

食品饮料行业

海外龙头启示录：再论 PB-ROE

行业评级

买入

前次评级

买入

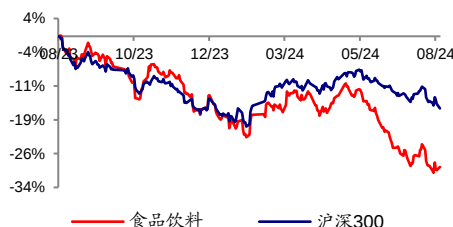
报告日期

2024-08-06

核心观点：

- **前言：迎接低速时代。**在新常态下企业如何寻找成长潜能、市场如何定价、资金如何布局等均为长周期视角下目前市场较为关心的话题。
- **收入：内需有韧性，爆品仍可期。**内生成长方面，美国在温和通胀背景下以“价”为内需增速托底，即使偶遇风波，龙头企业仍保持价格定力，以时间换空间穿越周期；日本与美国不同，二十年的通缩背景下除出海外，多元化发展为龙头企业共识。若仅考虑美日内需增速，拉长周期看与名义 GDP 增速跑平。我国量价红利未央，内生成长具有韧性。外延方面，美日并购氛围活跃，但协同性看以并购驱动的成长存在一定不确定性。除长周期视角看成长抓手外，消费内代际变换带来的产品迭代、渠道变革等亦会带来弯道超车的意外之喜。
- **利润：效率为抓手，结构中寻优。**考虑需求侧受较多宏观因素扰动，参考美日以利润为抓手仍可寻找较优投资机遇。开源方面，在全球范围挖掘增量，熨平国内经济周期波动的同时获取全球品牌溢价；多元化以明治为例，根植本土市场，依托横向拓展和纵向迭代提升经营利润率。对内以好时和朝日为例，市场低迷时修内功提效能，夯实供应链基础并打造成本竞争优势。考虑品牌溢价、原材料及人力成本等因素，海外食品饮料龙头利润率绝对值对比意义相对较弱；从时间维度看，我国近三年部分企业扩产周期尚未走完，节流挖潜空间较大。除企业自身开源节流的努力外，政策支持也为海外龙头利润率添新力。以日本为例，随着海外投资者加入，改善盈利水平、优化资金效率进而提升 ROE 逐步成为公司和资本市场共识。
- **定价：从 PEG 到 PB-ROE。**低增长 ≠ 低回报，复盘美日食品饮料龙头市场表现，尽管收入及利润增速降至个位数，但整体仍能实现 6% 以上的年化收益率，其中日本市场的食品饮料龙头在过去十年的低速时代仍跑出较佳的超额收益率。定价方面，美国在食品饮料龙头稳定的回报预期下，PB-ROE 框架适用度较高；日本食品饮料龙头经历“效率跃迁”后，2003 年以来 PB-ROE 相关性提升。根据理论推导，在永续增长假设下，不同 ROE 及分红率对应 PE 估值中枢存在较大差异，假设持续增长率 g 落在 2-5%，在 50% 以上的分红率水平下 PE 估值多落在 14-20 倍区间。此外，对比美日主要龙头分红率和股息率表现，逐步提高的分红率和较为稳定的股息率或可提供投资者相对稳定的投资回报率预期。
- **投资建议：**推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、蒙牛乳业；从成长角度分析，推荐燕京啤酒、千禾味业、千味央厨、东鹏饮料。
- **风险提示。**宏观经济不及预期。原材料成本上涨。食品安全问题。相关测算存在局限性。

相对市场表现



分析师：

符蓉



SAC 执证号：S0260523120002



021-38003552



furong@gf.com.cn

分析师：

胡慧



SAC 执证号：S0260524020002



huhui@gf.com.cn

分析师：

高鸿



SAC 执证号：S0260522010001



SFC CE No. BUQ312



021-38003690



gfgaohong@gf.com.cn

请注意，符蓉、胡慧并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 现金流专题—白酒篇：浅析白酒上市企业的分红潜能 2024-08-04
- 现金流专题——框架篇：食品饮料新周期，回归 PB-ROE 框架 2024-07-25
- 食品饮料行业：2024Q2 基金持仓分析：淡季需求承压，仓位明显减仓 2024-07-21

每日 免费 获取 报告



- ✓ 每日微信群内分享**7+**最新重磅报告;
- ✓ 行研报告均为公开版, 权利归原作者所有, 起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码 关注公众号 回复: “**研究报告**” 加入“起点财经”微信群

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
贵州茅台	600519.SH	CNY	1410.01	2024/04/28	买入	2090.78	69.69	80.60	20.23	17.49	14.38	12.47	35.20	31.90
五粮液	000858.SZ	CNY	126.00	2024/04/28	买入	172.10	8.61	9.56	14.63	13.18	10.99	9.84	21.70	20.80
蒙牛乳业	02319.HK	HKD	12.98	2024/03/27	买入	22.80	1.40	1.56	9.27	8.32	5.71	5.23	11.47	11.84
泸州老窖	000568.SZ	CNY	126.80	2024/04/28	买入	216.71	10.84	12.69	11.70	9.99	8.69	7.40	30.80	29.20
燕京啤酒	000729.SZ	CNY	9.57	2024/07/12	买入	11.21	0.37	0.52	25.86	18.40	12.06	9.83	7.30	9.80
千禾味业	603027.SH	CNY	13.80	2024/04/30	买入	18.54	0.66	0.81	20.84	17.07	16.80	13.85	17.30	19.50
千味央厨	001215.SZ	CNY	26.69	2024/04/29	买入	43.51	1.74	2.07	15.34	12.89	8.52	7.16	8.80	9.50
东鹏饮料	605499.SH	CNY	233.14	2024/07/11	买入	253.00	7.23	9.25	32.25	25.20	23.15	18.33	37.20	38.40

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、前言：迎接低速时代.....	7
二、收入：内需有韧性，爆品仍可期	10
（一）内生：与名义 GDP 增速接近.....	10
（二）外延：海外并购活跃度高.....	15
（三）爆品：代际变化孕育新机遇.....	17
三、利润：效率为抓手，结构中寻优	18
（一）对外：国际化和多元化并举.....	20
（二）对内：降本增效多方找利润.....	22
（三）环境：减税降费政策再添力.....	26
四、定价：从 PEG 到 PB-ROE	27
（一）误区：低增长 ≠ 低回报.....	27
（二）寻锚：稳态下的 ROE.....	29
（三）分红：低速下的安全垫.....	32
五、投资建议	35
六、风险提示	36

图表索引

图 1: 长周期视角下中美日人口结构及增速表现	7
图 2: 美国食品饮料龙头收入增速和 GDP 增速走势	8
图 3: 日本食品饮料龙头收入增速和 GDP 增速走势	8
图 4: 中国食品饮料龙头收入增速中枢和 GDP 增速走势	8
图 5: 2004 年以来中国食品饮料龙头收入增速对比	8
图 6: 美国食品饮料龙头公司的收益率拆分及 ROE 和 PE 估值表现	9
图 7: 日本食品饮料龙头公司的收益率拆分及 ROE 和 PE 估值表现	9
图 8: 中国食品饮料龙头公司的收益率拆分及 ROE 和 PE 估值表现	10
图 9: 横向看我国食品饮料整体“出海率”较低（2023 年）	11
图 10: 板块内部看，A+H 食品饮料海外收入占比多在 20%以内（2023 年）	11
图 11: 美国食品饮料龙头公司的本土及海外收入占比	12
图 12: 1990 年以来美国食品饮料 CPI 同比表现（%）	12
图 13: Keurig Dr Pepper 内生增长量价拆分（%）	12
图 14: 通用磨坊内生增长量价拆分（%）	12
图 15: 好时内生增长量价拆分（%）	12
图 16: 日本食品饮料龙头公司的本土及海外收入占比	13
图 17: 1990 年以来日本食品饮料 CPI 同比表现（%）	13
图 18: 三得利内生增长量价拆分（%）	13
图 19: 东京啤酒和清酒零售价格变化（日元）	14
图 20: 日本食品饮料龙头寻求多元化发展（2023 年）	14
图 21: 美国食品饮料“内需增速”与名义 GDP 接近	14
图 22: 日本食品饮料“内需增速”与名义 GDP 接近	14
图 23: 2013 年以来我国食品饮料 CPI 同比表现（%）	15
图 24: 我国 2023 年主要大众品收入的量价拆分	15
图 25: 美国食品饮料并购交易数量及规模	15
图 26: 日本食品饮料并购交易数量及规模	15
图 27: 中国食品饮料并购交易数量及规模	16
图 28: 雅士利被收购前后业绩表现（亿元）	16
图 29: Monster 营业收入表现及增速	17
图 30: 朝日和麒麟 1992-2001 年营业收入对比	17
图 31: 无糖即饮茶在即饮茶中市场份额占比	18
图 32: 农夫山泉收入拆分及增速（亿元）	18
图 33: 中美日毛利率、净利率、和 EBITDA 利润率变化对比	19
图 34: 中美日 CPI-PPI “剪刀差”对比	19
图 35: 中美日主要食品饮料 EBITDA 利润率对比（2023 年&单位：%）	20
图 36: 可口可乐毛利率和营业费用率情况	21
图 37: 可口可乐分区域的营业利润率（%）	21
图 38: 龟甲万毛利率和营业费用率情况	21
图 39: 龟甲万分区域的营业利润率	21

图 40: 明治控股毛利率和营业费用率情况	22
图 41: 明治控股业务结构变化	22
图 42: 明治食品和药品的营业利润率对比	22
图 43: 明治 2023 年细分业务占比及营业利润率	22
图 44: 好时毛利率和营业费用率情况	23
图 45: 朝日毛利率和营业费用率情况	23
图 46: 好时分品类营业利润率对比	23
图 47: 美国食品饮料龙头费用率变化 (2013-2023 年)	23
图 48: 我国食品饮料龙头 2000 年以来固定资产变化	25
图 49: 收入和固定资产复合增速 (2020 年-2023 年)	25
图 50: 我国食品饮料龙头销售费用率变化 (%)	25
图 51: 我国食品饮料龙头管理费用率变化 (%)	25
图 52: 美国食品饮料龙头企业所得税率中位数 (%)	26
图 53: 日本食品饮料龙头企业所得税率中位数 (%)	26
图 54: 日本食品饮料龙头美国资金持有比例 (%)	27
图 55: 明治 2017 年将盈利、海外和 ROE 作为主目标	27
图 56: 美国食品饮料龙头 PB-ROE (1984-2023 年)	29
图 57: 美国食品饮料龙头 PE-G (1984-2023 年)	29
图 58: 日本食品饮料龙头 PB-ROE (1992-2023 年)	30
图 59: 日本食品饮料龙头 PB-ROE (2003-2023 年)	30
图 60: 美国食品饮料龙头 ROE 变化及杜邦拆解 (%)	31
图 61: 日本食品饮料龙头 ROE 变化及杜邦拆解 (%)	31
图 62: 美国和日本食品饮料龙头 ROE 拆解 (2019-2023 年均值)	31
图 63: 我国食品饮料龙头杜邦拆解 (含白酒%)	32
图 64: 我国食品饮料龙头杜邦拆解 (不含白酒%)	32
图 65: 中国食品饮料龙头 ROE 拆解 (2019-2023 年均值)	32
图 66: 可口可乐分红率和股息率表现	34
图 67: 百事分红率和股息率表现	34
图 68: 味之素分红率和股息率表现 (2000-2023 年)	35
图 69: 麒麟分红率和股息率表现 (2000-2023 年)	35
图 70: 茅台分红率和股息率表现 (2002-2023 年)	35
图 71: 伊利分红率和股息率表现 (2013-2023 年)	35

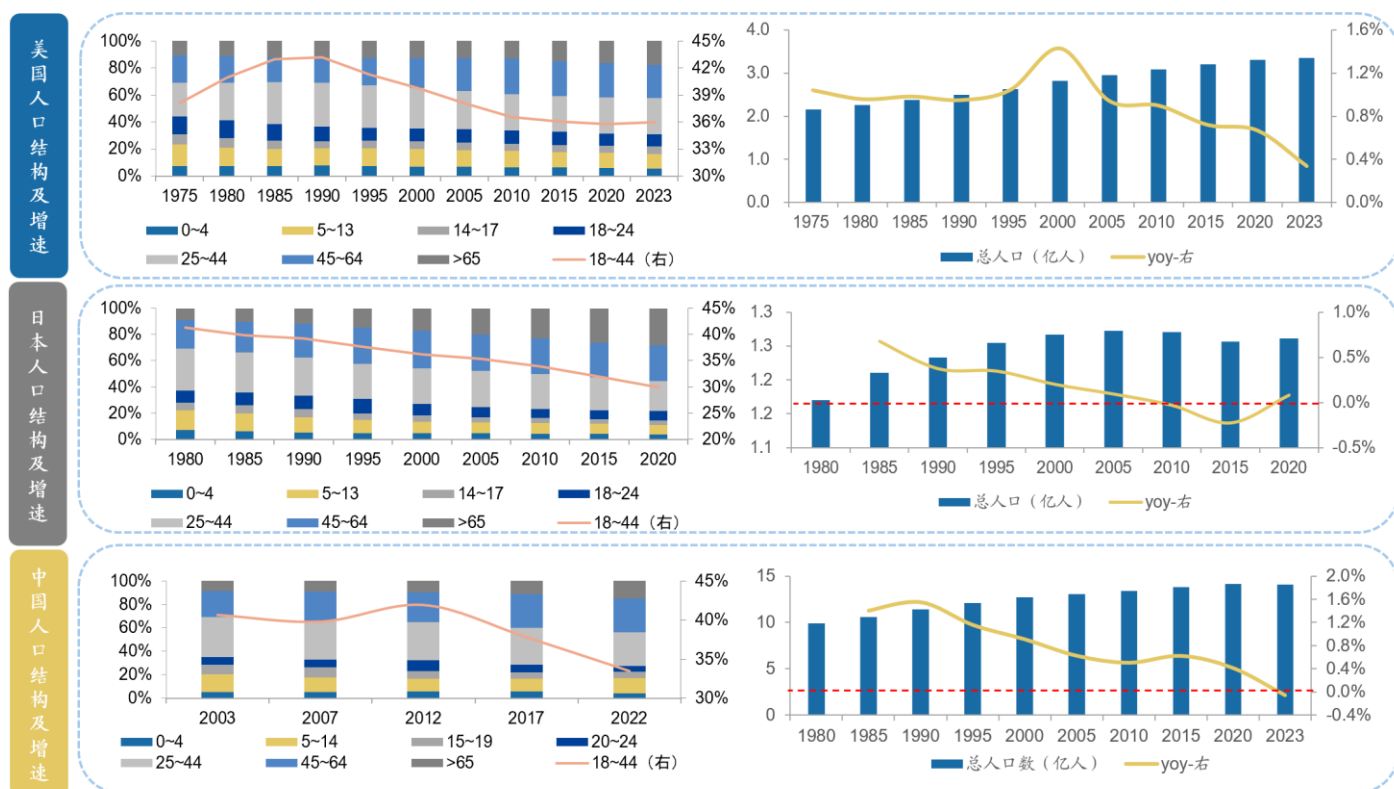
表 1: 可口可乐&百事可乐历史部分经典并购案例	16
表 2: 好时 2007 年以来降本增效系列措施	23
表 3: 朝日 2001-2009 年中期管理规划及 2013-2015 年盈利提振计划	24
表 4: 我国主要乳品企业已对中期利润率提升提出战略规划	25
表 5: 美国食品饮料龙头低速增长阶段的市场表现 (2013 年-2023 年)	27
表 6: 日本食品饮料龙头低速增长阶段的市场表现 (2013 年-2023 年)	28
表 7: 可持续增长假设下不同 ROE 和分红率对应的 PE、PB 估值情况及收益率分解	33
表 8: 从 PB-ROE 估值模型看, 食品饮料行业可分为两类资产	33

一、前言：迎接低速时代

从长周期看，我国食品饮料行业逐步步入低速增长时代，在新常态下企业如何寻找成长潜能、市场如何定价、资金如何布局等均为长周期视角下目前市场较为关心的话题。本文通过复盘美日食品饮料龙头公司过去30-40年的历史表现，为新周期下食品饮料投资机遇寻找抓手。

人口视角：类似日本，我国目前临近人口周期拐点，自然增长率处于零附近。在下沉至公司研究前，我们以消费长期影响因子“人口”为核心变量，从总量和结构上对比中美日三国异同，为后续研究寻找位置感。从增速上看，美国虽在2000年后人口总量增速放缓但整体仍呈现正增长，18-44岁年龄层占比在90年代见高点后逐步回落且趋于稳定。日本自2010年总人口数下滑后一直处于人口达峰状态，结构上18-44岁年龄层占比持续回落至30%附近，老龄化现象日趋明显。2022年以来我国人口总数已连续两年负增长，2012年后18-44岁中青年群体占比迅速回落，劳动年龄人口下降及老龄化现象升温对未来消费环境将产生深远影响。

图 1：长周期视角下中美日人口结构及增速表现

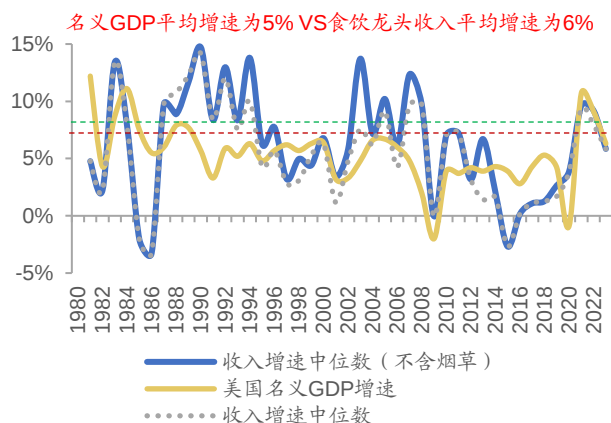


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

拉长周期看，美日食品饮料龙头收入增长中枢略快于名义GDP，国内在稳中有进的宏观环境下预计维持韧性增长。1981年以来美国名义GDP增长中枢为5.4%，食品饮料龙头收入增长中位数为6.3%，其中1990-2014年美国在全球化浪潮下食品饮料龙头平均增速明显快于美国GDP增速中枢；2014-2020年在全球经济增速放缓下美国食品饮料龙头表现略逊于国内经济增长。与美国市场不同，大部分时间日本食品饮料龙头增速快于整体经济

