

食品饮料

日本酱油行业专题一：龟行稳健“甲”天下，“万”千风味再出发

投资要点：

➢ **300年历史龟甲万，与日本酱油行业同频共振。**大和王朝时代酱油传入日本。17世纪，茂木家族祖先在野田市扎根。20世纪日本告别封建时代，工业化推动酱油酿造企业数量高增，1990-1906年日本酿造场数增长超50%，酱油价格快速下降。行业陷入价格战，龟甲万组建卡特尔组织维护盈利空间与产品的高质。1949年出口解禁，龟甲万于东京证交所上市。

➢ **战后黄金二十年，酱油行业扩容，龟甲万主业登顶，初试多元经营与酱油出海。**1956~1970年日本GDP的CAGR为9.7%，伴随人口增长，行业规模提升，1970年酱油年产量相较1950年增长71.7%。龟甲万坚持初创以来的纯酿造高品质，1951年，在日本酱油市占率达14%。面对国内饮食西化趋势，推广多元化产品。1961年推出酱油衍生品照烧酱汁。1960年代合资成立Del Monte销售番茄酱/番茄汁。1962年，成立胜沼洋酒株式会社、盛进制药株式会社。国内消费市场见顶在即，龟甲万于美国市场初试啼声。1956年，龟甲万酱油电视广告于总统大选期间播放。1957年，公司在美国加州设立第一家海外酱油贸易公司。

➢ **1970-1992年，人口增长趋缓酱油需求见顶，老龄化健康需求提升。**(1)国内酱油市场见顶背景下，龟甲万在第二增长曲线业务上持续发力初显成效。酱油主业，公司1965年推出的减盐酱油。食品批发业务，相继于1973年-1986年在加/德/中/澳建立分部。Del Monte板块，70年代拥有日本番茄制品30%市占率，于1990年取得亚洲与大洋洲的永久代理。制酒业务，参加万国博览会、广告促销等方式，将日本的葡萄酒消费量提升7倍之多。
(2)全面推进全球化战略，通过“先营销再建厂”、日料营销等手段，在暂未具备日式酱油食用习惯的土壤上“创造需求”。1983年，龟甲万以40%市占率成为美国酱油龙头品牌。这段时间，陆续于美国、新加坡、中国建立生产工厂，于德国、澳大利亚建立销售公司。

➢ **1992年至今，泡沫经济破裂，酱油行业量缩价增且格局优化。**1992年后日本泡沫经济破裂叠加人口增长缓慢，国内酱油市场持续缩水，2012年后酱油出口增长明显。餐饮端，日本国民饮食多元化，对传统日食之外的偏好提升使得酱油人均消费量减少；家庭端，女性就业率提升、家庭小型化趋势使得外食率提升，家庭酱油需求减少。2022年日本国内酱油产量相对于1992年缩水逾41%。而2012年后酱油出口增长明显。1992年至今日本酱油行业格局优化，高附加值产品涌现。行业头部效应显现与国民健康化需求持续提升，带来酱油单价上涨。由于酱油市场规模=人口×酱油人均消费量×酱油单价，因此酱油单价提升会为行业带来结构性机会。1990年后日本国内酱油提价快于食品整体。龟甲万推出众多高附加值单品，如1995年的九大豆酱油、1997年的有机酱油2011年的鲜榨生酱油等等。面对泡沫经济后的日本市场，龟甲万对外继续挖掘国际市场潜力，对内发掘酱油结构性机会，并发力“从1到N”的多元化业务。

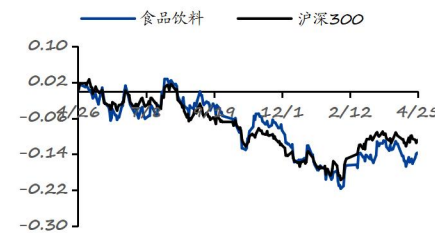
➢ **纵观行业与公司历史，老字号龟甲万百年长青的三大秘籍：**(1)优化区域布局，积极进军增量市场，以拓展全球业务版图，即全球化战略；(2)再之，丰富产品组合，开拓增量赛道，实现多元化业务的协同发展，即多元化战略；(3)同时，通过加强核心业务酱油在增量细分领域的竞争优势，进一步扩大与同行的差距，即高附加值战略。

风险提示

日本国内酱油需求见顶，国际贸易政策风险，汇率风险，食品安全风险。

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

相关报告

- 1、浅析功能性糖醇的应用空间及市场格局——2024.04.24
- 2、光瓶酒专题（二）：后疫情时代光瓶酒的分化演绎——2024.04.15
- 3、日本酒水业专题一：Suntory 一百二十年的历史弥新——2024.04.02



正文目录

1 草创时期，家族酱企成长为大型日商（17世纪-1949年）	3
2 本土知名酱油向“世界的调味品”进击（1949年至今）	5
2.1 酱油主业登顶期（1949-1970年）	6
2.1.1 时代背景：战后黄金二十年，酱油行业规模扩张期	6
2.1.2 纯酿造品质塑造消费者心智，初试出海销售与多元经营	6
2.2 多元化与国际化探索期（1970-1992年）	7
2.2.1 时代背景：人口增长趋缓酱油需求见顶，老龄化健康需求提升	7
2.2.2 持续布局食品批发/饮料/制酒等多元业务，各大洲开展营销并设立工厂	7
2.3 格局优化与高端化加速期（1992年至今）	8
2.3.1 时代背景：泡沫经济破裂，酱油行业量缩价增且格局优化	8
2.3.2 对外挖掘国际市场空间，对内推新高附加值酱油与多元化业务	9
3 观报表：23年海外营收占七成且利润率高于本土，资产效率提升	10
4 股价表现：2010年之后股价表现亮眼	13
5 风险提示	13

图表目录

图表 1: 龟甲万草创时期（17世纪-1949年）的时代背景与发展历程	3
图表 2: 龟甲万发源地	4
图表 3: 二战期间日本酱油生产受限	4
图表 4: 公司上市（1949年）至今的时代背景、行业背景与发展历程	5
图表 5: 1950-1970年日本酱油产量（百万升）	6
图表 6: 酱油酿造企业的数量相较世纪初缩减	6
图表 7: 1970年日本步入老龄化社会	7
图表 8: 1970-1992年日本酱油产量（百万升）	7
图表 9: 1992年后泡沫经济破裂 GDP 陷入增长停滞	8
图表 10: 1992年来酱油产量下降而出口量提升	8
图表 11: 日本女性就业率提升	8
图表 12: 家庭平均人数跌破3人/户	8
图表 13: 日本国内酿造场数量进一步缩减	9
图表 14: 2023年日本调味品市场 CR4 为 61%	9
图表 15: 1990年后日本国内酱油单价涨价	9
图表 16: 1980年起龟甲万持续开发高附加值产品	9
图表 17: 龟甲万 2000-2023 年营收及 2023FY 营收结构	11
图表 18: 龟甲万主营业务内容	11
图表 19: 龟甲万 2010-2023 年营业利润及 2023FY 营业利润结构	12
图表 20: ROE 总体处于上升区间	12
图表 21: 2000年来龟甲万（2801.T）收盘价（JPY）表现	13



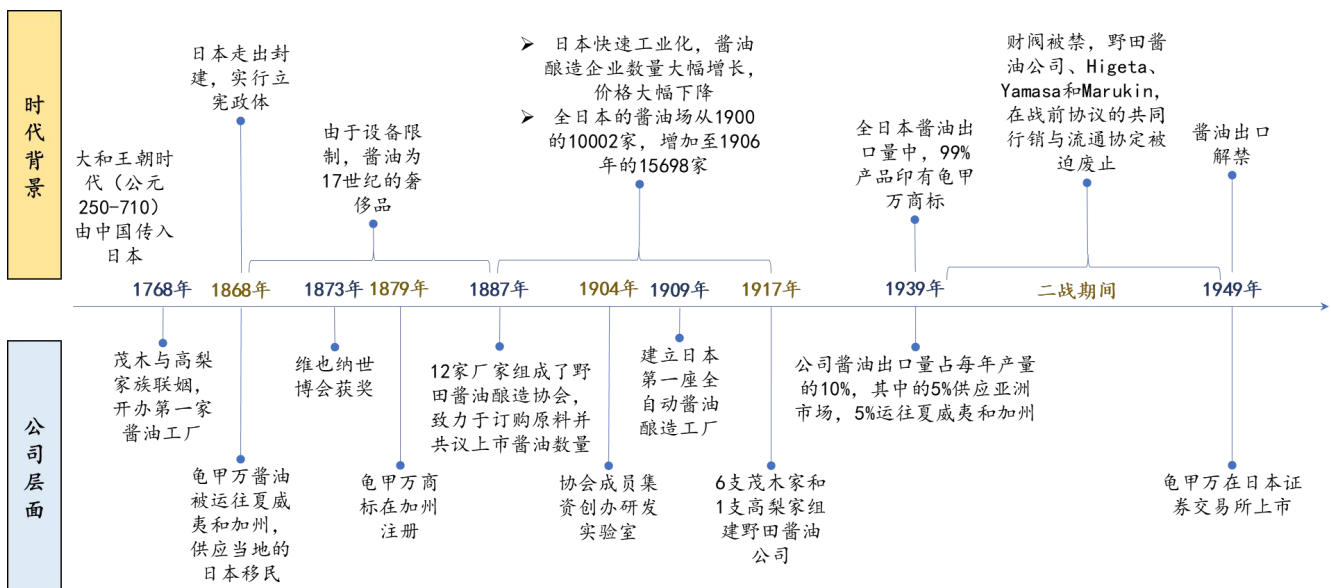
300 余年风雨兼程，酱企老字号从日本走上全球餐桌。在瞬息万变的时代，全球经济环境以令人目不暇接的节奏演进，面对前所未有的变革浪潮，如何在激流中行稳致远，是每家企业的终极命题。有一家创办 300 余年的日本酱油企业，不仅在日本本土做到家喻户晓，更将这一东方传统调味品推广到世界各地的餐桌，它就是全球知名企业龟甲万。从 1957 年迈出出海第一步，这家老字号酱企历经半世纪风雨兼程，用其产品敲开全国 100 多个国家和地区的大门。这背后不仅是关于产品、营销和渠道拓展的智慧，更是公司审时度势，通过国际化、多元化、高端化战略一步步踩准时代脉搏，实现传统老字号变为国际化调味品巨头的华丽转身。

综合依据日本的时代背景、酱油业的行业背景和公司的发展阶段，可以大致将公司划分为 4 大发展阶段，第一段为草创时期（17 世纪-1949 年），历时最长，呈现的是小型家族企业如何熬过封建时代与工业革命，转变成大型日商公司的蜕变过程。第 2-4 段为上市后至今（1949 年至今），分别为酱油主业登顶期（1949-1970 年）、多元化与国际化探索期（1970-1992 年）、格局优化与高端化加速期（1992 年至今）。本日本酱油系列专题第一部分将回顾龟甲万创立以来的发展历程，初探老字号酱企与日本酱油行业同频共振的发展奥秘。

1 草创时期，家族酱企成长为大型日商（17 世纪-1949 年）

龟甲万的创业史和日本酱油行业发展步调一致，其发展历程的第一段时期，即草创时期（17 世纪-1949 年），呈现的是小型家族企业如何熬过封建时代与工业革命，转变成大型日商公司的蜕变过程。这段时间，日本酱油业也在生产力进步的背景下蓬勃发展。

图表 1: 龟甲万草创时期（17 世纪-1949 年）的时代背景与发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，一桥大学经济研究所，《龟甲万的营销创举》，华福证券研究所

日本酱油的前身为中国的“酱”，中国人发现食物浸泡在盐中保存时，食物发酵产生鲜味，成为酱油的起源。大和王朝时代（公元 250-710 年）酱油从中国和朝鲜传入日本。龟甲万的历史则最早追溯到 17 世纪，当时茂木家族的祖先在野田市开始使用大豆、小麦、水和盐制作酱油。野田市位于关东平原江户河畔，是日本为数不多的大豆和小麦高产区，为不断扩张的江户市（即如今的东京）提供易得的原材料和快捷的运输。从 17 世纪中叶至 18 世纪中叶，酱油产业以茂木家族和高桥家族为核心，在如今的千叶县野田市蓬勃发展。荷兰商人随后发现了这种“黑色黄金”，并将其带至欧洲贸易。龟甲万很快便在欧洲市场站住脚跟，并且在 1873 年的维也纳世博会和 1883 年的阿姆斯特丹世博会中获奖。1939 年，公司酱油出口就占每年产量的 10%。因此，可以说草创时期的龟甲万就已经孕育了国际化的基因。

随着日本告别封建时代，工业化推动酱油酿造企业大幅增长，1990-1906 年的短短 6 年时间内，全日本酿造场增长超 50% 至 15698 家，原先被视为奢侈品的酱油价格快速下降。1909 年，龟甲万建立日本第一座全自动酱油酿造工厂。为了将酱油运至江户，几家酱油酿造商组织协会，共同订购原料并共议上市酱油数量。1917 年，日本茂木家族和高桥家族将企业合并共同创立了野田商事株式会社。到 19 世纪中叶，野田已经成为关东地区最大的酱油生产商。在行业陷入价格战的背景下，龟甲万通过组建卡特尔组织，维护自身盈利空间，保持住产品的高品质。

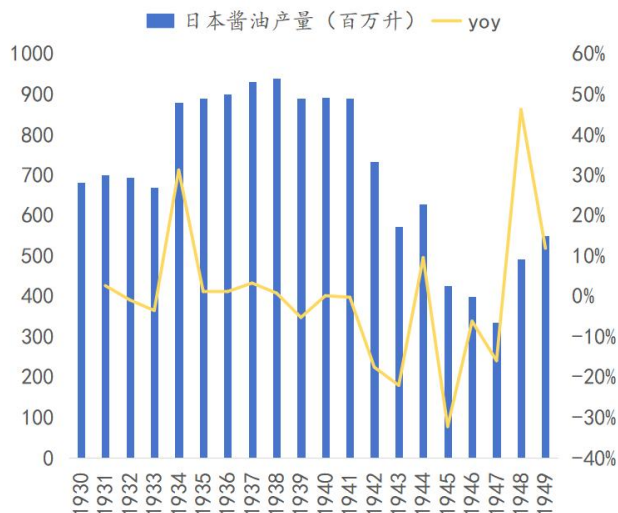
而在二战时期美国军事占领日本期间，日本整个商业体制完全处于养精蓄锐状态，酱油业也不例外。日本四大重要酱油酿造商——野田酱油公司、Higeta、Yamasa 和 Marukin，在战前协议的共同行销与流通协定也被迫废止，酱油的出口一直到 1949 年才解禁。因此，二战期间日本国内酱油产量大幅下降，至 1949 年才开始逐步爬升。1949 年，龟甲万在东京证券交易所上市。

图表 2: 龟甲万发源地



数据来源：公司官网，华福证券研究所

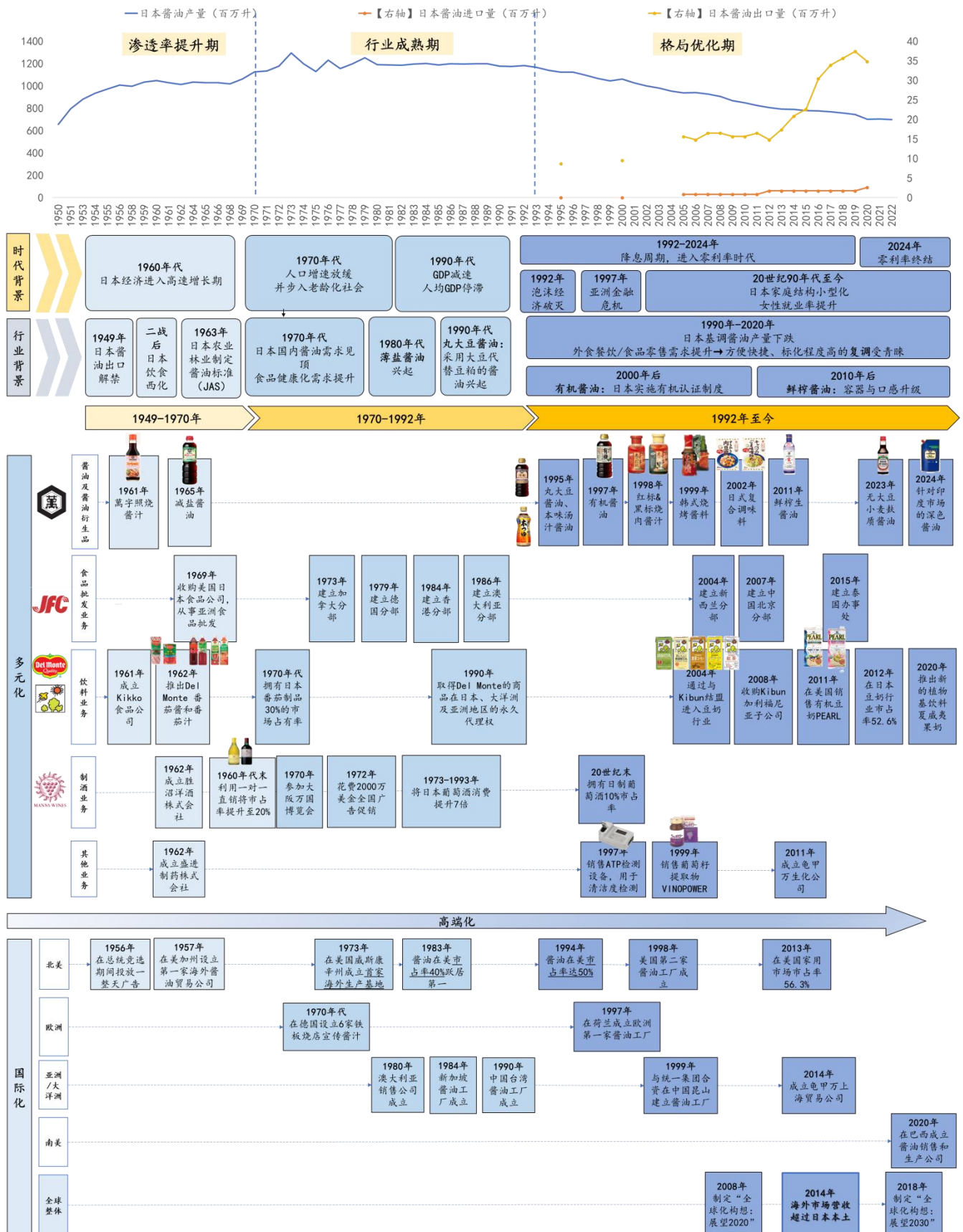
图表 3: 二战期间日本酱油生产受限



数据来源：日本酱油协会，华福证券研究所

2 本土知名酱油向“世界的调味品”进击（1949年至今）

图表 4: 公司上市（1949 年）至今的时代背景、行业背景与发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，日本酱油协会，《龟甲万的营销创举》，《“龟甲万”的多元化与国际化之路》，新浪财经，财联社，FBIF 食品创新，智研咨询，soyinfocenter，立鼎产业研究院，胜沼洋酒株式会社，财通社，化工仪器网，华福证券研究所



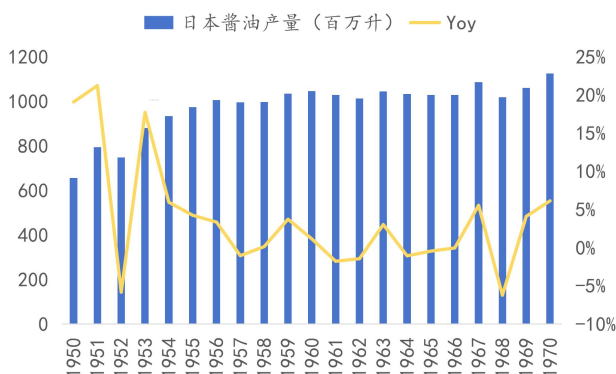
龟甲万上市以来，开始从本土知名酱企，向国际化、多元化的国际知名企业进击。依据时代背景与行业背景并结合公司自身的发展节奏，将公司上市后的发展历程分为三部分，分别为酱油主业登顶期（1949-1970年）、多元化与国际化探索期（1970-2000年）、格局优化与高端化加速期（2000年至今）。

2.1 酱油主业登顶期（1949-1970年）

2.1.1 时代背景：战后黄金二十年，酱油行业规模扩张期

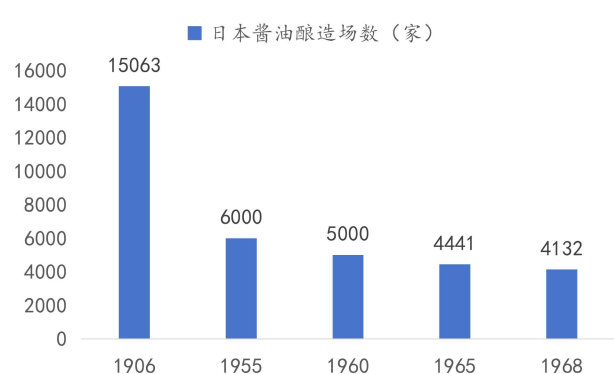
步入战后经济黄金二十年，酱油行业规模稳步提升，日本出现饮食西化趋势。二战结束后，日本步入经济高速发展20年，1956~1970年，日本实际国内生产总值（GDP）年均增长率为9.7%，跃升为资本主义世界第二经济大国。随着工业化进程不断推进，人口数量增长，日本酱油行业规模不断提升，超过二战前的水平。1970年，日本酱油年产量达11.3亿升，相较于1950年增长71.7%。而与此同时，酱油酿造企业的数量相较于世纪初大幅缩减，从1906年的15063家下降至1968年的4132家，酱油行业初期“百舸争流”的无序竞争局面有所缓解。由于美军的长期占领和日本在政治、军事上与美国的结盟，二战后日本出现饮食西化趋势。明治时代开始在日本登陆的西式饮食，在战后获得空前发展，西餐、洋酒等纷纷走上日本人的餐桌。

图表 5: 1950-1970 年日本酱油产量（百万升）



数据来源：日本酱油协会，华福证券研究所

图表 6: 酱油酿造企业的数量相较于世纪初缩减



数据来源：一桥大学经济研究所，日本酱油协会，华福证券研究所

2.1.2 纯酿造品质塑造消费者心智，初试出海销售与多元经营

坚持纯酿造高品质成为日本酱油翘楚，初探多元化与国际化之路寻找第二增长曲线。面临二战后 5000 余家酿造场的竞争对手，龟甲万决意靠技术和品质维持高市占率。通过坚持纯酿造酱油，并将酿造专利公之于众，龟甲万努力规避被化学酿造产品“劣币驱逐良币”的局面出现。1951 年，龟甲万的在日本的市场占有率达 14%。面对国内饮食西化趋势，龟甲万的产品朝多元化的方向发展，迎合大众口味新需求。1961 年，龟甲万推出酱油衍生品照烧酱汁。1960 年代，龟甲万和三井以及 Del Monte 合资成立公司，负责在日本国内行销 Del Monte 的番茄酱、番茄汁产品。1962 年，龟甲万成立胜沼洋酒株式会社和盛进制药株式会社。1969 年，收购美国日本食品公司（JFC），从事亚洲食品批发业务。国内消费市场见顶在即，龟甲万开始迈向出海第一步，于美国市场初试啼声。1956 年，龟甲万在美国总统大选期间将广告全天播



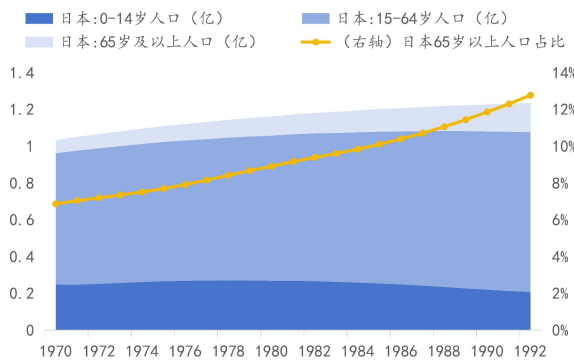
放，为出海美国预热。1957年，公司在美国加州设立第一家海外酱油贸易公司。

2.2 多元化与国际化探索期（1970-1992年）

2.2.1 时代背景：人口增长趋缓酱油需求见顶，老龄化健康需求提升

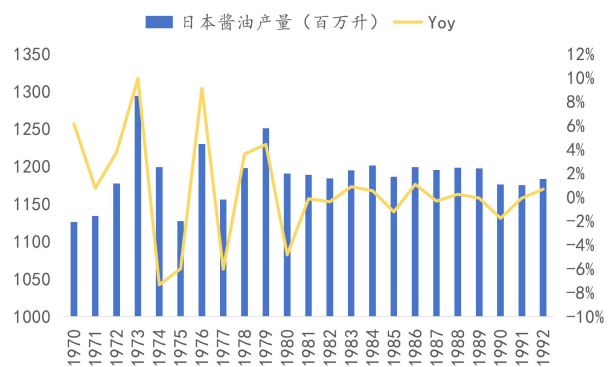
步入老龄化社会，国内酱油市场需求见顶，而国民健康需求提升。1970年日本人口增长趋缓，并且开始进入老龄化社会，该年日本65岁以上人口占比为6.9%。首先，人口增长减速代表国内酱油市场需求即将见顶，从日本酱油产量数据也可以发现，1980年后酱油产量基本稳定在12亿升/年左右。其次，国家步入老龄化社会，使得国民对健康化食品的需求提升。

图表 7：1970 年日本步入老龄化社会



数据来源：ifind，华福证券研究所

图表 8：1970-1992 年日本酱油产量（百万升）



数据来源：日本酱油协会，华福证券研究所

2.2.2 持续布局食品批发/饮料/制酒等多元业务，各大洲开展营销并设立工厂

多元业务多点开花，高附加值产品迎合高端健康需求。国内酱油市场见顶背景下，龟甲万在第二增长曲线业务上持续发力，初显成效。（1）酱油主业板块，公司1965年推出的减盐酱油，踩准70年代人口老龄化以来日渐风靡的健康化趋势，但是这段时间公司并没有在酱油主业开发其他新品，而是将更多精力放在多元化探索上。（2）食品批发业务板块，相继于1973年、1979年、1984年、1986年在加拿大、德国、中国香港、澳大利亚建立分部。（3）Del Monte 板块，在70年代拥有日本番茄制品30%市占率，并且在1990年取得Del Monte商品在日本、大洋洲及其他亚洲地区的永久代理权。（4）制酒业务板块，通过参加万国博览会、广告促销等方式，将日本的葡萄酒消费量提升7倍之多。

日本国内市场即将触及需求天花板，龟甲万将视野放远至全球，在暂未具备日式酱油食用习惯的土壤上“创造需求”。（1）北美：出海第一站为已有一定酱油行销基础的美国，为了节省原料和成品运输的成本，1973年，龟甲万在美国威斯康辛州成立第一家海外酱油生产基地。1983年，龟甲万以40%市占率成为美国酱油龙头品牌。（2）欧洲：1970年代初期，龟甲万在德国设立了6家日本铁板烧连锁牛排屋，此举成为日后欧洲市场的主要行销策略，潜移默化地将使用照烧酱、寿喜烧酱汁、甜不辣混料、热炒酱、照烧烤肉酱和甜酸酱等佐料制成的日本料理推广给欧洲消费



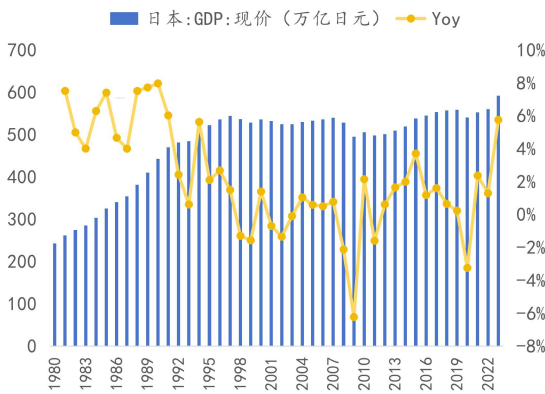
者。以德国杜塞尔多夫为据点的销售子公司则是龟甲万在欧洲的行销主力。**(3) 亚洲&大洋洲**：1980年龟甲万在澳大利亚设立销售公司，1984年、1990年龟甲万分别在新加坡和中国台湾设立酱油工厂。

2.3 格局优化与高端化加速期（1992年至今）

2.3.1 时代背景：泡沫经济破裂，酱油行业量缩价增且格局优化

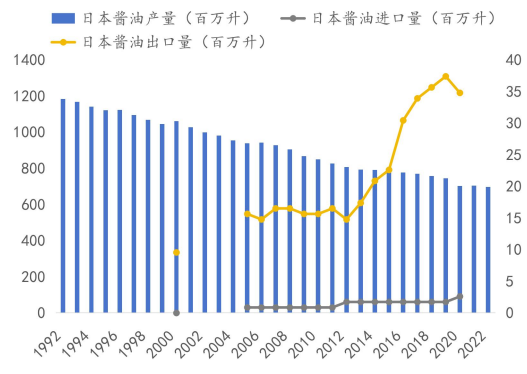
1992年后日本泡沫经济破裂叠加人口增长缓慢，国内酱油市场持续缩水，而2012年后出口增长明显。**(1) 经济基本面方面**，“广场协议”后，日元大幅升值，日本政府放松银根，释放出大量资金流向房地产和股市。1989年开始日本政府意识到资产价格过度膨胀后开始“踩刹车”，进而引发1992年日本泡沫经济破裂，GDP陷入长达30年的增长停滞。**(2) 需求方面**，1992年以来人口增速持续放缓甚至出现负增长，行业规模天花板显现。**分渠道看**：**餐饮端**，日本国民饮食多元化，对传统日食之外的偏好提升使得酱油人均消费量减少；**家庭端**，女性就业率提升、家庭小型化趋势使得外卖率提升，家庭酱油需求减少。因此综合经济基本面和需求趋势，日本国内酱油产量持续下降，2022年酱油产量相对于1992年缩水逾41%。而相对于国内市场的疲态，日本酱油出口量在2012年后有较快增长。

图表 9：1992年后泡沫经济破裂 GDP 陷入增长停滞



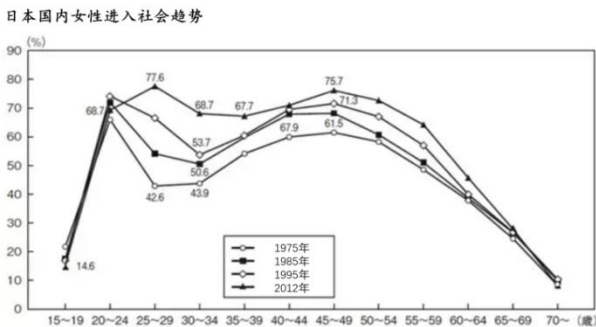
数据来源：ifind，华福证券研究所

图表 10：1992 年来酱油产量下降而出口量提升



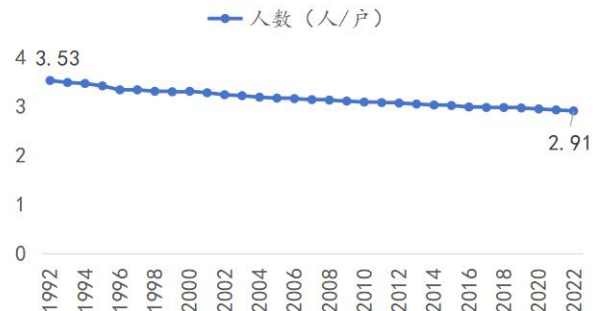
数据来源：日本酱油协会，华福证券研究所

图表 11：日本女性就业率提升



数据来源：日本总务省，华福证券研究所

图表 12：家庭平均人数跌破 3 人/户

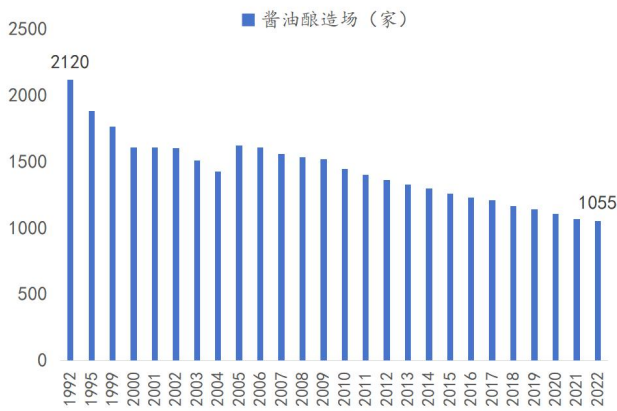


数据来源：日本酱油协会，华福证券研究所

1992 年至今日本酱油行业格局优化，行业提价趋势明显，高附加值产品涌现。

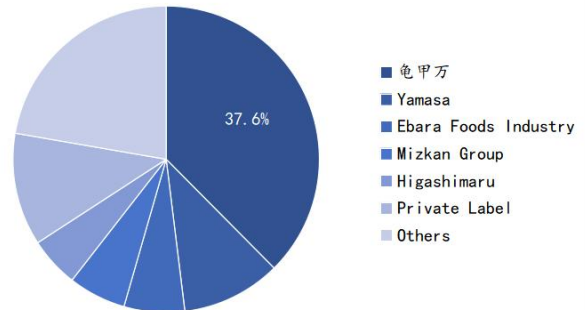
1992 年以来，日本国内酿造场数量进一步缩减，2022 年减少至 1055 家。酱油行业格局持续优化，行业集中度提升，据 Euromonitor，2023 年日本调味品市场 CR4 为 61%，龟甲万以 38% 市占率居于第一。行业头部效应显现与国民健康化需求持续提升，带来酱油单价上涨。据日本酱油协会，1990 年后日本国内酱油提价提速，2022 年达 425 日元/升，相对 1990 年提升约 70%，而同期日本食品 CPI 提升仅 28%，酱油提价速度快于食品整体。龟甲万在酱油主板块推出众多高附加值单品，如 1995 年的丸大豆酱油、1997 年的有机酱油 2011 年的鲜榨生酱油等等。由于酱油市场规模=人口 × 酱油人均消费量 × 酱油单价，因此酱油单价提升会为行业带来结构性机会。

图表 13: 日本国内酿造场数量进一步缩减



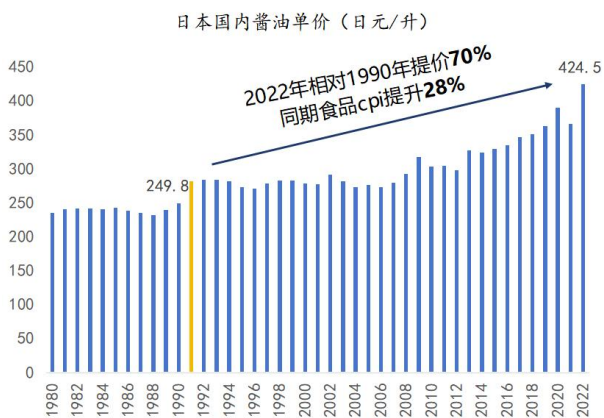
数据来源：日本酱油协会，华福证券研究所

图表 14: 2023 年日本调味品市场 CR4 为 61%



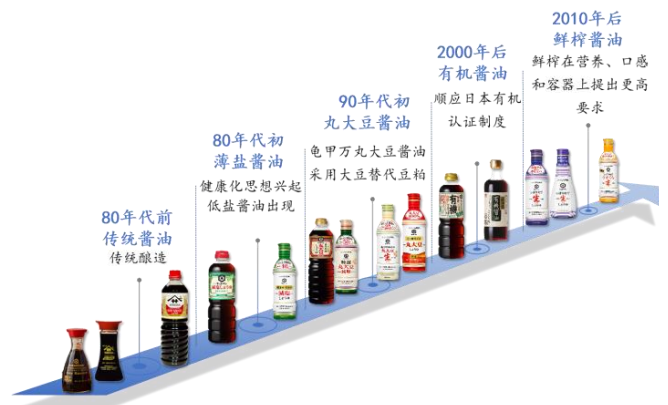
数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 15: 1990 年后日本国内酱油单价涨价



数据来源：日本酱油协会，华福证券研究所

图表 16: 1980 年起龟甲万持续开发高附加值产品



数据来源：公司官网，智研咨询，华福证券研究所

2.3.2 对外挖掘国际市场空间，对内推新高附加值酱油与多元化业务

面对泡沫经济后的日本市场，龟甲万对外继续挖掘国际市场潜力，对内发掘酱油结构性机会，并发力“从 1 到 N”的多元化业务。这段时间公司具体举措如下：

- 国际化经营方面，公司在战略和战术角度均有动作。（1）战略角度，公司相继于 2008 年、2018 年提出“国际化视野” Global Vision 2020/2030，在两份战略计



划中将营收目标分地区细化。2013年，公司海外营收超过日本国内，是国际化战略的重要里程碑事件。（2）战术角度，公司持续进行酱油、食品批发业务的全球化铺开，酱油板块，1997年在荷兰成立欧洲第一家酱油工厂，1998年在美国成立第二家酱油工厂，1999年与统一合资在中国昆山建立酱油工厂，2014年成立龟甲万上海贸易公司，2020年在巴西成立酱油销售和生产企业。食品批发板块（JFC），也在新西兰、中国北京、泰国建立分部。

- 多元化经营方面，分调味品板块和其他多元化业务来看：（1）调味品板块，1992年后酱油市场需求缩水，竞争格局持续优化，龟甲万发掘酱油板块结构性机会，在1995年起发力推新，其新品有三条主线：①功能性、高附加值酱油单品；②复合调味品；③针对海外市场的区域化产品。按时间顺序，1995年推出九大豆酱油、本味汤汁，1997年推出有机酱油，1998年推出烧肉酱汁，1999年推出韩式烧烤酱料，2002年推出日式复合调味料，2011年推出鲜榨生酱油，2023年的无麸质酱油，2024年印度市场的深色酱油等等。（2）其他多元化业务板块，食品批发业务在2004年、2007年相继于新西兰、中国北京建立分部，2015年建立泰国办事处。饮料业务板块，2004年通过于Kibun结盟进入豆奶行业，2008年收购Kibun加利福尼亚子公司，2011年在美国销售有机豆奶品牌PEARL，2012年在日本豆奶行业市占率达52.6%，2020年推出植物基饮料夏威夷果奶。其他业务板块，1997年开始销售ATP检测设备，用于物品的清洁度检测，1999年销售葡萄籽提取物，2011年成立龟甲万生化公司。
- 公司管理结构方面，2009年公司转为控股公司架构，给予各分部经营自主权，释放子公司活力。2013年提出提升公司ROA的规划，提升公司利润率，减少存货和其他资产。2022年提出22-24年中期管理计划，计划持续开拓海外市场，为国内提供高附加值单品，并且重视多元化经营的风险因素。

总结龟甲万的1949年上市后至今发展历程，将其主要战略归结为如下三条：（1）优化区域布局，积极进军增量市场，以拓展全球业务版图，即全球化战略；（2）再之，丰富产品组合，开拓增量赛道，实现多元化业务的协同发展，即多元化战略；（3）同时，通过加强核心业务酱油在增量细分领域的竞争优势，进一步扩大与同行的差距，即高附加值战略。

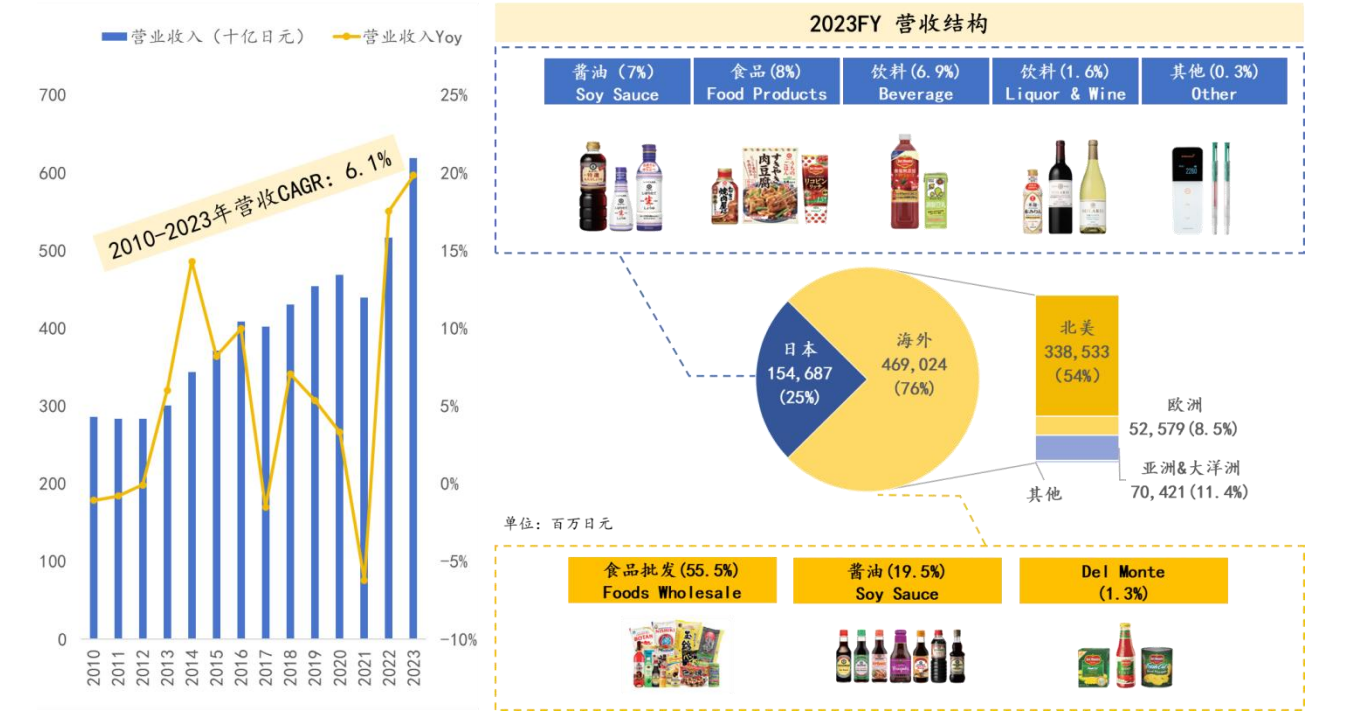
3 观报表：23年海外营收占七成且利润率高于本土，资产效率提升

收入端：海外营收为主，北美营收占比72%。产品结构多元，最大收入来源为食品批发业务（56%），酱油营收占比约27%。龟甲万已经从一家日本本土酱油制造商成长为世界性食品饮料企业，2010年以来营业收入CAGR为6.1%，2023年总



营收为 6189 亿日元。分地区看，2023 财年海外营收占比 76%，其中北美营收占总营收比重 54%，其次为亚洲与大洋洲（11.4%）、欧洲（8.5%），日本本土营收占比约 25%。分产品类别看，以酱油出名龟甲万，占比最高的营收类别实际上为海外的食品批发业务（占比 55.5%），其次是酱油（合计约占比 27%）。

图表 17: 龟甲万 2000-2023 年营收及 2023FY 营收结构



数据来源: 公司官网, 公司公告, 华福证券研究所
*括号内为分部营业收入占总营业收入比例, 2002-2009 年营业收入剔除可口可乐装瓶业务

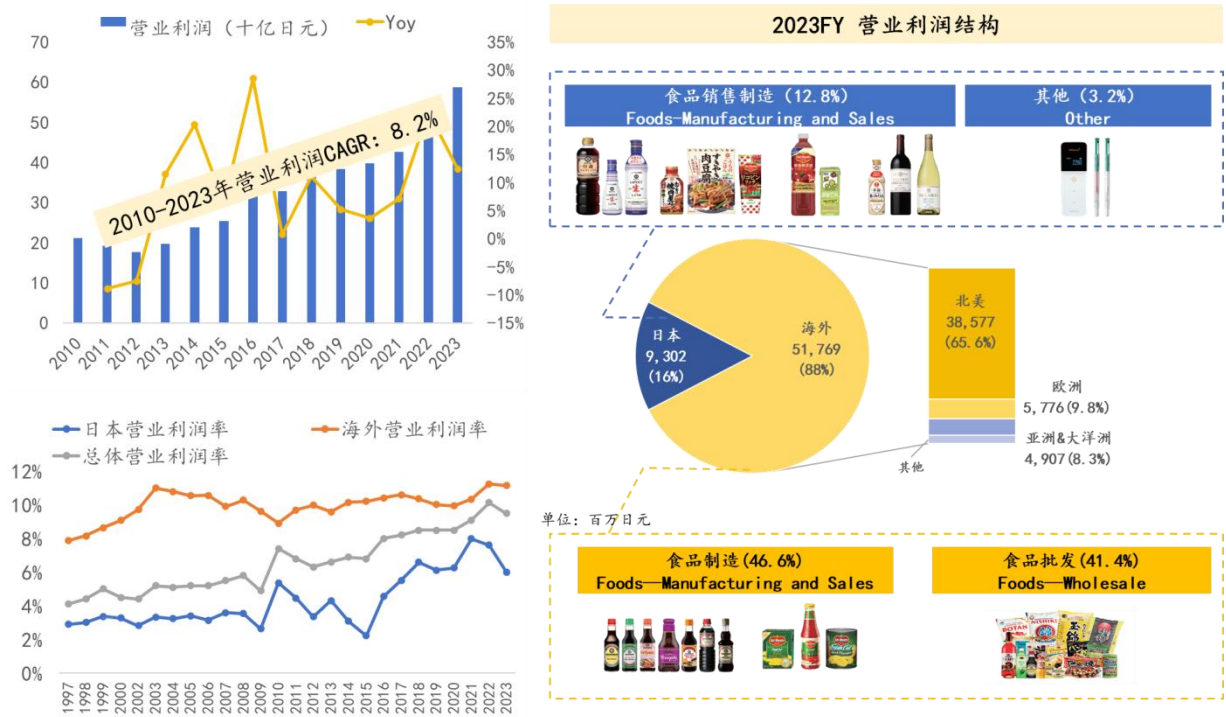
图表 18: 龟甲万主营业务内容

分地区业务划分		经营范围	
日本国内	Foods-Manufacturing and Sales	Soy Sauce Division	各类酿造酱油
		Food Products Division	酱油相关的调味料, 包括Hon Tsuyu 和 Gumen品牌的酱油汤底、Wagaya wa Yakimikuyasan 系列与酱油相关的蘸料和腌料, Uchi no Gohan系列方便的日式调味料, Del Monte 的番茄加工品、罐头和食品服务用途的配料
		Beverage Division	豆奶和Del Monte的果蔬饮品
		Liquor and Wine Division	生产和销售Manjo品牌的Hon Mirin味淋和烹饪酒, 以及Manns wines品牌的葡萄酒
	Other	产品包括卫生检测试剂盒, 用作药品和化妆品原料的化学产品以及临床诊断酶	
海外	Foods-Manufacturing and Sales	Soy Sauce Division	各类酿造酱油
		Del Monte Division	主要销售番茄相关产品
	Foods-Wholesale	亚洲食品批发业务, 为北美、欧洲、亚洲和大洋洲提供酱油、大米、味、海藻、醋等多种食品	

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

盈利端，2010 年以来盈利增速快于收入，海外业务营业利润率高于国内。2010 年至 2023 年公司营业利润 CAGR 为 8.2%，快于营收年复合增速 6.1%。分地区看，公司海外营业利润率水平高于日本本土水平，且处于上升区间，2023 财年总体/日本/海外营业利润率分别为 9.5%/6.0%/11.2%。分业务板块来看，2023 年营业利润贡献程度由高到低分别为海外食品制造/海外食品批发/食品销售制造/其他/分部间抵消（46.6%/41.4%/12.8%/3.2%/-4%）。

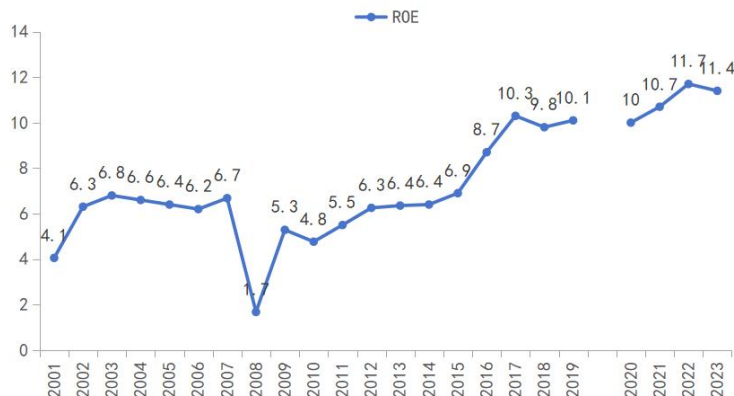
图表 19: 龟甲万 2010-2023 年营业利润及 2023FY 营业利润结构



数据来源：公司官网，公司公告，S&P Capital IQ，华福证券研究所
*括号内为分部营业利润占总营业利润比例

资产端，资产效率提升，2013 年来 ROE 处于上升区间。2009 年公司转为控股公司架构，激发子公司经营活力，2010 年公司剥离可口可乐业务，2013 年起的中期财务计划也将提升资产运营效率、重视多元化发展风险作为目标，因此公司 ROE 屡创新高。2023 财年公司 ROE 水平提升至 11.4%。

图表 20: ROE 总体处于上升区间

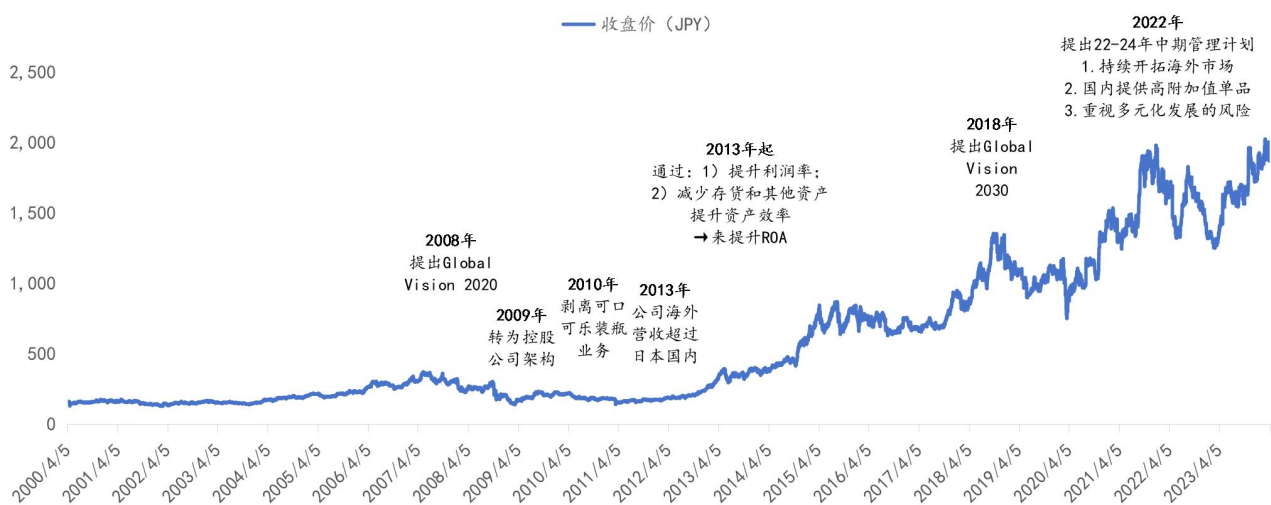


数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所
*2020 年及以后从 JGAAP 准则调整为 IFRS 准则

4 股价表现：2010年之后股价表现亮眼

近年来，龟甲万稳健的经营和良好的前景在2010年得到资本市场的认可。2010年以来，龟甲万（2801.T）股价进入上行区间。一方面，宏观环境上2013年开启的超级量化宽松政策使得日经指数屡创新高。另一方面，公司过往的稳健经营取得市场信任，厚积薄发，未来的多元举措取得了投资者对其未来的积极预期，使得其在2010年后股价（2801.T）表现亮眼。具体驱动股价提升的因素，我们会在后续报告中继续讨论。

图表 21：2000 年来龟甲万（2801.T）收盘价（JPY）表现



数据来源：公司公告，伦敦证券交易所，华福证券研究所

5 风险提示

日本国内酱油需求见顶：日本本土酱油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，会带来本土酱油需求量持续萎缩，行业供过于求价格下降。

国际贸易政策风险：公司约70%营收来自于海外地区，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。

汇率风险：公司约70%营收来自于海外地区，若日元汇率有较大波动，则会导致实际收入的本币不及预期。

食品安全风险：公司产品具有高品质形象，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

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