

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

食品饮料周报（12.25—12.29）

出生人口数或企稳回升，食饮哪些板块将受益？

疫情期间生育意愿下降，2023年生育率有望企稳回升

2016年，受二胎政策影响，生育率显著回升。2020-2022年间，疫情影响下生育率显著低于2016-2019年。2022年我国新出生人口降至956万，总生育率降至不到1.1。根据2014-2021年各省数据，出生率受城镇化率、生育成本、生育意愿以及经济发展的影响。其中养育成本和人均GDP每增长1%将分别带来出生率下降0.07%和0.06%。长期生育意愿或仍呈下降趋势，由于2022年疫情环境下生育意愿降至极低水平，2023年生育率或回升。

短期结婚登记人数上升，2024年出生人数或在850-900万

根据民政局数据，2023年前三季度结婚登记对数达569万，同比增长4.5%。按这一增速测算，全年结婚登记对数或增长30.75万对。短期，在结婚人数上升、生育意愿较2022年持平微增假设下，2024年新生儿数量或在850-900万之间，较2023年不足800万新生儿数量有所回升。

出生率下降，老龄化加速

短期新生儿数量或有回升，长期看受育龄女性人数下降影响，新生儿数量下降趋势不改。根据育娲人口研究数据，预计2027年总人口将为13.88亿人。我国当前老龄化率为15%，根据未来育龄女性人数、生育意愿推测，5年后我国老龄化率或为16%，10年后老龄化率或高达21%。参考日本，老龄化将会催生劳动力紧缺等社会问题，但同时也会催生新的机遇。日本社会进入中度老龄化后，必选消费中加工食品、乳制品、健康食品表现突出。

投资建议

人口结构变化显著，老龄化程度加深是长期趋势，2024年出生人口或短暂企稳反弹。首先，保健品行业发展同人口老龄化进程高度相关，中国保健品行业目前处于低渗透、高增速的黄金发展期；其次，国内部分食品企业也已推出针对老年人的成人奶粉产品线，若结婚对数、生育意愿回升，预计婴幼儿奶粉市场需求也将有所恢复。重点推荐：汤臣倍健、仙乐健康、伊利股份、中国飞鹤。

风险提示：生育意愿恢复不及预期，消费力恢复不及预期，食品安全风险

相对大盘走势



作者

分析师：陈梦瑶
执业证书编号：S0590521040005
邮箱：cmy@glsc.com.cn
分析师：孙凌波
执业证书编号：S0590523110006
邮箱：sunlb@glsc.com.cn

相关报告

1、《食品饮料：保健品行业新周期，供需有何新变化？》2023.12.22
2、《食品饮料：挤压中寻找结构性增长机会》2023.12.20

正文目录

1.	2024 年出生人数有望回升	3
1.1	近三年出生率受到干扰	3
1.2	多种因素影响生育意愿	4
1.3	短期结婚对数回升，长期育龄人口回落	6
2.	出生率下降，老龄化加速	8
2.1	我国人口老龄化率逐年提升	8
2.2	参考日本，老龄化加速期必选消费表现突出	9
3.	投资建议	11
4.	风险提示	11

图表目录

图表 1:	我国出生人口数创 1961 年以来新低	3
图表 2:	1961-2021 世界各国总和生育率 (人)	3
图表 3:	一孩出生数量/前一年结婚对数 (%)	4
图表 4:	二孩、三孩占比 (%)	4
图表 5:	2022 年我国各省城镇化率与出生率	4
图表 6:	2019 年我国各省出生率与估算养育成本	5
图表 7:	2019 年我国各阶段估算养育成本	5
图表 8:	2021 年性别不平等指数 (GII) 与生育率	5
图表 9:	2021 年各国人均 GDP 与生育率	6
图表 10:	2022 年我国各省人均 GDP 与出生率	6
图表 11:	结婚登记对数	6
图表 12:	未来十年育龄女性人数变化	7
图表 13:	2022 年各年龄段人口性别结构	7
图表 14:	2024 年出生人口数量预测	8
图表 15:	未来五年我国出生人口或延续下降趋势	8
图表 16:	生育率 1 历史数据	8
图表 17:	生育率 2 历史数据	8
图表 18:	我国人口数量	9
图表 19:	我国未来 5 年老龄化率变化趋势	9
图表 20:	各国老龄化变化趋势 (%)	9
图表 21:	日本处于重度老龄化社会 (% , pct)	10
图表 22:	日本人均居民消费支出 (美元, %)	10
图表 23:	日本必选消费品人均消费支出 (日元)	11
图表 24:	日本可选消费品人均消费支出 (日元)	11

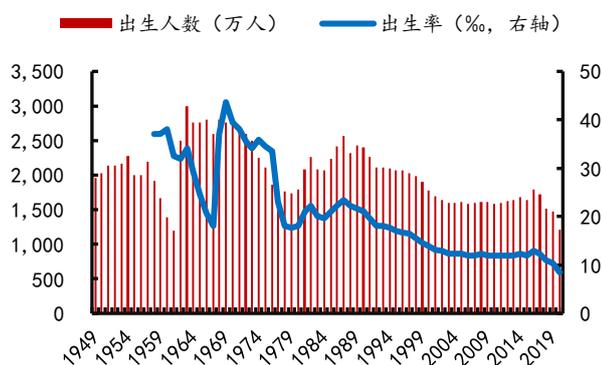
1. 2024 年出生人数有望回升

我国卫生健康事业发展统计公报显示，2022 年全国出生人口 956 万人，延续下滑趋势。其中一孩占比 46.1%，二孩占比 38.9%，三孩及以上占比 15.0%，出生人口性别比为 111.1。根据： $出生人数 = 生育率 \times 人数$ ，即出生人数受人口（育龄女性人数）和生育意愿影响。我们尝试测算 2024 年出生人口数量。

1.1 近三年出生率受到干扰

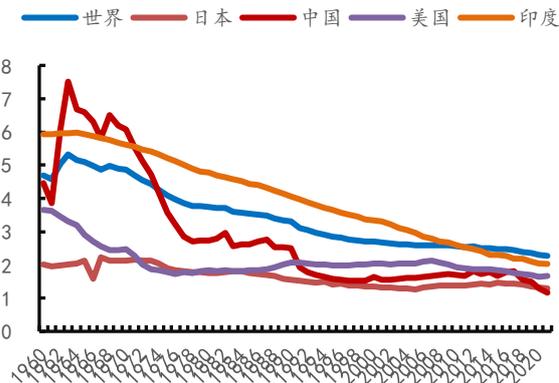
总和生育率：2016-2017 年回升，2019 年后疫情影响下加速回落。自 2016 年全面放开二胎政策，受积压生育需求的影响，2016-2017 年生育率明显升高。2018-2019 年的生育率或比较真实地反应了生育政策放开后的生育意愿，根据这两年出生人数和育龄妇女推算出的总和生育率为 1.5 左右。2019 年起，受新冠疫情影响总生育率持续下滑。在 2022 年我国新出生人口降至 956 万，总生育率降至不到 1.1，仅为国际公认的人口世代更替水平 2.1 的一半，低于欧美、日本。

图表1：我国出生人口数创 1961 年以来新低



资料来源：wind，国联证券研究所

图表2：1961-2021 世界各国总和生育率（人）



资料来源：世界银行，国联证券研究所 注：平均每名妇女整个生育期生育数量

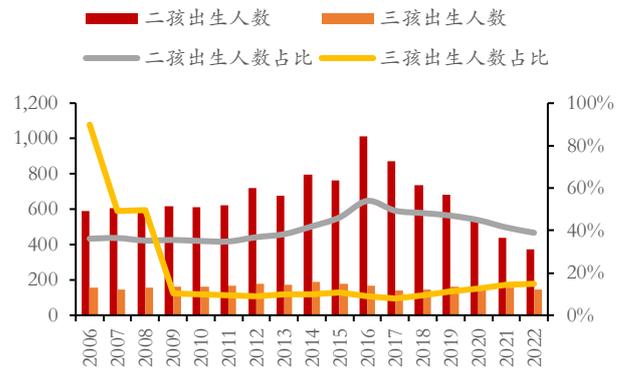
一胎出生人数/前一年结婚对数：受疫情影响，2020-2022 年的一胎出生人数与前一年结婚对数的比值明显低于 2018-2019 年。统计局数据显示，2019 年总出生人口 1465.5 万人，其中一胎人数 621 万人，一胎出生人数/前一年结婚对数为 61.25%。2020 年总出生人口 1202.3 万人，其中一胎人数为 517 万人，一胎出生人数/前一年结婚对数仅为 55.75%，同比下滑 5.5pct；截止 2022 年这一比例为 57.72%，远低于 2019 年水平。2022 年，二孩/三孩出生人数分别 371.88/143.4 万人，分别占新出生人口 38.9%/15%。

图表3：一孩出生数量/前一年结婚对数 (%)



资料来源：国家卫健委，wind，国联证券研究所

图表4：二孩、三孩占比 (%)

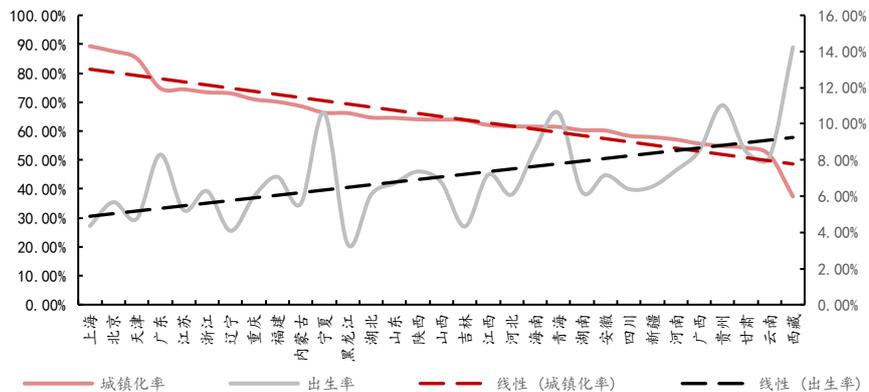


资料来源：国家卫健委，wind，国联证券研究所

1.2 多种因素影响生育意愿

城镇化率与出生率在中国各省份间呈现负相关。发展城镇化的同时伴随着生活成本的增加、教育和职业机会的增多，以及女性劳动参与率的提高。这些因素常导致结婚和生育的延迟，从而降低出生率。2022年我国各省份城镇化率在37.39%-89.33%之间，城镇化率最高的上海出生率仅为4.35%，为全国最低；城镇化率为37.39%的西藏出生率高达14.24%。综合来看，高城镇化率地区往往有低出生率。

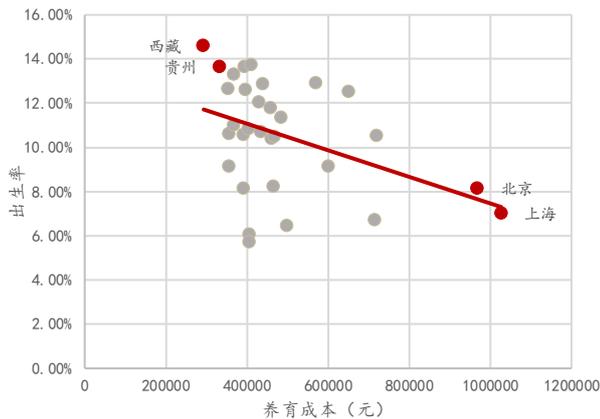
图表5：2022年我国各省城镇化率与出生率



资料来源：iFinD，国联证券研究所

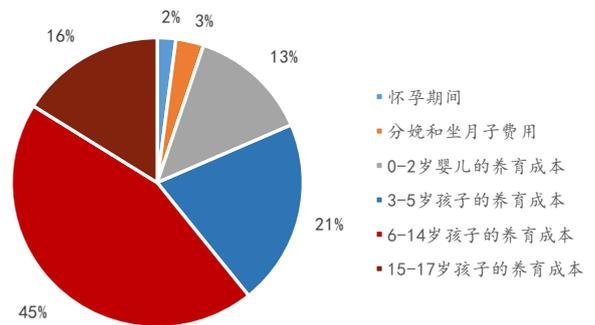
养育成本提升，生育趋于谨慎。个人和家庭面对的高教育开销、住房和生活费用等往往促使人们推迟生育或减少子女数量。在我国将一个孩子抚养至18岁所耗费成本相当于人均GDP的6.9倍，而澳大利亚/法国/德国分别为2.08/2.91/3.64倍。国内各地区养育成本相差较大，养育成本最低的西藏、贵州、云南的出生率都位于前列，分别为14.6%/13.65%/12.63%。从趋势线可看出养育成本越高，出生率越低。根据育娲人口研究中心估算方法，按照每年的消费支出水平估算总体养育成本，回归结果意味着养育成本每增加1%，出生率下降0.07%。

图表6: 2019年我国各省出生率与估算养育成本



资料来源: iFinD, 育娲人口研究, 国联证券研究所

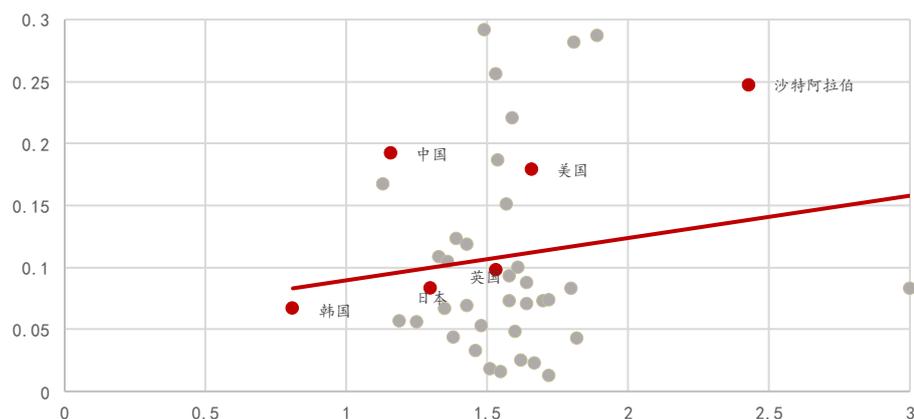
图表7: 2019年我国各阶段估算养育成本



资料来源: 育娲人口研究, 国联证券研究所

随着性别平等的进步, 生育意愿呈现新态势。在性别更平等的社会中, 女性通常享有更高的教育水平和更多的职业机会, 更专注于个人发展和职业生涯; 同时, 性别平等的环境鼓励女性在家庭和工作之间寻找平衡, 因此她们可能更倾向于推迟结婚和生育。性别不平等指数 (GII) 是一个综合性的性别不平等指标, 包含生殖健康、赋权以及劳动市场参与率。2021 年性别不平等指数与生育率呈现正比关系, 例如沙特阿拉伯有较高的 GI I 指数, 表明性别不平等现象更严重, 相应的生育率也达到了 2.43, 位居第二。

图表8: 2021年性别不平等指数 (GII) 与生育率

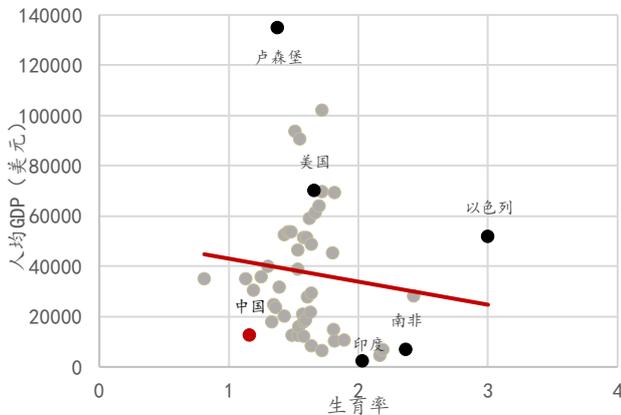


资料来源: Human Development Reports, 国联证券研究所

经济发展在某种程度上抑制了生育率。国际上看, 整体的线性趋势反映出经济发展同生育率的负相关性。卢森堡人均 GDP 高达 134925.2 美元, 远高于其他国家, 但生育率为 1.38, 低于 OECD 计算的平均生育率 1.58, 处于所统计国家中的倒数第十。而南非人均 GDP 为倒数第五, 却有着第三的生育率水平。国内同样有这样的趋势, 北京和上海人均 GDP 分别为 190313 元/179907 元, 为全国第一第二, 但出生率仅为 5.67%/4.35%, 在国内处于较低水平。相反西藏和贵州的人均 GDP 位于低位, 而出生率却居一二水平。选取 2014-2021 年的各省数据回归, 显示人均 GDP 与出生率具有

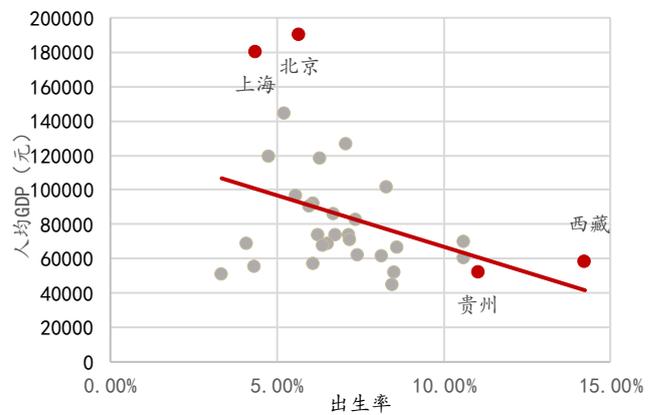
显著的负相关性，人均 GDP 每变动 1% 则会带来出生率减少 0.06%。

图表9：2021 年各国人均 GDP 与生育率



资料来源：IMF, OECD, 国联证券研究所

图表10：2022 年我国各省人均 GDP 与出生率

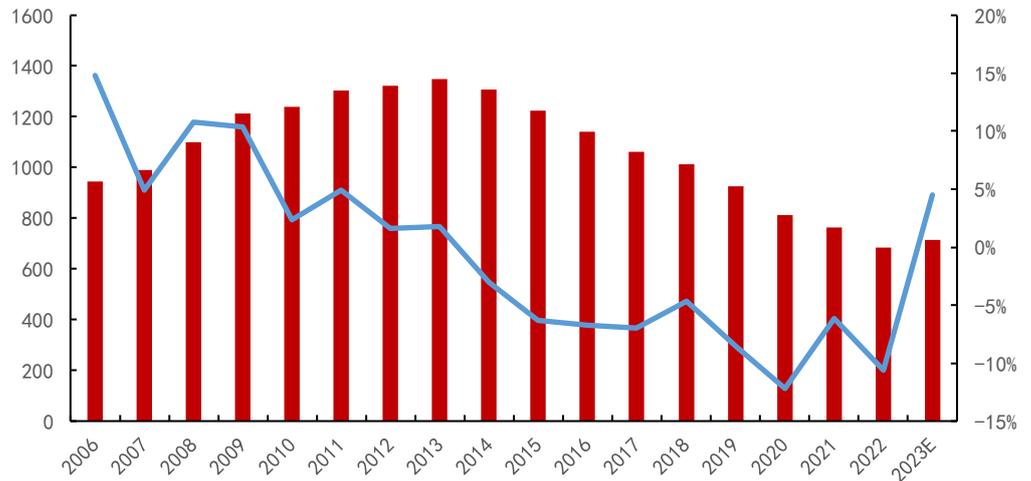


资料来源：iFind, 国联证券研究所

1.3 短期结婚对数回升，长期育龄人口回落

短期看，登记结婚人数上升。根据民政局统计数据 displays，2023 年前三季度结婚登记对数达 569 万，同比增长 4.5%。基于前三季度增速，预测 2023 年总登记结婚对数大约为 714 万，较上年增加 30.75 万，将实现近九年首次结婚登记数增速由负转正，表明疫情期间压制的婚育需求释放。

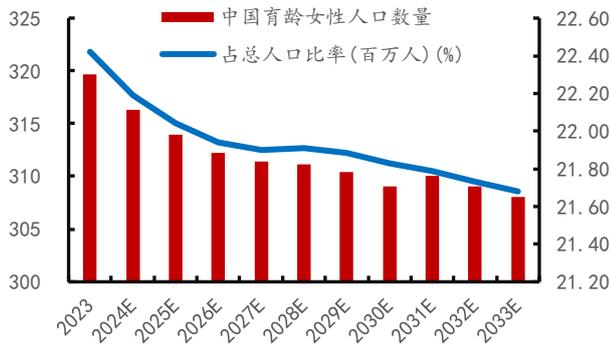
图表11：结婚登记对数



资料来源：民政局, 国联证券研究所

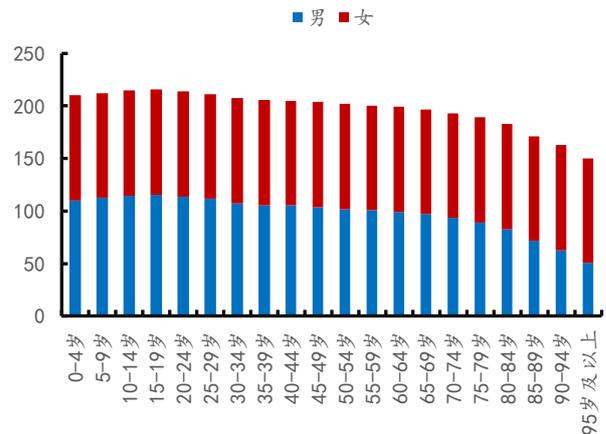
长期看，育龄女性人数下降趋势不变。据国家统计局，2022 年全国总人口为 14.12 亿人，同比下降 0.06%，全年出生人口为 956 万人，同比下降 9.98%。据联合国人口司《世界人口展望 2022》数据，2023 年中国育龄女性预计为 3.20 亿人，同比下降 1.22%；未来两年我国育龄女性人数每年下降 1.0%，到 2025 年达到 3.14 亿。中国的育龄女性人口下降趋势，根据当前我国人口结构，预计未来几年这一现象将持续。

图表12：未来十年育龄女性人数变化



资料来源：联合国人口司，国联证券研究所 注：育龄女性是指 15-49 岁的女性

图表13：2022 年各年龄段人口性别结构



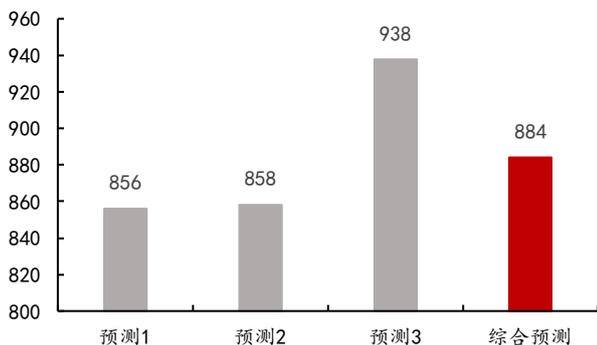
资料来源：国家统计局，国联证券研究所预测

预计 2024 年出生人数 850-900 万人。我国新生儿人口数量近 5 年连续下滑，但疫情后压制的婚育需求释放，预计“龙宝宝”出生数量较往年有所增加，市场对于 2024 年新生儿出生数量反弹的预期逐渐增强。根据多种方式预测：

1) 出生人数=育龄女性数量*生育率 1。生育率 1 为出生人口数/育龄女性数量。2023 年在封控与大范围感染背景下生育意愿降至历史极低值，若明年生育率取 2022-2023 的生育率的均值，计算可得 2024 年出生人口数为 856 万人；2) 出生人数=前一年结婚对数*生育率 2。生育率 2 为出生人口数/前一年结婚登记对数。2023 年前三季度结婚登记对数同比增长 4.5%，结婚登记人数回升显示婚育需求释放。明年生育率取 2022-2023 年的生育率均值，计算可得 2024 年出生人口数为 858 万人；3) 育娲人口预计 2024 出生 938 万人。

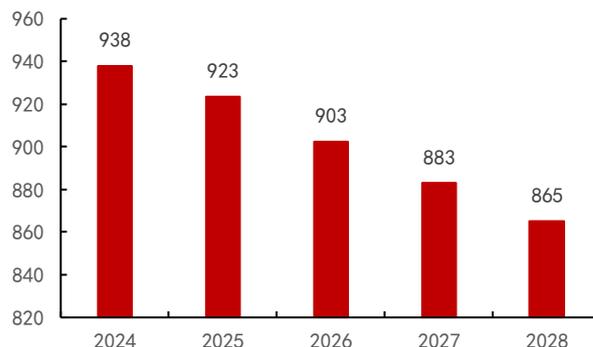
综合两种预测以及育娲预测，预计 2024 年出生人口数量或为 884 万人，相较于 2023 年不足 800 万出生人口数量或有所回升，长期受育龄女性人数下降影响，出生人口数量下降趋势不变。

图表14: 2024 年出生人口数量预测



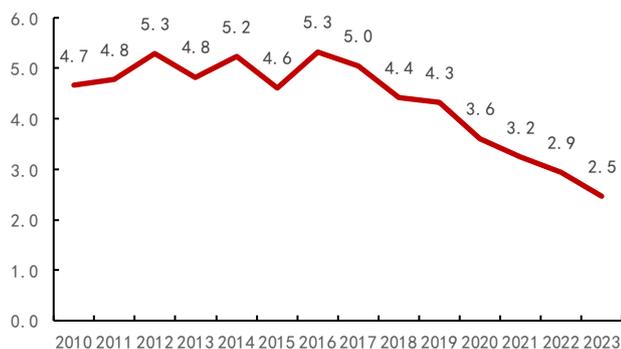
资料来源: 国家统计局, 育娲人口研究, 联合国人口司, 国联证券研究所

图表15: 未来五年我国出生人口或延续下降趋势



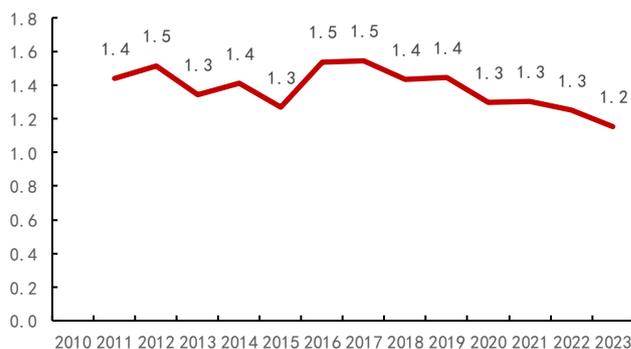
资料来源: 育娲人口研究, 国联证券研究所

图表16: 生育率 1 历史数据



资料来源: 国家统计局, 联合国人口司, 国联证券研究所

图表17: 生育率 2 历史数据



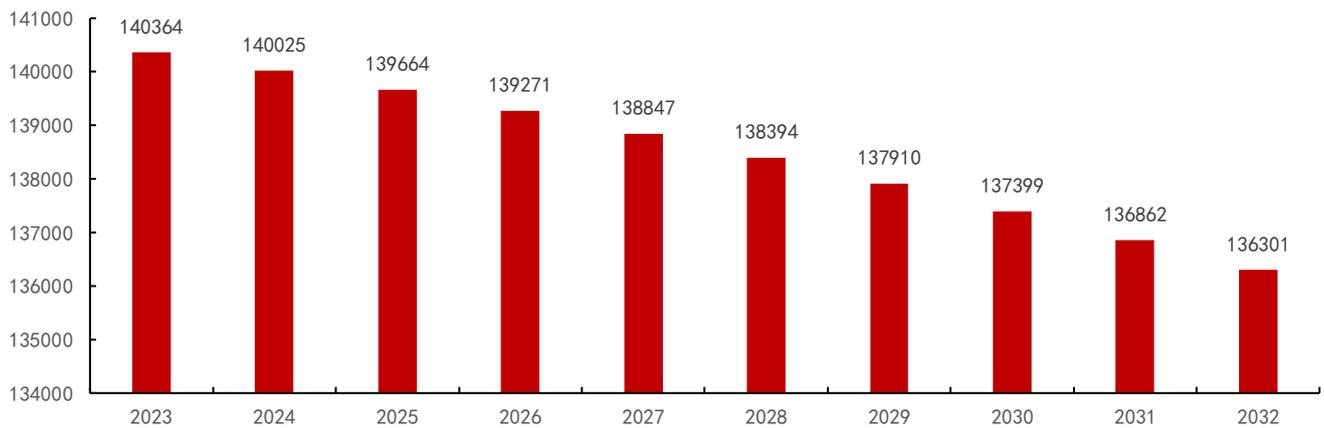
资料来源: 国家统计局, 民政局, 国联证券研究所

2. 出生率下降, 老龄化加速

2.1 我国人口老龄化率逐年提升

未来五年我国人口总数或平稳下滑。2021 年我国人口见顶, 达到 14.126 亿人, 2022 年末统计人数约为 14.12 亿人, 同比下降 0.06%。据前文所述, 未来 5-10 年育龄女性人数下降, 出生人数大趋势下降, 而老龄人口逐步上升。根据育娲人口研究预测, 到 2027 年和 2032 年我国人口数量下降至 13.88 亿和 13.63 亿人。

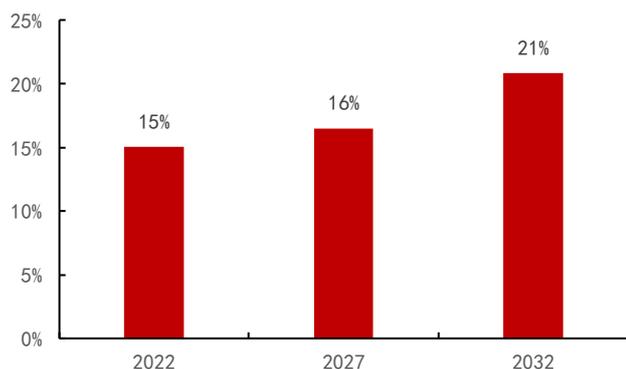
图表18: 我国人口数量



资料来源: 育娲人口研究中心, 国联证券研究所

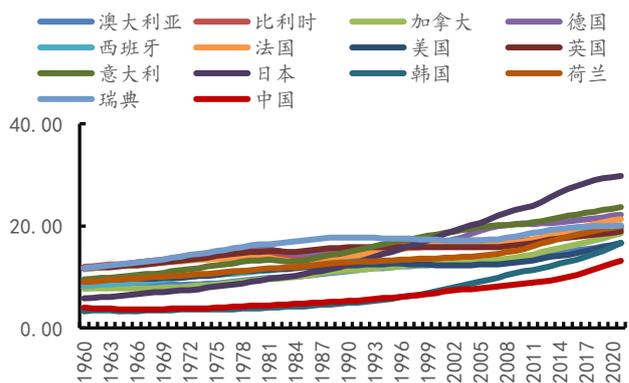
未来的老龄化率将逐年提升。假设各年龄死亡率维持联合国所提供的2021年死亡率数据不变, 以2022年末我国人口结构以及联合国具体年龄段死亡率为基础推算未来老龄人口。首先计算5年后以及10年后将达到国际老龄化岁数65岁的死亡人数, 结合2022年末65岁以上老人同时时间段的死亡人数, 综合计算5年后以及10年后的老龄人口数量。其次, 用未来老龄人口数量除以育娲人口估算未来人口总量计算得到老龄化率。结果显示, 未来老龄化率将由2022年的15%提升至2027年的16%, 到2032年将达到21%的高老龄化率, 人口老龄化趋势明显。此外, 联合国预测2022/2027/2032年老龄化率分别为15%/16%/20%, 与前述预测结果相近。

图表19: 我国未来5年老龄化率变化趋势



资料来源: 国家统计局, 联合国人口司, 育娲人口研究中心, 国联证券研究所

图表20: 各国老龄化变化趋势 (%)



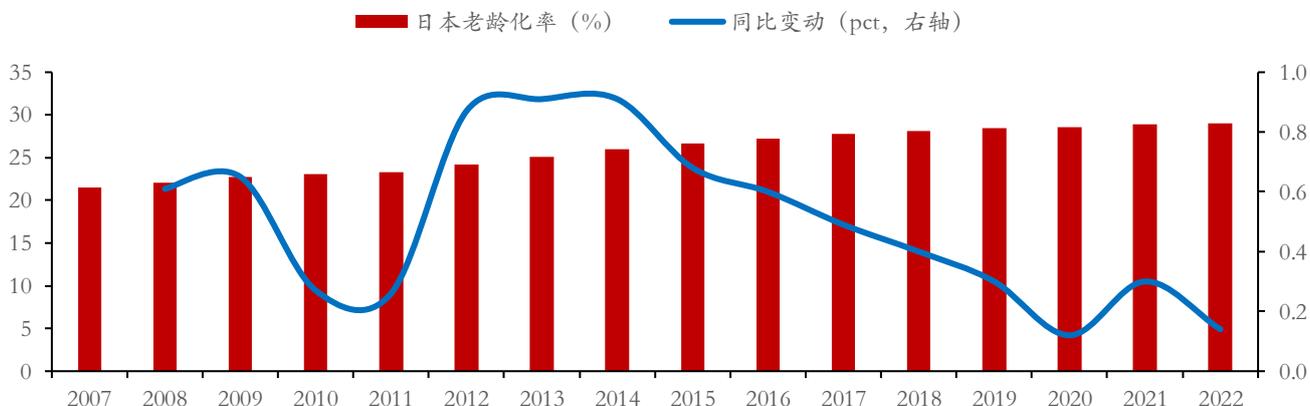
资料来源: wind, 国联证券研究所

2.2 参考日本, 老龄化加速期必选消费表现突出

日本当前处于重度老龄化社会。1947-1951年, 日本经历第一次婴儿潮, 人口快速增长, 总和生育率在3以上。1952-1974年, 经历了战后复兴期和短暂的人口快速增长后, 日本进入生育力转换期, 总和生育率在2左右。1975-1989年, 日本初婚年龄上升以及结婚率和生育率的下降, 总和生育率跌破2并持续下降。1989年至今,

日本处于老龄化加速与人口萎缩期，1994 年老龄化率达到 14.3%，进入中度老龄化社会。2007 年日本 65 岁以上人口占比突破 21%，进入重度老龄化社会。

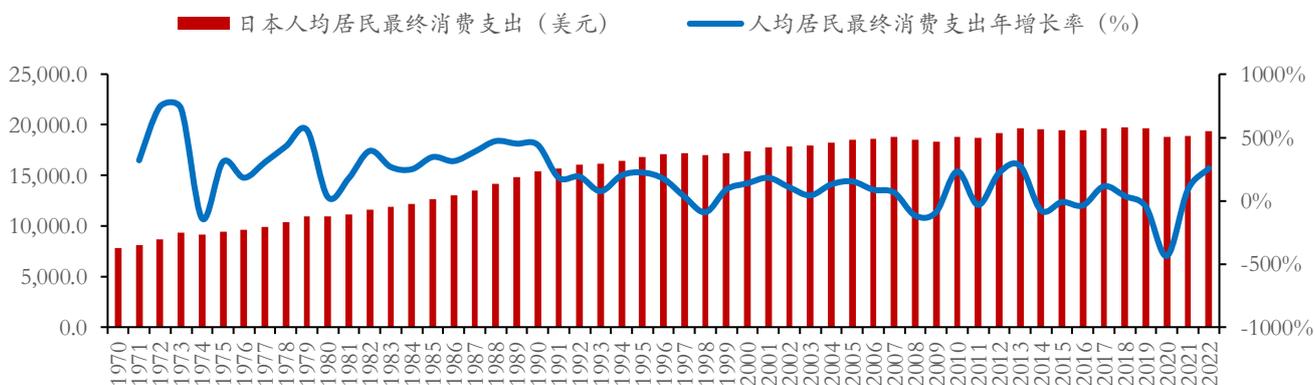
图表21：日本处于重度老龄化社会（%，pct）



资料来源：日本统计局，ifind，国联证券研究所

进入中度老龄化社会后，日本居民人均消费支出增速放缓。经历了经济快速腾飞与经济过热后，泡沫经济的破裂使日本陷入了失去的 20 年的泥潭中。尽管日本 GDP 增速自安倍政府上台后有所回暖，日本居民消费却持续低迷，日本人均实际年家庭消费在 1992 年后增速显著放缓。

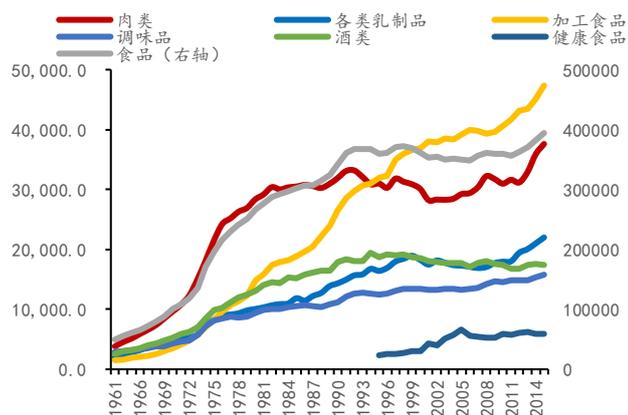
图表22：日本人均居民消费支出（美元，%）



资料来源：日本统计局，ifind，国联证券研究所

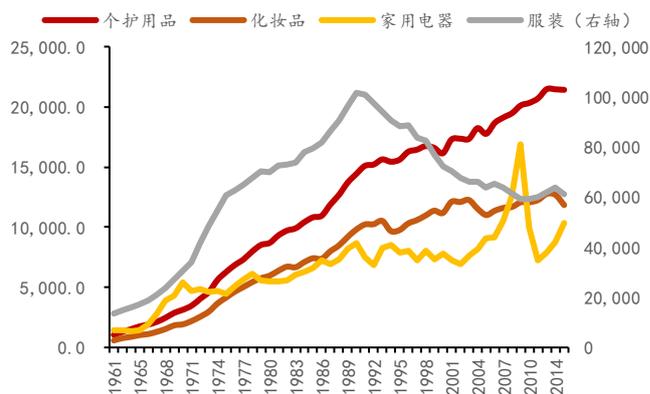
必需消费品消费额上升，而可选消费较为疲软。食品各细分品类的人均消费额普遍仍处于上升态势，1992-2015 年，人均消费额增幅最大的细分品类加工食品/调味品/健康食品。可选消费中，个人护理及化妆品表现突出，以服饰为代表的快消品、以汽车为代表的耐用消费品在 90 年代见顶。

图表23: 日本必选消费品人均消费支出 (日元)



资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表24: 日本可选消费品人均消费支出 (日元)



资料来源: 日本统计局, 国联证券研究所

3. 投资建议

人口结构变化显著, 老龄化程度加深是长期趋势, 2024 年出生人口或短暂企稳反弹。首先, 随着中国老龄化程度日益加深, “银发经济”即将成为新蓝海。保健品行业发展同人口老龄化进程高度相关, 中国保健品行业目前处于低渗透、高增速的黄金发展期; 且国内部分餐饮企业也已推出针对老年人的产品线, 如伊利推出中老年奶粉、旺旺推出针对中老年人的“爱至尊”系列等。其次, 若结婚对数、生育意愿回升能够促进新生儿数量在 24 年有所反弹, 预计婴幼儿奶粉市场需求也将有所恢复。重点推荐: 受益 VDS 行业发展提速, 产品、渠道、品牌构筑壁垒的【汤臣倍健】, 保健食品代工龙头, 盈利逐季修复的【仙乐健康】; 乳制品行业龙头, 盈利能力逐年提升的【伊利股份】; 婴配粉行业领导者, 派息率提升的【中国飞鹤】。

4. 风险提示

生育意愿恢复不及预期: 随着生活成本的上升, 尤其是教育、医疗和住房成本, 年轻家庭承担更多的经济压力。这不仅增加了养育孩子的直接成本, 也意味着更长时间的工作和职业压力。在多重压力下, 生育意愿可能恢复不及预期。

消费力恢复不及预期: 经济环境的不稳定性, 比如就业市场的波动和收入增长的不确定性, 导致消费者在消费决策上变得更加谨慎。同时, 持续的物价上涨和生活成本增加也限制了人们的消费能力。目前整体消费恢复速度放缓, 未能达到预期水平。

食品安全风险: 食品安全风险是当前社会关注的重大问题。由于食品供应链的复杂性和监管不足, 产生食品安全风险, 引发消费者对食品质量的担忧。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼
无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