

## 食品饮料行业

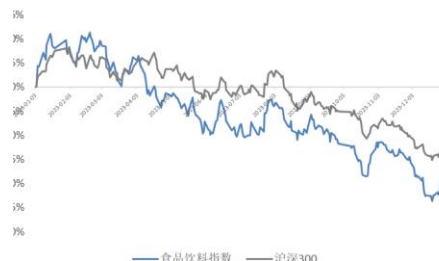
### 复盘日本保健品：从产业链视角看日本保健品对中国的借鉴

#### 投资要点：

- 当下我国经济社会的呈现三大趋势：1) 人口老龄化催生健康产业发展。2) 疫情三年强化人们的健康意识；3) 信息化时代及社会压力作用下，人们积累的健康焦虑也催生保健品消费需求。三大趋势作用下，有望为保健品行业发展护航。
- 复盘日本保健品行业，我们总结以下几点经验：1) 首先是大健康产业在全球的领先地位在消费者心中建立了较高的信任度，这对于具有食品与药品双重属性的保健品来说无异于是消费者一剂有力的强心针，不论在产品疗效还是销售宣传方面都有一定的保障；2) 其次是日本保健品政策相对完备，并且能够根据其经济发展特点适时推出相应的政策推动行业突破瓶颈，FFC制度的提出扩大了保健品的范畴，具备多重功能的保健产品能够面市，提高了对消费者的吸引；3) 渠道对于保健品的销售也有关键性作用，对于日本而言，通信贩卖渠道精准针对消费者对于产品品质的高追求、帮助消费者快速筛掉低质产品，也倒逼企业关注产品品质、把握消费者需求。同时DTC的销售模式降低了产品与消费者的沟通成本，便于消费者买到心仪的产品；
- 对我国而言：我国保健品行业在制度规范化、产品技术等方面均处于发展初期，鉴于与日本的时空错配，对于保健品政策、适配渠道的选择、研发出匹配消费者需求的产品等方面是未来发展可以借鉴完善之处。我们认为未来保健品行业空间广阔，五年内有望达到4000亿规模。
- 周观点：【白酒】**关注具有强alpha、已走出自己经营节奏，基本面质量较高，报表端确定性较高的高端酒贵州茅台、泸州老窖、五粮液以及次高端山西汾酒。**【啤酒】**关注：珠江啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、华润啤酒、乐惠国际。**【软饮料】**关注：东鹏饮料，李子园、香飘飘、承德露露、养元饮品。**【预调酒板块】**重点推荐：百润股份。**【乳制品】**关注：天润乳业、伊利股份。**【休闲零食】**关注：折扣化趋势及量贩门店增量受益标的劲仔食品、洽洽食品；量贩零食稀缺标的万辰集团。**【餐饮供应链】**推荐安井食品、千味央厨、天味食品，关注中炬高新。**【小餐饮连锁】**重点推荐巴比食品，关注五芳斋、绝味食品、紫燕食品、煌上煌。**【烘焙茶饮链】**重点推荐立高食品；关注：佳禾食品、海融科技、南侨食品、奈雪的茶。**【代糖】**关注：百龙创园、莱茵生物、华康股份。
- 风险提示：**宏观经济波动影响消费水平、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

### 强于大市(维持评级)

#### 一年内行业相对大盘走势



#### 团队成员

- |         |                      |
|---------|----------------------|
| 分析师     | 刘畅                   |
| 执业证书编号： | S0210523050001       |
| 邮箱：     | lc30103@hfzq.com.cn  |
| 分析师     | 张东雪                  |
| 执业证书编号： | S0210523060001       |
| 邮箱：     | zdx30145@hfzq.com.cn |
| 分析师     | 童杰                   |
| 执业证书编号： | S0210523050002       |
| 邮箱：     | tj30105@hfzq.com.cn  |

#### 相关报告

- 《大消费行业 2024 年投资策略 顺势而为，挖掘新常态下消费的七条主线》— 2023.12.27
- 《新常态中育新机，大变局中开新局 —— 2024 年度投资策略》— 2023.12.27

## 正文目录

1	复盘日本保健品行业：从产业链视角看日本保健品对中国的借鉴.....	3
1.1	经济社会三大趋势下，保健品行业风起.....	3
1.2	中日对比：镜鉴日本，看中国保健品发展趋势.....	5
2	周观点：.....	10
2.1	白酒.....	10
2.2	啤酒.....	11
2.3	软饮料.....	12
2.4	预调酒.....	13
2.5	乳制品.....	14
2.6	休闲食品.....	14
2.7	保健品.....	15
2.8	烘焙产业链.....	16
2.9	小餐饮连锁.....	16
2.10	代糖.....	17
2.11	餐饮产业链.....	17
2.12	餐饮.....	18
3	重点公司公告.....	19
4	风险提示.....	19

## 图表目录

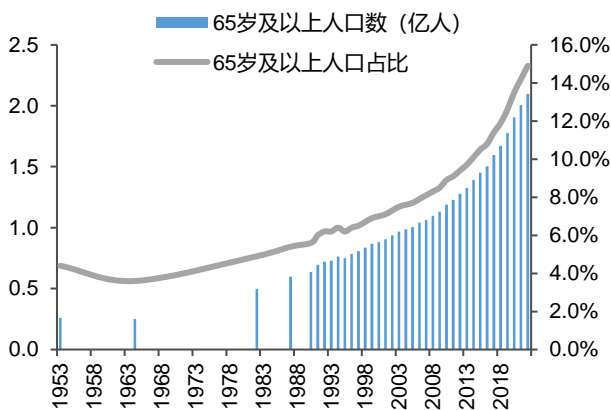
图表 1：我国老龄化趋势日益明显.....	3
图表 2：我国老龄化率由 7%到 14%仅用了 22 年.....	3
图表 3：我国出生率逐年走低.....	3
图表 4：我国平均预期寿命不断增加.....	3
图表 5：疫情带来人们健康意识与行为的提升.....	4
图表 6：疫情对不同职业群体带来的影响.....	4
图表 7：疫情后人们对心理健康的关注度提升.....	4
图表 8：保健品行业产业链.....	5
图表 9：中外部分药企研发费用投放对比.....	6
图表 10：日本零售商品设计精巧，使用感加分.....	6
图表 11：中日保健食品市场准入机制比较.....	6
图表 12：2013-2022 年通信贩卖渠道规模（亿日元）.....	7
图表 13：通信贩卖占日本保健品销售渠道之首.....	7
图表 14：中日老龄化及 GDP 增速对比.....	8
图表 15：2015-2020 年日本 FOSHU 及 FFC 产品规模及增速.....	8
图表 16：2022 年 FANCL 各业务营业表现（百万日元）.....	9
图表 17：FANCL 保健品业务在中日品牌份额情况.....	9
图表 18：我国保健品行业空间广阔.....	10
图表 19：重要公司公告.....	19

## 1 复盘日本保健品行业：从产业链视角看日本保健品对中国的借鉴

### 1.1 经济社会三大趋势下，保健品行业风起

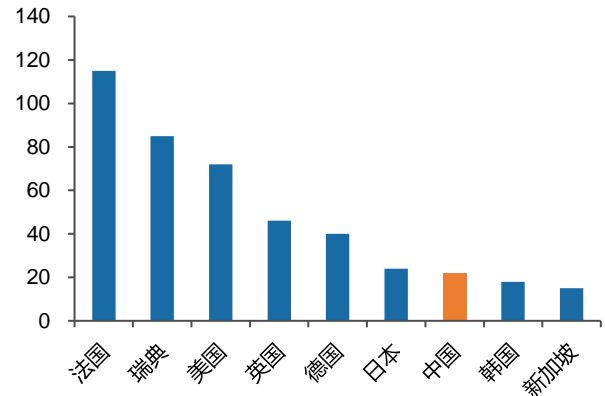
经济社会的趋势之一——人口老龄化催生健康产业发展。2000 年我国 65 岁以上人口占比达 7.0%，正式进入人口老龄化社会。随着老龄化人口的增加，这部分群体的生理机能下降、运动减少，更容易出现营养不良以及相关慢性疾病，根据健博会专家表示，目前中国有超过 1.8 亿老年人患有慢性病，中国老年人带病生存时间已达 9.1 年，65 岁以上多病共存的老人占比达到 2/3。老年群体数量的增长以及该部分群体对医疗服务、食品易于进食且营养健康、保健品等需求逐渐增加，倒逼食品企业的发展和转型。同时，老龄化并不是老年人的独有命题。根据国家统计局数据显示，我国居民的预期寿命由 1980 年 68 岁增长到 2020 年的 78 岁，伴随人们生活水平的提高及国家医疗水平的提升，我国居民预期寿命在不断增加。在老龄化加深速度快、出生率降低的现状面前，应对老龄化趋势的健康产业的搭建将成为全社会、全生命周期的课题。

图表 1：我国老龄化趋势日益明显



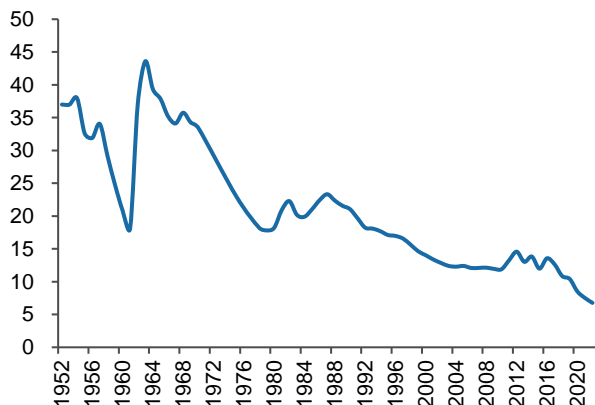
数据来源：wind，国家统计局，华福证券研究所

图表 2：我国老龄化率由 7% 到 14% 仅用了 22 年

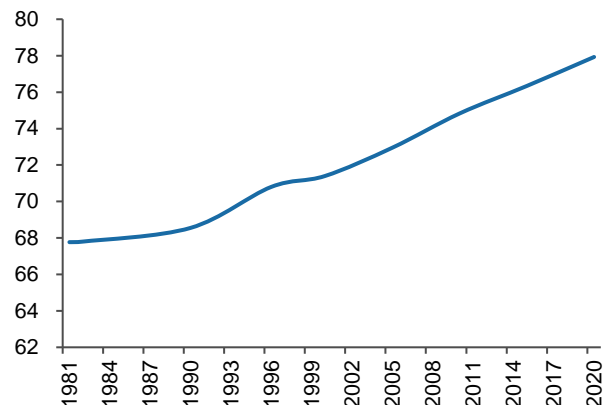


数据来源：日本内阁府，华福证券研究所

图表 3：我国出生率逐年走低



图表 4：我国平均预期寿命不断增加

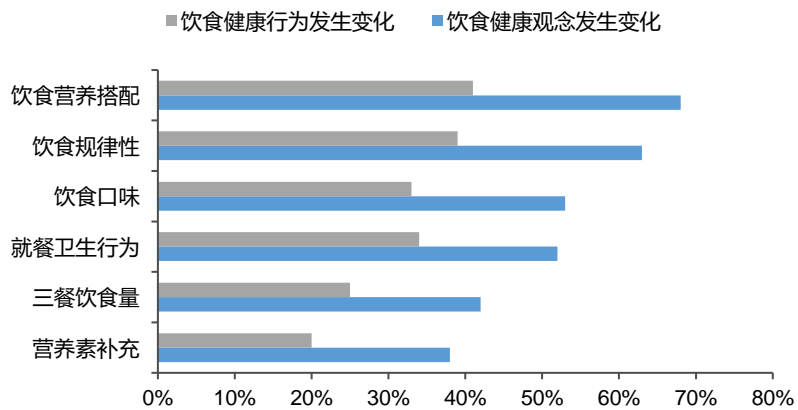


数据来源：wind，国家统计局，华福证券研究所

数据来源：wind，国家统计局，华福证券研究所

**经济社会的趋势之二——疫情三年强化人们的健康意识。**根据丁香医生统计，疫情给 55%和 49%的人们带来生命观和人生观的改变。疫情后饮食营养搭配和饮食规律性的意识增强最多，大家对于健康饮食的意识提升体现在生活的方方面面，人们不仅更注重营养搭配，同时也更注重饮食的规律性，超过八成人群在疫情后饮食健康行为发生了改变。

