

社会服务行业双周报（第 102 期）

如何理解蜜雪集团上市后首周股价的优异表现？

优于大市

核心观点

周观点：如何理解蜜雪集团上市后首周股价的优异表现？截至 3 月 7 日公司股价相较发行价 202.5 港元已上涨 75.3% 至 355 港元。纵观海内外连锁消费业态龙头，高速扩张期的估值中枢通常显著高于成熟期(60-100 倍 vs 稳定期 15-30 倍)，而成熟期优秀企业凭借经营阿尔法仍有望获得相对估值溢价。其核心逻辑在于，门店数量扩张能为连锁企业收入增长提供更强劲的信心，考虑新店爬坡期过后的盈利兑现有较强预期，市场往往愿意对高速拓店企业给予估值溢价。而步入成熟期后，增长动能切换为运营驱动的同店增长及盈利质量验证，经营能力较优的企业仍能保持横向对比的优势。**2024 年蜜雪集团逆势下兼顾相对突出的扩张及优秀的盈利能力。**根据蜜雪集团全球发售招股书，2024 年门店网络实现 GMV583 亿元/+22%，公司实现归母净利润不低于 44 亿元/+40% 以上。2024 年末，合计 4.6 万家门店/+24%。**业绩层面**，受益于规模效应，2024 年前三季度毛利率由 2023 年同期 29.7% 自然改善至 32.4%，归母净利率由 15.6% 改善至 18.7%。**后续**，凭借庞大门店体系，公司逐步释放供应链规模效应，预计毛利率有望持续改善。成长性来看，依托下沉和出海，门店扩张预计仍有较良好增长空间（下沉门店已覆盖 4900+ 个乡镇，但目前中国约有 3 万个乡镇，海外门店数 21-24 年三季度末复合增速为 185%）。

板块复盘：消费者服务板块报告期内上涨 0.08%，跑赢大盘 0.95pct。报告期内，国信社服板块涨幅居前的股票为科锐国际、同道猎聘、中国东方教育、奈雪的茶、国旅联合、海底捞、BOSS 直聘、东方甄选、银河娱乐、同程旅行。

行业新闻：政府工作报告指出实施提振消费专项行动，落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力，完善免税店政策，推动扩大入境消费。国务院发布《优化消费环境三年行动方案（2025-2027 年）》，部署各地区、各部门全面优化消费环境。国家卫健委正在会同有关部门起草育儿补贴操作方案。海底捞旗下焰清烤肉铺子登陆广州，三店齐开；客单价约 110 元/人。

风险提示：自然灾害等系统风险；政策风险；门店扩张速度不及预期等。

投资建议：维持“优于大市”评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块估值有望迎来持续修复。目前经济环境和市场风格下建议配置美团-W、携程集团-S、海底捞、科锐国际、亚朵、同程旅行、学大教育、天立国际控股、同庆楼等。中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、粉笔、海南机场、米奥会展、传智教育、君亭酒店、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶、东方甄选等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
300662.SZ	科锐国际	优于大市	33.4	66	1.06	1.24	31.51	26.94
605108.SH	同庆楼	优于大市	22.2	58	0.53	1.08	41.92	20.57
6862.HK	海底捞	优于大市	16.1	900	0.83	0.92	19.45	17.55
3690.HK	美团-W	优于大市	169.3	10343	7.07	8.59	23.94	19.71
9961.HK	携程集团-S	优于大市	471.9	3225	25.40	28.85	18.58	16.36

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业周报

社会服务

优于大市 · 维持

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《OTA 行业专题：海外 OTA 龙头财报跟踪与国际视角下的“AI”应用观察》——2025-02-25

《社会服务行业双周报（第 101 期）-外卖行业提升骑手职业保障，蜜雪冰城启动港股招股》——2025-02-24

《社会服务行业点评-国产 AI 大模型迎突破进展，社服板块应用落地场景多元可期》——2025-02-12

《社会服务行业双周报（第 100 期）-2025 年春节消费市场彰显韧性，文旅等结构性消费亮点突出》——2025-02-09

《春节数据解读暨 2 月投资策略：黄金周出行热度不减，入境游、下沉消费结构亮点突出》——2025-02-05

内容目录

周观点：如何理解蜜雪集团上市后首周的股价优异表现？	4
板块复盘：消费者服务板块跑赢大盘 0.95pct	6
行业与公司动态	7
一、 行业资讯	7
二、 社服上市公司公告	7
三、 未来一月内股东大会整理	8
港股通持股梳理	8
投资建议	9

图表目录

图1： 1999–2009 年麦当劳 PE 随门店增速放缓而逐步收敛	4
图2： 2014–2018 年间麦当劳 PE 随业绩增速转正而向上修复	4
图3： 2021–2024 门店数量及门店数/GMV 增速（右轴）	5
图4： 2021–2024 前三季度公司毛利率及归母净利率情况	5
图5： 各行业板块指数涨跌幅（2025. 2. 23–2025. 3. 9）	6
图6： 社服港股核心标的港股通占自由流通股本比例（2025. 2. 23–2025. 3. 9）	8
表1： 国信社服板块个股涨跌幅（2025. 2. 23–2025. 3. 9）	6
表2： 未来一月内社服板块股东大会整理	8

周观点：如何理解蜜雪集团上市后首周的股价优异表现？

蜜雪集团上市一周内股价相较发行价已上涨 75.3%。蜜雪集团于 3 月 3 日正式上市，发行价为 202.5 港元，截至 3 月 7 日收盘已相较发行价涨幅 75.3% 至 355.0 港元，市值达 1243 亿元人民币。据全球发售招股书显示，2024 年公司归母净利润不低于 44 亿人民币，对应 2024PE 为 28.25 倍。

纵观美国及国内连锁消费业态龙发展史，高速扩张期的企业估值中枢通常显著高于成熟期（动态市盈率 60-100 倍 vs 稳定期 15-30 倍）。其核心逻辑在于，连锁企业的增长引擎可拆解为门店数量扩张与同店增长双轮驱动，而餐饮、茶饮及酒店的单店服务容量有刚性约束（酒店业受限于客房数量，餐饮业受限于餐桌周转，茶饮业受制于人工产能，从扩产所需的资本投入来看酒店>餐饮>茶饮），规模扩张相比同店优化更能打开收入增长空间，因此门店数量高速扩张能为公司收入增长提供更强劲的信心。由于盈利释放遵循“收入增长→净利润提升→自由现金流改善”的传导路径，同时新店爬坡期后的盈利兑现有较强预期，市场往往愿意对高速拓店企业给予估值溢价。而当企业步入成熟稳定期，增长动能切换为以运营提效驱动的同店增长及盈利质量验证，估值中枢随之收敛，但成熟期的优秀企业凭借经营阿尔法仍能获得横向对比的估值溢价。

图1: 1999-2009 年麦当劳 PE 随门店增速放缓而逐步收敛

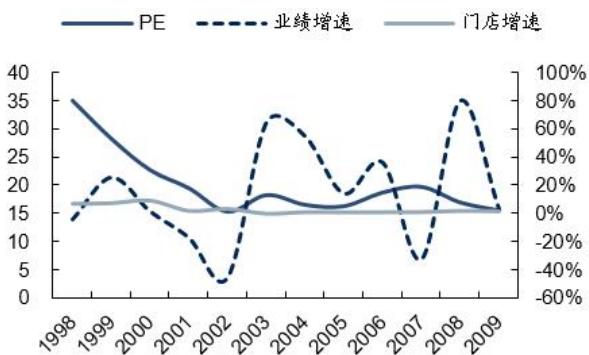
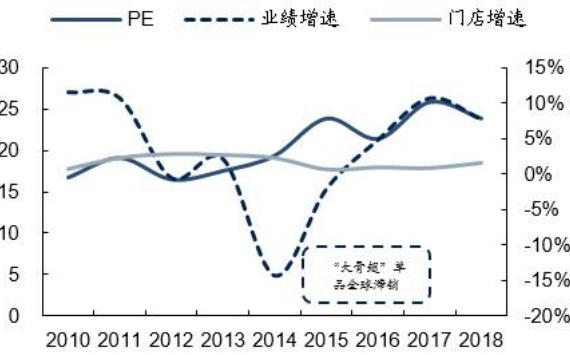


图2: 2014-2018 年间麦当劳 PE 随业绩增速转正而向上修复



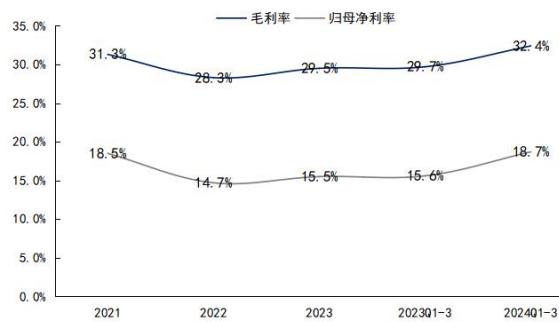
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

回顾 2024 年，蜜雪集团逆势下兼顾较突出的扩张及优异的盈利能力。根据蜜雪集团全球发售招股书，2024 年公司旗下门店网络实现终端销售额 583 亿元/+22%，公司实现归母净利润不低于 44 亿元，同比增长不低于 40%。进一步拆解公司的收入增长动能，从门店数量上来看，截至 2024 年年末，公司合计拥有 46479 家门店，同比增长 23.7%；尽管受宏观环境及行业竞争影响，2024 年前三季度公司同店终端零售额下滑 0.6%，但公司旗下新开加盟店的平均单店设备支出也 -9.1% 至 6.85 万元（销售设备在公司收入结构中占比较少，2024 年前三季度约 3%，因此对公司收入表现影响较小），加盟商仍能获得横向对比不错的收益，进而支撑蜜雪冰城加盟门店仍能维持 20% 以上的增速。在盈利能力层面，公司受益于连锁业态的规模效应，2024 年前三季度毛利率由 2023 年同期的 29.7% 自然改善至 32.4%，归母净利率由 15.6% 自然改善至 18.7%。

图3: 2021–2024 门店数量及门店数/GMV 增速 (右轴)


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图4: 2021–2024 前三季度公司毛利率及归母净利率情况


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

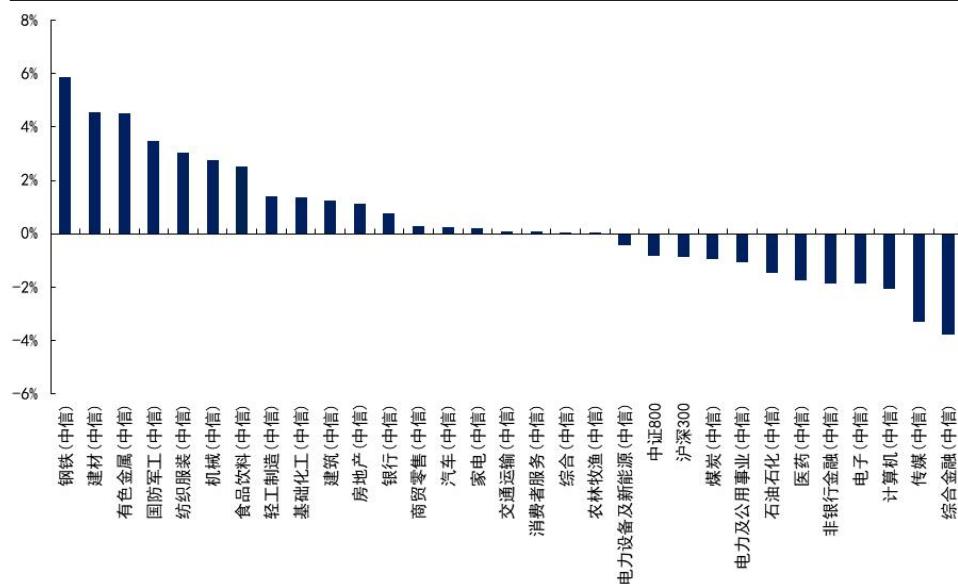
展望后续，公司凭借其庞大的门店体系，逐步释放供应链的规模效应，**预计毛利率及净利率有望持续改善**。而从成长性角度来看，公司依托下沉和出海，门店扩张预计仍有较良好增长空间。从国内来看，平价定位加持下，乡镇市场仍有较大布局空间（门店已覆盖超过300个地级市、1700个县城和4900个乡镇，而目前中国约有30000个乡镇）；从海外市场来看，蜜雪冰城品牌已开启全球化布局，覆盖中国及海外11个国家（印度尼西亚、越南、马来西亚、泰国、菲律宾、柬埔寨、老挝、新加坡、澳大利亚、韩国及日本），品牌出海已经是门店保持快速扩张的新动能（从门店增速看，2021–2024年三季度末蜜雪冰城海外门店复合增速为184.6%，目前仍主要布局东南亚地区）。

风险提示：消费力修复不及预期；茶饮行业竞争进一步恶化；产品更迭滞后于消费者消费习惯变化；门店扩张增速放缓等。

板块复盘：消费者服务板块跑赢大盘 0.95pct

消费者服务板块报告期内上涨 0.08%，跑赢大盘 0.95pct。2025 年 2 月 23 日至 2025 年 3 月 9 日期间，中信消费者服务板块期内上涨 0.08%，位列所有行业指数中第 17 位(共 30 个行业指数)，同期沪深 300 指数下跌 0.87%，跑赢大盘 0.95pct。

图5: 各行业板块指数涨跌幅 (2025. 2. 23–2025. 3. 9)



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

注: 板块指数采用中信一级行业指数

报告期内 (2025 年 2 月 23 日–2025 年 3 月 9 日)，**国信社服板块涨幅居前的股票**为科锐国际 (32.02%)、同道猎聘 (26.90%)、中国东方教育 (20.94%)、奈雪的茶 (20.59%)、国旅联合 (13.14%)、海底捞、BOSS 直聘、东方甄选、银河娱乐、同程旅行。**国信社服板块跌幅居前的股票**为希教国际控股 (-15.17%)、KEEP (-8.84%)、科德教育 (-7.51%)、米奥会展 (-4.38%)、大连圣亚 (-4.35%)、豆神教育、兰生股份、长白山、宇华教育、天目湖。

表1: 国信社服板块个股涨跌幅 (2025. 2. 23–2025. 3. 9)

本周涨幅居前 公司简称	涨跌幅	本周跌幅居前 公司简称	涨跌幅
科锐国际	32.02%	希教国际控股	-15.17%
同道猎聘	26.90%	KEEP	-8.84%
中国东方教育	20.94%	科德教育	-7.51%
奈雪的茶	20.59%	米奥会展	-4.38%
国旅联合	13.14%	大连圣亚	-4.35%
海底捞	12.32%	豆神教育	-3.90%
BOSS 直聘	11.63%	兰生股份	-3.80%
东方甄选	10.94%	长白山	-3.65%
银河娱乐	10.34%	宇华教育	-2.70%
同程旅行	9.97%	天目湖	-2.27%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业与公司动态

一、行业资讯

【政府工作报告指出实施提振消费专项行动，落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力，完善免税店政策，推动扩大入境消费】3月5日，十四届全国人大三次会议在人民大会堂举行开幕会。国务院总理李强作政府工作报告时指出，实施提振消费专项行动，制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境专项措施，释放多样化、差异化消费潜力，推动消费提质升级。多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制。从放宽准入、减少限制、优化监管等方面入手，扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给。创新和丰富消费场景，加快数字、绿色、智能等新型消费发展。落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力。完善免税店政策，推动扩大入境消费。深化国际消费中心城市建设，健全县域商业体系。完善全口径消费统计制度。强化消费者权益保护，营造安全放心消费环境。

【国务院发布《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》】2月19日，经国务院同意，市场监管总局、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、文化和旅游部联合印发《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》（以下简称《行动方案》），部署各地区、各部门全面优化消费环境，切实提振消费信心和预期，激发消费市场活力，提升人民生活品质。

【国家卫生健康委正在会同有关部门起草育儿补贴的操作方案】3月7日，第十四届全国人民代表大会第三次会议江苏代表团全体会议在京举行，国家卫生健康委党组书记、主任雷海潮在会上透露，国家卫生健康委正在会同有关部门起草育儿补贴的操作方案，届时大家会看到直接的惠民措施和相应的政策安排。

【海底捞旗下焰请烤肉铺子登陆广州，三店齐开引领餐饮新潮流】海底捞旗下焰请烤肉铺子以城市首店矩阵形式落子广州——首店率先入驻白云区五号停机坪商圈，此后佳兆业广场店、颐高数码广场店两店接力亮相，形成“三店齐开”的首店集群效应。此前焰请烤肉铺子新开门店主要集中在1.5及2线城市，此次是首次落地北上广深。据第三方餐饮平台数据显示，焰请烤肉铺子在广州开业以来，平均客单价为110元/人，239元到479元不等的多元化的套餐设计覆盖不同消费需求。“目前最受消费者欢迎的是239元的二人餐，菜品包括门店三种招牌牛肉、鱼籽虾肉滑、椒香鸡腿排、素菜拼盘，还有石锅拌饭和海带汤各一份。”焰请烤肉铺子白云区五号停机坪店店长介绍道。

二、社服上市公司公告

【学大教育】2月27日，学大教育发布公告披露借款事项进展。经友好沟通，公司已于近日向紫光卓远偿还借款本金人民币4,925.49万元，截至目前，公司对紫光卓远的剩余借款本金金额为人民币0元，本金已全部还清。上述借款本金对应利息由公司在2025年12月31日前另行支付。

【科锐国际】科锐国际发布公司2024年业绩快报，2024年公司预计营业收入117.93亿元，同比增长20.60%；预计实现利润总额人民币2.77亿元，比上年同期下降3.07%；预计实现净利润2.04亿元，同比增长1.50%。

【北京人力】2月28日，北京人力发布公告披露转让子公司股权及关联交易相关

事项。为进一步深化重组，聚焦核心业务，持续提升专业化发展，公司拟通过协议转让方式向关联方置业投资转让公司全资子公司黄寺公司 100%股权，转让价格不低于 4.4 亿元。黄寺公司的主营业务包括租赁管理、物业管理及相关服务，其核心资产为黄寺商厦及西苑操场 15 号楼两处投资性房地产（均为公司重大资产重组项下的保留资产），与公司人力资源主业协同性较低，短期内无法匹配自用办公需求。为了进一步深化重组，聚焦人力资源主业，优化公司资产结构，公司拟将重大资产重组项下的保留资产黄寺公司等相关资产进行内部整合并处置。

三、未来一月内股东大会整理

表2：未来一月内社服板块股东大会整理

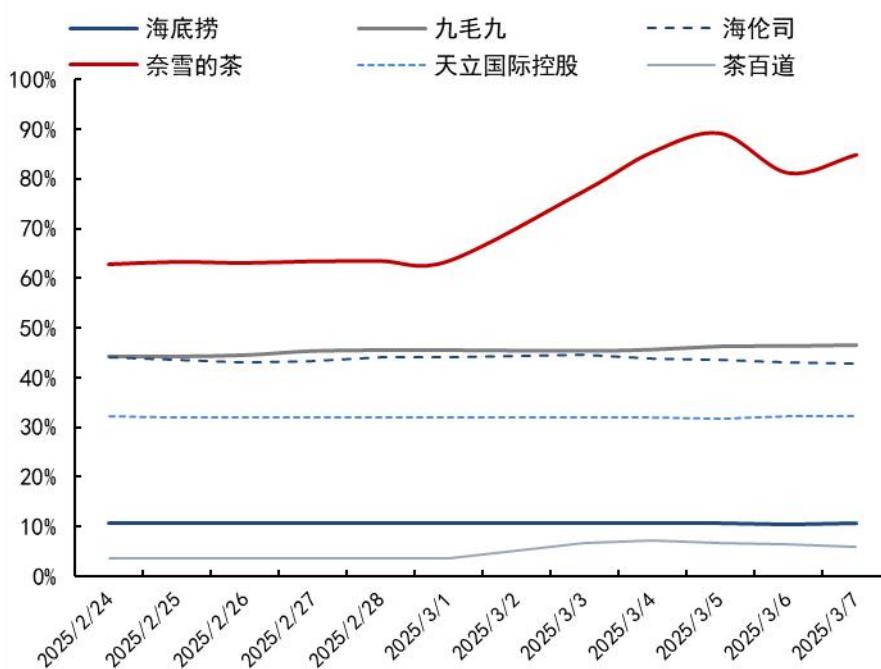
代码	名称	会议日期	会议类型	召开地点
000610.SZ	西安旅游	2025-03-10	临时股东大会	西安市曲江新区西影路 508 号西影大厦 3 层
002059.SZ	云南旅游	2025-03-10	临时股东大会	云南省昆明市盘龙区世博生态城低碳中心 B 栋 1 单元 17 楼会议室
600861.SH	北京人力	2025-03-17	临时股东大会	北京市朝阳区广渠路 18 号院世东国际大厦 B 座

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

港股通持股梳理

社服港股核心标的九毛九、奈雪的茶、茶百道获增持。报告期内（2025 年 2 月 23 日-2025 年 3 月 9 日），海底捞持股比例减 0.05pct 至 10.69%，九毛九持股比例增 2.15pct 至 46.51%，海伦司持股比例减 1.25pct 至 42.83%，奈雪的茶持股比例增 22.14pct 至 84.94%，天立国际控股持股比例减 0.02pct 至 32.23%，茶百道持股比例增 2.53pct 至 6.05%。

图6：社服港股核心标的港股通占自由流通股本比例（2025. 2. 23-2025. 3. 9）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

维持“优于大市”评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块估值有望迎来持续修复。目前经济环境和市场风格下建议配置美团-W、携程集团-S、海底捞、科锐国际、亚朵、同程旅行、学大教育、天立国际控股、同庆楼等。中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、同程旅行、北京人力、BOSS直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、粉笔、海南机场、米奥会展、传智教育、君亭酒店、峨眉山A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶、东方甄选等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032