

消费龙头估值报告之二：对护城河稳定性信心是高估值关键，中国龙头正经历黄金时代增持（维持）

2019年09月15日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

投资要点

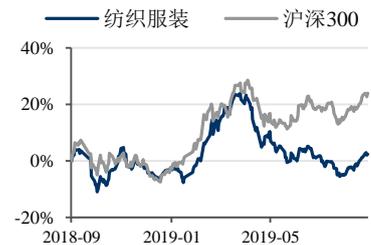
■ **引言：**在首篇估值报告中，我们侧重量化的方式测算已处于成熟期的消费龙头们在高估值、低增速的情况下能够为投资者带来什么样的回报水平。而在这篇报告中，我们希望通过观察国际巨头在成长阶段的增速和估值水平，了解我国尚处于扩张的消费龙头目前所处的发展阶段。

■ **护城河确立后有望保持超长期增长，中国龙头也正重走海外龙头发展道路。**我们回顾了沃尔玛、星巴克、耐克上市后的发展史：**(1) 沃尔玛依靠80年代初在信息技术和物流系统的一系列超前的基础设施投入，树立了零售业新的效率标杆。**在效率构成的强大护城河下，沃尔玛后来居上成为全美最大的零售商，自80年代开始保持了超过20年的高速增长。我们看到以阿里为代表的中国电商龙头也正依靠科技革新带来的全新效率，在我国零售行业树立新的护城河标准。**(2) 星巴克依靠出色的企业文化和管理方式，让门店体验极致到每一个细节，让咖啡馆文化流行全球，其也依靠自己创造的时尚文化风潮在上市前15年持每年超过20%的收入增长，以极快的速度成为全球餐饮服务巨头。**我们看到中国以海底捞为代表的社会服务龙头，也正依靠自己的优秀的管理方式打造极具壁垒的服务壁垒，将自己的品牌打造成为一种新的流行文化。**(3) 耐克通过上市后十几年坚持不懈的研发和营销，终于将自己塑造成为全球品牌。**耐克上市后在经历多次业绩波动后，从94年赞助世界杯、95年赞助巴西足球队开始正式走向全球，并在之后加速增长完全确立自己的全球领先地位。我国的体育龙头包括安踏、李宁目前也正依靠不断提升的能力逐步向市场证明自己的业绩稳定性。

■ **中美消费龙头发展期估值对比：护城河建立后的公司有望保持长期高增速，市场对其护城河稳定性的信心则会带来高估值。**目前看，中国龙头正经历高速增长黄金时期。**(1) 从美国消费龙头的发展过程我们看到当护城河确立之后，一家公司往往能在超过10年的时间保持高速增长。****(2) 从估值角度来说，即便同处于高速成长期的消费龙头也有着不同的估值体系，市场对于护城河稳定性的信心比增速本身更关键。**从三家公司的比较来看，星巴克、沃尔玛由于行业特性，使其护城河更容易让市场所接受。耐克则经历了漫长的时间来让市场充分认可其作为服装公司的稳定性，其在高速增长的前期经历了长达十几年的被低估，直到耐克作为全球品牌被市场认可之后才获得估值溢价。**(3) 从DCF量化的角度看，真正预测性较高的前三年现金流折现值占整体市值相对较低，因此我们认为市场对于公司长期发展空间的信心才是决定估值的核心因素。****(4) 参照美国龙头，我们看到中国的消费品龙头也正在通过各自的方式累积自己的护城河，其正在享受护城河建立带来的高速增长红利期。**中国的消费龙头已经逐步在市场上确立属于自己的护城河，而且市场也开始对这些龙头的护城河建立起长期信心。在这种对长期发展空间越来越强的信心下，我们认为市场对于中国消费龙头的估值溢价将会长期保持。**根据DCF模型测算，我们认为目前中国的消费龙头每年依旧能够提供接近10%的复合回报率，对于投资者而言依旧是非常优质的投资标的，值得长期持有。**

■ **风险提示：**宏观经济增速不及预期；消费需求疲软

行业走势



相关研究

1、《吹尽黄沙始到金——纺织与时尚消费19中报总结》

2019-09-03

2、《纺织服装行业：大环境承压但品牌龙头表现稳健，历史估值大底预示绝对收益空间》

2019-08-18

3、《纺织服装行业：体育巨头集体提交亮眼成绩单，金价成复杂环境下最大亮点》

2019-08-12

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 引言: | 4 |
| 1. 海外龙头发展期复盘: 护城河一旦确立有望保持超长期高速增长, 中国龙头也正重走海外龙头发展道路 | 4 |
| 1.1. 沃尔玛: 依靠超前的科技、基础设施投入成为时代龙头的代表 | 4 |
| 1.1.1. 零售领域效率为王, 沃尔玛用超前的科技、基础设施开创零售新时代 | 5 |
| 1.1.2. 前期高速增长带来估值溢价, 成熟后估值匹配指数 | 6 |
| 1.1.3. 海内外对标: 科技革新带来零售效率变革, 新技术变革前强者恒强趋势有望保持 | 8 |
| 1.2. 星巴克: 创造文化潮流迅速崛起的代表 | 9 |
| 1.2.1. 打造“第三空间”, 创造全新咖啡文化: 从服务、陈列到咖啡故事, 星巴克用心打造极致门店体验 | 10 |
| 1.2.2. 高执行力团队、本地化策略、坚实基础设施, 保证星巴克高效快速扩张 | 11 |
| 1.2.3. 星巴克文化风靡全球, 带来持续的高估值 | 12 |
| 1.2.4. 海内外对标: 海底捞系同样用服务和执行力打造自己的餐饮文化帝国 | 13 |
| 1.3. 耐克: 多年积累终成国际化品牌, 长期被低估后获得估值溢价 | 15 |
| 1.3.1. “时尚类公司值得高估值吗?” ——高增速并没有给耐克带来高估值 | 16 |
| 1.3.2. 全球化体育品牌营销+全品类扩张最终证明稳定性, 估值最终超过标普 500——“耐克是体育公司, 体育是世界的语言” | 17 |
| 1.3.3. 海内外对标: 中国体育龙头逐步证明稳定性, 估值同样逐步提升 | 19 |
| 2. 中美消费龙头发展期估值思考: 护城河被市场接受后有望保持高增速和高估值, 中国公司正迎来发展黄金期 | 20 |
| 2.1. 建立护城河后的龙头, 有望享受长期高速增长抢占市场份额 | 20 |
| 2.2. 估值角度: 市场对于龙头护城河稳定性的信心, 是保证高估值的关键 | 21 |
| 2.3. 从 DCF 量化看: 最可预测的三年现金流占贴现市值比例不高, 对更长期发展空间的信心更决定估值 | 23 |
| 2.4. 对于中国公司的启示: 消费龙头正迎来护城河确立后快速增长的黄金期 | 23 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 沃尔玛 80 年代业绩回顾 | 4 |
| 图 2: 沃尔玛、K-mart 业绩比较 | 6 |
| 图 3: 沃尔玛 80 年代估值走势 (市值左轴) | 6 |
| 图 4: 沃尔玛 90 年代后估值回顾 | 8 |
| 图 5: 阿里、高鑫零售业绩增长情况 | 8 |
| 图 6: 阿里市值及估值 | 9 |
| 图 7: 星巴克上市前八年业绩 | 10 |
| 图 8: 星巴克 FY00-FY07 业绩 | 10 |
| 图 9: 星巴克上市前八年估值 | 12 |
| 图 10: 星巴克 07 年至今估值表现 | 13 |
| 图 11: 海底捞业绩情况 | 14 |
| 图 12: 海底捞市值与估值 | 14 |
| 图 13: 耐克 FY81-FY95 业绩 | 15 |
| 图 14: 耐克 81-95 年估值、市值变化 | 15 |
| 图 15: 耐克 FY81-FY87 业绩回顾 | 16 |
| 图 16: 耐克 FY88-FY94 业绩回顾 | 16 |
| 图 17: 耐克 FY94-FY00 分地区收入 | 17 |
| 图 18: 耐克 FY94-FY00 分品类收入 | 17 |
| 图 19: 耐克 FY95-FY07 业绩增速 | 18 |
| 图 20: 耐克 FY08-FY17 业绩增速 | 18 |
| 图 21: 耐克 FY11-FY15 北美区收入增速 | 18 |
| 图 22: 耐克 FY95 至今估值变化 | 19 |
| 图 23: 安踏市值及估值 | 20 |
| 图 24: 沃尔玛业绩回顾 | 21 |
| 图 25: 沃尔玛、星巴克、耐克 80 年代业绩估值比较 | 22 |
| 图 26: 茅台、五粮液各期现金流占市值比例 | 23 |
| 图 27: 消费品公司隐含回报率汇总表 (2019/09/12) | 24 |

引言：

在首篇估值报告中，我们侧重用量化的方式回顾了已处于成熟期的消费龙头们，在目前高估值、低增速的情况下能够为投资者带来什么样的回报水平。

而在这篇报告中，我们侧重回顾海外消费龙头在达到稳定状态之前的成长期。我们希望通过观察国际巨头在成长阶段的增速和估值水平，来了解目前我国几家正在快速扩张的消费龙头目前所处的发展阶段。

通过对零售、社会服务、服装海外龙头成长期的复盘，我们看到：（1）海外的龙头在快速发展的初期，并非都处于高估值的状态。高增速未必直接带来高估值，市场对于公司护城河的认可程度，以及由此带来的增长稳定性预期才是高估值的关键。

（2）但最终各个行业的龙头都以自己的方式建立起了强大的护城河，并可以在 20 年的超长时间维度享受快速增长。其中沃尔玛通过超前的高科技投入颠覆了整个零售行业的效率；星巴克通过极致的门店体验将咖啡变为一种文化；耐克则通过坚持长久的努力将自己的品牌推向全球。

对于中国公司来说，常年的发展下，我们已逐渐看到零售、社服、服装的中国龙头依靠新技术投入、新文化传播方式、以及品牌力的全面搭建，逐步像海外龙头一样构筑护城河。

而参照海外龙头的发展历程，（1）中国龙头在确立起护城河后同样有望在很长一段时间内获得很高的增速；（2）而从估值角度，当市场对中国龙头公司的护城河表现出认可后，由于较强的稳定性，其估值有望和海外龙头一样长期拥有溢价。

1. 海外龙头发展期复盘：护城河一旦确立有望保持超长期高速增长，中国龙头也正重走海外龙头发展道路

1.1. 沃尔玛：依靠超前的科技、基础设施投入成为时代龙头的代表

沃尔玛在 80 年代持续表现出高速增长，逐步成长为全美最大折扣零售商。沃尔玛在上世纪 80 年代逐步从一家区域性的折扣零售商发展成为全美最大的折扣零售商，其收入和利润规模在 9 年时间里获得了 36%/39% 的超高速增长，门店数也从 81 年初的中西部 11 个州 330 家店，发展至 1991 年初覆盖全美 34 个州 1573 家门店。快速的生长的同时，沃尔玛常年超过 20% 的 ROE 水平，充分说明了公司运营的高效及强大的护城河。

图 1：沃尔玛 80 年代业绩回顾

| (单位：百万美元) | FY81 | FY82 | FY83 | FY84 | FY85 | FY86 | FY87 | FY88 | FY89 | FY90 | FY91 | CAGR |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| 收入 | 1,655 | 2,463 | 3,399 | 4,703 | 6,453 | 8,507 | 11,909 | 15,959 | 20,649 | 25,811 | 32,602 | 35% |
| YOY (%) | 31.55 | 48.78 | 38.01 | 38.38 | 37.21 | 31.82 | 40.00 | 34.01 | 29.39 | 25.00 | 26.31 | |
| 门店数 | 330 | 491 | 551 | 642 | 745 | 859 | 980 | 1114 | 1259 | 1402 | 1573 | |
| 利润 | 56 | 83 | 124 | 196 | 271 | 327 | 450 | 628 | 837 | 1,076 | 1,291 | 37% |

| | | | | | | | | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| YOY (%) | 35.31 | 48.69 | 49.94 | 58.08 | 37.97 | 20.94 | 37.44 | 39.45 | 33.39 | 28.51 | 19.99 |
| ROE(%) | | | | | | 28.95 | 30.31 | 31.80 | 31.80 | 30.86 | 27.67 |
| 最高市值 | | | 3482 | 6066 | 6532 | 9506 | 14978 | 23985 | 19073 | 26813 | 40910 |
| 最高 PE | | | 28.1 | 30.9 | 24.1 | 29.1 | 33.3 | 38.2 | 22.8 | 24.9 | 31.7 |
| 最低市值 | | | 1292 | 3013 | 4288 | 6115 | 8524 | 11781 | 14391 | 17816 | 22999 |
| 最低 PE | | | 10.4 | 15.4 | 15.8 | 18.7 | 18.9 | 18.8 | 17.2 | 16.6 | 17.8 |

数据来源：彭博、东吴证券研究所

1.1.1. 零售领域效率为王，沃尔玛用超前的科技、基础设施开创零售新时代

沃尔玛大幅领先行业竞争对手的科技和基础设施投入，使其在运营效率上对竞争对手形成降维打击，最终成为行业龙头的核心。在 80 年代向全国的快速扩张中，沃尔玛不断加强自身在信息系统、物流体系、采买关系等全方位壁垒。超前的基础设施投入，让沃尔玛开创了零售业全新的发展方式，也为日后京东等零售商的发展做出了榜样。

信息系统方面，沃尔玛做出了大量零售行业的革命性科技创举，让公司开始成功地抓取大量终端销售信息。沃尔玛在 1969 年最早使用计算机跟踪存货；1980 年最早使用条形码记录销售情况；1984 年最早使用品类管理软件；1985 年最早使用电子数据交换系统与供应商建立自动订货系统；1988 年最早使用无线扫码枪。

同时 1983 年公司最早发射了私人卫星，并在 1987 年完成了世界上最大的民用卫星通讯系统。这套系统帮助公司在销售端可以随时查看当天任何区域、任何商店、任何商品的销售数量，并为每一商品保存长达 65 周的库存记录；同时公司的物流系统可以将物流信息上传至沃尔玛的私人卫星，并反馈给总部和配送中心。

统一的条形码、完善的管理软件、先进的卫星系统将沃尔玛的总部、物流、前端门店完全贯穿在了一起。公司能够清晰地了解到终端销售需求，并及时做出补货反馈。

在拥有终端信息的基础上，沃尔玛率先改变采买上的供需关系。在能够完整抓取终端数据后，沃尔玛与宝洁率先改革采买关系，两家公司开始通过计算机共享信息。利用计算机系统，宝洁能够监测沃尔玛的销售和库存数据，然后利用这些数据指定生产和发货计划，这样的合作方式大大提高了两家公司之间的合作效率，这让沃尔玛在补货和产品成本上具有了进一步优势。

物流体系方面，沃尔玛在 80 年代全方位提升了自己的物流建设体系，保证高效配送。沃尔玛的物流体系从 81 财年的 5 个配送/220 万平方英尺，提升到了 89 财年的 10 个区域配送中心/1150 万平方英尺，公司每天运量已达到 3 亿件。公司的自有卡车队每周向每个门店送货 5 次，89 财年总计运送次数超过 30 万次，准时率和准确率都达到 99%。

同时公司持续投入配送中心的信息化，全面提升配送中心的无人化系统，保证配送中心的高效运行。到 80 年代末，公司 75% 的销售产品可以通过自有车队运输，这样高效快速的配送系统，让沃尔玛让门店可以用较低的存货运营，节省了存储空间和费用。

在超前的科技投入下，沃尔玛对竞争对手形成降维打击，迅速扩大市占率。沃尔玛的竞

竞争对手例如 K-mart 并没有在 80 年代早期意识到信息科技在零售中的重要性，而当他们开始真正意识并开始布局时，沃尔玛已经远远走在前面。凭借着这样一套庞大但高效的运营体系，沃尔玛得以实时获得终端的门店销售情况，并用最高的效率快速满足终端销售的变化。

超高的效率让沃尔玛在 80 年代以飞快的速度超越了此前规模遥遥领先的 K-mart，同时我们看到由于超高的效率，沃尔玛的净利率也明显高于 K-mart。

沃尔玛证明了由科技带来的效率提升，由此带来的龙头扩张，是效率至上的零售业发展的核心要素。

图 2：沃尔玛、K-mart 业绩比较

| (单位：百 万美元) | FY 1987 | FY 1988 | FY 1989 | FY 1990 | FY 1991 | FY 1992 | FY 1993 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Kmart 收入 | 23,812 | 25,627 | 27,301 | 29,533 | 32,070 | 34,580 | 31,031 |
| YOY (%) | — | 7.62 | 6.53 | 8.18 | 8.59 | 7.83 | -10.26 |
| 毛利率 | 27.5% | 27.6% | 27.1% | 26.4% | 25.5% | 25.0% | 26.5% |
| 净利润 | 582 | 692 | 803 | 323 | 756 | 815 | 860 |
| YOY (%) | | 18.9 | 16.0 | -59.8 | 134.1 | 7.8 | 5.5 |
| 净利率 | 2.4% | 2.7% | 2.9% | 1.1% | 2.4% | 2.4% | 2.8% |

| (单位：百 万美元) | FY 1987 | FY 1988 | FY 1989 | FY 1990 | FY 1991 | FY 1992 | FY 1993 |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 沃尔玛收入 | 11,909 | 15,959 | 20,649 | 25,811 | 32,602 | 43,887 | 55,484 |
| YOY (%) | 40.00 | 34.01 | 29.39 | 25.00 | 26.31 | 34.62 | 26.42 |
| 毛利率 | 24.0% | 23.0% | 22.2% | 22.2% | 21.8% | 20.7% | 20.4% |
| 净利润 | 450 | 628 | 837 | 1,076 | 1,291 | 1,608 | 1,995 |
| YOY (%) | 37.44 | 39.45 | 33.39 | 28.51 | 19.99 | 24.59 | 24.02 |
| 净利率 | 3.8% | 3.9% | 4.1% | 4.2% | 4.0% | 3.7% | 3.6% |

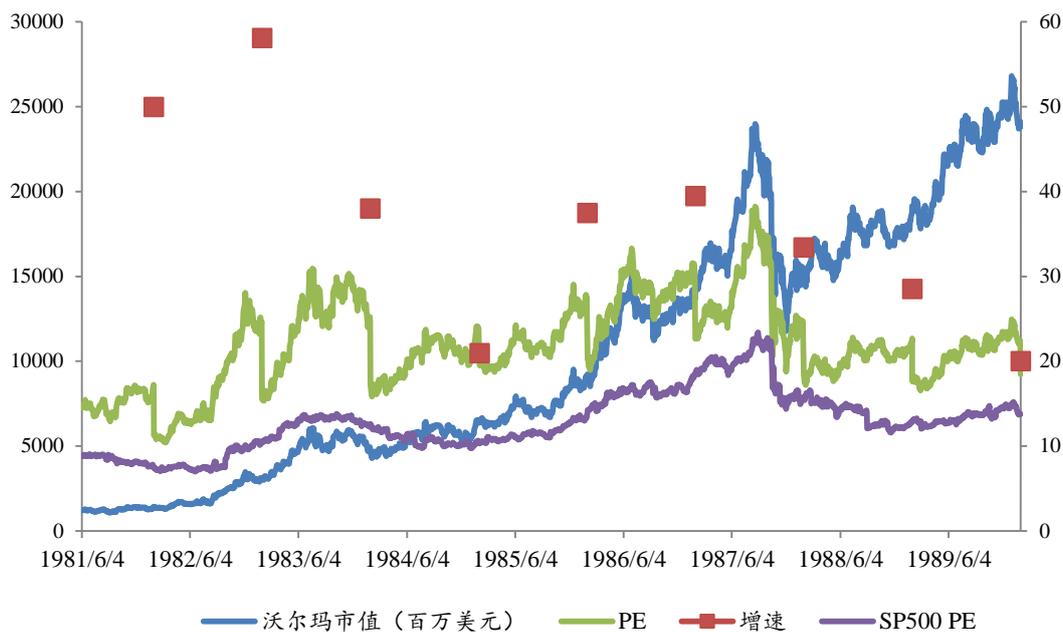
数据来源：彭博、东吴证券研究所

1.1.2. 前期高速增长带来估值溢价，成熟后估值匹配指数

高速增长期，沃尔玛估值不断提升，持续保持对标普 500 明显的溢价；但是由于市场竞争对手云集，公司在 80 年代的估值并没有明显匹配增速。由于沃尔玛在 80 年代几乎每年都能保持 30% 以上的业绩增速，高速稳定的业绩增长让公司估值相对于标普 500 持续保持着溢价（81 到 89 年估值溢价平均超过 70%）。公司市值从 81 年的 12 亿美元上涨至 90 年的超过 250 亿美元，年复合增速达到 46%。

然而相对来说，由于沃尔玛在 70、80 年代的规模依旧远小于当时的折扣零售龙头（例如 K-mart 在 1982 年销售额超过 180 亿美元拥有超过 2300 家门店，而沃尔玛在 FY83 只有 34 亿美元收入和 551 家门店），市场对于其能否在 K-mart/Target 等巨头竞争下保持高速的增长依旧有所担忧。因此其在 80 年代对应下一财年的估值也并没有完全匹配其业绩增速（80 年代中期估值提升更多来自市场估值中枢的提升）

图 3：沃尔玛 80 年代估值走势（市值左轴）

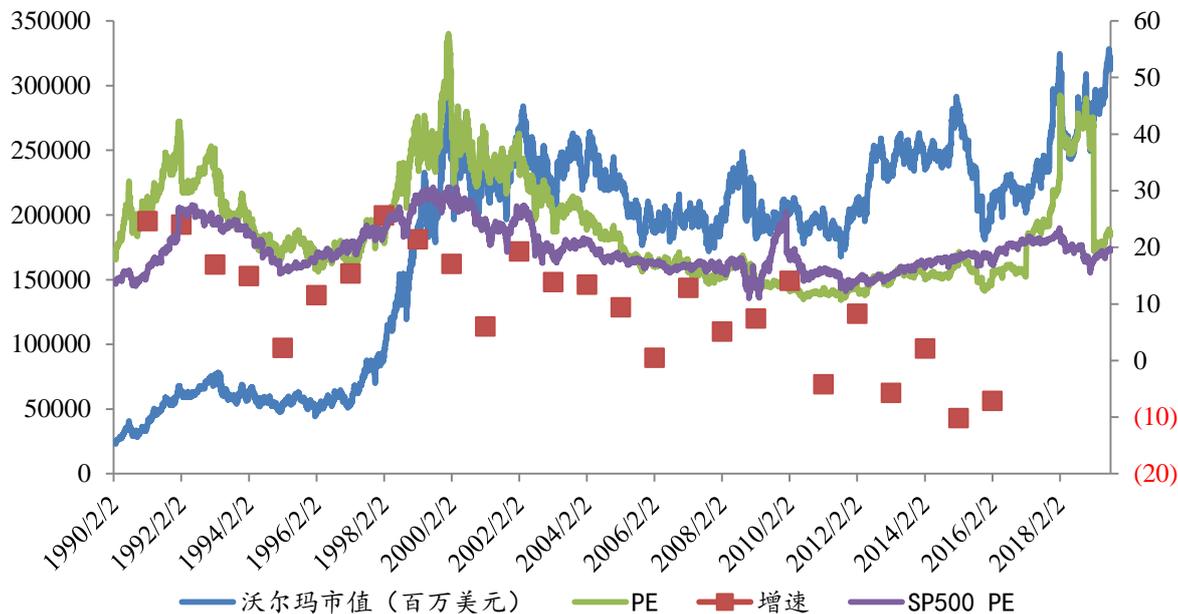


数据来源：彭博、东吴证券研究所

沃尔玛 90 年代开启国际化，但是进展并不顺畅；此后受到电商冲击增速进一步下降。公司从 91 年开始以中北美为切入点开始进行国际化，但是随后公司进军欧洲和亚洲的步伐由于本地化较为复杂而没有像公司在美洲扩张时那样顺利。公司的业绩增速也在 90 年代之后逐渐下滑。进入 21 世纪后，随着以亚马逊为代表的电商龙头迅速崛起，沃尔玛也同样受到影响，公司的业绩增速也继续出现下滑。

但是从估值的角度看，沃尔玛自从 20 世纪末的股市泡沫后，其估值水平长期与标普 500 匹配，无论业绩增速高低，其始终保持在 15-20 倍的估值中枢稳定地依靠业绩增长提升市值。我们认为这也是由于公司进入成熟期后，其明确的核心壁垒以及强大的市场地位让市场对其业绩稳定性一直有着高度认可。

图 4：沃尔玛 90 年代后估值回顾



数据来源：彭博、东吴证券研究所

1.1.3. 海内外对标：科技革新带来零售效率变革，新技术变革前强者恒强趋势有望保持

与沃尔玛在美国的 80 年代相似，阿里、京东等巨头在过去十年间，同样用新的科技手段对中国零售业进行了重塑。线上的巨头依靠互联网技术手段用更快的方式、更少的层级将产品用更低的价格交给了消费者。

无论是阿里在平台规则的搭建维护、大数据人工智能的投入、新零售模式的投入尝试，还是京东在物流基础设施、配送系统上的大规模投入，都是对整个零售体系效率的全方位提升。而正是依靠科技创新和基础设施投入带来的效率降维打击，阿里等巨头从财务数据上全方位快速拉大了与线下龙头之间的差距。

阿里 FY12-FY17 的收入和利润复合增速均超过 50%，GMV 也保持着非常高的增长速度，在 FY19 已经突破 5.7 万亿。

图 5：阿里、高鑫零售业绩增长情况

| 高鑫零售 (单位: 亿元) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | CAGR |
|---------------|-------|-------|-------|------|--------|-------|-------|-------|------|
| 主营业务收入 | 683 | 780 | 864 | 921 | 968 | 1,009 | 1,034 | 1,004 | 5.7% |
| YOY | 21.2% | 14.3% | 10.7% | 6.6% | 5.1% | 4.3% | 2.5% | -2.8% | |
| 净利润 | 16 | 24 | 28 | 29 | 24 | 26 | 28 | 26 | 7.1% |
| YOY | 55.2% | 50.6% | 15.2% | 4.8% | -16.0% | 5.2% | 8.6% | -7.3% | |

| 阿里巴巴 (单位: 亿元) | FY2012 | FY2013 | FY2014 | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018 | FY2019 | GMV 统计口径 CAGR |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| GMV | 1780 | 2940 | 4300 | 6000 | 7240 | 37,670 | 48,200 | 57,270 | |

注：17 财年改变

| | | | | | | | | | |
|----------|-----|-------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| YOY | | 65.2% | 46.3% | 39.5% | 20.7% | 21.8% | 28.0% | 18.8% | |
| 营业总收入 | 200 | 345 | 525 | 762 | 1,011 | 1,583 | 2,503 | 3,768 | 52.1% |
| YOY | | 72.4% | 52.1% | 45.1% | 32.7% | 56.5% | 58.1% | 50.6% | |
| 归属普通股净利润 | 42 | 84 | 231 | 241 | 715 | 437 | 640 | 876 | 54.2% |
| YOY | | 98.8% | 174.6% | 4.6% | 195.9% | -38.9% | 46.5% | 36.9% | |

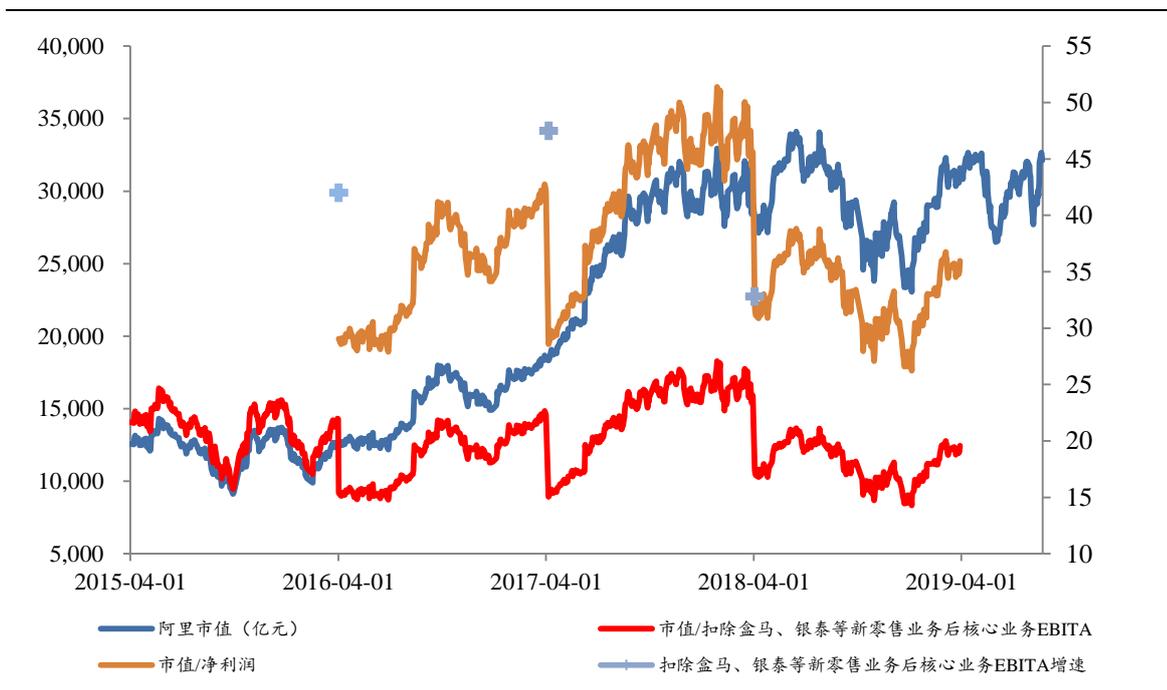
数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

高增速下，阿里从14年刚上市时的1.4万亿人民币市值上涨至目前的3.2万亿人民币，在市值已经很大的情况下，其目前年化市值复合增速依旧能接近19%。

从估值角度看，由于其体系下有着众多包括新零售、云计算、数字媒体在内的新业务短期仍旧处于亏损状态，因此其净利润估值达到40倍以上。但是若抛开新业务，直接用市值除以扣除新零售业务的核心零售业务，公司的市值/EBITA一直稳定在20倍上下，相对于核心零售业务30%左右的增速，这样的估值其实与80年代末/90年代初的沃尔玛基本相近。

不考虑阿里的云计算、数字媒体等新业务，单考虑阿里的核心零售业务，我们认为互联网科技带来的红利尚未结束，中国广阔的消费市场依旧有望继续保持较快增长。正如沃尔玛的发展证明的，零售业科技带来效率创造龙头的规律依旧未变，阿里作为此次科技创新的龙头依旧有望在很长一段时间持续扩大市占率规模，继续领跑整个中国零售业。

图6：阿里市值及估值



数据来源：彭博、东吴证券研究所

1.2. 星巴克：创造文化潮流迅速崛起的代表

星巴克自1992年上市开始，用飞快的速度创造了属于自己的咖啡文化，席卷全美乃至全球。在92年上市时，星巴克仅是一个拥有165家门店、门店主要集中在总部西雅图以及芝加

哥、温哥华、波特兰等少数大城市的连锁咖啡馆。而在此后的整个 90 年代，星巴克迅速在美国扩张门店，门店数量在 1999 财年达到近 2500 个，收入和净利润从 92 财年到 99 财年的 CAGR 均超过了 50%，

图 7：星巴克上市前八年业绩

| (单位：百万美元) | FY1992 | FY1993 | FY1994 | FY1995 | FY1996 | FY1997 | FY1998 | FY1999 | CAGR |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|------|
| 收入 | 93.08 | 176.54 | 284.92 | 465.21 | 696.48 | 975.39 | 1,308.70 | 1,680.15 | 51% |
| YOY | 61% | 90% | 61% | 63% | 50% | 40% | 34% | 28% | |
| 门店数量 | 165 | 272 | 425 | 677 | 1015 | 1412 | 1,886 | 2,498 | 47% |
| YOY | 55 | 107 | 153 | 252 | 338 | 397 | 474 | 612 | |
| 归母净利润 | 4.10 | 8.28 | 10.21 | 26.10 | 42.13 | 57.41 | 68.37 | 101.69 | 58% |
| YOY | 70% | 102% | 23% | 156% | 61% | 36% | 19% | 49% | |

数据来源：彭博、东吴证券研究所

在 1999 财年至 2006 财年，公司在上市近十年后依旧能够保持 20% 以上的收入和利润复合增速，同时持续在美国以及全球不断扩张门店。

图 8：星巴克 FY00-FY07 业绩

| (单位：百万美元) | FY2000 | FY2001 | FY2002 | FY2003 | FY2004 | FY2005 | FY2006 | FY2007 | CAGR |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|------|
| 收入 | 2,169.22 | 2,648.98 | 3,288.91 | 4,075.52 | 5,294.25 | 6,369.30 | 7,786.94 | 9,411.50 | 23% |
| YOY | 29% | 22% | 24% | 24% | 30% | 20% | 22% | 21% | |
| 门店数量 | 3501 | 4709 | 5886 | 7225 | 8569 | 10241 | 12,440 | 15,011 | 23% |
| YOY | 1,003 | 1208 | 1177 | 1339 | 1344 | 1672 | 2199 | 2571 | |
| 归母净利润 | 94.56 | 181.21 | 212.69 | 268.35 | 388.97 | 494.37 | 564.26 | 672.64 | 32% |
| YOY | -7% | 92% | 17% | 26% | 45% | 27% | 14% | 19% | |

数据来源：彭博、东吴证券研究所

作为社会服务业的标杆，星巴克在早期能够迅速地大规模扩张，除了其坚持的高品质咖啡、持续推出新产品之外，其最大的核心壁垒在于通过“第三空间”的创造和极致的客户服务，将星巴克打造成为了一种全球流行的咖啡馆文化。

概括来看，我们认为星巴克的运营壁垒可以概况为（1）优秀的企业文化、员工激励带来的消费者高体验，（2）高效的公司整体运营体系带来的门店高复制性。我们认为这样的核心竞争力同样适用于正在高速扩张的海底捞。

1.2.1. 打造“第三空间”，创造全新咖啡文化：从服务、陈列到咖啡故事，星巴克用心打造极致门店体验

“不靠咖啡做人的生意，而靠人做咖啡的生意”。在成长初期，没有品牌优势的星巴克能够持续快速扩张，很大的原因在于门店里的每一位咖啡师都在尽可能地将最好的服务提供给消费者。为了实现这一切，早期的星巴克一面推出颠覆行业的覆盖一周工作 24 小时以上兼职雇员的医疗保险计划；另一方面对星巴克的雇员全面推行股票期权计划，每年按照员工工资的固定百分比授予。在上市初期，随着公司市值的快速上升，公司员工均有着强劲的动力进行自己的工作。

与此同时，星巴克不断完善自己的培训计划。其对每个新员工均有 24 小时的培训课程，涵盖了从咖啡知识到如何烹煮咖啡再到顾客服务技巧以及基本零售技能。同时在新开设的门店，公司会从已有门店中抽调有经验的员工对新员工进行一对一的培训，这些培训细节从如何用眼神与客户交流到怎样简明扼要地介绍咖啡，再到如何预先知道客户的需求。星巴克希望让每一位新员工迅速成为一名获得消费者喜爱的咖啡师，因为每一位咖啡师才是星巴克对消费者的最直接宣传。

从嗅觉、听觉到视觉，星巴克用每个细节打造完美“第三空间”氛围。在热情专业的咖啡师之外，星巴克还在全方面营造自己的门店氛围。

嗅觉上，星巴克在早期不卖三明治及其他各种带有较强味道的食物、也禁止员工使用香水，只为了让咖啡香布满整个咖啡厅。听觉上，公司对播放的歌曲有着严格的挑选，同时在顾客点单后会由收银员报出顾客的名字并得到咖啡师回应，搭配咖啡烹煮的声音，保证顾客完美的消费体验。视觉上，门店从椅子样式、调料柜的摆放位置、地板的质地等等全部都被精洗护理。门店的设计、灯光的颜色、装饰的材质以及在四季的变化都有着明确要求，门店的设计风格围绕咖啡制作的几个阶段展开，保证了整个咖啡馆氛围的完美呈现。

正是对每一个门店客户体验的极致追求，让星巴克成功将自己的门店打造成了一个消费者在工作和家之外的另一个议事、会面场所，最终将自己的品牌完全融入了消费者的生活，将自己的门店打造成为了一种潮流文化。也正是因为这种文化的流行，让星巴克在全球实现大范围扩张成为可能。

1.2.2. 高执行力团队、本地化策略、坚实基础设施，保证星巴克高效快速扩张

在门店的高体验之外，星巴克在众多新城市自然离不开执行力极强的渠道拓展团队、成功的本地化策略以及完善的基础设施建设。

在公司初期的渠道拓展上，最初的 100 多家门店均由创始人舒尔茨亲自挑选，其后公司聘用专业房产经纪人微公司开设的门店选址并提出对设计和建筑的统一意见，在其帮助下公司最初开设的 1000 多家门店只有两家因选址不善而关闭。

在此后长期的发展中，带领星巴克在中西部、西北部、大西洋湾区开疆拓土的领导者均是来自包括汉堡王、711 在内的大型零售公司的管理人才，这些专业人士保证了公司能够以专业、迅速的方式的方式进入不同的新区域。

在基础设施上，从公司总部的事物业开发、室内设计、店面规划和总体架构的人员，开发出了一种基于在 6 个月内开张的切实可行的店面开发规程，这样的流程保证公司可以在每一天都新开出一家门店。同时，公司的零售系统不仅能够应对数量庞大的现有店铺，还同时可以应对监管每年新开数百家门店的需求。在供应链上，公司也持续投入红配工厂、包装流水线和配送操作系统的提升，在规模不断扩大的同时持续保证降低成本。

本地化拓展上，为了能够让公司的标准化门店顺利在每个不同的城市顺利开设，星巴克

进行了一系列本地化运作，包括推出适应每个城市风格的个性化产品及 T 恤，在每个城市结合当地慈善事业策划社区活动，不断加入各地独有特色的社区活动也成为星巴克具有持久影响的标志之一。同时星巴克也会针对当地客户群进行一系列的本地化促销，保证公司真正融入新进入城市的文化。

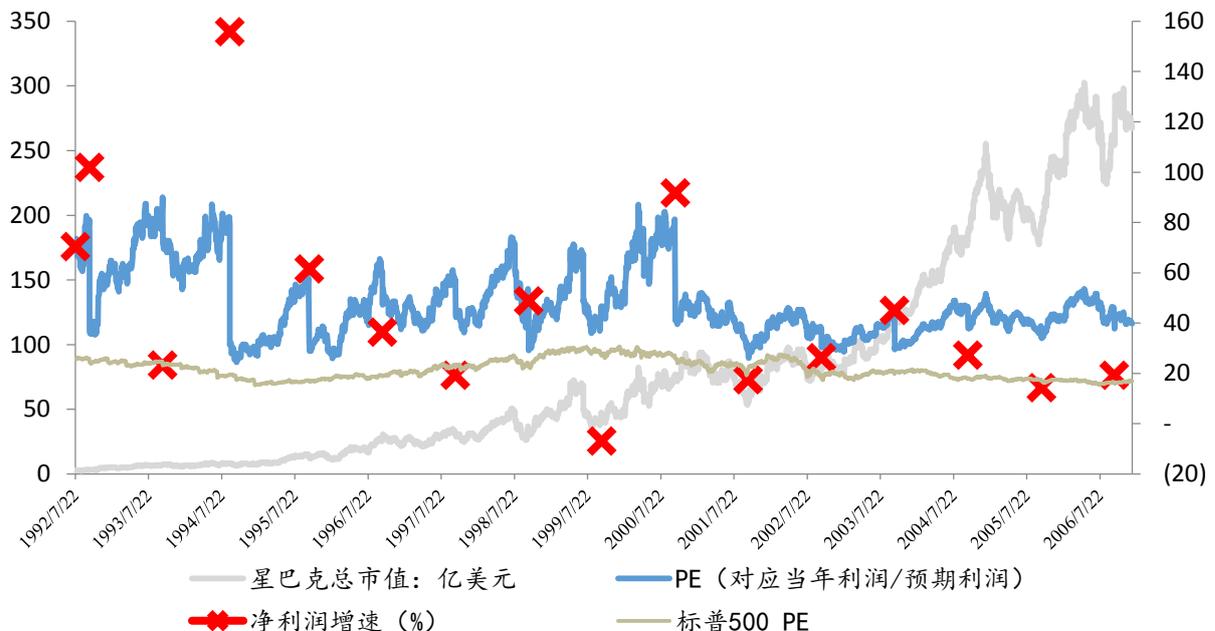
1.2.3. 星巴克文化风靡全球，带来持续的高估值

上市前连续 15 年 20% 的收入增长，让星巴克在 1992-2006 年的漫长时间中，市值（即便超过 200 亿美元）对应当年预测净利润的估值持续保持在 40 倍的中枢以上，PEG 大致等于 1。星巴克在快速崛起的美国现磨咖啡市场中表现出的高差异化服务以及极强的执行力让其与竞争对手相比显得与众不同，让市场愿意长期为其高成长性给予很高的估值。

在整个 90 年代直到 2006 年，星巴克的 PEG 一直都能保持在 1 左右，其每年估值均会持续上升至 60-80 倍，随后在估值切换后回到 40 倍左右。即便是在市值已经超过 200 亿美元后，依旧保持着 40 倍以上的对应当年净利润的估值。星巴克的估值几乎无视市场估值变化，持续保持着相对标普 500 很高的溢价，公司 92 到 06 年相对标普 500 的估值溢价超过 120%。

在这种持续保持的高估值下，星巴克的市值从刚上市时的 2.5 亿美元上升到了 99 年末的近 45 亿美元，最后达到 2006 年的接近 270 亿美元。92 年末到 99 年末市值 CAGR 达到 37%；而在市值较大、估值持续处于高位的基础上，星巴克从 1999 年末至 2006 年的市值 CAGR 仍旧高达 29%。

图 9：星巴克上市前八年估值



数据来源：彭博、东吴证券研究所

长时期的高速增长之后，星巴克在 07 年后增速下滑，估值中枢也有所回落。星巴克在 07 年之后经历了门店过度扩张、产品线过于冗长等一系列问题，业绩增速出现下降。虽然在舒尔茨回归、中国等海外市场快速增长等一系列利好带动下，星巴克在 2010 年之后又经历了一段增长期。

虽然近年来中国区收入增速放缓，使公司整体业绩增速再次下滑。但星巴克的估值中枢基本维持在 20 倍以上，并在近期再次上升至 40 倍以上，表明市场依旧对其品牌文化带来的护城河具备高度信心。

图 10：星巴克 07 年至今估值表现



数据来源：彭博、东吴证券研究所

1.2.4. 海内外对标：海底捞系同样用服务和执行力打造自己的餐饮文化帝国

我们看到国内社会服务业的龙头，以海底捞系的企业为代表，在多年的发展运营之后逐渐显示出自己的经营壁垒，开始在最近几年表现出快速增长。

首先从海底捞来看，其服务、企业文化与星巴克有着很多的相似之处。海底捞快速发展的核心在于极具生命力的管理体系和为员工创造的家文化，这让海底捞的每一位员工都能被激发最大的潜能。相较于完全标准化的西式快餐管理风格，海底捞倡导着“双手改变命运”的理念，重在鼓励员工的创造性和与客户的互动，来自几万员工的不断服务创新，让海底捞的门店总能够给客户带来惊喜。

我们看到海底捞与星巴克一样，将自己最常与消费者接触的店员当做了最直接的品牌宣传大使，通过激发每个店员的主观能动性，持续保持公司品牌在消费者面前最完美的呈现。我们认为海底捞也和星巴克一样，正在努力通过独特的门店体验，将自己的品牌打造成一种饮

食文化，而这种留下文化也是其在近年表现出快速增长的重要基石。

图 11：海底捞业绩情况

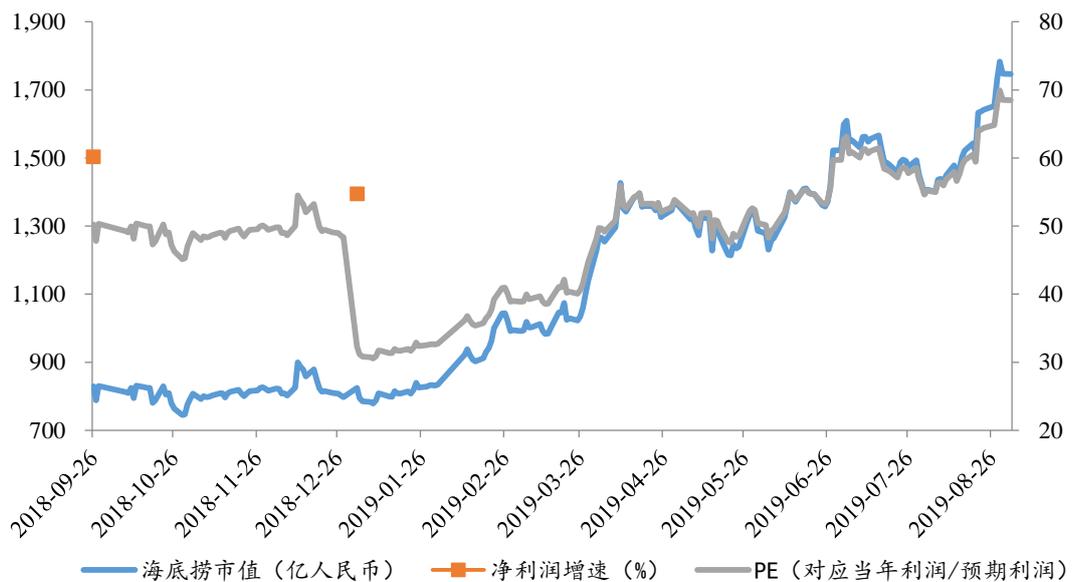
| (单位：百万元) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------|-------|---------|--------|--------|
| 海底捞营业收入 | 5,757 | 7,808 | 10,637 | 16,969 |
| YOY | | 35.63% | 36.24% | 59.53% |
| 门店数 | 146 | 176 | 273 | 466 |
| 归母净利润 | 273 | 735 | 1,028 | 1,646 |
| YOY | | 169.23% | 39.86% | 60.12% |

数据来源：Wind、东吴证券研究所

前端服务的壁垒之外，在供应链及基础设施的建设上，海底捞通过多年打磨已经塑造起了极深的护城河。海底捞分别由蜀海负责公司的食材、由颐海负责火锅底料。两家公司也都分别成为了业内的龙头企业，并均开始了第三方业务的扩张。蜀海在为海底捞提供食材供应链的同时还为 7-11、西贝、新白鹿等餐饮巨头提供食材供应链。颐海也同样不断在调味品领域快速扩张新的品类。以颐海为例，在空间广阔的复合调味料以及新型速食产品市场，依靠海底捞强大的品牌力、优秀机制设定带来的产品研发活力以及高激励下的强大销售团队不断拓展自己的产品线，自热小火锅等新产品也已经逐渐验证公司零售产品的打造能力。

我们认为若以星巴克作为参照，海底捞依靠管理体系打造的服务体验同样有望将自己的品牌作为一种流行文化进行延展，从而很难被竞争对手超越。随着海底捞逐步将自己的品牌打造成为一种新的中式餐饮流行文化，我们认为其正在经历星巴克一样的快速扩张渠道并不断向新消费者传递品牌文化的黄金时代。在这样的文化传播期，我们对海底捞在未来几年保持快速的扩张保持信心，同时这样的增速也有望让其像星巴克一样在相当长的时间持续保持高估值。

图 12：海底捞市值与估值



数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.3. 耐克：多年积累终成国际化品牌，长期被低估后获得估值溢价

相较于星巴克和沃尔玛高速增长长期稳定的估值溢价，耐克在上市的前十五年里却遭受了市场长时间的争议。虽然和星巴克、沃尔玛一样，耐克也有着充满魅力的传奇创始人以及极高的利润复合增速，但是针对公司的质疑在其上市的前15年从未停止。

图 13：耐克 FY81-FY95 业绩

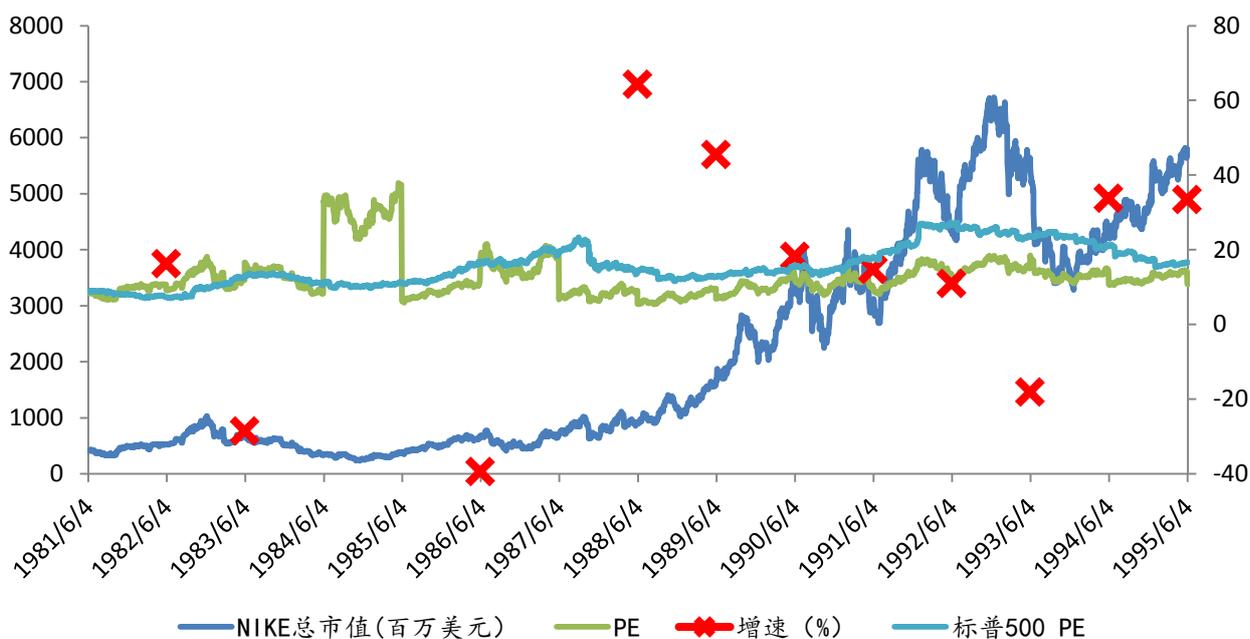
| (单位：百万美元) | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | CAGR |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 营业收入 | 458 | 694 | 867 | 920 | 946 | 1069 | 877 | 1203 | 1711 | 2235 | 3004 | 3405 | 3931 | 3790 | 4761 | 18% |
| YOY (%) | 70 | 52 | 25 | 6 | 3 | 13 | -18 | 37 | 42 | 31 | 34 | 13 | 15 | -4 | 26 | |
| 净利润 | 26 | 49 | 57 | 41 | 10 | 59 | 36 | 102 | 167 | 243 | 287 | 329 | 365 | 299 | 400 | 22% |
| YOY (%) | 108 | 89 | 16 | -29 | -75 | 477 | -39 | 183 | 64 | 45 | 18 | 15 | 11 | -18 | 34 | |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

最直观的便是反应在估值上。虽然从81年中到95年中耐克的市值从4.2亿美元大幅上涨到58亿美元（市值年复合涨幅21%），市值涨幅大幅跑赢标普500。

但是估值角度，虽然在81财年上市时耐克的估值（对应下一财年）基本和标普500相当，但是自从84财年业绩出现大幅下滑后，其PE在未来的十年期间持续徘徊在10倍上下（持续低于标普500 20倍左右的估值），市值增长几乎完全来自业绩增长的贡献。

图 14：耐克 81-95 年估值、市值变化



数据来源：彭博、东吴证券研究所

1.3.1. “时尚类公司值得高估值吗？”——高增速并没有给耐克带来高估值

耐克上市前期长期的高增速和低估值，核心在于市场仍认为其产品具有较强时尚属性，较大的不可预测性让投资者无法像星巴克、沃尔玛一样对其稳定性拥有坚定信心。

借助“慢跑热”兴起，但错失“有氧热”，耐克虽然具备很强的研发能力和执行力，但在上市前期业绩波动较大。借助着上世纪70年代美国慢跑热带来的对跑鞋以及跑鞋相关休闲鞋的大量需求，耐克逐步自身跑鞋产品的独特功能性、团队的高执行力以及在代理鬼冢虎时期积累的销售网络在70年至80年代初期获得了快速增长，上市前三年保持着较快的增长。

然而在80年代中期开始，美国市场的慢跑热逐步被其他各项运动分流（例如当时热门的女性有氧操），专业跑鞋的需求开始下降。与此同时，消费者对跑鞋相关的时尚休闲鞋的需求也有所下滑。耐克并没有及时捕捉到这些变化，同时竞争对手锐步推出更适合有氧操等体育项目的新型运动鞋让耐克业绩出现连续几年的滑坡。

虽然耐克在80年代便已经创造性地使用名人代言的方式进行销售，同时不断用自身的研发能力打造出新的产品，但是自从84财年的下滑之后，市场对其开始有了时尚品、高波动的认知，使得耐克的估值一直在10倍的区间波动，并且在估值上持续低于标普500。

图 15：耐克 FY81-FY87 业绩回顾

| (单位: 百万美元) | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 营业收入 | 458 | 694 | 867 | 920 | 946 | 1069 | 877 |
| YOY (%) | 70 | 52 | 25 | 6 | 3 | 13 | -18 |
| 净利润 | 26 | 49 | 57 | 41 | 10 | 59 | 36 |
| YOY (%) | 108 | 89 | 16 | -29 | -75 | 477 | -39 |

数据来源：彭博、公司公告、东吴证券研究所

88财年开始，Air Max1 气垫鞋的推出以及乔丹系列随着公牛队三连冠在全球大火，带动耐克的业绩在随后几年保持着极高的增长速度（88财年至93财年收入/利润 CAGR 达到27%/29%）。这样的高速增长一度让耐克的估值达到15倍以上，但是随着94财年欧洲经济下滑以及乔丹的退役，耐克的业绩再次出现下滑，其估值重新回到15倍以下。

我们可以看到，在上市的前15年，虽然复合来看耐克获得了22%的利润复合增长，但由于84-87年的大幅下滑，让市场对于耐克的认知依旧局限于依靠爆品和个别明星效应带动的时尚类运动鞋公司。因此即便其规模在长期来看获得了快速的增长，但是市场对其护城河带来的业绩稳定并没有很大的信心，这导致其估值一直明显低于大盘。

图 16：耐克 FY88-FY94 业绩回顾

| (单位: 百万美元) | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 营业收入 | 1203 | 1711 | 2235 | 3004 | 3405 | 3931 | 3790 |
| YOY (%) | 37 | 42 | 31 | 34 | 13 | 15 | -4 |
| 净利润 | 102 | 167 | 243 | 287 | 329 | 365 | 299 |
| YOY (%) | 183 | 64 | 45 | 18 | 15 | 11 | -18 |

数据来源：彭博、公司公告、东吴证券研究所

1.3.2. 全球化体育品牌营销+全品类扩张最终证明稳定性，估值最终超过标普 500——“耐克是体育公司，体育是世界的语言”

创造性全品类代言人营销方案、多年全球化的品牌塑造，让耐克成为全球化公司，影响力不断扩大。95 财年之后，随着乔丹的复出以及在产品上的持续改进，耐克开始在北美区重获增长。但是更重要的是，从 95 财年开始，通过 94 年赞助世界杯、95 年拿下巴西足球国家队十年赞助权、随后大规模赞助欧洲顶级俱乐部，耐克开始全面进军全球第一大运动——足球。同时，耐克凭借签下迈克舒马赫进入 F1 赛事。随着耐克不断扩大在这些具备全球影响力的运动上进行投，其在欧洲乃至全球的影响力与日俱增。

耐克在 95 财年之后的全球化让其欧洲市场迅速恢复，此后几年公司迎来快速成长。

图 17: 耐克 FY94-FY00 分地区收入

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|
| 收入 | 3643 | 4494 | 6034 | 8570 | 8810 | 8143 | 8323 |
| YOY | -4% | 23% | 34% | 42% | 3% | -8% | 2% |
| 美国 | 2433 | 2998 | 3965 | 5538 | 5460 | 5043 | 5017 |
| YOY | -4% | 23% | 32% | 40% | -1% | -8% | 0% |
| 占比 | 67% | 67% | 66% | 65% | 62% | 62% | 60% |
| 欧洲 | 927 | 980 | 1334 | 1790 | 2096 | 2256 | 2351 |
| YOY | -15% | 6% | 36% | 34% | 17% | 8% | 4% |
| 占比 | 25% | 22% | 22% | 21% | 24% | 28% | 28% |
| 亚太 | 283 | 516 | 735 | 1242 | 1254 | 845 | 955 |
| YOY | 59% | 82% | 43% | 69% | 1% | -33% | 13% |
| 占比 | 8% | 11% | 12% | 14% | 14% | 10% | 11% |

数据来源：彭博、公司公告、东吴证券研究所

正式扩大服装类和其他运动行业产品销售，真正成为全品类运动公司，抵御风险能力明显提升。足球、F1 等全球化其他赛事的赞助带动下，耐克在 95 财年开始大幅增加了包括足球品类在内的销售。

同时，更重要的是 95 财年开始耐克开始全面提升服装销售占比，希望让消费者在更多的场合看到公司的标志。随着公司对于各大著名足球队赞助不断增加，耐克的其他运动行业产品及服装销售比例迅速提升，公司逐步从运动鞋公司真正成为了一个体育运动公司，公司抗风险能力真正得到提升。

图 18: 耐克 FY94-FY00 分品类收入

| | FY1994 | FY1995 | FY1996 | FY1997 | FY1998 | FY1999 | FY2000 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| NIKE 鞋+服收入 | 3565 | 4450 | 5949 | 8683 | 8845 | 7981 | 8619 |
| 鞋 | 2867 | 3553 | 4455 | 6162 | 5960 | 5159 | 5921 |
| YOY | | 24% | 25% | 38% | -3% | -13% | 15% |
| 占鞋+服装比例 | 80.4% | 79.8% | 74.9% | 71.0% | 67.4% | 64.6% | 68.7% |
| 服装 | 698 | 897 | 1494 | 2521 | 2885 | 2822 | 2698 |
| YOY | | 29% | 67% | 69% | 14% | -2% | -4% |

占鞋+服装比例 19.6% 20.2% 25.1% 29.0% 32.6% 35.4% 31.3%

数据来源：彭博、公司公告、东吴证券研究所

我们看到，95年之后耐克终于一步步将自己打造成为全球化、全品类的品牌，获得了强大的护城河。从估值角度，随着业绩和影响力的全面提升，耐克终于在95年之后，开始受到市场认可。其估值中枢从10倍迅速抬升至20倍以上，自此之后开始终于开始在估值上跑平标普500。

图 19：耐克 FY95-FY07 业绩增速

| (单位：百万美元) | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | CAGR |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 营业收入 | 4761 | 6471 | 9187 | 9553 | 8777 | 8995 | 9489 | 9893 | 10697 | 12253 | 13740 | 14955 | 16326 | 11% |
| YOY (%) | 26 | 36 | 42 | 4 | -8 | 2 | 5 | 4 | 8 | 15 | 12 | 9 | 9 | |
| 净利润 | 400 | 553 | 796 | 400 | 451 | 579 | 590 | 663 | 474 | 946 | 1212 | 1392 | 1492 | 12% |
| YOY (%) | 34 | 38 | 44 | -50 | 13 | 28 | 2 | 12 | -29 | 99 | 28 | 15 | 7 | |

数据来源：彭博、公司公告、东吴证券研究所

FY11 开始，耐克在“Category Offense”战略的指导下，全面奠定领先阿迪的地位。耐克的“Category Offense”打破了公司原先围绕运动鞋与运动服进行产品划分的原则，转而围绕运动项目的分类来发展各自系列的产品，例如篮球品类和长跑品类。耐克确保每一个运动项目的产品均坚持全公司的统一目标，例如包括平衡运动鞋与运动服产品之间的关系、研发新产品等。这样的分运动项目开发，保证各个运动项目的产品均能有持续创新的产品提供给消费者。

