

营收及利润增速亮眼，多市场多品牌持续打磨向好

蜜雪集团 (2097.HK)

核心观点

25H1 实现收入 148.75 亿元，同比+39.3%，实现归母净利润 26.93 亿元，同比+42.9%。收入业绩增长和拓店速度亮眼，降本增效能力凸显。25H1 归母净利率 18.1%，同比+0.5pct。截至 25H1 末公司总门店 53014 家，较 24H1 末净增 9796 家。公司在国内海外双线拓展，持续迭代多品类及供应链能力，打造“供应链+品牌 IP+门店运营”核心竞争力，未来专注巩固国内优势并拓展海外市场、加强基础设施和运营体系建设、深耕品牌和 IP 打造。

事件

公司发布 2025 年半年度业绩，25H1 实现收入 148.75 亿元，同比+39.3%，实现归母净利润 26.93 亿元，同比+42.9%。

简评

收入业绩增长和拓店速度亮眼，降本增效能力凸显

公司 25H1 收入+39.3%，归母净利增速快于收入增速。收入结构看，25H1 商品和设备销售收入 144.95 亿元，同比+39.6%。加盟和相关服务收入 3.80 亿元，同比+29.8%。该增加主要系门店网络扩张；毛利率看，25H1 毛利率达 31.6%，同比-0.3pct，其中商品和设备销售毛利率 30.3%，同比-0.2pct。加盟和相关服务毛利率 82.7%，同比+1.0pct。故而整体毛利率略降主要系部分原材料如柠檬、咖啡豆等 25H1 上涨较多，但公司凭借自身供应链和管理的规模优势保证毛利率稳定性，得益于上游采购 SKU 和规模均较大、商业模式垂直一体化减少中间环节、精进供应链效率提升；25H1 末现金等价物、定期存款等流动资金 1.76 亿元，较 2024 年末+58.5%，得益于经营活动现金净额、于香港公开发售及超额配股权发行所得款项；成本费用端，销售及分销开支占营收比 6.1%，同比持平。行政开支占比 2.9%，同比+0.3pct。研发开支占比 0.3%，同比-0.1pct。25H1 归母净利率 18.1%，同比+0.5pct。

门店端公司保持快速拓展势头，截至 25H1 末公司总门店 53014 家，较 24H1 末净增 9796 家。其中内地 48281 家，净增 9668 家。内地以外 4733 家，净增 128 家。各线城市占比看，仅新一线城市占比自 24H1 的 19.9%降至 18.4%，其他线均有提升。加盟商数量由 24H1 末的 19310 名增至 25H1 末的 23404 名。

维持

买入

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期：2025 年 08 月 28 日

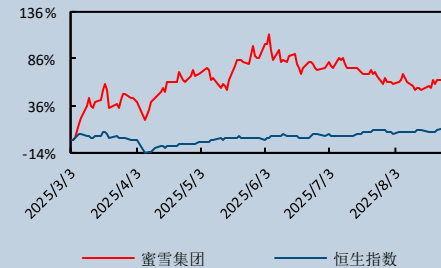
当前股价：460.40 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.35/-4.61	-12.55/-20.80	/
12 月最高/最低价 (港元)	615.50/289.60	
总股本 (万股)	37,961.88	
流通 H 股 (万股)	15,088.31	
总市值 (亿港元)	0.00	
流通市值 (亿港元)	0.00	
近 3 月日均成交量 (万)	52.96	
主要股东		
张红甫	40.57%	

股价表现



相关研究报告

25.03.05 【中信建投社服商贸】蜜雪集团(2097): 供应链及品牌心智打法构建全球化高势能，平价茶饮龙头重塑新阶段

国内海外双线拓展，持续迭代多品类及供应链能力

以 2024 年度终端零售额计，公司在全球食品饮料行业排名第 72。公司持续打造“供应链+品牌 IP+门店运营”为核心的竞争力，力争三位一体总成本领先。公司在海外持续深耕东南亚市场，也适时开拓新市场。公司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。25H1 上述两国市场门店数量有所减少。海外成功开拓中亚市场，于哈萨克斯坦首都阿拉木图市开设首家门店；公司旗下蜜雪冰城和幸运咖均有改善，蜜雪冰城通过增强现有的智慧门店解决方案、提升门店在线渠道运营能力、夯实食品安全培训与管控等举措提升门店质量。截至 25H1 末，公司的智能出液机已覆盖超 5600 家蜜雪冰城。针对幸运咖，依托公司供应链体系及运营能力，重点通过提升产品力以强化差异化优势，同时加速在全国范围内的门店布局。25H1 幸运咖推出十余款果咖系列新品，定价 6 元~8 元，精选鲜橙、青提、番石榴、苹果、石榴、百香果、荔枝和草莓等多种时令水果，迅速获得市场广泛认可；报告期内持续加强供应链和“雪王”IP 的打造，推进营销和数字化发展；未来将专注三大方向：1、巩固国内领先优势并拓展海外，海外持续深耕东南亚，并适时开拓其他市场；2、提升基础设施和运营体系，强化供应链优势；3、品牌建设，使 IP 更深入人心，积极履行社会责任。

投资建议：预计 2025~2027 年实现归母净利润 58.68 亿元、68.86 亿元、76.70 亿元，当前股价对应 PE 分别为 27X、23X、21X，维持“买入”评级。

表 1：盈利预测

单位/百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24828.9	32557.5	37933.4	42385.3
变化率	22.3%	31.1%	16.5%	11.7%
归母净利润	4436.5	5867.7	6885.5	7670.0
变化率	41.4%	32.3%	17.4%	11.4%
PE		27	23	21

资料来源：Wind，中信建投

风险分析

1、国内现制茶饮赛道头部品牌近两年预计竞争较激烈，门店规模快速扩张，公司在国内市场门店数量已明显领先其他连锁品牌，后续对于选址和门店管理的要求持续提升，若国内门店规模扩张不及预期，则带来影响；

2、国内现制茶饮头部品牌近年价格竞争趋紧，整体价格带若下移，则可能对公司品牌价格带产生一定冲击；随着国内现制茶饮门店数量快速增长，对于加盟商来说，选址和投资回收的难度均有所提升，部分品牌的加盟商回收期方差较大，可能产生供应链和门店运营端持续让利加盟商的情况，对品牌自身盈利能力产生冲击；

3、年内外卖平台补贴若后续力度减弱，可能对行业整体增速中枢产生影响，市场竞争或加剧，对加盟商和品牌整体盈利能力产生影响；

4、其他产业链环节的成本变化或核心竞争壁垒发生变化可能对公司的影响。

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018年加入中信建投证券研究发展部，曾有2年国有资本风险投资经验。目前专注于餐饮、酒店、博彩、跨境电商、免税、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024年Wind金牌分析师团队成员，2019、2022、2024年新财富金麒麟最佳分析师团队成员，2024年新财富海外研究第五名团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk