

权益研究 消费者 | 消费品

2026年4月29日 行业
报告

安德森·琼, CFA持证人 12 364 8697
jandersen@williamblair.com

大卫·沙克诺, 注册会计师 364 5256
dshakno@williamblair.com

格伦·韦斯特, 注册会计师 4 8673
gwest@williamblair.com

行业洞察 下棋时分，非跳棋之期



请参阅第44页和第45页的重要披露。分析师资质认定位于第44页。William Blair或其关联公司会并与其所研究覆盖的公司进行业务往来。因此，投资者应注意，该公司可能存在利益冲突，从而影响本报告的客观性。本报告并非旨在提供个人投资建议。此处所述的观点和建议未考虑个别客户的境况、目标或需求，并非旨在向特定客户推荐特定的证券、金融工具或策略。本报告的接收方须就其中提及的任何证券或金融工具做出其自身的独立决策。

游戏回顾..... 3

现在是在消费品（CPG）行业下棋而非跳棋的时候了，因为现状已不再有效。CPG公司需要考虑更具战略性的举措，以应对如今较低的盈利倍数，以及那些可以通过重组以及合理化（并购）来获益的企业和品牌的存在。同时，消费者偏好的剧变以及盈利能力所面临的种种压力，而公司正致力于

正值食品、家居及个人护理行业三年熊市之际，人们很容易选择走智力上“阻力最小”的捷径，并假设该行业熊市将永无止境。然而，历史先例、可能的催化剂以及估值状况表明，此次行业熊市将结束，我们相信，投资者可以通过采取非主流的而非共识的观点，重新审视该板块及相关个股，从而受益。

然而，为修复该行业，CPG公司和管理团队需要采取更果断的行动，宏观/市场动态需要协同合作以促进合理化和轮动。对于前者，我们以棋局策略类比制胜之策；对于后者，我们建议温和的预期和估值能够重振动物精神。关于这两点，我们在此总结思路，并在报告正文中对每一点进行更详细的阐述。

- **物料数量。** 一个了解每位玩家总件值（或：总价值）的玩家可以通过交易子项来达成一个胜利的终局。CPG（成本加成）的对应策略：积累更多优质资产。
- **积木活动。** 拥有更多活跃（而不仅仅是数量多）积木的玩家拥有决策优势，这可能导致良好结果。CPG的对应方法：激活（而非闲置）资产。
- **兵型结构。** 一个拥有有效兵型结构的棋手有更多选项来制定成功的计划。其商业计划书（Business Plan）中的对应概念：统一所有市场进入策略的要素。
- **空间。** 拥有更多空间——即棋子后方更多的方格——的玩家，在进攻或防守对手方面拥有更大的自由度。CPG的对应策略：发展超级力量。
- **王安全。** 拥有安全王棋的玩家可以继续游戏，而拥有不安全王棋的玩家则可能被将死。CPG的对应原则：掌控并保护核心。

对新兴上市公司（IPO）领域的新兴趣。来自其他影响因素的援助应与1）投资者积极主义和新的领导层所推动的重组；2）由宏观因素和市场叙事所引发的轮动；以及3）复苏相关。

当前，相较于该板块熊市期间的任何其他时间，盈利预期和估值都处于较低水平，因此风险回报关系更为有利。我们建议投资者考虑“堕落天使”公司——e.l.f. Beauty、Freshpet、BellRing、Simply Good、Vital Farms，以及（虽然刚刚上市）Once Upon a Farm——将其视为具有增长和并购潜力的投资组合。我们同样推荐回归基础理念——Scotts Miracle-Gro、J&J Snack Foods 和 Primo Brands——这些具有独特性且蕴含着重要自我关照机会的公司。投资者可能需要对传统消费品股有更多的耐心，因为它们可能需要更多时间和精力来重塑复杂的投资组合和运营。

这一轮持续三年的食品、家居及个人护理产品行业的熊市，是由一系列内外因素共同引发的，其中既有行业内部因素，也有行业外部因素。

- 该行业的起源可追溯至COVID-19的传播。连续数年，由于需求激增和商品成本上升，批发和零售价格上涨了20%至30%。这些百年难遇的变化导致居家消费者大量购买包装消费品，将原本需要四到五年才能实现的销量增长压缩至一年内完成。随后，供应链中断的连锁反应引发了行业的“冷却期”，该行业的需求（销量）不得不重置为疫情前的趋势线。

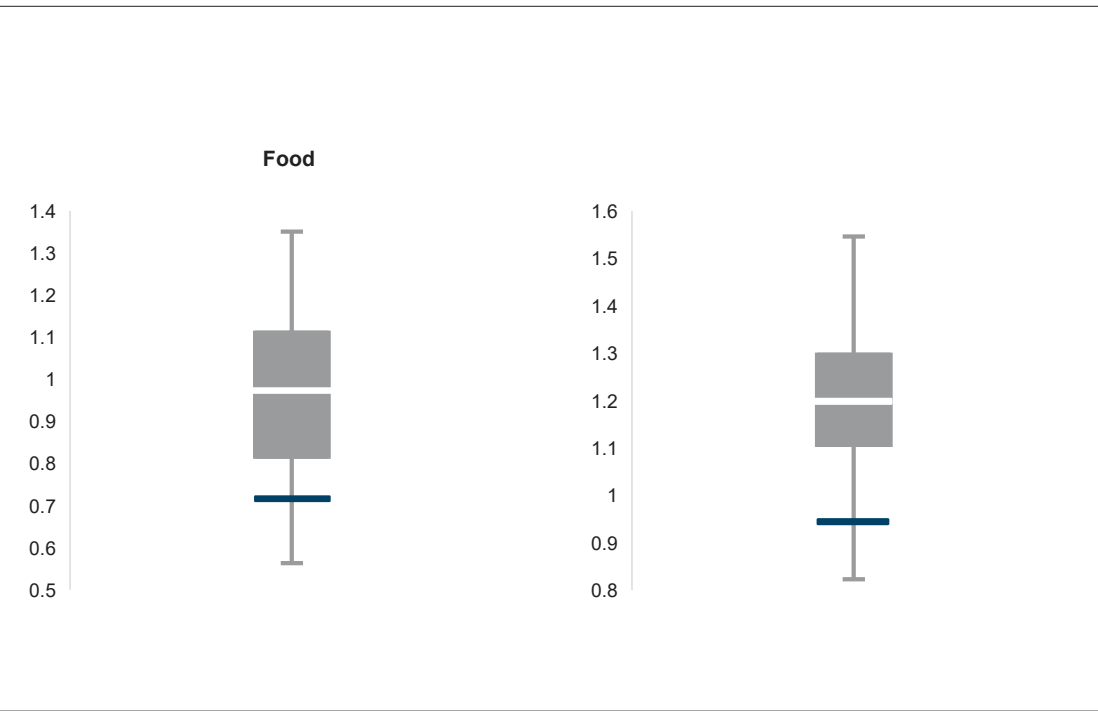
- 加剧了该行业新冠疫情后的持续低迷影响。密歇根大学调查显示，宏观经济因素，以及美国消费者情绪在2026年4月的调查读数创下70多年来的最低点，受到了高通胀导致的价格上涨弹性进一步不利影响的冲击。低消费者信心和不太有利的利率环境——例如CPG行业——对持续通胀的担忧，此外，利率的上升——10年期国债收益率在2020年接近0.5%，现在在2026年达到4.3%——已经降低了“债券替代”行业的吸引力，该行业在47.6，各年龄段、收入水平和政治派别都普遍持悲观态度，对伊朗冲突、飙升的能源价格、个人财务状况的评估以及...

- **市场动态。**包括人工智能、数据中心和电气化经济在内的强劲投资主题已经吸引了机构投资者的关注和资金。七大巨头在2023年、2024年和2025年分别驱动了标普500指数总回报的63%、54%和43%。— 但这些力量何时转变尚不明确。同时，消费品领域缺乏一个强有力的故事线，并且常常需要应对如GLP-1药物、持续通胀、零售商权力和节俭消费者等缺乏吸引力的叙事。虽然市场叙事往往在其开始褪色之前最为耀眼，但这仍然

- 围绕CPG的周边环境变化之快前所未有，而大多数公司尚未按需快速适应。消费者偏好正在演变，行业惯性、关怀、自我保健和个性化在消费者健康领域日益凸显。媒体偏好、信息获取方式以及消费者如何评估价值也在不断变化。零售格局既更加集中，又品牌泛滥。消费者购买路径每天都在改变，呈现非线性、碎片化，且充满干扰。信息收集日益分散，新的社交媒体和零售媒体平台层出不穷。食品、能源、医疗保健以及许多其他消费领域的通货膨胀对消费者造成了冲击，推动消费迅速转向清洁功能和风味，在个人护理领域则追求物有所值的奢华体验。

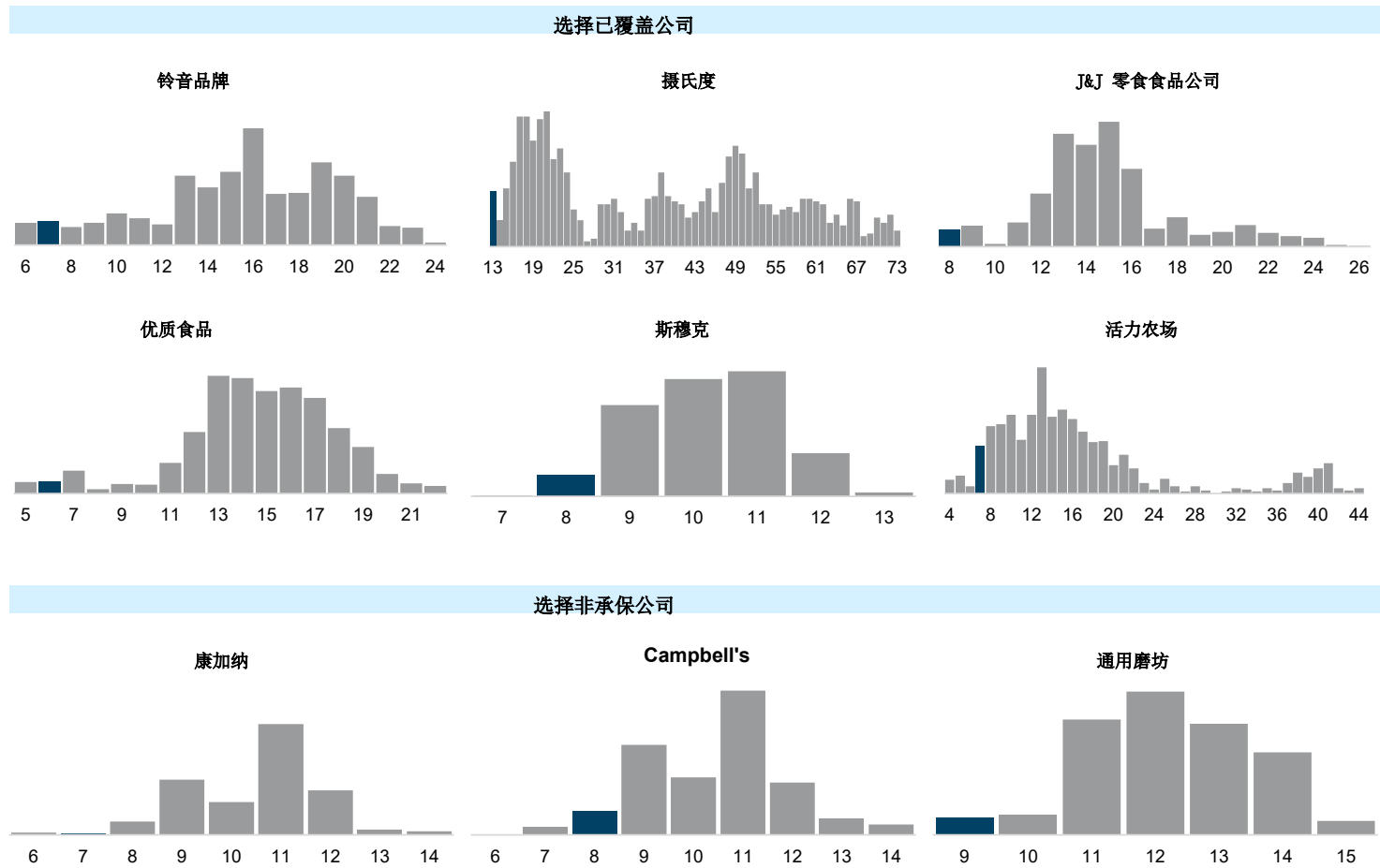
我们如何得知这一点？从食品和家居及个人用品子行业的表现就可以明显看出。这两个子行业的绝对市盈率和相对市盈率都处于其过去20年最低的四分位区间，并且接近过去20年的谷底水平。

- **食品。** 标普1500指数中的食品子板块自2023年初至今下跌了28%，而标普1500指数整体上涨了54%。其绝对市盈率为14.9倍，较20年平均值16.7倍低11%。相对市盈率为0.75倍，较历史平均值的0.96倍低23%。
- **家居及个人用品。** 与整体标普1500指数上涨8%相比，家居及个人用品子板块从2024年底至今下跌了22%。其绝对市盈率为19.0倍，较20年平均值20.9倍低9%。其相对市盈率为0.95倍，较历史平均值1.20倍低20%。



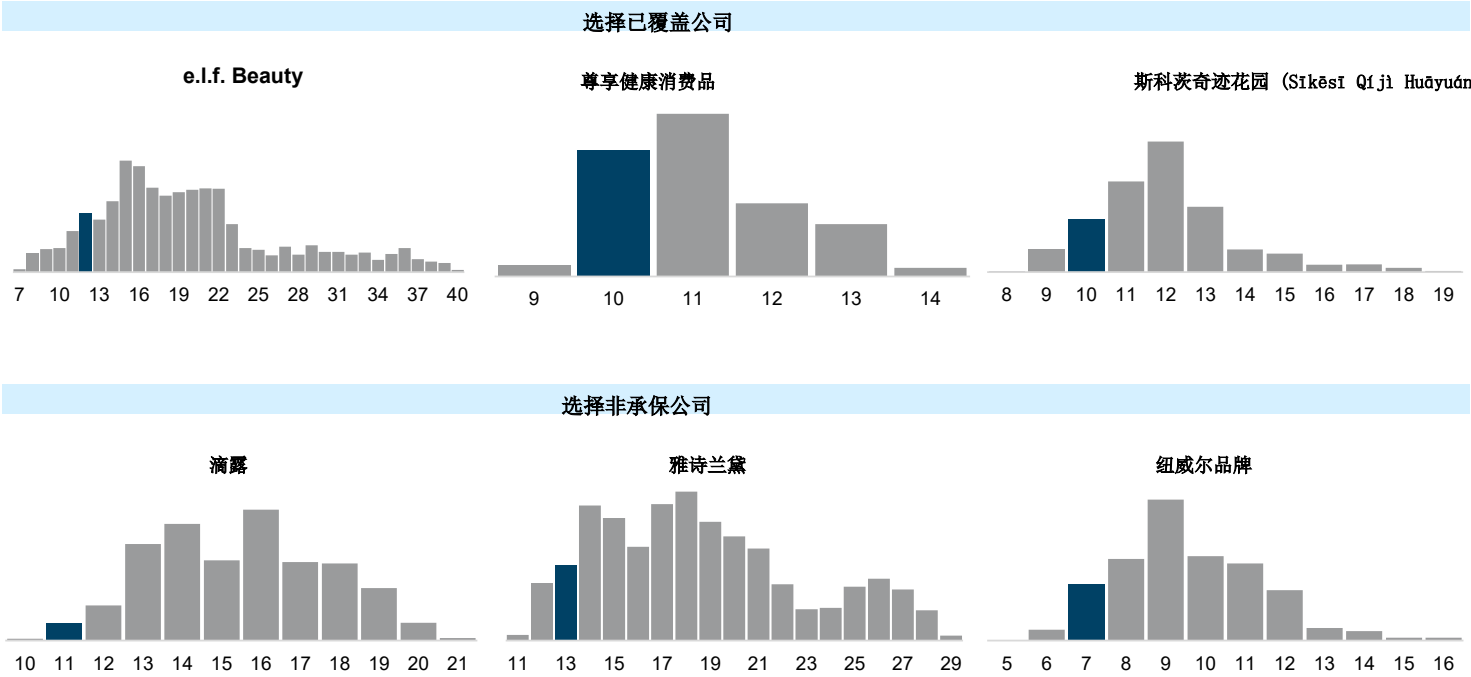
由于早前所述的原因，许多食品类股票的交易市盈率接近10年来的低点水平，其中包括通用磨坊、斯穆克和康格拉等大型传统食品品牌，以及贝尔林、简而美和维塔尔农场等小型下一代企业和品牌，或是像雅各布零食食品公司这样正在转型的公司。许多家居和个人护理产品类股票也呈现出类似情况，其中包括e. l. f.、斯科茨奇迹花园和卓逸等知名品牌。我们认为，这些估值支持了风险回报关系得到改善的观点，尽管支撑这些市盈率所依据的盈利预测的可靠性也是这一观点的核心。关于这一点，我们认为，目前的销售额和盈利预期比过去更能反映子行业的前景，我们将在本报告的后面更详细地探讨这一话题。

图2 行业洞察：食品库存估值接近谷底



注意：数值为前瞻性EV/EBITDA倍数。深蓝色条形表示当前倍数。资料来源：FactSet和William Blair股票研究

附件3 行业洞察 家用及个人产品 股票估值 折让



注意：海军条表示当前倍数所处的范围。资料来源：FactSet和威廉·布莱尔股票研究

人们很少了解促使一个行业从熊市转为牛市（反之亦然）的具体事件组合。我们可以通过考察过去的周期并建立逻辑假设来寻求一定程度的理解；我们定义熊市为一个行业指数下跌20%；我们使用过去20年的市场表现数据（不包括最初的COVID股市回调）。在接下来的回顾中，我们考虑标普500中定义的11个GICS行业。

- **数量。** 共有29个行业熊市。其中，材料行业（5个）和能源行业（4个）出现的次数最多；医疗保健行业（1个）出现次数最少。
- **持续时间和深度。** 平均跌幅为38%。行业熊市的平均长度为1.3年；最短为0.4年，最长为2.4年。
- **谷底后表现。** 结束后，平均1年、2年和3年的回报率分别为42%、69%和83%。

图4
行业洞察
历史板块熊市周期分析

部门	编号 熊周期	深度 熊市	熊市持续时间			累计回报 底部之后		
			最小值	平均值	最大值	1年	2年	3年
能量	4	-47%	0.4	1.2	2.1	46%	70%	87%
材料	5	-33%	0.4	1.0	2.2	45%	72%	67%
工业	3	-35%	0.4	0.8	1.3	40%	80%	94%
消费者 酌情	2	-46%	1.0	1.3	1.7	57%	94%	110%
消费者 订书钉	2	-21%	0.7	0.9	1.2	19%	35%	42%
医疗保健	1	-36%		1.2		38%	43%	61%
财务报表	3	-41%	0.5	1.4	2.0	54%	79%	76%
信息 技术	2	-39%	0.8	1.0	1.3	52%	105%	137%
沟通 服务	3	-38%	1.3	1.8	2.4	30%	64%	101%
公共事业	2	-30%	1.3	1.4	1.5	23%	36%	49%
房地产	2	-54%	1.8	1.9	2.0	58%	84%	92%
所有领域	29	-38%	0.4	1.3	2.4	42%	69%	83%

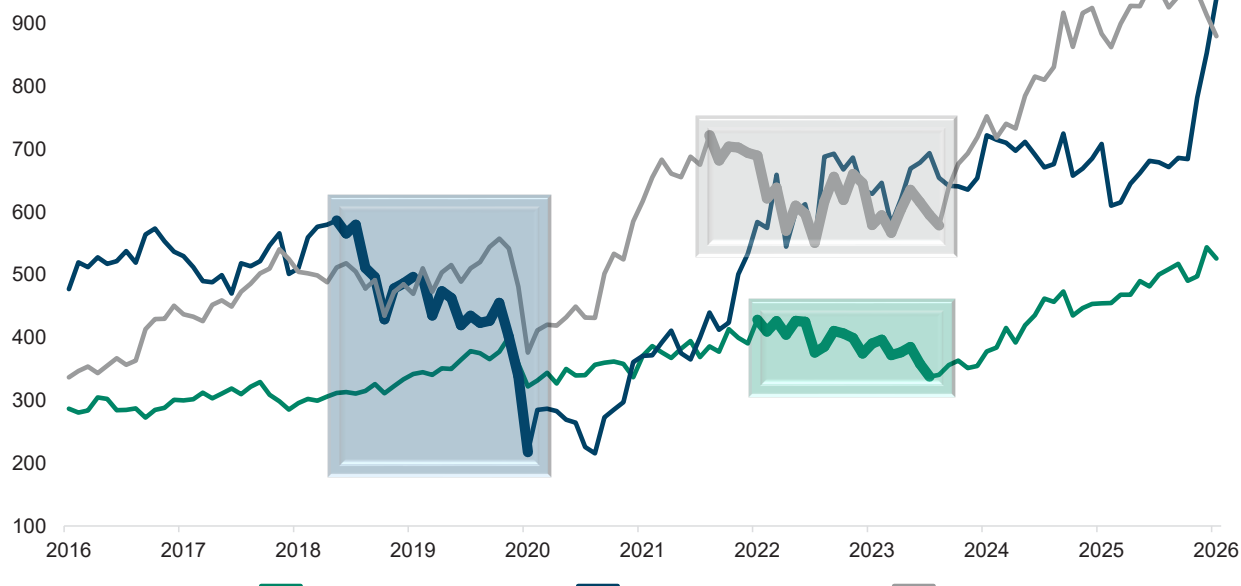
注意：熊市周期定义为行业指数下跌至少20%。数据基于20年的市场结果。资料来源：FactSet和威廉·布莱尔股票研究

以下，我们考察了三个最近的行业熊市——公用事业、能源和金融——以帮助识别一个

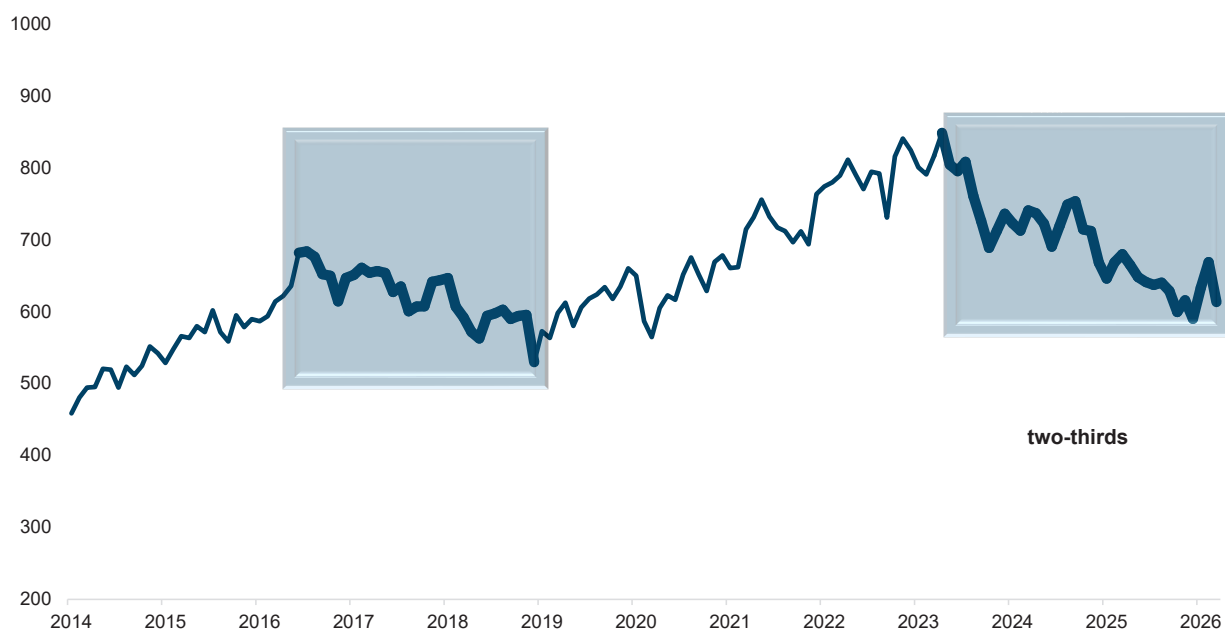
- 能够将一个行业带入熊市，也能引领一个行业走出熊市的影响范围。公用事业。在新冠疫情市场回调后，公用事业在2022年和2023年面临行业熊市，部分原因是估值高企、利率上升，以及从防御性行业轮动到周期性行业。该行业最终凭借AI数据中心激增的电力需求这一增长逻辑重获立足点。

- **能源。**2018年至2020年，能源行业部分因石油供过于求（美国页岩油繁荣）、投资者情绪从传统能源转向可再生能源（导致油价一度跌破零）、以及全球需求疲软而经历熊市。该行业随着欧佩克+削减石油产量（全球供应的10%）以及预期疫情后经济重新开放而退出熊市。

- **财务方面。**受消费支出保持韧性、美联储降息以及大选后乐观情绪蔓延等因素影响，各行业表现不一。2022年及2023年初，金融行业面临熊市，部分原因是利率上升、通货膨胀、对经济衰退的担忧加剧以及区域性银行危机。



- 在当前的食品ETF出现之前，该子行业在2017年至2019年经历了一个先前的ETF。部分原因是美联储的“债券替代品”紧缩周期，例如：食品名称吸引力下降；商品和运输价格上涨带来的成本压力；围绕电子商务中断和DTC品牌兴起的叙事性逆风；以及轮动进入成长和周期性行业，后者受到2017年末《减税与就业法案》的推动。随着新冠疫情和财政刺激推动消费品购买，以及货币政策和轮动倾向于更具防御性、收益导向的行业，该行业重拾了势头。



我们注意到，保险业——另一个典型的避风港板块——在2025年经历了熊市，而其后续回报往往证明相当积极。2026年的前几个月，或许提供了更多证据，证明我们已经（并且仍然）处于风险偏好环境。然而，所有板块的熊市最终都会结束，当它们结束时，后续的

然而，仅靠低估值通常不足以产生 α 收益，这也需要根本性的变革。因此，为了更全面地修复该行业，CPG公司和管理团队需要采取更果断的行动，同时宏观/市场动态也需要配合以促进合理化和轮动。下面，我们以棋局策略作为类比，说明潜在的制胜之策。

附件7
行业洞察
象棋策略与CPG



Getty Images

• **物料数量（更多资源）。** 一个了解每位玩家总件值的玩家可以通过交易棋子来赢得游戏，进入胜利的终局。CPG的对应方法是积累更多优质资产。CPG策略是增加业务、品牌和能力，使总价值大于各部分之和。

一个CPG案例：麦肯基以450亿美元收购了联合利华的食品业务，旨在打造一个全球调味品巨头，从而提升其在新兴市场的敞口（超过40%），增强零售规模和竞争力，并创建一个整合了前场优势与后场产品的领先餐饮平台。此举扩展了麦肯基的产品组合，

• **拥有更多积极（而不仅仅是数量更多）棋子的玩家拥有决策优势，这能带来好的结果。** CPG的对应策略是激活（而非闲置）棋子活动（动能资产）。CPG的策略是调整价值主张的方方面面，让所有资产重新回到游戏中。

一个CPG案例：百事公司降低了主要零食品牌的价格（最高15%）并推出更健康的选项（达能思蛋白质薯片、阳光芯片纤维薯片），以促进资产流通。 这些举措

• **象棋结构（对齐的杠杆）首次在两年多时间里，帮助推动了北美食品的销量增长。** 拥有有效象棋结构的参与者有更多选择来制定成功的计划。CPG领域的对应策略是优化市场进入策略。

CPG策略旨在确保与客户和消费者的每一次接触都符合其目的。

宝洁公司将产品组合集中于日常使用产品类别，注重产品与价值。这一策略带来了加速且均衡的销售和盈利增长。产品表现对消费者的品牌选择起着重要作用，它将其市场策略与产品、包装、品牌沟通、零售执行等方面的卓越性相结合。消费品行业的例子：

- 拥有更多空间——即棋子后方有更多方格——的玩家，在进攻或防守对手方面拥有更大的自由度。其CPG等效策略是发展超级空间（更宽的护城河）。

一个CPG案例：E. I. f. 开发了一种社区驱动创新和娱乐导向的营销模式，以提供最佳的品质、成本和服务组合。这种策略使其成为行业领导者之一。该CPG战略是构建难以复制的差异化能力。它是仅有的六家（在546家）公开交易的消费品公司中，连续28个季度增长并平均每季度实现至少20%销售额增长的公司。

- **王安全（核心保护）**。拥有安全王者的玩家可继续游戏，而不安全的王者则可能被将死。其CPG等效原则是拥有并保护核心。

在尝试水培失败后，斯科茨奇迹花园公司（Scotts Miracle-Gro）将（霍索恩Hawthorne）这家业务剥离，专注于其养家糊口的美国消费者业务（草坪和花园），在该领域它有需求、有权利也有能力获胜。这次转型导致了

如同棋局，对企业而言，制定良好的战略至关重要。然而，CPG行业要摆脱熊市，需要更高的可预测性、稳定性、财务灵活性——以及市场叙事；并且需要新上市公司（IPO）对该领域重新产生兴趣。也可能需要其他影响因素的支持。下面，我们讨论三种策略：1）在投资者积极主义和领导层更新的推动下进行重组；2）由宏观因素引发的轮动。

- 结构调整似乎势在必行。具有远见卓识的企业必须思考长期重塑和建设性颠覆，以推动市场增长和生产提升，同时缓解成本压力，为消费者、零售合作伙伴以及自身创造价值。宝洁公司于2025年6月宣布进行重大重组，将在两年内裁减7000个非制造业岗位（占其员工总数的6%）。雀巢公司在2025年末启动了一项计划，计划裁减16000个岗位以节省38亿美元。可口可乐公司在2026年初宣布将进行人员缩减，首当其冲的是75个企业岗位。通用磨坊公司、卡尼尔公司以及荷美尔公司均已宣布涉及工厂关闭和运营成本削减的结构调整计划。

行业正在经历领导层重置。在排名前50的全球消费品公司中，2025年宣布或上任了15位新CEO，包括可口可乐、宝洁、好时食品和卡夫亨氏等，这是多年来最高的人员更替率。这一趋势在2026年继续，康尼格拉和西蒙食品也宣布了新任CEO。

- CPG一直是推动企业拆分或出售的激进投资者的主要目标。2025年9月，埃利奥特在百事公司建仓40亿美元股份，称其“具有历史性的机遇”以提振股价。在2025年全年，星巴克推动肯悦公司变革，最终导致该公司（待售）被金佰利公司收购。

- 这些年来，CPG 并未在行业轮动游戏中占据有利位置，尽管我们相信这种情况最终会结束。当它结束时，宏观因素和市场叙事可能会发挥关键作用。

宏观因素。 尽管自2008年和2009年的大衰退以来，美国尚未经历正式的经济衰退，但我们认为经济周期仍然存在，防御性板块（如通常伴随它们出现——即CPG）将在晚周期或衰退时期继续受益于板块轮动。2020年代加息周期——以及从中债券替代品的板块轮动

市场叙事。 虽然难以判断其影响力和持续时间，但市场叙事往往驱动某些板块和个股的估值过高和表现优异，此类效应不太可能永久持续，并在某些时候变得超买。关于GLP-1叙事（后面会讨论更多），情况则相反。它们已经定义了生命周期。因此，虽然当前的故事线，如人工智能和电气化

- 许多传统企业正处于转型期，我们认为，在CPG（快速消费品）行业的公共股票中，既有对新事物的需求，也有对新事物的渴望。2026年2月，Once Upon a Farm成功推出Newness，并完全完成了其IPO（参见我们的启动报告：准备吸引更多母公司购买；启动时评级为“增持”进入公共股票市场可能有助于重振该行业的兴趣和所有权），这标志着约五年来首次有增长（消费）必需品公司上市。下一代CPG企业和品牌拥有强大的管线。

此外，并购很可能是行业改革的根本驱动力。鉴于其重要性，我们将阐述采取此类行动的合理性，回顾我们领域内的一些收购历史，并探讨我们覆盖名单上公司被收购的前景。

并购可以通过将资产交付给最能有效管理这些资产的操作者，从而加速变革。这在重大变革时期尤为重要，因为需求和机遇往往在此刻交汇。目前，消费者偏好剧变、成本与竞争压力加大以及估值倍数较低，为公司及投资者通过精心策划和执行的、具有明确战略、财务和运营优势的交易创造价值，提供了机遇窗口。

添加（或删除）合适的业务和品牌，可以通过更好地与快速变化的消费者偏好和零售商目标保持一致，来提升投资组合和平台的价值。

- 能够产生规模和成本协同效应（或促进更大程度的专注和专业化），有助于应对由商品通胀、关税以及零售商的议价能力所造成的利润压力。
- 获取新的或增强的能力——人才、流程、技术——可以使企业获得更快的增长速度、提升利润和资本回报，并/或深化护城河，扩大其优势。

我们在CPG领域的并购业务经验丰富。自2006年正式开始覆盖CPG以来，已有23家公司（包括待定）从我们的名单中被收购，其中仅过去六个月就发生了三起收购。下表展示了这些被收购的公司及其收购原因，尽管大多数交易是出于多重标准而进行的，并满足了这些标准。

图8
行业洞察
来自我们覆盖名单的收购公司



威廉伯乐 股票研究

通常情况下，我们看到潜在被收购公司在经历短期需求或执行问题并触发股价下跌后，买方会转向接触这些公司，从而为更具吸引力的收购价格倍数提供了可能性。买方正在制定购物清单的迹象可以在数据中找到，数据显示被收购公司的股价平均较早期高点折让了33%。历史交易价格和当前盈利倍数表明，当前的估值应该能够吸引买方。基于企业价值相对于过去12个月的息税折旧摊销前利润，这些被收购名称（15倍）的平均收购价格倍数显著高于我们当前清单上大多数名称的当前倍数。它也超过了标普1500食品（11倍）和家庭用品成分股的平均估值倍数。

图9 行业洞察涵盖公司收购详情

公司		交易详情			股价			股价差异		
被收购方 (受保护)	收购方	紧密 (Date)	价格 (单位: 十亿美元)	多个 (TTM EBITDA)	Peak	之前 Acq.	At Acq.	之前 Acq. 与峰值获取	与 获取时 之前	vs. Peak
肯维	Kimberly-Clark	2H26E	\$48.7	14.3x	\$26.55	\$16.14	NA	(39%)	NA	NA
阳光优选	冰镇饮料	2Q26E	\$1.1	11.0x	\$16.52	\$4.83	\$6.50	(71%)	35%	(61%)
树屋	Investindustrial	Feb-26	\$2.9	8.5x	\$104.35	\$16.30	\$22.50	(84%)	38%	(78%)
百岁山泉水	蓝海豚	Nov-24	NA	NA	\$22.91	\$22.33	NA	(3%)	NA	NA
宠怡	班克	Oct-24	\$1.3	11.4x	\$45.35	\$20.57	\$31.00	(55%)	51%	(32%)
索沃斯	坎贝尔	Mar-24	\$2.7	19.6x	\$19.92	\$18.02	\$23.00	(10%)	28%	15%
苏打水机	百事公司	Dec-18	\$3.2	24.4x	\$96.67	\$87.30	\$144.00	(10%)	65%	49%
顶峰	康加纳	Oct-18	\$10.9	15.8x	\$61.65	\$60.65	\$60.00	(2%)	(1%)	(3%)
放大零食	好时	Jan-18	\$1.6	18.4x	\$18.00	\$7.00	\$12.00	(61%)	71%	(33%)
鲍勃·伊万斯	Post	Jan-18	\$1.6	17.0x	\$75.00	\$72.93	\$77.00	(3%)	6%	3%
创新投资	Utz	Dec-17	\$0.2	NM	\$14.28	\$4.46	\$4.00	(69%)	(10%)	(72%)
美赞臣	瑞克塔·本克瑟斯	Jun-17	\$17.9	17.6x	\$105.07	\$70.46	\$90.00	(33%)	28%	(14%)
白波	达能	Apr-17	\$12.5	23.5x	\$52.16	\$47.43	\$56.25	(9%)	19%	8%
贾登	纽威尔·鲁姆迈德	Apr-16	\$15.4	13.0x	\$56.25	\$52.68	\$59.21	(6%)	12%	5%
科瑞格·格林山	JAB	Mar-16	\$13.9	13.6x	\$157.10	\$51.70	\$92.00	(67%)	78%	(41%)
博尔德品牌	顶峰	Jan-16	\$1.0	16.7x	\$17.94	\$10.07	\$11.00	(44%)	9%	(39%)
Annie's	通用磨坊	Oct-14	\$0.8	NM	\$51.84	\$33.89	\$46.00	(35%)	36%	(11%)
拉尔科尔公司	康尼格拉	Jan-13	\$6.8	11.5x	\$60.58	\$55.39	\$90.00	(9%)	62%	49%
阿尔贝托·库尔弗	联合利华	May-11	\$3.7	14.8x	\$47.69	\$31.48	\$37.50	(34%)	19%	(21%)
美国意大利面	拉尔科尔公司	Jul-10	\$1.2	8.0x	\$51.78	\$41.73	\$53.00	(19%)	27%	2%
贝玲妃	资生堂	Mar-10	\$1.7	10.0x	\$42.99	\$13.01	\$18.20	(70%)	40%	(58%)
切特姆	赛诺菲	Feb-10	\$2.1	12.8x	\$81.45	\$69.98	\$93.50	(14%)	34%	15%
瑞格利	Mars	Oct-08	\$22.7	18.1x	\$68.44	\$62.45	\$80.00	(9%)	28%	17%
平均				15.0x				(33%)	32%	(14%)
S&P 1500 Food (current)				11.0x						
标普1500家庭及个人用品指数 (当前)				14.9x						

来源: 公司报告、CapIQ、彭博、FactSet、威廉·布莱尔股票研究

这些被收购的公司也有其他共同点。它们大多拥有聚焦型的业务组合，专注于一个（或少数几个）紧跟潮流的品牌（或品类/细分市场）。这些品牌对创新和营销反应迅速，足以持续获得市场份额，并达到能够支持强大品牌建设投入的规模。它们也具有盈利能力和现金流产生能力，并为收购方提供了实现收入和成本协同效应的手段。

我们认为机不可失，时不再来。目前，在现任政府领导下更宽松的反垄断监管环境意味着并购审批条件更加有利，包括并购审查速度加快以及更愿意接受和解方案。司法部（DOJ）和联邦贸易委员会（FTC）已恢复早期终止等待期，并倾向于采用结构性补救措施而非诉讼。并购前的风险交易。监管机构现在更愿意接受同意协议和剥离（结构性补救措施），以允许并购进行，这与上一届政府“诉讼优先于和解”的策略形成了鲜明对比。然而，复杂的交易仍在接受审查，行政通知办公室已恢复授予30天等待期的早期终止。政府有选择地追查调查并挑战技术等领域的反竞争行为。

如今，正值食品、家居和个人用品行业三年熊市，人们很容易选择走智力上“阻力最小”的捷径，并假设行业熊市将永无止境。然而，和所有熊市一样，这次也不例外，终将过去。

1. 投资者可以通过采取非主流而非共识的观点来获利。我们呼吁CPG领导者运用（象棋）战略——从资产积累（物质数量）和激活（棋子活动）到市场切入点协同（兵型结构）和护城河强化（空间）再到核心加固（王安全）——以赢得终局。
2. 我们讨论了可能有助于CPG重新站稳脚跟的事件——公司重组、业务轮换和新鲜事物（首次公开募股），并审视了并购作为价值驱动因素的重要性、历史交易以及我们覆盖的公司（如下所述）的潜在收购前景。
3. 我们认为，在重大变革时期，当需求与机遇交汇时，此类行动和事件更为重要且可能发生，并指出，鉴于消费者偏好变化、成本与竞争压力以及估值倍数较低，我们正处在这种时期。

我们名单上的公司具备创造价值潜力。对于名单上的这些公司，这种潜力或许有助于缩小选择范围。迹象已显现，包括某些企业策略、高调的激进投资者投资以及交易活动。就后者而言，我们认为存在潜在的收购机会，包括许多可以设定下限（put in a floor）并创造选择权（提供alpha）的公司。下方，我们将对我们覆盖的公司进行评分。

战略、财务和运营匹配度，以评估其作为收购目标的潜力

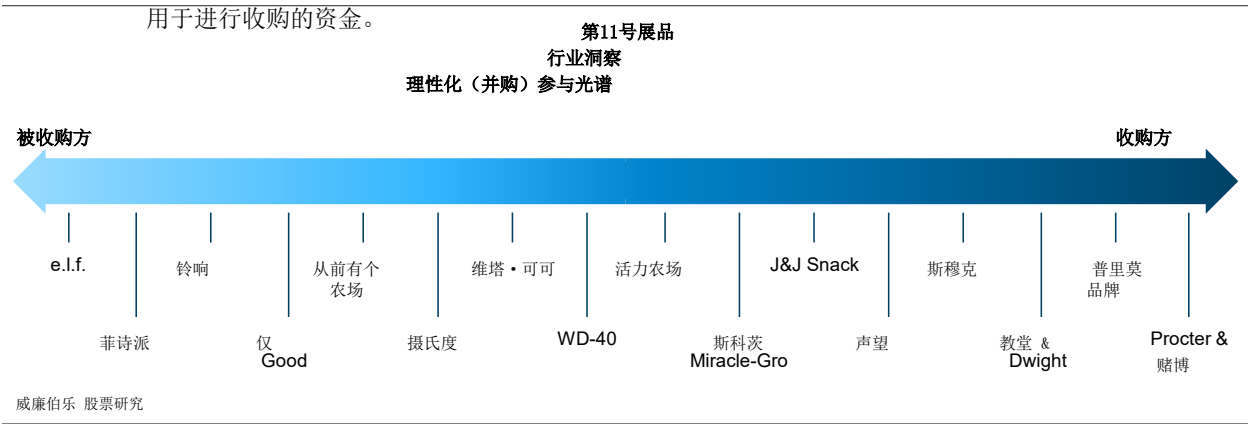
第十部分 行业洞察 合并与收购（M&A）候选人评估

公司	战略的				金融				运行中的			总计
	市场吸引	投资组合聚焦	品牌股权	独特能力	销售增长	利润边际	Cash Flow	金融位置	企业规模	协同效应潜力	易集成	
铃音品牌												
摄氏度												
Church & Dwight												
e.l.f. Beauty												
菲诗派												
J&J 零食												
从前有个农场												
声望												
宝洁公司												
普里莫品牌												
斯穆克												
斯科茨奇迹花园 (Scotts Miracle-Gro)												
恰到好处												
维塔•可可												
活力农场												
WD-40												

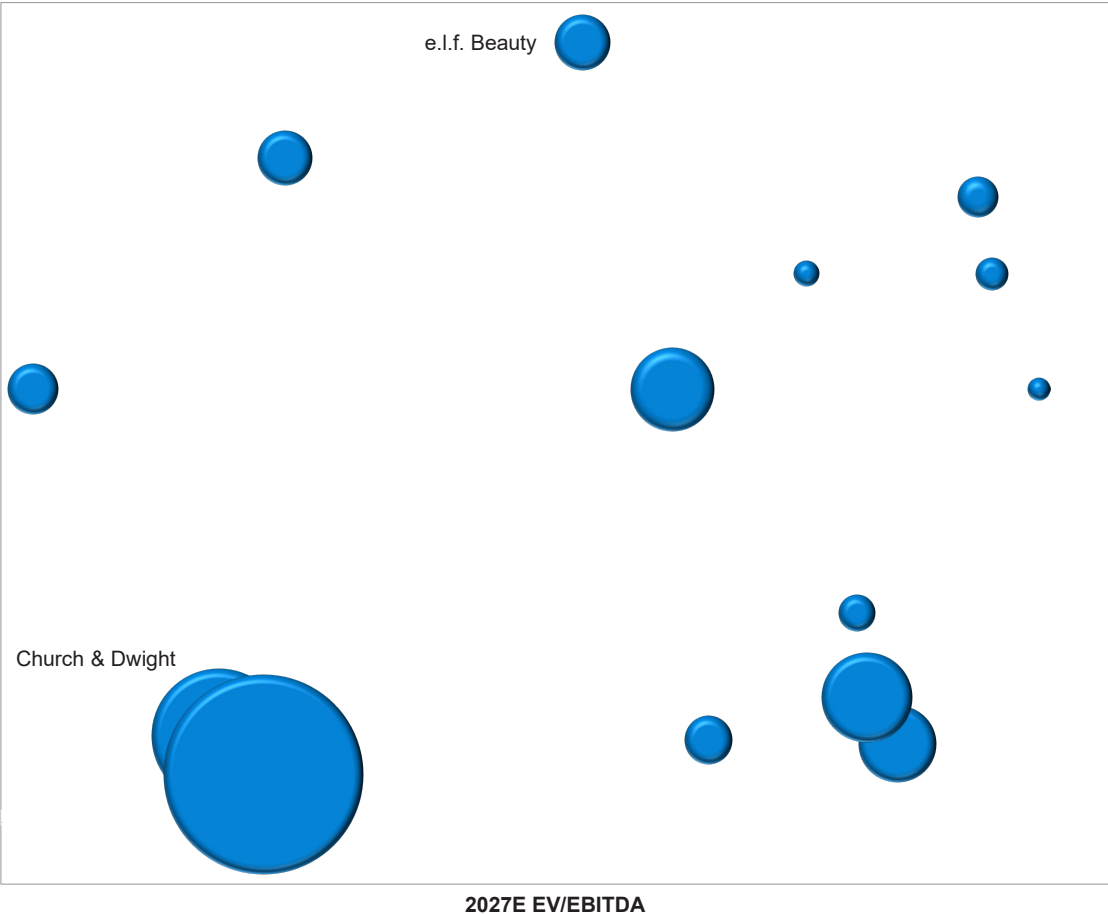
Note: 代表获取目标兼容性极低 代表着一个重要的收购目标兼容性

威廉伯乐 股票研究

以下展品有助于读者更清晰地想象公司在并购连续体中可能扮演的角色以及被收购的可能性。如前所述，被收购方（展品左侧）通常具有更强的专注度、有吸引力的业务类别、领先品牌、独特的核心能力，以及稳健的盈利能力、财务状况和资产负债表。收购方（展品右侧）往往规模更大、杠杆率更高，专注于增长较慢的业务类别或细分市场，但也拥有更强的

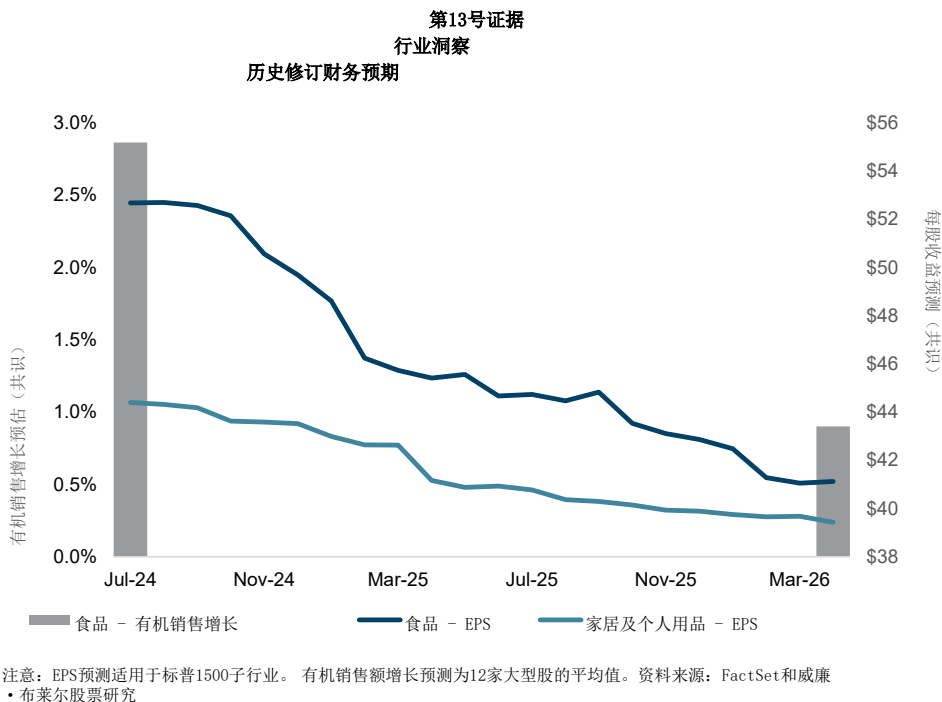


在第12项展览，在下一页，我们向我们的被投公司展示了一个矩阵，该矩阵根据业务属性和估值水平传达了被收购的潜力。那些位于右上象限的公司更有可能成为被收购的目标，因为它们规模较大或较为复杂，且估值较高。而那些位于右下象限的公司，则不太可能成为被收购的目标，因为它们拥有丰富的战略、财务和运营属性，但估值较低。



在为我们更有建设性的CPG观点辩护之后，我们承认风险依然存在，其多样性和不可预测性不亚于伊朗战争和能源价格、美国消费者的健康状况、政府政策（关税）、人工智能增加失业的潜力，以及市场叙事所造成的轮动（或缺乏轮动）。此外，我们的观点至少在一定程度上得到了我们能够依赖当前盈利预测的能力的支持。关于这一点，我们对期望的重置感到鼓舞。

2024年初，一家消费包装食品集团（12家大型食品公司）的共识有机销售增长率约为3.0%，而如今约为1.0%。此外，我们相信，当前的共识预期比几年前更能反映行业基本面。食品子行业的每股收益预期在2024年4月为54美元，但截至2026年4月已被下调至41美元。虽然有机销售增长率减少200个基点和每股收益预期的减少25%是导致该子行业当前熊市的关键因素，但这些下调预期也降低了该行业的门槛。



在总结之前，我们再次审视GLP-1的采用情况。KFF估计，美国近八分之一（12%），即约3300万人，正在服用GLP-1药物，而在那些尚未使用者中，约有22%表示有兴趣使用。如果这部分非使用者最终开始使用GLP-1药物，随着时间的推移可能会有多达5000万新用户。此外，研究表明，服用GLP-1药物的人在用药期间会减少20%至25%的热量摄入。基于这些数据，我们估计两年前新增的5000万用户（年增长率为3.0%）——更好地考虑这一影响。GLP-1药物的效果不会均匀地感受到。在未来五年内，服用GLP-1药物的用户（摄入更少的热量）可能会在未来五年内将消费者包装食品销售额削减300个基点（或每年60个基点）。我们建议，目前对食品的有机销售增长预期（目前约为1.0%至1.5%，而大约...）以及GLP-1用户的营养需求，可能会帮助减轻这一影响，并且某些类别和食品可能会受益，例如蛋白质或纤维含量较高的食品。食品公司也开始通过推出旨在更好地满足偏好和需求的新产品做出回应。

正值食品、家居及个人护理行业三年熊市之中，人们很容易选择并假定这种智力上的“走捷径”方式将永远持续下去。然而，历史先例和可能的催化剂表明，此次行业熊市目前比熊市期间任何时候都要低，风险回报关系更佳。熊市终将结束，投资者可以通过采取反共识而非共识的观点，重新审视集团及个股，从而获益。此外，随着盈利预期和估值

我们建议投资者关注“堕落天使”公司，这类公司虽然近期股价有所下跌，但凭借其有吸引力的目标领域、领先的品牌地位以及稳固的市场开拓能力，仍具备强大的投资价值。正如前文所述，贝尔金（BellRing）、简单好（Simply Good）、维特农场（Vital Farms），以及（虽然刚刚上市）Once Upon a Farm 代表了一组具有增长和并购潜力的公司。我们同样支持回归基础的理念——斯科茨奇迹花园（Scotts Miracle-Gro）、强生零食食品（J&J Snack Foods）。

以及普瑞莫品牌——这些名称独特且蕴含着有意义的自我关照机遇。诚然，在关键时期，这些品牌的业绩可能表现出更两极分化的特点，因此投资者可以考虑投资这些品牌的组合以获取 α 收益，同时降低特质风险。

我们相信，投资者可以对那些规模较大的传统消费品（CPG）品牌采取更耐心的方式，因为它们整体上可能需要更多时间来扭转运势。这一点很可能是因为存在消费者认知已经固化的传统品牌，以及复杂、分布广泛的运营和传统系统。尽管如此，压力正在累积，我们认为，这批企业受益于更大胆的行业举措（无论这些举措源自内部还是外部）是迟早的事，而非是否会发生的问题。

讨论了外部影响。

铃音品牌

以远超食品行业标准的速度增长。企业估值为2027财年预测的6.7倍，我们维持“跑赢大盘”评级。风险包括品类集中、竞争和投入成本。尽管品类环境更加多变，我们仍相信我们的判断：BellRing便捷的营养市场、顶级Premier Protein品牌以及可扩展的生产平台，应使其能够——

摄氏度

我们继续相信我们的观点：摄氏的能量饮料类别、趋势向右的品牌组合以及运营协同效应应该使其增长速度远超饮料行业规范。企业价值为2027年EBITDA估值的10.5倍，我们维持“跑赢”评级。风险包括消费者需求、竞争和收购整合。

Church & Dwight

我们相信我们的论点：Church & Dwight 在关键快速消费品类别中拥有优质产品与价值型产品的均衡组合、能产生现金的业务以及资本配置的灵活性，这支持了其稳健的股东回报。考虑到其企业价值约为2026年EBITDA估值的16.2倍，我们维持“跑赢市场”的评级。风险包括竞争、投入成本和关税成本，以及并购执行风险。

e.l.f. Beauty

我们相信我们的论点：e. l. f. Beauty独特的价值主张和市场进入能力将使其能够进一步追求成为全球美容行业的领导者。鉴于其企业价值为2026年日历年度EBITDA预测的11.6倍，我们重申给予其“增持”评级。风险包括消费者需求、竞争、关税和收购整合。

菲诗派

尽管消费者和竞争动态会影响短期可见度，但我们对我们的观点深信不疑：Freshpet将在快速增长的（新鲜）宠物食品细分市场中保持强劲的领导地位。鉴于其企业价值为2027年EBITDA估计值的15.4倍，我们重申“增持”评级。风险包括消费者需求、竞争性进入和运营执行。

J&J 零食食品公司

尽管转型计划通常并非线性进行，但我们在我们的论点中相信，J&J Snack Foods旗下众多领先的零食品牌、渠道和客户，结合阿波罗计划，支持着一个有吸引力的长期股东回报机会。考虑到企业价值约为我们2027财年EBITDA预估的8.2倍，我们维持“增持”评级。风险包括消费者需求、竞争和执行。

J.M. 斯穆克

尽管宏观环境充满动态变化，我们坚信我们的观点：Smucker's 在其更广阔的市场中具有优势。凭借 8.1 倍于我们 2026 年日历 EBITDA 估算的企业价值，其多元化的门店中心品类和品牌组合，加上严格的成本管理和运营执行，支持了与市场表现持平的股东回报机会。风险包括竞争、投入成本和收购整合。

肯维

肯维（Kenvue）同意于2025年11月初被金佰利（Kimberly-Clark）收购。预计该交易将于2026年下半年完成。我们相信我们的判断：肯维专注于领先消费健康品牌的产品组合，加上成本节约和需求生成投资，支持均衡增长。随着收购待定，我们维持其“市场表现”（Market Perform）评级。风险包括适应消费者偏好、竞争以及全球执行。

从前有个农场

我们将Once Upon a Farm视为一个值得信赖的亲子品牌，该品牌以差异化的产品、有影响力的营销和商品化以及敏捷可扩展的供应链为基础，并坚信其是一个下一代品牌，将在儿童营养领域获得显著的增量家庭渗透率和市场份额。鉴于该股票的估值为我们2027年销售额预测的约1.6倍，我们重申给予其“增持”的评级。风险包括消费者需求、竞争和运营执行。

尊享健康消费品

市盈率方面，当前股价约为我们2026年日历年度每股收益预期的12.1倍，我们维持对该股“跑赢大盘”的评级。我们继续坚信，Prestige拥有多元化的消费健康品牌组合以及轻资产、现金流产生型商业模式，这支撑了其坚实的长期股东回报潜力。风险因素包括竞争、供应链执行以及收购整合。

宝洁公司

尽管消费者和地缘政治环境总体不明朗，我们仍相信我们的观点：宝洁公司专注于日常消费品组合、品质和生产率，支持其均衡增长。鉴于股价为2026年每股收益预期的20.6倍，我们的评级为市场中性。风险包括宏观环境、商品成本和地缘政治状况。

普里莫品牌

尽管近期整合面临挑战，我们坚信我们的论点：Primo Brands作为健康补水解决方案顶级提供者的地位、其领导品牌组合、全渠道市场进入模式，以及其规模和全国业务覆盖范围，将支持有吸引力的长期股东回报。鉴于股价交易于我们2027年EBITDA估值的7.7倍，我们维持“增持”评级。风险包括替代品、竞争和并购整合。

斯科茨奇迹花园（Sīkēsi Qíjì Huāyuán）

我们相信，凭借其卓越的品牌和独特的优势，斯科茨公司在有吸引力的北美草坪和花园市场中拥有宽阔的护城河，这是我们立论的基石。鉴于其股价为2027财年每股收益的10.2倍，我们重申给予“增持”的评级。风险因素包括消费者需求、天气依赖以及投入成本。

优质食品

尽管当前的消费者和竞争动态影响了短期可见度，但我们相信我们的观点：Simply Good的目标是有目的的营养（零食）市场；潮流品牌（尤其是价值10亿美元的Quest品牌）；重新承诺并计划推动专注度、生产力和执行力；以及轻资产现金生成模式，能够支持强劲的绝对销售额增长、利润率，和

以及收购整合。自由现金流随时间推移。企业价值为2027财年EBITDA预估的6.5倍，我们仍维持“跑赢市场”评级。风险包括竞争、饮食习惯变化、商品成本动态变化。

阳光优选

2026年2月初，SunOpta同意被Refresco收购。预计该交易将于2026年第二季度完成。由于目前约定的收购价格折扣不到1%，且交易预计在未来几个月内完成，我们维持其市场表现评级。

维塔可可形式。 风险现与交易在指定条款下完成的可能性相关。

我们相信我们的论点：Vita Coco 的品类、领先品牌和供应链应使其增长速度超过饮料行业平均水平。鉴于其企业价值为 2027 年 EBITDA 估计值的 18.6 倍，我们维持市场中性评级。风险在于品类集中、竞争以及供应链复杂性。

活力农场

我们相信我们的论点：Vital Farms 的值得信赖的品牌和独特的优势将推动销售额长期增长至 20 亿美元，并实现中高 teens 的 EBITDA 利润率。鉴于其企业价值为 2027 年 EBITDA 估计值的 5.9 倍，我们维持对该股票的“跑赢市场”评级。风险包括品类集中、竞争和投入成本。

WD-40

当前企业估值为我们2027年EBITDA预测的25.2倍，鉴于公司具有可持续的有机增长（增速高于大多数家用产品代际更迭速度，并通过审慎的资本配置保持健康的资产负债表，同时以股息和股票回购的形式向股东回报现金），我们认为该估值倍数是合理的。我们维持“增持”评级。风险包括宏观环境、投入成本和执行情况。公司盈利能力的特点是盈利增长先于销售增长，自由现金流可靠。

图14 行业洞察：铃铛品牌 - 收益模式

	2024	2025	1Q26 Dec-25	2Q26E Mar-26	3Q26E Jun-26	4Q26E Sep-26	2026E	2027E
利润表								
总销售额	\$1,996.2	\$2,316.6	\$537.3	\$605.6	\$577.6	\$689.4	\$2,410.0	\$2,555.0
销售成本	<u>1,294.2</u>	<u>1,531.0</u>	<u>376.5</u>	<u>430.6</u>	<u>389.9</u>	<u>468.0</u>	<u>1,665.0</u>	<u>1,744.8</u>
毛利润	702.0	785.6	160.8	175.0	187.7	221.4	744.9	810.2
销售、一般及行政费用	284.8	328.4	76.7	102.4	80.9	84.9	344.9	365.6
无形资产摊销	35.0	17.0	4.3	4.3	4.3	4.3	17.2	17.1
其他运营费用	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>
营业收入	\$382.2	\$440.2	\$79.8	\$68.4	\$102.6	\$132.1	\$382.8	\$427.5
利息支出	58.3	68.4	20.6	21.5	21.0	20.5	83.6	81.2
其他费用（收入）	<u>(17.4)</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>
税前收入	341.3	371.8	59.2	46.9	81.6	111.6	299.2	346.3
所得税	<u>85.8</u>	<u>92.7</u>	<u>15.1</u>	<u>11.9</u>	<u>20.8</u>	<u>28.4</u>	<u>76.2</u>	<u>88.9</u>
净利润（含少数股东权益）	<u>255.5</u>	<u>279.1</u>	<u>44.1</u>	<u>34.9</u>	<u>60.8</u>	<u>83.2</u>	<u>223.1</u>	<u>257.4</u>
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润（非公认会计准则）	255.5	279.1	44.1	34.9	60.8	83.2	223.1	257.4
稀释的已发行股份	132.3	128.5	119.9	118.4	116.9	115.4	117.7	114.2
EPS	\$1.93	\$2.17	\$0.37	\$0.30	\$0.52	\$0.72	\$1.90	\$2.25
息税折旧摊销前利润	\$440.2	\$482.1	\$90.3	\$78.9	\$113.1	\$142.7	\$425.0	\$470.0
边际分析								
毛利率	35.2%	33.9%	29.9%	28.9%	32.5%	32.1%	30.9%	31.7%
销售、一般及行政费用	14.3%	14.2%	14.3%	16.9%	14.0%	12.3%	14.3%	14.3%
其他费用（收入）	<u>1.8%</u>	<u>0.7%</u>	<u>0.8%</u>	<u>0.7%</u>	<u>0.7%</u>	<u>0.6%</u>	<u>0.7%</u>	<u>0.7%</u>
营业收入	19.1%	19.0%	14.9%	11.3%	17.8%	19.2%	15.9%	16.7%
税率	25.1%	24.9%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.7%
息税折旧摊销前利润	22.1%	20.8%	16.8%	13.0%	19.6%	20.7%	17.6%	18.4%
同比								
总销售额	19.8%	16.1%	0.8%	3.0%	5.5%	6.4%	4.0%	6.0%
毛利润	32.4%	11.9%	-18.8%	-13.7%	-2.4%	15.1%	-5.2%	8.8%
销售、一般及行政费用	36.9%	15.3%	-3.5%	13.5%	3.9%	5.0%	5.0%	6.0%
无形资产摊销	79.5%	-51.4%	2.4%	2.4%	-0.6%	0.8%	1.2%	-0.5%
营业收入	26.3%	15.2%	-30.2%	-36.9%	-7.0%	23.2%	-13.0%	11.7%
EPS	40.4%	12.5%	-36.7%	-44.2%	-5.9%	42.5%	-12.7%	18.9%
息税折旧摊销前利润	30.1%	9.5%	-27.9%	-33.5%	-6.0%	21.1%	-11.8%	10.6%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

图15 行业洞察 摄氏度 -
收益模型

	2024	2025	1Q26E Mar-26	2Q26E Jun-26	3Q26E Sep-26	4Q26E Dec-26	2026E	2027E
利润表								
总销售额	\$1,355.6	\$2,515.3	\$765.5	\$900.9	\$876.7	\$841.9	\$3,385.0	\$3,640.0
销售成本	675.4	1,225.5	398.0	464.0	442.7	421.6	1,726.3	1,801.8
毛利润	680.2	1,289.8	367.4	436.9	433.9	420.3	1,658.6	1,838.2
销售、一般及行政	464.5	738.8	233.5	261.3	256.0	247.8	998.6	1,045.2
营业收入	\$215.7	\$551.0	\$134.0	\$175.7	\$178.0	\$172.5	\$660.1	\$793.0
利息支出	(39.3)	27.9	1.5	0.5	(0.6)	(1.2)	0.3	(11.8)
其他费用（收入）	(1.8)	(11.9)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
外汇损失（收益）	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前收入	255.0	535.0	132.5	175.2	178.5	173.6	659.8	804.8
所得税	52.2	152.1	33.1	43.8	44.6	43.4	164.9	201.6
净利润	165.2	338.7	91.8	123.9	126.4	122.7	464.8	581.2
稀释的已发行股份	237.4	253.2	257.8	257.8	257.8	257.8	257.8	257.8
EPS	\$0.70	\$1.34	\$0.36	\$0.48	\$0.49	\$0.48	\$1.80	\$2.25
息税折旧摊销前利润	\$255.7	\$619.6	\$151.2	\$193.1	\$195.6	\$190.1	\$730.0	\$825.0
边际分析								
毛利率	50.2%	51.3%	48.0%	48.5%	49.5%	49.9%	49.0%	50.5%
销售、一般及行政	34.3%	29.4%	30.5%	29.0%	29.2%	29.4%	29.5%	28.7%
营业收入	15.9%	21.9%	17.5%	19.5%	20.3%	20.5%	19.5%	21.8%
税率	20.5%	28.4%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
息税折旧摊销前利润	18.9%	24.6%	19.8%	21.4%	22.3%	22.6%	21.6%	22.7%
同比								
总销售额	2.9%	85.5%	132.5%	21.9%	20.9%	16.7%	34.6%	7.5%
毛利润	7.4%	89.6%	113.2%	8.5%	16.3%	22.9%	28.6%	10.8%
其他费用（收入）	26.6%	59.1%	109.9%	25.9%	34.6%	7.9%	35.2%	4.7%
营业收入	-19.0%	155.5%	119.1%	-9.9%	-2.6%	53.9%	19.8%	20.1%
EPS	-9.4%	92.2%	99.3%	2.7%	16.6%	85.3%	34.8%	25.0%
息税折旧摊销前利润	-13.5%	142.3%	117.0%	-8.2%	-4.9%	41.8%	17.8%	13.0%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

图16 行业洞察: Church & Dwight - 盈利模式

	2024	2025	1Q26E Mar-26	2Q26E Jun-26	3Q26E Sep-26	4Q26E Dec-26	2026E	2027E
利润表								
消费者国内	4,732.3	4,774.8	1,097.0	1,133.3	1,170.9	1,230.3	4,631.6	4,725.8
家居用品	2,584.3	2,556.9	571.9	637.0	633.8	791.0	2,633.6	2,712.6
个人护理产品	2,148.0	2,217.9	525.2	496.3	537.1	439.3	1,997.9	2,013.1
消费者国际化	1,071.5	1,129.4	284.2	297.6	305.8	323.2	1,210.7	1,283.4
特色产品	303.3	299.0	78.4	77.6	79.6	78.4	314.0	329.6
总销售额	\$6,107.1	\$6,203.2	\$1,459.6	\$1,508.5	\$1,556.3	\$1,631.8	\$6,156.2	\$6,338.8
销售成本	3,348.7	3,401.5	792.7	818.8	841.0	876.8	3,329.3	3,418.5
毛利润	2,758.4	2,801.7	666.9	689.7	715.3	755.1	2,826.9	2,920.3
营销费用	698.1	708.9	144.5	161.4	180.5	211.1	697.5	718.2
销售、一般及行政	907.4	921.7	226.2	214.2	236.6	246.4	923.4	947.6
营业收入	\$1,152.9	\$1,171.1	\$296.2	\$314.1	\$298.2	\$297.6	\$1,206.0	\$1,254.4
利息费用，净额	59.9	70.1	20.5	19.5	18.0	17.0	75.0	56.8
其他费用（收入），净额	(10.3)	(7.9)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(8.0)	(8.6)
税前收入	1,103.3	1,108.9	277.7	296.6	282.2	282.6	1,139.0	1,206.3
所得税	255.2	247.0	58.3	64.4	61.2	61.3	245.2	259.4
净利润	848.1	861.9	219.3	232.2	220.9	221.3	893.8	946.9
稀释的已发行股份	246.9	244.3	238.8	238.5	238.1	237.8	238.3	237.0
EPS	\$3.44	\$3.53	\$0.92	\$0.97	\$0.93	\$0.93	\$3.75	\$4.00
息税折旧摊销前利润	\$1,392.0	\$1,418.5	\$362.0	\$379.7	\$364.0	\$363.4	\$1,469.1	\$1,517.8
边际分析								
毛利率	45.2%	45.2%	45.7%	45.7%	46.0%	46.3%	45.9%	46.1%
营销费用	11.4%	11.4%	9.9%	10.7%	11.6%	12.9%	11.3%	11.3%
销售、一般及行政	14.9%	14.9%	15.5%	14.2%	15.2%	15.1%	15.0%	15.0%
营业收入	18.9%	18.9%	20.3%	20.8%	19.2%	18.2%	19.6%	19.8%
税率	23.1%	22.3%	21.0%	21.7%	21.7%	21.7%	21.5%	21.5%
息税折旧摊销前利润	22.8%	22.9%	24.8%	25.2%	23.4%	22.3%	23.9%	23.9%
同比								
消费者国内	3.5%	0.9%	-2.9%	-1.8%	-4.0%	-3.2%	-3.0%	2.0%
家居用品	4.0%	-1.1%	-7.0%	-2.0%	-2.0%	22.6%	3.0%	3.0%
个人护理产品	2.9%	3.3%	2.0%	-1.5%	-6.3%	-29.8%	-9.9%	0.8%
消费者国际化	9.8%	5.4%	8.5%	7.2%	5.4%	7.8%	7.2%	6.0%
特色产品	-5.5%	-1.4%	4.0%	4.0%	5.0%	7.0%	5.0%	5.0%
总销售额	4.1%	1.6%	-0.5%	0.1%	-1.8%	-0.8%	-0.8%	3.0%
毛利润	6.6%	1.6%	0.8%	1.8%	0.1%	0.9%	0.9%	3.3%
营销费用	8.9%	1.5%	5.8%	2.7%	-11.0%	-0.6%	-1.6%	3.0%
销售、一般及行政	5.4%	1.6%	1.7%	4.8%	-1.8%	-3.0%	0.2%	2.6%
营业收入	6.1%	1.6%	-2.1%	-0.6%	10.2%	5.5%	3.0%	4.0%
EPS	8.2%	2.7%	0.9%	3.3%	14.2%	8.1%	6.3%	6.5%
息税折旧摊销前利润	6.1%	1.9%	-0.4%	1.9%	8.8%	4.4%	3.6%	3.3%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

附件17 行业洞察 E. l. f. 美容
- 盈利模式

	2024	2025	1Q26 Jun-25	2Q26 Sep-25	3Q26 Dec-25	4Q26E Mar-26	2026E	2027E
利润表								
总销售额	\$1,023.9	\$1,313.5	\$353.7	\$343.9	\$489.5	\$412.8	\$1,600.0	\$1,835.0
销售成本	299.8	377.8	109.2	105.1	142.0	121.5	477.8	538.8
毛利润	724.1	935.7	244.5	238.9	347.5	291.3	1,122.2	1,296.3
销售、一般及行政	526.4	690.9	177.3	193.2	249.2	271.6	891.4	1,019.5
营业收入	\$197.7	\$244.8	\$67.2	\$45.6	\$98.3	\$19.7	\$230.9	\$276.7
利息支出	7.0	13.8	2.6	9.2	12.4	12.3	36.4	43.2
其他费用（收入）	(1.2)	(1.3)	(5.0)	1.9	1.3	0.0	(1.8)	0.0
税前收入	191.9	232.3	69.6	34.6	84.6	7.4	196.3	233.5
所得税	23.8	52.1	22.6	3.5	22.1	1.9	50.1	58.8
净利润	168.1	180.2	47.0	31.1	62.5	5.6	146.2	174.7
稀释的已发行股份	57.8	58.3	57.7	59.6	60.2	60.2	59.4	60.2
EPS	\$3.18	\$3.39	\$0.89	\$0.68	\$1.24	\$0.24	\$3.05	\$3.50
息税折旧摊销前利润	\$234.7	\$296.8	\$87.1	\$66.2	\$123.0	\$46.6	\$323.0	\$385.0
边际分析								
毛利率	70.7%	71.2%	69.1%	69.4%	71.0%	70.6%	70.1%	70.6%
销售、一般及行政	51.4%	52.6%	50.1%	56.2%	50.9%	65.8%	55.7%	55.6%
营业收入	19.3%	18.6%	19.0%	13.3%	20.1%	4.8%	14.4%	15.1%
税率	12.4%	22.4%	32.5%	10.1%	26.1%	25.0%	25.5%	25.2%
息税折旧摊销前利润	22.9%	22.6%	24.6%	19.3%	25.1%	11.3%	20.2%	21.0%
同比								
总销售额	76.9%	28.3%	9.0%	14.2%	37.8%	24.1%	21.8%	14.7%
毛利润	85.5%	29.2%	5.7%	11.6%	37.2%	22.9%	19.9%	15.5%
销售、一般及行政	79.5%	31.2%	7.8%	20.6%	29.2%	56.7%	29.0%	14.4%
营业收入	103.5%	23.8%	0.5%	-15.2%	62.6%	-69.0%	-5.7%	19.9%
EPS	91.7%	6.5%	-19.0%	-11.6%	67.8%	-68.8%	-10.0%	14.8%
息税折旧摊销前利润	101.0%	26.5%	12.4%	-4.5%	79.0%	-42.7%	8.8%	19.2%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

第18号附件 行业洞察 Fres
hpet – 盈利模式

	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>1Q26E</u> <u>Mar-26</u>	<u>2Q26E</u> <u>Jun-26</u>	<u>3Q26E</u> <u>Sep-26</u>	<u>4Q26E</u> <u>Dec-26</u>	<u>2026E</u>	<u>2027E</u>
利润表								
总销售额	\$975.2	\$1,102.0	\$286.4	\$285.3	\$308.5	\$309.9	\$1,190.2	\$1,273.5
销售成本	<u>521.7</u>	<u>586.9</u>	<u>154.4</u>	<u>149.4</u>	<u>164.1</u>	<u>159.9</u>	<u>627.8</u>	<u>662.2</u>
毛利润	453.5	515.2	132.0	136.0	144.3	150.1	562.4	611.3
销售、一般及行政	<u>291.6</u>	<u>319.4</u>	<u>94.5</u>	<u>90.7</u>	<u>84.2</u>	<u>82.9</u>	<u>352.4</u>	<u>366.2</u>
营业收入	\$161.9	\$195.7	\$37.5	\$45.2	\$60.1	\$67.2	\$210.0	\$245.0
利息费用，净额	0.4	4.9	1.1	1.1	1.0	1.0	4.2	2.0
其他费用（收入）	<u>0.1</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>
税前收入	161.4	190.8	36.4	44.1	59.1	66.2	205.9	243.0
所得税	<u>0.6</u>	<u>(0.0)</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>
净利润	160.8	190.8	36.4	44.1	59.1	66.2	205.9	243.0
稀释的已发行股份	50.3	56.0	55.9	55.9	55.9	55.9	55.9	55.9
EPS	\$3.20	\$3.41	\$0.65	\$0.79	\$1.06	\$1.18	\$3.68	\$4.35
息税折旧摊销前利润	\$161.8	\$195.7	\$37.5	\$45.2	\$60.1	\$67.2	\$210.0	\$245.0
边际分析								
毛利率	46.5%	46.7%	46.1%	47.7%	46.8%	48.4%	47.3%	48.0%
销售、一般及行政	<u>29.9%</u>	<u>29.0%</u>	<u>33.0%</u>	<u>31.8%</u>	<u>27.3%</u>	<u>26.7%</u>	<u>29.6%</u>	<u>28.8%</u>
营业收入	16.6%	17.8%	13.1%	15.9%	19.5%	21.7%	17.6%	19.2%
税率	0.4%	(0.0)%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税折旧摊销前利润	16.6%	17.8%	13.1%	15.9%	19.5%	21.7%	17.6%	19.2%
同比变化								
总销售额	27.2%	13.0%	8.8%	7.8%	6.8%	8.7%	8.0%	7.0%
毛利润	47.9%	13.6%	9.8%	9.6%	8.7%	8.7%	9.2%	8.7%
销售、一般及行政	21.5%	9.6%	11.6%	14.0%	7.7%	7.8%	10.3%	3.9%
营业收入	143.3%	20.9%	5.4%	1.8%	10.1%	9.9%	7.3%	16.7%
EPS	136.2%	6.4%	-7.5%	-7.7%	10.7%	10.1%	8.2%	18.1%
息税折旧摊销前利润	143.2%	20.9%	5.4%	1.8%	10.1%	9.9%	7.3%	16.7%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

第19号展品 行业洞察 J&J零食食品 - 盈利模型

威廉·布莱尔

	2024	2025	1Q26 Dec-25	2Q26E Mar-26	3Q26E Jun-26	4Q26E Sep-26	2026E	2027E
利润表								
餐饮服务	985.2	1,001.4	219.2	214.8	271.6	256.1	961.6	971.2
零售超市	221.3	213.8	45.9	52.8	65.1	53.5	217.3	219.4
冰饮	368.3	368.1	78.7	77.5	113.3	106.7	376.2	389.3
总销售额	\$1,574.8	\$1,583.2	\$343.8	\$345.0	\$450.0	\$416.2	\$1,555.0	\$1,580.0
销售成本	1,088.4	1,113.4	247.8	247.7	301.2	283.7	1,080.4	1,094.1
毛利润	486.3	469.9	96.0	97.3	148.9	132.5	474.7	485.9
市场营销	116.3	121.0	31.0	29.3	33.8	33.4	127.5	129.6
分布	170.3	168.3	38.1	40.1	43.4	42.0	163.6	162.3
行政的	69.8	73.0	18.9	18.4	18.0	18.0	73.2	74.6
其他费用（收入）	(0.6)	(0.7)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
营业收入	\$130.4	\$108.2	\$8.0	\$9.4	\$53.7	\$39.1	\$110.2	\$119.5
利息支出	1.8	1.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.6	0.4
其他费用（收入）	(3.2)	(3.6)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(2.8)	(3.0)
税前收入	131.8	110.3	8.5	10.0	54.3	39.7	112.5	122.1
所得税	35.9	27.1	2.1	2.6	13.9	10.2	28.8	32.0
净利润	96.0	83.2	6.4	7.4	40.3	29.5	83.6	90.1
稀释的已发行股份	19.4	19.5	19.3	19.3	19.2	19.1	19.2	19.0
EPS	\$4.93	\$4.27	\$0.33	\$0.39	\$2.10	\$1.54	\$4.35	\$4.75
息税折旧摊销前利润	\$200.1	\$180.9	\$27.0	\$28.0	\$72.3	\$57.7	\$185.0	\$195.0
边际分析								
毛利率	30.9%	29.7%	27.9%	28.2%	33.1%	31.8%	30.5%	30.8%
市场营销	7.4%	7.6%	9.0%	8.5%	7.5%	8.0%	8.2%	8.2%
分布	10.8%	10.6%	11.1%	11.6%	9.7%	10.1%	10.5%	10.3%
行政的	4.4%	4.6%	5.5%	5.3%	4.0%	4.3%	4.7%	4.7%
其他费用（收入）	(0.0)%	(0.0)%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入	8.3%	6.8%	2.3%	2.7%	11.9%	9.4%	7.1%	7.6%
税率	27.2%	24.6%	25.0%	25.7%	25.7%	25.7%	25.6%	26.2%
息税折旧摊销前利润	12.7%	11.4%	7.9%	8.1%	16.1%	13.9%	11.9%	12.3%
同比								
餐饮服务	0.3%	1.6%	-8.3%	-5.0%	-2.0%	-1.2%	-4.0%	1.0%
零售超市	2.7%	-3.4%	2.6%	-2.0%	2.0%	4.1%	1.6%	1.0%
冰饮	1.9%	-0.1%	-0.3%	1.7%	0.0%	7.1%	2.2%	3.5%
总销售额	1.0%	0.5%	-5.2%	-3.1%	-0.9%	1.5%	-1.8%	1.6%
毛利润	3.5%	-3.4%	2.2%	1.7%	-0.8%	1.7%	1.0%	2.4%
市场营销	7.8%	4.1%	10.7%	5.5%	1.8%	4.2%	5.3%	1.6%
分布	-0.4%	-1.2%	-3.9%	-4.1%	-2.8%	-0.5%	-2.8%	-0.8%
行政的	1.5%	4.6%	6.9%	-0.2%	-4.1%	-1.2%	0.3%	1.8%
其他费用（收入）	-132.1%	NM	-72.9%	NM	-100.0%	-86.5%	NM	-100.0%
营业收入	8.5%	-17.1%	-2.4%	6.2%	0.5%	3.6%	1.8%	8.5%
EPS	9.5%	-13.4%	-1.0%	9.8%	5.3%	-2.3%	1.8%	9.1%
息税折旧摊销前利润	10.2%	-9.6%	7.0%	7.1%	0.3%	0.5%	2.3%	5.4%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

展品20 行业洞察 Kenvue
- 收益模型

	2024	2025	1Q26E Mar-26	2Q26E Jun-26	3Q26E Sep-26	4Q26E Dec-26	2026E	2027E
利润表								
自我关照	6,527.0	6,378.0	1,678.7	1,614.1	1,621.9	1,622.8	6,537.5	6,700.9
皮肤、健康与美丽	4,240.0	4,114.0	1,016.1	1,085.5	1,058.8	1,036.0	4,196.3	4,280.2
基本健康	4,688.0	4,632.0	1,135.4	1,280.1	1,191.1	1,162.7	4,769.3	4,912.4
总销售额	\$15,455.0	\$15,124.0	\$3,830.1	\$3,979.7	\$3,871.7	\$3,821.5	\$15,503.0	\$15,893.5
销售成本	6,127.0	6,012.0	1,532.1	1,552.1	1,490.6	1,564.5	6,139.2	6,262.0
毛利润	9,328.0	9,112.0	2,298.1	2,427.6	2,381.1	2,257.0	9,363.8	9,631.4
销售、一般及行政	5,844.0	5,979.0	1,532.1	1,532.2	1,521.6	1,461.1	6,047.0	6,214.3
其他运营费用	156.0	(40.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业收入	\$3,328.0	\$3,173.0	\$766.0	\$895.4	\$859.5	\$795.9	\$3,316.9	\$3,417.1
利息支出	378.0	379.0	93.0	91.0	90.0	89.0	363.0	338.0
其他费用（收入）	(3.0)	36.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
摊销	269.0	257.0	64.0	64.0	64.0	64.0	256.0	256.0
税前收入	3,222.0	3,015.0	737.0	868.4	833.5	770.9	3,209.9	3,335.1
所得税	754.0	682.0	168.3	201.1	192.4	176.7	738.5	769.8
净利润	2,199.0	2,076.0	504.8	603.3	577.1	530.2	2,215.4	2,309.3
稀释的已发行股份	1,923.0	1,924.0	1,920.0	1,920.0	1,920.0	1,920.0	1,920.0	1,920.0
EPS	\$1.14	\$1.08	\$0.26	\$0.31	\$0.30	\$0.28	\$1.15	\$1.20
息税折旧摊销前利润	\$3,660.0	\$3,437.0	\$843.1	\$972.4	\$936.6	\$872.9	\$3,625.0	\$3,725.1
边际分析								
毛利率	60.4%	60.2%	60.0%	61.0%	61.5%	59.1%	60.4%	60.6%
销售、一般及行政	37.8%	39.5%	40.0%	38.5%	39.3%	38.2%	39.0%	39.1%
其他运营费用	1.0%	(0.3)%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入	21.5%	21.0%	20.0%	22.5%	22.2%	20.8%	21.4%	21.5%
税率	23.4%	22.6%	22.8%	23.2%	23.1%	22.9%	23.0%	23.1%
息税折旧摊销前利润	23.7%	22.7%	22.0%	24.4%	24.2%	22.8%	23.4%	23.4%
同比								
自我关照	1.2%	-2.3%	0.7%	3.8%	3.7%	1.9%	2.5%	2.5%
皮肤、健康与美丽	-3.2%	-3.0%	4.0%	2.5%	2.0%	-0.4%	2.0%	2.0%
基本健康	1.6%	-1.2%	3.5%	4.5%	2.5%	1.3%	3.0%	3.0%
总销售额	0.1%	-2.1%	2.4%	3.7%	2.9%	1.1%	2.5%	2.5%
毛利润	3.4%	-2.3%	2.4%	3.8%	3.3%	1.5%	2.8%	2.9%
销售、一般及行政	3.8%	2.3%	2.1%	3.6%	1.6%	-2.7%	1.1%	2.8%
其他运营费用	NM	-125.6%	-100.0%	NM	NM	NM	NM	NM
营业收入	-3.7%	-4.7%	3.4%	2.9%	6.0%	6.0%	4.5%	3.0%
EPS	-11.2%	-5.6%	8.8%	8.2%	7.4%	3.3%	6.9%	4.2%
息税折旧摊销前利润	-1.0%	-6.1%	4.3%	3.7%	6.9%	7.1%	5.5%	2.8%

注意：数据已调整以反映经营收益。 资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

附件21 行业洞察：从前有个农场 - 收益模式

威廉·布莱尔

	2024	2025	1Q26E Mar-26	2Q26E Jun-26	3Q26E Sep-26	4Q26E Dec-26	2026E	2027E
利润表								
Kid	104.9	139.3	38.0	41.0	42.5	40.4	162.0	211.5
Baby	51.9	101.4	26.4	32.4	39.9	41.8	140.4	197.9
总销售额	\$ 156.8	\$ 240.7	\$ 64.4	\$ 73.4	\$ 82.4	\$ 82.3	\$ 302.4	\$ 409.4
销售成本	88.5	138.8	38.1	46.0	49.6	44.5	178.2	229.7
毛利润	<u>68.3</u>	<u>101.9</u>	<u>26.3</u>	<u>27.4</u>	<u>32.8</u>	<u>37.8</u>	<u>124.3</u>	<u>179.7</u>
物流	10.6	13.3	3.5	4.3	3.9	3.5	15.3	20.9
SG&A	64.0	92.1	32.1	27.5	27.1	26.2	112.9	141.3
其他运营费用	0.0	2.6	9.1	0.0	0.0	(0.0)	9.1	0.0
营业收入	(6.3)	(5.7)	(18.4)	(4.4)	1.7	8.1	(13.0)	17.5
利息支出	0.7	2.4	(0.7)	(1.0)	(1.0)	(1.1)	(3.8)	(4.4)
其他费用（收入）	16.7	9.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前收入	(23.8)	(17.2)	(17.7)	(3.4)	2.7	9.1	(9.3)	21.9
所得税	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9
净利润（非公认会计准则）	(23.8)	(17.2)	(17.7)	(3.4)	2.7	9.1	(9.3)	21.0
稀释的已发行股份	46.7	46.7	51.8	51.8	51.8	51.8	51.8	51.8
EPS	(\$0.51)	(\$0.37)	(\$0.34)	(\$0.07)	\$0.05	\$0.18	(\$0.18)	\$0.41
息税折旧摊销前利润	(\$3.7)	\$2.1	(\$7.8)	(\$2.8)	\$3.4	\$9.8	\$2.5	\$25.0
边际分析								
毛利率	43.6%	42.3%	40.8%	37.3%	39.8%	45.9%	41.1%	43.9%
物流								
SG&A	40.8%	38.3%	49.8%	37.4%	32.9%	31.9%	37.3%	34.5%
其他运营费用	0.0%	1.1%	14.1%	0.0%	0.0%	(0.0)%	3.0%	0.0%
营业收入	(4.0)%	(2.4)%	(28.6)%	(6.0)%	2.1%	9.8%	(4.3)%	4.3%
税率	(0.2)%	(0.0)%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%
息税折旧摊销前利润	(2.3)%	0.9%	(12.1)%	(3.8)%	4.1%	11.9%	0.8%	6.1%
同比								
总销售额	66.3%	53.5%	27.3%	22.3%	24.8%	28.5%	25.7%	35.3%
Kid	50.3%	32.9%	17.4%	13.7%	17.7%	16.4%	16.3%	30.5%
Baby	111.7%	95.1%	44.8%	35.2%	33.3%	42.8%	38.6%	40.9%
毛利润	76.2%	49.1%	37.5%	12.1%	18.1%	23.6%	22.0%	44.6%
物流	18.6%	24.9%	10.3%	32.4%	17.1%	1.8%	15.3%	36.4%
SG&A	41.8%	43.9%	31.2%	34.0%	9.4%	17.1%	22.5%	25.1%
其他运营费用	NM	NM	1303.1%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	250.6%	-100.0%
EPS	NM	NM	NM	NM	NM	-63.5%	NM	NM
息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	-240.9%	269.7%	47.7%	23.4%	881.2%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

图22 行业洞察 高端消费者医疗保健 - 收益模型

	2024	2025	1Q26 Jun-25	2Q26 Sep-25	3Q26 Dec-25	4Q26E Mar-26	2026E	2027E
利润表								
北美洲	958.3	960.0	212.6	230.8	235.7	245.0	924.0	942.8
国际	167.1	177.8	37.0	43.4	47.7	47.9	176.0	182.2
总销售额	\$1,125.4	\$1,137.8	\$249.5	\$274.1	\$283.4	\$292.9	\$1,100.0	\$1,125.0
销售成本	500.9	503.3	109.2	122.5	126.1	126.2	484.0	492.2
毛利润	624.4	634.5	140.3	151.6	157.4	166.7	616.0	632.8
广告与促销	153.3	155.7	34.9	38.7	40.1	37.6	151.2	156.4
一般及行政	106.2	108.2	28.5	28.0	29.2	25.4	111.1	112.5
折旧与摊销	22.6	21.3	5.2	5.2	5.1	5.1	20.6	20.7
营业收入	\$342.4	\$349.2	\$71.8	\$79.7	\$83.0	\$98.7	\$333.1	\$343.2
利息支出	67.2	47.6	10.2	10.0	10.7	10.8	41.7	43.2
其他费用（收入）	(0.8)	5.0	(0.2)	0.5	(0.3)	0.0	(0.0)	0.0
税前收入	276.0	296.7	61.8	69.1	72.6	87.9	291.4	300.0
所得税	64.7	70.3	14.3	16.7	17.8	21.5	70.3	72.0
净利润	211.3	226.3	47.5	52.5	54.9	66.4	221.2	228.0
稀释的已发行股份	50.2	50.1	49.8	49.3	48.1	47.6	48.7	47.5
EPS	\$4.21	\$4.52	\$0.95	\$1.07	\$1.14	\$1.39	\$4.54	\$4.80
息税折旧摊销前利润	\$373.9	\$374.5	\$79.6	\$86.8	\$90.9	\$106.3	\$363.7	\$375.3
边际分析								
毛利率	55.5%	55.8%	56.2%	55.3%	55.5%	56.9%	56.0%	56.3%
广告与营销	13.6%	13.7%	14.0%	14.1%	14.1%	12.8%	13.8%	13.9%
一般及行政	9.4%	9.5%	11.4%	10.2%	10.3%	8.7%	10.1%	10.0%
折旧与摊销	2.0%	1.9%	2.1%	1.9%	1.8%	1.7%	1.9%	1.8%
营业收入	30.4%	30.7%	28.8%	29.1%	29.3%	33.7%	30.3%	30.5%
税率	23.4%	23.7%	23.2%	24.1%	24.5%	24.5%	24.1%	24.0%
息税折旧摊销前利润	33.2%	32.9%	31.9%	31.7%	32.1%	36.3%	33.1%	33.4%
同比								
OTC	-1.6%	0.2%	-8.5%	-3.8%	-1.4%	-1.6%	-3.8%	2.0%
家庭	8.5%	6.4%	6.1%	-1.4%	-7.1%	0.7%	-1.0%	3.5%
总销售额	-0.2%	1.1%	-6.6%	-3.4%	-2.4%	-1.2%	-3.3%	2.3%
毛利润	-0.1%	1.6%	-3.9%	-3.7%	-2.3%	-1.9%	-2.9%	2.7%
广告与促销	5.7%	1.6%	-11.2%	-6.5%	5.6%	1.5%	-2.9%	3.4%
一般及行政	-1.1%	1.9%	-1.6%	7.6%	11.5%	-6.1%	2.7%	1.3%
折旧与摊销	-10.1%	-5.6%	-9.1%	-7.1%	3.8%	0.1%	-3.4%	0.6%
营业收入	-1.5%	2.0%	-0.4%	-5.5%	-9.8%	-2.2%	-4.6%	3.0%
EPS	0.1%	7.3%	6.3%	-2.1%	-6.6%	5.9%	0.5%	5.7%
息税折旧摊销前利润	-1.1%	0.2%	0.0%	-5.5%	-7.7%	1.8%	-2.9%	3.2%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

附件23 行业洞察 宝洁公司 - 盈利模型

威廉·布莱尔

	2024	2025	1Q26 Sep-25	2Q26 Dec-25	3Q26E Mar-26	4Q26E Jun-26	2026E	2027E
利润表								
美	15,220.0	14,964.0	4,143.0	4,039.0	3,866.0	3,840.8	15,888.8	16,406.7
梳理	6,654.0	6,662.0	1,817.0	1,794.0	1,608.0	1,688.2	6,907.2	7,052.9
医疗保健	11,793.0	11,998.0	3,220.0	3,406.0	3,073.0	2,840.1	12,539.1	12,929.1
织物护理与家居护理	29,495.0	29,617.0	7,793.0	7,686.0	7,403.0	7,525.8	30,407.8	31,222.7
宝贝，女性与家庭护理	20,277.0	20,248.0	5,171.0	5,123.0	5,058.0	5,126.8	20,478.8	20,941.6
公司	600.0	795.0	242.0	160.0	227.0	166.0	795.0	795.0
总销售额	\$84,039.0	\$84,284.0	\$22,386.0	\$22,208.0	\$21,235.0	\$21,187.7	\$87,016.7	\$89,348.1
销售成本	40,778.0	41,185.0	10,849.0	10,681.0	10,607.0	10,814.4	42,951.4	44,280.9
毛利润	43,261.0	43,099.0	11,537.0	11,527.0	10,628.0	10,373.2	44,065.2	45,067.2
销售、一般及行政	23,273.0	22,643.0	5,566.0	5,865.0	5,908.0	6,068.5	23,407.5	23,766.6
营业收入	\$19,988.0	\$20,456.0	\$5,971.0	\$5,662.0	\$4,720.0	\$4,304.8	\$20,657.8	\$21,300.6
利息费用，净额	452.0	438.0	89.0	105.0	123.0	123.0	440.0	430.0
其他费用（收入）	(916.0)	(943.0)	(275.0)	(184.0)	(193.0)	(200.0)	(852.0)	(852.0)
税前收入	20,452.0	20,961.0	6,157.0	5,741.0	4,790.0	4,381.8	21,069.8	21,722.6
所得税	4,077.0	4,095.0	1,276.0	1,149.0	934.0	902.6	4,261.6	4,388.0
净利润	16,375.0	16,866.0	4,881.0	4,592.0	3,856.0	3,479.1	16,808.1	17,334.6
稀释的已发行股份	2,471.9	2,454.4	2,436.8	2,424.0	2,416.5	2,410.5	2,422.0	2,395.5
EPS（核心）	\$6.59	\$6.83	\$1.99	\$1.88	\$1.59	\$1.44	\$6.90	\$7.20
息税折旧摊销前利润	\$22,884.0	\$23,303.0	\$6,732.0	\$6,464.0	\$5,505.0	\$5,098.2	\$23,799.2	\$24,451.3
边际分析								
毛利率	51.5%	51.1%	51.5%	51.9%	50.0%	49.0%	50.6%	50.4%
销售、一般及行政	27.7%	26.9%	24.9%	26.4%	27.8%	28.6%	26.9%	26.6%
营业收入	23.8%	24.3%	26.7%	25.5%	22.2%	20.3%	23.7%	23.8%
税率	19.9%	19.5%	20.7%	20.0%	19.5%	20.6%	20.2%	20.2%
息税折旧摊销前利润	27.2%	27.6%	30.1%	29.1%	25.9%	24.1%	27.4%	27.4%
同比								
美	1.4%	-1.7%	6.4%	5.0%	10.8%	2.9%	6.2%	3.3%
梳理	3.7%	0.1%	5.5%	2.4%	6.8%	0.4%	3.7%	2.1%
医疗保健	5.1%	1.7%	2.3%	4.8%	6.7%	4.3%	4.5%	3.1%
织物护理与家居护理	4.0%	0.4%	1.1%	1.5%	6.5%	1.9%	2.7%	2.7%
宝贝，女性与家庭护理	0.3%	-0.1%	1.4%	-3.3%	6.4%	0.7%	1.1%	2.3%
总销售额	2.5%	0.3%	3.0%	1.5%	7.4%	1.4%	3.2%	2.7%
毛利润	10.2%	-0.4%	2.1%	0.6%	5.4%	1.1%	2.2%	2.3%
销售、一般及行政	10.2%	-2.7%	1.3%	2.5%	7.0%	2.8%	3.4%	1.5%
营业收入	10.2%	2.3%	2.9%	-1.4%	3.6%	-1.2%	1.0%	3.1%
EPS（核心）	11.6%	3.8%	2.9%	0.0%	3.1%	-2.5%	1.0%	4.3%
息税折旧摊销前利润	9.8%	1.8%	3.1%	0.3%	4.9%	0.4%	2.1%	2.7%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

图24 行业洞察：普瑞姆品牌 - 收益模式

	2024	2025	1Q26E Mar-26	2Q26E Jun-26	3Q26E Sep-26	4Q26E Dec-26	2026E	2027E
利润表								
总销售额	\$6,725.7	\$6,664.0	\$1,578.2	\$1,738.8	\$1,782.0	\$1,585.0	\$6,684.0	\$6,900.0
销售成本	3,530.9	4,518.0	1,089.0	1,182.4	1,211.8	1,095.5	4,578.5	4,715.8
毛利润	2,811.3	2,146.0	489.2	556.4	570.2	489.6	2,105.5	2,184.2
销售、一般及行政费用	1,954.9	1,323.7	304.4	331.4	294.8	280.2	1,210.8	1,215.8
其他运营费用	10.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业收入	\$846.1	\$822.3	\$184.8	\$225.0	\$275.4	\$209.4	\$894.7	\$968.4
利息费用（收入）	367.6	326.5	79.0	76.0	74.0	71.0	300.0	241.0
其他费用（收入）	0.0	(175.6)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前收入	478.5	671.4	105.8	149.0	201.4	138.4	594.7	727.4
所得税	74.1	173.3	27.0	38.0	51.4	35.3	151.6	181.9
净利润（非公认会计准则）	404.4	498.1	78.8	111.0	150.1	103.1	443.0	545.6
稀释的已发行股份	380.6	374.9	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8	368.8
EPS	\$1.06	\$1.33	\$0.21	\$0.30	\$0.41	\$0.28	\$1.20	\$1.48
息税折旧摊销前利润	\$1,346.5	\$1,446.8	\$330.0	\$376.0	\$430.0	\$364.0	\$1,500.0	\$1,590.0
边际分析								
毛利率	41.8%	32.2%	31.0%	32.0%	32.0%	30.9%	31.5%	31.7%
销售、一般及行政费用	29.1%	19.9%	19.3%	19.1%	16.5%	17.7%	18.1%	17.6%
其他运营费用	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入	12.6%	12.3%	11.7%	12.9%	15.5%	13.2%	13.4%	14.0%
税率	15.5%	25.8%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.0%
息税折旧摊销前利润	20.0%	21.7%	20.9%	21.6%	24.1%	23.0%	22.4%	23.0%
同比								
总销售额		-0.9%	-2.2%	0.5%	0.9%	2.0%	0.3%	3.2%
毛利润		-23.7%	-6.4%	-3.9%	-0.2%	3.4%	-1.9%	3.7%
销售、一般及行政费用		-32.3%	5.9%	-7.3%	-10.7%	-19.6%	-8.5%	0.4%
其他运营费用		-100.0%	-100.0%	NM	NM	-100.0%	NM	NM
营业收入		-2.8%	-21.4%	1.7%	14.0%	68.6%	8.8%	8.2%
EPS		25.0%	-27.1%	-17.3%	-1.8%	9.6%	-9.6%	23.1%
息税折旧摊销前利润		7.4%	-3.4%	2.5%	6.3%	8.4%	3.7%	6.0%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

第25号附件 行业洞察 J. M. 斯穆克 - 盈利模式

	2024	2025	1Q26 Jul-25	2Q26 Oct-25	3Q26 Jan-26	4Q26E Apr-26	2026E	2027E
利润表								
美国零售咖啡市场	2,704.4	2,806.6	717.2	848.9	908.2	851.5	3,325.8	3,480.8
美国零售冷冻手持食品和涂抹酱	1,815.6	1,877.0	484.7	461.1	454.0	482.9	1,882.7	1,929.8
美国零售宠物食品	1,822.8	1,663.6	368.0	413.2	417.1	399.6	1,597.9	1,621.9
甜点 baked snacks	637.3	1,178.8	253.2	256.1	224.8	219.6	953.7	963.2
国际与离家	<u>1,198.6</u>	<u>1,200.1</u>	<u>290.2</u>	<u>350.8</u>	<u>335.3</u>	<u>338.5</u>	<u>1,314.8</u>	<u>1,354.3</u>
总销售额	\$8,178.7	\$8,726.1	\$2,113.3	\$2,330.1	\$2,339.4	\$2,292.2	\$9,075.0	\$9,350.0
销售成本	<u>5,067.1</u>	<u>5,390.5</u>	<u>1,370.1</u>	<u>1,540.2</u>	<u>1,548.6</u>	<u>1,439.8</u>	<u>5,898.7</u>	<u>5,984.0</u>
毛利润	3,111.6	3,335.6	743.2	789.9	790.8	852.3	3,176.2	3,366.0
销售、一般及行政	<u>1,666.5</u>	<u>1,730.2</u>	<u>423.1</u>	<u>445.8</u>	<u>409.5</u>	<u>427.7</u>	<u>1,706.1</u>	<u>1,839.1</u>
营业收入	\$1,445.1	\$1,605.4	\$320.1	\$344.1	\$381.3	\$424.6	\$1,470.1	\$1,526.8
利息支出	264.3	388.7	100.2	98.6	94.5	88.0	381.3	336.0
其他费用（收入）	1.1	14.4	1.9	0.6	1.2	0.0	3.7	0.0
税前收入	1,179.7	1,202.3	218.0	244.9	285.6	336.6	1,085.1	1,190.8
所得税	<u>291.8</u>	<u>290.4</u>	<u>52.7</u>	<u>58.7</u>	<u>69.3</u>	<u>79.4</u>	<u>260.1</u>	<u>285.8</u>
净利润	887.9	911.9	165.3	186.2	216.3	257.2	825.1	905.0
稀释的已发行股份	104.4	106.6	106.8	106.9	106.7	106.7	106.8	106.7
每股收益（例如：摊销）	\$9.94	\$10.12	\$1.90	\$2.10	\$2.38	\$2.76	\$9.15	\$9.90
息税折旧摊销前利润	\$1,874.8	\$2,093.5	\$453.4	\$486.8	\$524.2	\$564.7	\$2,029.1	\$2,106.5
边际分析								
毛利率	38.0%	38.2%	35.2%	33.9%	33.8%	37.2%	35.0%	36.0%
销售、一般及行政	<u>20.4%</u>	<u>19.8%</u>	<u>20.0%</u>	<u>19.1%</u>	<u>17.5%</u>	<u>18.7%</u>	<u>18.8%</u>	<u>19.7%</u>
营业收入	17.7%	18.4%	15.1%	14.8%	16.3%	18.5%	16.2%	16.3%
税率	24.7%	24.2%	24.2%	24.0%	24.3%	23.6%	24.0%	24.0%
息税折旧摊销前利润	22.9%	24.0%	21.5%	20.9%	22.4%	24.6%	22.4%	22.5%
同比								
美国零售咖啡市场	-1.1%	3.8%	15.0%	20.6%	22.6%	15.3%	18.5%	4.7%
美国零售冷冻手持食品和涂抹酱	11.3%	3.4%	-2.4%	-5.0%	2.0%	7.4%	0.3%	2.5%
美国零售宠物食品	-40.0%	-8.7%	-7.9%	-7.2%	-1.4%	1.0%	-4.0%	1.5%
甜点 baked snacks	NM	85.0%	-24.1%	-18.8%	-19.3%	-12.5%	-19.1%	1.0%
国际与离家	<u>6.6%</u>	<u>0.1%</u>	<u>6.9%</u>	<u>9.2%</u>	<u>12.3%</u>	<u>9.6%</u>	<u>9.6%</u>	<u>3.0%</u>
总销售额	-4.1%	6.7%	-0.6%	2.6%	7.0%	6.9%	4.0%	3.0%
毛利润	10.0%	7.2%	-10.7%	-10.2%	-3.5%	6.0%	-4.8%	6.0%
销售、一般及行政	<u>2.8%</u>	<u>3.8%</u>	<u>-4.0%</u>	<u>0.2%</u>	<u>0.0%</u>	<u>-1.8%</u>	<u>-1.4%</u>	<u>7.8%</u>
营业收入	19.6%	11.1%	-18.3%	-20.9%	-7.0%	15.1%	-8.4%	3.9%
每股收益（例如：摊销）	11.5%	1.8%	-21.8%	-23.9%	-8.6%	19.5%	-9.6%	8.2%
息税折旧摊销前利润	14.7%	11.7%	-12.4%	-12.9%	-0.8%	15.6%	-3.1%	3.8%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

第二十六项 产业洞察 斯考茨奇迹生长
- 收益模型

	2024	2025	1Q26 Dec-25	2Q26E Mar-26	3Q26E Jun-26	4Q26E Sep-26	2026E	2027E
利润表								
美国消费者	3,013.7	2,993.7	328.5	1,315.4	1,081.5	314.2	3,039.7	3,100.1
其他	254.7	262.1	25.9	78.0	128.5	25.1	257.4	262.6
总销售额	\$3,268.4	\$3,255.8	\$354.4	\$1,393.4	\$1,210.0	\$339.3	\$3,297.1	\$3,362.7
销售成本	2,367.9	2,226.1	264.4	836.1	809.1	329.2	2,238.7	2,249.7
毛利润	900.5	1,029.7	90.0	557.4	400.9	10.1	1,058.4	1,113.1
销售、一般及行政	507.6	563.8	106.0	186.7	152.5	124.6	569.7	587.5
其他费用（收入）	20.8	18.6	2.7	8.4	7.3	2.1	20.4	20.2
营业收入	\$372.1	\$447.3	(\$18.7)	\$362.3	\$241.2	(\$116.6)	\$468.2	\$505.4
未合并的附属公司	(6.2)	1.0	(13.1)	(6.0)	25.0	(8.0)	(2.1)	0.0
其他非经营收入	(5.6)	(5.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利息支出	157.6	129.0	27.2	30.5	30.0	27.0	114.7	116.0
其他费用（收入）	0.0	0.0	1.2	0.0	0.0	0.0	1.2	0.0
税前收入	202.7	314.0	(60.2)	325.8	236.2	(151.6)	350.2	389.4
所得税	57.8	91.1	(15.6)	92.8	67.3	(43.2)	101.4	111.0
净利润	144.9	222.9	(44.6)	233.0	168.8	(108.4)	248.8	278.4
稀释的已发行股份	57.7	58.7	57.9	59.0	59.2	58.3	58.6	58.6
EPS	\$2.51	\$3.80	(\$0.77)	\$3.95	\$2.85	(\$1.86)	\$4.25	\$4.75
息税折旧摊销前利润	\$505.2	\$569.7	\$3.0	\$392.3	\$271.2	(\$86.5)	\$580.0	\$610.0
边际分析								
毛利率	27.6%	31.6%	25.4%	40.0%	33.1%	3.0%	32.1%	33.1%
销售、一般及行政	15.5%	17.3%	29.9%	13.4%	12.6%	36.7%	17.3%	17.5%
其他费用（收入）	0.6%	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业收入	11.4%	13.7%	(5.3)%	26.0%	19.9%	(34.4)%	14.2%	15.0%
税率	28.5%	29.0%	NM	28.5%	28.5%	NM	28.9%	28.5%
息税折旧摊销前利润	15.5%	17.5%	0.8%	28.2%	22.4%	(25.5)%	17.6%	18.1%
同比								
美国消费者	6.0%	-0.7%	-3.6%	0.3%	5.0%	1.0%	1.5%	2.0%
其他	6.0%	2.9%	0.8%	-0.2%	-0.5%	-13.8%	-1.8%	2.0%
总销售额	-8.0%	-0.4%	-3.3%	0.3%	4.4%	-0.3%	1.3%	2.0%
毛利润	6.8%	14.3%	0.1%	1.8%	7.0%	-42.8%	2.8%	5.2%
销售、一般及行政	-7.9%	11.1%	-6.6%	5.0%	5.2%	-2.4%	1.1%	3.1%
其他费用（收入）	20700.0%	-10.6%	-37.2%	99.1%	2.2%	-29.1%	9.9%	-1.3%
营业收入	27.6%	20.2%	NM	-0.8%	8.3%	NM	4.7%	8.0%
EPS	108.0%	51.2%	NM	-1.3%	8.9%	NM	11.8%	11.9%
息税折旧摊销前利润	13.0%	12.8%	233.3%	-2.3%	7.0%	NM	1.8%	5.2%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

附件27 行业洞察: Simply Good Foods
- 盈利模式

	<u>2022</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>1Q26</u> <u>Nov-25</u>	<u>2Q26</u> <u>Feb-26</u>	<u>3Q26E</u> <u>May-26</u>	<u>4Q26E</u> <u>Aug-26</u>	<u>2026E</u>	<u>2027E</u>
利润表									
总销售额	\$1,168.7	\$1,331.3	\$1,450.9	\$340.2	\$326.0	\$327.0	\$338.8	\$1,332.0	\$1,350.0
销售成本	<u>723.1</u>	<u>816.5</u>	<u>923.8</u>	<u>227.7</u>	<u>219.1</u>	<u>219.6</u>	<u>222.7</u>	<u>889.0</u>	<u>886.8</u>
毛利润	445.6	514.8	527.2	112.5	106.9	107.5	116.1	443.0	463.2
分销、销售及营销费用	121.7	143.9	134.3	29.7	28.2	31.1	28.2	117.1	124.1
综合与行政	91.6	106.8	119.1	28.3	25.0	30.0	29.7	113.0	110.7
折旧与摊销	17.3	16.9	16.9	4.6	4.3	4.2	4.4	17.6	17.8
其他费用（收入）	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.5</u>	<u>0.1</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>0.6</u>	<u>0.0</u>
营业收入	\$215.0	\$247.1	\$256.9	\$49.4	\$49.4	\$42.2	\$53.9	\$194.8	\$210.5
利息支出	21.9	21.7	20.6	3.8	5.0	4.9	4.7	18.3	16.4
其他费用（收入）	<u>0.3</u>	<u>(1.0)</u>	<u>0.2</u>	<u>(0.0)</u>	<u>(0.3)</u>	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>	<u>(0.3)</u>	<u>0.0</u>
税前收入	192.9	226.4	236.1	45.6	44.7	37.3	49.2	176.7	194.1
所得税	<u>33.4</u>	<u>41.3</u>	<u>32.3</u>	<u>6.6</u>	<u>3.1</u>	<u>7.5</u>	<u>9.9</u>	<u>27.0</u>	<u>38.8</u>
净利润	159.5	185.1	203.9	39.0	41.6	29.8	39.3	149.7	155.3
稀释的已发行股份	100.6	101.3	101.5	99.1	92.3	89.0	89.0	92.3	89.0
EPS	\$1.59	\$1.83	\$2.01	\$0.39	\$0.45	\$0.33	\$0.44	\$1.62	\$1.75
息税折旧摊销前利润	\$234.0	\$269.1	\$278.2	\$55.6	\$55.5	\$48.0	\$59.8	\$219.0	\$235.0
边际分析									
毛利率	38.1%	38.7%	36.3%	33.1%	32.8%	32.9%	34.3%	33.3%	34.3%
销售、一般及行政	10.4%	10.8%	9.3%	8.7%	8.6%	9.5%	8.3%	8.8%	9.2%
其他费用（收入）	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.1%</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>	<u>0.0%</u>
营业收入	18.4%	18.6%	17.7%	14.5%	15.2%	12.9%	15.9%	14.6%	15.6%
税率	17.3%	18.3%	13.7%	14.4%	7.0%	20.0%	20.0%	15.3%	20.0%
息税折旧摊销前利润	20.0%	20.2%	19.2%	16.4%	17.0%	14.7%	17.6%	16.4%	17.4%
同比									
总销售额	16.2%	7.1%	9.0%	-0.3%	-9.4%	-14.2%	-8.2%	-8.2%	1.4%
毛利润	8.7%	13.5%	2.4%	-14.4%	-18.1%	-22.4%	-8.3%	-16.0%	4.5%
分销、销售及营销费用	7.8%	20.5%	-6.7%	-10.1%	-19.7%	-8.1%	-13.1%	-12.8%	6.0%
综合与行政	1.0%	17.0%	11.5%	-3.5%	-11.9%	-6.1%	0.8%	-5.1%	-2.0%
折旧与摊销	1.8%	-2.9%	-0.1%	11.4%	3.9%	1.1%	0.6%	4.2%	1.2%
其他费用（收入）	<u>NM</u>	<u>NM</u>	<u>NM</u>	<u>NM</u>	<u>NM</u>	<u>NM</u>	<u>NM</u>	<u>NM</u>	<u>-100.0%</u>
营业收入	13.7%	9.7%	4.0%	-24.0%	-21.5%	-38.5%	-10.7%	-24.2%	8.1%
EPS	25.4%	12.4%	9.9%	-18.8%	-1.1%	-33.8%	-21.0%	-19.3%	7.6%
息税折旧摊销前利润	12.9%	9.6%	3.4%	-20.6%	-18.4%	-35.0%	-9.7%	-21.3%	7.3%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

第28号证据 行业洞察 Sun0
pta - 盈利模式

	2023	2024	1Q25 Mar-25	2Q25 Jun-25	3Q25 Sep-25	4Q25 Dec-25	2025	2026E
利润表								
总销售额	\$626.7	\$723.7	\$201.6	\$191.5	\$205.4	\$219.2	\$817.7	\$865.0
销售成本	518.6	604.6	170.8	162.3	177.4	186.0	696.5	735.2
毛利润	108.2	119.1	30.9	29.2	28.0	33.2	121.2	129.7
销售、一般及行政	73.8	76.6	19.2	17.7	15.3	18.7	70.9	77.8
无形资产摊销	1.8	1.8	0.4	0.5	0.5	0.5	2.0	1.9
其他费用（收入）	0.1	(0.3)	0.1	0.3	0.1	(0.3)	0.2	0.0
营业收入	\$32.4	\$41.0	\$11.1	\$10.6	\$12.0	\$14.3	\$48.0	\$50.0
利息支出	26.9	24.9	5.1	5.3	5.4	5.2	21.1	19.1
其他费用（收入）	0.0	0.7	0.4	0.5	0.6	0.6	2.1	2.0
税前收入	5.5	15.4	5.6	4.8	6.0	8.4	24.8	28.9
所得税	3.3	1.5	0.1	0.3	0.0	0.2	0.7	2.9
少数股东权益	2.0	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0
净利润	0.3	13.4	5.3	4.4	6.0	8.3	23.9	26.0
稀释的已发行股份	114.2	116.6	125.0	124.7	124.7	124.7	124.8	124.7
EPS	\$0.00	\$0.12	\$0.04	\$0.04	\$0.05	\$0.07	\$0.19	\$0.21
息税折旧摊销前利润	\$75.9	\$88.7	\$22.4	\$22.7	\$23.6	\$26.2	\$94.9	\$102.0
边际分析								
毛利率	17.3%	16.5%	15.3%	15.2%	13.6%	15.1%	14.8%	15.0%
销售、一般及行政	11.8%	10.6%	9.5%	9.3%	7.5%	8.5%	8.7%	9.0%
无形资产摊销	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
其他费用（收入）	0.0%	(0.0)%	0.0%	0.2%	0.0%	(0.1)%	0.0%	0.0%
营业收入	5.2%	5.7%	5.5%	5.5%	5.8%	6.5%	5.9%	5.8%
税率	59.1%	9.5%	2.6%	7.2%	0.4%	2.1%	2.8%	10.0%
息税折旧摊销前利润	12.1%	12.3%	11.1%	11.9%	11.5%	12.0%	11.6%	11.8%
同比变化								
植物基食品与饮料	-100.0%	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
基于水果的食品和饮料	-100.0%	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
总销售额	6.0%	15.5%	9.3%	12.9%	16.6%	13.2%	13.0%	5.8%
毛利润	1.7%	10.2%	-1.6%	7.6%	-4.2%	5.5%	1.7%	7.1%
销售、一般及行政	-4.5%	3.7%	-14.1%	-0.3%	-22.7%	12.3%	-7.4%	9.7%
无形资产摊销	0.0%	0.0%	0.0%	17.9%	17.9%	17.9%	13.5%	-6.0%
其他费用（收入）	-80.0%	-366.0%	NM	-31.9%	NM	NM	NM	-100.0%
营业收入	21.1%	26.4%	28.6%	25.8%	34.3%	-5.0%	17.0%	4.2%
EPS	-98.5%	4510.9%	164.1%	86.4%	213.0%	2.5%	66.5%	8.9%
息税折旧摊销前利润	19.3%	16.8%	2.3%	13.9%	13.4%	0.5%	7.0%	7.5%

注意：数据已调整以反映经营收益。 资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

第29号证据 行业洞察 维他
Coco – 收益模型

威廉·布莱尔

	2024	2025	1Q26E Mar-26	2Q26E Jun-26	3Q26E Sep-26	4Q26E Dec-26	2026E	2027E
利润表								
美洲	442.3	508.8	122.0	171.3	169.3	118.7	581.3	650.3
国际	73.7	101.0	23.6	30.5	35.5	29.1	118.7	134.8
总销售额	\$ 516.0	\$ 609.8	\$ 145.7	\$ 201.8	\$ 204.8	\$ 147.8	\$ 700.0	\$ 785.0
销售成本	317.2	387.2	90.4	123.1	124.9	89.5	427.9	471.0
毛利润	198.8	222.6	55.2	78.7	79.9	58.3	272.1	314.0
SG&A	124.3	136.5	31.0	38.9	43.0	36.7	149.7	168.0
其他费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业收入	74.5	86.1	24.2	39.7	36.9	21.6	122.4	146.0
利息支出	(6.7)	(6.5)	(1.8)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(8.2)	(10.8)
外币	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他费用（收入）	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前收入	81.2	92.9	26.0	41.7	39.1	23.8	130.6	156.8
所得税	14.8	21.7	5.7	9.2	8.6	5.2	28.7	35.3
净利润（非公认会计准则）	66.3	71.2	20.3	32.6	30.5	18.6	101.9	121.5
稀释的已发行股份	59.3	60.0	60.2	60.0	59.8	59.6	59.9	59.1
EPS	\$1.12	\$1.19	\$0.34	\$0.54	\$0.51	\$0.31	\$1.70	\$2.06
息税折旧摊销前利润	\$84.1	\$98.2	\$26.5	\$42.2	\$39.3	\$24.0	\$132.0	\$157.0
边际分析								
毛利率	38.5%	36.5%	37.9%	39.0%	39.0%	39.5%	38.9%	40.0%
SG&A	24.1%	22.4%	21.3%	19.3%	21.0%	24.8%	21.4%	21.4%
其他费用	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入	14.4%	14.1%	16.6%	19.7%	18.0%	14.6%	17.5%	18.6%
税率	18.3%	23.3%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.5%
息税折旧摊销前利润	16.3%	16.1%	18.2%	20.9%	19.2%	16.2%	18.9%	20.0%
同比								
总净销售额	4.5%	18.2%	11.3%	19.6%	12.3%	15.7%	14.8%	12.1%
美洲	2.8%	15.0%	8.4%	20.7%	11.6%	15.8%	14.3%	11.9%
椰子水	8.2%	23.6%	17.7%	18.9%	8.0%	8.3%	13.1%	12.3%
自有品牌	-12.9%	-30.2%	-30.0%	40.0%	45.0%	68.7%	23.2%	10.0%
其他	-7.1%	137.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.0%
国际	16.3%	37.1%	28.9%	13.6%	16.0%	15.2%	17.5%	13.5%
SG&A	1.6%	9.8%	10.3%	10.7%	8.9%	9.0%	9.7%	12.2%
其他费用	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
营业收入	27.5%	15.7%	21.1%	52.4%	26.3%	98.4%	42.1%	19.3%
EPS	32.4%	6.1%	25.0%	45.2%	25.7%	122.4%	43.3%	20.9%
息税折旧摊销前利润	23.4%	16.8%	17.9%	44.1%	21.2%	70.4%	34.3%	19.0%

注意：数据已调整以反映经营收益。 资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

第30号附件 行业洞察 Vital F
arms - 盈利模式

	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>1Q26E</u> <u>Mar-26</u>	<u>2Q26E</u> <u>Jun-26</u>	<u>3Q26E</u> <u>Sep-26</u>	<u>4Q26E</u> <u>Dec-26</u>	<u>2026E</u>	<u>2027E</u>
利润表								
总销售额	\$606.3	\$759.4	\$180.0	\$198.6	\$213.9	\$232.5	\$825.0	\$920.0
销售成本	376.4	473.8	125.9	138.4	146.1	157.8	568.2	620.8
毛利润	229.9	285.7	54.1	60.2	67.7	74.7	256.7	299.2
销售、一般及行政费用	133.9	159.4	41.0	43.5	44.4	47.1	176.1	191.7
运输与配送	32.4	37.9	9.1	10.1	10.9	11.8	41.9	46.9
营业收入	\$63.6	\$88.4	\$3.9	\$6.6	\$12.5	\$15.8	\$38.8	\$60.5
利息费用（收入）	(4.2)	(4.1)	(0.7)	0.1	0.3	0.6	0.4	3.0
其他费用（收入）	0.3	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前收入	67.5	91.3	4.6	6.5	12.1	15.2	38.4	57.5
所得税	14.2	25.0	1.2	1.7	3.2	4.0	10.0	15.0
净利润（含少数股东权益）	53.4	66.3	3.4	4.8	9.0	11.3	28.4	42.6
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润（非公认会计准则）	53.4	66.3	3.4	4.8	9.0	11.3	28.4	42.6
稀释的已发行股份	45.1	46.0	46.0	45.8	45.7	45.5	45.7	45.1
EPS	\$1.18	\$1.44	\$0.07	\$0.10	\$0.20	\$0.25	\$0.62	\$0.94
息税折旧摊销前利润	\$86.7	\$114.0	\$11.4	\$14.2	\$20.6	\$23.9	\$70.0	\$95.0
边际分析								
毛利率	37.9%	37.6%	30.0%	30.3%	31.7%	32.1%	31.1%	32.5%
销售、一般及行政费用	22.1%	21.0%	22.8%	21.9%	20.8%	20.3%	21.3%	20.8%
运输与配送	5.3%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
营业收入	10.5%	11.6%	2.2%	3.3%	5.8%	6.8%	4.7%	6.6%
税率	21.0%	27.4%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
息税折旧摊销前利润	14.3%	15.0%	6.3%	7.1%	9.6%	10.3%	8.5%	10.3%
同比								
总销售额	28.5%	25.3%	11.0%	7.5%	7.5%	8.9%	8.6%	11.5%
毛利润	41.6%	24.2%	-13.5%	-16.2%	-9.6%	-2.2%	-10.1%	16.5%
销售、一般及行政费用	31.7%	19.0%	28.6%	11.6%	0.1%	6.7%	10.4%	8.9%
运输与配送	18.6%	16.8%	3.5%	12.1%	18.5%	8.6%	10.6%	12.0%
营业收入	91.1%	39.1%	-82.1%	-72.3%	-41.7%	-26.1%	-56.1%	56.1%
EPS	100.4%	21.7%	-80.0%	-71.1%	-44.7%	-30.2%	-56.9%	51.8%
息税折旧摊销前利润	79.2%	31.6%	-58.6%	-52.6%	-24.9%	-18.2%	-38.6%	35.7%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

第31项 行业洞察 WD-40
- 收益模型

	2024	2025	1Q26 Nov-25	2Q26 Feb-26	3Q26E May-26	4Q26E Aug-26	2026E	2027E
利润表								
总销售额	\$566.7	\$600.0	\$151.1	\$158.9	\$171.8	\$173.1	\$655.0	\$690.0
销售成本	261.1	266.2	65.4	69.9	76.4	79.6	291.3	311.3
毛利润	305.7	333.8	85.7	89.0	95.3	93.6	363.6	378.6
销售、一般及行政	182.5	198.7	55.1	54.6	56.7	53.1	219.4	227.7
营业收入	\$89.8	\$98.0	\$22.6	\$25.7	\$28.3	\$28.7	\$105.3	\$109.9
利息支出	3.8	2.9	0.5	0.5	0.5	0.3	1.7	0.3
其他费用（收入）	1.0	(0.8)	0.2	(0.1)	0.2	0.2	0.5	0.8
税前收入	84.9	95.9	21.9	25.2	27.7	28.2	103.1	108.8
所得税	20.3	21.3	5.0	5.4	6.5	6.6	23.5	25.0
净利润	64.7	74.6	16.9	19.8	21.2	21.6	79.5	83.7
稀释的已发行股份	13.6	13.6	13.6	13.5	13.4	13.3	13.5	13.2
EPS	\$4.74	\$5.50	\$1.24	\$1.46	\$1.58	\$1.62	\$5.90	\$6.35
息税折旧摊销前利润	\$99.4	\$108.7	\$24.9	\$28.6	\$31.1	\$31.5	\$116.0	\$121.0
边际分析								
毛利率	53.9%	55.6%	56.7%	56.0%	55.5%	54.0%	55.5%	54.9%
销售、一般及行政	32.2%	33.1%	36.4%	34.3%	33.0%	30.7%	33.5%	33.0%
营业收入	15.8%	16.3%	15.0%	16.1%	16.5%	16.6%	16.1%	15.9%
税率	23.9%	22.2%	22.8%	21.4%	23.5%	23.5%	22.8%	23.0%
息税折旧摊销前利润	17.5%	18.1%	16.5%	18.0%	18.1%	18.2%	17.7%	17.5%
同比								
总销售额	5.5%	5.9%	2.2%	12.4%	12.5%	9.6%	9.2%	5.3%
毛利润	11.5%	9.2%	4.6%	14.2%	10.3%	7.0%	8.9%	4.1%
其他费用（收入）	18.0%	8.9%	9.9%	12.1%	10.5%	9.2%	10.4%	3.8%
营业收入	0.1%	9.2%	-4.4%	17.0%	8.8%	8.7%	7.4%	4.3%
EPS	-1.8%	15.9%	-5.0%	18.6%	6.8%	9.9%	7.3%	7.6%
息税折旧摊销前利润	0.8%	9.3%	-4.1%	17.2%	5.7%	8.9%	6.8%	4.3%

注意：数据已调整以反映经营收益。资料来源：公司报告及威廉·布莱尔股票研究

本报告中提到的其他上市公司普通股的价格如下：

贝尔兰德（跑赢）16.20美元 卡尼尔20.62美元 西尔
 勒斯（跑赢）34.59美元 基斯达迪（跑赢）95.02美
 元 可口可乐76.63美元 康格拉14.17美元 迪吉奥79.
 29美元 E. I. f. 美妆（跑赢）63.72美元 弗雷斯皮特
 （跑赢）66.15美元 通用磨坊34.97美元 赫西191.48
 美元 奥默21.55美元 强生零食食品（跑赢）84.16美
 元 J. M. 斯穆克（市场表现）96.07美元 肯vue（市场
 表现）17.49美元 金佰利97.85美元 卡夫亨氏21.94
 美元 麦克辛51.93美元 雀巢（美国存托凭证）103.26
 美元 一农（跑赢）14.86美元 百事公司155.44美元
 波斯特控股103.65美元 精品消费品医疗保健（跑赢
 ）58.94美元 宝洁（市场表现）148.18美元 普里莫
 品牌（跑赢）20.40美元 斯科茨奇迹园艺（跑赢）67
 .20美元 简单优质食品（跑赢）13.36美元 汉斯优佳
 （市场表现）- 雅培6.49美元 46.78美元 联合利华5
 8.13美元 维他 Coco（市场表现）50.39美元 维塔尔
 农场（跑赢）12.64美元 WD-40（跑赢）224.96美元

重要披露威廉·布莱尔

www.williamblair.com.
本报告可通过R*Docs™平台，供注册用户以电子形式获取，网址为https://williamblairlibrary.bluematrix.com。

请通过 +1 312 236 1600 联系我们，或查阅 https://www.williamblair.com/equity-research/coverage 获取所有披露信息。Jon Andersen 作证：1) 本研究报告中所表达的所有观点均准确反映了他/她对本研究报告所涵盖的任何及所有证券和公司的个人看法，以及 2) 他/她的任何部分薪酬与他在本报告中表达的特定建议或观点没有直接或间接关系。我们力求根据适当情况更新我们的研究。除某些定期行业报告外，大多数报告将根据研究部门的判断在不固定的时间间隔发布。
analyst.

DOW JONES: 49499.30
S&P 500: 7230.12
NASDAQ: 25114.40

当前评分分布（截至2026年5月4日）：如需更多信息，请随时提出。

覆盖范围	百分比	投资银行业务关系	百分比
	73		13

超越买入超越买入
市场表现（持有）26 市场表现（持有）2 业绩不佳（卖出）1 业绩不佳（卖出）0 *每个评级类别中投资银行客户的百分比，定义为威廉·布莱尔公司

过去12个月内，已获得投资银行业务的报酬。研究分析师的报酬基于多种因素，包括其股票推荐的表现；对公司所有部门的贡献，包括资产管理、公司金融、机构销售和零售经纪；公司

盈利能力；以及竞争优势。

其他重要披露威廉·布莱尔

股票评级与估值方法：威廉·布莱尔公司（William Blair & Company, L. L.C.）采用三档评级系统对股票进行评级。个股评级反映其在未来12个月内相对于更广泛市场的预期表现（通常指标普500指数，除非另有说明）。预期表现的评估是基于短期、中期和长期的公司基本面、行业前景、盈利预测的信心、估值（及我们的估值方法）以及其他因素。表现优于市场（O）- 预计未来12个月内股票表现将优于更广泛市场；市场表现（M）- 预计未来12个月内股票表现将与更广泛市场大致持平；表现逊于市场（U）- 预计未来12个月内股票表现将逊于更广泛市场；未评级（NR）- 该股票目前未进行评级。估值方法包括（但不限于）市盈率（P/E）、相对市盈率（与相关市场比较）、市盈率/增长率（PEG）比率、市值/营收倍数、企业价值/EBITDA比率、贴现现金流等。股票评级与估值方法不应被使用或依赖。

作为投资建议。过往业绩并不必然预示未来表现。

评级和估值方法反映了个别分析师的观点，并可能随时更改。我们的销售人员、交易员和其他专业人员可能向我们的客户、潜在客户或交易平台提供口头或书面的市场评论、短期交易想法或交易策略，这些可能与本研究报告中表达的观点相左。某些未结清的研究报告可能包含与证券、金融工具和/或发行人相关的讨论或投资意见，而这些信息可能已经过时。投资证券涉及风险。本报告不包含所有作出投资决策所需的材料信息。请始终参考公司或发行人的最新报告。我们的资产管理部和交易平台可能做出与本报告建议或观点不一致的投资决策。我们将不时就本报告所述的证券持有多头或空头头寸、作为主要交易方进行交易以及买入或卖出。我们的研究报告主要通过电子方式传播，在某些情况下以印刷形式传播。所有客户均可同时获得此项研究。本研究报告仅供我们的客户使用。未经事先书面许可，任何人均不得以任何形式复制或复制本材料，或将其重新分发。

威廉·布莱尔公司有限责任公司

此并非在任何意义上构成购买或出售证券或金融工具的要约或招揽。本文件中的事实陈述源自我们认为是可靠的信息来源，但这些陈述均未作出任何关于准确性或完整性的保证，或作出其他任何陈述，除非涉及与威廉·布莱尔公司或其研究相关的披露。

分析师。除非另有说明，所表达的观点为我方观点，且可能无预先通知即更改。所示价格均为约数。未经威廉·布莱尔事先书面同意，本报告或其任何部分不得通过内容抓取或提取、自动化处理或任何其他形式或方式被复制、转载、销售、重新分发，或由接收方披露给任何第三方。

未经授权的使用是禁止的。如果收件人根据服务条款或与威廉·布莱尔就单独付费的研究服务达成的合同收到本研究报告，并且在我们提供此类研究服务的过程中，我们可能被视为投资顾问，那么，此类投资顾问身份（如有）仅限于与我们直接签约的收件人，并不延伸至本报告的交付之外（除非另有书面约定）。如果此类收件人将本报告所述的研究服务用于相关证券的买卖，威廉·布莱尔可能以我们自己的名义行事，或作为另一方的无风险主事人（principal）或代理人。威廉·布莱尔在执行任何相关交易的过程中，始终且继续仅作为经纪商和交易商行事。

交易，包括本协议中提及的任何证券的交易。

对于重要披露，请访问我们的网站 williamblair.com。本材料由威廉布莱尔国际有限公司（William Blair International, Ltd.）在英国和欧洲经济区（EEA）分发，该公司受英国金融行为监管局（FCA）授权和监管。威廉布莱尔国际有限公司（William Blair International, Limited）是根据英格兰和威尔士法律注册成立的有限责任公司，公司注册号为 03619027。本材料仅面向并发行给被视为在其所在司法管辖区为专业投资者或同等身份的人，或符合《2000年金融服务与市场法案》（2005年《金融推广》订单）（以下简称“相关人士”）第19(5)条、第38条、第47条和第49条规定的个人。

由非“相关人士”信赖。本报告以保密方式在巴西提供，并专致收件人本人，为其独家利益。此报告不构成任何方式的对巴西证券交易委员会（Comissão de Valores Mobiliários）法规下构成公开招股或巴西法律法规下的未经授权分销的证券购买或出售要约或招揽。该证券获授权在非巴西证券市场进行交易，本报告及其中所有信息均仅限于专业投资者（按适用巴西法规定义）使用，且该等人士仅能获取

通过非巴西账户持有这些证券，并在巴西境外以非巴西货币进行结算。“William Blair”和“R*Docs”是William Blair & Company, L. L.C. 的注册商标。版权所有 2026, William Blair & Company, L. L.C.

威廉·布莱尔公司 有限合伙企业 保留所有权利