

## 食品饮料

### 沪上阿姨招股书梳理：广覆盖现制茶饮品牌，重创新协同供应链建设加码下沉市场

#### 投资要点：

➤ **中价广覆盖现制茶饮品牌，重创新推动公司发展。**公司为增速最快的茶饮品牌之一，由北至南推进扩张，同时公司逐步优化产品体系，拓店增长迅速引领行业。多品牌布局匹配消费者需求，下沉品牌“茶瀑布”定位明确。公司以消费者口味为轴，重视产品创新。自2021年起至2023年，每年都推出了超过100款新SKU，并对现有产品进行了不断的升级。

➤ **财务分析：营收稳定增长，盈利持续增强。**自2021年，公司营业总收入快速增长，在保持持续增长的基础上，2023年前三季度的营业总收入已经超越2022年全年数据，增长态势迅猛。公司不断渗透下沉市场，加盟店引领营收提升。公司成本结构不断优化，带动盈利能力向好。2021年毛利率为21.8%，2022年毛利率达到26.7%，截至2023年前三季度毛利率进一步提升至31.2%，整体毛利率水平不断攀升。公司通过不断优化，积极推行成本管理，不断调整费用结构，进一步带动盈利提升，2021年以及2022年净利率为5.1%/6.8%，2023Q3净利率快速改善上升至12.8%。

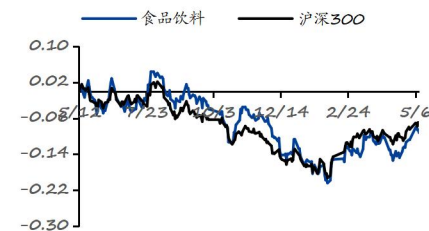
➤ **加盟与供应链：加盟支持门店持续扩展，供应链体系助力公司成长。**公司的战略重点是下沉市场，截至2023年第三季度，公司网络中约49%的门店位于三线及以下城市，公司在中国下沉市场的门店运营、人员管理和消费者偏好方面具有丰富的经验，这使得公司加盟商能更高效地进入该市场。预计在2022年至2027年期间，中国三线及以下城市的现制茶饮店市场将成为最大且增长速度最快的细分市场，具有巨大的增长潜力。公司在这一细分市场的专业知识和成功经验使其拥有得天独厚的优势，有望在细分市场中突围成长。公司采取以加盟为重点的业务模式。于2023年9月30日，公司网络内的7297间门店中，有99.3%或7245间为由加盟商经营。为确保食材新鲜和及时供应，公司建立了全国供应链和强大的管理体系支持门店扩张。截至2023年第三季度，公司的供应链网络包括八个大仓储物流基地、四个设备仓库、九个新鲜农产品仓库和19个前置冷链仓库，冷冻仓库覆盖全国门店。

#### 风险提示

食品安全风险，拓店不及预期风险，竞争加剧风险，消费者偏好变动风险。

## 强于大市（维持评级）

### 一年内行业相对大盘走势



### 团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

分析师：童杰(S0210523050002)

tj30105@hfzq.com.cn

### 相关报告

1、置信度高，估值底过万重山——2023年报&2024一季报总结——2024.05.08

2、FANCL历史复盘：成熟市场探索新需求，内外兼修问鼎健康美护赛道——2024.04.28

3、周观点 | 业绩集中披露，关注优质标的——2024.04.28



## 正文目录

1 中价广覆盖现制茶饮品牌，重创新推动公司发展.....	3
1.1 公司概况：增速最快的茶饮品牌之一，持续优化加速成长.....	3
1.2 品牌与产品：独特 SKU 单品层出不穷，多品牌布局匹配消费者需求.....	3
1.3 公司股权架构清晰，结构完善.....	5
2 财务分析：营收稳定增长，盈利持续增强.....	6
3 加盟与供应链：加盟支持门店持续扩展,供应链体系助力公司成长.....	8
4 风险提示.....	11

## 图表目录

图表 1: 沪上阿姨发展历程.....	3
图表 2: 公司的子品牌与关键产品.....	4
图表 3: 公司股权架构.....	6
图表 4: 沪上阿姨营业收入（亿元）.....	6
图表 5: 沪上阿姨加盟店数目.....	7
图表 6: 沪上阿姨加盟商数量.....	7
图表 7: 加盟商收入与占比.....	7
图表 8: 公司毛利及毛利率.....	8
图表 9: 公司净利及净利率.....	8
图表 10: 公司费用开支结构（亿元）.....	8
图表 11: 公司流动比率.....	8
图表 12: 公司门店多分布在三线及以下城市.....	9
图表 13: 公司门店以加盟为主.....	9
图表 14: 公司门店管理系统.....	10
图表 15: 工厂实际产能情况.....	11
图表 16: 工厂产能利用率情况.....	11



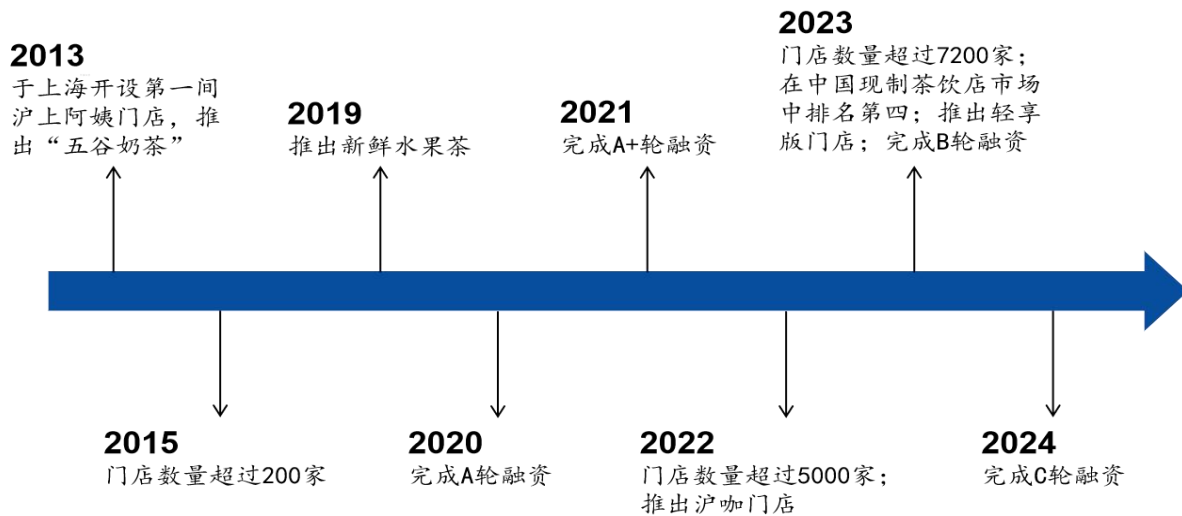
## 1 中价广覆盖现制茶饮品牌，重创新推动公司发展

### 1.1 公司概况：增速最快的茶饮品牌之一，持续优化加速成长

由北至南推进扩张，逐步优化产品体系。公司联合创始人单卫均和周蓉蓉于2013年在上海开设第一间沪上阿姨门店，并推出加入谷物作配料的五谷奶茶。热饮奶茶适合北方的气候，消费场景适宜，消费者画像清晰，公司以此迈开扩展中国北方地区门店网络的步伐。同时公司发现中国各地消费者对鲜果茶的需求不断增长，自2019年，公司开始提供鲜果茶，并且广受顾客欢迎，此举让公司得以在全国各地快速扩张，包括扩展至南方地区。同时，公司透过沪咖及轻享版扩大产品范围，让更多消费者能够享用沪上阿姨的产品。

**茶饮赛道后起之秀，增长迅速引领行业。**根据灼识咨询，截至2023年9月30日，经营着中国第四大的现制茶饮品牌，并于下沉市场拥有庞大网络。作为覆盖最多中国城市的中价现制茶饮店品牌，公司以广阔的供应链覆盖，庞大的会员体系和较高的复购率，不断助力品牌高增长。于2022年及截至2023年前三季度，以全系统门店数目及GMV增长率计算，公司是以全系统门店数目计算的前五大现制茶饮店品牌中增长最快的现制茶饮店品牌。

图表 1: 沪上阿姨发展历程



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

### 1.2 品牌与产品：独特SKU单品层出不穷，多品牌布局匹配消费者需求

公司旗下品牌众多，客户群体覆盖面广。为进一步渗透现有市场，公司计划透过多品牌战略来扩大产品供应。除核心品牌沪上阿姨外，公司还推出了三个品牌，沪咖、沪上阿姨轻享版以及茶瀑布。沪咖一搬设立于沪上阿姨门店内，协助主品牌拓宽市场接触面，满足消费者对于现磨咖啡的需求。公司亦积极推广轻享版，其为三线及以下城市提供更具性价比的茶饮选择，轻享版在定价以及门店选址上更加灵活，协助公司进一步打入县级市等下沉市场。

**加码下沉市场，平价定位明确。**公司在2024年3月份推出推出新茶饮品牌“茶瀑布”，随和原有品牌同属茶饮赛道，但定价差异化明显，产品价格带在10元以下，主力爆品“轻乳茶”价格仅6.9元，品牌目标客群为学生和Z时代人群。大多数茶饮品牌聚集在10-20元价格带区间，市场竞争较为激烈，而10元以下价格带参与者较少，该区间中规模在5000家门店以上的品牌仅有3家，公司有望在此细分加速布局，提高区间市占率。

图表 2: 公司的子品牌与关键产品

品牌	品牌概念	价格区间(元)	推出年份	产品定位	关键产品及示意图
沪上阿姨	为全中国（尤其是三线及以下城市）的消费者带来高性价比的健康现制产品	7—22	2013	主要产品	 杨枝甘露、厚芋泥波波奶茶、桃桃蜜柚、牛油果巴旦木酸奶昔、浅浅清茉
				季节性产品	 仙仙玫瑰青提、绿豆牛乳冰、超哆草莓大福、鲜炖整颗梨、多肉葡萄金砖
				小食	 小奶砖吐司、抹茶慕斯曲奇、香浓脆脆巧克力味威化饼干（袋）、咔嚓薯条原味
沪咖	切入咖啡细分赛道，计划推出“东方拿铁”，包括咖啡拿铁、茶拿铁、茶咖拿铁以拓宽市场接触面。	13—23	2022	关键产品	 甄选美式咖啡、沪咖精选拿铁、茉莉龙井拿铁、高山雪松拿铁、白桃乌龙暴打柠美式
轻享版	在定价及门店选址上更加灵活，协助沪上阿姨进一步打入县级市。	2—12	2023	关键产品	 熊猫奶茶、桂花小丸子、多多桃桃、莓果奶福、冰激凌



茶 瀑 布	定位平价茶饮赛道	2-12	2024	关键 产品	 瀑布茉白轻乳茶、燕窝梳春轻乳茶、超爆榴莲、鸿运车厘子
-------------	----------	------	------	----------	--

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

**以消费者口味为轴，重视产品创新。**在茶饮客制化方面，消费者可以根据个人口味自由调整甜度和冰量，并选择添加多种配料到饮品中。除了茶饮之外，公司还提供酸奶、咖啡和零食，以拓宽消费者的选择范围和丰富他们的消费体验。公司在保持经典产品升级的同时，也不断更新 SKU 以适应消费者不断变化的口味和喜好，以保持其对现有消费者的吸引力和新鲜感。如在 2023 年下半年，针对消费者对健康奶茶的喜好，公司推出了以轻乳茶为基础的纯鲜奶茶饮品。在过去的记录期间，公司的产品研发团队持续创新，自 2021 年起至 2023 年，每年都推出了超过 100 款新 SKU，并对现有产品进行了不断的升级。

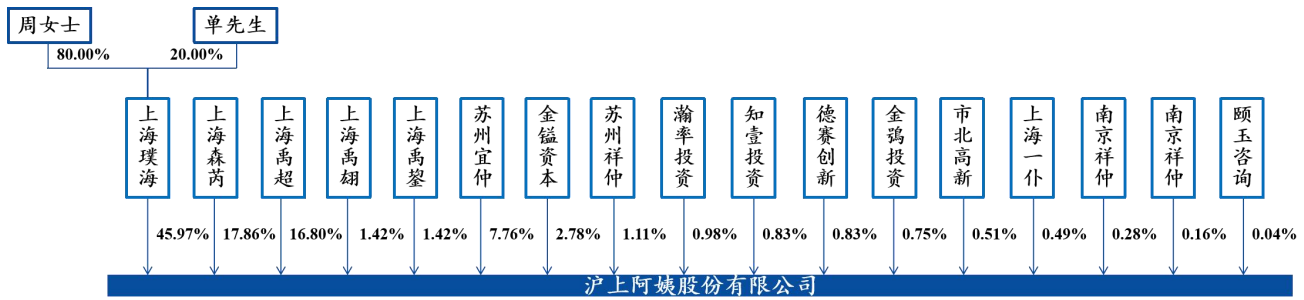
**现制饮品行业飞速发展，中价现制饮品增速最快。**以 GMV 计算，中国现制茶饮店的总市场规模于 2022 年为人民币 1680 亿元，其中中价茶饮店的份额最大，达 51.5%。受宏观环境所影响，近年消费者购物的注意力已转向产品的整体性价比及健康。中价现制茶饮已进入快速发展期，由于同时兼顾产品质量及价格，中价现制茶饮店品牌越来越受消费者欢迎。预计在 2022 年至 2027 年期间，中价现制茶饮店在中国现制茶饮店市场中增速最快，复合年增长率将达 23.1%。

