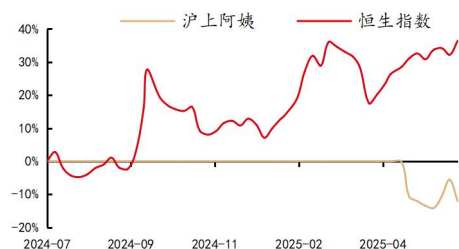


股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	127.00
总股本/流通股本(亿股)	1.05
总市值/流通市值(亿港元)	133.61
52周内最高/最低价	158.40 / 117
资产负债率(%)	36.1948
市盈率	37.6146
第一大股东	上海璞海企业管理有限公司

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

沪上阿姨(2589.HK)

北方茶饮王者，多品牌齐发力

● 投资要点

沪上阿姨成立于2013年，最初售卖“五谷奶茶”，2019年主攻鲜果茶赛道，逐步实现在全国各地的快速扩张。公司是北方排名第一、中国排名第三的中价现制茶饮店品牌，专注为消费者带来高性价比的健康现制造饮品。沪上阿姨旗下有“沪上阿姨”、“沪咖”、“茶瀑布”三大品牌矩阵，截至2024年底沪上阿姨全国共有门店9176家。

公司定位：北方茶饮王者，低线城市为主，农村包围城市。

1) 南方 vs 北方：北方市场因饮食习惯、居民消费水平等原因，茶饮消费一直略逊于南方市场，也是较难发展的市场。公司创始人作为山东烟台人，凭借北方基因以及北方工作经历，主打“五谷奶茶”+沪上品牌快速攻占北方市场，截至24年底公司北方市场 vs 南方市场门店占比约为1:1，且北方市场门店多于南方市场（北方4784家、南方4391家）。

2) 高线 vs 低线：门店分布上，公司三线及以下城市门店占比高，24年底约为50.4%，其次为二线城市占比为21.4%，最低的是一线城市门店占比仅为7.5%，公司门店整体采取农村包围城市战略，低线城市占比高。

分品牌：沪上阿姨稳健发展，茶瀑布定位更低后续可期。

公司旗下三个品牌，2013年成立沪上阿姨主品牌，2019年切换鲜果茶赛道，2022年推出沪咖品牌，2023年推出沪上阿姨轻享版，2024年推出轻享版2.0品牌茶瀑布。截至2024年底公司门店数量主品牌8683家、沪咖1700家、轻享版（含茶瀑布）492家。

门店模型上，近年来公司门店日均单店gmV在4000元左右，24年受行业黑天鹅事件，同店日均gmV略有下降，每单均价25元，分品牌来看，沪上阿姨主品牌门店指标与整体差异不大，沪咖因为是沪上阿姨的店内店，指标明显低于其他子品牌，门店日均gmV为116元，每单均价30元，沪上阿姨轻享版定位5-10元价位带，门店日均单店gmV在1700-2000元之间，每单均价15元，5-10元价位带符合当下性价比趋势，我们认为后续可期。

行业分析：现制茶饮进入战国时代，龙二角逐势在必行。

1) 行业维度：行业进入中速增长。中国现制饮品市场发展迅速，根据灼识咨询数据，现制饮品行业gmV由18年的1878亿元增长至23年的5175亿元，CAGR为22.5%，其中现制茶饮占比最高（23年占比50%），现制咖啡增速最快（18-23年CAGR为36.3%）。未来现制饮品赛道预计能保持较高增速增长，根据灼识咨询数据，28年行业规模将

增长至 11634 亿，23-28 年 CAGR 为 17.6%。

2) 市场格局：龙头出现，但大众现制茶饮龙头尚未出现。根据灼识咨询数据，现制茶饮行业集中度高，23 年口径现制茶饮 CR5 为 46.9%，其中蜜雪市占率 20.2%、古茗 9.1%、茶百道 8%、沪上阿姨 5%，除龙一外市占率差异不大；大众现制茶饮 23 年 gmv 口径 CR5 为 59.9%，其中古茗 17.7%、茶百道 15.6%、沪上阿姨 9.7%，龙头尚未出现，我们认为未来将迎来龙头角逐战。

3) 行业阶段：战国初期，群雄争霸。从行业生命周期角度，我们认为当下茶饮行业进入成长中后期，行业正从春秋时期步入战国，即行业增速已由高速迈入中速，优势企业差距不大但差距正逐渐拉开。后续行业将进入战国群雄争夺战，此时挖掘具有潜力成为行业龙三的企业并长期持有是当下最重要是事情，也是二级投资的黄金时期。

公司逻辑：强势区域加密+弱势市场开发，多品牌拓展，公司未来发展巨大。

1) 门店加密：公司目前在全国拥有门店 9176 家，区域分布不均，强势区域仍有较大加密空间，弱势市场如四川、浙江等市场仍有较大进驻空间。门店天花板来看，我们认为公司门店空间为 2-4w 家，具体来说，悲观预测按照山东省茶饮门店数量来推测全国，也就是沪上阿姨是蜜雪门店数量的一半，我们认为公司全国门店天花板预期约为当下蜜雪国内门店的一半，即 2w 家左右，乐观预测按照浙江省茶饮门店数量来推测全国，也就是蜜雪门店与省内第二品牌数量相当，我们认为公司全国门店天花板预期约与当下蜜雪国内门店相当，即 4w 家左右。

2) 多品牌推进：公司旗下三个品牌，不同品牌不同定位，10-20 元大众茶饮正处于龙头争夺战，咖啡尚处于行业早期阶段，10 元以下价位段符合当下性价比大趋势，定位不同的新品牌亦有较大机会。我们认为随着公司多品牌战略的推进，若公司供应链管理能力强、效率够高，公司有望从中脱颖而出。

● 投资建议与盈利预测

我们预计公司 25-27 年营业收入增速为 28%、19%、15%，归母净利润增速为 46%、33%、17%，EPS 分别为 4.57 元/股、6.07 元/股、7.09 元/股，当下股价对应 PE 分别为 25x、19x、16x。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示：

消费复苏不及预期风险；市场竞争加剧风险；食品安全问题；政策超预期风险

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,284.58	4,220.19	5,036.89	5,780.33
增长率(%)	-1.90	28.49	19.35	14.76
EBITDA（百万元）	537.48	675.47	944.61	1,116.45
归属母公司净利润（百万元）	328.93	480.52	638.24	746.04
增长率(%)	-15.20	46.09	32.82	16.89
EPS(元/股)	3.22	4.57	6.07	7.09
市盈率（P/E）	35.89	25.30	19.05	16.30
市净率（P/B）	10.00	7.30	5.28	3.99
EV/EBITDA	21.44	17.71	12.35	9.98

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,658	1,645	2,025	2,636	营业收入	3,285	4,220	5,037	5,780
现金	343	227	518	1,047	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	1	2	2	3	营业成本	2,257	2,870	3,410	3,902
存货	168	214	254	291	销售费用	394	464	504	578
其他	1,146	1,202	1,251	1,295	管理费用	175	211	227	260
非流动资产	198	856	1,257	1,523	研发费用	52	42	50	58
固定资产	43	704	1,108	1,377	财务费用	5	-8	-5	-12
无形资产	105	102	99	96	除税前溢利	449	641	851	995
其他	50	50	50	50	所得税	120	160	213	249
资产总计	1,856	2,500	3,282	4,159	净利润	329	481	638	746
流动负债	616	780	924	1,054	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	30	30	30	30	归属母公司净利润	329	481	638	746
应付账款及票据	226	288	342	391	EBIT	455	633	846	983
其他	360	462	552	633	EBITDA	537	675	945	1,116
非流动负债	56	56	56	56	EPS（元）	3.22	4.57	6.07	7.09
长期债务	0	0	0	0					
其他	56	56	56	56					
负债合计	672	836	979	1,110	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
普通股股本	102	102	102	102	成长能力				
储备	1,082	1,562	2,201	2,947	营业收入	-1.90%	28.49%	19.35%	14.76%
归属母公司股东	1,184	1,665	2,303	3,049	归属母公司净利润	-15.20%	46.09%	32.82%	16.89%
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
股东权益合计	1,184	1,665	2,303	3,049	毛利率	31.28%	32.00%	32.30%	32.50%
负债和股东权益	1,856	2,500	3,282	4,159	销售净利率	10.01%	11.39%	12.67%	12.91%
					ROE	27.78%	28.86%	27.71%	24.47%
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC	27.41%	28.02%	27.20%	23.93%
经营活动现金流	421	586	792	930	偿债能力				
净利润	329	481	638	746	资产负债率	36.19%	33.42%	29.83%	26.69%
少数股东权益	0	0	0	0	净负债比率	-26.41%	-11.87%	-21.20%	-33.37%
折旧摊销	83	42	98	134	流动比率	2.69	2.11	2.19	2.50
营运资金变动及	9	63	55	50	速动比率	2.26	1.67	1.75	2.06
投资活动现金流	-584	-700	-500	-400	营运能力				
资本支出	-24	-700	-500	-400	总资产周转率	1.93	1.94	1.74	1.55
其他投资	-560	0	0	0	应收账款周转率	3,030.05	2,511.26	2,429.88	2,386.35
筹资活动现金流	-125	-1	-1	-1	应付账款周转率	10.12	11.17	10.83	10.65
借款增加	-27	0	0	0	每股指标（元）				
普通股增加	0	0	0	0	每股收益	3.22	4.57	6.07	7.09
已付股利	-210	-1	-1	-1	每股经营现金流	4.11	5.57	7.52	8.84
其他	112	0	0	0	每股净资产	11.56	15.82	21.89	28.99
现金净增加额	-289	-115	291	529	估值比率				
					P/E	35.89	25.30	19.05	16.30
					P/B	10.00	7.30	5.28	3.99

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000