

食品饮料行业深度研究报告

推荐（维持）

他山之石—养乐多：一个小红瓶，走遍全天下

- ❖ **事件：**此前我们外发两篇中日国际对比报告《在迷雾中穿行—90年代日本食品饮料的变与不变》及《再看日本：物换星移几度秋，几家欢喜几家愁》，引起市场广泛关注。近期我们前往东京调研了日本酒精饮料、乳制品、饮料、方便食品、调味品等多个行业及龙头企业，对日本食品饮料行业有了更深入理解，因此推出了“他山之石”系列调研报告。此前外发的四篇报告分别讲述了日本啤酒、乳品、调味品、方便食品行业和公司概况，以下为第五篇系列报告《他山之石—养乐多：一个小红瓶，走遍全天下》。
- ❖ **行业趋势：**活性菌产品发展是从酸奶过渡到活性菌饮料及补充剂的过程，发展方向是专业化及细分化。早期消费者对活性菌类产品认知不足，该品类主要通过主动销售或依附常用食品销售来进行市场教育。而后，随着对活性菌了解逐步加深，消费者选择更加专业化、细分化：**1）专业化体现在功效上：**譬如从消费酸奶转为消费益生菌酸奶、益生菌饮料、益生菌补充剂，功效（浓度）逐渐增强；**2）细分化主要体现在功能上：**譬如从仅调节肠道发展为治疗感冒、调节体重、预防癌症、治疗牙周炎、改善划花粉症、美容等多种功能。
- ❖ **公司调研反馈：****1、养乐多：日销超4000万瓶的乳酸菌饮料龙头。**2019财年养乐多实现销售收入约246.50亿元，净利润21.16亿元，公司在日本国内销售养乐多954.3万瓶/天，海外市场销售量近3200万瓶/天；**2、产品端：小红瓶为代表性产品。**公司产品所含菌种主要为代田菌和双歧杆菌，养乐多主要销售含代田菌的产品，最具代表性的产品为红瓶养乐；**3、渠道端：养乐多女士撑起半边天。**2018年养乐多女士渠道在日本销售占比为48.6%，在印尼销售占比为51.9%，在中国仅占10.0%。其背后原因是：**1）文化差异。**中国消费者对上门推销较为抗拒；**2）中国电商、外卖发展较快，对养乐多女士有一定替代作用；****4、价格端：海外涨价频率相对较高。**30年间养乐多在日本仅对各类产品涨过一次价，其余时间价格较为平稳，其原因是：**1）在日本存在中间商，养乐多议价能力相对较弱；****2）日本长期通缩，产品涨价困难。**海外市场方面，因为多数发展中国家经济增长快，物价亦较快增长，养乐多涨价相对频繁；**5、海外业务：渗透率仍有较大提升空间。**根据19Q1已覆盖人群的销量人口比指标显示，韩国、香港、墨西哥、新加坡销量人口比指标较高，分别为每日销售5.60瓶/千人、5.55瓶/千人、4.19瓶/千人、4.03瓶/千人，其余地区销量人口比指标较低，渗透率仍有较大提升空间。此外，公司尚未进入的其他国家和地区市场拥有34.8亿人口，未来新市场潜力巨大。中国市场方面，养乐多在内地城市仍有较大扩张空间，目前公司加码布局长三角，未来将朝内陆扩张，其主要阻碍是：**1）消费者教育不完善；****2）供应链问题；****3）竞品鱼龙混杂。**综合养乐多在日本及欧洲发展经验，我们认为公司需在稳固其长三角基本盘同时，在一线城市树立好品牌势能，同时适时朝内陆扩张，并宣传其品类代表性及功能性增强定位。
- ❖ **养乐多缘何成功？****1、品类开创者，定位较清晰，生命周期长。**我们认为，品类代表性强或定位清晰的产品生命周期较长，譬如椰树牌椰汁、露露杏仁露、王老吉凉茶、红牛功能饮料生命周期较长。养乐多为益生菌饮料开创者，具备先发优势，在长时间的营销推广下，消费者视其为该品类代表。此外，养乐多产品定位调节肠道健康，具备功能性且定位较为清晰；**2、包装有特色，单品打天下，规模效应强。**不同于一般饮料250ml-500ml规格，养乐多产品规格多为80ml以下的小红瓶，包装简单且辨识度较强，一方面减少了消费者挑选及决策时间，另一方面对货架摆放要求相对较低。此外，公司主要依靠一款单品开拓海外市场，一方面在宣传推广上更有效率，另一方面产品单一导致规模效应较强；**3、养乐多女士渠道利于新市场开拓及客户维系。**其优势在于：**1）**在新品导入市场初期进行消费者教育。就如同安利在中国进行保健品直销并教育市场；**2）**在市场成熟期及下滑期维系客户关系。养乐多女士在互动中建立长期良好关系，并以其周到服务、专业知识加强顾客忠诚度；**4、海外市场策略得当。**公司海外业务营业利润率为日本本土业务营业利润率的3-4倍，公司2011年后加速国际化，其海外业务占比从2011年的23.4%提升至2018年的42.5%，推动其净利率从4.3%提升至8.6%。
- ❖ **风险提示：**日本行业发展对中国行业发展借鉴性不足。

华创证券研究所

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com

执业编号：S0360518090003

联系人：程航

电话：021-20572565

邮箱：chenghang@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	94	2.59
总市值(亿元)	35,980.78	6.03
流通市值(亿元)	33,260.27	7.56

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		8.98	51.72	33.98
相对表现		4.34	29.46	24.48



相关研究报告

《食品饮料6月线上数据分析专题：休闲食品松鼠高增，保健品增速有所回升》

2019-07-14

《食品饮料行业深度研究报告：他山之石—日清食品：怎么看方便面这门生意？》

2019-07-14

《食品饮料行业周报（20190708-20190714）：茅台开启中报季，白酒价格周期仍在》

2019-07-14

目录

一、活性菌类产品发展从酸奶过渡到饮料及补充剂	5
二、公司调研反馈	8
(一) 养乐多：日销超 4000 万瓶的乳酸菌饮料龙头	8
(二) 产品端：小红瓶为代表性产品	9
(三) 渠道端：养乐多女士撑起半边天	10
(四) 价格端：海外涨价频率相对较高	11
(五) 海外业务：渗透率仍有较大提升空间	11
三、养乐多如何依靠单品成功扩张？	16
(一) 品类开创者，定位较清晰，生命周期长	16
(二) 包装有特色，单品打天下，规模效应强	16
(三) 养乐多女士渠道利于新市场开拓及客户维系	17
(四) 海外市场策略得当	17
四、中日主要饮料企业财务数据对比	18
五、风险提示	21

图表目录

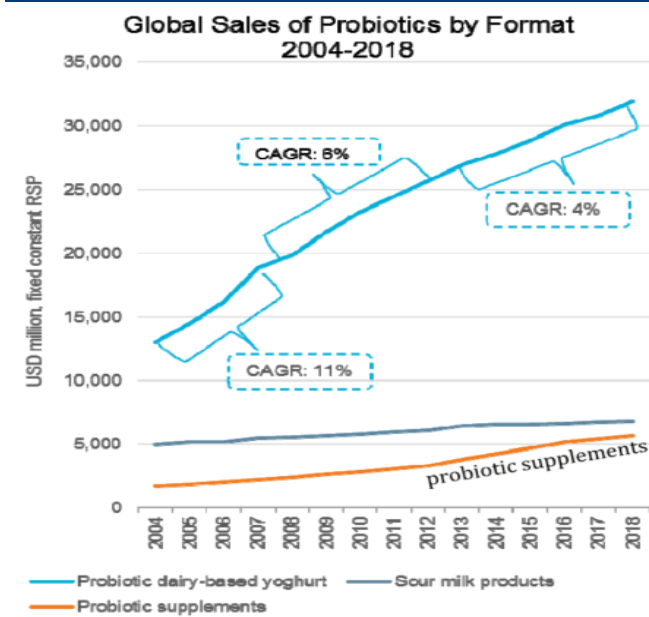
图表 1	全球益生菌酸奶市场增速有所下滑，益生菌补充剂市场快速增长	5
图表 2	美国益生菌酸奶及补充剂市场较快增长	5
图表 3	北美益生菌酸奶市场处于增长停滞期，益生菌补充剂处在高速发展期	5
图表 4	亚洲市场处于益生菌酸奶高速发展期	5
图表 5	部分益生菌产品功能细分化	6
图表 6	日本饮料行业结构（百万箱）	6
图表 7	主要国家益生菌补充剂市场零售额及预计增速（百万美元）	7
图表 8	中国酸奶及乳酸菌饮料行业零售额（百万元）	7
图表 9	中国益生菌补充剂市场零售额（百万元）	7
图表 10	中国益生菌认知度调查	8
图表 11	养乐多收入及增速	8
图表 12	养乐多净利润及增速	8
图表 13	养乐多日本 10 家工厂布局情况	9
图表 14	养乐多主要产品	9
图表 15	养乐多国内及海外销售模式	10
图表 16	日本养乐多女士风雨无阻送货	10
图表 17	2018 年养乐多销售渠道结构	10
图表 18	养乐多部分涨价动作梳理（建议零售价日元/瓶）	11
图表 19	公司海外子公司及渠道情况	11
图表 20	养乐多主要海外市场销量（瓶/天）	12
图表 21	养乐多全球市场规划	12
图表 22	养乐多部分国家 19Q1 市场销售情况及渗透率	13
图表 23	印尼市场销售情况	13
图表 24	养乐多中国区业务发展历程	14
图表 25	中国市场分渠道销售情况（千瓶/天）	14
图表 26	中国市场乳酸菌饮料市占率	14
图表 27	养乐多中国销售城市	15
图表 28	养乐多中国工厂	15
图表 29	中国部分乳酸菌饮料品牌	16
图表 30	产品生命周期与其定位及代表性相关	16
图表 31	海外养乐多超市货架情况	17
图表 32	日本、印尼及墨西哥养乐多女士	17

图表 33	养乐多海外业务收入占比 (%)	18
图表 34	养乐多日本及海外业务营业利润率 (%)	18
图表 35	养乐多海外市场销售量 (百万瓶/天)	18
图表 36	养乐多每 100ml 售价高于露露及六个核桃.....	19
图表 37	中日主要饮料企业毛利率 (%)	19
图表 38	中日主要饮料企业销售费用率 (%)	19
图表 39	中日主要饮料企业管理费用率 (%)	20
图表 40	中日主要饮料企业净利率 (%)	20
图表 41	养乐多市值变化 (十亿日元)	20
图表 42	养乐多历史估值水平.....	20
图表 43	中日主要饮料企业 ROE (%)	21
图表 44	养乐多相对收益率变化 (%)	21

一、活性菌类产品发展从酸奶过渡到饮料及补充剂

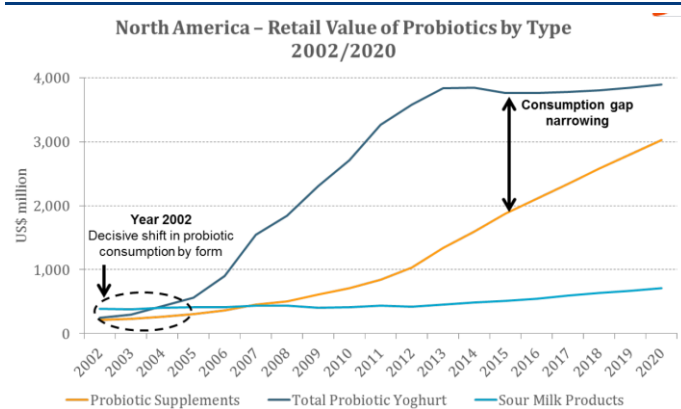
活性菌产品发展是从酸奶过渡到活性菌饮料及补充剂的过程，发展方向是专业化及细分化。早期消费者对活性菌类产品认知不足，该品类主要通过主动销售或依附常用食品销售来进行市场教育，譬如养乐多依靠养乐多女士上门销售普及乳酸菌功效，明治以酸奶为载体进行功能性菌种的普及。而后，随着对活性菌了解逐步加深，消费者选择更加专业化、细分化：**1）专业化体现在功效上：**譬如从消费酸奶转为消费益生菌酸奶、益生菌饮料、益生菌补充剂，功效（浓度）逐渐增强；**2）细分化主要体现在功能上：**譬如从仅调节肠道发展为治疗感冒、调节体重、预防癌症、治疗牙周炎、改善划花粉症、美容等多种功能。

图表 1 全球益生菌酸奶市场增速有所下滑，益生菌补充剂市场快速增长



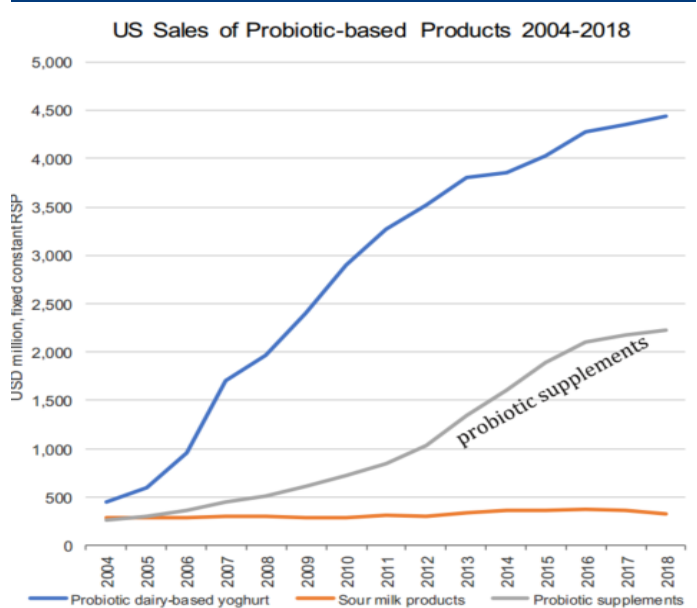
资料来源: Euromonitor, 华创证券 图例从左至右分别是益生菌酸奶、酸奶及益生菌补充剂

图表 3 北美益生菌酸奶市场处于增长停滞期，益生菌补充剂处在高速发展期



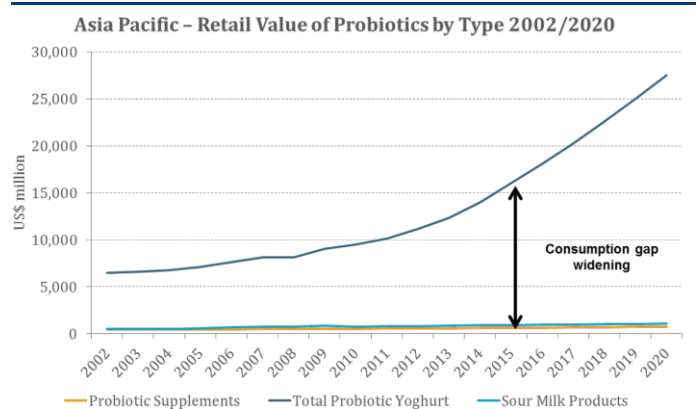
资料来源: Euromonitor, 华创证券 图例从左至右为益生菌补充剂、益生菌酸奶、酸奶

图表 2 美国益生菌酸奶及补充剂市场较快增长



资料来源: Euromonitor, 华创证券 图例从左至右分别是益生菌酸奶、酸奶及益生菌补充剂

图表 4 亚洲市场处于益生菌酸奶高速发展期



资料来源: Euromonitor, 华创证券 图例从左至右为益生菌补充剂、益生菌酸奶、酸奶

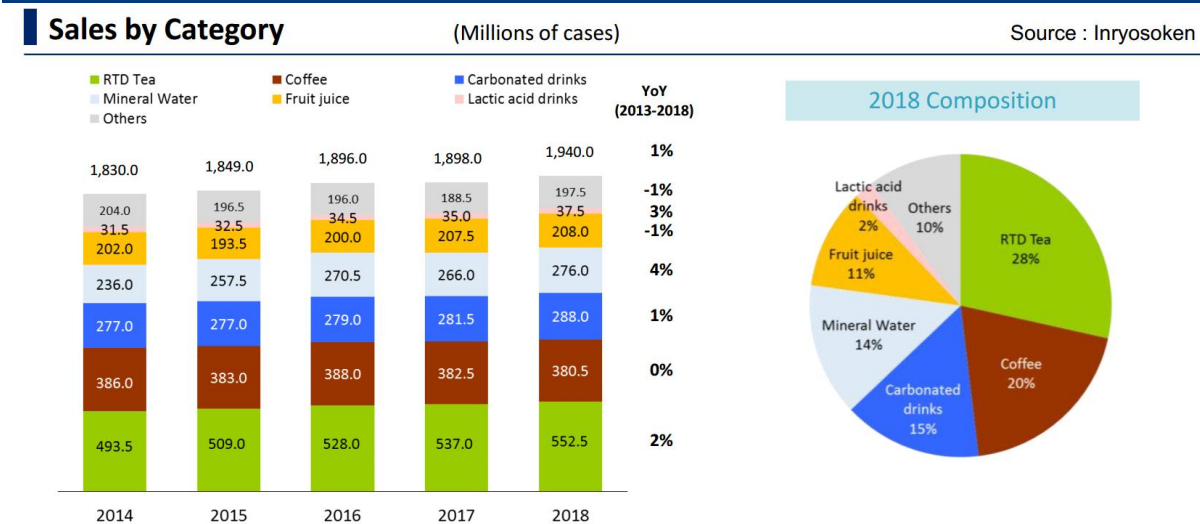
图表 5 部分益生菌产品功能细分化

			
明治ProBio LG21	明治R-1	明治proBio PA-3	明治保加利亚LB81
抑制幽门螺杆菌的作用 (减少癌症患病率)	预防流感病毒的作用	减轻嘌呤的过剩摄取, 降低尿酸值	肠道调节作用, 便秘改善, 皮肤机能改善
			
可果美Kagome labre	Biogaia酸奶	伊藤园朝之Yoo	雪印MEGMILK
改善便秘、寒症、肩酸、腰痛, 美容、改善贫血	抑制牙周炎致病菌繁殖的作用	改善花粉症的作用	调节肠道、活化免疫系统、减少内脏脂肪、皮下脂肪、减轻压力

资料来源: 华创证券整理

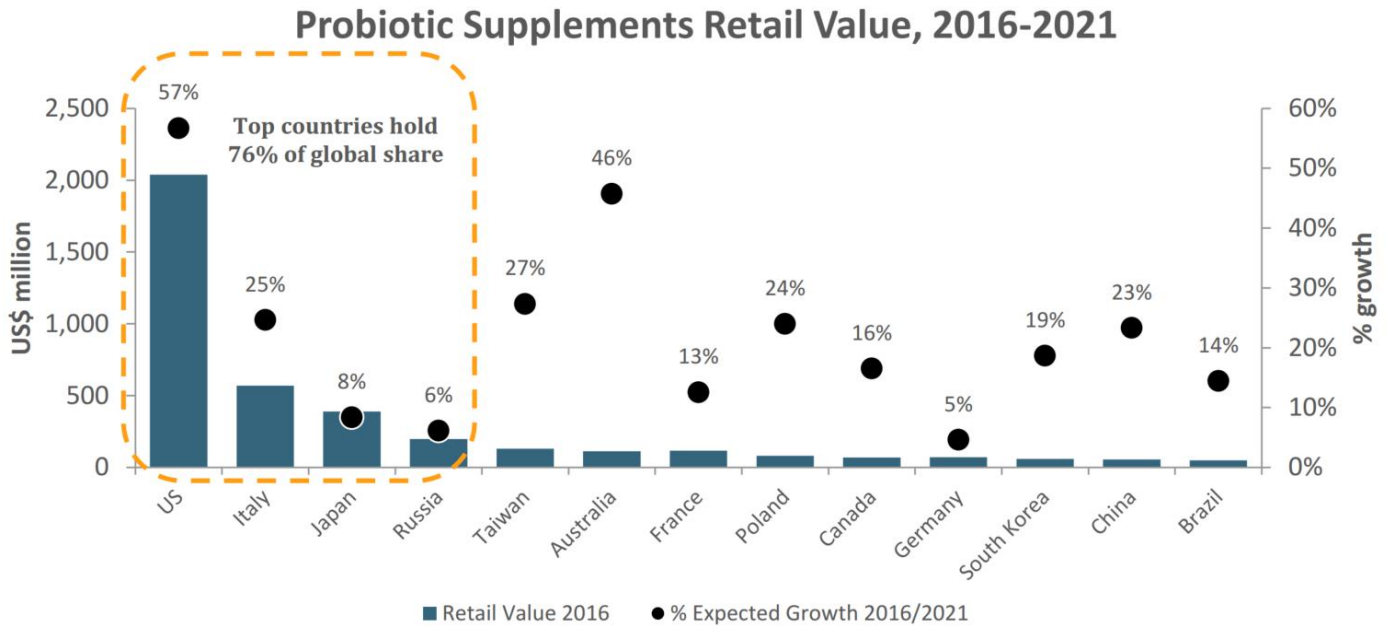
日本乳酸菌饮料市场增长缓慢, 预计益生菌补充剂市场稳步增长。根据调研反馈, 2018年销量为19.40亿箱, 2014-2018年CAGR为1%; 分品类看, 2014-2018年间矿泉水、乳酸菌饮料、RTD茶饮的CAGR分别为4%、3%、2%, 其余饮料品类增长几乎停滞或下滑。根据欧睿数据显示, 2016年~2021年日本益生菌补充剂市场CAGR预计仍有8%。

图表 6 日本饮料行业结构 (百万箱)



资料来源: 公司资料, 华创证券, 从左至于依次为即饮茶、咖啡、碳酸饮料、矿泉水、果汁、乳酸菌饮料、其他。

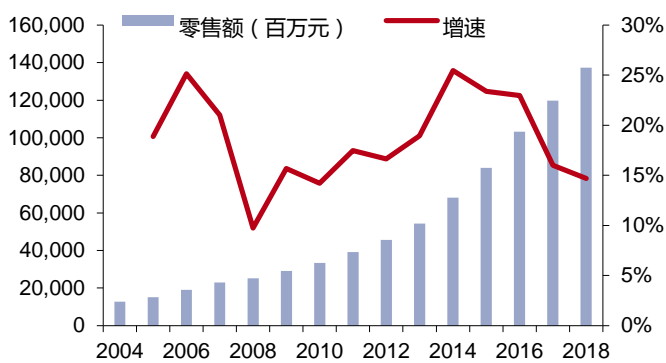
图表 7 主要国家益生菌补充剂市场零售额及预计增速（百万美元）



资料来源: Euromonitor, 华创证券

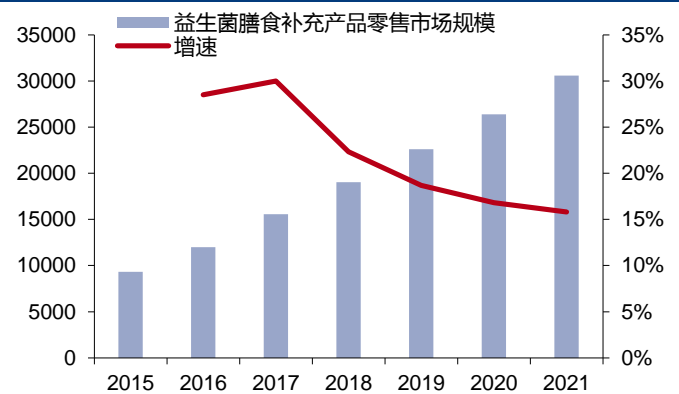
中国益生菌类产品正朝专业化方向转变。欧睿数据显示，中国酸奶及乳酸菌饮料行业零售额增速自 2014 年的 25.4% 下滑至 2018 年的 14.7%，增速缓慢下滑。同时，欧睿数据预计 2016 年-2021 年中国活性菌补充剂市场将快速发展，其零售额 CAGR 约为 23%。

图表 8 中国酸奶及乳酸菌饮料行业零售额（百万元）



资料来源: Euromonitor, 华创证券

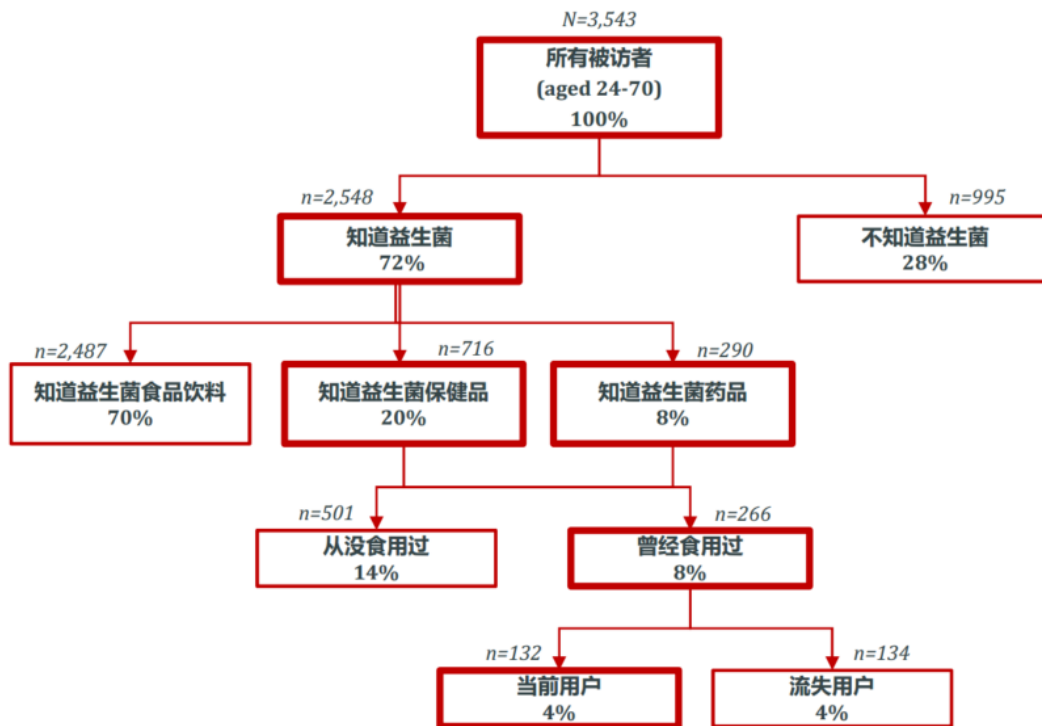
图表 9 中国益生菌补充剂市场零售额（百万元）



资料来源: 杜邦营养与健康, 华创证券

中国消费者对益生菌食品饮料认知度较高，对益生菌保健品及药品认知度不足。根据杜邦营养与健康 2017 益生菌保健品消费者定量随机调研结果显示，在 3543 名 24-70 岁的被访者中，知道益生菌的被访者占 72%，在 2548 名知道益生菌的被访者中，知道益生菌食品饮料的占 70%，知道益生菌保健品的占 20%，知道益生菌药品的占 8%。未来随着消费者对益生菌保健品及药品认知度不断加强，该领域也将较快增长。

图表 10 中国益生菌认知度调查



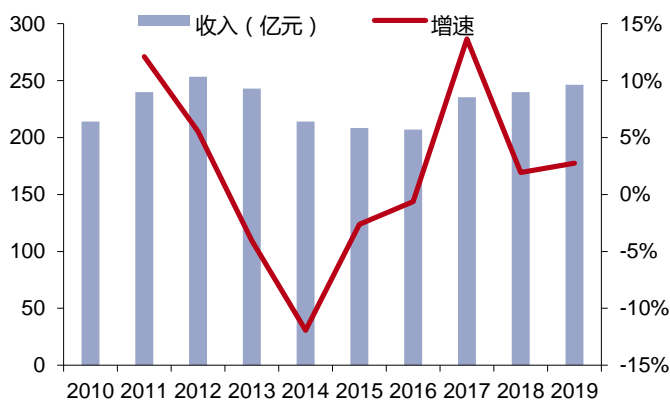
资料来源：杜邦营养与健康，华创证券

二、公司调研反馈

(一) 养乐多：日销超 4000 万瓶的乳酸菌饮料龙头

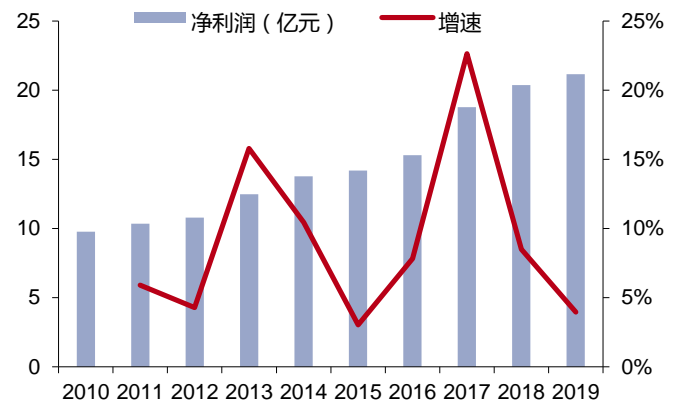
养乐多是日本乳酸菌饮料行业龙头。公司年报数据显示，2019 财年养乐多实现销售收入 246.50 亿元，净利润 21.16 亿元。目前，公司业务分为国内食品及饮料、海外食品及饮料、药品、其他（化妆品等）四个板块，占比分别为 49%、41%、5%、5%。公司调研反馈，2018 年日本国内有 10 家工厂，销售养乐多 954.3 万瓶/天，海外市场销往 38 个国家和地区，销售量近 3200 万瓶/天。

图表 11 养乐多收入及增速



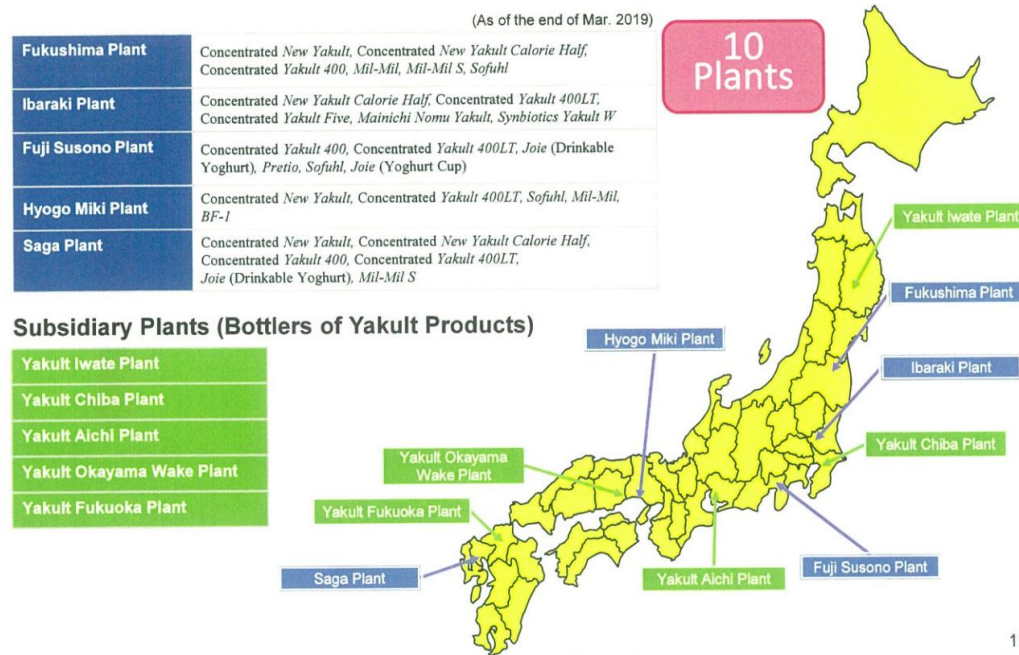
资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 12 养乐多净利润及增速



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 13 养乐多日本 10 家工厂布局情况



13

资料来源：公司资料，华创证券 截至 19 年 3 月

(二) 产品端：小红瓶为代表性产品

养乐多产品主打乳酸菌功能保健概念，小红瓶为其代表性产品。公司产品所含菌种主要为代田菌和双歧杆菌，其中代田菌有改善肠道、增强免疫力、改善过敏体质功能；双歧杆菌有抗肿瘤、增强免疫、改善胃肠道、抗衰老等功能。养乐多主要销售含代田菌的产品，最具代表性的产品为红瓶养乐多 400、新版养乐多和养乐多 5，售价为 40-120 日元/瓶；酸奶产品有粘稠型 Sofuhl 和饮用型 Joie，售价为 100 日元/瓶；含有双歧杆菌产品为 Mil-Mil 和 BF-1，价格在 100-115 日元/瓶。

图表 14 养乐多主要产品

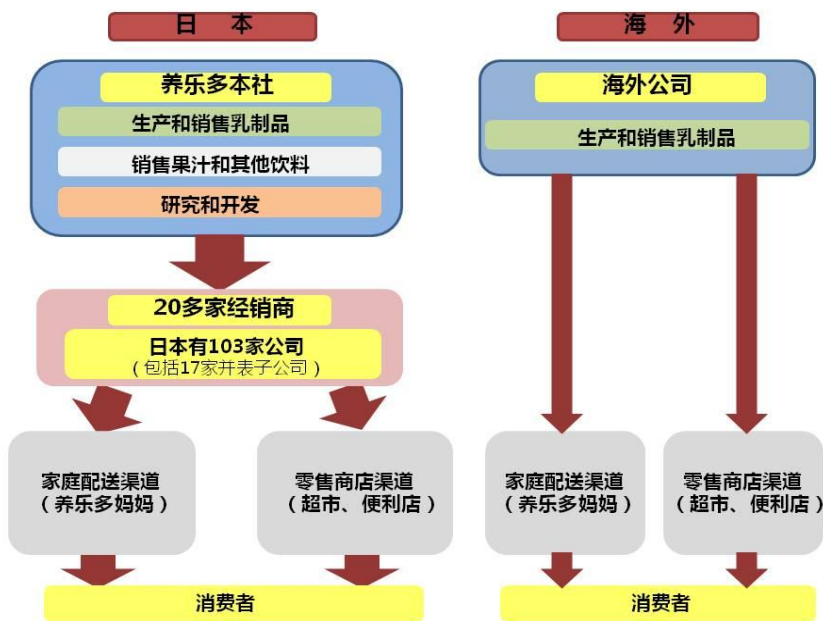
养乐多400/400低卡 80日元/瓶 (80ml)	新养乐多/养乐多低卡 40日元/瓶 (65ml)	养乐多合生元W 120日元/瓶 (100ml)	养乐多5 90日元/瓶 (80ml)
1. 仅家庭配送渠道供货 2. 每瓶含有400亿益生菌 3. 养乐多400低卡低30%卡路里	每瓶包含200亿益生菌	1. 仅零售渠道有售 2. 每瓶含有300亿益生菌和GOS合生元	1. 仅零售渠道有售 2. 每瓶包含300亿益生菌和5种营养素
Sofuhl粘稠型酸奶 100日元/瓶 (100ml)	Joie饮用型酸奶 100日元/瓶 (125ml)	Mil-Mil 100日元/瓶 (100ml)	BF-1 115日元/瓶 (100ml)
每瓶包含10亿益生菌	1. 含钙和维生素D 2. 每瓶12.5亿益生菌	内含120亿益生菌改善大肠环境	内含双歧杆菌改善肠胃环境

资料来源：华创证券整理

（三）渠道端：养乐多女士撑起半边天

海外市场没有中间商赚差价，养乐多女士为其特有渠道。在日本国内，养乐多通过 20 多家经销商及 103 家销售公司售卖产品，而后通过零售端销售或养乐多女士送货上门；在国外，公司直接通过零售端销售或养乐多女士送货上门，没有中间商赚差价。养乐多女士身兼物流人员和社区业务代表两种角色，其职责为：1) 按客户约定时间送货上门；2) 负责介绍产品功能，进行消费者教育；3) 定期上门拜访，负责在一定社区内维护客户关系。公司调研反馈，养乐多女士按收入提成，在印尼养乐多女士收入水平与当地女性白领收入水平相当。

图表 15 养乐多国内及海外销售模式



资料来源：公司资料，华创证券

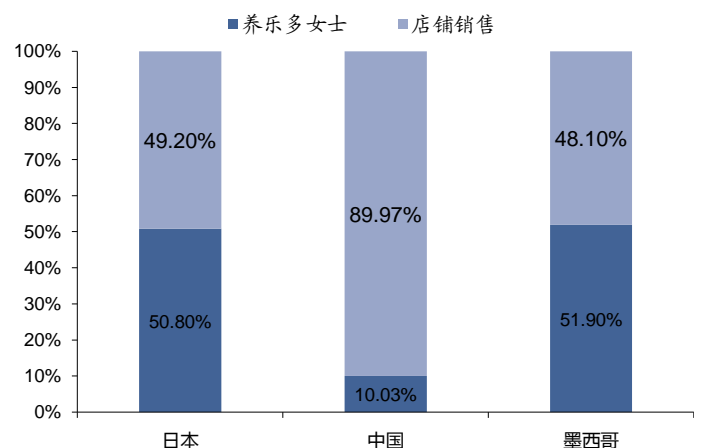
在日本及印尼市场，养乐多女士渠道贡献近半销量。公司调研反馈，2018 年养乐多女士渠道在日本销售占比为 48.6%，在印尼销售占比为 51.9%，在中国仅占 10.0%。其背后原因是：1) 文化差异。中国消费者对上门推销较为抗拒；2) 中国电商、外卖发展较快，对养乐多女士有一定替代作用。

图表 16 日本养乐多女士风雨无阻送货



资料来源：edamame

图表 17 2018 年养乐多销售渠道结构



资料来源：公司资料，华创证券

(四) 价格端：海外涨价频率相对较高

养乐多在日本长期未涨价，而在海外涨价相对较高。公司调研反馈，30年间养乐多在日本仅对各类产品涨过一次价，其余时间价格较为平稳，其原因是：1) 在日本存在中间商，养乐多议价能力相对较弱；2) 日本长期通缩，产品涨价困难。海外市场方面，因为多数发展中国家经济增长快，物价亦较快增长，养乐多涨价相对频繁，譬如其 2012 及 2018 年在中国市场分别涨价 11% 及 22%。

图表 18 养乐多部分涨价动作梳理（建议零售价日元/瓶）

日本			中国		
产品	涨价时间	涨价幅度 (yen/瓶)	产品	涨价时间	涨价幅度(元/排)
Yakult 400 products	May.2016	70→80	Yakult	2012	8.8→9.8
Mil-Mil products	Mar.2016	90→100	Yakult	2018	9.8→12
Sofuhl products	Jun.2015	90→100			
Joie	Jun.2015	90→100			
New Yakult products	Nov.2013	35→40			

资料来源：华创证券整理

(五) 海外业务：渗透率仍有较大提升空间

海外市场布局较广，部分发展中国家市场表现较好。公司海外布局较广，截至 19 年 3 月，公司在全球拥有超过 25 个海外子公司，4.6 万名养乐多女士，面向 76 万个商铺送货。养乐多在发展中国家如中国、印尼、墨西哥&伯利兹、巴西&乌拉圭等市场表现较好，2018 年中国销量为 753 万瓶/天，印尼销量为 583 万瓶/天，墨西哥&伯利兹销量为 382 万瓶/天，巴西&乌拉圭销量为 166 万瓶/天。养乐多在欧美发达国家市场表现较弱，主要系竞争者达能较早开发市场，具备先发优势。

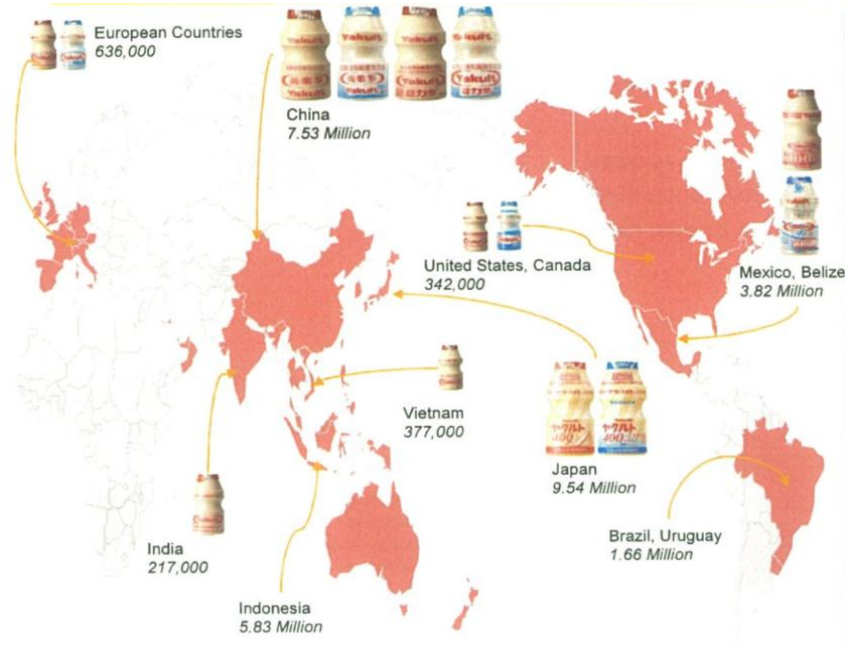
图表 19 公司海外子公司及渠道情况

(As of the end of Mar. 2019)

Country	Foundation	Ownership (%)	Country	Foundation	Ownership (%)
Asia / Oceania			Europe		
Hong Kong	Jun. 1969	80.00	Netherlands	Apr. 1994	100.00
Singapore	Jul. 1979	100.00	Belgium	Apr. 1995	100.00
Indonesia	Jan. 1991	100.00	UK	Apr. 1996	100.00
Australia	Feb. 1994	100.00	Germany	Apr. 1996	100.00
Malaysia	Feb. 2004	100.00	Austria	Dec. 2005	100.00
Vietnam	Sep. 2007	80.00	Italy	Feb. 2007	100.00
India	Jan. 2008	50.00			
Middle East	Mar. 2017	100.00	Taiwan	Mar. 1964	25.00
China			Thailand	Jun. 1971	25.29
Guangzhou	Jun. 2002	95.00	Korea	Aug. 1971	38.30
Shanghai	May 2005	100.00	Philippines	Oct. 1978	40.00
Beijing	Jun. 2006	100.00			
China	Apr. 2007	100.00			
Americas					
Brazil	Oct. 1968	51.42			
Mexico	Oct. 1981	61.21			
USA	Oct. 1999	100.00			
				Dec. 2010	Dec. 2018
			Number of Yakult Ladies	39,111	46,479
			Number of stores delivered to	307,017	755,277

资料来源：公司资料，华创证券

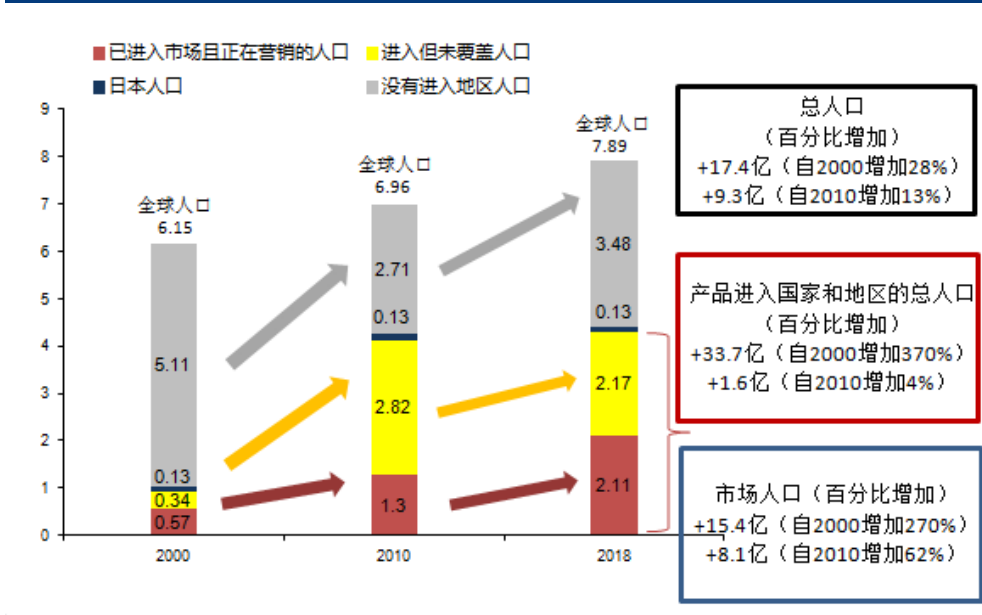
图表 20 养乐多主要海外市场销量 (瓶/天)



资料来源：公司资料，华创证券

全球多数人群尚未覆盖，渗透率仍有较大提升空间。公司调研数据显示，2018 年全球有 78.9 亿人口，公司目前进入的 38 个国家和地区市场中，潜在客户人群有 42.8 亿人，其中 21.7 亿人是尚未覆盖人群，21.1 亿人是已覆盖人群。根据 19Q1 已覆盖人群的销量人口比指标显示，韩国、香港、墨西哥、新加坡销量人口比指标较高，分别为每日销售 5.60 瓶/千人、5.55 瓶/千人、4.19 瓶/千人、4.03 瓶/千人，其余地区销量人口比指标较低，渗透率仍有较大提升空间。此外，公司尚未进入的其他国家和地区市场拥有 34.8 亿人口，未来新市场潜力巨大。

图表 21 养乐多全球市场规划



资料来源：公司资料，华创证券

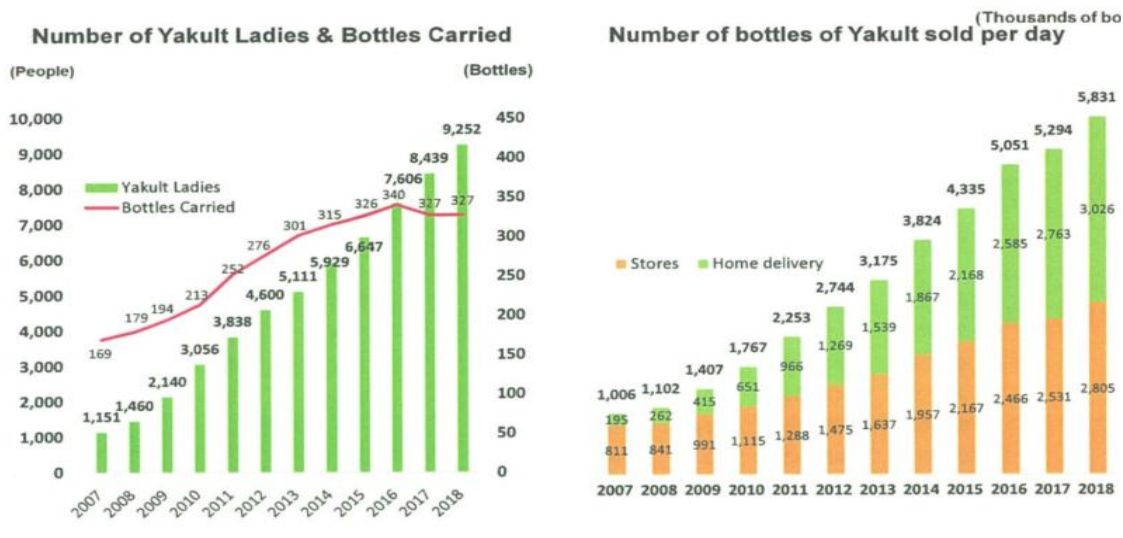
图表 22 养乐多部分国家 19Q1 市场销售情况及渗透率

Country	Marketing Population (Th. people)	Sales Result Jan. – Mar. 2019 (bottles per day)	Y o Y (%)	Sales / Marketing pop. (%)	Country	Marketing Population (Th. people)	Sales Result Jan. – Mar. 2019 (bottles per day)	Y o Y (%)	Sales / Marketing pop. (%)
Hong Kong	8,180	453,997	99.5	5.55	Brazil	101,290	1,661,733	90.9	1.64
Singapore	5,610	226,036	100.5	4.03	Mexico	94,955	3,975,347	105.8	4.19
Indonesia	200,000	5,611,263	106.5	2.81	USA	218,130	371,444	112.8	0.17
Australia	24,500	250,105	108.9	1.02	Americas Total	414,375	6,008,524	101.5	1.45
Malaysia	24,000	339,611	107.0	1.42	Netherlands	17,285	172,334	89.8	1.00
Vietnam	64,200	434,517	145.5	0.68	Belgium	46,897	84,457	99.8	0.18
India	130,000	214,781	108.3	0.17	UK	70,897	205,549	99.0	0.29
Middle East	20,005	17,840	112.1	0.09	Germany	82,430	88,013	88.7	0.11
Guangzhou	84,490	2,236,013	100.7	2.65	Austria	8,747	10,653	64.7	0.12
Shanghai	24,000	424,886	90.7	1.77	Italy	61,000	98,917	96.2	0.16
Beijing	30,530	377,644	98.8	1.24	Europe Total	287,256	659,923	93.9	0.23
China	593,130	2,935,435	103.3	0.49	(Consolidated Total)	1,910,276	20,190,575	103.3	1.06
China Total	732,150	5,973,978	101.0	0.82	Taiwan	23,151	611,264	111.0	2.64
Asia/Oceania Consolidated Total	1,208,645	13,522,128	104.6	1.12	Thailand	66,190	2,225,689	98.6	3.36
					Korea	51,650	2,890,070	90.7	5.60
					Philippines	91,400	3,243,644	106.0	3.55
					(Equity method Total)	232,391	8,970,667	99.1	3.86
					Total	2,142,667	29,161,242	102.0	1.36

资料来源：公司资料，华创证券 表头左至右分别为覆盖人口数（千人）、19Q1 销售数量（瓶/天）、同比增速、销量/覆盖人口数占比

印尼市场方面，养乐多女士数量增长推动公司销量快速增长。根据公司调研反馈，2007~2018 年间，公司在印尼的养乐多女士数量从 1151 人增长至 9252 人，CAGR 为 20.9%，带动养乐多女士渠道销量从 195 千瓶/天增长到 3026 千瓶/天，CAGR 为 28.3%，进而带动公司整个印尼市场销量从 1006 千瓶/天增长至 5831 千瓶/天，CAGR 为 17.3%。

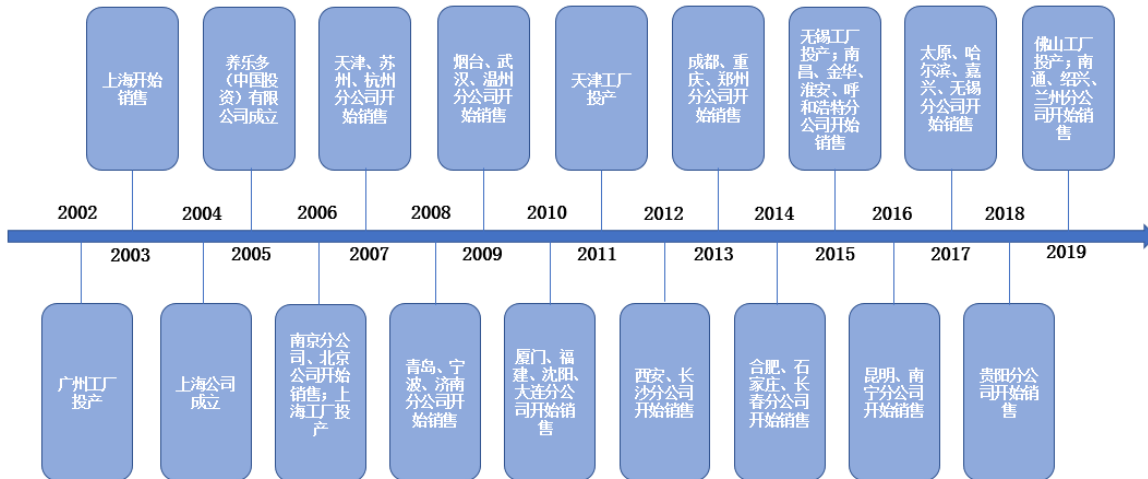
图表 23 印尼市场销售情况



资料来源：公司资料，华创证券

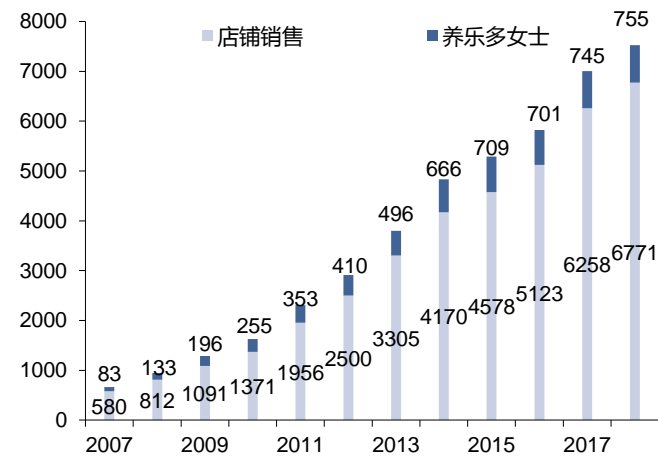
中国市场方面，商超渠道推动销量快速增长，18Q4-19Q1市占率超60%。公司于2002年进入中国市场，在广州销售其养乐多产品。渠道方面，主要通过商超渠道销售养乐多，其销量占比约为90%，养乐多女士渠道销量占比约为10%。根据公司资料显示，2018年养乐多中国区销量为752.6万瓶/天，2002~2018年CAGR为35.4%，18年10月~19年3月公司在中国乳酸菌饮料市场份额超60%。

图表 24 养乐多中国区业务发展历程



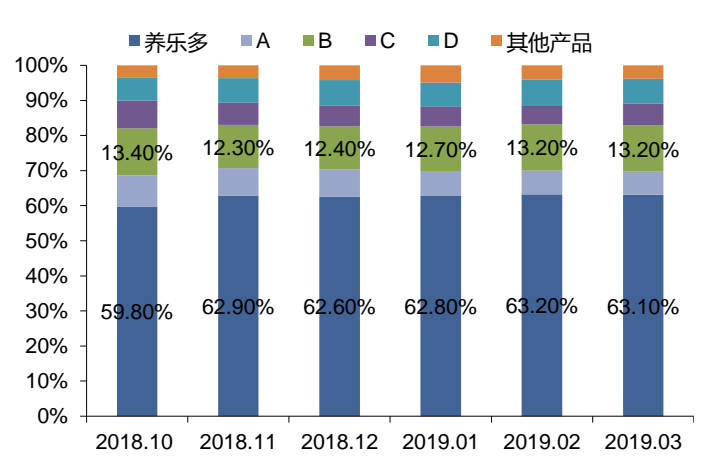
资料来源：公司官网，华创证券

图表 25 中国市场分渠道销售情况（千瓶/天）



资料来源：公司资料，华创证券

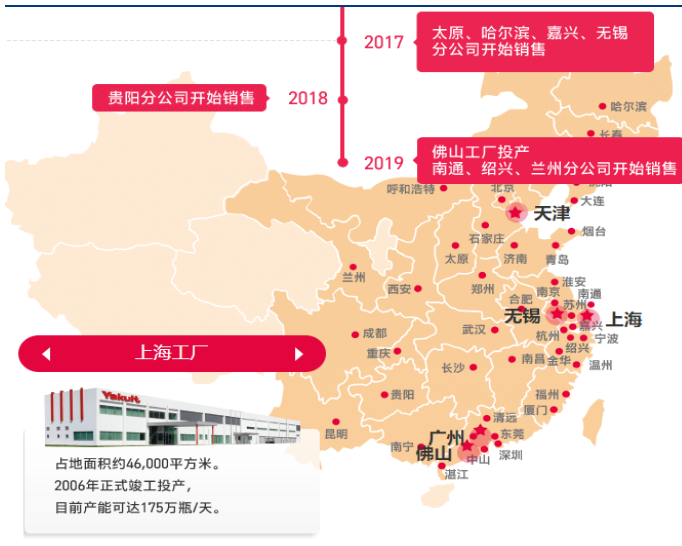
图表 26 中国市场乳酸菌饮料市占率



资料来源：公司资料，华创证券

佛山、无锡工厂投产，加码布局长三角地区。截至19年6月，养乐多在中国拥有6家工厂，产量约为1420万瓶/天，主要在京津、长三角和珠三角地区及其他省会城市等46个城市销售。19年公司加码长三角布局，19Q1投产佛山工厂，产能为160万瓶/天，19Q2投产无锡第二厂房，预计第一、第二厂房产能合计为380万瓶/天，与此同时，公司在南通、绍兴和兰州开设分公司并启动销售。

图表 27 养乐多中国销售城市



资料来源：公司资料，华创证券

图表 28 养乐多中国工厂

Plant name	No. of bottles produced	Yakult	Yakult Light
Guangzhou No. 1 Plant	1.6	1.6	0
Guangzhou No. 2 Plant	2.0	1.6	0.4
Shanghai Plant	1.7	1.7	0
Tianjin Plant	3.5	2.7	0.8
Wuxi Plant	2.2	1.4	0.8
Foshan Plant (March)	1.6	0.4	1.2
Wuxi Plant 2nd plant building(June)	1.6	1.6	0
Total	14.2	11.0	3.2

资料来源：公司资料，华创证券

内陆城市仍有较大提升空间，扩张需解决消费者教育、供应链及竞品问题。目前养乐多在中国覆盖了 7.3 亿人群，全国仍有一半人群尚未覆盖。此外，公司广州、上海、北京及中国其他地区渗透率分别为每日销售 2.65 瓶/千人、1.77 瓶/千人、1.24 瓶/千人、0.49 瓶/千人，与韩国、香港、新加坡的 5.60 瓶/千人、5.55 瓶/千人、4.03 瓶/千人比仍有较大提升空间，内陆城市提升空间较大。除此之外，益生菌类产品为近年来食品饮料行业风口，未来 5 年或迎来高速发展期。目前阻碍养乐多扩张的主要因素有：1) 内陆地区市场教育不充分，但由于入局乳酸菌饮料者众多，公司可与竞争对手一同教育市场；2) 供应链瓶颈。由于养乐多产品需冷链运输，考虑到运输成本因素，产品无法大面积铺开。未来随着工厂建设布局加速，供应链逐步完善，此问题或得以解决；3) 市面上竞品鱼目混珠抢占市场。目前众多品牌入局益生菌饮料，不少品牌标识含菌数量数倍于养乐多含菌量，但部分品牌所含菌种非活性菌种，不具备保健功效，此外菌群含量多亦不代表有效菌群含量多。未来随着消费者教育逐渐成熟，具备有效菌群的产品或能引领消费者选择。

我们认为，养乐多需在稳固其长三角基本盘同时，在一线城市树立好品牌势能，同时适时朝内陆扩张，并宣传其品类代表性及功能性。复盘养乐多国际化进程，我们发现公司在欧美发达国家市场表现远不如拉美及东南亚国家市场表现，其主要原因是：1) 欧美市场被达能等龙头占据，后入者较难与之抗衡；2) 欧洲市场因产品鱼龙混杂并涉及虚假宣传，故政府禁止宣传益生菌饮料的保健功效，对营销具备真实保健功能的益生菌饮料有所影响。在中国市场，养乐多需适时进入内陆城市，平衡好进入过早带来的消费者教育成本高企及进入过晚造成的竞争格局不利。此外，复盘日本另一乳酸菌饮料可尔必思与养乐多的竞争历程，养乐多获胜的原因之一是其定位较明晰，其品类代表性及健康的功能属性牢牢占据消费者心智，后入者很难撼动其地位。在中国市场，养乐多需通过营销牢牢加强其品类代表性及功能属性，尽早抢占消费者心智。

图表 29 中国部分乳酸菌饮料品牌



资料来源：公司官网，华创证券

三、养乐多如何依靠单品成功扩张？

(一) 品类开创者，定位较清晰，生命周期长

养乐多为益生菌饮料代表，定位较清晰，生命周期长。我们认为，品类代表性强或定位清晰的产品生命周期较长，譬如椰树牌椰汁、露露杏仁露、王老吉凉茶、红牛功能饮料生命周期较长。养乐多为益生菌饮料开创者，具备先发优势，在长时间的营销推广下，消费者视其为该品类代表。此外，养乐多产品定位调节肠道健康，具备功能性且定位较为清晰。

图表 30 产品生命周期与其定位及代表性相关



资料来源：华创证券整理

(二) 包装有特色，单品打天下，规模效应强

养乐多包装辨识度强，在海内外依靠单一产品开拓市场。不同于一般饮料 250ml~500ml 规格，养乐多产品规格多为

80ml 以下的小红瓶，包装简单且辨识度较强，一方面减少了消费者挑选及决策时间，另一方面对货架摆放要求相对较低。此外，公司主要依靠一款单品开拓海外市场，一方面在宣传推广上更有效率，另一方面产品单一导致规模效应较强。

图表 31 海外养乐多超市货架情况



资料来源: Winston Say

(三) 养乐多女士渠道利于新市场开拓及客户维系

养乐多女士作用近似于中国的美团外卖与保健品直销的结合，其优势在于：1) 在新品导入市场初期进行消费者教育。就如同安利在中国进行保健品直销并教育市场；2) 在市场成熟期及下滑期维系客户关系。养乐多女士在互动中建立长期良好关系，并以其周到服务、专业知识加强顾客忠诚度；3) 配送及时且风雨无阻；4) 参加社区服务提升品牌美誉度。养乐多女士在亚洲国家同时承担起当地社区的公益服务，如拜访老年人群体，普及健康知识等；5) 养乐多女士的配送及消费者教育亦能提升品牌影响力，带动商超渠道业务增长。

图表 32 日本、印尼及墨西哥养乐多女士



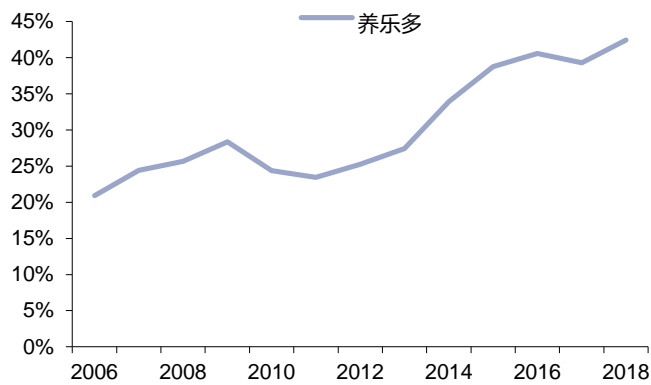
资料来源: 公司资料, 华创证券

(四) 海外市场策略得当

海外市场利润率高，公司国际化策略得当。公司 1960s 进入中国台湾市场开启其国际化进程，目前已在 37 个国家和

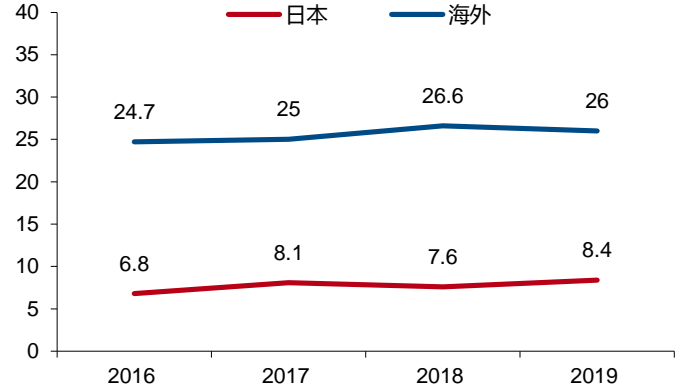
地区销售产品。公司海外业务营业利润率为日本本土业务营业利润率的 3-4 倍，其原因是：1) 海外产品定价高。发达国家市场人均收入较高，产品可定较高价格；发展中国家经济增长快，物价水平亦稳步提升，公司可顺势提价；2) 产地直销及产品单一带来低成本。公司在当地设厂销售，免去了关税、运费等费用，成本相对较低。此外，公司在海外产品单一，规模效应较强亦摊销部分成本费用；3) 没有中间商赚差价。相比国内业务，海外业务没有中间商赚差价，养乐多议价能力也相对较强；4) 研发费用由日本公司承担。公司 2011 年后加速国际化，其海外业务占比从 2011 年的 23.4% 提升至 2018 年的 42.5%，推动其净利率从 4.3% 提升至 8.6%。

图表 33 养乐多海外业务收入占比 (%)



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 34 养乐多日本及海外业务营业利润率 (%)



资料来源: 公司资料, 华创证券

图表 35 养乐多海外市场销售量 (百万瓶/天)



资料来源: 公司资料, 华创证券

四、中日主要饮料企业财务数据对比

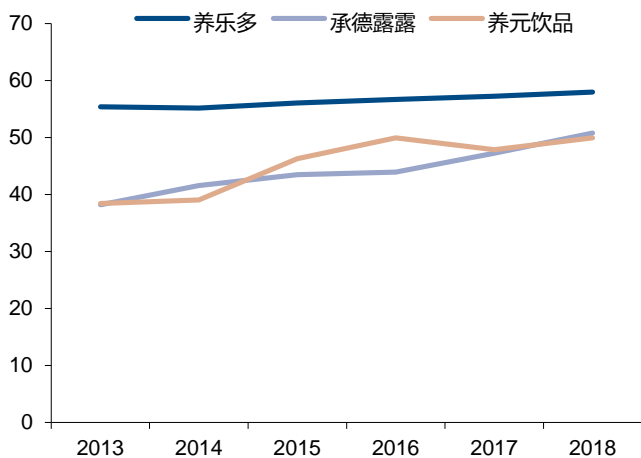
相比于国内饮料上市公司，养乐多毛利率更高。1) 养乐多单位零售价高，利润空间大。养乐多中国市场零售价约为 2.4 元/100ml，在日本市场约为 3-4 元/100ml，海外部分市场定价更高，而中国六颗核桃零售价约为 1.7 元/100ml，露露杏仁露零售价约为 1.4 元/100ml；2) 养乐多生产成本、费用相对较低。一方面，养乐多规模效应相对较强，若按每日销售 4000 万瓶 100ml 养乐多产品来估算，2018 年公司销量约为 146 万吨，相比六个核桃的 87 万吨，露露杏仁露的 21 万吨，有较大规模效应。在较大规模效应下，公司即便在加速海外扩张的时期，销售费用率亦保持相对平稳；另一方面，养乐多包装成本相对较低亦是其毛利率较高的原因之一。

图表 36 养乐多每 100ml 售价高于露露及六个核桃

	 <p>¥80.00</p> <p>露露 经典款杏仁露便携装240ml*20罐 整箱 植物蛋白饮料 总销量: 77339 评价: 15130</p>	 <p>畅销爆款 值得购买</p> <p>六个核桃易智优+240ML*20罐</p> <p>¥65.0 点击抢购></p>
<p>零售价约12元/5瓶(每瓶100ml)</p>	<p>零售价约80元/20瓶(每瓶240ml)</p>	<p>零售价约65元/20瓶(每瓶240ml)</p>
<p>单价为2.4元/100ml 海外整体售价更高</p>	<p>单价约为1.7元/100ml</p>	<p>单价约为1.4元/100ml</p>

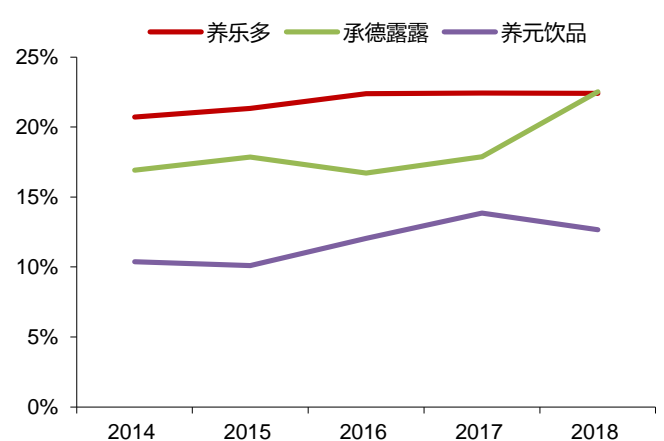
资料来源: 天猫商城, 华创证券

图表 37 中日主要饮料企业毛利率 (%)



资料来源: wind, Bloomberg, 华创证券

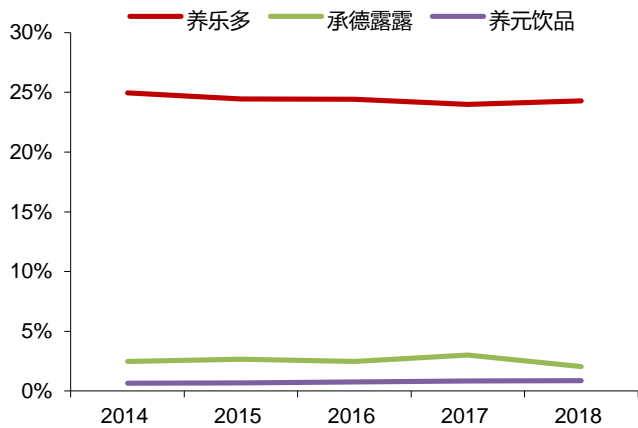
图表 38 中日主要饮料企业销售费用率 (%)



资料来源: wind, Bloomberg, 华创证券

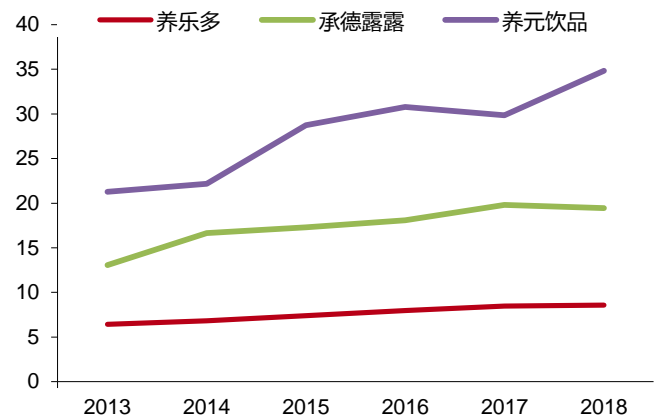
管理费用率过高拖累净利率表现。根据公司年报数据显示, 2018 年养乐多的管理费用率约为 24%, 远高于承德露露的 2%和养元饮品的 1%, 其主要原因是养乐多人工成本较高, 工资和津贴占营业收入的 10.36%。较高的管理费用率拖累公司净利率的表现, 2018 年养乐多净利率为 8.58%, 而承德露露与养元饮品的净利率分别为 19.45%和 34.83%。

图表 39 中日主要饮料企业管理费用率 (%)



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 40 中日主要饮料企业净利率 (%)



资料来源: wind, 华创证券

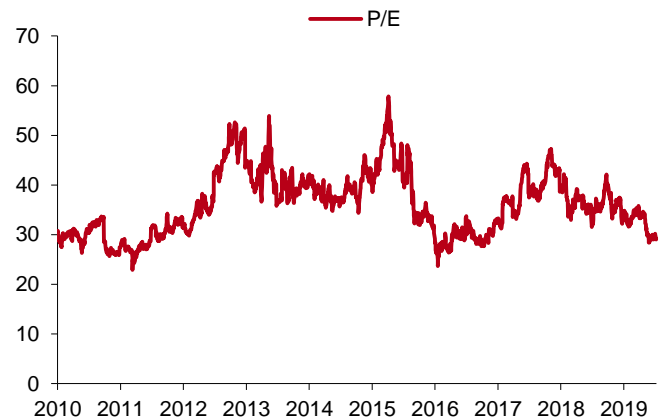
海外扩张提升盈利能力后, 资本市场表现有所好转。养乐多自 2011 年后加速扩张海外业务推动其盈利能力增强, 资本市场的表现亦有所好转。养乐多市值从 2010 财年的约 317 亿元增长至 2019 财年的约 751 亿元, ROE 从 5.8% 增长至 9.9%, 股价表现在 2012 年后强于日经指数, 近年来估值中枢在 30~40 倍。

图表 41 养乐多市值变化 (十亿日元)



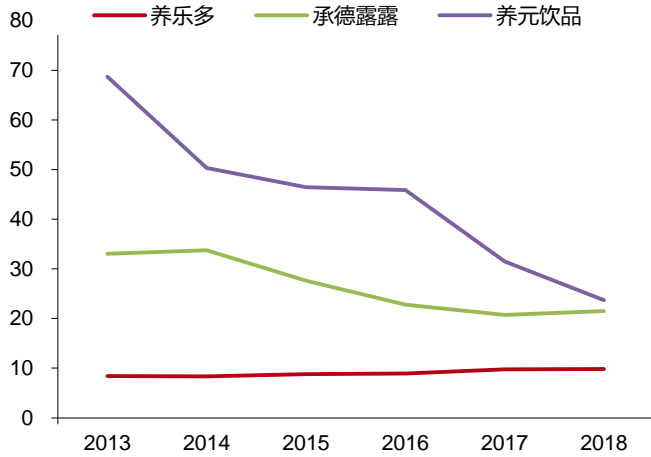
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 42 养乐多历史估值水平



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 43 中日主要饮料企业 ROE (%)



资料来源: wind, Bloomberg, 华创证券

图表 44 养乐多相对收益率变化 (%)



资料来源: Bloomberg, 华创证券

五、风险提示

日本行业发展对中国行业发展借鉴性不足。

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，3年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018年加入华创证券研究所。

研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，1.5年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

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。

助理研究员：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。10年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

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
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	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
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@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
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@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	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	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500