

即饮茶:品茗健康风尚，再迎扩容机遇

华泰研究

2023 年 10 月 24 日 | 中国内

深度研究

食品饮料
饮料

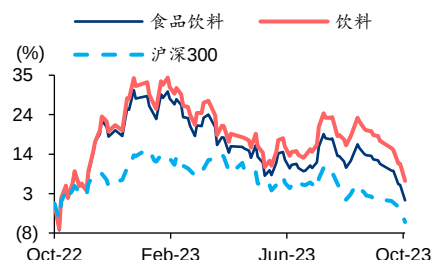
增持 (维持)
增持 (维持)

研究员 龚源月
SAC No. S0570520100001 gongyuanyue@htsc.com
SFC No. BQL737 +(86) 21 2897 2228

研究员 倪欣雨
SAC No. S0570523080004 nixinyu@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人 王可欣
SAC No. S0570122010019 wangkexin019215@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源: , 华泰研究

健康化风起，国内即饮茶市场将行往何处

即饮茶是传统茶饮的快消化形态，又可分为无糖茶和调味茶。我国即饮茶市场发展至今已有千亿规模，是继瓶装水、碳酸饮料后的第三大软饮料子赛道。15-20 年即饮茶行业发展遇阻，主因健康化趋势下，国内市场由高糖调味茶主导的发展模式有待转型，具体表现为无糖茶起势难以对冲调味茶下滑。随疫后健康意识催化需求、供给/渠道端条件相继成熟，无糖茶市场蓄势充足且初具规模，22 年零售额达 74 亿（15-22 年 CAGR 28%），未来有望延续高增，带动即饮茶市场稳步扩容。我们预计 27 年无糖茶市场规模达 200 亿（23-27 年 CAGR 22%），远期有望扩容至 500 亿以上。

看空间：需求变迁、结构优化，无糖茶有望引领即饮茶行业稳步扩容

即饮茶行业未来发展仍看结构升级。复盘过往，品类结构差异是中日即饮茶市场表现分化的主因：日本市场以无糖茶为主，而我国市场由高糖调味茶主导；因此，对标日本即饮茶市场于健康化趋势下的快速发展，国内市场需先完成无糖茶导入、实现品类结构升级后方扩容可期。无糖茶具备解腻/提神/舒缓等价值，需求端受益疫后健康意识提升、供给端新品频出做大蛋糕、现代渠道建设亦日益完善，21 年至今成长势头充足，为即饮茶行业扩容贡献主增量。国内无糖茶渗透率（无糖茶/即饮茶）已由 15 年的 1% 提升至 22 年的 7%，我们预计 27 年将提至 15%，远期或将提至 30%+。

论格局：一超多强、长尾显著，行业向多寡头格局演化

当前国内即饮茶市场呈“一超”（康师傅）“多强”（统一/加多宝/王老吉/农夫山泉等）、长尾显著（新生代/海外品牌）的格局特点，龙头企业常年以多元产品矩阵共驱增长，辅以强大渠道力塑造竞争壁垒，因此当下新入局者虽成功挖掘细分需求，但单品水花较小、规模破 10 亿者较少。对比日本成熟市场品类割据而单品长青的格局特点，国内市场竞争格局或尚未落定。展望未来，随着行业步入品质竞争的时代，即饮茶赛道中有望诞生多个以优质大单品立足市场的黑马；龙头韧性充足，老品重做逻辑下份额有望持续稳固；我们预计 TOP5 市占分布或更均衡，CR10 有望稳步提升。

寻机遇：大单品立身，有望以创新产品→精耕渠道→强化品牌进阶百亿

大单品是即饮茶行业至关重要的竞争要素，我们总结了即饮茶单品突破 10 亿（顺利起量）、跨越 50 亿（站稳区域/细分市场）、冲刺 100 亿（全国化功成）的进阶要素：10 亿起量关键看产品是否切中健康化/功能化/个性化等发展新趋势；50 亿进阶更需渠道力加持，其中无糖茶单品需更关注高势能的新兴渠道；100 亿则是综合实力下的品牌对决，以品质提升+创新迭代+差异化表达的组合格拉驱动持续复购。结合上述方法论，我们总结出当前无糖茶市场第一大单品东方树叶的成功经验，即通过技术创新提升产品品质、瞄准高势能渠道稳步铺陈、沉心打磨品牌形象以持续夯实综合实力。

风险提示：核心单品起量不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

核心观点	3
即饮茶：软饮料大品类，乘健康化之风而起	4
看空间：需求变迁、结构优化，无糖茶有望引领即饮茶市场扩容	5
无糖茶：鉴日知中，国内无糖茶有望蓬勃发展	7
鉴外：日本即饮茶“黄金十年”受益于经济增长与健康化趋势的两重加速	7
析内：对标日本即饮茶“黄金十年”第二重加速期，国内无糖茶有望带动行业二次扩容	8
调味茶：产品品质提升+性价比机遇，有望于下沉市场找寻增量	10
空间测算：27 年国内无糖茶市场有望达 200 亿，即饮茶有望扩至 1375 亿	12
论格局：一超多强、长尾显著，向多寡头格局演化	13
日本龙头企业地位稳固，品类割据，单品长青	13
国内格局呈现一超多强、长尾显著，集中化仍为主线	14
寻机遇：大单品为企业立身之本，寻找新趋势下的百亿单品	17
日本启示之路：产品品质为核，差异化营销为翼	17
我国发展之道：寻找即饮茶行业的百亿大单品	18
无糖茶：创新产品→精耕渠道→强化品牌，实现收入体量的逐级突破	18
调味茶：产品焕新+市场下沉，市场部分具备群众基础的经典大单品有望再冲百亿	21
风险提示	22

核心观点

本文基于即饮茶行业的发展新趋势，探析 15-20 年行业陷入增长困局的原因，及如何把握当下的破局机遇；通过复盘日本成熟市场经验，对国内市场的成长空间、竞争格局进行推演；并结合竞争要素，综合研判当前市场上体量有望突破百亿的大单品，并为市场筛选出有望以大单品立身、以长青单品巩固壁垒的优质企业提供方法论。

历史复盘：面对健康化趋势，品类结构差异是中日即饮茶市场历史表现分化的主要原因。

1) 日本即饮茶市场：无糖茶为主，实现经济高增、健康化趋势下的两重加速。85-95 年为日本即饮茶行业发展的“黄金十年”（销售额 CAGR 达 30%+），按驱动因素又可划分为 85-90 年经济高增对软饮料全品类的驱动、90-95 年健康化趋势对即饮茶的结构性好。

2) 中国即饮茶市场：调味茶为主，2015 年起健康化升级驱动行业结构转型。对标日本 85-90 年第一重加速期，国内即饮茶市场 03-14 年零售额 CAGR 达 15%+，实现经济快速增长下的首轮扩容。对标日本 90-95 年第二重加速期，国内市场表现迟滞。2015 年后，软饮消费向健康化升级，即饮茶市场内部表现分化：无糖茶起势（16-20 年 CAGR 28%）但基数较小，不足以对冲调味茶下滑（同期 CAGR -4%），行业整体表现为发展受阻（同期 CAGR -3%）。21/22 年我国无糖茶市场规模达 64/74 亿，同比+31%/+17%，市场初具规模且增长势头充足。

机遇解读：需求变迁、困局思变，无糖茶有望接力引领即饮茶行业稳步扩容。

1) 行业规模：随无糖茶需求快速提升、新老厂商加码布局、现代渠道建设完善，国内无糖茶市场有望实现类比日本“黄金十年”第二重加速期的快速增长，带动行业稳步扩容。我们估算无糖茶市场有望由 22 年的 74 亿扩容至 27 年的 200 亿（对应 23-27 年 CAGR 达 22%），占比由 7%提至 15%；远期有望持续扩容至 500 亿以上，占比进一步提升至 30%+。我们预计即饮茶市场有望从 22 年的 1139 亿扩容至 27 年的 1375 亿，其中 50%以上增量由无糖茶贡献；远期有望扩容至 1700 亿以上，其中 80%以上增量由无糖茶贡献。

2) 竞争格局：集中化仍为主线，多强格局或将更为均衡。日本即饮茶市场品类割据、群雄并立，伊藤园/三得利等本土龙头均有各自强势品类；国内市场当前呈一超（康师傅）多强（统一/加多宝/王老吉/农夫等）、长尾显著（新生代品牌/海外品牌）的格局特点，康统等龙头常年以多元产品矩阵共驱成长。展望未来，随着市场整体步入存量竞争、品质竞争时代，未来有望诞生多个依托优质大单品立足市场的黑马，行业集中度有望进一步提升。

前程展望：把握品质内核，寻找新趋势下的百亿单品。

大单品仍是即饮茶行业的核心竞争要素。我们总结了单品销售额破 10 亿（顺利起量）、50 亿（站稳区域/细分品类）、100 亿（全国化功成）的进阶要素，并对当前潜力单品进行综合研判。

1) 10 亿起量：关键看是否切中新趋势。少糖无添加、优质茶原叶等特点帮助一众新品牌获得首批受众，如纤茶主打功能性，Meco 果汁茶瞄准聚饮场景等，均小有体量（2-10 亿）。

2) 50 亿进阶：更需渠道力加成。线下渠道仍将是即饮茶大单品扩大规模、推进全国化进程的必经之路。处于该阶段的单品如东方树叶、茶π等，背靠龙头公司强大的渠道网络和经销体系，较新生代品牌更易跨越前一阶段。

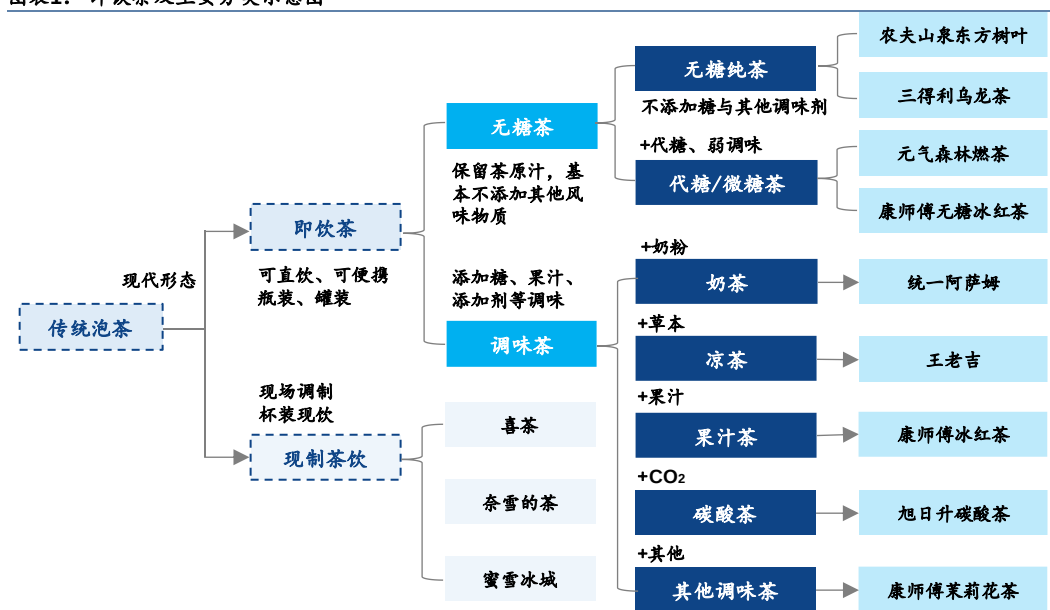
3) 100 亿功成：综合比拼品牌力。冲刺该阶段仅靠口味推新+渠道拓点或已空间不大，后续增长需以产品品质+创新迭代+差异化表达的组合拳拉动尝鲜后的持续复购。我们看好当前市场上于产品/渠道/品牌端综合实力突出的无糖茶大单品的厚积薄发，与已具备相当群众基础的经典老品于焕新后的延续增长。

区别于市场的观点：市场普遍担忧即饮茶行业千亿规模后的增长空间，对无糖茶品类贡献增量的可持续性存疑，但对 15-20 年行业暂遇增长瓶颈的原因及当下破局条件的分析不足。我们沿市场需求变化→品类结构转型→竞争格局演化→优质企业及单品研判的逻辑分析框架，认为国内即饮茶市场在无糖茶步入成长快车道、调味茶增量可寻的背景下有望实现二次扩容，增长速度关键看企业能否打造出优质大单品。

即饮茶：软饮料大品类，乘健康化之风而起

即饮茶：传统泡茶的快消化形态，又可分为无糖茶和调味茶。茶起源于中国，至今已有千年历史，源远流长，而即饮茶是泡茶的快消化衍生品，指可直饮的瓶装或罐装茶，较当场制作、带有餐饮属性的现制茶饮具备更高的便携性。即饮茶主要以茶叶提取液、浓缩液、茶粉、茶原叶等为基底进行调制，再通过包装化满足消费者的即饮需求，部分产品会额外添加糖、果汁、添加剂等风味来迎合不同消费者的口味诉求，据此又可分为两类：**1) 无糖茶：**狭义无糖茶仅指不加入任何糖和调味的纯茶，根据茶基底不同又可分为绿茶、红茶、乌龙茶、黑茶等；而广义无糖茶也包含添加代糖或少量添加剂作为轻调味的即饮茶。**2) 调味茶：**依据添加物质的不同又分为奶茶、凉茶、果汁茶、碳酸茶、其他调味茶等。考虑国内市场上仍有部分代糖/微糖茶作为过渡形态存在，本文所指无糖茶为广义范围。

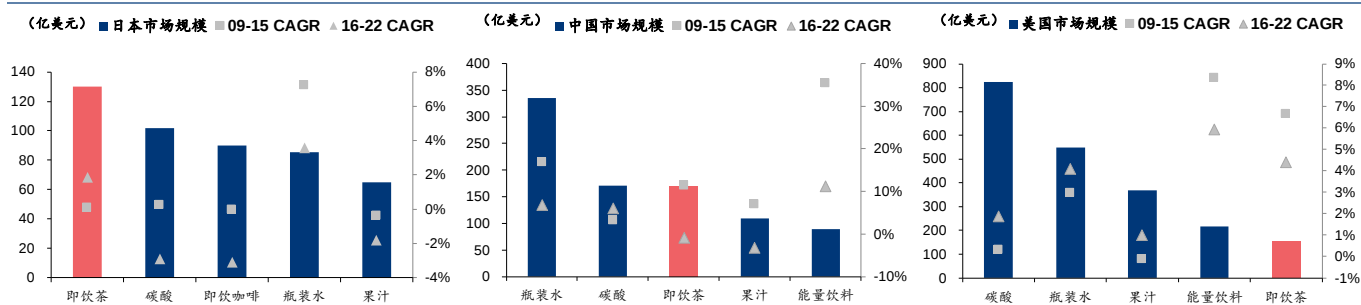
图表1：即饮茶及主要分类示意图



资料来源：头豹研究院，华泰研究

传统软饮大品类，健康化趋势下有望再展活力。即饮茶作为软饮料一大子品类，在全球多地市场已发展至相对成熟阶段。据欧睿数据，22 年中国/美国/日本即饮茶市场零售额分别为 156/151/130 亿美元（约 1140/1100/950 亿人民币），在各自的软饮料市场中占比 18.3%/6.5%/23.7%，对应第三/第五/第一大细分市场。随着经济发展与居民健康意识不断提升，高糖分的碳酸、果汁品类增速放缓，而具备健康基因的瓶装水、即饮茶、附加值更高的功能饮料表现更优，且该分化趋势在发达国家市场表现得更为明显。我国即饮茶市场过往以高糖、重风味的调味茶占据主导（据弗若斯特沙利文，2015 年前调味茶占比 95%+），近年来逐步向无糖、原味纯茶靠拢，健康化趋势下行业有望再度焕发新活力。

图表2：2022 年日本、中国、美国软饮料子品类市场规模及对应增速

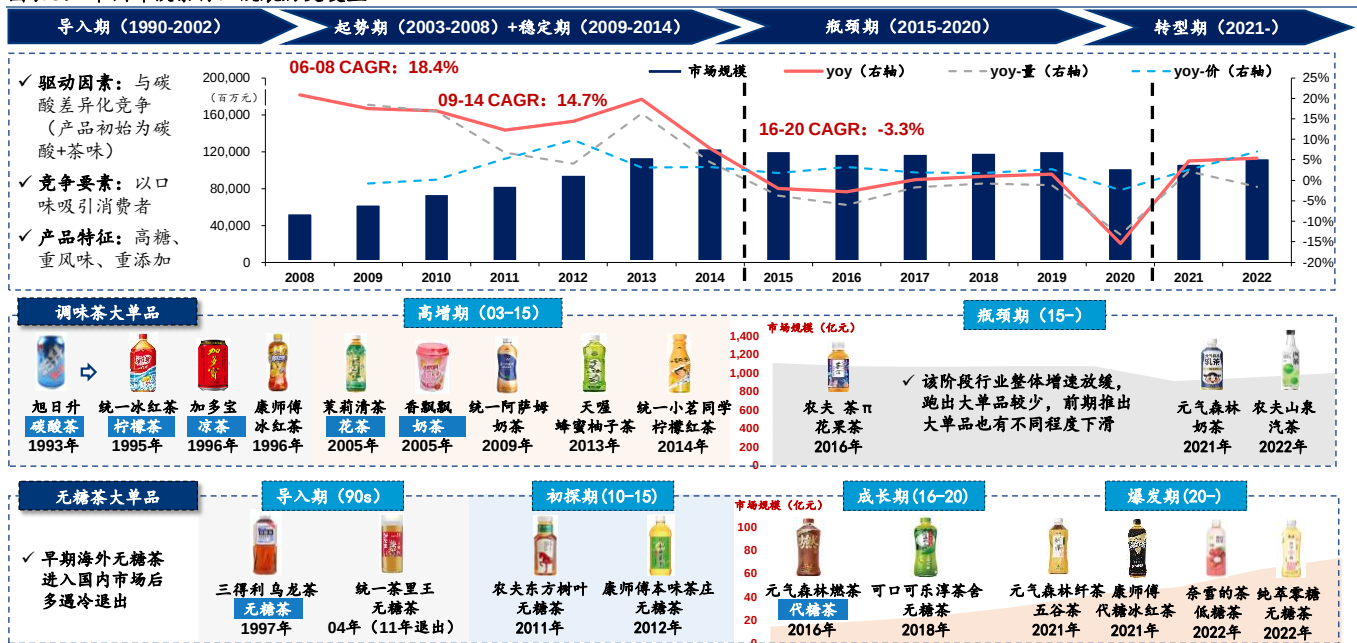


资料来源：Euromonitor，华泰研究

看空间：需求变迁、结构优化，无糖茶有望引领即饮茶市场扩容

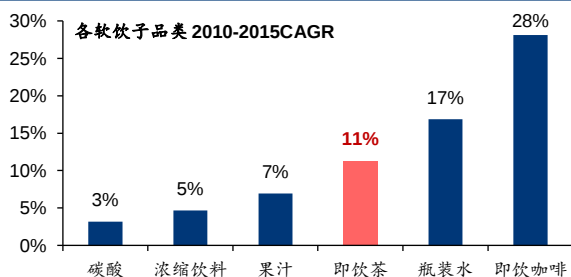
自 1990s 至今我国即饮茶行业大致经历了四个阶段：1) 导入期 (90s-02 年)：93 年旭日升推出碳酸冰茶，标志着国内即饮茶市场的形成；而后统一、康师傅相继推出大单品冰红茶，逐步壮大调味茶市场；2) 起势+稳定期 (03-14 年)：随国民经济快速发展提振需求，各饮料厂商跑马圈地，即饮茶市场快速扩容，06-08 年零售额 CAGR 达 18.4% (据欧睿数据，下同)，高于碳酸/包装水等其他子品类；受 08 年金融危机、竞争日趋充分等影响，09-14 年零售额 CAGR 略降至 14.7%；3) 瓶颈期 (15-20 年)：即饮茶行业整体规模开始萎缩，16-20 年零售额 CAGR 为 -3.3%，主因处于市场主导地位的高糖调味茶增长乏力，无糖茶开始崭露头角。4) 转型期 (21 年起)：得益于疫后消费者健康意识持续提升、现制茶饮侧面催化需求等因素，无糖茶步入高速成长期、调味茶积极转型，即饮茶行业整体增速回正 (~5%)。

图表3：中国即饮茶行业发展历史复盘

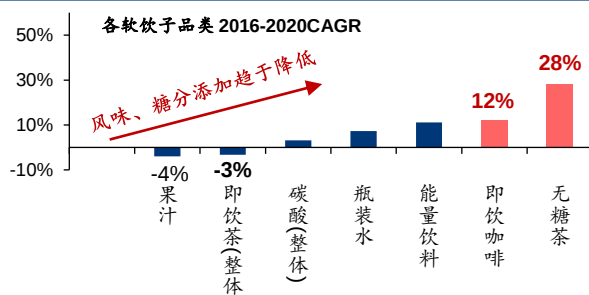


品类结构看，15-20 年增长瓶颈并非整体市场见顶，而是高糖调味茶的生存空间受限。我国即饮茶市场于 2014 年探顶，发展暂遇瓶颈，但横向对比来看，我国人均消费水平较发达国家仍有较大差距。作为具备深厚茶文化的饮茶大国，2022 年国内人均即饮茶消费量仅为 9 升/人，与美/日的 17/53 升/人仍有较大差距，发展空间充足。进一步拆分发现，我国即饮茶市场阶段性发展受限主要系调味茶市场拖累，16-20 年调味茶 CAGR 为 -4.0%，而同期无糖茶快速增长 (期间 CAGR 28.0%)，我们判断主因 2015 年后房地产财富效应拉动中产阶级扩容，年轻群体/女性群体成为消费主力军，软饮料消费向健康无糖、低卡无负担的方向进化。瓶装水等具备健康属性的子品类保持稳定增长，果汁、即饮茶 (当时市场上以高糖调味茶为主) 等以高糖、重风味为主打的子品类呈现阶段性下滑。

图表4：2015 年前，各个软饮子赛道均保持良好发展势头



图表5：2015 年后表现分化，无糖健康子品类表现更佳



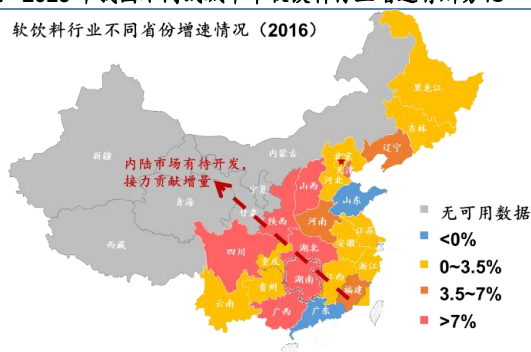
资料来源：Euromonitor, 华泰研究

资料来源：Euromonitor, 华泰研究

市场增速看，2015年后整体放缓但各省表现分化，下沉市场仍有渗透空间。据欧睿，2016年国内软饮料市场增速降至3%，但各省表现有所分化：经济基础较高、软饮消费环境较好的东南地区（广东/山东/江浙沪等）增速低于整体；而偏向内陆的中西部地区（山西/陕西/四川等）增速仍保持在7%+。即饮茶为软饮三大品类之一，受益于便捷性和高口味接受度已跑出相当规模，且较碳酸/果汁成长性更足，下沉市场仍有空间，预计未来“高线不转低线转”的发展趋势将更为明显。随着三四线城市购买力稳步提升，“小镇青年”对茶饮的需求或将更加强烈，下沉市场空间有待进一步开拓。我们摘录了现制茶饮数据作为侧面证据，据红餐网，2020年二线/三线城市茶饮门店数占比最高，超越一线/新一线城市。

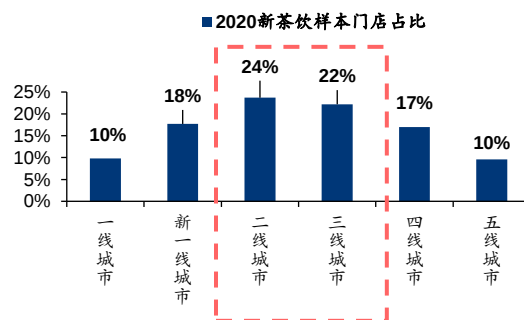
图表6：2016年我国不同线城市中软饮料行业增速有所分化

软饮料行业不同省份增速情况（2016）



资料来源：远卓管理顾问，华泰研究

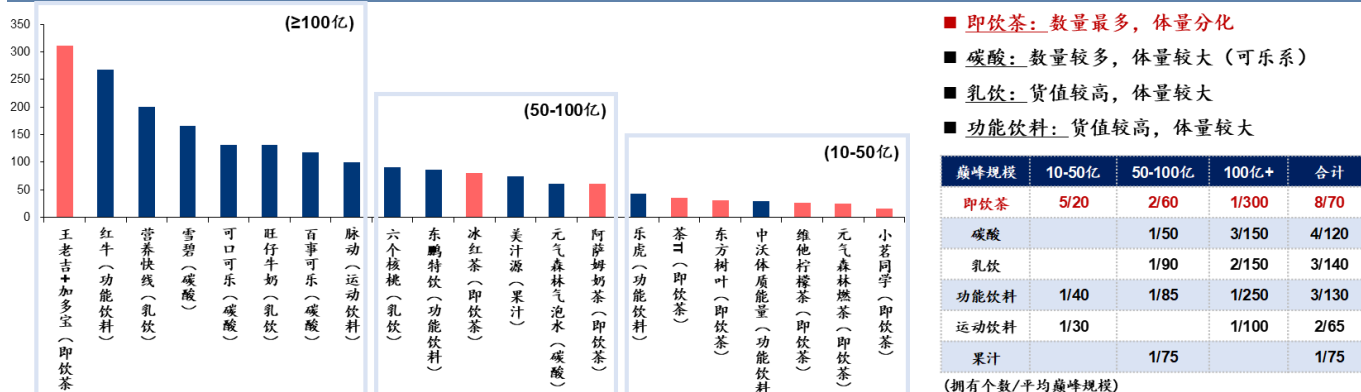
图表7：2020年二三线新茶饮门店占比超过一线、超一线



资料来源：红餐网，华泰研究

单品视角看，增长瓶颈来自于过 50 亿大单品矩阵仍需丰富。软饮料由于高频低价的特点，起量容易上量难；我们认为 10 亿销售额为定义大单品的首轮门槛，50 亿销售额标志着已于区域市场/细分赛道具备一定实力，而百亿销售额是衡量软饮单品是否一举功成的里程碑，需经历长期的渠道/终端/品牌建设，考验企业多方实力。复盘体量 10 亿+的国内软饮料代表性单品，发现 50 亿+、100 亿+的大单品阵营相对单薄，产品矩阵呈“数量众多、体量分化”的特点。1) 王老吉+加多宝凉茶（巅峰期体量破 300 亿）：1996 年推出，为国内软饮市场首个大单品；2) 康师傅冰红茶/统一阿萨姆奶茶（50-100 亿）：分别于 1996/2009 年推出，是各自细分品类（柠檬红茶/即饮奶茶）中的长青单品；3) 茶π/东方树叶/维他茶/燃茶/小茗同学（10-50 亿）：近年来有一定声量，但多数产品由于个性原因面临阶段性的发展瓶颈。

图表8：国内代表性软饮料单品巅峰期销售额及各品类表现（单位：亿元；截至 2022 年，不含瓶装水）



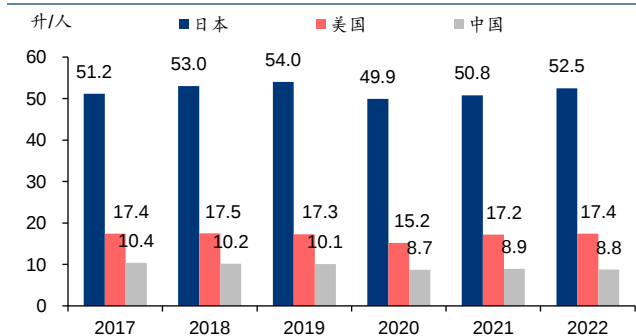
资料来源：公司公告，欧睿，华泰研究

站在当前节点，国内即饮茶市场正面临结构化升级。通过对标发展更为成熟、结构更为优化的日本即饮茶市场，并探析其历史发展路径，我们认为，国内市场以高糖调味茶占主导的发展模式已逐步见顶，无糖茶已入发展快车道，有望接力带动即饮茶市场二次扩容；调味茶产品亦有向低糖化/品质化升级趋势，且下沉市场尚存空间、增量可寻。影响市场扩容节奏的关键要素除外部经济环境外，主要看市场能否打造出多个满足消费需求、产品力/品牌力均过硬的大单品。

无糖茶：鉴日知中，国内无糖茶有望蓬勃发展

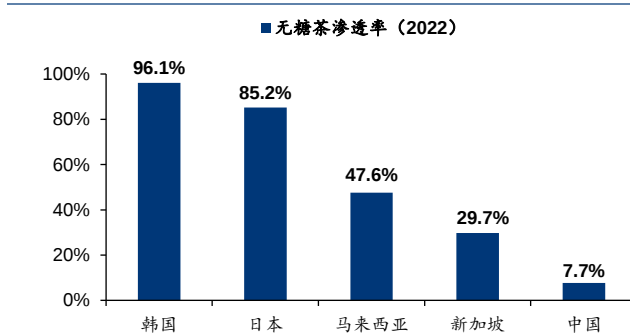
日本即饮茶市场：无糖茶为主，2018 年起稳居日本软饮料第一大品类。根据欧睿数据，2022 年日本人均即饮茶消费量为 52.5 升/人，远高于美国的 17.4 升/人，及同属亚太地区的我国 8.8 升/人和韩国 6.0 升/人。与中美等以高糖调味茶占据主导的市场不同，日本第一罐即饮茶便以无糖纯茶的形态问世，至今市场仍以无糖茶占主流（占比 80%+）。据伊藤园推介材料，2005 年后日本即饮茶市场销售额稳定在万亿日元左右（约 500 亿元人民币），2018 年起超越即饮咖啡成为日本软饮料市场第一大品类。

图表9：日本、美国、中国人均即饮茶消费量对比（2017-2022）



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表10：2022 年各国市场无糖茶渗透率对比

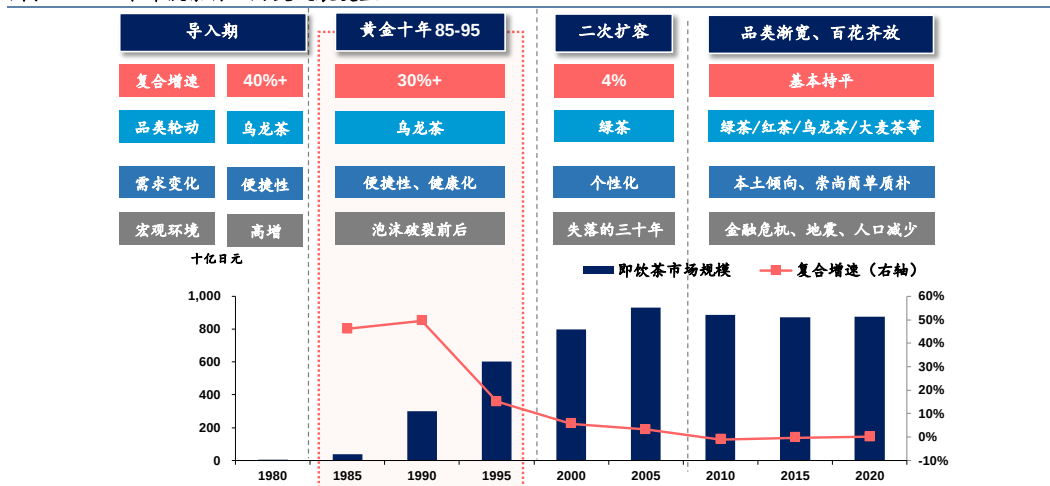


资料来源：智研资讯，华泰研究

鉴外：日本即饮茶“黄金十年”受益于经济增长与健康化趋势的两重加速

回顾日本即饮茶市场的发展历程，可分为四个阶段：1) 导入期（80-85 年）：1980 年伊藤园推出了世界上第一瓶罐装乌龙茶，标志着日本即饮茶市场的形成；2) 高增期（85-95 年）：该阶段被称为日本即饮茶的“黄金十年”（据伊藤园推介材料，市场销售额 CAGR 高达 30%+），品类以乌龙茶为主，但伊藤园已突破技术壁垒推出罐装绿茶，为行业此后十年的二次扩容做足准备；3) 二次扩容（95-05 年）：“黄金十年”高增余晖下，日本即饮茶市场 96-05 年市场销售额 CAGR 为 4%，核心品类转为受众更广的绿茶（据伊藤园推介材料，05 年绿茶销售额占比 48%，22 年绿茶占比仍维持在 47%）；4) 成熟期（05 年至今）：市场规模趋于稳定（据伊藤园推介材料，06-22 年市场销售额 CAGR 为 -0.1%），18 年起成为日本软饮料行业第一大赛道；品类渐宽，绿茶/红茶/乌龙茶/大麦茶等子品类百花齐放。

图表11：日本即饮茶行业历史发展复盘



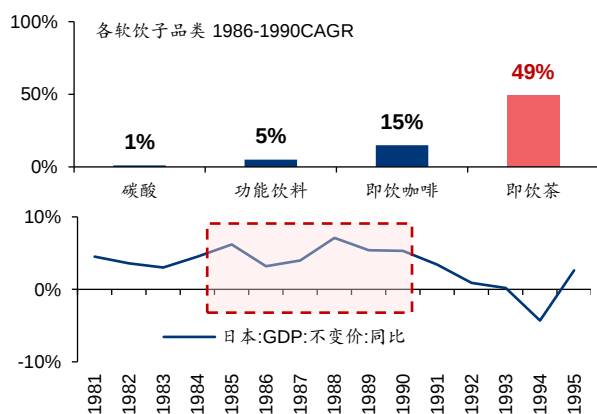
资料来源：伊藤园推介材料，华泰研究

日本即饮茶“黄金十年”主要受益于经济高增、健康化趋势对需求端的两重加速。

1) 第一重加速 (85-90 年): 经济高增、便捷性需求增长, 带动即饮茶市场水涨船高。85 年《广场协议》签订, 85-90 年间日本股市和楼市加速上扬、居民财富累积下消费热潮走向高点。居民外出消费占比提升, 餐饮市场快速扩容, 消费便捷化需求不断提振, 即饮茶行业发展在此背景下水涨船高。

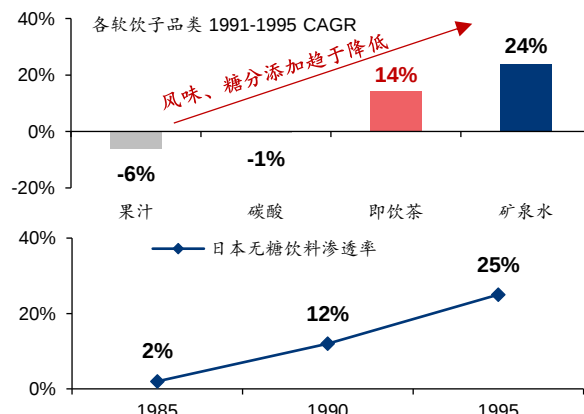
2) 第二重加速 (90-95 年): 消费风格轮动、健康化趋势升温, 结构性利好即饮茶市场。90 年代后日本经济环境及消费市场变化较大, 但食品饮料行业必选属性凸显、韧性充足; 即饮茶在该阶段增势延续, 主因经济变化未改饮食健康化趋势, 且在一定程度上催化大众更追求即饮茶/瓶装水等健康质朴、修身养性的高性价比产品, 日本无糖饮料渗透率从 90 年的 12% 提升至 95 年的 25%。

图表12: 1985-1990 年经济快速增长, 即饮茶等软饮赛道发展提速



资料来源: 伊藤园推介材料, 华泰研究

图表13: 1990-1995 年具有健康属性的即饮茶和瓶装水表现更优



资料来源: 伊藤园推介材料, 日本清凉饮料协会, 华泰研究

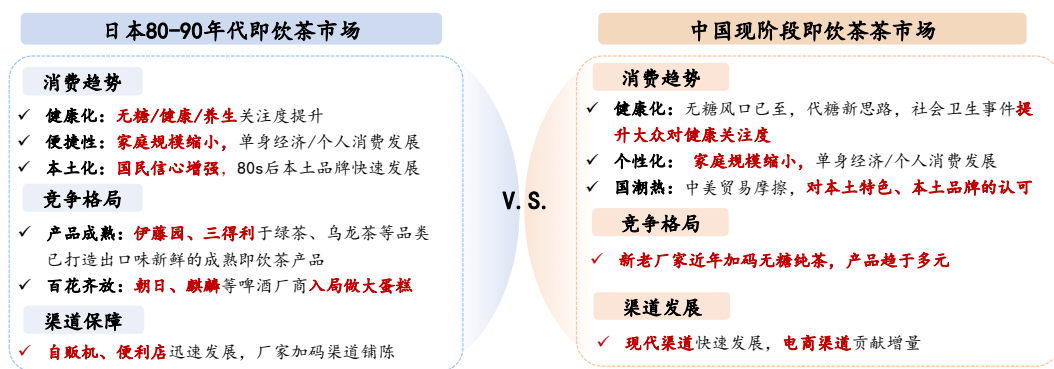
析内: 对标日本即饮茶“黄金十年”第二重加速期, 国内无糖茶有望带动行业二次扩容

当下时点: 国内即饮茶市场更类似日本即饮茶“黄金十年”第二重加速期, 由经济高增驱动转向结构性机会。

1) 03-14 年: 对标日本“黄金十年”第一重加速期, 经济发展驱动行业高增。据伊藤园推介材料, 日本即饮茶市场销售额 86-90 年 CAGR 高达 49.6%, 彼时经济高增为核心驱动因素。看回国内, 03-14 年我国即饮茶市场亦受益于国民经济快速发展 (07-14 年零售额 CAGR 达 16%)。

2) 15-20 年: 无糖茶完成导入, 外部保障条件夯实。1) 需求端: 15 年起经济增速放缓, 品质消费、居民健康意识提升, 调味茶降速而无糖茶起势; 20 年疫情强化了大众对健康的关注, 无糖茶发展再度加速。2) 供给端: 新老品牌加码入局, 元气森林推出代糖燃茶, 康统等老牌蓄势展开老品无糖升级, 品牌丰富度、终端铺陈量渐成规模; 3) 渠道端: 现代渠道建设日益完善, 便利店的快速发展有望拉升无糖茶渗透率。据中国连锁经营协会数据, 20 年底全国统计在册的连锁便利店达 19.3 万家、且每年仍以近 2 万家的速度增加。综上, 需求端、供给端、渠道端条件日趋成熟, 有助于国内无糖茶市场顺利开启类比即饮茶“黄金十年”第二重加速期的快速发展。

图表14：国内无糖茶市场发展已具备日本即饮茶“黄金十年”的增长条件

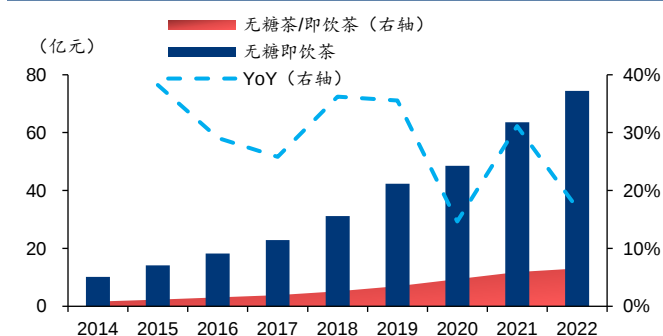


资料来源：，华泰研究

3) 21年起：对标日本即饮茶“黄金十年”第二重加速期，无糖茶引领增长。90年代起，日本即饮茶市场由经济高增赋能转而受益于居民健康清淡/养生保健的消费需求。看回国内，疫情等外部环境扰动不改健康化需求持续升温；21年起无糖茶新品加速推出，新老品牌共同做大蛋糕。据《2023 无糖茶行业白皮书》，21/22 年我国无糖茶市场规模达 64/74 亿，同比+31%/+17%，无糖茶在即饮茶中的占比由 15 年的 1%提升至 21/22 年的 6%/7%，但对标其余亚洲国家 30%-90%不等的渗透率水平差异显著，未来仍有数倍提升空间。

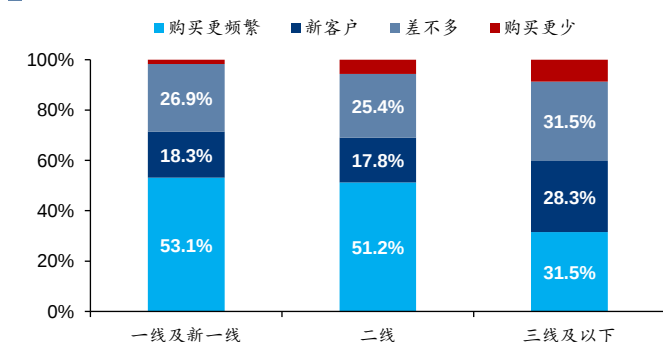
进阶之路：去糖彰显茶本味，国内饮茶习惯为底层支撑，中长期视角下发展空间充足。伴随糖分和添加剂的去化，茶的独特本味得以充分凸显，无糖茶在国内市场拥有更广阔的发展空间，背后支撑因素包括：1) 我国纯茶口味接受度较高。我国素为饮茶大国，大众对无糖茶的口味接受具备天然基础，所需的市场教育相对较少；近年来，国潮风的盛行也有望拉动无糖茶的需求进一步提振。2) 轻成瘾性，提升复购。无糖茶的茶多酚含量较高，具备轻度的成瘾性，消费习惯养成后的复购率有望不断提升。据亿欧咨询 22 年调研数据，中高线城市中 50%+的消费者无糖茶的购买更加频繁，低线城市复购增加人群也占比 30%+。

图表15：近年来，无糖茶市场规模快速增长



资料来源：亿欧智库，华泰研究

图表16：各线城市消费者无糖茶消费频次调查（2022年）



资料来源：亿欧智库，华泰研究

中日对比：考虑经济文化差异，我国无糖茶渗透率预计短期难达日本水平（80%+）：

1) 经济发展阶段不同+下沉市场规模较大，我国消费者短期内或无法完全舍弃糖分。糖分除供能外，一定程度上能帮助解压/释放多巴胺，在蓝领/学生/打工族等高体力/脑力劳动者中仍有需求；从供给端看能提高饮品保质期、拉长销售周期。国内目前人均 GDP 与日本仍有差距，且下线城市规模较大，人均消费量预计短期内较难提升到日本水平。

2) 冷热之别+茶文化差异，无糖茶培育难度比日本更大。冷食文化影响下，日本大众对凉茶的接受度较高，17 世纪便发展出冷水浸泡的冷泡茶（口感类似即饮茶）。与我国偏好茶汤热、茶色暖、人喜闹的茶馆文化不同，日本茶道文化以修身养性、思禅论道为主，自饮与冷饮频率更高，且日本居民消费审美偏好简约、口味较清淡、强调保留食材原味，也为其无糖茶的发展提供了便利条件。

渗透率推演：据海外市场折算，国内无糖茶渗透率中短期有望提至 15-20%，远期或将提至 30%+。根据智研咨询，22 年同属亚洲国家、消费习惯与我国更为接近的新加坡/马来西亚/日本/韩国的无糖茶渗透率分别为 30%/48%/85%/96%。考虑到国内不同线城市间的经济发展水平差异较大，我们赋予各级城市不同的折算系数，估算出各级城市的渗透率，进一步按照人口比例进行加权平均，最终得到对标不同海外市场的渗透率。我们认为，当前我国无糖茶渗透率仅为 7%，中短期有望扩容至 15%-20%（参考新加坡/马来西亚水平测算），远期有望扩容至约 30%+（参考日本/韩国水平测算）。

图表17：国内无糖茶市场渗透率空间测算

渗透率折算	一线城市	新一线城市	二线城市	三线城市	四五线以下	合计
设：无糖茶渗透率折算系数	80%	75%	60%	45%	30%	
对标新加坡（30%）	23.8%	22.3%	17.8%	13.4%	8.9%	14.3%
对标马来西亚（48%）	38.1%	35.7%	28.6%	21.4%	14.3%	22.9%
对标日本（85%）	68.2%	63.9%	51.1%	38.3%	25.6%	41.0%
对标韩国（96%）	76.9%	72.1%	57.7%	43.2%	28.8%	46.3%

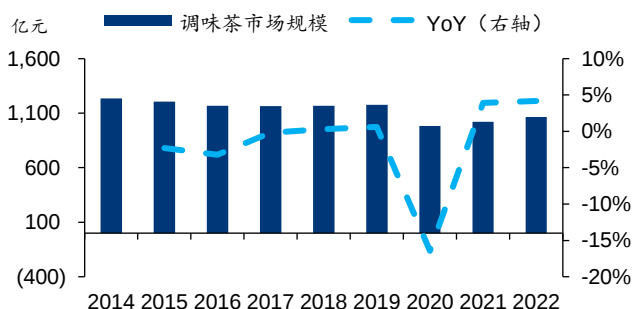
资料来源：智研咨询，华泰研究预测

调味茶：产品品质提升+性价比机遇，有望于下沉市场找寻增量

疫后调味茶市场有所修复，21/22 年零售额同比+4%/+4%，但整体规模尚未恢复至 2019 年及以前水平。2021 年起，调味茶产品积极转型，呈现低糖化、品质化的升级趋势，且下沉市场尚有一定渗透空间，预计未来有望企稳增长，可寻增量包括：

（一）减糖/减调味/提品质，调味茶向低糖化、品质化升级，有望焕发更强生命力。即饮茶消费健康品质化的趋势，不仅体现在无糖茶占比不断提升，也体现在调味茶老品的迭代升级及低糖/高品质新品的持续推出。1) 老品迭代升级：如阿萨姆奶茶迎合现制茶饮“果茶+奶茶”的概念搭配，推出“水果奶茶”系列；维他柠檬茶推出低糖款产品等；2) 高品质新品持续推出：2021 年以来推出的调味茶新品（如喜茶/奈雪的茶低糖果茶、兰芳园冻柠茶等），多以低糖/茶原叶萃取/新鲜果汁添加等作为产品卖点，产品品质较过往有大幅提升，有望为调味茶品类贡献新的增量。

图表18：国内调味茶市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表19：近年来调味茶向无糖、品质化进行产品力升级



资料来源：公司公告，华泰研究

(二) 国内下线市场/城镇市场潜力充足，调味茶有望凭借性价比优势，持续提升渗透率。区别于日本消费市场中核心城市圈占比较重（据日本厚生劳动省数据，2022 年日本三大城市圈的人口数量/经济体量分别占比全国的 50%/70%+），国内市场疆域广阔，高低线城市、不同乡镇市场的经济发展水平差异较大，三四线城市与一线城市的 GDP 水平差异可达 10 倍以上。我国三/四/五线及以下的城市数量可观，人口合计占比高达 60%+，其市场容量和发展潜力不容忽视。且对于大量下沉市场的消费者来说，即饮习惯尚有待培养，即饮茶仍有较大渗透空间。疫后消费市场整体处弱复苏中，但结构性机会尚存，K 型复苏趋势下高低线城市的消费需求表现分化：高线城市品质意识仍存，产品健康化趋势未减；而在低线城市/乡镇市场中，消费者性价比意识进一步深化，高性价比单品迎来机遇，调味茶有望于下沉市场迎来二次突破。

图表20：国内高低线消费市场需求分化



资料来源：公司公告，《2022 城市商业魅力排行榜》，华泰研究

空间测算：27 年国内无糖茶市场有望达 200 亿，即饮茶有望扩至 1375 亿

我们预计 27 年国内即饮茶市场有望扩容至 1375 亿元，对应 23-27 年 CAGR 为 4%；其中无糖茶市场 27 年有望达 200 亿元，对应 23-27 年 CAGR 为 22%，渗透率由 22 年的 7% 提至 15%。

分品类看，无糖茶处快速扩容期，量增为主要驱动，参考日本市场 90-95 年近 15% 的 CAGR（据伊藤园推介材料，90 年日本即饮茶市场规模~150 亿人民币，基数较国内更高），预计国内无糖茶市场 23-27 年 CAGR 可达 20% 以上。我们预计 27 年无糖茶市场扩容至 200 亿，对应 23-27 年 CAGR 为 22%，占比由 22 年的 7% 提至 27 年的 15%。调味茶在品质优化/下沉市场渗透下增量可寻，但考虑基数较大/发展较为成熟，预计 23-27 年有望保持 2% 的复合增速。综上，我们预计 27 年即饮茶市场规模达 1375 亿，对应 23-27 年 CAGR 达 4%，期间 50% 以上增量来自无糖茶市场贡献。

分量价看，预计 27 年国内即饮茶销量达 155 亿升，对应 23-27 年 CAGR 为 3.2%；单价提升至 8.9 元/升，对应 23-27 年 CAGR 为 0.6%；当前市场处于疫后经济稳步复苏的大环境中，对于软饮料这类低价高频的可选品类来说，价升逻辑的演绎空间较过往略有不足；预计短期内增长主由量增驱动，价格提升主要系无糖茶占比提升带来的结构改善。

远期视角下，我们预计国内无糖茶市场有望扩容至 500 亿以上，渗透率进一步提升至 30%+；即饮茶市场远期有望扩容至 1700 亿以上，预计 80% 以上增量来自于无糖茶市场贡献。

图表21：国内即饮茶市场规模预测

亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2027E	2032E
即饮茶	1,221	1,186	1,189	1,201	1,219	1,032	1,085	1,139	1,375	1,740
YoY/CAGR	-2%	-3%	0%	1%	2%	-15%	5%	5%	4%	5%
销量（亿升）	159	152	147	146	145	120	129	132	155	189
YoY/CAGR	-2%	-4%	-3%	0%	-1%	-17%	8%	2%	3%	4%
单价（元/升）	7.7	7.8	8.1	8.2	8.4	8.6	8.4	8.6	8.9	9.2
YoY/CAGR	0%	1%	4%	1%	2%	2%	-2%	2%	1%	1%
调味茶	1,207	1,168	1,166	1,169	1,177	983	1,022	1,065	1,175	1,220
YoY/CAGR	-2%	-3%	0%	0%	1%	-16%	4%	4%	2%	1%
无糖茶	14	18	23	31	42	49	64	74	200	520
YoY/CAGR	38%	29%	26%	36%	36%	15%	31%	17%	22%	21%
占比	1%	2%	2%	3%	3%	5%	6%	7%	15%	30%

注：2027E/2032E 增速一列数据为 23-27 年 CAGR、28-32 年 CAGR；

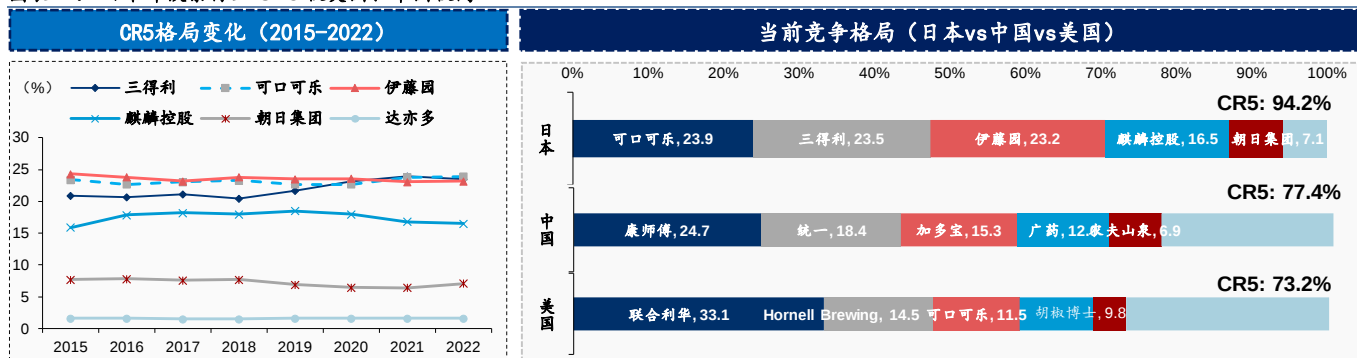
资料来源：Euromonitor，亿欧智库，华泰研究预测

论格局：一超多强、长尾显著，向多寡头格局演化

日本龙头企业地位稳固，品类割据，单品长青

日本即饮茶是典型的寡头垄断市场，集中度较高。据欧睿数据，2022 年日本即饮茶市场零售额 CR5 合计市占率高达 94%，其中又分为两大梯队：**第一梯队**为可口可乐/三得利/伊藤园，市占率分别为 24%/24%/23%，伊藤园、三得利是日本本土龙头企业，也是 80 年代最早开疆拓土的行业先驱；**第二梯队**为麒麟控股/朝日集团，市占率分别为 17%/7%。日本优秀企业素以匠人精神闻名，旗下核心单品产品力突出，在某个子品类中一旦站稳脚跟、较难被新进者超越。随着国内市场陷入饱和，新入局者难以抢夺传统龙头打造的品牌护城河，龙头企业在各自的优势品类中均有长青大单品，在历经数十年的市场打磨后形成了较深的群众基础，为其赢得了稳固的市场份额。

图表22：日本即饮茶行业 CR5 较美国、中国较高



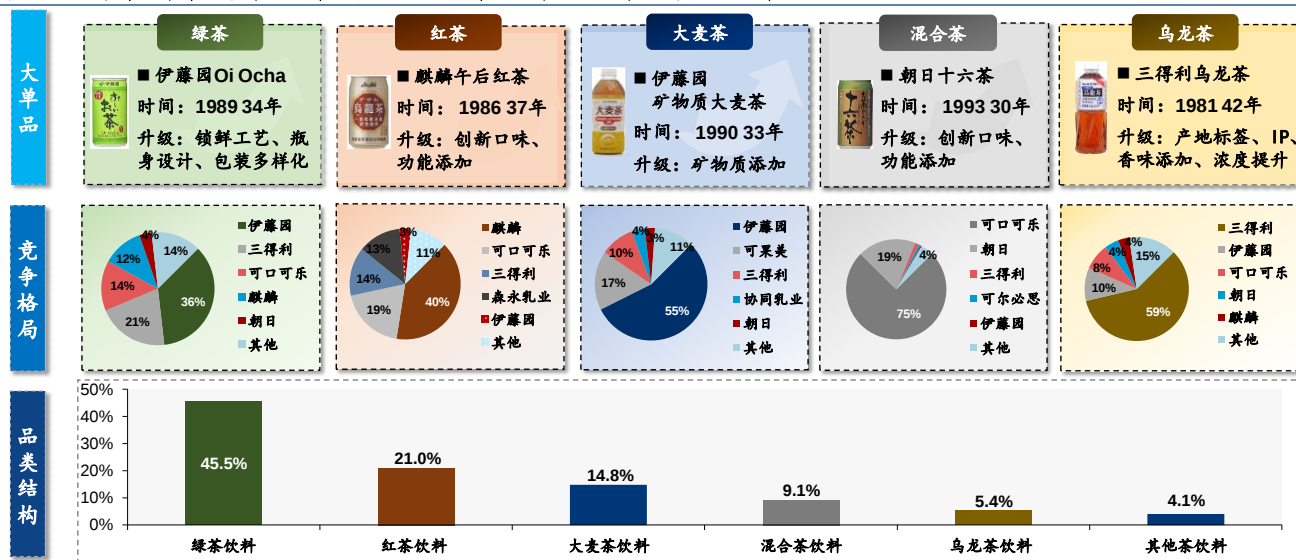
资料来源：Euromonitor，华泰研究

品类割据，单品长青，各子品类均有高市占率的强势大单品。

1) 品类结构看，据伊藤园推介材料（2022），日本即饮茶第一大子品类为绿茶（22 年占比 46%），为各企业必争之地；此外，各龙头通过占领其他子品类展开差异化竞争，如三得利乌龙茶、麒麟午后红茶、伊藤园矿物质大麦茶等均在相应子品类中占据较大的领先优势。

2) 单品生命周期看，日本即饮茶畅销大单品往往经历了较长的培育历史，并通过持续的品质提升和营销推广深入人心、拉长生命周期，我们判断背后的原因主要为无糖纯茶产品差异度较低，通过先发优势和强品牌力塑造竞争壁垒对企业来说更为重要。除了抢滩赛道外，企业也通过工艺升级、包装换新、IP 打造等手段实现对大单品的持续维护。伊藤园 Oi Ocha 至今已有近 40 年历史，11 年销量超 200 亿瓶，17 年销量超 300 亿瓶，19 年销售额达 20 亿美元并获得了吉尼斯世界记录，是日本即饮茶市场上首屈一指的长青大单品。

图表23：日本即饮茶市场各子品类市场占比（2022 年）及子品类竞争格局（2009 年）



资料来源：伊藤园推介材料（2022），《日本茶饮料企业营销策略调查与分析（2009）》，华泰研究

龙头企业匠心独具，伊藤园创新占优，三得利综合实力更强。日本本土龙头品牌伊藤园与三得利，在日本即饮茶市场上长年占据 20%以上的市占率，龙头地位稳固。复盘其开疆拓土的历史进程，及其不断沉积下的竞争优势，二者可取之处各有不同：

伊藤园：多细分市场先行者，以持续的创新力塑造高品质大单品。伊藤园前身为 Frontier 制茶株式会社，曾推出日本第一袋包装茶叶，后因接手名为“伊藤园”的茶屋而正式更名。伊藤园作为日本即饮茶市场的开拓者，1980 年推出日本第一罐乌龙茶，打开日本即饮茶市场；1985 年突破绿茶在瓶装化后容易变质的技术难题，推出第一罐绿茶。伊藤园通过对市场的深入理解与持续精进的生产技术，成为多个子赛道和新兴产品的开拓者，不断打开行业发展空间。公司目前已有多个子品牌和上百个 SKU，并持续向多元化、年轻化进发；2022 财年公司营业收入达 4008 亿日元（约合 196 亿元人民币）。

图表24：伊藤园独创的“锁鲜六步法”



资料来源：公司公告，华泰研究

图表25：伊藤园拥有多重技术专利，不断推动产品品质提升

年份	技术	备注	成效
1985	T-N 酸素去除法	去除填充、封装两个最后工艺，最大限度减少茶汤氧化	保留茶的清香，成功开发出世界上第 1 款新鲜清香的“罐装绿茶饮料”
1996	天然透明 NATURAL CLEAR	将“微型过滤器”用于工艺中	清澈透明、无杂质的瓶装效果，显著提高瓶装绿茶品质
2000	耐热型 PET 瓶	可加热高性能 PET 瓶	满足了人们冬天也能喝上热茶的愿望
2010	新型制瓶工艺	PET 瓶减重 30%，并在无菌环境填充茶汤	节省塑料用量，并省略消毒 PET 瓶环节

资料来源：公司公告，华泰研究

三得利：后发制人的综合性龙头，差异化营销+渠道力强劲为大单品保驾护航。三得利株式会社成立于 1899 年，最初以销售西式葡萄酒和威士忌起家，而后进军啤酒、非酒饮料、食品等多个领域，1981 年继伊藤园之后推出瓶装乌龙茶产品，开始布局即饮茶赛道。伊藤园在即饮茶市场拥有更高的“专业度”和“敏感性”，但三得利的优势更多体现在收入规模领先带来的资源优势和协同效应，凭借差异化的营销水平和强大的渠道布局后来居上，22 年三得利实现营收 1.45 万亿日元（约合 710 亿元人民币），包含即饮茶、瓶装水、咖啡等多个子赛道，是日本软饮市场的龙头企业。

国内格局呈现一超多强、长尾显著，集中化仍为主线

我国即饮茶竞争格局呈现一超多强、长尾显著的特点。欧睿数据显示，2022 年国内即饮茶市场 CR5 市占率达 77%，整体呈现一超多强的竞争格局。1) “一超”康师傅：凭借大单品冰红茶+多品牌系列矩阵，辅以强大的渠道网络把控终端，2022 年市占率高达 25%；2) “多强”统一、加多宝、王老吉、农夫山泉：2022 年市占率分别为 18%、15%、12%、7%，其中加多宝、王老吉受制于品牌之争近年份额有所下滑；统一推新造品能力稳定输出，农夫山泉凭借低糖（无糖）茶品牌“东方树叶”及“茶π”近年增势强劲（据欧睿，市占率由 15 年的 0.3%提升至 22 年的 6.9%）；3) 其余品牌：除达利/维他奶市占率分别为 3%/2%外，其余品牌的市占率均在 1%以下，行业长尾效应显著。近年来元气森林、奈雪、喜茶等等新生代品牌积极入局，但是当前规模多在 10 亿元以下（据欧睿数据），尚未撼动老品牌地位。

图表26：新老品牌产品矩阵、品类分布、竞争格局、渠道数据对比

龙头品牌	高糖调味茶-主要产品	零售价	渠道数据	22年零售额	新品牌	无糖茶/低糖茶-主要产品	零售价	渠道数据	22年零售额
康师傅	·冰红茶（原瓶/热带风情/零糖等）	2.5元/瓶	终端400W+	~230亿	元气森林	·燃茶（青柑普洱/茉莉花茶/醇香乌龙等）	6.5元/瓶	终端100W+	~6亿
	·茉莉清茶/茉莉蜜茶/茉莉绿茶	2.5元/瓶	经销商7.6W			·纤茶（玉米须茶/杭白菊花茶/桑葚五黑茶等）	6.5元/瓶	经销商1000+	
	·康师傅系列（蜂蜜绿茶/青梅绿茶蜂蜜柚子茶等）	2.5元/瓶				·乳茶（茉莉奶绿/浓香原味/厚乳桃桃等）	10.5元/瓶	城市800+	
	·地萃零糖（茉莉花茶/云雾绿茶等）	4.8元/瓶				·冰茶（减糖版/900mL大包装）	5.0元/瓶		
统一	·阿萨姆（原味/奶茶奶绿/青提茉莉等）	5.0元/瓶	终端300W+	~170亿	奈雪的茶	·无糖/低糖茶（金桂普洱/春茶/微甜绿茶等）	6.5元/瓶		
	·小茗同学（青柠红茶/溜溜达茶/柠檬鸭屎香等）	4.0元/瓶	经销商4000+			·奈雪柠檬茶（柠檬茶/鸭屎香柠檬茶等）	7.0元/瓶	终端15W+	
	·统一系列（绿茶/青梅绿茶/冰红茶等）	2.5元/瓶				·奈雪果茶（葡萄乌龙茶/香提香乌龙茶等）	7.0元/瓶	销售300人+	
	·茶裏王（无糖茉莉花茶/无糖绿茶等）	6.0元/瓶				·奈雪好茶（金色山脉/清欢乌龙/茉莉初雪等）	7.5元/瓶		
加多宝	·凉茶（罐装/瓶装）	3.0元/瓶		~140亿	喜茶	·凉果茶（桃桃金凤/西柚绿妍/杨梅绿妍等）	8.0元/瓶		城市250+
王老吉	·凉茶（罐装/瓶装）	3.0元/瓶		~110亿		·轻果茶（柚柚铁观音/葡萄黑加仑/蜜桃蔓越莓）	6.0元/瓶		
农夫山泉	·东方树叶（茉莉花茶/黑乌龙/玄米茶等）	5.5元/瓶	终端200W+	~70亿		·一颗柠檬茶（鸭屎香/柠檬鸭屎香等）	7.0元/瓶		
	·茶π（蜜桃乌龙/玫瑰荔枝红茶/柚子绿茶等）	5.0元/瓶	经销商4500+			·轻乳茶（茉莉绿妍/山韵鸭屎香轻乳茶等）	8.8元/瓶		
达利	·和其正凉茶	4.0元/瓶	终端350W+	~27亿	海外品牌				
	·青梅配好茶系列（青梅绿茶/青梅红茶等）	2.5元/瓶	经销商6000+		可口可乐	·淳茶舍/梵度/阳光柠檬茶/COSTA奶茶/原叶茶	6.0元/瓶		~10亿
维他奶	·维他柠檬茶	2.5元/瓶		~26亿	三得利	·三得利乌龙茶/伊右卫门	6.0元/瓶		~5亿
	·若香乌龙/维他无糖茶	4.0元/瓶			麒麟	·麒麟茶室/麒麟生茶	6.0元/瓶		~1亿
香飘飘	·Meco果汁茶	5.0元/瓶	经销商1000+	~14亿	伊藤园	·Oi Ocha	6.0元/瓶		
	·兰芳园荔枝茶	5.0元/瓶			朝日	·麒麟茶室/麒麟生茶	6.0元/瓶		
娃哈哈	·龙井绿茶/蜂蜜绿茶/冰红茶	2.5元/瓶	终端300W+	~4亿					

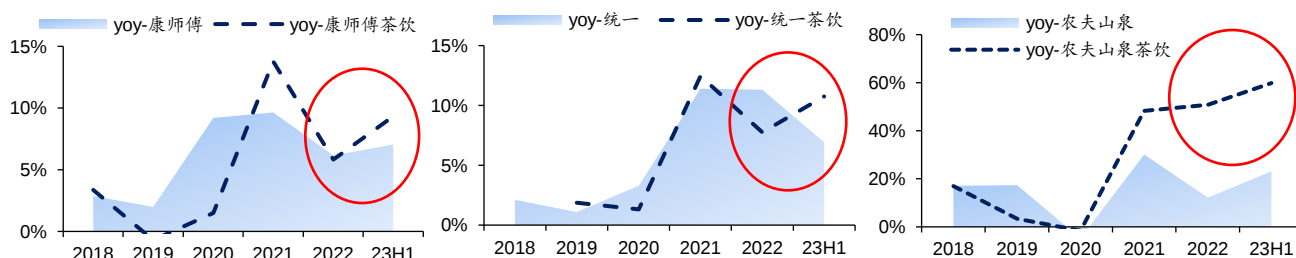
注：蓝色传统高糖调味茶，红色为无糖茶和新式低糖茶；

资料来源：公司公告，京东，Euromonitor，华泰研究

一超多强：多产品矩阵汇量增长，强渠道力稳固护城河，龙头企业地位稳固。与日本龙头企业以超级大单品站稳市场的打法不同，国内龙头致力于推动多品牌、多系列的汇量增长。鉴于厂商推新思路多以“茶底+各类果汁”为模板，且口味调配的技术壁垒较低，一旦有成功的口味跑出，易被竞争者追随模仿，因此不同厂家间的产品同质化程度较高。软饮消费具有冲动性和即时性，终端陈列带来的曝光度是至关重要的竞争要素。因此，过往的大单品并非一定是该细分品类中最先入局、产品力最强的，而更可能是渠道推力较强、终端曝光度较高的龙头旗下产品。康统等老品牌多年来建立起强大的渠道把控能力，通过“产品与消费者的情感连接”+“高密度的终端铺陈”深化龙头优势，对新品牌震慑力较足。

风起浪淘沙，疫后龙头企业韧性充足。疫情期间，还未建立起足够品牌力和消费者基础的大量新厂家开始退出市场，龙头品牌于波动中韧性凸显，随着防控措施优化与线下消费场景逐步复苏，各企业的收入水平逐步回暖：1）23H1 康师傅即饮茶/统一即饮茶（含奶茶）收入同比+9.3%/10.7%；2）加多宝/王老吉近年受制于品牌纷争、疫情期间餐饮场景限制下发展有所阻滞，23H1 随场景放开录得修复式成长（王老吉 23H1 收入同比+8.1%）；3）农夫山泉 23H1 即饮茶收入同比+59.8%，主要系大单品“东方树叶”、“茶π”充分受益于当下无糖化/健康化/品质化的消费趋势，以先发优势录得高增。

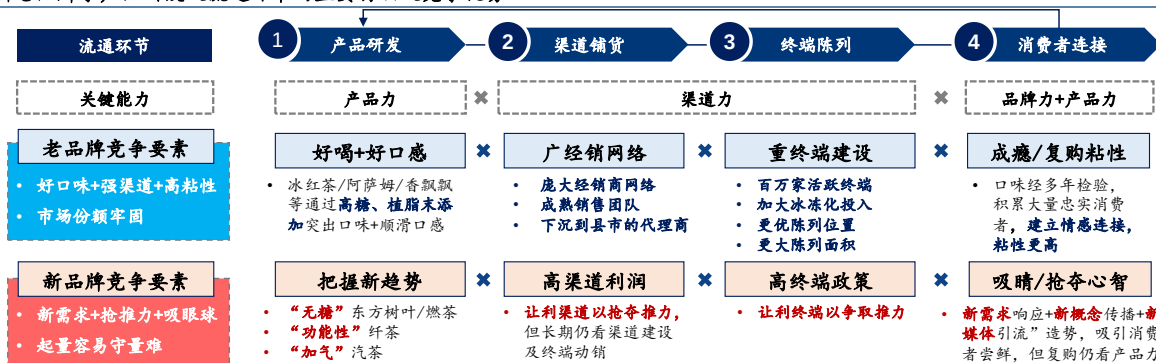
图表27：龙头品牌近年整体及茶饮增速表现



资料来源：公司公告，华泰研究

多元需求涌现，新生代优质品牌成长性充足，有望持续壮大强阵营。随着“无糖/低糖”、“添加新鲜果汁”、“加气”、“功能性”等新需求出现，2021年后国内即饮茶市场上涌现出大量新品，元气/喜茶/奈雪/兰芳园等新生代品牌看准新需求加码布局；海外品牌三得利/伊藤园等再度发力，均取得一定发展。2022年起大浪淘沙、大量小品牌出清淘汰后，市场已筛选出一批具备新需求响应力与优质产品力的新品牌，且于消费者心中建立起一定的品牌好感度，如香飘飘兰芳园代表的“港式奶茶”、元气森林代表的“无糖/代糖饮品”，成功卡位细分赛道、建立起品牌即品类的竞争优势，增长势头充足（据欧睿，兰芳园/元气森林自17/18年推出后，22年市占率已提至2%/1%）。我们认为，新需求下优质品牌于子赛道跑马圈地，行业有望诞生多匹黑马，重塑行业竞争格局、持续扩大强阵营。

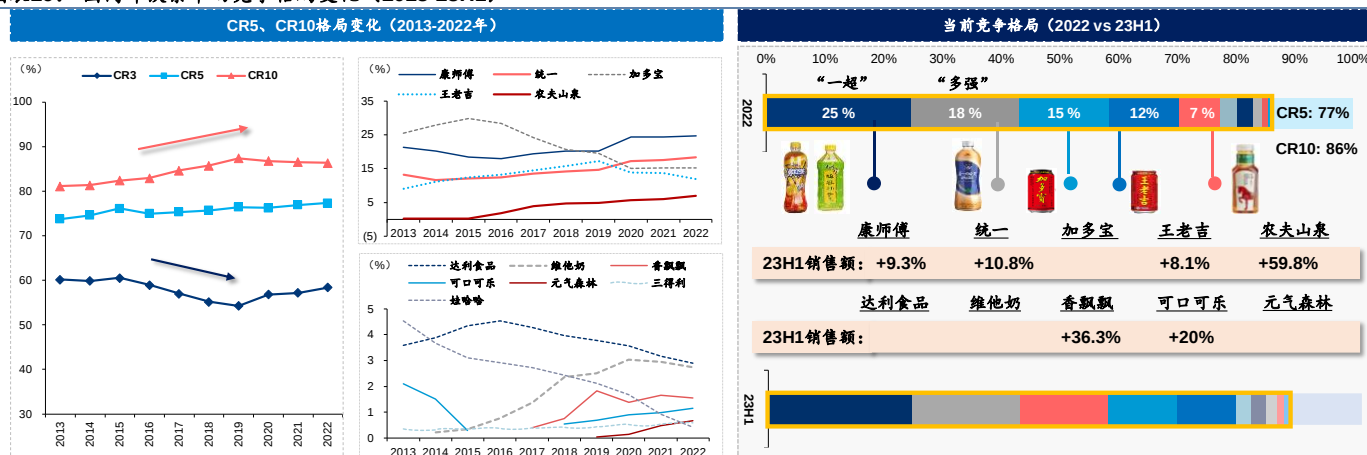
图表28：新老品牌于产品研发及流通环节的主要打法及竞争优势



资料来源：公司公告，华泰研究

我们认为未来行业 TOP5 市占分布或更为均衡，CR10 有望进一步提升。随着市场上无糖茶品类的蓬勃发展、新品牌的不断诞生、新品类和新场景的不断开拓，即饮茶行业竞争格局或仍未落定，行业 CR3 由 13 年的 60% 下降至 22 年的 58%，CR5 保持相对稳定但内有分化，CR10 由 13 年的 81% 提升至 22 年的 86%。2023 年上半年，行业前十中多家企业即饮茶收入快速增长，五强中农夫山泉凭借其无糖/低糖茶产品表现最为亮眼，后五名中香飘飘/可口可乐/元气森林新品频出、亦有良好表现，十名外三得利/奈雪的茶等品牌同样蓄势充足。展望未来，我们预计即饮茶市场中五强份额有望更加均衡，十强阵营有望扩充具备高成长性的优质新品牌，带动 CR10 集中度进一步提升。

图表29：国内即饮茶市场竞争格局变化（2013-23H1）



注：23H1 销售额为各公司即饮茶收入；可口可乐 23H1 销售额增速为太古可口可乐即饮茶收入数据；

资料来源：Euromonitor，公司公告，华泰研究

寻机遇：大单品为企业立身之本，寻找新趋势下的百亿单品

大单品打造是即饮茶企业的立身之本。即饮茶以茶汁为基底，相比碳酸/果汁饮料等子品类健康属性较强、口味调配空间较大，近年来关注度持续提升、推新速度也相对更快。但从企业角度来说，新品虽能带动行业保持较高活力，但长青单品能帮助企业塑造品牌护城河，并增强渠道议价能力，稳定企业现金流；尤其在市场步入存量竞争的当下，长青大单品的打造至关重要。

日本启示之路：产品品质为核，差异化营销为翼

伊藤园、三得利为日本即饮茶市场的开拓者与领导者，复盘伊藤园、三得利的大单品塑造之路，对国内即饮茶厂家打造长青单品具有一定的借鉴意义。

伊藤园：Oi Ocha 以技术优势驱动产品迭代，以高品质建立品牌壁垒。Oi Ocha 是伊藤园的核心大单品，也是日本即饮茶市场上的第一大单品，前身为伊藤园 1984 年推出的第一罐绿茶“煎茶”，1989 年升级得名为 Oi Ocha，2019 年更是以 20 亿美元的销售额成为全世界第一的即饮绿茶产品，获得吉尼斯世界纪录。我们认为，Oi Ocha 的成功得益于伊藤园与时俱进的技术能力和创新水平，不仅率先突破了绿茶在瓶装化后容易变质的技术难题，更是以其独创的“锁鲜技术”保留住茶香、茶色与茶味，打造高品质的产品形象。从内容物的色香味、到 PET 瓶的密封性锁鲜度、再到茶叶渣的回收利用，伊藤园产品从内到外及生产链条的从始到末，都在通过技术创新不断优化，为品牌持续强化护城河。

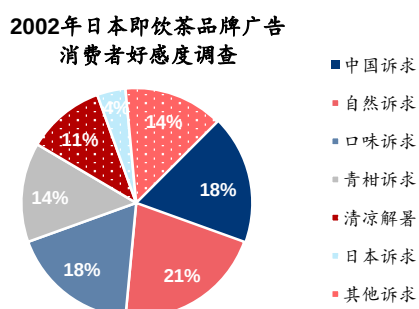
图表30：伊藤园多年致力于大单品 Oi Ocha 的打造和持续投入



资料来源：公司公告，华泰研究

三得利：1) 乌龙茶：讲好中国故事，营销产地标签。1981 年三得利虽于伊藤园之后推出即饮乌龙茶，但通过强调原产地属性，将“来自中国的乌龙茶最好”的概念深入消费者心中，从最初的中国传统画，到融入相声、舞蹈等中国元素的广告，再到与西游记等中国 IP 联名，持续的品宣造势后，消费者建立起对三得利乌龙茶“中国传入”、“正宗优质”的品牌认知，发展成为日本乌龙茶饮料第一大单品，2022 年市占率超过 50%（据伊藤园推介材料）。**2) 伊右卫门绿茶：茶庄创始人命名，打造传统京都味道标签。**三得利与具有两百多年历史的老茶庄“福寿园”合作，并使用创始人的名字“伊右卫门”，给消费者以传统、匠心的品牌感知。14 年邀请著名摄影师田义彦为其拍摄了广告宣传片《美之京都》与《茶语》，一举夺得当年即饮茶销售冠军。据伊藤园推介材料，22 年伊右卫门占据绿茶市场约 23%，与伊藤园 1989 年便推出的第一大单品 Oi Ocha（35%）的差距不断拉近。

图表31：中国元素在即饮茶营销中有较为重要的地位



资料来源：《东京企画：2002CM:好感度：东京：DATA BANK》，华泰研究

图表32：三得利在广告宣传片中融入中国元素经历三个阶段



资料来源：公司公告，华泰研究

我国发展之道：寻找即饮茶行业的百亿大单品

10 亿、50 亿、100 亿为衡量软饮大单品初具规模、区域/细分市场已有声量、全国化功成的几轮重要门槛。本节我们将关注即饮茶大单品的起量过程，并区分无糖茶（新式即饮茶品类）、调味茶（传统品类），分别探讨影响其闯关成功的关键要素。

无糖茶：创新产品→精耕渠道→强化品牌，实现收入体量的逐级突破

一、把握新趋势、响应新需求为无糖茶等新式即饮茶突破 10 亿的关键要素

健康化、功能性、多元细分需求为当前软饮消费的三大主流趋势。当前软饮消费呈现如下几大主流趋势：1) 健康化：凯度数据显示，76%的城镇消费者日常会减少糖分摄入，22 年低糖茶/无糖茶销售额同比+64%/+58%；2) 功能性：当前消费者在产品选择上更理性、更关注成分表，对产品本身带来的价值和功效也更为敏感；3) 细分需求裂变：不同人群和场景下的消费需求向个性化发展；具体看，学生党/上班族/年轻女性/健身党等软饮主力消费人群的诉求不尽相同，分别为新鲜好喝/提神解乏/低卡低脂/充能补水等；此外，随餐解腻/外出即饮/睡前舒缓/冬日暖身等场景也有待拓展。

顺应当前消费趋势，即饮茶行业有望孕育出多个 10 亿级大单品。单品于市场初探时能否成功起量，主要看是否把握当下消费趋势、满足特定消费需求。上述软饮消费趋势于即饮茶赛道中又进一步细化为：1) 无糖少添加，做好内容物的“加减法”：除减少糖分添加外，色素/防腐剂等人工添加剂的限制和去化、对茶原叶品质及添加量的把控、背后产地溯源等也正成为无糖茶产品品质的核心竞争要素；2) 关注功能性小品类/功能性成分添加：即饮茶因富含茶多酚而独有提神镇静功效，部分子品类还具备一定养生保健功效，如玉米须茶可“排水消肿”、菊花茶可“明目清火”、陈皮茶可“润喉消食”等；从功能性成分添加的角度看，即饮茶也较碳酸、果汁等品类更为合适；3) 规格/包装焕新实现场景拓展。疫情期间居家场景走强，疫后随防防控优化，户外郊游/宴席聚饮等场景复苏，各厂商通过规格/包装焕新以应对家居囤货、出行聚饮等场景，如东方树叶均推出 1L 包；Meco 果汁茶以独特杯装瞄准聚饮场景，时下增长势能强劲。

图表33：国内无糖茶（含部分低糖茶）市场新品积极响应健康品质化、功能性、多元需求等消费趋势

少糖少添加、重原产地、重技术：多数新品		主打功能性：纤茶（体量<5亿）		多元场景：Meco果汁茶（5-10亿）	
 KellyOne 茶韵香 技术：小分子过滤 高速离心工艺	 乌龙上茶 上好的乌龙茶 东鹏饮料 技术：高温短萃 产地：闽南特级水仙茶	子品类：陈皮茶 桑叶茶 玉米须茶 桑葚茶 菊花茶 ✓ 药食同源 ✓ 国朝元素 ✓ 多品类植物茶  22年1-8月，纤茶破亿，同比增长约10倍 主要功效：润喉消食 控糖 祛水肿 补气养发 明目清火		聚饮需求 香飘飘 Meco果汁茶 ✓ 餐饮下午茶 ✓ 聚会聚饮 大包装 ✓ 家庭饮用 ✓ 户外郊游 ✓ 聚饮分享	 大瓶装更畅快 900ml 新
 让茶 产地：四川蒙顶山海拔1000米以上高山生态茶园	 统一茶里王 技术：氮封锁鲜/高温萃取/超高温灭菌 产地：高山生榨				

资料来源：公司公告，华泰研究

二、突破 50 亿需渠道力加持，比拼精耕细作基本功，关注高势能新兴渠道

线下渠道抢夺仍然重要，建设重心向精细化转变。解渴、即饮是软饮消费最基础的诉求，在高便利性与即时性要求的驱动下，线下渠道铺设仍将是软饮大单品扩大规模、推进全国化、进阶 50 亿甚至百亿的必经之路。在渠道建设的重心方面，随着整体软饮行业从增量时代逐步过渡至存量博弈时代，渠道重心亦逐步从粗放式的增量渠道开拓向渠道精耕（如货架生动化陈列、冰冻化陈列、终端支持拜访、优商/扶商政策等）及精细化管理（数字化、信息化系统建设）转变。规模成型、管控得当的经销网络，高效流畅的业务团队，及布局合理的终端网点，能够帮助企业把控产品的曝光度及推陈节奏；信息化管理下的终端数据反馈也可帮助更加了解消费者数据，从而制定更具针对性的打法策略。

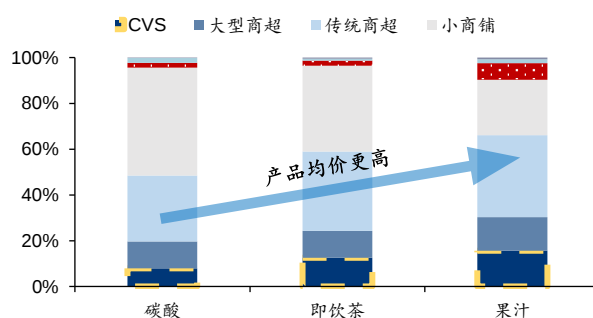
考虑无糖茶门槛相对更高、消费人群更年轻化的特点，建议重点关注高势能的新兴渠道。传统调味茶过往多集中在小杂货铺与 KA，对传统渠道的依赖度较高；而无糖茶面向群体和场景不同，需关注其他可贡献增量的高势能渠道。1) CVS 等现代渠道效率更高。连锁便利店（711/全家/罗森等）、会员量贩店（盒马/山姆等）主要面向白领、年轻 Z 世代等尝鲜意愿高、价格敏感度较低的人群，与无糖茶的目标客群重合度较高。便利店冰柜之争随之日益激烈，据尼尔森统计，20 年康师傅/农夫山泉拥有 77/65 万台冰柜；元气森林 21 年也投入 10 万余台冰柜，带动销售额从 20 年的近 30 亿提升至 21 年的 75 亿。2) 线上/近场渠道贡献增量。近年来居家消费场景增多，即饮茶较碳酸、果汁更适合宅家囤货与饮品自调，无糖茶更是可以部分替代瓶装水；因此，线上渠道尤其是近场渠道（京东到家/美团到家/盒马线上配送等）能够为即饮茶厂商带来更多增量。

图表34：无糖茶在便利店冰柜中的陈列面积较其他品类更高



资料来源：FBIF，华泰研究

图表35：均价更高的品类，便利店渠道占比更高（2022 年）



资料来源：Euromonitor，华泰研究

三、冲刺百亿更看品牌，以产品品质+创新迭代+差异化表达的组合拳提升复购

百亿考验非一朝一夕，核心为品牌竞争。在以把握新需求吸引消费者眼球突破 10 亿、渠道铺陈实现 10-50 亿的快速放量后，50-100 亿的冲刺仅靠基本的口味推新、渠道拓点或已空间不大，后续增长需要消费者一轮尝鲜后的持续复购，将更为考验消费者对于产品品质和品牌价值的认可程度。我们认为，该阶段大单品的培育和维持更需考虑：1) 增强品质、稳固存量：突破 50 亿后的产品已被验证具有相当的竞争力，但仍需持续提升品质才能长期立足于市场；2) 创新迭代、常拓增量：当下时代消费需求不断演化，已经站稳市场的大单品也同样需要在基础系列上进行适当焕新和迭代，以新元素、新口味拓展增量。

软饮行业已处存量时代，即饮茶大单品需更注重差异化的品牌表达。在 2015 年前行业快速扩容的增量时代，厂家多选择投放空中广告、赞助大型赛事活动来提升品牌露出，高举高打换得收入高增。如百亿软饮单品中，脉动、旺仔牛奶早年依托电视广告塑造起全国性的品牌知名度。但无糖茶的起量发展起于 2015 年后，整个行业进入结构性发展驱动的存量时代，厂家需更注重营销的精度而非广度，思考如何将品牌形象植入到消费者心中。如日本三得利乌龙茶通过产地标签塑造“传统中国茶”形象，将品牌附着地缘属性与人文情感，超越伊藤园成为日本乌龙茶第一大单品。

东方树叶：综合实力塑造无糖茶赛道第一大单品

1) 前瞻布局无糖茶赛道，成功塑造起“品牌即品类”的形象，十年磨一剑终入增长快车道。11 年农夫山泉推出无糖茶“东方树叶”但反响较为平淡，主因当时即饮茶市场主流产品仍为高糖调味茶，习惯了高甜度的消费者接受无糖需要时间。东方树叶并不是最早或唯一入局无糖茶赛道的品牌，三得利乌龙茶 97 年便进入国内，统一 04 年推出“茶里王”，康师傅 12 年推出“本味茶庄”，但均受困于市场接受度不高而后相继退出。在多年坚守、竞争对手相继退出后，东方树叶已在消费者心中建立起“无糖茶代名词”的品牌形象，随 15 年后软饮市场向健康化、无糖化、品质化发展，21 年起开启高增。据尼尔森测算，东方树叶 21 年销量呈现翻倍增长，23 全年零售端规模或可达到百亿元。

2) 产品上坚守品质，通过持续研发创新迭代产品。除了秉持长期主义持续坚守外，东方树叶如今的快速增长还得益于其突出的品质。内容物上，东方树叶除不添加糖外，也摒弃了大量添加剂，仅使用茶原叶、维生素 C 和碳酸氢钠，追求回归纯茶本味，让消费者品味到茶体本身的口感和口味；外包装上，农夫山泉从日本引入 Log6 无菌生产线，通过瓶体特殊材料实现抗氧化，使得瓶身无需外标签环绕包裹遮蔽阳光，以透明瓶身充分展现茶体的晶莹色泽，更符合当代年轻消费者的审美；产品推新上，农夫近年来持续推出青柑普洱/玄米茶/黑乌龙茶，积极开拓茶饮小品类。与日本市场清晰的品类分界不同，我国即饮茶产品的品类认知较为混乱，早期以冰红茶为代表的柠檬红茶占据主流，但消费者接受的多是柠檬风味而对红茶属性感受偏弱。如今无糖茶中的品类区分度不高，绿茶清新解腻、红茶温和圆润、乌龙茶甘醇消脂的特性普及度仍有待提升。东方树叶通过进军小品类、品类融合等方式拓宽品类边界，可帮助品牌率先占据该领域的消费者心智，以品类创新塑造壁垒。

图表36：东方树叶前瞻布局，在无糖风口的当下增长提速



资料来源：公司公告，尼尔森，华泰研究

渠道上瞄准便利店等高势能渠道，以高渠道利润增强推力。1) 渠道结构看，鉴于一二线城市、中产人群对无糖茶的接受度更高，东方树叶重点聚焦高线城市的现代渠道，以便精准狙击核心画像人群的主要软饮购买渠道。2) 渠道推力看，东方树叶 5 元的定价高于传统调味茶 2-3 元的普遍水平，留出较为充分的空间给予经销商和终端激励，以便顺利推动产品的铺货和陈列。背靠农夫的经销网络资源和信用背书保障，东方树叶在发展早期得以顺利进入相应渠道，为后续需求变迁后的顺利起势做足准备。3) 铺货空间看，公司过往铺货节奏较稳、更为重视渠道网点的单点效率，留予进一步发展渗透的空间；近年来，为迎合市场趋势变化，公司在兼顾增长可持续性的同时，加强东方树叶网点铺货及冰柜投放力度，产品动销同步提速。

图表37：冰红茶、东方树叶、纯净水价格及渠道利润对比



注：毛利率为公司 17-19 年茶饮、瓶装水毛利率平均值；出厂价按照公司茶饮、瓶装水的 17-19 年平均 ASP（销售收入/销量）估算；

资料来源：公司公告，京东，华泰研究

品牌上探寻纯茶背后的东方韵味，品名/包装/宣传片等全方位营造品牌形象。近年来，随着文化自信与民族自豪感提升，年轻一代消费者对于带有国潮属性与本土文化的产品好感度有所提升，即饮茶作为有茶文化支撑的快消产品，营销中以文化为切入点更易唤起消费者的情感支持。国内即饮茶背后的文化属性与国潮属性同样值得进一步挖掘。“东方树叶”凭借其深入人心的产品名称、独具东方美学的“剪纸风”外包装、联合“十二节气”等精心设计的宣传品等，将其具备东风韵味与东方美学的品牌调性植入消费者心中，让消费者通过消费产品表达内心价值诉求，品牌具备长足的发展潜力和升级空间。

调味茶：产品焕新+市场下沉，市场部分具备群众基础的经典大单品有望再冲百亿

老品牌大单品焕新，有望借“大单品+”矩阵实现突破。随着行业增速趋缓，龙头开始重新审视已有规模、增势不足的经典大单品二次突破的可能性；凭借已有品牌力和消费者基础，辅以龙头强大的渠道推力，在结合“新趋势”、满足“新需求”、迎合“新媒体”的策略调整下，有望通过打造“大单品+”的系列矩阵实现突破，具体为：

1) 进可攻中高线城市：迭代焕新补短板，强品牌力/渠道力护航，边际贡献较高。与新品牌相比，老牌短板在于没有充分迎合新趋势、满足日益丰富的细分需求；但软饮料的产品壁垒和消费者切换成本较低，留予老品充足的机会背靠品牌护城河，通过换新包装/新口味/新概念创造边际增量。

2) 退可守下沉城市：依托高性价比+强大的消费者基础，渗透率有望进一步提升。随着疫后下沉市场消费者更为注重产品性价比，老品牌有望凭借高品牌认知度和消费者基础、高口感和价格接受度，于广阔的下沉市场再迎发展机遇。

康师傅冰红茶：切中清凉消暑需求，渠道、营销齐发力，多年稳居瓶装即饮茶第一大单品。

1997年推出后，冰红茶以柠檬+红茶的搭配、冰爽酸甜/清凉解渴的产品特性，准确切中消费者消暑需求，辅以康师傅强大的渠道网络和密集的下沉通路，快速于各地市场获得良好的口碑及动销表现，超越当时的大单品旭日升，2000年以主要城市48.8%的市占率拿下瓶装即饮茶的第一品类（尼尔森数据）。发展至今，冰红茶零售端已有约百亿元规模（据欧睿数据），至今仍稳居第一大瓶装即饮茶单品。

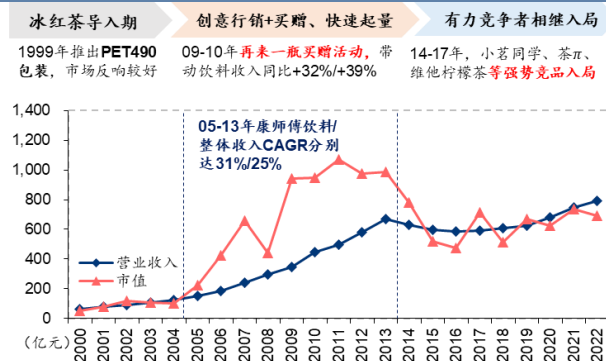
近年来产品矩阵持续拓展，推出无糖/无标签/大包装对抗产品老化、寻找新增量。面对行业增速放缓、无糖茶赛道黑马频出的外部环境，康师傅开始注重大单品维护，以老品新做的思路拓宽品牌矩阵，满足新时代下的消费需求和趋势。21年康师傅为迎合市场无糖风潮，推出无糖版冰红茶，搭配以黑金包装，推动冰红茶销量再创新高。除500ml经典款外，康师傅也在包装和规格上进行创新以拓宽产品矩阵，如推出1L家庭饮用大包装，受益于疫情居家消费需求提升；推出无标签版，低碳环保的同时也赋予了品牌更高的调性。

图表38：康师傅冰红茶通过营销、产品发力实现品牌年轻化



资料来源：公司公告，华泰研究

图表39：以大单品冰红茶视角，看康师傅营收、市值走势



资料来源：公司公告，华泰研究

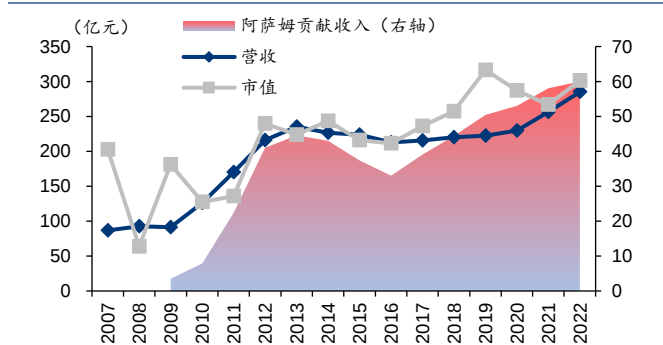
阿萨姆奶茶：精耕通路+新鲜度管理，渠道力保障老品持续增长。阿萨姆奶茶由统一于 09 年推出，22 年销售收入约 60 亿，在即饮奶茶品类中的龙头地位稳固。2017 年后喜茶、奈雪等现制茶饮快速发展、20 年疫情扰动线下消费，但阿萨姆 17-22 年销售收入 CAGR 仍录得双位数，而同期即饮茶市场 CAGR 仅为-1%（据欧睿数据）。探析其背后原因，我们认为主要系产品力突出+渠道端发力：**产品端**，阿萨姆凭借良好口味+顺滑口感+高性价比的突出产品力、主攻学生人群+热饮场景的成功策略，多年来建立起“品牌即品类”的竞争优势；**渠道端**，公司持续精耕通路并积极把控产品新鲜度，渠道掌控力进一步加强。此外，疫后阿萨姆推出大包装产品，提升性价比的同时更贴合家庭消费场景，以拓展家庭、聚饮、户外旅行等增量场景。

图表40：阿萨姆近年推出大包装、新口味产品



资料来源：公司公告，华泰研究

图表41：阿萨姆奶茶体量及公司营收、市值变化



资料来源：公司公告，华泰研究

风险提示

核心单品起量不及预期。若企业忽略对核心单品的梳理维护使其起量慢于预期，将会拖累企业中长期发展与行业整体扩容速度。

食品安全问题。产品安全性是消费者关注的核心要素。若陷入安全风波，将直接抑制消费者购买动机，进而对销量产生显著影响。

行业竞争加剧。新入局者增多导致推新竞速赛愈演愈烈，可能影响企业大单品打造节奏，并拖累行业整体盈利水平。

免责声明

分析师声明

本人，龚源月、倪欣雨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、倪欣雨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2023 年华泰证券股份有限公司