

证券研究报告·行业深度报告

食品饮料：第三消费时代变迁，日本餐饮行业回眸

分析师：安雅泽

anyaze@csc.com.cn

执业证书编号：S1440518060003

分析师：张立

zhanglidcq@csc.com.cn

执业证书编号：S1440521100002

分析师：陈语匆

chenyucong@csc.com.cn

执业证书编号：S1440518100010

分析师：余璇

yuxuan@csc.com.cn

执业证书编号：S1440521120003

分析师：菅成广

jianchengguang@csc.com.cn

执业证书编号：S1440521020003

研究助理：高畅

gaochang@csc.com.cn

发布日期：2023年7月16日

核心观点

- **日本消费变迁与合理性借鉴：**在国内宏观预期偏弱、老龄化加重的背景下，市场对日式“资产负债表”衰退的讨论较多，对国内消费前景亦出现较多担忧，我们认为日本消费行业的变迁值得思考，但并不能完全反映国内消费的未来。 **第一，国内的消费市场复杂程度和消费潜力远超日本。第二，国内房价表现平稳，未出现日本90年代初的资产价格大幅回落。中长期看，消费升级仍是国内消费的主旋律。**
- **本报告深度复盘日本食饮六大赛道二十个子行业，自八十年代至今的量价表现、结构演化与竞争格局：**
- **1.酒类：1996年总销量见顶，价格升级与价格降级并存。**（1）清酒：1974年销量见顶后价增持续近30年，1970-2000年价格上涨近2倍。即使在经济低迷期，清酒消费结构仍然持续升级，作为社交品的高端清酒仍具备需求刚性，高端清酒稳健增长。清酒市场格局较分散，CR5约27%，在原材料和生产工艺的定价模式下未走出大市值公司。（2）烧酒：凭借性价比替代清酒和威士忌，在90年代快速增长并持续至2007年，1990-2007年销量CAGR为4.3%，近20年价格保持平稳，竞争格局较集中，CR3约51%。（3）威士忌：销量1983年见顶，先后经历受税率改革、进口冲击、经济衰退等多重影响，持续下滑至2008年降幅约78%，2008-2019年逐步复苏CAGR约7.8%。（4）啤酒：1994年销量见顶后被税负较低的发泡酒、第三类啤酒等替代，整体价格保持平稳，其中餐饮端啤酒价格保持温和上涨，21年较1999年上涨约17%。即使在啤酒类整体低价化趋势下，高端啤酒占比仍有提升。格局呈现寡头垄断，麒麟朝日双雄并立。（5）利口酒、果酒：2011年后女性就业增加驱动二次成长，2011-2021年女性就业人数累计增长13%，同期果酒销量累计增长22%，CAGR约2.0%。
- **2.调味品：健康化与功能化并行，结构持续升级。**（1）酱油：1973年销量见顶后价格持续提升，至21年销量下滑46%，而21年均价较1980年上涨约55%，健康化、功能化驱动产品升级，龟甲万龙头地位稳固，CR3约53%。（2）复合调味品：复合调味酱汁持续替代传统基础调味品，1987-2021年日本家庭端复合调味酱汁人均支出CAGR为3.2%，速溶汤料、香鬆等日式复合调味品在80年代后持续增长。（3）食醋：人均消费量在2004年见顶，至21年累计小幅下滑约6%，近20年价格表现平稳，竞争格局集中，味滋康市占率超50%。
- **3.乳制品：鲜牛乳向发酵乳升级，奶酪穿越周期。**（1）鲜牛乳：1994年销量见顶至2021年下滑约27%，CAGR约-1.1%，价格长期保持平稳。竞争格局偏分散，CR3约33%。（2）发酵乳：替代鲜牛奶，销量长期增长至2016年后企稳，1990-2016年销量CAGR约4.0%，21年价格较85年下滑约15%，CR3约61%。（3）奶粉：1991年销量见顶后至21年下滑约45%，近20年价格平稳。（4）奶酪：凭借更高的营养价值和健康属性穿越周期，销量至今仍未明显见顶，1990-2021年销量CAGR约2.9%，价格温和上涨，21年家庭端购买均价较1990年提升9.3%。竞争格局较集中，CR3约53%。

核心观点

- **4.预制食品：稀缺的持续成长赛道。**1980-2021年速冻食品人均消费量CAGR约+3.3%，1980-2021年熟食价格CAGR约+1.2%，非主食类预制食品的提价能力优于主食类预制食品。90年代末餐饮端开始下滑，但中食率持续提升，家庭端预制熟食的消费支出持续提升。参考日本中食，外卖和餐饮连锁化将是国内预制菜重要驱动，日本中食渗透率约30%，仍高于国内外卖渗透率。
- **5.软饮料：碳酸饮料占比下滑，无糖饮料兴起。**（1）碳酸饮料：70年代后占比持续回落，2003年碳酸饮料市场规模较90年高点下滑约30%。（2）咖啡饮料：80年代快速增长，1980-1990市场规模CAGR约14.4%，21世纪保持平稳。（3）果汁饮料：21世纪后持续下滑，22年果汁市场规模较2000年下滑约50%。（4）蔬菜饮料：整体保持平稳，市场规模在1500亿日元上下波动，相较90年代仍略有提升。（5）茶饮料：90年代绿茶市场持续放量，1995-2005年市场规模CAGR约18%，21世纪后保持平稳。（6）矿泉水：日本矿泉水市场持续增长，仍未见顶，2000-2022年CAGR约5.1%。无糖饮料占比从1985年的2%提升至2021年的54%。
- **6.咖啡：代际消费递增，超长周期增长。**1990-2018年咖啡消费量CAGR约1.6%，其中1990-2000年CAGR约+2.7%。咖啡长期量增本质来源于代际递增的成瘾性，液体咖啡（非罐装）消费量持续提升，2000-2020年CAGR约6.1%。家庭成为主要的咖啡饮用场景且占比逐步提升，2020年家庭饮用杯数占比约65%。
- **日本食饮行业四大趋势：趋势一：便捷化消费持续增长。**更便捷的复合调味品持续替代单一型基础调味品。速冻食品是日本稀缺的持续成长赛道，中食消费持续提升。**趋势二：性价比消费推动品类创新与供应链优化。**典型如发泡酒、第三类啤酒等瓜分传统啤酒市场。**趋势三：健康化趋势长期受益。**低盐、有机等健康酱油的占比提升，白奶向具备医疗保健功效的酸奶、有机奶酪等方向升级，碳酸饮料占比下滑而无糖饮料高速增长。**趋势四：个性化消费和民族自信崛起。**日式快餐、日式复合调味料、日本威士忌、预调酒等符合本土消费偏好和消费文化的行业崛起，朝日在80年代末推出更适合日本消费者口味的Super Dry。
- **日本食饮龙头三大路径：路径一：顺应趋势，推动产品创新与多元化扩张。**优秀企业通过更快更早捕捉到便捷化、健康化、性价比等消费趋势，通过产品创新、优化供应链等方式推出更适应新需求的产品，如三得利推出低价酒、伊藤园推出无糖茶、明治推出营养保健酸奶、龟甲万推出Tsuyu和Tare复合调味汁等。**路径二：布局海外，打造全球化品牌。**在日本经济低迷期，日本企业积极拓展海外市场，海外市场成为抵抗本土压力的关键。经历90年代的估值回落后，国际化扩张是提振公司估值的重要因素。**路径三：提效降费，管理优化提升利润率。**能够有效优化费用的企业往往能够走出戴维斯双击行情，本质是优化组织结构、提升管理能力。
- **国内食饮四大机会：机会一：坚定看好国内消费升级趋势。**当前国内经济增长换挡为高质量增长，与日本80年代接近，而并非90年代的增长停滞，持续看好国内白酒、啤酒的消费升级。**机会二：大众品消费量远未到天花板，便捷化和健康化带动结构升级。**国内调味品、乳制品等大众品仍存在广阔的渠道下沉空间，我们看好调味品、乳制品行业向健康化、功能化的升级机会，看好预制菜行业长期成长。**机会三：看好管理能力优异、强供应链能力公司。**看好国内持续优化供应链、提升管理效率、具备性价比优势的公司。**机会四：出海方兴未艾，看好国产品牌崛起。**洽洽、绝味、卫龙等公司加快海外探索，同时关注文化属性较强，具备出海潜力的白酒品牌。

核心观点

	日本见顶时间	当前较高点降幅	较高点CAGR	中国见顶时间	当前较高点降幅	较高点CAGR
15-64岁人口占比高点	1992			2009		
人口总量	2008	-2%	-0.2%			
清酒/白酒消费量	1974	-76%	-3.0%	2016	-51%	-11.1%
清酒/白酒价格	2000	-18%	-0.9%	未见顶	+119%	+13.9%
啤酒消费量	1994	-74%	-2.6%	2013	-28%	-3.6%
啤酒价格	90年代末见顶后保持平稳			未见顶	+73%	+6.3%
酱油消费量	1973	-46%	-1.3%	未见顶		
酱油价格	未见顶	+55% (较1980年)	+1.1%	未见顶		
食醋消费量	2004	-6%	-0.4%	未见顶		
食醋价格	2002	90年代至今保持平稳		未见顶		
鲜牛奶消费量	1994	-27%	-1.1%	未见顶		
鲜牛奶价格	80年代后至今保持平稳			未见顶		
酸奶/发酵乳消费量	2016	基本持平	+4.0% (1990-2016年)	未见顶		
酸奶/发酵乳价格	85年后长期下滑	-15%	-0.5%	未见顶		
奶粉消费量	1991	-45%	-2.0%	2016	-9%	
奶粉价格	90年代末见顶后保持平稳			未见顶		
奶酪消费量	未见顶	+143% (较1990年)	+2.9%	未见顶		
奶酪价格	未见顶			未见顶		
速冻食品消费量	未见顶	+285% (较1980年)	+3.3%	未见顶		
熟食价格	90年代末至今保持平稳，2013年后略有提升			未见顶		

资料来源：世界银行，日本统计局，日本国

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

中信建投



中信建投证券
CHINA SECURITIES

核心观点

消费量	1980-1989 年CAGR	1990-1999 年CAGR	2000-2009 年CAGR	2010年至今 CAGR	结构演化	竞争格局
GDP	4.6%	1.0%	0.4%	0.9%	90年代开始增长停滞	
人口总量	0.6%	0.3%	0.1%	-0.2%	持续老龄化、少子化，2008年总量见顶	
酒类消费量	2.3%	1.1%	-1.1%	-0.8%		
清酒	-1.6%	-2.3%	-4.8%	-3.6%	低端清酒和威士忌被烧酒替代； 啤酒先后被价格更低、口味更多样的发 泡酒、利口酒替代；	清酒龙头市占约8%，CR5约27%
烧酒	8.1%	3.9%	2.9%	-2.7%		烧酒龙头市占率约22%，CR3约51%
威士忌	-1.9%	-5.5%	-5.2%	5.4%		三得利一家独大
啤酒	3.1%	-1.0%	-6.4%	-3.5%		90年代朝日逆袭，双寡头CR2超70%
利口酒	-	14.5%	15.8%	4.1%		
酱油	-0.4%	-1.3%	-1.8%	-1.7%	酱油向健康化、高品质升级，均价持续 提升，复合调味酱汁替代传统酱油；	龟甲万市占率34%，CR3约53%
食醋	2.6%	1.1%	-0.3%	-0.1%	果实醋占比提升，结构升级有限，均价 小幅下滑；	味滋康市占率超50%，CR3约64%
乳制品消费量	2.2%	0.5%	-0.7%	-0.3%		
鲜牛奶	3.4%	-0.7%	-2.2%	0.2%	鲜牛乳向发酵乳升级，向风味丰富化、 功能多样化升级； 液态乳向固态乳升级，奶酪穿越周期、 量价齐升；	明治市占率14%，CR3约33%
发酵乳	8.5%	6.5%	0.7%	2.6%		明治市占率39%，CR3约61%
奶粉	1.8%	-0.7%	-1.0%	-0.3%		明治市占率40%，CR3超70%
奶酪	5.3%	4.9%	0.3%	3.2%		雪印市占率39%，CR3约53%
速冻食品	7.0%	6.4%	0.1%	1.7%		
B端速冻	8.0%	4.1%	-1.8%	-0.9%	餐饮端率先放量但90年代末开始下滑， 零售端持续增长	日冷市占率超20%，CR3超50%，CR5约 80%
C端速冻	2.0%	6.5%	1.4%	3.8%		
软饮料	6.6%	2.7%	0.2%	-0.1%		
碳酸饮料	1.9%	-1.0%	-0.1%	1.3%	碳酸饮料占比下滑，无糖饮料兴起； 八十年代咖啡饮料爆发，九十年代绿茶 饮料爆发，矿泉水持续增长	寡头垄断，可口可乐+三得利约50%，CR5 超过80%
咖啡饮料	14.4%	3.4%	0.3%	-1.4%		
绿茶饮料	-	20.6%	5.6%	1.2%		
矿泉水	-	-	8.0%	2.8%		

资料来源：世界银行，日本统计局，日本同瑞典，日本金融协会，日本炼油协会，IMTK，UCPA，日本冶金协会，纽芬兰，欧睿，中信建投

注：软饮料品类为市场规模口径，其

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn



中信建投证券
CHINA SECURITIES

核心观点

	近年稳态 PE	主业行业	主业行业销 量见顶时间	本土收入 见顶时间	本土第二 主业	第二主业 收入占比	海外营收 占比	海外占比 20%时间	海外主要区域	海外扩张方式
朝日	19	啤酒、软饮	2001	2015	-	-	45%	2012	澳大利亚、东欧、西欧、新西兰	并购海外品牌为主
麒麟	25	啤酒、软饮	2001	2008	医药	22%	42%	2010	美国、巴西、澳大利亚	并购海外品牌为主
三得利	20	酒类、软饮	-	未见顶	-	-	51%	2008	亚洲、欧洲、美国	并购海外品牌为主
龟甲万	35	酱油	1973	2020	豆奶	29%	69%	2006	美国	自建工厂（自有品牌）为主
味之素	26	调味品、速冻食品	-	2011	医药	22%	61%	2012	亚洲、北美	并购海外品牌+自建工厂
日冷	20	速冻食品	未见顶	未见顶	-	-	16%		北美（加工食品）、欧洲（低温物流）	并购工厂+自建工厂
明治	15	乳业	2016	2018	医药	19%	11%		中国	自建工厂、出口
养乐多	30	乳酸菌饮品	2016	2017	-	-	45%	2006	东南亚、中国、韩国、墨西哥、巴西等	自建工厂为主
伊藤园	40	软饮	未见顶	2018	-	-	10%		美国	自建工厂、出口

资料来源：各公司公告，Bloomberg，中信建投

核心观点

	1980-1989年涨跌幅	1990-1999年涨跌幅	2000-2009年涨跌幅	2010年至今涨跌幅
日经225	493%	-51%	-44%	218%
朝日	716%	-48%	53%	237%
麒麟	392%	-45%	39%	42%
札幌	813%	-84%	54%	47%
宝控股	456%	40%	-67%	101%
龟甲万	353%	-54%	67%	648%
味之素	385%	-63%	-18%	555%
丘比	288%	-58%	46%	134%
日冷	553%	-82%	22%	383%
日本火腿	401%	-35%	-19%	85%
日本水产	361%	-84%	67%	148%
明治	-	-	-	263%
雪印	-	-	-	42%
森永乳业	344%	-77%	50%	174%
六甲黄油	-	-63%	67%	195%
养乐多	69%	-73%	216%	225%
伊藤园	-	-	-74%	201%
可果美	176%	-43%	63%	106%
森永制果	443%	-80%	-8%	376%
山崎面包	320%	-52%	-1%	87%
日清制粉	424%	-56%	96%	78%

资料来源：Bloomberg，中信建投

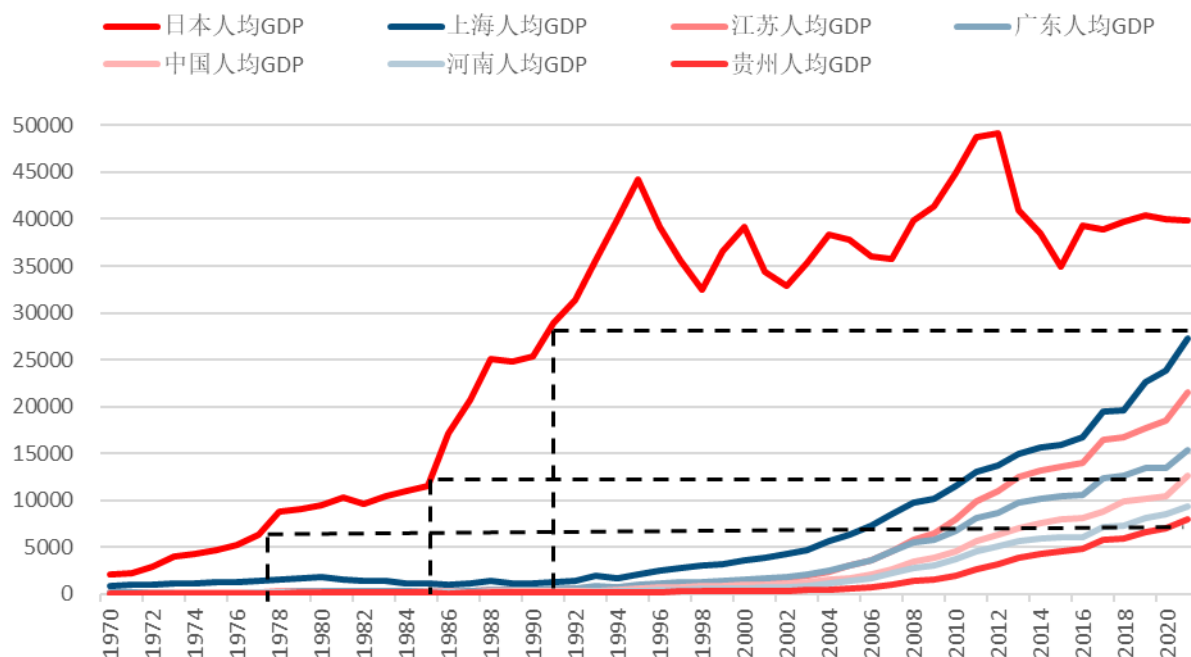


- 引言：日本消费变迁与合理性借鉴
- 一、宏观：日本第三消费社会背景与特征
- 二、餐饮：第三消费时代下的量价表现与结构演化
- 三、龙头：第三消费时代的餐饮龙头如何穿越周期
- 四、启示：新消费时代下，国内消费投资机遇在何方

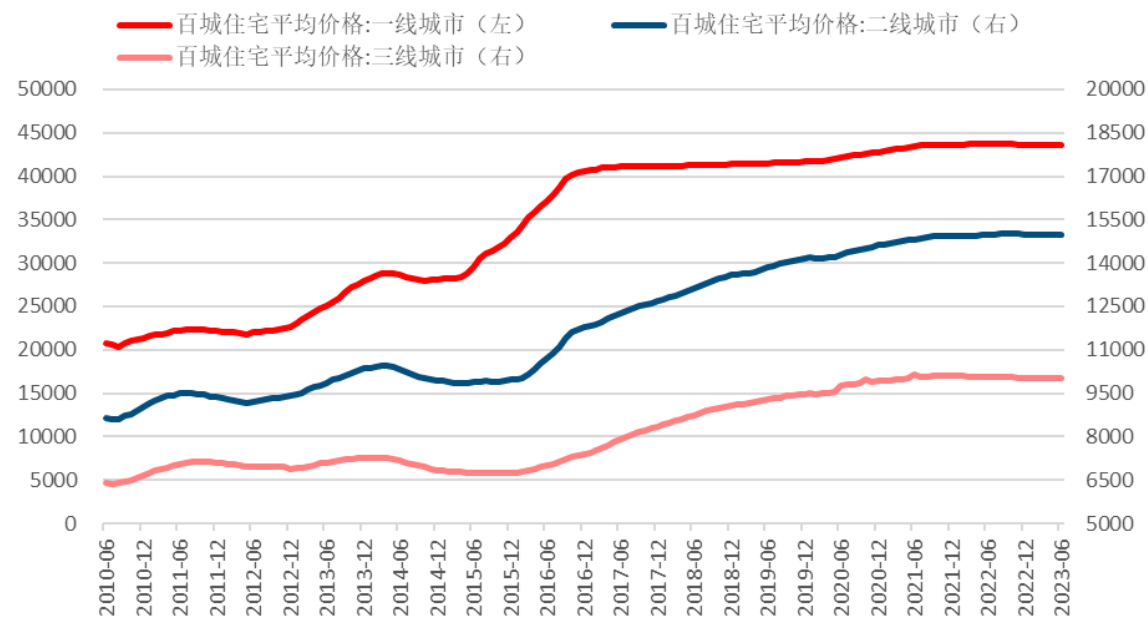
引言：日本消费变迁与合理性借鉴

- 在国内宏观预期偏弱、老龄化加重的背景下，市场对日式“资产负债表”衰退的讨论较多，对国内消费前景亦出现较多担忧，我们认为日本消费行业的变迁值得思考，但并不能完全反映国内消费的未来。
- **第一，国内的消费市场复杂程度和消费潜力远超日本。**整体而言，我国当前与日本第三消费时代具有相似性，但我国幅员辽阔、人口众多，不同区域间的经济水平、产业结构、资源禀赋存在较大差异，不同省份的人均GDP对应着日本发展的不同阶段时期，上海等一线城市表现出向第四消费时代过渡的特征，但仍有广大下沉市场仍处于第二消费时代，不同消费特征在国内同时出现，巨大的内需市场体量亦非日本可比。
- **第二，国内房价表现平稳，未出现日本90年代初的资产价格大幅回落。**90年代初地产泡沫破裂是日本衰退的重要原因之一，居民财富大幅缩水，而国内房价在2017年后保持平稳，国内资产价格并未出现大幅回落，当前仍处在复苏周期，新兴产业蓬勃发展。

图表：我国区域经济发展水平差异较大，对应日本不同发展阶段



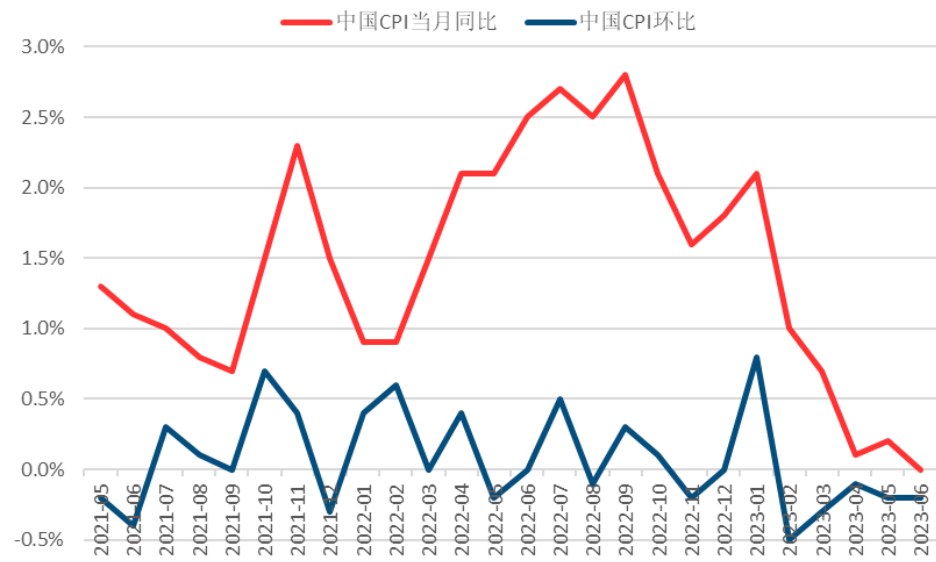
图表：2017年以来国内各级城市房价保持平稳（元/平方米）



引言：日本消费变迁与合理性借鉴

- **短期看，当前消费承压是阶段性。**经历年初的报复性消费后，国内消费信心阶段性转弱，消费能力和消费意愿的疤痕效应仍在，宏观经济仍处在修复中，同时房地产政策逐步放松，2022年以来政策端持续为国内房地产市场托底，国内地产下行风险可控。
- **中长期看，消费升级仍是主旋律。**国内经济韧性强、潜力大、空间广且长期向好的基本面没有改变。在共同富裕的政策保障下，人均收入水平仍有巨大的提升空间，中产阶级群体的增长趋势仍在继续，14亿人口内需市场的消费升级潜力巨大。按照2035年人均GDP达到中等发达国家水平的目标，人大国发院测算在2035年中国人均GDP水平目标应该为2.2万美元与2.5万美元之间，2020-2025年我国人均GDP平均增速在4.39%-5.95%区间，黄奇帆教授预计到2035年我国中等收入群体将从现在的4亿人倍增至8亿人。
- 综合来看，日本第三消费时代作为日本经济的转型换挡期，承上启下，能够对我们思考国内消费市场结构转型提供一定参考。

图表：近期国内CPI数据走弱



资料来源：国家统计局，中信建投

图表：2020-2035年我国人均GDP平均增速预计在4.39%-5.95%区间

	2020年中国人均GDP水平	2025年中国人均GDP水平（预测值）	人均GDP同比增速的年均水平
情形1	1.05万美元	2.5万美元	5.95%
情形2	1.05万美元	2.2万美元	5.05%
情形3	1.05万美元	2.0万美元	4.39%

资料来源：中宏网，中信建投

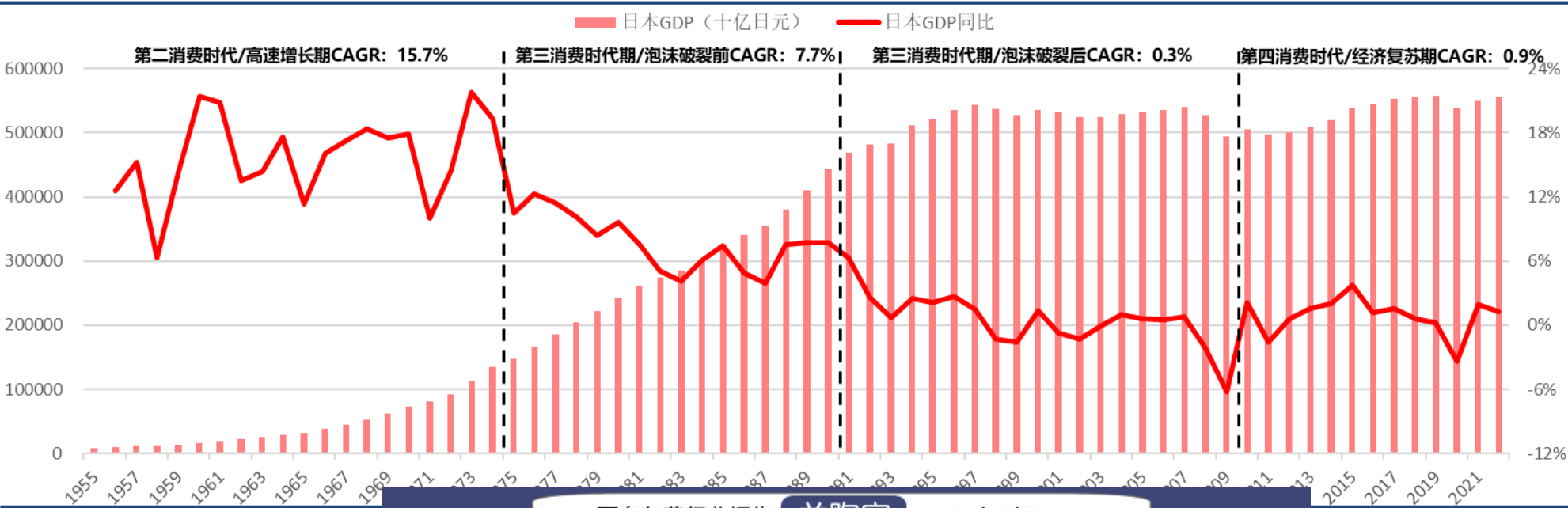
一、宏观：日本第三消费社会背景与特征

- 1.1 日本宏观经济：经济增长经历四个阶段，八十年代换挡降速
- 1.2 日本人口结构：老龄化持续加深，97年和08年分别为劳动力和人口总量拐点
- 1.3 日本消费群体：新人类一代成为主力群体，性价比、健康化等消费趋势受到追捧
- 1.4 日本第三消费时代下消费行业的五大发展规律
- 1.5 参考日本第三消费时代变迁，关注国内大消费趋势

1.1 日本宏观经济：经济增长经历四个阶段，八十年代换挡降速

时代划分	高速增长期 (1955-1974)	稳定增长期 (1975-1990)	增长停滞期 (1991-2009)	经济复苏期 (2010-至今)
GDP增速	15.7%	7.7%	0.3%	0.9%
人口	人口增加	人口微增	人口见顶	人口减少
老龄化率	5%-8%	8%-12%	12%-24%	24%-30%
消费世代	第二消费时代	第三消费时代 (泡沫破裂前)	第三消费时代 (泡沫破裂后)	第四消费时代
消费取向	大量消费、大城市倾向、美式倾向	个人化、品牌化、差异化、欧式倾向	性价比倾向、回归理性、本土倾向	无品牌化、朴素休闲、本土倾向
消费主题	每家一辆私家车 私人住宅 冰空洗等家电普及	量变到质变 每人拥有数量增加 高尔夫、高级轿车	回归理性、脱物质化 优衣库、发泡酒、百元店等兴起	追求简约 几人一辆 住宅、汽车共享

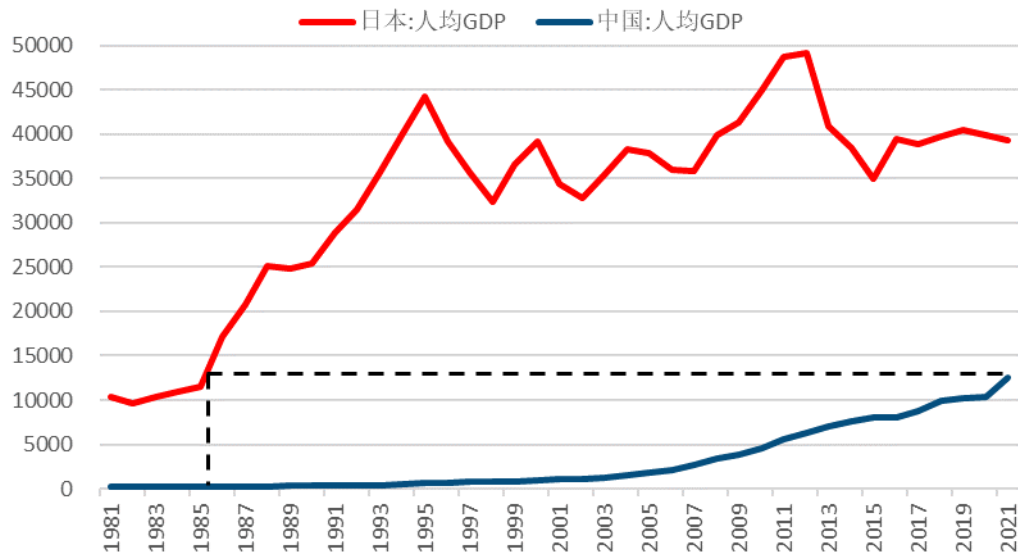
图表：日本经济发展四个阶段增速表现



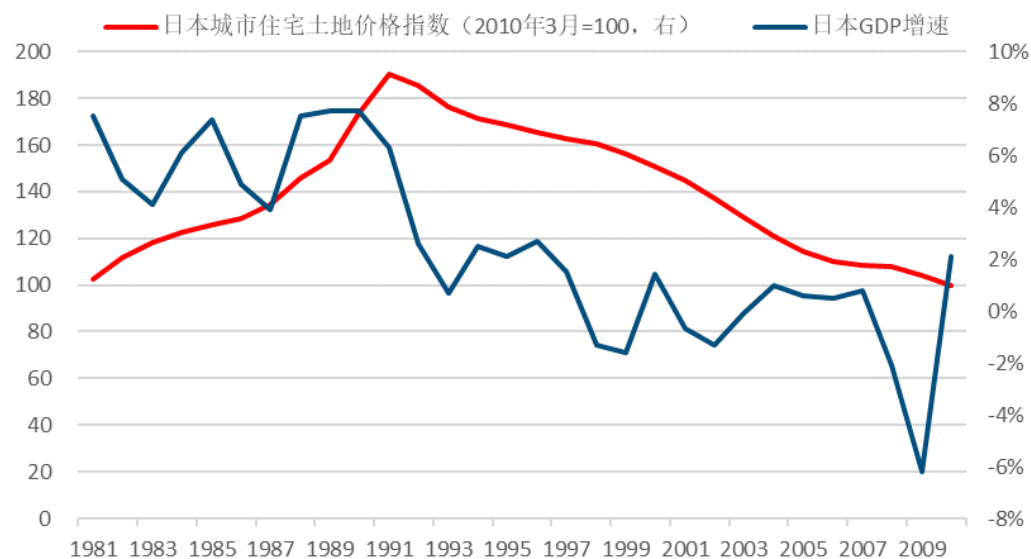
1.1 日本宏观经济：经济增长经历四个阶段，八十年代换挡降速

- **稳定增长期1975-1990年**：日本经济经历换挡降速，从80年代前的10%以上增速降至6%左右增速。该阶段日本消费呈现定制化、个性化、高端化、品牌化等特征，炫耀式消费繁盛，奢侈品、高端旅游、高尔夫等高端运动受到追捧。
- **增长停滞期1991-2009年**：1991年日本地产泡沫破裂，股市和房市价格大幅回落、社会失业率抬升，日本经济陷入衰退，1997年再遭遇亚洲金融危机冲击，进入21世纪后日本经济长期低迷，GDP增速停滞不前，日本社会进入通缩和低欲望状态，消费者回归理性，开始追求性价比，呈现简约化、健康化趋势。
- **经济复苏期2010年至今**：日本经济缓慢复苏，2013年安倍经济学开启宽松货币政策，日本逐步摆脱通缩困境。
- **我国当前人均GDP水平与日本八十年代初相当**，我国当前人均GDP约1.27万美元，与日本1985年接近，GDP增速也与日本八十年代类似，当前经济换挡期仍维持中个位数高质量增长目标，在共同富裕背景下人均可支配收入依然有较大提升空间。

图表：我国当前人均GDP水平仅与日本1985年前后相当



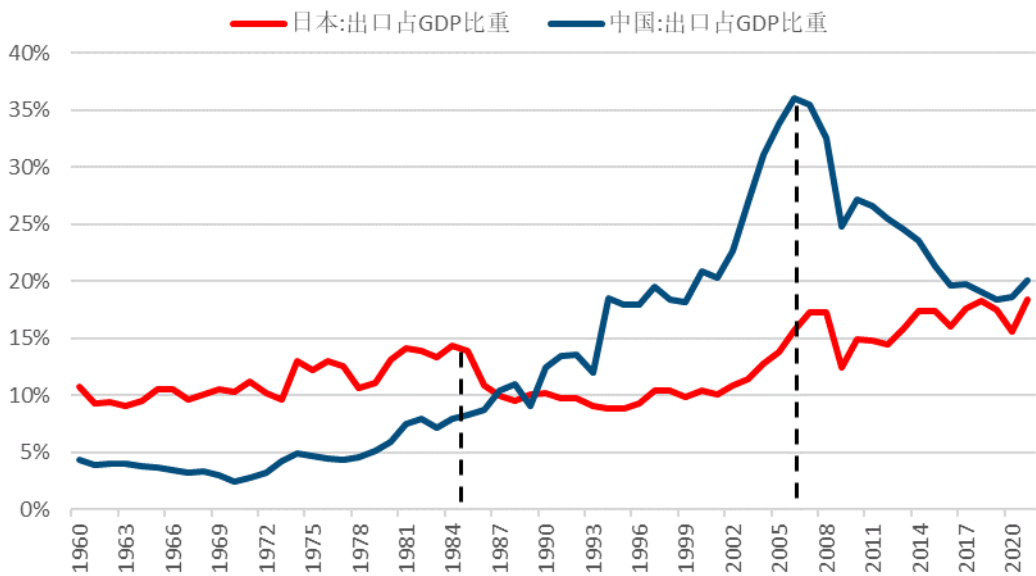
图表：日本地产泡沫破裂后GDP增速回落



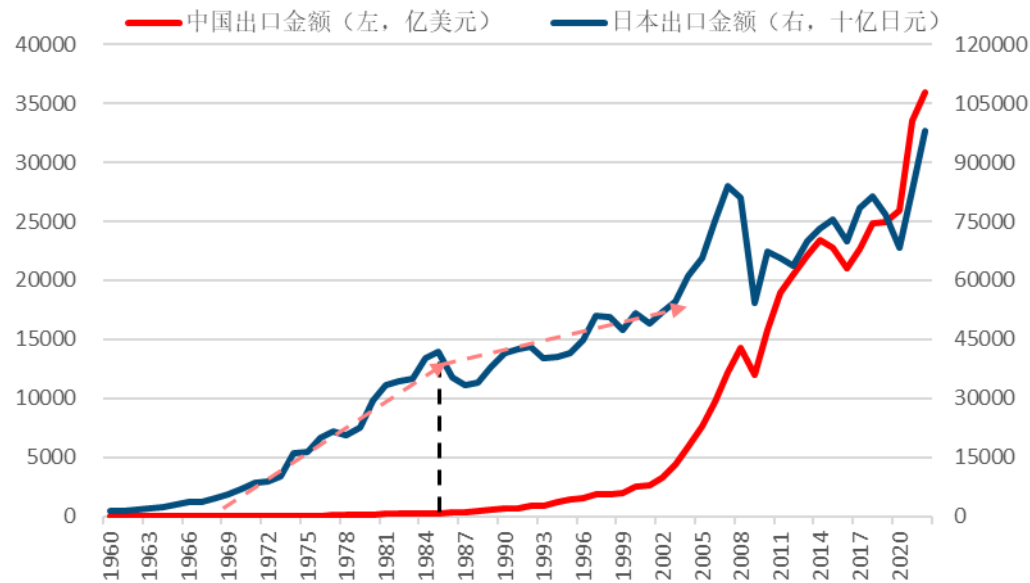
1.1 日本宏观经济：80年代日本出口增速回落，国际环境扰动

- **八十年代日本出口增速回落**：作为出口驱动型国家，二战后日本出口金额高速增长，1960-1985年CAGR为14.4%，80年代日本在汽车、半导体等科技领域逐渐威胁美国地位，日美两国贸易摩擦增加。1985年受广场协议影响，日元升值导致出口收缩，1986-1995年出口CAGR仅1.8%。日本出口占GDP的比重从1985年的高点14%回落，1995年降至8.8%。2010年后日本出口复苏，带动日本经济整体回暖。
- 我国发展早期同样呈现出口驱动型特征，1998-2011年中国出口金额CAGR为19.7%，2012年后出口增速回落，国内经济逐步进入新常态。2006年后我国出口占GDP的比重高达36%，此后逐步回落，当前我国出口占GDP比重与日本较为接近。

图表：中日两国出口占GDP比重均较高



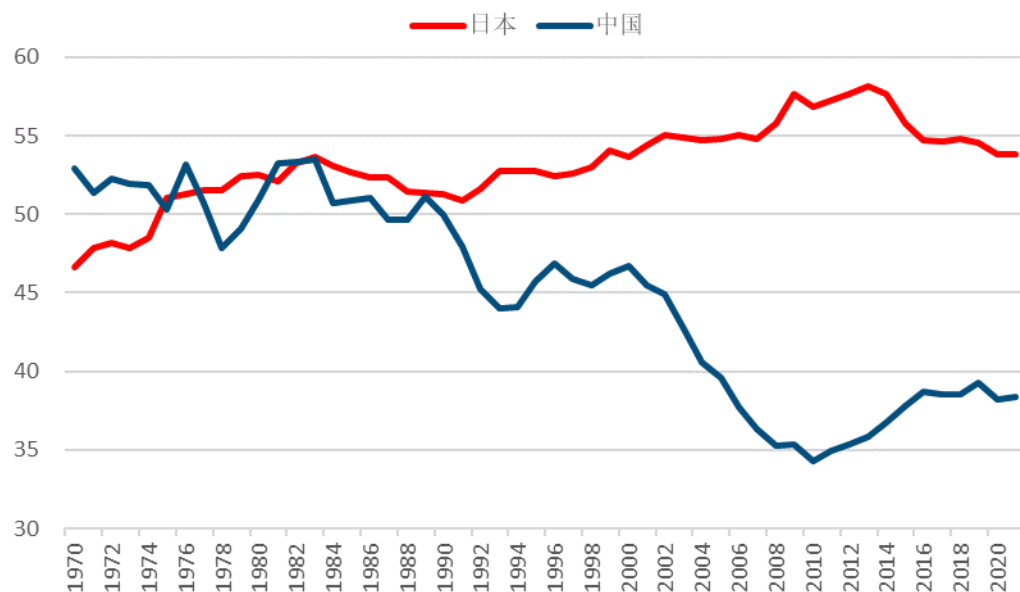
图表：出口增长是中日经济增长的重要驱动因素



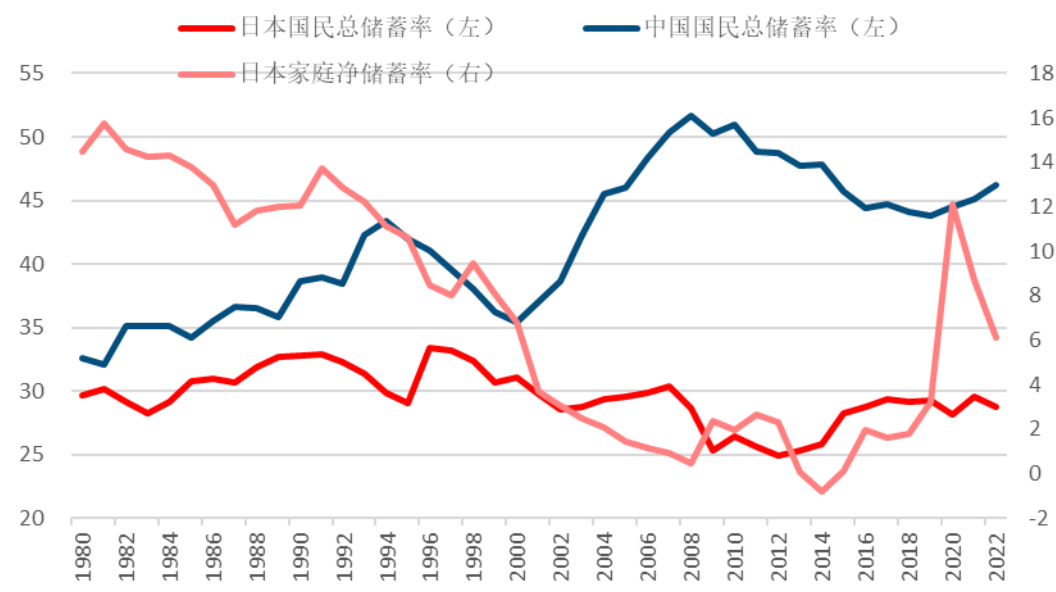
1.1 日本宏观经济：90年代后居民消费占GDP比重被动抬升，净储蓄率持续下滑

- **消费占GDP比重被动抬升**：90年代日本投资意愿下降，出口占比平稳，导致消费占比持续被动抬升，直到2011年日本出口和投资复苏后，消费占比逐步下滑。
- **资产负债表收缩，压制居民消费**：日本国民总储蓄率在1980-2008年期间基本稳定，但净储蓄率在1991年后持续下滑，直到2014年触底，2015年至今触底回升。80年代日本**总储蓄率有所提升，但净储蓄率下降**，反映出日本家庭增加贷款、释放购买力，但在90年代后资产负债表持续收缩，家庭人均可支配收入在2012年后触底回升，带动净储蓄率在2014年后触底回升。
- **国内储蓄率远高于日本，2020年后储蓄率抬升**：国内储蓄率明显高于日本，自2008年后逐步回落，但2020年后国内出现预防性储蓄导致储蓄率抬升，反映出国内居民消费信心不足、信贷疲软。

图表：中日居民消费支出占GDP比重对比（%）



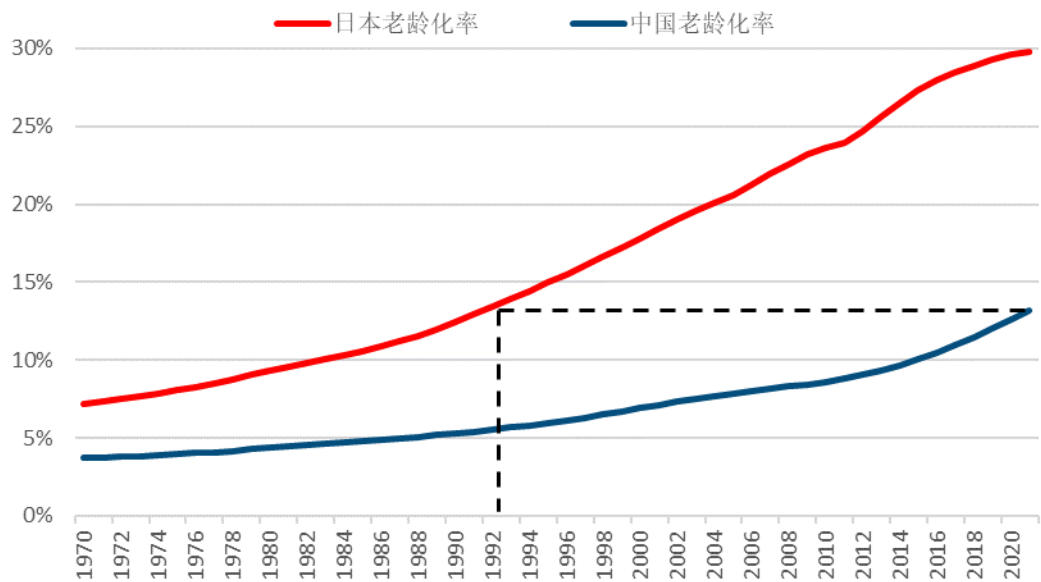
图表：1980-2008年日本总储蓄率相对稳定，但净储蓄率持续下降



1.2 日本人口结构：老龄化持续加深，97年和08年分别为劳动力和人口总量拐点

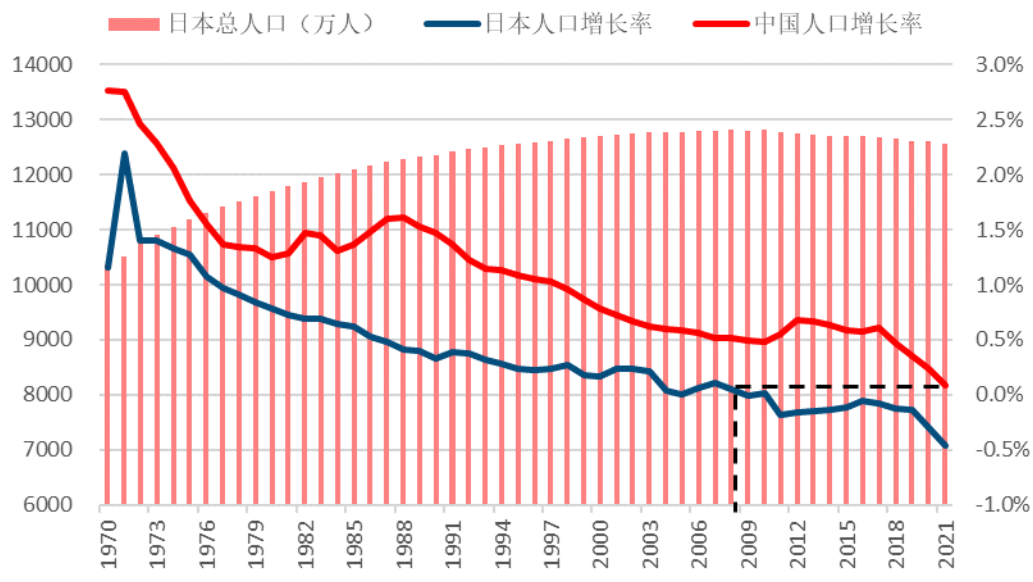
- **人口总量拐点：2008年。**随着出生率持续下降，日本人口总量于2008年前后见顶，约1.28亿人。根据国家统计局数据，2022年末我国人口总量14.1亿人，较21年末减少85万人，总人口达峰或临近。
- **我国当前老龄化程度与日本九十年代初相当，**1970年日本65岁以上人口占比超过7%，即进入老龄化社会，此后持续提升，2021年老龄化率为30%。当前我国老龄化率约13%，与日本1992年前后的老龄化程度相当。

图表：我国当前老龄化程度与日本90年代初相当



资料来源：世界银行，中信建投

图表：我国当前人口增长率与日本2008年前后相当

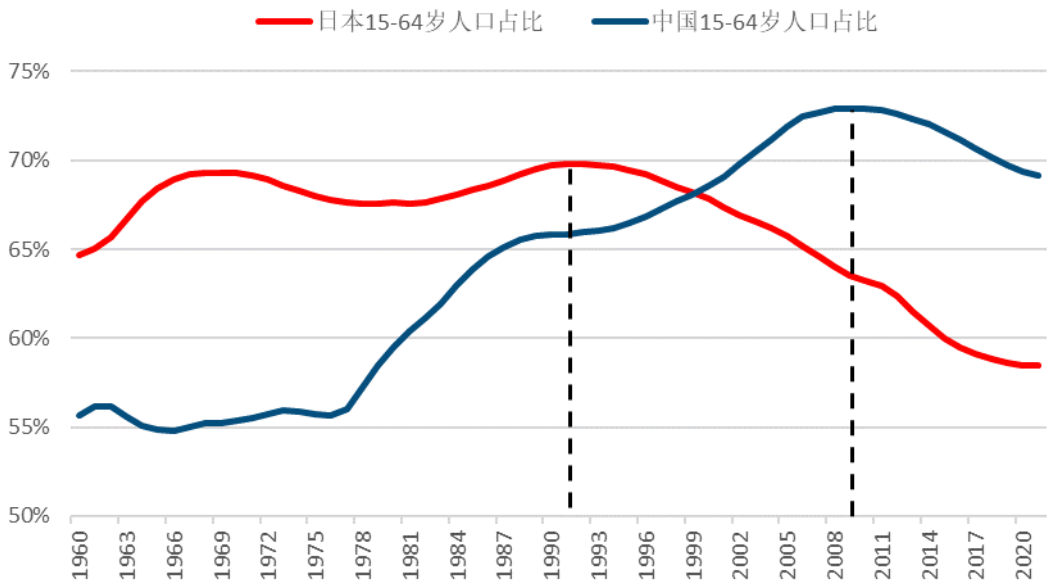


资料来源：日本统计局，世界银行，中信建投

1.2 日本人口结构：老龄化持续加深，97年和08年分别为劳动力和人口总量拐点

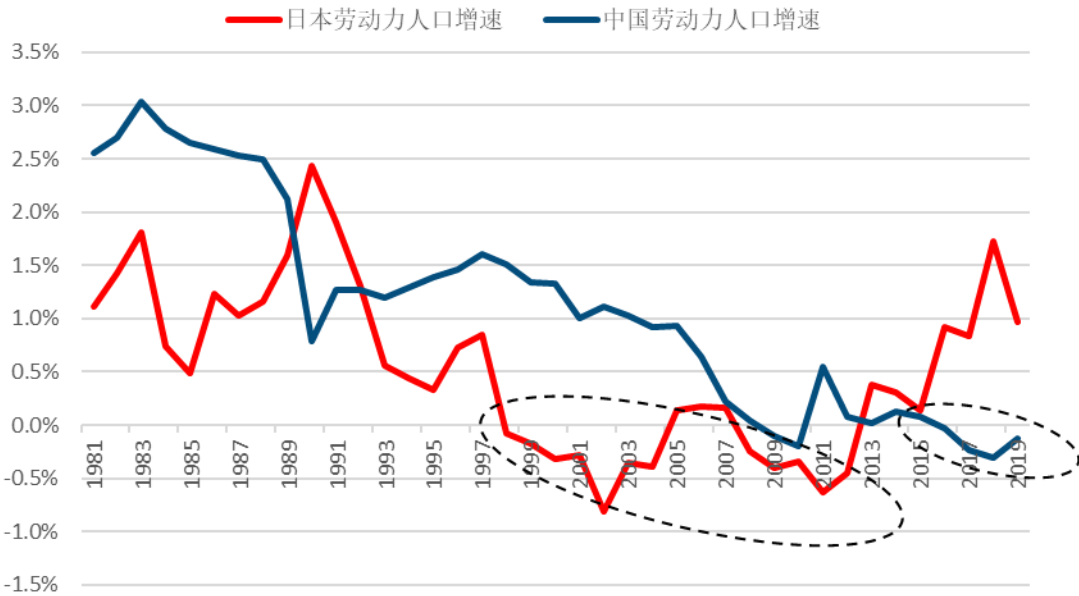
- **劳动力占比拐点：1992年。**日本15-64岁人口占比在1992年前后见顶，约69.8%。我国15-64岁人口占比在2009年前后见顶，约72.9%，21年占比回落至69.2%，仍与日本1992年前后相当。
- **劳动力人口拐点：1997年。**日本劳动力人口总量在1997年见顶，随后进入负增长，直到2012年后重回正增长，主要系2012年后日本女性就业率提升。我国劳动力人口总量在2016年前后见顶。

图表：中日15-64岁人口占比分别在1992年和2009年见顶



资料来源：世界银行，中信建投

图表：中日劳动力人口总量分别在1997年和2016年见顶

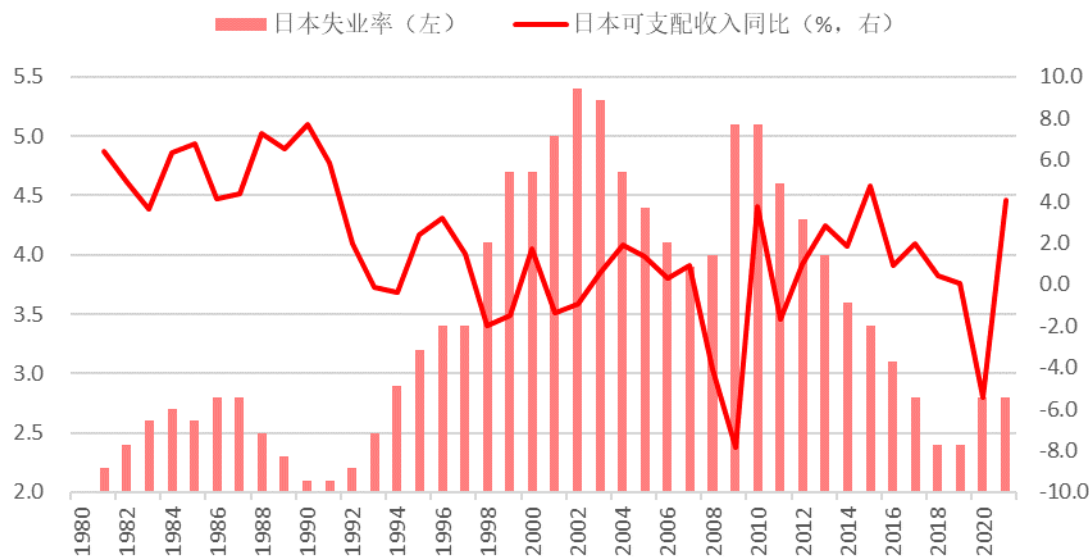


资料来源：OECD，中信建投

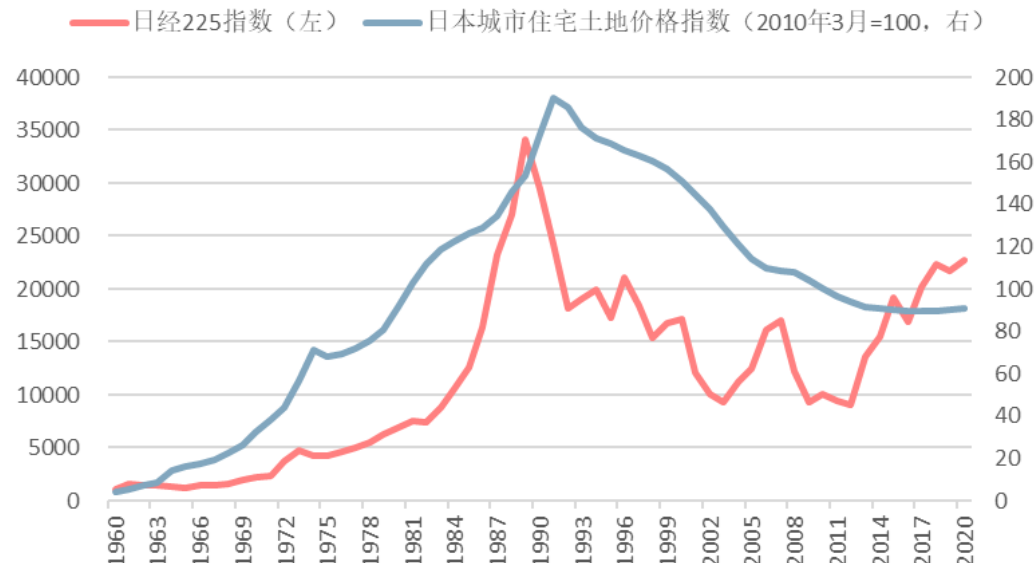
1.3 日本消费群体：新人类一代成为日本第三消费时代的主力群体

- **新人类一代**：指在日本1960年代出生，童年阶段经历高速增长，享受良好生活条件，消费欲望较强，在1985年前后成年，但工作后遭遇地产泡沫破裂和经济持续低迷，产生强烈落差，成为第三消费时代的主力消费群体。
- **劳动性收入层面，高失业+低收入**：新人类一代工作后，社会失业率上升。1991年日本失业率仅为2.1%，而在1998年和2001分别超过4.0%和5.0%。在失业增加的过程中，居民收入增速也明显放缓，两人及以上的劳动者非农家庭的月平均可支配收入，增速从1991年开始逐年下降，直至1998年出现连续6年的负增长。
- **财产性收入层面，资产泡沫、财富缩水**：日经225指数和土地价格指数分别在1989年和1991年见顶回调，到2000年分别下跌了32.3%和49.7%，居民财富严重缩水，新人类一代群体的资产财富效应消失。

图表：日本自90年代后失业率上行、可支配收入增速转负



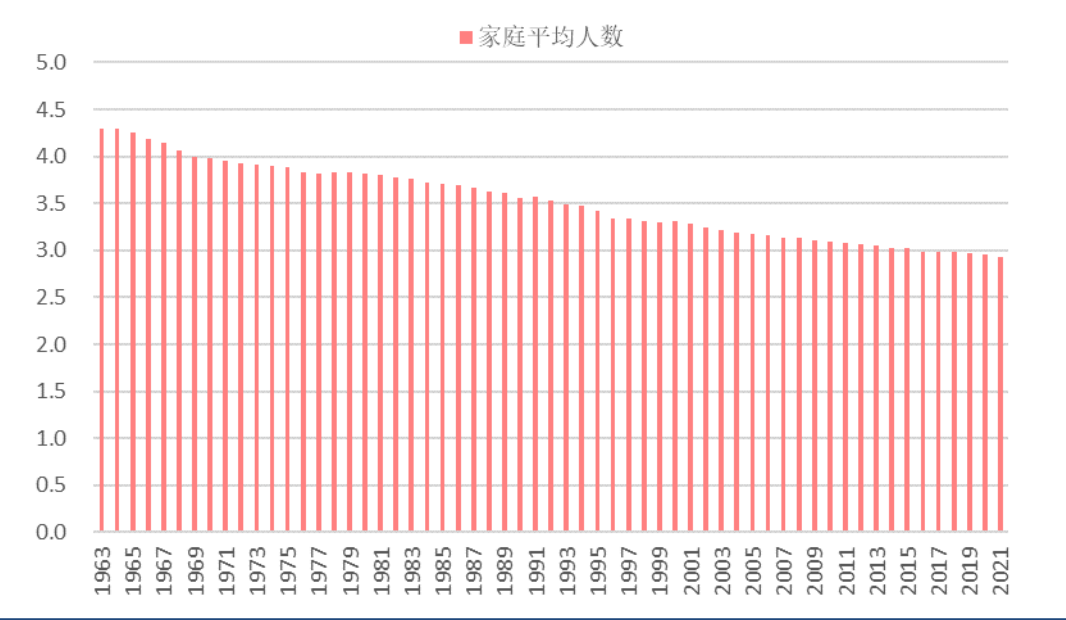
图表：日本自90年代后股市与地价均进入下行期



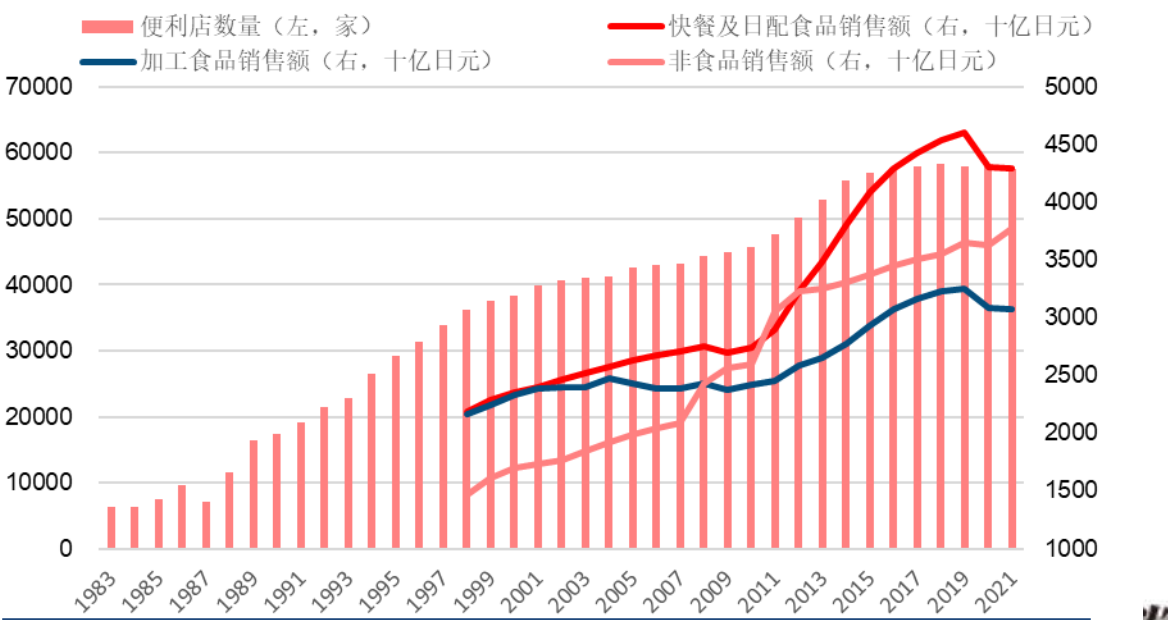
1.3 日本消费群体：新人类一代成为日本第三消费时代的主力群体

- **人群特征：1) 小家庭化**：单身群体增加，日本社会主流家庭结构从1970年前的4-6人切换至90年代的1-3人，个人化、小型化消费兴起，如小家电、宠物消费、宅文化和粉丝经济；
- 在渠道端，更加便捷、个人为消费单元的便利店逐步取代家庭为消费单元、第二消费时代的超市，80年代后日本便利店数量快速增长，家庭做饭频次降低，日配食品及快餐的销售额保持较快增长，高于加工食品。

图表：日本家庭呈现小型化趋势



图表：日本便利店数量自90年代快速增长，日配食品销售额增速较快



资料来源：日本总务省统计局，中信建投

资料来源：日本特许经营协会，日本财务省，中信建投

更多免费行业报告

并购家

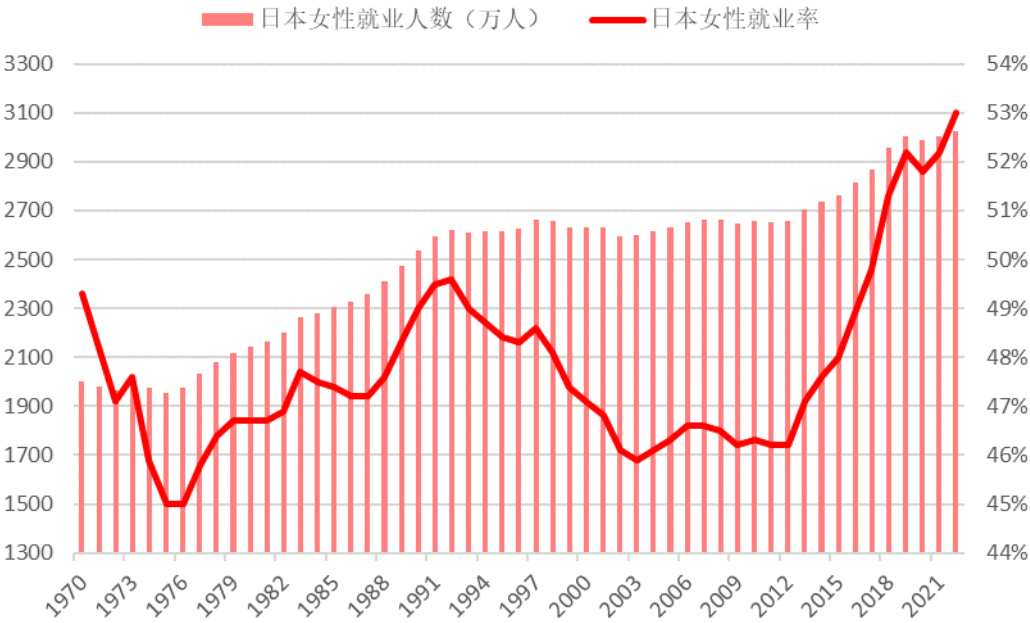
www.ipoipo.cn



1.3 日本消费群体：新人类一代成为日本第三消费时代的主力群体

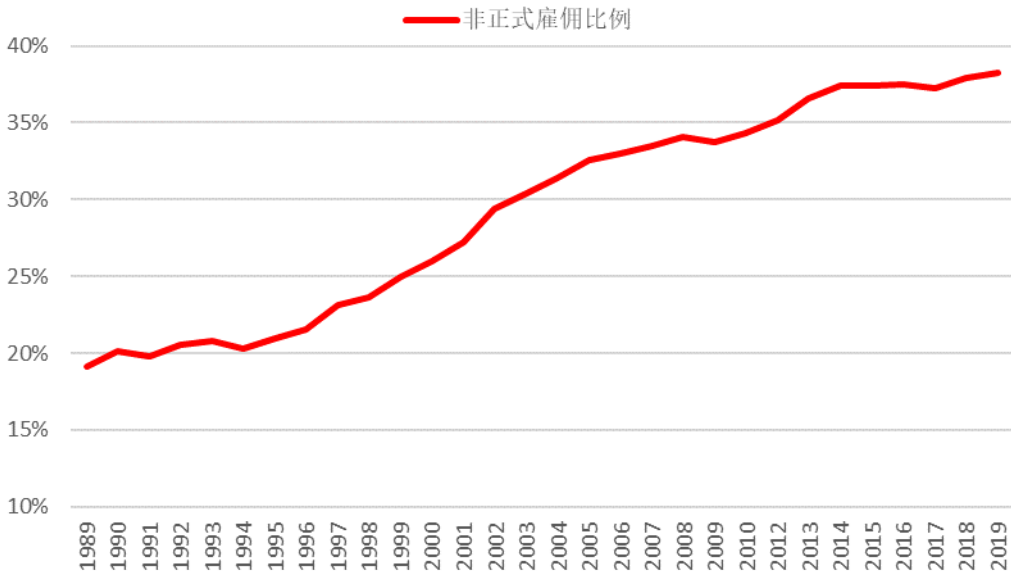
- **2) 灵活用工增加**：90年代经济泡沫后日企大量缩减招聘规模，由于终身雇佣制，日企开始更多聘用兼职、派遣等非正式员工，非正式雇佣比例在1994年后快速提升。非正式雇佣可能随时被裁员且没有退休保障，未来收入存在较高不确定性，使得日本消费者增加储蓄、抑制消费欲望。
- **3) 女性职业化**：70年代后日本女性就业率逐步提升，经历90年代和21世纪初的经济低迷后，日本女性就业率在2010年后重回增长，女性就业率持续提升，推动RTD等女性产品增长。

图表：日本女性就业率在2011年后重新提升



资料来源：日本统计局，OECD，中信建投

图表：日本非正式雇佣比例自1994年后较快提升

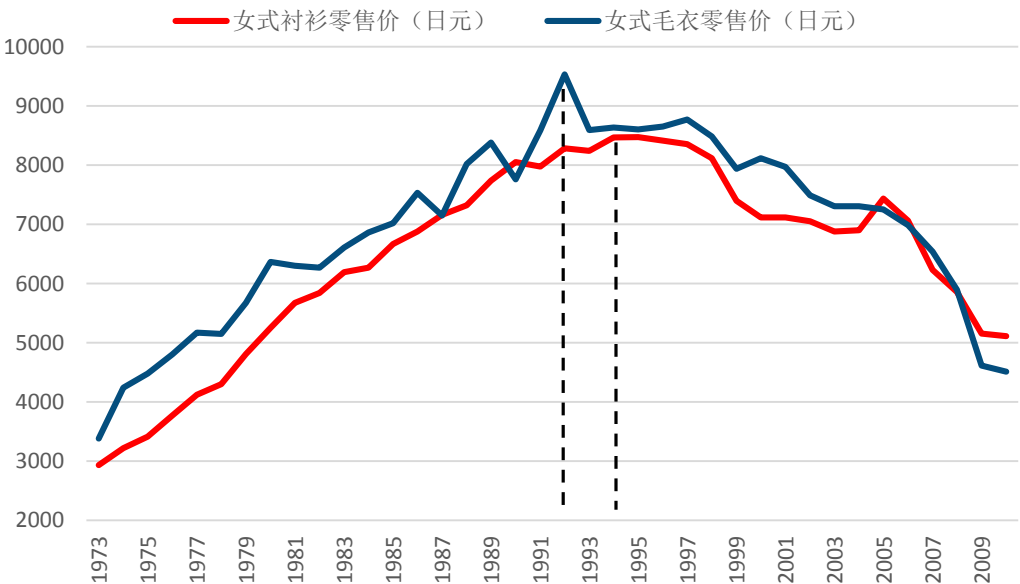


资料来源：日本厚生劳动省，中信建投

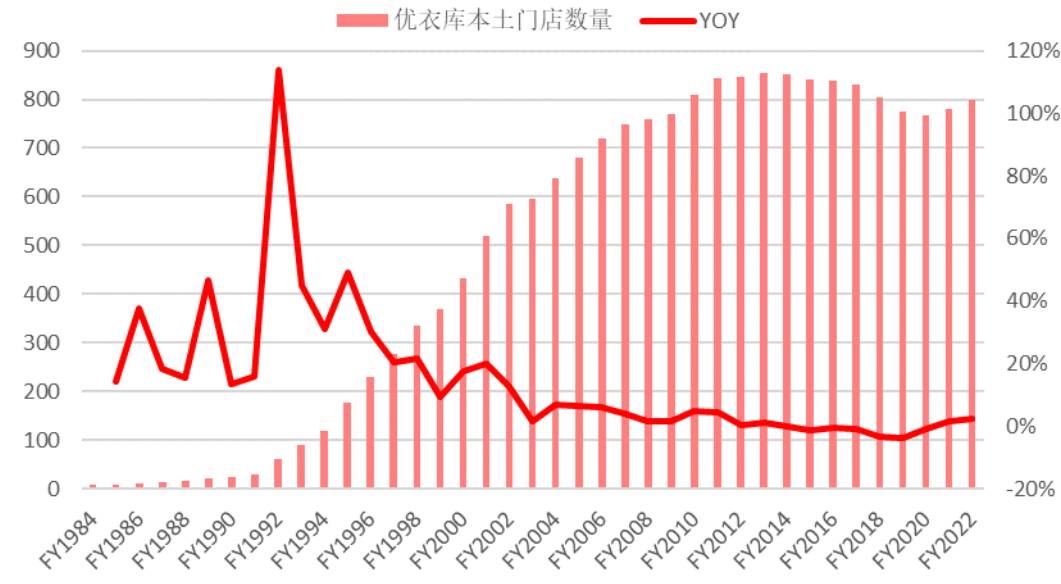
1.3 日本消费群体：性价比、健康化等消费趋势受到新人类一代追捧

- **消费观：1) 性价比**，由于长期经历经济低迷，新人类一代展现出追求性价比和简约化的消费趋势，在服装领域催生出“低价良品”品牌**优衣库**，在日本家庭服装支出降低、服装零售单价见顶走低的环境下，优衣库在90年代开始逆势扩张，10年门店CAGR超过30%；
- 在日用品零售领域也涌现出“**百元店**”业态，通过缩减店员、量贩销售等模式降低成本，其门店数量在90年代高速增长，其龙头大创在1987年开出首店，至2000年已增长至1500家，在食品饮料领域也诞生出替代传统啤酒的廉价**发泡酒**。

图表：日本女式衬衫和毛衣零售价在90年代末见顶后回落



图表：日本优衣库门店数自90年代快速提升



资料来源：日本统计局，中信建投

资料来源：迅销官网，中信建投

1.3 日本消费群体：性价比、健康化等消费趋势受到新人类一代追捧

- **2) 健康化：**新人类一代的成长环境远离战争和饥饿，饱腹需求充分满足，健康化趋势逐步兴起，在调味品、乳制品、饮料等领域都涌现出众多营养更丰富、功能更多样、低糖无糖的健康化产品，包括减盐酱油、有机酱油、益生菌酸奶、营养附加值的奶酪、无糖茶等。

图表：新人类一代表现出性价比和健康化的消费趋势

消费趋势	时间	行业表现
性价比	1980年代末	日本开始出现百元店，并在90年代快速增长，主要包括大创、Seria、Can DO、Watts等
	1990年代	简约低价的优衣库在1990-2000年期间店铺年均增速超过30%
	1994年	三得利推出更廉价的发泡酒替代价格更高、税率更高的传统啤酒
健康化	1971年	明治研发plain-type 无糖酸奶
	1980年代初	龟甲万推出减盐酱油
	1981年	三得利在日本首创无糖的乌龙茶，开启日本软饮料的无糖时代
	1985年	伊藤园推出全球首款罐装绿茶，取名煎茶
	1990年	伊藤园推出全球首款PET瓶装绿茶お～いお茶(Oi Ocha)，03年成为日本销量第一的茶饮料，19年获得吉尼斯世界纪录认证的全世界年销量第一的天然健康RTD绿茶饮料
	1990年代末	龟甲万推出有机酱油
	2000年	明治推出明治益生菌酸奶LG21，开辟全新益生菌酸奶市场

资料来源：FBIF食品饮料创新，迅销官网，明治官网，龟甲万官网，中信建投

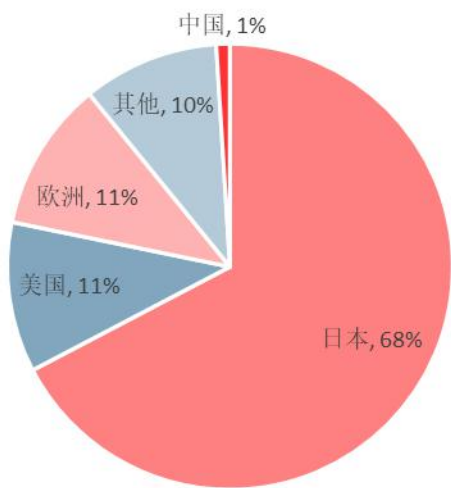
1.4 日本第三消费时代下消费行业的五大发展规律

- 规律一：可选消费持续升级，地产泡沫后回落
- 规律二：家庭小型化导致便捷化饮食渗透率提升
- 规律三：健康化消费需求持续提升
- 规律四：酒精行业对于税收政策敏感性高
- 规律五：随着老龄化加剧，养老服务、医疗保健需求增加

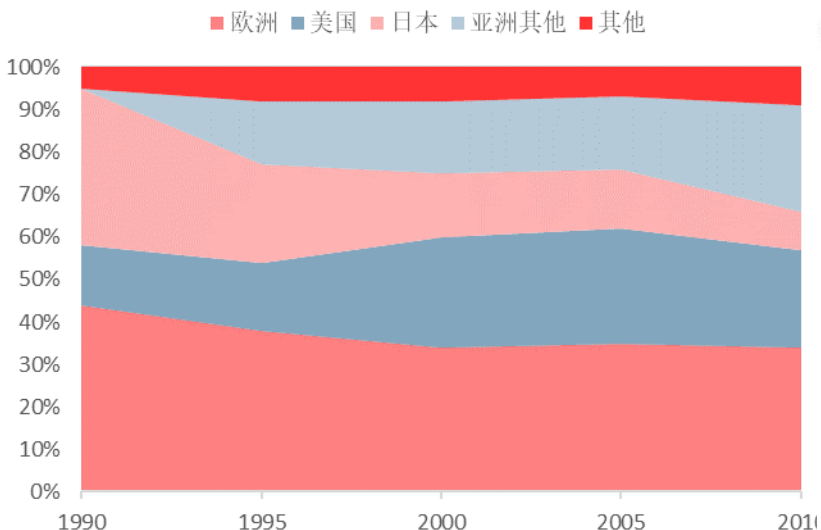
1.4.1 规律一：可选消费持续升级，地产泡沫后回落

- **消费持续升级下，80年代日本炫耀性消费盛行：**七八十年代的日本社会呈现出追求高端品牌、炫耀式消费的特征，尤其在八十年代后半段泡沫经济时期，奢侈品、出境旅游、高尔夫等高端消费成为潮流。1990年日本市场占LV全球销售额的37%，是美国的2.6倍，仅略低于LV大本营欧洲，而1990年日本人口仅有美国人口的一半左右。根据高盛数据，1995年日本奢侈品在全球占比高达68%。
- **地产泡沫后奢侈品消费回落：**1991年地产泡沫成为日本炫耀性消费的分水岭。2000年日本市场占LV销售额比重降至15%，仅为美国销售额的58%，2010年降至8%。根据Bain，2000年日本奢侈品全球占比已降至不足30%，随后继续下降，2018年已仅占10%。

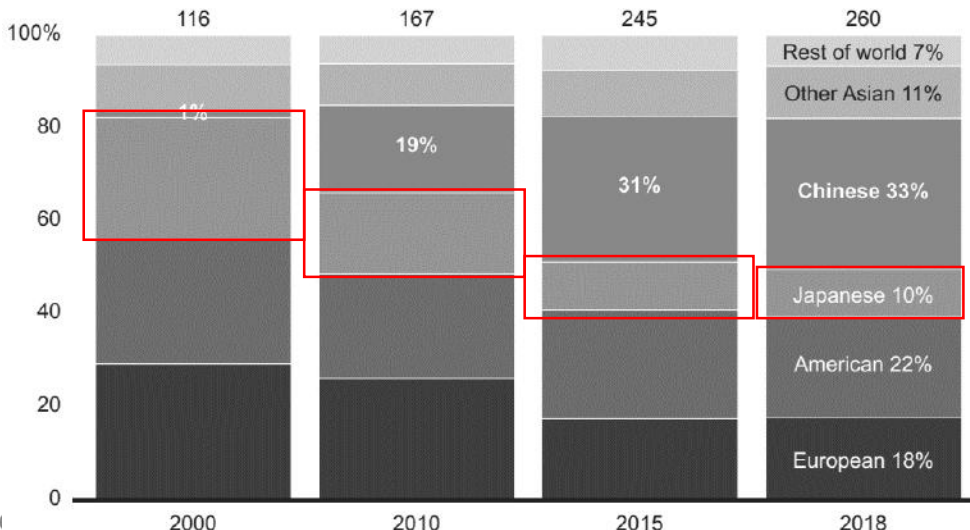
图表：1995年日本奢侈品市场规模占全球68%



图表：LVMH的日本区域销售额占比下滑（1990-2010）



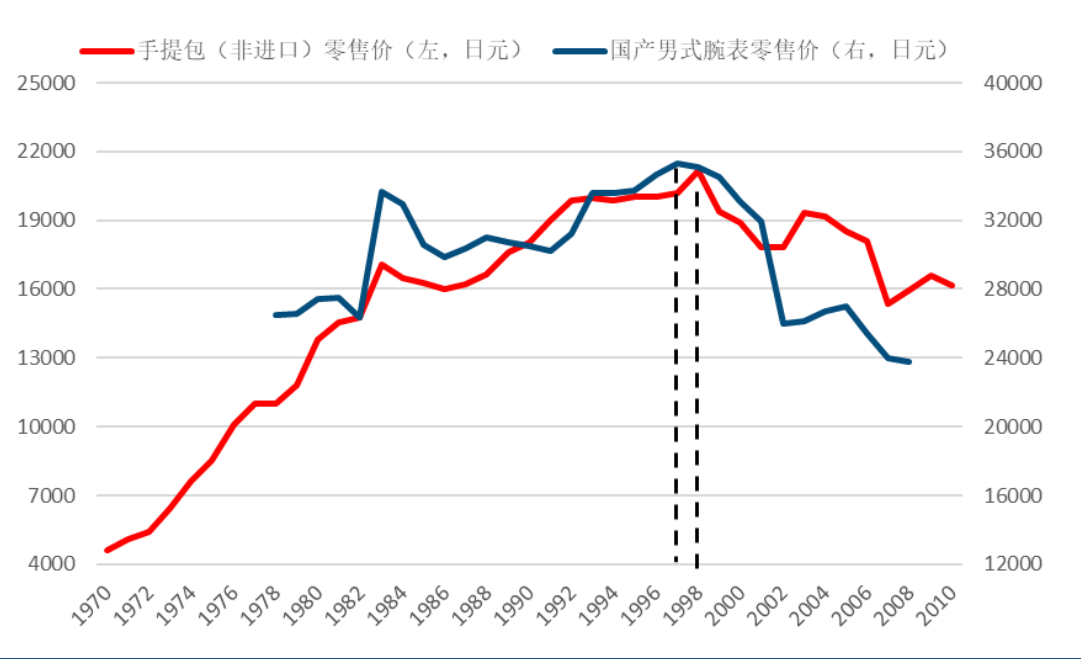
图表：2000年后日本奢侈品市场规模占比逐步降低



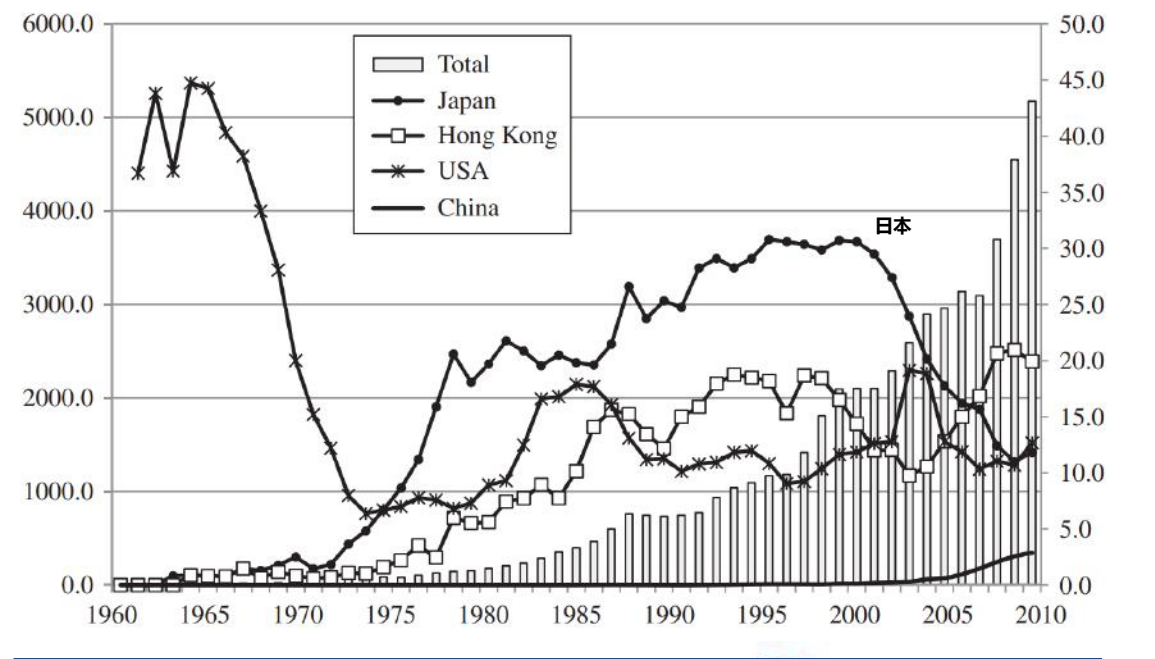
1.4.1 规律一：可选消费持续升级，地产泡沫后回落

- **手提包、腕表等可选消费持续升级至90年代末**：在本土产品方面，日本东京都区部的国产手提包和男式腕表零售价在21世纪前长期保持提升趋势，其中1992年后价格涨幅放缓，直到1997年前后（亚洲金融危机）见顶。在进口产品方面，1975年后日本超越美国成为法国皮革制品出口第一大市场，90年代期间日本销售额占比超过30%，远超其他市场。
- **新世纪后手提包及腕表消费回落**：受长期经济低迷影响，进入新世纪后手提包、腕表等可选消费回落。2010年手提包价格较1998年回落约24%，CAGR约-2.2%，2009年腕表价格较1997年回落约33%，CAGR约-3.5%。

图表：日本手提包和腕表价格在新世纪前持续提升



图表：日本市场曾长期占据法国皮革制品出口份额首位



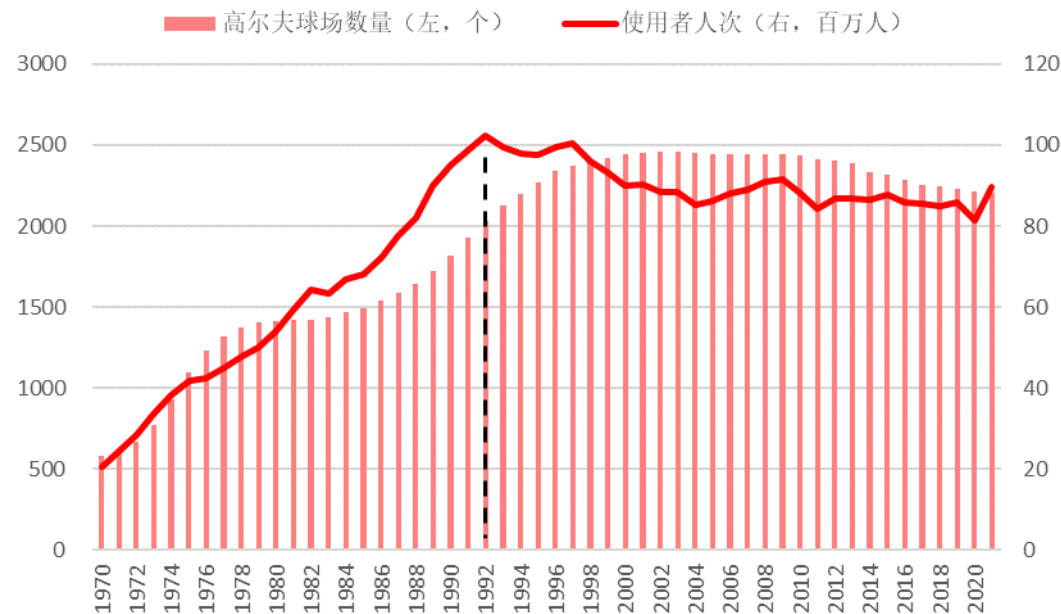
资料来源：日本统计局，中信建投

资料来源：《European luxury big business and emerging Asian markets, 1950-2010》

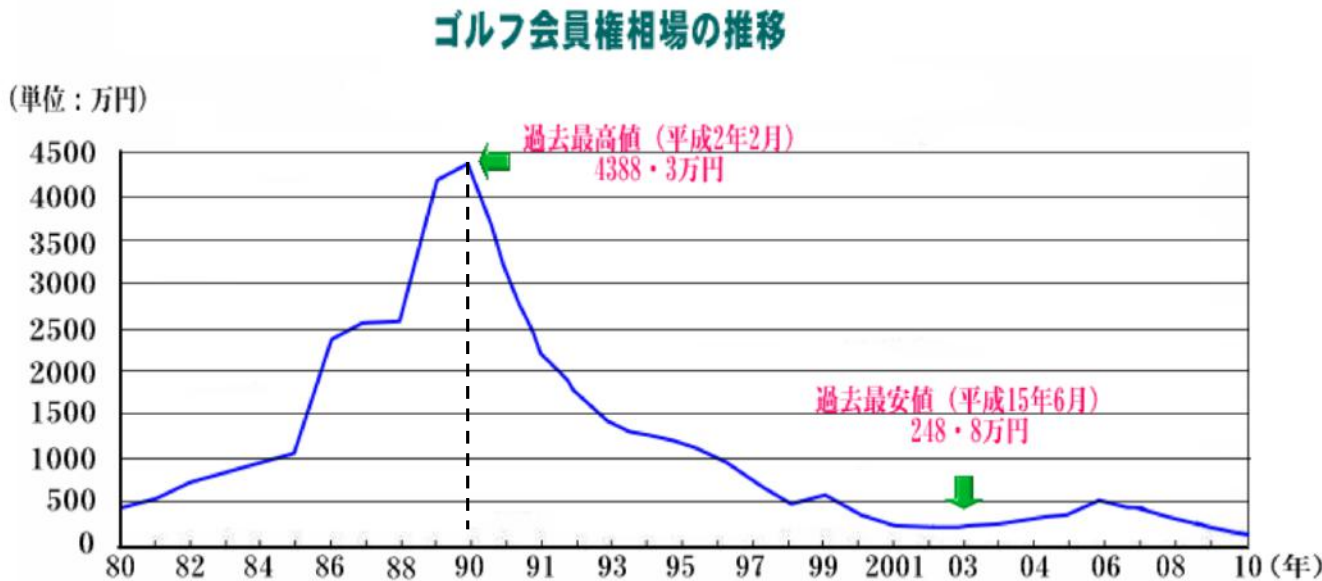
1.4.1 规律一：可选消费持续升级，地产泡沫后回落

- 高尔夫球作为高端消费，在90年代前快速增长，高尔夫球场会员证成为兼具送礼、商务社交和投资属性的高端圈层身份象征。受益于消费升级，90年代前日本高尔夫球场数量和使用人次持续增长，1992年高尔夫球使用人次见顶，高达1.02亿人次（当年日本人口1.24亿），1992-1997年间保持平稳，高尔夫球场数量在2002年见顶达到2460个（2017年国内高尔夫球场683个，2020年底降至449个）。兴盛的高尔夫运动形成了高尔夫球场会员证体系，会员不仅享受优先预订等福利，还可以参加俱乐部成员间的活动和比赛，因此成为商务社交的身份象征，并且会员证还可以向他人转让出售，兼具投资属性。在日本80年代，会员证价格大幅上涨，1980-1990年涨幅近10倍。
- 地产泡沫破裂后会员证价格一落千丈，跌幅超过90%：日本高尔夫球场使用人次直到1997年后才出现加速回落，但受地产泡沫冲击，1990-1997年期间会员证价格跌幅约80%，至2003年会员证价格已较高点跌幅超过90%。

图表：日本高尔夫球场数量和使用人次在90年代末见顶



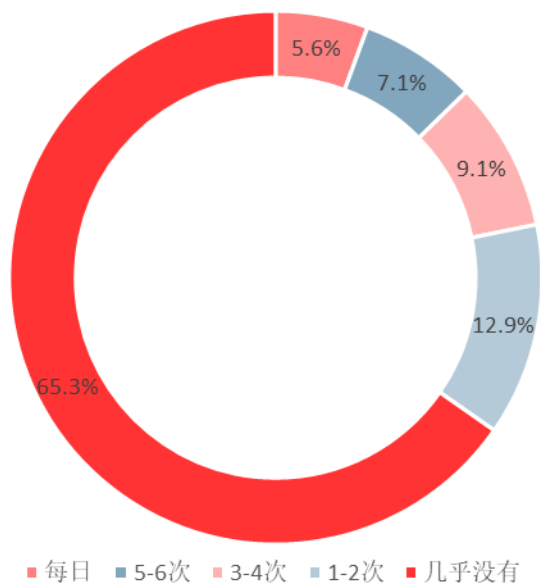
图表：日本高尔夫会员证价格自90年代初大幅下滑



1.4.2 规律二：家庭小型化导致便捷化饮食渗透率提升

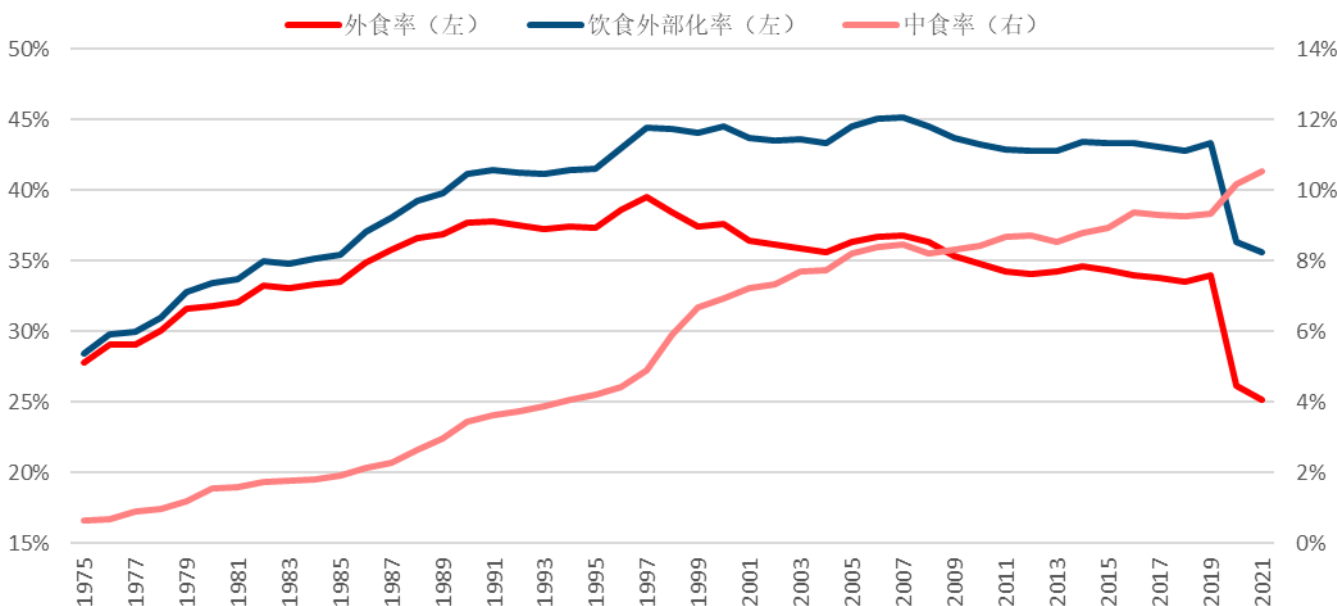
- **小家庭化生活驱动便捷化食品渗透率提升**：大家庭下做饭具有规模效应，而单身化下在家做饭的单位成本提升。根据日本农林中央金库的调查（2020年4月），东京区域20-30岁的单身青年中近三分之二的受访者几乎不在家动手做晚饭，仅有21.8%的受访者每周在家做饭3次及以上。小家庭在家做饭频率下降，单身化推动便捷化食品占比提升。
- **中食渗透率持续提升**：日本外食率（外出就餐）在1997年见顶，但中食率（外卖、购买半成品或成品食物）自70年代持续提升，在便利店购买便捷化食品是日本第三消费时代的社会化餐饮解决方案。

图表：东京20-30岁消费者自己在家动手做饭频率结构



资料来源：日本农林中央金库，中信建投

图表：日本外食率在1997年见顶后回落，中食率持续提升

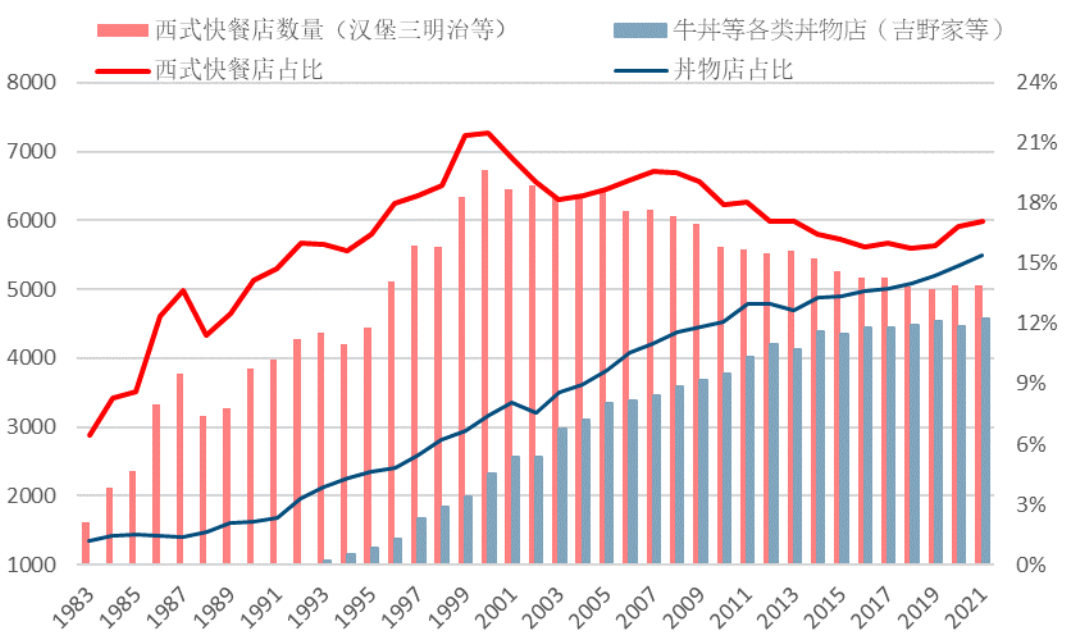


资料来源：日本外食协会，中信建投

1.4.2 规律二：家庭小型化导致便捷化饮食渗透率提升

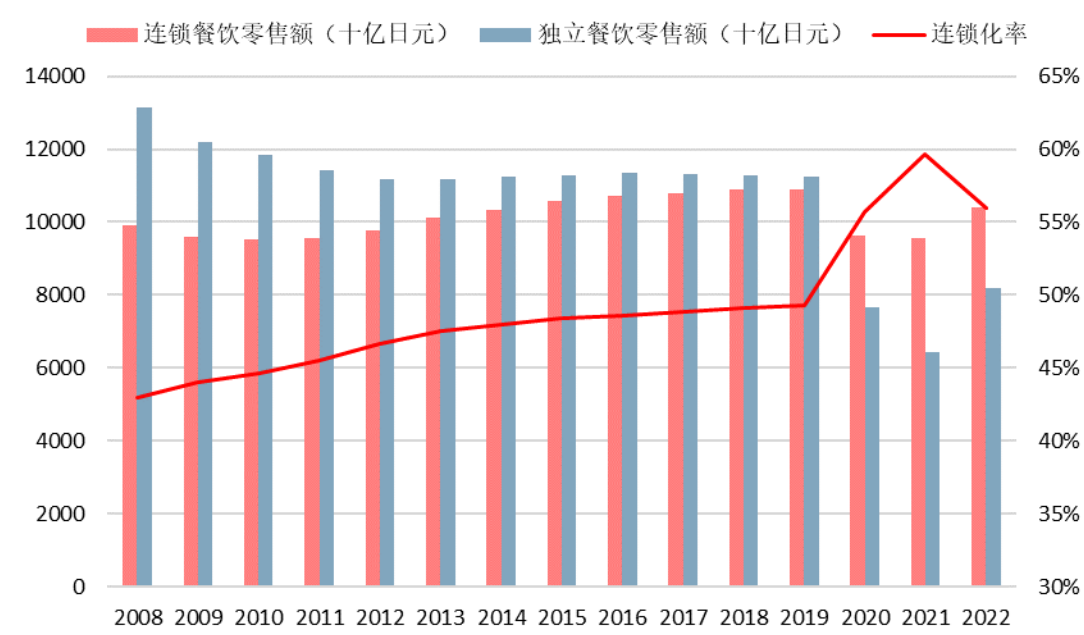
- **西式和新日式连锁快餐店渗透率提升：**日本饮食在八九十年代呈现出西式化趋势，西式快餐凭借较高的标准化程度和便利性，替代日本传统的寿司、饺子等食物，在八九十年代渗透率逐步提高，在经济停滞的九十年代仍然持续提升，直到2001年见顶后回落。进入21世纪后，以吉野家为代表的各类牛丼店，凭借实惠方便的平价牛肉饭，在日本快餐店总量下滑的背景下持续增长，当前门店数量已经与西式连锁快餐店数量接近。
- **餐饮连锁化率提升：**2008年至今日本独立餐饮零售额逐步下滑，连锁餐饮稳健增长，日本餐饮连锁化率持续提升。

图表：日本西式和新日式快餐渗透率相继提升



资料来源：日本特许经营协会，中信建投

图表：日本餐饮连锁化率持续提升

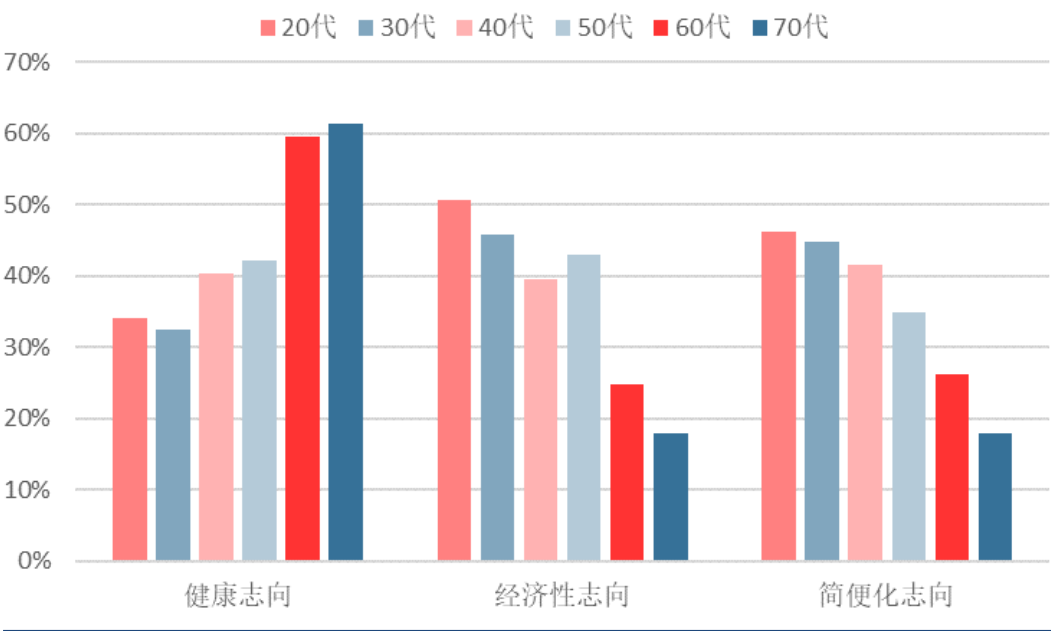


资料来源：欧睿，中信建投

1.4.3 规律三：健康化消费需求持续提升

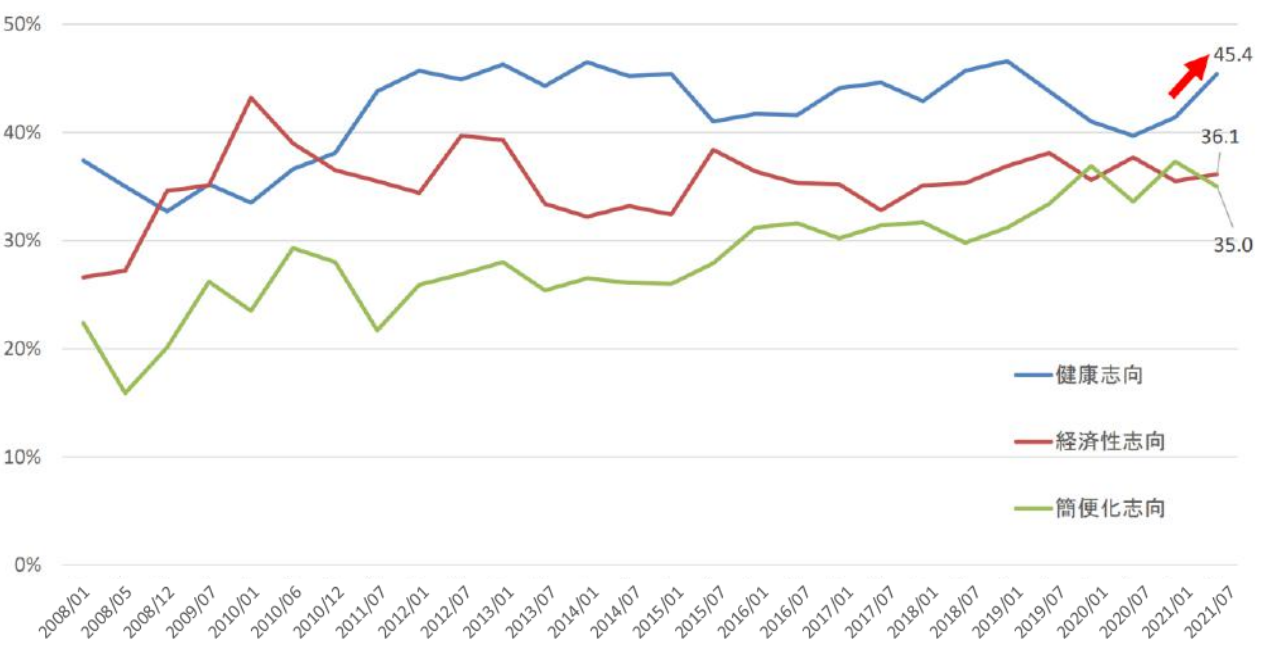
➤ **随着老龄化程度提升，健康化追求持续：**根据日本政策金融公库的调查，随着年龄增加，日本消费者对食品健康化追求逐步提高，尤其到60岁以上提升明显，40岁以下群体对健康化需求相对较低，对经济性和简便化需求相对较高。整体来看，健康化需求在2010年后超越经济性需求成为消费者的第一大选择，简便化需求自2008年至今也逐步提升。

图表：日本消费者的健康化需求随着年龄增长而不断提升



资料来源：日本政策金融公库，中信建投

图表：2010年后健康化成为日本饮食第一大志向，便捷化需求逐步提升

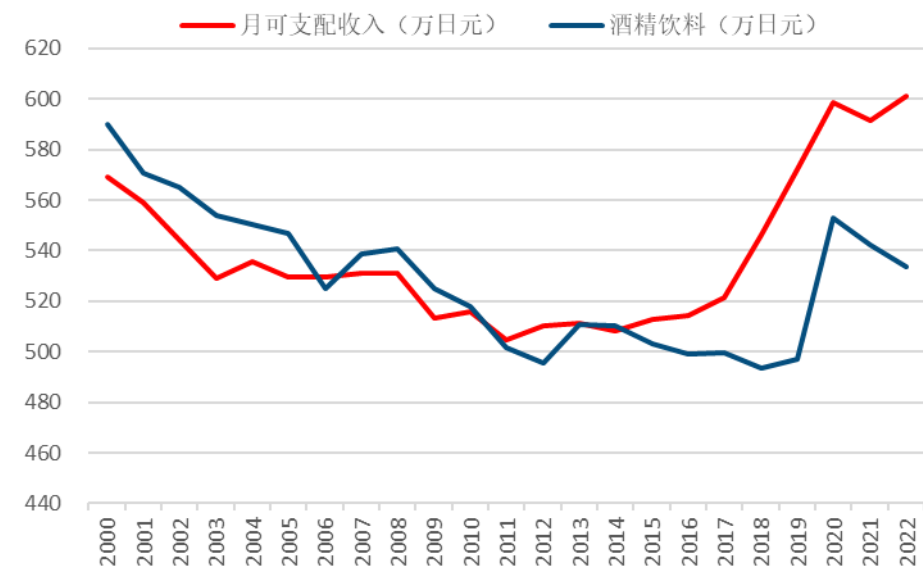


资料来源：日本政策金融公库，中信建投

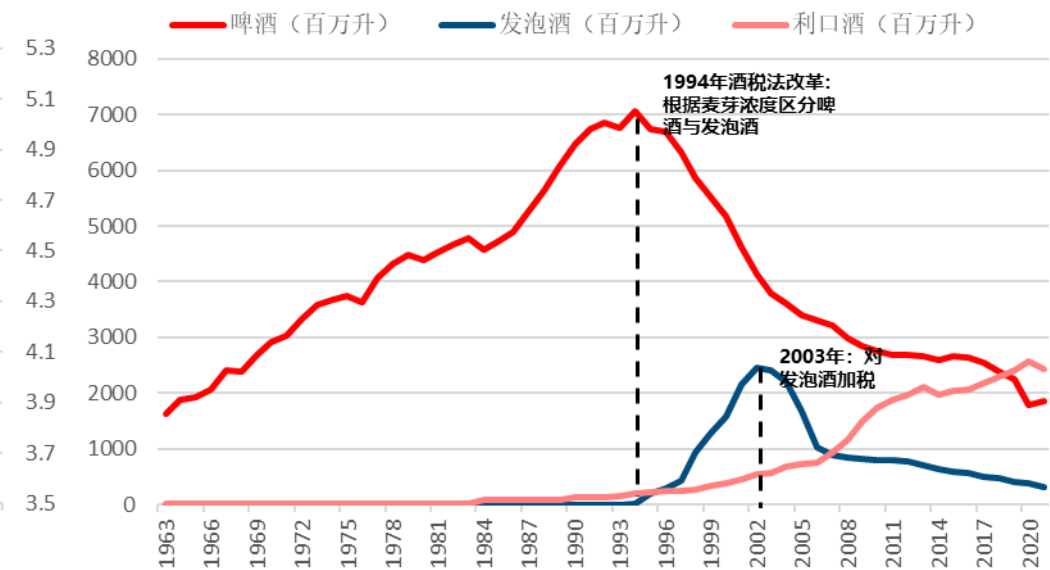
1.4.4 规律四：酒精行业对于税收政策敏感性较高

- **收入倒U型触底反弹，酒精消费复苏较弱**：日本两人及以上家庭可支配收入自2000年后持续下滑，直至2011年触底回升，呈现倒U型复苏，2019年后已超过2000年水平。日本家庭的酒精饮料支出自2000年后持续下滑，在2011年后也并未跟随收入复苏，仅2020年受疫情刺激而反弹，随后继续回落。
- **日本酒税政策对酒精消费影响较大**：九十年代后受性价比消费趋势的影响，日本酒税政策对酒精消费的影响加大，厂家和消费者均转向税率更低、价格更低的低度酒，2020年三得利调查显示加税会让81.5%的消费者产生消费意识变化。1994年的酒税改革催生出更便宜的发泡酒快速增长，2003年对发泡酒加税后，发泡酒销量回落，第三类啤酒等利口酒进入快速发展期。

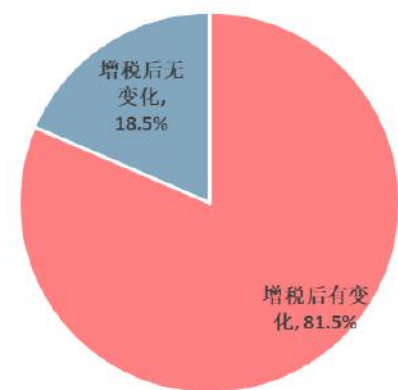
图表：日本家庭收入在2012年后复苏，但酒精消费持续走弱



图表：日本酒税政策对酒精消费影响较大



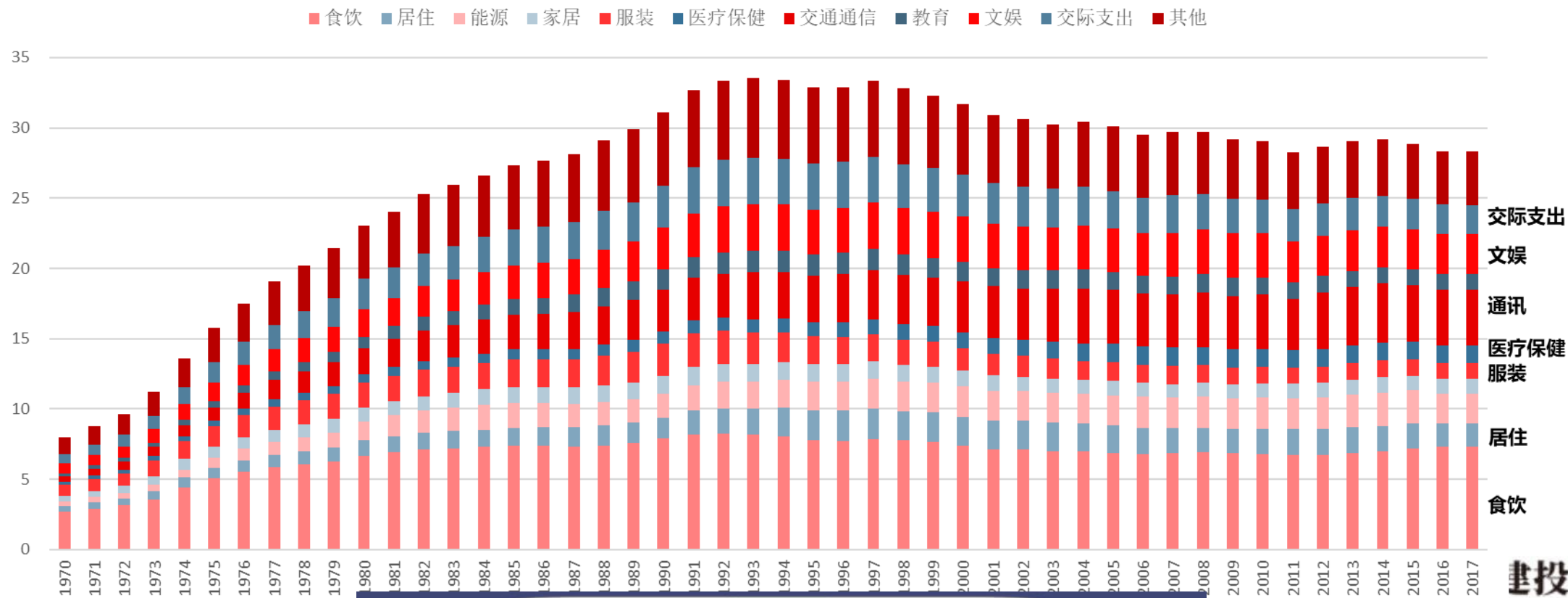
图表：增税是否影响消费意识变化



1.4.5 规律五：医疗保健产业需求增加

➤ 随着老龄化加剧，养老服务、医疗保健产业需求增加：在家庭支出层面，日本两人及以上家庭每月消费性支出在1993年前后见顶，而医疗保健支出则持续增长，1990-1999年医疗保健支出CAGR为3.3%，同期消费性总支出CAGR为0.8%，食饮支出CAGR为0.1%，服装支出CAGR为-2.1%，医疗保健支出占比从1963年的2.4%提升至2017年的4.6%。在企业层面，明治、麒麟、味之素等食饮企业纷纷跨界布局保健品、医疗行业。

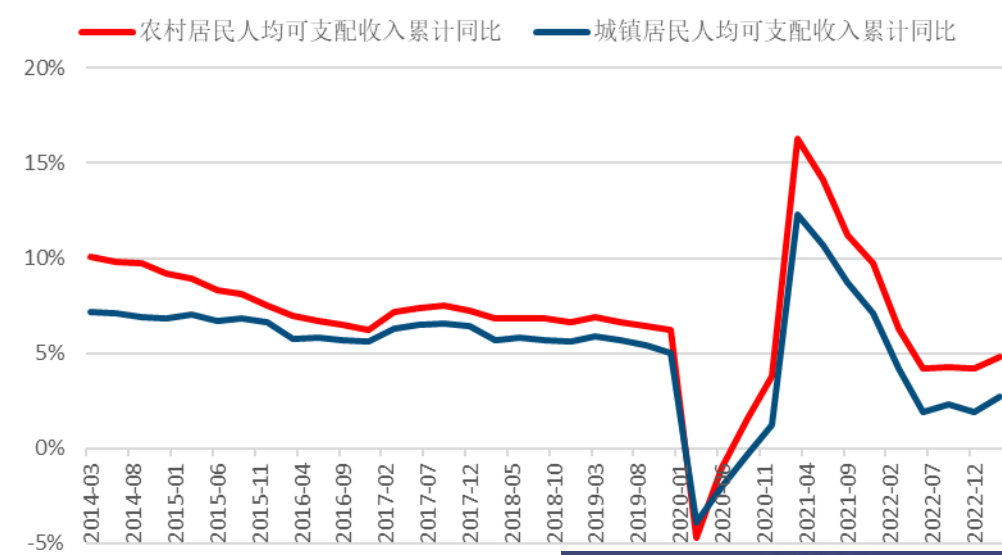
图表：日本两人及以上家庭每月消费性支出情况（万日元）



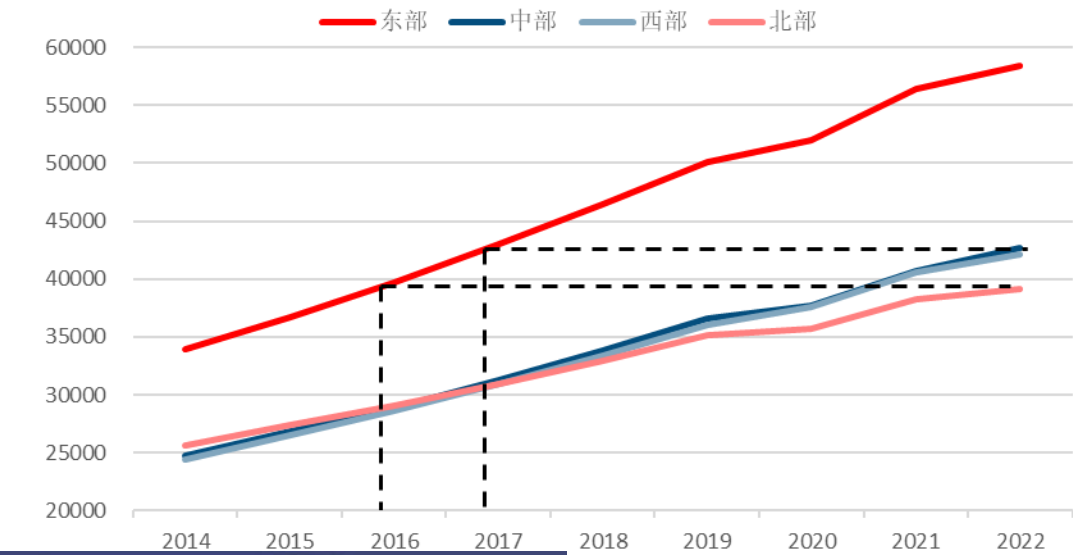
1.5 参考日本第三消费时代变迁，关注国内大消费趋势

- **趋势一：国内消费升级持续进行。**当前国内经济增长换挡为高质量增长，居民收入仍在持续提升通道，与日本80年代接近，而并非90年代的增长停滞，同时国内房价表现相对稳健，并非日本的资产价格大幅回落。国内不同区域经济水平差异较大，广大中西部区域仍处于第二向第三消费时代过度状态，农村居民收入增速快于城镇居民。
- 根据人大国发院测算，按照2035年人均国内生产总值达到中等发达国家水平的目标，未来十三年我国人均GDP平均增速在3.37%-5.16%区间。社科院《中国农村发展报告2022》预计2035年农村居民中等收入群体占比将超过1/3，2050年中国城乡消费水平将无明显差距。2022年12月，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035年）》，内需市场消费升级空间广阔。
- **趋势二：消费量远未到天花板，结构升级潜力广阔。**在国内庞大人口基数和较复杂的渠道结构下，众多消费品仍存在广阔的渠道下沉空间。近年国内消费者对有机、零糖、天然等健康产品需求持续提升，推动调味品、乳制品等行业向健康化、功能化升级。

图表：农村居民人均可支配收入增速快于城镇居民



图表：我国中西北部城镇居民人均可支配收入与16-17年的东部地区相当

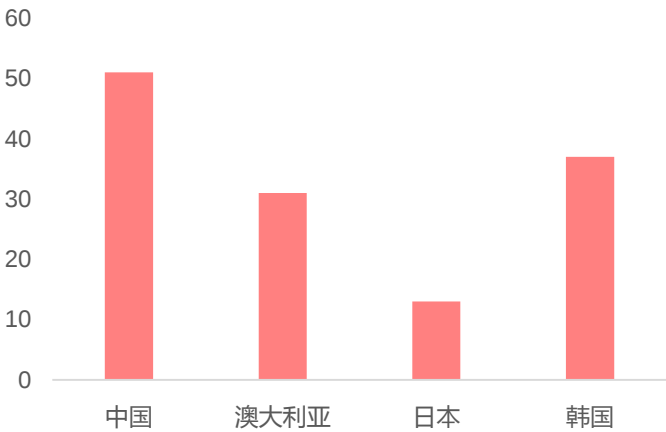


1.5 参考日本第三消费时代变迁，关注国内大消费趋势

- **趋势三：少子化、小家庭化催生便捷化需求。**与日本类似，国内消费渠道呈现从KA向社区门店转移的趋势，绝味、紫燕等街边店蓬勃发展，餐饮工业化驱动预制菜品类渗透率持续提升。
- **趋势四：消费趋于理性，重视产品性价比。**近年来名创优品、拼多多、量贩零食等渠道和产品在国内兴起，消费者对日常消费品更加关注产品本身质量和效用，而不是攀比消费。
- **趋势五：民族自信提升，国潮兴起，国货走出国门。**国产护肤品、运动品牌在消费者心中认可度不断提升，国货品牌增长强劲。国内新式茶饮品牌、国产汽车、游戏纷纷开启海外布局，加快走向世界步伐。
- **趋势六：Z世代个性化消费崛起。**当下国内主力消费群体与日本新人类一代类似，出生于经济高速发展期，更加重视个性表达，更愿意为时尚潮流、兴趣爱好、精神消费付费，催生医美、盲盒、虚拟经济等新消费。

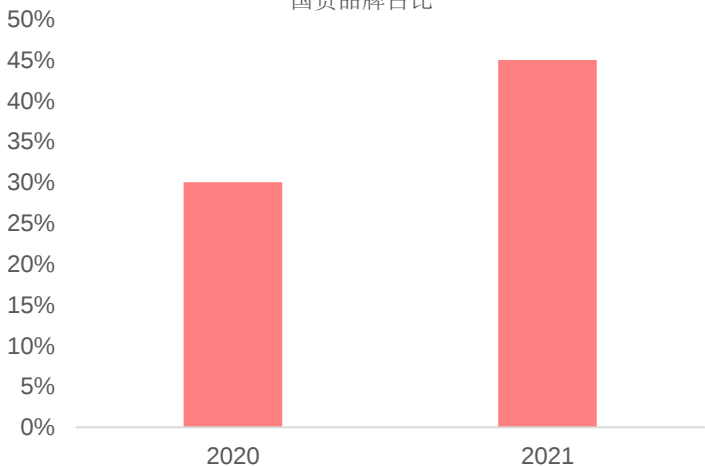
图表：国内Z世代偏向个性化品牌

偏爱个性化产品的品牌



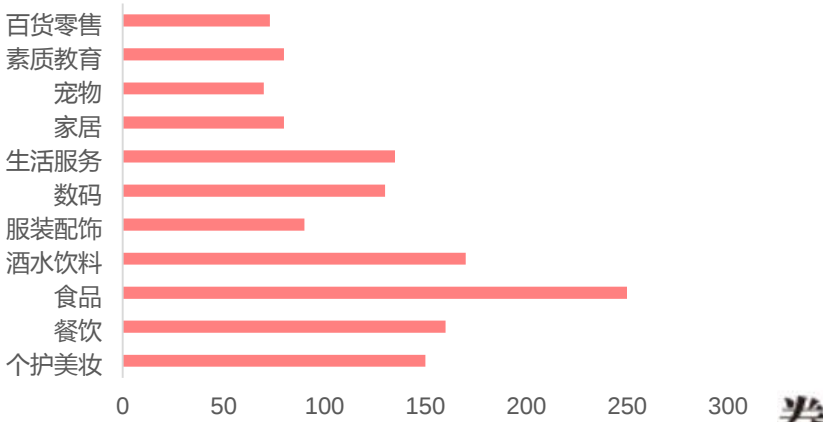
图表：双十一国货品牌增长强劲

国货品牌占比



图表：国货品牌受到资本青睐

国潮/国货品牌融资事件数（2021）



二、 食饮：第三消费时代下的量价表现与结构演化

- 2.1 酒类：1996年总销量见顶，价格升级与价格降级并存
- 2.2 调味品：健康化与功能化并行，结构持续升级
- 2.3 乳制品：鲜牛乳向发酵乳升级，奶酪穿越周期
- 2.4 预制食品：稀缺的持续成长赛道
- 2.5 软饮料：碳酸饮料占比下滑，无糖饮料兴起
- 2.6 咖啡：代际消费递增，超长周期持续增长

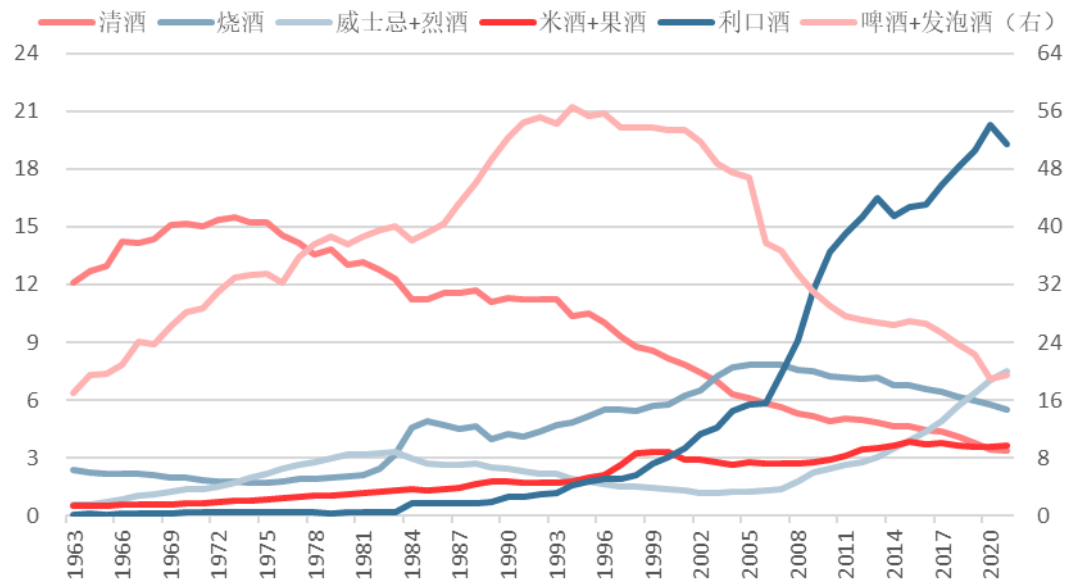
2.1 酒类：1996年总销量见顶，价格升级与价格降级并存

- 2.1.1 清酒：1974年销量见顶后价增持续近30年，高端清酒稳健增长
- 2.1.2 烧酒：90年代凭借性价比替代清酒和威士忌，持续增长至2007年
- 2.1.3 威士忌：1983年见顶，受税率改革、进口冲击、经济衰退等多重影响
- 2.1.4 啤酒：1994年销量见顶后价格平稳，向清淡化、口味丰富化方向发展
- 2.1.5 利口酒、果酒：2011年后女性就业增加推动二次成长

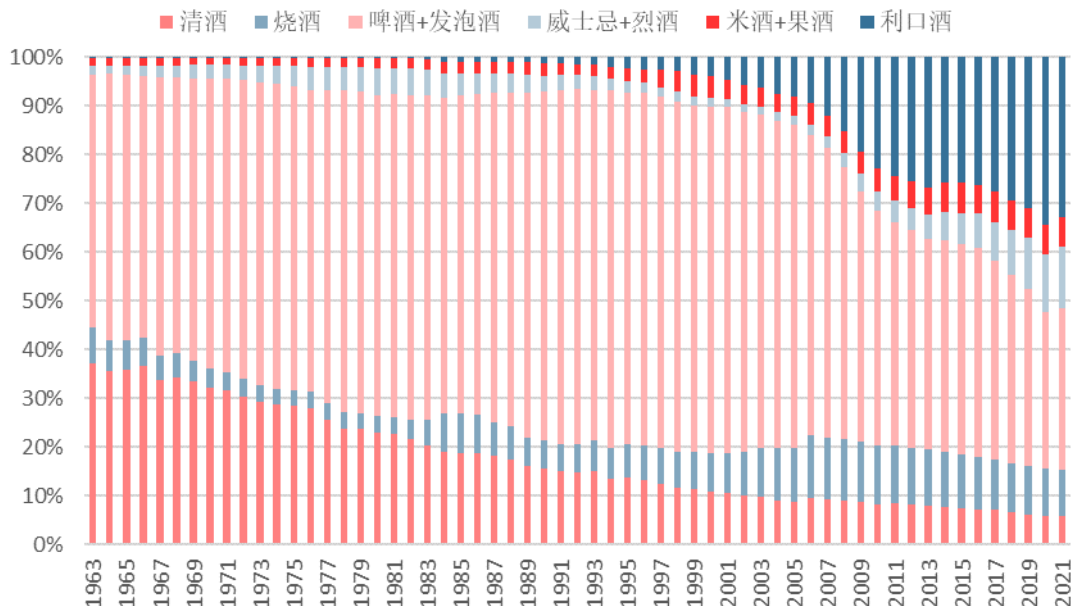
2.1 酒类销量表现：清酒率先见顶，利口酒、发泡酒替代传统啤酒

- **60-90年代中期：日本酒类消费量价齐升的黄金时期。**战后人口增长叠加经济腾飞，日本酒类消费量从1960年的207万吨提升至1994年的964万吨，CAGR约+4.2%，啤酒成为大众消费主流，占酒类消费量最高超70%。
- **90年代中期-2005年：总量平稳见顶，性价比品类崛起。**人口老龄化加深、地产经济泡沫破裂后，性价比消费崛起，价税更低的发泡酒、第三类啤酒替代传统啤酒、烧酒快速增长，酒类消费总量CAGR约-0.6%，2005年发泡酒见顶。
- **2005年至今：总量回落，利口酒逆势高增长。**日本经济持续低迷，酒类消费总量CAGR约-1.0%，但受年轻群体和女性消费者喜爱的、酒精含量低、价格低廉的利口酒和果酒逆势增长，2020年利口酒占比超30%。

图表：日本1963-2021年酒类人均消费量（L/人）



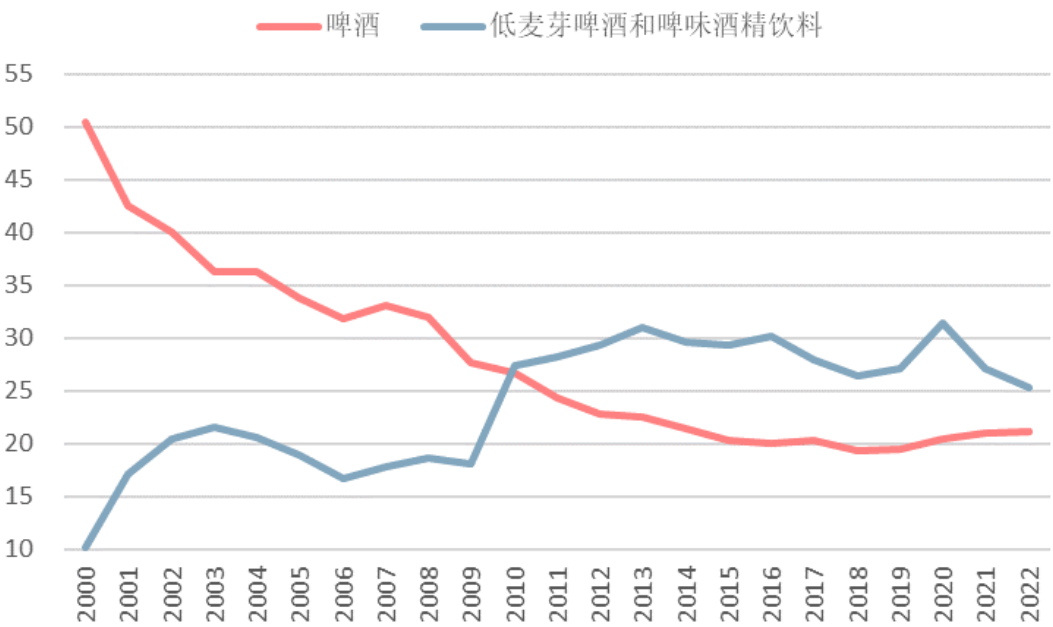
图表：日本1963-2021年酒类消费结构占比



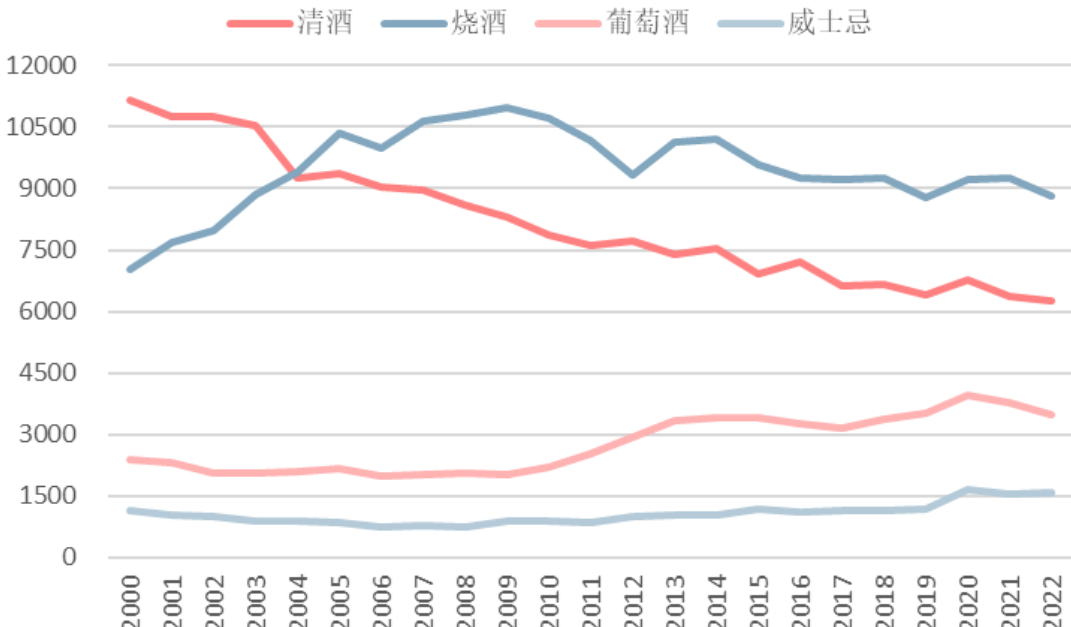
2.1 酒类销量表现：清酒率先见顶，利口酒、发泡酒替代传统啤酒

- **低度酒销量方面**，日本家庭端**低麦芽啤酒和啤酒酒精饮料逐步替代传统啤酒**，低麦芽啤酒及啤酒酒精饮料人均消费量在2010年超过传统啤酒，疫情前基本稳定在30L/年左右；日本低度酒整体消费量在2001年前后见顶，略早于日本总人口拐点（2008年）。
- **高度酒销量方面**，日本家庭端**清酒消费逐步被烧酒、威士忌、葡萄酒等替代**，烧酒销量在2003年超越清酒，在2008年后逐步下滑，葡萄酒和威士忌销量在2010年后稳步增长。日本高度酒整体销量在1994年见顶，略早于劳动力拐点（1997年）。

图表：日本家庭啤酒和低麦芽啤酒及啤酒酒精饮料消费量（升/年）



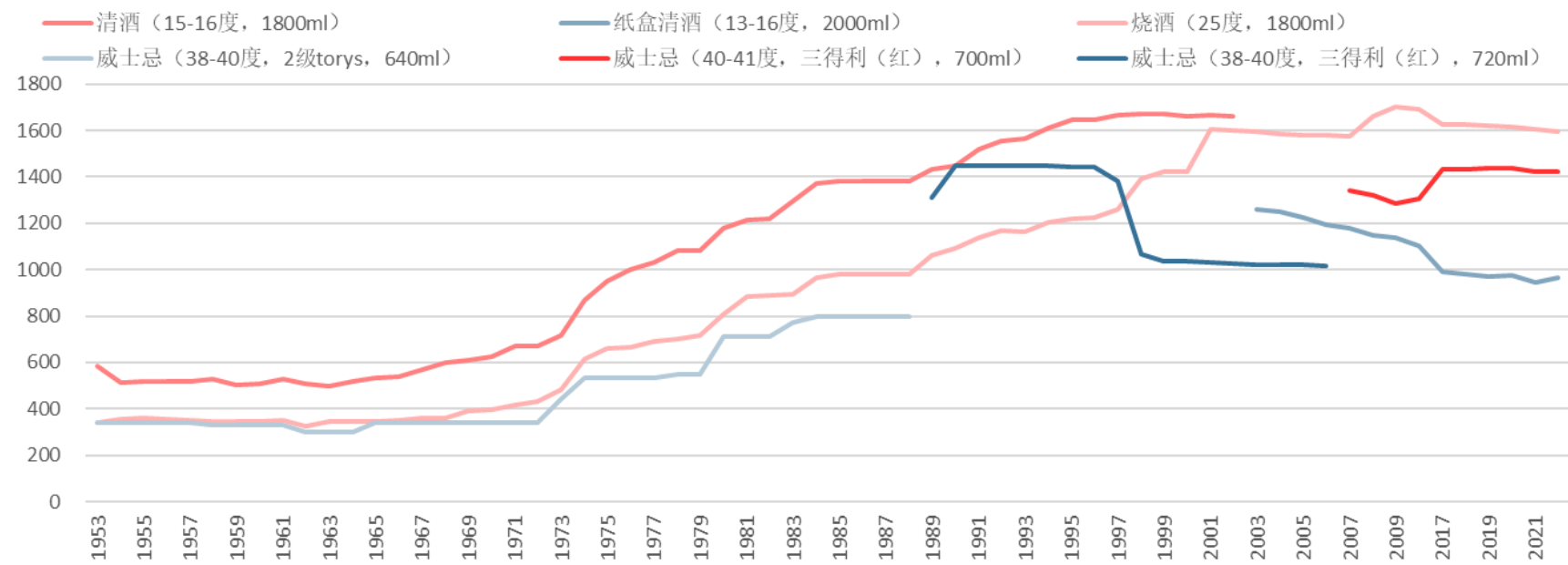
图表：日本家庭各类高度数消费量（毫升/年）



2.1 酒类价格表现：清酒零售价在90年代末见顶，烧酒价格更具性价比

- **高度酒价格方面**，日本瓶装清酒零售价格自70年代开始持续提升，至1999年后保持平稳，2002年1800ml清酒对应人民币约120元左右，当年飞天茅台市场价约280元/瓶。相较于瓶装清酒，纸盒清酒主要满足日常佐餐饮用场景，周转快消属性较强，不具有礼品属性，2002年后纸盒清酒零售价持续下滑。
- **烧酒价格更具有性价比**：日本烧酒零售价自70年代后持续提升，但与清酒和威士忌的价差自1963年起持续拉大，直到1995年后价差收窄，烧酒酒精度更高且单位容量零售价更低，较清酒和威士忌更具有性价比，2001年至今烧酒零售价保持平稳。

图表：日本东京都区部零售价格（日元）对比：烧酒较清酒、威士忌更具有性价比



资料来源：日本统计局

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

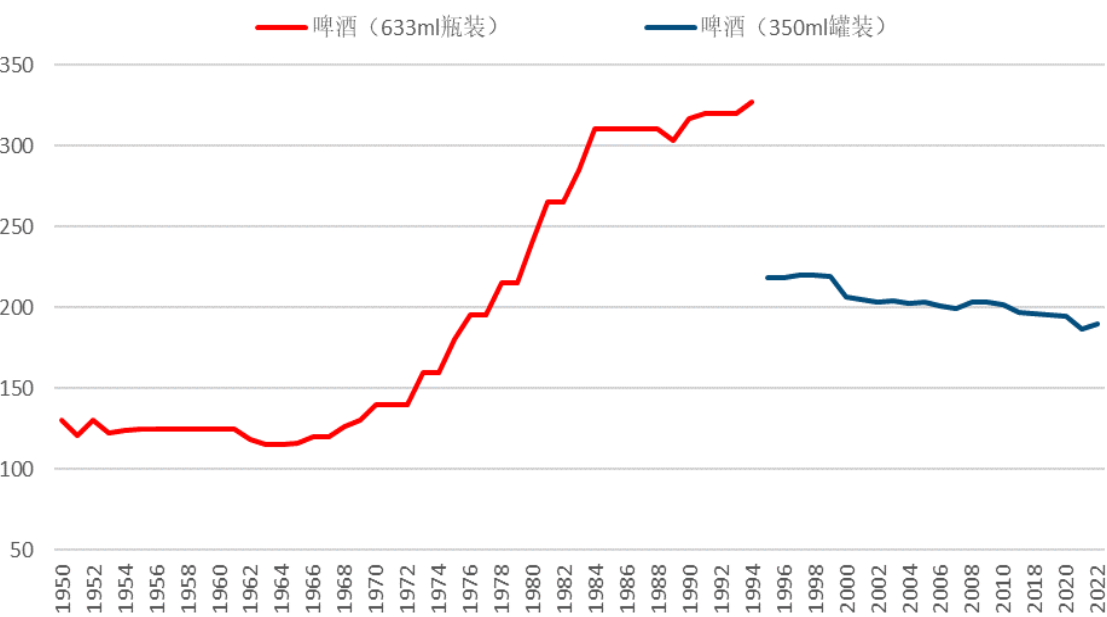


中信建投证券
CHINA SECURITIES

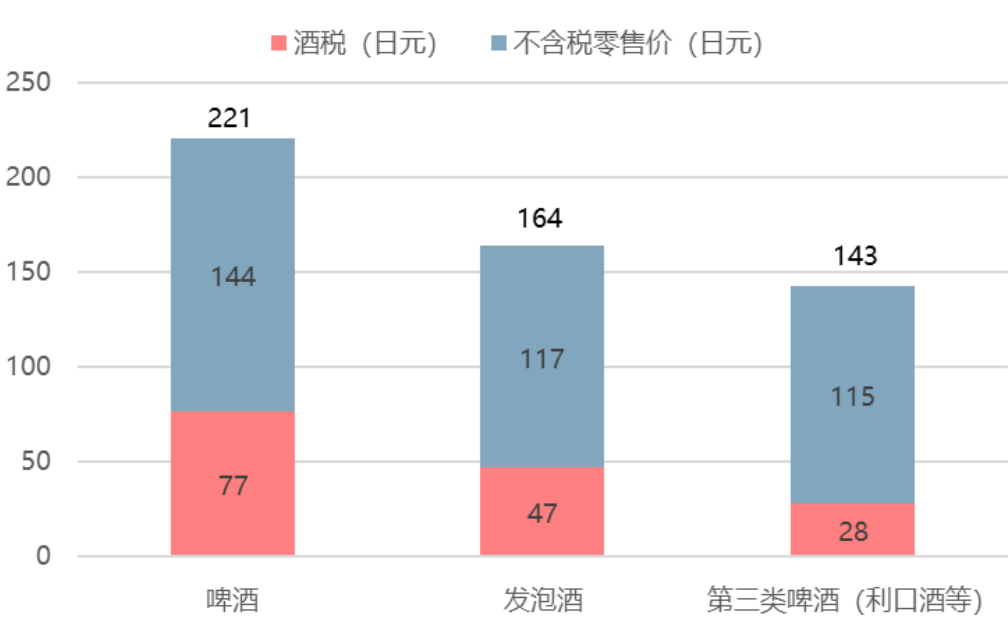
2.1 酒类价格表现：啤酒零售价在21世纪小幅回落，利口酒更具有性价比

- **低度酒价格方面**，啤酒零售价自70年代开始持续提升，至90年代基本保持平稳，21世纪后有小幅回落，2022年350ml罐装啤酒零售价对应人民币约10元/罐。
- **利口酒的酒税和零售价格均更低**：传统啤酒、发泡酒（麦芽低于25%）和第三类啤酒（不含麦芽）的零售价和酒税依次降低，利口酒的单位容量价格更低，更具有性价比。

图表：啤酒零售价格在80年代后趋稳，至21世纪后小幅下滑



图表：第三类啤酒价格较发泡酒、传统啤酒更具有性价比（350ml）



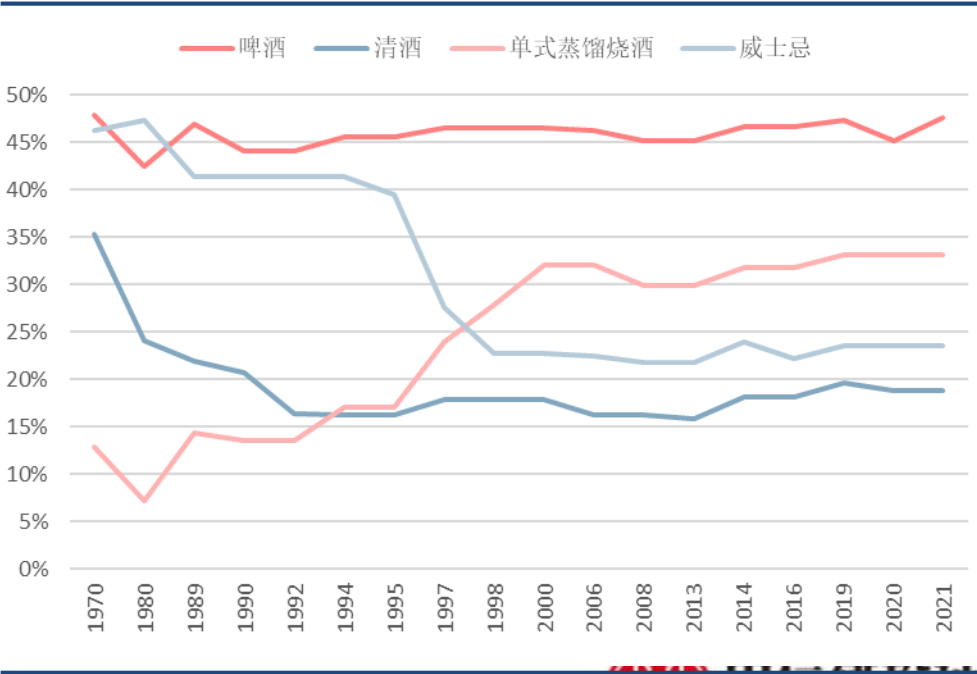
2.1 日本酒税：啤酒税负率常年居首，烧酒税负率提升

- **啤酒税负率常年居首**：作为日本消费量最大的酒类，啤酒的税负率常年维持在45%以上，并且较为稳定，明显高于其他酒类，2021年起泡酒（麦芽浓度低于25%）和利口酒的税负率仍低于啤酒，对消费者具有性价比。
- **烧酒税负率提升，清酒税负率下降**：90年代烧酒销量高速增长，其税负率也持续提升，21世纪后稳定在33%左右；清酒税负率自70年代后持续下调，90年代后稳定在18%左右；威士忌税负在90年代末出现大幅度下调，21世纪后稳定在24%左右。

图表：日本主要酒类的酒税等税负率（2021年）

品类	容量 (ml)	酒精含 量 (%)	零售价 (含 税, 日元①)	酒税额 (日元②)	消费税额 (日元③)	酒税负担额 (②+③) / ①
啤酒	633	5	330	126.60	30.00	47.5
	350	5	219	70.00	19.91	41.1
起泡酒 (麦芽比 低于25%)	350	5.5	168	46.99	15.27	37.1
利口酒 (发泡型)	350	5	160	37.80	14.55	32.7
清酒	1800	15	2035	198.00	185.00	18.8
果实酒	720	11	770	64.80	70.00	17.5
连续式蒸馏烧酒	1800	25	1510	450.00	137.27	38.9
单式蒸馏烧酒	1800	25	1878	450.00	170.73	33.1
威士忌	700	43	2068	301.00	188.00	23.6

图表：日本主要酒类的税负率变化



资料来源：日本国税局，中信建投

资料来源：日本国税局，中信建投

2.1 日本酒税：传统啤酒税率将下调，起泡酒、第三类啤酒税率向啤酒回归

- **起泡酒和第三类啤酒税率向啤酒回归**：日本根据不同的麦芽浓度，对啤酒酒类适用的税率依次降低，起泡酒和第三类啤酒在原材料和酒税上更具有性价比。随着传统啤酒的下滑，起泡酒和第三类啤酒的税率不断向传统啤酒回归，日本国税局预计将在2026年将啤酒类税率统一为155日元/L，对应人民币约7750元/吨。在酿造酒中，原本具有酒税性价比的果酒也将向清酒的税率回归，预计在2026年统一为100日元/L，对应人民币5000元/吨。
- **国内酒类消费税率低于日本酒税，预调酒不具有税率优势**：我国酒类整体消费税率明显低于日本，消费税对酒类价格的影响较小，且国内预调酒相对传统啤酒不具备税率优势。

图表：日本低度酒类的税率变化（日元/L）

酒类	麦芽率	1994	1996	2003	2018	2020	2023E	2026E
啤酒	67%以上	222	222	222	220	200	181	155
	50%-67%	153	222	222	220	200	181	155
起泡酒	25%-50%	153	153	178	178	167	167	155
	25%以下	83	105	134	134	134	134	155
第三类啤酒				69	80	108	134	155
预调酒				69	80	80	80	100
清酒					120	110	100	100
果实酒					80	90	100	100

资料来源：日本国税局，日本财务省，中信建投

图表：我国主要酒类的消费税税率

种类	消费税税率
白酒	20%从价税+0.5元/斤从量税
黄酒	240元/吨
啤酒	出厂吨价3000元及以上：250元/吨； 出厂吨价低于3000元：220元/吨
其他	10%从价税

资料来源：财政部，中信建投



2.1 日本酒税：税率改革冲击价格体系，酒精度递增酒税促进低度化

➤ **1989年废除从价税，降低威士忌税率，提高烧酒税率：**日本威士忌和清酒税率在1989年经历重大变革，89年前日本对威士忌和清酒根据品质实行分级征税，对高价酒（威士忌、特级清酒等）适用从价税+从量税，特级威士忌和二级威士忌税率差距巨大。80年代受贸易自由化、关贸总协定的影响，日本在1989年取消从价税和威士忌、清酒的分级制度，提高烧酒税率，特级威士忌税率大幅降低，高端威士忌价格下调，市场价格体系出现混乱，当年威士忌销量下滑11.8%。1996年WTO建议纠正烧酒和威士忌之间的差异，日本政府1997年再次降低威士忌的税率，并提高烧酒的税率，但威士忌下滑态势并未扭转。日本烈酒税率还长期实行跟随酒精度递增的政策，也导致威士忌和烧酒的主流酒精度数均出现下滑。

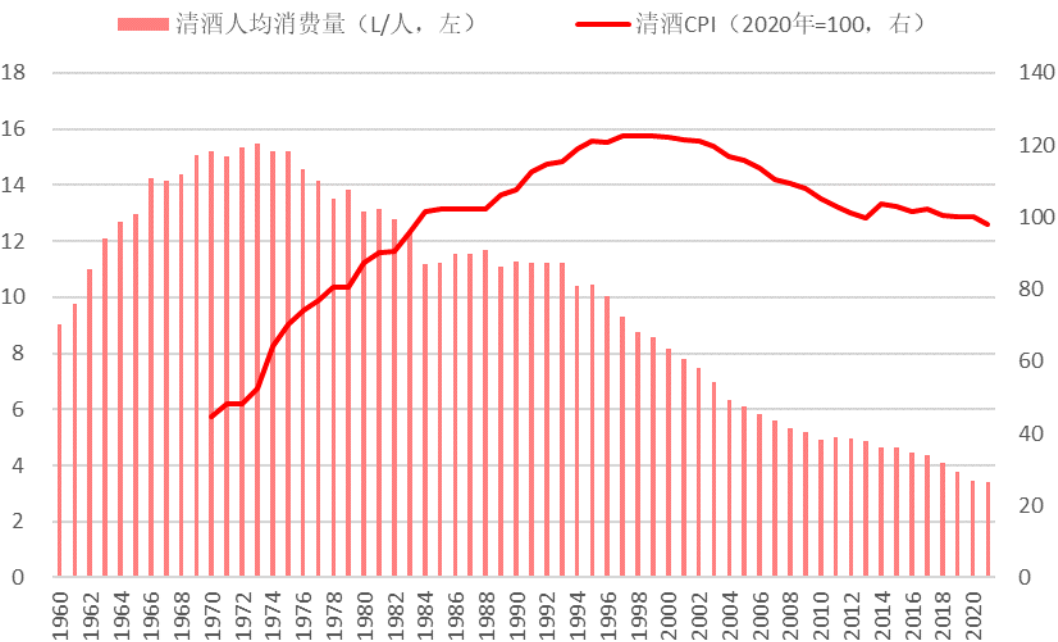
图表：日本高度酒类的税率变化

1989年前	酒精度	从价税率	从量税率（日元/L）	1989年	酒精度	从量税率（日元/L）	1998-2005年	酒精度	税率（日元/L）	2006-至今	酒精度	税率（日元/L）
特级威士忌	43度	220%/150%	2098.1 比43度每超过1度，每升多征收30.41日元	威士忌	38-41度	982.3 比41度每超过1度，每升多征收24.56日元，每低1度减征24.56日元	威士忌	40-41度	409	威士忌	37度	370
一级威士忌	40度	100%	1011.4 比40度每超过1度，每升多征收28.88日元		38度以下	908.6		38度以下	378.3		比37度每超过1度，每升多征收10日元	
二级威士忌	37度	65%	298.2 比37度每超过1度，每升多征收22.37日元					比40度每超过1度，每升多征收10.225日元，每低1度减征10.225日元				
甲类烧酒	25度	无	78.6	甲类烧酒	25度	119.8	烧酒	25度	248.1	烧酒	21度	200
乙类烧酒	25度	无	50.9	乙类烧酒	25度	70.8		比25度每超过1度，每升多征收9.924日元，每低1度减征9.924日元			比20度每超过1度，每升多征收10日元	

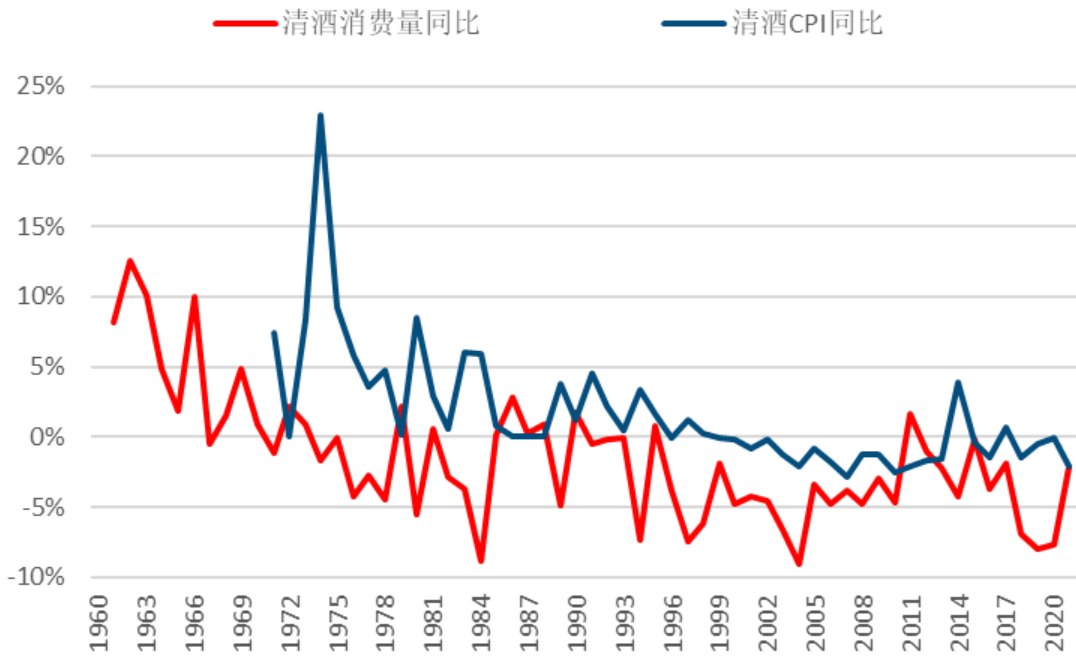
2.1.1 清酒：销量见顶后价增持续近30年，21世纪后价格稳步回落

- **清酒**：日本的国酒，在日本文化中源远流长，与白酒在国内的地位相似，常用于宴请客人、礼赠等。
- **量的维度**，1974年清酒消费量见顶，约168万吨，并在1994年后加速下滑，直至2021年消费量41万吨，较高点下滑约76%，CAGR约-3.0%。清酒销量见顶早于劳动人口拐点，也早于啤酒等其他品类，主要系低端清酒被烧酒、其他烈酒抢占。
- **价的维度**，在1974年销量见顶后，清酒价格仍保持上涨直至2000年后出现回落，自1970-2000年清酒价格上涨近2倍，高端清酒的价格消费升级趋势明显，与国内次高端、高端白酒属性相似，21年清酒价格较高点回落约18%，CAGR约-0.9%

图表：日本清酒人均消费量及价格



图表：日本清酒消费量及价格同比



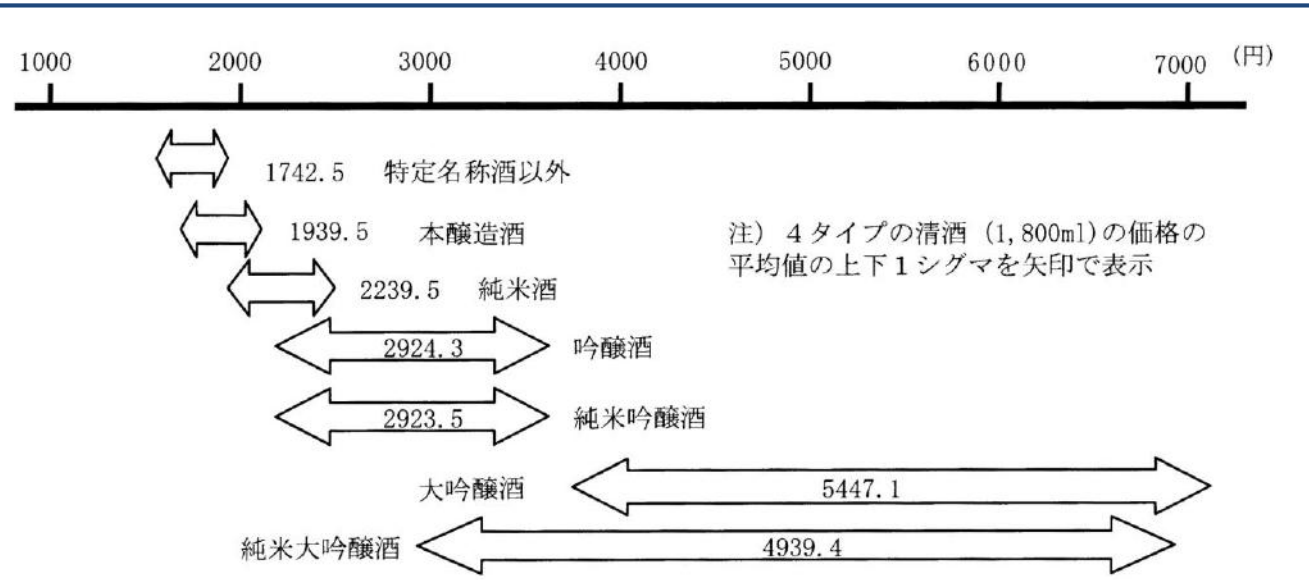
2.1.1 清酒：原材料及生产工艺是定价的关键因素

➤ **原材料及生产工艺是定价的关键因素**：日本根据原材料和米的研磨程度（精米步合）将清酒分为特定名称酒和普通清酒，其中特定名称酒又分为纯米酒、吟酿酒等8类。**精米步合是日本清酒定价的重要因素，精米步合越低的清酒往往价格越高。**普通酒的价格往往低于特定名称酒，特定名称酒里精米步合最低（50%以下）的纯米大吟酿酒和大吟酿酒的价格最高，均价在5000日元左右，精米步合60%以下的纯米吟酿酒和吟酿酒价格次之，均价在3000日元左右，精米步合70%以下的本酿造酒均价在2000日元左右，普通清酒均价为1742.5日元，是类似第三类啤酒的日常饮用酒。

图表：日本特定名称清酒共分为8类

特定名称酒		原料	米的研磨程度	香味等要件
纯米酒	纯米大吟酿酒	米、米麴	50%以下	采用吟酿法，具有特殊香味，色泽优秀
	纯米吟酿酒		60%以下	采用吟酿法，具有特殊香味，色泽优秀
	特别纯米酒		60%以下+特别酿造方法	香味，色泽优秀
	纯米酒		-	香味，色泽良好
本酿造酒	大吟酿酒	米、米麴、酿造酒精	50%以下	采用吟酿法，具有特殊香味，色泽良好
	吟酿酒		60%以下	采用吟酿法，具有特殊香味，色泽良好
	特别本酿造酒		60%以下+特别酿造方法	香味，色泽优秀
	本酿造酒		70%以下	香味，色泽良好

图表：日本清酒各类特定名称酒的价格分布情况（2005年）

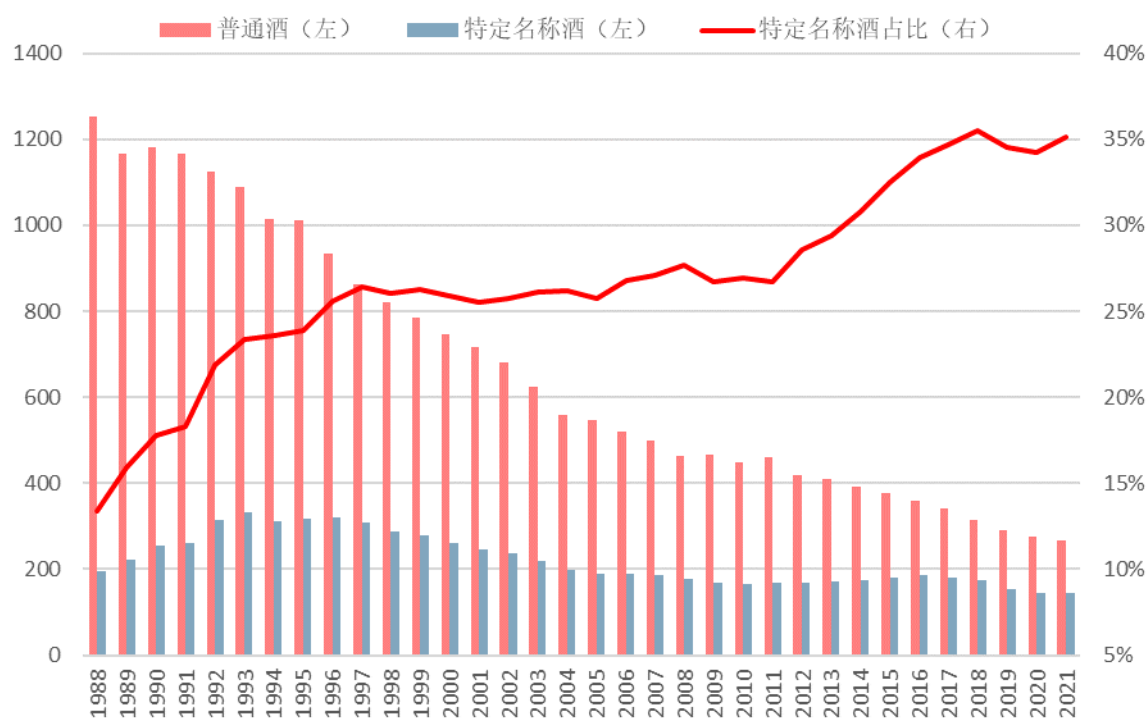


44 资料来源：日本酒造组合中央会，日本国税厅，

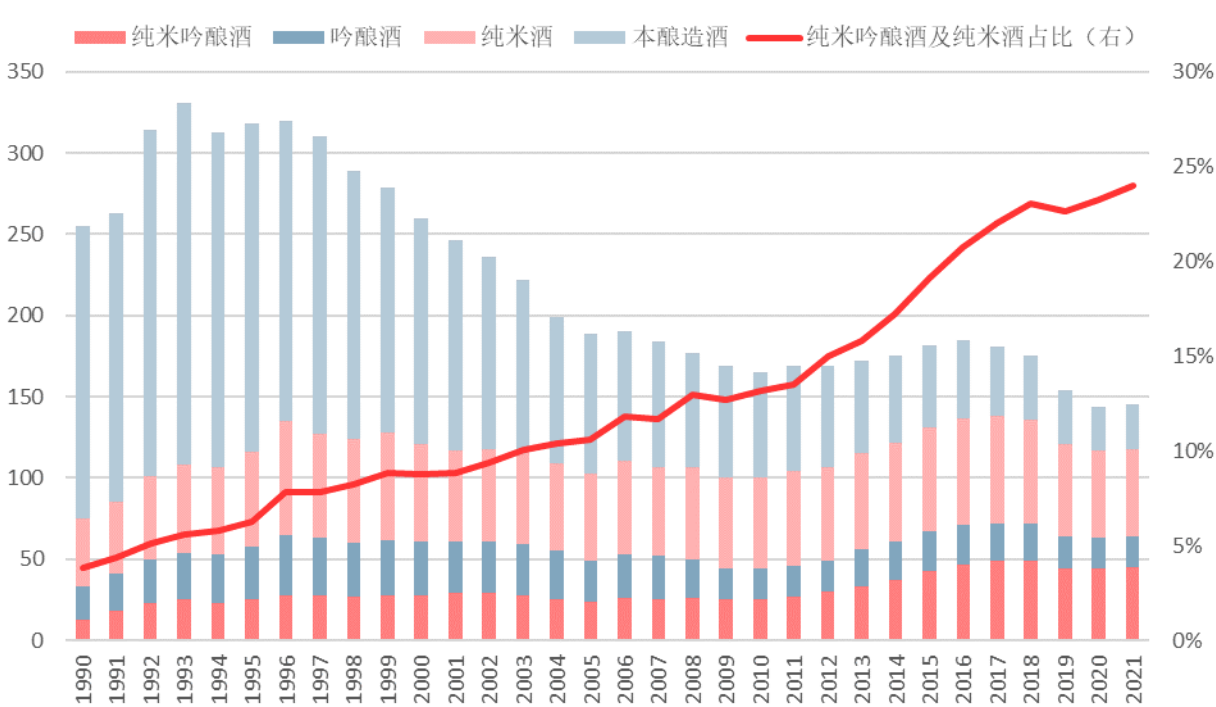
2.1.1 清酒：普通清酒销量大幅下滑，特定名称酒相对稳定，高端清酒逆势增长

- **普通清酒销量大幅下滑，特定名称酒先增后降，销量相对稳定**：1974年日本清酒销量见顶后逐步下滑，主要系日常饮用的普通清酒销量持续下滑。价格较高、具备社交和礼品属性的特定名称酒销量在1988-1993年仍保持增长，CAGR约+11.3%，1994-2010年有所下滑，但下滑幅度小于普通清酒，2010年后企稳回升。普通清酒占比从1989年的87%下滑至当前约65%，特定名称酒占比从13%提升至35%。
- **社交品具备需求刚性，经济复苏后消费升级持续**：在特定名称酒中，销量下降幅度较大的价格偏低的本酿造酒，相对较贵的纯米酒和纯米吟酿酒的销量在1995-2010年期间下滑幅度较小，2010年日本宏观经济复苏后，纯米吟酿酒重回增长并创历史新高，占清酒销量的比重持续提升。

图表：日本普通清酒与特定名称清酒消费量情况（百万升）



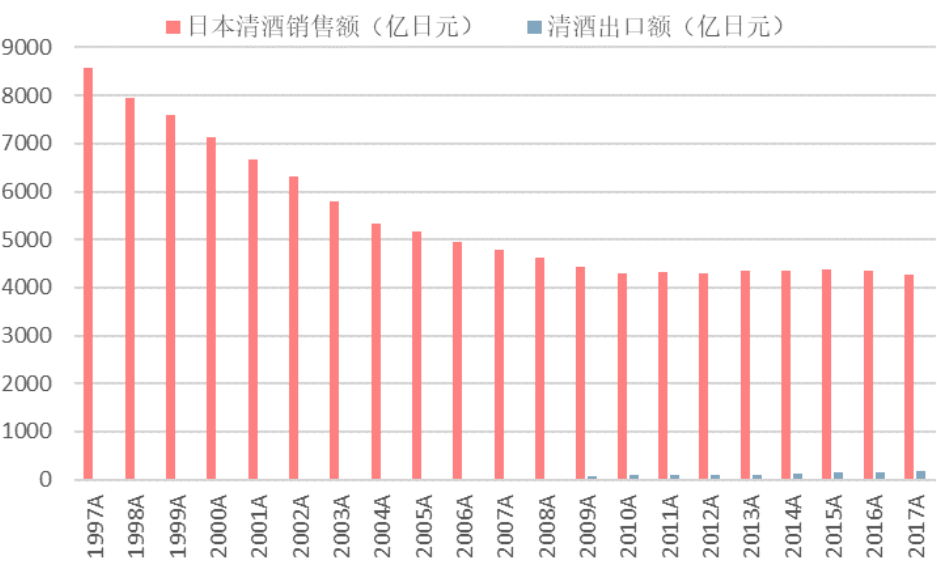
图表：日本各类特定名称清酒消费量及占比情况（百万升）



2.1.1 清酒：市场持续萎缩，格局较为分散

- **销售额持续下滑，出口比例较低**：日本清酒公司销售额自1997年持续下滑至2009年后基本平稳，2017年行业销售额对应约220亿人民币，出口金额持续增长，但17年占比仅4.4%，21年约占9%，海外扩张较为有限。
- **格局较为分散，龙头市占率偏低**：根据TDB数据，2016年白鹤酒造市占率约8%，CR5约27%，CR20约51%。龙头公司白鹤并未上市，成立于1743年，员工391人，22年销售273亿日元，市占率约6-8%，19年出口量2850kl，在清酒海外出口中排名第一，市占率约11%。

图表：日本清酒销售额下滑至4300亿日元左右，约220亿人民币



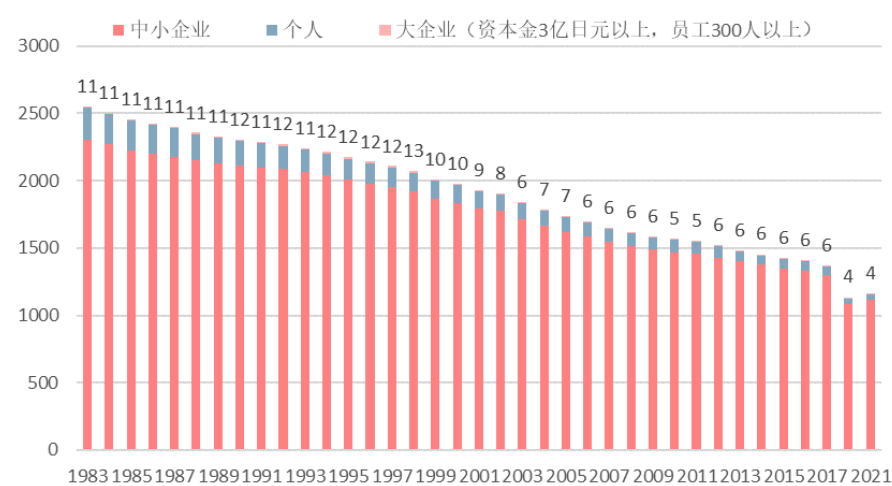
图表：日本2016年清酒公司销售额TOP20

順位 ※2	前年度 順位	企業名	所在地 (市区郡)	主要品牌	決算年	決算月	营业收入 (百万日元)	前年度比 (%)
1	➡ 1	白鶴酒造 (株)	兵庫県神戸市	白鶴	2017	3	34,808	▲ 0.7
2	➡ 2	月桂冠 (株)	京都府京都市	月桂冠	2017	3	27,387	▲ 2.9
3	➡ 3	宝ホールディングス (株) ※3	京都府京都市	松竹梅	2017	3	24,822	0.3
4	➡ 4	大関 (株)	兵庫県西宮市	大関	2017	3	16,376	▲ 2.5
5	➡ 5	日本盛 (株)	兵庫県西宮市	日本盛	2017	3	14,770	0.1
6	➡ 6	(株) 小山本家酒造	埼玉県さいたま市	金紋世界鷹	2016	9	11,358	▲ 0.1
7	➡ 7	菊正宗酒造 (株)	兵庫県神戸市	菊正宗	2017	3	11,018	1.7
8	➡ 11	旭酒造 (株)	山口県岩国市	獺祭	2016	9	10,803	65.3
9	➡ 8	黄桜 (株)	京都府京都市	黄桜	2016	9	10,000	▲ 2.9
10	➡ 9	オエノンホールディングス (株) ※4	東京都中央区	大雪乃蔵、福德長	2016	12	9,105	▲ 9.8
11	➡ 10	朝日酒造 (株)	新潟県長岡市	久保田	2016	9	8,589	▲ 3.2
12	➡ 13	八海醸造 (株)	新潟県南魚沼市	八海山	2016	8	6,169	4.9
13	➡ 12	辰馬本家酒造 (株)	兵庫県西宮市	白鹿	2017	3	6,063	▲ 5.1
14	➡ 15	菊水酒造 (株)	新潟県新発田市	菊水	2016	9	5,452	0.0
15	➡ 14	合資会社 加藤吉平商店 ※5	福井県鯖江市	梵	2016	6	4,829	-
16	➡ 18	剣菱酒造 (株)	兵庫県神戸市	剣菱	2017	3	4,300	0.0
17	➡ 17	小西酒造 (株)	兵庫県伊丹市	白雪	2017	3	4,085	▲ 7.4
18	➡ 16	沢の鶴 (株)	兵庫県神戸市	沢の鶴	2017	3	3,980	▲ 12.6
19	➡ 19	中埜酒造 (株)	愛知県半田市	國盛	2016	6	3,700	▲ 2.6
20	➡ 20	清洲櫻醸造 (株)	愛知県清須市	清洲桜	2016	6	3,500	▲ 2.8

2.1.1 清酒：市场持续萎缩，格局较为分散

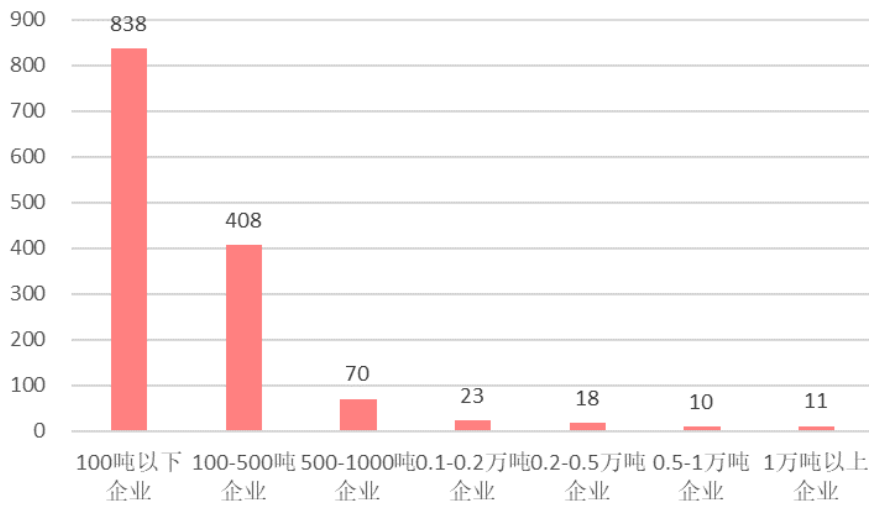
- 清酒生产公司数量持续下滑，大企业数量同样下滑
- 清酒公司自1983年至今持续下滑，从超过2500家下降至1100家左右，而大公司（资本金3亿日元以上且员工300人以上）数量自1998年后同样下降，至2021年仅有4家。
- 清酒销量CR11约44%
- 2018年日本清酒产量超过1万吨的公司仅11家，该11家公司占全行业产量的43.7%，超过90%的清酒公司产量在500吨以下。（2022年金种子酒产量约1.0万吨，金徽酒销量约1.4万吨）

图表：清酒公司数量持续下降，大企业仅4家



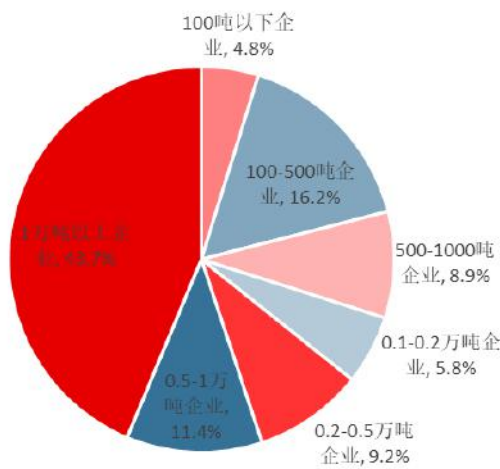
资料来源：日本国税局，中信建投

图表：2018年产量超过1万吨的清酒公司仅11家



资料来源：日本国税局，中信建投

图表：清酒公司销量CR11约44%



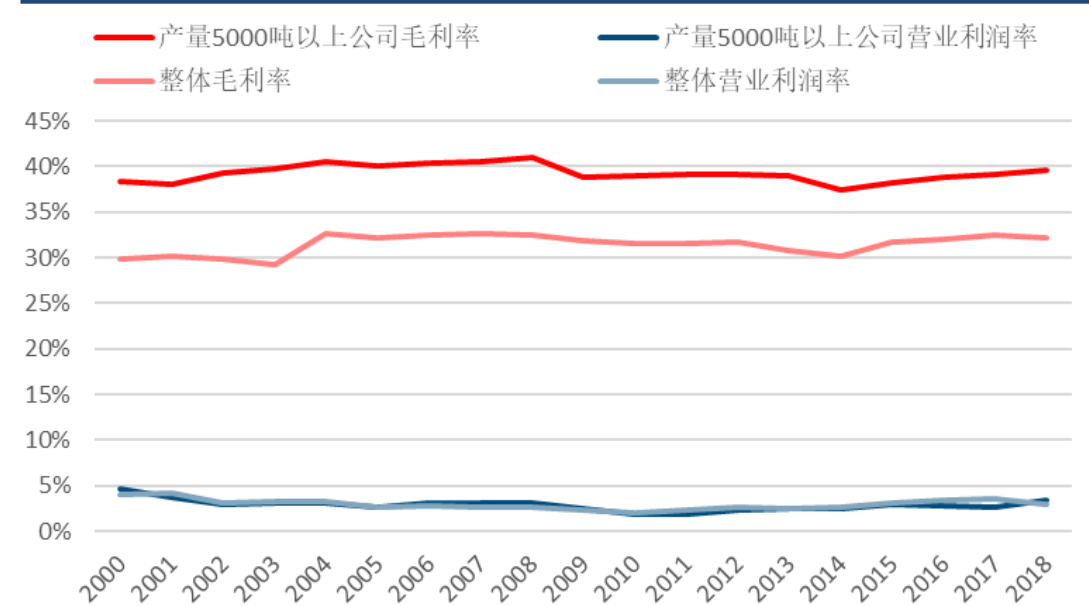
资料来源：日本国税局，中信建投

2.1.1 清酒：大公司盈利能力较差，无力推动格局优化和品牌升级

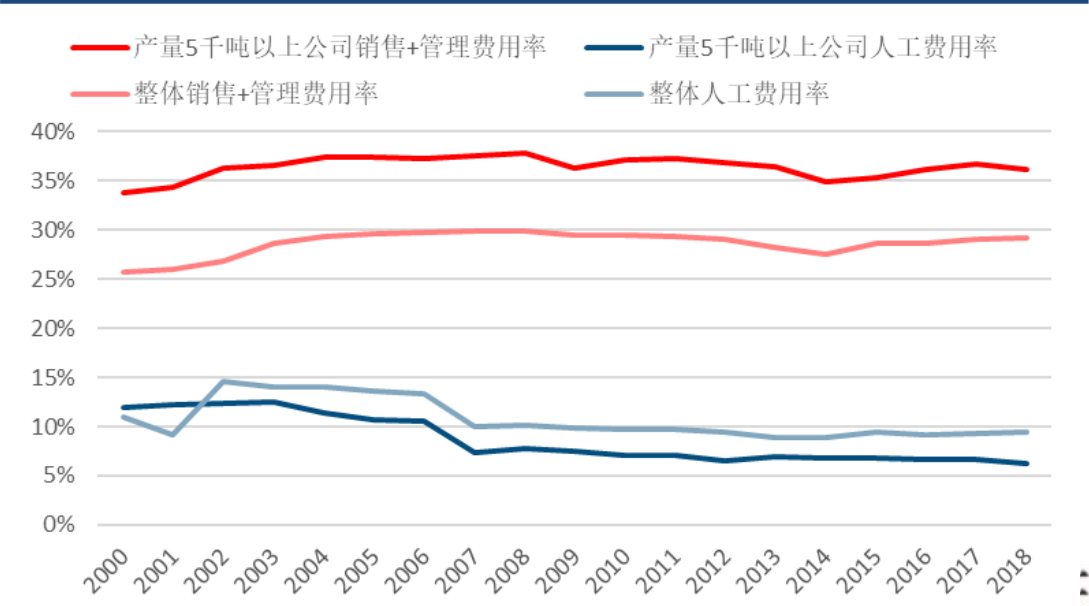
为什么清酒作为日本的国酒、曾经第二大销量的酒，未能诞生大市值公司？

➤ **大产量清酒公司竞争优势不突出，费用率高企。**作为日本的国酒，大量清酒制造企业都有上百年的悠久历史，形成了丰富的清酒文化和酿造工艺，也形成了众多流派的杜氏（酿酒技术负责人），一方面使得清酒风味更加细化丰富，另一方面也导致品种更加分散，不利于大单品打造，限制了清酒公司规模工业化扩张，特定名称酒的定价体系也不利于清酒的品牌化升级。类似德式啤酒享誉全球，但德国本土并未诞生大市值啤酒公司。产量5000吨以上的公司利润率水平与行业整体水平一致，低于5%，并未体现出规模效应，导致头部公司的盈利无法支撑品牌升级，也无法推动竞争格局优化，亦无法支撑海外扩张。

图表：大产量公司的毛利率更高，但营业利润率与行业整体相当



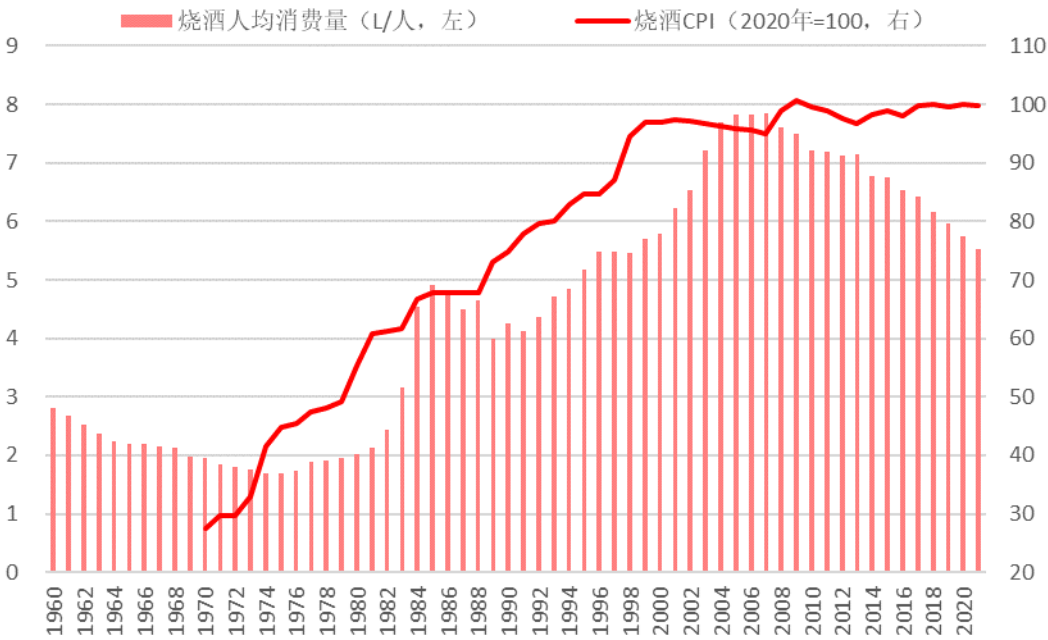
图表：大产量公司的期间费用率较行业整体更高



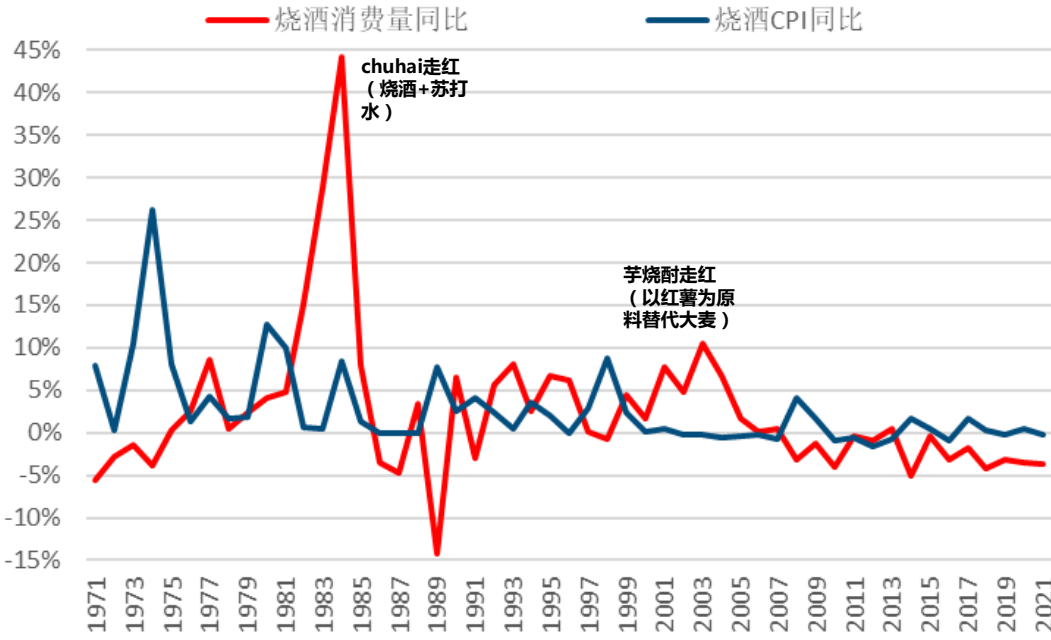
2.1.2 烧酒：凭借性价比成为日本主流高度酒，90年代快速提升

- **烧酒**：作为蒸馏酒，度数较高且价格便宜，并且可以在饮用时加冰或苏打水、茶饮等其他饮料，对威士忌和清酒形成替代。
- **量的维度**，80年代，烧酒加入苏打水混合饮用的Chuhai因口感清爽而爆红，助推甲类烧酒消费量快速增长。90年代经济泡沫后烧酒消费量快速增长，主要系烧酒较威士忌和清酒的性价比优势，直至**07年销量见顶**（101万吨），与日本人口总量拐点（2008年）接近，**1990-2007年销量CAGR为4.3%**，此后逐步下滑至2021年消费量70万吨，**较高点下滑约31%，CAGR约-2.6%**。
- **价的维度**，1999年前烧酒价格持续上涨，2000年后至今价格保持平稳，没有明显波动，07年销量见顶后价格仍平稳。

图表：日本烧酒人均消费量及价格



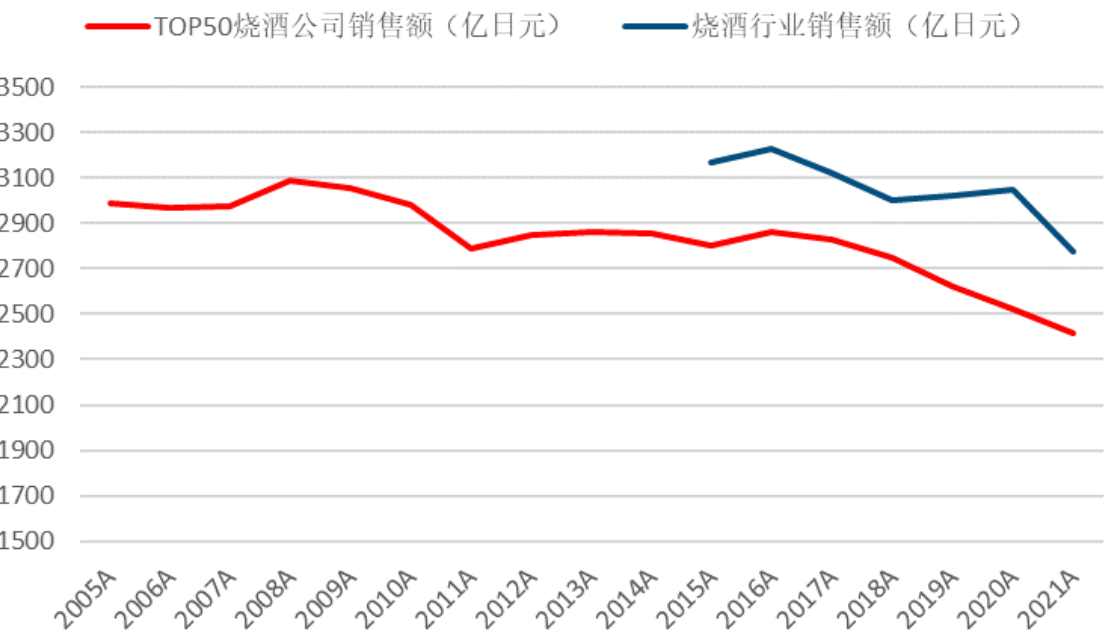
图表：日本烧酒消费量及价格同比



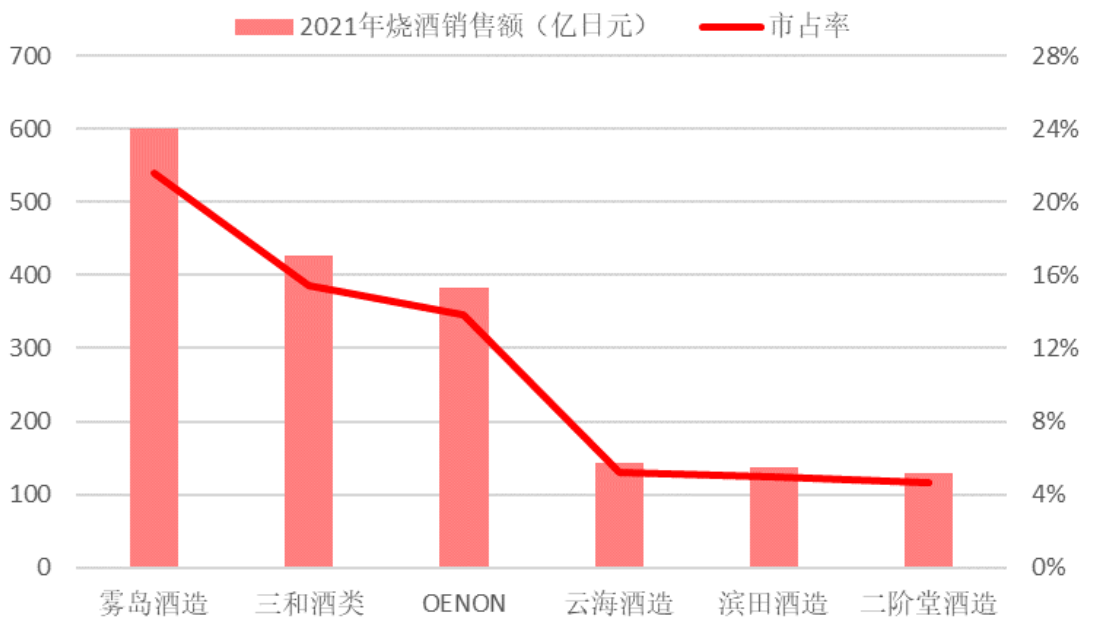
2.1.2 烧酒：市场持续萎缩，格局较集中，CR3约51%

- **2008年后烧酒销售额持续下滑：**日本烧酒行业销售额预计在2008年前后见顶，此后逐步回落，主要系销量下滑。2021年烧酒销售额2774亿日元，对应人民币约140亿。
- **竞争格局较集中，CR3约51%：**根据TDB数据，2021年日本烧酒第一大公司为雾岛酒造（未上市），销售额约600亿日元，对应约30亿人民币，市占率约22%，该公司凭借芋烧酎在2002年前后走红，已经连续十年位居日本烧酒首位。烧酒CR3约51%，CR5约66%，CR50约87%

图表：日本烧酒销售额下滑至2800亿日元左右，约140亿人民币



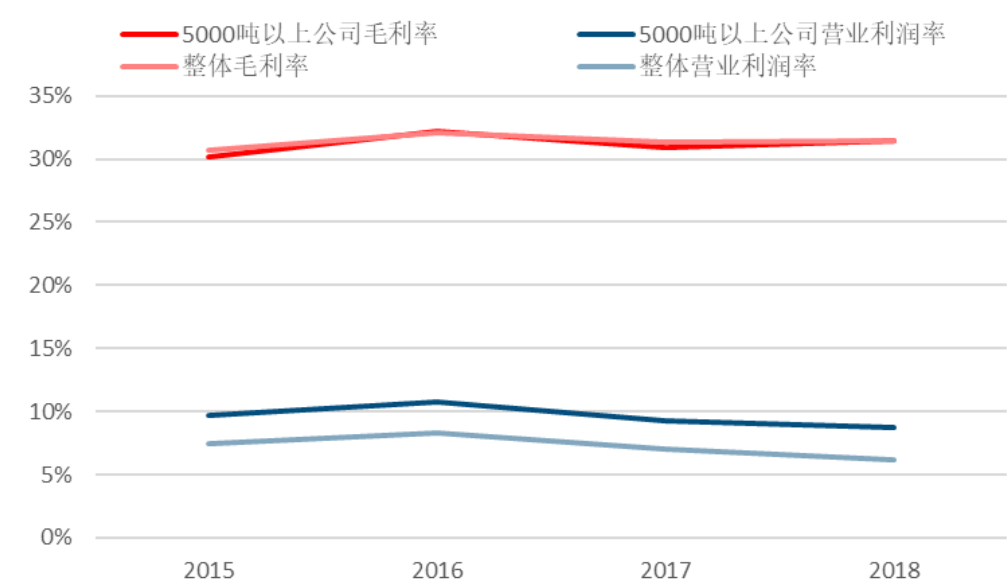
图表：日本烧酒公司销售额CR3约51%，CR5约66%



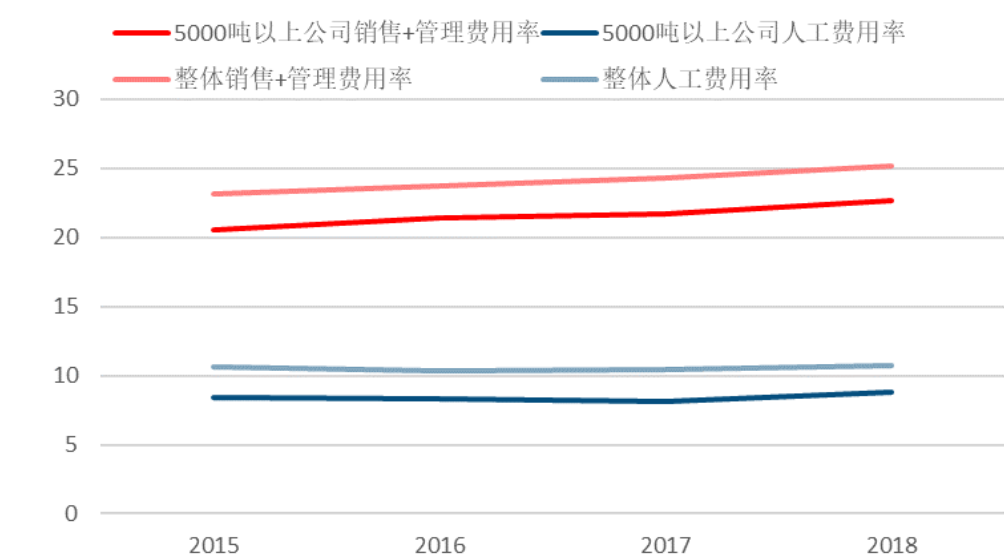
2.1.2 烧酒：大公司营业利润率、费用率优于行业平均，盈利能力优于清酒

- **大产量公司盈利能力优于行业平均，竞争格局持续优化。**产量5000吨以上的烧酒公司毛利率与行业整体水平相当，但费用率水平低于行业整体水平约2.5pcts，而大产量公司营业利润率高于行业整体约2.4pcts。大产量公司盈利能力突出，具备α特点，能够推动行业格局持续优化，因此市场集中度较高。
- **对比清酒，烧酒大企业的毛利率更低但营业利润率更高。**烧酒和清酒行业整体的毛利率水平较为接近，均略超30%，而大产量清酒公司毛利率在40%左右，高于大产量烧酒公司，而烧酒公司的费用率明显低于清酒公司，导致烧酒行业营业利润率高于清酒行业，大产量烧酒公司盈利能力领先。

图表：大产量烧酒公司的毛利率与行业整体相当，营业利润率更高



图表：大产量烧酒公司的费用率优于行业整体水平



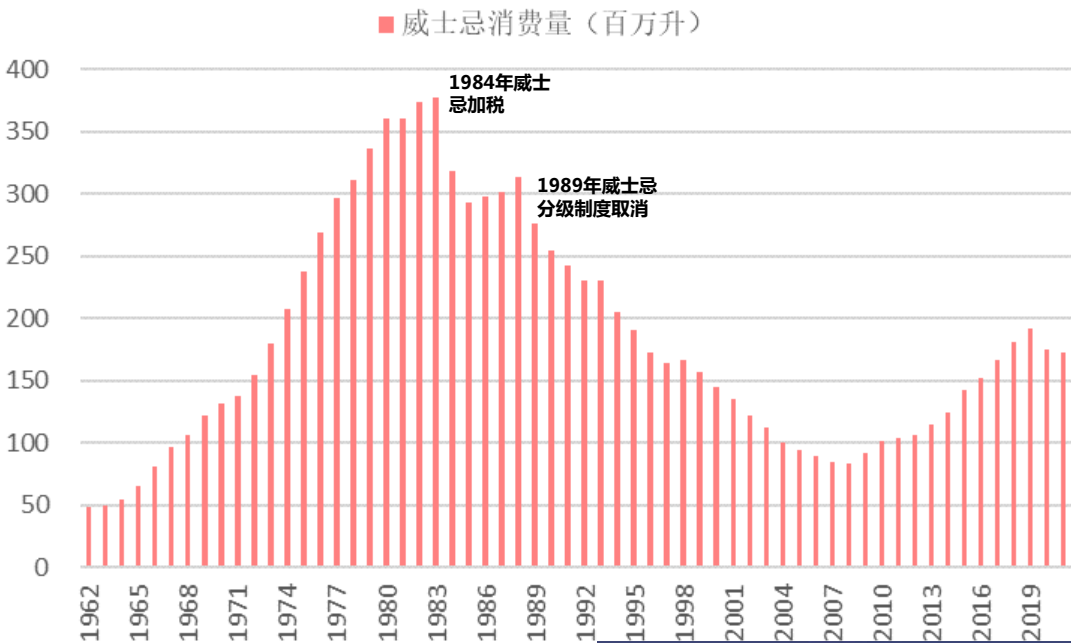
资料来源：日本国税局，中信建投

资料来源：日本国税局，中信建投

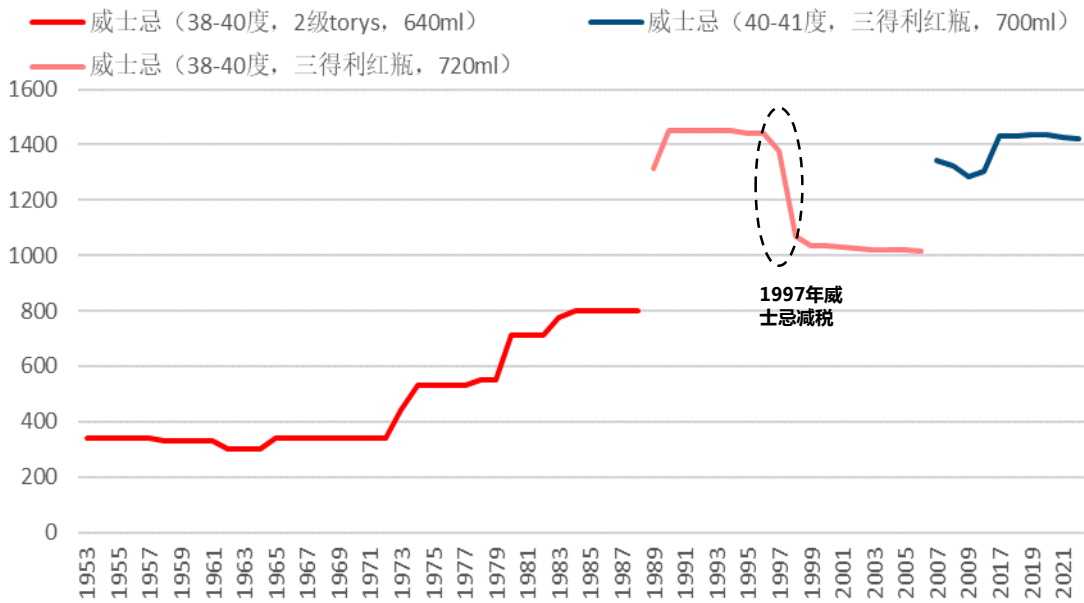
2.1.3 威士忌：1983年见顶，受税率改革、平行水货冲击、经济衰退等多重影响

- **威士忌**：作为国际烈酒，日本威士忌曾占据高端市场，但受多重因素影响，消费量长期回落直到2008年后逐步复苏。
- **量的维度**，日本威士忌在60和70年代快速增长，具备礼赠等品牌属性。80年代受加税、烧酒（Chuhai）冲击，本土威士忌企业压力增加，威士忌销量在1983年见顶，84年加税后当年销量下滑15.6%，85-88年有所复苏，但1989年税率改革（取消分级收税），高端威士忌税率降低，低端威士忌税率增加，导致价格体系混乱，并受到进口威士忌冲击。90年代后日本经济长期低迷，导致本土威士忌销量持续下滑，直到2008年后触底，**降幅约78%，2008-2019年逐步复苏，CAGR约+7.8%**，但2021年日威销量仍不足1983年高点的一半。
- **价的维度**，1989年前日本威士忌价格体系与其分级制度一致，89年取消分级制度，导致高端威士忌价格下滑、低端威士忌价格上涨，原有的产品体系和价格体系均出现混乱。**以1997年威士忌减税为例，单瓶酒税下降约413日元，当年三得利红瓶零售价下调约四百日元，降幅基本一致。**

图表：日本威士忌消费量



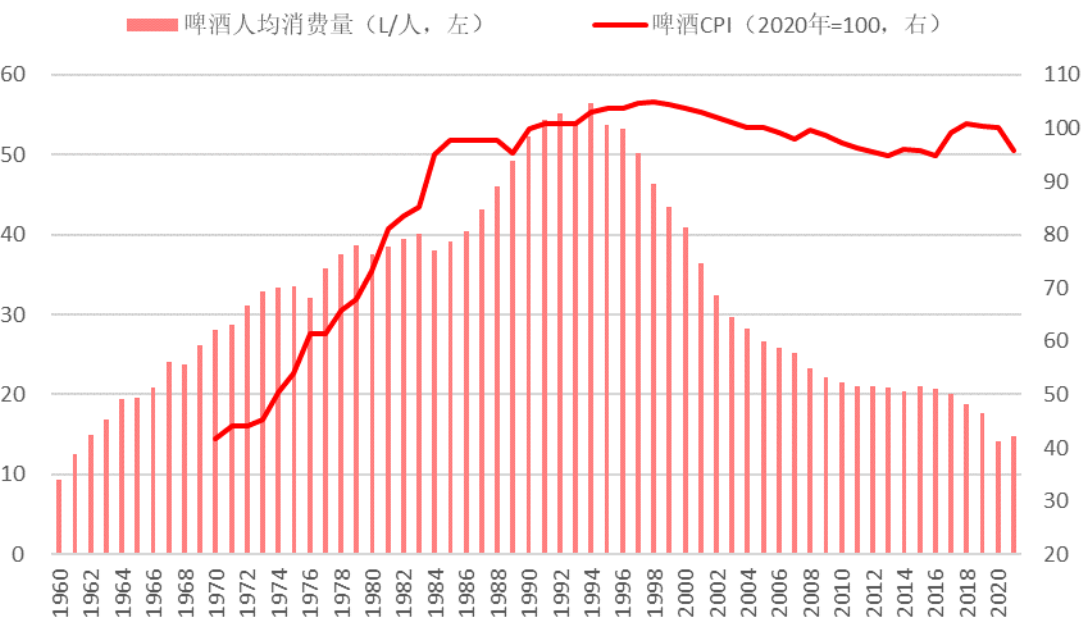
图表：日本统计口径的威士忌零售价格标准多次变动



2.1.4 啤酒：量减价稳，向清淡化、口味丰富化方向发展

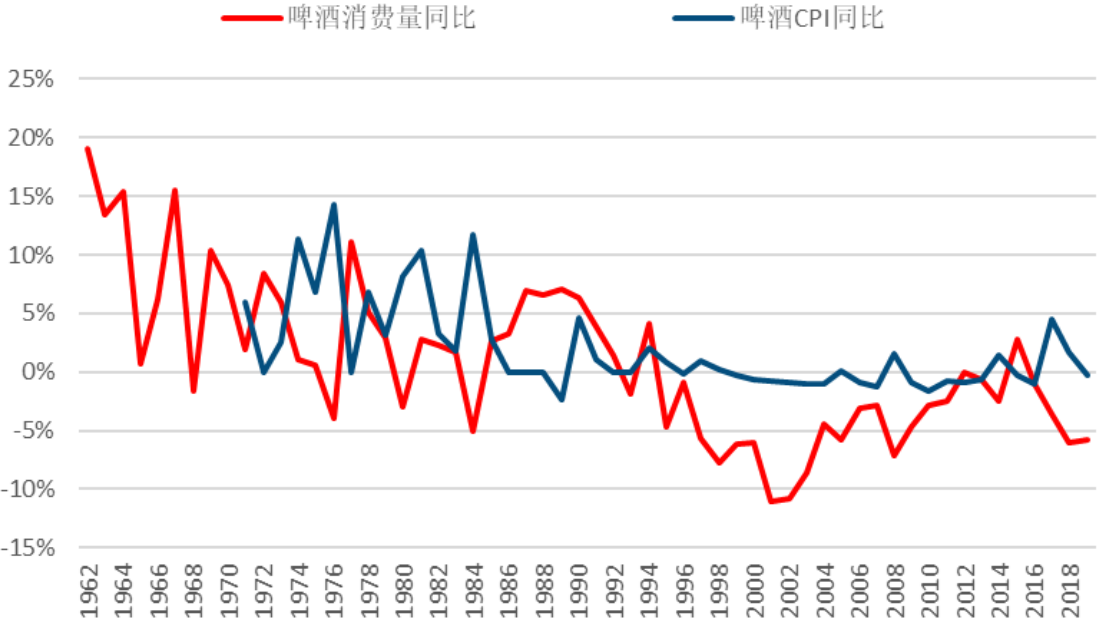
- **啤酒**：90年代销量见顶后向清淡化、口味丰富化方向发展。
- **量的维度**，日本啤酒消费量在**1994年见顶**，约706万吨，人均消费量约70升/年，此后快速下滑，主要系被税负较低的发泡酒替代，略早于日本劳动力人口拐点（1997年），2021年销量约187万吨，**较高点下滑约74%，CAGR约-4.8%**
- **价的维度**，日本啤酒价格在1985年后涨幅放缓，并在销量见顶后温和上涨直至1999年，此后价格有小幅回落，20年啤酒价格较高点回落约4%。

图表：日本啤酒人均消费量及价格



资料来源：日本国税局，日本统计局，中信建投

图表：日本啤酒消费量及价格同比

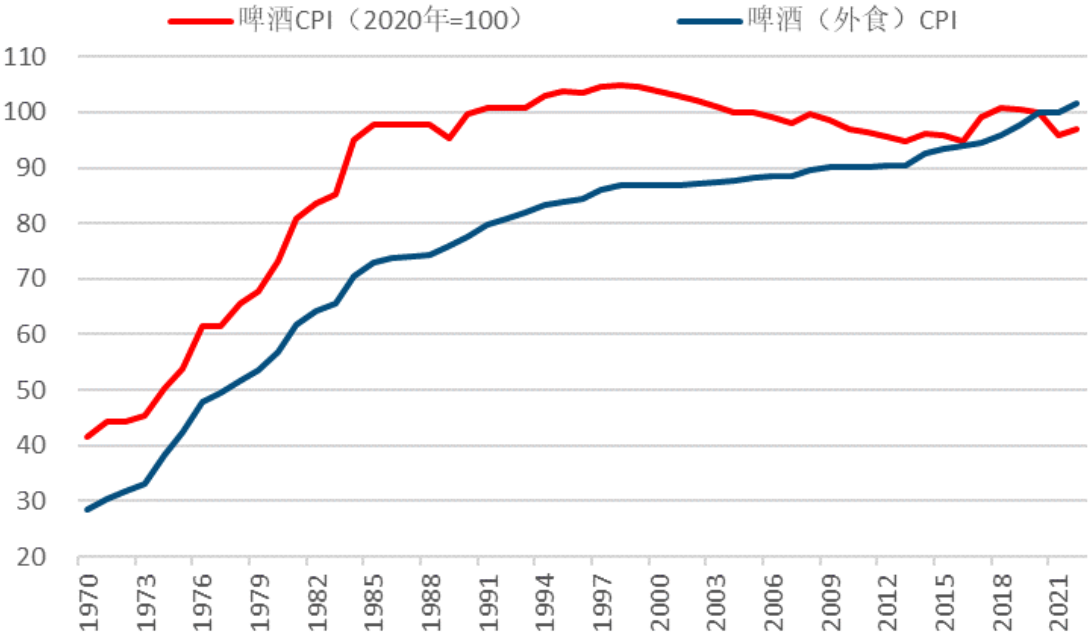


资料来源：日本国税局，日本统计局，中信建投

2.1.4 啤酒：餐饮端啤酒价格持续提升

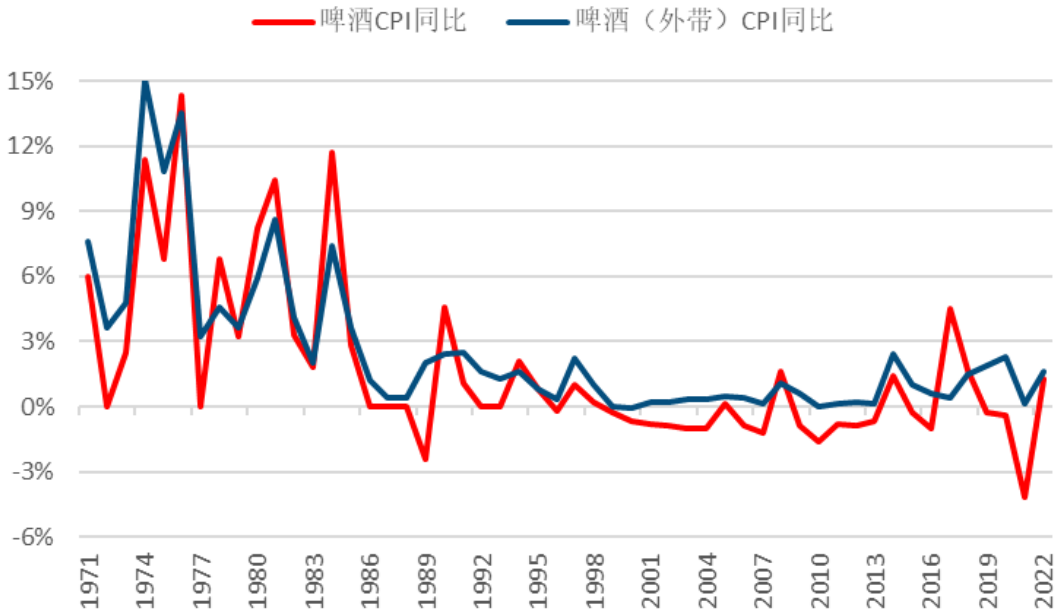
- **餐饮渠道啤酒价格**：虽然啤酒整体价格在1999年后有小幅回落，但在餐饮渠道的啤酒价格持续增长，1998年前外食啤酒价格增速与啤酒整体价格增速类似，2000年后增幅放缓但保持温和上涨，**当前价格较1999年上涨约17%。**

图表：日本啤酒价格在1999年见顶但餐饮端啤酒价格持续上涨



资料来源：日本统计局，中信建投

图表：日本餐饮渠道啤酒价格持续上涨

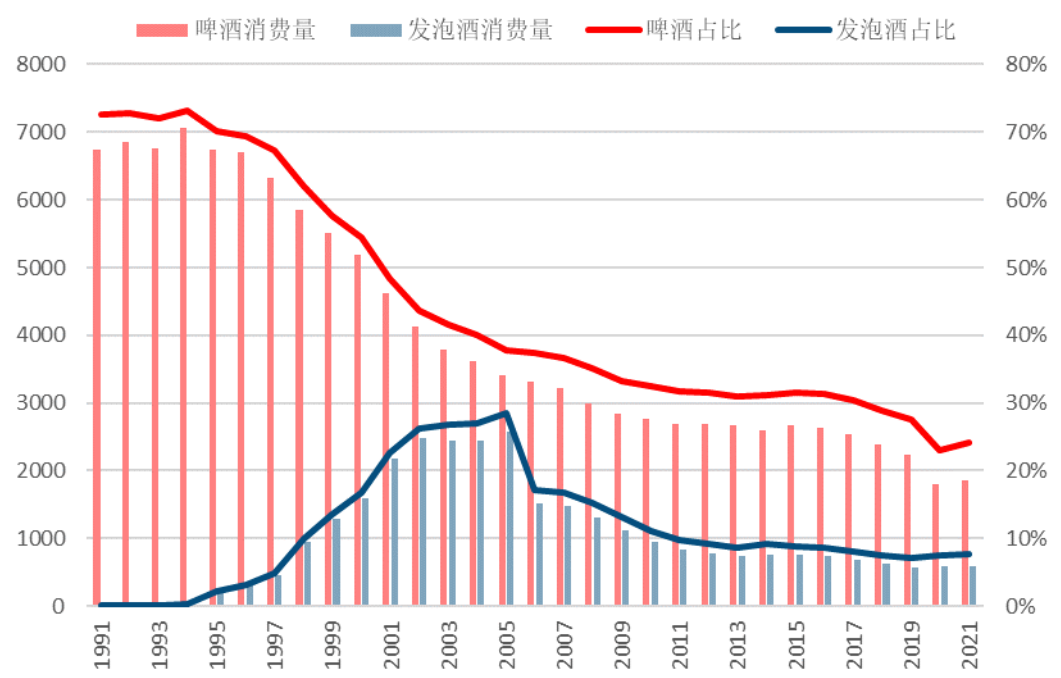


资料来源：日本统计局，中信建投

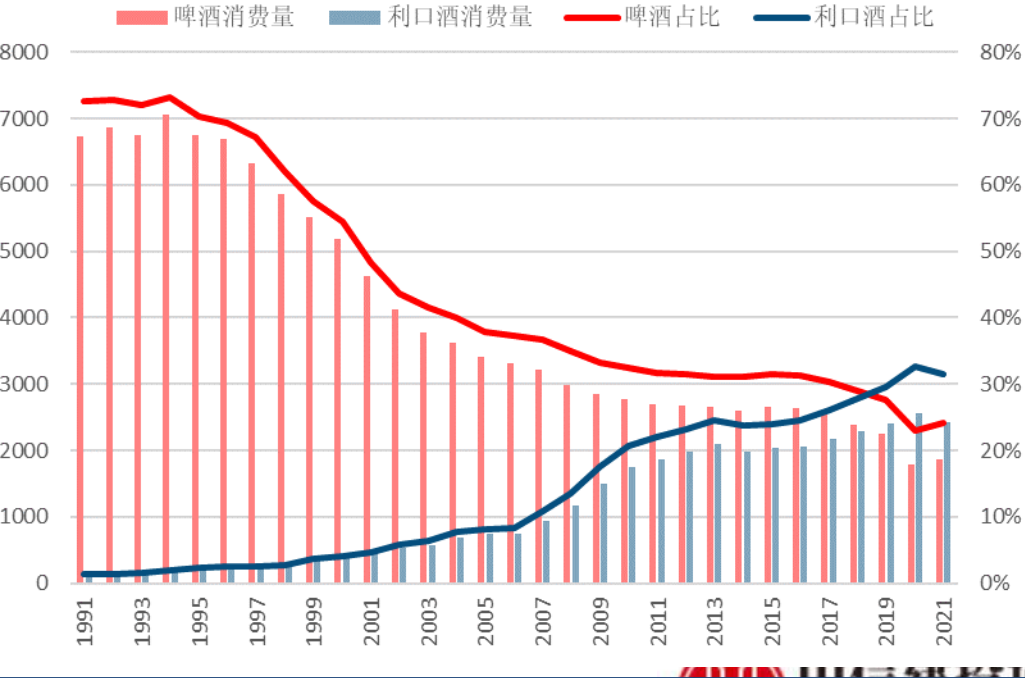
2.1.4 啤酒市场先后被价格更低、口味更多样的发泡酒、利口酒等瓜分

- 传统啤酒市场先后被价格更低、口味更多样的发泡酒、利口酒替代。
- 90年代中期，由于啤酒税率的影响，口味更淡、税率和价格更低的发泡酒（麦芽含量低于67%）和第三类啤酒（不含麦芽）快速抢占传统啤酒份额。发泡酒1994年被三得利研发，快速增长至05年最高销量约258万吨，占酒类消费量的29%。
- 利口酒、果酒等新品类的口味更加丰富多样，更适合女性饮用，在2006年后快速放量，并2019年利口酒销量超过啤酒，21年销量约243万吨，占酒类消费总量的31%。

图表：日本九十年代中期发泡酒快速放量增长（单位：百万升）



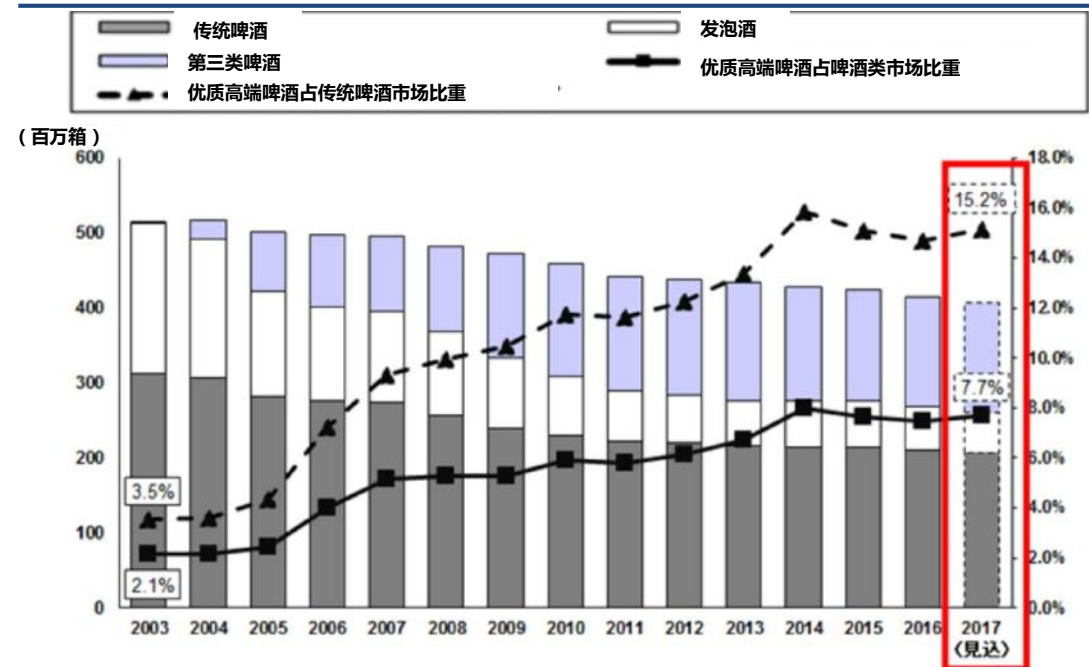
图表：日本2006年后利口酒快速放量增长（单位：百万升）



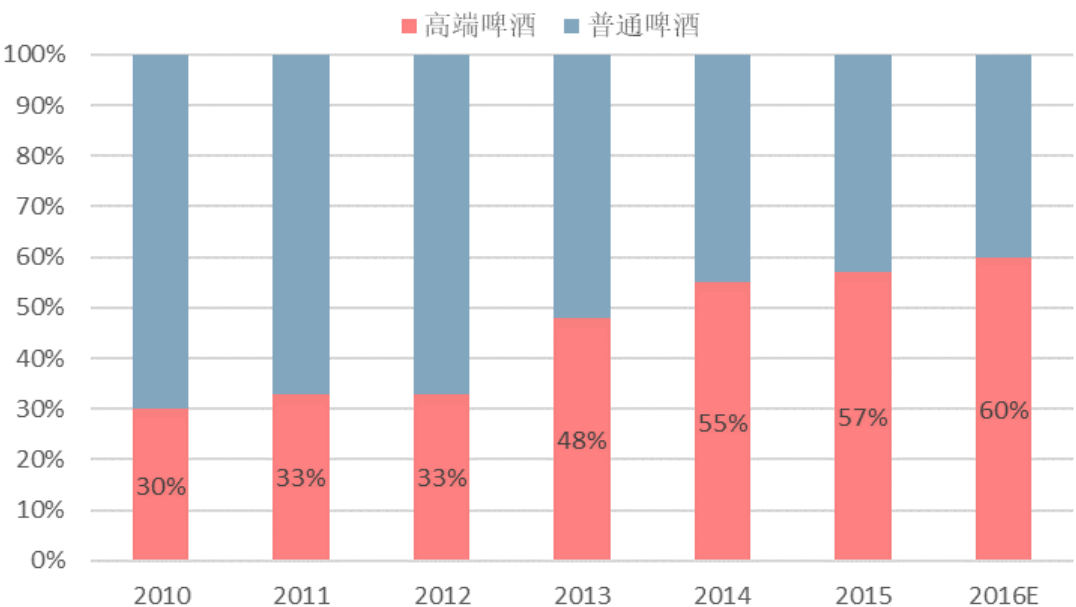
2.1.4 在啤酒类整体低价化趋势下，高端啤酒占比仍然提升

- **高端啤酒占啤酒类整体比重提升**：随着第三类啤酒占比不断提升，啤酒类整体价格呈现低价化趋势，但实际上传统啤酒中的优质高档啤酒的占比也在提升。根据三得利的统计，日本优质高端啤酒在整体啤酒类的出货量占比从2003年的2.1%提升至2017年的7.7%，占传统啤酒份额的15.2%。
- **高端啤酒在啤酒礼品市场的比重不断提升**：啤酒是日本年末和假期赠送家人亲友的常见礼物，根据三得利的统计，高级啤酒在啤酒礼品市场的比重从2010年的30%提升至2016年的60%，逐渐成为啤酒礼赠场景的主流。

图表：高端啤酒占啤酒类整体比重呈上升趋势



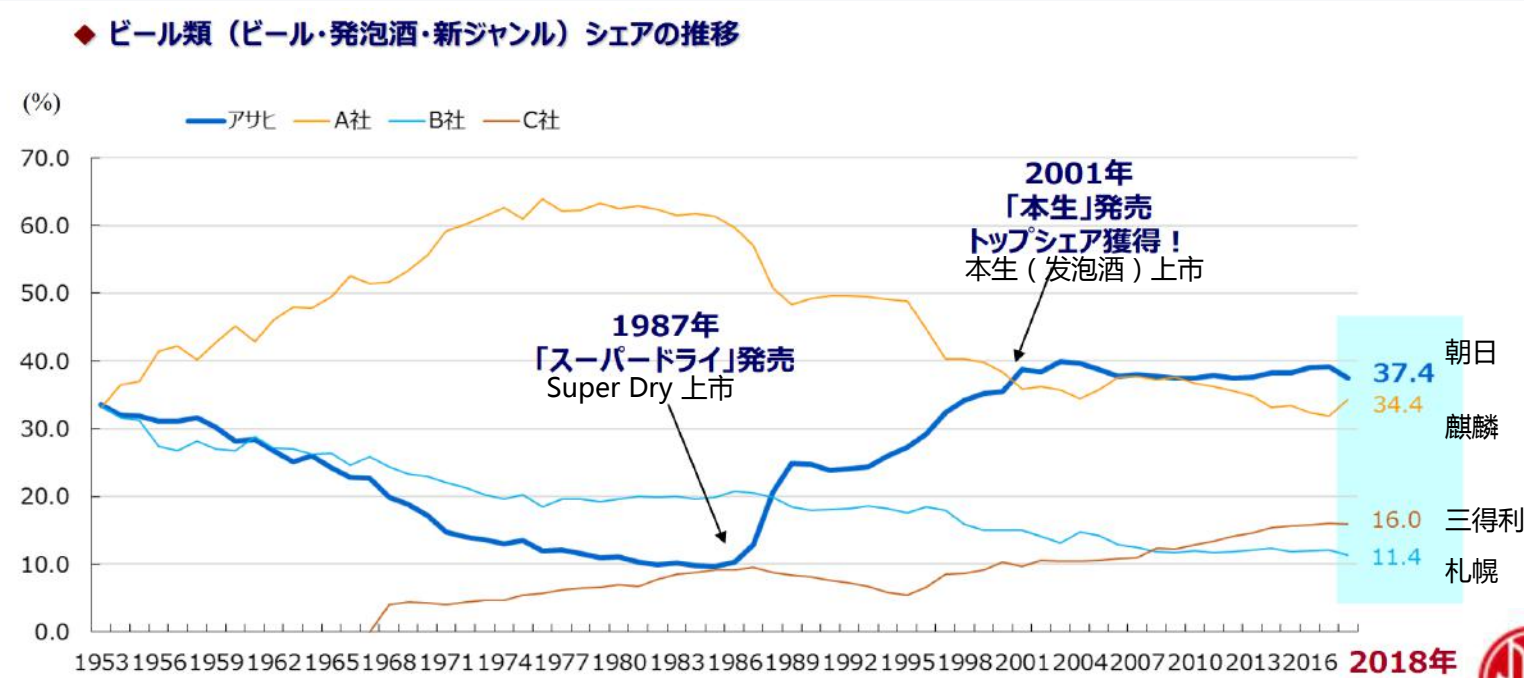
图表：高端啤酒在啤酒礼品市场的比重逐步提升



2.1.4 啤酒类竞争格局：寡头垄断，CR4约99%

- **60-80年代：麒麟抓住家庭端渠道优势，市占率曾超过60%。**1950年以前日本啤酒主要在餐厅和专门的酒馆出售，二战后经济复苏伴随冰箱普及，啤酒消费重心从餐饮端转向家庭端。朝日和札幌早期更注重餐饮、夜场所等传统现饮渠道，麒麟率先完成全国化产能布局，重点发力家庭渠道，将啤酒配送到户，开设专卖店，1971-1986年麒麟市占率在60%以上。
- **1986年至今：朝日凭借Super Dry强势回归，朝日麒麟双雄并立。**1987年朝日创造性推出清爽口感的Super Dry啤酒，打破麒麟偏苦的啤酒口感，带动朝日市占率快速提升，并在2001年反超麒麟。2001年后朝日麒麟均发力第三类啤酒，二者市占率你追我赶，较为接近。

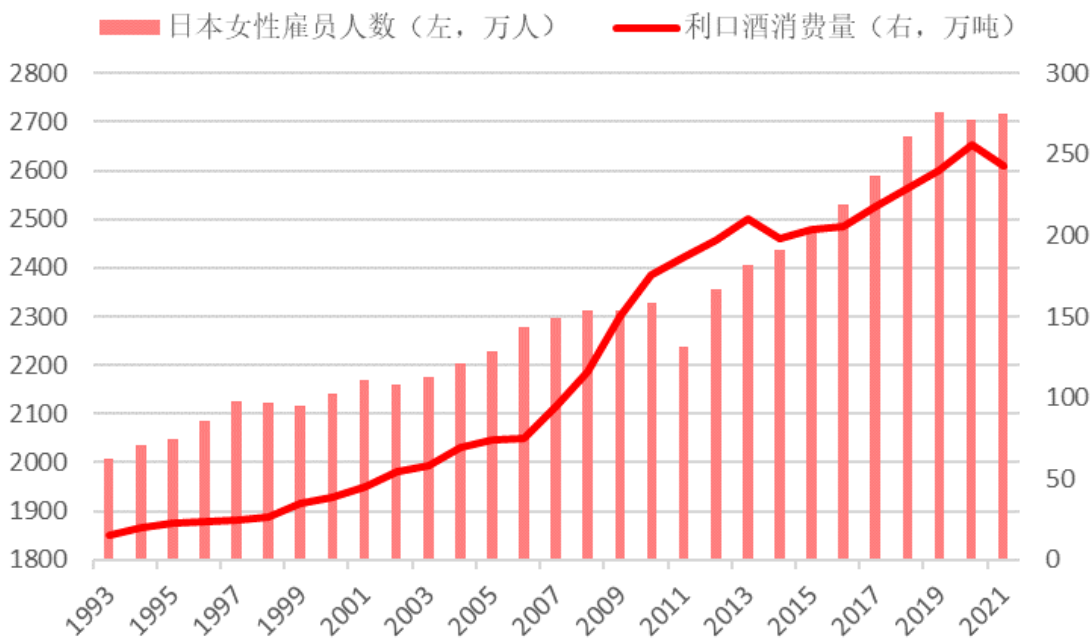
图表：日本啤酒类（含发泡酒、新品类等）行业份额变化情况



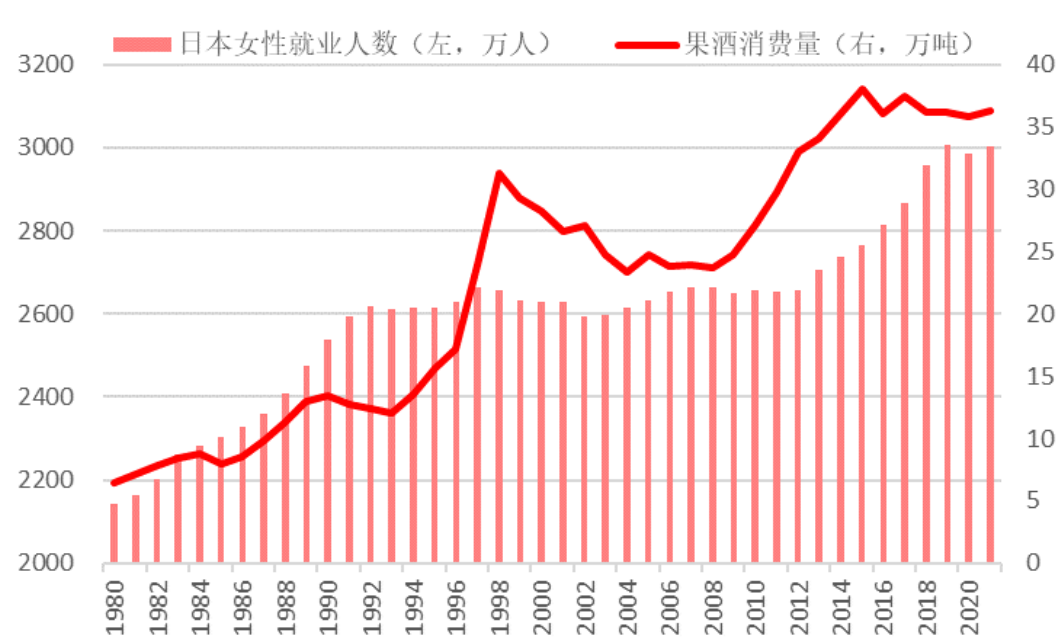
2.1.5 利口酒、果酒：2011年后女性就业增加推动二次成长

- **2006年后第三类啤酒更具有性价比：**日本利口酒包括预调酒（RTD）、第三类啤酒等，2006年起泡酒税率上调，导致起泡酒的性价比优势减弱，不含酒精的第三类啤酒和预调酒更具性价比，推动利口酒在2006年后增速较快，增长斜率抬升。
- **2011年后日本女性就业人数增加驱动利口酒和果酒增长：**日本果酒消费量在1998年阶段性见顶，其后出现回落直到2010年重回增长，主要系日本女性就业人数在90年代至2010年期间止步不前，2011年后女性就业人数逐步增长，2011-2021年累计增长13%，推动果酒消费量重新增长并创新高，**2011-2021年累计增长22%，CAGR约+2.0%。**

图表：日本利口酒消费量与女性雇员人数情况



图表：日本果酒消费量与女性就业人数情况



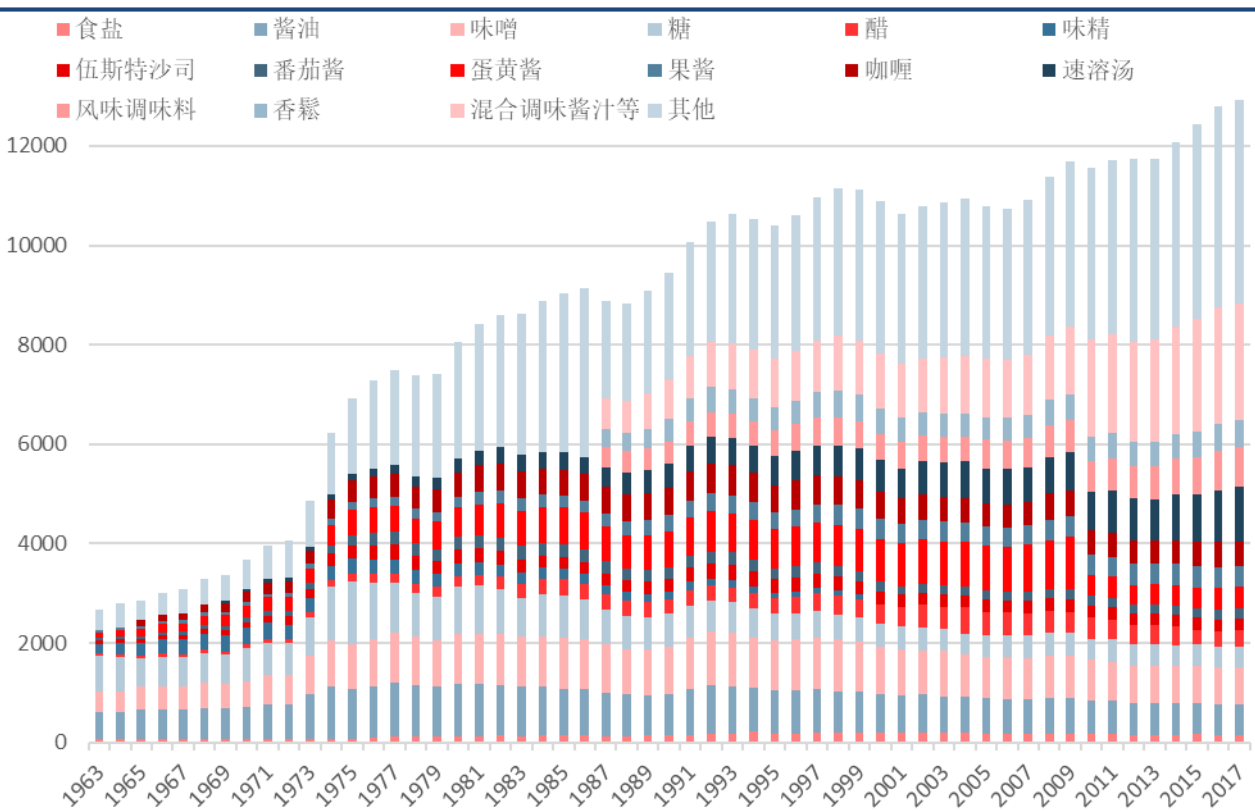
2.2 调味品：健康化与功能化并行，结构持续升级

- 2.2.1 酱油：量减价增，健康化、功能化驱动产品升级，龙头地位稳固且小幅提升
- 2.2.2 复合调味品：便捷化和功能化驱动，调味酱汁替代传统酱油
- 2.2.3 食醋：销量见顶晚于酱油，价格表现平稳，龙头市占率超50%

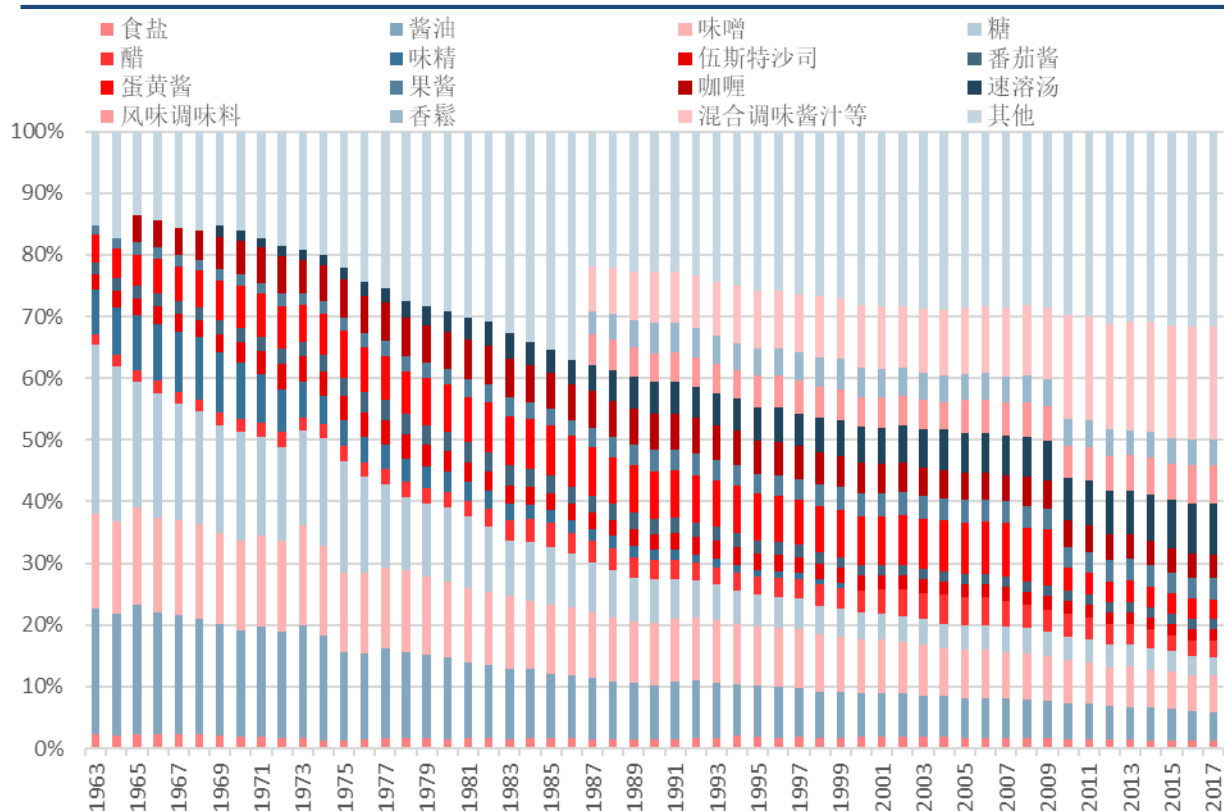
2.2 调味品：人均支出额受经济波动影响小，基础调味品占比持续下滑

- **调味品人均支出受经济波动影响较小**：日本家庭端调味品人均支出长期保持提升趋势，21世纪后增速放缓，短期内受经济周期影响曾出现阶段性下滑，但长期看受经济波动影响较小，1980-1998年人均支出CAGR为1.0%，1999-2017年CAGR为0.2%。
- **基础调味品占比下滑，消费结构持续向口味复合化演变**：食盐、酱油、味噌、砂糖等单一型基础调味品的人均支出额大多在七八十年代见顶回落，其占比则持续下滑，并非受经济周期影响，西式复合调味品表现相对平稳，日式复合调味品持续增长。

图表：日本家庭端调味品人均支出额持续增长（日元/年）



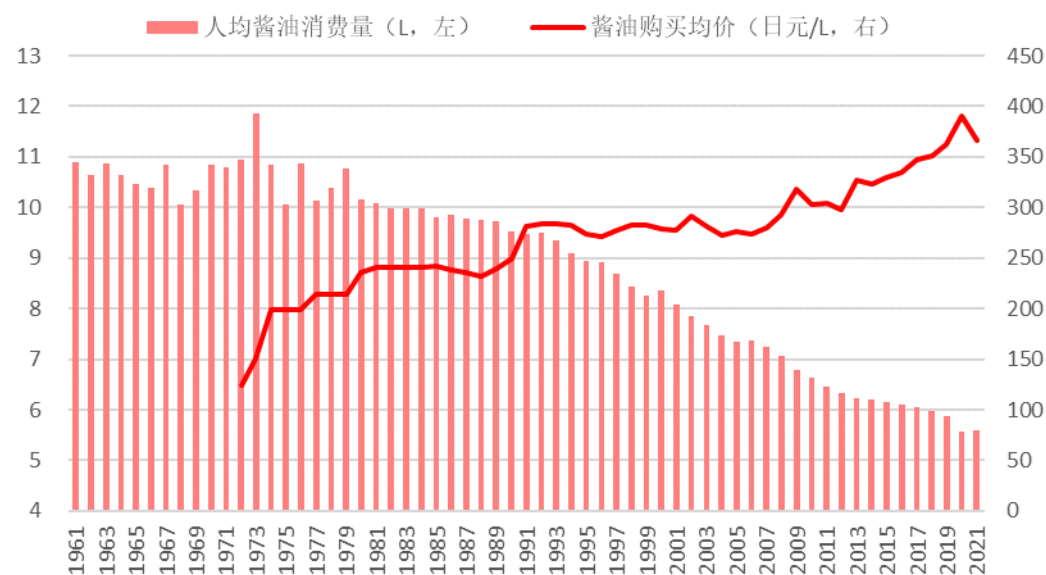
图表：日本家庭端调味品人均支出额占比情况



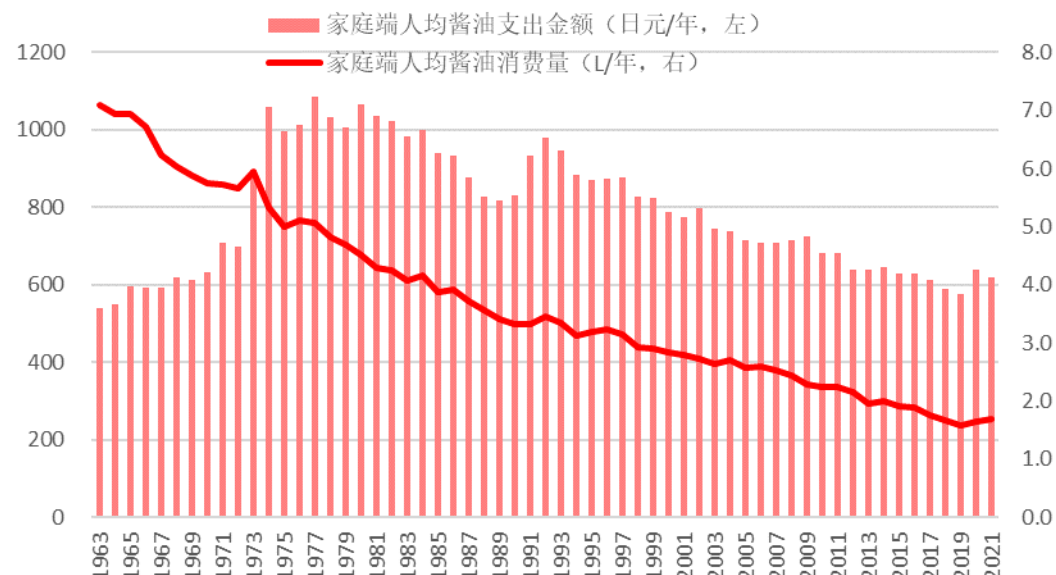
2.2.1 酱油：量减价增，健康化、功能化驱动产品升级

- **量的维度**：日本酱油总量在1973年见顶，产量约129.4万升，对应人均消费量11.9升，早于日本劳动力人口拐点，此后八十年代酱油消费量基本保持稳定，人均消费量小幅下滑，1992年后总量逐步下滑至21年约70.4万升，**较高点下滑约46%，CAGR约-1.3%**。家庭端，酱油人均消费量持续走低，**家庭端占比从70年代初的六成回落至当前三成左右**。
- **价的维度**：家庭端酱油的购买单价自1970年起持续提升，主要系酱油产品结构升级推动，如1990年后丸大豆酱油驱动均价提升，而1981-1990年和1992-2007年期间酱油均价基本持平，2008年后鲜榨酱油再次带动均价提升，**2021年酱油价格较1980年上涨约55%，CAGR约+1.1%**。

图表：日本酱油人均消费量在90年代加速下滑但购买均价持续提升



图表：日本家庭端酱油人均支出金额及消费量



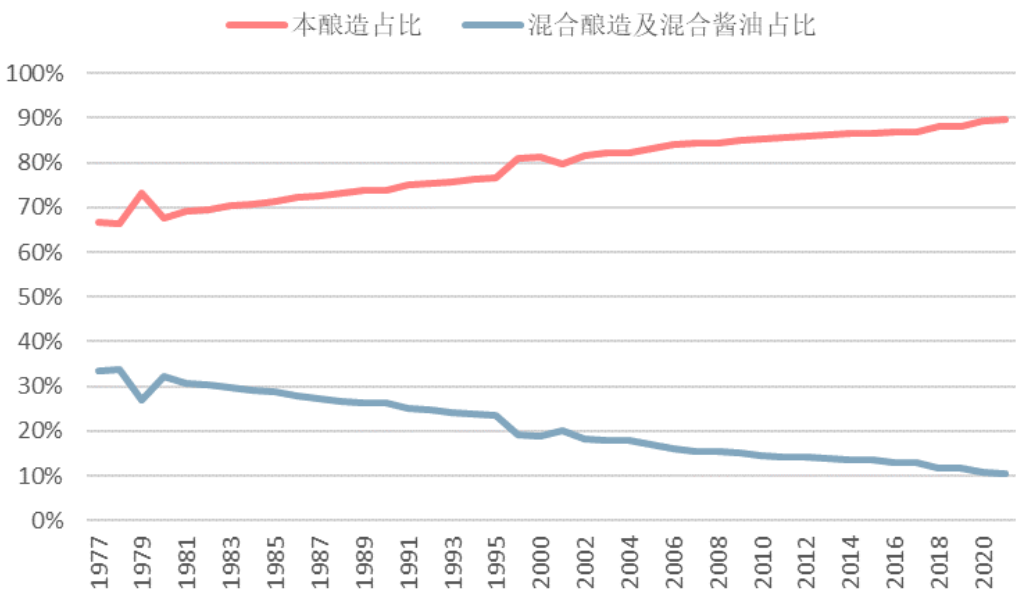
2.2.1 酱油：量减价增，健康化、功能化驱动产品升级

酱油价格提升动力来自产品向健康化、高品质升级：低盐酱油→丸大豆酱油→有机酱油→鲜榨酱油

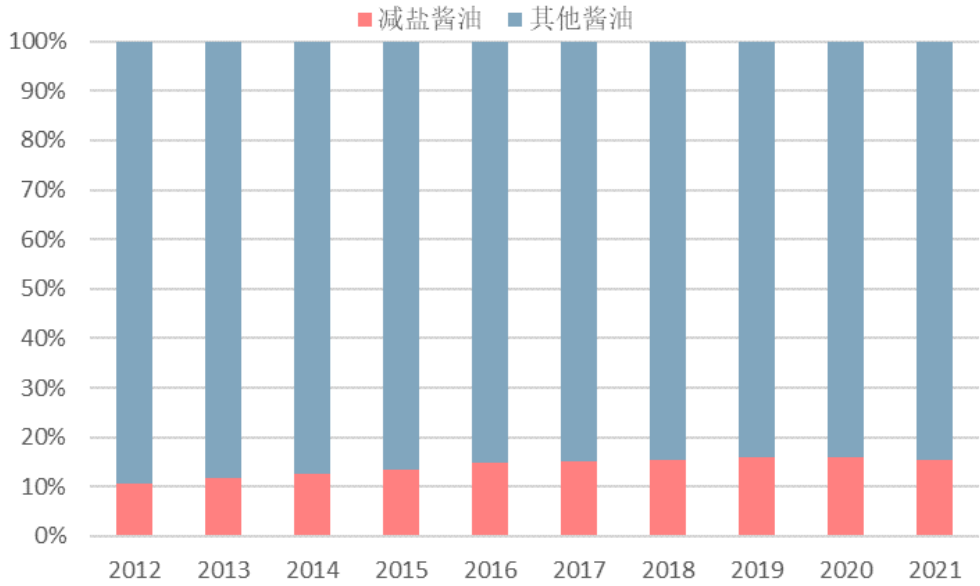
- 减盐酱油：1980年代初，日本减盐酱油开始兴起，2020年减盐酱油比重上升至16.0%。
- 丸大豆酱油：指采用大豆而非豆粕生产酱油，自1990年开始扩容，大豆的品质更佳且成本更高。
- 有机酱油：指发酵过程中只使用有机农作物，认证要求严格，售价更高，自90年代末逐步兴起。
- 鲜榨酱油：自2008年后兴起，采用抗氧化包装，能够保持更高的新鲜度，在营养与口感上都保持新鲜。

本酿造酱油占比持续提升：日本酱油按照制造工艺分为本酿造、混合酿造和氨基酸酿造，本酿造酱油的占比持续提升，2021年本酿造的“零添加”产品占比达到89.5%

图表：日本的本酿造酱油占比持续提升



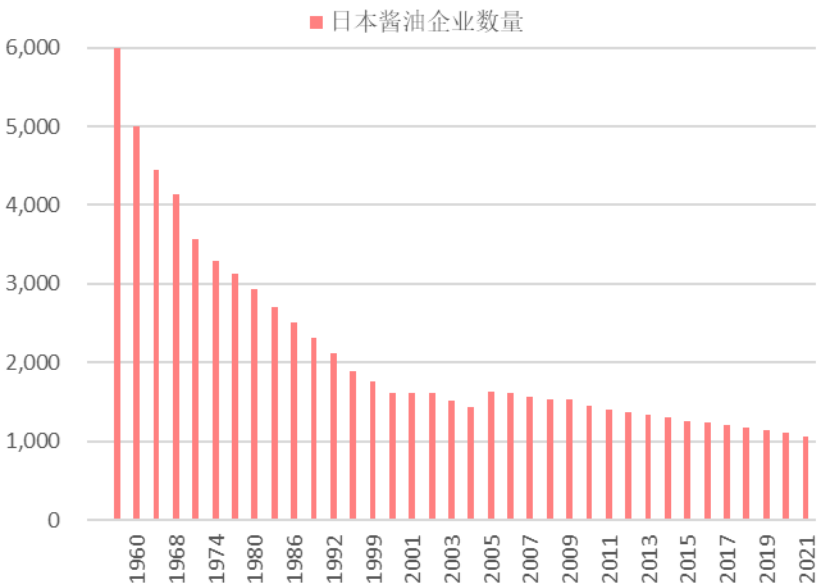
图表：日本减盐酱油占比持续提升



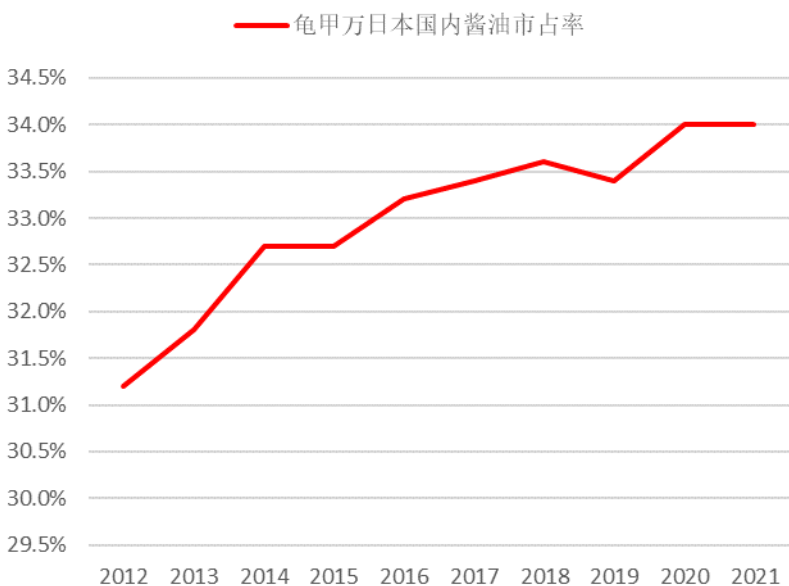
2.2.1 酱油：龙头地位稳固且小幅提升，CR3约为53%

- **竞争格局：**日本酱油生产企业数量自60年代至90年代末快速下降，从1955年6000家降至2000年1611家，21世纪后逐步平稳下降，2021年降至1066家，行业持续出清，但速度已经放缓。
- **龟甲万地位稳固，市占率小幅提升**
- 总量见顶后，日本酱油市场竞争格局较为稳定，CR3约53%，CR5约60%，其他小公司市占率均小于4%。龙头龟甲万引领多次行业升级，市占率自2012年至今始终维持在30%以上，并有小幅提升，竞争格局持续优化。

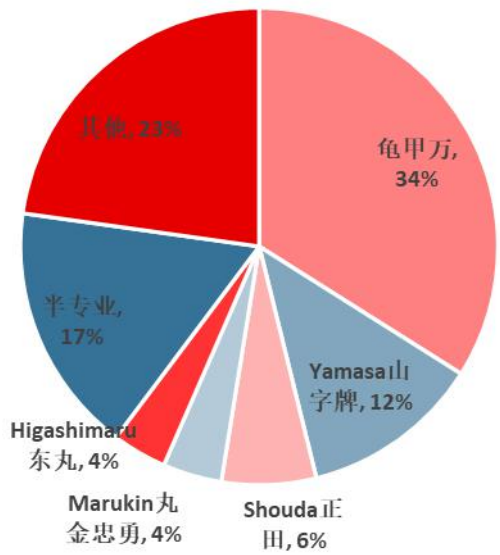
图表：日本酱油企业数量持续下滑



图表：龟甲万日本本土酱油市占率在30%以上



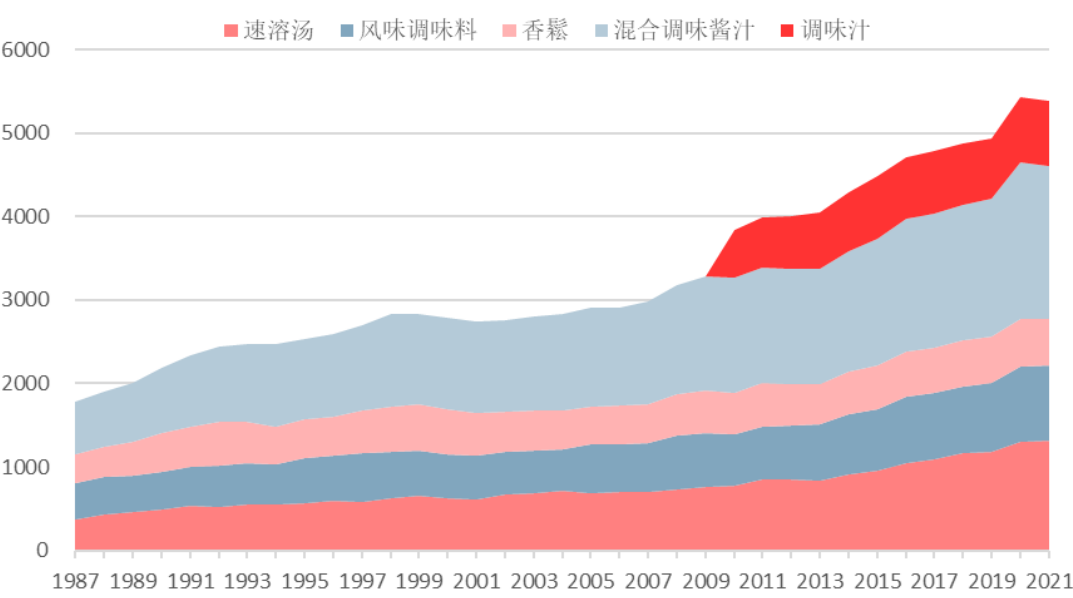
图表：日本酱油竞争格局稳定，CR3约53%



2.2.2 复合调味品：便捷化和功能化驱动，调味酱汁替代传统酱油

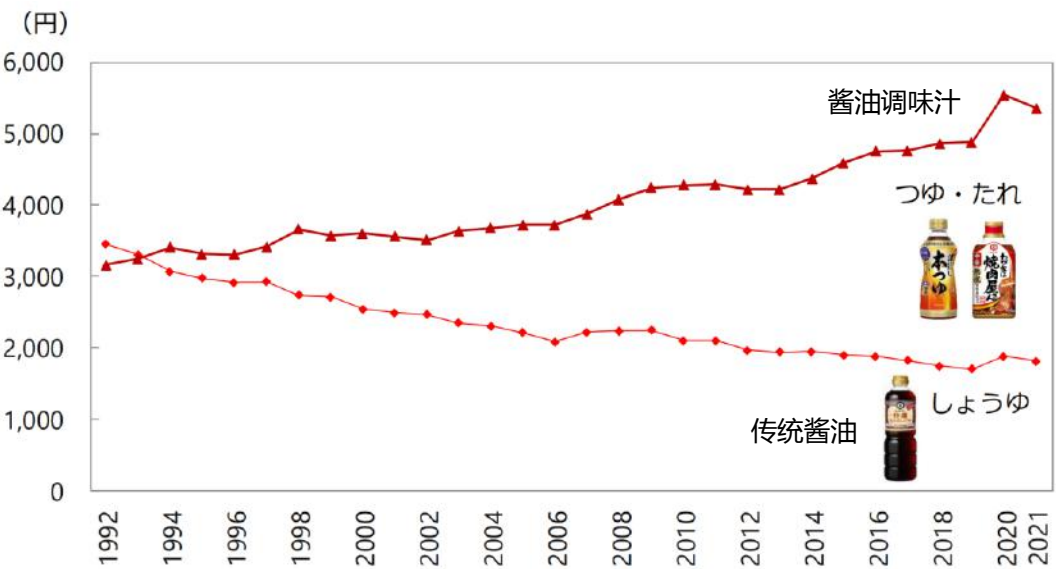
- **复合调味酱汁持续成长**：1990年后酱油产量出现明显的下行趋势，主要系以酱油为基底的复合调味汁快速成长，属于复合调味品，本质是酱油功能化衍化升级。如龟甲万先后于1995年和1997年推出Tsuyu和Tare两款酱油调味汁，包括蘸面酱汁、烤肉酱汁、寿喜烧酱汁等众多类型，**1987-2021年日本家庭端复合调味酱汁人均支出CAGR为3.2%**，2021年日本家庭端酱油调味汁消费额已经是酱油消费额的2倍多。
- **速溶汤料、香鬆等日式复合调味品持续增长**：功能化和便捷化趋势受经济波动影响较小，日式复合调味品持续增长替代基础调味品，**1987-2021年家庭端速溶汤料人均支出CAGR为3.8%**。

图表：日本家庭端复合调味品人均支出额（日元/年）



资料来源：日本统计局，中信建投

图表：日本家庭酱油与复合调味酱汁消费额（日元/户）



资料来源：龟甲万，中信建投

2.2.2 复合调味品：便捷化和功能化驱动，调味酱汁替代传统酱油

- 速溶汤可以快速还原味噌汤、拉面汤等各式浓汤，简化了繁杂的调味制作过程，深受日本消费者喜爱。
- 日本人吃米饭的时候通常喜欢在饭上撒一些碎末状的海苔、鱼松等调味品，被称为香鬆。

图表：速溶汤、复合调味酱汁、风味调味料、香鬆等日式复合调味品图示

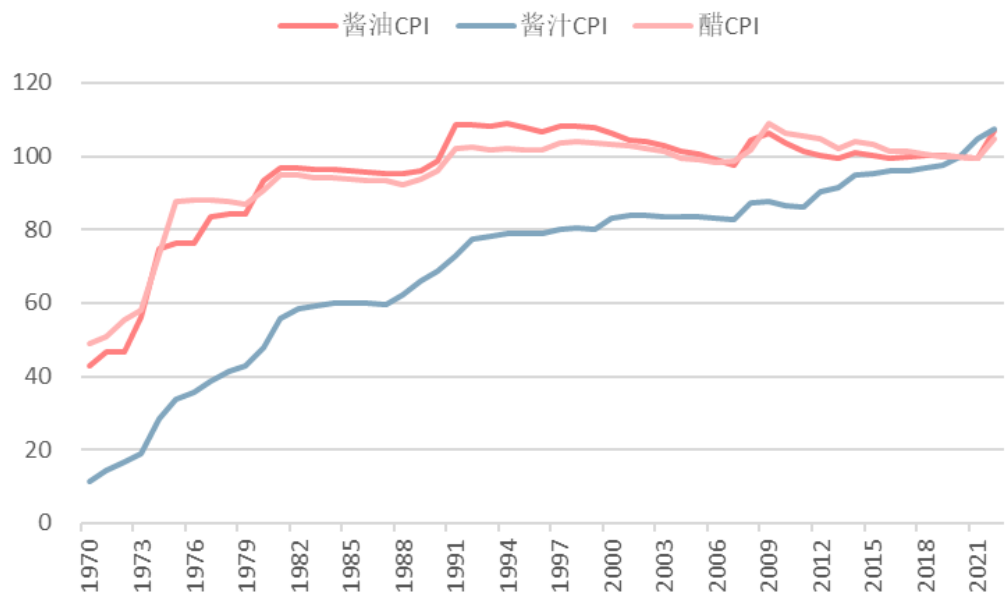


资料来源：小红书博主“喵的喵”“以欣”，中信建投

2.2.2 复合调味酱汁具备更佳的提价能力

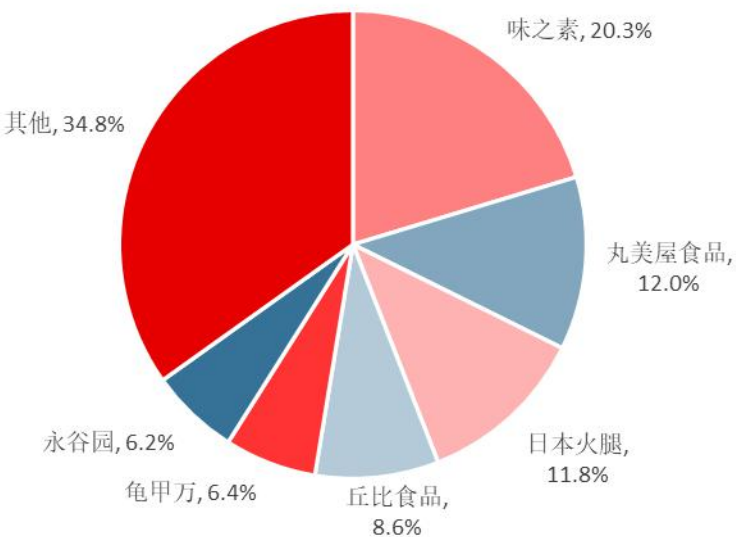
- **酱汁价格涨幅超过酱油和醋**：醋和酱油的CPI价格涨幅走势基本相同，在1992年后价格基本平稳，但酱汁品类价格持续提升，2022年酱汁价格较1980年价格涨幅约125%，CAGR约+2.0%，涨幅超过酱油和醋。
- **竞争格局**：根据日本食粮新闻，菜式复合调味料（如麻婆豆腐、青椒肉丝、回锅肉等经典菜式）市场约800亿日元，其中龙头味之素市占率约20%，CR3约44%，CR6约65%。

图表：醋和酱油价格在1992年后基本平稳，而酱汁价格持续提升



资料来源：日本统计局，中信建投

图表：日本菜式复合调味料竞争格局（22年5月-23年4月）



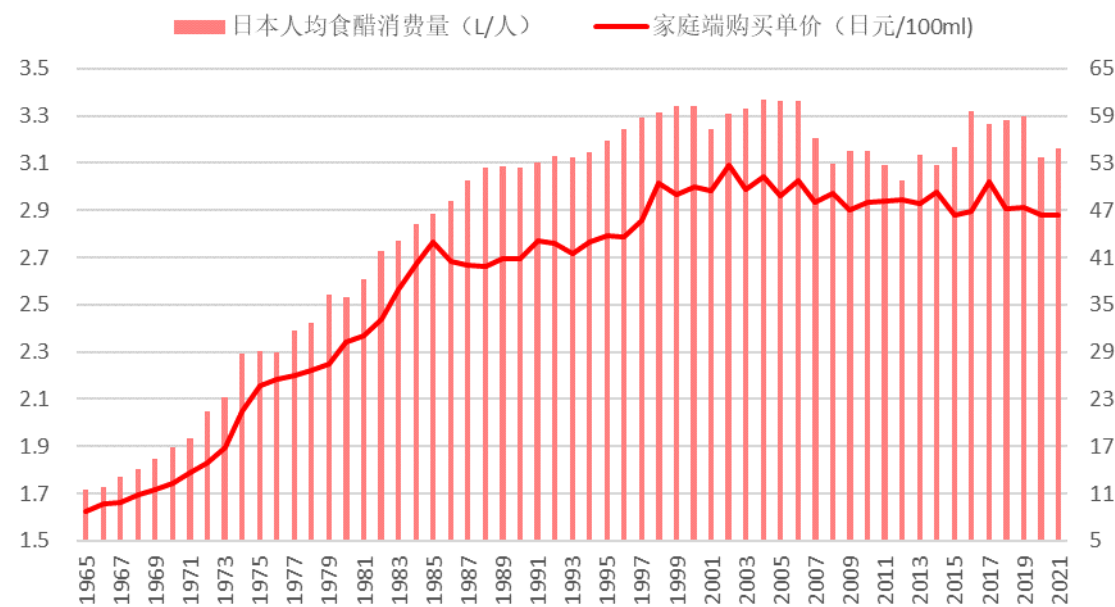
资料来源：KSP-POS，日本食粮新闻，中信建投



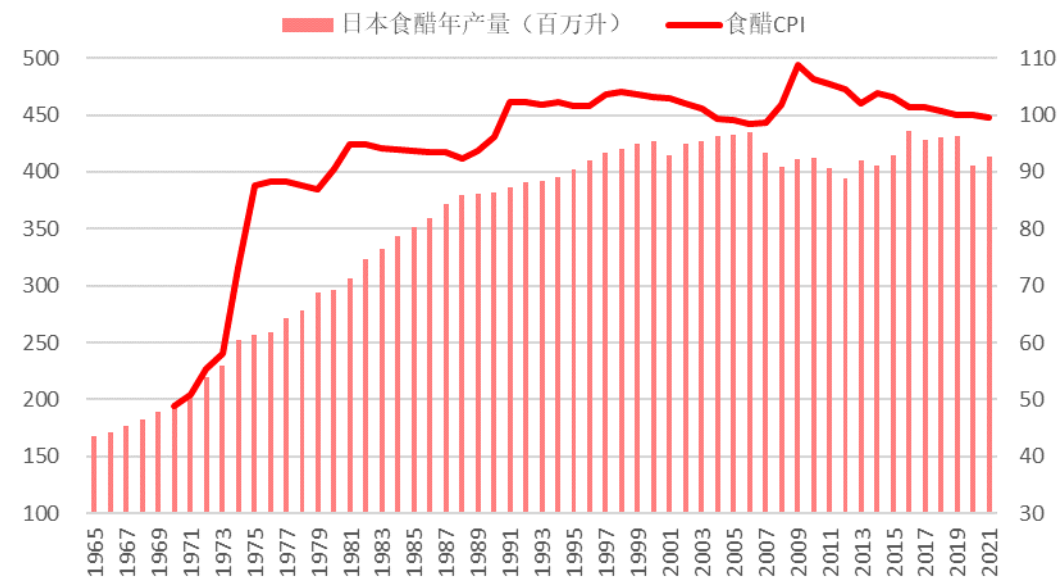
2.2.3 食醋：销量见顶晚于酱油，价格表现平稳

- **量的维度**，日本食醋人均消费量在2004年见顶，人均消费量约3.4升，略早于日本总人口拐点（2008年）。60年代后日本人均食醋销量高增，90年代增速放缓，04年见顶后人均消费量小幅下滑，2021年人均消费量约3.2升，较高点下滑约6%，CAGR约-0.4%。
- **价的维度**，食醋价格自90年代至今相对平稳，2021年食醋价格与1991年基本持平。家庭端食醋购买单价自2002年起小幅震荡下行，2021年购买均价约46.3日元/100ml，对应人民币约11.6元/500ml，2021年食醋价格较2000年下滑约7%。

图表：日本食醋人均消费量及家庭端购买价格



图表：日本食醋产量及价格



资料来源：顾善、仲元《对日调味品技术考察报告》，日本食醋协会，日本统计局，
中信建投

资料来源：顾善、仲元《对日调味品技术考察报告》，日本统计局，日本食醋协会，
中信建投

更多免费行业报告

并购家

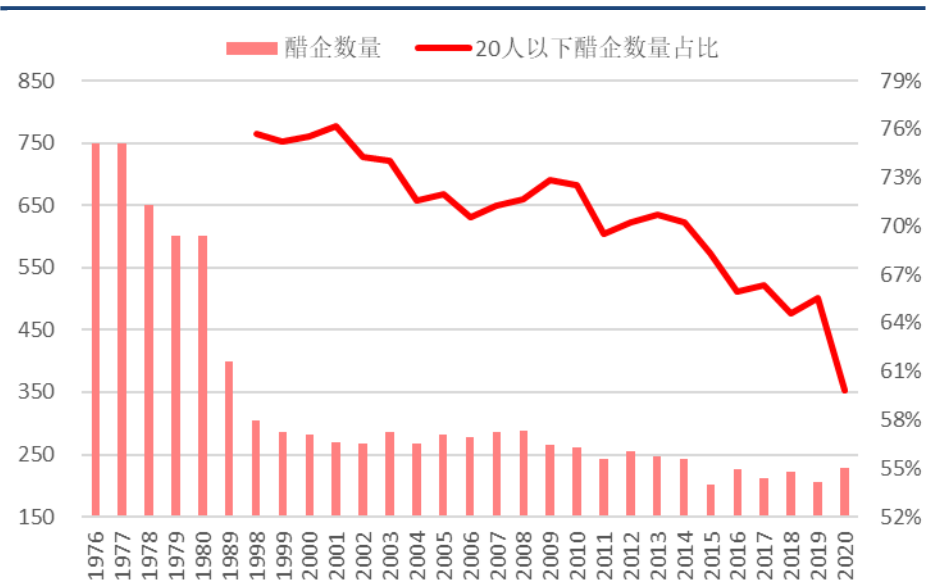
www.ipoipo.cn



2.2.3 食醋：竞争格局集中，龙头市占率超50%

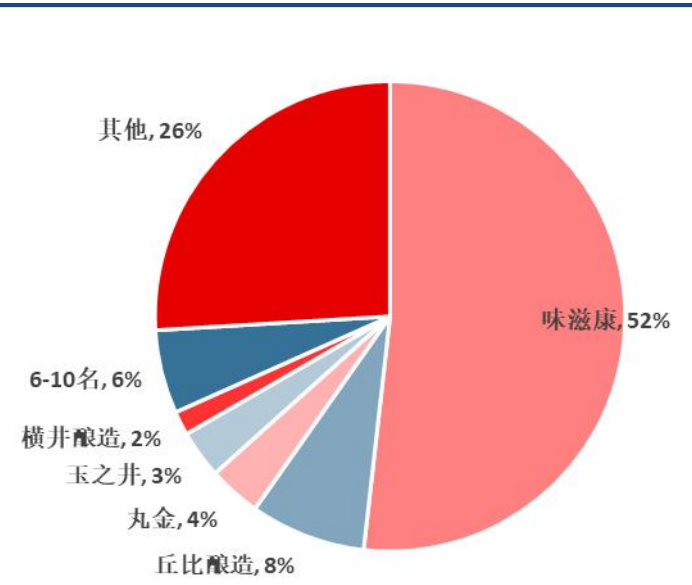
- **竞争格局：**日本食醋生产企业数量自80年代快速下降，从1976年约750家降至2000年282家，21世纪后逐步平稳下降，2021年降至229家，中小醋企持续出清，20人以下醋企数量占比从1998年的76%降至2020年的60%。
- **龙头一家独大：**1989年日本醋企龙头味滋康的产量市占率约52%，其他醋企市占率均低于10%，CR3约64%，CR5约69%。

图表：八十年代后日本醋企数量快速下滑



资料来源：顾善、仲元《对日调味品技术考察报告》，日本食醋协会，中信建投

图表：味滋康市占率超50%（1989年，按产量）



资料来源：沈政燮《日本食醋》，中信建投

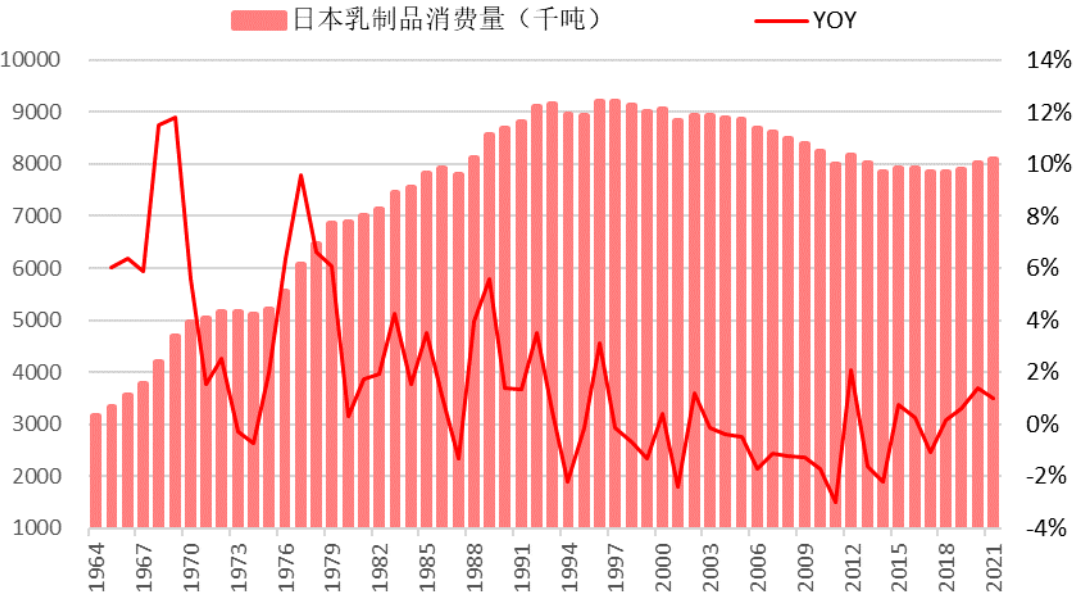
2.3 乳制品：鲜牛乳向发酵乳升级，奶酪穿越周期

- 2.3.1 液态乳：量微降，价持平，风味丰富化、功能多样化驱动
- 2.3.2 奶粉：量减价增，价格受经济低迷周期影响小
- 2.3.3 奶酪：穿越周期，量价齐升，市场规模持续扩大

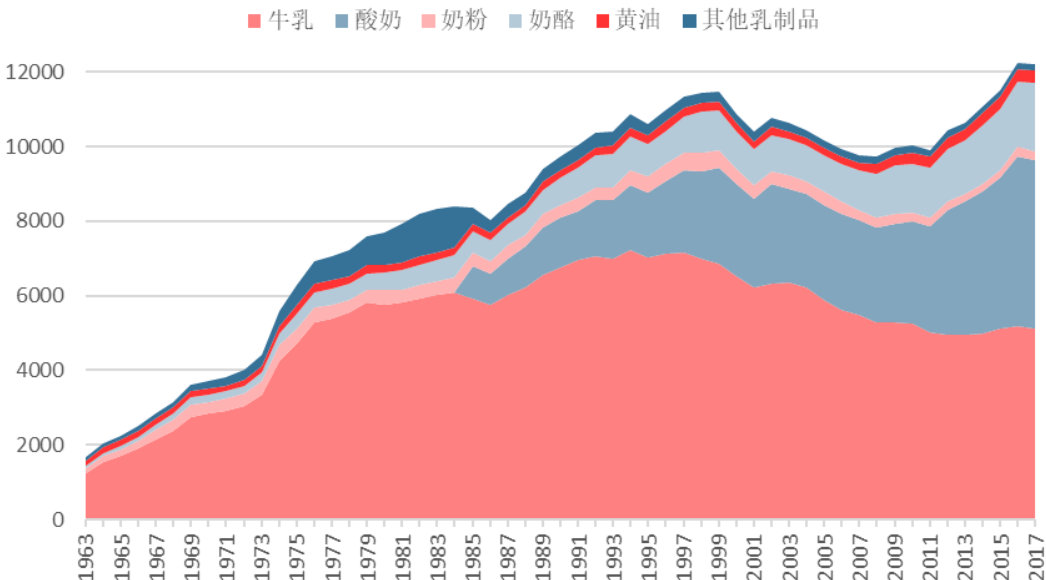
2.3 乳制品：鲜牛乳向发酵乳升级，奶酪一枝独秀、穿越周期

- **60-90年代中期：乳制品销量持续提升期。**战后人口增长叠加经济腾飞，日本政府大力推广乳制品并补贴奶农，驱动乳制品消费量持续提升至**1996年见顶**，与劳动力人口拐点（1997年）接近，**1964-1996CAGR约3.4%**。
- **90年代中期-2014年：总量小幅下滑。**日本少子化趋势下，鲜奶消费量下滑，1996年消费总量见顶后平稳下滑，至2014年阶段性见底，2014年销量较高点下滑约**15%**，**CAGR约-0.9%**。
- **2015年至今：总量企稳，疫情催化下需求略有提升。**疫情影响下乳制品需求量略有提振，酸奶和奶酪持续增长弥补鲜牛乳的下滑，消费总量相对平稳。

图表：日本乳制品消费总量在1996年见顶



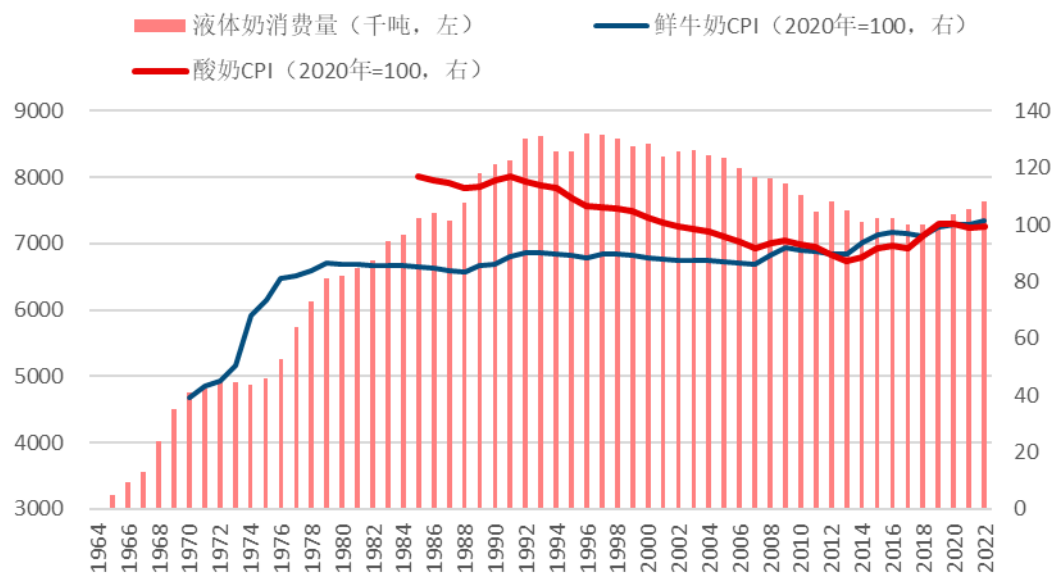
图表：日本家庭端人均乳制品支出金额（日元/年）



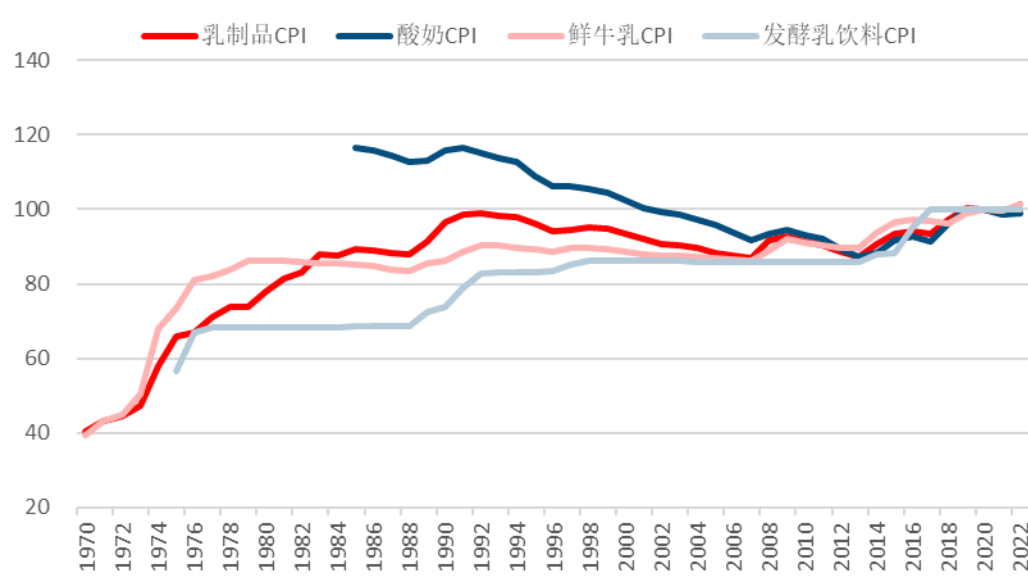
2.3.1 液态乳：量微降，价持平，风味丰富化、功能多样化驱动

- **量的维度**：液态奶销量在**1996年前后见顶**，与日本劳动力人口拐点接近，此后平稳回落，直到2015年企稳并略有回升，2021年液态奶销量较高点下滑约13%，CAGR约-0.6%。
- **价的维度**：乳制品价格在90年代后保持平稳，21世纪初有小幅回落，13年后出现小幅上行，**2021年乳制品价格与1991年基本持平**，其中鲜牛乳价格在80年代后长期保持平稳，直至13年后小幅上行，酸奶价格自1985年长期处于下滑趋势，2021年酸奶价格较1985年下滑约15%，CAGR约-0.5%，发酵乳饮料价格长期处于平稳抬升区间。

图表：日本液体奶消费量及价格



图表：日本乳制品及液态奶子品类价格



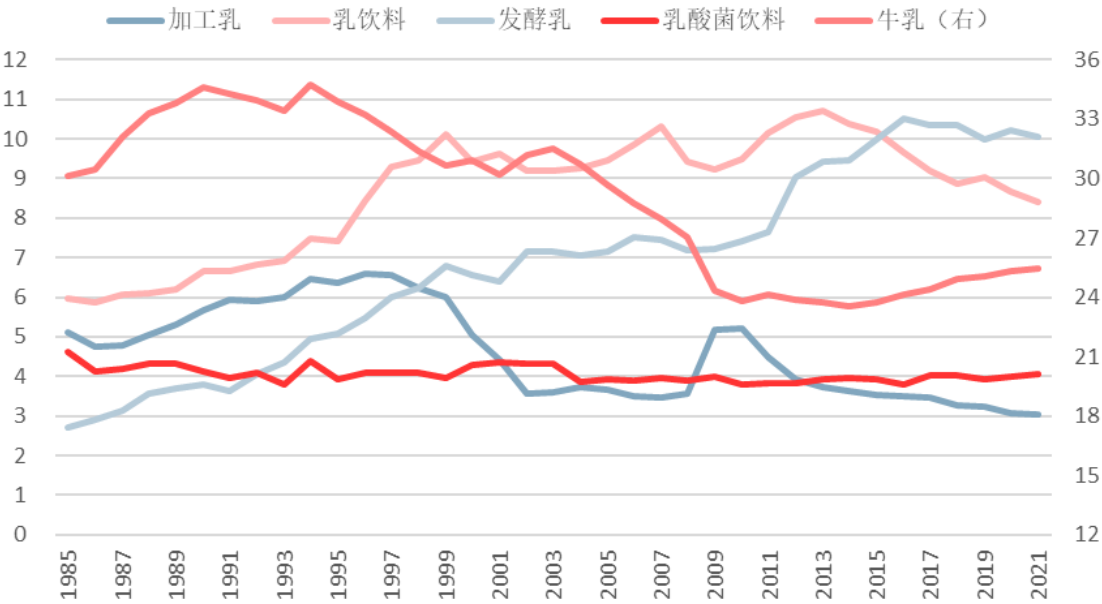
资料来源：USDA，日本统计局，中信建投

资料来源：日本统计局，中信建投

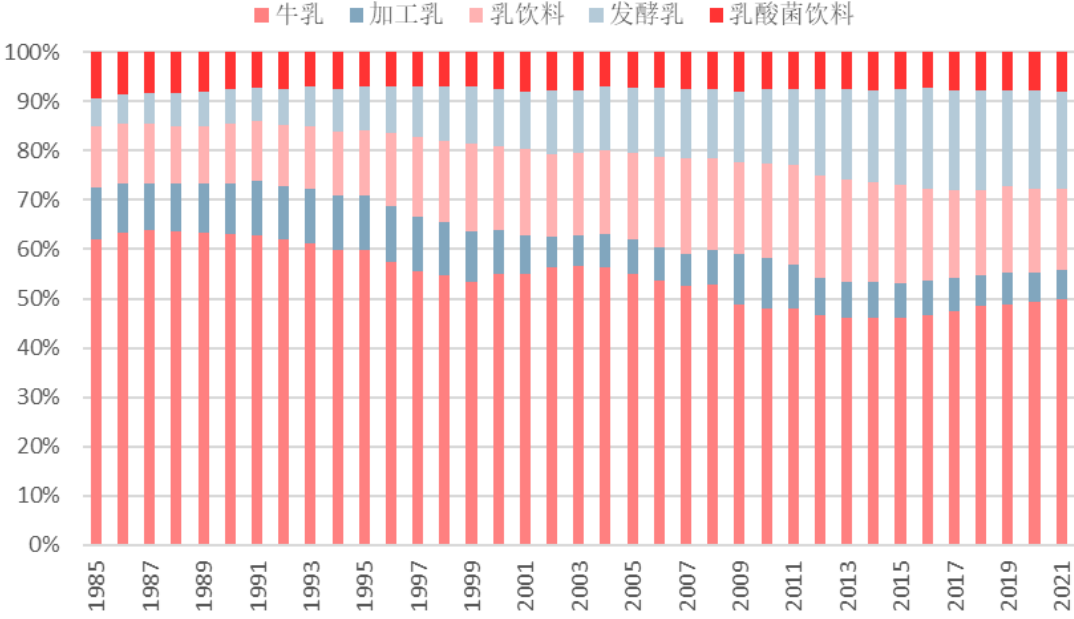
2.3.1 液态乳结构升级：风味丰富化、功能多样化

- **鲜牛乳和加工乳消费量率先见顶**：1994年鲜牛乳销量见顶，约34.7L/人，1996年加工乳人均消费量见顶，约6.6L/人，与劳动力人口拐点（97年）接近，主要系学龄人口群体减少，即饮性更强、口感更丰富的发酵乳、乳饮料替代鲜牛乳的需求，至2021年鲜牛乳人均销量较高点下滑约27%，CAGR约-1.1%。
- **乳饮料、发酵乳持续增长**：鲜牛乳见顶后乳饮料和发酵乳人均销量持续提升，主要系风味更丰富、营养功能更高，直至2013年乳饮料人均销量达到10.7L，较1990年增长61%，CAGR约+2.1%，2016年发酵乳人均销量达到10.5L，较1990年增长约177%，CAGR约+4.0%

图表：日本1985-2021年液态乳人均消费量（L/人）



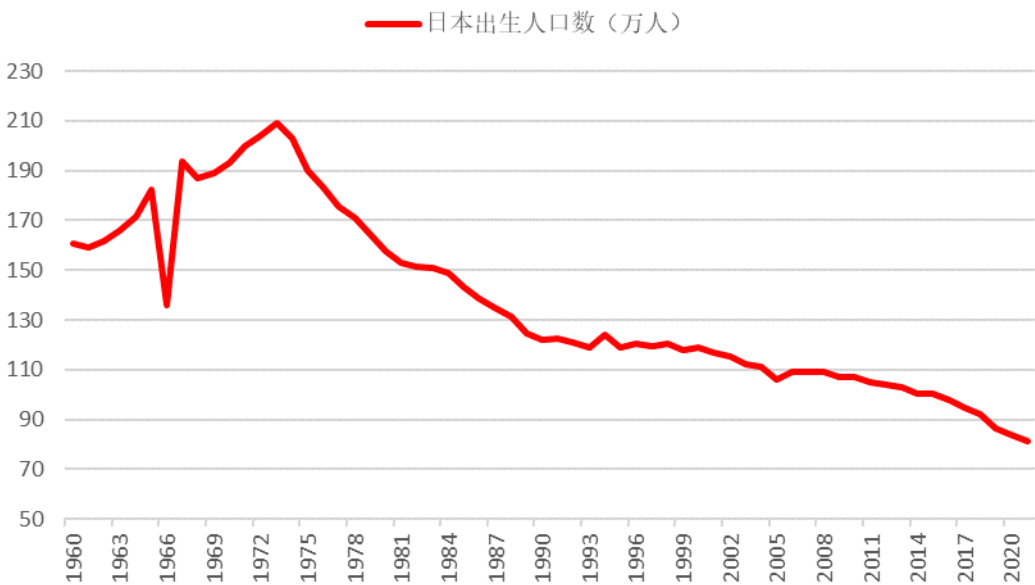
图表：日本1985-2021年液态乳品类消费结构占比



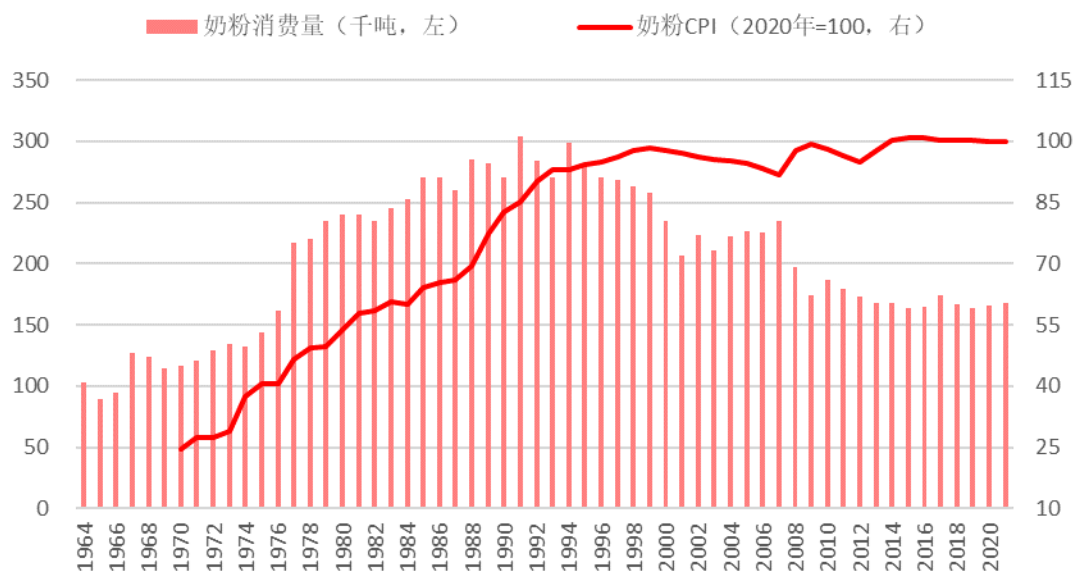
2.3.2 奶粉：量减价增，价格受经济低迷周期影响小

- **量的维度**：日本出生人口数量在1973年迎来顶点，此后快速下滑，而日本奶粉消费量在1991年前后见顶，约30.4万吨，较出生人口高点（73年）推迟20年左右，此后逐步下滑至2021年16.8万吨，**较高点下滑约45%，CAGR约-2.0%**，是乳制品中下滑幅度较大的品类。
- **价的维度**：91年销量见顶后奶粉价格仍持续提升，较90年代前增速有所放缓，2000年后奶粉价格保持平稳，2021年奶粉价格与90年代末基本持平，未出现价格回落，受经济低迷周期影响较小。
- **参考国内**：国内出生人口数量在16年见顶后快速下滑，参照日本预计在2035年前后迎来销量拐点，当前仍具备一定量增空间。

图表：日本出生人口在1973年后持续下滑



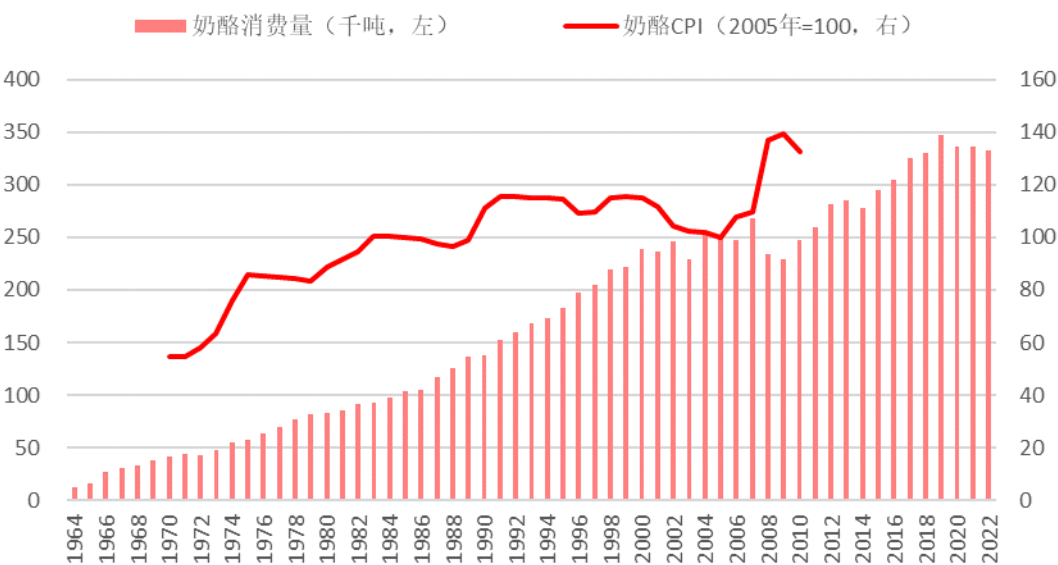
图表：日本奶粉消费量及价格



2.3.3 奶酪：穿越周期，量价齐升，市场规模持续扩大

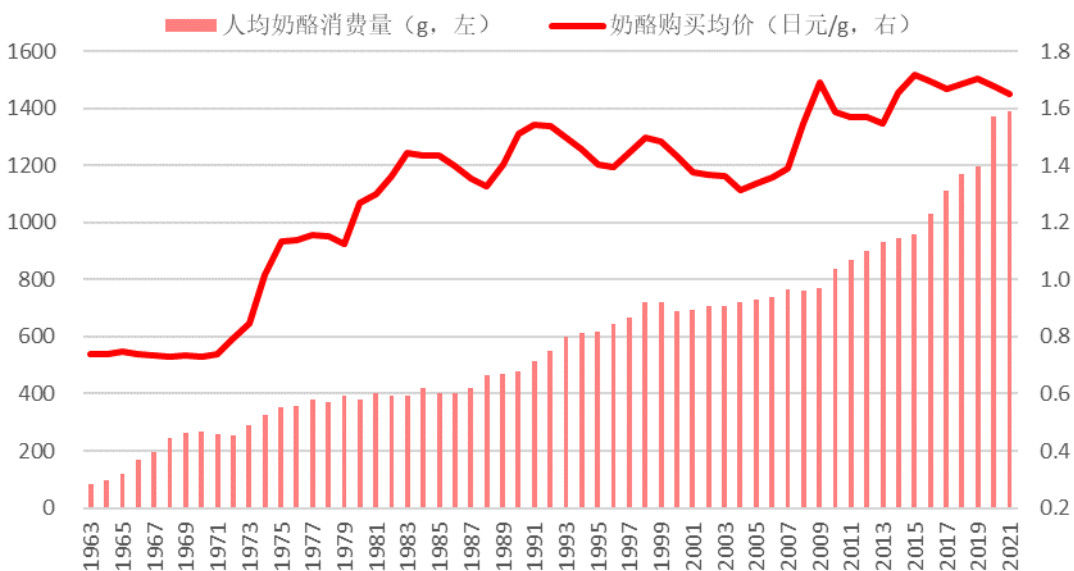
- **量的维度**：日本奶酪消费突破人口下滑、经济降速等不利因素的影响，**销量持续提升且至今仍未明显见顶**，2021年奶酪销量较1990年增长约143%，**CAGR约+2.9%**，主要受益于60年代日本政府推广、70年代西餐快速普及，奶酪凭借更高的营养价值和健康属性持续增长，对液态乳形成替代。
- **价的维度**：80年代后奶酪价格温和上涨，至2010年奶酪价格较1990年上涨约19%，**CAGR约+0.9%**。家庭端奶酪购买均价温和上涨，21年购买均价1.72日元/g，对应人民币约83元/kg，较1990年提升9.3%。

图表：日本奶酪消费量及价格



资料来源：USDA，日本统计局，中信建投

图表：日本家庭端人均奶酪消费量及购买均价

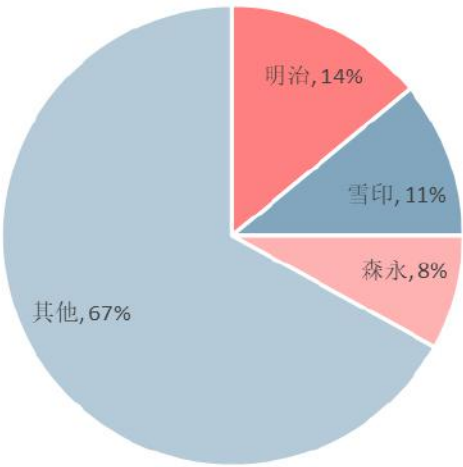


资料来源：日本统计局，中信建投

2.3 竞争格局：酸奶和奶酪竞争格局较集中，鲜奶格局分散

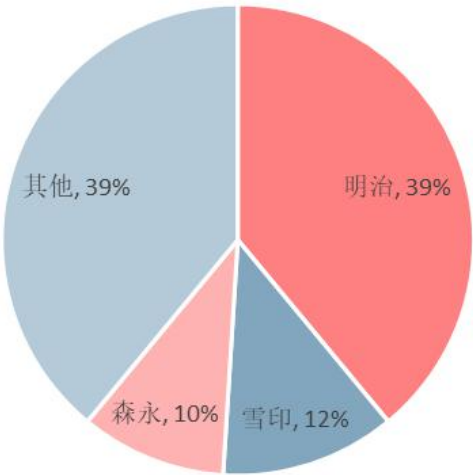
- **酸奶竞争格局：CR3约61%，明治市占率大幅领先。**明治是日本酸奶行业的先行者，并通过产品功能创新持续推动行业升级，先后推出保加利亚酸奶（调节肠道）、益生菌酸奶LG21（抑制幽门螺旋杆菌）、R-1（提高免疫力预防病毒流感）、PA-3（降低尿酸数值缓解痛风），市占率长期领先。
- **奶酪竞争格局：CR3约53%，CR5约66%。**日本乳业龙头雪印凭借手撕奶酪条（天然奶酪）成为奶酪龙头，市占率常年稳定在30%左右，龙二六甲黄油是日本再制奶酪第一品牌，主推性价比策略，其他奶酪龙头均为日本乳业龙头或国际巨头。
- **鲜奶行业竞争格局：CR3约33%。**日本鲜奶消费以饮用本地鲜奶为主，市场格局较为分散。

图表：日本鲜奶行业竞争格局



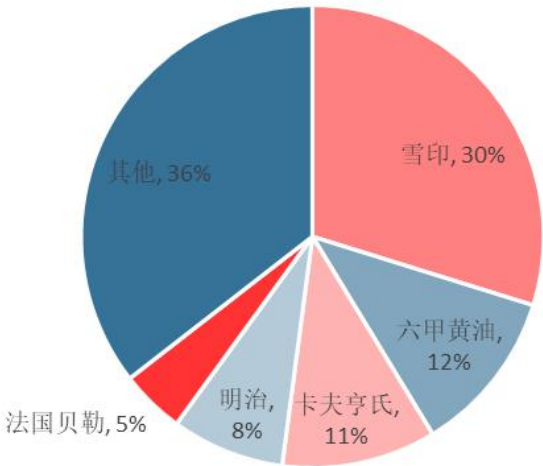
资料来源：欧睿，中信建投

图表：日本酸奶行业竞争格局



资料来源：欧睿，中信建投

图表：日本奶酪行业竞争格局



资料来源：欧睿，中信建投

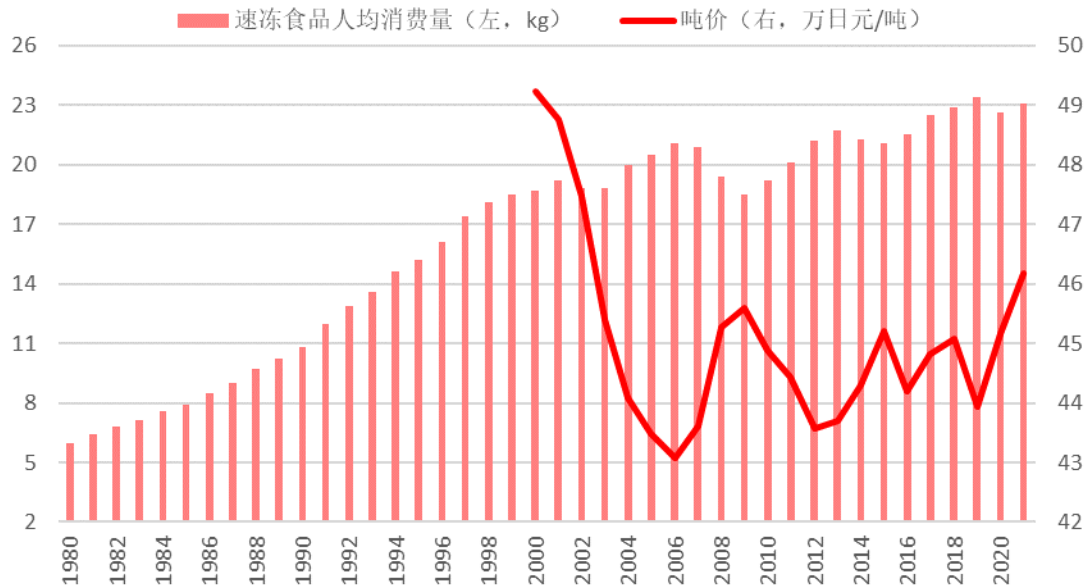
2.4 预制食品：稀缺的持续成长赛道

- 2.4.1 价格：非主食类预制食品的提价能力更佳
- 2.4.2 渠道：90年代末餐饮端开始下滑，家庭端预制熟食的消费支出持续提升
- 2.4.3 格局：速冻企业持续出清，龙头地位稳固
- 2.4.4 参考日本中食，外卖和餐饮连锁化将是预制菜重要驱动

2.4 预制食品：稀缺的持续成长赛道

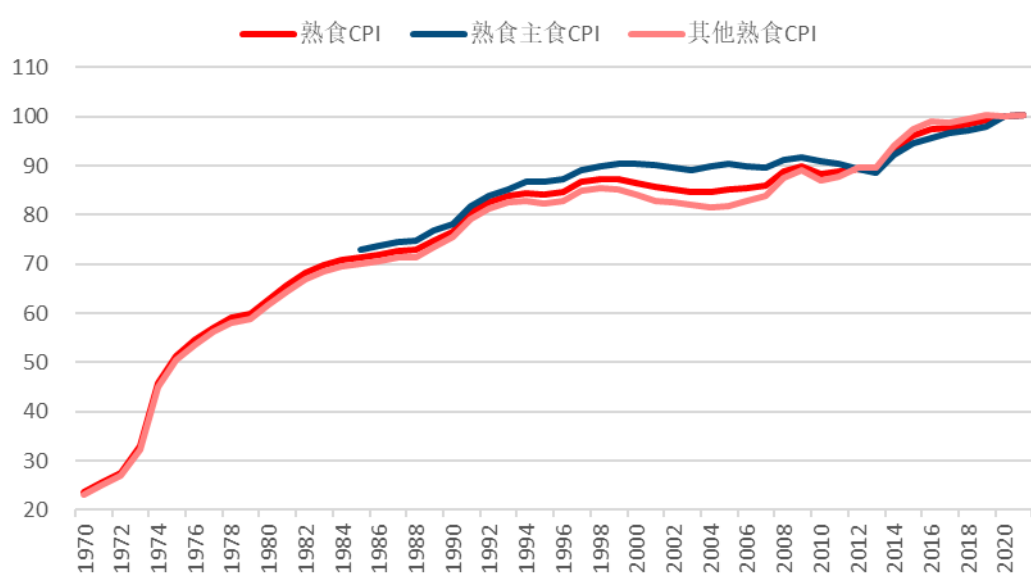
- **量的维度**：日本预制食品行业突破人口下滑、经济降速等不利因素的影响，自70年代开始持续增长，08-09年曾有短暂回落，但随后重回增长，是日本老龄化阶段下非常稀缺的持续成长赛道，本质原因在于食品便捷化的底层需求。**2021年日本速冻食品人均消费量23.1kg，较1980年人均消费量6.0kg增长285%，CAGR约+3.3%。**
- **价的维度**：以熟食价格为参考，在80年代前保持较快涨势，进入90年代后涨幅有所放缓，1997-2013年价格基本持平，2013年后重新温和上涨，**2021年熟食价格较1980年上涨约60%，CAGR约+1.2%。**

图表：日本速冻食品人均消费量及价格



资料来源：日本冷冻食品协会，中信建投

图表：日本熟食价格持续提升



资料来源：日本统计局，中信建投



2.4 预制食品：稀缺的持续成长赛道

➤ **热销产品方面**，主食类产品包括乌冬面、炸肉饼/可乐饼、炒饭、饺子、拉面、意面、肉烩饭、烧麦等，非主食类产品包括汉堡肉饼、炸猪排、章鱼烧/什锦烧、奶汁烤菜、鸡蛋制品、肉丸、鱼类等。

图表：日本2016-2021年速冻食品热销产品排名

排序	2016	2017	2018	2019	2020	类型	2021 产量（万吨）	占比
1	炸肉饼/可乐饼	炸肉饼/可乐饼	炸肉饼/可乐饼	乌冬面	乌冬面	乌冬面	19.6	12.3%
2	乌冬面	乌冬面	乌冬面	炸肉饼/可乐饼	炸肉饼/可乐饼	炸肉饼/可乐饼	16.3	10.2%
3	炒饭	炒饭	炒饭	炒饭	炒饭	炒饭	10.1	6.3%
4	汉堡肉饼	饺子	饺子	饺子	饺子	饺子	9.9	6.2%
5	饺子	汉堡肉饼	炸猪排	汉堡肉饼	意大利面	汉堡肉饼	6.5	4.1%
6	炸猪排	意大利面	汉堡肉饼	拉面	汉堡肉饼	拉面	6.3	3.9%
7	意大利面	炸猪排	意大利面	意大利面	拉面	意面pasta	6.2	3.9%
8	肉烩饭	拉面	拉面	炸猪排	炸猪排	炸猪排	6.0	3.8%
9	章鱼烧/什锦烧	肉烩饭	肉烩饭	肉烩饭	章鱼烧/什锦烧	肉烩饭	5.1	3.2%
10	拉面	章鱼烧/什锦烧	章鱼烧/什锦烧	章鱼烧/什锦烧	肉烩饭	章鱼烧/什锦烧	5.0	3.1%
11	鸡蛋制品	鸡蛋制品	鸡蛋制品	鸡蛋制品	烧卖	烧卖	4.2	2.6%
12	烧卖	烧卖	烧卖	烧卖	鸡蛋制品	奶汁烤菜	4.0	2.5%
13	奶汁烤菜	点心	点心	点心	奶汁烤菜	鸡蛋制品	3.2	2.0%
14	肉丸	肉丸	包子	饭团	点心	点心	3.1	1.9%
15	马铃薯	饭团	饭团	肉丸	饭团	面包	3.0	1.9%
16	点心	包子	肉丸	马铃薯	马铃薯	饭团	2.7	1.7%
17	包子	马铃薯	春卷	奶汁烤菜	春卷	马铃薯	2.6	1.6%
18	饭团	春卷	马铃薯	春卷	肉丸	肉丸	2.5	1.6%
19	春卷	奶汁烤菜	奶汁烤菜	包子	面包	春卷	2.0	1.3%
20	面包	面包	炸鱼	面包	鱼类	鱼类	1.7	1.1%

资料来源：日本冷冻食品协会

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn



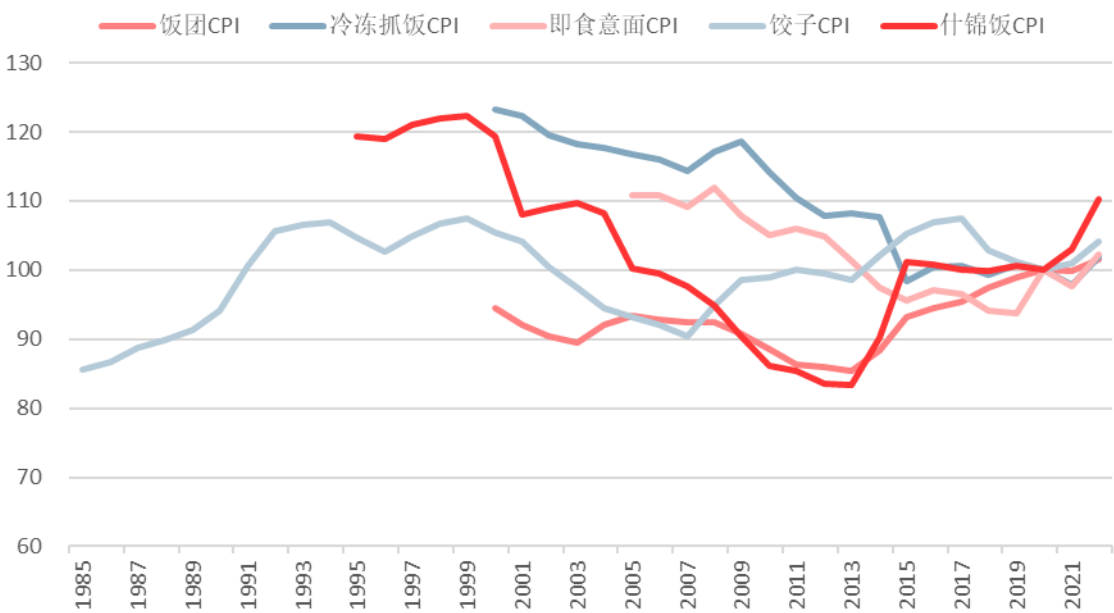
中信建投证券
CHINA SECURITIES

2.4.1 非主食类预制食品的提价能力更佳

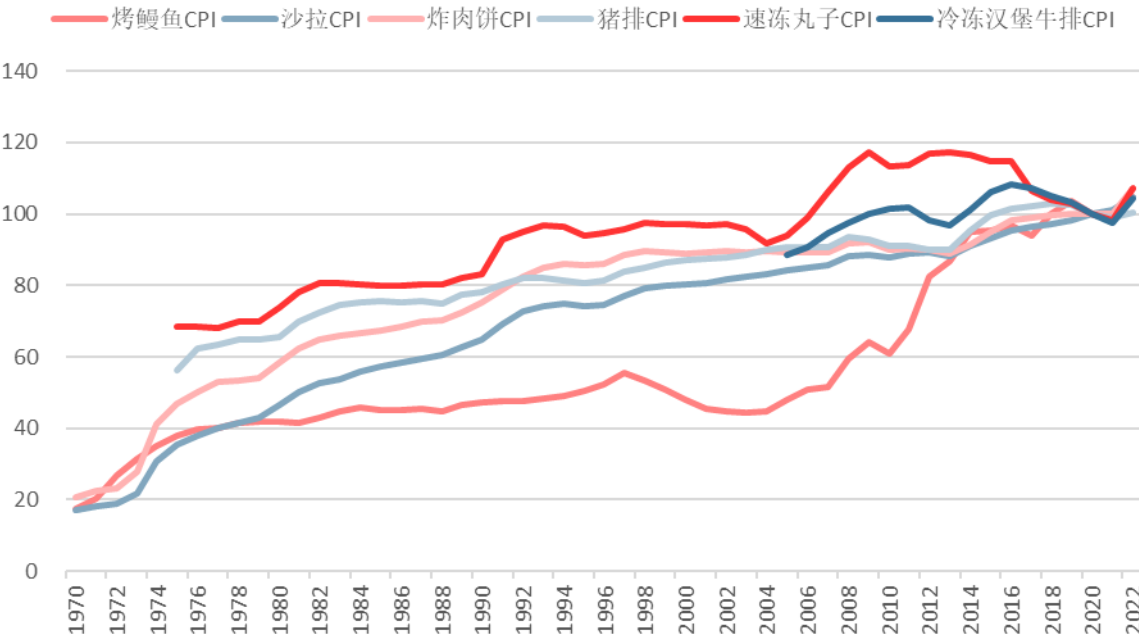
分品类，非主食类预制食品的提价能力优于主食类预制食品

- 主食类预制食品价格在90年代后多处于下滑状态，包括饺子、什锦饭、冷冻抓饭、饭团、即食意面等，均无法在通缩状态下逆势提价，主要系主食类产品的差异化程度较低、生产门槛相对低且功能较基础，议价能力较弱；
- 非主食类预制食品多处于长期涨价趋势，即使在通缩环境下也能够温和上涨，主要系非主食类产品的差异化程度较高，能够通过提升品质、口味丰富等实现品类升级，从而有更强的议价能力，穿越经济周期，实现价格持续提升。

图表：主食类预制食品价格情况



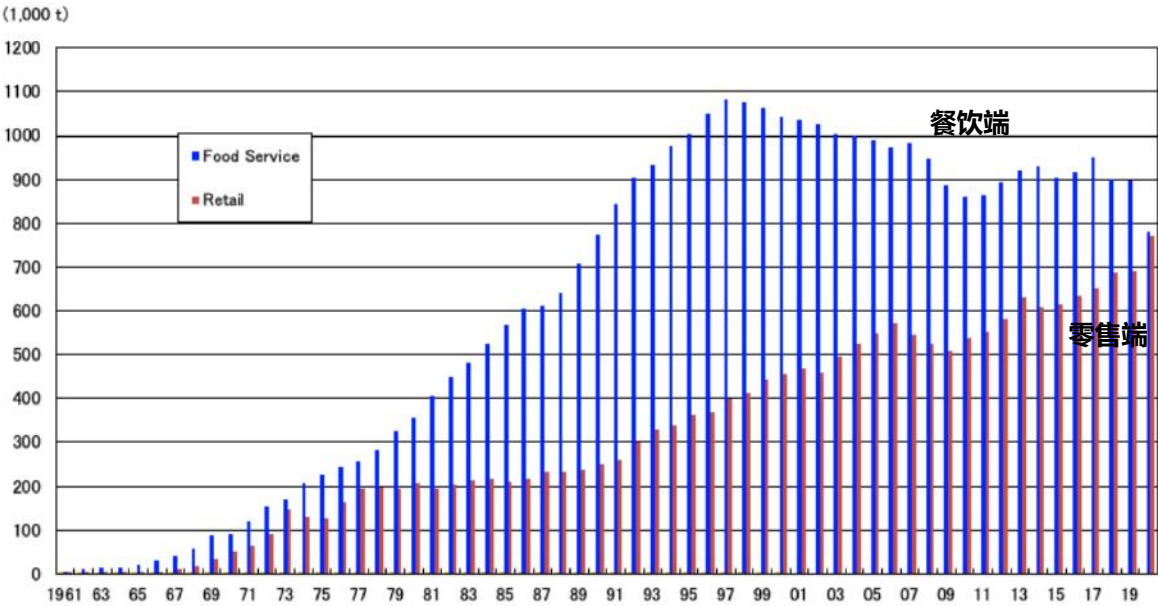
图表：非主食类预制食品价格情况



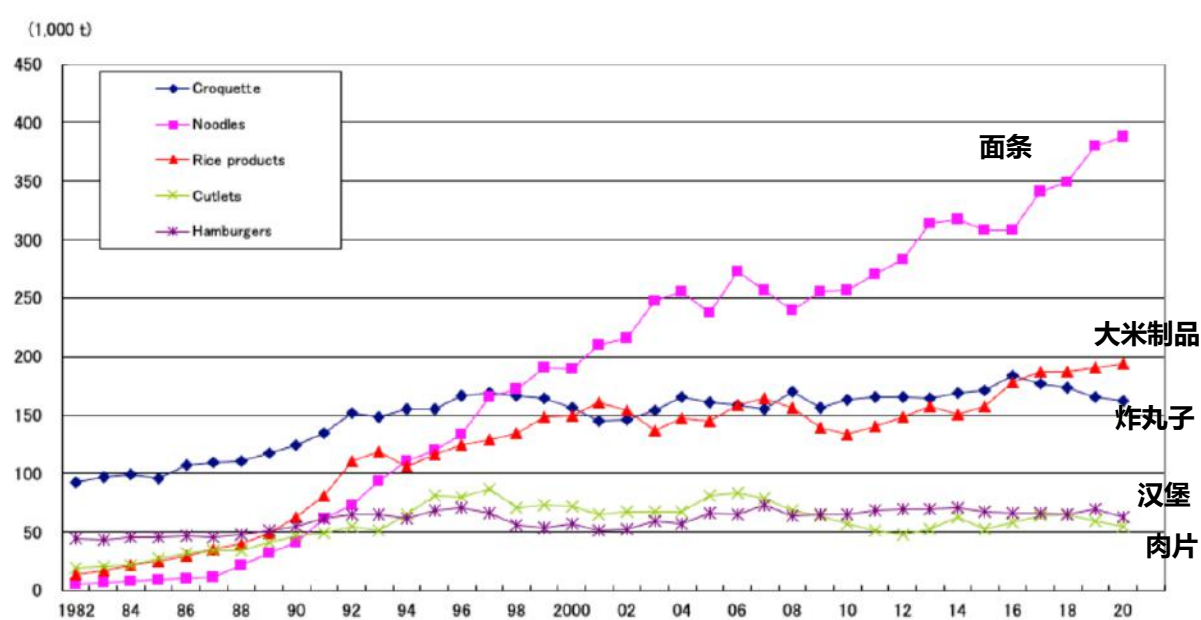
2.4.2 90年代末餐饮端开始下滑，零售端持续增长，速冻米面增速较快

- **分渠道看**，日本速冻食品在餐饮率先放量高增，增速快于零售端，直至90年代末见顶后回落，或与经济长期低迷、外出用餐减少有关；零售渠道即使在经济低迷期，依然持续稳步增长，至今仍未见顶，主要系便捷化用餐的底层需求。
- **分产品看**，在经济周期波动背景下，速冻米面产量持续增长，其中面条制品增速最快，当前产量约为1990年产量的8倍，主要系刚需属性较强，且面条形式更多样、作为一道主食的饱腹作用较强；炸丸子、汉堡、肉片等产量长期保持平稳。

图表：日本零售端和餐饮端速冻食品产量（千吨）



图表：日本各类速冻食品产量（千吨）



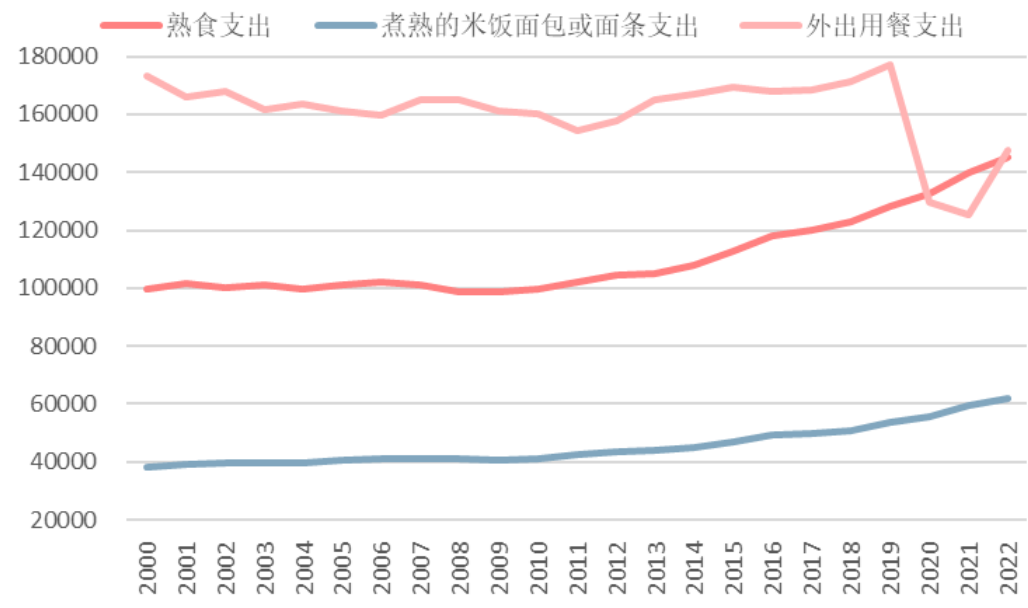
资料来源：日本冷冻食品协会，中信建投

资料来源：日本冷冻食品协会，中信建投

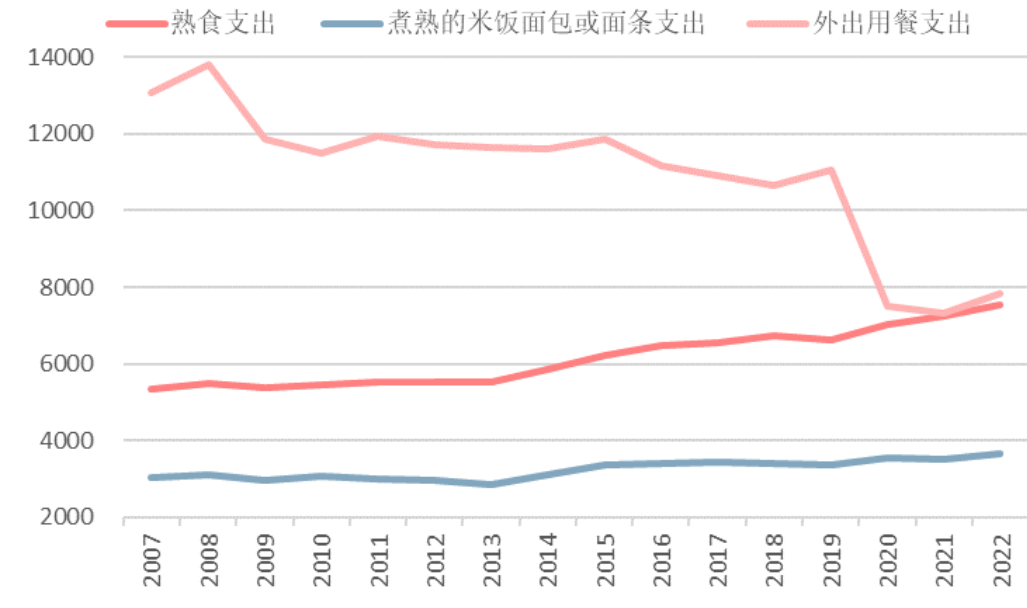
2.4.2 家庭端预制熟食的消费支出持续提升

- 家庭端，外出用餐需求与熟食增长并不矛盾，日本单人家庭和两人及以上家庭对预制熟食的消费支出均持续提升
- 日本晚婚化单身化较为严重，独居家庭的外出用餐支出持续下滑，2007-2022年CAGR约-3.3%，预制熟食部分替代外出用餐需求，07-22年单人家庭熟食支出CAGR约+2.3%。
- 在两人及以上家庭，疫情前外出用餐支出并未明显的下滑，其中2011-2019年外出用餐支出还呈现稳步提升状态，而同期熟食支出同样处于持续提升状态，2000-2022年熟食支出CAGR约+1.7%，其中09-22年CAGR约+3.0%。

图表：日本两人及以上的家庭预制类食品及外出餐饮支出（日元）



图表：日本单人家庭预制类食品及外出餐饮支出（日元）



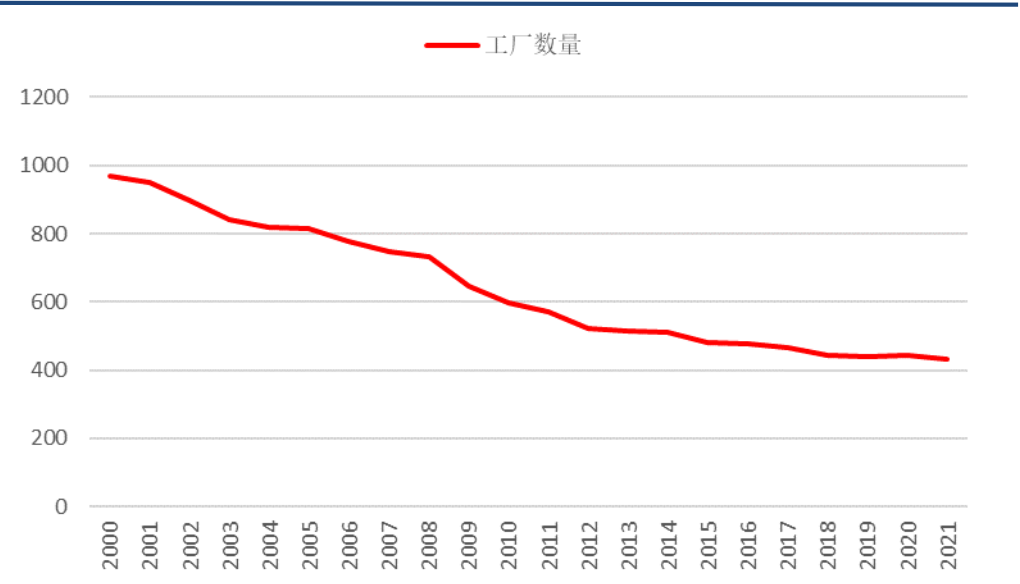
资料来源：日本统计局，中信建投

资料来源：日本统计局，中信建投

2.4.3 速冻企业持续出清，龙头地位稳固

- **竞争格局：**日本速冻食品企业数量持续出清，自2000年的969家快速下降至2018年的444家，近几年降速放缓，逐步企稳，2021年降至432家。
- **龙头地位稳固，CR5约80%：**2005年后日冷、味之素、日本水产、丸羽日朗、加卜吉等5家企业始终占据市占率前五名，并且集中度持续提升，龙一市占率超20%，CR3超50%，CR5约80%。

图表：日本速冻食品生产企业数量持续下降



资料来源：日本冷冻食品协会，中信建投

图表：日本速冻企业龙头地位稳固，CR5约80%

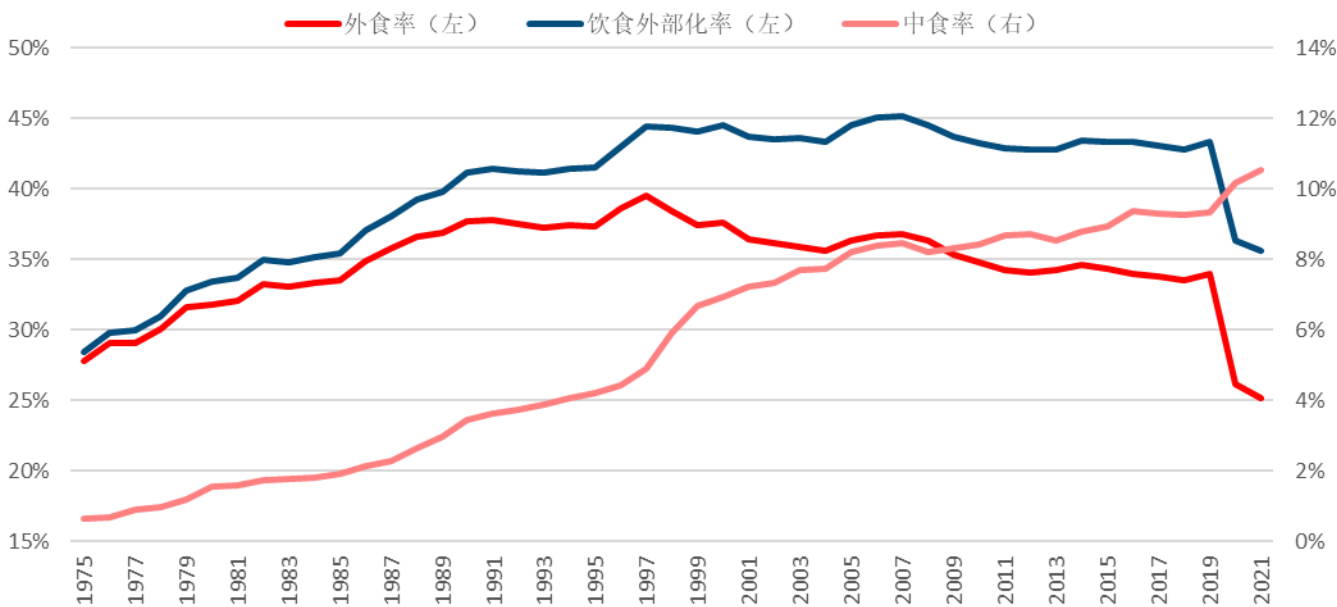
市占率	2005年	2007年	2008年	2011年	2016年	2019年预制菜销售额（十亿日元）
1	日冷 20%	日冷 19%	日冷 20%	日冷 21%	日冷 24%	日冷 230
2	加卜吉 20%	丸羽日朗 15%	加卜吉 17%	丸羽日朗 14%	加卜吉 24%	味之素 211
3	味之素 12%	加卜吉 14%	丸羽日朗 15%	加卜吉 13%	丸羽日朗 12%	日本水产 193
4	丸羽日朗 11%	味之素 13%	味之素 12%	味之素 12%	味之素 12%	丸羽日朗 180
5	日本水产 8%	日本水产 8%	日本水产 8%	日本水产 9%	日本水产 8%	加卜吉 108

资料来源：日经新闻，日冷公司，中信建投

2.4.4 参考日本中食，外卖和餐饮连锁化将是预制菜重要驱动

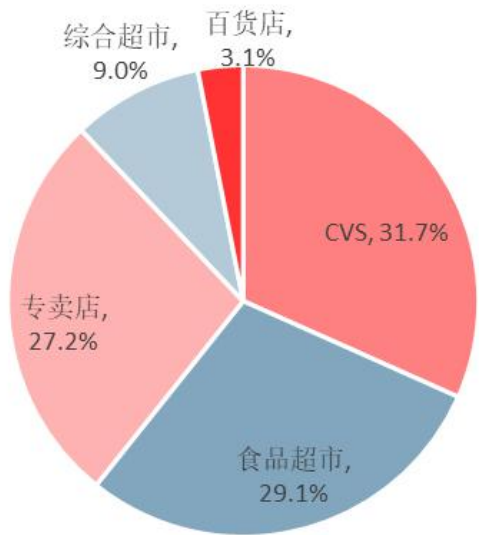
- **我国外卖与日本中食具有较强可比性，均能够替代在家做饭和堂食餐饮。**日本中食指消费者通过在商超、便利店购买半成品及成品食物到家食用，与国内餐饮外卖具有较高相似性，二者均无需自己制作、就餐场景均在店外、食品均可直接食用。
- **1997年后日本外食率见顶回落，但中食率持续提升。**进入90年代后，受宏观经济影响，日本外食率提升速度放缓并在1997年见顶，但自1976年至2021年中食率日本持续提升，相较于外食，中食更具性价比、便捷性更高，在日本老龄化、家庭小型化、女性就业率提升的背景下持续受益。

图表：1975-2021年日本中食率与外食率情况



资料来源：日本外食协会，中信建投

图表：2021年日本中食渠道分布情况

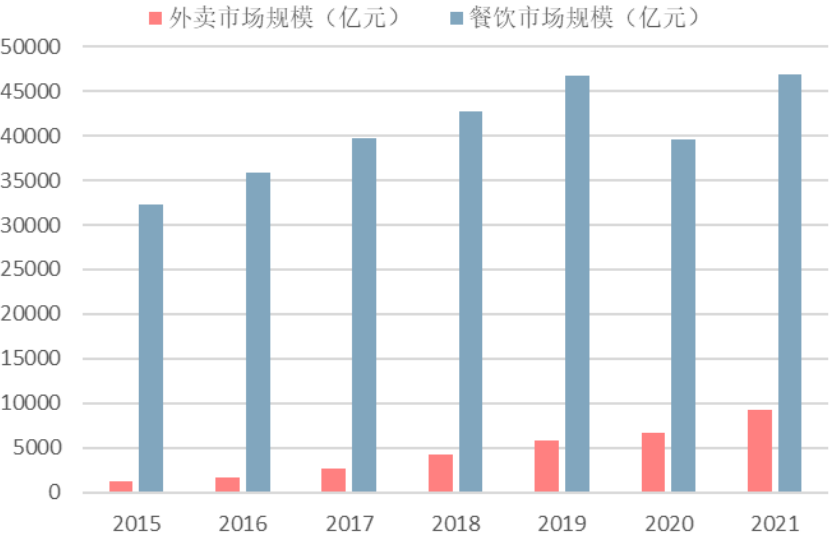


资料来源：日本物产（中食）协会，中信建投

2.4.4 参考日本中食，外卖和餐饮连锁化将是预制菜重要驱动

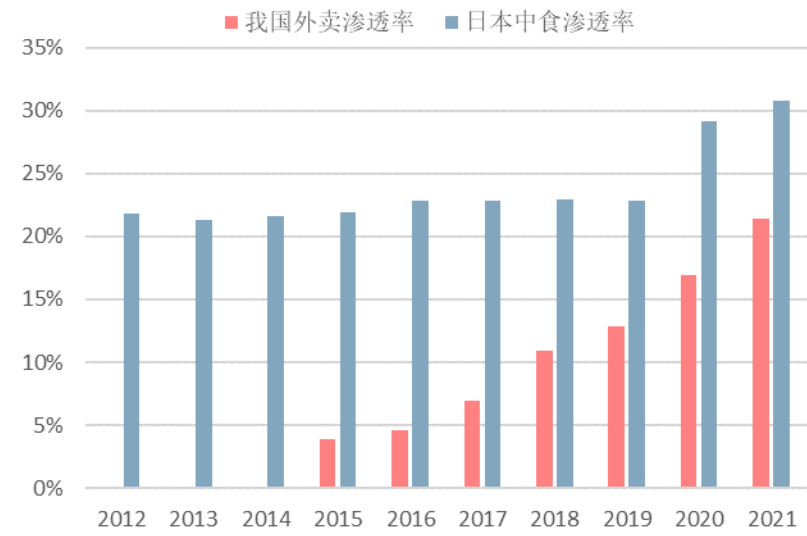
- **国内外卖渗透率较日本中食渗透率仍有提升空间：**疫情前，日本中食渗透率稳定在23%左右，疫情后提升至30%左右，目前国内外卖餐饮渗透率在20%左右，仍处在快速提升阶段，相较于日本中食渗透率仍有提升空间，考虑到外卖的便捷性，预计中长期稳态渗透率有望超过日本中食，将持续推动国内预制菜增长。
- **连锁化率持续提升：**近年我国餐饮连锁化率逐年提升，但仍低于20%，且远低于日本的53.39%，餐饮连锁化率仍有提升空间，将推动国内B端预制菜增长。

图表：我国外卖市场规模持续增长



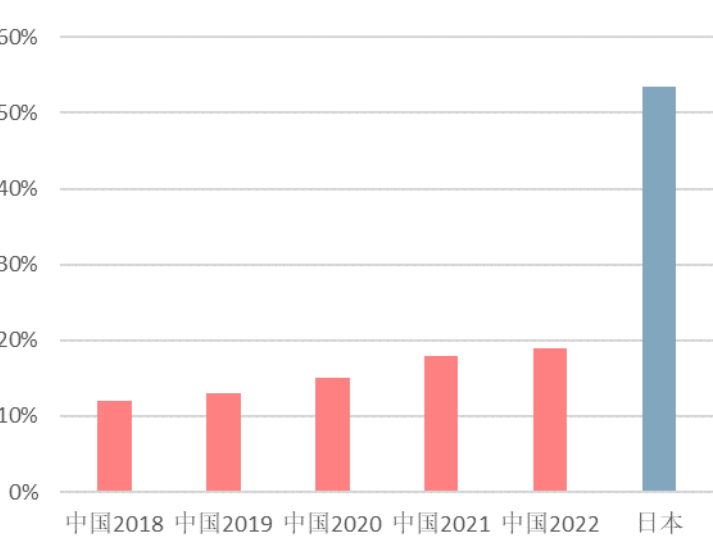
资料来源：中国连锁经营协会，国家统计局，中信建投

图表：我国外卖渗透率与日本中食仍有差距



资料来源：国家信息中心，日本外食协会，中信建投

图表：我国餐饮连锁化率仍远低于日本



资料来源：美团，欧睿，中信建投



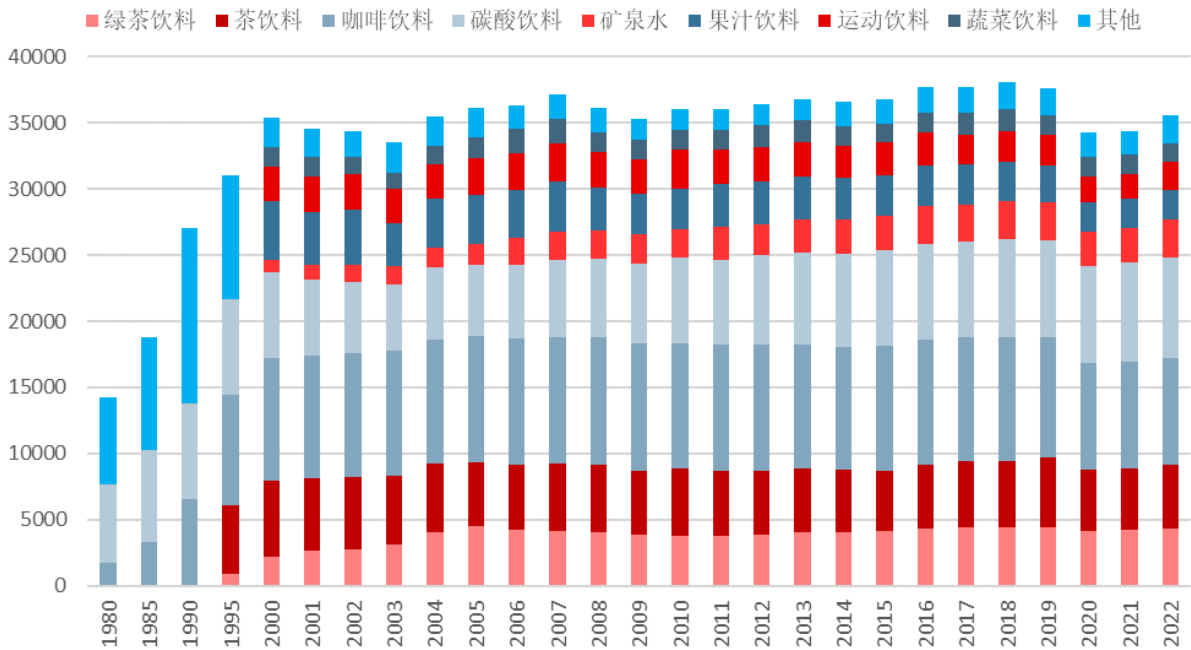
2.5 软饮料：碳酸饮料占比下滑，无糖饮料兴起

- 2.5.1 八十年代后咖啡饮料爆发，九十年代末碳酸饮料回落
- 2.5.2 果汁饮料二十一世纪持续回落，蔬菜汁饮料相对平稳
- 2.5.3 九十年代绿茶饮料爆发，21世纪后平稳回落
- 2.5.4 矿泉水量增价减，无糖化趋势明显
- 2.5.5 子行业相互竞争，寡头垄断格局

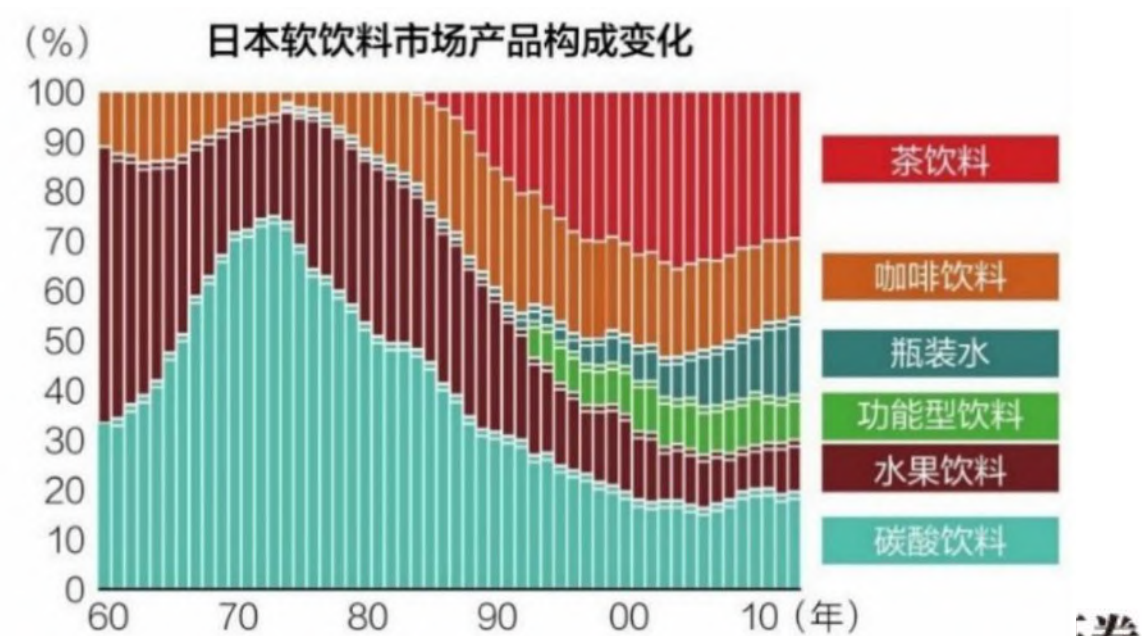
2.5 日本软饮料表现：碳酸饮料占比下滑，无糖饮料兴起

- **80年代：碳酸饮料和咖啡饮料时代。**碳酸饮料市场在80年代保持增长，1980年碳酸饮料占软饮料市场比例高达42%，伴随咖啡在日本的普及，咖啡饮料占比快速提升，从80年的12%提升至90年的24%。
- **90年代：茶饮料时代。**90年代初碳酸饮料市场开始下滑，2000年碳酸饮料占比下滑至18%，无糖绿茶兴起拉动茶饮料在90年代快速增长，其中绿茶市场持续放量，从95年的852亿日元增长至05年的4470亿元，**CAGR约+18%**。
- **21世纪：无糖饮料时代。**日本软饮料市场总量进入21世纪后增长停滞，整体趋于平稳，果汁饮料、碳酸饮料等出现下滑，而矿泉水市场持续增长。

图表：日本1980-2022年软饮料市场规模（亿日元）



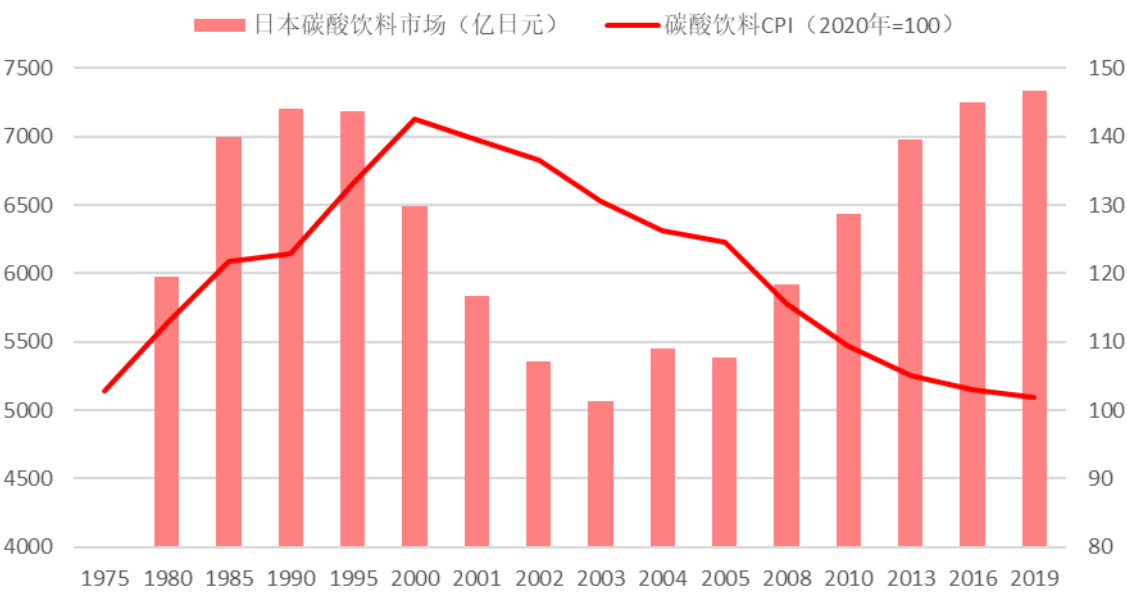
图表：日本软饮料市场子行业结构



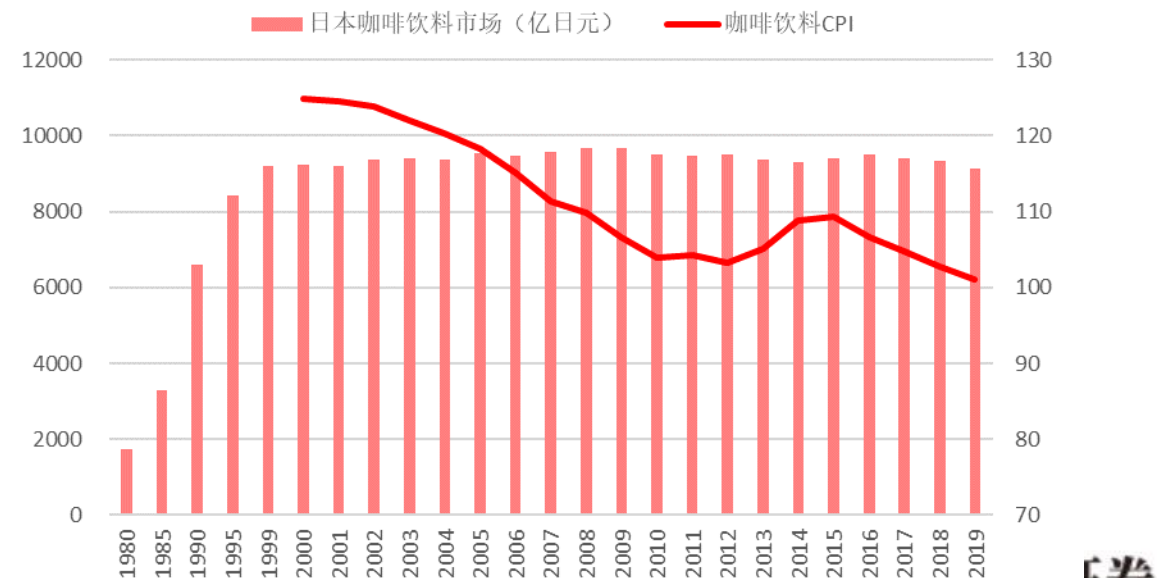
2.5.1 八十年代后咖啡饮料爆发，九十年代末碳酸饮料回落

- **碳酸饮料90年代见顶，05年后重启增长**：90年代前日本碳酸饮料量价齐升，90年代日本消费者健康意识增强，碳酸饮料消费量开始下滑，而碳酸饮料价格在90年代仍在上涨，呈现量减价增的状态，进入21世纪后碳酸饮料价格下滑，碳酸饮料市场量价齐跌，**03年碳酸饮料市场规模较90年高点下滑约30%**，05年后碳酸饮料市场重启增长，预计呈现量增价减的状态。
- **80年代咖啡饮料快速增长**：随着咖啡在日本的普及，1980-2000年日本咖啡饮料快速增长，从80年的1720亿日元增长至99年的9206亿日元，**CAGR约+9.2%，其中1980-1990年CAGR约+14.4%**。21世纪后咖啡饮料市场整体保持平稳，而价格处于下降趋势，预计呈量增价减状态。

图表：日本碳酸饮料价格及市场规模



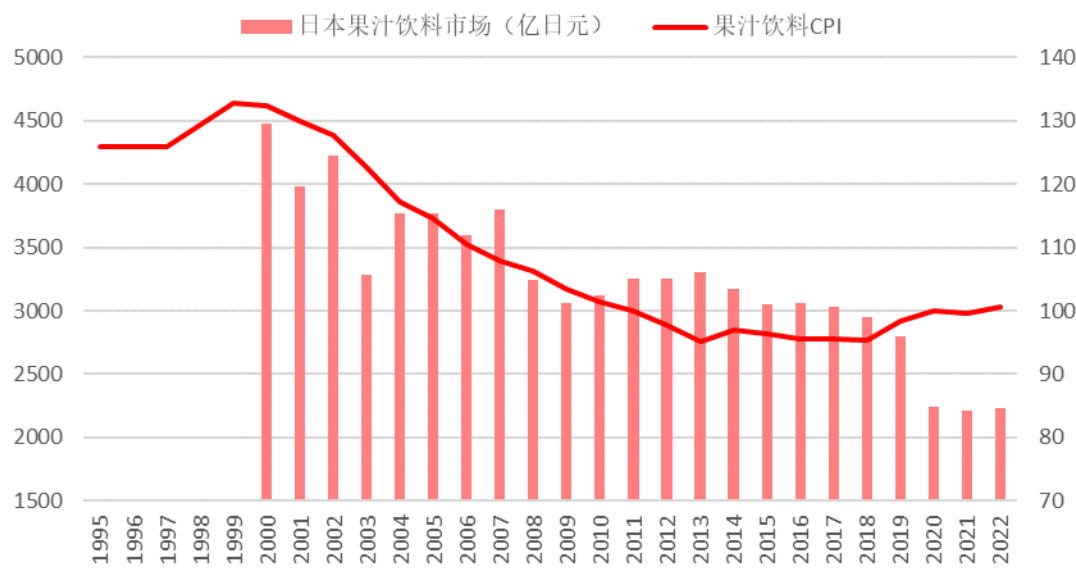
图表：日本咖啡饮料价格及市场规模



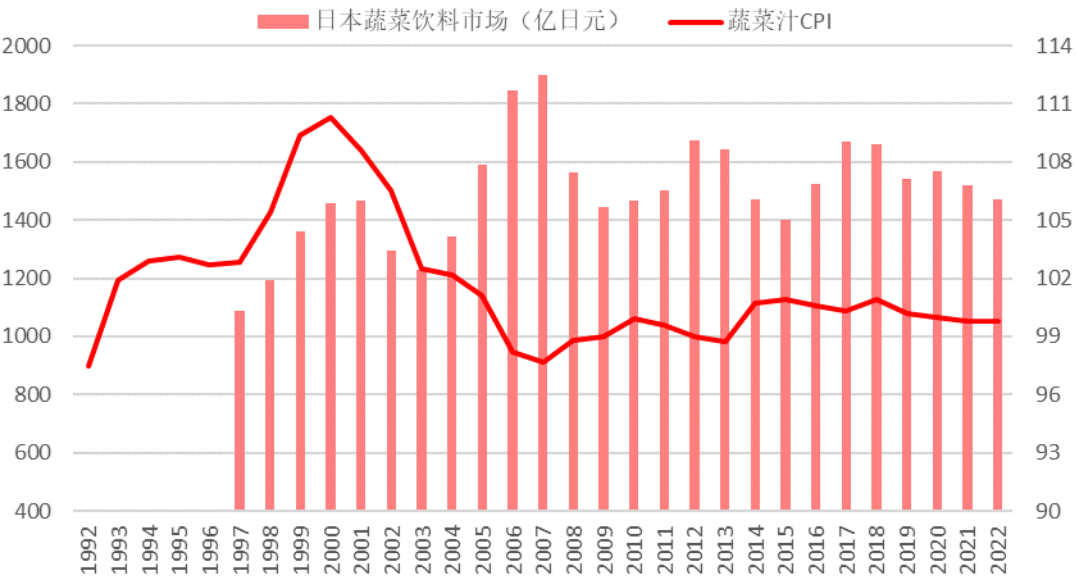
2.5.2 果汁饮料21世纪持续回落，蔬菜汁饮料相对平稳

- **果汁饮料持续回落**：90年代果汁饮料价格温和上行，进入21世纪后果汁饮料市场持续下滑，人均消费量走低，果汁价格同样在99年见顶后持续回落，预计呈现量价齐跌状态，22年果汁市场规模较20年下滑约50%。
- **蔬菜饮料市场相对平稳**：蔬菜汁饮料表现较果汁饮料良好，90年代处于量价齐升阶段，99年价格见顶回落后，21世纪蔬菜汁饮料在1500亿日元上下波动，相较90年代仍略有提升。

图表：日本果汁饮料价格及市场规模



图表：日本蔬菜汁饮料价格及市场规模



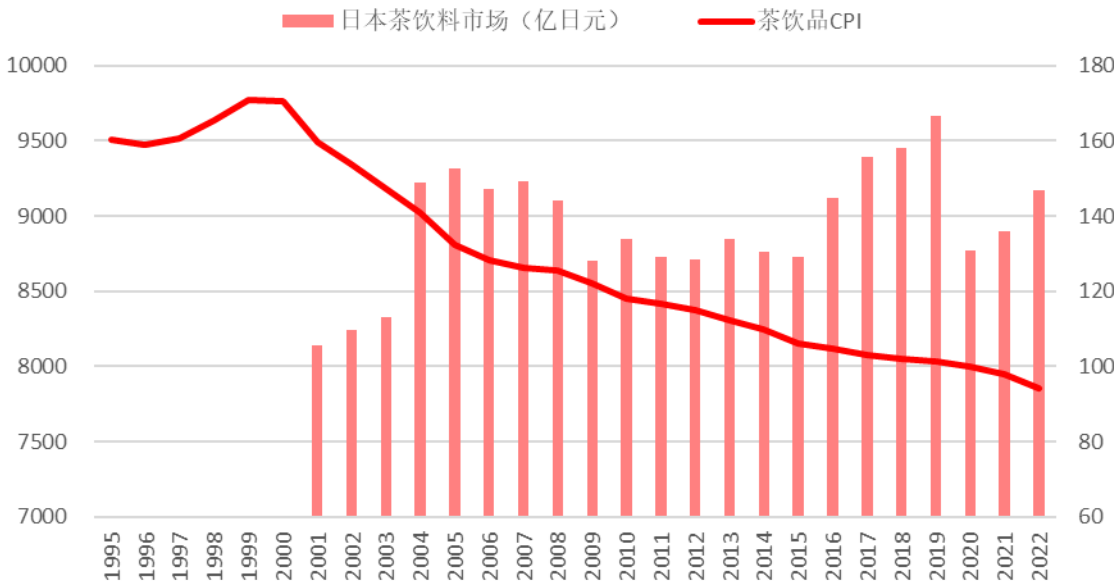
资料来源：伊藤园，日本统计局，中信建投

资料来源：伊藤园，日本统计局，中信建投

2.5.3 九十年代绿茶饮料爆发，21世纪后平稳回落

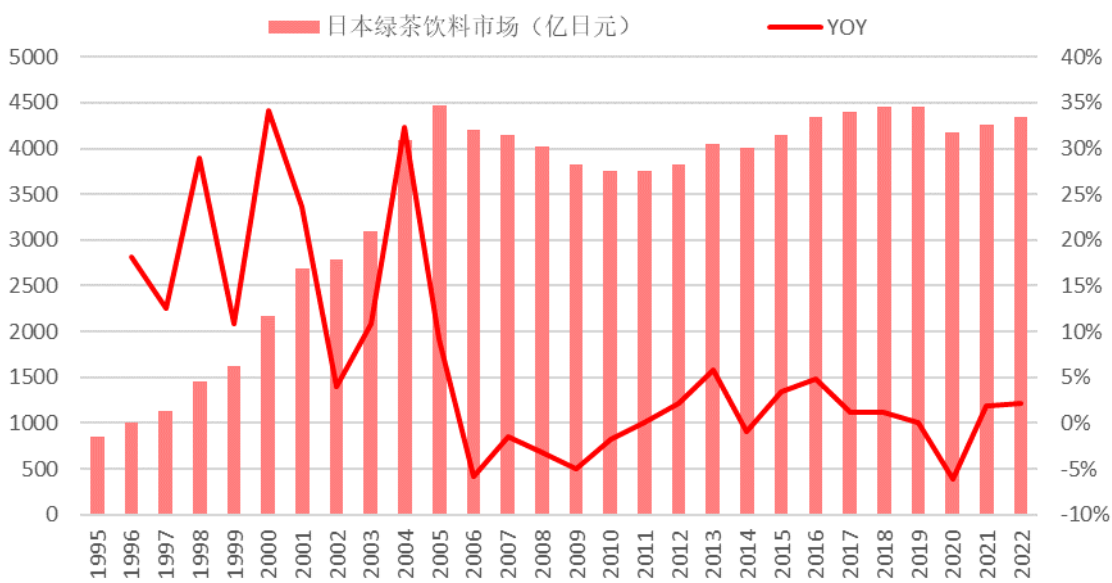
- **瓶装茶饮带动茶饮料爆发**：80年伊藤园率先推出世界首款罐装乌龙茶饮料，86年推出首款罐装绿茶，80年代末推出瓶装绿茶，满足消费者健康化、便捷化的茶饮需求，90年代绿茶市场持续放量，从95年的852亿日元增长至05年的4470亿元，**CAGR约+18%**，2005年后绿茶饮料市场略有回落，此后保持平稳状态，与咖啡市场类似。
- 价的方面，2000年茶饮品价格见顶后持续回落，**22年茶饮价格较2000年下滑45%，CAGR约-2.7%**。

图表：日本茶饮料价格及市场规模



资料来源：伊藤园，日本统计局，中信建投

图表：日本绿茶饮料市场规模及增速

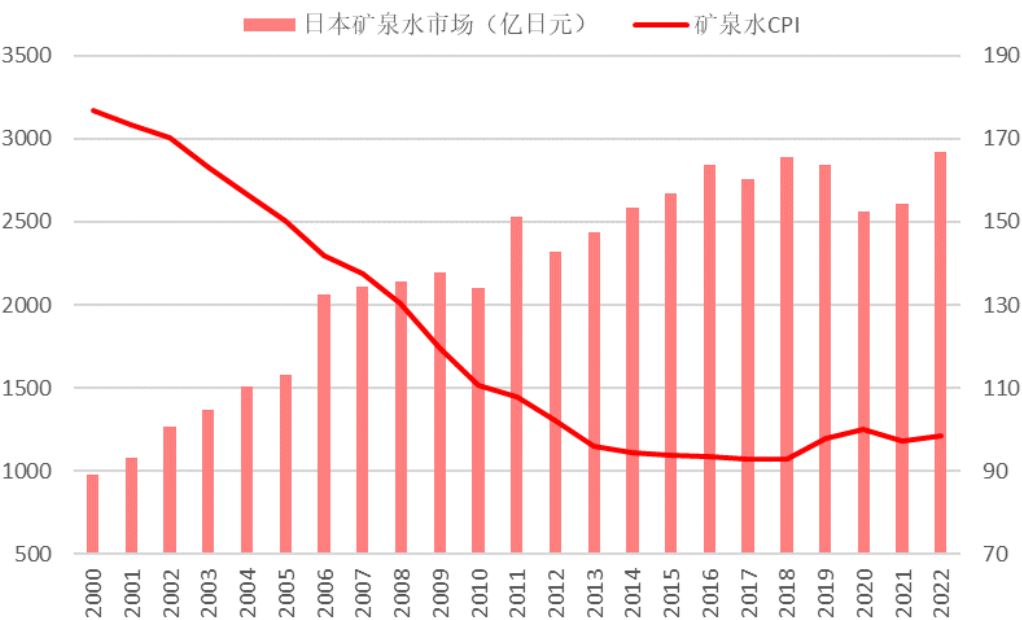


资料来源：伊藤园，中信建投

2.5.4 矿泉水量增价减，无糖化趋势明显

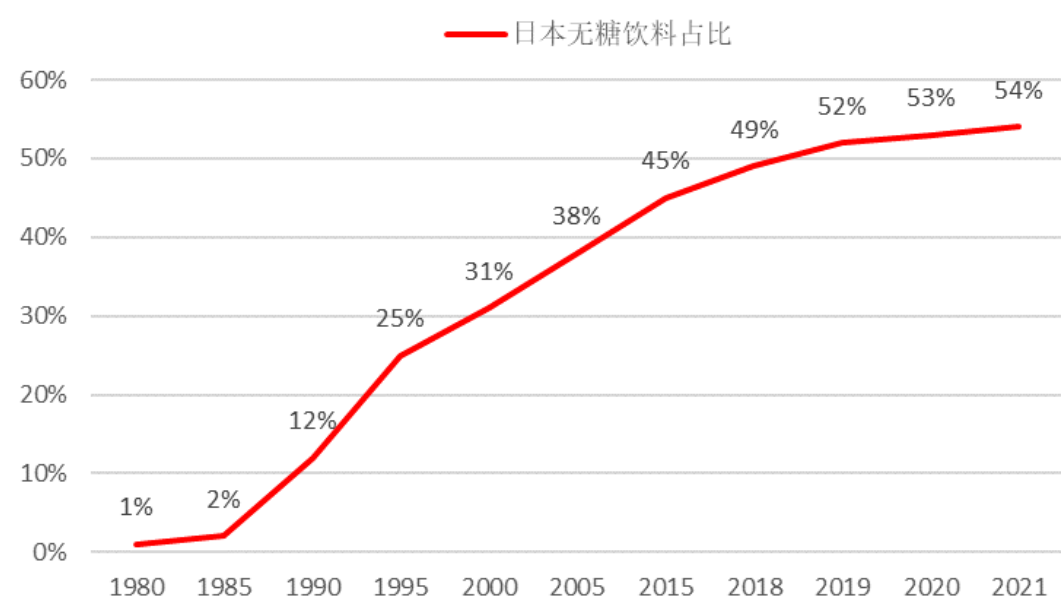
- **矿泉水市场持续扩容，量增价减**：进入21世纪后，日本矿泉水市场持续增长，仍未见顶，2000-2022年CAGR约+5.1%，占软饮料比重从2000年的2.8%提升至22年的8.2%，而价的维度，矿泉水价格持续下滑，22年价格较2000年下滑44%，长期处于量增价减的趋势。
- **无糖化趋势明显**：1980年时无糖饮料仅占饮料总量的1%，进入90年代后，无糖茶饮料兴起，带动无糖饮料占比快速提升，至2019年无糖饮料占比已经超过50%，2021年无糖饮料占日本国内饮料市场的54%。

图表：日本矿泉水价格及市场规模



资料来源：伊藤园，日本统计局，中信建投

图表：日本无糖饮料占比已超过50%



资料来源：伊藤园，中信建投

2.5.5 子行业相互竞争，寡头垄断格局

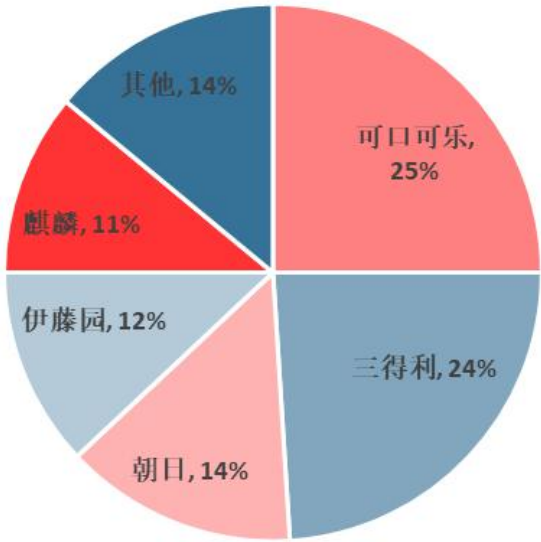
- **巨头战争，寡头垄断格局，CR5超过80%**：日本软饮料市场由可口可乐、三得利、朝日、伊藤园和麒麟等五家巨头主导，CR5超过80%，可口可乐市占率居首但无法做到全品类第一。
- **子行业龙头品牌各异**：除功能饮料和运动饮料赛道相对独立外，不同子行业间没有明显的竞争边界，在线下货架存在一定的相互替代，具体表现为巨头基本在各个子行业均有布局，而龙头品牌各异，其中朝日、麒麟、三得利同时为日本低度酒类龙头。

图表：日本各软饮料子行业竞争格局情况

子行业	第一名	第二名	第三名	第四名	第五名
包装水	三得利	可口可乐	朝日	麒麟	达能
茶饮料	伊藤园	可口可乐	三得利	麒麟	朝日
碳酸饮料	可口可乐	朝日	三得利	百事	麒麟
果汁	可果美	伊藤园	可口可乐	三得利	麒麟
能量饮料	可口可乐（魔爪）	红牛	大冢制药	朝日	三得利
运动饮料	可口可乐	大冢制药	三得利	麒麟	明治
咖啡	三得利	可口可乐	雀巢	味之素	朝日

资料来源：欧睿，中信建投

图表：日本软饮CR5超过80%



资料来源：伊藤园，中信建投

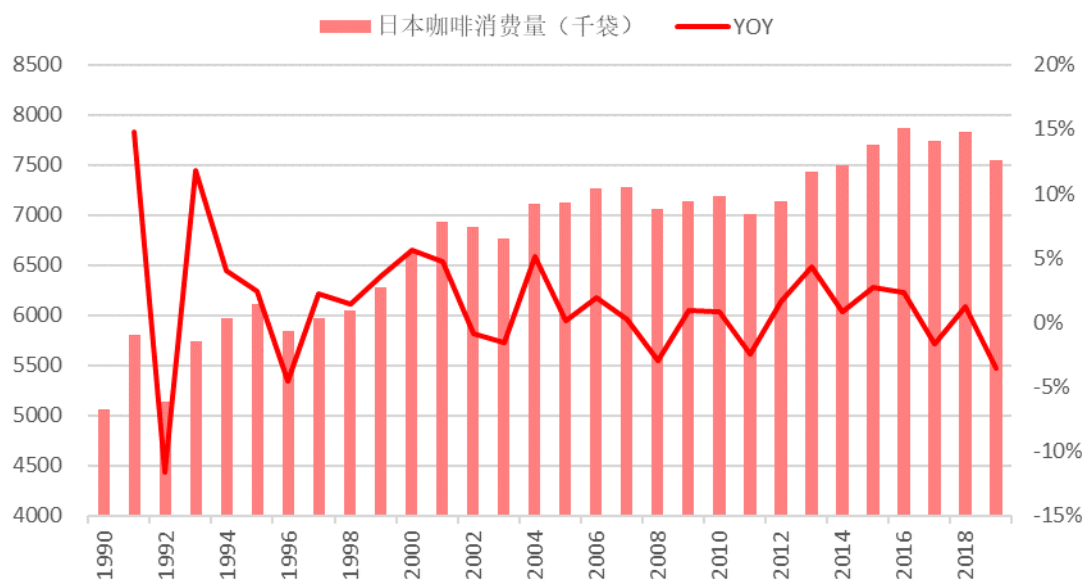
2.6 咖啡：代际消费递增，超长周期持续增长

- 2.6.1 本质：咖啡长期量增本质来源于代际递增的成瘾性
- 2.6.2 品类：咖啡品质升级，速溶咖啡消费量持续下滑
- 2.6.3 场景：咖啡饮用习惯深入家庭场景，职场和学校的消费量降低

2.6 日本咖啡消费表现：持续增长，穿越周期

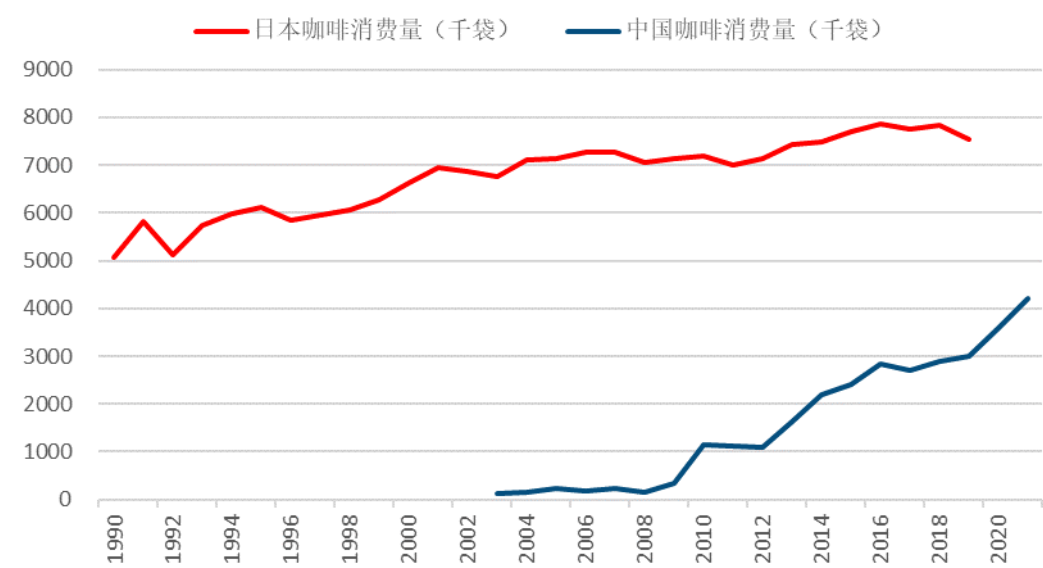
- 受益于二战后西式生活的普及，咖啡消费在日本快速增长，1969年UCC推出经典罐装咖啡，带动咖啡消费量快速提升。进入90年代后，日本咖啡消费受经济波动影响并不明显，仍然持续增长，进入21世纪后受人口下滑影响，增速有所放缓，但仍保持小幅增长，**1990-2018年CAGR约+1.6%，其中1990-2000年CAGR约+2.7%。**
- **我国当前咖啡消费量仍不及日本90年代初水平：**我国当前咖啡消费量（千袋）仍低于1990年的日本，二战后日本咖啡消费量迅速增长，经过30-40年持续大幅增长才逐步趋缓。

图表：日本咖啡消费量持续上升



资料来源：国际咖啡组织，中信建投

图表：我国当前咖啡消费量仍不及日本1990年水平

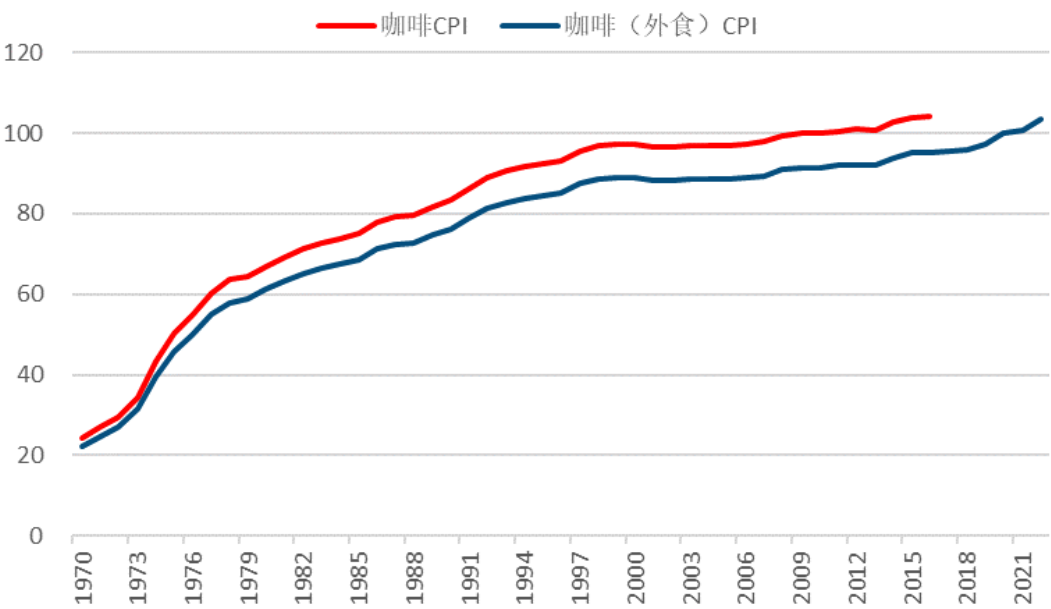


资料来源：国际咖啡组织，USDA，中信建投

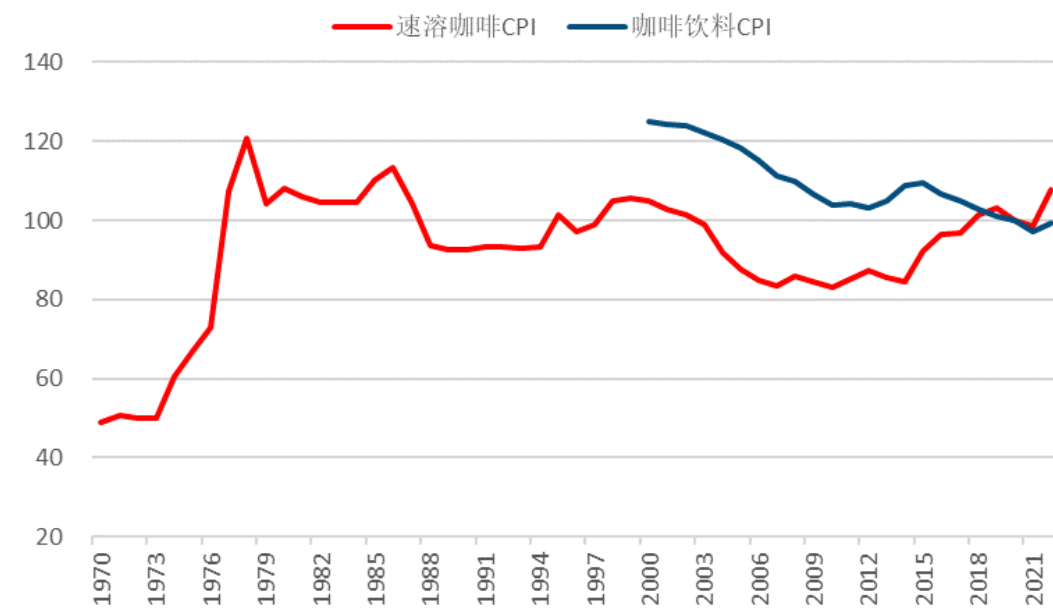
2.6 日本咖啡消费表现：持续增长，穿越周期

- **价的维度：**日本咖啡价格自1970年后持续提升，至1998年后基本保持平稳，餐饮端咖啡价格与咖啡整体价格走势接近，2003年后咖啡价格出现温和上涨，预计与精品咖啡等高品质咖啡增长有关。2003年日本精品咖啡协会成立，产品升级驱动咖啡价格实现提升，2021年餐饮端咖啡外卖价格较1998年上涨约16%。
- 速溶咖啡价格在80年代后长期处于平稳微降趋势，当前速溶咖啡价格较90年代基本持平，咖啡饮料价格在21世纪后逐步回落，2022年咖啡饮料价格较2000年下滑20.5%；

图表：日本咖啡价格和餐饮端咖啡价格均持续提升但在1998年后放缓



图表：日本速溶咖啡和咖啡饮料价格中长期处于稳步下降状态



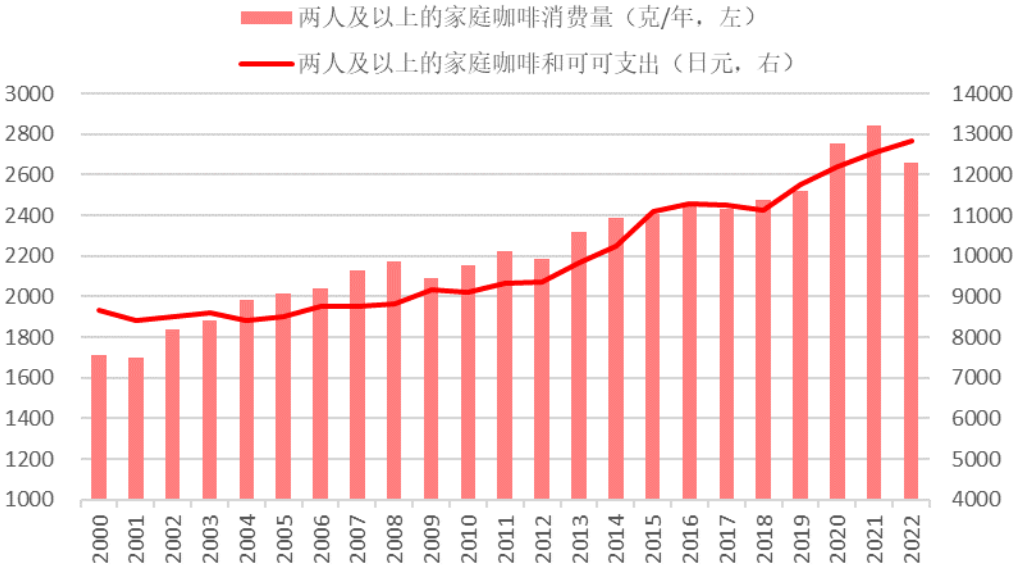
资料来源：日本统计局，中信建投

资料来源：日本统计局，中信建投

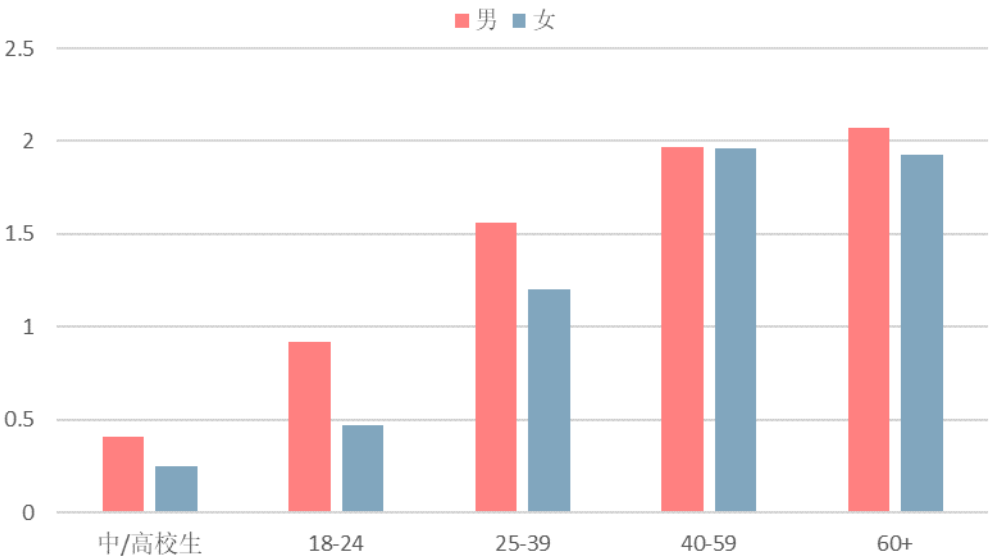
2.6.1 咖啡长期量增本质来源于代际递增的成瘾性

- **家庭端消费量及支出均持续提升：**日本两人及以上家庭咖啡消费量稳步增长，2000-2022CAGR为+2.0%，咖啡和可可支出CAGR为+1.8%，咖啡单价基本保持稳定。
- **量增本质原因是代际递增的成瘾性。**咖啡饮用习惯形成后能够长期保持并进行代际传递，并且消费量跟随年龄增长而增加，因此能够抵消日本严重老龄化、人口下滑的负面影响，从而实现超长周期的量增。根据日本咖啡协会的调查，仅60岁以上女性群体的消费量略低于40-59岁女性，其他阶段的咖啡消费量均跟随年龄增长而增加，展现出极强的消费包容性。

图表：日本两人以上家庭咖啡消费量及支出



图表：2020年日本每人每天平均咖啡消费杯数（杯/人）



资料来源：日本统计局，中信建投

资料来源：日本咖啡协会，中信建投

更多免费行业报告

并购家

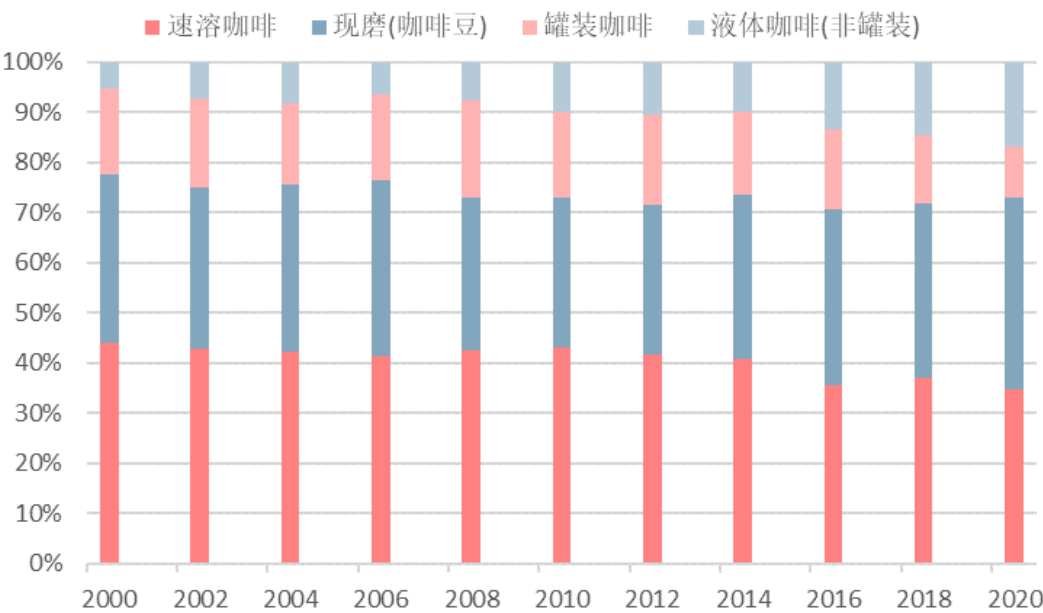
www.ipoipo.cn



2.6.2 咖啡品质升级，速溶咖啡消费量持续下滑

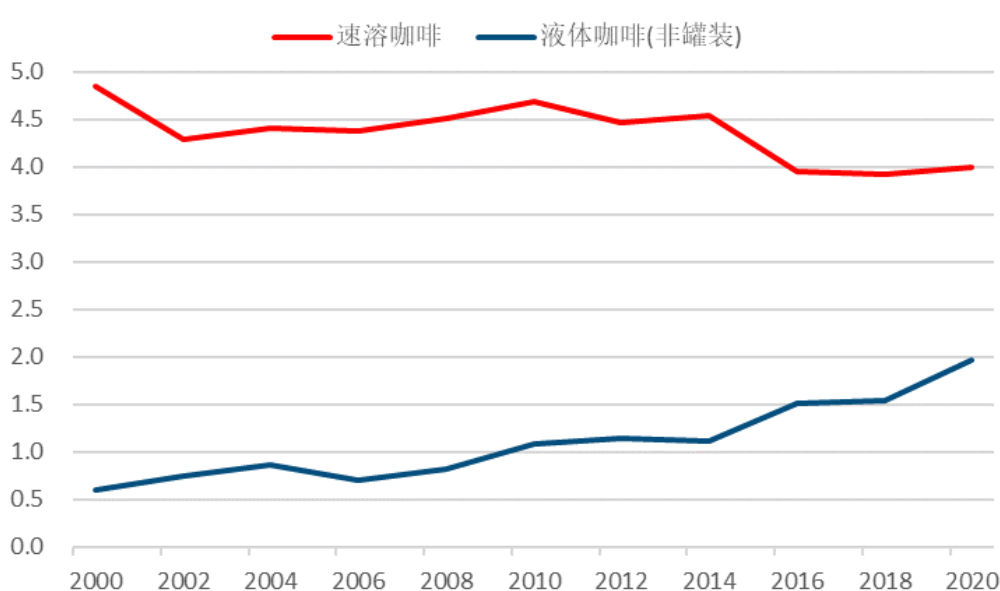
➤ **从产品类型看**，精品咖啡文化兴起，速溶咖啡持续下滑。2000年，速溶咖啡占日本咖啡饮用量的44%，此后逐步下滑，22年降至饮用量的35%。日本在2003年成立精品咖啡协会，更具个性化、品质更高的自制液体咖啡（非罐装）消费量持续提升，从2000年的0.60杯提升至2020年的1.97杯，CAGR约6.1%，占咖啡饮用量的5%提升至17%。

图表：日本各类型咖啡消费量占比



资料来源：日本咖啡协会，中信建投

图表：日本各类型平均每周咖啡消费量（杯）

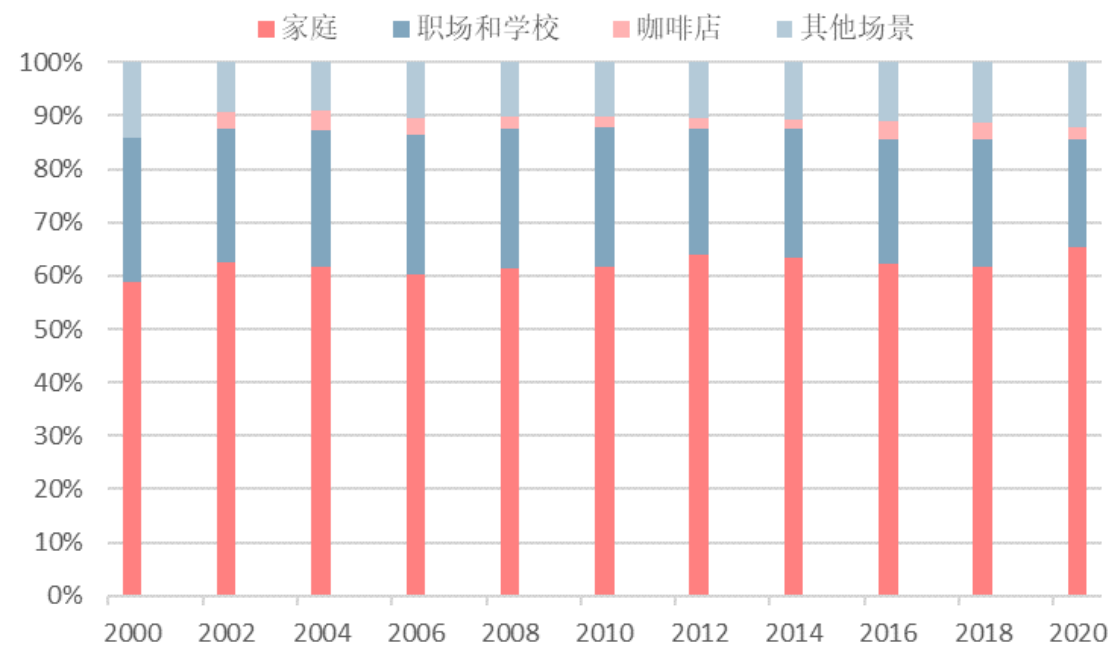


资料来源：日本咖啡协会，中信建投

2.6.3 咖啡饮用习惯深入家庭场景，职场和学校的消费量降低

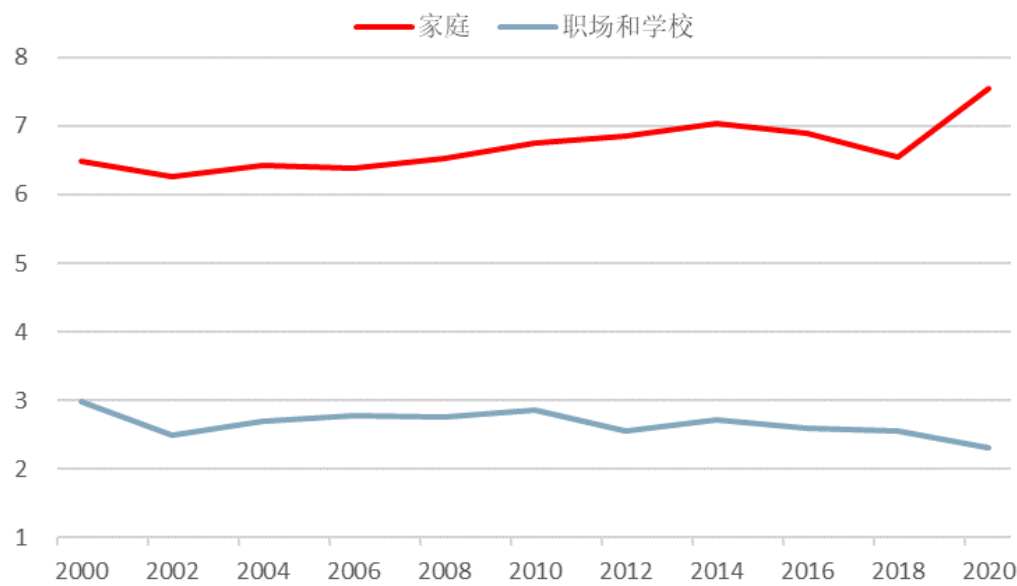
➤ **从消费场景来看**，随着咖啡饮用习惯的深度养成，家庭成为主要的咖啡饮用场景且占比逐步提升，2020年家庭饮用杯数占比约65%，20年日本家庭平均每周咖啡消费量7.55杯，较2000年提升约16%。职场和学校场景的消费量呈现下降趋势，2020年职场和学校饮用量2.32杯，较2000年下滑约22%。咖啡店渠道消费量基本保持稳定。

图表：日本咖啡消费场景消费量占比



资料来源：日本咖啡协会，中信建投

图表：日本各场景平均每周咖啡消费量（杯）



资料来源：日本咖啡协会，中信建投

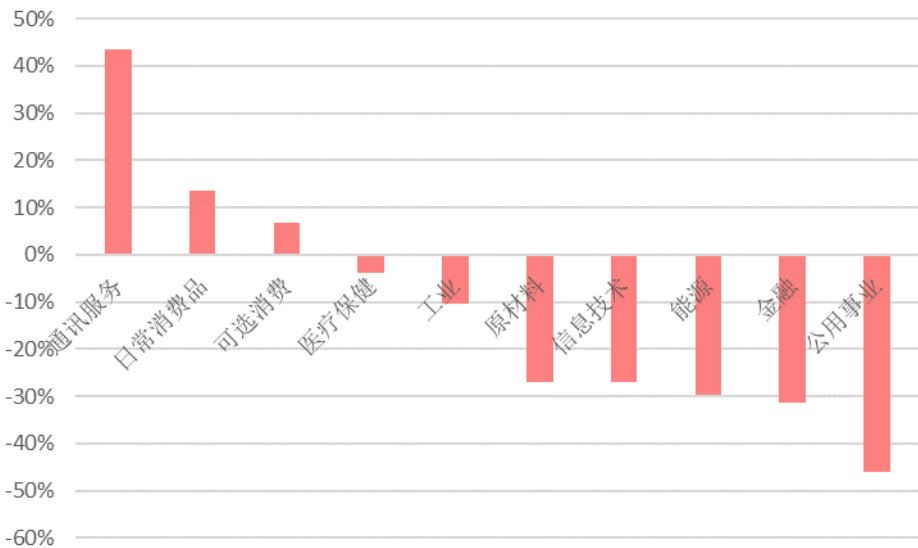
三、龙头：第三消费时代的日本食品饮料龙头如何穿越周期

- 3.1 日本消费股票表现：必选优于可选，食品饮料龙头跑赢日经225
- 3.2 日本食品饮料股价表现：全球化扩张和提效降费是食品饮料龙头超额收益关键
- 3.3 日本食品饮料估值表现：90年代估值回落，全球化扩张推动估值抬升
- 3.4.1 路径一：顺应趋势，推动产品创新与多元化扩张
- 3.4.2 路径二：布局海外，打造全球化品牌
- 3.4.3 路径三：提效降费，管理优化提升利润率

3.1 日本消费股票表现：必选优于可选，食品饮料龙头跑赢日经225

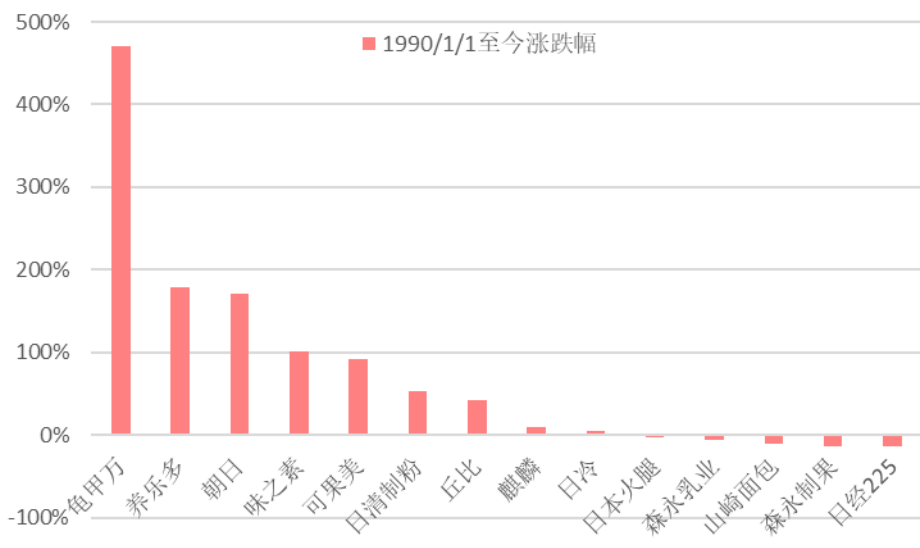
- **必选消费表现好于可选**：日经225指数在1989年底达到高点，此后泡沫破裂进入长期回落期，直到2013年后逐步走出底部。以标普日本行业划分，在1990.01.01-2013.05.31期间，通讯服务是该时期全球产业大趋势，因此涨幅大幅领先，日常消费品和可选消费行业涨幅仅次于通讯业，跑赢其他行业。
- **食饮龙头公司明显跑赢日经225**：虽然日本国内在90年代后经济长期低迷、老龄化严重，但食品饮料龙头凭借**提升市场份额、品类多元化、国际化扩张等方式**实现持续增长，尤其2012年后日本贷款利率持续走低，各行业龙头加速国际化进程，股价均跑赢日经225，说明优质食饮龙头公司在行业负 β 下仍然有 α 机会。

图表：标普日本行业指数涨跌幅（1990.01.01-2013.05.31）



资料来源：， 中信建投

图表：食饮龙头涨幅跑赢日经225

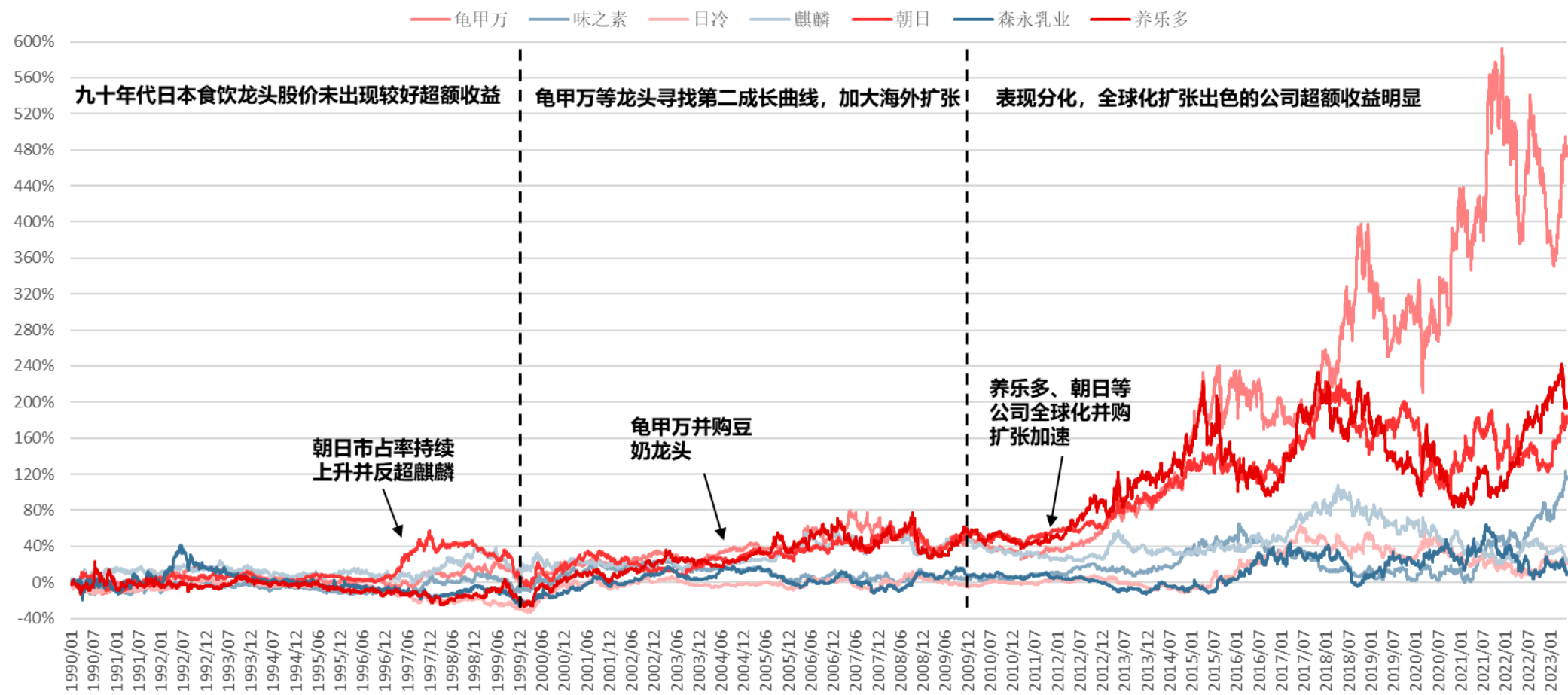


资料来源：， 中信建投



3.2 日本食饮股价表现：全球化扩张和提效降费是食品饮料龙头超额收益关键

图表：日本食饮龙头较日经225相对收益率走势



资料来源：Bloomberg，中信建投

更多免费行业报告

并购家

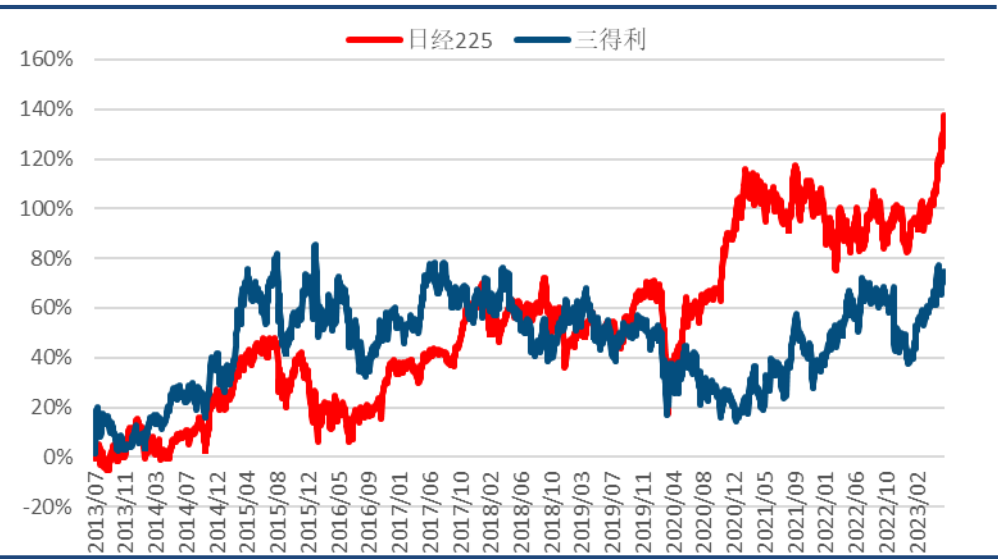
www.ipoipo.cn



中信建投证券
CHINA SECURITIES

3.2 日本食饮股价表现：全球化扩张和提效降费是食品饮料龙头超额收益关键

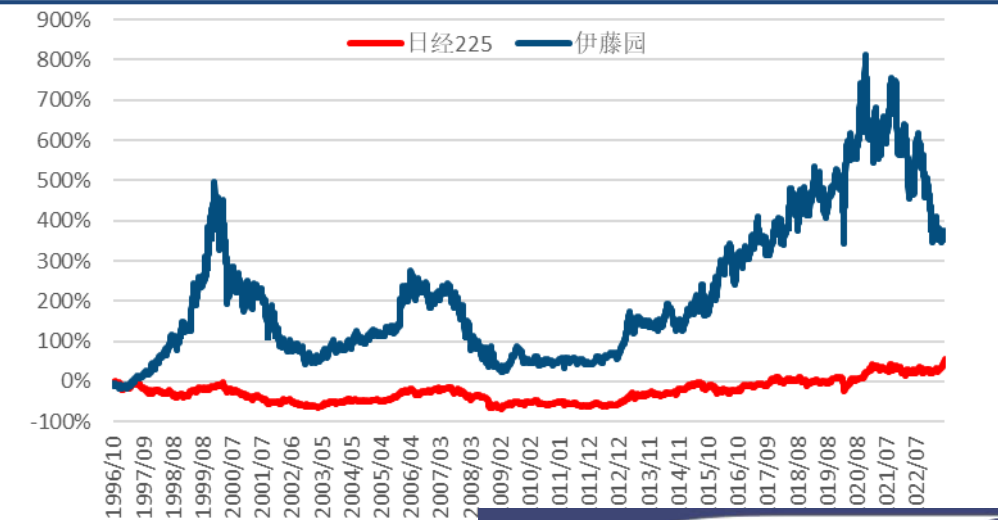
图表：2017年后三得利国际业务有所收缩，跑输日经225



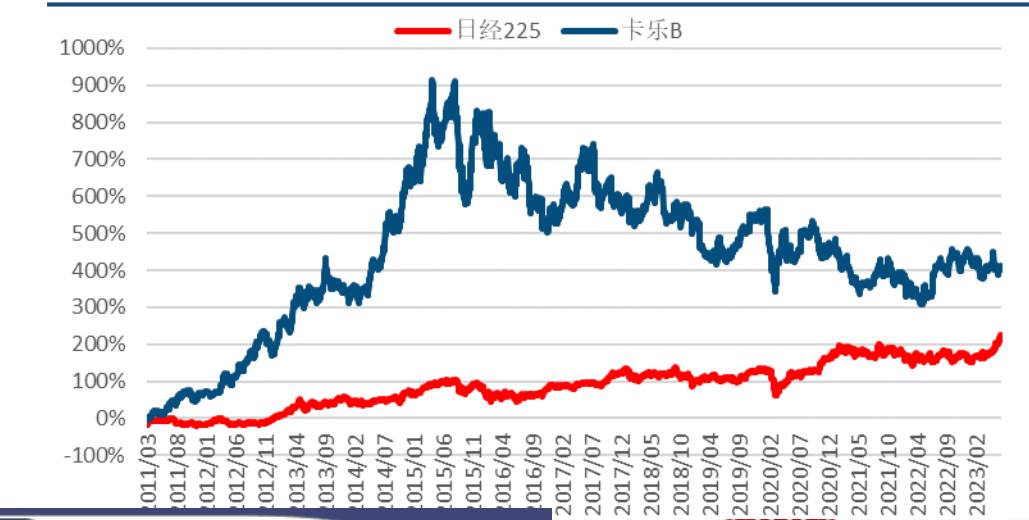
图表：2012年明治净利率触底后持续回升，2018年后收入负增长



图表：21世纪后伊藤园茶饮业务放缓，2012年后加快多元化和海外扩张



图表：2009-2016年卡乐B推行降费提效战略，7年净利润CAGR34%



资料来源：Bloomberg，中信建投

更多免费行业报告

并购家

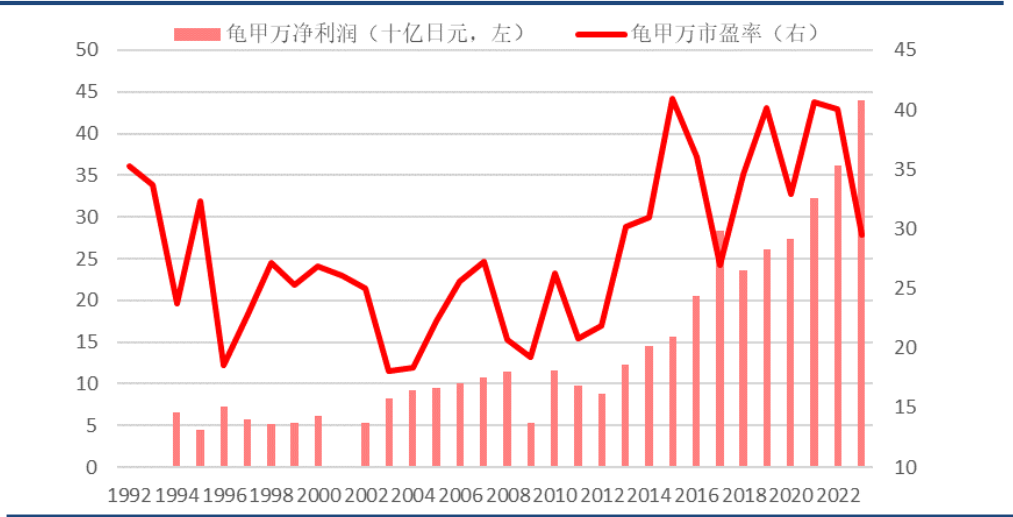
www.ipoipo.cn



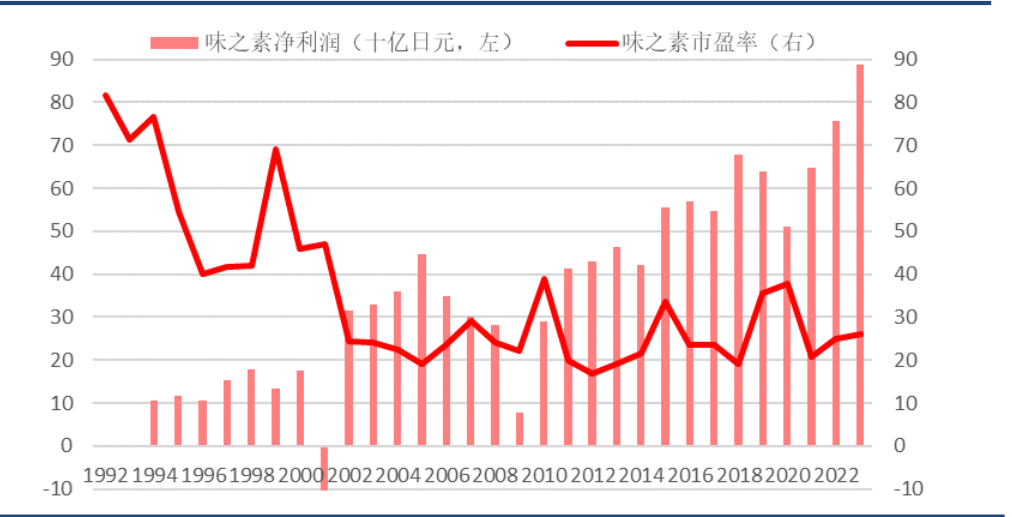
CHINA SECURITIES

3.3 日本食品饮料估值表现：90年代估值回落，全球化扩张推动估值抬升

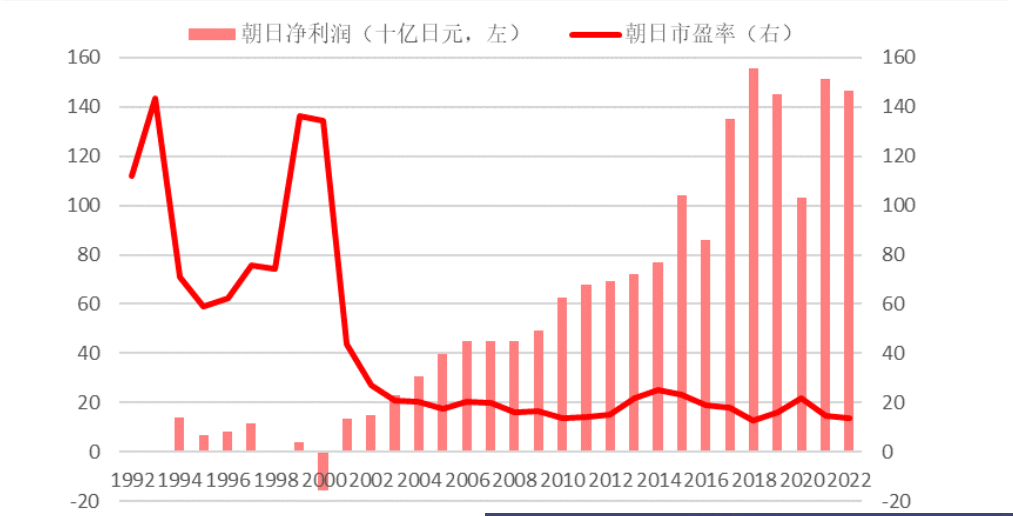
图表：90年代后龟甲万估值先回落再抬升，近10年市盈率稳定在35倍左右



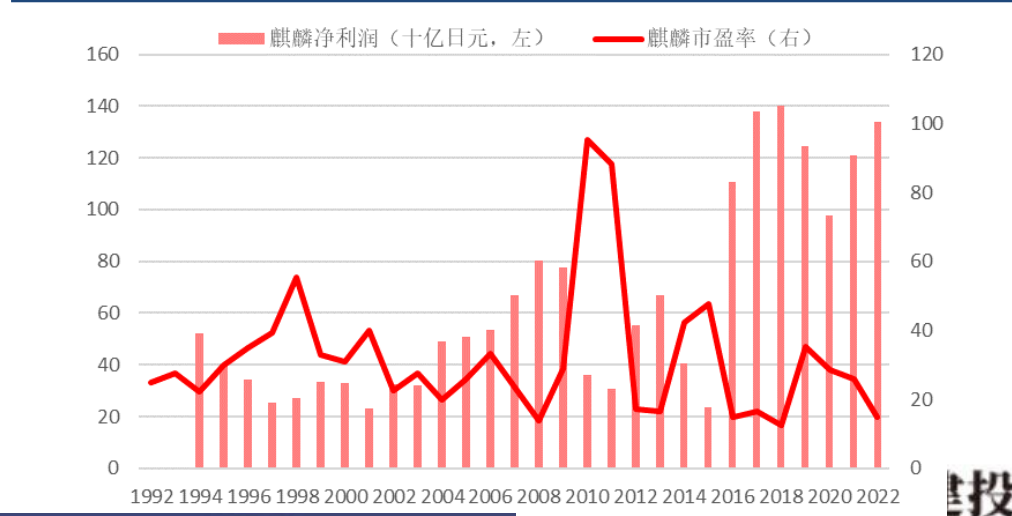
图表：90年代后味之素估值大幅回落，近10年稳定在26倍左右



图表：90年代后朝日估值回落，近20年市盈率稳定在19倍左右

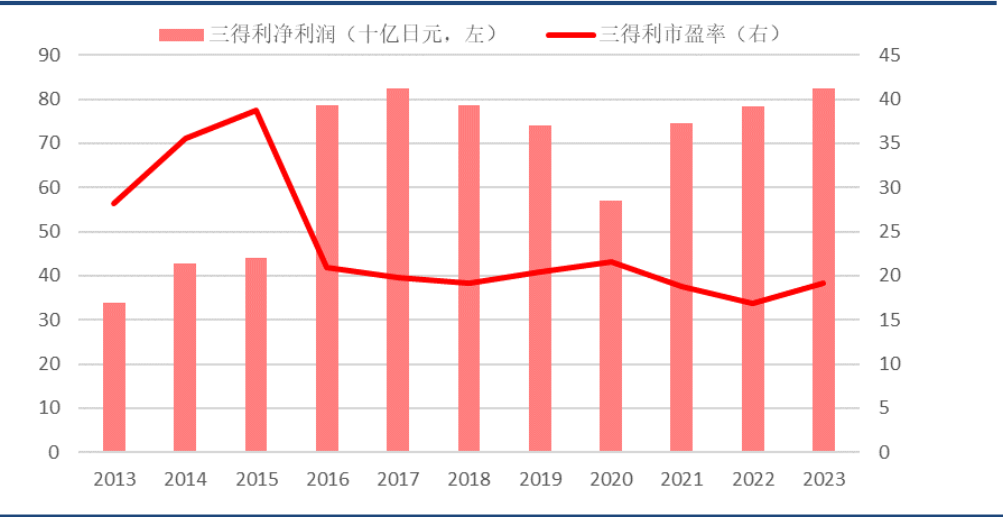


图表：近几年麒麟估值稳定在25倍左右

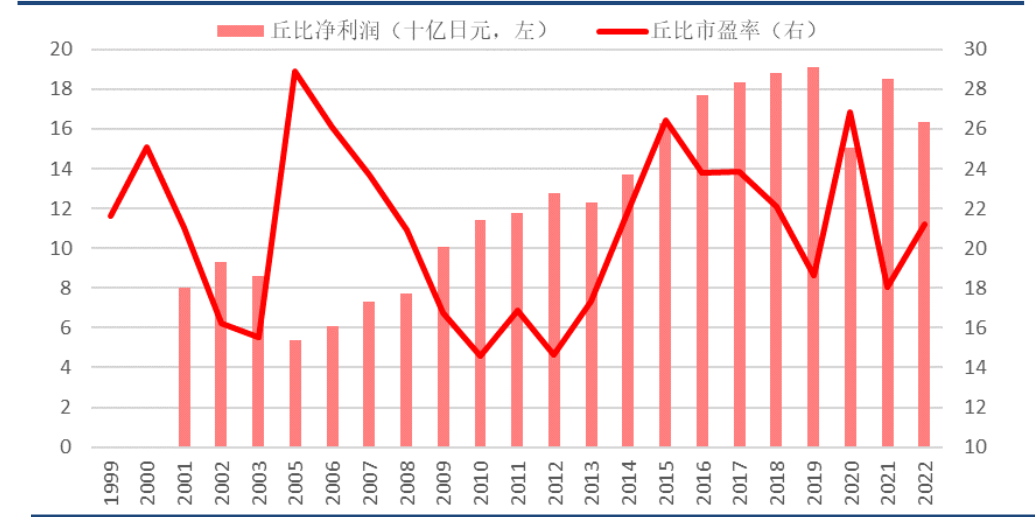


3.3 日本食饮估值表现：90年代估值回落，全球化扩张推动估值抬升

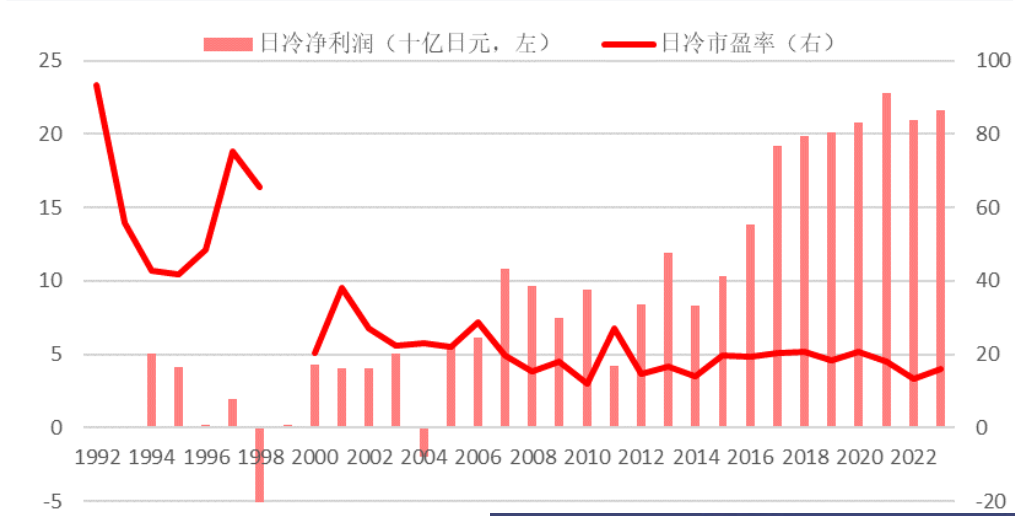
图表：2016年后三得利市盈率稳定在20倍左右



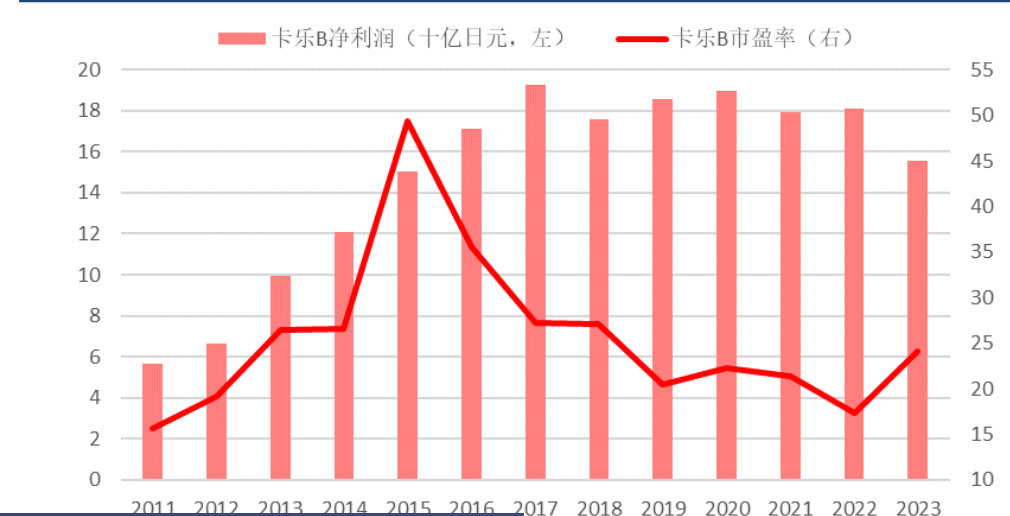
图表：丘比估值先回落再抬升，近年估值稳定在22倍左右



图表：90年代后日冷估值回落，近20年市盈率稳定在20倍左右

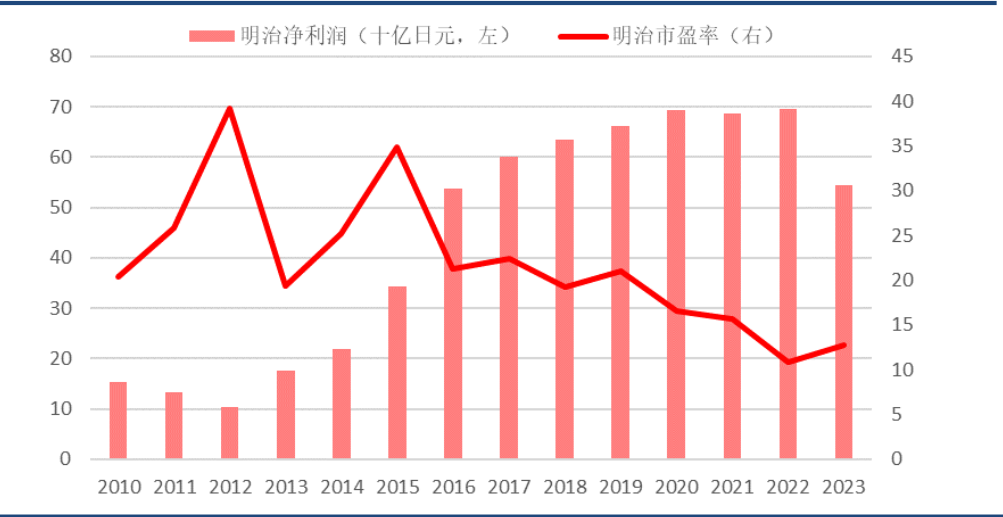


图表：卡乐B上市后戴维斯双击，2015年估值达50倍，随后回落至23倍左右

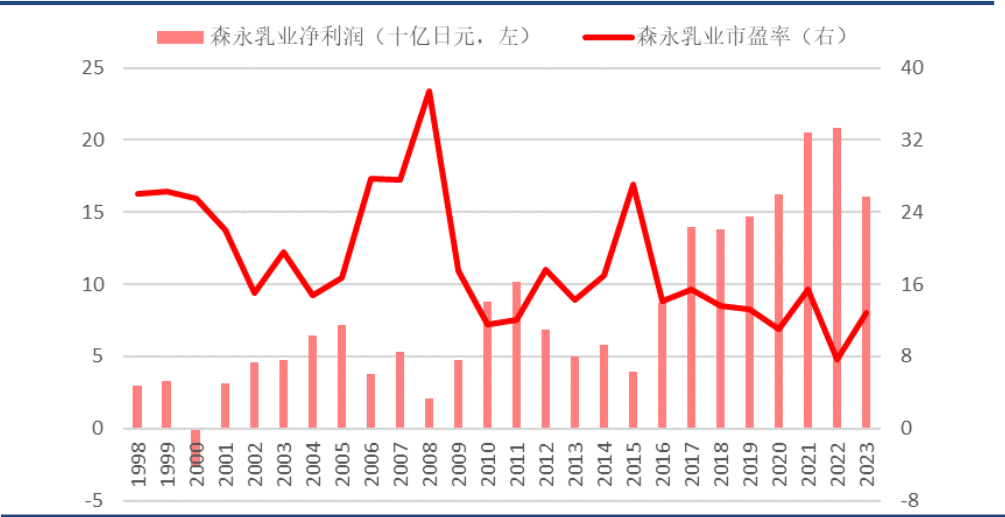


3.3 日本食品饮料估值表现：90年代估值回落，全球化扩张推动估值抬升

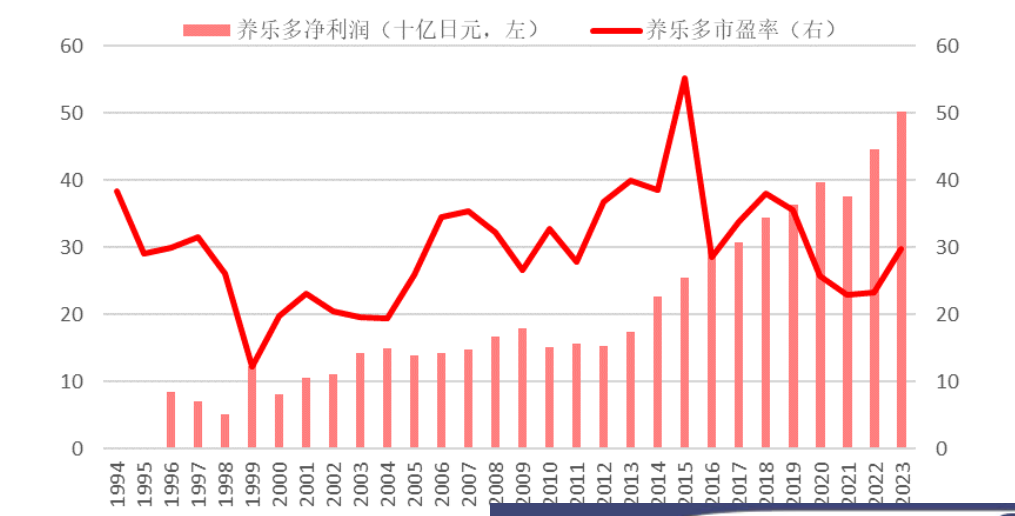
图表：上市后明治市盈率从30倍下滑至15倍左右



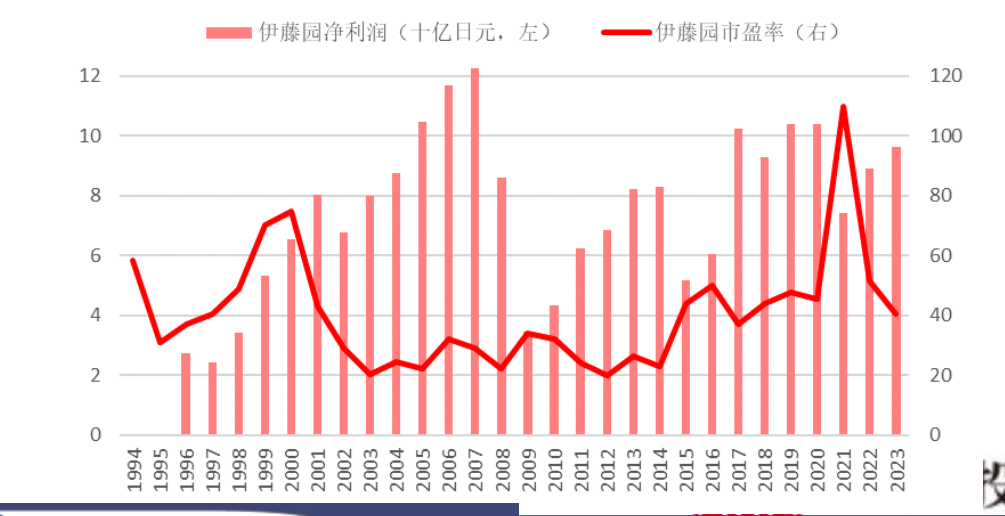
图表：近几年森永乳业市盈率回落至10倍左右



图表：90年代养乐多估值下滑至15倍以下，2000年后逐步抬升，近20年市盈率稳定在30倍左右



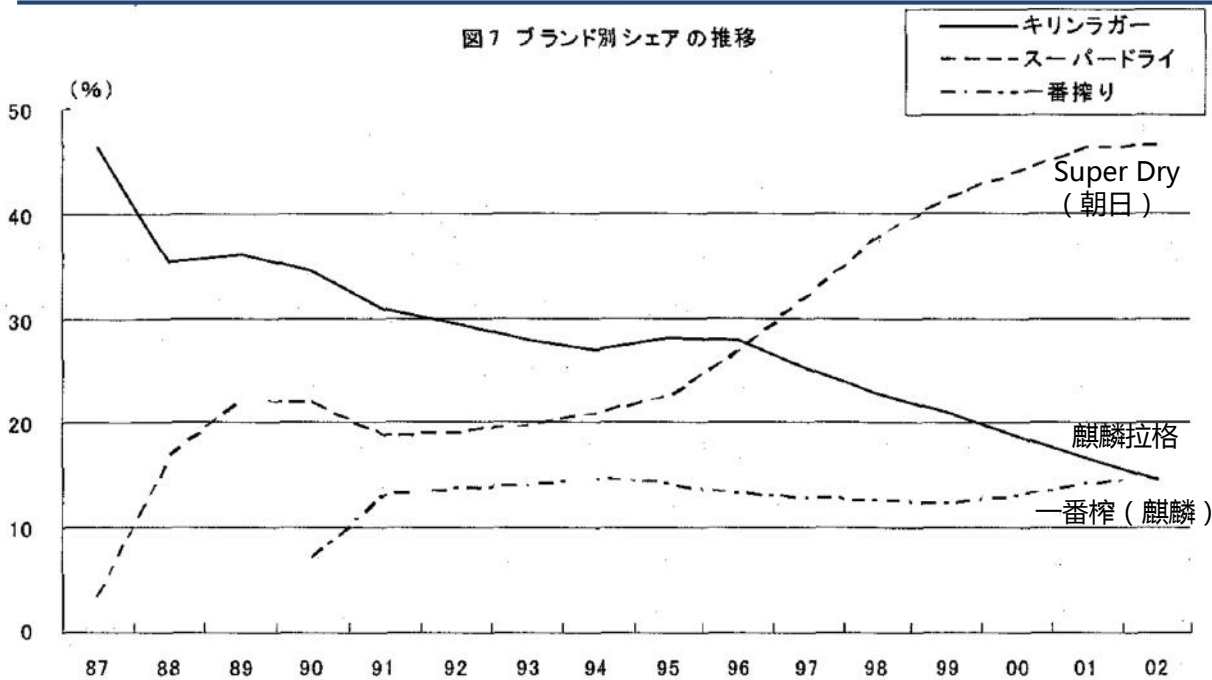
图表：伊藤园估值经过90年代大幅上涨后回落至25倍左右，2014年后又提升至40倍左右



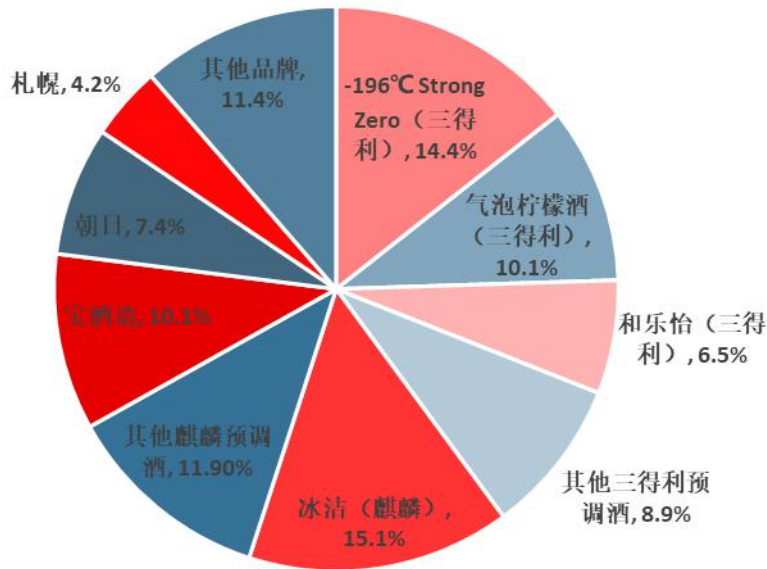
3.4.1 路径一：顺应趋势，推动产品创新与多元化扩张

- （1）顺应消费者偏好和性价比趋势，啤酒龙头开创发泡酒、预调酒。
- 1987年朝日经过大量市场调研，创造性推出清爽口感的Super Dry啤酒，打破麒麟偏苦的啤酒口感，市占率迅速提升。1990年麒麟推出对标产品一番榨，只选用第一道压榨的麦芽汁进行发酵，单宁酸含量低，口感更加清爽，抢占市场份额。
- 顺应日本90年代性价比消费趋势，同时为了应对酒税政策，三得利、朝日、麒麟等啤酒企业先后推出发泡酒、第三类啤酒、预调酒，在传统啤酒领域份额相对靠后的三得利凭借发泡酒和预调酒，实现对朝日和麒麟的追赶。

图表：朝日和麒麟核心单品市占率变化情况



图表：日本预调酒大单品及竞争格局



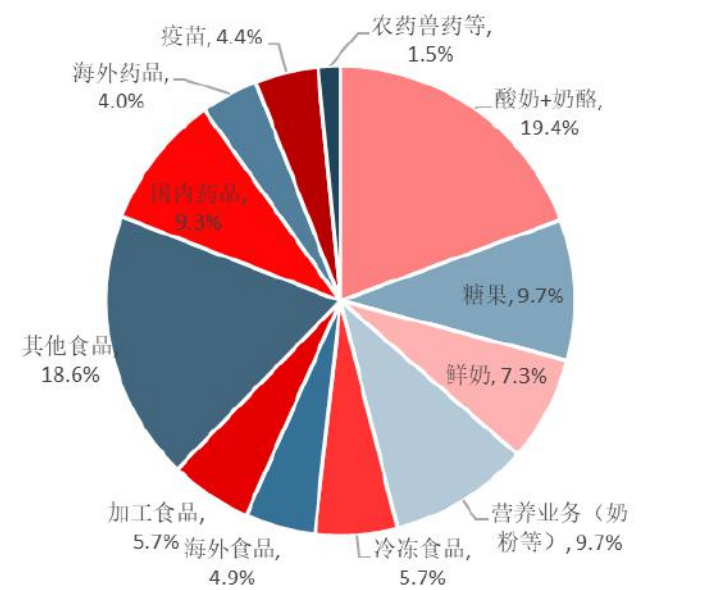
资料来源：藤原雅俊《国内ビール市場における競争逆転》 中信建投

资料来源：欧睿 中信建投

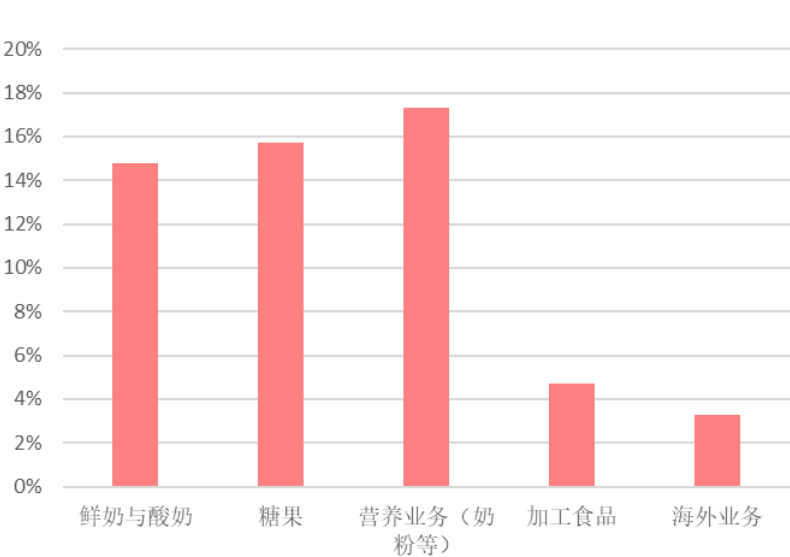
3.4.1 路径一：顺应趋势，推动产品创新与多元化扩张

- **（2）顺应健康化趋势，食饮龙头纷纷推出功能化和健康化产品，推动消费升级。**
- **明治：产品结构升级，向健康营养方向拓展。**公司在乳业方面持续推动高附加值产品，先后推出保加利亚酸奶（调节肠道）、LG21酸奶（抑制幽门螺旋杆菌）、R-1（预防病毒流感）、PA-3（降低尿酸）等，用功能化酸奶替代鲜牛奶，同时发力医药健康领域，收购药品、疫苗等公司，拓展蛋白粉、老年保健食品等营养业务，营养业务的营业利润率在明治食品各业务中最高。
- **伊藤园：瓶装绿茶开创者，健康化无糖饮料代表。**1985年伊藤园推出世界首款罐装绿茶（煎茶），而后开创性地推出全球首款PET瓶装绿茶お〜いお茶(Oi Ocha)，2003年成为日本销量第一的茶饮料，并在2019年获得吉尼斯世界纪录认证全世界年销量第一的天然健康绿茶饮料。无糖茶推动伊藤园股价在90年代涨幅超5倍，且1994年-2007年伊藤园盈利能力稳步提升，2007年本土市场竞争加剧后公司盈利能力承压。

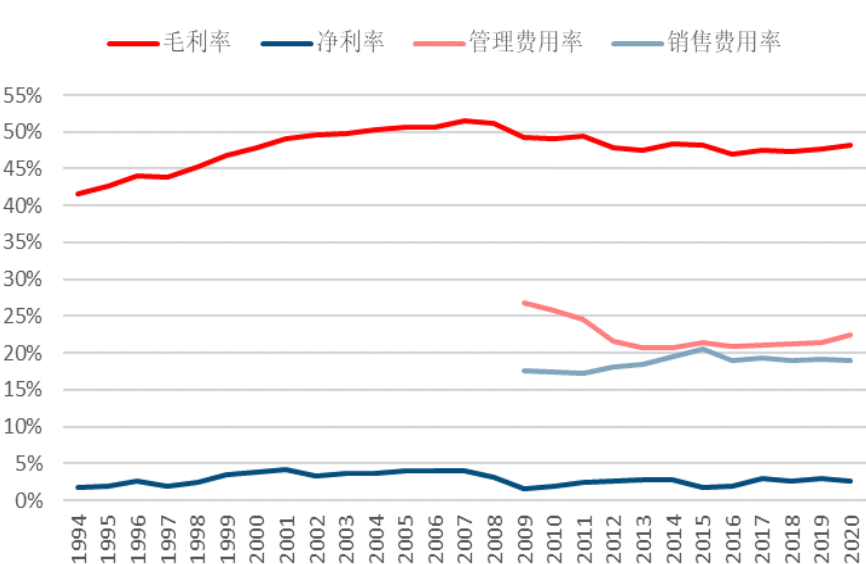
图表：明治集团营收结构占比（2021年）



图表：明治食品各业务营业利润率情况



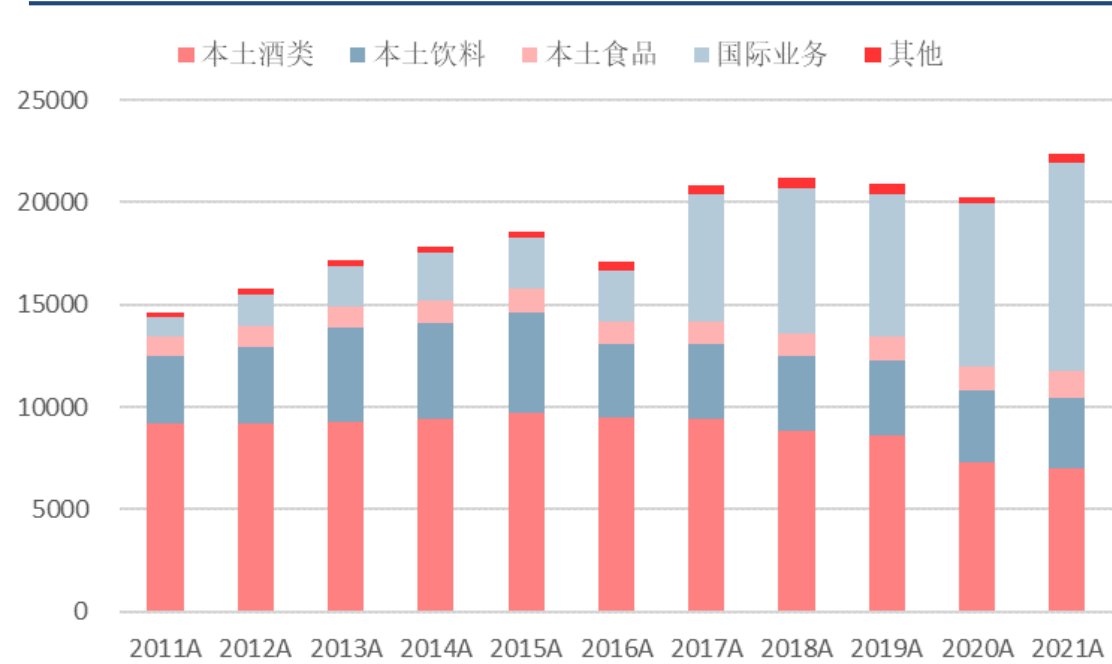
图表：1994-2007年伊藤园毛利率逐步提升



3.4.2 路径二：布局海外，打造全球化品牌

- （1）并购进军海外市场，如朝日、麒麟
- 朝日的海外扩张：1996年开始尝试将Super Dry出口欧洲，2000-2008年先后在捷克、英国、俄罗斯建厂生产Super Dry，2016-2017年收购SAB Miller在意大利、荷兰、东欧五国的啤酒业务。2009年全资收购澳大利亚第二大饮料公司Schweppes，2011年收购新西兰著名烈酒和饮料公司，同年在东南亚收购马来西亚软饮料公司Permanis。当前朝日国际业务占比已达48%。

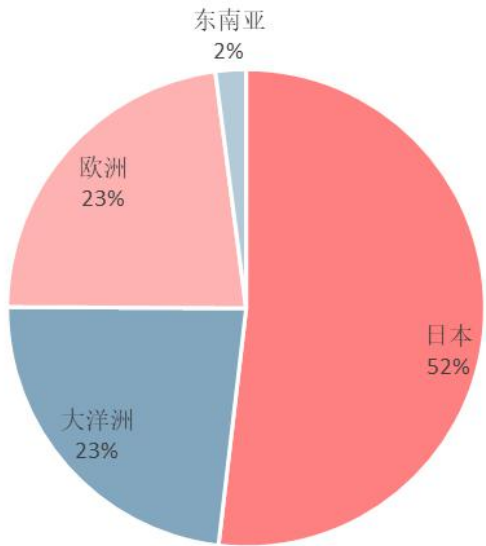
图表：2010年后朝日开启海外业务扩张，2015年后本土酒水业务逐步下滑（亿日元）



图表：朝日在欧洲多国市占率领先

国家	朝日市占率	市占率排名
英国	15%	3
荷兰	13%	3
意大利	20%	2
波兰	34%	1
捷克	45%	1
斯洛伐克	35%	2
匈牙利	34%	1
罗马尼亚	36%	1

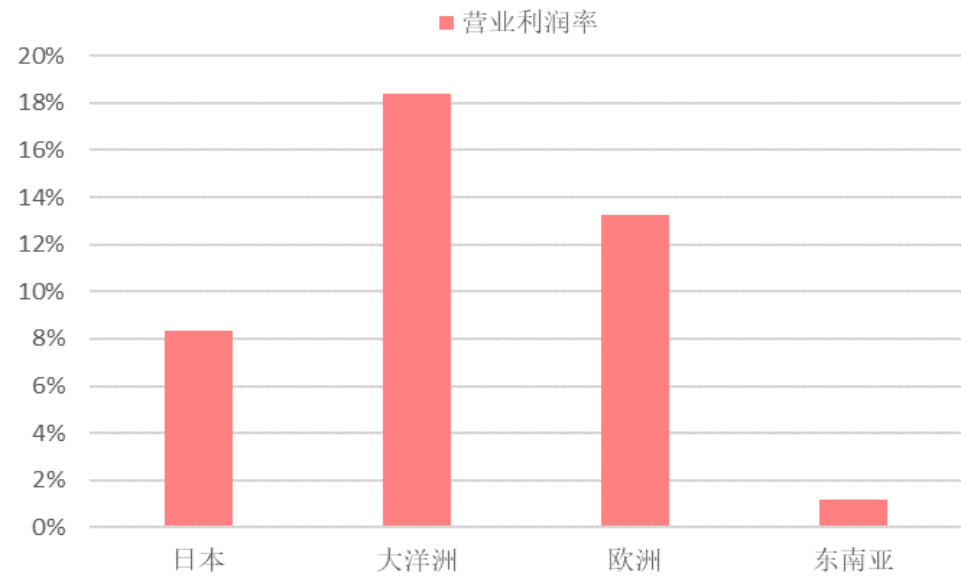
图表：朝日在欧洲和大洋洲收入占比均在23%左右



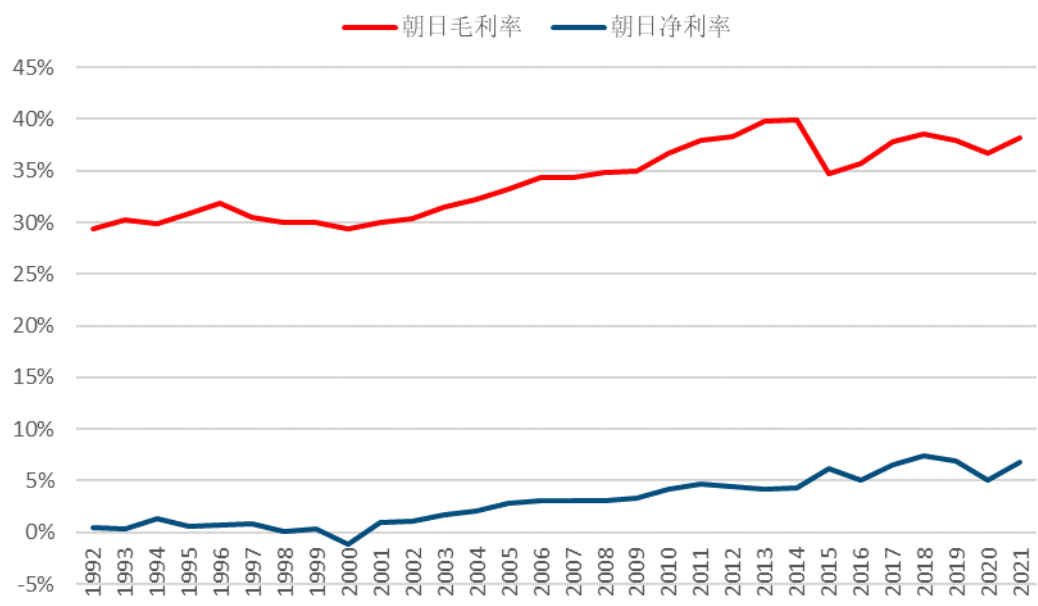
3.4.2 路径二：布局海外，打造全球化品牌

- **第一阶段（2000-2010年），竞争格局优化，公司利润率提升：**1992-2000年期间朝日快速抢占麒麟份额，直到2001年反超麒麟，该期间公司盈利能力承压，净利润基本处于盈亏平衡水平。21世纪本土啤酒行业萎缩，朝日和麒麟双雄并立，均开启多元化和海外扩张，啤酒竞争格局改善，公司盈利能力进入抬升轨道。
- **第二阶段（2011年-至今），海外业务拉动公司整体盈利能力提升：**2022年，朝日大洋洲和欧洲业务的营业利润率分别为18%和13%，均明显高于日本（8%），海外占比不断提升带动公司整体盈利能力提升。2010年后朝日海外业务开启快速扩张，公司毛利率持续提升。

图表：朝日欧洲和大洋洲营业利润率明显高于日本



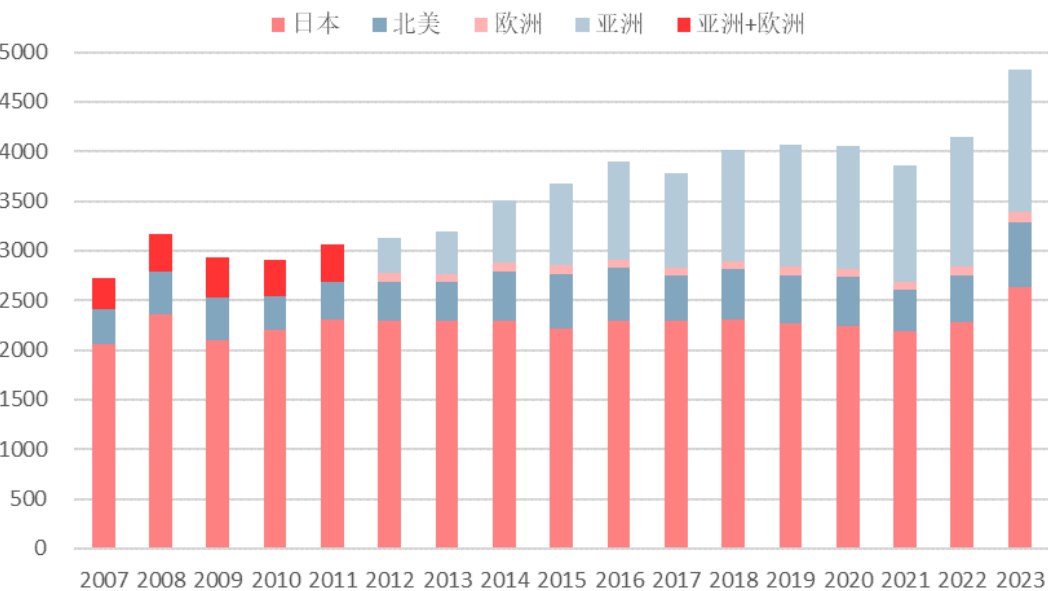
图表：国际业务带动朝日盈利能力持续提升



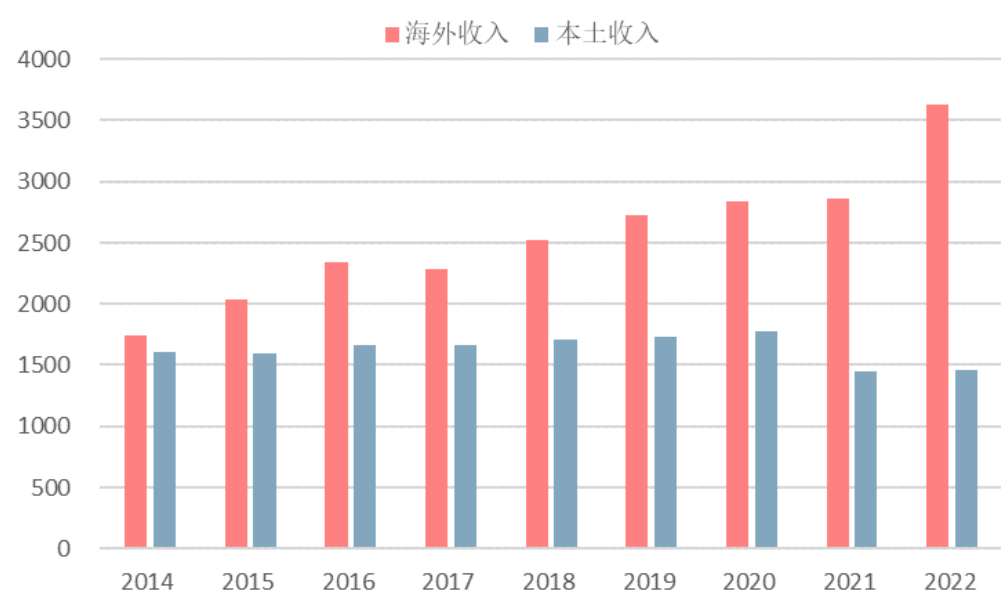
3.4.3 路径二：布局海外，打造全球化品牌

- **（2）自有品牌进军海外市场，如龟甲万、养乐多**
- **龟甲万：酱油海外扩张与高端化。**1957年公司在美国成立酱油销售公司，并在此后数十年长期培育美国酱油市场，积极在北美推广酱油消费，先后在1969年收购日本食品国际公司和太平贸易株式会社，获取美国加州的零售商店网络，1973年龟甲万首个美国工厂（瓦尔渥斯厂）完工。自70年代后海外收入保持长期增长，并在海外市场推广“Always Fresh”等高利润产品，拉动公司整体盈利能力。2014年公司海外营收已超过本土收入，并且差距持续扩大。
- **养乐多：“小红瓶”乳酸菌行销全球。**21世纪初养乐多逐步拓展北美、亚洲等市场，2011年后公司全球化进程加速，亚洲市场成为公司营收增长的主要动力。独有的“养乐多女士”销售体系推动养乐多深入家庭渠道，行销韩国、印尼、中国、墨西哥等全球众多国家。

图表：2011年后养乐多的亚洲市场贡献主要营收增量（亿日元）



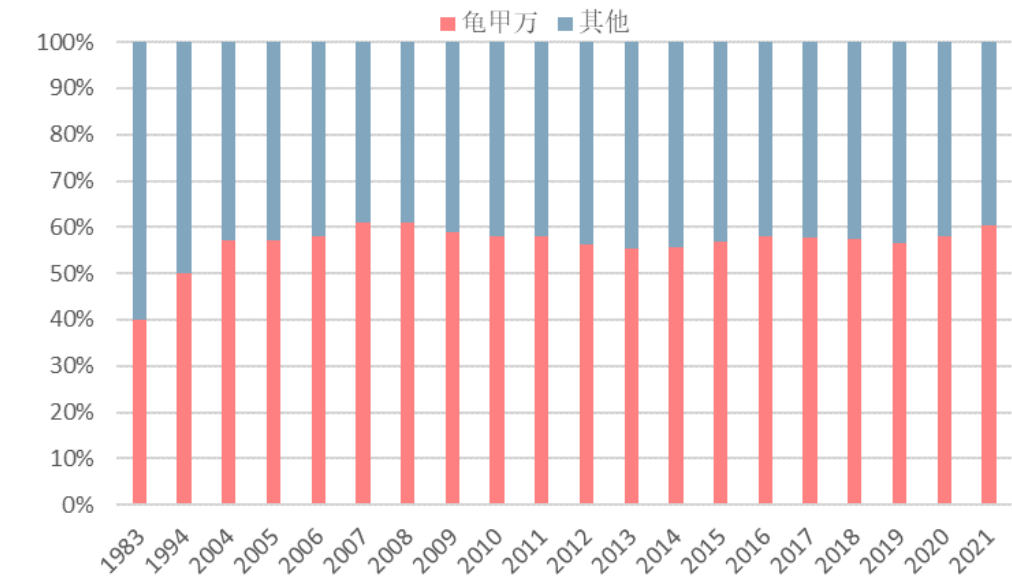
图表：龟甲万海外收入已经超过本土收入，且持续增长（亿日元）



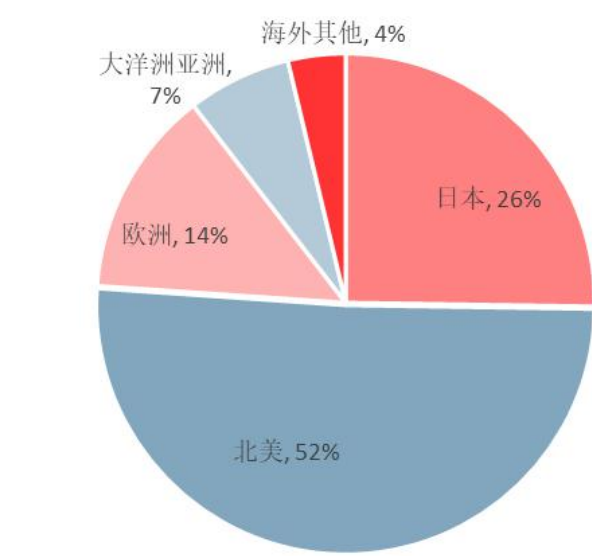
3.4.3 路径二：布局海外，打造全球化品牌

- **龟甲万在美国家庭酱油市占率近60%，北美业务贡献利润超50%**
- 70年代龟甲万美国工厂投产后不断适应北美本土需求，研发新口味和新产品，在美市占率持续提升。1983年龟甲万在美国零售酱油市场市占率达到40%，并在1994年达到50%，1998年公司加州福尔松工厂投产，公司市占率在2007年达到60%，此后曾小幅波动，但市占率长期保持在近60%水平。当前日本本土业务的营业利润仅占公司总体的26%，北美业务利润占比达到52%，龟甲万已经充分全球化扩张的国际企业。
- **养乐多海外业务带动盈利能力提升：**养乐多海外业务营收占公司整体的45%，但海外营业利润已占整体的56%。

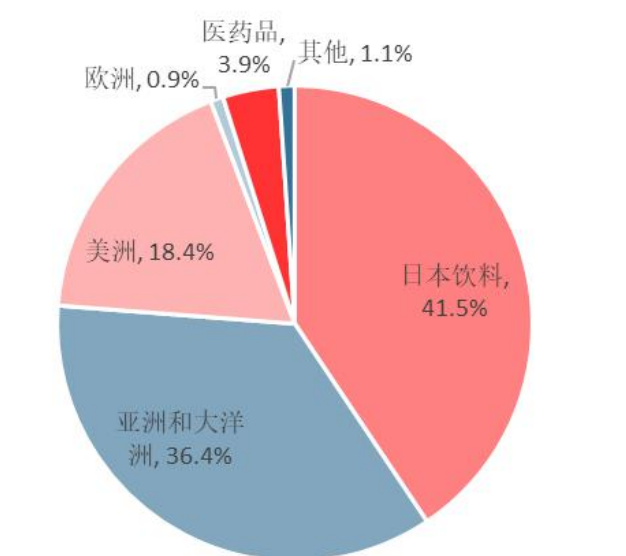
图表：龟甲万在美国家庭酱油市占率近60%



图表：龟甲万北美业务利润占52%，本土业务利润仅占26%



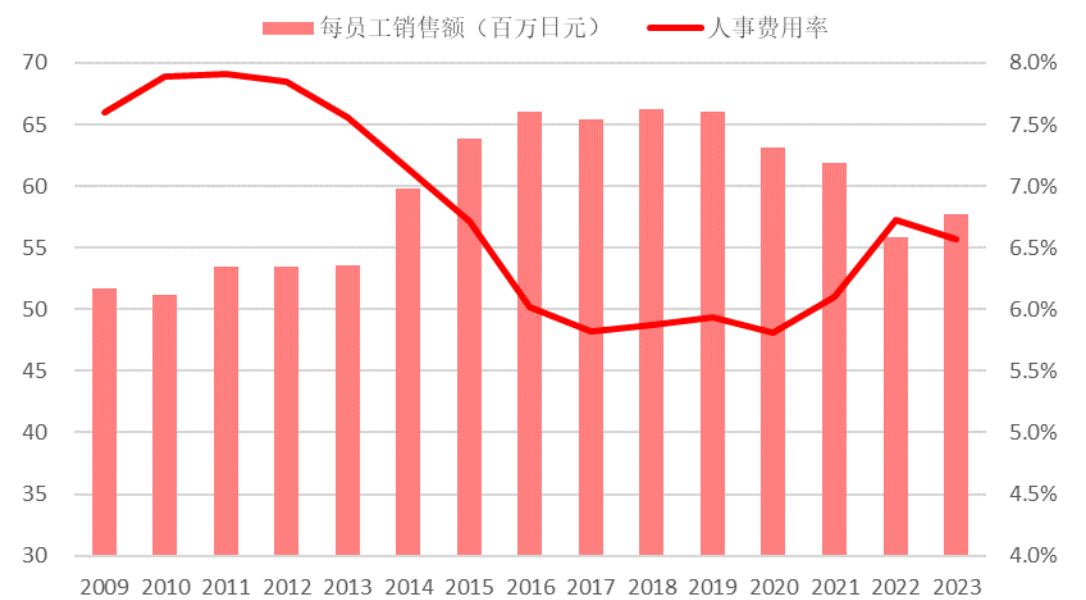
图表：养乐多亚太业务利润占36.4%，海外营业利润合计占56%



3.4.3 路径三：提效降费，管理优化提升利润率

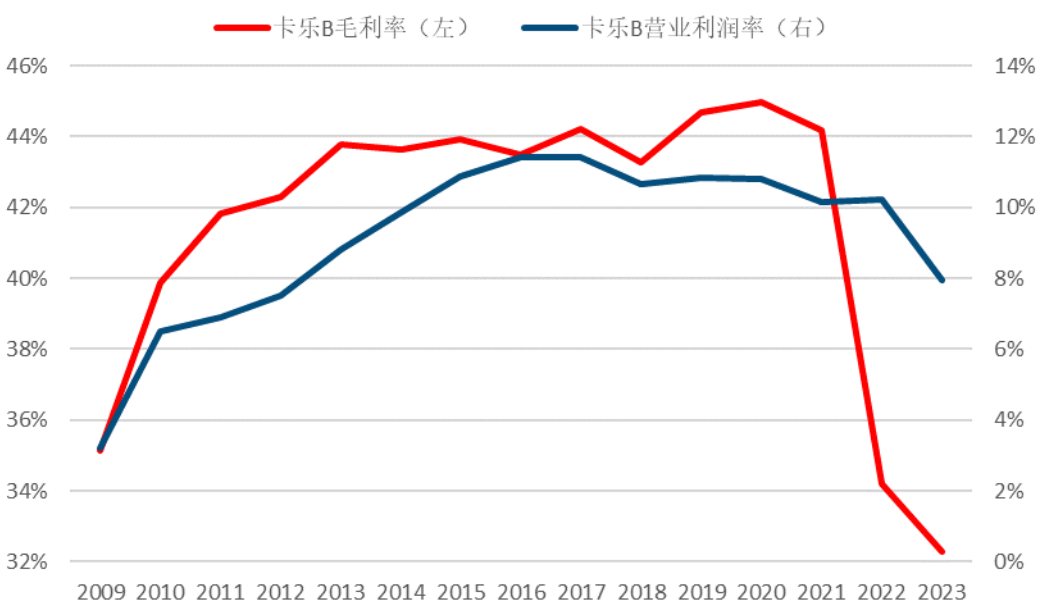
- **（1）部门整合带来的销售管理层面降费，如家乐B**
- 2009年卡乐B将设立集中采购部，整合生产线，从生产、物流等层面削减开支，提高产能利用率，推进生产自动化。2013 年卡乐B又提出降低费用率战略，包括管理透明化、流程标准化等，降低管理费用，公司人事费用率从2012年的7.9%下降至2017年的5.8%，2013-2016年每个员工销售额提升23.4%。公司毛利率从2009年的35.2%提升至2020年的45.0%，营业利润率从2009年的3.2%提升至2017年的11.4%，其中2013-2016年公司在毛利率平稳的情况下通过提效降费提升营业利润率。

图表：2013-2016年卡乐B人事费用率降低，单位员工销售额提升



资料来源：Bloomberg，中信建投

图表：2013-2016年卡乐B在毛利率平稳情况下实现净利率提升



资料来源：Bloomberg，中信建投

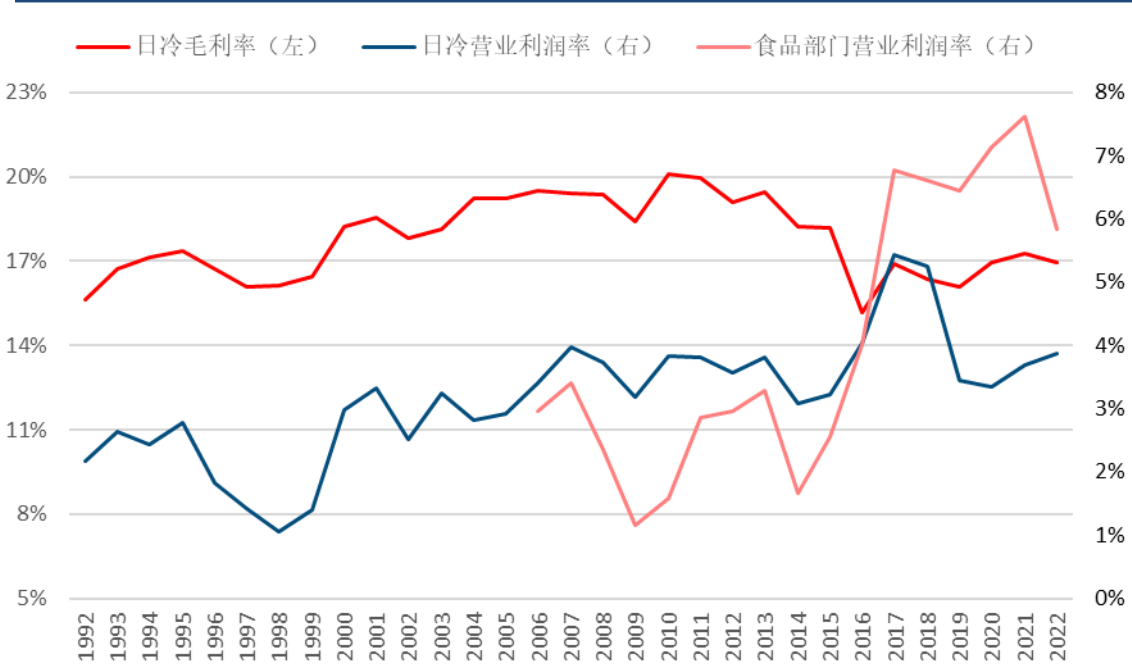
3.4.3 路径三：提效降费，管理优化提升利润率

- （2）优化供应链带来的生产端降费，如日冷
- 日冷在日本拥有完善的冷链运输和仓储布局，1988年开始布局欧洲冷链业务，每天运营约7000辆汽车（海外每天约1000辆），FY2023低温物流业务营收占日冷整体的34.2%，为日冷开展冷冻食品业务提供供应链基础。在上游，公司在泰国布局廉价的鸡肉工厂，在2010s逐步投产并增加产线，改善鸡肉类业务成本。公司食品部门营业利润率在2010年后逐步提升。

图表：日冷持续提升供应链能力，布局养殖及物流产业链



图表：日冷营业利润率及食品部门营业利润率逐步抬升



3.4 日本食品饮料龙头发展启示

虽然日本国内在90年代后经济长期低迷、老龄化严重，但食品饮料龙头凭借提升市场份额、品类多元化、国际化扩张等方式实现持续增长，另一方面老龄化导致的人事成本抬升蚕食企业利润，更加考验龙头的成本管控和运营效率，优质龙头公司在行业负 β 下仍然展现出 α 机会。

- **路径一：顺应趋势，推动产品创新与多元化扩张。**优秀企业通过更快更早捕捉到便捷化、健康化、性价比等消费趋势，通过产品创新、优化供应链等方式推出更适应新需求的产品，如三得利推出低价酒、伊藤园推出无糖茶、明治推出营养保健酸奶、龟甲万推出Tsuyu和Tare复合调味汁等。
- **路径二：布局海外，打造全球化品牌。**在日本经济低迷期，日本企业通过收购海外品牌、自建渠道工厂等方式积极拓展海外市场，出现朝日、麒麟、三得利、龟甲万、养乐多等一批国际化食品饮料巨头，部分企业海外收入占比已超过50%，海外市场成为抵抗本土压力的关键，并且经历90年代的估值回落后，国际化扩张是提振公司估值的重要因素。
- **路径三：提效降费，管理优化提升利润率。**在跨品类扩张、海外收购、人力成本抬升的背景下，能够有效优化费用的企业往往能够走出戴维斯双击行情，本质是优化组织结构、提升管理能力，如卡乐B在2009-2016年推行降费提效战略，净利润CAGR高增34%。

四、启示：新消费时代下，国内消费投资机遇在何方

- 4.1 日本食品饮料行业的四大趋势
- 4.2 放眼国内，食品饮料投资机遇在何方
 - 4.2.1 机会一：坚定看好国内消费升级趋势
 - 4.2.2 机会二：大众品消费量远未到天花板，便捷化和健康化带动结构升级
 - 4.2.3 机会三：看好管理能力优异、强供应链能力公司
 - 4.2.4 机会四：出海方兴未艾，看好国产品牌崛起

4.1 日本餐饮行业的四大趋势总结

相较于担忧人口总量或老龄化，居民收入水平和收入预期是影响日本消费变迁的更重要因素，经济增长期的日本消费经历了长达三四十年的消费升级，即使在宏观经济的停滞期，消费习惯的改变仍然会出现较多结构性机会，关注子行业的结构演变更有意义。

- **趋势一：便捷化消费持续增长。**便捷化趋势突破经济下行和老龄化的不利影响，成为驱动行业结构演化的重要因素。调味品领域，更便捷的复合调味品持续替代单一型基础调味品。速冻食品在餐饮端下滑的情况下，零售端依然长期保持增长，是日本稀缺的持续成长赛道，中食消费持续提升。在渠道端，更便捷的便利店逐步取代百货店。
- **趋势二：性价比消费推动品类创新与供应链优化。**经济泡沫后，日本居民消费回归理性，性价比趋势倒逼企业优化供应链、推出创新产品。典型如发泡酒、第三类啤酒等瓜分传统啤酒市场。服装领域的优衣库、零售领域的百元店是性价比趋势下，通过供应链优化出现的结构性机会。
- **趋势三：健康化趋势长期受益。**随着老龄化加深，健康化消费长期受益，餐饮消费结构受健康化趋势影响明显。调味品领域，低盐、有机、零添加等健康酱油的占比提升。乳制品领域，白奶向具备医疗保健功效的酸奶、有机奶酪等方向升级。饮料领域，碳酸饮料占比下滑而无糖饮料高速增长。明治、味之素、麒麟等餐饮龙头也纷纷进入医疗保健赛道。
- **趋势四：个性化消费和民族自信崛起。**出生在日本经济崛起后的新人类一代，具有更强的消费个性和民族自信，日本消费者逐步摆脱对欧美文化的崇拜。日式快餐、日式复合调味料、日本威士忌、预调酒等符合本土消费偏好和消费文化的行业崛起，包括朝日在80年代末推出更适合日本消费者口味的Super Dry。

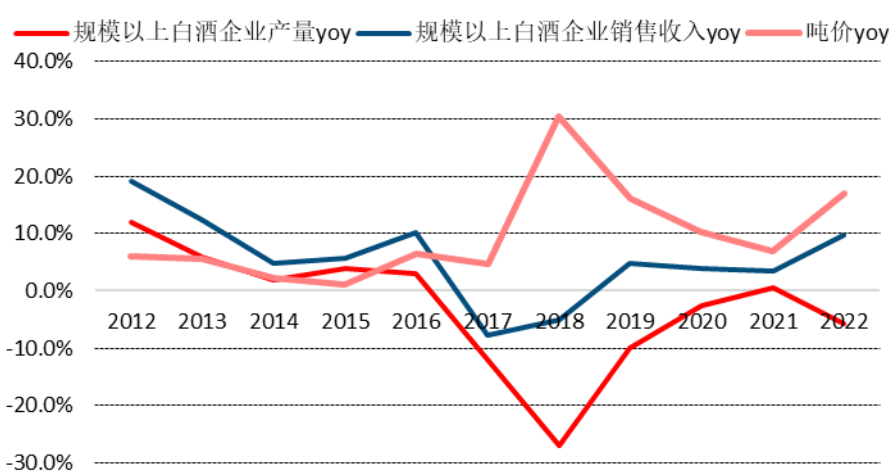
4.2 放眼国内，食品饮料投资机遇在何方

- **机会一：坚定看好国内消费升级趋势。**当前国内经济增长换挡为高质量增长，居民收入仍在持续提升通道，与日本80年代接近，而并非90年代的增长停滞，且国内不同区域经济水平差异较大，广大中西部区域仍处于第二向第三消费时代过度状态。此外，即使日本地产泡沫破裂后，具有社交属性、价格带较高的纯米吟酿清酒依然增长，韧性充足。在日本啤酒类消费低价化的趋势下，高端啤酒占比仍然提升。因此，我们持续看好国内白酒、啤酒的消费升级。
- **机会二：大众品消费量远未到天花板，便捷化和健康化带动结构升级。**在国内庞大人口基数和较复杂的渠道结构下，调味品、乳制品等大众品仍存在广阔的渠道下沉空间，国内人均消费量与日本仍存在较大差距。近年国内消费者对零添加、零糖、有机等健康产品需求持续提升，我们看好调味品、乳制品行业向健康化、功能化的升级机会，看好预制菜行业长期成长。
- **机会三：看好管理能力优异、强供应链能力公司。**拥有极致管理能力是提供质优价廉产品的基础，优异的管理能力能够帮助公司穿越周期。我们持续看好国内持续优化供应链、提升管理效率、具备性价比优势的公司，如安井食品、绝味食品、盐津铺子、立高食品等。
- **机会四：出海方兴未艾，看好国产品牌崛起。**随着中国经济崛起，民族自信心不断增强，火锅、新式茶饮等国内品牌逐步走向海外，洽洽、绝味、卫龙等公司也加快海外探索，同时文化属性较强，具备出海潜力的白酒品牌的海外扩张亦值得关注。

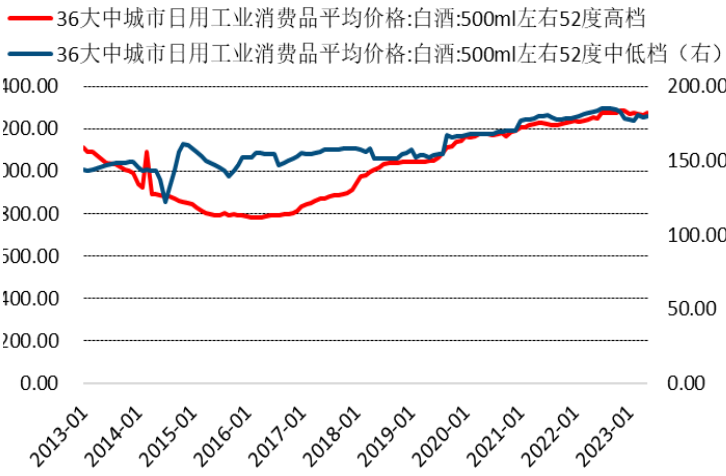
4.2.1 机会一：坚定看好国内消费升级趋势

- 白酒：消费升级驱动白酒市场扩容，市场分化，名优酒企份额提升
 - 2016年以来，白酒消费升级，吨价提升成为行业规模壮大的主引擎。人们生活水平的不断提升，高品质、高附加值产品的需求持续增加，白酒消费吨价持续抬升，按产量计算，2016年-2022年白酒行业吨酒价从4.51万元/千升提升至9.87万元/千升，CAGR为13.9%；另一方面，人们对健康生活的追求日益强烈，少喝酒逐渐成为共识，落后产品出清，规上白酒产量持续减少，2016年-2022年规上白酒企业数目从1578家减少至963家，白酒产量从1358.4万千升降至671.2万千升。
 - 对美好生活的向往将持续推动白酒消费升级，短期价格波动不变行业长期趋势。2021年下半年以来，白酒行业受到消费场景缺失的冲击，市场压力逐渐增加，且受到宏观经济影响，白酒价格上行受阻。另一方面看，商务场景、宴席场景消费档次通常只升不降，这也使得过去2年白酒价格并未大幅下滑，白酒消费支撑性需求仍较足。

图表：吨价提升成为行业规模扩容驱动力



图表：不同档次白酒平均价格均上行



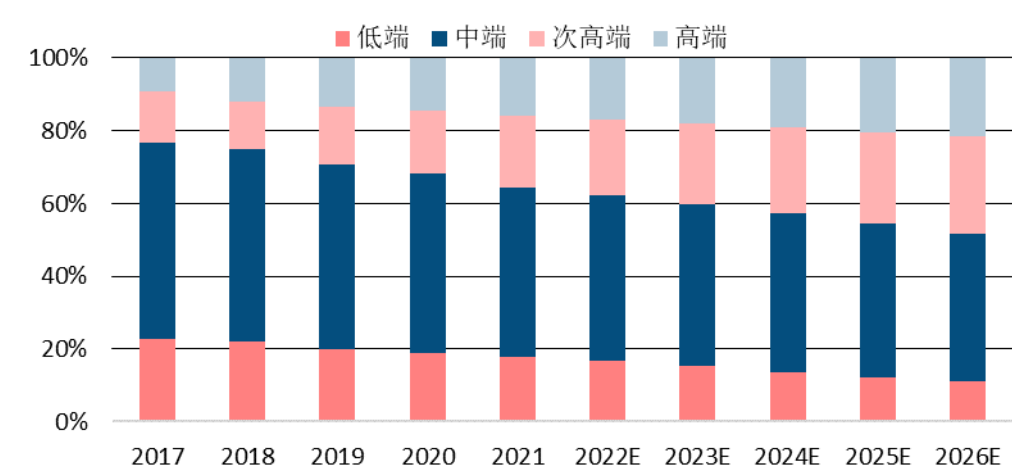
图表：白酒主流消费场景档次只升不降



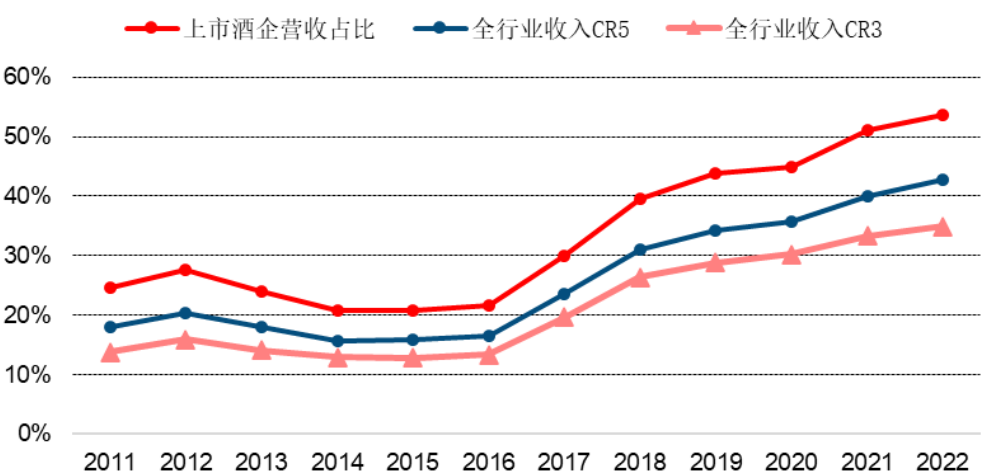
4.2.1 机会一：坚定看好国内消费升级趋势

- 消费分化，高端、次高端占比提升，市场向名优酒企集中：
 - 消费升级驱使下，次高端、高端规模快速扩容。消费水平的提升，品质消费崛起，高品质的次高端、高端白酒开始更多进入到消费者的消费清单，主流价格带向300元以上靠拢，茅台、五粮液、国窖等高端酒持续量价齐升。根据沙利文，2021年高端、次高端市场规模占比分别为11.8%、14.9%，比2017年提升4.4pct、5.1pct。
 - 品牌认知增强，市场份额持续向名酒集中。消费升级进程中，名优酒企凭借品质优势、品牌优势、渠道优势持续占领消费者，市场份额不断提升。上市酒企多为全国化或省级龙头，2016-2022年上市酒企销售额占比从21.5%提升至53.6%，提升32.1pct；从行业龙头角度，2022年白酒行业CR3、CR5分别为35.0%、42.7%，相比2016年分别提升了26.2pcts、21.6pcts。

图表：高端、次高端消费占比持续提升



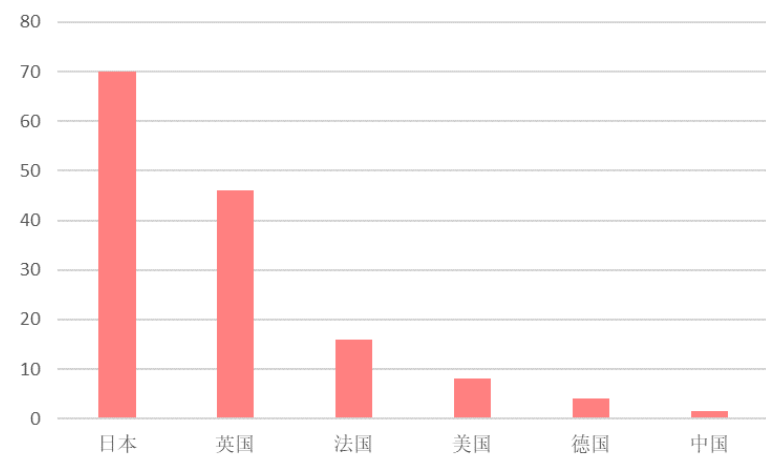
图表：市场份额向名优龙头企业集中



4.2.1 机会一：坚定看好国内消费升级趋势

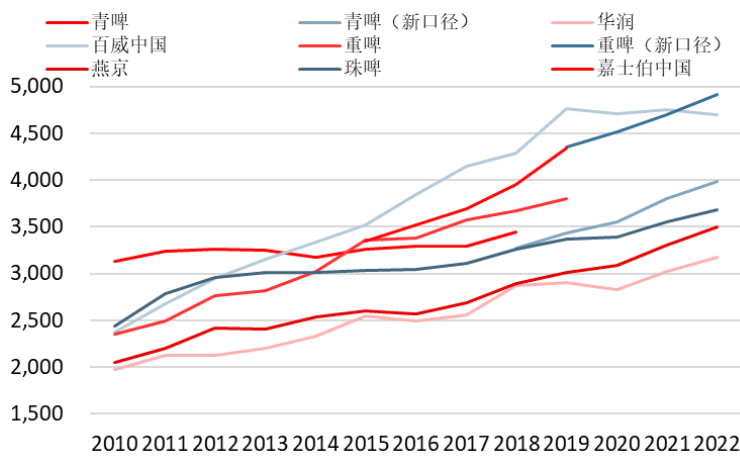
- **啤酒量减价升，消费升级如火如荼**
- **国内啤酒受税收政策影响较小**：日本高额的啤酒酒税和经济疲软在一定程度上抑制了日本啤酒的高端化进程，而国内啤酒消费税远低于日本，啤酒企业的潜在盈利空间更优。
- **量减价升，竞争改善**：国内啤酒产量在2013年达到4983万吨后开始回落，2020年后逐步企稳。行业竞争方面，啤酒前五大企业（华润、青啤、百威英博、燕京和嘉士伯）市占率合计已提升至70%，且均已形成各自市占率占优的基地市场，竞争格局基本稳定。2010-2016年行业盈利能力持续下滑，2016年行业盈利能力触底，国内公司转而各自推出高端化产品，从低端的销量战阶段转为高端的品牌战阶段，各家吨价水平提升速度加快。

图表：各国350ml 啤酒中酒税金额（日元）



资料来源：朝日官网，中信建投

图表：国内啤酒企业近年吨价水平（元/吨）



资料来源：各公司公告，中信建投

图表：国内啤酒板块盈利能力（申万行业，整体法）

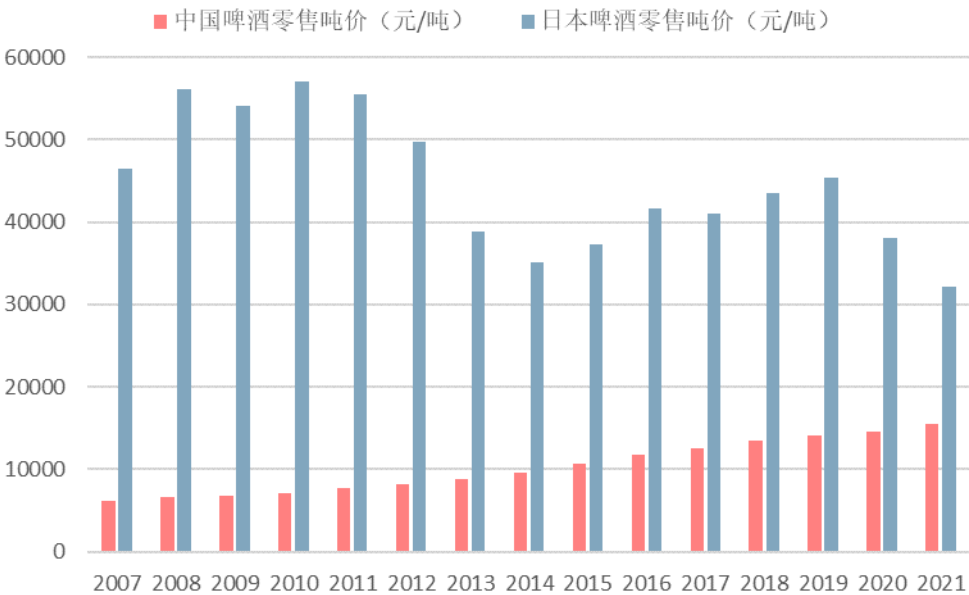


资料来源：Bloomberg，中信建投

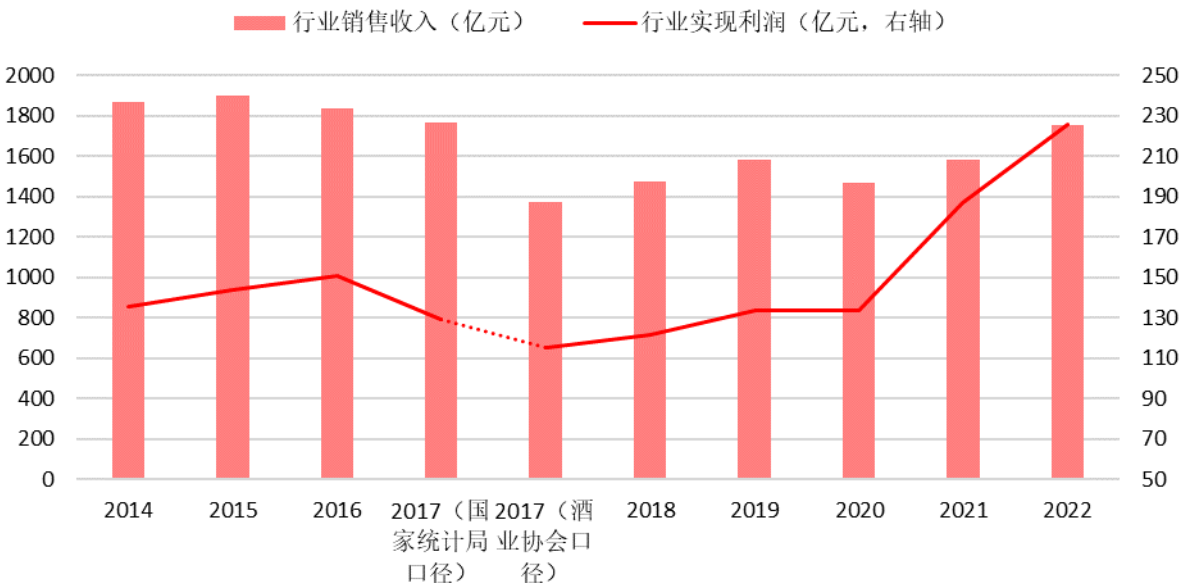
4.2.1 机会一：坚定看好国内消费升级趋势

- 消费升级如火如荼，高端化战略持续推进
- 啤酒头部公司纷纷推出高端化产品，主动调整产品结构，产品吨价的持续上行带动行业利润回升。根据中国酒业协会及统计局的数据，中国啤酒行业2015年至2017年整体营收下滑，2017年利润下滑。随着高端化战略推进，国内啤酒企业收入合计在2017年以来整体持续回升，行业利润也在2017年触底后加速上行，已超过2016年高点。
- 吨价仍低，升级空间充足：对比日本，国内啤酒的零售吨价仍然较低，与日本存在较大差距，仍具备较大提升空间。

图表：国内啤酒零售吨价与日本仍存在较大差距



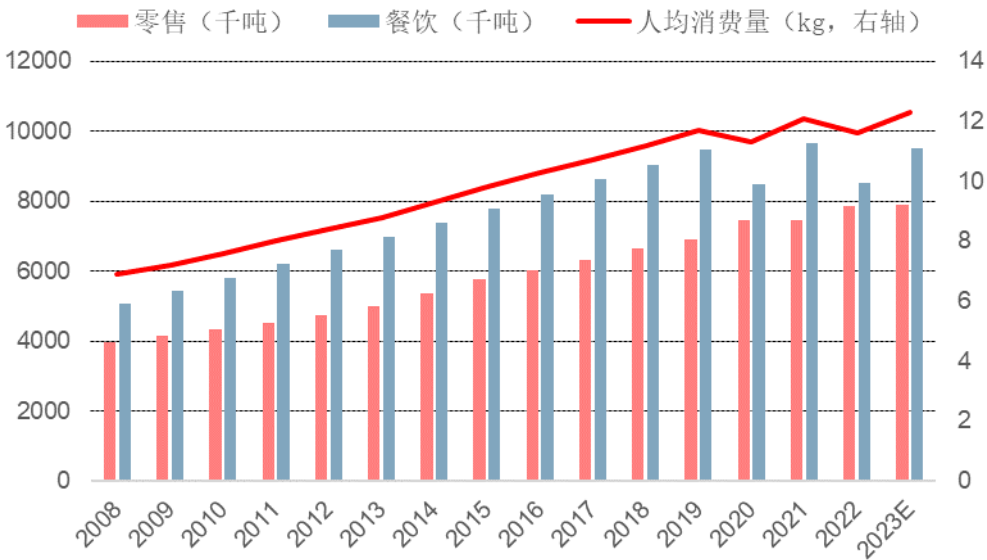
图表：国内啤酒销售收入企稳回升，行业利润持续增长



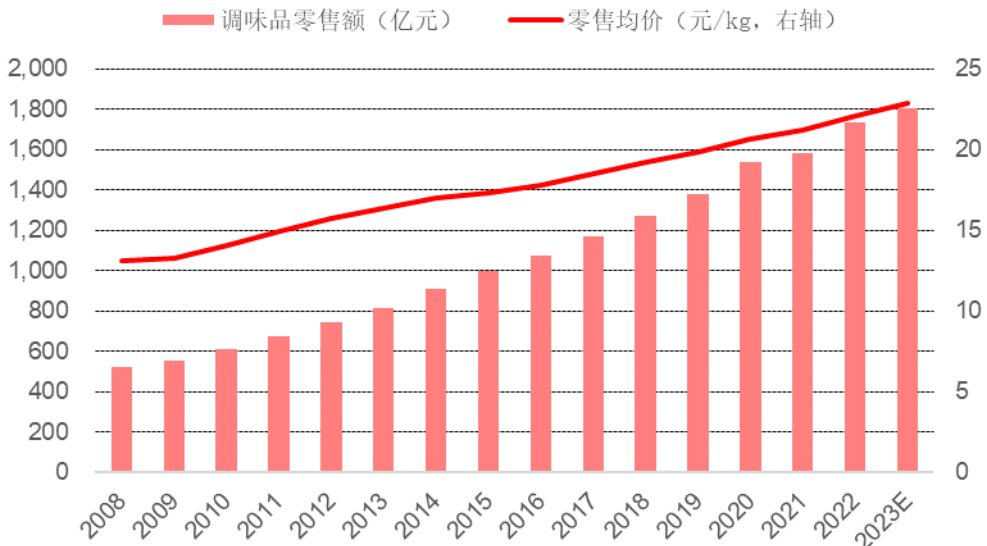
4.2.2 机会二：大众品消费量远未到天花板，便捷化和健康化带动结构升级

- 我国调味品行业处于量价齐升阶段：
- 量方面，2010-2022年我国调味品销量CAGR为4.07%，人均销量从2010年的7.6kg增长至2022年11.6kg。分渠道看，目前调味品消费以餐饮端为主，2010-2022年餐饮业收入CAGR为7.90%，伴随下游餐饮业稳步扩容，调味品餐饮渠道的销量也从2010年的581.6万吨，增长至2022年的850.6万吨，对应CAGR为3.22%。与此同时，在人口增加、需求多元化的背景下，调味品零售渠道销量也从2010年的431.9万吨增长至2022年的786.0万吨，对应CAGR为5.12%。
 - 价方面，随着居民收入的提升，对调味品消费的品质需求增加，使得调味品零售均价从2010年的14.09元/kg，提升至2022年的22.07元/kg，对应CAGR为3.81%。

图表：我国调味品消费量整体持续增长



图表：我国调味品零售端均价稳步提升



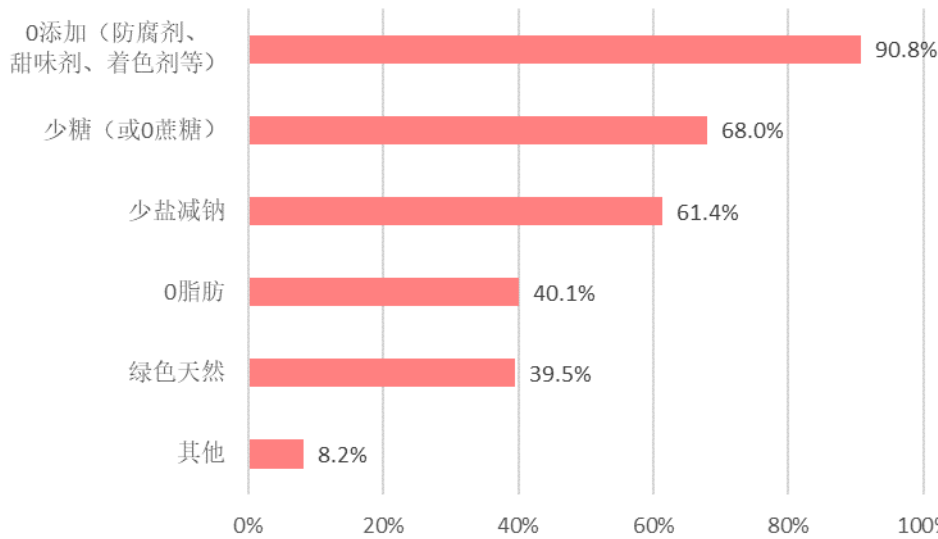
4.2.2 机会二：大众品消费量远未到天花板，便捷化和健康化带动结构升级

- 我国调味品消费健康化趋势正当时：
 - 调味品属于生活必需品，随着健康化消费意识的提高，人们对于调味品产品的生产原料和营养成分关注度日益提升，特别是自22年10月的添加剂舆论事件后，这一趋势进一步提速。而从供给端看，多数调味品厂商也开始加大“减盐”、“零添加”、“有机”等健康理念产品的推出力度，加快市场渗透。《2021中国有机调味品产业研究报告》显示，国内有机调味品市场规模保持每年20%左右的增速，2022年酱油、食醋、调味料的有机生产认证证书数量也均有增加。

图表：2023年中国消费者购买调味品关注要素



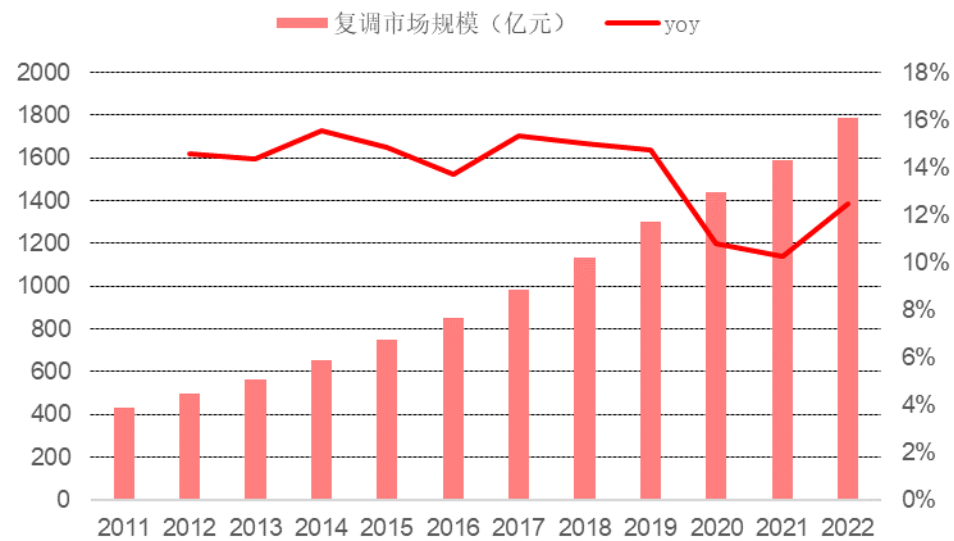
图表：2023年国内消费者对健康型调味品的需求情况



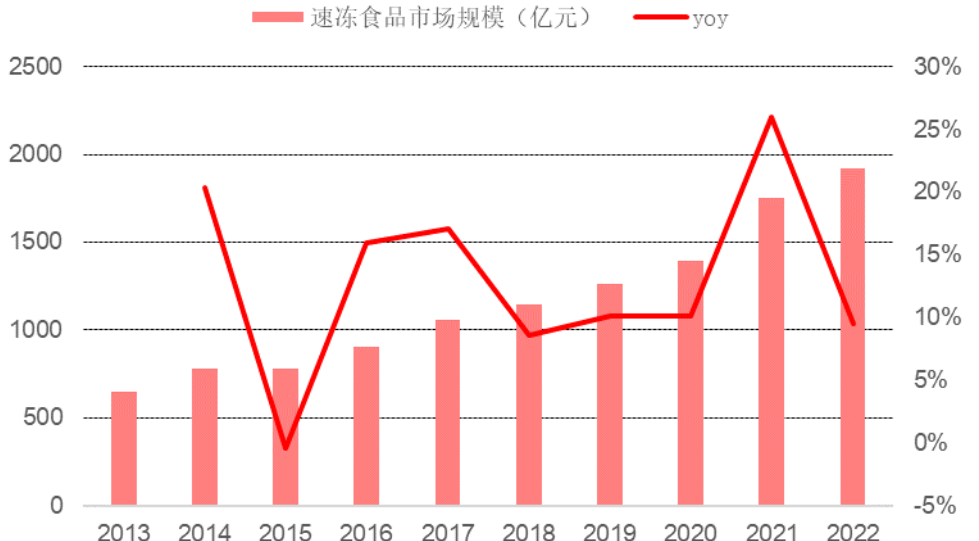
4.2.2 机会二：大众品消费量远未到天花板，便捷化和健康化带动结构升级

- 契合便捷消费诉求，复调、速冻行业保持较快增长：
 - 复合调味品作为对单味调味品的替代，能够有效降低居家烹饪调味难度。除火锅底料这一较为成熟的品类外，近年来，以菜谱式调料形式推出的中式复调产品逐渐释放其发展潜力，推动复调行业保持较快增长。2013-2022年我国复调行业市场规模CAGR达到12.18%。
 - 我国速冻行业发展由来已久，在速冻技术、冷链等基础设施不断优化的基础上，业内产品持续创新，品类结构已从传统的汤圆、水饺等偏主食类产品，逐步向调理类食品过渡。特别是近年来受关注度较高的预制菜品类，已出现小酥肉、酸菜鱼等大单品，在各地政府的政策推动下，未来将具备较大成长空间。2013-2022年我国速冻行业市场规模CAGR达到11.45%。

图表：2011-2022年复调行业市场规模



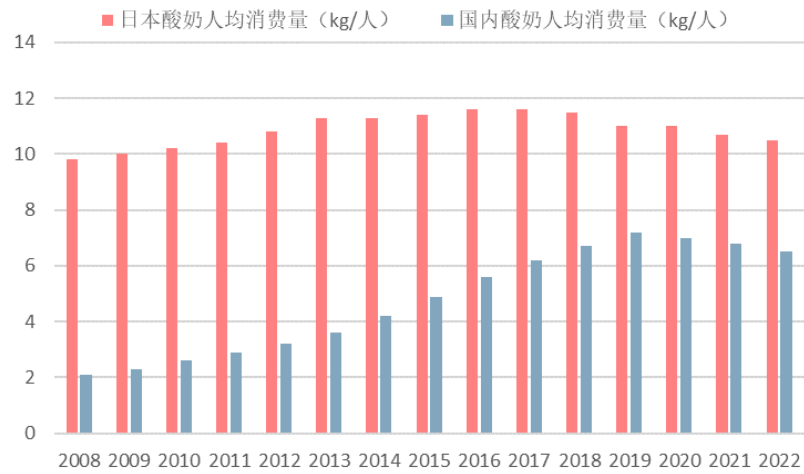
图表：2013-2022年速冻行业市场规模



4.2.2 机会二：大众品消费量远未到天花板，便捷化和健康化带动结构升级

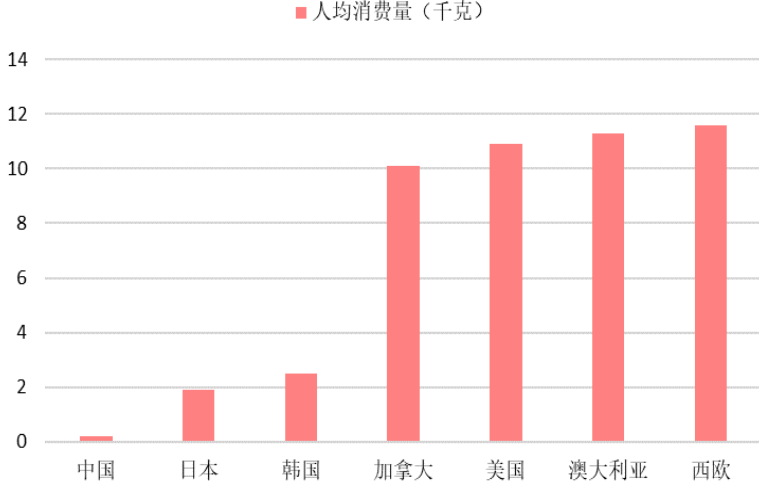
- 乳制品量价齐升，结构升级空间广阔：在疫情催化下，国内健康意识提升，低温鲜奶、有机常温奶等产品表现好于普通常温奶，国内酸奶和奶酪人均消费量相较于日本仍有较大提升空间，国内乳制品具备较大结构升级潜力。
- 奶酪成长仍在初期，盈利能力亦有提升空间：六甲黄油是日本本土以奶酪为主体业务的公司，其奶酪业务持续增长，在日本奶酪市占率约12%，仅次于雪印，公司在本土采用低价策略抢占市场，导致营业利润率波动幅度较大，其在09-19年经营利润率均值约8%。2022年妙可蓝多营业利润率约4.7%，与六甲黄油盈利能力仍有差距。

图表：国内酸奶的人均消费量与日本存在较大差距



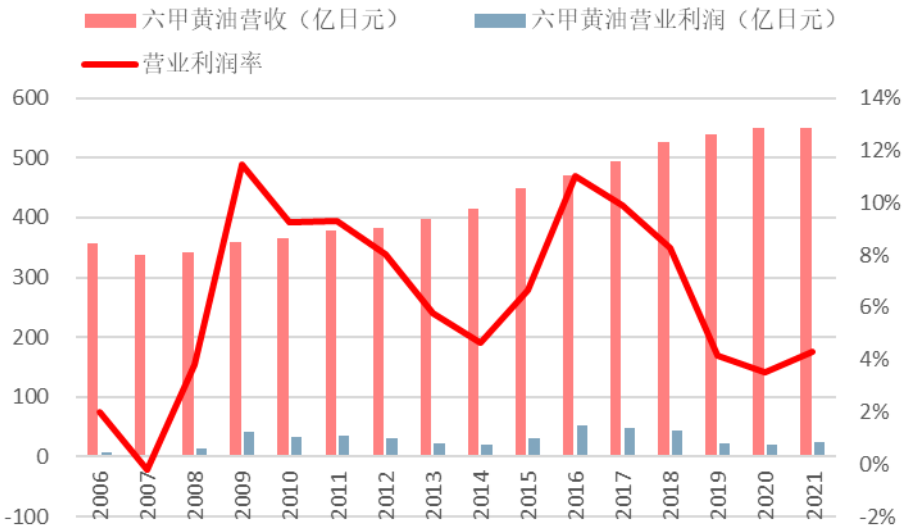
资料来源：欧睿，中信建投

图表：国内奶酪人均消费量远低于日本韩国等国家



资料来源：欧睿，中信建投

图表：2009-2019年六甲黄油经营利润率均值约8%

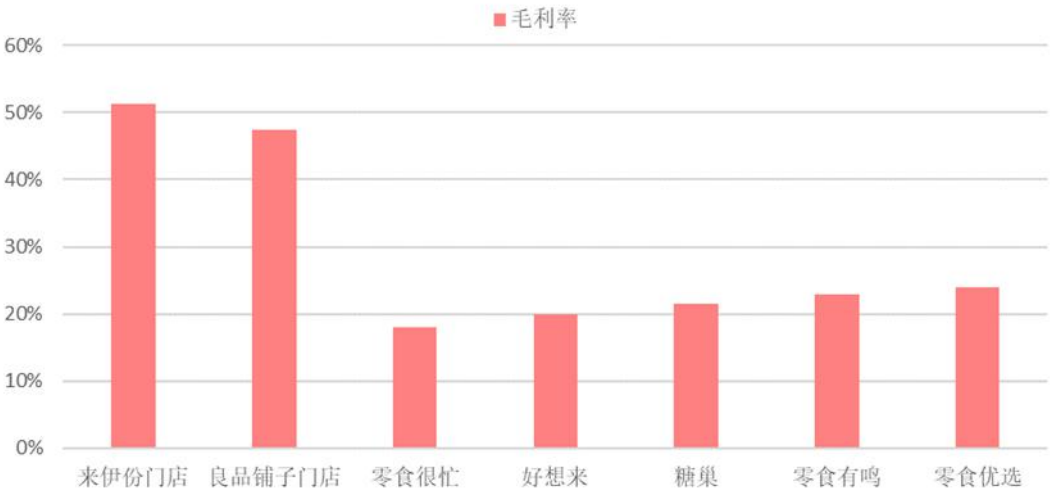


资料来源：六甲黄油，中信建投

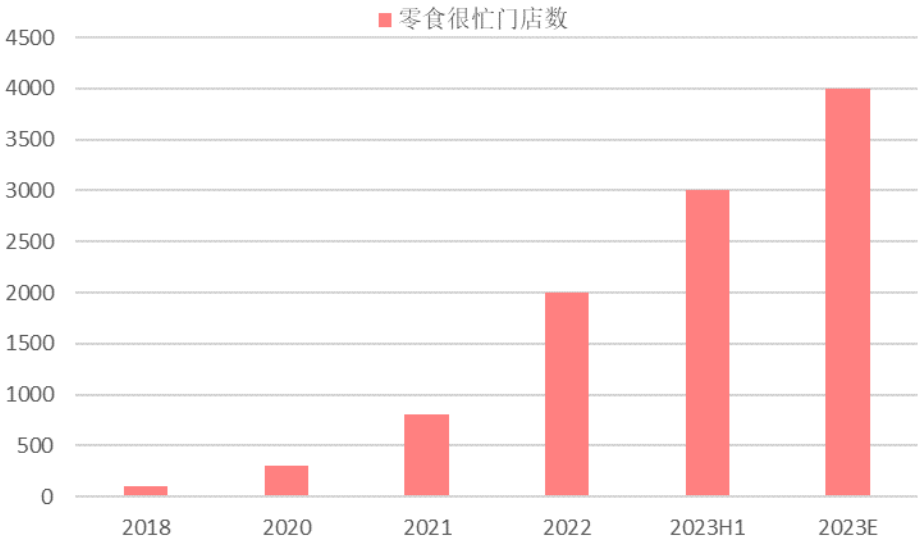
4.2.3 机会三：看好管理能力优异、强供应链能力公司

- **供应链效率优化，量贩式渠道性价比突出：**量贩零食店的主打卖点是高性价比，其价格往往比商超和流通渠道低20%以上，其在门店往往用高性价比的饮料产品引流，因而获得高流量。在毛利率方面，量贩零食门店毛利率在20%左右，而传统零食店毛利率一般在45%以上，量贩零食店的性价比优势明显，估算量贩零食店的日客单数约200-300单，可能是传统零食店的4-5倍。
- 2020年后以零食很忙为代表的量贩零食快速扩张，盐津铺子、甘源食品等公司快速改造供应链，积极拥抱量贩渠道。盐津铺子自2021年向“低成本之上的高品质+高性价比”转型，以尽可能低的价格为消费者提供安全、美味、健康的品牌零食，充分受益量贩零食渠道的崛起。

图表：量贩零食门店毛利率明显低于传统零食专营渠道



图表：零食很忙为代表的量贩零食门店快速增长



4.2.4 机会四：出海方兴未艾，看好国产品牌崛起

- **国潮崛起，出海方兴未艾**：随着民族自信心不断增强，近年来国潮消费兴起，青岛啤酒推出国潮罐受到消费者欢迎，华润啤酒推出定价999元/盒的高端系列“漉”，均是民族自信的体现。在出海方面，22年6月，蜜雪冰城海外门店数量已经超过1000家。洽洽泰国工厂已经在2019年7月投产，本土化口味的椰香瓜子在泰国走好，目前洽洽在泰国已做到瓜子市场第一，公司正在依托泰国工厂，积极布局印尼及东南亚其他国家市场。绝味食品也提出向日本、东南亚市场的扩张计划，2022年公司境外收入约1.5亿元。
- **关注白酒出海进程**：白酒是中华文化中最具代表的“社交符号”之一，具有深厚的文化价值。随着一带一路展开、我国的国际影响力不断增强，白酒具备海外扩张的潜力，值得关注国际化进程。

图表：洽洽食品、蜜雪冰城在东南亚市场已经具有一定影响力



资料来源：大皖新闻，蜜雪冰城官网，中信建投

图表：泰国经销商用茅台调制鸡尾酒



资料来源：糖酒快讯，中信建投

风险提示

- **需求复苏不及预期**，近2年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期；
- **食品安全风险**，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险；
- **成本波动风险**，近年来食品饮料上游大宗商品价格波动幅度有所加大，高端白酒作为高毛利品类受原材料价格波动影响较小，但是低档酒和调味品等成本占比较高的品类盈利水平可能受原材料价格波动影响相对较大。

分析师介绍

安雅泽：食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10年证券从业经验。2019年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

陈语匆：英国阿斯顿大学金融专业硕士，2019年11月加入中信建投食品饮料团队，专注调味品研究，拥有跨行业复合研究经验。

管成广：华东政法大学法学硕士，2021年2月加入中信建投食品饮料团队，曾就职于国泰君安证券、光大证券，财务分析能力较强，拥有多领域研究经验。

张立：同济大学工学学士、金融硕士，2021年9月加入中信建投证券，具有3年证券从业经验，2020年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一名核心团队成員，2020年wind金牌分析师食品饮料行业第二名核心团队成員，曾任职于东北证券；专注于白酒行业研究，产业资源丰富，对产业发展规律有深刻理解。

余璇：中信建投食品饮料研究员，香港中文大学金融硕士，覆盖卤制品、软饮料、休闲食品等。

研究助理

高畅：gaochang@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等具体情况，报告接收者应当独立评估本报告的全部内容，自行做出投资决策。中信建投不对接收者依据本报告做出投资决策所产生的一切后果或损失承担任何责任。报告接收者如需使用本报告，应当同时阅读本报告所包含的免责声明，并自行承担投资风险。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广
电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk