

沪上阿姨(02589)

报告日期: 2025 年 12 月 22 日

## 从弄堂五谷香到万店版图，凭多品牌矩阵促规模扩张

### ——沪上阿姨深度报告

#### 投资要点

##### □ 全国领先的高质中价现制饮品企业，稳健扩张驱动增长

沪上阿姨是一家全国领先的现制饮品企业，聚焦为广大消费者提供高质中价的现制饮品。随着市场需求增加和规模扩张，沪上阿姨的收入由 2022 年的 22.0 亿元增至 2024 年的 32.8 亿元，CAGR 约 22%。与此同时，公司通过优化成本结构实现较优的盈利能力，2022-2024 年公司平均毛利率/净利率约 29%/9%。

##### □ 千亿规模+增速上双，我国现制饮品行业空间仍广阔

**2023 年现制饮品行业规模 5100+亿元，近几年持续保持双位数增速。**细分赛道来看，增速维度，现磨咖啡 > 现制茶饮 > 其他，2018-2023 年现磨咖啡/现制茶饮行业增速约 36%/19%。规模维度，现制茶饮 > 现磨咖啡 > 其他，2023 年现制茶饮/现磨咖啡市场规模约 2500+/1700+亿元。**横向比较，我国人均现制饮品年消费量仍有 8 倍及以上空间。**2023 年，我国人均现制饮品年消费量 22 杯，仍远低于 2023 年美国的 323 杯、欧盟及英国的 306 杯以及日本的 172 杯，因此对标发达市场仍有 8 倍以上空间。**中价带成为最具确定性的成长区间。**高客单价承压、低价带同质化严重，中价带凭借“高质价比+更包容的产品结构”成为占比最高的价格带，预计 2028 年零售额占比为 48%。2024-2028 年，中价现制饮品 GMV 的 CAGR 预计可达 21%。

##### □ 300+新品、12+8+15 供应链体系与门店数高速增长共塑确定性飞轮

**首先，产品聚焦与稳定心智构筑品牌基本盘。**早期“五谷奶茶”立“温热饱腹健康”心智，2019 年后聚焦鲜果茶等四大线，推 300+轻负新品，稳供应链、活心智。**其次，全国供应链覆盖+核心原料自产构成成本与稳定性双壁垒。**截至 2024 年，公司已布局 12 个仓储基地、4 个设备仓、8 个鲜品仓、15 个前置仓，每周向门店配送新鲜食材 2-3 次，供给密度在中价带领先。海盐工厂四条核心产线产能利用率在 2023 年处于高位（珍珠与茶叶超 100%）。此外，**高黏性加盟体系驱动门店扩张提速。**2022-2024 年门店从 5,307 增长至 9,176 家，2022-2024 年老加盟商开新店占比由 46.5%升至 48.8%，为强内生扩张动力。**叠加原创 IP 与跨界联名强化品牌心智，**2024 年初与《魔道祖师》推出联名轻乳茶，上市三天卖出约百万杯，话题#沪上阿姨×魔道祖师#两度登上微博热搜，阅读量突破 2 亿。

##### □ 盈利预测与估值

沪上阿姨是一家全国领先的现制饮品企业，我们预计 2025-2027 年将实现营业收入 40/46/55 亿元，归母净利润分别为 5/6/7 亿元，对应 PE 分别为 18x/15x/13x。考虑到沪上阿姨的运营能力强、市场占有率高、在国内市场具有较大的发展潜力，我们认为公司可享估值溢价，首次覆盖，我们给予沪上阿姨“增持”评级。

##### □ 风险提示：食品安全风险、宏观经济下行风险等。

#### 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3285	4002	4617	5471
(+/-)(%)	-2%	22%	15%	19%
归母净利润	329	505	578	694
(+/-)(%)	-15%	53%	14%	20%
每股收益(元)	3	5	5	7
P/E	-	18	15	13

资料来源：浙商证券研究所

#### 投资评级：增持(首次)

分析师：钟烨晨

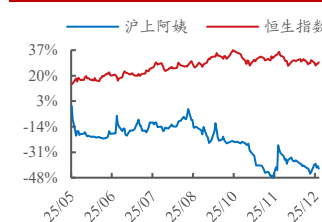
执业证书号：S1230523060004

zhongyechen@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	HK\$91.6
总市值(百万港元)	9,636.60
总股本(百万股)	105.20

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 正文目录

<b>1. 公司介绍：从区域新锐到全国茶饮领跑者的稳健跃迁</b>	<b>4</b>
1.1 公司概况：“五谷”起势到“万店”成军	4
1.2 公司历史：从夫妻店到上市公司，从弄堂五谷香到万店版图	4
1.3 经营情况：“一体两翼”下沉锋利，盈利稳增	5
1.4 管理团队：高瞻远瞩且经验丰富	10
1.5 股权结构：创始团队掌握核心决策权，员工持股强化长期运营韧性	11
<b>2 行业情况：现制饮品行业持续扩张，平价市场快速增长，三线及以下城市潜力巨大</b>	<b>13</b>
2.1 行业规模：全球与中国市场增长势头强劲，三线及以下城市潜力巨大	13
2.2 行业格局：中价稳盘、平价承增，连锁化与下沉驱动现制饮品高增长	14
2.2.1 价格带下移，中价稳健增长，平价承载结构性增量	14
2.2.2 竞争格局：中价带凭借“品质+可负担性”构成行业稳定增长的基本盘	15
2.3 行业竞争优势：供应链优化、消费习惯与品牌力驱动增长	16
2.3.1 供应链能力：高效覆盖、品质稳定、成本优化	16
2.3.2 消费习惯、下沉市场与连锁化驱动下的现制饮品高增长潜力	17
<b>3 公司优势：产品、供应链、加盟体系构筑高效增长飞轮</b>	<b>19</b>
3.1 产品优势：聚焦与稳定研发体系强化产品竞争力	19
3.2 供应链优势：全国覆盖+垂直整合+自动化稳定性的三层壁垒	20
3.2.1 全国化仓储物流体系奠定规模化扩张能力	20
3.2.2 自建海盐工厂提升成本控制与核心原料稳定性	21
3.2.3 自动化设备与质量管理体系强化门店营运效率与产品一致性	22
3.3 扩张优势：加盟体系完善、互利共赢模式强化网络可持续扩张能力	22
3.4 营销优势：以 IP 构筑品牌心智，加强年轻化传播与品类记忆	25
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>27</b>
4.1 营业收入预测	27
4.2 毛利预测	27
4.3 估值	28
<b>5 风险提示</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 沪上阿姨成长史.....	5
图 2: 2022-2024 年三大品牌 GMV 对比 (百万元) .....	6
图 3: 2022-2024 年三大品牌单店日均 GMV 对比 (元) .....	6
图 4: 2021-2025H1 营业收入及同比 (百万元; %) .....	6
图 5: 分渠道营业收入及同比 (百万元; %) .....	7
图 6: 加盟渠道下营业收入拆分及同比 (百万元; %) .....	7
图 7: 加盟店及自营店数量 (家) .....	8
图 8: 截至 2024 年 12 月 31 日的中国门店网络 (家) .....	8
图 9: 2022-2025H1 按线级划分门店分布 (家) .....	9
图 10: 2021-2025H1 毛利 (百万元) 和毛利率 (%) 情况.....	10
图 11: 2021-2025H1 费用率 (%) 情况.....	10
图 12: 2021-2025H1 净利润 (百万元) 及净利润率 (%) 情况.....	10
图 13: 截至 2025 年 5 月股权架构 .....	12
图 14: 2018-2028E 我国现制饮品市场规模 (十亿元) 及同比增速 (%) .....	13
图 15: 2018-2028 年中国现制茶饮、现磨咖啡、其他现制茶饮同比增速 (%) .....	14
图 16: 按城市线级划分 2018-2028 年中国现制茶饮市场规模 (十亿元) 及同比增速 (%) .....	14
图 17: 按价格带划分 2018-2028 年中国现制茶饮市场规模 (十亿元) 及同比增速 (%) .....	15
图 18: 2023 年中国五大现制茶饮店品牌按 GMV 排名 (十亿元; %) .....	15
图 19: 现制饮品及冰淇淋产业链上下游结构.....	17
图 20: 平价、中价、高价现制饮品零售额占比 (%) .....	17
图 21: 公司主要产品及小食.....	19
图 22: 截至 2024 年 12 月 31 日沪上阿姨供应链网络.....	20
图 23: 沪上阿姨生产流程.....	21
图 24: 2022-2024 年加盟商开店情况 (家; %) .....	23
图 25: 沪上阿姨加盟流程.....	24
图 26: 三家公司加盟商毛利率对比 (%) .....	25
图 27: 沪上阿姨 IP 营销——猎豹女士&迷沪兔 .....	26
图 28: 沪上阿姨 IP 营销——魔道祖师&大耳朵图图 .....	26
表 1: 管理层介绍 .....	11
表 2: 2023 年中国三大中价现制茶饮店品牌按门店数量排名 .....	16
表 3: 2022-2024 年沪上阿姨产能情况.....	22
表 4: 截至 2025 年 12 月沪上阿姨加盟费用情况 .....	25
表 5: 沪上阿姨各业务板块营收预测 (百万元) .....	27
表 6: 沪上阿姨毛利预测 (百万元) .....	28
表 7: 沪上阿姨可比公司估值 (注: 市值为 2025 年 12 月 19 日收盘价) .....	28
表附录: 三大报表预测值.....	30

## 1. 公司介绍：从区域新锐到全国茶饮领跑者的稳健跃迁

### 1.1 公司概况：“五谷”起势到“万店”成军

沪上阿姨（上海）实业股份有限公司（简称：沪上阿姨），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饮品。2013年，沪上阿姨首家门店开业，售卖“五谷奶茶”。2019年，沪上阿姨全力主攻鲜果茶赛道，逐步实现在全国各地的快速扩张。截至2025年10月，沪上阿姨已在全国352个城市开业9132家门店。此外，沪上阿姨打造出“沪上阿姨”、“沪咖”、“茶瀑布”三大品牌矩阵，通过多个价格带、多类型产品的策略，为消费者带来更喜爱的饮品体验。

沪上阿姨踩中了现制茶饮渠道下沉与“每日现制”消费升级的双重红利，在2015-2022年的赛道井喷期高速崛起。面对蓝海渐赤、同质化加剧的变局，公司并未被短暂顺遂冲昏头脑，而是持续“向内动刀”：推出“沪咖”“轻享版”多价格带子品牌，用梯度产品矩阵对冲单一品类风险。沪上阿姨在蓝海厮杀中稳住毛利、守住门店增速，把先发优势真正转化为长期竞争壁垒。

### 1.2 公司历史：从夫妻店到上市公司，从弄堂五谷香到万店版图

沪上阿姨始于街角、成于五谷，十年间完成从“上海弄堂”到“万店矩阵”的跃迁。历经多年的发展，已逐步形成了强大的市场竞争力。回顾沪上阿姨的历史，可以将其发展划分为以下几个阶段：

**1) 2013年：单店试水期。**2013年7月，联合创始人单卫钧、周蓉蓉在上海人民广场开出首家门店，以“现煮五谷茶”切入现制茶饮赛道，凭借差异化产品和亲民定价迅速获得消费者认可，并陆续在上海增设三家直营门店，完成商业模式初步验证。

**2) 2014-2019年：区域扩张期。**公司持续聚焦“现煮五谷茶”的定位及亲民实惠的价格。门店数逐年递增，2015年突破200家，建立可复制的单店模型，为后续跨省扩张打下基础。

**3) 2020-2023年：资本加速期。**2019年全面转向鲜果茶赛道，2020年完成A轮融资，2021年完成A+轮，资金与供应链双重加持，推动门店规模快速放大。2020年起，沪上阿姨借助外部融资启动全国化战略。2022年门店数破5000家并推出“沪咖”子品牌，2023年门店数再破7200家并新增“轻享版”模型，形成沪上阿姨+沪咖+轻享版的多品牌、多价格带矩阵，稳居全国现制茶饮第四。

**4) 2024年至今：治理升级期。**2024年2月，沪上阿姨向香港联交所首次递交招股书。

图1: 沪上阿姨成长史

时间	事件
2013	2013年在上海开出第一家门店,以“五谷奶茶”验证需求,完成从0到1的起步。
2015	门店数逐年递增,2015年突破200家,建立可复制的单店模型,为后续跨省扩张打下基础。
2019	开始推出新鲜水果茶。
2021	完成A+轮融资。
2022	门店数量超过5,000家;获得由中国品牌博览会颁发的“2022年度消费者喜爱品牌”;荣获窄门餐眼“2021-2022年度餐饮品牌门店增长Top3”殊荣;扩大产品矩阵,推出沪咖门店。
2023	门店数量超过7,200家;根据灼识咨询,以截至2023年12月31日的门店总数算,在中国现制茶饮店市场中排名第四;以2023年的GMV计算,则在中国现制茶饮店市场中排名第五;拓展产品矩阵,推出轻享版门店。

资料来源:公司公告,浙商证券研究所。

### 1.3 经营情况: “一体两翼”下沉锋利,盈利稳增

在品牌布局方面,公司形成了“一体两翼”的三大品牌矩阵,通过差异化的价格带、产品结构与城市分层,实现从核心城市到县域市场的全面覆盖。

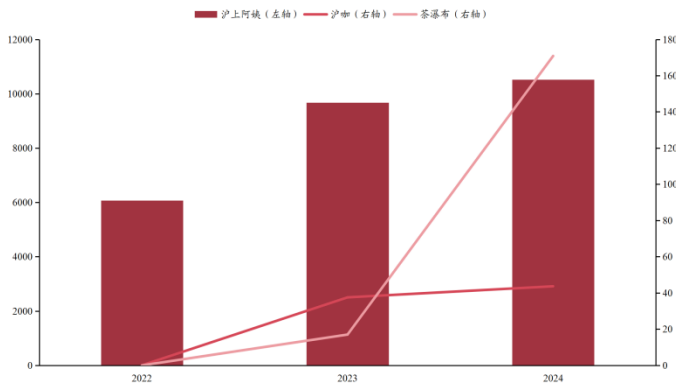
**沪上阿姨(2013年推出)作为公司核心主品牌:**定位鲜果茶、多料奶茶及轻乳茶等高性价比产品,价格区间7-22元,门店以街店为主,并于2024年完成品牌升级,采用新形象的门店达3,524家。依托成熟的供应链与品牌心智,沪上阿姨GMV在2022-2024年由60.68亿元增长至105.22亿元,2024年仍占公司整体GMV的98%。尽管高基数下增速放缓至8.7%,但**单店经营质量保持稳健:**2022-2024年平均单店每日GMV分别为4109元、4277元与3833元,2024年同比小幅回落10.4%。

**沪咖(2022年推出)通过嵌入式门店方式布局于沪上阿姨体系内部:**以“东方拿铁”等茶咖创新产品切入高线城市的咖啡轻消费场景。品牌仍处于规模孵化早期,但增长势能强劲:GMV从2022年不足十万元迅速放量至2024年的4,368.7万元,其中2023年同比增长近486倍,2024年保持16.3%增速。受制于品牌仍处培育期、客流主要依托沪上阿姨主店,**单店每日GMV较低且呈调整趋势:**由2022年的307元下降至2024年的116元,但随着新品结构改善与门店模型优化,有望推动该品牌进入更高效的经营阶段。

**茶瀑布(2023年推出)聚焦三线及以下城市:**以价格2-12元的多料奶茶、轻乳茶及冰淇淋为主,通过更灵活的选址深入县域市场。截至2024年底,轻享版与茶瀑布门店分别达到188家与304家,成为推动下沉市场扩张的重要抓手。品牌在2024年GMV达1.71亿元,同比大幅增长903%,占比提升至1.59%。**单店经营效率表现亮眼:**2024年平均单店每日GMV为1716元,仅较2023年小幅回落10.5%,体现其在低线城市的高接受度与扩张韧性。

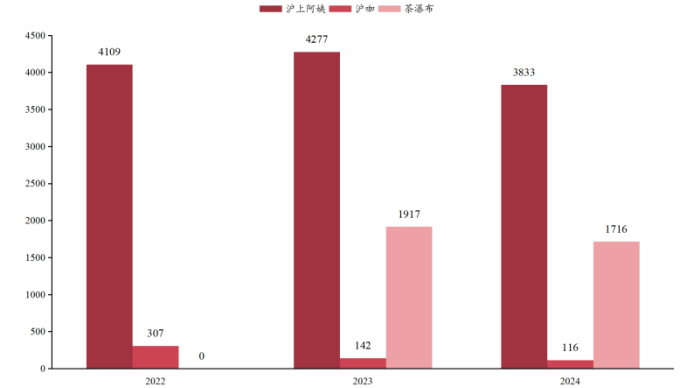
我们认为,公司通过“主品牌稳盘、两翼增量”实现结构化增长:沪上阿姨提供规模与利润基本盘,沪咖提升核心城市消费频次与产品结构,茶瀑布带动下沉市场快速放量。

图2: 2022-2024年三大品牌GMV对比(百万元)



资料来源: 窄门餐眼, 浙商证券研究所

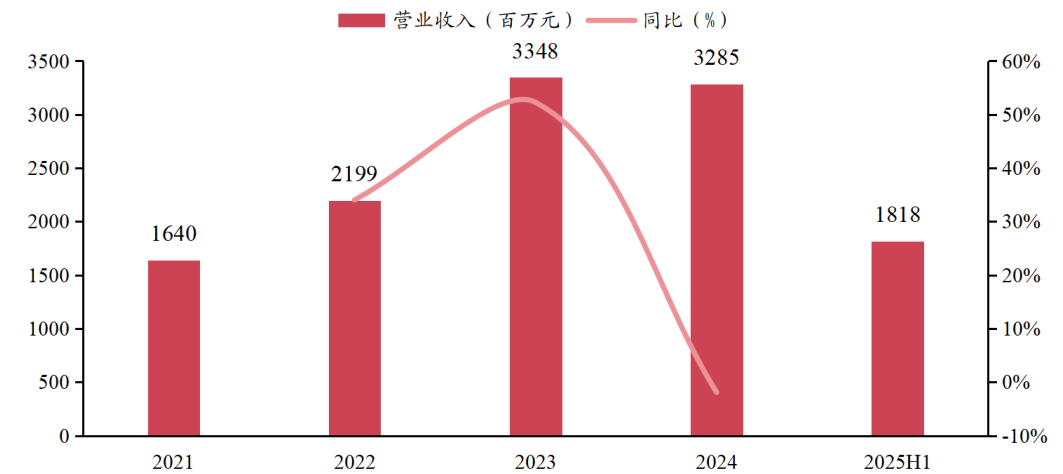
图3: 2022-2024年三大品牌单店日均GMV对比(元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

依托这一品牌矩阵及差异化布局, 公司在持续推进品牌扩张与运营优化的过程中, 实现了整体稳健的收入表现。公司的营业收入从2021年的16.40亿元增长至2023年的33.48亿元。2024年在高基数背景下, 收入录得32.85亿元, 同比小幅下降1.90%, 整体规模维持高位, 2021-2024年CAGR为26.04%。2025H1营业收入为18.18亿元, 延续稳健态势。

图4: 2021-2025H1营业收入及同比(百万元; %)



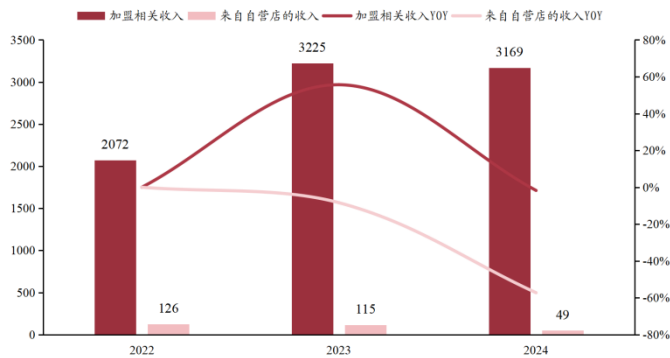
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

营收按照渠道划分, 加盟业务是公司的核心收入来源, 并在近三年保持高占比与相对稳健的增长趋势。2022-2024年, 加盟相关收入从20.72亿元增长至31.69亿元, CAGR为23.67%。其中2023年增速达到55.7%, 表现突出; 2024年在高基数和门店结构优化影响下小幅下降1.7%。加盟收入占比持续提升, 由94.26%上升至98.47%, 公司收入结构进一步向轻资产、加盟驱动模式集中。加盟渠道下, 向加盟商销售货物是最核心的收入来源, 并保持了稳定的增长与高占比结构。2022-2024年, 该业务收入由17.07亿元提升至26.32亿元, 对应CAGR为24.16%。其中2023年增速达到56.5%, 为主要增长贡献; 2024年在高基数下小幅回落1.5%。该业务占比维持在82%-83%区间, 结构稳定。在货物销售中, 食材及其他原材料是最具黏性、与门店运营绑定最紧密的部分。2022-2024年收入从15.98亿元提高至25.47亿元, 对应CAGR为26.27%, 增速略高于整体加盟货物销售。2023年在开店规模扩张带动下实现57.4%快速增长; 2024年仍录得1.3%的正增长, 结构韧性体现。该项收入占加盟相关收入比重由77.11%进一步提升至80.38%, 反映供应链业务在公司收入体系中的战略地位提高。设备销售收入规模较小且波动较大, 呈现明显弱化趋势。2022-

2024 年收入由 1.10 亿元降至 0.85 亿元，对应 CAGR 为-12.09%。受门店迭代周期与采购节奏影响，2024 年同比大幅下降 46.2%，收入占比也从 5.29%下滑至 2.67%。随着公司供应链体系成熟、设备一次性投入属性较强，该项收入在整体收入中的权重将持续下降。整体来看，加盟渠道收入结构持续向高频复购、高黏性、与门店经营强相关的原材料销售集中；设备销售边际弱化，使公司整体收入结构更稳定、对加盟体系规模增长的依赖度更强，有利于长期提升经营质量。

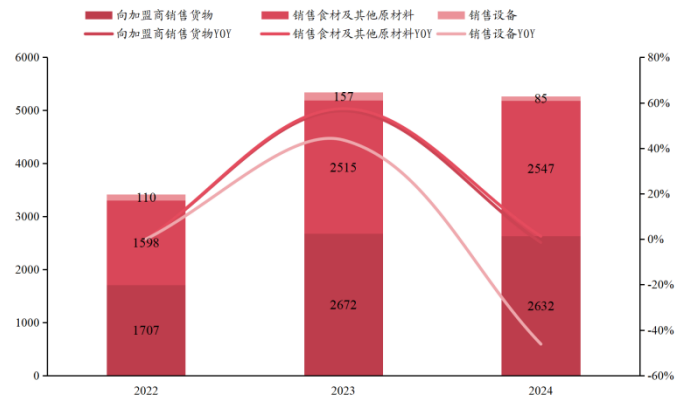
自营店收入则延续收缩趋势。2022-2024 年，自营业务收入由 1.26 亿元下降至 0.49 亿元，CAGR 为-37.43%；2024 年同比降幅扩大至 57.3%。自营业收入占比显著降低，从 5.74% 下滑至 1.53%。该趋势反映公司战略持续收缩自营规模，将资源集中于加盟体系，以提升经营效率和整体盈利弹性。

图5：分渠道营业收入及同比（百万元；%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

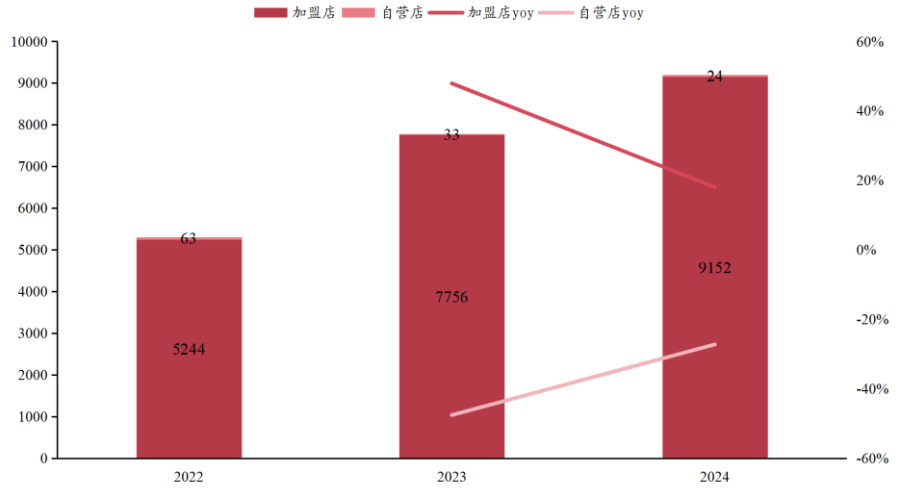
图6：加盟渠道下营业收入拆分及同比（百万元；%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司门店结构在规模扩张过程中持续向“高度加盟化”集中，加盟体系的高占比与稳定扩张节奏构成公司可持续增长的关键支撑。公司门店结构在规模扩张过程中持续向高度加盟化集中，加盟体系的高占比与稳定扩张节奏构成其可持续增长的核心支撑。2022-2024 年，公司总门店数由 5307 家提升至 9176 家，CAGR 约为 31.5%。加盟店是主要驱动力，数量从 5244 家增至 9152 家，加盟占比由 98.8%提升至 99.7%；在高基数下，加盟体系仍实现 2023 年 47.9% 的快速增长，2024 年保持 18% 的稳健增速，反映公司在下沉市场和跨区域扩张中的持续吸引力。同期自营门店由 63 家降至 24 家，占比由 1.2%大幅下降至不足 0.3%，自营权重持续弱化，使公司进一步聚焦供应链、加盟商管理和品牌运营等核心能力，提升网络复制效率与资本回报。在此基础上，公司门店规模继续稳步增长，截至 2025 年 10 月底，沪上阿姨门店网络已达 9132 家，覆盖 31 个省份、352 个城市，完成从区域品牌向全国化品牌的深化布局。

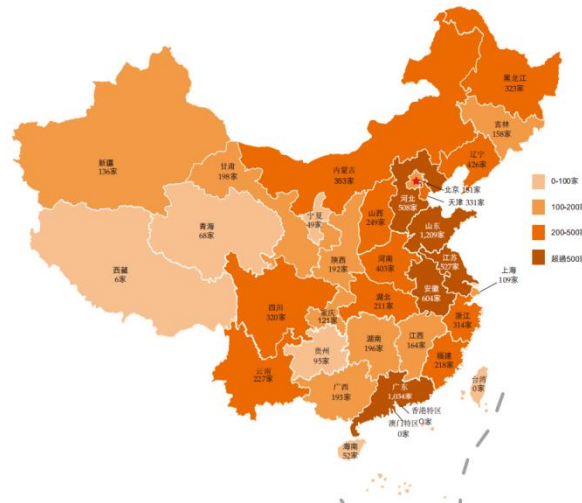
图7: 加盟店及自营店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

从全国分布来看, 沪上阿姨已形成“华东南稳固、北方领先显著、中西部加速渗透、西部具备潜力”的梯度化布局, 区域结构与品牌定位高度契合, 为后续持续扩张奠定了充分的空间基础。1) 华东和华南依然是门店规模的核心区域: 山东与广东分别以 1209 家和 1034 家位列全国前二, 江苏、浙江和福建等经济体量较大、消费成熟度较高的省份也形成稳定的密集门店带, 为公司提供了最稳健的消费基本盘。2) 依托在北方市场的先发优势, 公司在华北与东北地区维持了领先的市场份额: 河北、辽宁、内蒙古、黑龙江、山西等省份均处于 200-500 家量级, 门店密度显著高于行业大多数品牌, 显示公司产品与价格带在北方地区的匹配度优势仍在持续巩固。北京以 181 家门店保持一线城市中的中高渗透水平, 进一步强化公司在北方的品牌势能。3) 中西部省份进入稳健扩张阶段: 四川、云南、湖北、陕西等人口与消费增速较快的区域均已突破 200 家门店, 形成公司第二增长带。该区域的特点是连锁化率提升快、加盟意愿强, 是未来两至三年门店新增的主要来源。4) 西北与边缘地区仍处于早期布局阶段: 包括贵州、青海、海南、宁夏等省份门店仍在百店以内, 西藏更处于个位数水平。虽然短期贡献有限, 但在“加盟为主”的轻资产扩张模式下, 此类市场具备较高的渗透弹性, 未来有望贡献中长期增量。

图8: 截至 2024 年 12 月 31 日的中国门店网络 (家)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司门店扩张在各能级城市同步推进，并呈现出明显的“高线稳增、低线释放”特征。

1) 一线城市市场相对有限，但仍保持稳健增长：2022年至2024年，一线城市门店由403家增至686家，CAGR约30.5%，2025年上半年门店数量进一步增至714家，增速放缓至11.9%，显示核心城市市场趋于饱和但仍具增长潜力。

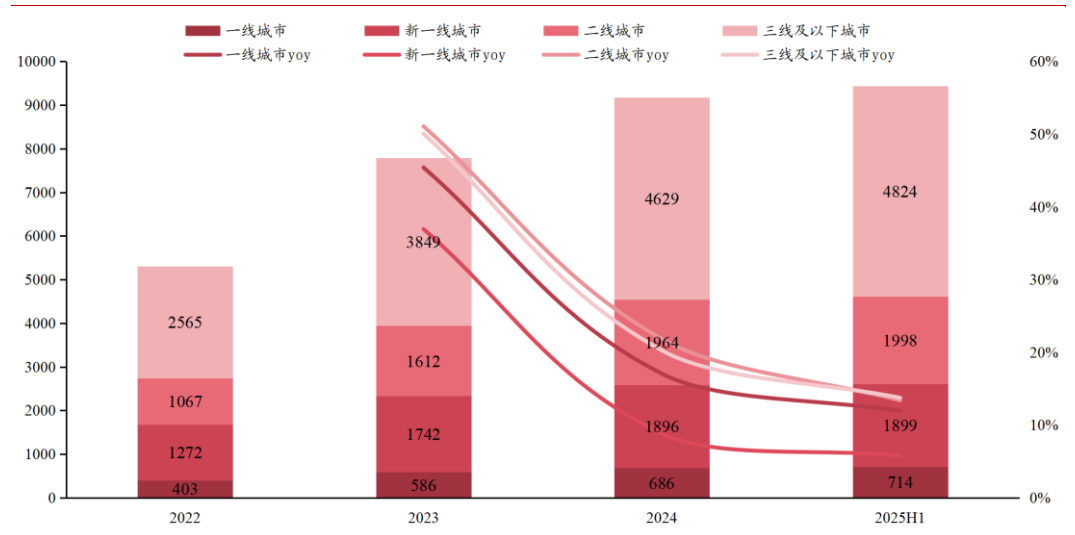
2) 新一线城市的扩张动力明显，成为公司重点布局区域：2022年至2024年，门店数量由1,272家增至1,896家，CAGR约22.1%，2025年上半年门店达到1,899家，增速回落至5.8%，表明该区域市场仍有发展空间，但增速已明显减缓。

3) 二线城市门店数量保持稳健增长：由2022年的1,067家增至2024年的1,964家，CAGR约35.7%，2025年上半年门店增至1,998家，增速13.4%，显示二线城市仍是公司扩张的重要市场。

4) 三线及以下城市是沪上阿姨门店扩张的主要来源，市场渗透率低、潜力大：2022年至2024年，门店数量由2,565家增至4,629家，CAGR约34.3%，2025年上半年增至4,824家，占总门店比例超过五成，仍是公司获取增量的核心区域。

5) 海外市场：于2024年2月，公司在马来西亚吉隆坡开设海外首家沪上阿姨自营店。我们认为，沪上阿姨呈现“下沉市场为主、核心城市补充”的布局特征，各线城市增速逐步回落，未来扩张重点可能从数量拓展向单店盈利与精细化运营转移。

图9：2022-2025H1按线级划分门店分布（家）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

沪上阿姨盈利能力总体稳健，体现了品牌扩张和轻资产运营模式的特点。公司通过控制销售成本及优化渠道结构，实现了毛利率的稳步提升，为持续盈利提供保障。毛利率自2021年的21.8%持续提升至2024年的31.3%，2025H1稳定在31.4%。毛利率提升主要受到销售成本下降的支撑：2024年加盟相关成本下降约2.9%，自营店成本下降超过50%，而其他成本因线上销售大幅增加而上升，但对整体毛利影响有限。毛利额自2023年的10.2亿元小幅增长至10.3亿元，反映出加盟门店毛利贡献增加抵消了自营店毛利下降的影响。

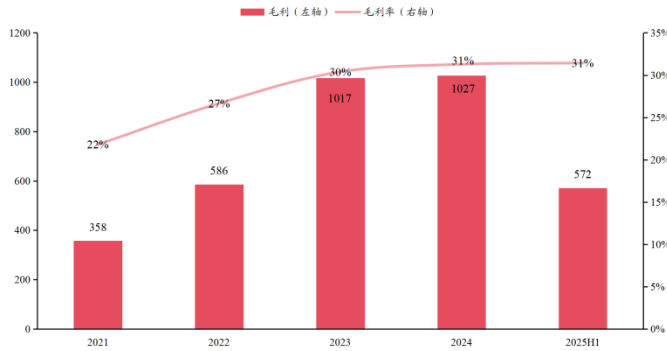
沪上阿姨的费用率在2021-2025H1呈现稳步变化趋势，整体水平符合茶饮连锁轻资产、高频运营特点，并与品牌扩张节奏及市场策略相匹配。

1) 销售及营销费用率波动与茶饮高频、品牌依赖的经营特性相符：自2021年的10.85%开始，2022年升至12.66%，主要由于品牌建设和市场推广投入增加。2023年降至10.78%，反映随着品牌认知提升，单位收入推广效率有所改善。2024年再次上升至12.00%，主要因员工薪酬（股份支付）增加及线上线下多渠道营销投入上升，其中部分增幅被门店数量减少导致的平台服务费下降抵消。2025H1为10.33%，显示营销支出与收入匹配良好，保持稳健。

2) 行政费用率水平健康：从2021年的4.31%稳步升至2022年5.15%，2023年小幅回落至4.78%，随后2024年升至5.32%，主要受上市相关支出及员工薪酬增加影响，部分由外聘服务费用下降抵消。

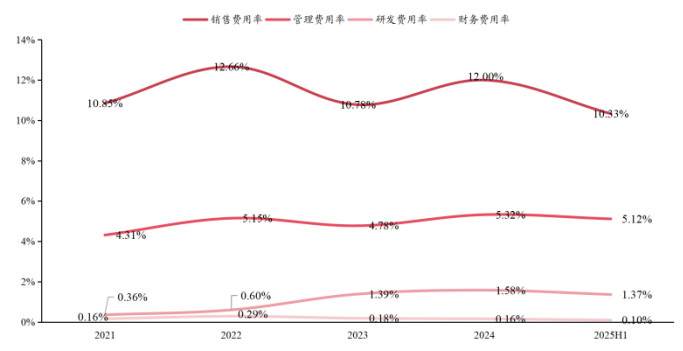
2025H1 为 5.12%，显示行政费用维持在可控区间。3) 公司持续加大技术与运营系统投入，**研发费用率提升**：自 2021 年的 0.36% 开始，2022 年小幅升至 0.60%，2023 年升至 1.39%，2024 年进一步升至 1.58%，主要用于操作系统及数字化运营平台研发。2025H1 为 1.37%，显示公司支持门店效率和数字化管理。4) **财务成本低且稳定，体现轻资产运营模式的优势**：从 2021 年的 0.16% 波动至 2024 年的 0.16%，2025H1 下降至 0.10%，主要因租赁负债减少导致利息支出下降。

图10: 2021-2025H1 毛利(百万元)和毛利率(%)情况



资料来源: 公司公告、香港交易所, 浙商证券研究所

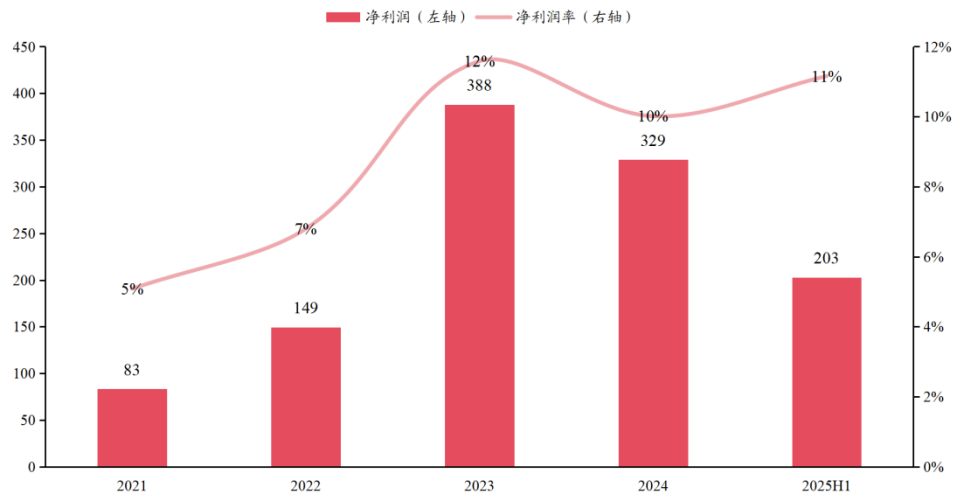
图11: 2021-2025H1 费用率(%)情况



资料来源: 公司公告、香港交易所, 浙商证券研究所

净利润变化主要受毛利率提升、费用控制及收入结构优化的共同影响，同时反映出公司通过控制销售成本、合理投入品牌及研发支出，实现了稳定的盈利水平。净利润自 2021 年的 83 百万元增长至 2024 年的 329 百万元，2025H1 为 203 百万元；净利润率在 2021 年为 5.1%，2023 年达到 11.6%，2024 年略降至 10.0%，2025H1 回升至 11.2%。

图12: 2021-2025H1 净利润(百万元)及净利润率(%)情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

#### 1.4 管理团队: 高瞻远瞩且经验丰富

沪上阿姨的管理团队具备长远的战略眼光，对中国现制茶饮店行业以及消费者的口味和偏好拥有深入了解。公司拥有一支均衡的管理团队，成员包括在其它跨国公司经验丰富的行业专家，以及自业务发展之初便一直在公司任职的长期雇员，他们与公司的加盟商一起推动公司迅速增长。根据灼识咨询，截至 2023 年 12 月 31 日，公司按门店总数计算在现

制茶饮店行业中排名第四。公司大多数高级管理人员在其所属行业均拥有超过十年经验，并同时具备多方面的经验与专业知识，彼此相辅相成。公司的联合创始人单先生及周女士拥有超过 20 年的销售管理经验，以及超过十年在现制茶饮行业的创业经验。单先生及周女士意识到加盟的业务模式是最适合中国现制茶饮店行业的业务模式，在很早期便将战略锚定此方向。此外，执行董事周先生拥有约 20 年在业内具领导地位的公司中的营销及管理经验。

表1: 管理层介绍

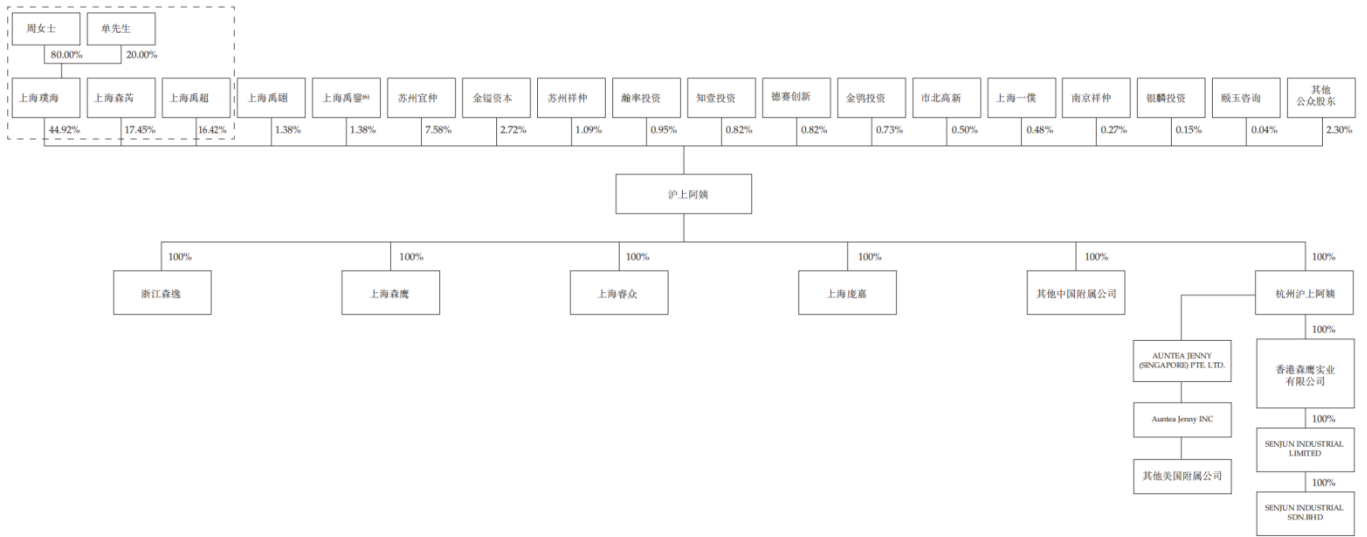
姓名	职务	履历
单卫钧	联合创始人、 董事会主席、 执行董事兼首席执行官	单卫钧先生主要负责本集团的品牌战略、重大发展规划及企业文化价值观落地。单先生在现制茶饮行业拥有逾 10 年经验，并拥有超过 20 年销售管理经验。单先生于 2013 年 11 月联合创办本集团，并一直担任若干附属公司的董事，包括分别自 2017 年 6 月、2021 年 2 月及 2021 年 6 月起担任上海森鹰、上海睿众及浙江森逸的执行董事。在创办本集团之前，单先生自 1996 年 11 月起向安利（中国）日用品有限公司提供服务，担任高级销售经理。单先生于 1996 年 7 月获中国江苏海事职业技术学院（前身为南京航运学校）颁授江海轮机管理专业中专文凭。单先生于 2023 年获《每日食品》颁发的“全球食品创新奖-年度创新人物”大奖。
周蓉蓉	联合创始人、 执行董事、 副行政总裁兼首席产品官	周蓉蓉女士主要负责与主席共同制定本集团的重大业务及发展规划以及产品供应链管理。周女士在现制茶饮行业拥有逾 10 年经验，并拥有逾 20 年的销售管理经验。周女士于 2013 年 11 月共同创办本公司。在创办本集团之前，于 1999 年 10 月至 2006 年 4 月，周女士于雅芳（中国）有限公司任职，最后职位为大区销售经理。自 2007 年 6 月起，周女士开始向安利（中国）日用品有限公司提供服务，最后职衔为高级销售经理。周女士于 1997 年 7 月获中国东北师范大学颁授英语专业专科学位。
周天牧	执行董事兼副行政总裁	周天牧先生负责协助主席制定本集团整体业务战略及营运管理。周先生拥有约 20 年的营销经验。周先生于 2022 年 5 月加入本集团担任首席营运官，自 2023 年 11 月起担任本公司的执行董事兼副行政总裁。在加入本集团之前，周先生曾于 2004 年 7 月至 2012 年 6 月担任广州宝洁有限公司上海分公司小商品渠道全国销售总监，并于 2012 年 7 月至 2015 年 5 月担任宝洁（中国）营销公司的大中华区剃须护理及电池品类市场营销总监，两家公司均为纽约证券交易所上市公司宝洁（纽交所上市代码：PG）的附属公司。于 2015 年 9 月至 2016 年 5 月，周先生担任联交所主板上市公司维他奶国际集团有限公司（股份代号：345）附属公司维他奶（上海）有限公司的中国业务战略及规划总监。周先生于 2016 年 5 月至 2022 年 5 月任职于纽约证券交易所及联交所主板上市公司阿里巴巴集团（「阿里集团」）（纽交所上市代码：BABA；联交所股份代号：9988），先后出任口碑快消零售事业部总经理及阿里集团超市生态事业部总经理。周先生分别于 2002 年 6 月及 2004 年 6 月获中国南京大学颁授生物学士学位及生态学硕士学位。
汪加兴	执行董事兼 线上营运高级总监	汪加兴先生主要负责线上营运支持以及华东地区营运管理。汪先生于 2014 年 12 月加入本集团，先后担任营运总监、华东地区高级营运总监以及线上营运高级总监，自 2023 年 11 月起担任执行董事。汪先生于 2008 年 11 月至 2014 年 11 月在上海岱丽餐饮管理有限公司任职。汪先生于 1993 年 6 月取得中国宣城市工业学校（前身为泾县高级职业中学）农村综合经营中专文凭。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.5 股权结构：创始团队掌握核心决策权，员工持股强化长期运营韧性

沪上阿姨股权架构通过家族控股确保决策权集中，同时结合员工持股激励及独立平台激励，实现了控制权与人才激励的平衡。公司创始人夫妇单卫钧、周蓉蓉通过上海璞海直接控制公司，周蓉蓉持股 80%，单卫钧持股 20%，形成家族控股的核心基础。核心控制层包括上海森芮与上海禹超两大平台，上海森芮持股 17.45%，上海禹超持股 16.42%。公司还设立独立的员工激励平台上海禹翎与上海禹鋈，各持股 1.38%，为公司中长期人才激励提供制度化保障。我们认为，沪上阿姨股权架构在保障创始团队控制力的同时，激励了核心管理层和员工，支撑公司长期发展与运营稳定。

图13: 截至 2025 年 5 月 股权结构



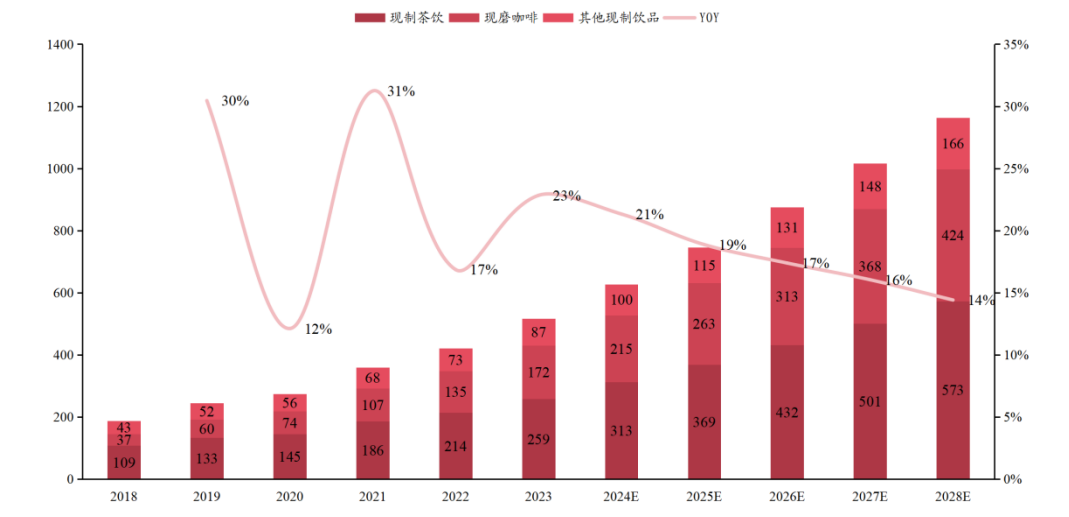
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。注: 公司招股书预计全球发售完成后的简化股权结构(假设超配股权未行使)。

## 2 行业情况：现制饮品行业持续扩张，平价市场快速增长，三线及以下城市潜力巨大

### 2.1 行业规模：全球与中国市场增长势头强劲，三线及以下城市潜力巨大

近年来，中国居民可支配收入稳步提升，2023 年已达 3.92 万元，根据沪上阿姨招股书，预计在 2028 年进一步升至 5.21 万元。收入结构改善推动消费向“品质与个性化并重”转变，其中现制饮品受益尤为显著。现制饮品涵盖现场制作的非酒精饮料，包括果饮、茶饮、冰淇淋与咖啡等，是兼具高客频、高复购特征的消费品类。全球市场规模庞大，中国市场在过去五年保持高速扩张，以 GMV 计规模由 2018 年的 1,878 亿元增长至 2023 年的 5,175 亿元，CAGR22.5%。根据灼识咨询，未来五年预计将继续以 17.6% 的 CAGR 扩张，于 2028 年达到 11,634 亿元。

