

国内开店超预期，咖啡二次曲线有望提速

——公司信息更新

2025 年 08 月 28 日

核心观点

- **事件：**公司发布 1H25 财报，上半年实现营收 148.7 亿元/同比+39.3%；实现归母净利 26.9 亿元/同比+42.9%。其中，1H25 商品销售收入 138.4 亿元/同比+39.5%；设备销售收入 6.5 亿元/同比+42.3%；加盟服务收入 3.8 亿元/同比+29.8%。
- **国内加盟开店好于我们预期，海外开店势能蓄力中。**1H25 公司全球门店总数 53014 家/同比 1H24+23%，较 24 年末净增 6535 家。其中，国内 48281 家/同比净+25%；海外 4733 家/同比净+3%，较 24 年末各+6697 家/-162 家。单店 GMV 预计提升至双位数增长。考虑蜜雪门店依托强品牌势能具备爬坡期较短的特征，我们预计 1H25 公司单店日均 GMV 同比提升至双位数增长，环比 Q1 提速。

国内市场表现好于我们预期：我们预计蜜雪品牌受益于良好的门店模型，仍在持续吸引加盟商拓展下沉市场网点和空白区域，副牌幸运咖伴随集团策略调整和资源投入力度加强，预计 1H25 也有较快增长。综合公司在 6 月开始调整蜜雪加盟策略，我们预计蜜雪品牌的全年开店目标有望提早完成；幸运咖作为二次增长曲线及集团战略资源重点支持方向，预计 H2 将保持较快开店节奏。

海外市场调整符合我们预期，中期关注东南亚市场策略优化及中亚、美洲拓展。1H25 印尼、越南优化闭店拖累海外门店数量下降，但伴随门店质量优化，目前印尼、越南门店日均营业额恢复较快增长，马来、泰国门店开拓、日销稳健增长。目前公司已加快推动海外供应链优化和组织中台能力提升，未来 1-2 年伴随管理与效率改善，东南亚市场有望恢复增长动能，此外中期公司将拓展中亚、美洲市场。

- **盈利能力保持稳定。**1H25 毛利率 31.6%/同比-0.2pct，有效抵御咖啡、柠檬涨价影响；销售/管理/研发费用率分别同比持平/+0.3/-0.1pct，此外所得税率同比-3.0pct，整体归母净利润率 18.1%/+0.5pct，保持平稳。
- **投资建议：**考虑国内开店及外卖大战影响，我们上调盈利预测。预计 2025-2027 年经调归母净利分别为 56.7、62.8、71.9 亿元，对应 PE 各为 27X、25X、22X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**外卖补贴退坡后单量下滑超预期的风险；开店低于预期的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24829	32906	35904	39940
收入增长率%	22%	33%	9%	11%
归母净利润(百万元)	4437	5670	6278	7189
利润增速%	41%	28%	11%	15%
EPS(元)	12.32	14.93	16.54	18.94
PE	-	27.48	24.82	21.67

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

蜜雪集团 (2097.HK)

推荐 维持评级

分析师

顾熹闽

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

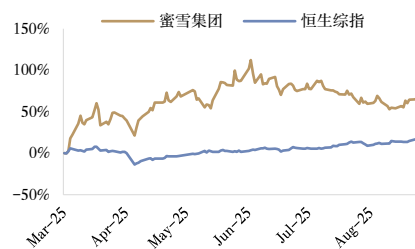
市场数据

2025-08-27

股票代码	2097
H 股收盘价(元, 港币)	435
恒生指数	25201.76
总股本(亿股)	3.8
实际流通股(亿股)	1.51
流通 H 股市值(亿元, 港币)	668

相对指数表现图

2025-08-27



资料来源：WinD，中国银河证券研究院

相关研究

【银河社服】首次覆盖 蜜雪集团 (2097.HK)：下沉+海外双轮驱动，雪王 IP 价值仍待释放

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,896	18,928	25,796	33,712
现金	4,335	8,909	13,336	18,930
应收账款及票据	26	38	40	45
存货	2,215	3,135	3,323	3,713
其他	5,320	6,845	9,096	11,023
非流动资产	7,887	7,885	7,883	7,881
固定资产	5,318	5,318	5,318	5,318
无形资产	140	424	424	424
其他	2,430	2,143	2,141	2,139
资产总计	19,783	26,813	33,679	41,592
流动负债	4,517	5,854	6,417	7,114
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,767	2,259	2,477	2,737
其他	2,750	3,595	3,941	4,377
非流动负债	206	206	206	206
长期债务	0	0	0	0
其他	206	206	206	206
负债合计	4,723	6,060	6,623	7,319
普通股股本	360	360	360	360
储备	14,599	20,265	26,543	33,732
归属母公司股东权益	14,956	20,625	26,903	34,092
少数股东权益	105	128	153	182
股东权益合计	15,061	20,753	27,056	34,273
负债和股东权益	19,783	26,813	33,679	41,592

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,009	5,731	5,989	6,978
净利润	4,437	5,670	6,278	7,189
少数股东权益	18	23	25	29
折旧摊销	419	0	0	0
营运资金变动及其他	1,135	39	-313	-240
投资活动现金流	-7,019	-1,157	-1,563	-1,383
资本支出	-1,450	0	0	0
其他投资	-5,569	-1,157	-1,563	-1,383
筹资活动现金流	-277	0	0	0
借款增加	-343	0	0	0
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	4,574	4,427	5,594

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,829	32,906	35,904	39,940
其他收入	0	0	0	0
营业成本	16,769	22,381	24,181	26,847
销售费用	1,599	2,238	2,513	2,596
管理费用	755	987	1,077	1,198
研发费用	105	138	162	160
财务费用	6	0	0	0
除税前溢利	5,811	7,460	8,293	9,497
所得税	1,356	1,768	1,990	2,279
净利润	4,454	5,692	6,303	7,218
少数股东损益	18	23	25	29
归母净利润	4,437	5,670	6,278	7,189
EBIT	5,817	7,460	8,293	9,497
EBITDA	6,236	7,460	8,293	9,497
EPS (元)	12.32	14.93	16.54	18.94

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22.29%	32.53%	9.11%	11.24%
归母净利润	41.41%	27.79%	10.72%	14.52%
毛利率	32.46%	31.98%	32.65%	32.78%
销售净利率	17.87%	17.23%	17.48%	18.00%
ROE	29.66%	27.49%	23.33%	21.09%
ROIC	29.61%	27.43%	23.30%	21.06%
资产负债率	23.87%	22.60%	19.67%	17.60%
净负债比率	-28.78%	-42.93%	-49.29%	-55.23%
流动比率	2.63	3.23	4.02	4.74
速动比率	1.85	2.49	3.26	3.99
总资产周转率	1.44	1.41	1.19	1.06
应收账款周转率	917.94	1,034.02	920.24	939.06
应付账款周转率	10.87	11.12	10.21	10.30
每股收益	12.32	14.93	16.54	18.94
每股经营现金流	0.00	15.10	15.78	18.38
每股净资产	39.40	54.33	70.87	89.80
P/E	-	27.48	24.82	21.67
P/B	-	7.55	5.79	4.57
EV/EBITDA	-	19.69	17.18	14.41

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闽 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn