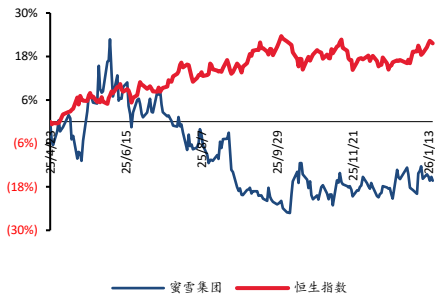


## 蜜雪集团：拓店势能不减，全球化、多品牌战略稳步推进

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	1.51/1.51
总市值/流通(亿港元)	633.41/633.41
12个月内最高/最低价(港元)	618.5/371.6

### 相关研究报告

- <<蜜雪集团：业绩超预期，竞争优势持续强化>>—2025-08-28
- <<蜜雪集团：门店数量超4.6万家，开店势能延续>>—2025-03-27
- <<蜜雪冰城：供应链壁垒与下沉红利双轮驱动，全球化打开长期空间>>—2025-03-04

### 证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

### 证券分析师：梁帅奇

电话：

E-MAIL: liangsq@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190526030002

**事件：**蜜雪集团公布 2025 年年度业绩，2025 年公司实现营业收入 335.60 亿元，同比+35.2%，实现年内利润 59.27 亿元，同比+33.1%，实现母公司普通股持有人应占利润 58.87 亿元，同比+32.7%，收入、利润增速符合预期。

**门店数量逼近 6 万家，基本盘韧性凸显。**分业务来看，2025 年商品销售/设备销售/加盟和相关服务分别实现收入 314.39/13.27/7.94 亿元，同比分别+34.1%/+75.4%/+28.0%。截至 2025 年末门店总数量达 59,823 家，较年初净增 13,344 家，其中加盟店/直营店分别为 59,785/38 家，分别较年初净增加 13,323/21 家，加盟店年内开店/关店分别为 14,496/2,527 家。**分地区来看**，中国内地/海外分别达 55,356/4,467 家，较年初净增+13,772/-428 家，国内开店势能强劲，海外印尼、越南门店重点实施运营调改优化导致门店规模阶段性收缩；**分城市来看**，中国内地一线/新一线/二线/三线及以下城市门店分别为 2,635/10,036/10,566/32,119 家，分别占比 4.8%/18.1%/19.1%/58.0%，占比同比持平/-1.5pct/+0.9pct/+0.6pct，稳健扩张门店网络，持续渗透下沉市场基本盘。

**内生外延，平台化发展构筑第二曲线。**依托“供应链+品牌 IP+门店运营”三重核心竞争力，公司持续丰富产品品类，逐步推进平台化发展。子品牌“幸运咖”通过引入多款定位于 6-8 元的果咖系列新品，有效迎合低线市场心智，强化了差异化竞争优势。公司于 2025 年完成了对“鲜啤福鹿家”品牌的战略并购，将产品品类延伸至现打鲜啤，已构建涵盖经典款及创新款鲜啤的多元产品矩阵，其中创新款包括果啤、茶啤、奶啤等，满足大众市场多样化的消费需求。

**盈利能力整体平稳，供应链壁垒优势显著。**2025 年公司整体毛利率为 31.1%，同比-1.4pct，其中商品和设备销售毛利率 29.9%，同比-1.3pct，主要系收入结构变化及若干原材料采购成本上升所致；加盟和相关服务毛利率 82.6%，同比+2.2pct，主要系加盟门店网络持续扩张增强规模经济效益所致。2025 年销售/管理/研发费用率分别为 6.1%/3.2%/0.3%，同比-0.3pct/+0.2pct/-0.1pct，期间费用管控整体稳健。

**投资建议：**我们认为蜜雪集团凭借建立覆盖全球的数字化采购网络及源头直采优势、核心饮品食材 100%自主生产的工业化体系，叠加超级 IP“雪王”深厚的消费者心智占位，已形成坚实的供应链与品牌壁垒。根据公司 2025 年业绩以及近期情况，我们调整公司盈利预测。预计 2026-2028 年收入分别为 386/429/477 亿元，同比增速为 15%/11%/11%，归母净利润分别为 67/75/82 亿元，同比增速分别为 14%/12%/10%，EPS 分别为 17.61/19.79/21.68 元，对应当前股价 PE 分别为 15x/13x/12x。

**风险提示：**食品安全风险、门店开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ **盈利预测和财务指标**

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	33560	38550	42871	47675
营业收入增长率(%)	35%	15%	11%	11%
归母净利（百万元）	5887	6687	7512	8230
净利润增长率(%)	33%	14%	12%	10%
摊薄每股收益（元）	15.51	17.61	19.79	21.68
市盈率（PE）	17.02	14.99	13.34	12.18

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	21,540	28,483	36,078	44,554
现金	7,429	10,144	12,998	16,675
应收账款及票据	30	40	42	47
存货	3,673	3,957	4,414	4,993
其他	10,408	14,342	18,624	22,840
非流动资产	9,254	10,077	10,783	11,403
固定资产	5,459	5,977	6,329	6,579
无形资产	708	941	1,209	1,488
其他	3,087	3,159	3,244	3,336
资产总计	30,794	38,560	46,861	55,958
流动负债	5,621	6,650	7,389	8,199
短期借款	28	0	0	0
应付账款及票据	2,213	2,603	2,907	3,238
其他	3,380	4,047	4,481	4,961
非流动负债	404	404	404	404
长期债务	0	0	0	0
其他	404	404	404	404
负债合计	6,025	7,054	7,792	8,602
普通股股本	380	380	380	380
储备	24,069	30,757	38,270	46,500
归属母公司股东权益	24,449	31,137	38,649	46,880
少数股东权益	320	369	419	476
股东权益合计	24,769	31,506	39,068	47,356
负债和股东权益	30,794	38,560	46,861	55,958

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7,037	7,170	7,716	8,503
净利润	5,887	6,687	7,512	8,230
少数股东权益	40	49	50	57
折旧摊销	469	519	568	607
营运资金变动及其他	641	-85	-413	-391
投资活动现金流	-3,967	-4,428	-4,863	-4,827
资本支出	-710	-1,270	-1,189	-1,136
其他投资	-3,258	-3,158	-3,674	-3,691
筹资活动现金流	23	-28	0	0
借款增加	28	-28	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-5	0	0	0
其他	0	0	0	0
现金净增加额	3,094	2,715	2,854	3,677

资料来源：WIND，太平洋证券

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	33,560	38,550	42,871	47,675
其他收入	0	0	0	0
营业成本	23,108	26,468	29,471	33,018
销售费用	2,037	2,415	2,615	2,861
管理费用	1,082	1,205	1,308	1,430
研发费用	101	139	151	165
财务费用	5	0	0	0
除税前溢利	7,550	8,681	9,727	10,649
所得税	1,623	1,946	2,165	2,362
净利润	5,927	6,736	7,562	8,286
少数股东损益	40	49	50	57
归属母公司净利润	5,887	6,687	7,512	8,230
EBIT	7,555	8,681	9,727	10,649
EBITDA	8,024	9,200	10,295	11,256
EPS (元)	15.51	17.61	19.79	21.68

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	35.16%	14.87%	11.21%	11.21%
归属母公司净利润	32.69%	13.59%	12.34%	9.55%
获利能力				
毛利率	31.14%	31.34%	31.26%	30.74%
销售净利率	17.54%	17.35%	17.52%	17.26%
ROE	24.08%	21.48%	19.44%	17.55%
ROIC	23.92%	21.38%	19.36%	17.50%
偿债能力				
资产负债率	19.57%	18.29%	16.63%	15.37%
净负债比率	-29.88%	-32.20%	-33.27%	-35.21%
流动比率	3.83	4.28	4.88	5.43
速动比率	3.01	3.50	4.08	4.63
营运能力				
总资产周转率	1.33	1.11	1.00	0.93
应收账款周转率	1202.41	1104.39	1047.22	1068.48
应付账款周转率	11.61	10.99	10.70	10.75
每股指标 (元)				
每股收益	15.51	17.61	19.79	21.68
每股经营现金流	18.54	18.89	20.33	22.40
每股净资产	64.40	82.02	101.81	123.49
估值比率				
P/E	17.02	14.99	13.34	12.18
P/B	4.10	3.22	2.59	2.14
EV/EBITDA	15.94	9.79	8.47	7.42

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。