走势，1992年以来日本食品饮料收入平均增速为2.8%而名义GDP为0.7%，但企业结构中存在较大分化。回顾国内市场，2014年后经济软着陆下龙头企业量价挖潜逐步式微，除高端白酒增速较快外大众品增速与整体经济增速中枢收敛。

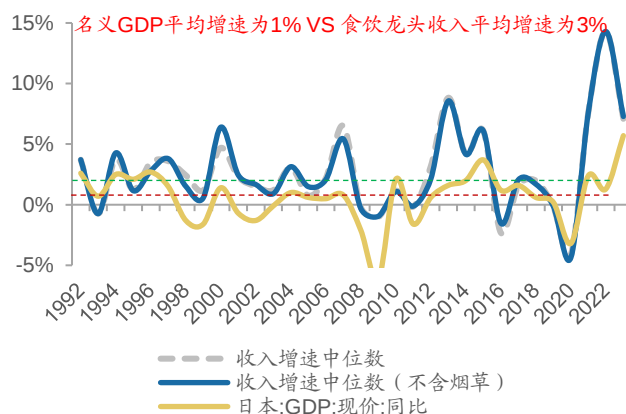
图 2：美国食品饮料收入增速和GDP增速走势



数据来源：Bloomberg、wind，广发证券发展研究中心

注：样本空间：可口可乐、百事可乐、菲利普莫里斯（烟草）、亿滋国际、高特利（烟草）、怪兽饮料、星座品牌、Keurig Dr Pepper、卡夫亨氏、通用磨坊、好时公司

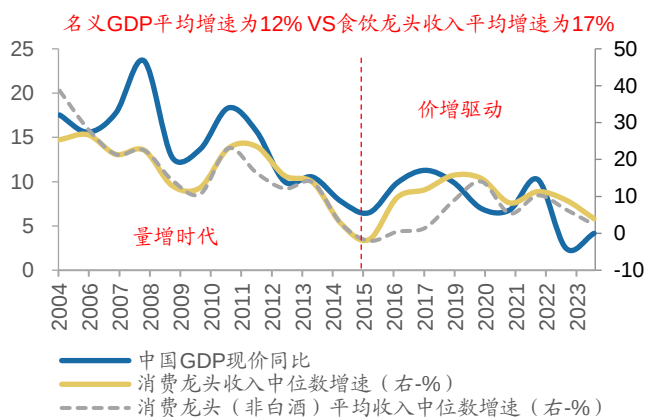
图 3：日本食品饮料收入增速和GDP增速走势



数据来源：Bloomberg、wind，广发证券发展研究中心

注：样本空间：日本烟草、朝日、味之素、麒麟、龟甲万、三得利、日清、明治、养乐多、山崎面包

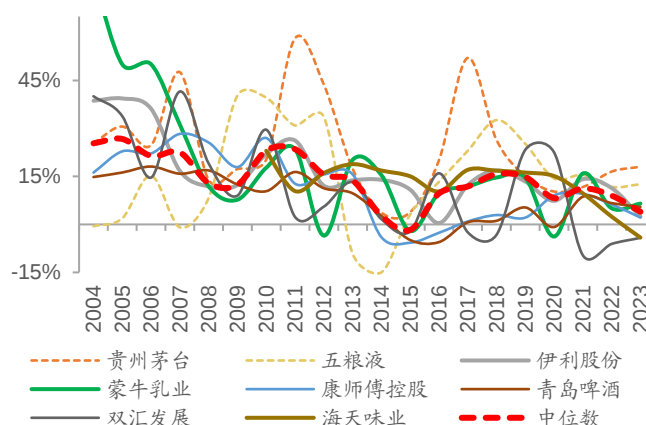
图 4：中国食品饮料收入增速中枢和GDP增速走势



数据来源：wind、ifind，广发证券发展研究中心

注：样本空间：贵州茅台、五粮液、伊利股份、蒙牛乳业、康师傅控股、农夫山泉、青岛啤酒、双汇发展、海天味业及其他

图 5：2004年以来中国食品饮料收入增速对比



数据来源：wind、ifind，广发证券发展研究中心

注：农夫山泉因上市时间较晚，不在图中呈现

横向对比看，美国“成长+分红”两手抓，日本“卷效率”下利润率弹性佳。复盘过去30-40年美日食品饮料市场收益率、股息率（含回购）、收入和利润CAGR及PE估值表现看，区间投资收益率与利润复合增速关联性较强，其中美国食品饮料在后二十年年化股息率均值提升至4%，再叠加资本收益率，整体投资率不逊于标普500指数，其中成长性较佳的怪兽饮料、星座品牌、Keurig Dr Pepper等表现明显优于大盘。从ROE和PE估值看，美国食品饮料过去40年平均ROE多位于25-30%，PE多位于20-25倍区间，PEG的定价框架有所失效。日本食品饮料在低增长时代下收入稳健性明

显逊于美股，但整体利润弹性较佳。部分公司收入增速虽下滑但在利润贡献下也能实现正投资收益。与美股不同，日本食品饮料龙头企业整体股息率偏低，连续30年维系在2%附近，分红率平均为40%且相对稳定。市场表现上看，除了麒麟2013-2023年利润CAGR下滑使得资本收益率下滑外，其余市值均为正增长。从ROE和PE估值看，日本食品饮料ROE多在个位数，显著低于美股市场，PE估值逐年回落，2013-2023年平均PE估值多在20倍以上。

图 6：美国食品饮料龙头公司的收益率拆分及ROE和PE估值表现

区间 平均值	可口可乐						百事可乐						百威英博						亿滋国际						怪兽饮料					
	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE
1984-1993	24.4%	3.3%	7.4%	14.8%	36.3	21.1	25.2%	2.0%	13.9%	17.8%	21.9	19.8																		
1993-2003	7.8%	2.0%	4.2%	7.2%	42.4	38.7	9.0%	3.4%	0.8%	8.4%	29.2	28.0	-7.9%	1.2%	15.2%	波动大	0.4	19.2	-3.1%	2.1%	2.1%	35.9%	12.1	21.7	10.5%	0.2%	15.4%	10.7%	17.9	13.4
2003-2013	3.9%	4.1%	8.3%	7.0%	30.5	19.0	4.8%	4.6%	9.4%	6.6%	33.4	18.9	31.0%	2.4%	18.4%	38.1%	15.4	18.1	0.8%	5.3%	1.5%	1.2%	10.6	18.9	62.6%	2.2%	35.2%	49.9%	42.5	27.9
2013-2023	3.4%	3.6%	-0.2%	2.2%	33.9	23.7	6.3%	4.0%	3.3%	3.0%	52.3	23.4	-4.3%	3.2%	3.2%	-9.4%	9.3	38.8	5.0%	4.7%	0.2%	2.4%	13.5	21.2	18.2%	2.2%	12.3%	17.0%	24.4	38.9
区间 平均值	星座品牌						Keurig Dr Pepper						卡夫亨氏						通用磨坊						好时公司					
	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE
1984-1993	24.4%	2.1%	10.2%	波动大	8.6	15.1													14.0%	4.6%	9.6%	14.7%	46.5	19.2	11.7%	2.6%	11.0%	4.5%	17.6	17.0
1993-2003	14.4%	1.8%	16.8%	33.1%	13.6	21.5													5.1%	6.0%	2.6%	6.1%	111.7	23.0	8.8%	4.4%	1.8%	9.0%	28.6	23.5
2003-2013	13.4%	3.2%	0.2%	6.7%	6.8	17.6	18.5%	4.6%	1.0%	波动大	17.5	14.4							6.2%	5.6%	5.4%	7.3%	24.2	16.3	8.1%	4.4%	5.5%	6.0%	61.3	21.6
2013-2023	17.5%	2.9%	13.0%	波动大	18.4	23.1	17.0%	3.3%	9.5%	13.3%	22.3	28.9	-8.1%	5.5%	-0.4%	6.2%	2.9	16.8	4.6%	4.7%	1.2%	3.4%	29.3	18.2	5.8%	3.4%	4.6%	8.5%	67.3	24.6

数据来源：Bloomberg、wind，广发证券发展研究中心 注：2013-2023 年标普 500 年化复合收益率为 10.0%

注：总市值=不复权股价*当期总股本、利润口径为 GAAP 报表中归母净利润、ROE 为年初及年末的平均 ROE、股息率=已付股利/总市值+净股票回购/总市值，其中已付股利为现金流报表中实际支付值，净回购考虑当年增发金额及所有类型回购（下同）

图 7：日本食品饮料龙头公司的收益率拆分及ROE和PE估值表现

区间 平均值	朝日						味之素						麒麟						龟甲万						三得利					
	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE
1993-2003	0.1%	2.2%	3.5%	20.5%	2.3	210.6	-0.6%	0.9%	3.9%	11.5%	3.9	46.5	-2.5%	1.8%	-0.3%	-3.2%	4.5	33.6	-1.2%	0.8%	4.4%	4.9%	5.9	24.4						
2003-2013	11.3%	2.0%	3.8%	12.2%	8.7	17.6	3.6%	2.4%	3.9%	7.9%	5.7	23.6	5.0%	2.6%	5.3%	12.1%	5.3	39.6	10.8%	1.7%	2.6%	6.9%	5.6	27.4						
2013-2023	3.8%	2.4%	1.2%	6.3%	9.9	18.1	6.8%	3.4%	-1.7%	1.7%	8.5	28.8	-1.2%	4.2%	-4.1%	-0.9%	11.0	22.5	10.7%	1.2%	2.3%	9.3%	9.6	36.1	0.4%	1.8%	-0.1%	6.3%	9.0	22.9
区间 平均值	日清						明治						养乐多						山崎面包											
	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE	市值 CAGR	股息 率	收入 CAGR	利润 CAGR	ROE %	PE						
1993-2003	-0.4%	1.9%	2.8%	14.3%	5.6	31.7							-1.9%	1.4%	1.4%	3.9%	-1.7	24.9	-8.1%	1.6%	1.4%	-9.9%	1.8	44.2						
2003-2013	7.1%	2.8%	6.0%	6.8%	6.4	23.1							11.4%	0.8%	6.8%	5.3%	6.6	31.2	2.1%	1.3%	4.7%	9.4%	3.8	31.7						
2013-2023	6.1%	2.2%	0.7%	3.8%	8.0	28.4	6.9%	2.2%	-5.4%	9.8%	11.7	20.0	5.0%	1.5%	-0.8%	6.6%	9.6	33.1	7.7%	1.7%	-1.7%	6.3%	4.9	32.9						

数据来源：Bloomberg、wind，广发证券发展研究中心 注：2013-2023 年日经 225 年化复合收益率为 7.5%

国内食品饮料龙头在过去二十年量价增长的红利驱动下，多实现超越市场的投资回报率。剔除农夫山泉上市较晚因素，仅康师傅和双汇在收入利润相对较慢下投资收益率略亏损，但三家股息率在增速换挡下均有明显提升，一定程度上抵消市价波动。此外，从ROE和PE角度看过去二十年国内食品饮料龙头ROE平均在20%以上，平均PE估值在30倍左右。参考美日的发展经历，稀缺的成长下如何给食品饮料龙头定价，“现金奶牛”如何做资本策略等为本篇报告探讨的核心问题。

图 8：中国食品饮料龙头公司的收益率拆分及ROE和PE估值表现

区间 平均值	茅台						五粮液						伊利股份						蒙牛乳业						康师傅					
	市值	股息	收入	利润	ROE	PE	市值	股息	收入	利润	ROE	PE	市值	股息	收入	利润	ROE	PE	市值	股息	收入	利润	ROE	PE	市值	股息	收入	利润	ROE	PE
	CAG R	率	CAG R	CAG R	%		CAG R	率	CAG R	CAG R	%		CAG R	率	CAG R	CAG R	%		CAG R	率	CAG R	CAG R	%		CAG R	率	CAG R	CAG R	%	
2003-2013	37.3%	1.2%	33.7%	42.6%	34.1	31.4	18.3%	1.2%	18.5%	31.3%	21.6	35.1	37.2%	0.5%	26.2%	35.9%	11.2	32.9	32.3%	0.9%	26.2%	23.9%	14.7	27.6	28.6%	1.4%	24.1%	27.6%	23.1	31.4
2013-2023	30.1%	1.7%	16.5%	15.7%	31.3	31.3	22.8%	1.8%	12.2%	12.6%	21.3	26.4	6.2%	2.0%	8.7%	11.0%	23.6	24.7	2.0%	1.1%	7.0%	9.9%	10.8	26.8	-8.2%	4.1%	0.4%	0.7%	14.7	25.8
区间 平均值	农夫山泉						青岛啤酒						双汇食品						海天味业											
	市值	股息	收入	利润	ROE	PE	市值	股息	收入	利润	ROE	PE	市值	股息	收入	利润	ROE	PE	市值	股息	收入	利润	ROE	PE						
	CAG R	率	CAG R	CAG R	%		CAG R	率	CAG R	CAG R	%		CAG R	率	CAG R	CAG R	%		CAG R	率	CAG R	CAG R	%							
2003-2013							24.7%	0.8%	18.0%	26.9%	12.7	39.9	38.4%	1.5%	23.7%	34.7%	26.7	35.6												
2013-2023	-5.7%	1.2%	22.0%	30.6%	39.0	62.9	0.8%	1.3%	1.2%	6.5%	11.3	37.2	-2.7%	5.9%	1.5%	1.3%	28.5	18.5	13.3%	1.1%	9.1%	9.9%	31.1	49.7						

数据来源：Bloomberg、wind，广发证券发展研究中心 注：2013-2023 年沪深 300 年化复合收益率为 4.1%

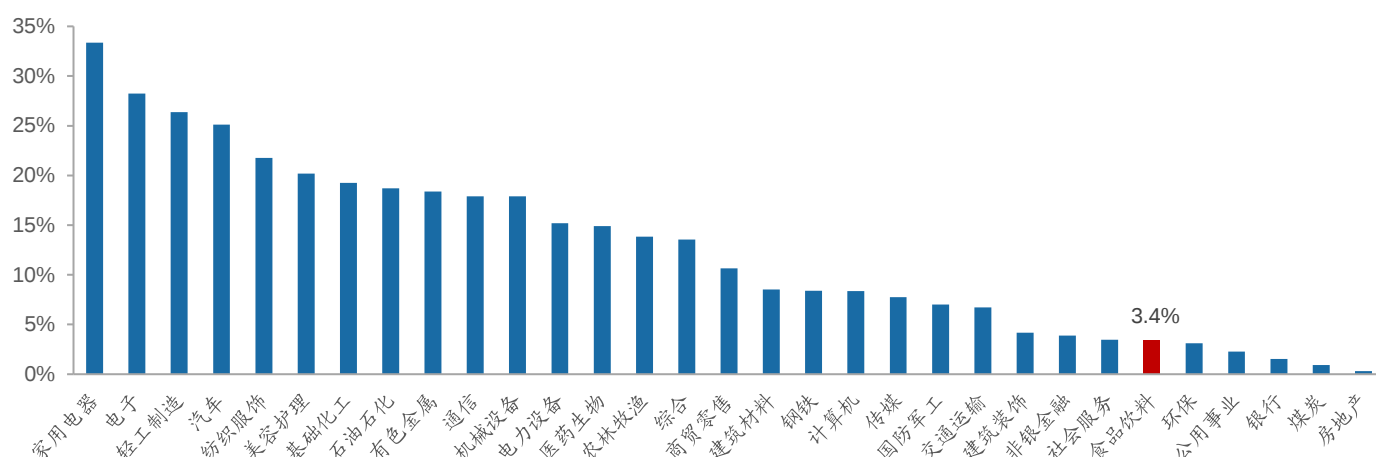
二、收入：内需有韧性，爆品仍可期

目前市场在人口周期、通胀拐点、行业竞争等多重因素叠加下对增长中枢产生质疑，并对合理估值中枢存在较大分歧。我们以美日食品饮料龙头如何应对低速时代为切入口，从内生、外延和爆品三个视角寻找潜在增长抓手。

（一）内生：与名义 GDP 增速接近

在借鉴海外成熟企业稳增长经验之前，我们将内生驱动力分为“外需”和“内需”两个维度。横向来看，31个申万一级行业中食品饮料“出海率”（2023年海外收入占总收入比例）位列倒数第6，家电、电子和轻工行业海外收入占比超20%。板块内部看，A股和港股上市公司中多数海外收入占比在20%以下，其中海外收入占比较高的公司品牌类较少，生产制造类偏多。考虑国内食品饮料龙头品牌出海需经历渠道、口味、管理和文化等多重沉淀，虽为一片蓝海但考虑渗透节奏，成长曲线或相对平缓。聚焦内需增长上，我们借鉴美国和日本深耕本土的公司经验，看如何在低速经济中实现小步快跑。

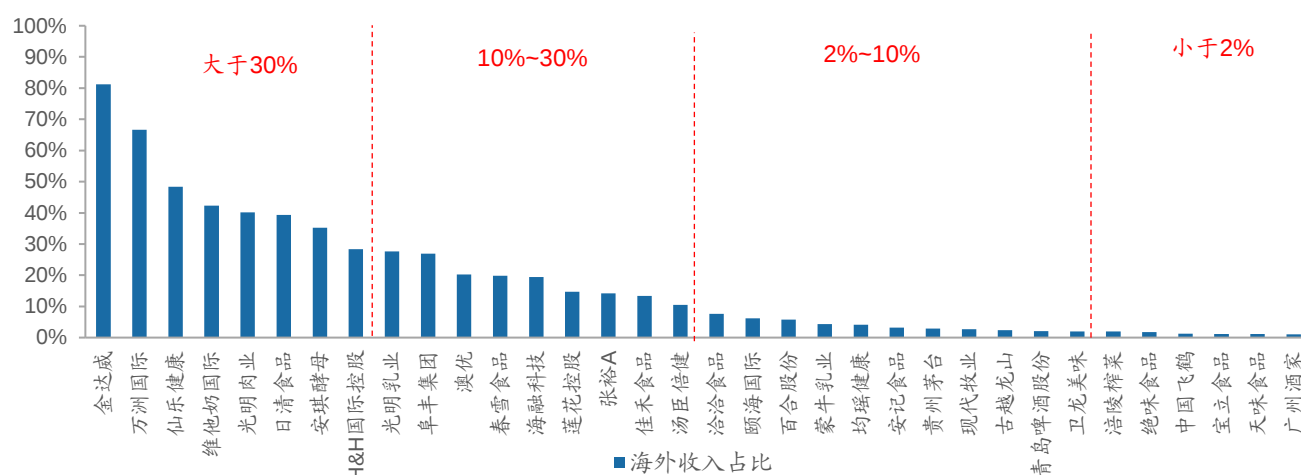
图 9：横向看我国食品饮料整体“出海率”较低（2023年）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：5355 家上市公司中有披露海外收入公司有 3429 家，根据披露口径主要统计“非内地收入占比”

图 10：板块内部看，A+H 食品饮料海外收入占比多在 20% 以内（2023 年）

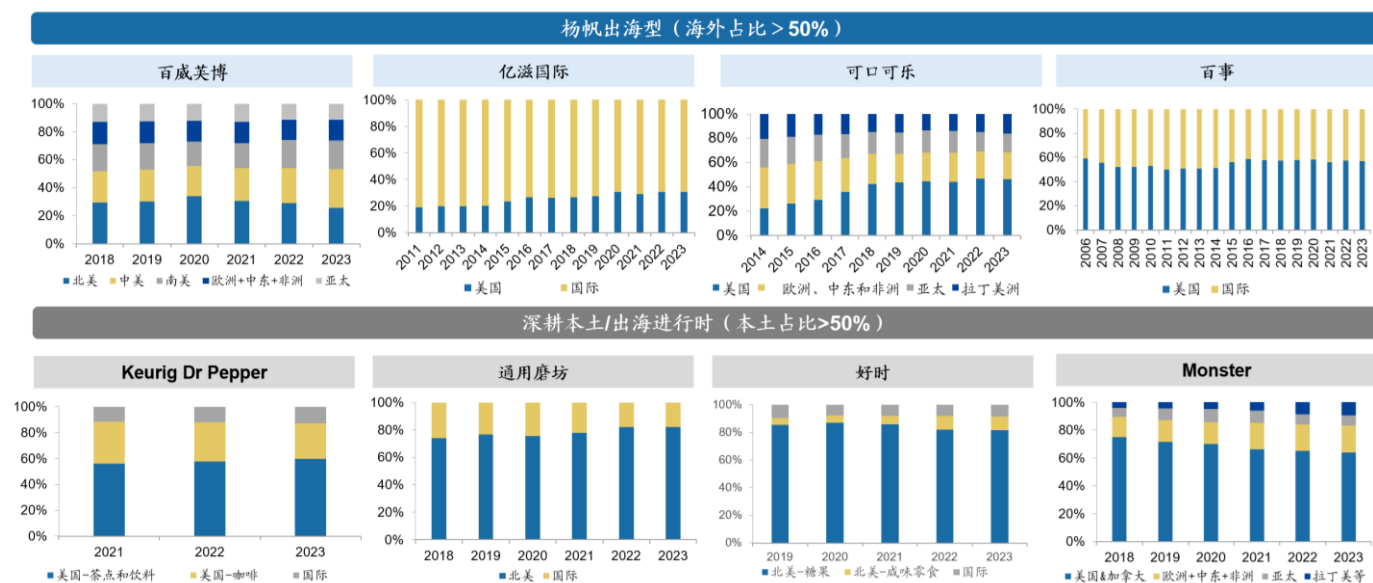


数据来源：ifind、广发证券发展研究中心

注：150 家上市公司中有披露海外收入公司有 57 家，筛选收入超过 30 亿的公司，根据披露口径主要统计“非内地收入占比”

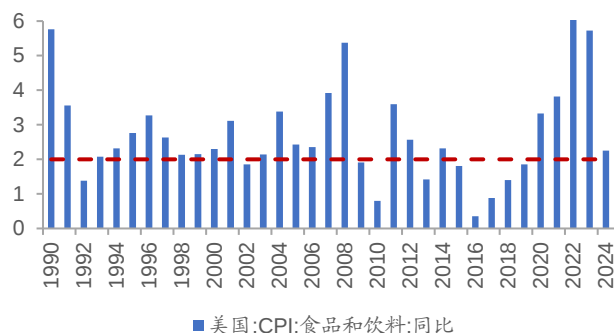
美国：温和通胀背景下以“价”为内需增速托底，即使偶遇风波，龙头企业仍保持价格定力，以时间换空间穿越周期。美国主要消费品龙头在 90 年代全球化浪潮下获得新的增长动能，如百威英博、亿滋国际（以国际业务为主，卡夫亨氏主要为北美杂货业务）、可口可乐等海外收入占比超过 50%。Keurig Dr Pepper、通用磨坊和好时均以北美本土市场为主，2023 年其国际收入占比分别为 13%/18%/9%。Monster 在北美乘能量饮料之风下借助可口可乐等企业的全球渠道扬帆出海，2023 年非北美市场收入已占 36%。对于聚焦本土市场的三家龙头公司，根据 Bloomberg 的量价拆分数据可知，在美国本土步入中低增长环境下，聚焦本土的龙头企业仍能维持温和增长，即使在通胀增速明显放缓的情况下，龙头企业均保持一定的价格定力，以阶段性的阵痛迎接新周期。

图 11: 美国食品饮料龙头公司的本土及海外收入占比



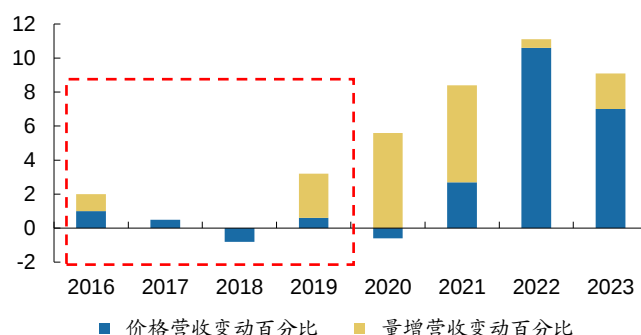
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心 注: 可口可乐不考虑投资类业务

图 12: 1990年以来美国食品饮料CPI同比表现 (%)



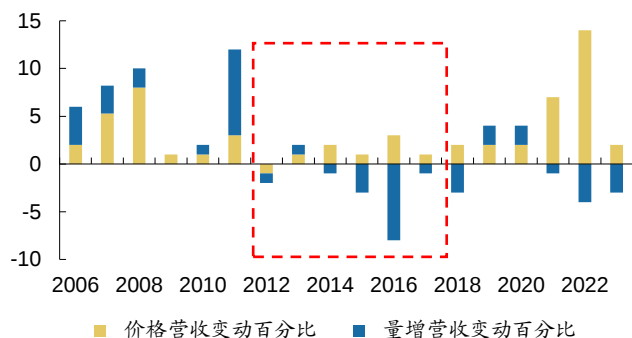
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 13: Keurig Dr Pepper内生增长量价拆分 (%)



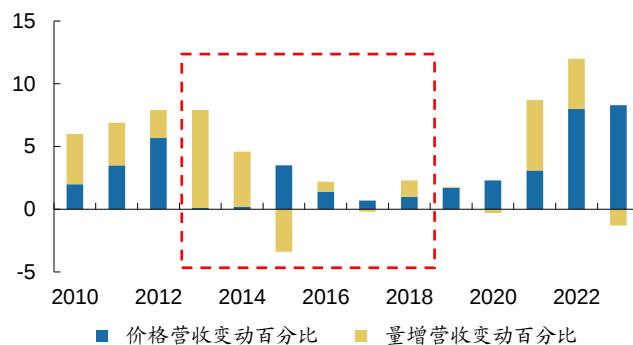
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 14: 通用磨坊内生增长量价拆分 (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

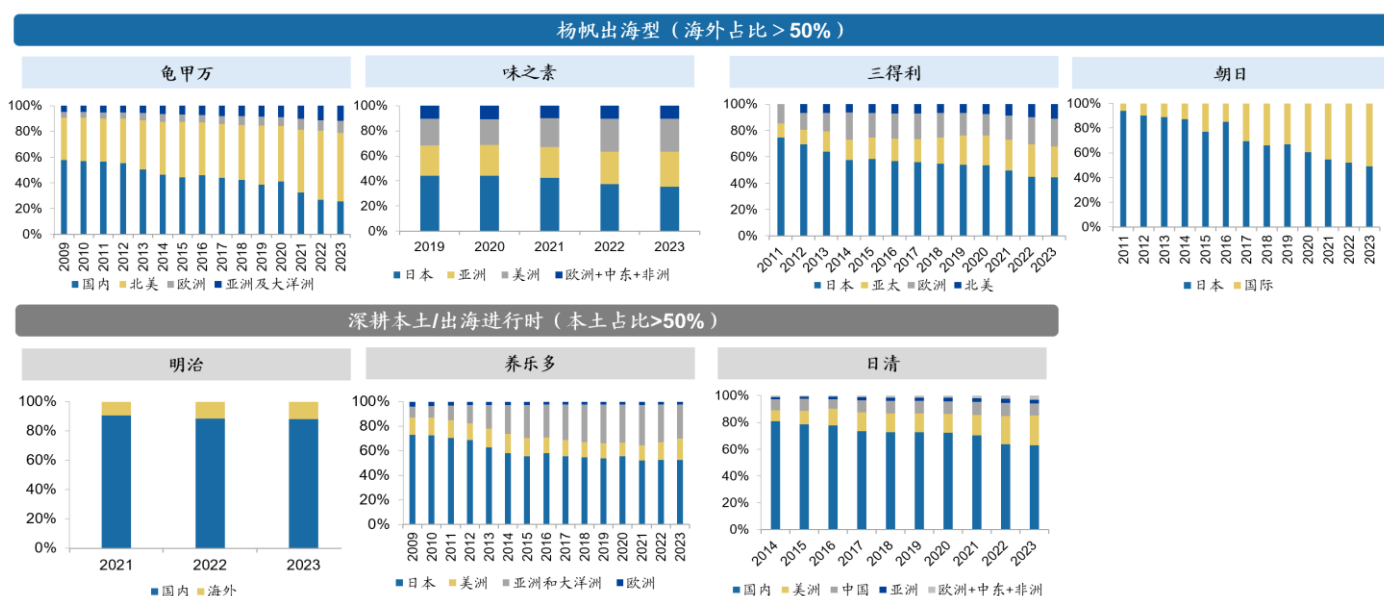
图 15: 好时内生增长量价拆分 (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

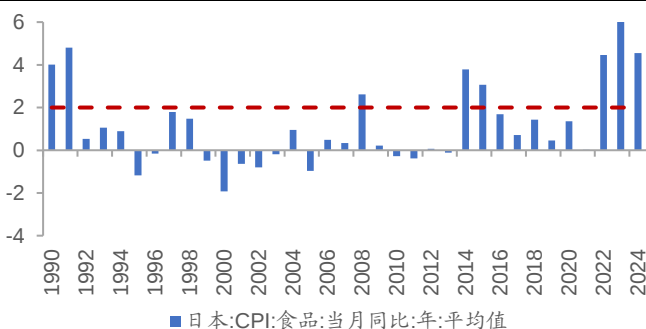
日本：与美国不同，二十年的通缩背景下除出海外，多元化发展为龙头企业共识。地产泡沫破灭后，日本本土经济陷入无增长的泥沼，1993-2013年日本名义GDP增速均值仅为0.2%，其中食品CPI增速多次转为负值。在较为孱弱的内需市场及居民对未来预期不甚明朗的宏观环境下，食品饮料龙头企业加速多元化发展进程及出海布局。以龟甲万、味之素、三得利和朝日为代表，2023年海外市场占比分别为75%、65%、56%和51%；其中龟甲万开辟北美新市场，其收入占公司一半以上。养乐多和日清出海进程相对较晚，2023年本土收入占比为53%和63%。与上述龙头相比，明治聚焦本土市场，2023年海外占比仅为12%。从量价拆解看，因本土常年通缩价增受到一定制约。根据日本统计局数据，清酒和啤酒可比口径下零售额在1995年后增长乏力且在2000-2010年略下滑，在此背景下龙头企业本土市场开启多元化发展，如朝日、龟甲万和日清主要在食品饮料内做横向拓展；味之素、麒麟和明治则选择拓展生物医药等领域以挖掘老龄化背景下的增量需求。

图 16：日本食品饮料龙头公司的本土及海外收入占比



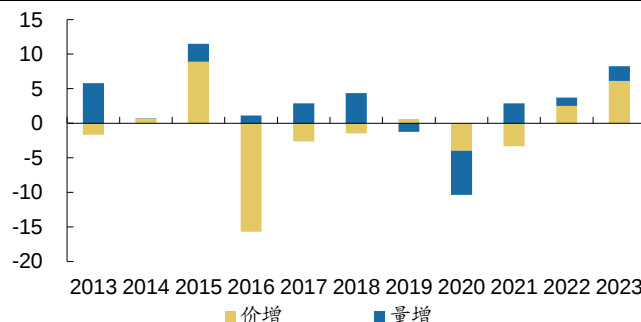
数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心 注：养乐多仅考虑食品饮料业务

图 17：1990年以来日本食品饮料CPI同比表现（%）



数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

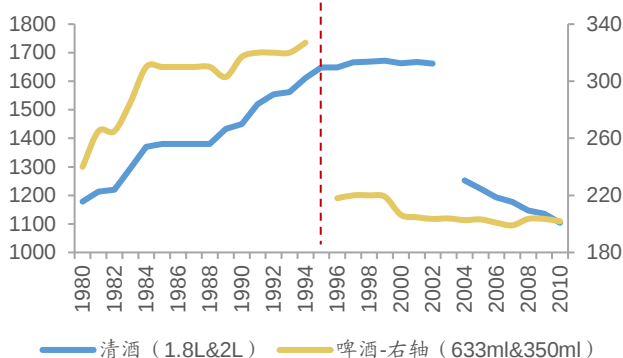
图 18：三得利内生增长量价拆分（%）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：价格=日本区域收入/日本销量，未剔除收购因素影响

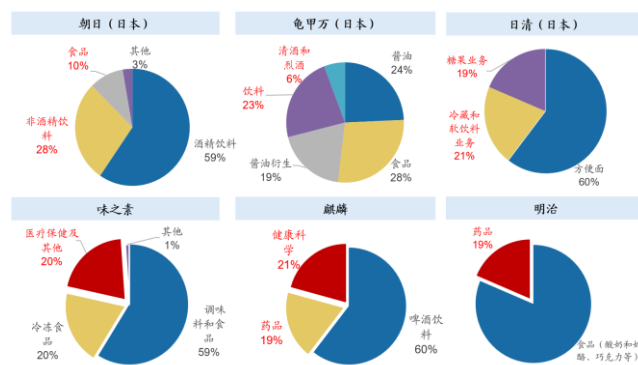
图 19: 东京啤酒和清酒零售价格变化 (日元)



数据来源: 日本统计局, 广发证券发展研究中心

注: 2002 年清酒更换统计样本、1996 年啤酒更换统计样本

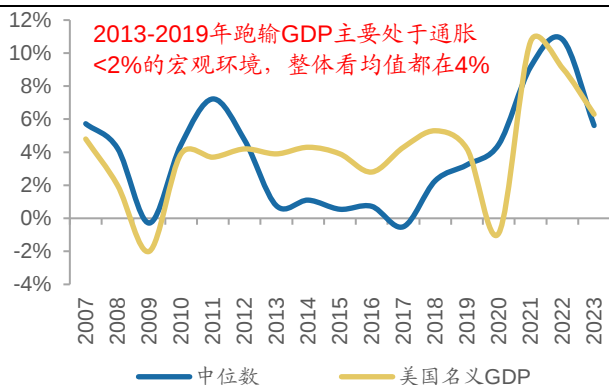
图 20: 日本食品饮料龙头寻求多元化发展 (2023年)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

剔除“出海”因素影响，美日食品饮料龙头“内需”与名义GDP增速表现基本趋同。美国食品饮料龙头2007年-2023年收入增长中位数均值为3.8%，与美国名义GDP增速4.1%接近，其中跑输时期主要集中在2013-2019年期间，考虑在此阶段美国食品饮料CPI增速同比多小于2%且量价增速略放缓；2020年后随着通胀升温龙头企业释放出价格弹性，拉长看整体收入增速基本趋同；日本与美国类似，2013年走出通缩阴霾后龙头增速略快于名义GDP增速，而后整体趋势基本同步。整体看2010-2023年期间日本食品饮料龙头收入增速中枢为1.5%，与名义GDP增速1.3%基本趋同。

图 21: 美国食品饮料龙头“内需增速”与名义GDP接近



数据来源: Bloomberg、wind, 广发证券发展研究中心

注: 可口可乐、百事、亿滋国际、Monster、百威选择北美收入计算增速, Keurig Dr Pepper、卡夫亨氏、通用磨坊和好时因国际收入占比低采用总收入口径计算增速

图 22: 日本食品饮料龙头“内需增速”与名义GDP接近



数据来源: Bloomberg、wind, 广发证券发展研究中心

注: 朝日、味之素、龟甲万、三得利、日清和养乐多均选择日本收入计算增速, 明治因国际业务占比小用其食品业务收入口径计算增速

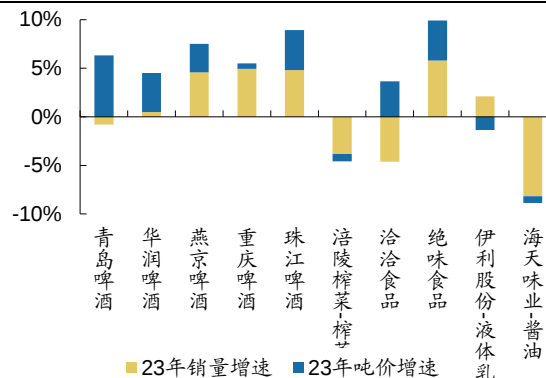
国内: 量价红利未央, 内生成长具有韧性。2023年以来, 随着食品CPI增速逐步转为负值, 市场开始担忧食品饮料中长期增长势能。以海天味业为代表, 在餐饮需求及渠道库存承压下, 海天的酱油收入在2023年出现量价双降。作为必需品的代表, 伊利的液奶收入开始以价换量; 即使是近几年结构持续升级的啤酒行业, 市场也仍担心未来的环比降速趋势。在当下较为谨慎的预期下, 我们以长周期视角看美日龙头企业的应对之势: 若回归温和通胀, 此轮价格的调整仅为阶段性插曲, 时间复利下品牌价值历久弥坚; 即使在悲观情形下, 参考日本内需可与名义GDP增速跑平, 多元化发展也可托底增长, 扬帆出海挖掘新增长势能。

图 23：2013年以来我国食品饮料CPI同比表现（%）



数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

图 24：我国2023年主要大众品收入的量价拆分



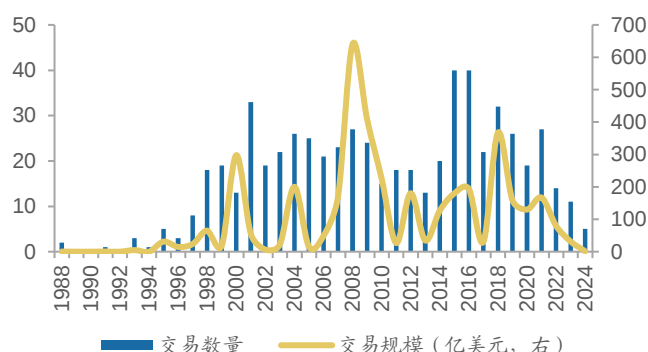
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：绝味食品的量增主要系门店增长

（二）外延：海外并购活跃度高

复盘美日，外延并购氛围活跃，90年代至今食品饮料龙头合计交易超800次，交易规模近5000亿美元。美国市场在80年代迎来并购潮，在此阶段以KKR为代表的杠杆收购为主要模式；90年代以来伴随全球化浪潮的推进，跨国并购成为品牌出海的重要手段之一。根据Bloomberg统计，1990年至今美国食品饮料龙头完成收并购相关业务超600次，已披露的交易规模合计近4000亿美元，其中交易金额较大的收购案例包括百威英博收购安海斯布希（2008年）、亿滋国际收购吉百利（2009年）、Dr Pepper收购Keurig绿山股份（2018年）等。与美国相比，日本食品饮料龙头并购数量相对较少，1990年以来已完成的交易为216次，已披露的交易规模合计为584亿美元，其中交易金额较大的收购案例为2019年朝日以超100亿美元收购百威澳大利亚业务、2016年以78亿美元收购百威东欧业务等，从行业看多集中于啤酒饮料行业。

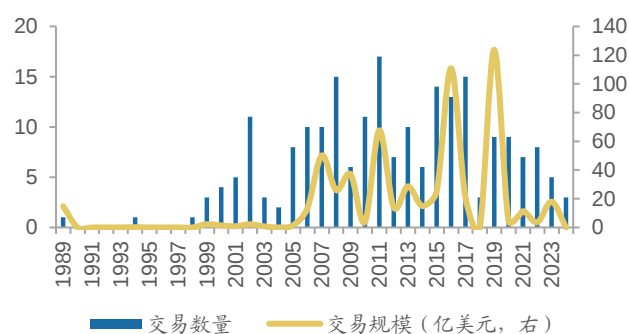
图25：美国食品饮料龙头并购交易数量及规模



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：样本空间包括可口可乐、百事、百威英博、亿滋国际、星座品牌、Keurig Dr Pepper、卡夫亨氏、通用磨坊、好时

图26：日本食品饮料龙头并购交易数量及规模



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：样本空间包括朝日、味之素、麒麟、龟甲万、三得利、日清、明治、养乐多、山崎面包

从协同性看，以并购驱动的成长存在较大的不确定性。根据2011年哈佛商论《The New M&A Playbook》，考虑到并购后的最终整合结果，70%-90%的并购交易是不及预期。根据普华永道2023年的并购整合调查，尽管公司在整合方面投入了较多资源，但只有14%的受访者中表示能在战略、运营和财务上实现成功融合。

以可口可乐与百事可乐收并购案例看，机会和风险并存。参考可口可乐和百事在饮料业务中的并购表现，除大家耳熟能详的并购案例外亦存在多个明星项目表现不佳的情况。如在果汁业务的布局上，可口可乐收购的Odwalla和百事收购的Tropicana均未达到此前预期。考虑可口可乐及百事拥有丰富的多品牌及多品类的运营经验，亦存在未能准确研判市场以至收并购整合不佳的问题，从成长质量看我们认为短期或仍以内生为先，夯实基本盘。

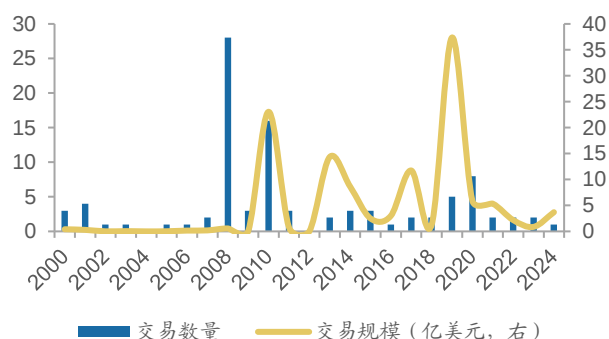
表1: 可口可乐&百事可乐历史部分经典并购案例

公告日期	收购方	标的	标的业务	交易价值(亿美元)	收购标的现状
2000-12	百事	桂格燕麦	麦片	149.4	正常运营
2021-02	可口可乐	Body Armor	运动饮料	56.0	正常运营
2010-12	百事	Wimm-Bill-Dann	乳制品(俄罗斯)	54.1	于2021年剥离出售
2018-08	可口可乐	Costa	咖啡	50.5	正常运营
2007-05	可口可乐	Energy Brands	功能饮料	41.0	正常运营
2020-03	百事	Rockstar	能量饮料	38.5	正常运营
1998-07	百事	Tropicana	果汁	33.0	于2021年剥离出售
2020-02	百事	百草味(郝姆斯)	休闲零食	6.9	正常运营
2015-04	可口可乐	厦门粗粮王	粗粮饮品	4.0	正常运营
2000-10	百事	South Beach Beverage	健康饮料	3.7	目前基本停产
2001-10	可口可乐	Odwalla	果汁	1.7	于2020年停止运营

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

国内食品饮料龙头并购案例数量较少，伊利蒙牛相对活跃。根据Bloomberg统计，研究样本多在2000年后开始涉足收并购业务，至今共完成96起并购，交易规模达122亿美元，数量和规模均少于美日市场。从涉及行业看主要集中在乳制品，伊利和蒙牛涉及到收并购交易合计达52亿美元，其中规模最大的为2013年蒙牛以14亿美元收购雅士利国际（第一大股东）以补齐奶粉业务布局，2023年进一步收购雅士利股权并推动其私有化。根据雅士利收购后的业绩表现看，考虑奶粉行业市场需求和竞争情况，整体存在一定的经营波动，仍需等待品牌和管理间协同融合发力。

图27: 中国食品饮料龙头并购交易数量及规模



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 样本空间包括贵州茅台、五粮液、伊利、蒙牛、康师傅、青岛啤酒、双汇食品、海天味业及其他

图28: 雅士利被收购前后业绩表现(亿元)



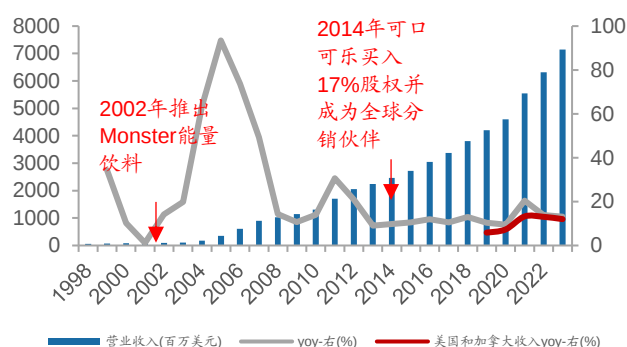
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

（三）爆品：代际变化孕育新机遇

除长周期视角看成长抓手外，消费内代际变换带来的产品迭代、渠道变革等亦会带来弯道超车的意外之喜。

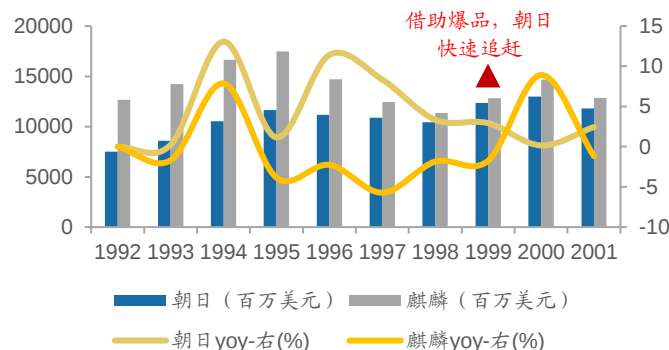
海外：参考Monster和朝日的“后来居上”，洞察创新+借风而行或为爆品破局的必要条件。Monster前身Hansen's Natural，主营业务以果汁销售为主。2002年推出能量饮料Monster Energy瞄准年轻客群并借助极限运动赛事夯实品牌形象，推出后十年间迎来爆发式增长，2002-2012年收入CAGR增速为36%，远超其他食品饮料公司表现。2014年借助可口可乐全球分销渠道开启海外拓展，近几年在北美本土市场依托产品迭代也仍然维持10%以上的成长态势。再看日本市场，根据厚生劳动省统计，1994年（平成6年）前后日本啤酒销量见顶，1987年朝日推出全球首款“Asahi Super Dry”借助清爽的口感迅速获得年轻一代消费群体的喜爱，大单品带动下朝日的收入增速持续快于麒麟，用不到十年时间从麒麟一半体量到追平。

图 29：Monster营业收入表现及增速



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 30：朝日和麒麟1992-2001年营业收入对比

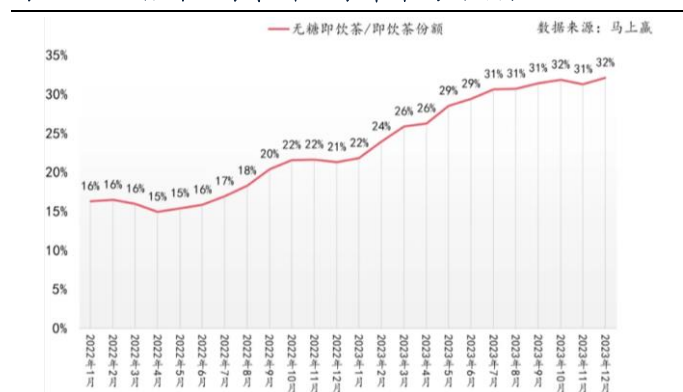


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

我国：与美日类似，消费代际间切换往往孕育较大的变革机遇。以无糖茶为代表，贡献农夫山泉百亿收入体量。根据亿欧智库统计，2017-2022年无糖茶饮市场年复合增速超30%，为消费行业中增长较快的细分品类。根据马上赢数据统计，2023年以来无糖茶饮市场份额快速攀升，今年夏天从终端市场反馈看热度更甚。参考农夫山泉茶饮收入规模变化，2017年茶食品收入仅26亿元，2023年该收入已达127亿元，年复合增长率为30%，远快于公司整体收入增速。

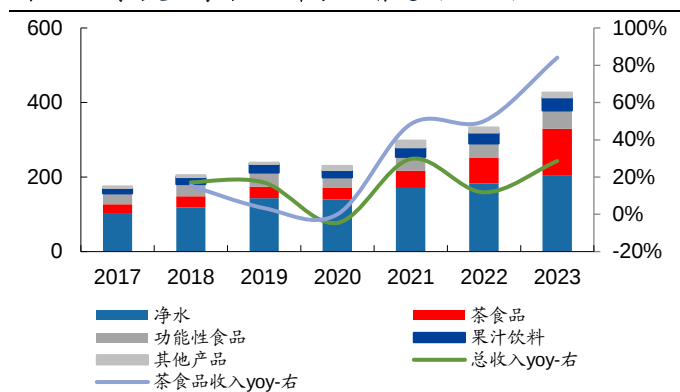
从投资角度看，2011年农夫山泉推东方树叶时，无糖茶尚处无人问津阶段，十余年坚持才得到成长性爆发。综合Monster和朝日的案例，即使食品饮料步入中低增速时代，我国庞大的内需消费市场及群体偏好的变化亦会提供爆品的意外之喜。

图 31：无糖即饮茶在即饮茶中市场份额占比



数据来源：马上赢公众号，广发证券发展研究中心

图 32：农夫山泉收入拆分及增速（亿元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

三、利润：效率为抓手，结构中寻优

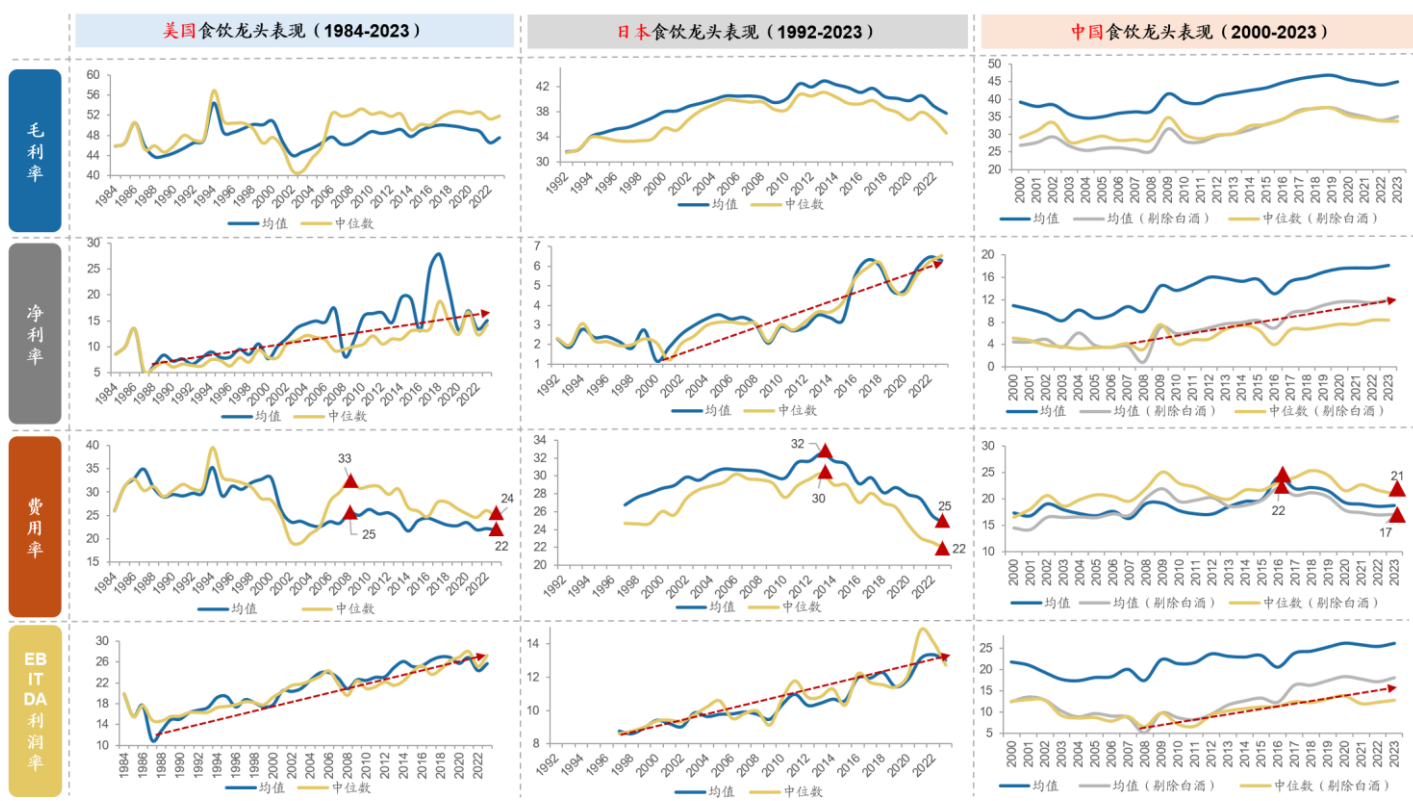
考虑需求侧受较多宏观因素扰动，在稀缺的成长下参考美日，以利润为抓手仍可寻找较优投资机遇。前文分析可知，尽管龙头企业收入增长面临降速，但多元化、出海及爆品等亦存结构性机遇。在目前市场环境下，考虑市场对通胀拐点及持续性存在分歧，外加全球摩擦升温、爆款品类短期竞争激烈等担忧，收入端的不确定性成为压制板块估值的核心。在需求侧较为迷茫时，我们复盘海外发现如味之素、明治、养乐多等日本食品饮料龙头，收入CAGR增速略有回落时利润率的提升仍可支撑较佳的投资收益率。

美日：全球化红利后，龙头平均毛利率趋稳，依托效率提升推动净利润率上行。毛利率角度，90年代美日食品CPI及PPI增速剪刀差多处于正增区间，叠加全球化红利贡献，龙头毛利率均值中枢上升约10pcts（1990-2000年）。而后因日本部分食品饮料龙头全球化进程相对较晚，2000-2010年毛利率持续攀升。考虑产品结构及会计准则调整口径影响，以EBITDA利润率角度看，美国自1990年初16%提升至2023年26%，日本食品饮料龙头EBITDA利润率中枢自2000年9%提升至2023年13%。净利率端因日本原有基数较低，自2000年1%增至2023年6%。

以绝对值角度看，美日间存在较大的分化，我们认为在“全球品牌溢价”下美国食品饮料龙头毛利率有支撑，其大众品毛利率均值在50%附近，费用率上不同品牌间策略存在分化，其中以北美本土市场为主的公司2012年以来费用率明显回落。日本食品饮料龙头因“品牌溢价”相对较弱，毛利率均值在35%左右，2012年以来主要依托效率提升，以费用率回落10pcts推升净利率进一步上行。

我国：结构分化较大，2007-2017年在毛利率贡献下盈利水平提升，参考日本经营效能仍有优化空间。毛利率方面，2007年以来我国食品CPI和PPI增速剪刀差基本处于正值区间，剔除白酒的食品饮料龙头毛利率均值自2007年26%提升至2017年37%而后中枢在35%附近震荡；EBITDA利润率方面，在毛利率贡献下自2007年9%提升至2017年16%，并随后放缓提升幅度。2023年剔除白酒的食品饮料龙头EBITDA利润率均值为18%，中位数为13%，不同行业间存在一定分化。考虑除高端白酒享有一定品牌溢价外，大众品较美国而言缺乏全球化品牌认知，短期或可参考日本向内部要效率以推动利润率上行。

图 33: 中美日毛利率、净利率、和EBITDA利润率变化对比



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

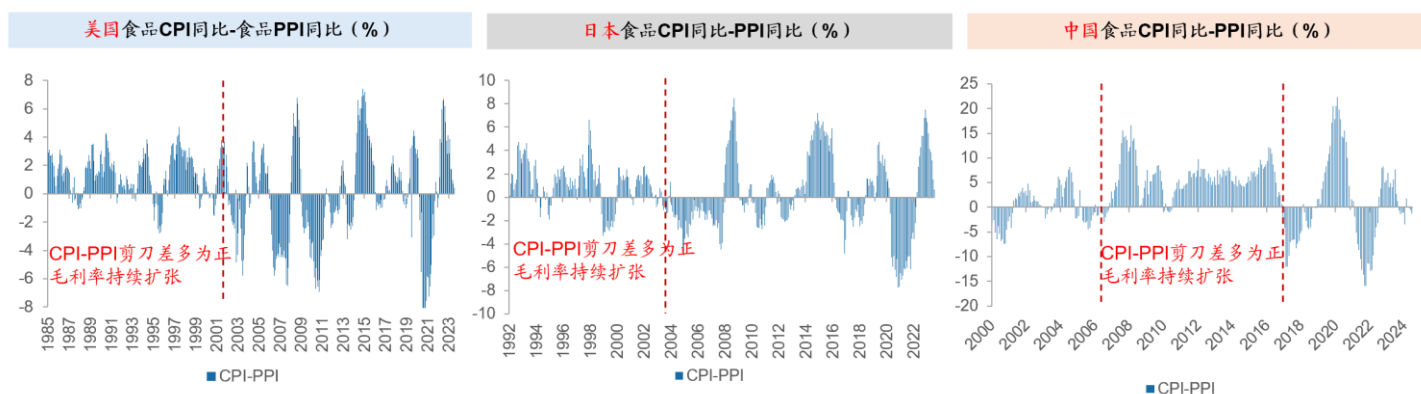
注: 美国样本: 可口可乐、百事可乐、亿滋国际、怪兽饮料、星座品牌、Keurig Dr Pepper、卡夫亨氏、通用磨坊、好时公司

日本样本: 朝日、味之素、麒麟、龟甲万、三得利、日清、明治、养乐多、山崎面包

中国样本: 贵州茅台、五粮液、伊利股份、蒙牛乳业、康师傅控股、农夫山泉、青岛啤酒、双汇发展、海天味业及其他

注: 费用率直接以“毛利率-EBITDA 利润率”做刻画

图 34: 中美日CPI-PPI“剪刀差”对比

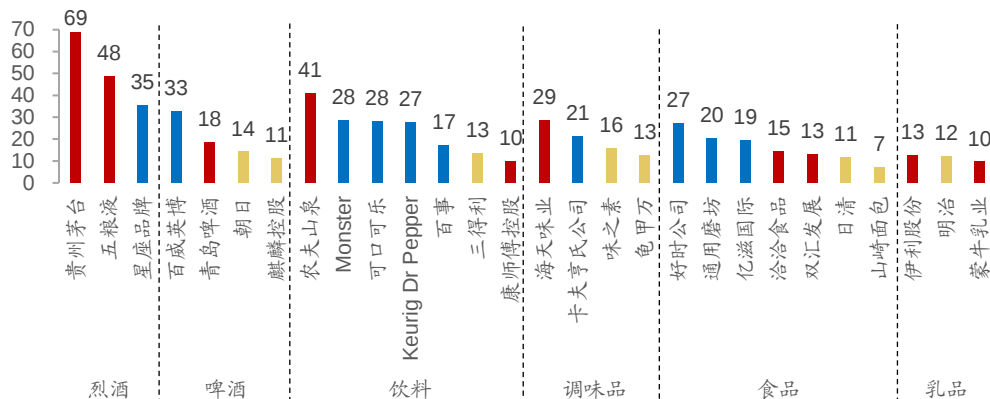


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

个股层面看EBITDA利润率, 行业间分化较大, 其中啤酒、饮料、食品和乳品等均有一定优化空间。啤酒方面, 与百威英博相比青岛啤酒2023年EBITDA利润率与其相差14pcts, 相较于朝日和麒麟领先4pcts和7pcts。饮料方面, 受产品结构和全球化布局的影响, 农夫山泉盈利水平居前, 但康师傅因食品业务影响, EBITDA利润率约为美国饮料龙头的三分之一。调味品方面, 海天整体盈利能力居前且优于味之素和龟甲

万。食品板块内部分化较大，与好时、通用磨坊等公司相比洽洽和双汇差距近2倍。乳制品方面，因美国并无上市企业龙头，与日本明治相比（存在食品和药品业务影响）伊利和蒙牛经营优势并不明显。

图 35：中美日主要食品饮料龙头EBITDA利润率对比（2023年&单位：%）



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

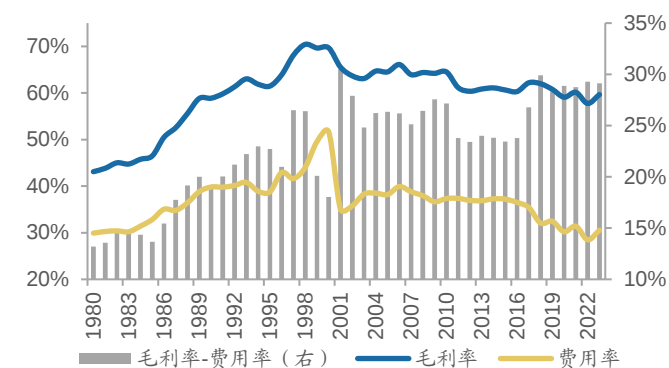
注：红色表示中国食品饮料龙头、蓝色表示美国食品饮料龙头、黄色表示日本食品饮料龙头

在对中美日食品饮料龙头盈利情况有大致认知后，我们进一步下沉到个股拆解，通过对美日龙头盈利表现拆解复盘，我们发现有三大抓手，其中国际化和多元化因目前宏观环境推进进度仍需观察，但在反内卷、修内功等方面可以借鉴日本经验。

（一）对外：国际化和多元化并举

国际化：全球范围挖掘增量，熨平国内经济周期波动的同时获取全球品牌溢价。美国市场以可口可乐为例，其在二战时期便开始海外布局，借助特许经营模式和本土化行动策略提升全球市场份额。根据Bloomberg统计，2006年非北美业务收入占比超70%，从分区域的营业利润率表现看，海外在相对轻资产的特许经营模式下盈利性优于北美本土市场，2014-2018年公司持续剥离全球瓶装厂业务（北美收入基数波动较大），2019年后本土利润率逐年回升。日本市场以龟甲万为例，2009年龟甲万海外业务收入占比已达40%，分区域看日本本土市场营业利润率为5%，而北美、欧洲和亚洲经营利润率达9%、12%和10%。截至2023年，龟甲万海外收入占比已达74%，北美为其海外第一大市场占比53%，在不同区域的规模效应及品牌渗透贡献下，公司整体利润率接近翻倍。

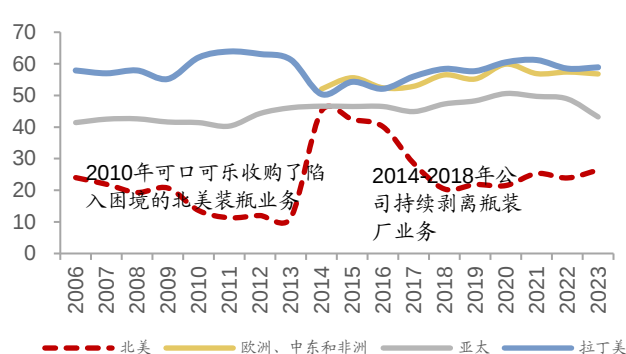
图 36: 可口可乐毛利率和营业费用率情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

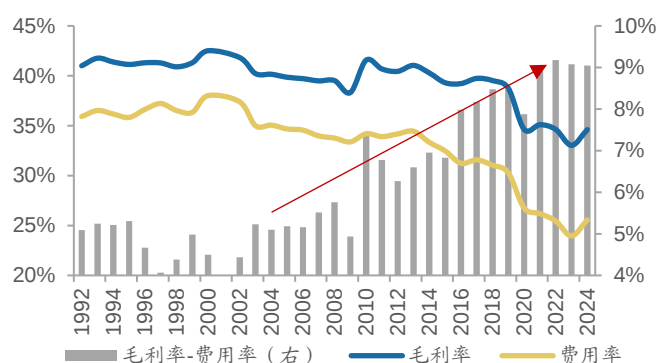
注: 可口可乐在 2000 年会计准则变化, 费用转变为收入冲抵

图 37: 可口可乐分区域的营业利润率 (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

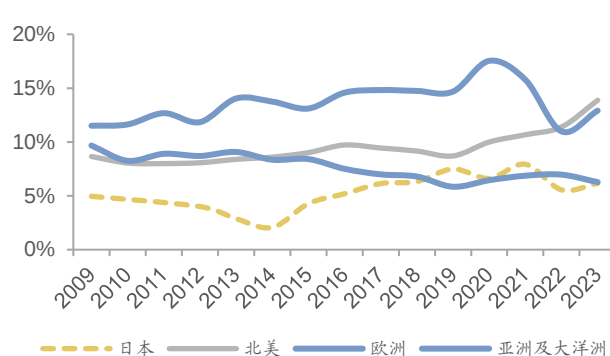
图 38: 龟甲万毛利率和营业费用率情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 2020 年龟甲万调整会计披露口径从 JGAAP 调整为 IFRS

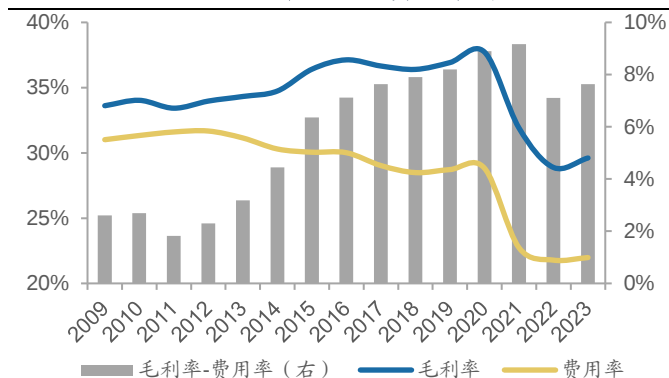
图 39: 龟甲万分区域的营业利润率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

多元化: 以明治为例, 根植本土市场, 依托横向拓展和纵向迭代提升经营利润率。根据Bloomberg数据, 2023年明治控股88%的收入均源自国内本土市场。剔除会计口径的调整影响, 2011年以来公司经营利润率持续提升。分业务结构看, 2010年公司药品业务占比11%, 2023年其占比提升至19%。利润率角度, 2010年明治食品综合经营利润率仅1%而药品业务达6%, 此后在整体效率优化下两者同步提升至2023年的7%和11%。分品类细项看, 食品中收入占比为7%的牛奶为亏损业务, 酸奶、营养食品和巧克力等利润率相对较高; 药品业务中海外利润率相对较高。

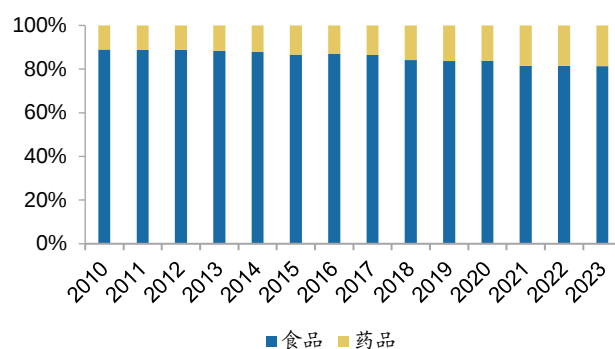
图 40: 明治控股毛利率和营业费用率情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

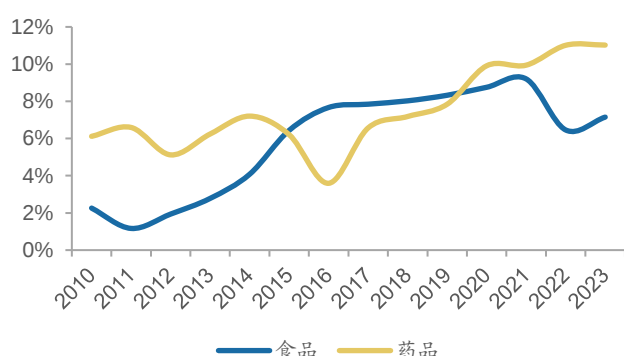
注: 2022 年明治调整会计披露口径从 JGAAP 调整为 IFRS

图 41: 明治控股业务结构变化



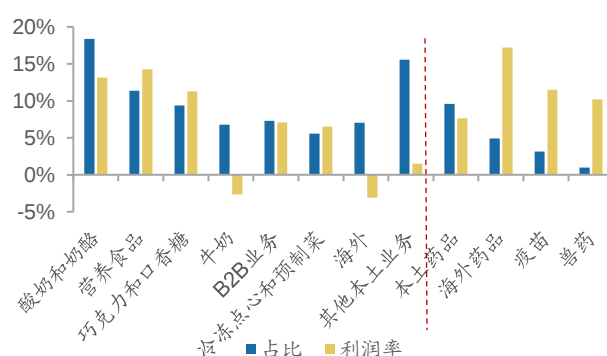
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 42: 明治食品和药品的营业利润率对比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 43: 明治2023年细分业务占比及营业利润率

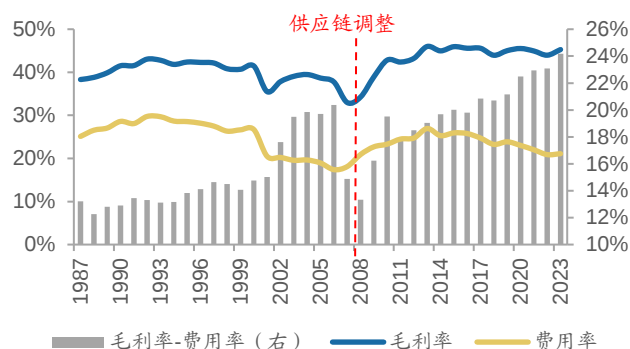


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

（二）对内：降本增效多方找利润

以好时和朝日为例，市场低迷时修内功提效能，夯实供应链基础并打造成本竞争优势。根据Bloomberg数据，2023年好时国际业务收入仅占比9%，北美糖果和咸味零食业务分别占收入的82%和10%，2000-2023年好时主营收入CAGR为4%，而净利润CAGR达8%，在内生增长势能逐级放缓下，公司对盈利端提出较高要求。2007年公司推出三年全球供应链转移计划，减少三分之一以上的生产线并将低附加值项目的生产外包以强化自身生产效益；2010年-2016年对各项业务均进行不同程度的整合和成本节省，2017年和2024年均推出了中期盈利提振计划，其中2017-2019年每年1.5-1.75亿美元节省可贡献2pcts的利润率弹性，2024-2026年每年3亿美元成本节省可贡献2-3pcts利润率弹性。日本朝日在成本管控上与之类似，2001-2009年在通缩的市场环境下，零售价承压且行业竞争相对激烈下朝日发布首个中期管理计划宣告削减成本提升效率，2002年成立“成本绩效管理部分”当年通过成本节省贡献1.8 pcts利润弹性。2013年在市场通胀逐步回暖且高端化全球化开始加速时，朝日依旧推出三年盈利提升规划，并用两年时间便提前达成目标，合计节省超300亿日元成本，占2015年收入为1.6%。

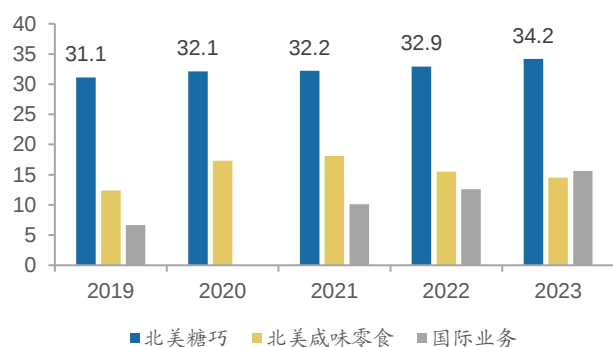
图 44: 好时毛利率和营业费用率情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 2007 年经营利润率回落较多主要系全球供应链计划带来的 1.2 亿美元业务调整费用, 约影响 2pcts 利润率

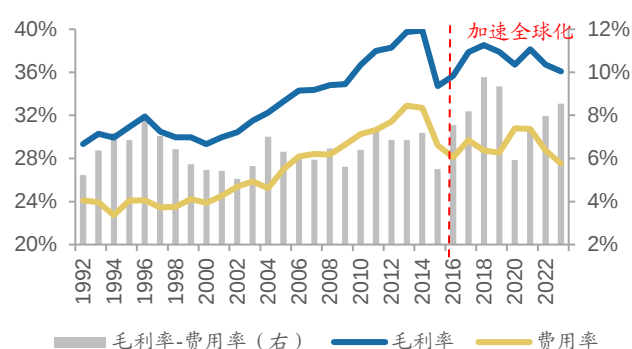
图 46: 好时分品类营业利润率对比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 2020 年国际业务经营利润数据缺失

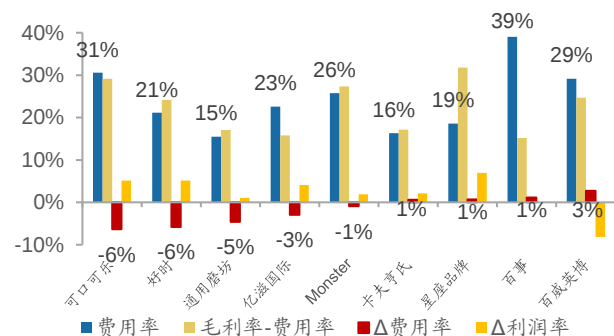
图 45: 朝日毛利率和营业费用率情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 2015 年朝日调整会计披露口径从 JGAAP 调整为 IFRS

图 47: 美国食品饮料龙头费用率变化 (2013-2023年)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 星座品牌因收购影响, 采用 2014 年的数据计算

表2: 好时2007年以来降本增效系列措施

核心工作	实施时间	结束时间	具体措施	预期成效
Advancing Agility & Automation	2024Q1	2026	改善供应链和制造相关支出, 优化销售、一般和行政费用, 劳动力裁减	2026 年结束时带来每年 3 亿美元的成本缩减
International Optimization Program	2020Q4	2023	精简资源并在选定的国际市场进行投资, 包括优化中国运营模式, 以提高运营效率, 为未来提供一个强大、可持续和简化的基础	减少美国以外的 350 个岗位
Margin for Growth	2017Q1	2020	通过提高全球效率和效益、优化公司的供应链、简化公司的运营模式以及减少行政费用来产生长期成本缩减	2019 年结束时带来每年 1.5-1.75 亿美元的成本缩减; 全球范围裁员 15%
2016 Operational Optimization Program	2016Q2	2018	优化生产和供应链网络, 包括设施整合、继续将在中国的巧克力和 SGM 业务转移到统一的 Golden Hershey 平台, 中国销售团队的整合, 以及在中国和北美某些工厂内的生产整合	2018 年结束时带来每年 0.52 亿美元的成本缩减

2015 Productivity Initiative	2015Q2	2016	简化组织结构，将决策过程更靠近客户和消费者，以实现更广泛的企业创新，为未来的增长领域提供更高效的成本结构	减少 300 个岗位
Next Century Program	2010Q2	2014	转移并缩减美国工厂及劳动力， 创建具有优势的供应链和具有竞争力的成本结构	结束时带来 0.6-0.8 亿美元成本缩减；减少 500-600 个岗位
Global Supply Chain Transformation Program	2007Q2	2009	加速核心美国业务的市场势头，创造创新的新产品平台以满足客户需求，并进行有纪律的全球扩展；提高制造能力利用率，通过减少三分之一以上的生产线，将低附加值项目的生产外包	减少 1500 个岗位

数据来源：好时 24Q2 Earning Call、2020 年年报、2015-2017 年年报、2010 年年报、2007 年年报，广发证券发展研究中心

表3：朝日2001-2009年中期管理规划及2013-2015年盈利提振计划

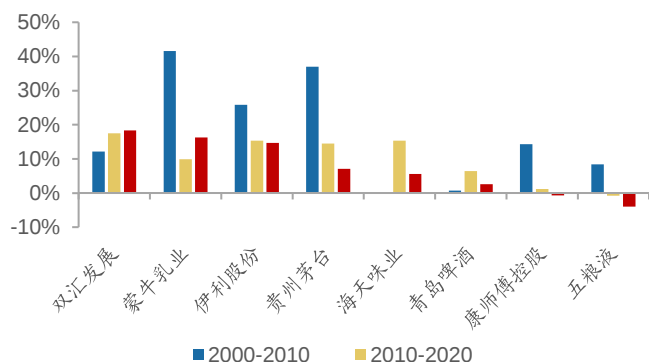
计划	实施时间	结束时间	目标	成果
2001-2009 年中期管理计划表现				
第一次中期管理计划	2001	2003	实施管理改革并改善财务状况以提高集团竞争力	(1) 改革了公司治理 (2) 通过减少负债等举措改善了公司财务状况 (3) 夯实了集团发展基础，包括烧酒、RTD 饮料、威士忌烈酒和葡萄酒
第二次中期管理计划	2004	2006	重塑业务和盈利结构以获取利润增长	(1) 通过并购扩展了公司下一轮增长的基础 (2) 通过优化生产和渠道结构提升了效率
第三次中期管理计划	2007	2009	使酒精饮料业务产生稳定现金流，为集团建立新的成长路径	(1) 通过降低固定费用用在盈利结构改革上取得了超预期的成果 (2) 扩展了酒精饮料和软饮料的全球布局 (3) 强化了国内软饮料、食品及药品业务的基础，且中国软饮料业务显著增长
2013-2015 年盈利提振计划				
酒精饮料业务	目标削减成本 100 亿日元 以上 VS <u>完成情况</u> : 2013-2014 完成 116 亿日元 节省 具体措施: (1) 通过优化资本支出减少折旧; (2) 通过集团化采购降低原材料成本			
软饮料	目标削减成本 100 亿日元 以上 VS <u>完成情况</u> : 2013-2014 完成 107 亿日元 节省 具体措施: (1) 在采购、分销等方面与 Calpis 协同合作; (2) 增加容器的内部采购，提高原材料效率			
与 CALPIS 协同降本: 目标合计 60 亿日元 (1) 物流 (30 亿日元): 通过利用集团的物流网络提高效率; (2) 采购 (15 亿日元): 共同采购原材料; (3) 生产及其他 (15 亿日元): 建立最优的生产框架				
食品	目标削减成本 30 亿日元 以上 VS <u>完成情况</u> : 2013-2014 完成 27 亿日元 节省 具体措施: (1) 通过优化制造流程减少制造成本; (2) 通过集中资源于强势品牌提高广告和促销费用效率			
海外业务	目标削减成本 60 亿日元 以上 VS <u>完成情况</u> : 2013-2014 完成 56 亿日元 节省 具体措施: (1) 建立最优化的生产和物流系统; (2) 合作采购间接材料，提高固定成本效率			
合计	通过推进利润结构改革，成本竞争力得到了提升。尽管 2015 年由于货币汇率波动和市场条件，预计成本会增加，但我们通过整个集团的利润结构改革， 已经提前一年实现了中期管理计划 2015 年的目标，通过 2014 年的成果，实现了超过 300 亿日元的效率提升。			

数据来源：朝日 2009 年年报、2012 年年报、2013 年年报、2014 年年报，广发证券发展研究中心

考虑品牌溢价、原材料及人力成本等因素，海外食品饮料龙头利润率绝对值对比意义相对较弱；从时间维度看，近三年部分企业扩产周期尚未走完，节流挖潜空间较大。根据我国食品饮料龙头2000年以来固定资产增速表现，近三年龙头企业扩产节奏明显放缓，其中五粮液和康师傅固定资产为负增长；扩产速度未明显放缓的企业为双汇、伊利和蒙牛。从成长驱动看，除双汇因养殖屠宰等业务的布局外，过去三年伊利和

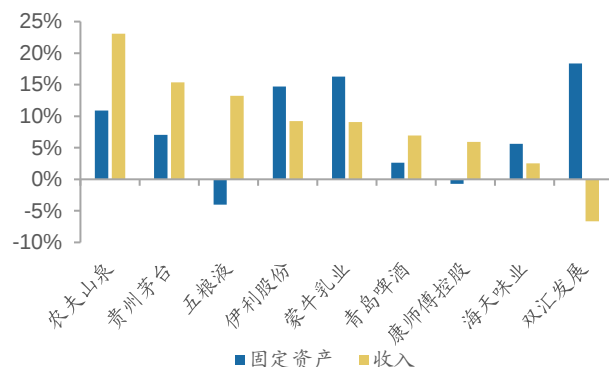
蒙牛的固定资产扩张节奏明显快于收入，2023年伴随收入端以价换量的趋势，两者固定资产增速均放缓至低个位数，考虑目前消费环境预计两者资本开支节奏或逐年放缓。从费用率角度看，多数食品饮料龙头企业近几年均有减少销售费用投放并优化自身管理经营，而2023年前康师傅销售费用率均逐年提升、伊利和蒙牛的管理费用率优化也并不明显。参考美日龙头迈入成熟期后会在战略层面提升对经营利润率的重视，2021年以来以伊利、蒙牛和新乳业为代表企业也在中期计划中明确提出利润率提升目标和节奏，我们认为后期会有更多食品饮料企业在效率挖潜中提升利润率。

图 48：我国食品饮料龙头2000年以来固定资产变化



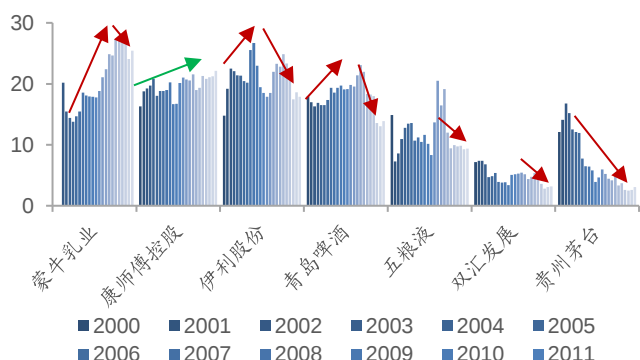
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 49：收入和固定资产复合增速（2020年-2023年）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

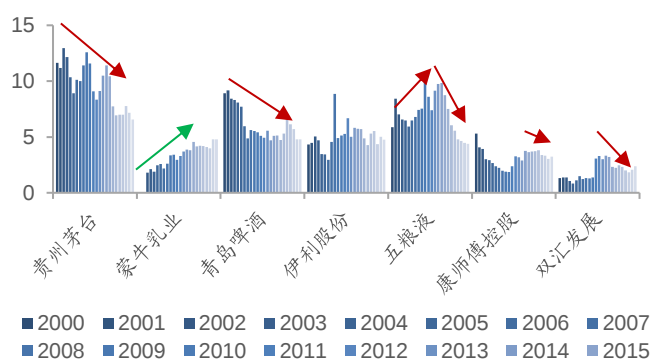
图 50：我国食品饮料龙头销售费用率变化（%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：2020年A股上市公司存在运输成本的会计口径调整

图 51：我国食品饮料龙头管理费用率变化（%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：管理费用率包含股权激励等影响

表4：我国主要乳品企业已对中期利润率提升提出战略规划

公司	相关计划及方案	提出时间	具体措施	相关目标
伊利	“提质增效重回报”行动方案	2021	（1）扎实推进“降本增效”策略，优化产能和奶源布局，提高资源使用效率，提升公司盈利能力 （2）继续加快数智化升级转型，打造更加敏捷高效的产品交付与服务能力，为消费者创造更大价值和更好体验。	平均每年净利率提升 50 个基点；2025 年净利率至少达到 9%
蒙牛	再创建一个新蒙牛	2021	消费者至爱（First-Choice）、国际化（International）、更具责任感（Responsibility）、文化基因强大（Spirit）和数智化（Technology）五个维度，坚决落实“FIRST”战略	再造一个新蒙牛，即 2025 年较 2020 年实现收入和利润翻番

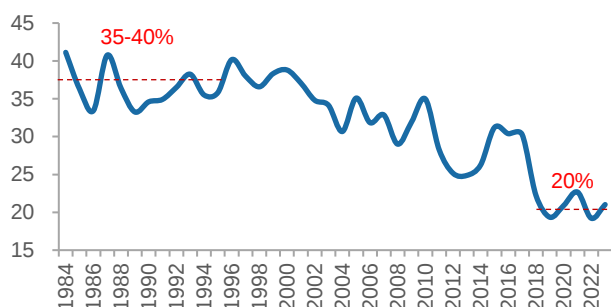
新乳业	2023-2027 年战略规划	2023	(1) 做强低温、价值引领 (2) 科技加持、体验为上 (3) 内生为主、并购为辅 (4) 分布经营、区域深耕	五年规模复合年均双位数增长、实现净利率倍增
-----	-----------------	------	--	-----------------------

数据来源：伊利“2024 年提质增效重回报”行动方案、新乳业 2023 年战略规划、中国乳业俱乐部、中国新闻周刊、中国证券网，广发证券发展研究中心

(三) 环境：减税降费政策再添力

除企业自身开源节流的努力外，政策支持也为海外龙头利润率提升再添动能。以美国为例，食品饮料有效税率中枢自 90 年代前 35% 逐步回落至目前 20% 附近；政策上看 2017 年美国颁布税制改革法案，将 35% 的企业所得税率永久降低至 21%。日本税率调整则更为明显，2010 年日本首次下调企业所得税率 5pcts，此前龙头企业有效税率多在 40% 以上，2014 年安倍内阁上台后持续推行减税降费等政策，有效税率回落至 25% 附近。

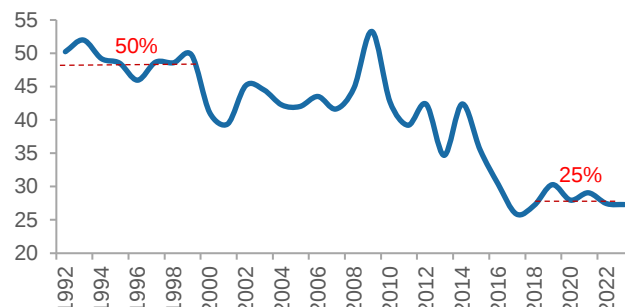
图 52：美国食品饮料龙头企业所得税率中位数 (%)



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：样本空间包括可口可乐、百事、百威英博、亿滋国际、Monster、星座品牌、Keurig Dr Pepper、卡夫亨氏、通用磨坊、好时

图 53：日本食品饮料龙头企业所得税率中位数 (%)

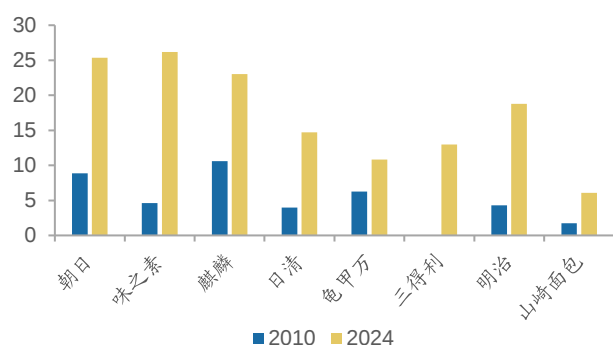


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：样本空间包括朝日、味之素、麒麟、龟甲万、三得利、日清、明治、养乐多、山崎面包

以日本为例，随着海外投资者加入，改善盈利水平、优化资金效率进而提升 ROE 逐步成为公司和资本市场共识。根据 2014 年日本经济产业省发布的《伊藤报告》，其首次强调了“日本 ROE 管理”，针对日本 ROE 长期低于 5% 且资金运营效率低下等问题提出了 8% 的定量增长目标。上市公司在指定中期增长目标时也逐步将 ROE 作为核心考核指标，如 2017 年明治在制定 2025 年规划展望时，重点关注利润复合增速、海外占比和 ROE 水平三大指标，而此前多以即期收入和利润增长为主要考核抓手。从主要食品饮料龙头的股东结构看，2010 年多以本土机构投资者为主，2023 年隶属美国地区的资金持有比例达 17%，其中朝日、味之素、麒麟等占比超 20%。

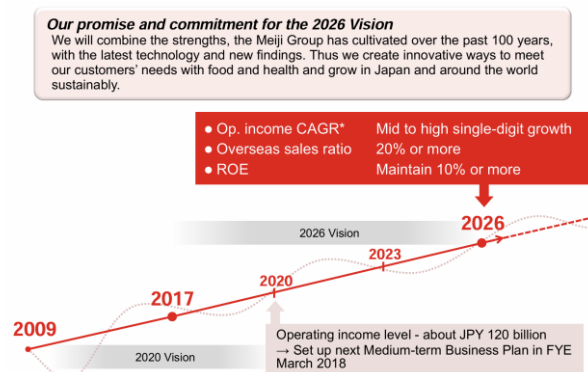
图 54: 日本食品饮料龙头美国资金持有比例 (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 三得利 2013 年 100% 为日本本土持有

图 55: 明治 2017 年将盈利、海外和 ROE 作为主目标



数据来源: 明治官网 2017 财年展示材料, 广发证券发展研究中心

四、定价: 从 PEG 到 PB-ROE

(一) 误区: 低增长 ≠ 低回报

复盘美日食品饮料龙头市场表现, 尽管收入及利润增速降至个位数, 但整体仍能实现 6% 以上的年化收益率, 其中日本市场的食品饮料龙头在过去十年的低速时代仍跑出较佳的超额收益率。我们在前文讨论的食品饮料龙头中选择过去十年收入增速降至 5% 以内但利润仍为正增长的公司进一步分析, 美国以可口可乐、百事、亿滋国际、通用磨坊和好时为代表, 日本以朝日、味之素、龟甲万、日清和明治为代表。

美国: 资本利得收益率与利润复合增速接近, 分红及回购贡献 3-5% 年化收益率, 百事超额收益率明显。复盘过去十年美股食品饮料龙头表现发现, 尽管可口可乐和亿滋国际收入增速出现下滑或不增长, 但利润增速相对稳定叠加较高的分红和回购支撑, 两者年化收益率分别为 7% 和 9.7%; 增速相对较快的百事和好时公司年化回报率可达 9-11%, 其中好时在高 ROE 支撑下 PB 估值明显高于其他四家龙头企业。

日本: 收入不增长下通过利润端发力均跑赢市场整体, 分红及回购分化较大, 平均可贡献 2-4% 年化收益率, 期间龟甲万表现较佳。考虑标普 500 指数自身表现强劲, 在日本市场过去十年食品饮料龙头均跑赢大盘整体; 除朝日和明治外, 相对收益率均值可达 8%。从个股表现上看, 即使味之素、明治过去十年收入下滑, 朝日和日清收入基本无增长, 依然取得较佳的收益率水平; 拆解收益率来源可知, 资本利得回报为主要贡献因素, 这与这一时期日本市场整体盈利水平提升相关, 呈现利润和估值的戴维斯双击。从 PE 和 PB 表现看, 龙头间 PE 均值分化较大, 如龟甲万平均估值达 36 倍而朝日仅为 18 倍; 整体 PB 多在 2-3 倍之间, 主要系日本 ROE 均值相对偏低。分红及回购活跃度不高, 龙头企业平均分红率均在 50% 以下。

表 5: 美国食品饮料龙头低速增长阶段的市场表现 (2013 年-2023 年)

指标	可口可乐	百事	亿滋国际	通用磨坊	好时
概览(2023 年&亿美元)					
营业收入	458	915	360	201	112
归母净利润	107	91	50	26	19
净资产	275	186	284	107	41

总市值	2548	2335	986	370	381
市场表现					
累计回报率(年化)	7.0%	10.6%	9.7%	6.2%	9.1%
Δ 股价	3.4%	6.3%	5.0%	4.6%	5.8%
Δ 股息	3.0%	2.7%	1.9%	3.2%	2.1%
Δ 回购收益率	0.7%	1.3%	3.0%	1.5%	1.2%
相对回报率	-3.0%	0.6%	-0.3%	-3.8%	-0.9%
基本面表现					
收入 CAGR	-0.2%	3.3%	0.2%	1.2%	4.6%
净利润 CAGR	2.2%	3.0%	2.4%	3.4%	8.5%
ROE 平均值%	33.9	52.3	13.5	29.3	67.3
ROE 中位数%	39.1	50.7	12.9	27.3	61.8
平均分红率%	82.8	70.9	46.3	59.0	58.3
估值情况					
PE	23.7	23.4	21.2	18.2	24.6
PB	10.1	13.0	2.8	5.3	17.5

数据来源: wind、Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 基准指数标普 500, 统计范围为 2013/12/31-2023/12/31, 其期间年化回报率为 10.0%, 平均 PE 和 PB 分别为 23 倍和 3.4 倍

表6: 日本食品饮料龙头低速增长阶段的市场表现 (2013年-2023年)

指标	朝日	味之素	龟甲万	日清	明治
概览(2023 年&亿美元)					
营业收入	196	102	47	50	80
归母净利润	12	7	3	3	5
净资产	175	62	31	35	57
总市值	189	201	119	108	70
市场表现					
累计回报率(年化)	8.0%	15.3%	16.9%	14.2%	8.9%
Δ 股价	3.8%	6.8%	10.7%	6.1%	6.9%
Δ 股息	1.8%	1.4%	0.9%	1.4%	1.7%
Δ 回购收益率	0.0%	2.4%	0.5%	0.8%	0.6%
相对回报率	0.5%	7.8%	9.4%	6.8%	1.5%
基本面表现					
收入 CAGR	1.2%	-1.7%	2.3%	0.7%	-5.4%
净利润 CAGR	6.3%	1.7%	9.3%	3.8%	9.8%
ROE 平均值%	9.9	8.5	9.6	8.0	11.7
ROE 中位数%	9.1	8.6	10.0	7.4	12.2
平均分红率%	34.1	42.3	30.5	38.9	29.8
估值情况					
PE	18.1	28.8	36.1	28.4	20.0
PB	1.7	2.1	3.3	2.2	2.2

数据来源: wind、Bloomberg, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

注：基准指数日经 225，统计范围为 2013/12/31-2023/12/31，其期间年化回报率为 7.5%，平均 PE 和 PB 分别为 20 倍和 1.7 倍

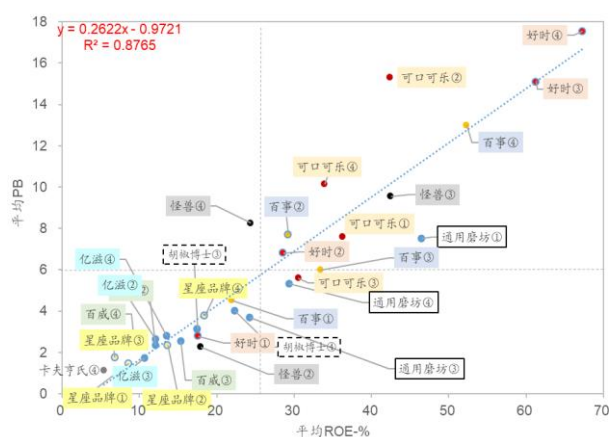
注：累计回报率和相对回报率以日元计价，其余指标原始数据均以美元计价，投资收益中存在汇兑损益的影响

（二）寻锚：稳态下的 ROE

基于美日复盘，我们发现PEG的研究框架在龙头步入低速时代下或使用场景逐步受限。参考美股龙头即使收入不增长，利润CAGR增速在中低个位数的公司依旧可以给到20倍左右的PE估值；而参考日本收入即使是边际下滑但在利润加速下甚至可以给30倍左右的PE估值。如何理解稳态下合理PE估值中枢是目前市场比较关心的话题之一，我们以美日的复盘情况简述我们对“定价”的理解。

美国：食品饮料龙头稳定的回报预期下，PB-ROE框架适用度较高。我们将美股食品饮料龙头过去40年的PB和ROE表现拆分到四个阶段并取平均值做回归分析，样本内两者线性相关性显著，回归R方接近0.9。从发展趋势上以好时、可口可乐、百事等公司为代表，过去四十年间均经历了沿着回归线从低PB低ROE到高PB高ROE的戴维斯双击过程。从PEG的框架看，因我们每次选取的时间跨度相对较长（10年）盈利波动性相对较大，但从数据表现看2013年以来尽管较多龙头企业利润增速降至10%以内但整体PE估值基本集中在15倍-25倍区间。根据回归方程，参考ROE均值26%对应的PB为5.8倍，根据PB=PE*ROE可得隐含的稳态下PE为22倍。标普500指数40年间的年化回报率为8.8%，目前美股龙头企业利润增速中枢降至5%（不考虑仍具成长性的Monster等企业），按照DDM永续模型可得 $PE = d * (1 + g) / (r - g)$ ，其中d为当前分红率水平，稳态模型下20-25%的ROE要维持5%左右的增速分红率理论上提到80%左右，得到PE估值为22倍。综上可知，中长期视角看美股的PB-ROE的适用度较高核心在于相对稳定的ROE和利润增速预期。

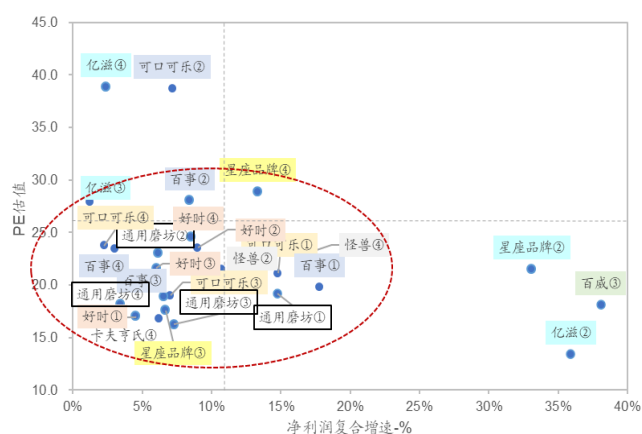
图 56：美国食品饮料龙头PB-ROE（1984-2023年）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：①1984-1993 年平均值，②1993-2003 年平均值，③2003-2013 年平均值，④2013-2023 年平均值

图 57：美国食品饮料龙头PE-G（1984-2023年）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

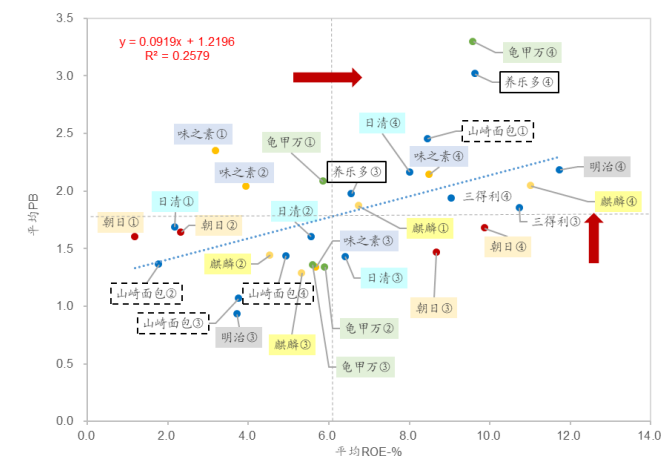
注：①1984-1993 年平均值，②1993-2003 年平均值，③2003-2013 年平均值，④2013-2023 年平均值

日本：食品饮料龙头经历“效率跃迁”后，2003年以来PB-ROE相关性提升。考虑数据可得性问题，我们同样将日本食品饮料龙头过去30年的PB和ROE表现拆分到四个阶段并取平均值做回归分析，样本内两者线性相关性并不显著，回归R方不足0.3。从个股

表现看，与美股相识多实现了从低PB低ROE到高PB高ROE的跃迁，但考虑此前经营效率相对较弱，ROE中枢仅在6%左右。2003年以来随着企业盈利改善及外资占比提升，PB-ROE适用性逐步显现，R方提升至0.5左右。根据回归方程，参考ROE均值7.7%对应的PB为1.8倍，根据 $PB=PE*ROE$ 可得隐含的稳态下PE为23倍。日经225指数20年间的年化回报率为6%，且公司分红率多在40%+，考虑日本利润率在经历通胀起势及效率提升下远期增速或逐步放缓， $g=ROE*(1-d)$ 对应内生增速在4%且个股间存在较大分化。按照DDM永续模型 $PE=d*(1+g)/(r-g)$ 计算可得PE估值23倍。

从PE估值中枢角度看，日股的23倍的PE中枢和美股的21倍PE中枢看似接近但背后隐含假设条件差距较大。日股4%的增长率g对应的仅8%的ROE和45%的分红率而美股5%的增长率g对应的25%的ROE和80%的分红率，前者给予一定成长性溢价（留存率相对较高）后者给予一定价值及商业模式溢价（ROE中枢相对较高），假设日本食品饮料龙头利润中枢下移至1.6%且分红率提升至80%以维持ROE，PE估值或会降至18倍附近，考虑成长端波动和个股间分化，整体相关性的稳定程度不及美股。

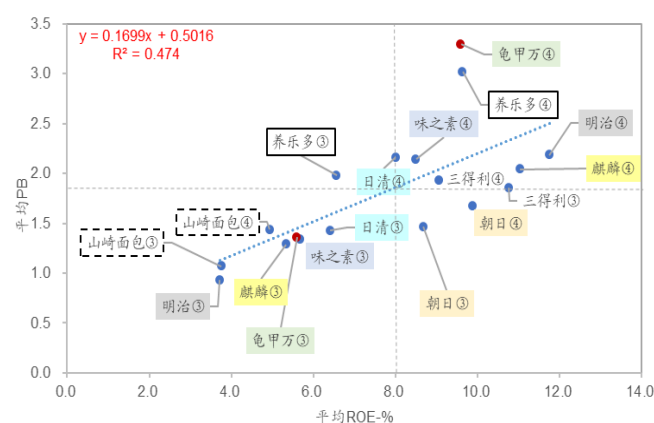
图 58：日本食品饮料龙头PB-ROE（1992-2023年）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：①1992-1993 年平均值，②1993-2003 年平均值，③2003-2013 年平均值，④2013-2023 年平均值

图 59：日本食品饮料龙头PB-ROE（2003-2023年）

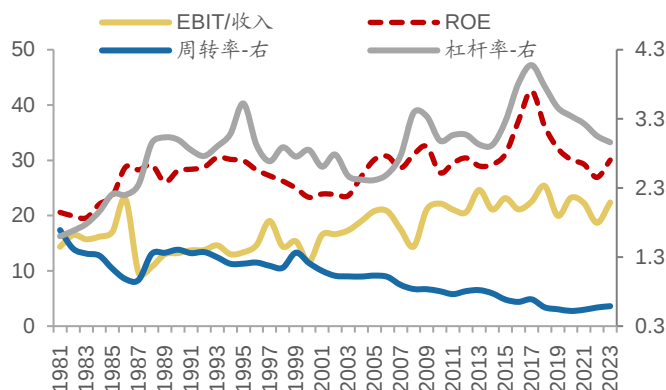


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：①1992-1993 年平均值，②1993-2003 年平均值，③2003-2013 年平均值，④2013-2023 年平均值

低增长时期，定价从PEG转为PB-ROE时如何提升并维持ROE稳定性为定价的前提。以时间序列维度看美日ROE杜邦分解可知，美股食品饮料龙头ROE均值多处于20-30%之间，2011年以来随着整体EBIT利润率趋于稳定，ROE的支撑源自杠杆率，资产周转率在收入增速放缓、现金累计且资本开支减少下逐年降低，分红和回购成为摊薄分母的核心抓手。与美股市场不同，日本食品饮料龙头ROE主要依托利润率推动，2000年前ROE均值不足6%，净利率自低点4%（不考虑2000年因山崎面包亏损）提升至10%带动ROE提升至10%，而市场周转率和杠杆率整体相对稳定。

图 60: 美国食品饮料龙头ROE变化及杜邦拆解 (%)

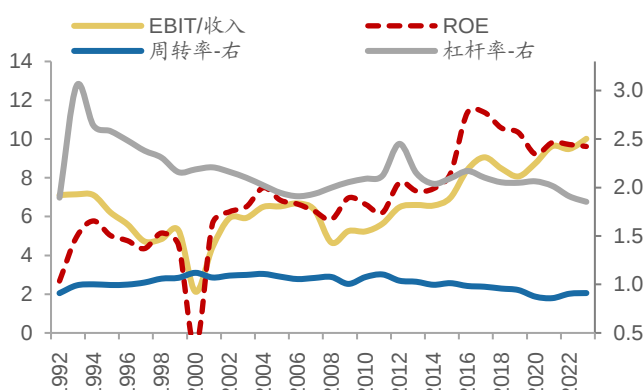


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 周转率=收入/平均资产, 杠杆率=平均资产/平均股权,

ROE=净利润/平均资产

图 61: 日本食品饮料龙头ROE变化及杜邦拆解 (%)



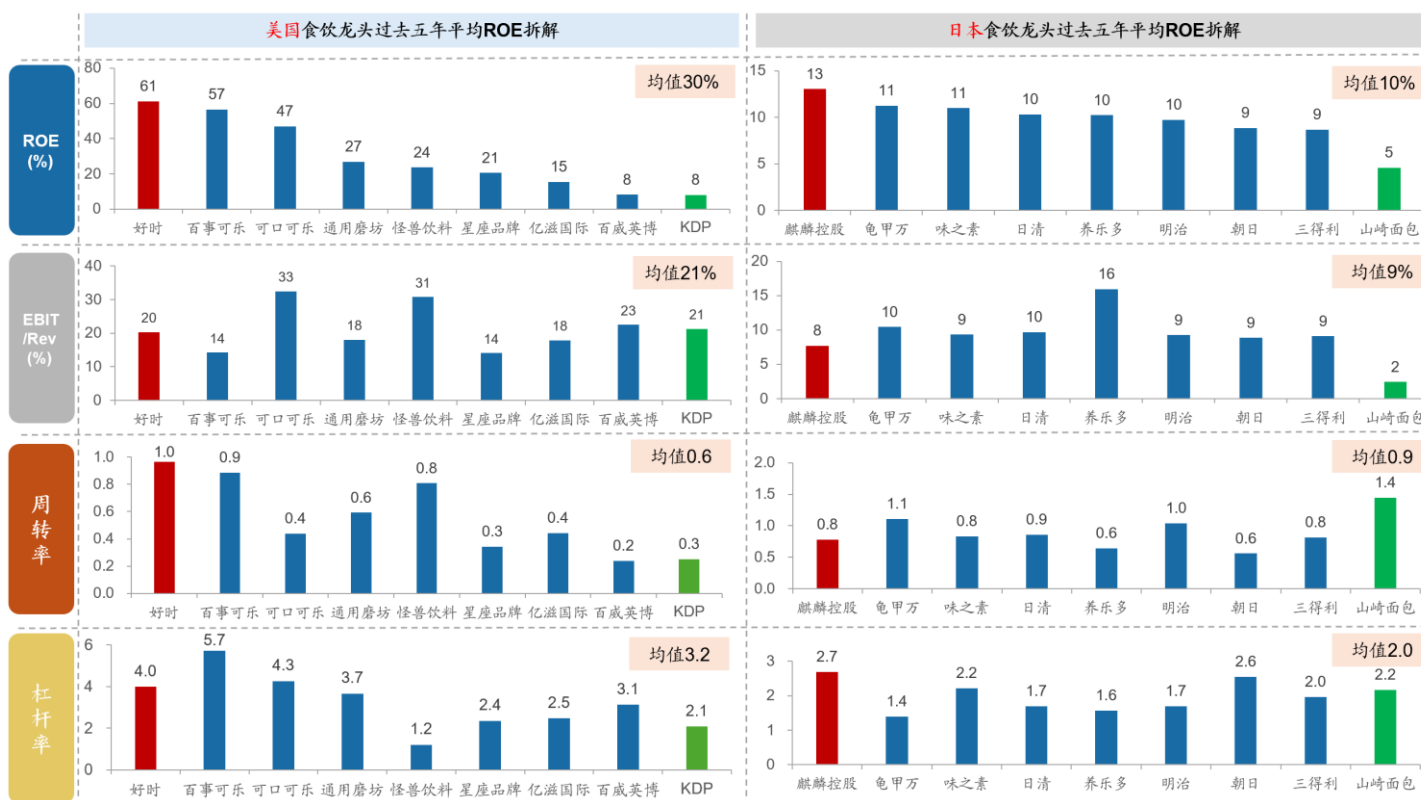
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 周转率=收入/平均资产, 杠杆率=平均资产/平均股权,

ROE=净利润/平均资产

近五年美国食品饮料龙头ROE均值为日本食品饮料龙头的3倍，其中盈利能力为其2倍，资金杠杆贡献剩余部分。以近五年个股表现看，美股好时、百事和可口可乐ROE相对较高，其中好时和百事在接近平均利润率水平情况下周转率和杠杆率较为领先，可口可乐则依托较高利润率水平支撑高ROE；日股除山崎面包外整体ROE差距并不明显，其中养乐多虽盈利水平较高但在周转效率等摊薄下处于均值水平。

图 62: 美国和日本食品饮料龙头ROE拆解 (2019-2023年均值)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

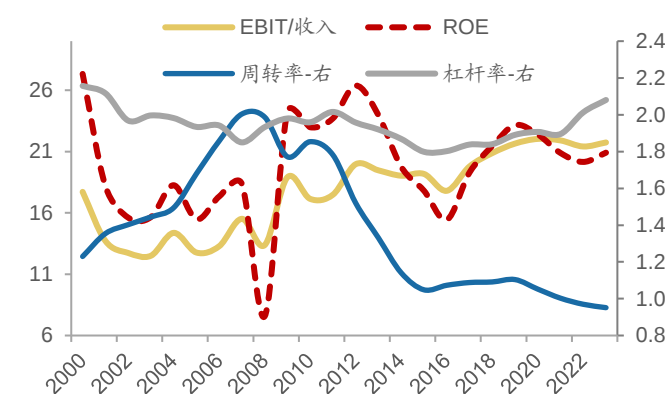
注: 净利率以 EBIT/收入替代主要考虑稳定性, 周转率=收入/平均资产, 杠杆率=平均资产/平均股权, ROE=净利润/平均资产

我国: 白酒ROE多在25%及以上, 大众品ROE中位数在20%附近。2000年以来, 我国食品饮料龙头ROE均值为20%, 高端酒毛利率偏高多在25%及以上, 整体随着利润率

的提升而提升，在整体收入增速放缓下资产周转率降速明显，杠杆率近两年略有增加，整体仍维持在2倍附近。与美日对比，我国食品饮料龙头整体ROE均值与美国存在一定差距，利润率均值与美国食品饮料龙头接近但剔除两家高端白酒，则与日本盈利水平趋同。周转率方面，我国整体自2014年降速以来与日本市场接近，参考美国市场，随着收入增速放缓、资本开支减少及现金流累计，中枢或会进一步回落。杠杆率方面，美国大幅高于中日市场，2023年杠杆率为中日市场的1.5倍。

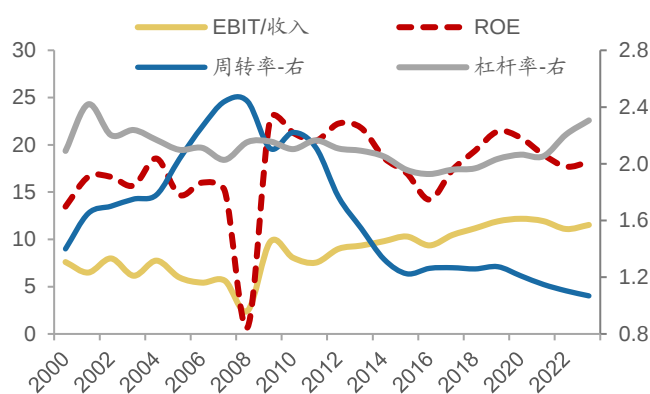
图 63: 我国食品饮料龙头拆解 (含白酒%)

图 64: 我国食品饮料龙头拆解 (不含白酒%)



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

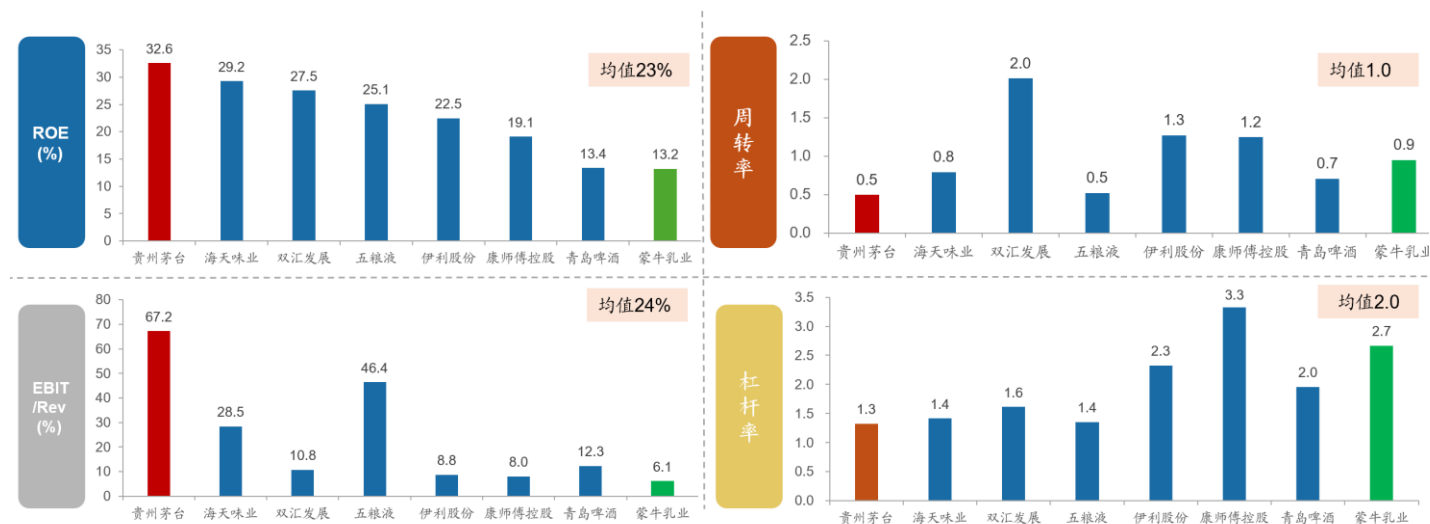
注: 周转率=收入/平均资产, 杠杆率=平均资产/平均股权, ROE=净利润/平均资产 (下同)



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

注: 周转率=收入/平均资产, 杠杆率=平均资产/平均股权, ROE=净利润/平均资产 (下同)

图 65: 中国食品饮料龙头ROE拆解 (2019-2023年均值)



数据来源: ifind、广发证券发展研究中心

(三) 分红: 低速下的安全垫

根据理论推导, 在永续增长假设下, 不同ROE及分红率对应PE估值中枢存在较大差异, 假设持续增长率g落在2-5%, 在50%以上的分红率水平下PE估值多落在14-20倍区间。参考目前沪深300估值隐含的要求回报率, 我们假设为8%, 在固定的分红率水平下, 要维持较高的稳态ROE水平需要较高且可持续的利润增速水平, 对应PE估值也应享有成长溢价。固定ROE如15%的中枢在70%的分红率下隐含持续增长率

为4.5%对应PE估值为21倍，若成长性进一步放缓至3%则需要80%的分红率以维持15%的ROE，与此同时PE估值降至16倍，要求回报率中有3%源自成长性、5%源自分红率，参考上述理论推导可将PB-ROE框架与PEG相互勾稽。但若仍处于高成长性公司，如利润CAGR快于要求回报率时则仍以PEG框架分析更为适中。

表7：可持续增长假设下不同ROE和分红率对应的PE、PB估值情况及收益率分解

ROE	10%	15%	20%	25%	30%
要求回报率 r	8%（动态指标&核心敏感性参数，不同的市场环境及不同的公司或存在不同的要求回报率）				
分红率假设：50%					
持续增长率 g	5.0%	7.5%	10.0%	12.5%	15.0%
DDM 模型下 PE	18	尚处成长周期，不适用永续增长假设			
PB	1.8	目前日本模式			
股息收益率	2.9%				
分红率假设：70%					
持续增长率 g	3.0%	4.5%	6.0%	7.5%	9.0%
DDM 模型下 PE	14	21	37	尚处成长周期，不适用永续增长假设	
PB	1.4	3.1	7.4		
股息收益率	4.9%	3.3%	1.9%		
分红率假设：80%					
持续增长率 g	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%
DDM 模型下 PE	14	16	21	28	42
PB	1.4	2.5	4.2	7.0	
股息收益率	5.9%	4.9%	3.8%	2.9%	1.9%
分红率假设：100%（g=0 & 股息率=要求回报率）					
PE	13	13	13	13	13
PB	1.3	1.9	2.5	3.1	3.8

数据来源：wind、Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：上述指标计算公式 $g=ROE*(1-d)$ 、 $PE=d/(1+g)/(r-g)$ 、 $PB=ROE*PE$ 、股息率= d/PE 均为理论计算存在较多假设前提

与之类似，根据我们近期发布的《食品饮料新周期，回归PB-ROE框架》报告中测算，将食品饮料行业（市值300以上稳健经营的公司）分为两类资产：（1）ROE理论可继续提升标的：已具备较高分红水平，在合理潜在增长水平背景下，未来ROE仍有望提升，例如贵州茅台、康师傅控股。（2）分红率有待提升标的：公司若要维持当前ROE水平，对应持续增长率偏高难以达成，需要提高分红率降低净资产以通过较低增长维持ROE水平，例如五粮液、泸州老窖、山西汾酒、海天味业等。从PB估值角度看，考虑持续增长率g水平，维持ROE水平不变且提升分红率，测算部分龙头公司股息折现对应PB估值高于目前实际PB估值，反映价格可能低估，例如贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、蒙牛乳业等。

表8：从PB-ROE估值模型看，食品饮料行业可分为两类资产

分类	公司	ROE（摊薄） 过去5年平均	假设 ROE（摊薄）	2023 分红率	假设分红率 d	增长率 g	折现 PB	PB_MRQ
ROE 理论可继续提升标的	贵州茅台	30.7%	35.0%	84.0%	84.0%	5.9%	12.8	7.7
	康师傅控股	19.8%	25.0%	98.0%	98.0%	0.5%	3.1	3.5
	百威亚太	7.8%	10.0%	82.2%	82.2%	1.8%	1.3	1.4

分红率有待提升 标的	五粮液	23.4%	23.4%	60.0%	80.0%	4.9%	5.7	3.5
	泸州老窖	28.1%	28.1%	60.0%	83.0%	5.0%	7.4	4.8
	山西汾酒	33.6%	33.6%	51.1%	83.0%	6.1%	12.8	7.8
	蒙牛乳业	12.5%	20.0%	40.0%	85.0%	3.1%	3.3	1.1
	古井贡酒	18.8%	23.0%	51.8%	80.0%	4.8%	5.5	4.9
	今世缘	21.4%	21.4%	39.8%	80.0%	4.5%	4.7	4.0
	迎驾贡酒	22.7%	22.7%	45.5%	80.0%	4.7%	5.3	5.0
	中国飞鹤	27.8%	20.0%	69.3%	85.0%	3.1%	3.3	1.2
	伊利股份	21.3%	21.3%	73.3%	90.0%	2.2%	3.2	2.8
	洋河股份	19.3%	19.3%	70.1%	85.0%	3.0%	3.1	2.2
	中国旺旺	24.6%	24.6%	81.2%	95.0%	1.2%	3.3	3.1
	农夫山泉	39.2%	39.2%	69.5%	90.0%	4.1%	8.7	14.4
	海天味业	27.2%	27.2%	65.1%	85.0%	4.3%	5.9	6.3
	青岛啤酒	12.8%	15.0%	63.9%	85.0%	2.3%	2.2	3.4
	青岛啤酒股份	12.8%	15.0%	63.9%	85.0%	2.3%	2.2	2.3

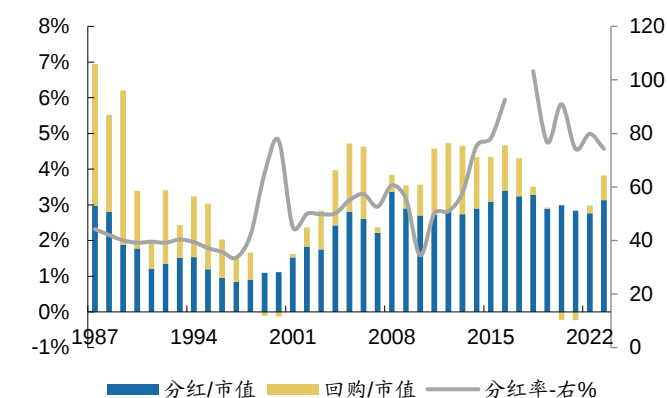
数据来源：Wind，《食品饮料新周期，回归 PB-ROE 框架》，广发证券发展研究中心

注：（1）作可持续增长假设，假设 ROE 维持不变下，折现 $PB=ROE（期初）*d*（1+g）/（r-g）$ ，ROE 采用 ROE（摊薄）换算为 ROE（期初）；市场预期收益率 r 参考全 A 估值取 8.5%； $g=ROE（期初）*（1-d）$

（2）数据截止 2024 年 6 月 21 日，筛选 300 亿以上市值公司；部分成长型企业尚未进入稳健经营，暂未考虑测算

对比美日主要龙头分红率和股息率表现，随着低速增长时代来临，以逐步提高的分红率和较为稳定的股息率或可提供投资者相对稳定的投资回报率预期。以可口可乐和百事为代表，2010 年以来两者分红率自 50% 逐步提升至 80% 附近，以分红和回购并举的方式提供 3-4% 的股息率；日本市场以味之素和麒麟为代表，尽管日本较低 ROE 对应的整体分红率中枢相对偏低，但自 2017 年以来两者分红率自 30% 逐步提升至 40-50% 左右，因前文所述通胀渐起后食品饮料龙头利润增速相对较快，因此日本食品饮料龙头的股息率均值在 1-2% 区间。

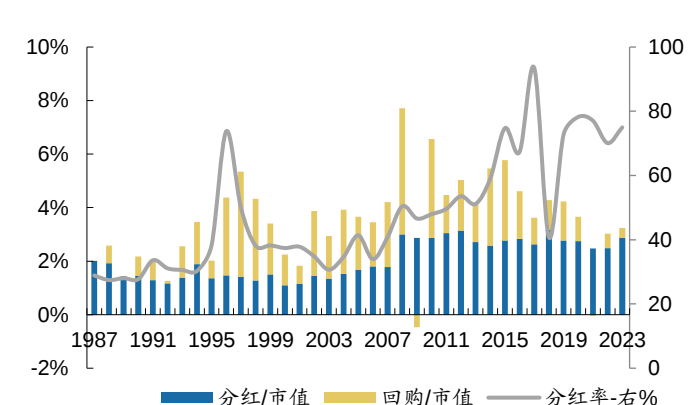
图 66：可口可乐分红率和股息率表现



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：分红/市值=已付股利/总市值，回购/市值=净股票回购/总市值，其中已付股利为现金流报表中实际支付值，净回购考虑当年增发金额及所有类型回购（下同）

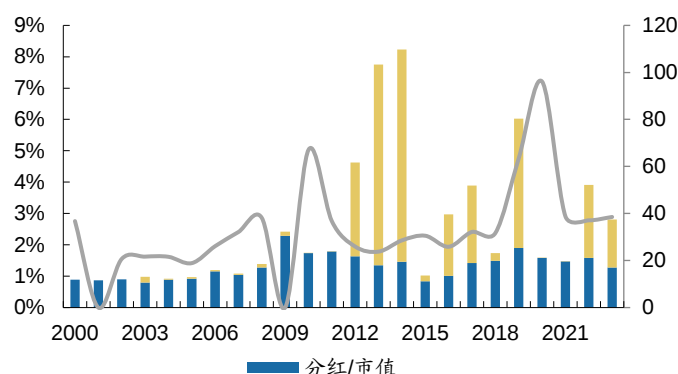
图 67：百事分红率和股息率表现



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

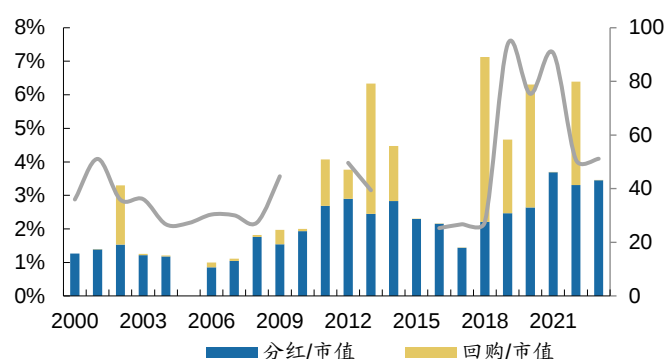
注：分红/市值=已付股利/总市值，回购/市值=净股票回购/总市值，其中已付股利为现金流报表中实际支付值，净回购考虑当年增发金额及所有类型回购

图 68: 味之素分红率和股息率表现 (2000-2023年)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 69: 麒麟分红率和股息率表现 (2000-2023年)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

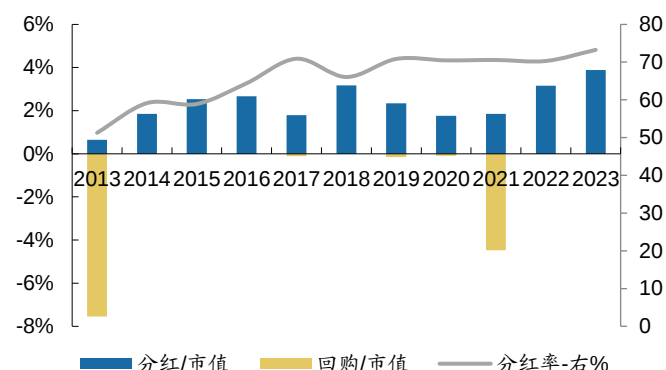
图 70: 茅台分红率和股息率表现 (2002-2023年)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 未含特别分红

图 71: 伊利分红率和股息率表现 (2013-2023年)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

五、投资建议

本文通过复盘美日食品饮料龙头低速时代下的表现以回答目前市场相对关心的基本面和定价等相关问题。通过分析发现, 低增长并不等于低回报, 成长虽稀缺但利润有抓手, 分红可托底下市场目前隐含较多长期悲观情绪。收入端参考美国长期温和通胀的背景下量价支撑龙头的内生增长, 外延并购提前潜在成长期权; 若参考日本长期通缩市场则需出海且多元化寻求增量。与稀缺的成长相比, 利润端考虑资本开支的逐步减少、价格竞争的边际弱化, 反内卷、修内功及规模效应等综合因素贡献下或仍可实现利润端成长。定价方面, 参考美日即使收入和利润CAGR降至中低个位数, 但平均PE依旧维持在20x附近, 美国是对稳定且相对较高ROE中枢给予模式溢价; 后者则是对日本利润效益提升给予成长溢价。参考我国食品饮料龙头ROE目前仍以净利率为核心推动, 随着资金效率和分红率提升, 预计稳态下ROE或可提供不亚于美日低速时代下的估值中枢。

食品饮料行业历经3年调整期, 目前大众品估值接近二十年最低位, 白酒行业泡沫逐步出清。结合基本面情况, 核心推荐: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、蒙牛乳业; 从

未来成长角度分析，随着需求侧改善，部分公司仍具备ROE提升机会，核心推荐：燕京啤酒、千禾味业、千味央厨、东鹏饮料。

六、风险提示

（一）宏观经济不及预期

宏观经济增长不达预期可能导致居民消费水平下降，影响食品消费；若PPI持续为负，则影响茅台价格以及白酒板块预期；若CPI下行或持续低位，则影响大众品板块价格逻辑，从而影响大众品公司收入和利润增长预期。

（二）原材料成本上涨

大多数食品企业原材料成本占比较高，若原材料价格大幅上涨，而公司出厂价未提升的情况下，公司净利润将受到较大影响。

（三）食品安全问题

行业历史上出现过食品安全事件影响公司发展的情况，存在一定的食品安全风险。食品安全对食品饮料公司业绩和估值影响较大。

（四）相关测算存在局限性

报告中我们使用了定量手段进行相关探讨，相关测算或许在可比性及可实现性存在局限，进而影响结论的准确性。

广发食品饮料研究小组

符 蓉：首席分析师，金融学硕士，8 年证券与基金投研经验。

郝 宇 新：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

高 鸿：资深分析师，经济学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

吴 思 颖：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

胡 慧：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

廖 承 帅：高级分析师，工程学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

张 晋 源：高级研究员，管理学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

殷 卓 龙：高级研究员，管理学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告