

证券研究报告|行业专题报告
食品饮料行业
行业评级 强于大市（维持评级）
2024年8月14日



日本乳制品专题： 紧握需求脉搏，日本乳制品破局之道

证券分析师：

刘畅 执业证书编号：S0210523050001

张东雪 执业证书编号：S0210523060001

联系人：杜采玲

请务必阅读报告末页的重要声明

- **复盘日本乳业发展史，政策为先。**日本乳制品发展历史较长，二战后的“学生奶”计划明显提振乳制品消费，为日本乳制品总量发展打下坚实基础。另一方面，政府主导调控生乳供给，起到均衡供需、平抑奶价的作用。当前，日本乳制品行业已进入成熟期，消费者心智成熟，产业链基础扎实，乳制品内部结构从液乳向干乳等品类转移。从原奶周期看，尽管在日本政府的强管控下原奶周期仍然存在，**因此我们认为原奶周期不可避免，强计划主要帮助上游生产拉平周期、降低振幅。**产业链来看，上游日本“小奶农”体系下诞生出“一元收集，多元销售”的供应链体系，重塑产业链地位，弱势奶农群体在供应链上获得较高话语权，而下游乳企基本都有百年历史，但是议价能力弱，是成本的接受者。
- **日本乳企面临的问题：**1) 老龄化和外部替代下，市场总量见顶；2) 下游格局稳定，单企业很难抢占别人的份额；3) 通缩环境及液乳分散化的格局，乳企提价困难；4) 上游议价力强，原奶易涨难跌，乳企成本刚性，利润较薄。**而总结日本乳企的方法论，我们发现主要包括：**1) 品类多样化；2) 国际化；3) 功能化；4) 内部降本增效四个方法打开固有的量价空间。
- ✓ **国际化和功能化是大势所趋。**1) **国际化是打开量的主要方法，差异化下价格能高于本土终端价格。**对比养乐多和明治。养乐多在国际化上进展更早、更坚决，其“小红瓶”+养乐多妈妈的模式是打开新市场的完美组合，同时出海目的地的选择上，通过先向下渗透发展中国家再凭借品牌优势向发达国家渗透，符合国际贸易规律，但明治受其出海目的地、本土化及各国法规限制等问题，其国际化进程较慢。2) **健康化意识提升+高生产成本制约，功能化是最好的解题方法。**养乐多踏步于舒适圈中，近年来推出的新品主要围绕口味、减糖等基础性的改变，而养乐多1000这类强功能化的产品较少，无法给消费者足够的吸引力。明治拥有较强的产品研发和产品推新能力，多个功能性新品均在关键时刻推动明治业绩增长，且高附加值的功能性产品策略是明治的核心重要战略，未来也有望发挥更强功效。
- **风险提示：日本国内需求见顶，国际贸易政策风险，食品安全风险**

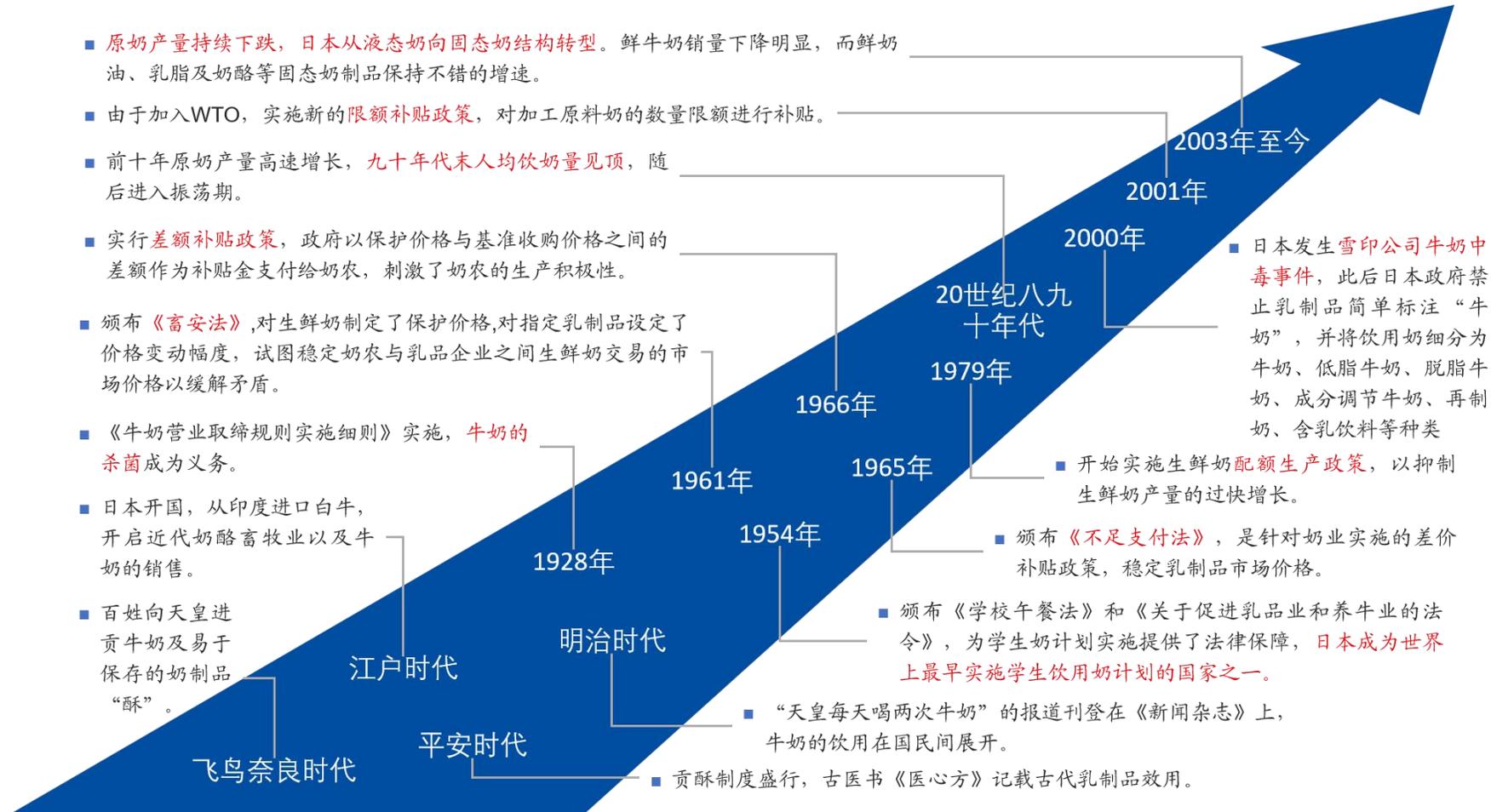
目 录

- 复盘日本乳业发展史，政策为先
- 日本乳企面临什么问题？如何突破？
- 国际化和功能化是大势所趋——以明治和养乐多为例
- 风险提示

1.1 供需均由政策主导，市场迈入成熟期

➤ **行业进入成熟期，供需两端均由政策主导，基础扎实。**日本乳制品发展历史较长，明治时期“天皇每天喝两次牛奶”促进乳制品在民间的普及，同时二战后的“学生奶”计划明显提振乳制品消费，为日本乳制品总量发展打下坚实基础。另一方面，政府主导调控生乳供给，起到均衡供需、平抑奶价的作用。当前，日本乳制品行业已进入成熟期，在经历多轮周期后，消费者心智成熟，产业链基础扎实。

图：日本乳制品发展史复盘

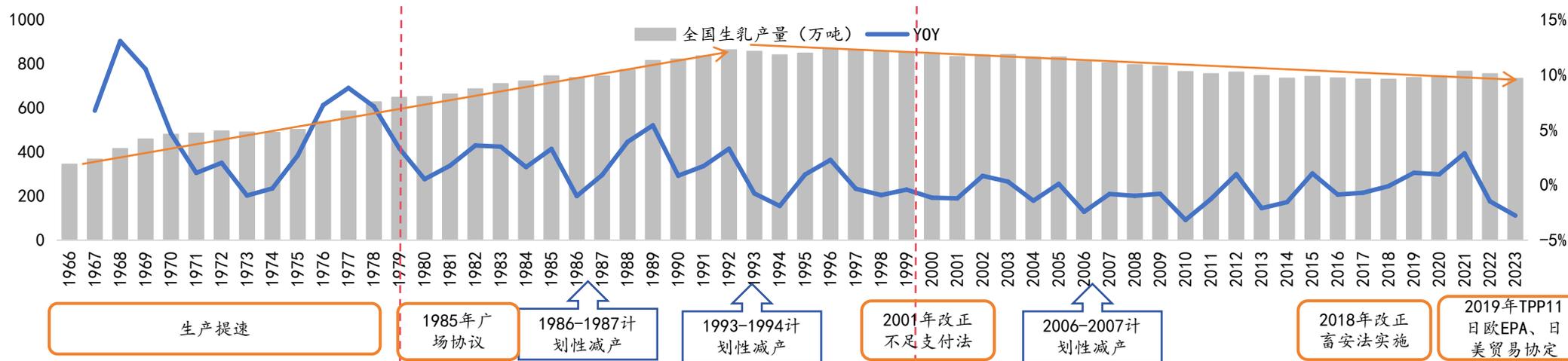


1.1 供需均由政策主导，市场迈入成熟期

➤ 日本原奶的供需周期也是上游法律完善的实证反馈。

- ✓ 1950-1979年：“学生奶”计划后该阶段的主旋律为原奶供给跟不上需求的爆发式增长，同时小农制下奶农与乳企矛盾凸显，日本出台《畜安法》，通过“一元收集、多元销售”的方法保障奶农权利、平抑奶价波动，**同时通过差额补贴保障国内乳企的竞争力和多品类发展的可能性**；
- ✓ 1980-1999年：供需反转，从缺奶变为奶多，日本出台**配额生产制度**抑制原奶过快增长，同时分别在1986年以及1993年实行计划性减产；
- ✓ 2000-至今：配额制挫伤奶农积极性，原奶生产自1992年后持续下降，同时日本入市推动2000年**修订《不足支付法》**，政府仍然主导调控原奶的供需和价格，但对原奶改为**限额补贴**，2016年日本黄油荒事件及季节间的供需错配，推动2018年日本出台**改进畜安法**，完善政策。

图：日本生乳产量及政策复盘



	1950-1979	1980-1999	2000-至今
供需情况	需>供	供>求	供求基本紧平衡，存在阶段性小幅波动
法律法规及政策	《畜安法》+《不足支付法》+差额补贴	配额生产制度	限额补贴政策
政府作用	国家通过采用收储抛储方式平抑波动	政府预测下一年度乳制品供需情况，并根据预测对原奶生产指定补贴。国家通过采用收储抛储方式平抑波动，	
政策侧重点	促进生产、稳定奶价、提升奶农议价力	抑制生鲜奶产量过快增长，主导生鲜乳供需平衡	保持生鲜乳的供需平衡（品类、季节、区域等），配合原奶需求结构变化，调控黄油、奶酪等价格

资料来源：日本农林水产省，J MILK，锐观网，农产品市场《日本加工原料奶临时补助金变为长久政策》，华福证券研究所

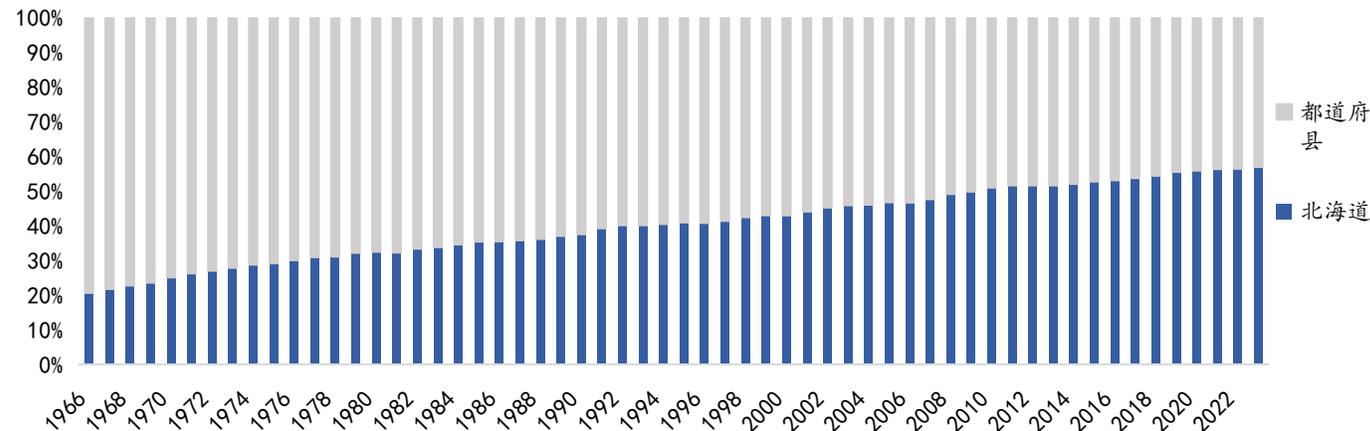
1.2 “一元收集，多元销售”的特色制度，造就独有的上游供应链体系

- **上游参与者以小农户为主，主要分布在北海道及主要城市周边。**明治时期为了给城市提供足够的生鲜奶，日本的奶牛养殖业围绕着城市，以小奶农的模式发展了起来，但是随着冷链和物流技术的发展，1970s开始北海道地区奶农数量及产量增加，同时随城市化发展奶农数量下降，2023财年北海道原奶供应占比已达57%。按用途来分，北海道的原奶主要用于制成加工乳制品，而城市周围的原奶主要用于制成饮用奶。

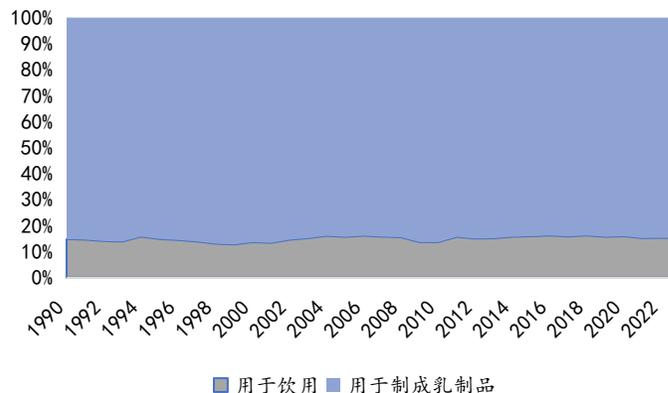
图：主流国家牧场平均规模对比，日本小农户特征明显（头）

	美国	日本	新西兰	澳大利亚	德国
2000		53.00	251.00	170.00	
2005		59.70	322.00		
2009					43.00
2010	172.00	67.80			45.00
2011	153.00	69.90	386.00	231.00	47.00
2012	159.00	72.00	393.00	246.70	49.00
2013		73.40	402.30	249.00	52.00
2014	181.00	75.00	413.00	268.00	56.00
2015	214.00	77.50	419.00	284.00	59.00
2016	223.00	80.50	419.00	273.00	61.00
2017	234.00	80.70	414.00	261.00	64.00
2018	251.00	84.58	431.00	273.00	
2019	273.00	88.80	435.00	276.00	
2021	316.00	98.00	444.00	300.00	
2022	337.00	103.08	449.00	303.00	

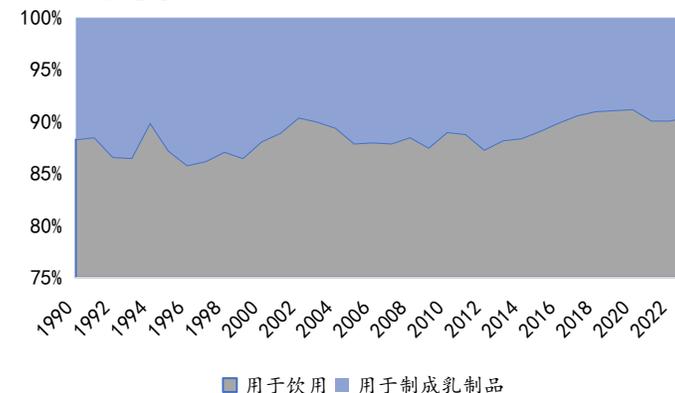
图：日本北海道和都道府县产量占比



图：北海道生乳主要用于制成乳制品



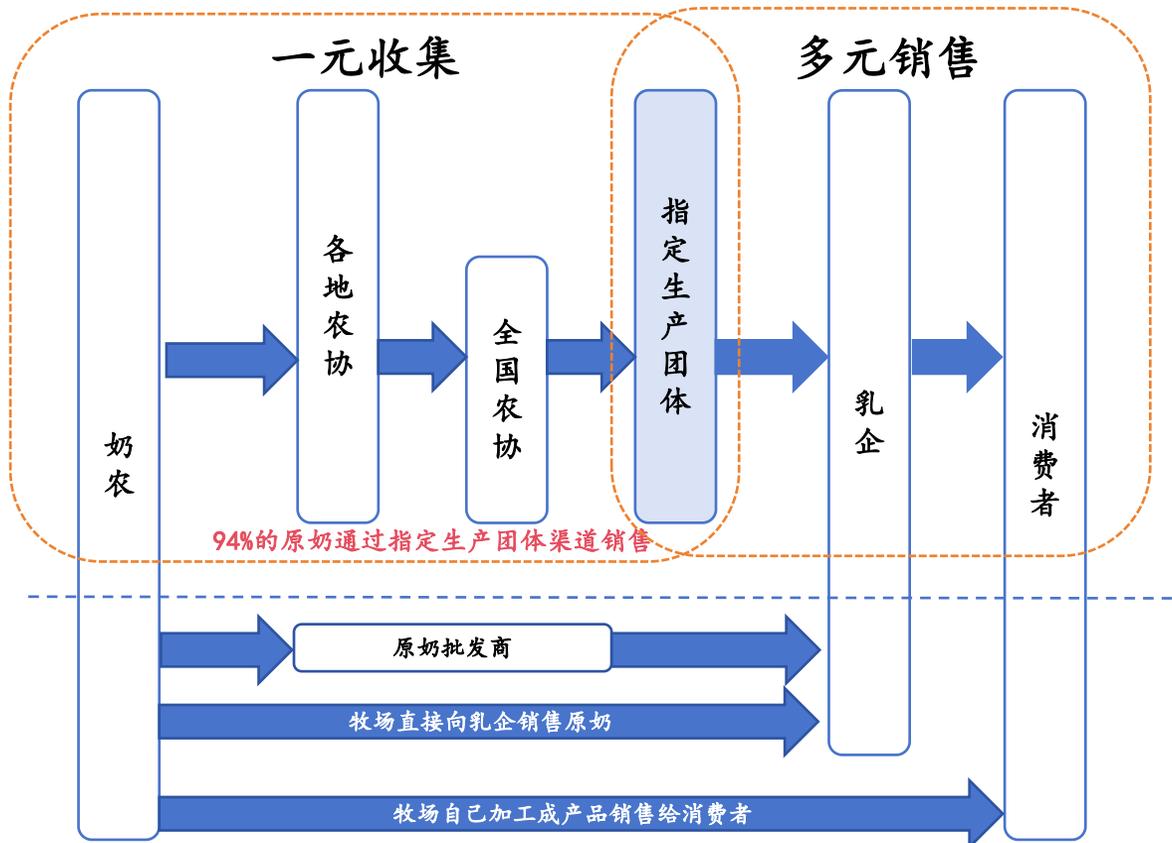
图：都道府县生乳只用于生产饮用奶



1.2 “一元收集，多元销售”的特色制度，造就独有的上游供应链体系

- 特色“一元收集，多元销售”制度，奶农议价力高。
- ✓ 日本小农制度带来的奶农低议价能力，催生出了特有的指定生产团体制度。指定生产团体（日本有10个指定生产团体）由农协出资成立，根据农林水产省分配的生产配额，将指标下派到各农协，再进一步将分配到每个农户。**由指定生产团体统一收集原奶，再分别销售给不同的乳企（即“一元收集，多元销售”），帮助平衡供需关系并降低运输费用。**最后指定生产团体根据销售的平均价格加上政府补贴，将奶款支付给不同的生产者，**保证奶农权益及补贴的公平性。**

图：日本生鲜乳流通体系



图：指定生产团体制度优势

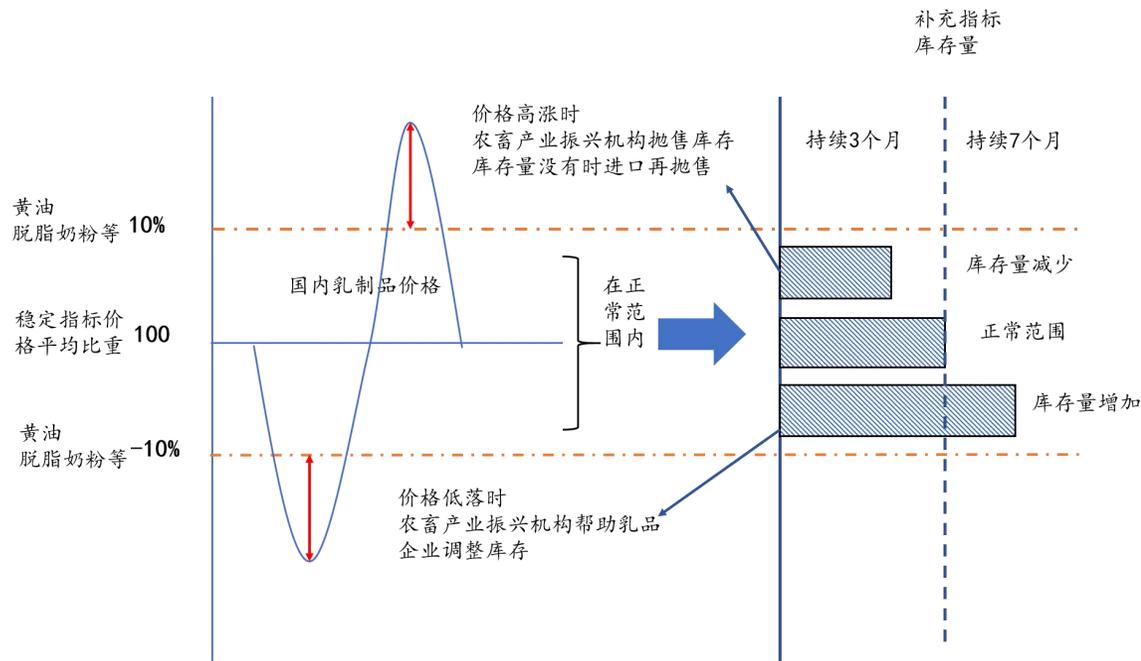


1.2 “一元收集，多元销售”的特色制度，造就独有的上游供应链体系

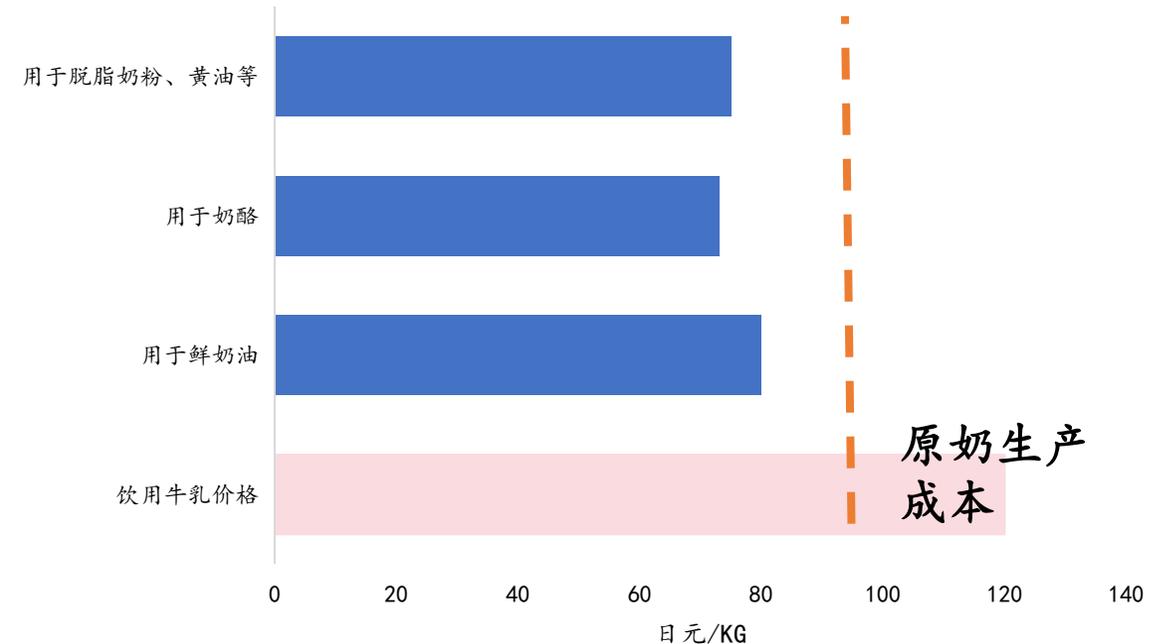
➤ 价格补贴针对用于生产指定乳制品的原奶

- ✓ 从具体的补贴来看，日本用于生产牛乳的原奶受进口产品的影响较弱，且对新鲜度等要求更高，因此收购价最高，但奶酪、黄油等指定乳制品在终端受低价的进口产品冲击严重，出于国产产品竞争力及乳企利润率等考量，**乳企对用于生产指定乳制品的原奶的意向收购价远低于原奶的生产成本，奶农也更愿意将原奶按照生鲜乳用途销售。**
- ✓ 奶农和乳企的双重冲击下，日本原奶内部的结构差距明显，因此需要政府出面补贴生产、调节需求，实现上下游利润均衡及品类间供需均衡。

图：日本修正不足支付法后，日本指定乳制品价格的稳定制度



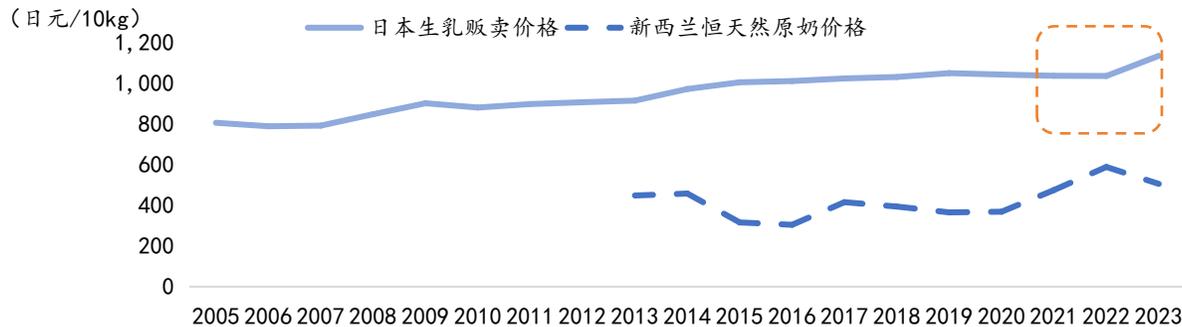
图：日本用于不同用途的原奶收购价



1.2 “一元收集，多元销售”的特色制度，造就独有的上游供应链体系

- **原奶价格易涨难跌，周期波动减弱，需求下降和原料成本波动是决定养殖户数和存栏量的原因**
- ✓ 由于日本饲料以进口为主，受国际原料价格及日本汇率等多方面影响，同时农协保护下奶农议价能力强，**日本原奶价格是国际均价的2-3倍，且呈现出易涨难跌的趋势**。从原奶周期角度看，自2000年修正不足支付法后，政府通过收储抛售等方式平衡原奶供应并调节国内乳制品价格，**日本原奶周期明显减弱，价格呈现稳中微升的状态**。

图：日本生鲜乳价格与国际价格对比

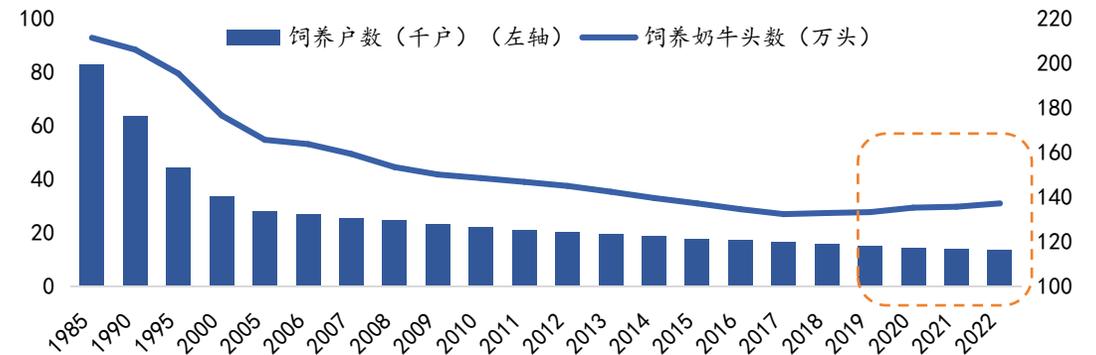


图：日本进口饲料用玉米价格



- ✓ 乳制品的需求量直接影响对原奶的需求，在政府宏观调控和限额补贴下，**牧场逐渐走向规模化**，饲养户数和存栏量明显下降。同时正因原奶价格稳定，**养殖户的收益率与原料成本具有明显的负相关关系**，因此可以看到在08年玉米价格大幅上涨后，09-10年养殖户的退出明显加快。
- ✓ 但同时也能看到，即使日本原奶生产具有明显的计划性特征，但在16-17年“黄油荒”后，奶牛存栏量明显增加，最后导致21年开始原奶又进入供过于求的情况，原奶价格下降。**因此我们认为原奶周期不可避免，强计划主要帮助上游生产拉平周期、降低振幅。**

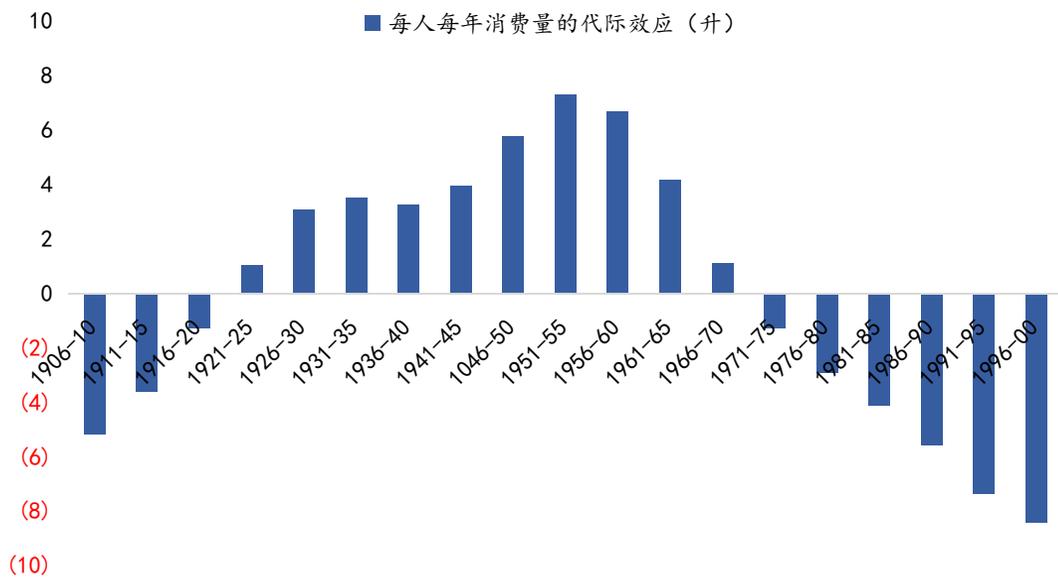
图：日本奶牛养殖户数和存栏量数量



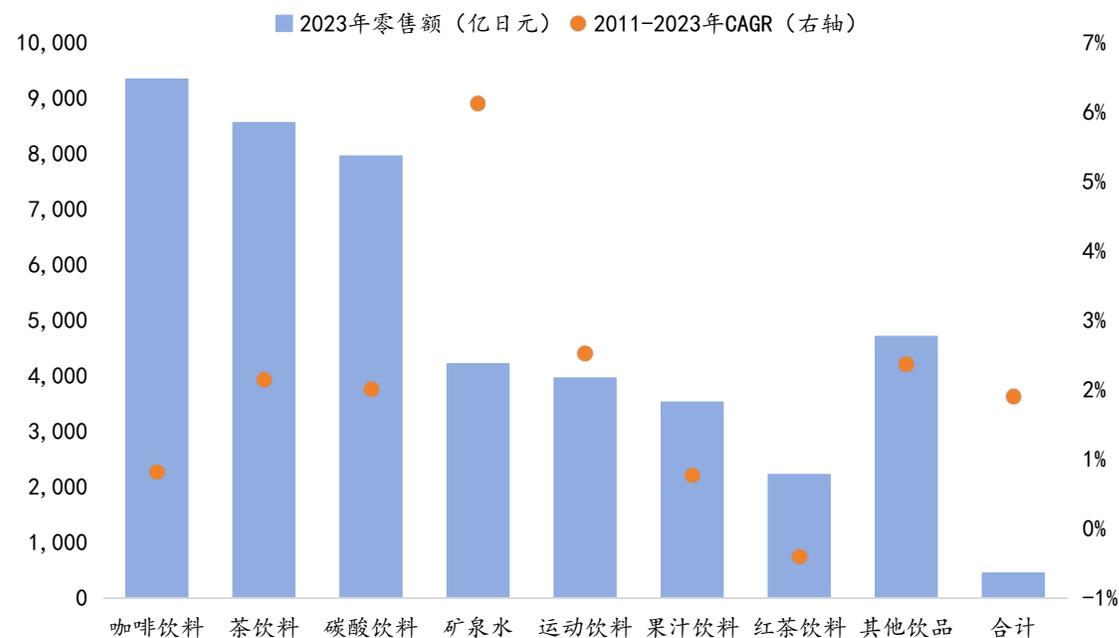
1.3 乳制品需求见顶，内部分化：牛乳下降，干乳及功能乳

- 随代际更替及非乳饮料替代，乳制品需求见顶。
- ✓ 学生奶计划促进日本乳制品需求爆发式增长，但是到90年代后，由于一方面日本**老龄化加剧**，0-14岁的主力消费群体占比下降，同时**代际转变**下80年代出生的人口对乳制品的需求明显低于平均值，另一方面随自动贩卖机普及带动清凉饮料品类快速发展，在非酒精饮品总量固定的背景下，**乳制品受到替代**。

图：日本不同代际对乳制品的需求表现



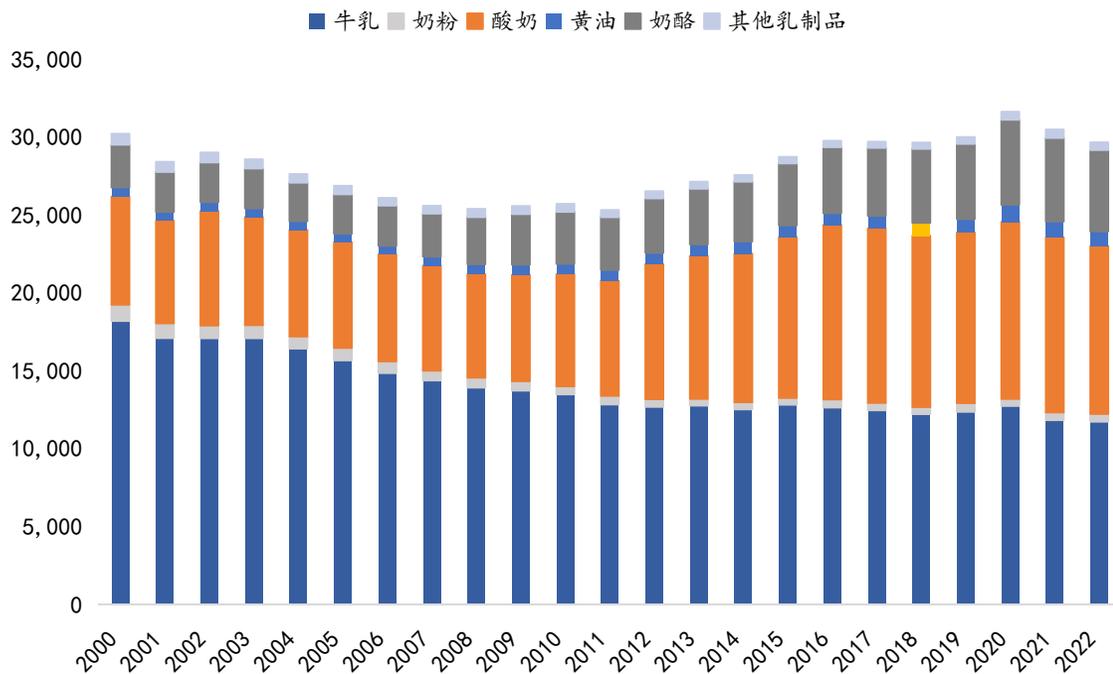
图：日本清凉饮料品类当前仍在增长



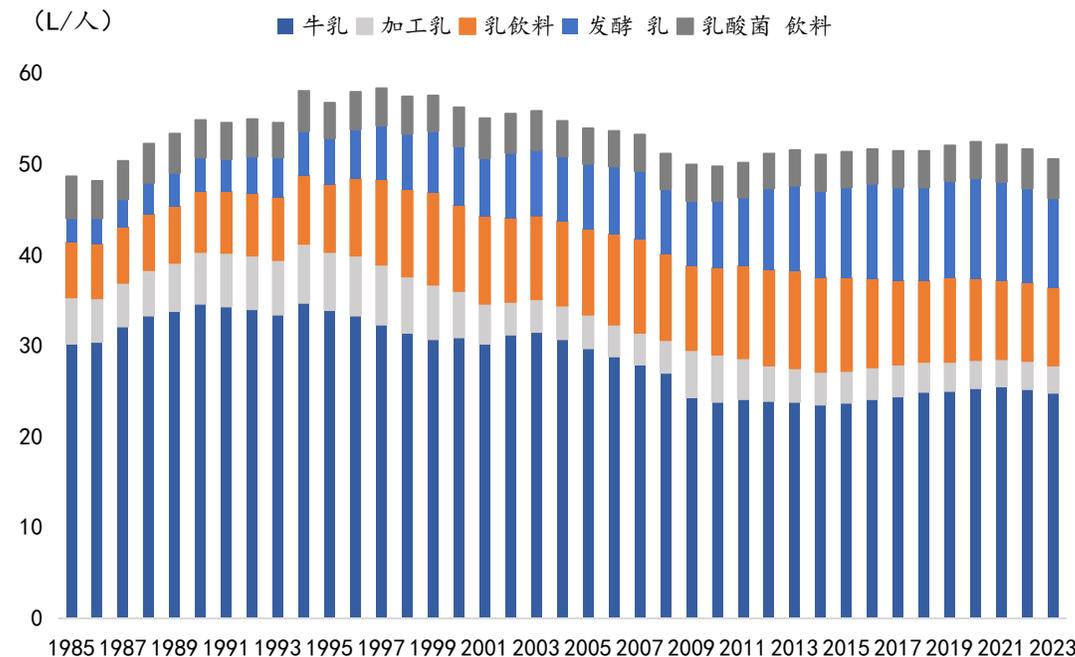
1.3乳制品需求见顶，内部分化：牛乳下降，干乳及功能乳增加

- 内部结构改变，从牛乳向干乳和功能乳进军。
- ✓ 从乳制品内部结构看，传统牛奶的需求下降明显，但伴随健康化、西餐热及佐餐功能增强，**干乳产品（酸奶、奶酪、黄油等）及功能性产品（发酵乳、乳饮料等）的需求明显增加。**

图：日本家庭在乳制品上的支出，从液乳向干乳品类升级（日元）



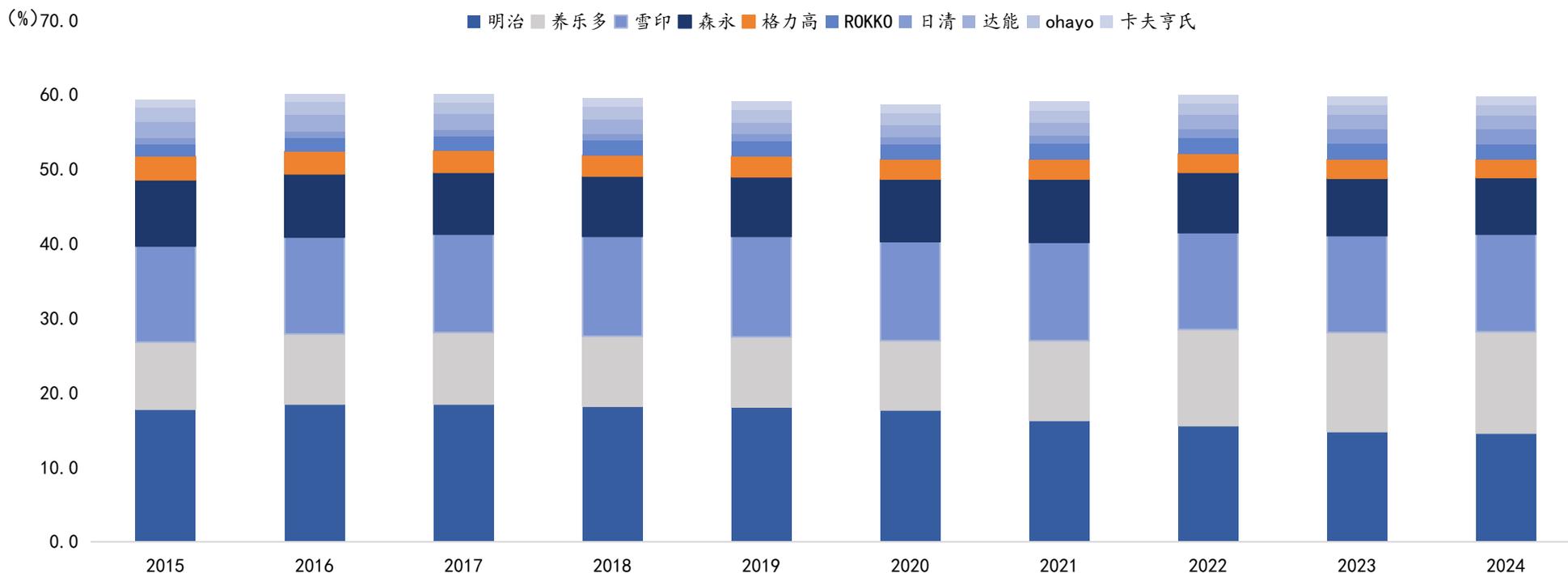
图：日本人均牛乳消费量下降



1.4主要玩家以国产品牌为主，公司陪伴行业成长

- **日本乳制品终端市场国产品牌占比高，且头部品牌普遍成立于行业起步之时，陪伴行业成长。**日本乳制品下游主要玩家包括明治、养乐多、雪印、森永等。其中明治多品类发展，向功能化转型；养乐多深耕乳酸菌市场，靠大单品抢占国内+国际市场；雪印以黄油和奶酪为核心，向多产品业务拓展；森永以炼乳起家，率先开启国际化进程。
- 头部公司均成立于日本乳制品各子赛道的起步之时，普遍具有超百年历史，是培育消费者的先行者。进口品牌在日本并没有体现出更强势的品牌力，同时由于黄油等适合全球流通的品类，在日本受政府宏观调节，起到平衡原奶供需等作用。因此日本乳制品的CR10普遍由日本品牌构成，只有达能（酸奶品类）和卡夫亨氏（奶酪品类）进入第8和第10。

图：日本乳制品CR10



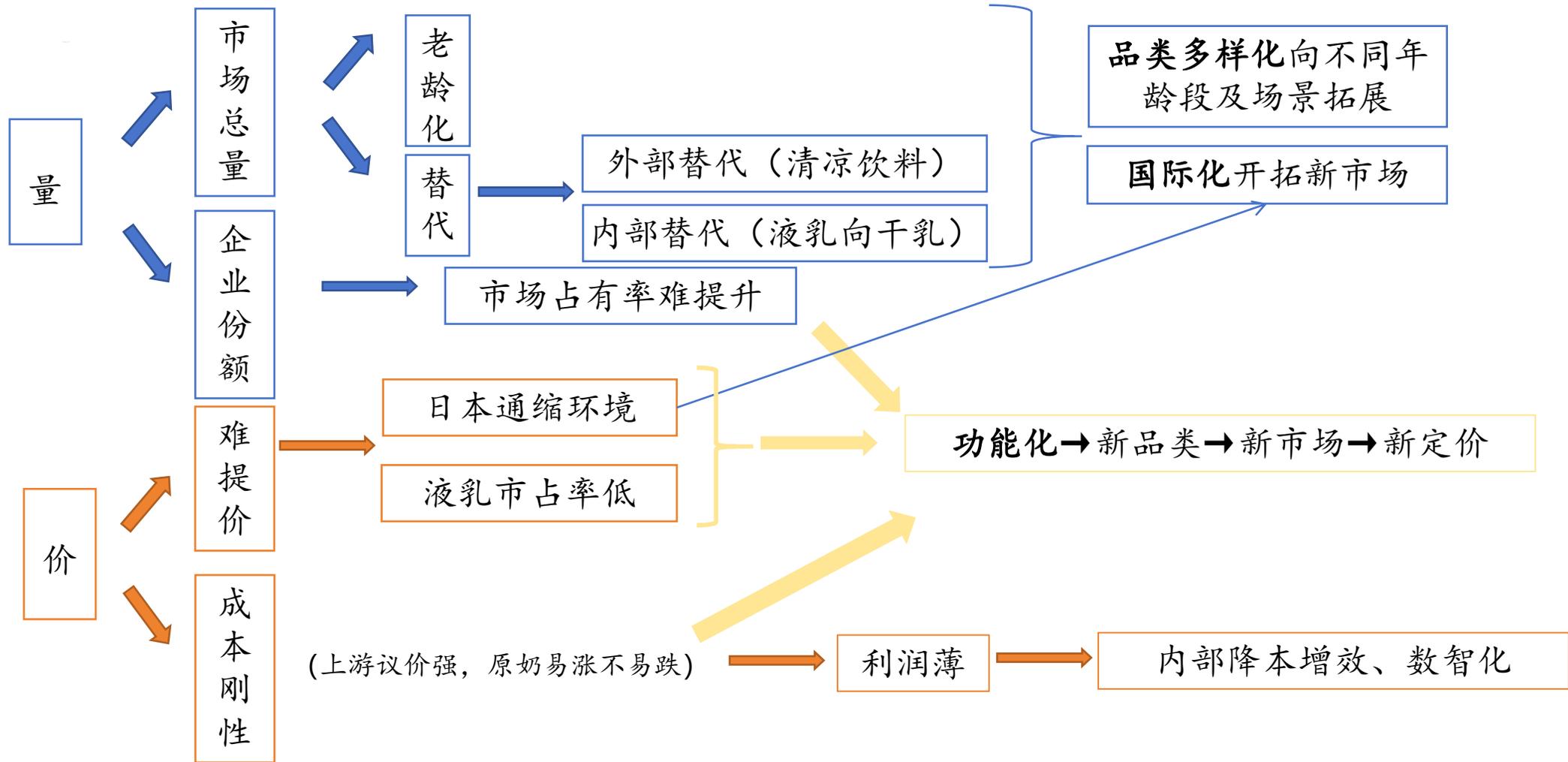
目 录

- 复盘日本乳业发展史，政策为先
- 日本乳企面临什么问题？如何突破？
- 国际化和功能化是大势所趋——以明治和养乐多为例
- 风险提示

日本乳企面临什么问题？如何突破？

➤ 本章我们主要从量和价的体系出发，探讨日本乳企面临的问题，并针对具体的问题，探讨乳企主要从哪些方面进行了突破。

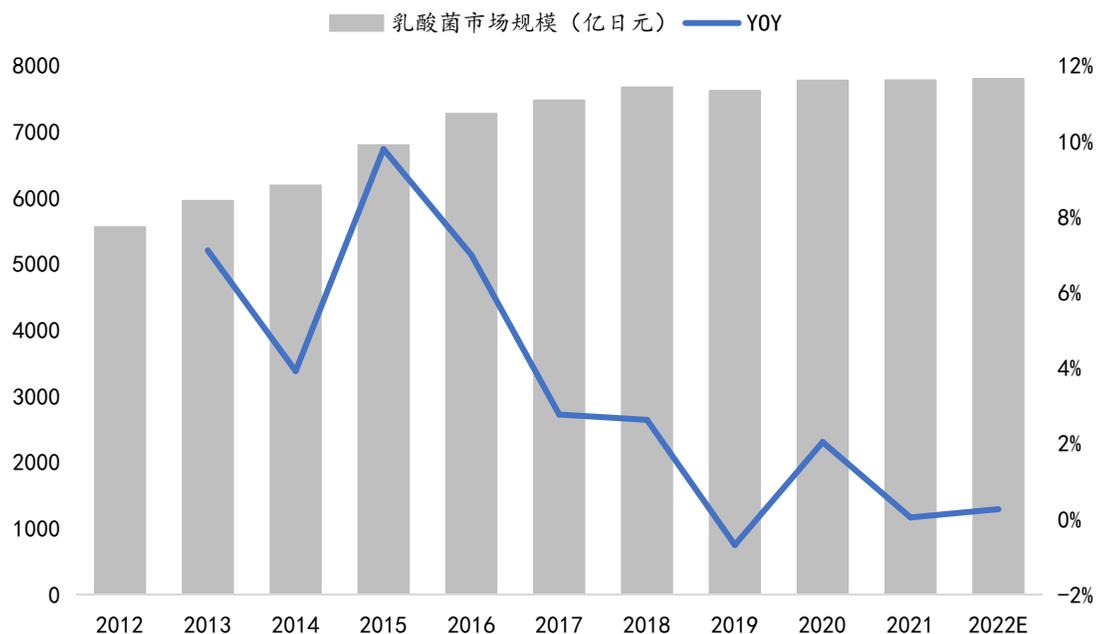
图：日本乳企面临的问题及解决方法



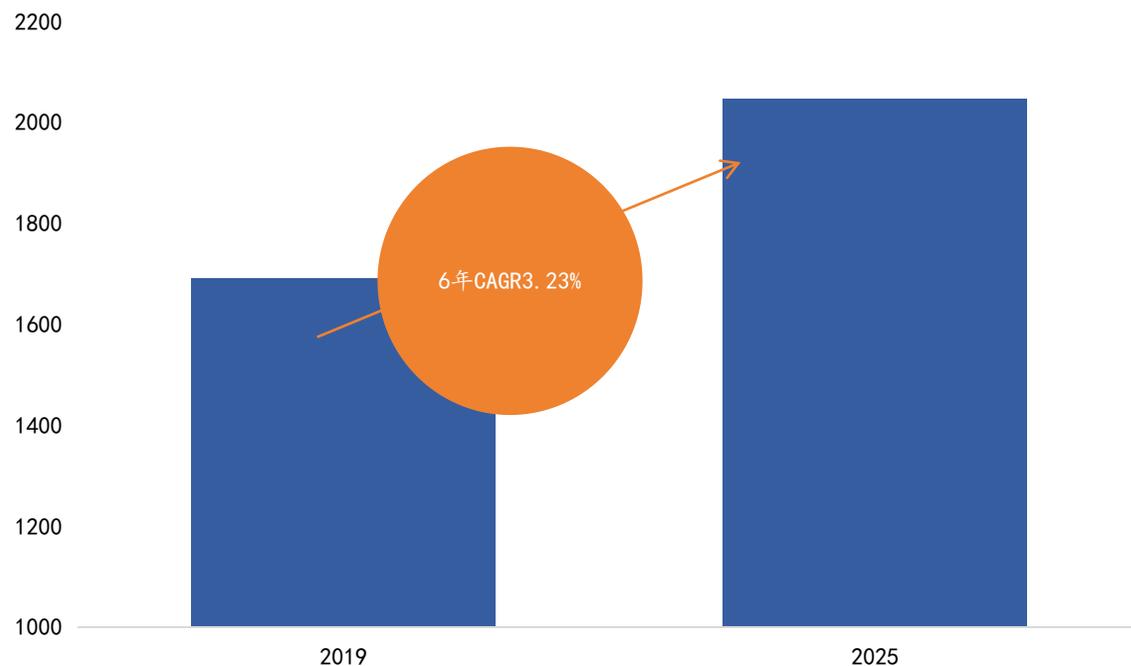
2.1 代际转化下总量承压，但也是新赛道增长的契机

- 正如前文所述，随代际观念转变，日本传统牛乳面临总量下降的困境，但市场在变革中同时孕育出了新的需求和可能性。
- ✓ **药食同源下，对功效性产品需求提升，乳酸菌等品类受益。** 乳酸菌在日本研发积累深厚，且市场教育充分，消费者对其功效接受度高，乳酸菌市场2012-2022年CAGR为3.44%，明治R-1、麒麟iMUSE等添加了功能性乳酸菌的产品明显受益。
- ✓ **年龄结构变化下，老年食品市场规模超千亿。** 老年群体面临代谢综合征、运动器官综合征和认知症等健康困扰，针对其难点也存在着大量的细分市场机会，比如明治推出了可以降血糖的PA-3酸奶、森永推出了可以降血压的TRIPLE YOGURT、雪印推出了MBP系列提升骨密度等。

图：日本乳酸菌市场持续扩容



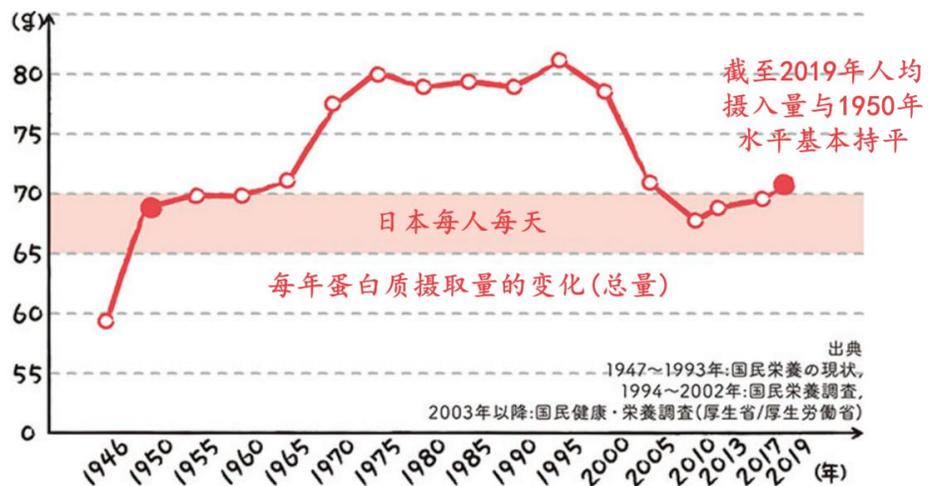
图：日本老年食品市场规模 (亿日元)



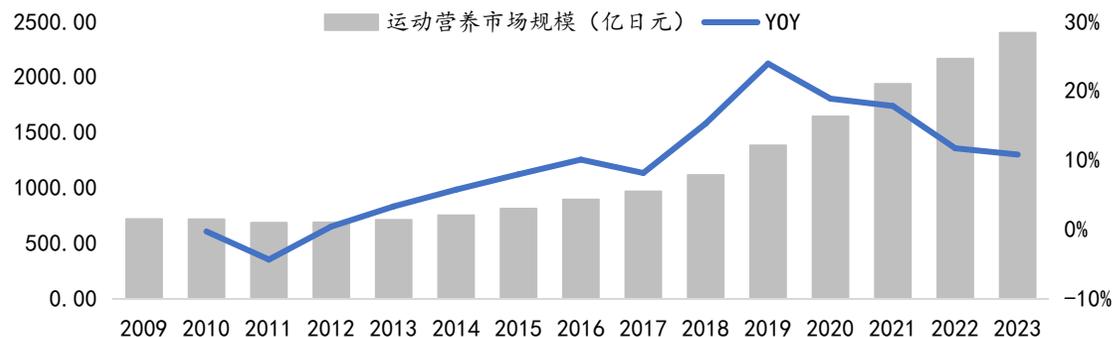
2.1 代际转化下总量承压，但也是新赛道增长的契机

- 正如前文所述，随代际观念转变，日本传统牛乳面临总量下降的困境，但市场在变革中同时孕育出了新的需求和可能性。
- ✓ **过度节食催化运动营养类表现出色。** 由于过度节食和过度关注蔬菜的饮食习惯，导致日本人均蛋白质摄入量已降至与 1950 年代的水平相同，因此能够健康的补充日常蛋白质需求的运动营养类产品正在崛起，2013-2023年日本运动营养食品CAGR12.91%。
- ✓ **植物基奶认可度提升，新热点凸显。** 近年来环保意识提升，植物基奶低胆固醇、高蛋白、无乳糖等优点顺应健康化诉求，市场认可度明显提升，带动日本植物基奶制品2013-2023年CAGR5.27%。
- ✓ **清凉饮料等品类受益于渠道和健康化变革，仍在增长周期，向其拓展，享受增长红利。**

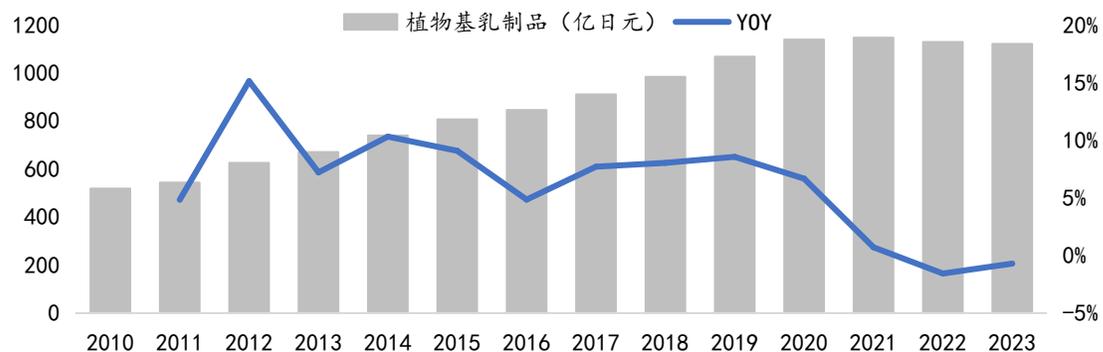
图：日本人均蛋白质摄入量减少



图：日本运动营养市场表现亮眼



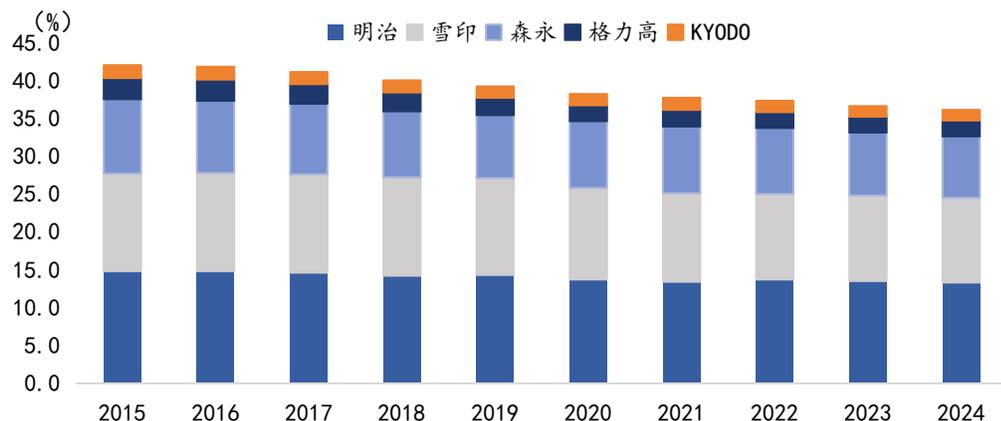
图：日本植物基奶市场持续增长



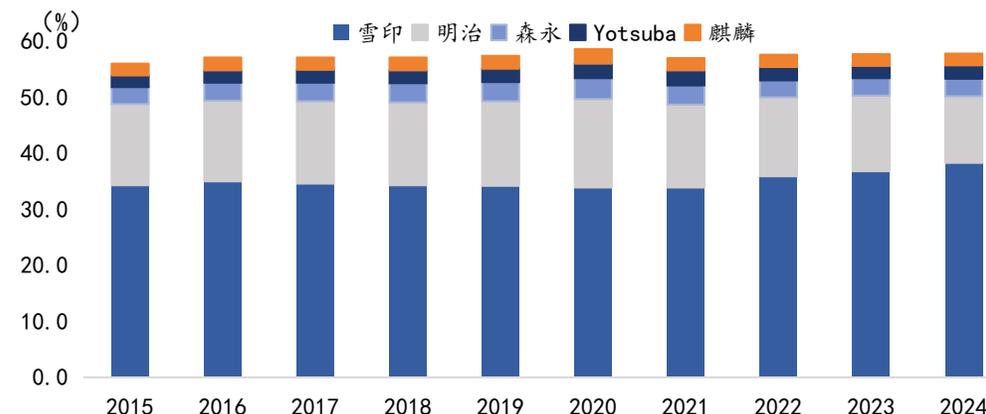
2.2行业格局稳定，单品类难以提升市占率，开拓新市场

- 行业成熟，头部品牌伴随消费者成长，国民认可度高，且已经积累了固定的忠实消费者，新品牌难以进入现有成熟市场，现有品牌也难以对市场进行明显扰动，除液奶外子赛道CR5均超过50%，格局稳定。
- 在总量承压的背景下，各企业若难以抢夺存量市场，则在量上难以持续增长，因此需要通过开辟新需求、国际化等方式打开量的天花板。

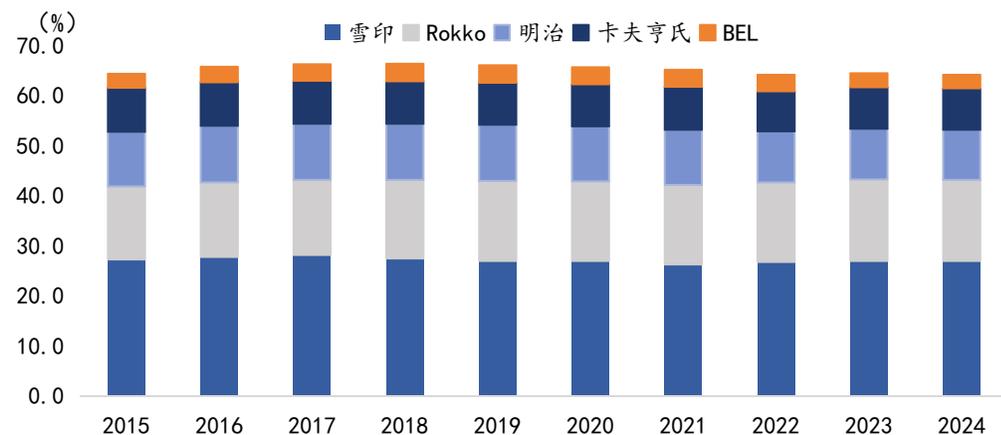
图：日本饮用奶CR5



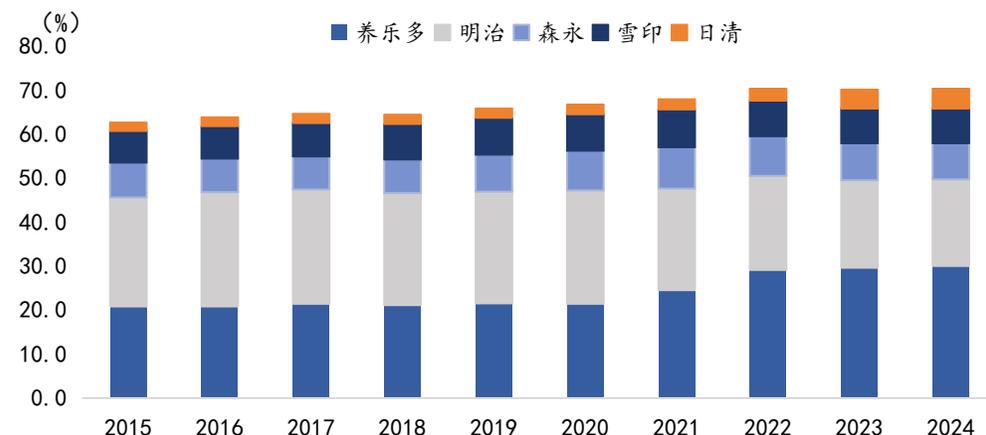
图：日本黄油及奶油CR5



图：日本奶酪CR5



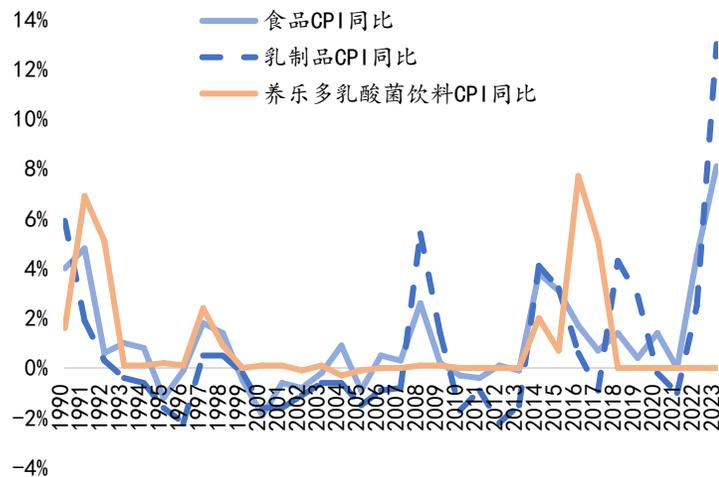
图：日本酸奶及发酵乳CR5



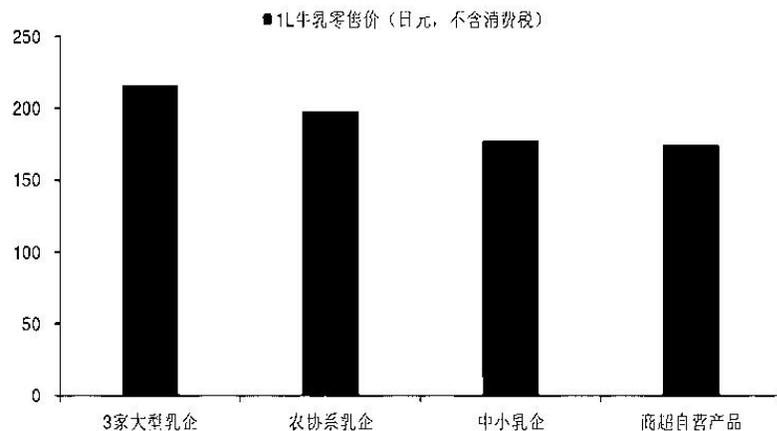
2.3通缩环境提价困难，寻找新定价权

- **日本常年通缩环境，乳制品CPI难以提升。**日本90年代初期经济泡沫破裂后，迎来了长达30年的温和通缩，虽然07-09年，13-16年日本曾两度实现再通胀，但工资长期固化以及日本经济景气度走低，使得通胀难以持续，而22年开始的新一轮通胀主要是由成本推动（进口物价上行+日元贬值），劳动者的实际工资走低，个人消费受到明显抑制，未来是否能转变为需求拉动型通胀仍然存疑。
- **菜单成本高企、成本转嫁能力弱和薪资固化，企业的产品在终端难以提价，乳制品CPI基本在0%以下，养乐多乳酸菌饮料仅在1997年和2016年后提价。**
- **在乳企成本压力上升的背景下，附加值较低的牛乳的零售价格反而因受到小型乳企的折价影响而提价受阻。**观研天下转引日本总务省和J-Milk的统计，原材料生鲜乳在2002年~2015年期间的价格涨幅约为22%，明显高于同期终端的牛乳零售价格10%的增长幅度；2016年包括明治、雪印惠和森永在内的3家大型乳企的牛乳产品终端零售价约为216日元，而农协系乳企的零售价约为198日元（较大型乳企价格低约8%），中小型乳企的零售价约为177日元（较大型乳企价格低约18%）。

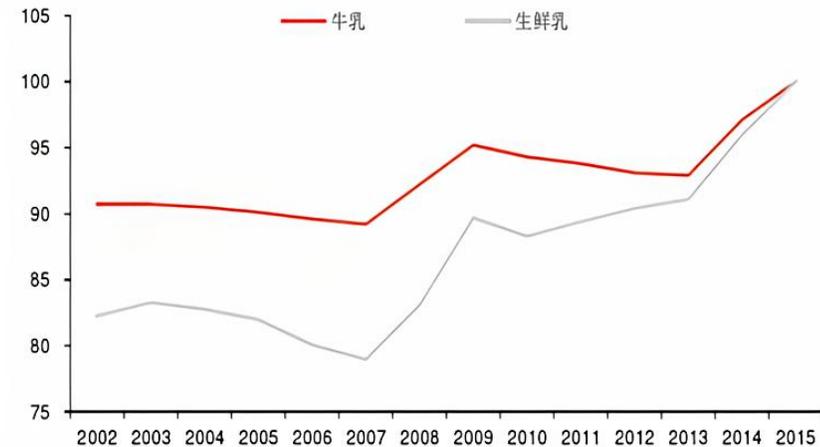
图：日本食品、乳制品、养乐多乳酸菌饮料CPI同比变化



图：日本不同乳企终端牛乳零售价（2016年）



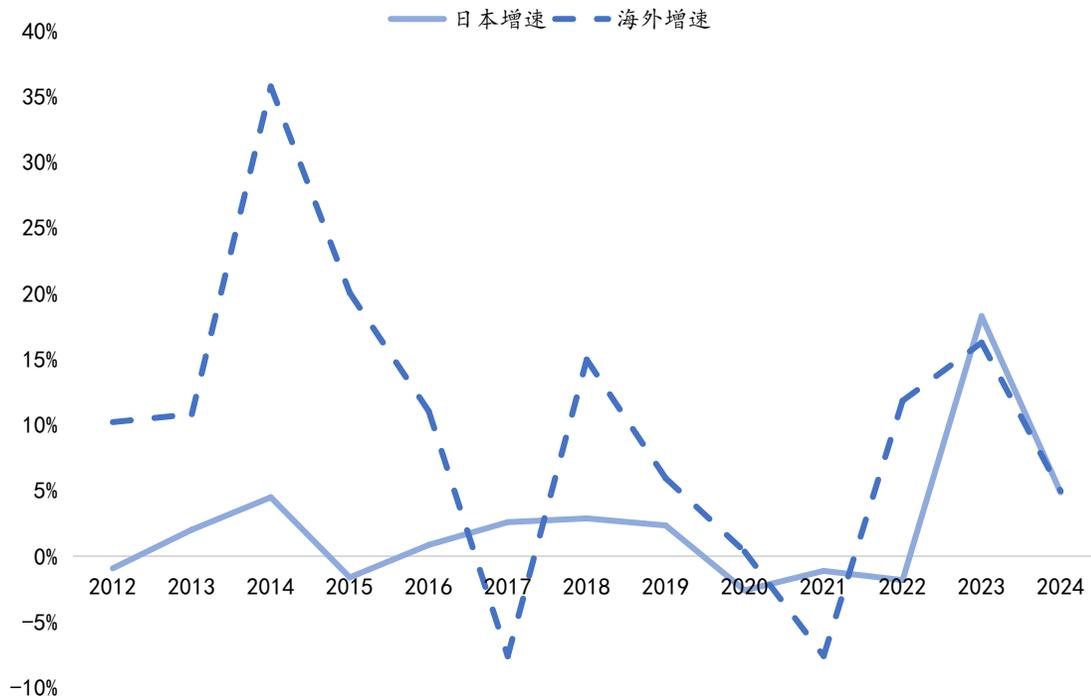
图：2002-2015年日本生鲜乳提价高于牛乳（2015年价格=100）



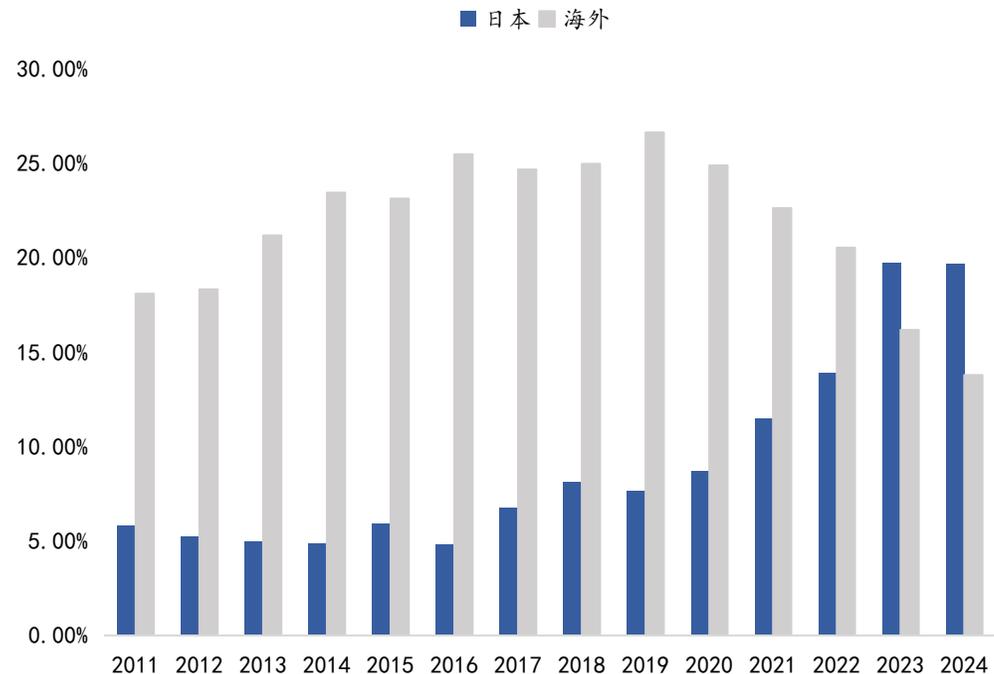
2.3 通缩环境提价困难，寻找新定价权

- **寻找新定价权。** 国内市场难以提价的背景下，企业成为成本的被动接受者，利润可控性变弱，因此需要寻找新的定价权，增厚利润空间。
- ✓ **向新兴国家推出成熟产品，降维打击掌握定价权，享受经济高速增长红利。** 日本产品在亚洲具有明显的“雁型模式”特征，在国家、品牌、产品的强背书下，能够较为顺利的进入新兴市场，一方面以新品类进入新市场，掌握细分赛道话语权，能享受充分的品牌溢价，另一方面新兴市场普遍具备宏观经济和通胀双增长的特点，跟随物价上涨，提价逻辑顺畅。以养乐多为例，其海外市场营收增速及利润率水平明显高于国内市场。
- ✓ **强产品开辟新需求，摆脱传统全新定价。** 在传统品类增长乏力下，凭借公司的强研发能力打造出全新单品，以产品创造需求，开辟新定价模板，带领消费者完成消费升级，同步提升公司溢价率。

图：养乐多海外增速普遍高于其国内增速



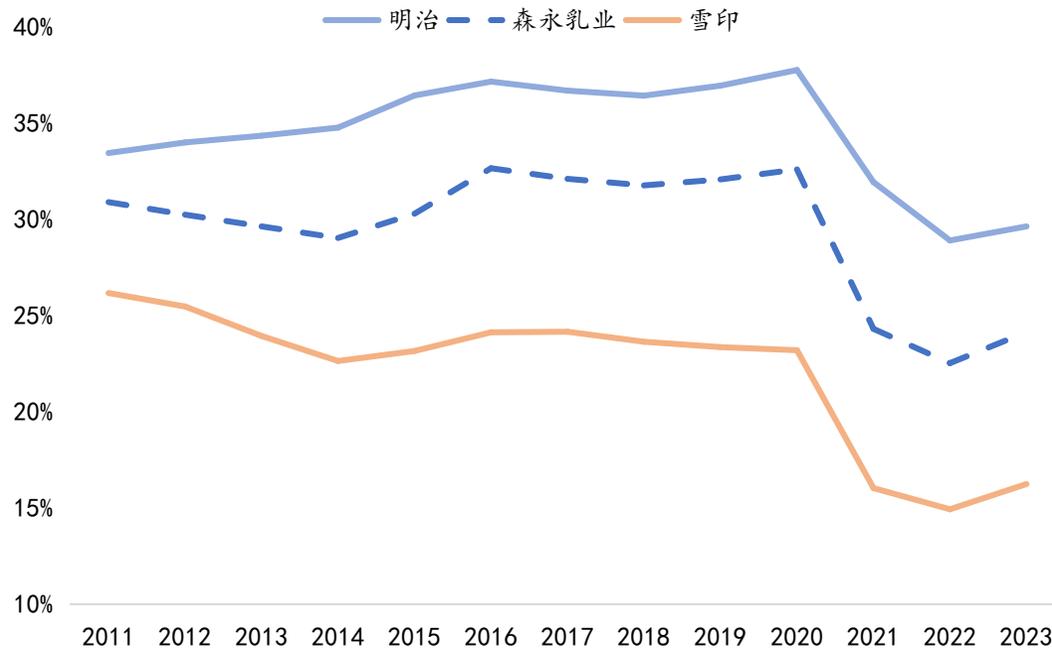
图：养乐多日本国内及海外营业利润率对比



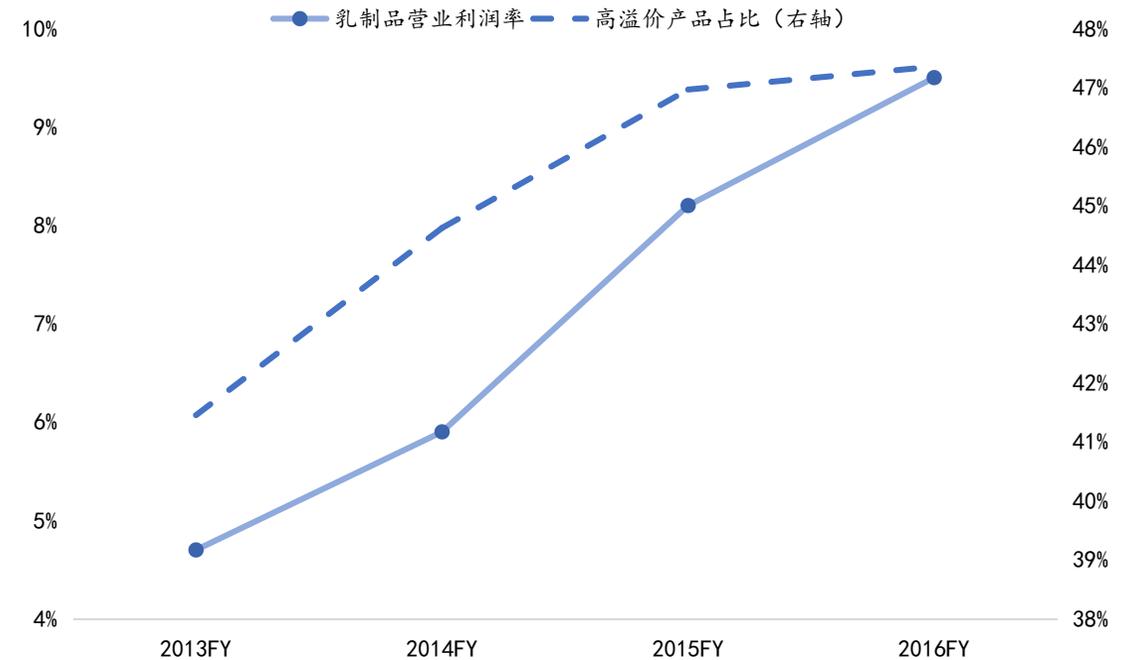
2.4成本刚性，易涨难跌，下游乳企利润被挤压，内部降本，外部寻求高溢价

- **乳企是价格的被动接受者，利润空间更薄。**由于日本乳企原料主要由国内奶农供应，在独特的政策下，乳企成为产业链弱势一方，被动接受成本波动。同时由于黄油、奶酪等产品受国际品牌竞争（国际品牌采用更低价的国际原奶，因此成本和单价更低），无法实现高溢价，因此可以看到，日本乳企毛利率普遍较低，同时对原奶量需求越大的乳企（例如奶酪：原奶约为1:10，因此单吨奶酪需要更多原奶）利润空间越薄（森永和雪印以黄油、乳酪等产品为主，而明治以功能酸奶等为主）。
- **成本刚性下，企业一方面内部数字化转型，降本增效，另一方面向功能化、高溢价产品转型，突破传统成本定价逻辑。**以明治为例，2004-2018年间，明治高附加值牛奶占比从36%提升至81%，鲜奶及发酵乳业务营业利润率亦从2013年的4.7%提升至2018年的14.5%，2012-2019财年，明治Probiotic酸奶销售额几乎翻番，从570亿增长至1110亿日元，CAGR约12.1%，受益于液态奶结构高端化，明治的鲜奶及发酵乳业务营业利润率也随之提升。

图：日本主要乳企毛利率



图：明治鲜奶及发酵乳业务利润率跟随高附加值液态奶占比提升



2.5总结日本乳企方法论

- **总结日本乳企面临的问题及其方法论，我们认为主要是几个层面实现突围。**
- ✓ 1) 品类多样化：单一品类量价承压下，依靠品牌优势和研发优势向其他品类拓展，吸引不同年龄段客群以及开拓品牌使用场景。
- ✓ 2) 国际化：国内总量见顶，走出国内市场寻求全球化，实现波段式成长是关键。
- ✓ 3) 功能化：功能化创造新需求，引领消费热点转移，实现新品类、新市场，并能掌握新的定价逻辑，实现利润端高增长。
- ✓ 4) 内部降本增效是企业永恒的话题，打磨管理模式优化管理流程，实现内部利润释放。

目 录

- 复盘日本乳业发展史，政策为先
- 日本乳企面临什么问题？如何突破？
- **国际化和功能化是大势所趋——以明治和养乐多为例**
- 风险提示

➤ **国际化是打开量的主要方法，差异化下价格能高于本土终端价格。**

✓ 随日本对糖果和食品的贸易限制松动以及日本本土市场增长放缓后，日本乳企陆续开启了国际化进程，为公司提供第二增长曲线。同时，从出海目的地来看，主要倾向于率先进入中国、东南亚等国家，我们认为这主要是由于：

- 1) 日本在原奶生产成本方面没有优势，产品单价普遍较高，因此难以进入具有明显成本红利的欧美等国家，但是当时亚洲国家原奶生产更为紧张，日本乳企的产品可以以高端产品的标签进入市场，以明治为例，其功能性产品在中国和泰国的产品价格明显高于日本本土价格，而基础产品价格趋同，受汇率和当地原材料成本影响；
- 2) 亚洲其他国家乳制品行业仍处于初期，日本乳企在技术、产品、管理等多方面都具备优势，进入当地市场更为轻松，且能享受市场增长的β红利，但与此相反，欧美等市场也已经陆续进入乳制品成熟期，市场已经被达能、雀巢等品牌瓜分，难以争夺份额。

图：日本各大乳企国际化进程

公司	国际化进程
养乐多	1964年在中国台湾设立第一家海外分公司，国际化拉开序幕 随后陆续在巴西、中国香港、泰国、韩国、菲律宾、新加坡、墨西哥印度尼西亚、澳大利亚、比利时、欧洲应该、德国、中国大陆、马来西亚等40个国家和地区设立分公司，目前养乐多全球乳制品类产品的日销量已达4,000万瓶以上
明治	明治在20世纪70年代也开始出口其生产的一些主要食品。1971年与亚洲和欧洲糖果制造商合作，从20世纪80年代开始，集团在亚洲和中东成功推出了产品，随后又在亚洲和北美各国增加了生产工厂的数量。目前，Hello Panda品牌饼干在40多个国家销售，证明了该战略的成功。 近年来，明治集团已将其重点转向中国的食品和饮料市场。2012年，明治公司开始在中国生产和销售酸奶、牛奶和其他乳制品，旨在继续满足中国消费者对健康美味食品的需求。
雪印	1992年公司分别进入澳大利亚、中国香港、中国台湾，随后陆续进入印尼、中国大陆、马来西亚和美国
森永	1970年代中期，森永乳业在美国以及亚洲寻求合作，开始加速全球化布局

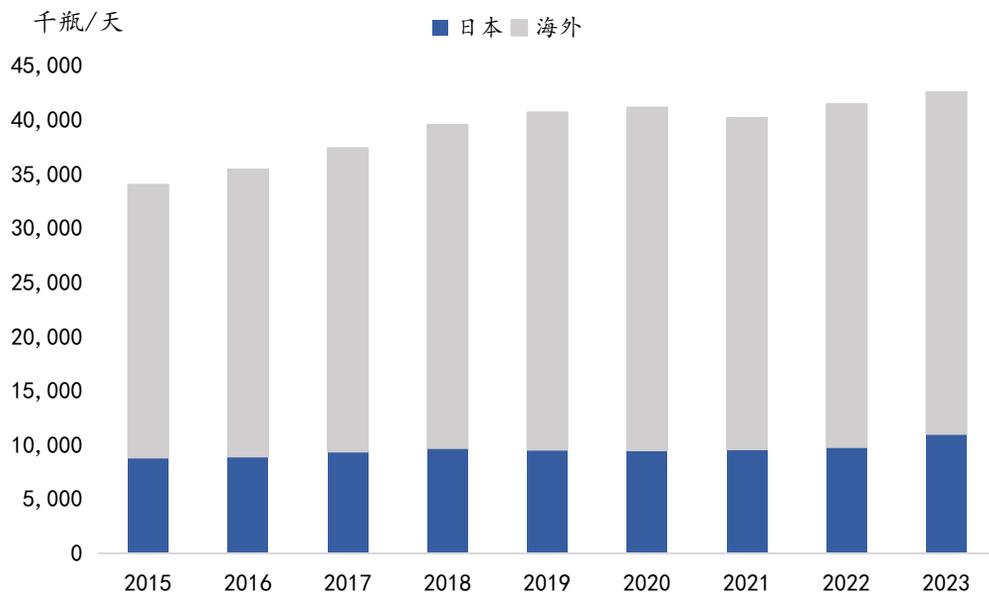
图：养乐多和明治明星产品在中国、泰国和日本本土价格对比

	中国（天猫）	日本（日本亚马逊）	泰国（Lazada）
明治美味牛乳	26.33RMB/950ml	458.3日元/900ml	/
明治保加利亚酸奶	8.67RMB/150g	170.8日元/180g	35泰铢/110g
明治益生菌酸奶LG21	12RMB/180g	163日元/112g	/
原味养乐多	3.36RMB/100ml	48日元/65ml	13.6泰铢/80ml
转换成人民币，且规格一致			
明治美味牛乳	26.33RMB/950ml	23.65RMB/950ml	
明治保加利亚酸奶	8.67RMB/150g	6.96RMB/150g	9.72RMB/150g
明治益生菌酸奶LG21	12RMB/180g	12.81RMB/180g	
原味养乐多	3.36RMB/100ml	3.61RMB/100ml	3.46RMB/100ml

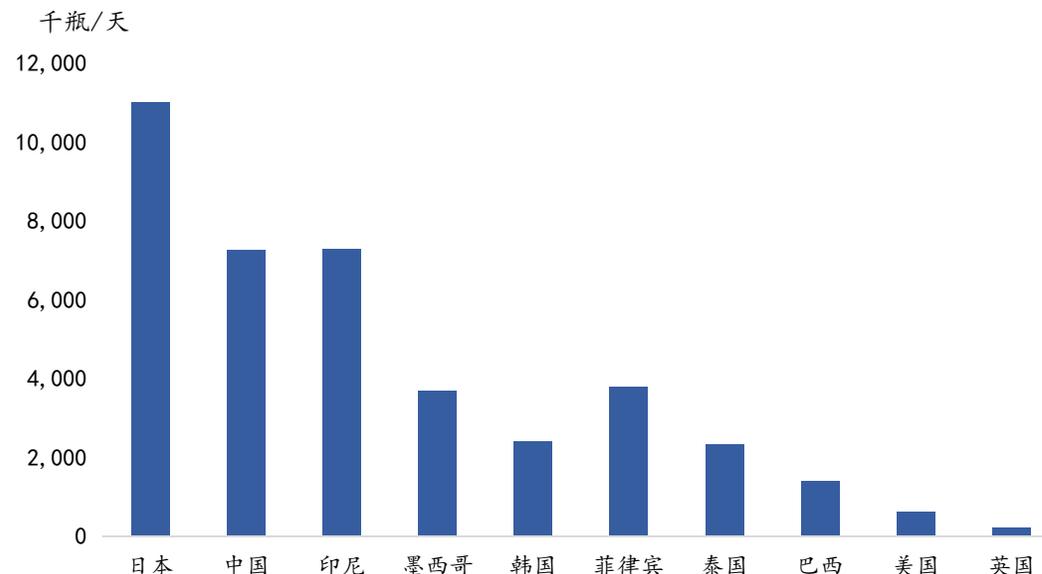
➤ 国际化是打开量的主要方法，差异化下价格能高于本土终端价格。

- ✓ 养乐多主营产品乳酸菌饮料销售在日本本土市场1975年达到顶峰后便逐步下滑，于是便开始加码海外市场，1964年进入中国台湾市场开启国际化进程。截止2022年3月，养乐多已进入40个国家。养乐多在有超过8万名养乐多妈妈以及零售店两者结合的方式销售产品，海外日均销售3164万瓶，占全球总销量的76.38%。
- ✓ 2021年养乐多海外业务营业利润率是日本的2倍左右，拉动了养乐多总体食品业务营业利润率，2021财年达到了22.6%，较2011财年提升接近5个百分点。其中亚太市场是养乐多海外业务拓展最为成功的市场，亚太区域有2个国家对养乐多的海外销量贡献超过10%，分别是中国（最多）和印度尼西亚。随着养乐多无锡第二工厂的竣工投产，养乐多在中国大陆地区的工厂扩容至七处，包括广州（2处）、上海、天津、无锡（2处）和佛山的生产基地，日产能创新高至合计约1600万瓶。目前新工厂已经启动的生产线，生产全新产品“小金瓶”，日产能已达90万瓶，产品供给区域以华东、华中地区为中心，向中国大陆全地区供货。

图：养乐多日本和海外日均销售量



图：养乐多主要国家日均销售量 (2023财年)



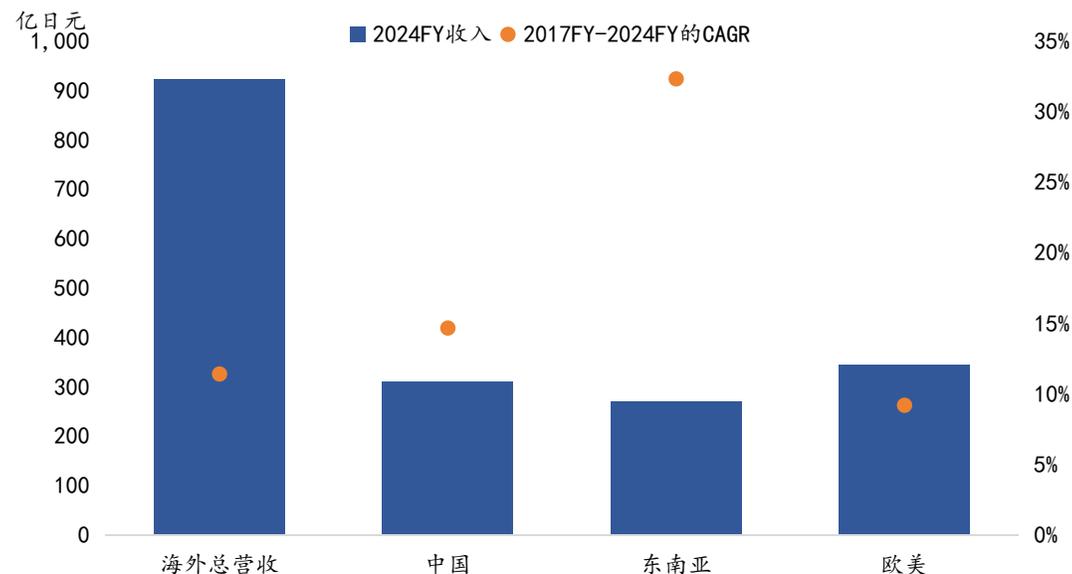
国际化和功能化是大势所趋，打破量价局限——以明治和养乐多为例

- 国际化是打开量的主要方法，差异化下价格能高于本土终端价格。
- ✓ 明治加速海外扩张，规划在2026年前将海外业务占比提升至10%。中国、东南亚和美国市场为其核心海外市场，2017-2024财年收入CAGR达到14.66%/32.33%/9.18%，远高于同期公司食品业务-2.6%的增速。明治在中国主要售卖明治醇壹鲜奶、保加利亚酸奶和益生菌酸奶三个系列，其24财年中国区业务收入为310亿日元/27.57%，实现营业利润率18.07%/+2.84pct。
- ✓ 未来明治将中国区业务作为海外扩张重心，其在中国市场规划如下：**1) 新建工厂扩大产能。**目前明治在中国有四大基地，分别为苏州公司（生产牛奶）、上海公司（生产零食+冰淇淋）、广州公司（生产冰淇淋+乳制品和糖果）以及天津公司（生产牛奶和酸奶），相较于2020FY，公司牛奶和酸奶产能增长4倍，糖果和冰淇淋产品增加一倍；**2) 以功能化为先。**在中国推出日本最畅销的功能性酸奶和益生菌酸奶，蛋白粉产品也在2020年登陆中国，后续也有望在中国推出更契合中国消费者需要的产品；**3) 持续加强本土化建设和收并购。**向上游收购澳亚，保障上游优质原奶的稳定供应。

图：明治在主要海外市场布局

	牛奶和酸奶	甜食	冰淇淋	奶粉	运动营养
中国	✓	✓	✓		✓
东南亚	✓	✓		✓	
美国		✓			

图：明治在海外市场的业绩表现亮眼



- 国际化是打开量的主要方法，差异化下价格能高于本土终端价格。
- ✓ 对比养乐多和明治的国际化策略我们发现，养乐多国际化进展更早、更坚决，成果显著。
 - ◆ 从出海目的地的选择上，养乐多前期主要攻破亚洲和东南亚市场（因为养乐多妈妈的模式更适合经济发展较弱且女性收入水平更低的发展中国家），待品牌形象成熟后再向北美、欧洲等发达国家尝试。产品和渠道上，核心大单品“小红瓶”的生命周期长，营销势能和规模优势以滚雪球的形式指数级增加，而养乐多妈妈的形式直面消费者，宣传力度大且成功率高，是打开新市场的完美组合。养乐多在前期享受了空白市场快速增长的红利期，但是目前也面临着海外市场收入降速和营业利润率下降的问题。
 - ◆ 相反明治出海首先以欧美等发达国家为先，但这类地区乳制品市场竞争充分，难以快速放量，同时明治本土化的产能建设也拉慢了国际化进程。产品上，明治以高研发的功能性产品作为主要突破点，但由于各国法规不一致，部分国家难以明确宣传其产品功效，也限制了其营销推广，所以可以看到目前明治的海外市场占比仍然较低。

➤ **健康化意识提升+高生产成本制约，功能化是最好的解题方法。**

- ✓ 日本老龄化占比持续提升，而老年人健康问题多发，通常需要更长期的护理。同时在政策端长期的宣贯下，日本消费者“预防医疗”的意识较强，老年群体有钱有需求，针对他们推出功能性产品极具性价比，也是切入超千亿老年市场的重要一步。同时年轻群体的健康意识也明显提升，低糖、低脂、提高免疫力、促进消化等功效都具有吸引力。
- ✓ 另一方面，高成本下，各乳企也积极自救，通过多年来在研发端的积累设计出的功能性产品，能摆脱传统的成本定价框架，享受高附加值。

图：日本65岁及以上老年人主要疾病

原因	比例 (%)
脑血管疾病 (脑卒中)	15
心血管疾病 (心脏病)	4.7
关节疾病	11
认知问题	18.1
骨折/摔倒	13
高龄导致的衰弱	13.3
其他	25

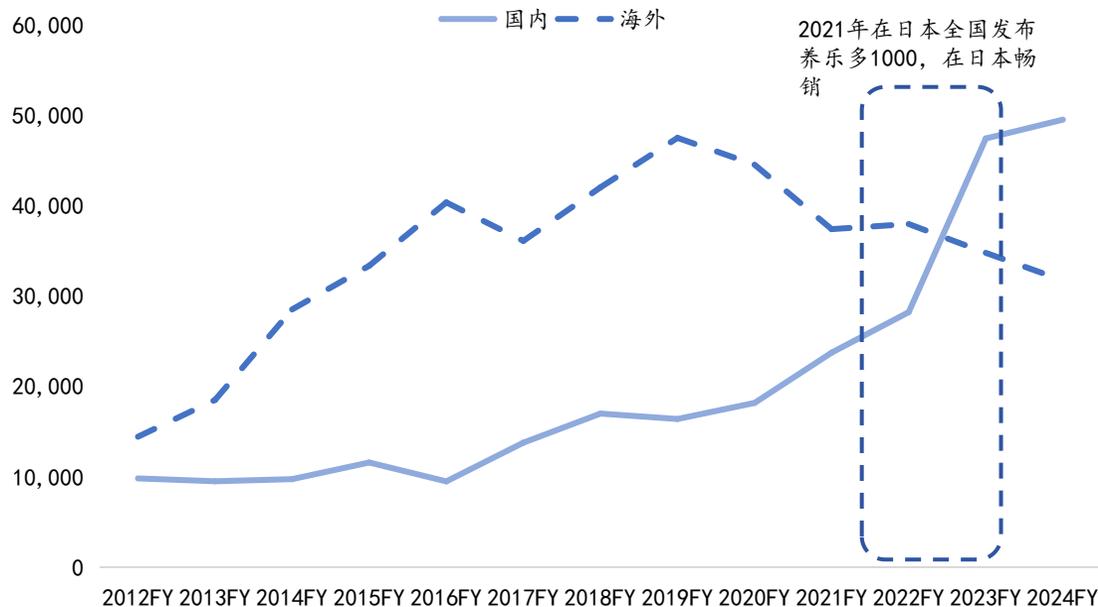
图：日本功能性乳制品示例

公司	产品	功效
明治	R-1乳酸菌饮料	降低流感感染率
	Oligo Smart	控糖巧克力
	SAVAS MILK PROTEIN 0脂系列	补充蛋白质，防止脂肪过度摄入
	GABA酸奶	针对高血压
雪印	PA-3酸奶	抑制尿酸上升
	MBP系列	提高骨密度
森永	in Brand	补充蛋白质
	Triple Yogurt三重酸奶	降低高血压、控制餐后血糖上升和甘油三酯的增加
朝日	针对50岁以上老年人的功能新乳酸菌饮料	缓解关节疼痛和炎症
	可必尔思乳酸菌饮料	含乳三肽，可以不帮助血压管理

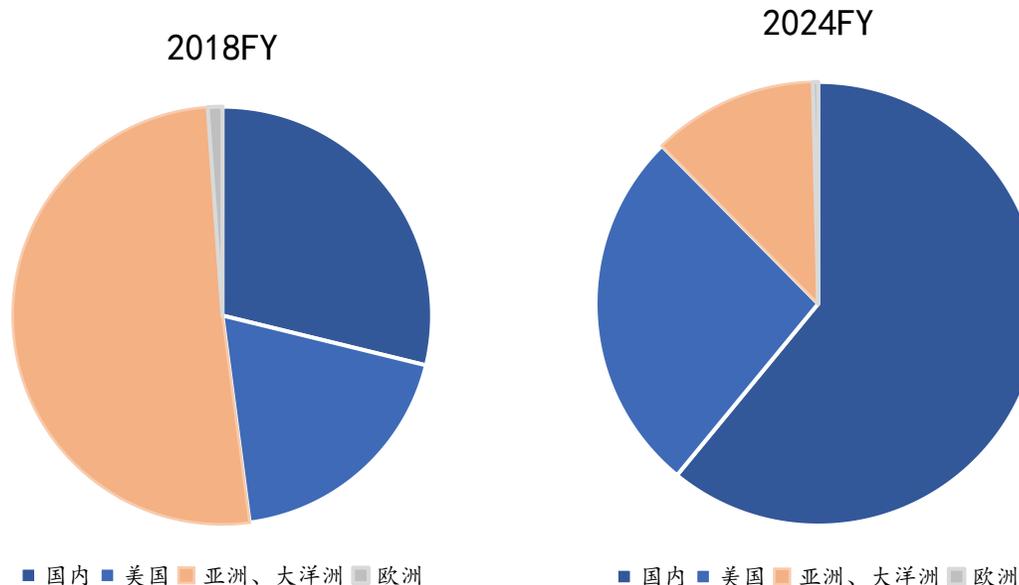
➤ **健康化意识提升+高生产成本制约，功能化是最好的解题方法。**

- ✓ 20世纪初期由于卫生环境和营养不良等问题，日本很多人死于传染疾病，出于“希望人们补充对肠道有益的乳酸菌，收获健康”的心愿，代田博士创新性的提取出“干酪乳杆菌代田株”，并在1935年将该菌株运用于生产养乐多活菌型益生菌，产品天然就被打上了“疾病预防性”的标签，从此养乐多深耕于乳酸菌这一细分市场，并创立“代田稔保护菌普及会”等方式向消费者普及乳酸菌概念。1998年养乐多获特定保健食品标签，对其功能性有了明确背书
- ✓ 此后公司陆续推出养乐多400、新养乐多、新养乐多卡路里减半、养乐多美味发酵果、养乐多1000等产品，其中养乐多1000声称具有改善肠道环境、缓解压力、促进睡眠的功效，受到日本消费者良好反馈，极大的带动了日本国内营业利润的增长，2024财年日本营业利润达495.25亿日元，是2018财年的2.91倍，也使得食品饮料业务上，日本国内的营业利润占比从29%提升到61%，弥补海外市场的萎缩。

图：养乐多国内外营业利润（百万日元）

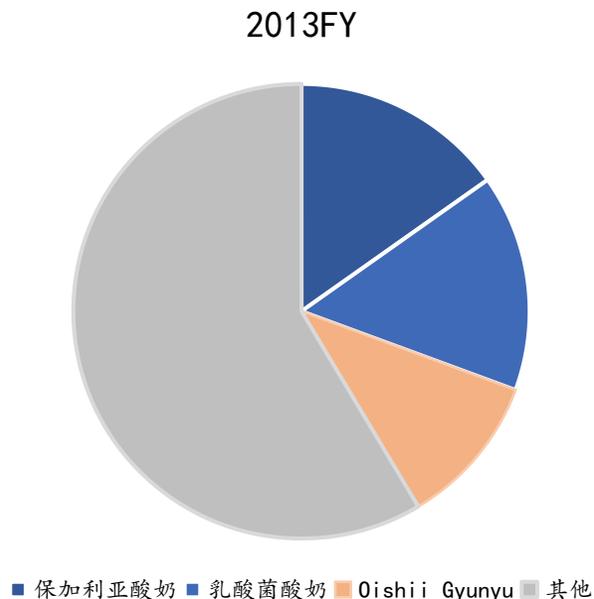


图：养乐多国内外营业利润占比（2018FY和2024FY）

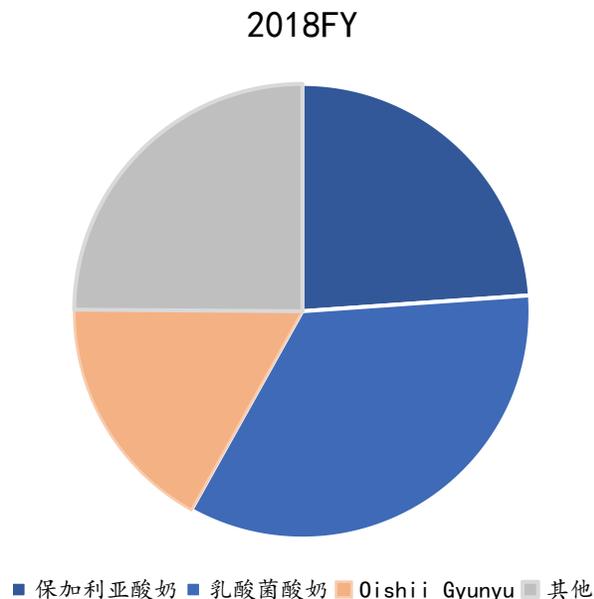


- **健康化意识提升+高生产成本制约，功能化是最好的解题方法。**
- ✓ **明治在功能性食品赛道一骑绝尘，多个细分领域占领第一。**明治在90年代便推出了保加利亚式酸奶LB81，并获得特定保健用食品的许可，从此开启功能性研发及商品化之路。近年来，明治在乳酸菌研究上成果不断，陆续推出R-1、LG21等功能性乳酸菌酸奶。同时，公司在运动营养、老年人食品&液态食品等细分赛道表现出色，其中明治May Balance迷你杯牛奶口味系列已被认定为特殊用途食品。截止2023年，公司在日本酸奶/婴幼儿奶粉/蛋白质市场/液态食品/液态食品及老年人食品赛道上分别占据35.8%/40.3%/36.8%/85.0%/31.3%的份额，高居市占率第一。
- ✓ 未来明治仍然持续加码功能性食品，借助健康科学实验室，与行业、学术界合作，结合食品和制药业务的材料、专业知识，重点关注抗衰老、增强免疫力和微生物组（针对肠道菌群研究）三大赛道，继续推动运动营养业务、液态食品及老年人食品业务和功能性乳酸菌业务的稳步发展。

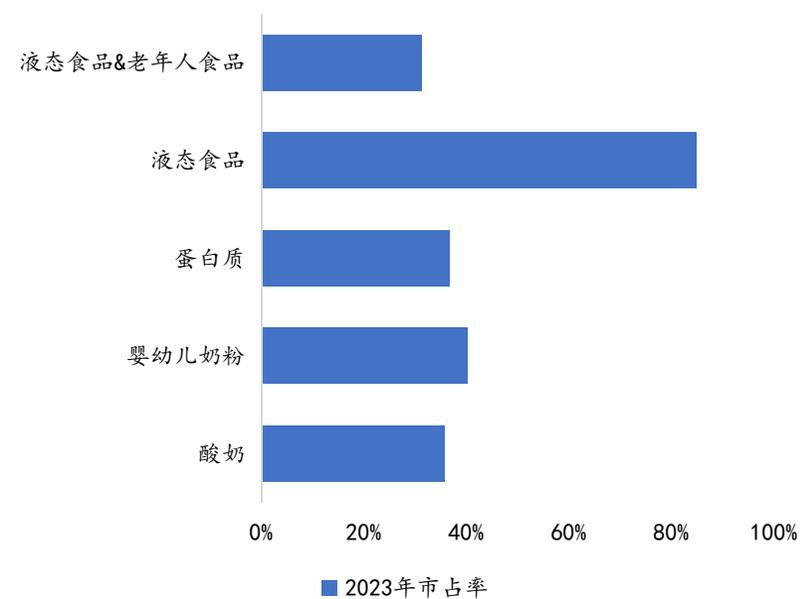
图：明治2013FY乳业产品结构



图：明治2018FY乳业产品结构



图：明治在各子赛道市占率



2.5 国际化和功能化是大势所趋，打破量价局限——以明治和养乐多为例

- 健康化意识提升+高生产成本制约，功能化是最好的解题方法。
- ✓ 对比养乐多和明治在功能化上的发展，明治后来居上。
 - 我们发现养乐多踏步于舒适圈中，近年来推出的新品主要围绕口味、减糖等基础性的改变，而养乐多1000这类强功能化的产品较少，无法给消费者足够的吸引力，收入增速也明显降速。但养乐多1000也给养乐多带来了新的希望和可能性，未来随这类功能性产品增多，养乐多收入和利润有望持续增厚。
 - 明治拥有较强的产品研发和产品推新能力，多个功能性新品均在关键时刻推动明治业绩增长，且高附加值的功能性产品策略是明治的核心重要战略，未来也有望发挥更强功效。

目 录

- 复盘日本乳业发展史，政策为先
- 日本乳企面临什么问题？如何突破？
- 国际化和功能化是大势所趋——以明治和养乐多为例
- 风险提示

日本国内需求见顶：日本本土需求的关键影响变量为人口数量，随着日本人口持续低增长与老龄化程度加深，会带来本土需求量持续萎缩，行业供过于求价格下降。

国际贸易政策风险：日本乳企纷纷开启全球化布局，且海外业务占比持续提升，若出口国的进口政策有改变，可能会限制出口品类、提升出口成本等，对公司营业收入预期产生影响。

食品安全风险：食品安全是乳企的命门，若出现食品安全舆情，则会影响消费者心智，对公司产生负面影响。

分析师声明及一般声明

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。

特别声明及投资声明评级

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）。

诚信专业 发现价值

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楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

