

# 求同存异看日本食品饮料发展的经验启示

华泰研究

2024 年 2 月 19 日 | 中国内地

专题研究

## 求同存异视角看日本食品饮料发展的经验启示

邻国日本经历了自 1990s 起近三十多年来的经济发展长周期，我们通过复盘日本食品饮料各子板块在此期间分化表现，总结出影响品类与周期联动的三层因素以及日本近年来食品饮料发展对中国的经验启示，从求同存异的视角思考中国食品饮料中长期维度的发展趋势。我们认为性价比消费需求及健康化消费趋势在中长期维度内仍将延续，对休闲零食、新式茶饮供应链、无糖软饮、零添加调味品等板块预计有较为明显的增量贡献；此外，我国人口结构与经济发展有望交替支撑消费力上行，广阔的下沉市场中消费升级空间充足，我国消费市场的发展韧性可期。

## 鉴日：现象探究长周期下的“K”型消费分化

我们从家庭支出的微观视角复盘日本 30 年经济发展中食品饮料各子板块的量价表现：1) 支出分化品类：酒类产品、乳制品。酒类消费支出结构分化，存在烧酒替代清酒、发泡酒及 RTD 崛起趋势；乳制品消费量于 2000 年见顶，新鲜牛乳量价齐跌、酸奶及奶酪量价齐升，高附加值创新推动结构性升级。2) 支出增加品类：速冻调理制品、软饮料。速冻调理制品量增，均价 90s 后有所承压；软饮料瓶装水/即饮咖啡/茶饮量增，碳酸/果汁量减。3) 支出稳定品类：调味品、休闲零食。单一调味品健康升级/复合调味品扩容显著；休闲零食支出相对稳定，产量平稳/均价略增。

## 总结：三层因素影响品类与周期的联动方式

我们总结提出影响品类与周期联动的三层因素：1) 人口结构与经济基础：交替为品类长周期更迭提供驱动力。2) 品类“可选性”及“货值大小”属性：自日本 90s 起，调味品韧性/升级空间足，我们认为其低可选性+低货值属性关键，品质持续提升；高可选性+高货值品类与经济关联度较高、有所承压（但需注意日本酒类消费与中国差异较大）；乳制品、软饮料等货值相对较低、可选性相对中性品类，产品多元、易发生结构性变化，企业多增加产品附加值提“质”。3) 新消费趋势与政策引导：健康化/便捷化/性价比等新兴消费趋势及外部政策引导下，子品类内部表现进一步分化。

## 知中：求同存异视角看中国食品饮料中长期发展

我们认为日本食品饮料各子板块过去三十年发展的经验启示具有一定参考意义，但针对中国市场的思考应该求同存异。一方面，从人口结构与经济基础看，国内三次婴儿潮交替接力，核心消费人群与经济发展可共同支撑长期消费力上行，广阔下沉市场也支撑起长期升级潜力；另一方面，从品类可选性与货值大小因素结合性价比/健康化消费新趋势看，当前可关注白酒行业集中度提升机会，必选低价调味品中零添加及复合调味品加速渗透，乳制品板块产品附加值提升，零食品类渠道变革机会以及软饮料板块无糖软饮/即饮茶增长驱动。

风险提示：宏观经济增长不达预期、行业竞争加剧、食品安全风险。

食品饮料

增持（维持）

研究员 龚源月  
SAC No. S0570520100001 gongyuanyue@htsc.com  
SFC No. BQL737 +(86) 21 2897 2228

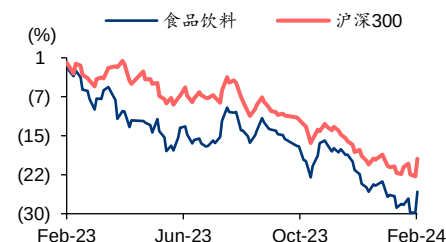
研究员 宋英男  
SAC No. S0570523100004 songyingnan@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

研究员 倪欣雨  
SAC No. S0570523080004 nixinyu@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

研究员 王可欣  
SAC No. S0570524020001 wangkexin019215@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

联系人 刘琳箫  
SAC No. S0570123070210 liulinxiao@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

## 正文目录

|                                           |           |
|-------------------------------------------|-----------|
| <b>鉴日：现象探因长周期下的“K型”分化</b> .....           | <b>4</b>  |
| 现象：食品饮料消费品类分化、结构升级 .....                  | 4         |
| 支出分化品类一：酒类消费受税收政策及消费趋势更迭影响出现结构调整 .....    | 5         |
| 支出分化品类二：乳制品消费结构性升级，高附加值创新推动多元化发展 .....    | 7         |
| 支出增加品类一：软饮料消费支出增加，咖啡、茶饮接力扩容 .....         | 8         |
| 支出增加品类二：速冻调理制品消费量持续增长，B端先行、C端接力 .....     | 9         |
| 支出稳定品类一：单一调味品健康升级，复合调味品扩容显著 .....         | 11        |
| 支出稳定品类二：休闲零食支出相对稳定，性价比与健康化两极发展 .....      | 12        |
| 探因：三层因素看品类如何与周期联动 .....                   | 14        |
| 第一层：人口结构与经济基础交替为品类长周期更迭提供驱动力 .....        | 14        |
| 第二层：高可选性/高货值品类承压，低可选性/低货值品类穿越周期 .....     | 15        |
| 第三层：健康化/便捷化/性价比新消费趋势、政策引导引发品类内结构性变化 ..... | 16        |
| <b>知中：求同存异视角看中国饮食中长期发展</b> .....          | <b>17</b> |
| 求同：健康化/性价比消费新趋势驱动结构性机会显现 .....            | 17        |
| 存异：人口结构支撑与下沉市场广阔保障长期消费潜力 .....            | 20        |
| 风险提示 .....                                | 23        |

## 图表目录

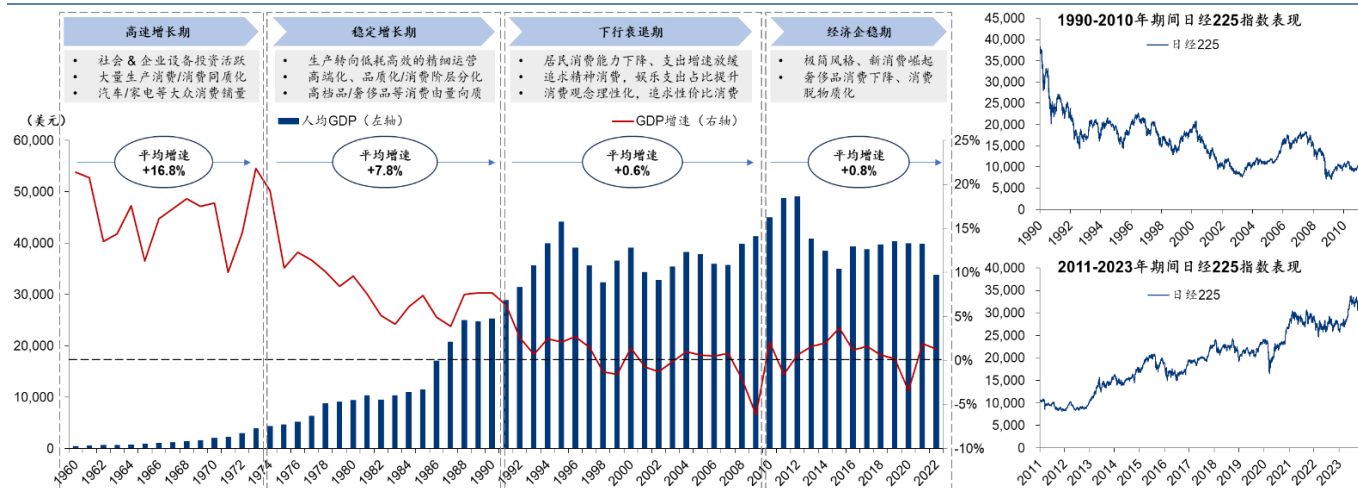
|                                                 |   |
|-------------------------------------------------|---|
| 图表 1：日本人均 GDP、日本 GDP 增速及日经 225 指数变化 .....       | 4 |
| 图表 2：1963-2022 年日本月均家庭消费支出/家庭食品支出及占比 .....      | 4 |
| 图表 3：1983-2022 年日本月均家庭食品消费支出占比明细 .....          | 4 |
| 图表 4：1983-2021 年日本家庭酒类年消费量变化 .....              | 5 |
| 图表 5：1983-2021 年日本家庭酒类消费年均价变化 .....             | 5 |
| 图表 6：日本烧酒、清酒、啤酒、发泡酒及罐装酒精饮料发展历程 .....            | 5 |
| 图表 7：1983-2021 年日本家庭清酒及烧酒年消费量及占比变化 .....        | 6 |
| 图表 8：2021 年日本烧酒行业竞争格局 .....                     | 6 |
| 图表 9：日本历史至今相关酒税政策变化（税率单位：JPY/L） .....           | 6 |
| 图表 10：2007-2022 年日本高端/中端/大众啤酒消费总量及 ASP 变化 ..... | 6 |
| 图表 11：2007-2022 年日本 RTD 消费总量及 ASP 变化 .....      | 6 |
| 图表 12：1985-2021 年日本乳制品人均消费量变化 .....             | 7 |
| 图表 13：1983-2021 年日本家庭乳制品消费年均价变化 .....           | 7 |
| 图表 14：1983-2021 年日本家庭乳制品消费支出金额变化 .....          | 7 |
| 图表 15：1985-2021 年日本乳制品各子品类消费支出占比 .....          | 7 |
| 图表 16：森永、雪印等日本乳制品龙头酸奶、奶酪等乳制品创新发展历程 .....        | 8 |
| 图表 17：1983-2021 年日本家庭软饮料年消费金额变化 .....           | 8 |
| 图表 18：日本软饮料各子品类消费量变化明细 .....                    | 8 |
| 图表 19：1990-2021 年日本软饮料总市场及无糖饮料市场规模变化 .....      | 9 |
| 图表 20：1980-2022 年日本茶饮料/咖啡饮料市场规模及价格变化 .....      | 9 |
| 图表 21：日本软饮料向 PET 瓶化、无糖化和功能化方向发展 .....           | 9 |

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 图表 22: 1983-2021 年日本家庭调理食品类年支出金额变化 .....          | 10 |
| 图表 23: 2005-2022 年日本农副产品及调理速冻产品产量 .....           | 10 |
| 图表 24: 日本预制食品一览表 .....                            | 10 |
| 图表 25: 1965-2021 年日本速冻调理食品整体均价变化 .....            | 10 |
| 图表 26: 60 年代至今日本速冻食品渠道端呈现 B 端先行-C 端接力趋势 .....     | 10 |
| 图表 27: 1975-2021 年日本外食率、饮食外部化率及中食率变化 .....        | 11 |
| 图表 28: 1990-2020 年日本女性劳动参与率/单身家庭占比/老龄化率 .....     | 11 |
| 图表 29: 1983-2021 年日本家庭调味品年消费支出金额变化 .....          | 11 |
| 图表 30: 1970-2021 年日本各类调味品 CPI 变化 .....            | 11 |
| 图表 31: 日本复合调味品一览及调味品向健康化、高质量方向发展 .....            | 12 |
| 图表 32: 1983-2022 年日本家庭端人均零食消费金额变化 .....           | 12 |
| 图表 33: 2003-2022 年日本零食总产量及细分品类 ASP 变化 .....       | 12 |
| 图表 34: 2022 年日本零售渠道份额及日本便利店集中度 .....              | 13 |
| 图表 35: 2022 年日本零食各细分品类竞争格局一览 .....                | 13 |
| 图表 36: 日本各细分品类零食大单品推出及发展一览表, 零食向健康化、功能化方向发展 ..... | 13 |
| 图表 37: 日本 1950-2020 年间的人口结构变化及经济增速变化 .....        | 14 |
| 图表 38: 可选性与货值为影响分化的二重关键因素 .....                   | 16 |
| 图表 39: 1996-2023 年山姆会员店净增门店及进驻城市数量变化 .....        | 17 |
| 图表 40: 零食量贩店 vs 高端零食店门店数变化&客单价情况 .....            | 17 |
| 图表 41: 高端/中低端新茶饮与咖啡门店和客单价对比 .....                 | 18 |
| 图表 42: 新式茶饮/咖啡及上游供应商一览图 .....                     | 18 |
| 图表 43: 2015-2027E 中国软饮料细分品类销售额及总量/价 yoy 变化 .....  | 19 |
| 图表 44: 中国软饮料各子品类 15-20 年间销售金额 CAGR 对比 .....       | 19 |
| 图表 45: 2014-2023E 中国调味品市场规模及 yoy 增速 .....         | 19 |
| 图表 46: 2023 年中国消费者对健康型调味品需求偏好度 .....              | 19 |
| 图表 47: 中国 1953 年至今人口结构变化及经济增速变化 .....             | 20 |
| 图表 48: 2022 年日本三大都市圈人口数量及占比情况 .....               | 21 |
| 图表 49: 2022 年日本三大都市圈 GDP 及占比情况 .....              | 21 |
| 图表 50: 2011-2022 年日本食品饮料龙头企业海外业务占比情况 .....        | 21 |
| 图表 51: 2023 年城市分级名单 .....                         | 21 |
| 图表 52: 2022 年中国一线/新一线/二线/三至五线城市经济体量差异 .....       | 22 |
| 图表 53: 2022 年中国一线/新一线/二线/三至五线城市人口体量差异 .....       | 22 |
| 图表 54: 2017-2022 年白酒行业规模/CR6 占比变化 .....           | 22 |
| 图表 55: 高端白酒与次高端白酒消费场景结构 .....                     | 22 |
| 图表 56: 国内休闲食品行业销售渠道变迁 .....                       | 23 |
| 图表 57: 2022 年中国便利店集中度情况 .....                     | 23 |
| 图表 58: 报告提及公司一览表 .....                            | 23 |

## 鉴日：现象探因长周期下的“K型”分化

日本经济发展分别经历了 1960-1974 年的高速增长期、1974-1990 年的稳定增长期、1990-2010 年的下行衰退期以及 2010 年至今的经济企稳期四个阶段。消费作为观察经济的晴雨表，伴随日本经济发展以及核心消费人群迭代，分别在过去近七十年间对应经济发展四阶段分化出大众消费铺量、从量向质升级、性价比消费以及新消费崛起的四个消费时代。其中，日本消费从 1990 年至今长达三十年的经济发展长周期中展现出典型的“K 型”分化趋势，食品饮料必选消费最终显示出强韧性、结构性升级趋势，而美妆/家电/餐饮/服装等可选消费则相对表现疲软、整体消费降级。本部分以日本家庭为微观视角，一一复盘日本 1990 年至今三十年经济发展长周期中食品饮料各子品类消费的分化表现。

图表1：日本人均 GDP、日本 GDP 增速及日经 225 指数变化

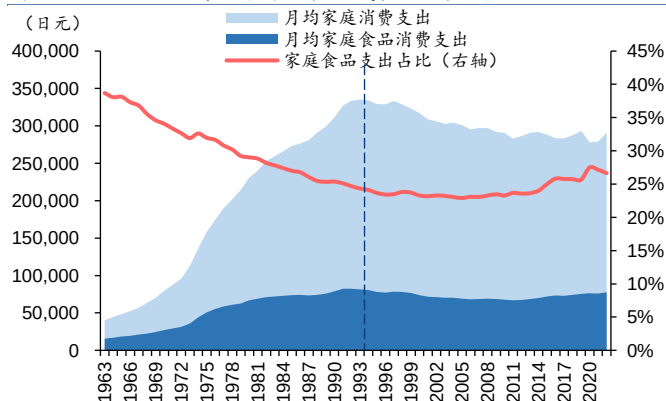


资料来源：Wind、日本统计局，华泰研究

## 现象：食品饮料消费品类分化、结构升级

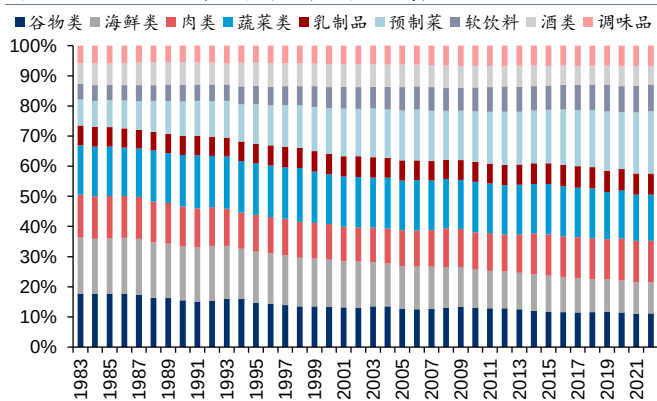
食品饮料消费穿越周期、韧性强。1991 年日本泡沫经济破灭，经济发展失速传导至消费端，日本月均家庭消费支出于 1993 年达到顶峰之后波动下行。1993 年之前，经济高速发展、居民生活质量提高，食品饮料支出占家庭总消费支出的比重从 1963 年的 39% 下降至 1993 年的 24%；1993-2011 年期间，日本月均家庭消费支出 CAGR 为 -1.1%，食品饮料支出占比稳定在 23%-25%；2011 年至今，日本月均家庭消费支出 CAGR 为 +0.3%，其中食品饮料支出 CAGR 为 +1.3%，反映出在经济修复期，食品饮料消费复苏反弹速度相对更快，食品饮料支出占比逐渐上升至 27%。日本三十年长周期中，食品饮料消费展示出较强消费韧性、穿越周期，各品类表现分化：从支出金额看，家庭端预制菜/软饮料支出增加，酒类/乳制品支出有所下降，调味品/休闲零食支出相对稳定；从支出占比看，1983-2022 年主食谷物类占比 -6pct，预制菜/软饮料/调味品支出占比分别 +8/3/1pct，酒类/乳制品/肉类/蔬菜类占比变化不大（但随家庭总支出缩减而支出相对减少），同时各子品类内部呈现结构变化趋势。

图表2：1963-2022 年日本月均家庭消费支出/家庭食品支出及占比



资料来源：日本统计局，华泰研究

图表3：1983-2022 年日本月均家庭食品消费支出占比明细

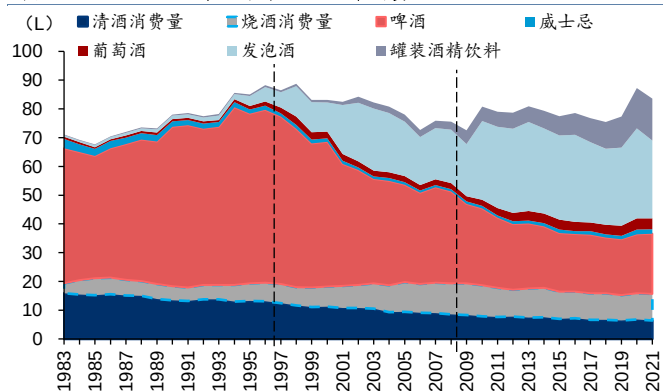


资料来源：日本统计局，华泰研究

### 支出分化品类一：酒类消费受税收政策及消费趋势更迭影响出现结构调整

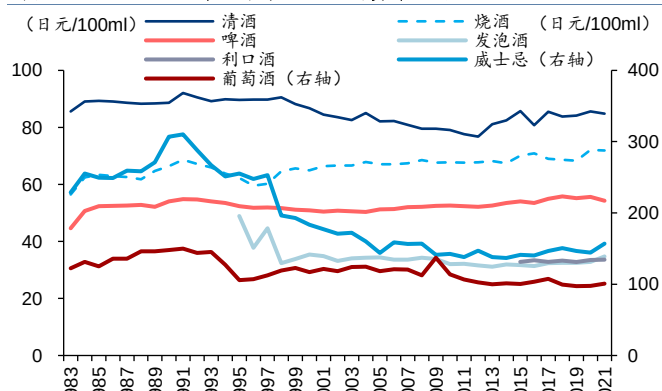
日本酒类整体消费量见顶，家庭酒类消费均价有所波动，税收政策及消费趋势变化引领酒类消费内部出现结构调整。从日本家庭酒类年消费量来看，整体酒类消费量约于 1997 年附近见顶，随后整体消费量有所缩减；从消费结构来看，酒类消费内部结构调整，1997-2010 年清酒、啤酒、威士忌消费量减少（量 CAGR 分别为-3.6%/-5.6%/-3.4%），烧酒、发泡酒、罐装酒精饮料消费量增加（同期量 CAGR 分别为+3.8%/12.8%/15.8%）；从家庭消费年均价来看，1990-2010 年威士忌、葡萄酒、清酒均价均下滑（CAGR 分别为-3.0%/-1.2%/-0.5%），烧酒均价略有提升（CAGR 为+0.2%），啤酒及发泡酒均价相对稳定，酒类消费存在烧酒替代清酒/发泡酒挤压啤酒份额/罐装酒精饮料兴起的三种结构变化趋势。

图表4：1983-2021 年日本家庭酒类年消费量变化



资料来源：日本统计局、日本国税厅，华泰研究

图表5：1983-2021 年日本家庭酒类消费年均价变化



资料来源：日本统计局，华泰研究

图表6：日本烧酒、清酒、啤酒、发泡酒及罐装酒精饮料发展历程

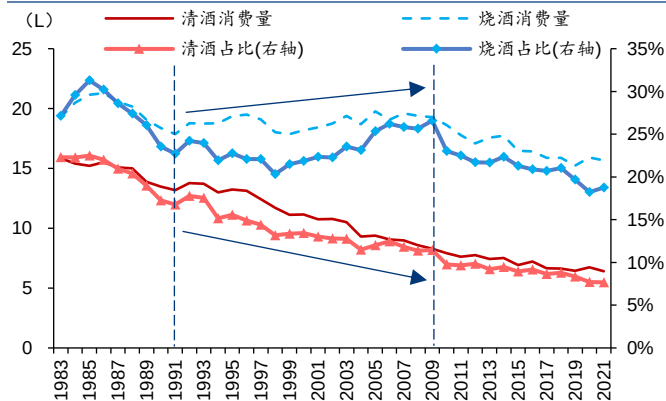
| 品类     | 1990年之前                     | 1990-2000                | 2001-2005                           | 2006-2010                    | 2011-2015                               | 2016-2020                                 | 2021-至今                           |
|--------|-----------------------------|--------------------------|-------------------------------------|------------------------------|-----------------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------|
| 烧酒     | 1980s 罐装烧酒<br>推出第一款烧酒罐装 RTD | 1984年宝酒<br>推出第一款烧酒罐装 RTD |                                     |                              | 2015年宝酒<br>推出第一款烧酒罐装 RTD                |                                           |                                   |
| 啤酒     | 1986年三得利推出100%大麦生啤酒 Malt's  | 1990年三得利推出三得利啤酒 黑标生啤     | 2003年三得利推出 Premium Malt's 系列        | 2010年三得利推出 比得啤酒              | 2013年三得利推出 Premium Rich and Dry Premium | 2016年三得利推出新型艾尔啤酒 The Premium Malt's (Ale) | 2020年三得利推出无酒精啤酒 Kirin Greens Free |
| 发泡酒    | 1987年三得利推出大单品 Super Dry     | 1988年三得利推出 Sapporo Dry   | 1991年三得利推出大单品 麒麟一番榨                 | 2005年三得利推出第三类啤酒 Clean Asahi  | 2005年三得利推出 Nodogoshi Nama               |                                           |                                   |
| 罐装酒精饮料 |                             | 1995年三得利推出 Super Chu-hi  | 1996年三得利推出 Tottoki Kajitsu no Osake | 2001年三得利推出冰洁 Chu-hi Hyoketsu | 2008年三得利推出酒精度高达8%的“冰洁 Strong”           | 2009年三得利推出针对女性群体的 RTD 产品-和乐怡              | 2009年三得利推出针对女性群体的 RTD 产品-和乐怡      |

资料来源：各公司官网，华泰研究

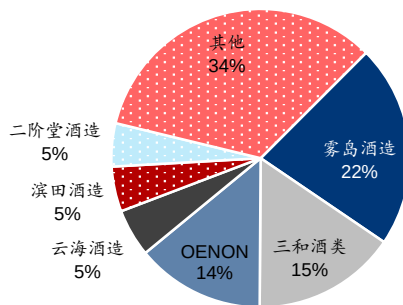
### 税收政策及消费健康化/性价比化、场景休闲化导致日本酒类消费三大趋势变迁。

1) 烧酒替代清酒：1983-2021 年家庭清酒年消费量 CAGR 为-2.4%，烧酒年消费量同期 CAGR 为+2.6%，且期间家庭清酒消费量占家庭酒类消费总量的比重从 1983 年的 22.3% 降低至 2021 年的 7.7%，而烧酒消费量占比同期从 4.8% 提升至 11.1%，存在烧酒替代清酒的趋势。我们认为该消费趋势的出现主要系烧酒相比清酒度数更高（烧酒酒精度数在 25~35° 之间，清酒酒精度数在 14~19° 之间）、价格更低、饮用时玩法较多（例如酒中兑水、加冰或加苏打水等），满足日本民众在经济增长停滞、人口老龄化的巨大社会压力下的买醉需求和追求性价比的消费倾向，同时花样饮酒方式在不同年龄层和性别的人群中拥有较高接受度。此外，随着烧酒品类的兴起，日本烧酒公司集中度提升，日本烧酒第一大公司雾岛酒造市占率不断提升，持续位居烧酒行业销售首位，据 TDB 数据，2021 年雾岛酒造市占率约 22%，烧酒行业 CR3 约 52%、CR6 约 66%，行业集中度较高。

我们认为，日本的烧酒作为相对高度的蒸馏酒品类，与我国的白酒品类有一定相似性，但两者在产品性质、饮用场景及饮用习惯上仍存在较大差异（日本酒类以自饮及家庭、社交聚饮场景为主，而据 UBS Evidence Lab 数据，当前我国白酒品类中次高端/高端价位带白酒政商务消费占比分别约为 52%/45%，政商务消费场景占比仍较高，且白酒大众消费中宴席场景较为关键，与日本自饮/聚饮场景亦有较大差异）。日本烧酒品类抓住终端需求向更高度/更性价比消费变化的趋势，以大单品 Chu-Hi/芋烧酎的推出、创新饮用玩法，注重终端需求、强调营销创新，最终实现了消费量的提升及价格的稳定。

**图表7：1983-2021 年日本家庭清酒及烧酒年消费量及占比变化**


资料来源：日本统计局、日本国税厅，华泰研究

**图表8：2021 年日本烧酒行业竞争格局**


资料来源：日本统计局、TDB，华泰研究

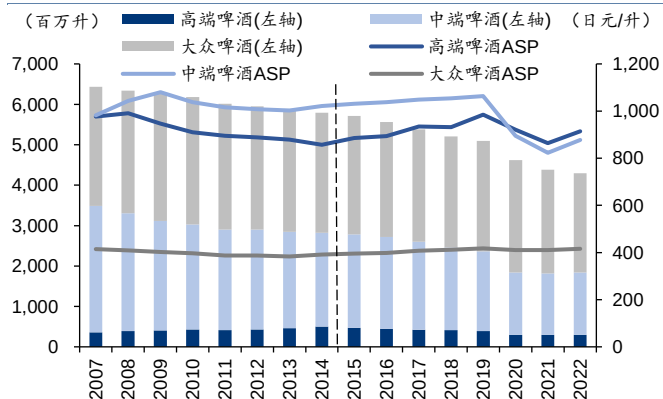
**2) 发泡酒挤压啤酒份额：**日本家庭啤酒年消费量在 1994 年见顶后，于 1994-2021 年间的年消费量 CAGR 为-3.9%，而发泡酒在此期间的年消费量 CAGR 为+10.8%，存在发泡酒挤压啤酒份额的趋势，我们认为主要系酒税政策（麦芽含量越高税收越重）及性价比/健康化消费趋势推动啤酒向低度化发展。伴随 2011 年经济发展企稳，中高端及大众啤酒消费 ASP 自 2014 年前后由降转升，啤酒消费健康化趋势不改、高端化趋势回归。

**3) 罐装 RTD 酒精饮料兴起：**1983-2021 年日本家庭罐装 RTD 酒精饮料年消费量 CAGR 为+12.2%，逐渐发展成为继发泡酒及啤酒之后，日本家庭酒类消费量第三，我们认为主要系日本酒类消费场景休闲化/去餐化/悦己化所致，开罐即饮、吧台纯饮、居家佐餐等需求兴起引领 RTD 品类的崛起。

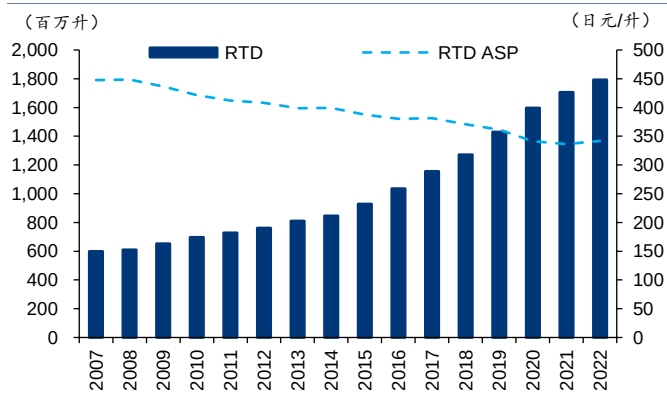
**图表9：日本历史至今相关酒税政策变化（税率单位：JPY/L）**

| 种类    | 麦芽含量     | pre-1996 | 1997-2003 | 2004-2006 | 2007-2015 | 2020 年 10 月 | 2023 年 10 月 |
|-------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-------------|-------------|
| 啤酒    | 67%-100% | 222      | 222       | 222       | 220       | 200         | 181         |
| 发泡酒   | 50%-67%  | 153      | 222       | 222       | 220       | 200         | 181         |
| 发泡酒   | 25%-50%  | 153      | 153       | 178       | 178       | 167         | 155         |
| 发泡酒   | 0%-25%   | 83       | 105       | 134       | 134       | 134         | 134         |
| 第三类啤酒 | 0%       |          |           | 69        | 80        | 108         | 134         |

资料来源：日本国税厅，华泰研究

**图表10：2007-2022 年日本高端/中端/大众啤酒消费总量及 ASP 变化**


资料来源：Euromonitor，华泰研究

**图表11：2007-2022 年日本 RTD 消费总量及 ASP 变化**


资料来源：Euromonitor，华泰研究

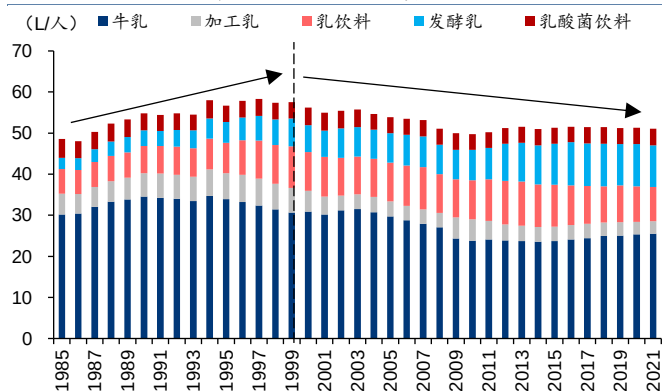
## 支出分化品类二：乳制品消费结构性升级，高附加值创新推动多元化发展

日本乳制品人均消费量于 2000 年前后见顶，消费结构性升级趋势明显，酸奶、奶酪等高附加值产品占比提升。从人均消费量来看，日本的乳制品整体人均消费量于 2000 年前后见顶，乳制品行业逐渐步入发展成熟期，但消费结构性升级趋势明显，牛乳/加工乳/乳饮料的消费量在 2000 年后呈现波动下滑态势（人均消费量由 2000 年的 30.9/5.1/9.4L 下滑至 2021 年的 25.5/3.0/8.4L），而在此期间，附加值更高的发酵乳人均消费量明显增加（由 2000 年的 6.5L 提升至 2021 年的 10.1L），黄油/奶酪等产品亦接力液奶、步入发展快车道。动因来看，乳企差异化竞争、消费者健康化消费趋势导致日本乳制品向高营养价值、多元风味、保健型/功能性的方向升级。

**1) 酸奶/发酵乳：液奶支出占比下滑，酸奶消费占比明显提升。**随着牛乳及加工乳的人均消费量分别于 2003 和 1997 年见顶，易吸收、助消化的酸奶消费步入快速上升通道。日本乳企瞄准酸奶/发酵乳品类从供给端进行创新以实现差异化竞争，叠加消费者对乳制品的消费需求向健康化、保健型/功能性、更高营养价值方向升级，明治、养乐多、雪印、森永等乳企顺应市场需求提供高附加值产品、形成相对稳定的竞争格局。2000 年至 2021 年期间，新鲜牛乳在日本奶类消费支出中的占比由 60.5% 下降至 39.1%，酸奶在日本奶类消费支出中的占比由 22.4% 提升至 36.1%。

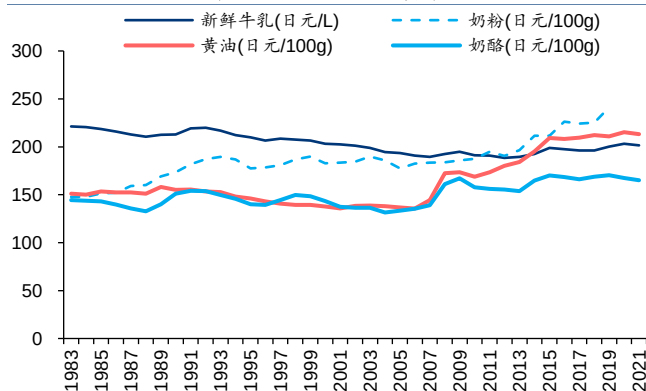
**2) 奶酪：日本乳制品消费存在西式化趋势，奶酪、黄油品类消费量快速增长。**2000 年至 2021 年期间，黄油/奶酪在日本奶类消费支出中的占比分别由 2.0%/9.0% 提升至 3.6%/17.6%。究其原因，主要包括相关企业不遗余力的市场教育（1973 年 11 家日本本地奶酪生产商联合组建了“日本奶酪促进委员会”，1994 年日本发起“农村奶酪普及”事业，让奶酪走出城市并深入农村）、家庭西式餐桌的兴起以及零食奶酪的快速放量等。高附加值的奶酪、黄油品类消费量快速增长，进一步助力乳制品行业向多元化趋势发展。

图表 12：1985-2021 年日本乳制品人均消费量变化



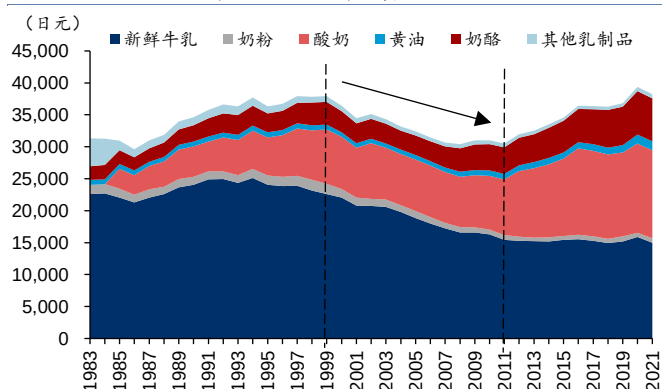
资料来源：Japan Dairy Association，华泰研究

图表 13：1983-2021 年日本家庭乳制品消费均价变化



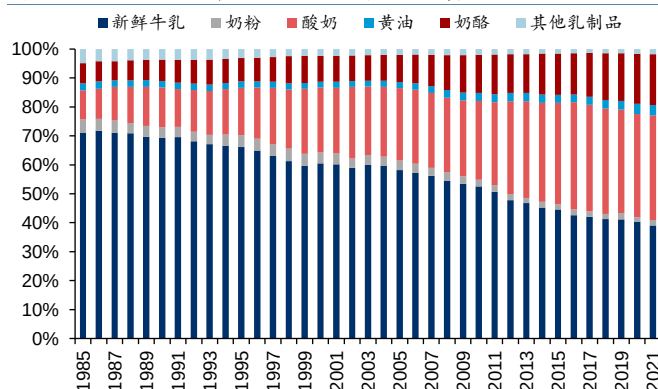
资料来源：日本统计局，华泰研究

图表 14：1983-2021 年日本乳制品年消费支出金额变化



资料来源：日本统计局，华泰研究

图表 15：1985-2021 年日本乳制品各子品类消费支出占比



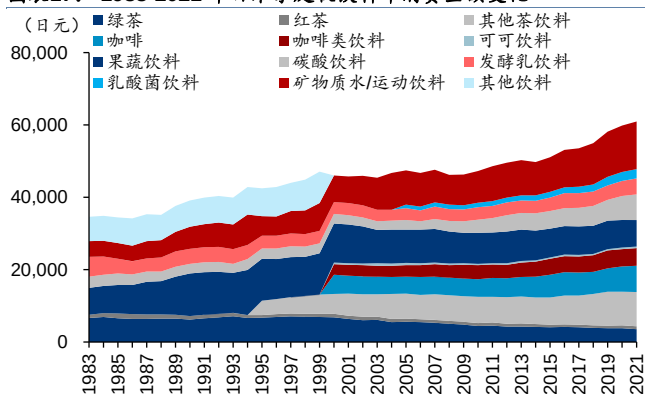
资料来源：日本统计局，华泰研究

**图表16：森永、雪印等日本乳制品龙头酸奶、奶酪等乳制品创新发展历程**


资料来源：公司公告、公司官网、FOODAILY，华泰研究

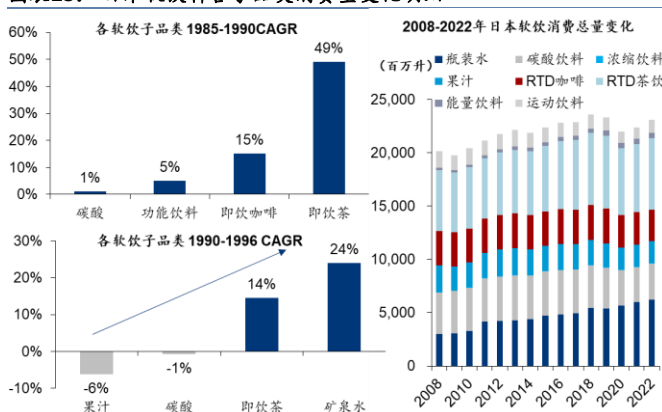
### 支出增加品类一：软饮料消费支出增加，咖啡、茶饮接力扩容

软饮料消费持续扩容，子品类表现分化、内部结构调整，整体呈现升级扩张趋势。1983-2021年日本家庭软饮消费总支出持续增加，CAGR为+1.5%，其中包括绿茶、红茶及其他茶饮的茶饮消费支出、咖啡及咖啡类饮料支出以及矿物质水等功能性饮料年消费金额均持续增长，年支出金额CAGR分别为+1.6%/1.7%/2.9%；碳酸饮料支出则在1983-2004年下滑，CAGR为-1.2%，随后无糖饮料风潮下零糖碳酸饮料带动碳酸饮料整体消费金额恢复式增长，2004-2021年CAGR为+6.6%；果蔬饮料品类年支出金额则持续下滑，1993-2021年CAGR为-2.0%。从整体消费总量来看，2008年至今瓶装水消费量持续增加，即饮咖啡和茶饮消费量稳健增长。综合来看，日本三十年经济发展长周期中软饮消费存在茶饮/咖啡崛起、碳酸饮料/果汁消费减少、瓶装水规模增长的趋势。

**图表17：1983-2021年日本家庭软饮料年消费金额变化**


注：2000年日本统计局统计口径调整，将1999年及以前的“其他饮料”消费支出细化为咖啡/咖啡类/可可饮料消费支出。

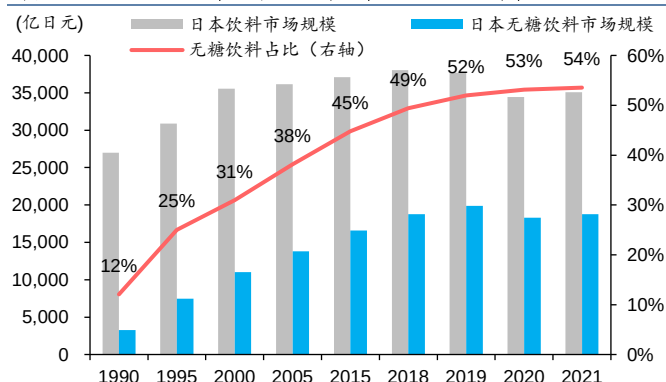
资料来源：日本统计局，华泰研究

**图表18：日本软饮料各子品类消费量变化明细**


资料来源：日本统计局，伊藤园，Euromonitor，华泰研究

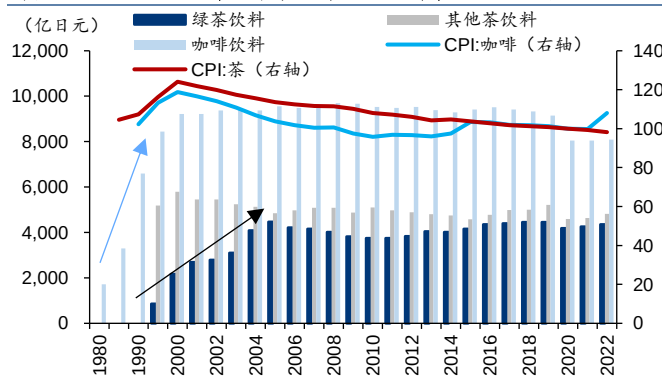
供需两侧共同推动软饮消费持续扩容、结构升级。供给端来看，麒麟、朝日等日本啤酒大厂在啤酒消费量见顶后布局茶饮行业，新品开发加强促使消费者软饮选择多元化；此外，PET 瓶生产放开及自动售货机的普及使得软饮消费更加便捷化、消费场景进一步拓宽。需求端来看，消费者健康意识提升、消费便捷化需求不断加强，软饮无糖化及 PET 瓶包装化趋势兴起，其中日本无糖饮料占饮料总规模的比例从 1990 年的 12% 提升至 2021 年的 54%。结构端来看，在西式化生活普及以及社会压力加大的背景下，咖啡和茶饮作为成瘾性饮品不断提升渗透率，其中咖啡品类率先扩容，据伊藤园公告，1980-1995 年期间咖啡及咖啡饮料市场规模 CAGR 为+11.2%，咖啡饮品价格在 2000 年附近见顶后有所下滑，量增为主要驱动；绿茶品类接次扩容，1995-2005 年绿茶品类市场规模 CAGR 为+18.0%。

图表19：1990-2021 年日本软饮料总市场及无糖饮料市场规模变化



资料来源：伊藤园年报，华泰研究

图表20：1980-2022 年日本茶饮料/咖啡饮料市场规模及价格变化



资料来源：伊藤园、日本统计局、Wind，华泰研究

注：CPI 指数以 2020 年为基数，CPI(2020)=100。

图表21：日本软饮料向 PET 瓶化、无糖化和功能化方向发展

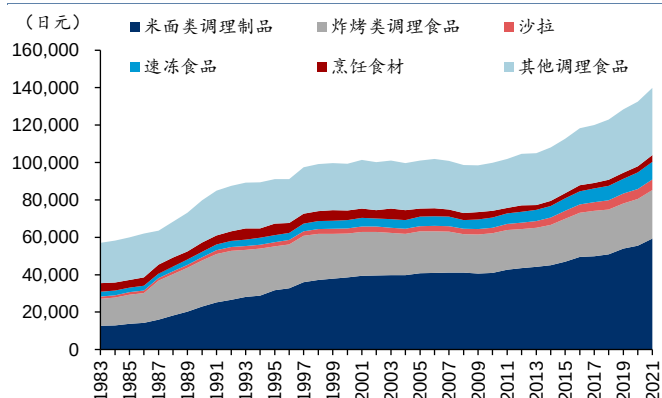


资料来源：公司公告、公司官网，华泰研究

## 支出增加品类二：速冻调理制品消费量持续增长，B 端先行、C 端接力

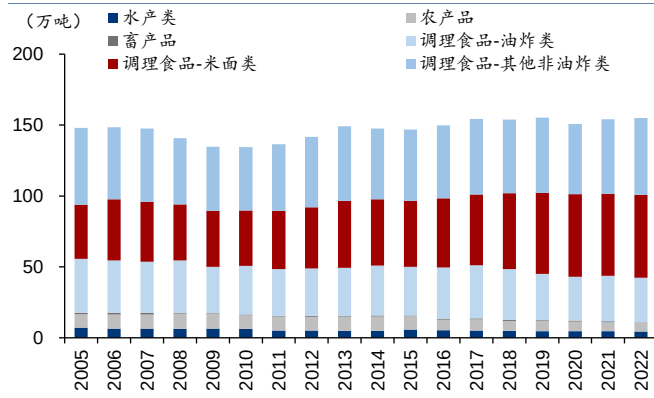
速冻调理制品消费量持续增长，米面主食类扩容更快，整体均价在 90s 后有所承压。1983-2021 年日本家庭调理食品消费总支出金额持续增长，期间 CAGR 为+2.4%，米面主食类调理制品/速冻方便食品支出金额增长明显（期间 CAGR 分别为+4.1%/3.5%）。从产量看，2005 年以来，水产、农产及畜产类速冻产品的产量呈现波动下降，而调理食品产量持续增长，主要包括米面类（预制寿司/便当等）、油炸类和其他非油炸类（预制沙拉/烧麦等），其中米面类调理制品产量增长较快（2005-2021 年 CAGR 为+2.5%），其他非油炸类产量相对稳定，油炸类调理制品产量下滑（2005-2021 年 CAGR 为-1.1%）。从均价看，1985-1990 年间速冻食品的均价达到顶峰，此后步入下行通道，至 2008 年前后止跌企稳，我们判断主要系：1）90 年代后期通缩压力加剧，水畜产品等价格显著走低；2）90 年代末随着日本经济泡沫破裂，餐饮外出消费有所收缩，下游餐饮企业倒逼上游供应链企业降价；3）速冻调理制品内部品类结构调整，均价更低的主食类产品占比增加。

图表22：1983-2021年日本家庭调理食品类年支出金额变化



资料来源：日本统计局，华泰研究

图表23：2005-2022年日本农副产品及调理速冻产品产量



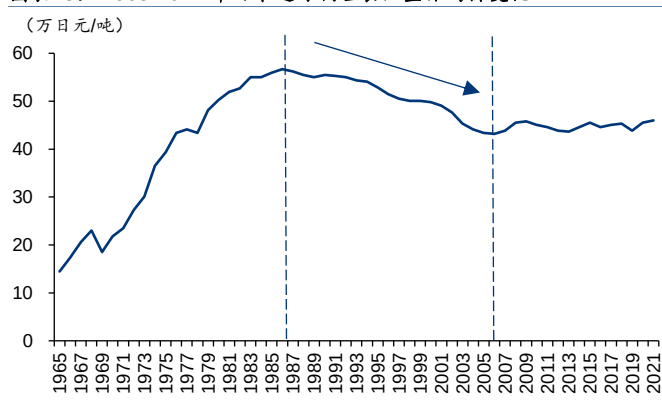
资料来源：日本冷冻食品协会，华泰研究

图表24：日本预制食品一览表



资料来源：味之素冷冻食品株式会社，日本冷冻食品协会，华泰研究

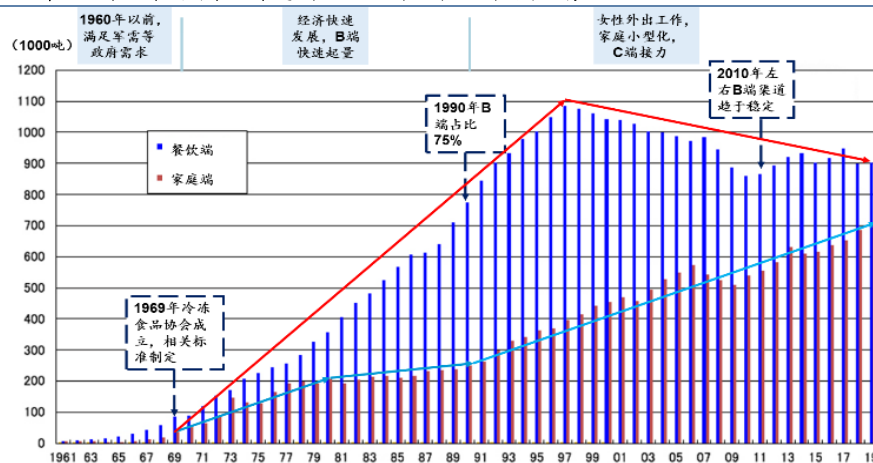
图表25：1965-2021年日本速冻调理食品整体均价变化



资料来源：日本冷冻食品协会，华泰研究

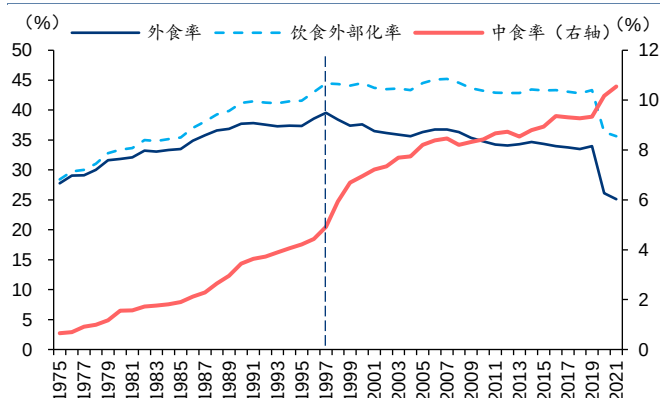
渠道端看，日本速冻食品行业经历了B端先行、C端接力的发展过程，90年代后C端需求稳健上升。纵向复盘日本速冻食品行业的渠道发展历程，70年代中期，B端与C端渠道发展逐渐拉开差距，B端渠道进入长达20年的快速起量阶段（于1997年前后见顶），随着日本地产泡沫破裂，居民外出消费意愿下降，餐饮行业出现倒退，B端速冻食品需求下滑，便利店/商超等渠道购买速冻方便食品到家食用的“中食”消费场景逐渐流行，中食率从1975年的0.7%持续提升至2021年的10.5%。与中食率变化趋势相一致的是速冻食品C端需求穿越经济周期，从70年代到90年代再到日本经济危机后，C端均保持相对稳定增长；90年代后，经济发展趋缓，女性外出工作的比例提高，叠加人口老龄化、家庭小型化，以及微波炉/电磁炉/冰箱等家电设备的普及，C端消费快速崛起。

图表26：60年代至今日本速冻食品渠道端呈现B端先行-C端接力趋势



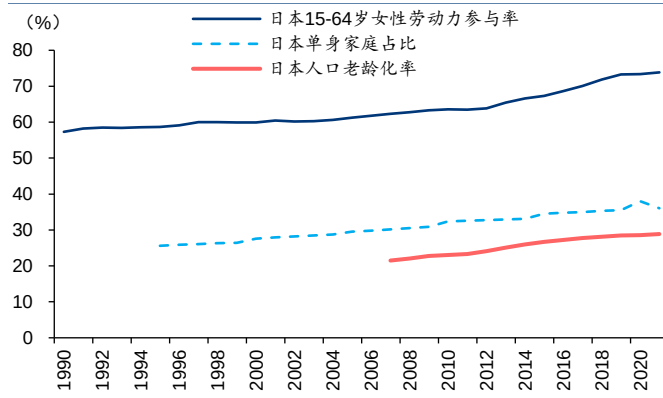
资料来源：日本冷冻食品协会，华泰研究

图27：1975-2021年日本外食率、饮食外部化率及中食率变化



资料来源：日本外食协会，华泰研究

图28：1990-2020年日本女性劳动参与率/单身家庭占比/老龄化率

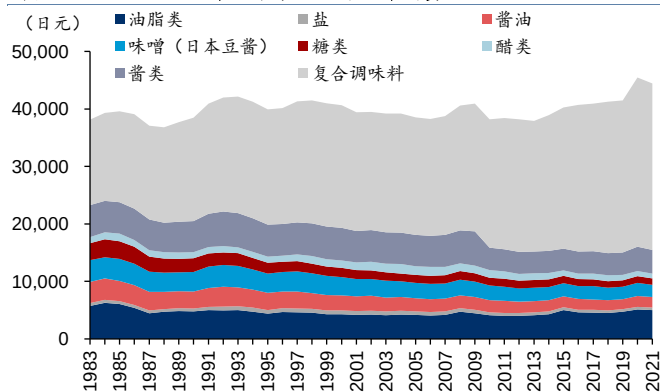


资料来源：Wind，华泰研究

### 支出稳定品类一：单一调味品健康升级，复合调味品扩容显著

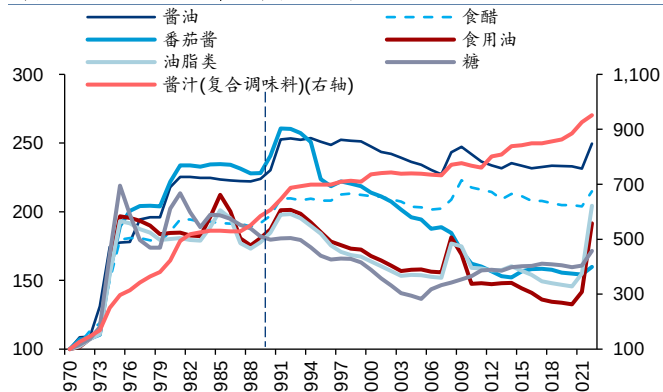
调味品支出金额相对稳定但内部结构调整明显，单一调味品健康升级，复合调味品扩容显著。从支出金额看，1990-2010年日本家庭调味品消费总支出金额保持相对稳定，CAGR为+0.1%，其中复合调味料年消费支出金额增长明显，同期年复合增速为+1.2%，而食用油/酱油/食醋/糖等单一调味料支出金额总和呈现下降趋势，同期CAGR为-1.1%。复合化趋势下，以酱汁为代表的复合调味品支出占比提升，单一调味品依托健康化迭代升级维持价格平稳。1) 单一调味品：复合化趋势下需求转移，但健康升级仍持续迭代，酱油品类90s后在零添加及丸大豆酱油基础上持续向有机/鲜榨方向发展，食醋具有降血脂/促消化等保健属性，应用不同场景的醋产品（例如吃寿司用的白菊醋等）不断推出，产品结构升级推动酱油/醋价格稳定略增，1990-2010年酱油/醋CPI复合增速分别为+0.4%/+0.6%；2) 复合调味品：复合调味品具备操作便捷、简化烹饪过程的优势，贴合消费者在快节奏的生活中对缩短烹饪时长和降低烹饪难度的需求，复合调味品支出金额占比从1990年的46.7%提升至2010年的58.5%。日本长周期中调味品消费表现出韧性、结构性升级扩容现象。

图29：1983-2021年日本家庭调味品年消费支出金额变化



资料来源：日本统计局，华泰研究

图30：1970-2021年日本各类调味品CPI变化



注：CPI指数以1970年为基数，CPI(1970)=100。

资料来源：Wind，日本统计局，华泰研究

BC两端共同驱动日本复合调味品扩容升级：1) B端：餐饮连锁化率提升下标准化、降本提效需求驱动。1990-2010年日本外食连锁化率从11%提升至19%，下游餐饮连锁化趋势对口味标准化和降本增效提出诉求，促进上游复合调味品发展。2) C端：消费健康化、便捷化引领复合调味品内部结构升级：女性社会化率提升、家庭小型化、人口老龄化等社会人口结构变迁背景下，家庭端调味品消费便捷化、健康化等需求凸显，复合调味品逐步替代单一调味品，同时催生调味品向健康高质方向发展。以酱油消费为例，酱油产品在健康化趋势推动下逐步沿着低盐酱油→丸大豆酱油→有机酱油→鲜榨酱油的高品质方向升级，据日本酱油协会，本酿造“零添加”产品占比从1980年67.7%提升至2021年的89.5%。

图表31：日本复合调味品一览及调味品向健康化、高质量方向发展

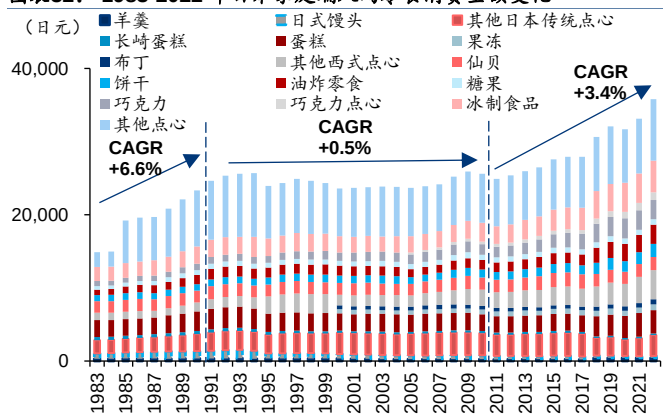


资料来源：味之素冷冻食品株式会社，日本冷冻食品协会，华泰研究

## 支出稳定品类二：休闲零食支出相对稳定，性价比与健康化两极发展

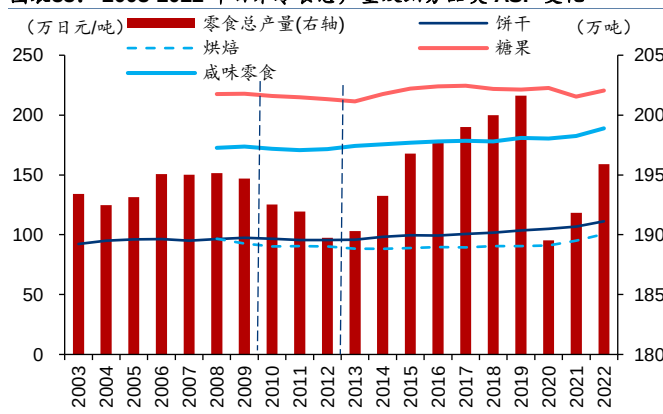
日本零食消费具有一定的抗周期性，在三十年长周期中支出保持平稳、随经济发展复苏而支出增加。从支出金额来看，1990-2010 年日本家庭端人均零食消费总额相对稳定，期间 CAGR 为+0.7%；2011 年后随着经济复苏，家庭端人均零食消费总额增长明显，2011-2022 年 CAGR 为+3.4%，零食消费具有一定抗周期性，在逆周期中支出保持相对稳定。拆分量价来看，产量端，据全日本果子协会，日本零食产量在逆周期中保持相对稳定，2003-2009 年产量 CAGR 为+0.1%，2009-2013 年金融危机冲击下零食产量略有下滑，CAGR 为-0.6%，2013-2019 年稳步上升，CAGR 为+0.9%；价格端，据欧睿，零食均价保持缓慢增长，以饼干 ASP 均价变化为例，1994-2010 年期间饼干均价 CAGR 为+0.3%；分品类看，除糖果价格相对波动较大外，烘焙、饼干、咸味零食的零售均价在 2008 年至今呈现出缓慢提升态势。综合来看，日本家庭端零食支出具有一定抗周期性，在逆周期中保持相对稳定、随经济复苏而明显增长，零食消费表现出量稳、价缓慢略增的趋势。

图表32：1983-2022 年日本家庭端人均零食消费金额变化



资料来源：全日本果子协会、日本统计局，华泰研究

图表33：2003-2022 年日本零食总产量及细分品类 ASP 变化

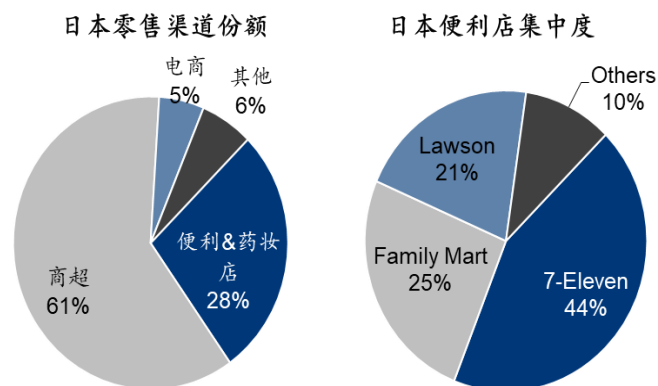


资料来源：全日本果子协会、Euromonitor、日本统计局，华泰研究

**日本休闲零食消费呈现出性价比和健康化两极发展趋势：**受西式饮食及生活方式普及的影响，日本零食产品以巧克力、糖果、膨化食品、饼干等西式零食为主。据欧睿数据，22 年包含膨化食品在内的咸味零食及西式糖果（包括巧克力/口香糖）零售额分别为 114/82 亿美元，分别占日本零食总零售额的 38.5%/27.9%。90 年代后，日本陷入长期经济低迷期，消费者收入缩减下开支减少，叠加社会及生活高压影响，相对低价的膨化零食受到欢迎，1990-2022 年油炸零食支出额 CAGR 为+2.3%，同期零食总支出金额 CAGR 为+1.4%，油炸零食占比提升 1.8pct；近年来随着老龄化加深，休闲零食亦朝着健康化及功能化方向发展，零食龙头纷纷推出控糖巧克力/冰淇淋、保健口香糖等健康化、功能化零食产品。由于日本零食消费西式化明显，零食产品标准化高、全国化发展阻力小，叠加日本零售渠道

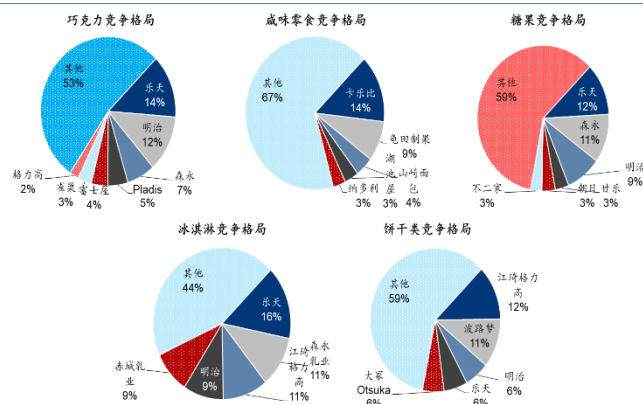
相对单一（据欧睿数据，22 年日本商超零售份额占比 61%、便利店等业态零售份额占比 28%），日本零食行业集中度较高、竞争格局较优，深度打磨产品力的本土零食企业在行业中地位领先。

图表34：2022 年日本零售渠道份额及日本便利店集中度



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表35：2022 年日本零食各细分品类竞争格局一览



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表36：日本各细分品类零食大单品推出及发展一览表，零食向健康化、功能化方向发展

| 品类           | 1960年之前                                 | 1960-1990年                                                          | 1991-2000年                     | 2001-2015年                             | 2015年至今                |
|--------------|-----------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|--------------------------------|----------------------------------------|------------------------|
| 糖果（奶糖/果糖/软糖） | 1914年森永推出袖珍纸袋牛奶糖，人气爆棚<br>1922年格力高推出营养糖果 | 1972年森永推出Hi-Chew软糖<br>1988年明治推出明治果汁软糖，目前软糖市占率达20.3%                 |                                | 2011年波路梦推出面袋装橡皮糖                       |                        |
| 巧克力/巧克力零食    | 1918年森永推出日本第一款国产牛奶巧克力<br>1926年明治推出牛奶巧克力 | 1966年格力高推出百奇巧克力棒                                                    | 1998年明治推出推出追求可可多醇健康价值的“巧克力好习惯” |                                        | 2016年格力高推出功能性巧克力LIBEAR |
| 膨化食品         |                                         | 1964年卡乐比推出河童虾条<br>1975年卡乐比推出土豆片                                     | 1995年卡乐比推出杯装土豆棒                | 2003年卡乐比推出北海道薯条<br>2006年卡乐比推出Jagabee薯条 | 2018年卡乐比推出玉米棒          |
| 饼干           |                                         |                                                                     | 1996年波路梦推出普奇系列产品               | 2010年波路梦推出功能性饼干Slow Bar                |                        |
| 点心           |                                         | 1972年山崎首次推出皇家面包<br>1974年波路梦推出畅销单品浪漫多可牛奶鸡蛋卷<br>1984年山崎推出第一款午餐包       |                                | 2002年山崎推出改良版午餐包                        |                        |
| 冰淇淋          |                                         | 1972年森永推出Choco Monaca脆皮冰淇淋<br>1986年格力高推出球状冰淇淋<br>1994年格力高推出Essel超级杯 |                                | 2013年森永推出Vanilla Monaca Jumbo          | 2017年格力高推出控糖冰淇淋SUNAO   |
| 其他           |                                         |                                                                     | 1991年卡乐比推出水果麦片                 | 2003年格力高推出保健口香糖                        |                        |

资料来源：各公司官网，华泰研究

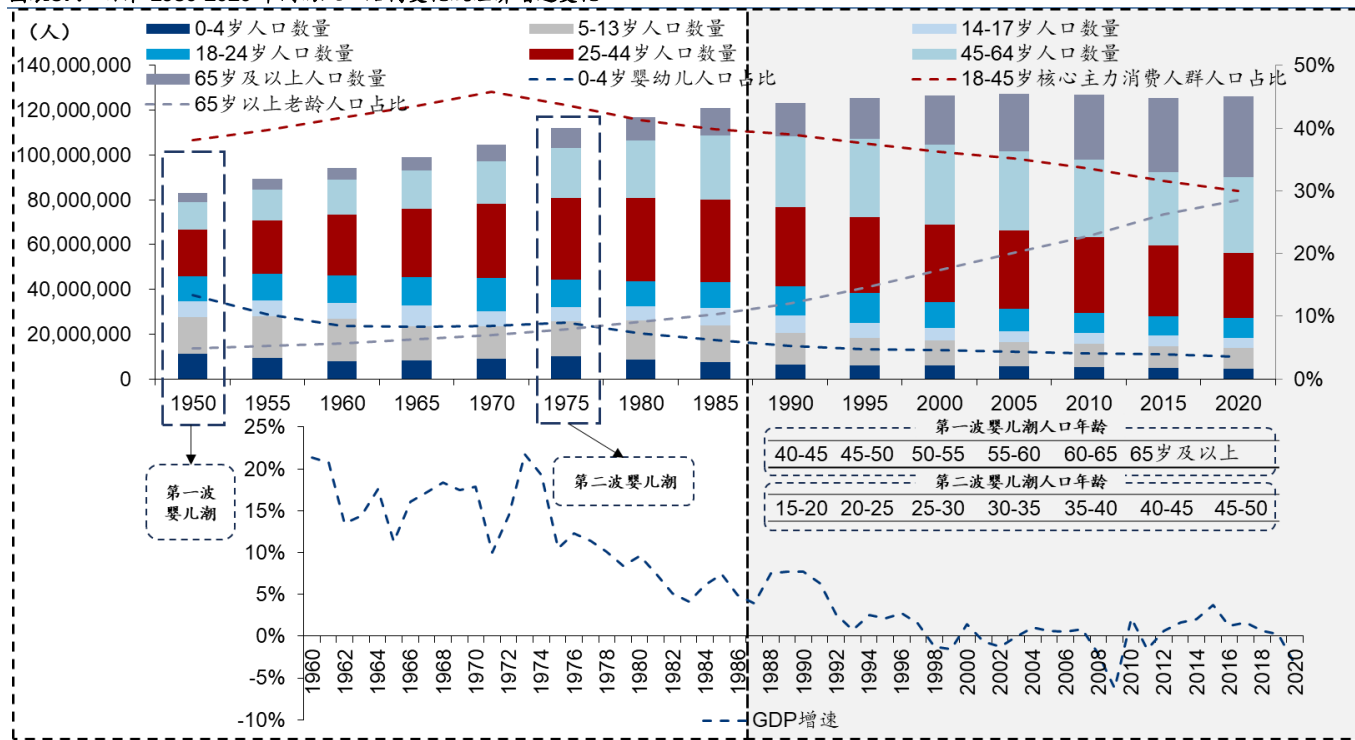
## 探因：三层因素看品类如何与周期联动

通过对上述三十年长周期中日本食品饮料各子板块的量价表现进行表象复盘，我们进一步探析品类表现分化的原因，并从上到下、从宏观到微观角度总结认为主要有三层因素主导了品类与周期的联动方式：一是人口结构与经济基础影响品类上升或下降的长周期更迭；二是“可选性”与“货值大小”两个特性影响品类能否穿越周期；三是新兴消费趋势、政策引导等因素影响品类内部的结构变化。具体看，我们认为对于食品饮料必选消费，人口结构主导品类“量”变，经济基础决定品类“价”变，二者共同影响品类上升或下降的长周期更迭；在逆周期中，低可选性+低货值品类韧性更强、升级空间足，高可选性+高货值品类有所承压，乳制品、软饮料等较低货值、可选中性的品类易发生结构变化；当品类长周期及长周期内表现趋势确定时，消费趋势和政策引导等因素引起品类内结构性变化。

### 第一层：人口结构与经济基础交替为品类长周期更迭提供驱动力

复盘日本 1950-2020 年的人口结构与经济增速变化，可以看到 1950-1990 年期间，日本人口数量稳步增长，经济发展亦稳步向上，人口红利叠加经济发展红利，众多板块处于迅速扩张的上升周期；1990 年之后，出生率下降导致日本人口增长停滞，同时地产泡沫破灭、经济增长亦陷入停滞，出现长达三十年的人口与经济发展双停滞，板块消费陷入明显存量竞争，部分子板块面临量价双重压力，人口内部结构变化主导了部分板块的上升与下降长周期。其中主导人口内部结构明显变化的主要有 1950 年及 1975 年附近出生的两波婴儿潮，第一波婴儿潮人群于 1995 年后退出核心主力消费人群、并于 2015 年后加剧社会人口老龄化趋势，第二波婴儿潮人群于 1995 年前后接力迈入核心主力消费人群、并于 2020 年起逐渐退出核心消费人群。1990-2020 年间，日本人口增长停滞的同时，婴幼儿、学龄人口及核心主力消费人群占比持续下滑，老龄人口占比加速上行，依赖婴幼儿、学龄人口的乳制品和依赖主力消费人群的酒类板块于 1995 年后出现消费量见顶下滑；同时，经济增长失速，第二波婴儿潮人群进入社会面临较大经济压力，主导了日本性价比消费的兴起。

图表37：日本 1950-2020 年间的人口结构变化及经济增速变化



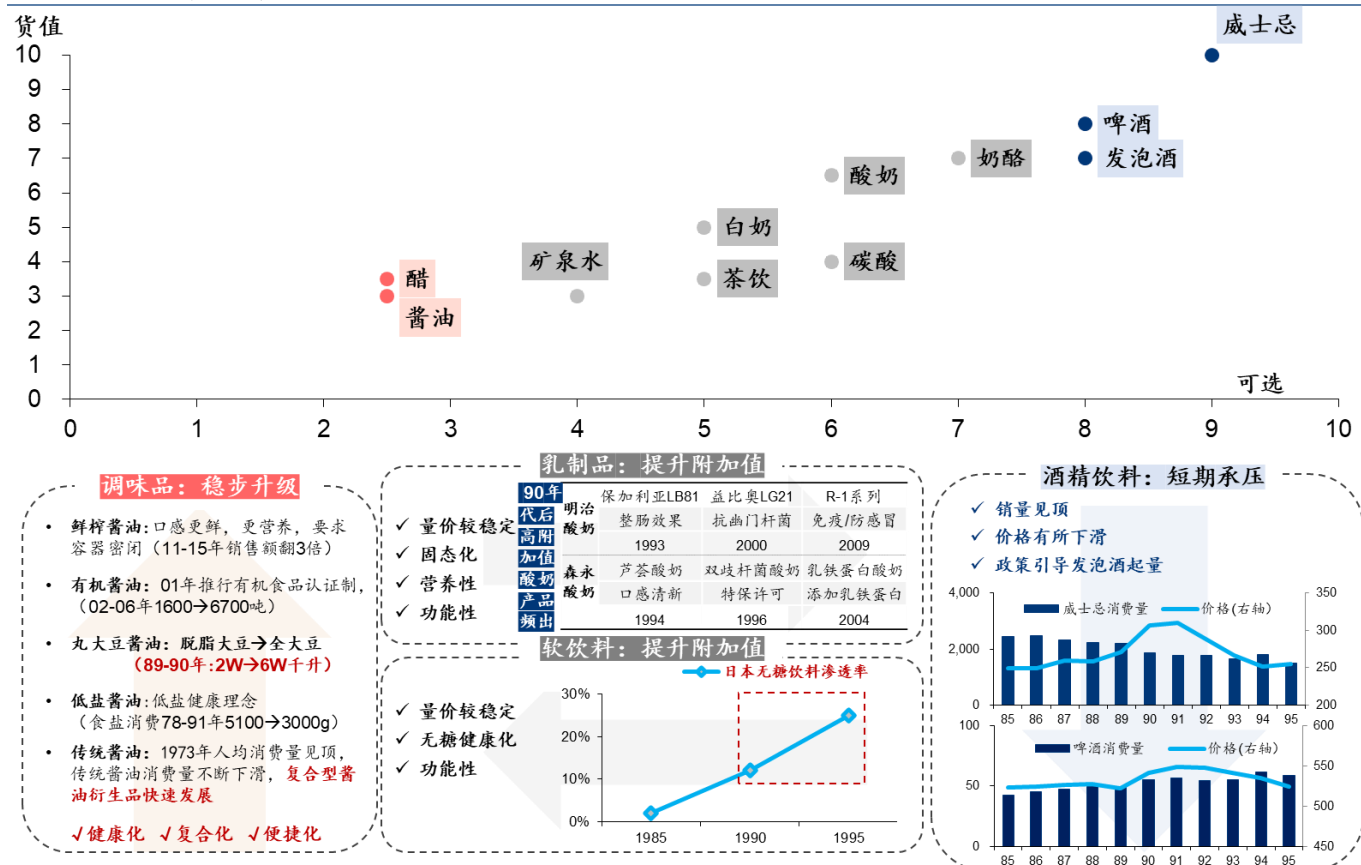
资料来源：Wind，华泰研究

## 第二层：高可选性/高货值品类承压，低可选性/低货值品类穿越周期

通过复盘日本食品饮料各子板块在三十年经济发展长周期中的量价表现，我们可以发现**健康化、便捷化、功能化消费升级趋势延续，同时性价比消费亦蓬勃发展，整体呈现“K”型分化**，升级/降级在各食品品类中表现不一，我们总结认为**可选性与货值为影响分化的二重关键因素**：

- 1) 调味品韧性更强，升级空间较足，我们认为其低可选性+低货值属性影响关键。**以日本为例，基础型/大众型民生产品（如调味品、米面粮油）需求仍存刚性，整体呈现出消费频次降低、消费品质提升的趋势。酱油率先迎来健康化升级，原料由脱脂大豆转为全大豆，均价自 80 年代前后的 25 日元/100ml 提升至 90 年代前后的 30 日元/100ml；食醋得益于降血脂、有利血管的健康属性，均价自 90 年代的 40.9 日元/100ml 提升至 2000 年的 50.0 元/100ml。
- 2) 酒类消费结构性调整、部分品类有所承压，我们认为高可选性+高货值属性影响关键**（但需注意日本酒类消费与我国白酒消费在产品性质、饮用场景及饮用习惯上存在较大差异，日本酒类消费以自饮、家庭/社交聚饮场景为主，我国白酒消费中政商务/大众宴席消费场景占比较高）。酒精饮品作为典型可选性与货值均较高的品类，消费水平与宏观经济发展、人均收入水平等因素关联性较大，在日本经济停滞期间，酒水消费有所承压。但酒精饮品具备一定成瘾性，饮酒需求仍在，叠加酒税政策推动，发泡酒/RTD 罐装酒精饮品替代啤酒消费在此阶段贡献增量。日本发泡酒凭借减半啤酒售价、减半麦芽用量下更清爽的口感于 90 年代快速起量，发泡酒/啤酒比值从 95 年的 5% 快速提升至 05 年的 40%。
- 3) 乳制品、软饮料品类结构性变化显著，我们认为其较低货值、可选性相对中性的属性较为关键，企业多以产品附加值增加提“质”。**对于乳制品、软饮料等可选性与货值均不过分突出的品类，企业拥有较为充足的产品创新调节空间，因而子品类丰富、产品间差异性较大，更易催生板块内的结构性变化。以日本社会为例，90 年代消费力水平整体下降、消费品质意识仍存的背景下，企业多通过技术创新/功能性添加等措施为产品带来高附加值，提“质”以满足消费者的高性价比消费需求。

图表38：可选性与货值为影响分化的二重关键因素



资料来源：日本统计局，华泰研究

### 第三层：健康化/便捷化/性价比新消费趋势、政策引导引发品类内结构性变化

同时我们可以发现，日本饮食板块消费在三十年长周期确定、子品类表现分化中，子品类内部由于健康化、便捷化、性价比等新兴消费趋势，以及外部政策引导下进一步表现分化、结构调整。以日本社会为例，酒类消费有所承压，但酒税政策的变化引导酒类消费内部低酒精度发泡酒迅速崛起；预制菜消费受单身家庭数量上升、女性劳动参与率提升等社会结构变化影响，以及中食率提升、便捷化需求兴起等带动下实现快速高增；咖啡、茶饮等软饮品类随PET瓶化、罐装化等工业化发展实现快速增长，而发展见顶后品类内部亦在健康化、功能化等新消费趋势推动下出现无糖饮料渗透率加大的结构性变化等。我们认为子品类在长周期中表现出一定趋势后，关注新消费趋势、政策引导等因素可以抓住品类内部结构性变化机遇。

## 知中：求同存异视角看中国食饮中长期发展

中国与日本在经济发展、产业结构、居民收入、人口结构等经济及社会发展方面的国情差异较大，但中国与日本消费者在生活习惯、消费观念等层面具有一定的相似性与共通处。通过复盘日本食品饮料板块在三十年经济长周期中的发展历程，我们总结出日本食饮板块子品类消费与周期联动的三重方式，我们认为该判断标准具备一定的参考意义，但针对中国市场的思考也应求同存异。我们认为，疫后健康化和性价比消费蓬勃发展，中长期内健康化与性价比消费趋势有望延续，催生无糖茶饮、零添加调味品、休闲零食等行业结构性机会；此外，中国人口结构与经济发展相互配合交替为品类发展提供驱动力，各地区间消费力差异较大，地区差异导致中国内生消费潜力大，消费向“下”挖潜，长期升级趋势不改。本部分将分别从与日本“求同”和“存异”的视角剖析当前中国食饮板块的消费机会。

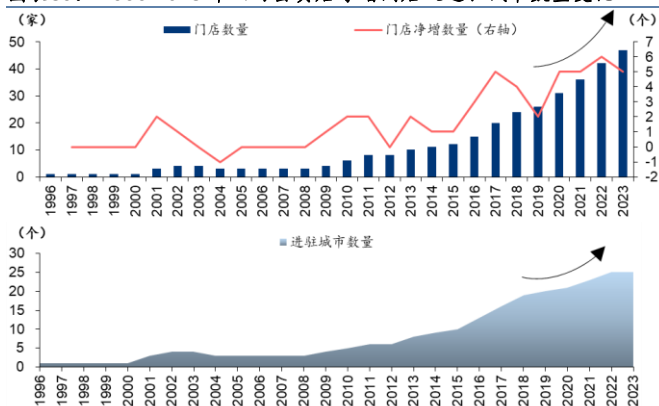
### 求同：健康化/性价比消费新趋势驱动结构性机会显现

日本在三十年经济发展长周期中展示出健康化、便捷化和性价比的消费趋势，我们认为边际来看，中国当前阶段亦出现明显的健康化和性价比消费趋势。国内 2015 年后品质消费意识萌生，疫后“健康化”及“性价比”考量进一步深化。2015 年后，国内经济进入稳步增长的新常态，中产阶级扩容使得品质消费意识萌生；2020 年的宏观环境扰动影响下，食品饮料作为基础必选品类，整体表现出较强韧性，板块内部表现分化，性价比消费蓬勃发展，一方面催生渠道发生变革，主打性价比的零食量贩/零食折扣连锁业态兴起并快速拓店、渠道变革翻涌下休闲零食等企业受益，另一方面中低端新式茶饮、性价比咖啡连锁品牌亦迅猛发展，带动上游原料供应商受益，此外疫情催生健康化意识提升，无糖软饮及零添加调味品借健康化趋势加速渗透。

#### （一）性价比消费蓬勃发展，推动零售渠道变革激烈、性价比茶饮/咖啡异军突起

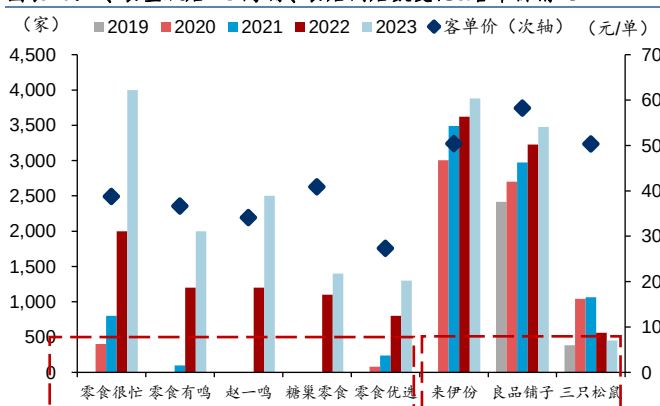
**会员店/量贩店渠道变革：**一方面，消费从高线城市向低线城市的“溢出性升级”推动高端会员店例如山姆/盒马会员店等加快拓店步伐。主打高客单价、高品质、强会员粘性的山姆会员店拓店及城市进驻加速；据中国连锁经营协会，盒马鲜生 2022 年销售额约 610 亿元，2018-2022 年 CAGR 高达+108.93%，门店数由 2018 年的 149 家增长至 2022 年的 300 家。另一方面，主打高性价比的零食量贩店增长迅猛，头部品牌维持高速拓店。零食量贩店通过厂家直供缩减经销商加价环节以及精简门店运营成本，提供极高性价比零食产品，以价换量吸引高客流。零售量贩店自 2020 年开始逆势增长，据公司官网，截至 23 年 12 月，头部品牌零食很忙/赵一鸣/万辰系门店数分别超 4000/2500/3700 家，零食行业消费机遇翻涌。

图表39：1996-2023 年山姆会员店净增门店及进驻城市数量变化



资料来源：公司官网、联商网，华泰研究

图表40：零食量贩店 vs 高端零食店门店数变化&客单价情况



资料来源：窄门餐眼、公司公告，华泰研究

**茶饮/咖啡供应链：中低端新式茶饮持续释放潜力，性价比咖啡异军突起，茶饮/咖啡上游原料供应商受益。**据艾瑞咨询《2021 年中国新式茶饮行业研究报告》显示，售价低于 20 元的中低端茶饮品牌占据 85.3% 的市场份额，中低端新式茶饮匹配下线城市消费力、扩店天花板更高，当前 10 元价位内的蜜雪冰城门店数突破 36000 家、牢据行业首位。性价比蓬勃发展的当下，高端茶饮也逐渐重视性价比，喜茶 2022 年起全产品线移至 30 元以下，窄门餐眼最新数据显示其当前客单价已降至约 19 元/人。除中低端新式茶饮蓬勃发展外，性价比咖啡异军突起，以库迪、幸运咖为代表的咖啡品牌快速拓店，向下补充 10 元价格带的中低端咖啡。库迪自 2022 年 10 月设立第一家门店至今，已开设 6571 家门店，月均净增门店数 500+ 家。随着中低端新式茶饮及性价比咖啡品牌兴起，其上游例如植脂末、粉圆等原料供应商受益。

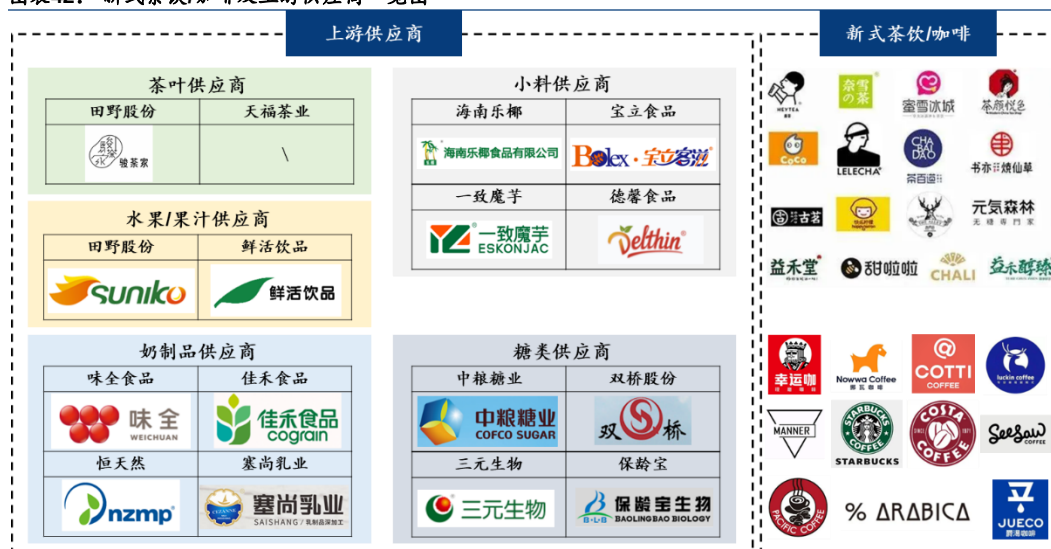
图表41： 高端/中低端新茶饮与咖啡门店和客单价对比

| 低端茶饮  |                       |         | 低端咖啡          |         |         |
|-------|-----------------------|---------|---------------|---------|---------|
| 品牌    | 门店数 (个)               | 客单价 (元) | 品牌            | 门店数 (个) | 客单价 (元) |
| 蜜雪冰城  | 36000+ (含海外 4000+ 门店) | 7.62    | 幸运咖           | 2979    | 8.18    |
| 古茗    | 9001                  | 15.47   | 库迪咖啡          | 6571    | 11.58   |
| 书亦烧仙草 | 7944                  | 13.18   | 挪瓦咖啡          | 749     | 16.28   |
| 一点点   | 3089                  | 14.98   | 爵渴咖啡          | 121     | 11.15   |
| 益禾堂   | 5681                  | 9.99    | 瑞幸咖啡          | 16559   | 17.6    |
| 总数    | 61715                 |         | Manner Coffee | 1086    | 22.05   |
| 高端茶饮  |                       |         | 高端咖啡          |         |         |
| 品牌    | 门店数 (个)               | 客单价 (元) | 品牌            | 门店数 (个) | 客单价 (元) |
| 奈雪的茶  | 1657                  | 21.93   | 星巴克           | 6993    | 38.57   |
| 喜茶    | 3533                  | 19.16   | 太平洋咖啡         | 116     | 35.33   |
| 乐乐茶   | 426                   | 21.63   | Costa Coffee  | 420     | 37.87   |
| 茶颜悦色  | 647                   | 17.8    | Seesaw Coffee | 170     | 34.14   |
| KOI   | 243                   | 22.52   | %Arabica      | 95      | 43.5    |

注：门店数及客单价数据均截至 2023 年 12 月底。

资料来源：公司公告、窄门餐眼、公司官网、极海数据，华泰研究

图表42： 新式茶饮/咖啡及上游供应商一览图

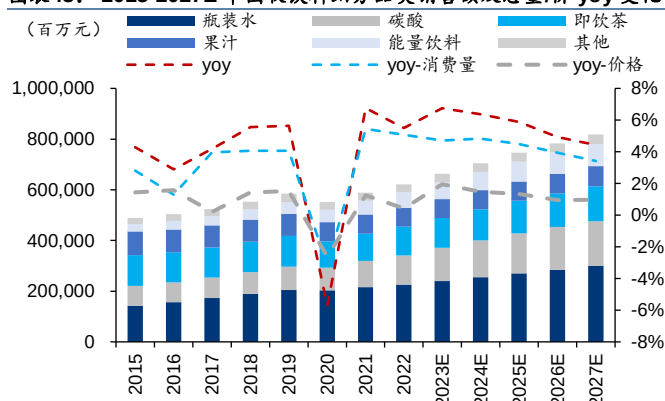


资料来源：公司官网、IT 桔子、中商产业研究，华泰研究

## (二) 健康化意识提升，无糖化软饮、零添加调味品加速渗透

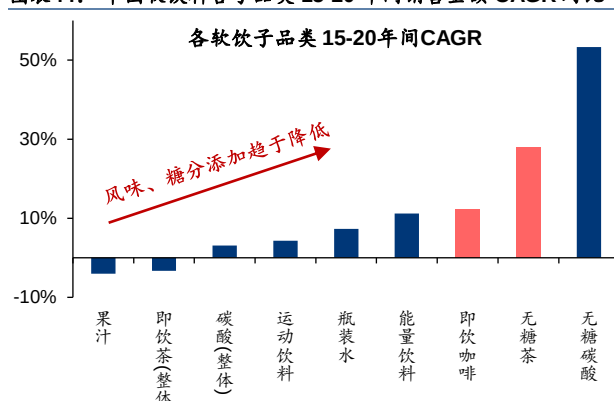
**软饮料板块：**瓶装水/即饮茶品类受益健康化消费驱动、结构性加速扩容，长期看软饮料保持量价均平稳增长态势。2015 年起大众品质消费意识崛起，软饮品类中健康无糖化产品加速渗透，无糖碳酸/无糖茶饮 14-19 年 CAGR 高达+56%/+33%，疫情影响下 20-22 年无糖饮品渗透率仍不断提升，其中瓶装水/即饮茶优质赛道顺应健康化趋势表现更优，功能饮料/咖啡拥有高附加值、空间尚足。2020 年疫情影响进一步提升了消费者对于健康的关注度，软饮消费偏好进一步从高糖重风味的碳酸果汁等回归清淡简约的瓶装水；功能饮料/咖啡/即饮茶含有咖啡因、茶多酚等功能性物质，顺应抗疲劳等功能化趋势，消费需求同样高于碳酸果汁等传统品类。长期看软饮料行业将延续量、价平稳增长以及部分品类附加值提升引领内部结构升级趋势。

图表43：2015-2027E 中国软饮料细分品类销售额及总量/价 yoy 变化



资料来源：Euromonitor，华泰研究

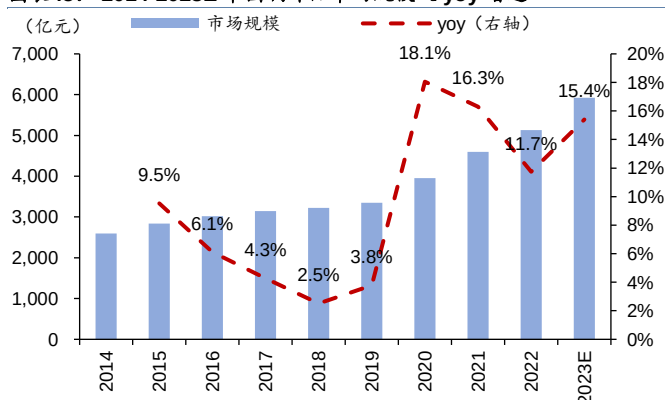
图表44：中国软饮料各子品类 15-20 年间销售金额 CAGR 对比



资料来源：Euromonitor，华泰研究

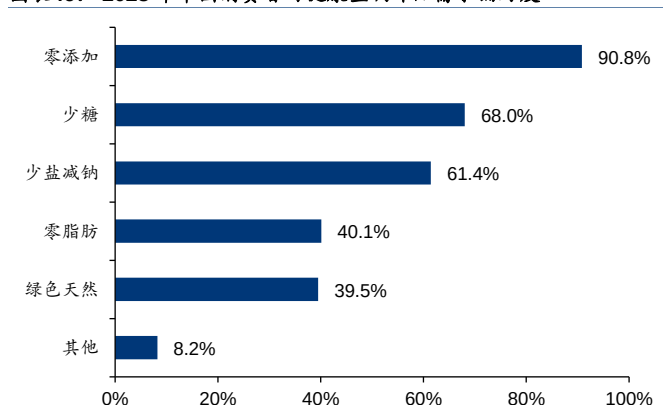
**调味品板块：**受益健康化趋势，零添加产品持续扩大渗透率。艾媒咨询数据显示，2022 年中国调味品行业市场规模达 5133 亿元，疫情后市场规模增速明显加快，其中传统调味品市场竞争格局基本稳固，李锦记、海天、厨邦等传统老品牌认知度领先，随着消费者健康需求的释放，对调味品配料表及营养成分的关注度提升，传统调味品逐步向减钠、有机、零添加方向发展，健康调味品市场渗透率有望进一步提升。据调料家数据，2022 年零添加酱油销量同比增加 46%，渗透率同比增长 2.7pct 至 28.8%，其中 2022 年 9 月底的食品添加剂舆论事件进一步深化消费者健康化教育，零添加酱油产品乘势而起，零添加调味品产品有望实现加速渗透。

图表45：2014-2023E 中国调味品市场规模及 yoy 增速



资料来源：艾媒咨询，华泰研究

图表46：2023 年中国消费者对健康型调味品需求偏好度



注：图表数据为艾媒咨询大样本消费者调查问卷统计结果。

资料来源：艾媒咨询，华泰研究

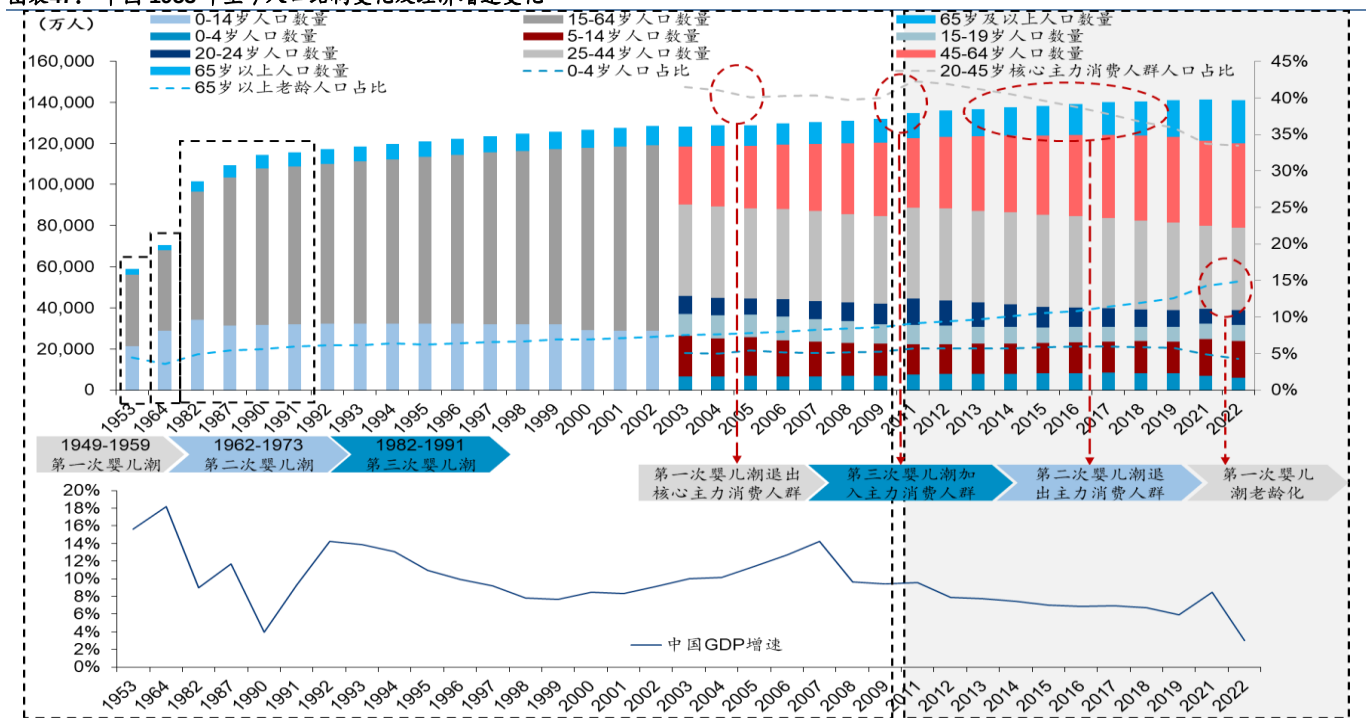
## 存异：人口结构支撑与下沉市场广阔保障长期消费潜力

日本在三十年经济发展长周期中面临人口增长与经济发展的双停滞，人口结构与经济增长双驱动力的同步削弱导致消费增长明显乏力；同时日本大都市圈人口及 GDP 占比高度集中导致日本国内市场深度欠缺，在外部环境承压背景下，市场纵深度不足导致消费纵向发展潜力不足。反观中国，第二次及第三次婴儿潮人群交替接力核心主力消费人群，人口结构上仍有支撑，有望与经济发展交替驱动消费力增长；同时我国东中西部各地区间经济发展状况存在巨大差异，具备庞大的“下沉”市场消费潜力。

### （一）中日人口结构差异：中国三次婴儿潮交替支撑长期消费力

我们认为日本于 1990 年后出现消费增长乏力的主要原因在于人口增长与经济发展同步失速停滞，同时人口结构内部变化导致核心主力消费人群占比持续下滑。反观中国人口结构变化，历史上存在三次婴儿潮，分别为 1949-1959 年建国初期第一次婴儿潮、1962-1973 年第二次婴儿潮、1981-1991 年的“回声”婴儿潮，三次婴儿潮人群显著影响中国人口结构变化。第一次婴儿潮人群于 1995-2005 年期间逐渐退出核心主力消费人群、并于 2015-2025 年期间逐步老龄化，第二次婴儿潮人群（约 2.6 亿人口）于 2007-2018 年期间逐渐退出核心主力消费人群、并将于 2027-2038 年期间逐步老龄化，第三次婴儿潮人群（约 1.2 亿人口）于 2001-2011 年期间逐渐加入核心主力消费人群、并将于 2026-2036 年期间退出核心主力消费人群以及于 2046-2056 年期间步入老龄人口。展望看，我国第二次及第三次婴儿潮人群交替接力核心主力消费人群，十年维度内人口结构对消费仍有支撑。

图表47：中国 1953 年至今人口结构变化及经济增速变化

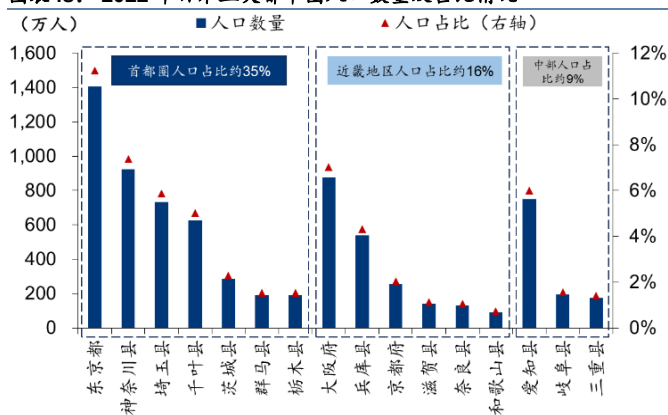


资料来源：Wind，华泰研究

### （二）中日市场深度差异：中国广阔下沉市场支撑长期升级潜力

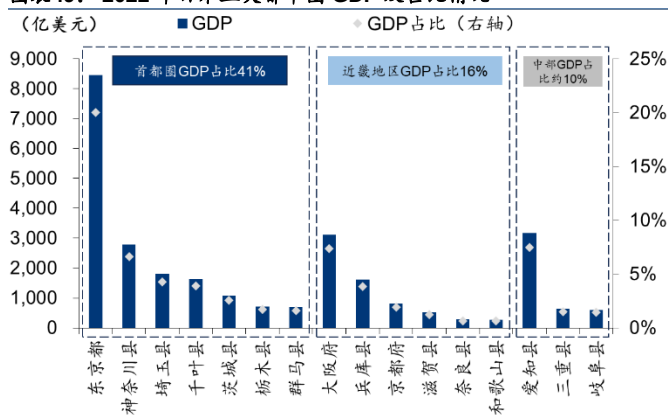
日本消费市场由于大都市圈人口及 GDP 占比高度集中导致日本国内市场“下潜”深度欠缺。具体看，日本主要分为八个地区，其中以东京都市圈为中心构成的关东地区为日本人口最密集的地区，约 35% 的日本人口居住于此，GDP 占比约 41%；以大阪和京都为核心构成的近畿地区则是日本第二大都市圈，近畿地区钢铁工业发达，人口占比约 16%，经济体量占比约 16%；以名古屋为代表的中部地区为日本第三大都市圈，中部地区为世界最大的汽车业制造基地，同时聚集了航空航天、机器人和数字工业等高端产业链，人口占比约 9%，经济体量占比约 10%。而其余五个地区人口占比约 40%，经济体量占比约 30%，消费潜力弱，“下沉”市场深度欠缺，日本消费市场向“下”挖潜动力不足，在三十年经济发展长周期中整体消费升级驱动力较弱，日本食品饮料纷纷选择“出海”寻求第二增长极。

图表48：2022年日本三大都市圈人口数量及占比情况



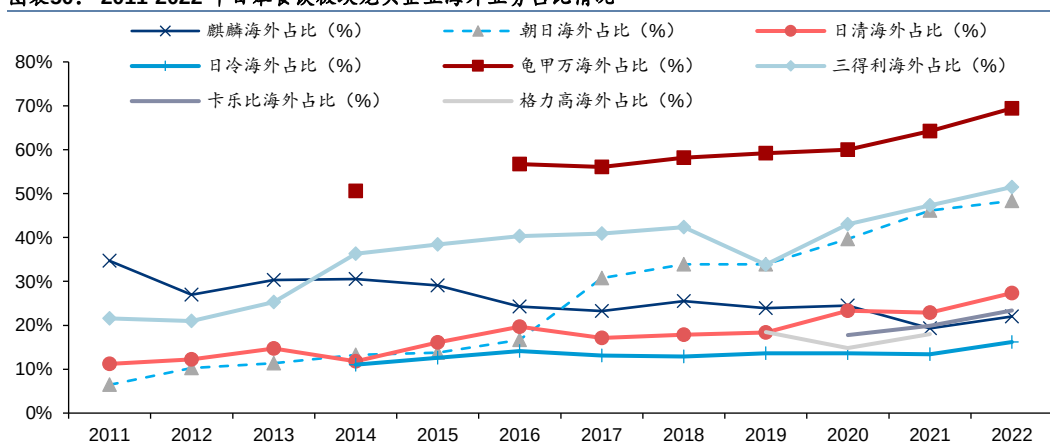
资料来源：Wind、日本统计局，华泰研究

图表49：2022年日本三大都市圈GDP及占比情况



资料来源：Wind、日本内閣府，华泰研究

图表50：2011-2022年日本食品饮料龙头企业海外业务占比情况



资料来源：公司公告、公司官网、Bloomberg，华泰研究

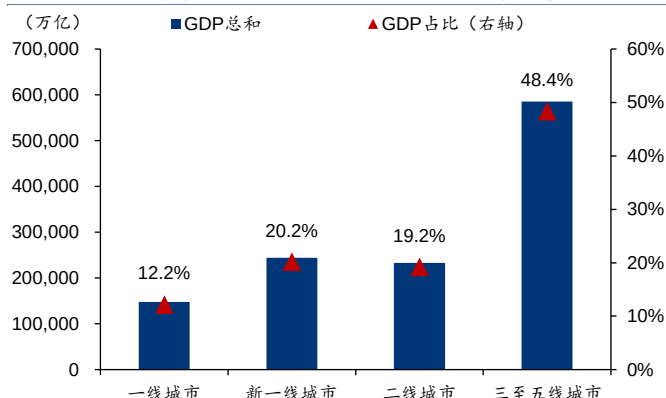
反观中国，中国幅员辽阔，东中西部各地区间经济发展状况存在较大差异，消费分层现象更加显著，具备庞大的“下沉”市场消费潜力。从城市分级划分来看，2022年中国4座一线城市人口数量占比5.9%，GDP占比12.2%；15座新一线城市人口数量占比14.2%，GDP占比为20.2%；30座二线城市人口数量占比15.0%，GDP占比为19.2%；其余三到五线城市人口数量占比高达64.9%，GDP占比达48.4%，中国消费市场层次分明。且中国高线城市南北地区分布分散，各线城市的人均收入、人口结构、居民教育程度等均存在较大差异，低线城市容纳了相当大体量的人口以及仍然占据着较大比例的经济体量，导致随城市分布向下延伸的不同阶层在消费能力、消费对象和升级速度等方面差异明显。我国同时存在着高线城市消费品类增长见顶后向低线城市铺开渗透，进而引导低线城市消费升级，以及短期居民消费力和风险偏好受损后选择性价比消费的“K型”分化现象。

图表51：2023年城市分级名单

| 城市分级  | 数量  | 代表城市                      |
|-------|-----|---------------------------|
| 一线城市  | 4   | 北京、上海、广州、深圳               |
| 新一线城市 | 15  | 成都、重庆、杭州、武汉、苏州、西安、南京、长沙等  |
| 二线城市  | 30  | 佛山、沈阳、无锡、济南、厦门、福州、温州、哈尔滨等 |
| 三线城市  | 70  | 兰州、海口、湖州、扬州、洛阳、汕头、盐城、赣州等  |
| 四线城市  | 90  | 马鞍山、开封、亳州、丽水、郴州、鞍山、宜宾、遂宁等 |
| 五线城市  | 128 | 昭通、梁山、广安、丹东、六盘水、拉萨、延安、铁岭等 |

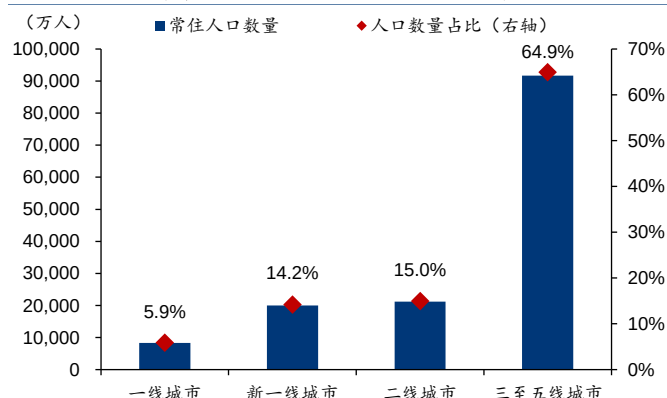
资料来源：新一线城市研究所《2023城市商业魅力排行榜》，华泰研究

图表52：2022年中国一线/新一线/二线/三至五线城市经济体量差异



资料来源：Wind、国家统计局、各省市统计局，华泰研究

图表53：2022年中国一线/新一线/二线/三至五线城市人口体量差异



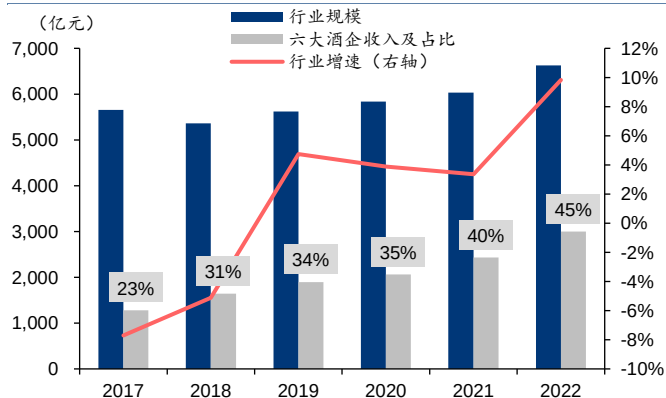
资料来源：Wind、国家统计局、各省市统计局，华泰研究

长期来看，中国不同层级的市场分别位于不同的消费阶段，一二线城市消费力靠前，走在消费升级的前端，而占据更多人口数量、占据较大经济体量的三四线城市从上到下的消费升级溢出传递空间广阔。在中长期发展中，一方面我国食品饮料龙头具备持续深耕“下沉”市场的广阔增长空间，另一方面我国食品饮料拥有成本领先的制造优势以及产品力优质的品牌优势，具备“出海”开启另一成长曲线的增长机会。

鉴于上述对我国人口结构变迁以及对国内市场消费力分层的探讨，我们认为白酒板块与休闲零食板块发展与日本存在较大差异，我国白酒行业具有广阔的消费市场，龙头酒企品牌力强、注重终端需求与投入，对终端的掌控力强，白酒行业有望进一步向龙头集中；休闲零食板块由于市场纵深度更高、渠道更多元影响，当前阶段对渠道依赖度更高，零食量贩业态崛起等渠道变革为零食品牌带来显著增量。

**白酒板块：**日本烧酒等酒类消费与我国白酒消费在产品性质、饮用场景等方面均存在较大差异，日本酒类消费以啤酒、发泡酒、RTD 罐装酒精饮料等低度酒为主，烧酒、威士忌等高度酒消费占比仍较低（2021 年日本家庭酒类支出中啤酒/发泡酒/RTD 酒精饮料合计占比达 74.9%，烧酒/威士忌合计支出占比 12.9%），且日本酒类消费场景主要为居家或餐饮（例如居酒屋等）自饮、社交聚饮为主，而我国次高端及以上白酒消费中政商务消费占比约 50%。我们认为，我国白酒市场规模超 6 千亿、空间广阔，当前宏观经济进入高质量发展新阶段，白酒行业对白酒企业的终端精细化运作能力提出更高要求，龙头酒企品牌力领先，更加重视终端需求及终端投入，龙头效应有望强化，行业份额将进一步向龙头集中。

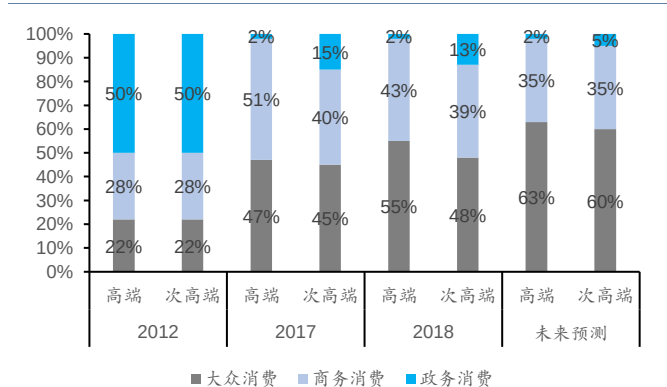
图表54：2017-2022年白酒行业规模/CR6占比变化



注：六大酒企含贵州茅台/五粮液/泸州老窖/洋河股份/山西汾酒/古井贡酒。

资料来源：国家统计局、公司公告，华泰研究

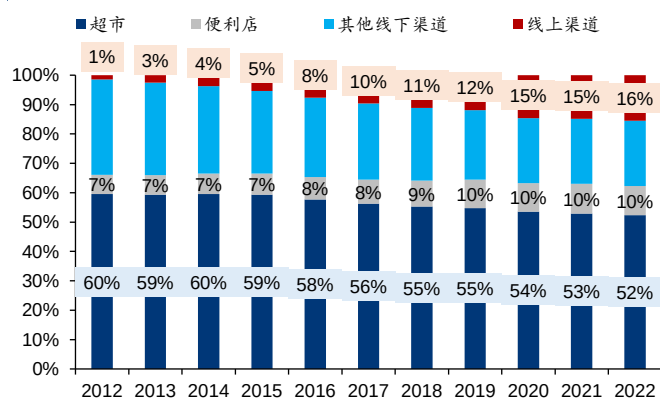
图表55：高端白酒与次高端白酒消费场景结构



资料来源：UBSEvidenceLab，华泰研究

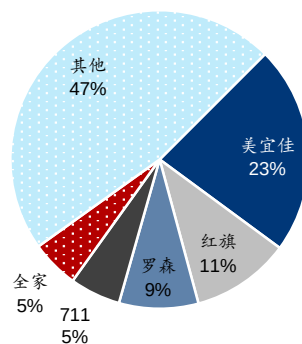
**休闲食品板块：**日本休闲零食西式化明显、产品标准化程度高，市场纵深度不足导致渠道结构相对单一，日本休闲零食企业渠道依赖度较低，而聚焦打磨产品力。我国地区之间消费者喜好和口味差异较大导致休闲零食品类众多、爆款大单品的规模上限有限，叠加市场纵深度更高导致渠道结构更加多元与复杂化，我国休闲零食行业发展不同于日本零食行业，当前阶段品牌对渠道的依赖度更高，随着每轮行业渠道变革均有一批新的零食品牌崛起。当前高端会员店与零食量贩店渠道的兴起为头部零食品牌带来显著增量，头部休闲零食品牌有望受益新渠道的进驻与铺设、延续快速增长势头。

图表56：国内休闲食品行业销售渠道变迁



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表57：2022年中国便利店集中度情况



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表58：报告提及公司一览表

| 名称   | 代码        | 名称   | 代码        |
|------|-----------|------|-----------|
| 明治   | 2269 JP   | 五粮液  | 000858 CH |
| 养乐多  | 2267 JP   | 泸州老窖 | 000568 CH |
| 森永乳业 | 2264 JP   | 洋河股份 | 002304 CH |
| 雪印   | 2270 JP   | 山西汾酒 | 600809 CH |
| 麒麟   | 2503 JP   | 古井贡酒 | 000596 CH |
| 朝日   | 2502 JP   | 雾岛酒造 | 未上市       |
| 格力高  | 2206 JP   | 三和酒类 | 未上市       |
| 卡乐比  | 2229 JP   | 零食很忙 | 未上市       |
| 三得利  | 2587 JP   | 赵一鸣  | 未上市       |
| 龟甲万  | 2801 JP   | 零食有鸣 | 未上市       |
| 日冷   | 2871 JP   | 喜茶   | 未上市       |
| 万辰生物 | 300972 CH | 库迪   | 未上市       |
| 海天味业 | 603288 CH | 幸运咖  | 未上市       |
| 中炬高新 | 603288 CH | 李锦记  | 未上市       |
| 贵州茅台 | 600809 CH | 红旗连锁 | 未上市       |

资料来源：彭博，华泰研究

## 风险提示

- 1) 宏观经济增长不达预期。**如果宏观经济复苏的情况无法持续，将影响消费者的消费意愿和消费能力，对食品饮料行业需求产生负面影响。
- 2) 行业竞争激烈程度高于预期的风险。**在行业需求疲软的背景下，企业间为了争夺市场份额可能加大费用投放和产品促销的力度，这对公司的盈利能力会产生负面影响。
- 3) 食品安全问题。**以非洲猪瘟为代表的事件会引起消费者对食品安全问题的担忧，这也将对行业的需求增长产生负面影响。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，龚源月、宋英男、倪欣雨、王可欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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，华泰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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，华泰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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰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，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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（无论整份或部分）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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“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利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

**香港-重要监管披露**

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

**美国**

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

**美国-重要监管披露**

- 分析师龚源月、宋英男、倪欣雨、王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

**评级说明**

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

**行业评级**

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

**公司评级**

**买入：**预计股价超越基准 15% 以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国：**华泰证券股份有限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

**香港：**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：AOK809

**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****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

**华泰金融控股（香港）有限公司**

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770

电子邮件：research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券（美国）有限公司**

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司