

食品饮料

日本调味品专题：

味之素，跨界多元、持续进化的全球巨头

投资要点：

➤ **味精龙头的草创时期，科研成果商业化落地之旅（1908-1949年）。**味之素公司成立于20世纪初，前身系铃木制药企业，起初由企业家铃木与池田教授合作开启味精商业化之旅。尽管初期产品价格昂贵导致发展缓慢，但在世界第一次大战、国内经济快速发展的背景下，味精业务开始正常增长。伴随公司多轮降价、加强营销等，味精开始走进大众生活，同时公司营收也迎来爆发式增长。虽然战争打乱主业发展节奏，但公司在战后重建快速恢复，并推动公司治理机制改革，最终成功上市。

➤ **风云激荡五十载，多元扩张成就调味&食品巨头（1949-1996年）。**相较于龟甲万卡位长坡厚雪的酱油赛道，公司上市后味精主业发展并非一帆风顺；例如1950s生产工艺落后、主业增长缓慢（味精增速大幅落后经济总量），1960s年味精安全性舆论事件冲击（针对味精行业的挑战），1970s内食需求下滑等。期间，公司通过跨界多元化、切换增长逻辑，并在1970s实现超额增长。然而，后市日元升值、泡沫经济破裂等压力导致公司一度陷入增长停滞，其中包括出口承压、多元化扩张路径失效；尤其在90s国内经济下行期，盲目多元化一度导致公司利润大幅下滑。对此，公司对内改革同时梳理国内业务、“去伪存真”，从品牌/产品出海转变为产能出海、业务本土化；为21世纪进化为全球巨头奠定基础。

➤ **国际化、平台化成就全球龙头，优化业务提振盈利能力（1997-2008）。**1997年新领导上台后，公司围绕食品、氨基酸系列业务朝世界级龙头发展；期间，公司通过落实“数一数二”战略，做强优势业务板块；同时，海外销售额在上述主业支撑下快速增长，07年在集团营收占比达31.6%。同年公司总规模达1.2万亿日元，98-07年CAGR达4.6%，并成功跻身世界级食品龙头；但公司利润率显著落后其他龙头。对此，公司通过优化业务结构（海外食品等）、增强成本管控等改善盈利质量，但利润率表现仍低于预期，04年税后利润率阶段性高点不过4.18%，05-07年持续下滑。

➤ **海外食品引领规模增长，盈利周期持续向上跃迁（2009-2023）。**2009-12年公司营收保持稳定，其中以亚洲为核心的海外市场持续增长，弥补国内市场下滑。以13年新会计准则为起点，公司在海外调味食品、医药健康等驱动下再次启动增长，23年营收规模达1.44万亿（期间营收CAGR约4.23%，海外占比从52%提升至68%）。此外，公司在盈利端也实现超额增长，营业利润率跃迁至10%-11%，较09年几乎翻番；主要系公司前期精耕主业、做到“数一数二”后，深挖高附加值领域（如调味食品健康化升级；医疗新技术、饲料氨基酸差异化等）、优化低效工厂等。最终基于规模、盈利等视角，公司成功进化为世界级食品企业。

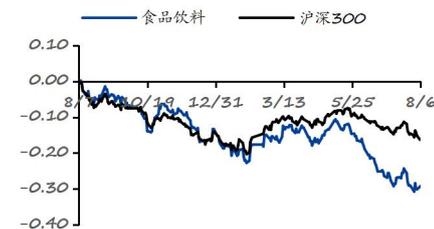
➤ **纵观公司百年历史，味之素基业长青的关键在：**（1）多元化战略下积极求变、持续打造新增长曲线；公司从相关多元化开始、跨界多元化采取循序渐进，同时落实“数一数二”战略，通过培育优势大单品巩固、攫取新拓市场。（2）全球化战略下，公司从产品/品牌出海到产能出海、本土发展逐级而上；其中优势主业不断加码以新兴经济体为主的亚洲市场，同时通过并购多元化做大欧美等成熟市场。（3）聚焦调味食品与医疗健康主业，同时优化业务结构、经营质量，即高附加值战略，并促进公司21世纪质效双升、成就国际食品巨头。

风险提示

日本国内需求见顶，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

分析师：童杰(S0210523050002)

tj30105@hfzq.com.cn

联系人：周翔(S0210123070087)

zx30222@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、扩大内需提振消费，估值底部反弹可持续——2024.08.04
- 2、食品饮料周观点更新(0722-0728)——2024.07.28
- 3、酒类流通行业专题：空间广阔，潜力充足——2024.07.23



正文目录

1 味精龙头的草创时期，科研成果商业化落地之旅（1908-1949年）	3
2 风云激荡五十载，多元扩张成就调味&食品巨头（1949-1996年）	4
2.1 增长逻辑切换，调味复合化发展欣欣向荣（1950-1968年）	5
2.2 食品新业务崭露头角、跨界多元化带来超额增长（1969-1980年）	8
2.3 国内多元化扩张乏力，下行期侵蚀利润（1981-1996）	11
3 聚焦食品、医疗主业，全方位向全球巨头进化（1997年-至今）	15
3.1 国际化、平台化成就全球龙头，优化业务提振盈利能力（1997-2008年）	15
3.2 海外食品引领增长，盈利周期持续向上跃迁（2009-2023）	18
4 风险提示	23

图表目录

图表 1: 味之素草创时期（1908-1949年）的发展历程	4
图表 2: 1913-1941年公司营收规模及增速	4
图表 3: 1918-1937年公司味精产量和出口量变化	4
图表 4: 1949-1996年风云激荡五十载，轻舟已过万重山	5
图表 5: 1956-1968年公司营收规模及增速	6
图表 6: 1957-1968年日本GDP、公司味精业务增速	6
图表 7: 截至1980年，味之素多元化进程中的品类扩张树	8
图表 8: 日本1970s深度多元化下推出的产品	10
图表 9: 1969-1980年公司营收结构变化	10
图表 10: 公司海外和日本国内味精产量对比（万吨）	10
图表 11: 出口结构持续优化，氨基酸引领增长	10
图表 12: 1969-1980年公司销售规模与利润率变化趋势（亿日元，%）	11
图表 13: 1988年公司公布的千禧年营收目标拆解/亿日元	12
图表 14: 公司乳品、饮料等业务营收增量贡献大	12
图表 15: 味之素主体过度多元化，导致泡沫经济破裂后许多新业务收效甚微	13
图表 16: 味之素海外味精产量持续攀升	14
图表 17: 日元升值影响公司出口销售	14
图表 18: 味之素多方位发力海外市场扩张	14
图表 19: 1981-1996年集团销售规模与税后利润率变化趋势	15
图表 20: 1997-2007年集团销售规模与利润率变化趋势	15
图表 21: 1998-2003公司与世界级龙头差距所在	16
图表 22: 日本社会老龄化持续加剧	16
图表 23: 食品调料单品在海外市场快速增长	17
图表 24: 海外食品盈利能力强（2009年）	17
图表 25: 氨基酸零售化，氨基酸维他尔满足健康需求	18
图表 26: 公司向下游氨基酸化妆品延伸	18
图表 27: 味之素主业落实“数一数二”战略	19
图表 28: 2009-2023年集团销售规模与营业利润率变化趋势	19
图表 29: 2013-2023年公司分区域营收结构变化	20
图表 30: 公司2019-2023年分业务营收结构变化	20
图表 31: 公司调料&加工食品业务增长趋势	21
图表 32: 公司冷冻食品业务增长趋势	21
图表 33: 2023年公司营业利润结构	22
图表 34: 20-23年公司三大主业营业利润率变化	22
图表 35: 味之素调味&加工食品不同区域品类结构，以及持续推新、提升附加值	22



味之素，一家精耕调味&食品主业、多元扩张、放眼全球、持续进化的国际调味&食品巨头。纵观其百年基业，公司起步于味精产品商业化，随后不安于宏观景气、主业放缓，遂开启多元扩张；期间，公司成功切入复合调味料、速冻食品、方便速食等景气赛道，并在安全质疑导致主业承压中切换增长逻辑、实现超额增长；1990s，经济低迷、成功路径失效并未使公司沉沦，反而激发公司改革再创业、朝雀巢等世界级食品巨头进军的决心；对此，公司大力发展海外尤其新兴市场，聚焦调味&食品、医疗保健主业，优化业务结构、成本效率等，最终成功实现规模上升、盈利跃迁。公司大致可分为4个阶段，草创时期（1908-1949年），主业承压&积极求变（1949-1968年）、深度多元化扩张（1969-1996年）、国际巨头进化&盈利跃迁（1997年-至今）。

1 味精龙头的草创时期，科研成果商业化落地之旅（1908-1949年）

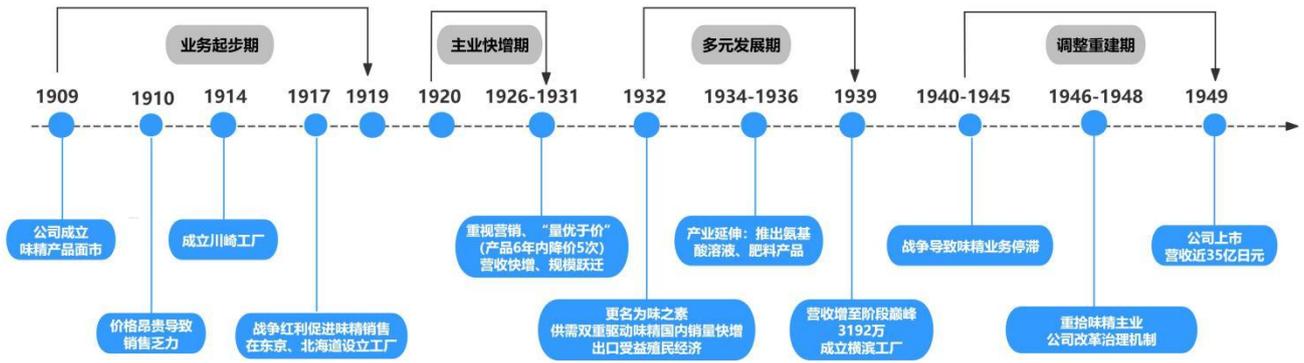
味之素公司成立于20世纪初，前身系铃木制药企业，起初由企业家铃木与池田教授合作开启味精商业化之旅。尽管初期产品价格昂贵导致发展缓慢，但在世界第一次大战、国内经济快速发展的背景下，味精业务开始正常增长。伴随公司多轮降价、加强营销等，味精开始走进大众生活，同时公司营收也迎来爆发式增长。虽然战争打乱主业发展节奏，但公司在战后重建快速恢复，并推动公司治理机制改革，最终成功上市。

- **1910s 业务起步期：高昂价格导致味精销售缓慢，随后经济红利稳住了业务发展。**
1908年池田教授在从海带中提取出味精“AJI-NO-MOTO”，次年在日本发明展上获得铜牌。1909年在企业家与科研学者碰撞中，味之素公司成立，同年5月在日本推出世界第一款味精产品，成功开辟调味品蓝海市场。但早期由于工艺成本高、味精价格昂贵（彼时一包14g味精售价40分，远高于3毛钱一杯的荞麦面和肉汤），公司发展缓慢。伴随1914年第一次世界大战爆发，海外需求爆发加速日本工业化进程，同时经济繁荣带动公司味精销量快速增长。截至1919年，公司营收增长至393万日元。
- **1920s 主业快增期：重视营销、“量优于价”战略下，味精走进千家万户同时公司营收规模开始爬坡。**20年代初，由于大股东铃木投资失败，公司被迫出售工厂。痛定思痛后，公司通过几项关键举措、重启发展态势。首先，公司高度重视营销宣传力度，大幅提升报纸广告投放量；其次，为提升产品渗透率，1926-1931年公司5次降低产品价格；此外，公司积极拓展海外市场，自1926年起公司出口量保持在100吨以上。总之，在多点发力下，1920-1931年公司营收从280万日元增长至1300万，CAGR达15%。



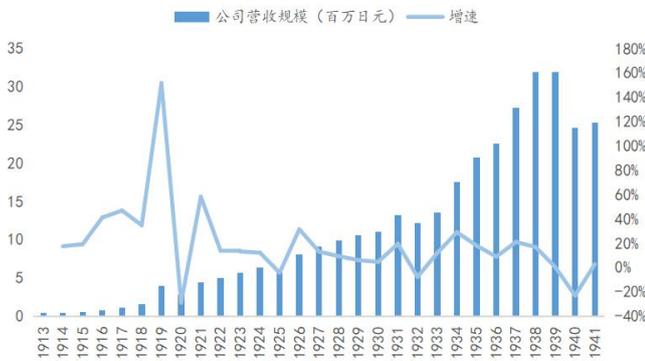
- **1930s 多元发展期：味精主业受益于日本国内繁荣与海外殖民经济；开发副产品氨基酸，共同驱动营收快增。**1931年起，日本国内积极财政政策促使经济回升，居民购买力增强，促进味精需求扩容；供给端，公司通过技术改进大幅降低成本，以进一步降低产品价格（1931-1936年平均价格下降约23.7%）；在供需双重作用下，味精主业迎来快速增长。同时，1931-1937年间，公司味精出口受益于海外殖民经济，出口量占比一度超过45%。此外，公司围绕味精产业链探索延伸，并于1934/1936年推出氨基酸溶液和肥料产品。总之，1931-1939年公司营收增长至阶段性巅峰3192万日元，CAGR达11.7%。
- **1940s 调整重建期：战争打乱发展节奏，战后公司由管制逐步回归味精主业、并开启治理机制改革，1949年上市。**战争期间，公司更名为日本化学公司，主要生产军用品，味精主业几乎停滞。战争结束后，公司将名称改回味之素并重拾味精业务；同时，公司开启治理结构改革，将股权与管理权分置，其中股东铃木家族退出管理层，职业经理人Domen接任总裁，1949年上市进一步分散股权。

图表 1: 味之素草创时期（1908-1949年）的发展历程



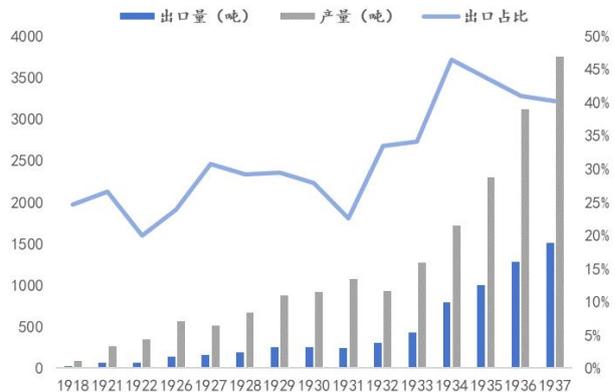
数据来源：味之素，华福证券研究所

图表 2: 1913-1941 年公司营收规模及增速



来源：味之素，华福证券研究所

图表 3: 1918-1937 年公司味精产量和出口量变化

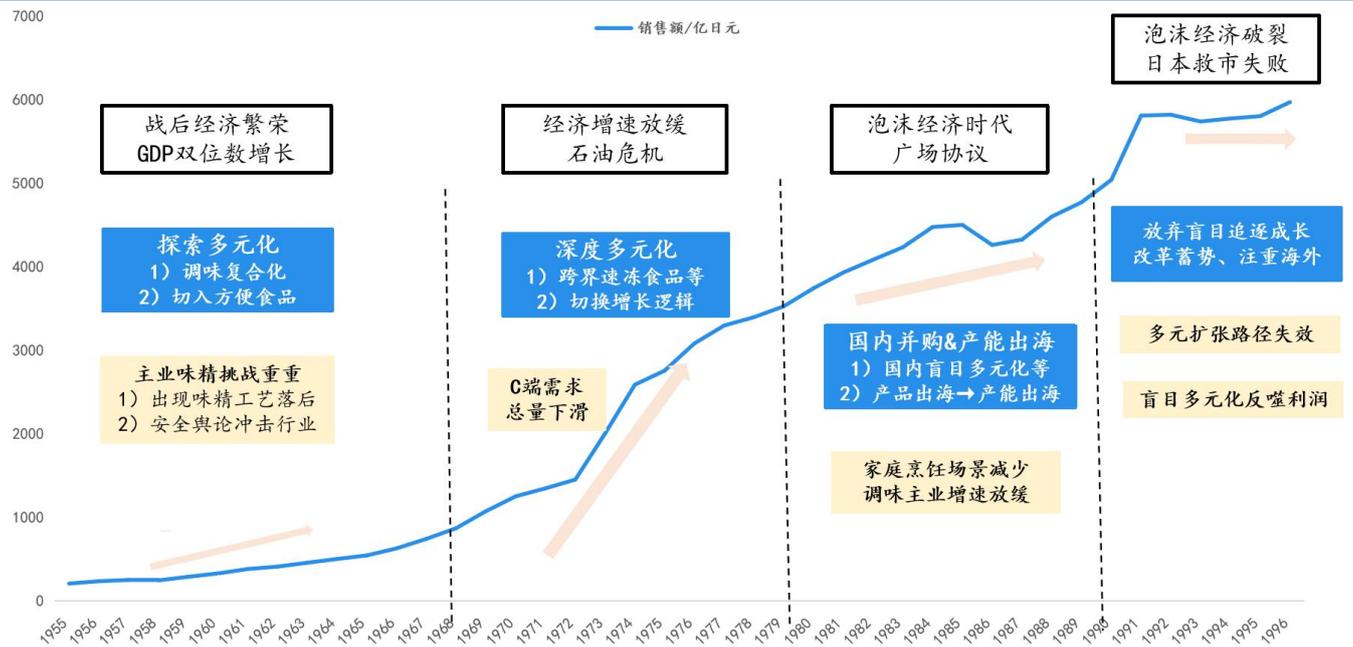


数据来源：味之素，华福证券研究所

2 风云激荡五十载，多元扩张成就调味&食品巨头（1949-1996年）

相较于龟甲万卡位长坡厚雪的酱油赛道，公司上市后味精主业发展并非一帆风顺；例如 1950s 生产工艺落后、主业增长缓慢（味精增速大幅落后经济总量），1960s 年味精安全性舆论事件冲击（针对味精行业的挑战），1970s 内食需求量开始下滑等。期间，公司通过跨界多元化、切换增长逻辑，并在 1970s 实现超额增长。然而，后市日元升值、泡沫经济破裂等压力导致公司一度陷入增长停滞，其中包括出口承压、多元化扩张路径失效；尤其在 90s 国内经济下行期，盲目多元化一度导致公司利润大幅下滑。对此，公司对内改革同时梳理国内业务、“去伪存真”，从品牌/产品出海转变为产能出海、业务本土化；为 21 世纪进化为全球巨头奠定基础。

图表 4: 1949-1996 年风云激荡五十载，轻舟已过万重山



数据来源：味之素，华福证券研究所

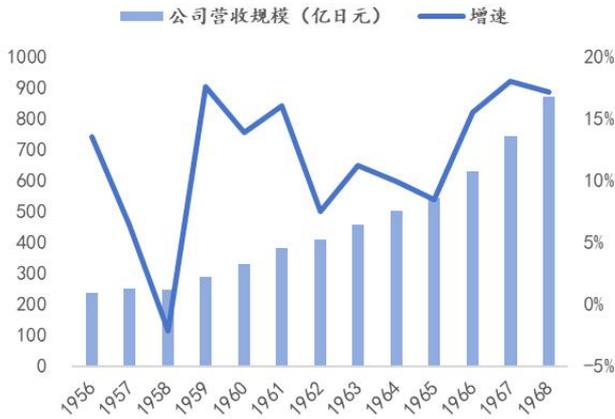
2.1 增长逻辑切换，调味复合化发展欣欣向荣（1950-1968 年）

战后经济繁荣驱动日本消费欣欣向荣，但味精主业增长承压，从而拖累整体营收增速。为应对市场挑战，公司开始探索多元化，包括围绕主业延申至复合调料、切入高景气度的方便食品赛道，出口等。最终，公司通过培育一系列明星单品，成功切入新赛道、培育增长新动能。

