



## 蜜雪集團 (2097 HK)

### 防守性與高增長兼備的消費標的

#### 競爭白熱化市場中逆勢突圍，2025 年上半年營收同比飆升 39.3%

在當前全球消費環境趨於謹慎、零售市場面臨諸多挑戰的宏觀背景下，蜜雪集團向市場交出了一份極具韌性的成績單。集團錄得營業收入 148.7 億元人民幣，按年增長 39.3%。是次增長主要由全球門店網絡擴張，以及向加盟商銷售原材料與設備增加所帶動。毛利 (GP) 按年增加 38.3% 至人民幣 47.06 億元；其中，受原材料 (RM) 成本上升影響，商品及設備銷售毛利率 (GPM) 小幅下滑至 30.3%，而加盟及相關服務毛利率改善至 82.7%。其他收入及收益幾乎倍增至人民幣 1.59 億元，主要來自較高的利息收入及政府補貼。純利 (NP) 按年大增 44.1% 至人民幣 27.0 億元。值得注意的是，純利增速快於收入增速，反映營運槓桿顯著；隨門店數持續增加，支援每家新增加盟門店的邊際成本下降，從而推動整體盈利能力提升。截至 2025 年 6 月 30 日，集團持有的現金及現金等價物（含定期存款）高達 176 億元人民幣，較 2024 年底增長 58.5%。充沛的現金流為公司未來的併購、海外擴張及抵禦潛在的價格戰提供了堅實的「彈藥庫」。

#### 仍具龐大的未開發市場潛力

截至 2025 年 6 月 30 日，蜜雪冰城集團 (2097.HK) 於全球營運之門店數高達 53,014 家，以門店數量為基準，穩居全球最大現製飲品企業之地位。僅在 2025 年上半年，集團淨新增門店數便達 6,534 家。憑藉龐大的門店覆蓋密度與品牌曝光度，蜜雪冰城構築起難以逾越的行業進入壁壘。在中國內地市場，集團持續稱霸低線城市，旗下 57.6% 的門店佈局於三線及以下城市。值得注意的是，中國境內仍有 84% 的行政鄉鎮尚未佈局蜜雪冰城門店，未來市場滲透空間潛力巨大。

#### 幸運咖品牌崛起，成為第二增長曲線核心引擎

蜜雪集團最令人矚目的業務更新在於其咖啡品牌——幸運咖 (Lucky Cup) 的爆發式增長。幸運咖門店數量已正式突破 10,000 家，成為中國市場繼瑞幸咖啡 (Luckin Coffee) 之後，又一個加入「萬店俱樂部」的咖啡品牌。幸運咖完美複製了蜜雪冰城的「極致性價比」打法，主打 5-10 元人民幣價格帶的現磨咖啡。這一價格區間在當前「咖啡奶茶化」和「消費降級」的趨勢下極具殺傷力，成功吸引了大量學生、藍領及小鎮青年群體。2025 年上半年，幸運咖推出了 32 款新品，重點轉向「果咖」系列（如椰子拿鐵、青提美式），這不僅利用了蜜雪既有的水果供應鏈優勢，也更符合中國消費者的口味偏好。隨著幸運咖突破萬店，它證明了蜜雪的供應鏈能力可以跨品類複製。中國咖啡市場的滲透率遠低於茶飲，幸運咖有望在未來 3-5 年內複製蜜雪冰城的增長路徑，為集團貢獻可觀的增量營收。

#### 兼具防守性與高增長預期的消費標的

我們認為，當消費者削減大額開支（如旅遊、購房、高端餐飲）時，單價 6-8 元的蜜雪冰城成為了一種「負擔得起的快樂」。與奈雪的茶 (2150.HK) 等高端品牌被迫降價損害利潤不同，蜜雪本身就生長於低價土壤，其成本結構天生適應低價競爭。數據顯示，大量原本消費 20 元以上飲品的客群正在向蜜雪流動。這種消費降級帶來的替代效應，保證了蜜雪在逆週期中的客流穩定性。蜜雪本質上是一家披著奶茶外衣的供應鏈公司。蜜雪擁有五大生產基地（河南、海南、廣西、重慶、安徽），實現了核心原料（糖漿、奶粉、果醬）的 100% 自產。這使其能夠在原材料價格波動時，通過內部調節消化成本壓力，而不必像競爭對手那樣受制於供應商。作為中國最大的檸檬採購商，蜜雪在重慶潼南建立了 1,000 平方公里的檸檬種植基地，通過「訂單農業」鎖定價格。這種對上游核心農產品的掌控力，是其他競爭對手（如古茗、茶百道）難以在短期內複製的壁壘。

#### 儘管估值存在溢價，仍為長線投資者提供具吸引力配置切入點

蜜雪冰城 2025 財年市盈率為 24.2 倍，相較茶百道等同行業企業（市盈率 11.2 倍）存在明顯估值溢價。我們認為該估值溢價具備充分合理性，核心支撐來源於其領先業績增長表現（營收增幅達 39.3%，遠超茶百道的 4.3%），以及在行業內的龍頭市場地位。投資者願意給予溢價，本質是認可集團穩健的執行能力，以及其供應鏈所構建的獨特「護城河」優勢。從股價走勢來看，當前股價較其 52 周高點 618.50 港元已回落約 34%，此次調整為長線投資者提供了具備吸引力的配置切入點。

#### 未評級

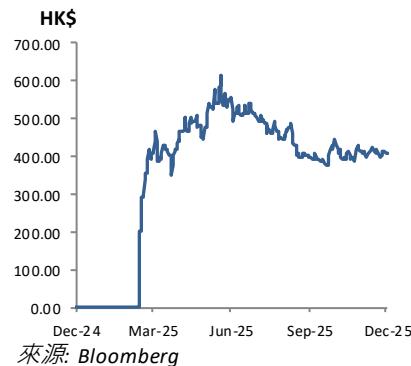
當前股價 (港元)*	409.60
目標價 (港元)	N/A
上升/下跌空間 (%)	N/A
前次評級	未評級
前次目標價	N/A
恒生指數	25,468.78
* 股價截至	17-Dec-25

#### 關鍵數據

股票代號	2097 HK
總市值 (港元)	155,492
近3個月人均成交額	215.4
52周最高價 (港元)	618.50
52周最低價 (港元)	256.00
自由流通比率 (%)	27.1%
總股本 (百萬股)	150.9

股價表現	絕對回報	相對回報
1個月	-0.6%	3.0%
3個月	2.6%	8.4%
6個月	-21.8%	-26.3%

#### 股價1年圖



葉偉焯 Raymond Ip  
raymond.ip@crosby.com  
+852 3476 2928



圖 1 同業分析（截至 2025 年 12 月 17 日收市價）

Company	Ticker	Price	Mkt cap (US\$m)	3-mth		P/E (x)		FY1-FY3		FY1	Div Yld (%)	P/B (x)		ROE (%)		ROIC	Share px chg (%)			
				Mkt cap (US\$m)	avg t/o (US\$m)	FY1	FY2	EPS Cagr (%)	PEG (x)	FY1	FY2	Hist	FY1	Hist	FY1	Hist	(%)	1-mth	3-mth	12-mth
HSI		25,300				12.5	11.1	11.4	1.09	3.1	3.2	1.38	1.33	10.7	10.3	(2.8)	0.8	29.1		
HSCEI		8,947				11.6	10.3	12.8	0.91	2.8	3.0	1.31	1.25	11.5	10.6	(3.8)	(0.3)	27.2		
CSI300		4,476				16.1	14.0	14.0	1.15	2.5	2.7	1.78	1.70	10.2	10.6	(2.9)	4.4	12.2		
<b>Sector Average</b>						<b>16.0</b>	<b>14.6</b>	<b>21.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>3.3</b>	<b>2.5</b>	<b>16.1</b>	<b>10.5</b>	<b>9.8</b>	<b>(9.0)</b>	<b>3.0</b>	<b>21.1</b>	
<b>Sector Median</b>						<b>14.9</b>	<b>14.8</b>	<b>15.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>16.2</b>	<b>9.9</b>	<b>10.8</b>	<b>(9.8)</b>	<b>(2.9)</b>	<b>31.9</b>	
Tencent	700 HK	611.00	717,808	1,402.6	19.9	17.6	12.6	1.59	0.9	1.0	4.36	4.35	20.9	20.8	12.7	(3.1)	3.0	49.9		
Baba-W	9988 HK	148.50	364,161	2,467.1	22.1	16.1	29.4	0.75	0.8	0.8	N/A	2.54	15.2	9.9	8.8	(10.1)	28.3	77.4		
Meituan-W	3690 HK	95.45	74,941	872.4	N/A	21.5	N/A	N/A	0.0	0.0	2.62	3.13	17.1	(7.7)	13.0	(1.1)	(18.5)	(44.7)		
Jd-Sw	9618 HK	110.50	41,261	239.3	10.7	8.1	33.4	0.32	2.8	2.8	N/A	1.18	14.0	9.9	3.8	(14.1)	(8.8)	(19.9)		
Bidu-Sw	9888 HK	106.40	38,338	314.1	14.9	13.5	14.6	1.02	0.0	0.0	N/A	0.94	3.4	5.4	(0.8)	(9.4)	25.2	26.9		
Kuaishou-W	1024 HK	63.15	35,175	387.1	12.2	10.6	15.6	0.78	0.3	0.0	2.79	3.11	26.1	24.8	21.2	(16.4)	(11.4)	37.0		

來源: 公司資料, Crosby Securities

## 主要財務數據

Yr ended 31 Dec	FY 2022	FY 2023	FY 2024
<b>Income Statement (CNY'm)</b>			
Revenue	<b>13,576</b>	<b>20,302</b>	<b>24,829</b>
YoY%	31.2	49.6	22.3
Gross profit	<b>3,847</b>	<b>5,999</b>	<b>8,060</b>
YoY%	18.6	55.9	34.4
EBITDA	<b>2,785</b>	<b>4,361</b>	<b>6,082</b>
YoY%	6.4	56.6	39.5
Net profit	<b>1,997</b>	<b>3,137</b>	<b>4,437</b>
YoY%	4.5	57.1	41.4
EPS (Fully diluted)	<b>5.550</b>	<b>8.710</b>	<b>12.320</b>
YoY%	4.3	56.9	41.4
DPS	<b>0.290</b>	<b>0.278</b>	<b>0.000</b>
YoY%	0.0	(4.2)	(100.0)
<b>Balance Sheets (CNY'm)</b>			
Cash & Cash Equiv	2,764	5,622	4,335
ST Investments	1,801	640	3,481
AR	15	28	26
Inventories	1,541	2,232	2,215
Other current assets	435	626	1,839
Total Current Assets	<b>6,556</b>	<b>9,148</b>	<b>11,896</b>
PP&E	2,147	3,817	5,700
LT Investments	11	10	7
Other Non-currassets	1,231	1,618	2,181
Total Non-Current Assets	<b>3,389</b>	<b>5,445</b>	<b>7,887</b>
Payables & Accruals	1,921	3,143	4,105
ST Debts	219	332	52
Other current Liabilities	198	259	360
Total Current Liabilities	<b>2,339</b>	<b>3,734</b>	<b>4,517</b>
LT Debts	63	54	41
Other LT Liabilities	65	209	165
Total Long-Term Liabilities	<b>127</b>	<b>264</b>	<b>206</b>
Shareholders' Equity	<b>7,454</b>	<b>10,507</b>	<b>14,956</b>
Minority interests	25	88	105
Total Equity	7,479	10,595	15,061
Total Debts	282	386	93
Net cash / (debts)	2,483	5,236	4,243

來源: Bloomberg, Crosby Securities

Yr ended 31 Dec	FY 2022	FY 2023	FY 2024
<b>Cash Flow Statement (CNY'm)</b>			
Net Income	1,997	3,137	4,437
Dep & Amort.	184	268	419
Working capital changes	228	243	1,077
Other adjustments	22	146	76
<b>Cash From Operations (CFO)</b>	<b>2,431</b>	<b>3,794</b>	<b>6,009</b>
YoY%	43.6	56.1	58.4
Capex	(1,260)	(1,691)	(1,450)
Other investments	(942)	865	(5,569)
<b>Cash From Investing Activities</b>	<b>(2,202)</b>	<b>(825)</b>	<b>(7,019)</b>
Free Cash Flow (CFO - Capex)	<b>1,171</b>	<b>2,103</b>	<b>4,559</b>
YoY%	58.2	79.6	116.8
Net change in debts	139	105	(294)
Shares issue & buyback (net)	0	0	0
Dividends	(104)	(100)	0
Others	(175)	(115)	17
<b>Cash from Financing Activities</b>	<b>(140)</b>	<b>(111)</b>	<b>(277)</b>
Opening cash	2,676	2,764	5,622
Net Changes in Cash	88	2,858	(1,287)
<b>Closing cash</b>	<b>2,764</b>	<b>5,622</b>	<b>4,335</b>
<b>Ratios</b>			
Gross margin	28.3%	29.5%	32.5%
Ebitda margin	20.5%	21.5%	24.5%
Net margin	14.7%	15.5%	17.9%
Payout	5.2%	3.2%	0.0%
Effective tax	24.3%	23.3%	23.3%
Ebit margin (%)	19.6	20.5	23.4
Interest burden (x)	1.00	1.00	1.00
Tax budren (x)	0.75	0.76	0.76
Asset turnover (x)	1.57	1.65	1.44
Leverage (x)	1.33	1.37	1.35
<b>ROE</b>	<b>30.7%</b>	<b>34.9%</b>	<b>34.8%</b>
<b>ROIC</b>	<b>28.9%</b>	<b>33.1%</b>	<b>32.8%</b>
Total debts / Total Capital	3.6%	3.5%	0.6%
Net debts / SH Equity	Net cash	Net cash	Net cash



## 信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

### 分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及／或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及／或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及／或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

### 股票的評級披露

#### 基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

**買入 (BUY) :** 預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

**中性 (NEUTRAL) :** 預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10% 至 10% / 中小型股票 15%。

**賣出 (SELL) :** 預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

#### 策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和 / 或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

**策略買入 (TB) :** 該股票的潛在總回報預計超過 20%。

**策略賣出 / 做空 (TS/TSH) :** 預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

**平倉 / 到期策略性建議:** 策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

**未評級 (NR) :** 沒有基本或策略性建議評級的股票。

**審查中 (UR) :** 股票的目標價和 / 或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。



## 一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。.

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去的表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同的觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

**此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。**