

# 植物蛋白饮品行业系列报告（一）：乘风健康消费，空间广阔、赛道革新

2021年9月16日

看好/首次

食品饮料 | 行业报告

分析师	孟斯硕 电话：010-66554041 邮箱：mengssh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070004
研究助理	韦香怡 电话：010-66554023 邮箱：weixy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070032

## 投资摘要：

**健康饮食、素食主义、环保消费成为植物蛋白饮品发展长期驱动力。**植物蛋白饮品指通过浸泡、研磨、高压均质、压榨等方式

将植物加工成类似于动物奶的颜色和口感的饮品；具有不含胆固醇、脂肪含量低、不含乳糖、热量相对较低的特点，含有

动物奶中缺少的微量元素。因此植物蛋白饮品成为乳糖不耐受人群（亚洲人95%乳糖不耐受）、追求健康饮食人群摄入蛋白质的

良好方式。此外，“清洁环保”饮食也成为植物蛋白饮品一大驱动力。联合国粮食及农业组织数据显示，畜牧业排放的温室气

体占全球排放量的14.5%；每生产1公斤植物基食品，就为环境节省了96%的土地浪费与破坏，87%的生产用水、89%的温

室气体排放。

**对标海外与港台，我国植物蛋白饮品空间广阔；触底反弹后未来趋势是高端化。**美国植物蛋白饮品销售额2020年占乳制品整

体规模的比重达20.4%，对标海外经验，预计我国植物奶对动物奶的替代率长期也有望达到20%，行业长期空间有望达到900

亿甚至更高，而2020年我国植物奶规模仅为500余亿；人均来看，大陆植物奶年人均消费量仅为台湾/香港的60.38%/28.32%，

行业提升空间十分广阔。经过2013年前的高速发展后，我国植物蛋白行业规模缓慢下降，在2017年降至511亿；2018年

来，随着巨头入局、各类中高端新品推出，市场规模逐步恢复，随着高端、发酵市场被打开，各细分领域也将迎来升级。

**植物奶市场呈现细分领域集中度高、但总体格局分散的特点。**国内植物奶各细分品类龙头品牌例如养元六个核桃、露露杏仁露、椰树椰汁、维维豆奶、维他奶等，各自均在垂直领域拥有7成以上的份额；但在整体植物蛋白饮料行业中，格局依旧较为分散，份额最高的养元饮品市占率仅25%。缘于赛道过于细分的传统使得行业的产品边界难以打破，新品研发少，口味难以升级；长期依赖大单品也限制了企业自身发展。**我们看好豆基植物奶以及燕麦奶未来的趋势。**大豆的蛋白质含量高于其余植物基类别，且有助于降低胆固醇水平、改善新陈代谢，骨密度；豆基植物奶在本身高蛋白质含量的基础上，易于复合其余植物基进行口味、配方提升；且大豆口感中性，存在更多产品升级和口味换代可能性。燕麦富含碳水化合物、脂肪、蛋白质和膳食纤维，摄入可降低血清总胆固醇和低密度脂蛋白胆固醇水平；富含的β-葡聚糖是典型的可溶性膳食纤维，对高血糖、高血清胆固醇人群也十分有益。燕麦奶口感时尚、营养丰富的综合因素，加之OATLY、OATOAT等燕麦奶企业近年在我国的消费者培育，赛道进入高速增长区间。

**投资建议：**关注豆基/燕麦基植物蛋白饮品的增长机会。如瑞典品牌OATLY燕麦奶在国内的渗透、渠道扩张，与下沉；养元饮品的植物蛋白奶布局；伊利植选植物奶的发展；达利豆本豆植物奶发展等。

**风险提示：**植物蛋白市场发展不及预期、食品安全风险。

## 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E		
养元饮品	1.25	1.81	2.17	2.39	28	19	16	15	3.7	强烈推荐
东鹏饮料	2.26	2.84	3.76	4.79	76	60	45	36	20.2	强烈推荐
香飘飘	0.86	0.94	1.09	1.27	17	15	13	11	2.3	推荐
农夫山泉	0.48	0.56	0.65	0.76	83	71	61	53	21.6	强烈推荐
承德露露	0.40	0.51	0.63	0.79	33	26	21	17	6.9	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

1. 崛起中的植物蛋白行业 .....	5
1.1 植物蛋白，低脂低碳水的动物蛋白替代品 .....	5
1.2 植物蛋白概念持续流行于全球，对标海外窥见趋势 .....	5
1.3 健康饮食、素食主义、环保消费成为植物蛋白饮品发展长期驱动力 .....	7
2. 我国植物蛋白奶行业的发展及趋势 .....	9
2.1 我国植物奶消费空间广阔、触底反弹，未来趋势为高端化 .....	9
2.2 整体格局分散、细分领域集中，龙头各自固守传统产品边界 .....	12
2.3 展望未来，看好大豆基底与燕麦奶 .....	13
3. 投资建议 .....	15
4. 风险提示 .....	15
相关报告汇总 .....	16

## 插图目录

图 1： 全球植物蛋白饮品销售额及增速 .....	5
图 2： 美国植物蛋白饮品销售规模及增速 .....	6
图 3： 2014-2019 美国人均液态牛奶消耗量（万吨） .....	7
图 4： 美国牛奶和植物奶每周平均购买量（加仑/户） .....	7
图 5： 美国牛奶销售额及增速 .....	7
图 6： 我国乳制品产量及增速 .....	9
图 7： 大陆植物奶人均年消耗量与港、台对比（kg） .....	9
图 8： 2014-2024E 中国植物奶市场规模（亿元）及增速（%） .....	10
图 9： 中国居民健康素养水平提升 .....	10
图 10： 国内外食品饮料企业纷纷进军中国植物奶市场 .....	11
图 11： 我国液体乳行业发展历程 .....	11
图 12： 维他奶 2018 年推出“健康加法”抢夺高端豆奶市场 .....	11
图 13： 植物奶行业竞争格局 .....	12
图 14： 植物奶大单品生命周期虽长但仍然收入缓慢下降（20 年为疫情异常值） .....	12
图 15： 69%植物奶消费者处于 18-34 岁 .....	13
图 16： 美国植物奶龙头 Silk 产品涵盖不同原料和口味 .....	13
图 17： 49%植物奶消费者位于一二线城市 .....	13
图 18： 75%植物奶消费者为女性 .....	13
图 19： 豆奶增速高于非豆奶 .....	14
图 20： 中国豆奶市场竞争格局较为分散 .....	14

## 表格目录

表 1： 牛奶和不同植物奶的营养成分（每 100g） .....	5
表 2： OATLY 燕麦奶 2018-2020 年营收情况（单位：百万美元） .....	14

## 1. 崛起中的植物蛋白行业

### 1.1 植物蛋白，低脂低碳水的动物蛋白替代品

**植物蛋白**是指从大豆，小麦，水稻，豌豆等植物中提取的蛋白质。蛋白质是人类细胞的重要组成部分，由称为氨基酸的单体组成。蛋白质对人体很重要，人每公斤体重需要约 0.8 克蛋白质，对于 160 磅重的成年人每天需要约 58 克蛋白质。

**植物蛋白饮品：动物奶替代品，健康优势凸显。**植物奶指通过浸泡、研磨、高压均质、压榨等方式将植物加工成类似于动物奶的颜色和口感的饮品。依原料种类可区分为：豆浆、谷物奶（如燕麦奶）、坚果奶（如核桃乳、杏仁乳）、椰奶等。

从产品成分和功能上，植物奶可以作为动物奶的替代品，且健康优势更为凸显：1) 不含胆固醇，脂肪尤其是饱和脂肪含量低，适合心血管疾病患者或者肥胖人群饮用；2) 不含乳糖，适合乳糖不耐受人群饮用；3) 含有牛奶等动物奶中缺少的元素，如燕麦中膳食纤维预防心血管疾病、豆奶卵磷脂促进新陈代谢等；4) 能量相对较低，适合控制体重人士减少能量摄取。5) 同时，植物奶复合配方技术成熟，通过营养强化可以弥补含钙量，维生素 B12 等不足。

表1：牛奶和不同植物奶的营养成分（每 100g）

	能量 (kcal)	蛋白质 (g)	总脂肪 (g)	饱和脂肪 (g)	碳水化合物 (g)	胆固醇 (mg)	钙 (mg)	维生素 B12 (ug)
纯牛奶	61	3.15	3.25	1.87	4.8	10	113	0.45
低脂奶	42	3.37	0.97	0.63	4.99	5	125	0.47
豆浆（不添糖）	28	2.4	1.6	0.23	0.89	0	9.6	—
椰子奶（添糖）	31	0.21	2.08	2.08	2.92	0	188	1.25
杏仁奶（不添糖）	15	0.59	1.1	0	0.58	0	197	0
燕麦奶（不添糖）	56	1.4	0.8	0.17	10.7	0	19	0

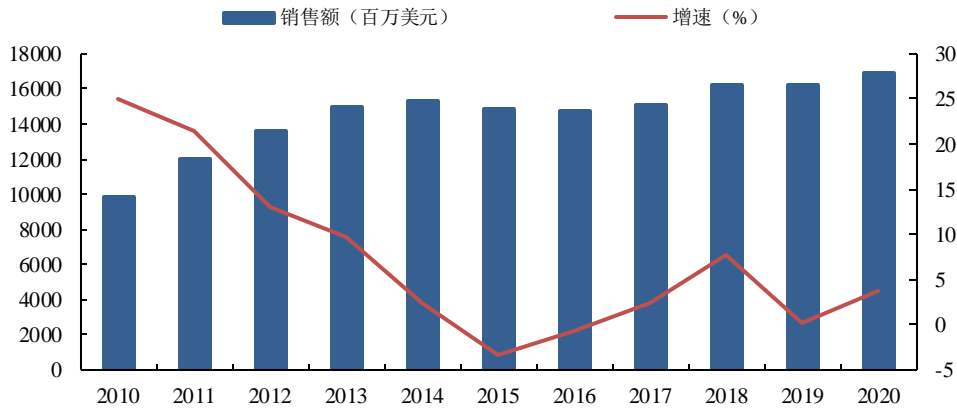
资料来源：小红花测评，美国农业部，澳洲新西兰食品标准管理局，东兴证券研究所【红色表示“不完全蛋白质”，绿色表示营养强化】

### 1.2 植物蛋白概念持续流行于全球，对标海外窥见趋势

植物蛋白概念在全球持续流行与发酵，根据食品饮料咨询公司 Innova Market Insights，2014-2018 年间全球范围内带有植物蛋白宣称的食品饮料新品发布年均复合增长率为+9%，“植物基革命”已经成为 2020 年第一大趋势。

截止 2020 年，全球植物蛋白饮品的市场规模约为 168.8 亿美元，2010-2020 间 CAGR 约为 5.5%，增速大幅领先于其他饮料品类。例如，根据美国饮料行业刊物《饮料文摘》数据，碳酸软饮料销量连续 11 年负增长；果汁饮料市占率也连年收缩，从 2016 年的 16.64% 下降至 2020 年的 15.58%。

