

2025 年 10 月 14 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 10 月 10 日
收盘价（港元）	419.00
一年内最高/最低（港元）	618.50/256.00
总市值（百万港元）	159,060.28
流通市值（百万港元）	63,220.00
资产负债率（%）	21.66

资料来源：聚源数据

蜜雪集团 (02097. HK)

——收购福鹿家 53%股权，进一步拓宽品牌矩阵

投资要点：

- **蜜雪收购福鹿家股权：**根据蜜雪集团的公告，蜜雪集团拟注资 2.86 亿元认购福鹿家 51%的股权；以 1120 万元受让标的公司股东赵杰 2%的股权；转让完成后福鹿家将成为蜜雪集团非全资附属公司，其财务业绩将并表。收购后，蜜雪集团、田海霞、麦浪同舟、赵杰、贾荣荣分别持有标的公司 53.0%、29.4%、10.0%、5.4%、2.2%的股权。
- **福鹿家概况：**福鹿家主要向消费者提供每 500 毫升单售价约 6 至 10 元人民币的现打鲜啤产品，旗下拥有现打鲜啤品牌“鲜啤福鹿家”。公司秉持“高品质平价”的价值主张，已构建涵盖经典款鲜啤及果啤、茶啤、奶啤等创新款鲜啤的多元化产品矩阵，以亲民的价格、优质的品质满足大众市场多样化的消费需求。**1）福鹿家门店拓展：**截至 2025 年 8 月 31 日，公司已拥有约 1200 家门店，门店网络覆盖中国 28 个省、自治区和直辖市。公司主要采用加盟模式扩张其门店网络，初始投入较低。**2）福鹿家供应链：**公司逐步建立覆盖采购、生产、物流、研发、质量控制等各环节的稳定供应链体系，以保障产品品质并提升运营效率。**3）福鹿家财务概况：**23 年除税前亏损约 153 万元，24 年除税后利润约 107 万元。根据公告，截至 2025 年 8 月 31 日公司总资产及净资产分别为约 9270 万元及约 1952 万元。
- **收购完成后，蜜雪进一步拓展品牌矩阵。**啤酒行业市场规模及消费基数庞大，伴随着消费者对高质量、多元化产品需求的不断提升，有望打开鲜啤市场的空间。蜜雪集团原主攻平价茶饮、咖啡，收购后将产品从现制茶饮及咖啡拓展至鲜啤，但仍保持高质平价的产品定位，预计蜜雪集团有望依托现有的供应链优势、加盟商优势等进一步拓展鲜啤领域的品牌势能。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 54.25/65.86/76.70 亿元，同比增速分别为 22.28%/21.40%/16.46%，当前股价对应的 PE 分别为 26.88/22.14/19.01 倍。蜜雪深耕现制饮品行业，兼具客群、渠道、供应链及营销等多重竞争优势，精准卡位平价茶饮价格带。我们看好其国内及海外市场渠道扩张，预计公司份额仍将持续提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧；宏观环境修复不及预期；拓店数量不及预期的风险等。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20302.47	24828.87	30443.21	36691.03	42410.49
同比增长率（%）	49.55%	22.29%	22.61%	20.52%	15.59%
归母净利润（百万元）	3137.34	4436.50	5425.05	6586.02	7670.19
同比增长率（%）	57.13%	41.41%	22.28%	21.40%	16.46%
每股收益（元/股）	12.32	14.29	14.29	17.35	20.20
ROE（%）	29.66%	23.08%	23.08%	21.91%	20.35%
市盈率（P/E）	31.18	26.88	26.88	22.14	19.01

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,829	30,443	36,691	42,410	货币资金	4,335	10,385	16,654	24,819
增长率	22.3%	22.6%	20.5%	15.6%	应收款项	538	641	773	893
营业成本	16,769	20,549	24,730	28,542	存货	2,215	3,425	3,778	3,964
%销售收入	67.5%	67.5%	67.4%	67.3%	其他流动资产	4,807	5,000	5,672	7,884
毛利	8,060	9,894	11,961	13,868	流动资产	11,896	19,450	26,877	37,560
%销售收入	32.5%	32.5%	32.6%	32.7%	权益性投资	0	1	1	2
其他收入	0	0	0	0	固定资产	5,318	6,203	6,648	7,004
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	140	86	96	101
销售费用	1,599	1,957	2,352	2,710	非流动资产	7,887	9,625	10,162	10,596
%销售收入	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	资产总计	19,783	29,075	37,039	48,156
管理费用	755	919	1,104	1,272	应付款项	1,767	1,804	2,164	2,490
%销售收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	0	200	400	600
研发费用	105	128	158	178	其他流动负债	2,750	3,187	3,981	6,886
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	流动负债	4,517	5,190	6,545	9,975
财务费用	6	-4	-7	-11	长期债务	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	206	221	221	221
息税前利润 (EBIT)	5,817	7,166	8,676	10,087	非流动负债	206	221	221	221
%销售收入	23.4%	23.5%	23.6%	23.8%	负债总计	4,723	5,411	6,766	10,196
投资收益	-3	0	0	0	归属母公司股东权益	14,956	23,509	30,053	37,682
%税前利润	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	105	156	219	278
除税前利润	5,811	7,170	8,683	10,098	负债股东权益合计	19,783	29,075	37,039	48,156
利润率	23.4%	23.6%	23.7%	23.8%	比率分析				
所得税	1,356	1,694	2,034	2,370		2024A	2025E	2026E	2027E
所得税率	23.3%	23.6%	23.4%	23.5%	每股指标				
净利润 (含少数股东损益)	4,454	5,475	6,649	7,729	每股收益	12.32	14.29	17.35	20.20
少数股东损益	18	50	63	58	每股净资产	39.40	61.93	79.17	99.26
归属于母公司的净利润	4,437	5,425	6,586	7,670	每股经营现金净流	15.83	14.85	19.03	23.75
增长率	41.4%	22.3%	21.4%	16.5%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利率	17.9%	17.8%	17.9%	18.1%	回报率				
现金流量表					净资产收益率	29.66%	23.08%	21.91%	20.35%
单位：人民币(百万)					总资产收益率	22.43%	18.66%	17.78%	15.93%
	2024A	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	29.61%	22.93%	21.66%	20.02%
净利润	4,437	5,425	6,586	7,670	增长率				
少数股东损益	18	50	63	58	营业收入增长率	22.29%	22.61%	20.52%	15.59%
营运资金变动	1,077	-167	238	951	EBIT增长率	39.54%	23.18%	21.08%	16.27%
其他变动	478	328	336	335	净利润增长率	41.41%	22.28%	21.40%	16.46%
经营活动现金流量净额	6,009	5,636	7,223	9,016	总资产增长率	35.56%	46.97%	27.39%	30.02%
资本开支	-1,450	-1,431	-1,105	-1,055	资产管理能力				
投资	-5,627	-943	-323	-312	应收账款周转天数	0.4	0.3	0.3	0.4
其他	58	-536	329	380	存货周转天数	47.7	49.4	52.4	48.8
投资活动现金流量净额	-7,019	-2,910	-1,099	-987	应付账款周转天数	33.1	31.3	28.9	29.3
股权募资	0	3,169	0	0	固定资产周转天数	63.1	68.1	63.0	57.9
债权募资	-343	200	200	200	偿债能力				
其他	66	-5	-14	-23	流动比率	2.63	3.75	4.11	3.77
筹资活动现金流量净额	-277	3,365	187	178	速动比率	1.85	2.96	3.36	3.06
现金净变动	-1,287	6,049	6,269	8,165	净负债/股东权益	-28.78%	-43.04%	-53.69%	-63.80%
					EBIT利息保障倍数	913.6	1,592.3	642.7	448.3
					资产负债率	23.87%	18.61%	18.27%	21.17%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。