

食品饮料行业国际研究专题系列之一

在迷雾中穿行—90年代日本食品饮料的变与不变
推荐（维持）

□ **以史为鉴：失去的十年，研究90年代日本食品饮料行业发展。** 本文我们通过数据对日本90年代前后的消费尤其食品饮料行业发展趋势进行分析，试图对我们看待当下行业趋势发展带来借鉴和参考。研究的基础在于，当下中国经济与90年代前后日本经济有某些方面的相似之处。1)宏观方面：经济增速放缓，房地产价格处于高位，美国挑起贸易战；2)人口特征：人口老龄化和单身现象加剧；3)消费特征：所谓消费降级与消费升级现象并存，性价比成为趋势；4)消费群体：新一代年轻群体（日本当时的新人类和中国现在的90/00后）及女性群体成为消费主力；5)居民心态：基于对未来预期不明朗，对自身发展和消费选择出现一定焦虑。以史为鉴，居安思危，日本90年代前后的消费变化，对我们看待中国未来消费走势，或许是一面稍显极端但仍有研究价值的镜子。

□ **在迷雾中穿行：经济波动期看行业发展的三变和三不变。** 回顾日本90年代食品饮料行业发展情况，经济波动导致部分可选消费减少，但不改由社会结构及饮食文化演变带来的方便化、健康化、西式化趋势。

三变：1) **家庭食品饮料支出减少。** 90年代地产泡沫破裂后，家庭每月食品支出绝对额从1992年8.2万日元降至2000年的7.4万日元，但食品饮料支出占家庭总支出比例保持相对稳定，在1992-2000年间稳定在23%-25%；2) **外出就餐减少。** 居民外出就餐率从1990年的19%降至2000年17%，受外出就餐减少影响，日本餐饮市场增长乏力，90年代末开始下滑；3) **可选消费追求性价比。** 消费升级类产品多出现于泡沫破裂前，消费降级类产品多出现于泡沫破裂后，在1993-2001年日本热销产品榜单中，低价红酒、低价啤酒、半价汉堡、低价可乐和发泡酒皆有上榜。

三不变：1) **方便化趋势不变。** 地产泡沫破裂后，该趋势并未受到经济波动影响，如方便食品支出占家庭食品支出比例从1981年6.2%持续提升至2000年11.2%；2) **健康化趋势不变。** 90年代食品饮料子行业朝健康化方向继续升级，如酒精饮料低度化，酱油向低盐有机升级，碳酸饮料消费有所下降但无糖茶饮消费高速增长等；3) **西式化趋势不变。** 经济波动带来居民外出就餐减少，一般餐馆数目从1986年的50.3万家下降到1999年的44.3万家，但并未改变日本整体饮食西式化趋势，西餐馆数目稳步增加，西式调味品等需求稳中有增。

□ **子行业逐个探究：必选消费趋稳，西式化、健康化、方便化趋势不改。** 1) **从市场表现来看：** 1990年泡沫破裂，日经指数大幅下滑，但医药、食品饮料、电器等消费板块表现跑赢指数，食品饮料板块排名第四。2) **从子行业基本面来看：** 逐个探究发现，必选消费如乳制品调味品等总体趋稳，可选如酒类饮料有所下滑，多数子行业西式化、健康化、方便化趋势不改。3) **从公司角度来看：** 在经济衰退期间穿越迷雾周期的公司有几类：第一，逐步开拓海外市场带来新增长点，如龟甲万深耕美国市场；第二，洞察消费者需求变化积极推出新品求变，如朝日啤酒推出清爽口感啤酒实现份额提升；第三，通过产品升级改造价值曲线，创造蓝海市场，如龟甲万创造健康酱油市场、伊藤园打开瓶装茶饮市场等。

□ **着眼国内当下看未来：几大趋势也在发生，关注相关标的发展。** 1) 饮食方便化趋势下，速冻食品及复合调味料行业快速发展；2) 健康化趋势下，调味品（酱醋有机零添加）、乳制品（有机/奶源地）、软饮（豆奶/气泡水）等相关产品继续升级，保健品行业充分受益；3) 西式化趋势下，乳制品中黄油奶酪消费渐起，烘焙面包较快增长，酵母也随之受益；4) 性价比趋势下，如近年来光瓶酒市场是典型代表，短保面包发展空间亦受益。展望未来，酒精饮料行业要积极关注年轻消费群体诉求，乳制品行业关注龙头海外布局和多元化拓展，调味品朝健康化升级仍是方向，软饮行业寻找符合健康趋势的爆款单品。

□ **风险提示：** 宏观经济风险，食品安全风险。

华创证券研究所
证券分析师：方振

 邮箱：fangzhen@hcyjs.com
 执业编号：S0360518090003

证券分析师：董广阳

 电话：021-20572598
 邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
 执业编号：S0360518040001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	89	2.5
总市值(亿元)	21,957.73	4.43
流通市值(亿元)	18,734.34	5.27

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	0.15	-19.69	-15.04
相对表现	4.84	-4.07	8.86


相关研究报告

《食品饮料行业周报（20181203-20181209）：关注非标茅台价格变化，11月阿里线上销售良好》
2018-12-09

《食品饮料行业11月线上数据分析专题：双十一效应明显，各行业动销良好》
2018-12-10

《食品饮料行业周报（20181210-20181216）：关注下周酒企密集调研，伊利进军矿泉水行业》
2018-12-17

目录

一、研究意义：以史为镜，照向未来.....	8
二、迷雾中穿行：经济波动期，行业发展的三变与三不变.....	11
变化之一：家庭食品饮料支出减少.....	11
变化之二：外出就餐减少.....	11
变化之三：可选消费低价化.....	12
不变之一：饮食方便化趋势不变.....	14
不变之二：饮食健康化趋势不变.....	14
不变之三：饮食西式化趋势不变.....	15
三、子行业逐个探究：必选消费趋稳，西式化、健康化、方便化趋势不改.....	15
（一）酒水行业：消费萎缩，均价下滑，低价发泡酒受欢迎.....	17
1、人均酒精消费量下滑.....	17
2、家庭酒类支出缩减，购买均价下降.....	17
3、低价发泡酒高速发展挤压传统啤酒空间.....	18
（二）乳制品行业：人均消费量趋稳，非液态乳制品消费量提升.....	19
1、90年代人乳制品消费量趋稳.....	19
2、液态乳消费量下滑，非液态乳制品消费量持续提升.....	20
3、液态乳中鲜牛奶消费量下降，发酵乳、乳饮料消费量上升.....	21
4、非液态乳中黄油消费量相对稳定，奶酪消费量稳步提升.....	22
（三）调味品行业：需求总体稳定，产品向功能化、健康化升级.....	23
1、调味品消费总体维持稳定，西式调味品消费稳中有增.....	23
2、传统酱油消费量减少，功能化、便捷化趋势不变.....	24
3、健康化产品具备较好提价能力.....	24
（四）软饮行业：市场持续扩张，健康茶饮及瓶装水增长快速.....	25
1、90年代软饮消费持续扩张.....	25
2、碳酸饮料消费下滑，健康茶饮和瓶装水快速增长.....	26
（五）方便食品行业：速冻类食品稳步增长.....	27
四、公司穿越周期关键：洞察消费者、推进国际化、开创蓝海市场.....	30
1、朝日啤酒：洞察新一代消费者口味变化.....	30
2、龟甲万：产品朝健康化升级，深耕海外市场.....	32
3、伊藤园：迎合健康化、便捷化趋势，开创瓶装茶饮市场.....	35
五、着眼国内当下看未来：几大趋势也在发生.....	36
1、方便化趋势：速冻食品子行业保持良好成长.....	36
2、健康化趋势：调味品、乳制品继续升级，保健品子行业充分受益.....	39

3、西式化趋势：烘焙产业链成长良好	41
4、高性价比趋势：光瓶酒是典型代表，短保面包亦受益	42
六、风险提示	44

图表目录

图表 1	90 年代日本与当下中国的一些对比.....	8
图表 2	日本 65 岁以上人口占比 (%)	9
图表 3	中国 65 岁以上人口占比 (%)	9
图表 4	1990 年日本及 2014 年中国一人户占比 (%)	9
图表 5	中国一线城市平均房价 (元/平方米)	9
图表 6	日本央行利率 (%)	9
图表 7	日本 M2 供应量 (十亿日元)	9
图表 8	日本六大主要城市土地价格指数	10
图表 9	日经指数走势	10
图表 10	日本实际 GDP 及增速 (十亿日元, %)	10
图表 11	日本居民、非金融企业杠杆率 (%)	10
图表 12	日本 CPI 同比增速 (%)	11
图表 13	日本食品 CPI 同比增速 (%)	11
图表 14	日本二人以上每月家庭支出结构 (万日元)	11
图表 15	日本餐饮市场规模及增速 (亿元, %)	12
图表 16	居民外出就餐率 (%)	12
图表 17	日本失业率在 90 年代开始提升	12
图表 18	1983-1990 年日本经济新闻社热卖产品及热点事件榜单 (灰色为消费升级产品及事件)	12
图表 19	1993-2001 年日本经济新闻社热销产品及热点事件榜单 (蓝色为消费降级产品及事件)	13
图表 20	日本方便食品支出占家庭食品支出比例 (%)	14
图表 21	日本女性劳动参与率 (%)	14
图表 22	1990-2003 家庭支出中增长率较快的食品	15
图表 23	一般餐馆数目 (万家)	15
图表 24	西餐馆数目 (万家)	15
图表 25	1990-1992 年各行业指数及日经指数表现 (表格按 1990-1992 年数据降序排列)	15
图表 26	90 年代日本食品饮料行业指数及日经指数走势	16
图表 27	人均酒水消费量 (千克)	17
图表 28	20—49 岁人口占比 (%)	17
图表 29	1981-2000 家庭酒精饮料支出额 (日元/户)	18
图表 30	1981-2000 啤酒购买均价 (日元/升)	18
图表 31	1981-2000 清酒、烧酒购买均价 (日元/100ml)	18
图表 32	1981-2000 主要洋酒购买均价 (日元/100ml)	18

图表 33	啤酒及发泡酒税收情况 (日元/升)	18
图表 34	日本 90 年代酒精饮料消费量结构 (千 k1)	19
图表 35	人均啤酒消费量 (升/%)	19
图表 36	日本年发泡酒消费量 (千 k1/%)	19
图表 37	年人均乳制品消费量 (kg, %)	20
图表 38	日本年人均液态乳消费量及增速 (Kg, %)	20
图表 39	人均非液态乳消费量及增速 (Kg, %)	20
图表 40	日本非酒精饮料生产结构 (%)	21
图表 41	液态乳制品消费量占比 (%)	21
图表 42	男性不吃早餐比率 (%)	21
图表 43	90 年代明治乳业酸奶产品	22
图表 44	90 年代柠檬牛奶乳饮料	22
图表 45	日本家庭黄油消费量 (g/%)	22
图表 46	日本家庭奶酪年消费量 (g/%)	22
图表 47	90 年代明治乳业黄油类产品	23
图表 48	90 年代明治乳业奶酪类产品	23
图表 49	年人均调味品消费额及增速 (日元, %)	23
图表 50	传统调味品消费量 (g/ml)	24
图表 51	西式调味品消费量 (g)	24
图表 52	年人均酱油消费量及增速 (ml, %)	24
图表 53	汤汁、酱汁市场规模扩大 (百万日元, %)	24
图表 54	酱油、味增、醋家庭购买均价 (日元)	25
图表 55	食醋年家庭平均消费量 (ml, %)	25
图表 56	日本人均软饮消费量 (ml)	25
图表 57	家庭软饮消费金额及增速 (日元, %)	25
图表 58	PET 瓶软饮产量占比 (%)	26
图表 59	自动贩卖机数量 (万台)	26
图表 60	碳酸饮料人均消费量及增速 (ml)	26
图表 61	茶饮料人均消费量 (ml)	26
图表 62	矿泉水人均消费量 (ml)	27
图表 63	果汁人均消费量 (ml)	27
图表 64	家庭方便食品消费额及增速 (日元, %)	27
图表 65	非主食类方便食品如天妇罗	27
图表 66	非主食类方便食品消费额及增速 (日元, %)	28

图表 67	主食类家庭方便食品消费额及增速 (日元, %)	28
图表 68	家庭速冻类方便食品支出及增速 (日元, %)	28
图表 69	家庭寿司类方便食品支出及增速 (日元, %)	28
图表 70	速冻方便食品产量结构 (单位: 千吨, 按品类分)	29
图表 71	速冻方便食品产量 (单位: 千吨, 按渠道分)	29
图表 72	麒麟、朝日、札幌啤酒销售额市占率 (%)	30
图表 73	朝日 Superdry	31
图表 74	麒麟拉格啤酒	31
图表 75	麒麟、朝日大单品出货份额 (%)	31
图表 76	朝日营业收入及增速 (十亿日元, %)	32
图表 77	朝日净利润及增速 (十亿日元, %)	32
图表 78	朝日历史市值及估值变化 (十亿日元)	32
图表 79	朝日历史股价走势 (日元)	32
图表 80	日本酱油生产企业数量 (家)	32
图表 81	日本酱油出货量 (万千升)	32
图表 82	龟甲万高端健康酱油特选丸大豆酱油	33
图表 83	2000 年龟甲万高端酱油市场份额 (%)	33
图表 84	日本酱油类产品市场规模 (百万日元)	33
图表 85	龟甲万汤汁、酱汁销售额 (以 93 年为基数 100)	33
图表 86	龟甲万海外销售量 (千 KL)	34
图表 87	龟甲万美国销售额 (以 94 年为基数 100)	34
图表 88	龟甲万美国酱油市场份额	34
图表 89	龟甲万营业收入及增速 (十亿日元, %)	34
图表 90	龟甲万净利润及增速 (十亿日元, %)	34
图表 91	龟甲万市值及市盈率变化 (十亿日元)	35
图表 92	龟甲万股价走势 (日元)	35
图表 93	80 年代伊藤园罐装乌龙茶和煎茶	35
图表 94	伊藤园绿茶饮料包装演变过程	35
图表 95	伊藤园历年营业收入 (十亿日元, %)	36
图表 96	伊藤园历年净利润及增速 (十亿日元, %)	36
图表 97	伊藤园历史股价走势 (日元)	36
图表 98	伊藤园市值及市盈率变化 (十亿日元)	36
图表 99	早餐用餐时间分布	37
图表 100	不吃早餐原因	37

图表 101	速冻食品行业产值及增速 (亿元, %)	37
图表 102	外卖市场规模及增速 (亿元, %)	37
图表 103	复合调味品市场规模 (亿元)	37
图表 104	火锅料行业规模及增速 (亿元, %)	37
图表 105	安井食品主要产品类型	38
图表 106	安井食品收入、利润及增速 (亿元, %)	38
图表 107	安井食品吨价水平变化 (万元/吨, %)	38
图表 108	颐海国际收入、利润及增速 (亿元)	39
图表 109	颐海国际盈利能力稳步提升 (%)	39
图表 110	酸奶市场规模及增速 (百万元, %)	39
图表 111	碳酸饮料销售规模及增速 (百万公升, %)	39
图表 112	豆奶市场规模及增速 (百万元, %)	39
图表 113	瓶装水市场规模及增速 (百万元, %)	39
图表 114	酱油朝健康化、功能性升级	40
图表 115	主打健康诉求食醋产品	40
图表 116	日本酱油及食醋购买均价 (日元/ml)	40
图表 117	阿里系平台酱油及食醋购买均价 (元/瓶)	40
图表 118	保健品行业规模及增速 (亿元, %)	41
图表 119	保健品线上行业销售额及增速 (亿元, %)	41
图表 120	汤臣倍健销售收入及增速 (亿元, %)	41
图表 121	线上主要保健品销售额及增速 (%)	41
图表 122	餐饮市场规模增速 (%)	41
图表 123	乳制品市场规模增速 (%)	41
图表 124	烘焙面包行业分长保、短保及连锁门店三大模式	42
图表 125	面包市场规模及增速 (百万元, %)	42
图表 126	桃李面包收入业绩及增速 (亿元, %)	42
图表 127	消费者未来一年购买方向倾向 (2018 年)	42
图表 128	顺鑫农业白酒业务收入及增速 (亿元, %)	42
图表 129	国内食品饮料行业品类创新、消费升级趋势依旧突出	43
图表 130	日本食品饮料各子行业龙头一览表	44

一、研究意义：以史为镜，照向未来

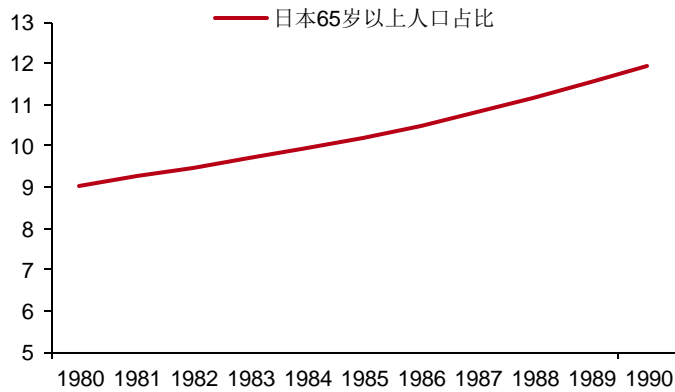
前言：上世纪 90 年代日本经济泡沫破裂后的消费结构及趋势变化一直是研究的热点，本文对 90 年代日本食品饮料行业发展趋势进行分析，试图对中国未来行业发展趋势带来借鉴和参考。当下中国经济与 90 年代前后的日本经济在某些方面有相似之处，如：1) 宏观方面：经济增速放缓，房地产价格处于高位，美国挑起贸易摩擦；2) 人口特征：人口老龄化和单身现象加剧；3) 消费特征：所谓消费降级与消费升级现象并存；4) 消费群体：新一代人（日本的新人类，中国的 90/00 后）及女性群体成为消费主力；5) 居民心态：居民对未来经济发展形势预期变得不明朗，对自身发展开始感到焦虑。当然，需要明确的是，中日经济体对比差异之处更多，我们对中国长期经济发展及消费动能依旧充满信心，但以史为鉴，居安思危，日本 90 年代前后经济波动带来的消费趋势变化，对我们看待中国未来消费趋势，或许是一面稍显极端但仍有一定研究价值的镜子。

图表 1 90 年代日本与当下中国的一些对比

	90 年代前后日本	当下的中国
经济特征	1) 1985-1990 年 GDP 复合增长率 4.7%； 2) 私人消费率 54%； 3) 90 年前后美日在半导体、电子、汽车等领域有贸易摩擦； 4) 六大主要城市地价在 1985-1990 年间翻 3 倍，91 年地产泡沫破裂。	1) 2015-2017 年 GDP 增长率在 6.7%-7%； 2) 私人消费率约 40%； 3) 中美发生贸易摩擦； 4) 一线城市房价 2012-2017 年翻倍。
人口特征	1) 1990 年 65 岁以上人口占比 12%； 2) 1990 年一人户家庭占比 23.1%。	1) 2017 年 65 岁以上人口占比 11.4%； 2) 2014 年一人户家庭占比 14.9%。
消费特征	1) 享乐主义和理性消费观念同时出现，奢侈品和高性价比的无印良品、优衣库受到欢迎。	1) 奢侈消费和理性消费并存，国际奢侈品品牌加快国内渠道下沉，但名创优品、网易严选等主打高性价比品牌也在快速发展。
主力消费群体	1) 在日本经济高速增长时期长大的“新人类”一代，未经历战乱，父母在住房、生活上给予支持，消费能力较强。 2) 女性社会化后消费能力增强，追求精致化的生活，时尚杂志“Very”“Story”受追捧。地产泡沫破裂后，年轻女性不再视婚姻为束缚，而是“让自己生活轻松一些”的方式。	1) 改革开放之后经济快速发展，计划生育政策实施，期间长大的“90 后/00 后”在住房和生活上得到父母支持，消费能力较强。 2) 女性在婚房、车等大宗消费上承担较少，收入多用于自身消费，“小红书”“美丽说”等时尚平台受追捧。婚恋市场上，女性对“房、车”有所要求，希望减轻自身经济压力，延续婚前生活水平。
居民心态	1) 地产泡沫破裂后，企业福利下降、临时工占比增多，中产对未来感到焦虑； 2) 因努力也难以实现阶级跨越，日本青年进入低欲望状态。	1) 经济正在转型升级，中产阶级产生一定焦虑，佛系青年成热点。

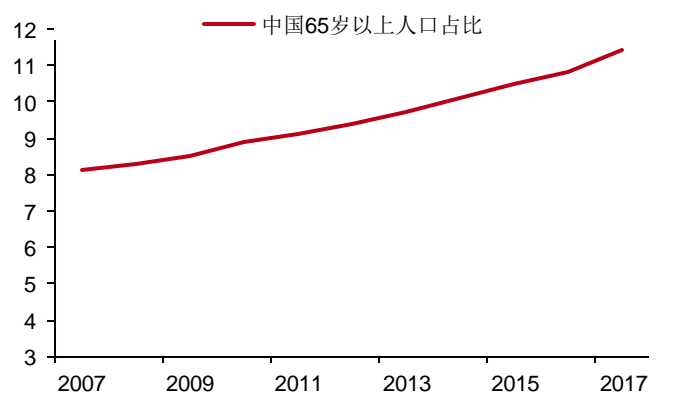
资料来源：三浦展《第四消费时代》，Wind，CEIC，华创证券

图表 2 日本 65 岁以上人口占比 (%)



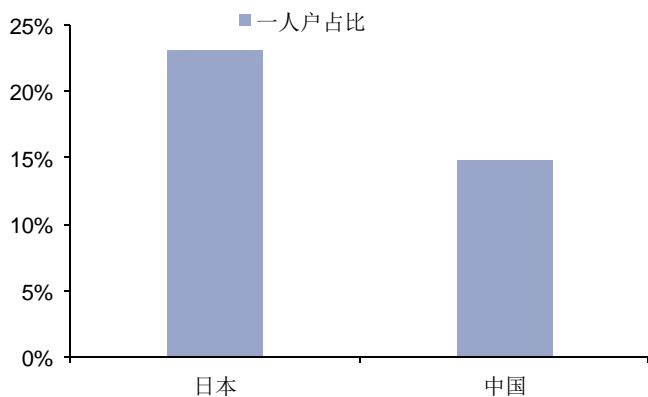
资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 中国 65 岁以上人口占比 (%)



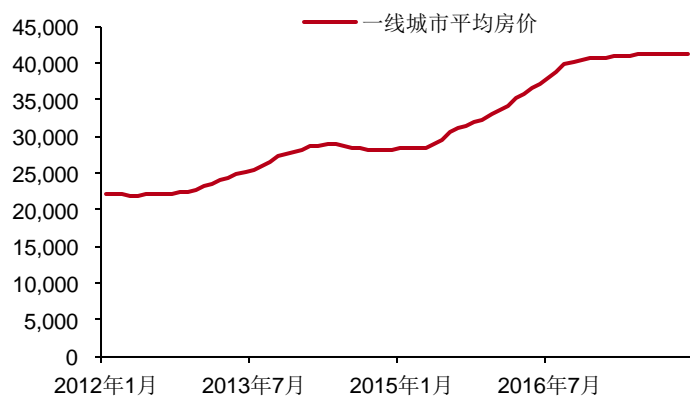
资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 1990 年日本及 2014 年中国一人户占比 (%)



资料来源: Wind、日本统计局, 华创证券

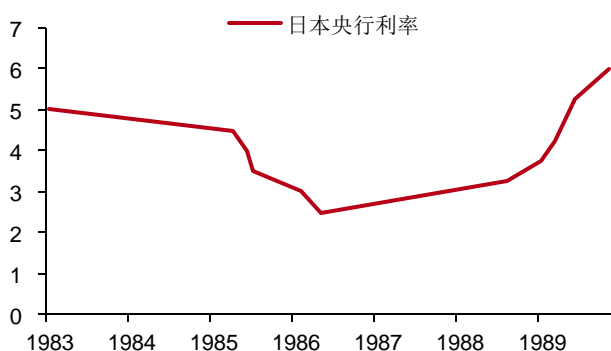
图表 5 中国一线城市平均房价 (元/平方米)



资料来源: Wind, 华创证券

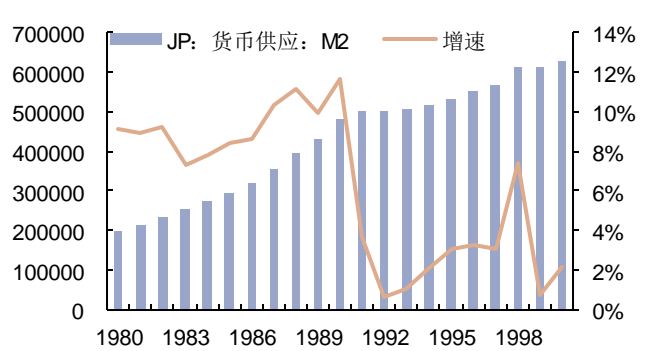
1986 年后日本实施扩张性货币政策，地产、股市泡沫高企。1985 年《广场协议》签订之后，日元持续升值导致外需放缓，政府实施扩张性的财政政策及货币政策扩大内需。1986 年后日本央行接连下调利率至 2.5%，M2 供应量增速从 1985 年的 8.4% 提升至 1990 年的 11.7%。在此阶段，资金大量涌入房地产和股市，日本六大主要城市地价指数在 1985 年-1990 年间增长三倍，日经指数从 13000 点增长至近 39000 点，日本房地产及股市泡沫高企。

图表 6 日本央行利率 (%)



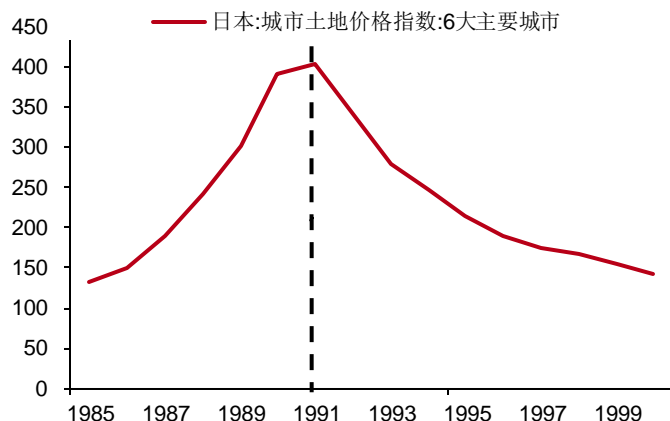
资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 日本 M2 供应量 (十亿日元)



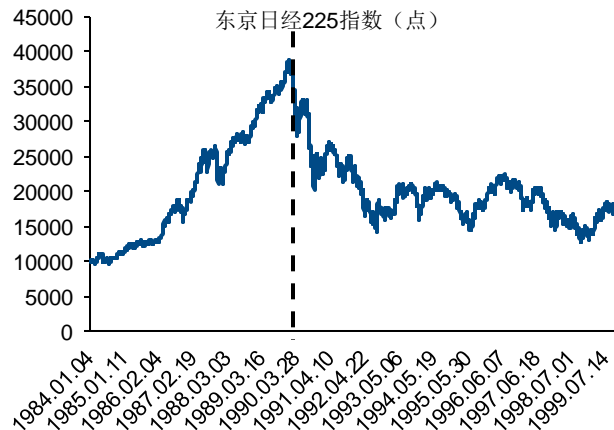
资料来源: CEIC, 华创证券

图表 8 日本六大主要城市土地价格指数



资料来源: Wind, 华创证券

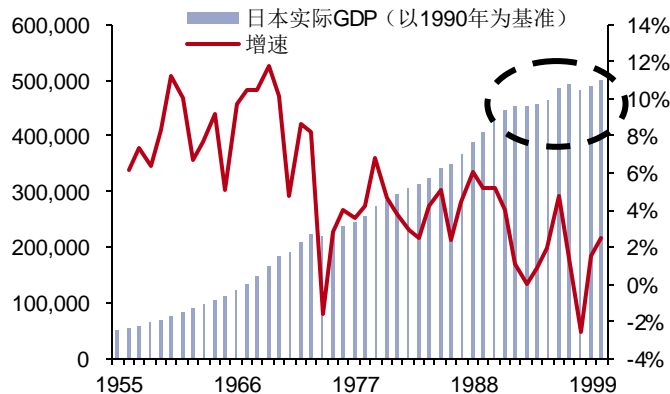
图表 9 日经指数走势



资料来源: 日本统计局, 华创证券

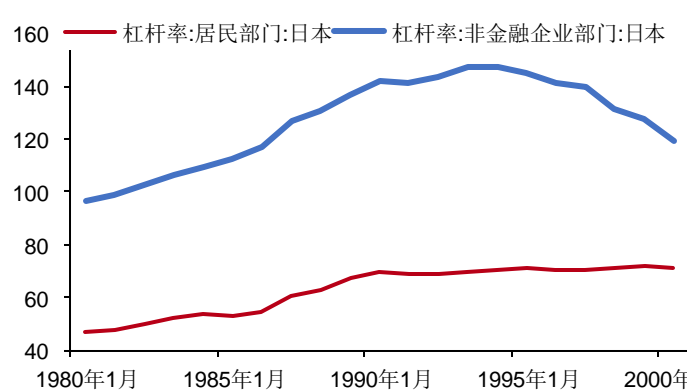
90年代初日本地产、股市泡沫破裂，经济增长停滞。80年代末日本居民、企业对房地产投资预期依然高涨，居民和非金融企业部门杠杆率持续提升至高点的近70%和140%。1989年日本实施紧缩的货币政策，央行利率从1989年的3.25%提升至1990年6%，日本货币政策转向刺破日本股市楼市泡沫，日经指数从1990年初的近39000点下挫至年末的22000点，此后日本股市一直处于低迷状态；90年代日本地价持续下降，六大主要城市价格指数在1991年-2000年间下降近3倍。股市、地产泡沫破裂后，日本GDP及CPI增速下滑甚至出现负增长，日本经济陷入长期通货紧缩状态。

图表 10 日本实际GDP及增速（十亿日元，%）



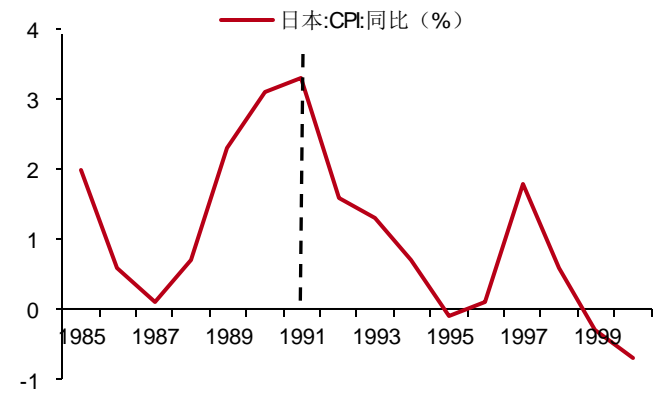
资料来源: 日本统计局, 华创证券

图表 11 日本居民、非金融企业杠杆率（%）



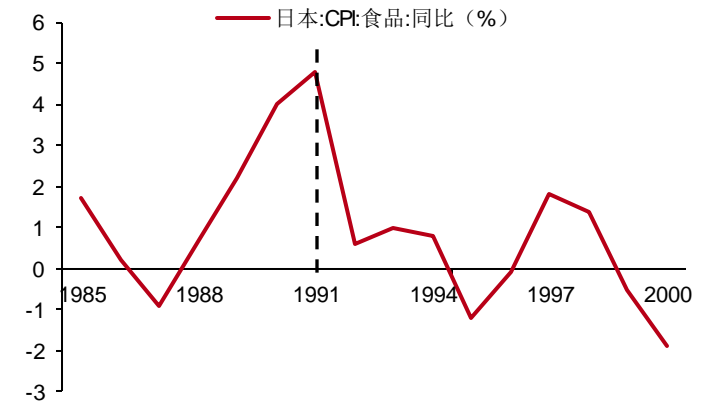
资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 日本 CPI 同比增速 (%)



资料来源：日本统计局，华创证券

图表 13 日本食品 CPI 同比增速 (%)



资料来源：日本统计局，华创证券

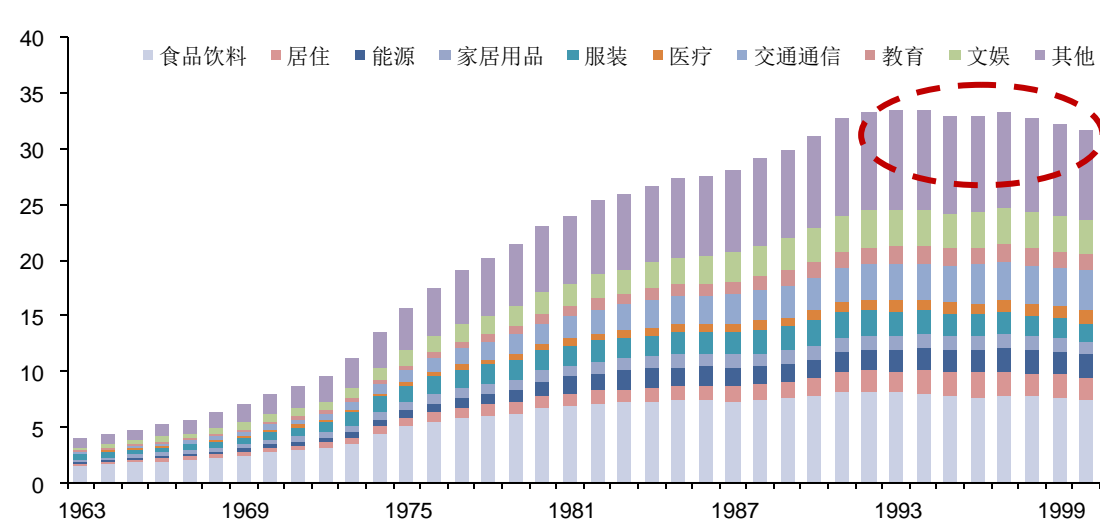
二、迷雾中穿行：经济波动期，行业发展的三变与三不变

回顾日本 90 年代食品饮料行业发展情况，经济波动导致部分消费减少，如家庭食品饮料支出减少，居民外出就餐减少，及消费习惯开始追求性价比，但由社会结构及饮食文化演变带来的食品饮料消费方便化、健康化、西式化趋势并未改变。

变化之一：家庭食品饮料支出减少

经济波动带来家庭食品支出额下滑，但其占家庭总支出比例相对稳定。1955 年后日本经济高速发展，居民生活水平稳步提升，食品饮料支出占比从 1963 年的 38.7% 下降到 1990 年的 25.4%。90 年代地产泡沫破裂后，家庭每月食品支出绝对额从 1992 年 8.2 万日元下降到 2000 年的 7.4 万日元，但食品饮料支出占家庭总支出比例保持相对稳定，在 1992 年-2000 年间稳定在 23%-25%。

图表 14 日本二人以上每月家庭支出结构 (万日元)



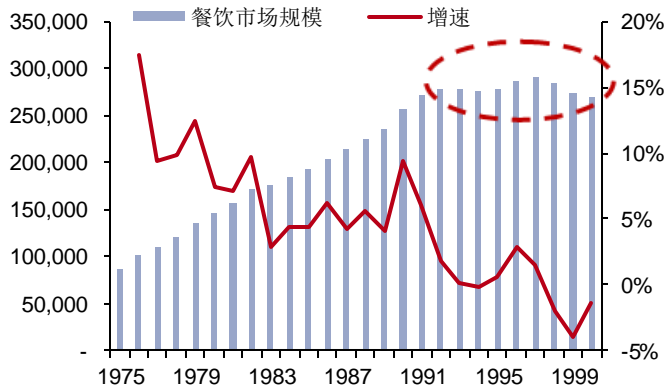
资料来源：日本统计局，华创证券

变化之二：外出就餐减少

居民对未来预期不明朗，外出就餐减少。90 年代日本居民可支配收入下滑，失业率提升，消费者对未来预期不明朗。

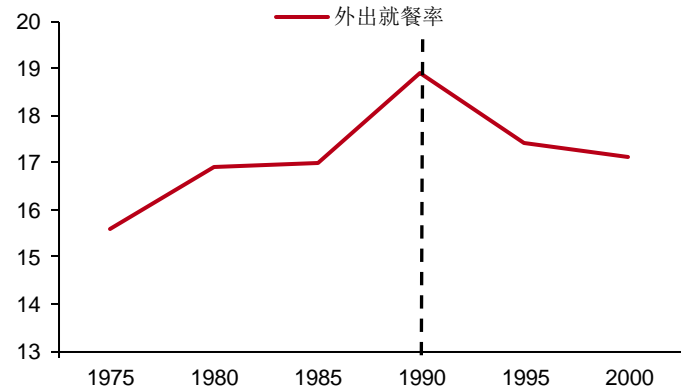
在此期间，居民外出就餐减少，一部分回归家庭饮食，另一部分消费方便食品。根据厚生劳动省调查数据显示，居民外出就餐率从1990年的19%下降到2000年17%，受外出就餐减少影响，日本餐饮市场规模停止增长，90年代末开始下滑。

图表 15 日本餐饮市场规模及增速（亿元，%）



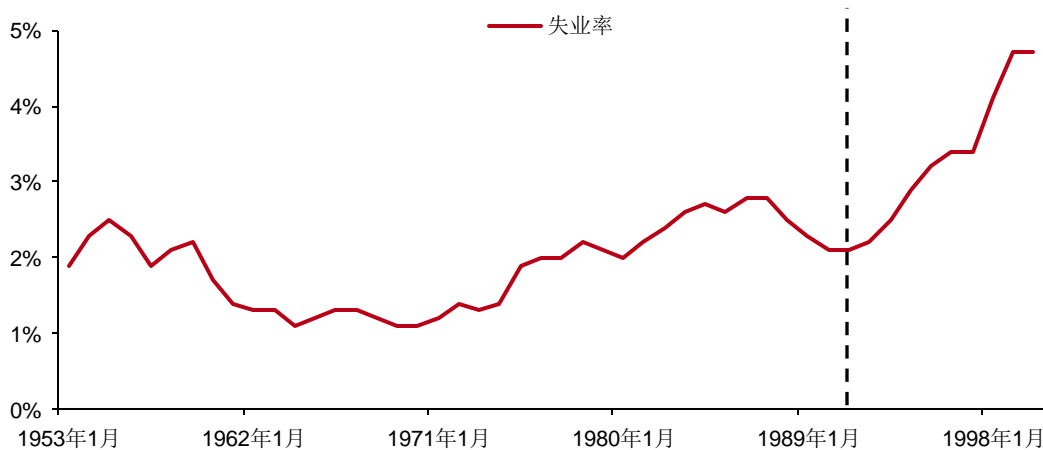
资料来源：公益财团法人安心财团，华创证券

图表 16 居民外出就餐率（%）



资料来源：厚生劳动省，华创证券

图表 17 日本失业率在 90 年代开始提升



资料来源：日本统计局，华创证券

变化之三：可选消费低价化

消费行为朝低价化发展，食品饮料行业中低价可选消费品受欢迎。在日本经济新闻社每年发布的热销产品及热点事件榜单中，我们看到，消费升级类产品多出现于泡沫破裂前，消费降级类产品多出现于泡沫破裂后。消费行为追求性价比或者说低价化也出现在食品饮料等日常消费中，在1993年-2001年的热销产品及热点事件榜单中，低价红酒、低价啤酒、半价汉堡、低价可乐和发泡酒皆有上榜。

图表 18 1983-1990 年日本经济新闻社热卖产品及热点事件榜单（灰色为消费升级产品及事件）

83 年	84 年	85 年	86 年	87 年	88 年	89 年	90 年
磁带录像机	烧酒	MINOLTA α-7000 型相机	DC 品牌潮流	朝日舒波乐啤酒	珠宝首饰品	意大利潮流	环保商品
迪士尼乐园	音乐剧《猫》	CD 机	猫潮流	洗衣用剂	东京巨蛋	一日元货币	除污垢家电

83年	84年	85年	86年	87年	88年	89年	90年
电脑	电子体温计	电话卡	CD 软件	家用烤面包机	海外旅行	番茄银行	豪华公司职员公寓
国债定期账户	高尔夫宅急送	电脑	GRC-7 小型照相机	住宅	朝日舒波乐啤酒	吉本 真秀子的书	樱桃小丸子
维他命 E	《Plus1》宝塚歌剧	女性保险	日语文字处理机	亚洲四小龙生产的家电	Fibe-mini 功能饮料 (大正制药)	摄像机 55(索尼)	海外旅行
宅急送	低卡甜味料	分期预付旅行票	SCHAU ESSEN 维也纳香肠	NTT 通信公司	挪威的森林	Regain 功能饮料	麒麟啤酒
私人无线电话	鸡块	日语文字处理机	天皇在位 60 周年纪念金币	海外旅行	保鲜宅急送	Doda 人才介绍中介	《被爱的理由》二谷友里惠
保鲜彩色电视	石油取暖装置	便利文具	进口车	进口烟	进口牛肉	10 万日元游美国西海岸	节目观看服务
艺人创作书籍	票贩子	兵库县一家大型购物中心	电话卡	CD 软件	3 座高级车	脱氟利昂商品	内置卫星电视机
南极物语	《Thriller》迈克杰克逊	日元	任天堂 FC 软盘机	Be-1 日产汽车	四驱赛车模型	超高级国产车	国际花与绿博览会

资料来源：日本经济新闻社，华创证券

图表 19 1993-2001 年日本经济新闻社热销产品及热点事件榜单（蓝色为消费降级产品及事件）

93年	94年	95年	96年	97年	98年	99年	00年	01年
日本职业足球联赛周边	Bergenbräu 低价比利时啤酒	Windows95	廉价手机, 小灵通	《幽灵公主》, 宫崎骏导演	“横滨”棒球	低价电脑	优衣库	中国制造
“SAVINGS”大荣公司	低价可乐	NOMO-野茂英雄, 日本棒球选手	Canal City 博多, 综合商业中心	东京三菱银行存款	返还消费税 上涨部分的商场营销	i-mode 手机服务	麦当劳工作 日半价汉堡	200 日元牛肉饭
美少女战士 电影	Tio De-La Bota 西班牙 低价红酒	手机	耐克	口袋妖怪	天马航空, 廉航	丰田威姿 (Vizi) 系列	星巴克	东京迪士尼
奥特莱斯	上越 wing market 购物中心	多媒体电脑	外国债券, 外汇存款	拓麻歌子, 掌上电子宠物	百元店	大正 Riup 生毛剂	PS2 游戏机	环球影城
低价旅行团	手机	小室哲哉作曲	Perfect TV 电视服务	个人数码助理	麦当劳半价 汉堡	百货关门甩货	御殿场尊享 奥特莱斯	茶饮
侏罗纪公园	711 “新鲜出炉” 自营面包	奥德赛系列 本田汽车	安室奈美惠	戴安娜王妃 追悼 CD	泰坦尼克号	2G 移动通信	巧克力点心	罐装烧酒

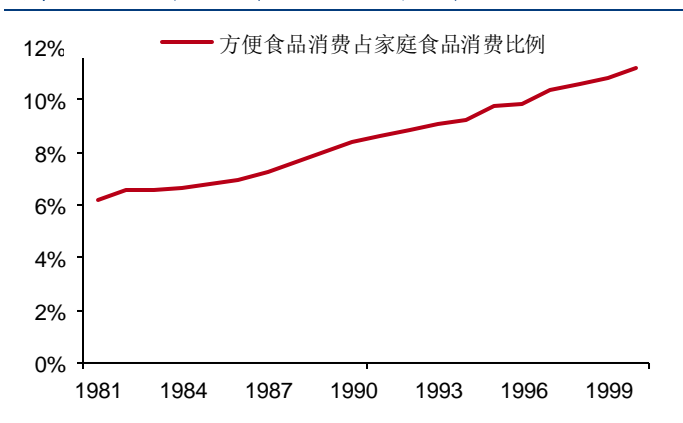
93年	94年	95年	96年	97年	98年	99年	00年	01年
《麦迪逊之桥》文艺春秋	家庭32位游戏机	发泡酒	台场	朝日无糖啤酒	索尼VAIO 505笔记本	投资信托	DVD	本田飞度系列汽车
低价公寓	带抽奖制的定期存款城南信用金库金融商品	SMAP歌手组合	IXY系列佳能相机	《失乐园》	苹果imac电脑	VenusFort购物中心	甜品	多功能咖啡店
《美女和野兽》	朝日16茶	花王公司出品的拖把	大头贴	《少年H》讲谈社	口袋皮卡丘游戏机	手机铃声	IXY系列佳能相机	朝日本生啤酒
“朱莉安娜东京”夜店	丰田RAV4 SUV	滑雪板	新建住宅, 公寓	园艺商品	吊带背心	索尼AIBO电子狗	彩色i-mode手机服务	ADSL非对称数字用户线

资料来源：日本经济新闻社，华创证券

不变之一：饮食方便化趋势不变

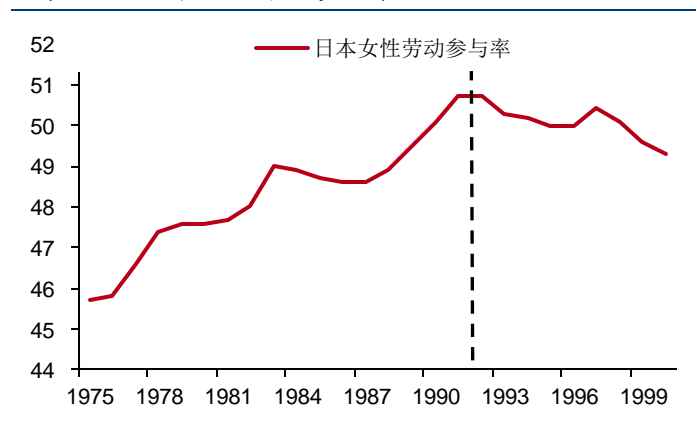
经济波动不改饮食方便化趋势，女性社会化是重要推动因素。日本女性的传统角色是家庭主妇，主要负责在家做饭和从事家务。70年代后日本女性角色由家庭主妇朝职业女性转变，女性在家做饭次数和时长减少，做饭意愿和烹饪技巧逐渐下降。在此背景下，家庭饮食消费朝方便化方向发展。地产泡沫破裂后，部分女性回归家庭，但饮食方便化趋势并未受到经济波动及女性回归家庭影响，预调食品和速冻食品等方便食品支出占家庭食品支出比例从1981年的6.2%持续上升到2000年的11.2%，主食类方便食品和速冻米面消费稳步增长（下文子行业分析详细说明）。

图表 20 日本方便食品支出占家庭食品支出比例 (%)



资料来源：日本统计局，华创证券

图表 21 日本女性劳动参与率 (%)



资料来源：日本统计局，华创证券

不变之二：饮食健康化趋势不变

经济波动不改饮食健康化趋势，90年代增长较快产品多与健康、清淡相关。90年代前后食品饮料子行业多朝健康化方向升级，譬如酒精饮料朝低度化发展，酱油朝低盐、有机升级，碳酸饮料消费减少而无糖茶饮消费高速增长等（下文详细说明）。此外，日本90年代增长较快商品多与健康、清淡、低价相关，据日本总务省公开数据显示，1990-2000年家庭食品支出中增长率较快的食品有葡萄酒、花椰菜、巧克力、沙拉、烧酒、扇贝、沙拉、香蕉等，其中酒类产品为度数相对较低的品类，食品类产品多数与清淡、健康相关。

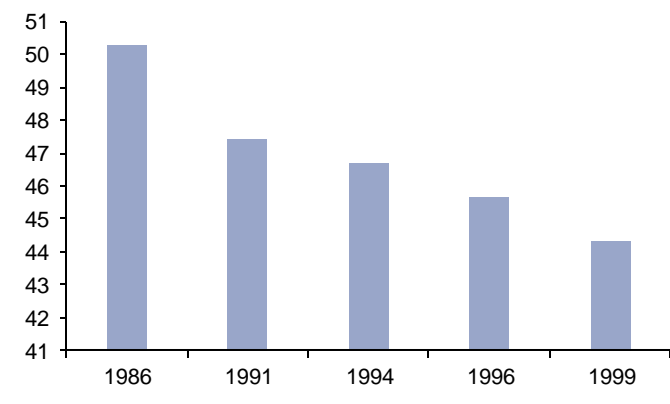
图表 22 1990-2003 家庭支出中增长率较快的食品

序号	名称	增长率	序号	名称	增长率
1	葡萄酒	6.97% (消费量)	9	纳豆	3.71% (消费额)
2	葡萄柚	5.06% (消费量)	10	冷冻速食	3.64% (消费额)
3	花椰菜	4.84% (消费量)	11	鲣鱼	2.70% (消费量)
4	鲑鱼	4.83% (消费量)	12	奶酪	2.24% (消费量)
5	烧酒	4.54% (消费量)	13	香蕉	2.19% (消费量)
6	沙丁鱼干	4.04% (消费量)	14	巧克力	2.15% (消费额)
7	扇贝	3.79% (消费量)	15	梅子干	2.14% (消费量)
8	沙拉	3.75% (消费额)	16	汤汁、酱汁	2.06% (消费额)

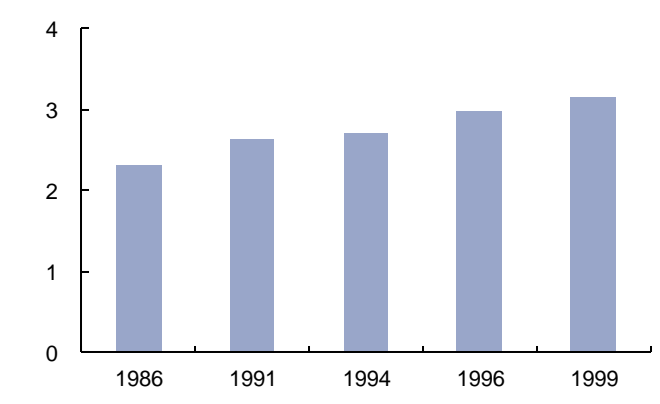
资料来源：日本总务省，华创证券

不变之三：饮食西式化趋势不变

经济波动不改饮食西式化趋势，餐厅总数量减少，西餐馆数目提升。90年代经济波动带来居民外出就餐减少，一般餐馆数目从1986年的50.3万家下降到1999年的44.3万家。但经济波动并未改变日本整体饮食西式化趋势，西餐馆数目从1986年的2.3万家增长到1999年的3.2万家。除餐饮西式化外，食品饮料子行业中调味品行业西式酱料如蛋黄酱、果酱等消费稳中有增，乳制品行业奶酪、黄油消费快速增长（下文子行业分析详细说明）。

图表 23 一般餐馆数目（万家）


资料来源：日本总务省企业总数调查，华创证券

图表 24 西餐馆数目（万家）


资料来源：日本总务省企业总数调查，华创证券

三、子行业逐个探究：必选消费趋稳，西式化、健康化、方便化趋势不改

首先，市场表现来看，股市泡沫破裂后，必选消费品行业表现相对较好。1990年-1992年间，日经指数从近39000的高点下降至16000点，下滑幅度达56%。分子行业来看，1990年-1992年日经指数大幅下滑期间，消费品板块包括医药、食品饮料、电器、纺织服装和零售等行业表现相对好于日经指数，其中必选消费代表的食品饮料行业指数跌幅为45.55%，全市场排名第4，且在90年代多数时间表现优于日经指数，体现了一定抗周期属性。

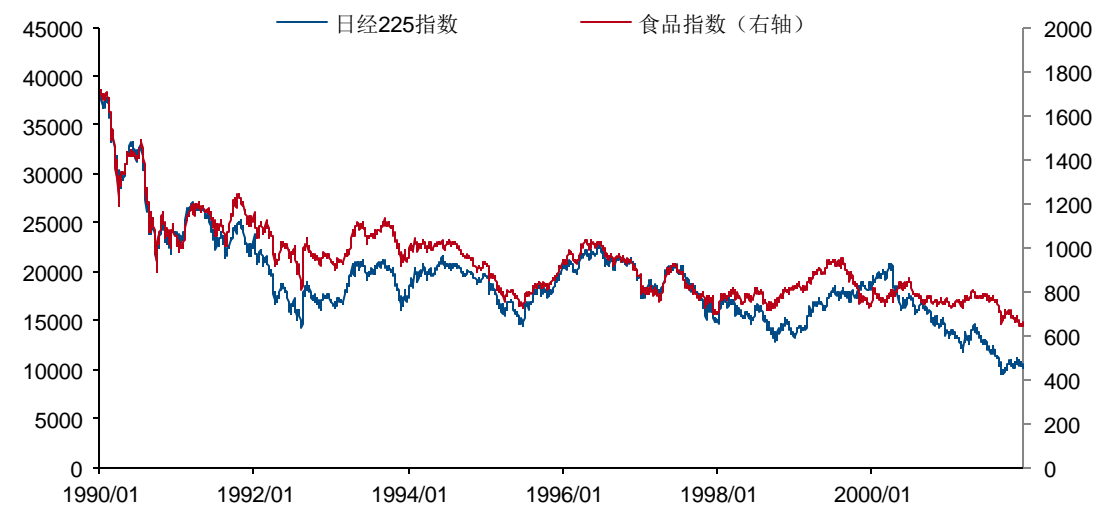
图表 25 1990-1992 年各行业指数及日经指数表现（表格按 1990-1992 年数据降序排列）

指数	1990 年	1990-1991 年	1990-1992 年
医药指数	-30.52%	-31.68%	-36.15%
金属产品指数	-22.97%	-29.33%	-42.79%

指数	1990年	1990-1991年	1990-1992年
食品饮料指数	-39.00%	-34.48%	-45.55%
运输设备指数	-38.23%	-42.13%	-49.52%
电力与天然气指数	-40.12%	-35.19%	-51.31%
银行指数	-37.63%	-33.33%	-51.33%
保险指数	-40.69%	-40.82%	-52.09%
石油与煤指数	-47.44%	-37.08%	-52.27%
建筑指数	-31.46%	-31.05%	-53.17%
电器指数	-35.07%	-41.20%	-53.32%
化工指数	-42.86%	-43.16%	-53.87%
纺织品与服装指数	-36.29%	-42.07%	-55.35%
零售贸易指数	-42.31%	-40.49%	-55.60%
日经 225 指数	-38.40%	-40.63%	-56.28%
机械指数	-37.59%	-43.60%	-57.44%
有色金属指数	-39.95%	-45.18%	-59.67%
服务业指数	-37.49%	-46.10%	-59.83%
空运指数	-40.78%	-40.29%	-59.99%
信息与通信指数	-35.99%	-49.14%	-62.10%
钢铁指数	-44.40%	-52.29%	-62.93%
证券与商品指数	-51.35%	-56.69%	-66.09%
房地产指数	-51.73%	-49.03%	-67.14%
航运指数	-59.29%	-56.70%	-70.70%

资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 26 90 年代日本食品饮料行业指数及日经指数走势



资料来源: Bloomberg, 华创证券

其次, 从子行业基本面来看, 必选消费如乳制品、调味品等总体需求趋稳, 可选如酒类饮料有所下滑, 多数子行业

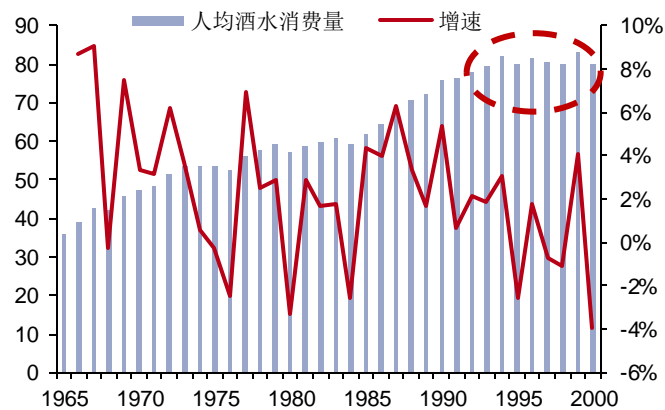
西式化、健康化、方便化趋势不改。以下我们分别对酒精饮料、软饮料、乳制品、调味品、方便食品等子行业通过数据逐个探究分析。

（一）酒水行业：消费萎缩，均价下滑，低价发泡酒受欢迎

1、人均酒精消费量下滑

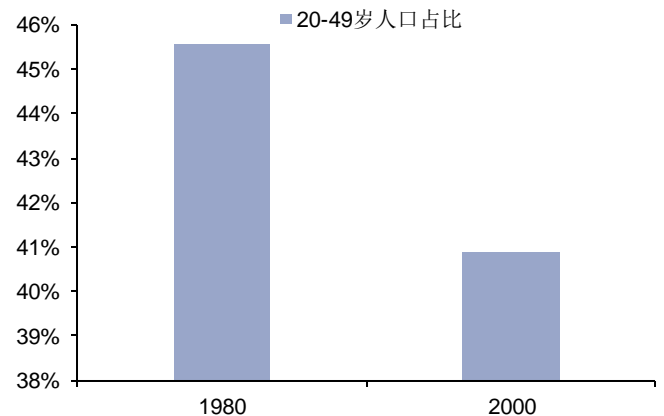
战后随着日本经济高速发展和居民可支配收入提升，酒水消费稳步增长，1965年-1990年间，日本人均酒水消费量从35.9公斤上升到76.1公斤，CAGR为3.1%。进入90年代之后，日本人均酒水消费量增速放缓，1992年-2000年基本稳定在80公斤左右。一方面，90年代日本老龄化趋势加快，主力饮酒人群占比减少，20-49岁人口占比从1980年的46%下降到2000年的41%；另一方面，健康意识增强、居民可支配收入下滑、未来预期不明朗等因素也对单价较高的可选酒水消费产生负面影响。

图表 27 人均酒水消费量（千克）



资料来源：Wind、日本统计局，华创证券 注：酒水指酒精类饮料，非纯酒精口径

图表 28 20—49 岁人口占比 (%)

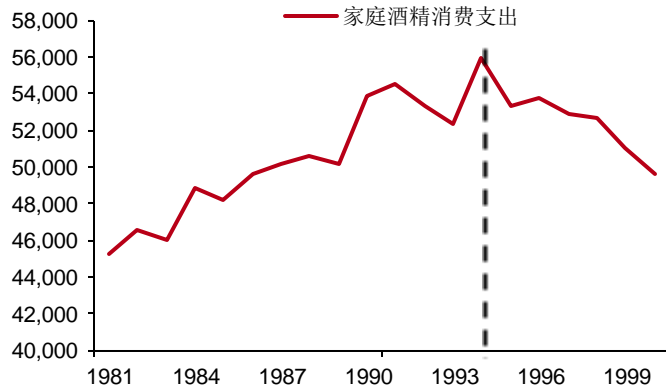


资料来源：日本统计局，华创证券

2、家庭酒类支出缩减，购买均价下降

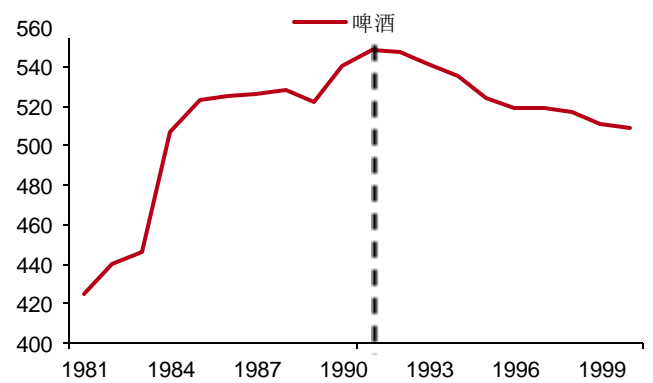
90年代家庭酒精饮料消费缩减，年支出额自1994年的5.6万日元下降至2000年的5万日元。分酒类来看，价格亲民的本国酒和啤酒购买均价下降5%-10%，价格较高的洋酒购买均价下降20%以上。受通缩环境及消费需求影响，1991年-2000年间，啤酒购买均价从548日元/升下降到508日元/升，降幅7.2%；清酒从92日元/100ml下降到87日元/100ml，降幅5.5%；烧酒从69日元/100ml下降到65日元/100ml，降幅5.4%；而价格相对较高的进口威士忌价格从1990年的576日元/100ml下降到2000年的341日元/ml，国产威士忌购买均价从284日元/100ml下降到172日元/100ml，降幅达39.5%，葡萄酒从150日元/100ml下降到117日元/100ml，降幅达21.8%。

图表 29 1981-2000 家庭酒精饮料支出额 (日元/户)



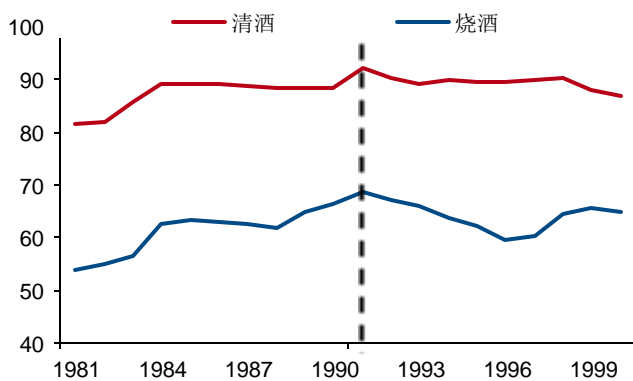
资料来源: 日本统计局, 华创证券

图表 30 1981-2000 啤酒购买均价 (日元/升)



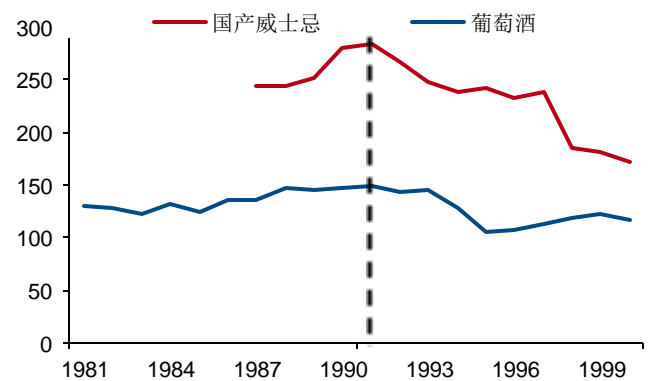
资料来源: 日本统计局, 华创证券

图表 31 1981-2000 清酒、烧酒购买均价(日元/100ml)



资料来源: 日本统计局, 华创证券

图表 32 1981-2000 主要洋酒购买均价 (日元/100ml)



资料来源: 日本统计局, 华创证券

3、低价发泡酒高速发展挤压传统啤酒空间

发泡酒因酒税较少受到酒厂欢迎。在日本, 麦芽比率 67% 以上的酒水为啤酒, 麦芽比率低于 67% 的酒水为发泡酒。80 年代末各大啤酒厂竞争激烈, 降价战略遭遇瓶颈, 酒厂在税金上寻找突破口。当时一升啤酒需要支付 222 日元的税金, 而发泡酒只需支付 152.7 日元税金, 厂家为形成低价优势纷纷研制发泡酒。1994 年三得利推出首款发泡酒 Hops, 并以低价优势受到市场欢迎, 发泡酒市场自此打开。1996 年酒税政策调整, 麦芽比率在 50%-67% 之间的发泡酒与啤酒同税, 此后三得利推出麦芽比率低于 25% 的 Super Hops 以应对政策变化。

图表 33 啤酒及发泡酒税收情况 (日元/升)

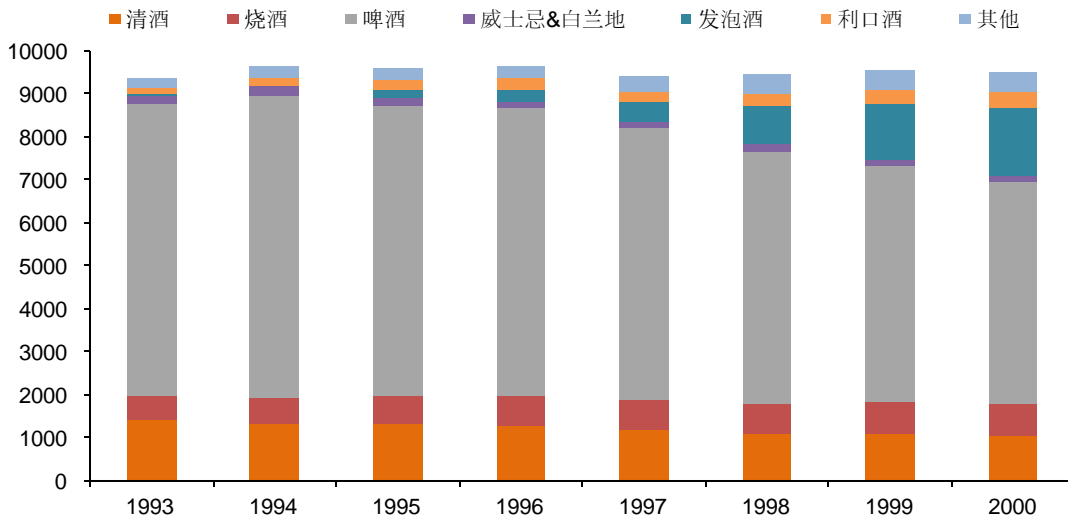
	麦芽比率	1994 年	1996 年	2003 年
啤酒	67%以上	222	222	222
发泡酒	50%-67%	152.7	222	222
	25%-50%	152.7	152.7	178.1
	25%以下	83.3	105	134.3

资料来源: 日本啤酒协会, 华创证券

发泡酒以低价优势挤压啤酒市场。随着 90 年代中期发泡酒高速发展, 其占全国酒精饮料消费量比例快速提升。1993 年-2000 年, 发泡酒占酒精饮料消费总量比例从 0.02% 提升到 16.5%, 啤酒消费量占比从 72% 下降至 54.5%。发泡酒

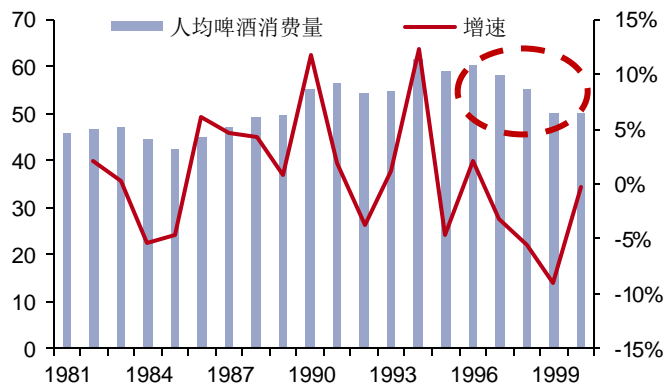
高速发展由供需两端因素共同造成，1) 需求端：经济危机导致居民可支配收入下降，加之女性社会化程度提升，度数与价格较低而口味与啤酒相似的发泡酒受到欢迎；2) 供给端：由于发泡酒税率比啤酒低，出于竞争考虑啤酒厂也快速转向发泡酒产品销售。

图表 34 日本 90 年代酒精饮料消费量结构 (千 k1)



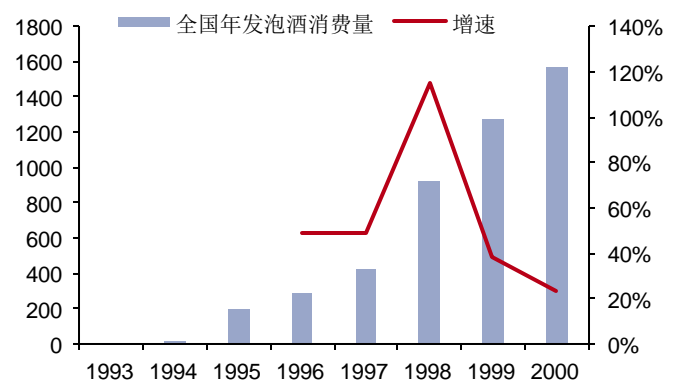
资料来源：日本国税厅，华创证券

图表 35 人均啤酒消费量 (升/%)



资料来源：日本国税厅，华创证券

图表 36 日本年发泡酒消费量 (千 k1/%)



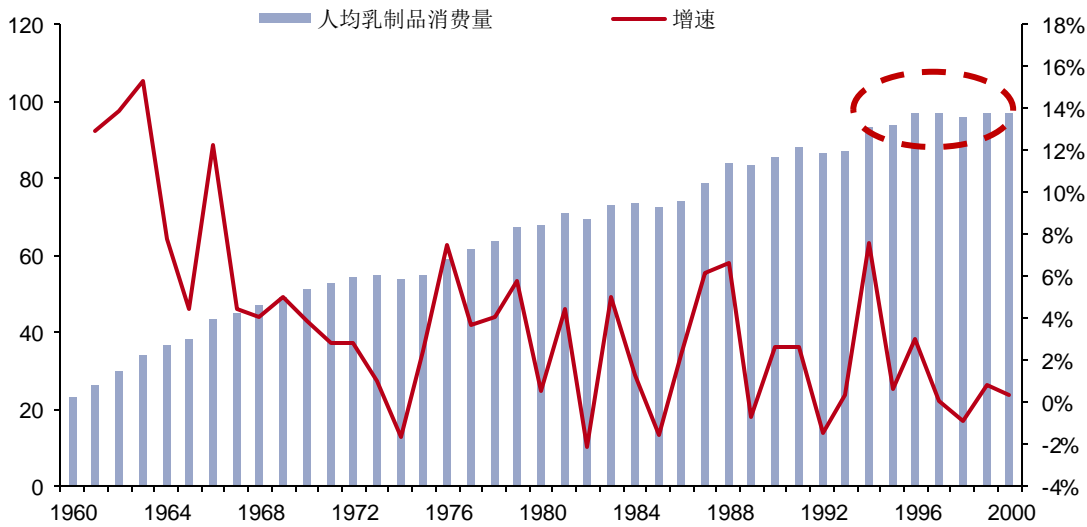
资料来源：日本国税厅，华创证券

(二) 乳制品行业：人均消费量趋稳，非液态乳制品消费量提升

1、90 年代人乳制品消费量趋稳

上世纪 50 年代中后期，日本政府颁布《学校午餐法》和《关于促进乳品业和养牛业的法令》并实施学生饮用奶计划，乳制品行业开始高速增长。70 年代后随着西方饮食习惯在日本普及，人均乳制品消费量进一步提升。1960 年—1996 年，日本人均乳制品消费量从 23.1kg 上升到 96.8kg，CAGR 为 4.1%，此后日本人均乳制品消费量基本趋稳，维持在 96kg 左右。

图表 37 年人均乳制品消费量 (kg, %)

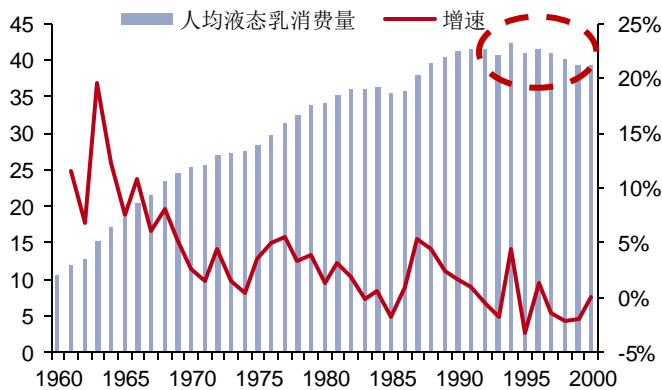


资料来源：日本农林水产省，华创证券

2、液态乳消费量下滑，非液态乳制品消费量持续提升

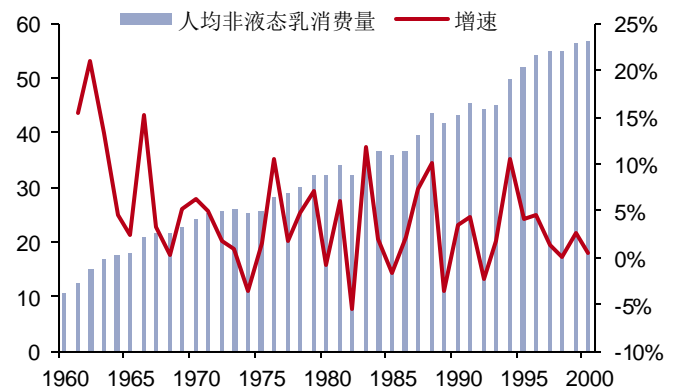
1960年-1991年，人均液态乳消费量从10.7kg提升到41.6kg，CAGR为4.5%，人均非液态乳消费量从10.7kg提升到45.3kg，CAGR为4.8%。90年代人均液态乳消费量开始下滑，从峰值42.4公斤下降至2000年的39.4公斤，而非液态乳制品人均消费量持续提升，从1991年的45.3kg提升到2000年的56.7kg。

图表 38 日本年人均液态乳消费量及增速 (Kg, %)



资料来源：日本农林水产省，华创证券

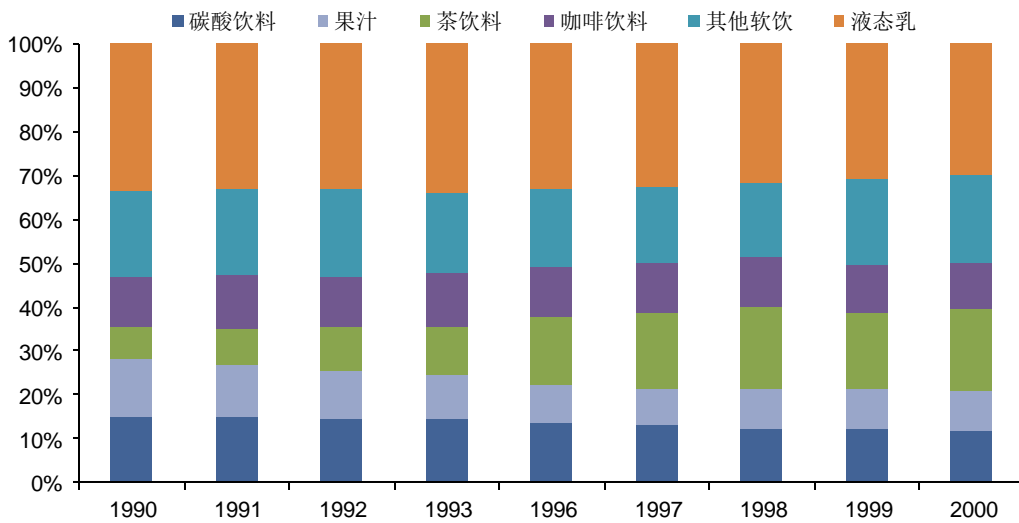
图表 39 人均非液态乳消费量及增速 (Kg, %)



资料来源：日本统计局，华创证券

液态乳消费下滑与软饮挤压有关。90年代日本居民追求健康、清淡的消费理念日益强化，瓶装茶饮及矿泉水受到欢迎，液态乳消费一定程度上受到挤压。根据日本清凉饮料协会数据显示，1990年-2000年，液态乳及乳饮料产量占非酒精饮料产量比例从38.4%下降至31.5%，茶饮料从8.2%提升至19.3%，矿泉水则从0.9%提升至4.0%。

图表 40 日本非酒精饮料生产结构 (%)

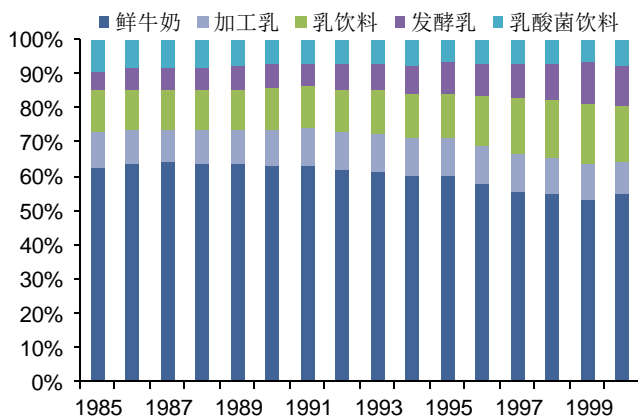


资料来源：日本清凉饮料联合会，华创证券 注：日本非酒精饮料指碳酸饮料、茶饮料、咖啡饮料、矿泉水、液态乳及乳饮料及其他软饮

3、液态乳中鲜牛奶消费量下降，发酵乳、乳饮料消费量上升

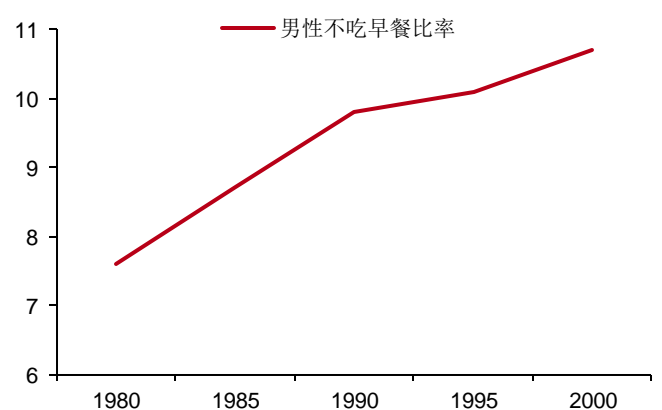
90年代期间，日本鲜牛奶消费量占液态乳消费量比重从1990年63.1%下滑到2000年的55.0%，乳饮料从12.1%上升到16.8%，发酵乳从6.9%上升到11.6%。该现象出现可能与三个因素有关：1) 学龄人口的减少导致鲜奶消费群体下降，1990年至2000年，14岁以下人群占比从18.3%下降到14.6%；2) 男性不吃早餐率提高使一部分消费者缺席鲜奶主要消费场景，其中1990年至2000年，男性不吃早餐率从9.8%提升到10.7%；3) 鲜牛奶消费场景局限。鲜奶消费场景局限于用餐时段，而发酵乳、乳饮料即饮性更强，消费频次更高；4) 乳制品消费由鲜奶向营养价值更高、风味更独特的发酵乳、乳饮料继续升级。

图表 41 液态乳制品消费量占比 (%)



资料来源：J-milk，华创证券

图表 42 男性不吃早餐比率 (%)



资料来源：厚生劳动省，华创证券

图表 43 90 年代明治乳业酸奶产品



资料来源：公司官网

图表 44 90 年代柠檬牛奶乳饮料

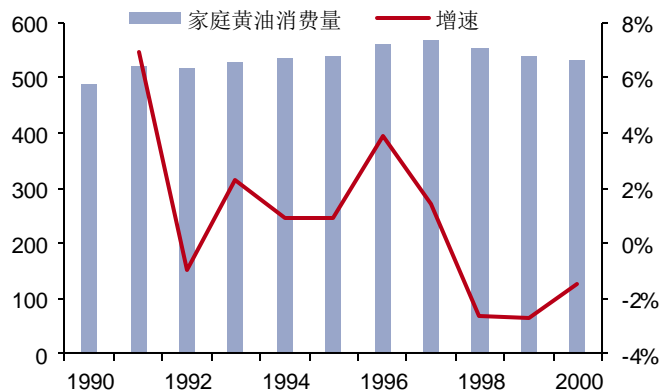


资料来源：公司官网

4、非液态乳中黄油消费量相对稳定，奶酪消费量稳步提升

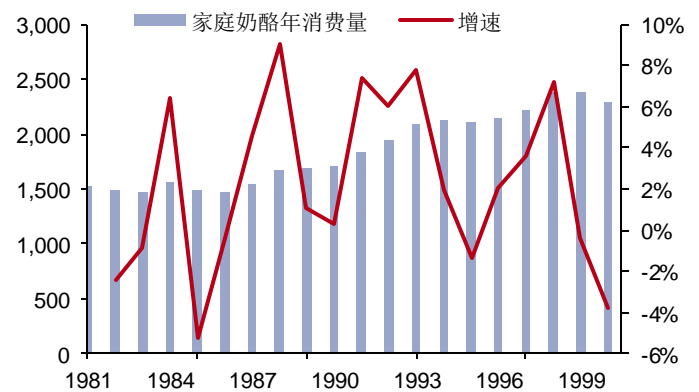
90 年代日本年家庭黄油消费量稳定在 500g 附近，而奶酪消费量持续增长，从 1990 年 1705g 增长到 2000 年 2286g。一方面饮食西式化并未被经济波动中断，黄油、奶酪消费量稳中有增。另一方面，居民健康意识增强，黄油和奶酪因其营养价值较高受到欢迎。

图表 45 日本家庭黄油消费量 (g/%)



资料来源：日本统计局，华创证券

图表 46 日本家庭奶酪年消费量 (g/%)



资料来源：日本统计局，华创证券

图表 47 90 年代明治乳业黄油类产品



资料来源：公司官网

图表 48 90 年代明治乳业奶酪类产品



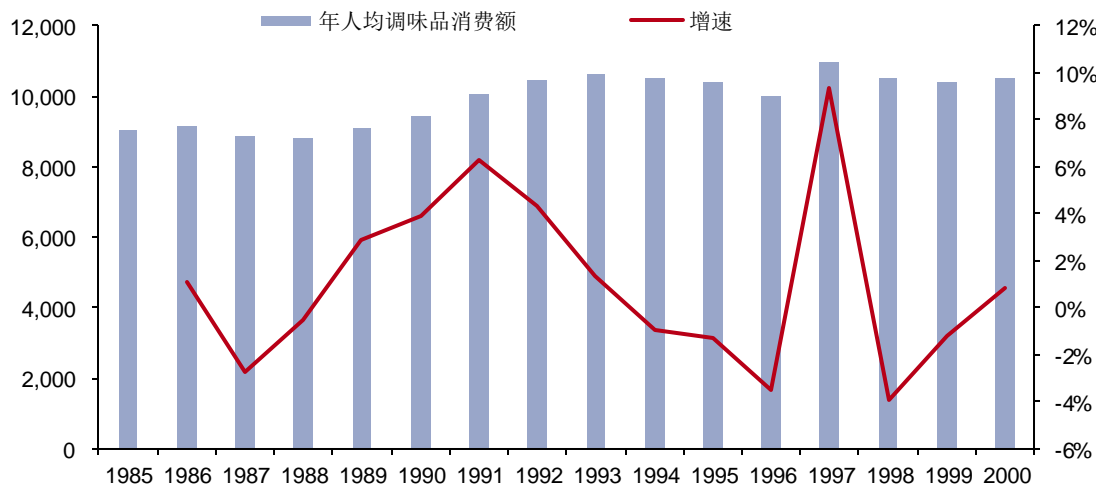
资料来源：公司官网

(三) 调味品行业：需求总体稳定，产品向功能化、健康化升级

1、调味品消费总体维持稳定，西式调味品消费稳中有增

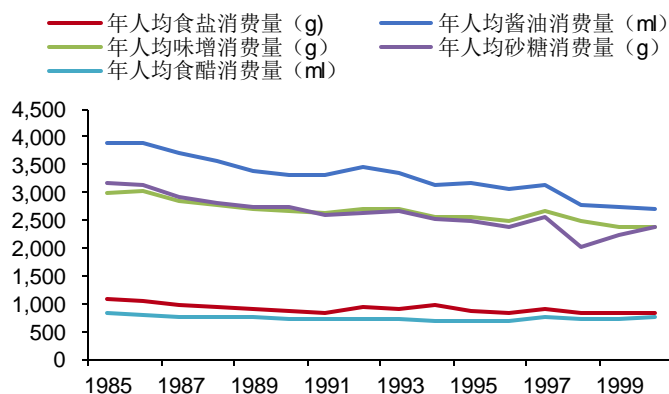
日本 1991 年-2000 年人均调味品消费额基本稳定在 1 万日元左右，受经济波动影响较小，1991 年-1996 年期间增速整体呈现下降趋势。从结构上来看，传统调味品如食盐、酱油、味噌、砂糖和食醋消费量出现不同程度的小幅下降，而西式调味品如蛋黄酱、果酱、咖喱等消费量则稳中有增，调味品消费也维持了西式化趋势。

图表 49 年人均调味品消费额及增速（日元，%）



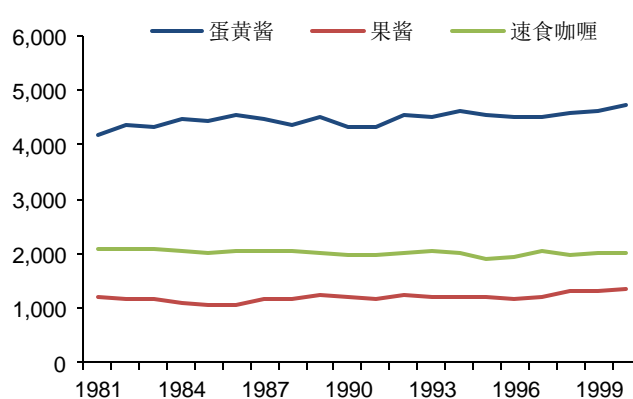
资料来源：日本统计局，华创证券

图表 50 传统调味品消费量 (g/ml)



资料来源：日本统计局，华创证券

图表 51 西式调味品消费量 (g)

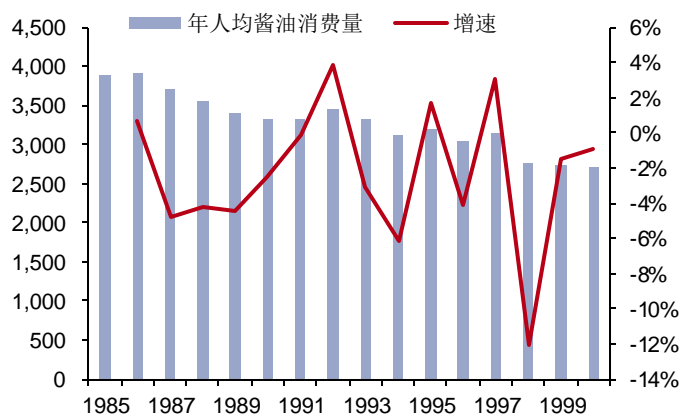


资料来源：日本统计局，华创证券

2、传统酱油消费量减少，功能化、便捷化趋势不变

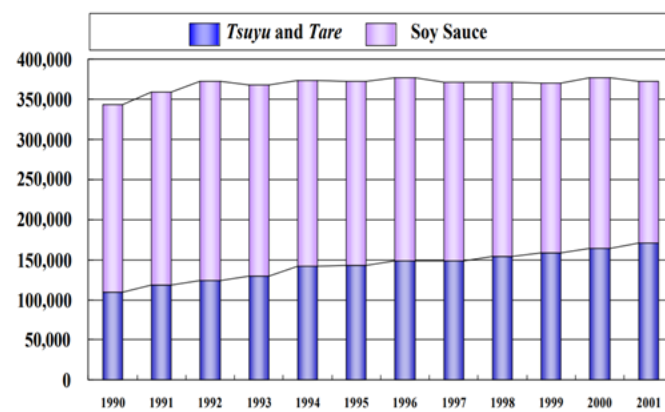
受饮食西式化影响，传统酱油消费量自 80 年代后期起有所下降，但功能化、便捷化的酱油衍生品如汤汁、酱汁消费量及市场份额则持续提升。根据龟甲万信息发布会资料显示，酱油类产品市场规模在 90 年代总体保持平稳，其中传统酱油份额有所萎缩，功能化的汤汁、酱汁份额持续扩大，可以看到，调味品消费的功能化、便捷化趋势并未被经济波动打断。

图表 52 年人均酱油消费量及增速 (ml, %)



资料来源：日本统计局，华创证券

图表 53 汤汁、酱汁市场规模扩大 (百万日元, %)

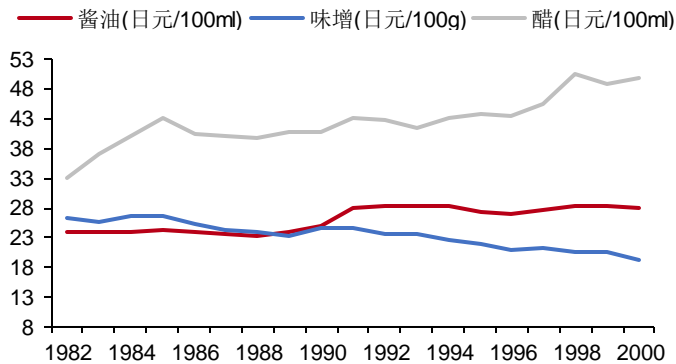


资料来源：龟甲万信息发布会，华创证券

3、健康化产品具备较好提价能力

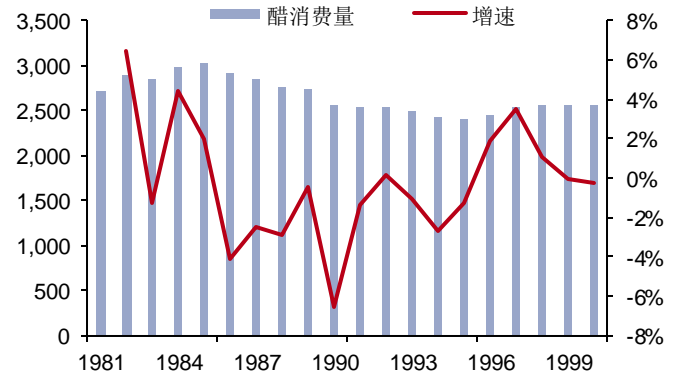
酱油朝健康化升级，食醋价格稳步提升。20 世纪 80 年代初期，日本酱油主要以脱脂大豆作为加工原料，产品均价在 24 日元/100ml 左右。90 年代前后，日本酱油行业进行产品健康化升级，用全大豆替代脱脂大豆作为原料，氨基酸含量提升，其购买均价提升到 28 日元/100ml，并在 90 年代期间保持稳定。此外，由于食醋具备抗疲劳、降血压血脂、促消化等保健属性，食醋产品均价则从 1990 年的 40.9 日元/100ml 提升到 2000 年的 50.0 日元/100ml。

图表 54 酱油、味增、醋家庭购买均价 (日元)



资料来源: 日本统计局, 华创证券

图表 55 食醋年家庭平均消费量 (ml, %)



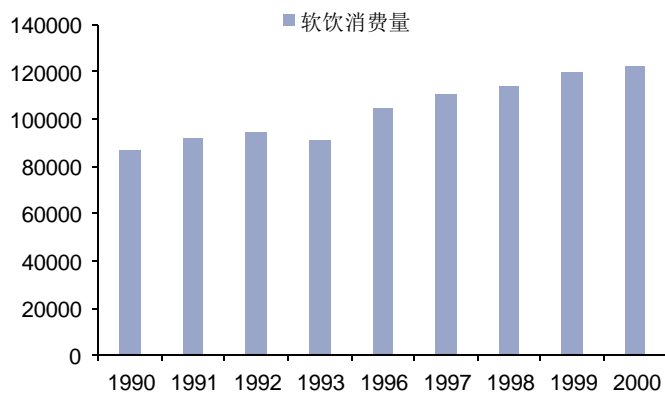
资料来源: 日本统计局, 华创证券

(四) 软饮行业: 市场持续扩张, 健康茶饮及瓶装水增长快速

1、90 年代软饮消费持续扩张

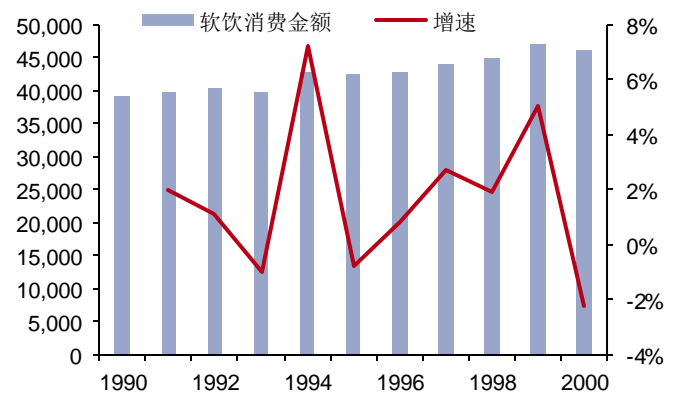
根据日本清凉饮料联合会数据统计, 1990 年-2000 年人均软饮消费量从 86.9 升提升到 122.1 升, CAGR 为 3.5%, 家庭软饮消费额从 3.9 万日元提升到 4.6 万日元, 原因主要包括: 1) 90 年代外企和日本啤酒大厂纷纷进入软饮行业, 行业广告投入明显加大; 2) 500ml PET 瓶生产放开, 软饮消费更加便捷。80 年代末日本因环保问题限制 1 升以下 PET 瓶产品生产, 90 年代中期日本容器包装处置相关法律出台, 对未按规定处置容器的厂家和个人进行处罚, 500mlPET 瓶生产放开; 3) 自动贩卖机成熟拓宽消费购买场景; 4) 软饮行业新品开发力度加强, 消费者选择更加多元化。

图表 56 日本人均软饮消费量 (ml)



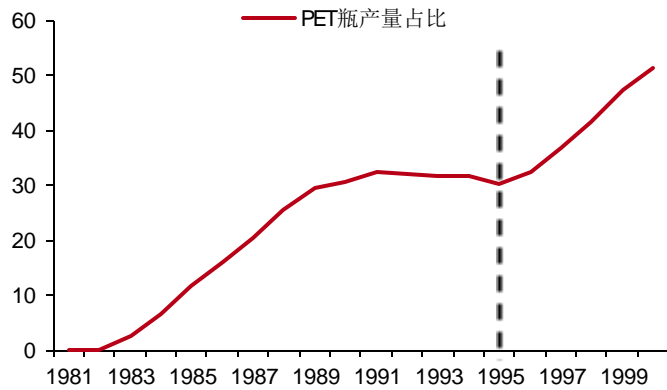
资料来源: 日本清凉饮料联合会, 华创证券

图表 57 家庭软饮消费金额及增速 (日元, %)



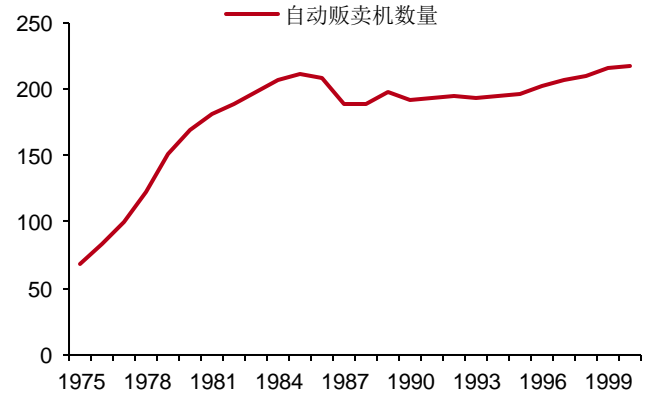
资料来源: 日本统计局, 华创证券

图表 58 PET 瓶软饮产量占比 (%)



资料来源：日本清凉饮料联合会，华创证券

图表 59 自动贩卖机数量 (万台)

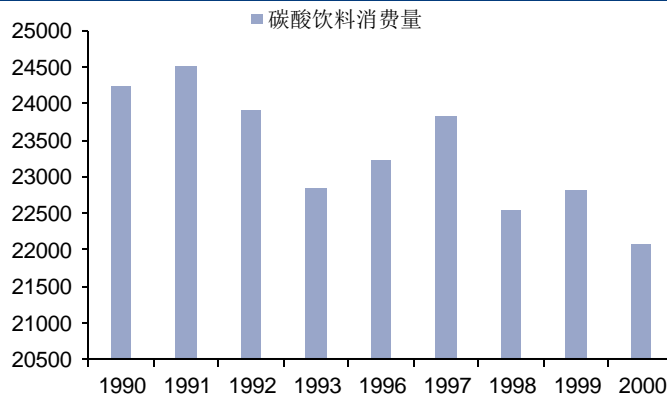


资料来源：日本自动贩卖机工业会，华创证券

2、碳酸饮料消费下滑，健康茶饮和瓶装水快速增长

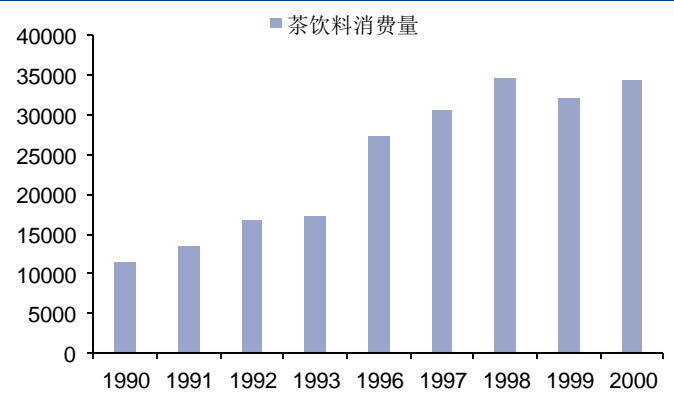
碳酸饮料消费量下降，无糖健康茶饮快速增长。随着 90 年代日本消费者健康意识增强，1990 年-2000 年，碳酸饮料人均消费量从 24.2 升下降到 22.1 升，果汁人均消费量从 21.1 升下降到 17.8 升，茶饮人均消费量则从 11.5 升提升至 34.5 升，CAGR 为 11.6%，瓶装水人均消费量从 1.2 升上升到 7.5 升，CAGR 为 22.5%。

图表 60 碳酸饮料人均消费量及增速 (ml)



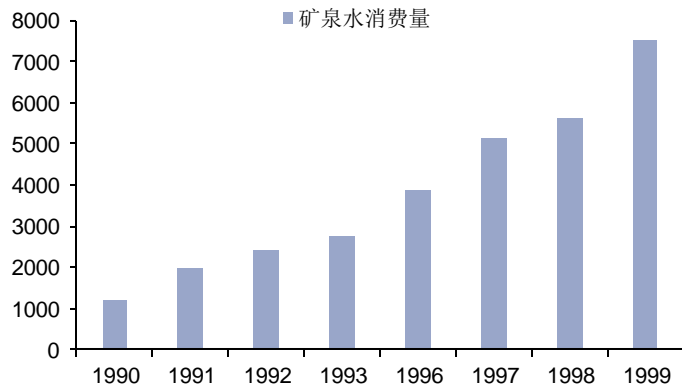
资料来源：全国清凉饮料联合会，华创证券

图表 61 茶饮料人均消费量 (ml)



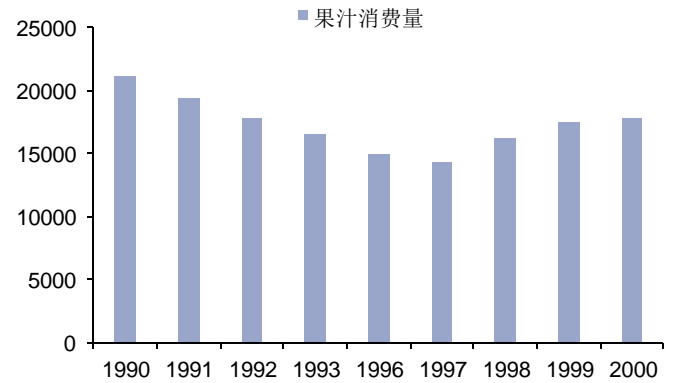
资料来源：全国清凉饮料联合会，华创证券

图表 62 矿泉水人均消费量 (ml)



资料来源: 全国清凉饮料联合会, 华创证券

图表 63 果汁人均消费量 (ml)

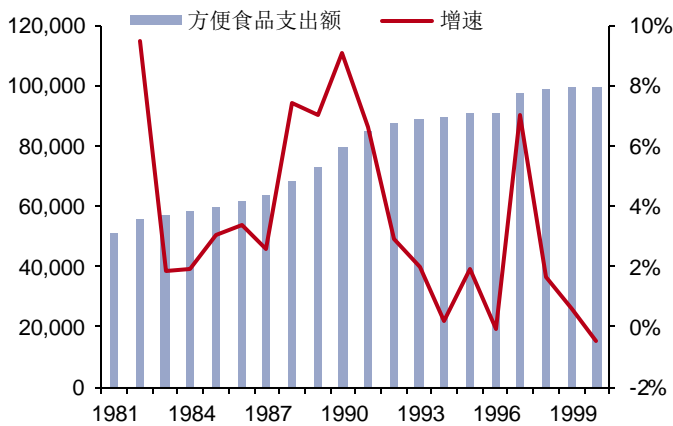


资料来源: 全国清凉饮料联合会, 华创证券

(五) 方便食品行业: 速冻类食品稳步增长

80年代后饮食便捷化带动方便食品发展, 泡沫破裂后仍稳步增长。在日本, 方便食品主要分为主食类和非主食类方便食品, 主食类方便食品一般包括预制便当、预制寿司、预制米面、面包等食品, 非主食类方便食品包括预制沙拉、鳗鱼、牛排、天妇罗和速冻食品等。上世纪80年代后, 随着人口老龄化、女性社会化、人口晚婚化单身化以及城镇化带来的都市生活圈集中, 居民饮食呈现便捷化趋势, 日本年家庭方便食品消费额从1981年5.1万日元提升至1991年的8.5万日元, CAGR为5.2%, 90年代后增速逐渐放缓至2%左右。

图表 64 家庭方便食品消费额及增速 (日元, %)



资料来源: 日本统计局, 华创证券

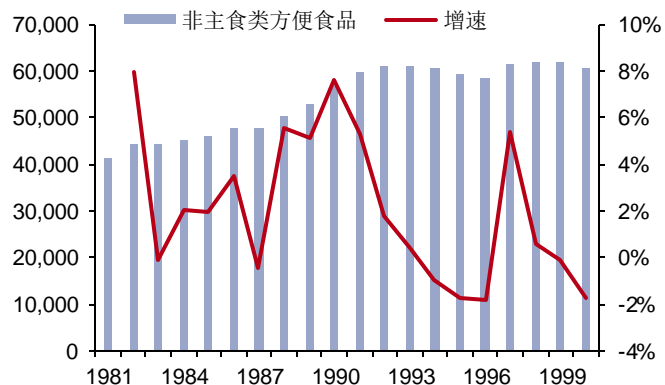
图表 65 非主食类方便食品如天妇罗



资料来源: frozen food press

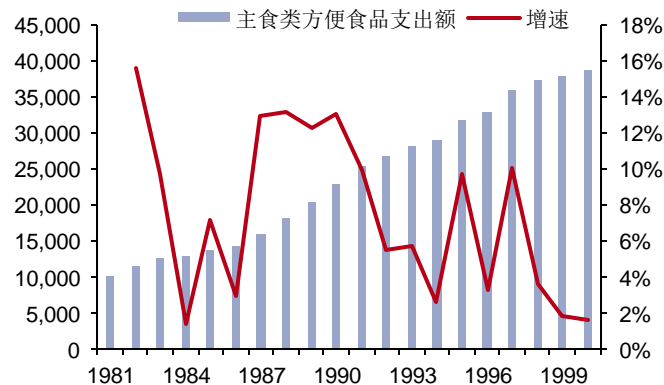
非主食类方便食品支出整体保持稳定, 速冻类方便食品稳步增长。地产泡沫破裂后, 居民外出就餐减少, 部分回归家庭做饭, 部分消费主食类及速冻方便食品。90年代期间, 年家庭非主食类方便食品支出稳定在6万日元附近, 而家庭主食类方便食品消费额从1990年2.3万日元提升到2000年的3.9万日元, CAGR为5.3%, 高于整体方便食品消费额增速。主食类方便食品中, 寿司类方便食品消费额持续增长, 从1990年的1.6万日元提升到2000年的2.7万日元, CAGR为5.1%; 速冻类方便食品消费额也从1990年的2908日元提升到2000年的4500日元, CAGR为4.5%。

图表 66 非主食类方便食品消费额及增速（日元，%）



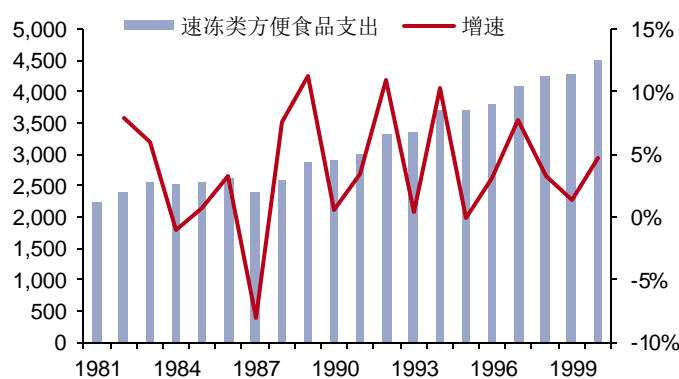
资料来源：日本统计局，华创证券

图表 67 主食类家庭方便食品消费额及增速（日元，%）



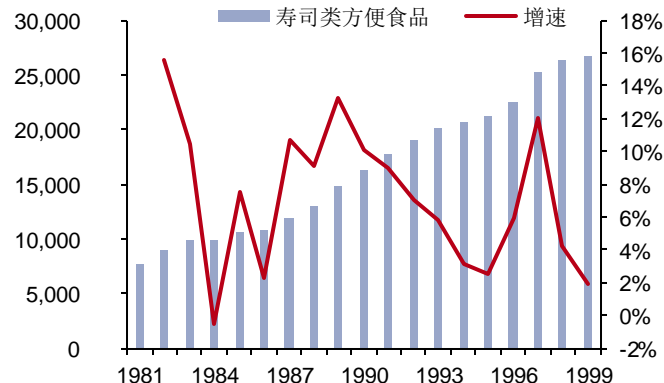
资料来源：日本统计局，华创证券

图表 68 家庭速冻类方便食品支出及增速（日元，%）



资料来源：日本统计局，华创证券

图表 69 家庭寿司类方便食品支出及增速（日元，%）

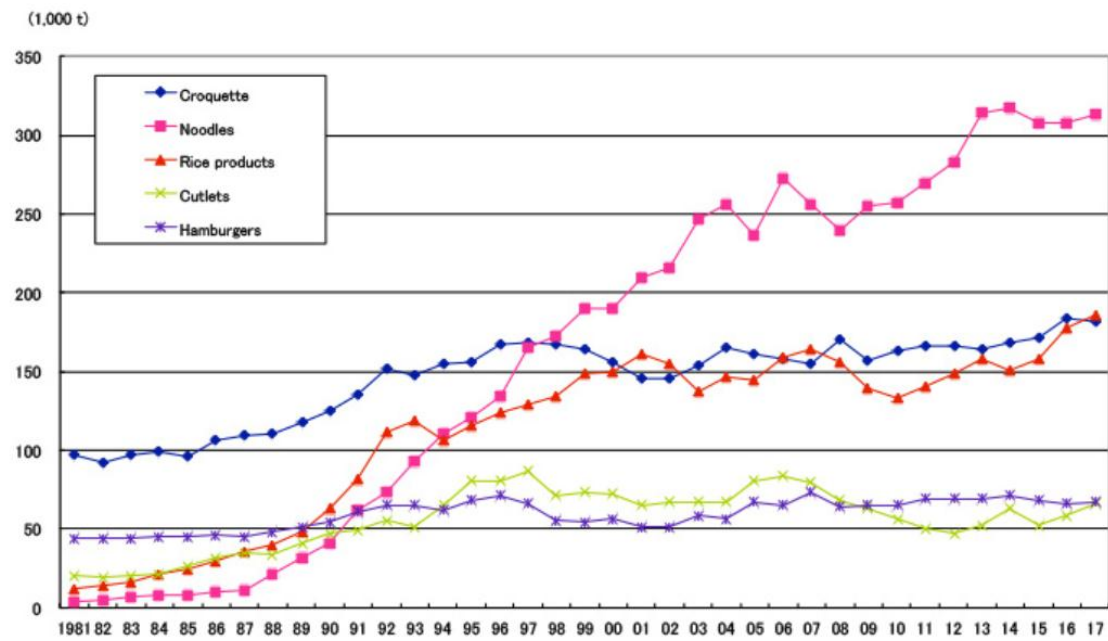


资料来源：日本统计局，华创证券

速冻方便食品中，速冻米面品类增长较快，餐饮渠道 90 年代中期开始下滑。根据日本速冻食品协会数据显示，分品类看，速冻米面产量在 90 年代持续增长，1990 年-2000 年间速冻米产量从约 6 万吨增长到约 15 万吨，速冻面产量从约 4 万吨增长到约 19 万吨，速冻丸子、汉堡和肉片产量保持平稳；分渠道看，餐饮渠道产量在 90 年代中期开始下滑，而零售渠道产量稳步提升，其原因或与餐饮渠道受经济波动影响相关。

图表 70 速冻方便食品产量结构 (单位: 千吨, 按品类分)

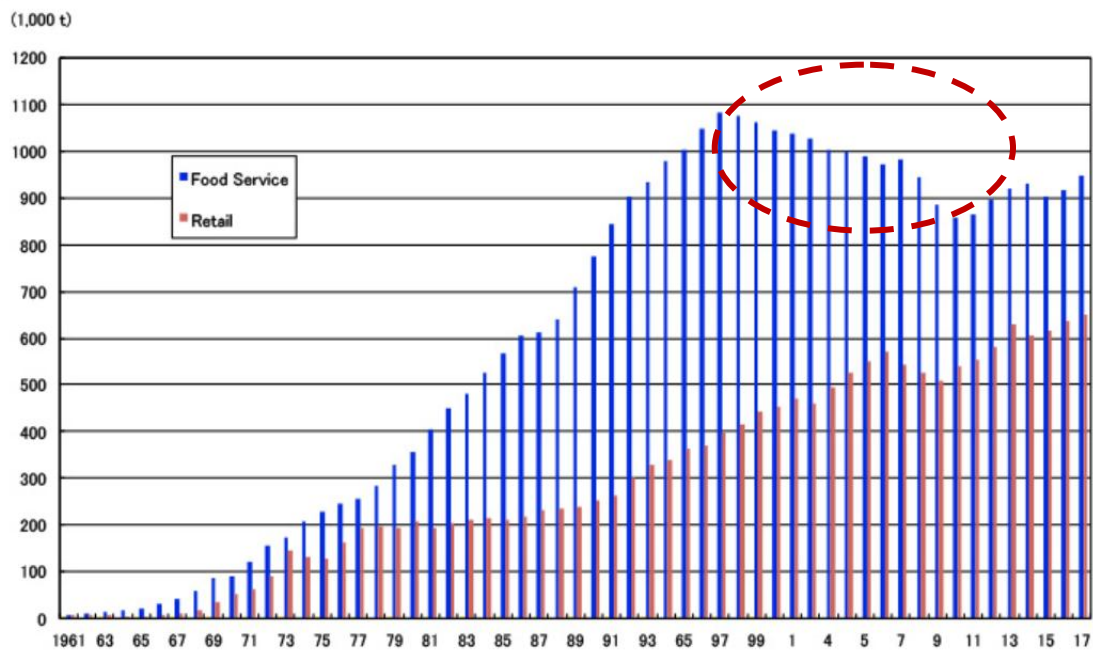
Production Volume of Major Prepared Frozen Food in Japan



资料来源: 日本速冻食品协会, 华创证券

图表 71 速冻方便食品产量 (单位: 千吨, 按渠道分)

Production Volume of Frozen Food for Food Service & Retail in Japan



资料来源: 日本速冻食品协会, 华创证券

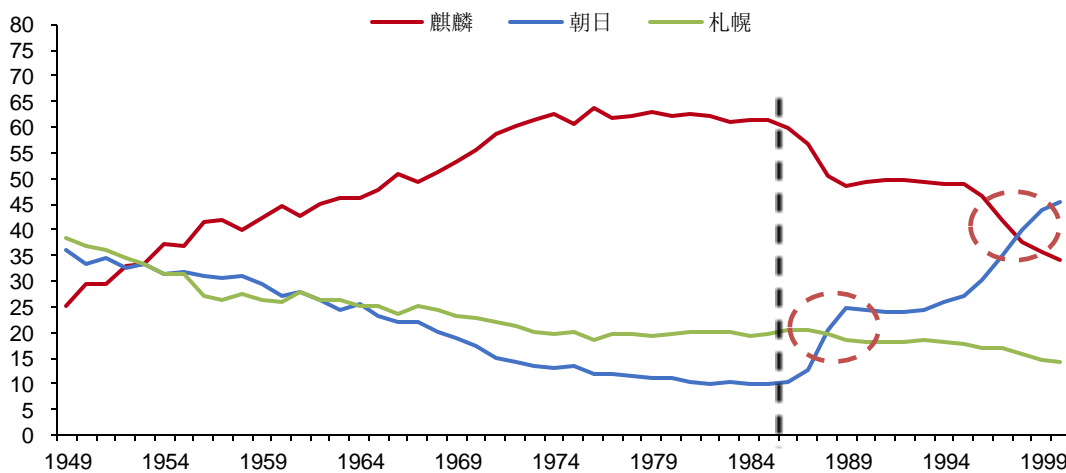
四、公司穿越周期关键：洞察消费者、推进国际化、开创蓝海市场

我们发现，在日本经济衰退时期，能迎合消费者需求变化的产品仍能实现快速增长，具备健康保健属性的产品仍具备提价能力，这期间也出现了一些业绩实现良好增长、穿越周期的优秀公司。在此期间这类日本优秀公司有几方面特点：1) 逐步开拓海外市场寻求新增长点（如龟甲万深耕美国市场）；2) 洞察消费者口味变化，积极推出新产品求变（如朝日啤酒推出清爽口感啤酒）；3) 通过产品和技术创新改变产品价值曲线，积极推动产品升级，在红海中创造蓝海市场（如龟甲万通过使用全大豆材料、减盐等措施创造健康酱油市场，伊藤园引领瓶装茶饮市场）。

1、朝日啤酒：洞察新一代消费者口味变化

日本啤酒行业集中度较高，麒麟龙头优势明显。日本啤酒行业集中度一直处于相对高位状态，1906年，札幌、日本、大阪合并成为大日本麦酒株式会社，占据日本啤酒市场70%份额。战后基于反垄断考虑，大日本麦酒株式会社被分割为日本麦酒和朝日麦酒，前者旗下有札幌和惠比寿，后者延续其朝日品牌。此后日本啤酒市场三大品牌麒麟、札幌和朝日一直占据90%以上份额，龙头麒麟优势明显，在1972年至1985年间市场份额超过60%，而朝日啤酒经营持续恶化，市占率从1949年的36%下滑到80年代的10%左右。

图表 72 麒麟、朝日、札幌啤酒销售额市占率 (%)



资料来源：Wind，华创证券

朝日洞察新一代消费者口味变化，推出大单品 Superdry。1870年师从德国啤酒酿造师的威廉科·普兰在日本开设首家啤酒作坊，而后日本人纷纷拜师洋人学习啤酒酿造技术。1887年后本土企业日本麦酒酿造会社，大阪麦酒会社，麒麟麦酒株式会社等成立并延续德式口味。80年代开始，各式西洋酒在日本流行兴起，新一代消费者选择更趋多元化。在此阶段，大部分酒厂认为新一代消费者仍钟爱德式啤酒苦涩厚重的口味，然后消费者口味已开始改变。1985年，朝日市场部部长松井在东京和大阪进行面向5000人的市场调查，发现年轻一代注重清爽和醇厚的口感，而不是单纯传统德啤的苦涩口味，随后促成朝日超级大单品“Superdry”的上市推出。

图表 73 朝日 Superdry



资料来源：公司网站

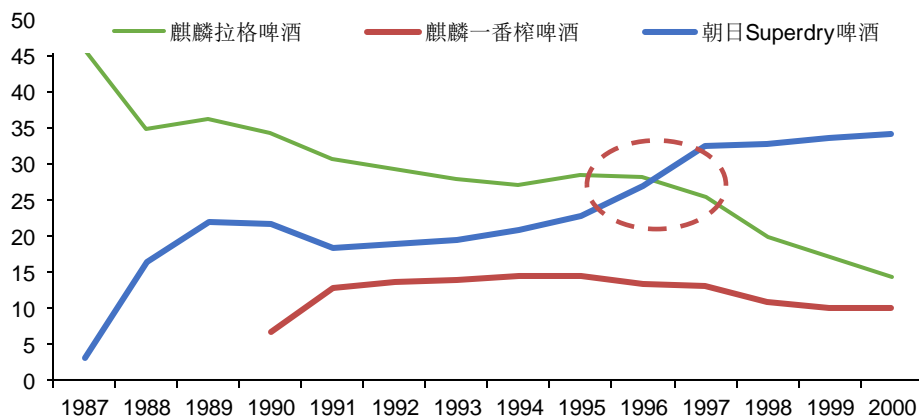
图表 74 麒麟拉格啤酒



资料来源：公司网站

凭借 Superdry 优异表现，朝日市占率反超麒麟。1987 年朝日推出超级单品 Superdry，其清爽而刺激的口感迅速赢得消费者喜爱，当年出货量占整个啤酒市场 3.2%，当时竞争对手麒麟大单品拉格出货量占啤酒市场 46%，仍占据主流市场份额。1990 年，Superdry 出货量已占市场 21.5%，拉格下滑到 34.3%，此后麒麟推出一番榨以抗衡 Superdry，然而一番榨并没有阻碍 Superdry 增长趋势，到 2000 年时 Superdry 出货量已占市场 34.2%，而麒麟拉格与一番榨合计出货量只有 24.6%。凭借 Superdry 单品成功，朝日啤酒市占率从 1986 年 11% 提升至 2000 年的 46%，而麒麟则同期从 60% 跌落到 34%。

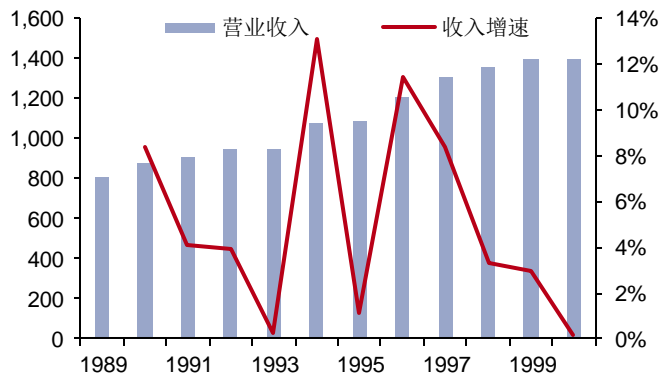
图表 75 麒麟、朝日大单品出货份额 (%)



资料来源：日刊经济通讯社，华创证券

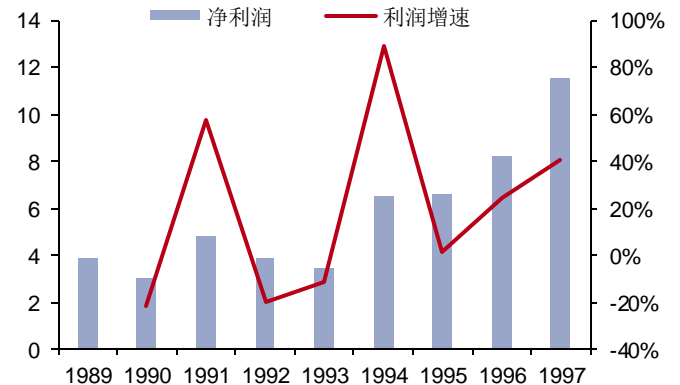
业绩增长稳健，市占率稳步提升，股价在 90 年代后期有明显超额收益。1990 年-1997 年间，朝日营业收入从 8775 亿日元增长到 13133 亿日元，CAGR 为 5.9%，净利润从 31 亿日元增长到 116 亿日元，CAGR 为 20.8%。在业绩持续增长，啤酒市占率稳步提升之下，朝日控股市值从 1993 年的 451 万亿日元增长至 1997 年的 902 万亿日元。

图表 76 朝日营业收入及增速 (十亿日元, %)



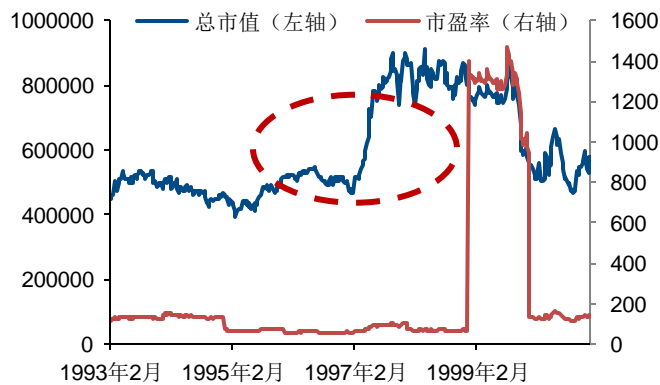
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 77 朝日净利润及增速 (十亿日元, %)



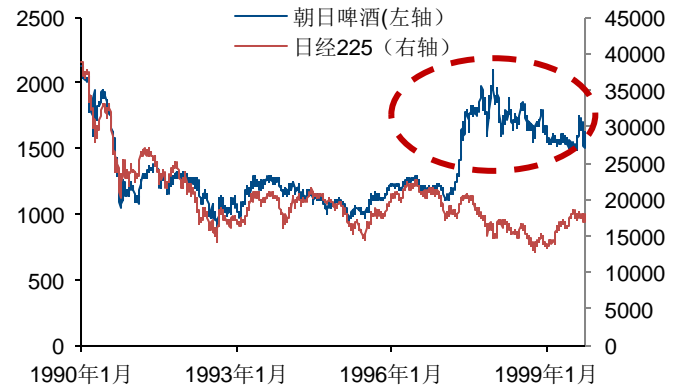
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 78 朝日历史市值及估值变化 (十亿日元)



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 79 朝日历史股价走势 (日元)

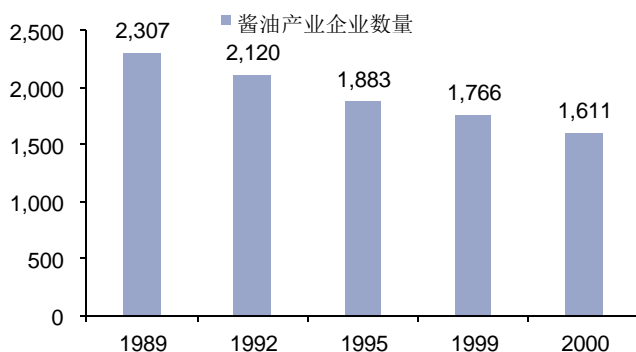


资料来源: Bloomberg, 华创证券

2、龟甲万：产品朝健康化升级，深耕海外市场

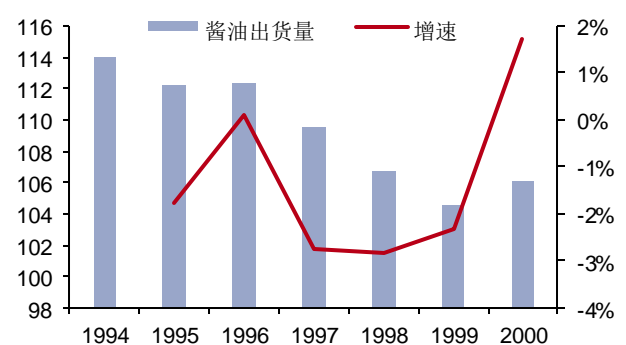
90 年代日本传统酱油需求下滑，行业竞争激烈。受饮食西方化影响，90 年代日本酱油需求下滑，行业竞争激烈，中小企业加速出清，酱油厂商数目从 1989 年的 2307 家下降到 2000 年的 1611 家，行业逐步集中。为应对国内传统酱油需求饱和的局面，酱油龙头龟甲万积极推动产品升级迎合健康化、方便化趋势，此外开始加大海外市场布局以开拓新的收入增长点。

图表 80 日本酱油生产企业数量 (家)



资料来源: 日本统计局, 华创证券

图表 81 日本酱油出货量 (万千升)



资料来源: 日本统计局, 华创证券

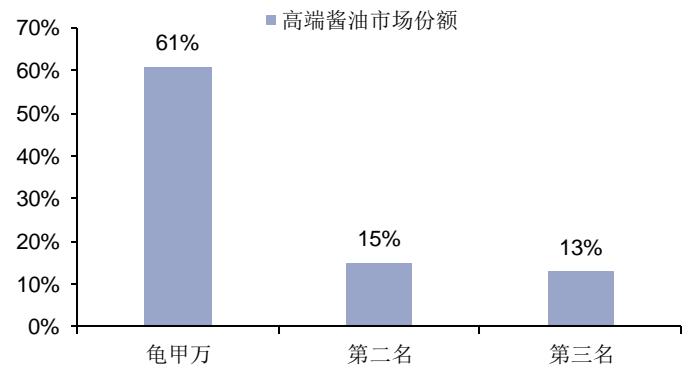
90年代推出高端新品，开创高端健康酱油市场。1990年，龟甲万推出特选九大豆酱油，该酱油使用营养价值更高的大豆作为原料（之前行业普遍使用脱脂大豆），价格约比普通酱油高30%。1993年，为迎合消费者饮食低盐化需求，龟甲万推出低盐九大豆酱油，其含盐量比普通酱油减少一半。1998年，龟甲万新品特选有机酱油上市，该酱油使用有机大豆和小麦作为原料，在健康属性上更进一步。到2000年，龟甲万占日本高端健康酱油市场份额高达60%。

图表 82 龟甲万高端健康酱油特选九大豆酱油



资料来源：公司网站

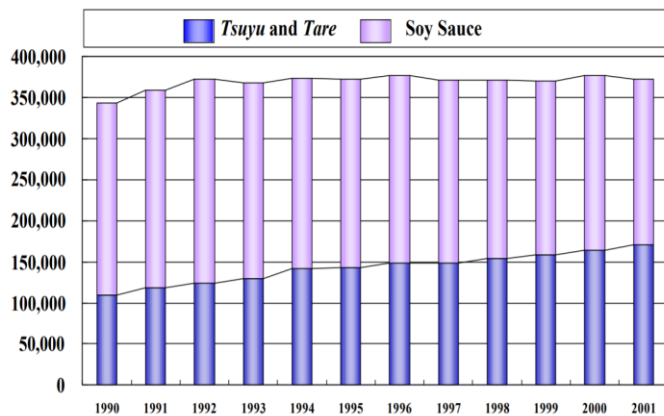
图表 83 2000年龟甲万高端酱油市场份额(%)



资料来源：公司信息发布会，华创证券

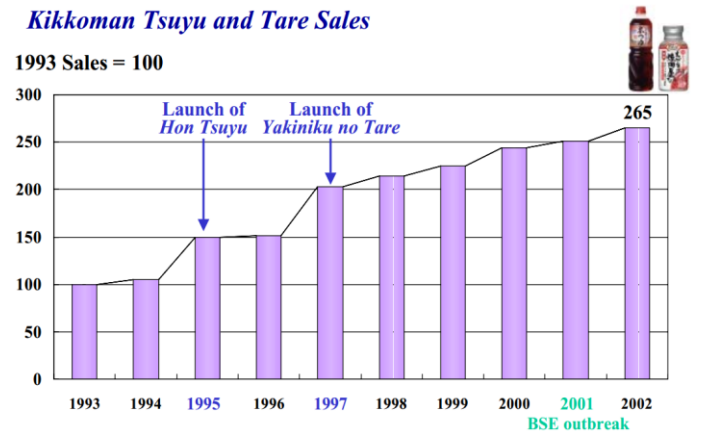
迎合消费者便捷化需求，积极开发功能性酱料。据公司信息发布会资料显示，1990年日本酱油类产品规模稳定在370亿日元附近，其中酱油产品占比从1990年1/3下降到2000年的1/2，而操作简便的汤汁、酱汁产品占比从1/3提升至1/2附近。在此期间，龟甲万抓住行业发展趋势，1992年及1995年推出两款汤汁产品，1997年及2000年推出两款酱汁产品，凭借四款产品实现功能性酱料销售额的快速增长。

图表 84 日本酱油类产品市场规模(百万日元)



资料来源：公司信息发布会，华创证券

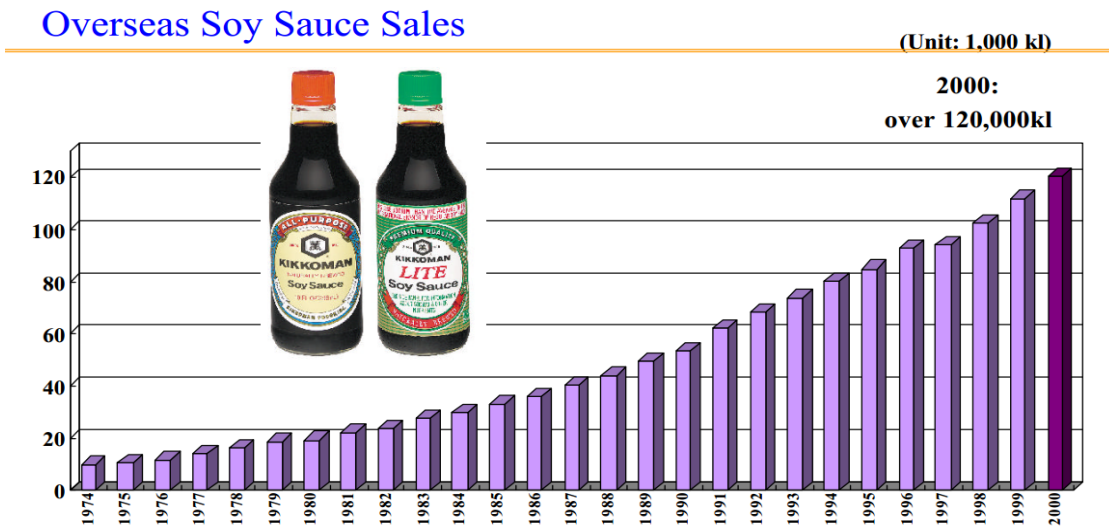
图表 85 龟甲万汤汁、酱汁销售额(以93年为基数100)



资料来源：公司信息发布会，华创证券

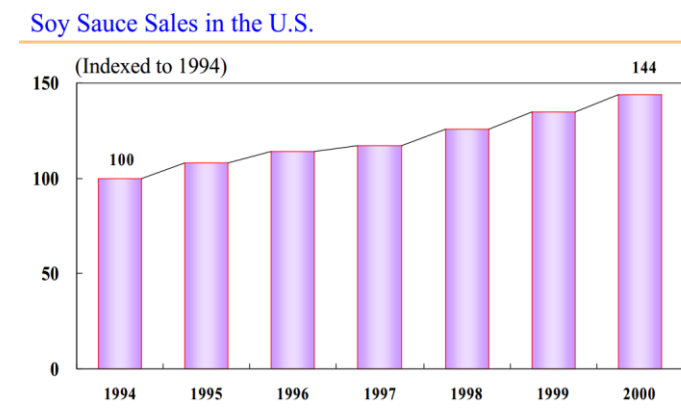
应对国内市场需求下滑，龟甲万深耕海外市场。龟甲万海外酱油销售量从1990年的5万多k1提升到2000年的12万k1，海外重点美国市场销量在1994年至2000年期间增长44%，市场份额从1990年的46%提升到2000年的55%。截至1999年底，龟甲万海外业务收入占比为37.4%，海外营业利润占比已达49.0%，海外市场已成为其营收与利润的重要贡献点。因此，在90年代日本国内经济衰退、需求下滑的环境下，龟甲万则凭借推进产品健康化、方便化升级，以及深耕海外市场，实现营业收入和利润的稳定增长。

图表 86 龟甲万海外销售量 (千 KL)



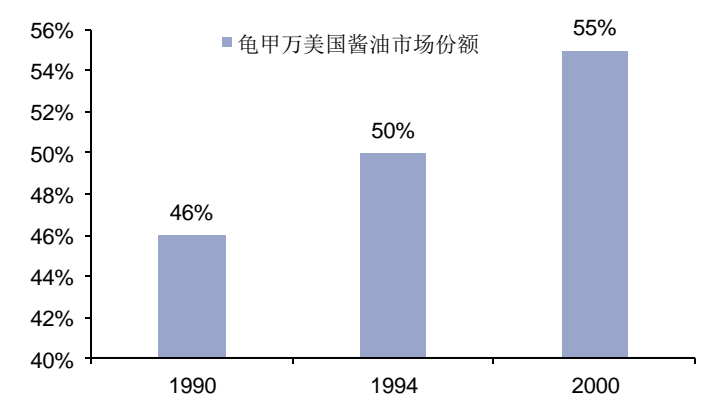
资料来源: 公司信息发布会, 华创证券

图表 87 龟甲万美国销售额 (以 94 年为基数 100)



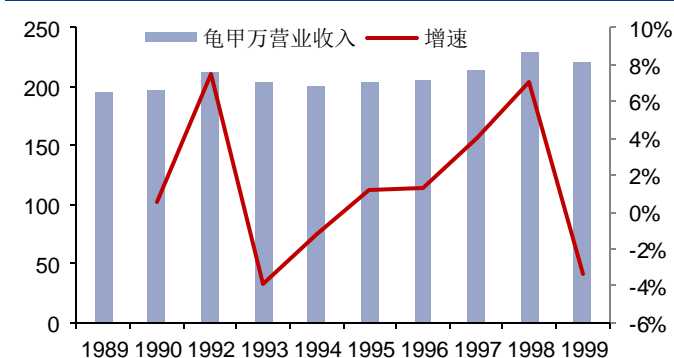
资料来源: 公司信息发布会, 华创证券

图表 88 龟甲万美国酱油市场份额



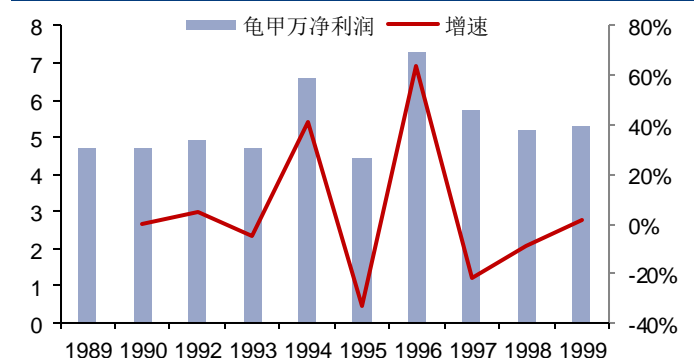
资料来源: 公司信息发布会, 华创证券

图表 89 龟甲万营业收入及增速 (十亿日元, %)



资料来源: Bloomberg, 华创证券

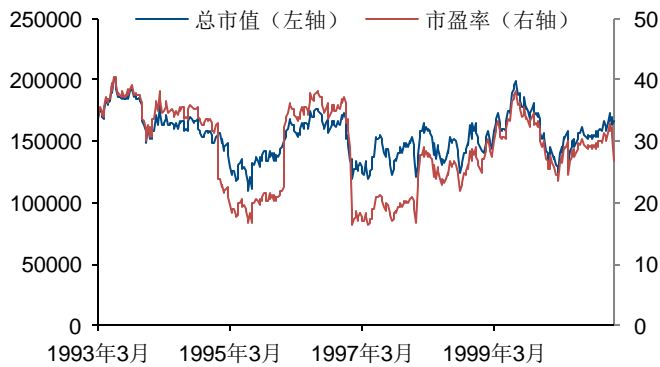
图表 90 龟甲万净利润及增速 (十亿日元, %)



资料来源: Bloomberg, 华创证券

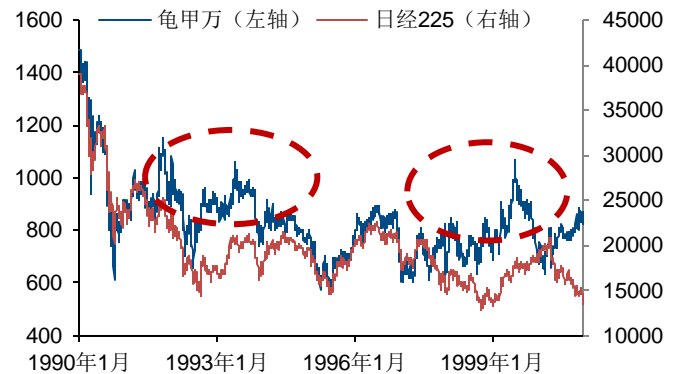
龟甲万业绩保持稳健, 估值中枢接近 30X。龟甲万 90 年代以来经营稳健, 1990-1999 年间, 龟甲万收入从 1969 亿日元增长到 1999 年的 2217 亿日元, CAGR 为 1.3%; 净利润从 46.9 亿日元增长到 52.9 亿日元, CAGR 为 1.4%。1992 年-2000 年间, 龟甲万股价表现明显优于日经指数, 估值在 19-35 倍之间波动, 中枢接近 30 倍, 总体保持相对稳定。

图表 91 龟甲万市值及市盈率变化（十亿日元）



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 92 龟甲万股价走势（日元）



资料来源: Bloomberg, 华创证券

3、伊藤园：迎合健康化、便捷化趋势，开创瓶装茶饮市场

日本茶最早从中国传入，经过江户时代传播后，饮茶习俗在日本各个阶层普及，并成为日本人生活文化中的重要部分。伊藤园成立于1966年日本静冈，从事包装茶叶的销售。20世纪70年代随着西方饮料的普及，茶叶消费受到冲击，沏茶方式仅出现于传统家庭生活及正式接待应酬上。70年代中期伊藤园积极创新，开始研制方便饮用的茶饮试图扭转茶饮行业颓势。1980年伊藤园率先推出世界首款罐装乌龙茶饮料，并在便利店和自动售货机中销售，至此日本兴起了乌龙茶热潮。

图表 93 80年代伊藤园罐装乌龙茶和煎茶



资料来源: 公司官网

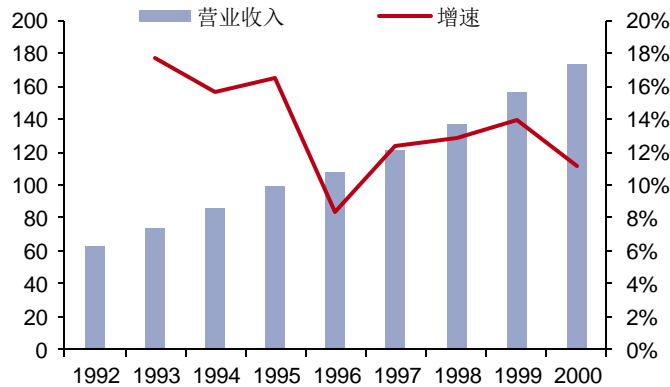
图表 94 伊藤园绿茶饮料包装演变过程



资料来源: 公司官网

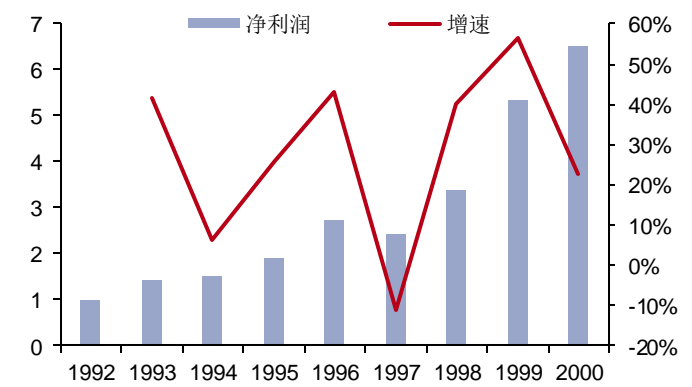
在乌龙茶的热卖之后，伊藤园开始加快绿茶饮料产品研发，1986年伊藤园研制出世界首个罐装绿茶，取名为罐装煎茶，该产品上市当年便实现销售收入6亿日元，1989年其销售额高达40亿日元。1989年伊藤园对绿茶饮料加以改良，加入新开发的烘焙茶和玄米茶，推出的新品绿茶大获成功，随后伊藤园继续把握茶饮行业发展机会推出瓶装绿茶，以更好迎合消费者对健康便捷的茶饮需求。

图表 95 伊藤园历年营业收入（十亿日元，%）



资料来源: Bloomberg, 华创证券

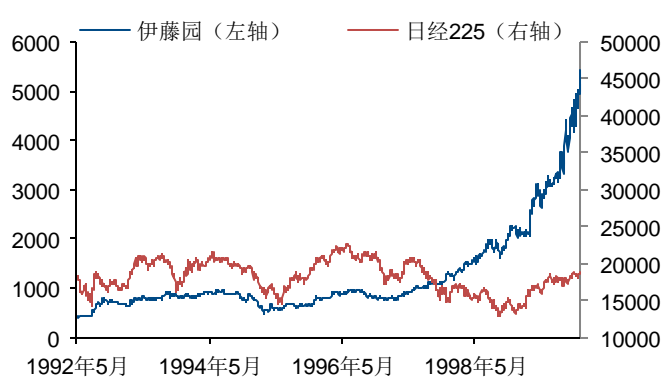
图表 96 伊藤园历年净利润及增速（十亿日元，%）



资料来源: Bloomberg, 华创证券

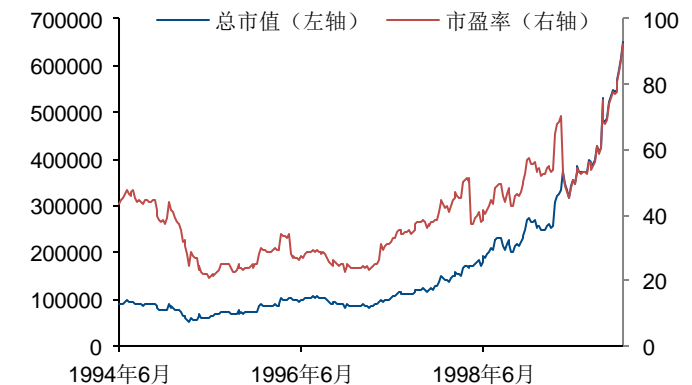
伊藤园业绩表现优异，市值稳步增长。1992-2000 年间，伊藤园销售收入从 629.7 亿日元增长到 1739.7 亿日元，CAGR 为 13.5%；净利润从 10.1 亿日元增长到 65.3 亿日元，CAGR 为 26.3%，其市值从 1994 年的 87.5 万亿日元增长至 1999 年的 652 万亿日元，市盈率从 1995 年的低点 21 倍提升到 1999 年的高点 92 倍。

图表 97 伊藤园历史股价走势（日元）



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 98 伊藤园市值及市盈率变化（十亿日元）



资料来源: Bloomberg, 华创证券

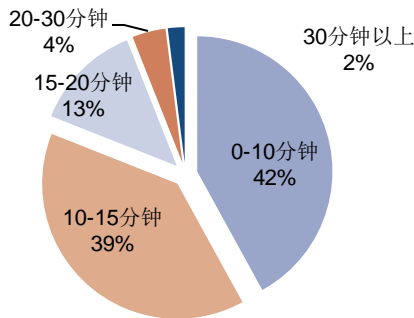
五、着眼国内当下看未来：几大趋势也在发生

以上对日本 90 年代食品饮料各个子行业及龙头公司作了分析，着眼国内当下看未来，我们认为行业相关的几大趋势也在发生，积极关注相关标的发展。如：1）饮食方便化趋势下，速冻食品及复合调味品子行业快速发展；2）健康化趋势下，调味品（如酱醋有机零添加）、乳制品（如有机/奶源地）、软饮（如豆奶/气泡水）等相关产品继续升级，保健品行业快速发展；3）西式化趋势下，乳制品中黄油奶酪消费渐起，烘焙面包较快增长，酵母也随之受益；4）性价比趋势下，如近年出现光瓶酒热，短保面包发展空间大。展望未来，酒精饮料行业要积极关注年轻消费群体诉求，乳制品行业关注龙头海外布局和多元化拓展，调味品行业朝健康化升级仍是方向，软饮行业寻找符合健康趋势的爆款单品。

1、方便化趋势：速冻食品子行业保持良好成长

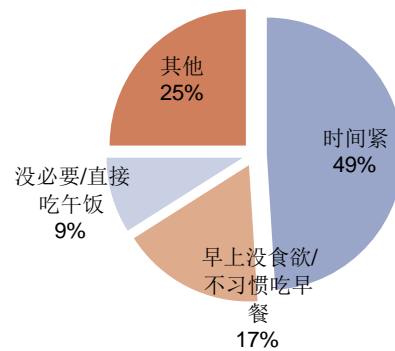
城镇化率不断提升，快节奏都市生活之下，饮食便捷性成为趋势。如早餐方面，时间因素为影响居民早餐用餐率的重要因素。《中国居民早餐饮食状况调查报告》显示，35%的调查对象做不到每天吃早餐，其中 49%人因时间原因不吃早餐。在早餐用餐时间上，42%的调查对象用餐时间在 10 分钟以内，81%的调查对象用餐时间在 15 分钟以内。

图表 99 早餐用餐时间分布



资料来源：中国营养学会《中国居民早餐饮食状况调查报告》，华创证券

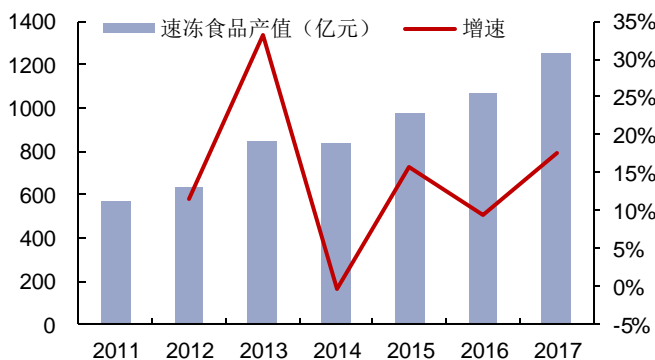
图表 100 不吃早餐原因



资料来源：中国营养学会《中国居民早餐饮食状况调查报告》，华创证券

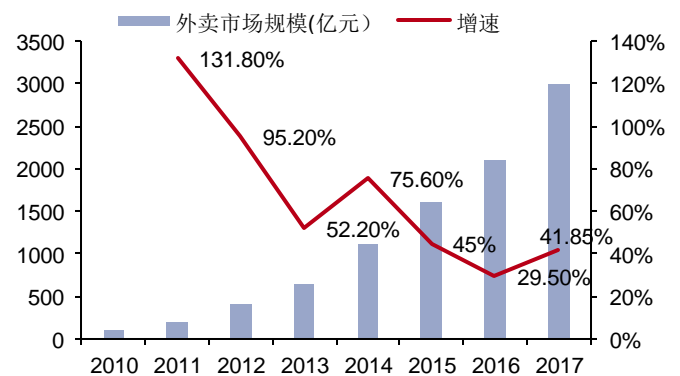
速冻食品、复合调味品受益，行业保持良好成长。受益于饮食便捷化需求提升、下游餐饮连锁化及消费场景扩充，速冻食品、复合调味品等子行业保持良好增长成为亮点。2017年中国速冻食品行业产值达1250亿元，2011-2017年CAGR达14.1%。根据Frost & Sullivan数据，2020年国内复合调味品市场规模预计接近1500亿元，2015-2020年均复合增长率约15%，其中火锅料市场规模2020年预计达255亿元，年均复合增长率约15%。此外，其他方便速食产品如自热小火锅等开始兴起，也拓宽了方便食品品类。

图表 101 速冻食品行业产值及增速 (亿元, %)



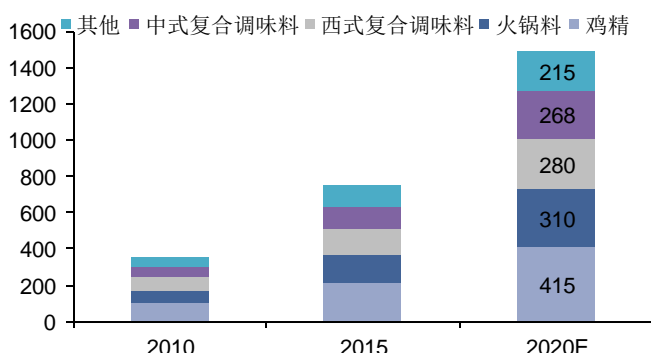
资料来源：中国产业信息网，华创证券

图表 102 外卖市场规模及增速 (亿元, %)



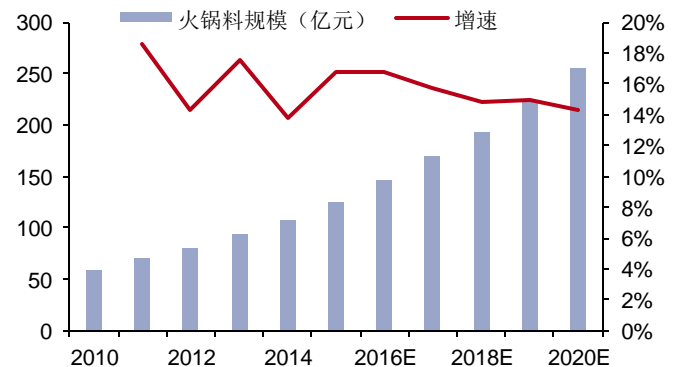
资料来源：中国饭店协会《中国餐饮业报告(白皮书)2018》，华创证券

图表 103 复合调味品市场规模 (亿元)



资料来源：Frost & Sullivan，华创证券

图表 104 火锅料行业规模及增速 (亿元, %)



资料来源：Frost & Sullivan，华创证券

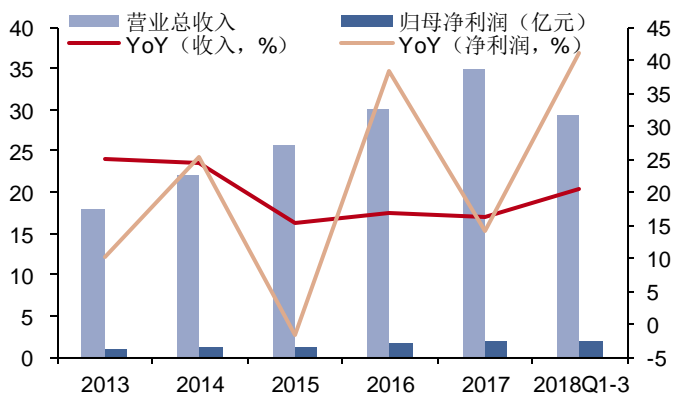
安井食品：业绩保持稳健，成长路径清晰。公司是以火锅料制品为主的国内速冻食品行业，2018 年前三季度实现营业收入 29.4 亿元，同增 20.6%，净利润 1.96 亿元，同增 41.2%。近年来公司产能稳步推进全国化布局，产品与渠道实现双轮驱动，中长期看公司借助产能、品牌及渠道优势有望继续提升市场份额，盈利能力具备提升空间，成长路径清晰。

图表 105 安井食品主要产品类型



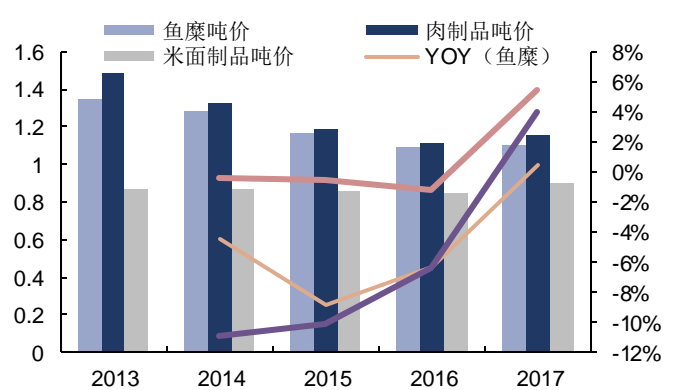
资料来源：公司官网

图表 106 安井食品收入、利润及增速 (亿元, %)



资料来源：Wind，华创证券

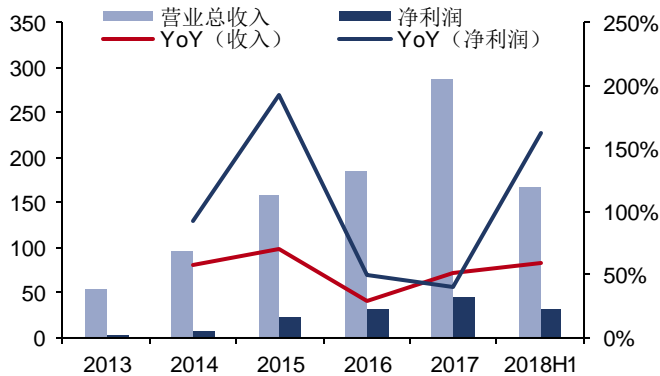
图表 107 安井食品吨价水平变化 (万元/吨, %)



资料来源：公司公告，华创证券

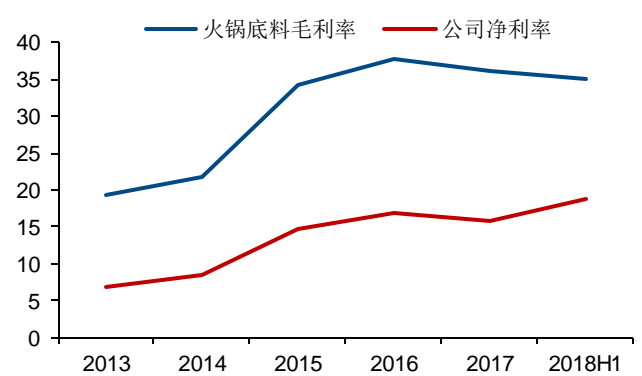
颐海国际：中高端火锅底料龙头，市场份额稳步提升。公司作为国内中高端火锅底料龙头，业绩增长稳健，关联方业务受益于海底捞门店数量和单店收入的增长，有望保持稳健增长；第三方业务在新品开发及渠道扩张带动下，保持高增趋势。2018H1 公司实现收入 10.0 亿元，同增 59%，净利润 1.85 亿元，同增 163%。未来随着公司产能稳步释放以及渠道积极开拓，市场份额有望继续提升。

图表 108 颐海国际收入、利润及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 109 颐海国际盈利能力稳步提升 (%)

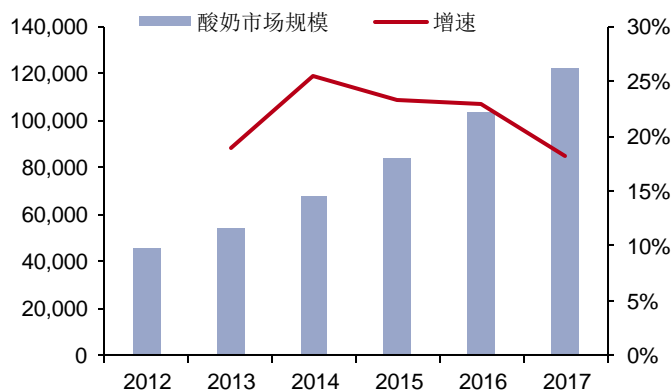


资料来源: Wind, 华创证券

2、健康化趋势: 调味品、乳制品继续升级, 保健品子行业充分受益

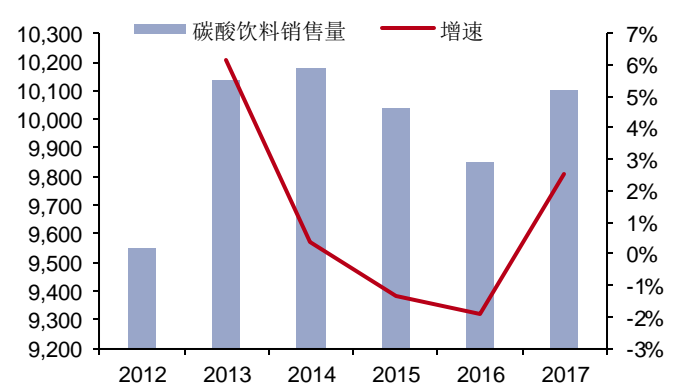
居民健康意识持续提升, 高品质、健康化产品更受关注。与日本 90 年代消费趋势类似, 中国调味品中如酱油品类也在朝低盐有机及零添加等升级, 乳制品中营养价值更高的高端白奶、酸奶等增长较快, 软饮行业中碳酸饮料消费增长有所乏力, 豆奶、瓶装水市场规模稳步提升。此外, 保健品行业也积极受益, 近年来保持良好成长。

图表 110 酸奶市场规模及增速 (百万元, %)



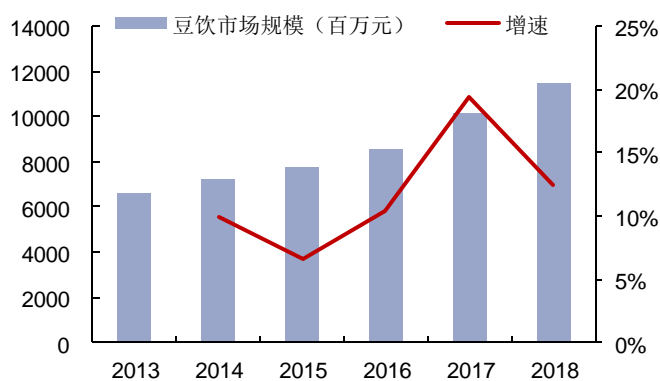
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 111 碳酸饮料销售规模及增速 (百万公升, %)



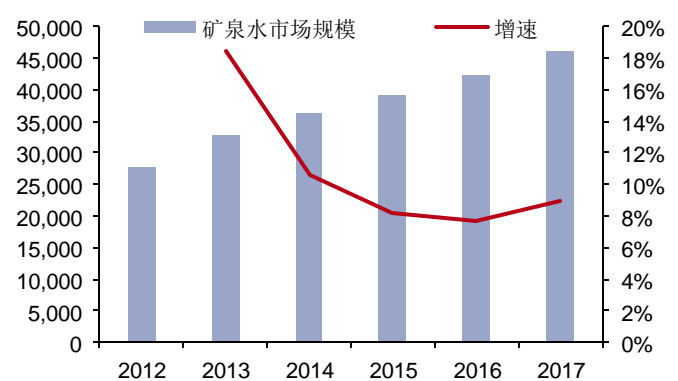
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 112 豆奶市场规模及增速 (百万元, %)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 113 瓶装水市场规模及增速 (百万元, %)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

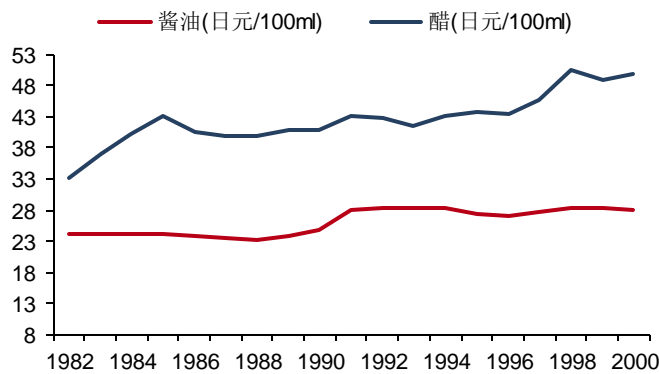
调味品消费健康化带动产品持续升级。主打功能性、健康性产品将是行业产品升级方向，酱油方面，老抽正逐步向生抽升级，一些中高端酱油品牌多使用非转基因大豆作为原料，氨基酸含氮量高于行业标准，同时根据消费者需求进行功能品类细分。醋类方面，不少品牌也推出主打健康或有机系列醋类产品，如恒顺高端产品三年陈、六年陈保持良好增速。此外，对标日本家庭食醋购买均价高于酱油，目前国内食醋主流价格不高，后续醋类产品预计仍有提升空间。

图表 114 酱油朝健康化、功能性升级



资料来源：华创证券整理

图表 116 日本酱油及食醋购买均价（日元/ml）



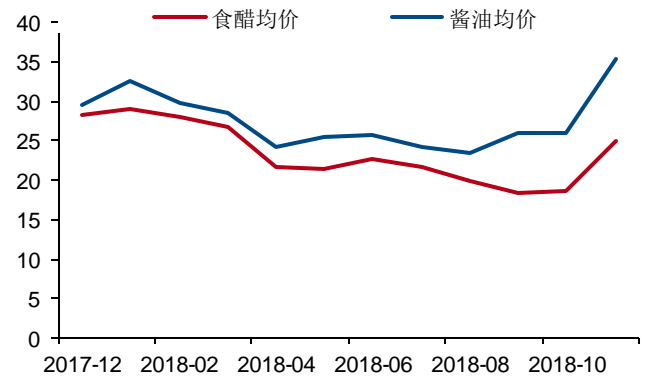
资料来源：日本统计局,华创证券

图表 115 主打健康诉求食醋产品



资料来源：京东

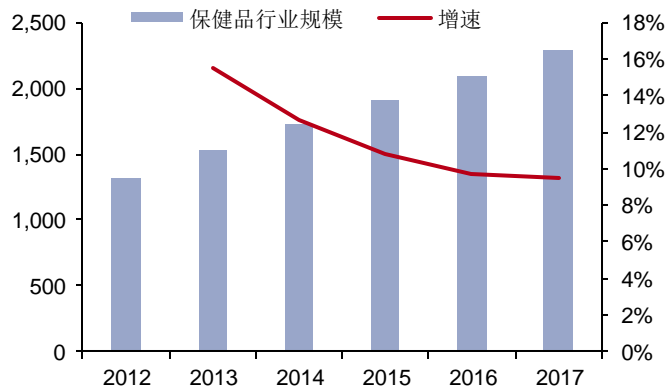
图表 117 阿里系平台酱油及食醋购买均价（元/瓶）



资料来源：淘数据，华创证券

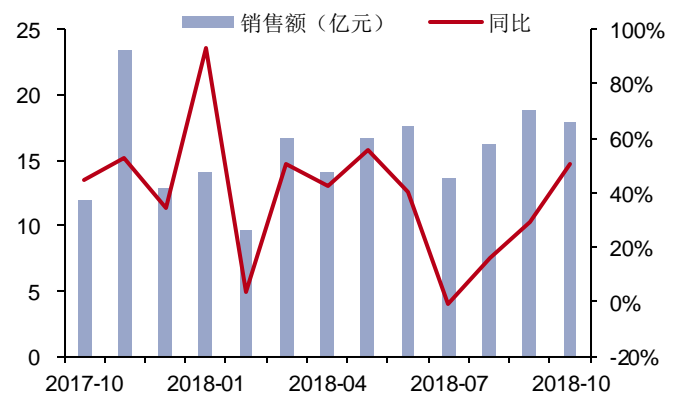
老龄化及健康意识增强,保健品行业快速发展。欧睿数据显示,2012-2017年保健品行业规模从1324亿元增长到2293亿元,CAGR为11.6%,行业近年来保持良好增长,尤其线上电商渠道发展更为迅速,电商渠道占比逐步提升,淘数据显示阿里平台保健品行业1-11月销售额同比增长75%。

图表 118 保健品行业规模及增速 (亿元, %)



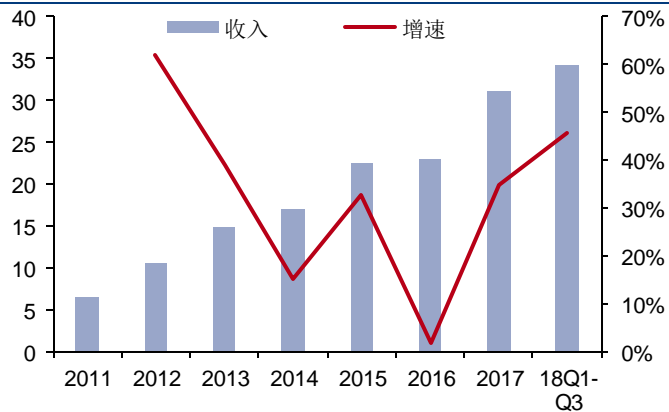
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 119 保健品线上行业销售额及增速 (亿元, %)



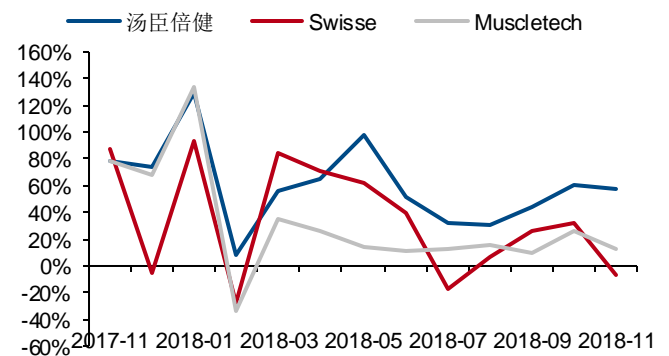
资料来源: 淘数据, 华创证券

图表 120 汤臣倍健销售收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 121 线上主要保健品销售额及增速 (%)

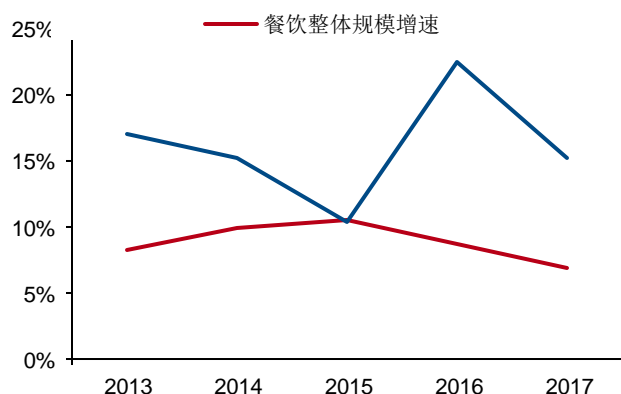


资料来源: 淘数据, 华创证券

3、西式化趋势: 烘焙产业链成长良好

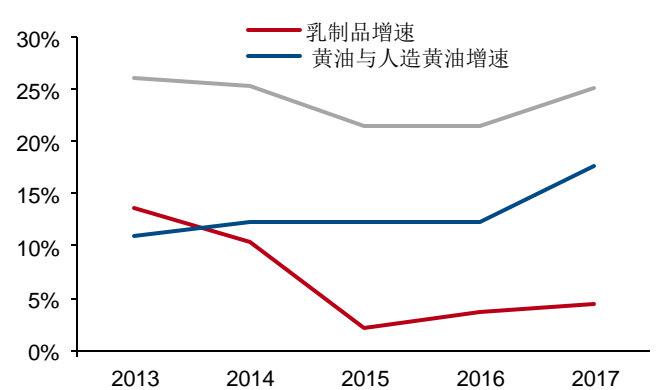
西式餐饮及产品增长势头良好, 烘焙行业保持较快增长。根据 Euromonitor 数据显示, 近两年餐饮行业中西式风味餐饮规模增速在 15% 以上, 明显快于行业整体增速; 乳制品行业中如乳酪黄油等增速也快于整体行业, 如乳酪市场规模增速在 20% 以上; 烘焙面包行业受益于西式化趋势, 规模保持较快增长, 上游酵母行业也随之受益。

图表 122 餐饮市场规模增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 123 乳制品市场规模增速 (%)



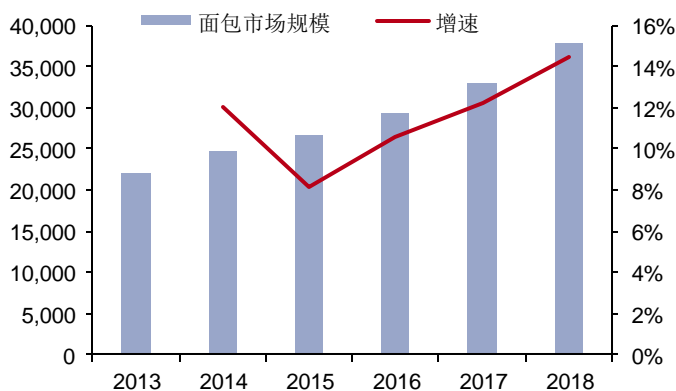
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 124 烘焙面包行业分长保、短保及连锁门店三大模式

类型	短保面包	长保面包	烘焙连锁门店
品牌	桃李面包	达利园	85度C
	曼可顿	盼盼	面包新语
	嘉顿	好丽友	克莉丝汀
	宾堡	三辉麦风	元祖食品
	义利		味多美

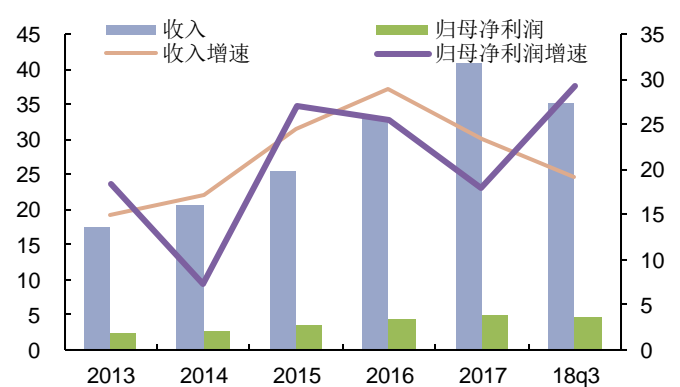
资料来源：华创证券整理

图表 125 面包市场规模及增速（百万元，%）



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 126 桃李面包收入业绩及增速（亿元，%）

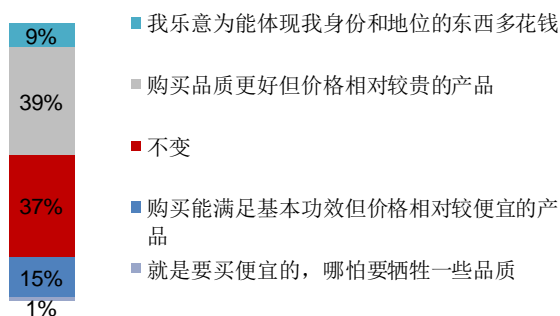


资料来源：Wind，华创证券

4、高性价比趋势：光瓶酒是典型代表，短保面包亦受益

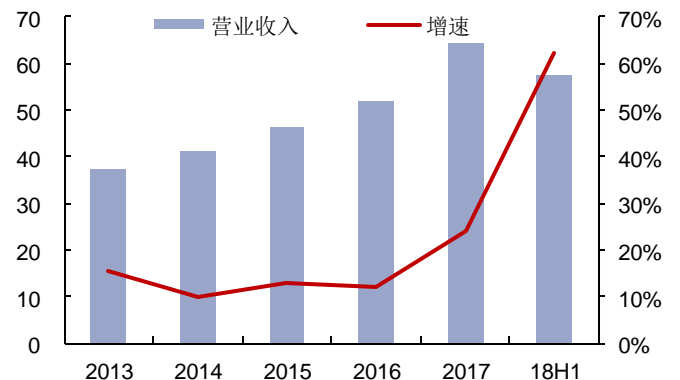
低端光瓶酒市场空间大，高性价比驱动份额向品牌龙头集中。目前我国低端酒市场规模约 2000-3000 亿元，主要以地产低端酒和散酒为主。根据尼尔森数据统计，理性消费时代，当前消费者逐步由“面子消费”转换为“里子消费”或者“健康消费”，统计称有超 50% 消费者购买行为是在性价比的驱动下进行的，仅有 9% 消费者愿意为能体现自己身份和地位的产品多花钱。因此，在低端大众酒市场中，在消费高性价比趋势之下，产品高性价比的白酒品牌快速提升份额，如牛栏山二锅头凭借陈酿大单品高性价比优势、外埠渠道积极推进全国化，实现快速增长，市占率稳步提升。此外，如短保面包、速冻食品等在高性价比趋势之下，行业也具备良好增长态势。

图表 127 消费者未来一年购买方向倾向（2018 年）



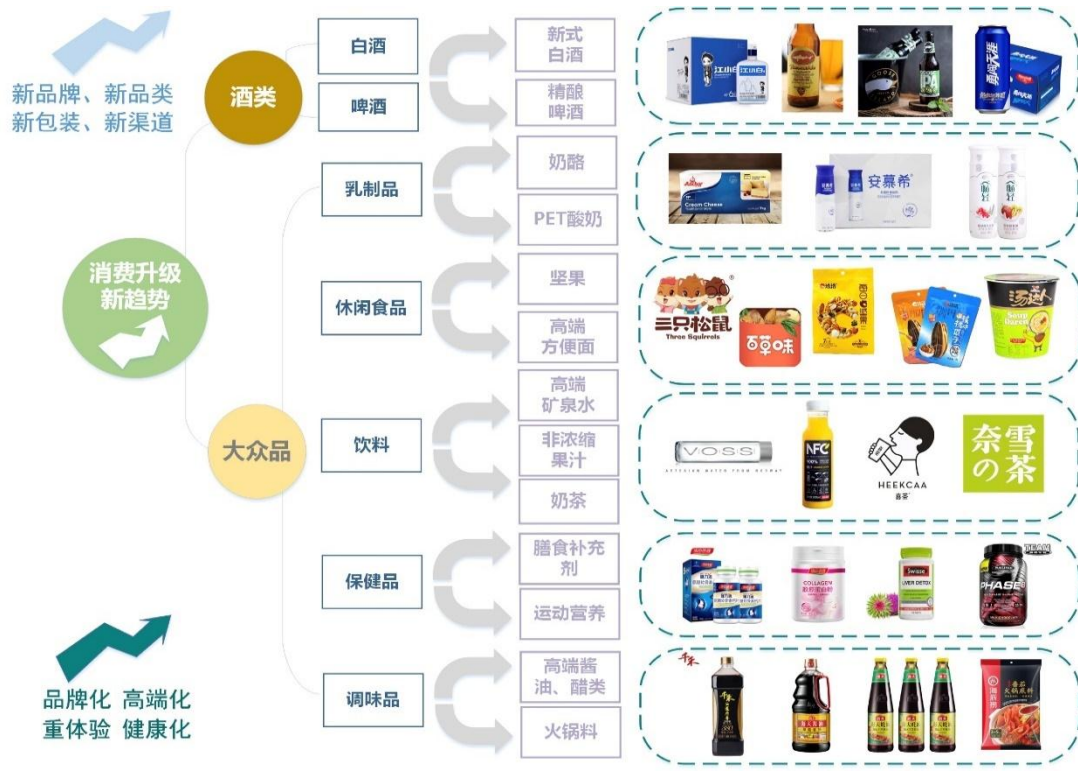
资料来源：尼尔森，华创证券

图表 128 顺鑫农业白酒业务收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华创证券

图表 129 国内食品饮料行业品类创新、消费升级趋势依旧突出



资料来源：华创证券整理

图表 130 日本食品饮料各子行业龙头一览表

股票代码	公司名称	股价 (日元)	总市值 (亿美元)	营业收入 (亿美元)	净利润 (亿美元)	P/E	主营业务
酒精饮料行业							
2503 JP	麒麟控股	2,357	191.59	166.23	21.59	15	酒类及饮料
2502 JP	朝日集团	4,370	187.98	185.95	12.58	13	酒类及饮料
2587 JP	三得利	4,720	129.73	110.06	6.97	19	酒类及饮料
2501 JP	札幌	2,400	84.11	49.19	0.98	19	酒类及饮料
软饮料行业							
2593 JP	伊藤园	4,670	37.06	44.75	1.14	51	茶饮
2811 JP	可果美	2,909	25.78	19.11	0.90	26	果蔬汁、番茄酱等
乳制品行业							
2269 JP	明治控股	8,850	120.20	112.00	5.53	19	乳制品
2264 JP	森永乳业	3,115	13.80	53.44	1.42	14	乳制品
2270 JP	雪印惠乳业	2,780	17.50	53.81	1.21	15	乳制品
2267 JP	养乐多	8,060	122.63	36.24	3.07	36	乳酸菌饮料
调味品行业							
2801 JP	龟甲万	6,000	103.48	38.87	2.15	45	酱油等调味品
2802 JP	味之素	1,980	96.70	103.82	5.48	21	味精、氨基酸、酱油等
2809 JP	丘比	2,514	33.54	49.99	1.61	20	果酱、沙拉酱等
方便食品行业							
2897 JP	日清食品	6,950	65.35	46.61	2.63	25	即食面、加工食品、速冻产品
2875 JP	东洋水产	3,935	38.81	35.09	1.66	22	即食面、加工食品、速冻产品
休闲食品行业							
2229 JP	卡乐 B	3,505	41.75	22.71	1.56	24	休闲零食
2201 JP	森永制果	4,810	23.19	18.50	0.93	27	巧克力、饼干等休闲食品
2212 JP	山崎面包	2,344	45.93	93.93	2.24	24	面包

资料来源: Bloomberg, 华创证券 注: 业绩均为 2017 财年数据, 股价单位为日元, 业绩为统一换算为美元单位, 收盘价按 2018 年 12 月 20 日计算, PE 为最近 12 个月 P/E。

六、风险提示

宏观经济风险, 食品安全风险。

食品饮料组团队介绍

组长、高级分析师：方振

复旦大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：张燕

上海社会科学院硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士。2018 年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学硕士。曾任职于招商证券。2018 年加入华创证券研究所。2015-2017 连续三年新财富。水晶球。金牛奖食品饮料行业最佳分析师第一名。2018 年金牛奖食品饮料行业最佳分析师第二名。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500