



公司评级 买入（维持）

报告日期 2026年04月01日

基础数据

03月31日收盘价(港元)	293.00
总市值(亿港元)	1,112.28
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(02097.HK)2025H1业绩点评: 业绩表现优异, 积极扩张门店-2025.08.29

【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

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:** 公司 2025 年保持快速开店, 单店收入提升, 国内优化布局, 海外持续调结构, 期内成功并购鲜啤福鹿家, 多品牌矩阵底座形成。公司保持行业第一的门店规模, 持续提升内功, 完善供应链体系, 巩固先发优势, 我们预计公司 2026/2027/2028 年营业收入为 383/422/468 亿元, 同比增长 14.1%/10.3%/10.8%, 归母净利润为 65.0/71.9/79.3 亿元, 同比增长 10.5%/10.6%/10.2%, 2026/3/31 收盘价对应 2026/2027/2028 年 PE 为 16/14/13 倍。
- **2025A 业绩高速增长:** 公司 2025A 的营业收入为 335.6 亿元, 同比增长 35.2%。其中商品销售、设备销售、加盟及相关服务分别为 314.4、13.3、7.9 亿元, 同比增长 34.1%、75.4%、28.0%。归母净利润为 58.9 亿元, 同比增长 32.7%。归母净利率为 17.5%, 同比下降 0.3 个百分点。全年业绩符合预期。
- **毛利率小幅下降:** 2025A 公司的综合毛利率为 31.1%, 同比下降 1.3 个百分点。其中商品设备销售、加盟相关服务毛利率分别为 29.9%、82.6%, 同比下降 1.3、增长 2.2 个百分点。
- **规模效应带动总部费用率下降:** 2025A 公司的销售费用率、行政费用率、研发费用率分别为 6.1%、3.2%、0.3%, 同比下降 0.4、增长 0.2、下降 0.1 个百分点。2025A 有效税率同比下降 1.8 个百分点, 对冲了部分原材料成本占比增长。
- **多品牌矩阵逐步完善:** 截至 2025A, 公司的总门店数量为 59823 家, 较 2024 年底净增 13344 家, 其中幸运咖品牌 2025 年开店迅速, 鲜啤福鹿家收购带来 1354 家合并门店。按国内和海外来分, 截至 2025 年底国内总门店有 55356 家, 较 2024 年底净增 13772 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 4.8%、18.1%、19.1%、58.0%, 二线及以下城市占比提升。海外门店持续调整结构, 截至 2025 年底在营门店数量为 4467 家, 较 2024 年底净减 428 家。2025A 公司新开加盟店 15850 家(含收购), 关店 2527 家, 关店率为 5.4%, 保持行业较低水平。
- **加盟商数量稳步增长:** 截至 2025A, 总的加盟商数量为 27450 个, 较 2024 年底净增 6474 个。平均每个加盟商对应加盟店数量为 2.2 家, 同比持平。
- **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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	33,560	38,290	42,232	46,804
同比增长(%)	35.2	14.1	10.3	10.8
归母净利润(百万元)	5,887	6,502	7,194	7,927
同比增长(%)	32.7	10.5	10.6	10.2
毛利率(%)	31.1	30.8	30.6	30.4
归母净利率(%)	17.5	17.0	17.0	16.9
EPS(元)	15.65	17.29	19.13	21.08

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	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	21,540	26,933	33,157	39,674	
存货	3,673	5,965	7,673	8,224	
预付款项、其他应收款项等	518	542	564	579	
以公允价值计量的金融资产	8,935	8,935	8,935	8,935	
现金及现金等价物	7,429	10,506	14,999	20,950	
非流动资产	9,254	10,833	12,699	14,714	
物业、厂房及设备	5,459	6,686	7,551	8,374	
使用权资产	444	623	773	900	
递延税项资产	118	141	191	258	
其他非流动资产	141	141	141	141	
资产总计	30,794	37,766	45,856	54,388	
流动负债	5,621	6,084	6,972	7,568	
贸易应付款项	2,213	2,280	2,690	2,834	
其他应付款项及应计费用	2,497	2,912	3,393	3,849	
应付税款	255	294	336	336	
非流动负债	404	405	405	406	
递延收益	233	233	233	233	
租赁负债	84	84	84	84	
其他应付款项及应计费用	25	26	27	28	
负债合计	6,025	6,489	7,377	7,974	
股本	380	380	380	380	
储备	24,069	30,572	37,766	45,692	
股东权益合计	24,449	30,951	38,145	46,072	
非控股权益合计	320	326	333	341	
权益合计	24,769	31,277	38,479	46,413	
负债及权益合计	30,794	37,766	45,856	54,388	

现金流量表		单位:百万元人民币			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
税前利润	7,550	8,345	9,232	10,173	
折旧和摊销	355	344	434	501	
营运资金的变动	-389	-1,906	-1,688	-1,033	
经营活动产生现金流量	449	4,947	5,947	7,403	
投资活动产生现金流量	-1,870	-1,850	-1,450	-1,450	
融资活动产生现金流量	48	-20	-4	-2	
现金净变动	-1,373	3,077	4,493	5,951	
现金的期初余额	4,335	7,429	10,506	14,999	
现金的期末余额	7,429	10,506	14,999	20,950	

利润表		单位:百万元人民币			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业收入	33,560	38,290	42,232	46,804	
营业成本	23,108	26,504	29,322	32,590	
其他收入	348	244	292	359	
销售及分销开支	2,037	2,336	2,534	2,808	
行政开支	1,082	1,234	1,309	1,451	
研发开支	101	115	127	140	
财务成本	5	0	0	0	
税前盈利	7,550	8,345	9,232	10,173	
所得税	-1623	-1836	-2031	-2238	
税后盈利	5,927	6,509	7,201	7,935	
归母净利润	5,887	6,502	7,194	7,927	
EPS(元)	15.65	17.29	19.13	21.08	

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性(%)				
营业收入	35.2	14.1	10.3	10.8
毛利润	29.7	12.8	9.5	10.1
归母净利润	32.7	10.5	10.6	10.2
盈利能力(%)				
毛利率	31.1	30.8	30.6	30.4
归母净利率	17.5	17.0	17.0	16.9
ROE	29.9	23.5	20.8	18.8
偿债能力				
资产负债率	19.6%	17.2%	16.1%	14.7%
流动比率	3.8	4.4	4.8	5.2
营运能力(次)				
资产周转率	1.3	1.1	1.0	0.9
存货周转率	6.3	5.5	4.3	4.1
每股资料(元)				
每股收益	15.65	17.29	19.13	21.08
每股净资产	4.1	3.2	2.6	2.2
估值比率(倍)				
PE	17.4	15.8	14.2	12.9
PB	4.2	3.3	2.7	2.2

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北京同仁堂医养投资股份有限公司、瀚天天成电子科技（厦门）股份有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、中海油服、美格智能、思源电气、国泰君安国际控股有限公司、博纳西亚（杭州）医药科技股份有限公司、聚辰半导体股份有限公司、青岛平度控股集团有限公司、铜陵中旭产业投资有限公司、中金公司、环太湖国际投资有限公司、湖州南太湖国有控股集团有限公司、嵊州市投资控股有限公司、长春市城市发展投资控股（集团）有限公司、长发控股（香港）有限公司、愉欣国际有限公司、越秀地产、紫金矿业、厦门睿云联创新科技股份有限公司、内江投资控股集团有限公司、成都银行、东台市城兴投资发展有限公司、重庆三峡银行股份有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、兴证国际、民生商银国际控股有限公司、民银国际融资（香港）有限公司、天风证券、天风国际证券集团有限公司、兴业银行、瑛泰医疗、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、江苏银行股份有限公司、高邮市城市建设投资集团有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、米多多集团股份有限公司、淄博市张店区国有资产运营有限公司、盐城市大丰区海城实业发展有限公司、江苏银行、海南橡胶、合盛农业有限公司、广东天域半导体股份有限公司、成都兴城投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、龙南旅游发展投资（集团）有限责任公司、广州开发区控股集团有限公司、澄达国际有限公司、江阴国有资本控股（集团）有限公司、盐城市大丰区谐城实业发展有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、上海银行、四川港荣投资发展集团有限公司、临工重机股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、圣火科技集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、金叶国际集团有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、土耳其主权基金、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、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、Beijing Tong Ren Tang Healthcare Investment Co., Ltd.、Epiworld International Co., Ltd.、Chengdu Aerotropolis City Development Group Co., Ltd.、Science City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、HUAIBEI PUBLIC UTILITY ASSETS OPERATION CO., LTD.、Huabei City Construction Investment Holding Group Company Limited、Guangzhou Industrial Investment Fund Management Co., Ltd.、Vertex Capital Investment Ltd.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、COSL SINGAPORE CAPITAL LTD.、CHINA OILFIELD SERVICES、MEIG、SIEYUAN ELECTRIC、Giantec Semiconductor Corporation、QINGDAO PINGDU HOLDINGS GROUP CO., LTD.、Tongling Zhongxu Industrial Investment Co., Ltd.、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、CHINA INTERNATIONAL CAPITAL CORPORATION、CICC、HUANTAIHU INTERNATIONAL INVESTMENT CO., LTD.、HUZHOU NANTAIHU STATE-OWNED GROUP CO., LTD.、SHENGZHOU INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、CHANGCHUN URBAN DEVELOPMENT & INVESTMENT HOLDINGS (GROUP) CO., LTD.、JOY DELIGHT INTERNATIONAL LIMITED、YUEXIU PROPERTY、ZIJIN MINING、Akuvox (Xiamen) Networks Co., Ltd.、NEIJIANG INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、BANK OF CHENGDU、DONGTAI URBAN CONSTRUCTION INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、DONGTAI CHENGXING INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LTD.、Chongqing Three Gorges Bank Co Ltd.、Chongqing Xinsuangquan Urban Construction And Development Co Ltd.、CISI FIN.、CMBC International Holdings、CMBC International Funding (HK) Limited、TIANFENG SECURITIES、TF International Securities Group Limited、TFI Overseas Investment Limited、INDUSTRIAL BANK、INT MEDICAL、UETD CONSTRUCTION & DEVELOPMENT STATE-OWNED CAPITAL INVESTMENT OPERATION (GROUP) CO., LTD.、Bank of Jiangsu Co., Ltd Yangzhou Branch.、GAOYOU CITY CONSTRUCTION INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Hongxing Coldchain (Hunan) Co., Ltd.、Miduoduo Group Inc.、Zibo Zhangdian District State-owned Assets Operation Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Haicheng Industrial Development Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、CHINA HAINAN RUBBER INDUSTRY、HALCYON AGRICULTURE CORPORATION LIMITED、Guangdong Tianyu Semiconductor Co., Ltd.、CHENGDU XINGCHENG INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangxi Provincial Credit Financing Guarantee Group Co., Ltd.、LONGNAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Guangzhou Development District Holding Group Limited、Chengda International Co., Limited、Jiangyin State-owned Assets Holding (Group) Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Xiecheng Industrial Development Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Urban Development Investment Holding Group Co., Ltd.、Dongtai Huimin

Urbanization Construction Group Co Ltd、Dongtai Urban Construction and Investment Group Co Ltd、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、BANK OF SHANGHAI、SICHUAN GLOPORT INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD、Lingong Heavy Machinery Co., Ltd.、TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO., LTD.、TAIZHOU CHEMICAL NEW MATERIALS INDUSTRY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、Holyfire Technology Group Limited、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Turkey Wealth Fund、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.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company 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含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

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

北京

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲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

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

香港（兴证国际）

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