

龟甲万出海进程的复盘与启示

华泰研究

2024年8月02日 | 中国内地

专题研究

龟甲万：本土品类出海的成功典范

龟甲万早期通过研发铸就口味/成本/治理优势，在日本本土实现领先市占率；1970s 日本酱油行业规模触顶，而国际贸易环境改善，龟甲万以酱油品类认知不足但消费具有活力的美国为样板市场，通过本土化的产品/营销/渠道策略进行消费者培育，自建产能解决增收不盈利的问题，成为味道出海的成功典范。当前出海亦成为国内消费企业破局的突破口之一，而同饮食习惯绑定较强的调味品出海面临消费者培育、出海成本等问题，龟甲万的成功经验不仅对国内龙头打造第二曲线具有指导意义，同时在经营模式上具有较强的借鉴意义。

出海进程：依托日裔→扎根本土→点亮全球

二战前：公司酱油出口主要依托日裔，1860s 起公司即开始向夏威夷出口，二战后美国在日驻军回国为美国酱油市场打开新突破口。1970s 后：饮食西式化/便捷化导致日本酱油行业进入存量期，国际化成为公司继续增长的核心抓手，而日裔需求不足以支撑龟甲万的增长需求，公司战略转向为“以美国人为对象”，目标消费者由日裔扩大为海外本土消费者，销售渠道亦由东方超市延伸到美国本土消费渠道，同时将产品在口味/使用方式上同美国本土饮食相结合，并重金建设海外产能，全方位支持海外市场的扩张，美国市场大获成功。1980s 后：公司逐步开拓西欧、亚洲市场。

成功典范：进击美国的龟甲万

经济增长/社会多元的美国是龟甲万的出海第一站，其机会与挑战兼具，早期市场开拓面临物流成本/品类认知/政治风险等，龟甲万通过两步走战略享受美国酱油市场扩容红利。导入阶段：为扭转产品/品牌认知不足的局面，龟甲万根植美国饮食文化，打造全能型/本土化的调味料（如照烧酱等），与具备终端培育能力的经销商合作入驻本土渠道，再以高举高打的广告营销获取流量曝光，线下以细致服务促进流量转化。成长阶段：市场培育带动收入持续增长，但出口模式成本高企、增收不盈利，龟甲万先与装瓶商合作降低包材运输费，再于 1973 年在美国建厂，实现利润释放。

他山之石：味道出海慢而后进，消费者培育与本土化运作是出海关键

全球饮食习惯的区域差异性与代际传承性仍然存在，但当前海外消费者对东方饮食喜爱度日益提升、国际交流更加频繁，为当前国内味道出海创造了新的机遇。我们认为可从以下角度借鉴龟甲万经验：1) 本土化产品研发，根据海外消费习惯进行适应性改造；2) 因地制宜布局推广渠道，寻找消费者教育的核心阵地；3) 利用“健康”、“有机”等概念实现更快传播和推广。供应链方面，在投资自建、海外并购、海外瓶装三种模式中，海外瓶装或更具有现实意义，未来随着海外规模扩张，自建产能亦具备可行性。此外，中国调味品企业出海要兼顾海内外产品标准与消费基础。

风险提示：宏观经济增长不达预期、海外市场需求不及预期、国际贸易政策变化及汇率波动风险。

食品饮料

增持（维持）

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

倪欣雨

SAC No. S0570523080004

nixinyu@htsc.com

+(86) 21 2897 2228

联系人

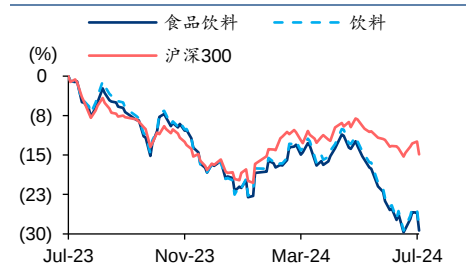
胡东

SAC No. S0570124070052

hudong024041@htsc.com

+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：，华泰研究

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

龟甲万：本土品类出海的成功典范	4
内生驱动：研发/品牌/体制带动酱油龙头行稳致远	5
外延拓展：国际化&多元化造就新生命线	7
估值复盘：高端化/国际化支撑 2010s 后实现戴维斯双击	8
龟甲万全球化进程解析	9
出海背景：日本国内酱油消费见顶，龟甲万被迫寻找出路	10
成功归因：国际化基因+技术革新+管理层战略眼光驱动公司奔赴蓝海	11
样板市场：进击美国的龟甲万	12
SWOT 分析：美国为何成为龟甲万出海首站	12
打法拆解：美国之行如何具体展开	14
能力复用：美国经验推广全球，乘势健康化等消费风潮	19
对国内企业的借鉴与启示	22
为什么选择龟甲万？——本土品类出海的成功典范	22
时过境迁，龟甲万通过出海“二次崛起”的成功经验是否仍值得我国企业参考和借鉴？	22
经验借鉴：国内企业如何味道出海？	24
品类寻觅：如何挖掘中国味道出海机遇？	24
出海前需要企业完善哪些基础建设？	24
供应链角度，有哪些出海模式可供中国企业选择？	25
风险提示	26

图表目录

图表 1：公司在各时间阶段发展情况梳理表	4
图表 2：龟甲万营收情况	5
图表 3：龟甲万净利润情况	5
图表 4：龟甲万日本国内历史复盘	6
图表 5：龟甲万发展进程中部分 CEO 及其主要贡献	6
图表 6：龟甲万日本及海外营业收入占比	7
图表 7：龟甲万日本及海外营业利润占比	7
图表 8：龟甲万海内外业务分拆及营收情况	7
图表 9：龟甲万股价变动情况及营收和净利润增速	8
图表 10：公司 2010 年后“戴维斯双击”的核心驱动	8
图表 11：龟甲万 PE 变动情况	8
图表 12：龟甲万全球化复盘	9
图表 13：酱油的全球化消费基础（2023 销量分布）弱于啤酒/饮料	10
图表 14：龟甲万全球各地区酱油产品单价 vs 其他主流品牌单价	10
图表 15：龟甲万全球市场表现（2023）	10
图表 16：1930-2000 年日本酱油消费量&人均酱油消费量变化	11
图表 17：龟甲万日本国内研发支出（以 1961 为基年）	11



图表 18: 龟甲万日本国内专利数量 (以 1961 为基年)	11
图表 19: 1955-1975 年美/日人口对比	12
图表 20: 1955-1975 年美/日人均 GDP 对比	12
图表 21: 美国亚裔人群占比逐步提升	13
图表 22: 美国亚裔人数&净移民人数变化	13
图表 23: 1956 年美国本土酱油生产量远高于进口量	14
图表 24: 海报、广告以及瓶身包装都强调酱油的万能性	15
图表 25: 1956-1961 年龟甲万报纸等媒体上刊登广告的细节	16
图表 26: 1950-1960 年美国电视机渗透率显著提高	16
图表 27: 龟甲万线下营销方式	16
图表 28: 经纪商和经销商的区别	17
图表 29: 龟甲万在美建厂的盈亏平衡线示意图	17
图表 30: 1956 年美国本土酱油生产量远高于进口量	18
图表 31: 按进口国家或地区划分的美国进口酱油量	18
图表 32: 龟甲万荷兰工厂产能扩张	20
图表 33: 截至 24 年 3 月 31 日龟甲万海外酱油生产基地	21
图表 34: 龟甲万各地区业务所处阶段	21
图表 35: 截至 24 年 3 月 31 日龟甲万国际版图	21
图表 36: 龟甲万日本及海外营业收入占比	22
图表 37: 龟甲万日本及海外营业利润占比	22
图表 38: 国内调味品龙头海外收入占比较低	23
图表 39: 国际餐饮服务市场规模 (十亿美元)	23
图表 40: 龟甲万官网-菜谱检索	24
图表 41: 龟甲万官网-全球菜系与菜谱	24
图表 42: 国内不同品类出海的机遇与挑战分析	24
图表 43: 供应链模式选择	25
图表 44: 报告其他涉及公司一览表	26

龟甲万：本土品类出海的成功典范

300 年酱企老字号从日本走上全球餐桌，是本土品类出海的成功典范。龟甲万的前身是野田酱油，由茂木（本家及分家共 6 家）、高梨以及堀切八家家族企业于 1917 年合并形成。据欧睿数据库，23 年龟甲万在全球酱油市场中市占率第一（8.5%），不仅在日本本土市场以 37.6% 的市占率遥遥领先，在美国/芬兰/德国等欧美国家亦稳拔头筹（市占率分别为 66%/50%/49%，排名第一）。不同于多数日本公司多出口西方产品（本田和松下等），龟甲万行销各国的商品是具有独特日本本土风味的酱油产品，是真正意义的全球酱油之王。

发展初期（1661-1955 年）：塑造品质/品牌/体制。17-18 世纪酱油行业厂商林立，在和主要竞对鲰子、关西酱油的竞争中，龟甲万凭借天时地利人和成为日本国内酱油龙头，一方面，龟甲万（彼时为野田酱油）研发出口味更受欢迎的三味酱油，且价格为竞争对手的一半，叠加江户川运河开通后其运输成本较竞对大幅减少；而后 1917 年，为减少酱油市场过度竞争、防止家族根系内部矛盾恶化、更好面对工业化的改造需求，茂木家族、高梨家族、堀切家族的 8 家企业合并，成立野田酱油株式会社（1964 年改名为龟甲万酱油株式会社），形成“八家共治”。**1917-1955 年：历经两次大战，同时伴随着市场竞争过度、原材料短缺以及工业化浪潮袭来的外部环境，龟甲万逆境中继续打磨技术，造就成本与品质优势，同时强化产能建设和渠道铺设。**1926 年建成现代酿造厂——龟甲万七号厂，在保证品质的前提下，运用现代化的水压压榨机、输送带、升降机、锅炉、锅桶等设备和更先进的生物发酵工艺来提升效率缩短发酵周期，提高产能。高效优质的生产为龟甲万面对二战后的酱油需求反弹以及酱油出海奠定基础。此外，**19 世纪龟甲万便开始尝试出海**，在 1872 年、1873 年先后获得阿姆斯特丹和澳洲世界博览会优质产品的推荐证书，并先后于 1886 年、1906 年在德国和美国完成商标注册。

加速发展期（1956-2000 年）：战后初期日本国内酱油市场迅速反弹增长，70 年代酱油行业见顶后，国际化/多元化/高端化成为龟甲万获取增量的重要抓手，龟甲万以美国为样板市场，通过产品本土化/全方位营销等获得成功后，将经验推广至欧洲、亚洲、大洋洲等更多区域；此外，公司不断拓展品类边界，通过豆乳/可乐经销/番茄酱等打造新的增长点。

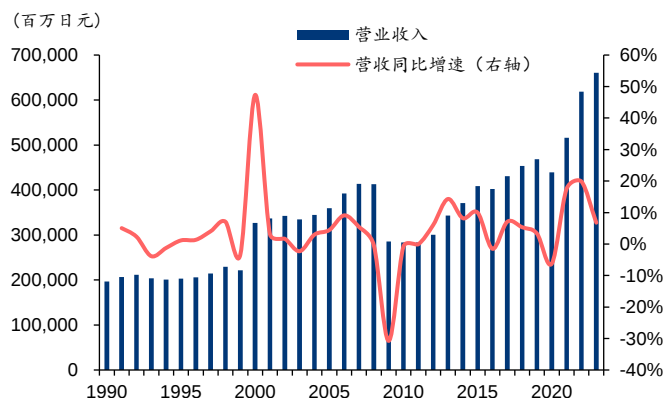
稳定发展期（2000 年至今）：公司继续保持其在酱油行业的领先地位，并逐步实现了全球化布局和品牌巩固。龟甲万在国际市场上持续扩张，加大了对全球各地的销售网络和渠道的投入。公司不仅在传统市场如美国、欧洲等地保持了稳定的销售额，还开拓了新兴市场如中国、印度等地，实现了业务的多元化发展。此外，为了适应消费者需求的不断变化，龟甲万不断进行产品创新与升级，推出了更加符合当代消费者口味和健康需求的酱油产品系列。

图表1：公司在各时间阶段发展情况梳理表

业务	发展初期：1661-1955 年		加速发展：1956-2000 年			稳定发展：2000 年至今
	1661-1930 年	1930-1956 年	1957-1966 年	1967-1972 年	1973-2000 年	2000 年至今
	野田酱油诞生	工艺产业化	包装多样化		口味复合化	
酱油业务			番茄酱、番茄汁、葡萄酒等			豆奶等
多元化						
国际化	日裔自然动销		美国消费者培育期	美国业务成长期	开拓欧洲市场	开拓亚洲市场
竞争优势	产品品质（技术专利）、销售渠道		产品创新、品牌认知（数十年的消费者培育）、产能优势（海外建厂）			

资料来源：公司官网，公司公告，欧睿，华泰研究

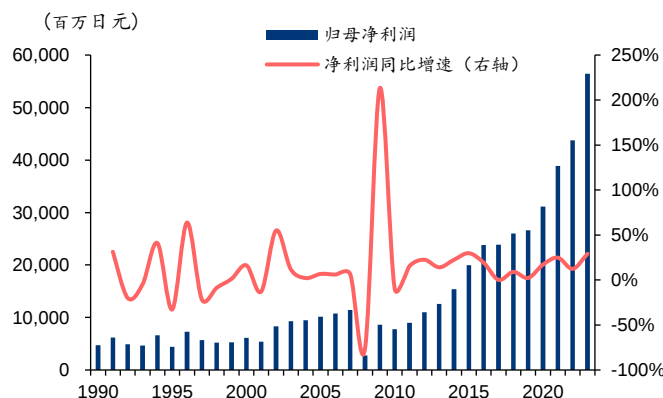
图表2：龟甲万营收情况



注：2000年及之前龟甲万的每年财务年度月末为12月底，2001年之后的每年财务年度月末为3月底，故后续本文中涉及2001年之后的财务数据均为按照公司的最新财务年度标准数据计算。

资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表3：龟甲万净利润情况



资料来源：Bloomberg，华泰研究

内生驱动：研发/品牌/体制带动酱油龙头行稳致远

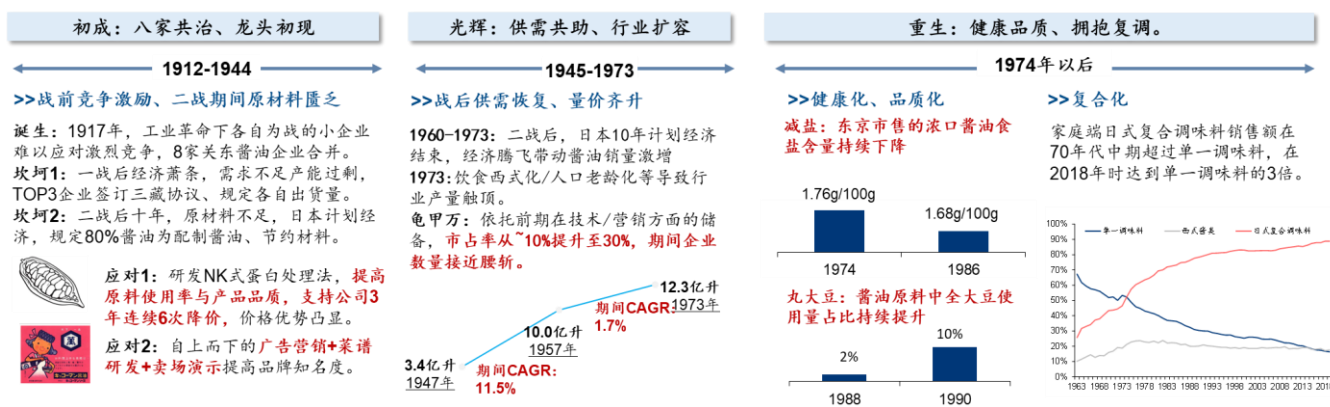
复盘龟甲万在日本的龙头之路，分为以下几个阶段，研发与品牌优势铸就日本国内根基：

1) 初成（1912-1944）：八家共治、龙头初现。17世纪的野田酱油是龟甲万的前身，1917年八家家族企业合并、并统一使用“龟甲万”品牌，1912-1931年经济低迷和产能过剩，量价齐跌，三家龙头签订供销协议、共度难关。1938年起二战下原材料短缺、酱油供需受阻，配制酱油以其更高的原料使用效率获得计划经济下80%的酱油配额，对以龟甲万为代表的酿造酱油龙头造成冲击。因此，龟甲万研发NK式蛋白处理法，提高原料使用率和产品品质，氮回收百分比从30s的60%提高到后来60s的75-80%，这支持公司3年连续6次降价，凸显价格优势。

2) 光辉（1945-1973）：供需共助、行业扩容。战后日本经济快速复苏，经济腾飞带动酱油需求快速反弹，量价齐升。1947-1957年酱油产量CAGR达11.5%，期间公司市占率由9%提升至14%；但由于人口老龄化、饮食西式化等原因，行业很快见顶，1973年行业总量与人均酱油消费量双双达峰，1957-1973年酱油产量CAGR仅1.7%。此间，公司通过因技术储备形成的价格优势，和年轻化、健康化的超前营销策略，以及推进渠道改革（推出凭票直送供应制度）管理价格、广布网点，依靠市占率提升实现持续增长（70s市占率达30%+）。

3) 重生（1974年以后）：健康品质、拥抱复调。70s酱油需求见顶后，产能过剩，供大于求，行业陷入激烈的价格战，90s经济危机进一步加剧行业压力，酱油价格复合增速一度为负。早在60s，公司便意识到行业将踏入存量期，后续沿健康化、品质化、复合化实现增长。为应对普通主流酱油产品价格竞争激烈问题，同时随着消费者对食品健康关注度提高，龟甲万聚焦丰富高附加值产品矩阵，70s公司力推减盐酱油、90s使用更高品质的黄豆替代豆粕、推广丸大豆酱油、2010s推广鲜榨酱油实现结构升级；1970s随着老龄化/女性劳动参与率提升等因素，外食率提高，日本酱油餐饮渠道占比提高，复调迎风而起，但龟甲万反应迟缓、错失机会，1998年推出面汁酱油、烤肉酱汁等酱油衍生品，布局复调。

图表4：龟甲万日本国内历史复盘

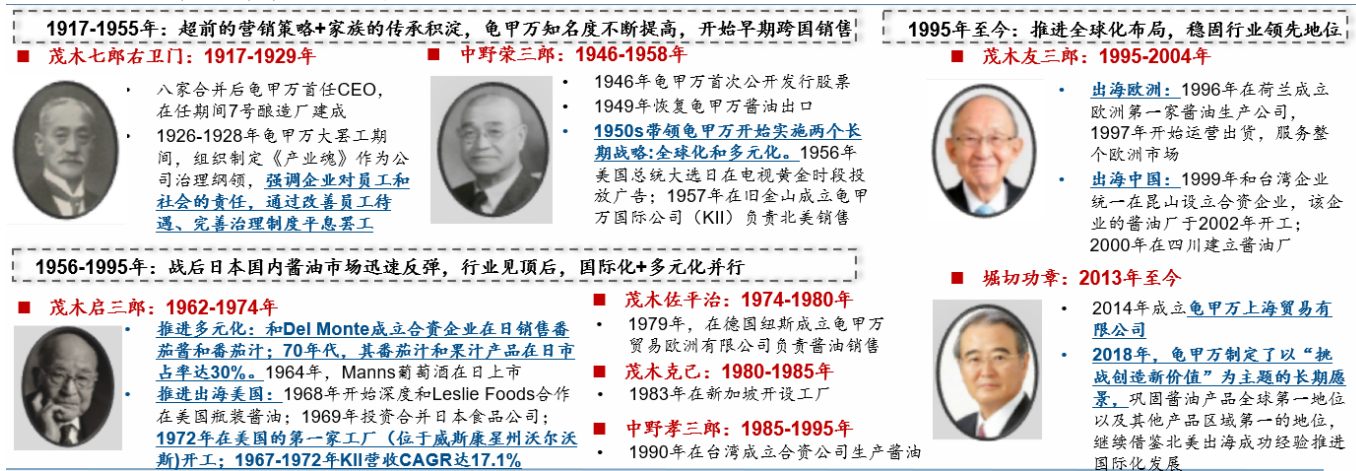


资料来源：公司官网，公司公告，William Shurtleff & Akiko Aoyagi. 2022. History of Kikkoman Corporation (1661-2022)，日本统计局，日本酱油协会，欧睿，华泰研究

从公司治理的角度看，龟甲万施行八家共治的世袭制，兼具“稳定”与“竞争”。龟甲万CEO的选举是一种引入竞争机制的世袭制，这种制度1) 减少内斗和因分家而企业实力遭削弱问题：在家族企业的治理和管理层迭代中，施行“单子继承制”（通常为长子，其余人排除在公司之外），有利于减少企业内斗，同时可以将家族传承的责任意识渗透于企业的管理和经营中。2) 引入竞争促进代际间人才延续：八个家族每代仅能选一人进入公司，从基层干起，且不保证一定能够进入董事会，只有脱颖而出者才有可能被选举为CEO，而且非八大家族的人才也有机会参与竞争（1917年至今的13代CEO中有2任为非八大家族人员）。此设置激励各家族重视人才培养，保证管理层质量。

历届管理层坚守传承、勇于挑战，在不同时代背景下引领公司实现跨越式发展：1) 茂木七郎右卫门（首任CEO）：面对一战后的龟甲万大罢工，制定《产业魂》作为公司治理纲领，强调企业对员工和社会的责任，该理念始终贯穿于龟甲万之后的经营中。2) 茂木启三郎（1962-1974）：出海美国的关键性人物，推进龟甲万在美首家工厂的投产；同时拓展多元业务，如Del Monde番茄制品、Manns葡萄酒等；3) 茂木友三郎（1995-2004）：继续推进全球布局，在荷兰和中国等地建立酱油工厂；4) 堀切功章（现任CEO）：挖掘新时期增长点，稳固领先地位。

图表5：龟甲万发展进程中部分CEO及其主要贡献



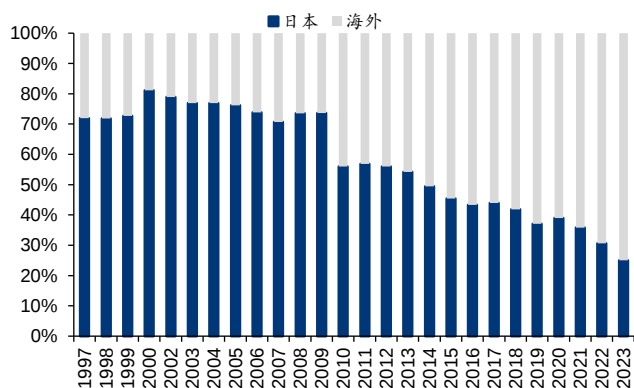
资料来源：公司官网，William Shurtleff & Akiko Aoyagi. 2022. History of Kikkoman Corporation (1661-2022)，华泰研究

外延拓展：国际化&多元化造就新生命线

1973 年后日本国内酱油市场持续萎缩，在 1950s 龟甲万就预判日本国内酱油行业天花板将至，确立了国际化和多元化两个长期战略以寻求新的增长点。

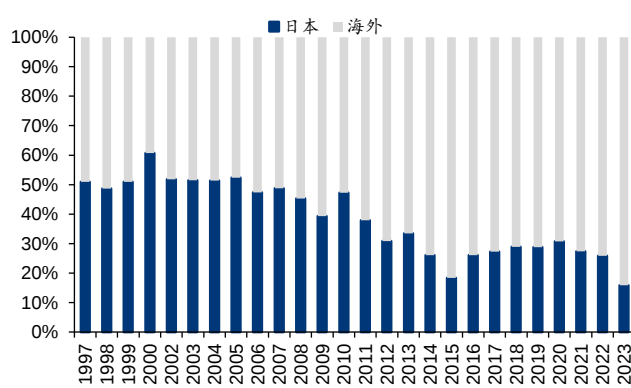
国际化：1950s 开启美国市场布局，从成品出口→海外装瓶→海外建厂，公司持续探索出海模式，最终成功实现美国市场教育、打造新蓝海市场；1980s 起持续探索欧洲、亚洲（新加坡、中国台湾等）区域市场，因地制宜加速海外业务扩张，2023 年日本/北美/欧洲/亚洲&大洋洲收入占比 25%/55%/9%/11%。

图表6：龟甲万日本及海外营业收入占比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：龟甲万日本及海外营业利润占比



资料来源：公司公告，华泰研究

多元化：公司依托自身销售渠道与营销能力，实现能力复用与放大，2023 年酱油/食品制造/食品批发收入占比 27%/21%/51%。海内外产品多元化发展如下：**日本：**1) 番茄酱（占日本国内收入的约 32%）：1963 年龟甲万与美国最大的蔬果罐头制造商德尔蒙合作、销售番茄酱/汁，进军西式酱料市场，与日本国内第一大龙头形成绝对差异化（龟甲万使用新鲜番茄、价位更高），70 年代市占率达 30%；2) 豆乳（占日本国内收入的 27%）：2004 年龟甲万收购豆奶龙头 Kibun 进军豆奶行业，依托日本国内豆乳对牛奶的替代浪潮，叠加龟甲万渠道优势加持，公司在日本豆乳市场市占率达 50%。**海外：**除酱油业务（占海外收入的 27%），主要向海外行销日本产品，2023 食品批发业务占海外收入的 71%。

图表8：龟甲万海内外业务分拆及营收情况

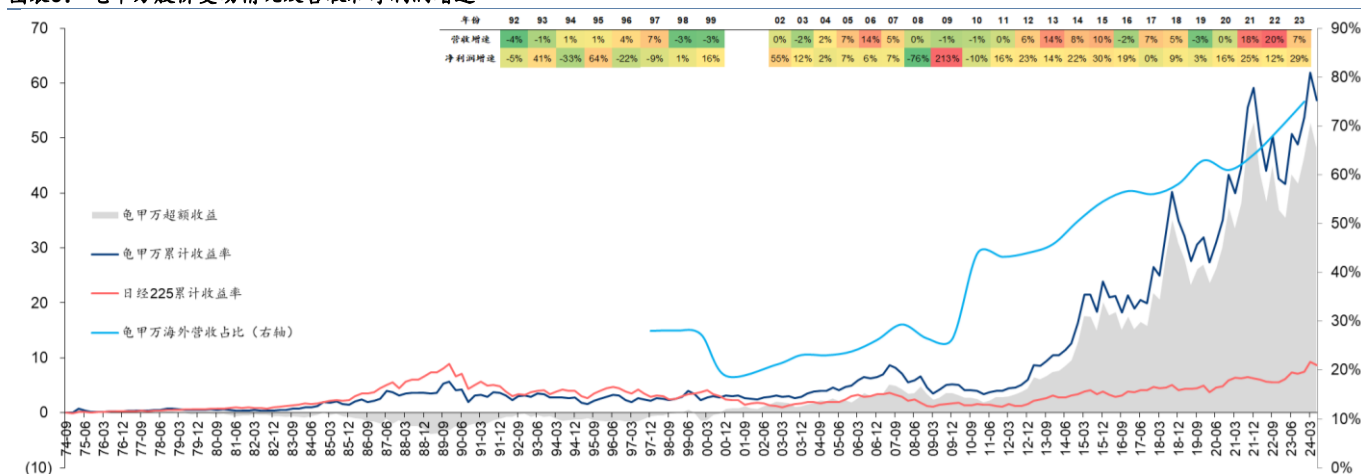
日本					
公司业务	业务分类	食品制造与销售			
	产品图示	酱油	食品制品	豆乳	酒类
	23年营收及占总营收比重	445亿，占比6.7%	506亿，占比7.7%	506亿，占比6.4%	506亿，占比1.6%
23年日本国内营收1575亿日元，占比24%；日本国内营业利润104亿日元，占比14%，营业利润率6.6%					
海外					
公司业务	业务分类	北美		欧洲	
	产品图示	酱油	其他食品	食品制造（包括酱油和其他）	食品批发
	23年营收及占总营收比重	913亿，占比13.8%	58亿，占比0.9%	267亿，占比4.0%	400亿，占比6.1%
23年海外营收5090亿，占比76%；海外营业利润654亿日元，占比86%，营业利润率12.8%					

资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究

估值复盘：高端化/国际化支撑 2010s 后实现戴维斯双击

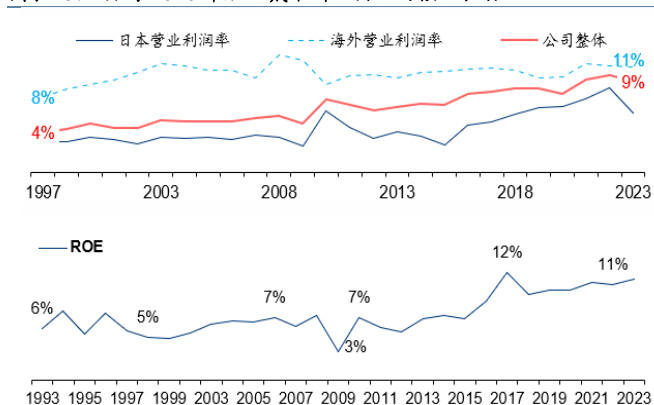
自 1970 年代酱油消耗量见顶以来，龟甲万股价表现最佳的阶段是 2010 年之后，具体看：
1) 1974-2000 年：股价走势基本与大盘（日经 225 指数）一致。日本国内酱油市场量价继续承压、全球化与多元化战略稳健施行；
2) 2001-2010 年：期间超额收益率 45%，PE_TTM 维持在 20-25x。日本国内依托高附加值战略、叠加低盈利的可口可乐经销业务剥离，营业利润率由 3% 提升至 6%，海外业务延续较快增长。
3) 2010 年至今：期间超额收益率 778%，PE_TTM 抬升至 30-50x。2011 年推出鲜榨酱油，待 2013 年完成导入并放量后推动利润加速上行，估值向 30x 抬升；2015-2016 年经济增速放缓、提价消化等因素叠加导致估值回落至 ~25x；2018 年海外费用增加+日元承压导致股价承压，公司提价后估值攀升，2021 年底公司继 08 年后首次对本土酱油提价，继续推升估值上行至 45x+。此外，盈利能力提升带动 ROE 持续上行，一方面系日本国内高附加值成果持续显现，另外 08 年后高盈利能力的海外业务占比从 38% 提升至 23 年的 76%，对利润率提升的推动效果持续显现。

图表9：龟甲万股价变动情况及营收和净利润增速



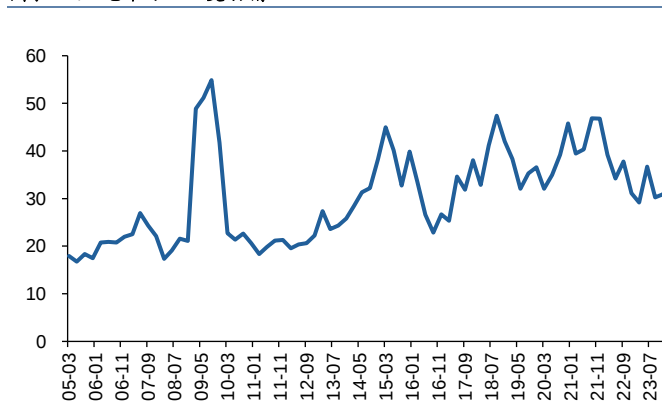
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表10：公司 2010 年后“戴维斯双击”的核心驱动



资料来源：公司公告，华泰研究

图表11：龟甲万 PE 变动情况



资料来源：Bloomberg，华泰研究

龟甲万全球化进程解析

聚焦酱油业务，回顾公司的全球化发展之路，我们按照时间顺序、划分为以下三个阶段：

二战前：以日裔为主要销售群体，积极尝试、开启全球化。19 世纪 60 年代，龟甲万酱油随日本人向美国移民开始向夏威夷出口，随后走向欧洲，并在中国、韩国、马来西亚等具有酱油基础的国家建厂，公司的酱油出口量在战前（1939 年）达到顶峰，当时出口收入占公司总销售额的 10%，其中美国占 50%，亚洲地区占 50%。

二战&战后十年：战争及原材料短缺致出口停滞。二战期间，龟甲万经历了一段低谷时期；战后十年计划经济，由于原材料不足、日本酱油的出口能力几乎为零，1957 年随着日本国内供需的恢复，出口全面恢复，至 1972 年，日本酱油出口量由 2000 千升增至 8000 千升。**二战后：**战略转向海外本地居民，聚焦美国打造样板市场，新兴市场逐个点亮。1)**美国：**采取**先市场后产能**的策略，1957 年龟甲万国际股份有限公司在旧金山成立，负责销售，随后 10 年出口额以每年 20-30% 的速度增长；1967 年与莱斯利食品公司签订合同，帮助龟甲万在美国装瓶，至 1973 年，公司出口额以每年 15-20% 的速度增长；1973 年产能 9000 千升的威斯康星工厂落地（彼时全美酱油消费量仅为 6000 千升）；2)**其他国家：**1980s 公司逐步开拓西欧、亚洲市场。

图表 12：龟甲万全球化复盘

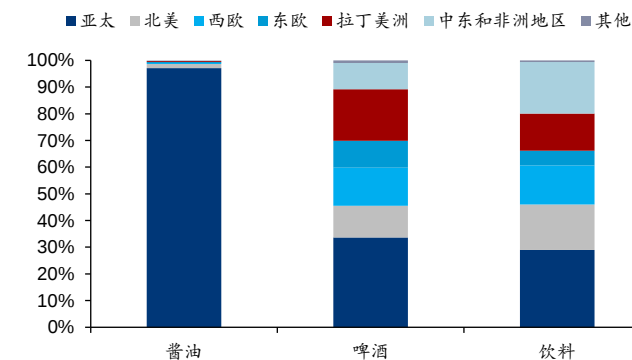


资料来源：公司官网，罗纳德·耶茨.2003.龟甲万公司的营销创举，华泰研究

底层逻辑：平衡海外市场的需求潜力与竞争压力。以酱油为代表的调味品与饮食习惯深度绑定，相较于啤酒、饮料，其消费基础在全球不同区域分化更大，其出海目的地的选择有以下两种路径：1)**具有酱油消费习惯的国家**：以中国等亚洲国家为例，良好的消费基础可为公司省去漫长的消费者培育进程，但是作为后来者，在渠道/品牌上同本土品牌相比不具优势，获取份额难度较大，2023 年龟甲万在中国/马来西亚/新加坡酱油市场的销售额市占率仅 0.1%/0.7%/8.9%，排名第十一/九/五；2)**不具酱油消费习惯的国家**：以欧美国家为例，其缺乏酱油使用基础、消费者培育难度大且过程漫长，但先发者具有显著优势，品类起势的同时伴随着品牌认知度的提升，一旦寻找到同本地饮食结合的突破口，有望独享市场培育成果，2023 年龟甲万在美国/西欧酱油市场的销售额市占率 66.2%/41.2%，位列第一。

价格定位：龟甲万酱油定位高端，凭借其高品质和强品牌力在全球各酱油市场均拥有一定的溢价。例如在美国市场，龟甲万万能酱油和李锦记特级酱油位列同一价位带（家用装单价 30\$/L+），同品类酱油价格远超 La Choy 等主要品牌；龟甲万减盐系列等健康化产品在西欧、大洋洲、亚洲、拉丁美洲等区域均拥有较高附加值。

图表13: 酱油的全球化消费基础(2023 销量分布) 弱于啤酒/饮料



资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表14: 龟甲万全球各地区酱油产品单价 vs 其他主流品牌单价

区域	龟甲万				La Choy & 李锦记			
	产品	价格	规格	单位价格 (\$/L)	产品	价格	规格	单位价格 (\$/L)
美国	Glaze Soy Sweet	6.7美元	11.8 oz	19.2	La Choy Soy Sauce	9.56美元	15 fl oz	21.6
	鲜酱油 (用于米饭)	9.88美元	10 fl oz	33.4	李锦记特级鲜味生抽	17.49美元	16.9 oz	35.0
	龟甲万能酱油	9.92美元	10 fl oz	33.5	La Choy 万能酱油	14.15美元	15 fl oz*2	16.0
	龟甲万照烧腌料酱汁	2.5美元	10 oz	8.5	La Choy 照烧腌料酱汁	3.49美元	14.5 oz	8.1
欧洲-法国	龟甲万能酱油	9.99欧元	250ml	42.8	Suzi Wan Sweet Soy Sauce	3.56欧元	142ml	26.8
	龟甲万能酱油	9.98欧元	250ml	42.7	Suzi Wan Salted Soy Sauce	7.09欧元	720ml	10.5
	龟甲万	5.49欧元	250ml	23.5	其他品牌	12.05欧元	500ml	25.8
	鲜酱油 (用于米饭)	5.98欧元	250ml	25.6	Arko酱油	9.49欧元	500ml	20.3
欧洲-德国	龟甲万	16.65欧元	500ml*2	17.8	Lima Strong Soy Sauce	16.65欧元	500ml*2	17.8
	龟甲万	1800日元	450ml*3	8.9	Yamasa 纯味酱油	1800日元	500ml*3	7.6
	龟甲万特选无大豆酱油	750日元	150ml	31.5	Yamasa 无大豆鲜酱油	812日元	600ml	8.5
	Fresh Soy Sauce	680日元	620ml	6.9	丸善酱油	756日元	900ml	5.3
拉丁美洲-巴西	龟甲万	47.30巴西	296ml	28.8	Sakura Mokuho Light Soy Sauce	21.49巴西	500ml	7.7
	龟甲万能酱油	22巴西	150ml	26.4	Sakura Mokuho Premium Soy	12.19巴西	150ml	14.6
	龟甲万	20.9元	500ml	5.9	海天金标生抽特级	7.9元	500ml	2.2
	鲜酱油	13.9元	200ml	9.7	海天零添加金标生抽特级	13.9元	500ml	3.9
中国	龟甲万	15.25澳元	1.6L	6.4	李锦记鲜味生抽	1.75L	8.2	
	龟甲万能酱油	37.04澳元	1L	24.8	ABC Green Salty Soy Sauce	8.99澳元	620ml	9.7
	龟甲万	15.25澳元	1.6L	6.4	李锦记鲜味生抽	1.75L	8.2	
	鲜酱油	37.04澳元	1L	24.8	ABC Green Salty Soy Sauce	8.99澳元	620ml	9.7
大洋洲-澳大利亚	龟甲万	15.25澳元	1.6L	6.4	李锦记鲜味生抽	1.75L	8.2	
	龟甲万能酱油	37.04澳元	1L	24.8	ABC Green Salty Soy Sauce	8.99澳元	620ml	9.7
	龟甲万	15.25澳元	1.6L	6.4	李锦记鲜味生抽	1.75L	8.2	
	鲜酱油	37.04澳元	1L	24.8	ABC Green Salty Soy Sauce	8.99澳元	620ml	9.7

注: 采用 2024 年 6 月 26 日当日汇率换算

资料来源: 亚马逊官网, 京东, 华泰研究

穿越历史, 龟甲万已成为影响全球酱油行业的龙头公司。当前龟甲万酱油销往全球一百多个国家, 在海外已拥有了八家生产基地。除了酱油核心品类, 公司还为海外本土市场研发当地适销对路的产品 (如欧美的照烧酱、中国的老抽等)。据欧睿, 23 年全球酱油市场中龟甲万以 8.5% 的销售额市占率排名第一, 23 年龟甲万国际市场收入占比约 76%, 相对卡夫 (~23%) / 味好美 (~39%) 等其他巨头的国际化程度更高, 国内调味品巨头海天/中炬高新等出海仍处试水期。据欧睿, 23 年龟甲万在主要酱油市场日本/美国/西欧/中国台湾地区的销售额市占率为 38%/66%/41%/28%, 在这些市场均位于第一; 在亚太地区整体市占率 3%, 位列第二。自 1917 年成立股份公司以来, 龟甲万已经走过了近百年历程, 兼具在家族传承中积淀的“传统性”和时刻洞察时代方向的“革新性”, 将东方的调味品融入各国的美食中。

图表15: 龟甲万全球市场表现 (2023)



资料来源: 欧睿, 公司公告, 华泰研究

出海背景: 日本国内酱油消费见顶, 龟甲万被迫寻找出路

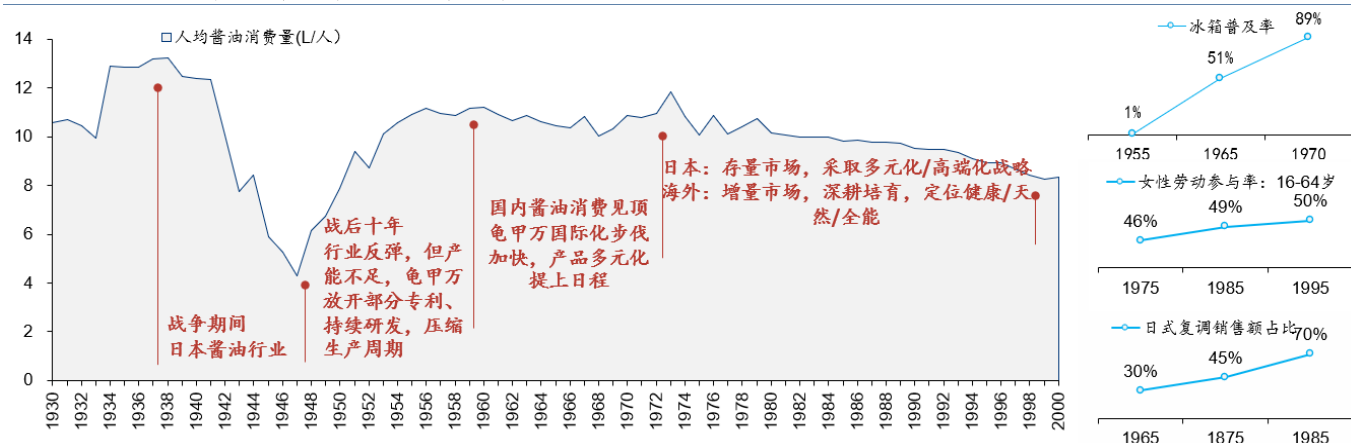
回顾二战后龟甲万全球化进程中的外部环境变化, 可以分成三个阶段:

二战结束初期: 日本实体经济经历了深度萎靡, 酱油产业未能幸免, 1947 年酱油产量跌至 3.4 亿升, 人均消费量减少至 3.4 升。

战后复苏过程: 随着日本国内经济的快速重建和消费市场的逐步扩大, 酱油制造业迎来了黄金发展期, 至 1973 年, 酱油产量激增增至 12.9 亿升, 人均消费量也达到了 11.9 升的历史高点, 是战后初期的近 3.8 倍。

1970 年代后期: 随着经济发展速度和人口增长速度的双重放缓, 叠加消费习惯变迁, 日本国内酱油行业开始显现增长疲态, 酱油产量和人均消费量分别减少至 7.4 亿升和 5.9 升, 仅相当于 1973 年顶峰时期的 58% 和 54%, 日本国内酱油消费见顶, 具体原因如下: 1) 饮食西式化: 据日本海外通讯中心, 1996 年日本居民摄入的卡路里中, 由米饭供应的减少了 83%, 牛肉对鱼虾的消费量亦明显蚕食酱油消费; 2) 饮食便捷化: 女性劳动参与率提升, 导致便捷的西餐更受欢迎, 同时酱油复合化趋势明显; 3) 生活习惯变化: 70 年代起冰箱推广、酱油卤制保存方法的必要性减弱。

图表16：1930-2000年日本酱油消费量&人均酱油消费量变化



资料来源：日本统计局，华泰研究

成功归因：国际化基因+技术革新+管理层战略眼光驱动公司奔赴蓝海

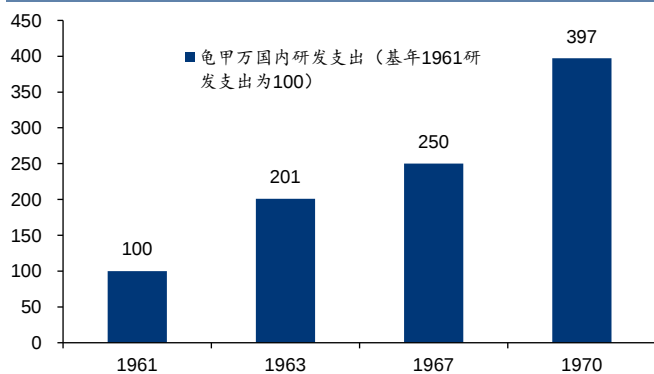
从内部维度来看，龟甲万自身的国际化基因、技术革新以及管理层的战略眼光支撑其国际化的进程：

国际化基因：1868年，龟甲万已开始跨国营销，将酱油运往夏威夷和加州供应当地的日本移民；1872年，龟甲万在阿姆斯特丹世界博览会上获得优质产品推荐证书；1906年，龟甲万的商标已经相继在美国各州和德国完成注册。1917-1941年，国际市场的开发使龟甲万酱油需求量大增，公司适时在亚洲各地纷纷设立营销单位，同时各类进口代理商将龟甲万酱油销售到欧洲、美国和南美洲。

技术革新：1960-1970技术变革促使公司产能持续扩张，期间公司研发支出CAGR为17%，国内外专利申请数量累积增长22倍。期间公司开发了新的纯培养的曲霉菌菌株和新的乳酸菌和酵母以增强盐水发酵，缩短发酵周期；培育曲的过程半自动化，机械化批量化生产提高效率，减少人工成本；新款液压机等设备提高酱油生产转换率，1955年转换率为70%，1960s中后期增长到90%。

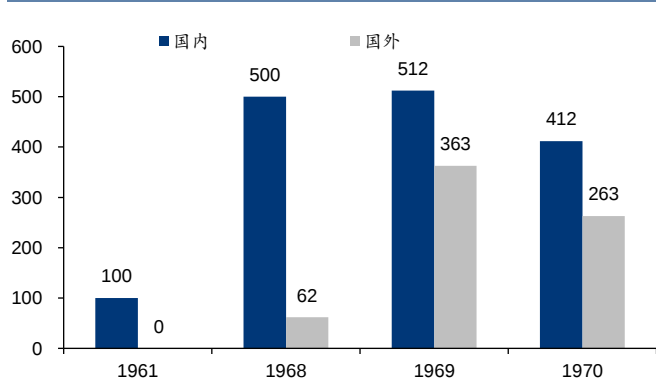
管理层战略眼光：1960-1970年，公司海外销量持续走高，核心消费群体为日裔美国人和战后驻日后返回的美军，管理层认为美国市场未来仍有增长空间；1965年，公司开始研究美国设厂的可能性；1972年，丰田汽车和索尼电器还在考虑是否海外设厂时，龟甲万已开始付诸实施。1973年，龟甲万第一家海外工厂在美国威斯康星州开始投入生产。

图表17：龟甲万日本国内研发支出（以1961为基年）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表18：龟甲万日本国内专利数量（以1961为基年）



资料来源：公司公告，华泰研究

样板市场：进击美国的龟甲万

SWOT 分析：美国为何成为龟甲万出海首站

二战后，龟甲万基本失去大陆市场，且欧洲地区因为饮食文化相对保守而短期难以攻克。此时，政治稳定、经济增长、社会多元、技术进步的美国市场成为龟甲万的出海第一站：

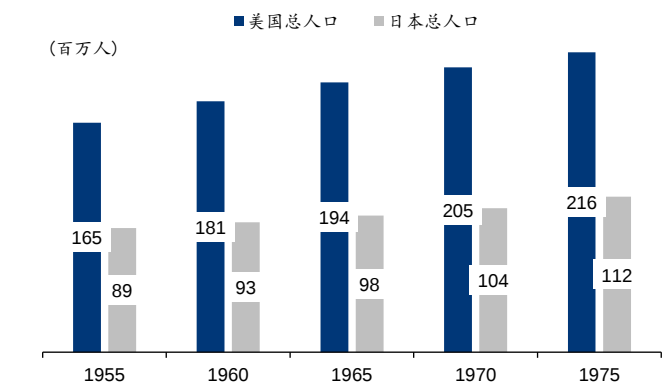
1) 政治环境：1950 年代的美国政治环境相对稳定，在这一时期，美国政府积极推动自由贸易政策，以加强与盟友的经济联系并对抗苏联的影响力。此外，美国政府对于外国投资持开放态度，鼓励外国企业进入美国市场。对于日本企业而言，这一政策环境为其进入美国市场提供了有利的政策支持，尤其是 1952 年《旧金山和约》签署后，日本获得更多的国际经济合作机会。

2) 社会环境：二战后，美国社会迎来了文化多元化的发展。尤其是在 1950 年代，随着电视和其他媒体的普及，美国民众开始对异国文化表现出浓厚的兴趣。此外，美国社会对健康饮食的关注开始上升，这为亚洲食品提供了更多合作机会。

3) 经济环境：1950 年代美国经历了战后的经济繁荣期，消费者购买力强劲，零售市场蓬勃发展。美国国内生产总值（GDP）持续增长，居民消费水平高，对外国商品的接受度逐渐增加。这为龟甲万等日本商品的接受提供了有力的经济基础。此外，日本社区在美国的增长也有助于推动日本产品的普及。

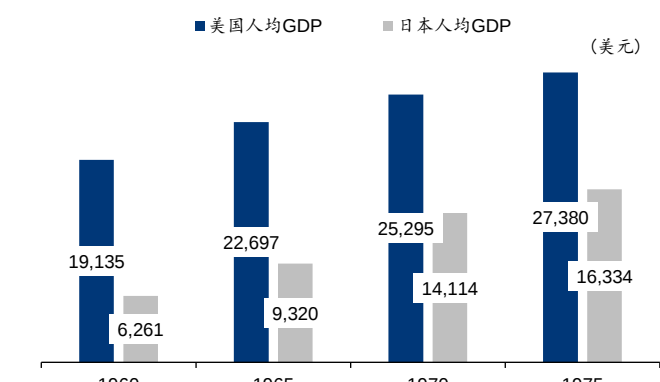
4) 技术环境：1950 年代的美国科技迅速发展，特别是在食品加工和包装技术方面。新技术的应用使得食品的长途运输和保质期得到显著改进，这为龟甲万等日本公司的产品在美国市场的分销和销售提供了技术支撑。此外，美国的营销和广告技术也在飞速发展，为龟甲万在美国市场的品牌推广提供了新的手段和平台。

图表19：1955-1975 年美/日人口对比



资料来源：，华泰研究

图表20：1955-1975 年美/日人均 GDP 对比



资料来源：，华泰研究

SWOT 分析：对于龟甲万而言，进入美国市场后，其机会与挑战兼具。自身**优势**在于品质优势+在美日裔需求基础，**劣势**在于综合成本高于竞争对手+初期渠道基础薄弱，**机遇**在于美国发酵酱油尚处于蓝海市场，**挑战**在于品牌构建难度较大+市场需求不达预期的风险。

优势一：品质优势

龟甲万产品为纯酿造酱油（亦称为本酿造酱油、发酵酱油等），品质远优于化学合成酱油。龟甲万酱油的酿造周期需 6 个月左右、产品品质更高，化学合成酱油（配制酱油）酿造周期仅需三天左右、成本低。化学合成酱油是由加水分解的植物性蛋白质混合食盐水、玉米糖浆和人造色素，产生一定的色泽和味道，再将混合物精炼后装瓶；有时也会在大豆中加入低浓度盐酸和耐盐酵母，混合发酵后可改善化学合成酱油的呛人咸味。但不管何种方法，化学合成酱油通常只需几天就可完成生产制造。相比之下，龟甲万拥有竞争对手难以复制的品质，其采用 17 世纪流传下来的古法，发酵时间需 6 个月左右，所酿造出的酱油拥有丰富独特的香气与风味。

优势二：需求基础

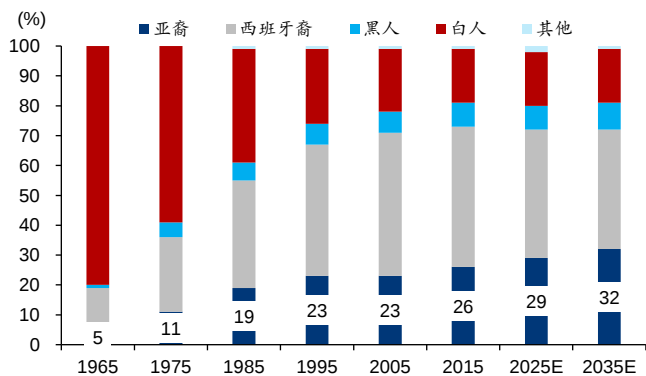
短期需求支撑在于日裔美国人以及战后驻日后返回的美军及其家属，长期需求支撑在于非亚裔美国人对亚洲美食越来越高的接受度。

(1) 人口持续增长：60/70 年代美国人口持续增长，1960-1980 年美国总人口数 CAGR 为 1.3%，同期日本仅为 0.4%；此外，美国亚裔人口数在此期间也快速增长，1960/1980 年的美国亚裔人口数量分别为 98/350 万人，1980 年较 1960 年亚裔人口增长 257%，持续增加的总人口和亚裔人口为酱油提供消费基础。

(2) 市场渗透率提高：一方面，60、70 年代龟甲万在美国市场的主要消费群体是日裔美国人以及二战后从日本驻军后返回的美军及其家属（二战后同盟国军事占领日本的 7 年期间，共有 300 万美国人来过日本，其中 10 万人娶了日本妻子），这些群体因熟悉和偏好日本料理，成为酱油消费的核心群体。另一方面，美国是移民国家，各地饮食文化碰撞使得美国人对于不同食物的接受度更高，70 年代初，亚洲饮食文化在美国的传播和接受度持续提升，龟甲万管理层较早地观察到这一趋势并及时付诸行动，公司在战略上将产品的消费群体定位放宽至非亚裔群体，公司出海方针转为“以美国为重点市场，以美国人为对象进行销售”。

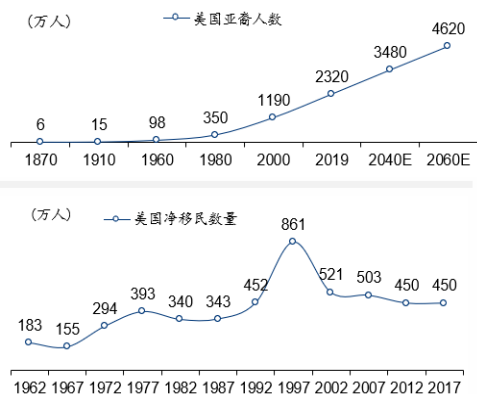
(3) 高收入水平支撑产品高定价：龟甲万由于产品的高品质和独特酿造工艺使其相较于同期竞争对手（彼时美国市场多为化学合成酱油）具有更高的成本，故而需要更高的定价以覆盖成本。美国拥有较高的人均 GDP 和收入水平，意味着美国消费者有较高的消费能力并更愿意为高品质、高附加值的商品支付溢价，这也为龟甲万的高端定价策略提供了坚实基础。

图表21：美国亚裔人群占比逐步提升



资料来源：Pew Research, CEIC, 华泰研究

图表22：美国亚裔人数&净移民人数变化



资料来源：Pew Research, CEIC, 华泰研究

劣势：成本劣势+渠道劣势

(1) 成本高于美国本土的竞争者。1950 年代，在龟甲万正式进军美国市场时，美国本土的酱油龙头生产商为 LaChoy 和 ChunKing，其产品皆为化学酱油。龟甲万采用传统酿造方法，虽能够保证产品的高品质，但相较于化学水解法，其时间成本和资金成本均要远高于美国本土酱油龙头；从产品运输成本来看，龟甲万在美国建厂之前（1973 年建厂），其酱油产品需要通过海运运往美国，主要原材料（大豆等）则需从美国运回日本，物流运输开销、海运相关保险费用、长途运输损耗等因素均导致龟甲万运输成本远高于竞争对手。

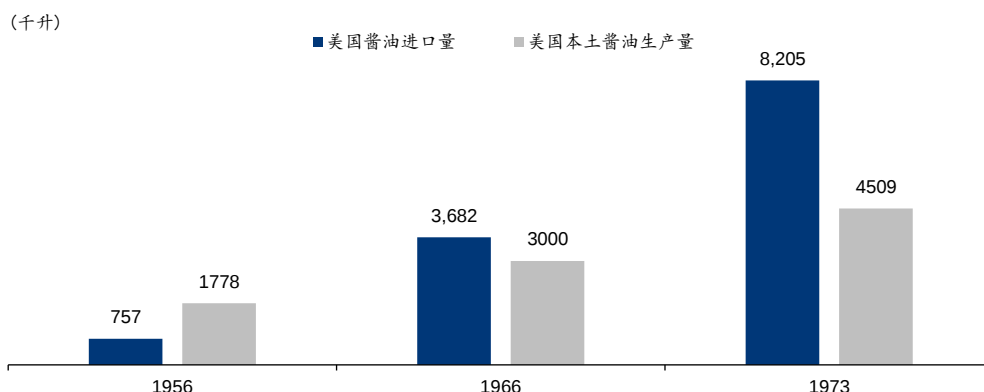
(2) 缺乏本土分销渠道运营经验。初期由于缺乏本土市场运营经验，龟甲万难以迅速建立广泛的零售和渠道网络，这限制其产品的市场覆盖范围和速度。相比之下，竞争对手 LaChoy 和 ChunKing 已经具备相对成熟的分销网络，这使得它们能够更有效地满足不同区域和人群的需求。相较之下，龟甲万需要投入大量时间和资源来培养与当地零售商的合作关系，并且需要通过价格策略、产品定位等多方面努力来吸引零售商和消费者的注意。

机遇：美国发酵酱油品类属蓝海市场+美国本土饮食逐渐多元化

(1) 健康消费理念加持下，美国发酵酱油市场属于蓝海市场。竞对如 LaChoy 和 ChunKing 等多采用化学方法生产，龟甲万作为拥有数百年传统和深厚工艺的日本酱油制造商，其产品通过天然发酵过程生产，不仅味道纯正，更保留了更多营养成分。这种传统发酵酱油在美国市场上几乎空白，为龟甲万提供了独一无二的市场切入点。

(2) 随着全球化的推进和文化交流的加深，美国社会的美食文化开始多元化，亚洲料理受欢迎程度日益提高，为龟甲万的传统发酵酱油提供了天然的消费场景。

图表23：1956年美国本土酱油生产量远高于进口量



资料来源：Shurtleff&Aoyagi.1982.Soyfoods Industry and Market, 华泰研究

挑战：品牌构建难度较大+市场需求不达预期的风险

(1) 对于美国消费者而言，传统发酵酱油是一个相对陌生的概念。虽然美国市场对亚洲食品的兴趣在增加，但传统发酵酱油的复杂风味和使用方式可能不为大众所熟知，美国消费者对于酱油的传统认知仅限于快餐或快速调味用途，而不了解或不习惯使用传统发酵酱油的多样化和深层次风味。这种文化差异和味觉习惯的不同，可能会影响产品的接受度和市场推广效果。龟甲万需要投入大量资源进行消费者教育，帮助他们理解和欣赏传统发酵酱油的独特价值和使用场景，这一过程可能既耗时又昂贵，且成功的不确定性较高。

(2) 品牌力的构建不是一蹴而就，需要持续的时间和资金投入。作为一个日本品牌，龟甲万在美国市场的初期整体认知度相对较低，公司须在广告宣传、公关活动、市场推广等方面进行长期的投入，以建立和维护品牌的正面形象。这种长期的资金压力可能会对公司的财务状况造成负担，尤其是在未能快速实现市场回报的情况下。

基于以上分析，虽然市场存在诸多不确定性，但龟甲万的后续经营表现亦展示出其对于风险的敏感性和对于机遇的把握能力。出海的市场风险，让公司的经营决策更加谨慎，但海外尤其是美国市场的发展机遇，也让公司的出海步伐保持稳健。

打法拆解：美国之行如何具体展开

当下酱油在美国市场是一款非常流行和广泛使用的调味品，龟甲万也是一家美国市场上具有显著影响力的食品公司，但在 1950s 之前，美国消费者对酱油的认知度、对日本品牌的认可度都较低，赴美寻求新的增长曲线并不容易。

(一) 导入阶段（1957-1966 年）：普及“酱油”概念，提高产品与品牌知名度

导入阶段公司面临【产品/品牌认知不足】的困难。为扩大销售规模，公司制定“以美国为重点市场，以美国人为对象进行销售”的战略方向，但此时美国人对于酱油仍非常陌生，甚至多数美国人认为“酱油”是一款“印度墨水”。龟甲万不仅在产品定位上做出战略部署，更重要的是通过有效的市场教育和品牌建设策略来转变美国消费者的认知和接受度。

(1) 产品定位：高品质、高价格、全能型、符合美国消费习惯的调味料

高品质：龟甲万并没有使用“Shoyu”这一传统日本酱油翻译，而是将其解释为“一种由大豆天然酿造的调味品”，其必须向消费者解释，日本酱油与当时以化学酱油为主的美国酱油不是同一品类，在宣传时通过树立高品质（本酿造、纯发酵），龟甲万的产品价格是当地酱油厂商同类型产品的 2 倍，高价格定位摆脱与化学酱油竞对之间潜在的价格战。

本土化、全能型：公司并未强调酱油与日本料理的绑定，而是强其在美式餐饮中的多功能性与全能型，此外龟甲万还因地制宜、推广了许多适销对路、不同规格/特色的 SKU。**规格上**，龟甲万通过调研发现非亚裔美国人很少会一次买半加仑（约 1.8L）酱油，便将其产品改为小瓶装以符合当地消费习惯；**品类上**，由于美国家庭多偏好 6-7 种食材，龟甲万针对大众接受的食材（鸡肉等）专门研发酱料。1960s 中期，龟甲万研发更加适合肉制品烹饪的照烧酱汁，1996 年占据了其在美销量的 80%；1980s，公司迎合健康化风潮进一步研发出薄盐酱油。

图表24：海报、广告以及瓶身包装都强调酱油的万能性



资料来源：William Shurtleff & Akiko Aoyagi. 2022. History of Kikkoman Corporation (1661-2022)，华泰研究

(2) 品牌培育：以高举高打、由点带面的广告营销获取巨大且持续的曝光和流量；以细致入微的线下营销和服务促进流量转化。

自上而下的广告营销：1950-1960 年美国电视机渗透率由 9%提高至 87%，电视机普及带来营销广告革命，电视替代收音机成为最具流量关注度的传播媒介，电视广告纷涌而至，1947-1957 年电视广播公司和隶属于它们的电视台的净收入由 200 万美元增长至 10 亿美元。龟甲万把握住流量最大出口，在 1956 年艾森豪威尔当选总统时，购买了选举日黄金时段的电视广告时间（当天广告成本相当于平常一年广告费），公司产品得到极大的曝光，并立刻为龟甲万引来美国第一大连锁超市一赛福威（Safeway）的订单。在后续的广告营销中，考虑到电视广告费用高昂，龟甲万决定一次只在一个地区进行消费者教育，并在报纸刊物上同步宣传。

图25：1956-1961年龟甲万报纸等媒体上刊登广告的细节

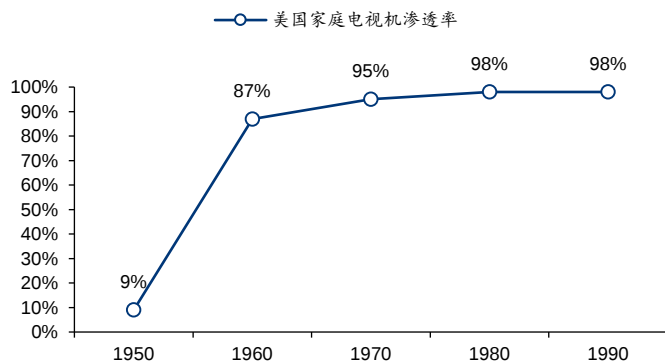
位置	类型	时间	和龟甲万相关内容
夏威夷	龟甲万广告	1956	“龟甲万：世界上最好的酱油！”
洛杉矶时报	报纸文章提到	1959年6月11日	大约从这个时候开始，“日本酱油”一词开始取代“酱油”一词，报纸文章中提到一份中式肉丸的食谱，需要“1/4 cup Japanese soy sauce.”
洛杉矶时报	龟甲万广告（含食谱）	1959年11月25日	美国主流报纸上最早看到的龟甲万广告，“龟甲万酱油：火鸡，比你尝过的任何火鸡都要诱人！”
洛杉矶时报	龟甲万广告	1960年1月12日	“龟甲万酱油：‘全能’调味料”
洛杉矶时报	美食店广告	1960年2月18日	“龟甲万酱油：来自东方的最多功能酱汁：25盎司瓶装售价79美分”
洛杉矶时报	龟甲万广告（含食谱）	1960年5月11日	“与龟甲万一起开始烧烤的乐趣和更美味的饮食”
洛杉矶时报	龟甲万-每周食谱专栏	1960年10月27日	公司第一个“每周食谱”广告：其中出现的头戴厨师帽的卡通女孩在后续系列食谱中成为龟甲万的象征
洛杉矶时报	龟甲万-每周食谱专栏	1960年11月3日	“开胃奶油蔬菜酱（Savory cream vegetable sauce）的配方包括四分之一杯的龟甲万酱油”
洛杉矶时报	龟甲万-每周食谱专栏	1960年11月10日	“家庭最爱的照烧丸子（family favorite teriyaki meatballs），其中的酱料需要半杯龟甲万酱油”
洛杉矶时报	龟甲万-每周食谱专栏	1960年11月17日	“天堂岛烤鸡（Paradise island broiled chicken），需要半杯龟甲万酱油”
洛杉矶时报	龟甲万-每周食谱专栏	1960年11月21日	“著名的安可沙拉酱（Famous encore salad dressing），需要2汤匙龟甲万酱油”，广告底部加粗加大写着“万能龟甲万酱油（All-purpose Kikkoman Soy Sauce）”
洛杉矶时报	龟甲万-每周食谱专栏	1960年12月1日	“简单的牛排，需要半杯龟甲万酱油”
洛杉矶时报	龟甲万-每周食谱专栏	1960年12月8日	“鱼爱好者的最爱，需要用的腌料中含有四分之一杯龟甲万酱油”
纽约时报	龟甲万广告	1961年6月29日	是在《纽约时报》上的第一个大型广告：“试试这些美味诱人的食谱——这么简单，这么好吃！”
纽约时报	龟甲万广告	1961年9月24日	“这是最早看到的包含“照烧酱（Teriyaki sauce）”一词的英文文件

资料来源：纽约时报，洛杉矶时报，William Shurtleff & Akiko Aoyagi. 2022. History of Kikkoman Corporation (1661-2022)，华泰研究

自下而上的场景营销：龟甲万在美国的营销策略细致而全面，

- 1) 开放工厂参观：**增加了自然品牌的透明度，还让消费者亲身体验和学习关于酱油制作的传统工艺，互动式体验有效增强了消费者对产品质量的信任；
- 2) 邀请影响力人物：**参与品鉴会和烹饪活动，使产品迅速获得目标消费群体认可；
- 3) 超市中设置的试吃活动和醒目的宣传画：**创造了一种欢乐和轻松的购物氛围，并吸引顾客品尝并学习酱油烹饪，促进了顾客的购买行为。

图26：1950-1960年美国电视机渗透率显著提高



资料来源：ThoughtCo, Nielsen, 华泰研究

图27：龟甲万线下营销方式

工厂参观： 酱油厂作为旅游资源向西方游客开放，让西方人实地了解酱油，体验其安全性
媒体宣传： 在报刊、电视等媒体上，宣传酿造酱油的品质和优点，普及酿造酱油相关知识，提高知名度
圈层营销： 针对性开展攻关、联谊活动。如邀请社会名流、美食家、厨师及记者品尝用酱油烹饪的菜肴
品鉴试吃： 在超市辟出专柜，举办试食会，顾客可当场免费品尝，并提供各种菜谱。在商尝，并提供各种菜谱。在商场醒目处，张贴大型宣传画，营造欢乐、轻松的气氛
绝不削价： 为了维护品牌形象，绝不削价

资料来源：William Shurtleff & Akiko Aoyagi. 2022. History of Kikkoman Corporation (1661-2022)，华泰研究

（3）渠道布局：重用美国本土经销商，强化美国本地终端布局。

针对日裔美国人的传统市场：产品与品牌认知充分，消费者教育程度好，核心在于将产品在亚裔消费终端进行铺市，公司和东方食品批发商合作，并在1970年左右收购了美国最大的东方批发商日本食品公司（JFC）55%的股份。

针对美国本土市场：龟甲万于1957年6月在美国成立KII，后又陆续在其他城市开出分公司，负责北美地区的进口和分销。但在实际分销中，薄利多销的调味品（能够给予经销商的渠道利润有限）非常依赖代理商（亦称为“经销商”）模式，其不负责库存及回笼货款，主管超市订货、销售提成及和店方协调商品柜的布置、分配。代理商通过各种方式说服零售商同意销售某种商品并将其摆放在显眼位置，故而龟甲万想要进入美国主流零售渠道，必须先对代理商进行充分的教育，龟甲万通过促销活动/豪华游轮旅行等拉拢经销商以获得机会先向他们介绍自己的产品。

在产品/营销/渠道三板斧的共同作用下，对于美国本土消费者而言的全新产品——酱油，在长期、细致、创新的营销中，成功跳脱出原本既定的“日本和东方食物调味料”的传统角色，塑造成深受西方消费者钟爱并适用于各式西方美食的“万用的、国际性的调味圣品”。

图表28：经纪商和经销商的区别

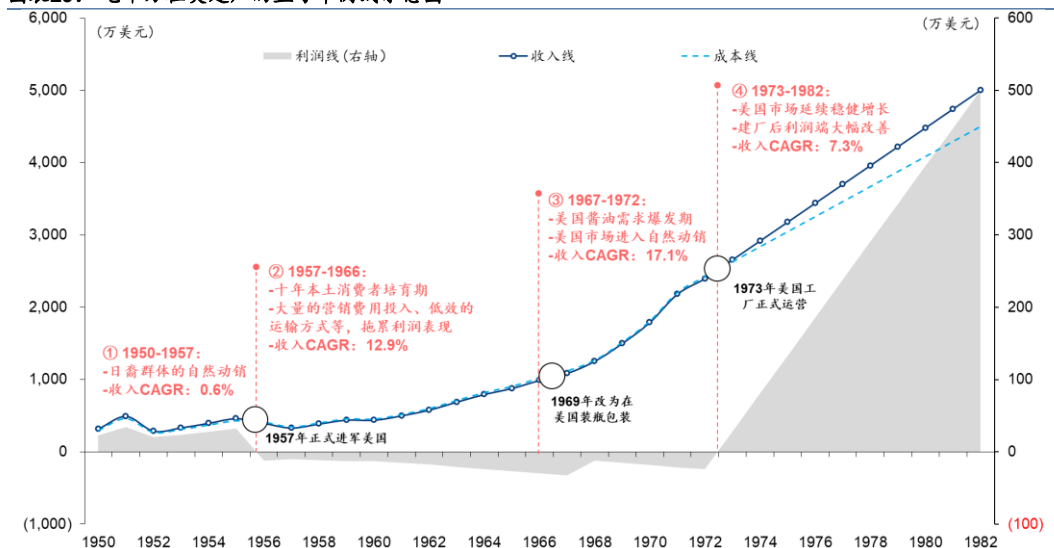
	经纪商 (Brokers)	经销商 (Distributors)
概念定义	不购买或持有库存，作为制造商和零售商之间的中介，基于销售额收取佣金。	购买并持有库存，再将产品卖给零售商或直接向消费者销售。
库存管理	不涉及库存管理，无需持有产品库存。	负责库存管理，需要资金投入以持有和管理库存。
进入成本	较低，无需投资库存，仅在成功销售时支付佣金。适合初入市场的品牌或想要测试市场的公司。	较高，需要投资于库存和物流管理，以及市场推广费用。适合已有稳定销量和市场需求的产品。
运营风险	风险较低，因为不涉及库存投资。	风险较高，因为需要前期较大的资本投入。
市场覆盖	通常专注于特定区域或市场领域，覆盖范围可能有限。	通常拥有广泛的销售网络，能够覆盖更大的市场范围。

资料来源：，华泰研究

（二）成长阶段（1967-1976 年）：在美建厂是公司国际化发展的里程碑事件

成长阶段公司面临【增收不增利】困难。在 1967 年及之前，龟甲万进口美国大豆进行本土生产、包装，再运输至美国；1968 年，公司开始在美国进行本土包装，以减少原材料进口与产品出口的运输成本。但整体来看，公司在美国建厂前销售规模持续增长，但海外业务持续亏损，主要系成本过高：1) 原料运输成本：在美国建厂前，公司是在美国购买小麦和大豆，再把原材料运送到日本；2) 协调管理费用：生产原料和加工工厂距离较远，导致相对的盘点费用较高；3) 进出口政策变动成本：进出口法规朝令夕改，政策变动带来的成本较高；4) 关税成本：在当时，美国对酱油课的税是 6%。

图表29：龟甲万在美建厂的盈亏平衡线示意图



注：1) 1950-1959 年收入线为根据美国自日本进口酱油增速数据近似推算；1960-1972 收入线数据为 KII 营收，1982 年根据美国当年酱油消费额（龟甲万占比 50%）测算；1973-1981 年数据为线性外推；2) 1950-1955 年假定利润率为 7%，1956-1967 年假定利润率为 -3%，1968-1972 利润率假定为 -1%，主要系在美国本土包装降低成本；1973-1982 年利润率假定为 10%，一方面参考建立工厂后总成本相比之前减少约 10%，另一方面参考 2022 年龟甲万美国业务营业利润率为 10%；3) 成本线为根据利润率 and 收入倒推；4) 本图仅作为趋势参考。

资料来源：Shurtleff & Aoyagi. 1982. Soyfoods Industry and Market, SAMI (Selling Areas Marketing Inc.), Kikkoman Shoyu Co., Ltd. 1972. Guide to Kikkoman (Brochure), William Shurtleff & Akiko Aoyagi. 2022. History of Kikkoman Corporation (1661-2022), 华泰研究估算

面对该困难，公司供应链模式历经酱油出口→本土包装→本土建厂三大转变：

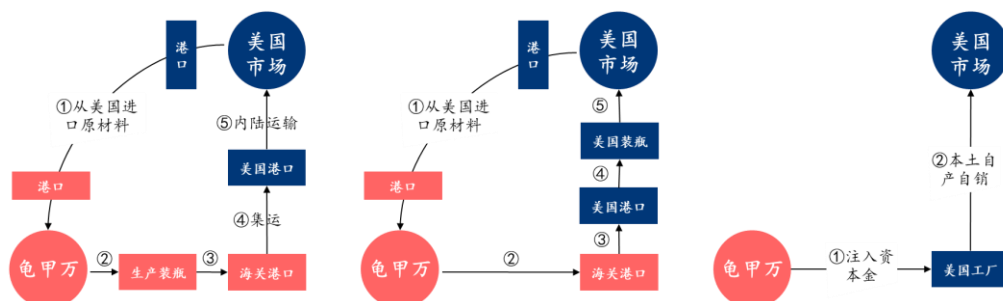
(1) **海外装瓶**：1968 年开始美国本土包装，以减少原材料进口与产品出口的运输成本；
 (2) **海外建厂**：茂木父子（公司第 10、11 代 CEO）极其看好公司国际化发展前景，力排众议、最终推动了威斯康星州工厂的建立，1973 年工厂正式运作，公司也成为第一个在美国建造工厂的日本企业。1974 年，工厂业绩远超出公司原本预期，公司收回投资成本的过程仅用了一年半（原计划五年）。**龟甲万在美建厂投资较大，决策前对于建厂的必要性进行了充分论证**：1) **减少运输成本**：酱油是质重价轻的产品，且美国拥有酿造酱油的全部原材料，在美建厂可节省上述的生产、运输、贸易各项成本；2) **日本国内人工成本上升**：当时日本劳动力成本年均增长 15%-20%；3) **生产技术可移植**：具有公司的生产技术已成熟到可以移植海外；4) **需求增长**：返美盟军在驻日期间积累的对酱油的食用习惯构成了当时美国市场的重要基础，建厂前，1960-1972 年公司在美酱油销量 CAGR 达 15%；同时，在美国装瓶的酱油可被列入“可供美国军方的产品”。

图表30：1956 年美国本土酱油生产量远高于进口量

1957-1967年：运输成本高昂

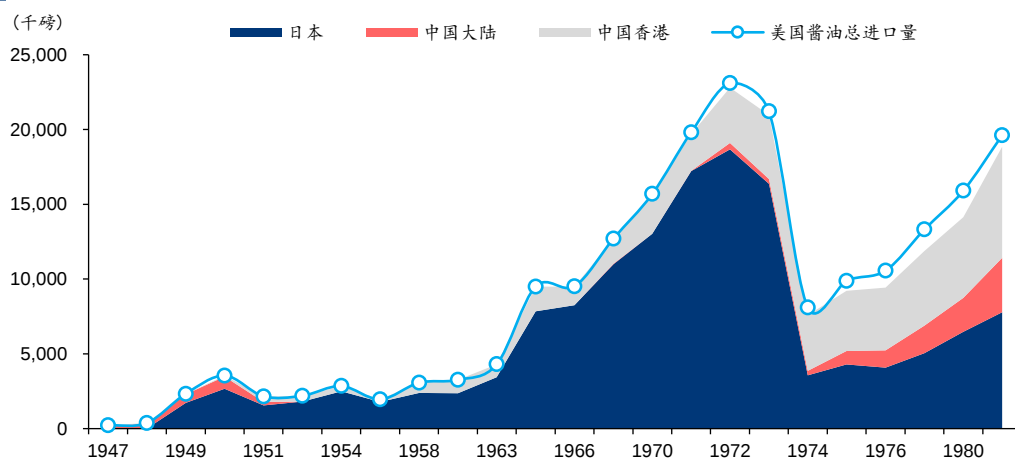
1967-1973年：在美装瓶降低成本

1973至今：在美建厂后节省20%成本



资料来源：Fruin, W. Mark. 1983. Three centuries of Kikkoman: Growing pains & organizational change, 华泰研究

图表31：按进口国家或地区划分的美国进口酱油量



资料来源：Shurtleff & Aoyagi. 1982. Soyfoods Industry and Market, 华泰研究

但同样，龟甲万公司内部对在美建厂亦有较强的担忧：**1) 内陆运费增加**：虽然在美国本土建厂可以节省海运费用，但是内陆运费却相对增加。建厂前只需要将日本运来的货直接卸在西雅图或纽约的港口，建厂后公司须把产品从工厂运往美国各地，内陆运费增加。**2) 在美建厂费用较高**：虽然美国的一般生产设备价格不高，但酿造酱油所用的设备多数需要特别订制，部分设备必须从日本海运过去（会增加额外的海运费用和税务支出），故美国分厂初期预估的总投资额达 1000 多万美金，是龟甲万 1972 年权益资本总额的 2/3。**3) 需求可持续增长的不确定性**：1971 年全美酱油消费量约为 6000 千升，而龟甲万美国分厂在完工后正式运作的第一年产量即可达到 9000 千升（2020 年产能已达到 12 万千升），产能存在过剩风险；二是普通美国消费者很难直接分辨出龟甲万的高品质纯酿造酱油和充斥美国 17,000 多家中式餐馆（美国酱油消费的主力场所）的化学合成酱油的区别；三是除亚裔外，美国本土居民的酱油消费基础薄弱，未来市场容量的拓展程度仍有待验证。**4) 政治风险**：在美建厂需同时征得州政府与镇民委员会的同意，州政府认识到建厂将对当地经济带来显著好处（当地大豆寻得重要销路、100 个就业机会、800 万美金税收），但当地居民却产生未知的恐惧，因为龟甲万工厂选址为一级粮田，在以种植业为生的威斯康星，将此划为工业用地生产一种当地人完全不了解的产品，令本地居民对于其造成的环境污染/气味问题等产生担忧。

从后验视角来看，在美建厂的诸多风险均在龟甲万的努力和行业的持续向上发展下化解。

1) 建厂后内陆运费虽有增加，但随着工厂规模效应提升，相应成本被摊薄；2) 酱油需求远超预期，在美投资成本已快速收回；3) 关于市场需求的可持续增长，在公司品质、渠道、营销、产能的多板“斧”运营下，美国市场酱油需求持续增长，目前已成长为公司第一大市场（23 年占公司营收比重约 50%）；4) 关于政治风险，公司先是在建厂决策阶段向当地居民介绍酱油的自然属性（仅使用大豆、小麦、粗盐和水，是一种天然酿造的万能调料），此外，公司制定了更符合美国的生产及管理制度，在建厂时就提出三条戒律：不破坏当地环境、优先雇佣当地居民、不要建成另一个“小东京”，通过操作手册培养当地美国人成为工厂大多数业务的主管，坚持当地聘用、当地采购（如香料、酱油桶壶嘴等），并通过为当地大学基金会捐款等，最终成功融入当地。

能力复用：美国经验推广全球，乘势健康化等消费风潮

随着公司海外业务的拓展，龟甲万已将业务扩展至北美、欧洲、大洋洲及亚洲其他地区，降低了对日本市场的依赖。1997 年至 2023 年，公司来自日本的营业收入占比从约 72% 降至 24%。

欧洲：复制美国成功经验，在高品质的基础上，通过强势营销+本土产能+精准渠道切入全新市场，2023 年欧洲贡献了龟甲万 8.5% 的收入。

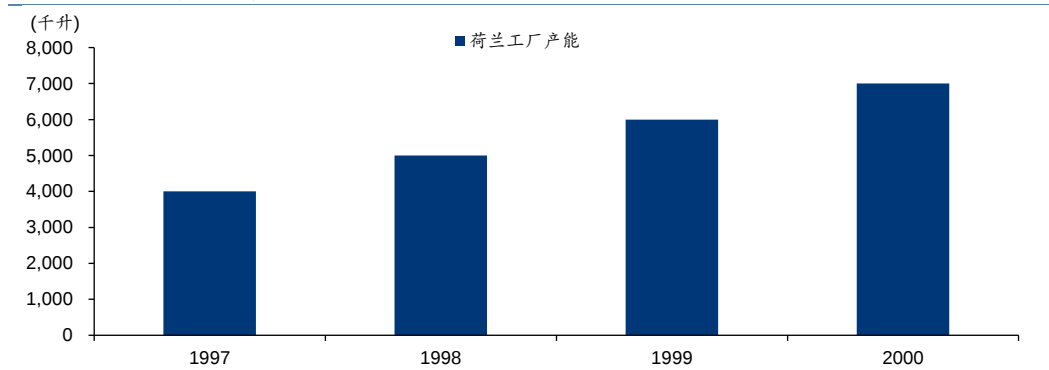
1990s，随着欧洲民族菜系的发展以及寿司等日式食物的兴起，欧洲人民对外来调味品的兴趣越来越浓厚。此间，龟甲万在 70s 开始的市场、渠道培育基础上，借鉴在美国出海的成功经验，通过营销、产能、渠道等方面的组合策略，将天然酿造的龟甲万酱油引入欧洲市场。龟甲万先聚焦德国、英国、北欧等核心市场，以及法国、意大利、西班牙等重要市场，然后拓张至中欧东欧、俄罗斯等新兴市场，通过在餐饮和产业市场以及食品批发业务端的强劲表现，在 90s-10s 间连续多年获得两位数的增长。

1) 营销端：早期体验式营销培育家用市场+广告营销增强消费者认知+线下营销积累产业口碑：1970s 以前，欧洲的饮食文化历史悠久，对于融入新口味的态度相对保守。1973 年，龟甲万在西德杜塞尔多夫开设龟甲万大都会欧洲餐馆，经营用酱油着味的铁板烧等菜肴，让大众了解酱油用法，作为商超试吃的延伸。广告营销方面，借鉴在美国的经验，龟甲万重点宣传其“天然酿造”的品质，结合家用端消费者教育，扩大其消费群体；在餐饮和产业市场，龟甲万通过各种渠道展示其酱油和其他调味品的多功能性，例如举办权威比赛吸引顶级厨师参赛，在业内产生了很好的反响。

2) 渠道端：选择有实力的分销商：1979 年，龟甲万在德国纽斯成立龟甲万贸易欧洲有限公司负责酱油销售。和美国不同，欧洲代理商制度尚不健全，因此 90s 末期，通过渠道改革，龟甲万选择和主要连锁零售等实力分销商合作，负责超市商品陈列，配送及库存管理。

3) 产能：在荷兰本土建设生产工厂，产品辐射全欧。1996 年 4 月，龟甲万在欧洲的第一家工厂正式破土动工；1997 年，该酱油厂正式投产出货。荷兰除在税收、人工费、水质及交通等方面相其他欧洲国家具备优势外，同时 1) 荷兰物流发达，与北欧各国相邻，有利于产品销售；2) 工人素质较好，荷兰人除了母语外，外语会话能力极强；3) 荷兰在欧洲各国中，文化最开放、包容。目前，荷兰工厂已成为公司产品向欧洲各国辐射的重要据点。荷兰新厂初期预计每年 400 万升的产值，相当于 3000 万罐小瓶装酱油，最终产值预估在 3000 万升，足以供应全欧市场需求。1999 年底开工不到三年，工厂就开始盈利。

图表32：龟甲万荷兰工厂产能扩张



资料来源：公司公告，华泰研究

亚洲：布局本土产能，在饮食习惯相近的亚洲市场以高端化、健康化等路线打造差异化优势。

新加坡：早期亚太地区产能供应+销售管理中心：1983 年，龟甲万第二家海外工厂于新加坡成立；1984 年，新加坡工厂开始出货，出口亚洲、欧洲和大洋洲，其中只有一小部分送往中国。菲律宾、印度尼西亚、马来西亚及新加坡等国家的酱油销售由在亚洲的营销活动由新加坡的龟甲万贸易(S)私人投资有限公司和 JFC 香港有限公司负责，渠道管理上采用分销制。

中国台湾地区：凭借历史积累的品牌认可度和消费者基础，龟甲万迅速升至台湾地区酱油市场的第一。早在 1920s，就有台商代理经销日式酱油品牌，其中龟甲万的销售量最高；随着台湾对日式酱油的需求增长，8 家代理商合并成“龟甲万酱油贩卖株式会社”，整合全台的酱油经销系统。二战后日资产业撤出台湾，但万字酱油的影响还在。1990 年龟甲万和台湾的统一股份合资设立统万公司，经营龟甲万、四季两个品牌。**产品端**，龟甲万在台根据其烹饪习惯推出区域性的风味酱油，如加入海鲜精华的鲜美露、料亭和露等，并根据家用和商用需求推出不同的包装规格；近年来还满足健康化消费需求，推出少添加酱油、薄盐酱油，并成为台湾家用酱油行业第一家通过全产品 TQF Clean 食品安全认证的企业。

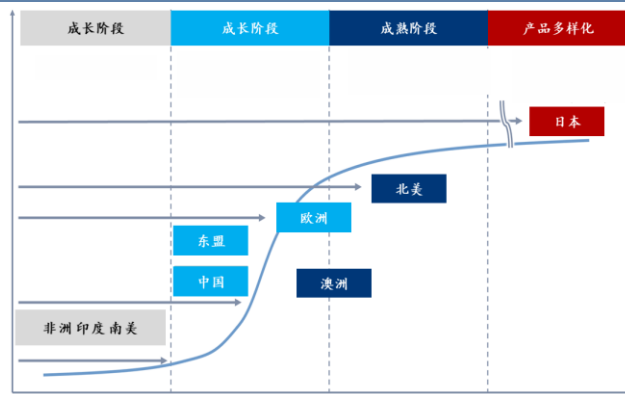
中国大陆地区：采取小众化市场策略，主攻上流社会消费群。产能方面，公司 2000 年和统一合资在江苏昆山设立了大陆的第一座工厂，2008 年在河北省石家庄市设立了第二座工厂。**产品端，因地制宜调整口味。**考虑到中餐中酱油不止用来提味，还会用来增加食物色泽，在广泛调研的基础上，龟甲万做出加焦糖的定制版产品进行销售，同时考虑到大陆南北方口味差异（南方偏好口味偏甜、颜色偏暗的酱油），进行产品定制化销售；**渠道端**，2000 年龟甲万正式进军中国市场后，主要通过大型商超等零售渠道分销产品，之前曾和中粮我买网合作，现在和京东、天猫等主流电商平台设有旗舰店，主要定位于高端市场。

图表33：截至24年3月31日电甲万海外酱油生产基地



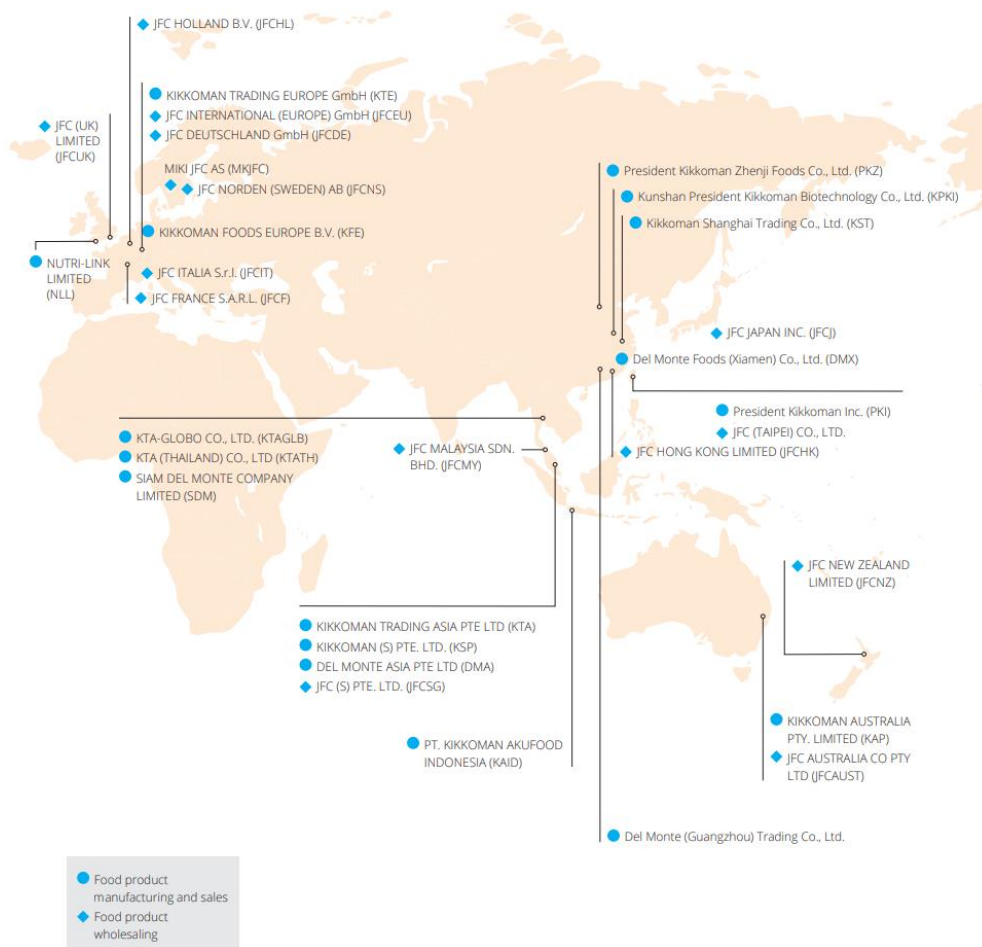
资料来源：公司公告，华泰研究

图表34：电甲万各地区业务所处阶段



资料来源：公司公告，华泰研究

图表35：截至24年3月31日电甲万国际版图



资料来源：公司公告，华泰研究

对国内企业的借鉴与启示

为什么选择龟甲万？——本土品类出海的成功典范

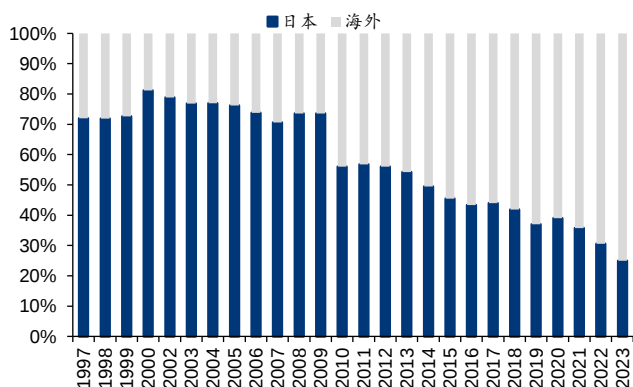
作为本土品类出海的典范，龟甲万的出海和我国当下餐饮行业背景类似、品类可比，且取得优异成果，因此值得借鉴：

出海背景：龟甲万是日本国内的酱油龙头，但是 70s 日本国内酱油市场面临着经济发展速度和人口增长速度双重放缓，同时战后日本人饮食西式化明显，人均酱油消费量持续下降（1973 年高点至 2021 年，日本酱油消耗量下滑 46%，人均消耗量下降 53%），使得其成为最早探索出海的餐饮品类龙头。对比国内龙头，其出海经验或能为中国味道出海提供较强借鉴：

品类可比：龟甲万为具有地方口味特色的食品如何出海提供了完美范本，其在海外核心市场占据领先份额，23 年在美国市占率达到 60%+。

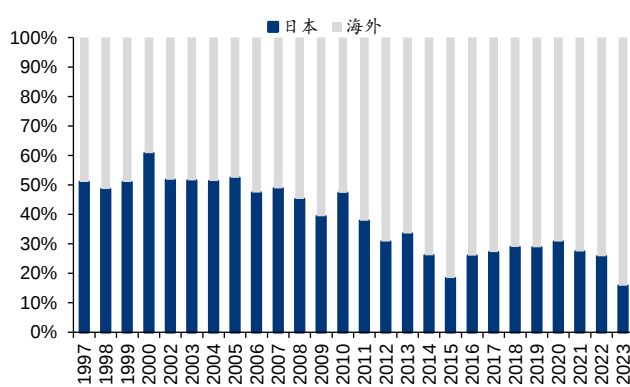
成果优异：海外业务对龟甲万收入及盈利、估值形成较大支撑。23 年公司海外市场收入占比由 97 年的 28% 提升至 76%，其中美国占 50%，欧洲、亚洲等占比 25%。公司摆脱日本消费市场的低迷，实现了持续的增长，98-23 年公司日本/海外收入增速 CAGR 为 -0.3%/+8%；此外，海外更优的竞争环境使得其盈利能力更佳，23 年龟甲万海外业务整体的营业利润率在 13% 左右（其中食品批发/制造业务为 8%/23%），相比之下，日本营业利润率仅 7%。

图表 36：龟甲万日本及海外营业收入占比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 37：龟甲万日本及海外营业利润占比



资料来源：公司公告，华泰研究

时过境迁，龟甲万通过出海“二次崛起”的成功经验是否仍值得我国企业参考和借鉴？

外国视角：全球饮食习惯的区域差异性与代际传承性仍然存在，国内调味品龙头依靠味道出海仍具一定挑战：

1) 品类渗透仍具难度。食品饮料各个子品类可根据刚需属性进一步分为偏主食类（调味品等）和偏休闲类（休闲零食/软饮料等）。观察各国消费市场可以发现，各地的主食偏好在更高频次的消费中被打上了较强的地方文化特色，如欧美偏好面包及以面包为基础的汉堡、披萨等，其调味料多以复合调料为主，其调味品亚洲则更偏好米饭、面食等，烹饪方式更加多元，其偏好的调味料亦更加丰富多元，味道出海需进行长周期的消费培育、颇具难度；

2) 时代机遇不复存在。时过境迁，龟甲万出海时的外部有利条件亦不复存在。在美日裔与二战后美军从日本返回国内给龟甲万提供了需求基础，实现了从 0→1 的突破，当时海外酱油市场竞争并不充分，给予了龟甲万较长的试错时间，其作为为数不多的市场培育者尽享红利。

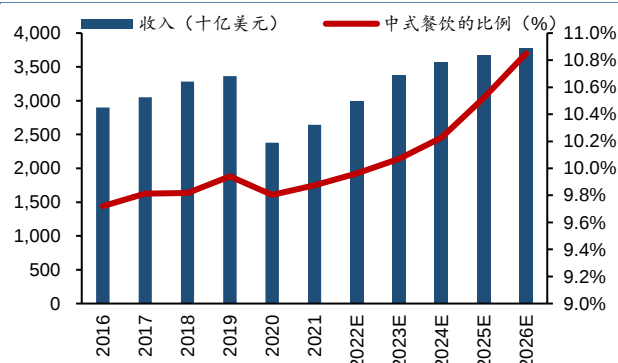
但国内龙头仍具有广阔的国内市场作为出海支撑，同时海外消费者对东方文化喜爱度日益提升、国际交流更加频繁，亦为当前国内味道出海创造了新的机遇：1) 国内市场多元化为龙头出海储备经验。调味品的口味区域性不仅体现在不同国家之间，亦在国内不同区域间较为显著，酱油北方老抽使用较多、南方生抽较多，醋则根据不同区域口味氛围山西陈醋、镇江香醋、保宁醋等种类，国内龙头已在差异化的区域市场内深耕多年。2) 国际交流更加开放。海外消费者对东方文化喜爱度日益提升，中式调味料在海外当地居民中的推广难度有望逐渐减弱，据特海国际招股说明书，中餐在国际餐饮市场中的占比从 2016 年的 9.7% 上升至 2021 年的 9.9%，预计到 2026 年将持续增长至 10.8%，调味品亦有望趁势出海。

图表38：国内调味品龙头海外收入占比较低

出口品类	营收 (亿元)	海外营收 (亿元)	海外营收占 比
老干妈 辣酱	54 (2020)	不到 1 亿 (2020)	1%左右
颐海国际 方便火锅	60	3.8	6.1%
海天味业 酱油	246	占比极低	
天味食品 调味品	19 (22Q1-3)	2044 万	1%左右

资料来源：公司公告，腾讯网，华泰研究

图表39：国际餐饮服务市场规模（十亿美元）



资料来源：特海国际招股说明书，华泰研究

内因视角：因地制宜的“本土化”经营是助力出海的核心。调味品作为“区域特色”显著的品类，将在某一区域验证成功的产品/渠道/营销/管理战略“平移”到另一区域的做法难以奏效，龟甲万成功将酱油这种“东方食品”引入欧美并大放异彩，离不开管理层数十年的苦心经营与坚守尝试，总结其在美国样板市场及其他国家的经营思路，我们认为“根植与融入”是成功的核心，具体看：

1) 产品：以本地饮食习惯为基、推广研发适销对路的产品。公司的“食谱”是其在全球推广的核心工具，消费者可以依照其对不同食材与烹饪方法的偏好选择不同菜品，学习如何使用龟甲万的产品烹制美味；在不同国家推广产品时，龟甲万亦会进行当地饮食与烹饪习惯的研究，如美国人偏好鸡肉/牛肉等，烹饪多以煎烤为主，故而照烧酱等酱油衍生物相较酱油（适配日本人爱吃海鲜点蘸的习惯）更加适合。

2) 管理：以海外人员为核心搭建团队，在日本管理体系特色的基础上吸取当地管理优点。公司出海之初就提出“以美国为重点市场，以美国人为对象进行销售”，其核心市场与竞争对手均与日本本地具有很大差异，本地团队的招募帮助龟甲万避免运营思路与本地市场的脱节，并弱化政治风险；同时，与日本市场坚守“匠人精神”“代际传承”不同，海外扩张更具进攻性与挑战性，日企惯用的“终身雇佣制”“禀议书”（自下而上决策）难以完全适应，公司积极调整、设置“双管道”晋升机制，增加更加市场化的奖惩机制以激励海外员工，同时在决策流程上简化禀议书制度、增加自上而下的决策流程以提高效率，适应海外市场开拓中多变的市场与不断涌现的新机会。

图表40：电甲万官网-菜谱检索



资料来源：公司官网，华泰研究

图表41：电甲万官网-全球菜系与菜谱



资料来源：公司官网，华泰研究

经验借鉴：国内企业如何味道出海？

品类寻觅：如何挖掘中国味道出海机遇？

在我们 2022.10 月发布的《东方味——三维度看中国食品饮料出海》中，我们提到，大国崛起和文化自信构建饮食出海底层支撑，制造/味道/文化出海由易至难构成短中长期出海支撑：1) 制造出海：酵母/天然食品添加剂等全球通用品借规模/技术优势出海，典型代表为安琪酵母/三元生物/晨光生物等；2) 味道出海：凭借特色口味出海，地区间饮食文化差异待突破，如火锅底料、茶饮等，近年来中餐作为特色餐饮在海外接受度持续提升，具有中国特色味道的产品有望随风而起；3) 文化出海：以白酒/啤酒为代表的酒类消费与社会文化具有较强绑定，品类出海不仅需要口味的认可，更需要对文化的认同，随着中国国际影响力提升，文化传播有望赋能高端白酒/啤酒龙头出海。

图表42：国内不同品类出海的机遇与挑战分析

	出海机会	出海挑战	出海建议
白酒	白酒是我国独有且极具中国特色的烈酒品类，是中国文化的标志，随中国文化影响力提升，白酒作为民族烈酒具有出海机会；另外，当前海外侨胞超 6000 万，且具备一定的经济实力与当地社会地位，有望带动海外当地的白酒消费氛围	<u>口味接受度</u> ：威士忌、伏特加等国际流行的烈酒多以果汁、软饮等进行调配饮用，而中国酒文化推崇纯饮，在海外形成度数高、辣喉的印象； <u>价值认同感</u> ：白酒出海产品以中高档产品为主，具有高品质、严工艺、稀缺性、文化属性与金融属性，但海外消费者对其价值的认知不足	针对口味问题：白酒龙头可借鉴电甲万经验，通过与海外餐饮方式结合（如调配等）或与海外餐食结合进行消费者教育； 针对价值问题：立足文化底蕴、讲好中国白酒故事，是白酒国际化的重要一环
啤酒	品类消费具有全球基础，且国内产品的品质在国际上逐步获得认可	啤酒作为舶来品，其在产品/品牌上缺乏全球影响力；同时啤酒具有运输半径限制，产品直接出口的模式盈利性较差，对于海外供应链的要求较高	品牌营销：国际市场上可依托“中国风”打造民族品牌形象，依托文化认同度提升加速出海进程；同时增加国际比赛/展览频次，强化国内品牌在国际市场的认知； 供应链：可通过并购或自建工厂的形式进行供应链布局
调味品	火锅底料等与中国特色美食具有强绑定的品类等有望依托餐饮出海（如海底捞等）加速海外市场拓展	口味培育需要较长时间周期	本土化改良拉近与当地消费者的距离，使其通过切身处地的体验更好认同我国文化和饮食传统，从而增加复购
饮料	品类消费具有全球基础，且消费者对软饮料品类具备较高的包容度和尝鲜偏好	相较于全球和当地饮料龙头，其在供应链、成本、渠道广度上相对偏弱	产品端：产品差异化与本土化研发是核心要义，带有东方特色的饮料产品（如茶饮料/奶茶品类等）有望突围； 供应链端：需要跨品类发展的区域，或可考虑并购海外标的；进一步站稳脚跟后，公司或可考虑自建工厂

资料来源：商务部，华泰研究

出海前需要企业完善哪些基础建设？

本土化的产品研发：调味品与饮食习惯强绑定，本土产品出口需要以饮食习惯输出为前提，过程漫长，而以自身产品为基础并依据海外消费习惯进行适应性改造更具可行性。

1) 龟甲万之路：酱油出口→酱油衍生物出口，向美国出口照烧酱、酸辣酱等肉类煎烤酱料，在中国大陆销售添加焦糖的老抽，在东南亚销售鱼露等。

2) 借鉴方法：一方面，随着中华料理在海外的接受度提升，一些具备独有中国风味的调味品（老干妈/火锅底料等）可以凭借其特有风味出海，但如果想要打入当地消费市场，更需要对产品进行一定的本土化改造，依托国内企业在制造端的优势，与当地菜系结合进行针对性的产品定制。

因地制宜的推广渠道：因地制宜地寻找消费者教育的核心阵地。**重要性：**调味品作为低渠道利润消费、消费量平稳增长的产品，传统的经销商（依托配送、陈列等实现利润）对新产品推广的积极性不足，尤其是海外新产品教育周期长、经销商难以产生充分动力。

1) 龟甲万之路：在具有成熟经纪商（具有游说终端陈列出新产品的培育能力）的美国市场，通过活动/促销等绑定经纪商、由其帮助公司推广产品；在不具备成熟经纪商或者对新产品态度保守的市场（如欧洲等），公司则自己设置日料餐厅或是同当地知名餐厅合作，吸引当地消费者并完成消费者教育。

2) 借鉴方法：目前老干妈/海天等调味品龙头在海外销售更多局限于华人聚集的区域和终端（如中国城/华人超市等），后续应选择当地具有产品陈列与推广能力的核心渠道合作，持续进行本土化耕耘。

健康生活的新理念：相较于饮食习惯与本土味道出海，“健康”“有机”等概念依托全球互联网实现更快传播与更广覆盖。

1) 龟甲万之路：在欧美市场，消费者对于盐分等高负担成分更加关注，公司创造性推广减盐产品，同时在营销上亦着重强调酱油“原料自然”“天然酿造”的属性。

2) 借鉴方法：“零添加”有望成为国内调味品出海的突破口，目前国内企业在零添加产品短的生产工艺上具有相当基础，“健康”酱油出海可期。

供应链角度，有哪些出海模式可供中国企业选择？

企业的出海模式一般可分为**投资自建**（需自行建厂，前期建设期较长，但企业自主权较强，适合原材料/制造端较难把控、运输有一定距离限制或当地市场有原材料优势的企业）、**海外并购**（起步较快但后续管理难度较大，适合跨品类或有并购经验和资金实力的公司）、**海外装瓶**（过渡阶段，适用于销售规模在建厂盈亏平衡线左右、运费占比较高的产品）。

海外装瓶或更具现实意义。海天/老干妈等当前在海外华人市场中具备一定基础但在当地市场基础较弱，早期需绑定当地具有渠道资源的大商进行推广，自建产能面临投资重、回收慢的问题，借鉴龟甲万出海经验，国内生产、海外包装或为兼顾海外需求与公司盈利的更好选择，未来随着海外规模扩张，自建产能亦具可行性。

此外，中国调味品企业出海要兼顾海内外产品标准与消费基础。22年10月海天陷入“海克斯科技”风波，舆论主要聚焦其产品海内外产品品质不一，我们认为其产品出口一方面要符合销地的标准与趋势，亦需兼顾与国内产品品质的统一，龟甲万在出海进程中针对海外需求开发专供海外的产品，通过SKU差异化兼顾海内外消费者，不失为一种平衡之道。

图表43：供应链模式选择

出海模式	优势	劣势
投资自建	可充分掌控自主权 可把控产品品质/经营战略	不借力当地大商的能力资源、对于企业自身资源/运营能力等要求较高，且考虑到工厂及生产线建设投产等均需要时间，因此周期较强、前期发展可能速度较慢
海外并购	可借助标的公司已建立的品牌基础/ 销售渠道/生产线资源快速进入	风险为需要与原公司团队进行磨合、业务需要进一步整合 前期所需投资金额较大
海外装瓶	可平衡运输费用与市场开拓成本	仅能节约部分包材的运输成本

资料来源：罗纳德·耶茨.2003.龟甲万公司的营销创举，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) 海外市场需求不及预期。**在进入国际市场的过程中，企业可能会面临消费者口味差异、文化差异和市场接受度不一等问题，进而或影响产品在海外市场的需求和销售表现。
- 3) 国际贸易政策变化及汇率波动风险。**各国贸易政策的不确定性，包括关税、进出口限制等，可能会对出海企业的国际业务产生影响。此外，若汇率剧烈波动或对公司财务状况和盈利能力产生不利影响。

图表44：报告其他涉及公司一览表

公司名称	公司代码
龟甲万	2801 JP
颐海国际	1579 HK
海天味业	603299 CH
千禾味业	603027 CH
天味食品	603317 CH

资料来源：Bloomberg，华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，龚源月、倪欣雨，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 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、倪欣雨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。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 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

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

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 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

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

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司