蜜雪集团（2097.HK）

更新报告

买入

2025 年 9 月 4 日

业绩表现超预期，国内拓店提速

李卓群

+852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

行业	消费
股价	409.0 港元
目标价	576.4 港元（+40.9%）
股票代码	2097.HK
已发行股本	3.80 亿股
市值	1554 亿港元
52 周高/低	618.5/256.0 港元
每股净资产	61.44 港元
主要股东	张红超、张红甫（82.54%）

➢ **业绩概况：**2025H1，公司实现营收 148.74 亿元，同比+39.3%；分业务收入来看，公司商品销售/设备销售/加盟和相关服务收入分别为 138.43/6.52/3.80 亿元，同比+39.5%/+42.3%/+29.8%；我们估算，公司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%。毛利 47.06 亿元，同比+38.3%，实现归母净利润 27.2 亿元，同比+44.1%。收入及利润增长表现均超出预期。

➢ **国内开店速度超预期，印尼及越南市场门店优化：** 2025H1，蜜雪冰城于全球范围内门店总数 53,014 家，净增门店 6,697 家，新开门店 7,721 家，新关门店 1,187 家；其中，国内门店 48,281 家，净增 6,697 家，二线/三线及以下城市门店占比持续提升至 19%/58%，同比+0.9/+0.4pct；海外门店 4,733 家，净减少 162 家，印尼和越南由于深度调改门店有所减少，海外新开门店集中于泰国及马来西亚，哈萨克斯坦开设了首家门店，开拓中亚市场。我们预计主品牌蜜雪冰城仍将持续加密下沉市场网点密度，副品牌“幸运咖”作为公司实现第二增长曲线的重要手段，有望进一步获得公司的资源倾斜，门店规模预计下半年保持快速扩张。

➢ **毛利率略有下滑，费用管控良好：** 公司整体毛利率 31.6%，同比-0.3pct；分业务来看，商品和设备销售毛利率 30.3%，同比-0.2pct，尽管重要原材料柠檬、咖啡豆价格上行，但糖、奶价格下行，毛利率总体平稳，展现出公司供应链体系强大的抗风险能力；加盟和相关服务毛利率 82.7%，同比+1.0pct，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。综上，公司净利率 18.3%，同比+0.6pct。

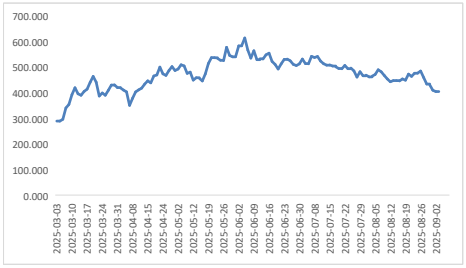
➢ **目标价 576.4 港元，维持买入评级：**对比同业公司，公司凭借极致的性价比策略，对供应链深度整合，以及业内领先的门店规模，公司具备更深的护城河，即便未来外卖平台的补贴减少，仍旧不改公司于行业内强大的竞争力及长期增长的能力。我们预测 FY2025-FY2027 公司归母净利润为 57.7/69.1/77.2 亿元，按 FY25 35xPE 计算。得出公司目标价 576.4 港元，较现价有 40.9%的上升空间，维持买入评级。

➢ **风险提示：**1）海内外门店扩张不及预期；2）外卖平台补贴变化带来的经营波动；3）行业竞争加剧

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
收入（百万人民币元）	20,302	24,829	33,206	38,843	42,444
变动（%）	49.6%	22.3%	33.7%	17.0%	9.3%
经营利润（百万人民币元）	3,985	5,601	7,386	8,847	9,889
变动（%）	56.9%	40.6%	31.9%	19.8%	11.8%
股东净利润（百万人民币元）	3,187	4,454	5,774	6,914	7,725
变动（%）	58.3%	39.8%	29.6%	19.7%	11.7%
EPS（人民币-元）	8.71	12.32	15.15	18.14	20.27
市盈率@409$（倍）	43.2	30.5	24.8	20.7	18.6

股价表现



来源:公司资料,第一上海

来源:彭博

附录 1：主要财务报表

损益表
〈人民币〉〈千〉，财务年度截至12月31日〉

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	20,302,465	24,828,874	33,206,224	38,843,091	42,443,565
毛利	5,998,967	8,060,207	10,474,483	12,304,324	13,496,550
销售及分销成本	(1,318,588)	(1,599,474)	(2,025,580)	(2,252,899)	(2,334,396)
行政开支	(610,622)	(755,115)	(962,980)	(1,087,607)	(1,145,976)
经营溢利	3,984,757	5,600,748	7,386,304	8,847,289	9,888,847
其他非经常性项目损益	1,638	0	0	0	0
所得税	(967,397)	(1,356,380)	(1,758,382)	(2,105,345)	(2,352,261)
股东净利润	3,186,605	4,454,203	5,774,334	6,913,722	7,724,566
少数股东利润	49,264	17,699	23,036	27,582	30,816
折旧及摊销	160,504	490,659	654,633	722,929	798,354
EBITDA	4,314,506	6,301,242	8,187,349	9,741,996	10,875,181
增长					
总收入 (%)	49.6%	22.3%	33.7%	17.0%	9.3%
EBITDA (%)	56.1%	46.0%	29.9%	19.0%	11.6%
净利润 (%)	58.3%	39.8%	29.6%	19.7%	11.7%

财务分析
〈人民币〉〈千〉，财务年度截至12月31日〉

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	29.5%	32.5%	31.5%	31.7%	31.8%
经营利润率 (%)	19.6%	22.6%	22.2%	22.8%	23.3%
EBITDA 利率 (%)	21.3%	25.4%	24.7%	25.1%	25.6%
净利率 (%)	15.7%	17.9%	17.4%	17.8%	18.2%
营运表现					
SG&A/收入(%)	9.5%	9.5%	9.0%	8.6%	8.2%
实际税率 (%)	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务状况					
资产负债比率	27.4%	23.9%	21.0%	17.3%	14.5%
流动比率	168.0%	150.8%	205.6%	260.4%	312.3%
ROA	21.5%	22.4%	21.6%	20.3%	18.4%
ROE	29.6%	29.5%	27.6%	24.8%	21.7%

资产负债表
〈人民币〉〈千〉，财务年度截至12月31日〉

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金及等价物	5,621,904	4,335,123	9,252,072	16,009,224	22,441,735
短期投资	746,046	3,491,643	3,491,643	3,491,643	3,491,643
预付款项及其他流动资产	2,780,235	4,069,285	5,202,252	4,962,014	5,692,537
总流动资产	9,148,185	11,896,051	17,945,967	24,462,881	31,625,915
物业及设备	3,390,053	5,317,826	5,879,634	6,500,795	7,187,579
商誉及无形资产	163,322	139,593	420,408	462,449	508,694
其他无形资产	1,589,242	2,138,702	2,138,702	2,138,702	2,138,702
固定资产	5,445,381	7,887,271	8,729,894	9,393,095	10,126,124
总资产	14,593,566	19,783,322	26,675,861	33,855,977	41,752,039
应付账款及票据	1,316,780	1,767,263	2,642,872	2,909,266	3,080,763
其他流动负债	1,855,629	2,343,954	2,424,408	2,424,408	2,424,408
总短期负债	3,734,313	4,516,838	5,472,901	5,739,295	5,910,792
长期负债	263,788	205,664	125,210	125,210	125,210
总负债	3,998,101	4,722,502	5,598,111	5,864,505	6,036,002
股东权益	10,595,465	15,060,820	20,835,154	27,748,876	35,473,441
非控股权益	88,472	105,301	128,337	155,919	186,735

现金流量表
〈人民币〉〈千〉，财务年度截至12月31日〉

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
净利润	3,186,605	4,454,203	5,774,334	6,913,722	7,724,566
折旧及摊销	160,504	490,659	654,633	722,929	798,354
营运资金变化	242,767	1,076,740	(257,358)	506,632	(559,026)
其他	203,996	(12,894)	0	0	0
营运现金流	3,793,872	6,008,708	6,171,609	8,143,283	7,963,895
资本开支	(1,690,766)	(1,449,812)	(1,254,660)	(1,386,131)	(1,531,383)
其他投资活动	865,422	(5,569,176)	0	0	0
投资活动现金流	(825,344)	(7,018,988)	(1,254,660)	(1,386,131)	(1,531,383)
融资活动现金流	(111,319)	(277,438)	0	0	0
现金变化	2,857,766	(1,286,781)	4,916,949	6,757,152	6,432,511
期初持有现金	2,764,138	5,621,904	4,335,123	9,252,072	16,009,224
期末持有现金	5,621,904	4,335,123	9,252,072	16,009,224	22,441,735

资料来源：公司资料，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话:(852)2522-2101
传真:(852)2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括(但不限于)在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利。