

2025年4月29日
沪上阿姨 (2589.HK)

SDICS

IPO 点评
证券研究报告

沪上阿姨 IPO 点评报告

报告摘要

公司概况

沪上阿姨是中国领先的现制茶饮连锁企业，以加盟店形式经营，产品价格带在7-22元。22/23/24年收入为22/33.5/32.8亿人民币，增速为34%/52%/-1.9%；净利润为1.5/3.9/3.3亿，增速为79%/159%/-15%。22/23/24年GMV分别为60.7/97.3/107.4亿人民币，同比增长45.8%/60.4%/10.3%；平均单店日均GMV分别为4109/4270/3753元，分别增长-1.9%/3.9%/-12.1%，24年单店GMV出现下滑。门店数量分别净增长1531/2482/1387家，门店增速40%/46%/17.8%，门店增长是公司业绩增长的主要动力。公司以“五谷奶茶”打响知名度，进入北方市场，19年开始推出鲜果茶，得以扩张至南方地区。2024年12月公司资产负债率为36%，24年ROE为32.5%。

全国范围布局门店。截止2024年12月，沪上阿姨门店总数达到9176家，其中50%布局在三线及以下城市。公司最早在北方地区布局较多，从19年开始在南方地区进行了较快的扩张，目前北方门店占比51%。沪上阿姨门店覆盖中国全部四个直辖市以及五个自治区及22个省份的300多个城市，门店布局比较密集的省份包括广东、山东、安徽等。

行业状况及前景

中国现制茶饮市场保持高速增长。中国现制饮品市场规模从2018年的1878亿人民币增长至2023年的5175亿，复合年增长率为22.5%。其中现制茶饮市场规模2585亿人民币，增速19%，现制咖啡市场规模1721亿人民币，增速36%，增速高于行业平均。目前行业竞争较为激烈，沪上阿姨在北方地区的门店数量排名第一。以GMV计，沪上阿姨在中国的市占率为4.6%，排名第五；以门店总数量计，排名第三。

优势与机遇

成熟的供应链体系：沪上阿姨建立了覆盖全国的供应链网络，包括12个大仓储物流基地、四个设备仓库、八个新鲜农产品仓库和15个前置冷链仓库。**全国范围的品牌知名度：**沪上阿姨自2013年推出，已经建立了强大的品牌认知度和市场地位。同时利用多种营销渠道，如抖音、微信、小红书等社交媒体平台，以及与关键意见领袖合作、举办联乘合作活动等，提升品牌形象和知名度。**完善的加盟商体系：**公司为加盟商提供全面的支持，包括开业初期的规划、营销活动设计、员工培训、开店监督等。此外，公司还通过数字化工具和系统，如沪上阿姨门店助手，赋能门店的日常营运，提高营运效率。

弱项与风险

行业竞争激烈，产品的差异化程度不高，导致消费者对价格较为敏感。产品迭代速度较快，消费者忠诚度较低，对经营带来许多挑战。

投资建议

基石投资者包括盈峰控股、华宝，其中盈峰控股为财务投资人，华宝为公司的爆爆珠供应商。基石投资人认购此次发行总量的24.7%。保荐人为中信证券、海通国际和东方证券。公司此次IPO发行价为95.57-113.12港元，发行后总市值约为100-118亿港元（不包括超额配售）。就此计算的IPO PE-TTM倍数为28-33x，与蜜雪集团（38x）、古茗（36x）相比略低，但高于茶百道（25x）。近期港股市场打新热情较为高涨，综合考虑我们给予IPO专用评级“5.5”

连锁餐饮

股份名称：沪上阿姨
股份代码：2589.HK

IPO 专用评级		5.5
— 评级基于以下标准，最高10分		
1. 公司营运 (30%)		6
2. 行业前景 (30%)		5
3. 招股价值 (20%)		5
4. 市场情绪 (20%)		6

注：预期认购反应一般，融资中购需注意所获股份分配过多的风险

主要发售统计数字	
上市日期：	2025/5/8
发行价范围(港元)	95.57 -113.12
发行股数，绿鞋前(百万股)	2.41
— 香港公开发售：占比	0.24；10%
— 最高回拨后股数：占比	1.21；50%
发行后股本，绿鞋前(百万股)	104.84
— 本次发行的H股	2.41
— 从内资转换的H股	56.65
— 内资股	45.78
集资金额，绿鞋前(亿港元)	2.3 -2.73
— 香港公开发售部分	0.23 -0.27
— 最高回拨后	1.15 -1.36
发行后总市值，绿鞋前(亿港元)	100.2 -118.6
备考每股有形资产净值(港元)	13.99 -14.38
备考市净率(倍)	6.83 -7.87

保荐人	中信证券、海通国际和东方证券
账簿管理人	工银国际、招商证券国际、民银资本、万基证券、东吴证券、老虎证券
会计师	安永会计师事务所
资料来源：公司招股书	

曹莹 消费行业分析师
gloriacao@sdicsi.com.hk

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010