



蜜雪集团 (02097.HK)

增持 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

事件点评：海外多地开店，国际化扩张提速

事件简评

蜜雪冰城海外拓展加速，9 月中旬蜜雪冰城美国首店开始筹备，选址纽约曼哈顿，巴西首店开始筹备，选址圣保罗购物中心。今年 4 月蜜雪冰城在阿拉木图开设中亚首店，8 月旗下咖啡品牌“幸运咖”在马来西亚开设海外首店。

经营分析

蜜雪冰城开始进入东南亚之外的地区，选址均在当地核心商业区：蜜雪冰城在圣保罗筹备的门店开在市中心 Avenida Paulista 的 Shopping Cidade São Paulo 购物中心，位于圣保罗的黄金地段。而在美国纽约筹备的门店地处唐人街与 SoHo 区交界，不仅辐射纽约华人生活圈，也是游客聚集地和本地人周末消费的热门区域。

多地区试验性拓店，有助于确认海外市场的优先度和难易度。不同于前几年集中在东南亚的策略，蜜雪海外拓展策略发生新变化，开始在中亚、北美、南美多个地区同时拓展，我们认为其根本原因在于不同地区的文化、人口、收入水平的差异导致不同地区发展奶茶业务的难度和天花板均有差异，经过试验性开店可以更好确认海外市场的优先度和难易度，同时构建适合不同地区的商业模型。

海外多地区缺乏成熟的奶茶供给，蜜雪成长空间明显。中亚、北美、南美均为成熟咖啡消费地区，户外现制饮品消费习惯已经成熟，但长期主要由连锁咖啡构成供给主力，缺乏奶茶品类供给。这些地区多个国家还处在年轻人口加速增长时期，对奶茶的需求刚性而庞大，这为蜜雪冰城海外扩张提供了广大的空间。

核心关注定价和供应链建设，决定海外扩张盈利潜力的释放。未来海外扩张盈利释放的潜力有多大，有多快，核心关注 2 大因素：定价决定了单杯盈利水平和价格竞争力，而供应链建设决定门店扩张和盈利释放的速度。

盈利预测、估值与评级

综合考虑到今年外卖补贴的影响，以及未来 2 年海外业务加速的影响，我们预计公司 FY2025/FY2026/FY2027 年归母净利润分别为 59.82/ 66.00/72.95 亿元，对应 PE 分别 23/21/19 倍。维持“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧风险；餐饮消费不及预期风险；外卖补贴退坡影响；食品安全风险；拓店不及预期风险。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：于健 (执业 S1130525070012)

yu_j@gjzq.com.cn

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

yi Yongjian@gjzq.com.cn

分析师：王译 (执业 S1130525080001)

wangyi9@gjzq.com.cn

市价 (港币)：399.200 元

相关报告：

1.《蜜雪集团港股公司点评：收入利润超预期，海外拓展新地区》，2025.8.28

2.《蜜雪集团港股公司深度研究：供应链为基，平价现饮龙头走向世界》，2025.6.17



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,302	24,829	33,347	36,732	40,446
营业收入增长率	49.55%	22.29%	34.31%	10.15%	10.11%
归母净利润(百万元)	3,137	4,437	5,982	6,600	7,295
归母净利润增长率	57.13%	41.41%	34.83%	10.33%	10.53%
摊薄每股收益(元)	8.26	11.69	15.76	17.38	19.22
每股经营性现金流净额	9.99	15.83	16.89	18.52	20.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	29.86%	29.66%	24.77%	21.46%	19.17%
P/E	0.00	0.00	23.17	21.00	19.00
P/B	0.00	0.00	5.74	4.51	3.64

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	13,576	20,302	24,829	33,347	36,732	40,446
增长率	31.2%	49.6%	22.3%	34.3%	10.1%	10.1%
主营业务成本	9,729	14,303	16,769	22,581	24,934	27,462
%销售收入	71.7%	70.5%	67.5%	67.7%	67.9%	67.9%
毛利	3,847	5,999	8,060	10,766	11,798	12,985
%销售收入	28.3%	29.5%	32.5%	32.3%	32.1%	32.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	774	1,319	1,599	2,068	2,296	2,528
%销售收入	5.7%	6.5%	6.4%	6.2%	6.3%	6.3%
管理费用	497	611	755	934	1,028	1,132
%销售收入	3.7%	3.0%	3.0%	2.8%	2.8%	2.8%
研发费用	32	85	105	141	155	171
%销售收入	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	2,623	4,115	5,710	7,724	8,423	9,260
%销售收入	19.3%	20.3%	23.0%	23.2%	22.9%	22.9%
财务费用	-35	-39	-101	-110	-221	-294
%销售收入	-0.3%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.6%	-0.7%
投资收益	0	0	-3	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,539	3,985	5,601	7,624	8,318	9,153
营业利润率	18.7%	19.6%	22.6%	22.9%	22.6%	22.6%
营业外收支						
税前利润	2,658	4,154	5,811	7,834	8,643	9,554
利润率	19.6%	20.5%	23.4%	23.5%	23.5%	23.6%
所得税	645	967	1,356	1,829	2,017	2,230
所得税率	24.3%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%
净利润	2,013	3,187	4,454	6,006	6,626	7,324
少数股东损益	16	49	18	24	26	29
归属于母公司的净利润	1,997	3,137	4,437	5,982	6,600	7,295
净利率	14.7%	15.5%	17.9%	17.9%	18.0%	18.0%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,997	3,137	4,437	5,982	6,600	7,295
少数股东损益	16	49	18	24	26	29
非现金支出	22	146	76	-71	-72	-70
非经营收益						
营运资金变动	228	243	1,077	128	57	64
经营活动现金净流	2,431	3,794	6,009	6,413	7,030	7,794
资本开支	-1,260	-1,691	-1,450	-1,610	-1,510	-1,410
投资	-943	863	-5,627	0	0	0
其他	1	3	58	100	104	106
投资活动现金净流	-2,202	-825	-7,019	-1,510	-1,406	-1,304
股权募资	0	0	0	3,210	0	0
债权募资	34	20	-343	0	0	0
其他	-173	-131	66	-5	-6	-7
筹资活动现金净流	-139	-111	-277	3,205	-6	-7
现金净流量	88	2,858	-1,287	8,109	5,619	6,485

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,764	5,622	4,335	12,444	18,063	24,548
应收账款	320	433	538	723	796	877
存货	1,541	2,232	2,215	3,011	3,325	3,662
其他流动资产	1,931	862	4,807	5,259	5,438	5,635
流动资产	6,556	9,148	11,896	21,436	27,622	34,721
%总资产	65.9%	62.7%	60.1%	70.1%	73.1%	75.8%
长期投资	3	3	0	0	0	0
固定资产	1,701	3,390	5,318	6,551	7,613	8,514
%总资产	17.1%	23.2%	26.9%	21.4%	20.1%	18.6%
无形资产	172	163	140	142	145	147
非流动资产	3,389	5,445	7,887	9,123	10,188	11,091
%总资产	34.1%	37.3%	39.9%	29.9%	26.9%	24.2%
资产总计	9,945	14,594	19,783	30,559	37,809	45,812
短期借款	140	260	0	0	0	0
应付款项	882	1,317	1,767	2,384	2,632	2,899
其他流动负债	1,317	2,158	2,750	3,693	4,068	4,479
流动负债	2,339	3,734	4,517	6,076	6,700	7,378
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	127	264	206	206	206	206
负债	2,466	3,998	4,723	6,282	6,905	7,583
普通股股东权益	7,454	10,507	14,956	24,148	30,749	38,044
其中：股本	360	360	360	376	376	376
未分配利润	7,095	10,148	14,599	23,776	30,376	37,672
少数股东权益	25	88	105	129	155	185
负债股东权益合计	9,945	14,594	19,783	30,559	37,809	45,812

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	5.55	8.71	12.32	15.76	17.38	19.22
每股净资产	19.64	27.68	39.40	63.61	81.00	100.22
每股经营现金净流	6.40	9.99	15.83	16.89	18.52	20.53
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	26.79%	29.86%	29.66%	24.77%	21.46%	19.17%
总资产收益率	20.08%	21.50%	22.43%	19.57%	17.46%	15.92%
投入资本收益率	26.07%	29.08%	29.06%	24.39%	20.89%	18.57%
增长率						
主营业务收入增长率	31.15%	49.55%	22.29%	34.31%	10.15%	10.11%
EBIT 增长率	3.81%	56.88%	38.76%	35.28%	9.04%	9.94%
净利润增长率	4.52%	57.13%	41.41%	34.83%	10.33%	10.53%
总资产增长率	35.93%	46.74%	35.56%	54.47%	23.72%	21.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
存货周转天数	51.7	47.5	47.7	41.7	45.7	45.8
应付账款周转天数	27.4	27.7	33.1	33.1	36.2	36.3
固定资产周转天数	36.3	45.1	63.1	64.1	69.4	71.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-58.33%	-55.16%	-50.60%	-64.79%	-69.08%	-72.81%
EBIT 利息保障倍数	285.4	280.0	896.8	1,544.8	1,403.8	1,322.8
资产负债率	24.80%	27.40%	23.87%	20.56%	18.26%	16.55%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究