

2025 年 08 月 28 日

蜜雪集团 (02097.HK)

投资评级：买入（维持）

——25H1 收入、利润高增，持续看好公司份额提升

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 26 日

收盘价 (港元)	486.00
一年内最高/最低 (港元)	618.50/256.00
总市值 (百万港元)	184,494.74
流通市值 (百万港元)	73,329.17
资产负债率 (%)	23.87

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **蜜雪集团 2025H1 收入、利润高增。**2025H1 蜜雪集团录得收入 148.75 亿元，较去年同期增加 39.3%，其中商品和设备销售收入为 144.95 亿元，同比增长 39.6%，加盟和相关服务收入为 3.80 亿元，同比增长 29.8%。净利润为 27.18 亿元，同比增长 44.1%。
- **国内门店稳步扩张，海外门店侧重优化调改。**25H1 公司门店数达 53014 家，其中加盟门店数为 52996 家。分地区看，中国内地门店数达 48281 家，年初至今净开店 6697 家；中国内地以外门店数 4733 家，年初至今净关店 162 家。在中国，“蜜雪冰城”品牌稳健扩张门店网络、持续渗透下沉市场、全面提升门店经营质量；“幸运咖”品牌依托集团强大的供应链体系及运营能力，强化差异化优势、加速门店布局。在海外，公司持续深耕东南亚市场亦适时开拓新市场，在印度尼西亚和越南市场重点对存量门店实施运营调改及优化举措，以助力门店实现长期可持续的稳健经营。
- **盈利能力持续提升。**2025H1 蜜雪集团毛利率为 31.64%，同比下滑 0.2pct，其中商品和设备销售的毛利率由 2024H1 的 30.5% 下降至 2025H1 的 30.3%，主要系若干原材料采购成本上升及收入结构变化带动；加盟和相关服务的毛利率由 2024H1 的 81.7% 提升至 2025H1 的 82.7%，主要系加盟门店持续扩张带来的规模经济效益。费用端看，2025H1 公司销售费用率为 6.14%，同比基本持平；管理费用率达 2.94%，同比提升 0.3pct；研发费用率达 0.28%，同比下降 0.1pct。2025H1 净利率同比提升 0.6pct 至 18.27%。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 54.25/65.86/76.70 亿元，同比增速分别为 22.28%/21.40%/16.46%，当前股价对应的 PE 分别为 31.24/25.73/22.09 倍。蜜雪深耕现制饮品行业，兼具客群、渠道、供应链及营销等多重竞争优势，精准卡位平价茶饮价格带。我们看好其国内及海外市场渠道扩张，预计公司份额仍将持续提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧；宏观环境修复不及预期；拓店数量不及预期的风险

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20302.47	24828.87	30443.21	36691.03	42410.49
同比增长率 (%)	49.55%	22.29%	22.61%	20.52%	15.59%
归母净利润 (百万元)	3137.34	4436.50	5425.05	6586.10	7670.33
同比增长率 (%)	57.13%	41.41%	22.28%	21.40%	16.46%
每股收益 (元/股)	12.32	14.29	14.29	17.35	20.21
ROE (%)	29.66%	23.03%	23.03%	21.85%	20.29%
市盈率 (P/E)	36.23	31.24	31.24	25.73	22.09

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,829	30,443	36,691	42,410	货币资金	4,335	10,432	16,743	24,949
增长率	22.3%	22.6%	20.5%	15.6%	应收款项	538	641	773	893
营业成本	16,769	20,549	24,730	28,542	存货	2,215	3,425	3,778	3,964
%销售收入	67.5%	67.5%	67.4%	67.3%	其他流动资产	4,807	5,000	5,672	7,884
毛利	8,060	9,894	11,961	13,868	流动资产	11,896	19,498	26,966	37,691
%销售收入	32.5%	32.5%	32.6%	32.7%	权益性投资	0	1	1	2
其他收入	0	0	0	0	固定资产	5,318	6,203	6,648	7,004
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	140	86	96	101
销售费用	1,599	1,957	2,352	2,710	非流动资产	7,887	9,625	10,162	10,596
%销售收入	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	资产总计	19,783	29,123	37,128	48,287
管理费用	755	919	1,104	1,272	应付款项	1,767	1,804	2,164	2,490
%销售收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	0	200	400	600
研发费用	105	128	158	178	其他流动负债	2,750	3,187	3,981	6,886
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	流动负债	4,517	5,190	6,545	9,975
财务费用	6	-4	-7	-11	长期债务	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	206	221	221	221
息税前利润 (EBIT)	5,817	7,166	8,676	10,087	非流动负债	206	221	221	221
%销售收入	23.4%	23.5%	23.6%	23.8%	负债总计	4,723	5,411	6,766	10,196
投资收益	-3	0	0	0	归属母公司股东权益	14,956	23,556	30,142	37,813
%税前利润	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	105	156	219	278
除税前利润	5,811	7,170	8,683	10,098	负债股东权益合计	19,783	29,123	37,128	48,287
利润率	23.4%	23.6%	23.7%	23.8%					
所得税	1,356	1,694	2,034	2,370	比率分析				
所得税率	23.3%	23.6%	23.4%	23.5%		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润(含少数股东损益)	4,454	5,475	6,650	7,729	每股指标				
少数股东损益	18	50	63	58	每股收益	12.32	14.29	17.35	20.21
归属于母公司的净利润	4,437	5,425	6,586	7,670	每股净资产	39.40	62.05	79.40	99.61
增长率	41.4%	22.3%	21.4%	16.5%	每股经营现金净流	15.83	14.85	19.03	23.75
净利率	17.9%	17.8%	18.0%	18.1%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					回报率				
					净资产收益率	29.66%	23.03%	21.85%	20.29%
					总资产收益率	22.43%	18.63%	17.74%	15.89%
					投入资本收益率	29.61%	22.88%	21.60%	19.95%
					增长率				
					营业收入增长率	22.29%	22.61%	20.52%	15.59%
					EBIT增长率	39.54%	23.18%	21.08%	16.27%
					净利润增长率	41.41%	22.28%	21.40%	16.46%
					总资产增长率	35.56%	47.21%	27.48%	30.06%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	0.4	0.3	0.3	0.4
					存货周转天数	47.7	49.4	52.4	48.8
					应付账款周转天数	33.1	31.3	28.9	29.3
					固定资产周转天数	63.1	68.1	63.0	57.9
					偿债能力				
					流动比率	2.63	3.76	4.12	3.78
					速动比率	1.85	2.97	3.38	3.08
					净负债/股东权益	-28.78%	-43.15%	-53.83%	-63.92%
					EBIT利息保障倍数	913.6	1,592.3	642.7	448.3
					资产负债率	23.87%	18.58%	18.22%	21.12%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。