### 1.3 公司股权架构清晰，结构完善

**公司股权结构逐步完善，激励架构清晰与员工共享发展红利。**公司于 2013 年 11 月 8 日成立为有限责任公司，由周女士及单先生分别持有 51% 及 49% 权益。经过 2018 年 10 月及 2020 年 4 月的股权转让，上海璞海、上海森芮、上海禹超分别持公司股份 55%、25%、20%。公司于 2020 年 11 月及 2021 年 10 月透过增资完成 A 轮融资及 A+轮融资，引入机构投资者苏州宜仲作为股东，持股 8.22%。增资、股权转让及 B 轮融资完成后，股权结构更加完整，新引入 9 家公司作为公司股东。公司于 2023 年 11 月，根据 2020 年雇员激励计划及 2023 年雇员激励计划，分别向员工授出 281,398/336,994 份受限制股份单位，相当于公司实缴资本的 2.42%/2.90%。公司于 2024 年 2 月公司增资完成 C 轮融资，瀚率投资、金鸚投资、上海一仆及银麟投资，分别认购本公司人民币 100 万元、77 万元、50 万元及 16 万元的新增注册资本，持股比例分别为 0.98%、0.75%、0.49% 和 0.16%。在现有股东中，上海禹超、上海禹翎和上海禹璠作为雇员激励平台，持股比例分别为 16.8%、1.42%、1.42%，让员工共享发展红利，是留人、用人、激发人的一剂强心针。



图表 3: 公司股权架构

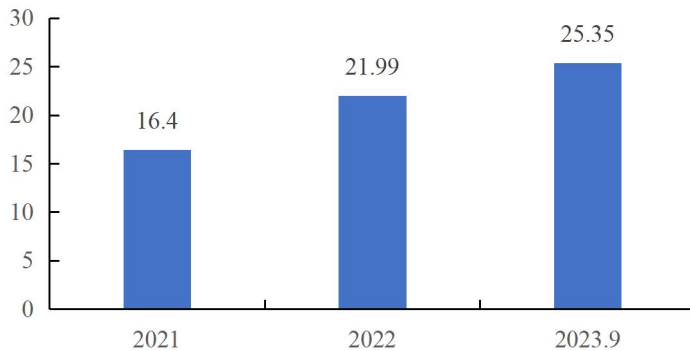


数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

## 2 财务分析: 营收稳定增长, 盈利持续增强

**营业总收入稳定增长, 高成长性明显。**自 2021 年, 公司营业总收入快速增长, 在保持持续增长的基础上, 2023 年前三季度的营业总收入已经超越 2022 年全年数据, 增长态势迅猛。在下沉市场的庞大网络、基于消费者需求的产品创新、一体化的会员管理及多样化的营销战略、强大的全国供应链是公司在行业竞争中高增长优势突出的原因。

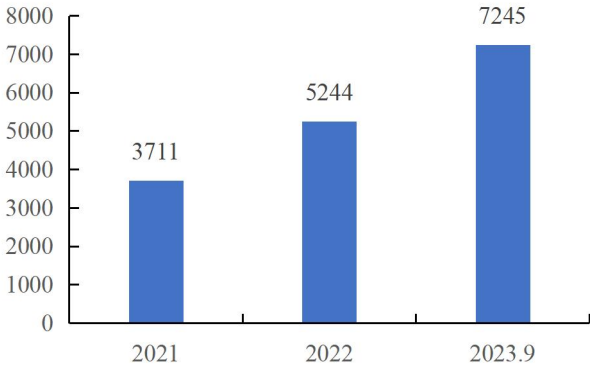
图表 4: 沪上阿姨营业收入 (亿元)



数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

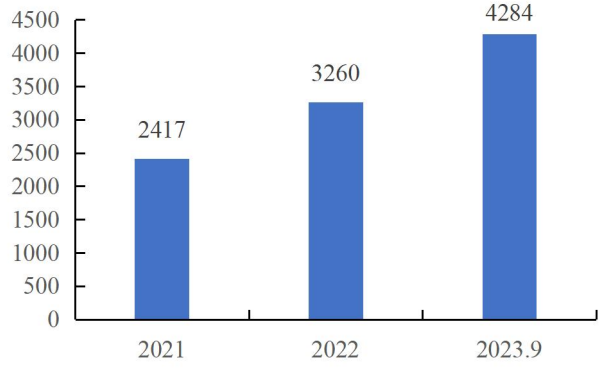
**不断渗透下沉市场, 加盟店引领营收提升。**公司极具吸引力的毛利水平, 和低于前五大中价现制茶饮店品牌的平均数的初始投资成本, 为公司吸引了大量的加盟商。截至 2023 年前三季度, 在公司的 4284 名加盟商中, 有 1382 名加盟商开设一间以上的门店, 加盟店快速扩张, 使得公司不断深入中国下沉市场。公司的加盟商及加盟店数目均快速增长, 于 2021 年、2022 年及 2023 年前三季度, 加盟商的数量为 2417 名、3260 名及 4284 名, 而加盟店的数量分别为 3711 间、5244 间及 7245 间。2021 年至 2023 年前三季度, 来自加盟店的收入已占公司总收入的超 90%; 2021 年、2022 年及 2023 年前三季度, 占比分别为 94.9%、94.3%和 96.1%。公司为加盟商提供全面的支持平台及互利共赢的加盟模式, 未来或将会持续带动加盟商和加盟店的增多, 进一步带来营业收入的增加。

图表 5: 沪上阿姨加盟店数目



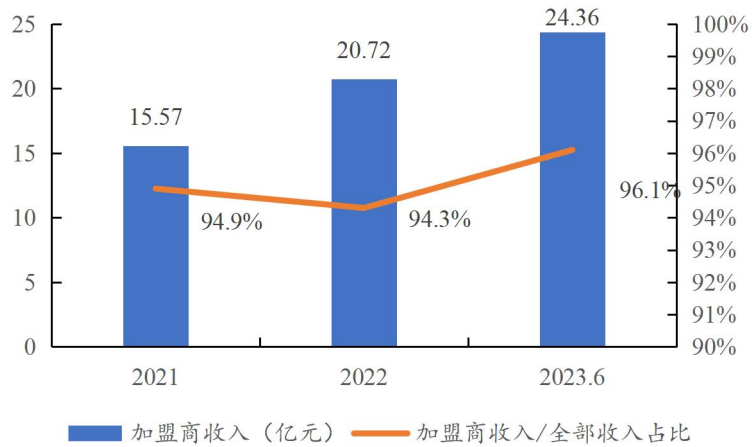
数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

图表 6: 沪上阿姨加盟商数量



数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

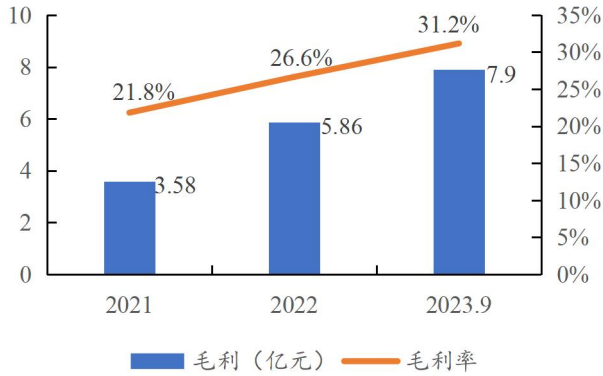
图表 7: 加盟商收入与占比



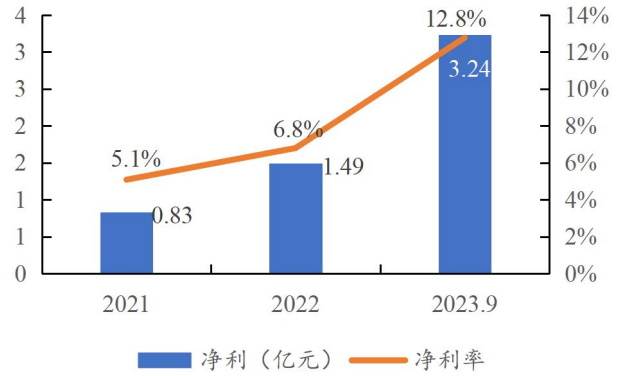
数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

**成本结构不断优化, 带动盈利能力向好。**2021 年毛利率为 21.8%, 2022 年毛利率达到 26.6%, 截至 2023 年前三季度毛利率进一步提升至 31.2%, 整体毛利率水平不断攀升。此外公司通过不断优化, 积极推行成本管理, 不断调整费用结构, 进一步带动盈利能力提升。2021 年以及 2022 年净利率为 5.1%/6.8%, 2023Q3 净利率快速改善上升至 12.8%。2023 年以来公司销售及营销费用有所增加, 公司加大了在线及线下渠道的促销及营销活动的力度, 费用投放效率有所提升销售规模快速扩大; 同时研发费用端也有所增加, 主要为满足市场需要, 公司加大投入研发新产品导致。尽管费用有所增加, 但规模效应逐渐凸显, 多项成本被摊薄, 公司整体盈利能力优异。

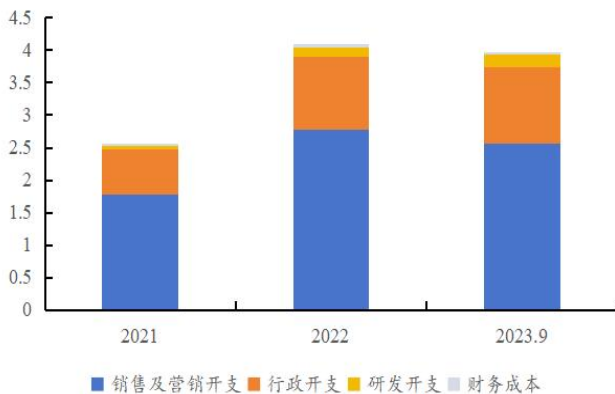
**资产流动性较优, 偿债能力强。**公司盈利能力日益增强, 偿债能力指标不断优化。2021 年、2022 年及截至 2023 年 9 月, 公司流动比率保持稳中有升, 分别为 1.4、1.5 和 2.3。公司的流动资产增加, 主要由于增加购买理财产品及结构性存款和经营活动所得现金以及股东的注资。


**图表 8: 公司毛利及毛利率**


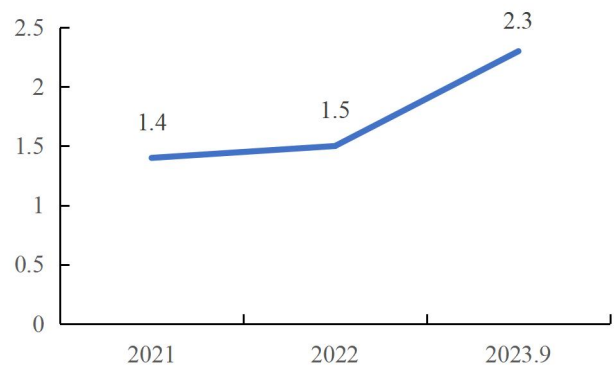
数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

**图表 9: 公司净利及净利率**


数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

**图表 10: 公司费用开支结构 (亿元)**


数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

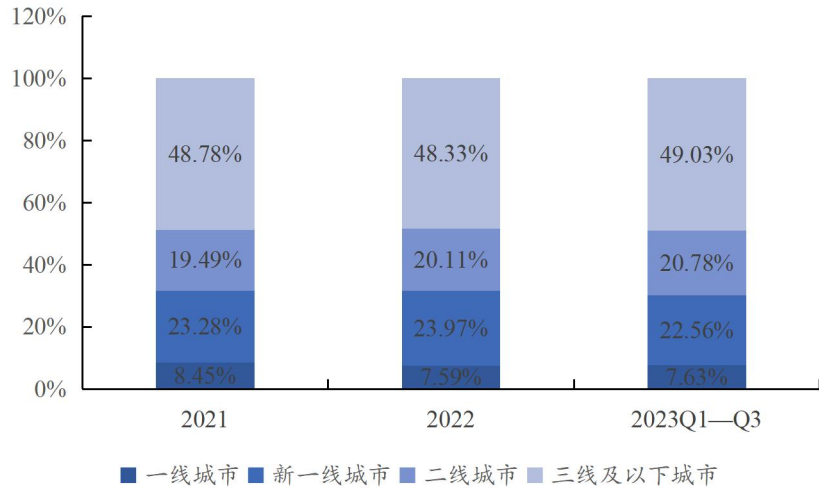
**图表 11: 公司流动比率**


数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

### 3 加盟与供应链: 加盟支持门店持续扩展, 供应链体系助力公司成长

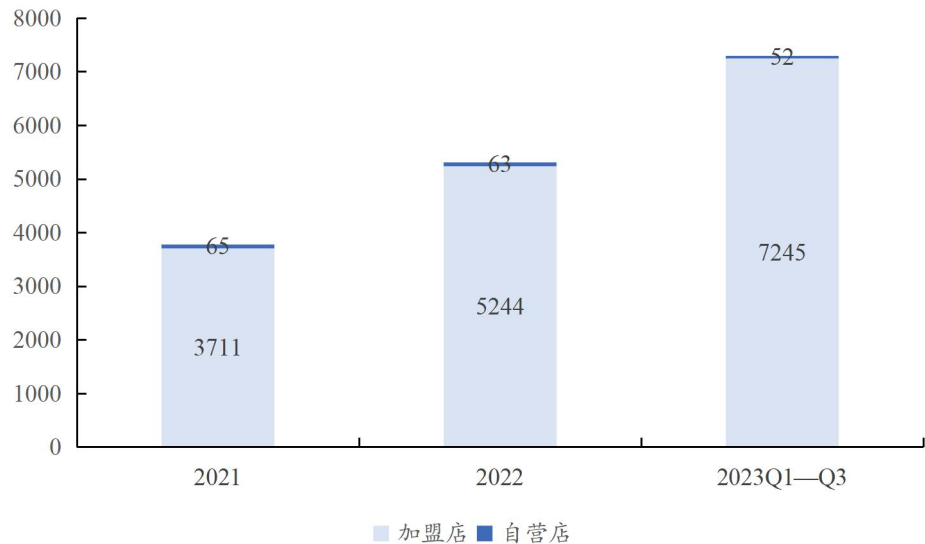
**深耕下沉市场经验丰富, 公司助力加盟商高效入场。**公司的战略重点是下沉市场, 截至 2023 年第三季度, 公司网络中约 49% 的门店位于三线及以下城市, 根据灼识咨询, 以全系统门店数目计算, 公司在下沉市场的门店分布在中价现制茶饮店品牌中占市场领导地位。截至 2023 年第三季度止九个月, 公司的门店网络新店中有 50.4% 开设于三线及以下城市。公司在中国下沉市场的门店运营、人员管理和消费者偏好方面具有丰富的经验, 这使得公司加盟商能更高效地进入该市场。预计在 2022 年至 2027 年期间, 中国三线及以下城市的现制茶饮店市场将成为最大且增长速度最快的细分市场, 具有巨大的增长潜力。公司在这一细分市场的专业知识和成功经验使其拥有得天独厚的优势, 有望在细分市场中突围成长。




**图表 12: 公司门店多分布在三线及以下城市**


数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

**以加盟为轴, 互利共赢夯实合作基础。**公司采取以加盟为重点的业务模式。于 2023 年 9 月 30 日, 公司网络内的 7297 间门店中, 有 99.3% 或 7245 间为由加盟商经营。公司的收入绝大部分来自加盟业务, 主要包括销售货物及加盟服务。公司互利共赢的加盟体系是公司 与 加盟商 之间 长远 稳定 合作 的 基础。截至 2023 年 9 月 30 日, 在沪上阿姨的 4284 名加盟商中, 有 32.3% 或 1382 名加盟商开设一间以上的门店。截至 2023 年 9 月 30 日止九个月, 公司现有加盟商开设 47.3% 或 1087 间新加盟店。

**图表 13: 公司门店以加盟为主**


数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

**门店管理标准化数字化, 确保门店网络可拓展。**公司拥有高度标准化及数字化的门店管理系统, 为加盟商提供全生命周期的支持及督导, 同时确保公司门店网络的可扩展性。公司实施门店 SOP, 有助精简设备的使用及食材的处理, 使加盟商更规范的经营门店。根据灼识咨询, 截至 2023 年 9 月 30 日的初始投资成本低于中国以全系统门店数目计算的前五大中价现制茶饮店品牌的平均数, 在公司的 4284 名加



加盟商中，有 32.3% 加盟商开设一间以上的门店，现有加盟商开设新加盟店的比例由 2021 年的 36.4% 上升至 47.3%，加盟商对公司的品牌形象和门店盈利能力充满信心。

图表 14: 公司门店管理系统

选址：公司提供加盟商选址技巧培训和店址可行性评估，包括风险评估、选址分析和预期营业额。基于智能选址系统，结合数据洞察和第三方人工智能工具，公司协助加盟商进行业务规划和网络扩展。

培训及督导：公司为加盟商提供全面的培训及督导，包括开业前培训、门店管理及新产品推出的持续培训，并会持续进行线上监控及线下巡店。

门店宣传：公司提供广泛的门店宣传支持，包括由总部提供的开店宣传活动、营销及宣传指导，以及与第三方外卖平台连接等。



设备：公司为加盟商选择及提供适合门店运作模式的设备，以提高门店的运作效率及产品标准化。

数字化营运：公司为加盟商提供专属的多功能门店营运系统—沪上阿姨门店助手，功能包括产品订购及数据报告，赋能加盟商的日常营运。

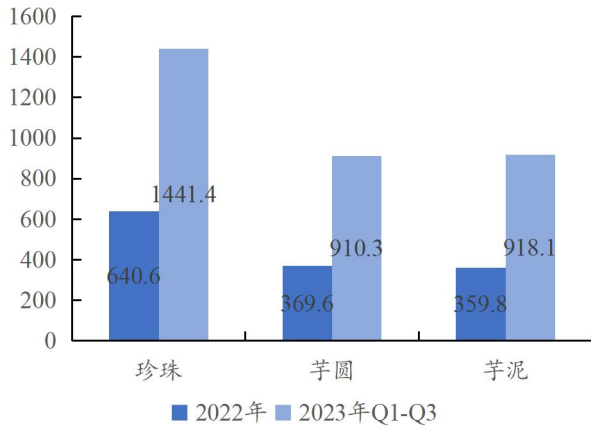
数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

**供应链全面覆盖，仓储物流完善，保障食材新鲜。** 为确保食材新鲜和及时供应，公司建立了全国供应链和强大的管理体系支持门店扩张。公司精选并严格控制原材料质量，从供应商（含合约制造商）采购如乳制品、茶叶、糖、新鲜水果、果汁和包装材料。威化饼干、薯片、吐司等零食由合约制造商生产。根据灼识咨询，截至 2023 年第三季度，沪上阿姨以覆盖城市数为标准，在中国前五大中价现制茶饮店品牌中排名第一。为保持食材质量，门店成员需从公司的集中采购平台购买大部分食材，该平台从经过筛选的优质供应商和公司的生产设施采购。截至 2023 年第三季度，公司的供应链网络包括八个大仓储物流基地、四个设备仓库、九个新鲜农产品仓库和 19 个前置冷链仓库，冷冻仓库覆盖全国门店。

**推动生产自动化智能化，自建工厂提升产能。** 设备及机器的质量对提高自动化程度、确保可靠性及成本效益至关重要。公司加大对生产设备及机器的投资，以此减少过程中的人为操作。公司目前在中国浙江省海盐县拥有海盐工厂，于 2022 年投入商业化生产，总面积逾 10000 平方米。海盐工厂能够生产及加工公司用于制备饮品的若干食材，主要包括珍珠、芋圆及芋泥，积极赋能公司原材料端。截至 2023 年第三季度，公司海盐工厂的理论年化产能为 1921.9 吨珍珠、1243.7 吨芋圆及 1730.2 吨芋泥。于 2023 年 12 月，公司海盐工厂的茶叶生产线已投入商业生产，理论年化产能为 2078.2 吨。先阶段公司正在试运行一条预混果汁及糖浆生产线，预计将于 2024 年上半年开始商业生产，设计年产能为 700 吨。

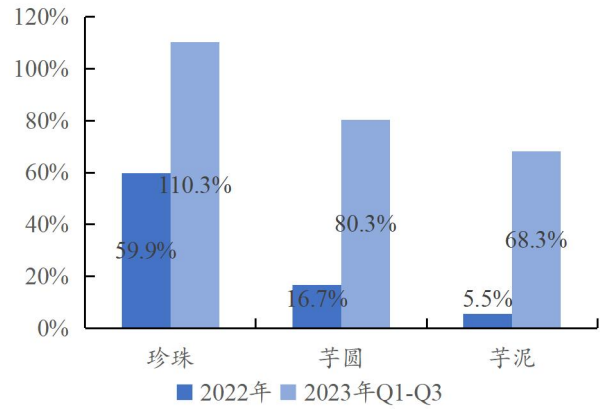


图表 15: 工厂实际产能情况



数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

图表 16: 工厂产能利用率情况



数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

#### 4 风险提示

食品安全风险, 拓店不及预期风险, 竞争加剧风险, 消费者偏好变动风险。



## 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注册为证券分析师，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn