



万店北方茶饮龙头，多品牌矩阵打开成长空间

分析师：顾熹闽

研究助理：邱爽



万店北方茶饮龙头，多品牌矩阵打开成长空间

2026年01月08日

核心观点

- 公司概况：北方现制茶饮龙头，多品牌矩阵协同发展。**公司成立于2013年，以“五谷茶饮”差异化定位崛起，现已形成“沪上阿姨中国区+茶瀑布+海外区”一体两翼多品牌矩阵，覆盖2-22元全价格带茶饮和咖啡多品类。截至2025年6月，公司总门店数达到9436家，为全价格带下中国第三大、中价格带下北方最大的现制茶饮品牌。
- 现制饮品行业高景气延续，咖啡品类快速增长，格局集中与加盟扩容形成双重利好：**行业整体维持高景气发展态势，咖啡品类作为核心增量赛道加速破圈渗透，低线城市消费潜力持续释放，成长空间广阔。竞争格局层面，外卖补贴退潮推动行业深度洗牌，尾部品牌加速出清，资源向头部集聚的趋势愈发明显；同时，就业市场变化催生加盟需求扩容，现制饮品低投入属性契合市场偏好，高连锁化率的头部品牌凭借完善赋能与供应链优势，更受加盟商青睐，进一步巩固市场领先地位
- 公司主品牌北方优势稳固，咖啡业务有望打开增量空间，茶瀑布下沉空间广阔：**
 - 主品牌北方优势稳固，成熟加盟体系构筑扩张壁垒：**公司于北方市场具备深厚的先发优势与稳固的用户心智，地域竞争壁垒显著。主品牌依托差异化的产品定位与营销精准匹配区域，同时构建低门槛的共赢加盟体系。公司通过低于同业平均的初始投入和全周期的帮扶政策吸引优质加盟商，叠加高比例个人加盟商的精细化运营，保证了门店盈利的稳定性和加盟商的忠诚度。成熟的加盟体系和门店模型支持品牌高校扩张，为公司提供持续稳定的现金流。
 - 咖啡业务为核心增长引擎，打开第二成长曲线：**公司将咖啡列为未来重点发展方向之一，目前超85%的门店已完成咖啡机布局，奠定规模化发展硬件基础。通过推进“茶饮+咖啡”双轮驱动战略，公司可实现客群与消费时段的互补延伸，为门店收入提升和品牌价值升级开辟增量空间。
 - 茶瀑布切入平价赛道，开店空间广阔：**副品牌茶瀑布精准闯入平价茶饮新赛道，与主品牌形成清晰的价格和地域互补，在有效规避内部竞争的基础上成功触达下沉市场增量客群。依托主品牌的成熟运营经验和资源，茶瀑布搭建的低门槛门店模型已跑通，盈利可行性得到验证，叠加下沉市场广阔的消费潜力，其中长期开店空间充足，推动公司多元化增长。
- 投资建议：**依托北方现制茶饮龙头地位与多品牌协同布局，公司主品牌地域壁垒稳固、成熟加盟体系支撑高效扩张，咖啡业务双轮驱动开辟第二增长曲线，茶瀑布精准卡位下沉市场打开增量空间。我们预计公司2025/2026/2027年经调净利润为5.5亿元/6.1亿元/7.1亿元，对应PE估值为16X/15X/13X，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**门店扩张不及预期风险；宏观经济下行风险；原材料价格风险。

沪上阿姨（股票代码：2589.HK）**推荐** 首次评级

分析师

顾熹闽

☎：18916370173

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

研究助理：邱爽

✉：qiushuang_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2026-01-08

股票代码	2589.HK
H股收盘价(港元)	86.1
恒生指数	26,149.31
总股本(万股)	10,520.30
实际流通股(万股)	5,942.67
流通股市值(亿港元)	51

相对恒生指数表现图

2026-01-08



资料来源：中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3284.58	4052.3	4908.75	5923.13
收入增速 (%)	-1.9	23.37	21.13	20.66
经调归母净利润(百万元)	418.09	550.46	607.89	706.58
利润增速 (%)	0.42	31.66	10.43	16.24
毛利率 (%)	31.28	31.7	31.31	30.8
经调摊薄 EPS(元)	3.97	5.23	5.78	6.72
经调 PE	21.67	16.46	14.90	12.82
PB	7.61	5.78	4.53	3.61
PS	2.74	2.22	1.83	1.52

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

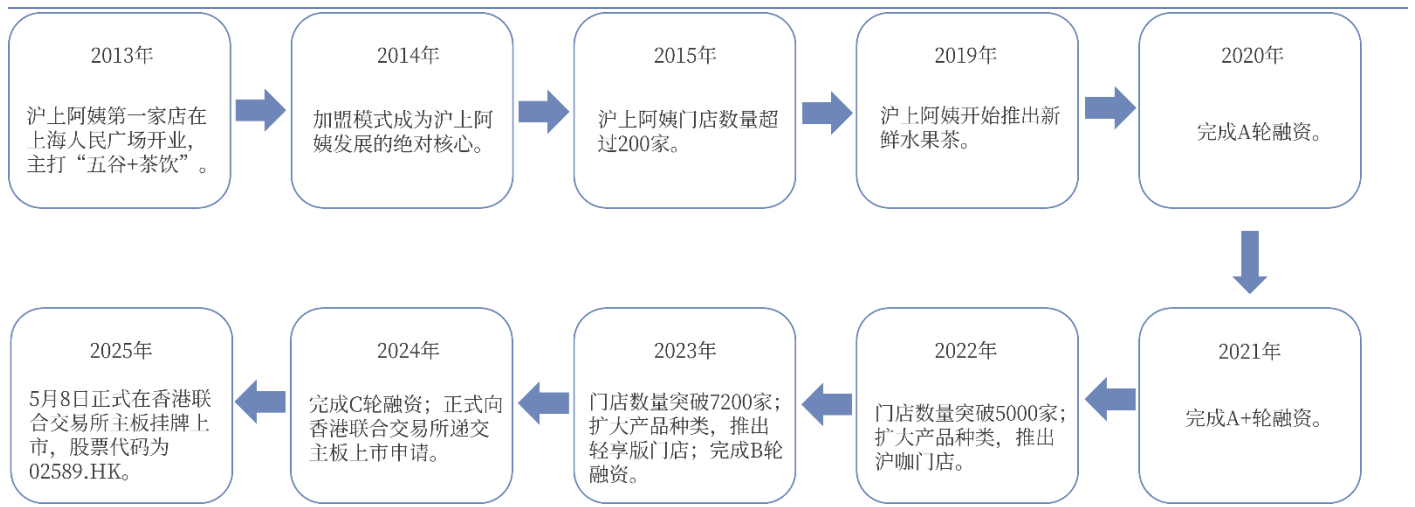
一、 中端健康茶饮引领者 多品牌矩阵立体布局.....	4
(一) 多元品牌矩阵与加盟模式协同发力，稳居现制茶饮市场前五.....	4
(二) 股权结构较为集中，高管团队行业经验丰富	6
(三) 盈利能力上升，资产负债结构稳健	8
二、 行业格局向头部加速集中，加盟需求持续升温	11
(一) 现制饮品渗透率提升空间广阔，咖啡持续破圈增长.....	11
(二) 外卖补贴退潮驱动行业洗牌，头部品牌集中度持续提升	14
(三) 就业竞争升级打开加盟空间，高连锁化率巩固饮品头部品牌壁垒	17
三、 多品牌全域布局，三重引擎驱动公司成长突围	20
(一) 全价格带全覆盖稀缺性凸显，多品牌打造成成长韧性	20
(二) 沪上阿姨：北方门店基础夯实，咖啡催生增量空间	21
(三) 茶瀑布：主副品牌互补协同，茶瀑布卡位下沉打开广阔空间.....	25
四、 盈利预测与估值.....	29
(一) 业务拆分	29
(二) 绝对估值法	29
(三) 相对估值	30
五、 风险提示.....	31

一、中端健康茶饮引领者 多品牌矩阵立体布局

(一) 多元品牌矩阵与加盟模式协同发力，稳居现制茶饮市场前五

从“五谷茶饮”到“鲜果万店”，沪上阿姨的差异化崛起之路。2013年，创始人单卫钧先生及周蓉蓉女士在上海人民广场开设了第一家“沪上阿姨”门店，创新推出“五谷奶茶”。历经逾12年的发展，公司现已成为中国聚焦下沉市场、规模领先的现制茶饮运营商，稳居国内现制茶饮市场前五。作为以加盟模式驱动的代表性品牌，沪上阿姨主营鲜果茶、五谷茶及咖啡，通过持续的产品战略革新和精准的市场定位实现快速增长。截至2025年6月30日，沪上阿姨在全国范围内拥有门店9436家，其中直营门店24家，加盟店9412家，覆盖300多个城市；其门店网络高度下沉，广泛分布于三线及以下城市。据公司招股书数据，2023年沪上阿姨GMV达97亿元，占据4.6%的市场份额，在中国现制茶饮店市场排名第五。

图1：沪上阿姨发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

以“一体两翼”多元品牌矩阵覆盖全价位需求，凭精准产品组合触达广泛客群。作为一家快速增长的茶饮公司，沪上阿姨构建了三大品牌矩阵，分别是于2013年推出的主要品牌沪上阿姨、2022年推出的沪咖以及2023年推出的轻享版并于2024年升级为茶瀑布。其中：1) 沪上阿姨主要产品包括鲜果茶、多料奶茶、轻乳茶以及酸奶昔，例如杨枝甘露、厚芋泥波波奶茶等，并迎合消费者喜好定期推出季节性新品，例如仙仙玫瑰青提、绿豆牛乳冰及牛油果巴旦木酸奶昔等，其现制饮品平均售价约为16元；除现制饮品外，沪上阿姨亦提供威化饼干、薯片及吐司等小食产品，其于2023年推出的小奶砖吐司于2023年3月至12月期间售出600万包；2) 沪咖门店一般设于沪上阿姨门店内，提供各类咖啡饮品，推出“东方拿铁”，包含咖啡拿铁、茶拿铁以及茶咖拿铁，其主要产品包括沪上摩登、碧螺之春以及茉莉针王拿铁等，平均售价为19元；3) 茶瀑布提供配方更为简单、价格更低的多料奶茶、轻乳茶、水果茶及冰淇淋，主要产品有花田新桃、瀑布茉白等，其平均售价约为9元。

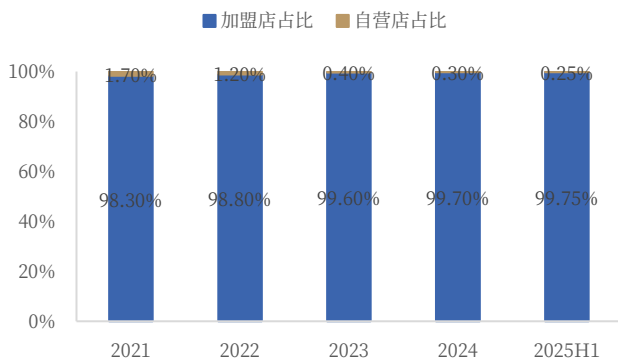
图2：沪上阿姨品牌矩阵



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

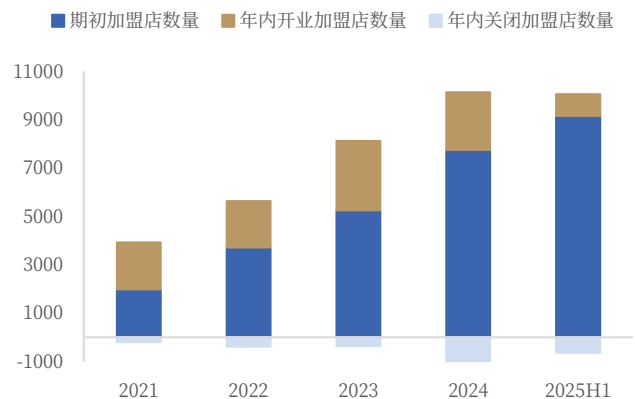
沪上阿姨依托加盟模式驱动规模扩张，并持续深耕下沉市场。截至2025年6月30日，公司门店中加盟店占比达99.75%，直营店仅占0.25%，超80%收入来源于加盟业务。2021年至2025年上半年，门店数量从3776家稳步增长至9436家。其中2025年上半年新开门店905家，关闭645家，实现净增260家。截至同期，品牌在三线及以下城市的门店占比为51.1%，较上年同期提升0.8个百分点，显示出对下沉市场的持续渗透与巩固。

图3：沪上阿姨 2021-2025H1 加盟店与直营店占比



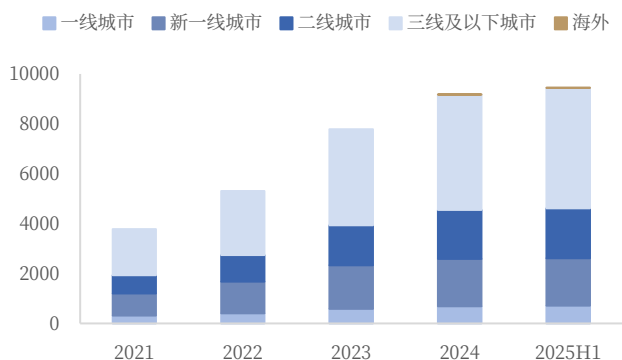
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：沪上阿姨 2021-2025H1 加盟店数量变化情况



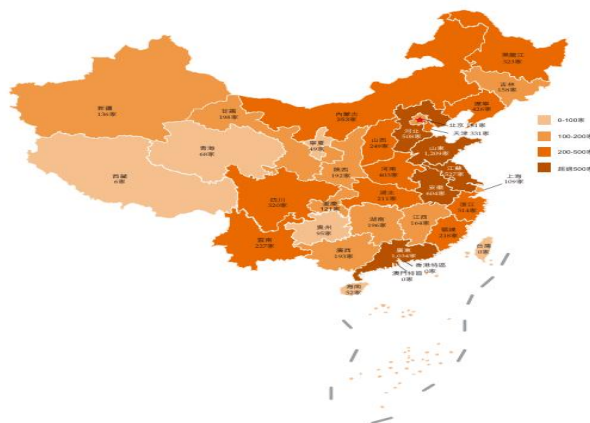
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5: 沪上阿姨 2021-2025H1 门店分布情况 (按地区分类)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图6: 截至 2024 年 12 月 31 日沪上阿姨门店分布情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表1: 沪上阿姨各品牌加盟政策

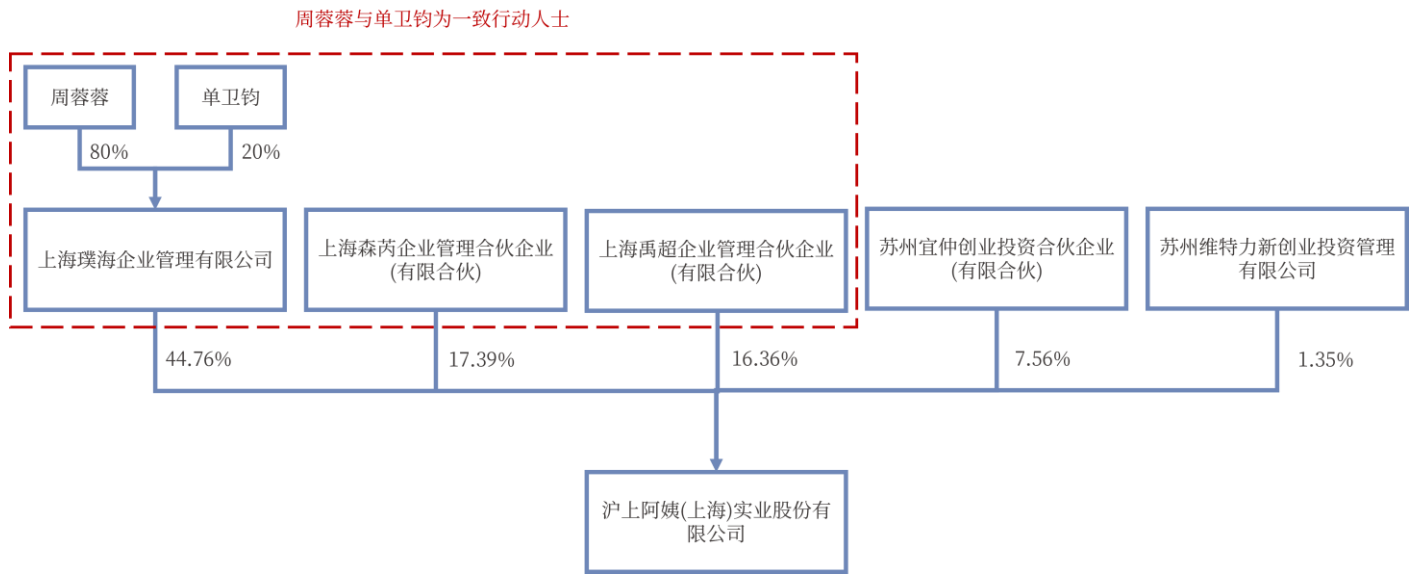
品牌	沪上阿姨	茶瀑布
品牌加盟费	4.98 万元 (新加盟商立减 1.5 万元) (2025.12.1-12.31 新客户享受加盟费立减)	限时免加盟费
保证金	5000 元	5000 元
设备费	11 万元起	6 万元起
首批原物料费用	3-5 万元左右	2 万元左右
运营管理费	-	-
限时补贴政策	-	最高补贴: 6 万元
共享新加盟商帮扶优惠政策	1、免费培训, 含产品制作技能培训、门店经营培训及培训期间原物料损耗, 食宿行自付。 2、首次设计免费, 含全套平面图、效果图及施工图。 3、免外卖运营费, 美团、饿了么、小程序外卖平台由公司免费进行运营维护。	
前期总预算	19.5 万元起	9 万元起

资料来源: 公司公告, 新版沪上阿姨合伙人小程序, 中国银河证券研究院

(二) 股权结构较为集中, 高管团队行业经验丰富

股权结构集中。沪上阿姨于 2025 年 5 月 8 日在香港上市, 发行价格每股 113.12 港元, 共计发行 241.134 万股, 募得资金 2.73 亿港元。从股权结构来看, 公司实际控制人为周蓉蓉、单卫钧 (一致行动人士) 和卫哲, 截至 2025 年 6 月 30 日, 三人持股共计 87.42% (其中, 周蓉蓉、单卫钧作为一致行动人士持股 78.51%, 卫哲持股 8.91%)。

图7：沪上阿姨股权架构



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

公司高管团队普遍以 70 后为主，具备丰富的行业经验。截至 2025 年 12 月，公司董事会由 7 名成员构成，其中执行董事 4 人，独立非执行董事 3 人。董事会执行董事平均年龄 46 岁，核心团队均具有超过 10 余年丰富的行业经验。

表2：公司董事及高级管理层介绍

姓名	年龄	职位/职衔	任职日期	职责、背景及贡献
单卫钧	47	董事会主席、执行董事兼首席执行官	2013-11-01	为公司的联合创始人。主要负责集团的品牌战略、重大发展规划及企业文化价值观落地；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。
汪加兴	48	执行董事	2023-11-01	为公司的执行董事兼线上营运高级总监。主要负责线上营运支持以及华东地区营运管理；于 2014 年 12 月加入集团，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。
周蓉蓉	46	执行董事、副行政总裁兼首席产品官	2013-11-01	为公司的联合创始人。主要负责与主席共同制定集团的重大业务及发展规划以及产品供应链管理；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。
周天牧	43	执行董事、副行政总裁	2023-11-01	负责协助主席制定集团整体业务战略及营运管理；拥有约 20 年的营销经验。
韩定国	71	独立非执行董事	2023-11-01	拥有逾 20 年的餐饮业经验；于 1981 年获蒋经国先生颁授优秀青年奖章；于 1986 年获国际青商会评选为台湾十大杰出青年，并分别于 1988 年及 2022 年获国立台湾大学选为台湾大学第一届杰出青年校友及台湾大学杰出校友。
郁昉瑾	47	独立非执行董事	2025-04-28	在香港资本市场拥有近 20 年的专业法律经验；自 2006 年起成为香港律师会会员，其于 2005 年 12 月获得香港执业律师资格；2002 年 1 月获得澳大利亚新南威尔士大学法律学士学位。
钟创新	50	独立非执行董事	2025-04-28	主要负责就集团的经营管理提供独立建议；于 1997 年 5 月在香港中文大学获得工商管理学士学位；为美国注册会计师协会的注册会计师、华盛顿州会计委员会的注册会计师和 CFA 协会的特许金融分析师。

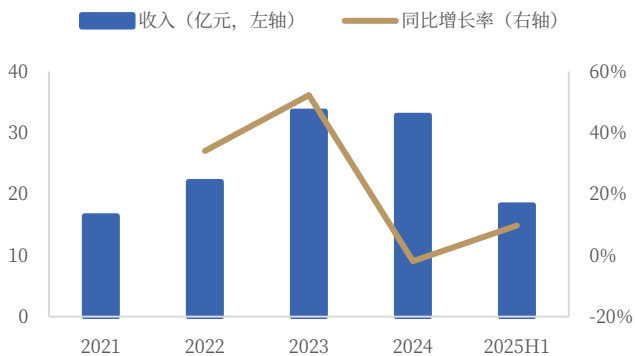
李勋增	47	财务总监	2022-12-01	主要负责集团的财务管理。于 2022 年 2 月加入集团，曾先后担任预算分析总监及财务总监；于 2006 年 6 月获中国中南大学颁授财务管理学士学位，并于 2021 年 6 月获中国江南大学颁授工商管理硕士学位。
王娟	42	董事会秘书、联席公司秘书	2022-11-01	历任南京红太阳国际贸易有限公司外贸专员、南京红太阳股份有限公司证券事务代表、上海水星家用纺织品股份有限公司证券事务代表；曾任上海水星家用纺织品股份有限公司董事会秘书。
余安妮	-	联席公司秘书	2022-11-01	于公司秘书领域拥有逾二十年经验；持有英国哈德斯菲尔德大学的学士学位及英国法律大学的法学硕士学位，为香港公司治理公会及英国特许公司治理公会的会员。

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(三) 盈利能力上升，资产负债结构稳健

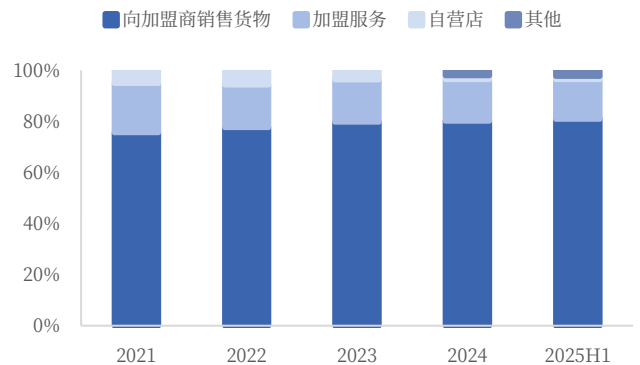
公司营收保持稳健，向加盟商销售货物为主要收入来源。得益于门店数量的扩张，2021-2023 年公司的营业收入从 16.4 亿元稳步提升至 33.48 亿元，2022、2023 年营业收入同比增速分别为 34.0% 及 52.3%；2024 年因“315”舆情导致行业整体业绩下滑，且受到行业整体放缓及竞争加剧等因素的影响，平均单店 GMV 及平均每单 GMV 均有所下滑，公司营业收入出现小幅下降，为 32.85 亿元，同比下降 1.9%；据 2025 半年报披露，随着门店数量及店日均流水的增加，2025 年上半年营收为 18.18 亿元，较 2024 年上半年同比增长 9.7%，表现良好。从收入结构方面来看，公司的主要收入来源为向加盟商销售货物，包括向加盟商销售食材及其他原材料以及向加盟商销售设备，2021-2025H1 该项占比均超过 75%，且呈现逐步升高态势；2025 年上半年，公司向加盟商销售货物/加盟服务/自营店/其他四个业务板块分别实现营收 14.71 亿元/2.83 亿元/0.24 亿元/0.41 亿元，在总营收中分别占比 80.87%/15.56%/1.32%/2.25%，整体营收结构保持稳定。

图8: 沪上阿姨 2021-2025H1 营收及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

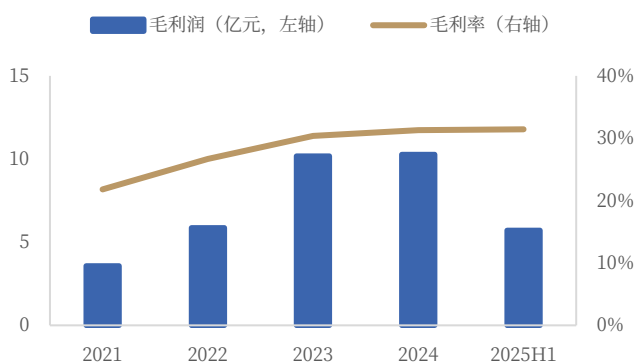
图9: 沪上阿姨 2021-2025H1 营收拆分



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

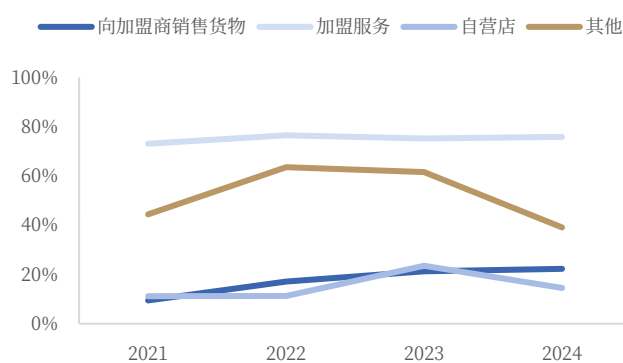
受益于加盟模式深化公司毛利率持续小幅改善，高毛利的加盟服务业务为公司整体毛利率提供了稳定支撑。2021-2024 年，公司向加盟商销售货物这一业务毛利率从 9.46% 升至 22.29%，受益于加盟模式的深化及该业务毛利的提升，公司整体的毛利率呈现平稳、小幅的上涨趋势，2021-2025H1 整体毛利率分别为 21.80%/26.70%/30.40%/31.30%/31.43%，毛利润分别为 3.58 亿元/5.86 亿元/10.17 亿元/10.27 亿元/5.72 亿元；加盟服务业务 2021-2024 年毛利率始终处于高位，分别为 73.10%/76.51%/75.20%/75.89%，为公司整体毛利率提供了坚实支撑。

图10: 沪上阿姨 2021-2025H1 毛利润与毛利率情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

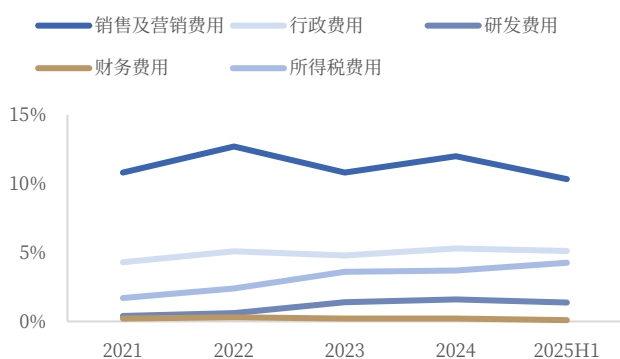
图11: 沪上阿姨 2021-2024 年毛利率变化 (按业务类型分类)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

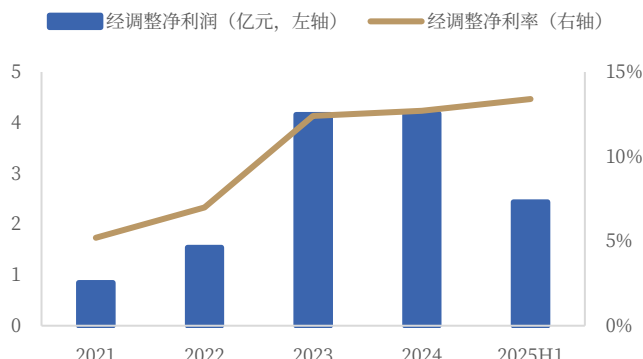
各项费用率均稳定在平稳合理区间, 经调整净利润及净利率实现稳步提升。费用方面: 1) 销售及营销费用率由 2023 年 10.8% 上涨至 2024 年的 12.0%, 其主要原因是以股份为基础的职工薪酬及线上线下的营销促销费用增加, 2025 年上半年回落至 10.33%, 主要是职工薪酬减少所致; 2) 行政费用率整体保持稳定, 在 4.3%-5.3% 的合理区间内波动; 3) 研发费用率自 2021 年的 0.4% 上涨至 2025 年上半年的 1.37%, 整体呈现上升趋势, 反映出公司注重研发投入; 4) 财务费用率始终处于较低水平, 整体区间为 0.1%-0.3%, 体现出轻资产运营模式的优点。利润端, 受益于成本控制成效显著及门店数量扩张等因素, 公司经调整净利润由 2022 年的 1.54 亿元快速升至 2023 年的 4.16 亿元, 经调整净利率由 7.0% 升至 12.40%; 虽然 2024 年公司在上市准备方面有大幅开支, 但并未对经调整净利润产生显著负向影响, 2024 年经调整净利润为 4.18 亿元, 经调整净利率较 2023 年略微提升至 12.70%; 2025 年上半年经调整净利润为 2.44 亿元, 相较于 2024 年上半年同比+14%。

图12: 沪上阿姨 2021-2025H1 费用率情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

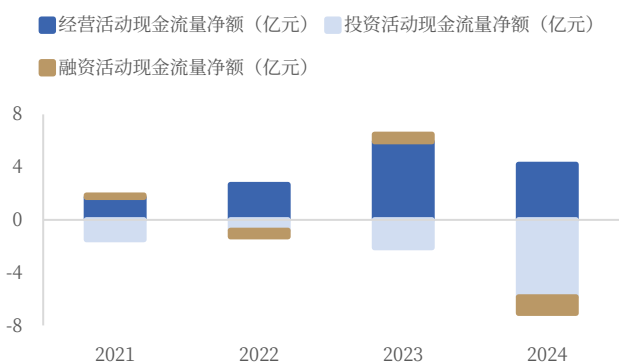
图13: 沪上阿姨 2021-2025H1 经调整净利润和经调整净利率情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

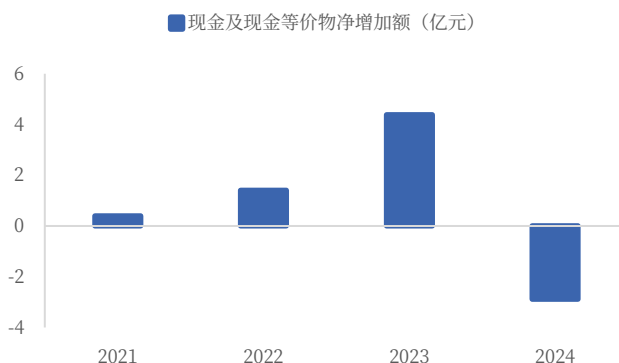
现金流结构变动明显, 现金及现金等价物净增加额出现大幅跳水。现金流量变化方面: 1) 受益于门店规模扩张, 2021-2023 年经营活动现金流量净额逐年上升, 分别为 0.17 亿元/2.68 亿元/5.93 亿元, 2024 年受到行业竞争格局导致的 GMV 下降等因素的影响经营活动现金流量净额有所下降, 为 4.21 亿元; 2) 2021-2024 年投资活动现金流量净额分别为 -1.5 亿元/-0.79 亿元/-2.11 亿元/-5.84 亿元; 3) 2021-2023 年筹资活动现金流量净额在正负间小幅波动, 分别为 0.17 亿元/-0.49 亿元/0.56 亿元, 2024 年出现 -1.25 亿元的净流出, 主要原因是支付大额股息。综合经营活动现金净流入减少、投资活动现金净流出增大、融资活动现金由净流入变为净流出等多方面原因, 2024 年现金及现金等价物净减 2.89 亿元, 年末现金及现金等价物总额为 3.43 亿元。

图14: 沪上阿姨 2021-2024 现金流量变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

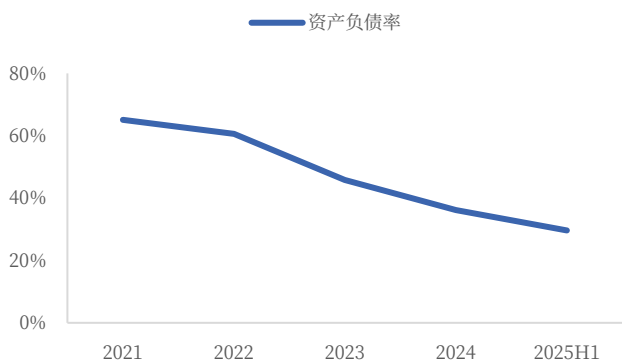
图15: 沪上阿姨 2021-2024 年现金及现金等价物净增加额



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

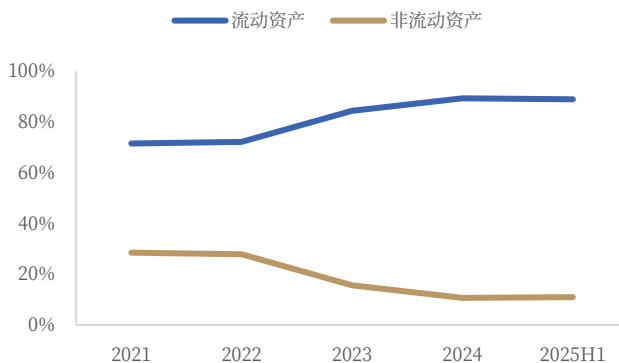
资产负债表稳健, 流动性充裕。2021-2024 年, 伴随多轮股权融资, 所有者权益增加, 公司资产负债率逐年下降, 分别为 65.10%/60.59%/45.81%/36.19%, 2025 年上半年成功在港交所上市并募集资金后, 其资产负债率进一步降至 29.63% 的低位, 抗风险能力显著增强; 在资产结构方面, 公司的流动性持续增强。流动资产比例从 2021 年的 71.52% 升至 2025 年 H1 的 89.00%, 流动性充裕, 安全性更高。

图16: 沪上阿姨 2021-2025H1 资产负债率变化



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图17: 沪上阿姨 2021-2025H1 资产结构变化



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

二、行业格局向头部加速集中，加盟需求持续升温

(一) 现制饮品渗透率提升空间广阔，咖啡持续破圈增长

现制饮品渗透率有待提升，2028 年现制饮品市场规模有望突破万亿元。据灼识咨询相关数据显示，2023 年中国的现制饮品人均年消费量约为 22 杯，而美国、欧盟及英国以及日本则分别为 323 杯、306 杯及 172 杯，反映出中国现制饮品市场在中国具有巨大扩张潜力。近年来，中国人均可支配收入随经济增长而增加，于 2023 年已达 39200 元，预计于 2028 年将增长至 52100 元。收入的提升带动对个性化及多元化消费需求的稳步提升，使包括现制饮品在内的高品质消费品市场得到扩张。中国现制饮品市场以 GMV 计算的市场规模由 2018 年的 1878 亿元增加至 2023 年的人民币 5175 亿元，复合年增长率为 22.5%，预计到 2028 年时市场规模将达到人民币 11634 亿元。

图18: 2023 年人均现制饮品年消费量 (杯/年)

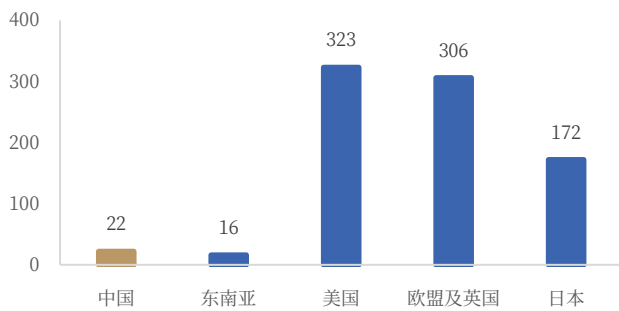
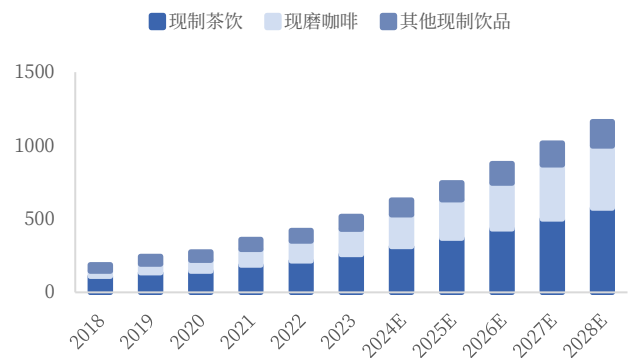


图19: 中国现制饮品市场规模 (十亿元)



资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院

资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院

中国和东南亚市场成为全球现制饮品行业加速增长的重要引擎。2023 年，中国和东南亚市场现制饮品消费量占饮用水摄入总量百分比分别为 1.6% 和 1.3%，远低于美国、欧盟及英国以及日本的情况，现制饮品在中国和东南亚市场中仍有较大的增长空间。灼识咨询预测，在 2023 至 2028 年间，中国和东南亚市场将在全球主要市场中增速最快，复合年增长率分别达到 17.6% 和 19.8%，合计贡献同期全球现制饮品市场规模增量的近 40%。

图20: 2023 年现制饮品消费量占饮用水摄入总量百分比

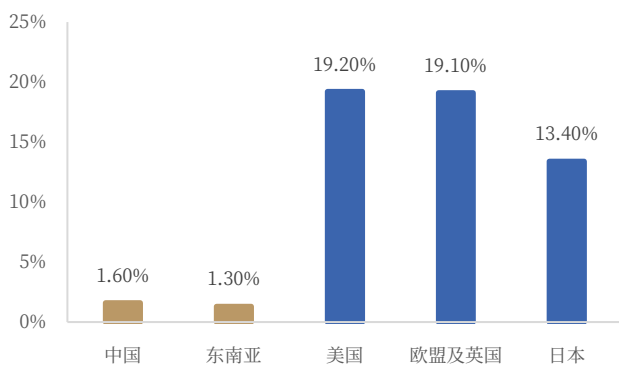
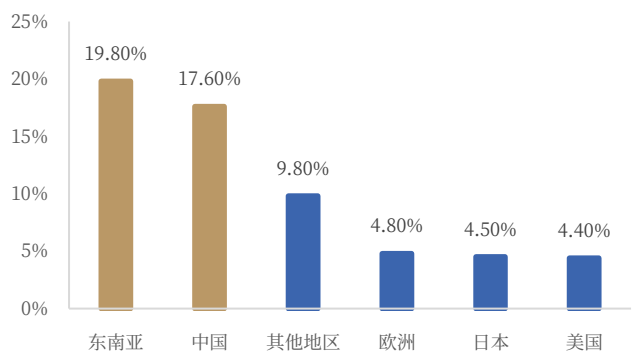


图21: 全球现制饮品市场以终端零售额计的 CAGR (2023-2028E)



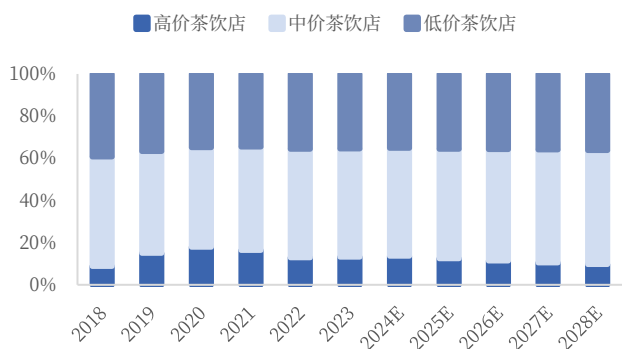
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院

资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院

中价茶饮店高占比，客单价 20 元以下占比近 90%。基于现制茶饮的平均售价，中国茶饮店品牌可分为高价、中价及低价三类。按 GMV 计算，中国现制茶饮店的总市场规模于 2023 年为 2115

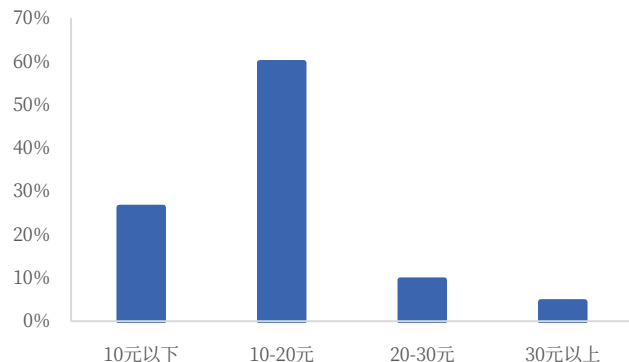
亿元，其中中价茶饮店的份额最大，达 51.35%；据 NCBD 数据，2024 年茶饮门店客单价在 10-20 区间内占比达 59.70%，中低价现制茶饮覆盖了绝大部分消费群体。近年来，受到宏观环境的影响，消费者更倾向于更具性价比的产品，中价茶饮店更符合大众消费需求，预计在 2023 年至 2028 年期间，中价现制茶饮店在中国现制茶饮店市场中增速最快，复合年增长率将达到 20.9%。

图22: 现制茶饮市场规模占比 (以价格分类)



资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院

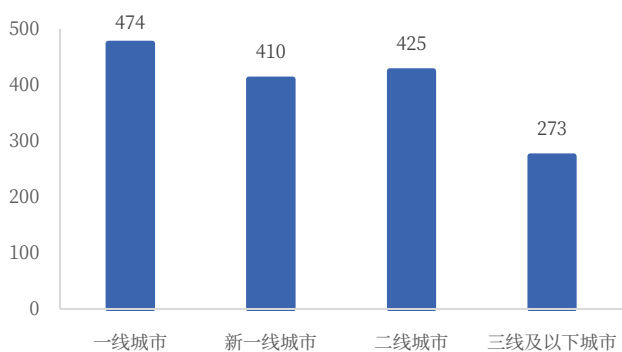
图23: 2024 年茶饮门店客单价分布



资料来源: NCBD, 中国银河证券研究院

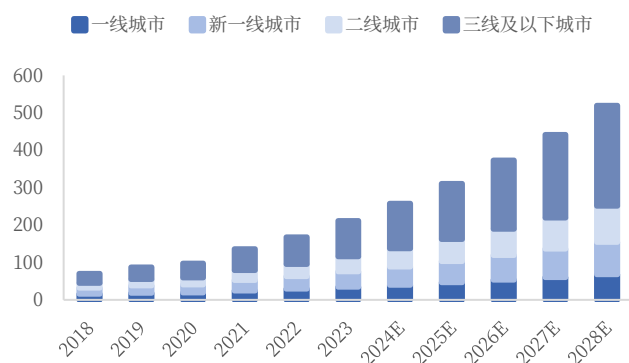
现制茶饮对瓶装饮料的替代效应持续深化，多重关键因素共同构筑增长动能。现制茶饮正加速替代瓶装饮料成为主流饮品选择，核心得益于可得性、性价比与多样性的三重赋能。从可得性来看，2023 年底三线及以下城市每百万人现制茶饮店数量已达 273 家，各级城市门店密度持续提升，预计 2028 年三线及以下城市现制茶饮市场规模将达 2682 亿元，门店网络的广泛覆盖让消费者触达成本显著降低。从价格来看，行业价格战推动客单价持续下探，2021-2024 年多数茶饮品牌客单价下调，2024 年饮品赛道均价降至 18.6 元，20 元以下客群占比超 86%，与瓶装饮料形成直接价格竞争优势。从选择多样性来看，现制茶饮品牌持续迭代产品矩阵，涵盖鲜果茶、五谷茶、轻乳茶等多元品类，且定期推出季节性新品，满足个性化消费需求，而 2018-2023 年现制茶饮 18.1% 的 CAGR 远超瓶装饮料增速，进一步印证替代趋势的确定性。随着现制饮品占全球饮料市场份额预计 2028 年升至 48%，其对瓶装饮料的替代效应将持续深化。

图24: 2023 年底每百万人口拥有现制茶饮店数量



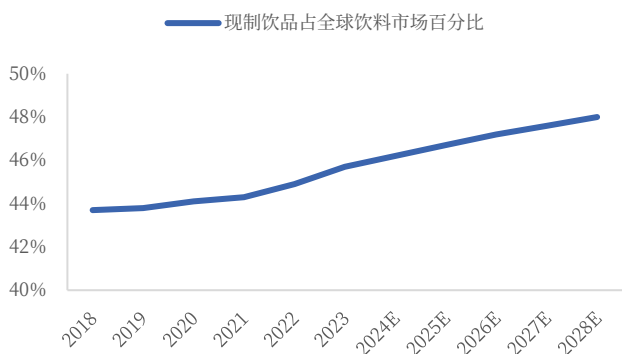
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院

图25: 中国现制茶饮城市分级 (十亿元)



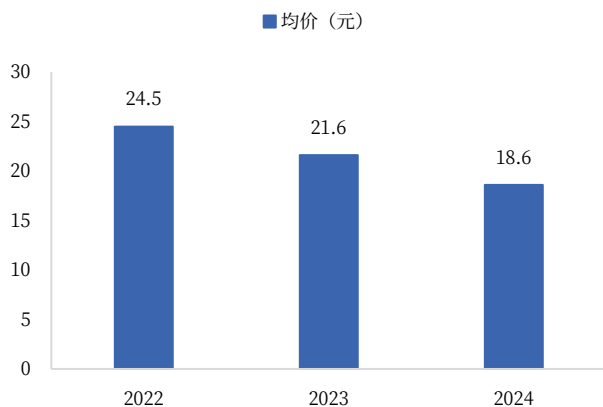
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院

图26: 现制饮品占全球饮料市场百分比



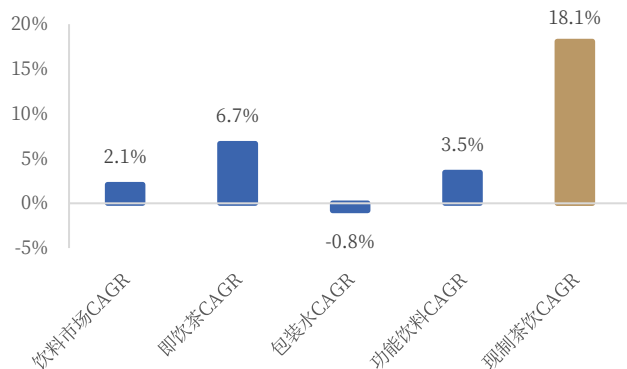
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院

图28: 饮品赛道近三年均价变化



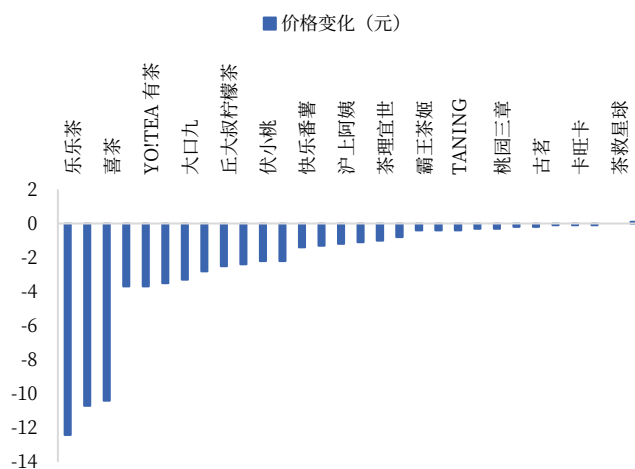
资料来源: 红餐产业研究院, 中国银河证券研究院

图27: 2018-2023 年中国饮品赛道 CAGR



资料来源: 尼尔森 NIQ, 中国银河证券研究院

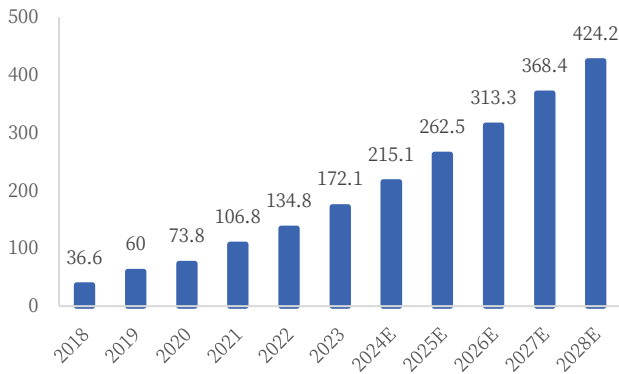
图29: 2021 年-2024 年主要茶饮品牌客单价变化



资料来源: NCB, 中国银河证券研究院

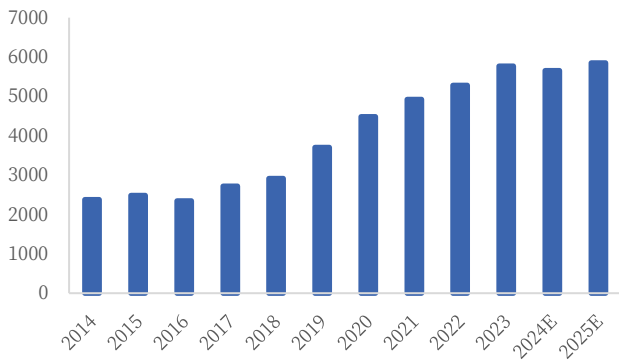
中国现磨咖啡加速破圈增长, 以领先增速持续提升市场份额。根据 GMV 数据, 中国现磨咖啡市场规模已从 2018 年的 366 亿元迅速增长至 2023 年的 1721 亿元, 复合年增长率高达 36.6%, 显著高于其他现制饮品赛道。预计到 2028 年, 该市场规模将进一步达到 4242 亿元。与此同时, 国内咖啡消费习惯日益深化。据《2024 中国城市咖啡发展报告》显示, 我国人均年咖啡饮用量已从 2016 年的 9 杯提升至 2023 年的 16.74 杯。红餐大数据也表明, 全国咖啡消费量从 2014 年的 238.1 万袋增长至 2023 年的 576.5 万袋, 预计 2025 年将达到 585 万袋; 相关企业数量亦从 7.7 万家增至 16.1 万家。灼识咨询预测, 2023 年至 2028 年中国现磨咖啡市场规模的年复合增长率将保持在 19.8% 左右, 增速继续领跑现制饮品行业。其在整体现制饮品市场中的份额也有望从 2023 年的 33% 提升至 2028 年的 36.5%, 显示出强劲的增长潜力。

图30: 2018-2028 年中国现制咖啡饮品市场的 GMV (十亿元)



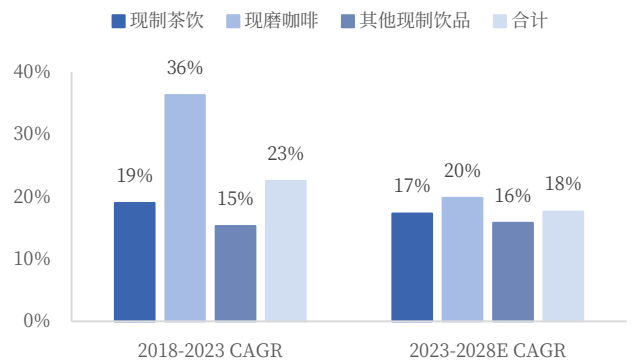
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院

图32: 中国咖啡消费量 (单位: 千袋)



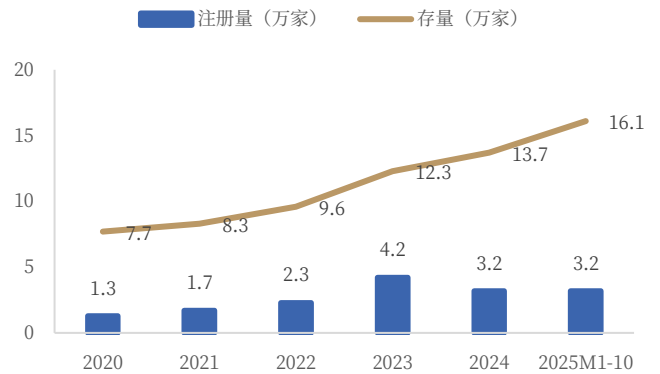
资料来源: 红餐大数据, 中国银河证券研究院

图31: 中国现制饮品市场各品类增速



资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院

图33: 2020-2025 年 10 月全国咖饮相关企业注册量及存量



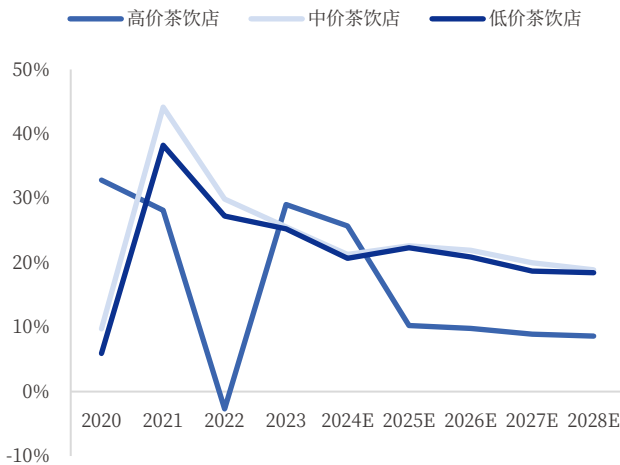
资料来源: 红餐大数据, 中国银河证券研究院

高线城市现磨咖啡市场成熟且占比高, 低线城市在品牌下沉与创新驱动下增长动能强劲。从中国现磨咖啡市场拆分情况来看, 目前现磨咖啡在高线城市的渗透率要远高于低线城市, 主要由于高线城市市场培育开启的较早且高强度生活背景下对咖啡类功能性饮品的需求更高。随着未来现磨咖啡品牌和现制茶饮品牌的咖啡线产品不断朝下沉市场拓展, 且在产品的不断创新下, 低线城市对现磨咖啡的接受度预计将提升, 据红餐大数据发布的《咖饮品类发展报告 2025》显示, 2025 年全国咖饮门店虽然仍集中在新一线 (25.2%) 和二线城市 (22.0%), 但三线及以下城市的门店增速显著超越高线城市, 2025 年一新/新一线/二线/三线/四线/五线及以下城市的咖饮门店数分别同比 +10.8%/+13.9%/+16.1%/+20.1%/+19.7%/+21%。

(二) 外卖补贴退潮驱动行业洗牌, 头部品牌集中度持续提升

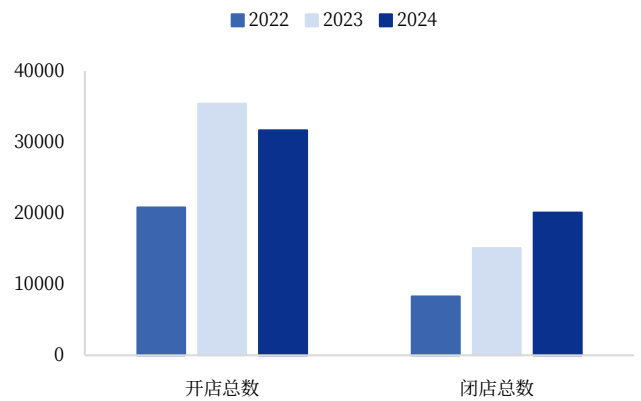
品牌下沉叠加消费环境转弱, 茶饮行业价格竞争持续深化, 为后续外卖渠道竞争埋下伏笔。我国现制茶饮店品牌按价格分为高价 (≥20 元)、中价 (10-20 元) 和低价 (<10 元) 三类, 近年来随着市场重心向低线城市转移, 性价比成为竞争核心, 驱动行业普遍降价。据 NCBBD 数据, 2021-2024 年多数茶饮品牌客单价下调, 喜茶、奈雪的茶等高端品牌降价幅度超 10 元, 行业均价从 2022 年的 24.5 元降至 2024 年的 18.6 元。价格竞争加剧导致行业经营压力陡增, GeoQ 智图监测的 106 家连锁新茶饮品牌 2024 年开店 3.2 万家、闭店 2.0 万家, 开闭店比从 2022 年的 2.5 降至 1.6, 窄门餐眼数据显示同期茶饮门店总数净减少 1.6 万间, 尾部品牌及经营不善的门店加速退出市场。

图34: 中国现制茶饮市场规模增速 (按价格分类)



资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院

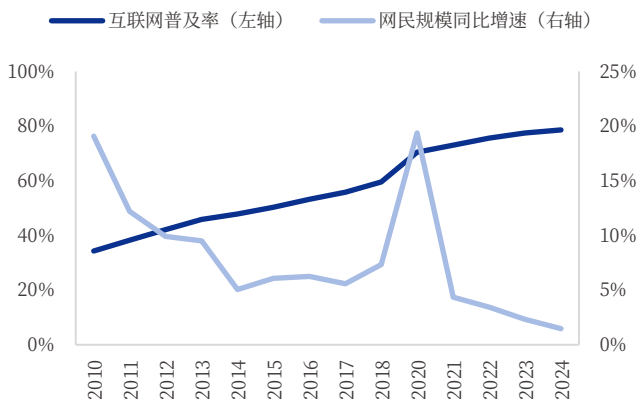
图35: GeoQ 监测的 106 家连锁新茶饮品牌整体门店数量变化



资料来源: GeoQ 智图, 中国银河证券研究院

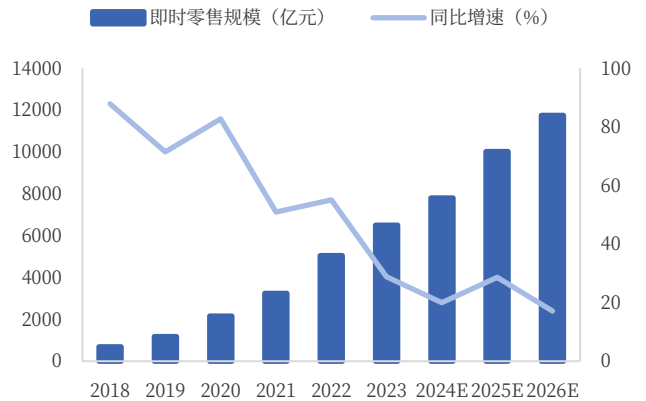
在价格战白热化且传统流量红利消退的背景下，即时零售成为品牌突围的关键赛道。随着互联网普及率见顶，CNNIC 数据显示网络购物用户规模增速自 2021 年起降至个位数，传统电商渗透空间触顶；而即时零售市场持续高增，2018-2023 年市场规模从 687 亿元增至 6500 亿元，CAGR 达 56.7%，2023 年增速高出同期网络零售 17.9 个百分点。电商平台为寻求新增长空间，将战略重心转向即时零售，而现制饮品作为即时零售核心品类，外卖入口成为品牌争夺流量、巩固市场份额的必争之地，进一步激化行业竞争。

图36: 中国互联网普及率及网民规模同比增速



资料来源: CNNIC, 中国银河证券研究院

图37: 我国即时零售交易规模及同比增速



资料来源: 商务部, 中国银河证券研究院

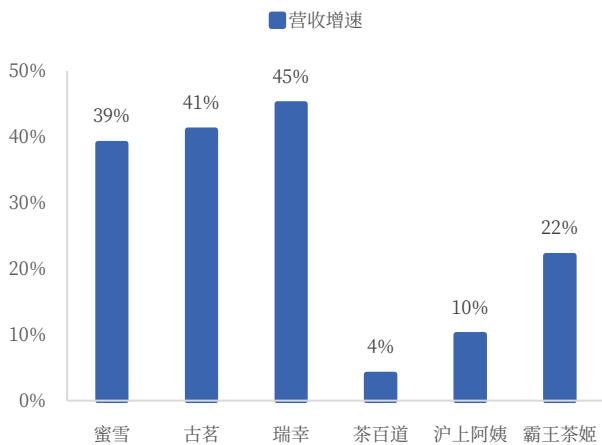
外卖大战的持续推进推动行业马太效应加速显现，头部品牌凭借规模优势脱颖而出。2025 年上半年，蜜雪冰城、古茗等头部品牌营收增速约 40%，远超行业平均水平；门店扩张方面，2025 年 1-8 月行业净增茶饮门店 8600 家，同比+1.3%。其中蜜雪冰城、古茗、沪上阿姨等五大品牌净增 10655 家；现磨咖啡赛道同样呈现集中化趋势，1-8 月新增门店 4.4 万家，同比+18%，蜜雪冰城（幸运咖）、瑞幸、库迪合计新增 1.6 万家，CR3 占比接近 40%。头部品牌依托供应链规模效应、成熟加盟体系及品牌心智，在外卖流量争夺中占据优势，进一步拉开与中小品牌的差距。

图38: “外卖大战”重点事件进程



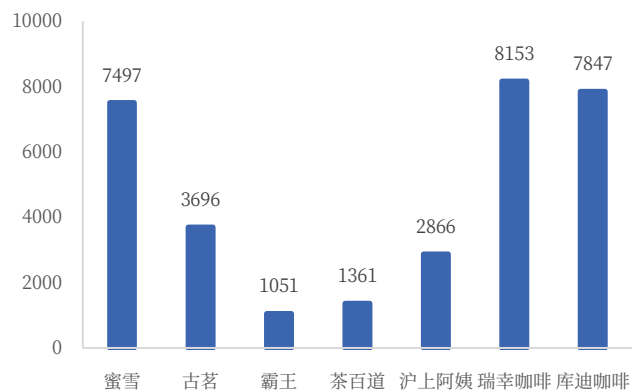
资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

图39: 1H25 各品牌营收增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

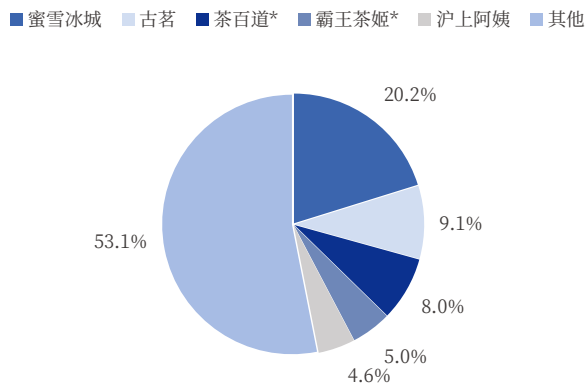
图40: 1-10月各品牌新开店数量 (单位: 家)



资料来源: 极海大数据, 中国银河证券研究院

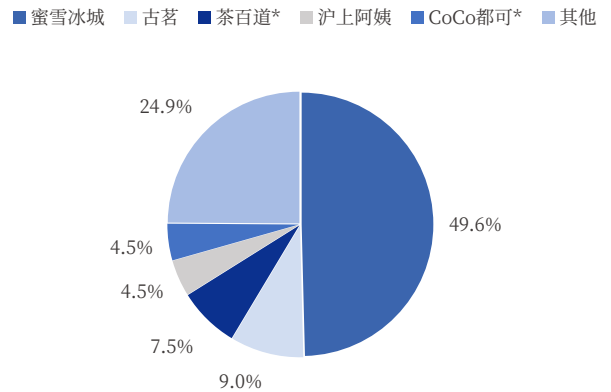
平台补贴模式难以长期持续, 外卖补贴退坡将成为行业格局重塑的关键分水岭。2025年第三季度, 互联网平台推出巨额外卖补贴, 推动暑期现制饮品日均单量突破 2.5 亿单, 但这一短期刺激行为缺乏盈利支撑, 预计 2026 年下半年平台将逐步退出补贴。届时日均单量可能回落至 1.5 亿单, 减少的单量主要来自对补贴依赖度高的现制饮品赛道, 外卖占比高、缺乏堂食客流支撑的中小品牌及加盟商将面临较大经营压力。预计 2026 年第三季度旺季后, 部分抗风险能力弱的加盟商将退场, 释放优质点位资源, 为具备供应链优势、品牌心智和精细化运营能力的头部品牌提供低成本扩张机会, 行业集中度有望进一步提升。

图41: 2023 年现制茶饮市场竞争格局 (以终端销售额统计)



资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院, *公司名称为根据描述推测而来

图42: 2023 年现制茶饮市场竞争格局 (以出杯量统计)



资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院, *公司名称为根据描述推测而来

如何看待外卖补贴退坡对头部品牌的影响? 虽然行业出杯量将受补贴退坡影响下降, 但不同品牌及其加盟商受影响预计有所不同。市场部分观点认为, 受同店出杯量下滑影响, 2026 年现制饮品加盟商的收入、利润将受较大冲击。而实际上我们认为这一观点存在较大误区, 外卖退坡对加盟商的实收和盈利影响可能低于市场预期:

- 1) 出杯量下滑 ≠ GMV 下滑。2025 年的外卖补贴主要带动了低价产品出杯量增加, 一方面拉低了客单, 另一方面或对高价产品需求也产生一定分流;
- 2) GMV 下滑 ≠ 加盟商实收下滑。由于外卖订单存在折扣、平台服务费、骑手服务费等费用, 对加盟商而言, 销售一杯外卖订单的收入约为堂食订单的 60%-70%。因此, 若堂食杯量回升带来的实际收入超过外卖杯量下降损失的收入, 则加盟商的实际到手收入并不一定减少。

图43: 一杯奶茶的收入与销售费用结构



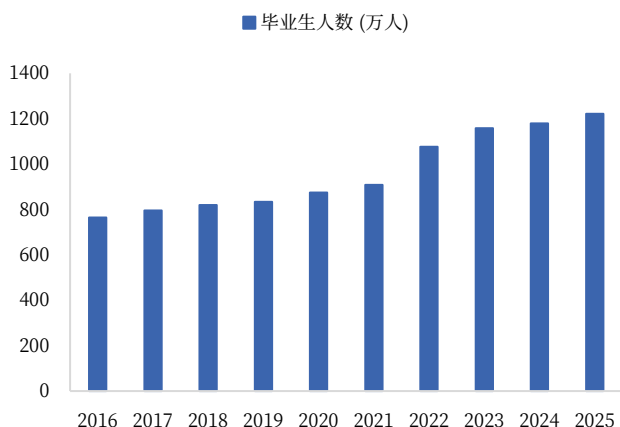
资料来源: 美团, 古茗微信小程序, 中国银河证券研究院

(三) 就业竞争升级打开加盟空间, 高连锁化率巩固饮品头部品牌壁垒

潜在加盟人群不断扩大, 驱动行业需求提升。 当前就业市场呈现应届生与优质岗位工序失衡的局面, 叠加宏观经济波动下再就业人数增加, 推动更多群体将已加盟为例的自由职业纳入职业选择。一方面, 高校毕业生连年攀升, 截至 2025 年我国应届毕业生人次已达 1222 万人次, 持续刷新历史

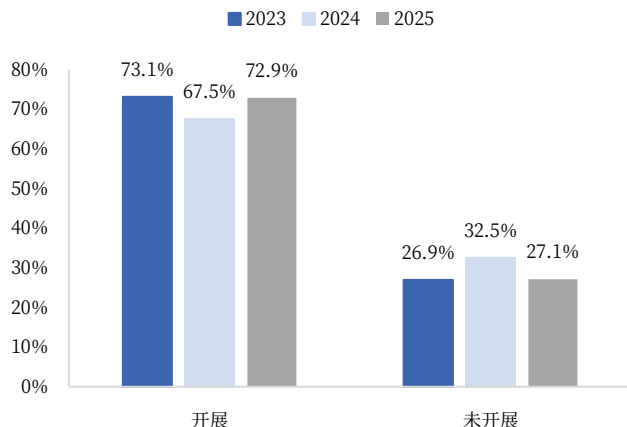
新高，而据牛客和 Moka 联合出品的《2025 年球季校园招聘白皮书》显示，2025 年开展秋招的企业占比虽较 2024 年有所提升但仍未达到 2023 年水平。就业竞争日渐激烈，促使应届生转向自由职业或创业赛道，智联招聘数据显示 2024 年应届生选择自由职业和创业的人次占比分别同比 +0.5pct/+0.2pct。另一方面，宏观经济波动下导致企业用工需求变动，部分行业出现人员优化等举措，前程无忧和人力资源调研重心发布的《2024 人力资源白皮书》显示近年来被动离职率称上升趋势，为加盟市场输送更多潜在参与人群。

图44：近十年中国应届毕业生人数



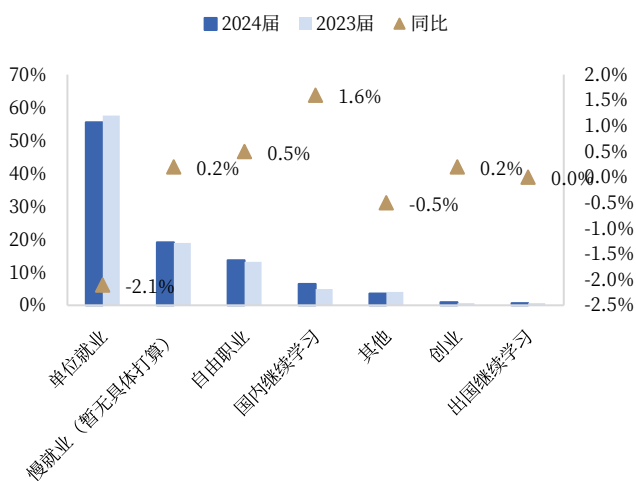
资料来源：猎聘，中国银河证券研究院

图45：2023-2025 企业秋招开展趋势



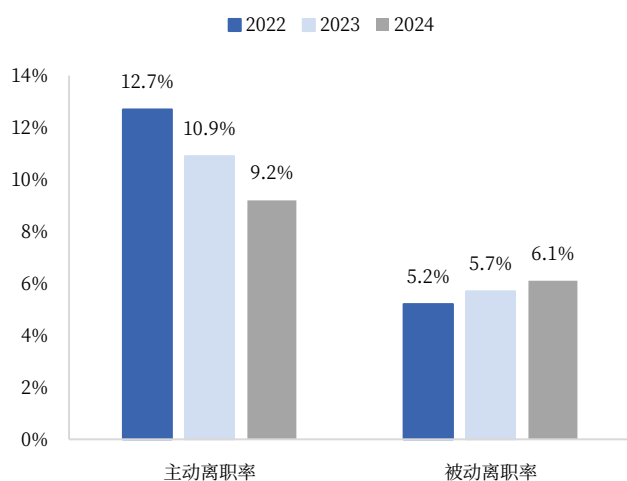
资料来源：猎聘，中国银河证券研究院

图46：2023 届与 2024 届高校毕业生去向对比



资料来源：猎聘，中国银河证券研究院

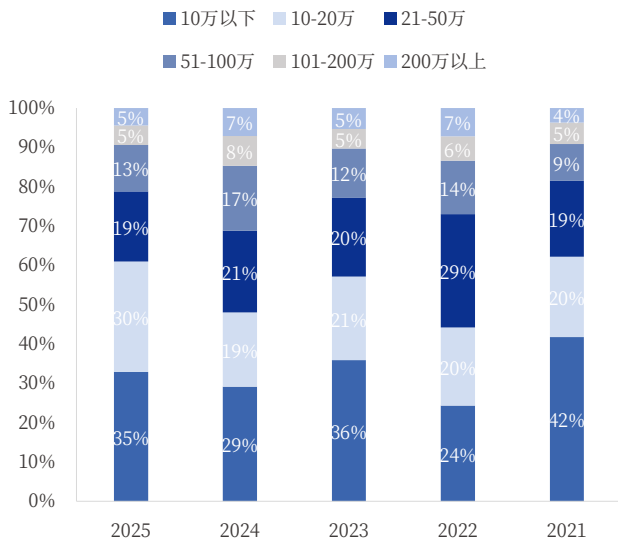
图47：近年企业人员流动情况



资料来源：前程无忧，人力资源调研中心，中国银河证券研究院

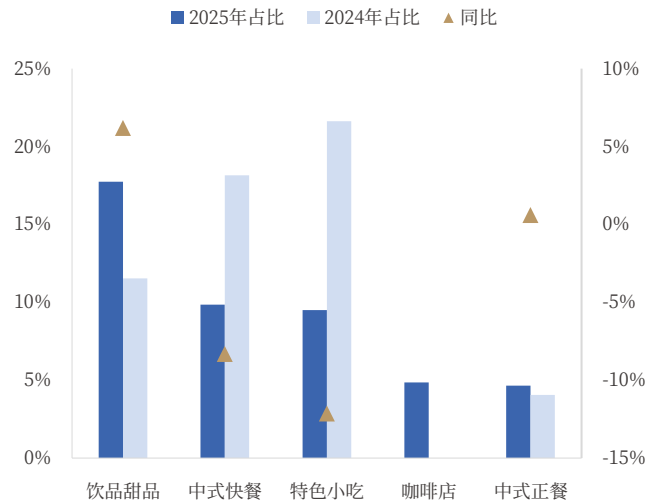
低投入为加盟主流偏好，饮品甜品位居最受青睐品类榜首。据中国连锁经营协会数据显示，2021-2025 年加盟投资人的初始意向始终集中于低投资区间，2025 年 20 万元及以下的投资意向占比达 65%，而现制茶饮的单店加盟门槛恰好集中在 10-30 万区间内，显著低于其他连锁餐饮的投入门槛。结合品类热度数据，2025 年饮品甜品品类以 17.7% 的占比稳居加盟投资人热衷品类榜首/同比 +6.2pct，反观中式餐饮和特色小吃等品类热度下滑明显，进一步印证了以现制茶饮为代表的饮品甜品类门店的低投入属性符合加盟商选择倾向。

图48: 2021-2025 加盟投资人初始意向投资额分布



资料来源: 中国连锁经营协会, 中国银河证券研究院

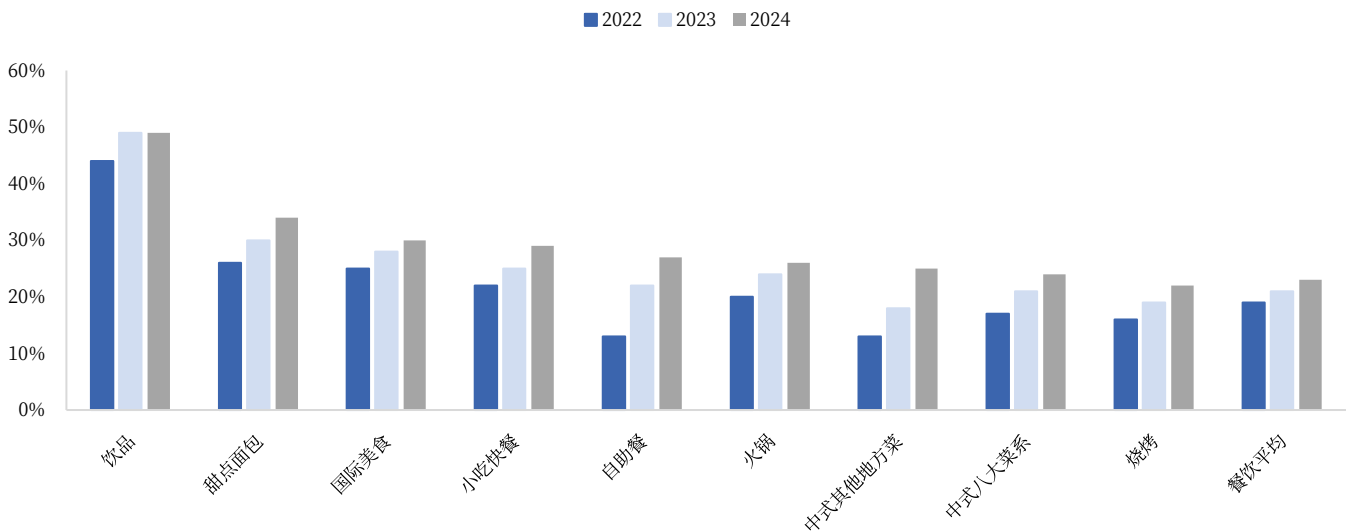
图49: 加盟投资人热衷品类 TOP5



资料来源: 中国连锁经营协会, 中国银河证券研究院

高连锁化率强化品牌壁垒, 现制茶饮加盟商优先选择头部连锁品牌。截至 2024 年中国饮品连锁化率已达 49%, 远超中国餐饮 23% 的平均水平。高连锁率下头部现制茶饮品牌与中小品牌间已形成断层式优势, 一方面大型连锁品牌可为加盟商提供完善的全链路运营赋能, 同时其超大规模给予品牌更强的供应链议价能力, 加盟商原料成本更具优势, 因此连锁品牌加盟门店存活率明显优于区域中小品牌, 推进加盟商选择向头部品牌集中。

图50: 历年餐饮及其细分品类连锁化率



资料来源: 美团, 中国连锁经营协会, 中国银河证券研究院

三、多品牌全域布局，三重引擎驱动公司成长突围

(一) 全价格带全覆盖稀缺性凸显，多品牌打造成长韧性

现制茶饮市场价格分层明确且消费人群分布广泛，人群多样性驱动需求分化。现制饮品作为大众消费品，其客群涵盖了学生、公职人员、职场白领等不同年和收入等级的多元群体，各群体间需求差异显著，如学生客群或偏向于性价比基础茶饮、高收入白领人群则追求品质和社交属性等，需求分化下行业形成了平价、中价、高端的价格分层格局及品类差异。当前现制饮品头部品牌多聚焦于单一价格带以形成专属赛道内的竞争优势，难以实现全市场覆盖。

图51：2024年现制茶饮消费者画像（职业分布）

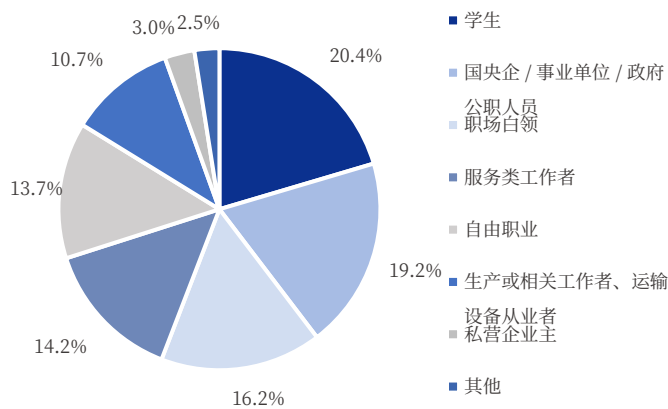
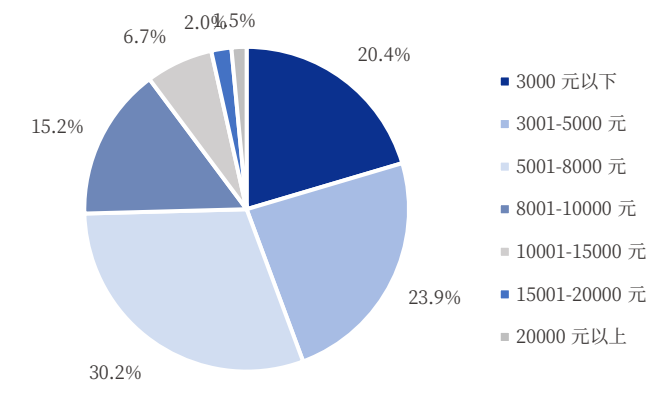


图52：2024年现制茶饮消费者画像（收入分布）



资料来源：MobTech 研究院，中国银河证券研究院

资料来源：MobTech 研究院，中国银河证券研究院

沪上阿姨 2-22 元全价格带/品类覆盖，可成长赛道广度优势明显。当前竞争格局下，多数头部现制茶饮公司均聚焦于单一价格带。其中，喜茶和奈雪的茶锁定中高端赛道，蜜雪冰城深耕平价市场，古茗和茶百道则聚焦中价区间。而沪上阿姨通过三大品牌协同布局，实现了 2-22 元中低价格带全覆盖，同时兼顾现制茶饮和现磨咖啡两大品类，客群覆盖从县域价格敏感人群延展至高线城市咖啡消费人群，使公司充分享受不同价格带和不同产品品类的增长红利。

表3：各现制茶饮公司品牌简介

公司名称	饮品品牌	主营产品品类	主营产品价格带	核心消费群体
沪上阿姨	沪上阿姨	奶茶、果茶、咖啡、果蔬养生茶	7-22 元	产品定价适中，主要面向满足追求品质与口味多样性的主流中端消费群体
	沪咖	咖啡	11-15 元	
	茶瀑布	奶茶、果茶	2-12 元	定位为高性价比茶饮，专为三线及以下城市消费者设计
蜜雪集团	蜜雪冰城	鲜奶茶、果茶、咖啡	3-13 元	追求高性价比、价格敏感型消费者
	幸运咖	咖啡	7-14 元	提供平价现磨咖啡，主要面向下沉市场与年轻消费群体
古茗	古茗	奶茶、果茶、咖啡	7-20 元	主要面向中国二线及以下城市、乡、镇地区的大众消费者，以年轻群体为主，注重性价比、产品新鲜度与品牌亲和力
茶百道	茶百道	奶茶、果茶、咖啡（小部门门店）	7-20 元	18-35 岁的年轻一代群体
喜茶	喜茶	奶茶、果茶	13-28 元	具有较强消费力的年轻人群体
奈雪的茶	奈雪的茶	奶茶、果茶、咖啡	15-25 元	主要面对年龄跨度大、富裕城市人群

资料来源：各公司公告，各公司官网，中国银河证券研究院

多品牌布局打造多重成长路径，有效分散单一品类经营风险。主品牌沪上阿姨作为业务核心组

品牌在保持差异化优势的基础上自 2019 年同步布局鲜果茶赛道，其新鲜、健康的产品广受消费者欢迎，助力公司打破地域局限在全国各地得以扩张。菜单端，公司以“全国统一标准菜单+差异化推荐逻辑”为核心策略，通过数据分析和数字化手段实现南北门店产品展示顺序、口味推荐、定价及营销活动的分层，对不同区域客群需求实现精准锁定。

沪上阿姨加盟门槛较低，有效降低加盟商资金投入压力。从初始投资金额来看，沪上阿姨主品牌不含房租、装修等费用的前置投资仅需 19.5 万元，该金额在现制茶饮行业中已处于较低水平，且当前加盟政策下还包含新加盟商减免、招商会抽奖、行业经验者福利等未计入的附条件补贴，预计将进一步降低实际投入成本。另外，部分同业品牌看似较低的首年投入，其本质是将加盟和设备等费用分期延后支付，而并非实际降低总体投入成本，相比之下沪上阿姨加盟商三年周期内需支付给公司的费用（不含物料费用）约为 16.2 万元，显著低于其他中价现制茶饮品牌，加盟商资金压力较小。

表4：各现制茶饮品牌加盟所需投入

公司名称	饮品品牌	开店成本（官方加盟网站数据）	三年间需支付给品牌方费用（不含店面租金、装修费，假设分期款项均交齐且保证金退回）
沪上阿姨	沪上阿姨	19.5 万起	16.2 万元
	沪咖	15 万起	13.3 万元
	茶瀑布	9 万起	6.0 万元
蜜雪集团	蜜雪冰城	21 万元起	11.4 万元
	幸运咖	12.7 万元起	11.7 万元
古茗	古茗	23.3 万起	31.7 万元
茶百道	茶百道	17.5 万元起	24.9 万元

资料来源：各公司官网，中国银河证券研究院

表5：沪上阿姨旗下各品牌加盟政策（2025 年 12 月）

	沪上阿姨	茶瀑布
前期总预算（不含租金/转让费/装修）	19.5 万元起	9 万元起
品牌加盟费	4.98 万元 (新加盟商立减 1.5 万, 2025.12.1-12.31 新客户享立减)	限时免加盟费
保证金	5000 元 (合同终止无违规可退)	5000 元 (合同终止无违规可退)
设备费	11 万元起 可选（政策不同享）： 1) 先付 30% 余款分 12 期免息；2) 设备补贴 10000 元 (政策不同享)	6 万元起 2.5 万左右需公司采购，3.5 万左右可二手（需公司评估）
首批原物料费用	3-5 万元左右 (含食材、耗材)	2 万元左右 (含食材、耗材)
其他费用	虫害消杀费 140-340 元/次（6-12 次/年）	无单独列明
运营管理费	无	无

限时优惠/补贴	1) 招商会抽奖 5000-10000 元物料补贴; 2) 30 天连开 2 家分店补贴 20000 元物料; 3) 最高 10000 元装修补贴; 4) 行业经验者 0 加盟费 + 最高 10000 元装修 / 设备补贴	1) 6 项费用全免 (培训 / 设计 / 营销 / 选址 / 开业服务 / 外卖运营) ; 2) 招商会免 1.98 万加盟费 + 赠 0.5 万开业支持; 3) 非茶饮带店补贴 2 万; 4) 茶饮带店补贴 3 万; 5) 6 米以上门头补贴 0.5 万; 6) 乡镇店最高补贴 1.2 万 (与带店加盟不同享)
帮扶政策	免费培训 (食宿自付)、免费首次设计、免费外卖运营	免费培训 (食宿自付)、免费首次设计、免费外卖运营
开放加盟区域	全国开发	未开放: 福建、贵州、海南、天津、西藏、港澳台
初始骨干店员	需 4 人参与培训	需 3 人参与培训

资料来源: 沪上阿姨合伙人小程序, 中国银河证券研究院

沪上阿姨单店模型成熟, 加盟商受益得以保障。低门槛加盟的背后, 是成熟可盈利的单店模型作为支撑, 保障加盟商收益可行性, 进一步降低加盟决策顾虑。从单店平均日均 GMV 来看, 沪上阿姨虽低于古茗、茶百道等同业中价品牌, 但这一差异主要由于开店区域的地域特性决定, 品牌深耕北方下沉市场, 该区域消费力相对较低, 同时冬季寒冷天气也一定程度上影响了部分时段的消费频次。但门店模型更低的前期投入和运营成本与收入情况适配, 目前整体单店模型已完全跑通。据我们估算, 在不考虑今年外卖大战影响的情况下, 当前门店回本周期约为 15 个月。

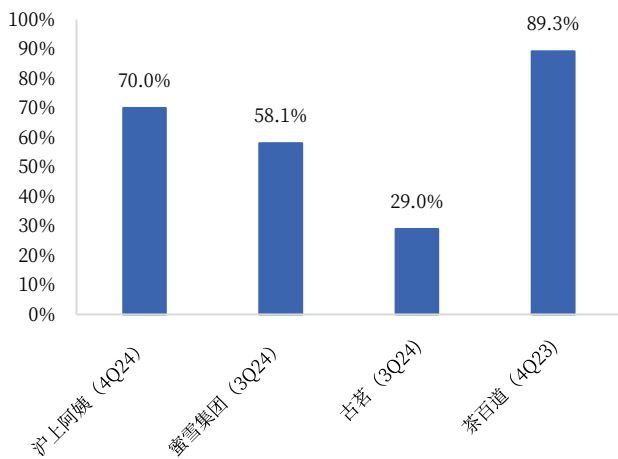
表6: 沪上阿姨单店模型预测

项目	数值
前期投入	
前期投入	19.5 万元
装修费用	6-10 万元
开店总投入	25.5-29.5 万元
收入端	
日商	4000 元左右
月度营业额	12 万元左右
毛利率	60-65%
实收率 (扣除平台扣点、折扣、活动促销等)	70-80%
成本端	
房租成本	0.6-1.8 万元/月
水电物业等杂费	2000-5000 元/月
人工	1.5-2.5 万元/月
虫害消杀费	1440-2880 元/月
关键指标测算	
净利率	15.5%左右
回本周期	15 个月左右

资料来源: 中国银河证券研究院

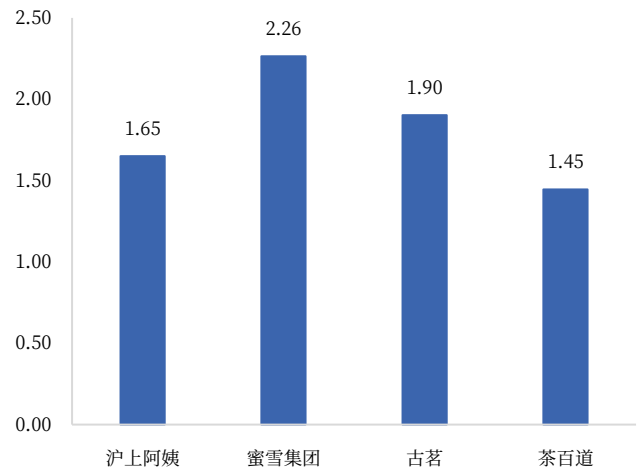
品牌加盟群体以个人加盟商为主, 有效提升门店运营质量。加盟商结构层面, 公司以个人加盟商为核心, 截至 2024 年, 公司单店加盟商占比高达 70%, 大型多门店投资者占比较小, 截至 1H25 公司加盟商平均开店数为 1.65 家。个人加盟商通常会投入大量精力参与门店日常运营, 在门店产品和服务质量的把控、库存精细化管理等方面更具优势, 从而有效推动门店存活率提升。

图57: 各公司仅加盟一间门店加盟商占比 (括号内为数据截止日期)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图58: 各公司加盟商人均开店数量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

品牌已完成咖啡业务基础布局, 咖啡业务明确为未来重点发展目标之一。沪咖店中店模式当前仍处于探索阶段, 但沪上阿姨主品牌门店内约 85% 以上的门店已完成咖啡机布局, 为后续咖啡业务的规模化发展奠定了硬件基础。公司预计于明年一季度开始继续加强咖啡品类的建设力度, 未来将形成“茶饮+咖啡”双轮驱动的发展策略, 进一步提升品牌全品类覆盖能力与市场竞争力。

图59: 沪上阿姨部分咖啡产品

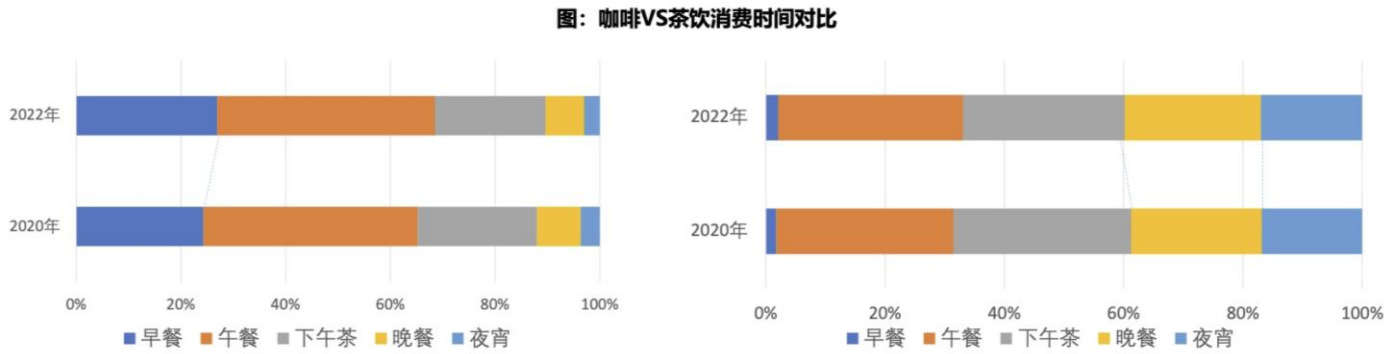


资料来源: 沪上阿姨小程序, 中国银河证券研究院

咖啡品类实现差异化客群覆盖, 提升品牌可增长空间。现磨咖啡与现制茶饮的消费客群存在一定差异, 现制茶饮消费客群涵盖学生和年轻人群体, 消费场景更偏向于休闲社交, 而咖啡则以年轻白领、通勤人群为主要消费人群。据饿了么发布的《2023 中国现制茶饮、咖啡行业白皮书》数据显示, 咖啡的主力消费客群为 25-30 岁 (占比 29%) 和 31-35 岁 (占比 26%), 茶饮的主力消费人群则为 18-24 岁 (占比 34%) 和 25-30 岁 (占比 27%)。新增咖啡客群与原有茶饮客群实现有效互补, 进一步扩大的品牌整体的客群覆盖范围。

咖啡与茶饮消费时段互补, 有效提升门店经营业绩。以一天时间为范围, 咖啡可有效拓展早餐消费场景, 覆盖了 12 点以前的茶饮消费低谷期, 而一周之内, 咖啡消费则以周一至周五为高频消费时段, 填补了茶饮周六日休闲消费高峰外的时段空缺。同时, 咖啡业务无需额外增加门店面积且部分门店设备可以复用, 依托沪上阿姨现有的供应链和运营体系下拓展边际成本较低。总结来看, 咖啡业务的拓展可以有限的成本有效拉高原有门店模型的收入水平, 成为门店业绩增长的重要增量驱动力。

图60: 咖啡和茶饮的消费时间对比



资料来源: 饿了么, 中国银河证券研究院

(三) 茶瀑布: 主副品牌互补协同, 茶瀑布卡位下沉打开广阔空间

茶瀑布是沪上阿姨“一体两翼”多品牌战略的核心支柱之一, 门店规模增长迅速。茶瀑布诞生于2024年3月, 为沪上阿姨轻享版2.0升级品牌概念, 品牌产品主要为10元以下的多料奶茶、轻乳茶、水果茶和冰淇淋为主。依托沪上阿姨成熟的供应链体系和加盟商运营经验, 茶瀑布快速推进门店扩张, 截至目前门店数量预计已突破千店规模。茶瀑布作为公司“一体两翼”多品牌战略中的其中一“翼”, 未来有望成为公司业务增量的核心组成部分, 为公司开辟全新增长曲线。

图61: 茶瀑布经典产品



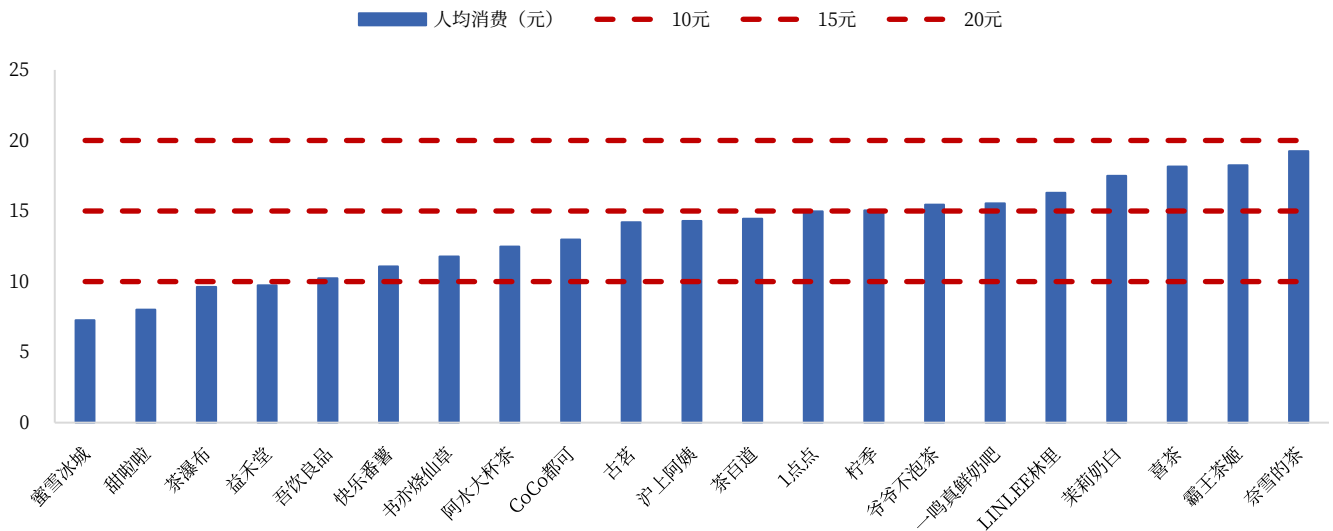
资料来源: 茶瀑布官网, 中国银河证券研究院

茶瀑布与主品牌形成互补发展路径, 精准开拓下沉增量市场。茶瀑布的核心定位为“优质且平价的下沉市场茶饮”, 与沪上阿姨主品牌的“中价品质饮品”形成了清晰的互补发展路线, 而非在主品牌优势区域进行集中加密, 两者互补性和差异主要体现在两大维度:

1) 产品价格互补: 茶瀑布切入低价赛道, 完善全价格带覆盖。沪上阿姨主品牌聚焦7-22元中

价赛道，覆盖全年龄段的大众消费客群，茶瀑布则精准锚定主品牌未充分覆盖的价格敏感型客户，如 15-25 岁高校学生和县城年轻群体等，以 2-12 元的价格进入平价茶饮赛道。从行业价格带分布来看，据窄门餐眼门店数量前 20 的现制茶饮及茶瀑布的人均消费价格统计，落在 10 元以下价格带的品牌仅占 19%，10-15 元、15-20 元价格带品牌占比则分别为 42.9%和 38.1%，可见 10 元以下低价赛道参与品牌较少，茶瀑布的切入具备显著的差异化优势。茶瀑布精准匹配了下沉市场客群的低价消费需求，填补了主品牌在低价赛道的空白的同时借助差异化定价触达全新客群，有望进一步提升公司产品的整体市场渗透率。

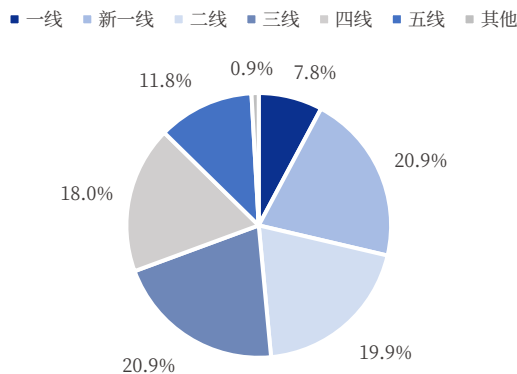
图62：各现制茶饮品牌人均消费



资料来源：窄门餐眼，中国银河证券研究院

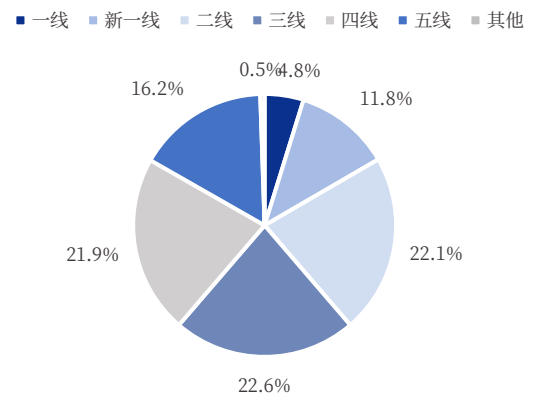
2) 地域布局互补：以全新品牌形象拓店，聚焦县城和校园消费场景。与在主品牌优势区域加密的开店策略不同，茶瀑布主打以全新的品牌形象独立开拓新兴市场，通过城市线级和点位选择差异化布局实现主副品牌互补并规避内部竞争。据窄门餐眼数据显示，茶瀑布一线及新一线门店占比合计为 16.6%，低于沪上阿姨高线城市占比 12pct，而茶瀑布四五线城市占比则达到了 38.2%，高于沪上阿姨 9.5pct，可见茶瀑布开店策略明显避开主品牌高线优势区，精准聚焦主品牌渗透不足的下沉县域市场。点位场景方面，茶瀑布学校店占比约 14.5%，较沪上阿姨的 7.4%高出近一倍，且主流的商场店占比明显偏好。茶瀑布开店选址精准匹配消费能力较低的学生群体和县域年轻人的消费场景，有望有效补充主品牌地域布局并开拓增量空间。

图63：沪上阿姨门店分布情况（按城市线级）



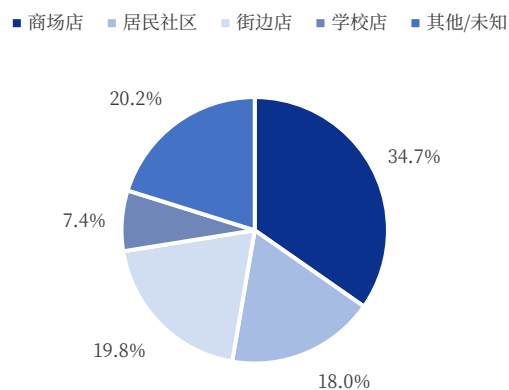
资料来源：窄门餐眼，中国银河证券研究院

图64：茶瀑布门店分布情况（按城市线级）



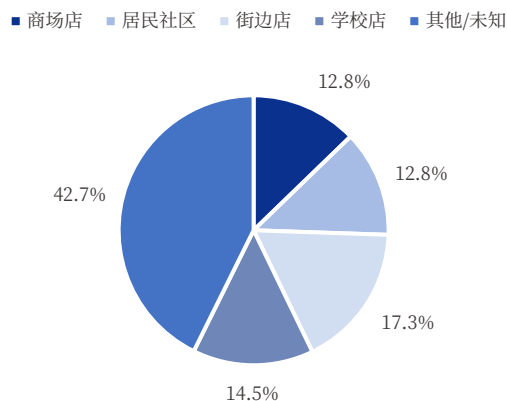
资料来源：窄门餐眼，中国银河证券研究院

图65: 沪上阿姨门店分布情况 (按点位类型)



资料来源: 窄门餐眼, 中国银河证券研究院

图66: 茶瀑布门店分布情况 (按点位类型)



资料来源: 窄门餐眼, 中国银河证券研究院

茶瀑布门店模型已跑通, 低投入稳回报适配下沉市场。茶瀑布门店模型自 2024 年 3 月落地以来, 已完成超一年半的市场经验沉淀与模型迭代优化, 当前已具备成熟的盈利可行性及下沉市场适配性。从经营核心指标来看, 其单店日均 GMV 虽仅为主品牌的一半左右, 但结合开店点位特性与产品结构差异, 成本端支出显著低于主品牌门店, 如下沉市场布局下, 房租、人工等核心支出均大幅低于主品牌门店; 同时, 在门店快速扩张阶段, 公司为加盟商提供充足支持, 且前置投入门槛更低。据我们测算, 当前茶瀑布门店回本周期约 15 个月, 与沪上阿姨主品牌基本持平, 其“低日商、低成本、稳盈利”的单店模型与下沉市场需求高度适配。

表7: 茶瀑布单店模型预测

项目	数值
前期投入	
前期投入	9 万元
装修费用	3-5 万元
开店总投入	12-14 万元
收入端	
日商	2000 元左右
月度营业额	6 万元左右
毛利率	58-60%
实收率 (扣除平台扣点、折扣、活动促销等)	70-80%
成本端	
房租成本	4000-8000 元/月
水电物业等杂费	1500-2000 元/月
人工	8000-12000 元/月
关键指标测算	
净利率	14.7%左右
回本周期	15 个月左右

资料来源: 中国银河证券研究院

下沉市场与学校周边协同发力, 中长期开店空间广阔。茶瀑布开店空间预测以全国 14.08 亿总人口、3119 所高校为基础测算数据, 结合消费场景特性, 将目标市场拆分为下沉市场与学校周边两

大核心区域。其中，下沉市场参照三线及以下城市现制茶饮的门店密度规律，按每万人 3 家门店测算，得出 26.79 万家的市场容量；学校周边则基于高校客群消费频次与单校服务半径，按每所高校 2 家门店的承载水平，算出 6238 家的空间规模，两类场景合计构成 27.41 万家的总市场体量。中期规划取 2% 市占率，对应 5482 家门店，其中下沉市场和学校周边分别为 5357 家/125 家；长期市占率将提至 5%，对应 13705 家门店，其中下沉市场 13393 家，学校周边 312 家。从场景占比看，下沉市场始终贡献 98% 左右的门店量，反映出平价茶饮消费高度集中于下沉场景的特征，而学校周边门店虽规模小，却可作为品牌触达年轻客群、渗透健康化心智的重要入口。

表8：茶瀑布开店空间预测

时期	人口基数（万人） / 高校数量（所）	下沉市场人口占比（假设）	人数（万人）	每万人/每所学校拥有门店的数量	理论门店总数（家）	茶瀑布市场份额	茶瀑布门店数	总计
中期	140828	63.40%	89284.952	3	267855	2%	5357	5482
	3119	-	4846	2	6238	2%	125	
长期	140828	63.40%	89284.952	3	267855	5%	13393	13705
	3119	-	4846	2	6238	5%	312	

资料来源：国家统计局，教育部，各公司公告，中国银河证券研究院

四、盈利预测与估值

(一) 业务拆分

1) 向加盟商销售货物: 公司主要营收来源为向加盟商销售食材包装设备等物料, 目前门店规模扩张下货物需求将虽整体终端销售额提升, 25 年得益于外卖大战单店销售额大幅提升, 26 年预计在保住同店经营的情况下门店扩张计划继续, 我们预计 2025-2027 年营收增速为 23.4%/22.7%/22.5%。商品毛利率 24 年已达较高水平, 预计未来将在小幅提升的基础上保持稳定。

2) 加盟服务营收与公司旗下管理加盟商和加盟商门店规模挂钩, 公司未来扩店速度较快, 但由于茶瀑布加盟费明显低于沪上阿姨主品牌, 因此店均加盟相关营收预计将小幅下滑, 2025-2027 年营收增速为 25.9%/16.2%/13.9%。

3) 自营店收入: 我们预计未来自营店门店数量将保持稳定, 单店经营持续优化下预计 2025-2027 年营收增速为 -3.4%/+5.0%/+5%。毛利率随着供应链和数字化运营逐步完善预计将小幅上行。

表9: 分业务收入预测

单位: 百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
向加盟商销售货物	1707	2672	2632	3247	3984	4882
yoy		56.5%	-1.5%	23.4%	22.7%	22.5%
毛利率	17.1%	21.3%	22.3%	22.6%	22.6%	22.6%
加盟服务	365	553	537	676	786	895
yoy		51.7%	-2.9%	25.9%	16.2%	13.9%
毛利率	76.5%	75.2%	75.9%	75.4%	75.4%	75.4%
自营店收入	126	115	49	48	50	53
yoy		-8.4%	-57.3%	-3.4%	5.0%	5.0%
毛利率	11.3%	23.5%	14.5%	17.7%	18.0%	18.2%
其他	1	7	66	81	89	94
yoy		827.8%	805.5%	23.1%	10.0%	5.0%
毛利率	63.6%	61.5%	39.1%	39.1%	39.1%	39.1%

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

(二) 绝对估值法

基于 FCFF 法, 以公司 2025 年 12 月 31 日股本为基准, 在加权平均成本(WACC)为 9.96%、永续增长率(g)为 2%, 公司合理每股价值为 105.79 元。在加权平均成本(WACC)正负波动 10%, 永续增长率(g)正负波动 10%的情况下, 合理每股股价为 93.92-120.53 元。

表10: FCFF 估值参数假设及说明

参数	假设数值	假设参数说明
无风险利率 Rf	1.85%	参考中国 10 年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	9.21%	参考恒生指数近 3 年平均年化收益率
贝塔系数β	1.30	参考以恒生指数为标的指数计算的 Beta 值

加权平均资本成本 WACC	9.96%	WACC=Kd*Wd(1-T)+Ke*(1-Wd) 计算得到
过渡期（4-8 年）增长率	10%	假设过渡期公司年均复合增长率 10%
永续增长率 g	2%	假设公司永续增长率 2%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表11: FCFE 估值敏感性分析

WACC	永续增长率						
	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%
7.49%	139.70	142.38	145.50	149.15	153.46	158.59	164.77
8.23%	125.21	127.27	129.64	132.40	135.63	139.44	143.97
9.06%	112.60	114.18	116.00	118.09	120.53	123.38	126.73
9.96%	101.58	102.80	104.19	105.79	107.63	109.77	112.28
10.96%	91.91	92.85	93.92	95.14	96.54	98.16	100.04
12.06%	83.40	84.12	84.94	85.88	86.94	88.17	89.58
13.26%	75.88	76.44	77.07	77.79	78.60	79.53	80.60

(三) 相对估值

从行业角度来看，现制茶饮行业以加盟模式为主，整体商业模式优于直营为主的火锅、快餐赛道，同时茶饮行业仍有较大的下沉和出海开店空间，成长性优于其他连锁餐饮行业赛道，因此可给予一定估值溢价。从现制茶饮行业内部对比，沪上阿姨目前作为行业内第三大龙头，虽门店规模方面不及蜜雪，但公司具有显著地域优势，且多品牌加持下公司具备较为广阔的开店空间，当前估值水平仍有提升空间。

表12: 可比公司对应估值数据（截止 2026 年 1 月 8 日）

股票代码	股票名称	收盘价（港元）	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2589.HK	沪上阿姨	85.60	5.23	5.78	6.72	16.46	14.90	12.82
2097.HK	蜜雪集团	409.80	13.81	16.02	17.96	29.72	25.62	22.85
2555.HK	茶百道	6.58	0.59	0.68	0.78	9.91	8.48	7.47
1364.HK	古茗	24.78	1.09	1.11	1.33	20.92	20.55	17.21
9987.HK	百胜中国	368.60	18.38	19.98	21.60	18.55	17.12	15.86
6862.HK	海底捞	14.25	0.77	0.85	0.94	16.72	15.05	13.73
均值						18.71	16.95	14.99

资料来源: wind, 中国银河证券研究院（注: *表示采用 wind 一致预期）

五、风险提示

- 1) 门店扩张不及预期风险：公司品牌门店扩张进度若不及预期将严重影响公司市占率的提升，同时不利于品牌门店形成规模化效应。单店经营和公司整体门店网络经营将受到影响；
- 2) 宏观经济下行风险：公司的业务发展高度依赖于消费者的购买力。近期由于宏观经济不确定性增加，居民收入增长放缓，可能导致消费者对非必需品的支出减少。如果农村或小城市的经济增长未达预期，可能会直接影响到公司的销售业绩，从而对公司的收入和盈利能力造成负面影响；
- 3) 原材料价格风险：公司作为餐饮企业，其成本结构中有相当一部分是原材料成本，特别是奶制品和茶叶。全球市场原材料价格的波动，尤其是在经济通胀环境中，可能导致成本显著上升。

图表目录

图 1: 沪上阿姨发展历程.....	4
图 2: 沪上阿姨品牌矩阵.....	5
图 3: 沪上阿姨 2021-2025H1 加盟店与直营店占比	5
图 4: 沪上阿姨 2021-2025H1 加盟店数量变化情况	5
图 5: 沪上阿姨 2021-2025H1 门店分布情况 (按地区分类)	6
图 6: 截至 2024 年 12 月 31 日沪上阿姨门店分布情况	6
图 7: 沪上阿姨股权架构.....	7
图 8: 沪上阿姨 2021-2025H1 营收及增速	8
图 9: 沪上阿姨 2021-2025H1 营收拆分	8
图 10: 沪上阿姨 2021-2025H1 毛利润与毛利率情况	9
图 11: 沪上阿姨 2021-2024 年毛利率变化 (按业务类型分类)	9
图 12: 沪上阿姨 2021-2025H1 费用率情况.....	9
图 13: 沪上阿姨 2021-2025H1 经调整净利润和经调整净利率情况.....	9
图 14: 沪上阿姨 2021-2024 现金流量变化.....	10
图 15: 沪上阿姨 2021-2024 年现金及现金等价物净增加额	10
图 16: 沪上阿姨 2021-2025H1 资产负债率变化	10
图 17: 沪上阿姨 2021-2025H1 资产结构变化	10
图 18: 2023 年人均现制饮品年消费量 (杯/年)	11
图 19: 中国现制饮品市场规模 (十亿元)	11
图 20: 2023 年现制饮品消费量占饮用水分摄入总量百分比	11
图 21: 全球现制饮品市场以终端零售额计的 CAGR (2023-2028E)	11
图 22: 现制茶饮市场规模占比 (以价格分类)	12
图 23: 2024 年茶饮门店客单价分布	12
图 24: 2023 年底每百万人口拥有现制茶饮店数量.....	12
图 25: 中国现制茶饮城市分级 (十亿元)	12
图 26: 现制饮品占全球饮料市场百分比	13
图 27: 2018-2023 年中国饮品赛道 CAGR	13
图 28: 饮品赛道近三年均价变化.....	13
图 29: 2021 年-2024 年主要茶饮品牌客单价变化.....	13
图 30: 2018-2028 年中国现制咖啡饮品市场的 GMV (十亿元)	14
图 31: 中国现制饮品市场各品类增速	14
图 32: 中国咖啡消费量 (单位: 千袋)	14
图 33: 2020-2025 年 10 月全国咖饮相关企业注册量及存量	14

图 34: 中国现制茶饮市场规模增速 (按价格分类)	15
图 35: GeoQ 监测的 106 家连锁新茶饮品牌整体门店数量变化	15
图 36: 中国互联网普及率及网民规模同比增速	15
图 37: 我国即时零售交易规模及同比增速	15
图 38: “外卖大战”重点事件进程	16
图 39: 1H25 各品牌营收增速	16
图 40: 1-10 月各品牌新开店数量 (单位: 家)	16
图 41: 2023 年现制茶饮市场竞争格局 (以终端销售额统计)	17
图 42: 2023 年现制茶饮市场竞争格局 (以出杯量统计)	17
图 43: 一杯奶茶的收入与销售费用结构	17
图 44: 近十年中国应届毕业生人数	18
图 45: 2023-2025 企业秋招开展趋势	18
图 46: 2023 届与 2024 届高校毕业生去向对比	18
图 47: 近年企业人员流动情况	18
图 48: 2021-2025 加盟投资人初始意向投资额分布	19
图 49: 加盟投资人热衷品类 TOP5	19
图 50: 历年餐饮及其细分品类连锁化率	19
图 51: 2024 年现制茶饮消费者画像 (职业分布)	20
图 52: 2024 年现制茶饮消费者画像 (收入分布)	20
图 53: 各省份门店数最多的中价现制茶饮品牌	21
图 54: 沪上阿姨门店分布情况	21
图 55: 古茗门店分布情况	21
图 56: 茶百道门店分布情况	21
图 57: 各公司仅加盟一间门店加盟商占比 (括号内为数据截止日期)	24
图 58: 各公司加盟商人均开店数量	24
图 59: 沪上阿姨部分咖啡产品	24
图 60: 咖啡和茶饮的消费时间对比	25
图 61: 茶瀑布经典产品	25
图 62: 各现制茶饮品牌人均消费	26
图 63: 沪上阿姨门店分布情况 (按城市线级)	26
图 64: 茶瀑布门店分布情况 (按城市线级)	26
图 65: 沪上阿姨门店分布情况 (按点位类型)	27
图 66: 茶瀑布门店分布情况 (按点位类型)	27
表 1: 沪上阿姨各品牌加盟政策	6
表 2: 公司董事及高级管理层介绍	7
表 3: 各现制茶饮公司品牌简介	20
表 4: 各现制茶饮品牌加盟所需投入	22

表 5: 沪上阿姨旗下各品牌加盟政策 (2025 年 12 月)	22
表 6: 沪上阿姨单店模型预测	23
表 7: 茶瀑布单店模型预测	27
表 8: 茶瀑布开店空间预测	28
表 9: 分业务收入预测	29
表 10: FCFF 估值参数假设及说明	29
表 11: FCFF 估值敏感性分析	30
表 12: 可比公司对应估值数据 (截止 2026 年 1 月 8 日)	30

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1657.70	2195.81	2811.63	3535.30
现金	422.66	920.56	1465.77	2104.83
应收票据及账款	1.47	0.89	1.07	1.30
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	60.42	53.96	65.36	78.86
存货	168.07	218.40	266.04	323.43
其他	1005.09	1002.01	1013.39	1026.88
非流动资产	198.08	173.85	149.61	125.38
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	42.88	36.16	29.45	22.73
无形资产	105.09	87.57	70.06	52.54
其他	50.11	50.11	50.11	50.11
资产总计	1855.78	2369.66	2961.24	3660.68
流动负债	616.11	755.41	918.56	1112.62
短期借款	29.92	0	0	0
应付账款及票据	226.25	286.19	348.6	423.82
其他	359.94	469.23	569.96	688.81
非流动负债	55.58	55.58	55.58	55.58
长期借款	0	0	0	0
其他	55.58	55.58	55.58	55.58
负债总计	671.7	811	974.15	1168.21
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1184.09	1558.66	1987.09	2492.47
负债和股东权益	1855.78	2369.66	2961.24	3660.68

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	420.54	610.76	642.70	758.31
净利润	328.93	480.45	549.52	648.22
折旧摊销	82.90	24.23	24.23	24.23
财务费用	5.18	0.65	0.00	0.00
其它经营现金流	3.54	105.43	68.95	85.86
投资活动现金流	-584.21	23.59	23.59	23.59
资本支出	52.34	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-636.56	23.59	23.59	23.59
筹资活动现金流	-125.14	-136.44	-121.09	-142.84
短期借款增加	29.92	-29.92	0.00	0.00
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-155.06	-106.52	-121.09	-142.84
现金净增加额	-288.81	497.90	545.20	639.06

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3284.58	4052.3	4908.75	5923.13
营业成本	2257.26	2767.9	3371.58	4099.01
税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	394.11	400.1	509.21	598.24
管理费用	226.76	193.54	230.71	278.39
财务费用	5.18	0.65	0	0
其他费用	0	55.32	67.01	80.86
其他经营性损益	0	-3.46	-3.46	-3.46
营业利润	401.28	631.34	726.79	863.18
资产收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营性收益	48.13	32.6	32.6	32.6
利润总额	449.4	663.94	759.39	895.78
所得税	120.47	183.49	209.87	247.56
净利润	328.93	480.45	549.52	648.22
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	328.93	480.45	549.52	648.22
经调归母净利	418.09	550.46	607.89	706.58
EBITDA	537.48	688.82	783.62	920.01
EPS (元)	3.13	4.57	5.22	6.16
经调 EPS (元)	3.97	5.23	5.78	6.72

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业总收入	-1.90	23.37	21.13	20.66
归属母公司净利润	-15.20	46.06	14.38	17.96
获利能力 (%)				
销售毛利率	31.28	31.70	31.31	30.80
销售净利率	10.01	11.86	11.19	10.94
ROE	27.78	30.82	27.65	26.01
ROIC	367.92	266.40	552.50	975.06
偿债能力				
资产负债率 (%)	36.19	34.22	32.90	31.91
净负债比率 (%)	-33.17	-59.06	-73.76	-84.45
流动比率	2.69	2.91	3.06	3.18
速动比率	2.33	2.55	2.70	2.82
营运能力				
总资产周转率	1.77	1.71	1.66	1.62
应收账款周转率	2232.89	4573.02	4573.02	4573.02
存货周转率	13.43	12.67	12.67	12.67
固定资产周转率	76.60	112.05	166.71	260.62
每股指标				
每股收益 (元)	3.13	4.57	5.22	6.16
每股经营现金 (元)	4.00	5.81	6.11	7.21
每股净资产 (元)	11.26	14.82	18.89	23.69
P/E	28.50	19.51	17.06	14.46
经调 P/E	21.67	16.46	14.90	12.82
EV/EBITDA	14.43	134.88	227.21	285.98
P/S	2.74	2.22	1.83	1.52

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾嘉闻 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：

上海地区：

北京地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn