

## 今日焦點:

### ▶ 蜜雪冰城 (2097 HK, 股價HK\$460.40, 市值695億港元) 1H25表現強勁

1H25業績符合預期。受益于中國外賣平臺端持續釋放的積極補貼政策與超市場預期的門店擴張,上半年營收同比增長39%至149億元人民幣。按業務劃分,商品銷售/設備銷售/加盟費用分別同比增長39%/42%/30%,佔總收入比例各為93%/4.4%/2.6%。淨利潤同比增長43%至27億元人民幣。毛利率同比下降0.2個百分點至31.6%,主要因為檸檬與咖啡豆等原材料成本上升所致。儘管管理費用率上升0.3個百分點,但受益於有效稅率下降,淨利率同比上升0.5個百分點至18.1%。

圖 1: 1H25 業績回顧

	1H24		1H25		Results comments
	RMB mn	% of Rev	RMB mn	% of Rev YoY chg	
Revenue	10,677		14,875	39%	Thanks to aggressive delivery subsidy and 34% growth in store count
Cost of sales	(7,274)		(10,168)	40%	
Gross profit	3,403	31.9%	4,706	31.6%	higher raw material costs for lemons and coffee beans
Other income	81	0.8%	159	1.1%	
Selling and distribution expenses	(651)	-6.1%	(934)	-8.1%	
Administrative expenses	(283)	-2.6%	(438)	-2.9%	
R&D expense	(40)		(41)	2%	
Finance costs	(6)		(2)	-5.3%	
Profit before income taxes	2,502		3,468	39%	
Income tax expense	(615)	-5.8%	(750)	-5.0%	
Net profit	1,884	17.6%	2,693	18.1%	Thanks to lower effective tax rate

資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

門店擴張加速推進。截至2025年6月30日,蜜雪冰城於全球範圍內的門店數量攀升至53,014家。從地域分佈來看,中國內地門店佔據主導地位,占比高達91%。在門店運營模式上,加盟商經營門店數為52,996家。中國內地市場上半年門店拓展成果顯著,淨新增門店6,697家,且佈局策略呈現明顯下沉趨勢,其中58%的新店選址於三線及以下城市,進一步深耕下沉市場,挖掘潛在消費群體。海外市場門店數量為4,733家,減少162家,主要源於公司主動對印尼與越南市場中的低效門店進行優化整合。着眼未來,蜜雪冰城计划在深化东南亚市场渗透的同时,积极拓展全新市场领域,不断提升品牌国际影响力。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,201	-1.3%	25.6%
中資企業指數	9,020	-1.4%	23.7%
紅籌指數	4,273	-1.6%	13.0%
滬深300指數	4,386	-1.5%	11.5%
上海A股	3,984	-1.8%	-2.4%
上海B股	260	1.3%	-2.4%
深圳A股	2,504	-1.9%	22.3%
深圳B股	1,315	-0.6%	8.4%

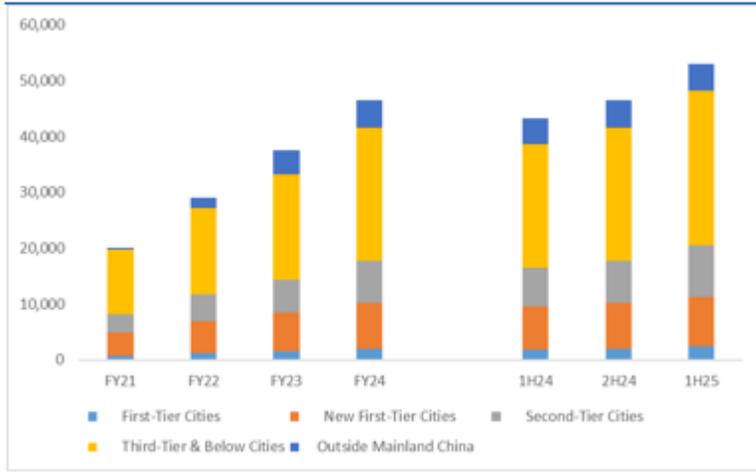
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	45,565	0.3%	7.1%
標普500	6,481	0.2%	10.2%
美國納斯達克指數	21,580	0.2%	11.8%
日經平均指數	42,696	0.4%	7.0%
英國富時指數	9,255	-0.1%	13.2%
法國證券公會指數	7,743	0.4%	4.9%
德國法蘭克福指數	24,046	-0.4%	20.8%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	3,397	0.1%	29.4%
銅價 (美元/盎司)	2,132	-0.2%	19.4%
銀價 (美元/盎司)	38	-0.0%	33.6%
原油 (美元/桶)	64	1.4%	-11.1%
銅價 (美元/盎司)	9,755	-0.4%	11.3%
鋁價 (美元/盎司)	2,602	-0.8%	2.0%
鉛價 (美元/盎司)	1,348	-0.5%	48.4%
錳價 (美元/盎司)	2,761	-2.0%	-7.3%
小麥 (美分/蒲式耳)	502	-1.4%	-8.8%
玉米 (美分/蒲式耳)	406	-0.9%	-8.5%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,047	-0.2%	2.1%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-10.1%
CRB 指數	300	-0.3%	3.0%
BDI			104.7%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	147.4	0.8	7.2
港元	0.1		0.1	18.9	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.1		171.6	1.1	8.3
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.7	1.1	183.8		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.6	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	14	-5.4%

圖 2：各地區門店數量

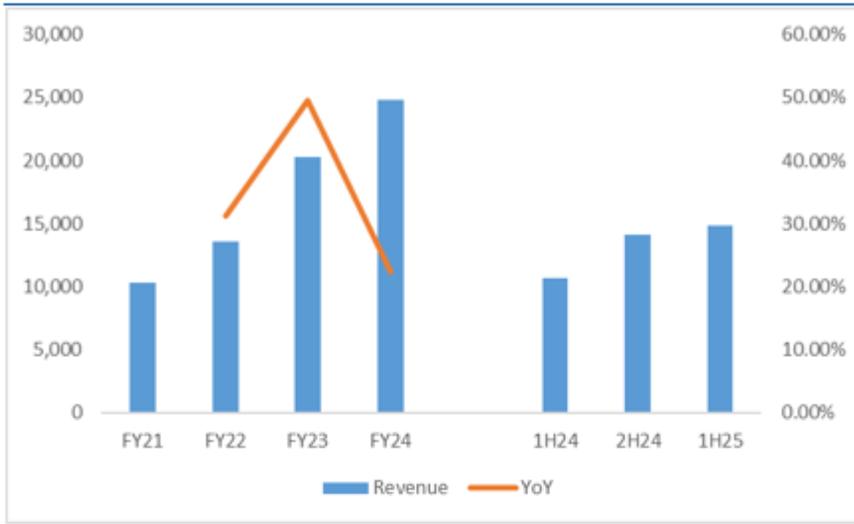


資料來源：公司數據，新華滙富研究

**幸運咖成為新增長引擎。**該品牌於2017年推出，主打5-10元人民幣價位的高性價比咖啡產品，涵蓋果咖、奶咖、果茶及奶茶等多元品類。截至7月末，幸運咖門店數已超7,200家。年內品牌擴張速度加快，尤其在高線城市。幸運咖通過提供更優惠的加盟政策吸引加盟方進軍一、二線重點市場。

**我們觀點：**蜜雪冰城憑藉平均單價低於1美元的極致定價策略，在現制飲品市場形成差異化競爭壁壘，構築起顯著的市場領先地位。儘管當前外賣平臺高力度補貼難以長期延續，但公司以高性價比為核心的產品定位，仍是維繫消費者粘性與客戶留存的關鍵支撐。子品牌幸運咖表現亮眼，在保持強勁增長勢頭的同時實現快速擴張，成為集團業績新增量。供應鏈與運營端方面，公司依託成熟的供應鏈體系及高效運營能力，對成本端的把控能力較強，預計後續原料價格對整體盈利的擾動將處於可控範圍。該股2025財年預測市盈率為30倍。

圖 3：收入（百萬人民幣）及同比增長



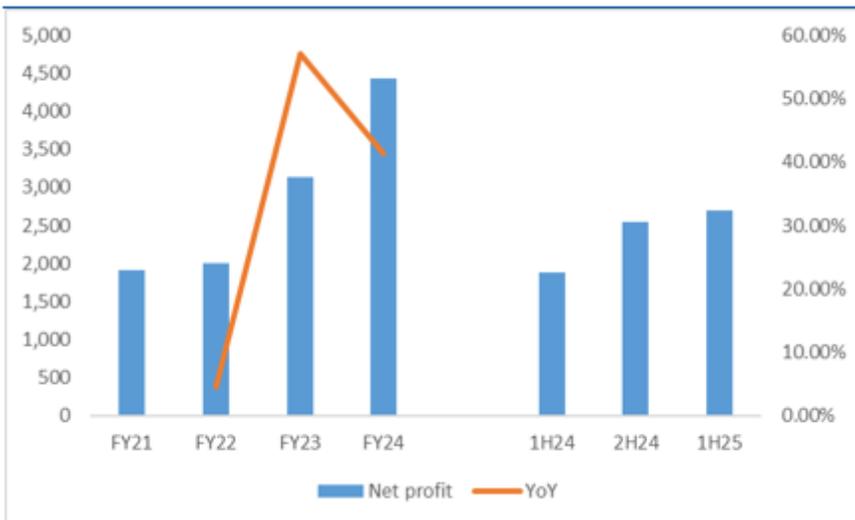
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 4：毛利（百萬人民幣）及同比增長



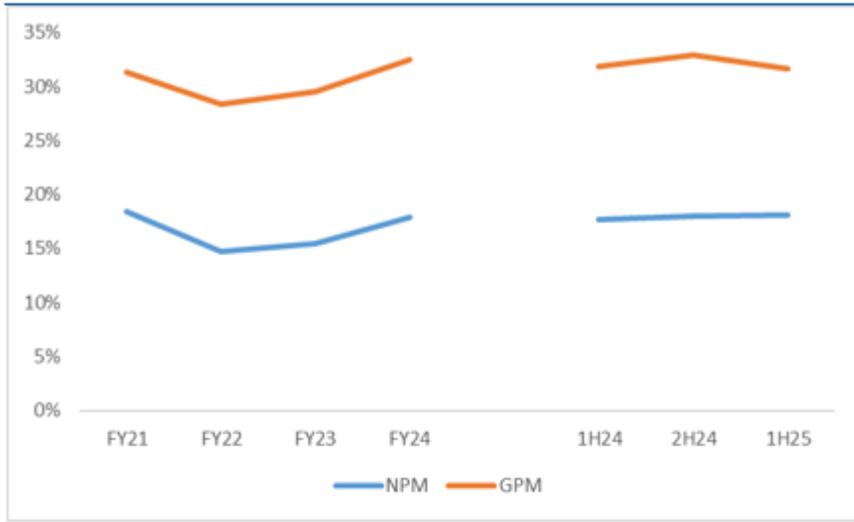
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 5：淨利潤（百萬人民幣）及同比增長



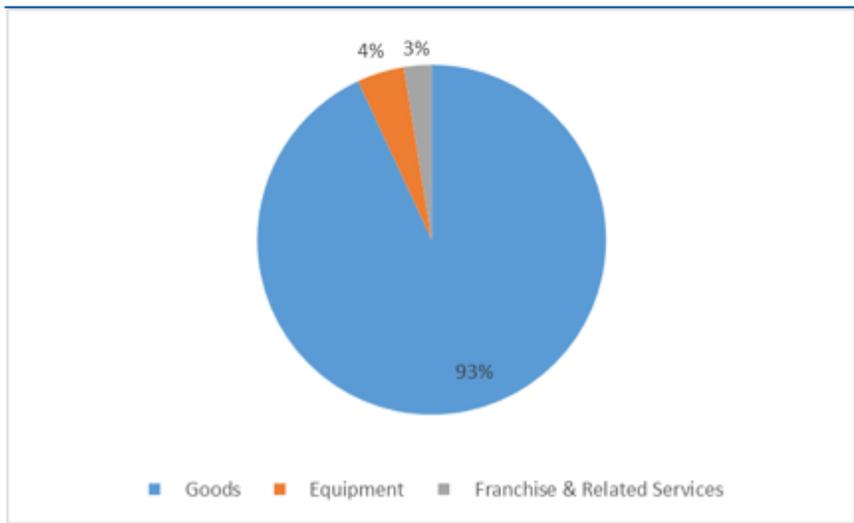
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 6：毛利率和淨利率



資料來源：公司數據，新華滙富研究

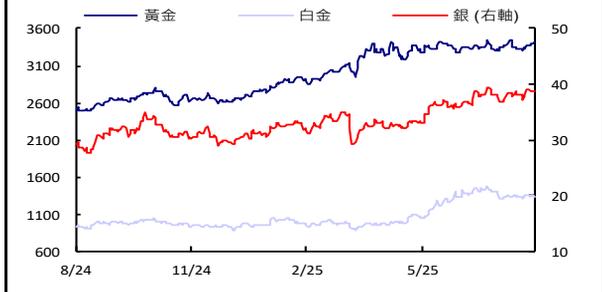
圖 7：收入組成



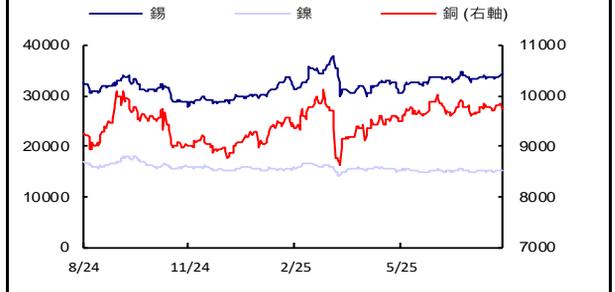
資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	3405	2.9	28.9	36.1
白金 (盎司)	1348	1.0	50.8	43.8
銀 (盎司)	39	8.0	32.4	32.6



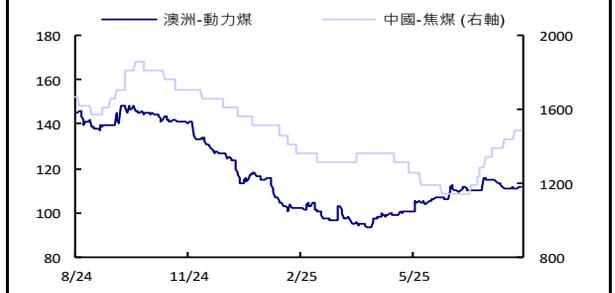
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	9756	(1.2)	11.3	5.3
鎳 (噸)	15131	(0.6)	(1.3)	(11.1)
錫 (噸)	34553	2.5	18.8	6.0



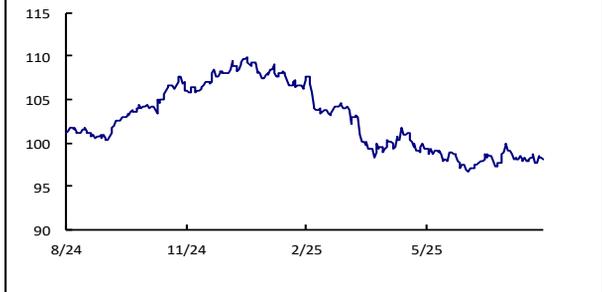
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	64.2	(1.5)	(10.6)	(13.9)
天然氣 (百萬英熱)	2.9	(17.0)	(21.1)	48.5



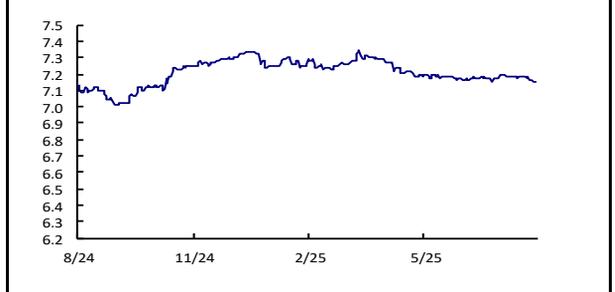
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1490.0	30.7	(7.5)	(10.8)
澳洲動力煤 (US\$/t)	1116	1.5	(10.9)	(23.1)



美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.2	1.4	(9.5)	(2.8)



人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	7.2	(0.2)	(2.0)	0.3



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	(1.3)	12.4	4.7
英鎊	1.3	(1.7)	7.8	2.3



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	147.4	2.4	(6.2)	2.0
韓圓	1393.7	3.0	(5.7)	4.3



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
首次申請失業保險金人數	週		25年8月28日
國內生產毛額	季		25年8月28日
批發庫存	月		25年8月29日
個人收入與支出	月		25年8月29日
採購經理人指數	月		25年9月2日
耐久財訂單	月		25年9月3日
工廠訂單	月		25年9月3日
貿易收支	月		25年9月4日
就業報告	月		25年9月5日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月11日
商業庫存	月		25年9月16日
零售業銷售額	月		25年9月16日
工業生產指數	月		25年9月16日
新屋開工與營建許可	月		25年9月17日
成屋銷售量	月		25年9月23日
新屋銷售	月		25年9月24日
消費者信心指數	月		25年9月30日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年8月31日
外匯儲備	季		25年9月7日
貿易收支	月		25年9月8日
M2貨幣供應量	月		25年9月9日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月10日
零售業銷售額	月		25年9月15日
工業生產報告	月		25年9月15日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		25年8月29日
零售業銷售額	月		25年9月1日
採購經理人指數	月		25年9月3日
外匯儲備	月		25年9月5日
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
失業率報告	月		25年9月16日
消費者物價指數	月		25年9月22日
貿易收支	月		25年9月25日
國內生產毛額	季		25年10月31日
綜合利率	月		

滙富研究部

**分析員**

王學宏 (Howard Wong)  
劉恩妍 (Ensley Liu)

**電郵**

Howard.wong@sunwahkingsway.com  
Ensley.liu@sunwahkingsway.com

**電話**

(852)22837307  
(852)22837618



## 免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

## 總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港  
滙富金融服務有限公司  
香港金鐘道89號  
力寶中心1座7樓  
電話：852-2283-7000  
傳真：852-2877-2665

廣州  
廣東新華滙富商業保理有限公司  
廣州越秀區先烈中路69號  
東山廣場2701室  
郵編510095

越南  
新華滙富越南服務有限公司代表處  
Sunwah Tower, Mezzanine Floor  
115 Nguyen Hue  
District 1  
Ho Chi Minh City  
Vietnam