图 20：耐克 FY08-FY17 业绩增速

| (单位：百万美元) | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | CAGR |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 营业收入 | 18627 | 19176 | 19014 | 20862 | 23331 | 25313 | 27799 | 30601 | 32376 | 34350 | 7% |
| YOY (%) | 14 | 3 | -1 | 10 | 12 | 8 | 10 | 10 | 6 | 6 | |
| 净利润 | 1883 | 1487 | 1907 | 2133 | 2223 | 2485 | 2693 | 3273 | 3760 | 4240 | 9% |
| YOY (%) | 26 | -21 | 28 | 12 | 4 | 12 | 8 | 22 | 15 | 13 | |

数据来源：彭博、公司公告、东吴证券研究所

在 FY11-FY15，耐克在前期已经规模很大的北美区持续保持惊人的高双位数增长。在老对手阿迪在北美持续处于困境的情况下，耐克第一大体育品牌的地位不断确立。

图 21：耐克 FY11-FY15 北美区收入增速

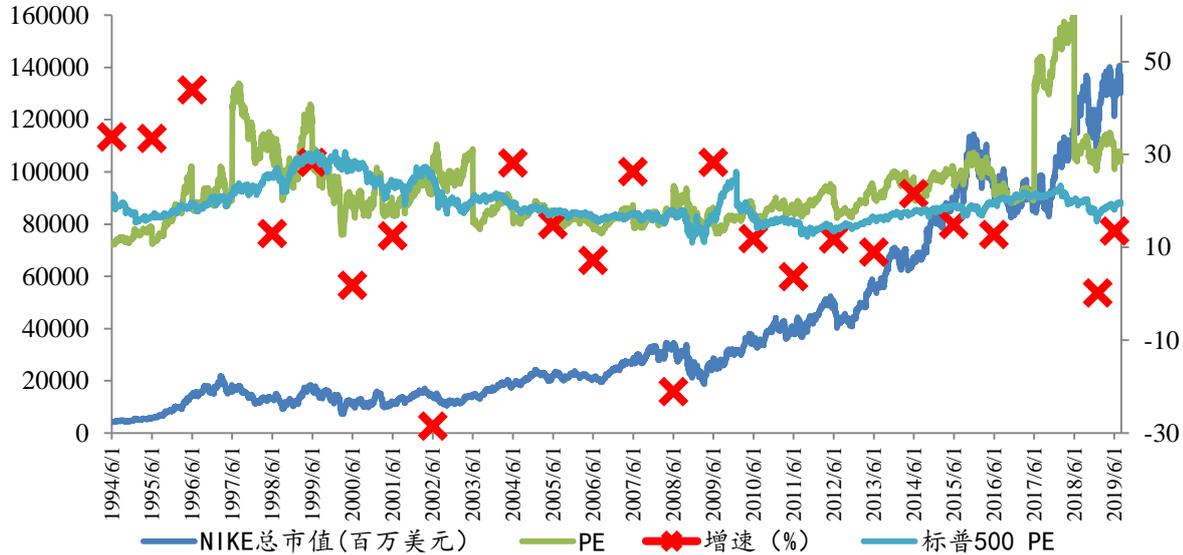
| (单位：百万美元) | FY2011 | FY2012 | FY2013 | FY2014 | FY2015 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| NIKE 收入 | 20862 | 23331 | 25313 | 27799 | 30601 |
| YOY | 10% | 12% | 8% | 10% | 10% |
| 北美 | 7,578 | 8,839 | 10,387 | 12,299 | 13,740 |
| YOY | 13% | 17% | 18% | 18% | 12% |
| 占比 | 36% | 38% | 41% | 44% | 45% |

数据来源：彭博、公司公告、东吴证券研究所

在行业地位全面奠定的情况下，市场对耐克未来业绩稳定性的信心进一步提升。耐克的

估值中枢在 2010 年后更上一层楼，达到目前的 30 倍，开始显著高于市场中枢。公司市值更是从 95 年的 55 亿美元市值持续上涨至 19 年的超过 1000 亿美元，23 年市值复合增速达到 15%。

图 22：耐克 FY95 至今估值变化



数据来源：彭博、东吴证券研究所

1.3.3. 海内外对标：中国体育龙头逐步证明稳定性，估值同样逐步提升

回到国内的体育龙头公司，我们看到包括安踏和李宁在近年均体现出了明显的估值提升趋势。我们认为体育服饰龙头在中国获得快速增长的基础，来自于穿着习惯更偏向休闲服饰的 85、90 后在逐渐成为消费主力后，带来的整体消费需求的代际变化。

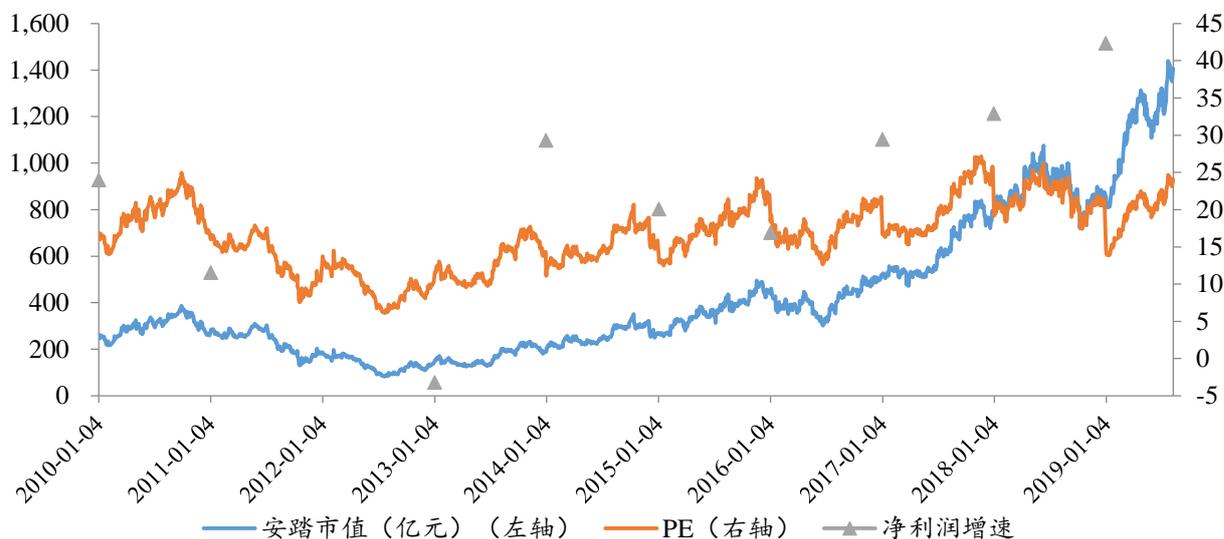
我们看到作为率先做出渠道调整、零售改革的安踏，在度过了下滑期后，从 14 年开始了连续 5 年的 20% 以上的业绩增速。安踏一方面在主品牌上经过零售和渠道改革依靠更高性价比的产品恢复健康的增长；另一方面公司成功改造、运营了 FILA，充分展现了公司了解中国消费者并针对中国消费者打造品牌的能力。在通过 FILA 锻炼出一整套完善的认知消费者、根据消费者打造品牌的体系后，安踏收购 AMER SPORTS，希望将包括始祖鸟、Salomon 在内的一批优秀海外品牌引入国内。

目前安踏整个集团，在体育服饰这个需要龙头规模带动研发、营销和渠道扩张的行业里，已经牢牢占据了国产品牌第一的位置。

我们看到，随着国内运动休闲趋势的全面出现，安踏在过去几年的时间内表现出稳定的高增长。与之相对应，市场对于安踏未来几年能够保持稳定增速的信

心也在逐步提升，其估值也从 13~14 年的 10 倍左右，逐步上升至目前的 25 倍（对应 19 年）区间，我们认为这样的估值体系以及这样的增速也有望在未来几年得到持续。

图 23：安踏市值及估值



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 中美消费龙头发展期估值思考：护城河被市场接受后有望保持高速增长和高估值，中国公司正迎来发展黄金期

观察上述三个龙头所经历的成长期，（1）我们发现当龙头的护城河完全建立之后，在市场充分饱和之前，龙头有望在相当长的时间保持快速的增长抢占市场份额。（2）就估值水平而言，市场对于龙头护城河稳定性的信心则是高估值的关键，如早期耐克这样高增速高波动的公司同样很难获得估值。

同时我们从 DCF 的量化角度看，最可预测的前三年现金流占据的市值比例其实相对较低，市场对于不可预知的未来的信心在最终估值中起到了更重要的作用。

同样从以上三个案例中我们看到，目前正在有越来越多的中国消费品龙头公司和海外公司一样表现出自己的护城河，这些公司有望迎来和海外龙头一样的超长增长期。

2.1. 建立护城河后的龙头，有望享受长期高速增长抢占市场份额

我们看到，包括沃尔玛、星巴克、耐克在内的龙头，在建立起护城河之后均能依靠自己的独特竞争优势保持高速增长，抢占市场份额。沃尔玛在依靠信息技术和基础设施投入获得更高的运营效率之后，以性价比更高的产品、更快的扩张速度、更快的周转速度持续在美国和全球保持扩张，公司从 83 财年到 02 财年保持了长达 20 年的双位数以上的收入增长，成为全球

最大的零售企业。

图 24：沃尔玛业绩回顾

| (单位: 百万美元) | FY86 | FY87 | FY88 | FY89 | FY90 | FY91 | FY92 | FY93 | FY94 | FY95 | FY96 | FY97 | FY98 | FY99 | FY00 | FY01 | FY02 |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 | 8,507 | 11,909 | 15,959 | 20,649 | 25,811 | 32,602 | 43,887 | 55,484 | 67,345 | 82,494 | 93,627 | 104,859 | 117,958 | 137,634 | 165,013 | 191,329 | 217,799 |
| 增长(同比) | 31.82 | 40.00 | 34.01 | 29.39 | 25.00 | 26.31 | 34.62 | 26.42 | 21.38 | 22.50 | 13.50 | 12.00 | 12.49 | 16.68 | 19.89 | 15.95 | 13.83 |
| 净利润(亏损) | 327 | 450 | 628 | 837 | 1,076 | 1,291 | 1,608 | 1,995 | 2,333 | 2,681 | 2,740 | 3,056 | 3,526 | 4,430 | 5,377 | 6,295 | 6,671 |
| 增长(同比) | 20.94 | 37.44 | 39.45 | 33.39 | 28.51 | 19.99 | 24.59 | 24.02 | 16.97 | 14.90 | 2.20 | 11.53 | 15.38 | 25.64 | 21.38 | 17.07 | 5.97 |
| ROE (%) | 28.95 | 30.31 | 31.80 | 31.80 | 30.86 | 27.67 | 26.04 | 25.33 | 23.92 | 22.84 | 19.94 | 19.16 | 19.78 | 22.37 | 23.75 | 22.02 | 20.21 |

数据来源：彭博、东吴证券研究所

同样，星巴克也在将自己打造成为潮流文化后在上市的前 15 年中每年都保持了 20% 以上的收入增速。而耐克则在成为国际化品牌、获得全球影响力后，逐步提升自身的盈利稳定性。尤其在进入 2010 年后，在规模已经很大的情况下表现出加速增长的趋势，10~17 年的收入/净利润复合增速达到 9%/12%，

消费龙头赢者通吃的市场格局，在这几个案例上均能够充分得到体现。

2.2. 估值角度：市场对于龙头护城河稳定性的信心，是保证高估值的关键

我们发现市场对于这些处于高速成长期的消费龙头有着不同的估值体系，市场对于稳定性的预期比增速绝对值对于估值来说更为关键。从三家公司的比较来看，星巴克、沃尔玛由于行业特性，使其护城河更容易让市场所接受。耐克则经历了漫长的时间来让市场充分认可其作为服装公司的稳定性。

从互相对比来看，(1) 创新及先发优势，让星巴克拥有较好的竞争格局，其自上市以来就一直拥有很高的估值溢价。星巴克率先将在欧洲流行的意式咖啡馆在美国普及。在此基础上，星巴克用自己细致入微的服务、精美的装修和氛围营造将自己的每个咖啡馆打造成人们的完美社交场所，这一方式彻底改变了美国人此前喝咖啡的方式。

同时，作为最早上市的咖啡企业，在竞争对手均还只是各个地区的小型咖啡馆时，星巴克利用资金优势迅速以连锁的方式抢占美国市场。其打造的“第三空间”概念迅速风靡美国，其员工的高效率和公司的优质文化、高效率也让扩张快速有效进行。市场对于这样创新性的故事深信不疑，因此即便星巴克即便市值已超过 200 亿美元依旧有着持续超过 40 倍的高估值，保持着与标普 500 超过 100% 的溢价。

(2) 行业同样存在确定性机会，但是由于行业内有更大的竞争对手，使得沃尔玛面临的竞争强于星巴克。70 年代开始，随着美国经济增速下行，高失业率和高通货膨胀的到来，居民消费力出现明显下降，60 年代开始萌芽的主打低价的折扣零售业开始迎来发展黄金期。虽然整体行业持续向好，但是当时行业占据规模和先发优势的是 K-mart，其凭借快速的扩张势头一度成为了全美前三的零售商，直逼当时的百货龙头 Sears。

我们看到沃尔玛虽然也处于这一欣欣向荣的市场，但是由于其在 70 年代-80 年代中前期在规模上依旧相较竞争对手有着较大的差距，同时也面临着更多的例如来自百货龙头的竞争。

在这样的顾虑下，虽然沃尔玛表现出了非常稳定的高速增长，但是市场给予其的估值溢价还是低于星巴克。

(3) 对于在 80 年代净利润复合增速超过 20% 以上的耐克来说，时尚行业的不稳定性对其影响体现的非常充分。耐克抓住了美国 70 年代兴起的慢跑热，从而迅速成为了美国最大的运动鞋供应商。但是从 84 年开始，在慢跑热被有氧热代替后，耐克被锐步超越并经历了三年的调整期。

正是因为这段经历，市场始终认为耐克所处的时尚服装行业具有太强的不确定性两到三年的成功可能很快会被新一波浪潮所替代，而耐克当时还并没有现在这样完备至每个体育细分领域的产品线和全球化的布局，也没有现在那么强的品牌影响力。因此虽然耐克有着极强的研发和营销能力，但是市场对其因行业变化带来业绩波动的担忧，让其估值始终遭受明显折价。

图 25：沃尔玛、星巴克、耐克 80 年代业绩估值比较

| 沃尔玛 | | | | | | | | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|------|--------|-------------|
| (单位：百万美元) | FY81 | FY82 | FY83 | FY84 | FY85 | FY86 | FY87 | FY88 | FY89 | CAGR | 八年平均估值 | 相对 SP500 溢价 |
| 收入 | 1,655 | 2,463 | 3,399 | 4,703 | 6,453 | 8,507 | 11,909 | 15,959 | 20,649 | 37% | 22 | 71% |
| YOY (%) | 31.55 | 48.78 | 38.01 | 38.38 | 37.21 | 31.82 | 40 | 34.01 | 29.39 | | | |
| 利润 | 56 | 83 | 124 | 196 | 271 | 327 | 450 | 628 | 837 | 40% | | |
| YOY (%) | 35.31 | 48.69 | 49.94 | 58.08 | 37.97 | 20.94 | 37.44 | 39.45 | 33.39 | | | |

| 星巴克 | | | | | | | | | | | | |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|-------------|
| (单位：百万美元) | FY92 | FY93 | FY94 | FY95 | FY96 | FY97 | FY98 | FY99 | FY00 | CAGR | 八年平均估值 | 相对 SP500 溢价 |
| 收入 | 93 | 177 | 285 | 465 | 696 | 975 | 1309 | 1680 | 2169 | 48% | 53 | 132% |
| YOY | 61% | 90% | 61% | 63% | 50% | 40% | 34% | 28% | 29% | | | |
| 归母净利润 | 4 | 8 | 10 | 26 | 42 | 57 | 68 | 102 | 95 | 48% | | |
| YOY | 70% | 102% | 23% | 156% | 61% | 36% | 19% | 49% | -7% | | | |

| 耐克 | | | | | | | | | | | | |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|----------------|
| (单位：百万美元) | FY81 | FY82 | FY83 | FY84 | FY85 | FY86 | FY87 | FY88 | FY89 | CAGR | 八年平均估值 | 相对 SP500 溢价 |
| 营业收入 | 458 | 694 | 867 | 920 | 946 | 1069 | 877 | 1203 | 1711 | 18% | 11 (扣除 FY85) | -20% (扣除 FY85) |
| YOY (%) | 70 | 52 | 25 | 6 | 3 | 13 | -18 | 37 | 42 | | | |
| 净利润 | 26 | 49 | 57 | 41 | 10 | 59 | 36 | 102 | 167 | 26% | | |
| YOY (%) | 108 | 89 | 16 | -29 | -75 | 477 | -39 | 183 | 64 | | | |

数据来源：彭博、公司公告、东吴证券研究所

直到耐克在 95 年后品牌影响力在全球全品类的不断扩大，市场才真正认可耐克作为全球化品牌而拥有的稳定的护城河，也正是在这之后耐克最终相对标普 500 拥有了显著溢价。

2.3. 从 DCF 量化看：最可预测的三年现金流占贴现市值比例不高，对更长期发展空间的信心更决定估值

用 DCF 模型量化来看，我们发现业绩预测准确性相对较大的前三年现金流，占整体市值的比例很小。以茅台和五粮液为例，两家公司前三年假设的 DCF 占比仅在 10% 左右，而未来第四年开始的总现金流折现净值占据了公司目前市值的近 90%。

图 26：茅台、五粮液各期现金流占市值比例

| | T+1 | T+2 | T+3 | T+4 | T+5 | T+6 | T+7 | T+8 | T+9 | T+10 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 贵州茅台 | 3.3% | 3.7% | 3.9% | 4.1% | 4.2% | 4.3% | 4.3% | 4.3% | 4.3% | 63.5% |
| 五粮液 | 3.0% | 3.4% | 3.7% | 4.0% | 4.2% | 4.4% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 64.0% |

数据来源：Wind、东吴证券研究所

因此从量化的角度来看，市场对于一个公司在更远未来创造现金流的信心，更能决定其目前的估值。具体到消费龙头来看，正是由于其强大的护城河，使得市场对于这些龙头在三三年之后更难判断的未来创造现金流的能力有着比其他公司更稳定的预期，这也是这些龙头公司有着更高估值溢价核心原因。

2.4. 对于中国公司的启示：消费龙头正迎来护城河确立后快速增长的黄金期

参照美国龙头，我们看到中国的消费品龙头也正在通过各自的方式累积自己的护城河，有望长期享受高速增长。中国与美国一样拥有着广大的消费品市场，同时相较美国市场依旧处于较高速度的增长期。因此我们认为当中国消费品龙头在成长期获得稳固的护城河之后，其也有望像美国龙头一样在市场饱和之前，保持相当长时间的增长速度，持续提升市场集中度，这样的市场集中度提升可能会保持很长的时间。

从估值角度来说，同样参照美国龙头，当市场对龙头保持长期增速的信心逐步增强之后，即便其增速的绝对值有所下降（参照耐克），其估值依旧能够得到稳步提升。

正如此前我们在三个案例中举例的中国公司，中国的消费龙头已经逐步在市场上确立了属于自己的护城河，而且市场也已经开始对这一系列龙头的护城河建立起长期信心。在对于长期发展空间越来越强的信心下，我们认为市场对于中国消费龙头的估值溢价将会长期保持。根据我们的 DCF 模型测算，目前中国的消费龙头每年依旧能够提供接近 10% 的复合回报率，对于投资者而言依旧是非常优质的投资标的，值得长期持有。

图 27：消费品公司隐含回报率汇总表（2019/09/12）

| 上市公司 | 隐含回报率 | 扣除利率 | 股息率 | PE-TTM |
|------|-------|------|------|--------|
| 贵州茅台 | 9.3% | 6.0% | 1.6% | 35.0 |
| 五粮液 | 9.6% | 6.3% | 1.6% | 32.7 |
| 海天味业 | 6.3% | 3.1% | 1.0% | 61.7 |
| 伊利股份 | 7.7% | 4.4% | 2.2% | 26.8 |
| 双汇发展 | 11.0% | 7.8% | 5.7% | 15.8 |
| 美的集团 | 9.5% | 6.3% | 2.6% | 16.7 |
| 格力电器 | 12.5% | 9.2% | 1.8% | 13.2 |
| 申洲国际 | 7.6% | 5.0% | 1.6% | 31.2 |

数据来源：Wind、东吴证券研究所

风险提示

宏观经济增速不及预期，消费需求疲软，从而导致国内龙头业绩增速不及预期。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

