

# 食品饮料行业研究

买入（维持评级）

## 行业专题研究报告

证券研究报告

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）  
 liuchengqian@gjzq.com.cn

联系人：李本媛  
 libenyuan@gjzq.com.cn

联系人：叶韬  
 yetao@gjzq.com.cn

联系人：林晨星  
 linchenxing@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君  
 chenyujun@gjzq.com.cn

## 海外消费发展对食品饮料板块投资有何启示？

### 报告看点

当前稳增长政策加力下，经济持续温和修复，食品饮料赛道诸多龙头公司发展逐渐步入成熟期，市场对龙头未来增长中枢&估值中枢的演绎多有疑虑。本文再度思考了当前食品饮料各子板块的估值框架，以海外消费龙头成长路径、估值体系的复盘作为借鉴，思考龙头发展至中后段降速、降估值是否为必然？以及如何看待远期板块的投资机会？实际上龙头的韧性能支撑其降低经济周期的影响，稳步兑现的业绩不断证明其优越的商业范式，最终的投资机会依旧非常有吸引力。

### 基本结论

**白酒：**1) 从估值架构来看，以 DCF 模型为核心，边际影响因素包括批价、回款、风险偏好等。进一步衍生至 PE/PEG 估值体系，近年来周期性因素趋缓、消费定价因素提升带动估值中枢上移，过去 5 年/3 年板块估值中枢约 35X/43X。2) 对标海外奢侈品龙头，爱马仕得益于确定性、品牌调性拥有明显的估值溢价，其稳健性同经营特点相关，上市前产品品类及销售地区的版图已经基本定型；而 LVMH 等运用收并购方式进行扩张，呈现多元化、多品牌经营的范式。3) 对标海外烈酒龙头，帝亚吉欧等均通过收购高端品牌优化产品结构，毛利率已提升至 60% 以上。在产品、区域布局定型后，在高端市场通过细分领域的差异化竞争，22 年以来估值恢复至疫前水平，Forward PE 中枢在 20-30X 区间。4) 横向对比来看，爱马仕自由定价、全球顶奢调性等因素赋予了额外的估值溢价；相较于烈酒龙头，茅台享受国内绝对龙头溢价及成长性溢价。纵向对比来看，龙头标的的估值已经贴近 22 年 10 月时的估值。我们始终看好板块的配置价值，核心在于确定性的复苏态势，优选高端酒+性价比赛道龙头，关注顺周期品种的弹性预期。

**啤酒：**复盘百威经验，当外部环境变化时，公司积极求新求变，彰显出强经营韧劲。比如 1980 年后行业进入存量竞争，百威紧跟米勒推出健康低卡的淡啤，但投入大量营销，最终成为淡啤冠军。1990 年后精酿品类兴起，积极收购大量小众精酿品牌，实现份额、盈利持续提升。2009、2020 年面对金融危机、新冠疫情冲击，依旧能在下一年度迅速恢复（内生收入增速中枢保持在中间位数、估值 20X 多）。我们认为，在弱复苏背景下，啤酒仍是大众品中确定性强、估值合理的板块。我国啤酒龙头在吨价、利润率上对比百威还有广阔的提升空间，看好后续升级、提效逻辑兑现。

**休闲食品：**由于竞争壁垒较低，产品生命周期短，往往采用 PE 相对估值法。估值往往随着产品、渠道的变化而波动。2) 估值思考：同为快消品，我们借鉴可口可乐发展经验，认为其估值变化的本质是对公司管理能力的考验。公司所处不同阶段对应不同的业务扩张策略，可口可乐品牌之所以穿越周期，得益于其灵活的销售、管理战略。即使公司净利润在疫情期间几乎不增长，市场仍给予其稳定的估值（25x 左右）。3) 行业观点：从  $\beta$  层面，我们更看好零食专业业态的新渠道放量逻辑。从  $\alpha$  层面，我们更看好管理层的应变能力，结合估值性价比，推荐盐津、甘源。

**调味品：**1) 板块估值来看，通常采用 PE 估值法。海天为板块估值之锚，对其亦可采用 DCF 估值作为验证。2) 国内的消费时代更接近第三消费时代的初期，酱油产业出现由量增向价增的引擎转换和健康、品质趋势下的消费升级。对标龟甲万，海天并不输于龟甲万，海天具备更有利的竞争格局、更聚焦的业务版图（集中于调味品，跨子赛道），位于更好的行业发展阶段，直观表现为更高的复合增长，理应获取充分的溢价。3) 2023 年行业基本面向好，以餐饮复苏为首，海天作为龙头有望充分受益，在环比向好的趋势之下，随着业绩兑现其估值仍有望企稳回升。

### 风险提示

宏观经济下行风险，区域市场竞争风险，食品安全问题风险。

## 内容目录

一、再审视食品饮料各子板块的估值架构&中枢变化.....	6
白酒：DCF 为核心，周期性趋缓、消费定价因素提升带动估值中枢上移.....	6
啤酒：正从 EV/EBITDA 过渡到 PE 估值，估值驱动力为关注度、竞争格局、高端化、经营韧性.....	8
休闲食品：新品+渠道放量空间，决定 PE 估值水平.....	9
调味品：刚需+高 ROE，支撑高估值.....	10
乳制品：格局成熟，盈利能力为估值关键.....	11
二、海外核心龙头公司发展&估值复盘.....	12
总览：龙头公司业务成熟抗波动强，估值中枢整体仍有所上移.....	12
奢侈品：绝妙的商业模式，估值具备充沛遐想空间.....	15
帝亚吉欧：烈酒赛道龙头，成熟期增速趋缓，高端化&外拓延续增长.....	17
可口可乐：灵活应变，穿越周期.....	20
百威：存量竞争下积极求变，经营韧劲持续彰显.....	25
调味品：自上到下浅析日本酱油发展，龟甲万的长青秘诀即是估值溢价的答案.....	26
三、行业观点与投资建议.....	32
白酒：优越的商业模式，极具性价比的估值.....	32
啤酒：经营确定性强，升级空间广阔.....	34
休闲食品：渠道变革为 $\beta$ ，管理能力为 $\alpha$ .....	35
调味品：以海天为估值锚，享受估值溢价.....	35
四、风险提示.....	37

## 图表目录

图表 1：基于 DCF 模型的白酒标的估值框架.....	6
图表 2：五粮液、老窖的 PE-TTM 较茅台呈同向波动.....	6
图表 3：贵州茅台股价与飞天茅台批价呈趋同性波动.....	6
图表 4：2018 年至今普五、高度国窖 1573 批价走势.....	6
图表 5：美债收益率与贵州茅台 Forward PE.....	7
图表 6：2022 年至今白酒板块重点标的北上持股.....	7
图表 7：2015 年至今白酒板块 PE Bands.....	8
图表 8：青岛啤酒 PE-band（当年利润预测）.....	8
图表 9：青岛啤酒 PE-band 与行业需求、供给的演变.....	9
图表 10：2013-2023 年休闲食品板块 PE 走势.....	10
图表 11：调味品板块估值 30-50X，2020 年得到显著抬升.....	11

图表 12: 乳制品板块估值 20-40X, 2020 年得到显著抬升.....	12
图表 13: 海外消费龙头标的第一大区域营收占比分布.....	13
图表 14: 海外消费龙头标的 T-5 期~T-10 期财年收入、净利复合增速及期间 PE 中枢.....	13
图表 15: 海外消费龙头标的近五财年 (T 期~T-5 期) 收入、净利复合增速及期间 PE 中枢.....	14
图表 16: 海外消费龙头标的未来三期财年 (T 期~T+3 期) 收入、净利复合增速及 Forward PE.....	14
图表 17: 2005 年至今, 爱马仕/LVMH/开云集团 Forward PE.....	15
图表 18: FY2010~2022 爱马仕/LVMH/开云集团毛利率.....	15
图表 19: FY2010~2022 爱马仕/LVMH/开云集团净利率.....	15
图表 20: FY2000~2022 爱马仕/LVMH/开云集团销售收入增长率及主要收并购事项.....	16
图表 21: FY2022 爱马仕/LVMH/开云集团收入结构拆分.....	16
图表 22: FY2007~2011 爱马仕分产品营收增速.....	17
图表 23: FY2019~2022 爱马仕分产品营收增速.....	17
图表 24: FY2018~2022 LVMH 分产品营收增速.....	17
图表 25: FY2019~2022 开云集团分产品营收增速.....	17
图表 26: FY1998~2022 年帝亚吉欧销售收入及增速.....	18
图表 27: 2005 年~至今一致预期下帝亚吉欧 EPS 及 PE 走势.....	18
图表 28: FY2016~2022 帝亚吉欧分地区销售结构.....	19
图表 29: FY2016~2022 帝亚吉欧分地区销售内生增长率.....	19
图表 30: FY2019~2022 帝亚吉欧分产品销售结构.....	19
图表 31: FY2016~2022 帝亚吉欧分产品销售内生增长率.....	19
图表 32: FY2005~2022 帝亚吉欧/保乐力加/人头马君度毛利率走势.....	19
图表 33: FY2005~2022 帝亚吉欧/保乐力加/人头马君度净利率走势.....	19
图表 34: FY2005~2022 保乐力加收入及增速.....	20
图表 35: FY2005~2022 人头马君度收入及增速.....	20
图表 36: FY2005~至今帝亚吉欧/保乐力加/人头马君度 Forward PE.....	20
图表 37: 可口可乐各阶段发展历程及战略布局.....	21
图表 38: 1900s 可口可乐通过名人代言提升品牌知名度.....	21
图表 39: 大萧条期间美国 GDP 和人均消费支出下滑明显.....	21
图表 40: 可口可乐品牌与友谊和社区捆绑营销.....	21
图表 41: 美元汇率走低为可口可乐海外业务扩张创造条件.....	22
图表 42: 1995 可口可乐海外业务利润占比提升为 71%.....	22
图表 43: 金融危机后可口可乐收入增速放缓.....	22
图表 44: 可口可乐旗下品牌矩阵于 1990 后逐步完善.....	22
图表 45: 2015-2022 装瓶收入占比从 51.7%下降至 18.3%.....	23
图表 46: 轻资产模式推动公司盈利能力提升.....	23

图表 47: PE 走势与未来利润增速和 ROE 存在正相关关系.....	23
图表 48: 开源节流助推 PE 持续走高.....	24
图表 49: 库存周转效率提升推动 PE 改善.....	24
图表 50: 2000 年起美国肥胖症人口占比持续提升.....	24
图表 51: 2008 年后美国人均 GDP 增速放缓.....	24
图表 52: 2015 年起可口可乐毛销差逐步提升.....	24
图表 53: 可口可乐固定资产占比随瓶装业务剥离降低.....	24
图表 54: 美国啤酒在 1981 年见顶.....	25
图表 55: 美国啤酒竞争格局在 80 年代后趋于稳定.....	25
图表 56: 美国啤酒 1990 年后开启超高端和精酿化.....	25
图表 57: 美国精酿厂家数量迅速扩张.....	25
图表 58: 美国啤酒精酿占比持续提升.....	26
图表 59: 美国啤酒行业利润率持续提升.....	26
图表 60: 百威英博历年内生收入增长率.....	26
图表 61: 日本消费时代的变迁, 已步入第四消费时代.....	27
图表 62: 第三消费时代以低 GDP 增速为开端, 后进入泡沫经济.....	28
图表 63: 日本经济的变化 (二战后迎来 GDP 的腾飞).....	28
图表 64: 日本酱油产量 1973 年达峰.....	29
图表 65: 酱油基底复合调味汁兴起.....	29
图表 66: 酱油生产企业数量已降至稳定.....	29
图表 67: 酱油均价稳步提升.....	29
图表 68: 日本家用减盐酱油占比.....	30
图表 69: 酱油酿造豆粕和大豆原料用量 (万吨).....	30
图表 70: 龟甲万酱油调味汁业务 1997-2017CAGR 达 6%.....	30
图表 71: 龟甲万酱油在日本销量市占率 30%+.....	30
图表 72: 家用番茄酱市场增长和龟甲万品牌增长.....	31
图表 73: 龟甲万豆乳饮品基本维持 50%+市占率.....	31
图表 74: 龟甲万海外酱油销量的崛起.....	31
图表 75: 龟甲万 2014-2022 年 PE-TTM 中枢大致位于 30-50X 区间.....	32
图表 76: LV 部分产品 2022、2023 年提价情况.....	32
图表 77: 2020 年至今, 茅五泸汾洋古井的 Forward PE.....	33
图表 78: 23 年以来房地产开发投资已企稳回升.....	33
图表 79: 23 年以来土拍溢价率已企稳回升.....	33
图表 80: 白酒板块重点标的盈利预测.....	34
图表 81: 啤酒板块重点标的盈利预测.....	34

图表 82: 盐津铺子上市以来估值变化 .....	35
图表 83: 三只松鼠上市以来估值变化 .....	35
图表 84: 休闲食品重点公司盈利预测 .....	35
图表 85: 海天味业 2014-2022 年 PE-TTM 中枢大致位于 40-60X 区间 .....	36
图表 86: 调味品板块走势 20/21/22 年分别跑赢/跑输/跟随食品饮料板块 .....	37

## 一、再审视食品饮料各子板块的估值架构&中枢变化

**白酒：DCF 为核心，周期性趋缓、消费定价因素提升带动估值中枢上移**

白酒标的特别是龙头贵州茅台，由于稳定的经营环境与业绩增速、优异的现金流，适用于基于 DCF 模型的估值框架，而其余酒企多通过与估值锚的对比进行定价（高端、区域酒多通过 PE 估值，次高端标的在高成长期适用于 PEG 估值，整体而言高端化逻辑、全国化扩张逻辑具备一定估值溢价）。

图表1：基于 DCF 模型的白酒标的估值框架

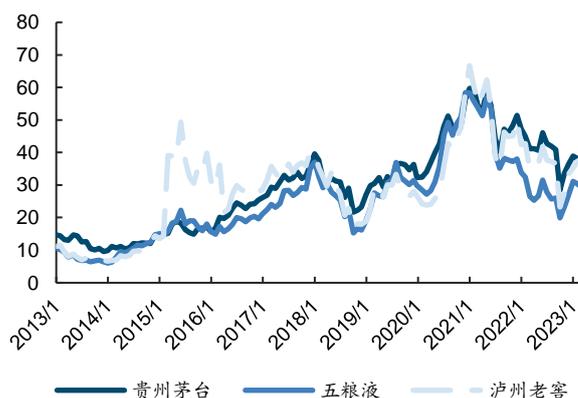
$$P_0 = PDV + PV$$

$$= \sum_{n=1}^n \frac{FCF_n}{(1+R)^n} + \frac{FCF_n \times (1+g)}{R-g}$$

现金流∞批价、  
宏观周期

折现∞风险偏好、  
无风险利率

图表2：五粮液、老窖的 PE-TTM 较茅台呈同向波动



来源：国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 4 月 27 日）

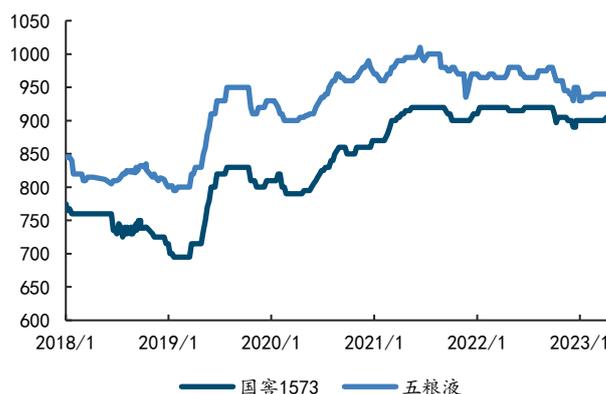
基于 DCF 模型，我们认为边际影响估值锚的因素主要包括：

1) 批价、回款情况，代表未来现金流的质量，以及价增的空间。无论是存在顺价价差的单品，或者是当前处于倒挂需要返利、费用补贴等方式在“控盘分利”思路下维持渠道合理利润的单品，批价向上能够带来体外利润的提升（例如茅台飞天），或者是费用补贴规模的收缩。从短期看，核心单品如普五、国窖、青花 20 等单品的批价回暖，也被视为需求环境向好的前瞻性催化。

图表3：贵州茅台股价与飞天茅台批价呈趋同性波动



图表4：2018 年至今普五、高度国窖 1573 批价走势



来源：今日酒价，Wind，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 4 月 27 日）

来源：今日酒价参考，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 4 月 27 日）

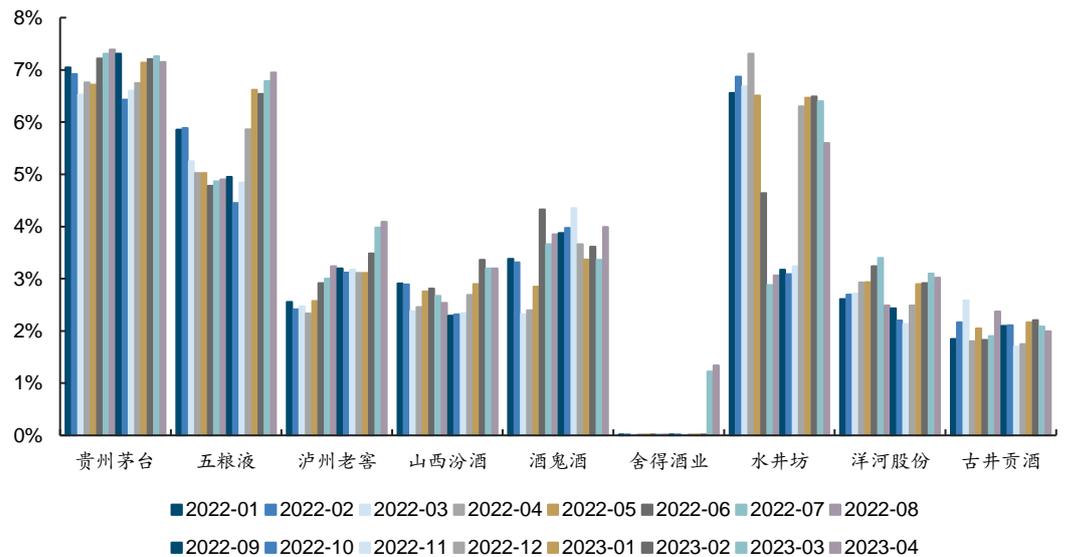
2) 宏观环境、政策风险等代表风险偏好，以及无风险利率，同 DCF 模型下的折现率相关。白酒板块的政策风险主要为禁酒令与消费税，每年时有传闻对市场情绪有所压制。同时，作为经济活动的润滑剂，高价位白酒的消费场景中商务、送礼等占比较高，同产业链等工业活动景气度相关，也会传导至批价的维度。此外，美债收益率的波动也会影响长线资产配置的思路，从而导致阶段性的资金行为。

图5: 美债收益率与贵州茅台 Forward PE



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 4 月 27 日)

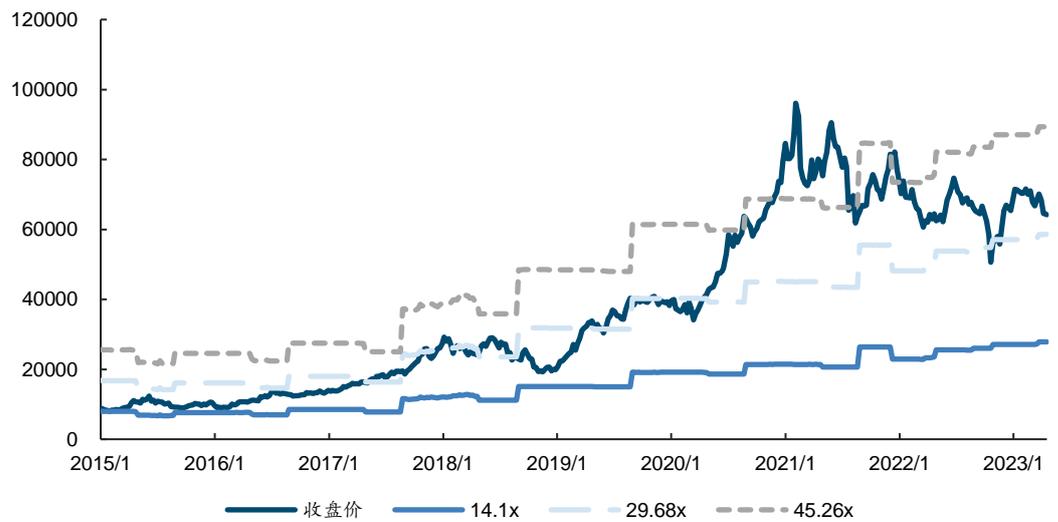
图6: 2022 年至今白酒板块重点标的北上持股



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 4 月 27 日)

整体而言，白酒与宏观周期的相关性使得原定价框架中周期性定价因素较多，而消费定价因素偏少，因此估值存在波动性折价。三公消费受限后，与宏观周期相关性较强的政务消费逐渐由居民端消费所替代，且本身国内宏观环境的韧性加强，因此白酒生意的波动性趋缓。此外，沪深港通开辟后，北上资金流入带动对白酒消费属性定价因素提升，白酒板块估值中枢持续上移。过去 10 年，板块 PE-TTM 中枢 32X；过去 5 年，板块估值中枢 35X；过去 3 年，板块估值中枢 43X。

图表7: 2015 年至今白酒板块 PE Bands



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 4 月 27 日)

**啤酒: 正从 EV/EBITDA 过渡到 PE 估值, 估值驱动力为关注度、竞争格局、高端化、经营韧性**

历史上多用 EV/EBITDA: 啤酒行业属于资本密集型, 前期行业通过大量并购、建厂抢占市场份额, 过大的资本投入导致巨额折旧摊销费用, 压低账面利润。啤酒账面净利润无法真实反映盈利水平, 故 PE 估值法难以适用。EV/EBITDA 方法剔除税项、利息、折旧摊销的影响, 不考虑前期资本投入成本影响, 更关注现期及未来资本成本。此外, EV 反映企业的负债情况, 且考虑资本结构的影响, 估值结果也更准确。当前龙头公司的 EV/EBITDA 大部分处于 15-20X。

21 年及之后正过渡到 PE: 啤酒行业经过几年快速的关厂裁员后, 大部分产能利用率已趋于稳定 (基本在 55-60%, 重啤 70%, 淡旺季的差异导致啤酒理想状态产能利用率为 70%), 工厂数量变动较小, 折旧趋于稳定, 利润端对公司实际盈利的反应已相对真实, 故可采用 PE 估值法。采用 PE 估值的好处在于: 更加简单直观、不同公司之间的估值差距更明显、容错率相对高。重啤因为有较高的有息负债, 导致 EV 反映的情况不够真实, 不太适用 EV/EBITDA 估值法。燕京因为产能利用率偏低 (设计产能计算的仅 42%), 比较适用 EV/EBITDA 估值。

图表8: 青岛啤酒 PE-band (当年利润预测)



来源: Wind, 国金证券研究所

估值驱动因素:

- 1) 短期看资金关注度高低。过去淡季关注度低、旺季关注度高（淡季 PE25-35X，旺季 PE35-50X），呈现出旺季炒啤酒的特征（Q2 可获得面明显超额）。但由于近几年淡季也有提价、reopen、月度销量超预期等因素驱动，淡季啤酒估值同样处在高位。
- 2) 竞争格局改变是 17-19 年驱动行业估值最大的动力。2013 年销量见顶后，各家先采取激进手段加大费用抢份额，导致竞争格局恶化，拖累净利率普遍位于中低个位数乃至亏损，持续出清、格局继续集中。17 年底，成本压力下，行业集体提价，标志着竞争格局趋缓（以青啤为，估值中枢从 22-27X 提升至 32-45X）。各家意识到价格战只会损伤盈利获得低质量的销量增长，升级和提效成为共识。
- 3) 高端化是 21 年及之后驱动行业估值的主因。21 年高端化存在  $\beta$  性机会（前期做好高端产品、渠道的准备+20 年疫情之下低基数），H1 高端化普遍超预期；22 年疫情短期制约高端化进程，23 年及之后重点看高端大单品打造。从乌苏到 U8，再到喜力，爆款大单品是高端化成功的保障，也有利于进一步抢占市场份额（提升销量、利润），进而拔估值。以重啤为例，乌苏大单品放量红利期可线性外推中长期空间，带动 21 年年中当年 PE 高达 85X。
- 4) 成本压力是短期干扰估值的因素，但可通过直接提价、控费来转嫁压力，故影响程度有限。啤酒净利率水平一般不高，由于提价的刚性，大麦、包材价格、运费的降低往往能够带来毛利率明显提升，进而带来很大利润弹性，可拔升估值。
- 5) 经营韧劲是啤酒对比其他大众品有一定估值溢价的原因（青啤未来几年利润端复合增速不到 20%，但当年 PE 能给 35X）。啤酒一直彰显出更强的复苏弹性和确定性（22 年 1-2 月和 7-8 月、23Q1 销量、高端化均超预期），核心原因在于：价格低（与场景相关性强、经济相关性偏弱）、保质期短（库存水位低、囤货少）、高端化是产业趋势（起步晚、空间大、供给端共同推动）、费率调节空间大（格局保持相对良性）。
- 6) 用终局模式看估值。终局模式下，各家净利率水平对标百威亚太（15-20%，通过关厂裁员提效），吨价水平看齐百威，海外成熟啤酒龙头估值水平大约在 20-30X。

图表9：青岛啤酒 PE-band 与行业需求、供给的演变



来源：Wind，国金证券研究所

### 休闲食品：新品+渠道放量空间，决定 PE 估值水平

估值方法：一般采用 PE 估值法。行业竞争格局较为激烈，大单品生命周期相对短。生意模式往往围绕渠道、新品展开，使用相对估值法 PE 比较合理。

驱动因素：1) 经济环境和消费水平：如 2015 年之前，中国经济快速发展，驱动人均可支配收入提升。2) 新渠道变革：2015 年-2017 年，板块估值创新高，系来伊份等线下零食连锁业态上市；2019 年，电商零食第一股“三只松鼠”上市；2021-至今，如零食很忙等量贩门店快速扩张，给上游如盐津、劲仔等企业带来机遇。

估值中枢：PE(TTM)一般在 39x 左右，历史高点为 52x，低位为 27x。

在新渠道放量初始阶段，市场看好该业态的成长性，往往会给较高的估值溢价。但随着新品推出或是新渠道分流，竞争格局恶化，公司业绩较难维持稳定且快速的增长。因此市场对其杀估值，如 2020-2021 年电商红利逐步褪去，三只松鼠市盈率从 150x 下降至 30x。绝味在快速拓店期（2020-2021 年）估值提升至 60-70x，但受到成本压力、疫情扰动单店收入后，估值下修至 30x。

图表10：2013-2023 年休闲食品板块 PE 走势



来源：Wind，国金证券研究所（注：指数选取申万二级分类-休闲食品，数据截至 23 年 4 月 27 日）

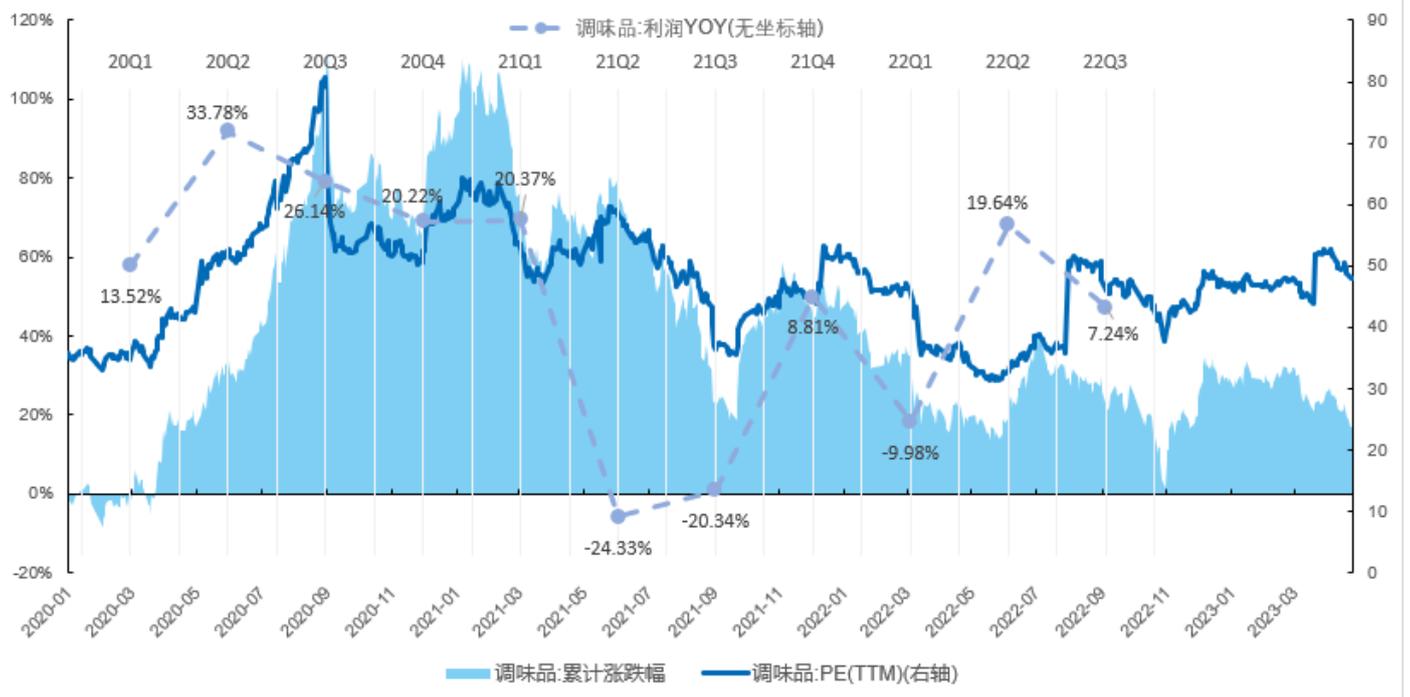
### 调味品：刚需+高 ROE，支撑高估值

估值方法：通常采用 PE 估值法。行业商业模式佳，必需品属性带来销量的稳定和提价的空间，当下行业规模仍在扩大且集中度尚有提升空间，龙头依然大有可为。对于龙头海天亦可采用 DCF 估值法作为验证，高增长千禾可采用 PEG 作为补充。

驱动因素：行业格局相对稳定，产品生命周期较长，弱周期属性。1) 需求环境：如消费升级大趋势、疫情期间的餐饮需求变化。2) 边际变化：短期动销、库存。3) 成本：大豆、包材等材料价格波动较大。

估值中枢：板块估值基本位于 30-50X 之间。2020 年疫情发生后调味品凭借刚需属性表现出较好的业绩稳定性，迎来戴维斯双击，板块估值得到显著抬升。2021 年餐饮端受损进一步反应，板块受疫情影响充分暴露，估值充分回调。当下调味品行业处于需求修复和成本回落共驱的向好趋势下，估值处于适中水位。酱油企业多对标海天估值，复调企业相对分化。

图表11：调味品板块估值 30-50X，2020 年得到显著抬升



来源：Wind，国金证券研究所（注：指数选取申万二级分类“调味发酵品”，数据截至 23 年 4 月 27 日）

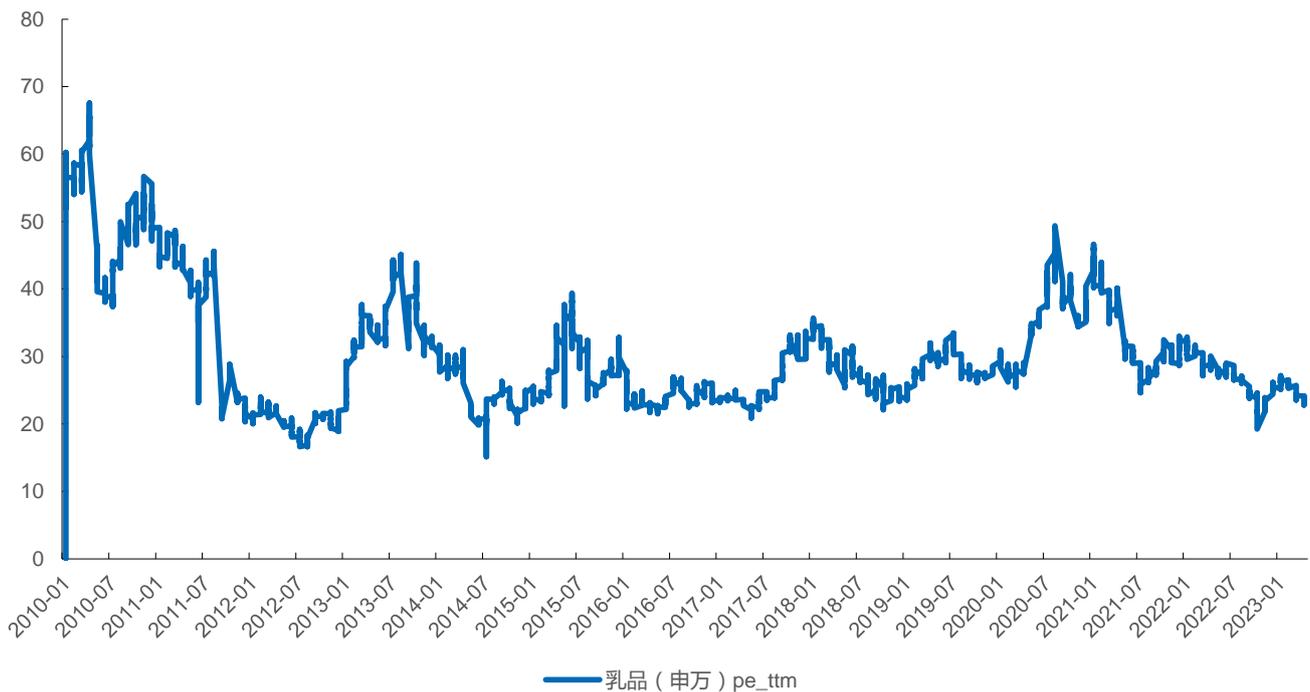
### 乳制品：格局成熟，盈利能力为估值关键

估值方法：通常采用 PE 估值法。行业成熟、格局稳定，半必需属性带来销量相对稳定和提价空间。细分赛道冰激凌、低温鲜奶、奶酪等景气度较高。对于利润延期释放（改革预期的三元、高费投的妙可）的公司可用 PS 作为补充。

驱动因素：关注两个版本的估值故事。（1）奶业双雄竞争趋缓，核心是费投收缩后净利率提升。（2）区域低温乳企的全国化&高端化之路，先是收入的放量，再是净利率的提升。长期关注消费升级趋势和奶价，短期看动销库存和促销费。

估值中枢：板块估值基本位于 30-50X 之间。2020 年疫情发生后乳制品需求向好（提升免疫力和健康营养），估值抬高，2021 年奶价上行叠加消费疲软带动板块回落。板块净利率偏低，低温业务尤其难以形成规模效应，加上双寡头格局稳定，限制了估值。高景气细分赛道内的公司具备成长性，短期利润难以充分释放，但其估值往往不低于龙头伊利。

图表12: 乳制品板块估值 20-40X, 2020 年得到显著抬升



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 指数选取申万二级分类“调味发酵品”, 数据截至 23 年 4 月 27 日)

## 二、海外核心龙头公司发展&估值复盘

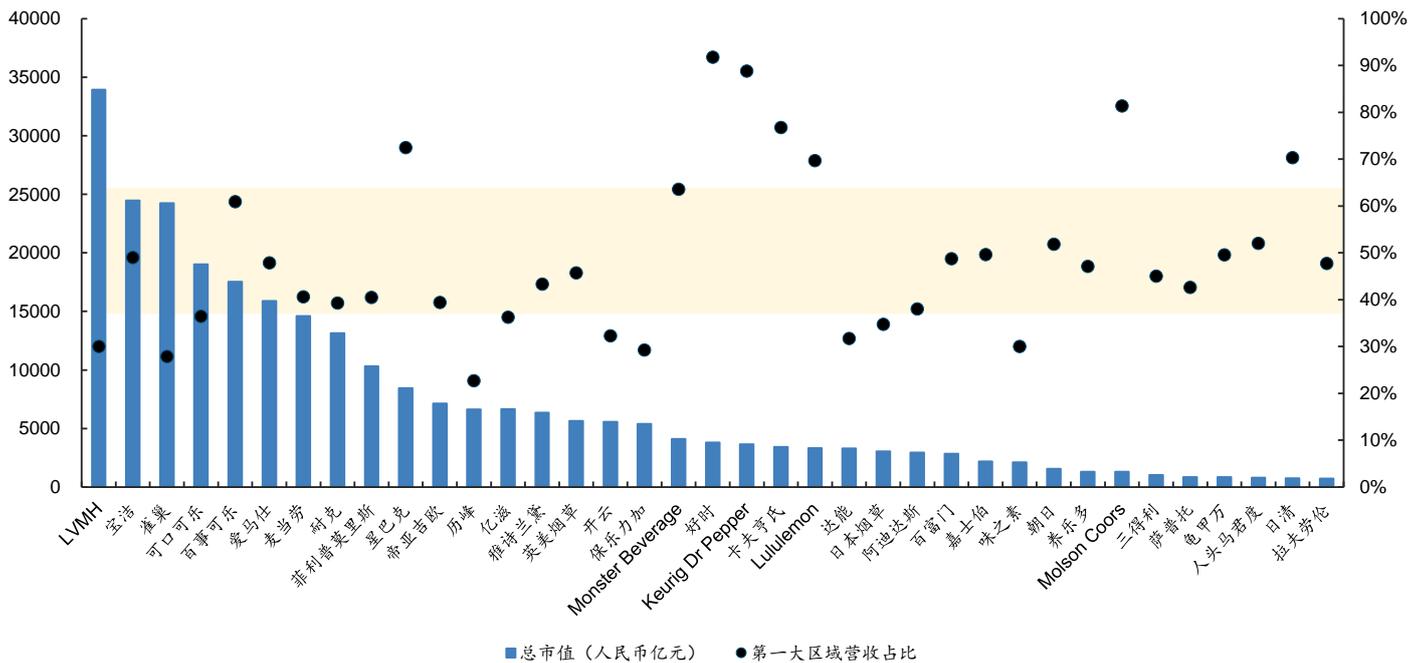
### 总览: 龙头公司业务成熟抗波动强, 估值中枢整体仍有所上移

我们筛选了海外规模性的赛道龙头标的, 包括食品饮料、奢侈品、纺织服装、烟草、化妆品等细分行业。我们主要从三个维度出发: 1) 核心市场的收入贡献度, 即核心市场的收入占比; 2) 收入、利润的增速及稳定性; 3) 估值中枢的演变。最终我们挑选了 40 个市值规模折算成人民币后在 500 亿以上的海外消费类标的。

从收入的集中度角度来看: 头部的消费龙头公司的全球化进程比较深化, 例如爱马仕的第一大区域为亚太地区 (不包括日本), FY22 营收占比约 48%, 而该区域同样为 LVMH 的第一大市场, FY22 营收占比仅为 30%。对食品饮料类公司而言, 雀巢、可口可乐的第一大市场为北美地区, FY22 营收占比为 28%、36%。

但分化也比较明显, 好时在北美地区 FY22 营收占比达 92%, Keurig Dr Pepper 在美国地区 FY22 营收占比达 89%。整体而言, 海外消费龙头公司第一大市场营收占比集中在 40%~60% 间, 我们认为主要系大部分产品品系并不存在严格的区域文化、习俗的壁垒, 而本土市场的单品系消费力、赛道规模具备天花板, 适时出海是实现规模扩张的自然选择。

图表13: 海外消费龙头标的第一大区域营收占比分布

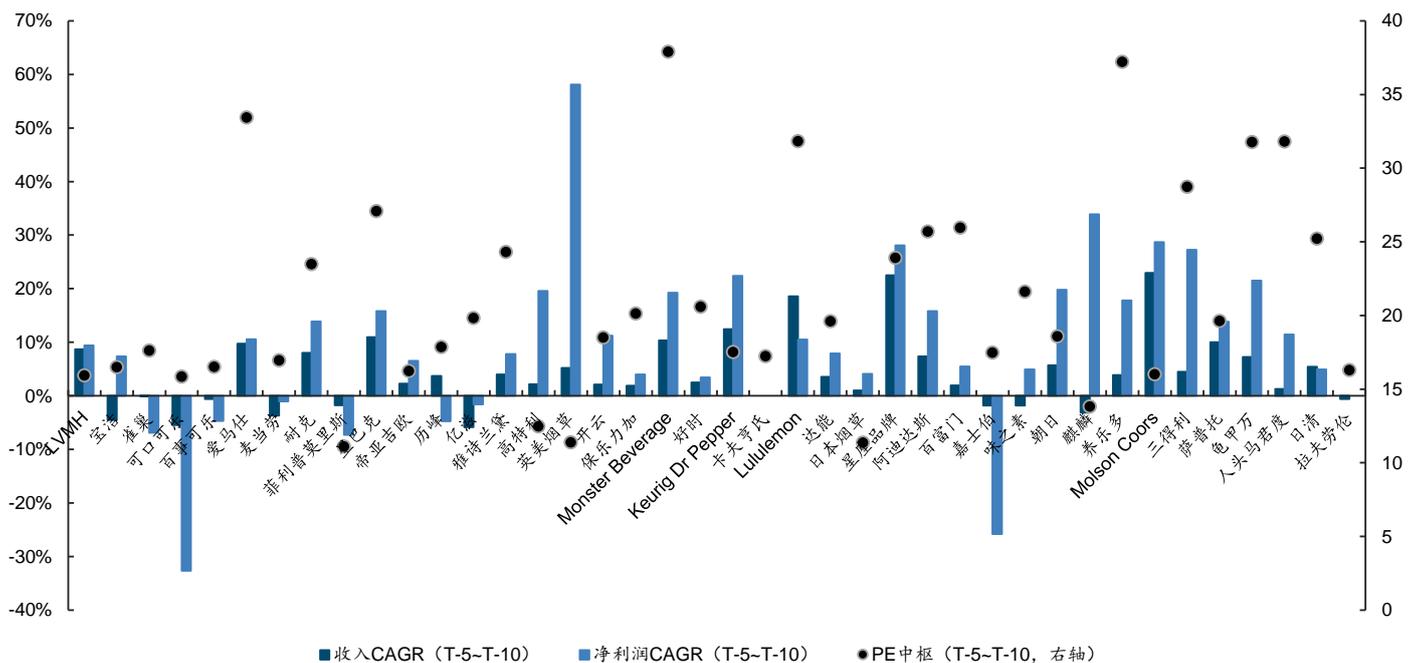


来源: Bloomberg, 各公司财报, 国金证券研究所 (注: 总市值以截至4月27日交易货币及当日汇率折算至人民币, 第一大区域营收占比为近一期财年数据)

无论是在本土提升渗透还是全球化扩张, 本质是为了维持稳定、持续的业绩增长。以5个财年为间隔, 将样本标的近10年来业绩数据分为2个区间, 我们分析了标的在前后2个5年维度下业绩增速的表现, 及估值中枢的变化。

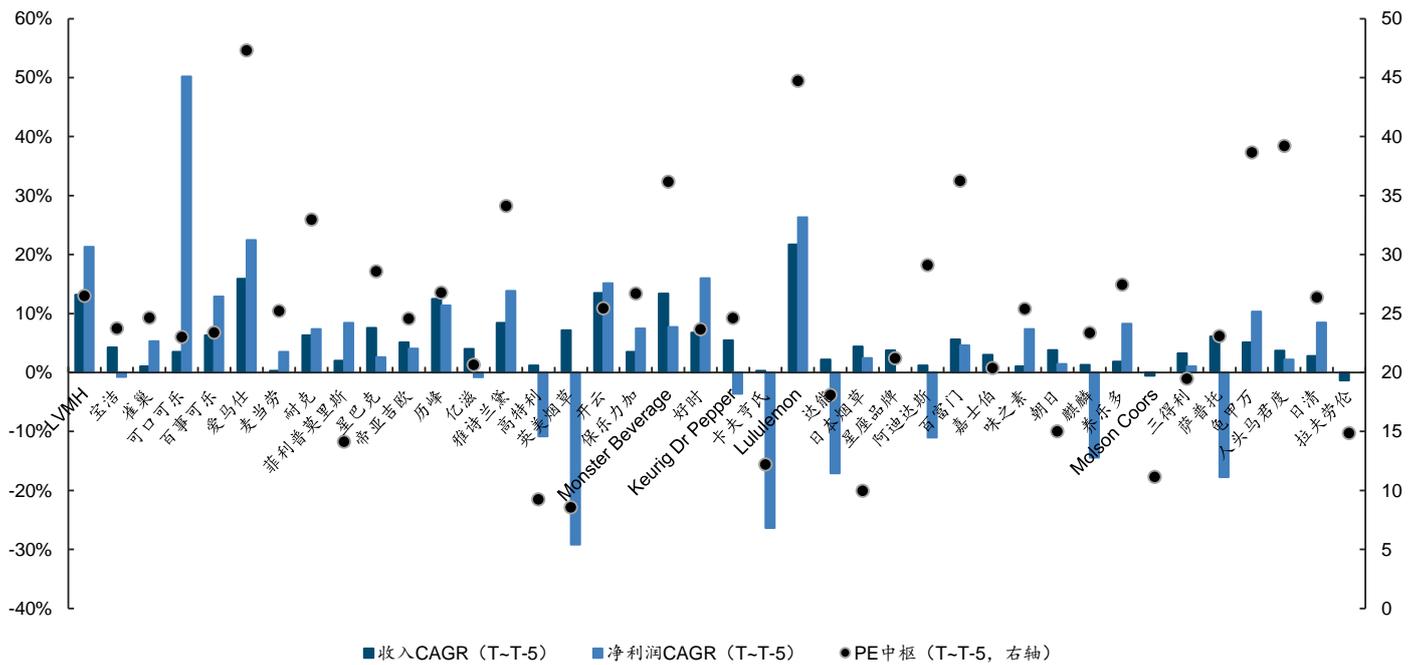
实际上, 37.5%/57.5%的标的近5财年的收入/净利润增速有所下滑, 但主要集中于市值规模后20的样本标的内。因此, 我们认为即使在规模性海外龙头标的中, 头部公司的确定性、韧性仍首屈一指。相对应的, Top10规模的标的估值中枢均有所上移, 高于全样本下70%的比例。整体而言, 近5财年样本标的的收入/利润 CVGR 中枢约 5%/4%, 估值中枢约 25X。

图表14: 海外消费龙头标的 T-5 期~T-10 期财年收入、净利复合增速及期间 PE 中枢



来源: Bloomberg, 各公司财报, 国金证券研究所 (注: T 期为最近一期披露财报的财年, T-5 期为顺延五期之前, T-10 期为顺延十期之前)

图表15: 海外消费龙头标的近五财年 (T期~T-5期) 收入、净利复合增速及期间 PE 中枢

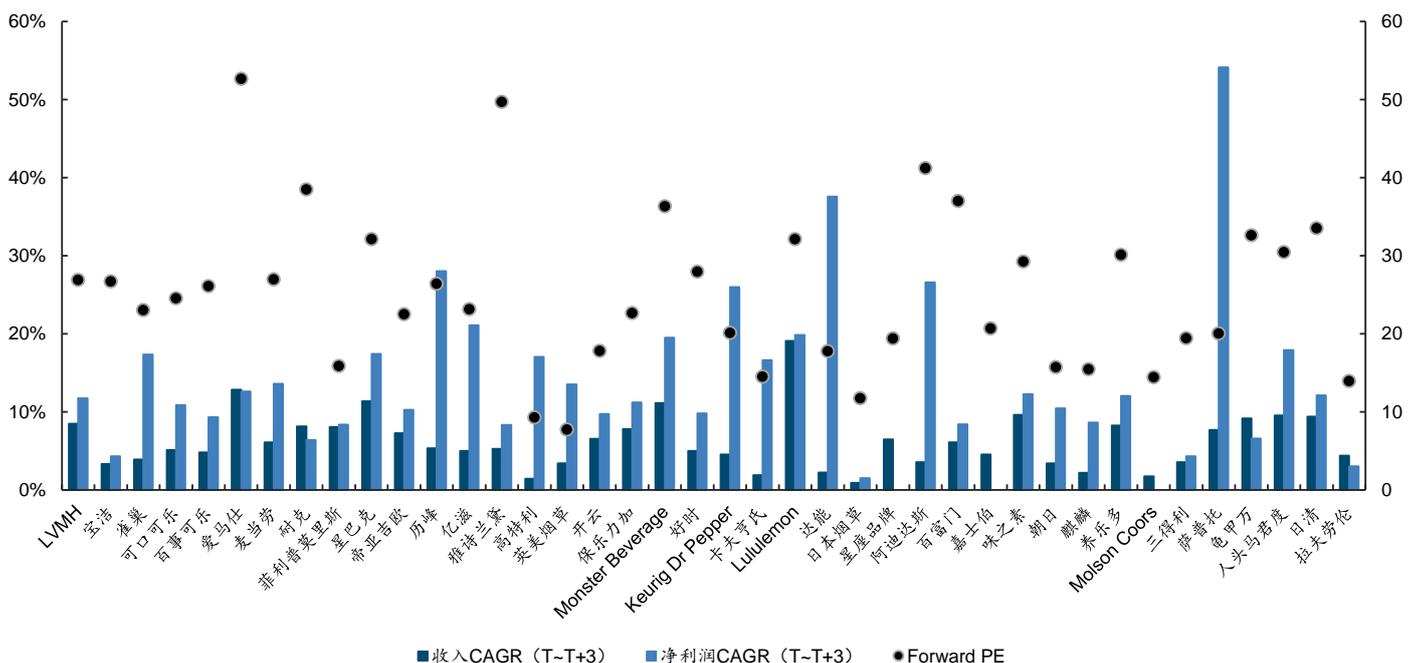


来源: Bloomberg, 各公司财报, 国金证券研究所 (注: T 期为最近一期披露财报的财年, T-5 期为顺延五期之前)

从当下的业绩预期看, 未来 3 期财年下 65% 的样本标的收入 CAGR 上移, 62.5% 的样本标的净利润 CAGR 上移, 收入/净利润 CAGR 的中枢分别为 6%/15%, 特别是利润端呈现明显的弹性, 隐含对外部环境趋好、龙头竞争力提升的预期。

当前对 Forward PE 的中枢在 25X, 其中奢侈品龙头爱马仕的 Forward PE 最高达 53X, 对应收入/净利润 CAGR 均为 13%; Forward PE 低于 10X 的标的包括高特利、英美烟草, 为烟草行业的头部公司, 收入 CAGR 分别为 1%/3%, 净利润 CAGR 分别为 17%/14%。此外, 帝亚吉欧 Forward PE 为 22X, 对应收入/净利润 CAGR 分别为 7%/10%; 保乐力加 Forward PE 为 23X, 对应收入/净利润 CAGR 分别为 8%/11%; 龟甲万 Forward PE 为 33X, 对应收入/净利润 CAGR 分别为 9%/7%。

图表16: 海外消费龙头标的未来三期财年 (T期~T+3期) 收入、净利复合增速及 Forward PE

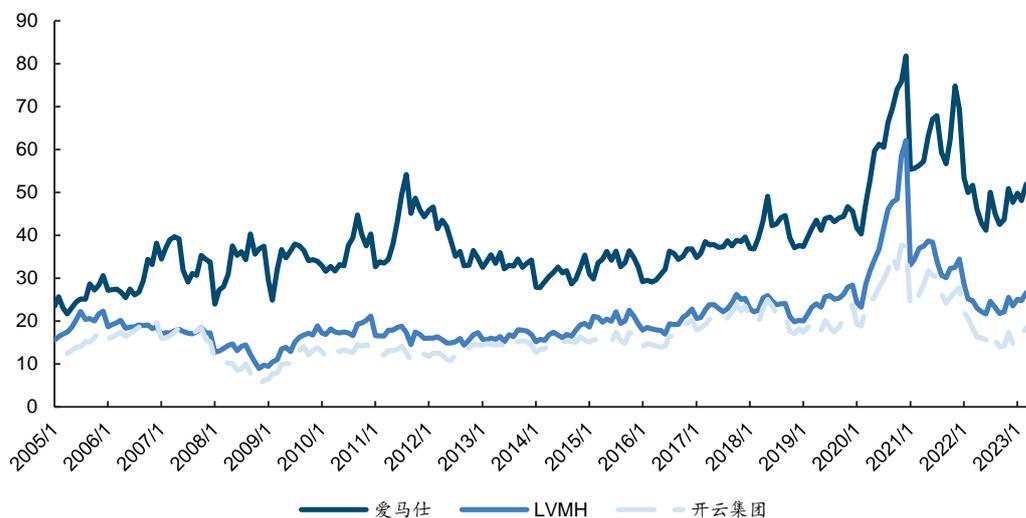


来源: Bloomberg, 各公司财报, 国金证券研究所 (注: T 期为最近一期披露财报的财年, T+3 期为远期三期, 数据截至 23 年 4 月 27 日)

### 奢侈品：绝妙的商业模式，估值具备充沛遐想空间

从估值层面来看，海外龙头标的存在明显的估值分化，爱马仕的估值水平持续高于 LVMH 与开云集团，但估值的波动存在趋同性。具体而言，2010~2019 年爱马仕/LVMH/开云集团的 Forward PE 均值分别为 37X/20X/16X，2020 年至今分别为 56X/32X/24X（2020-2021 年疫情扰动下估值明显波动，当前对应 Forward PE 约 53X/27X/18X）。

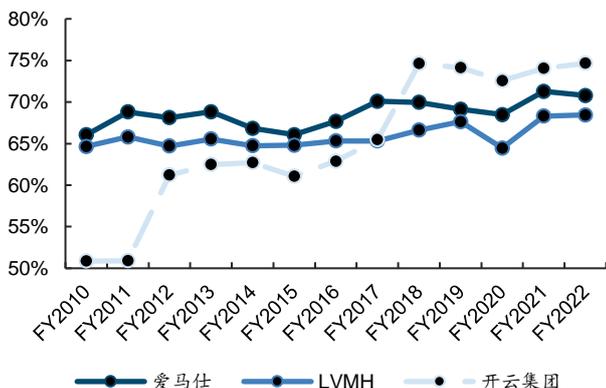
图表17：2005 年至今，爱马仕/LVMH/开云集团 Forward PE



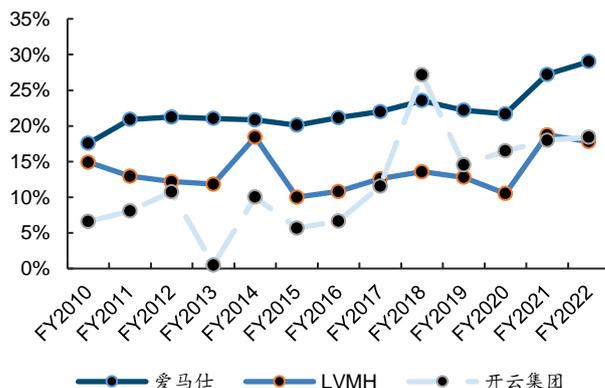
来源：Bloomberg，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 4 月 27 日）

从财务层面来看，无论是毛利率/净利率，爱马仕的稳定性均占优，FY2022 爱马仕/LVMH/开云集团的毛利率分别为 71%/68%/75%；而从净利率的角度看，爱马仕稳健占优（FY2022 为 29%，明显高于 LVMH/开云集团的 18%）。

图表18：FY2010~2022 爱马仕/LVMH/开云集团毛利率



图表19：FY2010~2022 爱马仕/LVMH/开云集团净利率



来源：Bloomberg，各公司财报，国金证券研究所

来源：Bloomberg，各公司财报，国金证券研究所

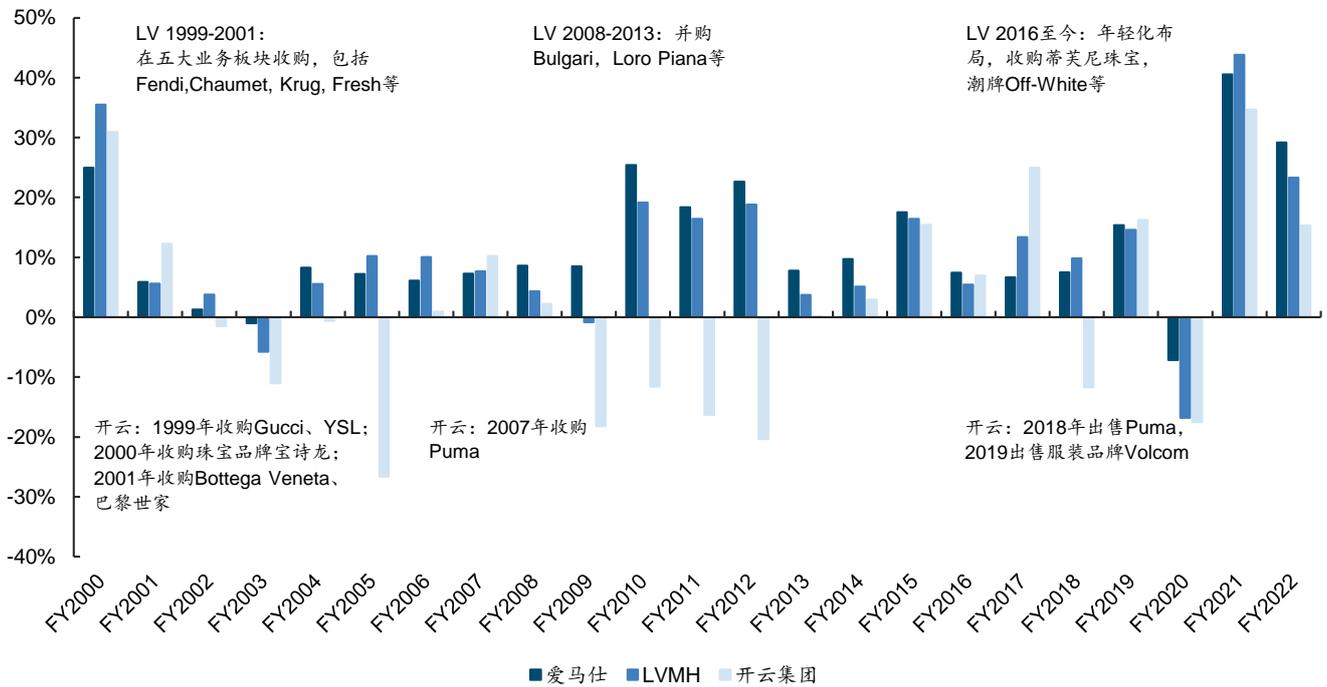
结合财务层面分析，我们认为爱马仕的估值溢价部分来源于确定性，核心是主业深耕、品牌调性占优。从收入增速角度看，疫情扰动前 FY2009~2019 爱马仕/LVMH/开云集团营收 CAGR 分别为 13.7%/12.1%/-0.4%，而调整后 EPS 的 CAGR 分别为 18.2%/14.8%/16.3%。即使考虑更长的周期，FY1991~2019 爱马仕营收 CAGR 为 11.4%，保持了长期稳健的增长，仅在 FY2003/FY2020 期间未实现正增长。

我们认为爱马仕的稳健性同经营特点相关，公司历史悠久、家族运营，在 1993 年上市前产品品类及销售地区的版图已经基本定型，长期坚守品牌文化、子品牌均强调工匠精神，打造了奢侈品类里突出的品牌调性，涉及的领域包括手工珠宝首饰、银具、皮具等。

相比而言，LVMH 与开云集团较频繁地运用收并购方式进行扩张，呈现多元化、多品牌经营的范式。当前开云集团旗下品牌包括 Gucci、YSL、Bottega 等，而 LVMH 在皮具等奢侈品外还涉足了酒类、精品零售等业务。实际上，多元化是打破规模天花板、分散化风险的

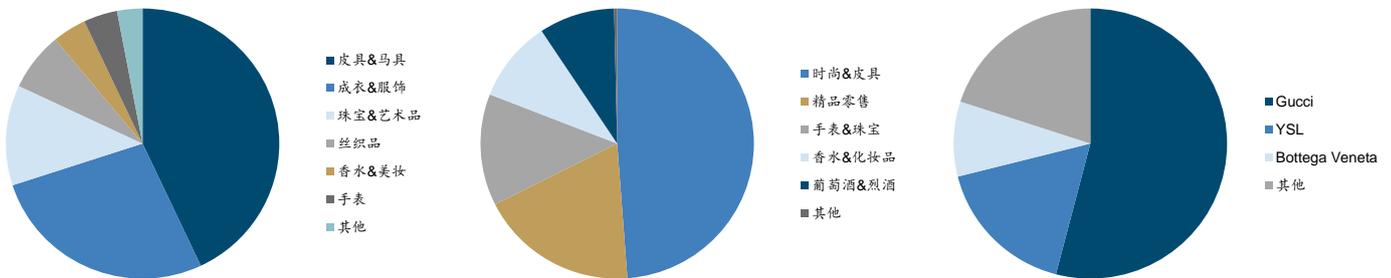
方式，以降低公司对单一市场/消费群体的依赖，但多元化业务的操盘也对管理层的能力有所要求。

图表20: FY2000~2022 爱马仕/LVMH/开云集团销售收入增长率及主要收并购事项



来源: Bloomberg, 各公司财报, 国金证券研究所

图表21: FY2022 爱马仕/LVMH/开云集团收入结构拆分

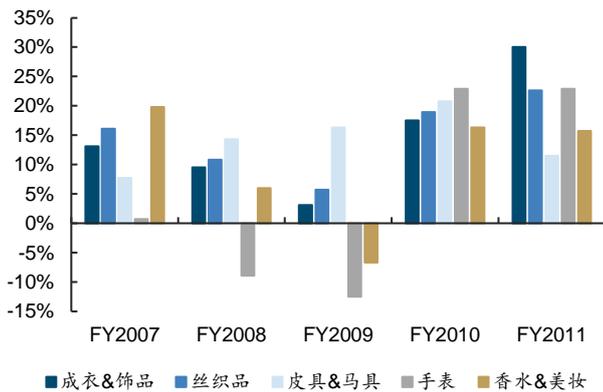


来源: 各公司财报, 国金证券研究所 (注: 从左往右依次为爱马仕、LVMH、开云集团)

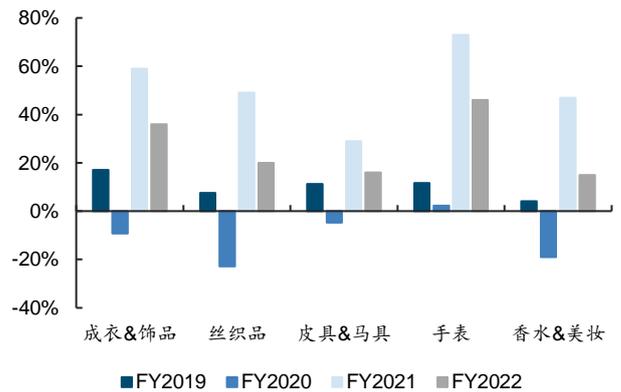
此外, 三家头部公司在外部扰动下的抗风险性也不尽相同, 但后续均表现出强劲的反弹, 这也表明了奢侈品, 或高端品赛道需求的韧性。具体而言:

- 1) 爱马仕皮具&马具作为公司最高端、收入占比最高的品类(近五年占比 42%-50%), 在疫情期间虽有小幅负增长, 但后期消费场景放开后迅速反弹, 仍有 20%+增长。
- 2) LVMH 所有业务均负增长, 其中时装皮具受影响最小, FY2020 收入下降 5%; 精品零售受消费场景牵制, 收入下降 31%。
- 3) 对开云集团而言, Gucci 作为盈利能力最强的品类(FY2022 营业利润率 35.6%), 在 FY2020 期间营收跌幅最大(达 23%), 同期 YSL 跌幅为 15%, 而 Bottega Veneta 录得 4%正增。

图表22: FY2007~2011 爱马仕分产品营收增速



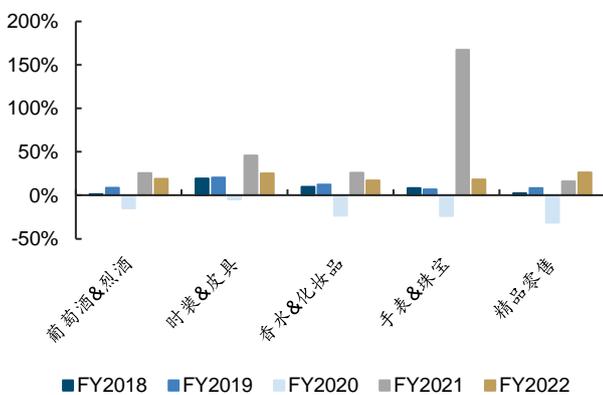
图表23: FY2019~2022 爱马仕分产品营收增速



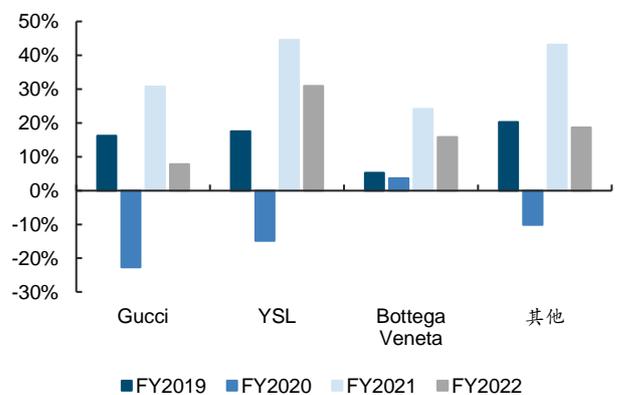
来源: 爱马仕财报, 国金证券研究所

来源: 爱马仕财报, 国金证券研究所

图表24: FY2018~2022 LVMH分产品营收增速



图表25: FY2019~2022 开云集团分产品营收增速



来源: LVMH 财报, 国金证券研究所

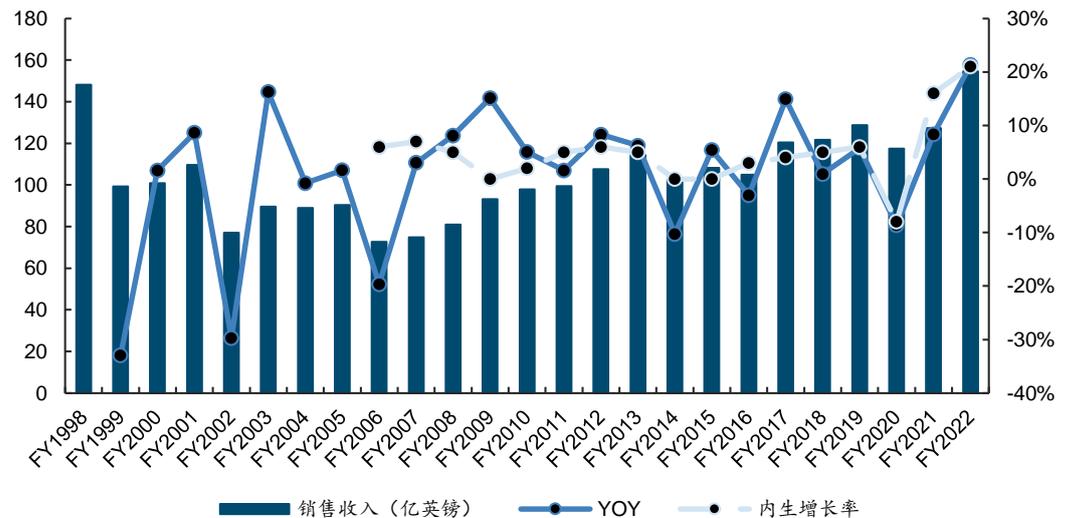
来源: 开云集团财报, 国金证券研究所

### 帝亚吉欧: 烈酒赛道龙头, 成熟期增速趋缓, 高端化&外拓延续增长

帝亚吉欧于 1997 年由两家酒业龙头公司合并成立, 目前为全球烈酒龙头之一, 我们总结而言主要经历了三个发展阶段:

- 1) 1997-2003 年逐步聚焦核心业务、优化结构: 公司从 2000 年起决定聚焦高端酒类, 陆续剥离了包装食品 Pillsbury、汉堡王连锁餐厅等非核心业务, 并于 2001 年收购了酒类龙头施格兰集团 (Seagram)。
- 2) 2004-2013 年帝亚吉欧在全球不断开辟新市场、巩固存量市场: 公司在成熟市场收购优质高端品牌, 在新兴市场发掘本土影响力品牌, 收购公司包括俄罗斯伏特加品牌 Smirnov、国内水井坊、越南最大烈酒品牌 Halico、印度联合烈酒龙头 USL 等等。当前帝亚吉欧覆盖全世界 180+ 国家, 布局基本就是在此期间定型。
- 3) 2014-至今深耕高端市场、持续优化结构: 在完成全球布局后, 帝亚吉欧开始深耕高端烈酒市场、优化产品结构, 超高端品类增长贡献变大。一方面, 公司出售部分葡萄酒、啤酒等非核心业务; 另一方面, 持续收购、增持动作, 例如收购超高端龙舌兰品牌 Don Julio、Casamigos、21Seeds 等, 高端品牌矩阵进一步细化。

图表26: FY1998~2022年帝亚吉欧销售收入及增速

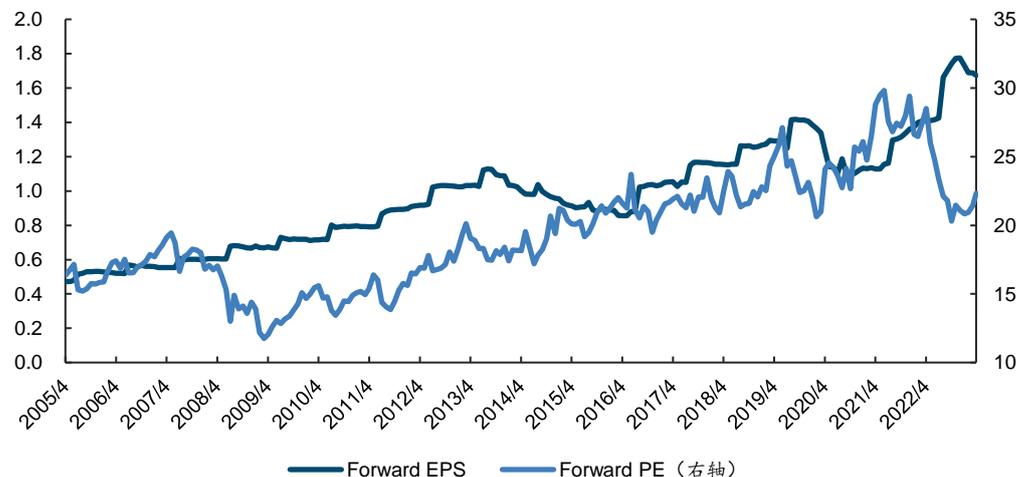


来源: Bloomberg, 帝亚吉欧财报, 国金证券研究所

由于频繁的收并购等行为,公司的收入波动较为明显。从剔除该部分的影响后的内生增长角度来看, FY2006~2019年均维持在个位数或持平的水平, FY2020在外部扰动下录得明显下滑,但 FY2021~2022亦呈现较强的弹性。

从估值的维度看,自2009年以来公司步入震荡上行通道,2009~2021年间中枢不断上移。2018年至今公司 Forward PE 中枢约 24X (2013~2017 年中枢约 20X),当前 Forward PE 为 22X。实际上将 Forward EPS 同实际披露值来看, FY2015~2019 期间持续录得超预期,但 FY2020~FY2022 业绩兑现略低于预期。

图表27: 2005年~至今一致预期下帝亚吉欧EPS及PE走势

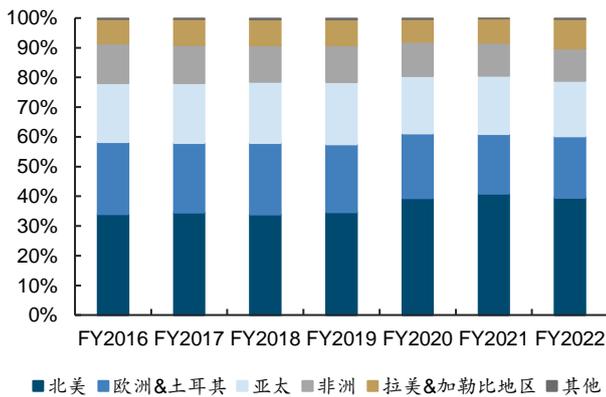


来源: Bloomberg, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 4 月 27 日)

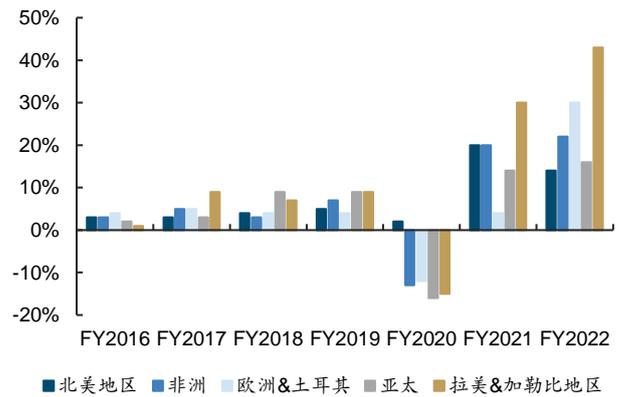
目前,公司价格带从高到低分为 5 类:顶级高端(Ultra Premium)、超高端(Super Premium)、高端(Premium)、标准(Standard)以及价值(Value)。从品牌调性上分为三类:全球性大规模品牌(Global giants)、区域龙头(Local stars)和主打奢华调性的珍选品牌(Reserve)。其中高端及以上品牌在 FY2022 净销售占比 57%,贡献了 71%的内生增长;珍选品牌收入占比逐年上升, FY2022 达到 27% (FY2019 为 19%)。

在布局全球的基础上,公司的多品牌、多价格带组合以及在高端市场的发力使其能够从市场整体消费升级中受益,而在经济下滑、部分群体消费降级时仍有相应价格带产品给予支撑,让公司具备韧性。尽管 2020 年受外部风险扰动,但高端需求的韧性一定程度上对冲了其他品类的下滑。例如在最为高端化的北美市场利润不降反增,两大超高端龙舌兰品牌 Don Julio 和 Casamigos 销量甚至实现两位数增长,而珍选品类增长率受疫情影响也最小。

图表28: FY2016~2022 帝亚吉欧分地区销售结构



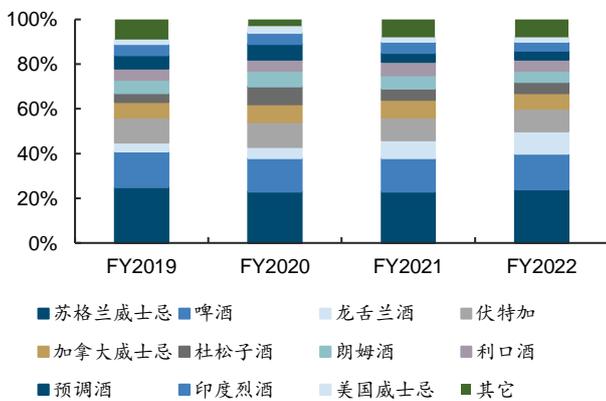
图表29: FY2016~2022 帝亚吉欧分地区销售内生增长率



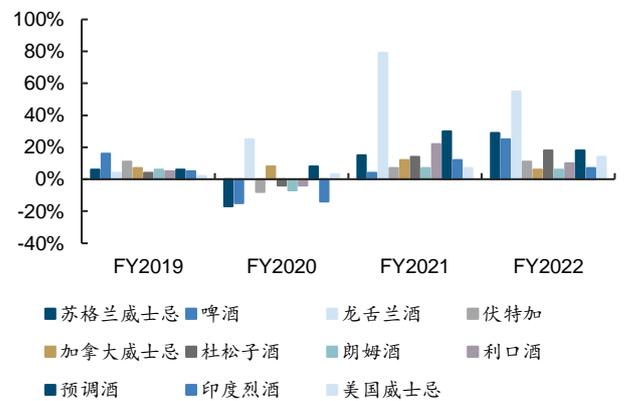
来源: 帝亚吉欧财报, 国金证券研究所

来源: 帝亚吉欧财报, 国金证券研究所

图表30: FY2019~2022 帝亚吉欧分产品销售结构



图表31: FY2016~2022 帝亚吉欧分产品销售内生增长率

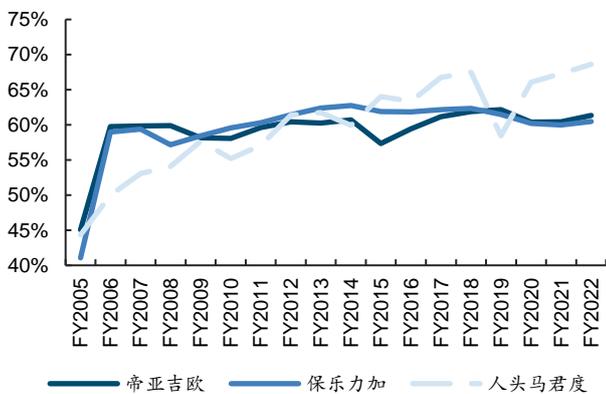


来源: 帝亚吉欧财报, 国金证券研究所

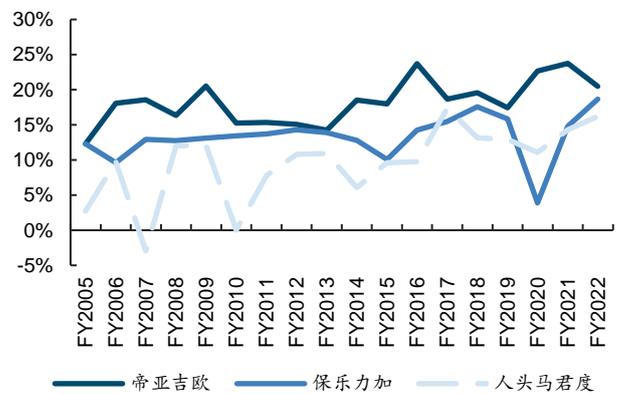
来源: 帝亚吉欧财报, 国金证券研究所

同为在高档品牌发力的国际烈酒龙头, 保乐力加和人头马君度与帝亚吉欧有诸多相似之处, 估值演绎也具备可比性。三家公司均通过收购高端品牌优化产品结构, 毛利率已提升至60%以上。在产品、区域布局定型后, 当前均已进入下一发展阶段, 在高端市场通过细分领域的差异化竞争。

图表32: FY2005~2022 帝亚吉欧/保乐力加/人头马君度 毛利率走势



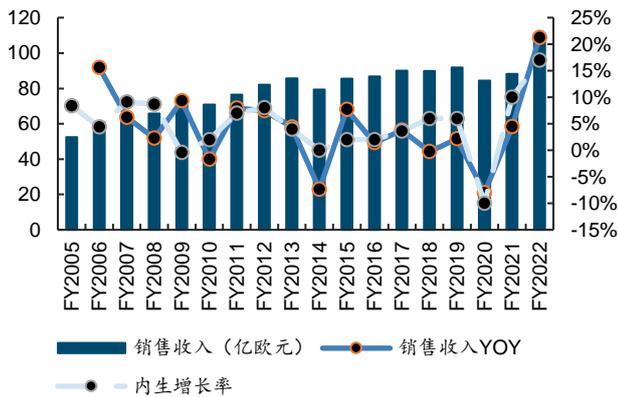
图表33: FY2005~2022 帝亚吉欧/保乐力加/人头马君度 净利率走势



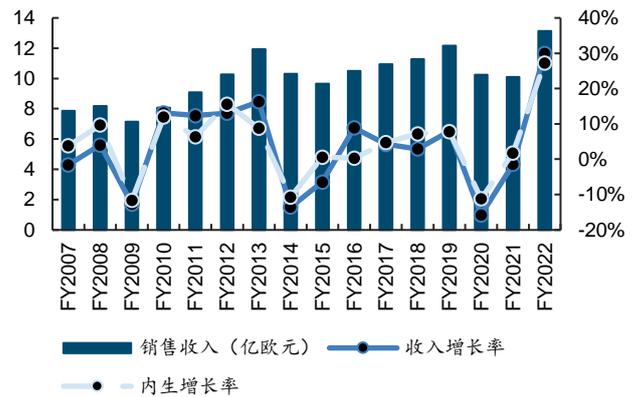
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: FY2005~2022 保乐力加收入及增速



图表35: FY2005~2022 人头马君度收入及增速

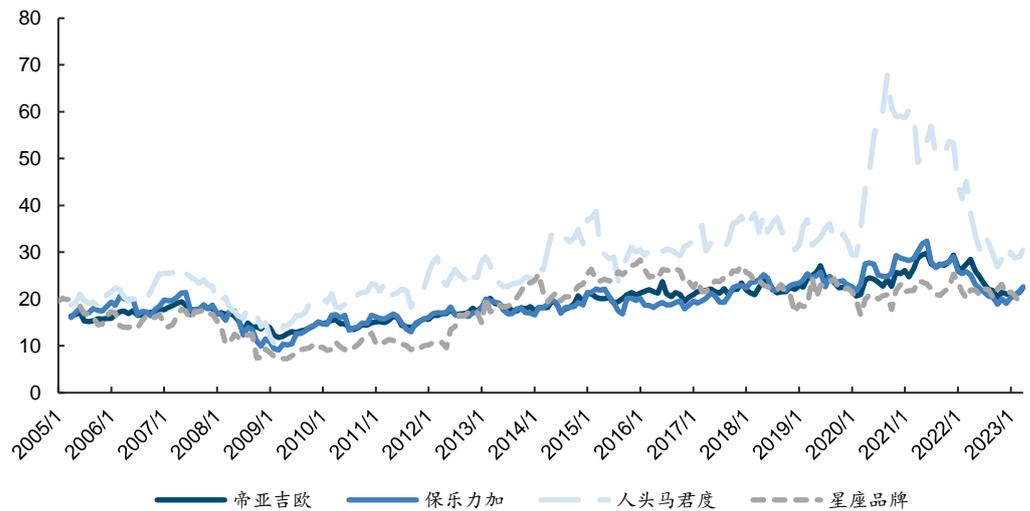


来源: 保乐力加财报, 国金证券研究所

来源: 人头马君度财报, 国金证券研究所

此外, 三家公司的历史估值演绎模式也很相似: 08-09 年金融危机估值中枢下移, 之后伴随着业绩兑现而逐步回升。2022 年以来估值基本恢复至疫情前水平, Forward PE 中枢在 20-30X 区间。

图表36: FY2005~至今帝亚吉欧/保乐力加/人头马君度 Forward PE



来源: Bloomberg, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 4 月 27 日)

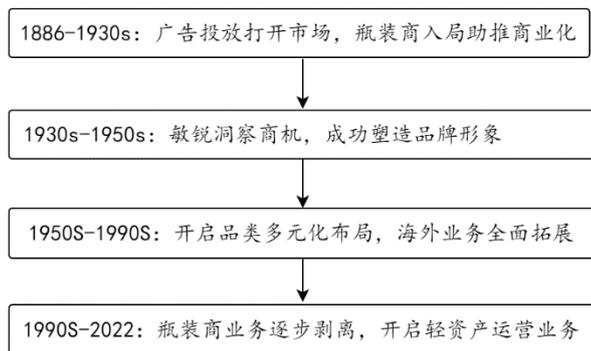
### 可口可乐: 灵活应变, 穿越周期

#### ■ 从可口可乐发展史看公司破局之道

##### (1) 1886-1920s: 广告投放打开市场, 瓶装商入局强化渠道力

可口可乐 (KO.N) 1886 年诞生于美国亚特兰大, 最初是一种在药房售卖能治疗精神压力的糖浆, 后凭借大量的广告营销打开市场。公司初期仅售卖糖浆, 1899 年赋予瓶装商特许经营权, 使得口味趋于标准化, 同时增强了对渠道的管控能力。19 世纪末 20 世纪初, 公司每年采取约 30 种广告形式, 分发 100 多万份广告宣传品, 快速提升品牌曝光量。截至 1930 年公司年销售额突破 1 亿美元。

图表37: 可口可乐各阶段发展历程及战略布局



图表38: 1900s 可口可乐通过名人代言提升品牌知名度



来源: 国金证券研究所

来源: 可口可乐公司官网, 国金证券研究所

(2) 1930s-1940s: 借助二战顺利化解危机, 品牌形象深入人心

1929-1933年“大萧条”席卷美国, 美国经济大幅衰退, 居民消费意愿急剧下滑, 5年间美国GDP/人均消费支出CAGR分别-7.4%/ -5.5%。面对消费环境颓势, 公司一方面加强市场调研和研发投入, 推出新包装“六瓶装”以满足其主要受众(家庭妇女)的消费需求; 另一方面转变营销策略, 从强调“危机感”转为强调“轻松休闲”的生活态度, 并将品牌同美国宗教和饮食文化相绑定, 实现收入逆势增长。

敏锐觉察二战商机, 成功塑造国民品牌形象。1931-1945年二战时期, 美国军方向全国征集后勤资源订单, 可口可乐成为随军主要饮品之一, 并宣称以5美分的价格让军人买到可口可乐, 届时可口可乐的需求量和知名度骤增。伴随着美军行踪遍布世界, 全球品牌塑造逐步完善。同期公司还将可口可乐品牌与友谊、社区捆绑营销, 赋予更深层精神含义。

图表39: 大萧条期间美国GDP和人均消费支出下滑明显



来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: 可口可乐品牌与友谊和社区捆绑营销



来源: adbranch, 国金证券研究所

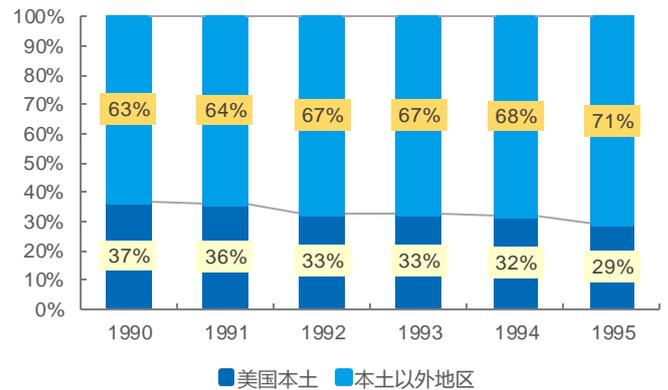
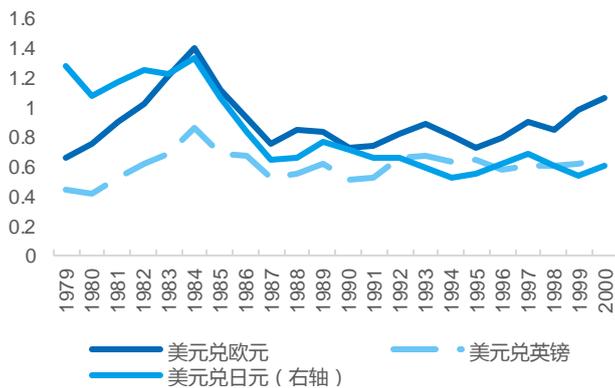
(3) 1950s-1990s: 品类多元化布局, 海外业务全面拓展

面对百事可乐等竞争对手的崛起, 公司采取品类多元化战略, 1960s相继推出雪碧、芬达, 扩充了可乐之外的碳酸饮料品类。20世纪80年代, 公司聚焦低糖碳酸饮料, 打造新品牌健怡可乐, 并通过外部并购和内部创新并举的措施, 陆续进入了一系列非碳酸饮料领域, 如茶和咖啡、果汁等。截至20世纪末, 公司已形成多层次多品类的产品矩阵, 充分把握软饮料行业的市场机遇, 满足不同消费者群体的需求。

1980s美元汇率下行, 公司趁势全面扩张海外业务。二战后公司积极推进国际业务, 但受制于美元汇率高企难有突破。1984年起美元汇率走弱, 海外业务迎来转机, 公司开始大举进军亚洲、欧洲和拉丁美洲等市场, 在全球范围以独资或合资形式新建装瓶厂, 大规模收购经营较差的特许经营装瓶厂, 跨国业务迅速扩张, 海外利润占比从1990年的63%提升至1995年的71%。

图表41: 美元汇率走低为可口可乐海外业务扩张创造条件

图表42: 1995 可口可乐海外业务利润占比提升为 71%



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 可口可乐公司年报, 国金证券研究所

#### (4) 1990S-至今: 瓶装商业逐步剥离, 开启轻资产运营模式

两次金融危机冲击宏观经济, 公司于震荡中强化全品类。1997 年、2008 年世界范围内相继爆发金融危机, 美国三大指数全线收跌, 经济动荡下企业倒闭, 工人失业, 可口可乐业务受到猛烈冲击, 增长一度陷入停滞。公司逆境中积极求变, 将产品定位调整为“划算”的饮料, 符合消费力下降的大背景。危机期间, 公司持续在全球范围内完善产品矩阵, 推出矿泉水 Dasani、高端气泡水 appletiser、能量饮料 Monster 等细分产品, 借助营销投入和品牌先发优势, 公司收入于 1999、2011 年恢复增长。

图表43: 金融危机后可口可乐收入增速放缓

图表44: 可口可乐旗下品牌矩阵于 1990 后逐步完善



品类	品牌名称
碳酸饮料	可口可乐 (1886), 芬达 (1941), 雪碧 (1961), 健怡可乐 (1982), 怡泉 (1999)
水, 咖啡和茶	Powerade (1988), smartwater (1996), Dasani (1999), Gold Peak Tea (2006), Peace Tea (2009), FuzeTea (2012), Topo Chico (2017), BODYARMOR (2018), Costa Coffee (2019), AHA (2020)
果汁, 乳制品和植物性饮料	Del Valle (1997), AdeS (1988), Simply (2001), Minute Maid Pulpy (2003), Minute Maid (2004), fairlife (2012), innocent (2013)
酒精饮料	Fresca Mixed (2000), Simply Spiked (2016), Topo Chico Hard Seltzer (2021), Jack Daniel's & Coca-Cola (2022)

来源: Wind, 国金证券研究所

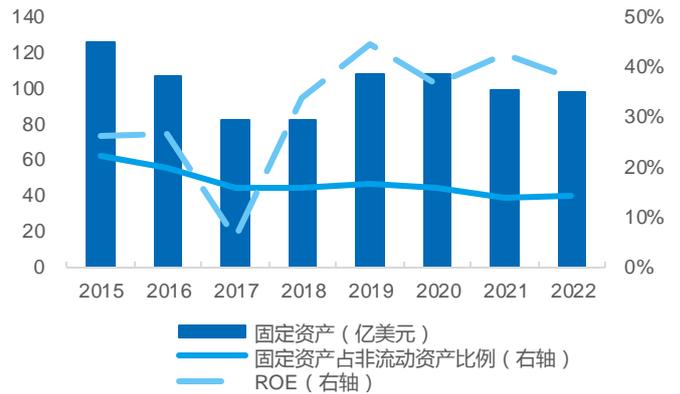
来源: 可口可乐公司官网, 国金证券研究所

剥离瓶装商业, 开启轻资产运营模式。经历过几次金融危机后, 公司在全球范围内扩张较为乏力, 收入和利润呈下滑态势。2015 年公司开始向其装瓶业务合作伙伴出售工厂、库房和运输卡车, 以聚焦主业、削减成本, 并计划将瓶装投资集团 BIG 分拆上市。2015-2022 年, 公司装瓶收入占比从 52% 下降至 18%。通过瓶装业务的整合再造, 公司业务结构中高毛利的销售浓缩液和糖浆占比提升, 同时上游 PET、纸箱等包材成本风险得以规避, 2021 年公司 ROE 达到峰值 25.3%。

图表45: 2015-2022 装瓶收入占比从 51.7%下降至 18.3%



图表46: 轻资产模式推动公司盈利能力提升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### ■ 解析可口可乐估值驱动因素

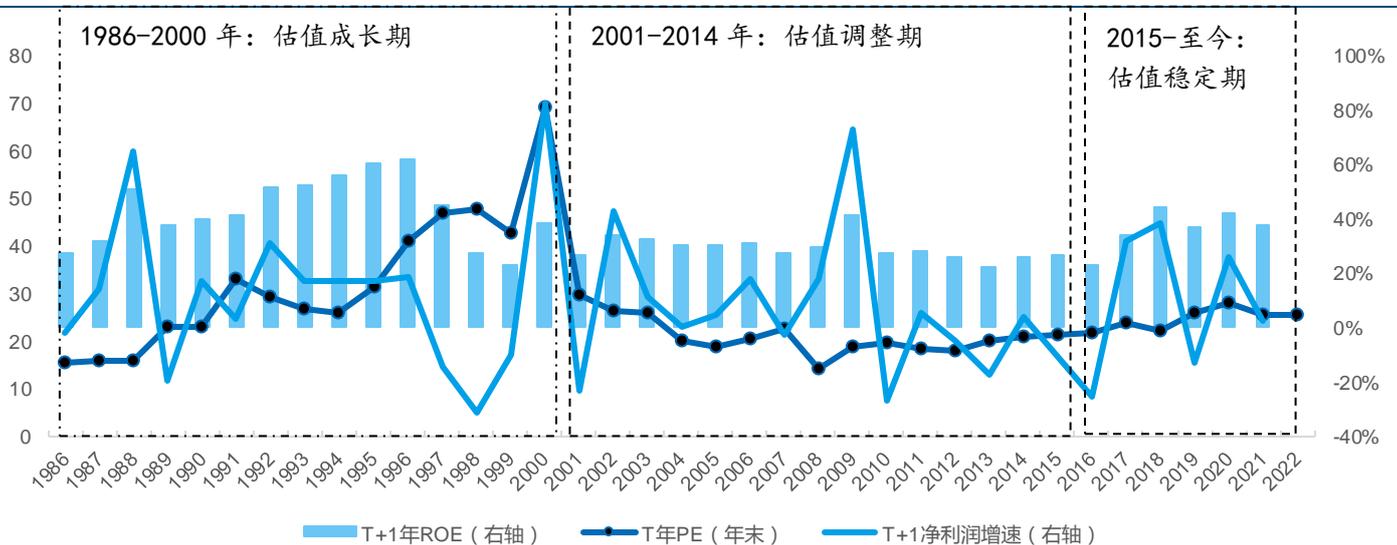
我们复盘了可口可乐 1986-2022 年 PE 的走势, 通过与多项财务指标进行对比, 发现公司 T 年的 PE 与 T+1 年的 ROE、净利润增速走势具备相同趋势。

估值成长期 (1986-2000 年): 自 1988 年起公司 PE 呈现上升趋势, 2000 年达到峰值 69x。同期 ROE 持续上升, 1987 年 27% 提升至 2001 年 38%, 净利润增速不断提升, 1987-1997 年 CAGR 在 16% 左右。

估值调整期 (2001-2014 年): 2001 年起公司 PE 出现断崖式下滑, 并在之后的 8 年时间内连续走低, 我们认为主要系瓶装投资部 BIG 成立后, 公司资源分散在供应链、渠道方面, 拖累 ROE 和净利润。2008 年叠加金融危机冲击, PE 下降至最低值 14x。

估值平稳期 (2015-至今): 2015 年公司剥离瓶装商业业务后, ROE 和盈利能力大幅改善, PE 从 21x 恢复至 25x。即便期间受疫情扰动, 20-22 年净利润增速 CAGR 仅 2.3%, PE 仍然稳定在 25x 左右。

图表47: PE 走势与未来利润增速和 ROE 存在正相关关系

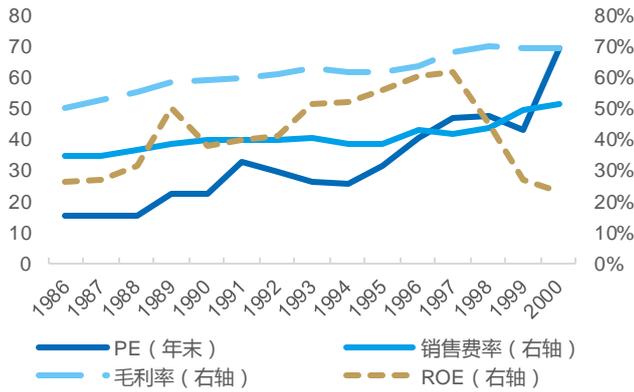


来源: Bloomberg, 国金证券研究所 (注: 2017 年所得税支出较高导致净利润过低, 为更好呈现变化趋势, 2017 年所得税支出取过去三年平均值)

#### (1) 估值成长期: 多维策略改善盈利能力

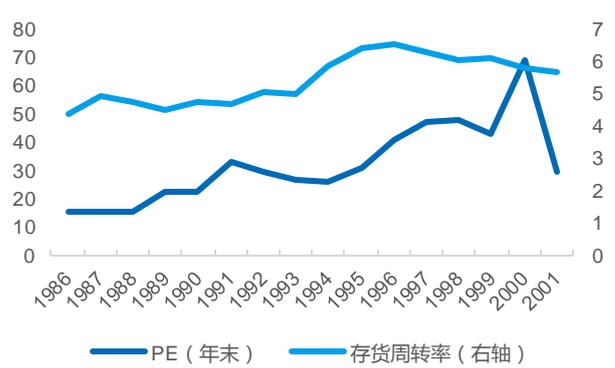
我们认为这一期间 ROE 和盈利能力提升是外部环境改善、公司品牌价值共同作用的结果, 后者具体体现在营销、产品与供应链、市场开拓方面。1980s 美国走出滞涨危机, 叠加里根政府减税降费政策, 消费迎来牛市。1) 公司持续加大营销能力建设, 不仅实现广播、电视、影视等广告形式的全覆盖。1990s 推出如 Sprite、Fanta 等爆品, 1998 年毛利率达到高点 70.4%, 较 1986 年提升约 10pct。2) 同期公司精益管理生产、供应链系统, 提升了生产效率和存货周转能力。3) 公司全球扩张进程加快, 在不同地区实施差异化战略, 并建立瓶装商整合系统, 推动公司 ROE 持续走高。

图表48: 开源节流助推 PE 持续走高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表49: 库存周转效率提升推动 PE 改善

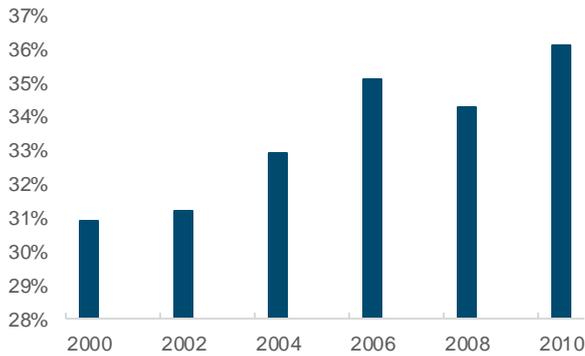


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(2) 估值调整期: 经营环境恶化冲击

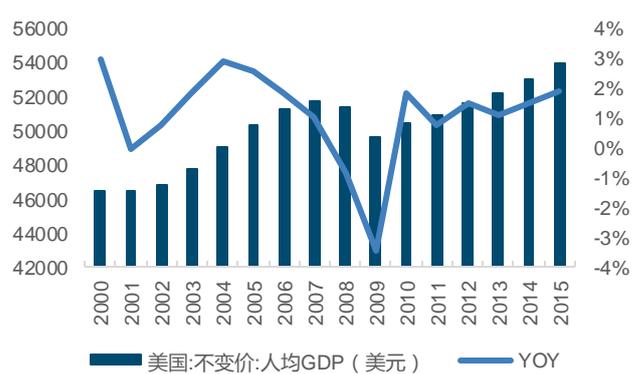
2000-2008 年, 全球突发恶性事件较多, 如金融危机爆发、互联网泡沫破灭、911 事件等, 对消费者信心造成较大扰动, 伊拉克战争的爆发更是在全世界范围内掀起抵制美国产品的浪潮。此外, 美国国内患肥胖症人数不断增加, 可口可乐被冠以不健康的饮品, 许多学校禁用碳酸饮料, 在此期间公司盈利能力大幅下降, PE 走低。

图表50: 2000 年起美国肥胖症人口占比持续提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表51: 2008 年后美国人均 GDP 增速放缓



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(3) 估值平稳期: 重组业务景气度延续

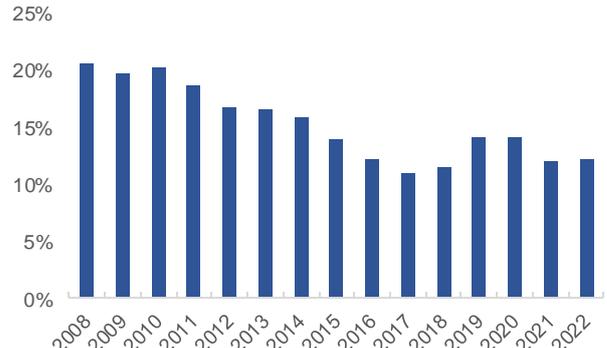
公司持续巩固市场地位的同时, 积极开展业务整合, 聚焦主业对冲风险。2015 年 8 月, 合并欧洲三家大型瓶装公司, 2016 年正式宣布在中国重组瓶装业务的计划, 旨在逐步过渡到 100% 的特许经营模式。2017 年, 公司剥离了大量的瓶装商, 虽短期导致相关兼并/收购费用大幅增加扰动净利润, 但长期利好 ROE 健康发展。

图表52: 2015 年起可口可乐毛销差逐步提升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表53: 可口可乐固定资产占比随瓶装业务剥离降低



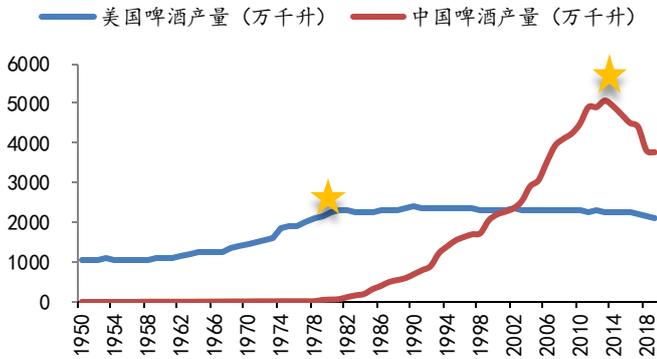
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

**百威：存量竞争下积极求变，经营韧劲持续彰显**

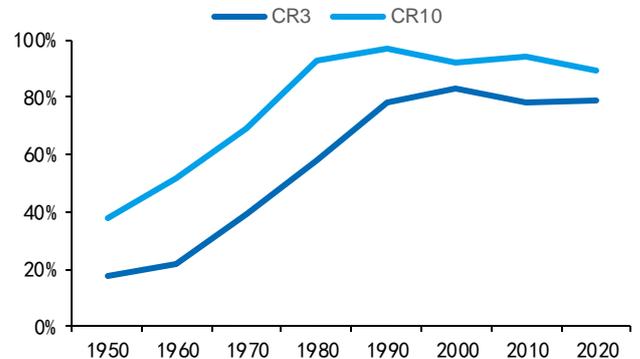
美国啤酒 80 年代步入存量竞争期。美国啤酒产量在 1981 年达到 2290 万千升后触顶回落，由增量期正式进入存量期，系年轻人占比、人均啤酒渗透率见顶，此后的 40 年内产量波动幅度不大。1980 年之后 CR3 接近 80%，小企业逐步出清，竞争格局较为清晰，市场被三大啤酒巨头百威、米勒和康胜寡头垄断。

图表54：美国啤酒在 1981 年见顶

图表55：美国啤酒竞争格局在 80 年代后趋于稳定



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Beer history，国金证券研究所

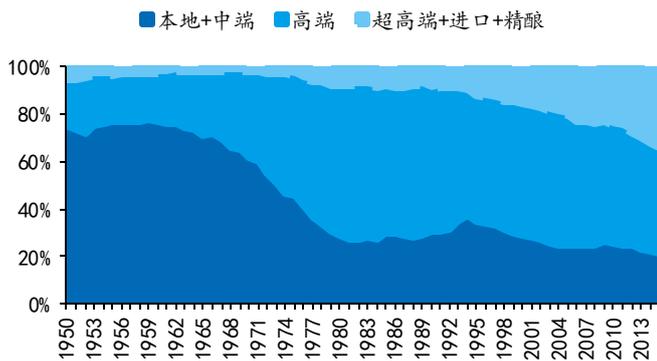
存量竞争倒逼百威发展淡啤、超高端和精酿。

美国啤酒行业的第一次升级发生在 1959-1981 年，伴随着啤酒整体消费量的抬升，高端占比也在迅速上行。高端销量占比从 1959 年的 19% 提高至 1981 年的 64%；本土+中端则从 77% 降至 27%。

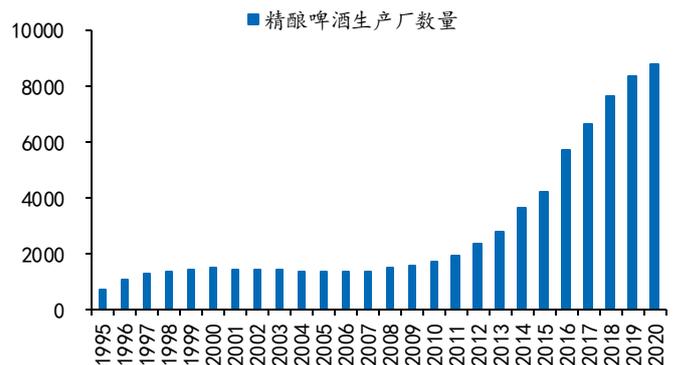
1980 年起，美国啤酒市场趋于饱和，进入多元化、小众化、品质化的消费升级阶段。百威紧跟米勒，推出更健康低卡的淡啤，并投入大量广告营销，后来居上成为淡啤冠军。1990 年后，精酿兴起，精酿啤酒相较于工业啤酒口味浓郁、风格多样、利润空间更高，逐步被更多消费者、厂商认可。精酿厂家数量则翻了 10 倍以上，百威通过收购多个品牌加速布局精酿。2020 年美国精酿啤酒渗透率已达 12.5%，超高端+进口+精酿的销量占比从 1993 年的 9% 攀升至 2015 年的 35%。

图表56：美国啤酒 1990 年后开启超高端和精酿化

图表57：美国精酿厂家数量迅速扩张

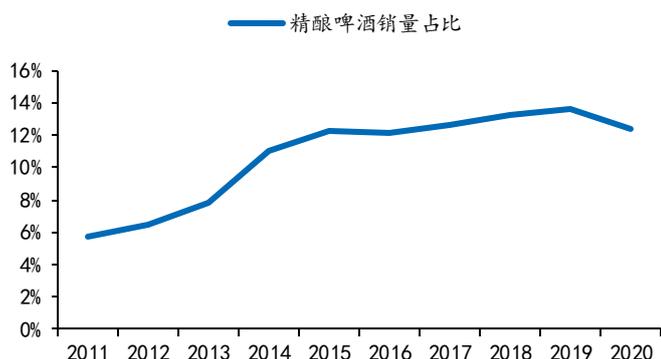


来源：美国酿酒商协会，国金证券研究所（注：上图所示比例为美国各价位啤酒销量占比）



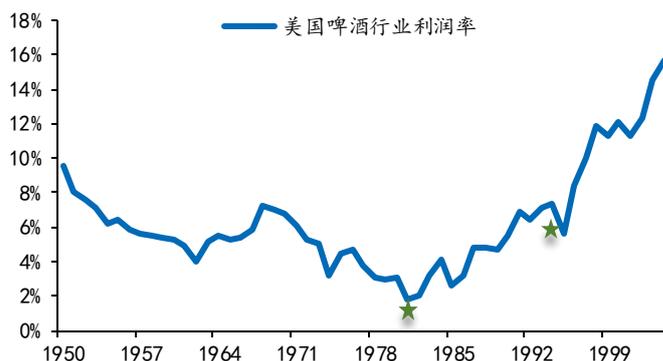
来源：美国啤酒工业简史，国金证券研究所

图表58：美国啤酒精酿占比持续提升



来源：美国啤酒工业简史，国金证券研究所

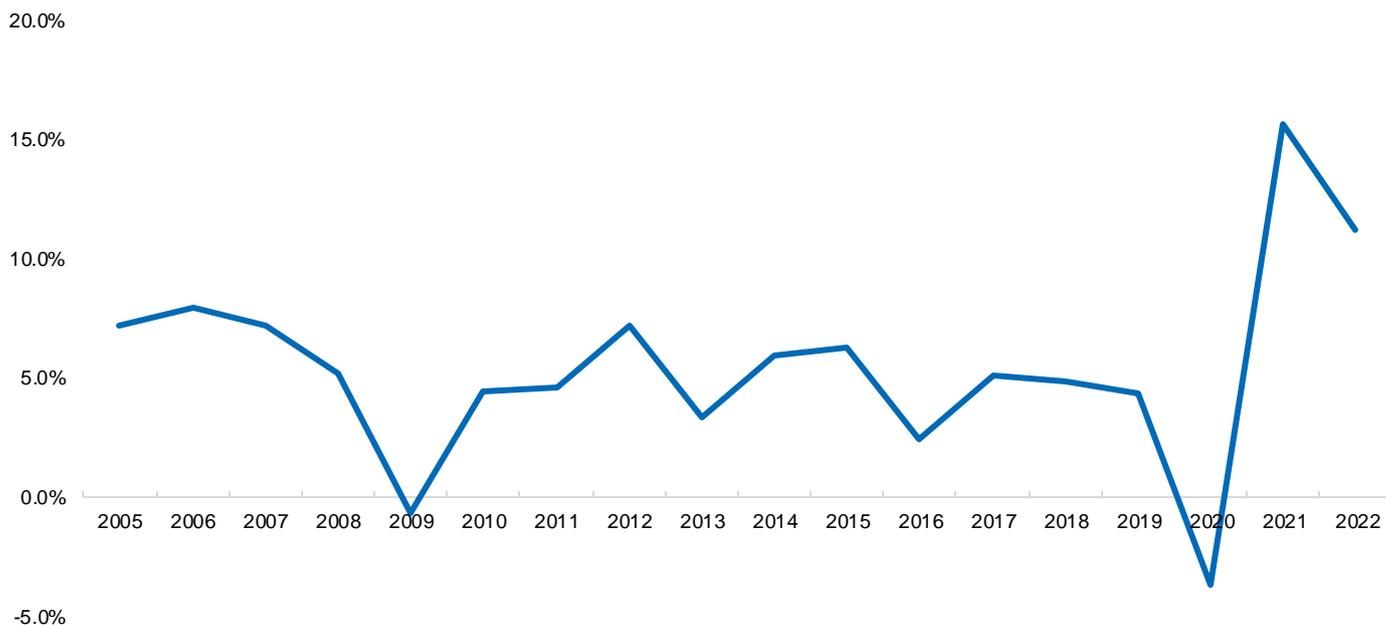
图表59：美国啤酒行业利润率持续提升



来源：美国酿酒师协会，国金证券研究所

从百威英博的内生收入增长看，2009年经历金融危机阶段性下滑，2020年受新冠疫情扰动，其他年份普遍保持在2-7%的增长区间（中枢在4%左右）。且哪怕遭受危机，下一年度便能恢复较好增长状态（2010年对比2008年增长4%、2021年对比2019年增长11%）。我们认为，百威经营具备强韧劲，通过持续推进升级（超高端+精酿）、多元化业务（跨界做果酒、起泡酒、饮料等）、跨国并购打开增长空间。

图表60：百威英博历年内生收入增长率



来源：Bloomberg，国金证券研究所

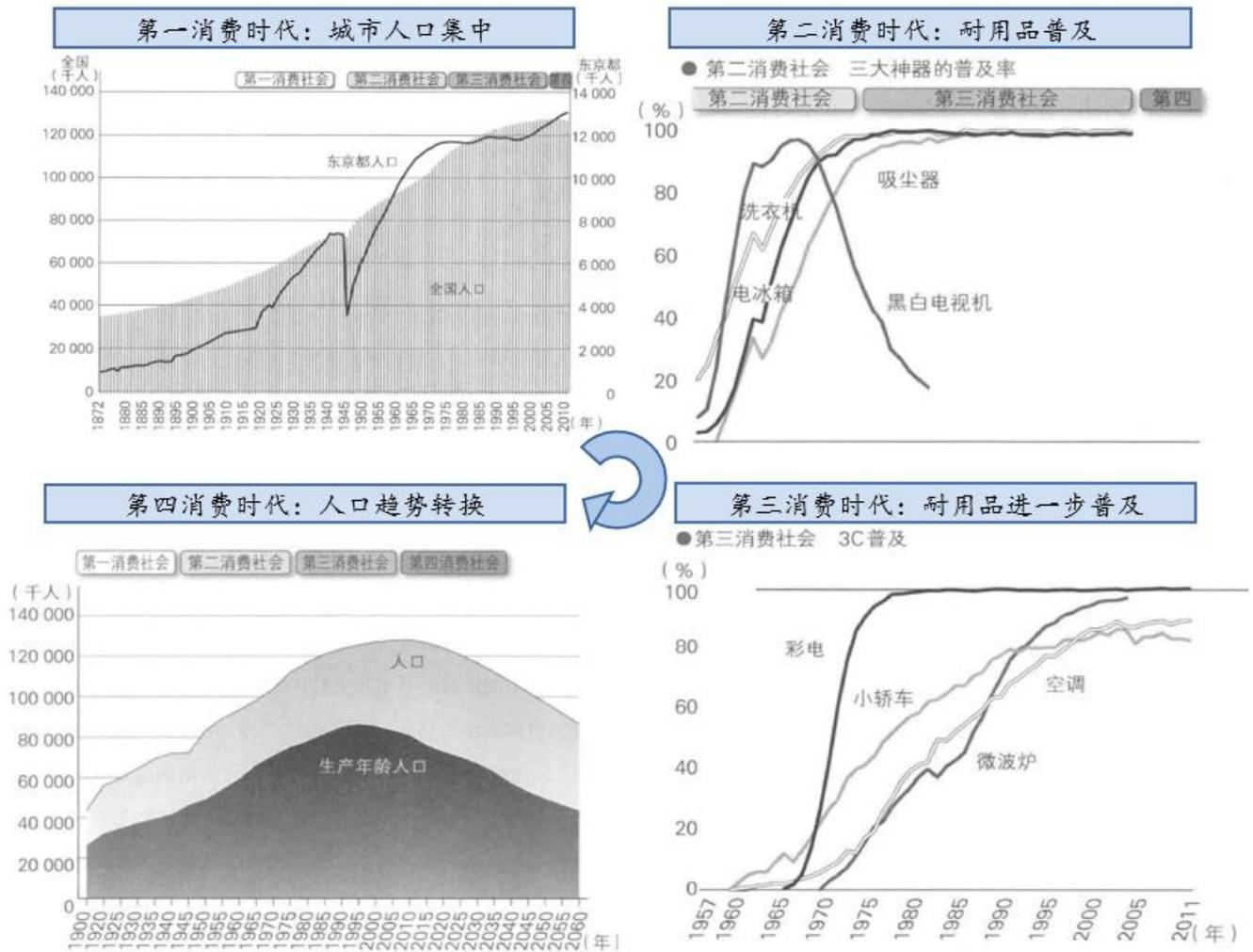
### 调味品：自上到下浅析日本酱油发展，龟甲万的长青秘诀即是估值溢价的答案

根据《第四消费时代》，简单回顾日本社会的消费发展。

**第一消费时代（1912-1941）：**占国民总数 10-20%的中产阶级享受消费的时代。日本消费社会始于 20 世纪初，日本在甲午战争（1894-1895）和日俄战争（1904-1905）中取得胜利；后由于第一次世界大战（1914-1918）带来的大量战时需求，经济呈现一片繁荣，但如此的繁荣并不均衡，部分人一夜“暴富”，严重的通货膨胀却带来普通人民的财富缩水。在此背景之下，包括东京在内的大城市人口激增，第一消费社会伴随着人口的集中、夹杂着贫富差距在大城市形成，是为少数人的“狂欢”。

**第二消费时代（1945-1974）：**乘着经济高速发展的春风，以家庭为中心的消费势如破竹。日本在第二次世界大战（1931-1945）战败后走出颓势，完成经济复兴。在此阶段，工业化真正得到发展，第二消费社会得以普惠全国人民（而不仅仅是大城市），工业批量生产带来效率的提升，大量生产和大量消费使得全国人民跨入中产阶级化的轨道，此时的消费更多是以家庭为单位出发。

图表61：日本消费时代的变迁，已步入第四消费时代

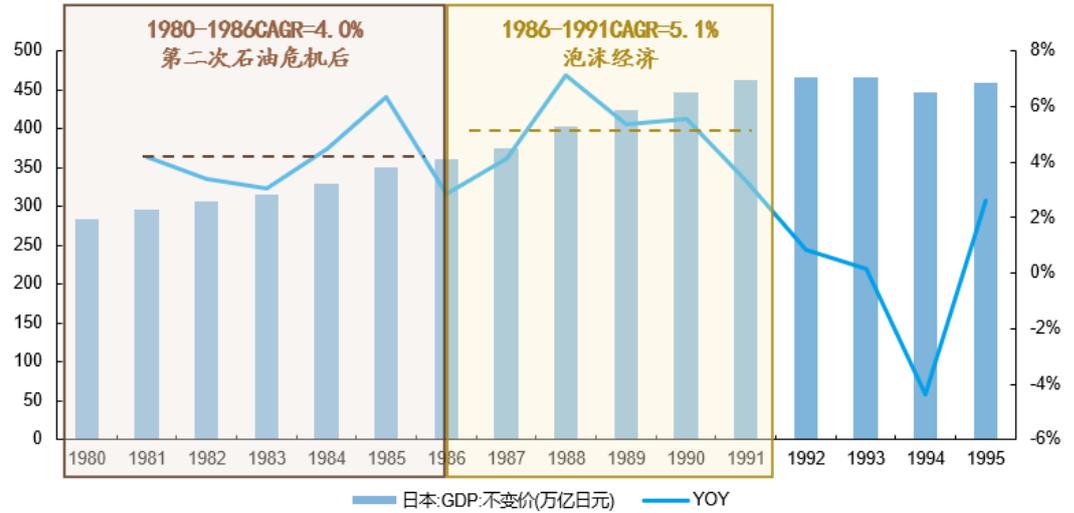


来源：《第四消费时代》，国金证券研究所

第三消费时代(1975-2004):消费的个人化趋势风生水起。首次中东石油危机(1973-1974)后日本经济增速进入低迷期，第二次石油危机(1979-1980)影响下1980-1986年间日本实际GDP复合增速仅4.0%，低于泡沫经济(1986-1991)期间的5.1%复合增速。在这个阶段，诞生了许多轻薄短小的商品如电脑、小型汽车、迷你音响等，背后是个人化的消费趋势，深挖其背后则是离婚率的上升、啃老人群的扩容、单身人数增加等多重因素影响。此时的消费单位进一步解构，颗粒化到个人，也实现了量变到质变的飞跃，品牌意识崛起。

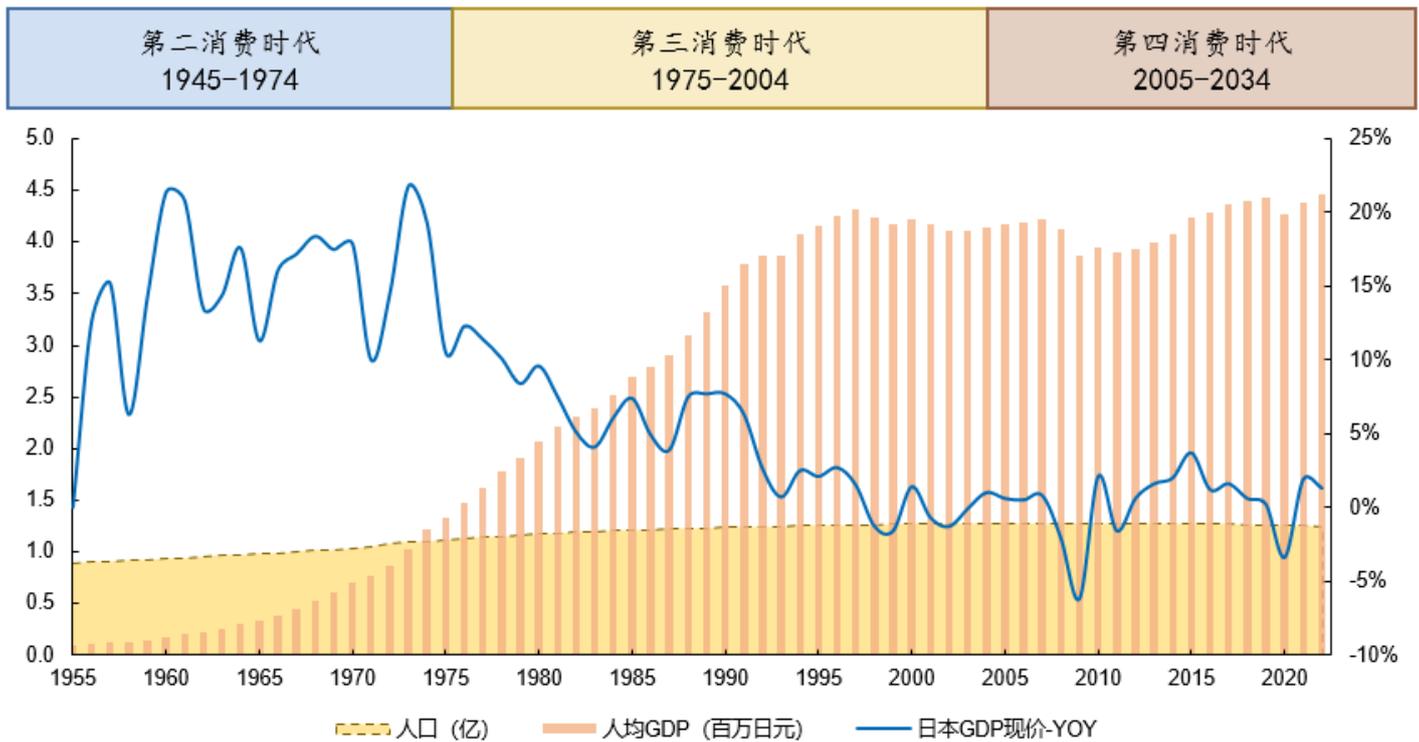
第四消费时代(2005-2034):重视“共享”的社会。这一时期没有历史性的大变革，界限显得更为模糊，可能是亚洲金融危机(1997)，也可能是劳动力人口的达峰(1995)，生产力和消费力的走弱作为重要的转折信号。特征则在于人们重新重视人与人之间的联系，更加重视精神层面的满足，追求社会融入感和认同感，消费变得更加朴素化、简单化、去品牌化、去城市化。

图表62：第三消费时代以低GDP增速为开端，后进入泡沫经济



来源：Wind,《第四消费时代》，国金证券研究所

图表63：日本经济的变化（二战后迎来GDP的腾飞）

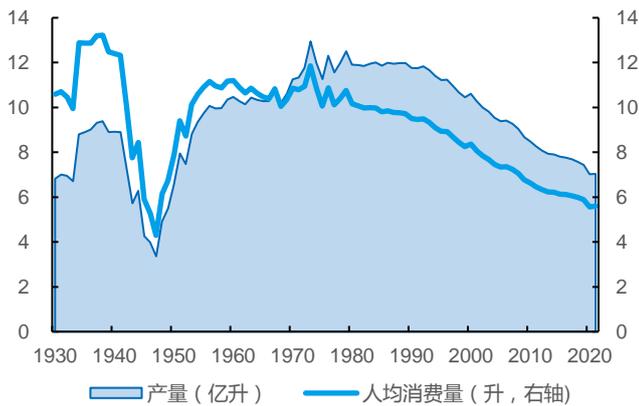


来源：Wind,《第四消费时代》，国金证券研究所

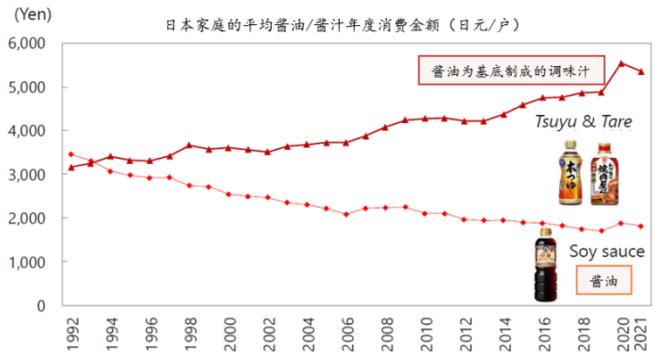
复盘日本酱油行业和龟甲万：行业盛衰有时，龙头基业长青。

日本酱油行业源远流长，早已度过高速发展，行业趋于成熟与稳态。量的维度来看，1960年前后人均消费量已基本饱和，受制于人口数量的缓慢增长，酱油产量于1973年达峰，年度总产量129.4万升，对应人均消费量11.9升；1990年后酱油产量出现明显的下行趋势，主要系以酱油为基底的复合调味汁兴起，产品属于复调的概念范畴，实质是酱油的功能化衍变。价的维度来看，家庭所用酱油的购买单价伴随结构升级在过往40年间不断增长，其复合增速略快于日本CPI增长，体现出必需产品的抗通胀属性。竞争格局来看，酱油生产企业数量不断下降并趋于稳定，从1955年6000家降至2000年1611家后，2021年进一步降至1066家，行业仍在保持出清，但速度已明显放缓。

图表64: 日本酱油产量 1973 年达峰



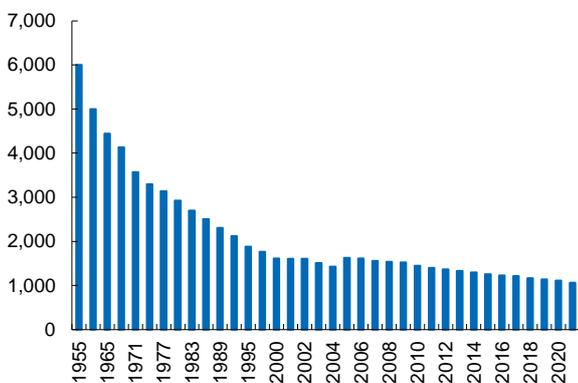
图表65: 酱油基底复合调味汁兴起



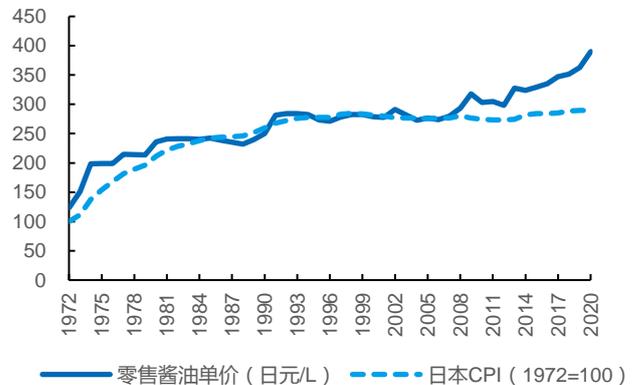
来源: 日本酱油信息中心, 国金证券研究所

来源: 龟甲万, 国金证券研究所

图表66: 酱油生产企业数量已降至稳定



图表67: 酱油均价稳步提升



来源: 日本酱油信息中心, 国金证券研究所

来源: Wind, 日本酱油信息中心, 国金证券研究所

从行业维度可见, 从 1970 年开始, 日本酱油行业基本不再享受人口红利和消费习惯带来的销量增长, 更多依靠价增来带动。恰逢第三消费时代, 在后续的 30 年间, 品牌化的追求给了企业主动提价的空间, 品质化、高端化的产品亦能迎合消费升级的诉求。在酱油领域, 我们能够观察到低盐、丸大豆、有机、鲜榨系列的兴起, 更多围绕健康、品质来打造。2015 年日本家庭消费内具有健康属性的酱油消费量占比已近 40%, 成为驱动行业发展的核心因素。

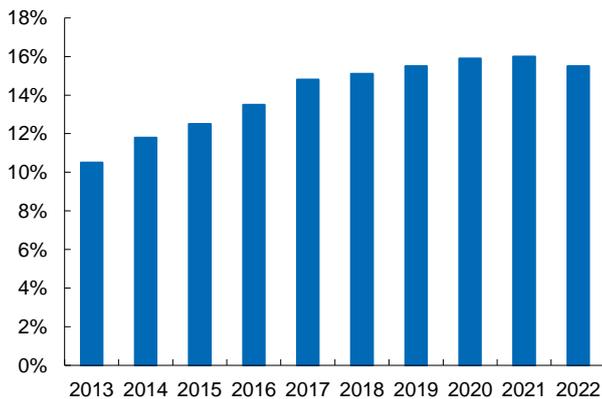
**低盐酱油 (1980 年兴起):** 1970 年代初日本开始宣传低盐饮食, 伴随减盐习惯的普及和认知, 1980 年代减盐酱油开始扩容。2013 年日本家庭端减盐酱油的市场占酱油比重达 10.5%, 该比重进一步上升至 2022 年 15.5%。

**丸大豆酱油 (1990 年兴起):** 因二战期间大豆价格飞涨, 脱脂大豆酿造工艺普及, 构成其特有的风味。从脱脂大豆到大豆的升级非常自然, 一方面是大豆作为原材料的天然化, 另一方面是风味口感的特色化, 采用脱脂大豆酿造生产效率更高, 选取大豆进行长时间酿造带来更高的成本, 消费升级的逻辑自洽。

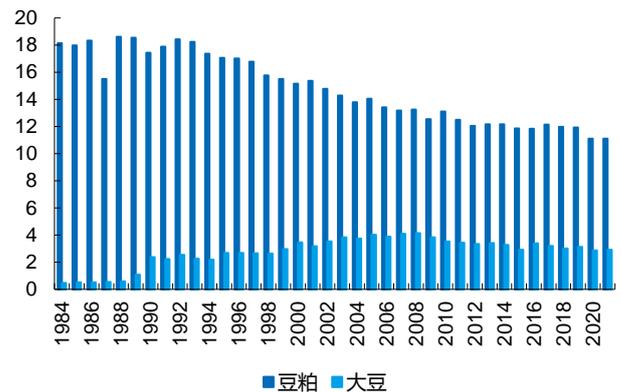
**有机酱油 (2000 年兴起):** 有机酱油发酵过程中只使用有机农作物, 其品质化亦显而易见, 而有机农作物种植条件非常严格苛刻, 有机酱油产品通常售价更高。日本有机酱油的认证产量从 2002 年的 1600 吨快速增长至 2006 年 6700 吨的峰值, 随后稳定在 6000 吨左右的水平, 原材料的稀缺和价格的高昂对其发展有所限制。

**鲜榨酱油 (2010 年兴起):** 鲜榨酱油 (生酱油) 特点在于保持很高的新鲜度, 在营养与口感上都保持最新鲜的标准, 同时对密闭容器提出更高要求。由于存在包装上的限制, 鲜榨酱油在抗氧化包装的发明应用之下应运而生。

图表68: 日本家用减盐酱油占比



图表69: 酱油酿造豆粕和大豆原料用量(万吨)



来源: 龟甲万, 国金证券研究所

来源: 日本酱油信息中心, 国金证券研究所

龟甲万前身是1917年成立的野田酱油株式会社, 彼时由茂木先生担任公司首任社长, 若追本溯源至17世纪初期, 则其发展具备近400年历史。从近年的业绩表现来看, 龟甲万的发展并不与时代荣损与共, 而是在消费趋势、行业发展交织变幻的环境下稳步向前。前瞻布局、主动出击, 是其在酱油领域经久不衰的制胜秘诀。

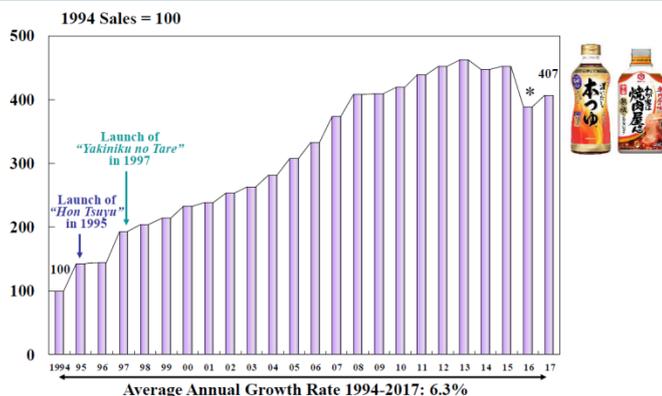
1980年前后, 减盐概念开始流行, 龟甲万在20世纪五六十年代, 就开始了减盐的尝试, 并于1965年研发出了减盐产品, 顺势强化其减盐酱油系列。

1990年前后, 面对酱油产量的转移, 龟甲万开启酱油的多元化之路, 先后于1995年和1997年推出Tsuyu和Tare两款酱油调味汁。同期, 面对消费升级和需求的多元化和差异化, 龟甲万推出了丸大豆酱油, 其价格更高, 特选大豆原材料彰显品质, 掀起了高端化新风潮, 也带动了大豆作为酱油酿造原材料的用量提升。

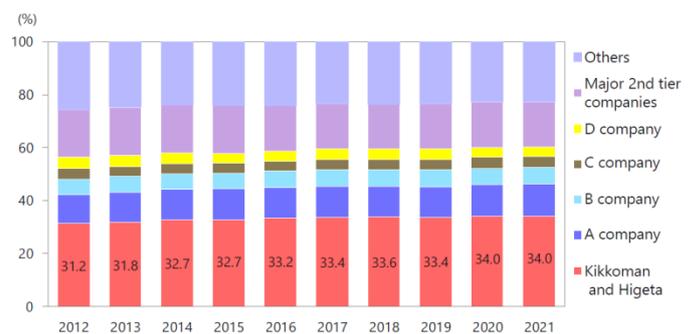
2010年前后, 龟甲万主动推出鲜榨酱油, 销售额从2011年11亿日元提升到2015年87亿日元, CAGR达到68%。

在酱油的产品多元化之外, 龟甲万亦实现了跨品类的多元化布局。1962年, 公司成立胜沼洋酒会社, 布局制酒业务。1963年公司与美国蔬菜水果罐头制造商Del Monte签订合同, 获取在日本市场的番茄汁和番茄酱生产权, 借助原有的渠道网络快速扩张, 近十年发展仍优于行业水平。2004年公司进军豆乳饮品业务, 2012-2021年市占率维持50%+, 位居豆乳饮品的绝对龙头。

图表70: 龟甲万酱油调味汁业务1997-2017CAGR达6%



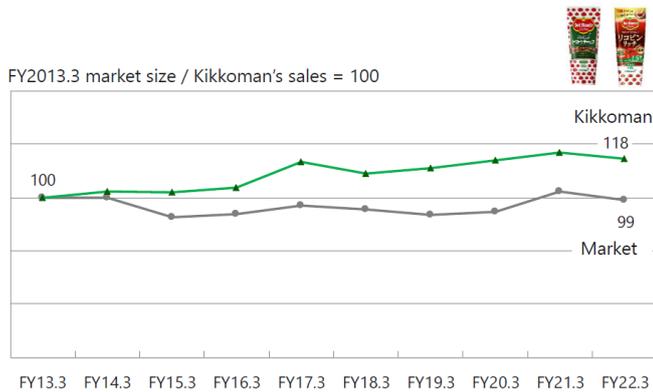
图表71: 龟甲万酱油在日本销量市占率30%+



来源: 龟甲万, 国金证券研究所

来源: 龟甲万, 国金证券研究所

图表72: 家用番茄酱市场增长和龟甲万品牌增长



图表73: 龟甲万豆乳饮品基本维持50%+市占率



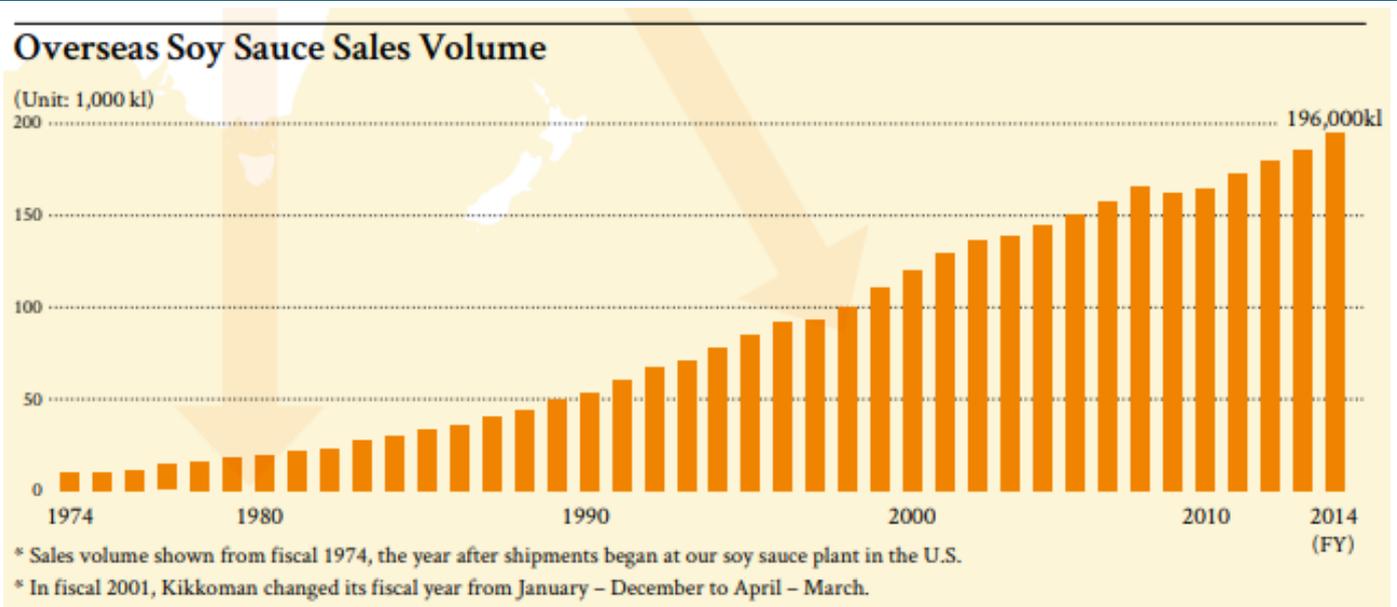
来源: 龟甲万, 国金证券研究所

来源: 龟甲万, 国金证券研究所

酱油出海是龟甲万公司谋求增长的第二路径, 后来亦涉及其他业务。龟甲万公司的全球化之路不失为勇敢创举, 1950 年出海至今, 酱油的忠实消费者已遍布全球超过 100 个国家。1950s 年代, 日本经济进入增长新时期。尽管酱油产量恢复到二战前的水平, 但公司已前瞻性判断到酱油产量或将达峰, 因为酱油消费的增长与人口关联度较高, 而人均消费量则较为饱和, 国内酱油的停滞势必掣肘公司远期发展, 基于此, 公司开启了酱油全球化之路, 并在酱油基础上打造多元化产品矩阵, 以铸造新的增长引擎。

1957 年, 龟甲万在美国成立酱油销售公司, 驻扎北美后龟甲万酱油成功受到美国人民的广泛喜爱。事实上, 公司正是注意到战后前来日本的美国游客对酱油口味评价较好, 继而选择开拓庞大的美国市场。而销售公司成立仅仅是第一步, 公司凭借精湛的市场营销手法, 培育当地消费者对酱油的使用习惯, 才使得酱油产品畅销北美。具体而言, 公司将精力聚焦在酱油和荤菜的契合之上, 通过制作和推广相应的菜谱, 以及在超市举行现场烹饪教学和试吃等活动, 逐渐培育酱油的消费习惯。历经半个世纪的积累, 龟甲万实现了对美国市场酱油的绝对统治, 并在此后将美国市场开拓的成功经验作为样板进行全球化复制。

图表74: 龟甲万海外酱油销量的崛起



来源: 龟甲万, 国金证券研究所

多元化和国际化充分挖掘酱油的增长潜力, 也引领整个龟甲万集团的长青。在 2010-2022 年间, 公司稳健的业绩表现享受到稳定的估值 (2008-2010 年的估值波动系可口可乐行销权剔除报表后带 EPS 的变化), 是市场对其多元化和国际化能力的认可, 亦是龙头坚如磐石的稀缺性。市场对于在商业模式优秀 (必需+升级) 的行业中, 凭借时间沉淀下来的优秀龙头, 给予了充分的确定性溢价。

图表75：龟甲万 2014-2022 年 PE-TTM 中枢大致位于 30-50X 区间



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 4 月 27 日）

### 三、行业观点与投资建议

#### 白酒：优越的商业模式，极具性价比的估值

整体而言，我们认为当前白酒板块的估值已经极具性价比。首先对于板块的估值锚贵州茅台而言，当前对应 23 年 PE 约 30X：

1) 横向对比来看，贵州茅台一致预期下 23-25E 的收入/归母净利 CAGR 约 15%/17%，爱马仕收入/归母净利 CAGR 约 13%/12%，但 Forward PE 约 53X。我们认为爱马仕的自由定价属性、全球化的顶级奢侈品议价能力、商业模式的优越性、规模的天花板较高等因素赋予了估值溢价。爱马仕往年的提价复苏在 1.5~2%/年，22 年提价幅度接近 4%，而 23 年计划涨幅在 5%~10%，LV、Chanel 等奢侈品品牌每年亦进行提价。

而相较于帝亚吉欧、保乐力加等烈酒酒企，公司享受在国内绝对龙头的溢价以及成长性溢价（帝亚吉欧、保乐力加收入/归母净利 CAGR 分别约 7%/10%、8%/11%），因此 20X 左右的 Forward PE 我们认为可以视为白酒规模酒企的估值下限，实际上当前五粮液 23 年 PE 仅 21X，而五粮液 23-34E 的收入/归母净利 CAGR 约 15%/17%。五粮液与茅台的估值差我们认为一定程度上可以类比于爱马仕与 LVMH，品牌的调性会反馈至估值差，以及财务质量及业绩的稳定性。但整体而言，参考海外龙头标的的估值，我们认为白酒优秀的商业模式可以具备较高的估值天花板，特备是对于龙头标的可以享受显著的估值溢价。

图表76：LV 部分产品 2022、2023 年提价情况

产品	提价时间	提价前后价格	
Alma PM		€ 1490	€ 1550
Capucines BB		€ 5150	€ 5500
Coussin PM		€ 3600	€ 3700
Multipochette	2023 年初	€ 1960	€ 2050
Petite Malle		€ 4350	€ 4500
Pochette Accessoires NM		€ 980	€ 1050
Speedy 25		€ 1130	€ 1200
Twist MM		€ 3600	€ 3700
Neverfull MM	2022 年 2 月	\$ 1690	\$ 2030

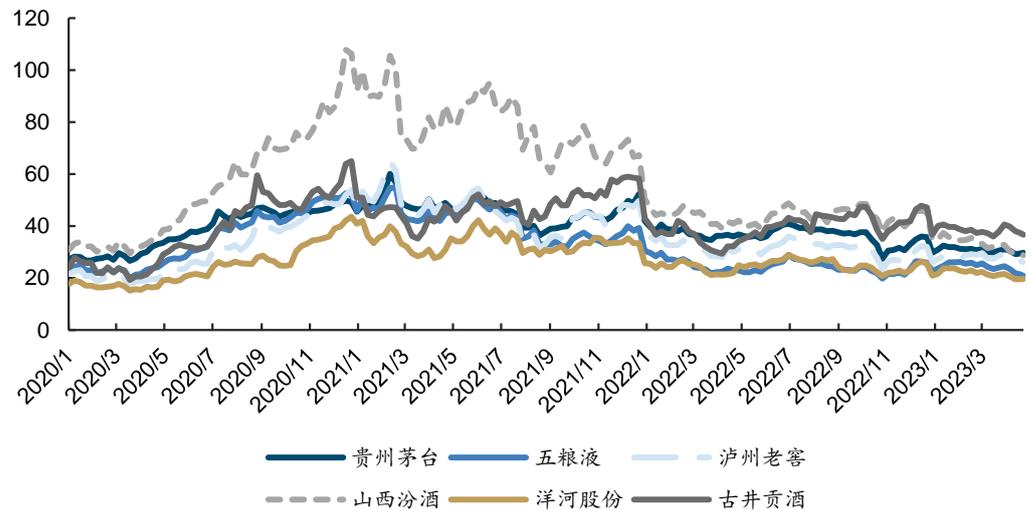
Pochette Métis	\$ 2360	\$ 2570
Alma BB	\$ 1620	\$ 1760
Félicie Pochette	\$ 1240	\$ 1490
Palm Springs Mini	\$ 2300	\$ 2440
Speedy 30	\$ 1370	\$ 1550
Multi-pochette Accessoires	\$ 2360	\$ 2570

来源：公司官网，国金证券研究所

2) 纵向对比来看，龙头标的的估值已经贴近 22 年 10 月时的估值，但当前的外部环境明显优于 22 年 10 月，当时无论是禁酒令、消费税等传闻对风险偏好的扰动，亦或是外部管控对于消费场景、消费情绪的扰动均比较明显，而当前市场核心博弈的点实际上仅在于消费复苏的斜率，因为复苏的方向具备确定性。

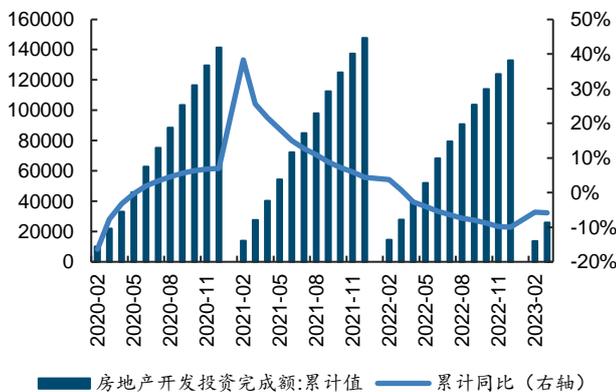
实际上我们认为当前对于基本面低迷的预期已经弱于实际的复苏态势，3-4 月白酒淡季，动销占比均在 5%左右，而渠道情绪的落差一定程度上也源于元宵前后的旺销阶段性回归淡季淡销。但展望 Q2 及以后，五一、端午的宴席释放具备确定性，渠道对后续的动销预期也普遍乐观，分化在于各个酒企需要进行库存去化的周期的差异。

图表77: 2020 年至今，茅五泸汾洋古井的 Forward PE

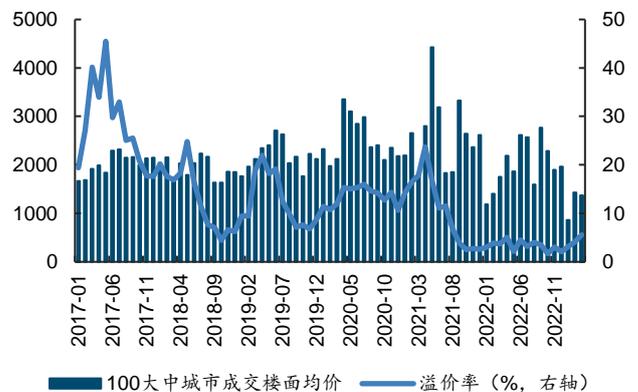


来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 4 月 27 日）

图表78: 23 年以来房地产开发投资已企稳回升



图表79: 23 年以来土拍溢价率已企稳回升



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 3 月，房地产开发投资完成额单位为亿元）

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 3 月，成交楼面均价单位为元/平方米）

批价的上行，一方面我们认为需要渠道情绪、渠道信心的逐渐夯实，另一方面实际也与酒

厂的策略相关。消费恢复带来的红利中，酒企可以通过控量带动价增的逻辑来获取，也可以通过量增保持份额的思路来进行获取，无论哪种战术对于当前的环境而言均无可厚非，五粮液阶段性以量为主，稳定份额对于之后价的预期可以更乐观，此外对于社会库存中的低价货也仍在消化。

整体而言，我们始终看好今年白酒板块的配置价值，核心在于确定性的复苏态势、逐季复苏的确定性。目前仍推荐布局性价比凸显、确定性占优的高端酒板块（茅五泸 23 年 PE 分别 29X/21X/26X），业绩阶段性景气度较优的区域酒板块（洋河等）。往后我们建议愈发关注顺周期的次高端赛道，景气度恢复具备确定性，只待量变引起质变（汾酒、舍得、酒鬼等）。

图表80：白酒板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）		YOY		归母净利润（亿元）		YOY		PE	
		23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
高端酒	贵州茅台	1477	1705	16%	15%	738	861	18%	17%	30	26
	五粮液	854	971	15%	14%	311	358	16%	15%	21	18
	泸州老窖	313	380	24%	21%	128	158	25%	24%	26	21
次高端	山西汾酒	323	392	23%	22%	105	132	30%	26%	28	23
	酒鬼酒	50	63	20%	27%	13	17	22%	31%	27	20
	舍得酒业	79	101	31%	27%	21	27	26%	29%	28	22
	水井坊	54	64	15%	19%	14	17	16%	20%	22	19
	洋河股份	355	415	18%	17%	114	137	22%	20%	20	16
地产酒	古井贡酒	201	241	22%	20%	40	51	32%	28%	36	28
	今世缘	100	123	28%	23%	30	37	22%	22%	25	20
	迎驾贡酒	67	80	21%	20%	22	26	26%	23%	23	19
	口子窖	60	68	16%	13%	21	24	16%	14%	17	15

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 4 月 27 日）

### 啤酒：经营确定性强，升级空间广阔

复盘百威的经验，当外部环境发生负面变化时，公司积极求新求变，彰显出强经营韧劲。比如 1980 年行业进入存量竞争后，百威紧跟米勒推出健康低卡的淡啤，但投入大量营销，最终成为淡啤冠军。1990 年后面精酿品类的兴起，积极收购大量小众精酿品牌，实现份额、盈利的持续提升。2009、2020 年面对金融危机、新冠疫情的短暂冲击，依旧能在下一年度实现迅速恢复。经营的稳定性、需求的稳定性确保了百威的估值水平能维持在 20X 出头（内生收入增速中枢中个位数）。

我们认为，在经济弱复苏的背景下，当前啤酒仍是大众品中确定性强、估值合理的板块。我国啤酒龙头在吨价、利润率上对比百威还有广阔的提升空间，看好后续升级和提效逻辑继续兑现。首推华润，推荐青啤，关注重啤、燕京。

图表81：啤酒板块重点标的盈利预测

公司简称	收入（亿元）				22-25 年 CAGR	归母净利润（亿元）				22-25 年 CAGR	PE		
	22A	23E	24E	25E		22A	23E	24E	25E		23E	24E	25E
青岛啤酒	322	346	367	387	6%	37	45	52	61	18%	36	31	26
青岛啤酒股份	322	346	367	387	6%	37	45	52	61	18%	22	19	16
华润啤酒	353	387	420	451	9%	43	54	66	80	23%	30	25	21
重庆啤酒	140	159	181	203	13%	13	15	18	21	19%	35	29	24
燕京啤酒	132	146	159	177	10%	4	6	8	11	44%	65	47	36

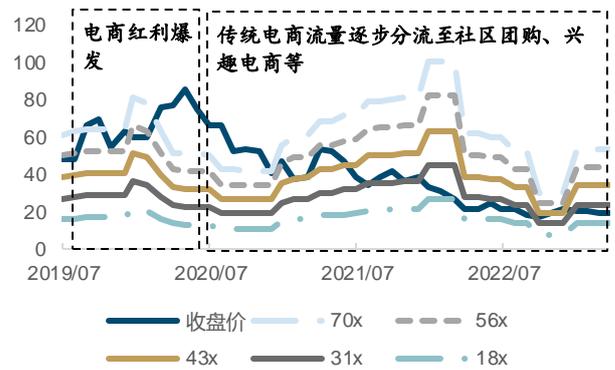
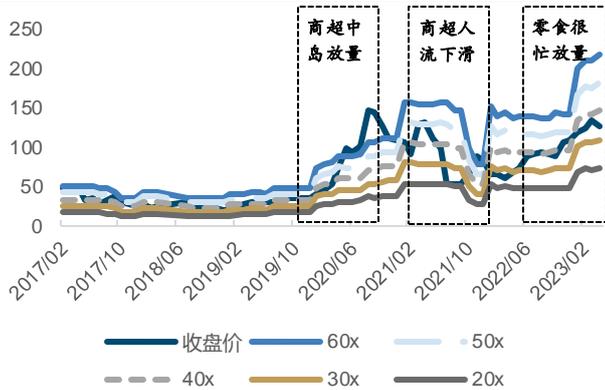
来源：Wind，国金证券研究所（注：华润市值剔除 100 亿白酒业务估值，港股为人民币，汇率 1hkd=0.8817rmb，数据截至 23 年 4 月 27 日）

### 休闲食品：渠道变革为β，管理能力为α

休闲食品生产壁垒较低，消费者粘性较差，行业竞争较为激烈。市场对上市公司的定价仍然瞄准未来3-5年的盈利能力，一方面考察的是收入增量的来源，另一方面是净利率提升空间。每遇上新产品、新渠道放量的红利期，收入快速增长的趋势较为确定。同期往往伴随着供应链优化、规模效应加强等优势，净利率也不断提升。以盐津、三只松鼠为例，估值最高可提升至60x以上。倘若品类老化、渠道变革、竞争恶化对公司业绩有较大冲击，则容易引起较大的估值波动，估值下跌至20x左右。

图表82：盐津铺子上市以来估值变化

图表83：三只松鼠上市以来估值变化



来源：Wind，国金证券研究所（注：收盘价截至22年4月27日）

来源：Wind，国金证券研究所（注：收盘价截至22年4月27日）

同为快消品，我们借鉴可口可乐发展经验，认为其估值变化的本质是对公司管理能力的考验。公司所处不同阶段对应不同的业务扩张策略，可口可乐品牌之所以经久不衰，得益于其灵活的销售、管理战略。在顺风期，公司大举进行广告营销、因地制宜推广多品牌、收购瓶装商管控渠道，合理借助外部环境如汇率优势增拓展海外业务，增强自身盈利能力。而在逆风期，公司适当收缩销售费用、剥离瓶装商等业务，维持稳定净利率水平，仍展现出较强的经营韧性，即使公司净利润在疫情期间几乎不增长，市场仍给予其稳定的估值。

从β层面，我们更看好零食专营业态的新渠道放量逻辑，目前盐津已在零食很忙初具成效，22年零食很忙成为公司第一大客户，占比超7%，贡献收入超2亿元，预计该渠道体量伴随着下游门店扩张仍有翻倍以上的空间。甘源、劲仔、卫龙等企业自22H2开始注重与该渠道的合作，预计在23年收入规模快速扩张。

从α层面，我们更看好管理层的应变能力，盐津在21H2率先对渠道进行“商超中岛-零食专营”改革，并强化供应链自主建设，盈利能力不断改善。甘源将事业部按照渠道划分，凸显了对零食专营、会员商超、散装、电商渠道的重视程度，快速实现多品类全渠道覆盖。劲仔改变以往流通渠道打法，以大包装切入商超渠道，并以严格的价格体系区分，大单品小鱼干快速起量。结合估值性价比，推荐盐津、甘源，建议关注劲仔、卫龙。

图表84：休闲食品重点公司盈利预测

股票代码	公司	收入 (亿元)			YOY			归母净利润 (亿元)			YOY			PE	
		22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E	23E	24E
002847.SZ	盐津铺子	29	35	43	27%	22%	20%	3	5	6	100%	55%	33%	36	27
002991.SZ	甘源食品	15	20	27	12%	40%	32%	2	3	4	3%	52%	38%	32	23
002557.SZ	洽洽食品	69	79	90	15%	14%	14%	10	11	13	5%	9%	24%	22	18
003000.SZ	劲仔食品	15	19	23	32%	28%	24%	1	2	2	47%	41%	32%	38	28
9985.HK	卫龙	46	57	68	-3%	24%	18%	9	12	14	1%	28%	21%	17	14

来源：Wind，国金证券研究所（注：劲仔采用Wind一致预期，PE截至4月27日）

### 调味品：以海天为估值锚，享受估值溢价

中日酱油产业对标：当下国内消费背景下的酱油行业发展与日本第三消费初期的酱油行业发展在多个维度较为吻合。宏观来看，中国更接近于第三消费时代的初期，人均GDP位于日本第三消费时代中期，而经济增速步入新常态，人口红利逐渐褪去，品牌意识充分萌芽；酱油板块来看，有机、低盐、零添加的概念均在2000-2010年间形成雏形，其消费特点亦和日本第三消费时代初期的健康概念发展时段接近，人均用量维度来看，目前量增亦出现

放缓，行业趋于成熟化、格局趋于稳定化，与日本酱油行业 1970 年前后差异亦不大，且复调行业开始快速发展，或在 10-20 年后亦出现对酱油的复调化改变。

从行业维度看海天和龟甲万的差异：(1) 当下国内的酱油行业增长中枢比日本更快，销量维度仍有增长，并未完全饱和，结合消费升级和主动提价背景下能够跑赢 CPI 增长的价增，行业景气度来看尚未步入成熟后期；(2) 国内调味品板块容量更大，景气度更高。得益于中国的饮食消费习惯和庞大的市场纵深，部分调味品品类在应用上至关重要但目前囿于消费习惯和区域割据，未来尚有较大空间。对于龟甲万而言，日本酱油市场的颓势是需要主动挣脱的镣铐，而海天只需要深耕中国市场的调味品，聚焦便足以支撑中长期的发展，龟甲万跨品类至其他赛道，海天当下只需策略性布局，龟甲万出海至北美乃至全球，海天当下只需扎根国内，渠道的全国化已初步完成，渠道禀赋不弱于龟甲万；(3) 赛道内的集中势能更强，目前龙头的集中度尚有提升空间，海天在调味品大赛道内市占率不及 10%。

目前板块的估值以海天为锚，海天的高估值抬升了板块的估值水平。对比龟甲万来看，海天的估值相对更高，暂且不谈利率等宏观因素差异，我们认为海天具备更有利的竞争格局、更聚焦的业务版图（集中于调味品，跨子赛道），位于更好的行业发展阶段。而业绩角度来看，海天更高的复合增长更是直观原因。

图表85：海天味业 2014-2022 年 PE-TTM 中枢大致位于 40-60X 区间



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 4 月 27 日）

调味品：曾踏足山巅，也曾跌入低谷。复盘疫情以来的板块行情如下：

(1) 2020 年：“双击”之年，调味品强于食品饮料。疫情于 2019 年末爆发后，2020 年调味品板块业绩表现稳健，尽显刚需属性之下的消费韧性，全年板块估值显著拔升，迎戴维斯双击行情。

(2) 2021 年：“回调”之年，调味品弱于食品饮料。2020 年业绩虽稳，年末普遍存在压货动作，埋下隐患。调味品行业 B 端高占比且“过度消费”，疫情扰动下 B 端需求向 C 端转移的过程中损失消费量，叠加消费力疲软逻辑和新渠道社区团购等冲击，业绩难逃下滑，板块历经深度回调。

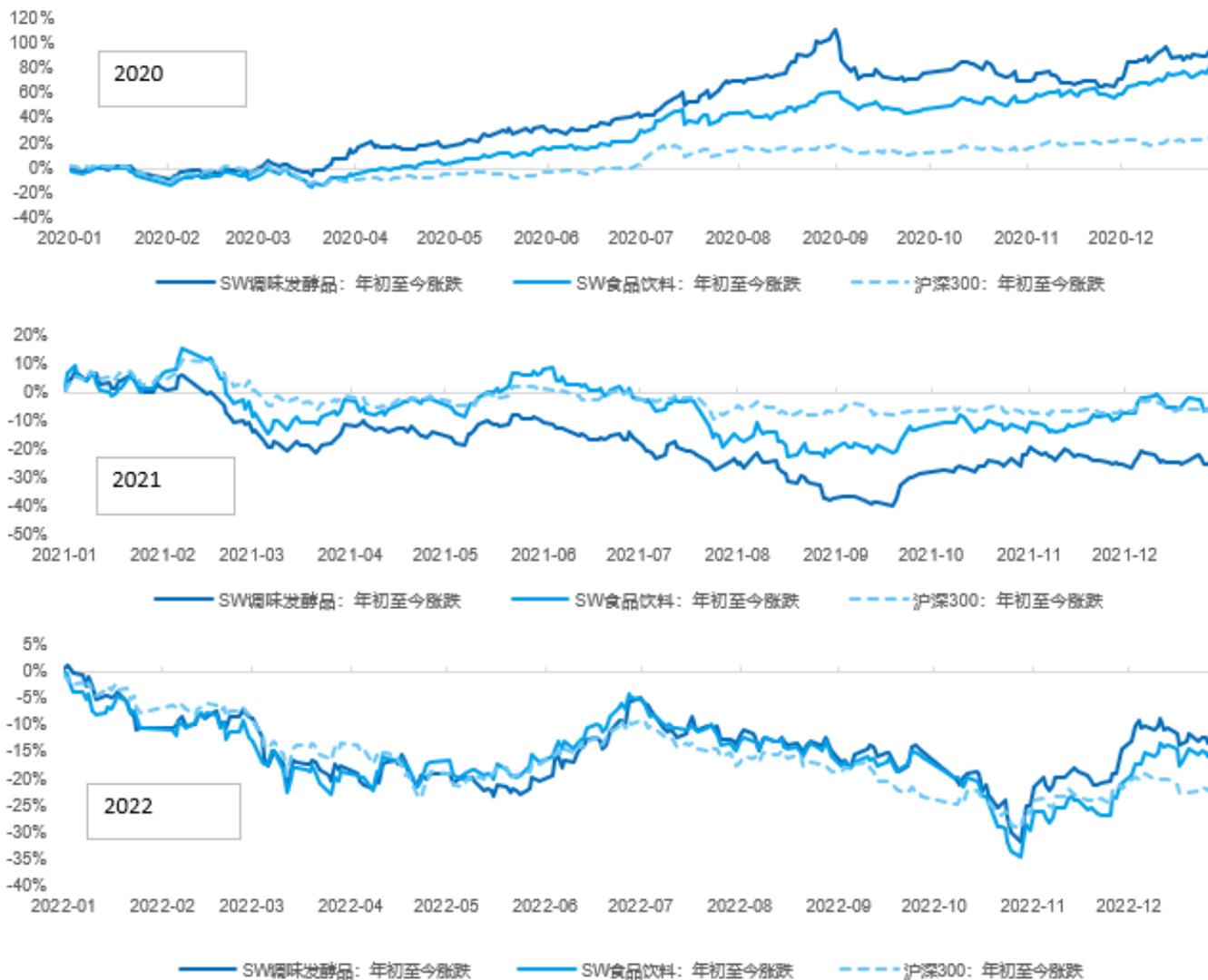
(3) 2022 年：“守候”之年，调味品跟随食品饮料。2022 年在需求和成本两端核心压力之下，行业未能如期起势。疫情反复始终制约餐饮，成本回落遭受多因干扰，22Q4 放开和大豆成本下行为板块注入修复预期，但感染潮之下餐饮的短期高压制约板块基本面走强，预期先行形成股价和基本面的错配。

(4) 2023 年：“复苏”之年，调味品暂弱于食品饮料。春节动销释放积极信号，形成餐饮乃至消费回暖预期，食品饮料板块整体走强。调味品板块相对弱于食品饮料，主因 (1) 估值水位较高，22Q4 对餐饮修复的预期已较满，仍需业绩释放以支撑股价，(2) 受累于

疫情期间的库存偏高，龙头发货表现较为疲软，恰逢主动去库存和基数较高的时点，清理包袱后弹性仍可期，但基本面复苏为全年主旋律已具确定性。

2023 年行业基本面向好，以餐饮复苏为首，海天作为龙头有望充分受益，在环比向好的趋势之下，随着业绩兑现其估值仍有望企稳回升。

图表86：调味品板块走势 20/21/22 年分别跑赢/跑输/跟随食品饮料板块



来源：Wind，国金证券研究所

#### 四、风险提示

- 宏观经济下行风险——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏。
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。
- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。

**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402