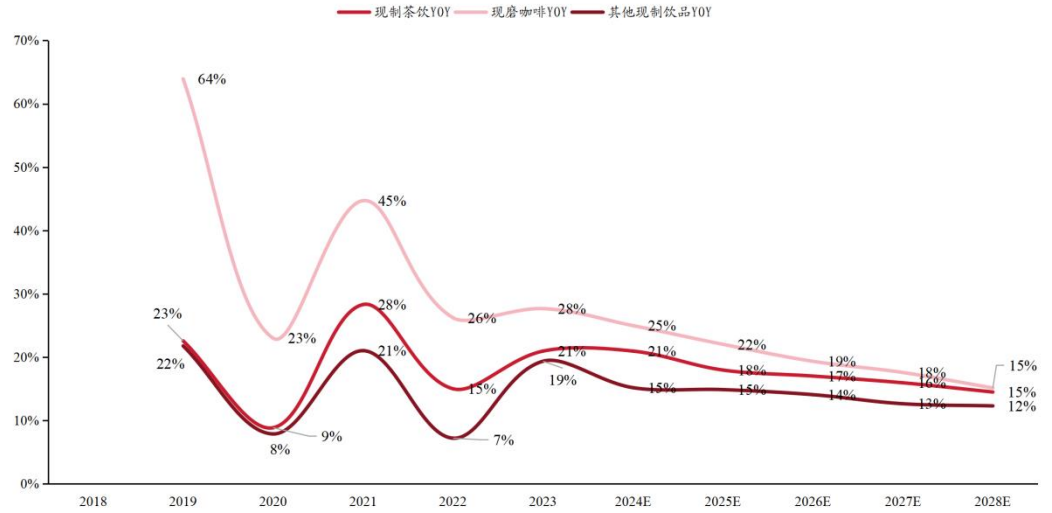
图14： 2018-2028E 我国现制饮品市场规模（十亿元）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

分结构看，现制茶饮为中国现制饮品的最大细分，2023 年 GMV 占比 50%。依托深厚的茶饮文化、稳定的日常消费需求以及不断涌现的产品创新，现制茶饮市场规模从 2018 年的 1,085 亿元增长至 2023 年的 2,585 亿，根据灼识咨询，预计到 2028 年以 17.3% 的 CAGR 扩容至 5,732 亿元。现制茶饮门店仍是核心销售渠道，并保持较强的渠道渗透力。与此同时，现磨咖啡成为增速最快的新兴赛道。随着产品风味创新、门店业态与消费场景的不断多样化，市场规模由 2018 年的 366 亿元快速跃升至 2023 年的 1,721 亿元，五年 CAGR 高达 35%+；根据灼识咨询，预计未来五年仍将以 19.8% 的 CAGR 增长，在 2028 年达到 4,242 亿元。我们认为，中国现制饮品行业处于量价齐升的长期扩张周期，茶饮作为最大赛道保持稳健增长，咖啡则提供结构性高景气增量。沪上阿姨深耕现制茶饮赛道，不仅凭借自身产品力与门店模型实现扩张，更充分受益于赛道高成长性带来的结构红利。

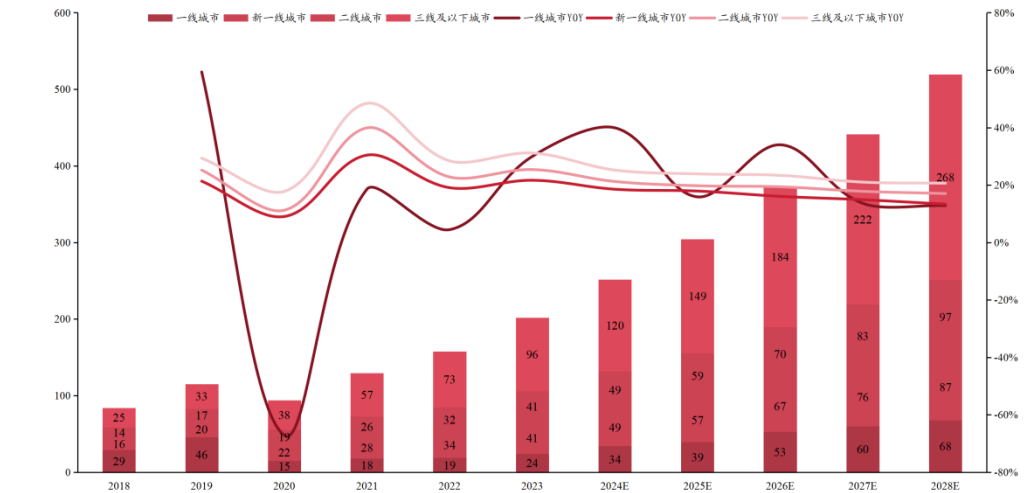
图15: 2018-2028年中国现制茶饮、现磨咖啡、其他现制茶饮同比增速(%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

目前现制茶饮店在中国三线及以下城市覆盖程度有限, 导致消费者对现制饮品的需求未得到充分满足, 未来市场提升空间巨大。截至2023年12月31日, 三线及以下城市的现制茶饮店门店密度仅为每百万人273家店, 远低于一线城市的每百万人474家店。中国三线及以下城市的现制茶饮店数量正在迅速增长, 截至2023年12月31日已达约25万家。根据灼识咨询, 三线及以下城市的现制茶饮店市场规模预计将以22.8%的CAGR从2023年的960亿元增长至2028年的2682亿元, 在所有城市线级中增速最快, 于2028年占中国现制茶饮店总体市场规模的51.6%。

图16: 按城市线级划分2018-2028年中国现制茶饮市场规模(十亿元)及同比增速(%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 2.2 行业格局: 中价稳盘、平价承增, 连锁化与下沉驱动现制饮品高增长

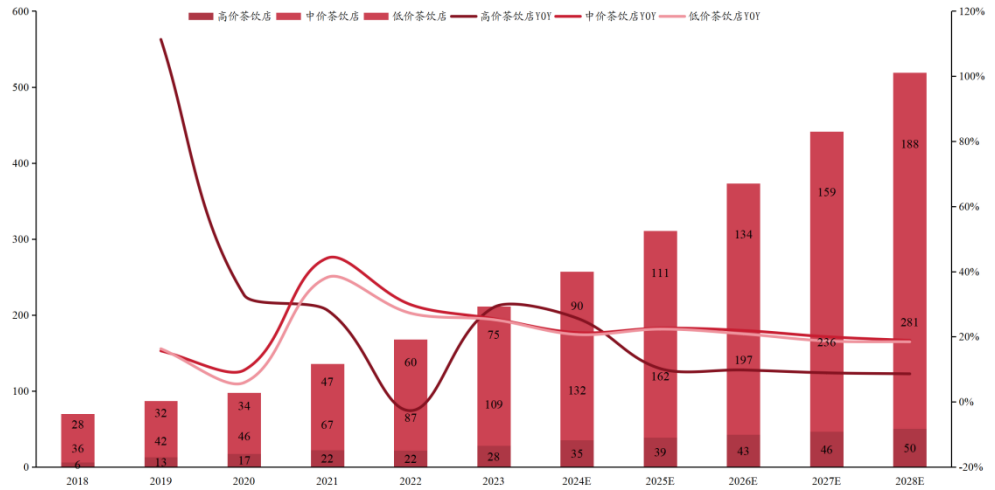
### 2.2.1 价格带下移, 中价稳健增长, 平价承载结构性增量

在消费方式重塑与价格敏感度提升的背景下, 中国现制饮品行业的增长结构正在发生深刻调整, 行业扩张逐步由“品质升级”向“性价比提升”演进, 带动不同价格带的竞争格局重新划分。

随着现制茶饮的全国普及, 中价价格带(10-20元)正成为行业增长的主要贡献来源。中价产品在保证口感与风味的基础上具备较高可负担性, 是当前大众消费向“务实

化、高性价比”转型下的最优解。受益于品牌在产品研发、供应链整合及加盟体系管理方面的持续强化，中价品牌能够在成本可控的前提下提升出品稳定性，并强化消费者对“高性价比”的心智认知。中国中价现制茶饮店 GMV 已由 2018 年的 364 亿元增长至 2023 年的 1086 亿元，五年 CAGR 达到 24.4%。根据灼识咨询，未来五年，在行业连锁化、产品标准化与消费习惯深化的推动下，该价格带预计以 20.9% 的 CAGR 继续扩大，成为现制茶饮行业中规模最大、增长最稳健的细分市场。

图17：按价格带划分 2018-2028 年中国现制茶饮市场规模（十亿元）及同比增速（%）

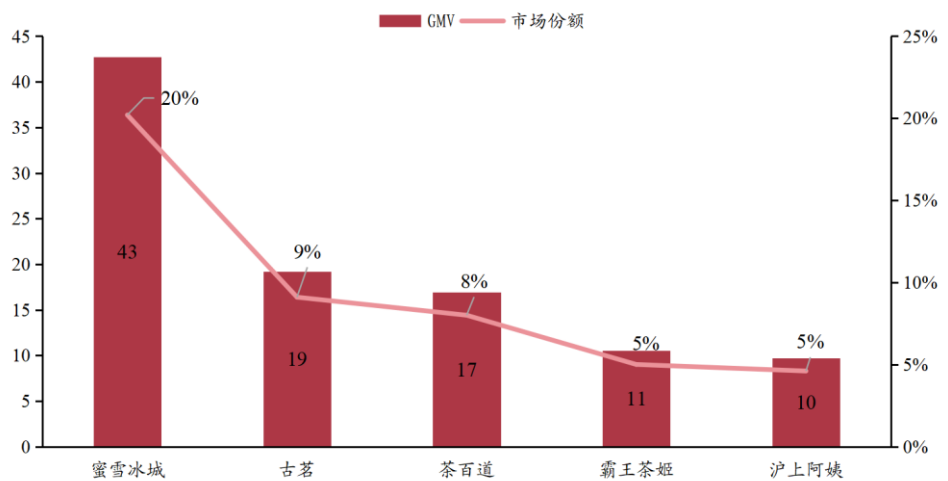


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 2.2.2 竞争格局：中价带凭借“品质+可负担性”构成行业稳定增长的基本盘

从市场格局来看，中价茶饮竞争呈现多维分化特征。以 GMV 排名，蜜雪冰城以 42.7 亿元、20.2% 的市场份额领先，主攻平价区间；古茗、茶百道、霸王茶姬及沪上阿姨分别以 19.2 亿元、16.9 亿元、10.5 亿元和 9.7 亿元位列第二至第五，价格区间集中在 10-22 元，均属中价带。

图18：2023 年中国五大现制茶饮店品牌按 GMV 排名（十亿元；%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2023 年，按门店数排名，古茗约 9,000 家、茶百道 7,801 家、沪上阿姨 7,789 家，覆盖城市数量在 200-344 座；下沉市场布局方面，沪上阿姨三线及以下城市门店占比 49.4%，古茗 49%，茶百道 41.6%，显示中价品牌通过下沉市场拓展高频消费人群。GMV 与门店

数排名差异揭示出，市场份额集中度与渠道覆盖策略之间的平衡是头部品牌竞争的核心，尤其是在下沉市场和连锁化率提升成为差异化优势的背景下，高占比品牌能够获取更多增量流量并通过标准化运营提升单店产能。

表2：2023年中国三大中价现制茶饮店品牌按门店数量排名

排名	价格区间（元）	2023年门店总数	其中： 北方门店数	覆盖城市数	2023年 GMV (人民币十亿元)	三线及以下城市 门店占比
古茗	10-18	约 9000	约 570	约 200	19.2	约 49%
茶百道	10-22	7801	约 2100	344	16.9	41.60%
沪上阿姨	7-22	7789	3995	344	9.7	49.40%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

在行业增速放缓及竞争加剧的背景下，平价现制饮品（<10元）正成为最具结构性增量的价格带。一方面，头部品牌加速开店并争夺核心商圈，客流被多品牌分散，单店GMV承压；另一方面，为抢占增量流量，多家企业下沉至更低价格带，通过推出10元以下产品扩大客群覆盖范围。尽管短期竞争激烈，但平价消费的长期逻辑清晰可见，主要源于两大趋势：1) 饮料消费“现制化”：相较瓶装饮料，现制饮品拥有更新鲜的风味、更丰富的口感层次及更强互动性体验，推动其持续替代部分预包装饮品消费；2) 现制饮品“平价化”：平价产品价格与瓶装饮料高度接近，却在风味和体验感上显著领先，使其在大众消费趋于理性化的环境下更具吸引力。随着平价品牌在供应链效率、出品稳定性及加盟体系管理上的能力提升，门店网络得以快速扩张，从而显著提高消费者的获取便利性与消费频次，推动其成为行业增长最明确、最具弹性的量级来源。

因此我们认为，中价带凭借“品质+可负担性”构成行业稳定增长的基本盘，而平价带在消费理性化、现制化替代和平价化趋势推动下成为最具确定性的结构性增量。二者共同构成未来几年中国现制饮品行业的核心增长引擎，并将在行业竞争格局深化、连锁化提升与消费习惯成熟的背景下持续释能。

### 2.3 行业竞争优势：供应链优化、消费习惯与品牌力驱动增长

现制茶饮行业的竞争优势来源于供应链能力、消费习惯培育、连锁化运营以及品牌力四个方面。这些因素相互协同，共同支撑行业的稳定增长和高效扩张。

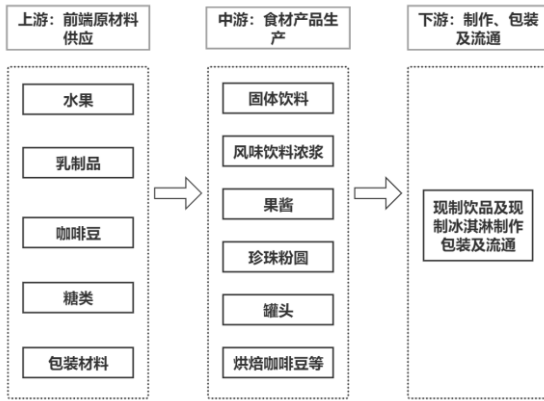
#### 2.3.1 供应链能力：高效覆盖、品质稳定、成本优化

现制茶饮产业链较短，结构简单。现制饮品、冰淇淋的上游原材料主要包括水果、乳制品、咖啡豆等大宗农副产品，行业门槛低、整体市场供应充裕，竞争充分价格稳定。中游为食材生产环节，主要产品包括固体饮料、风味浓浆、果酱等半成品，生产工艺较为简单标准、技术门槛低。下游为饮品及冰淇淋制作、包装及流通环节，由终端门店进行制作和包装后销售给消费者。

然而高频次、冲动型的消费特征，决定了现制茶饮行业下游门店布局的分散化，与此同时近些年消费升级引领下原料端的向“天然”迭代，一齐对中上游的供应链体系提出了极高的要求。主要体现在3个方面：门店配送、产品品质、成本控制。1) 门店配送：配送端的时效性直接决定终端门店的产品新鲜度和效率。近年来我国冷链物流行业的发展，使得高频次、小批量、快速、多点的配送成为可能。这得益于产业红利。2) 产品品质：现制

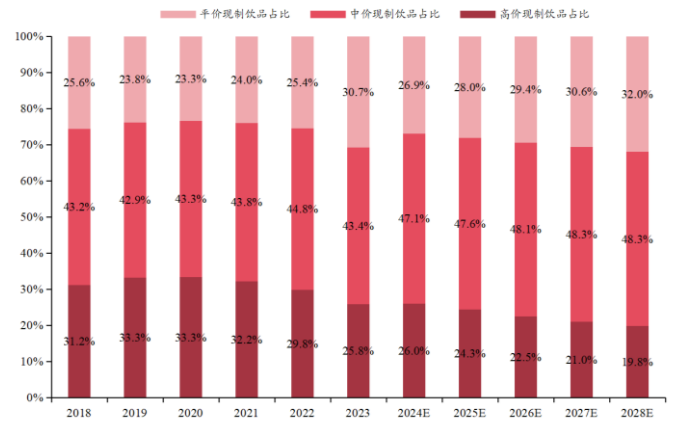
茶饮行业对食材的原始品质、口味标准化程度、保鲜度做了产业升级，如原材料产地直采、加工工艺升级、门店流程标准化等。**3) 成本控制：**根据灼识咨询、中国国家统计局及国际货币基金组织，截至2023年，按价格带区分平价及中价饮品占总体比重约74%，是绝对的主流，这是由消费能力及消费意愿共同决定的。在这样的终端背景下，供应链端不得不降本增效，以效率、技术或规模换利润。

图19：现制饮品及冰淇淋产业链上下游结构



资料来源：蜜雪冰城招股书，浙商证券研究所

图20：平价、中价、高价现制饮品零售额占比(%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 2.3.2 消费习惯、下沉市场与连锁化驱动下的现制饮品高增长潜力

尽管短期行业面临客流分散与单店产出承压，但连锁化率提升、人均消费量增加及下沉市场加速渗透三大驱动因素共同作用下，根据灼识咨询预测，2024-2028年中国现制茶饮市场仍将维持19.2%的CAGR。其底层动力如下：

1) 随着中国城镇化率的稳步提升和消费习惯的转变，现制饮品市场将迎来显著的增长机遇：中国的城镇化率由2018年的61.5%上升至2023年的66.2%，并预期于2028年进一步上升至70.6%。中国的城镇化，尤其是三线及以下城市的持续城镇化，将有力推动人口向城镇聚集，扩大城镇的消费人群基数和密度，从而集聚消费者流量及对现制饮品的需求。现制饮品店可以更有效地实现对消费群体的触达和覆盖，从而推动市场规模的持续增长。中国现制茶饮及现磨咖啡的消费人群渗透率预计将分别由2023年的22.7%及9.4%上升至2028年的34.4%及18.3%，带动整体市场增长。

2) 现制饮品凭借其优质的产品品质及消费体验持续吸引更多的消费者群体及带来更高的消费频率，人均消费量提升空间广阔：中国人均现制饮品年消费量由2018年的8杯增加至2023年的22杯；2028年，中国人均现制饮品年消费量预计将达到51杯。其中，2023年中国内地人均现制茶饮年消费量仅11杯，远低于中国香港及中国台湾的50+杯；根据公司招股书，预计至2028年将提升至26杯，实现超过一倍增长。因此，仍远低于2023年美国的323杯、欧盟及英国的306杯以及日本的172杯，增长潜力巨大。

3) 下沉市场成为核心增量来源：当前一线城市人均消费量为27杯，二线及以下城市不足10杯。随着门店网络加速下沉、价格更具吸引力的品牌快速扩张，下沉市场增长潜力显著。

4) 连锁化率提升带来效率改善：现制茶饮店的连锁化率预计将从2023年的约56%上升至2028年的约72%，现磨咖啡店的连锁化率预计将从2023年的约30%上升至2028年的约55%。在现制饮品市场中，平价现制饮品市场的连锁化率相对较低，反映了巨大的增长潜力。平价现制茶饮店的连锁化率预计将由2023年的约43%增加至2028年的约61%，增长机会更为显著。平价现制饮品市场的头部企业凭借供应链的广度及深度以及强大的品牌

声誉，有望把握市场机遇，扩大产品对消费者的可触达性及提升门店表现，从而促进整体市场增长。

### 3 公司优势：产品、供应链、加盟体系构筑高效增长飞轮

沪上阿姨的加盟体系吸引力，是“稳健商业模式”与“高扩张效率”的双向强化，更是中价茶饮进入深水区后对确定性的价值兑现。清晰的产品心智+稳定的单店模型是沪上阿姨早期快速渗透的充分条件；高度一体化的供应链体系与自动化设备是中期维持规模复制、降低加盟不确定性的必要条件；友好且具激励性的加盟机制则成为加速器，在行业竞争加剧的阶段进一步强化加盟商在品牌体系内的再投资意愿，加速公司网络扩张的正循环。

#### 3.1 产品优势：聚焦与稳定研发体系强化产品竞争力

**品牌在产品心智层面已形成较高清晰度与延续性：**早期以“五谷奶茶”切入北方市场，建立“温热、饱腹、健康”的独特心智锚点；自2019年布局鲜果茶后，进一步塑造“鲜果、健康、轻负担”的品牌调性，有效覆盖南方消费群体并实现全国化扩张。近年来推出的轻乳茶与酸奶昔顺应健康化趋势，使品牌从“特色风味驱动”逐步升级为“健康心智驱动”，显著增强品类延展性与品牌生命力。**当前，公司现制饮品体系围绕鲜果茶、多料奶茶、酸奶昔与轻乳茶四条主线构建，分别对应“健康化”“多口感”“高新鲜度”与“清爽轻负担”等主流消费偏好。**四条产品线既覆盖南北区域在气候、饮用温度与口味上的差异化需求，又保持稳定的基础框架，使公司能够在核心基底上持续进行风味微调与季节性上新，降低新品开发对供应链与加盟端运营的扰动。

**产品结构上的“稳”使公司在配方管理与供应链协同方面具备显著优势：**一方面，核心基底的统一使原料需求高度聚合，有利于上游标准化与自建产线扩张，保障品质一致性；另一方面，品类收敛使门店制作流程显著简化，培训成本、操作复杂度与出品波动度均下降，尤其在加盟模式中更能确保产品体验在全国范围内保持一致。公司能够在全年维持固定主推线（如杨枝甘露、厚芋泥波波奶茶），同时根据季节推出限定新品（如青提、绿豆或牛油果系列），让产品心智既稳定又不失新鲜感，进一步增强核心单品的复购拉动力。

图21：公司主要产品及小食



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司的产品体系始终围绕“新鲜时令、健康轻负担”进行动态演进，核心驱动力来自其稳定且高频的研发体系。近年来，公司新品推出节奏快：2022-2024年间平均每年推出逾百款新品，展现出持续的产品创新能力以及对消费趋势的快速响应能力。这一研发强度不仅扩充了产品组合，也使品牌得以保持高活跃度与高讨论度，有利于提升消费者心智占有率。公司的研发模式呈现体系化特征：以产品规划、风味开发、原料研究、品评验证、

标准化固化及营销推广为闭环，并在研发前端即同步联动上游供应链推动原料端的共同研发（如鲜果保鲜、催熟技术、加工方式优化等项目）。这种“研发—供应链—运营”一体化机制，使公司能够在维持产品一致性的基础上保持较高的创新密度，从而持续巩固其中价茶饮市场的产品竞争力。

总体来看，沪上阿姨以品类聚焦、配方稳定和节奏明确的产品创新路径，构筑了一套高复购、高一致性的产品体系。我们认为，该体系在加盟扩张背景下尤显重要，使公司能够以较低运营波动和更高执行效率实现产品规模化复制，从而形成区别于同业“高 SKU、短生命周期”路径的产品竞争优势。

### 3.2 供应链优势：全国覆盖+垂直整合+自动化稳定性的三层壁垒

沪上阿姨的供应链体系已形成“广覆盖—强控制—高效率”的三级结构：全国化仓储网络提供供给稳定性与下沉扩张能力，自建工厂强化核心原料的成本与质量控制，而门店端的自动化设备则提升出品一致性与运营效率。三者协同，使公司在行业进入竞争加剧、价格带下移与连锁化深化的阶段具备更高的成本韧性与更强的规模复制能力。尽管阶段性的产线调整可能带来效率波动，但整体趋势指向成本曲线下移与经营效率稳步提升，供应链能力已成为其中价带竞争中最具穿透力的长期壁垒。

#### 3.2.1 全国化仓储物流体系奠定规模化扩张能力

覆盖广度与冷链时效性构成网络优势的基础层。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已形成由 12 个大仓储物流基地、4 个设备仓库、8 个新鲜农产品仓库及 15 个前置冷链仓库组成的全国化供应链网络，其中三座中心仓与全部前置仓由第三方运营。凭借此网络，公司可实现每周 2-3 次向全国门店配送新鲜食材，显著提升食材新鲜度与终端运营效率，并有效降低损耗。根据灼识咨询，截至 2023 年底，公司在中价茶饮前五品牌中以“仓库城市覆盖范围”排名第一，体现供应链能力已具备行业标杆属性。

图22：截至 2024 年 12 月 31 日沪上阿姨供应链网络



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

全国化仓储体系不仅直接提升门店供给稳定性，更决定了公司在下沉市场快速复制的能力。当前三线及以下城市占比接近 50%，供应链的密度与覆盖深度能够有效支撑加盟端快速开店需求，使公司能够以更低库存、短补货周期支撑扩张。此外，公司已全面采用数

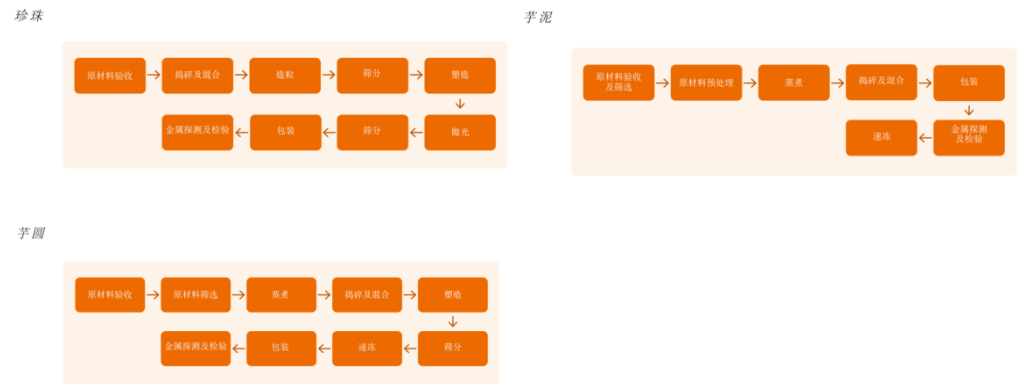
字化 WMS 系统实现实时库存监控、自动补货与货位优化，进一步提升仓储周转效率与门店履约稳定性。

因此，我们认为，在行业竞争加剧、头部品牌纷纷下沉的阶段，“供给稠密度”正在成为决定门店成效的核心变量。沪上阿姨仓储网络广度在同业中领先，使其在三四线城市具备更高的到货频次、更低的损耗及更优的履约稳定性，从而强化了公司在中价带竞争中的区域渗透优势。

### 3.2.2 自建海盐工厂提升成本控制与核心原料稳定性

公司在浙江海盐自建生产设施（总面积约 10,000 平方米），并配置四条核心生产线（珍珠、芋圆、芋泥、茶叶），形成核心原料的垂直整合能力。

图23：沪上阿姨生产流程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

随着 2022-2024 年生产线陆续投产与升级，公司原料自产比例持续提升。2024 年海盐工厂年化产能包括：珍珠 2,640 吨、芋圆 1,320 吨、芋泥 2,640 吨、茶叶 1,584 吨，为行业内极少数具备规模化自产能力的中价茶饮企业之一。利用率方面，2023 年整体利用率较 2022 年显著提升，主要得益于生产线投产爬坡；2024 年利用率部分回落（如珍珠、芋圆），主要由生产线升级及产品配方调整所致。公司在升级期间通过外采补缺，保障门店端供应稳定，显示供应链韧性较强。

表3: 2022-2024年沪上阿姨产能情况

	2022年			2023年			2024年		
	产能(吨)	产量(吨)	利用率(%)	产能(吨)	产量(吨)	利用率(%)	产能(吨)	产量(吨)	利用率(%)
珍珠	640.6	384	59.9	1,921.90	2,250.40	117.1	2,640.00	1,479.30	56
芋圆	369.6	61.6	16.7	1,315.00	1,085.00	82.5	1,320.00	431.8	32.7
芋泥	359.8	19.9	5.5	1,379.40	1,152.00	83.5	2,640.00	2,276.70	86.2
茶叶	-	-	-	173.2	177.8	102.7	1,584.00	1,418.90	89.6

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

因此, 我们认为, 自产体系强化了沪上阿姨对核心原料的成本弹性、品质稳定性与供应安全性控制。尤其在行业快速扩张及价格下探背景下, 上游自产能力将直接决定品牌能否在价格带下移过程中保持利润率。四条生产线连续升级显示公司正进一步提升自动化比例, 从而在中价带竞争中构筑长期成本优势。

### 3.2.3 自动化设备与质量管理体系强化门店营运效率与产品一致性

沪上阿姨通过在门店端全面推进自动化设备升级, 并辅以标准化质量管理体系, 实现对营运效率和产品一致性的双重强化。公司自营店毛利由2022年的人民币14.2百万元大幅增长91.2%至2023年的27.2百万元, 毛利率同步由11.3%提升至23.5%, 核心驱动因素之一即为智能化设备带来的门店运营优化。公司引入的智能奶茶机具备自动配料功能, 最多可支持21种核心食材(包括茶、果汁及冰水), 有效缩短制饮配料时间, 使门店生产效率获得显著提升; 同时, 设备可在食材余量较低时自动提醒员工补充, 减少因缺料导致的服务中断, 进一步改善高峰时段的运营稳定性。此外, 智能奶茶机内置独立冷藏系统, 在保证食材鲜度的同时提升设备的整体空间布局效率, 使门店操作流线更加紧凑, 提高单位面积产出。在设备升级的同时, 公司通过持续的门店流程精简以及低效自营店的退出, 使得自动化改造的效益得以充分体现。

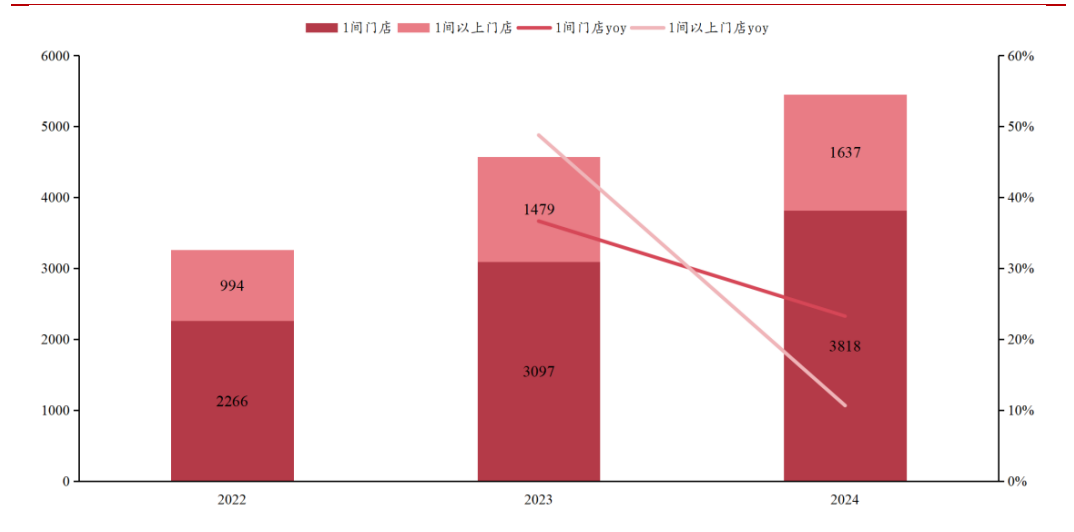
因此, 我们认为, 自动化设备的规模化应用不仅降低了人工成本占比, 也提升了产品的制作一致性, 减少门店对高技能员工的依赖, 从而形成可复制、可扩张的运营模型。随着自动化水平的进一步提升, 公司在产品稳定性、出品速度和运营成本控制等维度均构筑了行业内相对稳固的效率壁垒。

### 3.3 扩张优势: 加盟体系完善、互利共赢模式强化网络可持续扩张能力

沪上阿姨依托高度标准化、数字化的加盟体系, 构建了行业领先的门店扩张能力。往绩显示, 公司门店规模在2022-2024年间从5,307家快速增长至9,176家, 新增逾5,000家门店; 2023年单年净增门店2,482家(+46.8%)。广覆盖的加盟支持平台、在下沉市场的显著成功经验以及互利共赢的加盟模式, 共同构成公司门店网络得以持续扩张的关键支撑。**多店投资比例提升, 体系粘性持续增强**。截至2024年12月31日, 公司拥有5,455名加盟商, 其中30%(1,637名)已开设多家门店, 显示加盟商对品牌盈利能力与回报稳定性的高

度认可。现有加盟商开新店比例由 2022 年的 46.5%提升至 48.8%，反映加盟体系粘性不断增强、品牌扩张动力更趋内生性。

图24： 2022-2024 年加盟商开店情况（家； %）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**沪上阿姨对加盟商具备吸引力。首先，全生命周期加盟支持：标准化体系构筑高可复制性。**公司形成覆盖选址、设备、数字化营运、宣传与培训的“全链路加盟服务体系”，有效降低加盟商的经营难度并强化网络扩张效率：

**1) 精准选址能力：**通过“智能选址系统”综合数据洞察、风险评估与 AI 工具，协同总部的选址培训体系，为加盟商提供可行性评估与销售预测，提高开店成功率。

**2) 统一设备体系：**提供针对茶饮及咖啡业务模式的智能设备组合（如智能奶茶机、冰箱、封口机、制冰机等），确保操作效率与产品标准化。2023 年底起，公司在保持质量控制前提下，开放部分设备自备采购，提高加盟灵活度。

**3) 数字化运营平台赋能：**依托“沪上阿姨门店助手”实现从订单管理、瑕疵反馈到经营数据分析的全程数字化，使加盟商能够实时掌握 GMV、订单量与现金流情况，实现高效经营决策。

**4) 一体化宣传支持：**总部提供开业营销、素材指导与外卖平台对接，为加盟门店提供稳定曝光与流量支持。

**5) 系统培训与督导：**覆盖开业前培训、日常管理、新品上线的持续辅导，并配合线上监控与线下巡店，确保服务与产品体验的一致性。

图25: 沪上阿姨加盟流程



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

其次，**互利共赢的加盟政策：让利机制提升加盟商粘性。**公司高度重视与加盟商之间的利益一致性，不向合格加盟商收取不可退还的续期预付加盟费，降低其长期经营成本。同时，根据加盟商发展阶段提供定制化支持：**1) 新加盟商：**提供选址与开店专项支持，增强初期成功率；**2) 多店加盟商（1店以上）：**给予管理培训、固定前期加盟费豁免或折扣、设备采购优惠等激励，提升经营规模化动力。公司持续监测市场供需动态，并通过激励机制引导高质量加盟商扩大门店规模，确保加盟网络在“数量增长”与“质量提升”之间保持健康平衡。

依据灼识咨询，截至2023年12月31日，初始投资成本低于中国以门店总数计算的前五大中价现制茶饮店品牌的平均数。通过多层次店型结构（标准店、轻享店“茶瀑布”以及咖啡子品牌“沪咖”）覆盖约9-20万元的投资区间，显著降低不同资金实力投资者的进入门槛。在成本构成上，公司将加盟费、保证金及设备费控制在同价位品牌较优位置，并阶段性推出强力度激励政策，如标准店提供“加盟费限时立减”、“设备首付30%+12期免息”或“全套设备补贴”；轻享店实行“0元加盟费+六项服务全免+最高6万补贴”；沪咖提供设备补贴最高2万，使三大店型均具备同类品牌中稀缺的投资友好度。公司在保持低不可回收成本的同时，进一步提升加盟商的投资回报确定性——设备支持、原料体系、选址培训与数字化经营工具降低了运营复杂度，增强加盟商对标准化体系的信心。灵活的设备采购机制、对复购开店加盟商的费用豁免与价格优惠，强化了公司对多店加盟者的激励。整体来看，沪上阿姨通过“低门槛进入+真金白银补贴+强标准化能力”构建出行业领先的加盟性价比，这种友好的投资结构配合同步提升的经营确定性，使其能够持续吸引创业者与多店经营者加入，并形成门店规模快速扩张的核心动力。

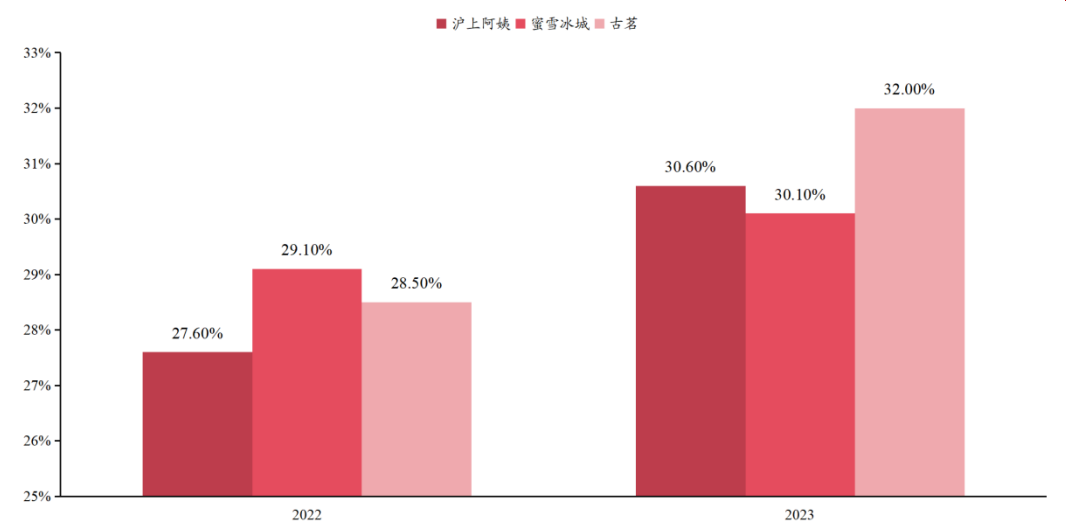
表4: 截至 2025 年 12 月沪上阿姨加盟费用情况

品牌	前期总预算	加盟费	保证金	设备费	首批原料	当前亮点政策
沪上阿姨 (标准店)	19.5 万元起	4.98 万元	0.5 万元	11 万元起	3-5 万元	1) 加盟费限时立减 1.5 万; 2) 设备可 30% 首付+12 期免息或者全套设备补贴 1 万。
茶瀑布 (轻享店)	9 万元起	限时 0 元加盟费	0.5 万元	6 万元起	2 万元	1) 6 项全免: 0 培训/设计/营销/选址/开业/外卖运营费; 2) 最高补贴 6 万。
沪咖 (咖啡子品牌)	15 万元起	2.98 万元	1 万元	7.4 万元	3 万元	1) 设备补贴 30%, 最高补 2 万; 2) 年度运营管理费 9,600 元

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

此外, 高盈利能力与低初始投资成本巩固加盟吸引力: 依据灼识咨询, 沪上阿姨加盟店于 2023 年的毛利率处于行业具吸引力水平。沪上阿姨加盟店毛利率由 2022 年的 27.6% 提升至 2023 年的 30.6%, 不仅实现稳步改善, 也处于与蜜雪冰城 (2023 年 30.1%) 相当, 体现其中价带赛道中“盈利稳定性+成本控制力”的结构优势。结合公司初始投资成本显著低于中价茶饮前五品牌平均水平, 其标准化营运机制进一步降低了门店运营的不确定性, 使加盟体系呈现“投入可控、毛利稳健、回本确定性高”的特征。该性价比优势尤其适配三四线城市与下沉市场的门店扩张逻辑, 成为驱动其门店网络快速增长的关键原因之一。

图26: 三家公司加盟商毛利率对比 (%)



资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

### 3.4 营销优势: 以 IP 构筑品牌心智, 加强年轻化传播与品类记忆

沪上阿姨在行业内率先形成系统化的 IP 营销体系, 通过“自有 IP+季节主题+跨界联名”三重路径, 强化品牌心智、提升新品转化并扩大用户触达。公司依托对年轻消费群体审美与内容偏好的持续洞察, 打造出可持续运营的品牌资产, 使 IP 成为驱动声量、拉动销量的核心抓手。

首先, 公司通过自有 IP 强化品牌调性与视觉识别。早期以“夜玫瑰”、“水蜜桃”等季节主题构建视觉记忆; 随后推出“迷沪兔”、“猎豹女士”等可衍生形象, 形成适配中

价段定位的健康、青春与活力标签。其中，2024 年以“摩登橙”为主色调的品牌升级，进一步强化了品牌的统一视觉体系，使门店形象、产品包装及线上传播实现协同，提升用户识别度与心智延展性。

图27: 沪上阿姨 IP 营销——猎豹女士&迷沪兔



资料来源: 公司官网、公司公告, 浙商证券研究所

图28: 沪上阿姨 IP 营销——魔道祖师&大耳朵图图



资料来源: 公司公告、FoodTalks, 浙商证券研究所

其次，跨界联名成为扩大品牌外延的关键动力。公司通过与国漫、国际 IP 及影视内容进行联动，形成强曝光、高互动的营销事件。在行业普遍面临增长放缓的大环境下，沪上阿姨的联名项目保持高转化能力：如与《大耳朵图图》、《驯龙高手》的合作在年轻群体中获得强共鸣；2024 年初与热门 IP《魔道祖师》推出联名轻乳茶，上市三天即卖出约百万杯，话题#沪上阿姨×魔道祖师#两度登上微博热搜，阅读量突破 2 亿。因此，我们认为，公司在内容侧的营销触达效率高。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 营业收入预测

沪上阿姨营业收入可以分成加盟相关收入、来自自营店的收入和其他收入三大板块。我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 40/46/55 亿元，同比增速分别是 21.8%/15.4%/18.5%。

1) **加盟相关收入预测**: 收入增长主要受门店扩张带动, 2024 年门店总数 9176 家, 2025-2027 年预计分别增长至 10000/11505/13011 家, 增速分别为 9.0%/15.1%/13.1%; 未来三年单店日均销量预计在 215/219/223 杯, 单杯均价 17 元, 价格策略保持稳定, 因此收入增长主要依赖销量提升。预计 2025-2027 年向加盟商销售货物收入分别为 32.1/37.1/44.0 亿元; 加盟服务收入分别为 6.6/7.5/8.8 亿元。因此, 预计 2025-2027 年加盟相关的营业收入分别为 38.6/44.6/52.7 亿元, 同比增速分别为 21.8%/15.4%/18.3%。

2) **来自自营店的收入预测**: 收入增长主要受新开门店的推动。由于预计未来门店数量将持续低双位数增长, 预计 2025-2027 年来自自营店的收入将分别为 0.6/0.7/0.9 亿元, 同比增速分别为 22.1%/14.4%/26.5%。

3) **其他收入预测**: 收入增长主要受门店扩张带动。由于预计未来门店数量将持续低双位数增长, 预计 2025-2027 年加盟管理服务收入分别为 0.8/0.9/1.1 亿元, 同比增速分别为 22.1%/14.4%/22.8%。

表5: 沪上阿姨各业务板块营收预测 (百万元)

百万元; %	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	3285	4002	4617	5471
<b>YOY</b>	-1.9%	21.8%	15.4%	18.5%
<b>加盟相关收入</b>	3169	3861	4456	5271
<b>YOY</b>	-1.7%	21.8%	15.4%	18.3%
<b>来自自营店的收入</b>	49	60	69	87
<b>YOY</b>	-57.3%	22.1%	14.4%	26.5%
<b>其他</b>	66	81	92	113
<b>YOY</b>	805.5%	22.1%	14.4%	22.8%

资料来源: WIND、浙商证券研究所

### 4.2 毛利预测

伴随市场竞争的加剧和公司内部效率的提升, 我们预计 2025-2027 年公司毛利率将分别为 31.3%/31.7%/31.8%, 反映供应链优化与成本结构改善带来的稳健提升。在费用端, 随着公司规模扩张及渠道管理效率增强, 分销及销售费用率预计维持稳定下行趋势, 预计 2025-2027 年分销及销售费用率维持在 10.0%。行政费用率亦在组织效能提升与数字化推进的驱动下保持稳定, 预计 2025-2027 年行政费用率将稳定在 5.0%。研发费用率预计将维持在合理区间, 反映公司在产品创新方面的持续投入, 预计 2025-2027 年研发费用率将稳定在 1.4%。财务费用率得益于稳健的资本结构与良好的资金管理将保持低位, 预计 2025-2027 年财务费用率均为 0.1%。在盈利端, 受益于收入增长及费用效率改善, 公司归母净利润保

持稳健增长。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 5.1 亿元/5.8 亿元/6.9 亿元，对应归母净利润率 12.6%/12.5%/12.7%。整体来看，公司盈利能力提升趋势明确，规模效应及运营效率优化将持续贡献利润弹性。

表6: 沪上阿姨毛利预测 (百万元)

百万元; %	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	31.3%	31.3%	31.7%	31.8%
毛利	1027	1253	1463	1740
分销及销售费用率	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%
行政费用率	5%	5%	5%	5%
研发费用率	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%
财务费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
归母净利润	329	505	578	694
归母净利率	10.0%	12.6%	12.5%	12.7%

资料来源: WIND、浙商证券研究所

### 4.3 估值

我们选取海底捞、古茗、蜜雪集团与百胜中国四家港股消费龙头作为可比公司，以反映不同细分赛道在连锁化、运营效率与品牌势能上的代表性。海底捞凭借极致的服务体系和精细化运营，在正餐领域保持高坪效与强现金流；古茗依托下沉市场优势与体系化运营能力，实现稳健扩张并展现渠道韧性；蜜雪集团以高性价比定位与强供应链自建能力，在平价茶饮赛道中保持高开店效率与强加盟粘性；百胜中国则依托多品牌矩阵、数字化中台及完善供应链体系，在中国快餐市场持续巩固领先地位。可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 20x/18x/16x。鉴于沪上阿姨凭借领先的品牌力和规模在行业中占据优势，我们认为公司可享估值溢价。首次覆盖，我们给予沪上阿姨“增持”评级。

表7: 沪上阿姨可比公司估值 (注: 市值为 2025 年 12 月 19 日收盘价)

股票代码	股票简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
6862.HK	海底捞	757	43	48	52	18	16	14
1364.HK	古茗	532	26	26	32	21	20	17
2097.HK	蜜雪集团	1380	58	67	77	24	21	18
9987.HK	百胜中国	1226	65	71	76	19	17	16
	平均值					20	18	16
2589.HK	沪上阿姨	89	5	6	7	18	15	13

资料来源: WIND、浙商证券研究所。注: 除沪上阿姨外，其余盈利预测源于 WIND 一致预期。

## 5 风险提示

- 1、**食品安全风险。**现制茶饮行业属于食品加工制造行业，一旦加工环节出现纰漏导致食品安全事故，将对整个行业造成负面影响。
- 2、**宏观经济下行风险。**现制茶饮行业属于消费行业，其发展依赖居民收入水平。若宏观经济出现大幅波动影响居民收入水平，将对整体行业造成不利的影响。
- 3、**数据统计风险。**本报告由底层数据出发，海量数据处理过程中存在统计误差，单独数据条本身或不具备意义。

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1,658	2,302	3,012	3,878	<b>营业收入</b>	3,285	4,002	4,617	5,471
现金	343	907	1,550	2,321	其他收入	0	80	69	83
应收账款及票据	1	2	2	2	<b>营业成本</b>	2,257	2,749	3,154	3,731
存货	168	205	235	278	营业费用	394	400	462	545
其他	1,146	1,189	1,226	1,277	管理费用	175	200	231	271
<b>非流动资产</b>	198	170	146	127	研发费用	52	56	65	77
固定资产	43	34	27	22	财务费用	5	0	0	0
无形资产	105	84	67	54	<b>除税前溢利</b>	449	673	770	926
其他	50	51	51	51	所得税	120	168	193	231
<b>资产总计</b>	1,856	2,472	3,158	4,005	<b>净利润</b>	329	505	578	694
<b>流动负债</b>	616	744	852	1,003	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	30	30	30	30	<b>归属母公司净利润</b>	329	505	578	694
应付账款及票据	226	276	316	374	EBIT	455	673	770	926
其他	360	439	506	600	EBITDA	537	703	794	945
<b>非流动负债</b>	56	38	38	38	EPS (元)	3.22	4.80	5.49	6.60
长期债务	0	0	0	0					
其他	56	38	38	38					
<b>负债合计</b>	672	782	890	1,042	<b>主要财务比率</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
普通股股本	102	102	102	102	<b>成长能力</b>				
储备	1,082	1,587	2,166	2,861	营业收入	-1.90%	21.84%	15.36%	18.51%
<b>归属母公司股东权益</b>	1,184	1,690	2,268	2,963	归属母公司净利润	-15.20%	53.47%	14.43%	20.19%
少数股东权益	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
<b>股东权益合计</b>	1,184	1,690	2,268	2,963	毛利率	31.28%	31.32%	31.68%	31.81%
负债和股东权益	1,856	2,472	3,158	4,005	销售净利率	10.01%	12.61%	12.51%	12.69%
					ROE	27.78%	29.88%	25.47%	23.43%
					ROIC	27.41%	29.36%	25.14%	23.19%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	421	582	642	770	资产负债率	36.19%	31.65%	28.19%	26.01%
净利润	329	505	578	694	净负债比率	-26.41%	-51.92%	-67.02%	-77.31%
少数股东权益	0	0	0	0	流动比率	2.69	3.09	3.54	3.86
折旧摊销	83	30	24	19	速动比率	2.26	2.66	3.09	3.42
营运资金变动及其他	9	48	41	57	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	(584)	(18)	0	0	总资产周转率	1.93	1.85	1.64	1.53
资本支出	(24)	0	0	0	应收账款周转率	3,030.05	2,452.73	2,392.10	2,422.07
其他投资	(560)	(18)	0	0	应付账款周转率	10.12	10.96	10.66	10.81
<b>筹资活动现金流</b>	(125)	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
借款增加	(27)	0	0	0	每股收益	3.22	4.80	5.49	6.60
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	4.11	5.53	6.10	7.32
已付股利	(210)	0	0	0	每股净资产	11.56	16.06	21.56	28.17
其他	112	0	0	0	<b>估值比率</b>				
<b>现金净增加额</b>	(289)	565	643	771	P/E	-	17.56	15.35	12.77
					P/B	-	5.25	3.91	2.99
					EV/EBITDA	-0.58	11.37	9.25	6.96

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

公司在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。公司采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>