



公司评级 买入（首次）

报告日期 2025 年 08 月 29 日

基础数据

08 月 28 日收盘价（港元）	435.00
总市值（亿港元）	1,651.34
总股本（亿股）	3.80

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外社服】蜜雪集团：业绩符合预期，持续积极拓店-2025.04.08

【兴证海外社服】蜜雪集团(02097.HK)新股报告：市占率第一的平价奶茶企业-2025.03.02

分析师：宋健

S0190518010002

BMV912

songjian@xyzq.com.cn

分析师：严宁馨

S0190521010001

请注意：严宁馨并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

yanningxin@xyzq.com.cn

蜜雪集团(02097.HK)

港股通（沪、深）

业绩表现优异，积极扩张门店

投资要点：

- 我们的观点：上半年外卖补贴刺激是单店店效增长的外在催化，内生产品优化和门店积极拓展是内生催化，受益于规模效应，集团盈利能力持续提升。我们长期看好公司的供应链壁垒、产品力、品牌力，我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入为 336/380/425 亿元，同比增长 35.3%/13.2%/11.7%，归母净利润为 60.1/69.0/78.3 亿元，同比增长 35.5%/14.8%/13.4%，2025 年 8 月 28 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 为 26/22/20 倍。
- **2025H1 业绩表现优异**：公司 2025H1 的营业收入为 148.7 亿元，同比增长 39.3%。其中商品销售、设备销售、加盟及相关服务分别为 138.4、6.5、3.8 亿元，同比增长 39.5%、42.3%、29.8%。归母净利润为 26.9 亿元，同比增长 42.9%。归母净利率为 18.1%，同比增长 0.5 个百分点。上半年业绩表现优异，收入利润均取得高速增长。
- **毛利率保持基本稳定**：2025H1 公司的综合毛利率为 31.6%，同比下降 0.2 个百分点，保持基本稳定的水平。其中商品销售和商品销售、加盟及相关服务毛利率分别为 30.3%、82.7%，同比下降 0.2、增长 1.0 个百分点。
- **总部费用开支保持稳定**：2025H1 公司的销售费用率、行政费用率、研发费用率分别为 6.1%、2.9%、0.3%，同比持平、增长 0.3、下降 0.1 个百分点。此外期内公司的有效税率同比下降 3.0 个百分点，促进了集团净利率增长。
- **保持积极拓店节奏**：截至 2025H1，公司的总门店数量为 53014 家，较 2024 年底净增 6535 家，其中幸运咖品牌 2025 年开店显著加速。按国内和海外来分，截至 2025H1 国内总门店有 48281 家，较 2024 年底净增 6697 家；国内门店分布中，一线、新一线、二线、三线及以下城市数量占比为 5%、18%、19%、58%，下沉门店占比持续提升。海外门店有 4733 家，较 2024 年底净减 162 家，越南印尼门店结构持续优化。2025H1 公司新开加盟店 7721 家，关店 1187 家，关店率为 2.6%，保持健康水平。
- **加盟商复购略有增长**：截至 2025H1，总的加盟商数量为 23404 个，较 2024 年底净增 2428 个。平均每个加盟商对应加盟店数量为 2.3 家，较 2024 年平均数量略有增长。
- **风险提示**：原材料等成本提升，供应链中断，开店不及预期，门店销售不及预期，库存管理不当等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,829	33,598	38,018	42,475
同比增长(%)	22.3	35.3	13.2	11.7
归母净利润(百万元)	4,437	6,012	6,903	7,828
同比增长(%)	41.4	35.5	14.8	13.4
毛利率(%)	32.5	32.5	32.6	32.6
归母净利率(%)	17.9	17.9	18.2	18.4
EPS(元)	12.32	15.84	18.19	20.62

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表		单位:百万元人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	11,896	18,183	22,951	30,367	
存货	2,215	3,124	2,218	2,437	
预付款项、其他应收款项等	513	822	686	782	
以公允价值计量的金融资产	3,492	3,492	3,492	3,492	
现金及现金等价物	4,335	9,404	15,213	22,314	
非流动资产	7,887	9,403	10,546	11,334	
物业、厂房及设备	5,318	6,852	8,009	8,809	
使用权资产	382	363	349	338	
递延税项资产	76	76	76	76	
其他非流动资产	96	96	96	96	
资产总计	19,783	27,585	33,496	41,701	
流动负债	4,517	6,301	5,302	5,671	
贸易应付款项	1,767	2,596	2,196	2,385	
其他应付款项及应计费用	2,044	2,999	2,399	2,580	
应付税款	129	255	294	294	
非流动负债	206	206	206	206	
递延收益	134	134	134	134	
租赁负债	41	41	41	41	
其他应付款项及应计费用	21	21	21	21	
负债合计	4,723	6,507	5,507	5,877	
股本	360	360	360	360	
储备	14,596	20,607	27,511	35,339	
股东权益合计	14,956	20,967	27,871	35,699	
非控股权益合计	105	111	118	126	
权益合计	15,061	21,079	27,989	35,825	
负债及权益合计	19,783	27,585	33,496	41,701	

现金流量表		单位:百万元人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
税前利润	5,811	7,867	9,033	10,243	
折旧和摊销	419	355	427	482	
营运资金的变动	1,077	566	42	54	
经营活动产生现金流量	6,009	6,939	7,380	8,371	
投资活动产生现金流量	-7,019	-1,870	-1,570	-1,270	
融资活动产生现金流量	-277	0	0	0	
现金净变动	-1,288	5,069	5,810	7,101	
现金的期初余额	5,622	4,335	9,404	15,213	
现金的期末余额	4,335	9,404	15,213	22,314	

利润表		单位:百万元人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	24,829	33,598	38,018	42,475	
营业成本	16,769	22,690	25,640	28,632	
其他收入	220	201	270	353	
销售及分销开支	1,599	2,083	2,281	2,464	
行政开支	755	1,075	1,217	1,359	
研发开支	105	81	114	127	
财务成本	6	0	0	0	
税前盈利	5,811	7,867	9,033	10,243	
所得税	-1356	-1849	-2123	-2407	
税后盈利	4,454	6,018	6,910	7,836	
归母净利润	4,437	6,012	6,903	7,828	
EPS(元)	12.32	15.84	18.19	20.62	

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长性(%)					
营业收入	22.3	35.3	13.2	11.7	
毛利润	34.4	35.3	13.5	11.8	
归母净利润	41.4	35.5	14.8	13.4	
盈利能力(%)					
毛利率	32.5	32.5	32.6	32.6	
归母净利润率	17.9	17.9	18.2	18.4	
ROE	34.8	33.5	28.3	24.6	
偿债能力					
资产负债率	23.9%	23.6%	16.4%	14.1%	
流动比率	2.6	2.9	4.3	5.4	

营运能力(次)					
资产周转率	1.4	1.4	1.2	1.1	
存货周转率	7.6	8.5	9.6	12.3	
每股资料(元)					
每股收益	12.32	15.84	18.19	20.62	
每股净资产	10.3	7.8	5.8	4.6	
估值比率(倍)					
PE	32.8	25.5	22.2	19.6	
PB	9.7	7.3	5.5	4.3	

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与土耳其主权基金、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、南京浦口经济开发有限公司、博新源国际有限公司、徽商银行、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、运城发展投资集团有限公司、广州地铁集团有限公司、广州地铁投融资（香港）有限公司、广州地铁投融资（维京）有限公司、郑州建中建设开发集团有限责任公司、滨州智慧城市运营有限公司、沛县城市建设投资发展集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、河南水利投资集团有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、中国飞机租赁、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Turkey Wealth Fund、ZHENG DING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Nanjing Pukou Economic Development Co., Ltd.、Boxinyuan International Co., Ltd.、Huishang Bank Corporation Limited、ZHANGZHOU GAOXIN DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHANGZHOU YUANSHAN DEVELOPMENT CO., LTD.、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Investment Finance (HK) Limited、Guangzhou Metro Investment Finance (BVI) Limited、ZHENGZHOU JIANZHONG CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (GROUP) CO., LTD.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI'AN HOLDING GROUP CO., LTD.、Peixian Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、CALC、CALC Bonds Limited、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	香 港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层 邮编：518035 邮箱：ir@xyzq.com.hk