图1：全球植物蛋白饮品销售额及增速

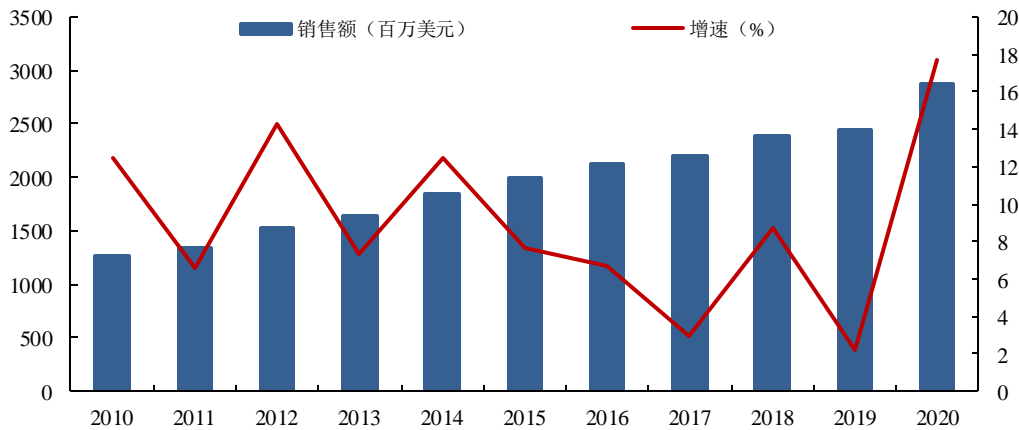


资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

**对标海外，美国植物奶对动物奶的替代趋势显著。**根据《Oatly 消费者调研》，2017-2020 年美/英/德国分别有 32%/26%/28%的消费者减少或停止牛奶消费，其中 56%/65%/53%消费者转向消费植物奶，可以看到，在成熟市场，植物蛋白饮品对动物奶得替代趋势已蔚然成风。

2020 年，美国植物蛋白饮品规模达到 28.65 亿美元，同比+17.7%；2010-2020 十年间 CAGR 为 8.6%。近年来美国植物蛋白食品进入发展快车道，根据 ERS 的数据，2013-2017 年，植物奶购买从 0.028 上升至 0.038 加仑每户，CAGR 为 7.9%。根据 SPINS scan Nature and Specialty Gourmet 披露的数据，2020 年植物奶市场规模占乳制品整体市场规模的比重已经达到 20.4%。

图2：美国植物蛋白饮品销售规模及增速



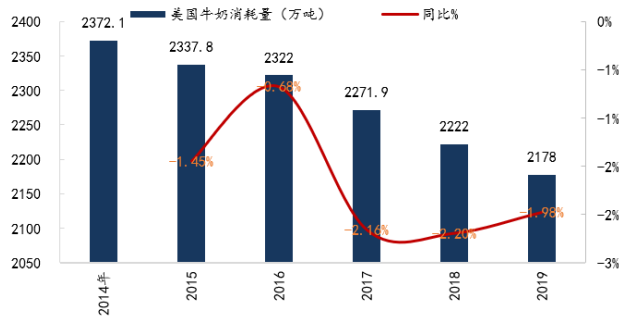
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

与植物蛋白相对的是，近年来美国乳制品行业景气度持续下降。2019 年 11 月，美国最大的牛奶生产商之一的迪恩食品申请破产保护；2020 年 1 月，牛奶供应商 Borden Dairy 也提出申请破产保护。美国两家牛奶巨

头倒下的背后，是牛奶消耗量的大幅下滑，根据美国农业部，2020年美国牛奶销售额约为140.7亿美元，相比2011年的155.7亿美元呈现缓慢回落态势；2019年美国牛奶消耗量为2178万吨，同比下降2.0%。

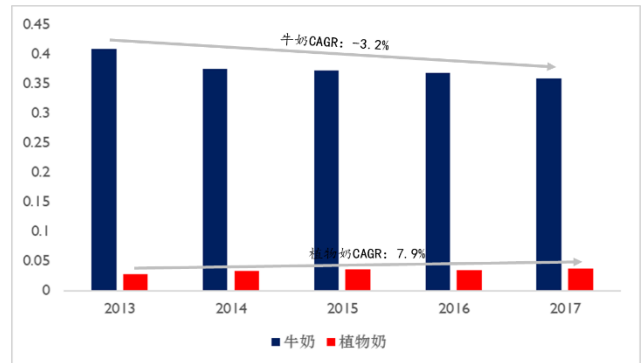
在人均消耗量方面，根据美国农业部(USDA)的数据，1975至今，美国人均液态牛奶消耗量下降了40%。美国农业部（下属经济研究服务局（ERS）联合私人市场研究公司 IRI）披露，2013-2017年美国每周平均牛奶购买量从0.409下降至0.359加仑每户，CAGR为-3.2%。

图3：2014-2019 美国人均液态牛奶消耗量（万吨）



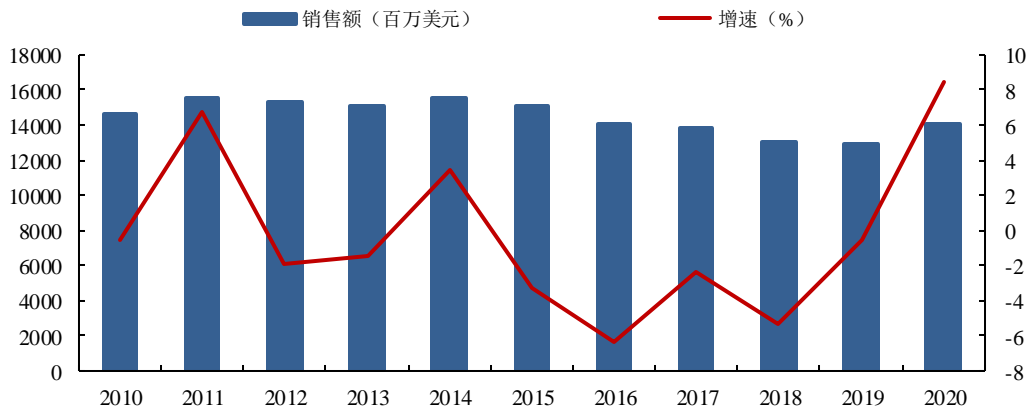
资料来源：美国农业部(USDA)，东兴证券研究所

图4：美国牛奶和植物奶每周平均购买量（加仑/户）



资料来源：美国农业部下属经济研究服务局（ERS），东兴证券研究所

图5：美国牛奶销售额及增速



资料来源：美国农业部,东兴证券研究所

### 1.3 健康饮食、素食主义、环保消费成为植物蛋白饮品发展长期驱动力

植物蛋白奶因其不含胆固醇、乳糖、脂肪含量低、能量相对较低等特点，长期受到素食主义者与乳糖不耐受人群的追捧；加之健康环保消费的消费趋势，我们认为植物蛋白饮料的核心受众群体较为稳固、大众化消费趋势可期。

1) 植物蛋白饮品可以作为乳糖不耐受人群补充蛋白质的良好方式。乳糖不耐受指一部分人群体内乳糖酶不足或者数量很低，在摄入含有乳糖食物后乳糖在小肠内无法被消化和吸收，而未消化的乳糖会为大肠肠道菌群的发酵提供大量的产物，从而表现为腹泻、腹痛和肠胃胀气的综合征。

乳糖不耐受存在由遗传决定的种族差异，白种人的几率明显更低，如北欧乳糖不耐受的人群占比约为 2%-15%、中欧为 9%-23%、美国白种人为 6%-22%，印度北方为 20%-30%。而在亚洲，乳糖不耐受可达 95%~100%。但在人体的新陈代谢中，除尿液和胆汁的分泌不需要蛋白质外，其余代谢过程均需要蛋白质的参与。营养学界认为，蛋白质营养是最根本，最基础，最重要和最不可忽视的营养，中国营养协会建议普通人每日蛋白质的摄入量不低于每千克体重 1.0 克。

因此，乳糖不耐受人群采用植物奶进行蛋白质摄入是行之有效的一种补充方式。

2) 素食主义、健康化与营养化的风潮，从“喝饱”到“喝好”。根据市场调研公司 Mintel 的报告，健康化是人们选择植物蛋白的最大驱动力，牛奶中的牛生长激素可能会增加人们患某些癌症的风险，同时也有研究表明乳制品与荷尔蒙相关的疾病有关，例如痤疮和青春期过早。因此，部分秉持健康理念的消费者会主动选择植物蛋白饮品进行摄入。

3) “清洁”饮食，环保消费也成为植物蛋白饮品一大驱动力。人们越发关注畜牧行业对环境的危害，联合国粮食及农业组织 (FAO) 数据显示，畜牧业排放的温室气体占全球排放量的 14.5%。国际环保组织“野生救援”的《为明天而食：中国如何通过“拣食”减缓气候变化》报告指出，温室气体主要的来源是畜牧业，超过所有交通工具的排放量总和。

而减少畜牧业碳排放的一大方法就是用植物蛋白奶替代动物奶。植选植物奶的资料提到，燕麦在成长过程中的碳排放量只有牛奶的 1/5；每生产 1 公斤植物基食品，能节省了 96% 的土地浪费与破坏，87% 的生产用水、89% 的温室气体排放。无独有偶，根据燕麦奶 OATLY 招股书，一升燕麦奶代替牛奶，可减少约 80% 的温室气体排放、79% 的土地使用量以及 60% 的能源消耗。因此，西方环保人士提倡饮用植物奶以降低畜牧业比重与碳排放量。



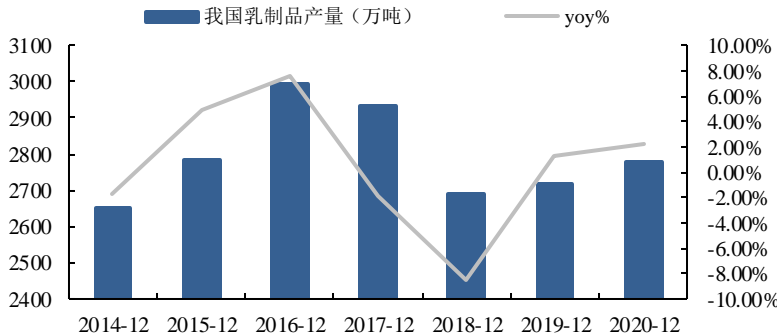
## 2. 我国植物蛋白奶行业的发展及趋势

### 2.1 我国植物奶消费空间广阔、触底反弹，未来趋势为高端化

对照欧美经验，植物蛋白饮品对动物奶替代率可达 20%或以上。植物蛋白饮品在欧美成为一种风尚，行业也已较为成熟，目前植物奶可以占到动物奶份额的 20%。如前所述，行业发展的核心逻辑是消费替代、消费升级、环保等概念。

根据国家统计局，2020 年我国乳制品产量达 2780.4 万吨；结合我国目前乳制品消费需求、奶源、进口情况的总量来看，动物奶总量最高可达约 4500 亿左右，对标欧美目前 20%的替代率，行业空间长期有望达到 900 亿甚至更高的规模。根据中国产业信息网，2020 年我国植物奶规模仅为 500 余亿，提升空间十分广阔。

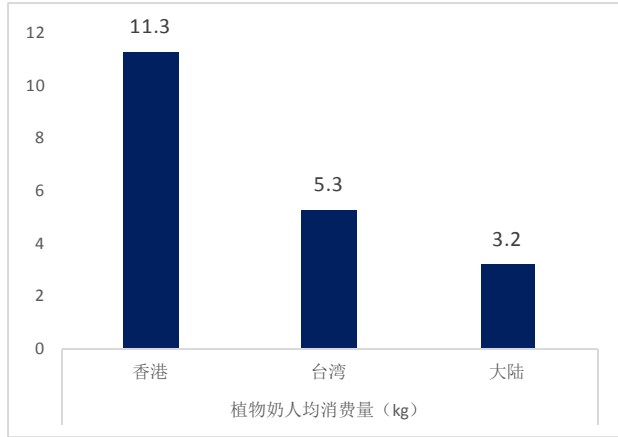
图6：我国乳制品产量及增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

对标港台，大陆植物奶人均消费量仍有广阔提升空间。2017 年大陆植物奶年人均消耗量为 3.2kg，而饮食、文化均与大陆一脉相承的台湾、香港，人均植物奶消费量分别为 5.3kg、11.3kg；大陆消费量仅为台湾/香港的 60.38%/28.32%。在消费升级、健康化趋势持续的背景下，大陆植物奶消费趋势有望与港台趋近，人均植物奶消费类仍有广阔的提升空间。

图7：大陆植物奶人均年消耗量与港、台对比 (kg)



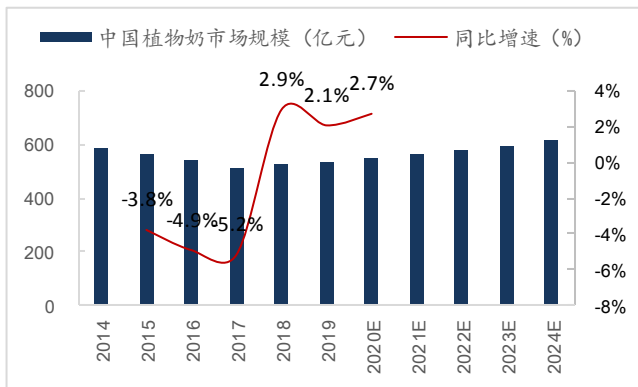
资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

**健康意识觉醒加速“植物基浪潮”风起，我国植物奶市场触底反弹。**我国植物奶市场历史中成功的大单品例如“六个核桃”核桃乳、露露杏仁露、椰树椰汁等曾助力行业高速发展；经过 2013 年前的高速发展后，传统龙头企业依旧采取较为单一的产品策略、缺乏新的变革，加之产品品牌定位较低，以及主力三四线城市逐渐被乳企渗透，市场规模在 2017 年下降至 511 亿。

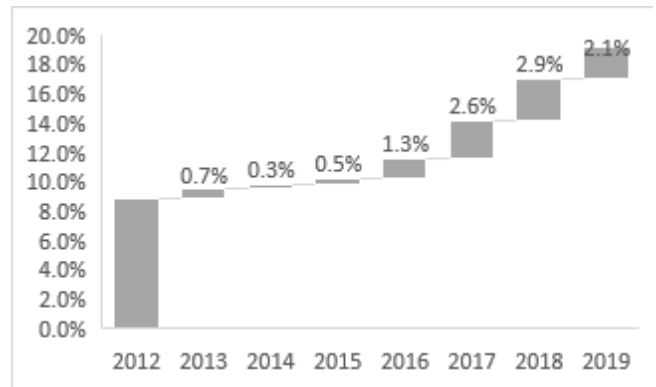
伴随着我国居民健康素养水平近三年持续提升，以及全球“植物基浪潮”等因素，饮料和乳企巨头如达利、伊利、统一等纷纷入局，推出植物蛋白新品如“豆本豆”、“植选”等。巨头的入局使得行业容量回升，根据中国产业信息网，2019 年我国植物奶市场规模已经恢复到 536.9 亿元，预计 2024 年超过 610 亿。

根据天猫研究院发布的《2020 植物蛋白饮料创新趋势》报告，2020 年淘宝线上植物蛋白饮料市场增速高达 800%，购买人数上升 900%，在饮料市场中成长贡献 15.5%、排名第三，成为饮料市场的高速增长引擎。

**图8：2014-2024E 中国植物奶市场规模（亿元）及增速（%）** **图9：中国居民健康素养水平提升**



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所



资料来源：国家卫生健康委员会，东兴证券研究所

图10：国内外食品饮料企业纷纷进军中国植物奶市场

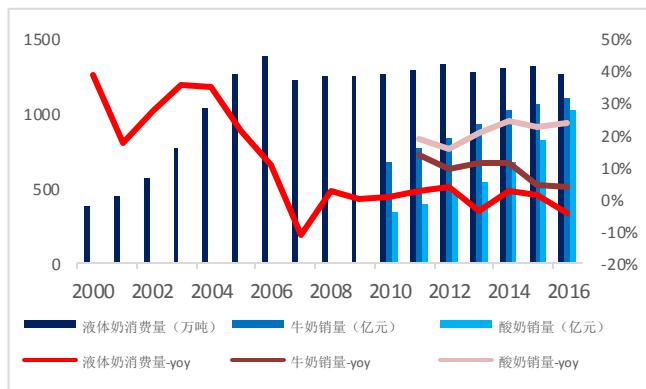


资料来源：各企业官网，东兴证券研究所

中国植物奶下半场，由高端化升级趋势引领。我国乳制品产业不断进行高端化升级，历经低端纸装膜→利乐装白奶→高端白奶→低温鲜奶四个阶段；作为其替代品的植物奶行业迎来V字反转，也处于高端化趋势中。

2016年维他奶推出“健康+”布局中高端市场，并在2018年推出“健康加法”全面抢夺高端豆奶市场；而农夫山泉在2019年推出豆乳基底的植物酸奶；瑞典高端品牌Oatly燕麦奶于2018年初登陆中国后，迅速覆盖1500家咖啡馆，目前零售端也发展不俗，在天猫“植物蛋白类目”排名中位列前茅。随着高端、发酵市场被打开，其他细分领域也将迎来升级。

图11：我国液体乳行业发展历程



资料来源：中商产业信息网，东兴证券研究所

图12：维他奶2018年推出“健康加法”抢夺高端豆奶市场

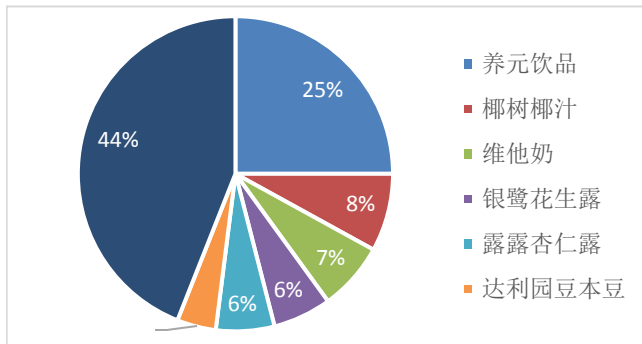


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

## 2.2 整体格局分散、细分领域集中，龙头各自固守传统产品边界

国内植物奶市场呈现细分领域格局集中、龙头优势大，但总体格局分散的特点。国内植物奶各细分品类各有龙头品牌，例如养元六个核桃、露露杏仁露、椰树椰汁、维维豆奶、维他奶等，各自在垂直领域拥有7成以上的份额；但在整体植物蛋白饮料行业中，格局依旧较为分散，份额最高的养元饮品市占率仅25%左右，行业呈现细分领域格局集中但总体格局分散的特点。

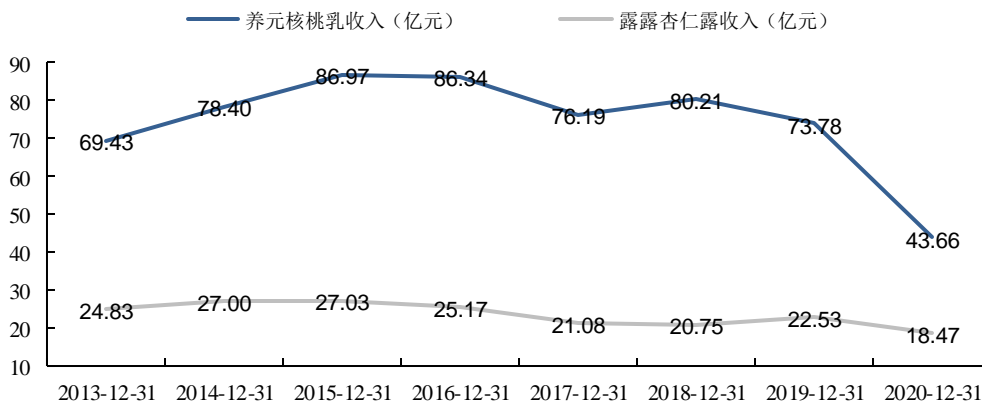
图13：植物奶行业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

赛道过于细分的传统使得行业的产品边界难以打破，新品研发少，口味难以升级。细分领域的百亿大单品是公司成为赛道龙头并稳固地位的核心优势，但长期依赖大单品也限制了自身发展。虽然植物蛋白饮品的生命周期对比普通饮料较长，但在十年的发展历程中依然慢慢进入了衰退周期。过去几年，国内植物奶传统龙头更多的是通过营销升级、包装更迭来吸引消费者，没有成功的进行新品研发与升级、打破原有产品边界。

图14：植物奶大单品生命周期虽长但仍然收入缓慢下降（20年为疫情异常值）

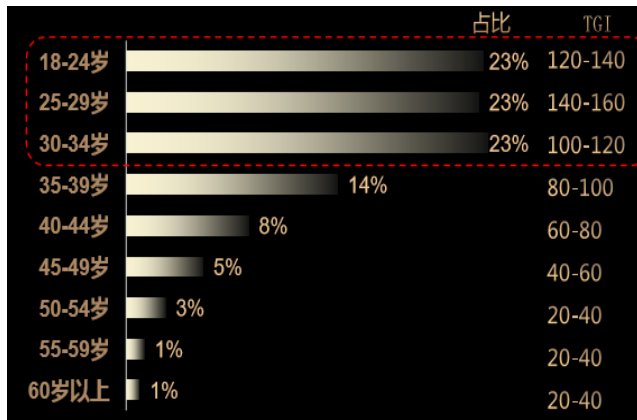


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

根据天猫研究院发布的《2020 植物蛋白饮料创新趋势》，中国植物蛋白饮品消费者画像大约为：**18-34 岁年龄段占比 69%、女性占比 75%、一二线城市占比 49%**。一二线城市的年轻人接受新鲜事物频率更高，消费能力更强，我们认为，针对消费者主力军画像，行业应不断进行产品迭代，丰富产品种类与口味，才能有效延长品牌生命。

根据美国植物奶龙头 White wave 的发展经验，White wave 仅旗下品牌 Silk（植朴磨坊）就包含豆奶、椰子奶扁桃仁奶等多个品类，在口味上也涵盖巧克力、香草等风味；源源不断的产品创新、多品类覆盖的产品矩阵即是 White wave 的成功因素之一。我们认为，我国植物奶赛道未来龙头也有望诞生于在各个品类均有布局与深耕，且创新能力出众的企业，打破细分赛道偏安一隅的传统，领军植物奶赛道。

图15：69%植物奶消费者处于18-34岁



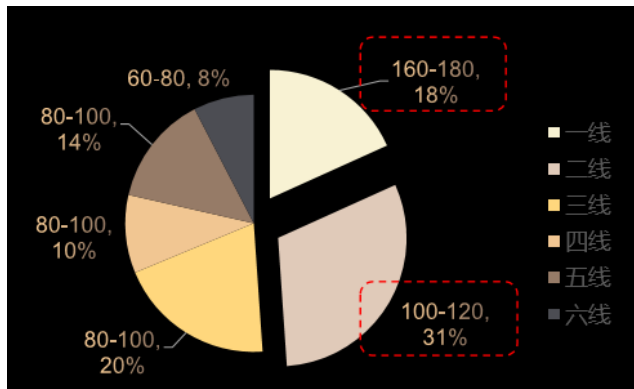
资料来源：东兴证券研究所

图16：美国植物奶龙头 Silk 产品涵盖不同原料和口味



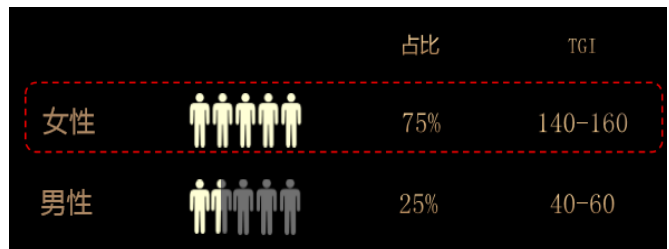
资料来源：东兴证券研究所

图17：49%植物奶消费者位于一二线城市



资料来源：天猫新品创新中心，东兴证券研究所

图18：75%植物奶消费者为女性



资料来源：天猫新品创新中心，东兴证券研究所

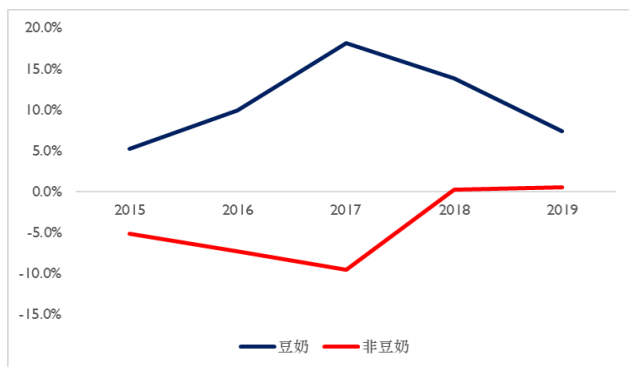
### 2.3 展望未来，看好大豆基底与燕麦奶

我们看好大豆基底+多口味/多功效形成的产品矩阵。根据中国产业信息网，中国植物奶市场规模下降时，豆奶仍能保持 5% 以上的增速，这得益于豆奶蛋白质含量高于其余植物基类别，且有助于降低胆固醇水平、改善新陈代谢，骨密度的特质；加之中国长期有饮用豆浆的文化的因素，使得豆奶的市场接受度较高。

大豆基底植物奶细分赛道竞争格局更处于初期，相较于其他植物奶细分行业龙头 80% 以上市占率，曾经的豆奶龙头维他奶市占率仅有 40%。随着伊利、蒙牛等巨头入局豆奶，行业格局重塑，销量龙头豆本豆仅有 20.7% 占比，格局比较分散。

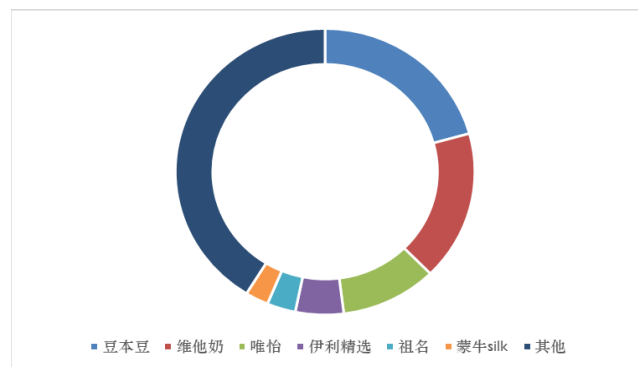
豆基植物奶在本身高蛋白质含量的基础下，易于复合其余植物基进行口味、配方提升；且大豆口感中性，存在更多产品升级和口味换代可能性。我们认为，巨头入局培育市场有助于扩大行业规模，未来大豆基底+多口味/功效产品矩阵的布局有望引领市场，占据植物奶最大份额。

图19：豆奶增速高于非豆奶



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图20：中国豆奶市场竞争格局较为分散



资料来源：中国报告网，东兴证券研究所

燕麦奶是新起之秀。燕麦富含碳水化合物、脂肪、蛋白质等，摄入可降低血清总胆固醇和低密度脂蛋白胆固醇水平；另外，独有的  $\beta$ -葡聚糖是典型的可溶性膳食纤维，对高血糖、高血清胆固醇人群也十分有益；且燕麦和牛奶同为奶油状，口感和稠度容易过渡。

燕麦奶口感时尚、营养丰富的综合因素，加之 OATLY、OATOAT 等燕麦奶企业近年在我国的消费者培育，赛道进入高速增长区间。2018 年瑞典品牌 OATLY 进入中国市场，截至 2020 年底，进入中国市场不到两年的时间里已经覆盖超过 9500 个餐饮服务点和零售点，颇受一二线白领喜爱。根据 EC data way 数据，2020 年 OATLY 在天猫、淘宝上的销量分别同比增长 115.4% 和 2305.7%。根据公司公告，OATLY 公司 2019/2020 在全球分别实现了 +73%/+107% 的营收增速，在亚洲更是实现了 +336%/+427% 的高增。通过各大品牌教育一二线消费者心智，“燕麦奶”未来将随着城镇化率的普及下沉拓展。

表2：OATLY 燕麦奶 2018-2020 年营收情况（单位：百万美元）

	2018	2019	2020
EMEA 地区	103	155	268
%yoy		50.0%	73.0%
美洲	12	39	100

%yoy		217.0%	156.0%
亚洲	2	10	54
%yoy		336.0%	427.0%
总计	118	204	421
%yoy		73.0%	107.0%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3. 投资建议

本文对植物蛋白饮品行业的基本概念、发展驱动力、我国与海外的行业现状、竞争格局进行了深入分析，得出重要结论：

1. 植物蛋白行业空间：对照欧美经验，植物蛋白饮品对动物奶替代率可达 20%或以上；结合我国目前乳制品消费需求、奶源、进口情况的总量来看，动物奶总量最高可达约 4500 亿左右，行业空间长期有望达到 900 亿甚至更高的规模，而 2020 年我国植物奶规模仅为 500 余亿，提升空间十分广阔。
2. 行业格局：国内植物奶市场呈现细分领域格局集中，但总体格局分散的特点。国内植物奶各细分品类各有龙头品牌，例如养元六个核桃、露露杏仁露、椰树椰汁、维维豆奶、维他奶等，各自在垂直领域拥有 7 成以上的份额；但在整体植物蛋白饮料行业中，格局依旧较为分散，份额最高的养元饮品市占率仅 25%。我国未来植物奶龙头有望诞生于在各个品类均有布局与深耕，且创新能力出众的企业，打破细分赛道偏安一隅的传统、领军行业。
3. 行业核心逻辑：乳糖不耐受人群蛋白质补充方式、素食主义、健康化与营养化的风潮，“清洁”饮食，环保消费等构成行业发展的长期驱动力。短期来看，OATLY、OATOAT 等燕麦奶企业，与植选、豆本豆、每日养元等豆基奶企业对行业的投入与消费者教育，也将成为新式植物蛋白饮品发展的一大推动力。

**投资建议：**关注豆基/燕麦基植物蛋白饮品的增长机会。如瑞典品牌 OATLY 燕麦奶在国内的渗透、渠道扩张，与下沉；养元饮品的植物蛋白奶布局；伊利植选植物奶的发展；达利豆本豆植物奶发展等。

### 4. 风险提示

行业政策出现重大变化、市场发展不及预期。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	食品饮料：以日鉴中，日本消费格局演变观察	2021-08-24
行业普通报告	食品饮料行业周观点：白酒企业被约谈引发市场走低，维稳出发点利好长期行业发展	2021-08-22
行业普通报告	食品饮料行业周观点：关注下半年原奶供需从紧缺转向紧平衡拐点	2021-08-02
行业普通报告	食品饮料行业周观点：华润啤酒半年报报喜，看好啤酒板块长期发展逻辑	2021-07-27
行业普通报告	20210720 东兴食饮周报：关注植物蛋白饮料复苏	2021-07-25
行业普通报告	食品饮料行业报告：行业周观点：白酒板块整体调整，理性看待下半年业绩增速	2021-07-12
行业普通报告	20210703 东兴食饮周报：补库存周期到来，建议关注调味品板块	2021-07-05
行业普通报告	食品饮料行业：周观点：货币政策渐紧，下半年建议关注必选消费	2021-06-29
行业深度报告	食品饮料行业报告：“无糖”系列报告（二）：代糖的崛起	2021-06-28
行业普通报告	20210621 东兴食饮周报：年中策略：坚持看好三条主线	2021-06-22
公司普通报告	双汇发展（000895）：看好双汇持续发展，明年盈利继续释放	2020-11-04
公司深度报告	洋河股份（002304）：改革路径渐清晰，复兴之路重启	2021-02-09
公司普通报告	伊利股份（600887）：原奶价格上涨催化盈利改善，龙头空间可期	2021-01-14
公司深度报告	五粮液（000858）：酱香酒热潮下的高端白酒的竞赛	2021-07-23
公司普通报告	绝味食品（603517）：毛利率提升，疫情后迎来新一轮增长	2021-04-27

资料来源：东兴证券研究所



## 分析师简介

---

### 孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

## 研究助理简介

---

### 韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、软饮料、乳制品板块。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526