

行业研究/专题研究

2019年06月27日

行业评级:

食品饮料

增持 (维持)

**贺琪** 执业证书编号: S0570515050002  
研究员 0755-22660839  
heqi@htsc.com

**王楠** 执业证书编号: S0570516040004  
研究员 010-63211166  
wangnan2@htsc.com

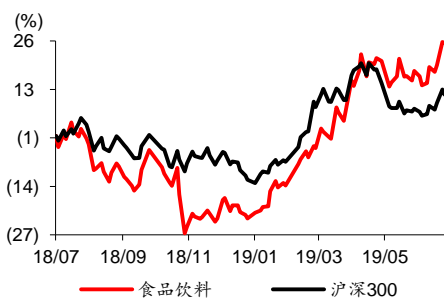
**李晴** 执业证书编号: S0570518110003  
研究员 021-28972093  
liqing3@htsc.com

**张晋溢** 010-56793951  
联系人 zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1《伊利股份(600887,买入): 渠道优势让伊利更容易后发先至》2019.06
- 2《天味食品(603317,增持): 川味代表之作, 复合调味料龙头》2019.06
- 3《安井食品(603345,买入): 受益于餐饮需求增长和渠道壁垒》2019.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 谁在左右日本消费者的口味?

## 零增量消费市场系列研究报告

### 家庭主妇、餐厅厨师和便利店陆续成为影响日本消费者食品消费的关键

从二战后到日本经济腾飞的初期, 内食占据日本消费者食品支出的 85% 以上, 该时期家庭主妇是影响日本消费者决策的关键。从经济腾飞中期到繁荣的顶点, 外食在日本消费者食品支出中的占比从 1968 年的 10% 上升至 1990 年的 20%, 厨师成为影响日本消费者决策的关键。从日本经济繁荣的顶点至今, 中食在日本消费者食品支出中的占比从 1990 年的 9% 上升至 2018 年的 15%, 中食的主流分销渠道便利店成为影响日本消费者决策的关键。基于中国人口结构的变化趋势, 我们认为中国消费者将经历类似的消费场景变迁。看好调味品和速冻食品企业在这一趋势中的发展机遇。

### 家庭、劳动力和年龄结构的变化是日本食品饮料消费场景变迁的需求基础

从家庭结构看, 日本家庭规模小型化的趋势明显, 1~2 人的小型家庭的占比持续提升。内食对于小型家庭而言便利性和经济性较差, 更多的消费者开始寻求中食和外食。从劳动力结构看, 日本女性劳动参与率的提升改变了女性在家庭生活中扮演的角色, 步入职场的女性能够花费在家庭内部的时间相对更少, 中食和外食是更有效率的选择。从年龄结构看, 日本老龄化趋势明显, 高龄老人独自购买食材, 并在家庭内做饭的难度较大, 体力负担较重, 因此中食和外食对于该群体的吸引力也较强。

### 发达的餐饮和便利店业态为日本食品饮料消费场景变迁提供了供给基础

日本餐饮业服务的业态发展迅速, 门店数量持续增长。根据日本特许经营协会的统计, 日本的饮食店数量从 1983 年的 3.13 万家上升至 2017 年的 5.86 万家, 即使日本经济增长停滞时期, 饮食店的数量也基本保持了增长的态势, 体现了餐饮行业与宏观经济相对较弱的关联性。同时, 中食的重要销售渠道便利店在日本市场发展迅速, 门店数量快速扩张。根据日本特许经营协会的统计, 日本的便利店数量从 1983 年的 6308 家上升至 2017 年的 5.80 万家, 复合增速为 7%。

### 中国消费者食品消费亦面临场景的变迁, 看好调味品和速冻食品企业

消费者食品消费场景的变化给日本的食物流通行业、连锁餐厅行业和冷冻食品行业带来了较大的发展空间, 并在细分领域内诞生了一系列具有较强竞争力的新的龙头企业。我们认为中国家庭规模的持续缩小和人口老龄化程度的加深将是中长期的发展人口发展趋势, 我们看好中国调味品行业和速冻食品行业中长期的发展潜力。推荐调味品行业的酱油龙头海天味业、区域酱油龙头中炬高新、食醋龙头恒顺醋业和复合调味品龙头天味食品, 以及速冻食品行业的速冻面米龙头三全食品和速冻火锅料龙头安井食品。

风险提示: 市场竞争超过预期; 食品安全。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603288	海天味业	104.96	增持	1.62	1.96	2.32	2.70	64	54	45	39
600872	中炬高新	42.80	增持	0.76	0.94	1.13	1.32	56	46	38	32
600305	恒顺醋业	18.02	增持	0.39	0.44	0.51	0.57	46	41	35	32
603317	天味食品	43.55	增持	0.65	0.80	0.99	1.20	67	54	44	36
002216	三全食品	10.11	买入	0.13	0.25	0.36	0.47	78	40	28	22
603345	安井食品	51.90	买入	1.19	1.43	1.84	2.30	44	36	28	23

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

食品饮料消费场景变迁：外卖和中食的崛起 .....	4
食品支出场景变迁的需求基础：日本家庭、劳动力和年龄结构的重构 .....	5
日本家庭结构的重构：家庭规模小型化 .....	5
日本劳动力结构的重构：女性劳动参与率上升 .....	6
日本人口结构的重构：人口老龄化 .....	6
食品支出场景变迁的供给基础：日本发达的餐饮和便利店业态 .....	7
餐饮业与经济景气度关联度低：门店数量持续增长 .....	7
便利店业态更符合消费趋势：门店数量持续增长，集中度较高 .....	8
外卖和中食受益于餐饮业和连锁便利店行业的扩张，市场规模持续扩大 .....	8
食品支出场景变迁带来的食品工业发展机遇 .....	10
机遇 1：面向餐饮客户的食品流通市场的容量扩张和市场整合 .....	10
机遇 2：大型连锁餐饮企业的诞生 .....	14
机遇 3：冷冻食品行业的崛起 .....	15
启示：看好面向餐饮的速冻食品企业和调味品企业 .....	18
中国家庭小型化和人口老龄化的趋势明显 .....	18
看好面向餐饮行业需求的速冻食品和调味品公司的机会 .....	19

## 图表目录

图表 1：中食和外卖在日本消费者的食品支出中占比持续提升，2018 年合计达到 39% 4	4
图表 2：代表性的日本外卖消费：吉野家 Yoshinoya .....	4
图表 3：代表性的日本中食消费：罗森连锁超市便当 Lawson .....	4
图表 4：日本餐饮渠道和食品加工企业的酱油量需求占比从 1975 年的 40% 提升至 2015 年的 67% .....	5
图表 5：日本家庭平均人数持续下降，家庭规模小型化趋势明显 .....	5
图表 6：日本家庭结构（按每家人口数量划分）变化情况 .....	5
图表 7：处于单身生活状态的消费者自己在家做晚餐的频率结构（2018 年） .....	6
图表 8：日本男性劳动参与率相对稳定，女性劳动参与率有明显提升 .....	6
图表 9：日本人口老龄化率 2015 年上升至 26.8% .....	7
图表 10：日本人口出生率 2015 年下降至 13.80% .....	7
图表 11：2017 年日本饮食店数量达到 5.86 万个 .....	7
图表 12：2017 年日本饮食店分类情况 .....	7
图表 13：2017 年日本便利店数量达到 5.80 万个 .....	8
图表 14：2017 年日本便利店品牌仅剩 22 个，集中度持续提升 .....	8
图表 15：日本便利店行业主要企业份额情况（2017 年） .....	8
图表 16：2017 年日本外卖和中食的市场规模达到 33.4 兆日元 .....	9
图表 17：2017 年日本外卖的消费渠道结构（按销售额划分） .....	9
图表 18：2017 年日本中食的消费渠道结构（按销售额划分） .....	9
图表 19：2018 年日本食品批发渠道的销售额在总销售额中占比为 53% .....	10

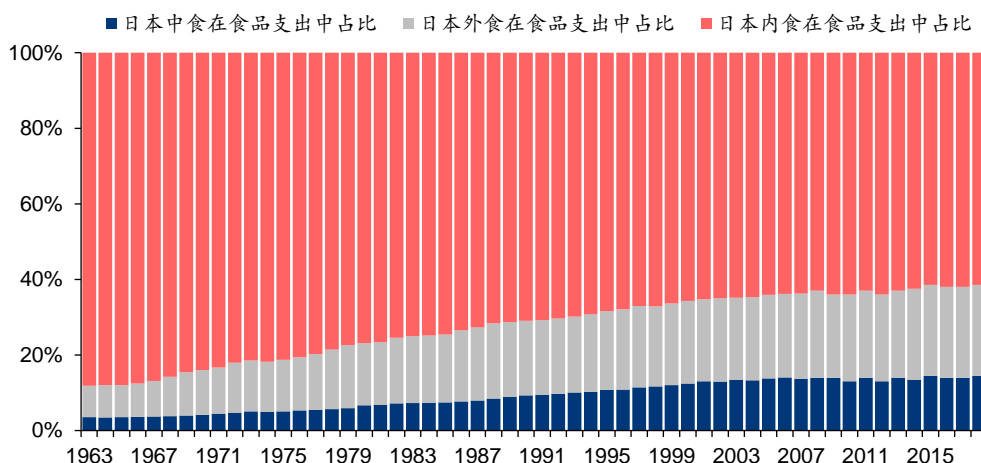
图表 20: 面向终端零售网点的 TOP3 食品流通商 .....	10
图表 21: 面向餐饮渠道的 TOP3 食品流通商龙头 .....	10
图表 22: 日本上市食品流通企业 2018 年收入对比 .....	11
图表 23: 日本上市食品流通企业 2018 年净利率水平对比 .....	11
图表 24: 2018 年日本食品批发渠道的销售额在总销售额中占比为 53% .....	11
图表 25: 神户物产的国内产能和国外供应商布局确保了其领先的产品优势 .....	12
图表 26: 神户物产的国内产能和国外供应商布局确保了其领先的产品优势 .....	12
图表 27: 神户物产的国内产能和国外供应商布局确保了其领先的产品优势 .....	12
图表 28: 神户物产 2013~2018 年收入及增长情况 .....	13
图表 29: 神户物产在食品流通餐饮渠道的市场份额持续上升 .....	13
图表 30: 三菱食品 2013~2018 年收入及增长情况 .....	13
图表 31: 神户物产在食品流通餐饮渠道的市场份额持续上升 .....	13
图表 32: 神户物产的市值在 2018 年超过三菱食品 .....	13
图表 33: 2008~2017 年日本主流连锁餐饮企业门店数量变化 .....	14
图表 34: 日本最大的连锁餐饮公司 Zensho 旗下的众多品牌 .....	14
图表 35: 日本大型连锁餐饮公司 Colowide 发展历史中的重要收购情况 .....	15
图表 36: Colowide 的品牌覆盖居酒屋, 寿司和快餐等多个领域 .....	15
图表 37: Colowide 门店的地域分布覆盖全日本 .....	15
图表 38: 日本人均冷冻食品消费量变化 .....	15
图表 39: 日本餐饮 (Food Service) 和零售 (Retail) 冷冻食品市场规模变化情况 .....	16
图表 40: 调理食品在冷冻食品中的占比从 1965 年的 34% 上升至 2018 年的 89% .....	16
图表 41: 可乐饼、乌冬面、炒饭和饺子是 2018 年日本冷冻调理食品中最大的 4 个 SKU (以生产量计) .....	17
图表 42: 日本冷冻食品行业主要企业市场份额情况 (2018 年) .....	17
图表 43: 日本最大冷冻食品企业日冷 Nichirei 的主要产品 .....	17
图表 44: 2015 年中国家庭户平均规模为 3.02 人, 与日本 80 年代后期相仿 .....	18
图表 45: 2015 年中国家庭当中 3 人家庭是主流, 占比为 32% .....	18
图表 46: 中国 2018 年老龄化率为 11.8%, 与日本 80 年代后期相仿 .....	19
图表 47: 2018 年中国人口出生率为 10.94% .....	19
图表 48: 重点推荐 A 股上市公司列表 .....	19

## 食品饮料消费场景变迁：外卖和中食的崛起

外卖和中食在日本消费者的食品支出当中占比持续提升，2018年二者合计占据日本消费者食品支出的39%。由于女性劳动参与率的增加，单身人士、小型家庭占比的提升，日本消费者对于外卖和中食的需求持续增长，二者的支出在食品支出中占比持续提升。

- 1) 外卖：主要指外出餐厅就餐，包括吉野家和松屋等典型的日本连锁餐厅。根据日本总务省的统计，外卖在日本消费者的食品支出中的占比从1963年的8%上升至2018年的24%。
- 2) 中食：有别于外出就餐的外食，中食主要指在家庭以外的调理食品厂加工完成，但是消费场景仍然主要在家庭内的食品，包括便利店的便当和手握饭团等产品。根据日本总务省的统计，中食在日本消费者的食品支出中的占比从1963年的4%上升至2018年的15%。
- 3) 内食：主要指在家庭内用基础食材制作完成，并在家庭内食用的食品。根据日本总务省的统计，内食在日本消费者的食品支出中的占比从1963年的88%下降至2018年的62%。

图表1：中食和外卖在日本消费者的食品支出中占比持续提升，2018年合计达到39%



资料来源：日本总务省，华泰证券研究所

图表2：代表性的日本外卖消费：吉野家 Yoshinoya



资料来源：吉野家官方网站，华泰证券研究所

图表3：代表性的日本中食消费：罗森连锁超市便当 Lawson

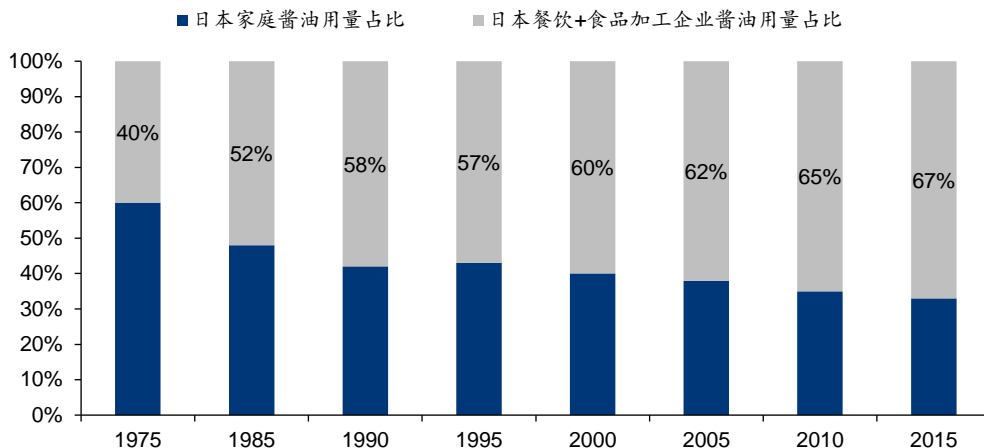


资料来源：罗森官方网站，华泰证券研究所



酱油是日本重要的调味品之一，从日本酱油的消费渠道结构变化也可以看出日本中食和外卖在消费者食品支出中占比的提升。根据日刊经济通信社的统计，日本的酱油消费结构从20世纪70年代开始有较大的变化，1975年日本酱油消费量中有60%是家庭用酱油，40%是餐饮渠道和食品加工企业用酱油。到1985年家庭用酱油量的比例已经下降至48%，餐饮渠道和食品加工企业用酱油量的比例上升至52%。到2015年，日本家庭用酱油量的占比已经下降至33%，餐饮和食品加工企业的酱油量需求占比上升至67%。

**图表4：日本餐饮渠道和食品加工企业的酱油量需求占比从1975年的40%提升至2015年的67%**



资料来源：日刊经济通信社，华泰证券研究所

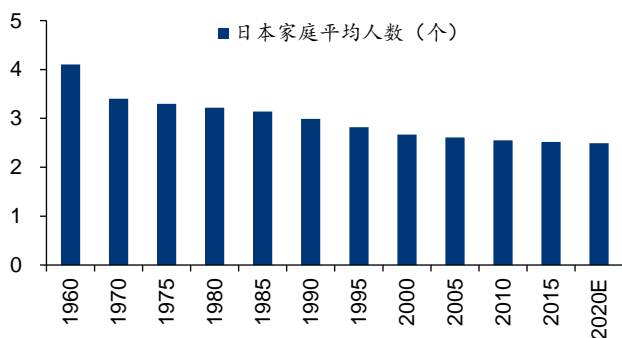
### 食品支出场景变迁的需求基础：日本家庭、劳动力和年龄结构的重构

#### 日本家庭结构的重构：家庭规模小型化

日本家庭规模小型化的趋势明显，1人和2人的小型家庭的占比持续提升。根据日本总务省的统计，日本家庭的规模持续缩小，日本家庭的平均人口数量从1980年的3.22人下降至2015年的2.52人，预计到2020年将下降至2.49人。根据联合国的统计，从2001年到2011年期间，日本3人及3人以上的家庭数量占比持续下降，同时1人和2人的家庭数量占比则持续上升。

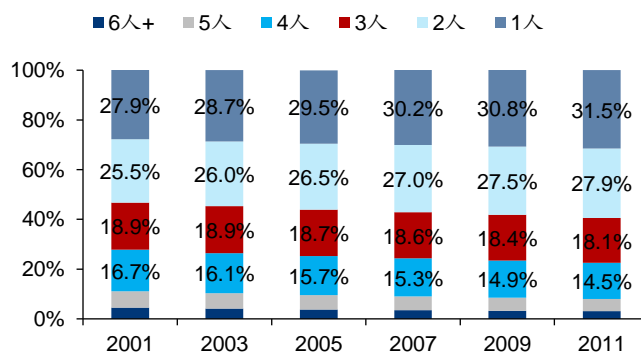
家庭规模的小型化使得内食对消费者的吸引力下降，外卖和中食的需求则显著上升。由于小型家庭的内食的便利性较差，经济性方面的优势亦不明显，导致内食对消费者的吸引力下降，更多的消费者开始寻求便利性高的中食和外卖。

**图表5：日本家庭平均人数持续下降，家庭规模小型化趋势明显**



资料来源：日本总务省，华泰证券研究所

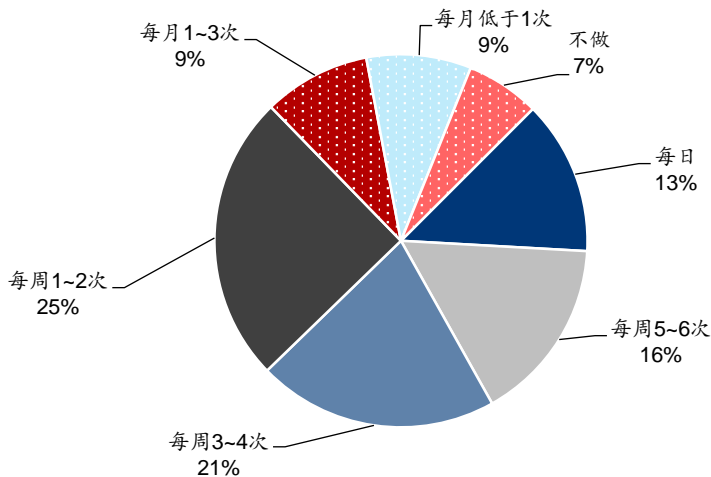
**图表6：日本家庭结构（按每家人口数量划分）变化情况**



资料来源：联合国，华泰证券研究所

处于单身生活状态（1人型家庭）的消费者自己在家做饭的频率较低。根据日本经济新闻的统计，处于单身生活状态的消费者中有 25%的人表示每周仅会在家做晚饭 1~2 次，占比最高。而做晚饭频率低于每周 1~2 次的消费者占比为 25%。每日都会在家做晚饭的消费者占比仅为 13%。

**图表7：处于单身生活状态的消费者自己在家做晚餐的频率结构（2018年）**

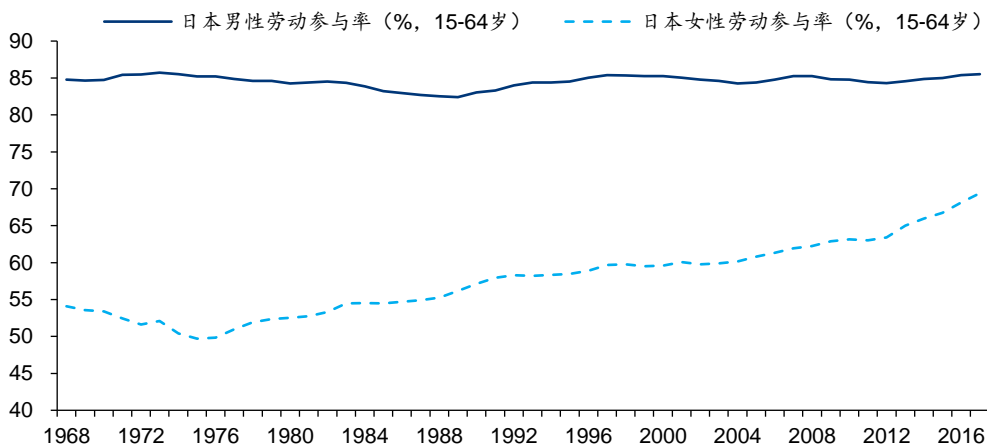


资料来源：日本经济新闻，华泰证券研究所

### 日本劳动力结构的重构：女性劳动参与率上升

女性劳动参与率的提升也改变了女性在家庭生活中扮演的角色，中食和外卖的吸引力明显提升。根据 OECD 的统计，日本 15-64 岁女性的劳动参与率处于上升趋势中，2017 年的女性劳动参与率达到 69%，相较 1976 年低点 50% 的水平上升 19pct。步入职场的女性能够花费在家庭内部的时间相对更少，因此中食和外卖对于家庭而言是更有效率的选择。

**图表8：日本男性劳动参与率相对稳定，女性劳动参与率有明显提升**



资料来源：OECD，华泰证券研究所

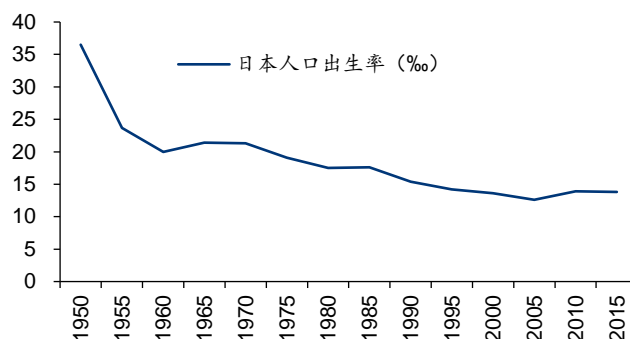
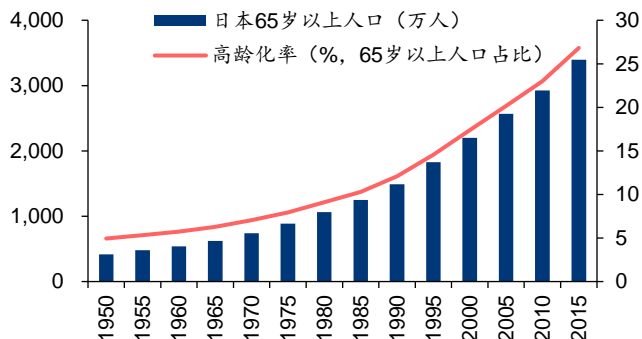
### 日本人口结构的重构：人口老龄化

日本社会老龄化的趋势也加大了中食和外卖的市场需求。由于日本人口的预期寿命持续上升，高龄者在人口占比提高，根据日本总务省的统计，2015 年日本高龄化率（65 岁以上人口占比）达到 26.8%。高龄老人独自购买食材，并在家庭内做饭的难度较大，体力负担较重，因此中食和外卖对于该群体的吸引力也较强，因此市场需求也受益于该群体的人口数量的较快增长。

鉴于日本较低的人口出生率，老龄化的趋势短期内缓解的可能性较小。根据日本总务省的统计，在不考虑外来移民的情况下，日本人口出生率2015年仅有13.80%，这意味着日本当前人口老龄化的趋势很难获得实质性的扭转。

图表9：日本人口老龄化率2015年上升至26.8%

图表10：日本人口出生率2015年下降至13.80%



资料来源：日本总务省，华泰证券研究所

资料来源：日本总务省，华泰证券研究所

### 食品支出场景变迁的供给基础：日本发达的餐饮和便利店业态

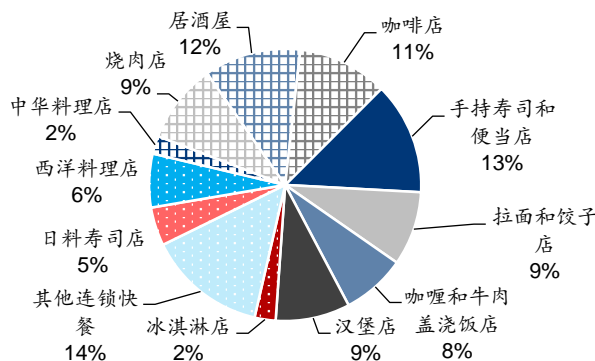
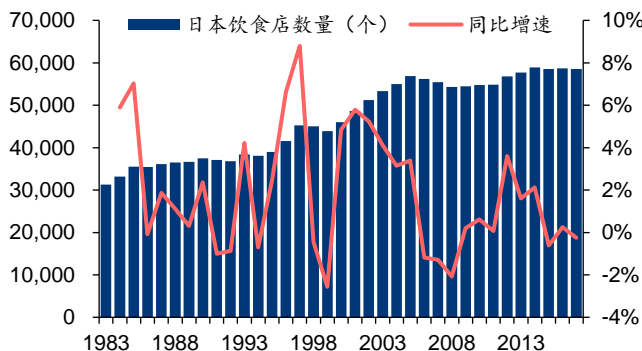
#### 餐饮业与经济景气度关联度低：门店数量持续增长

日本餐饮业服务的业态发展迅速，门店数量持续增长。根据日本特许经营协会的统计，日本的饮食店数量从1983年的3.13万家上升至2017年的5.86万家，即使日本经济增长停滞时期，饮食店的数量也基本保持了增长的态势，体现了餐饮行业与宏观经济相对较弱的关联性。我们认为饮食店数量的持续增长为日本消费者提供了更为多元的消费选择，是日本消费者的外食消费增长重要的供给基础。

从结构的角度看，日本餐饮业的多元化程度较高。所有主流的餐饮业态中以门店数量计排名第一的品类是手持寿司和便当店，2017年该类餐饮业态在餐饮业门店中占比为13%。居酒屋作为日本职场人士重要的社交场所之一，门店数量也较多，在餐饮业门店中占比为12%。除了日本本土特色的餐饮业态之外，包括西洋料理、中华料理在内的非本土餐饮业态也在行业中占据重要的地位。

图表11：2017年日本饮食店数量达到5.86万个

图表12：2017年日本饮食店分类情况



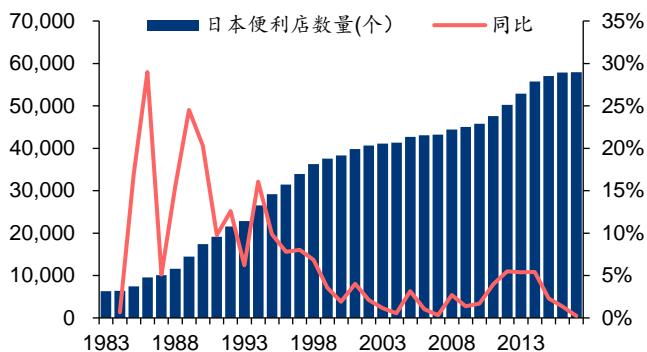
资料来源：日本特许经营协会，华泰证券研究所

资料来源：日本特许经营协会，华泰证券研究所

**便利店业态更符合消费趋势：门店数量持续增长，集中度较高**

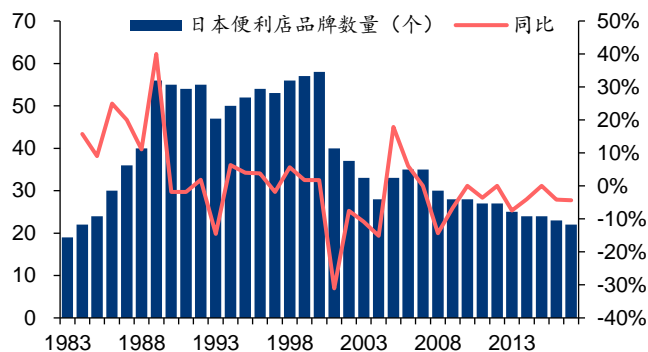
中食的重要销售渠道便利店在日本市场发展迅速，门店数量快速扩张。根据日本特许经营协会的统计，日本的便利店数量从1983年的6308家上升至2017年的5.80万家，复合增速为7%。虽然便利店的门店数量持续扩张，但是便利店的连锁品牌数量则出现下降趋势，体现出市场集中度的提升，到2017年便利店连锁品牌仅剩22家，基本与1983年时期的品牌数量相仿。根据日本经济新闻的统计，2017年前3大连锁便利店品牌7-11，Familymart和Lawson合计占据日本便利店市场89%的市场份额。

图表13：2017年日本便利店数量达到5.80万个



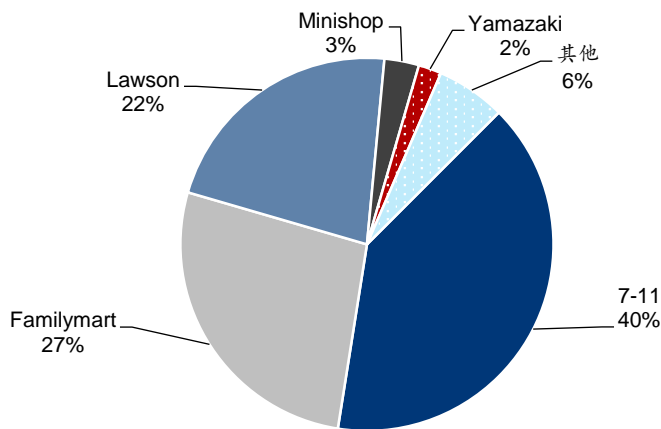
资料来源：日本特许经营协会，华泰证券研究所

图表14：2017年日本便利店品牌仅剩22个，集中度持续提升



资料来源：日本特许经营协会，华泰证券研究所

图表15：日本便利店行业主要企业份额情况 (2017年)



资料来源：日本经济新闻，华泰证券研究所

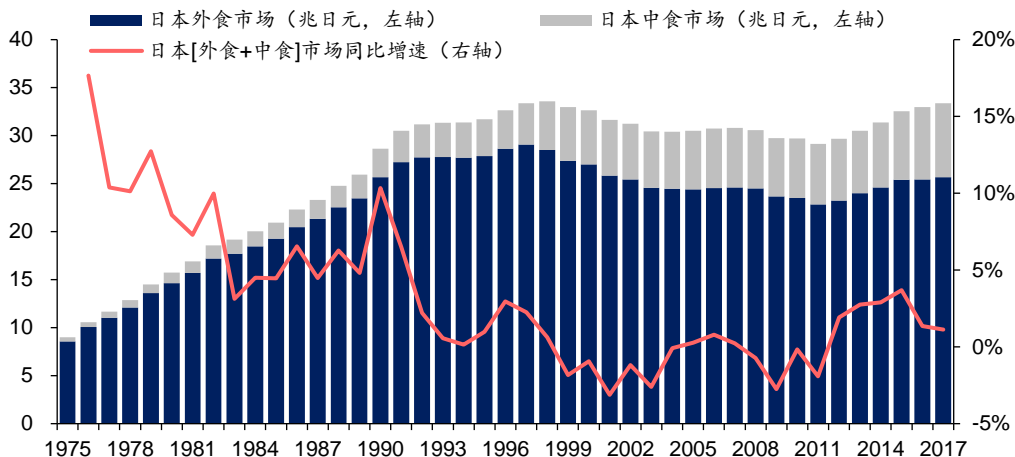
**外食和中食受益于餐饮业和连锁便利店行业的扩张，市场规模持续扩大**

在餐饮业和便利店业态持续发展的背景下，外食和中食的市场规模逐渐扩大。根据日本外食产业协会的统计，日本外食和中食的市场规模从1975年的8.8兆日元上升至2017年的33.4兆日元，42年期间行业规模复合增速为3.2%。其中高速增长期的1975年~1997年的22年期间，行业规模复合增速为6.2%。

外食的市场规模在1997年见顶回落，但是中食市场仍然稳健增长。根据日本外食产业协会的统计，日本外食市场的规模在1997年达到29.07兆日元，随后出现小幅度的下降。而中食市场的规模在1997年达到4.30兆日元，随后到2017年扩张至7.70兆日元，复合增速为3%，仍然保持了稳健的增长态势。



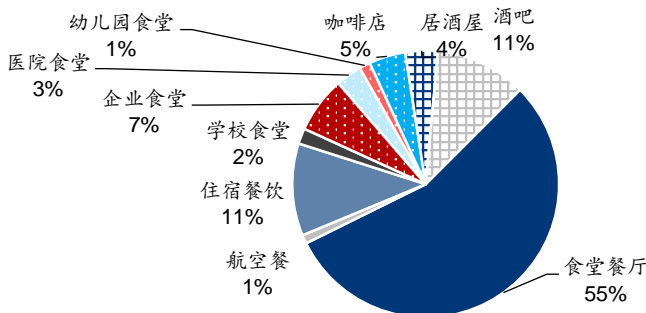
**图表16： 2017年日本外食和中食的市场规模达到33.4兆日元**



资料来源：日本外食产业协会，华泰证券研究所

除了传统的餐饮门店外，外食的消费场景还包括住宿餐饮和企业食堂等。根据日本外食产业协会的统计，2017年日本外食的消费渠道当中，传统的食堂餐厅占据销售额的55%，是最大的单一渠道。除此之外重要性较高的渠道还有住宿餐饮和酒吧，各自占据销售额的11%。企业食堂、居酒屋和咖啡厅则分别占据7%，4%和5%。一部分特别的渠道例如学校食堂、航空餐和幼儿园食堂则分别占据2%，1%和1%。

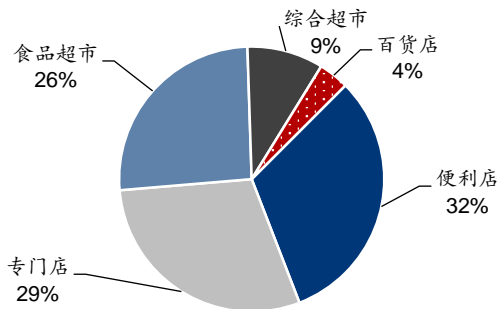
**图表17： 2017年日本外食的消费渠道结构（按销售额划分）**



资料来源：日本外食产业协会，华泰证券研究所

除了传统的便利店渠道外，中食的消费渠道还包括中食专门店和食品超市等。根据日本中食协会的统计，2017年日本中食的消费渠道当中，便利店占据销售额的32%，是最大的单一渠道。除此之外重要性比较高的渠道还有专门店和食品超市，分别占据销售额的29%和26%。综合超市占据销售额的9.3%，百货店占据销售额的3.7%。

**图表18： 2017年日本中食的消费渠道结构（按销售额划分）**



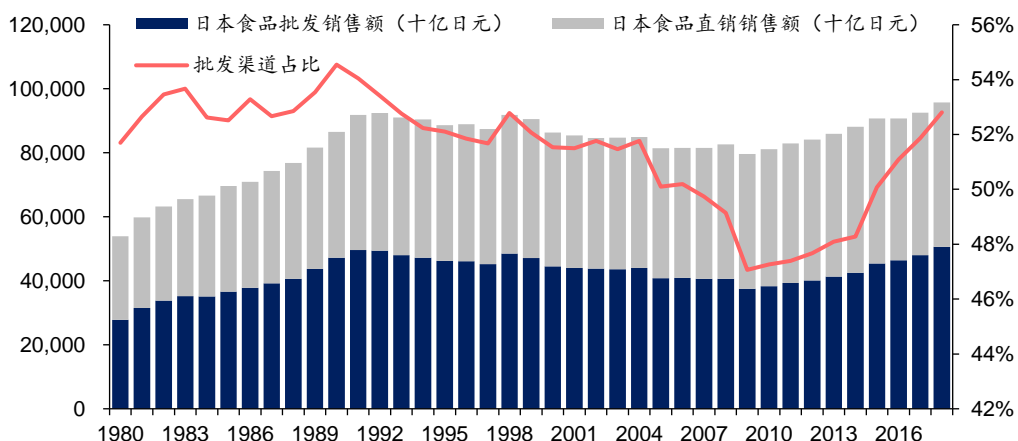
资料来源：日本中食协会，华泰证券研究所

## 食品支出场景变迁带来的食品工业发展机遇

### 机遇 1: 面向餐饮客户的食品流通市场的容量扩张和市场整合

日本食品流通市场当中批发渠道占据重要的地位。根据日本经济产业省的统计, 2018 年日本食品饮料批发市场的销售额为 50.56 兆日元, 直销市场的销售额为 45.18 兆日元, 其中批发市场的销售额在总销售额中占比为 53%。

图表19: 2018 年日本食品批发渠道的销售额在总销售额中占比为 53%



资料来源: 日本经济产业省, 华泰证券研究所

在食品批发流通市场当中, 按照面向终端客户的不同, 可以将食品流通商分为面向终端零售网点的食品流通商, 以及面向餐饮渠道客户的食品流通商两个大类。一般而言, 面向零售销售网点的食品流通商设立时间更早, 是市场中的重要参与者。而面向餐饮渠道的食品流通商是在外食和中食的市场扩容过程中应运而生的相对而言更年轻的企业。

- 1) 面向终端零售网点的食品流通商的客户主要是超市连锁和便利店连锁等零售网点, 这类企业以三菱食品, 国分集团和日本 ACCESS 为代表。此类食品流通企业的建立时间普遍比较早, 收入体量比较大。
- 2) 面向餐饮渠道客户的食品流通商的客户主要是各类连锁餐饮和中小型的饮食店, 这类企业以神户物产、TOHO 和东亚商事为代表。这类食品流通企业的建立时间普遍比较晚, 收入体量相对较小。

图表20: 面向终端零售网点的 TOP3 食品流通商



资料来源: 日本经济产业省, 华泰证券研究所

图表21: 面向餐饮渠道的 TOP3 食品流通商龙头

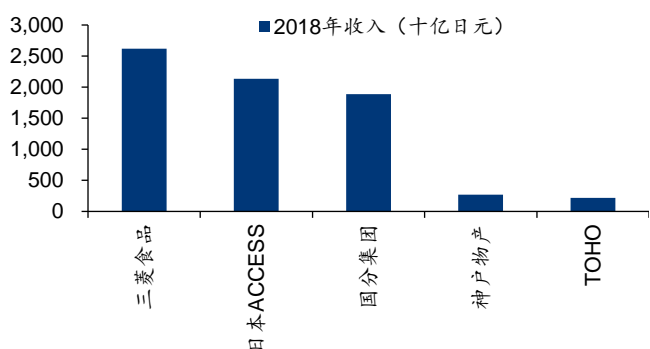


资料来源: 日本经济产业省, 华泰证券研究所

面向零售网点的食品流通商的收入规模更大，但面向餐饮渠道的食品流通商的盈利能力明显更强，这显示了面向餐饮渠道的食品流通行业的独特模式和特点。

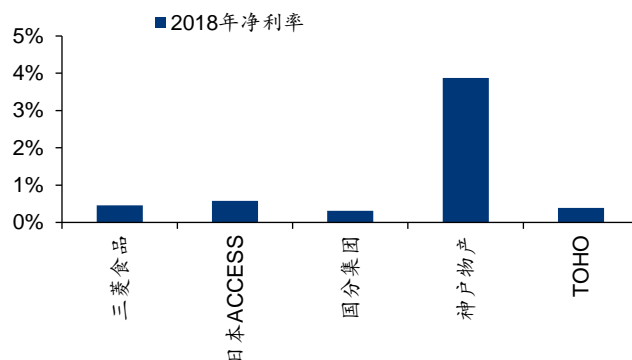
- 1) 从收入角度看，三菱食品是日本国内最大的面向零售网点的食品流通商，2018年的销售收入是2.62兆日元。而日本国内最大的面向餐饮渠道的食品流通商神户物产2018年的销售收入为2672亿日元，仅为三菱食品的10%。
- 2) 从盈利能力角度看，神户物产2018年的净利率为3.88%，而三菱食品2018年的净利率水平仅为0.46%，神户物产的净利率是三菱食品的8.4倍。

图表22：日本上市食品流通企业2018年收入对比



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

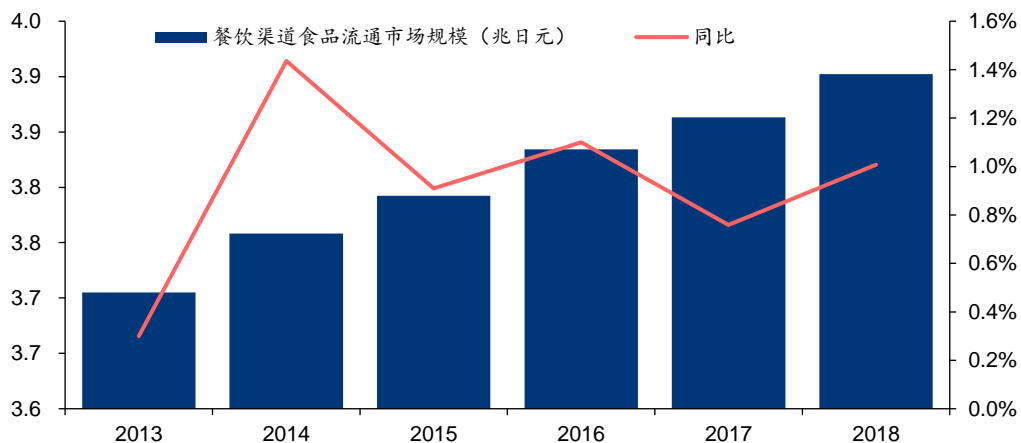
图表23：日本上市食品流通企业2018年净利率水平对比



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

面向餐饮渠道的食品流通市场规模稳健增长。根据日本矢野经济研究所的统计，2018年日本餐饮渠道食品流通市场规模为3.9兆日元，2013~2018年期间的复合增速为1%。受益于外卖和中食的市场扩容，餐饮业经营主体的食品需求增长具有持续性。

图表24：2018年日本食品批发渠道的销售额在总销售额中占比为53%

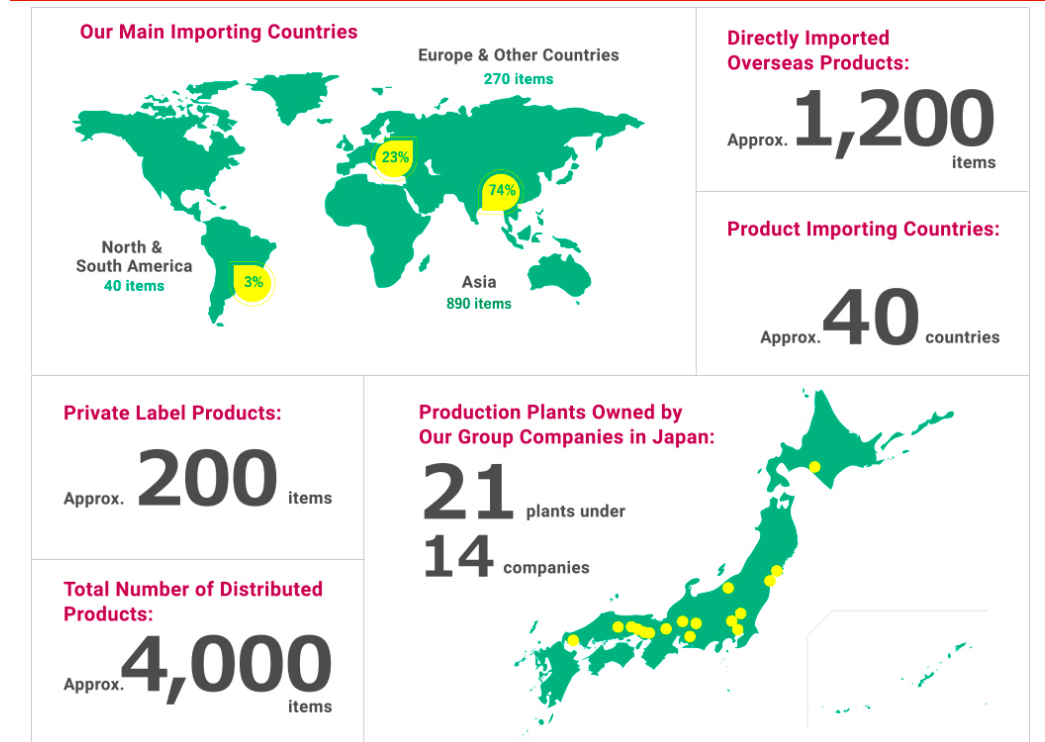


资料来源：日本矢野经济研究所，华泰证券研究所

面向餐饮渠道的食品流通龙头企业神户物产诞生于1985年，相较诞生于1925年的三菱食品，诞生于1947年的国分集团以及诞生于1952年的日本ACCESS明显更晚。出于差异化的经营思路，神户物产将其客户主要定位为餐饮业的经营主体。神户物产的竞争优势集中在产品多元化、低成本的销售系统以及高效的产销一体化模式。

- 1) 产品优势：神户物产在日本境内有21家食品加工厂，拥有大量的自营品牌产品，品类数目超过4000个。同时在海外拥有350个产品供应商，公司的进口产品SKU超过1200个，来自全球40个国家和地区。

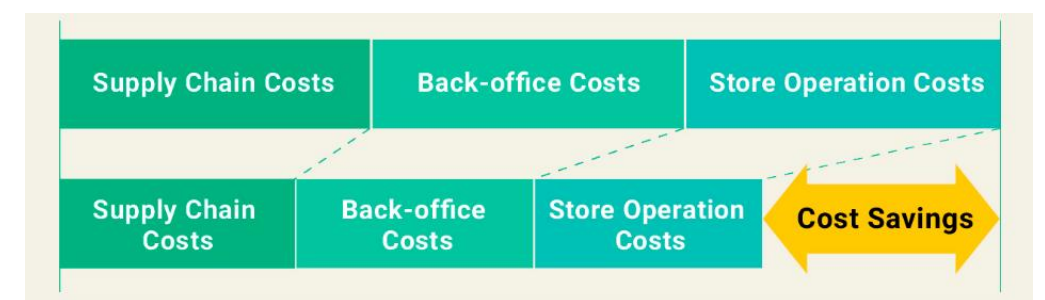
图表25： 神户物产的国内产能和国外供应商布局确保了其领先的产品优势



资料来源：神户物产官方网站，华泰证券研究所

- 2) 低成本的销售系统：从供应链的角度，神户物产整合了进口商和批发商的角色，减少了整个供应链当中的环节，提升了成本竞争力。从后台成本的角度，公司运用自己开发的任务管理系统，降低了销售管理费用率。从门店经营的角度，公司独特的商品陈列和存货系统也对成本下降产生了正面影响。

图表26： 神户物产的国内产能和国外供应商布局确保了其领先的产品优势



资料来源：神户物产官方网站，华泰证券研究所

- 3) 高效的产销一体化模式：神户物产从原材料供应到产品的加工生产以及最终的销售环节全部自己掌握，能够在成本可控的情况下为客户提供多元化的产品组合。

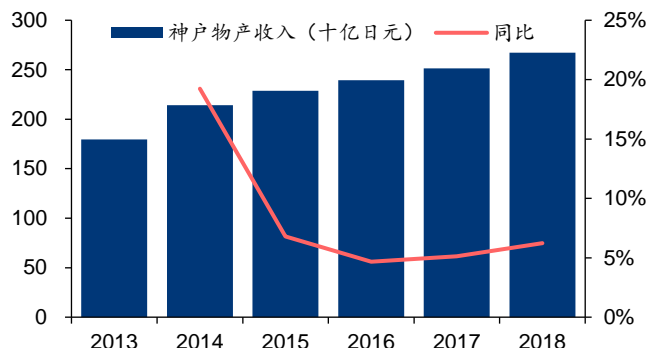
图表27： 神户物产的国内产能和国外供应商布局确保了其领先的产品优势



资料来源：神户物产官方网站，华泰证券研究所

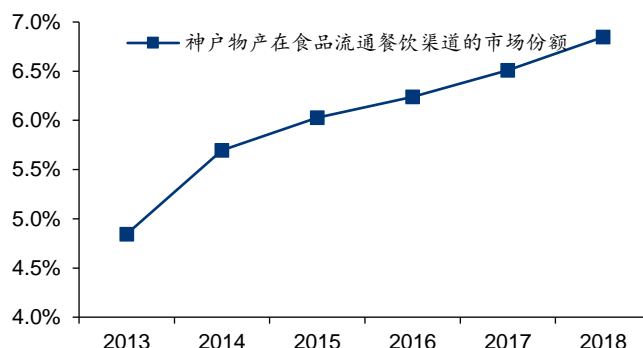
神户物产依靠自身的优势在餐饮渠道的市场份额持续提升。神户物产 2013~2018 年期间的收入复合增速为 8%，明显高于行业整体的增速。神户物产在食品流通餐饮渠道的市场份额从 2013 年的 4.8% 上升至 2018 年的 6.8%。

图表28: 神户物产 2013~2018 年收入及增长情况



资料来源: 神户物产, 华泰证券研究所

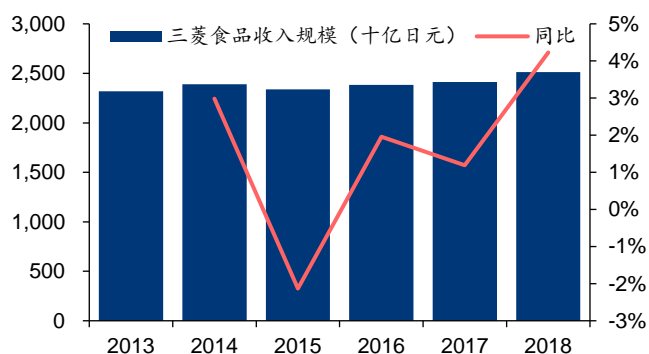
图表29: 神户物产在食品流通餐饮渠道的市场份额持续上升



资料来源: 神户物产, 华泰证券研究所

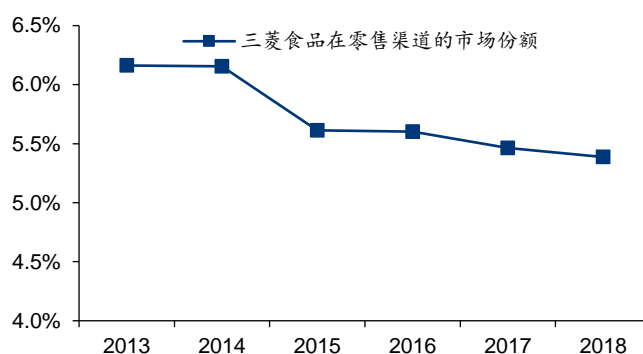
相较而言, 面向零售终端的三菱食品的增长和市场份额提升均不尽如人意。三菱食品 2013~2018 年期间的收入复合增速为 2%, 与行业整体的增速相比更低。三菱食品在食品流通零售渠道的市场份额从 2013 年的 6.2% 下降至 2018 年的 5.4%。

图表30: 三菱食品 2013~2018 年收入及增长情况



资料来源: 三菱食品, 华泰证券研究所

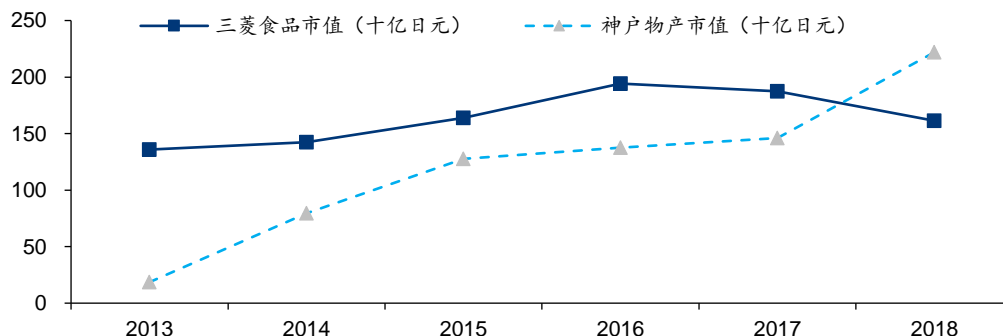
图表31: 三菱食品在食品流通零售渠道的市场份额持续上升



资料来源: 三菱食品, 华泰证券研究所

我们认为与零售渠道相比, 餐饮渠道是更好的赛道, 因为餐饮客户的粘性更大, 采购频率更高。神户物产的市值在 2018 年超过三菱食品, 成为日本市值最高的食品流通商。

图表32: 神户物产的市值在 2018 年超过三菱食品



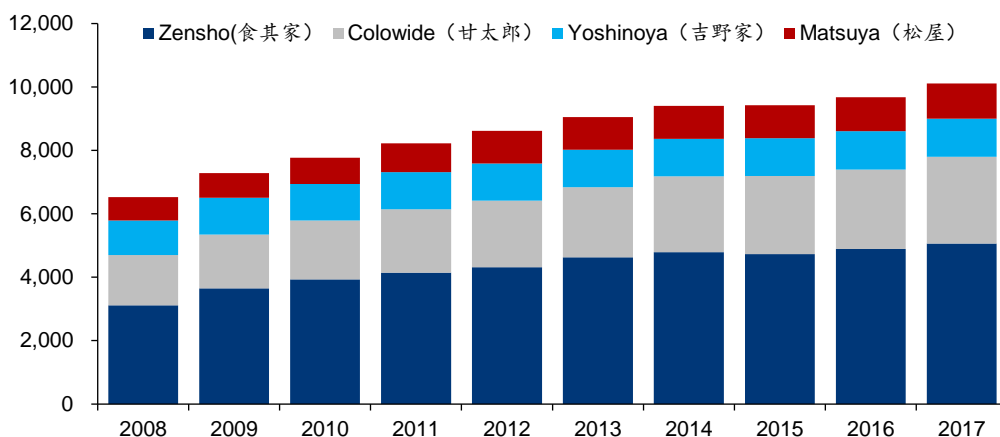
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所 市值数据采用当年 12 月 31 日收盘市值



**机遇 2：大型连锁餐饮企业的诞生**

日本餐饮行业连锁化的趋势较为明显，连锁餐厅数量的增速高于行业均值。包括 Zensho, Colowide, Yoshinoya 和 Matsuya 在内的主流连锁餐厅的数量从 2008 年的 6531 家上升至 2017 年的 10114 家，年均复合增速为 5%，显著高于同期饮食店行业整体数量 1% 的复合增速。

**图表33： 2008~2017 年日本主流连锁餐饮企业门店数量变化**



资料来源：Zensho, Colowide, Yoshinoya, Matsuya, 华泰证券研究所

日本连锁餐饮企业采用的多个品牌组合运营的方式具有培育新的增长点和规避单一业务风险的功能。以日本最大的连锁餐饮公司 Zensho 为例，旗下有主营牛肉饭的食其家、主营寿司的滨寿司，主营汉堡牛排的 COCO'S Restaurant 等品牌。这种多品牌的布局一方面可以提升公司在餐饮市场多个领域中的渗透率，另一方面可以减小单一品牌表现下滑给公司带来的负面影响。

**图表34： 日本最大的连锁餐饮公司 Zensho 旗下的众多品牌**

**ZÉNSHO**

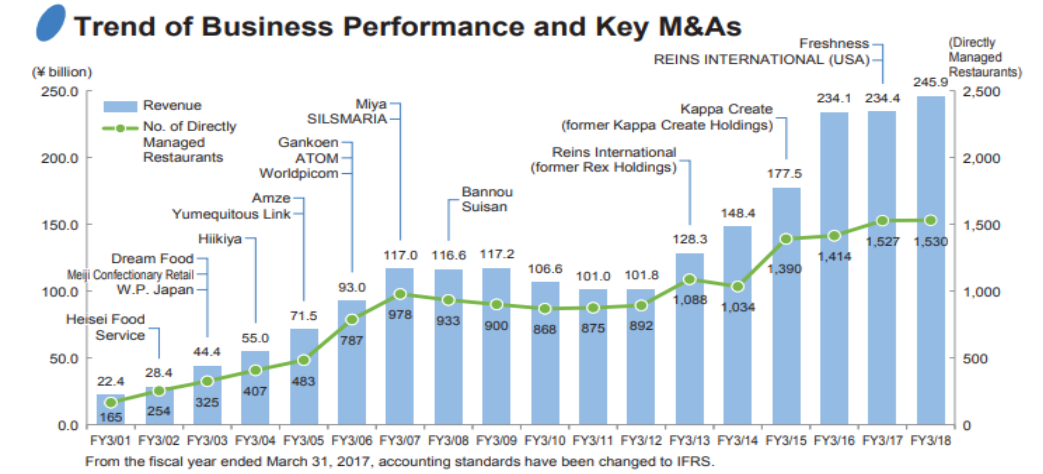
ゼンショグループ



资料来源：Zensho, 华泰证券研究所

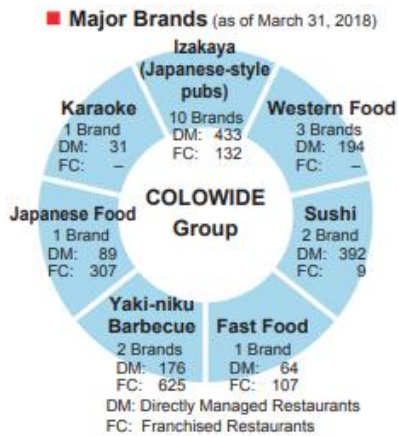
日本连锁餐饮企业的多品牌架构的形成一般与发展过程中的并购活动有关。日本大型连锁餐饮公司 Colowide 发展历史上有密集的兼并收购活动，而且兼并收购的品牌是公司收入和业绩增长的重要动力之一。伴随着兼并收购活动的进行，公司的门店数量有了较为明显的增长，抵抗风险的能力有了相当程度的提升。

图表35: 日本大型连锁餐饮公司 Colowide 发展历史中的重要收购情况



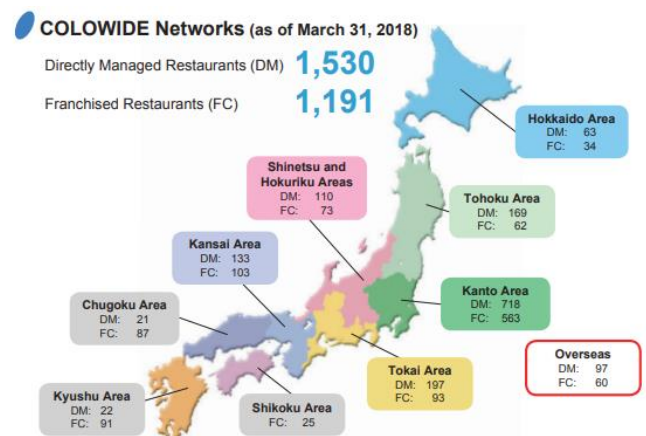
资料来源: Colowide, 华泰证券研究所

图表36: Colowide 的品牌覆盖居酒屋, 寿司和快餐等多个领域



资料来源: Colowide, 华泰证券研究所

图表37: Colowide 门店的地域分布覆盖全日本

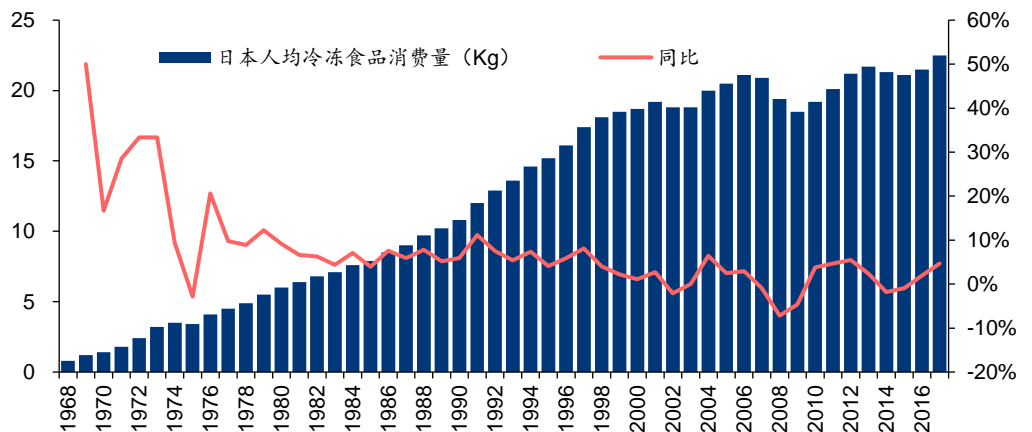


资料来源: Colowide, 华泰证券研究所

机遇3: 冷冻食品行业的崛起

连锁餐饮的扩张对效率提出了更高的要求, 速冻食品的市场需求开始走高。根据日本冷冻食品协会的统计, 日本人均冷冻食品消费量从1968年的0.8kg上升至2017年的22.5kg。

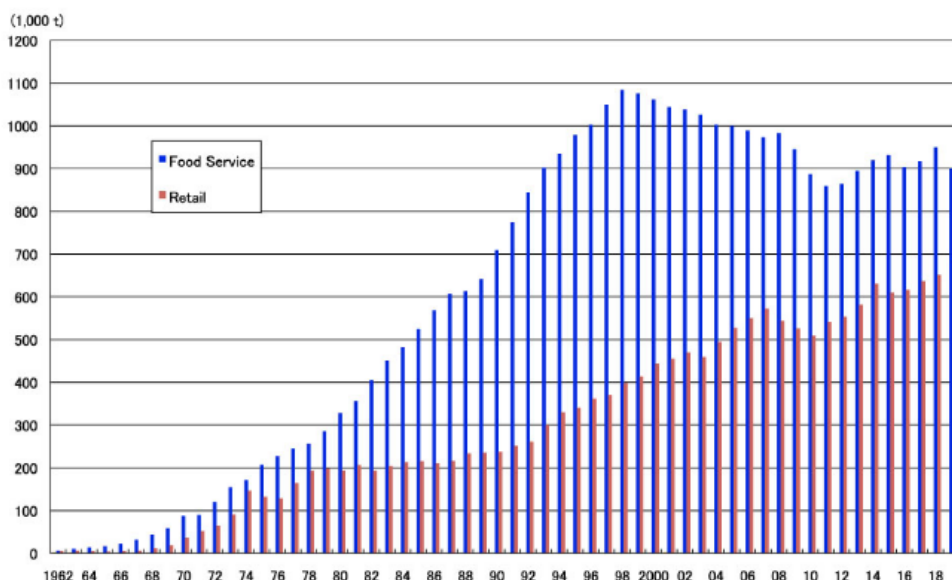
图表38: 日本人均冷冻食品消费量变化



资料来源: 日本冷冻食品协会, 华泰证券研究所

从冷冻食品销售的渠道结构上来看，餐饮业对于冷冻食品的需求持续快速的增长并在1998年达到顶峰。根据日本冷冻食品协会的统计，自1977年起餐饮渠道冷冻食品的需求增速开始与零售渠道冷冻食品的需求增速出现分歧，餐饮渠道冷冻食品需求的增速明显快于零售渠道的需求，直到1998年达到顶峰。随后由于中食的放量和外卖的下滑，餐饮用的冷冻食品需求开始出现下降，而零售的冷冻食品的需求则实现持续上升。

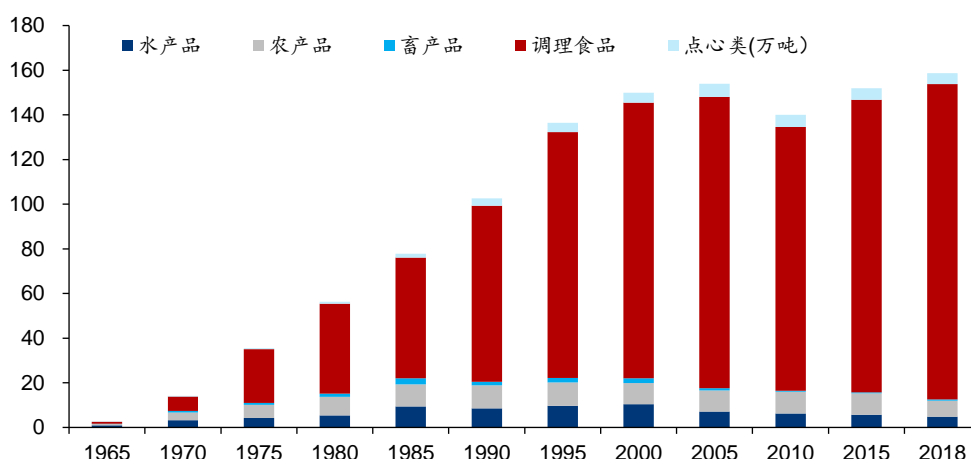
**图表39：日本餐饮（Food Service）和零售（Retail）冷冻食品市场规模变化情况**



资料来源：日本冷冻食品协会，华泰证券研究所

从冷冻食品的产品结构上来看，调理食品的占比有明显的提升。根据日本冷冻食品协会的统计，调理食品在冷冻食品中的占比从1965年的34%持续上升至2018年的89%，是冷冻食品中最主要的细分品类，占比远超水产品、农产品、畜产品和点心。

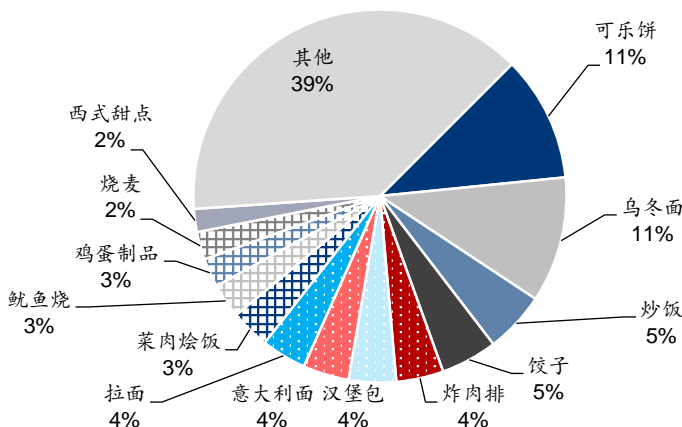
**图表40：调理食品在冷冻食品中的占比从1965年的34%上升至2018年的89%**



资料来源：日本冷冻食品协会，华泰证券研究所

可乐饼、乌冬面、炒饭和饺子是冷冻调理食品中最主要的4个SKU。根据日本冷冻食品协会的统计，以生产量计算可乐饼、乌冬面、炒饭和饺子是日本冷冻调理食品当中排名前4的SKU，其中可乐饼2018年的生产量是17.37万吨，占比为10.9%；乌冬面的生产量是17.31万吨，占比为10.9%；炒饭的生产量是8.3万吨，占比为5.3%；饺子的生产量为7.7万吨，占比为4.9%。

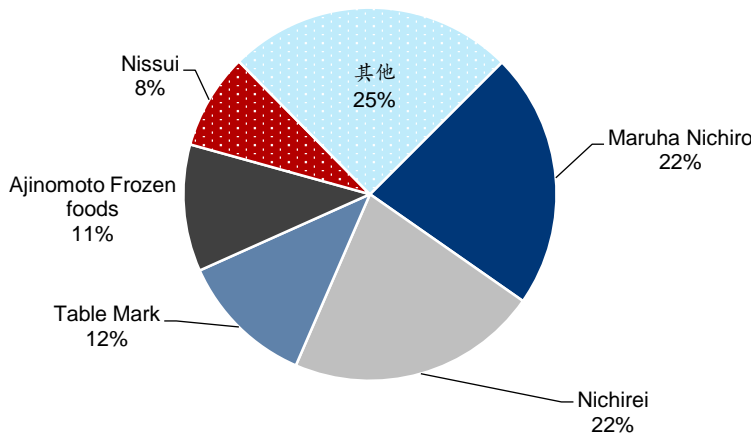
图表41: 可乐饼、乌冬面、炒饭和饺子是2018年日本冷冻调理食品中最大的4个SKU(以生产量计)



资料来源: 日本冷冻食品协会, 华泰证券研究所

冷冻食品行业的准入壁垒相对较高, 市场集中度相对较高。由于冷冻食品行业不仅要求企业在食品加工方面具有领先的技术, 同时还需要在下游有广泛的分销网络以及强大的冷链物流体系和冷库资源储备, 因此行业的准入壁垒相对较高, 市场集中度已经达到了比较高的水平, 2018年的CR5达到75%。

图表42: 日本冷冻食品行业主要企业市场份额情况(2018年)



资料来源: 日经产业新闻, 华泰证券研究所

日本最大的冷冻食品企业 Nichirei 2018年冷冻食品销售中餐饮渠道的销售收入占比为62%。根据公司公告, 日冷 Nichirei 的2018年冷冻调理品的销售收入为1587亿日元, 其中餐饮渠道销售收入为984亿日元。

图表43: 日本最大冷冻食品企业日冷 Nichirei 的主要产品



资料来源: 日冷 Nichirei, 华泰证券研究所

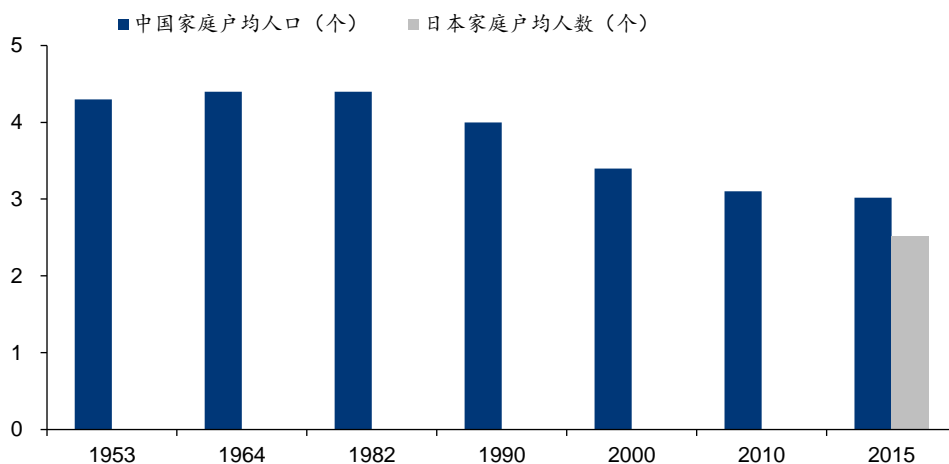
## 启示：看好面向餐饮的速冻食品企业和调味品企业

我们认为中国消费者的食品消费支出向外卖转移的趋势仍然在持续，中国的家庭规模的缩小以及老龄化程度的提升将是这一发展趋势的重要驱动力。如果外卖在中国消费者的食品支出中的占比能够持续提升，面向餐饮的速冻食品企业和调味品企业或将显著受益。

### 中国家庭小型化和人口老龄化的趋势明显

中国家庭规模处于下行的趋势当中，但是家庭小型化程度与日本相比仍有一定距离。根据国家卫生健康委员会发布的《中国家庭发展报告 2015》和日本总务省的统计，2015年中国家庭户平均规模为 3.02 人，与 1953 年的 4.33 人相比有较为明显的下降。2015 年的中国家庭的规模与日本 20 世纪 80 年代末期相仿，与日本 2015 年 2.52 人的家庭规模相比仍然有一定的距离，我们认为中国的家庭规模未来有继续下降的空间。

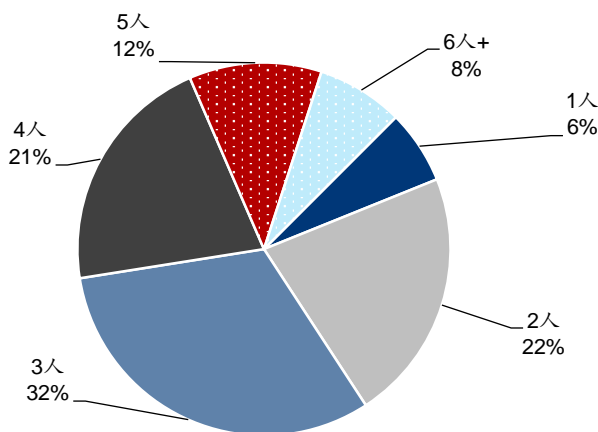
图表44： 2015年中国家庭户平均规模为 3.02 人，与日本 80 年代后期相仿



资料来源：国家卫生健康委员会，日本总务省，华泰证券研究所

从家庭人数的结构上看，3 人仍然占据中国家庭的主流，这与日本的 1 人家庭和 2 人家庭为主流有所差别。根据国家卫生健康委员会发布的《中国家庭发展报告 2015》，中国家庭当中 3 人家庭占比最高达到 32%，其次是 2 人和 4 人，分别为 22% 和 21%。我们认为伴随老龄化和平均结婚年龄的推迟，1 人家庭和 2 人家庭的占比未来将有提升空间。

图表45： 2015年中国家庭当中 3 人家庭是主流，占比为 32%

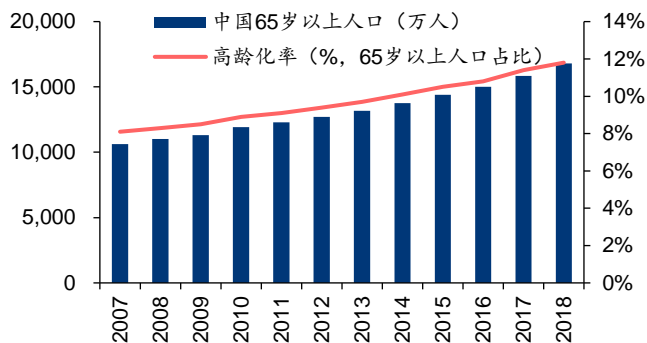


资料来源：国家卫生健康委员会，华泰证券研究所



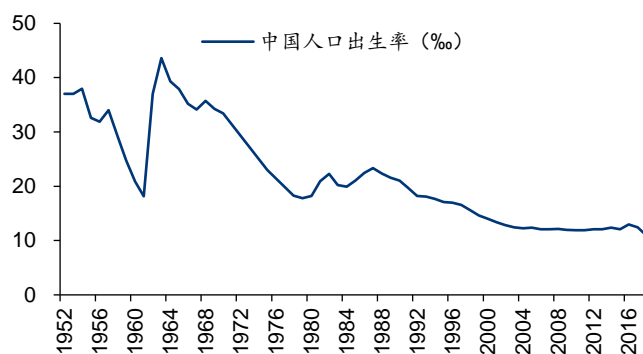
中国人口老龄化的趋势较为显著，2018年的高龄化率与日本20世纪80年代后期相仿。根据国家统计局的数据，2018年中国65岁以上的人口在总人口中的占比达到11.8%，这一比例与日本20世纪80年代后期相仿。根据国家统计局的数据，2018年中国人口出生率为10.94%。

图表46: 中国2018年高龄化率为11.8%，与日本80年代后期相仿



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表47: 2018年中国人口出生率为10.94%



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

### 看好面向餐饮行业需求的速冻食品和调味品公司的机会

在消费者食品消费场景变迁的背景下，日本的食物流通行业、连锁餐厅行业和冷冻食品行业获得了较大的发展机遇，并诞生了一系列新的细分行业龙头企业。我们看好中国在经历家庭规模小型化和人口老龄化过程中调味品行业和速冻食品企业的发展。推荐酱油龙头海天味业、区域酱油龙头中炬高新、食醋龙头恒顺醋业和复合调味料行业龙头天味食品、速冻面米龙头三全食品和速冻火锅料龙头安井食品。

图表48: 重点推荐A股上市公司列表

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS				PE			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603288.SH	海天味业	2834	104.96	1.62	1.96	2.32	2.70	65	54	45	39
600872.SH	中炬高新	341	42.80	0.76	0.94	1.13	1.32	56	46	38	32
600305.SH	恒顺醋业	141	18.02	0.39	0.44	0.51	0.57	46	41	35	32
603317.SH	天味食品	180	43.55	0.65	0.80	0.99	1.20	67	54	44	36
002216.SZ	三全食品	81	10.11	0.13	0.25	0.36	0.47	78	40	28	22
603345.SH	安井食品	118	51.90	1.19	1.43	1.84	2.30	44	36	28	23

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 收盘价取2019年6月27日, 盈利预测为华泰证券研究所预测值

### 风险提示

市场竞争超过预期。如果有大量食品企业关注到外卖和中食市场的潜力，并且加入行业竞争当中导致激烈程度超过预期，则会对现有的调味品和速冻食品公司产生负面影响。

食品安全问题。如果上市公司出现食品安全问题，则会较大影响品牌形象和消费者认可度，会对公司的收入和利润产生负面影响。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com