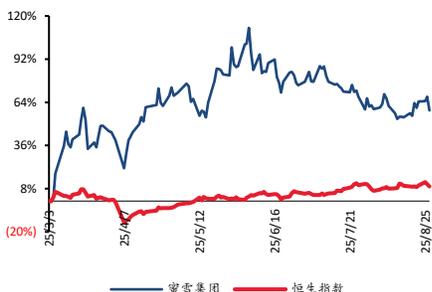


## 蜜雪集团：业绩超预期，竞争优势持续强化

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股 (亿股) 1.51/1.51  
 总市值/流通 (亿港元) 694.67/694.67  
 12 个月内最高/最低价 (港元) 618.5/256

### 相关研究报告

<<蜜雪集团：门店数量超 4.6 万家，开店势能延续>>—2025-03-27  
 <<蜜雪冰城：供应链壁垒与下沉红利双轮驱动，全球化打开长期空间>>—2025-03-04

### 证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523080002

### 证券分析师：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190525030001

**事件：**蜜雪冰城公布 2025H1 业绩，2025H1 公司实现营业总收入 148.75 亿元，同比+39.3%，实现净利润 27.18 亿元，同比+44.1%，收入、利润增速均超预期。

**门店数量超过 5.3 万家，国内开店速度超预期。**分业务来看，2025H1 商品销售/设备销售/加盟和相关服务分别实现收入 138.43/6.52/3.80 亿元，同比+39.5%/+42.3%/+29.8%。经过测算平均单店商品销售同比+13.2%，平均单店设备销售同比+4.7%，平均单店加盟及服务费同比+5.3%。截至 2025H1 门店数量 53014 家，较年初净增 6535 家，加盟店/直营店 52996/18 家，净增加 6534/1 家，其中加盟店开店/关店分别为 7721/1187 家。分地区，中国内地/海外分别 48281/4733 家，较年初净增+6687/-162 家，国内开店速度超预期，海外印尼、越南门店调整；分城市，其中一线/新一线/二线/三线及以下城市分别 2356/8878/9243/27804 家，分别占比 5%/18%/19%/58%，同比+0.2/-1.5/+0.9/+0.4pct。

**盈利能力相对稳定，公司增长确定性强。**2025H1 公司毛利率 31.6%，同比-0.3pct，其中商品和设备销售毛利率 30.3%，同比-0.2pct，主因柠檬等原材料采购成本上升及收入结构变化；加盟和相关服务毛利率 82.7%，同比+1.0pct，主因加盟网络持续扩张强化规模效应。2025H1 销售/管理/研发费用率 6.1%/2.9%/0.3%，同比持平/+0.3pct/持平。2025H1 公司净利率 18.3%，同比+0.6pct。我们认为蜜雪冰城凭借极致性价比战略、供应链一体化以及海外先发优势，已形成坚实的产品、供应链与渠道壁垒。即便未来外卖补贴退坡，公司依旧具备强韧的内生增长动能与确定性的成长路径。

**投资建议：**根据公司 2025H1 业绩以及近期情况，我们调整公司盈利预测。预计 2025-2027 年收入增速分别为 34%/17%/16%，归母净利润增速分别为 37%/17%/17%，EPS 分别为 15.98/22.34/29.17 元，对应当前股价 PE 分别为 26x/22x/19x，我们按照 2026 年业绩给予 25 倍并按照 0.91:1 的汇率，调整目标价至 515.11 港元，给予“增持”评级。

**风险提示：**食品安全风险、门店开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

|             | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)  | 24829 | 33271 | 38852 | 45022 |
| 营业收入增长率 (%) | 22%   | 34%   | 17%   | 16%   |
| 归母净利 (百万元)  | 4437  | 6065  | 7119  | 8297  |
| 净利润增长率 (%)  | 41%   | 37%   | 17%   | 17%   |
| 摊薄每股收益 (元)  | 12.32 | 15.98 | 18.75 | 21.86 |
| 市盈率 (PE)    | 0.00  | 26.22 | 22.34 | 19.17 |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产      | 11,896 | 18,223 | 26,494 | 35,927 |
| 现金        | 4,335  | 10,220 | 18,035 | 26,612 |
| 应收账款及票据   | 26     | 38     | 45     | 48     |
| 存货        | 2,215  | 3,572  | 4,172  | 4,864  |
| 其他        | 5,320  | 4,392  | 4,243  | 4,403  |
| 非流动资产     | 7,887  | 8,716  | 8,717  | 8,718  |
| 固定资产      | 5,318  | 5,318  | 5,318  | 5,318  |
| 无形资产      | 140    | 140    | 140    | 140    |
| 其他        | 2,430  | 3,259  | 3,259  | 3,260  |
| 资产总计      | 19,783 | 26,939 | 35,211 | 44,645 |
| 流动负债      | 4,517  | 5,527  | 6,599  | 7,651  |
| 短期借款      | 0      | 105    | 209    | 308    |
| 应付账款及票据   | 1,767  | 2,030  | 2,365  | 2,721  |
| 其他        | 2,750  | 3,391  | 4,024  | 4,623  |
| 非流动负债     | 206    | 221    | 221    | 221    |
| 长期债务      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他        | 206    | 221    | 221    | 221    |
| 负债合计      | 4,723  | 5,748  | 6,819  | 7,872  |
| 普通股股本     | 360    | 360    | 360    | 360    |
| 储备        | 14,599 | 20,665 | 27,783 | 36,080 |
| 归属母公司股东权益 | 14,956 | 21,021 | 28,140 | 36,436 |
| 少数股东权益    | 105    | 170    | 252    | 336    |
| 股东权益合计    | 15,061 | 21,191 | 28,392 | 36,773 |
| 负债和股东权益   | 19,783 | 26,939 | 35,211 | 44,645 |

| 现金流量表     | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流   | 6,009  | 6,310 | 7,063 | 8,045 |
| 净利润       | 4,437  | 6,065 | 7,119 | 8,297 |
| 少数股东权益    | 18     | 65    | 82    | 84    |
| 折旧摊销      | 419    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动及其他 | 1,135  | 180   | -137  | -336  |
| 投资活动现金流   | -7,019 | -530  | 647   | 433   |
| 资本支出      | -1,450 | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资      | -5,569 | -530  | 647   | 433   |
| 筹资活动现金流   | -277   | 105   | 104   | 99    |
| 借款增加      | -343   | 105   | 104   | 99    |
| 普通股增加     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 已付股利      | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 其他        | 66     | 0     | 0     | 0     |
| 现金净增加额    | -1,287 | 5,885 | 7,814 | 8,577 |

资料来源：携宁，太平洋证券

| 利润表      | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 24,829 | 33,271 | 38,852 | 45,022 |
| 其他收入     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业成本     | 16,769 | 22,423 | 26,135 | 30,241 |
| 销售费用     | 1,599  | 1,996  | 2,331  | 2,626  |
| 管理费用     | 755    | 998    | 1,166  | 1,415  |
| 研发费用     | 105    | 103    | 130    | 138    |
| 财务费用     | 6      | 0      | 0      | 0      |
| 除税前溢利    | 5,811  | 8,060  | 9,454  | 11,030 |
| 所得税      | 1,356  | 1,930  | 2,254  | 2,649  |
| 净利润      | 4,454  | 6,130  | 7,201  | 8,381  |
| 少数股东损益   | 18     | 65     | 82     | 84     |
| 归属母公司净利润 | 4,437  | 6,065  | 7,119  | 8,297  |
| EBIT     | 5,817  | 8,060  | 9,454  | 11,030 |
| EBITDA   | 6,236  | 8,060  | 9,454  | 11,030 |
| EPS (元)  | 12.32  | 15.98  | 18.75  | 21.86  |

| 主要财务比率    | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力      |         |         |         |         |
| 营业收入      | 22.29%  | 34.00%  | 16.77%  | 15.88%  |
| 归属母公司净利润  | 41.41%  | 36.72%  | 17.36%  | 16.55%  |
| 获利能力      |         |         |         |         |
| 毛利率       | 32.46%  | 32.61%  | 32.73%  | 32.83%  |
| 销售净利率     | 17.87%  | 18.23%  | 18.32%  | 18.43%  |
| ROE       | 29.66%  | 28.85%  | 25.30%  | 22.77%  |
| ROIC      | 29.61%  | 28.79%  | 25.18%  | 22.60%  |
| 偿债能力      |         |         |         |         |
| 资产负债率     | 23.87%  | 21.34%  | 19.37%  | 17.63%  |
| 净负债比率     | -28.78% | -47.73% | -62.78% | -71.53% |
| 流动比率      | 2.63    | 3.30    | 4.02    | 4.70    |
| 速动比率      | 1.85    | 2.62    | 3.35    | 4.03    |
| 营运能力      |         |         |         |         |
| 总资产周转率    | 1.44    | 1.42    | 1.25    | 1.13    |
| 应收账款周转率   | 917.94  | 1041.79 | 935.07  | 967.14  |
| 应付账款周转率   | 10.87   | 11.81   | 11.89   | 11.89   |
| 每股指标 (元)  |         |         |         |         |
| 每股收益      | 12.32   | 15.98   | 18.75   | 21.86   |
| 每股经营现金流   | 15.83   | 16.62   | 18.61   | 21.19   |
| 每股净资产     | 39.40   | 55.37   | 74.13   | 95.98   |
| 估值比率      |         |         |         |         |
| P/E       | 0.00    | 26.22   | 22.34   | 19.17   |
| P/B       | 0.00    | 7.57    | 5.65    | 4.37    |
| EV/EBITDA | -0.70   | 18.48   | 14.94   | 12.03   |

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。