

蜜雪集团(02097)

报告日期: 2025年09月07日

25H1 业绩亮眼，看好长期成长

——蜜雪集团 25 年中报点评

事件

25H1 公司实现营业收入 148.7 亿元（同比+39.3%，下同），净利润 27.2（+44.1%），归母净利润 26.9 亿元（+42.9%）。

投资要点

□ 收入：门店网络持续扩张和店均营业额提升，拉动 25H1 营业收入快速增长

25H1 营业收入同比增长 39.3%，高增长一方面源于门店网络的持续拓展，另一方面得益于门店店均营业额的提升。我们计算 25H1 门店数量同比增长 23.3%（门店数量按期初期末平均数计算，下同）；25H1 平均单店贡献商品销售收入 27.8 万元，同比增长 13.2%，受益于外卖战对于订单量的拉动。

分业务收入结构稳定，25H1 商品销售/设备销售/加盟和相关服务分别实现收入 138.4/6.5/3.8 亿元，同比+39.5%/+42.3%/+29.8%，分别占比 93.1%/4.4%/2.6%。其中，设备销售收入的快速增长，或受益于公司智能出液机于全国范围的推广（于 24 年 10 月开始推进，截至 25 年上半年，已覆盖超 5600 家蜜雪门店）。

□ 运营策略&开店节奏：开店提速，中国内地蜜雪冰城持续下沉，幸运咖加速布局

总门店数量：截至 25 年上半年，共有门店数 53014 家，相比 24 年底净增加 6535 家；25H1 加盟门店分别新开/关闭 7721/1187 家。公司对不同区域和品牌的策略各有差异，截至 25 年上半年：

（1）中国内地：

蜜雪冰城品牌的运营策略是稳健扩张门店网络，持续渗透下沉市场，全面提升门店经营质量；

幸运咖品牌的运营策略是依托公司强大的供应链和运营能力，强化差异化优势，门店数量快速突破。具体来看。根据幸运咖官方，截至 25 年 8 月 27 日，幸运咖全国签约门店数量已突破 8000 家，相比 24 年底净增加约 3400 家（24 年底约 4600+家，截至 6 月 26 日/7 月 24 日分别为约 6000/约 6800 家）。

综上，25H1 **中国内地门店数**相比 24 年底净增加 6697 家至 48281 家，占比 91.1%。分城市线级来看，截至 25 年上半年，一线城市/新一线城市/二线城市/三线城市门店分别占比 4.9%/18.4%/19.1%/57.6%，相比 24 年底，门店数量占比分别变动+0.1/-1.2/+0.9/+0.2pct。

（2）海外：

海外的运营策略是持续深耕东南亚市场，并适时开拓新市场。具体来看，25H1 **海外门店数**相比 24 年底净减少 162 家至 4733 家，占比 8.9%。门店数量的减少，主因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，以助力门店实现长期可持续的稳健经营，故 25H1 上述两国市场门店数量有所减少。同时，公司于 25H1 成功开拓中亚市场，于哈萨克斯坦首都阿拉木图市开设了首家门店。

□ 盈利能力：原料成本的扰动可控，毛利率保持稳定

25H1 毛利率 31.6%（-0.2pct），其中商品和设备销售/加盟和相关服务的毛利率分别为 30.3%/82.7%，分别变动-0.2/+1.0pct；商品和设备销售的毛利率下降主因原材料采购成本的上升，以及收入结构变化；加盟和相关服务的毛利率提升主因门店网络持续扩张带来的规模效益增强。销售/管理/研发费用率分别为 6.1%/2.9%/0.3%，同比持平/+0.3/-0.1pct，净利率同比提升 0.6pct 至 18.3%，归母净利率同比提升 0.5pct 至 18.1%。

□ 盈利预测与估值

投资评级：买入(上调)

分析师：杨骥
 执业证书号：S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

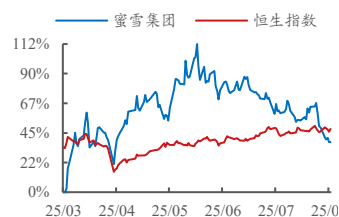
分析师：孙天一
 执业证书号：S1230521070002
 suntianyi@stocke.com.cn

分析师：钟烨晨
 执业证书号：S1230523060004
 zhongyechen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$400.00
总市值(百万港元)	151,847.52
总股本(百万股)	379.62

股票走势图



相关报告

1 《平价高质茶饮绝对龙头，飞轮效应背书全球扩张》
 2025.03.09

公司作为现制茶饮行业龙头，仍多维度拓展边界，持续深化品牌、门店网络、供应链、产品壁垒，正打造越来越深的护城河。预计公司 2025-2027 年公司营业收入分别为 328.1、374.0、428.4 亿元，同比+32.1%、14.0%、+14.5%；归母净利润分别为 58.1、66.7、76.9 亿元，同比+30.9%、+14.8%、+15.3%。2025 年 9 月 5 日收盘价对应 P/E 分别为 24/21/18 倍。我们看好蜜雪集团在多市场拓展和份额提升双维度下的长期成长性，因此由“增持”上调至“买入”评级。

□ 风险提示

食品安全风险；行业竞争风险加剧等

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24829	32806	37401	42835
(+/-) (%)	22.29%	32.13%	14.01%	14.53%
归母净利润	4437	5809	6667	7689
(+/-) (%)	41.41%	30.94%	14.77%	15.33%
每股收益(元)	12.32	15.30	17.56	20.26
P/E	29.55	23.79	20.72	17.97

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,896	21,850	26,259	35,110	营业收入	24,829	32,806	37,401	42,835
现金	4,335	7,279	15,573	21,514	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	26	55	52	59	营业成本	16,769	22,482	25,653	29,449
存货	2,215	4,792	3,389	3,891	销售费用	1,599	2,100	2,375	2,699
其他	5,320	9,724	7,246	9,646	管理费用	755	984	1,085	1,199
非流动资产	7,887	8,547	8,394	8,266	研发费用	105	131	150	171
固定资产	5,318	5,261	5,210	5,164	财务费用	6	(43)	(73)	(156)
无形资产	140	31	(67)	(156)	除税前溢利	5,811	7,442	8,541	9,850
其他	2,430	3,256	3,252	3,257	所得税	1,356	1,609	1,847	2,130
资产总计	19,783	30,397	34,654	43,376	净利润	4,454	5,833	6,694	7,720
流动负债	4,517	9,283	6,845	7,847	少数股东损益	18	23	27	31
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	4,437	5,809	6,667	7,689
应付账款及票据	1,767	3,957	2,704	3,104	EBIT	5,817	7,399	8,469	9,695
其他	2,750	5,326	4,142	4,744	EBITDA	6,236	7,964	9,018	10,229
非流动负债	206	221	221	221	EPS (元)	12.32	15.30	17.56	20.26
长期债务	0	0	0	0					
其他	206	221	221	221					
负债合计	4,723	9,504	7,066	8,068	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
普通股股本	360	360	360	360	成长能力				
储备	14,599	20,409	27,076	34,765	营业收入	22.29%	32.13%	14.01%	14.53%
归属母公司股东权益	14,956	20,765	27,432	35,121	归属母公司净利润	41.41%	30.94%	14.77%	15.33%
少数股东权益	105	129	155	186	获利能力				
股东权益合计	15,061	20,893	27,588	35,308	毛利率	32.46%	31.47%	31.41%	31.25%
负债和股东权益	19,783	30,397	34,654	43,376	销售净利率	17.87%	17.71%	17.83%	17.95%
					ROE	29.66%	27.98%	24.31%	21.89%
					ROIC	29.61%	27.75%	24.06%	21.52%
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	6,009	6,865	6,360	7,969	资产负债率	23.87%	31.27%	20.39%	18.60%
净利润	4,437	5,809	6,667	7,689	净负债比率	-28.78%	-34.84%	-56.45%	-60.93%
少数股东权益	18	23	27	31	流动比率	2.63	2.35	3.84	4.47
折旧摊销	419	566	549	534	速动比率	1.85	1.58	3.05	3.69
营运资金变动及其他	1,135	466	(883)	(286)	营运能力				
投资活动现金流	(7,019)	(3,921)	1,934	(2,027)	总资产周转率	1.44	1.31	1.15	1.10
资本支出	(1,450)	(400)	(400)	(400)	应收账款周转率	917.94	811.30	697.82	768.76
其他投资	(5,569)	(3,521)	2,334	(1,627)	应付账款周转率	10.87	7.86	7.70	10.14
筹资活动现金流	(277)	0	0	0	每股指标(元)				
借款增加	(343)	0	0	0	每股收益	12.32	15.30	17.56	20.26
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	15.83	18.08	16.75	20.99
已付股利	0	0	0	0	每股净资产	39.40	54.70	72.26	92.52
其他	66	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	(1,287)	2,944	8,294	5,941	P/E	29.55	23.79	20.72	17.97
					P/B	9.24	6.65	5.04	3.93
					EV/EBITDA	21.46	16.44	13.60	11.41

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>