

起风了，2020 无糖饮料新品一瞥

减糖潮流兴起，无糖成为新卖点

健康和瘦身经济下，去糖化成为中国市场饮料消费的核心趋势，无糖饮料亦是重点推荐的优质赛道之一。我们梳理了 2020 年中国市场上的无糖茶和气泡水新品，一窥各大饮料企业如何在产品端布局无糖饮料赛道，从而为长期增长夯实基础。在我们看来，无糖饮料市场的竞争刚刚开始，胜负未分，老牌龙头线下驾驭能力更强，产品成分更加天然，而新晋网红则更善于打造噱头和线上营销。无糖饮料赛道，建议重点关注农夫山泉（即将上市）、康师傅（322 HK）和元气森林（未上市）。

- 减糖风刚刚开始。**减糖、减盐、减脂是中国食品饮料行业的结构性趋势，而无糖正成为饮料公司推新的核心卖点之一，也是消费者的重要关注点。2019 年 7 月，国家卫健委发布《健康中国行动（2019-2030 年）》，倡导人均每日添加糖摄入量不超过 25 克，而一罐 330ml 可乐（坊间昵称“肥可”、“快乐肥宅水”）的含糖量已经达到 35 克。伴随健康意识和消费升级，无糖饮料系列正成为增长最快的品类。我们看到，无论是诸如康师傅、农夫山泉、雀巢这样的饮料龙头企业，还是元气森林、喜茶这样的国内新晋饮料企业，均积极布局无糖赛道。
- 无糖茶。**早在 2002 年，统一旗下的“茶里王”无糖茶已经在中国内地上市，2011-12 年，农夫山泉和康师傅也各自推出“东方树叶”和“本味茶庄”无糖茶满足小众人群。历经 10 年蛰伏，无糖风终于开始盛行。Frost & Sullivan 预测无糖茶在 2019-24 年期间的五年复合年增长可达 23%（2014-19 年：33%），2024 年有望占到中国茶饮料市场的 12%（2019 年：5%）。我们看到，无糖茶的主流单价在 5-10 元人民币（450-500ml 每瓶），大幅高出 3-5 元的含糖茶主流价格。我们认为，无糖茶不仅是战略布局，更是公司收入和利润率扩张的重要驱动力。越来越多的年轻消费者因为健康和瘦身诉求，喜欢少糖或无糖的茶饮，看重原料的天然、高质和少添加，享受纯味的感觉。
- 气泡水。**过去，气泡水被视为高端消费，俗称巴黎水的法国 Perrier 矿泉水一直是中产阶级的标配，处于鄙视链顶端（玻璃瓶装>罐装>PET 瓶装）。如今，气泡水和咖啡一样，从格调消费渐渐过渡为日常消费。我们看到，食品饮料的龙头企业和以元气森林为代表的新晋企业纷纷布局气泡水赛道（尼尔森估计现有市场规模为 200 亿人民币），无糖气泡水主流产品的零售单价在 5-7 元人民币（400-500ml 每瓶）。口味方面，元气森林同时添加了赤藓糖醇和人造甜味剂（三氯蔗糖）产生甜味，并辅以食用香精增强口感，而伊利新推的黄瓜味乳矿气泡水则是真正的零糖，并且添加真实黄瓜汁调味，不含香精。

王惟颖 CFA

消费分析师

summer_wang@spdbi.com
(852) 2808 6433

2020 年 7 月 30 日

相关报告：

《2H20 消费行业展望：乘风破浪，坚守优质赛道和赢家》（2020 年 6 月 19 日）

《初读农夫山泉：可甜可盐盈利佳；未来看新品和收购》（2020 年 5 月 13 日）

2020 年迄今无糖茶新品

今年的新品中，我们发现康师傅的两款无糖茶（冷泡绿茶和茉莉花茶）和雀巢银鹭的三款山云茶画无糖茶（正山小种、大红袍和四季春）彻底无糖且较少添加，统一茶霸添加了赤藓糖醇和人工甜味剂，元气森林燃茶则通过赤藓糖醇产生甜味，并在桃香、玄米、草莓茉莉口味中加入了食用香精。

图表 1: 2020 年中国市场主要无糖茶新品

公司	股票代码	品牌/产品	产品/口味	特点	单价 (人民币)	容量 (ml)
康师傅	322 HK	康师傅	冷泡绿茶、茉莉花茶 	原味茶。严选海拔 800 米高山云雾茶、上品绿茶和茉莉夏花初蕾，低温冷萃，取第一泡原萃茶汤、清香回甘、富含茶氨酸，0 糖。	4.6	500
雀巢	NESN SW	银鹭/山云茶画	正山小种、大红袍、四季春 	挑选福建武夷山和安溪名茶，原叶萃取，定位“手边名茶”。0 糖。	8.5	450
统一	220 HK	茶霸	茉莉花茶、铁观音茶、乌龙茶 	真茶萃取、0 蔗糖。茉莉花茶和铁观音茶添加赤藓糖醇、三氯蔗糖、安赛蜜。	7.3	500
元气森林	未上市	燃茶(乌龙)	桃香、醇香、玄米、草莓茉莉 	挑选安溪黄金桂作为乌龙茶原料，高温萃取、高温烘焙；0 蔗糖，添加赤藓糖醇和聚葡萄糖（膳食纤维）。桃香、玄米、草莓茉莉燃茶添加食用香精。	5.8	500
可口可乐	KO US	淳茶舍/亮茶	杞子乌龙茶 	无糖功能茶，精选原片茶叶，每瓶含 6.5 克枸杞。0 糖。	6.4	500

资料来源：浦银国际；图片来自京东和公司网站，单价基于京东整箱价格

2020 年迄今无糖气泡水新品

国内新晋饮料企业的 0 糖气泡水一般同时添加了赤藓糖醇和人造甜味剂三氯蔗糖，来增加甜味，并通过添加食用香精加强复合口感。而百事和伊利今年推出的气泡水则是真正的 0 糖，没有任何甜味剂。另外，伊利的黄瓜味和百香果味乳矿气泡水添加的是真实果汁，不含香精。

图表 2: 2020 年中国市场主要气泡水新品

公司	股票代码	品牌/产品	产品/口味	特点	单价 (人民币)	容量 (ml)
百事 康师傅	PEP US 322 HK	依维世	苏打水 	0 糖，简单清爽。	2.6	330
元气森林	未上市	苏打气泡水	乳酸菌味、莱姆淡姜味 	甜味来自赤藓糖醇和三氯蔗糖，添加食用香精。乳酸菌味添加乳清发酵液。	6.7	480
喜茶	未上市	喜小茶	西柚绿妍茶、桃桃乌龙茶、 葡萄绿妍茶风味	甜味来自赤藓糖醇和三氯蔗糖，添加抗性糊精（膳食纤维）。	5.5	410
雀巢	NESN SW	雀巢优活	冰极青柠、蓝莓黑加仑 	含维生素，0 蔗糖，甜味来自赤藓糖醇和甜菊糖苷，含食用香精。	5.0	450
健力宝	未上市	微泡水	白桃樱桃风味、莫吉托风味 	0 蔗糖，添加赤藓糖醇、三氯蔗糖、聚葡萄糖（膳食纤维），含食用香精。	4.7	500
伊利	600887 CH	伊然 乳矿气泡水	黄瓜味、百香果味、蜜柚科若娜风味 	0 糖，含钙、添加真实果汁和黄瓜汁。	5.0	480

资料来源：浦银国际；图片来自京东和公司网站，单价基于京东整箱价格

新饮品公司一级市场融资快览

新兴饮料公司喜茶、奈雪、元气森林均于近期完成新一轮融资。据各大媒体广泛报道，元气森林7月完成最新一轮融资后，投后估值达140亿人民币。媒体披露的元气捷报显示，元气森林2020年1-5月公司收入达6.6亿人民币，若按年化计，公司2020年收入将达15.8亿人民币，投后估值约对应9倍2020年市销率。喜茶则于3月完成C轮融资，经各大媒体广泛报道的投后估值为160亿人民币。喜茶目前有超过450家门店，假设单店月均收入100万人民币，则年收入约54亿人民币，投后估值对应3倍预期市销率。根据彭博普遍预期，国内外已上市的饮料头部企业，其2020年市销率大概在1倍到9倍之间。

图表 3: 元气森林、喜茶和奈雪融资史

融资时间	投资方	融资轮次	融资金额	投后估值
元气森林				
2020年7月	红杉中国、元生资本；老股东跟投	未披露	未披露	140亿人民币
2019年10月	龙湖资本领投，高榕资本、黑蚁资本跟投	B+轮	1.5亿人民币	37.5亿人民币
2019年3月	千贤资本、峰尚资本等	B轮	未披露	未披露
2018年8月	光控众盈资本、共青城星创等	A轮	未披露	未披露
2017年12月	挑战者资本等	天使轮	未披露	未披露
喜茶				
2020年3月	高瓴资本、蔻图资本联合领投	C轮	未披露	160亿人民币
2019年7月	腾讯、红杉资本	B+轮	未披露	90亿人民币
2018年4月	龙珠资本、黑蚁资本	B轮	4亿人民币	未披露
2016年8月	IDG、今日资本等	A轮	1亿人民币	未披露
奈雪的茶				
2020年6月	深创投领投	B轮	近亿美元	未披露
2018年3月	天图投资	A+轮	数亿人民币	60亿人民币
2016年年底	天图投资	A轮	1亿人民币	未披露

资料来源：投资界、资本邦、天图投资、浦银国际

中国软饮料市场规模和增长概览

中国饮料市场是一个万亿规模级别的市场，健康化、去糖化、高端化是饮料消费的核心趋势。消费者更加推崇成分天然、低糖、无糖、少添加、无添加的饮品，同时更加注重饮品的功能特征、颜值和潮流特性，以及饮料属性以外的附加值，例如社交分享和自我表达。

我们看好的料细分品类包括：1、天然水和矿泉水（健康意识和收入提升；居家消费比例亦上升；目前市占率第一名是农夫山泉）；2、低糖低卡、清淡口味气泡水（受益于健康意识和更高口感要求）；3、无糖茶（趋势所在，虽然目前市场规模不大）；4、纯果汁（果汁市场集中化程度较低，胜负未分）；5、咖啡（渐渐从以往的格调型消费向日常消费转变）。

我们看好产品布局前瞻和高端、全渠道全品类运营的饮料公司，因其可以更好地覆盖不同场景下的不同消费需求，对抗潮流风险的能力更强。建议关注农夫山泉（即将上市）、康师傅（322 HK）和元气森林（未上市）。

图表 4: 中国软饮料市场规模和增长概览

(十亿人民币)	2014	2019	2024E	2014-19年 实际复合年增长	2019-24年 预测复合年增长
软饮料	743	991	1,323	5.9%	5.9%
包装饮用水	120	202	337	11.0%	10.8%
天然水	12	37	76	24.8%	15.4%
天然矿泉水	7	15	29	18.4%	14.2%
饮用纯净水	66	122	216	13.2%	12.1%
其他饮用水	35	28	16	-4.9%	-10.5%
蛋白饮料	124	147	175	3.5%	3.4%
果汁饮料	128	144	160	2.4%	2.2%
纯果汁	5	10	16	12.9%	9.8%
中浓度果汁	16	26	35	9.4%	6.6%
低浓度果汁	106	108	109	0.4%	0.2%
功能饮料	58	112	176	14.0%	9.4%
固体饮料	82	91	96	2.1%	0.9%
碳酸饮料	79	89	98	2.3%	2.1%
茶饮料	65	79	94	3.8%	3.5%
含糖茶饮料	64	75	82	3.0%	1.9%
无糖茶饮料	1	4	12	32.6%	22.9%
植物饮料	51	69	93	6.3%	6.2%
风味饮料	32	44	59	6.9%	5.7%
咖啡饮料	4	13	34	29.0%	20.8%

资料来源：Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