

蜜雪集团 (02097.HK)

如何看待已千亿的蜜雪未来空间？——何以成为“王”

买入（首次）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	13576	20302	24029	27477	31232
同比(%)	31.15	49.55	18.36	14.35	13.66
归母净利润（百万元）	1997	3137	4382	5122	5937
同比(%)	4.52	57.13	39.67	16.88	15.92
EPS-最新摊薄（元/股）	5.26	8.26	11.54	13.49	15.64
P/E（现价&最新摊薄）	62.27	39.63	28.37	24.28	20.94

投资要点

- **品牌统治力与估值：**蜜雪集团核心的价值，不在于“茶饮赛道”，而在于“蜜雪在赛道内的统治力”，蜜雪国内 40000+ 家店，而其他茶饮品牌基本上在 3000-9000 家店，和蜜雪具有断层式差距。“能开出店”意味着加盟商在这个品牌能赚钱，基于这个基础，蜜雪过去两年平均每年开店达 7000 家，这也是蜜雪品牌统治力的一个体现，如果品牌力不够强，就没有办法持续开店，且达到这个店数水平，统治力强的品牌，有望享有更高估值。
- **“茶饮赛道”不是一个赛道，平价&中端&高端市场是不同的市场：**很多人认为，茶饮赛道是一个赛道，实际上“平价现制饮品”、“中端现制饮品”和“高端现制饮品”是不同的赛道，也面临不同的市场竞争格局。从 2024E-2028E 复合增速来看，平价达 23%，中端 17%，高端仅 8%。蜜雪是在最快增速的赛道里最强的品牌力，这不是“升级”或“降级”，而是消费习惯渗透率提升。
- **国民级程度，雪王遥遥领先：**不仅从店数来看蜜雪断层式领先，“雪王”这个 IP 的国民级程度也是在现制饮品中遥遥领先的，抖音上#蜜雪冰城话题讨论次数达 435 亿次，包括雪王 IP 的二创和 MEME 传播程度，是断层领先其他品牌的。
- **盈利预测与投资评级：**蜜雪集团作为平价现制饮品龙头，自建端对端全流程供应链体系打造核心壁垒，IP 化品牌营销塑造品牌心智。公司以加盟模式深耕下沉市场，推进品牌出海，持续巩固行业地位。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 43.8/51.2/59.4 亿元，对应 PE 为 28/24/21 倍。我们认为蜜雪集团的核心优势是品牌势能和在平价现制饮品市场的统治力，且在出海方面值得期待，类比近一年新上市的一些强势品牌如毛戈平和老铺黄金，公司有望享有估值溢价，目标 PE 为 2026 年 30x，对应目标价 509 港元，目标市值 1931 亿港元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌价值和形象受损。

2025 年 03 月 11 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 石漪瑄

执业证书：S0600522040001

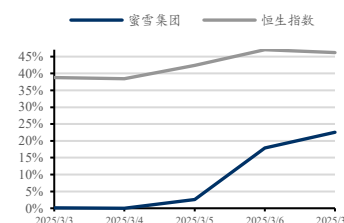
shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书：S0600123070017

wanglj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	355.00
一年最低/最高价	256.00/389.00
市净率(倍)	8.88
港股流通市值(百万港元)	53,563.49

基础数据

每股净资产(元)	36.88
资产负债率(%)	21.76
总股本(百万股)	379.62
流通股本(百万股)	150.88

相关研究

内容目录

1. 平价现制饮品是一个独立赛道，蜜雪独占鳌头	4
1.1. 饮品现制化趋势持续强化.....	4
1.2. 现制饮品不同价格带是不同的赛道，平价市场增速领先.....	5
1.3. 蜜雪冰城统治平价市场，中价市场竞争激烈.....	6
2. 茶饮品牌数据横向观：蜜雪规模&净利率均领先.....	9
3. 国民级品牌：“雪王” IP 国民度高，出海扩张进行时	11
3.1. 国民 IP “雪王” 助力品牌化营销	11
3.2. 复盘名创优品：优质供应链品牌化出海.....	12
3.3. 蜜雪集团出海展望：茶饮品牌出海最强音.....	13
4. 盈利预测与投资评级	15
5. 风险提示	15

图表目录

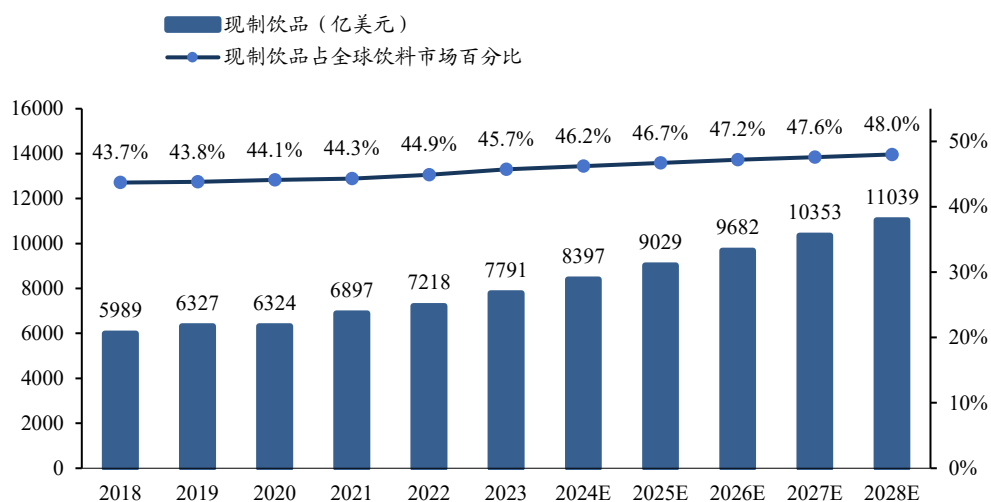
图 1:	现制饮品销售额在饮料市场中占比持续提升.....	4
图 2:	2023 年人均现制饮品年消费量（杯/年）	4
图 3:	中国现制饮品市场以终端零售额计的市场规模（按价格带划分）	5
图 4:	中国现制饮品分价格带市场规模.....	6
图 5:	平价市场复合增速领先.....	6
图 6:	平价现制饮品规模和 yoy.....	6
图 7:	平价现制饮品品牌.....	6
图 8:	中价现制饮品规模和 yoy.....	7
图 9:	中价现制饮品品牌.....	7
图 10:	高价现制饮品规模和 yoy.....	7
图 11:	高价现制饮品品牌.....	7
图 12:	各茶饮公司价格定位及内地门店规模（窄门餐眼-2024 年）	8
图 13:	蜜雪集团为国内第五大饮料公司（2023 年）	8
图 14:	蜜雪集团为国内第一大现制饮品公司（2023 年）	8
图 15:	2023 年各品牌在细分赛道的终端零售额份额.....	8
图 16:	茶饮公司门店数（家）对比.....	9
图 17:	茶饮公司 GMV（亿元）对比	9
图 18:	茶饮公司单店年 GMV（万元）对比	10
图 19:	茶饮公司杯单价（元）	10
图 20:	茶饮公司营收（亿元）对比.....	10
图 21:	茶饮公司归母净利率.....	11
图 22:	公司利用“雪王”IP 线上线下营销	12
图 23:	名创优品海外门店数及占比.....	12
图 24:	名创优品海外收入及占比.....	12
图 25:	名创优品在不同地区采取不同的商业模式.....	13
图 26:	海外模式对照.....	13
图 27:	2023 年直营、代理市场地区收入、门店数.....	13
图 28:	公司海外市场覆盖（截至 2024 年 Q3 末）	14
图 29:	海外市场现制饮品门店数（截至 2024 年 Q3 末）	14
图 30:	2024 年各茶饮公司海外门店规模.....	14
表 1:	蜜雪集团可比公司估值（截至 2025 年 3 月 7 日）	15

1. 平价现制饮品是一个独立赛道，蜜雪独占鳌头

1.1. 饮品现制化趋势持续强化

全球现制饮品市场稳步增长，复合年增长率达到 5.4%。灼识咨询数据，以终端零售额计，全球现制饮品市场规模稳步增长，从 2018 年的 5989 亿美元增长至 2023 年的 7791 亿美元，复合增速为 5.4%。2023 年至 2028 年的复合年增长率预计将进一步提高至 7.2%，带动市场规模增长至 2028 年的 11039 亿美元，占据全球饮料市场近一半份额。

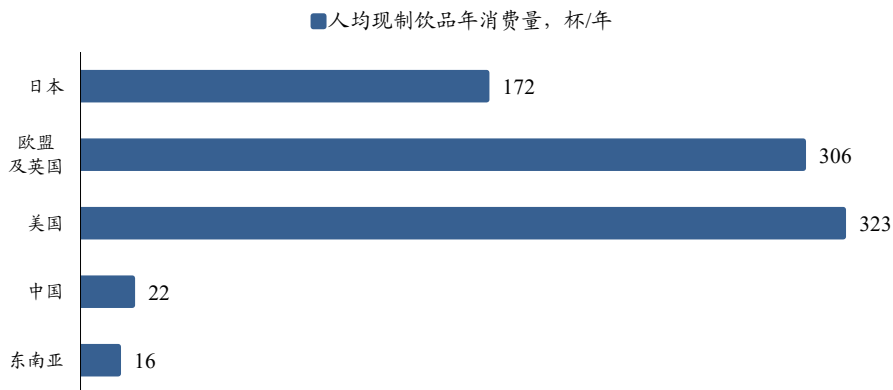
图1：现制饮品销售额在饮料市场中占比持续提升



数据来源：招股书，东吴证券研究所

中国和东南亚现制饮品市场增速大于整体。2023 年，中国和东南亚的现制饮品消费量在饮用水摄入总量中的占比均不足 2%，显著低于美国、欧盟及英国、日本等发达市场平均 17%以上的占比水平。同年，中国和东南亚的人均现制饮品年消费量分别为 22 杯和 16 杯，而上述发达市场平均超过 260 杯。

图2：2023 年人均现制饮品年消费量（杯/年）

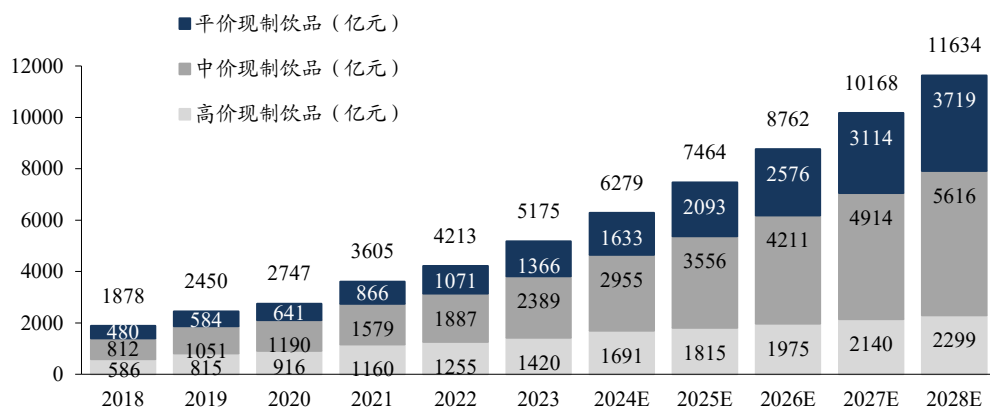


数据来源：招股书，东吴证券研究所

1.2. 现制饮品不同价格带是不同的赛道，平价市场增速领先

平价现制饮品&中价现制饮品&高价现制饮品，是不同的赛道：我们认为，平价&中价&高价现制饮品，其实是不同的赛道，品牌竞争格局，和市场环境也完全不同。蜜雪集团招股书中显示，2024E，平价现制饮品市场规模为 1633 亿，中价现制饮品市场规模为 2955 亿，高价现制饮品市场规模为 1691 亿，而平价/中价/高价现制饮品市场 24-25 年预计增速分别为 28%/20%/7%。相当于平价现制饮品是增速最高的市场。这不是“消费降级”，而是来自“下沉市场渗透率提升”，渗透率提升也需要足够强有力的品牌，才能渗透进新市场，蜜雪就是那个强有力的品牌。

图3：中国现制饮品市场以终端零售额计的市场规模（按价格带划分）

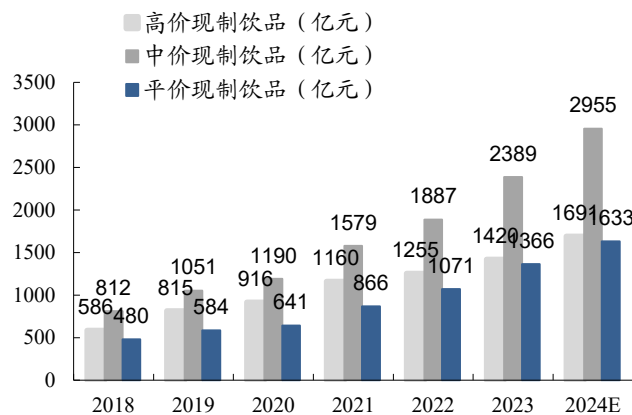


数据来源：招股书，灼识咨询，东吴证券研究所

不同价位现制饮品是不同市场，24E-28E 平价现制饮品市场增速领先。现制饮品可分为平价（产品单价不高于 10 元）、中价（产品单价低于 20 元但高于 10 元）和高价（产品单价不低于 20 元）三个价格带。2024 年中国现制饮品以终端零售额计的市场规模为 6279 亿元，其中平价现制饮品/中价现制饮品/高价现制饮品零售额为 1633/2955/1691 亿元。2018-2023 年高价/中价/平价现制饮品规模复合增速为 19%/24%/23%，而 2024E-2028E，高价/中价/平价现制饮品复合增速为 8%/17%/23%。

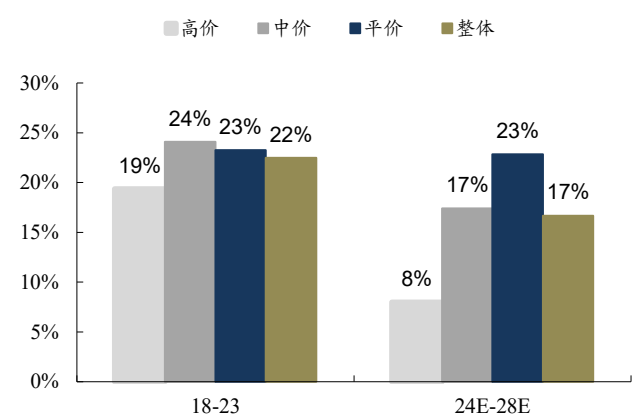
这个增速差异意味着 2018-2023 年，茶饮市场还处在整体渗透率提升的阶段，高价和中价市场都涌现出很多品牌；而 2023-2024 年后，平价和高价的现制饮品竞争格局激烈化，各个品牌都未取得统治地位，整体增速也开始下降，但平价现制饮品市场依然保持快速增长，蜜雪在其中独占鳌头，平价现制饮品竞争格局显著好于高价和中价现制饮品。

图4：中国现制饮品分价格带市场规模



数据来源：招股书，灼识咨询，东吴证券研究所

图5：平价市场复合增速领先

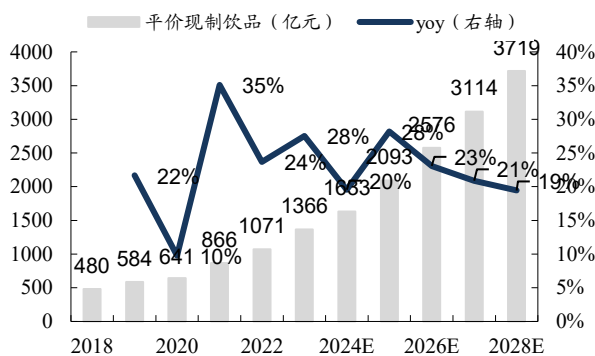


数据来源：招股书，灼识咨询，东吴证券研究所

1.3. 蜜雪冰城统治平价市场，中价市场竞争激烈

平价现制饮品格局最好，2024 年以来增速最快。2024 年以来，平价现制饮品（10 元以下）增速依然持续保持在 20%+，快于中价与高价现制饮品市场，同时平价现制饮品市场中，只有蜜雪集团独占鳌头，其他品牌较为零散，不成气候。

图6：平价现制饮品规模和 yoy



数据来源：招股书，灼识咨询，东吴证券研究所

图7：平价现制饮品品牌

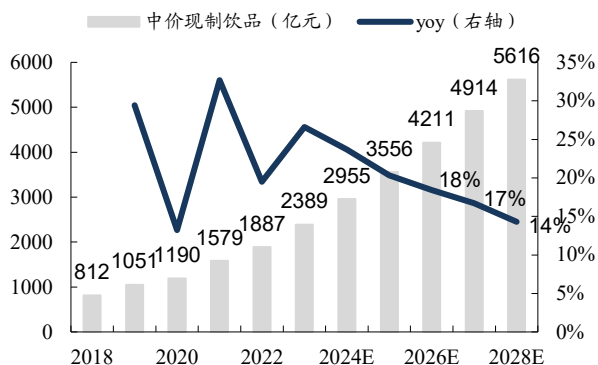


蜜雪在平价现制饮品市场市占率超 30%+，独占鳌头，其他零碎品牌基本上都很小

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

中价现制饮品市场最大，竞争相当激烈，格局未定。中价现制饮品（10-20 元）市场 24 年可达 3000 亿+，比高价&平价现制饮品市场更大，但竞争相当激烈，茶百道，古茗，喜茶，沪上阿姨，霸王茶姬等品牌，乃至瑞幸咖啡均聚集这个价位带竞争，格局未定。

图8: 中价现制饮品规模和 yoy



数据来源: 招股书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

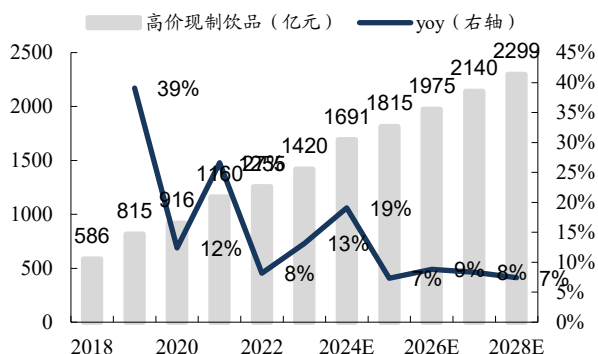
图9: 中价现制饮品品牌



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

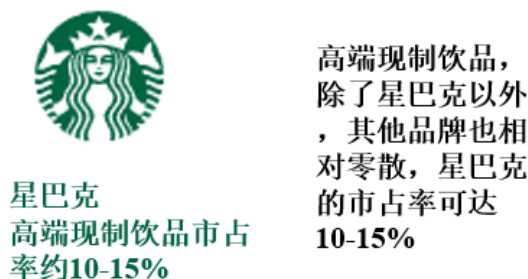
高价现制饮品格局没有中价竞争激烈, 但增速较低。高价现制饮品 (20 元+) 竞争格局没有中价那么激烈, 但增速较低, 2024 年后基本上增速在 10% 以下, 核心品牌为星巴克, 根据目前的估算, 市占率也都较低, 星巴克的市占率约在 10-15%。

图10: 高价现制饮品规模和 yoy



数据来源: 招股书, 灼识咨询, 东吴证券研究所

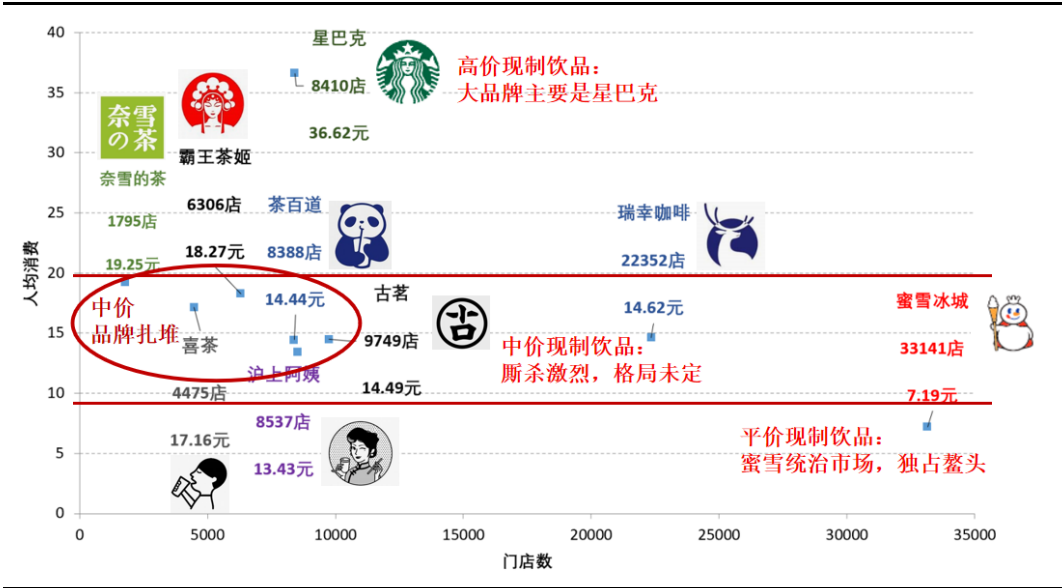
图11: 高价现制饮品品牌



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

蜜雪统治平价现制饮品市场, 而中价现制饮品市场厮杀激烈, 竞争格局不同。10 元以下的平价现制饮品市场, 只有蜜雪一个大品牌, 蜜雪统治了市场, 且门店数近 4 万家遥遥领先 (窄门餐眼数据)。10-20 元中价现制饮品市场, 喜茶, 奈雪, 茶百道, 古茗, 沪上阿姨, 霸王茶姬扎堆在这个市场, 甚至瑞幸咖啡也是这个市场内的, 竞争十分激烈, 格局未定, 且除瑞幸外, 其他的店数都在 10000 家以内, 覆盖程度还相对较低。可以说蜜雪所处的平价市场, 和中价&高价市场, 就不是一个市场格局, 平价市场竞争格局好很多, 而这个市场, 品牌的“王”, 就是蜜雪。

图12：各茶饮公司价格定位及内地门店规模（窄门餐眼-2024 年）



数据来源：窄门餐眼，东吴证券研究所

蜜雪在平价现制饮品赛道具有统治力：以 2023 年数据，蜜雪在平价现制饮品市场中市占率 30%+，具备品牌统治力，而其他品牌，基本上是在“中价现制饮品”这个赛道上，瑞幸，古茗、茶百道，沪上阿姨等头部中价现制饮品品牌，在中价市场的份额均 <10%，还谈不上品牌统治力，中价现制饮品市场仍处于激烈的竞争当中。

图13：蜜雪集团为国内第五大饮料公司（2023 年）

排名	品牌	主要饮料产品	主要饮料产品价格带 (人民币元)	终端零售额 (十亿人民币)	终端零售额同比增速	以终端零售额计的市场份额
1	娃哈哈	预包装饮料	2-6	94.4	5.3%	6.6%
2	康师傅	预包装饮料	2-8	87.7	5.4%	6.1%
3	农夫山泉	预包装饮料	2-10	87.5	23.2%	6.1%
4	可口可乐	预包装饮料	2-8	75.4	0.6%	5.3%
5	蜜雪集团	现制饮品	2-8	44.7	49.5%	3.1%

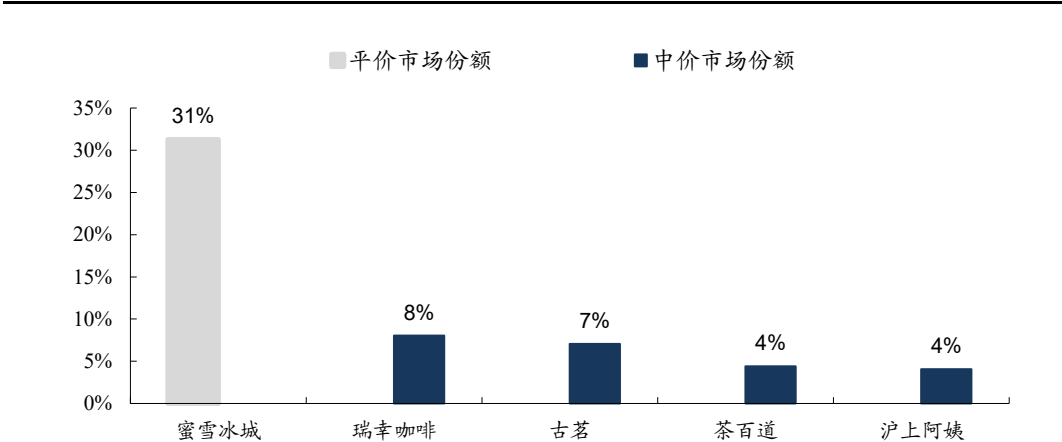
数据来源：招股书，东吴证券研究所

图14：蜜雪集团为国内第一大现制饮品公司（2023 年）

排名	品牌	主要产品价格带 (人民币元)	终端零售额 (十亿人民币)	以终端零售额计的市场份额
1	蜜雪冰城	2-8	42.7	20.2%
2	瑞幸咖啡	10-18	19.2	9.1%
3	古茗	10-22	16.9	8.0%
4	茶百道	15-24	10.5	5.0%
5	沪上阿姨	7-22	9.7	4.6%

数据来源：招股书，东吴证券研究所

图15：2023 年各品牌在细分赛道的终端零售额份额

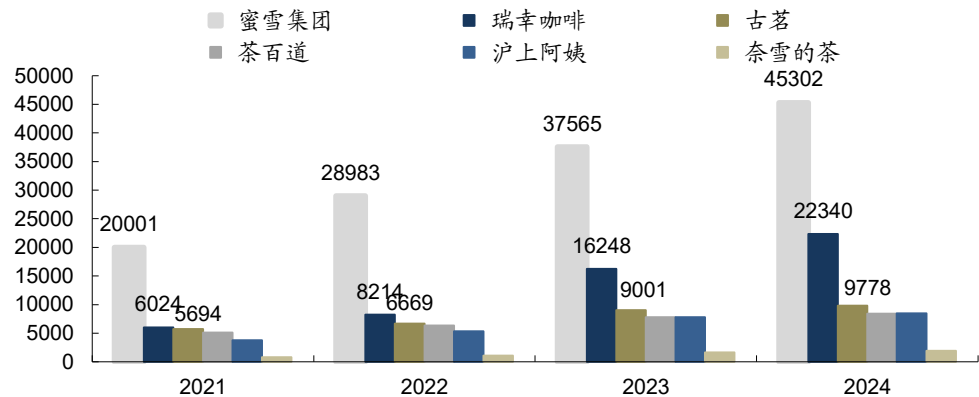


数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

2. 茶饮品牌数据横向观：蜜雪规模&净利率均领先

加盟模式下门店网络快速扩张。截至 2023 年底，蜜雪/瑞幸/古茗/茶百道/沪上阿姨/奈雪的茶门店数为 37565/16248/9001/7801/7789/1655 家，其中蜜雪/古茗/茶百道/沪上阿姨加盟门店占比超 99%；瑞幸/奈雪的茶直营门店数占比 65%/95%，二者先后开放加盟模式。门店数量，是品牌统治力，竞争力的一个重要体现。蜜雪呈断层式领先。

图16：茶饮公司门店数（家）对比

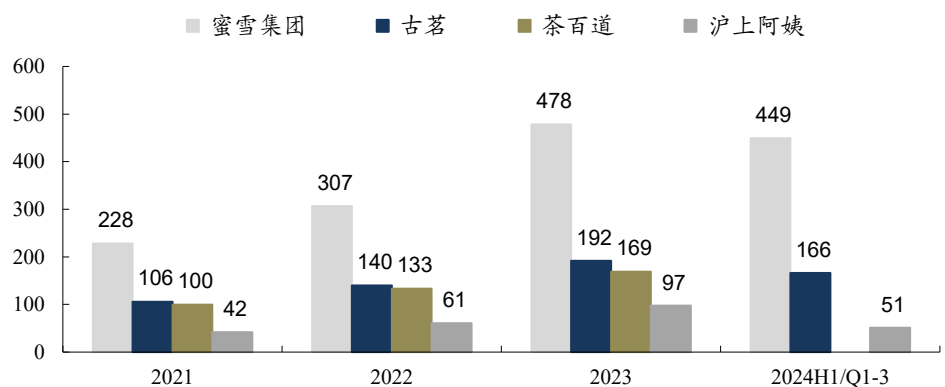


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：瑞幸咖啡 2024 年数据截至 2024 年底，蜜雪集团、古茗 2024 年数据截至 2024 年 9 月 30 日，茶百道、沪上阿姨、奈雪的茶 2024 年数据截至 2024 年 6 月 30 日

茶饮公司中，蜜雪 GMV 断层领先。蜜雪集团 2023 年度 GMV 接近 500 亿元，GMV 断层领先，其余如古茗，茶百道等均在 100-200 亿级别，其他品牌基本上少于 100 亿 GMV。

图17：茶饮公司 GMV（亿元）对比

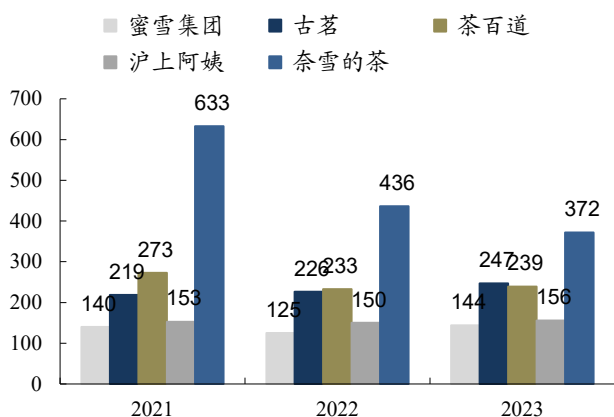


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：瑞幸咖啡 2024 年数据截至 2024 年底，蜜雪集团、古茗 2024 年数据截至 2024 年 9 月 30 日，茶百道、沪上阿姨、奈雪的茶 2024 年数据截至 2024 年 6 月 30 日

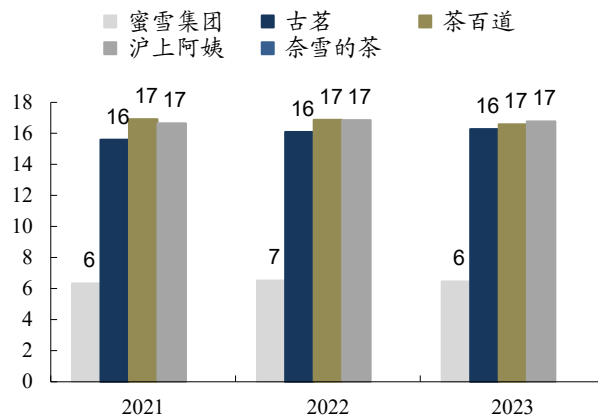
蜜雪卡位杯单价 10 元以下赛道，其余集中 16-17 元。蜜雪和沪上阿姨单店年 GMV 在 140~160 万元；古茗和茶百道单店 GMV 在 240~250 万元，奈雪的茶单店接近 400 万元。蜜雪、茶百道、沪上阿姨的单店表现稳定，古茗单店持续提升，奈雪由于门店结构等原因单店逐年下滑。蜜雪杯单价 6~7 元，独占 10 元以下赛道，其余价格带集中在 16-17 元。对于茶饮品牌来说，品牌定位是很重要的，涨价，降价，都是非常慎重的选择，这和品牌本身的定位，甚至品牌力本身都是有关的。并不是“想涨价就涨价，想降价就降价”，所以“某品牌渗入其他价格带”，这其实是非常困难的一件事情，和品牌一开始的价位带选择相关。蜜雪在 10 元以下价位带占住了市场地位，价格带也是稳定的。

图18: 茶饮公司单店年 GMV (万元) 对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

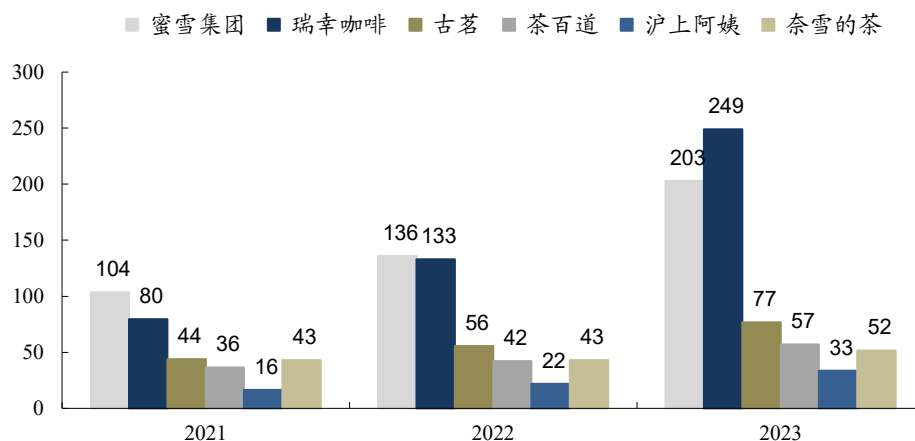
图19: 茶饮公司杯单价 (元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

蜜雪净利率领先。上市茶饮公司中直营占比相对高的为瑞幸、奈雪的茶，加盟主导的则为蜜雪集团、茶百道、古茗、沪上阿姨。直营占比高在报表端呈现出收入体量相对大，净利率相对较低的特征。

图20: 茶饮公司营收 (亿元) 对比

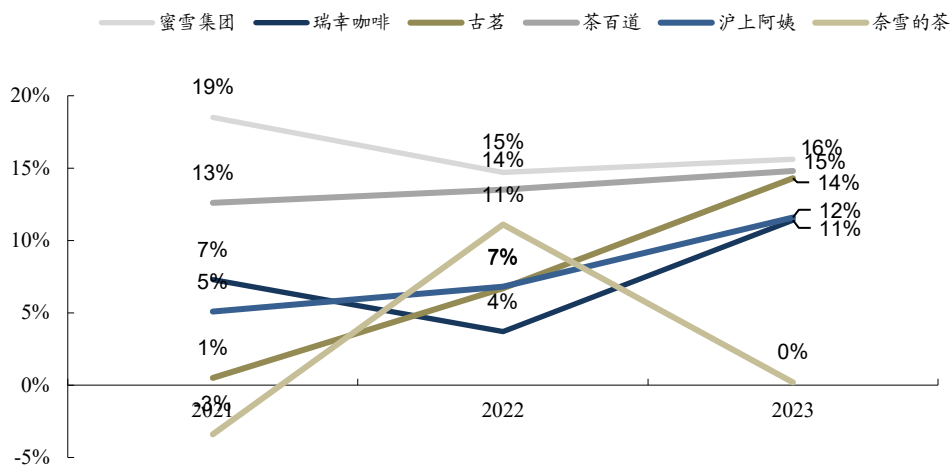


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

蜜雪集团净利率领先，来源于其统治性的品牌力：蜜雪集团净利率波动主要受毛利率变化及 2022 年股权激励费用影响，但显著高于古茗、茶百道，达 15-20% 的水平。所

以实际上，虽然蜜雪产品单价低，但基于品牌力的统治力，加之供应链等规模化，蜜雪整体在开店旺盛（近两年年均约 7000 家）的环境下，净利率也是同行企业中最高的——批，这也反映了蜜雪的品牌力强度。

图21：茶饮公司归母净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 国民级品牌：“雪王” IP 国民度高，出海扩张进行时

3.1. 国民 IP “雪王” 助力品牌化营销

利用“雪王”IP 进行品牌化营销，强化公众品牌心智。公司 2018 年推出爆火 IP “雪王”，通过持续推出与“雪王”相关的主题曲、短剧、动画片等优质视听内容，成功与消费者建立了深厚的情感联系。此外，公司还通过建立完善的线上线下品牌营销矩阵，利用社交媒体和创新性营销内容，实现了“雪王”IP 的线上联动营销，如在抖音上的“#蜜雪冰城”话题播放量超过 435 亿次。线下则通过超过 45,000 家门店网络及“雪王”巡游和音乐节等多种活动，广泛触达消费者群体，实现线上线下活动整合，有效提升了营销效率。“雪王”IP 具有一定的“魔性”，其 MEME 的传播度和二创的国民度，是其他品牌所不具备的。

图22：公司利用“雪王”IP 线上线下营销



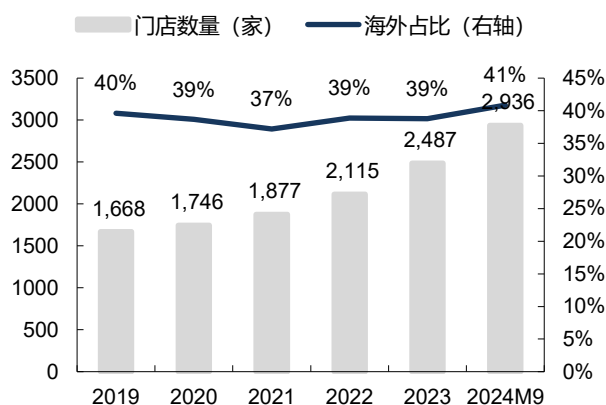
数据来源：招股书，东吴证券研究所

3.2. 复盘名创优品：优质供应链品牌化出海

复盘名创优品海外扩张历程。公司从东南亚开始，通过代理打开市场；2021-2022 年，拉美市场得益于代理商本土资源和经营能力较强，单店收入和利润率表现亮眼；北美于 2023H2 开始以直营门店经营，后续成为 IP 零售门店；2023H2 公司开始收回东南亚代理，加盟和代理共存。

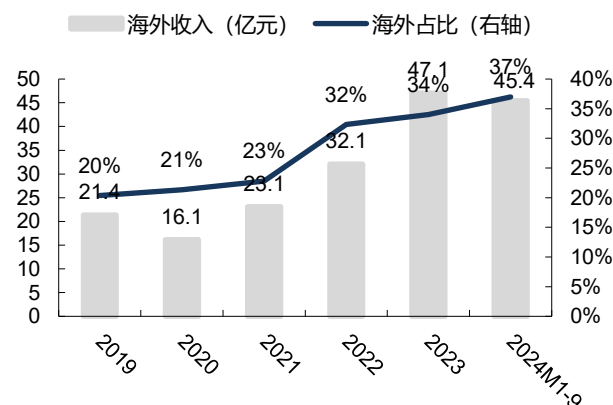
名创优品海外收入占比已达 40%+。2015 年名创优品开始实施全球化战略，先后在东南亚、美洲、东欧、中东等地快速扩张，截至 CY2024Q3 已覆盖约 100 个国家和地区，拥有 2936 个海外门店。CY2024Q3 公司海外的收入达 18.1 亿元，同比+39.8%，占总收入的比例已达 40.0%。

图23：名创优品海外门店数及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：名创优品海外收入及占比

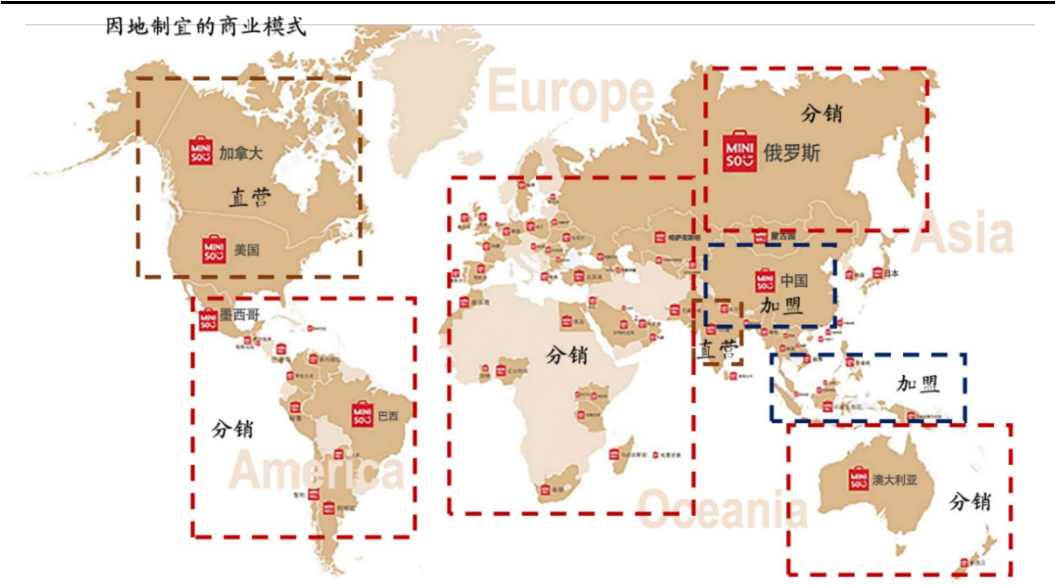


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

MINISO 海外基本分成直营、加盟、代理，三种模式。①**直营：**公司自己经营门店，承担相应的租金、人工开支，承担门店存货。②**加盟：**与国内加盟模式类似，公司直接在海外寻找和对接加盟商。③**代理：**授权海外代理商在海外开店，公司提供品牌和商品，

其余由代理商负责，商品为 FOB 交付，公司不备存货。代理合同 3~5 年一签，如果门店数/gmv 不达标公司可收回代理权。

图25：名创优品在不同地区采取不同的商业模式



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

目前直营市场：北美、印尼、新加坡、越南、HK。其中印尼为合伙人模式，经营模式与分成比率和国内类似。越南、中国香港、新加坡均为代理转直营。印度正在代理转直营，目前转了 7~8 成。此外公司入股英国等代理商（英国入股 20%）。后续泰国、澳洲、部分欧洲国家可能会转直营。

图26：海外模式对照

模式	门店类型	分类	主要地区
直营	直营门店 (1P)	直营市场	北美
加盟	第三方门店 (3P)		东南亚
代理	第三方门店 (3P)	代理市场	拉美
			欧洲
			其他地区

数据来源：公司电话会，东吴证券研究所

图27：2023 年直营、代理市场地区收入、门店数

	收入 (亿rmb)	门店数 (家)
海外直营市场	22.4	786
yoy	84%	186
海外代理市场	24.7	1,701
yoy	24%	186

数据来源：公司业绩会 PPT，东吴证券研究所

3.3. 蜜雪集团出海展望：茶饮品牌出海最强音

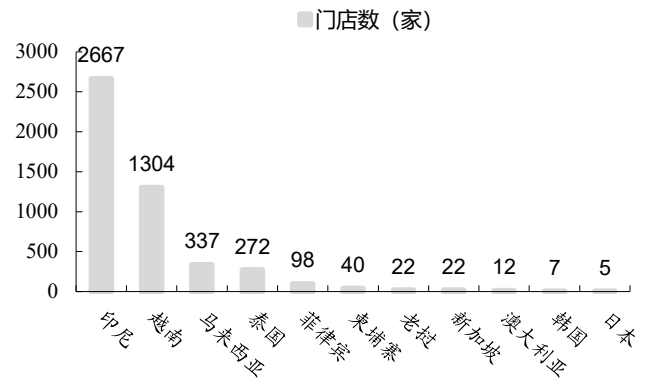
以加盟模式快速扩张，海外门店以东南亚为核心。蜜雪开设直营门店作为样本，开店早期与国家总代理合作，快速进入市场；后续在产品与营销本地化的基础上，通过加盟模式实现门店网络不断增长。2018 年第一家海外门店在越南河内开业。截至 2024 年 9 月 30 日，公司在中国内地以外开设了 4792 家门店，占公司门店数的 10.6%。其中印尼/越南市场占比 56%/11%。来自印尼和越南的收入约占公司海外收入的 70%或更高。

图28: 公司海外市场覆盖 (截至 2024 年 Q3 末)



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

图29: 海外市场现制饮品门店数 (截至 2024 年 Q3 末)

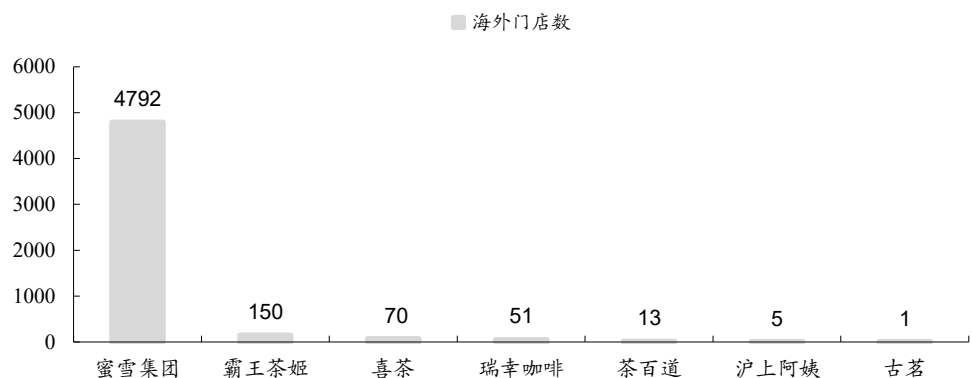


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

优化供应链, 推动品牌出海战略。蜜雪将持续巩固供应链优势, 上市募集资金 66% 用于提升供应链的广度和深度, 部分用于建设海外供应链平台。2025 年 3 月下旬, 公司将在东京举办首次日本加盟说明会, 未来日韩市场或成为继东南亚后的第二大增量市场, 加盟开店可期。

蜜雪海外门店数遥遥领先, 出海程度也是品牌力的一种体现。在各个茶饮品牌中, 蜜雪的海外门店数近 5000 家, 霸王茶姬 150 家, 而喜茶, 瑞幸, 茶百道等其他茶饮品牌, 海外门店数均未超过 100 家, 蜜雪集团遥遥领先。各集团都在积极寻求出海, 但只有蜜雪实现了数千家门店的出海, 这也是蜜雪品牌影响力的一种体现。

图30: 2024 年各茶饮公司海外门店规模



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 瑞幸咖啡、霸王茶姬数据截至 2024 年底, 蜜雪集团、古茗数据截至 2024 年 9 月 30 日, 茶百道、沪上阿姨、奈雪的茶数据截至 2024 年 6 月 30 日

出海空间广阔, 海外占比仍低。目前蜜雪的海外门店占比约 10%, 参考名创优品等强出海品牌, 可以达到 40-50%+ 的海外收入, 蜜雪集团出海仍有广阔空间。

4. 盈利预测与投资评级

蜜雪集团作为平价现制饮品龙头，自建端对端全流程供应链体系打造核心壁垒，IP化品牌营销塑造品牌心智。公司以加盟模式深耕下沉市场，推进品牌出海，持续巩固行业地位。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 43.8/51.2/59.4 亿元，对应 PE 为 28/24/21 倍。

我们认为，蜜雪集团的价值核心在于“品牌的统治力”，其对比对象应该是“有统治力的新兴品牌”，而不是和“茶饮赛道”横向比较估值，如毛戈平和老铺黄金等近一年上市的港股公司，也具有特别的品牌力，对应 2025 年估值可达 30-40x，我们认为蜜雪集团在其所处行业内，也具备强的品牌统治力，可给予相应的估值溢价，目标 PE 为 2026 年 30x，对应目标价 509 港元，目标市值 1931 亿港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表1：蜜雪集团可比公司估值（截至 2025 年 3 月 7 日）

股票代码/ 简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				P/E				投资 评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
1318.HK/ 毛戈平	386	6.6	9.4	12.5	15.9	58	41	31	24	未评 级
6181.HK/ 老铺黄金	966	4.2	14.5	25.4	35.7	232	67	38	27	买入
可比公司按市值加权平均估值								36	26	
2097.HK/ 蜜雪集团	1243	31.4	43.8	51.2	59.4	40	28	24	21	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：蜜雪集团、老铺黄金、毛戈平盈利预测由东吴证券研究所给出；货币单位均为人民币，取 2025 年 3 月 7 日港元兑人民币汇率 1: 0.92256。

5. 风险提示

- 市场竞争加剧：中国饮品市场竞争激烈，可能影响公司的市场份额。
- 消费需求增长不足：消费者偏好改变、可自由支配的消费能力下降、对产品看法及信心下降，都有可能导导致业绩下降。
- 海外门店扩张不及预期：公司海外门店网络扩张对管理、运营、技术及其他资源提出更高要求，无法保证公司能力能满足需求。
- 品牌价值和形象受损：品牌负面舆情以及仿冒者的存在，可能降低公司品牌价值，降低消费者的品牌认可度。

蜜雪集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,148.19	12,850.79	18,353.38	24,739.87	营业总收入	20,302.47	24,029.01	27,477.02	31,231.67
现金及现金等价物	5,621.90	8,025.41	12,641.91	18,316.11	营业成本	14,303.50	16,265.84	18,522.81	20,953.01
应收账款及票据	28.47	33.37	36.64	40.77	销售费用	1,318.59	1,465.77	1,621.14	1,811.44
存货	2,231.71	2,521.21	2,855.60	3,218.62	管理费用	610.62	612.74	686.93	765.18
其他流动资产	1,266.09	2,270.80	2,819.23	3,164.37	研发费用	85.00	86.50	87.93	87.45
非流动资产	5,445.38	6,680.35	6,920.94	7,149.25	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,390.05	4,683.05	4,936.40	5,177.08	经营利润	3,984.76	5,598.15	6,558.21	7,614.60
商誉及无形资产	163.32	155.16	147.40	140.03	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	3.02	3.02	3.02	3.02	利息支出	14.70	9.29	12.29	15.29
其他长期投资	10.46	10.46	10.46	10.46	其他收益	183.94	204.43	225.49	250.03
其他非流动资产	1,878.53	1,828.67	1,823.67	1,818.67	利润总额	4,154.00	5,793.29	6,771.41	7,849.34
资产总计	14,593.57	19,531.14	25,274.32	31,889.12	所得税	967.40	1,367.22	1,598.05	1,852.44
流动负债	3,734.31	4,373.83	5,042.76	5,759.77	净利润	3,186.61	4,426.07	5,173.36	5,996.89
短期借款	259.75	359.75	459.75	559.75	少数股东损益	49.26	44.26	51.73	59.97
应付账款及票据	1,316.78	1,491.04	1,697.92	1,920.69	归属母公司净利润	3,137.34	4,381.81	5,121.63	5,936.93
其他	2,157.79	2,523.05	2,885.09	3,279.33	EBIT	4,168.70	5,802.58	6,783.70	7,864.63
非流动负债	263.79	234.88	234.88	234.88	EBITDA	4,436.48	6,017.75	7,038.12	8,131.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	263.79	234.88	234.88	234.88					
负债合计	3,998.10	4,608.70	5,277.64	5,994.64					
股本	360.00	360.00	360.00	360.00	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	88.47	132.73	184.47	244.44	每股收益(元)	8.26	11.54	13.49	15.64
归属母公司股东权益	10,506.99	14,789.70	19,812.22	25,650.05	每股净资产(元)	27.68	38.96	52.19	67.57
负债和股东权益	14,593.57	19,531.14	25,274.32	31,889.12	发行在外股份(百万股)	379.62	379.62	379.62	379.62
					ROIC(%)	34.62	33.92	29.00	25.62
					ROE(%)	29.86	29.63	25.85	23.15
					毛利率(%)	29.55	32.31	32.59	32.91
					销售净利率(%)	15.45	18.24	18.64	19.01
					资产负债率(%)	27.40	23.60	20.88	18.80
					收入增长率(%)	49.55	18.36	14.35	13.66
					净利润增长率(%)	57.13	39.67	16.88	15.92
					P/E	39.63	28.37	24.28	20.94
					P/B	11.83	8.41	6.28	4.85
					EV/EBITDA	(1.21)	19.39	15.93	13.11

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年3月7日的0.92256,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>