

食品饮料

软饮料专题之可口可乐

可口可乐成长史。1885年美国出台禁酒令，无酒精饮料可口可乐便于次年诞生，经过百余年的发展，可口可乐由最初的秘制配方药逐渐成长为全球最具影响力的饮料集团。**可口可乐作为可乐的开创者，如何实现新品类的顺利开拓？**我们认为禁酒令颁布、可口可乐独特的产品风味、全方位营销宣传以及百事可乐等企业进驻，共同为行业快速扩容创造条件。

可口可乐饮料帝国缔造重要法宝？

1、品类：集团化战略为可口可乐打造饮料帝国赋能。可口可乐100%的营收均来自于非酒精饮料。可口可乐通过推出雪碧、芬达等品牌坚守碳酸饮料主业的同时，适时把握住非碳酸饮料的快速增长趋势，20世纪60年代开始进驻茶饮料、果汁等非碳酸饮料行业。目前可口可乐产品结构主要分为：1) 碳酸饮料；2) 水、运动功能型饮料；3) 果汁；4) 咖啡和茶饮料。**可口可乐产品结构保持均衡的同时，兼顾不同人群的需求痛点，产品间互为补充，形成明晰的产品梯队。**

2、区域：强大且深入的渠道布局奠定全球化基础。可口可乐除在饮料业务上通过品类多元实现扩充外，全球化拓张也是其饮料帝国缔造的重要手段之一。可口可乐不仅针对各区域制定差异化的拓张策略，同时充分利用瓶装厂在全球布局的杠杆效应，实现快速渗透。此外，可口可乐因地制宜制定渠道政策，打造出强大的全球营销分销网络。

3、营销：绑定美国文化，坚守领导者的定位。我们对可口可乐的部分广告词进行梳理，可以看到可口可乐的营销主要经历了以下几个阶段：**1) 强调产品的美味清爽，并且号召大家进行品尝；2) 强调产品特殊性、功能性及领导者地位；3) 强化美国文化和可口可乐之间的关系，全球采用一致的宣传策略，实现美国文化渗透；4) 回归产品本身，强调 real、feeling。**

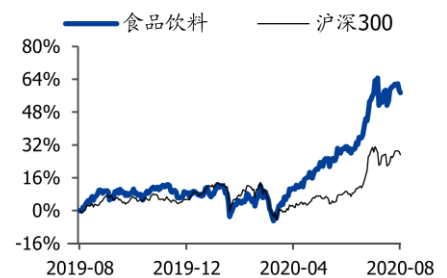
可口可乐高盈利水平的维持之道？

通常而言，毛利率的提升是产品、品牌、渠道等多方面因素作用的结果。可口可乐自1983年至2000年，毛利率呈现稳步爬坡态势，随后在高位保持较为稳定的状态。但若从量价拆分角度来看，可口可乐的价格并未发生明显上涨，毛利率稳步爬坡的原因到底是什么？经过分析，我们认为，在规模效应日益凸显的背景下，可口可乐盈利能力爬坡主要原因系：**1) 原材料成本优化；2) 产品结构优化；3) 玻璃瓶装厂业务剥离。**此后作为绝对龙头，可口可乐何以维持如此高的盈利水平？我们认为主要系：**1) 依靠品牌赋能为高毛利率提供支撑；2) 轻资产运营模式以及规模优势带来成本节约；3) 独特配方赋予其产品稀缺性。**多重因素导致可口可乐常年维持超60%的毛利率水平。

风险提示：宏观经济下行风险，汇率波动风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

1、《食品饮料：软饮料行业专题之农夫山泉》2020-08-02

2、《食品饮料：本周专题：山东白酒实地调研反馈》

2020-08-02

3、《食品饮料：白酒仓位环比提升，啤酒获显著加配》

2020-07-23



内容目录

1、可口可乐成长史.....	3
2、可口可乐饮料帝国缔造重要法宝？	4
2.1 品类：集团化战略为可口可乐打造饮料帝国赋能	4
2.2 区域：强大且深入的渠道布局奠定全球化基础.....	7
2.3 营销：绑定美国文化，坚守领导者的定位	10
3、可口可乐高盈利水平的维持之道？	12
风险提示	14

图表目录

图表 1: 可口可乐营收规模、增速及阶段划分（百万美元）	3
图表 2: 可口可乐广告费用激增	4
图表 3: 可口可乐销量及增速情况.....	4
图表 4: 可口可乐业务结构图（销量）（2019年）	5
图表 5: 可口可乐各品类销量增速图.....	5
图表 6: 可口可乐公司饮料历年销量情况.....	5
图表 7: 可口可乐主要品牌结构梳理.....	5
图表 8: 可口可乐与百事可乐的收入及增速对比（百万美元）	6
图表 9: 百事可乐的业务结构.....	6
图表 10: 百事可乐主要品牌结构梳理.....	6
图表 11: 百事可乐的业务结构（2019年）	6
图表 12: 可口可乐集团化发展路径.....	7
图表 13: 可口可乐在各区域的销量增长情况（1990年年报）	7
图表 14: 可口可乐各地区销量增速对比（1990年）	8
图表 15: 1991年部分国家及地区可口可乐消费量（8盎司/人/年）	8
图表 16: 1990年可口可乐全球销量分布.....	8
图表 17: 2019年可口可乐全球销量分布.....	8
图表 18: 1990年可口可乐在全球部分国家布局现状及战略对比.....	9
图表 19: 可口可乐全球化拓张路径分析	9
图表 20: 可口可乐的渠道结构拆解.....	10
图表 21: 百事可乐的渠道结构拆解.....	10
图表 22: 可口可乐直营细分渠道考核指标一览	10
图表 23: 可口可乐广告营销阶段划分.....	11
图表 24: 中国地区广告营销策略转变.....	12
图表 25: 可口可乐与百事可乐毛利率水平对比	12
图表 26: 其他饮料公司毛利率走势情况（%）	12
图表 27: 可口可乐量价拆分情况	13
图表 28: 可口可乐价格构成.....	14
图表 29: 矿泉水的价格构成.....	14
图表 30: 可口可乐的运营模式.....	14

1、可口可乐成长史

1885年美国禁酒令颁布，可口可乐公司在这样的背景下于次年诞生。梳理可口可乐的发展历程可见，可口可乐诞生于1886年，发明人约翰·彭伯顿利用古柯（Coca）的叶子和可拉（Kola）的果实制作了一种秘制配方药品，并且加入糖浆和水，味道极好，且具有提神、减轻头痛的功效。此后，1888年阿萨·坎德勒购买了可口可乐股份并掌握了全部生产销售权，将可口可乐的原液作为秘制配方药向药店销售，并开始加大广告宣传。到了1899年，坎德勒以1美元出售第一个装配特别许可经营权，形成装瓶系统，以此为杠杆，可口可乐实现快速扩张。1919年，Eltst Woodruff买下可口可乐公司，加大渠道建设以及全球布局，二战时期可口可乐为军队提供饮品，又加速了可口可乐的全球化布局的进程。截至2019年，可口可乐共实现营收372.80亿美元，旗下共拥有碳酸饮料、水及运动功能型饮料、果汁、咖啡及茶饮料。经过100余年的发展，可口可乐已经成长为全球最具影响力的饮料集团。

图表1：可口可乐营收规模、增速及阶段划分（百万美元）



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

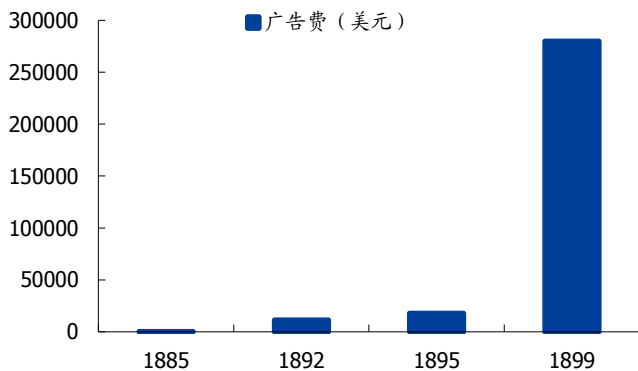
可口可乐作为可乐的开创者，如何实现新品类的顺利开拓？

我们认为禁酒令的颁布、可口可乐美味清爽的产品风味、全方位的营销宣传、以及百事可乐等其他企业的进驻为行业快速扩容的关键因素。

- 禁酒令颁布为可口可乐的诞生奠定沃土，可口可乐无酒精成分，却拥有提神、镇静及减轻头痛的功效，成为酒精饮料的绝佳替代品。在诞生之初，可口可乐率先使用“美味！清爽！”这一广告词，并且在广告中强调此为符合禁酒法令的饮料，不仅新鲜、美味、怡神、健脑，而且是有效的大脑滋补品和所有神经性疾病的克星。因此，在人们对酒精饮品的需求无法得到满足之时，可口可乐的出现顺利将需求导流。
- 可口可乐营销策略多管齐下带动可乐知名度提升。刚刚面世之时，可口可乐印刷巨幅油布标语在各冷饮柜进行张贴，甚至在亚特兰大的每一辆有轨电车车身上印刷广告标识。与此同时，可口可乐印刷了很多免费兑换券，并借助亚特兰大城市通讯录，将兑换券寄给潜在消费者。截至1890年，亚特兰大冷饮柜销售的可口可乐已经占销售总额的40%。1894-1895年，平均每年被兑换的免费饮料达14万杯。1897年，可口可乐发起“回扣运动”，给予经销商奖励，并且销售越多，回扣比例越高。在此期间可口可乐的广告费快速攀升，与之伴随的是其销量的爆发式增长。到了二战时期，可口可乐为美国军队提供5美分的饮料，随着美国军队在全球的扩散，可乐作

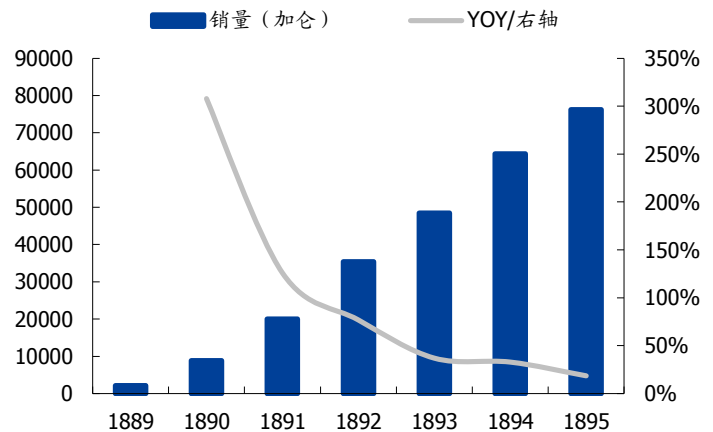
为美国生活方式的代表走向世界。

图表2: 可口可乐广告费用激增



资料来源:《可口可乐传》, 国盛证券研究所

图表3: 可口可乐销量及增速情况



资料来源:《可口可乐传》, 国盛证券研究所

- 百事可乐等其他行业参与者的进驻, 加速了可乐品类的扩容进程。可口可乐顺利研发出可乐品类后, 行业中开始涌现出一批参与者及模仿者, 帮助整个行业进行扩容。1898年, 百事可乐问世, 百事可乐依靠崭新的定位、错位的竞争, 抓住新一代消费群体, 强调新生代的力量, 跃居可乐行业第二位。在此后的一百年时间里, 百事可乐在竞争中保持行业追赶者的角色, 与可口可乐一起助力可乐行业的快速做大。包括可乐进入中国初期, 国内也出现诸如崂山可乐、口渴可乐等本土品牌, 但是在口味及品牌等方面难以与可口可乐抗衡, 最终逐渐被驱逐出市场。但是在行业发展的初期, 这些企业的出现, 无疑会帮助消费者习惯的培育, 助力品类的兴起。

2、可口可乐饮料帝国缔造重要法宝?

成功开创了可乐品类后, 可口可乐始终保持行业领导者的地位, 百事可乐诞生时间仅晚于可口可乐 12 年, 却一直是行业中的追赶者, 难以实现超越。从目前的竞争格局来看, 可口可乐美国碳酸饮料市场占有率约为 37%, 百事可乐市占率约为 26%, 而从全球碳酸饮料市场来看, 可口可乐的龙头地位更为稳固, 市占率高达 44%, 占据半壁江山, 同时百事可乐作为全球第二的碳酸饮料, 市场占有率仅为 19%。

可口可乐百余年来, 何以稳居饮料行业尤其是碳酸饮料行业第一的宝座?

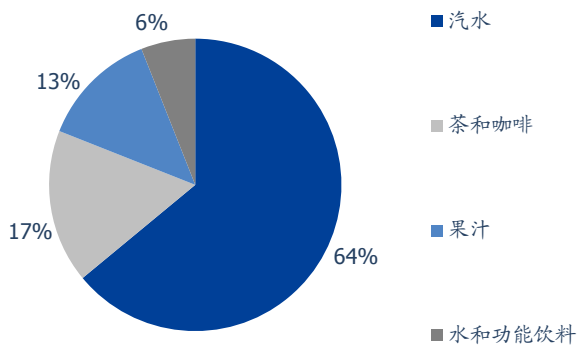
经过分析, 我们认为品类扩张、全球化布局以及多元化营销策略是支撑可口可乐快速成长的重要因素。在品类上, 可口可乐围绕主业打造层次鲜明的饮料品牌矩阵; 在全球化布局上, 可口可乐针对各个区域采用不同的进驻策略, 形成强大深入的全球分销网络; 同时在营销策略上, 可口可乐始终绑定美国文化, 坚守领导者的定位。

2.1 品类: 集团化战略为可口可乐打造饮料帝国赋能

从战略定位角度看, 可口可乐坚定主业, 并且通过集团化战略实现业务边界扩充。从公司财务报表来看, 可口可乐 100% 的营收均来自于非酒精饮料。可口可乐通过推出雪碧、芬达等品牌坚守碳酸饮料主业的同时, 适时把握住非碳酸饮料的快速增长趋势, 20 世纪 60 年代开始进驻茶饮料、果汁等非碳酸饮料行业。目前可口可乐产品结构主要分为: 1)

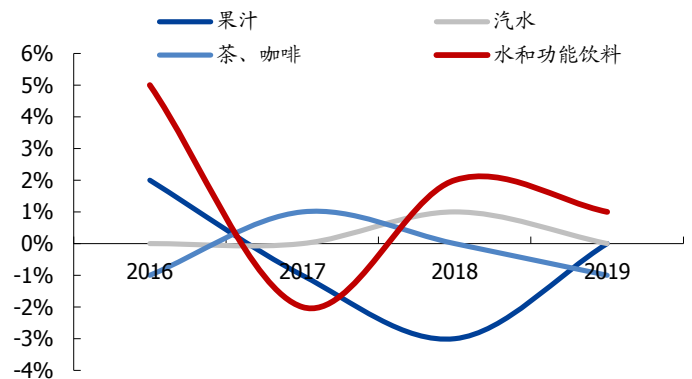
碳酸饮料；2) 水、运动功能型饮料；3) 果汁；4) 咖啡和茶饮料。基于主业的多元，使得可口可乐不断稳固行业地位的基础上，得以平滑收入的波动，从各品类收入增速上来看，近年来，水和功能饮料的销量增长略有提速，在汽水等核心主业销量放缓的背景下，保证整体销量的稳定增长。

图表 4: 可口可乐业务结构图 (销量) (2019 年)



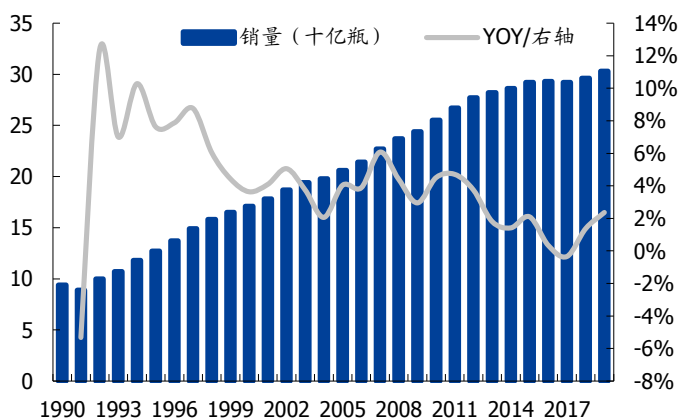
资料来源: 可口可乐公司官网, 国盛证券研究所

图表 5: 可口可乐各品类销量增速图



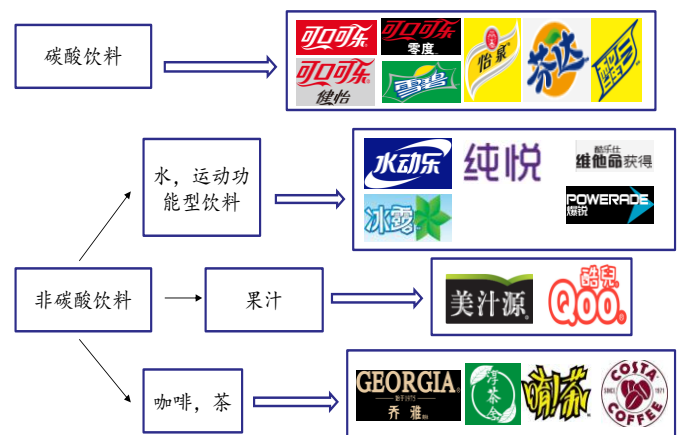
资料来源: 可口可乐公司官网, 国盛证券研究所

图表 6: 可口可乐公司饮料历年销量情况



资料来源: 可口可乐公司官网, 国盛证券研究所

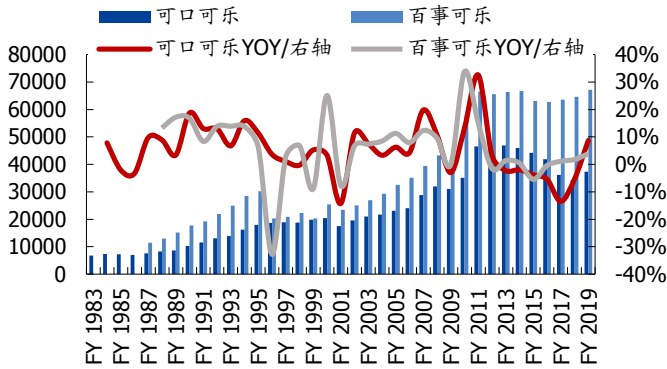
图表 7: 可口可乐主要品牌结构梳理



资料来源: 可口可乐公司官网, 国盛证券研究所

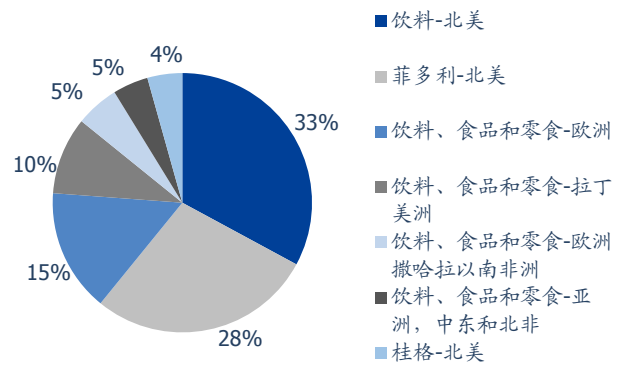
反观百事可乐，不同于可口可乐在主业上的多元，百事可乐的多元化战略多体现在品类的扩张上。除了布局饮料业务，百事可乐目前还进驻零食、燕麦等食品领域，甚至于 1970 年收购威尔逊运动用品公司，1977 年又先后收购肯德基食品公司、必胜客意大利比萨饼和 Taco Bell 墨西哥餐厅。但是收购餐饮企业使得百事可乐与其他餐饮企业形成同业竞争，从而阻碍饮料业务的拓展。最终，百事可乐于 1997 年剥离了餐饮业务，对主业重新聚焦。百事可乐在食品及零食领域的布局，尽管会加速整体规模扩充，但势必会在一定程度上拖累饮料业务，从而增加反超可口可乐的难度。截至 2019 年，百事可乐的食品业务占比已经高达 54%，甚至超过饮料业务。

图表 8: 可口可乐与百事可乐的收入及增速对比 (百万美元)



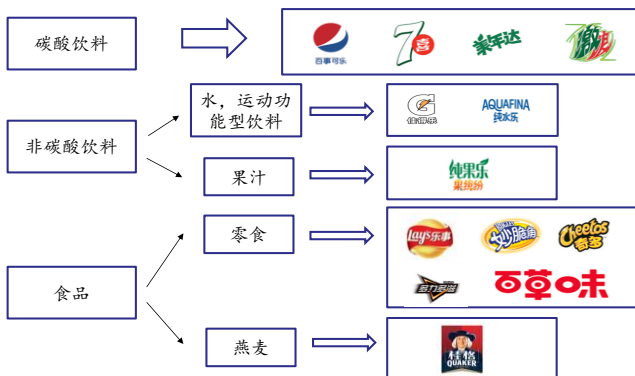
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所 (注: 1997年百事可乐剥离了必胜客、肯德基和Taco Bell等餐饮公司。)

图表 9: 百事可乐的业务结构



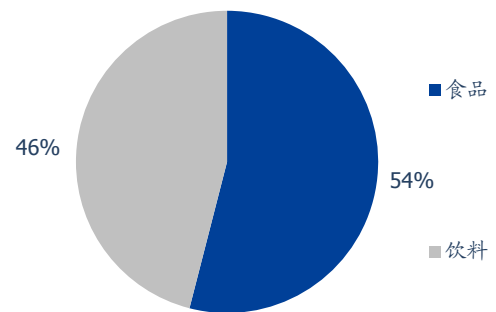
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 百事可乐主要品牌结构梳理



资料来源: 百事可乐公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 百事可乐的业务结构 (2019年)

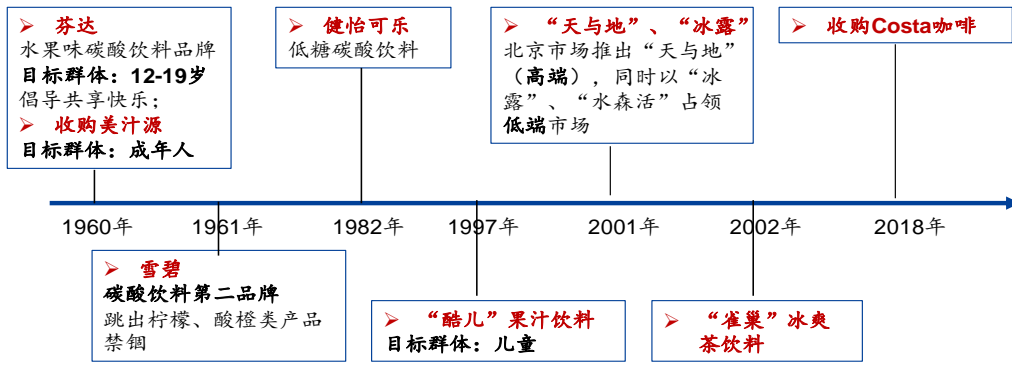


资料来源: wind, 国盛证券研究所

从产品定位角度看, 精准产品定位, 赋予可口可乐持续爆款打造能力, 形成层次鲜明的多品牌矩阵。以可口可乐超级大单品为基础, 可口可乐公司从人群、口味、档次等多个角度细分, 打造多品牌矩阵, 实现目标人群最大限度覆盖, 不断牢固饮料行业龙头老大的地位。

- **碳酸饮料:** 以可口可乐为重心的同时, 可口可乐先后推出芬达、雪碧以及健怡可乐进行扩充。其中雪碧作为可口可乐碳酸饮料的第二品牌, 在面对百事可乐等竞争对手的突围时, 起到了极为重要的作用。可口可乐、雪碧、芬达三品牌销售比率约为 2: 2: 1, 产品结构保持均衡的同时, 兼顾不同人群的需求痛点, 产品间互为补充。
- **非碳酸饮料:** 可口可乐公司于 1960 年收购美汁源公司, 开始进驻果汁行业, 随后推出的果粒橙产品果肉丰富、包装极具辨识度, 在市场获得较好的反馈。1997 年, 可口可乐将市场进一步细分, 针对儿童推出“酷儿”果汁饮料, 首次在日本上市, 后依靠可爱的产品形象设计, 风靡亚洲其他国家。此外, 可口可乐还推出茶饮料系列主要有“岚风”蜂蜜绿茶、“阳光”茶饮料等。2018 年, 可口可乐收购 Costa, 成功进驻咖啡领域。

图表 12: 可口可乐集团化发展路径



资料来源: 公司官网, 百度, 国盛证券研究所

2.2 区域: 强大且深入的渠道布局奠定全球化基础

可口可乐除在饮料业务上通过品类多元实现扩充外, 全球化拓张也是其饮料帝国缔造的重要手段之一。根据公司 1990 年年报, 可口可乐在美国的市场占有率已经达到较为稳固的水平, 可口可乐公司可实现的增速与行业增速较为相近。而放眼全球, 当时较多国家及地区可乐的饮用量仍处于低位, 如中国、印度等地区可口可乐人均年饮用量仅为 8 盎司、32 盎司, 远低于美国以及全球平均饮用量, 与此同时, 这些地区销量正以极快的速度增长, 其中中国地区 1990 年可口可乐的销量增速高达 42%。因此, 我们认为一方面海外地区可乐的市场空间巨大, 另一方面可口可乐增速远高于海外大多数地区的行业增速, 可口可乐市场份额提升空间大, 因此全球化成为可口可乐发展的重要推手。

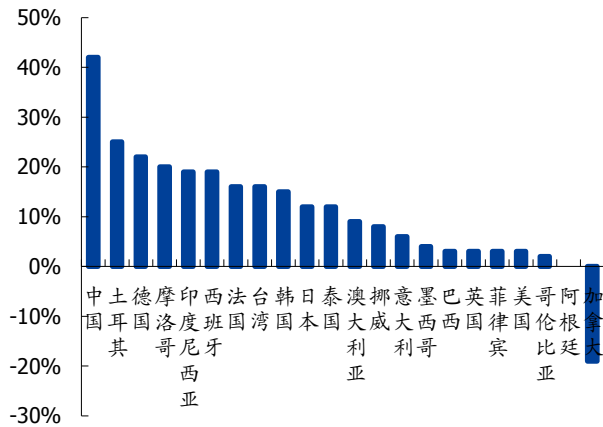
图表 13: 可口可乐在各区域的销量增长情况 (1990 年年报)

	销量年平均增速 (E)				1990 年		1990 年 市占率
	10 年 (E)		5 年 (E)		销量增速		
	公司	行业	公司	行业	公司	行业	公司
全球	6%	4%	7%	5%	7%	4%	44%
美国	5%	4%	5%	4%	4%	3%	41%
国际	6%	5%	9%	5%	8%	5%	46%
欧盟	8%	5%	11%	6%	12%	9%	42%
德国	5%	4%	6%	8%	14%	7%	42%
英国	14%	7%	23%	9%	8%	6%	32%
法国	12%	5%	16%	10%	22%	12%	37%
大洋洲	8%	7%	9%	7%	11%	9%	44%
澳大利亚	7%	5%	10%	6%	9%	5%	54%
日本	6%	8%	7%	7%	14%	10%	33%
菲律宾	13%	5%	10%	7%	6%	10%	71%
北欧/非洲	7%	6%	7%	1%	8%	0%	35%
挪威	11%	6%	13%	5%	9%	3%	55%
奥地利	5%	6%	9%	10%	17%	12%	44%
土耳其	21%	11%	27%	16%	23%	14%	43%
拉丁美洲	5%	4%	8%	5%	4%	3%	51%
巴西	6%	5%	14%	12%	3%	0%	59%

哥伦比亚	6%	3%	4%	2%	1%	1%	42%
墨西哥	6%	5%	6%	5%	4%	5%	51%

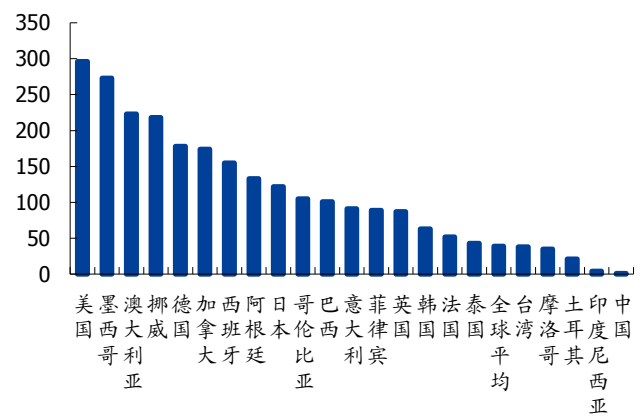
资料来源：公司公告，国盛证券研究所（注：行业数据为碳酸饮料行业，其中日本地区包括非碳酸软饮料。）

图表 14: 可口可乐各地区销量增速对比 (1990 年)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

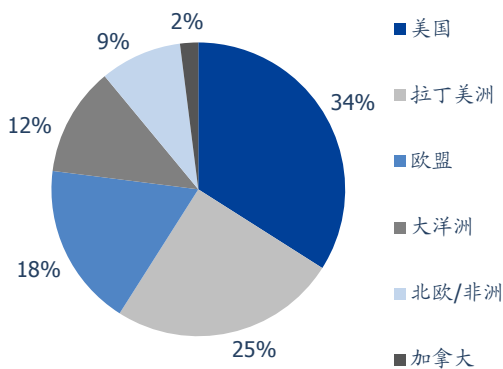
图表 15: 1991 年部分国家及地区可口可乐消费量 (8 盎司/人/年)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

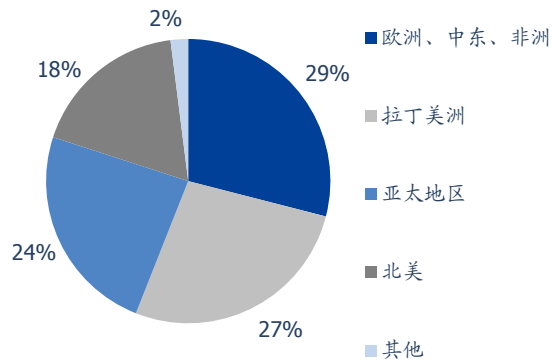
纵观可口可乐在全球的销量分布情况，可见 1990 年美国市场仍为最大的销售区域（占比 34%），而至 2019 年，各大洲之间销量分布均匀，全球化已经进入成熟状态。

图表 16: 1990 年可口可乐全球销量分布



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 17: 2019 年可口可乐全球销量分布



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

我们试图梳理了可口可乐全球化拓张的路径，并试图分析其全球拓张的区域性战略。可口可乐最开始为国际事业部模式，拿着母国产的瓶装可乐出售到加拿大、古巴、巴拿马，随后考虑到人工成本、生产效率和交通运输等问题。1912 年可口可乐在菲律宾开展瓶装厂商业业务，并早在 1913 年，便通过 2300 个分销渠道销售给超过 415000 个零售商，之后将业务扩展至法国、波尔多、比利时、百慕大群岛、中国、哥伦比亚、德国、海地、意大利、墨西哥、西班牙、荷兰、澳大利亚、挪威、南非、埃及等地区。发展至今，可口可乐已经形成全世界最强大的分销网络系统。

早在 1990 年，可口可乐针对发展成熟度不同的区域制定不同的战略，综合来看，全球化拓张的主要深化手段包括新建工厂、仓库、加大销售网点铺设、引入健怡可口可乐以及其他碳酸饮料等。1990 年之后，可口可乐继续贯彻这一宗旨，成立海外部（后改为出口公司），并紧跟美国军队海外拓张步伐，1943 年在美军驻扎地设立工厂，64 个瓶装厂在亚非欧落成，进一步加速了可口可乐的海外拓张步伐。截至 1980 年，美国国内拥有 500 多家瓶装厂，海外拥有 900 多家瓶装厂，可口可乐充分利用瓶装厂全球布局带来的

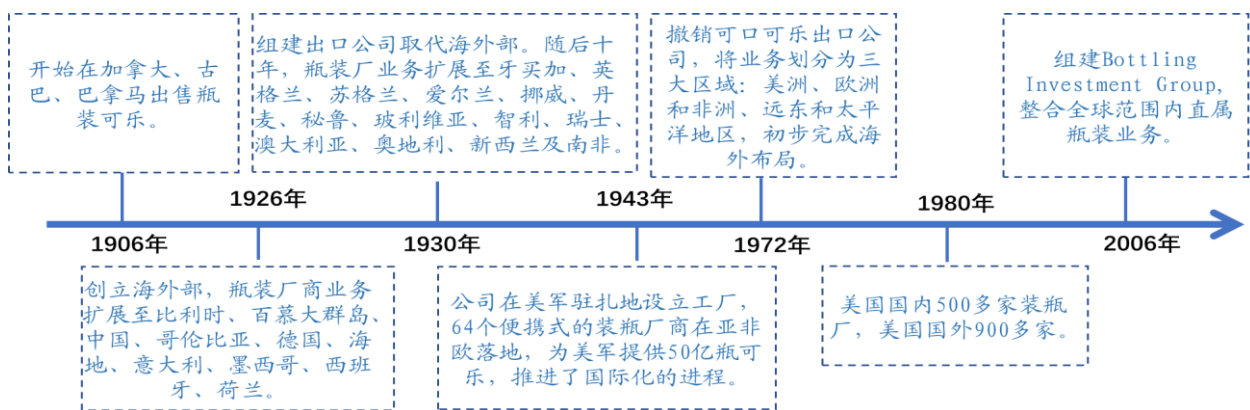
杠杆效应，大举实现饮料帝国的快速扩张。

图表 18: 1990 年可口可乐在全球部分国家布局现状及战略对比

地区	发展现状及战略
美国	最成熟市场
德国	重点聚焦可口可乐、健怡可乐、雪碧和芬达，德国北部市场为增长主力
英国	发展较为成功，4 年销量 CAGR 约 22%，准备在英格兰南部建工厂
法国	瓶装厂解决当地 91% 的需求，实现本土化生产
澳大利亚	价值定价策略以及销售点铺设成为销量增长的双重驱动力
墨西哥	人均饮用量仅次于美国，重点在于推进冰箱、冷柜基础设施以及大规模包装等，1990 年新建了 25 个仓库
哥伦比亚	大包装促进增长，diet Coke 回归
土耳其	公司自有瓶装厂决定发展速度，流程化包装、饮料混合以及自动销售决定未来发展持续性

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 19: 可口可乐全球化拓张路径分析



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

可口可乐为什么可以实现全球化的快速布局？

我们认为强大的全球营销分销网络是实现快速扩张的基础。

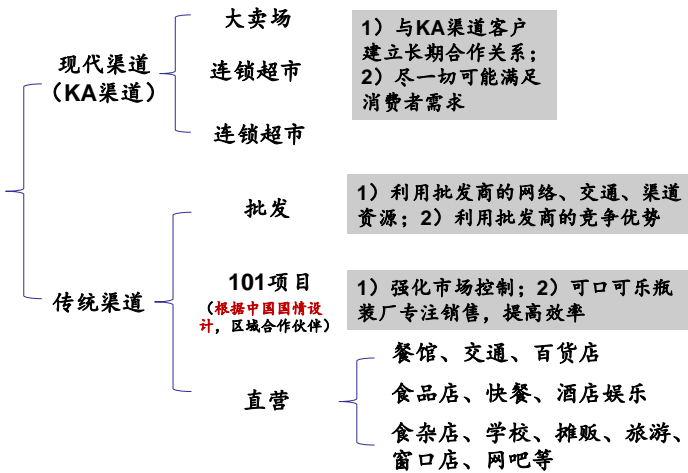
目前可口可乐从消费者角度定义渠道，将渠道划分为现代 KA 渠道以及传统渠道，可口可乐不仅在不同时期采取不同的渠道管理策略，对细分渠道采取不同的考核标准，同时还会针对各国国情进行渠道政策的创新及调整。

我们对可口可乐的渠道结构进行拆解，从各个渠道来看：

- **KA 渠道：**可口可乐在国际市场与较多 KA 客户形成长期合作关系，并且设立专门谈判经理进行国际大客户的合同谈判。
- **批发渠道：**可口可乐与批发商进行合作，从而享受渠道效率提升。
- **101 渠道管理系统：**所谓 101 项目是可口可乐发展与区域经销商的合作伙伴关系。由于可口可乐进驻中国初期，中国市场经济发展不够完善，营销与物流间存在矛盾，如果仅仅依靠批发渠道，公司将无法完全控制市场。因此 2000 年，可口可乐根据中国国情设计了 101 渠道管理系统，该系统将运营过程分为信息传递、客户发展、产品陈列、获取订单、产品运输、产品储存和结款等七项内容，其中产品运输、产品储存和结款完全托付给 101 合作伙伴，产品陈列和获取订单功能由双方负责。经过细致的分工，可口可乐得以解决批发渠道的一些缺陷，并成立了线路服务部、渠道策划部、系统发展部和数据中心，对业务员的工作范围进行细分，采取“区域精

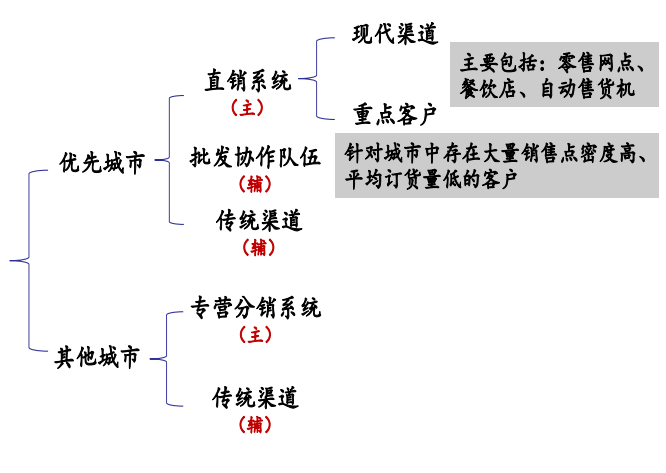
耕”的策略实现渠道深度下沉，加强对终端市场的控制力度。

图表 20: 可口可乐的渠道结构拆解



资料来源: 《百事可乐与可口可乐》, 国盛证券研究所

图表 21: 百事可乐的渠道结构拆解



资料来源: 《百事可乐与可口可乐》, 国盛证券研究所

图表 22: 可口可乐直营细分渠道考核指标一览

直营渠道	考核指标		
餐馆	销量		
交通	销量	非碳酸销量	
百货店	生动化	销量	账款
食品店	生动化	销量	
快餐	销量		
酒店娱乐	销量	单品销量	账款
食杂店	生动化	销量	
学校	生动化	销量	单品销量
摊贩	销量		
旅游	销量	活动开展	
窗口店	生动化	销量	
网吧	销量	非碳酸销量	
.....			

资料来源: 《百事可乐与可口可乐》, 国盛证券研究所

因地制宜的渠道策略赋予了可口可乐全球拓张的渠道张力，为可口可乐的全球化推广奠定基础。根据 AC 尼尔森公司最新市场监测结果，2019 年可口可乐在我国碳酸饮料市场份额超 50%，位居行业第一，百事可乐距离可口可乐仍有较大差距。并且从世界范围来看，除去在越南、沙特阿拉伯等个别发展中国家，百事可乐以低价策略获取较好的市场份额以外，在全球绝大多数的地区来看，可口可乐都以绝对的优势稳居碳酸饮料第一的宝座。

2.3 营销：绑定美国文化，坚守领导者的定位

可口可乐与自由女神像同时诞生，巧合之外也带有了平等、自由的意味。可口可乐与美

国文化紧密相连，甚至在一定程度上象征着美国的文化生活方式。二战时期，可口可乐不断向美军提供可口可乐，并且保证每个军人在任何地方都可以以5美分的价格购买一瓶可口可乐。在美国军队向全世界进军的过程中，可口可乐也迅速向全世界推广，并且在欧洲和亚洲等国家占据绝对优势地位。

我们对可口可乐的部分广告词进行梳理，可以看到可口可乐的营销主要经历了以下几个阶段：

- **第一阶段强调产品的美味清爽，并且号召大家进行品尝。**可口可乐打出“Drink Coca-Cola”的宣传标语，同时也通过各种免费品尝的方式，实现产品的普及推广。
- **第二阶段强调产品特殊性、功能性及领导者地位。**可口可乐除了强调产品口味的美味清爽以外，开始用“只有可口可乐，才是可口可乐，永远只买最好的”等广告词强调产品的领导者地位。
- **第三阶段强化美国文化和可口可乐之间的关系，全球采用一致的宣传策略，实现美国文化渗透。**不同于百事可乐主打新生代群体，该阶段可口可乐不断运用“美国的欢乐时光”、“美国生活方式的世界性标志---可口可乐”、“俯瞰美国，看我们得到什么？”等词汇将可口可乐与美国文化绑定，成功塑造美国百年经典的形象。
- **第四阶段回归产品本身，强调 real、feeling。**在该阶段开始用“Always Coca-Cola”等标语巩固领导者地位，并且不断强调可口可乐给人带来的快乐、真实、享受的感觉。

图表 23: 可口可乐广告营销阶段划分



资料来源：可口可乐公司官网，国盛证券研究所

可口可乐深谙因地制宜的打法，具体到各个区域的营销策略，我们以中国地区为例：**1)** 可口可乐在初次进驻中国市场之际，邀请上海当红明星做广告，并且通过月份牌等形式赠送给大众，成功打开中国市场。但由于1949年美国大使馆撤离，可口可乐也离开中国市场。**2)** 1978年中美建交为可口可乐重返中国市场提供机会，在该阶段美国对全球采取较为统一的营销方针，在中国播放中文配音的美国广告，美国的文化及生活方式开始输入，1990年中国地区销量增速高达42%。**3)** 1999年至今，可口可乐开始在各地区探索本土化的营销方式，利用与当地人民的共情实现深度下沉。据《百事可乐与可口可乐》，广告宣传的本土化，对品牌宣传效果的提升幅度约30%。在中国，可口可乐开始融入更多传统节日、传统文化的元素。

图表 24: 中国地区广告营销策略转变



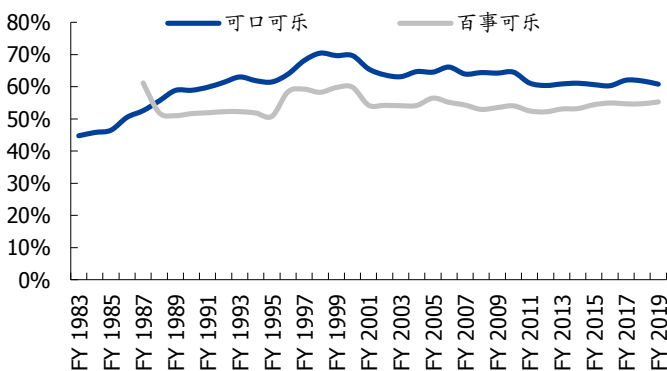
资料来源：百度，国盛证券研究所

3、可口可乐高盈利水平的维持之道？

若从盈利能力角度来看，对标乳制品、矿泉水等其他软饮料，可乐行业毛利率水平三十多年来稳居高位。在毛利率极高的矿泉水行业，农夫山泉的毛利率约为 55%，百事可乐的毛利率与此相当，但是可口可乐则更胜一筹，毛利率水平自 1991 年以来稳超 60%。

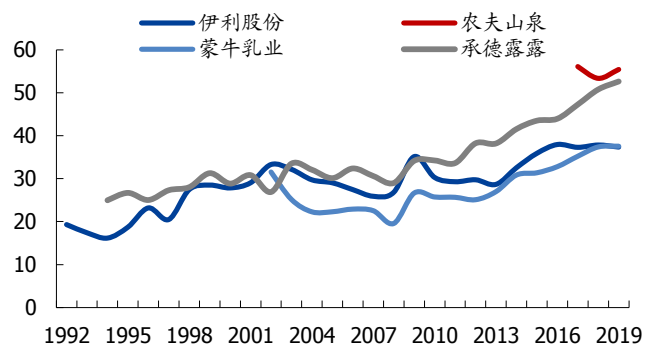
我们试图对可口可乐进行量价拆分，以可口可乐营收及产品销量为基础，对产品单价进行测算，可以发现可口可乐自 1990 年以来，产品售价并未出现明显的上涨，1990-2019 年间，可口可乐产品单价的复合增速仅为 0.42%。

图表 25: 可口可乐与百事可乐毛利率水平对比



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

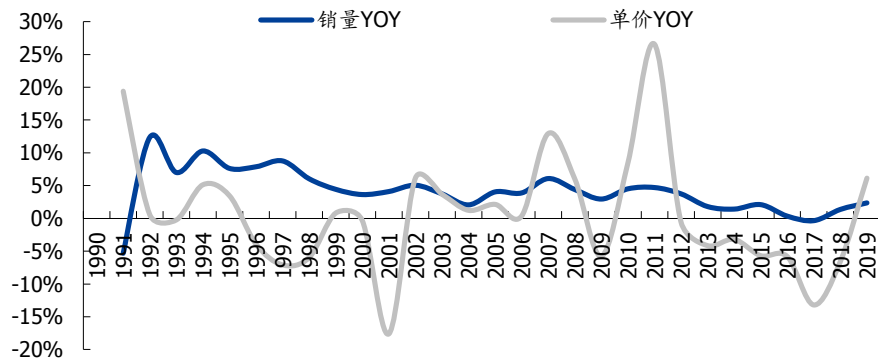
图表 26: 其他饮料公司毛利率走势情况 (%)



资料来源：wind，国盛证券研究所

从上图可见，可口可乐自 1983 年至 2000 年，毛利率呈现稳步爬坡态势，随后在高位保持较为稳定的状态。但若从量价拆分角度来看，可口可乐的价格并未发生明显上涨，毛利率稳步爬坡的原因到底是什么？

图表 27: 可口可乐量价拆分情况



资料来源: 可口可乐公司官网, 国盛证券研究所 (注: 以总营收作为量价拆分的收入基准, 因此包含瓶装厂的业务收入)

通常而言, 毛利率的提升是产品、品牌、渠道等多方面因素作用的结果。经过分析, 我们认为, 在规模效应日益凸显的背景下, 可口可乐盈利能力爬坡主要原因:

- **原材料成本优化。**1980年, 可口可乐用玉米为原料的高果糖浆替代蔗糖, 前者价格仅为后者的80%, 在口味稳定的前提下, 原材料成本优化为毛利率创造上行空间。
- **产品结构优化。**1982年, 健怡可口可乐上市, 于1983年底占据减肥饮料市场17%的份额, 并成为美国第四畅销的软饮料。由于健怡可乐属于低糖可乐, 因此成本相较于经典可乐略低。随着健怡可乐的畅销, 其在整个产品结构中的占比稳步提升, 进而推动整体毛利率不断走高。
- **瓶装厂业务剥离。**1986年, 可口可乐逐步剥离瓶装厂业务, 收入结构不断向高毛利率业务倾斜, 由于销售糖浆和浓缩液比瓶装毛利率更高, 因此可口可乐的盈利能力也在剥离过程中稳步抬升。

爬坡之后, 可口可乐何以维持如此高的盈利水平?

我们认为主要有以下几个原因:

- **可口可乐作为行业绝对龙头, 依靠品牌赋能为高毛利率提供支撑**

据凯度消费者指数发布的《2017全球品牌足迹报告》, 可口可乐全球渗透率高达42%, 在9个国家普及率超过80%, 并且也是9个国家帕明第一的品牌。可口可乐全球市场占有率甚至是百事可乐的两倍之多。尽管在20世纪30年代, 美国正处于经济大萧条年代, 百事可乐打出“一样的价格, 双倍的享受”口号, 利用价格战及低价策略实现了销量快速增长, 跃居行业第二但仍未对可口可乐实现赶超。二战之后, 随着经济水平的发展, 廉价的促销政策难以为继, 百事可乐开始采用竞争导向的定价方法, 而不再轻易减价。至此, 可乐行业的盈利水平在高位处于稳定。就可口可乐而言, 可口可乐依赖品牌力的赋能, 不惧百事可乐的低价突围, 仍然稳居行业第一。

- **轻资产运营模式以及规模优势带来成本节约**

从成本端来看, 如果我们对比矿泉水的价格构成, 可以发现可口可乐给予经销商及零售商的利润空间相对较小。另外, 装瓶厂在整体售价中的价格占比约为15%, 是除去公司运营成本外, 最大的成本部分。正如此前提到, 若从可口可乐的运营模式看, 可以发现可口可乐在全球拥有约900家装瓶厂商, 并将大部分的装瓶业务外包给装瓶厂。该轻资产的运营模式有效为可口可乐全球化扩张加杠杆, 同时可口可乐专注于盈利能力高的糖浆生产业务, 为高毛利率提供支撑。

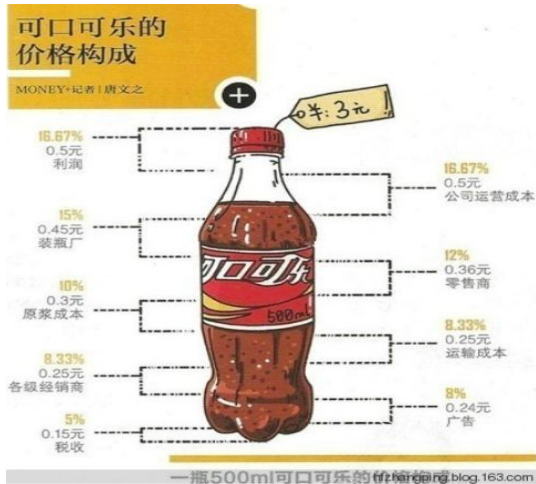
除了轻资产的运营模式外, 可口可乐作为全球最大的饮料生产商, 2019年全球销量高达303亿瓶, 强大的规模优势叠加成本控制能力, 赋予可口可乐高盈利能力。

- **可口可乐独特配方赋予其稀缺性**

可口可乐最开始作为秘制配方药兴起, 其口味特殊, 并具有不可替代性, 同时咖啡因及

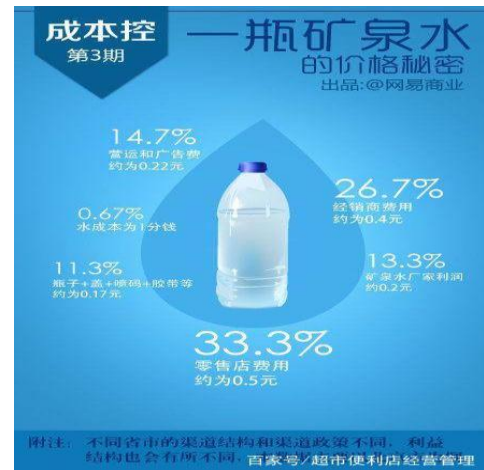
可卡因作为可口可乐的构成成分，使得饮用者易于对其上瘾。这在一定程度上使得可口可乐具有如茅台一般的稀缺性及护城河，这不仅使得竞争对手难以通过价格的方式撼动可口可乐的地位，甚至可口可乐本身在决定更换口味配方时，遭到了消费者的强烈反对。可口可乐在一定程度上超出了饮料的范畴，更成为美国精神及美国文化的缩影，消费者可口可乐的忠诚印证了其高盈利水平的合理性。

图表 28: 可口可乐价格构成



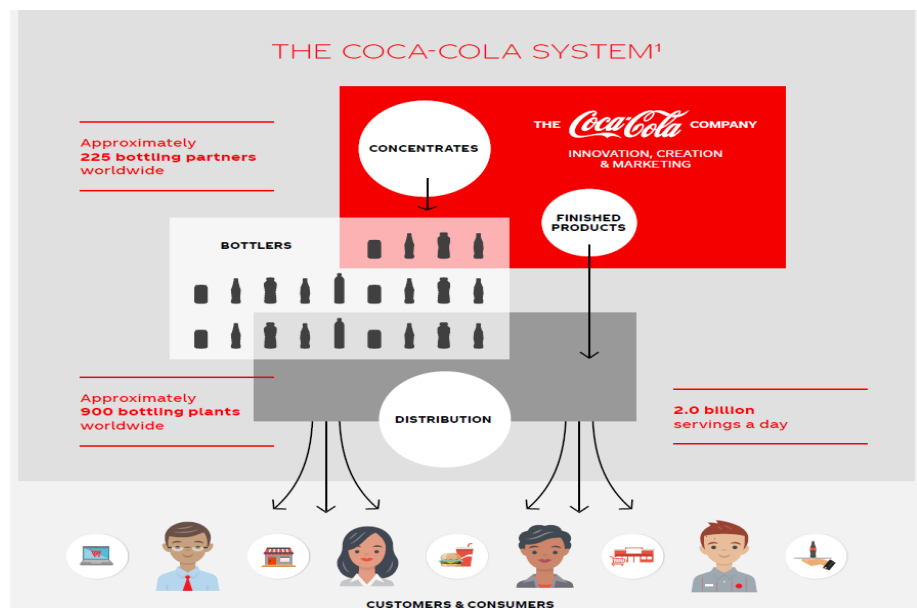
资料来源:《可口可乐的价格构成》，国盛证券研究所

图表 29: 矿泉水的价格构成



资料来源:《成本控》，国盛证券研究所

图表 30: 可口可乐的运营模式



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

风险提示

宏观经济下行风险。目前全球疫情反复，实体经济在一定程度上受到影响，因此宏观经济发展情况变数较大，存经济下行风险。

汇率波动风险。可口可乐公司业务全球化布局，营收受到汇率波动的影响较大，因此存在较大的汇率波动风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com