

挖掘全球新消费品牌之OATLY： 全球燕麦奶领导者，“健康可持续”提升产品附加值

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

联系人 曹睿



摘要

➤ OATLY：全球燕麦奶领导者，注重饮食健康与环境保护的新消费品牌

产品定位：健康可持续的植物蛋白奶。OATLY致力于为全球约三分之二的乳糖不耐受人群提供健康、美味的乳制品替代品，且一升 OATLY产品代替牛奶可以减少约80%的温室气体排放、79%的土地使用和60%的能源消耗，有利于地球可持续发展。

商业模式：ToB培育市场+ToC增量销售，中国市场电商渠道带来新动力。2021Q2餐饮服务渠道、线下零售渠道、线上电商渠道分别占OATLY营收的33%/62%/5%。

➤ 植物性乳制品行业：起步阶段渗透率低，市场前景广阔

植物性乳制品行业：处于起步阶段，渗透率低。牛奶占全球乳制品份额的30%，植物性乳制品渗透率占全球乳制品份额仅3%（180亿零售规模），有较大的潜在市场空间。

燕麦奶行业：“健康可持续”带来市场份额快速增长。OATLY首入燕麦奶蓝海，目前多品牌加入赛道竞争。

➤ 成长驱动因素：低碳的牛奶替代品逻辑，渗透率、渠道、毛利存在上行空间

受益于行业渗透率提升，牛奶替代品逻辑。植物性乳制品作为牛奶的替代品，有较大的潜在市场空间。燕麦饮全球市场份额快速增长。

渠道优势，销售点可拓展空间大。作为燕麦奶领导品牌，在渠道方面拥有先发优势（华润和星巴克等）。OATLY销售点众多，在燕麦奶行业中占据优势地位。从乳制品替代行业的可拓销售点来看，未来OATLY存在较大拓展空间。

全球加速布局，产能加速扩张，驱动毛利提升。OATLY正在扩大全球产能，以应对不断增长的需求。目前主要采用联合包装生产模式，正在加快向自主生产模式转变，未来毛利率有望提高。

➤ 营收测算

根据市场规模测算，我们预计OATLY2030年长期营收空间约为63亿美元。

风险提示：燕麦奶市场份额受新兴产品冲击，营收增速可能放缓；产能增速不及预期，短期内销售额应仍受产能制约；建厂扩张的大额成本将持续抑制净利润扭亏为盈；测算具有一定主观性，仅供参考。

目录

1. OATLY：全球燕麦奶领导者，注重饮食健康与环境保护的新消费品牌

2. 植物性乳制品行业：起步阶段渗透率低，市场前景广阔

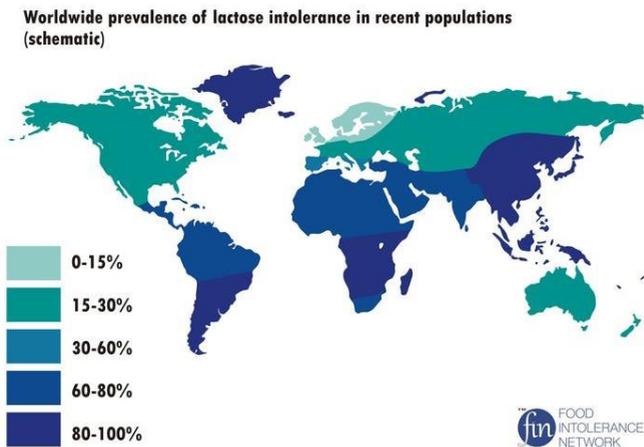
3. 收入驱动因素：低碳的牛奶替代品逻辑，渗透率、渠道、毛利存在上行空间

4. 营收测算

1.1 产品定位：健康可持续的植物蛋白奶

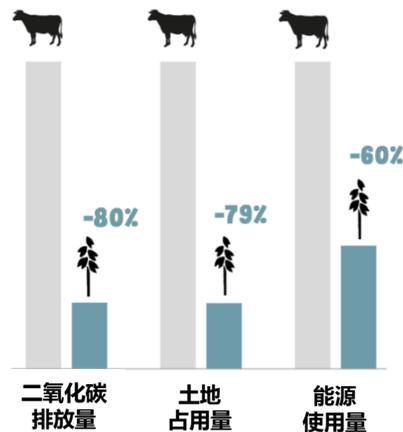
- 燕麦奶是一种健康的植物性乳制品。燕麦奶是一种以燕麦为基底的牛奶替代品，为乳糖不耐受人群和素食人群提供与牛奶相当的营养。全球乳糖不耐受人群约占三分之二，而在中国，乳糖不耐受人群达到了80%以上，可见植物性乳制品作为乳制品替代品具有较大的市场。
- 燕麦奶比牛奶更有利于环境可持续，减少资源消耗。根据招股书，一升 OATLY产品代替牛奶可以减少约80%的温室气体排放、79%的土地使用和60%的能源消耗。传统动物类食品行业会对环境带来不小的挑战，需占用地球上约37.5%的可居住土地、释放约12.5%的温室气体，OATLY认为，生产植物型产品有利于减少资源消耗、促进环境可持续发展。碳中和背景下，植物基燕麦奶渗透率有望提升。

图：全球乳糖不耐受人群分布图



资料来源：Food intolerance network，天风证券研究所

图：一升 OATLY产品代替牛奶带来的资源节约



资料来源：招股书，天风证券研究所

图：2020年OATLY的生产可持续表现



能源：可再生能源占49%



包装：可回收材料占87%，未来目标100%



运输：

- 1) 减少卡车数量，每年减少减少柴油消耗量6000升。
- 2) 在瑞典，使用电动卡车进行运输，每年减少二氧化碳排放量400公吨。

资料来源：OATLY2020年可持续发展报告，天风证券研究所

1.1 产品定位：与纯牛奶相比，OATLY燕麦奶低脂且富含膳食纤维

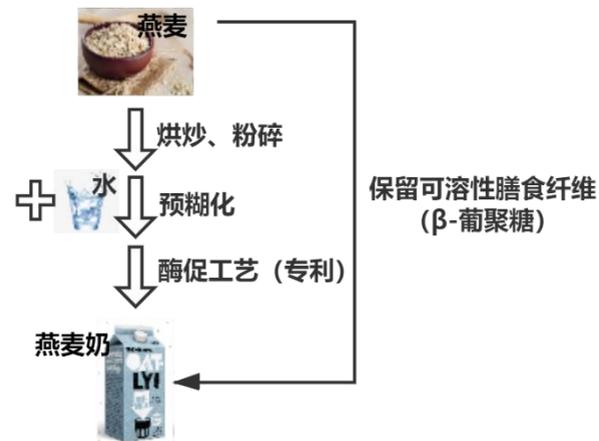
- 与牛奶相比，OATLY燕麦奶脂肪含量少、膳食纤维含量高。对健身、瘦身、乳糖不耐受群体友好。
- OATLY具有多样化的产品种类。OATLY燕麦基产品主要包括燕麦露和咖啡类燕麦饮品，另外还包括燕麦基冰淇淋、酸奶、奶油、涂抹酱等多样化的产品。
- OATLY掌握燕麦奶专利技术。OATLY于1995年开发了一种专利燕麦基生产技术，利用酶促工艺将燕麦转变为营养丰富、口感极佳的饮品。

表：OATLY燕麦乳和纯牛奶每100毫升营养成分对比

	OATLY原味燕麦露	伊利纯牛奶	伊利高钙低脂奶	天润浓缩纯牛奶
主要配料	燕麦浆	生牛乳	生牛乳	生牛乳
能量	191KJ	280KJ	179KJ	271KJ
脂肪	1.5g	3.6g	3g	3.5g
碳水化合物	6.6g	5g	4.7g	5g
蛋白质	1g	3.1g	3g	3.3g
钠	42mg	53mg	67mg	60mg
钙	120mg	100mg	125mg	(无信息)
膳食纤维	0.8g	——	——	——

资料来源：OATLY官网，各牛奶实物配料表，天风证券研究所

图：燕麦奶制备工艺



资料来源：OATLY招股书，《燕麦乳饮料制备工艺研究》郭晓娜等，天风证券研究所

图：OATLY产品种类



资料来源：OATLY招股书，天风证券研究所

1.2 发展历程：从ToC到ToB+ToC, 从瑞典到全球, OATLY业绩加速增长

- **ToB+ToC, 从瑞典拓展到全球。**1995年, OATLY研发出世界第一款燕麦奶。2012年, 新管理团队给公司带来了“健康和可持续发展”的价值观, 并将商业模式从单一的**ToC零售模式**转变到**ToB+ToC**的零售与咖啡店相互促进的模式, 实现了业绩的快速增长, 并逐步打入欧美、中国市场。2021年, OATLY在纳斯达克上市。

图: OATLY发展历程



资料来源: OATLY招股书, VCPE参考公众号, 天风证券研究所

- **中国市场营销策略实现调整, 从ToC转变到ToB+ToC, 开展线上营销。**2018年, OATLY采用**零售**商业模式进入中国市场, 但由于品牌知名度不高而受挫。此后, OATLY转变营销策略, 采用与咖啡店合作的**ToB模式**, 推出燕麦奶基底的咖啡饮品, 并与星巴克、喜茶等品牌建立了合作关系。另外, OATLY登陆天猫、京东等中国电商, 开展线上营销业务。如今, 已成为中国市场销量第一大燕麦奶品牌。

图: OATLY在中国市场的策略调整

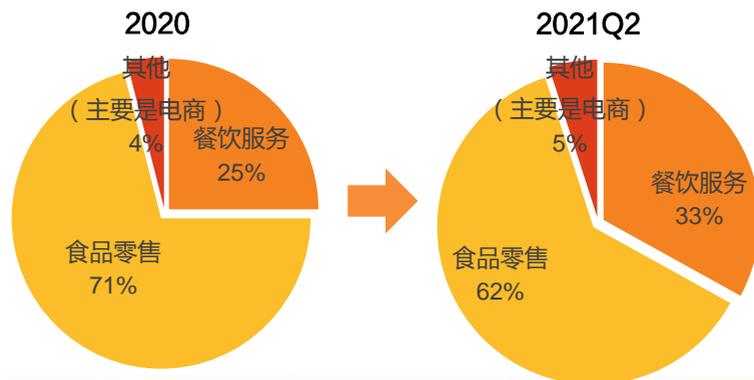


资料来源: OATLY招股书, VCPE参考公众号, 美通社, 天风证券研究所

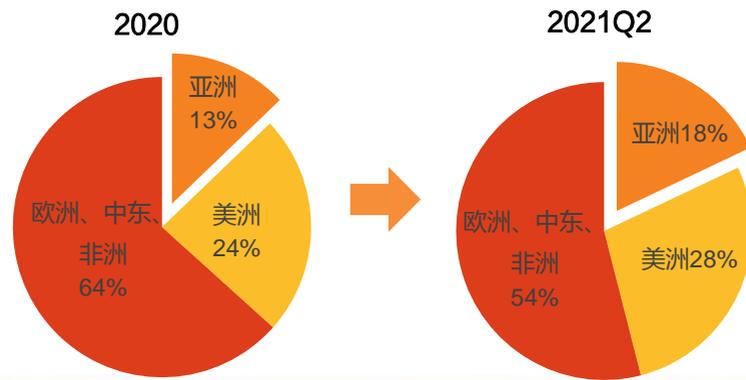
1.3 商业模式：ToB培育市场+ToC增量销售，中国市场电商渠道带来新动力

- 扩张战略：利用精品咖啡市场来扩大品牌知名度和忠诚度，再通过零售渠道推动销售增长。
- 销售渠道：ToB餐饮服务渠道培育市场+ ToC零售渠道增量销售
 - 餐饮服务渠道：业务遍布全球知名咖啡茶饮店。截至2021Q2，餐饮服务渠道占OATLY营收的33%，业务遍及全球20多个国家/地区的32,200多家咖啡店，与星巴克、COSTA、喜茶等建立了合作伙伴关系，并成为星巴克在中国（2020.4）和美国（2021.3）的燕麦奶独家供应商。
 - 线下零售渠道：占OATLY营收最大份额。截至2021Q2，线下零售渠道占OATLY营收的62%。截至2020年末，OATLY产品覆盖60,000多家零售商，包括Target、Tesco等。OATLY预期未来零售渠道将成为收入的重要来源。OATLY计划通过增加分销渠道（如便利店、药店）、增加配送点、扩大货架，来扩大零售业务。
 - 线上电商渠道：处于扩大电商渗透率阶段。截至2021Q2，线上电商渠道占OATLY营收的不到5%。与领先的第三方平台进行战略合作（如中国的天猫、京东），扩大电子商务渠道的渗透率，以扩大OATLY的影响力。2020年，植物性乳制品的天猫销售额，OATLY是竞争对手的三倍。2020年，在中国市场，OATLY的电商销售额占OATLY中国市场营收的21%。

图：OATLY销售渠道格局



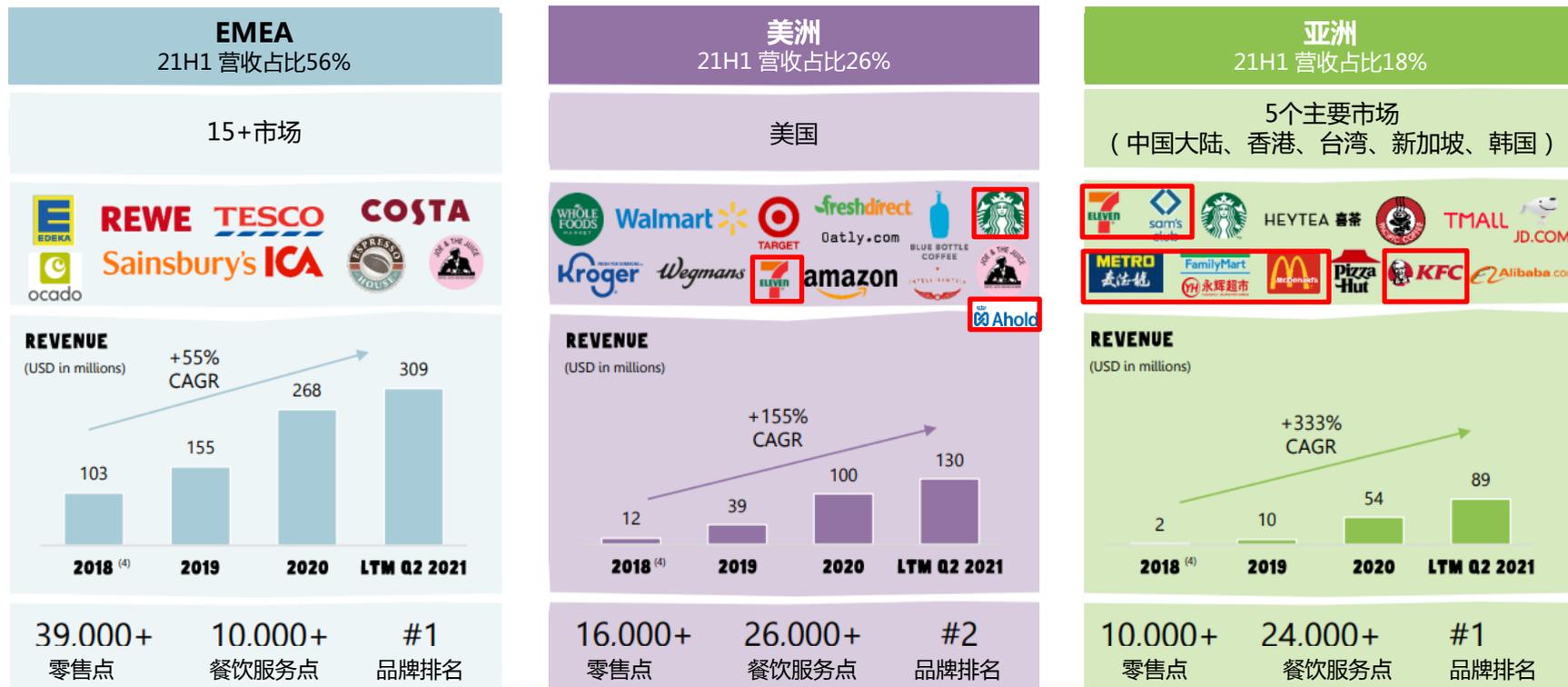
图：OATLY全球布局（按销售额）



1.4 全球布局：EMEA营收占比56%，美洲、亚洲市场快速扩张

- **EMEA：OATLY业务主要阵地。**发展最早，营收占比56%，业务遍及15+地区，在瑞典、德国、英国为销量TOP1品牌。
- **美洲：业务扩张，营收增速较快。**营收占比26%，增长较快，在美国为销量TOP2品牌，2021Q2，OATLY拓展了美洲7个销售渠道。
- **亚洲：业务扩张，营收增速最快。**2021Q2，OATLY拓展了亚洲7个销售渠道。根据2021年6月数据，OATLY为天猫燕麦奶品类销量TOP1品牌。

图：OATLY业务全球布局

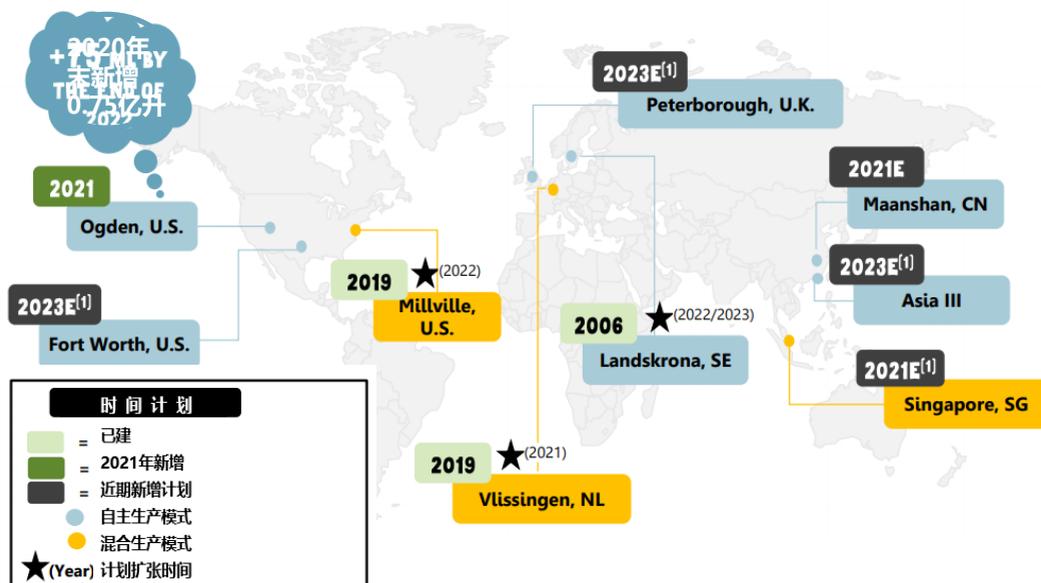


资料来源：OATLY 2021Q2业绩说明会，天风证券研究所
*红框内为2021Q2业绩说明会展示的新增销售渠道

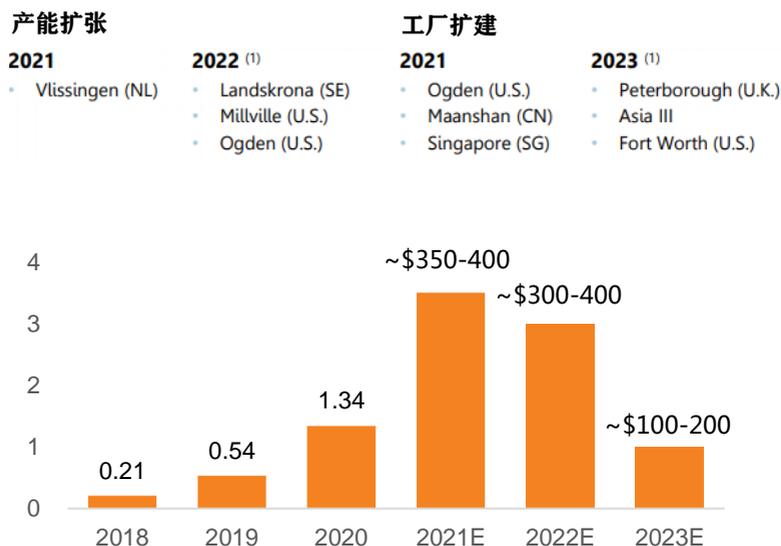
1.5 产能亟需提升，向端到端自主生产模式转变

- **扩大全球产能。** OATLY的增长一直受到产能的限制，消费者对产品的需求已经超过了OATLY的产能。截止2021Q2，OATLY拥有四家工厂，并计划新建五家工厂。OATLY预计，2021年产能将达到约6亿升，2022年将达到10.75亿升，2023年将达到14.75亿升。
- **致力于向端到端自主生产模式转变。** 截止2021Q2，OATLY约53%的产品通过共同或完全外包模式生产，27%通过混合模式生产，20%通过端到端的自主模式生产。未来，OATLY计划将大部分生产通过端到端自主生产模式完成，目标比例**50%~60%**。

图：OATLY工厂分布图



图：OATLY资本性支出（亿美元）



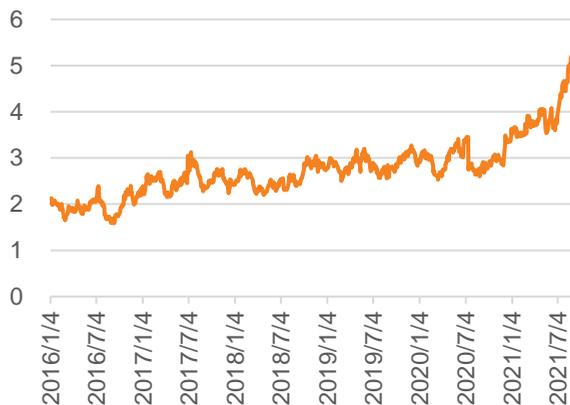
资料来源：OATLY2021Q2业绩说明会，天风证券研究所

资料来源：OATLY2021Q2业绩说明会，天风证券研究所

1.6 上游燕麦：产量下降，价格攀升，为燕麦产品制造商带来成本压力

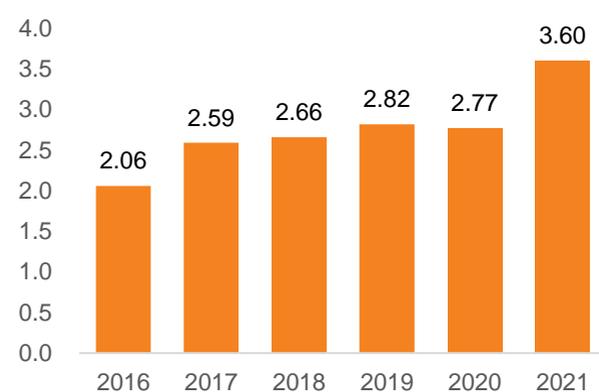
- 燕麦作为原料的价格攀升，给燕麦奶制造商的成本带来压力。
- 2021年全球燕麦产量略降，种植面积降至2017年水平。2005年以来，全球燕麦产量保持平稳。2016年以来，全球燕麦播种面积稳步提升，2021年下降到2017年水平。2021年燕麦种植面积下降主要来自于俄罗斯、加拿大、中国燕麦种植面积的下降。

图：CBOT燕麦期货收盘价（美元/蒲式耳）



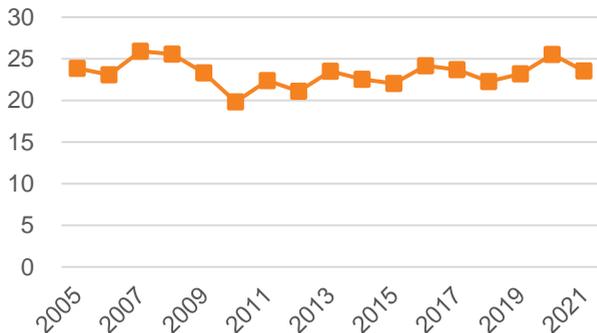
资料来源：wind，天风证券研究所

图：美国燕麦农场平均价（美元/蒲式耳）



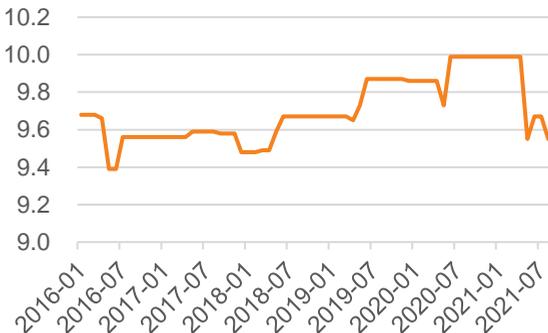
资料来源：wind，天风证券研究所

图：全球燕麦产量（百万吨）



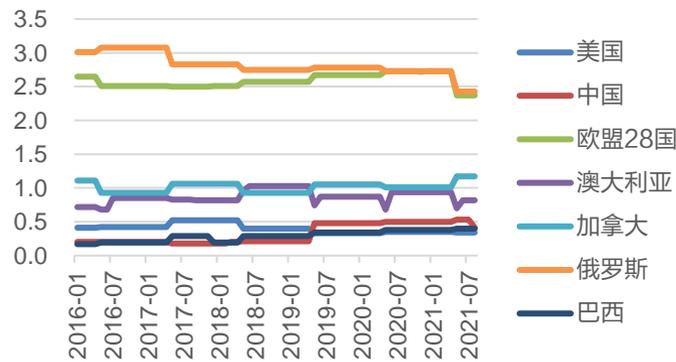
资料来源：wind，天风证券研究所

图：全球燕麦播种面积（百万公顷）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：各地区燕麦播种面积（百万公顷）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.7 财务分析：营收增速加快，向美洲和亚洲市场延伸

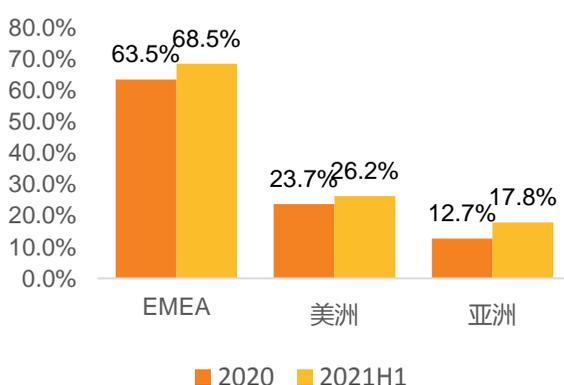
- **营业收入增速加快：**2020年实现营收4.2亿美元，同比增长106.5%（2019年+72.9%），营收增速加快。2020年营收的增长主要来自新泽西州米尔维尔和荷兰弗利辛根的工厂带来的**产品供应量增长**和与星巴克在亚洲签订合作协议带来的**产品需求量增长**。2021年H1营收为2.9亿美元，同比增长59%，主要由于工厂扩建使得产品供应量得到提高，以满足了不断增长的需求。
- **营业收入的全球布局：向美洲和亚洲市场延伸。**2021H1，EMEA（欧洲、中东、非洲）、美洲、亚洲分别占OATLY总营收的68.5%、26.2%、17.8%，EMEA、美洲、亚洲市场分别同比增长4%、4%、107%，**亚洲市场快速增长**。
- **销售额在亚洲增速明显：**在EMEA、美洲、**亚洲**三个地区，2020年OATLY营收分别达到3.03亿美元、1亿美元、0.54亿美元，分别同比增长88%、**156%**、**427%**。2021年H1营收分别达到1.96亿美元、0.75亿美元、0.51亿美元，分别同比增长52%、67%、**240%**。

图：OATLY营业收入（亿美元）



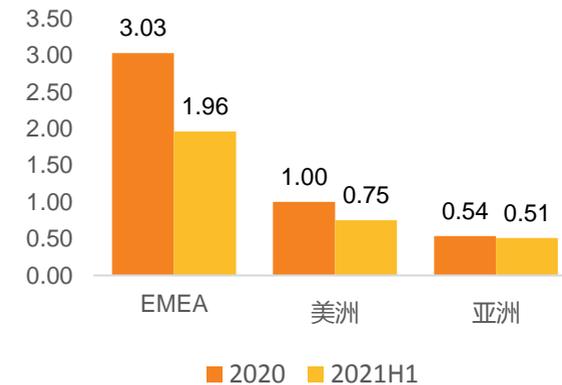
资料来源：OATLY财报，天风证券研究所

图：OATLY营业收入的区域比例（%）



资料来源：OATLY招股书，2021Q2财报，天风证券研究所

图：OATLY各地区收入（亿美元）



资料来源：OATLY招股书，2021Q2财报，天风证券研究所

1.7 财务分析：毛利率略降，处于增长与投入的阶段

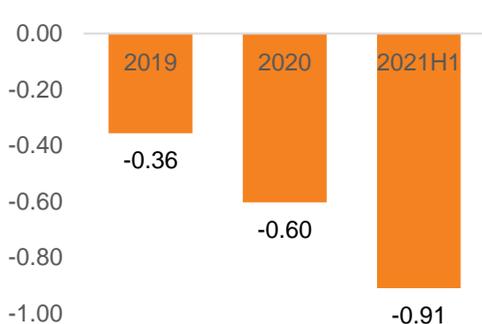
- **毛利率略有下降：**2019/2020/2021H1，公司毛利率分别为32.6%/30.7%/28.1%。主要是因为物流费用增加（从EMEA到亚洲的运费增长最大），细分市场、渠道和客户发生变化，联合包装生产模式比重增加（从2020年的52%到2021Q2的53%）。
- **销售成本（COGS）**主要包括燕麦和其他原材料成本、包装成本、人工成本、存货的仓储和运输成本、厂房设备的折旧。
- **净亏损扩大：**由于OATLY处于增长与投入的阶段，2020年亏损0.60亿美元，2021年H1亏损0.91亿美元。
- **融资现金流大幅增长：**2020年经营现金流同比增长了13.3%，主要原因是业务扩张带来了投入增加。2020年投资现金流同比增长118.6%，主要原因是新建美国奥格登市工厂使得投入增加。2020年融资现金流同比增长了186.7%，主要原因是2020年发生了多项融资交易。2021H1融资现金流大幅增长，主要来自10亿美元的IPO收入。

图：OATLY毛利（亿美元）与毛利率（%）



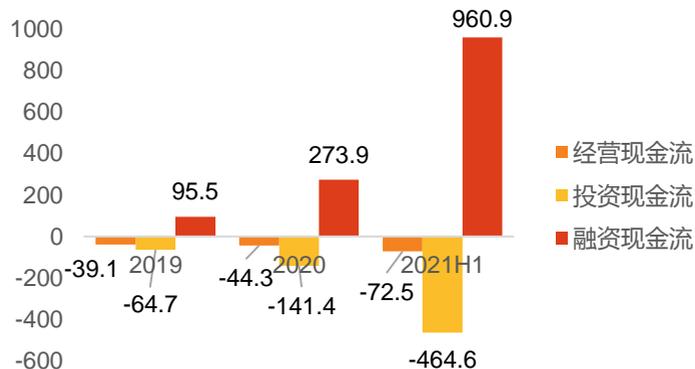
资料来源：OATLY招股书，财报，天风证券研究所

图：OATLY净利润（亿美元）



资料来源：OATLY招股书，财报，天风证券研究所

图：OATLY现金流（百万美元）



资料来源：OATLY招股书，财报，天风证券研究所

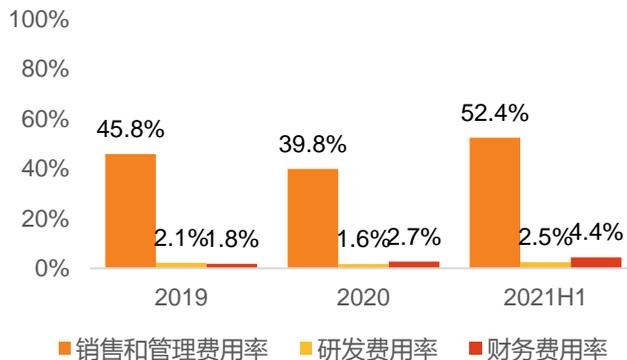
1.7 财务分析：三费均有增长，销售和管理费用占比88%

- **销售和管理费用占比最高，品牌建设先行：**2019/2020/2021H1销售管理费用分别为0.93亿/1.68亿/1.50亿美元，占收入比重分别为45.8%/39.8%/52.4%。2021H1销售管理费用增长主要来自1800万美元的品牌推广和营销费用增加（包括超级碗广告费用）、3220万美元的员工相关费用（其中930万是和IPO相关的一次性费用）、910万美元的客户分销成本。
- **研发费用：**2019/2020/2021H1研发费用分别为431万/683万/704万美元，占收入比重分别为2.1%/1.6%/2.5%，2020/2021H1研发费用分别同比增长58.5%、183.8%。2021H1费用的增长主要由于研发人员的增加。
- **财务费用：**2019/2020/2021H1财务费用分别为366万/1137万/1260万美元，占收入比重分别为1.8%/2.7%/4.4%。截至2020年底主要是来自五项融资项目（欧洲投资基金担保三年定期贷款协议、与纽约以色列贴现银行签订的信贷协议、与大股东签订的过桥贷款协议、可持续发展关联贷款协议、可持续循环信贷安排协议）。

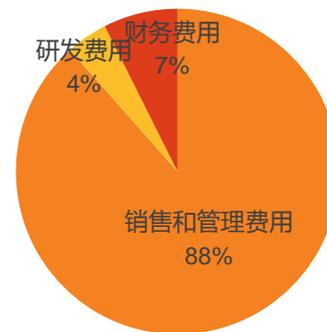
图：OATLY三大费用（万美元）



图：OATLY三大费用率



图：2021年H1 OATLY三大费用占比



资料来源：OATLY招股书，2021Q2财报，天风证券研究所

资料来源：OATLY招股书，2021Q2财报，天风证券研究所

资料来源：2021Q2财报，天风证券研究所

目录

1. OATLY：全球燕麦奶领导者，注重饮食健康与环境保护的新消费品牌

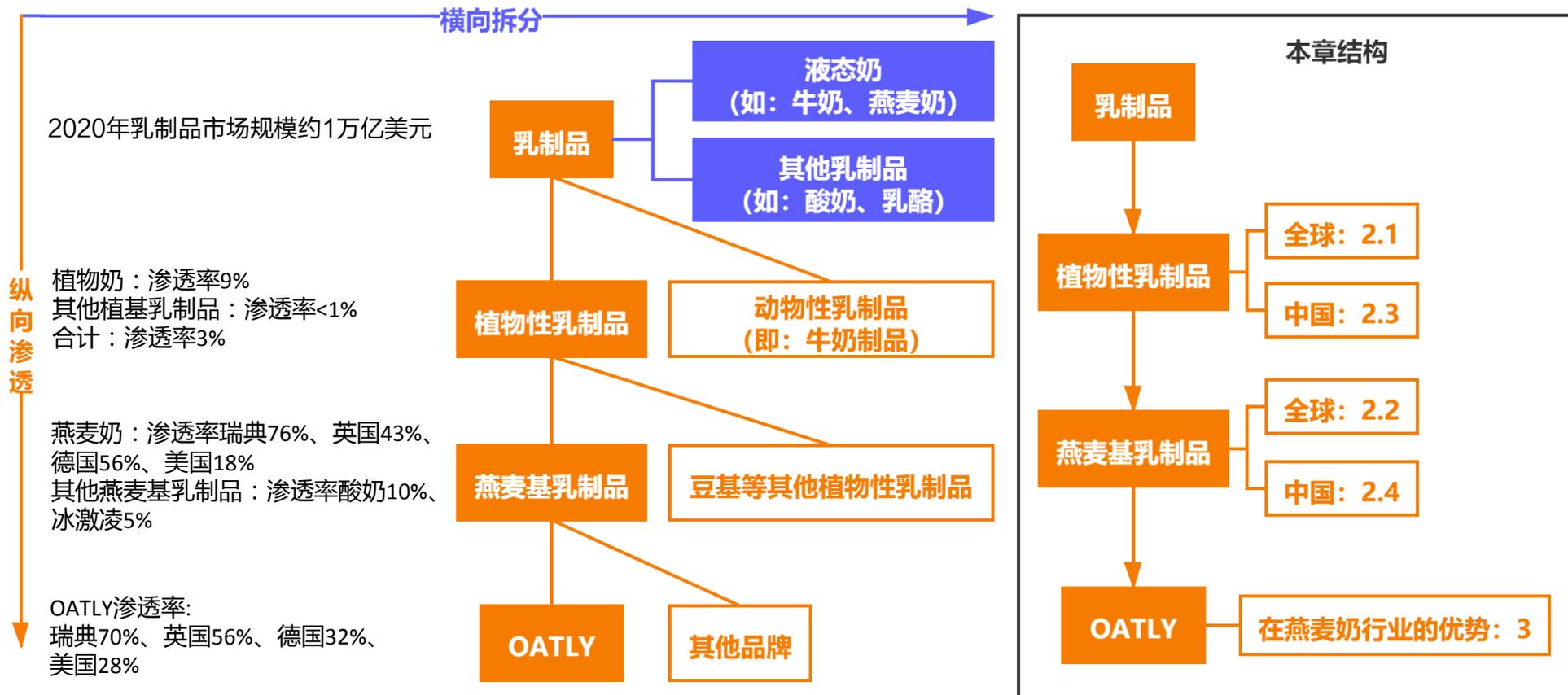
2. 植物性乳制品行业：起步阶段渗透率低，市场前景广阔

3. 收入驱动因素：低碳的牛奶替代品逻辑，渗透率、渠道、毛利存在上行空间

4. 营收测算

行业分析框架

图：OATLY行业分析框架图



资料来源：欧睿国际，Mintel，OATLY2021Q2财报，天风证券研究所

行业综述

- 1、植物性乳制品处于起步阶段，渗透率低，潜在市场空间大。

2020年全球乳制品行业规模（零售）约5920亿美元→2025E 7890亿美元，CAGR 5.9%。

牛奶占比30%，2020年全球牛奶零售额约1790亿美元→2025E 2470亿美元，CAGR 6.6%；

植物性乳制品占比3%，2020全球植物性乳制品零售额约180亿美元；（不含中国的豆类饮品）

- 牛奶替代趋势：相对牛奶来说，更环保-资源消耗少，更健康-膳食纤维高、脂肪含量低、热量低
- 品类包括：坚果基底，谷物类基底，豆类基底等

- 2、燕麦饮市场增速快，在【瑞典、英国、德国、美国】的增长率均超过牛奶替代品整个行业的增长率
中国竞争格局：

老牌细分市场集中度高（椰树椰汁、承德露露）：毛利在45%左右，净利25%-35%，渠道优势

OATLY成长快：毛利率31%左右，营销模式新，品牌建设强，研发费用高

- 就燕麦饮细分品类而言，竞争来自知名品牌的品类布局+新品牌进场

- 3、目标客群：千禧一代和Z世代，更愿意为健康环保买单。

2.1 植物性乳制品行业：处于起步阶段，渗透率低，市场前景广阔

- **全球乳制品行业规模（零售）**：根据欧睿国际，2020年全球乳制品行业零售额约为**5920亿美元**，预计到2025年将达到**7890亿美元**，年均复合年增长率为5.9%。
- **牛奶占全球乳制品份额的30%**，是乳制品中最大的子类别。根据欧睿国际，2020年全球牛奶零售额约为**1790亿美元**，约占全球乳制品业的30%。预计到2025年，全球牛奶零售额将达到**2470亿美元**，年均复合增长率为6.6%。
- **植物性乳制品→牛奶替代逻辑**：根据欧睿国际，从零售渠道来看，2020年全球植物性乳制品零售额约为**180亿美元**，占全球乳制品行业的3%（不含中国的豆类饮品）。
- **从产品形态角度（横向）**，根据欧睿国际，截至2020年，植物奶在全球奶业的渗透率达到9%，其他植基乳制品渗透率不到1%。
- **植物性乳制品已拥有了较大的消费者基础**，健康、营养和可持续性越来越成为消费者考虑的因素。据Consumer Insights称，在美国，过去三年中已经有32%的消费者减少或停止了牛奶的购买，这些消费者中有三分之二已经开始用植物性乳制品作为牛奶的替代品。根据Consumer Insights，在2021年2月~4月期间，美国、英国、德国、中国和瑞典有35%到40%的成年人购买了植物奶，其中60%到70%的消费者在过去两年内已经开始购买植物奶。根据Consumer Insights，在新消费者进入的推动下，植物奶行业未来三年内增长率为20%至25%。

图：全球乳制品行业和牛奶零售表现（亿美元）



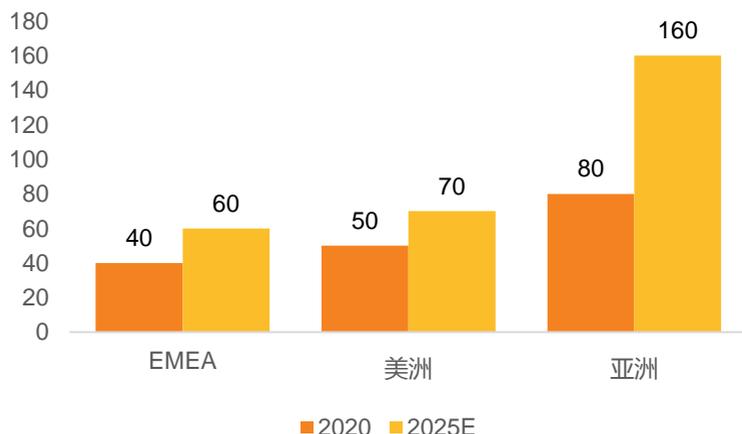
图：过去三年美国消费者从牛奶到植物性乳制品的消费习惯转变



2.1 植物性乳制品行业：目前渗透率低，亚洲是最大的市场

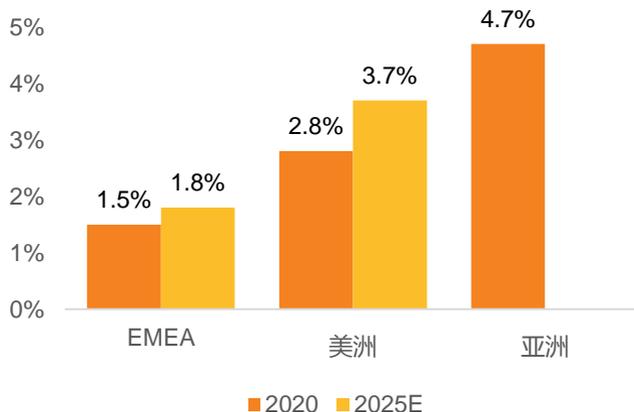
- **全球植物性乳制品行业零售表现：目前在乳制品行业的渗透率低，亚洲是最大的市场**
 - **欧洲、中东和非洲：**根据欧睿国际的数据，2020年EMEA植物性乳制品行业的零售额约为40亿美元，占乳制品行业的1.5%，预计到2025年将达到60亿美元，渗透率将增加到1.8%。
 - **美洲：**根据欧睿国际，2020年美洲植物性乳制品行业的零售额约为50亿美元，占乳制品行业的2.8%，预计到2025年将达到70亿美元，渗透率将增加到3.7%。
 - **亚洲：**亚洲目前是世界上最大的植物性乳制品市场。根据欧睿国际，2020年亚洲植物性乳制品行业（不包括中国的大豆饮料）的零售额约为80亿美元，占乳制品行业的4.7%，预计到2025年将适度增长。乳糖不耐症在亚洲国家广泛存在。受到OATLY等新植物性品牌推动，欧睿国际预计，到2025年，中国植物性乳制品市场将翻倍增长。

图：全球植物性乳制品行业零售表现（亿美元）



资料来源：OATLY招股书，欧睿国际，天风证券研究所

图：全球植物性乳制品行业渗透率

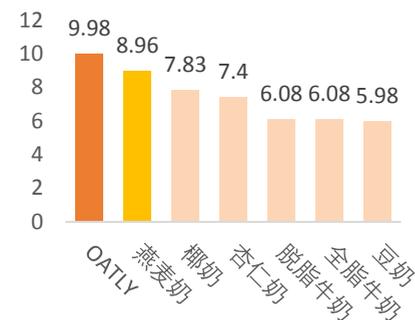


资料来源：OATLY招股书，欧睿国际，天风证券研究所

2.1 植物性乳制品行业：燕麦奶 vs 牛奶

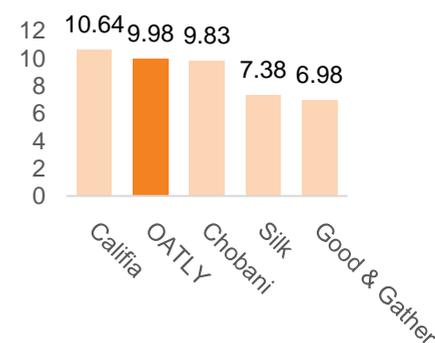
- 无论是在国内还是海外市场，燕麦奶单位售价普遍比纯牛奶高。燕麦奶品类中，OATLY售价偏高。在海外市场，OATLY售价第二，仅次于Califia。在中国市场，OATLY售价最高。
- OATLY燕麦奶的毛利率比国内牛奶巨头低。2020年，OATLY燕麦奶的毛利率略低于国内牛奶巨头伊利的液态乳、蒙牛、光明的液态奶。

图：2021年海外市场各类液态奶平均单位价格(美元/加仑)



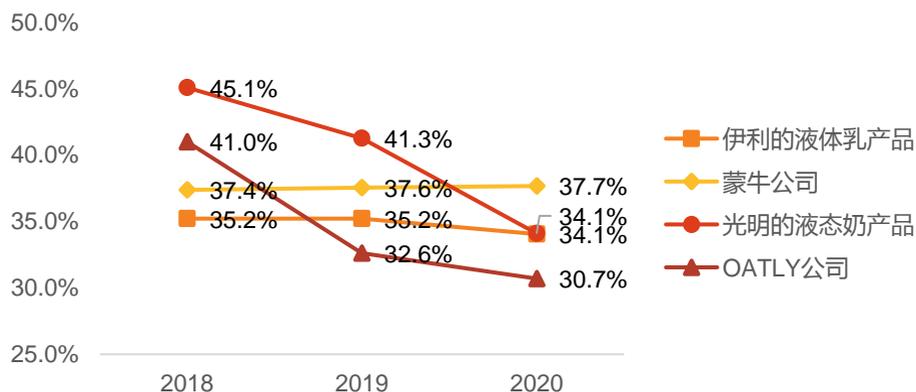
资料来源：Target, 天风证券研究所

图：2021年海外市场燕麦奶品牌单位价格(美元/加仑)



资料来源：Target, 天风证券研究所

图：OATLY燕麦奶与国内奶业的毛利率对比



资料来源：wind, 天风证券研究所

*其中，蒙牛和OATLY未披露液态奶部分毛利率，展示了公司整体的毛利率。2020年蒙牛液态奶占营收89%，OATLY液态奶占营收约90%。

图：中国市场燕麦奶与牛奶零售价对比

类别	产品	每100ml售价(元)
纯牛奶 经典款	伊利	1.28
	蒙牛	1.29
	光明	1.50
纯牛奶 高端线	特仑苏	1.75
	金典	2.17
	OATLY	4.20
燕麦奶	蒙牛“宜多麦”	2.20
	伊利“植选”	2.21
	小麦欧耶	2.75
	欧扎克	2.47
	oat oat	2.22
	每日盒子	2.56
	谷物星球	3.53

资料来源：天猫旗舰店(99价)，天风证券研究所

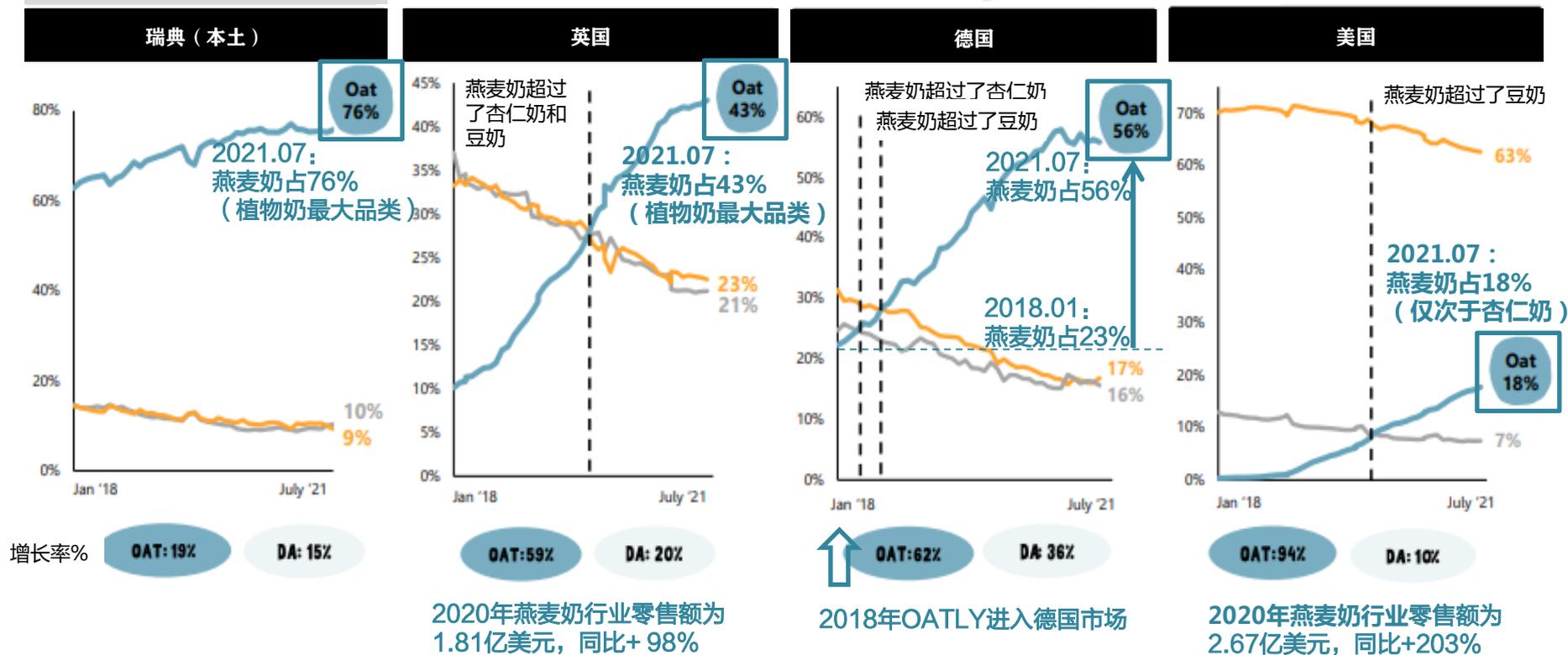
2.2 燕麦饮行业：市场份额快速增长

● 燕麦饮全球市场份额快速增长

- 从行业增速、进入某国家市场后市占率情况、在植物奶中品类占比等方面

在植物奶零售市场的占比%

— 燕麦奶 — 豆奶 — 杏仁奶 — 燕麦奶 — 乳制品替代品



THE ORIGINAL OATLY! 瑞典燕麦奶行业零售额TOP1, 在所有牛奶替代品中占有53%的市场份额。

英国燕麦奶行业零售额TOP1, 2020年零售额同比+99%。

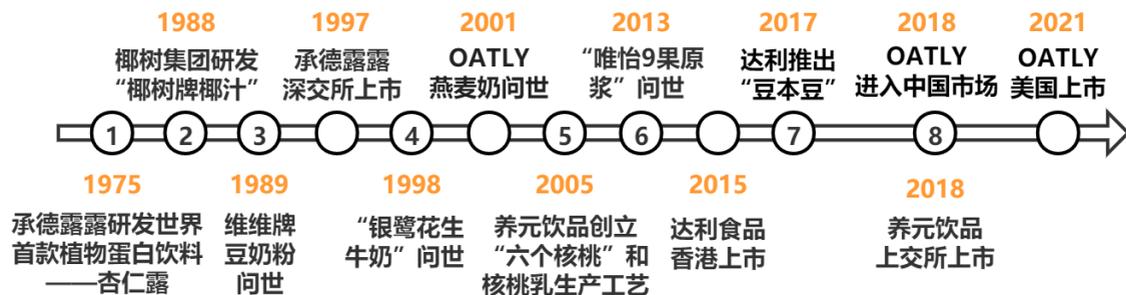
德国燕麦奶行业零售额TOP1, 2020年零售额同比+199%。

美国燕麦奶行业零售额TOP1, 2020年零售额同比+182%。

2.3 中国植物性乳制品行业：消费者认知基础深厚，多品类已占据较高市场份额

- 中国植物性乳制品已具有深厚的消费者认知基础。早在OATLY燕麦饮进入中国市场前，植物性乳制品在中国已经具有良好的消费者基础，主要有大豆饮品、椰汁饮品等七个品类。
- 中国现存头部品牌均具有较悠久的历史、较高的消费者认知度、较大的细分领域市场份额，但我们认为也存在营销模式陈旧、对年轻消费群体吸引力低的问题。

图：中国植物性乳制品行业布局时间轴



资料来源：各公司官网，天风证券研究所

表：中国植物性乳制品行业七大品类

植物种类	头部产品	上市时间
杏仁饮品	露露杏仁露	1975
椰汁饮品	椰树牌椰汁	1988
花生饮品	银鹭花生牛奶	1998
核桃饮品	养元六个核桃	2005
坚果饮品	唯怡9果原浆	2013
大豆饮品	豆本豆	2017
燕麦饮品	OATLY	2018

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

2.3 中国植物性乳制品行业：目前市场集中度高，但头部份额面临竞争冲击

- 目前市场集中度高，但头部份额面临竞争冲击。根据天猫发布的《2020植物蛋白饮料创新趋势》，植物蛋白饮料目前的市场集中度依然很高，但头部品牌的份额已略有缩减，2020年11月top3品牌市场份额同比减少了6%；尤其是燕麦奶市场，高集中度的同时，头部品牌也在面临着强力的竞争，2020年11月top3品牌市场份额同比减少了21%。
- 根据天猫的植物奶品类排行榜，养元饮品的“六个核桃”排名第一，市占率达15.35%。OATLY排名第二，市占率达11.86%，全年成交金额达0.89亿元。Top5品牌共占市场份额59.21%，目前市场集中度较高。

表：2020年11月天猫平台植物蛋白饮料头部销量排名

植物蛋白饮料销量前5品牌		燕麦奶销量前5品牌		豆奶销量前5品牌	
No.1	六个核桃	No.1	OATLY	No.1	Vitasoy/维他奶
No.2	OATLY	No.2	谷为纤	No.2	豆本豆
No.3	Honice's/荷乐士	No.3	涵一	No.3	力大狮(泰国)
No.4	Vitasoy/维他奶	No.4	Joya	No.4	Vamino/哇米诺
No.5	豆本豆	No.5	oatoat	No.5	豆源和
top3品牌市场份额同比变化：-6%		top3品牌市场份额同比变化：-21%		top3品牌市场份额同比变化：-13%	

资料来源：天猫《2020植物蛋白饮料创新趋势》，天风证券研究所

表：2020.04-2021.03植物奶品类排行榜

排名	品牌	市占率	排名	品牌	市占率	排名	品牌	市占率	排名	品牌	市占率
1	六个核桃	15.35%	6	椰树	6.39%	11	露露	1.58%	16	Maeil	1.05%
2	oatly	11.86%	7	涵一	3.99%	12	伊利	1.56%	17	oatoat	1.05%
3	豆本豆	10.93%	8	盼盼	2.35%	13	Joya	1.52%	18	唯怡	0.91%
4	Honice's	10.67%	9	力大狮	1.93%	14	光明	1.41%	19	califia farms	0.75%
5	维他奶	10.40%	10	椰谷	1.63%	15	Vamino	1.28%	20	vivesoy	0.68%

资料来源：天猫淘宝平台，天风证券研究所

2.4 中国燕麦饮市场：以OATLY为首，多品牌加入竞争

- OATLY开创中国燕麦饮市场，多品牌加入赛道竞争。2018年，OATLY进入中国，成为了中国首款燕麦奶品牌，在中国率先开辟了燕麦饮新赛道。随后两类品牌纷纷入场，一类是本土原创品牌，如小麦欧耶、oatoat，一类是知名公司旗下品牌，如伊利的“植选”，可口可乐的“Adez”。目前在中国，OATLY定位高端市场，定价居高。
- 在中国，燕麦类食品的消费认知基础好。随着以“王饱饱”为代表的即食麦片产品的推广与流行，燕麦类产品在追求健康生活、健身人士与瘦身人士中，成为了受欢迎和接受度高的产品。

表：燕麦饮中国市场之知名公司旗下品牌

品牌	上市时间	产品定位	天猫售价	每100ml单价	备注
OATLY	2018	健康、可持续	42元/1L	4.20元	
可口可乐“Adez”	2019.12	柔滑燕麦	---	---	未入驻天猫
蒙牛“宜多麦”	2021.1	高饱腹感低GI	6.83元/310ml	2.20元	
伊利“植选”	2021.3	好喝无负担	6.97元/315ml	2.21元	
达能“alpro”	2021.3	---	---	---	欧洲地区星巴克供应商 未入驻天猫

表：燕麦饮中国市场之本土原创品牌

品牌	上市时间	产品定位	技术	天猫售价	每100ml单价	备注
小麦欧耶	2020.1	完全萃取营养物质，口感好	采来自荷兰瓦赫宁根大学独家的72小时缓慢酶解技术，完全萃取营养物质，口感浓郁香甜，使用代糖更健康	6.86元/250ml	2.75元	初创国产燕麦奶品牌
欧扎克	2020.3	喝不胖的燕麦“奶”	欧扎克·江南大学健康谷物食品联合实验室研制先进酶解技术、破壁研磨技术	5.9元/250ml	2.47元	创办于2013年国产网红麦片品牌
oatoat	2020.5	清甜燕麦，健康本味	由江南大学和张晖实验室研发的双酶解专利技术	8.16元/330ml	2.22元	初创国产燕麦奶品牌
每日盒子	2020.11	有营养喝不胖的燕麦	专利酶解技术	6.4元/250ml	2.56元	初创国产燕麦奶品牌
谷物星球	2021.2	好喝不怕胖，健康0负担	自研配方	11.65元/330ml	3.53元	初创国产燕麦奶品牌

2.4 中国燕麦饮市场：以OATLY为首，多品牌加入竞争

图：燕麦饮中国发展历程

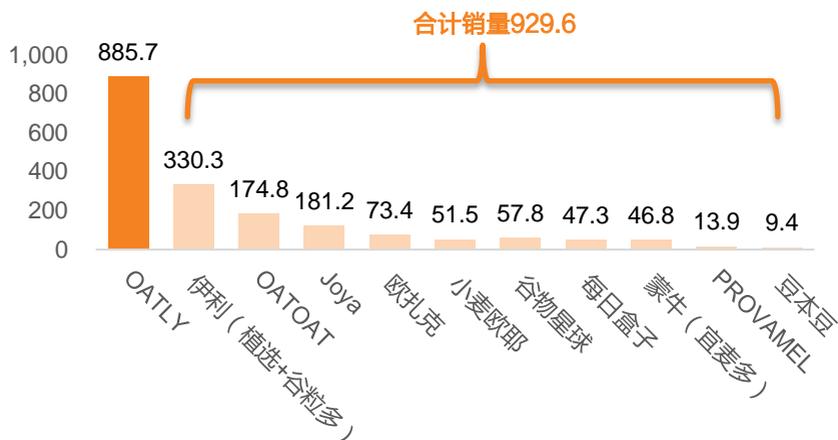


资料来源：招股书，各公司官网及旗舰店，VCPE参考公众号，红碗社公众号，财经涂鸦公众号，快鲤鱼公众号，品牌星球BrandStar公众号，食品饮料行业微刊公众号，FBIF食品饮料创新公众号，36氪公众号，投资界，天风证券研究所

2.4 中国燕麦饮市场：OATLY天猫总销量TOP1，市占率约50%

- 在中国燕麦饮市场，OATLY线上销量领先。
 - 京东线上商城：OATLY产品销量包揽京东APP的TOP1~4。销量TOP10品牌包括伊利、维他奶等老牌企业。初创国产燕麦奶品牌，如OATOAT、欧扎克、小麦欧耶、谷物星球，都居于TOP15以外，市占率较低。
 - 天猫线上商城：OATLY总销量TOP1，市占率约50%，销量为TOP2的约2.7倍。TOP2为老牌国企伊利，市占率约20%，TOP3为国产，市占率约10%。

图：各品牌天猫旗舰店的燕麦奶产品总销量（千件）



资料来源：店透视2021.7.25数据，天风证券研究所
*维他奶旗舰店没有提供总销量数据

表：近15天京东APP燕麦奶品牌APP销量排名

排名	品牌	产品	商品销量排名
1	OATLY	咖啡大师燕麦饮	TOP1+TOP2
		原味燕麦露	TOP3+TOP4
2	伊利 (植选)	植选燕麦奶	TOP5
3	维他奶	燕麦奶	TOP6
4	伊利 (谷粒多)	谷粒多燕麦牛奶	TOP9
5	蒙牛 (宜多麦)	高纤燕麦乳	TOP14
6	OATOAT	原味燕麦饮	TOP15
7	PROVAMEL	燕麦饮	TOP16
8	欧扎克	燕麦饮	TOP23
9	豆本豆	燕麦豆奶	TOP25
10	小麦欧耶	燕麦奶	TOP35
11	谷物星球	燕麦奶	TOP36
12	Joya	燕麦饮	TOP45

资料来源：博士店长2021.7.24数据，天风证券研究所

表：近30天淘宝燕麦奶品牌销量排名

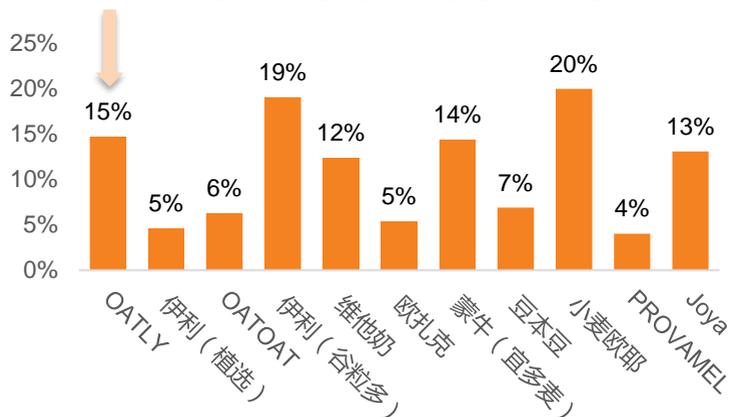
排名	品牌	产品	商品销量排名
1	伊利 (植选)	植选燕麦奶	TOP1
2	OATLY	咖啡大师燕麦奶	TOP2
3	蒙牛 (宜多麦)	高纤燕麦乳	TOP3
4	OATOAT	原味椰子味燕麦饮	TOP4
5	欧扎克	燕麦饮	TOP7
6	伊利 (谷粒多)	谷粒多燕麦牛奶	TOP10
7	一番麦	燕麦奶爆米花味	TOP13
8	六养	燕麦奶	TOP18
9	每日盒子	原味燕麦奶	TOP23
10	维他奶	燕麦奶	TOP30
11	Joya	燕麦饮	TOP34
12	Schardinger (奥地利)	燕麦奶	TOP38

资料来源：店透视2021.7.26数据，天风证券研究所

2.4 中国燕麦饮市场：呈现金字塔格局，OATLY销量转化率高

- 中国燕麦奶市场呈现金字塔格局，头部份额集中，第一梯度产品月销2万+。OATLY、伊利（植选）销量最高的燕麦奶产品的天猫&京东月销达到2万+。
- OATLY销量转化率为15%，居行业前三。销量转化率指访客中最终购买商品的人数比重。OATLY、伊利（谷粒多）、小麦欧耶的销量转化率均达到15%以上，而最低的品牌仅4%。

表：京东各品牌销量最好的燕麦奶产品的近30天销售转化率



图：天猫&京东各品牌销量最高的燕麦奶产品的月销量梯度图



2.4 中国燕麦饮市场：OATLY vs 伊利植选

- **OATLY：天猫总销量为燕麦奶行业TOP1。**
OATLY2018年进入中国市场，9月入驻天猫，目前在天猫，OATLY燕麦奶总销量为行业TOP1，市占率约50%。
- **和知名咖啡品牌合作，拓宽知名度。**线下为餐饮店提供燕麦奶，包括星巴克、COSTA、喜茶等，线上与咖啡品牌搭配销售，包括三顿半、永璞、隅田川等。

图：OATLY × 喜茶新品燕麦奶波波



资料来源：三联生活周刊（2019.07）
天风证券研究所

图：OATLY × 三顿半咖啡联名礼盒



资料来源：shanghaiwow（2019.10）
天风证券研究所

图：OATLY × 隅田川搭配销售



资料来源：OATLY天猫旗舰店评论（2021.07）
天风证券研究所

图：OATLY × 永璞咖啡联名礼盒



资料来源：一条生活馆公众号（2020.12），
天风证券研究所

- **伊利植选：天猫总销量为燕麦奶行业TOP2。**植选是伊利旗下的植物性乳制品品牌，2017年从豆乳切入植物奶市场，2021年推出了燕麦奶和植物酸奶。目前在天猫，植选燕麦奶总销量为行业TOP2，市占率约20%。
- **利用明星代言效应。**植选燕麦奶签约龚俊作为代言人，在天猫，带有关键字“俊”的产品评论达1963条，占比47.9%，明星代言效应极大地带动了销售。

图：伊利植选燕麦奶天猫评论区大幅提及代言人



资料来源：植选天猫旗舰店评论（2021.8），天风证券研究所



目录

1. OATLY：全球燕麦奶领导者，注重饮食健康与环境保护的新消费品牌

2. 植物性乳制品行业：起步阶段渗透率低，市场前景广阔

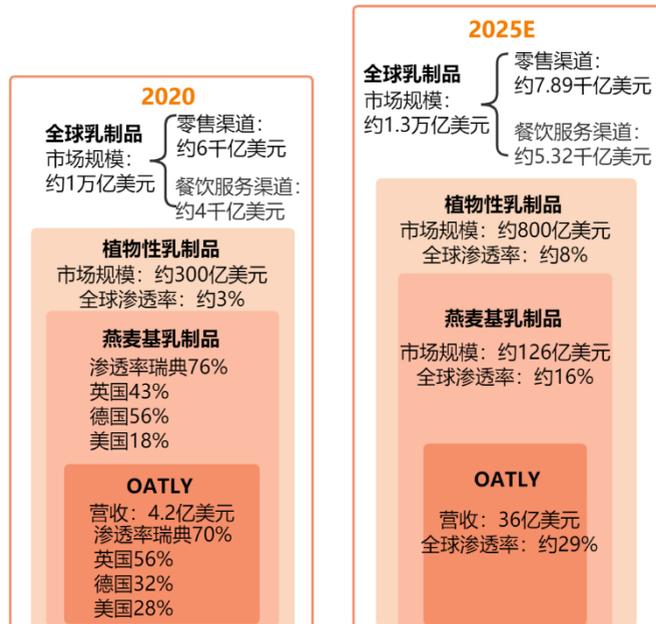
3. 收入驱动因素：低碳的牛奶替代品逻辑，渗透率、渠道、毛利存在上行空间

4. 营收测算

收入驱动因素：1、受益于行业渗透率提升，植物性乳制品空间广阔

- **全球乳制品行业规模（零售）**：2020年全球乳制品行业零售额约为**5920亿美元**，预计到2025年将达到**7890亿美元**，年均复合年增长率为5.9%。
- **牛奶占全球乳制品份额的30%**，是乳制品中最大的子类别。2020年全球牛奶零售额约为**1790亿美元**，约占全球乳制品业的30%。预计到2025年，全球牛奶零售额将达到**2470亿美元**，年均复合增长率为6.6%。
- **植物性乳制品→牛奶替代逻辑**：根据欧睿数据，从零售渠道来看，2020年全球植物性乳制品零售额约为**180亿美元**，占全球乳制品行业的3%（不含中国的豆类饮品）。
- **从产品形态角度（横向）**，截至2020年，植物奶在全球奶业的渗透率**达到9%**，其他植基乳制品渗透率不到1%。

图：全球乳制品市场规模渗透图



资料来源：招股书，欧睿国际，天风证券研究所

图：美国牛奶&植基奶家庭消费量（加仑每个家庭每周）



图：美国人均牛奶消费量（磅每人）



图：美国人均植基奶消费量（磅每人）



图：乳制品零售额&植基产品渗透率

乳制品种类	鲜奶	芝士	酸奶	黄油	其他
2020全球零售额(亿美元)	1796	1361	950	451	595
植基产品渗透率	9%	<1%			

资料来源：美国农业部（USDA），天风证券研究所

资料来源：美国农业部（USDA），天风证券研究所

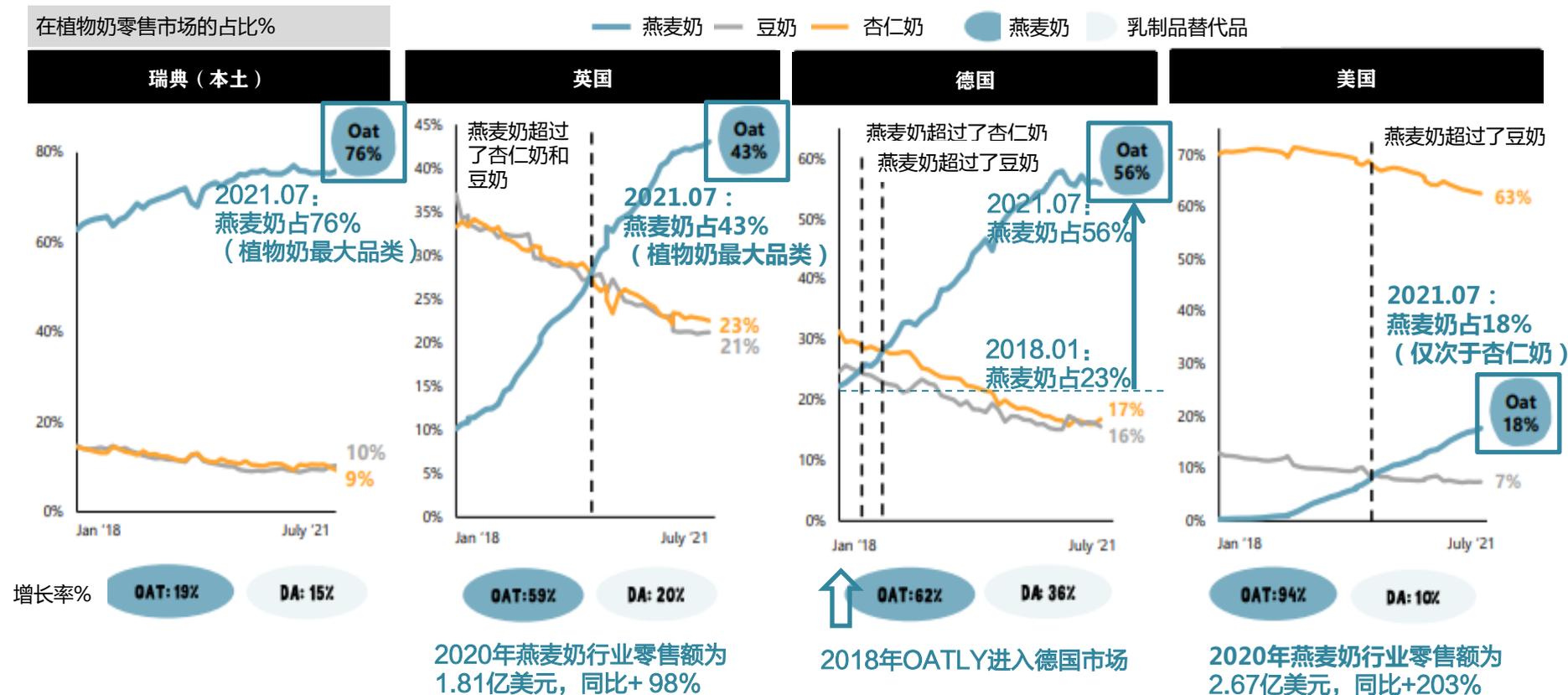
资料来源：Good Food Institute，天风证券研究所

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

收入驱动因素：1、牛奶替代品品类中，燕麦饮增长强劲

牛奶替代品按原料可分为燕麦奶、豆奶、杏仁奶等，其中燕麦饮全球市场份额快速增长。

图：燕麦奶全球市场情况



THE ORIGINAL OATLY!
瑞典燕麦奶行业零售额TOP1，在所有牛奶替代品中占有53%的市场份额。

英国燕麦奶行业零售额TOP1，2020年零售额同比+99%。

德国燕麦奶行业零售额TOP1，2020年零售额同比+199%。

美国燕麦奶行业零售额TOP1，2020年零售额同+182%。

收入驱动因素：2、渠道优势，销售点可拓展空间大

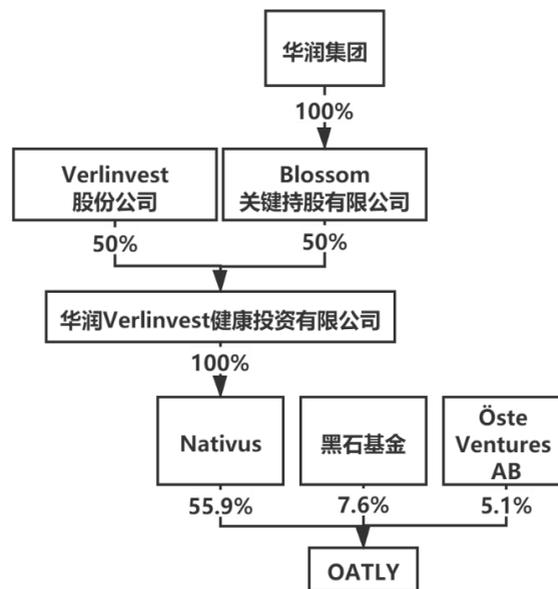
- 作为燕麦奶领导品牌，在渠道方面拥有先发优势。
 - ToB餐饮服务渠道（33%）：与星巴克、COSTA、喜茶等建立了合作伙伴关系，并成为星巴克在中国和美国的燕麦奶独家供应商。
 - ToC零售渠道：
 - 线下（62%）：入驻Target、沃尔玛等。
 - 线上（5%）：入驻天猫、京东等电商。

- 拥有华润和星巴克等渠道优势。1) 华润持股，拥有华润渠道优势。OATLY的第一大股东是华润和Verlinvest的合资企业，华润为OATLY的中国市场提供了华润旗下Ole'等超市和太平洋咖啡的渠道。2) 星巴克渠道优势。2020年7月OATLY融资2亿美元，跟投方包括星巴克前董事长兼CEO霍华德·舒尔茨。OATLY成为星巴克在中国和美国的燕麦奶独家供应商，星巴克的背书使得OATLY的品牌知名度快速提高。

图：OATLY商业模式与合作伙伴



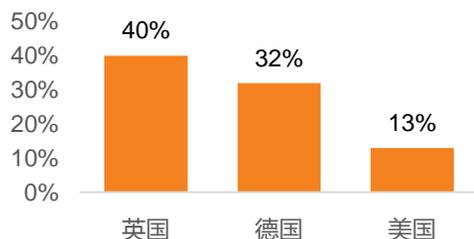
图：OATLY的持股5%以上的主要股东



收入驱动因素：2、渠道优势，销售点可拓展空间大

- OATLY销售点众多，在燕麦奶行业中占据优势地位。截至2020年底，在英国、德国和美国，OATLY销售点占燕麦奶行业销售点的百分比分别为40%、32%和13%，说明OATLY在**现有市场**具有显著优势。OATLY在中国拥有8,200多个销售点，其中包括4,700家星巴克和其他知名商店，如Manner、Tim Hortons、Peet's、Costa和喜茶。
- 从乳制品替代行业的**可拓销售点**来看，未来OATLY存在较大拓展空间。截至2020年底，OATLY燕麦奶产品在32,200家咖啡店和约60,000家零售店销售，占销售点总数的一小部分。2020年在英国、德国、美国，OATLY销售点分别占乳制品替代品销售点的10.6%、9.9%、1.2%（%Distribution Share of Total Selling Points），未来还有很大的销售网点扩展空间。

图：OATLY销售点占燕麦奶行业销售点的比例



资料来源：招股书，天风证券研究所

图：OATLY销售点在乳制品替代品销售点的比例

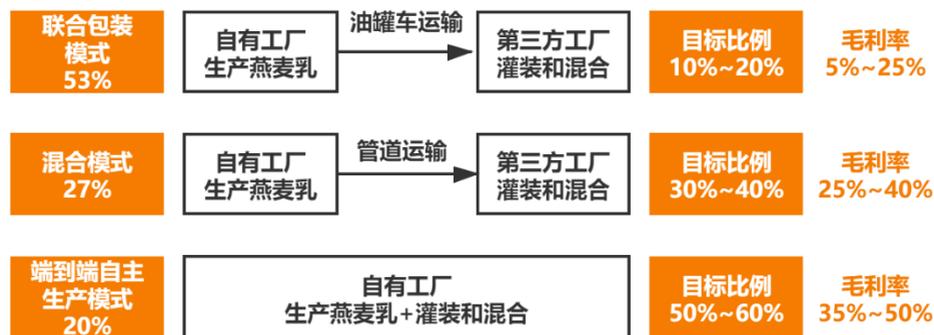


资料来源：招股书，天风证券研究所

收入驱动因素：3、全球加速布局，产能加速扩张，驱动毛利提升

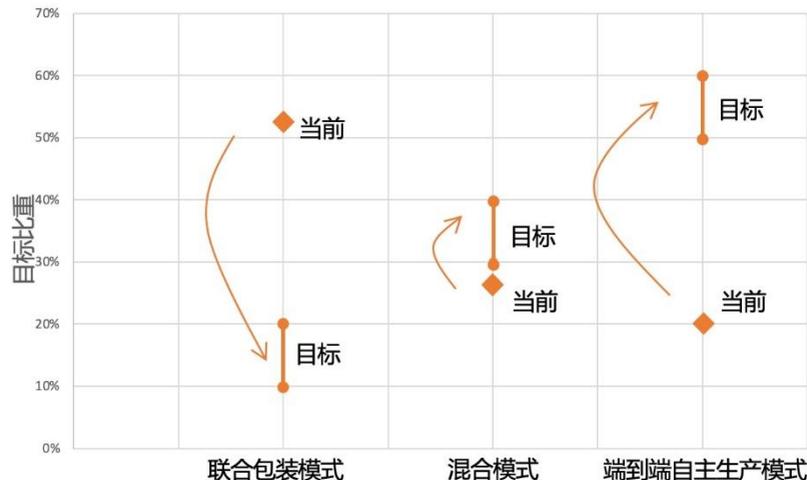
- OATLY的增长一直受到产能的限制
- 扩大全球产能，以应对不断增长的需求。截止2021Q2，OATLY拥有四家工厂，并计划新建五家工厂。2021年将新建成三条产线：美国奥格登-自主，新加坡-混合，中国马鞍山-自主。公司预计，2021年产能将达到约6亿升，2022年将达到10.75亿升，2023年将达到14.75亿升。

图：OATLY生产模式及转变目标



资料来源：招股书，2021Q2业绩说明会，天风证券研究所

图：OATLY生产模式及转变目标



图：OATLY厂房及设备投入&营收占比



图：OATLY产能计划 (亿升)



资料来源：招股书，天风证券研究所

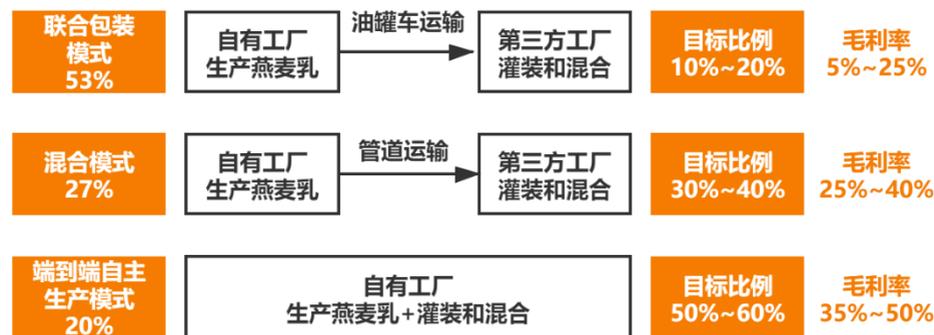
资料来源：2021Q2业绩说明会，天风证券研究所

资料来源：招股书，2021Q2业绩说明会天风证券研究所

毛利改善驱动因素：逐步转变为自主生产模式

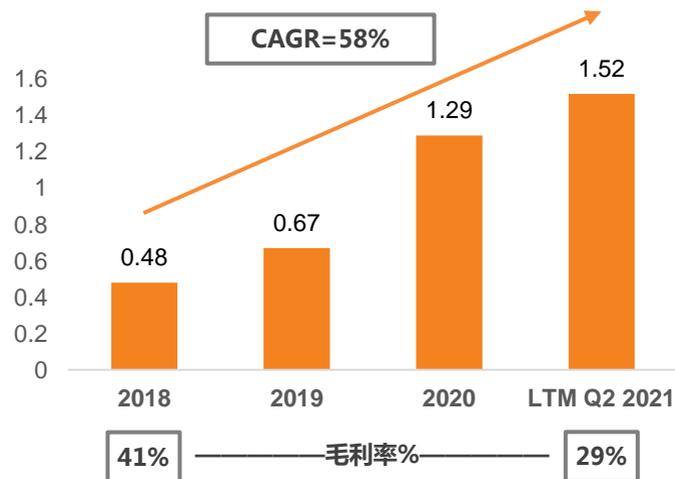
- 管理层预期
- 毛利提升驱动力：向自主生产模式（高毛利率）转变，毛利率有望提高。截止2021Q2，OATLY约53%的产品通过联合包装模式生产，27%通过混合模式生产，20%通过OATLY端到端自主模式生产。我们认为，未来通过更高比例的自主生产模式，将有利于毛利率提升。

图：OATLY生产模式及转变目标

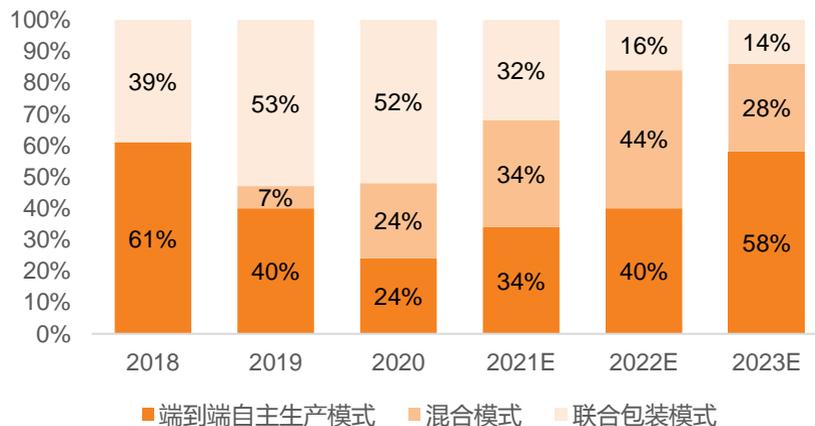


资料来源：招股书，2021Q2业绩说明会，天风证券研究所

图：OATLY毛利（亿美元）和毛利率（%）



图：OATLY三种生产模式占比（%）



注：2018-2019年数据为分析师根据招股书的估计值

资料来源：招股书，天风证券研究所

目录

1. OATLY：全球燕麦奶领导者，注重饮食健康与环境保护的新消费品牌

2. 植物性乳制品行业：起步阶段渗透率低，市场前景广阔

3. 收入驱动因素：低碳的牛奶替代品逻辑，渗透率、渠道、毛利存在上行空间

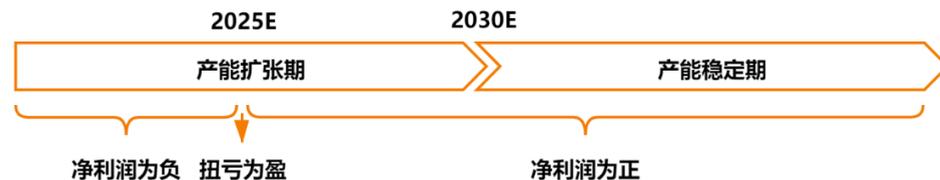
4. 营收测算

4.1 长期营收空间预测

我们对目前至2030年的长期营收空间进行预测，动因如下：

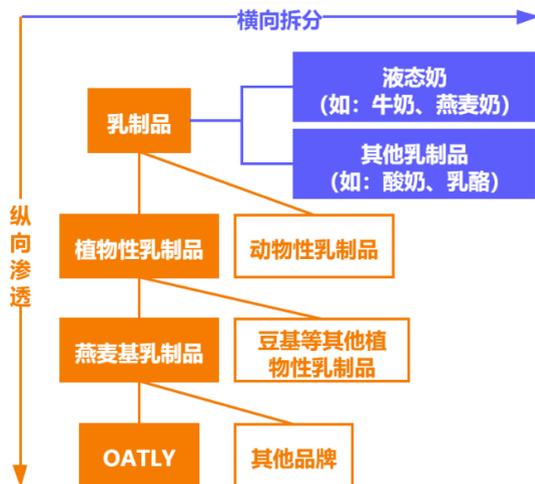
- (1) OATLY处于加大投入的产能扩张期，目前处于亏损状态，需要给予充分的成长期限，仅看短期并不能反映该公司的成长性。
- (2) 燕麦奶产品方兴未艾，各大品牌纷纷入场，竞争格局尚未成形，同样需要给予充分的成长期限，短期营收空间的波动性较大。

图：OATLY长期增长路径预期



资料来源：天风证券研究所

图：营业收入拆分&行业渗透逻辑



资料来源：天风证券研究所

表：OATLY2030年营收预测

	液态奶 (如：牛奶、燕麦奶)	其他乳制品 (如：酸奶、乳酪)	合计
(1) 全球乳制品市场规模 (亿美元)	5330	11311	
(2) × 植物性乳制品在全球乳制品的渗透率	10%	3%	
(3) × 燕麦基乳制品在植基乳制品的渗透率	25%	12%	
(4) × OATLY在燕麦基产品的渗透率	35%	38%	
(5) = OATLY营业收入 (亿美元)	48	15	48+15=63

资料来源：招股书，天风证券研究所

4.1 长期营收空间预测数据支撑

表：OATLY2030年营收预测

	液态奶	其他乳制品
(1) 全球乳制品市场规模 (亿美元)	5330	11311
(2) ✕ 植物性乳制品 在全球乳制品的渗透率	10%	3%
(3) ✕ 燕麦基乳制品 在植基乳制品的渗透率	25%	12%
(4) ✕ OATLY 在燕麦基产品的渗透率	35%	38%
(5) = OATLY营业收入 (亿美元)	48	15

资料来源：招股书，天风证券研究所

表：(1) 2030年全球乳制品市场规模预测 (亿美元)

	液态奶	其他 乳制品	总 乳制品	逻辑/假设
2020年零售端销售额	1790	4130	5920	根据欧睿国际数据
2020年餐饮服务端销售额			约4000	(假设)
2020年总销售额	2976	6944	9920	液态奶：其他乳制品=3:7
CAGR(2020-2030)	6%	5%		(假设)
2030年总销售额	5330	11311	16641	(计算得)

资料来源：招股书，欧睿国际，天风证券研究所

表：(2) 2030年植物性乳制品市场规模预测 (亿美元)

	液态奶	其他乳制品	总乳制品	逻辑/假设
2020年植物性乳制品在全球乳 制品的渗透率	9%	1%		根据欧睿国际数据
2020植物性乳制品总销售额	268	69	337	(计算得)
植物性乳制品市场规模 CAGR(2020-2030)		17%	10%	(假设)
	根据欧睿国际，2020~2025E的EMEA、美洲、亚洲植物性乳制品零售额CAGR分别为8%、7%、15% (均值10%)，2018~2023E年全球植基酸奶CAGR=17.8%			
2030植物性乳制品总销售额	541	334	875	(计算得)
2030年植物性乳制品在全球乳 制品的渗透率	10%	3%	5%	(计算得)

资料来源：招股书，欧睿国际，天风证券研究所

4.1 长期营收空间预测数据支撑

表：OATLY2030年营收预测

	液态奶	其他乳制品
(1) 全球乳制品市场规模 (亿美元)	5330	11311
(2) ✕ 植物性乳制品 在全球乳制品的渗透率	10%	3%
(3) ✕ 燕麦基乳制品 在植基乳制品的渗透率	25%	12%
(4) ✕ OATLY 在燕麦基产品的渗透率	35%	38%
(5) = OATLY营业收入 (亿美元)	48	15

资料来源：招股书，天风证券研究所

表：(3) 2020年12月欧美国家燕麦奶在植基乳制品的渗透率与增长率

国家	渗透率	增长率
瑞典	72%	19%
英国	42%	59%
德国	60%	62%
美国	14%	94%
均值	48%	59%

资料来源：OATLY2021Q2业绩说明会，尼尔森，IRI，天风证券研究所
*瑞典截至2021第28周，英国、美国截至07/17/21，德国截至2021第26周

液态奶：左表中所示四个国家是OATLY的主要销售地，考虑到全球部分国家燕麦奶渗透率低，预期2030年燕麦奶在植物奶的渗透率为25%。

其他乳制品：根据Mintel，对于2018.4至2019.5新品，在植基酸奶中，燕麦基酸奶占比10%，在植基冰激凌中，燕麦基冰激凌占比5%；目前燕麦基其他乳制品处于研发推广阶段，预期2030年燕麦基其他乳制品渗透率为12%。

表：(4) 2020年12月OATLY在燕麦基产品的渗透率

国家	OATLY在燕麦奶的渗透率
瑞典	70%
英国	56%
德国	32%
美国	28%
均值	47%

资料来源：OATLY2021Q2业绩说明会，尼尔森，IRI，天风证券研究所
*瑞典截至2021第28周，英国、美国截至07/17/21，德国截至2021第26周

液态奶：左表中所示四个国家是OATLY的主要销售地，考虑到全球部分国家燕麦奶渗透率低、多品牌入场后的竞争加剧，预期2030年OATLY在燕麦奶的渗透率为35%。

其他乳制品：预期2030年OATLY其他乳制品渗透率为38%，比OATLY燕麦奶渗透率略胜一筹。考虑到OATLY作为燕麦奶领导者，已推出多类燕麦基产品，率先进入目前较为空白的市场。

4.2 可比公司估值

- 海外新消费品牌、生活方式品牌估值一览。
- 2021、2022年行业平均EV/Revenue估值乘数分别为8.38、6.59。

表：可比公司估值（百万美元）

可比公司	股价（美元）	公司价值（EV）	最近一年营业收入	最近一年EBITDA	最近一年EBITDA收益率	营业收入CAGR		EV/Revenue	
						18A-20A	21E-23E	2021	2022
OATLY	18.30	10829.52	477.16	-136.09	-0.29	89%	68%	16.00	8.80
新消费品牌									
Celsius	75.56	5627.88	187.61	24.43	0.13	58%	50%	21.43	13.87
Monster Beverage	97.33	51476.46	5148.41	1908.21	0.37	10%	11%	9.04	8.19
Beyond Meat	121.50	7685.42	453.96	-27.20	-0.06	115%	39%	14.21	9.35
Freshpet	129.83	5629.43	370.74	61.38	0.17	28%	31%	12.02	9.23
Bellring Brands	33.06	4528.71	988.30	230.83	0.23	9%	10%	4.05	3.75
Simply Good Foods	35.35	3385.82	968.05	202.92	0.21	38%	8%	3.81	3.52
National Beverage	45.13	4211.28	1072.21	246.50	0.23	1%	5%	3.62	3.62
Jamieson Wellness	27.98	1123.82	339.33	77.92	0.23	10%	6%	3.58	3.35
Laird Superfood	19.69	177.22	26.01	-20.05	-0.77	77%	-100%	3.46	1.88
Fever Tree	30.39	3542.20	323.66	84.63	0.26	1%	16%	8.14	6.92
—————均值	61.58	8738.82	987.83	278.96	0.10	35%	7%	8.33	6.37
生活方式品牌									
Lululemon Athletica	405.97	52839.14	4976.38	1458.52	0.29	23%	27%	8.82	8.82
Peloton Interactive	104.34	31353.89	4021.90	-319.77	-0.08	105%	31%	5.78	5.78
Canada Goose	38.84	4292.45	728.28	214.72	0.29	25%	23%	5.18	5.18
—————均值	183.05	29495.16	3242.19	451.16	0.17	51%	27%	6.59	6.60
总均值	91.09	14413.23	1554.95	297.21	0.09	0.43	0.17	8.38	6.59

4.3 风险提示

- 燕麦奶市场份额受到新兴产品冲击，营收增速可能放缓
- 产能增速不及预期，短期内销售额应仍受产能制约
- 建厂扩张的大额成本将持续抑制净利润扭亏为盈
- 测算具有一定主观性，仅供参考。

附录1 商业模式ToB+ToC助力开拓新消费场景，电商成为ToC新增长点

● 商业模式：ToB培育市场+ToC增量销售，中国电商渠道带来新动力

- ToB餐饮服务渠道（33%）：与星巴克、COSTA、喜茶等建立了合作伙伴关系，并成为星巴克在中国和美国的燕麦奶独家供应商。
- ToC零售渠道：
 - 线下（62%）：产品入驻Target、Tesco等零售商。
 - 线上（<5%）：中国市场电商渠道为OATLY零售带来新动力。在中国天猫，OATLY总销量为燕麦奶行业TOP1，市占率约50%，销量为TOP2的近2.7倍。线上营销与线下咖啡店合作相辅相成，能够进一步扩大品牌影响力，从而促进ToC端的零售转化。

● 新消费场景：从“咖啡伴侣”打入市场，发掘更多可能。从OATLY与咖啡店合作推出燕麦基底的咖啡开始，OATLY燕麦奶打开了新的消费场景，并通过成为星巴克的燕麦奶独家供应商，而被更多的消费者所了解和信赖。在中国天猫和京东，“咖啡大师系列”均为OATLY销量TOP1产品。目前，OATLY正在推出覆盖茶饮、烘焙、就餐、出行等多个消费场景的新产品，如麦乳茶、燕麦餐包、燕麦酸奶、燕麦冰淇淋、燕麦鸡尾酒等，完善产品矩阵，发掘更多可能。

图：OATLY商业模式与合作伙伴



资料来源：招股书，2021Q2季报，天风证券研究所

图：星巴克ToB产品引流OATLY咖啡大师ToC销量

0天后追评 和新巴克燕麦奶一个味，真的被这个燕麦奶折服了，每次去新巴克都是换成燕麦奶。自己喜欢做咖啡，买了回来自己做，非常好喝。一瓶可以做5杯，算下来还是很划算



i**n 88VIP

1天前评价

搭配三顿半的灰色咖啡粉，秒变星巴克同款馥芮白，爱了



t**3

3天前评价

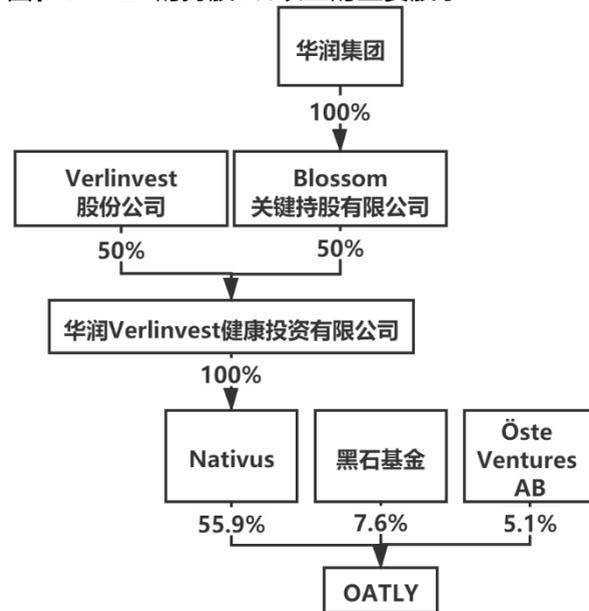
和星巴克喝的一样👍👍

资料来源：OATLY天猫旗舰店评论，天风证券研究所

附录2 燕麦奶头部企业，具有渠道、品牌优势，率先进入中国广阔市场

- **渠道：**1) OATLY分销点众多，在行业中占据优势地位，率先扩张布局。在英国、德国和美国，OATLY分销点分别占燕麦奶行业分销点的40%、32%和13%。2) 华润持股，拥有华润渠道优势。OATLY的第一大股东是华润和Verlinvest的合资企业，华润为OATLY的中国市场提供了华润旗下Ole'等超市和太平洋咖啡的渠道。3) 星巴克渠道优势。2020年7月OATLY融资2亿美元，跟投方包括星巴克前董事长兼CEO霍华德·舒尔茨。OATLY成为星巴克在中国和美国的燕麦奶独家供应商，星巴克的背书使得OATLY的品牌知名度快速提高。
- **品牌：重塑品牌形象，打造高辨识度。**2013年OATLY进行了品牌重塑。(1) 新包装：更具品牌辨识度，标语幽默个性，并传达出环保素食的理念。(2) 新广告策略：定位“牛奶挑战者”，“It's like milk but made for humans”“Wow no cow”，引发广泛关注。
- **消费者黏性：燕麦类健康食品具有消费者黏性，复购率高。**在即食燕麦领域，“王饱饱”年复购率约30%~40%，欧扎克天猫旗舰店复购率为32%，均有着较高的复购率。
- **率先进入中国市场：OATLY是进入中国市场的首款燕麦饮品牌。**由于亚洲乳糖不耐受人群占到了80%以上，中国消费者对牛奶替代品的具有极大需求。中国市场燕麦奶销量快速增长，在2021年京东年货节期间，燕麦奶销量同比增长365.2%。

图：OATLY的持股5%以上的主要股东



资料来源：招股书，天风证券研究所

图：OATLY品牌重塑



旧包装

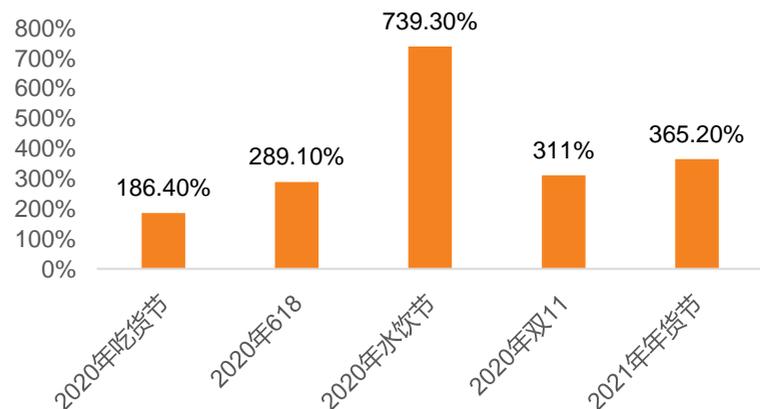
新包装和新标语

资料来源：招股书，天风证券研究所

附录3 中国燕麦饮市场：吸引乳糖不耐受人群，销量快速增长

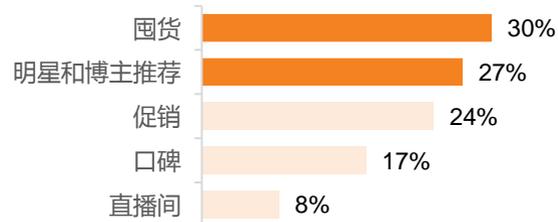
- **中国市场燕麦奶销量快速增长。**京东2020年各大购物节的数据显示，燕麦奶京东大促销量均同比增长180%以上，在2021年年货节期间，燕麦奶销量更是同比增长365.2%，实现快速增长。
- **燕麦奶吸引乳糖不耐受人群。**燕麦奶的消费人群主要为乳糖不耐受人群。产品优势主要是健康、植物基、低热量。

图：燕麦奶京东大促同比涨幅（2020年4月-2021年3月）

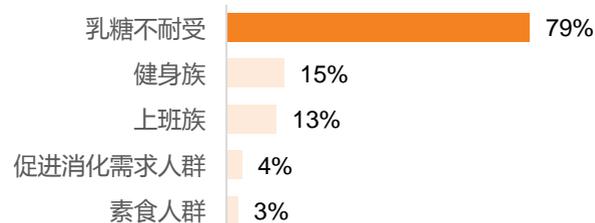


资料来源：京东《2021食品行业消费趋势洞察》，天风证券研究所

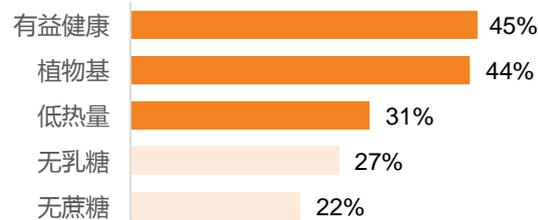
图：燕麦奶社交内容话题声量——消费动因



图：燕麦奶社交内容话题声量——消费人群



图：燕麦奶社交内容话题声量——产品优势

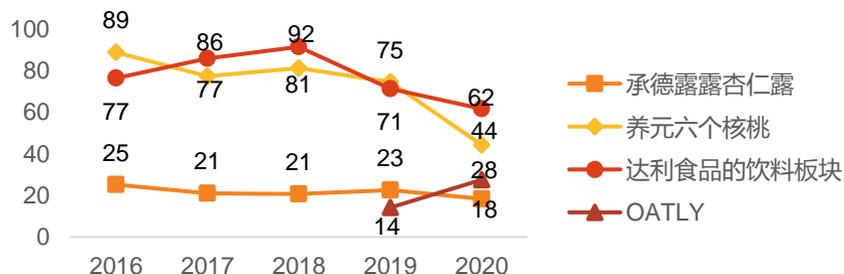


资料来源：京东《2021食品行业消费趋势洞察》，天风证券研究所

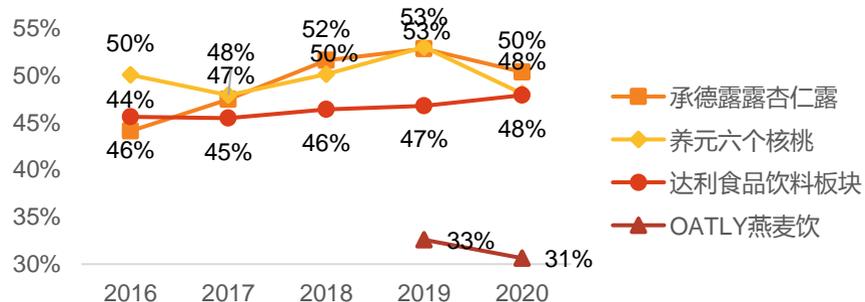
附录4 承德露露、达利食品、养元饮品 vs OATLY：养元净利率表现最佳

- 产品营收：**养元六个核桃与达利食品的饮料板块营收表现好，2020年分别为承德露露杏仁露的2.4倍、3.4倍。由于达利食品没有披露豆本豆的营收，从饮料板块总营收来看，达利饮料营收约为养元六个核桃的1.4倍、承德露露杏仁露的3.3倍。OATLY全球营收与承德露露杏仁露相近。
- 毛利率：**国内三大公司的毛利率均保持在45%以上。承德露露杏仁露、养元六个核桃、达利食品的饮料板块的毛利率基本上均在45%以上，代表了国内老牌植物性乳制品的平均水平。2019年OATLY毛利率为32.6%，2020年下降到30.7%，主要是由于外包生产增加了成本、COVID-19下物流需求增加导致运费上涨。
- 净利率：**养元饮品净利率最高。2020年，养元饮品的净利率约为承德露露的1.5倍、达利食品的2倍。我们认为，OATLY目前仍处于全球扩张期，净利率未来有望达到国内市场平均水平。

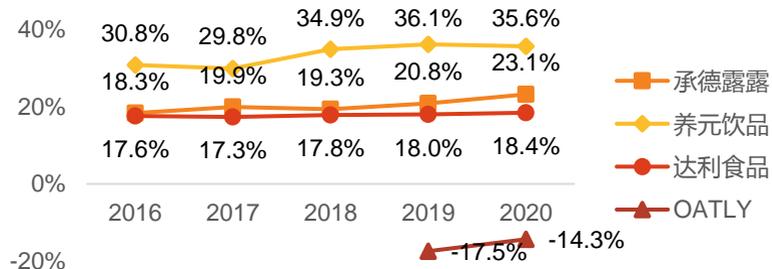
图：产品营业收入对比折线图（亿元）



图：毛利率对比折线图



图：净利率对比折线图

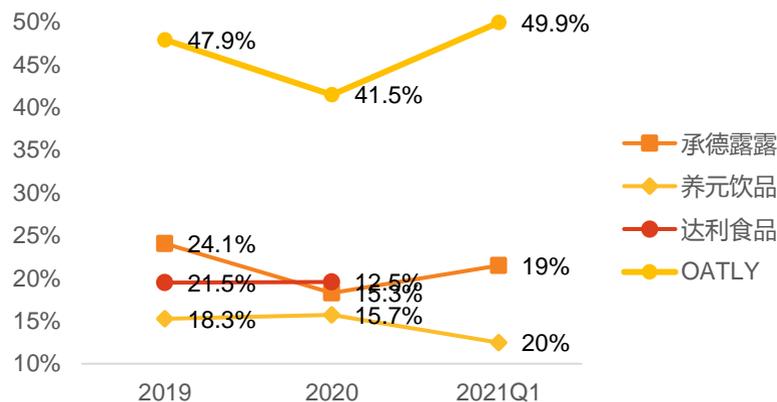


资料来源：wind，各公司财报，天风证券研究所

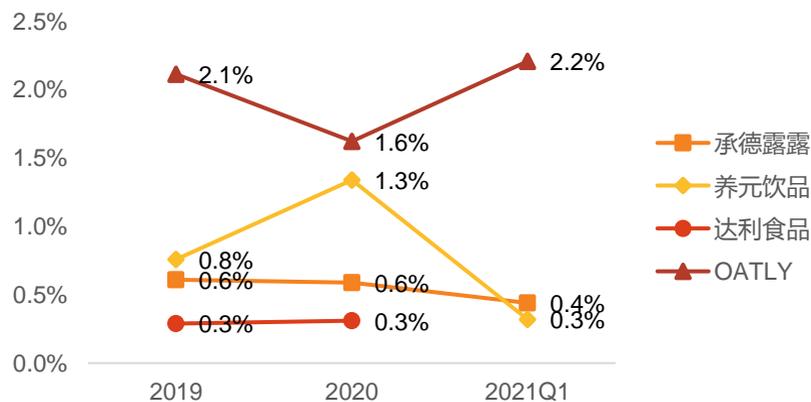
附录4 承德露露、达利食品、养元饮品 vs OATLY：OATLY销售、管理、研发投入高

- OATLY处于加大销售与管理投入的上升期。国内老牌企业承德露露、养元饮品和达利食品的销售和管理费用率较为一致，处于15%~20%区间。而OATLY的销售和管理费用率达到了国内企业的2倍以上，2020年达到41.5%。
- OATLY研发投入高。与国内老牌企业承德露露、养元饮品和达利食品相比，2019年OATLY的研发费用率达到了国内企业的2倍左右，处于加大研发投入的阶段。2020年养元饮品的研发费用率上涨到1.3%，与OATLY的1.6%相近，承德露露和达利食品仍维持较低的0.3%~0.6%水平。

图：销售和管理费用率对比折线图



图：研发费用率对比折线图



资料来源：wind，各公司财报，天风证券研究所

附录5 燕麦饮全球市场：“营养可持续”带来市场份额快速增长，受到年轻群体欢迎

- 燕麦富含多种营养价值，有助于预防糖尿病、高血压等疾病。燕麦富含被称为“黄金膳食纤维”的“β-葡聚糖”，可以在不产生热量的前提下促进肠道消化，具有降低胆固醇，预防糖尿病、高血压、肥胖症等功效。
- 年轻人是燕麦饮最大的消费群体。据彭博社报道，千禧一代和Z世代是最大的消费群体，截至2019年底，这样的年轻群体全球共有约49亿人。这几代人对健康和环境问题有着深刻的理解，根据尼尔森2015年1月发布的报告，41%的Z世代和32%的千禧一代消费者愿意为更健康的食品支付溢价。
- 燕麦奶品牌的营销策略分为2B和2C两种。供应商模式（2B）主要是与咖啡馆、奶茶店合作，推出燕麦奶基底的产品，为其供应燕麦奶。零售模式（2C）包括线上和线下两种零售渠道。

图：燕麦饮品牌理念



资料来源：天猫旗舰店，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS