

消费行业深度研究报告

大变局下的企业抉择与新机

——美国 1970 年代消费龙头启示研究

- **研究特定历史片段下的企业策略，探寻商业规律和对当下中国消费品的启示。**通过复盘各国大变局之下特定片段的企业策略，无论对全球消费普适规律的研究，还是对当下中国消费企业的策略选择启示，进而对资本市场投资方向，都好比一面镜子，以史为鉴，并寻找突破的力量！因此，华创大消费组在去年系统研究 1990 年代日本消费品行业（详见《再较中日辨异同，拨云见日鉴未来》）基础上，进一步对 1970 年代美国消费龙头系统研究。
- **1970 年代的美国：深度滞胀的经营逆境，漂亮 50 泡沫破灭的资本市场，但美国现代生活方式初形成。**经济信心上，美国 1970 年代经历两次石油危机，居民消费、私人部门投资大幅放缓，1974-1980 年，美国经济陷入深度滞胀，失业率飙升。社会心理上，战后婴儿潮成年后，与父辈高涨的信心不同，贫富差距加大，社会犯罪率和离婚率高涨，同时一批厌弃矛盾现实、放逐自我的嬉皮士从出现到空前盛况。但随着汽车、有线电视的普及，美国现代生活方式雏形初步形成。资本市场上，1970 年代初期“漂亮 50”行情结束，1973-1974 年股市经历了严重的下跌，标普 500 几乎腰斩，可口可乐等消费龙头年内双杀，多数跌去 60% 市值，但美国现代生活方式的消费新机却悄然孕育，沃尔玛 1970 年上市，十年间利润增长近 35 倍，至 1985 年更是在 1980 年基础上利润继续增长 6 倍。
- **伟大企业逆境中的选择。**可口可乐凭借强品牌积淀，卡位成长性赛道实现稳健增长，策略上份额优先，配合以持续收购整合瓶装商以提升销量；百威逆境坚守品质、营销战大败米勒、推出淡啤布局下一个十年；亨氏现代化治理改革发力，聚焦主业、回归本土市场，奠定下一个十年发展机会。沃尔玛把握折扣零售趋势，严控成本、薄利多销以吸引消费者，70 年上市募资后逆势收购扩张实现弯道超车，成为屹立至今的大公司中为数不多在 70s 表现强势的；而麦当劳乘快餐渗透之风快速扩张，上市融资后借前期低利率环境布局地产，翘杠杆做深加盟；家得宝在 DIY 家装风潮兴起之下，通过低价策略、完善的服务，积极开店抢占份额，耐克把握运动健康生活方式，强营销打造品牌，深耕研发引领行业；而泰森则受益鸡肉需求快速扩容，同时坚持现金为王，并在低位收购扩张产业布局，利用合同制生产平滑利润波动。
- **经营和资本策略的共性与启示。**纵观伟大消费品企业的历史，在时代浪潮和周期起伏之中，现金流健康永远是本质和核心，简单而言，百年消费品企业战略即“赚更多的钱、留更多现金、底部伺机收购”，长期致胜都离不开风控，并在时代长河中不断突破和发展。聚焦 70s 美国和 90s 日本的几点经验和启示：
 - 1、**传统龙头逆流而上的核心：强风控、守份额、留现金，以定力谋未来。**尽管不同消费商业模式有一定差距，但龙头在 1970S 的理性抉择却类似，即市场地位，且压力之下风控是第一，收紧拳头卡位主业，即便利润表收缩，但在手现金是底牌。萧条后期长期思维，布局新业务以谋长远，上行期再抓住机遇实现跃迁，进攻策略扩张新业，留存现金是扩张的基础。
 - 2、**破卷而出的关键：新生活方式孕育新消费趋势，大变局也出大牛股。**任何年代都有新的生活方式，新趋势和商业模式孕育大牛股。1970S 美国汽车、电视等普及，现代生活方式形成，同时社会心理上的迷思，也正需要正能量引领，新的商业模型和经营模式便悄然而生；1990S 日本在通缩环境下的性价比消费兴起，同时老龄化和妇女工作也推动乳酸菌、预制菜等行业发展。在消费内卷的年代也孕育出沃尔玛、宜得利等大牛股，耐克等企业也成为新生力量的代表。
 - 3、**企业资本策略启示：现金是重要底牌，分红率可升可降。**大量在手现金，既是穿越周期防风险的底气，也是底部收购的前提。分红率实际上可根据公司发展阶段调整，停滞期提升，发展期可下降。资本市场低迷期间，消费品龙头通过分红保障股东利益。
 - 4、**对价值投资者的启示：以最底线的思维出价，底部边际好转也收益可观。**在市场恐慌之时，基础消费投资即便以最底线的思维，即只要品类不会消失，且公司还能永续经营，即便不再增长，也值得出手布局。以可口可乐为例，在 1974 年估值最低点 10 倍 PE 附近，但也意味着只要不再下滑，投资十年即可收回投资成本，但实际上，随着 75 年宏观刺激政策、成本缓和与公司业绩重回增长，股价随之大幅反弹，至 76 年初股价接近翻倍。
- **风险提示：**国情不同使得参考偏差、宏观需求持续疲软、行业竞争加剧等。

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

证券分析师：雷轶

邮箱：leiyi@hcyjs.com

执业编号：S0360522060001

证券分析师：刘一怡

邮箱：liuyiyi@hcyjs.com

执业编号：S0360524070003

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

投资主题

报告亮点

通过研究 70s 美国滞胀时期下的企业策略，探寻商业规律和对当下中国消费品的启示。上世纪 70 年代，美国面临深度滞胀，资本市场漂亮 50 泡沫破灭，同时现代的生活方式初形成。即便在大变局之下，70-80s 美股既有可口可乐、百威、麦当劳等传统消费品龙头从逆流而上，又有沃尔玛、家得宝、耐克等新势力破卷而出。虽然当下我国外部环境与美国并不完全相同，但经济滞缓、消费力下降以及重视精神服务消费的社会心理状态却十分相似。我们复盘这一阶段伟大企业的策略，既探寻消费龙头穿越周期的普适规律，又为当下中国消费企业的策略选择与资本市场投资方向提供启示。

- **传统龙头逆流而上的核心：强风控、守份额、留现金，以定力谋未来。**1970s 消费龙头共性是收紧拳头卡位主业，且压力之下风控是第一，即便利润表收缩，但现金流是底牌，萧条后期布局新业务以谋长远，上行期再抓住机遇实现跃迁，留存现金是扩张的基础。
- **破卷而出的关键：新生活方式孕育新消费趋势，大变局也出大牛股。**任何年代都有新的生活方式，新趋势和商业模式孕育大牛股，美国 70s、日本的 90s 等消费内卷的年代也孕育出沃尔玛、宜得利等大牛股，耐克等企业也成为新生力量的代表。
- **企业资本策略启示：现金是重要底牌，分红率可升可降。**大量在手现金，既是穿越周期防风险的底气，也是底部收购的前提。分红率实际上可根据公司发展阶段调整，停滞期提升，发展期可下降。资本市场低迷期间，消费品龙头通过分红保障股东利益。
- **对价值投资者的启示：以最底线的思维出价，底部边际好转也收益可观。**在市场恐慌之时，基础消费投资以最底线的思维，即只要品类不会消失且公司还能永续经营，即便不再增长，也值得出手布局。以可口可乐为例，在 1974 年估值最低点 10 倍 PE，意味着只要不再下滑，投资十年即可收回投资成本，但实际上，随着 75 年宏观刺激政策、成本缓和与公司业绩重回增长，股价随之大幅反弹，至 76 年初股价接近翻倍。

目 录

一、1970 年代美国 VS 1990 年代日本：时代背景的相似性	9
（一）经济增长：繁荣后的停滞	9
（二）社会心理：迷思的一代	11
（三）资本市场：泡沫与陨落	14
（四）尽管国情有别，但复盘全球伟大企业仍有所裨益	15
二、伟大消费品企业的应对、穿越与破局	17
（一）可口可乐：1970S 逆境前行，全球化多元化的关键一跃	17
（二）百威：从逆境抉择到全面收获，实现从龙头到霸主的蜕变	24
（三）亨氏：现代化治理改革，奠定企业护城河	31
（四）沃尔玛：“美式现代生活”的引领者，折扣零售先锋	37
（五）麦当劳：美式快餐代表，餐饮+地产双管齐下	44
（六）家得宝：DIY 文化引领者，铸就全球家居零售龙头	52
（七）Nike：国际运动品牌龙头，研发+营销全面领先行业	60
（八）泰森食品：立司 90 年的产业一体化之路	67
三、经营和资本策略的经验与启示	79
（一）逆流而上的核心：强风控、守份额、留现金，以定力谋未来	79
（二）破卷而出的关键：新生活方式孕育新消费趋势，大变局也出大牛股	80
（三）资本策略的启示：现金是重要底牌，分红率可升可降	81
（四）价值投资者的启示：以最底线的思维出价，底部边际好转也收益可观	81
四、风险提示	83

图表目录

图表 1 美国 1970 年代前后 GDP 变化	10
图表 2 美国 1970 年代 CPI 增速维持高位（单位：%）	10
图表 3 美国 1970 年代失业率大幅上涨（单位：%）	10
图表 4 美国 1970-1990 年贫富差距进一步扩大	10
图表 5 70 年代美国滞胀背景下的经济表现	10
图表 6 日元汇率升值过程及 GDP 增速变化	11
图表 7 日本 CPI 石油危机期间同比加速增长	11
图表 8 1989 年底日经 225 指数断崖式下跌	11
图表 9 1991 年日本房地产泡沫开启破灭	11
图表 10 滞胀期美国消费者以信贷消费为抗通胀手段	12
图表 11 1970s 起美国基尼系数持续提升	12
图表 12 抨击政府、资本家和主流社会的嬉皮士	12
图表 13 1969 年“拯救世界”的伍德斯托克音乐节	12
图表 14 1970s《教父》《唐人街》引起轰动,《阿甘正传》也是 1970 故事背景	12
图表 15 日本动画播出数及新增数	13
图表 16 日漫销量 TOP10 作品大多数诞生于平成年代	13
图表 17 日本游戏市场（含软硬件）迎来黄金时代	13
图表 18 日本 1986-2001 年游戏玩家人数及参与率	13
图表 19 70s 美股在多重冲击下进入原地踏步状态,漂亮 50 泡沫破灭	14
图表 20 90s 日股泡沫破裂后,经历了长达二十年的低迷阶段	15
图表 21 中（左）日（右）人均可支配收入对比	16
图表 22 日本三大城市圈地图人口、经济占比过半	16
图表 23 中国 CPI 表现情况	16
图表 24 23 年起奶、食用油等消费品零售价格下行	16
图表 25 可口可乐收入成长阶段划分图	17
图表 26 美国碳酸饮料人均消费量 90s 前持续增长	18
图表 27 美国软饮料市场格局,70s 百事进攻激烈	18
图表 28 可口可乐在 70 年代收入保持双位数 CAGR	18
图表 29 可口可乐成本压力之下缩减费用投入	18
图表 30 经典元素塑造品牌形象	19
图表 31 可口可乐销售费用投放力度大	19
图表 32 强品牌力叠加高营销投放推动实现全球化	19
图表 33 可口可乐瓶装商,从收购整合到剥离报表	19

图表 34	80s 可口可乐通过优化业务/资本结构等手段，实现利润率的稳步提升	20
图表 35	可口可乐全球化进程	21
图表 36	80 年代末美元贬值有利可乐全球化扩张	22
图表 37	可口可乐国际市场收入明显提升	22
图表 38	可口可乐多元化布局情况	22
图表 39	美国人均糖消费量 70s 开始下降	23
图表 40	美国 TOP6 碳酸饮料品牌产品市场份额	23
图表 41	可口可乐 70-80 年代估值与收益率复盘	24
图表 42	可口可乐分红率及股息率走势图	24
图表 43	啤酒行业 70s 仍有量增，80s 销量见顶	25
图表 44	1980 年以后百威增长独领风骚	25
图表 45	70s 大麦、铝材的成本趋势	26
图表 46	70s 百威基本面复盘	26
图表 47	各头部公司每桶营销费用对比	27
图表 48	安海斯布希销售费用率及广告费用率情况	27
图表 49	百威全美产能布局节奏与地理分布	28
图表 50	百威经销商建设政策	28
图表 51	米勒清啤（Miller Lite）产品图	28
图表 52	百威在 80s 前后在各价格带陆续布局清啤	28
图表 53	1980s 百威销量与份额持续高增	29
图表 54	80 年代开始，百威全面收获、盈利大幅优化	29
图表 55	70s-80s 百威股价与估值走势图	30
图表 56	安海斯布希分红率与股息率复盘	30
图表 57	亨氏公司经营历史及社会发展背景梳理	31
图表 58	亨氏公司发展历史梳理	31
图表 59	1960s 年代亨氏经营出现波动	32
图表 60	亨氏 1960 年代国内盈利能力长期低于国外	32
图表 61	Burt Gookin 改革策略梳理	33
图表 62	1966-1979 年亨氏营收复合增速接近 11%	33
图表 63	亨氏利润率在 1970 年代末实现明显提升	33
图表 64	压缩成本带动亨氏利润率持续提升	34
图表 65	1980 年代亨氏大幅度增加广告费用	34
图表 66	亨氏番茄酱产品持续迭代	35
图表 67	亨氏番茄酱市占率持续提升	35
图表 68	60 年代到 21 世纪亨氏番茄酱如何实现增长	35

图表 69	亨氏三次大规模出海梳理	36
图表 70	1980 年代亨氏实现多元化业务布局	36
图表 71	亨氏历年分红比例及股息率	37
图表 72	亨氏历年 ROE 拆解	37
图表 73	美国城镇化率%.....	38
图表 74	美国人均可支配收入（美元）及同比	38
图表 75	1960-1966 年底美国折扣百货行业发展	38
图表 76	沃尔玛发展历程	39
图表 77	2023 年沃尔玛各类门店面积，数量及占比	39
图表 78	沃尔玛同店销售增速（%）	40
图表 79	沃尔玛在店内到处打出强调低价的标语	41
图表 80	沃尔玛在店内强调顾客满意度，不满意的商品可以退换和维修	41
图表 81	改造之后的沃尔玛门店	41
图表 82	沃尔玛 1968-1998 期间门店数	42
图表 83	沃尔玛门店店内 - 仓储式陈列	42
图表 84	沃尔玛 1971-1998 期间毛利率和销售管理费率	43
图表 85	沃尔玛营业收入及同比（千美元）	44
图表 86	沃尔玛净利润及同比（千美元）	44
图表 87	沃尔玛股价图/美元	44
图表 88	沃尔玛 PE	44
图表 89	美国快餐行业技术发展	45
图表 90	美国快餐行业发展历程	45
图表 91	麦当劳标志设计历史	46
图表 92	MCD 用餐流程示意图	46
图表 93	麦当劳加盟店数量	47
图表 94	MCD 发展历程	47
图表 95	麦当劳巨无霸套餐	48
图表 96	麦当劳海报	48
图表 97	麦当劳核心单品及其推出时间	49
图表 98	麦当劳同店表现/%.....	50
图表 99	美国食品 CPI 同比变化%.....	50
图表 100	美国无风险利率走势变化	51
图表 101	麦当劳收入及同比（百万美元）	52
图表 102	麦当劳净利润及同比（百万美元），净利率（%）	52
图表 103	麦当劳股价变化/美元	52

图表 104	麦当劳 PE	52
图表 105	家得宝营收及门店情况	53
图表 106	美国人口出生率情况（‰）	53
图表 107	纽约市 1960-1990 年的部分住房保障措施	53
图表 108	美国产业向阳光地带迁移	54
图表 109	美国全国人口迁移率（%）	54
图表 110	1999 年后存量房销售占主导地位	54
图表 111	约 31% 的住宅建于 1960 年前（截至 2010 年）	54
图表 112	1970s 起美国城市化率已度过高速爬坡期	55
图表 113	美国个人家具及家用设备消费支出情况	55
图表 114	美国私人非农企业生产和非管理人员平均周薪年均值（单位：美元）	55
图表 115	家得宝主打 DIY 模式	56
图表 116	家得宝坚持薄利多销的产品策略，通过定价吸引消费者	56
图表 117	2021 年家得宝供应商分布	57
图表 118	家得宝是仓储式大型家居卖场	58
图表 119	1985 年劳氏在美国的门店分布	58
图表 120	1985 年家得宝门店布局	58
图表 121	1981-2000 年家得宝门店数量	59
图表 122	1981-2000 年家得宝单店周销售额（万美元）	59
图表 123	家得宝组织文化	59
图表 124	家得宝和劳氏人均销售额情况（万美元）	59
图表 125	1995-2011 年美国业主选择 DIY 比例	60
图表 126	家得宝主要业务模式	60
图表 127	海外市场拓展面临三大难题	60
图表 128	2012-2023 年公司各地区营收占比（%）	60
图表 129	公司旗下主要有 Nike、乔丹和匡威三大品牌	61
图表 130	Nike 收购历史复盘	61
图表 131	比尔·鲍尔曼是俄勒冈大学田径教练	62
图表 132	鲍尔曼为鬼冢虎设计的 Tiger Cortez 跑鞋	62
图表 133	慢跑运动在美国成为热潮	63
图表 134	华夫饼鞋底赋予了新品较好的防滑性能	63
图表 135	19 世纪 70 年代，Nike 在产品、营销和生产端做出调整，顺利把握慢跑风潮	63
图表 136	Nike 成为了嘻哈文化中的重要元素	64
图表 137	Nike 在篮球领域签约多位明星代言人	64

图表 138	Nike 部分核心技术	64
图表 139	公司首位明星代言人普雷方丹	65
图表 140	公司前瞻性与迈克尔·乔丹达成签约	65
图表 141	Nike 通过情感营销增强消费者连接	65
图表 142	马拉松成为一项潮流运动	66
图表 143	Nike 大中华区营收快于整体，近两年跑输	66
图表 144	中国/越南/柬埔寨生产要素对比和关税梳理	66
图表 145	龙头东南亚供应占比提升	66
图表 146	Nike 供应商工厂数量及前五大服装类供应商占比	67
图表 147	泰森食品、标普 500 指数历史相对表现	68
图表 148	美国百年白羽鸡产业发展史	68
图表 149	1960-1980 年美国肉鸡行业发展（行业爆发伴随企业数量减少，供给端优化）	69
图表 150	1960-2023 年美国各类肉类消费量	69
图表 151	1960-2023 年美国各类肉类消费比例	69
图表 152	美国白羽鸡三种消费方式的改变趋势	70
图表 153	美国白羽鸡快餐消费占市场与餐饮服务消费比	70
图表 154	泰森食品发展历程一览	71
图表 155	美国二战时期（1941-1945）鸡肉消费高增	71
图表 156	1940s 末泰森稳定的鸡苗/饲料/肉鸡三大业务	71
图表 157	泰森 1930-1949 年与 1950-1969 年产业链变化	72
图表 158	看重扩大盈利的“质”	72
图表 159	泰森食品上市以来总资产阶段性上升	73
图表 160	泰森上市以来主营收入呈阶梯式上升趋势	73
图表 161	1969-1979 年泰森收入累计增长超 500%	74
图表 162	1969-1979 年泰森利润累计增长 469%	74
图表 163	1969-1979 年泰森 EPS 增长约 65%（1978 年公司进行了 1 股拆分为 4 股）	74
图表 164	滞胀时期泰森的收购	76
图表 165	泰森在产品开发、营销、渠道建设领域的综合能力突出	77
图表 166	消费龙头经验总结	79
图表 167	美国 70S 和日本 90S 消费牛股对比表	80
图表 168	新势力把握消费新趋势破卷而出	80
图表 169	龙头资本策略启示	81
图表 170	漂亮 50 核心消费股 71-76 年净利润和收益率走势	82

前言：20 世纪 70 年代的美国，一度被称为“暗淡的一代”，战后经济繁荣结束，1973-1974 年石油危机引发严重滞胀，美苏争霸处于下风，战后“婴儿潮”成年后迷思。资本市场层面，美股经历 1970 年代初的“漂亮 50”行情后泡沫破灭。20 世纪 90 年代的日本，市场在消费品领域已有较多关注研究，日本“失落的三十年”，经济陷入停滞，人口老龄化下的社会结构和消费习惯变化。资本市场也走向低迷，但也不乏穿越周期的牛股。

华创大消费组在去年系统研究 1990 年代日本消费品行业（详见《再较中日辨异同，拨云见日鉴未来》）基础上，进一步对 1970 年代美国消费龙头系统研究，希望寻找出全球消费品伟大公司穿越周期的共性经验，对我国消费龙头中长期发展形成启示。

一、1970 年代美国 VS 1990 年代日本：时代背景的相似性

（一）经济增长：繁荣后的停滞

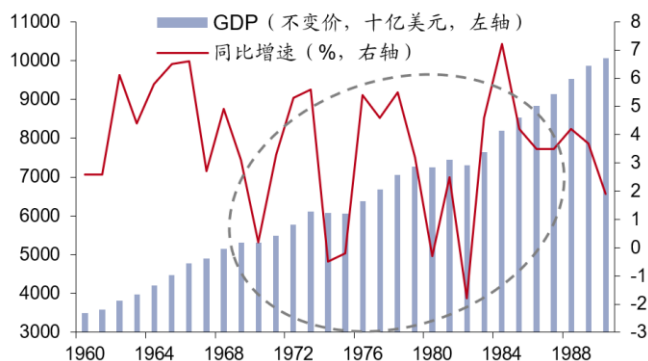
1、美国：石油危机、经济滞胀与“暗淡的一代”

美国 70 年代步入滞胀时期。二战后得益于马歇尔计划及战后世界贸易体系形成、婴儿潮及中产阶级成长，美国迎来 20 年黄金发展期。但 1973 年和 1979 年地缘冲突下石油危机爆发，居民消费、私人部门投资大幅放缓，1974-1980 年，美国 GDP 平均增速仅 2.5%，CPI 平均增速高达 9.3%，经济陷入深度滞胀。利率的持续飙升也大幅压低估值（国债收益率从 6%一路升至 14%）。美股整体处在原地踏步阶段，漂亮 50 估值大幅下杀。

- **60 年代后期美国货币和财政政策双宽，埋下通胀危机。**70 年代初期美国 GDP 增速明显下降，甚至出现负增长。CPI 居高不下，且维持高位。
- **1973 年、1979 年石油危机爆发，加速滞胀的恶化。**一方面，美元作为石油国际结算的唯一货币大幅贬值，促使美国通胀快速上升；另一方面，美国不得不采取一系列节油节电措施，导致工业生产下降。美国居民消费支出下滑，私人部门的生产投资活动亦大幅放缓，消费品企业成本压力无法顺畅传导，盈利端承受巨大压力。
- **美股震荡下跌，漂亮 50 行情阶段性结束。**受美联储连续加息、粮食价格上涨和石油危机等一系列事件的影响，加上美国货币政策偏紧叠加美元危机再现，导致美国长期利率持续上行，美股震荡下跌，上市公司业绩增长的同时，估值呈下杀趋势。

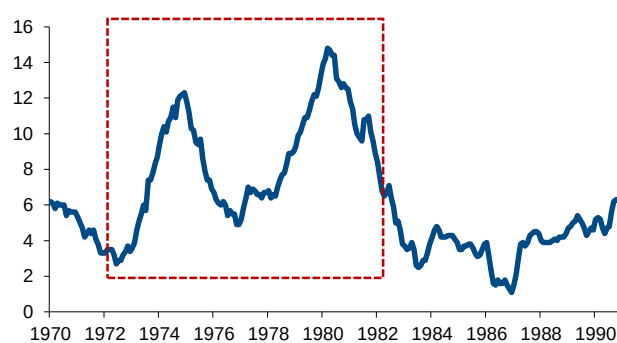
美国 1970s 失业率飙升、贫富差距扩大，被称为“暗淡的一代”。70 年代滞胀发生后，美国出现了大量失业和严重通货膨胀同时发生的情况，失业率由 1970 年的 3.9%，到 1975 年上升至 8.8%，1982 年达到最高点 10.8%。同时，滞胀还导致了贫富差距的扩大，美国基尼系数由 1970 年的 0.366 上升至 1990 年的 0.383。

图表 1 美国 1970 年代前后 GDP 变化



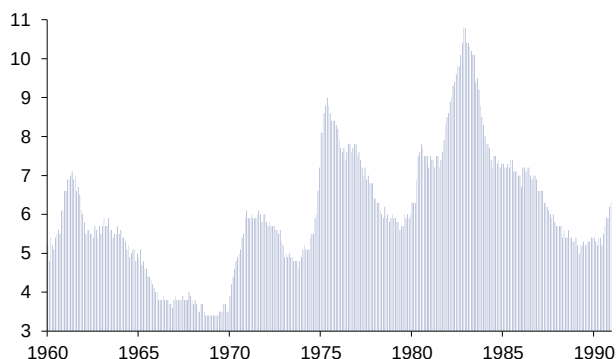
资料来源：Wind，华创证券

图表 2 美国 1970 年代 CPI 增速维持高位（单位：%）



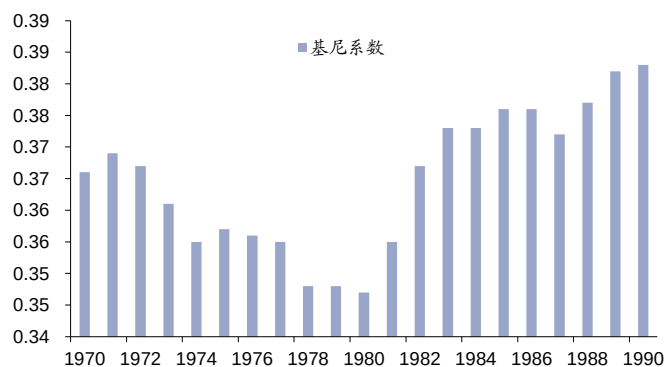
资料来源：Wind，华创证券

图表 3 美国 1970 年代失业率大幅上涨（单位：%）



资料来源：Wind，华创证券

图表 4 美国 1970-1990 年贫富差距进一步扩大



资料来源：Wind，华创证券

图表 5 70 年代美国滞胀背景下的经济表现

时期	GDP 复合增速	失业率	工业产能利用率	通胀水平
1971~1973	4.7%	5.5%	84.5%	4.6%
1974~1975	-0.4%	7.1%	80.7%	10.1%
1976~1978	5.2%	6.9%	83.1%	6.6%
1979~1982	0.9%	7.6%	79.5%	10.3%

资料来源：Wind，华创证券

2、日本：孤独社会、低欲望社会与“失去的三十年”

日本 90 年代步入“失去的三十年”。日本经济历经二战至 1970 年间的高速增长后，1971-1990 年悄然骤变：期间尼克松冲击、石油危机、广场协议等争端层层叠加，导致日元大幅升值，出口链严重受挫，实体经济衰落，资金疯狂涌入股市、房地产。直至 20 世纪 90 年代初，日本经济泡沫破裂，开始陷入“失去的三十年”。

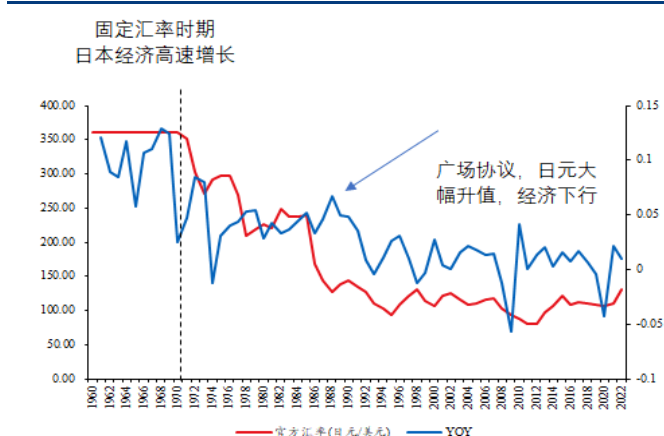
- **尼克松冲击、石油危机下高增长时代结束。**1973 年日元正式转向浮动汇率制同时伴随 73 年和 79 年两次石油危机的爆发引发日本严重通货膨胀。1974 年日本经济增长率锐减，日本高速经济增长的时代终结。
- **日本出口：美日贸易摩擦日益激化。**随着 60 年代日本家电内需市场难以支撑家电企

业的发展，在 70 年代日本家电大举进入美国市场；同样在 80 年代，日本汽车和半导体产业也开始占领美国市场。但出口的不断增长使美日贸易摩擦日益激化。

- **广场协议、泡沫经济崩溃陷入“失去的三十年”。**1985 年 9 月，美国通过签订《广场协议》干预美元贬值、日元升值。全球和日本资金流入不动产和股票市场日本政府意识到错误的货币政策助力了泡沫经济的形成，后剧烈的金融紧缩让股市和房市跳过降温直接冰冻之后日本陷入长达三十年的低迷。

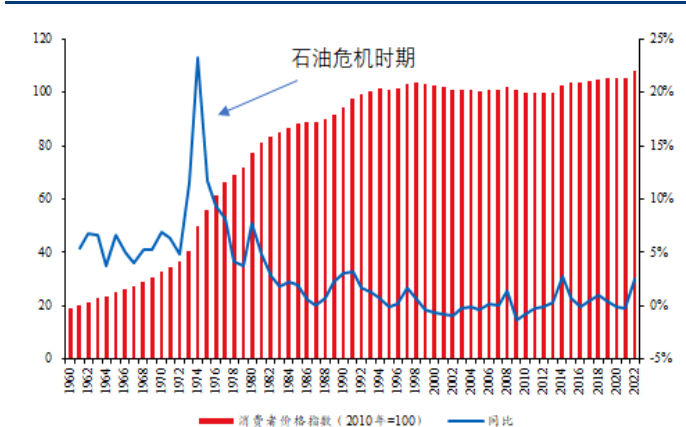
孤独社会、低欲望社会是“失去的三十年”典型现象。泡沫破灭导致日本巨大的财富损失和长期经济低迷，人口老龄化和少子化问题加剧了社会保障体系的压力，同时劳动力短缺，居民消费意愿萎缩。大前研一笔下“只关心以自己为圆心半径 3 米内的事情”的平成年轻人，不买房、不存款、不恋爱、不结婚，沉迷于游戏、动漫、二次元世界，男性终身未婚率从 1985 年的 3.9% 提升至 2015 年 23.4%，日本步入少子老龄化社会。

图表 6 日元汇率升值过程及 GDP 增速变化



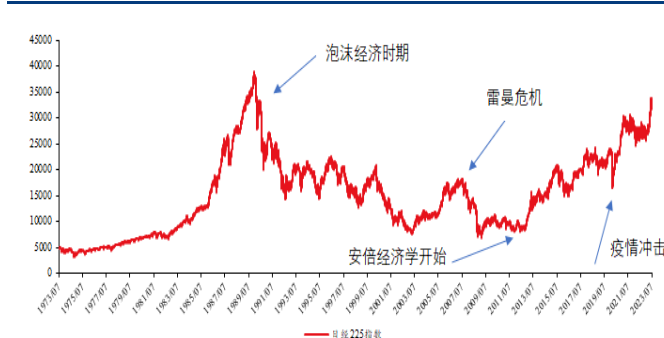
资料来源：世界银行，华创证券

图表 7 日本 CPI 石油危机期间同比加速增长



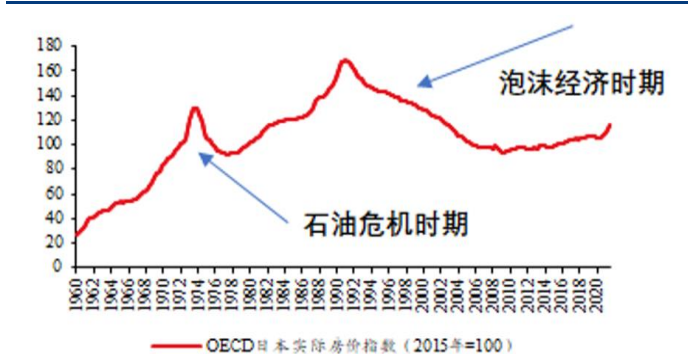
资料来源：世界银行，华创证券

图表 8 1989 年底日经 225 指数断崖式下跌



资料来源：同花顺，华创证券

图表 9 1991 年日本房地产泡沫开启破灭



资料来源：同花顺，华创证券

(二) 社会心理：迷思的一代

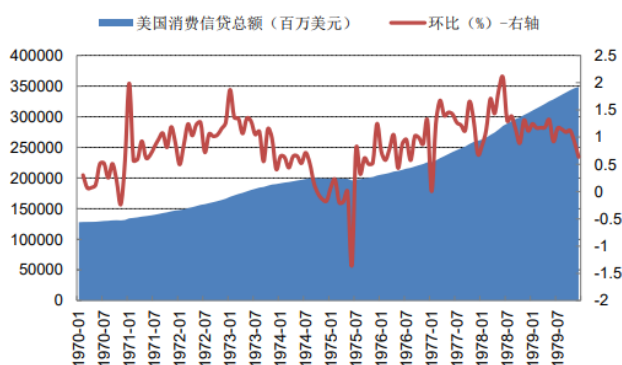
1、美国：及时享乐与放逐自我，但美国现代生活方式雏形形成

把握当下，自我享乐，从嬉皮士到雅皮士。60 年代出现了一批厌弃矛盾现实、放逐自我的嬉皮士，他们蔑视传统留着长发，抨击着政府与资本家，有意识地远离主流社会，1969

年十万嬉皮相聚在伍德斯托克摇滚音乐节，表达“自由、反战”；“活在当下、放逐自我”形成“垮掉的一代”主流思想。而在经历了 70 年代的经济衰退之后，他们对自身的经济状况有着更深的担忧。在高失业率和通胀率的威胁下，他们将精力放在工作上，以期获得更多的收入来保障其生活水平，普遍“花明天的钱圆今天的梦”，同时对社会问题毫不关心。

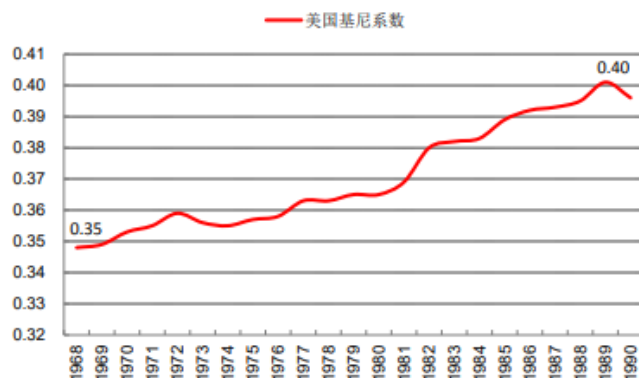
滞胀时期迷思的一代，但美国现代生活方式雏形初步形成。战后婴儿潮成年后，与父辈高涨的信心不同，越战后伤疤及经济停滞背景下，贫富差距加大，社会犯罪率和离婚率高涨。至于思想文化上，凯恩斯理论衰退到自由经济学说盛行，随着汽车、有线电视、广播和报纸的普及，不同文化和价值观互相冲击碰撞，70s 美国现代生活方式雏形初步形成。

图表 10 滞胀期美国消费者以信贷消费为抗通胀手段



资料来源：同花顺，华创证券

图表 11 1970s 起美国基尼系数持续提升



资料来源：同花顺，华创证券

图表 12 抨击政府、资本家和主流社会的嬉皮士



资料来源：The American Conservative，华创证券

图表 13 1969 年“拯救世界”的伍德斯托克音乐节



资料来源：麻雀特工公众号，华创证券

图表 14 1970s《教父》《唐人街》引起轰动，《阿甘正传》也是 1970 故事背景



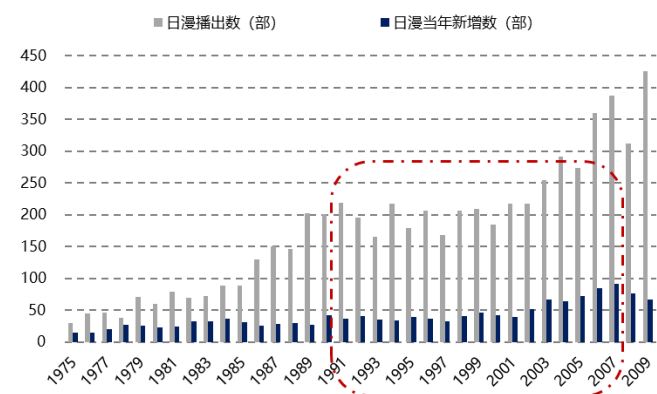
资料来源：科闻社，新浪网，华创证券

2、日本：漫画/游戏/偶像经济，构建精神乌托邦

90年代日本动漫行业和游戏兴起，构建精神“乌托邦”。90年代平成时期，人们生活温饱但不宽裕，用低欲望和廉价自我麻痹。日漫成为一股重要的文化浪潮，1991-2000年间日本动画播出数较80年代同一区间YOY+59.1%，同期日漫新增数累计YOY+23.3%，这一时期也产生了众多经典巨制：《海贼王》、《火影忍者》、《死神》、《灌篮高手》、《银魂》、《数码宝贝》、《名侦探柯南》、《美少女战士》等。与此同时，日本整体游戏市场规模在97年达到6603亿日元的阶段性高点，游戏玩家参与率从91年14.8%提升至01年26%。

养成系偶像经济爆发，迷茫一代的“造梦”入口。依托婴儿潮带来的青壮年数激增，以及战后经济飞速发展，六七十年代山口百惠、中森明菜等成为国民级艺人。她们往往以极清纯的形象出道，业务能力强，满足人们对偶像的幻想。但随着90年代泡沫经济崩溃，男性经济压力陡增，演歌需求断崖式下跌，唱片公司面临巨大压力；同时，电视台等媒体资金紧张，砍掉不必要的节目，艺人曝光率下滑。据日本唱片协会统计，1991-2000累计出道歌手3299人，同比80年代下滑25%。于是经济下行期，B2C造星转变为C2C养成模式，平凡的女孩在自己的支持下成为万众瞩目的明星——这种对他人命运的主宰感，给那些在现实生活中面临诸多不顺的宅男们提供了“造梦”入口。

图表 15 日本动画播出数及新增数



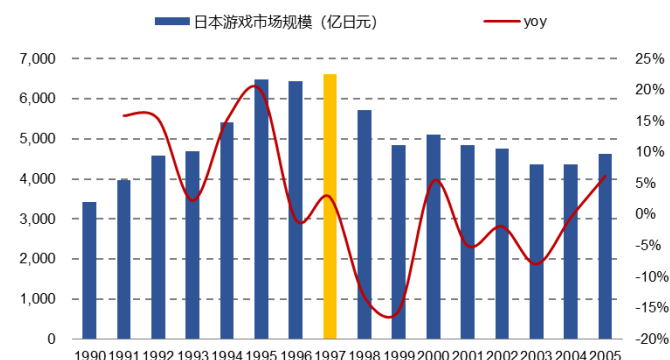
资料来源：anikore 官网，日本动画协会，华创证券

图表 16 日漫销量 TOP10 作品大多数诞生于平成年代

排名	名称	连载时间	总发行量 (亿)
1	海贼王	1997-至今	4.9
2	骷髅13	1968-至今	3.0
3	龙珠	1984-1995	2.6
4	火影忍者	1999-2014	2.5
5	名侦探柯南	1994-至今	2.3
6	乌龙派出所	1976-2016	1.6
7	鬼灭之刃	2016-2020	1.5
8	美味大挑战	1983-至今	1.4
9	灌篮高手	1990-1996	1.2
10	死神	2001-2016	1.2

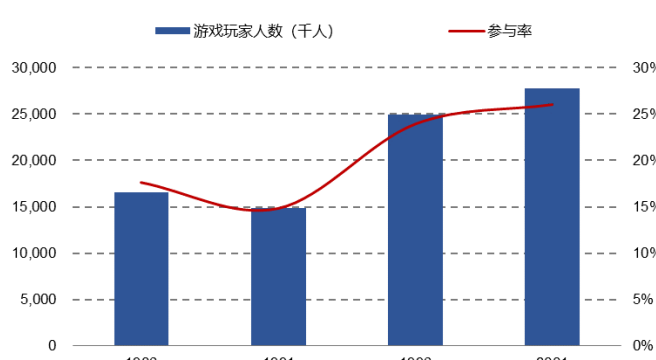
资料来源：飞鸟学堂，华创证券

图表 17 日本游戏市场（含软硬件）迎来黄金时代



资料来源：《Fami 通游戏白皮书 2005-2013》，《电视游戏流通白皮书》，转引自 god-bird 网，华创证券

图表 18 日本 1986-2001 年游戏玩家人数及参与率



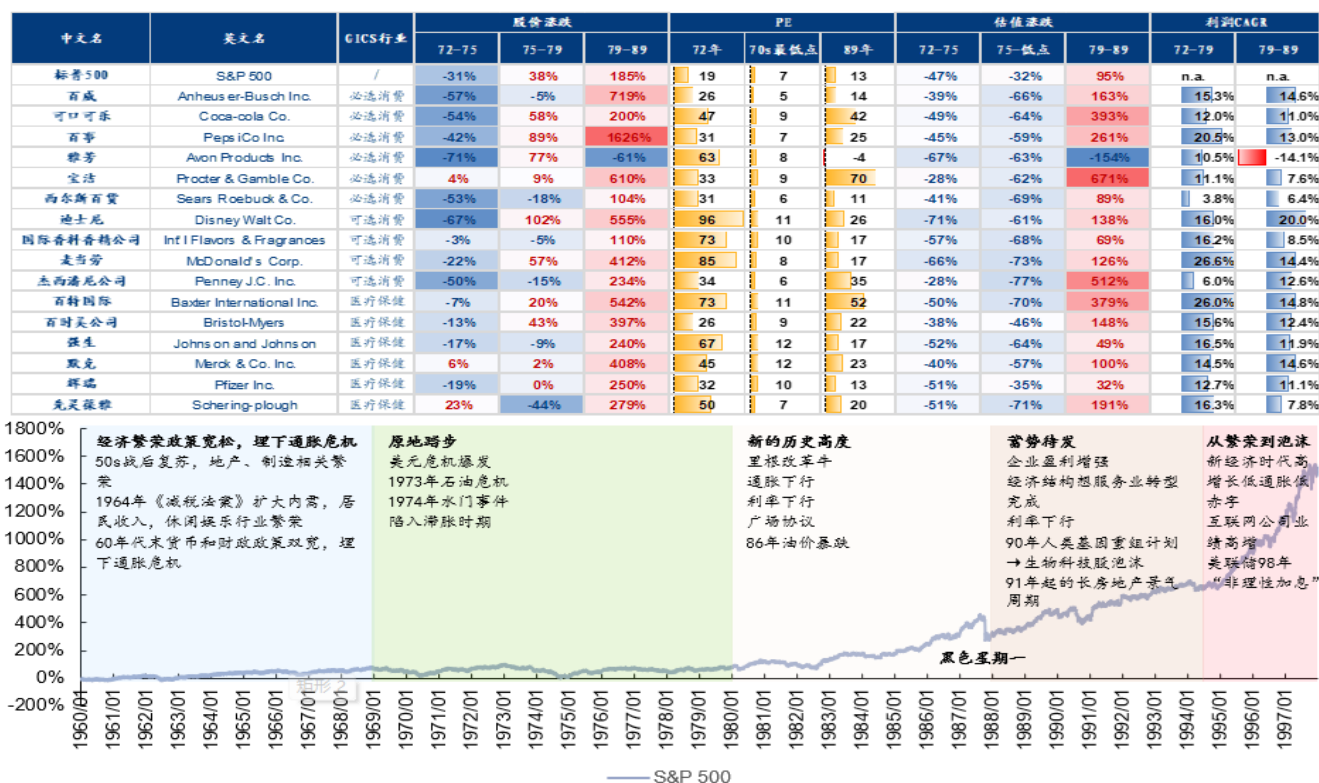
资料来源：日本统计局，华创证券

(三) 资本市场：泡沫与陨落

1、美国：漂亮 50 行情结束，估值极致回调

美股震荡下跌，漂亮 50 行情结束。二战后美国经济繁荣、居民收入提高，高景气的消费股受到投资者的追捧，漂亮 50 估值一路上行，1972 年达到巅峰水平。但 60 年代后期美国货币和财政政策双宽埋下通胀危机，而 70 年代起，受美联储连续加息、粮食价格上涨和石油危机等一系列事件的影响，美国经济陷入深度滞胀。加上货币政策偏紧与美元危机再现，导致长端利率持续上行，70s 美股震荡回调，而漂亮 50 泡沫破裂后则明显跑输大盘。在上市公司业绩增长的同时，估值呈持续下杀趋势。

图表 19 70s 美股在多重冲击下进入原地踏步状态，漂亮 50 泡沫破灭



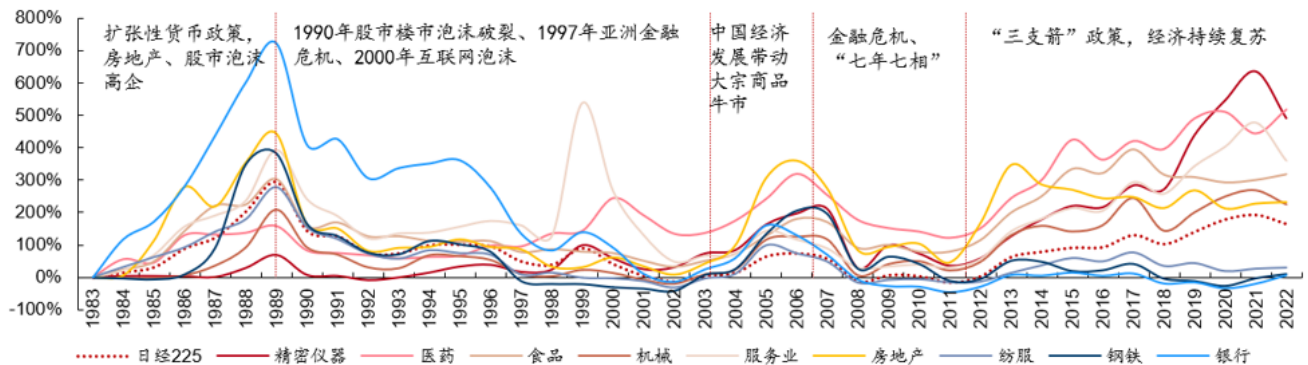
资料来源：彭博，华创证券

2、日本：资产泡沫在 90 年代初破灭

日本 90s 泡沫破裂后，股市经历长期低迷阶段。而日本 90 年代初泡沫破裂后经济发展缺乏动力，资本市场方面，1990-2003 年地产泡沫破裂、亚洲金融危机、互联网泡沫破裂依次发生；04 年中国经济发展带来大宗商品牛市促使日股短期反弹；但随后经历 08 年金融危机、“七年七相”政治动荡，股票市场多数时间表现较低迷。直至 2012 年起安倍“三支箭”政策落地，经济复苏方才带动市场稳步上行。

图表 20 90s 日股泡沫破裂后，经历了长达二十年的低迷阶段

	日经225	精密仪器	医药	食品	机械	服务业	房地产	纺织	钢铁	银行
1984-1989	293%	69%	158%	302%	208%	392%	443%	277%	382%	722%
1990-2003	-73%	3%	-8%	-63%	-64%	-66%	-74%	-75%	-77%	-85%
2004-2007	48%	80%	50%	79%	97%	14%	162%	54%	173%	36%
2008-2011	-46%	-56%	-37%	-34%	-44%	-31%	-61%	-43%	-70%	-68%
2012-2022	153%	274%	147%	95%	119%	195%	25%	50%	16%	49%
1990-2022	-33%	250%	139%	4%	5%	-7%	-39%	-66%	-77%	-87%
1984-2022	164%	491%	518%	317%	224%	358%	232%	29%	11%	7%



资料来源：彭博，华创证券

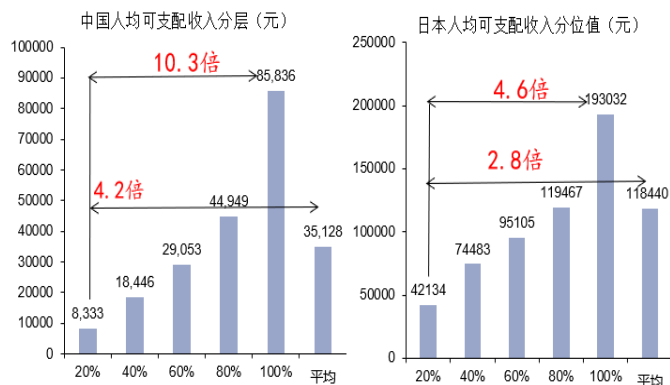
(四) 尽管国情有别，但复盘全球伟大企业仍有所裨益

尽管与中国环境有所差异，但相信复盘共性经验仍对中国消费品龙头企业有所裨益。中国当前也处于经济降速、消费信心低迷且精神服务消费更优的阶段，但我国宏观环境与当时的日美存在一定差异：

与日本相比：存在三大差异，中国内生潜力远大于 90 年代的日本。

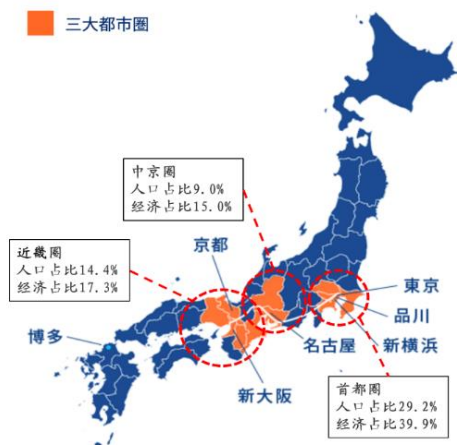
- **消费能力：**90 年代日本收入水平已大幅高于当下中国（日本人均 90 年代中期人均可支配收入超过 10 万元人民币，而中国 22 年约为 3.7 万元），叠加福利保障制度缩减贫富差距，民众基础需求高度饱和、生活质量高由此进入“低欲望社会”。而中国当前众多食品饮料细分品类人均消费量低于 90 年代日本，需求还未饱和且升级空间更大。
- **市场纵深：**日本大都市圈占比过高（22 年三大城市圈人口/经济占比超 50%/约 65%），缺乏市场纵深。而中国下沉市场广阔且层次分明（22 年长三角、京津冀和珠三角合计人口/经济占比约 30%/43%），消费内生增长潜力充足。
- **消费模式和创新环境：**日本 90 年代以来消费模式的创新集中在线下性价比零售、食品饮料企业则主要依循研发新产品的路径。缺乏商业模式创新文化和发展惯性约束，使得日本在新消费领域缺失。而中国基于互联网改造切入的新消费层出不穷，且已经跑出来一批优秀的新消费企业，在未来还继续有望成为消费增长的持续动力。

图表 21 中（左）日（右）人均可支配收入对比



资料来源：Wind，日本厚生劳动省，华创证券（单位：人民币元）注：时间为2022年

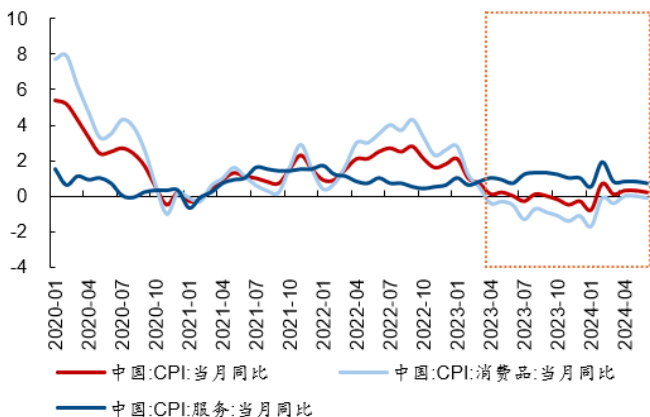
图表 22 日本三大都市圈地图人口、经济占比过半



资料来源：日本厚生劳动省，华创证券 注：时间为2022年

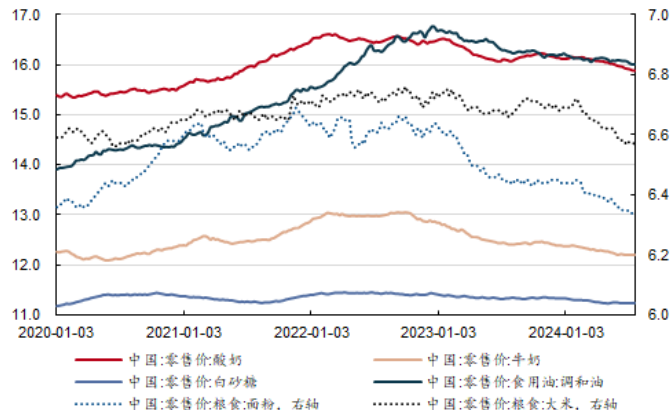
与美国相比：美国滞胀、中国 CPI 低位，企业体感不同。当下中国与 70 年代美国类似的是消费信心不足、需求表现疲软，差异在于美国受货币宽松影响 CPI 增速高企，处于滞胀状态，而我国 23 年以来月度 CPI 保持低位、价格指数呈现持平微降，牛奶、米面等部分消费品价格也出现下行态势。不同通胀水平下企业体感存在差异，例如：高通胀环境下，餐饮、超市具备抗通胀属性，商品价格上涨带动同店增长、利润通常随之受益；此外，格局较优、粘性较强的消费品企业则可通过提价消化成本压力，随着后续通胀缓和可享受成本红利。而相比之下当 CPI 处于低位，企业则往往面临量价的双重压力。

图表 23 中国 CPI 表现情况



资料来源：Wind，华创证券 注：单位为 %

图表 24 23 年起奶、食用油等消费品零售价格下行



资料来源：Wind，华创证券 注：单位为元/升或元/公斤

周期无往不复，消费底部之后又复苏。即便在大变局之下，70-80s 美股既有可口可乐、百威、麦当劳等传统消费品龙头从逆流而上，又有家得宝、耐克等新势力破卷而出。尽管当下我国宏观环境与美日并不完全相同，但经济滞缓、消费力下降以及重视精神服务消费的社会心理状态仍较为相似，伟大公司穿越周期底部实现破局的路径存在共性，依然具有启示意义。

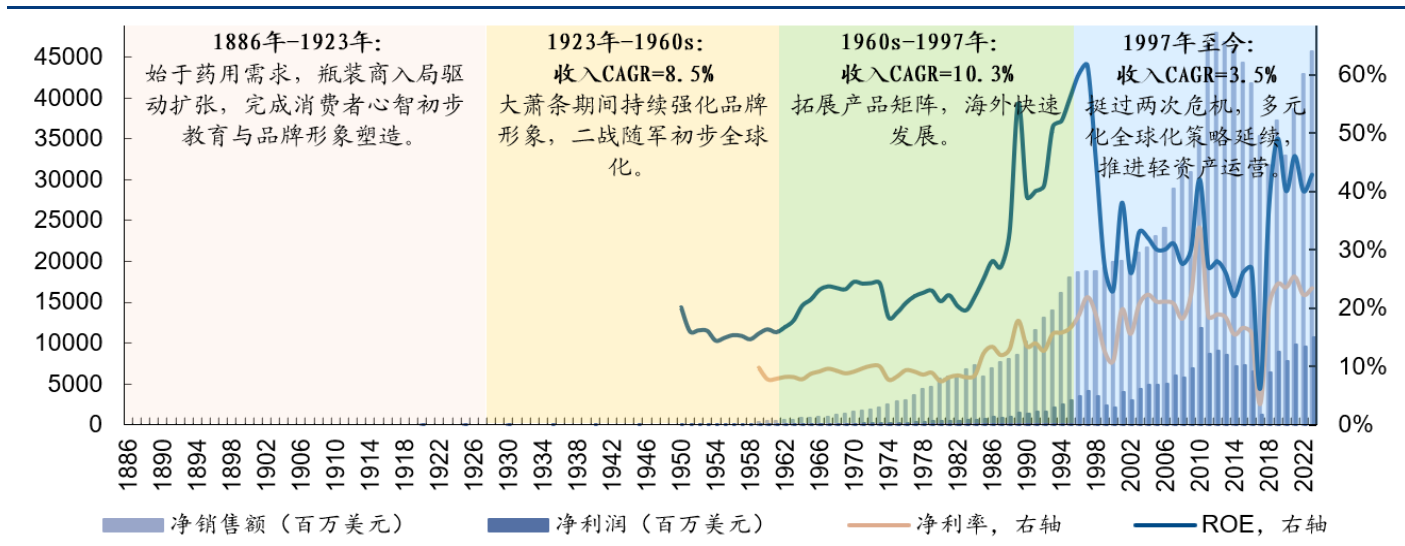
二、伟大消费品企业的应对、穿越与破局

过去市场对日本 90s 后企业发展和资本策略已有较多研究，因此本文将聚焦在 70-80s 美国的伟大消费品企业经营和资本策略研究。

（一）可口可乐：1970S 逆境前行，全球化多元化的关键一跃

全球性软饮料巨头，上世纪 60-80s 为核心转折期。可口可乐产品诞生于 1886 年，作为碳酸饮料的开创者与代名词牢牢占据消费者心智，百年浮沉之中，公司发展出涵盖果汁、饮用水、咖啡等众多领域丰富产品矩阵，销售网络覆盖超过 200 个国家，是整个软饮料赛道的绝对全球性巨头。复盘其历史，上世纪 60-80 年代是公司发展的转折点，在 70s 美国经济滞胀、竞对百事持续激烈进攻、消费偏好逐步多元化等背景下，公司仍实现收入持续增长、盈利水平自 80s 起逐步提升，并成长为一家真正的全球性多元化软饮料集团。

图表 25 可口可乐收入成长阶段划分图



资料来源：公司公告，华创证券

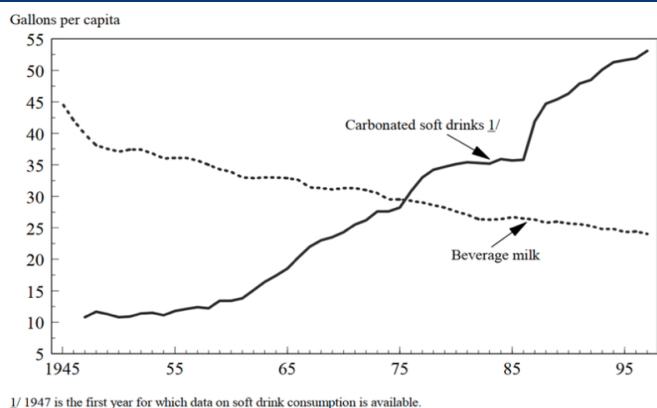
1、1970S：赛道成长与强品牌积淀，穿越低谷的内核

19 世纪 70 年代，外部经济滞胀、百事追赶，内部多元化业务盈利偏低，经营面临极致压力。70 年代，美国经历了两次石油危机和一次粮食危机，经济陷入滞胀，居民消费较疲软、同时企业大多面对成本上行。同时竞对百事可乐自 1950s 凭借大瓶实惠、定位年轻群体的差异化崛起后保持进攻态势，1970-1980 年间份额从 23.6% 增长至 27.7%。此外，可口可乐内部多元化投资也存在隐忧，奥斯丁在 1971 年出任董事长后开发养虾场、水工程等项目，但大多利润微薄甚至亏本。

1) 主业赛道仍有成长性，是经营穿越周期的前提

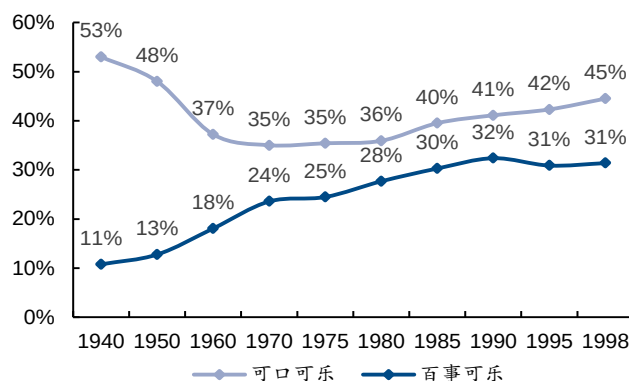
卡位成长性碳酸饮料赛道，可口可乐收入仍保持双位数增长。尽管面对上述压力，但碳酸饮料消费高频低价且满足消费者嗜糖需求，加上龙头持续加强营销与渠道触达之下，行业仍在不断渗透，1970-1980 年间美国人均碳酸饮料年消费量从 25 加仑提升至 35 加仑，直到 90 年代末总量方才见顶。而可口可乐作为赛道绝对龙头，1970-1980 年间市场份额从 35.0% 增长至 35.9% 基本平稳，受益于行业成长性，美国本土净销售额 CAGR 达 12%。

图表 26 美国碳酸饮料人均消费量 90s 前持续增长



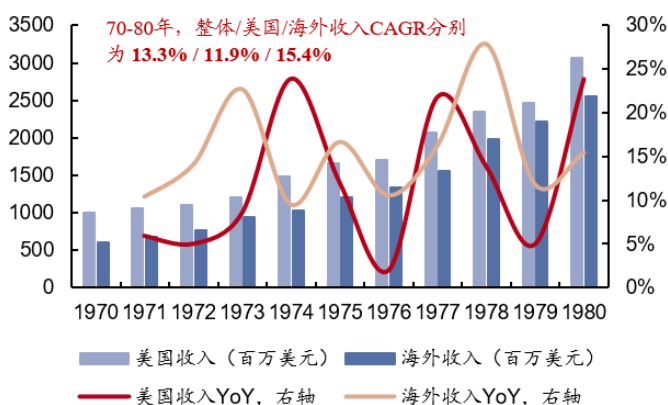
资料来源: USDA/Economic Research Service, 华创证券

图表 27 美国软饮料市场格局, 70s 百事进攻激烈



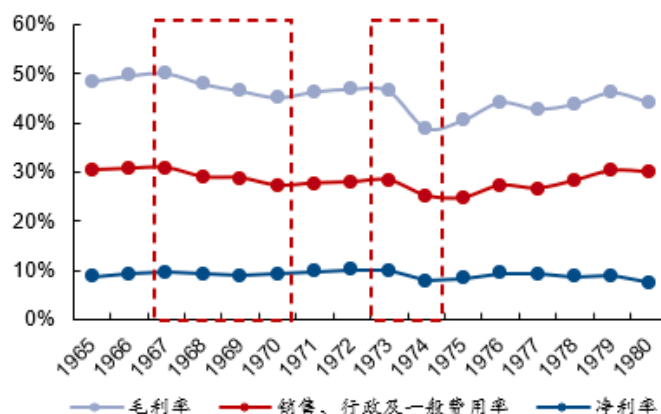
资料来源: Harold Saltzman 等《Transformation and continuity the U.S. carbonated soft drink bottling industry and antitrust policy since 1980》, 华创证券

图表 28 可口可乐在 70 年代收入保持双位数 CAGR



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 29 可口可乐成本压力之下缩减费用投入



资料来源: 公司年报, 华创证券

2) 品牌资产强大, 既是低谷安全垫, 也奠基轻资产扩张

深厚的品牌积淀, 是公司在 70 年代经营低谷中稳住份额、跟随行业成长的核心因素。70 年代可口可乐虽“内外交困”, 但得益于其强品牌力与消费者黏性, 公司在美国市场份额仍维持在 35%。这背后是公司早期先发占领心智、坚持经典元素, 叠加与时俱进的营销动作, 持续强化品牌影响力。

- **长期坚持标志性元素, 塑造经典品牌形象。**可口可乐作为碳酸饮料开创者, 先发占领消费者心智, 公司尤其注重品牌形象的塑造与维护, 其手写体"Coca-Cola"商标和“一步裙”瓶分别源自 1887 年与 1916 年并持续沿用至今, 成为品牌经典元素。
- **注重营销投放, 方案与时俱进。**公司与与时俱进的营销活动, 持续强化品牌影响力: 如 1930s 紧握广播普及并创造经典“圣诞老人”形象; 二战期间进行爱国主营销, 赞助广播《胜利大游行》、为初中生设计《我们的美国》丛书等方式进行宣传; 50 年代迅速把握电视广告机会; 70 年代经济危机背景下, 则更加注重品牌的情感联结, “Have a Coke and a Smile”广告强化品牌的乐观和亲切形象; 此外, 公司还持续赞助世界杯、奥运会, 以提升全球范围内的品牌可见度和影响力。

实际上，强大的品牌资产也是助力全球扩张及新品放量的杠杆。80年代起，销售费用率从20%出头逐步提升至90年代末的35%+，远高于其他消费品公司。长期品牌投入之下，可口可乐在全球范围内享有极高的知名度和声誉，叠加定价相对亲民、本土化营销积极推进，公司产品迅速被各大市场接受。例如1989年柏林墙倒塌后，公司快速进入德国并推广免费派送的市场活动，多年来只能在电视上观看可口可乐广告的消费者热情高涨，两年时间该地区销量从0上升至17亿瓶。而在新品推广方面，公司于60s推出无糖碳酸饮料TaB，市场表现平平；而80年代推出的新款减肥碳酸饮料健怡可乐，受益于“可口可乐”经典品牌辐射叠加大力推广，上市仅1年就成为美国软饮料行业第四大品牌。

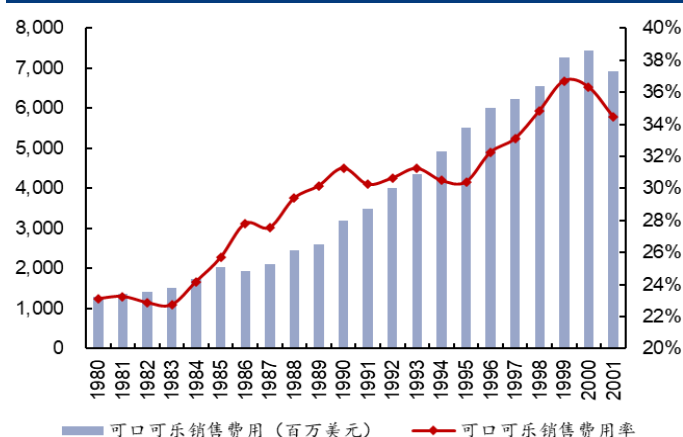
70s收购整合瓶装商以提升运营效率，为80s正式开启轻资产运营奠定基础。可口可乐早期凭借瓶装商实现快速扩张，但随着渠道变革、竞争加剧等变化，众多小而分散的瓶装商人效低下且影响组织灵活性。在此背景下，可口可乐自二战结束以来，持续收购并整合小瓶装商以强化组织掌控力与灵活性。70年代，公司在逆境中延续推进该策略，并完成了最大瓶装商“托马斯公司”（覆盖美国人口40%）的收购，为80s开启轻资产运营奠定基础（1986年将瓶装商整合为CCE公司并上市，可口可乐控股49%，从而将重资产从报表中剥离）。

图表 30 经典元素塑造品牌形象



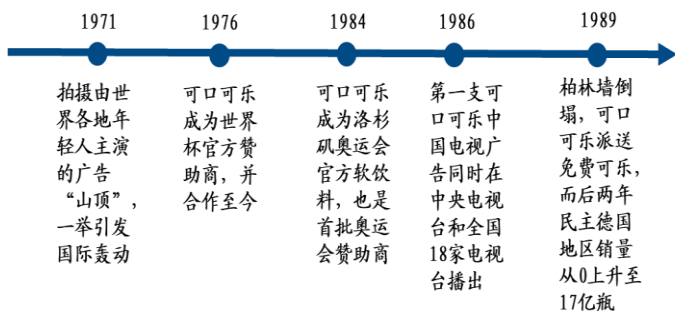
资料来源：可口可乐《coca-cola a short history 125 years booklet》，华创证券

图表 31 可口可乐销售费用投放力度大



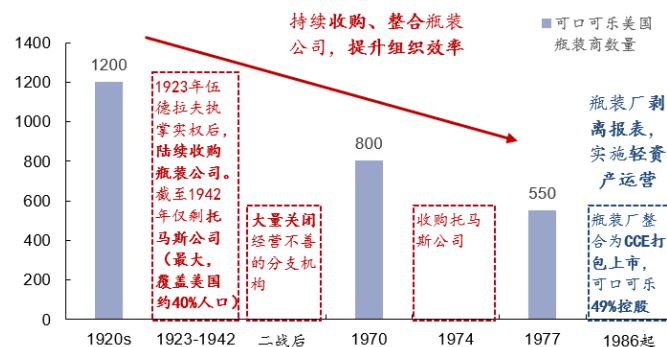
资料来源：彭博，华创证券

图表 32 强品牌力叠加高营销投放推动实现全球化



资料来源：马克·彭德格拉斯特《可口可乐传》，吃鲸天下公众号，档案春秋公众号，华创证券

图表 33 可口可乐瓶装商，从收购整合到剥离报表



资料来源：马克·彭德格拉斯特《可口可乐传》，公司年报，华创证券

2、1980S：换帅再出发，全球化多元化加速，优化资产提振盈利

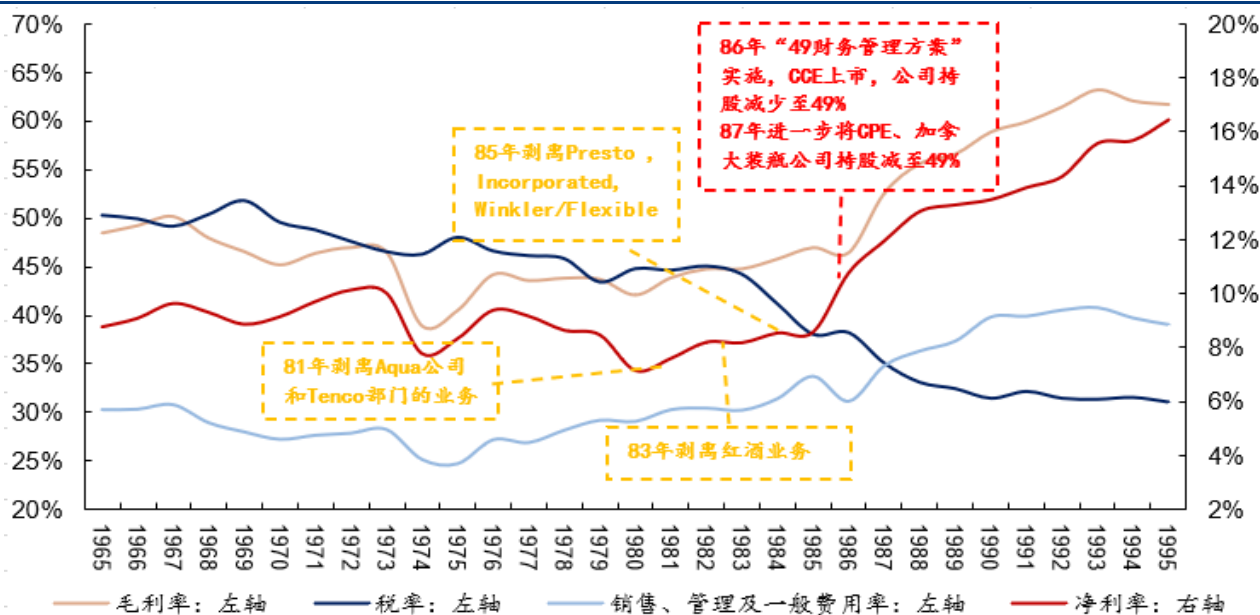
郭思达接任，经营思路务实开放，带领可乐重整出发。1981年郭思达接任可口可乐 CEO，其技术背景出身、经营态度务实，上任后深入学习公司各项业务情况，并以开放的思维推行一系列变革举措。他带领下的可口可乐：一是全球化与多元化更进一步，打破可口可乐配方与命名单一性的传统推出健怡可乐（冠“可乐”之名，并把握无糖趋势）、跨界其他软饮料赛道，并借汇率下行趋势再度发力全球化，为可乐成为当前全球化综合性饮料集团打下坚实基础；二是盈利提升，郭思达重视投资回报指标，通过剥离低效资产、优化资本结构、改进用料及生产技术优化其盈利能力。

1) 剥离低效资产，优化资本结构，驱动盈利提升

80年代起，资产质量与资本结构优化驱动盈利提升。郭思达十分重视公司盈利水平，并通过一系列手段优化驱动 1980-1991 年间公司净利率自 7%提升至 14%。

- 一是合理利用财务杠杆节税，通过策略性的负债将实际税率从 1983 年 44%降至 1985 年 38%。
- 二是从卖产品到卖配方，轻资产运营提升资产质量，除了 81-85 年间 6 次实施低效多元业务剥离（包括净化水、塑料袋、红酒等业务）以外，于 1986 年开始实施“49 财务管理方案”，将可口可乐装瓶公司（CCE）、加拿大装瓶公司（TCC）、哥伦比亚影业（CEP）等公司持股控制在 49%，更多地将生产交予全球各地的瓶装厂，将低盈利业务与大额负债剥离报表的同时，仍可保障公司控制权，该策略显著提升公司的利润率，例如 86 年重述报表相较原表，毛利率/净利率分别+4/+2.6pcts。
- 三是合理优化原料成本，例如当时高果糖浆的价格仅为征收关税后蔗糖价格的 80%，但此前的公司高管认为高果糖浆会改变可乐原有的味道，并坚持使用蔗糖。而技术出身的郭思达在口味测试确认产品味道无变化的情况下，反复尝试最终说服伍德拉夫（可口可乐之父）采用高果糖浆取代蔗糖。

图表 34 80s 可口可乐通过优化业务/资本结构等手段，实现利润率的稳步提升



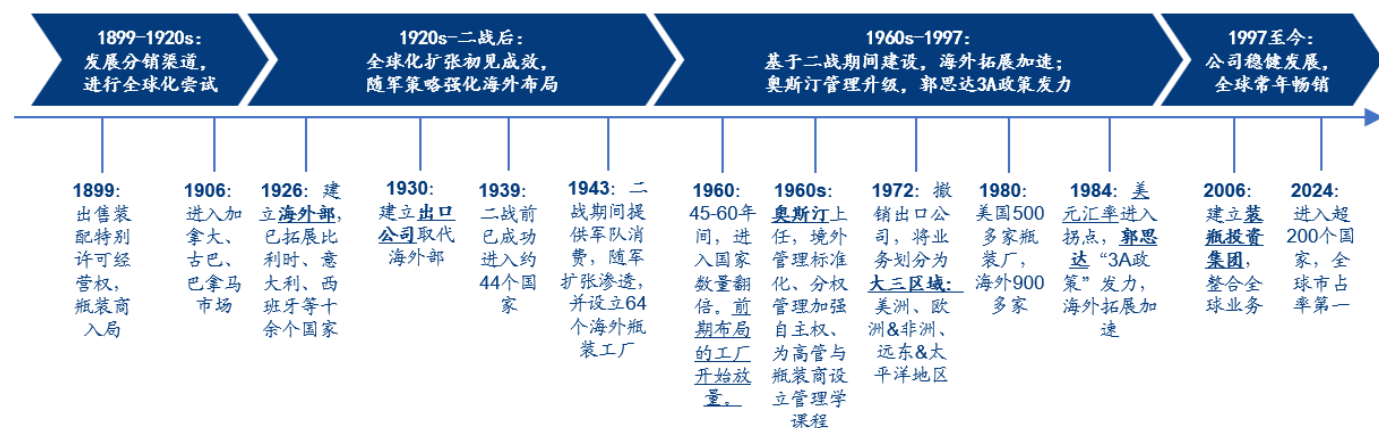
资料来源：公司年报，华创证券注：均采用当年报表原始数据计算

2) 全球拓展加速，多元布局更进一步

86 年起全球化拓展加速，海外收入超过美国并贡献后续核心增量。公司 1920s 即开始布局海外，70 年代奥斯汀加强海外市场体系化管理，而 86 年起受益于郭思达的“3A”策略落地与汇率下行，海外市场增长开始加速，收入体量超过本土，成为核心增长驱动。

- **全球布局时间早，二战随军夯实扩张基础。**可口可乐早从 20 世纪初就开始借助瓶装商模式进行全球化布局，作为碳酸饮料品类开创者并持续投入营销，深度占领消费者心智。公司在二战前便已经成功进入英法德加等 44 个国家，二战期间供应美军饮料并派出 248 名随军技术观察员，在各地建立起 64 家供应军需的瓶装厂，为消费习惯渗透及战后扩张奠定基础。
- **60~70 年代，奥斯汀推动海外管理体系化。**60 年代奥斯汀上任后，推动海外市场管理体系化建设，如将可口可乐经典广告翻译成 60 多种语言全球推广、实施“分权管理”以强化当地市场经理运营自主权、为高管与瓶装商设立管理学课程以提升其业务能力，一系列举措系统性提升了可口可乐海外市场规范运作能力。
- **1986 年起，3A 策略带动海外市场增长提速。**1985 年起，美元贬值利好出口，可口可乐借机持续发力，进入中国等新兴市场，全球碳酸饮料市占率不断提高。策略上，郭思达提出“3A”方案，即 Available（买得到，强化传统渠道、自动售货机等布局）、Affordable（买得起，价格实惠、推出大容量包装）、Acceptable（喜欢买，大量广告和促销推动）；同时以“全球化思考，本土化运作”适应各国不同的背景，如在日本推行自动售卖机、法国进行营销闪电战等，促进海外收入大幅增长。

图表 35 可口可乐全球化进程



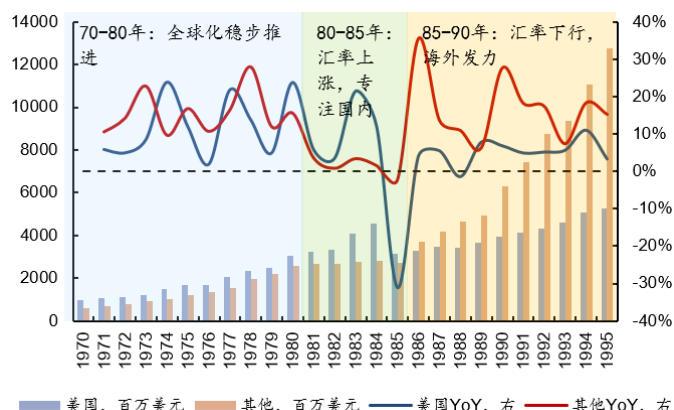
资料来源：公司官网，公司年报，马克·彭德格拉斯特《可口可乐传》，北京商报，吴惠《可口可乐品牌跨文化传播研究》，华创证券

图表 36 80 年代末美元贬值有利可乐全球化扩张



资料来源: Wind, 华创证券

图表 37 可口可乐国际市场收入明显提升



资料来源: 公司年报, 华创证券

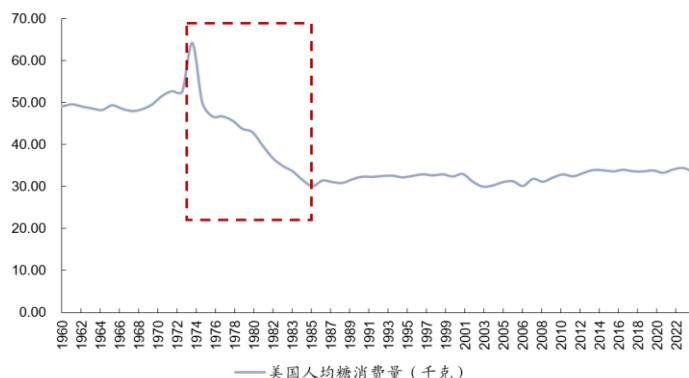
推出“健怡可乐”，跨界更多软饮料子赛道，迈向综合性饮料龙头。可口可乐在 50-60 年代即有一定多元化举措，如推出芬达、雪碧等新产品，以及首款无糖汽水 TaB，但多元化领域主要局限于丰富碳酸饮料矩阵。而 80 年代起，郭思达上任后实施“聚焦的多元化”战略，陆续布局咖啡、运动饮料等具备成长潜力的软饮料子赛道，充分复用渠道并发掘第二曲线。此外，在美国人均糖消费量持续下降的背景下，他还打破可口可乐的配方与命名单一性的“旧传统”（60 年代 TaB 因此没有命名为“可乐”），推出冠“可乐”之名并把握无糖趋势的“健怡可乐”，并在强品牌力与消费趋势加持下，取得空间成功。

图表 38 可口可乐多元化布局情况



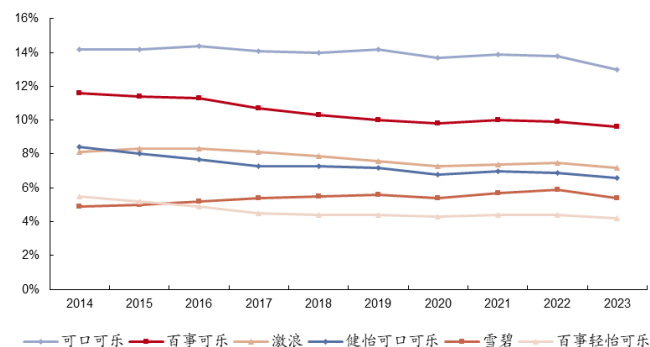
资料来源: 公司官网, 公司年报, 吴惠《可口可乐品牌跨文化传播研究》, 中国财经时报网, 华创证券

图表 39 美国人均糖消费量 70s 开始下降



资料来源: Wind, 华创证券

图表 40 美国 TOP6 碳酸饮料品牌产品市场份额



资料来源: Euromonitor, 华创证券

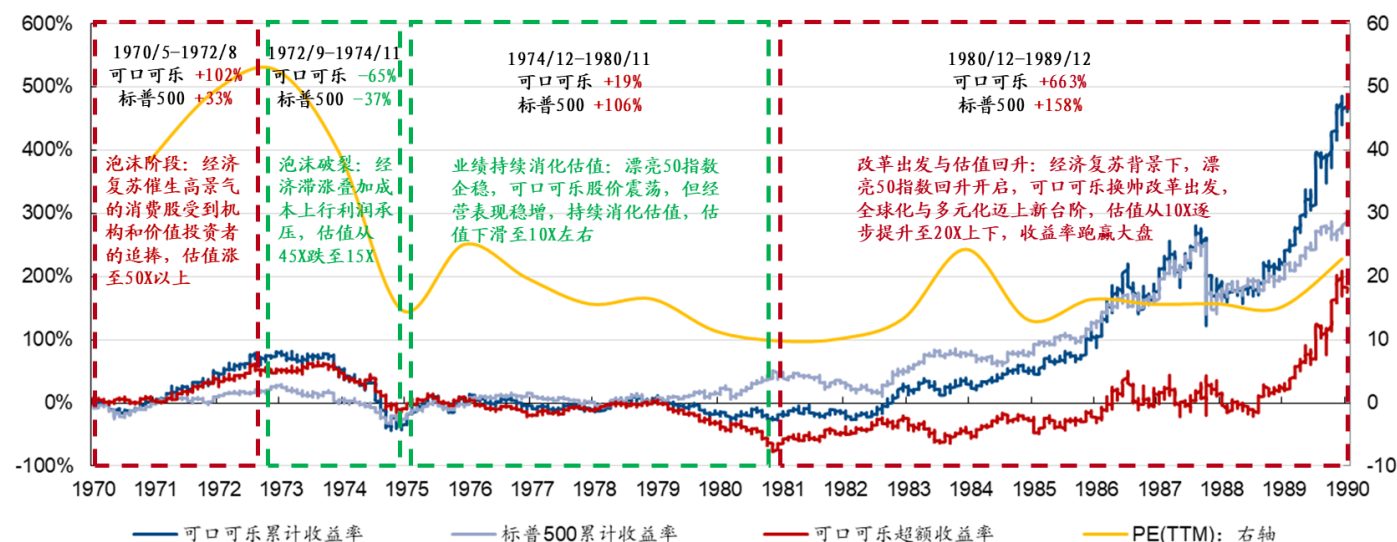
3、资本策略：70 年代坚持高分红策略，80 年代扩张期分红先降后升

70 年代，可口可乐逆境之下坚持 60% 高分红率，从泡沫破裂到业绩消化估值。

70 年代初，尼克松行政带动经济复苏，消费行业进入繁荣与升级的时代，高景气消费股获利机构和价值投资者的追捧，可口可乐估值升至 50X 以上。1974 年，一方面，成本压力极致体现，公司通过浓缩液提价叠加收缩费用应对，最终毛利率/销售与管理费用率/净利率仍然分别同比-7.6/-3.1/-2.3pcts，收入/利润分别同比+18.7%/+10.1%；另一方面，漂亮 50 估值泡沫破裂，因此可乐经历了业绩估值双杀，74 年股价大幅回调接近 60%。1975 年经营面回暖及估值修复则驱动股价大幅反弹（至 76 年 3 月高点涨幅接近翻倍），而后漂亮 50 指数表现相对疲软，业绩持续增长消化估值至 10X 左右。纵观 1970-1983 年，可口可乐坚持高分红回馈股东，分红率保持在 60% 上下，DPS 持续增加，股息率则随着估值下行从 1% 左右提升至高点超过 6%。

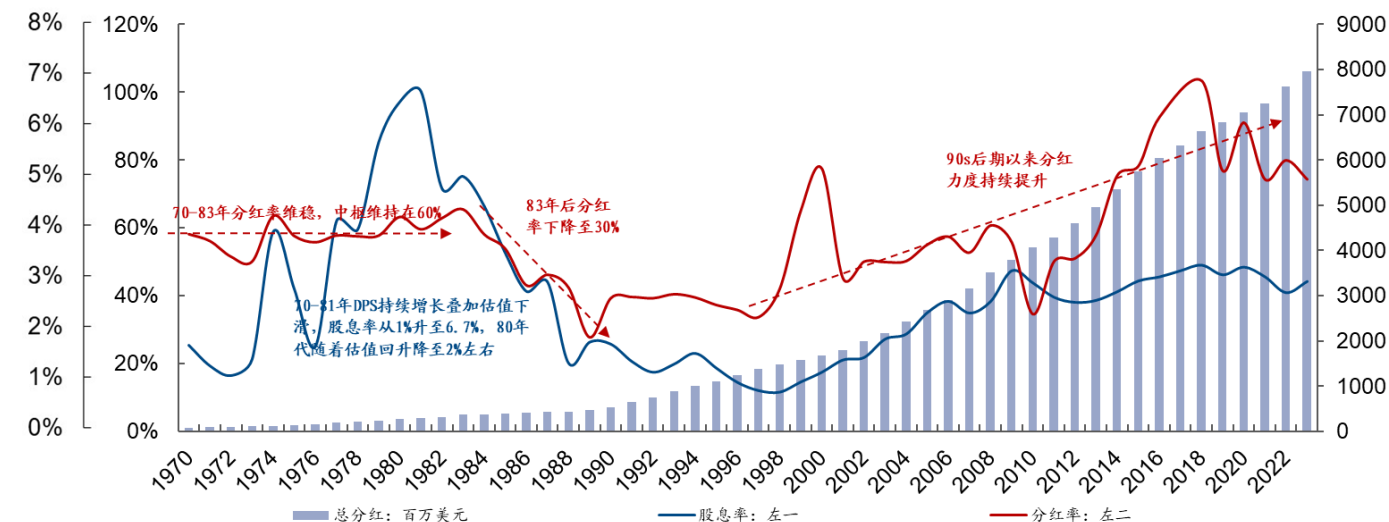
80 年代换帅改革驱动股价回升，按公司发展阶段，分红率先降后升。80 年代，随经济复苏，漂亮 50 指数回升开启；同时郭思达改革提升盈利、全球化与多元化更进一步，公司收入业绩实现亮眼增长，估值从 10X 逐步提升至 20X 上下，跑赢大盘。在业绩快速增长、有扩张需求的情况下，公司保持 DPS 稳健增长，而分红率降至 30% 左右，但股价上涨已为投资者提供可观回报。直到 90 年以后，随着美国本土碳酸饮料消费见顶，公司进入稳健成长期，可口可乐开始通过加大分红回购的方式提升股东回报。

图表 41 可口可乐 70-80 年代估值与收益率复盘



资料来源：彭博，华创证券

图表 42 可口可乐分红率及股息率走势图



资料来源：公司年报，彭博，华创证券

(二) 百威：从逆境抉择到全面收获，实现从龙头到霸主的蜕变

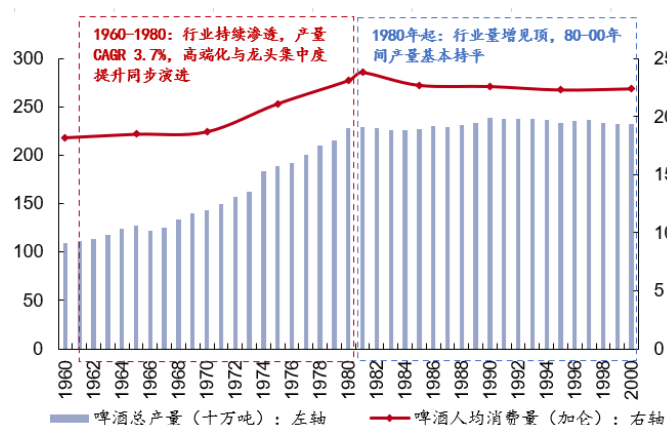
聚焦 70-80s，百威逆境之下，完成从龙头到霸主的蜕变。百威是美国的国民啤酒品牌，1852 年在美国啤酒萌芽时期诞生，与行业同历百年浮沉，且 1957 年至今始终保持行业龙一地位。其中，1970-80s 是其发展的关键时期，尽管在美国经济滞胀、行业竞争激烈，以及 80s 起销量见顶等一系列逆境之下，百威却逆势而上，从行业“龙头之一”进化为“绝对霸主”，经营环境大变局之下的路径与经验值得研究：

- **70 年代：行业仍有量增，龙头激烈竞争，成本上涨加大经营压力。**70 年代美国啤酒行业仍有量增，安海斯-布希（Anheuser-Busch，百威品牌母公司）、帕布斯特（Pabst，蓝带品牌母公司）和喜立兹三大巨头跑马圈地，并发动营销战、价格战等激烈竞争。同时，1973 年起经济滞胀之下，大麦及包材成本大幅上行，对龙头经营能力进一步

构成考验。这一阶段，百威坚守品质大败喜立兹、高举高打战胜米勒，积累下突出口碑与份额优势，并紧跟趋势布局淡啤、为下一阶段大单品放量做好准备。

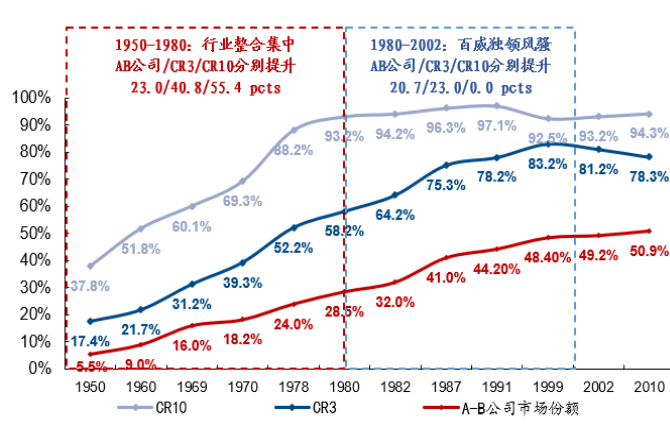
- **80 年代：行业销量见顶，百威厚积薄发、全面收获。**1981 年人均消费量见顶（23.8 加仑），随后 10 年行业产量 CAGR 仅约 0.8%，存量市场下多数厂商增长明显放缓。但百威渠道与产能扩张趋势不改，Bud Light 乘势而起，十年间份额增长约 15pcts 至 43.7%、贡献 CR3 份额约 75%增量，进一步拉开与其他厂商差距。而公司盈利也随份额优势、规模效应、经营效率的优化而逐步提升。

图表 43 啤酒行业 70s 仍有量增，80s 销量见顶



资料来源：Wind，华创证券

图表 44 1980 年以后百威增长独领风骚



资料来源：Beerhistory，华创证券

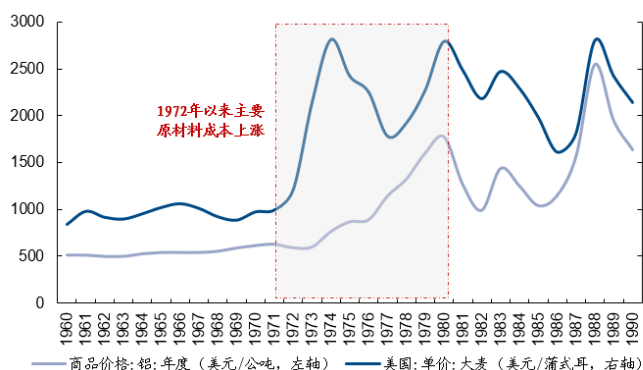
1、1970S：核心三步，逆势而上

第一步：成本压力下，坚守工艺大败喜立兹

1970 年代初，酒企面临成本上涨与价格控制的双重压力。经济滞胀之下，1972-1974 年间大麦、酒花、铝材等原材料价格大幅上涨，叠加尼克松颁布的《经济稳定法案》限制产品提价（直至 1974 年 H2 才放松管制），啤酒企业盈利面对巨大压力。

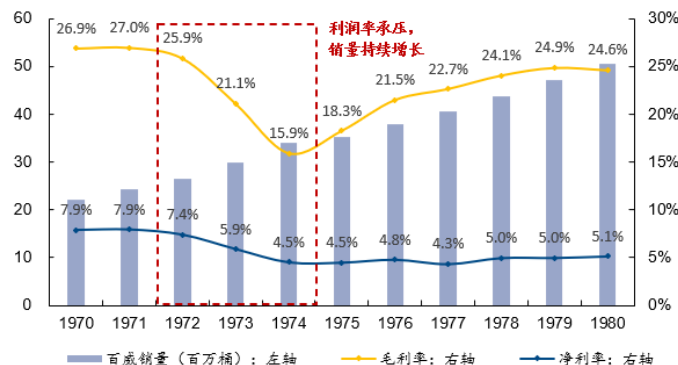
- **百威逆境之下坚守品质，虽短期利润承压，但销量连创新高且赢得良好口碑。**不少啤酒企业调整原料及工艺以降低成本，如用酒花提取物代替新鲜酒花、用玉米淀粉与糖浆等替代大米、缩短酿酒周期等。但百威始终坚持使用天然原料、传统工艺，40 天的发酵周期（多数竞对的 2 倍）保障优秀的品质与口感。虽然净利率连续三年下跌，但产能扩张支撑下销量连创新高，且积累下良好的品牌口碑。
- **竞对喜立兹调整配方工艺，落败于产品丑闻爆发。**百威核心竞对之一喜立兹为实现大量生产并降低成本，从 70 年代初开始调整酿造工艺，除了使用便宜的原料，还采用加速批量发酵的方法缩短生产周期，并添加硅胶、泡沫稳定剂等掩盖工艺降级带来的一系列问题。1976 年，产品丑闻爆发，喜立兹不得不从 17 个州召回 50 多万箱啤酒，在短视策略的反噬之下不改自破。

图表 45 70s 大麦、铝材的成本趋势



资料来源：Wind，华创证券

图表 46 70s 百威基本面复盘



资料来源：公司公告，华创证券

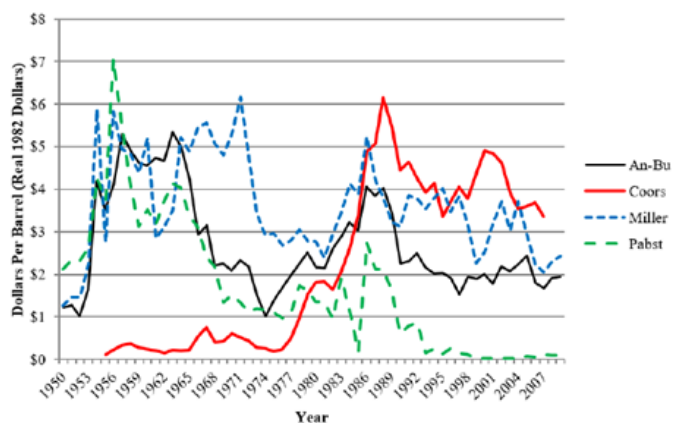
第二步：品牌焕新，高举高打大战米勒

电视普及催化广告营销战兴起，啤酒核心消费人群迭代，米勒迅速追赶。1950 年美国电视开始普及，至 1960 年普及率已达到 87%，广告营销成为啤酒行业重要竞争手段。AB 公司等龙头每桶啤酒的营销费用由此迅速攀升，而小酒厂由于缺乏营销战的能力被挤压出清。另一方面，21-34 岁蓝领工人与年轻大学生逐渐成为新一代啤酒核心消费人群。在此背景下，1969 年米勒啤酒被菲利普莫里斯烟草公司收购后，营销投入实力加强，并推出定位工薪人群的“miller time”广告，至 1975 年总销量自行业第 7 名攀升到第 4 名，成为啤酒行业新的挑战者。

面对营销环境的变化与新竞争对手的挑战，百威发挥行业龙一的雄厚资金优势，焕新品牌定位，并强化营销体系，成功战胜米勒。

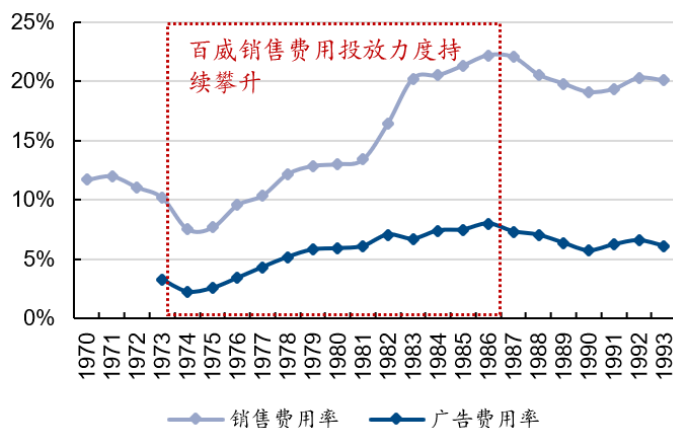
- **加大营销力度，规模优势之下费投绝对值行业领先。**1974-1986 年间，AB 公司加大对体育赛事以及电视广告的费用投入，销售费用率从 7.5% 增长至 22.2%。作为行业龙头，庞大的销售规模支撑起雄厚的资金实力，百威费用投放绝对金额可达核心竞对的 2-3 倍（如 1980 年 AB 公司、Coors、Miller 单桶营销费用水平相近，但百威的市场份额约为二者之和），因此在品牌曝光度上拥有绝对优势。
- **从“啤酒之王”到“百威，敬你付出的一切”，成功唤起新一代核心消费者共鸣，塑造广告经典。**70 年代初，百威的营销重点在于强调悠久的品牌、天然成分与品质保障，并锁定广大的男性消费人群。而面对新一代核心消费人群变化，百威积极调整营销策略，拍摄了一支全由真实工薪人群出演的广告，广告词“百威，敬你付出的一切”在致敬工人阶层的同时，吸引其在工作后的闲暇时光消费啤酒。在 1979 年广告播出后的 18 月里，百威啤酒销量增长 1000 多万桶（预计此前年销量在 4000 万桶上下）。该广告语被公司沿用了 10 余年，加之配套的数十支电视广告，使其成为在美国最深入人心的广告语之一。
- **精准细分人群与统一体育营销双管旗下，继续拉大竞争优势。**继品牌焕新后，百威继续强化营销体系：一方面，针对不同地区、性别、族裔等细分消费者偏好，设计不同的方案，实现“精准营销”，最终制定出近 1 万个市场推广策略；另一方面，针对大部分啤酒消费者热爱体育赛事这一特点，在市场部门中专门设立“体育部”，拿下大量大小赛事的赞助权、广告权，持续强化品牌声量。

图表 47 各头部公司每桶营销费用对比



资料来源: Gokhale J, Tremblay VJ. 《Competition and Price Wars in the U.S. Brewing Industry. Journal of Wine Economics. 》, 华创证券*百威规模效应显著, 1992 年营销费用绝对值冠绝行业

图表 48 安海斯布希销售费用率及广告费用率情况



资料来源: 彭博, 华创证券

竞争底层核心: 龙头规模效应形成的成本优势为营销战投入节省源源不断的资源。强大的渠道基础落实终端执行, 为百威大战喜立兹的胜利构筑竞争底气。

- **依托区位优势起家, 全国布局领先, 规模效应及自动化生产构筑成本优势。**百威老厂位于啤酒消费氛围浓厚“德裔三角洲”¹且坐落在密西西比河岸, 1950 年前的近百年时间内公司仅有这一家工厂, 其先在基地市场取得领先地位并借方便的交通将啤酒分销至其他地区, 规模化降本的同时早早奠定全国品牌基础。1950 年起公司全国化扩张加速, 截至 1970 年已在全国设置了 8 大工厂; 且 70 年代起, 一方面开创性地使用电脑建模分析市场需求、运输条件以决定最佳的设厂位置, 另一方面引入了自动化设备、显著提高生产效率。积极布局产能支撑规模快速增长, 合理的工厂选址与自动化应用进一步降本, 成本优势为百威参与激烈竞争提供底气。
- **股权激励助力打造庞大经销商网络, 渠道精耕实现合作共赢。**随着百威生产基地全国化布局, 经销商建设也在同时推进, 1967 年公司发起经销商股权协议, 行业内首次给予经销商股份激励, 且在 1982 年完善该协议, 在一些地区授予经销商独立专营权以强化经销商在当地的掌控力, 且在 1984 年成立 A-B 投资与经销商分享股权, 进一步其实现利益绑定, 至 1985 年, 百威拥有 950 家左右经销商, 且形成全国化销售网络。1996 年, 百威对经销商根据产品动销进行评级, 将评级与折扣、营销支持、优惠联系起来, 以管控经销商, 促使其专销百威产品, 至 1998 年专营经销商的比例自 40%提升至 56.6%, 由于百威销售体量大, 且产品定位高、成本低, 所以经销商体量和利润空间更大, 也保障了经销商队伍的忠诚度。

¹ 美国早期啤酒消费主要由德国移民为主带动, 其主要集中在圣路易斯、辛辛那提和密尔沃基一带, 即所谓的“德裔三角 - German Triangle”, 该区域是美国啤酒行业最早的基地市场。

图表 49 百威全美产能布局节奏与地理分布

编号	开设时间	地点	状态
1	1852	St. Louis, Missouri	存续中
2	1951	Newark, New Jersey	存续中
3	1954	Los Angeles, California	存续中
4	1959	Tampa, Florida	1995年关停
5	1966	Houston, Texas	存续中
6	1968	Columbus, Ohio	存续中
7	1969	Jacksonville, Florida	存续中
8	1970	Merrimack, New Hampshire	存续中
9	1972	Williamsburg, Virginia	存续中
10	1976	Fairfield, California	存续中
11	1983	Baldwinsville, New York	存续中
12	1988	Fort Collins, Colorado	存续中
13	1993	Cartersville, Georgia	存续中

资料来源：公司公告，华创证券

图表 50 百威经销商建设政策

时间	经销商政策
1964	成立了由批发商组成的顾问小组，定期与管理层沟通旨在强化交流
1967	发起批发商股权协议，行业内首次给予经销商股份与所有权价值
1975	提出了一项改革性的5年计划，使经销商更有效利用公司的现代程序发展业务
1981	成立经销运营部，填补公司自有经销体系的空白
1982	完善股份协议，在法律允许的地区授予经销商独立专营权
1984	成立A-B投资公司与经销商分享股权，且为普通合伙人提供成为独立经销商的机会
1996	启动经销商管控和专销计划，要求经销商自愿100%经营A-B公司的产品

资料来源：公司年报，华创证券

第三步：紧跟趋势，推出淡啤布局下一个十年

1970s 起淡啤逐渐成为消费趋势，百威积极跟进、全面布局，助力后续增长。1970 年代起，随着消费者健康化诉求增加，淡啤逐渐成为趋势并成为龙头争夺话语权的重要战场，1975 年米勒推出第一款淡啤产品配合迅速攀升的营销费用，市场份额从 8.5%快速增长至 1980 年的 21%。百威分别于 1977 年/1978 年推出百威天然淡啤 (Natural Light)/米狮龙清啤 (Michelob Light) 分别代为低档与超高档，1982 进一步加码推出潜心研发的百威轻啤 (Budweiser Light)。在出色的营销能力与长时间培育之下，成为公司 80-90 年代核心单品，并在 1994 年超越米勒，成为淡啤细分第一、世界销量第二的啤酒品牌（销量第一是 Budweiser）。

图表 51 米勒清啤（Miller Lite）产品图



资料来源：公司官网，华创证券

图表 52 百威在 80s 前后在各价格带陆续布局清啤

价格带	产品名	上市时间	产品图	产品描述
超高档	米狮龙清啤 (Michelob Light)	1978		卡路里含量比普通米狮龙啤酒低20%左右
高档	LA清啤 (L A from A-B)	1984		首个由美国大型酿酒商酿造与销售的低度啤酒，酒精含量为普通啤酒的一半
中档	百威清啤 (Budweiser Light)	1982		山毛榉木陈酿，饱腹感较低，卡路里比百威啤酒少三分之一
低档	天然清啤 (Natural Light)	1977		自然酿造，饱腹感低，低卡

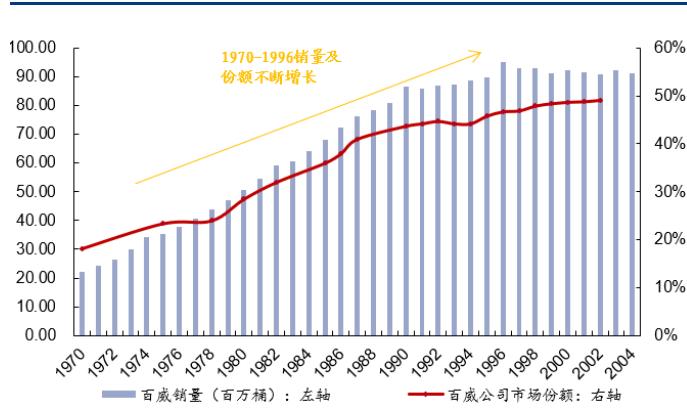
资料来源：公司公告，华创证券

2、80 年代：厚积薄发，全面收获

70 年代穿越逆境，确立起份额与品牌优势。70 年代面对经济滞胀与激烈竞争，百威在坚守品质的基础上，积极进行品牌焕新、布局淡啤，并依靠其规模化生产优势与强大的资金实力，从份额之争中脱颖而出。虽然这一阶段受成本扰动、市场投入增加等因素的影响，公司净利率无明显提升，但百威品牌口碑、份额优势得到强化，为 80 年代厚积薄发迎来全面收获打下基础。

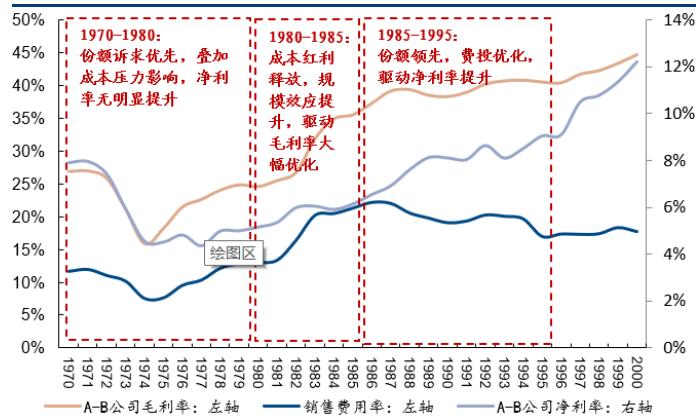
80 年代百威持续收割份额，成本红利、费投优化、规模效应驱动净利率稳步提升。1980 年代，美国经济复苏，同时行业量增明显放缓。而百威凭借前期产能、营销、品牌等方面的势能积累，持续收割份额，十年间市占率从 28.5% 提升至 43.7%，确立起绝对龙头地位。同时，80 年代初行业成本下行、85 年以后份额绝对领先的情况下公司主动优化费投、叠加规模效应的持续释放与生产效率的提升。1980-1995 年间，公司啤酒业务收入接近翻倍，整体净利率从约 5% 增长至接近 10%，利润规模增长约接近 4 倍。

图表 53 1980s 百威销量与份额持续高增



资料来源：公司公告，华创证券 注：1975-1980 年间数据缺失，采用平滑估计

图表 54 80 年代开始，百威全面收获、盈利大幅优化



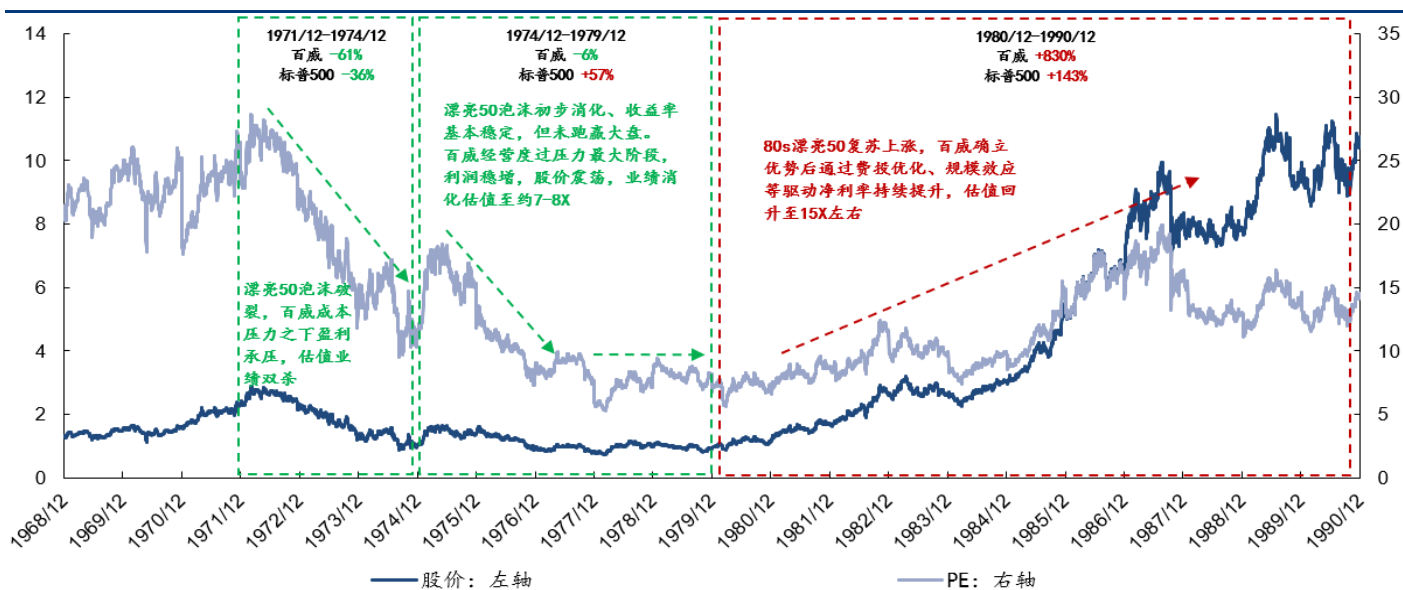
资料来源：彭博，华创证券 注：A-B 公司为百威缩写

3、资本策略：70 年代逆境之下平衡股东回报与扩张需求

70-80s 股价表现分为三大阶段，从泡沫破裂，到业绩消化估值，再到估值重新抬升。

- **72-74 年：**百威面对经济滞胀与激烈竞争，同时成本压力下坚守品质造成 73-74 年利润下滑，经营压力较大。叠加 74 年漂亮 50 泡沫破裂，市场大幅调整，百威估值自 25X 下杀至 10-15X 区间，股价大幅跑输；
- **75-79 年：**经营面度过压力最大的阶段，75 年后利润率持续修复，漂亮 50 估值泡沫初步消化。这一阶段百威股价表现基本平稳，随着业绩增长，估值稳步消化至 7-8X 左右，经营层面业绩逐渐消化估值。
- **80 年代：**全面收获时期，漂亮 50 持续复苏，百威也持续抢占市场、份额一骑绝尘，叠加成本红利及规模效应释放、主动费投优化，净利率稳步提升。这一阶段，公司估值从 7-8X 回升至 15X 左右，股价相较标普 500 指数跑出+687% 的大幅超额收益。

图表 55 70s-80s 百威股价与估值走势图

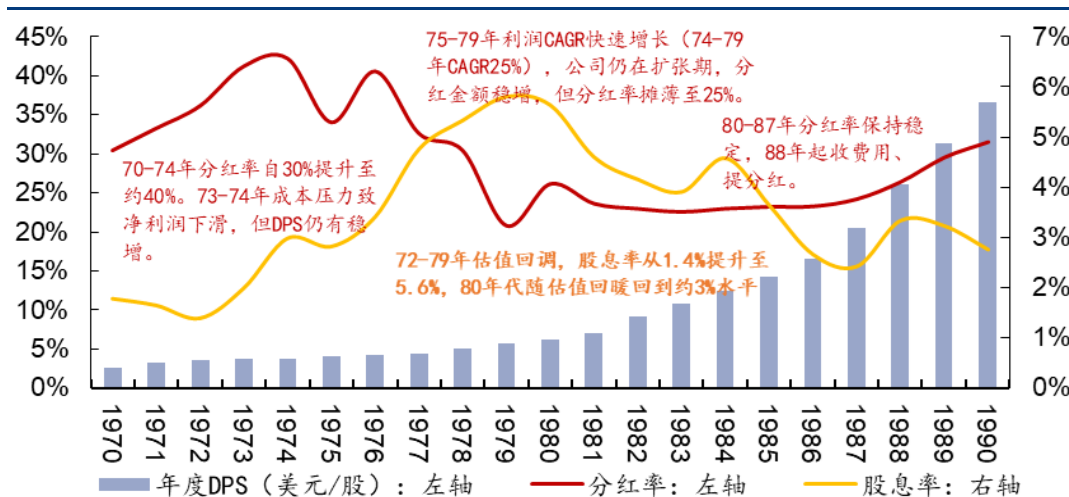


资料来源：彭博，华创证券 注：1979 年及以后 PE 为 FY1 口径，1978 年及以前为历史 PE

资本策略上，70 年代逆境之下权衡好股东回报与扩张需求，估值消化带动股息率大幅提升；80 年代估值回升，直至优势确立且增长放缓后再次着力提升分红。

- **70 年代：**实际上行业销量未见顶、市场竞争仍激烈，公司尚处于在扩张期，但在此情况下即便面临逆境，百威也相当重视股东回报，在 73-74 年利润下滑期间仍保持 DPS 稳增，70-74 年分红率从 30%提升至约 40%。而 75-79 年，经营节奏回归正轨，公司利润快速增长（74-79 年 CAGR 约 25%），为适应扩张需求，分红金额增速略慢于利润，故分红率降至约 25%，但市场竞争力持续强化。同时 72-79 年股息率从 1.4% 提升至 5.6%，提供可观的股东回报。
- **80 年代：**1980-1987 年，百威持续发力市场扩张与营销宣传，彻底拉开与其他竞对的差距，扩张需求之下分红率稳定在 25%左右，DPS 呈现稳步增长，而股息率随着估值的提升，震荡回落至 3%左右。而 80 年代末-90 年代，随着领先地位进一步稳固、行业增长逐渐放缓，公司再次通过加大分红、落地回购的方式提升股东回报。

图表 56 安海斯布希分红率与股息率复盘

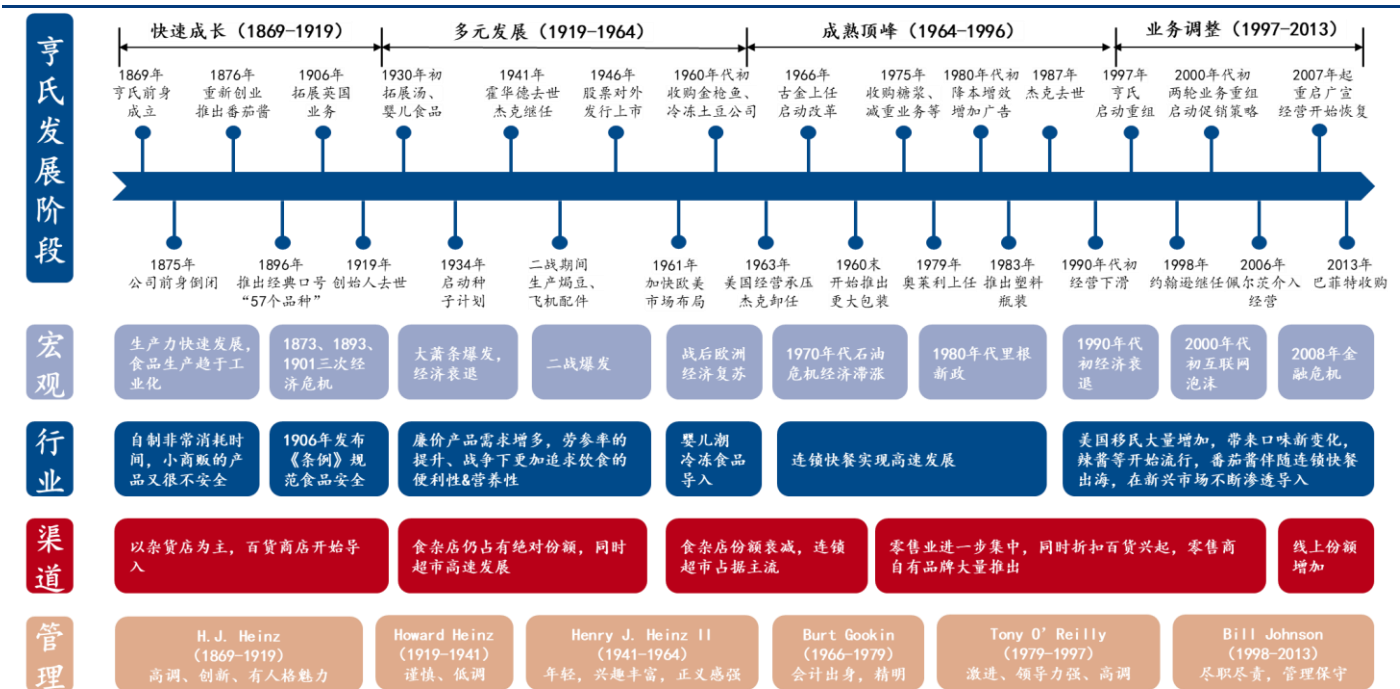


资料来源：公司年报，彭博，华创证券

（三）亨氏：现代化治理改革，奠定企业护城河

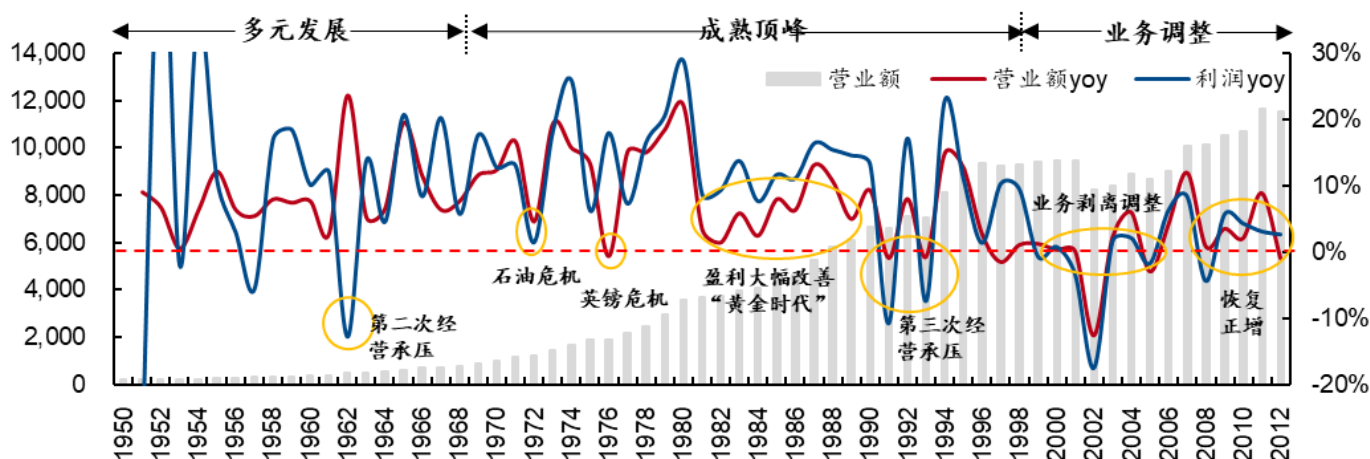
亨氏：传统番茄酱巨头，1970-80s 锐意变革，铸就企业护城河。亨氏 1869 年创立于美国匹兹堡，历经百年经营浮沉，已发展成为调味品巨头，而在 1970-80s 时代，这家百年公司在管理变革下又一次焕发新机，从一个臃肿过时的家族企业，彻底转变为高效运转的现代跨国集团，不仅彻底走出上轮经营低谷，而且真正铸就企业护城河。

图表 57 亨氏公司经营历史及社会发展背景梳理



资料来源：Robert C. Alberts 《The Good Provider: H. J. Heinz and his 57 varieties》，Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》，华创证券整理

图表 58 亨氏公司发展历史梳理

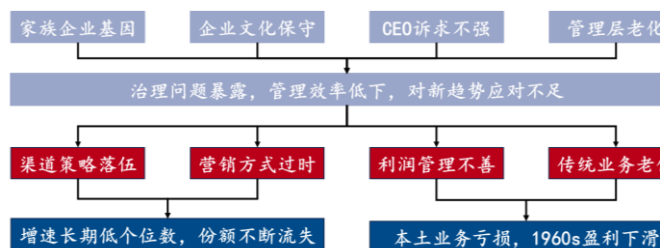


资料来源：亨氏公司年报，彭博，华创证券。注：单位为百万美元，营业额及利润yoy数据参考右轴

1、管理变革：两代经理人接力，焕新企业经营

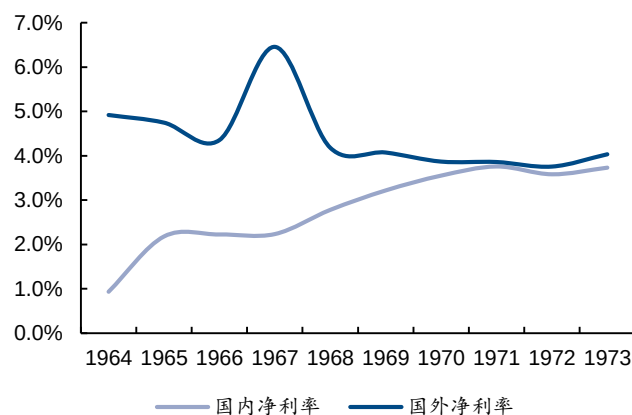
1970 年代前：时代快速变革下，管理模式上的落后，使得亨氏经营出现压力。受益于国际业务扩张、欧洲复苏、婴儿潮到来，亨氏在体量上也保持较快增长，但实际已跟不上时代变化。主要体现在，一是**传统的管理模式严重老化**，作为家族企业，亨氏一切基本仍是由创始人孙子 Henry J. Heinz II 定夺，他对商业并没有那么感兴趣，更依赖内部培养且忠实的“老亨氏人”，高管都是年龄偏大的男性。二是对**渠道变化应对不足导致份额丢失**。连锁超市逐渐取代杂货店，许多食品公司已调整渠道策略，改为经纪人代理运作，而亨氏动作迟缓，还在使用 19 世纪末的传统人海战术来直接对接终端，导致汤、婴儿食品、番茄酱、泡菜等传统产品份额都被竞品抢走。三是**本土业务长期利润承压**。尽管合并销售额一路新高，但发家的美国业务却一直承压，净利率保持低位。

图表 59 1960s 年代亨氏经营出现波动



资料来源：Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》，华创证券

图表 60 亨氏 1960 年代国内盈利能力长期低于国外



资料来源：亨氏公司年报，华创证券

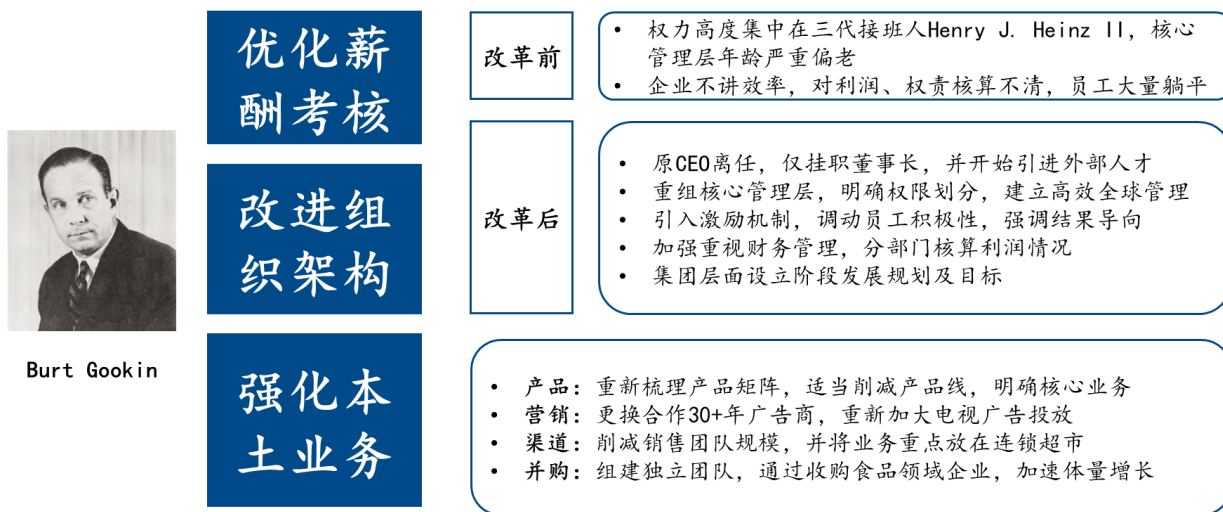
1) 70 年代第一步：职业经理人接手，组织提效并聚焦本土穿越周期

Gookin 上任，重点清理亨氏管理积弊，提升企业效率。家族管理者 Henry J. Heinz II 在 1963 年选择卸任（Henry 1941 年起掌管亨氏，卸任后一直担任公司董事长，但不插手具体经营），1964 年 Burt Gookin 开始担任执行副总裁，并在 1966 年成为亨氏新的总裁兼 CEO，经营重心开始放在“业绩、利润和结果”。

- **优化薪酬考核：**Gookin 将工作分解为两项，一是完成基本任务，二是按奖金承担责任，每项工作赋予相应的标准分数和公平报酬，这样人员也可在不同职能间调动。其次建立一套将高管薪酬（约前 100 名经理）与管理绩效挂钩的现代激励制度。
- **改进组织架构：**Gookin 按区域重组核心管理层，过去仅分美国和国际两个模糊集团运营，现在向 Gookin 汇报的高级副总裁一共 5 人，其中 3 人负责员工职能（财务、企业发展、法务、公关等），2 人负责全球业务线，分管北美/太平洋以及欧洲/拉丁美洲，每个子公司的 CEO 再向所在地区的高级副总裁汇报。这样全球管理更加高效，职能权责更加清晰，亨氏也得以制定集团层面的发展规划及利润管理。
- **强化本土业务：**针对长期亏损的美国业务，Gookin 着手调整运营策略，一是产品上，引入大量外部人才，重新梳理产品矩阵，适当削减产品线，二是营销上，放弃合作 30+ 年的底特律广告商，选择与更前沿的纽约广告商合作，并增加费用投入，三是渠道上，大面积削减销售团队规模，并将业务重点放在连锁商店上，四是生产上，大

规模投资进行设备更新，五是外延发展上，主导收购 Hubinger（糖浆）、StarKist（金枪鱼）和 Ore-Ida（冷冻土豆）等公司，成为当时投资增值最多的食品企业之一。

图表 61 Burt Gookin 改革策略梳理

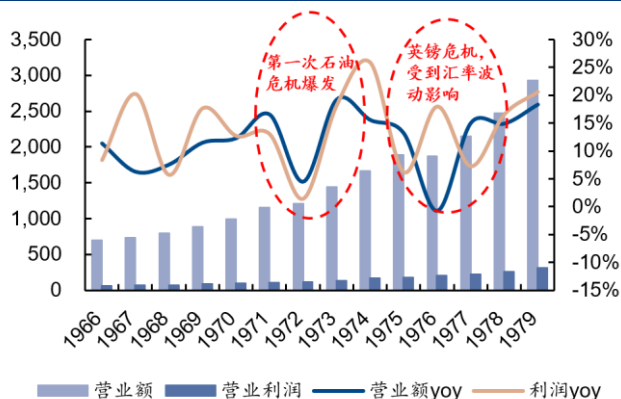


资料来源：Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》，华创证券整理

在 Gookin 改革下，1970 年代聚焦本土市场，营收恢复 10% 以上增长，利润也得到明显改善。在 Gookin 主导的改革之下，亨氏组织能力、管理效率持续优化，从一个家族运营的臃肿企业，转变为现代化运营的集团企业，财务状况也陆续转好，经营效率显著提升，亨氏的经营重心自 1930 年代后再次回到美国本土。

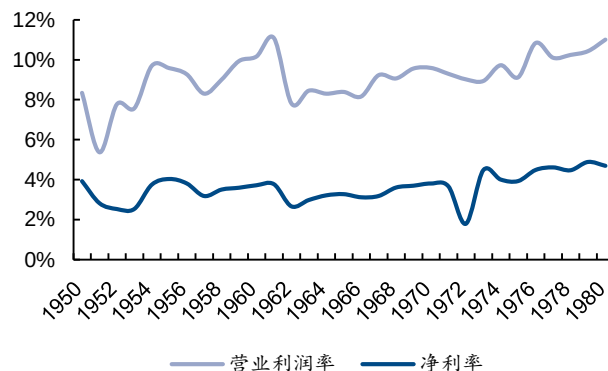
- **营收端**：Gookin 期内亨氏营收复合增速达到 10.8%，期间仅在 1972 年因第一次石油危机、1976 年英镑危机下受到汇率波动影响，收入出现小幅降速，其他年份基本保持稳定。
- **利润端**：1970 年代滞胀下原材料大幅涨价，尼克松颁布的《经济稳定法案》限制产品提价，导致亨氏毛利率持续下降，但公司通过降本增效释放效率、深入上游供应链等，适当对冲了负面影响，带动利润端尤其是后期稳步抬升。

图表 62 1966-1979 年亨氏营收复合增速接近 11%



资料来源：亨氏公司公告，彭博，华创证券。注：营业额及利润单位均为百万美元，同比数据参考坐标轴右轴。

图表 63 亨氏利润率在 1970 年代末实现明显提升



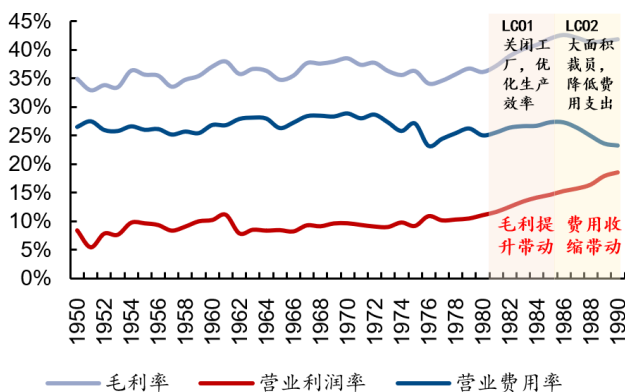
资料来源：亨氏公司公告，彭博，华创证券

2) 80 年代第二步：全球扩张+外延并购，开启黄金年代

1980 年代 O'Reilly 领导下，亨氏开始加强广宣及创新，同时极致降本增效，带动盈利进一步抬升，开启亨氏历史上的黄金时代。一方面，1979 年 Tony O'Reilly 接替 Gookin 担任亨氏首席执行官，开启了更进一步的改革和创新，另一方面，1981 年里根就任美国总统，启动经济复兴计划，内外积极因素共振下，亨氏的黄金时代也就此揭开。

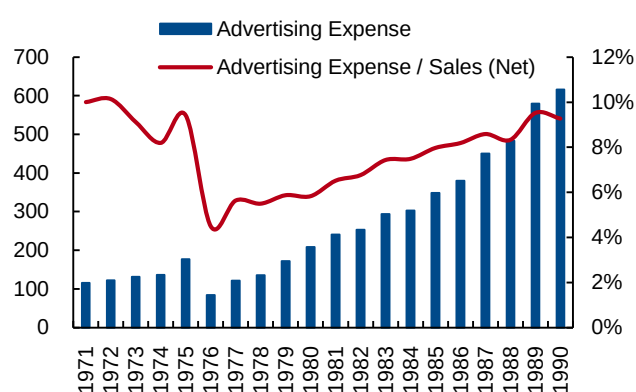
- 一是进军新兴市场。海外业务发展，重点从过去的英国、加拿大等发达国家，开始向非洲和亚洲等第三世界倾斜。
- 二是谨慎寻求收购。并购动作更加谨慎，致力于收购那些产品很少但非常成功的小公司，如收购 Weight Watchers（减肥业务）和 Foodways National（速冻食品）。
- 三是扩大核心业务。一方面尽量避免在不擅长的领域，与更大的竞争对手发生冲突，另一方面公司对核心产品如番茄酱却“锱铢必较”，一旦发现份额损失，便会快速采取行动应对。
- 四是极致压缩成本并加大营销投入。O'Reilly 1982 年启动 LCO1，以关闭冗杂工厂为主，带动毛利率提升，1986 年推动 LCO2，以精简人员为主，带动费用收窄。公司降本增效节省出来的利润，被更多投入到品牌营销上，营销支出占销售额的比例也快速上升到 9% 左右，绝对金额一直保持快速提升。

图表 64 压缩成本带动亨氏利润率持续提升



资料来源：Matt Cooper 《The Maximalist: The Rise and Fall of Tony O'Reilly》，亨氏公司公告，彭博，华创证券

图表 65 1980 年代亨氏大幅度增加广告费用



资料来源：亨氏公司公告，彭博，华创证券。注：单位为百万美元，比例数据参考坐标轴右轴。

2、增长路径：持续提升主业份额，抓住经济繁荣期扩张

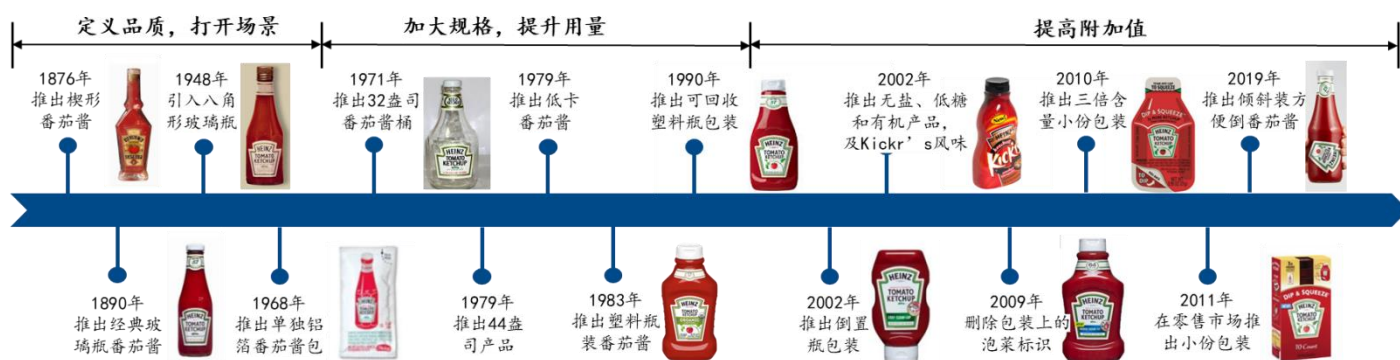
除了管理改善释放效率外，亨氏在二十世纪下半叶的增长来源，拆解来看，一方面是传统主业如番茄酱等通过提升份额，进一步实现挤压增长，另一方面则是经济复苏阶段顺势而为，通过布局海外、外延并购等等获得新的营收增量。

- 在主业上，亨氏重点强化份额诉求，通过“挤压”竞品来实现持续增长。亨氏 1876 年即推出番茄酱，在 1906 年《食品与药品安全条例》颁布后产品基本没有变化，到二战前产品已相当成熟，直到 1940-1950 年代冷冻薯条导入，才又驱动番茄酱进行一轮扩容，但到 1960 年代，行业量增基本停滞，此时亨氏份额与 Hunt's、Del Monte 接近，都在 20% 出头，并未形成现在一家独大地位，甚至该部分业务处在长期亏损状态。1970 年代后，亨氏更加重视份额占比，一旦份额受损就会快速响应，同时以产

品迭代为核心抓手，再配合价格策略、营销投入，主动发力“挤压”对手，市占率得以由 1960 年代的 20%+，提升到 1980 年代 50%+。

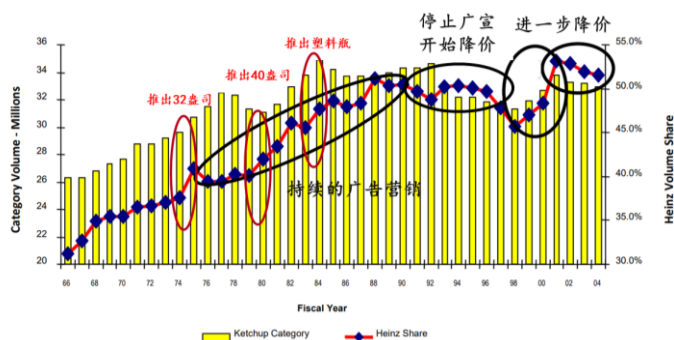
单品持续迭代，是亨氏提升份额的核心抓手之一。分渠道来看，在餐饮端，1970 年代引进 Vol-Pak 小份塑料装，大大降低包装成本，使亨氏定价得以降到快餐能够接受的范围，最终顺利导入麦当劳等品牌；而在零售端，公司同样发现扩大产品规格，不仅更符合消费者需求，间接增加每餐食用量，而且并不会降低购买频率，故在最早 14 盎司基础上，1971 年推出 32 盎司，1970 年代末推出 44 盎司，1983 年进一步推出塑料瓶装，既迎合消费者需求，短期提高份额，又无形间提升产品附加值、增厚利润。通过一个又一个单品上的迭代接力放量，亨氏份额不断提升，不仅推动自身业务增长，更是间接推动整个需求大盘扩容。

图表 66 亨氏番茄酱产品持续迭代



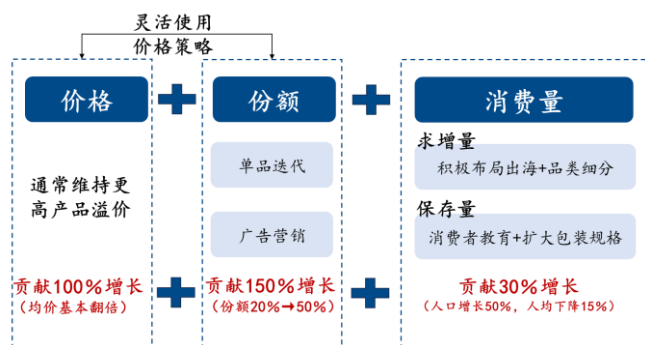
资料来源：Brian Hadi Attarbashi 《Henry John Heinz: Pioneering Founder of the Condiment Empire》，华创证券

图表 67 亨氏番茄酱市占率持续提升



资料来源：Rebecca Goldberg 《HEINZ KETCHUP: PRICING THE PRODUCT LINE》，华创证券

图表 68 60 年代到 21 世纪亨氏番茄酱如何实现增长

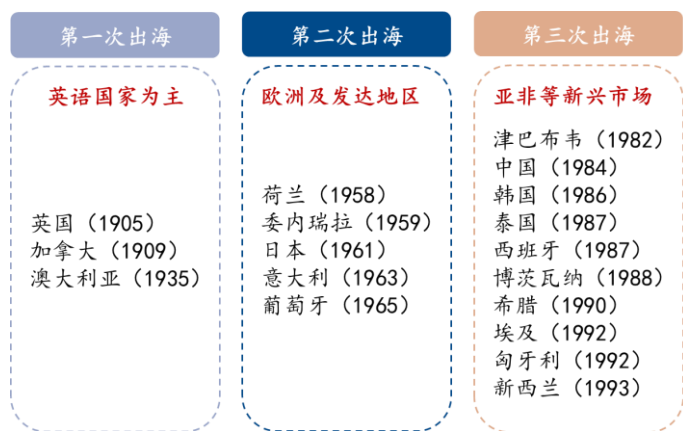


资料来源 moneynotmoney, Rebecca Goldberg 《HEINZ KETCHUP: PRICING THE PRODUCT LINE》，Wind，华创证券整理。注：时间维度选取 1964 年-2004 年，可能存在一定误差，仅为展示亨氏增长来源何在。

- 在增量上，可分为多元化布局、及出海业务两项。在多品类方面，公司一是通过外延进入，如收购金枪鱼、速冻食品、宠物食品、减肥等等企业，直接贡献可观的营收增量，二是适当品类细分，如在调味品领域推出 57 酱、牛排酱等，同时继续拓展即食汤、婴儿食品等业务。在出海方面，与经济环境顺势而为，公司 1960 年代启

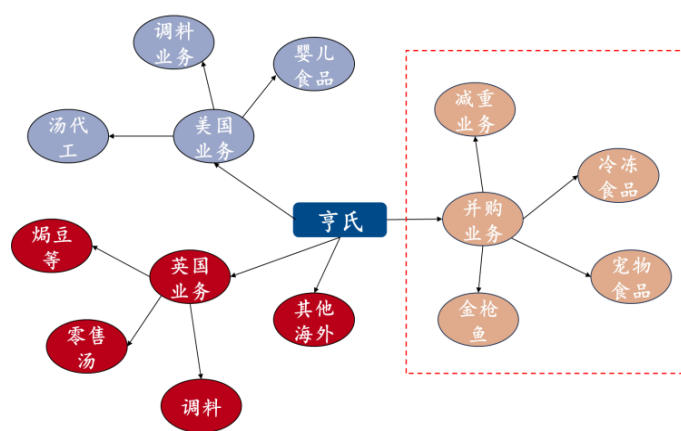
动第二轮出海，重点布局欧洲、日本等发达地区，1980 年代进一步拓展到亚非等新兴市场，均对公司增长形成进一步有效支撑。

图表 69 亨氏三次大规模出海梳理



资料来源: Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》，华创证券整理

图表 70 1980 年代亨氏实现多元化业务布局



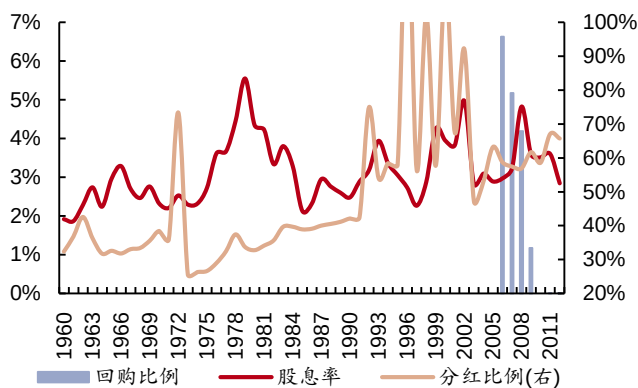
资料来源: Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》，华创证券整理

3、资本策略：三轮减少资本开支，对应提升分红率

整体来看在步入成熟期，尤其是职业经理人接手后，亨氏在资本开支上更加审慎，同时稳步提高每年分红，股息率始终维持在 3-5% 区间。其中梳理下来可分三个阶段：

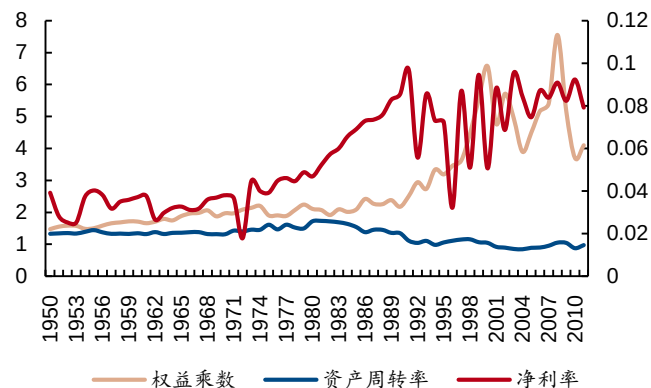
- **一是 1970 年代初：**受限于经济陷入滞胀，亨氏资本开支有所回落，同时对应到分红比例提升，由 1970 年代初的不到 30%，提升到 70 年代末的 40% 左右。在美股大盘大幅度回撤背景下，尽管公司估值也有所压缩，但期内在盈利增长的带动下，股价整体保持向上趋势，最终 1979 年市值相较 1970 同比增长 40% 左右。
- **二是 1990 年代初：**公司增长降速，经营承压，资本开支也自高点趋于回落，由于净利润基数问题，导致分红比例上下波动，实际分红中枢进一步提升到 60% 以上，此时股息率维持在 3-4% 区间，支撑估值继续维持在 20X 左右。
- **三是 2000 年代中：**此时亨氏陷入业务重组，部分子公司及工厂持续剥离，因而资本开支进一步收缩，在此背景下，公司分红比率进一步提升，同时在 2006 年起连续进行回购，再加上举债推动 ROE 回升，综合带动公司股价回归向上通道。

图表 71 亨氏历年分红比例及股息率



资料来源：亨氏公司公告，彭博，华创证券

图表 72 亨氏历年 ROE 拆解



资料来源：亨氏公司公告，彭博，华创证券。注：净利率参考坐标右轴。

(四) 沃尔玛：“美式现代生活”的引领者，折扣零售先锋

沃尔玛成立于战后，崛起于折扣店业态，迄今仍然是美国日百零售连锁绝对龙头，坐享超过 5000 亿美金市值和“美国市场线下第一、线上第二”的超然地位；中美两国零售体量接近，对比国内商超龙头，沃尔玛市值超越百倍。在 1970s 滞胀期间，沃尔玛加码折扣，占领低价心智，同时同店强势跑赢通胀，成为为数不多在 70 年代获得股价亮眼表现的公司。

1、美国折扣零售行业诞生背景：生于大萧条时期，兴于经济增速放缓。

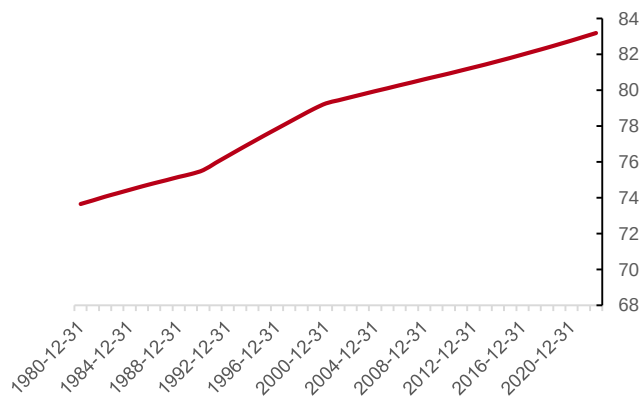
美国零售业发育充分，现代零售渠道发育较早。19 世纪末服装企业开始将过剩的或尾货产品向员工和消费者打折出售，该场所称为 Outlet Store。1930 年大萧条期间为处理激增库存，工厂直销店开始出现。同时 1930 年左右，美国出现了真正意义上的超市，Kroger 的员工 Cullen 首次将大店模式+自助购买+连锁经营相结合，于 1930 年最先开设美国第一家超市店——King-Cullen，超市选址在城市外围的仓库或废弃工厂，主售全国性品牌，将盈利模型调整为低价走量。

超市行业出现的背景，主要是为了解决消费者一站式+性价比消费需求；以及随着冰箱，汽车渗透率逐步提升，冰箱满足了居民一次性采购的囤货需求，汽车的普及满足了消费者驱车去城郊的大型超市购物。至此，“周末全家驱车前往购物中心大采购”逐渐成为美式生活模板。

1940-1979 年，美国 GDP 从 1029 亿美元增至 26321.4 亿美元，CAGR 为 8.44%，人均 GDP 超过万元；人均可支配收入从 588.1 美元增至 8057 美元，CAGR 为 6.9%，截至 70 年代末美国中产阶级人口占比达到 61%；居民消费总额从 713 亿美元增至 15854 亿美元，CAGR 为 8.3%；其中食品及住宅消费占比从 1940 年 25.3%提升至 1945 年 36.1%，并于二战后逐渐降至 1979 年的 24%。

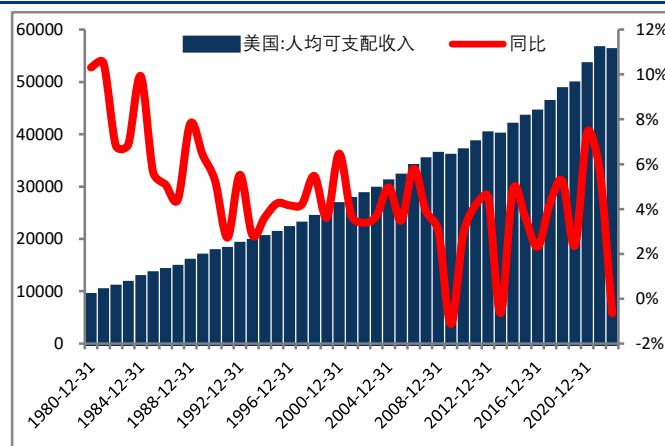
城镇化率提升和家庭数量增多驱动家庭大量采购需求增加，大量采购与超市业态不谋而合，1940-1979 年美国的城镇率从 40%左右增至 74%；随着城镇化发展，美国家庭数量从 1940 年 3600 万增至 1980 年 8300 万，CAGR 为 2.11%。

图表 73 美国城镇化率 %



资料来源: Wind, 华创证券

图表 74 美国人均可支配收入 (美元) 及同比



资料来源: Wind, 华创证券

美国的真正的折扣零售业态最早出现于 1950 年左右, 1955 年 Dollar General/达乐超市(大部分商品定价低于 10 美元的折扣店) 出现, 1956 年 TJX 成立。1960 年开始, 美国普通杂货业态开始走向衰落, 折扣零售业态进入快速发展期, 杂货店平均面积 200-300 平米, 年营收 10-20w 美元, 折扣店则为 5000 平米/300w 美元。

1960 年, 美国折扣百货门店数量为 1329 家, 1966 年底增加至 3503 家, 单店户均面积从 3500 平方米增加值 6000 平方米, 每家店的平均营业额从 148 万美元增长至 428 万美元, 行业规模从 20 亿美元增长至 150 亿美元, 扩大了 6.5 倍。到 1973 年底, 全美已经有 160 家折扣百货公司, 6500 家商店, 年销售额 280 亿美金, 占到整个一般商品年销售额的 20%。

1962 年, 沃尔玛 (Walmart)、凯马特 (Kmart) 和塔吉特 (Target) 三家开始尝试折扣零售模式, 将性价比商品, 便利的一站式购物和统一结账结合在一起, 逐步成为提供食品+日用百货的综合性零售商, 在随后的五年间, Kmart 开设了 250 家门店, 销售额达到 8 亿美金, 沃尔玛有 19 家店, 销售额为 900 万美金, 当时还有另一家名为伍尔科的折扣店, 到 1968 年底已经有 92 家分店, 每家店营业面积都在 1 万平方米-1.7 万平方米。同时这些折扣店还在由大城市向小城市扩张, 行业竞争持续加剧, 当时最大的两家公司年营业额已经达到 11 亿美元。

图表 75 1960-1966 年底美国折扣百货行业发展

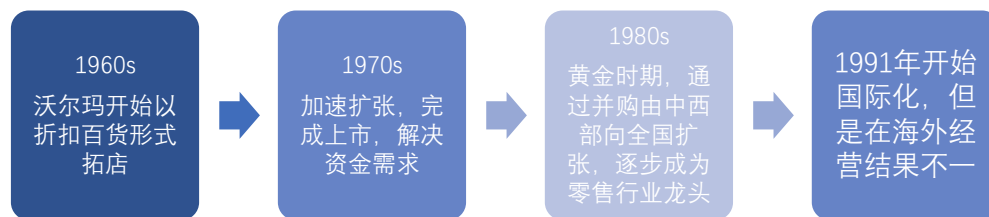
年份	店数/个	单店面积/平米	单店营业额/万美元	行业总额/亿美元
1960	1329	3500	148	20
1966	3503	6000	428	150

资料来源: 彭剑峰, 孟泽元《从乡村小店到世界零售巨头全方位剖析沃尔玛成功历程》, 华创证券

但 1970 年代中期开始, 随着经济衰退和通货膨胀, 整体零售行业增速放慢, 同时成本费用上升, 进一步压缩了折扣零售利润, 部分玩家被迫放缓开店甚至破产, 1980s 整个零售行业的销售增长率仅为 2%, 1982 年, 当时的折扣百货行业龙头凯玛特的收入增速降到最低点, 和沃尔玛同期进入折扣业的伍尔沃思放弃了折扣百货业, 关闭了伍尔柯连锁店, 1970s 初名列全行业第四的考维特公司被迫退出。但沃尔玛在此阶段却逆势扩张获得增长, 1970-1990 年间保持着 40% 的销售收入增速。

2、沃尔玛：强势跑赢通胀，低价战略夺取市场份额

图表 76 沃尔玛发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

复盘沃尔玛发展历程，沃尔玛创始人山姆沃尔顿从经营五金杂货店起家，1950 年在阿肯色州开了第一家特价商店，取名为沃尔顿五分钱商店，1962 年，他以沃尔玛“Walmart”名，在阿肯色州开了第一家沃尔玛折扣百货商店，这也是沃尔玛超市的雏形，当时主要开在人口不多的乡镇和小城市，远离大型零售商，购物环境非常简单，以较高性价比满足居民的日常需求，价格比其他商店便宜 15%-35%。

1984 年开始，公司在折扣百货之外进行多元化尝试，比如山姆会员店，沃尔玛购物广场和社区店模型。1996 年公司折扣店数量达到顶峰，当时有 1995 家折扣店，此后折扣店数量开始逐渐减少，2009 年折扣店数量降低至 886 家，2023 年进一步降低至 360 家，公司目前重心为业态更丰富，门店面积更大的购物广场型门店。**但与现在折扣店的概念较为不同的是，沃尔玛折扣店面积都在接近一万平，售卖品种丰富。**1983 年第一家山姆会员店开业，1988 年第一家沃尔玛购物广场开业，主打一站式购物体验，满足更丰富的购物需求，集超市，百货店，药店，银行，理发店，餐厅于一体，平均面积为 16000 平以上，1999 年开了第一家社区店，面积更小，平均在 4000 平米左右。

1991 年沃尔玛开始国际化，在墨西哥开了第一家美国本土以外的门店，在加拿大，英国，中美洲和南美洲，中国表现较好，但是在德国，日本和韩国表现不佳，不得不退出或缩减业务。

图表 77 2023 年沃尔玛各类门店面积，数量及占比

分类	截止 2023 年末门店数	门店数占比	面积/平方米
美国沃尔玛	4615	43%	64939
沃尔玛购物广场	3560	34%	58786
折扣店	360	3%	3513
社区店和其他小型门店	695	7%	2640
山姆会员店 -美国	599	6%	7451
美国合计	5214	49%	72390
零售门店	5075	48%	21942
经销门店 – wholesale	327	3%	3501
国际门店合计	5402	51%	25443
门店总数	10616		97833

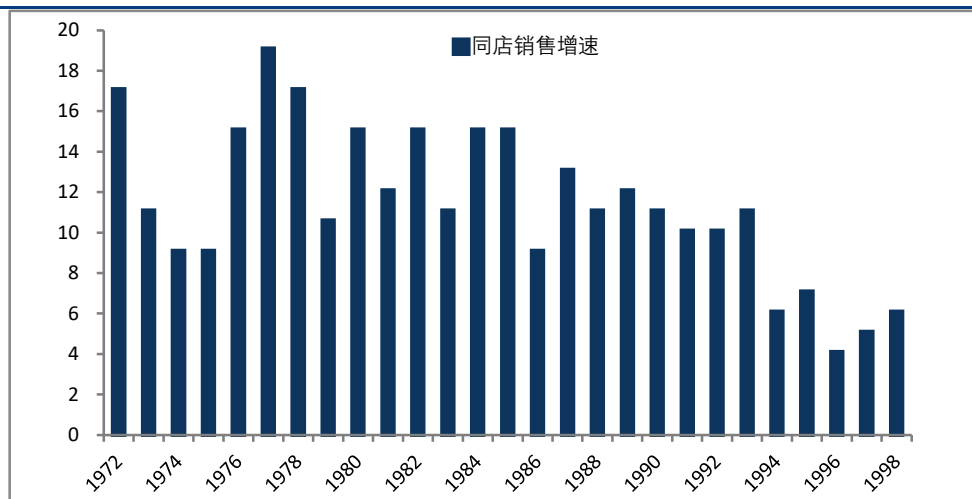
资料来源：公司财报，华创证券

沃尔玛之所以能够在行业不景气的期间逆袭成为龙头，除了和高 CPI 对于同店的积极影响，主要有以下几个原因：

- 1) 沃尔玛的成功与创始人山姆沃尔顿的经营理念 and 决策密切相关，他将**低价销售+薄利多销+严控成本**的经营理念引入美国零售业。在创立之初，山姆沃尔顿就摆脱中间商，直接从厂家拿货，再自己运回店里以低价售卖给消费者，将节省的利润让利给顾客，只赚取合理毛利率。他坚持采取低价策略+用低价产品打广告引流，让渡毛利以吸引消费者，山姆确定了沃尔玛的**全球采购战略“低价买入，大量进货，廉价卖出”**，门店招牌上会写“DISCOUNT CITY”和“we sell for less”强调低价，同时保证顾客满意度，当时的门店还提供各种增值服务，比如免费停车和免费送货等。

1980 年，沃尔玛的加价倍率是 27%，1985 年降低至 25%，1980s 末又进一步降低至 23%。低售价的背后是更强的供应链整合能力、更全面的管理能力和比对手更低的利润率——当时相对于竞对 45% 的毛利率目标，山姆把毛利率目标定在 30%，后来又进一步降低至 22%，这一决策使得沃尔玛在滞胀期间相对竞对更加受到消费者青睐，**1972-1990 年沃尔玛门店的平均同店销售增速为 13%**，远高于行业增速。

图表 78 沃尔玛同店销售增速（%）



资料来源：公司财报，华创证券

图表 79 沃尔玛在店内到处打出强调低价的标语



资料来源：公司 1972 年财报

图表 80 沃尔玛在店内强调顾客满意度，不满意的商品可以退换和维修



资料来源：公司 1984 年财报

- 2) 经济危机期间，整个行业发展放缓，沃尔玛迎头赶上，快速扩张，缩小了与头部公司的差距，1970 年，公司通过上市解决了债务危机，同时获得了充足的扩张资金。并且通过并购进入空白市场，比如当时通过并购进入了美国东南部区域，1977 年，沃尔玛通过收购 Mohr Value Discount Department Stores 进入密苏里州和伊利诺伊州。1981 年，又通过收购 Kuhn's big K 的 106 家折扣店布局美国东南部，并新进入南卡罗来纳州和乔治亚洲，14 家点位和现有沃尔玛冲突的门店被关闭，其余门店按照沃尔玛模型改造，期内 16 家新改造的 BIG K 门店贡献了当期收入的 7%和净利润的 1%。

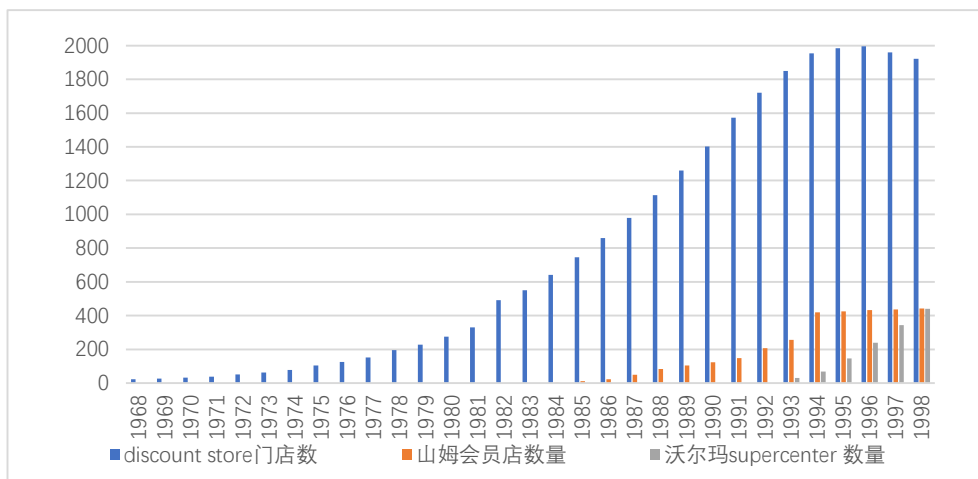
图表 81 改造之后的沃尔玛门店



资料来源：公司财报

但沃尔玛并不是漫无目的的扩张和跨州跳跃式收购和兼并，而是在已开店区域周围的城镇发展，或者在配送中心 500 公里的半径内发展。1972 年，沃尔玛转纽交所主板上市时仅有 51 家门店，1976 年扩张至 125 家门店，1977 年通过收购扩张至 153 家门店，1981 年增长至 330 家，1990 年达到 1402 家（不包括山姆会员店）。

图表 82 沃尔玛 1968-1998 期间门店数



资料来源：公司财报，华创证券

- 3) 采购端，沃尔玛砍掉中间环节，直接从工厂进货，且给供应商更短的付款账期以维护关系，当时凯马特给供应商平均付款天数为 45 天，但是沃尔玛为 29 天，同时不向供应商收取回扣和进场费，这样建立了更加稳定的供应商关系，并且拿到更低商品进价。
- 4) 在营运端提高效率，降低成本，加快物流和现金流周转速度，成本控制一直是公司的重心，比如山姆在初始阶段就要求一般性管理费用要控制在销售额的 2% 以内。在创业之初缺少资金的情况下，山姆带领员工自己动手改造租来的旧厂房，包括研究降低存货的方法，压缩费用，门店端采取仓储式装修+自助购物节省成本。

图表 83 沃尔玛门店店内 - 仓储式陈列



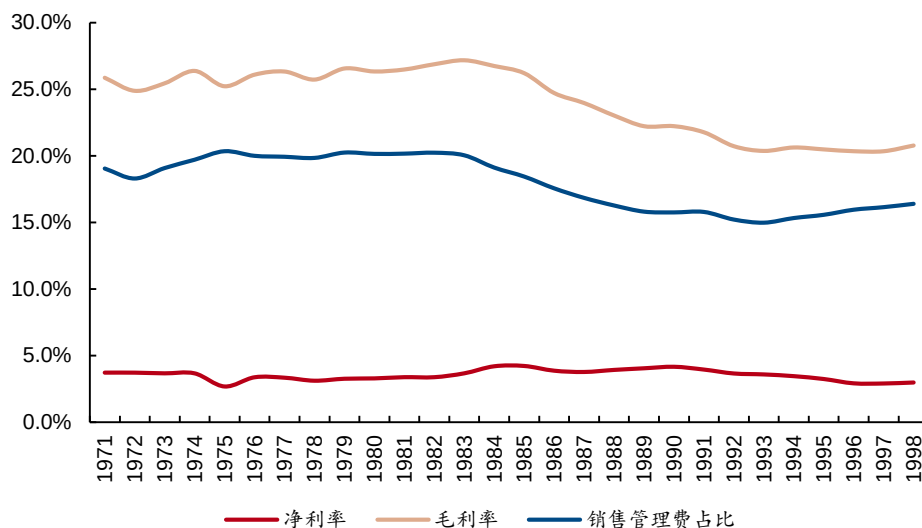
资料来源：公司 1972 年财报，华创证券

- 5) 此外，沃尔玛从最初就开始建立自己的物流中心和配送车队，1970 年，沃尔玛的第一家配送中心在美国阿肯色州建立。20 世纪 80 年代初，又建立了配送中心的电子数据交换系统，1987 年，沃尔玛卫星网络完成，这是当时全美最大的私有卫星系统，使得沃尔玛总部及配送中心随时可以知道每个门店的存货和物流运输货物量。沃尔玛还在配送中心建立了机械化操作，85% 的产品都采取机械化处理，大大减少了人工处理需要的时间，通过以上技术运用，1970s 沃尔玛的配送成本占比就降低至销售额的 3%，但竟对凯马特的配送成本占比为 8.75%，西尔斯为 5%。

1971-1983 年随着规模效应显现，沃尔玛毛利率从 25% 逐步提升至 27%，随后由于山姆会员店（商品售价低和低毛利，收会费模式）的增长拉低整体毛利率水平，后期沃尔玛毛利率稳定在 20% 左右。

同时 1971 年-1983 年沃尔玛的销售及管理费占比为 20% 左右，后期随着供应链优势发挥和山姆会员店在费用端更节省，这一费率降低至 15%-16%。

图表 84 沃尔玛 1971-1998 期间毛利率和销售管理费率

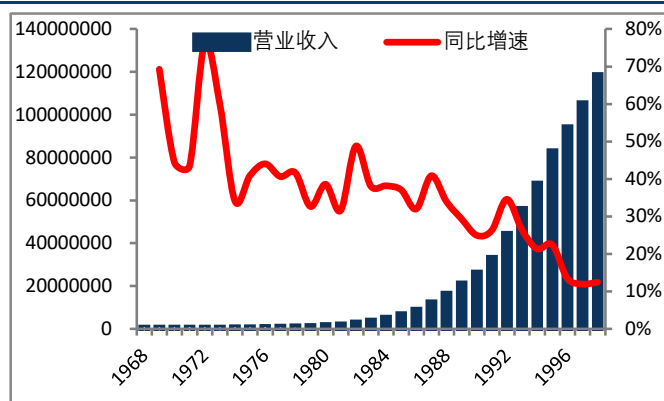


资料来源：公司财报，华创证券

- 6) 在成立的前 20 年期间，沃尔玛一直坚持“小镇开店”的策略，在万人左右的小城市开店，这种开店策略避开了与当时较大的龙头，塔吉特和凯马特的直接竞争。选址方面，沃尔玛一般会选择租金便宜且交通集中的公路旁边，且装修简单，而后期在进入人口较为密集区域时，一方面会开大店，1980 年，沃尔玛每家店的平均营业面积只有 4400 平方米，1985 年增长至 6030 平方米以上，有的大店甚至达到 8000 平米。此外还会在城郊结合部建立分店，这些分店不仅房租便宜，而且在后期随着人口向郊区转移，也逐渐成为中心区门店。

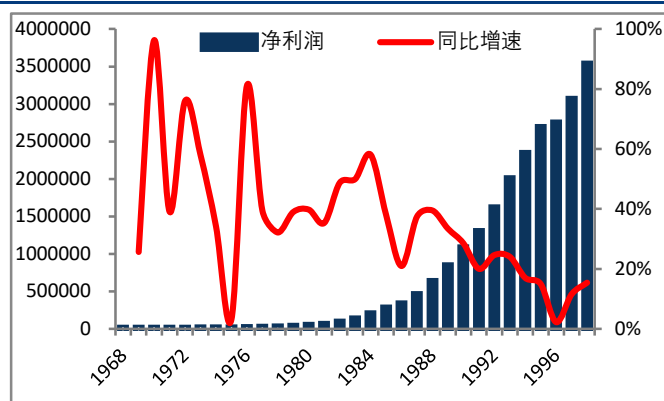
通过以上措施，沃尔玛凭借低价买入+大量进货+廉价卖出的商业模式，同时不断通过并购扩大自身规模，形成规模效应，1970-1990 年间，公司收入复合增速达到 40%，利润复合增速达到 41%，同时净利率不断提升，1968 年为 3.8%，1990 年提升至 4.2%，利润率提升的背后是公司精细化运营和管理，库存持续改善，以及成本控制能力的增强。

图表 85 沃尔玛营业收入及同比（千美元）



资料来源：公司财报，华创证券

图表 86 沃尔玛净利润及同比（千美元）



资料来源：公司公告，华创证券

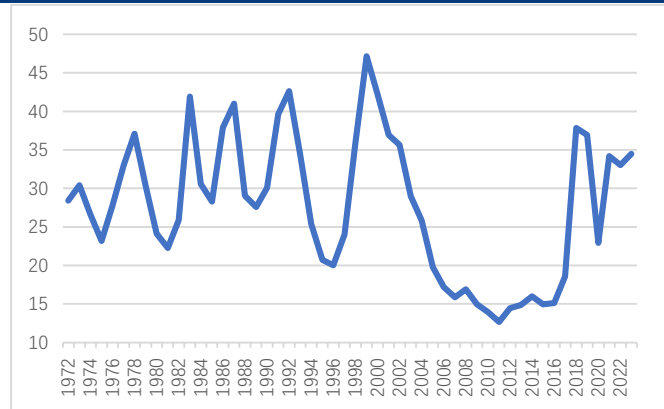
股价和估值：由于业绩复合增速亮眼，同时在扩张同时保持着高同店销售增速，沃尔玛自 1972 年转纽交所主板上市之后也享受了较高估值，1972-1990 年高速成长时期平均估值为 30 倍，随后随着同店趋于平稳（每年个位数增长），收入和利润复合增速低于 10%，公司发展进入平稳阶段，估值中枢也降落至 20 倍。

图表 87 沃尔玛股价图/美元



资料来源：彭博，华创证券

图表 88 沃尔玛 PE

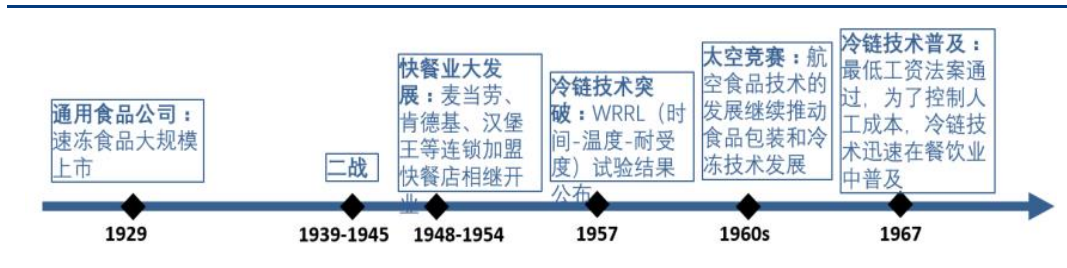


资料来源：彭博，华创证券

（五）麦当劳：美式快餐代表，餐饮+地产双管齐下

美式快餐萌芽于 20 世纪 20-30 年代，并在 50-60 年代高速发展。在 1920 年美国禁酒令直接打击了正餐餐厅的背景下，快餐作为平价餐厅的典型代表开始萌发。二战时期，女性离开家庭，客观促进了外出就餐习惯的形成；二战后，婴儿潮为餐饮业提供了充足的劳动力和消费力，而冷冻技术的发展也推动了行业的快速发展，加速了速冻食品的流通。

图表 89 美国快餐行业技术发展



资料来源：彭剑峰、王一、冯莹《标准化的偏执狂-金色拱门背后的麦当劳》，华创证券

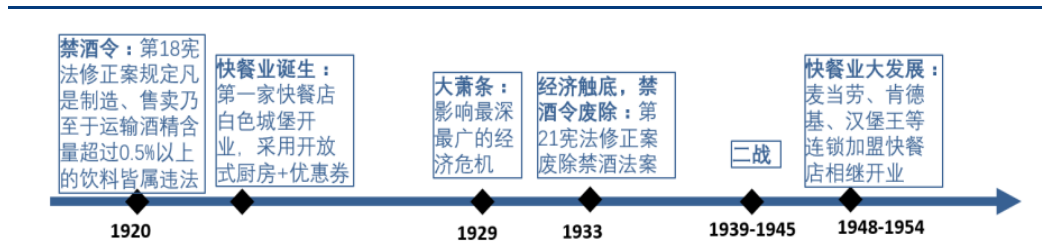
麦当劳恰恰诞生于美式快餐市场规模迅速扩大、竞争格局完全未定的这一时期。并且，麦当劳在 60 年代中叶利率较低的时期，以高杠杆进入地产市场，1965 年上市融资后又大力做深加盟模式，尽管 70 年代同店数据不完全可考，但主要产品为抗通胀的消费品，在“滞胀”时期保持较高的盈利能力，使麦当劳从 1970 年至 1980 年期间股价涨幅达到 209%。

1、二战后外出就餐需求增长，冷链技术普及促进快餐发展

从宏观背景来看，二战对消费习惯的培育：二战带来的 1700 万工作岗位不仅降低了失业率，还极大的促进了餐饮业的发展。随着数百万已婚妇女从家庭进入工厂工作，社会对餐饮服务的需求量激增，从战前的一天卖出 2000 万份餐增加到超过 6000 万份餐。二战培养了消费者的外出就餐和快餐的消费习惯。

70-80 年代美国个人主义和享乐主义盛行、女性劳动参与率上升、婚恋观自由化等多重因素叠加，使得一人户和二人户家庭占比较快提升。74 年之后开始进入滞胀时期，但是麦当劳属于具有抗通胀属性的餐饮。

图表 90 美国快餐行业发展历程



资料来源：彭剑峰、王一、冯莹《标准化的偏执狂-金色拱门背后的麦当劳》，华创证券

麦当劳在 1948 年由麦当劳兄弟奠定了“快餐”餐厅模型的基础，1955 年后“麦当劳之父”克洛克成功探索了加盟+地产模式，在利率较低的时期高杠杆进入地产市场，并且在 60-70 年代形成了稳定的产品和菜单，主要产品为抗通胀的消费品从而在“滞胀”时期保持了较高的盈利能力。

1937 年，麦当劳兄弟创办汽车餐厅 / drive through，主营烧烤，1948 年，麦当劳兄弟大幅改革烧烤店，推出汉堡这一品类，奠定了“快餐”餐厅模型的基础。麦当劳兄弟结合长期的营运经验，推出汉堡品类，转型快餐，认为汉堡（Hamburger）的销售额占比高的原因是“价格低、上餐快”，并以此特征为根据，将菜单从 25 项精简为 9 项，推出招牌式 15 美分优质汉堡。同时，参考了白色城堡等快餐业先驱，引入流水线和全透明式厨房，这一模式大获成功，在圣贝纳迪诺地区有大量的竞争者争相模仿。

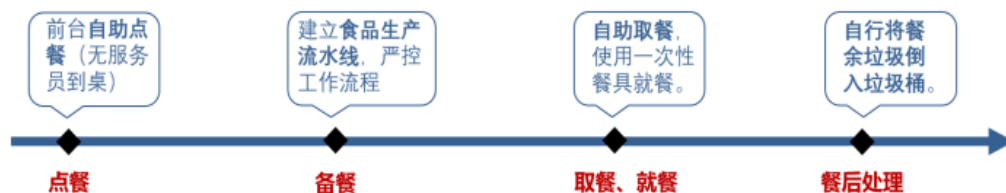
图表 91 麦当劳标志设计历史



资料来源：中国工业设计协会公众号

快餐这一业态通过培养消费者“自助”的点餐、取餐、餐后处理的消费习惯，减少了服务投入，改革为流水线透明备餐、缩减菜单品类大大提高了上餐速度。在降低了备餐成本和服务成本后，快餐同时具备了“快”和“廉价”的特质。

图表 92 MCD 用餐流程示意图



资料来源：彭剑峰、王一、冯莹《标准化的偏执狂-金色拱门背后的麦当劳》，华创证券

2、地产+加盟：独特模式助推麦当劳发展

1954 年，麦当劳之父雷·克罗克加入公司。探索出加盟+地产的独特发展模式，并且在 60-70 年代形成了稳定的产品和菜单。

雷·克罗克（Ray Kroc）在 1954 年与麦当劳兄弟签署协议，由克罗克负责麦当劳特许经营权的全美授予事项。克罗克时年已 52 岁，加入麦当劳前主营奶昔制作机的销售。当时坐落于小镇的麦当劳餐厅向克罗克同时订购了 8 台奶昔制作机震惊了克罗克，看到这一模式巨大潜力的克罗克结束了自己公司的业务投入了麦当劳。

1955 年，麦当劳公司成立：克罗克的第一家麦当劳门店采用了亮眼且稍显浮夸的金黄色大拱门作为门店标识。这是基于当时的汽车餐厅形态设计的，金拱门设计不但易于形成品牌印象，且便于正在驾驶的车主在远距离发现门店位置。

1956 年，成立麦当劳地产公司，克罗克找到索恩本担任麦当劳公司的财务总监。麦当劳地产的注册资本仅有 1000 美金，杠杆极高。但这一举措在初期十分利于麦当劳控制加盟商，进行包括供应链、营销、运营等方面的统一管理，也在日后逐渐成为了麦当劳极为重要的利润来源——可以收取随着地价上涨的租金之外，也免于承担日益高涨的租金压力。1960 年，麦当劳加盟门店数超过 200 家。

图表 93 麦当劳加盟店数量

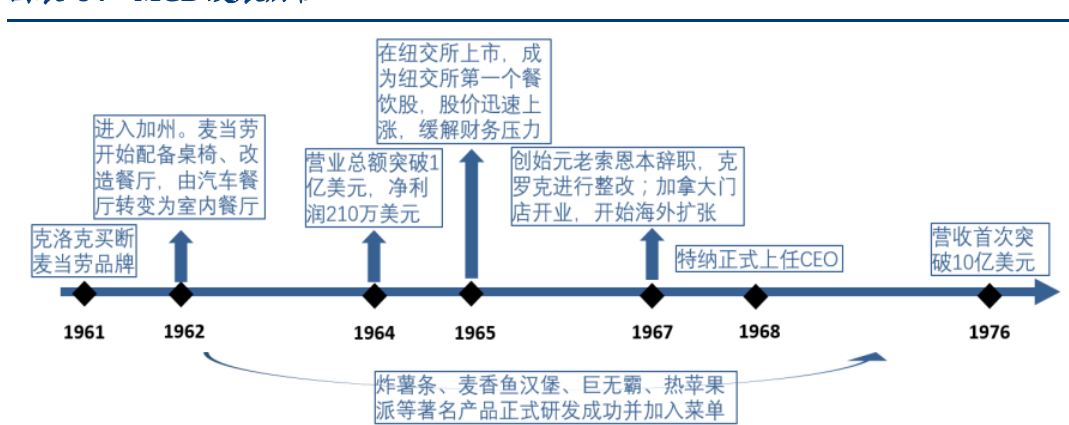
时间	1955	1956	1957	1959	1960
加盟店数量	1	14	39	>100	>200

资料来源：公司财报，华创证券

1961 年，克罗克与麦当劳兄弟决裂，在刚完成 150 万美元贷款、杠杆高企的情况下，被迫以 270 万美元的天价现金收购麦当劳品牌，索恩本联系到了 12 家机构、投资人组成的财团，以 6% 利息率叠加营业额抽成为条件取得了这笔现金，最终成本约为 1400 万美元。作为对比，1961 年麦当劳 228 家餐厅营业额为 3780 万美元，麦当劳兄弟提取的抽成 0.5% 为约 19 万美元，而克罗克公司的盈利则仅有 7.7 万美元。

收购了麦当劳品牌后，索恩本开始担任麦当劳的 CEO 并留在芝加哥总部，而克罗克则带领新团队回归加州。

图表 94 MCD 发展历程



资料来源：彭剑峰、王一、冯莹《标准化的偏执狂-金色拱门背后的麦当劳》，华创证券

这一时期，麦当劳逐步完成了：

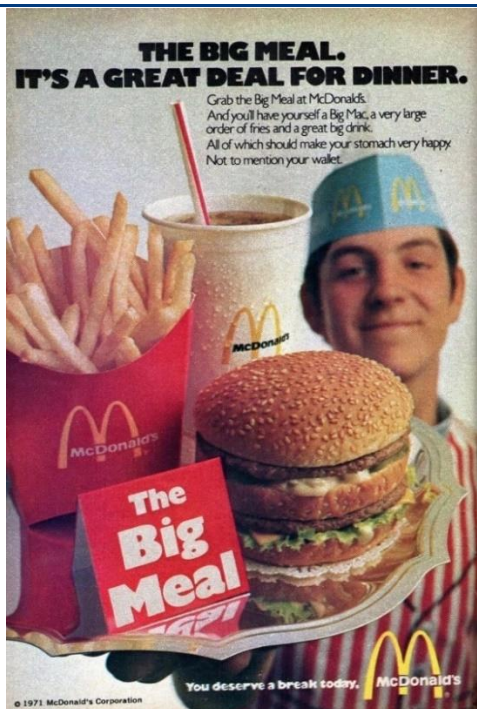
- 转变为室内餐厅：1962 年，麦当劳开始在加州迅速扩张。加州是汽车餐厅的发源地，但麦当劳在此作出了重要改变，开始配备桌椅、改造餐厅，由汽车餐厅转变为室内餐厅，获得了成功。
- 菜单渐渐成型：炸薯条、鱼肉三明治、巨无霸、热苹果派等著名产品正式研发成功并加入菜单。
- 成功上市缓解财务困境：1964 年，麦当劳营业达到 1.296 亿美元，净利 210 万美元；1965 年，麦当劳在纽交所上市，成为纽交所第一个餐饮股。
- 找到了合适、稳定的管理团队：1967 年，由于与克罗克矛盾已公开多年，创始元老索恩本辞职，克罗克进行整改，1968 年特纳正式上任 CEO。

同时期，麦当劳门店扩张速度大为放缓，1962 年门店增速为 51%（新增 118 家），年新增门店数下滑到 1965 年为仅 81 家。这个以财务稳健为主要目标，牺牲增速的时期也让竞争对手——包括汉堡大厨、汉堡王、肯德基等——在门店数量上逼近了麦当劳。1967 年，汉堡大厨的门店数仅比麦当劳少 100 家；汉堡王新增门店 100 家——与麦当劳持平，门店数量达到麦当劳的 30%。

麦当劳能够顺利度过 1970s 的“滞胀”时期与新任 CEO 特纳的正确决策有关，1970s，美

国大规模工业化时代进程加快，流水线生产的工业化食品成为城市人口主要的食物来源，1971 年，麦当劳推出巨无霸套餐，包含巨无霸汉堡，薯条，可乐，麦当劳连续推出 Quarter Pounder 汉堡、麦满分和开心乐园套餐等套餐，逐渐培养了消费者对于购买套餐的饮食习惯。同时把 slogan 改为“You deserve a break day”(今天你值得休息一下)，这个也和当时美国社会强调劳动回报，追求通过努力工作得到回报的价值观相契合。

图表 95 麦当劳巨无霸套餐



资料来源：中国工业设计协会公众号

图表 96 麦当劳海报



资料来源：中国工业设计协会公众号

高速扩张+分权计划：1968 年，特纳接任 CEO 并开始推行高速扩张战略，增加在房地产和建筑领域的投入以支持后续扩张，麦当劳的门店数量也从 1968 年的 970 家上升到 1974 年的超过 3000 家，单店销售额从 33 万美元上升到 62 万美元。同时，增加地区经理数量，并且将新店地址选择和加盟商筛选的权力下放给地区经理，因为地区经理对于当地的情况更为了解，当时的 CEO 特纳曾说“在快餐业，决策的制定者越了解店铺和市场，做出的决定便越好”。总部只对标准化的起决定性作用的部分掌握绝对控制权，比如在全国推行一致的操作规则，培训和标准化设计，但加盟商在新品开发，产品推广，广告营销都有很强的自主性。

改造餐厅以更新品牌形象：特纳将加州地区的室内餐厅模型推广到全美，付出了大约单店 5 万美元的改造费用。金色拱门设计基本被去掉，增加了大面积的玻璃窗，原有红白瓷砖的外墙也改为了暗棕色。

标准化的产品+对于经营模式的不断探索，麦当劳的目前的核心菜单包括了巨无霸汉堡、炸薯条等著名产品，而这些产品的研发早在 20 世纪 60-70 年代就已经完成。

炸薯条是麦当劳点单率超过 80%的单品，同时毛利率较高。但是，炸薯条的研发付出了大量的成本。根据麦当劳前 CFO 纽曼估算，1955-1965 这麦当劳成立之初的 10 年间，麦当劳在炸薯条上的投入超过了 300 万美元。作为对比，麦当劳的首次加盟费在 1950s 为 950 美元，在 1960s 约为 1500 美元；至 1960 年末，麦当劳累计营业额约 7500 万美元，累计利润仅为 16 万美元。1964 年销售额 1.3 亿美元，净利 210 万美元。

选用公认最适合油炸的艾奥瓦褐色土豆，经过试验测出最适合炸薯条的土豆固形物含量（21%），麦当劳采购人员会携带水分仪进行测试。麦当劳餐厅人员不断试验找到了炸薯条的方法并自动化。而麦当劳对土豆品质的坚持也影响了上下游：1962 年，麦当劳土豆消耗量超过 600 万磅。伯班克地区的土豆种植者率先采用特定种植和施肥程序并且配备现代储存备，以求控制固形物含量；由于奥瓦土豆无法在夏季高温环境下保存，供应商辛普劳陆续投入了超过 400 万美元研制冷冻薯条，在 1965 年累计获得麦当劳超过 6.5 亿美元的订单，1972 年麦当劳全部餐厅改用冷冻薯条进行油炸。

在除了炸薯条之外，麦当劳通过不断增加新产品来奠定行业领先者的基础。例如麦香鱼堡，需要供应量大、价格稳定的鱼肉并简化原本过于复杂的制作程序——这花费了将近 10 年的时间，确定鳕鱼作为肉源，通过实验简化制作和处理程序，并在部分地区进行市场测试后在全部门店推广。

图表 97 麦当劳核心单品及其推出时间

产品	推出时间	研发者
麦香鱼汉堡	1960s	加盟商格罗恩
巨无霸汉堡	1967	加盟商德利加迪
热苹果派	1970	加盟商科克伦
三叶草奶昔	1970	加盟商罗森
大份薯条	1971	麦当劳主管沃勒斯坦
蛋满分	1972	加盟商彼得森
开心乐园餐	1979	麦当劳经理布拉姆斯

资料来源：麦当劳官网，华创证券

3、菜单标准化+时间/空间延展店效+抗通胀：快餐龙头制胜之道

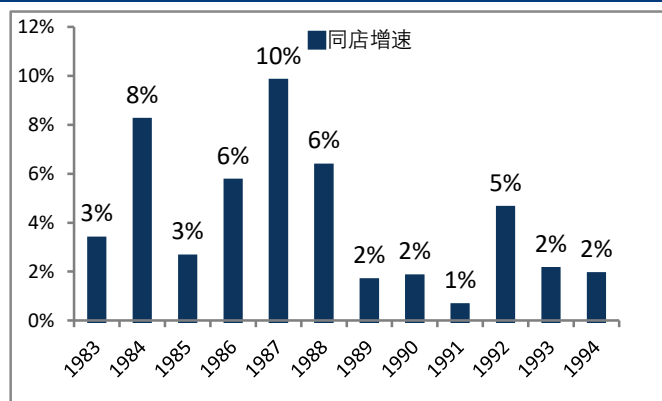
对于消费者而言，麦当劳的核心菜单已经有接近 50 年没有变化了。麦当劳在产品的创新上领先于市场，并且通过标准化提供了恒一的高水准的体验，稳定消费者预期，形成强大的品牌形象。

对于经营模式的探索：提供性价比产品+ 从严控制加盟商

1) 提供价格低廉的产品：1974 年后，美国进入“滞胀”时期：物价高位运行的同时经济表现乏力，失业率高企，出现停滞性通胀。滞胀背景下，快餐产品的抗通胀属性较强。在麦当劳诞生时，汉堡售价为 15 美分，炸薯条售价为 10 美分——而当时美国的汉堡市价约为 30 美分。分别从美国 CPI/食品 CPI 来看，2017 年的物价水平是 1948 年的 10.5 倍和 9.7 倍，也即 15 美分汉堡仅约等于当下的 1.5 美元。

对比 1974-1983，麦当劳系统销售额复合增速达到 18%，同时期门店复合增速达到 10%，1983-1994 年，公司开店一年以上的门店单店收入基本保持个位数增长，与同时期美国食品 CPI 同比变化幅度接近。

图表 98 麦当劳门店表现/%



资料来源：公司财报，公司官网

图表 99 美国食品 CPI 同比变化%



资料来源：Wind，公司官网

2) 探索不同的模式：麦当劳尝试推出了包括汽车餐厅、室内餐厅、正餐餐厅、24 小时餐厅、甜品站、麦咖啡在内的诸多业态，这些模式成败不一。有赖于标准化的产品，麦当劳在模式的探索上具备了支撑也拥有了弹性。

3) 在加盟模式上有所取舍：在不同的时期和不同的地区，麦当劳对加盟模式均有所取舍。在美国本土，麦当劳在 1968 年之后就坚持着加盟模式为主，自营模式为辅，自营店主要通过收购最成功的加盟餐厅，从 1967 年到 1976 年，麦当劳从加盟商手中以总额 1.89 亿美元的现金和股票购买了 536 家餐厅；在 1971 年进入日本时，开创性地采用了合营模式（Affiliate），占股 50%，引入日本合资商以进行日本本土化并取得成果；而在中国，麦当劳大部分的门店均为自营，以保证产品质量和品牌形象，直至 2016 年将中国区业务出售给中信集团。

4) 从严控制加盟商，细致筛选：在资信状况、经营能力、资金能力方面，麦当劳均会对意向加盟商进行评估。包括以下举措：

利用地产等多种手段强化管控：在大量的门店中麦当劳购买了地产或者签订了长期租约，选择加盟商后转租给他们并收取租约，因此在门店设计装潢、地址、经营模式上麦当劳控制力很强。当时 CEO 特纳的决策是“所有地产，能买则买”，1968-1974 年间，麦当劳店铺的 2/3 都是直接购买，这一战略的效果在 1970 年后开始显现，当时麦当劳的竞争对手因为房租等成本上涨，利润微薄不得不放缓扩张速度，当时的第二大快餐巨头汉堡王在 1974 年门店仅有 1000 家，落后于麦当劳 2000 家。

1970 年之后，零售地产价格不断上涨，长期来看，增速中枢高达 14%——除了 1987 年和 2008 年两次经济危机袭击。在这一背景下，美国的餐饮业出现了两种状况：（1）坐落于繁华商圈的门店缩小了面积，减少菜单，主推特色产品；（2）占地面积较大的正餐餐厅迁往郊区。

土地价格上涨的背后，麦当劳的竞争优势在于在利率低位时就大举借债进入房地产市场，1965 年以前，美国利率水平较低，在 1968-1972 的麦当劳高速扩张期间（这一时期麦当劳购入/长期租赁了超过 1400 家门店的土地）美国无风险利率中枢为 7%，相对于“滞胀”后期的利率依然较低。

图表 100 美国无风险利率走势变化



资料来源：同花顺，华创证券

重视管理/经营的参与：公司开设了汉堡大学，店长都需要在汉堡大学当中进行长期的培训之后才能上任。督查团会保持巡视，对不合标准的门店进行惩罚和督导改进。同时，总部进行统一的广告策划和投放，保持品牌形象的统一和更新。

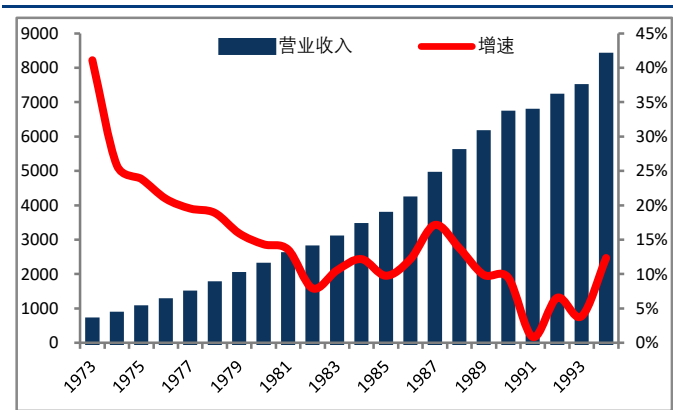
不向加盟商出售原料和设备：通用在 1960s 收购汉堡大厨后，以强力的资金能力支持汉堡大厨进行高速扩张。但汉堡大厨的加盟商必须要选择通用的设备。即使加盟商反映设备的多样性不足、需要创新和改善后，通用依然没有放弃这部分利润来源。每况愈下的汉堡大厨在 1970s 被通用出售。而麦当劳不论在原材料（面包、牛肉饼）还是设备（炸薯条机、冰淇淋机）上都为加盟商选择了第三方供应商，供应商不断地为了麦当劳这一大客户进行研发投入，使得麦当劳可以随着市场发展不断提升标准化水平和产品质量。

鼓励加盟商进行创新：广告营销创意、产品改进等方面，加盟商在麦当劳历史上都扮演了重要角色。例如，将薯条分量扩充为“大薯条”、打包小份食品和玩具成为“儿童乐园套餐”等诸多改变都是加盟商在 1970s 提出的。

经营模式来看，麦当劳作为美式快餐行业的领先者，以稳健的餐饮运营能力+美誉度高的品牌、规模巨大的资产体量，公司自营门店的餐厅层面利润率多年来相当稳定，1977 年，这一指标为 18%，1991 年为 18%，2017 年为 16%。

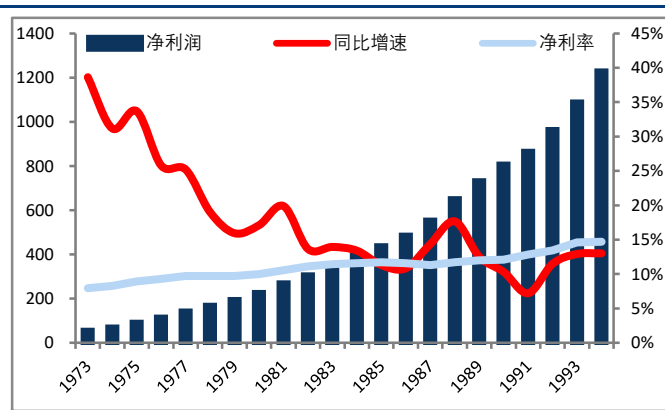
公司 1972-1994 年收入复合增速达到 14%，净利润复合增速达到 17%，在具备了议价能力和盈利能力的基础上，早年以高杠杆介入地产，得以通过长期租约或直接购买而取得优质地产，并吸引大批优质加盟商入驻该地产、贡献租金和其他加盟收入，随着加盟店的不断增加，加盟收入占比由 1970s 的 16%提升至 1990s 的 30%，当时的公司净利率也逐步由 8%提升至 15%。

图表 101 麦当劳收入及同比（百万美元）



资料来源：公司财报，华创证券

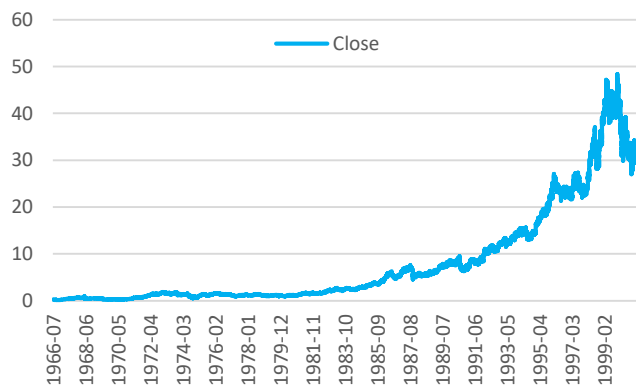
图表 102 麦当劳净利润及同比（百万美元），净利率（%）



资料来源：公司财报，华创证券

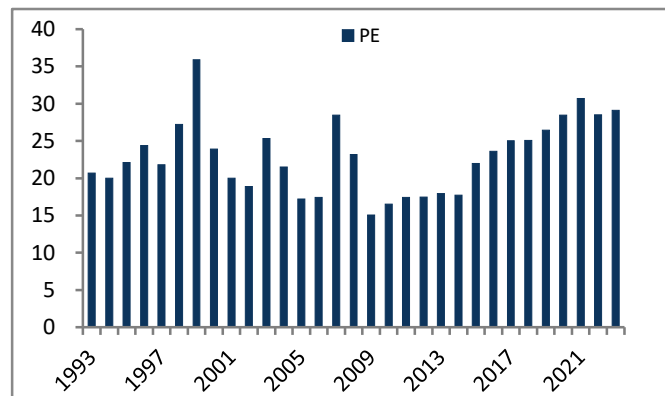
股价表现来看，从 1970 年至 1980 年期间，麦当劳股价涨幅达到 209%，1970-1990 年期间，股价涨幅也达到了 1986%，1993 年-2023 年公司平均估值为 23 倍。美股餐饮股在成长期（高同店增长+门店迅速扩张）往往会享受更高的估值溢价，星巴克/墨式烧烤等公司在高成长阶段都有 40-60 倍 PE，1990-1994 年期间，星巴克同店增速接近 20%，随后虽然有所回落但也稳定在 6% 左右，这一时期星巴克估值为 40-60 倍，墨式烧烤 2006-2014 年营收 CAGR 为 23.2%，净利润 CAGR 为 31.6%，同时期保持着较高同店增速，这一时期估值中枢为 42 倍。

图表 103 麦当劳股价变化/美元



资料来源：彭博，华创证券

图表 104 麦当劳 PE

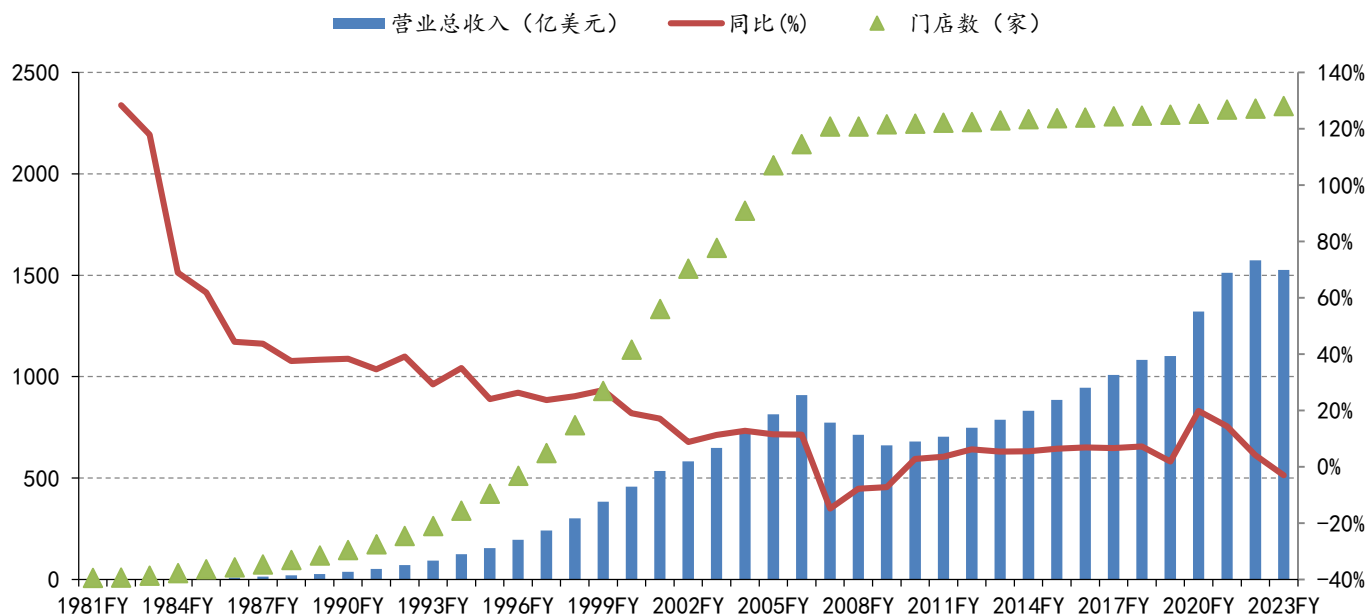


资料来源：彭博，华创证券

（六）家得宝：DIY 文化引领者，铸就全球家居零售龙头

家得宝（The Home Depot）自 1978 年成立以来，凭借其 DIY 理念和一站式家居建材采购服务，已成长为全球家居装修零售业的领导者。截至 2023 年，家得宝在全球拥有 2335 家门店，覆盖多个国家和地区。2023 财年公司实现营收 1527 亿美元，贡献净利润 151 亿美元。家得宝通过不断创新和优化供应链，以及积极拓展线上线下融合的零售模式，成功构建了强大的市场竞争力。即便在全球经济下行和美国通货膨胀的双重挑战下，公司依然保持了其盈利能力和市场领先地位，展现了卓越的企业韧性和增长潜力。

图表 105 家得宝营收及门店情况



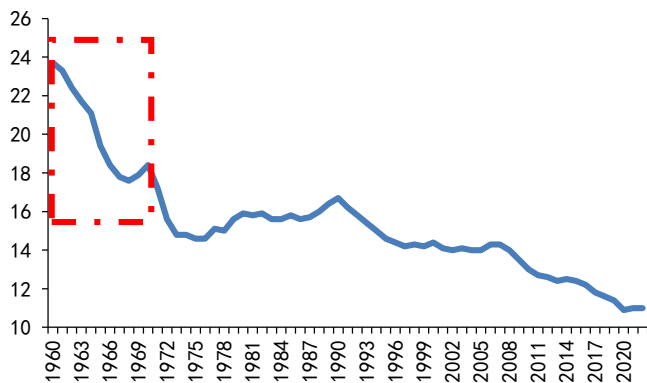
资料来源：公司年报，华创证券

复盘家得宝成长历程，公司自 1978 年成立以来，凭借对家居 DIY 趋势的深刻洞察、低成本战略的精确执行以及客户至上的经营哲学，公司成功从强敌环伺的家居零售市场实现突围，并成功超越了竞争对手劳氏（Lowe's），奠定了北美家居零售龙头的市场地位。

1、行业背景：婴儿潮世代成年+人口流动性增加，美国家居消费平稳增长

婴儿潮世代成年。1960-1970 年间，美国出生率基本维持在 2% 左右，这一时期出生的人口基本于 1978 年后逐步成年。随着婴儿潮一代开始步入职场、组建家庭，置业需求急剧增加，推动了房地产市场的快速发展。同时，政府还通过建设保障性住房体系、加大金融支持等方式，优化住房供应体系，着力提高中低收入人群和少数族裔的住房比例，共同推动家居消费平稳增长。

图表 106 美国人口出生率情况 (%)



资料来源：Wind，华创证券

图表 107 纽约市 1960-1990 年的部分住房保障措施

时间	举措	主要内容
1962	《住房与城市发展法》	租客从住房市场上租房只需缴付收入的 25% 作为房租，余下房租由联邦、州与城市三级政府共同承担
1974	《住房与社区发展法》	实施以租代建，将“砖头补贴”改为“人头补贴”
1982	420 税收激励政策	住房开发基金公司新建保障性住房可豁免房产税，但需向住户提供必要的社会服务，并且要留出一定数量的住房专门用于安置无家可归者
1983	无家可归者住房与援助计划	市政府为非营利机构、慈善组织和教会提供经费，由它们为无家可归者提供住房

资料来源：李文硕《20 世纪七八十年代纽约市保障性住房政策的转变及其影响》，华创证券

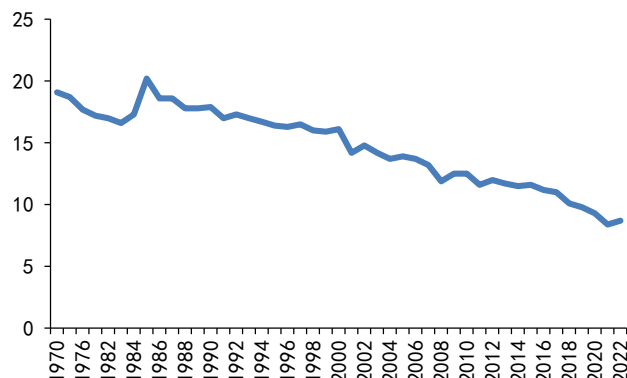
人口流动性增加。在 20 世纪 70 和 80 年代，美国传统的东北部和中西部工业区（称为“铁锈地带”）面临工业结构调整和去工业化，大量企业选择迁往劳动力成本更低、工会力量较弱的西部和南部地区（“阳光地带”），这些地区在政府资助下发展了航空、电子等高科技产业。自此，美国的人口和工业重心逐步向南部和西部迁移。根据美国人口普查局数据显示，这一时期美国全国人口迁移率在 20% 左右。由于人口流动带来的住房缺口，也为房地产和家居消费带来广阔的发展空间。

图表 108 美国产业向阳光地带迁移



资料来源：Moody's Analytics，转引自 Clarion Partners，华创证券

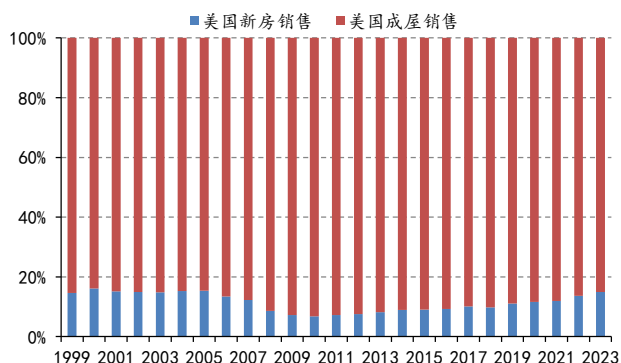
图表 109 美国全国人口迁移率（%）



资料来源：United States Census Bureau，华创证券

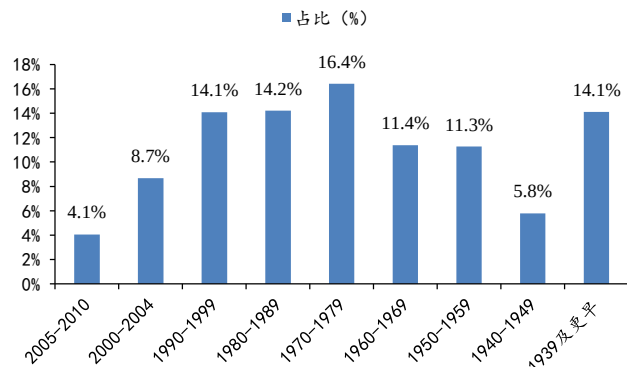
住宅交易以成屋销售为主，房屋建成时间普遍久远。城市化进程通常和新房开发进程匹配，1970-1980s 美国城市化率进入相对平稳区间。因此，从房屋销售结构来看，20 世纪 70 年代后，美国二手房交易迅速增长，存量房销售已经占据主导地位，1999 年及以后存量房销售占比长期维持在 80% 以上。根据 American Community Survey 2010 年数据显示，约 31% 的住宅建成于 1960 年前，约 20% 的住宅建成于 1950 年前（70 年代时该比例可能更高）。鉴于美国存量住宅建成时间普遍较为久远，因此住户对翻新、维修等业务诉求通常较强，这构成了美国家居建材消费的重要部分。

图表 110 1999 年后存量房销售占主导地位



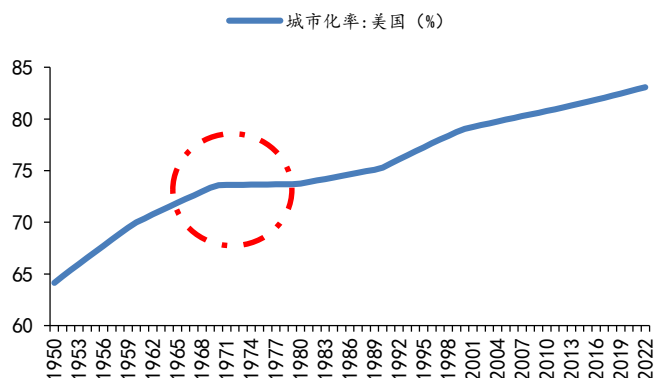
资料来源：Wind，华创证券

图表 111 约 31% 的住宅建于 1960 年前（截至 2010 年）



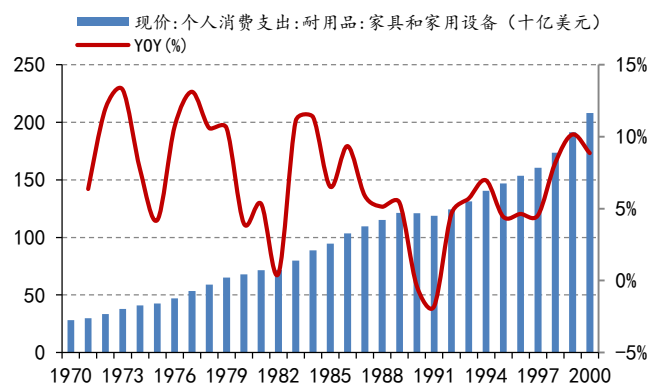
资料来源：United States Census Bureau，华创证券

图表 112 1970s 起美国城市化率已度过高速爬坡期



资料来源: 美国商务部普查局, wind, 华创证券

图表 113 美国个人家具及家用设备消费支出情况



资料来源: 美国商务部普查局, wind, 华创证券

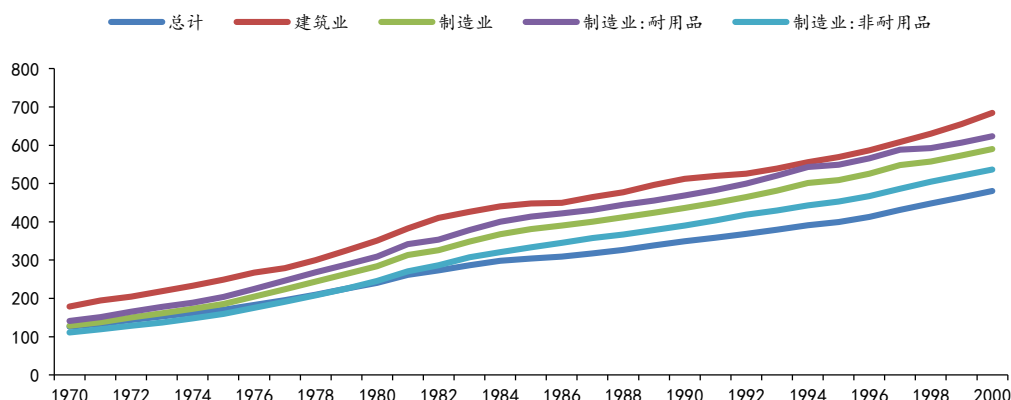
2、经营策略: DIY 模式成功突围, 经营哲学为低成本战略保驾护航

(1) DIY 业务: 深刻洞悉市场需求, 引领 DIY 文化

有效识别市场痛点, DIY 模式在美国具备成长土壤。DIY 模式在美国取得成功主要与当地市场环境密切相关。

- **房产结构:** 美国房地产市场以存量房为主, 且租房比例相对较高, 因此居民对局改和适应性装修的诉求更强, DIY 模式因能满足个性化需求, 受到消费者追捧。
- **DIY 改造成本更低:** 面对高昂的人工成本, DIY 模式更具经济效益, 例如一个厨房项目如果请专业工人需要 25000 美元, 而居民在 Home Depot 教导下仅用 3000 美元即可完成。同时, 美国房屋多为木结构, 室内墙壁采用石膏板为主, 背后是空心或木条结构, 使得改造和安装变得更为容易。因此吸引了大量希望节约开支的居民。
- **文化环境:** 美国强调自由和独立精神, 因此美国男性将自建家园视作个人价值的实现, 而修缮房屋、修理汽车和修剪草坪等活动则成为了承担家庭责任的重要途径。为 DIY 模式的兴起提供了土壤。

图表 114 美国私人非农企业生产和非管理人员平均周薪年均值 (单位: 美元)



资料来源: Wind, 华创证券

系列化动作助力 DIY 模式落地，积极抢占家居零售市场份额。为配合 DIY 战略落地，公司雇佣了大量的专业家装人员，在线下门店为居民展示各种产品及工具的使用方法。随后，公司还在 1982 年开始推出“How to Clinics”专业服务，为客户提供体系化的培训课程，逐步实现了消费者教育。此外，公司还出版了《Home Involvement (1-3)》系列丛书和配套的互动式教学 CD，并在官网提供装修方案进行参考，顺利挖掘潜在客户，并将其转化为公司忠实用户，成功实现份额提升。

图表 115 家得宝主打 DIY 模式

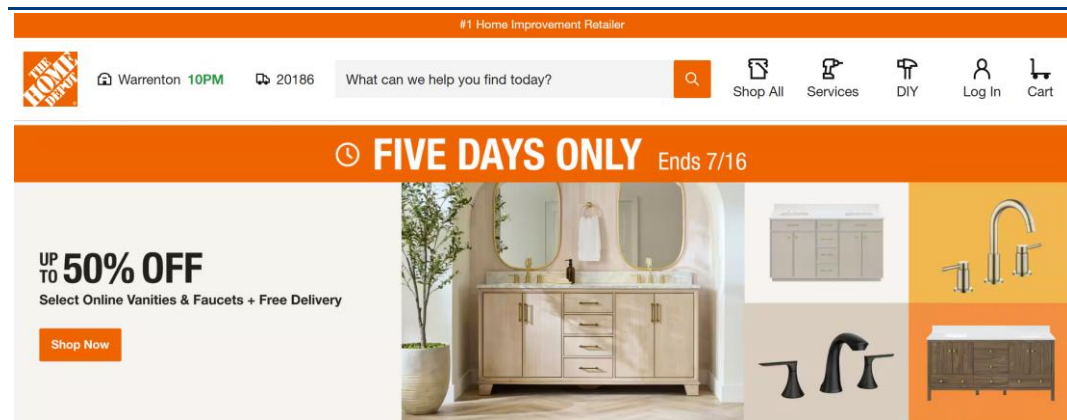


资料来源：公司官网

（2） 低价战略：切中薄利多销的零售本质，仓储式门店满足多元化采购需求

从爆品策略到薄利多销，价格一直是家得宝的核心竞争力，早在 Handy Dan 工作时，创始人 Bernie 就有了关于家得宝的创意——更大的面积和更低的价格。公司在创立初期采用爆品战略，每半月发布一次商品销售手册推荐产品。然而，考虑到爆品销售的不稳定性，公司转而学习 Walmart 的低价策略，节约一切不必要的运营成本，成功实现了业绩的稳健增长，而薄利多销的品牌形象也逐渐成为家得宝的核心竞争壁垒之一。

图表 116 家得宝坚持薄利多销的产品策略，通过定价吸引消费者



资料来源：公司官网

工厂直供+扁平化采购，保障产品优质且低价。家得宝的低价优势来源于：1) 工厂直供；2) 短回款周期；3) 扁平化采购模式。

- **工厂直供：**公司绕过经销商，直接向工厂采购，通过规模优势实现强大的议价能力，以更优惠的价格获得优质产品。例如，家得宝经过 8 年和 3M 达成合作，经过 11 年和 Klein Lock 达成合作。
- **短回款周期：**一般家具零售商会进货 15-30 天后开票给厂商，而家得宝一般在 5 天内完成回款。高效的回款方式维护了公司与供应商的良好关系，进而帮助公司赢得更多进货折扣。
- **扁平化采购模式：**公司坚持去中心化的管理模式，各地区负责人在采购和销售端具备较大的灵活性，可以根据市场变化和 demand 迅速调整采购策略和计划，确保公司始终以最优价格获得最合适的产品。

图表 117 2021 年家得宝供应商分布



资料来源：公司 2021 年责任采购报告

仓储式门店布局，有效解决高运营成本问题。仓储式门店的特点是大而全，一方面可以满足顾客一站式的购物需求；另一方面可以充当仓库。20 世纪 80 年代初期，家得宝门店 SKU 在 25000 个左右，而货物则按照仓库布局采取货架式陈列模式；既降低了装修成本，又提高了周转效率，有助于进一步降低商品售价。在门店运营端，建筑公司承包商、专业人士和 DIY 族均通过统一的门店收银台进行结账，无区别对待。

图表 118 家得宝是仓储式大型家居卖场



资料来源：公司年报

优先布局蓝海市场，稳扎稳打拓展门店。家得宝最早的两家门店于 1978 年开设于东南部亚特兰大，随后便开始向劳氏布局薄弱的美国南部和西南部区域进行扩张，通过选择竞争对手相对薄弱的市场，家得宝迅速建立了自己的品牌影响力和市场份额，避免了与劳氏的正面冲突。1984 年，公司以 3840 万美元收购位于德州的 Bowater，希望借助其在德州的影响力实现门店扩张，但由于准备不足，公司被迫关停了所有的收购门店，而本次失败的收购经历使得公司在之后的扩张进程中始终坚持稳扎稳打的风格。

图表 119 1985 年劳氏在美国的门店分布



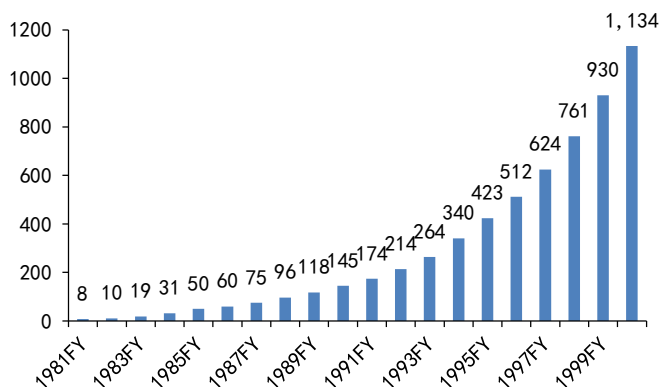
资料来源：公司年报

图表 120 1985 年家得宝门店布局



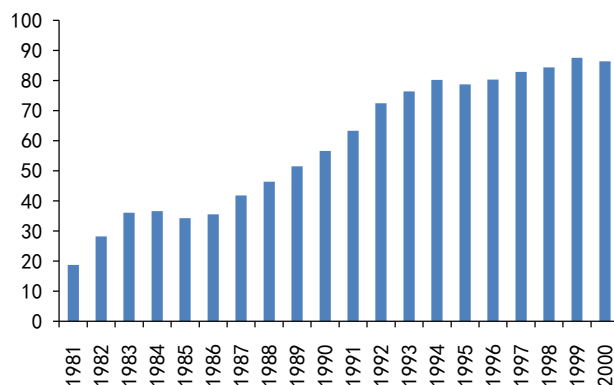
资料来源：公司年报

图表 121 1981-2000 年家得宝门店数量



资料来源：公司年报，华创证券

图表 122 1981-2000 年家得宝单店周销售额（万美元）



资料来源：公司年报，华创证券

（3）经营哲学：坚持客户至上，倒金字塔模式赋能员工

DIY 模式对员工素质要求更高，是公司核心竞争力的体现。该模式下员工不单单是销售员，他们还需要拥有足够的专业知识来帮助顾客提升 DIY 体验。因此，公司每年都会投入大量资金用以员工培训和招聘。同样，为确保高质量的客户服务，公司还采取了多项措施，包括允许客户进行无条件退换货；设立以“BenHill”命名的客户服务热线（直接转接到亚特兰大总部）；对员工客诉率进行严格考核，不断提高服务质量。

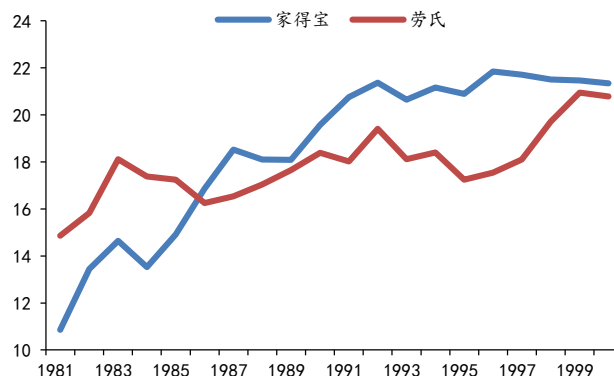
倒金字塔模式赋能员工，发挥员工主动性。家得宝采用去中心化的管理机制，形成了倒金字塔模式的组织文化，授予一线员工更高的决策权，并将其视作公司的合作伙伴。因此，不同地区的家得宝门店可能会拥有不一样的布置和商品。从人效来看，1986 年以来家得宝员工人均销售额持续提升，并在 1990 年超过劳氏。

图表 123 家得宝组织文化



资料来源：公司年报

图表 124 家得宝和劳氏人均销售额情况（万美元）



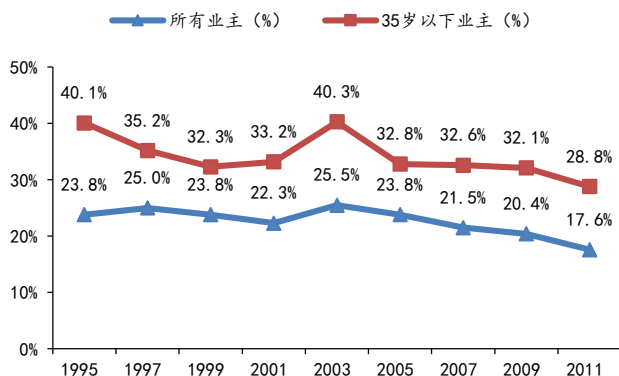
资料来源：各公司年报，华创证券

3、后续：精准挖掘市场需求变化，聚焦美国市场增长发展

调整策略差异化服务客户，精准挖掘市场需求变化。从年龄结构来看，随着婴儿潮世代年龄增长，购买力也随之提升，他们更倾向于雇佣专业家装人员进行装修，DIY 项目的主力人群逐渐减少。根据 JCHS 的数据显示，35 岁以下业主选择 DIY 的比例从 1995 年的 40.1%，下降到 2011 年的 28.8%。面对快速崛起的专业家装需求，家得宝积极调整策略，一方面，发力拓展 DIFM 业务，客户在购买公司产品后也可以选择由家得宝提供安

装服务；另一方面，针对专业客户（如房地产企业等 B 端客户）开展 Pros 业务，提供配送和信贷支持。

图表 125 1995-2011 年美国业主选择 DIY 比例



资料来源: JCHS, 华创证券

图表 126 家得宝主要业务模式

客户类型	客户群体	服务方式
DIY	购买产品并自己完成安装	通过门店教学、在线指导等方式提供帮助，还提供会诊和研讨会等
DIFM	购买产品并雇佣专业人员完成安装	提供各种类别的安装服务，客户可以在线下门店、线上或上门咨询时购买安装服务
PROS	装修商、维修人员、物业经理和勤杂工等专业人员	定制的差异化服务，例如供应链、贸易信贷产品、展厅空间、订单管理系统等

资料来源: 公司年报, 华创证券

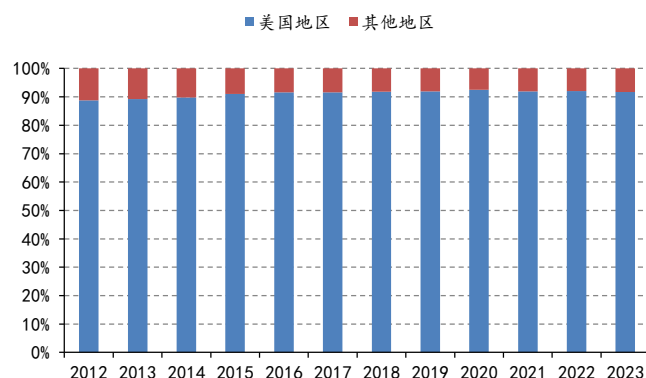
专注美国市场增长发展，海外市场营收占比稳定。家得宝曾考虑在海外复制美国经验，但受限于文化环境、下游市场集中度和劳动力成本等因素，海外市场拓展屡屡受挫。因此，公司选择聚焦更为熟悉的北美市场进行拓展。目前，公司海外营收主要由周边的加拿大和墨西哥供应，份额基本保持稳定。2023 财年，公司海外市场实现营收 125.9 亿元，营收占比为 8.2%。

图表 127 海外市场拓展面临三大难题



资料来源: 华创证券

图表 128 2012-2023 年公司各地区营收占比 (%)



资料来源: 公司年报, 华创证券

(七) Nike: 国际运动品牌龙头，研发+营销全面领先行业

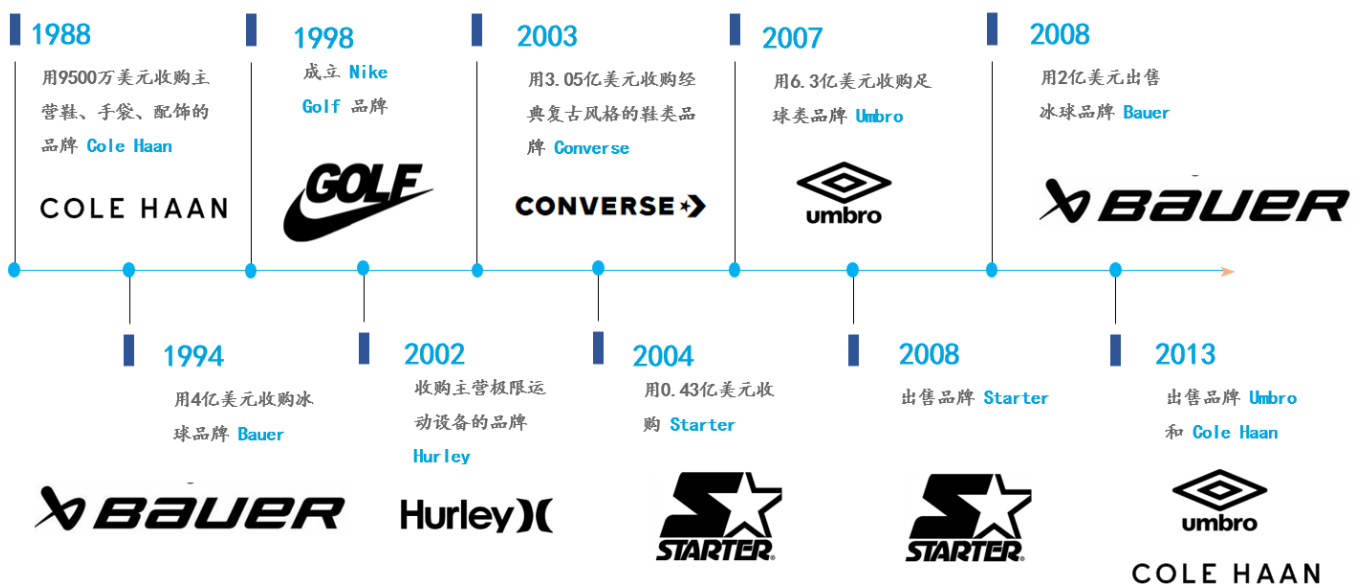
Nike 成立于 1962 年，作为全球最大的运动鞋服品牌，目前主要运营 NIKE、乔丹和匡威三大品牌。2024 财年公司实现营收 514 亿美元，贡献净利润 57 亿美元，其中 Nike 品牌实现营收 493 亿美元，匡威品牌实现营收 21 亿美元。

图表 129 公司旗下主要有 Nike、乔丹和匡威三大品牌

	NIKE	乔丹	匡威
LOGO			
定位	大众运动品牌	高端篮球品牌	休闲运动品牌
面向市场	大众群体	篮球爱好者	年轻大众群体
主营产品	运动鞋服、体育用品、配件和服务	篮球鞋服和配件	休闲运动鞋和服饰
品牌类型	自有	自有	收购

资料来源：公司官网，公司年报，华创证券

图表 130 Nike 收购历史复盘



资料来源：华丽志，36 氪，新浪体育，中服圈，WWD，LADYMAX，公司官网，华创证券

作为运动品牌的后起之秀，Nike 凭借对市场需求的精准把握、强大的产品创新能力以及卓越的品牌营销策略，成功在竞争激烈的运动鞋服市场中站稳了脚跟，并迅速崛起成为行业的领导者。

1、行业背景：乘慢跑之东风，Nike 迎来崛起

公司早期是鬼冢虎美国代理，设计研发 Cortez 跑鞋。Nike 前身是成立于 1964 年的蓝带体育，该公司早期是日本知名跑鞋品牌鬼冢虎在美国市场的代理商。公司联合创始人比尔·鲍尔曼曾是俄勒冈大学田径教练，还曾担任 1972 年慕尼黑奥运会美国径赛教练，他凭借丰富的田径专业知识和对运动员需求的深刻理解，和鬼冢虎合作研发了 Tiger Cortez 跑鞋，一经推出便引起了巨大的轰动，奠定了公司的创新基因。同时，通过和鬼冢虎的合作，Nike 积累了丰富的渠道运作经验和客户资源，为后续自主品牌转型提供了基础。1970 年初，蓝带和鬼冢虎签订了三年的短期合约，到期后双方便分道扬镳。

图表 131 比尔·鲍尔曼是俄勒冈大学田径教练



资料来源：公司官网

图表 132 鲍尔曼为鬼冢虎设计的 Tiger Cortez 跑鞋



资料来源：窄播

美国慢跑风潮兴起，Nike 乘势而上建立自有品牌。20 世纪 70 年代左右，随着各类马拉松和跑步赛事的顺利举办，美国公众逐渐认识到慢跑作为一种低强度、易于参与的有氧运动，有助于身体健康。同时，公司联合创始人鲍尔曼在 1967 年推出的《Jogging》一书大卖，也为慢跑热潮在美国本土兴起做了铺垫。此后，慢跑风潮逐渐由美国扩散到欧洲、澳大利亚等地，成为了一项全球性活动。1971 年，蓝带体育正式更名为 Nike 公司，并启用了经典的“Swoosh”标志，采用华夫格外底技术的“阿甘鞋”成为爆款，广受好评。

- **品牌端：建立自有品牌 Nike。**1972 年，Nike 公司正式成立，确立了全新 logo“Swoosh”，并于 1980 年成功上市。
- **产品端：持续研发推动技术创新。**Nike 在 Cortez 跑鞋上添加“Swoosh”标志后继续生产销售，该跑鞋成为了公司的经典鞋型，经久不衰。在产品创新上，公司从华夫饼的独特纹理中汲取灵感，创新性地设计了华夫格外底技术，并将其运用到新品“登月鞋”中。1977 年，公司和航天专家富安科·鲁迪合作研发气垫技术，并于次年推出 Air Tailwind，奠定了 Nike 在运动鞋领域的市场地位。
- **营销端：多渠道推广，产品力进一步得到强化。**公司创始人奈特和鲍尔曼在体育界的身份背景为公司的营销提供了宝贵的人脉资源。一方面，Nike 邀请了全美多项长跑记录创造者史蒂夫·普雷方丹成为耐克运动鞋的明星代言人。另一方面，Nike 公司还邀请了运动员穿着 Nike 跑鞋参加各种跑步比赛，增加产品曝光度。同时，公司还进军好莱坞时尚界，由《阿甘正传》带来的“阿甘鞋”穿搭也随着电影风靡全球。此外，公司还通过 NCAA 切入篮球市场，希望寻找更多年轻的潜力巨星，为公司进一步发展提供了人才储备。

图表 133 慢跑运动在美国成为热潮



资料来源：爱燃烧

图表 134 华夫饼鞋底赋予了新品较好的防滑性能



资料来源：公司官网

图表 135 19 世纪 70 年代，Nike 在产品、营销和生产端做出调整，顺利把握慢跑风潮



资料来源：公司官网，华创证券

借助嘻哈文化破圈，Nike 知名度迅速提升。20 世纪 70 年代，美国面临严重的经济困境和社会问题，大量工厂关闭导致失业率和犯罪率上升，嘻哈文化在这一背景下兴起，为年轻人和少数族裔提供了释放压力和表达自我的途径。Nike 凭借产品的时尚元素，迎合了嘻哈文化对个性和独特性的追求，成为了身份认同的重要象征，其中 Air Force 1 和 Air Jordan 系列更是成为了嘻哈文化中的经典单品。随着嘻哈文化的全球传播，使得 Nike 品牌在全球范围内获得了更多的关注和喜爱。

运动职业化+电视技术进步，明星代言成品牌推广新风口。20 世纪 70-80 年代，NBA、NFL 和 MLB 等各大体育赛事市场化和职业化程度提升，提供了更好的观赛体验，也吸引了更多体育爱好者的关注。而电视技术的进步则带来了体育赛事的广泛传播，也为明星代言创造了良好的基础。其中，Nike 和篮球巨星迈克尔·乔丹合作推出的 Air Jordan 系列，不仅提升了品牌的知名度，还显著扩大了市场影响力。

图表 136 Nike 成为了嘻哈文化中的重要元素



资料来源: Nowre

图表 137 Nike 在篮球领域签约多位明星代言人



资料来源: 公司官网

2、经营策略：产品为王，营销致胜

1) 产品为王：功能性是核心竞争壁垒，研发赋能长期增长

对于运动品牌而言，功能性是其长期发展主线，也是品牌在激烈市场竞争中保持领先地位的基石。Nike 聚焦运动领域，依托专业的研发团队和强大的技术平台，持续推进研发投入和功能创新，确保其产品在舒适度和性能上的领先地位。我们认为，Nike 在产品创新上的持续投入铸就了公司卓越的产品力，也是公司长期维持竞争力的重要条件之一。

专业的研发团队和高科技的运动试验室为 Nike 产品创新持续赋能。除自有生物力学、运动生理学、工业设计等相关领域的专家团队外，Nike 还利用由运动员、教练、足矫形外科医师及其他专家组成的研究委员会和顾问委员会，对新设计、新材料和新产品进行评估。目前公司已经在鞋面科技、中底缓震技术和鞋底技术等方面实现突破，形成了 NIKE Air、Lunar、Zoom、Free、Flywire、Dri-Fit、Flyknit、Flyweave、ZoomX、React、Adaptive、NIKE+等核心技术。此外，公司还与下游优质供应商申洲国际等合作研发，持续提升公司在产品端的核心竞争力。

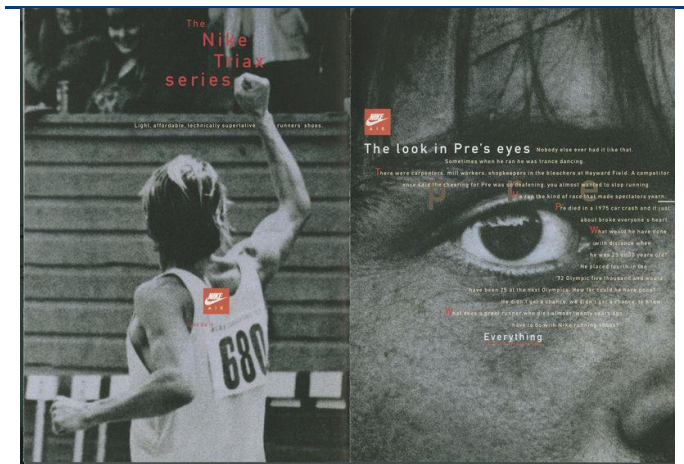
图表 138 Nike 部分核心技术

技术	特点	产品
鞋面	Flightwire科技	Jordan Luka 1
双气囊Normatec系统	在保证球鞋透气性的同时，给予双脚额外的稳定支撑	Nike x Hyperice合作鞋款
Chenille Flyknit鞋面科技	可将热量均匀分布到整个鞋面	Air Max Scorpion
TPU材料	非凡的柔软舒适质地	Jordan Zion 3
Flyknit材料	提升横向控制	Nike Zoom Alphafly Next Nature
Flyprint材料	保证鞋面的张力和透气性	Nike Zoom Alphafly Next Nature
Nike Flywire飞线材质	填充性很强	Nike ZoomX Invincible Run
Zoom Air	提供更精准的支撑力	Nike KD8
ZoomX 泡绵	极具响应性的缓震科技	Pegasus Premium
Air Strobel	稳定流畅的推进感	Jordan Tatum 2
X-Plate	前后掌没有起伏，能够平滑过渡	Air Jordan XXXVIII
IsoPlate系统	释放前掌的部分压力，保证充分的鞋脚一体性	Jordan Luka 2
Dynamic Air技术	保证球员在横向运动时所需的平衡与保护	Nike Air Max Dn
Cushlon 3.0泡绵	随着脚步的移动适时调整气压	Nike Motiva
FORMULA 23高性能泡绵	缓冲接触地面时的冲击力	Jordan Luka 1
IsoPlate系统	兼具轻量与弹性	Jordan Luka 1
Nike GO FlyEase 拉紧带	增加了前足外侧的包裹性与稳定性	Nike Go Flyease
ReactX 泡绵	顺畅的穿脱体验	Pegasus Premium
Air Zoom Turbo气垫	稳定流畅的推进感	KOBE 6 PROTRO
后跟	全方位的回弹反馈	Jordan Tatum 2的童鞋版本
后跟提拉系统	方便运动前后自由穿脱	Nike Motiva
ComfortGroove凸起纹路设计	进一步增强了柔软度	Jordan Zion 3
鞋底	鱼骨纹路的抓地设计	Nike Go Flyease
双稳态合叶设计	有助于快速移动和控制	
	使鞋子在完全松开和完成穿着后都能保持稳定	

资料来源: 公司官网, 华创证券

锁定稀缺体育明星资源，强化运动品牌专业形象。Nike 长期与 NBA、欧冠等顶级赛事合作，借助国际赛事的高影响力，成功辐射大众市场，品牌影响力显著提升。同时，公司签约乔丹、桑普拉斯、C 罗等体育巨星作为公司的形象代言人，粉丝效应下带来销量提升。此外，Nike 还善于发掘年轻的潜力巨星，提前布局未来市场。例如 20 世纪 80 年代时，Nike 就前瞻性地与年仅 21 岁的迈克尔·乔丹签约，创造出“Air Jordan”这一传奇品牌；而 15 岁的李娜和 18 岁的刘翔也都是 Nike 的投资对象。

图表 140 公司前瞻性与迈克尔·乔丹达成签约



资料来源：公司官网



资料来源：公司官网

故事性叙事引发共鸣，从品牌打造到文化塑造。Nike 创始人奈特在《Shoe Dog》中提到，“我们不仅要创立一个品牌，更要打造一种文化……我们卖的不仅仅是一种产品，更是一种理念、一种精神”。Nike 通过情感营销的手段，以故事化的叙事赞颂体育精神，并通过运动员代言和广泛的广告营销建立起品牌与消费者之间深厚的情感连接。其中经典的“Just do it”品牌口号就将运动精神和自我表达相结合，鼓励人们追求梦想，成功突破体育品牌的限制，赋予 Nike 独特的文化和社会意义。这一策略不仅加深了消费者与品牌之间的情感联系，也为耐克赢得了全球范围内的忠实粉丝和持续的市场影响力。综合来看，产品和品牌的壁垒固然重要，但文化和精神壁垒才是公司不可逾越的护城河。

图表 141 Nike 通过情感营销增强消费者连接



资料来源：公司官网

3、后续：持续洞见行业趋势，高度重视供应链稳定

持续洞见行业趋势，乘势而上扬帆起航。Nike 凭借其卓越的市场洞察力和敏锐的商业嗅觉，始终走在行业前沿，持续洞见并把握行业发展趋势，确保公司在业内的领先地位。

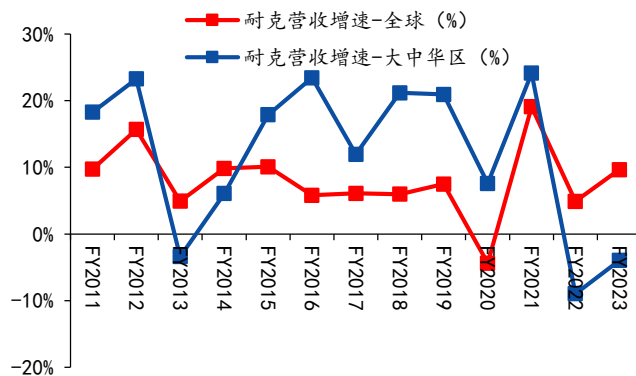
- **慢跑风潮崛起：**20 世纪 70 年代，Nike 通过把握慢跑潮流，建立自有品牌，并推出慢跑专用跑鞋，顺利实现崛起。
- **中国市场机会：**21 世纪以来，中国经济高速发展，居民收入水平提升，国内市场消费力持续释放，消费者对中高端鞋服产品需求尤为强烈。Nike 通过本地化策略迅速在中国市场站稳脚跟，享受市场扩容的红利。

图表 142 马拉松成为一项潮流运动



资料来源：笨鸟跑步

图表 143 Nike 大中华区营收快于整体，近两年跑输



资料来源：公司年报，华创证券

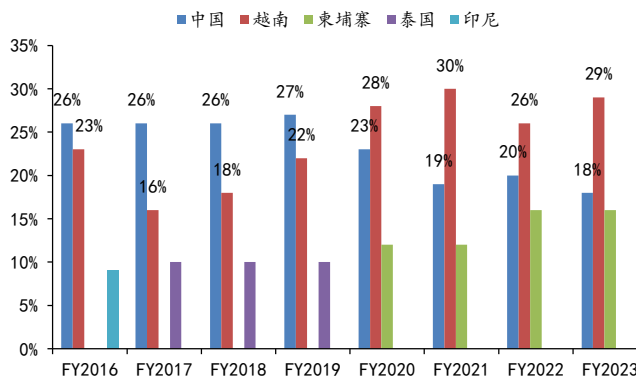
- **东南亚产能布局：**东南亚地区不仅具备丰富的劳动力资源和低廉的制造成本，其独特的地理位置也使其成为全球供应链中的重要一环。Nike 通过在越南、印尼等国家建立生产基地，优化其全球产能布局。不仅提升了供应链的弹性和效率，还能够快速响应亚太地区不断增长的市场需求。

图表 144 中国/越南/柬埔寨生产要素对比和关税梳理

进口地区/国家	出口国	关税政策
欧盟	中国	2021年10月12日，欧亚经济联盟决定不再给予中国输欧产品“普惠制关税优惠”。
	越南	2019年6月30日，双方签订《越南与欧盟自由贸易协定》(EVFTA)，降低和逐步取消99%的关税。
	柬埔寨	2020年8月12日，欧盟取消柬埔寨部分输欧产品关税优惠，涉及部分服装、鞋类、旅行商品等。
美国	中国	推迟原定8月1日生效的对电动汽车、电池、电脑芯片等中国进口产品加征高额关税的部分举措。
	越南	2020年10月2日，USTR对越南货币问题及木制品发起301调查，并从12月开始继续对越南商品征收关税。
日本	中国	2019年4月1日，日本不再给予中国输日货物普惠制关税优惠。
	越南	根据日本与越南自由贸易协定，日本对越南实行零关税政策。
	柬埔寨	根据ASEAN协定，日本对柬埔寨实行零关税政策。

资料来源：海关发布，欧盟官网，美国贸易代表办公室，日本外务省，华创证券

图表 145 龙头东南亚供应占比提升

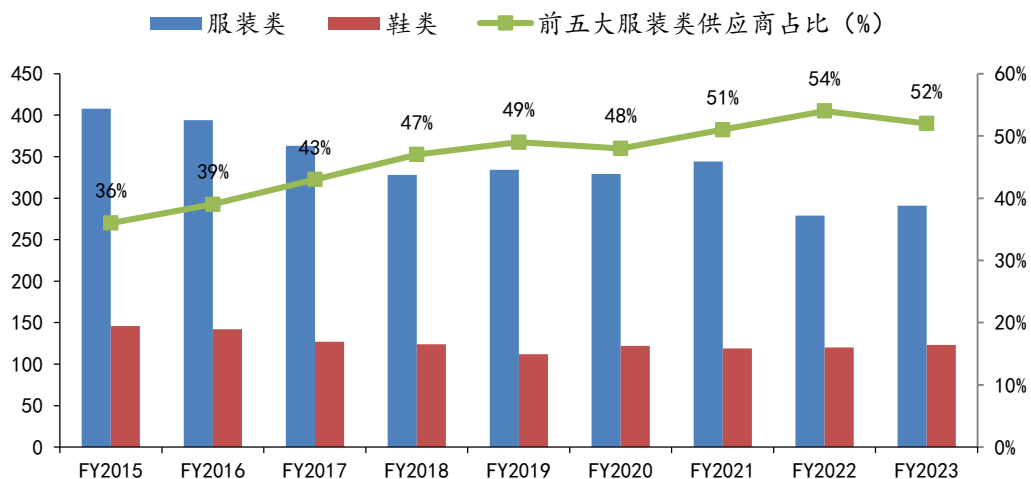


资料来源：公司年报，华创证券

Nike 精简供应商，制造端呈集中化趋势。过去 Nike 希望通过供应商之间的价格竞争来压低成本，所以导致供应商数目不断增加。但由于疫情和国际形势变化，加剧了全球供应链的脆弱性和不确定性，Nike 对优质产能的诉求提升，带动份额加速向头部制造商集

中，其中公司合作的服装类供应商数量从 FY2015 的 408 家减少至 FY2023 的 291 家，而前五大服装供应商合作占比从 FY2015 的 36% 提升至 FY2023 的 52%。

图表 146 Nike 供应商工厂数量及前五大服装类供应商占比



资料来源：公司年报，华创证券

(八) 泰森食品：立司 90 年的产业一体化之路

泰森 1935 年从贸易起家，在不同产业阶段，相继成功切入到饲料、养殖端、食品端，产业链延伸的同时，也积累了各环节的核心竞争力和品牌，业绩逐步摆脱鸡肉价格的周期性影响，一时间成为美国最赚钱的农业食品公司之一。到了上世纪八十年代，泰森成为了美国最大的鸡肉加工产品供应商，公司主要产品从利润波动剧烈的毛鸡转变为利润高且稳定的鸡肉产品，是少数穿越周期并成功转型的家禽公司。1985 年泰森在财富 500 强排行榜上排名 364 位，以 118% 的投资者总回报率领跑全美，1975 年至 1985 年泰森投资回报率为 52.8%，在 500 强企业中排名第六。而美国 1970s 的滞胀期间，恰恰是泰森的快速成长期，这段相对表现突出的时间窗口及之前，它的哪些做法是值得我们学习和思考的，正是本章节想要探讨的。

回顾这段历史，我们认为，泰森能够穿越周期的主要原因为：

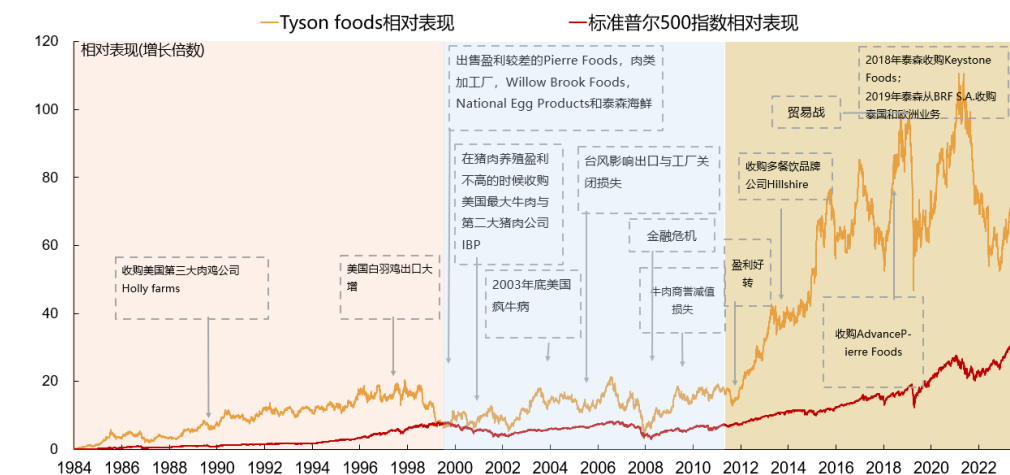
公司创始人有敏锐的洞察力，每一波大的产业趋势、需求演变都基本抓住并敢于投入，大萧条导致那一代企业家都非常保守，但泰森还是把企业赚到的利润继续投入到企业，即使在经济低迷的 1970s，也保持战略上的稳定推进。在产业发展早期，行业并未专业化的时候，泰森构建起了充足的优势，并敢于和上下游构建更长期的商业逻辑，例如长协锁定量价，实现了上下游互惠共赢、控制波动。有了更稳定的收入利润和更健康的资本结构，公司在逆周期并购方面做得相对优秀，成功削弱了公司的周期性，并且构筑了同时 ToB 与 ToC 的能力，而这个是非常难得的。

全球农业企业的战略似乎都比较相似，就是从田园到餐桌，虽然有不少国际企业相对更接近这个战略，但对比之下，当前这一阶段，我们国内的企业其实更难复制它们的路径。我们的现代化过程更压缩，大多数企业只有在一个方面做到极致并发展起来，直到产业格局稳定，自身拥有资本优势之后，才可以说稍微脱离了生存挑战，如果不是一方面做到极致，都不一定能存活下来。产业早期竞争不激烈的时间更短，竞争激烈导致他们没有充足的时间、资源来构建多环节的能力，更难以形成全产业链的优势，且上下游利润

空间都不厚，导致长协履约也不容易实现。往更远的未来看，这些国际全产业链的龙头企业也都是用了 50 年以上，循序渐进，经历了多个经济周期、产业周期，一步一步走过来的。

泰森的辉煌对我们国内企业有一定的启示作用，泰森不但是一个生产者（追求效率），也是一个经营者（追求毛利率、稳定性），更是一个资产运营者（逆周期扩大版图）。泰森的战略是“细分、集中、支配，找到可以做的事，专注于它，力争成为第一”，并且“生产消费者需要的产品”深入了企业的能力建设。泰森也是个优秀的“投后管理公司”，除了最初的两个工厂，其他都是并购而来，能够用企业文化、制度、商业模式来管理好并购的对象，并且“并购的鱼钩永远在水里”。

图表 147 泰森食品、标普 500 指数历史相对表现

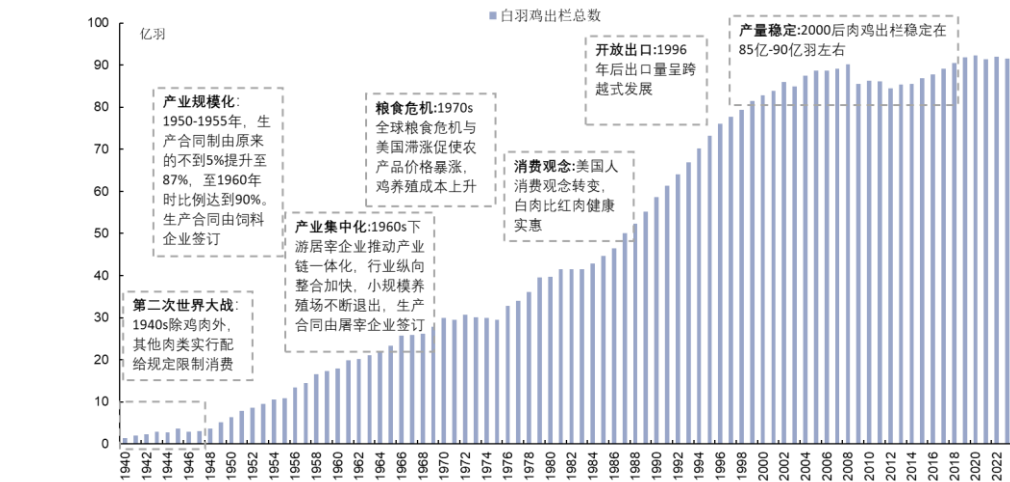


资料来源：Wind，彭博，Marvin Schwartz 《Tyson: FROM FARM TO MARKET》，华创证券

1、行业背景：当行业爆发时，泰森已经在质和量两方面做好充足准备

泰森的成长伴随着产业集中化、快餐连锁化、人均鸡肉消费量快速提升、产品结构快速优化等几波浪潮，1960-1980 行业出栏量从 17.95 亿羽增长到 39.63 亿羽，增幅约 121%（CAGR4%），泰森营收从 1100 万美元增长到 3.9 亿美元，增幅超过 3000%（CAGR20%）。

图表 148 美国百年白羽鸡产业发展史



资料来源：USDA，NCC，华创证券

(1) 产业集中化，一体化龙头加速发展

美国白羽鸡从二战时期开始得到大力发展，随着养殖规模的不断增长，上游饲料企业开始绕过经销商，直接向农场主供给饲料，并提供生产合同。**1950-1955年，白羽鸡产业迅速规模化，生产合同制由原来的5%提升至85%，由绝对的少数变为绝对的多数。**而进入到1960s，上游饲料企业因肉鸡市场价格波动较大，放弃了与养殖户的合同制生产。同时期，为保证生产效率和上游供应的稳定，生产合同模式主要由下游屠宰厂商接手，其中代表企业就是TysonFoods。**下游屠宰企业逐步推动产业链一体化，行业纵向整合加快，小规模养殖场不断退出，同时完全一体化养殖出栏的比重开始出现并增加。**1984年，四大家禽公司屠宰了行业总产量的33.7%，而1964年为17.1%。

图表 149 1960-1980 年美国肉鸡行业发展（行业爆发伴随企业数量减少，供给端优化）

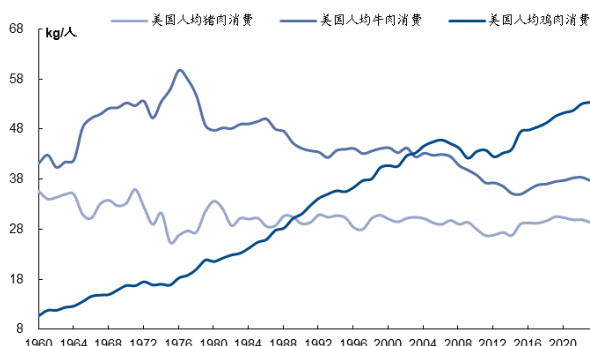
	家禽企业	加工厂	肉鸡产量
1964	201 个	320 个	14 亿
1984	134 个	238 个	43 亿

资料来源：USDA，转引自 Marvin Schwartz 《Tyson: FROM FARM TO MARKET》，华创证券

(2) 鸡肉占肉类消费比重持续提升，且整鸡消费快速被高利润率的分割品和深加工消费所取代

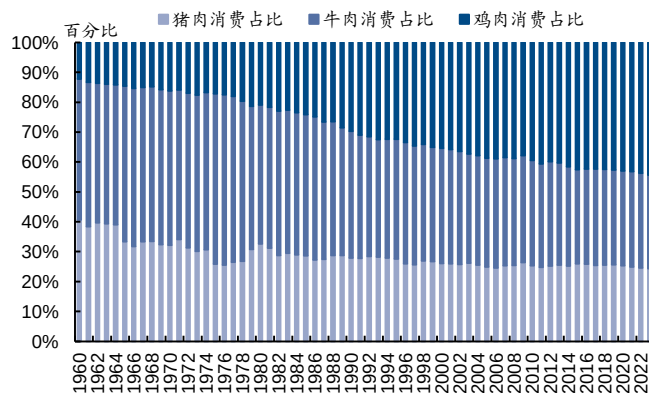
上世纪七八十年代左右，因市场上几家鸡肉龙头企业的大力宣传，使得消费者在很早期的时候就开始了解到了红肉与白肉的区别，消费者偏好从猪肉等红肉逐渐转向鸡肉等白肉的消费。同时，美国70年代滞胀时期，居民实际购买力明显下降，而同期最高等级的鸡肉价格一般是最低等级的牛肉汉堡的一半左右，因此鸡肉由于更健康、更具性价比的特点逐渐受到消费者的青睐。**美国1960年鸡肉消费占总肉类消费比例仅仅为12.31%，但1960年后，美国鸡肉消费比例以平均每年0.43%的速度稳步提升，至1980年，美国鸡肉消费比例达到了20.91%，人均鸡肉消费量则是从1960年的10.67kg提升至1980年的21.50kg。**至2003年，鸡肉成为美国肉类第一大消费。而对比来看，美国人均猪肉消费一直呈现一个略微波动下滑的趋势。牛肉人均消费自1976年到达顶峰之后稳定收缩，被鸡肉消费取代。

图表 150 1960-2023 年美国各类肉类消费量



资料来源：Wind，华创证券

图表 151 1960-2023 年美国各类肉类消费比例

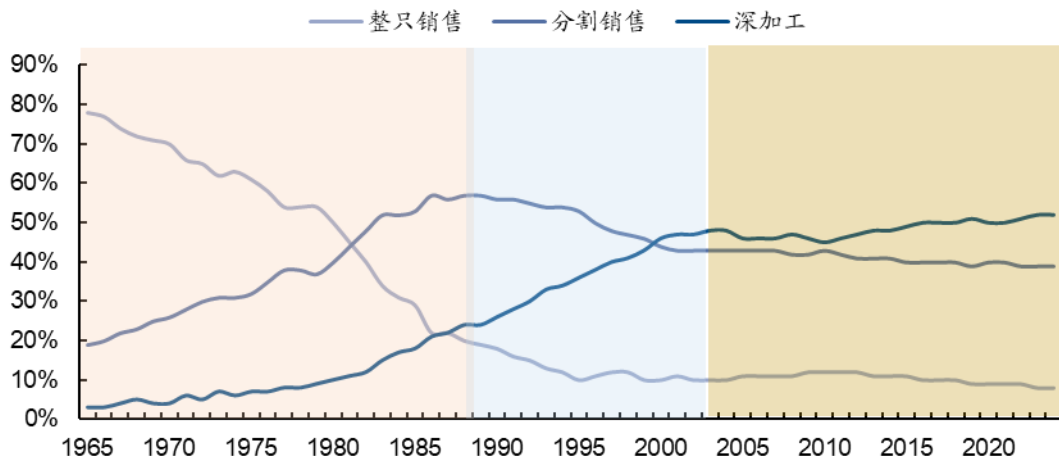


资料来源：USDA，华创证券

与此同时，1965年后，美国白羽鸡的消费方式有一个趋势性的改变，整只消费方式逐渐被分割销售方式与深加工取代。根据NCC数据，美国白羽鸡整只鸡销售比例1965年之前都保持在80%以上。但在1965-1990年间，整只销售的白羽鸡消费比例以每年5.7%的

速度稳定下行。而白羽鸡分割销售在 1965-1988 年快速增长，达到高峰的 57%后，部分被深加工消费方式取代，现阶段稳定在 42%左右。深加工消费比例在 1962 年不足 2%，多年发展后，在 2000 年达到稳定的 47%比重，成为第一消费方式。

图表 152 美国白羽鸡三种消费方式的改变趋势

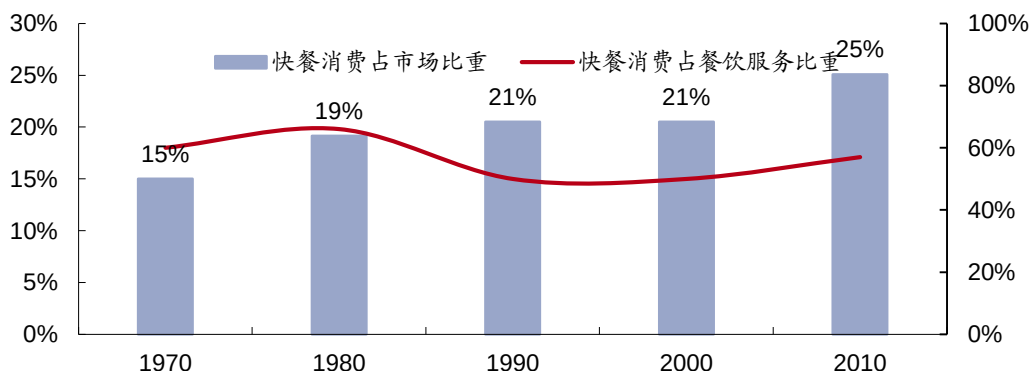


资料来源：NCC，华创证券

(3) 美国快餐黄金发展期助力白羽鸡需求扩容

1970s-1990s 时期，美国餐饮服务飞速发展，随着越来越多的妇女加入劳动大军，其可用于在家准备食物的时间越来越少，这一时期美国家庭外出就餐支出占食品消费的比重从 20%提升至 50%以上。这是美国快餐的黄金发展期，著名的快餐企业如肯德基、麦当劳等不断在美国全国各地铺设店面，进一步的促进了美国的鸡肉消费。1970 年美国快餐消费仅仅占到 15%的鸡肉消费，而到了 1990 年，快餐消费鸡肉比重占到总鸡肉消费比重的 21%。鸡肉的价格和产品特性，快餐店简便快捷的消费方式，使得白羽鸡肉深受美国人民的喜爱。

图表 153 美国白羽鸡快餐消费占市场与餐饮服务消费比



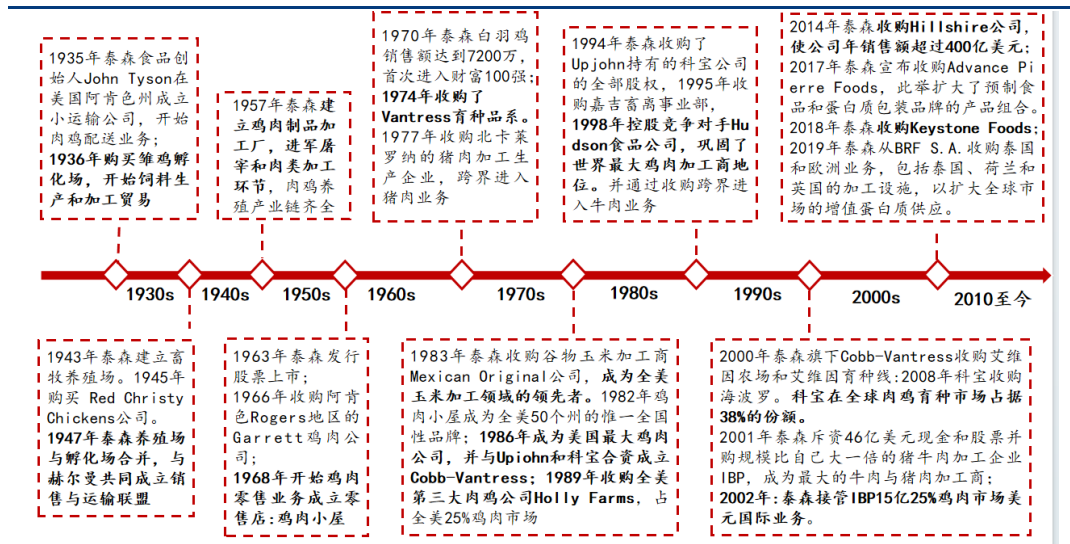
资料来源：NCC，华创证券

2、泰森食品经验：产业一体化徐徐渐进，并总在逆周期并购

泰森食品于 1935 年成立于美国阿肯色州，是世界上最大的鸡肉和牛肉供应商。公司主要生产、销售鸡肉，牛肉，猪肉，调理品和相关的冷冻和冷藏食品，在美国和世界各地拥有

400 多个办公地点，产品销售至世界上 80 多个多家和地区。公司旗下拥有 Tyson, Jimmy Dean, Hillshire Farm, Sara Lee, Ball Park, Wright, State Fair 等多个品牌，同时白羽鸡产业链完成成熟，在白羽鸡产业属于高度一体化的代表性龙头公司。

图表 154 泰森食品发展历程一览



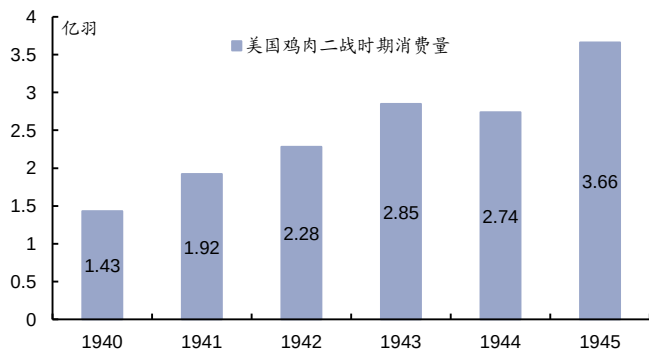
资料来源：公司官网，华创证券

(1) 1930-1949: 从配送到初步形成的饲料、鸡苗、养殖、配送产业链条

泰森食品最开始只是一家运输公司，业务范围主要是运送肉鸡、水果与干草等消费品。1930s 年代末期，美国鸡肉消费量与产量均处于快速增长阶段，泰森创始人于 1935 年开始配送肉鸡业务后，发现了白羽鸡广阔的需求性，于 1936 年开始了它的饲料加工与雏鸡孵化业务。

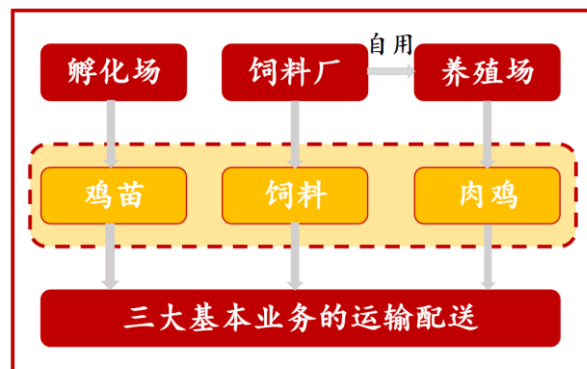
1940s 年代，因二战期间鸡肉没有像其他肉类一样配给限制，1940-1945 年期间美国鸡肉的消费量以每年 21% 的增速快速提升。在此阶段，美国的鸡肉供不应求，导致鸡肉价格快速上涨。泰森创始人敏锐的发现了这一点，在 1943 年建立养殖场，正式进入白羽鸡养殖业。1946 年，因为业务快速发展，公司更名为泰森食品和孵化场公司。至 1940s 末，泰森拥有三大基本业务：饲料、鸡苗孵化与配送、白羽鸡养殖与配送。同时加大下游投入，成立销售与运输联盟保证下游销售渠道的稳定。

图表 155 美国二战时期（1941-1945）鸡肉消费高增



资料来源：NCC，USDA，华创证券

图表 156 1940s 末泰森稳定的鸡苗/饲料/肉鸡三大业务



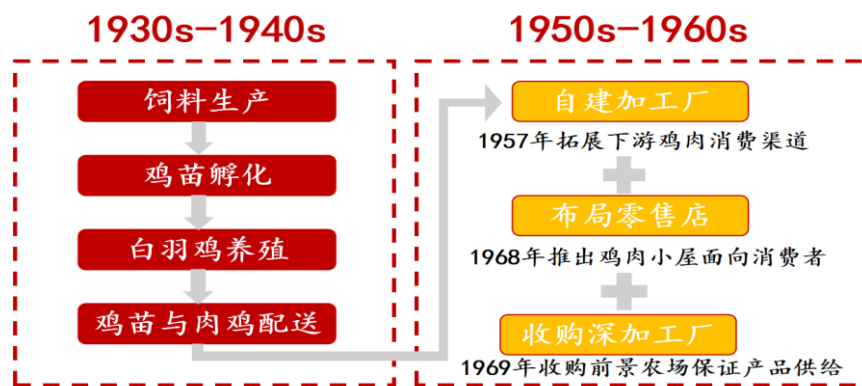
资料来源：公司官网，华创证券

（2）1950-1969：完整一体化雏形，发展下游白羽鸡屠宰、加工与零售

进入到 1950s，泰森的养殖规模已经得到了十足的发展，开始规划往下游发展白羽鸡屠宰、加工与零售产业链。1957 年泰森向银行借来 9 万美元，建立了自己的鸡肉食品加工厂，进入到白羽鸡食品加工行业。而 1960s 白羽鸡养殖的低效益进一步促进了泰森深度发展下游产业链，以获取更多更稳定的收益。

泰森食品在 1960s 后半期对屠宰分割食品与深加工调理品销售加大布局，稳稳把握住了美国当时消费模式的改变，产业链布局时点非常精准。泰森于 1968 年开始介入鸡肉零售业务，创办鸡肉零售店鸡肉小屋（Chicken Huts），并在同年推出 Chill Pak（一种-2 摄氏度保证新鲜度的肉鸡产品），深受消费者喜爱。公司 1969 年收购了前景农场，用于白羽鸡深加工，保证零售端产品的产能足够。公司于 1960s 末期注册了商标，拥有商标的泰森出品的鸡肉得到了广大消费者的认同。一系列的扩张之举强化了泰森白羽鸡养殖业下游的控制力，深入发展了公司产业链下游的屠宰、加工与零售。公司产品下游稳定的高市场占比使得公司在 1960s 阶段白羽鸡价格低谷时快速扩大市场占有率，为公司下一阶段的发展打下了坚实的基础。

图表 157 泰森 1930-1949 年与 1950-1969 年产业链变化



资料来源：公司官网，Marvin Schwartz《Tyson: FROM FARM TO MARKET》，华创证券整理

（3）1970-1989：收购上游育种，优化饲料生产效率与加强跨行业收购

经过上一阶段的发展，泰森在 1970s 年代初销售额达到 7200 万美元，强大的规模和现金优势让它在产业链中的并购更加频繁。在完善了白羽鸡下游产业布局之后，泰森将目标放眼于白羽鸡产业上游的育种与饲料加工，同时开始寻觅合适的跨行业业务来分散经营风险。育种层面，泰森分别于 1974 年收购 Vantress 育种品系，于 1986 年与 Upjohn 和科宝合资成立 Cobb-Vantress；饲料方面，泰森于 1983 年收购谷物玉米加工商 Mexican Original 公司；跨行业发展方面，泰森 1977 年收购北卡莱罗纳的猪肉加工生产企业，跨界进入猪肉业务。整体来看，泰森上一阶段是看重扩大规模的“量”，本阶段则是看重扩大盈利的“质”。

图表 158 看重扩大盈利的“质”

领域	动作	意义
育种	1974 年收购 Vantress 育种品系，1986 年与 Upjohn 和科宝合资成立 Cobb-Vantress，1989 年收购市场排名第三的白羽鸡公司冬青农场	育种环节生产指标的细微提升，在泰森白羽鸡养殖大规模基数影响下，极大增厚企业盈利

饲料	1983 年收购玉米加工商 Mexican Original	饲料成本占白羽鸡养殖成本 65%左右，收购明显加强饲料产业链的效率
跨行业	1977 年收购北卡罗纳的猪肉加工生产企业	两年时间便成为全美最大的猪肉供应商，构筑食品帝国的雏形

资料来源：Marvin Schwartz 《Tyson: FROM FARM TO MARKET》，华创证券

（4）1990-至今：加强育种与规模优势，并购牛肉业务，加快国际布局速度

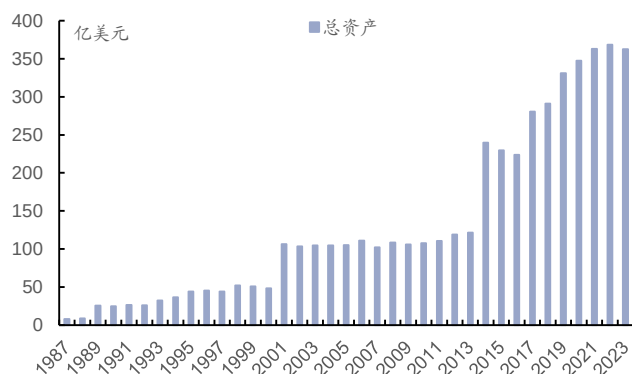
泰森在此阶段，不断通过收购巩固自己白羽鸡行业的市场地位。白羽鸡行业上游育种产业中，1994 年公司收购了科宝的所有股权，并在 2000 年收购艾维茵育种线，2016 年科宝已经占到全球祖代鸡市场份额的 40%，仅次于安伟捷的 50%。而在下游，公司加快收购各大白羽鸡养殖场与屠宰厂。至 2017 年，泰森共有 48 处工厂（包含白羽鸡养殖与屠宰加工），每周能量产 3500 万羽白羽鸡，占到全美国产能的 20%。

美国白羽鸡出口在 1996 年猛增，并在之后保持波动性增长，主要原因是美国 1990s 年代后半期推广的农业政策极大的促进了美国农业的增收，供给量大幅度增加，出口成为美国白羽鸡消费的另一大去处。泰森开始积极布局，在巴西、加拿大、中国、日本、印度、英国等高消费鸡肉国家设立国际销售办公室，部分国家如中国和加拿大还设有鸡肉深加工合资厂等。因产业布局时间较早，且部分国家白羽鸡发展时间较短，泰森有望随着这些国家白羽鸡行业的发展而享受世界白羽鸡行业性增长的福利。

进入到 1990s，泰森食品在肉类行业的资本操作的速度明显加快了许多。这个阶段泰森食品的策略可以简化为“先收购、再运营、不行卖”的策略。泰森先后经过跨行业收购进入了牛肉、海鲜食品、调味品等行业，发展到现阶段，泰森食品已经形成了白羽鸡、牛肉、猪肉三足鼎立，调理品作支撑的业务构成。泰森食品于 2001 年斥资 46 亿美元现金和股票并购规模比自己大一倍的猪牛肉加工企业 IBP，成为最大的牛肉与猪肉加工商，投入大量资金与信心巩固牛肉与猪肉板块业务。

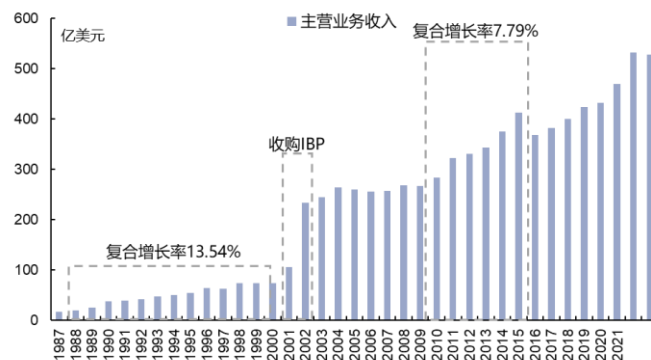
泰森食品上市以来总资产与主营业务收入均呈现阶梯式上升趋势，这与公司的收购并购有关。公司常年投资性现金流为负，甚至部分时间如 1989 年、2001 年、2014 年等投资金额巨大。公司成长的过程，也就是不断收购与并购的过程。泰森食品净利润呈现波动上升趋势，少部分年份如 2006 年与 2009 年均因事件因素影响导致净利润为负，公司净利润上升趋势不改。

图表 159 泰森食品上市以来总资产阶段性上升



资料来源：彭博，华创证券

图表 160 泰森上市以来主营收入呈阶梯式上升趋势

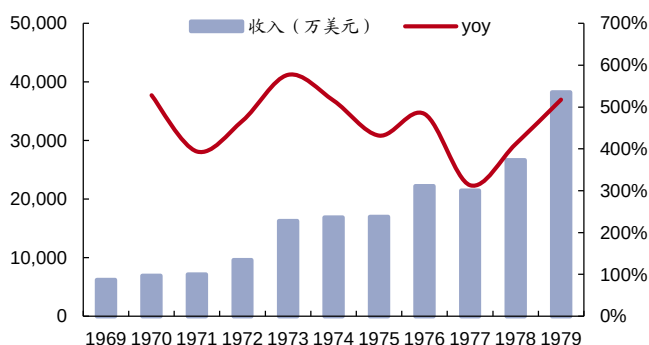


资料来源：彭博，华创证券

3、泰森如何度过滞胀实现穿越周期的成长？

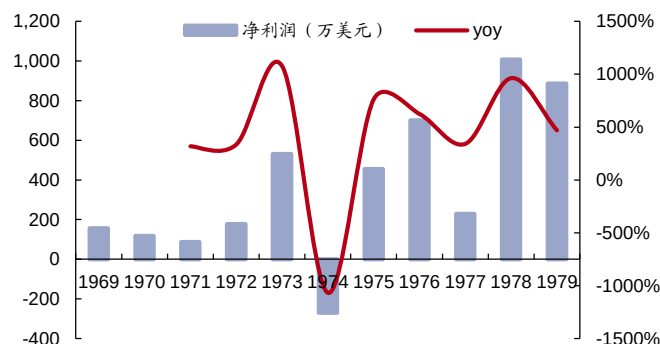
向下游深加工延伸，完成约 9 项收并购。1969-1979 年在鸡肉产业规模化背景下，公司向鸡肉下游深加工延伸，收购了包括 Prospect Farms、Krispy Kitchens、Ocoma Foods 等深加工企业。1969 年泰森收入、利润分别跨过 6000 万、100 万的门槛，实现营收 6190 万、净利润 156 万美元的经营表现，同时提出 4 年实现 1 亿美元收入的经营目标，随后在 1973 年实现 1 亿营收目标，当年实现营收 1.62 亿、净利润 531 万美元，并在 1974 年提出了 4 年实现 3 亿营收的规划；到 1979 年，泰森实现营收 3.82 亿、净利润 886 万美元，完成 3 亿营收的财务规划。统计 1969-1979 年期间，营收增幅 517%，利润增幅 469%，CAGR 分别为 20%、19%，同时期间于 1978 年进行了 1 股拆 4 股的拆分，因此 eps 仅从 1.41 元/股增长至 2.32 元/股，增幅 65%、CAGR5%。

图表 161 1969-1979 年泰森收入累计增长超 500%



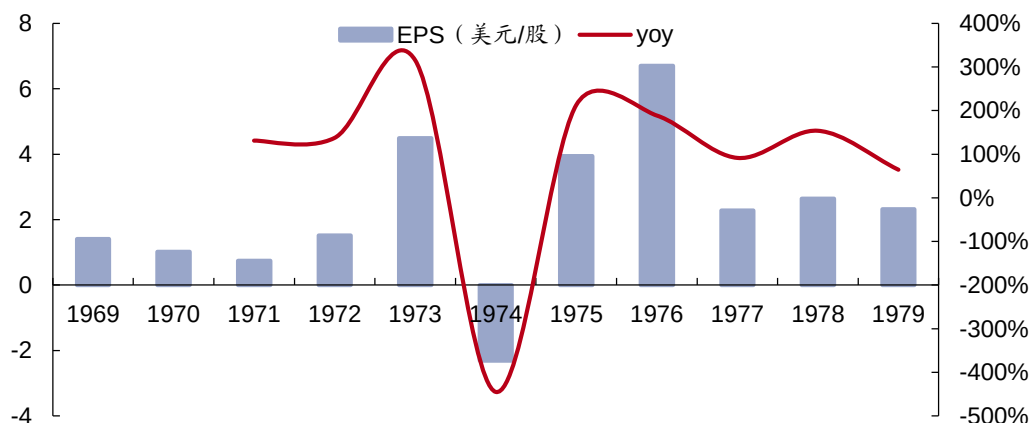
资料来源：Marvin Schwartz 《Tyson: FROM FARM TO MARKET》，华创证券

图表 162 1969-1979 年泰森利润累计增长 469%



资料来源：Marvin Schwartz 《Tyson: FROM FARM TO MARKET》，华创证券

图表 163 1969-1979 年泰森 EPS 增长约 65%（1978 年公司进行了 1 股拆分为 4 股）



资料来源：Marvin Schwartz 《Tyson: FROM FARM TO MARKET》，华创证券

泰森在 1985 年的财富 500 强排行榜上排名 364 位，以 118% 的投资者总回报率领跑全美。1975 年至 1985 年，泰森投资回报率为 52.8%，在 500 强企业中的排名第六。到了上世纪八十年代，泰森成为了美国最大的鸡肉加工产品供应商，公司主要产品从利润波动剧烈的毛鸡转变为利润高且稳定的鸡肉产品，是少数穿越周期并成功转型的家禽公司。

在美国滞胀期间，有几个因素共同作用，助力公司穿越周期并且实现行业领先地位。

（1）鸡肉需求快速扩容，助力泰森乘风而起

如前文所述，1970-1990 年期间，鸡肉由于更健康、更具性价比的特点，逐渐得到消费者青睐，同时，越来越多的女性加入劳动大军后，美国家庭准备食物的时间越来越少，餐饮连锁行业的快速发展也使得鸡肉需求得到大幅扩容。同期，整鸡销售比例快速下滑，进一步加工的鸡肉（分割去骨产品或深加工鸡肉产品）由于方便快捷，销量急剧增加。

泰森敏锐的捕捉到了市场的变化，并采取了一系列应对措施。在养殖具备一定规模后，泰森通过收购前景农场正式进军下游深加工行业，进行产品结构升级，将业务重点转移到高利润且价格稳定的鸡肉产品上。后续，更是通过持续的收购和新建工厂，扩大产能、增加业务范围，在行业需求快速扩容期间，泰森抓住了机遇，逐渐成长为全国性行业龙头。

（2）企业掌舵者有远见卓识，且有魄力，敢于投入

自从创始人约翰·泰森去世以来，其儿子唐·泰森作为新一代掌舵者，完善了企业务实的管理风格，他敏锐的察觉到家禽产业趋势、消费趋势等的变化，并稳步增加了赌注，在其他公司苦苦挣扎求生存的时候，泰森采取了最激进的举动。泰森充分利用了周期性市场的萧条时期，并一路建立了美国最赚钱的公司之一。

从某种程度上来看，泰森的发展史可以说是一部并购史。大型收购是在被收购公司财务状况不佳或过度扩张以致无法偿还债务并面临破产时进行的，由于有形资产已经到位，泰森认为，收购一个业务比建立一个更容易，也更便宜。通过收购，泰森得到了许多好处：增强现有业务的实力、引入了新的产品线和新的客户、提升市场份额等等。其中的一些收购对公司的成长产生了巨大影响，例如 1969 年收购前景农场将公司推入了蓬勃发展的快餐市场，公司正式进入下游食品服务行业，再如 20 世纪 80 年代中期收购的 Valmac Industries 和 Lane Processing，在四年时间内使公司销售额翻了两番多。泰森的一系列成功的收购，证明其有勇气采取重大举措，有远见做出正确决策，也有能力将新业务顺利纳入公司体系。

当然，在收购方面，泰森有着严格的纪律性：

- 泰森食品的收购从未远离其核心业务，永远不要收购一家你不知道如何经营的企业一直是泰森收购的指导原则；
- 逆周期操作，严格践行别人恐惧时我贪婪，别人贪婪时我恐惧的原则，正如泰森第二代掌舵者唐·泰森所回忆的：“爸爸常说，买农场的最佳时机是在冬季”、“如果你要卖农场，那就等到草长莺飞的时候再卖。你要在别人都不想要的时候买进，然后有胆量再往里面投钱”；
- 谨慎管理现金流，以便在适当的时候出击。流动比率不能低于 2: 1，长期债务最大不能超过股东权益的 50% 等是泰森一直践行的原则，持续保持充足的现金流等待合适的收购时机。

我们回顾美国滞胀时期，泰森的一系列收购可以说是精准布局行业风口，而同期，竞争对手受到粮价、鸡价大幅波动的影响，正陆续退出行业：

图表 164 滞胀时期泰森的收购

时间	领域	动作	机遇	意义
1969	食品	收购前景农场	把握住美国消费模式的改变	业务重点从行业利润最微薄的一端，即新鲜和冰冻鸡肉，转移到了利润最丰厚的一端——鸡肉深加工产品。
1972	食品	收购 Ocoma 食品部门	竞对正在收缩	使公司的规模翻了一番，增加了一支全国性的销售队伍，年销售额达到 3500 万美元；同期竞争对手正在收缩，例如拉尔斯顿 普里纳正退出养鸡业，皮尔斯伯里正将其家禽饲养场削减一半等等。
1974	育种	收购 Vantress 育种品系	庞大养殖基数下的效率提升	建立起更大的生产效率优势，庞大的出栏基数下，都会对泰森的业绩带来可观的利好。
1977	生猪	北卡罗来纳州收购生猪养殖场	跨行业发展	1982 年取得重大回报，当年生猪业务为每股税后净收益增加了 50 至 75 美分，几乎贡献了全部的收益增长。
1978	肉鸡	收购威尔逊食品公司的肉鸡部门	高价值产品延伸	从传统肉鸡转换成加工价格更高的细分品种 Rock Cornish hens，当时该细分品类售价是普通鸡肉的两倍。这一转变使得泰森在市场空间 1 亿美元的细分市场中占据 60% 以上的份额。

资料来源：Marvin Schwartz 《Tyson: FROM FARM TO MARKET》，华创证券整理

（3）主动求变，敢于构建更长期的商业逻辑，实现互惠共赢

合同制生产减轻资本开支压力，并且获取养殖户最大生产潜力。在 1960s，为保证生产效率和上游供应的稳定，泰森开始接手上游养殖户的合同制生产。泰森通过外包白羽鸡养殖环节，很大程度上减少了白羽鸡养殖的大量资本支出，把这种支出转嫁给了养殖户。生产合同制养殖户实现的收入平均值超过其他美国养殖户的收入。养殖户弹性的收入使得他们更加积极的工作，争取降低鸡群的死亡率，并在可接受范围内加大设备和技术投资，生产潜力得到最大程度地挖掘。

“以销定产”使泰森在企业稳定性和业绩增长方面具有领先优势：

借鉴合同制生产，1969 年的泰森年度报告里提出了公司的经营理念：即通过控制利润来生产产品，以此打破家禽行业波动大的传统，泰森的产品多样化和升级将产生更高且更稳定的利润率。

在早期业务重点在养殖端时，公司利润受鸡价和饲料价格的影响波动较大，那时泰森便积极主动寻求另一种发展方式，力求公司产品价格不受市场波动的影响。第一次机会是在对康沃尔鸡的远期定价上。

➤ 在 20 世纪 60 年代，泰森开始以每只 50 美分的价格销售康沃尔鸡，而不是以每磅 20 美分的市场价格，这一决定得到了经销商的踊跃支持，他们争相定购，公司的销量暴增。冷冻康沃尔鸡以固定价格销售了几个月，公司就能够准确预测利润。远期定价基本上是一种谨慎的立场，主要用以维护企业盈利稳定。**由于泰森在肉鸡业务中开创了远期定价的概念，因此公司在企业稳定性和业绩增长方面具有领先优势。**

有了康沃尔鸡的成功经验，泰森很快意识到增值或深加工产品最适合远期定价。进一步加工的成本可以以稳定和可预测的增量转嫁给消费者，而消费者渴望得到方便的食物，愿意为他们节省的食品准备过程而付费。

➤ 1969 年收购前景农场让泰森第一次有了利用增值产品实施这一策略的良机。对前景农场的收购改变了泰森的整个经营重点，同时期快餐行业的迅速发展，也给鸡块、

肉饼等增值产品带来了巨大的市场容量。并且，在那个时期，泰森是少数几家向其食品客户提供三年合同的公司之一，这给了客户价格保护，使他们能够保持产品售价和成本的稳定。而通过长协，泰森也不再担心产品的价格波动，并且以销定产也大幅提升了效率。泰森通过这种方式，实现与客户的互惠共赢，到 20 世纪 80 年代，美国最大的 50 家快餐连锁店中，有 42 家是泰森的客户。

通过合同制生产、长协合同等机制，泰森保证了上游养殖户的生计和下游客户免受市场波动的影响，而公司则同样获得了业绩的稳定增长，实现共赢局面。

- 1974 年，石油危机导致饲料价格急剧上涨，同时肉鸡生产过剩导致鸡肉价格大幅下跌，泰森经历了自成立以来的第一次年度亏损，当年公司销售额 1.68 亿美元，亏损 270 万美元，而到了 1975 年，公司销售额维持同等规模但利润增加至 455 万美元，利润的大幅回升主要得益于增值的鸡肉产品。泰森业绩逐步摆脱鸡肉价格的周期性影响，在当时，增值鸡肉产品的利润率为 22%，几乎是普通肉鸡的 3 倍。而在 1970 年，增值鸡肉产品销售额仅占公司总收入的 20% 左右，到了 1978 年，这一比例提升至三分之一左右，1988 年进一步提高至 77%，几乎是行业的四倍水平。

（4）除了对市场敏锐的洞察力，泰森的响应速度快、综合能力全面

泰森将业务重点从行业利润最微薄的一端，即新鲜和冰冻鸡肉，转移到了利润最丰厚的一端——鸡肉加工产品，其业务重点的转移比看上去要复杂得多，它除了需要公司对市场有敏锐的洞察力，还对企业的灵活性和响应能力要求很高。

总的来说，泰森的成功不仅仅依靠大量的投资，更需要公司在产品开发、营销和销售上具有综合的能力。

图表 165 泰森在产品开发、营销、渠道建设领域的综合能力突出

领域	特点	案例
产品开发	积极响应客户需求并快速开发爆品的能力： 1) 逆市场而动的经营理念。2) 积极听取客户的意见和响应客户的需求；3) 定期推出新产品，保证随时都有数十种潜在产品处于不同的开发阶段。	1) 泰森的新产品开发是公司少数几个不实行严格预算控制的地方，这使得泰森的产品开发团队可以避免耗时的预算证明过程。公司的产品团队经常只用几个月的时间来开发和推出新产品线，但足以迅速击败冷冻和预制食品领域行动迟缓、官僚作风严重的其他竞争对手； 2) 泰森鸡肉饼最初是为油炸而设计的，应学校厨房操作员的要求，改为传统的烤箱烹制；泰森还意识到了连锁店和特许经营餐厅的出现，这些餐厅需要为所有分店提供相同的方便烹制的标准化产品，于是便有了麦当劳的麦乐鸡等爆款产品。
营销	1) 不同渠道和客户的针对性营销方法； 2) 将消费者需求的看法转化为全国性的广告和品牌产品的促销活动；	1) 针对如航空公司、酒店、熟食店、高级餐厅和快餐店等客户制定了 23 套不同的营销方式。例如泰森专门为炸鸡制作了销售手册，学校午餐项目的类似销售手册提供了所有产品的详细营养评估和烹饪时间，免费发放营销宣传单，宣传单上印刷了“恐龙吃炸鸡”和“鸡腿火箭飞船发射”的场景等； 2) 投入巨额广告费，邀请艺人拍电视广告宣传泰森健康、天然的鸡肉产品；“尽我们最大的努力只为你”的企业口号展示在产品包装和泰森卡车的侧面，在终端消费市场和高速公路上产生全国性的曝光。
渠道建设	1) 全国范围内的销售网络； 2) 注重经销商和客户的培训；	1) 1976 年，泰森开始实施“新课程计划”，致力于提高经销商和分销商对新产品的认识，以及帮助客户更了解市场。“新课程计划”专门讨论了“外带”机会是一个价值 260 亿美元的市场，每年增长 9%。培训计划里展示了外带食谱，并讨论了哪些食物易于外带，哪些不易于外带，用于帮助公司的餐饮

	客户开展外带业务。同时“新课程计划”不局限于家禽菜品，还紧跟潮流，评估其他菜品，帮助餐饮经营者制定紧贴消费者需求的菜单。
--	--

资料来源：Marvin Schwartz 《Tyson: FROM FARM TO MARKET》，华创证券

三、经营和资本策略的经验与启示

纵观伟大消费品企业的历史发展，在时代的浪潮和周期起起伏伏之中，现金流永远是本质和核心，简单而言，百年消费品企业战略即“赚更多的钱、留更多现金、底部伺机收购”。犹如体育竞技的经典名言：进攻获得胜利，防守赢得冠军。伟大消费品企业长期致胜都离不开风控，并在时代长河中不断突破和发展。

聚焦到美国 1970S 和日本 1990S 的特定历史片段，即便在迷雾中穿行，但也有几点关键的共性经验和启示，可供后来者参考：

（一）逆流而上的核心：强风控、守份额、留现金，以定力谋未来

- 下行期：核心是市场地位，收紧拳头卡位主业，即便利润表收缩，但现金流是底牌；
- 上行期：抓住机遇实现跃迁，进攻策略扩张新业，留存现金是扩张的基础。

尽管不同消费商业模式有一定差距，但龙头在 1970S 的理性抉择却类似，即市场地位。百威坚守份额策略，并不断扩建产能、加大营销投入，最终拖垮米勒，同时布局淡啤新趋势；可口可乐通过各种营销活动持续巩固品牌地位，守住龙一地位；亨氏主业接力放量配合营销发力，成功拉开与竞对差距；麦当劳则推行高速扩张战略，门店数量快速增加。在 1970S 逆境之中建立领先的行业位次后，心智占领与规模化优势为复苏环境下的增长打下坚实基础，1980S 顺势而为，实现产品多元化、市场全球化，完成企业发展的跃迁。

萧条后期长期思维，布局新业务以谋长远。萧条前期是收紧拳头，守住基本盘的份额领先，但萧条后开始通过新品研发、全球布局、多元化等方式开发新增长曲线。如百威 78 年推出 Bud Light 淡啤，当前已成为全球第一大单品；麦当劳当前经典单品薯条、炸鱼、巨无霸等大多在 60-70s 完成标准化开发与普及；可口可乐的新品“健怡”可乐契合减肥趋势放量，且在 70-80s 加强海外扩张、布局更多软饮料子赛道。

风控意识保障扎实前行，变革魄力向内而取。压力之下风控是第一，如 70 年代初百威面对成本压力与扩张需求，依然坚守品质，虽短期利润承压，但收获销量与口碑、不战而胜击败喜立兹。二是勇于改革清除积弊，是破局重生的契机，典型是可口可乐与亨氏作为家族创业的百年企业，到 60-70 年代前后均存在一定程度上管理低效、理念落后等问题，通过新管理人上任发起一系列组织架构、降本增效相关改革，最终成功提升企业竞争力，实现收入提速、盈利改善。

图表 166 消费龙头经验总结

核心要点	企业具体动作
份额为王	百威：持续扩建产能，发动营销战，焕新品牌形象并加大费用投放力度，凭借全国化布局、规模化优势战胜米勒，百威销售费用的绝对金额可达核心竞对的 2-3 倍。份额从 1970-1987 年间市占率从 18%提升到 41%。
	可口可乐：在消费低迷、且百事竞争激烈的背景下，通过积极营销巩固品牌地位，推出“Have a Coke and a Smile、拍摄爱国相关广告或影片迎合消费者心理。1970-1980 年间市场份额从 35.0%增长至 35.9%，逆境之中份额稳固。
	亨氏：70-80s 持续创新产品不断迎合消费者需求，配合广告营销，新品接力放量，份额从 35%出头到提升至 50%左右。
	麦当劳：1968 年开始推行高速扩张战略、增加房地产投入，68-74 年门店从 970 家上升到超过 3000 家，并将新店地址选择和加盟商筛选的权力下放给地区经理。70s 推出套餐形式，宣传语改为“You deserve a break day”迎合消费者。
底部布局增长盘	百威：把握健康化趋势，布局淡啤市场，推出 Bud Light，成为后来的全球第一大单品
	可乐：一是推出无糖的健怡可乐；二是全球化，60~70 年代推动海外管理体系化，80s 3A 策略、本土化运作发力全球拓展；三是 80s 陆续多元化至更多软饮料子赛道

风控与变革	亨氏：80s 发展海外业务，重点向非洲和亚洲等第三世界倾斜。
	麦当劳：60-70s 研发储备了薯条、炸鱼、巨无霸汉堡等产品并在所有餐厅标准化推广，这些经典单品至今仍是核心菜单。标准化产品为室内餐厅、正餐餐厅、24 小时餐厅、甜品站、麦咖啡等模式探索提供底气。
	百威：1970 年代初面对成本压力与扩张需求，依然坚守品质，虽短期利润承压，但赢得销量与口碑。
	可乐：80s 起新总裁加强利润重视度，提升生产效率；剥离净化水、塑料袋、红酒等低效多元化业务；86 年起利用 49% 策略将瓶装公司从报表中剥离；利用财务杠杆节税等
亨氏：1966 年 Gookin 上任以后启动改革，通过优化薪酬考核、改善组织架构、强化本土业务（梳理产品、强化广告、销售变革、设备更新、外延收购等），带动经营效率持续优化，营收增长也成功提速。	

资料来源：公司年报，Harold Saltzman 等《Transformation and continuity the U.S. carbonated soft drink bottling industry and antitrust policy since 1980》，马克·彭德格拉斯特《可口可乐传》，Eleanor Foa Dienstag《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》，华创证券整理

（二）破卷而出的关键：新生活方式孕育新消费趋势，大变局也出大牛股

任何年代都有新的生活方式，新趋势和商业模式孕育大牛股。1970S 美国汽车、电视等普及，美国现代生活方式的雏形也在形成，同时社会心理上的迷思，也正需要正能量引领，新的商业模式和经营模式便悄然而生；1990S 日本在通缩环境下的性价比消费兴起，同时老龄化和妇女工作也推动乳酸菌、预制菜等行业的发展。实际上，“汽车上的美国”和“高密度生活圈的日本”，在消费内卷的年代也孕育出沃尔玛、宜得利等大牛股，耐克等企业也成为新生力量的代表。

我们相信，当下中国高效供应链和信息成本大幅降低的确定趋势下，拼多多等业态仍未至终点，而线下零食量贩等业态，或许只是众多消费性价比业态的起点。此外，人口老龄化的商业机会方兴未艾，如功能性食品等机会“小荷才露尖尖角”。（详见华创大消费组前期深度报告：《重构效用函数：人生逻辑下的消费新趋势》）

图表 167 美国 70S 和日本 90S 消费牛股对比表

美国					日本		
公司	行业	70s	70-73	73-80	公司	行业	90s
标普500	n.a.	46.9%	5.9%	38.7%	日经225	n.a.	-42.2%
沃尔玛	折扣零售	333.4%	-50.5%	774.8%	武田制药	医疗保健	400.7%
麦当劳	连锁餐饮	204.9%	268.7%	-17.3%	蒙雅	医疗保健	294.4%
百特国际	医疗保健	101.4%	86.0%	8.3%	花王	日用品	196.3%
强生	医疗保健	75.2%	97.8%	-11.4%	索尼	电子	194.6%
默克	医疗保健	68.7%	63.1%	3.4%	7-11	零售	162.6%
迪士尼	文旅娱乐	65.0%	39.1%	18.6%	日本卫材	医疗保健	145.6%
百时美公司	医疗保健	52.7%	-27.7%	111.4%	宜得利	家居	84.9%
百事	饮料	52.1%	30.9%	16.2%	松下	家电	83.2%
辉瑞	医疗保健	44.7%	18.2%	22.4%	日本电装	汽车零部件	64.7%
先灵葆雅	医疗保健	30.3%	126.3%	-42.4%	永旺	零售	43.4%
宝洁	日用品	18.3%	58.6%	-25.4%	日清	方便食品	34.1%

资料来源：彭博，公司年报，华创证券

图表 168 新势力把握消费新趋势破卷而出

企业具体动作
家得宝
婴儿潮世代成年+人口流动性增加，释放居家消费需求。存量房为主的住房结构有改造需求+DIY 成本更低+社会文化（自由独立、男性自建家园），为 DIY 模式的兴起提供契机。 公司有效识别市场痛点，通过低价策略（工厂直供+扁平化采购+仓储式门店支撑）、完善的服务（线下人员展示使用方法&线上推出教程挖掘潜在人群、允许无条件退换货等），积极开店抢占份额。

耐克	60-70s 美国民众对健康重视度增加，随着各类马拉松与跑步赛事的举办，慢跑作为低强度有氧运动受到消费者欢迎。耐克 Nike 乘势而上建立自有品牌，通过技术创新、营销宣传（“Just do it”契合美国青少年心理、稀缺体育明星代言）持续强化竞争力。
沃尔玛	城镇化率提升、家庭数量增多、汽车和冰箱的渗透，驱动家庭大量采购需求增加，叠加经济不景气刺激折扣零售业态兴起。沃尔玛以“低价买入+大量进货+廉价卖出”为原则，通过工厂直供、提效降本、规模效应等，实现性价比吸引消费者的同时，保障自身盈利能力。

资料来源：家得宝、耐克、沃尔玛公司官网、公司年报，华创证券整理

（三）资本策略的启示：现金是重要底牌，分红率可升可降

大量在手现金，是底部收购的前提。亨氏也在 1970S 收购糖浆、金枪鱼等一系列公司，获得较多投资增值。沃尔玛在 1970S 凭借上市获得的资金开店扩张、加速并购，不少零售企业盈利承压、倒闭退出，而沃尔玛则逆势扩大经营规模、奠定龙头地位，并在经济复苏阶段进一步享受增长红利。麦当劳地产业务则更为极致，公司采用加盟+地产的独特发展模式，在利率地位大举扩张布局地产，1970S 利率上行贡献大量利润。泰森也是在 1970S 通过并购取得发展突破。

分红率实际上可根据公司发展阶段调整，停滞期提升，发展期可下降。资本市场低迷期间，消费品龙头通过分红保障股东利益。70s 可口可乐分红率保持在 60%以上、股息率从 1%左右提升至高点 6%+，亨氏降低资本开支、分红率从不到 30%提升至 40%左右。百威 73-74 年盈利承压但仍保持 DPS 稳增，70-74 年分红率从 30%提升至 40%左右。但也值得一提的是，成长期企业也会权衡好分红与扩张节奏，如百威仍在产能扩张期、可口可乐也有全球化需求，二者分别在 75 年/80 年以后呈现利润恢复快速增长、资本开支有所增加、分红率也小幅回落；直到 90s 行业增长放缓后再次提升分红、开启回购。

图表 169 龙头资本策略启示

举措	公司	具体动作
分红	百威	73-74 年利润下滑期间仍保持 DPS 稳增，70-74 年分红率从 30%提升至约 40%。75-79 年，经营节奏回归正轨，由于利润快速增长、适应扩张需求，分红金额增速略慢于利润，故分红率降至约 25%，但竞争力持续强化
	亨氏	受限于经济陷入滞胀，资本开支有所回落，70s 分红比例由不到 30%提升到 40%左右
	可口可乐	70s 坚持高分红，分红率保持在 60%上下，DPS 持续增加，股息率则随估值下行从 1%左右提升至 6%+
底部投资或收购释放弹性	沃尔玛	1970 年，公司通过上市解决了债务危机并获得充足的扩张资金，并在行业低谷期（70s 滞胀之下竟对倒闭退出）加速并购、开店扩张实现弯道超车。
	麦当劳	加盟+地产的独特发展模式，门店地产均为购买后出租给加盟商。1965 年以前在利率低位时大举借债进入房地产市场，68-72 高速扩张期间无风险利率中枢 7%相对 70s 也较低。“地产模式”所带来的租金收入利润率高，为公司提供重要利润来源。
	亨氏	70s 收购 Hubinger（糖浆）、StarKist（金枪鱼）和 Ore-Ida（冷冻土豆）等公司，成为当时投资增值最多的食品企业之一。

资料来源：公司官网，公司年报，彭博，华创证券整理

（四）价值投资者的启示：以最底线的思维出价，底部边际好转也收益可观

以最底线的思维：只要需求还在，企业永续经营，最悲观的情景也可出价。在市场恐慌之时，基础消费投资即便以最底线的思维，即只要品类不会消失，且公司还能永续经营，即便不再增长，也值得出手布局。可口可乐在 1974 年估值最低点 10 倍 PE，但也意味着只要不再下滑，投资十年即可收回投资成本。

底部的恐慌并不比顶部的狂热理性，仍要适时出手。实际上，以可口可乐为例，1974 年漂亮 50 泡沫破裂估值回落，叠加成本上行带来的利润压力，可口可乐股价跌去约 60%。但 1975 年之后福特将经济政策目标转向对付经济衰退，推行降低个人所得税和公司所得税的减税政策，希望以此刺激经济增长，加上公司商业模式优秀，75-76 年成本缓和与提价之下业绩重回高增，股价随之大幅反弹（至 76 年 3 月高点涨幅接近翻倍）。而类似的逻辑在迪士尼、百事、百威等公司也均是在 73-74 年间经营承压，悲观情绪导致股价大幅回调，但 75 年业绩提速以后同样实现可观收益。

图表 170 漂亮 50 核心消费股 71-76 年净利润和收益率走势

公司	年收益率						净利润增速			
	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1973	1974	1975	1976
迪士尼	38.5%	74.4%	59.3%	53.9%	140.3%	-2.4%	12.6%	1.2%	27.8%	20.8%
麦当劳	45.0%	103.0%	25.2%	48.5%	88.7%	-8.6%	43.5%	29.6%	28.9%	26.7%
百事	22.5%	24.7%	20.4%	41.4%	72.3%	13.8%	7.7%	9.9%	19.9%	25.6%
可口可乐	16.8%	23.2%	13.7%	57.4%	49.6%	-5.4%	12.1%	13.8%	22.1%	19.1%
百威	16.5%	-2.0%	40.5%	27.0%	10.6%	32.2%	9.3%	2.4%	32.3%	30.9%
杰西潘尼	33.3%	26.8%	20.6%	50.0%	39.7%	5.0%	11.4%	-36.0%	59.7%	20.0%
菲芳	13.4%	36.9%	53.4%	54.9%	21.3%	11.9%	8.7%	-37.7%	24.4%	21.1%
百特国际	38.2%	51.7%	13.7%	28.8%	5.7%	2.2%	25.7%	30.1%	22.6%	35.8%
强生	22.8%	23.5%	13.6%	28.3%	1.0%	13.1%	22.9%	8.9%	13.7%	11.7%
宝洁	25.3%	42.9%	17.5%	11.4%	9.2%	5.2%	9.3%	4.8%	5.4%	20.1%

资料来源：公司年报，彭博，华创证券

四、风险提示

- 1、中外国情不同使得参考偏差；
- 2、宏观需求持续疲软；
- 3、行业竞争加剧。

食品饮料组团队介绍

食品饮料组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，7 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2023 年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

商贸组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名。

农业组长、首席分析师：雷轶

中山大学金融硕士，曾任职于招商证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。2019 年、2020 年新财富农林牧渔行业排名第六名；2019 年卖方分析师水晶球奖农林牧渔行业排名第五名。

轻工分析师：刘一怡

浙江大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

执委会委员、副总裁、华创证券研究所所长、新财富白金分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士，15 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自 2013 至 2023 年，获得新财富最佳分析师七届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续五届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹珂	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;

推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;

中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;

回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522