

软饮料行业：彰显生活态度

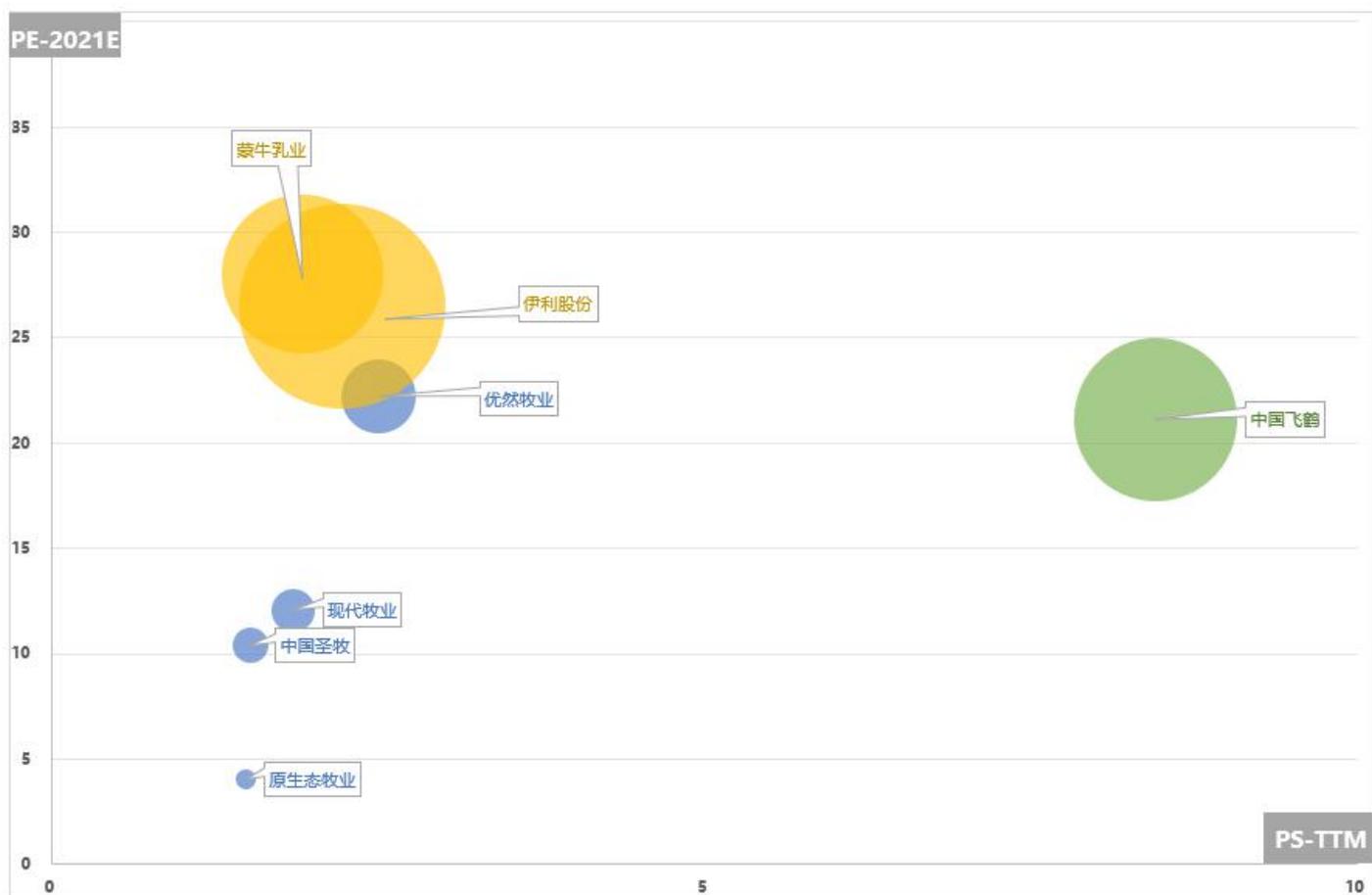
投资要点：

- **乳制品上游原料奶周期属性显著，供需错配迎来价格上行：**乳制品产业链的上游是业务覆盖育种、饲料及原料奶生产的企业，该领域具有较强的周期属性。原料奶供应市场高度分散，行业前五大公司原料奶产量仅占15%的市场份额。不少于100头奶牛的规模化牧场占比在过往五年已上升20%，预计市场集中度将会逐步提高。受供给偏紧影响，目前国内原料奶价格已突破历史高点。
- **乳制品中游加工关注企业产品结构升级调整：**乳制品加工行业可以根据产品类型划分为液态奶、婴配奶粉和奶酪三大领域，以消费品属性为主导。综合来看，液态奶中的酸奶和常温奶领域已经形成以伊利股份和蒙牛乳业为主导的双寡头市场格局。低温鲜奶由于保质期短对运输条件要求高，区域性品牌更具优势，导致竞争格局较为分散。乳制品的头部企业在维持常温奶产品结构升级的同时还需要依靠增速较高的细分领域（奶粉、乳酪和酸奶）获得下一阶段的增长。
- **能量饮料行业增速、空间和竞争格局优势显著：**能量饮料行业增速位居软饮料之首。2020年消费额仅占软饮料7.8%，占比仍处于较低的位置。当前能量饮料正处于高速发展期，预计未来五年的复合增速可达15%，驱动行业增长的主要因素是消费量的提升。与运动饮料相比，能量饮料可替代性弱，消费者对效果而非口味更为关注。区别于其他细分品类，由于类似含有国家管制的第二类精神药物中峰因作为原料，能量饮料也被看作保健食品需要进行注册备案，提高了行业的准入壁垒。前五大品牌市场份额合计为85.6%，呈现高度集中的特征。美国能量饮料的双寡头竞争格局对中国市场的变迁具备重要的借鉴意义。
- **植物蛋白饮料行业增长稳健，燕麦奶成为行业新宠儿：**燕麦奶的诞生主要是针对乳糖不耐受的人群解决其饮用乳制品的问题。2020年燕麦奶在中国的销量远超植物蛋白饮料的其他品类，销量增长率高达1810%，是植物蛋白饮料行业增长最快的品类。一二线城市消费人群特别是经济发达地区的高消费能力女性对燕麦奶偏好度最高，产品受众明晰。代表公司OATLY的产品主打“天然低脂”“风味浓郁”，2018年开始进驻太平洋咖啡，以连锁餐饮渠道的模式加速培育中国市场。在2020年底已进驻超过8200家终端门店，其中仅与星巴克中国独家合作的门店就有4700多家。除星巴克外，OATLY在中国合作的品牌还包括Manner、Tim Hortons、Peet's、Costa、喜茶、奈雪的茶和麦咖啡等。
- **需求引领碳酸饮料品类内部的无糖化创新，细分差异化迎来行业商机：**碳酸饮料因其独特口感、便于工业化生产特征，成为全球各地软饮料工业发展的先驱品类。近年来随着生产工艺进步和消费者健康诉求的提升，当前碳酸饮料市场无糖化趋势加速演进。元气森林定位“无糖专门家”，主打产品为0糖0脂0卡的气泡水和燃茶，在大品类下寻求差异化，卡位空白市场抢占品类先机。2020年公司的销售额约为20-25亿元，预计2018-2021年收入复合增速高达207%。

图 1：乳制品行业的代表公司

行业	细分领域	股票代码	公司名称	PE	PS	市值	净利率
原料奶及乳制品	上游-原料奶	准备上市 (港股)	优然牧业	22.2	2.5	329亿元	13%
原料奶及乳制品	上游-原料奶	1117.HK	现代牧业	12.07	1.85	112亿元	13%
原料奶及乳制品	上游-原料奶	1432.HK	中国圣牧	10.40	1.52	69亿元	17%
原料奶及乳制品	上游-原料奶	1431.HK	原生态牧业	4.03	1.49	23亿元	37%
原料奶及乳制品	中游-液体奶	600887	伊利股份	26.48	2.22	2,467亿元	7%
原料奶及乳制品	中游-液体奶	2319.HK	蒙牛乳业	28.02	1.92	1,486亿元	5%
原料奶及乳制品	中游-奶粉加工	6186.HK	中国飞鹤	21.12	8.46	1,549亿元	40%

图 2：乳制品行业各细分领域的估值分布图



一、乳制品上游-原料奶：供需错配，迎来价格上行的新周期

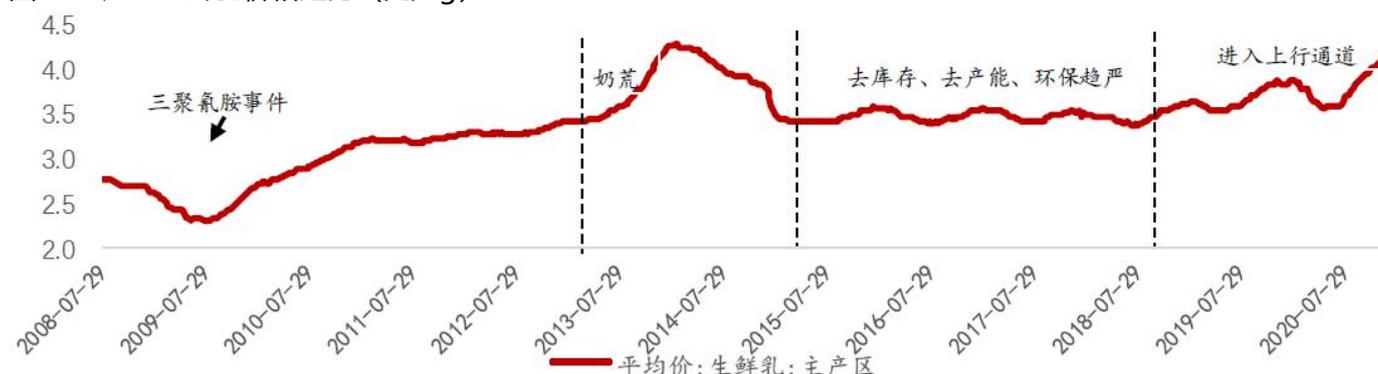
（一）疫情影响下本轮奶价上涨持续性强

奶牛生产的季节性变化与消费的季节性变化存在差异是导致原料奶行业周期属性显著的主要原因。夏天随着气温的升高，奶牛产奶量升高，但乳蛋白、干物质、微量元素呈下降趋势，消费者对乳制品的需求也下降。冬季随着气温下降，奶牛产奶量下降，但乳蛋白、干物质、微量元素等含量上升，同时消费者对乳制品的需求也上升。这周周期性的供需失衡会造成生鲜乳价格随季节变化呈现明显的周期性变动，当供过于求时，乳制品加工企业会将多余的原奶喷粉储藏。

2019 年底存栏回补的产能最早也要到 2022 年才能释放，叠加饲料价格上涨和进口奶源紧张等因素压制，2021 年原奶供应局面紧张。自 2008 年以来国内奶价变动大致分为以下几个阶段：（1）2008 年-2012 年，受“三聚氰胺事件”影响下挫及恢复阶段；（2）2013-2015 年，受气候、口蹄疫导致的奶牛减产事件影响，奶价快速上升及恢复阶段；（3）2015-2018 年，终端需求减弱，奶价季节性震动阶段；（4）2019 年至今，奶价进入新一轮上涨周期阶段。

我国生鲜乳产量整体不足，需要依靠进口的大包粉弥补，疫情期间由于乳品运输和大包粉的进口存在较大困难，国内原奶供给偏紧。2019 年中国原奶产量在全球的占比仅为 3.8%，远低于 2019 年中国乳制品消费量占全球总消费量的 12.5%。进口的大包粉是制作复原乳的主要原料，国内原奶可从喷粉中释放，直接用于生产高端牛奶和低温鲜奶等不可用复原乳加工的产品。

图 3 主产区生鲜乳价格走势（元/kg）



数据来源：农业部、华西证券研究所

（二）下游需求结构性增长，疫情后进一步加速

受下游液态奶产品结构调整影响，进口大包粉制成的复原乳集中在市场规模持续萎缩的低端产品，增长较快的中高端液态奶和婴配奶粉高度依赖于国内原奶生鲜乳的供应链。在 2016 年专项监督检查后，复原乳产品在外包装上进行醒目标注“复原乳”的规定得到严格执行，消费者教育也更为充分，目前复原乳主要应用中低端的液态奶产品中，该部分的市场呈现持续萎缩的特征。近年来，液态奶的增长主要由高端产品（高端常温酸奶和高端白奶）带动，乳制品另一主要品类国产奶粉在领军品牌飞鹤市占率不断提升的影响下，造成原奶需求的结构性变化，对国内原奶供应链依赖程度日益提高。

表 1 关于液态奶乳含量的国际规定

液态奶分类	国际规定含乳量	产品举例
巴氏杀菌乳	100%生牛（羊）乳	蒙牛每日鲜语鲜牛奶
灭菌乳（含超高温灭菌乳 UHT 和保持灭菌乳）	100%生牛（羊）乳，添加或不添加复原乳	伊利纯牛奶
调制乳	不低于 80%生牛（羊）乳或复原乳	味可滋香蕉牛奶
发酵乳（即酸奶）	80%以上生牛（羊）乳	伊利安慕希酸奶

数据来源：现行乳品安全国家标准（2010/6/1 颁布实施）

(三) 主要公司的估值分析

牧场的生鲜乳具备同质化的特征，原料奶作为周期属性显著的行业，具备产能优势的公司能够迅速获取原料奶价格上涨的红利。目前行业内三家主要的公司分别为现代牧业、中国圣牧、原生态牧业和准备上市的优然牧业。

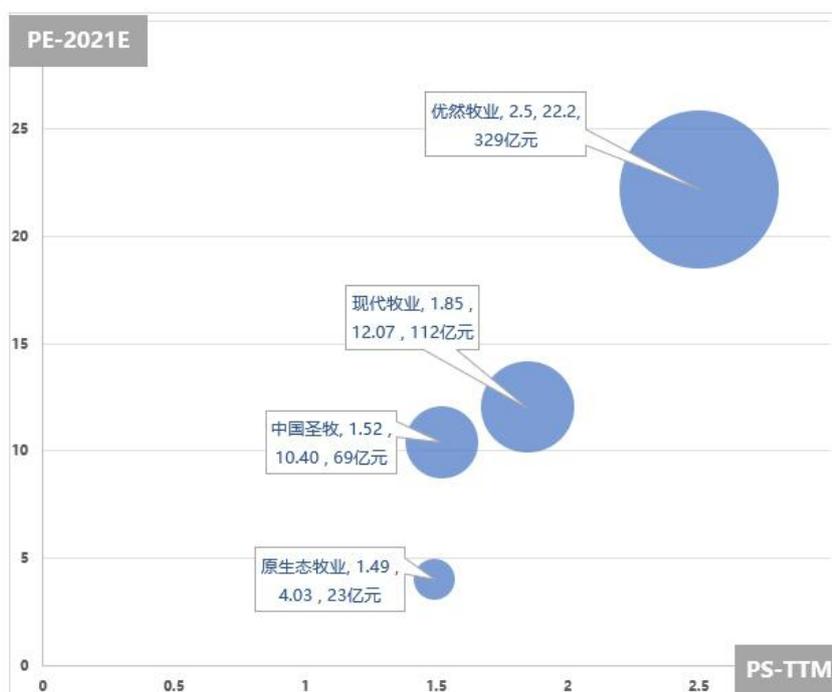
图 4 原料奶领域的主要上市公司

股票代码	细分领域	公司名称	PE	PS	市值	2020H1 牧场数量	2020H1 存栏(万头)	2021H1 收入	2020H1 毛利率	2020H1 净利率	备注
准备上市 (港股)	上游-原料奶	优然牧业	22.2	2.5	329亿元	65	60	54亿元	29%	14%	PAG持股42.89%，伊利为第二大股东持股40%，原奶流向伊利占比93%
1117.HK	上游-原料奶	现代牧业	12.07	1.85	112亿元	26	28.7	28亿	37%	8%	蒙牛控股，原奶流向蒙牛占比84%
1432.HK	上游-原料奶	中国圣牧	10.40	1.52	69亿元	34	10.8	13亿	38%	13%	蒙牛控股，原奶流向蒙牛占比至少80%
1431.HK	上游-原料奶	原生态牧业	4.03	1.49	23亿元	7	6.6	8亿元	29%	16%	中国飞鹤控股，原奶流向中国飞鹤占比约60%

备注：优然牧业估值按照最高发行价8.66元/股测算

数据来源：WIND、公司公告

图 5 估值最高的优然牧业业务覆盖整个乳业上游，产业链一体化优势明显



由上图可见，优然牧业估值最高（按照最高发行价 8.66 元/股测算），其次分别是现代牧业、中国圣牧和原生态牧业。主要原因分析如下：

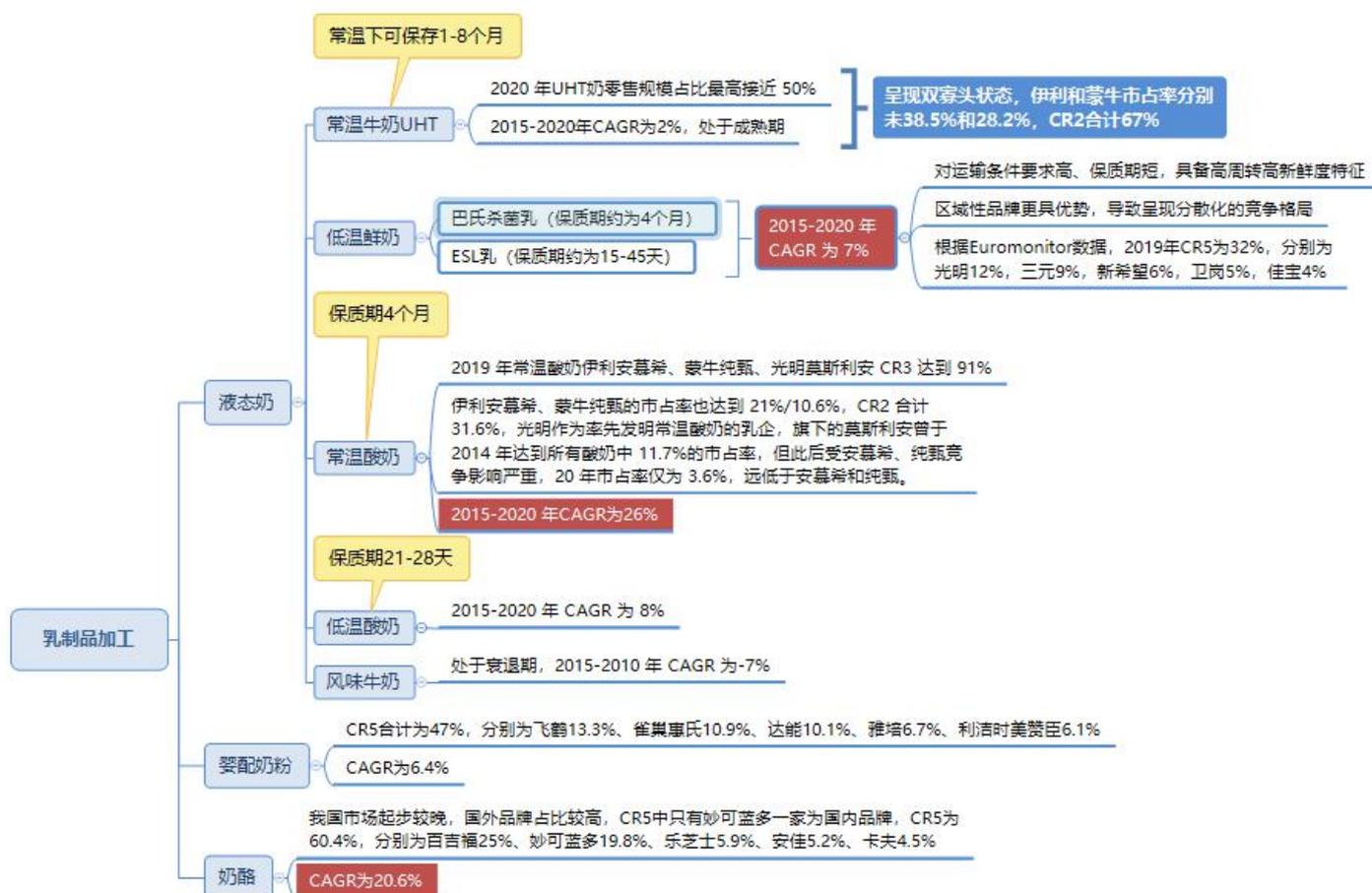
(1) 从伊利分拆出来的优然牧业业务布局覆盖由育种、饲料、到原料奶生产的乳业上游全产业链，三大业务高度协同，一体化优势明显。通过原料奶和反刍动物养殖系统解决方案两个业务分部，向大型乳制品制造商提供优质原料奶、并向牧场提供反刍动物养殖产品与服务。若拆分看优然牧业有三大业务，原料奶业务、饲料业务和育种业务，三大业务均在各细分领域为行业第一，进而构成了高度协同且具有相当壁垒的业务生态。

(2) 奶牛存栏量高的原料奶供应商在产能方面具备较大的优势，能够更好地把握原奶价格上涨的时机。现代牧业的奶牛存栏量高于中国圣牧和原生态牧业，在产能方面具备更大的优势。

(3) PAG 控股的优然牧业与伊利关联交易的市场化程度高于蒙牛控股的现代牧业，更利于公司业绩的提升。优然牧业的控股股东为外资投资公司 PAG，伊利是其第二大股东，而现代牧业的唯一控股股东为蒙牛。

二、乳制品中游-加工：常温奶稳健增长，酸奶加速复苏，婴配奶粉和奶酪景气引领乳制品板块

图 6 乳制品产业链中游乳制品加工的行业概况



(1) **常温白奶：双寡头绝对主导，预计未来份额仍可继续提升，但空间有限。**伊利和蒙牛市占率之和接近 70%，高度白奶由蒙牛特仑苏主导，普通白奶由伊利主导，未来份额提升空间较为有限。常温奶不依赖于冷链配送，产品较为同质化，营销和渠道是竞争要点。伊利和蒙牛渠道优势明显，全国铺货率全面领先二线企业。随着渠道下沉将继续收割杂牌份额，但由于集中度较高，提升空间相对有限。

(2) **低温白奶：运输条件要求高且保质期短导致分散化的竞争格局，增长空间优于常温白奶。**低温白奶具备高周转高新鲜的特征，区域性企业凭借品牌和渠道等先发优势占据当地低温奶的市场领先地位。2019 年 CR5 为 32%，光明、三元和新希望市占率排名前三。光明主要通过深耕当地市场实现内生增长，新希望则通过外延并购输出管理实现异地扩张。未来随着伊利和蒙牛的大力度投入，有望凭借综合的竞争优势快速获得市场份额。

(3) **常温酸奶：伊利蒙牛双寡头主导，未来份额空间有限。**在常温酸奶市场中，伊利安慕希占据绝对的主导地位，市占率超过 50%，领先蒙牛纯甄一倍以上的市场份额。安慕希在品牌、渠道、营销等维度全面优先于其他竞争者，且市占率已经超过其他竞争者，预计未来份额提升的空间有限

(4) **低温酸奶：格局相对分散，双寡头不具备压倒性的优势，随着未来战略重视的提升，份额存在增长的空间。**低

温酸奶龙头不存在距离的劣势，未来仍可以通过渠道精耕、品牌化和高端化夺取份额和定价权，现阶段表现不佳的原因是行业受到常温挤压增长乏力，同时价格竞争激烈。

(5) **风味牛奶：处于衰退期，预计市场规模将持续下滑。** 风味牛奶营养价值较低，可替代性强。

(6) **婴配奶粉：高端化助力规模增长，国产品牌份额持续提升。** 虽然潜在的新生人口数量下滑，影响奶粉市场的基数水平，但高端的婴配奶粉占比提升仍在带动整体市场规模的增加。我国奶粉市场的集中度仍在不断提升中，与海外成熟市场相比，我国婴配奶粉市场的集中度还有较高的提升空间。

(7) **奶酪：我国市场起步较晚，目前仍由外资主导，内资正在崛起。** 奶酪市场过往五年的年均复合增长率高达 20%，CR5 中唯一的内资公司妙可蓝多脱颖而出。随着其他竞争者的加速进入，可共享行业的景气。

综合来看，在常温酸奶和常温奶的领域已经呈现双寡头的市场格局，增长缓慢，关注低温鲜奶、低温酸奶、婴配奶粉和奶酪领域存在的突破机会。伊利及蒙牛作为头部企业在维持液态奶产品结构升级的同时还需要依靠奶粉和奶酪获得下一阶段的增长。

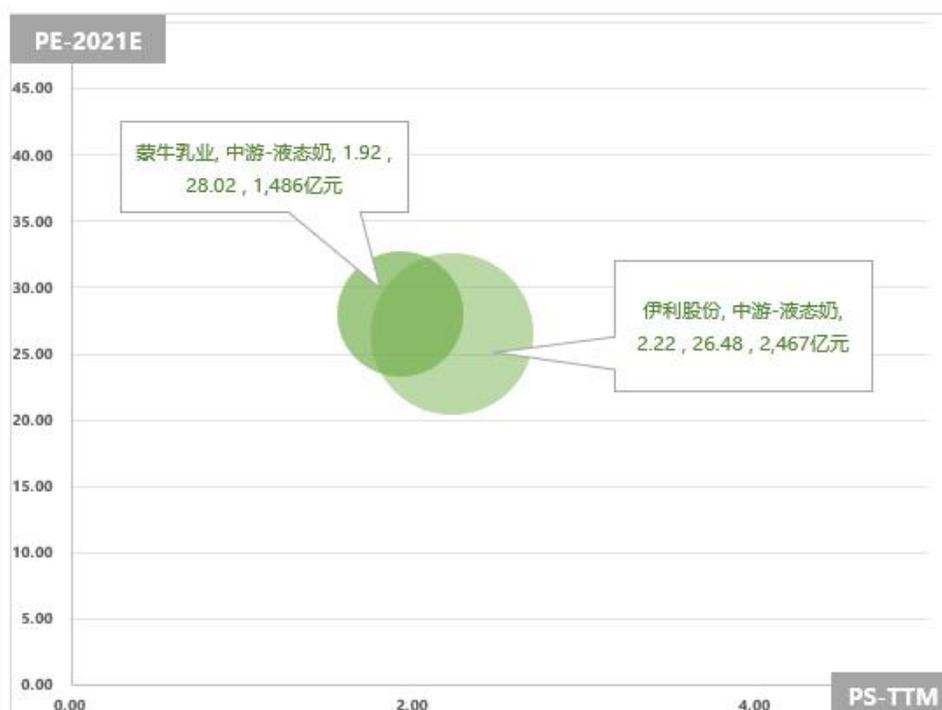
1、乳制品中游-液态奶：关注公司产品结构调整和细分品类布局

图 7 细分品类液态奶的主要上市公司

行业	细分领域	股票代码	公司名称	PE	PS	市值	净利率
原料奶及乳制品	中游-液态奶	600887	伊利股份	26.48	2.22	2,467亿元	7%
原料奶及乳制品	中游-液态奶	2319.HK	蒙牛乳业	28.02	1.92	1,486亿元	5%

数据来源：WIND

图 8 蒙牛乳业的产品结构和成长性更优，估值略高于伊利股份



蒙牛乳业的估值略高于伊利股份，主要原因分析如下：

(1) 蒙牛乳业的产品收入结构和成长性优于伊利，目前两者毛利率相近，预计蒙牛的毛利率未来提升空间更广阔。在两者收入占比最高的液态奶中，比较其高端产品可发现 2020 年伊利的高端产品（安慕希、畅轻、金领冠、巧乐兹）销售收入同比+9.6%，远低于蒙牛高端产品的增速（特仑苏+19%、每日鲜语+150%）。另外，蒙牛在乳制品细分领域中成长性最高的奶酪领域收入增长迅速，同比+49.4%，伊利在奶酪产品方面暂未进行深入的布局。

(2) 蒙牛在经营战略方面更倾向于布局毛利率高且成长性强的细分品类。例如在低温奶（每日鲜鱼毛利率 40%）、奶酪（毛利率 80%）和高端奶粉（毛利率 60%）的布局均体现出蒙牛乳业紧贴乳制品中增速较高的景气赛道，预计随着份额的提升，景气赛道的产品毛利贡献将会更高。伊利股份则聚焦于增长乏力的常温液态奶和竞争激烈的饮品。

表 2 2020 年产品收入结构增速比较（伊利股份 vs 蒙牛乳业）

公司	液态奶	奶粉	冰淇淋	冷饮	奶酪
伊利股份	+3.2%	+28.15%	-	+9.35%	-
蒙牛乳业	+10.9%	+30.3%	+2.8%	-	+49.4%

数据来源：公司公告

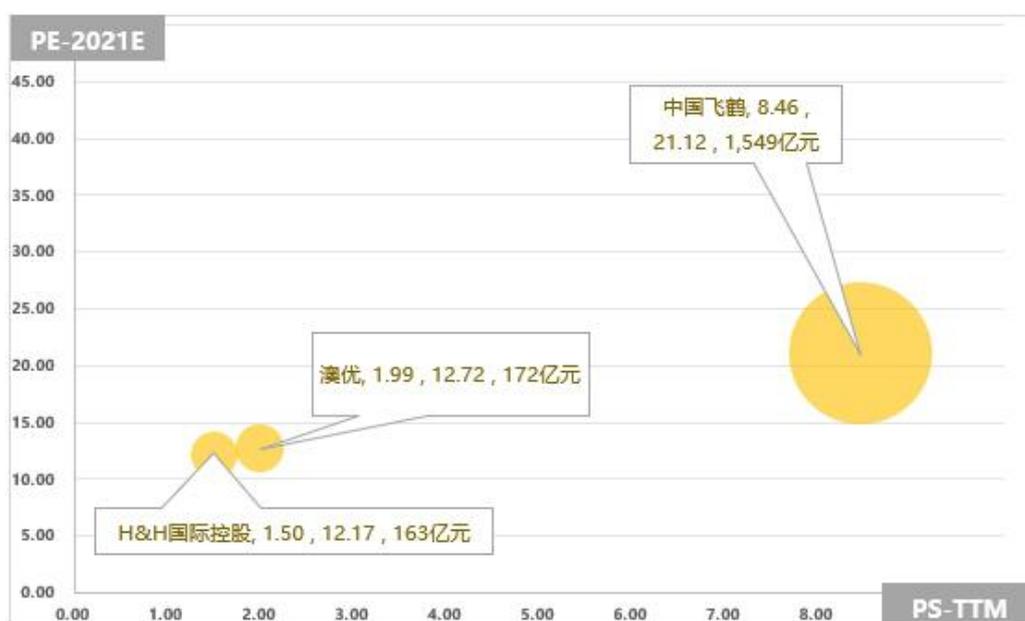
2、乳制品中游-婴配奶粉：品牌认知度和产品高端化助力公司增长

图 9 细分品类婴配奶粉的主要上市公司

行业	细分领域	股票代码	公司名称	PE	PS	市值	净利率
原料奶及乳制品	中游-奶粉加工	6186.HK	中国飞鹤	21.12	8.46	1,549亿元	40%
原料奶及乳制品	中游-奶粉加工	1717.HK	澳优	12.72	1.99	172亿元	13%
原料奶及乳制品	中游-奶粉加工	1112.HK	H&H国际控股	12.17	1.50	163亿元	10%

数据来源：WIND

图 10 品牌认知度和提价权的护城河为中国飞鹤估值遥遥领先提供重要的基础



中国飞鹤的估值遥遥领先，澳优估值略高于 H&H 国际，主要原因分析如下：

(1) **中国飞鹤的品牌认知度更高，具备更强的提价权。**在我国出生率近年来呈现负增长的背景下，婴配奶粉公司难以在销量方面有较大的增幅，因此提价权成为评估公司未来增长的重要依据。基于我国奶粉行业的消费者呈现非理性特征（一般认为价高=质优），故品牌是奶粉行业的重要护城河，知名度越高的品牌拥有的提价权越高。2020 年中国飞鹤在婴配奶粉市场的份额为 14.8%，排名第一，澳优占比为 6.3%，排名第三。中国飞鹤采取一系列品牌宣传+地面活动并举的宣传模式拉近消费者，占领消费者的心智。通过“妈妈的爱”等小型地面活动的推广为母婴店引流的同时成功深入人心。

图 11 中国飞鹤在线下母婴店的亲自引流活动



图 12 中国飞鹤在母婴店的促销活动



图片来源：光大证券研究所

(2) **在经营战略方面，中国飞鹤主推的高端系列产品使其毛利率（72.5%）领先于同行，澳优的产品结构和营收增长速度优于 H&H 国际。**虽然 H&H 国际的毛利率为 64% 高于澳优（49.86%），但实际上 H&H 国际旗下的奶粉产品高端化程度低于澳优，主要是由于旗下还有毛利率较高（78%），收入占比为 12% 的益生菌产品拉高了整体的毛利率水平。

表 3 中国飞鹤大单品星飞帆收入占比

产品定位	超高端系列		高端系列		普通系列
	星飞帆	臻稚有机	臻爱倍护	星阶优护	飞帆
产品					
价格 (元/kg) (一段: 0-6 个月)	462.9	501.4	311.1	342.2	264.4
推出时间	2010 年	2017 年	2012 年	2014 年	2014 年

数据来源：公司官网

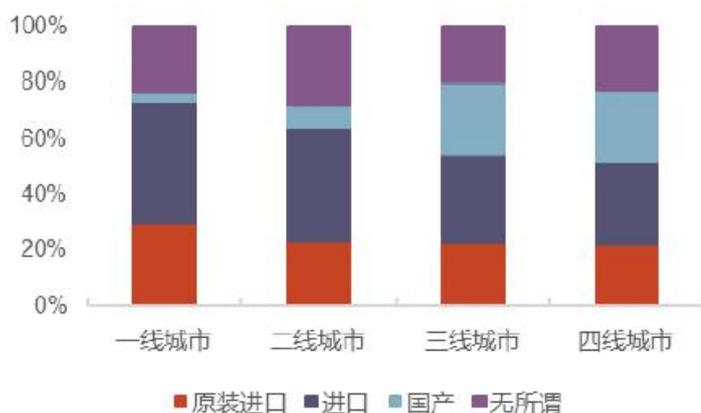
表 4 中国飞鹤大单品星飞帆收入占比

年份	星飞帆营收 (亿元)	中国飞鹤收入 (亿元)	星飞帆营收占比
2019	70.65	137.22	51.5%
2020	98.9	185.92	53.2%

数据来源：公司公告

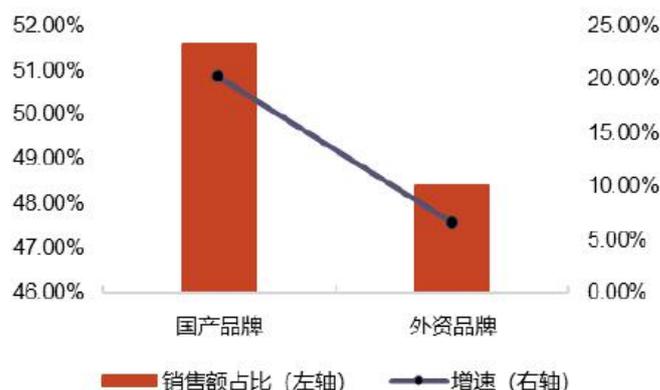
(3) **中国飞鹤积极实施渠道下沉策略，线下小型母婴店渠道助力增长，存货周转率远高于同行。**奶粉作为一种消费品，存货周转率可反映其品牌和畅销程度。中国飞鹤、H&H 国际和澳优的存货周转率分别为 5.19、2.28 和 1.8。中国飞鹤的高存货周转率离不开其在渠道下沉的布局策略。根据尼尔森的数据显示，2018 年国产奶粉在下线市场的销售额占比为 51.6%，增速达到 20.2%，远高于外资奶粉 6.6%的增速。三四线城市的消费者对国产品牌的信心更强，购买意愿显著高于一二线城市。

图 13 不同等级城市消费这对国产品牌的购买意愿



数据来源：易观智库

图 14 国产品牌在低线城市的销售占比及增速更优



数据来源：尼尔森

二、软饮料：需求稳定性和产品差异性主导生命周期及竞争格局

软饮料是指酒精含量低于 0.5%（质量比）的天然的或人工配制的饮料。又称清凉饮料、无醇饮料。所含酒精限指溶解香精、香料、色素等用的乙醇溶剂或乳酸饮料生产过程的副产物。

图 15：软饮料各细分品类的代表公司

行业	细分领域	股票代码	公司名称	PE	PS	市值	净利率
软饮料	能量饮料	MNST.O	怪物饮料	34.46	10.55	3,174亿元	31%
软饮料	能量饮料	605499	东鹏饮料	45.64	9.05	355亿元	16%
软饮料	包装饮用水	9633.HK	农夫山泉	65.96	17.86	4,233亿元	23%
软饮料	碳酸饮料	KO.N	可口可乐	33.60	7.25	15,183亿元	22%
软饮料	浓缩果汁	605198	德利股份	74.17	13.71	77亿元	18%
软饮料	咖啡饮料	NSRGY	雀巢	25.90	3.86	22,155亿元	13%
软饮料	茶饮料	0322.HK	康师傅控股	16.90	1.04	680亿元	7%
软饮料	茶饮料	0220.HK	统一企业中国	18.21	1.39	297亿元	7%
软饮料	蛋白饮料	603156	养元饮品	15.76	6.79	404亿元	36%
软饮料	蛋白饮料	0345.HK	VITASOY INT'	48.02	4.55	266亿元	8%
软饮料	蛋白饮料	OTLY.O	Oatly	-165.92	29.56	892亿元	-14%

图 16：软饮料各细分品类的估值分布图

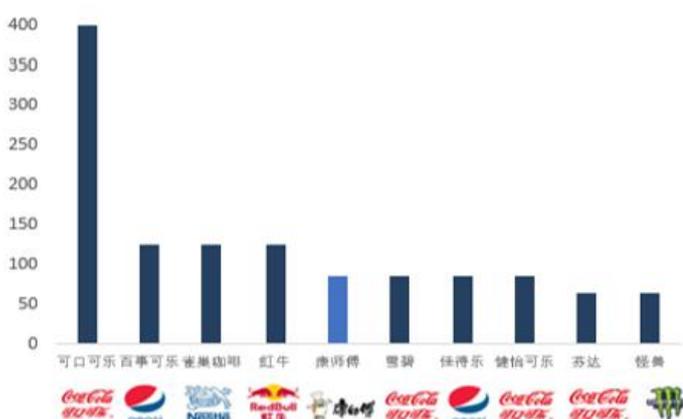


从软饮料的特性来看，口感快速变化是需求不稳定的来源，需求稳定性决定了产品周期呈现口味型 < 包装水~功能型的特征。由于消费者口感偏好的快速变化，所以几乎没有口感的包装水以及在口感之上进一步附加了功能性的饮料品类在

需求方面相对稳定，产品的生命周期较长，企业无须对产品进行频繁的迭代和新品导入。例如农夫山泉包装水、红牛、可口可乐自 90 年代推出或引入中国以来，除包装略有调整外，产品几乎没有任何迭代，且产品仍处于成长期。口味型饮料产品生命周期较短，近年来爆款快速放量，大约 2-3 年时间便结束生命周期，即使如哇哈哈营养快线、康师傅冰红茶、可口可乐美汁源等产品凭借强大的渠道优势，仍维持 50 亿元左右的销售体量，但也出现增长乏力的现状。

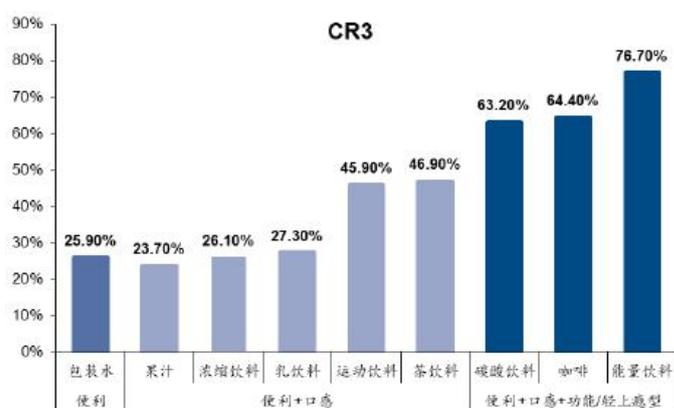
行业集中度与品牌差异化程度呈正相关，呈现包装水 < 口味型 < 功能型的格局。同质化的产品需要持续的营销投入进行消费者教育以形成品牌认知，如包装水的同质化程度较高，故在行业发展的早期渠道的广度和深度是企业制胜的关键。但随着消费者对生活品质需求的提升，水企不断进行水源水质教育，叠加 2015 年来政策加速令小品牌出清，2020 年包装水的 CR3 为 25.9%。虽然对比 2015 年 CR3 已提升了 5.7%，但仍然显著低于除果汁以外的其他品类。能量饮料、咖啡饮料及碳酸饮料等功能型或轻上瘾品类往往拥有更高的消费频次和更强的品牌粘性，因此行业集中度也相应提高，2020 年这三个品类的 CR3 均在 60% 以上。

图 17 软饮料品牌价值排名前十名大多为轻上瘾品类(亿美元)



数据来源：Euromonitor

图 18 行业集中度呈现包装水 < 口味型 < 功能型的格局



数据来源：Euromonitor

图 19 三大饮料细分品类，消费需求逐类增加

	包装水	口味型	功能性/轻上瘾型
代表性细分品类	包装水	果汁/茶饮料/乳饮料等	能量饮料/咖啡/碳酸饮料/凉茶
消费诉求	便利	便利+口感	便利+口感+功能
差异化	×	√	√
需求稳定性	√	×	√
产品生命周期	长	短	长
零售市场空间	2,159 亿	约 2820 亿	约 1760 亿
竞争格局	相对闭环	开环竞争	相对闭环

图 20 主要软饮料细分品类的市场规模及格局梳理

	市场零售额:亿元			结构		复合增速		集中度	
	2015	2020	2025E	2020	2025E	15-20年	21-25E	CR3	CR5
软饮料整体	6,245.5	6,737.6	7,208.3	100.0%	100.0%	1.5%	2.8%		
包装水	1,432.6	2,158.9	2,823.0	32.0%	36.5%	8.5%	5.5%	25.9%	32.3%
茶饮料	1,221.0	1,126.3	1,218.7	16.7%	15.7%	-1.6%	1.6%	46.9%	63.4%
乳饮料	1,352.4	1,002.1	882.7	14.9%	11.4%	-5.8%	-2.5%	27.3%	38.5%
碳酸饮料	770.7	875.4	1,064.7	13.0%	13.8%	2.6%	4.0%	63.2%	73.2%
果汁	932.9	821.8	809.3	12.2%	10.5%	-2.5%	-0.3%	23.7%	32.4%
能量饮料	287.9	447.8	584.6	6.6%	7.6%	9.2%	5.5%	76.7%	85.6%
运动饮料	93.6	115.6	130.3	1.7%	1.7%	4.3%	2.4%	45.9%	50.6%
咖啡	55.7	93.2	110.3	1.4%	1.4%	10.8%	3.4%	64.4%	71.0%
亚洲特色饮料	80.3	85.0	112.7	1.3%	1.5%	1.1%	5.8%	74.0%	84.7%
浓缩饮料	18.3	11.7	5.3	0.2%	0.1%	-8.6%	-14.5%	26.1%	26.1%

数据来源: Euromonitor

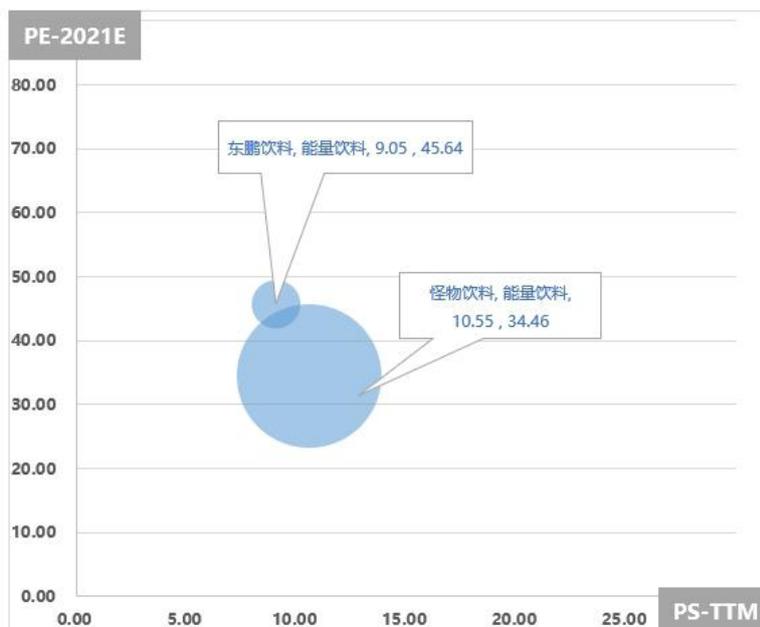
1、软饮料-能量饮料: 行业增速、空间和竞争格局优势显著

图 21 能量饮料品类的主要上市公司

行业	细分领域	股票代码	公司名称	PE	PS	市值	净利率
软饮料	能量饮料	MNST.O	怪物饮料	34.46	10.55	3,174亿元	31%
软饮料	能量饮料	605499	东鹏饮料	45.64	9.05	355亿元	16%

数据来源: WIND

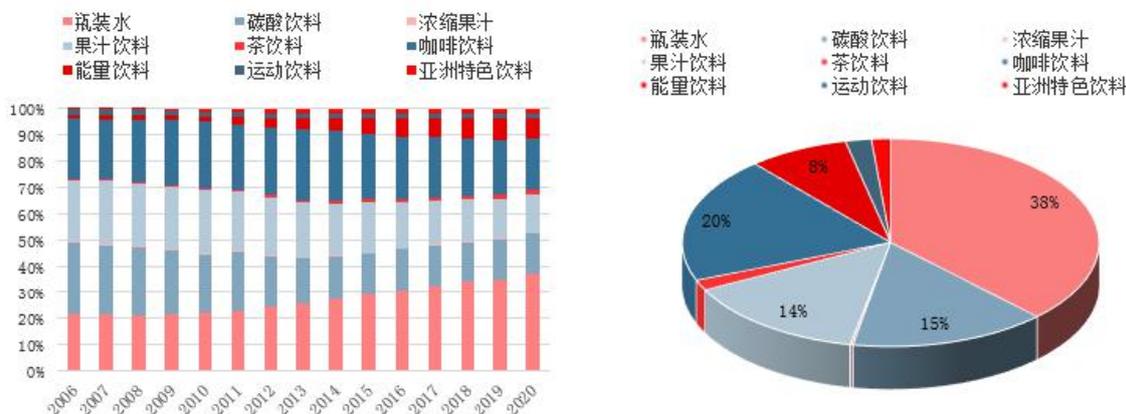
图 22 市占率排名第二的东鹏饮料有望与华彬红牛形成双寡头的竞争格局



(1) 能量饮料是饮料市场中增速最高的细分品类, 2020 年消费额仅占软饮料的 7.8%。与运动饮料相比, 能力饮料可替代性弱, 消费者对效果而非口味更加关注。在美国市场, 怪兽和奥地利红牛合计占据约 70% 的市场份额, 已经形成了双寡头的竞争格局, 行业集中度较高, CR5 保持在 92%。美国能量饮料的双寡头竞争格局对中国市场的变迁具备重要

的借鉴意义。

图 23 2020 年中国能量饮料消费额仅占软饮料的 7.8%



数据来源：Euromonitor

(2) 市占率位居首位的华彬红牛陷入品牌争端导致市场份额流失，对标美国怪兽饮料的东鹏饮料发展迅猛成为行业黑马。1995 年华彬集团将“红牛”品牌从泰国引入中国后，类似奥利红牛定位为较高价格的产品（23-26 元/升），一直稳居行业龙头地位，2020 年市场份额接近 52%。排名第二的东鹏特饮（15%）则类似美国的怪兽饮料，采取差异化战略以更为亲民的价格（17-20 元/升）和区别化的目标群体（工人蓝领）以及大包装规格（大容量 500ml）迅速打开销量市场。近年来，华彬红牛与泰国天丝集团的品牌纠纷仍未得到解决，令消费者产品品牌认知混乱，市占率呈现下降的趋势。另外，红牛商标所有者泰国天丝集团也以“红牛安耐吉”和“红牛维生素封为饮料”产品重新进入中国市场，使得红牛品牌价值受到冲击。市场份额排名第三的是达利食品的乐虎（9%），但由于达利食品将重点转向植物蛋白饮料（豆本豆），使得其市场份额在 2019 年开始低于东鹏特饮。

图 24 红牛商标之争和相关产品



资料来源：红牛公司官网、快消《红牛商标权属案终审天丝获胜，50 年协议不予采用！华彬另起仲裁？》、华创证券

图 25 中国红牛销售额增速回落



数据来源: Euromonitor

图 26 中国红牛市占率呈现下滑趋势



数据来源: Euromonitor

(3) 区别于软饮料其他细分品类, 能量饮料需要获批注册才可上市, 因而具备更高的行业准入门槛。自 2016 年以来, 随着《保健食品注册与备案管理办法》的实施, 我国对保健食品的管理日益规范, 进入了注册、备案双轨管理的阶段。对于类似含有属于国家管制的第二类精神药物中峰因作为原料的保健食品注册, 政府审批部门要求提供更充分的安全性和功能性证实资料, 获准注册的难度较大, 形成了该类功能饮料较高的行业准入门槛。

2、软饮料-植物蛋白饮料: 行业稳健增长, 关注产品矩阵

图 27 植物蛋白饮料品类的主要上市公司

行业	细分领域	股票代码	公司名称	PE	PS	市值	净利率
软饮料	蛋白饮料	OTLY.O	Oatly	-165.92	29.56	892亿元	-14%
软饮料	蛋白饮料	603156	养元饮品	15.76	6.79	404亿元	36%
软饮料	蛋白饮料	0345.HK	VITASOY INT'	48.02	4.55	266亿元	8%

数据来源: WIND

图 28 依靠大单品成长的维他奶国际通过收购不断开拓新品类, 实现多元化增长



维他奶国际的估值远高于作为核桃乳绝对龙头的养元饮品，主要原因分析如下：

(1) 养元饮品依靠“核桃乳”大单品已难以推动业绩增长，近五年营收呈现负增长的趋势。从可口可乐和维他奶国际的发展路径可以看出，大单品的公司拓展产品线提高收入增速的方法主要有两个，分别是对原有大单品进行口味和功能上的升级，以及通过自研、并购或合资的方式并入其他细分品类。维他奶国际发展路径与可口可乐相似，都是通过不断收购的方式快速开拓新品类。养元饮品则采用见效缓慢的方式，通过在原有单品“六个核桃”的基础上添加无糖、益生元等，打造更多功能，在“补脑”基础上增添“健康”概念，以及推出养元红枸杞饮料，但都没有打造出“爆款”产品，见效甚微。

表 5 养元饮品的产品矩阵相对单一

产品名称	产品规格	推出时间
六个核桃 2430 核桃乳	240ml	2020 年 10 月
六个核桃卡慕宁	240ml	2020 年 3 月
六个核桃抹茶+	240ml	2020 年 3 月
每日养元植物奶	250ml	2020 年 1 月

数据来源：公司官网

表 6 维他奶国际的产品矩阵品类丰富，不同销售区域的产品和口味存在差异化，品类糖度均可选择无糖/低糖/正常

所属品类	具体产品
维他奶系列	盒装维他奶 玻璃装维他奶 维他奶钙思宝（不含乳糖） 
纯豆浆系列 维他山水豆浆系列	盒装豆浆 低温豆浆 
维他山水豆腐花	低温即食豆腐花 
专业冲调用植物奶系列	专为冲调咖啡而设的植物奶 
维他茶系列	低温新鲜茶/柠檬茶/菊花茶/ 无糖茶/绿茶 

		
港式系列	港式奶茶/港式鸳鸯	
包装水系列	瓶装蒸馏水/矿物质水	
牛奶饮品系列	盒装低温奶/风味牛奶	
清心栈系列	特色风味饮品 (冬瓜青柠/竹蔗茅根/苹果茉莉)	
果汁系列	盒装果汁饮品/果然系风味饮品	

(2) 养元饮品留存大量现金资产，并无对产品创新或市场渠道进行过多的投入，未来的发展空间具有一定的局限性。养元饮品近两年交易性金融资产占比均超过 60%，几乎全部为银行理财产品。

表 7 养元饮品现金资产占比超过 60%

时间	交易性金融资产-银行理财产品	占比
2020 年 12 月 31 日	102 亿元	68%
2019 年 12 月 31 日	94 亿元	62%

数据来源：公司公告

表 8 维他奶国际现金资产占比超过 60% (完整财年为本年 3 月 31 日至次年 3 月 31 日)

时间	货币资金	占比
2020 年 3 月 31 日	8 亿元	14%
2019 年 3 月 31 日	9 亿元	18%

数据来源：公司公告

3、软饮料-植物蛋白饮料：主打健康的燕麦奶成业内新宠儿

(一) 燕麦奶成为国内植物蛋白饮料备受瞩目的新赛道，2020 年销量增长率高达 1810%

燕麦奶主要是针对乳糖不耐受人群饮用乳制品问题的解决，定位健康饮食，迎合“环保”和“素食”的理念。我国 2020 年植物蛋白饮料销量远超其他品类，销售额增长率为 965%，销量增长率高达 1810%。据欧睿估计，截至 2020 年，其他乳制品类别的替代产品普及率不到 1%，突显了植物奶行业未来巨大的机遇，预计未来三年内，植物奶市场将继续增长 29%-25%。

(二) 消费群体画像为经济发达地区的高消费能力女性，20-29 岁人群对燕麦奶的关注度最高

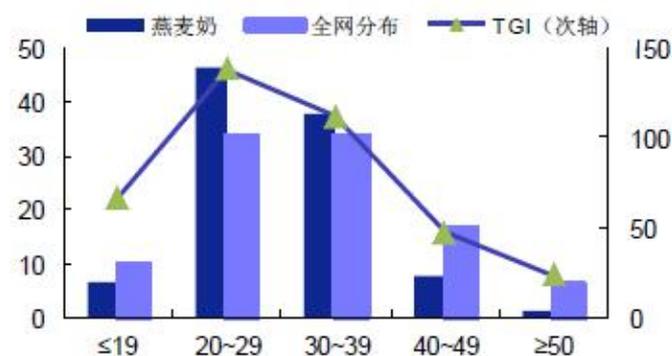
根据百度指数提供的“燕麦奶”关键词搜索地域分布，华东、华南、华北地区对燕麦奶的关注度最高，具体省市来看，上海、广东、北京、浙江和江苏居于前五。在人群的年龄和性别结构方面，20-29 岁人群的关注度最高，30-39 岁人群次之，20-39 岁高消费能力人群占比超过 80%，女性对燕麦奶的关注度明显高于男性。

图 29：燕麦奶搜索地域的分布 (202101-202106)



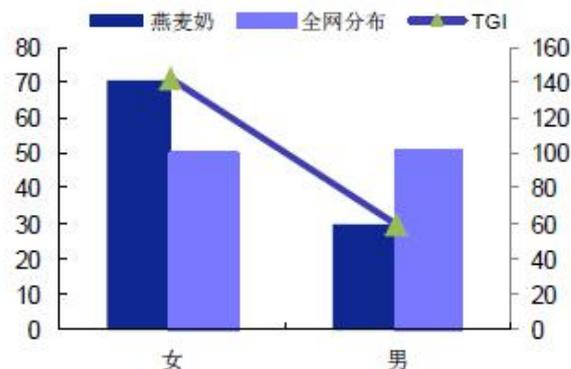
数据来源：百度指数

图 30 “燕麦奶”关键词关注用户人群属性 (按年龄分布)



数据来源：百度指数

图 31 “燕麦奶”关键词关注用户性别分布



数据来源：百度指数

(三) 头部代表公司 OATLY 从欧美走向国内，借助连锁咖啡店稳固的渠道模式实现中国市场的快速培育扩张

燕麦奶头部代表公司 OATLY 于今年 5 月 20 日在纳斯达克上市，目前最新市值达到 266 亿元人民币。OATLY 噢麦力成立于 1990 年，在 2018 年通过精品咖啡和茶饮渠道进入中国市场，在 2020 年底已进驻超过 8200 家终端门店，其中仅与星巴克中国独家合作的门店就有 4700 多家。除星巴克外，OATLY 在中国合作的品牌还包括 Manner、Tim Hortons、Peet's、Costa、喜茶、奈雪的茶和麦咖啡等。植物奶的发展离不开消费者的健康意识不断加强。千禧一代和 Z 世代是全球最大的消费群体，这代人对健康和环境问题有着深刻的理解。

图 32 OATLY 燕麦奶 (oatmilk) 产品



图 33 OATLYGURT 酸奶产品



图 34 OATLY COOKING 烹饪奶油产品



图 35 OATLY ICE CREAM 雪糕产品



图片来源：公司官网

在新兴市场的开拓中，OATLY 采用一种食品服务导向的扩张策略，通过咖啡市场销树立消费者对品牌的认知度和忠诚度，进而带动各零售渠道的销售。这一策略在包括英国、德国、美国和中国在内的市场均取得了成功。截至 2020 年 12 月 31 日，OATLY 为全球约 60000 家零售门店和 32200 家咖啡店提供产品。

图 36 星巴克联合 OATLY 开启星膳食主义



图 37 麦咖啡携手 OATLY 推出全新燕麦系列产品



图片来源：星巴克官网、麦咖啡官网

(四) 燕麦奶市场受众明晰，5 家新入局的本土品牌寻求突破，部分食品饮料集团及乳制品企业相继推出燕麦奶产品

2020 年 9 月，国产燕麦奶品牌“小麦欧耶”获得千万级的天使轮融资；2020 年 10 月，oat oat 获得千万级 Pre-A 轮融资；2020 年 12 月，植物基饮料及食品品牌谷物星球完成数百万美元的天使轮融资；2021 年 2 月植物奶品牌每日盒子获得数百万天使轮融资。

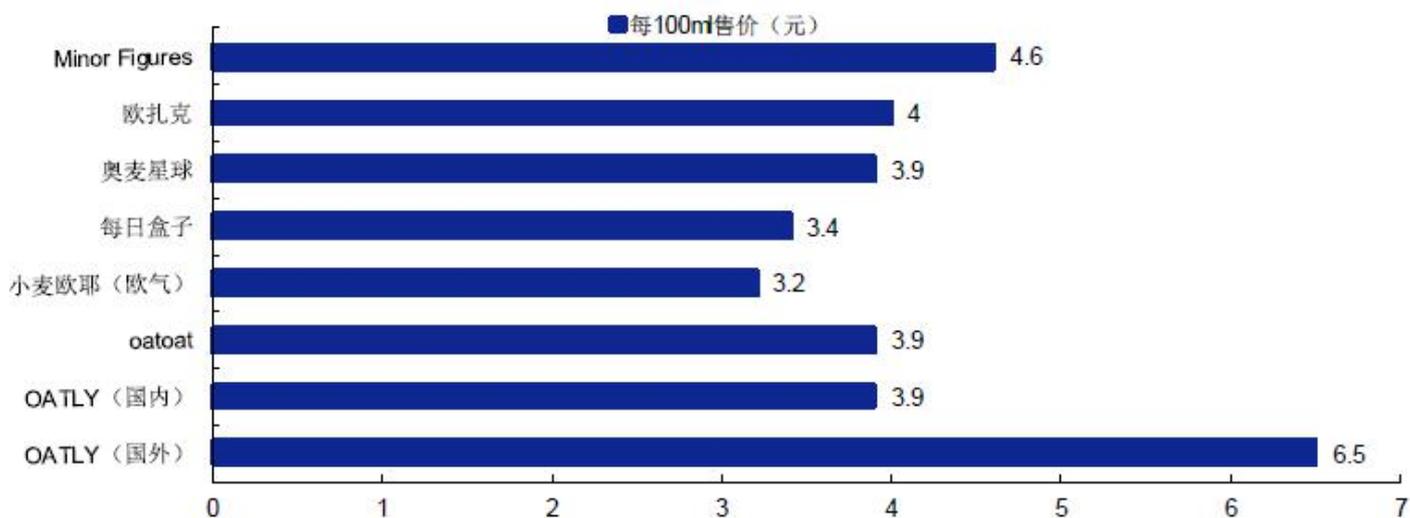
表 9 国内部分燕麦奶公司融资一览

公司	时间	融资轮次	融资金额	投资方
小麦欧耶	2020 年 9 月	天使轮	千万级	远璟资本
谷物星球	2020 年 12 月	天使轮	数百万美元	险峰长青
oat oat	2021 年 3 月	A 轮	数千万级人民币	IMO Ventures, 华创资本, 五源资本
	2020 年 10 月	Pre-A 轮	千万级人民币	IMO Ventures
	2020 年 9 月	天使轮	金额未知	华创资本、惟一资本、谷之禅
每日盒子	2021 年 2 月	天使轮	数百万人民币	青山资本
植物标签	2021 年 4 月	天使+轮	超 6000 万人民币	初心资本、合鲸资本、真格基金、愉悦资本、尚承投资

数据来源：企查查

除此之外，部分食品饮料集团和乳制品企业也相继推出燕麦奶产品。其中 2020 年 5 月，达能旗下的植物基运动营养品牌 VEGA ONE 登录中国市场；2020 年 9 月，维他奶推出“燕麦+藜麦”的双植物蛋白饮品。伊利、蒙牛两巨头早已在几年前开始布局植物蛋白饮料市场。2014 年 12 月蒙牛乳业创立了在华的首个合资品牌 Silk 植朴磨坊，2017 年伊利股份推出植物蛋白饮品植选浓香豆乳。

图 38：各品牌燕麦奶官方售价对比



数据来源：天猫商城、安信证券研究中心

4、软饮料-碳酸饮料：需求引领碳酸饮料品类内部的无糖化创新

(一) 随着经济发展和活物质进一步丰富，肥胖率趋于提升，在消费者健康意识的提升下无糖化趋势渐明

在物质条件进一步丰富的背景下，品质消费需求及健康意识提升，碳酸饮料作为成熟品类总量虽然见顶，但衍生出以无糖、减糖为核心的高景气细分品类。例如，2014-2019年无糖茶零售额年均复合增长率高达32.6%，远高于有糖茶的3%。整天饮料消费市场逐步呈现功能化、无糖化趋势。

图 39 2006 年-2020 年碳酸饮料结构占比呈现下降趋势

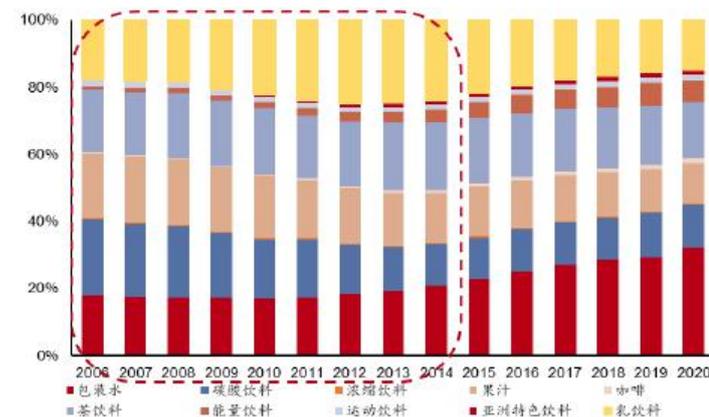
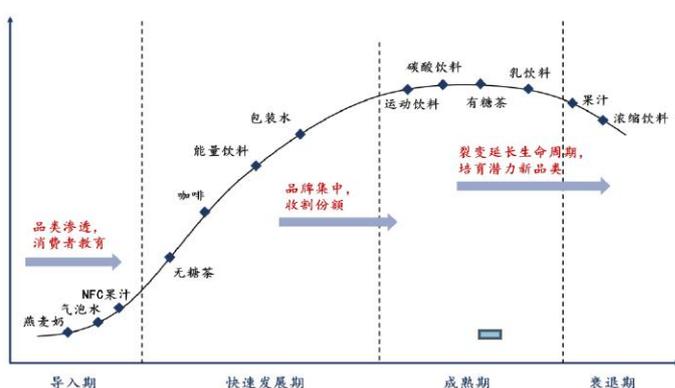


图 40 软饮料细分品类的生命周期



数据来源：Euromonitor、华创证券

(二) 无糖气泡水领军者元气森林产品上市 4 年年均复合增长率高达 207%，同期碳酸饮料整体增速仅为 4.3%

元气森林成立于 2016 年，主打“0 糖 0 脂 0 卡”概念，当前以气泡水和燃茶为核心品类，收入占比分别为 60-65% 和 30%。2020 年销售额约为 20-25 亿元，2021 年的目标销售规模为 75 亿元，对应 2018-2021 年年均复合增长率高达 207%。元气森林通过快速测试和快速迭代的研发方式推出多款新品，高增长的兑现令元气森林先后获得多轮融资。2021 年 4 月获得红杉中国、华平投资等新一轮的融资，投后估值达到 60 亿美元。

图 41 元气森林苏打气泡水



图 42 元气森林燃茶



图 43 元气森林乳茶



图 44 元气森林果汁气泡水



图 45 元气森林健美轻茶



图 46 外星人无糖运动功能性饮料



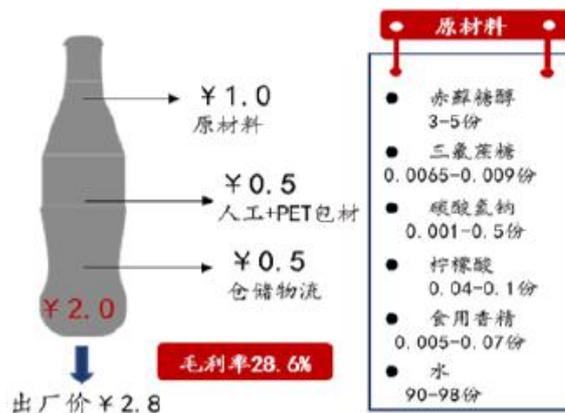
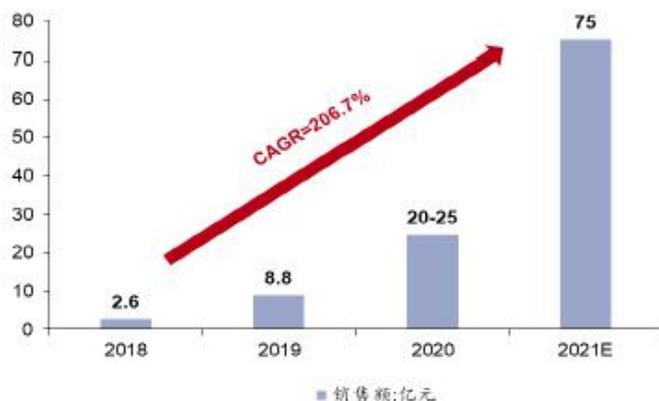
资料来源：公司官网

(三) 元气森林的快速崛起主要源于细分差异化品牌定位、互联网思维的高效创新迭代以及借力新兴渠道的快速扩张

品牌营销上，定位“无糖专门家”，在大品类下寻求差异化。元气森林在口感上具备含气饮料的刺激性，包装上迎合了Z时代对日系、和风等的审美偏好，产品口感和包装上的差异化和鲜明化有效吸引了消费者的注意力。其次，公司成功捕捉到消费者对健康日益增长的追求，定位“无糖专门家”主打0糖0脂0卡，卡位空白市场，抢占品类先机。在扩张策略方面，通过小红书、微博、抖音种草、KOL背书和线下广告等轰炸，元气森林对以女性为代表的细分用户群体进行精准营销，抢占消费者的心智并逐渐成为“无糖饮料”的代名词。

图 47 预计 2018-2021 年元气森林营收复合增速达 207%

图 48 元气森林原材料成本占比约 50%



数据来源：增长黑盒《12000字解读元气森林》

研发思路，利用互联网思维，以用户为中心，通过高效测试实现产品的快速迭代。元气森林围绕“无糖”概念采取以用户为中心的模式，选择口感更优、热量更低但成本更高的赤藓糖醇甜味剂。研发方式上，借助强大的产品研发部门和互联网思维下的高效试错模式，借助产品、渠道、卖点各个环节的测试实现精准研发与快速推广：（1）内测与外测结合的方式进行产品口感测试；（2）初步验证的产品先在电商平台售卖，借助后台数据判断是否达到规模化推广的标准，后在线下便利店铺开并记录消费者的选购行为；（3）通过投放信息流广告测试产品卖点。在数据驱动下的测试方式支撑下，公司SKU“库存”储备丰富，每年有大于100个SKU储备，实际推出产品仅约为5%。

图 49 元气会员店小程序的新品测评活动

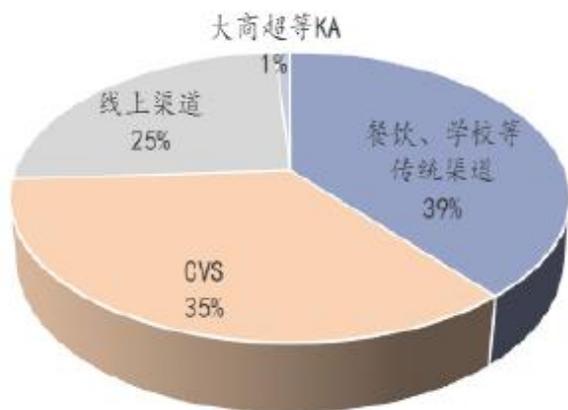
图 50 元气森林研发方式概览



数据来源：增长黑盒《12000字解读元气森林》、华创证券

渠道布局上，紧密结合产品定位，绑定新兴渠道。不同于传统软饮料企业以线下流通渠道为主，元气森林发展早期绑定电商、便利店等新兴渠道，且推广路径上首先从试错成本低、数据回馈快的电商发力。其次是聚焦一二线城市的便利店渠道，精准锁定目标人群。在打造出一定知名度和影响力后，公司才转为在传统渠道实行进一步的规模扩张。

图 51 元气森林传统渠道/便利店 CVS/线上渠道的占比情况 图 52 元气森林的营销方式层层递进



数据来源：增长黑盒《12000字解读元气森林》、公司官网