

## 食品饮料

### 日本保健品专题二：运动营养市场，逐渐崛起的小众保健品赛道

#### 投资要点：

本篇报告作为《复盘日本保健品行业》的第二篇，将选择保健品里份额最小但近年来发展速度最快的新兴赛道运动营养市场，甚至在2021年其余子行业受到疫情等多方面因素负增长的情况下成为唯一正增长的子行业，通过分析赛道重点公司，得出我国保健品及乳制品行业发展的借鉴。

日本保健品行业的发展与政策紧密相关，功能标示食品制度的放宽为中小企业入局运动营养市场奠定坚实的政策基础。纵观日本保健品各细分市场，膳食补充剂规模仍为行业之首，运动营养领域逐渐兴起，近五年复合增长率达12%。

#### ➤ 运动营养市场：小众市场的政策东风及健康意识崛起

日本消费者对保健品的诉求逐步由美化生活的附加属性转变为生活化疾病预防/健康增强的属性，减重风潮叠加疫情带来的健身意识，同时日本人均蛋白质摄入量的锐减，催化运动营养市场的发展。同时，2015年功能标示制度的推出，降低了企业申请的准入门槛、先注册上市后审批的制度也降低了企业的试错成本，大批企业开始尝试申请注册功能性食品，这也成为运动营养市场发展的重要因素。

#### ➤ 百年乳企明治：旗下 Savas 品牌成为日本运动保健市场的 Top1

运动营养市场参与者分布较广，涵盖乳制品、休闲零食、制药、啤酒等多个行业，明治份额远超行业二/三。人口老龄化及新兴赛道挤压下，乳制品行业需求承压，作为百年乳企，明治凭借其强大的研发优势、渠道优势和精准定位消费群体，开拓了运动营养品牌 Savas，目前已成为日本运动营养市场份额最大的品牌。

#### ➤ 以日鉴中，运动营养方兴未艾

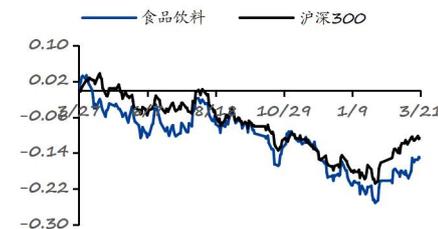
以日鉴中，当前，我国运动营养市场规模较小，占比仅为1.7%，对比同期日本市场占比为11%，中日运动营养市场仍存在较大的差距。从乳制品角度来看，我国乳企目前对于消费者需求的挖掘仍集中在乳制品这一个大品类上，考虑到消费者每日消费定量乳制品，量的提升目前仍有一段人均饮奶量提升的逻辑，后续提升空间不大；在常温奶为主导的乳制品市场里，以新品类来拉升整体价盘空间也不大，行业始终存在空间瓶颈；从保健品角度来看，首先制度上仍较严格，但有意入局的企业仍可以储备专业营养产品，对比日本，政策的放宽是大势所趋，如果保健品概念能有所扩大，乳企在运动营养方面的发展潜力将可观。

#### ➤ 风险提示

政策监管趋严；人口规模持续下降导致需求端下降的风险；乳制品行业竞争加剧的风险；海外企业对国内市场的挤压

## 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(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

分析师：张东雪(S0210523060001)

zdx30145@hfzq.com.cn

### 相关报告

1、蜜雪冰城招股书专题：国内现制饮料龙头，乘行业东风顺势而起——2024.03.11

2、开门红积极，复苏韧性渐显——2024.03.04

3、新春旺季开门红，韧性凸显稳复苏——2024.02.27



## 正文目录

|  |    |
|--|----|
| 1 运动营养市场：逐渐崛起的小众保健品赛道，与乳企联动 .....            | 3  |
| 1.1 运动营养市场：小众市场的政策东风及健康意识崛起 .....            | 5  |
| 1.2 百年乳企明治：旗下 Savas 品牌成为日本运动保健市场的 Top1 ..... | 8  |
| 1.3 以日鉴中，运动营养方兴未艾 .....                      | 12 |
| 2 风险提示 .....                                 | 15 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1: 不同制度催化下日本保健品规模及同比 (亿日元) .....            | 3  |
| 图表 2: 日本保健品发展历程复盘 .....                        | 4  |
| 图表 3: 日本保健品四个细分市场概况 .....                      | 4  |
| 图表 4: 2009-2023 年日本保健品细分市场变化情况 (%) .....       | 5  |
| 图表 5: 日本运动营养市场十年间高速增长 (%) .....                | 5  |
| 图表 6: 2019 年日本人均蛋白质摄入量降至和 1950 年持平 .....       | 6  |
| 图表 7: 运动保健品市场规模及增速情况 (百万美元) .....              | 6  |
| 图表 8: 运动营养市场前十大品牌份额变化情况 (%) .....              | 6  |
| 图表 9: 具有调节健康功能的青汁、乳酸菌市场规模增加，美容类产品规模缩减 .....    | 7  |
| 图表 10: 最新调查显示，日本消费者对功能性食品的体重减轻及肠道调节功能最关心 ..... | 7  |
| 图表 11: 不同类别企业加盟健康食品产业链 .....                   | 8  |
| 图表 12: 运动营养企业份额 .....                          | 9  |
| 图表 13: 茶饮赛道的快速发在挤压乳制品需求 .....                  | 9  |
| 图表 14: 相比于其他乳制品，牛奶提价稍显乏力 .....                 | 9  |
| 图表 15: 日本人均牛乳消费量 (L/人) .....                   | 10 |
| 图表 16: 其他乳制品日本人均消费量 (L/) .....                 | 10 |
| 图表 17: 明治健康产业收并购历程 .....                       | 10 |
| 图表 18: 明治专利优势 .....                            | 10 |
| 图表 19: Savas 品牌热销的运动营养类产品 .....                | 11 |
| 图表 20: Savas 品牌在明治整体产业占比提速明显 .....             | 11 |
| 图表 21: Savas 较明治其他品牌展现出较强韧性 .....              | 11 |
| 图表 22: 运动营养行业仍以传统线下渠道为主，近年来线上渠道份额有所增加 .....    | 12 |
| 图表 23: LACTO 业务规划 .....                        | 12 |
| 图表 24: LACTO 对功能性食品销售目标 .....                  | 12 |
| 图表 25: 中日运动营养市场规模对比 (百万美元) .....               | 13 |
| 图表 26: 2023 年中国运动营养市场 top5 品牌份额 .....          | 13 |
| 图表 27: 2019 年以来我国运动营养相关政策梳理 .....              | 14 |
| 图表 29: 近年国内企业逐步向健康保健领域拓展 .....                 | 15 |



此前，我们在《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》专题里，站在宏观的视角梳理了日本特定保健品、营养机能食品的政策变迁，对于保健品介于食品与药品的特殊性而言，政策的严监管下准入门槛的逐步放宽，能够有效促进行业逐步拓宽外延、有效发展。同时，从产业链上下游的视角来看，受益日本快速老龄化的社会背景，需求端保持强劲；供给端受益日本医药行业的深厚积累、研发的高投入以及保健品政策放宽，保健产品的数量、种类及功效均实现了快速稳定的发展。

本篇报告将选择保健品里份额最小但近年来发展速度最快的新兴赛道运动营养市场，甚至在 2021 年其余子行业受到疫情等多方面因素负增长的情况下成为唯一正增长的子行业，通过分析赛道重点公司，得出我国保健品及乳制品行业发展的借鉴。

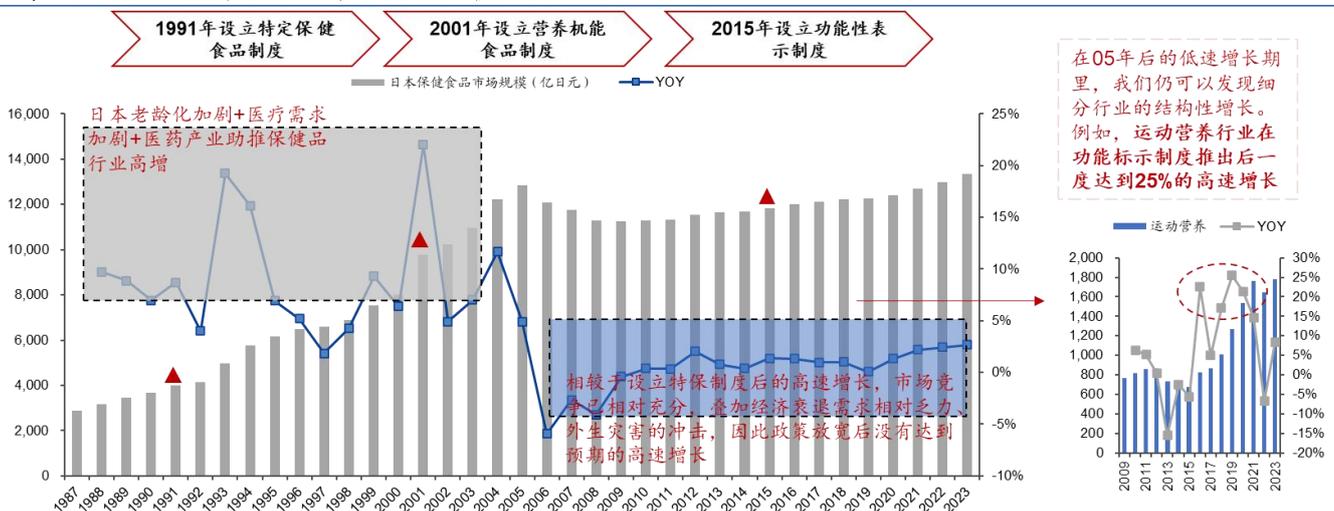
### 1 运动营养市场：逐渐崛起的小众保健品赛道，与乳企联动

整体来看，日本保健品行业的发展离不开政策的促进。日本的保健功能食品分特定保健食品、营养机能食品和功能标示食品三类，实施分类分级管理。市场发展成熟和趋于饱和，复盘日本保健品行业的历程，共有三次政策调整，在市场增速放缓的情况下，政策门槛的拓宽刺激了行业规模的增长。

**2005 年之前：**日本经历了第三到第四消费时代的转变，经历了泡沫经济和金融破产，经济萧条下口红效应明显；同时日本人口老龄化程度加剧、消费者对于医疗支出的增长刺激保健品行业规模快速增长。

**2005 年之后：**整体来看日本保健食品增速从高处回落至中低个位数水平，一度在疫情冲击下变为负增长，这主要是因为行业已过快速增长期，在地震的冲击及内需乏的情况下，即使功能标示制度的出台也未改变行业低速增长的走势。但这并不意味着保健品行业全无亮点，其中细分行业运动营养市场在政策出台后快速升温，一度突破 25% 的增长，在保健品行业占比由 2009 年的 4.2% 增长到 2023 年的 11%。

图表 1：不同制度催化下日本保健品规模及同比（亿日元）



来源：Euromonitor, wind, 日本健康营养食品协会, 艾瑞咨询, 华福证券研究所



图表 2: 日本保健品发展历程复盘

| 时间      | 1990年  | 2001年   | 2015年   |
|---------|--|---|---|
| 社会背景    | 日本第三消费时代，经济高速发展的后半场；人口结构尚比较健康，老龄化程度不明显                                 | 日本第三、四消费时代的转变，经历了泡沫经济、金融破产的影响，经济进入下行区间，同时老龄化水平进一步加深 | 进入日本第四消费时代，同时伴随着非常严重的老龄化现象  |
| 人口结构    |  |   |   |
| 日本保健品规模 | 3620亿日元  | 9780亿日元   | 11839亿日元  |
| 颁布政策    | 特定功能保健品 (FOSHU)  | 营养机能食品 (FNHC)                                       | 功能性食品 (FFC)   |
| 具体内容    | 具有特定保健成分的食品，有助于维持和促进健康；  | 提供以补充身体健康生长、发育和维持健康所必需的特定营养成分为目的食品；                 | 适用于没有疾病的人群（未成年人、孕妇和哺乳期的女性除外），基于科学证据的补充某些营养成分                                  |
| 可标示成分   | 认证内容主要为七大功效类别  | 产品可用成分和用量需按照规定使用。包含13种维生素、6种矿物质、1种脂肪酸               | 机能性相关成分，需为可定量定性的成分  |
| 审核方式    | 政府对其有效性、安全性进行审批，认证严格，需要经过临床试验，大约需花费数十万美元并历经两年审查；获得消费者事务厅批准后，可以声称被批准的功能 | 其功能已经科学证据证实，符合营养功能标准规定的声称，无需审批或注册                   | 上市前60天在消费者事务厅进行备案，提供证明食品安全和有效性科学文献或临床试验等功能评估的依据，政府不对产品的安全性和有效性进行审查，但经营者需对产品负责 |

来源：日本内阁府，日本健康营养食品协会，日本厚生劳动省，艾瑞咨询，华福证券研究所

纵观日本保健品各细分市场，膳食补充剂规模仍为行业之首，运动营养领域逐渐兴起，近五年复合增长率达12%。根据 Euromonitor，在 2009-2023 年内，膳食补充剂行业份额呈缩减趋势，但仍与其他行业拉开明显差距，份额一直保持 top1；传统滋补、体重管理行业整体规模及占比均有减少；运动营养市场占比最小，但呈明显上升趋势，CAGR5 和 CAGR10 分别为 12.0%/9.3%。截至 2023 年，保健品四个细分行业膳食补充剂/体重管理/传统滋补/运动营养占总市场份额分别为 61.2%/6.0%/21.7%/11.0%，运动营养超过体重管理成为保健品第三大市场。

图表 3: 日本保健品四个细分市场概况

| 细分行业  | TOP5 公司                   | TOP5 品牌                                      | 产品举例                                       | 近五年规模及增速 (亿美元) |
|---|---------------------------|--|--|----------------|
| 膳食补充剂<br>(Vitamins and Dietary Supplements) | 三得利、大正医药、安利、Oscar、FANCL 等 | Sesamin、Lipovitan、Nutralite、Alinamin、Fancl 等 | 大多以片剂为形态、高浓度的营养功效补充剂，例如含有维生素、胶原蛋白等营养元素的补充剂 |                |



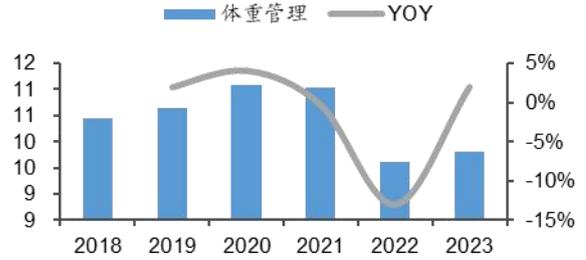
体重管理

(Weight Management and Wellbeing)

