



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

乳制品及植物奶新发展（系列一）：

咖啡赛道的B端扩容

食品饮料首席：刘略天（S0010522100001）

分析师：陈姝（S0010522080001）

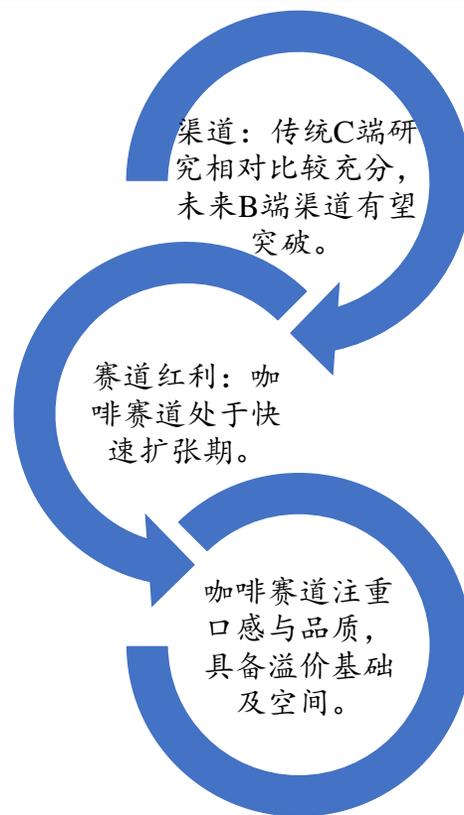
2023.08.17

华安证券研究所

1. 咖啡赛道：高成长快速扩张期，具备赛道优势
2. 鲜奶：咖啡赛道聚焦品牌和品质，区域特征明显
3. 植物基：生椰拿铁品类引爆椰子基底，燕麦品类扩容明显
4. 投资建议

核心观点

- 乳制品的C端研究相对比较充分，我们认为未来的B端赛道能有所突破，因此聚焦咖啡赛道为鲜奶&植物奶行业带来的机遇。
- 咖啡赛道仍处于快速扩张期，咖啡中使用的牛奶&植物基产品，有望享受赛道红利。
- 我们侧重从B端的角度来探讨咖啡店选择乳制品时看中的要素，梳理龙头咖啡店所用的低温鲜奶的特征。我们认为对于咖啡中使用的牛奶来说，产品力是品牌最好的护城河，具备溢价基础和空间。



核心观点

- **咖啡赛道快速扩张为鲜奶带来B端市场扩容：**据美团及CBNDData数据，2022年咖啡行业产业规模达到2007亿元，且未来3年有望实现20%以上增长。中国现制咖啡市场规模保持稳健增长，咖啡市场规模从2017年的284亿元增长至2022年的1191亿元，5年间CAGR超过33%，得益于需求端驱动，预计到2024年现制咖啡市场规模有望超过1900亿元，未来2年CAGR中枢超过25%。在品类选择上，拿铁仍是首选。根据几家龙头咖啡店公司的统计，奶咖的比例有所分化，但基本超过50%。若以拿铁为例，单杯原材料成本涵盖咖啡豆、牛奶、纸杯等，假设1L牛奶预期采购价格12元左右，1L可以使用4杯，单杯牛奶成本3元，则牛奶部分/售价（15元/杯-30元/杯）比例约为10%-20%。结合行业增速及奶咖比例等假设，我们认为25年B端咖啡赛道为鲜奶带来的扩容有望高达到265亿元。
- **竞争格局区域特征明显，产品选择注重品质及品牌：**竞争格局上和C端有一定相似性，区域产品能够保持较好的新鲜度，具备明显的区域特征。大B咖啡连锁选择知名乳企进行合作。着眼未来，此部分鲜奶知名乳企仍然能够通过新鲜度、有机等独特的产品优势实现一定的产品溢价。小型连锁或是独立门店通常由乳企的经销商供货或是自行采购，议价能力较弱，同时因为牛奶对于拿铁的口感影响较大，他们仍然会选择知名乳企品牌，此部分类似C端商业模式。
- **植物奶基底由生椰拿铁引爆，椰子+燕麦发展趋势较好：**从销售渠道上看，餐饮服务渠道为主要渠道。OATLY23Q1业绩报告显示，公司一季度的销售量为2000万公升，同时在亚洲地区约65%的收入来自餐饮渠道。2017-2021年中国椰子液体饮品市场规模由102.8亿元增长至144.4亿元，年复合增长率为7%。2020年“生椰拿铁”成为赛道爆点，现制咖啡市场的发展为椰子饮品带来了更多的消费场景，预期未来行业增速有望加快。中国椰子水饮品原材料主要来自国外，对于小品牌来说，更多是通过委外生产进行，因此在生产环节并没有议价能力，同时由于供应链端提取封装和物流运输保鲜的需求，成本很难下调，因此我们认为具备自主加工能力的企业或拥有未来的核心竞争力。
- **投资建议：**
关注乳制品行业鲜奶赛道细分龙头以及植物基赛道具备椰子加工处理能力的相关标的。
- **风险提示：**

宏观经济，消费者信心不足及消费力不足等，重大食品安全事件的风险等。

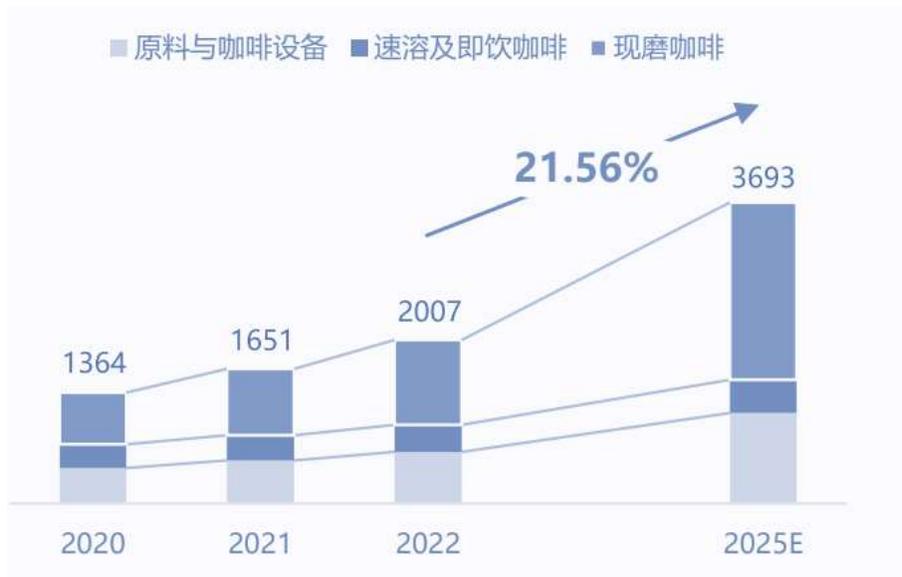
敬请参阅末页重要声明及评级说明



1.1.1 咖啡产业&现制咖啡：未来3年产业增速有望超20%，现制咖啡增速更快

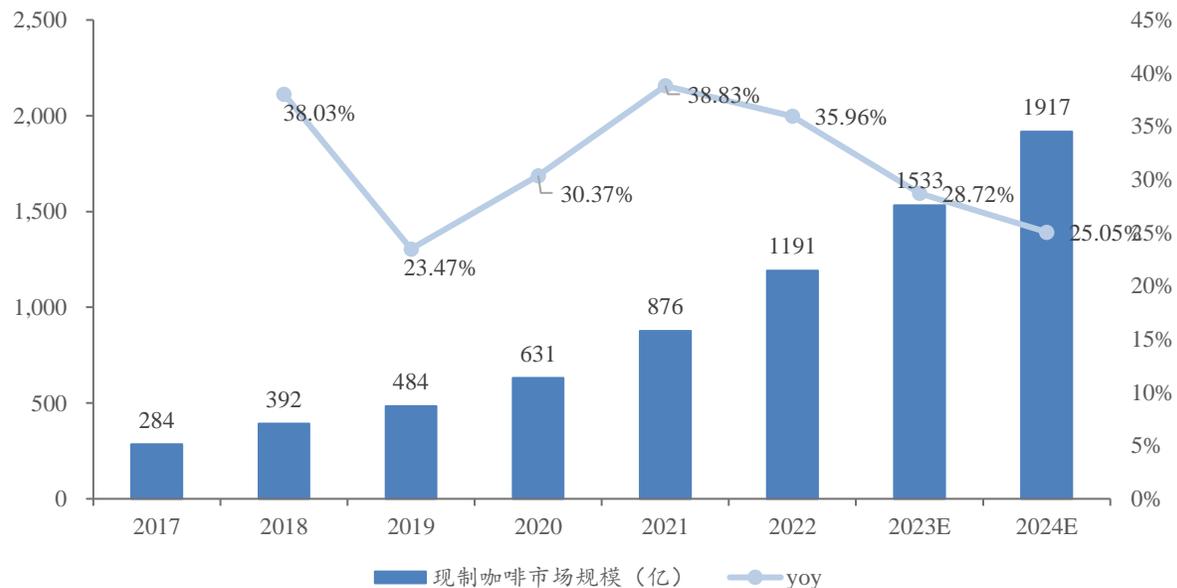
- 根据美团及CBNData数据，2022年咖啡行业产业规模达到2007亿元，且未来3年有望实现20%以上增长。
- 中国现制咖啡市场规模保持稳健增长，咖啡市场规模从2017年的284亿元增长至2022年的1191亿元，5年间CAGR超过33%，得益于需求端驱动，预计到2024年现制咖啡市场规模有望超过1900亿元，未来2年CAGR中枢超过25%。

2020-2025年中国咖啡产业规模（亿元）



资料来源：美团，CBNData，上交文化创新研究院，华安证券研究所

中国现制咖啡市场规模及增速情况



资料来源：中国连锁经营协会、艾瑞咨询，饿了么新服务研究中心分析，华安证券研究所



1.1.2 增速来源①：高线城市仍在渗透+下线城市市场增速快+连锁化门店快速扩容

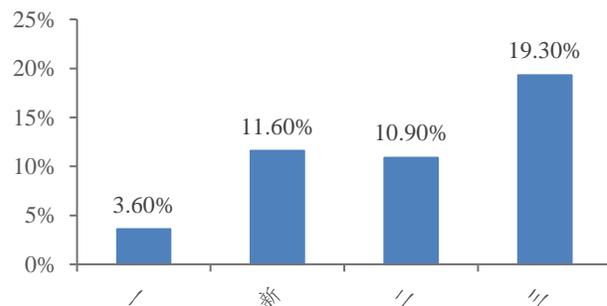
综合比较来看，新一线门店体量较大且增速较快，三线及以下城市增速较快，其中四线城市占比不多但扩容明显，整体三四线市场下沉较为通畅。

I. 根据美团X大众点评X灼识咨询数据，22年三线及以下城市门店增速领跑（同比+19.3%），新一线次之（同比+11.6%）。

II. 根据智图数据，22年连锁咖啡门店扩容数占比中仍旧是一线城市（扩店数占比24%）及新一线（扩店数占比25%）占比较高，这和目前的门店分布结构有关，截止到22年末一线及新一线门店占比接近47%，接近半壁江山。

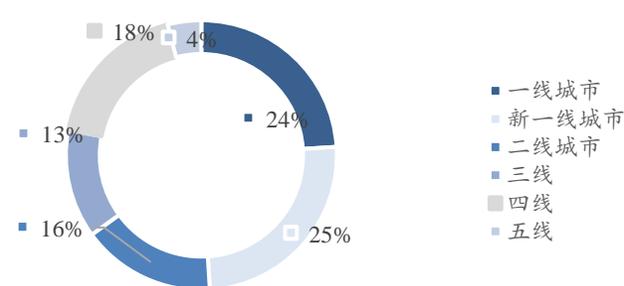
根据门店数量来看，从22年底到23Q1，复苏带来人流量流动，行业连锁化龙头实现较快扩店速度（星巴克+69家，Tims+31家）。

2022年现制咖啡门店数同比增速



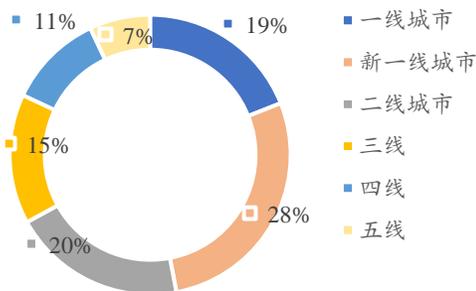
资料来源：美团餐饮数据观、大众点评、灼识咨询，华安证券研究所

2022年各个等级城市连锁咖啡扩店数占比



资料来源：智图，华安证券研究所

2022年末中国咖啡门店分布



资料来源：灼识咨询，华安证券研究所

咖啡门店统计

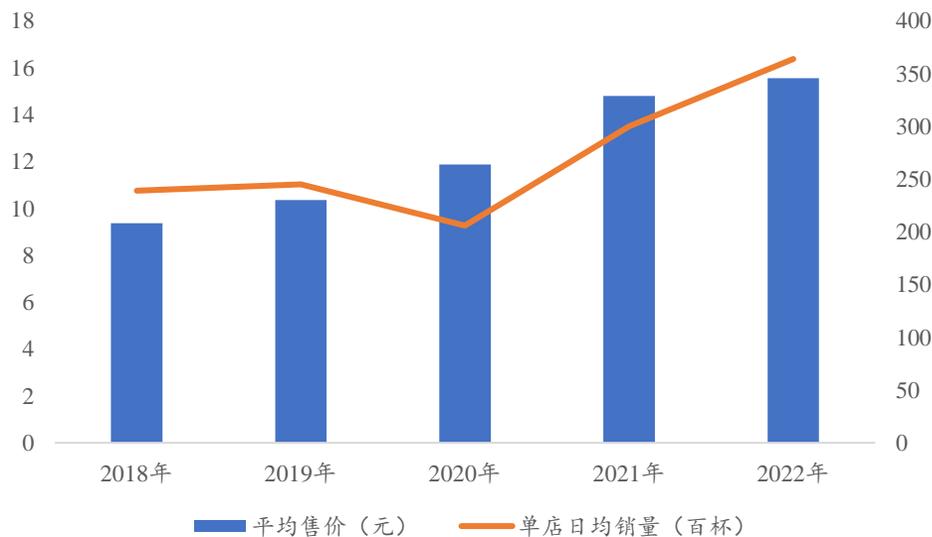
品牌	2022A门店(家)	更新(家)
瑞幸	8214	230605突破1万
星巴克	35711 (中国6021)	23Q1总计36170 (中国6090)
manner		345 (官网数字)
Tims	617	648(预计年底超过千家)
costa	430	441
麦咖啡	2500	预计23年增加1000家
幸运咖	1400	230614突破2400

资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.1.2 增速来源②：客单价有望提升+消费频次提升

- 根据瑞幸公告，客单价从2018到2022年在逐步提升，从2018的不足10元/杯，到2022年已经超过15元/杯，提升幅度超过50%。
- 根据饿了么数据分析，消费频次在提升，具体表现为在有大量新用户群体进入的情况下，咖啡、茶饮消费者（当年有消费至少1次）人均消费频次仍然获得稳步提升，说明老用户提升了消费频次。

瑞幸咖啡客单价变化



资料来源：瑞幸财报，华安证券研究所

2020-2022年咖啡、茶饮消费者人均消费频次变化 (次/年)

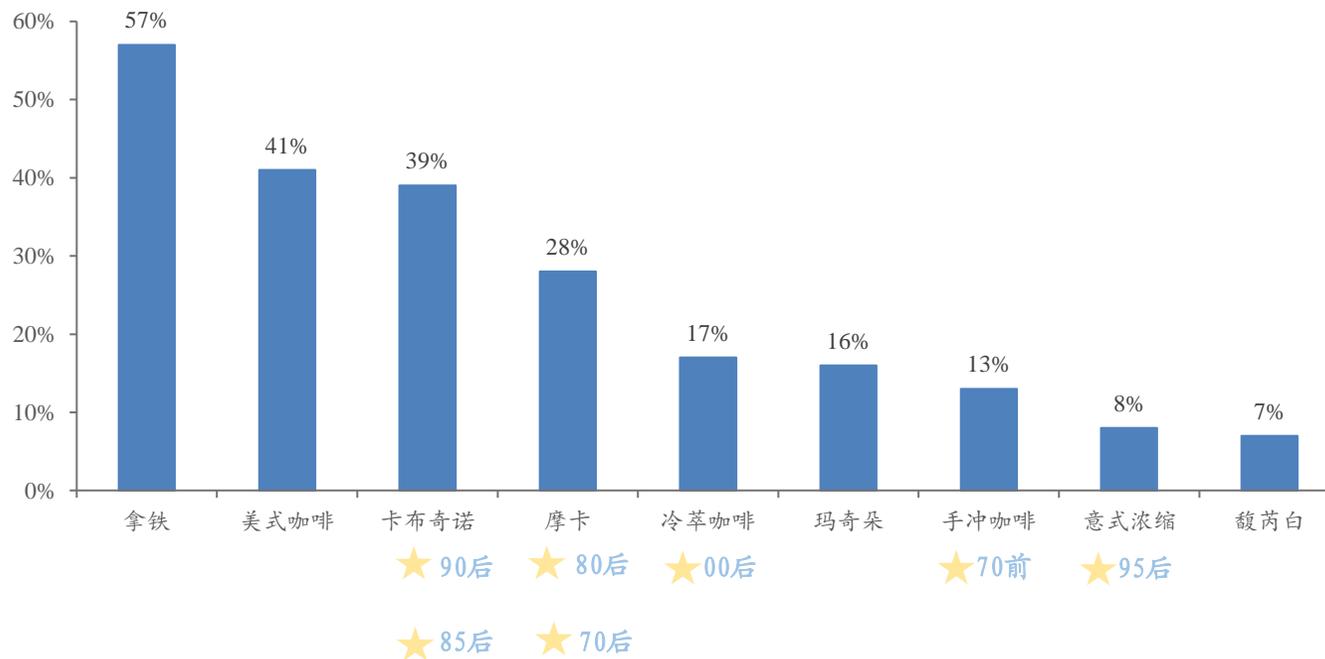


资料来源：饿了么，华安证券研究所

1.2.1 口味属性：拿铁作为最经典的咖啡品类，仍然是首选

- 拿铁作为最经典的咖啡品类，是大多数饮咖客的首选。
- 90%的消费者愿意尝试新式现磨咖啡，其中以00后为代表的饮咖人群最爱尝鲜。
- 具体而言，咖啡和花香、生椰与茶味的创意融合分居饮咖人群喜爱榜TOP3，而作为尝鲜排头兵的00后则最偏爱丝绒咖啡系列。

饮咖人群现磨咖啡品类选择及不同代际人群最偏爱的咖啡品类情况

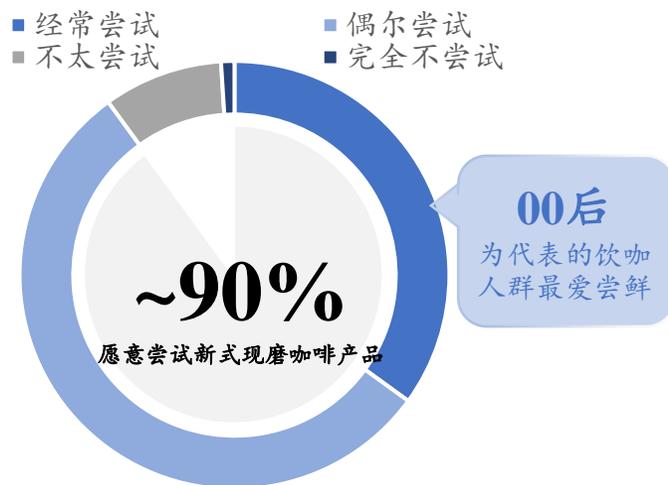


资料来源：CBNData2023年4月饮咖人群调研，华安证券研究所
 （注：调研题目为请问您在消费现磨咖啡时通常会选择以下哪类咖啡？N=572，多选且限选3项）



1.2.1 口味属性：拿铁作为最经典的咖啡品类，仍然是首选

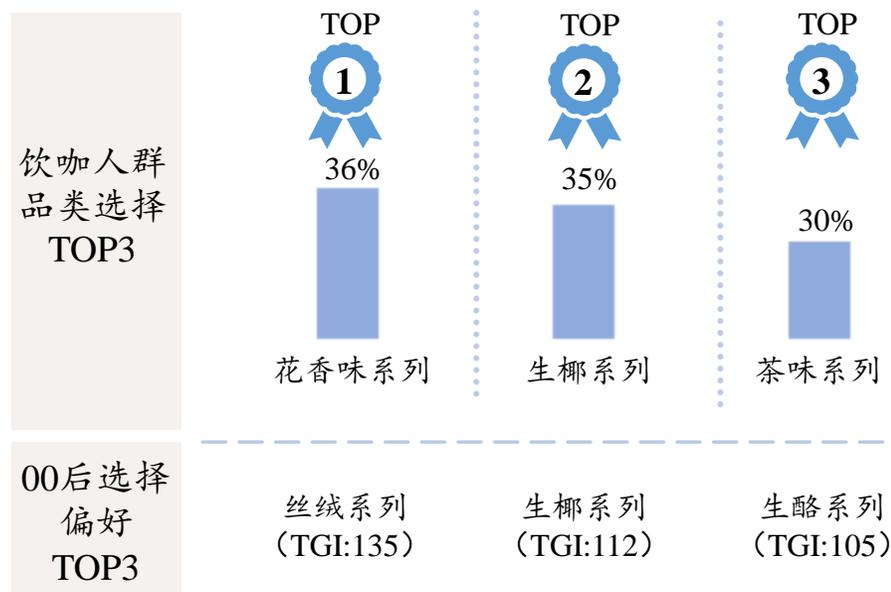
饮咖人群对新式现磨咖啡尝试意愿情况



注释：TGI=该人群选择该选项比例/整体比例，>100代表偏好
数据来源：CBNData2023年4月饮咖人群调研
数据说明：请问您在消费现磨咖啡时是否尝试过新式现磨咖啡（如燕麦澳白，果香味拿铁/摩卡等）？N=572，单选

资料来源：CBNData，华安证券研究所

饮咖人群新式现磨咖啡选择TOP3及00后人群新式现磨咖啡选择偏好TOP3



注释：TGI=该人群选择该选项比例/整体比例，>100代表偏好
数据来源：CBNData2023年4月饮咖人群调研
数据说明：请问您通常会选择以下哪种创新咖啡？N=506，多选且限选3项

资料来源：CBNData，华安证券研究所

1.2.2 含奶咖啡统计：咖啡中含奶比例较高，预估SKU中含奶比例超过50%

➤ 瑞幸：该店共计57款SKU，其中46款SKU款中含咖啡，美式仅含11款SKU，“奶”咖概念有35款SKU，占比为76%。若剔除植物基底的生椰家族（6款），纯正含奶占比63%。

➤ 星巴克：该店共计61款SKU（咖啡、星冰乐、巧克力、茶），其中45款SKU款中含咖啡，无奶咖仅含16款SKU，“奶”咖概念有29款SKU，占比为64.4%。若剔除植物基底的植物基咖啡（巴旦木奶和燕麦奶共7款），纯正含奶占比49%。

瑞幸咖啡SKU细项统计

系列名称	美式SKU数量	“奶”咖概念数量 (含拿铁、澳白等品类)
万年好喝榜	7	5
大师咖啡	3	5
茶咖		4
生椰家族		6（注：植物基）
厚乳拿铁		4
丝绒系列		3
小黑杯	1	3
生酪		1
经典拿铁		4

资料来源：瑞幸APP，华安证券研究所
 （注：仅统计含咖啡的产品，系列间重合的产品仅统计一次，选取地点深圳市）

星巴克SKU细项统计

系列名称	美式SKU数量	“奶”咖概念数量 (含拿铁、澳白等品类)
经典咖啡	16	13
植物基咖啡		7
咖啡星冰乐		5
茶瓦纳		4

资料来源：星巴克小程序，华安证券研究所
 （注：仅统计含咖啡的产品，系列间重合的产品仅统计一次，选取地点深圳市）



1.2.2 含奶咖啡统计：咖啡中含奶比例较高，预估SKU中含奶比例超过50%

➤ Manner：该店共计47款SKU，其中43款SKU款中含咖啡，无奶咖仅含6款SKU，“奶”咖概念有37款SKU，占比为86.0%。

若剔除植物基底的燕麦奶咖（6款），纯正含奶占比72%。

➤ Peets皮爷咖啡：该店共计35款SKU，其中26款SKU款中含咖啡，无奶咖含17款SKU，“奶”咖概念有7款SKU，占比为26.9%。

➤ Tims：该店共计33款SKU，其中25款SKU款中含咖啡，无奶咖含7款SKU，“奶”咖概念有18款SKU，占比为72.0%，若剔除植物奶咖系列（4款），纯正含奶比例为56%。

MannerSKU细项统计

系列名称	美式SKU数量	“奶”咖概念数量 (含拿铁、澳白等品类)
DIRTY系列		7
单品豆	2	1
茶咖系列		5
风味拿铁		3
意式咖啡	2	3
冰爽系列	1	3
燕麦系列		3
其他饮品		3
更多意式	1	9

资料来源：Manner小程序，皮爷咖啡小程序，Tims小程序，华安证券研究所
(注：仅统计含咖啡的产品，系列间重合的产品仅统计一次，选取地点深圳市)

皮爷咖啡SKU细项统计

系列名称	美式SKU数量	“奶”咖概念数量 (含拿铁、澳白等品类)
经典咖啡	10	9
冷萃咖啡	7	

TimsSKU细项统计

系列名称	美式SKU数量	“奶”咖概念数量 (含拿铁、澳白等品类)
冷萃冰咖啡	3	5
意式咖啡	1	5
低因咖啡	1	2
植物奶咖系列		4 (注：植物基)
鲜萃咖啡	2	2



2.1 竞争格局：区域特征比较明显

- **星巴克：**整体供应商较为分散，江浙沪涵盖卫岗、光明、明治等，北方涵盖发喜，广东地区维记等，其次味全、安佳等也均有涉及；
- **瑞幸：**同样有区域特征，供应商较为分散有三元乳业、卫岗、现代牧业，冷萃厚牛乳由塞尚乳业提供；
- **Manner：**使用朝日唯品、明治、皇氏水牛奶，厚牛乳由塞尚提供；
- **麦当劳：**供应商有光明、三元、维记等，厚牛乳由塞尚提供；
- **KFC：**供应商有发喜、三元、蒙牛等。
- 整体来看，我们认为此部分特征与低温鲜奶C端有一定相似性，区域产品一方面能够保持较好的新鲜度，另一方面区域产品具备当地特色（eg宁夏奶源做高附加值产品），有望成为未来拓展驱动力。

咖啡赛道相关乳制品企业地域分布图



资料来源：公司官网，华安证券研究所
(该地图仅做图例)

2.2 商业模式：大B选择时将品牌因素放在首位，小B端自行采购较为灵活

- 对于B端生意来说，最重要的因素之一是性价比，但出于口感和安全性的保障，大B咖啡连锁仍选择知名乳企进行合作。着眼未来，此部分鲜奶知名乳企仍然能够通过新鲜度、有机等独特的产品优势实现一定的产品溢价。
- 星巴克整体供应商涵盖卫岗、光明、明治维记等，其次味全、安佳等也均有涉及；瑞幸由于不同地方的情况不同，可以看出瑞幸与卫岗、现代牧场等合作，大B端连锁均与乳品巨头企业合作，开拓市场。
- 小型连锁或是独立门店通常由乳企的经销商供货或是自行采购，议价能力较弱，同时牛奶对于拿铁的口感影响较大，他们仍然会选择知名乳企进行采购，此部分具备一定的C端商业模式，对于乳企来说，具备一定的毛利率空间。



2.3 咖啡中的牛奶成本测算：行业天花板有多少？

- 假设1：若以拿铁为例，单杯原材料成本涵盖咖啡豆、牛奶、纸杯等，预期整杯原材料成本在8元左右，1L牛奶预期12元，1L可以使用4杯，单杯牛奶成本3元，则牛奶部分/售价（15元/杯-30元/杯）比例约为10%-20%。
- 假设2：预期未来3年现制咖啡渠道的增速在25%-30%之间，此次计算预期28%平均增速。
- 假设3：从咖啡产品矩阵中的纯含奶比例来看，平均在45%-70%之间，本次计算取5家龙头咖啡店平均值为53%。
- 最终我们认为，B端咖啡赛道为鲜奶带来的扩容25年最高有望达到265亿元。

咖啡赛道鲜奶容量测算

时间	2022A	2023E	2024E	2025E
现制咖啡23-25CAGR: 28%				
现制咖啡市场规模（亿元）	1191	1524	1951	2498
含奶咖啡的比例: 53%				
含奶咖啡的市场规模	631	808	1034	1324
成本比例: 10%				
咖啡赛道鲜奶容量（亿元）	63	81	103	132
成本比例: 20%				
咖啡赛道鲜奶容量（亿元）	126	162	207	265

资料来源：华安证券研究所测算



3.1 核心竞争力：牛奶味道影响口感，产品力是首选

➤ 一杯好喝的奶咖应该是平衡、香甜、顺滑的，而要想达到这样的口感，牛奶也很关键。牛奶太浓容易喧宾夺主，抢走咖啡味，太淡又无法呈现出应有的顺滑度和醇厚度。尤其是在制作热饮时，不同牛奶的奶泡质量可谓是立显高下。因此有2个指标可以作为参考：

➤ 蛋白质含量

牛奶蛋白质含量的高低，决定是牛奶是否可以被打发气泡。牛奶打发（发泡）的原理是把空气打入牛奶中，利用脂肪和蛋白质包裹住空气。蛋白质作为形成奶泡和其质构的主要成分，就像打发蛋白一样支撑起泡沫的质构，使之更稳定；而蛋白质较高的牛奶还能给消费者更高的营养价值。

➤ 乳脂含量

而乳脂的作用也不能小觑，牛奶与浓缩咖啡混合时，乳脂含量决定了奶香口感和细腻顺滑程度；牛奶乳脂含量也是奶泡持久稳定性的关键之一，也关系到奶泡的光泽度，选用品质高、更稳定的牛奶打发奶泡，更能减少咖啡苦涩程度、增加舒服口感。

咖啡中牛奶的重要性



资料来源：美团研究院，华安证券研究所



3.2 乳企X咖啡合作情况：通过赞助咖啡赛事及咖啡节打开知名度和美誉度

乳企X咖啡店合作案例梳理

时间	乳企	乳品	咖啡店/赞助赛事情况	合作形式/特点
2023.5.20	塞尚乳业	塞尚0乳糖超滤奶 	塞尚乳业邀约100家精品咖啡发起“有点儿甜头”的联名活动，推出一款“0乳糖清甜拿铁”，共寻咖啡与奶的本真风味。  	快乐咖啡 饮品名：轻盈拿铁 规格：16oz 22元 
2023.5.19	塞尚乳业	塞尚0乳糖超滤奶 	SIAL CUP咖啡师全能赛使用0乳糖超滤奶作为原料进行比赛。 	产品在带来牛奶香甜的同时，不抢咖啡风头，衬托出咖啡的风味，且冷热皆宜。奶泡细腻、稳定，流动性好，容易拉花，能够制作较复杂精致的图案且能维持较长的时间，适合门店意式咖啡的制作。

3.2 乳企X咖啡合作情况：通过赞助咖啡赛事及咖啡节打开知名度和美誉度

乳企X咖啡店合作案例梳理

时间	乳企	乳品	咖啡店/赞助赛事情况	合作形式/特点
2023.5.20	君乐宝乳业	君乐宝悦鲜活鲜牛奶 	第三届“悦鲜活杯”全国咖啡师职业技能竞赛全国总决赛将君乐宝悦鲜活鲜牛奶作为大赛指定乳制品 	既有咖啡的香醇风味，又有牛奶的馥郁香甜，口感丝滑，风味和谐。 在拉花单项赛中，由悦鲜活打发的奶泡绵密厚实，拉花图案清晰灵动、造型稳定持久。
2023.6.2	君乐宝乳业	君乐宝悦鲜活鲜牛奶 	君乐宝悦活城市鲜咖节石家庄站-咖啡拉花比赛 	创意产品既有咖啡的香醇风味，又有牛奶的馥郁香甜。



3.2 乳企X咖啡合作情况：通过赞助咖啡赛事及咖啡节打开知名度和美誉度

乳企X咖啡店合作案例梳理

时间	乳企	乳品	咖啡店/赞助赛事情况	合作形式/特点
2023.6.4	明治乳业	明治醇壹牛奶 	明治与皮爷咖啡推出“24小时浓醇不打烊”礼盒 	明治醇壹牛乳450ml*6盒 +peet's coffee意浓咖啡液 250ml*12条 价格：179元
2023.5.1	卫岗乳业	江苏卫岗新绿园PRO 	深圳唤醒咖啡节 	卫岗新绿园PRO牛乳乳脂丰富，且每100mL含有4.0g优质蛋白，这就意味着在打发时，它的奶泡能够更绵密、更稳定和更持久。融合之后它和咖啡的结合度也很高，会有明显的甜香气。



3.2 乳企X咖啡合作情况：通过赞助咖啡赛事及咖啡节打开知名度和美誉度

乳企X咖啡店合作案例梳理

时间	乳企	乳品	咖啡店/赞助赛事情况	合作形式/特点
2023.5.12	新乳业	朝日唯品 	北京潮流咖啡节 	1、除传统合作外，每日前300位进场的消费者，可以在兑换手环时领取朝日牛奶杯一个；2、凭朝日牛奶杯可到朝日展位上打一杯牛奶；3、打牛奶之后朝日发放一个兑换券，拿着牛奶杯到参展咖啡品牌处，购买冰拿铁可立减5元。
2021.11.21	光明乳业	光明乳业产品 	“光明乳业杯”第四届上海咖啡大师赛 	光明乳业旗下多款高品质打泡奶均为本届大赛的指定用奶。其中，光明高品质冷藏牛乳奶源来自限定优倍新鲜牧场，采用“千分牧场”评价体系，每100ml富含3.6g优质蛋白质和4.0g天然乳脂，打泡性能绵密持久。



3.2 乳企X咖啡合作情况：通过赞助咖啡赛事及咖啡节打开知名度和美誉度

乳企X咖啡店合作案例梳理

时间	乳企	乳品	咖啡店/赞助赛事情况	合作形式/特点
2023.6	认养一头牛	新品700ml冷藏娟姗牛乳 	第三届西湖咖啡文化节 	娟姗牛乳口感醇厚、奶泡稳定，调制都能够保持一致的口感和质量。冷藏奶让奶花在咖啡液上悬停更长时间，提升了拉花出品的效果。
2023.5.20	光明乳业	光明乳业产品 	第三届上海咖啡文化周 	旗下的咖啡专用调制乳、1L高品质纯牛奶、光明鲜牛奶（巴氏打泡奶）及高品质冷藏牛乳，都可以用于打泡拉花。其中咖啡专用调制乳，源自光明牧场的优质奶源，并采用独特的浓缩工艺，起泡迅速且丰盈持久，适用于高端咖啡、奶茶和西点。

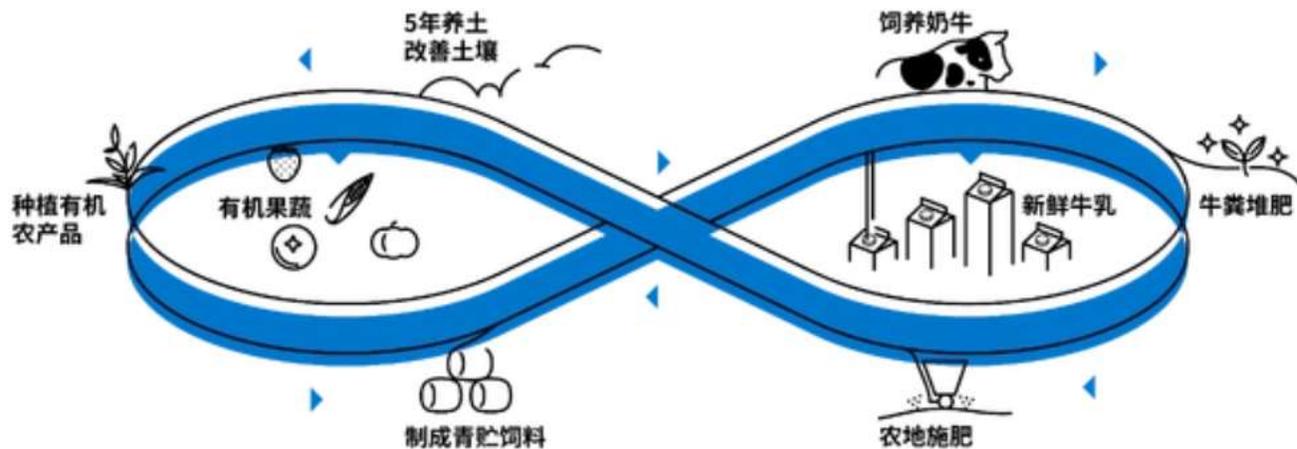
资料来源：各乳企网站，华安证券研究所



3.3 产品分析①：新乳业—朝日唯品

- 新乳业唯品实现双轮驱动，C端定位高价格带消费者，B端定位精品咖啡店，整体净利率超过公司基本盘，过去3年实现快速发展。
- 有机定位高价格带：「朝日唯品」在山东建立自营农、牧场和牛奶加工厂，先将土壤用牛粪堆肥，再种植有机蔬果，部分作物成为牛的饲料，部分成为上市销售的农产品，整体形成“肥-田-作物-牛”的循环模式。品牌成立至今，朝日唯品已循环农作、坚持养土20周年。
- 疫情中高端鲜奶突围上海：22年Q2朝日唯品logo的有机蔬菜物资帮助品牌打开华东市场，因此整体华东市场品牌认知度进一步提升。

朝日唯品循环有机概念+咖啡店不断拓展



资料来源：官网微博，华安证券研究所



3.3 产品分析②：江苏卫岗新绿园

- 卫岗新绿园牛奶于2022年11月升级成pro款，是星巴克咖啡、COSTA、巴黎贝甜、Wagas等品牌牛奶供应商，未来公司也有望以“左手动物基、右手植物基”为核心优势，结合多年深耕的行业经验及数字化创新技术，不断提升定制化产品开发服务能力，未来也将有更多定制化牛乳、植物基乳、厚乳、稀奶油、黄油、奶酪、饮料基料等产品。

卫岗新绿园产品&合作客户



资料来源：卫岗公众号，华安证券研究所

卫岗新绿园pro持续拓展客户及赛事

时间	进程
2022.11	上新新绿园pro
2023.4	作为第四届唤醒咖啡节的使用牛奶
2023.4	NCEC全国咖啡萃取锦标赛重庆站指定牛奶供应商
2023.5	第二届·CEEC新绿园中东欧杯咖啡师挑战赛
2023.6	亮相第三十一届上海国际酒店及餐饮业博览会

资料来源：咖啡大师公众号，卫岗牛奶公众号，奶协公众号，嘉年华公众号，华安证券研究所



4.1 核心探讨：植物基替代几何？

- 全球来看，豆奶、核桃奶、椰奶、杏仁奶为植物奶的4大品类，占比整体销售额的90%以上，亚太地区来看，燕麦奶的销售渠道主要是餐饮服务。
- 根据Euromonitor的数据，2022年全球植物基乳饮品的市场规模为406.8亿元，较2021年同比增长5.8%。豆奶、核桃奶、椰奶、杏仁奶、燕麦奶以及混合基植物乳等为主要品类，其中，豆奶（113.7亿元）、核桃奶（109.8亿元）、椰奶（106.2亿元）以及杏仁奶（40.1亿元）4个品类约占植物基乳饮品市场销售额的91%。

全球植物基乳制品市场规模情况

种类	2021 (亿元)	2022 (亿元)	种类	2021 (亿元)	2022 (亿元)
植物基乳饮品	384.6	406.8	Oat milk 燕麦奶	6.4	9.6
Soy milk 豆奶	110.0	113.7	Blended milk 混合基奶	13.7	15.3
Walnut milk 核桃奶	104.2	109.8	Others 其他	25.4	11.8
Coconut milk 椰奶	89.1	106.2	Almond milk 杏仁奶	35.8	40.1

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

燕麦奶亚太地区销售特点

从销售渠道上看，餐饮服务渠道为主要渠道。亚太地区燕麦奶销售渠道主要包括线下食品杂货店、咖啡茶饮店以及Shopee、Lazada和亚马逊等电商平台。

OATLY23Q1业绩报告，公司一季度的销售量为2000万公升，同时在亚洲地区约65%的收入来自餐饮渠道。

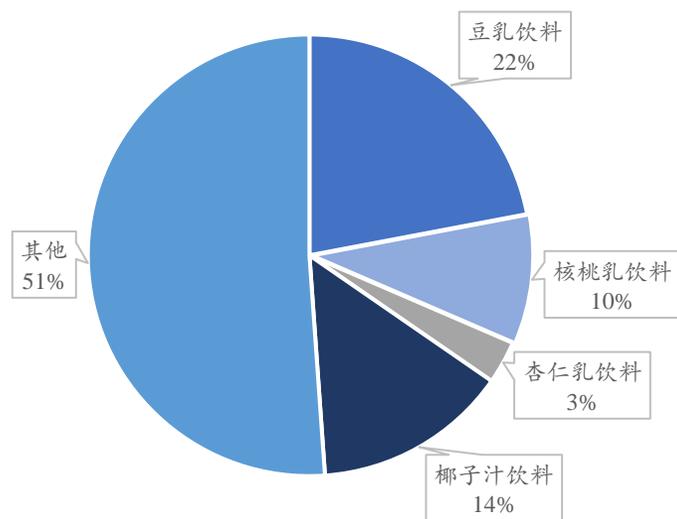
资料来源：燕麦奶行业白皮书，华安证券研究所



4.1 核心探讨：植物基替代几何？

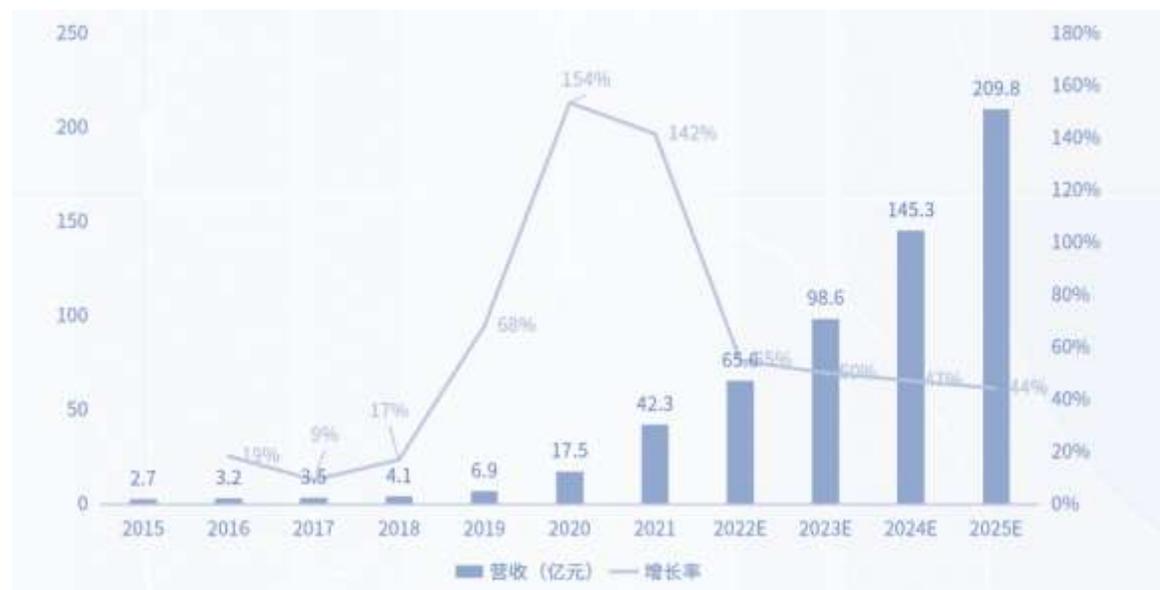
- 中国的植物基市场分布来看，符合消费者饮食习惯的豆乳占比最高。在B端咖啡赛道来看，椰子奶和燕麦奶的接受程度逐步增高，燕麦奶、椰乳等植物基底正在开拓更多产品。《2022年中国饮品行业产品报告》显示，在取样的40个新茶饮品牌中，椰乳使用频次占据榜首，有37个品牌上新了椰子元素产品，占全部取样品牌的92.5%，新茶饮头部品牌也在近两年内分别推出“生椰”系列饮品。

2020年中国植物基市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

中国燕麦奶市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所



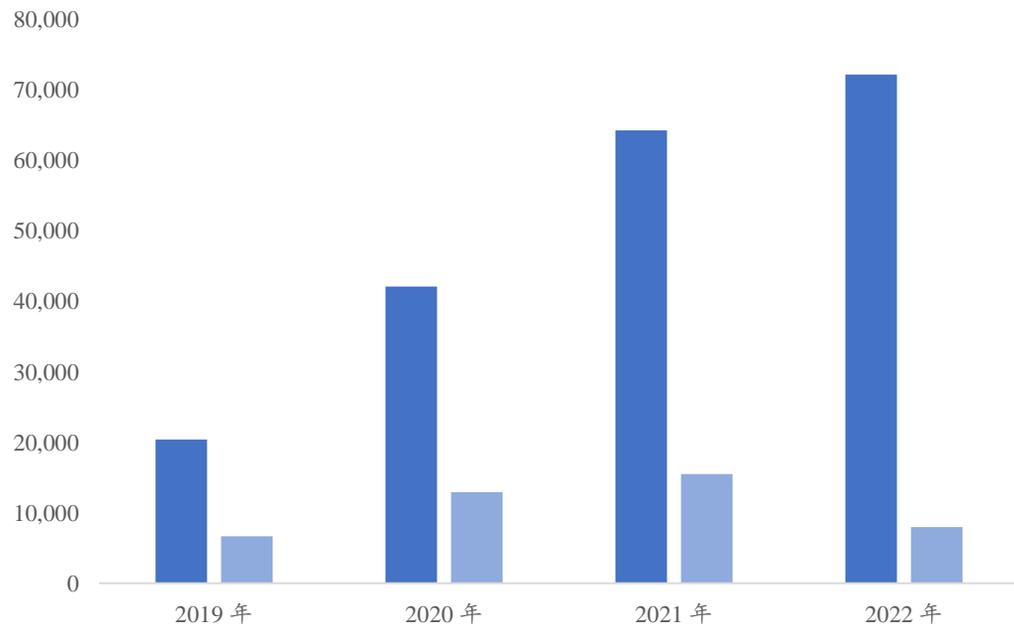
4.2 B端咖啡赛道来看，燕麦奶、椰乳等植物基底正在开拓更多产品

Oatly发展历程



资料来源：Oatly官网，华安证券研究所

Oatly收入（万美元）与毛利（万美元）



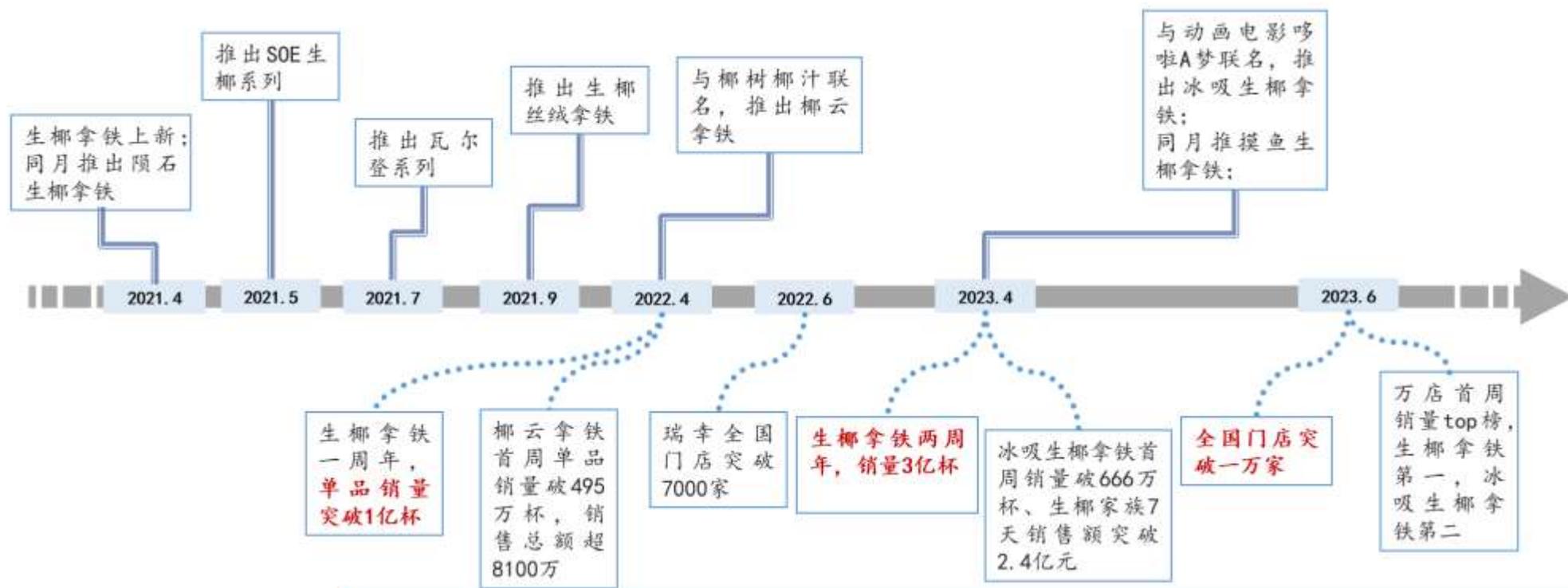
资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所



4.2 B端咖啡赛道来看，燕麦奶、椰乳等植物基底正在开拓更多产品

- 2021年4月，陨石生椰拿铁上架
- 2022年4月，生椰拿铁1周年，单品销量突破1亿杯
- 2023年4月，生椰拿铁2周年，销量超3亿杯
- 2023年4月，冰吸生椰拿铁首周销量破666万杯、生椰家族7天销售额突破2.4亿元

瑞幸生椰家族发展历程



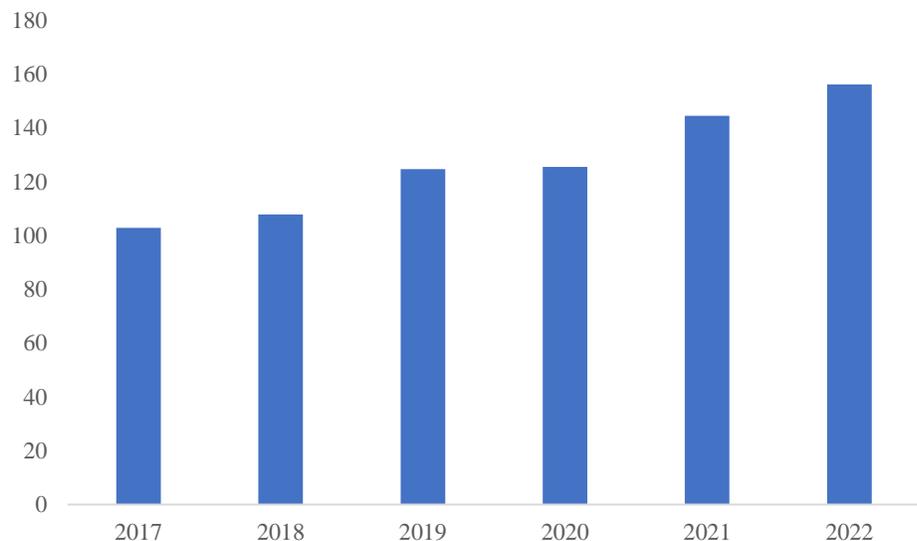
资料来源：公众号，华安证券研究所



4.3 现制咖啡市场为椰子水发展带来活力，自主加工能力或成为核心竞争力

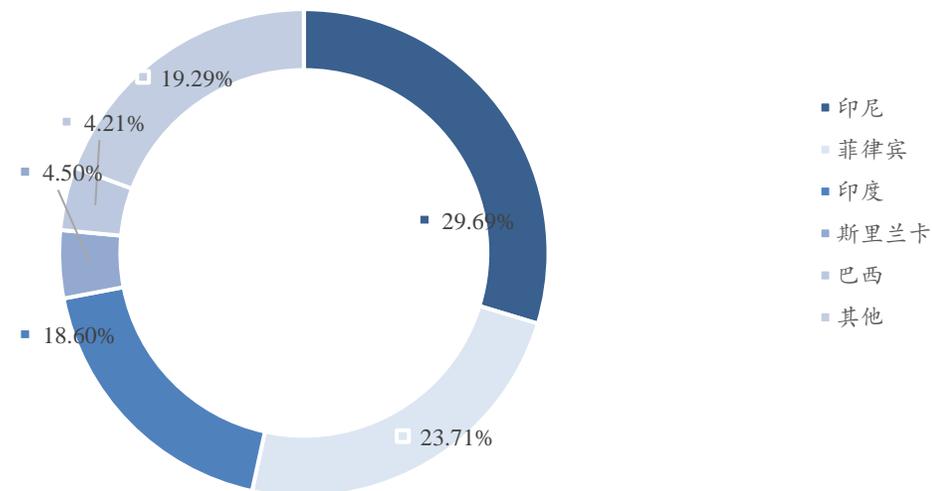
- 2017-2021年中国椰子液体饮品市场规模由102.8亿元增长至144.4亿元，年复合增长率为7%，2020年后“生椰拿铁”成为赛道爆点，现制咖啡市场的发展为椰子饮品带来更多的消费场景，预期未来行业增速有望加快。
- 中国椰子水饮品原材料主要来自国外，对于小品牌来说，更多是通过委外生产进行，因此在生产环节并没有议价能力，同时由于供应链端提取封装和物流运输保鲜的需求，成本很难下调，因此我们认为具备自主加工能力的企业或拥有未来的核心竞争力。

中国椰子液体饮品市场规模（亿元）及增速



资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

全球椰子产量分布



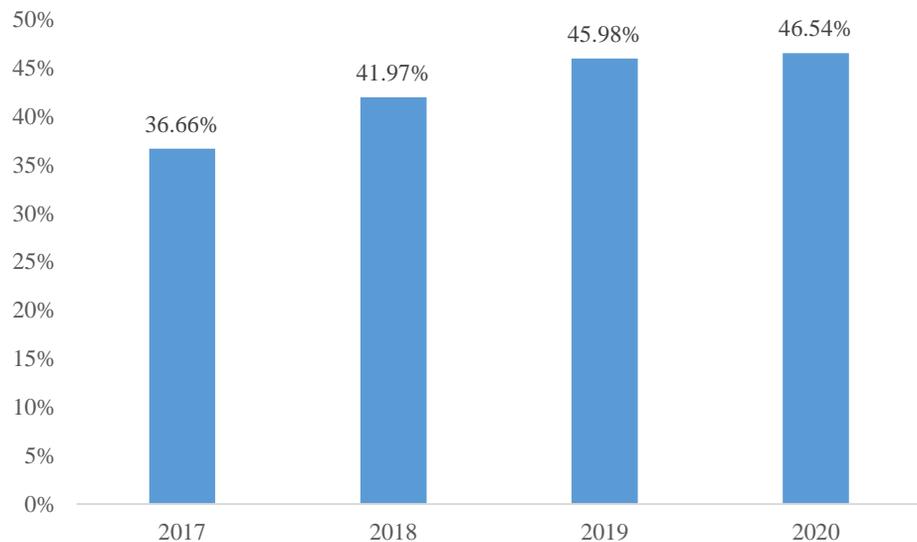
资料来源：头豹研究院，华安证券研究所



4.4 公司分析：欢乐家

- 椰子水业务毛利率从17年的36.66%提升到46.54%，整体维持在较高水平，未来公司也有望以椰子原料为核心，发挥植物蛋白健康优势，开发满足不同消费者饮食习惯的、多层次的“植物基”饮品。
- 公司椰子处理技术经验丰富，椰子产品矩阵完整，同时厚椰乳已于23年上市应用于B端的产品，预期未来有望随着咖啡市场增长实现一定的放量，同时公司具有椰子采购及生产优势，建立了一定的核心壁垒。

椰子水业务毛利率变动图



资料来源：同花顺，华安证券研究所

欢乐家椰子产品矩阵完整



资料来源：欢乐家官网，华安证券研究所

投资建议

➤ 关注乳制品行业鲜奶赛道细分龙头以及植物基赛道具备椰子加工处理能力的相关标的。

盈利预测及估值情况

代码	公司名称	22A营业收入 (亿元)	22A归母净利润 (亿元)	23E营业收入 (亿元)	23E归母净利润 (亿元)	PE (23年)	PE (24年)
002946.SZ	新乳业	100.06	3.61	116.73	5.11	26	20
300997.SZ	欢乐家	15.95	2.03	17.50	2.31	28	25

资料来源：同花顺，华安证券研究所（盈利预测采用一致预期，日期截止到2023/7/30）

风险提示

风险提示：

- **宏观经济：**消费者信心不足及消费力不足等；
- **重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，导致品牌信任度大幅下降，甚至导致行业萎靡。



■ 分析师与研究助理简介

刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

■ 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

■ 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。



■ 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

■ 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

■ 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。