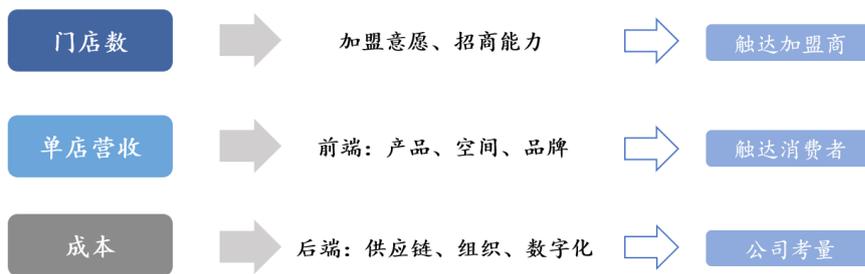


数据来源：红餐网，东北证券

### 3. 模式：行业标杆，极致标准化赋能扩张

我们将公司业绩简化为： $门店数 \times 单店营收 - 成本$ ，其中门店数取决于加盟意愿和公司的招商能力，触达对象是加盟商；单店营收取决于前端（产品/空间/品牌）的消费体验，触达对象是消费者；成本取决于后端（供应链/组织/数字化）的公司运营，是公司层面的考量要素。

图 43：公司模式&壁垒概览



数据来源：东北证券

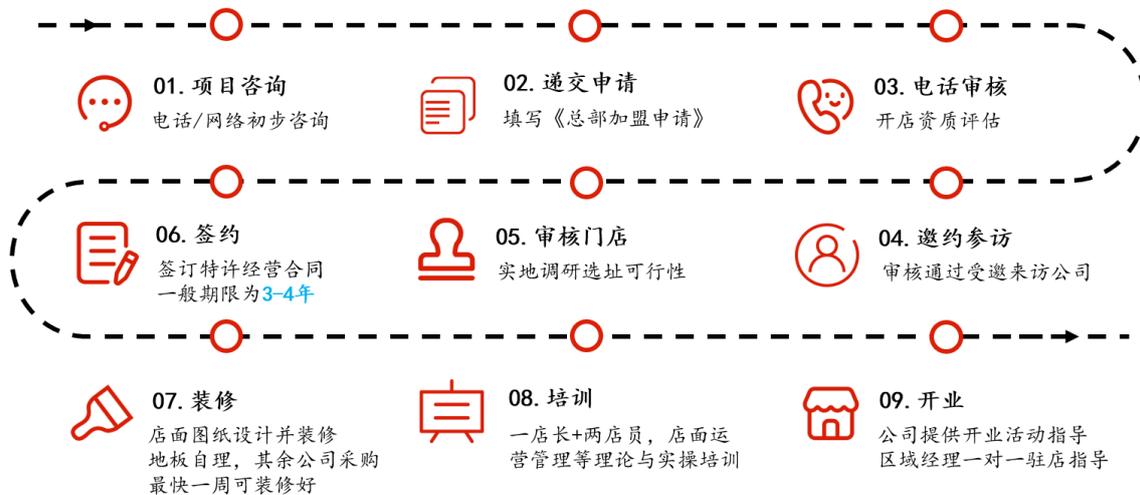
#### 3.1. 开店：加盟模式赋能品牌，管理流程标准化

**严审加盟商，通过率仅 5%。**公司有着完善严格的加盟申请流程，只有不到 5%的加盟申请得到批准。据晚点 Late Post，蜜雪的一位高管曾把加盟商潜质总结为一个简单标准——想不想“买奔驰”，即是否愿意追求财富，愿意投入。例如，蜜雪冰城要求加盟商本人开第一家店时，完全在店 6 个月以上，还要求他们像店员一样进行基础操作，6 个月之后，其本人每个月在店不能低于 90 小时。

**全流程赋能加盟商，加盟管理为标准化运营保驾护航。**加盟蜜雪冰城需要经过项目咨询、递交申请、面试、获得开店许可、审核门店、签约、装修、培训等多个步骤。开业时，区域经理一对一驻店指导。开业后，蜜雪冰城对加盟门店进行持续的经营指导、食品安全管控、食材及包装材料等的供应、产品更新及定期培训等。公司在

操作流程设计上尽可能简化加盟店的操作步骤从而达到品质管理，如在开放加盟初期，加盟商需自行加热白砂糖融为糖浆，实际操作过程中可能会析出杂质并焦化发黑，于是后来公司与可口可乐的大供应商嘉吉（Cargill）达成合作，由嘉吉供应两种经过滤的液体糖浆，尽可能减少门店操作步骤，让加盟商没有犯错的空间。加盟商天然具有自行采购更便宜原料/使用过期原料的动力。对此，公司一方面深耕供应链使物料便宜/稳定（使加盟商没有动力寻找别的货源），另一方面设置了完善的加盟商管理监督方法。公司下设市场督导团队 900 余人负责各加盟店运营质量检查，通过不定期巡店/线上巡店进行加盟店管理，另设独立于市场督导部门的 40 余位市场稽核人员对门店进行抽查，并对市场督导人员进行监督。

图 44：公司加盟流程



数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

初始投资额低，利于扩大覆盖面，提升选址灵活度&模型穿透力。蜜雪冰城门店初始启动资金较低，加盟门槛低。蜜雪冰城加盟条件与同档次平价品牌基本持平，但蜜雪品牌力远胜于同行。同时门店面积小、选址灵活，广泛分布于各线城市的不同功能区，适配多样化点位/消费场景。蜜雪冰城不对利润进行抽成，多赚取的利润全归加盟商，适合想通过双手改变命运的中小型加盟商。

图 45：加盟政策对比，蜜雪冰城加盟费更加轻盈

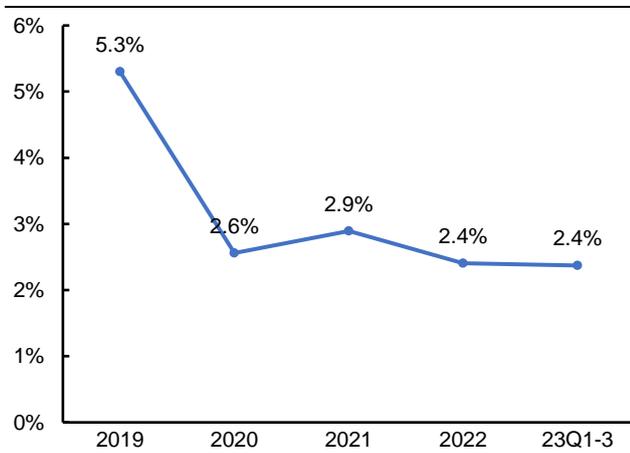
	保证金	加盟费	品牌管理费	培训费	设备费用	装修费用	首期原材料费	服务费	运营管理费	初始投入 (不考虑房租)	
蜜雪冰城	2万	省会1.1万/年 地级0.9万/年 县级0.7万/年	/	0.2万/年	7万左右	6万左右	5万左右	/	0.48万/年	21万左右	
沪上阿姨	0.5万	4.98万	/	/	8-10万左右	5万起	4万左右	/	/	除装修外20万左右	
茶百道	一线	8.8万	5千/月	/	10-15万	/	4万	/	外卖平台管理费0.2万/年	除装修外25万左右	
	二线	6.8万	1万/年	0.5万/人	7-12万	待定	5万	/			
	三四线	4.8万	/	/	5-9万	/	6万	/			
古茗	履约保证金0.5万 培训保证金0.5万	3.38万	1.88万	2.5万	10万左右	10万左右	4万左右	2.5万	3万	28万左右	
一点点	5万	5万	/	/	8万	0.4万/平方米	待定	/	/	30万起	
喜茶	3万	/	5万/年	2万	15万起	10万起	待定	设计费1万; 委托测绘费0.5万; 工程监理费0.8万	月总实收金额满6万, 收取金额1%	41万起	
乐乐茶	5万	/	1.5万/年	2.5万	待定	待定	待定	3万	/	除首期原料费45万左右	
霸王茶姬	2万	6.98万	1.5万/年	0.3万	16万左右	18万起	15万左右	设计费0.3万	月总实收金额2%/月; 信息系统服务费0.7万/年	60万起	
奈雪的茶	3万	/	6万	3万	35万起	40万	7万起	4万	月总实收金额满6万, 收取金额1%	98万起	
幸运咖	1万	10万	/	0.48万	8万	待定	4万	/	0.5万/年	30万左右	
瑞幸咖啡	5万	/	/	/	21万左右	15万左右	随成本回收	设计费0.5万	0.5万	42万起	
库迪咖啡	店中店	/	/	/	/	4.3万	待定	设计费	0.2万	按毛利分段收取: 1) 2万以下0%; 2) 2-3万10%; 3) 3-4万15%; 4) 4-8万25%; 5) 8万以上30%	30万起
	快取店	5万	/	/	16.5万	7万			0.2万		
	标准店	/	/	/	/	13.7万			0.5万		
	品牌店	/	/	/	/	36.5万			0.8万		

数据来源：各品牌加盟手册，各品牌官网，东北证券

注：蜜雪冰城综合考虑市场环境、发展战略、市场开拓情况等因素，阶段性、分区域出台优惠政策，对上述收费标准进行动态调整

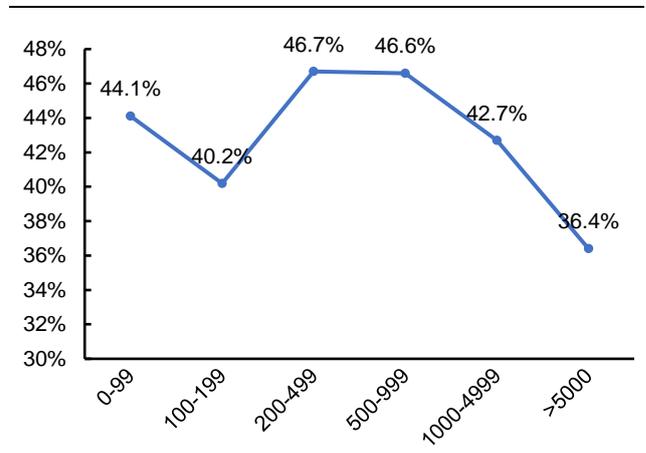
**同舟共济，持续让利加盟商。**公司是现制饮品行业内唯一对加盟商同时推行“免物流费&免空间设计费&免宣传物料费”政策的企业，坚持与加盟商利益与共。2021年河南“720”特大暴雨后，公司立即推出受灾门店减免政策。2022年4月，为帮助加盟商度过新冠疫情难关，蜜雪冰城推出了一项“减免加盟费”的内部扶持政策，面向2021年12月31日前门店在运营状态的所有加盟商减免1年加盟费，减免总额接近2亿元。随后又推出一项“超50%物料降价”政策，下调69款核心物料价格，占比超门店物料的50%，平均降价幅度达15%。虽然降价幅度有限，但考虑到本身偏低的定价，实属非常良心。2023年8月，公司对受到台风“杜苏芮”影响的门店推行减免加盟费&服务费的政策。在对加盟商严格的标准化管理和持续让利下，蜜雪冰城加盟店关店率从5.3%降至2.4%。

图 46：公司加盟店关店率持续下行



数据来源：公司公告，东北证券

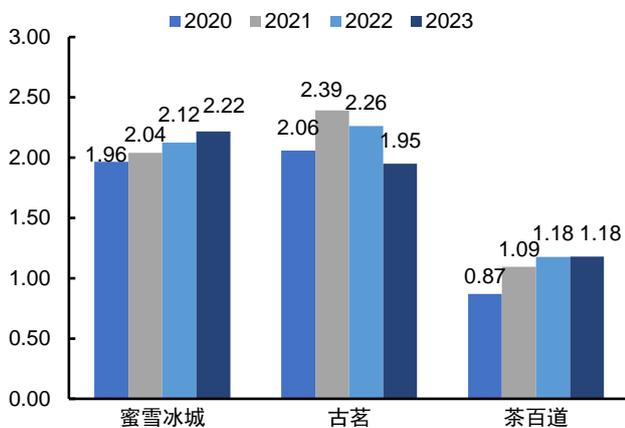
图 47：不同门店规模下的餐饮加盟店关店率



数据来源：复旦大学管理学院，东北证券

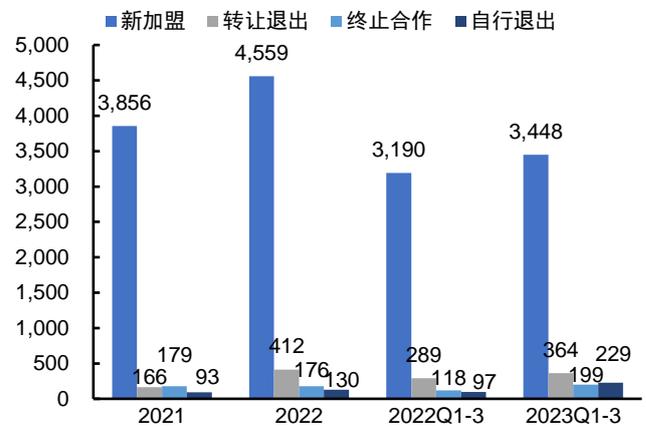
加盟商结构以中小型加盟商为主，大加盟商依赖低，总部控制力强。餐饮行业一般认为“二店率”能够衡量一个加盟品牌的运营、管理能力。因为加盟商只有赚钱了、相信这个品牌值得投入才愿意开第二家。蜜雪冰城的加盟商平均每人开 2.2 家店，高于古茗/茶百道的人均 1.95/1.18 家。蜜雪乐意见到加盟商开出二店，却不太希望他们成长为大加盟商，截至 2022 年 10 月，门店数量超过 30 家的大加盟商在蜜雪只占 5%。据晚点 LatePost，蜜雪冰城历史上，有过几次大加盟商的“背叛”，最早可以追溯至 2012 年，河南洛阳的大加盟商郑圣桐发动亲友集体改弦易辙加盟“百度饮品”。全国范围门店超 5800 家的甜啦啦，创始人王伟原本是蜜雪冰城安徽蚌埠的大加盟商。此后蜜雪总部对加盟商有一层隐形的限制，单个加盟商的门店不能超过该城市的一半，以免加盟商一夜之间投奔其他品牌，直接丢掉一个城市。

图 48：公司人均开店数持续上行



数据来源：公司公告，东北证券

图 49：公司新进&退出的加盟商数量



数据来源：公司公告，东北证券

### 3.2. 前端：低线定位，产品+空间+营销共筑极致品牌势能

#### 3.2.1. 产品：成本领先战略，专注极致低价

**产品矩阵：二十余载更新换代，三大系列爆款迭出。**蜜雪冰城创立至今对加盟店的产品供应经历了三个阶段：最初仅使用固体饮料，此阶段诞生了摩天脆脆冰淇淋、柠檬水等爆品，奠定了蜜雪冰城奶茶系列+冰淇淋系列的产品架构；2016 年加入风味饮料浓浆和果味罐头，产品的可创新性大幅提高，此阶段公司逐步构建起科学的研发体系，诞生出摇摇奶昔等爆品，产品结构进一步丰富；2019 年后建立起稳定的鲜果供应，搭配新建的冷链仓储运输系统，公司终于能够在全国范围内上新果茶系列产品。2023Q1-3 公司出杯量 TOP3 分别为冰鲜柠檬水（4 元）/新鲜冰淇淋（2 元）/珍珠奶茶（6 元），分别 9.13/4.42/3.26 亿杯，中国每十杯现制柠檬水中有超过 8 杯、每 10 支冰淇淋中超过 3 支、每 10 杯珍珠奶茶中超过 3 杯都来自蜜雪冰城。目前，坐拥多款爆品的蜜雪冰城，在公司端形成“固体饮料+液体饮料糖浆+果酱罐头”三大产品系列，在门店端形成“冰淇淋+奶茶+果茶”三大产品系列。同时，公司已储备超过 200 个门店产品应用方案，能实现对全国各地域及全年各时节的产品覆盖。

图 50：公司产品的历史演变迭代



数据来源：公司官网，晚点 Late Post，东北证券

图 51：公司端&门店端产品矩阵



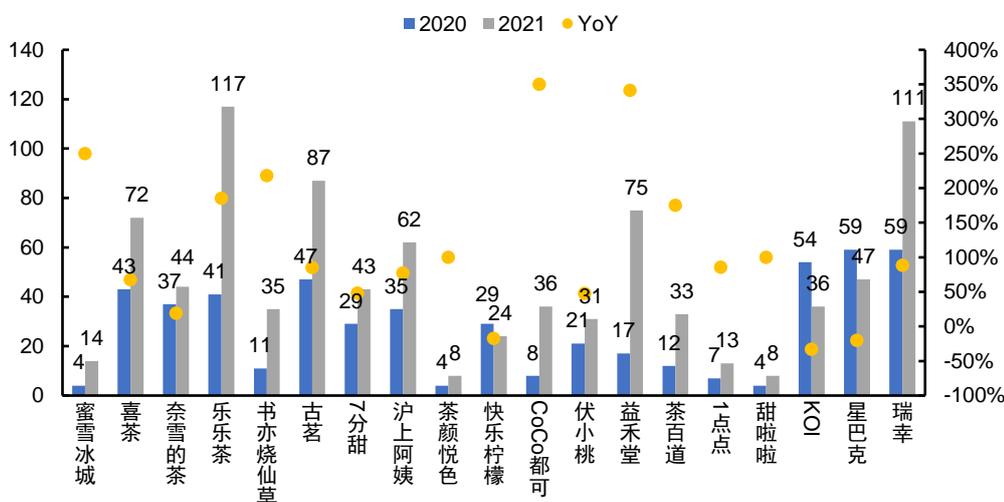
数据来源：公司公告，东北证券

公司 2016 年起持续对研发部进行升级，2017-2018 年连续在上海/深圳建立研发中心，实现短期内迅速响应市场开发畅销产品。现有 8 个研究小组分别研究消费者感官、食品安全风险、茶叶基础及应用、咖啡基础及应用、水果基础及应用、乳品基础及应用、茶饮趋势、器具设备，2019 年至今研发费用率保持在 0.2% 左右。公司拥有 147 名研发人员，其中 35%+ 拥有硕士以上学历，负责基础研发和产品研发：

**基础研发：层面率先实现多项业内技术突破。**例如，公司是中国现制饮品行业中最成功研发出速煮珍珠配方&工艺的企业之一，可将门店内珍珠制备效率提升近一倍；公司通过自主创新的工艺实现了高端零反脂肪酸奶基底粉的自主生产，在保障稳定供应的同时，在2023Q1-3节省了4800万元成本；公司独创了冰淇淋粉喷雾干燥生产法，有效提升冰淇淋消费体验；公司自研了一系列高质平价设备（半自动咖啡机、自动果糖机、开水机、净水器），是业内唯一做到自研自产半自动咖啡机的企业。

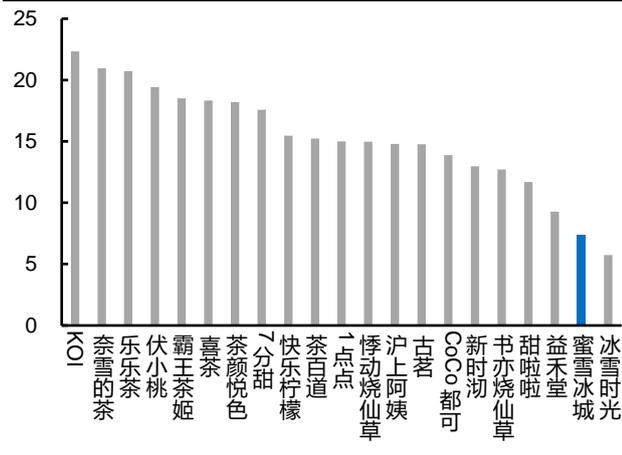
**产品研发：主打极致低价，推新速度显著提升但仍低于同行。**草根出身的蜜雪冰城天生具有低价基因，“极致低价=消费者试错成本低”，正是其从家常菜馆便贯彻的低价策略助力蜜雪冰城一步步走出河南，十几年来蜜雪冰城基本从未涨价。据窄门餐眼，蜜雪冰城客单价不到8元，低于调性相似的平价茶饮品牌益禾堂与甜啦啦。蜜雪冰城每季度推出1-2款新品，2021/2022H1共推出10/5款新品，推新速度显著低于同行。一方面价格是公司的核心竞争力也是目标用户的核心关注点，另一方面庞大的门店规模限制了推新节奏。喜茶、奈雪近年来得以高强度推新的重要原因是开发出了油柑、黄皮、香水柠檬等小众水果，而蜜雪冰城规模/极致低价的反面便是仅能支持10种左右大众水果的供应。随着近年来供应链的升级和研发技术的提升，2023Q1-3平均每月推出5.2款新产品，上新速度得到显著提升，但较同行而言仍然偏低（古茗2023Q1-3平均每月推出11.8款新产品）。

图 52：2020-2021 年各现制茶饮品牌上新数量对比



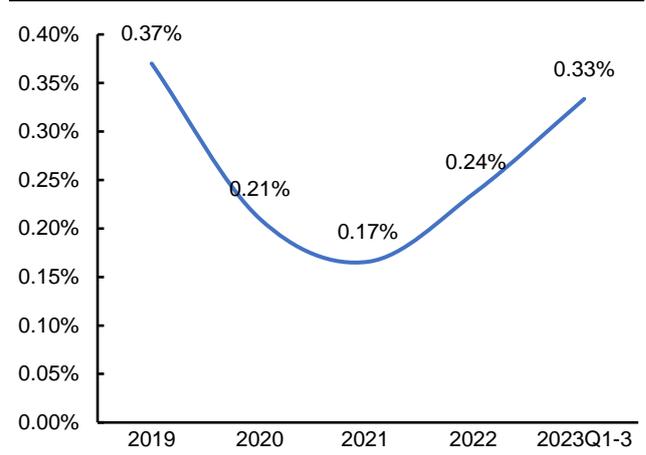
数据来源：咖门，东北证券

图 53：各现制茶饮品牌客单价对比



数据来源：窄门餐眼，东北证券

图 54：2019-2023Q3 公司研发费用率



数据来源：公司公告，东北证券

### 3.2.2. 空间：门店风格眼前一“亮”，多店型打开场景触达

**七代迭代终定调，五大店型适配多种消费场景。**门店是最好的广告，蜜雪冰城庞大的门店体量可以倒逼消费者完成品牌认知。蜜雪冰城门店尝试过多种风格，经历多次迭代试错，终于打磨出极具蜜雪自身风格与标签的门店形象。采用高饱和色系搭配高密度海报，形成强烈的视觉冲击，奶茶杯、封口膜、店员服饰、包装礼品全面广告化，与消费者形成多触点互动。除了标准店型外，第七代门店还涵盖其他四种不同店型满足加盟商多样化开店需求，解决营业时间和场地限制，有效拓展了门店的选址空间和可能的消费触达。三年一续、续签重新装修的加盟合约，确保品牌能尽量保持全国统一的店头。例如蜜雪冰城的雪王形象 2018 年首次出现，2020 年末全国店招已经全部换新。

图 55: 公司七代门店形象变迁



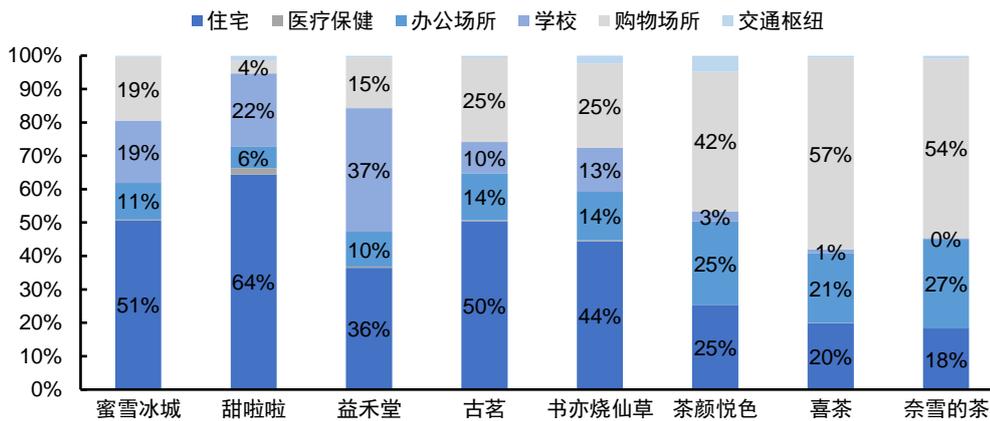
数据来源: 公司官网, 东北证券

图 56: 公司五大店型覆盖各类选址需求

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

数据来源: 公司官网, 东北证券

图 57：各新茶饮品牌功能区分布对比



数据来源：极海，东北证券

### 3.2.3. 营销：IP 加持，海陆空营销强化品牌触达

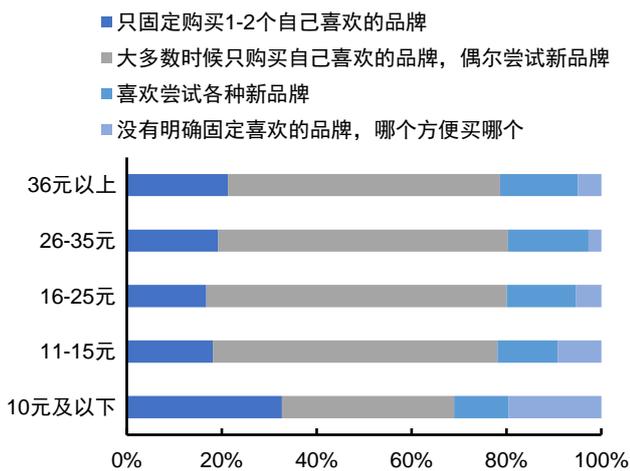
**华与华操盘，打造教科书级营销矩阵。**根据艾瑞咨询调研，不同于我们的日常认知，10 元价位以下消费者相较于其他价位更加聚焦于 1-2 个喜欢的品牌，强势能品牌在下沉市场优势将更加彰显。公司的品牌理念为“简单、专注，做受人尊敬的百年品牌”，蜜雪冰城销售费用率低于行业平均值 8pct，我们认为公司营销打法极其高效，离不开华与华对品牌的全面升级以及对营销打法的定调。2018 年蜜雪冰城与华与华合作，从 logo/门店形象/主题曲/营销策略等多方面对品牌进行全面升级，公司不再依赖传统的媒体传播方式，而是开发/放大商品自身作为媒体的功能，以门店、商品为媒介强化与消费者的多触点互动。此后蜜雪冰城的品牌声量再上一个台阶，营销打法定型并沿用至今。我们试图对这次教科书级经典营销案例进行复盘。

图 58：蜜雪冰城品牌 IP 扩展矩阵



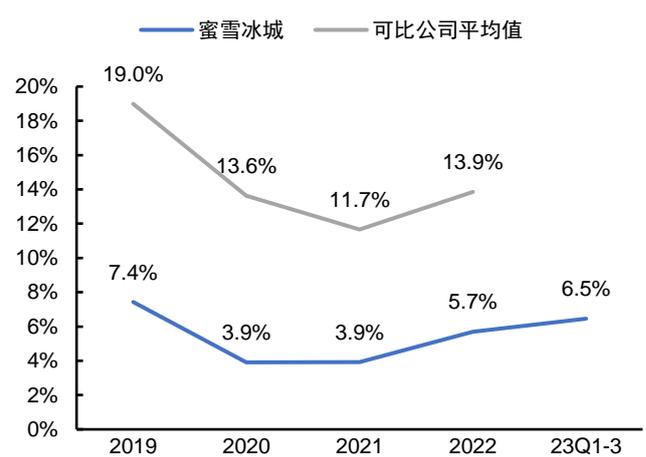
数据来源：公司公告，东北证券

图 59：2021 年不同价位新茶饮消费者购买习惯



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

图 60：2019-2023Q3 公司销售费用率



数据来源：公司公告，东北证券

注：2020年1月1日起新收入准则将销售费用中运输费用的计入营业成本，因此2020年销售费用率普遍有所下滑

现象级 IP——雪王横空出世，沉淀品牌资产。《华与华超级符号案例集》中谈到：

“超级符号不是无中生有，是寄生在文化母体，让人们有天然的熟悉感，激发人们脑海对母体的潜意识，形成条件反射。”纵观历次出自华与华 logo 改造的手笔，均是找到一个大众熟知的具象化的符号，并在此基础上进行私有化改造。蜜雪冰城原有的标识，由字母 M、笑脸、舌头、对话框等元素构成，极富设计感但复杂抽象，与品牌的认知/传播无法形成合力。华与华则将 logo 具象化，为蜜雪冰城打造了“雪王”IP 形象：以全球通用的雪人为原型，头戴皇冠代表行业地位，手持冰淇淋权杖表现行业属性，白胖的 logo 与红色背景形成对比，抓人眼球。雪王诞生后，蜜雪冰城立即在各平台配合进行营销造势，雪王 logo 识别度/传播度再上一个台阶，深入人心。根据灼识咨询调研，在被问及中国现制饮品行业的超级 IP 时，79.1%的消费者选择了雪王。

图 61：华与华改造前后 logo 对比



数据来源：《华与华超级符号案例集》，东北证券

图 62：雪王线上平台账号



数据来源：微博，微信，抖音，东北证券

**流量共振，打造平易近人的热点制造机。**茶饮界唯一的超级 IP，雪王不断在社交媒体上通过巡街和四处“碰瓷”主动制造话题，如 2023 年 8 月，蜜雪冰城与中国邮政推出全国首家联名店时，在微博上喊话瑞幸：“亲爱的瑞，当你读到这封信时，我已经入编了。”当瑞幸联名茅台后，也进行回应：“亲爱的蜜雪，当你收到这封信的时候，我已经嫁入豪门了。”在抖音上，“雪王”在茶百道门口挑衅其 IP“丁丁猫”的打架视频，单条点赞量突破 30 万。雪王本身的鲜活人设和品牌的 CP 营销带动了用户参与形象的二次创作。B 站上，关于雪王的用户二创视频合计播放量超过 1.63 亿次。

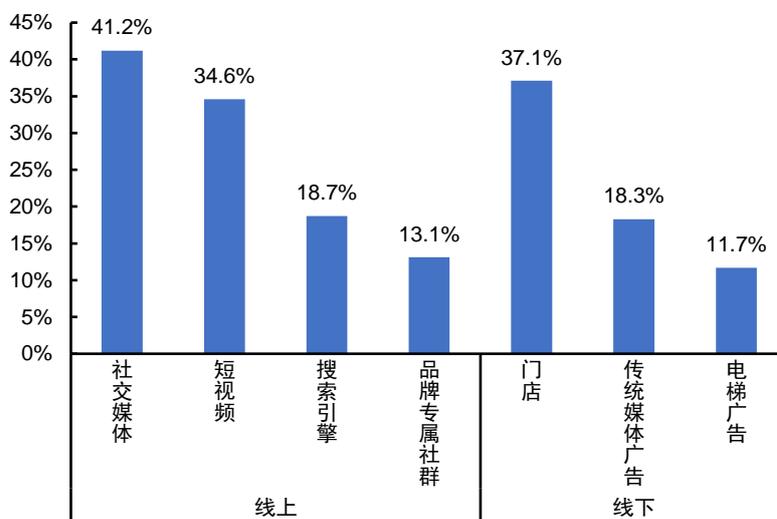
**门店形象热情似火，店招标准化助力传播。**与华与华合作前，公司门店虽经历过 5 次迭代，但仍存在品牌信息混乱、店招不统一的问题，门店传播难以形成合力。华与华主张“对于招牌，有两个关键因素，一是放大，二是重复”，2018 年品牌升级推出了第六代门店，采用明快的玫红色背景、大而简洁的字体，布置屏幕、扬声器和高密度海报，与顾客形成多触点高频互动，大量重复以强化视觉效果，迅速击穿消费者心智。第七代门店在第六代的基础上将配色改为了中国红。此外，蜜雪冰城以商品为媒体，将雪王应用在奶茶杯、封口膜、店员服装、周边礼品、产品包装、传播物料等各类媒介，实现全面媒体化。

图 63：华与华改造前后公司门店形象对比



数据来源：《华与华超级符号案例集》，东北证券

图 64：新茶饮用户获取信息的渠道占比情况



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

**主题曲火爆全网引发全民共创，品牌形象深入人心。**深挖蜜雪冰城主题曲意外出圈事件，我们发现此次看似偶然的事件背后实则离不开前期大量的沉淀。主题曲最初创作于 2019 年 11 月，项目组曾试图在 15 秒时间加入更多元素如“冰淇淋、柠檬水，珍珠奶茶来一杯”，但考虑到简单和重复才能造就传颂度最后仅保留“你爱我，我爱你，蜜雪冰城甜蜜蜜”的 slogan。于 2019 年 12 月开始在全国门店洗脑播放，因此在主题曲爆火之前实则已在 1 万多家线下门店循环播放了一年有余。2021 年 6 月，蜜雪冰城在抖音、B 站上传了主题曲 MV，朗朗上口的歌词和美国经典民谣《哦，苏珊娜》的旋律，给品牌歌赋予了洗脑的“天赋”。主题曲先在 B 站产生热度，播放量达 10 万+，随后各平台所有官方账号随即联动进行流量助推，线上线下联动的多维营销体系随即将热度引导到短视频平台，于是主题曲视频在短时间内火遍全国。此后官方账号引导/鼓励 UGC 内容进行二次创作，转发优质粉丝二创内容，进一步引发全民狂欢。经此一役，略带土味的雪王 IP 带上了潮酷、网红的属性。后续公司推出唱主题曲免费领冰淇淋的活动，带动“#蜜雪冰城社死现场#”等热点话题持续发酵，延长主题曲热度，助力营销成果行稳致远而非昙花一现。目前“雪王”相关视频播放量已超 87 亿次，蜜雪冰城主题曲播放量超 84 亿次，截止 2023Q3 蜜雪冰城会员数达到 2.15 亿，月活会员达 3800w，在微信/抖音/快手/小红书/微博/哔哩哔哩六大社交平台共拥有 4300w 粉丝，为中国现制饮品行业 TOP1。

图 65：主题曲屡上抖音热搜，累计播放量近百亿



数据来源：抖音，东北证券

图 66：主题曲 5 次登上微博热搜



数据来源：微博，东北证券

图 67：主题曲 B 站播放量破千万，引发二创风潮



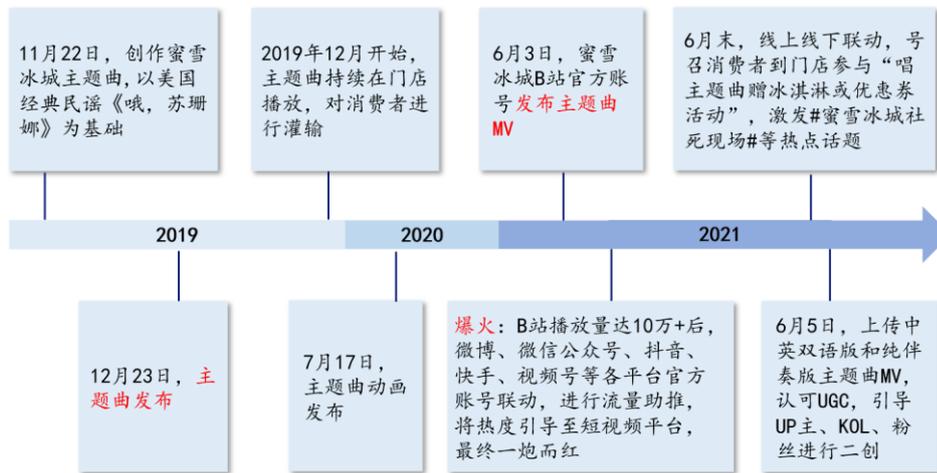
数据来源：哔哩哔哩，东北证券

图 68：雪王登陆音乐节



数据来源：东北证券

图 69：公司主题曲出圈的时间线回顾



数据来源：中国连锁经营协会，《华与华超级符号案例集》，东北证券

**固化三大营销活动，培养消费生物钟。**很多品牌做营销活动时都易陷入“逢节就过”的误区，没有特别的缘由和活动，无法形成记忆点。华与华与蜜雪团队一起创意、固化了“520、福袋节、雪王杯创意大赛”三大营销活动。推动品牌形成固定的营销节奏和主题，使内部员工培养自动重复的工作节拍，外部顾客形成消费生物钟，将营销活动转化为品牌资产。

图 70：公司营销日历



数据来源：《华与华超级符号案例集》，东北证券

图 71：520 活动到蜜雪领情侣证



数据来源：东北证券

图 72：“蜜雪福袋节，把福带回家”活动

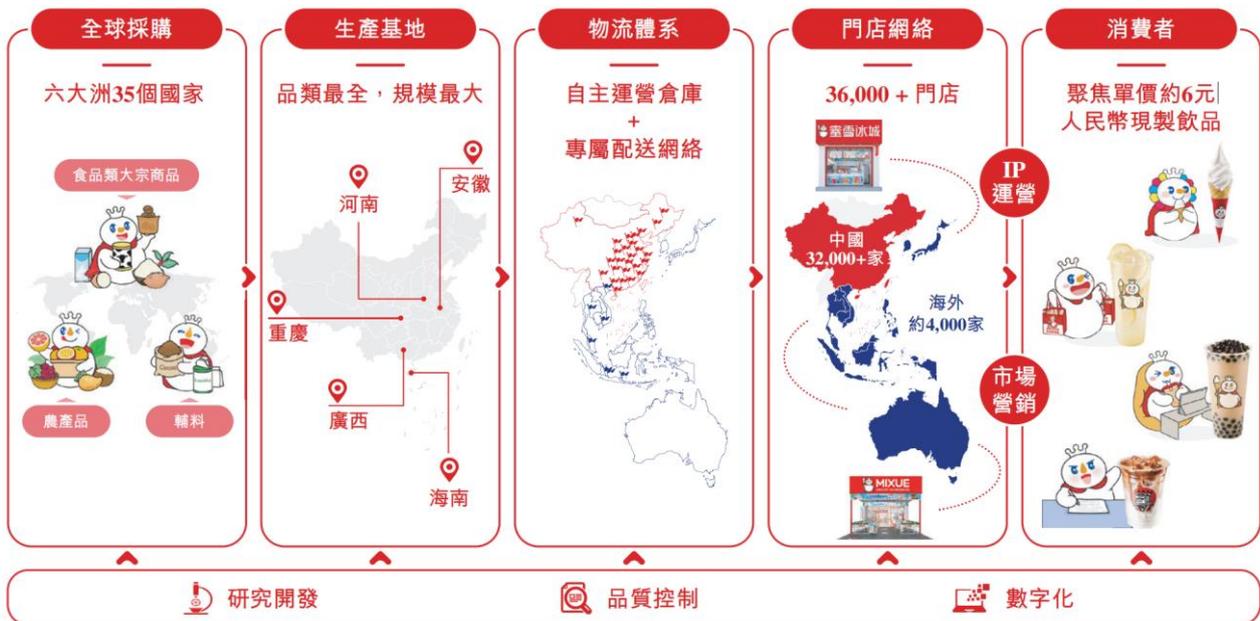


数据来源：东北证券

### 3.3. 后端：供应链为芯，全产业链布局

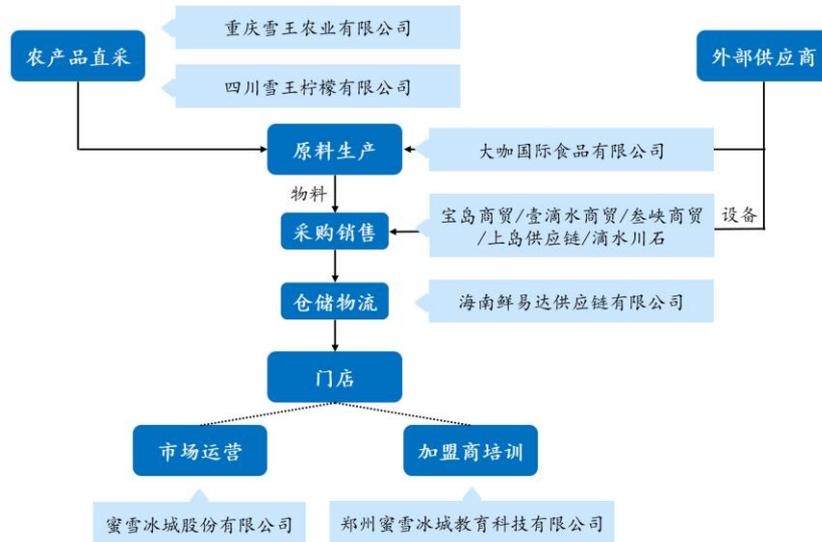
#### 3.3.1. 供应链：固本培元，打通上下游，建设业内首屈一指的供应链体系

图 73：公司供应链建设一览



数据来源：公司公告，东北证券

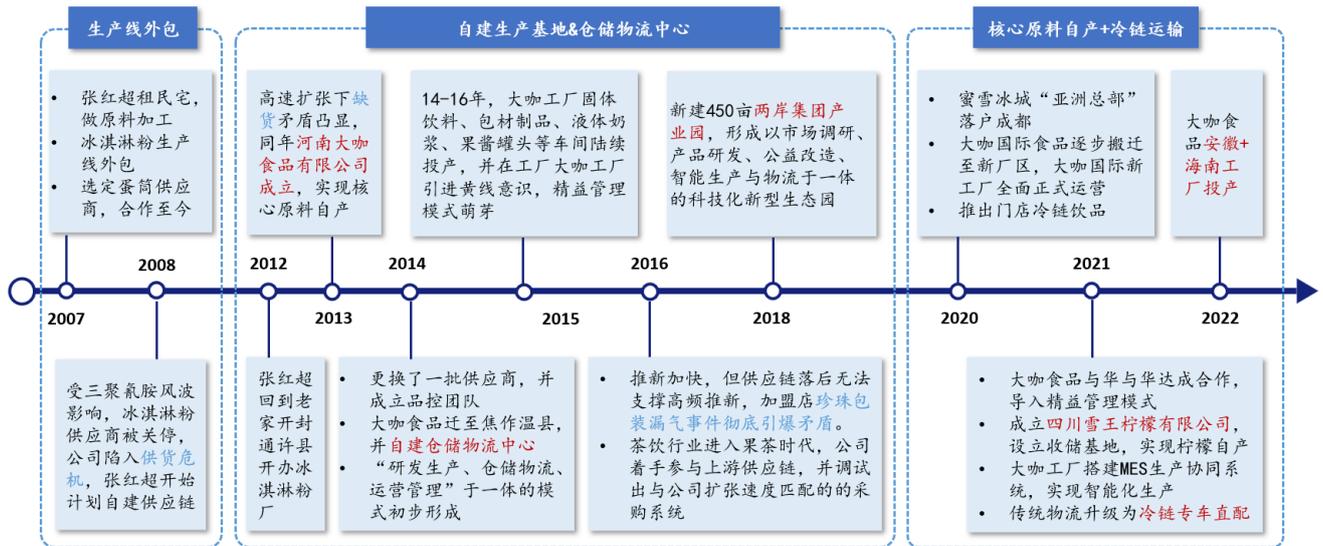
图 74：公司供应链模式概览



数据来源：晚点 Late Post，东北证券

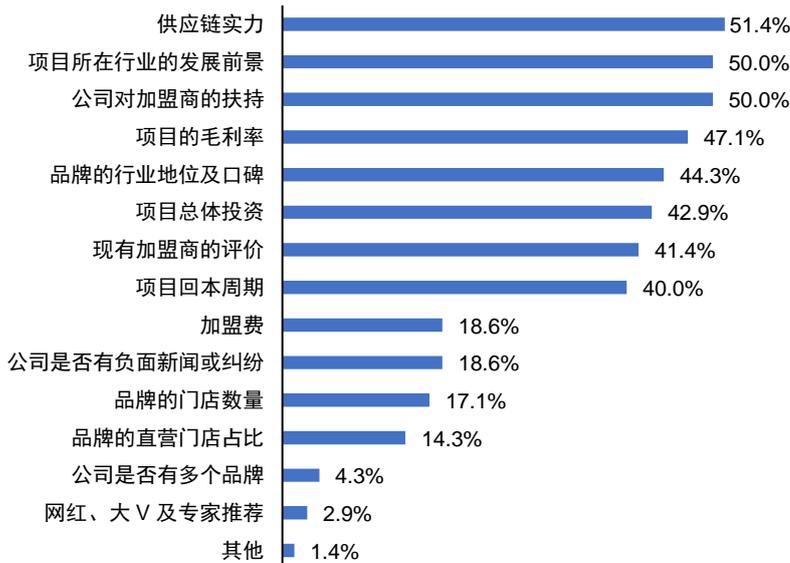
从掘金者到卖铲人，蜜雪冰城本质是一家超级供应链公司。供应链实力是加盟商选择项目时的首要考量因素，完备的供应链体系为公司标准化扩张和食品安全保驾护航。在千店、万店的规模上，每一项新增原料都对供应链提出极高要求，菜单的逐渐丰富和产品升级，也倒逼公司持续进行供应链优化升级。蜜雪冰城现已形成了上游外部供应商采购、产地初加工，中游加工，下游仓储、运输成熟完整的供应链，公司通过子公司进行业务分工，分别负责上游产地初加工-中游加工-下游仓储的供应链各个环节。在历经生产线外包、自建生产基地和仓储物流中心、核心原料自产+冷链运输三个阶段后，蜜雪冰城已然发展成一家以大咖食品为芯、其他子公司围绕左右的超级供应链公司。截至 2022 年 3 月末，公司已经建立起 252 亩智能制造产业园，13 万平米全自动化生产车间，可以实现现制饮品、现制冰淇淋核心食材的自主生产。公司成为中国现制饮品行业极少数实现加盟商的食材/包材/设备 100%从品牌方采购的品牌。公司提供给加盟商的食材约 60%为自产（为行业内最高），其中核心食材为 100%自产。同时，公司组建了约 250 人的供应链品控团队，其中管理人员平均拥有 9 年的食安管理经验，确保供应链稳定&高质产出。

图 75：公司供应链建设历史复盘



数据来源：公司官网，张红甫创业日记，东北证券

图 76：加盟模式下加盟商选择项目时的考虑因素

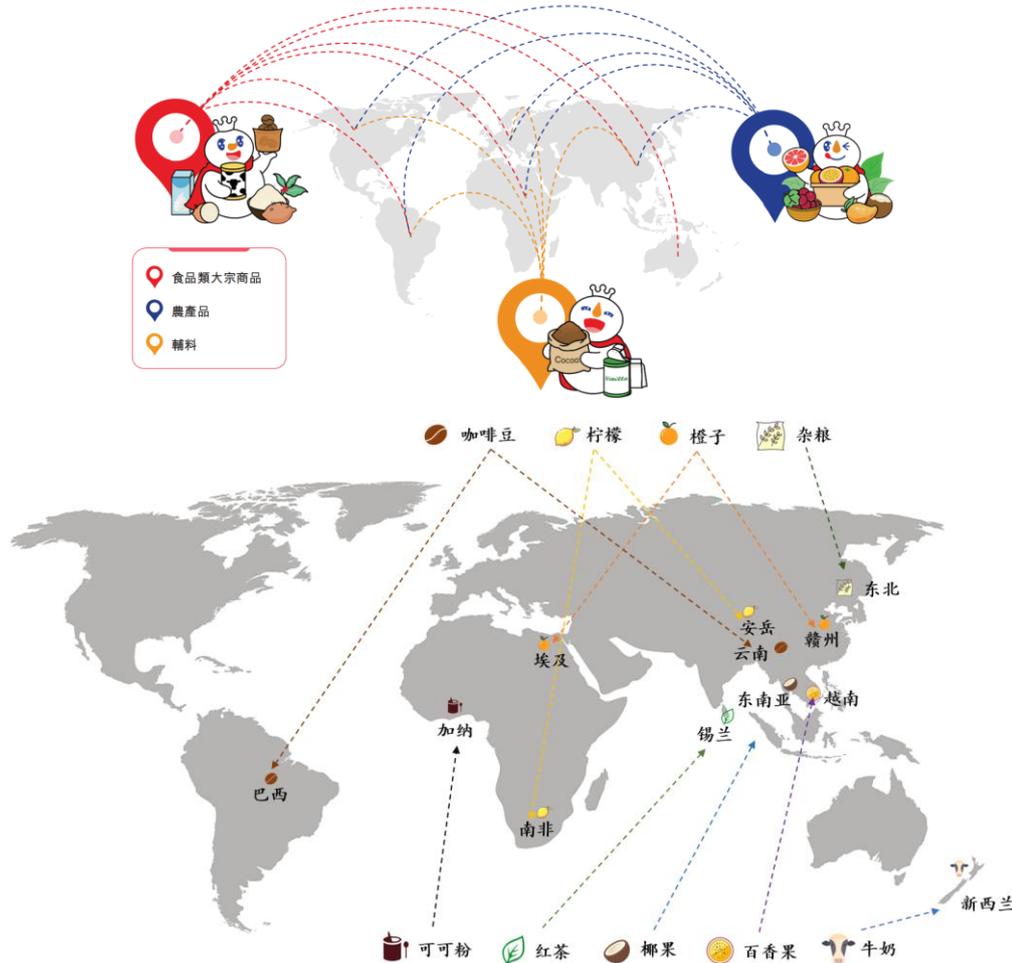


数据来源：NCBD，东北证券

**上游-原料采购：全球采购优质食材，覆盖6大洲&35个国家的采购网络。**茶饮行业经过数十年发展已形成了一批成熟可靠的外部供应商，公司均选择业内龙头作为供应商供货。公司外部采购体系由蔡卫森一手搭建，寻求全球原产地食材，采购网路覆盖六大洲、35个国家，向上游采购的原材料主要包括食品类大宗商品、农产品及其他辅料，如与新西兰最大企业合作商恒天然乳液集团合作（公司委托厦门建发食品供应链有限公司和上海光明乳业销售有限公司向新西兰恒天然进行采购），获得纯正香浓的稳定奶源/奶粉供应。除此之外，采购原料包括加纳的可可粉、丹麦的芝士粉、越南的百香果、西班牙的红葡萄，以及产自埃塞俄比亚/哥伦比亚/巴西/印尼等国的咖啡豆。2022年公司全球范围内采购的柠檬/橙子/奶粉/茶叶/咖啡生豆各5.0/2.6/2.1/0.9/0.5w吨。整合全球的供应资源+直达产地/无中间成本的全球采购网络

+长期合作的供应商关系+锁价+行业领先的采购规模，使公司采购成本显著低于行业水平，据灼识咨询，公司 2022 年奶粉/柠檬的采购成本较同类型、同品质的行业平均价格分别低 10%/20%以上。

图 77：大咖国际寻求全球原产地食材，采购网络覆盖六大洲&35 个国家/



数据来源：公司官网，公司公告，东北证券

**中游-加工：五大生产基地，实现核心食材包材自产。**截止 2023Q3，公司已成为现制饮品供应链领域中生产品类最全&规模最大的企业，在河南/海南/广西/重庆/安徽拥有五大生产基地，总占地面积 67 万<sup>m</sup>²，年综合产能 143 万吨。通过自研自产的体系，公司的加工厂可提供包括糖/奶/茶/咖/果/粮/料在内的全品类一站式饮品食材解决方案。公司对标全球领先的工厂建设和生产管理标准，建设的智能工厂拥有 50+ 条智能化生产线，均使用先进的自动化设备和数字化工具，如 ABB 的机器人及配套自动化设备、Probat 的咖啡烘焙机、利乐的无菌高速纸包装罐装机等。2023Q1-3 公司饮品食材生产的损耗率仅为 0.86%，远低于行业平均水平。除了饮品食材自产外，公司亦自主生产部分核心包材和设备，如自产糖蜜和果蜜的包装瓶的瓶胚并吹塑成型，成本较外部采购价低约 49%。

图 78：公司五大生产基地信息梳理



**河南生产基地（大咖国际产业园）**

- 主要产品：食材（糖、奶、茶、咖、果、粮、料）、包材及设备
- 地址：河南焦作
- 占地面积（包括在建部分）：约24.5万平方米
- 年产能：约110.0万吨
- 该基地是主要生产设施，也是迄今为止**最大的生产基地**



**海南生产基地（定安县蜜雪冰城食品加工项目）**

- 主要产品：食材（奶、咖）
- 地址：海南定安
- 占地面积（包括在建部分）：约20.4万平方米
- 年产能：约4.5万吨
- 该基地受益于海南自由贸易港的有利贸易政策，有利于**支持海外业务**。同时已于2023年开始在该基地建设新设施，以扩大冷冻水果产品、咖啡产品、糖浆和小料等食材的产能，如**热带水果、椰果、咖啡豆**，预期将于2025年完成



**广西生产基地（大咖国际冷冻水果深加工项目）**

- 主要产品：食材（糖、果、料）
- 地址：广西崇左
- 占地面积：约10.0万平方米
- 年产能：约15.1万吨
- 该基地设立于华南地区，可方便地获得多种热带水果，如**芒果及百香果**，以及甘蔗和芋头



**重庆生产基地**

- 主要产品：食材（果）
- 地址：四川安岳&重庆潼南
- 占地面积：约10.2万平方米
- 年产能：约7.5万吨
- 其中，安岳工厂与合作种植基地位于同一个镇，专注于**柠檬**的采购和加工，通常Q4进行生产。已于2023年开始在该基地建设新生产线，以扩大食材的产能，预期将于2024年完成



**安徽生产基地**

- 主要产品：食材（果）
- 地址：安徽滁州
- 占地面积：约1.9万平方米
- 年产能：约3.9万吨
- 该基地在滁州及七里塘设有工厂。其中，七里塘工厂战略性地设立于草莓农场附近，专注于高效处理冷冻**草莓**产品并确保产品的质量

数据来源：公司公告，东北证券

**中游-大咖工厂：核心引擎，固体-液体-鲜果阶梯式升级。**五大生产基地中又以河南大咖国际加工厂为核心。河南加工厂成立于2012年，位于河南温县的蜜雪冰城产业园内，占地面积1200亩，位于整个供应链条的核心位置。成立以来陆续升级技改，从最初的固体产线（冰淇淋粉、糖粉）逐渐新增了液体产线，后续又添置了需要全程冷链支持的鲜果产线，2020年大咖食品与华与华达成合作并导入精益管理模式“TPS丰田生产方式”，2021年新增咖啡车间。同年6月，大咖国际食品逐步搬迁至新厂区大咖国际产业园，大咖国际新工厂全面正式运营。大咖国际加工厂现包含固体饮料、包材制品、液体奶浆、果酱罐头、咖啡等多条产线，产能全开后能支撑约4万家门店超半数的原料供给。

图 79：大咖国际加工厂俯瞰图



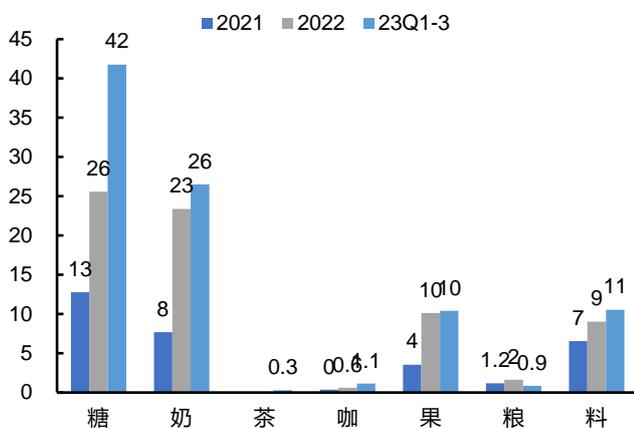
数据来源：公司官网，东北证券

图 80：大咖食品七大产品系列



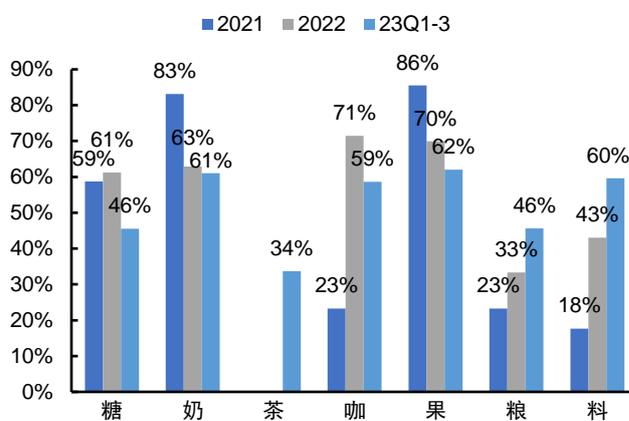
数据来源：公司官网，东北证券

图 81：2021-2023Q3 公司产能情况



数据来源：公司公告，东北证券

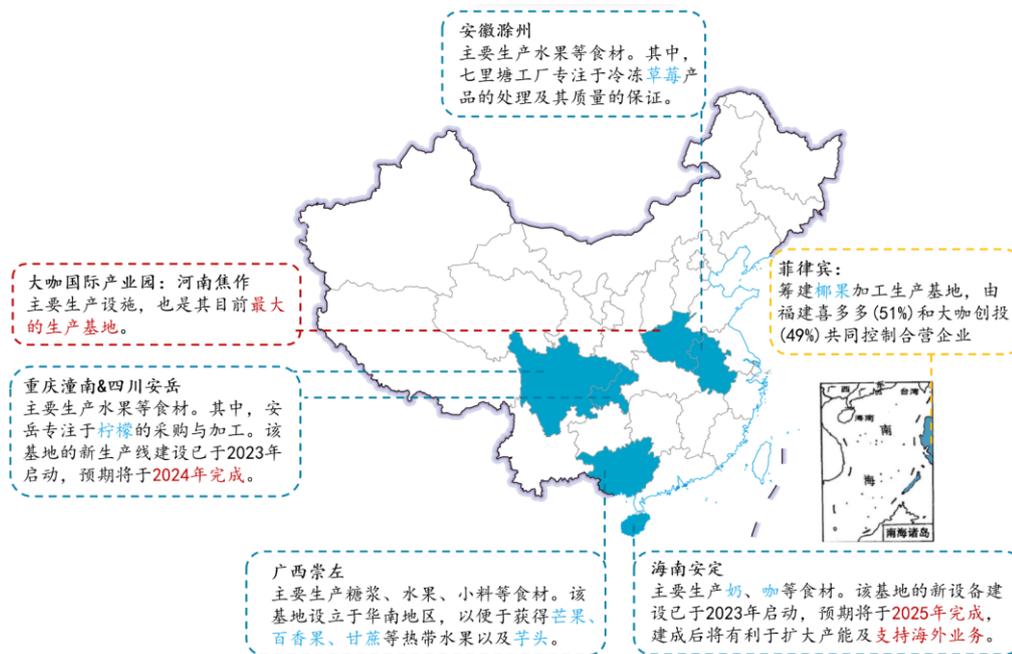
图 82：2021-2023Q3 公司产能利用率



数据来源：公司公告，东北证券

**中游-产地初加工：核心上游原料产地建设初加工工厂。**蜜雪冰城的上游采购团队甄选全球优质原材料，与产地供应商均保持稳定合作。公司在上游部分重要原材料产地建厂进行生产加工，所需生产原材料直接在当地进行采购，既减少了生产原材料运输损耗又降低了采购成本，提升了产品的供货速度。蜜雪冰城一年需消耗约6万吨柠檬（按采购量计是中国最大的柠檬采购商），2020年公司在最大柠檬产地安岳县全资成立四川雪王柠檬有限公司，设立收储基地，通过当地合作社直接向农户收柠檬。上游对柠檬规划生产基地后，需要进口南非柠檬的时间从5个月降低至2个月，从而有效控制采购成本。

图 83：公司上游原料产地布局及未来规划



数据来源：公司公告，东北证券

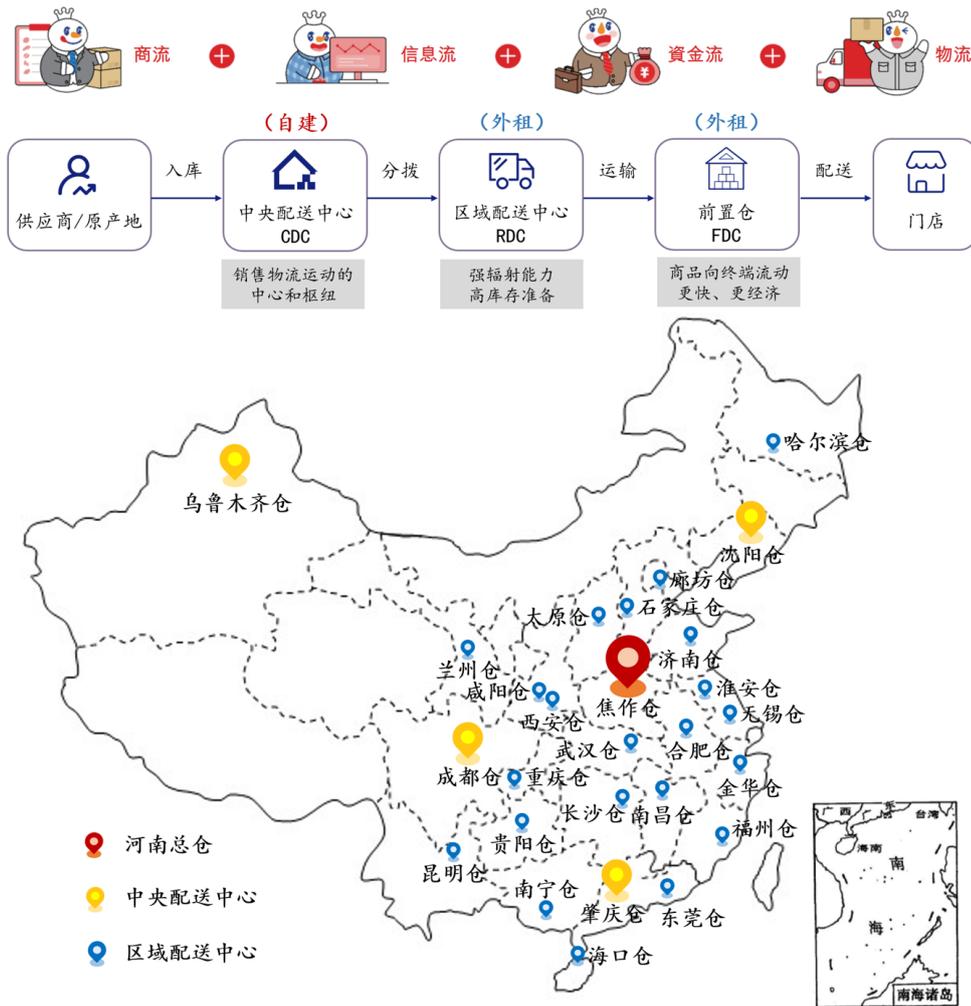
**下游-仓储：搭建分级冷链仓储体系，自建与外租并举，由点及面覆盖毛细血管。**多级分仓体系本质是缩短商品与加盟商的距离，以各种方式最快送达加盟商手中，并降低加盟商库存成本。中央配送中心（CDC）承担着入库、库存、分拨、配送等最高级流转任务；区域配送中心（RDC）具备较强的辐射能力和库存准备，向下一级的前置仓输送；前置仓（FDC）是在重点区域设置的前端物流中心，促进商品向终端更快、更经济地流动。2014年起公司在中国现制饮品行业内最早开始建设自主运营的仓储体系，截至2023Q3已坐拥行业内最大规模的仓储物流基地，由总面积达30多万m<sup>2</sup>的26个仓库组成（自建5个CDC+外租21个RDC&FDC），依据物料储存所需温度不同，建立了常温、低温和冷冻仓库。

**1) CDC：**公司自建中央配送中心，现已形成河南总仓（温县）、西南仓（成都）、华南仓（佛山）、东北仓（沈阳）、新疆仓（乌鲁木齐）“一总四分”的“五仓联动、服务全国”战略布局，为蜜雪冰城服务体系和品牌的发展壮大提供了坚实的后盾。

**2) RDC&FDC：**外租形式为主，近年来通过外租方式保有的仓储物流基地数量从2个提升至21个。

此次募资将进一步扩充建设仓储体系，在此前A股招股书中披露拟新增建设30个RDC和FDC，结合焦作、成都、佛山、沈阳和乌鲁木齐五大中央配送中心，以及前期已建成的省级分仓，公司覆盖全国毛细血管的多级分仓体系水到渠成。

图 84：公司自建/外租分级冷链仓储体系



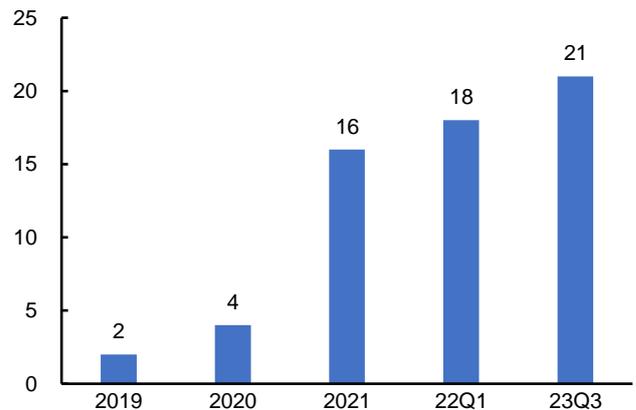
数据来源：公司官网，公司公告，东北证券

图 85：成都仓中央配送中心内部实景图



数据来源：公司官网，东北证券

图 86：公司以外租方式保有的仓储物流基地数量



数据来源：公司公告，东北证券

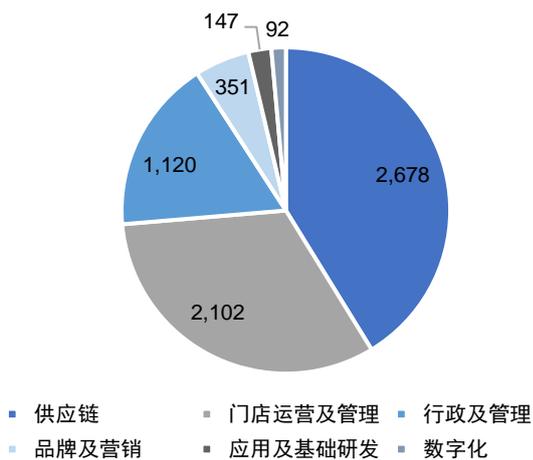
下游-物流：外部合作配送使命必达，冷链运输+12小时内送达，加盟商订货免配送费。茶饮行业高频次、小批量、快速配送和多点配送的特点，对仓储物流体系与食

品保质保鲜技术提出了较高的要求。公司通过第三方物流合作方从仓储物流基地直接向门店配送产品，现基本建成了覆盖全国的物流运输网络。目前，公司的物流网络覆盖了全国 31 个省份、300 个地级市、1700 个县城和 3100 个乡镇，覆盖广度和下沉深度均为行业最高。公司从早期便规定，达到特定采购金额或数量标准的订单，加盟商无需承担物流费用。2020 年起为缩短运输时长、提升配送质量，从传统物流配送逐步转为专车直配，即从与其他货物一同拼车配送转为由专车从仓库直接配送至门店，单次运载量较小，导致运输成本小幅提高。公司目前配送频次约为一周两配，在国内超 90% 的县级行政区实现了 12 小时内送达，可有效减少加盟商的库存管理/资金压力。此外公司 90% 以上的国内门店实现了冷链物流的覆盖。

### 3.3.2. 组织力&数字化：完备的梯度培养激励机制+全链路数字化体系

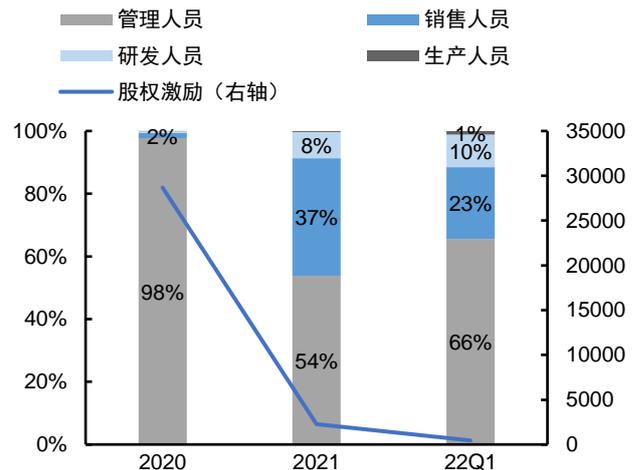
**内生培养，长效激励管理层锐意进取。**截止 2023Q3 公司共拥有员工 6490 人，从国别角度国内/海外员工数分别占 94%/6%，从职能角度供应链/门店运营管理/行政/营销/研发/数字化团队的员工数分别占 41%/32%/17%/5%/2%/1%。公司充分发挥创始团队成员和“中生代”骨干力量，在组织改革中提供稳定性和经验加持，同时赋予“新生代”成长的时间和空间，最终目的是建立良好的管理层选拔和人才梯队机制。张红甫在阐述公司选才理念时说：“我们侧重的是大部分内部培养，小部分外来引入，因为内部培养虽然慢，但是对我们文化认可更深入，基因更正；外部引入专业人才虽然好念经，上手快，但临大事赴汤蹈火，未必能比得上土八路。我们的人才观：英雄不论出身，不放过每一匹千里马。”公司重视内部员工的选拔与培养，很早就建立了内部培训体系两岸商学院负责核心管理人才的培养。公司于 2020 年起开始实施股权激励，2022Q1 股权激励中管理/销售/研发/生产人员激励占比分别为 66%/23%/10%/1%。

图 87：2023Q3 公司各职能员工占比



数据来源：公司公告，东北证券

图 88：公司股权激励（万元）及结构



数据来源：公司公告，东北证券

**讲师超 220 人，培训/选拔机制清晰完善。**截止 2023Q3，公司共配备 220+ 名全职培训人员负责加盟商线上+线下的培训，目前公司培训矩阵包括：

1) **蜜雪商学**：公司的内部培训机构，创办于2015年，原名“两岸商学院”，2021年11月改名蜜雪商学，占地约1万平方米。主要用于对新签约的客户进行为期12天的理论+实操的线下集中培训以及老客户的复训，同时为公司及大咖工厂各层级员工提供专业知识/职业技能/食品安全/运营管理/企业文化/价值观/英语/法律等方面的课程。2023Q1-3期间参加线下培训的加盟商及店员超17万人。

2) **蜜学堂**：2017年蜜雪冰城自主研发的“蜜学堂APP”为蜜雪商学配备的线上学习平台，为门店员工提供日常培训。APP主要包含课程中心和考试中心，能够根据蜜雪冰城不断完善的食物安全管理标准和产品上新要求，及时更新补充学习课程。2023Q1-3期间蜜学堂提供5700+门预录制课程，完课次数6200w次，此外还提供了270场直播培训，参与者超24.8w人。

3) **青藤计划**：公司管理培训生项目，2020年8月启动，创始人带领下进行一年定制化培训/轮岗，选拔出未来蜜雪冰城总部的高级管理人员或新品牌、海外项目的负责人。晋升路径快速清晰，路径为管培生-组长-主管-经理-公司总部高级管理人员/新品牌负责人/海外区域负责人。2020年共有25名管培生成功入职。另外，公司总部聘请尚和管理顾问推行丰田生产方式进行精益化管理，总部已举办两届铁军班，面向管理层进行筛选。

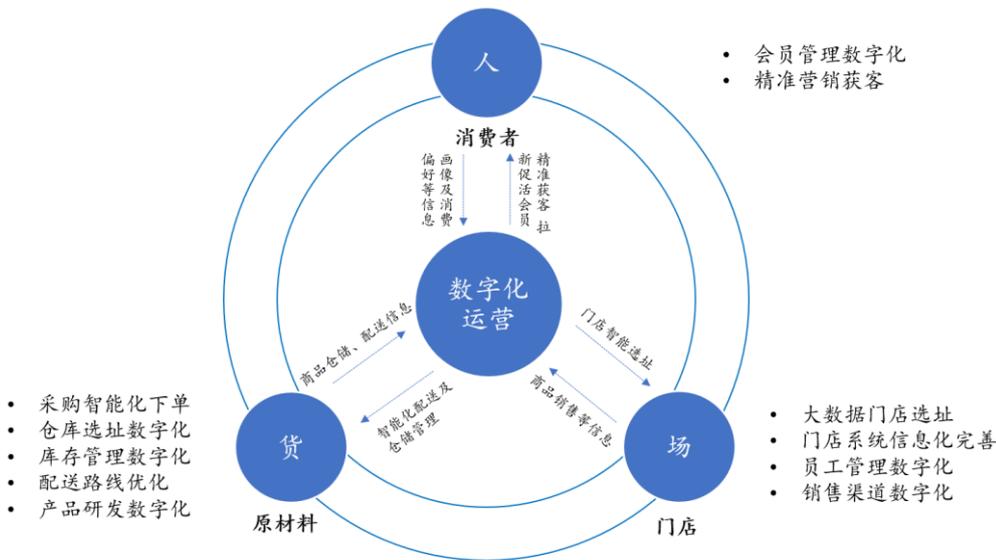
图 89：公司线上线下培训矩阵赋能加盟商，以及管理培训生项目“青藤计划”



数据来源：公司公告，东北证券

**全链路数字化赋能，品牌竞争力加深。**互联网浪潮下数字化转型升级大势所趋。围绕数字化管理技术，未来门店运营、原材料供应及会员管理等环节均有望全面实现数字化。2018年后随着市场格局基本确定，部分头部品牌已不再满足于第三方服务商的系统与服务，开始自己的信息化道路探索。疫情后点单/消费方式变化，倒逼行业数字化转型升级速度加快，头部新式茶饮品牌信息化布局基本完成。

图 90：现制茶饮行业数字化转型大势所趋



数据来源：Mob 研究院，东北证券

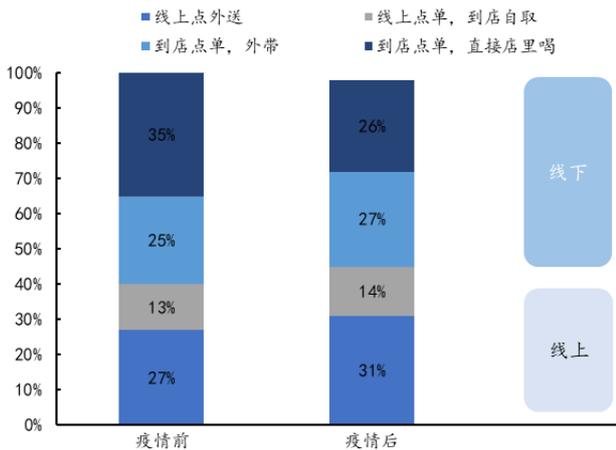
公司数字化主要体现在供应链、门店运营、销售渠道、总部中控四个方面：

- 1) **采购数字化**：采购端的 SRM 系统通过准确记录采购订单、物流通知及财务结算明细来优化采购流程，在监督及管理供应商和采购流程方面发挥关键作用。
- 2) **生产数字化**：生产的主要数字化系统包括 MES、LMS 及 EMS。其中 MES 系统专注于提高产品质量稳定性，扩大产能及建立标准化生产管理流程；LMS 系统通过自动化信息收集和电子仪表盘管理等功能简化了生产；EMS 系统能够实时收集水电气等工厂能源设施信息，并自动分析数据，从而促进透明的能源数据管理。
- 3) **物流数字化**：物流系统集成了 DMS、OMS、WMS、TMS 及 BMS。其中 DMS 系统可实现门店订单的全周期综合管理；OMS 系统用于上下游订单管理流程（如订单分发及发票打印）；WMS 系统用于仓库运营的数字化管理；TMS 系统的主要功能包括车辆管理、路线规划、订单管理及配送管理；BMS 系统则是供应链的财务系统，其主要功能包括开票管理、应收账款管理、应付账款管理等。
- 4) **存货管理数字化**：通过数字化系统可动态分析门店销售额，并相应管理采购及生产，从而优化供应链中的库存水平。
- 5) **门店运营数字化**：目前公司已建立 ERP 企业资源计划系统、SCM 供应链管理系统、MES 制造协同系统、CMS 加盟管理系统、BI 数据分析管理系统、OA 办公协同系统、POS 门店收银系统、小程序点餐系统、蜜雪冰城 APP 等较为完善的信息化管理体系，高效支持供应商管理、生产及库存管理、配送过程管理、门店运营管理、消费者服务等生产经营活动。2023Q1-3 公司线上订单中 45.1%来自 app&小程序。
- 6) **销售渠道数字化**：公司自 2020 年 9 月开始在电商平台设立自营店铺销售茶包、杯子、玩偶等周边产品，积极开拓消费新场景，主要客户包括加盟门店和终端消费

者。随着公司门店数量和粉丝群体快速增长，公司在电商销售模式下的销售收入实现较快增长，销售占比持续提升。

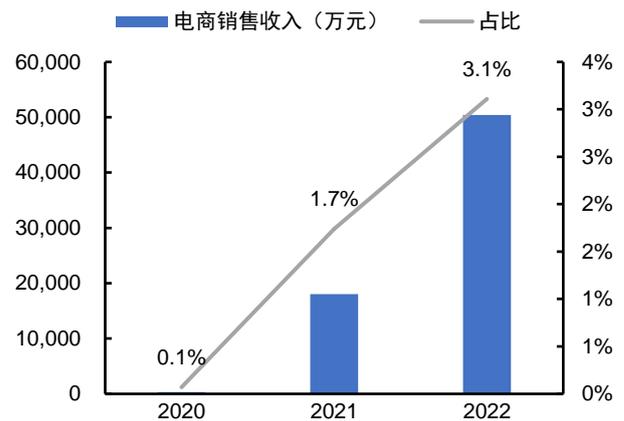
7) **总部数字化中心募投项目**：公司拟构建总部数字化中心，包括数字化生产及设备维护系统、数字化工程规划以及数字化物流系统。围绕公司前、中、后台运营各环节开展数字化方案的顶层设计重构和全面优化布局，提升公司运作效率并及时反映公司治理状况。

图 91：疫情前后消费者现制茶饮点单方式变化



数据来源：益普索，东北证券

图 92：2020-2022 年公司电商销售收入



数据来源：公司公告，东北证券

注：2022Q1 电商销售收入为 7559 万元，按 21Q1 的 15.04% 销售占比，推算得 2022 年电商销售收入为 5.04 亿元

#### 4. 成长空间：量价齐升，外拓第二成长曲线

公司实现了加盟商、消费者、公司的多方共赢，实现规模优势与成本优势的正循环。蜜雪冰城本质是大浪淘沙出来的品牌，穿越周期后依然保持不俗的品牌生命力，后端规模效应降本增效，前端打破行业价格地板，最终以亲切的 IP、朴实的价格和物超所值的品质迅速击穿用户心智。在优异的前后端加持下以价格为核心构筑深厚护城河鲸吞下沉市场，兵贵神速，率先占领了商业街/社区/学校/商场等区位的优质点位，形成规模梯度。出色的单店模型在保证快速复制能力的同时亦使门店具备极强的逆境生存能力。依托规模优势获得上游议价能力，进而持续有效地将规模优势转化为成本优势，在面对同业竞争时拥有更大的余地。同时极致的成本控制能力也赋能公司进一步扩张，进而扩大规模优势“螺旋强化”形成正向循环。蜜雪冰城在今天已逐渐成为一种基础设施，让任何人在中国大陆的任何一个城市、县城和乡镇都能买得起最基础的快乐，或者实现当老板赚钱的愿望。

不断开拓行业天花板，大基数下仍具备成长空间。2008 年时公司承诺 1-2 公里范围内不会开第二家蜜雪冰城，后来区域保护范围逐渐缩短，从 1 公里降至 500 米，再

之后取消了区域保护制度，据极海数据监测，蜜雪冰城门店密度远高于其他品牌。诚然蜜雪冰城经过多年经营已经具备了一定体量和覆盖率，我们认为加密仍在良性通道，公司仍然具备较大成长空间：

- 1) **下沉&海外市场**：未来门店拓展的两个方向，一是向更下沉的市场进发，二是向海外扩张。
- 2) **单店收入提升**：蜜雪冰城单店收入疫情之下逆势走强，彰显出强大的品牌势能，且作为平价茶饮的唯一选择，受益于当下消费降级的大环境。
- 3) **新业态**：基于公司对下沉市场多年的探索心得，我们相信公司已经找到在下沉市场不断复制品牌的方法论，有望开启第二/第 N 成长曲线。

#### 4.1. 下沉市场：星星之火，可以燎原

**驶向乡镇蓝海，连锁化率提升+继续下沉，门店增量可期。**蜜雪冰城的成长动能极强，根据工商注册信息，2022 上半年是中国餐饮业最难的时候，有 37 万家餐饮店倒闭，其中 8 万家是奶茶店。而同样在这半年，蜜雪冰城新增逾 6000 家门店，其中四成以上开在县城和乡镇。目前公司门店已覆盖所有四线及以上城市，五线城市的覆盖率也已高达 98%。2022 年 6 月 25 日，公司宣布开放乡镇加盟申请，目前全国共有超过 4 万个乡镇行政单位，是一个更下沉的市场，连锁化率仍然较低，公司的供应链/品牌势能将对原有本土品牌构成降维打击。2023 年 7 月，公司根据当下咨询量和茶饮饱和度，测算预估国内门店中期目标为 5 万家，乡镇市场将构成门店规模增长的主要动能来源。

#### 4.2. 海外市场：扬帆远航下南洋，出海蓝图徐徐展开

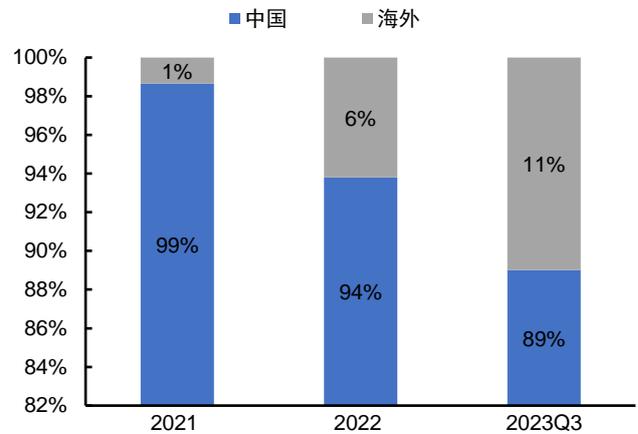
**进军东南亚，出海正当时。**东南亚市场是蜜雪冰城海外扩张的重点，当地社会形态、经济情况和国内三四线近似，适合公司发展。公司 2018 年 9 月在越南河内开设首家海外门店“MIXUE”，以低廉的价格迅速站稳脚跟，开启了以越南为跳板、向东南亚市场乃至全球市场进攻的海外布局路线。2020 年 12 月进入印尼，2021 年 12 月进入马来西亚，2022 年 2 月进入新加坡，截至 2022 年 6 月公司海外门店数已突破 1000 家，下半年接连进军菲律宾/韩国/澳大利亚/泰国/柬埔寨，出海节奏进一步加快。其中印尼、越南发展势头最猛，2022Q1 时分别拥有门店 317/249 家，营收 2541/929 万元，净利润 224/-32 万元。截至 2023Q3 公司共拥有海外门店数 3973 家。

图 93：公司海外开店布局



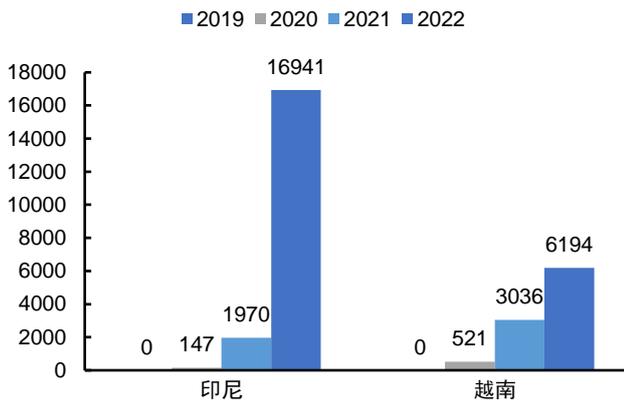
数据来源：东北证券

图 94：2021-2023Q3 公司门店地域分布结构



数据来源：公司公告，东北证券

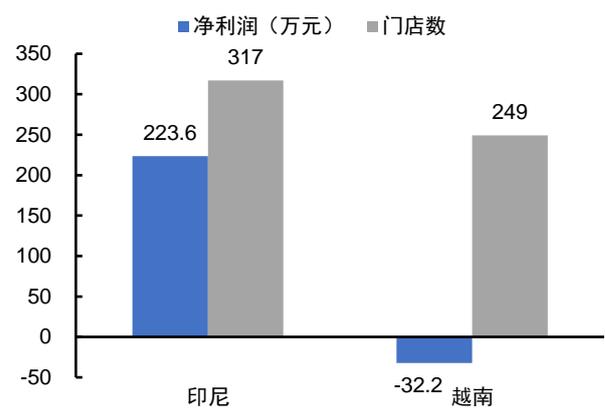
图 95：2019-2022 年公司印尼/越南营业收入（万元）



数据来源：公司公告，东北证券

注：2022Q1 印尼/越南的营业收入为 2541.08/929.04 万元，此处按 2021Q1 的 15.04% 销售占比折算

图 96：2022Q1 公司印尼/越南净利润与门店数



数据来源：公司公告，东北证券

**延续低价策略，注重本土化调整。**蜜雪冰城进入发达国家仍然能够保持与国内持平的价格，韩国门店柠檬水售价折合 8 元人民币，在韩国与矿泉水相近，其他产品如雪糕售价折合 5.4 元人民币，咖啡售价折合 8 元人民币。同时，公司能在海外成功开疆拓土离不开供应链建设和本土化调整：

**1) 供应链建设：**水果等原料从国内运出需全程走冷链，而东南亚既有冷链物流并不发达，运输过程损耗较高。奈雪的茶就因供应链难题最终选择退出海外市场。2021 年 7 月蜜雪冰城“亚洲总部”在成都开建，主要负责川渝、云贵以及东南亚地区的原料供应，预计 2023 年 1 月投产。今后东南亚门店所需的原材料、包材都将通过成都的交通网线就近出海，实现高效的原材料供应链。同时公司亦建立起本地化物流体系，包括共计 6.6w m<sup>2</sup> 的 11 个自主运营的仓库，和本地化配送服务，截至 2023Q3，

公司的配送网络可覆盖海外四个国家的 300 个城市。

2) **本土化调整**：品牌若想跳出“华人买单”的圈层限制，打入/深挖当地消费者，本土化调整必不可少，包括风味/口味/规章制度/营商环境/风土人情。例如针对越南消费者嗜糖喜甜的习惯，蜜雪冰城整体调高了越南门店的糖度，并取消三分糖和无糖选项。目前，公司基于在中国已跑通的运营模式在海外市场进行因地制宜的本土化改造已初见成效。

图 97：蜜雪冰城东南亚门店价格接近但菜单选项进行本土化调整

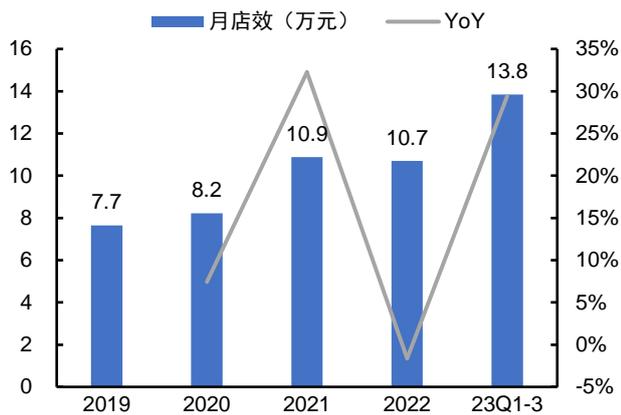


数据来源：Brands Vietnam，东北证券

### 4.3. 店效逆势提升，模型持续优化

加盟商单店店效逆势提升，量价齐升的蓝图已然打开。公司通过供应链赚取收入，加盟商采购以食材(约 70%)和包材(约 15%)为主，蜜雪冰城的单店月店效从 2019 年的 7.7 万元逆势走强至 2023Q1-3 的 13.8 万元，采购额相应上扬，在消费力萎靡的宏观环境下，蜜雪冰城作为业内唯一的平价茶饮品牌，有望精确承接/虹吸降级需求。2023 年初，蜜雪门店增设零售产品区域创收，零售产品均以外包/代加工形式生产，囊括香瓜子(恰恰代工)、魔芋(鸡装箱代工)、果冻、薯条、瓶装水等，持续挖潜店效增长点。

图 98：2019-2023Q3 公司单店月店效



数据来源：公司公告，东北证券

注：2019-2021 年的数值按单店采购额/假设毛利 55% 计算得出，2022-2023 年的数值由终端销售额/平均门店数计算得出

图 99：加盟店售卖零售产品



数据来源：东北证券

**单店模型对比：模型处行业中游，但单店销售逆势增长，单店模型边际改善。**根据两份招股书，我们可以计算得到蜜雪冰城 2019-2023 年对应的单店月店效。我们测算，2023 年加盟店单店食材/人工/租金/折旧/水电/外卖抽成分别占比 45%/13%/17%/2%/3%/5%，可释放的门店端经营利润率约 14%。考虑到蜜雪冰城初始投资 21 万元（设备装修 13w+加盟费 8w），对应的投资回收周期约 9.5 个月，盈利能力/回收周期处于行业中游水平，但较 2022 年呈现边际提速态势。鉴于蜜雪冰城是平价茶饮品牌中为数不多的优质标的，具备一定稀缺性，且模型较轻，初始投入&加盟门槛较低，因此仍然获得加盟商的广泛青睐。

表 11: 单店模型拆解 VS 国内茶饮/咖啡龙头

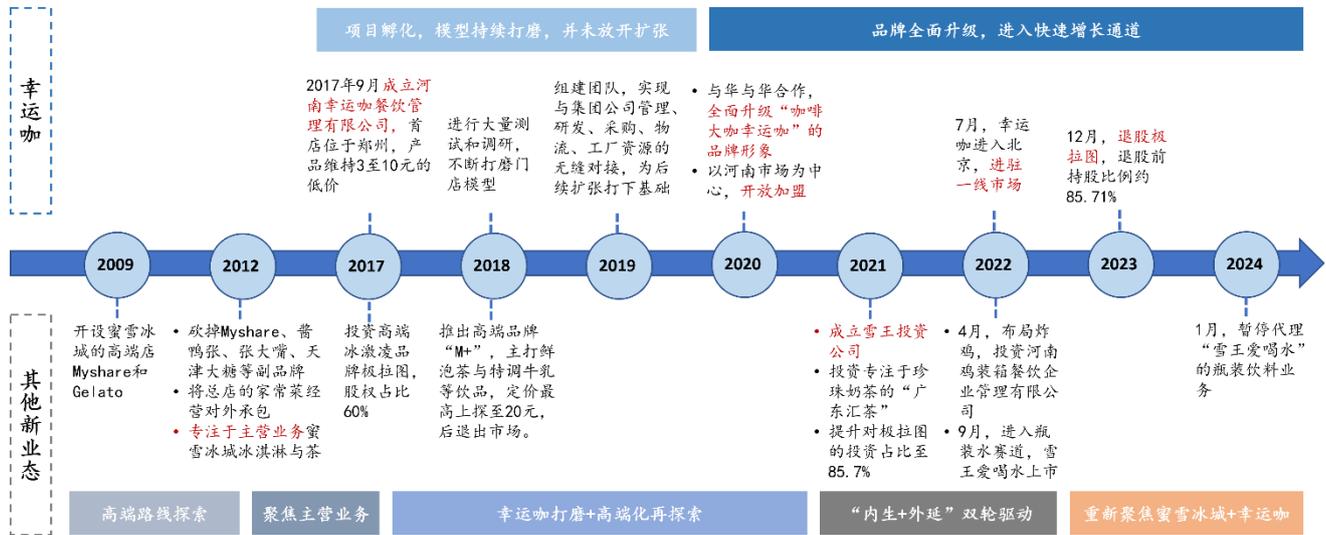
	直营											加盟						
	奈雪的茶				喜茶		瑞幸	星巴克中国	Tims 中国	海伦司	奈雪	喜茶	茶百道	古茗		蜜雪冰城		
	2019	2021	2023	2024E	2019	2023	2023	2023	2023	2023	2024E	2023	2023	2021	2022	2023	2022	2023
1、收入 (万元/年)	1075	626	435	407	1217	427	203	511	277	350	348	312	240	220	230	250	127	170
坪效 (万元/m²)	5.1	4.2	3.3	3.4	7.2	4.3	5.8	3.4	2.0	1.2	2.9	5.2	6.0	4.4	4.6	5.0	4.2	5.7
年营业天数	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365
月营业额 (万元/月)	90	52	36	34	101	36	17	42	23	29	29	26	20	18	19	21	11	14
日均销售额 (万元/日)	2.95	1.71	1.19	1.11	3.33	1.17	0.56	1.40	0.76	0.96	0.95	0.85	0.66	0.60	0.63	0.68	0.35	0.47
客单价 (元)	43	42	27	26	40	26	15	40	33	77	28	28	28	29	29	28	11	11
每日订单量 (单)	685	412	442	429	833	450	370	350	230	124	341	305	235	208	217	245	318	426
2、食材成本 (万元/年)	398	204	129	128	426	128	65	141	94	105	139	125	103	89	95	105	57	77
毛利率	63%	67%	70%	69%	65%	70%	68%	73%	66%	70%	60%	60%	57%	60%	59%	58%	55%	55%
食材成本占比	37%	33%	30%	32%	35%	30%	32%	28%	34%	30%	40%	40%	43%	41%	41%	42%	45%	45%
3、员工薪酬 (万元/年)	221	162	88	77	173	88	30	92	61	56	49	40	33	25	23	35	19	23
员工薪酬占比	21%	26%	20%	19%	14%	21%	15%	18%	22%	16%	14%	13%	14%	11%	10%	14%	15%	13%
人员编制	23	19	15	13	18	15	6	13	9	10	9	7	6	5	5	6	4	4
全职	23	15	6	5	18	6	2	8	6	3	9	7	6	5	5	6	4	4
兼职		4	9	8		9	4	5	3	7								
全职薪酬 (万元/月)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
兼职薪酬 (万元/月)		0.3	0.3	0.3		0.3	0.3	0.3	0.3	0.4								
4、租金 (万元/年)	182	90	63	55	143	48	18	51	33	49	45	36	27	26	26	30	23	29
租金占比	17%	14%	14%	14%	12%	11%	9%	10%	12%	14%	13%	12%	11%	12%	12%	12%	18%	17%
面积 (平米)	210	150	130	120	170	100	35	150	140	300	120	60	40	50	50	50	30	30
每平方米租金 (元/日)	24	16	13	13	23	13	14	9	7	5	10	16	19	15	15	16	21	26
5、折旧 (万元/年)	38	26	24	24	78	21	10	35	33	24	21	5	4	4	4	4	3	3
折旧占比	4%	4%	6%	6%	6%	5%	5%	7%	12%	7%	6%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
折旧年限 (年)	5	5	5	4	4	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
装修成本 (万元/m²)	0.9	0.9	0.8	0.8	1.8	0.9	1.1	1.2	1.1	0.4	0.6	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
单店投资额 (万元)	190	128	110	100	312	85	40	175	150	120	75	25	22	20	20	20	13	13
6、水电 (万元/年)	29	16	12	10	33	12	6	15	8	25	10	9	7	7	7	8	4	5
水电占比	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	7%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
7、外卖抽成 (万元/年)	32	38	35	31	37	35	19	36	35	11	26	27	24	16	20	18	8	9
外卖抽成占比	3%	6%	8%	8%	3%	8%	10%	7%	13%	3%	8%	9%	10%	7%	9%	7%	7%	5%
8、总部抽成 (万元/年)											3	4	2				2	2
总部抽成占比											1%	1%	1%				1%	1%
9、经营利润 (万元/年)	176	91	85	81	327	95	54	141	12	80	55	66	39	53	55	51	12	24
经营利润率	16.3%	14.5%	19.5%	20.0%	26.9%	22.2%	26.6%	27.7%	4.4%	23.0%	15.8%	21.1%	16.4%	24.0%	24.0%	20.2%	9.0%	14.0%
门店投资情况																		
单店投资额 (万元)	190	130	110	100	312	85	40	175	150	120	98	41	35	28	28	28	21	21
单平投资额 (万元/m²)	0.90	0.87	0.85	0.83	1.84	0.85	1.14	1.17	1.07	0.40	0.82	0.68	0.88	0.56	0.56	0.56	0.70	0.70
加盟商一次性投入 (万元)											23	16	13	8	8	8	8	8
投资回报周期 (年)	0.9	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	1.0	3.3	1.1	1.3	0.6	0.8	0.5	0.5	0.5	1.5	0.8

数据来源: 公司公告, 东北证券

#### 4.4. 副品牌: “内生+外延” 双轮驱动, 演绎第二成长曲线

以幸运咖为主线, 兼顾布局奶茶/炸鸡。餐饮品牌不可避免地面临生命周期的困境, 而公司的多品牌战略出发点是依托公司庞大的资源持续+对行业的深刻理解, 持续打造/投资新品牌, 用新品牌的成长熨平周期。2009 年随着 DQ 冰淇淋等美国/台资的品牌进入郑州, 公司亦创办高端冰淇淋品牌 My Share 进行初次高端化尝试, 但最终反响平平。2012 年, 公司关闭所有副品牌门店, 聚焦主营业务。2017 年, 公司另起一行, 创立幸运咖切入平价咖啡赛道, 同年, 投资高端冰淇淋品牌极拉图。2018 年, 公司再次探索高端茶饮品牌 M+, 最终依然黯淡收场。2020 年, 幸运咖经过华与华品牌升级后开放加盟开启放量增长通道。2021 年, 公司成立雪王投资, 后接连出手投资了珍珠奶茶品牌“汇茶”与炸鸡品牌“鸡装箱”。2022 年, 公司推出瓶装水产品, 跨界进入饮料零售赛道。极拉图经过内部多年孵化表现并不理想, 在 2023 年底, 蜜雪冰城选择退股极拉图。2024 年初, 蜜雪冰城暂停了瓶装水业务。目前, 公司形成以幸运咖为主线, 兼顾布局奶茶/炸鸡/瓶装水等业务的“内生+外延”双轮驱动的副品牌探索模式。

图 100：公司新业态拓展复盘



数据来源：公司官网，张红甫创业日记，东北证券

#### 4.4.1. 幸运咖：复刻蜜雪模式，开启平价现磨咖啡新纪元

**孵化咖啡副品牌“幸运咖”，主打高质平价的现磨咖啡。**早在2016年，蜜雪冰城集团便萌生了“坚持让全球每个人喝上高质平价的好咖啡”的想法。2017年，公司正式立项并开始孵化咖啡项目，同年9月成立河南幸运咖餐饮管理有限公司，幸运咖首家门店在郑州朗悦公园茂隆重开业，维持3-10元的低价，但实际营业状况不够理想。随后两年的主基调是修炼内功，幸运咖大量打磨门店模型，在云南建立咖啡豆种植基地为后续发展打下基础。2019年底幸运咖门店数一直徘徊在12家左右，难以突破瓶颈。公司再度与华与华营销咨询公司达成战略合作，对幸运咖品牌困境进行全面梳理，确定高质平价现磨咖啡的路线，咖啡定价在5-10元，同时正式发布“咖啡大咖幸运咖”的品牌形象。品牌升级6个月后门店数量破百，2020年底门店数达142家。截至2023Q3幸运咖门店数已突破2900家，关店率从疫情前的58%大幅下降至22Q1的0.3%。但考虑到幸运咖仍在品牌成长初期，2021年幸运咖业务亏损69.57万元。幸运咖无论是产品定位、门店选址还是品牌调性均与蜜雪冰城高度相似，将咖啡击穿到新价格带，用规模效应摊平成本，本质上为复制将高调性品类颠覆/平替为大众普适消费品的“蜜雪模式”的成功。

图 101: 幸运咖与蜜雪冰城相同的 Logo 设计思路

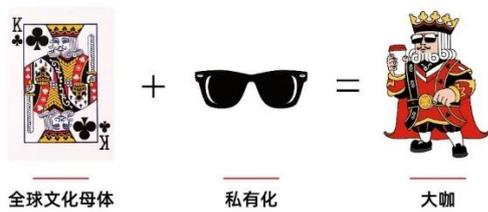
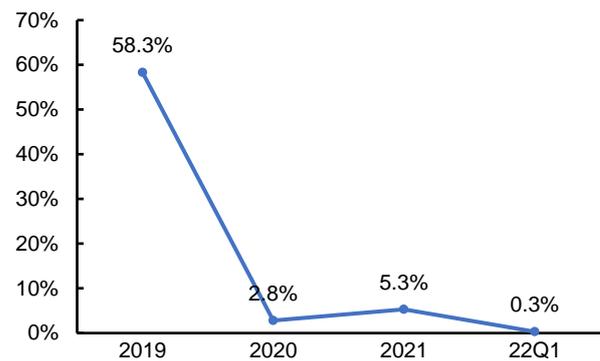


图 102: 幸运咖直营+加盟门店关店率



数据来源:《华与华超级符号案例集》, 东北证券

数据来源: 公司公告, 东北证券

表 12: 2020 年前幸运咖存在的问题

问题	具体情况
品牌定位乱	幸运咖的初始定位是“高质平价”, 原本规划开亲民小店, 但后续门店形象逐渐偏离, 门店越开越大, 装修成本越来越高, 风格也越发冷淡。
开店节奏急	品牌一般只有在产品、设备、运营等都标准化后, 才能加快门店布局。但幸运咖在直营店“打样”时期, 担心同行咖啡品牌入驻郑州的写字楼抢占市场, 便仓促选址, 同时装修开业十几家店, 打乱了开店步伐, 人员培训也不到位, 导致门店经营欠佳。
盲目打折	活动价格制定不合理, 如中杯咖啡首杯最低 3 元、首杯免费拉会员等, 使得恢复原价 15 元时, 复购率极低。
价格忽高忽低 产品频繁调整	产品价格从最初的 6-12 元, 调整为 8-15 元, 中间又涨到 18 元, 当销量不好又降到 4-10 元。在价格不断变动的同时, 产品也从最初的 45 款调整为 25 款, 导致老顾客找不到习惯的产品而流失, 只能持续培育新顾客。

数据来源:《华与华超级符号案例集》, 东北证券

#### 4.4.2. 其他: 背靠蜜雪生态, 多赛道布局

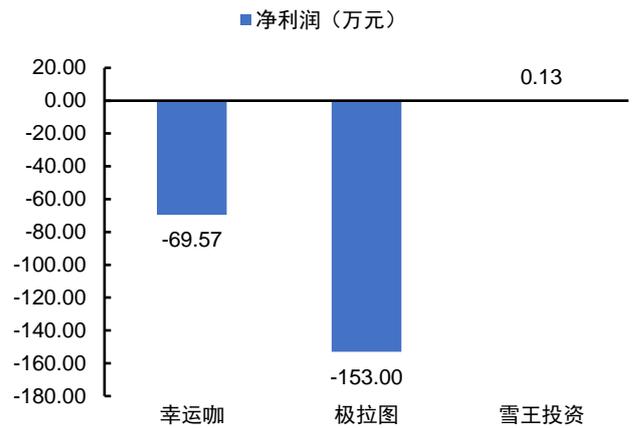
**蜜雪模式赋能, 副品牌未来可期。**除了幸运咖外, 公司还投资持股了奶茶品牌汇茶 (19%) 和炸鸡品牌鸡装箱 (30%), 跨界延伸创立了瓶装水品牌雪王爱喝水, 以及表面虽与蜜雪冰城无股权关系、由张红甫先生的妻子田海霞女士投资运营的河南芙鹿家商贸有限公司。该公司旗下有“福鹿家便利店”及“福鹿家啤酒厂”两个品牌, 虽然规模尚小, 但均为将高价调性颠覆/平替为大众普适消费的“蜜雪模式”, 后端背靠蜜雪生态降本增效, 更有可能跑出来。

图 103：公司多品牌矩阵逐渐成型



数据来源：东北证券

图 104：2021 年公司新业务净利润



数据来源：公司公告，东北证券

**汇茶：**公司创立于 2015 年初，连续八年专注珍珠奶茶，拳头产品为“金焦珍珠奶茶”，价格带为 10-15 元。总部位于广东东莞，分店主要分布在广东及海南。品牌前期采用直营，后开放加盟，主要选址于大型商场超市小吃层铺位，截至 2023 年 1 月有门店 86 家。2021 年 10 月，汇茶获得蜜雪冰城旗下雪王投资的上千万元战略融资，这是雪王投资的第一笔对外投资，股权占比 19%。

**鸡装箱：**2013 年，“鸡装箱炸鸡”的前身、韩式料理品牌“喔嚙哟”成立。2015 年，公司经营范围从韩餐聚焦至韩式炸鸡，并正式更名为“鸡装箱”。品牌店面设计以橙、黑色为主色调，店型包括提供店内体验的大店和即买即走的小店。产品主打炸鸡可乐杯、火鸡面、泡菜炒饭等韩国小吃，客单价 25 元左右。2021 年底，开始尝试线上售卖预包装产品“冷吃炸鸡”。截至 2021 年 5 月，鸡装箱在河南拥有 12 家门店，其中 9 家均位于郑州，区域性较强。2022 年 4 月，获得蜜雪冰城旗下雪王投资的融资，持股比例 30%，这是蜜雪冰城继汇茶后的第二笔对外投资。

**雪王爱喝水：**门店体量是蜜雪冰城进军零售端的先发优势，其入局瓶装饮料赛道并非以挖掘新客群、拉动中高端消费为目标，而是旨在分食原有客群在现制茶饮以外的其他需求。2021 年蜜雪冰城先后完成瓶装水外观专利申请和商标注册，2022 年 12 月，“雪王爱喝水”瓶装水正式上市开售，每瓶定价 1.5-2 元。雪王 IP 全方位展示，打出“每天八杯水，雪王爱喝水”的口号，处处体现蜜雪冰城的品牌背书。生产端选择轻资产模式，由今麦郎饮品（汤阴）有限公司代工生产。渠道端目前只面向加盟商开放经销资格，商超、便利店、餐饮店等渠道商需通过经销商和代理商拿货。几个月后，蜜雪冰城在 2023 年全国春季糖酒会上披露了新品瓶装气泡水“雪王霸汽”，包括白桃樱花/香橙/盐渍话梅三种口味。2024 年初，因销售表现平淡，蜜雪冰城暂停瓶装饮料项目代理。

图 105: 公司切入瓶装饮料赛道



数据来源：东北证券

**福鹿家**: 老板娘田海霞女士创立, 2018 年成立后进军河南市场, 2019 年 5 月首店开业, 选址于创始人张红超的母校河南财经政法大学; 2021 年 9 月, 福鹿家啤酒厂借道便利店的门店空间在郑州上线, 公司切入精酿啤酒行业, 杯装定价在 8-18 元, 通过福鹿家便利店销售; 2022 年 2 月从“芙鹿家”更名“福鹿家”。福鹿家便利店总部与蜜雪冰城总部共用一栋办公楼, 选址多位于蜜雪冰城直营店旁, 二者甚至共享门店空间, 福鹿家完全承接蜜雪冰城的后端资源, 两个品牌也会进行交叉营销/联名。正如海底捞曾收购由海底捞元老级人物杨利娟、苟轶群、袁华强三人成立的优鼎优 (U 鼎冒菜), 蜜雪冰城集团未来不排除收购福鹿家便利店的可能。

图 106: 福鹿家便利店历史发展与未来战略规划



数据来源：公司官网，东北证券

图 107: 福鹿家与蜜雪冰城交叉营销, 实现流量共振



数据来源: 微信公众号, 东北证券

图 108: 福鹿家精酿啤酒工厂



数据来源: 微信公众号, 东北证券

## 5. 风险提示

**食品安全风险:** 加盟模式下对食品安全管控提出较大挑战, 公司超大体量门店规模下只要有一家产生食安风险事件, 均有可能波及全部门店。

**开店速度不及预期:** 开店是公司增长的主要驱动力, 开店不及预期将直接影响收入增长。

**模型盈利能力下滑:** 现制饮品行业竞争激烈, 公司存在模型恶化的风险。

**研究团队简介：**

李慧：CFA，美国伊利诺伊大学香槟分校金融硕士，厦门大学广告学/经济学双学士，现任东北证券社服组组长。曾任美国芝加哥扎克投资管理公司量化分析师，2015年加入东北证券，深度覆盖社会服务行业，2019年金牛奖研究团队第3名。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A股市场以沪深300指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