康宝莱、雅培制药、雀巢、BellRing、简单好食品公司等

Fancl、Forskohlii、Protein Diet、Micro Diet、Nishitoll 等

以减脂为目的的代餐食品（冲饮、巧克力等）、减肥茶、减肥补品等



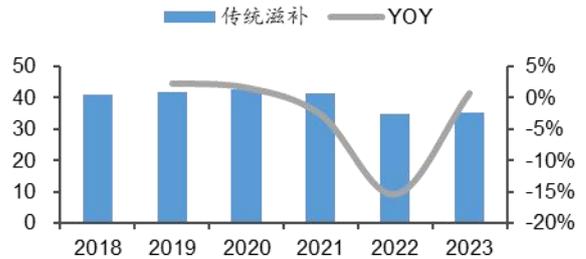
传统滋补

(Herbal/Traditional Products)

杨爱瑾、佐藤制药、旭良研株式会社、三得利、Yomeishu 等

Miki、Ryokukou Aojiru、Yunker、Yomeishu、Sesamin 等

大多提取草本等有效成分，例如由羽衣甘蓝或大麦叶制成的日本青汁、能量草本补充剂、芝麻明、草药利口酒等



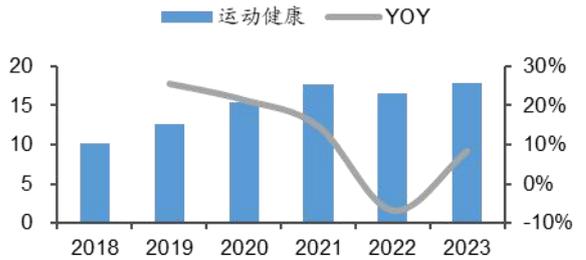
运动营养

(Sports Nutrition)

明治控股、大冢控股、THG、朝日集团、DNS 等

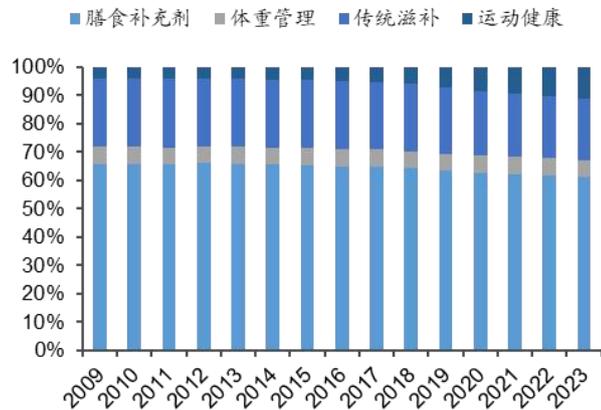
Savas、Calorie Mate、Myprotein、Ippon Manzoku Bar、DNS 等

大多为蛋白粉以及即饮饮料等



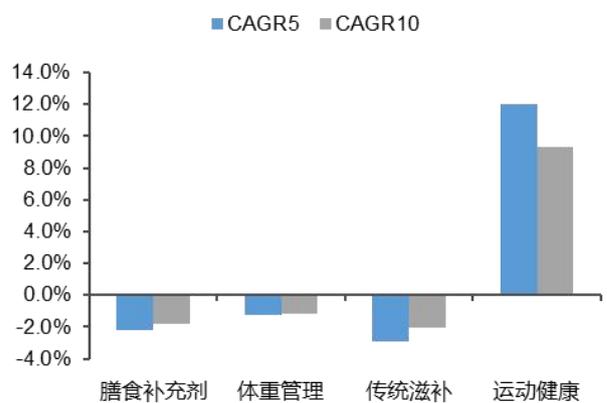
来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表 4: 2009-2023 年日本保健品细分市场份额变化情况 (%)



来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表 5: 日本运动营养市场十年间高速增长 (%)



来源: Euromonitor, 华福证券研究所

1.1 运动营养市场: 小众市场的政策东风及健康意识崛起

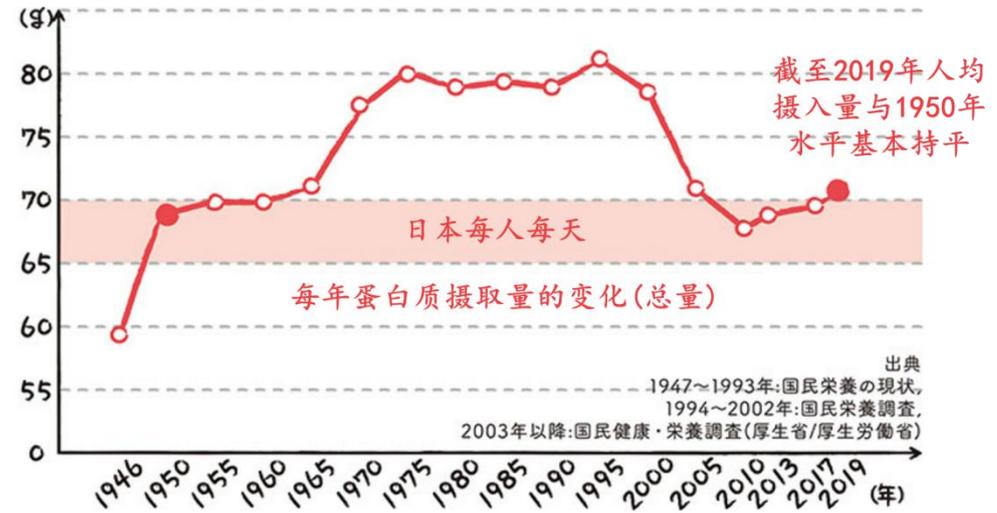
运动营养市场: 逐渐崛起的小众保健品赛道, 联动乳企参与。从日本人均蛋白质摄入量来看, 近年来日本人均蛋白质摄入量已降至与 1950 年代的水平相同, 这



主要是由于过度节食和对过度关注蔬菜的饮食习惯的认识而导致摄入不足所致。

2020年11月4日，明治发布相关研究首次论证了每日蛋白质摄入量与肌肉质量增加之间存在普遍的正相关关系。运动营养类产品针对健身群体以及普通群体的日常蛋白质补充需求，正逐渐崛起。

图表 6: 2019 年日本人均蛋白质摄入量降至和 1950 年持平



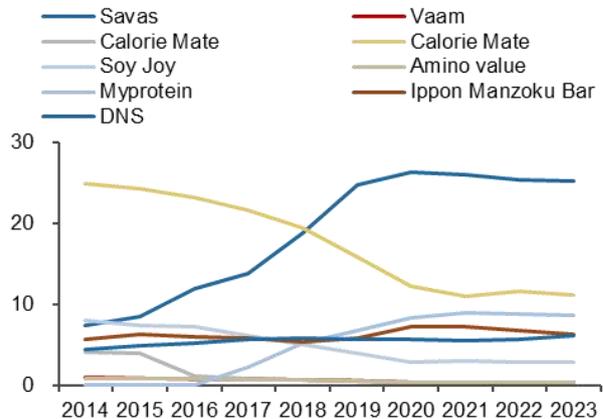
来源：明治官网，华福证券研究所

图表 7: 运动保健品市场规模及增速情况 (百万美元)



来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 8: 运动营养市场前十大品牌份额变化情况 (%)

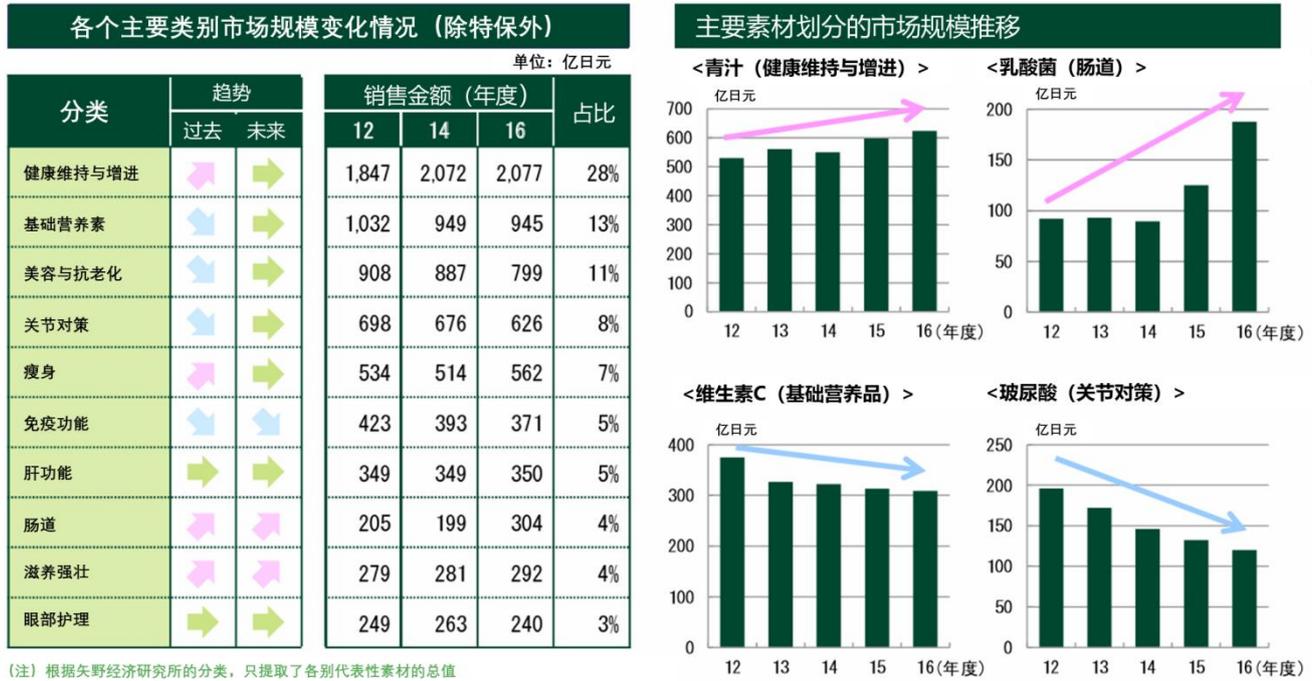


来源：Euromonitor，华福证券研究所（注：其中 DNS 品牌为收购前后合并规模）

脱虚向实，消费者对保健品的诉求逐步由美化生活的附加属性转变为生活化疾病预防/健康增强的属性，减重风潮叠加疫情带来的健身意识，有利于运动营养市场的发展。不同阶段下日本消费者对健康类产品的功效追求侧重点不同，根据矢野经济研究所，健康维持与增进产品如青汁、基础营养素例如 VC、美容类产品如玻尿酸占据前三，但由于现代生活方式所导致的中性脂肪和内脏脂肪堆积，各年龄阶层群体开始重视“腹部脂肪及体重减轻”，而侧重于美白抗衰等具有健康之外的美丽附加属性产品如 VC 和玻尿酸的需求量呈下降趋势，具有肠道调节功能的乳酸菌规模呈现高速增长，预计未来也将呈现持续增长趋势。根据日本体育厅民意调查显示，越

来越多的人意识到增强免疫力和基本体力的重要性，民众增进健身的原因排名前三分别为【工作不再繁忙】、【防范新冠】以及【建立了运动的兴趣】，民众健身、增进健康免疫意识的提升，为运动营养市场增长奠定群众基础。

图表 9: 具有调节健康功能的青汁、乳酸菌市场规模增加，美容类产品规模缩减



来源: 矢野经济研究所, 三井住友银行, 华福证券研究所

图表 10: 最新调查显示, 日本消费者对功能性食品的体重减轻及肠道调节功能最关心

| 年龄段    | 性别          | 排名 | 对功能性食品哪方面功效感兴趣   | 支持率   |
|--------|-------------|----|------------------|-------|
| 20-30岁 | 男性 (n=865)  | 1  | 腹部脂肪及体重减轻        | 27.6% |
|        |             | 2  | 改善肠道环境及便秘        | 19.3% |
|        |             | 3  | 饭后抑制中性脂肪上升       | 14.2% |
|        | 女性 (n=884)  | 1  | 腹部脂肪及体重减轻        | 33.8% |
|        |             | 2  | 改善肠道环境及便秘        | 31.3% |
|        |             | 3  | 缓解压力             | 16.0% |
| 40-50岁 | 男性 (n=1092) | 1  | 腹部脂肪及体重减轻        | 33.0% |
|        |             | 2  | 改善肠道环境及便秘        | 20.9% |
|        |             | 3  | 饭后抑制中性脂肪上升       | 14.6% |
|        | 女性 (n=983)  | 1  | 腹部脂肪及体重减轻        | 35.6% |
|        |             | 2  | 改善肠道环境及便秘        | 31.0% |
|        |             | 3  | 减轻眼睛疲劳, 改善色彩辨别能力 | 17.4% |
| 60岁以上  | 男性 (n=1173) | 1  | 腹部脂肪及体重减轻        | 22.1% |
|        |             | 2  | 血压降低             | 19.9% |
|        |             | 3  | 改善肠道环境及便秘        | 19.4% |
|        | 女性 (n=793)  | 1  | 腹部脂肪及体重减轻        | 24.0% |
|        |             | 2  | 改善肠道环境及便秘        | 24.0% |
|        |             | 3  | 骨骼健康保持强度         | 19.4% |

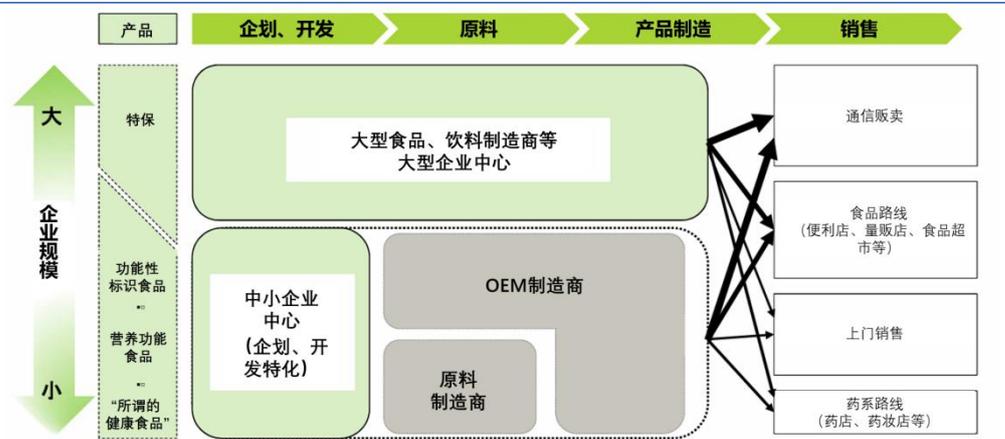
来源：矢野经济研究所，kotra，华福证券研究所（上表数据来自矢野经济研究所 2022 年 9 月以全国 5790 名 20-60 岁以上消费者(男 3,130 名，女 2,660 名)为对象进行的“功能性食品相关关注度问卷调查”结果）

功能性食品赛道的快速发展受到各个企业的关注，成为运动营养市场参与者切入的重要途径。特保制度的推出对于此前时点来说也是划时代的意义。但随着时间推进，由于特定保健品制度的要求，特保产品的上市需要经历长时间的研发、临床试验以及政策流程检验，往往一般的中小企业无法承担高研发成本以及兑现较慢的时间成本，因此一般只有大型企业或者行业龙头才会选择申请注册特定保健品，因此在特保制度上市十几年后，产品注册从爆发式增长到趋于平稳，不论是经济下行期带来的企业无法承担的高成本，还是行业本身趋于饱和，强者愈强下中小企业没有继续生存下去的机遇，因此行业规模一度陷入瓶颈。自 2015 年功能性食品政策的推出为中小企业开辟了一条新通道，准入门槛的降低、先注册上市后审批的制度也降低了企业的试错成本，因此大批企业开始尝试申请注册功能性食品。截至目前，不同类别企业参与健康食品产业链主要分为两种路径：

(1) 注册申请成为特定保健品，但这部分企业大多是大型制造商，能够完成产品企划到制造、销售的完整产业链。

(2) 申请成为开发成本相对较低的功能性标示食品、营养功能食品，这部分企业大多专注于产品企划和广告宣传，将生产委托给外部。

图表 11：不同类别企业加盟健康食品产业链



来源：三井住友银行，华福证券研究所

### 1.2 百年乳企明治：旗下 Savas 品牌成为日本运动保健市场的 Top1

运动营养市场参与者分布较广，涵盖乳制品、休闲零食、制药、啤酒等多个行业，明治份额远超行业二/三。明治依靠在乳制品领域积累的强大渠道力，包括线下商超便利店的铺货以及通信贩卖渠道的销售，为产品的推广奠定坚实基础，同时乳企龙头的背书也让消费者更加易于接受运动营养新品。根据 Euromonitor，运动蛋白产品以牛奶蛋白衍生产品为主，但这些产品的形式不再局限于运动蛋白粉或 RTD。例如，明治正在开发 TANPACT 品牌下的饮料、巧克力、饼干和袋装汤，这些品牌声

称蛋白质含量高，同时为消费者提供更多选择。

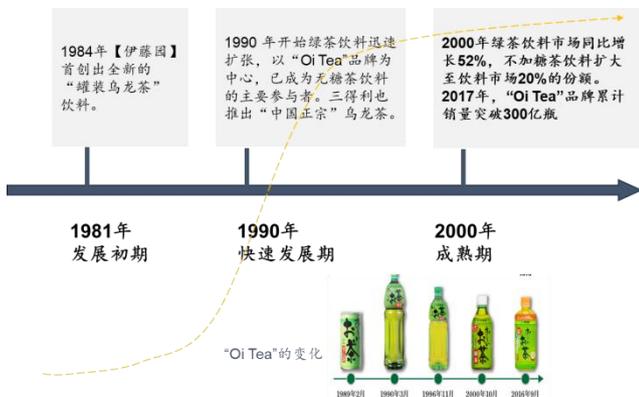
图表 12: 运动营养企业份额

| 公司名称   | 所属行业     | 份额   | 运动营养主要品牌                         |
|--------|----------|------|----------------------------------|
| 明治控股   | 乳制品      | 26.0 | Savas、Vaam、Perfect Plus          |
| 大冢控股   | 制药       | 14.3 | Calorie Mate、Soy Joy、Amino value |
| THG    | 化妆品和运动营养 | 8.7  | Myprotein                        |
| 朝日     | 啤酒       | 6.3  | Ippon Manzoku Bar                |
| DNS    | 运动营养     | 6.2  | DNS                              |
| Weider | 运动营养     | 5.1  | Weider                           |
| 味之素    | 味精       | 4.1  | Amino Vital                      |
| Kentai | 运动营养     | 3.8  | Kentai                           |
| 滨田糖果   | 休闲零食     | 1.1  | Balance Power                    |
| 格力高    | 休闲零食     | 0.8  | Glico                            |
| 森永乳业   | 乳制品      | 0.7  | In Protein                       |
| Dome   |          | -    | -                                |

来源: Euromonitor, wind, 华福证券研究所 (注: 上表公司份额为欧睿 2023 年数据; 2020 年 Dome 旗下运动营养业务被 NSSK 收购, 曾经营 DNS 品牌)

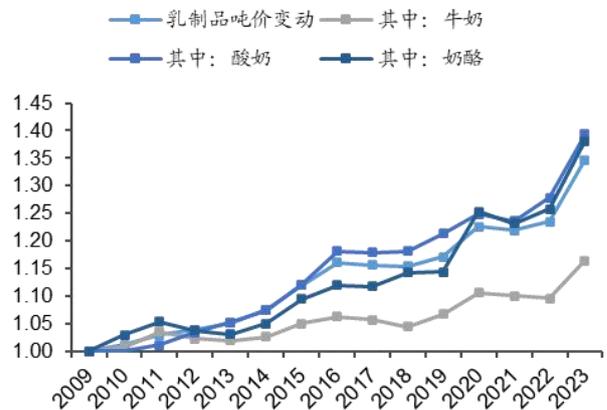
人口老龄化及新兴赛道挤压下，乳制品需求承压，百年乳企求变。明治作为百年乳企，在乳制品的研发生产、销售方面有较强的竞争优势，但受制于人口规模缩减下的乳制品行业的天花板有限——乳制品消费量从 2000 年开始下降，但由于消费者对健康的关注，鲜奶及酸奶的消费量拉动整体消费量回升，至 2017 年达到 1217 万吨后，消费量规模趋缓。主要原因有三：1) 茶饮及矿泉水赛道的多元化、口感丰富等特点抓住主流消费群体偏好，乳制品消费受到一定挤压；2) 经济下行导致人口结构的调整使得鲜奶人均消费量下降；3) 日本经济泡沫破裂后整体陷入长期通缩，乳制品提价策略通常难实现，量价齐降下难以维持乳制品行业规模。

图表 13: 茶饮赛道的快速发在挤压乳制品需求



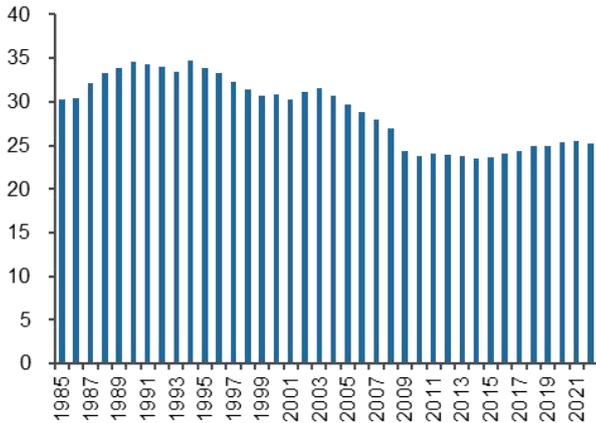
来源: 日本食品产业新闻, 华福证券研究所

图表 14: 相比于其他乳制品，牛奶提价稍显乏力



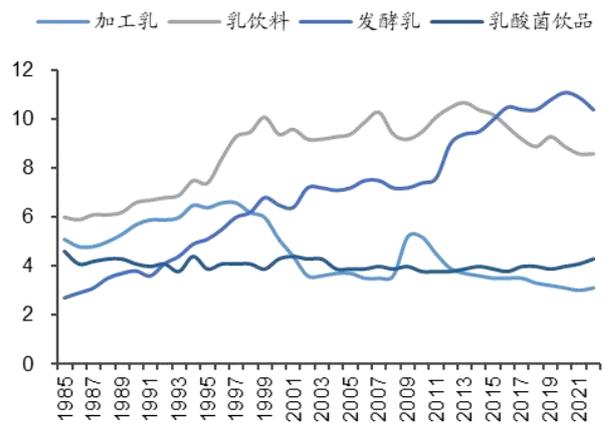
来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表 15: 日本人均牛乳消费量 (L/人)



来源: 日本乳业协会, 华福证券研究所

图表 16: 其他乳制品日本人均消费量 (L/)



来源: 日本乳业协会, 华福证券研究所

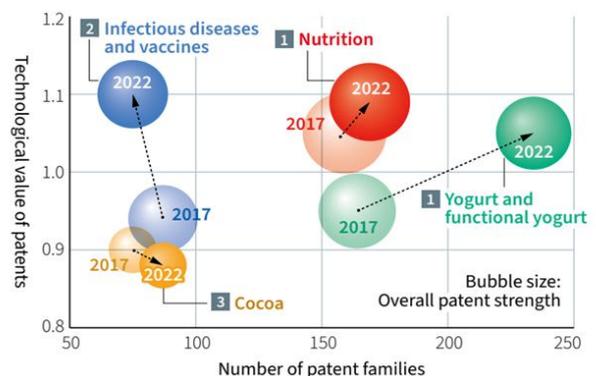
明治作为日本乳企龙头, 具备较强的蛋白质产品及健康产业的研发优势, 确保**保健品功能的更新迭代**。根据前文所述, 在经济下行期乳制品不具备提价优势下, 开拓溢价率相对更高的功能性附加产品、进行产品结构调整, 是乳企重获盈利优势的一大方向, 其中保健品具备充分的健康功能性特征, 是明治发展多样化赛道的优势选择。明治自创立之初就致力于为日本消费者提供健康的食品。根据 Patent Result 公司数据, 截止 2022 年 3 月明治在营养和酸奶奶酪领域的专利数量均超过 300 个。明治将自身成熟的乳制品研发经验融入蛋白粉的产品创新, 采用急速吸收制造方法将牛奶和运动营养相结合, 开发出“牛奶蛋白”, 此项技术于 2021 年 5 月获得专利。

图表 17: 明治健康产业收并购历程

| 日期      | 项目  | 战略规划                        |
|---------|---|-----------------------------|
| 1974年3月 | 合资Tijpto Pusposuharto(印度尼西亚)                | 抗生素及其他药品的制造和销售              |
| 1979年9月 | 合资Nana Chart TradersConsolidation Ltd.等(泰国) | 抗生素及其他药品的制造和销售              |
| 2014年6月 | 收购Medreich Ltd.(印度)                         | 合同制造组织/合同开发和制造组织业务以及医药制造和销售 |
| 2018年7月 | 收购KM Biologics Co., Ltd.(日本)                | 疫苗、血浆制品等生物药品的研发、生产和供应       |
| 2020年7月 | 收购AUSTASIA GROUP PTF LTD(新加坡)               | 采购稳定、优质的原料供应                |

来源: 明治官网, 华福证券研究所

图表 18: 明治专利优势



来源: 公司公告, 华福证券研究所

SAVAS 作为日本运动营养市场份额最大的品牌,面向不同消费群体打造特定的**运动营养产品**。明治于 1980 年推出运动营养品牌 SAVAS, 主营蛋白粉产品, 作为日本销量第一的蛋白质产品品牌, SAVAS 旗下产品分为三类: 增肌型、塑身型和专业

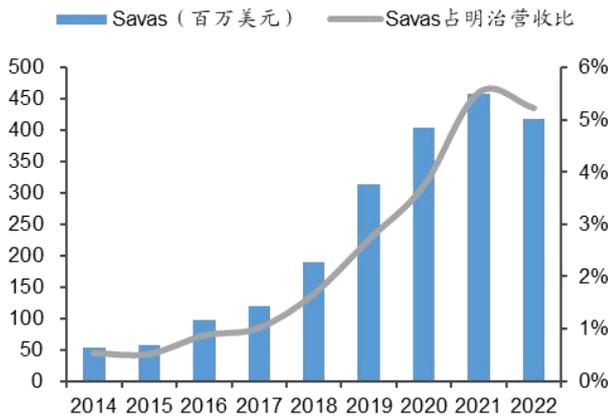
pro 型。增肌型产品针对高度蛋白质需求的运动爱好者，SAVAS 提高蛋白质含量，满足理想肌肉训练者高蛋白质、低脂肪的需求；塑身型主要瞄准运动女性，品牌在产品中添加支持健美的维生素、胶原蛋白等成分，充分支持运动女性健美需求；而专业 pro 型产品主要为重度健身爱好者以及专业运动员设计，SAVAS 添加维生素及矿物质，支持运动员过度劳累的身体的恢复。多样化的产品战略大幅度扩展 SAVAS 产品的使用场景，使其在众多运动营养品牌之中取得差异化优势。考虑到疫情限制健身需求以及同行新品的竞争等原因，导致 2022 年明治 Savas 营收增速趋缓。

图表 19: Savas 品牌热销的运动营养类产品



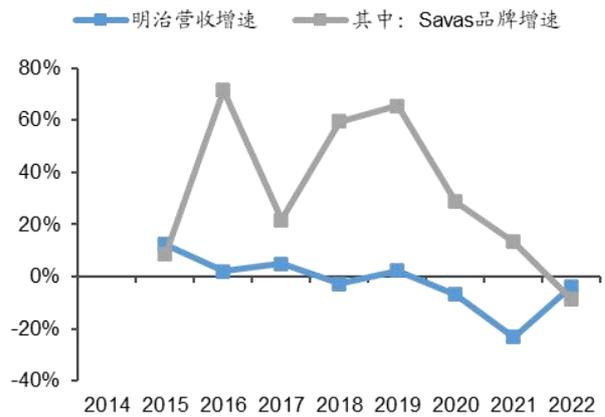
来源: 明治官网, 华福证券研究所

图表 20: Savas 品牌在明治整体产业占比提速明显



来源: Euromonitor, wind, 华福证券研究所

图表 21: Savas 较明治其他品牌展现出较强韧性

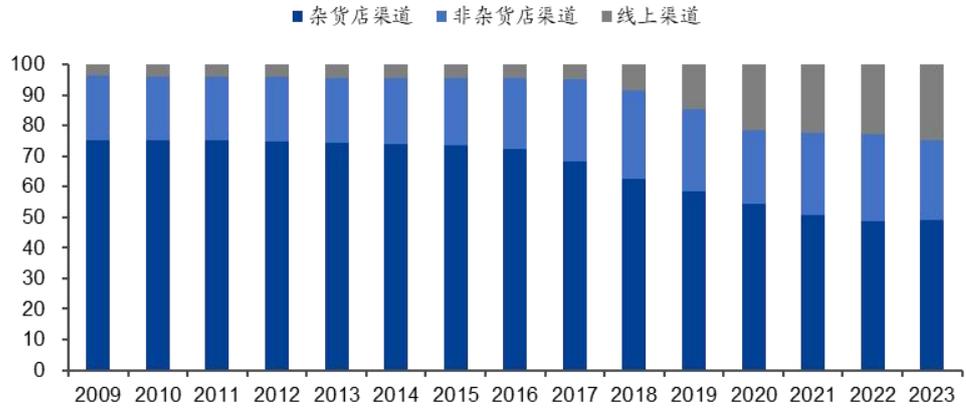


来源: Euromonitor, wind, 华福证券研究所

行业目前仍以线下渠道为主，明治作为日本乳制品的龙头企业，其强大的渠道背景有利于推广运动营养新品。根据 Euromonitor，2023 年运动营养市场线下/线上渠道占比分别为 75.3%/24.7%，相比于 2009 年的 95.8%/4.2%，线上渠道比重明显增长，这得益于日本通信贩卖渠道的发展。分产品来看，蛋白粉作为健身群体复购率较高

的产品，消费者大多通过线上渠道进行购买；而即饮饮料则更多以线下渠道进行铺货，用于一次性营养补充剂和满足旅途中的需求。

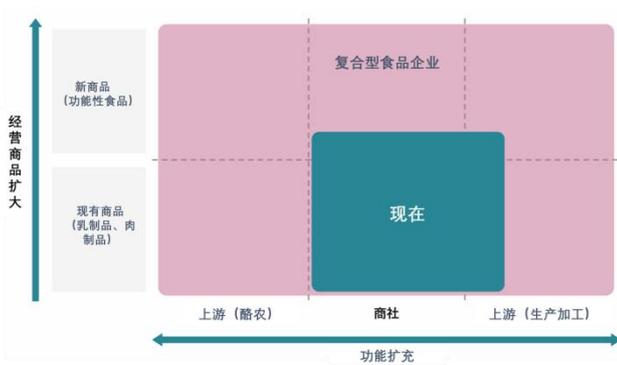
图表 22: 运动营养行业仍以传统线下渠道为主，近年来线上渠道份额有所增加



来源: Euromonitor, 华福证券研究所

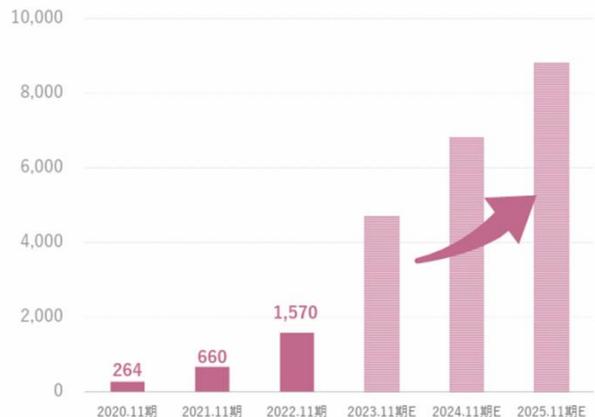
近年来，中小乳企也在尝试通过注册申请功能性食品切入运动营养市场。如前文所述，功能性标示食品政策因其门槛较低、先上市后审批的制度特点，收到中小企业的青睐。同时，根据矢野经济研究所，功能性食品里营养品/一般食品/生鲜产品占比分别为 53.6%/42.6%/3.8%，一般食品也占据很高的份额，包容多行业企业进入，丰富功能性食品形态。以 LACTO Japan 为例，作为日本乳企，主业为乳制品原料以及奶酪、肉制品，近年来也在逐步进军运动营养赛道，并将功能性食品作为未来长期发展的支柱业务。目前来看，公司主要为功能性食品提供原料，并且销量提升明显，根据公司发展规划，未来公司将向保健品细分品类——运动神经和胶原蛋白方向发展，开发相应的新品。

图表 23: LACTO 业务规划



来源: Lacto Japan 公告, 华福证券研究所

图表 24: LACTO 对功能性食品销售目标



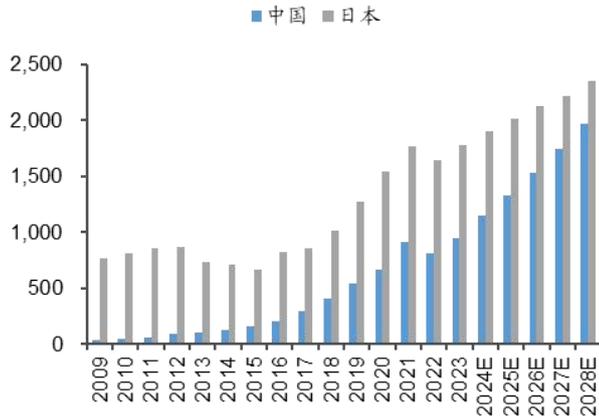
来源: Lacto Japan 公告, 华福证券研究所

### 1.3 以日鉴中，运动营养方兴未艾



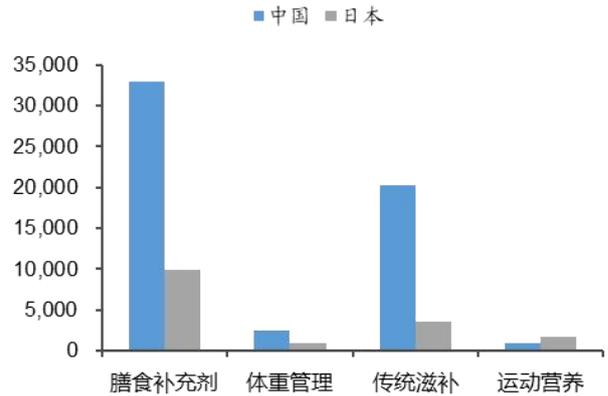
当前，我国运动营养市场规模较小。根据 Euromonitor，2023 年中国运动营养市场占比仅为 1.7%，对比同期日本市场占比为 11%，若再考虑中国老龄化程度不及日本、人口规模远超日本的背景下，中日运动营养市场仍存在较大的差距，中日对比来看，我国运动营养市场仍有较大的发展空间。

图表 25: 中日运动营养市场规模对比 (百万美元)



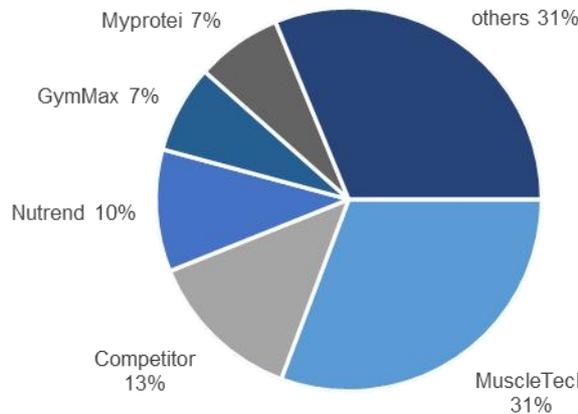
来源: Euromonitor, 华福证券研究所 (注: 2024-2028 年为 Euromonitor 预测)

图表 26: 2023 年中日保健品细分市场规对比 (百万美元)



来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表 27: 2023 年中国运动营养市场 top5 品牌份额



来源: Euromonitor, 华福证券研究所

受疫情催化，国内运动营养市场有望迎来快速增长。疫情三年激发了全民自下而上的运动健身需求，根据 IQVIA，中国消费者对“运动恢复”的概念初步形成，我国运动营养市场潜力巨大。随着国民健身需求、产业业态和消费者认知的发展，运动营养市场容量将迎来高速增长，年增幅可达 40%，国内运动营养市场的市值可达 1000 亿以上。同时 2022 年国务院办公厅印发《“十四五”国民健康规划》，指出 2025 年经常参与体育锻炼的人数比例要达到 38.5%，自上而下支持全民健身以及相关产业发展，为运动营养市场发展打下基础。



图表 28: 2019 年以来我国运动营养相关政策梳理

| 政策名称                                | 发布部门        | 发布时间   | 相关内容  |
|-------------------------------------|-------------|--------|---|
| 《“十四五”国民健康规划》                       | 国务院         | 2022 年 | 到 2025 年，公共卫生服务能力显著增强，一批重大疾病危害得到控制和消除，医疗卫生服务质量持续改善，医疗卫生相关支撑能力和健康产业发展水平不断提升，国民健康政策体系进一步健全，人均预期寿命在 2020 年基础上继续提高 1 岁左右。 |
| 《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》            | 中共中央办公厅、国务院 | 2022 年 | 到 2025 年，更高水平的全民健身公共服务体系基本建立，人均体育场地面积达到 2.6 平方米，经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%；到 2035 年，全民健身公共服务体系全面建立，经常参加体育锻炼人数比例达 45% 以上。    |
| 《全民健身计划(2021-2025 年)》               | 国务院         | 2021 年 | 到 2025 年，县(市、区)、乡镇(街道)、行政村(社区)三级公共健身设施和社区 15 分钟健身圈实现全覆盖，每千人拥有社会体育指导员 2.16 名，带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元。                      |
| 《国务院办公厅关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》 | 国务院         | 2019 年 | 优化体育消费环境、出台鼓励消费政策、培养终身运动习惯；提升体育服务业比重，大力培育健身休闲、竞赛表演、场馆服务、体育经纪、体育培训等服务业态；打造体育产业增长极，促进区域特色体育产业发展等                        |
| 《中共中央国务院关于深化改革加强食品安全工作的意见》          | 国务院         | 2019 年 | 加强食品安全领域的科技创新，引导食品企业加大科研投入，完善科技成果转化应用机制。  |

来源：国务院，华福证券研究所

目前，中国人均饮奶量和日本之间均存在较大的差距，从乳制品角度来看，行业仍有一段人均饮奶量提升的逻辑，才可能会延伸到运动营养市场的孵化上，目前企业端来看更多在做渠道下沉、以及包括低温在内的新品拓展上；从保健品角度来看，首先制度上仍较严格，以蓝帽子作为保健产品的唯一证明。同时，国内运动营养产品形态仍以蛋白粉为主，产业深度绑定运动健身市场，非健身人群并未作为目标群体，这也存在一定的空间局限性。参照日本，如果保健品概念能有所扩大，乳企在运动营养方面的发展潜力将可观。

回顾我国乳制品行业，当前双寡头的竞争壁垒建立在对上游奶源把控、品牌知名度及渠道覆盖广度上，没有新进入企业能够相提并论，当前二者的竞争聚焦在存量市场已有产品的提价困难、渠道的下沉以及乳制品的新品培育期的问题上；而对于其他中小乳企，能够凸显相对优势的品类一般是在特定区域具有一定知名度的低温奶，其他产品例如常温奶、奶酪、冷饮等均在蚕食其他中小企业份额，带来结构性机会。以日鉴中，我国乳企目前对于消费者需求的挖掘仍集中在乳制品这一个大品类上，这其中一定程度上有政策的局限性，但考虑到消费者每日消费定量乳制品，量的提升有限；在常温奶为主导的乳制品市场里，以新品类来拉升整体价盘空间也不大，行业始终存在空间瓶颈，如果可以将运动营养赛道作为切入保健品赛道的方式之一，以此突破产品边界，能够缓解企业端因人口增长动力不足、人均奶类消费瓶颈带来的营收缩减；同时，虽然目前我国保健品行业受限于政策的制约，但对比



日本来看，政策的放宽是大势所趋，有意入局的企业仍可以储备专业营养产品，为日后的爆发蓄力。目前来看，我国蒙牛、伊利、均瑶健康等乳企、汤臣倍健、科拓生物等保健品企业已在相关领域有所布局。

图表 29：近年国内企业逐步向健康保健领域拓展

| 公司   | 向健康保健领域拓展的进展   |
|------|--|
| 伊利股份 | 将原先的奶粉事业部中成人奶粉独立出来，设立 <b>成人营养事业部</b> ，未来可能向更广阔的成人营养健康领域开拓品类  |
| 蒙牛乳业 | 蒙牛迈胜开创了 <b>中国首款液体蛋白营养补剂</b> ，并于今年2月首发15g和25g两款多维运动蛋白营养饮。   |
| 均瑶健康 | 并表润盈、打造品牌每日博士，发力BC端 <b>益生菌赛道</b>   |
| 科拓生物 | 发力 <b>益生菌赛道</b> ，研发出包括干酪乳杆菌 LC-Zhang、乳双歧杆菌 V9 等多种明星菌株  |
| 仙乐健康 | 挖掘日常消费场景的真实需求，打造“ <b>耐力补充剂</b> ”左旋肉碱电解质泡腾片等产品  |
| 西王食品 | 2016年以48.75亿的价格收购加拿大运动营养公司 Kerr，旗下经营品牌 <b>MuscleTech</b> ，2015年该品牌在加拿大地区份额11%                                  |
| 康比特  | <b>主营运动营养食品、健康营养食品</b> 、科研攻关及科技服务，向专业群体、大众和青少年提供针对性产品  |
| 汤臣倍健 | 2016年3月，汤臣倍健与 <b>NBTY</b> 签署合作协议，共同成立合资公司，新公司将拥有NBTY旗下的自然之宝(Nature's Bounty)和美瑞克斯(Met-RX)两个品牌在中国市场的永久经营权及商标使用权 |
| 嘉必优  | ARA 领军企业，开发多种包含不饱和脂肪酸 ARA、藻油 DHA、SA 和天然β-胡萝卜素等多系列产品， <b>ARA 被广泛应用于婴配、蛋白粉等产品中</b>                               |

来源：公司官网，每日食品，36氪，澎湃，各公司公告、共研网、财经网、企业观、河北电视台、中国网，华福证券研究所

## 2 风险提示

**政策监管趋严的风险：**当前我国保健品行业政策仍以蓝帽子作为唯一认证标准，此前保健品的虚假宣传仍给行业带来深刻的负面影响，存在未来政策端不放松甚至趋严的风险；

**人口规模持续下降导致需求端下降的风险：**目前我国人口老龄化程度不断加深，叠加近年来人口出生率的下降，存在人口规模的持续缩减带来的需求缩减的风险；

**乳制品行业竞争加剧的风险：**我国乳制品行业已发展较为成熟，但近年来仍有“简爱”等新品牌的出现，分走存量市场；

**海外企业对国内市场的挤压：**我国保健品行业海外品牌占据份额较大，海外成熟品牌对国内市场份额的掠夺不利于国内品牌的孵化，未来仍存在海外企业对国内企业的挤压、竞争加剧的风险。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

## 投资评级声明

| 类别   | 评级   | 评级说明                               |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上       |
|      | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间   |
|      | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn