

蜜雪集团 (02097.HK)

蜜雪冰城下沉能力再验证，咖啡副牌进入放量期

优于大市

核心观点

2025H1 归母净利润同增 43%。公司实现收入 148.7 亿元/+39.3%；实现归母净利润 26.9 亿元/+42.9%。**分业务看**，商品销售收入 138.4 亿元/+39.5%，收入占比 93.1%/+0.1pct；设备销售收入 6.5 亿元/+42.3%，收入占比为 4.4%/+0.1pct；加盟服务收入 3.8 亿元/+29.8%，收入占比为 2.6%/-0.2pct。

东南亚聚焦经营质量提升，国内门店持续下沉。2025 年中期末门店数达 53014 家，加盟/直营店分别为 52996/18 家。2025H1，公司加盟店新增 7721 家、关店 1187 家、净增 6534 家；直营店净关店 3 家。**分品牌看**，参考幸运咖官网数据，期内预计蜜雪/幸运咖分别净增约 5000 家/1500 家。

分地理区域看，内地/内地以外门店数分别为 48281/4733 家，较年初分别净增 6697 家/净关 162 家，占比分别 91.1%/8.9%，印尼/越南门店数减少，主因公司聚焦该区域经营质量的提升而非规模增长；马来西亚、泰国门店数量保持稳步增长。此外，公司也在积极探索进入中亚及美洲市场。

内地门店分城市等级看，一线/新一线/二线/三线及以下城市门店数分别为 2356/8878/9243/27804 家，不同城市占国内门店比例分别为 4.9%/18.4%/19.1%/57.6%，分别同比+0.2/-1.5/+0.9/+0.4pct，各等级城市门店数整体均保持增长，其中下沉市场门店占比提升更快。

预计单店 GMV 实现双位数增长。参考公司开店节奏，假设新开单店 GMV 与存量门店平均 GMV 大致相仿，期内门店增长估算贡献收入增长约 23.2%，预计加盟单店 GMV 同比增长约 16%，外卖与堂食综合助力带动收入增长。

控费效果良好，所得税率降低改善盈利。2025H1，毛利率 31.6%/-0.2pct，其中商品&设备销售、加盟服务毛利率分别同比-0.2/+1.0pct；销售/管理/研发费率分别同比+0.0/+0.3/-0.1pct，期间费率控制效果整体良好。期内所得税率同比-3.0pct 带动盈利改善，期内归母净利润率 18.1%/+0.5pct。

副品牌幸运咖进入放量增长期。参考幸运咖官网，截至 8 月 22 日门店已突破 7800 家，年初至今门店净增约 3300 家。品牌上半年累计推新 32 款，其中椰椰拿铁年初至今销售额已突破 2 亿元，供应链协同下进入放量成长期。

风险提示：股东减持、食品卫生安全、加盟商流失、宏观下行风险等。

投资建议：考虑门店扩张节奏优于我们预期，我们上调 2025-2027 年经调整归母净利润至 60.3/74.5/92.2 亿元（调整幅度为+9%/+12%/+18%），对应最新 PE 估值为 26.5/21.4/17.3x。展望未来，同店虽可能面临一定基数压力，但我们分析蜜雪品牌持续验证的下沉能力与咖啡副牌的放量成长仍可支撑成长，故维持公司“优于大市”评级，继续重点推荐。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,302	24,829	34,123	41,116	49,747
(+/-%)	49.6%	22.3%	37.4%	20.5%	21.0%
归母净利润(百万元)	3137	4437	6030	7449	9218
(+/-%)	57.1%	41.4%	35.9%	23.5%	23.7%
每股收益(元)	8.26	11.69	15.88	19.62	24.28
EBIT Margin	15.2%	19.3%	21.1%	21.6%	21.8%
净资产收益率 (ROE)	29.9%	29.7%	28.7%	26.2%	24.5%
市盈率 (PE)	50.9	36.0	26.5	21.4	17.3
EV/EBITDA	52.2	34.0	23.0	19.0	15.8
市净率 (PB)	15.19	10.67	7.60	5.61	4.24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	460.40 港元
总市值/流通市值	174776/69467 百万港元
52 周最高价/最低价	618.50/256.00 港元
近 3 个月日均成交额	272.67 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《蜜雪集团 (02097.HK) - 茶饮下沉与出海标杆，未来成长空间几何？》——2025-05-27

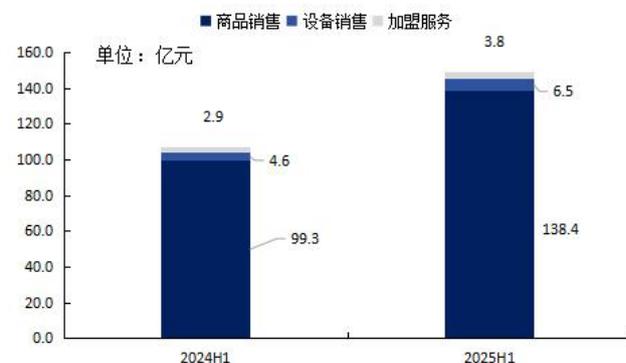
2025H1 归母净利润同增 43%。公司实现收入 148.7 亿元/+39.3%；实现归母净利润 26.9 亿元/+42.9%。分业务看，商品销售收入为 138.4 亿元/+39.5%，收入占比 93.1%/+0.1pct；设备销售收入为 6.5 亿元/+42.3%，收入占比为 4.4%/+0.1pct；加盟相关服务收入为 3.8 亿元/+29.8%，收入占比为 2.6%/-0.2pct。

图1：蜜雪集团收入及归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：蜜雪集团收入结构



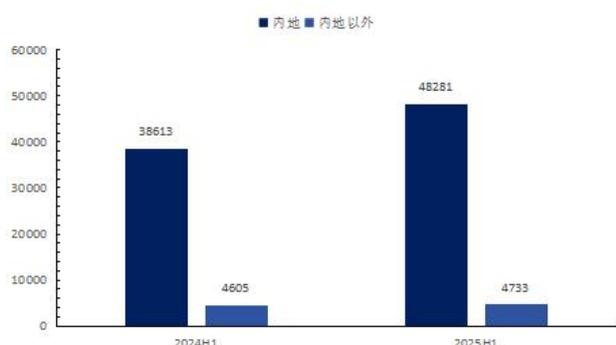
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

东南亚聚焦经营质量提升，国内门店持续下沉。2025 年中期末门店数达 53014 家，加盟/直营店分别为 52996/18 家。期内加盟店新增 7721 家、关店 1187 家、净增 6534 家；直营店净关店 3 家。**分品牌看**，参考幸运咖官网数据，期内预计蜜雪/幸运咖分别净增约 5000 家/1500 家。

分地理区域看，内地/内地以外门店数分别为 48281/4733 家，较年初分别净增 6697 家/净关 162 家，占比分别 91.1%/8.9%，印尼/越南门店数减少，主因公司聚焦该区域经营质量的提升而非规模增长；马来西亚、泰国门店数量保持稳步增长。此外，公司也在积极探索进入中亚及美洲市场。

内地门店分城市等级看，一线/新一线/二线/三线及以下城市门店数分别为 2356/8878/9243/27804 家，不同城市占国内门店比例分别为 4.9%/18.4%/19.1%/57.6%，分别同比+0.2/-1.5/+0.9/+0.4pct，各等级城市门店数整体均保持增长，其中下沉市场门店占比提升更快。

图3：蜜雪集团内地、内地以外门店数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：蜜雪集团内地门店数分城市等级

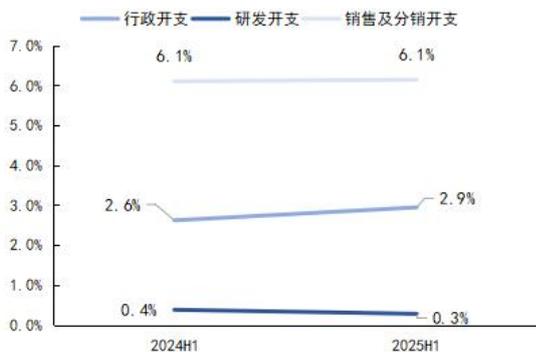


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

控费效果良好，所得税率降低改善盈利。2025H1，毛利率 31.6%/-0.2pct，其中

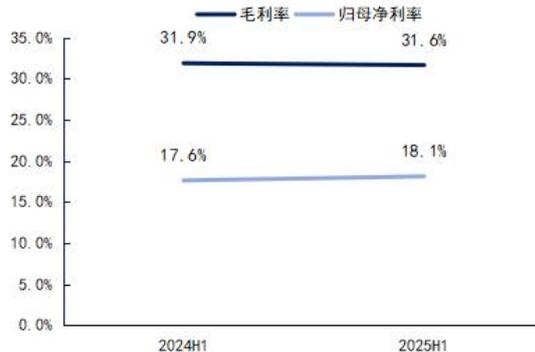
商品和设备销售毛利率为 30.3%/-0.2pct，主要源于若干原材料采购成本上升及收入结构变化，加盟及相关服务毛利率为 82.7%/+1.0pct，主要因加盟门店网络持续扩张形成的规模效应；销售/管理/研发费率分别同比+0.0/+0.3/-0.1pct，期间费率控制效果整体良好。所得税率同比-3.0pct 带动盈利改善，期内归母净利润率 18.1%/+0.5pct。

图5: 蜜雪集团期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 蜜雪集团毛利率与归母净利润率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

副品牌幸运咖进入放量增长期。参考幸运咖官网，截至 8 月 22 日门店已突破 7800 家，年初至今门店净增约 3300 家。品牌上半年累计推新 32 款，其中椰椰拿铁年初至今销售额已突破 2 亿元，供应链协同下进入放量成长期。

投资建议：考虑门店扩张节奏优于我们预期，我们上调 2025-2027 年经调整归母净利润至 60.3/74.5/92.2 亿元（调整幅度为+9%/+12%/+18%），对应最新 PE 估值为 26.5/21.4/17.3x。展望未来，同店虽可能面临一定基数压力，但我们分析蜜雪品牌持续验证的下沉能力与咖啡副牌的放量成长仍可支撑成长，故维持公司“优于大市”评级，继续重点推荐。

表1: 板块相对估值表

代码	公司简称	股价 (元)	EPS			PE			投资评级
			25E	26E	27E	25E	26E	27E	
2097.HK	蜜雪集团	420.34	15.88	19.62	24.28	26.5	21.4	17.3	优于大市
1364.HK	古茗	20.63	0.93	1.15	1.39	22.2	17.9	14.8	优于大市

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5622	4335	9974	14108	20232	营业收入	20302	24829	34123	41116	49747
应收款项	433	538	739	890	1077	营业成本	14303	16769	23040	27691	33435
存货净额	2232	2215	2949	3554	4300	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	116	1316	1706	2056	2487	销售费用	1644	1425	1928	2261	2711
流动资产合计	9148	11896	18860	24797	33124	管理费用	1277	1855	1946	2276	2746
固定资产	3390	5318	6255	7239	8222	财务费用	(14)	36	(36)	(60)	(86)
无形资产及其他	163	140	105	70	35	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1879	2423	2423	2423	2423	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	13	7	7	57	107	其他收入	1061	1066	647	701	772
资产总计	14594	19783	27650	34586	43910	营业利润	4152	5811	7893	9649	11713
短期借款及交易性金融负债	260	0	0	0	0	营业外净收支	2	0	0	0	0
应付款项	1619	2173	2826	3332	3942	利润总额	4154	5811	7893	9649	11713
其他流动负债	1856	2344	3148	3779	4569	所得税费用	967	1356	1839	2171	2460
流动负债合计	3734	4517	5975	7111	8510	少数股东损益	49	18	24	29	36
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3137	4437	6030	7449	9218
其他长期负债	264	206	166	136	116	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	264	206	166	136	116	净利润	3137	4437	6030	7449	9218
负债合计	3998	4723	6140	7246	8626	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	88	105	129	159	194	折旧摊销	346	492	647	701	772
股东权益	10507	14956	20985	28434	37651	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	14594	19783	27255	35839	46472	财务费用	(14)	36	(36)	(60)	(86)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	182	(850)	93	0	16
每股收益	8.26	11.69	15.88	19.62	24.28	其它	49	18	24	29	36
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	3715	4097	6794	8179	10041
每股净资产	27.68	39.40	55.28	74.90	99.18	资本开支	0	(1962)	(1550)	(1650)	(1720)
ROIC	28%	31%	36%	42%	50%	其它投资现金流	1120	(2746)	(2600)	(2400)	(2200)
ROE	30%	30%	29%	26%	24%	投资活动现金流	1120	(4701)	(4145)	(4046)	(3917)
毛利率	30%	32%	32%	33%	33%	权益性融资	0	0	2990	0	0
EBIT Margin	15%	19%	21%	22%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	21%	23%	23%	23%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	50%	22%	37%	20%	21%	其它融资现金流	(1977)	(682)	0	0	0
净利润增长率	57%	41%	36%	24%	24%	融资活动现金流	(1977)	(682)	2990	0	0
资产负债率	28%	24%	23%	21%	19%	现金净变动	2858	(1287)	5639	4133	6124
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2764	5622	4335	9974	14108
P/E	50.9	36.0	26.5	21.4	17.3	货币资金的期末余额	5622	4335	9974	14108	20232
P/B	15.2	10.7	7.6	5.6	4.2	企业自由现金流	0	1344	4720	5940	7643
EV/EBITDA	52	34	23	19	16	权益自由现金流	0	635	4748	5986	7711

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032