受生产工艺落后、竞争加剧等影响，味精主业份额下降，同时营收增速显著落后于经济总量。二战结束后，日本步入经济高速发展 20 年，1956~1968 年日本名义国内生产总值（GDP）年均增长率约 17.2%，并跃升为资本主义世界第二经济体；期间，预计日本味精需求随经济繁荣，人口红利而快速增长。然而，公司主业味精受生产工艺迭代（公司传统生产工艺靠用强酸分解黄豆等农产品来提取味精，导致价格不稳定、对原料质量依存度高以及对设备腐蚀大）以及市场竞争加剧等影响，同期营收 CAGR 仅 6.5%、营收增量占比不到 22%；市占率也从 1955 年的 80% 下滑至

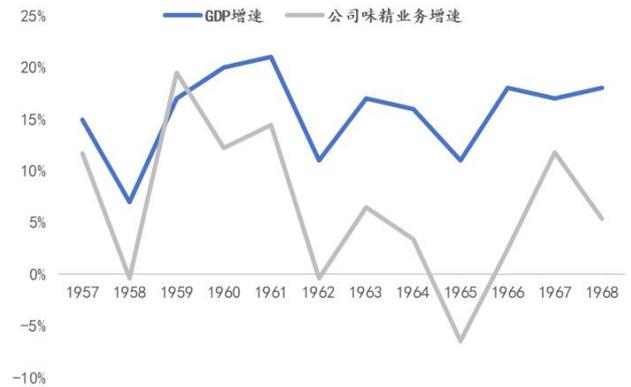
1968年的51%，其中B端份额甚至下滑至40%以下。对此，公司加大研发投入与市场建设，包括1956年成立中央研究实验室、开发应用新工艺（发酵法与化学合成法）、培育新明星单品；最终公司于1966年重回市场领导地位，但味精营收占比从50%+下滑至1968年约30%。

图表 5: 1956-1968 年公司营收规模及增速



数据来源：味之素，华福证券研究所

图表 6: 1957-1968 年日本 GDP、公司味精业务增速



数据来源：味之素，华福证券研究所

在味精拖累营收增长的背景下，公司巩固油脂等重要业务，同时积极培育新业务：1) 主业单一调味品→复合化，且不考虑调味剂的情况下，复合调味品 1960-1968 年营收增量占比约 25%；2) 主业向深加工、高附加值领域延伸，如味精→氨基酸品类，油脂→大豆蛋白类；3) 切入高景气度的食品赛道，如速食清汤、杯汤；4) 出口国际化。

- **调味品复合化**：为应对主业增长滑坡的挑战，公司通过调味研发开启相关多元化，1960 年开始推出全球早期的复合调味料（MSG+肌苷酸钠等），但受竞品影响前期销售不佳；对此，公司升级新品（如含有 12%肌苷酸钠与竞品拉平）、丰富产品矩阵，同时凭借工业化成本优势进行降价促销，加强渠道服务等；最终，复调新品成功放量，1963-1968 年营收 CAGR 达 76%，整体营收增量贡献占比约 25%，市场份额也提升至第一。同理，调味剂 1962-1968 年营收 CAGR 达 60%，营收增量占比约 18%。此外，1968 年公司联合家乐公司推出口味更甜、成份更健康的蛋黄酱，次年确定全国销售体制期间取得 46 亿日元销售额，两年后获得 20%+的市场份额，1978 年销售额达 163 亿日元。
- **进军方便速食市场，单品为王、站稳脚跟**：1958 年成立日本清汤公司（前身破产边缘的日本酱油酿造公司；同年改名为日本食品工业公司）；1962 年开启品牌升级，并通过高品质、新包装等树立味之素 KK 牌高端定位，随后汤类营收快速增长，1962-1968 年 CAGR 约 44%，市场份额高达 80%。1963 年联合美国家乐 CPC International 成立合资公司，同年推出罗宋汤、玉米汤等

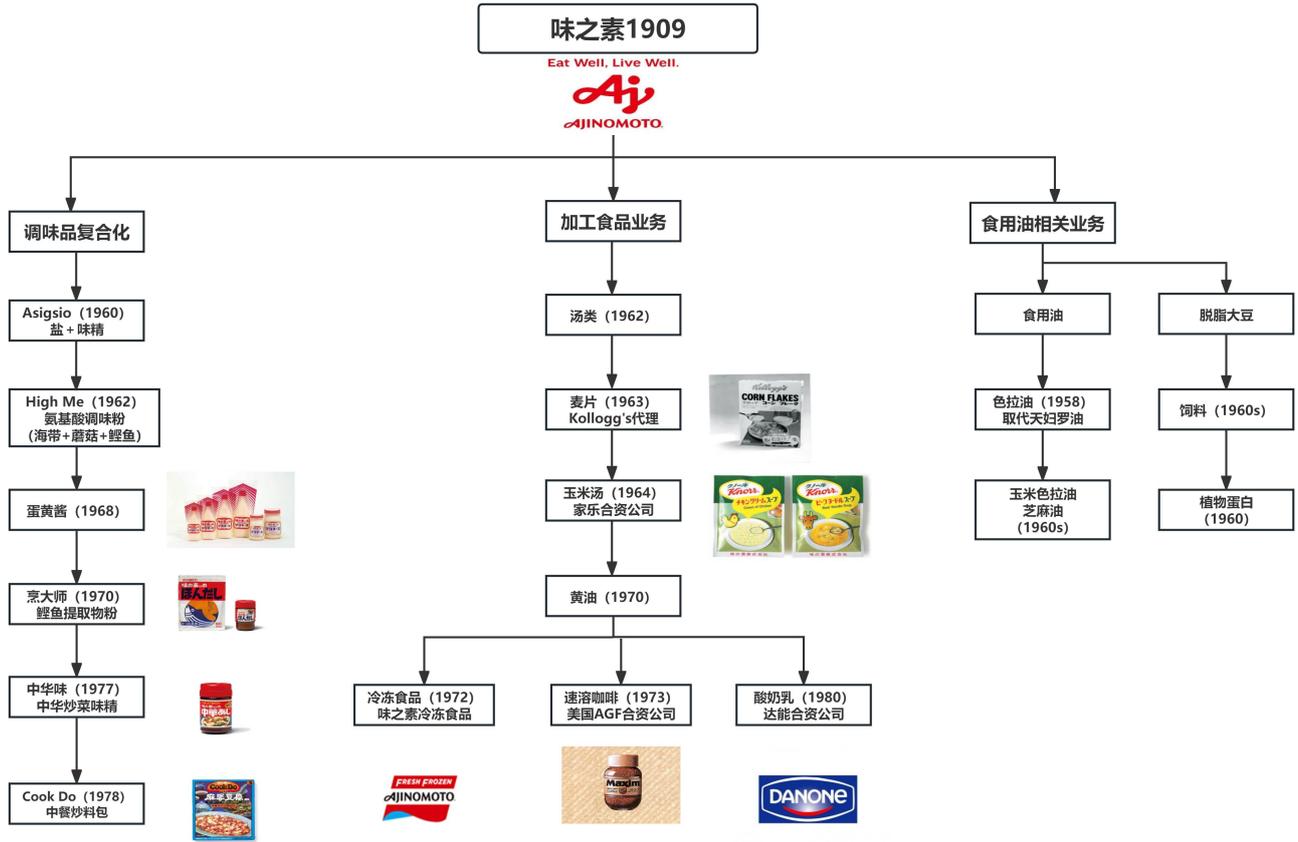


杯汤产品；期间，公司积极向家乐学习现代化营销经验、打造新大单品。以玉米杯汤为例，公司反复打磨产品价值，同时配套渠道、广告、促销体系、线下堆头和 POP 标签等一体化运作，数年间达成 10 亿日元销售。

- **探索高附加值业务：**主业味精方面，公司深度开发副产品，并推出附加值更高、盈利更好的氨基酸类产品，期间氨基酸营收占比持续提升至 4.23%。对于油脂，公司一方面促进其随总量需求快速扩张，如推出的色拉油、玉米油均备受消费者青睐；另一方面将原料脱脂大豆转化成的大豆蛋白等产品。
- **国际化循序渐进。**在 Domen 董事长的高瞻远瞩下，公司亦注重海外市场。例如，在公司上市后的三年里，Domen 频繁往返美国并成功打通当地大型食品企业与第三方销售渠道。同时，公司积极开发欧洲、东南亚等市场，并因地制宜推出合适的销售、管理、生产政策；例如，在意大利建立工厂以做强欧洲市场等。但由于早期出口以味精为主，出口总额 1956-1968 年 CAGR 仅 5.5%（同期味精出口 CAGR 约 3.5%）。

总结：首先，调味品复合化发展，支撑主业营收扩张；其次，尽管食品、氨基酸、出口等新业务短期对公司营收增长贡献不大，但为公司深度多元化提供发展思路、沉淀竞争优势以及积蓄扩张势能。例如，公司通过技术投入、品牌重塑、销售优势、资产收购以及联合巨头等推动杯汤新品类实现“单品为王”，进而成功在食品赛道站稳脚跟。此外，味精工艺落后经历也使得公司高度重视技术研发，保障产品竞争力与反应速度。总之，在业务多元化提振下，公司营收成功突破 800 亿日元，同期 CAGR 达 11.5%；尽管整体营收增速仍落后于经济总量，但公司成功打开多元化扩张道路，信心赛过黄金。

图表 7: 截至 1980 年, 味之素多元化进程中的品类扩张树



数据来源: 味之素, 华福证券研究所

2.2 食品新业务崭露头角、跨界多元化带来超额增长 (1969-1980 年)

调味主业在开拓复调、弥补味精下滑中缓慢增长; 冷冻食品、方便速食等厚积薄发, 驱动公司期间实现超额增长, 而增长主力从调味→食品 (1969-1980 年公司营收 CAGR 约 12%, 显著快于经济复合增速 4.09%), 1980 年食品业务营收占比达 35%。此外, 国际动荡带来出口挑战, 公司加速产能出海、优化出口结构。

- 复调业务扩张难以弥补味精下滑, 调味品营收占比从 1969 年的 41% 下滑至 1980 年 26%。除了经济波动、内食需求下滑, 味精安全性舆论影响、MSG 进口自由化等导致日本人均味精消费量由 1969 年 782g 降至 1980 年 592g。期间, 1970 年公司味精销售额下滑 14%, 1973 年后持续提价传导成本压力, 也进一步导致销量下滑, 最终 1969-1980 年国内产量从 6.2 万吨减少至 5.6 万吨。为弥补味精业务减量, 公司进一步挖潜长坡厚雪的复调赛道, 包括加快品类扩张步伐、积极打造爆品等。例如: 1) 1968 年推出的蛋黄酱, 1978 年销售额突破 163 亿日元, 10 年增长 3.5 倍。2) 1970 年 HonDashi 鲣鱼风味高汤调料 (通过研发颗粒调味料解决鲣鱼高汤风味还原度的需求痛点), 销售额从 1970 年 6 亿日元攀升至 1975 年 100 亿日元, 并在 1978/1981 年分别突破 200/300 亿日元, 并在 1972 年便夺得市场第一。3) 面对日本家庭简化中餐烹饪的需求, 1978 年公司开创性



推出 Cook Do 等中式菜谱调料（如麻婆豆腐调料、青椒肉丝调料），并在发售一年内获得了 75% 的市场知名度；自此，Cook Do 品牌开启长达 40 年的增长周期。

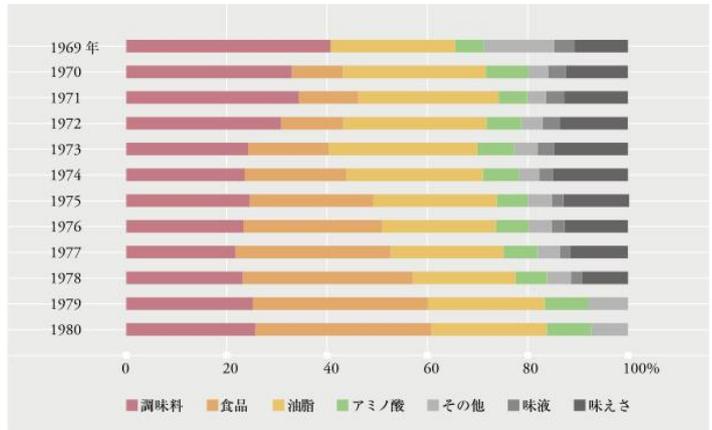
- **方便速食厚积薄发，杯汤、咖啡等领域持续突破。**在方便速食领域，公司巩固深耕杯汤业务，包括通过升级产品、扩充 sku 推动销售额从 1968 年 36 亿日元增长至 1978 年的 158 亿日元，市场份额稳定在 70%-80%。同时，公司进军速溶咖啡等市场，1973 年收购日本通用食品 50% 股份、成立味之素通用食品公司 (AGF)；同年，AGF 推出速溶咖啡组合后，充分发挥两家公司的渠道营销、产品技术等优势，并取得 9.5 亿日元的销售成绩；1978 年，咖啡类销售额大幅增长至 101 亿元，占比达 34%；此外，AGF 还推出了饼干、酱汁粉末、宠物食品等。最终，AGF 销售额从收购前 70 亿日元，1974 年攀升至 150 亿，1980 年跃迁至 530 亿，成为味之素食品业务增长最多的公司。此外，1970 年公司布局景气度高的黄油市场，次年销售 6 亿日元，1972 年市占率第二，1976 年销售额增长至 90 亿。
- **速冻食品业务“后发而先至”，卡位升级、差异化定位、稳扎稳打等确保成功跨界。**自 1960s 后期以来，速冻食品日本国内开始渗透，且呈现出成长快、空间大的行业特征，但也存在口感差、不新鲜、营养低等消费痛点。对此，公司 1970 年开始布局，并经过两年技术沉淀、产品打磨、渠道梳理、冷链建设后正式投入市场。在居民消费升级趋势下，首发的 12 款单品（包括可乐饼、煎饺、烧麦、鸡肉焗饭等）一上市便引爆局部市场，并凭借高品质、高级感、高定价（高于主流价格 30%-50%）在发售一年后就获得东京都市圈 20% 的市场份额，一举夺魁；1973 年公司推出两种炒饭、开拓冷冻米饭蓝海市场；此后，公司成功打造出饺子等明星单品。最终，伴随公司打造爆品、扩充品类与进军全国，速冻食品销售额从 1975 年的 100 亿日元快速增长至 1980 年的 287 亿日元。

图表 8: 日本 1970s 深度多元化下推出的产品



数据来源: 味之素, 华福证券研究所

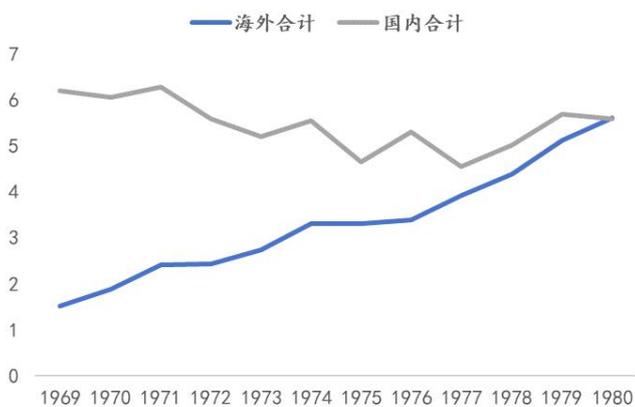
图表 9: 1969-1980 年公司营收结构变化



数据来源: 味之素, 华福证券研究所

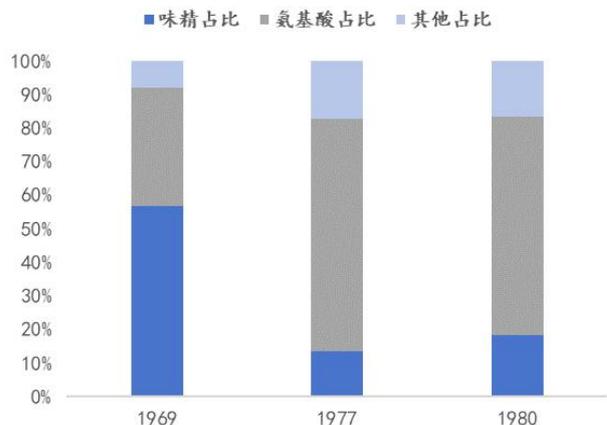
- 为应对石油危机、国内高通胀等压力，公司加速味精产能出海，同时优化出口结构，其中氨基酸放量引领出口稳增。由于味精出口竞争力下滑，公司一方面加快海外建厂步伐，如印尼、秘鲁工厂，期间海外味精产量从 1969 年的 1.5 万吨跃升至 1980 年的 5.6 万吨，1996 年达到 22.4 万吨；另一方，公司优化出口结构，如推动高附加值的氨基酸业务在欧美市场快速放量，出口额占比从 1969 年的 35.1% 大幅上升至 1980 年的 64.9%，期间营收 CAGR 约 16.4%。此外，公司在国际市场做品类延伸，即根据地区的饮食文化和口味习惯推出定制复调产品；例如在印尼推出的 Sajiku 风味面粉，在南美市场实现方便面产销等。最终，公司出口额同期 CAGR 约 10.1%。

图表 10: 公司海外和日本国内味精产量对比(万吨)



数据来源: 味之素, 华福证券研究所

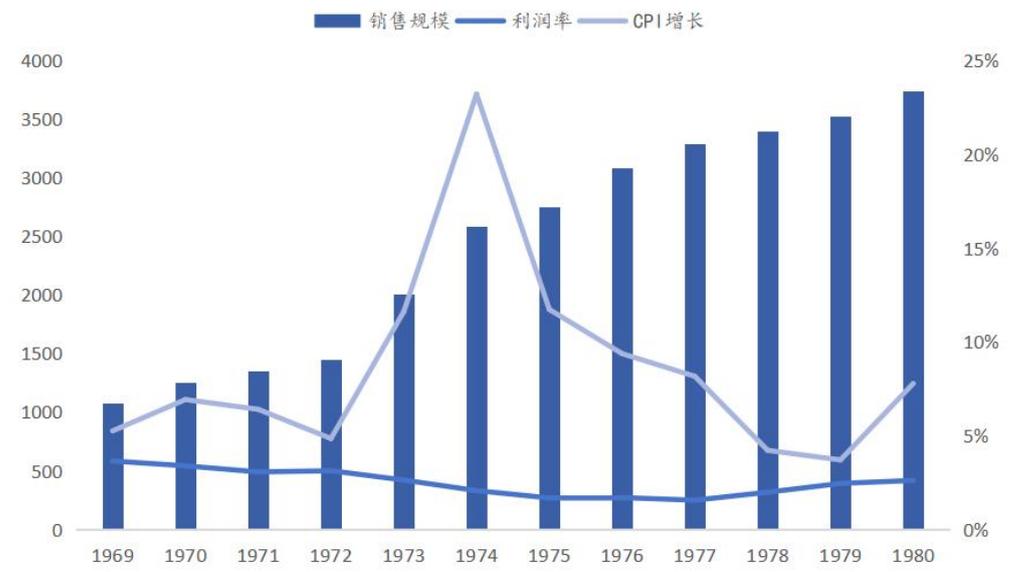
图表 11: 出口结构持续优化, 氨基酸引领增长



数据来源: 味之素, 华福证券研究所

总结：1969-1980 期间，公司成功克服味精业务的挑战、成功实现跨界多元化；即在食品等新业务驱动下，公司在销售端实现超额增长，1980 年营收达 3743 亿日元。然而，公司税后利润率整体延续 1960s 下滑趋势；期间受原料价格上涨、新业务成本较高等扰动，公司利润率一度下滑至 1.55%，不及 1969 年的一半。对此，公司开始强化成本管控、提升生产效率，叠加国家降息、海外关联公司分红等原因，公司税后利润率逐步恢复到 1980 年的 2.6%。

图表 12：1969-1980 年公司销售规模与利润率变化趋势（亿日元，%）



数据来源：味之素，华福证券研究所

2.3 国内多元化扩张乏力，下行期侵蚀利润（1981-1996）

1980s 以来，内需见顶、出口承压导致营收增速放缓（81-88 年 CAGR 约 2.3%）；尽管泡沫经济形成短暂性复苏，但在泡沫破裂后，国内主体营收增长几乎停滞（91-96 年 CAGR 约 0.5%）。期间，食品业务依旧贡献主要增量，尤其乳制品、饮料等业务（81-96 年营收增量占比约 53.2%）；调味品由于家庭烹饪需求减少等营收缓慢增长（81-96 年 CAGR 约 1%）。比起营收增长停滞，利润端受泡沫破裂、日元升值、盲目多元化等影响大幅下滑。

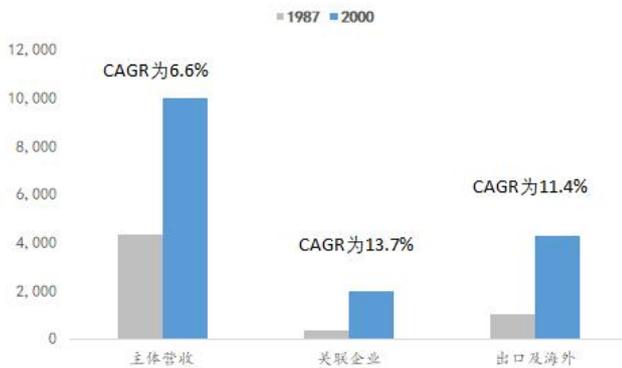
- **1980s 日元升值、泡沫经济时代：营收增速放缓。** 进入 1980s，公司以食品、生物医药等精细化工为核心。但随着女性就业率提升、简食速食消费崛起，C 端需求场景减少导致公司对调味品等业务进行产品、渠道模式转型，最终实现营收正增长。其次，1985 广场协议后日元持续升值，导致国内经济压力陡增、公司出口业务受到大幅冲击。尽管简食趋势利好加工食品业务（期间速冻米饭增长较高，市占率一度高达 90%），且在饮料乳品等驱动下，整体食品业务稳健快增，但公司营收于 1986 年首次出现下滑。为缓解经济压力，日本政府放松银根，开启泡沫经济时代；而在短暂性繁荣中，公司国内各项业务开始恢复增长，其



中 1988 年食品主业营收增速达 8%。在乐观情绪催化下，同年公司发布千禧年战略目标：味之素国内主体营收突破 1 万亿日元，CAGR 约 6.7%；关联企业营收目标 2000 亿，CAGR 约 13.7%；出口及海外销售额达 30 亿美元，CAGR 约 11.4%。其中，公司将“产品多元化和积极开展新业务”作为基本方针。

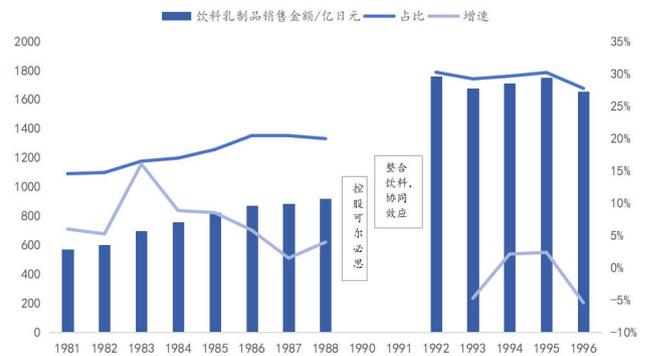
- **1990s 泡沫破裂，公司多元化路径失效，规模扩张几乎停滞。**为实现千禧年目标，公司巩固主业（如速冻食品通过扩张微波炉产品矩阵，重新夺回 C 端市场第一），同时加快多元化扩张步伐。相关多元化方面，1990 年控股可尔必思增厚整体营收，次年将饮料事业整合到可尔必思后推出相关水饮，并产生显著的协同效应与良好的销售成果；即在乳品饮料贡献下，1989-91 年食品营收增量在味之素国内单体中占比达 89%；同时，公司甜味剂业务在政策放开后取得重大突破，医药事业开始走上正轨。而在增长压力下，公司一度陷入过度多元化，例如涉足电子、医疗健康、蔬菜、种业、包材、餐厅与高尔夫等主业协同低的赛道。然而，伴随泡沫经济破裂、GDP 陷入增长停滞，公司除了原主业面临增长停滞，乳品饮料等新增长点由于行业竞争激烈、龙头实力强劲，难以进一步扩大规模与份额，而对于多数低相关度的新业务只能被迫关停或重组。92-95 年公司整体营收下滑，也宣告了公司过去多元化的成功路径开始失效。因此，94-96 年新管理层逐步放下过度追求销售成长，并启动内部改革。

图表 13: 1988 年公司公布的千禧年营收目标拆解/亿日元



数据来源：味之素，华福证券研究所

图表 14: 公司乳品、饮料等业务营收增量贡献大



数据来源：味之素，华福证券研究所


图表 15: 味之素主体过度多元化, 导致泡沫经济破裂后许多新业务收效甚微

业务领域	公司名称	设立/出资年月	清算/撤退年月	业务概要
食品服务	黄金花园	1985年8月	1992年1月	餐厅经营。被林竹英鱼餐厅吸收
	艾杰艾企划	1987年5月	1987年8月	餐厅经营。更名为竹英鱼餐厅
	竹英鱼餐厅	1987年8月	2001年2月	“新福”等中华药膳餐厅
	珍妮诺日本	1990年4月	1993年11月	味之素公司45%、大荣公司45%、A第一公司10%出资的jannino品牌高级餐厅
餐饮服务	丁二醛	1987年2月	1991年3月	西班牙餐厅因主厨高桥去世而关门
	德利卡王牌	1988年4月	继续	为7-11便当等供应
	中部德里卡王牌	1993年9月	1993年9月	股份转让给合资对手山梨的中部食品公司
	阀釜卸料器	1990年1月	2003年8月	为7-11便当等供应
	熊本王牌	1990年6月	2001年	为7-11便当等供应
	美食之路	1988年5月	2001年以前	与日井公司合资的便当店连锁店
	王牌自助餐厅	1989年3月	2001年4月	味之素公司70%，Sida Corporation公司30%合资的事业所学校午餐事业
	杰·萨布赖特网络	1989年9月	1999年3月	与JR东日本餐厅公司合资供应食材
食品	航空母舰	1989年12月	1994年9月	食品服务软件提供和餐厅管理。与第一大厦公司、东晴建筑公司、爱虎克公司合资
	味道	1989年6月	1997年9月	参与经营便当、熟食的yumart连锁本部(米粮商木德)
	迈涅利贝	1989年12月	1997年10月	面向JR小卖部, 与尤海姆公司合资的点心事业
农业	米久	1989年8月	2000年6月	对肉类加工公司的出资; 之后出售股票
	味之素艾姆西农场	1987年4月	1991年7月	水培生产小番茄
包装	味之素东海种子	1987年7月	1993年3月	与东海种苗园者合作的育种项目
	艾尔包装	1987年4月	2000年10月	礼品托盘的制造
餐桌餐具	阿克苏包装	1988年7月	1994年1月	袋装包装用FK罐的制造。业务转让至L Package Co., Ltd.
	表集	1988年2月	1999年7月	阿齐兹公司向餐桌、烹饪用品专卖店出资
食品相关计划	艾姆斯国际公司	1988年7月	1991年5月	高档进口餐具销售。味之素公司28%，三菱商事公司34%，岩城玻璃公司28%，吹田贸易公司10%的出资公司。向其他股东出售股票并退出
	竹英鱼	1986年9月	2003年3月	食材的邮购、目录销售
	方位	1989年3月	1992年7月	与平野清子合资销售高端进口食品
	企业名称	1989年3月	1992年7月	埃姆斯国际有限公司的关联公司。向酒店、飞机餐等销售高档进口食材
资产运营	轮胎胎面	1990年6月	1999年3月	食品服务咨询出版
	味之素金融	1987年4月	1998年7月	富余资金的运用
	己二酸盐	1988年12月	—	持有房地产的运用和公司住宅的管理等。2005年4月并入味之素商业协会
其他	王牌投资	1991年9月	1992年8月	被味之素金融公司并购
	富津高尔夫俱乐部	1988年7月	1996年1月	向高尔夫球场开发公司出资
	哈贝斯顿	1990年1月	—	参股现场营销、促销等公司。1999年4月并入味之素通信公司
	完美的	1990年2月	1992年7月	放弃1986年9月成立的销售魔芋甘露的日本膳食纤维公司的事业。更名并转向生产和销售石棉湿部去除剂

数据来源: 味之素, 华福证券研究所

日元升值背景下, 从品牌出海到产能等全方位出海逐级而上。前文谈到日元大幅升值等导致公司 1984-1988 年出口额下滑 46.7%; 对此, 公司优化产能布局, 包括关停国内低效工厂、加大海外产能投资, 同时开拓海外空白市场。其中, 公司先将成本敏感度高的 MSG、阿斯巴甜、赖氨酸等业务产能外移。公司还通过扩充产品品类驱动海外业务扩张。例如 1993 年泰国味之素工厂在当地推出罐装咖啡、98 年推出乳酸饮料等。截至 1987 年, 公司海外及出口营收约 7.4 亿美元。

分区域看: (1) **亚洲市场**: 公司在品牌出口的基础上, 公司加速产能建设步伐。例如, 1993 年在中国合资成立河南味精工厂, 1994 年联合川化集团成立合资公司并生产销售饲料用途的赖氨酸的, 1995 年联合中国连云港如意公司等江苏省成立合资公司, 开始生产冷冻食品, 利用当地的蔬菜原料优势, 将以近乎手工的方法制成的冷冻食品出口日本。同时, 公司在泰国设立味之素冷冻食品生产基地, 随后出口到日本国内; 越南、印尼等市场也在投资建厂; 韩国、台湾区域冷冻食品业务不及预期。(2) **美洲市场**: 为打开持续成长的美国药品原料市场, 公司采取本土化建厂, 如 1984 年联合奥尔森公司在美国芝加哥建立年产 6000 吨的饲料用赖氨酸工厂; 联合日清在南美建设方便面生产基地。(3) **欧洲市场**: 1983 年在瑞士建立阿斯巴甜销售公司, 产品广受好评; 为满足欧盟成立统一大市场需求, 1991 年公司联合美国 NutraSweet 公司在法国成立合资工厂 (EASA), 1500 吨产能投产后便供不应求。1989



年收购 omnichem 公司，完善全球医药产业布局。（4）非洲市场：重点开拓西非等空白市场，例如尼日利亚等需求大国。

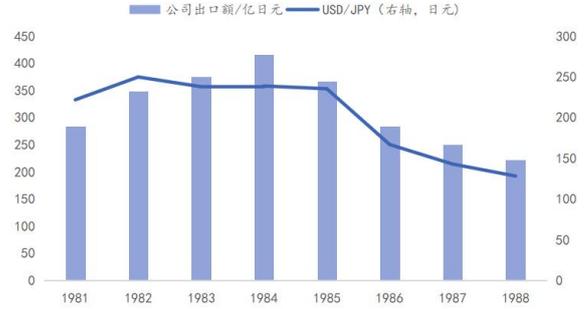
图表 16: 味之素海外味精产量持续攀升

味の素グループのMSG生産量の長期的推移



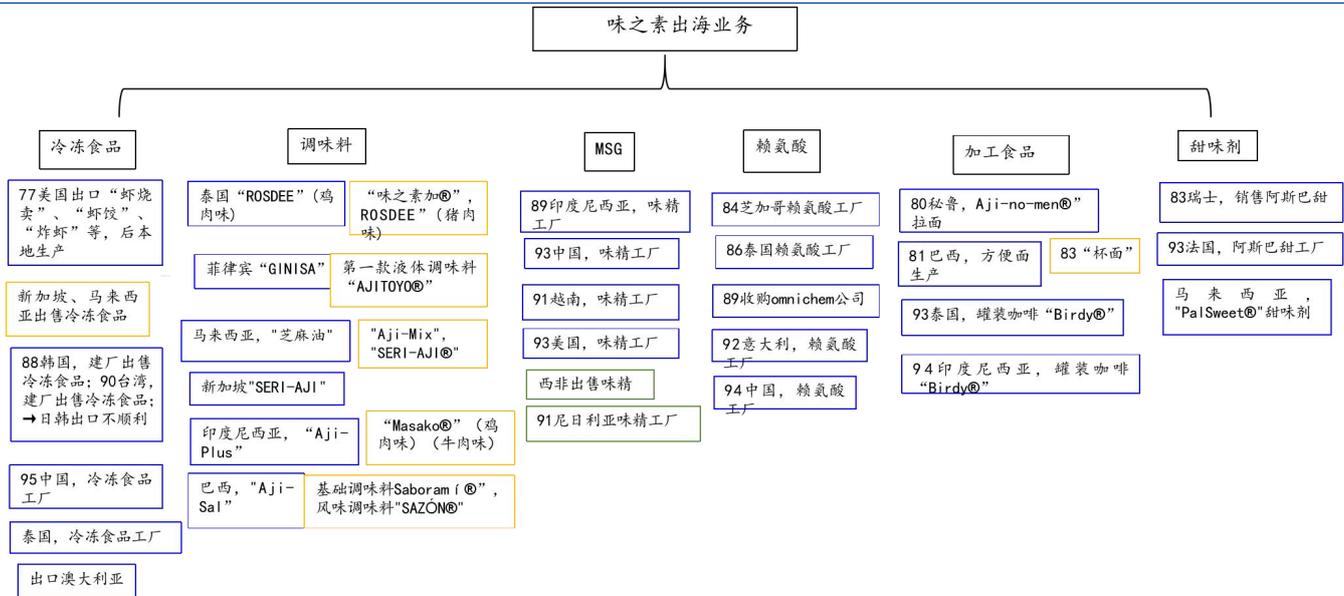
数据来源: 味之素, 华福证券研究所

图表 17: 日元升值影响公司出口销售



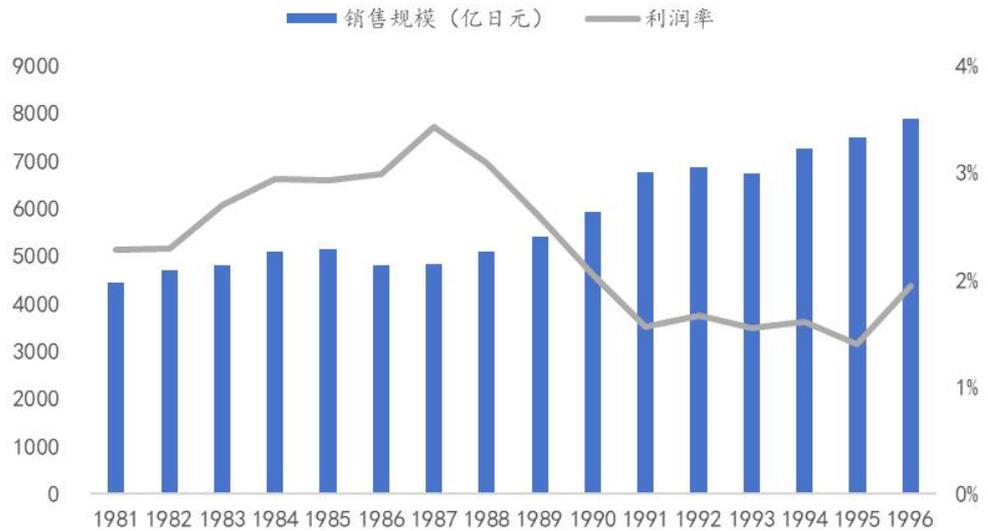
数据来源: 味之素, 世界银行, 华福证券研究所

图表 18: 味之素多方位发力海外市场扩张



数据来源: 味之素, 华福证券研究所

总结: 1980s 以来宏观环境挑战重重, 导致味之素集团营收整体处于降速通道, 截至 1996 年, 集团营收规模稳步扩张到 7884 亿日元, 81-96 年 CAGR 约 3.9%。其中, 公司以往通过跨界多元化支撑成长的成功路径开始失效, 背后原因不乏经济需求向下、主业协同低、盲目多元化等; 但可喜的是, 公司原调味、食品等业务在产品、渠道模式改革下稳住增长与份额, 国际化发展欣欣向荣, 同时医药等新业务在研发沉淀、并购补能下积蓄发展势能。而对比营收端稳健增长, 公司利润率整体表现低迷: 前期在经营效率提升、原料价格回落等驱动下, 集团利润率逐步恢复到 1987 年阶段巅峰 3.43%; 随后在泡沫经济破裂、过度多元化等影响下, 集团利润率开始下滑, 并于 1995 年达到低点 1.4%。

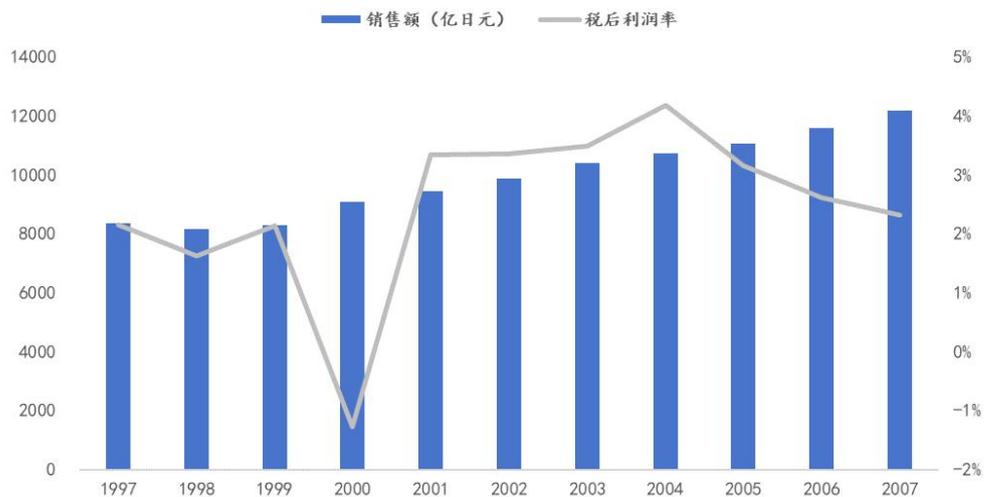

图表 19: 1981-1996 年集团销售规模与税后利润率变化趋势


数据来源：味之素，华福证券研究所

3 聚焦食品、医疗主业，全方位向全球巨头进化（1997年-至今）

3.1 国际化、平台化成就全球龙头，优化业务提振盈利能力（1997-2008年）

1997年新领导上台后，公司围绕食品、氨基酸系列业务朝世界级龙头发展；期间，公司通过落实“数一数二”战略，做强优势业务板块；同时，海外销售额在上述主业支撑下快速增长，07年在集团营收占比达31.6%。同年公司总规模达1.2万亿日元，98-07年CAGR达4.6%，并成功跻身世界级食品龙头；但公司利润率显著落后其他龙头。对此，公司通过优化业务结构（如海外食品占比提升）、增强成本管控等改善盈利质量，但利润率表现仍低于预期，04年税后利润率阶段性高点仅4.18%，05-07年持续下滑，07年营业利润率低于公司设立的目标。

图表 20: 1997-2007 年集团销售规模与利润率变化趋势


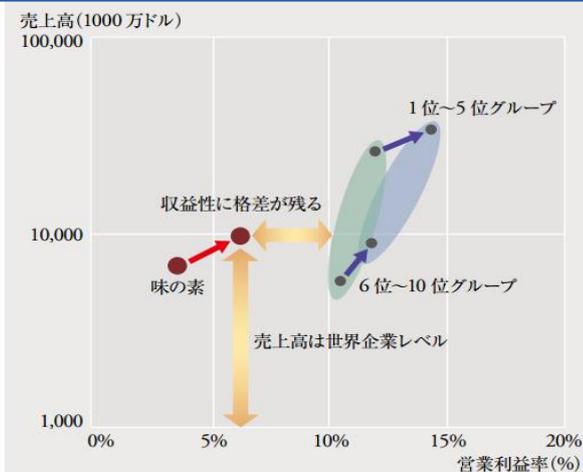
数据来源：味之素，华福证券研究所



数一数二战略（WIN 项目）下，公司做强做优各业务板块，提升内部经营质量、竞争实力。1997 年亚洲金融危机爆发浇灭了任何复苏期盼，GDP 甚至出现连续下滑；而消费量价端均承压，随着 1999-2004 日本进入通缩时代，物价连续下跌；同时，人口老龄化、负增长加剧总量下滑。在需求承压、成本抬升的背景下，公司通过数一数二战略做强国内各业务平台，尤其在氨基酸超额扩张下，公司国内业务实现稳健增长，1998-2007 营收 CAGR 达 2.2%，优于同期名义 GDP（0.06%）。此外，公司在管理机制方面加大各职能信息化建设，同时优化供应链（如物流库存管控、促进全球采购等）、改革国内工厂（如川崎 KLA 项目）等，以强化成本竞争力。总之，公司做强做优各业务板块，朝世界级食品、氨基酸龙头前进。

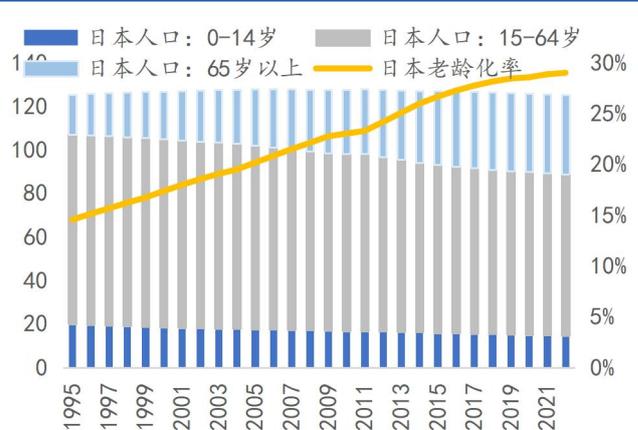
公司开启全球化 2.0 时代，海外食品、氨基酸业务开始放量、引领公司规模跃迁、质效双升：1) 生产端：持续扩充海外产能(98 年在泰国新建 MSG、饮料工厂；01 年生产肌苷酸的鹿岛工厂转移到泰国；05 年在泰国建成规模最大的食品工厂，08 年持续扩产线)，快速响应需求同时保障全球成本竞争力；2) 销售端：聚焦中国、泰国等成长型市场，例如自 1998 年加大投入后、2008 年中国销售额达到 300 亿日元，而泰国风味调料市场增速达 110%，公司“ROSDEE”调料占据 60%的份额；开拓新市场：99 年进军波兰方便面市场（越南出口）、04 年收购波兰工厂，巩固产业链优势；03 年向印度出口 MSG；产品销售矩阵起初以调味品为主，随后扩充饮料、咖啡、乳品等品类。3) 海外竞合层面：在国际环境改善下，联合经营模式反而开始影响公司海外业务品类扩张；对此，公司或退出合资事业、另起炉灶（如亚洲，终止与联合利华合资事业，推出新品牌），或收购合资公司、重组销售架构（如欧洲收回 MSG 合资业务）。

图表 21：1998-2003 公司与世界级龙头差距所在



数据来源：味之素，华福证券研究所；排名主要参考销售规模
前 1-5 名：雀巢、联合利华、卡夫食品、达能集团、亨氏
6-10 名：家乐氏、帕玛拉特、英联食品、味之素、通用磨坊

图表 22：日本社会老龄化持续加剧



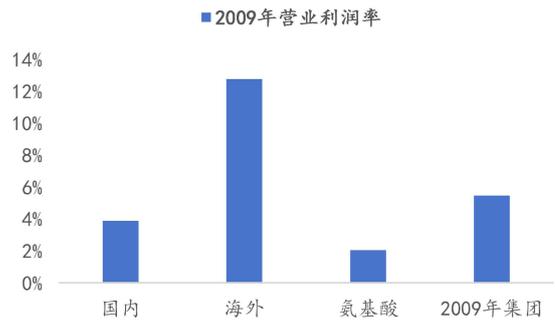
数据来源：ifind，华福证券研究所

图表 23: 食品调料单品在海外市场快速增长

国家	单位	商品名	发售年份	1995年	2000年	2005年
泰国	100万泰铢	「ROSDEE」	1979	363	1,190	2,568
菲律宾	100万菲律宾比索	「GINISA」	1991	21	100	691
		Sabaw®	2003	—	—	45
印度尼西亚	100万卢比	Masako®	1988	680	130,099	454,617
		「Sajiku」	1999	—	10,954	49,085
马来西亚	1000林吉特	SERI-AJI®	1996	—	780	2,828
		TUMIX®	2003	—	—	1,268
巴西	1000雷亚尔	Tempero "SAZÓN® "	1988	*22105	54,273	164,041
		Caldo "SAZÓN® "	2001	—	—	10,894
秘鲁	1000美元	Dona Gusta®	2001	—	—	920

数据来源: 味之素, 华福证券研究所

图表 24: 海外食品盈利能力强 (2009年)



数据来源: 味之素, 华福证券研究所

公司氨基酸业务(医疗保健部分)同样贯彻数一数二战略,并在多个细分领域取得领先。截至2007年,相关营收规模达2860亿日元,营收占比约23.5%,2002-2007年营收增量贡献65.6%。同时,公司通过优化业务结构、成本效率等提升业务盈利能力。例如,食品用氨基酸拓展C端高附加值市场,同时产能出海、规模效应等有助于优化成本效率。具体各业务发展如下:

- 消费用途氨基酸从B→C,持续突破高附加值领域,迎来质变。由于工业氨基酸成本敏感、竞争激烈,公司向氨基酸零售领域延伸,例如,99年推出氨基酸果冻饮料等营养品。而伴随2001年健康需求崛起与电视广告催化,日本掀起氨基酸消费浪潮;期间,公司瓶装氨基酸水迎来旺销,销售额从2001年约100亿日元增长至2004年约200亿,而B端在食品加工厂家大幅采购下出现脱销。同时,公司氨基酸粉末状产品份额也达到市场前列。除了营养健康产品,1995年公司开始向氨基酸下游化妆品领域延伸,1997年通过差异化邮寄渠道推出自己的化妆品品牌Jino®,发行10年后拥有百万以上忠实顾客。
- 饲料用氨基酸(赖氨酸)全球产销规模大,市场地位稳固。经过数十年发展,公司赖氨酸业务在产能规模、销售覆盖网络、产品领先方面已取得市场领先地位,2008年全球产能达34万吨,近十年CAGR达9.3%。
- 甜味剂业务在BC端驱动下稳健增长,阿斯巴甜产品份额常年保持全球领先。具体而言,阿斯巴甜市场以欧美为核心,且在减肥需求支撑下持续扩张;其中,1999年北美市场独立运作后市占率稳步提升,尤其2003年切入可口可乐供应链后,销售规模大幅增加;同时,C端产品在国内外发展较好,其中国内靠零卡路里产品旺销,市占率从1999年约20%提升到2005年约60%,期间海外增长更快,2007年在C端销售占五成以上。同年,公司阿斯巴甜产品市场份额接近50%。
- 医药用氨基酸扩充海外产能,满足全球需求增长同时取得领先地位。2000年上海味精氨基酸公司工厂竣工,2005年集团在巴西建立全球规模最大的医药、食品用途的氨基酸工厂,总产能约4000吨,同年BCAA等产品上市,并售往欧美、



亚洲各国。伴随集团持续扩充产能、开发上市新品，公司在世界医药用、食品用氨基酸市场占据 60% 的份额。

- **精细化工转型，ABF 绝缘材料逐步发展。**公司整合完化工业务后，停电解制品等，积极开发电子材料等，进军笔记本电脑、摄像机等的印刷电路板绝缘材料领域；1999 年 ABF-SH 正式上市，随后在 MPU 底板、液晶面板领域快速发展。

图表 25: 氨基酸零售化，氨基酸维他尔满足健康需求



発売当時の「アミノバイタル」プロ(1995年)

数据来源：味之素，华福证券研究所

图表 26: 公司向下游氨基酸化妆品延伸



発売当時の「jino」

数据来源：味之素，华福证券研究所

3.2 海外食品引领增长，盈利周期持续向上跃迁（2009-2023）

2009-12 年公司营收保持稳定，其中以亚洲为核心的海外市场持续增长，弥补国内市场下滑。以 13 年新会计准则为起点，公司在海外调味食品、医药健康等驱动下再次启动增长，23 年营收规模达 1.44 万亿（2013-23 营收 CAGR 约 4.23%，同期海外占比从 52% 提升至 68%）。此外，公司在盈利端也实现超额增长，营业利润率跃迁至 10%-11%，较 09 年几乎翻番；主要系公司前期精耕主业、做到“数一数二”后，深挖高附加值领域（如调味食品健康化升级；医疗新技术、饲料氨基酸差异化等）、优化低效工厂等。最终基于规模、盈利等视角，公司成功进化为世界级食品企业。

图表 27: 味之素主业落实“数一数二”战略

业务	产品	客户端	地区	市场规模	市场地位	市场占有率
调味料和食品	味精	2C	日本	55亿日元	1	96%
			泰国	*250亿泰铢	1	90%
			印度尼西亚	*80000亿卢比	1	40%
			菲律宾	*160亿比索	1	约100%
			越南	*16000亿盾	1	60%
	I+G	2B	中国和其他地区	350万吨	—	20%
			全部地区	7万吨	—	20%
	风味调味料	2C	日本	340亿日元	1	56%
			泰国	*250亿泰铢	1	80%
			印度尼西亚	*80000亿卢比	1	50%
			越南	*16000亿盾	2	30%
			巴西	*20亿雷亚尔	1	70%
		2C	日本	800亿日元	1	27%
		2C	日本	700亿日元	2	27%
		2C	日本	1200亿日元	1	79%
		2C	日本	1200亿日元	1	29%
		2C	日本	450亿日元	1	56%
	菜谱调味料	2C	日本	750亿日元	3	13%
			日本	600亿日元	2	23%
泰国			△300亿泰铢	1	50%	
日本			600亿日元	2	32%	
亚洲其他地区			1800亿日元	2	26%	
速冻饺子	2C	全球	4万吨	1	40%	
		全球	—	1	95%	

数据来源: 味之素, 华福证券研究所;

注 1: 上述数据均采用 FY2023, 上述市场规模均为估算值; 注 2: 标*为味精和风味调味料市场规模总和; 注 3: 标△为即饮咖啡和三合一咖啡市场规模总和;

图表 28: 2009-2023 年集团销售规模与营业利润率变化趋势



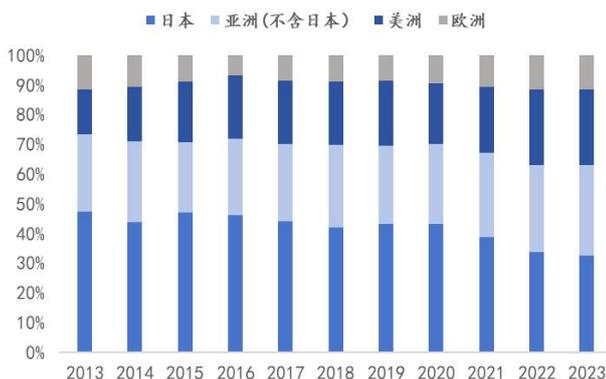
数据来源: 味之素, 华福证券研究所;

注: 2013 年采取新会计准则; 本图采取营业利润, 不同于前文利润表述

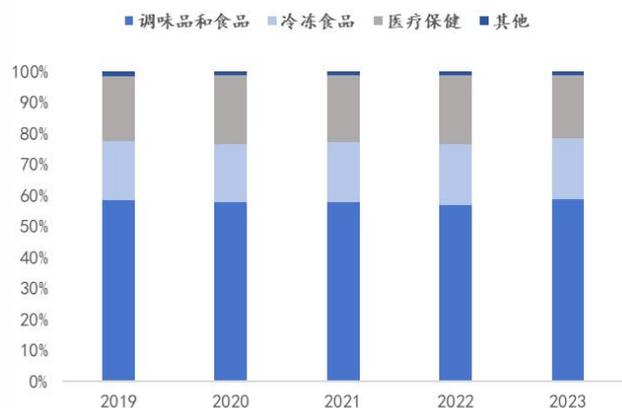
海外调味品、食品业务稳健快增, 带动公司营收规模跃迁, 成功进化为以海外市场为核心的国际巨头。尽管医疗保健及其他营收增量贡献不大 (2009-22 年整体增长仅 10%), 但发展前景广阔, 尤其 CDMO 等有望成为公司未来增长核心驱动力。



- 区域视角：2009-23 年期间，海外几乎贡献公司营收规模全部增量，具体节奏为亚洲新兴市场持续引领、美国市场中途接力以及欧洲市场稳中有进。**截至 23 年海外已成为公司主导市场，营收占比接近 70%，其中亚洲（不含日本）区域占比最大，超 30%、接近国内本土，尤其在泰国、印度尼西亚、越南、菲律宾等。具体而言：
 - 2009-12 年期间：**公司营收增长陷入停滞，主要系国内受自然灾害、经济承压、人口减少等负面影响，各项业务规模收缩，营收 CAGR 达-2.9%；而同期，以亚洲新兴市场为核心的海外业务保持稳健快增，其中亚洲、美洲、欧洲区域营收 CAGR 分别为 9.6%/5.3%/0.4%，进而弥补国内下滑。
 - 2013-23 年执行会计新准则期间，**伴随安倍经济学奏效、消费税刺激等，日本国内业务在 13-15 年阶段性恢复增长，但在人口下滑、老龄化严重等大环境下，国内营收随后继续下滑，整体 CAGR 仍实现 0.4%。同期，美洲引领的海外市场持续快增，亚、美、欧三地营收 CAGR 分别为 6%/9.7%/4.2%，其中美洲提速主要系公司并购美国温莎、冷冻食品业务大幅增长，而亚洲降速由于新兴市场经济增速放缓。
- 业务视角：公司在全球范围精耕食品&调料业务，其中海外食品贡献 86% 营收增量；尤其 2020 年以来，调料、食品业务引领公司规模跃迁。**由于 2009-23 年期间公司多次调整业务划分与会计准则，本文从 14 年开始从业务视角剖析公司营收扩张。首先，公司食品&调料（含冷冻食品）业务在海外贯彻“数一数二”战略，其中优势品类充分受益于亚洲等新兴市场人口、经济快速扩张；对于美国等成熟市场，公司则通过并购区域龙头温莎公司以及协同效应，迅速扩大速冻食品海外市场，同时公司持续推新、扩充品类，开拓中东、非洲等空白市场；最终，海外食品&调味业务 14-23 年营收 CAGR 达 7.8%，营收增量贡献接近 86%。而单纯从业务拆分看，20 年以来调味品&加工食品在新兴经济体增速放缓后，则通过发力减盐、健康等高附加值产品，重新激发增长，20-23 年营收 CAGR 接近 11%；此外，冷冻食品在 2015 年打通美国市场业绩后规模趋稳，近年受益于疫情催化以及内部改革红利，20-23 年营收 CAGR 达 12.5%；合计营收增量贡献 84%。

图表 29：2013-2023 年公司分区域营收结构变化


数据来源：味之素，华福证券研究所

图表 30：公司 2019-2023 年分业务营收结构变化


数据来源：味之素，华福证券研究所；



图表 31: 公司调料&加工食品业务增长趋势



数据来源: 味之素, 华福证券研究所

图表 32: 公司冷冻食品业务增长趋势



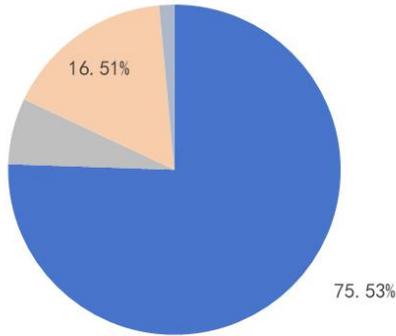
数据来源: 味之素, 华福证券研究所

相较营收端稳步增长, 公司利润端在业务结构优化下大幅改善, 即在食品调味与医疗保健差异化、高端化发展下, 营业利润率从 09-23 年几乎实现翻番, 达 10%-11% (世界级食品龙头水平)。

从业务结构来看, 调味料&加工食品与医疗保健两块主业盈利能力强, 23 年合计营业利润占比达 92%, 系公司近年利润增长的主要来源; 尤其是前者, 营业利润率常年保持在 10% 以上, 一直是公司利润的压舱石; 尽管存在汇率、原材料价格波动等影响, 但调味料与加工食品保持高盈利, 依靠 C 端大单品集合的红利以及持续升级推新。从趋势上看, 医疗保健品业务则是公司利润率向上跃迁的重要推手; 即在业务结构大幅改善下, 营业利润率从 5.8% 提升到 17.5%。例如, 以 CDMO 为代表的生物制药领域不断突破; 精细化工中, ABF 绝缘材料近年在全球供应链变动中大放异彩; 近年疫情催化大量医药保健产品需求, 食品、药用氨基酸向零售、高附加领域延伸; 饲料用氨基酸盈利受下游周期波动、行业竞争影响较大, 2011 年开始将生产重点转移到打造差异化产品 jiPro®-L。最后, 虽然冷冻食品营业利润率低迷, 但随着公司关停低效工厂、聚焦饺子等核心品类, 23 年其盈利能力出现显著改善, 达 3.4%。

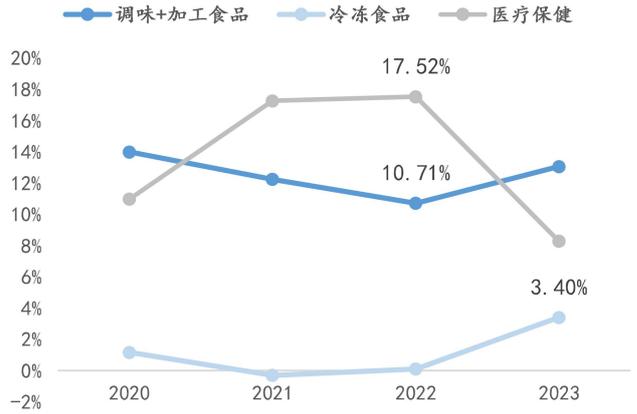
图表 33: 2023 年公司营业利润结构

■ 调味+加工食品 ■ 冷冻食品 ■ 医疗保健 ■ 其他



数据来源: 味之素, 华福证券研究所

图表 34: 20-23 年公司三大主业营业利润率变化



数据来源: 味之素, 华福证券研究所

图表 35: 味之素调味&加工食品不同区域品类结构, 以及持续推新、提升附加值



数据来源: 味之素, 华福证券研究所

总结: 回顾公司百年发展历程, 味之素实现基业长青、成就国际巨头的关键在:

- (1) 多元化战略下积极求变、持续打造新增长曲线; 公司从相关多元化开始, 推动调味主业复合化; 跨界多元化采取循序渐进, 如联合海外巨头合资等, 同时全力落实“数一数二”战略, 通过培育优势大单品巩固、攫取新拓市场。
- (2) 全球化战略下, 公司从产品/品牌出海到产能出海、本土发展逐级而上; 内需见顶、国内多元化失效下, 公司优势主业不断加码以新兴经济体为主的亚洲市场, 同时通过并购多元化、发挥协同效应做大欧美等成熟市场。
- (3) 聚焦调味食品与医疗健康主业, 同时优化业务结构、经营质量, 即高附加值战略, 并促进公司 21 世纪质效双升、成就国际食品巨头。



4 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：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