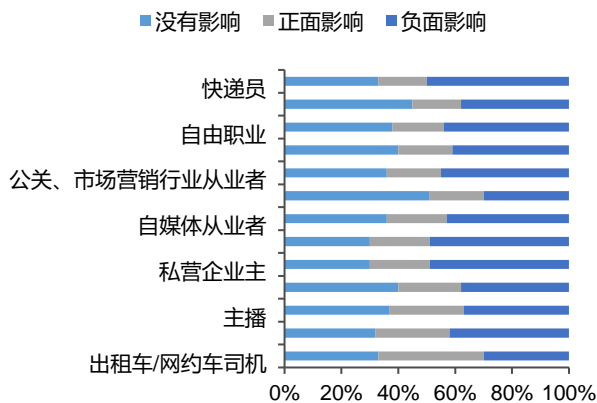
**图表 5：疫情带来人们健康意识与行为的提升**



数据来源：《2021 国民健康洞察报告》，华福证券研究所

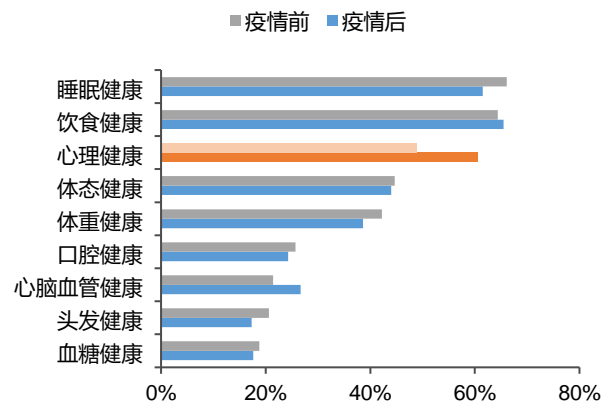
**经济社会的趋势之三——信息化时代及社会压力作用下，人们积累的健康焦虑也催生保健品消费需求。**在信息化的时代下，信息传播媒介变多，人们随时随地能够通过百度、小红书、微博、微信等平台获取各种信息。而面对网络获取健康信息，美国的皮尤调查结果显示，75%的用户基本不检查信息来源和发布日期就选择盲目相信。因此在经济下行、社会压力增大的情况下，加之对信息的筛选和判断能力的欠缺，容易导致人们对某种身体状况或患有疾病的恐慌心理和过度关注，也就是所谓的健康焦虑。人们希望通过保健品的消费缓解自身健康焦虑，这一现象也导致健康需求从老龄向低龄过渡。

**图表 6：疫情对不同职业群体带来的影响**



数据来源：《2021 国民健康洞察报告》，华福证券研究所

**图表 7：疫情后人们对心理健康的关注度提升**

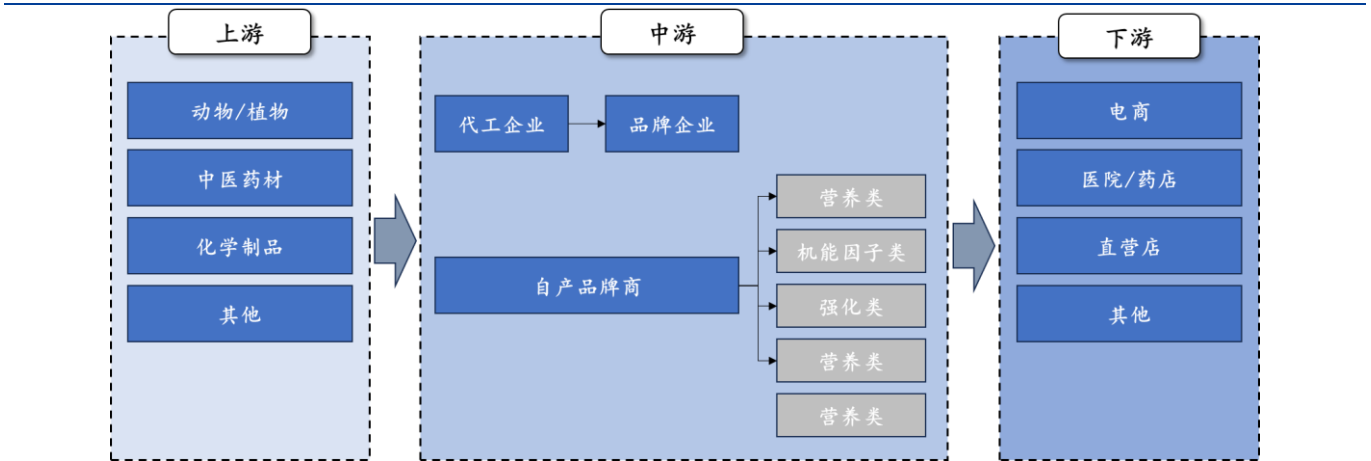


数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

## 1.2 中日对比：镜鉴日本，看中国保健品发展趋势

**产业链复杂，涵盖范围广。**保健品行业因其特殊的产品属性，产业链覆盖较广，上游包括动植物、中药材、化学制品等；中游为保健产品制造商，分为代工和品牌自营两部分；产业链下游为终端销售平台例如医院/药店/电商等，涵盖各个销售渠道。因保健品辐射群体广、下游需求多元化导致产品种类繁多，产业链较为复杂，龙头企业往往通过上下游的延伸来优化经营。

图表 8：保健品行业产业链



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

### 上游：

**上游产品端：**日本制药行业的领先地位建立了国民信任度、乃至全球范围内的口碑，为保健品行业的发展奠定坚实基础，精细化的产品设计为行业发展锦上添花。健康产业是日本的国民级支撑产业之一，日本的健康产业是预防、诊断、治疗、康复等商品加服务的总称，包括三大领域：医药行业、医疗保健系统、保健品和营养品。**1) 研发投入多，医药/保健品疗效显著。**日本对于辅料的疗效相对重视，有专家指出，影响药品疗效的主要是辅料的质量。辅料会影响药物生物利用度、溶解度、血药浓度达峰时间、崩解时间等药理指标，从而影响药物的稳定性和在体内的吸收情况。相比于日本建立了专门的药用辅料的认证标准和程序，中国尚未建立完整的辅料认证体系，只对有效成分的含量是否达标更加关注，可能会对制剂的最终疗效产生影响；同时，对比中日药企研发费用水平来看，日本研发投入较高。**2) 设计精巧，使用感加分。**日本对于商品的使用体验十分重视，在包装、剂型、使用方式等方面多做创新，让消费者直观看出产品功能/食品的外形，细节感十足。日本厚生省在审批药品时，也将普通人的使用体验放在首要位置；同时日本将量贩的概念渗透在各类商品中，化妆品、食品、药品都能够小剂量、多品类进行购买。反观中国，对于药品/保健品的研究创新多在药效、成分等方面，行业发展成熟度与日本有一定差距。

**图表 9：中外部分药企研发费用投放对比**

日本公司	研发费用	中国公司	研发费用	跨国公司	研发费用
武田	331.58	百济神州	111.52	罗氏	1024.49
第一三共	176.29	恒瑞医药	48.87	强生	1016.83
阿斯泰来	144.56	复星医药	43.02	默沙东	943.56
大冢制药	35.59	中国生物制药	42.53	辉瑞	795.91
卫材	90.58	石药集团	39.87	诺华	696.46

数据来源：各企业财报，iFind，华福证券研究所

**图表 10：日本零售商品设计精巧，使用感加分**


数据来源：各产品官网，华福证券研究所

**政策端：**中日对比来看，目前我国保健品行业在逐步规范过程中，各品类发展不均。保健品消费属性介于食品和药品之间，既具有食品的特点，又能够补充营养成分、调节身体机能，其复杂的属性也决定了监管的特殊性。对标日本来看，2015年日本内阁会颁布《规制改革实施计划和日本再兴战略》，将功能性标示食品以备案制形式纳入监管条例，此次改革覆盖了可能涉及功能性的全部食品（包括膳食补充剂形态的加工食品、膳食补充剂形态以外的加工食品、生鲜食品），而不同于狭义的保健功能食品，此次新规让日本保健品行业叠加“多重buff”——强医疗背景、行业严监管、先进技术、优质原材料以及更广的覆盖面等，催化保健品行业加速发展。相比之下，我国保健食品覆盖面较窄，截至目前，我国保健食品的备案范围主要涵盖营养素补充剂和辅酶 Q10、灵芝孢子粉等单方产品，备案产品组方、功能声称并未突破注册制产品的可控范围，政策方面尚待完善。

**图表 11：中日保健食品市场准入机制比较**

国家	产品名称	定义	市场准入
中国	保健食品	声称并具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质为目的的食品。适用于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品	注册（目录外原料）或备案（目录内原料）
	营养功能食品	以补充特定营养成分为目的的食品。国家对营养成分的种类、摄入量以及营养成分的功能声称做出明确规定，企业根据规定生产和标示营养成分功能	自行上市
日本	特定保健用食品	具有调节机体功能或降低因生活习惯引起的健康风险，经	注册
	FOSHU	<b>常规型：</b> 在饮食生活中，消费者通过食用能达到所标示的保健目的 <b>条件限制型：</b> 有效性依据虽然不能完全达到特定保健用食品（常规型）批准的审查要求，但经验证具有一定有效性，应对限制型条件进行明确标示	注册

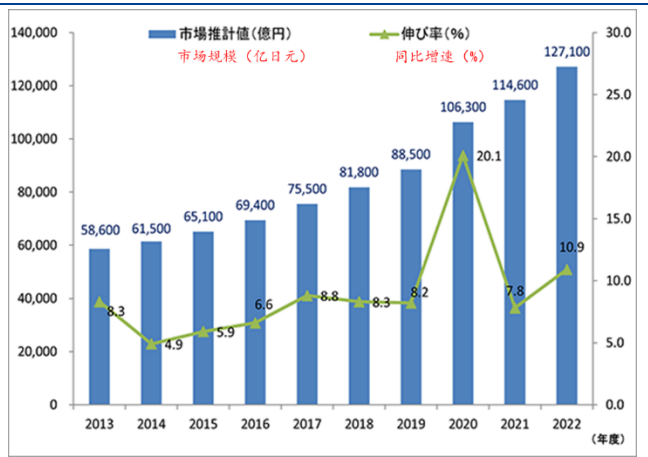
过批准，可以标示具体保健用途的食品	<b>降低疾病风险型：</b> 有效成分降低疾病风险的效果已经获得医学和营养学界的广泛认知，降低疾病风险可作为标示内容	简单注册
	<b>规格标准型：</b> 作为特定保健用食品的批准产品数量比较多，已经积累较多的科学依据，有效成分等相关标准已经确定，无须经过个别审查，通过规格标准是否适合等审查后，即可许可	简单注册
功能性标示食品 FFC	对未患病人群（不包括未成年人、孕产妇、计划怀孕妇女、乳母），以科学依据为基础，可以在包装容器上标示功能性相关成分及其以维持和改善健康为目的的特定保健功能（降低疾病风险除外）的食品	上市前 60 日 备案

数据来源：中国食品卫生杂志，华福证券研究所

**下游：**

**渠道端：通信贩卖渠道撑起保健品行业半边天。**日本通信贩卖业务发达，《特定商取引（交易）法》中对于通信贩卖的定义是，销售业者或服务的提供业者以「邮件等」等方式接受购买合同或服务提供合同，进行商品、权利的销售或服务的提供行为。为何通信贩卖在日本接受度/份额如此高？①通信贩卖类似直销渠道，最初通信贩卖业务针对农村边远地区群体、易于广泛的触达消费者，并且 1995 年起日本通过“政府刊物书籍邮件”的业务进行政策宣传，该传播方式具有一定群众基础；②日本消费者有严谨的消费态度和产品质量的高追求，一旦认可某一种产品，复购率会很高，很少会进行替换；③同时由于像通信贩卖分发宣传册进行销售的方式对产品品质要求高，因此在优质产品的加持下像 FANCL 这一类企业通过向消费者分发广告单页来销售化妆品等特定品类的通信贩卖业务大获成功，能够带来更高的消费者忠诚度、随后的 Amazon 及 Yahoo 等电商平台登录日本助推线上通信贩卖业务的发展。反观我国，我国保健品业务直销占比较高，直销渠道便于产品入市、消费者易于接受。然而近年来受权健事件影响，直销渠道遭遇国民信任危机以及政策的强监管，行业进入转型期，亟待重建消费者信任。

图表 12: 2013-2022 年通信贩卖渠道规模 (亿日元)



数据来源：日本通信贩卖协会，华福证券研究所

图表 13: 通信贩卖占日本保健品销售渠道之首

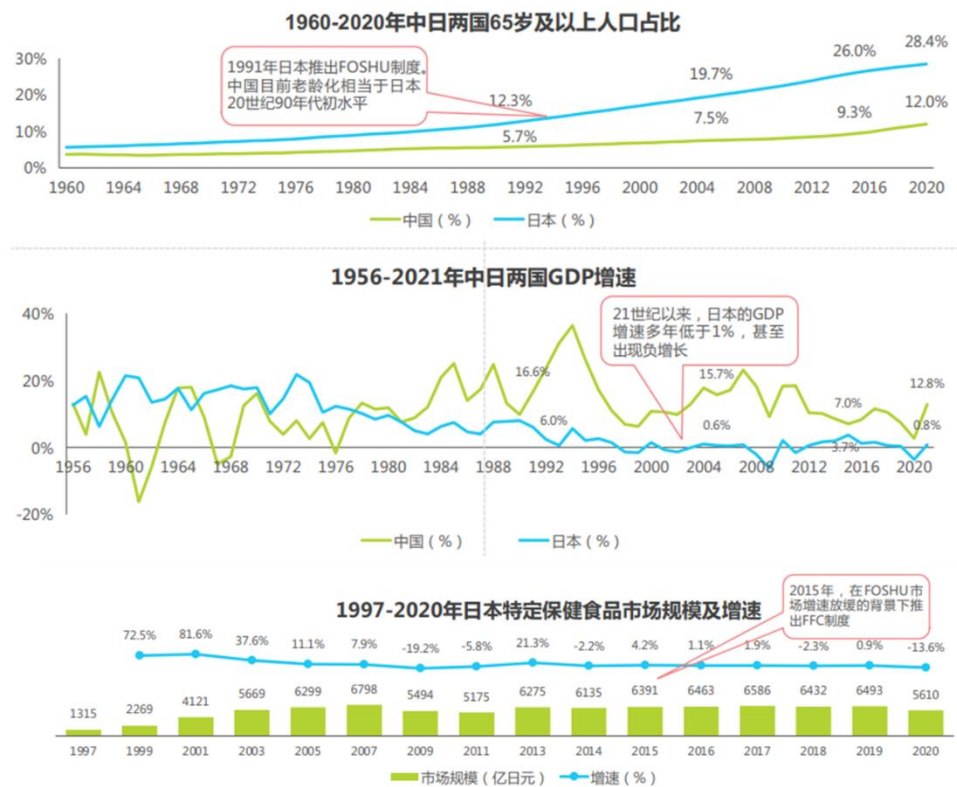


数据来源：日本健康产经传媒，HNC 健康营养展，华福证券研究所

**需求端：**日本作为发达国家，人均收入水平较高，且人们对于保健品的消费观念相对成熟，对比来看，我国消费市场尚待培育。2022 年，中国城镇居民人均可支配收入为 3.7 万元，对比同期日本人均年工资为 19.4 万元，美国人均年收入为 28.1 万

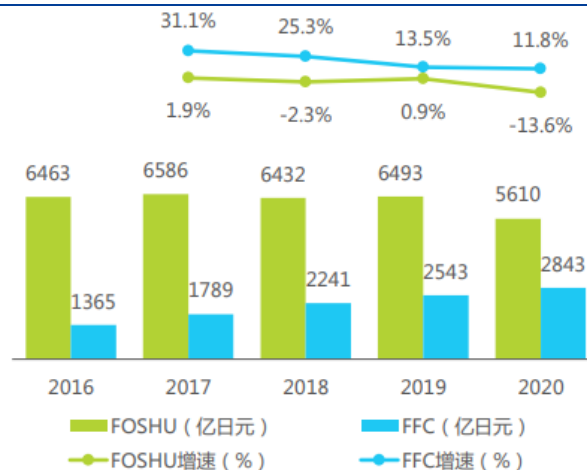
元，中国与发达国家人均收入水平仍然存在一定差距。当前我国人口老龄化和人均GDP 相当于日本上世纪 80-90 年代的水平，存在时空上的错配。1991 年日本推出 FOSHU 制度，催化特保食品规模的高速增长，2015 年 FOSHU 规模增长遭遇瓶颈，FFC 法案的出台放宽了政策要求、容纳更多品类进入保健品市场，激发了企业开发新产品的热情，刺激了消费者的需求，市场规模快速增长。而从产业发展的角度来看，对比我国，我国保健食品行业的历经四十余年发展，法律法规仍处于不断完善的状态，或可借鉴日本通过有效的政策催化产业发展、刺激终端需求。

**图表 14：中日老龄化及 GDP 增速对比**



数据来源：国家统计局，日本内阁府，世界银行，日本健康营养食品协会，艾瑞咨询，华福证券研究所

**图表 15：2015-2020 年日本 FOSHU 及 FFC 产品规模及增速**

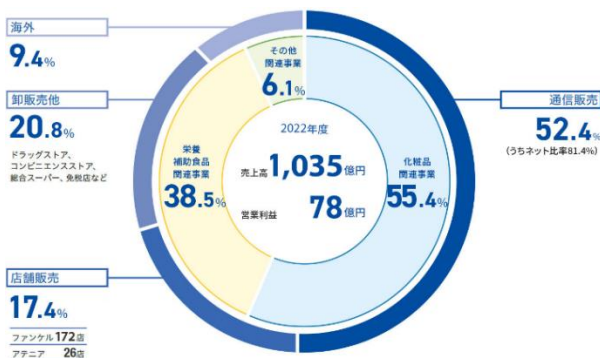




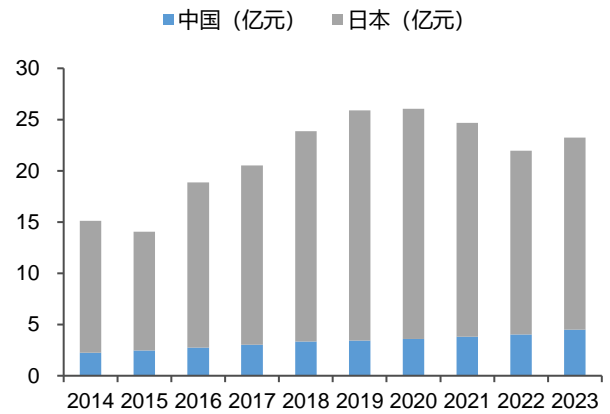
数据来源：日本健康营养食品协会，矢野经济研究所，Smoothlink，艾瑞咨询，华福证券研究所

**复盘日本 FANCL——中日发展的相似性与保健品行业龙头崛起的必然性。**1980年，池森贤二首创“无添加”护肤新概念，并于1982年创立Fancl集团，首推无添加小包装护肤产品，在解决女性肌肤敏感方面赢得市场和口碑。1994年，FANCL在日本相关产品普遍高价的背景下推出了价格合理的营养补充剂，成为继化妆品后的又一大基石业务。中国与日本有在发展的过程中存在较高的相似度，我们认为通过FANCL在保健品业务上的突围，中国老龄化及国民健康意识的提升、对健康重视程度提升的背景下，未来也将诞生出类似重量级的企业。

**图表 16：2022 年 FANCL 各业务营业表现（百万日元）**



**图表 17： FANCL 保健品业务在中日品牌份额情况**



数据来源：FANCL 官网，华福证券研究所

数据来源：欧睿，华福证券研究所（已统一成人民币计价）

综合上述分析，我们总结了日本保健品行业的几大特征：

1) 首先是大健康产业在全球的领先地位在消费者心中建立了较高的信任度，这对于具有食品与药品双重属性的保健品来说无异于是消费者一剂有力的强心针，不论在产品疗效还是销售宣传方面都有一定的保障；

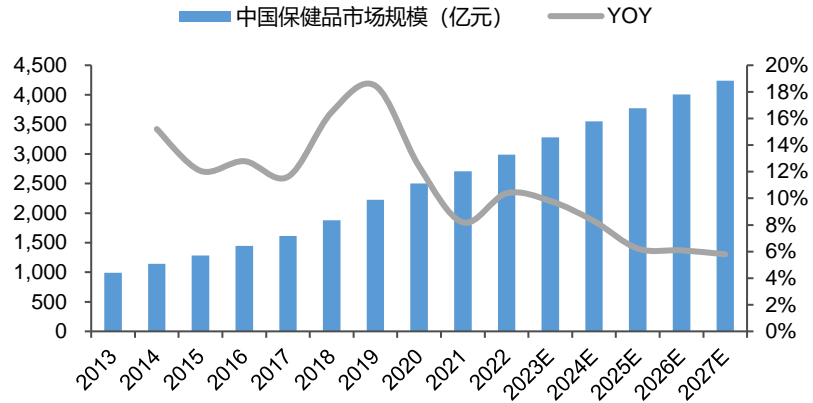
2) 其次是日本保健品政策相对完备，并且能够根据其经济发展特点适时推出相应的政策推动行业突破瓶颈，FFC 制度的提出扩大了保健品的范畴，具备多重功能的保健产品能够面市，提高了对消费者的吸引；

3) 渠道对于保健品的销售也有关键性作用，对于日本而言，通信贩卖渠道精准针对消费者对于产品品质的高追求、帮助消费者快速筛掉低质产品，也倒逼企业关注产品品质、把握消费者需求。同时 DTC 的销售模式降低了产品与消费者的沟通成本，便于消费者买到心仪的产品；

对我国而言：我国保健品行业在制度规范化、产品技术等方面均处于发展初期，鉴于与日本的时空错配，对于保健品政策、适配渠道的选择、研发出匹配消费者需求的产品等方面是未来发展可以借鉴完善之处。我们认为未来保健品行业空间广阔，五年内有望达到 4000 亿规模。根据艾媒咨询，2022 年我国保健品市场规模为 2989 亿

元，五年内 CAGR 为 13.1%，增长迅速。短期来看，保健品行业受“百日行动”打假负面新闻、跨境电商法带来的监管趋严等事件影响增速有一定回落，但长期来看“银发一族”和“年轻一代”作为驱动行业增长的核心群体，在健康意识提升、老龄化背景下，行业发展动能充足、空间广阔。

图表 18：我国保健品行业空间广阔



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

## 2 周观点：

### 2.1 白酒

本周白酒 SW 指数上行 4.01%（沪深 300 指数+2.81%），近一月白酒 SW 指数-4.57%（沪深 300 指数-1.64%），当前白酒板块 PE(TTM)为 25.44X，较上周有所回升。具体来看，近五日舍得酒业(+9.95%)、今世缘(+7.85%)、酒鬼酒(+5.40%)增长领先。其中，12月28日白酒板块大涨 4.03%，舍得酒业(+10.00%)、酒鬼酒(+7.76%)、老白干酒(5.73%)领涨。

临近春节旺季，目前各家开门红回款陆续开启推进。近期部分白酒大单品出厂价上调，具体如下：

1) 茅台旗下酱香经典、金王子（均为十亿级大单品）出厂价分别提升 10 元和 20 元（酱香经典目前批价 240 元，京东价 278 元；金王子目前批价 215 元，京东价 258 元）。

2) 剑南春旗下核心产品水晶剑出厂价提价 20 元/瓶（批价 410 元，京东价 463 元）。

3) 12月28日，四川沱牌舍得营销有限公司发布提价通知：自 2024 年 1 月 1 日起，500ml 品味舍得（包含第五代及庆典装）经销商出厂价上调 20 元/瓶（目

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/795131131103011034>