

可口可乐 (KO.N) : 震荡市场环境下, 业务韧性胜在何处



分析师

CHEN YUJIA
SFC CE Ref: BIH 327
charlieychen@futu.hk

联系人

WENBO WEI
wendeywei@futunn.com

2022年12月08日

核心观点

- 可口可乐 (KO.N) 公司于1886年在美国亚特兰大诞生，是全球最大的非酒精饮料公司，在全球前六大非酒精气泡软饮料品牌中可口可乐占据五个；碳酸饮料是可口可乐的核心，碳酸饮料业务销量占比约六成。可口可乐软饮料市场份额达21%，是第二名百事可乐9%的两倍以上。
- 商业模式独特，浓缩液与装瓶商的轻资产模式助其掌握高毛利供应链价值中心缓解。可口可乐通过将浓缩液出售给拥有公司特许经营权的“装瓶商”来产生收入，2021年可口可乐前五大独立装瓶商总销量占可口可乐全球销量比重为41%；自2015年起公司逐步拆分离装瓶商，回归轻资产模式，得以将包装材料等成本压力和风险转移给下游装瓶商，同时享受出售浓缩液带来的高毛利率。2021年装瓶业务部门收入占比从2016年的47.5%下降至18.6%，公司ROE从2016年的28.2%上升至46%。
- 可口可乐毛利率，常年保持在60%水平，领跑行业，其他原因主要包括原材料成本较低、因地制宜使用原材料、产品结构优化和较低费用率。可乐秘密配方为高毛利基础，原材料成本仅占总成本约18%；公司不断推陈出新，减少糖的使用，推出零糖可乐、低糖可乐等产品，迎合消费健康趋势的同时实现降本；因公司拥有分布全球的装瓶商网络，水和糖等关键原料均可以在当地采购，生产商可以选择当地具有价格优势的食糖类型，如公司在北美地区使用玉米原料的高果糖浆替代蔗糖，前者价格为后者的80%；
- 可口可乐秘密配方具有成瘾性、稀缺性，占领消费者心智，形成不可替代消费习惯，衰退环境下需求稳定；始终重视营销对销售的推动作用，对比美国其他主要的快消品企业，可口可乐的广告费用率位于较高位置；持续推进“全品类饮料”战略，积极进行品类多元化布局，外延并购和内部创新并重；同时推进品牌精简，控制成本
- 可口可乐遵循“价格歧视”策略，即对不同细分市场的产品收取不同的价格。面对通胀，公司作为龙头享有定价权，通过多种提价方式进行应对；除提价之外，公司通过产品创新、更改包装、降低可负担价格等成本管理方式应对挑战；近期通胀增速放缓，大宗价格有所回落，预期未来可口可乐成本压力将得到缓解
- 在震荡的市场环境下，可口可乐被称为“股息之王”。尽管可口可乐的股息收益率从2014年的3.8%小幅下降至2022年的3%，但其股息支付在过去八年中一直以5%左右的复合年增长率增长。公司战略规划清晰，持续投入现有品牌，通过孵化和并购投入新品牌，在投资者回报上持续增加股息和回购。
- 盈利预测方面，我们预计2022/2023/2024财年，公司总营业收入约425.2亿/448.6亿和479.9亿美元，净利润为104.8亿美元/111.9美元/122.9亿美元，同比增长7.2%/6.8%/9.9%。在经济形势不佳的时期，投资者倾向于将投资组合转投可口可乐等低波动性和高派息的股票。强定价权使其能在通货膨胀环境下得以提价或调整包装以覆盖成本压力，其无可替代的产品需求不会受到经济低迷的显著影响；横向整合的商业模式意味着该公司可以从广泛的饮料细分市场中获取价值和协同效应，跟据不断变化的消费者需求继续创新产品以获得增长。
- 风险提示：通货膨胀，消费者信心不足，竞争加剧，食品安全质量问题等

目录

一、业务介绍：百年可口可乐，全球最大非酒精饮料公司

二、行业分析：软饮料行业存在地区和细分赛道结构化差异

三、业务亮点：构建独特轻资产商业模式，毛利率领先行业

四、未来增长点：重视营销，横向并购实现多元化产品布局

五、近期情况：衰退期具有需求韧性，通胀环境下享有高议价权

六、盈利预测与估值

百年历史可口可乐，全球最大非酒精饮料公司，旗下拥有200多个饮料品牌，知名品牌包括可口可乐、雪碧、芬达、健怡可乐和零度可口可乐等

- 可口可乐 (KO.N) 公司于1886年在美国亚特兰大诞生，至今已有136年历史，是全球最大的非酒精饮料公司。目前可口可乐在全球200多个国家和地区生产，拥有200多个饮料品牌，包括气泡及非气泡饮料，如可乐、矿泉水、果汁、速溶咖啡和即饮茶、运动饮料、能量饮料、乳制品和植物性饮料等。
- 全球前六大非酒精气泡软饮料品牌中可口可乐占据五个：可口可乐、雪碧、芬达、健怡可乐和零糖可口可乐。除自有品牌外，还通过授权许可、合资、参股和战略伙伴关系方式参与其他饮料产品的销售，如可口可乐入股Monster Beverage怪物饮料 (MNST) 成为第一大股东。
- 截至2021年12月31日，可口可乐公司以上大股东为The Vanguard Group和Black Rock, Inc，分别持股7.92%和6.48%。

表：可口可乐旗下品牌矩阵

类别	品牌
碳酸饮料	可口可乐、健怡可乐、零糖可口可乐、芬达、雪碧、Fresca、Schweppes和Thums Up
水、运动饮料、咖啡和茶	Aquarius、Ayataka、BODYARMOR、Ciel、Costa、doğadan、Dasani、FUZE TEA、Georgia、glacéau smartwater、glacéau、Gold Peak、Ice Dew、I LOHAS、Powerade和Topo Chico
果汁、乳制品和植物性饮料	AdeS、Del Valle、fairlife、innocent、Minute Maid (果粒橙)、Minute Maid Pulpy和Simply
其他	与Monster之间的分销协议等

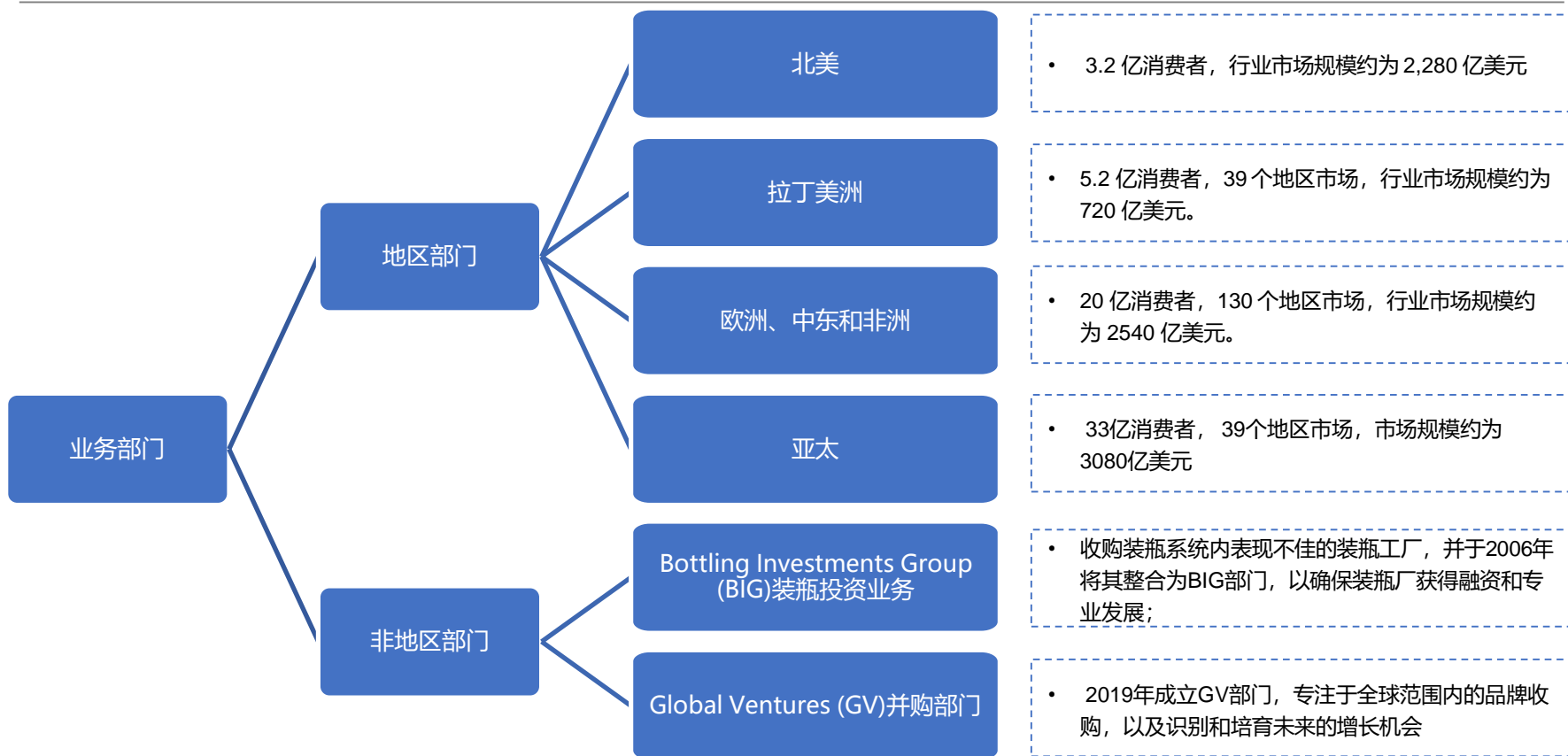
图：可口可乐旗下品牌矩阵



可口可乐共有六大业务部门，按地区和非地区业务划分，其中地区业务分为北美、拉美、欧非和亚太，非地区业务分为装瓶投资和并购部门

- 可口可乐公司的业务部门包括地区和非地区业务，地区业务包括：北美；欧洲、中东和非洲；拉丁美洲和亚太地区，非地区部门包括 Global Ventures 和 Bottling Investments Group (BIG)，分别专注于全球范围内的品牌收购以及装瓶厂业务。

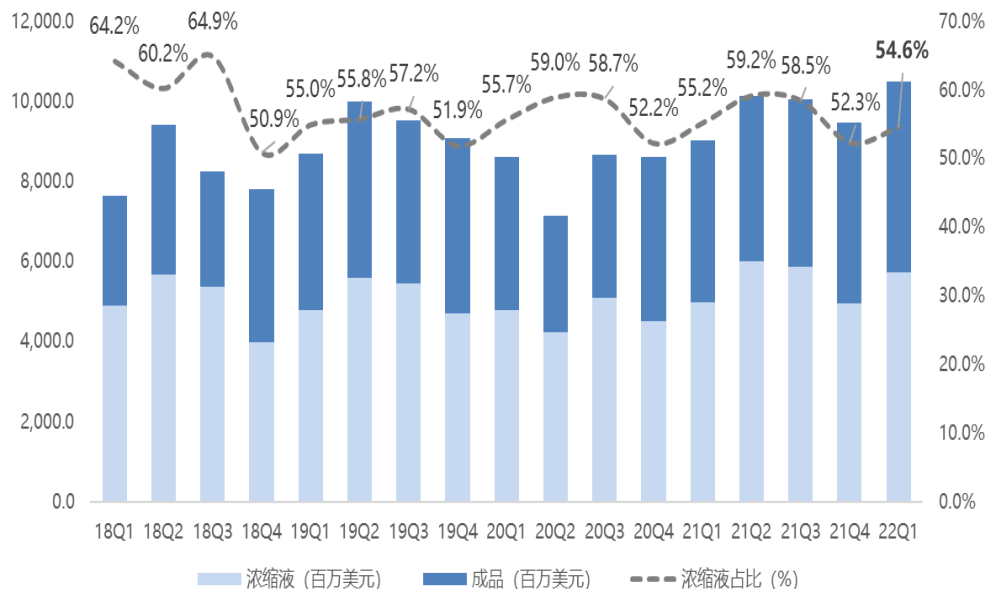
图：可口可乐业务部门



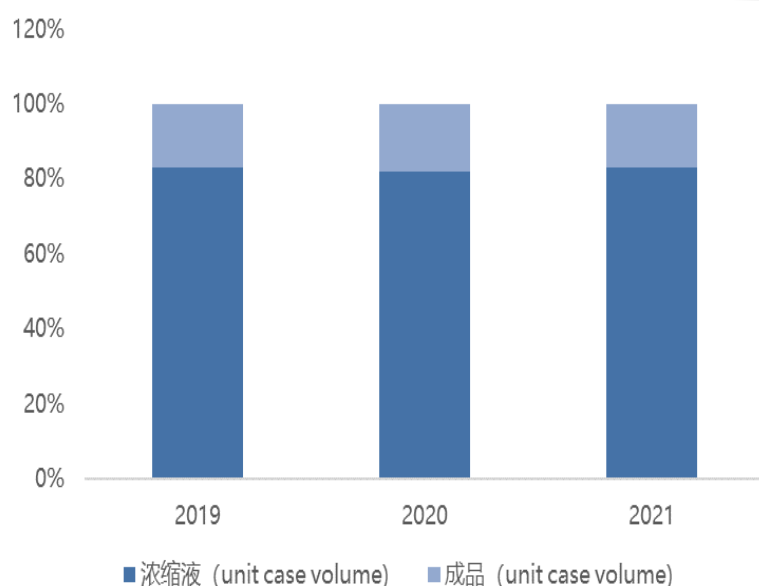
可口可乐主要产品为向授权装瓶商销售浓缩液和向零售商、分销商销售成品饮料，两者销量占比分别为83%和17%

- **可口可乐的主要产品为浓缩液和成品。** 成品业务通过向零售商或分销商销售成品饮料来产生收入，浓缩液业务通过将浓缩液、糖浆和部分成品饮料出售给拥有公司特许经营权的“装瓶商”来产生收入。
- 浓缩液和成品业务的营收占比相近，2022年一季度可口可乐公司浓缩液及成品的营业收入占比分别为54.6%和45.4%，但由于成品业务更高的单价，销量上看可口可乐以生产浓缩液业务为主，2021年公司浓缩液及成品的销量占比分别为83%和17%。

图：可口可乐业务营收占比，%



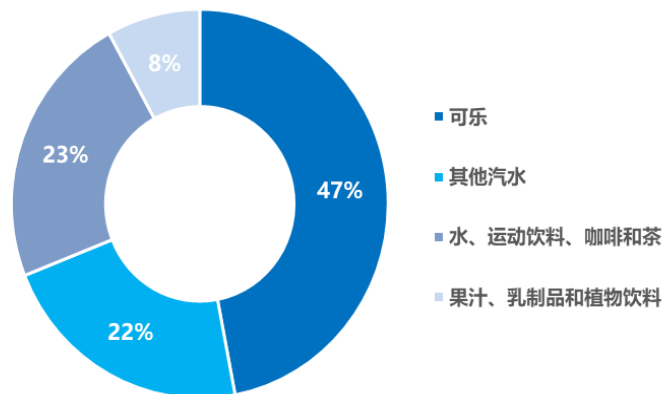
图：可口可乐业务销量占比，%



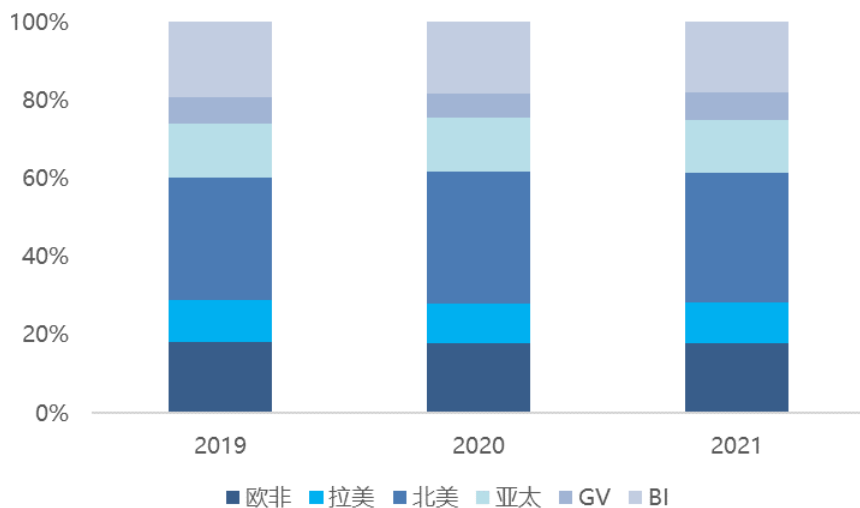
碳酸饮料为可口可乐核心产品，销量占比约六成；北美地区为公司第一大市场，营收占比超过三成

- 碳酸饮料是可口可乐的核心，碳酸饮料业务销量占比约六成。其中可口可乐商标汽水占销量的比例为47%，其他碳酸饮料占比为22%，非碳酸饮料销量占比为31%。
- 扎根北美，全球分布。分地区来看，北美是第一大市场，营收占比约为34%，其次为欧非和亚太地区，分布占比18%和13%。
- 浓缩液业务主要计入各地区分部和GV部分中；成品业务主要由控股的装瓶商生产，主要计入BIG部门；Global Ventures主要包括收购的品牌，如Costa和Monster等。

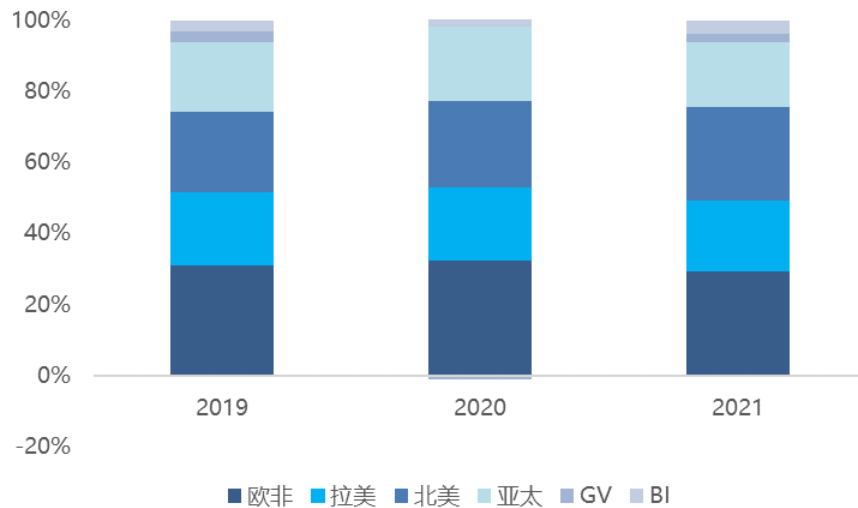
图：可口可乐2021年产品销量占比，%



图：可口可乐地区营收占比，%



图：可口可乐地区运营利润占比，%



管理层激励绑定业绩目标和股东回报率

- 可口可乐管理层薪酬结构以基础薪资+奖金+以业绩为基础的年度股票奖励+期权组成，绩效衡量标准以营业收入增长、每股收益和自由现金流三大指标平均加权，并且该奖励包括一个相对的股东回报率（Total shareholder return）修正值，衡量公司股价表现与可比公司的优劣，对管理层可获得的股票奖励有25%的修正，以进一步使奖励与股东的利益相挂钩。若绩效目标未达到，则无相应的股票奖励，薪酬计划使得管理层对于公司业绩和股价有足够动力。
- 以2021年为例，管理层基础薪资（Salary）占比远低于股票（Stock awards）与期权奖励（Option Awards）。

图：可口可乐管理层2021年薪酬结构

Name and Principal Position ⁽¹⁾ (a)	Year (b)	Salary (\$) (c)	Bonus (\$) (d)	Stock Awards (\$) (e)	Option Awards (\$) (f)	Non-Equity Incentive Plan Compensation (\$) (g)	Change in Pension Value and Nonqualified Deferred Compensation Earnings (\$) (h)	All Other Compensation (\$) (i)	Total (\$) (j)
James Quincey Chairman of the Board and Chief Executive Officer	2021	\$1,600,000	\$ 0	\$13,672,020	\$2,800,715	\$6,400,000	\$ 293,215	\$ 117,928	\$24,883,878
	2020	1,600,000	960,000	11,442,461	3,148,632	0	759,678	472,703	18,383,474
	2019	1,575,000	0	8,231,110	2,603,810	5,152,000	700,154	439,075	18,701,149
John Murphy Executive Vice President and Chief Financial Officer	2021	881,250	0	4,557,227	933,573	2,237,500	384,196	148,111	9,141,857
	2020	830,000	315,000	3,814,134	1,049,544	0	944,894	97,251	7,050,823
	2019	800,000	0	3,018,071	954,729	1,530,000	823,668	2,002,485	9,128,953
Manuel Arroyo Chief Marketing Officer	2021	645,000	0	3,728,637	763,833	1,625,000	107,010	613,008	7,482,488
	2020	622,125	236,250	2,981,948	820,551	0	194,715	727,913	5,583,502
	2019	580,125	0	1,810,851	572,837	1,174,556	129,473	702,111	4,969,953
Alfredo Rivera⁽²⁾ President, North America Operating Unit	2021	645,000	0	2,071,502	424,352	1,300,000	362,271	431,783	5,234,908
Brian J. Smith President and Chief Operating Officer	2021	899,250	0	4,971,500	1,018,444	3,185,000	0	387,934	10,462,128
	2020	862,750	455,175	4,160,874	1,144,957	0	513,688	136,091	7,273,535
	2019	850,000	0	3,292,452	1,041,525	2,127,125	1,122,578	104,879	8,538,559
Bradley M. Gayton⁽³⁾ Former Senior Vice President and General Counsel	2021	231,523	0	1,169,975 ⁽³⁾	271,584 ⁽³⁾	0	0	9,348,062	11,021,144
	2020	253,333	576,000	3,460,335 ⁽³⁾	0	0	7,600	408,999	4,706,267

目录

一、业务介绍：百年可口可乐，全球最大非酒精饮料公司

二、行业分析：软饮料行业存在地区和细分赛道结构化差异

三、业务亮点：构建独特轻资产商业模式，毛利率领先行业

四、未来增长点：重视营销，横向并购实现多元化产品布局

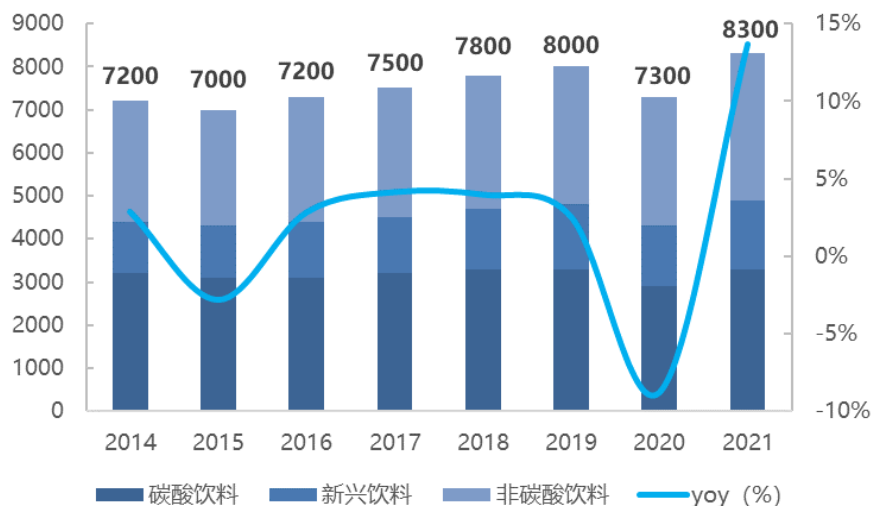
五、近期情况：衰退期具有需求韧性，通胀环境下享有高议价权

六、盈利预测与估值

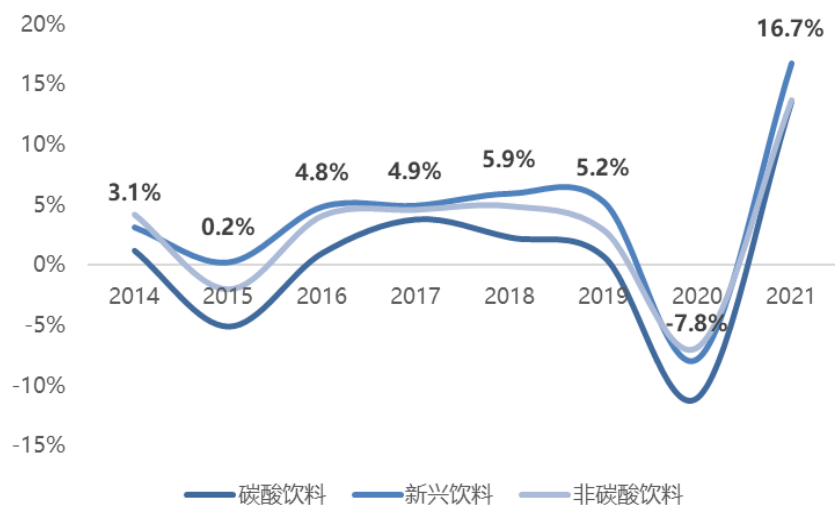
软饮料行业市场存在结构分化，碳酸饮料增长稳定，新兴饮料增速较快

- **市场规模：**全球软饮料行业市场规模巨大，过去五年平均增速保持在2%左右。根据Statista数据，2021年全球软饮料行业市场规模8300亿美元，2019年-2021年三年复合增速为2%。其中碳酸饮料增速稳略低于整体软饮市场，2021年全球市场规模3300亿美元，过去五年复合增速为1.6%。
- **新兴饮料（包含功能饮料、运动饮料）**增长较迅速，2021年全球市场规模为1600亿美元，过去五年复合增速为5.9%。在2020年低基数的影响下，2021年新兴饮料行业全球市场规模实现16.7%的增长，增速继续领跑全行业。

图：软饮料全球市场规模，亿美元



图：软饮料细分行业市场规模增速，%

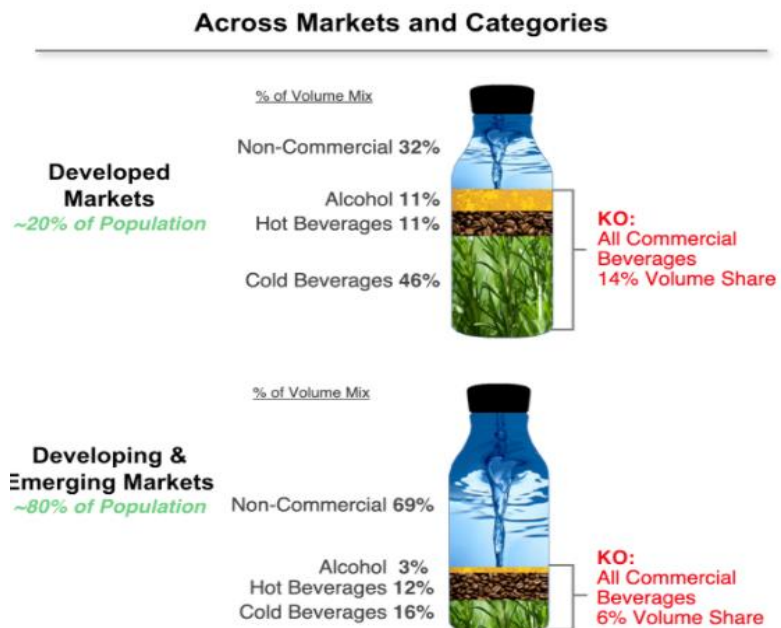


软饮料行业长期增长潜力主要来自地区间的发展不平衡，发展中国家软饮料市场渗透率仅为30%，对比发达国家68%相对较低

- 发展中国家软饮市场渗透率低，从地区来看发展不平衡，长期增长潜力来自于发展中国家软饮料渗透率的提升。发达国家水分摄入结构中，商业化相对成熟。商业饮料约占发达国家所有饮料消费的68%，可口可乐在所有商业饮料中的份额为14%。而发展中国家拥有全球80%人口，但商业饮料占所有饮品消费的比例仅30%，可口可乐在所有商业饮料中的市场份额为6%。
- 以中国和美国的水分摄入结构对比，中国的水分摄入结构中非商业化的其他类占比为80%，而美国的其他类占比为29%。

图：发达国家与发展中国家软饮料渗透率对比

表：中美水分摄入结构对比，升/年

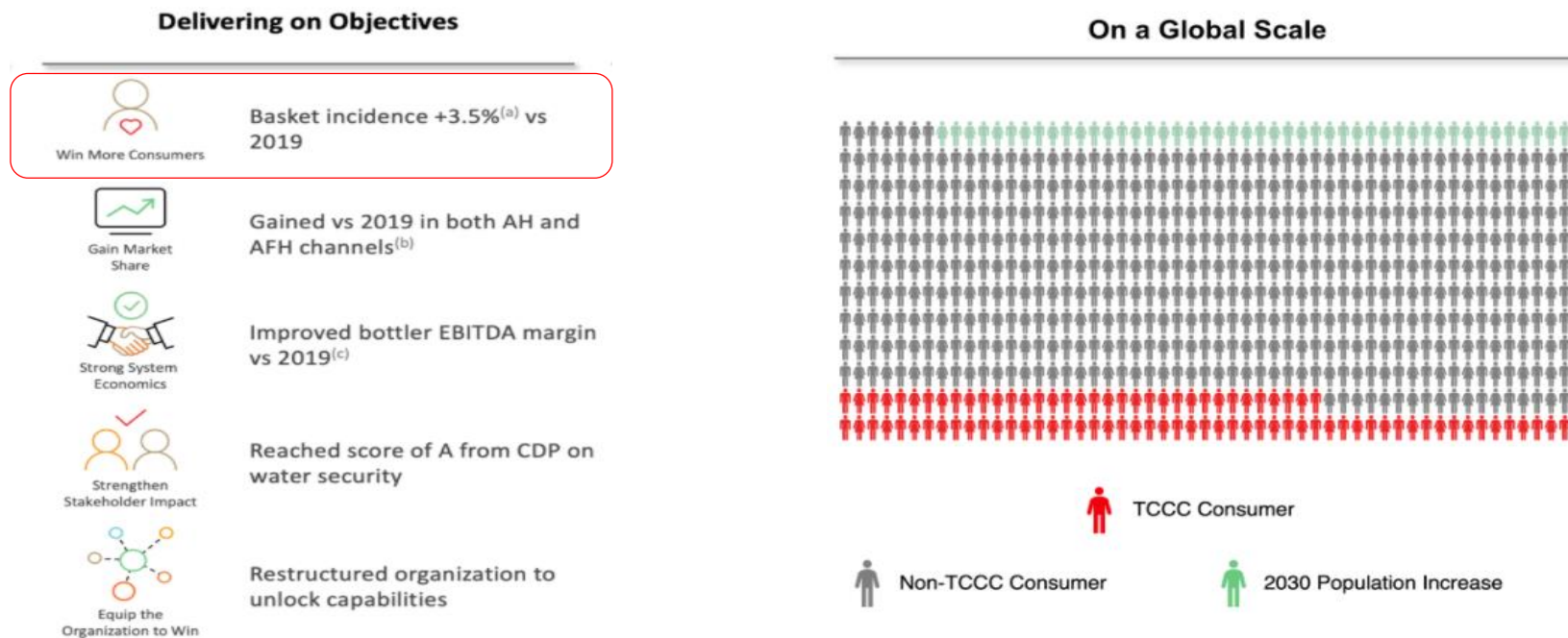


国家	水分总摄入	酒类	乳制品	非水软饮料	包装水	其他
中国	554	39	9	28	34	444
美国	746	93	65	228	140	220
占比						
中国	100%	7%	2%	5%	6%	80%
美国	100%	12%	9%	31%	19%	29%

可口可乐渗透率及市场份额仍在增长，长期增长潜力并未到达天花板

- 从人口长期增长潜力来看，可口可乐的渗透率并未到达天花板。全世界人口中仅有约13%的人口在消费可口可乐。
- 从市场份额来看，虽然可口可乐坐拥全球软饮料市场龙头地位，相对于疫情前，其市场份额仍有所提升。产品的消费者选购率（basket incidence，选择可口可乐产品的消费者比例）相较2019年增长3.5%，覆盖更多消费者；居家和家庭外渠道的市场份额均有所增长。

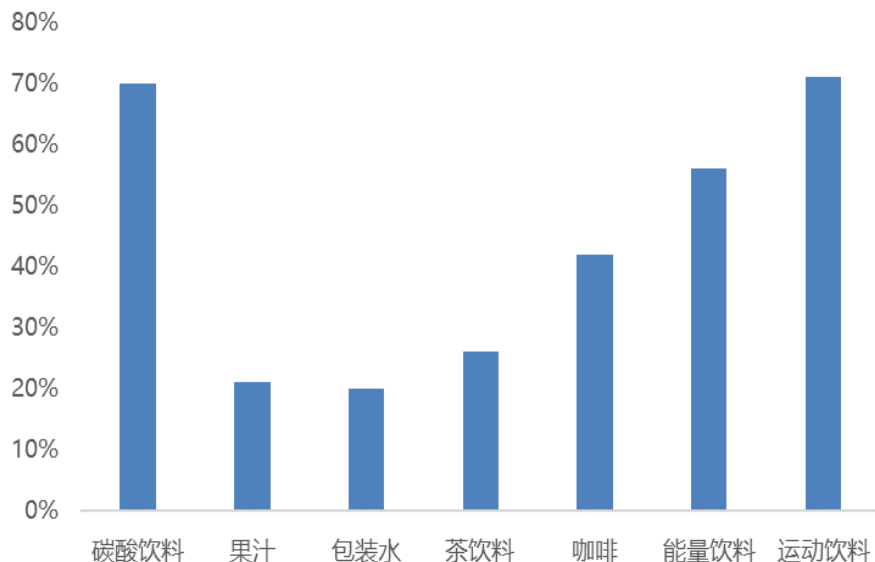
图：可口可乐增长空间



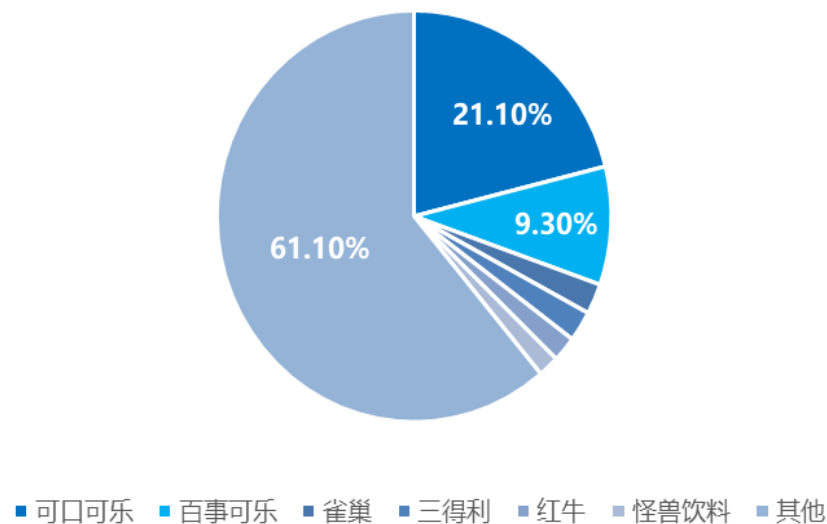
软饮料行业细分赛道竞争格局存在差异；可口可乐在软饮料市场的龙头地位稳固，碳酸饮料行业集中度最高，占据44%市场份额

- **竞争格局：格局分散，竞争激烈。**根据Euromonitor数据，2019年全球软饮料市场CR3不到35%，CR5约为40%。其中第一名可口可乐市场份额达21%，是第二名百事可乐9%的两倍以上。
- **从细分市场看，碳酸饮料、非碳酸饮料（以茶饮料、咖啡饮料和包装水饮料为主）和功能饮料的竞争格局存在明显差异。**碳酸饮料行业集中度最高，CR3高达70%，其中可口可乐公司占比超过45%；可口可乐在碳酸饮料市场的龙头地位稳固，2020年公司碳酸饮料市场份额高达44%，同时百事可乐作为全球第二的碳酸饮料，市场份额为19%。其次是新兴的能量饮料、运动饮料，得益于行业玩家较少，竞争格局较为良好，CR3均超过50%；非碳酸饮料竞争最为激烈，CR3均低于30%。

图：2019年全球软饮料细分市场CR3（按零售额），%



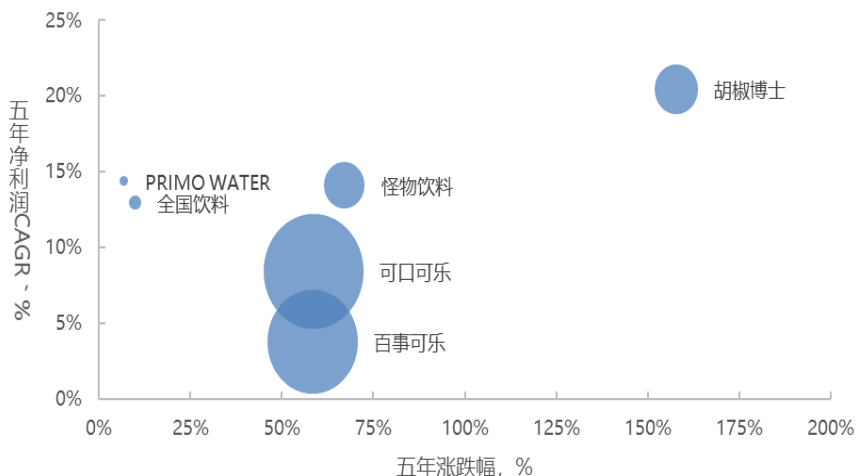
图：2019年全球软饮料市场格局（按零售额），%



软饮料行业细分品类繁多且发展阶段不同，公司规模、风格多样，投资收益稳健，股价主要由盈利驱动

- 特点：行业规模较大，细分品类繁多且发展阶段不同，公司规模、风格多样。**软饮行业包括非常成熟的碳酸饮料品类，相对成熟的茶饮、咖啡等品类，高速增长的植物饮料、气泡水等新品类。消费者不断变化的需求给予了各细分品类较大的创新空间，黑马公司和爆款单品不断涌现，同时传统大单品历久弥新。
- 风格：盈利驱动，稳定收益。**复盘美国主要软饮公司历史表现，可以发现该类公司股价主要由盈利驱动。其中大型饮料公司如可口可乐、百事依靠新品类、国际化等方式不断提升业绩，中小型饮料公司如怪物饮料、胡椒博士依靠爆款大单品迅速实现营收利润双升，从而带来优异的股价表现。

图：美国主要软饮公司股价表现与利润增速（气泡大小为公司市值），%



表：美国主要软饮公司介绍及市场表现

公司	规模	产品	净利润CAGR	股价CAGR
可口可乐	大型	全品类	4.5%	10.3%
百事	大型	全品类	2.0%	10.0%
怪物饮料	中型	功能饮料	11.7%	23.5%
胡椒博士	中型	碳酸饮料	19.3%	25.4%
全国饮料	小型	碳酸饮料	15.0%	22.2%

注：CARG取近十五年复合增长率。

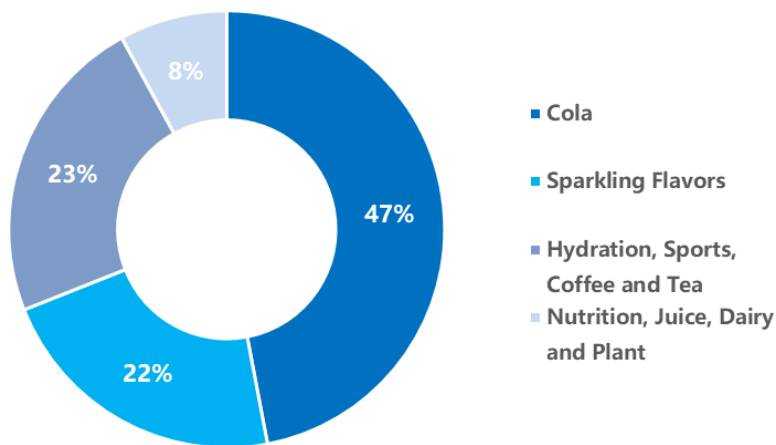
相对百事：可口可乐产品矩阵更为聚焦，百事收入中超过一半来自食品业务

- 百事产品矩阵囊括食品，可口可乐产品矩阵聚焦饮料。根据公司官网，百事旗下产品既包括百事可乐、美年达、七喜等知名软饮料品牌，也包括了乐事、桂格麦片等畅销全球的食品品牌。
- 从业务占比来看，2021年可口可乐47%的销量来自可乐，22%来自其他汽水，23%来自包装水、运动饮料、咖啡和茶，8%来自功能饮料、果汁、乳制品和植物饮料。2021年百事45%的营收来自饮料业务，55%的营收来自食品业务。

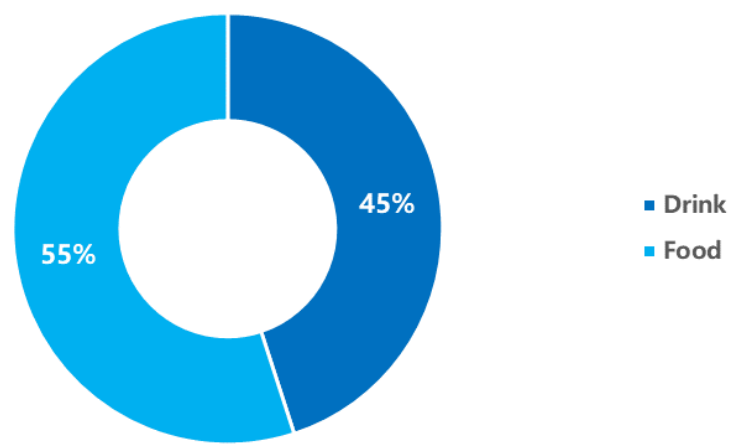
图：百事产品矩阵



图：可口可乐2021年各业务销量占比，%



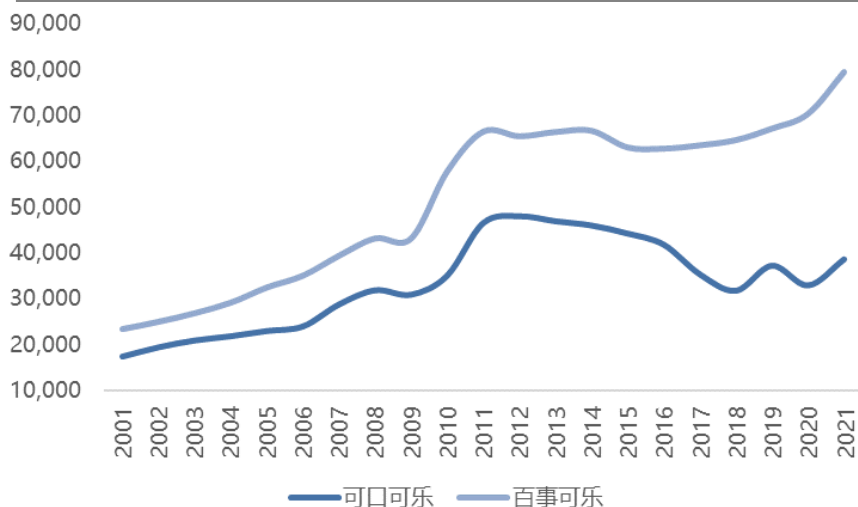
图：百事2021年各业务营收占比，%



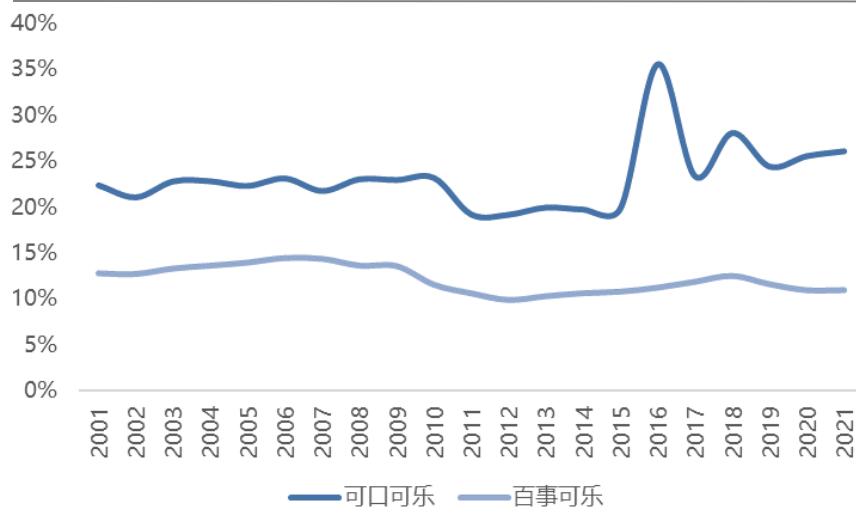
相对百事：二者商业模式不同，可口可乐饮料业务利润率较高

- **可口可乐与百事的饮料业务商业模式不同。**从年度数据看，可口可乐2021年营业收入386亿美元，Non-GAAP净利润100亿美元，对应净利率26.09%；百事2021年营业收入794亿美元，Non-GAAP净利润86亿美元，对应净利率10.93%。
- 百事营业收入大幅高于可口可乐的原因有两点：一、2021年百事营收占比中55%为食品业务，其饮料业务实际对应的营业收入为357亿美元。二、百事销售的饮料产品大部分为瓶装成品，而可口可乐销售的饮料产品中约有一半为浓缩液。瓶装成品售价较高但利润率较低，浓缩液售价较低但利润率较高。
- **百事食品业务财务数据亮眼，饮料利润率较低。**以百事负责北美食品业务的子公司‘Frito-Lay North America’为例，其2021年营收196亿美元，营业利润56亿美元，对应营业利润率28.57%。对比来看，百事负责北美饮料业务的子公司‘PepsiCo Beverage North America’2021年营收252亿美元，营业利润24亿美元，对应营业利润率仅为9.52%。（公司未披露食品业务的利润数据，因此以子公司利润水平作为参考）

图：可口可乐&百事营业收入对比，百万美元



图：可口可乐&百事净利率对比，%



相对百事：战略上可口可乐着眼全品类饮料，百事选择食品饮料协同；渠道上可口可乐构筑特许装瓶商系统，百事自营与合作兼具

- 战略：可口可乐着眼“全品类饮料公司”，百事选择“食品+饮料”协同战略。**从并购方向上看，可口可乐近年来并购COSTA，怪物饮料等，体现公司对饮料业务的聚焦。百事并购标的则覆盖果蔬脆片等诸多新兴品类，紧密跟随近年来健康消费与消费升级趋势。在孕育高势能大单品的同时也充分发挥协同效应，赋能补充原有品牌（如SodaStream苏打水对Bubly气泡水的协同赋能）。
- 渠道：可口可乐构筑特许装瓶商系统，百事自营与合作兼具。**不同于可口可乐将绝大部分地区的渠道运营下放给地区特许装瓶商，百事运营着更多的自营装瓶厂，例如北美地区的百事可乐装瓶厂就由公司控股。在中国，百事可乐则与康师傅集团合作运营渠道。此外，由于百事集团同时还经营餐饮业务（肯德基、必胜客等），而可口可乐则聚焦饮料业务，与百事集团存在竞争关系的其他餐饮巨头更乐于和可口可乐合作。

表：可口可乐、百事餐饮业渠道对比

餐饮	可乐	柠檬碳酸饮料
赛百味	可口可乐	雪碧
麦当劳	可口可乐	雪碧
必胜客	百事可乐	Sierra Mist
汉堡王	可口可乐	雪碧
7-Elvecen	可口可乐/百事可乐	雪碧/Sierra Mist/七喜
Dunkin' Dounts	可口可乐	雪碧
Wendy's	可口可乐	雪碧
DQ	可口可乐/百事可乐	雪碧/Sierra Mist/七喜

目录

一、业务介绍：百年可口可乐，全球最大非酒精饮料公司

二、行业分析：软饮料行业存在地区和细分赛道结构化差异

三、业务亮点：构建独特轻资产商业模式，毛利率领先行业

四、未来增长点：重视营销，横向并购实现多元化产品布局

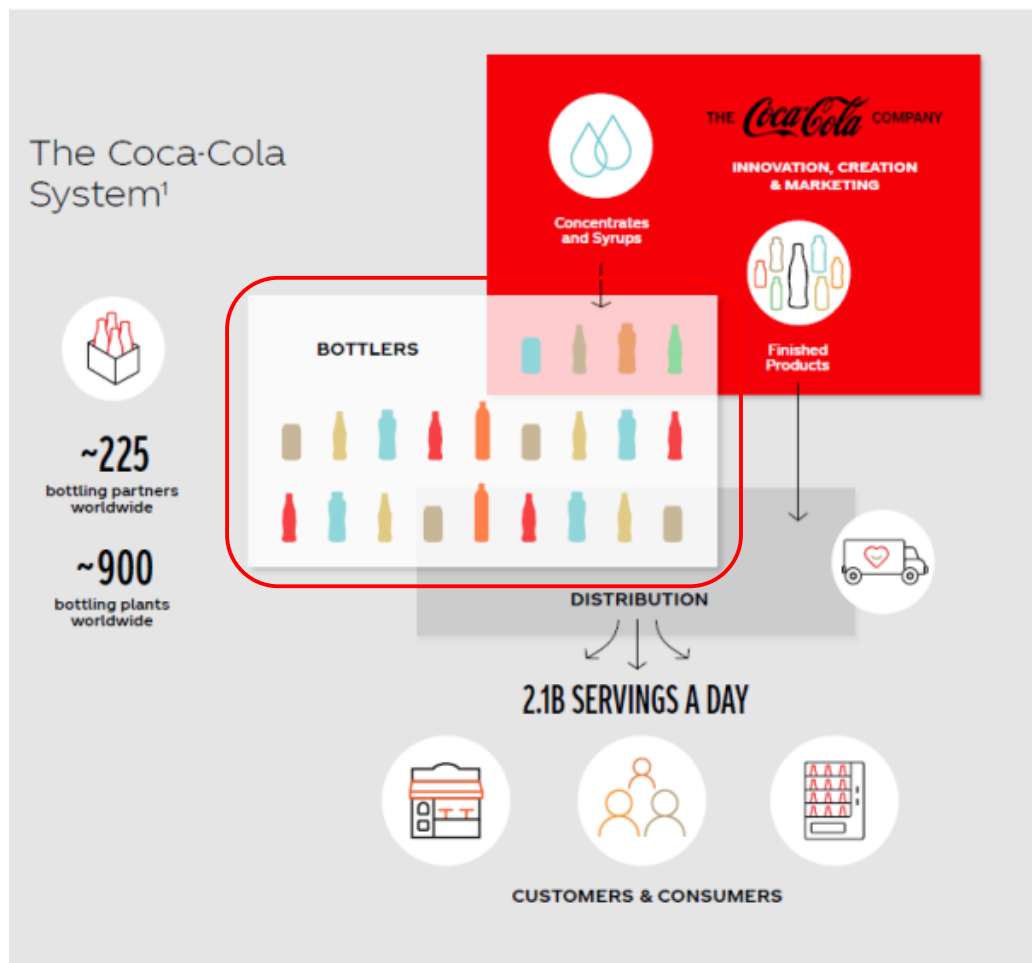
五、近期情况：衰退期具有需求韧性，通胀环境下享有高议价权

六、盈利预测与估值

可口可乐商业模式优异，结合浓缩液与装瓶商，掌握供应链价值中心

- **商业模式：结合浓缩液与装瓶商，掌握价值链中心。独特商业模式铸造优异利润水平。**可口可乐公司的主要业务为制造和销售浓缩液和成品。
- 浓缩液是指用于配制糖浆或饮料制成品的调味成分，公司制作完成后将其出售给得到特许经营权的全球各地装瓶商。装瓶商将浓缩液与水、苏打水与甜味剂混合后，制成罐装和瓶装的饮料成品。然后，装瓶商通过经销商渠道将可口可乐的产品出售到各自的市场。
- 同时，浓缩液业务还包括销售不同类型的浓缩糖浆（浓缩液和成品间的中间产品）给便利店或快餐店，这些店铺将通过定制的工具（喷泉机）制成杯装可口可乐出售。
- 终端零售制成品业务则是指公司自己加工制作饮料成品，再通过经销商渠道向消费者销售饮料成品。这一部分业务主要由并表的装瓶投资部门运营。此外，在特定地区（主要是美国），公司也会将成品销售给普通的批发商及零售商。

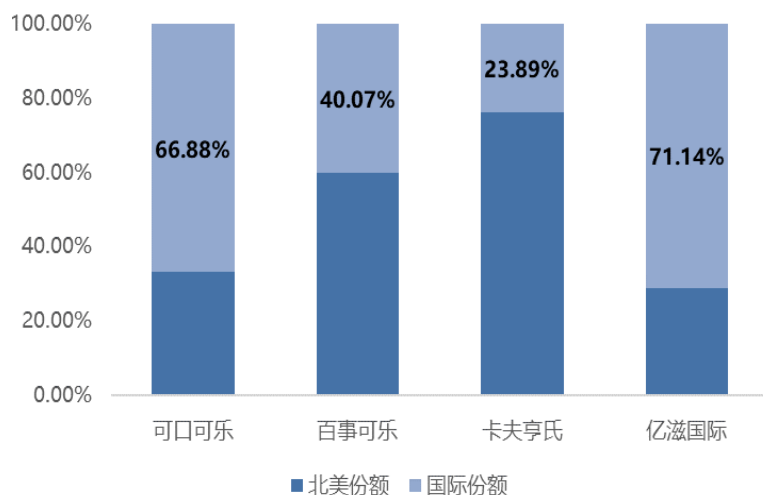
图：可口可乐商业模式介绍



可口可乐在全球有200多家特许装瓶商，公司全球布局，在不同地区采取差异化地区战略

- 地区分布：全球布局，助力全球化。** 可口可乐公司在全球有200多家特许装瓶商，大部分位于北美和拉美地区。广阔的装瓶商分布助力公司迅速扩张，2021年可口可乐公司国际市场销量占比约82%，是本土市场的4倍多，对比百事可乐和其他主要快消品公司，可口可乐国际化程度更高。
- 地区战略：不同地区的装瓶商差异反映出公司不同的战略规划。** 北美地区以小装瓶商为主，公司占据主导；欧亚地区以大装瓶商为主，公司与大装瓶商一齐协同发展；印度地区基础较差，公司通过子公司直接开拓市场。

图：美国主要消费品公司国际业务营收占比，%



图：可口可乐特许装瓶商名单

Africa Atlas Bottling Company BGI Castel Bonite Bottlers 17 More Result	ASEAN & South Pacific BIG TCCC Brasserie de Tahiti Capelle & Partner 6 More Result	Eurasia & Middle East Al Ahlia-Gulf Line General Trading Company LLC Al Mana Trading Company Aujan Coca-Cola Beverages Company 13 More Result
Europe Carlsberg Breweries Coca Cola HBC Coca-Cola Bottling Shqiperia sh.p.k. (Albania) 3 More Result	Greater China & Mongolia COFCO Coca-Cola Beverages Ltd Macao Ind Ltd Mongolian Coca-Cola Ltd 1 More Result	India & Southwest Asia Abdul Monem Ltd. Bengal Beverages Bhutan Beverages Co Ltd 12 More Result
Japan & South Korea Coca-Cola Beverages Korea Coca-Cola Bottlers Japan Holdings, Inc. Hokkaido Coca-Cola Bottling Co., Ltd. 3 More Result	Latin America ABI Honduras (Cerveceria Hondureña) Arca Continental, S.A.B. de C.V. Bandeirantes 33 More Result	North America Abarta, Inc. Aberdeen Coca-Cola Bottling Company, Incorporated Ada Coca-Cola Bottling Company 65 More Result

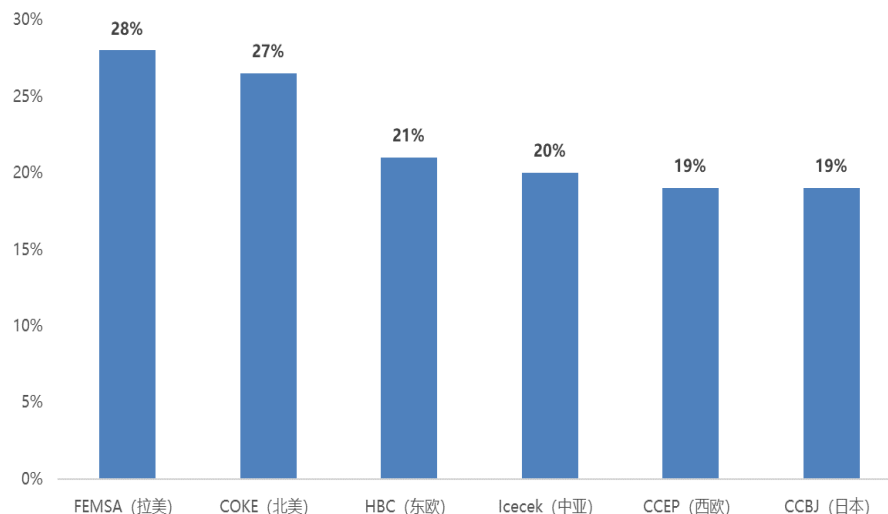
可口可乐通过授予特许经营权与独立装瓶商共同发展，2021年公司前五大独立装瓶商总销量占比41%

- 公司参股而不控股，通过特许经营权与独立装瓶商共同发展。2021年可口可乐前五大独立装瓶商总销量占可口可乐全球销量比重为41%，和装瓶商的合作关系紧密。对于较大的独立装瓶商，公司一般会持有其部分股权，通常占比在10%-30%
- 公司通与装瓶商签订独家“装瓶商协议”，装瓶商获得可口可乐的授权，在特定区域内以特定的容器制备、包装、分销和销售带有可口可乐商标的饮料，可口可乐则同意在该区域内不出售或分销，或授权第三方出售或分销带有公司商标的饮料。

表：可口可乐前五大独立特许装瓶商

特许装瓶商	经营地区	销量占比
FEMSA	拉美	11%
CCEP	西欧	9%
HBC	东欧	8%
Arca Continental	拉美	7%
太古饮料	中国	6%

图：可口可乐在部分装瓶商中的股权占比，%



可口可乐生产经营模式具有独特历史渊源，经历了多次轻资产与重资产之间的模式变迁

- 历史演变：轻资产与重资产的周期发展。** 可口可乐公司的生产经营模式具有独特的历史渊源。其装瓶商系统并非一成不变，为了更好地进行全球化管理，公司装瓶系统经历了多次轻重资产之间的变迁。

表：可口可乐资产模式变迁

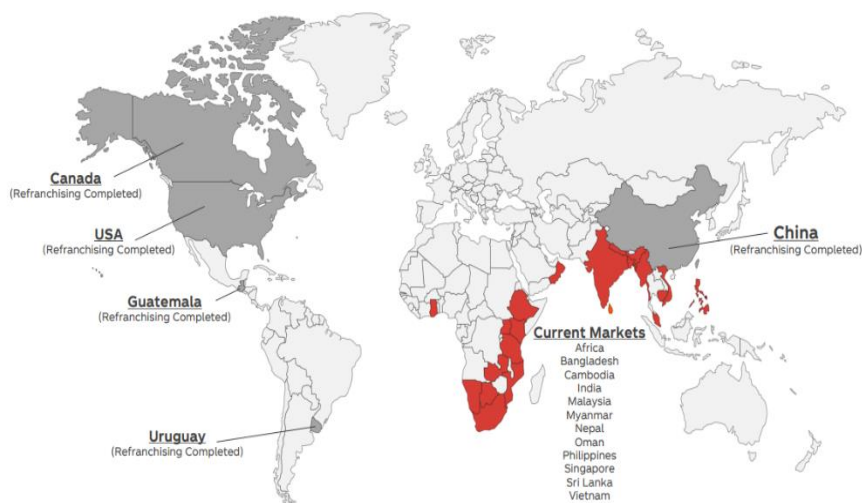
开始时间	资产模式	说明
1900s	轻资产p1	1900s：开展美国国内特许经营，1920s开展海外特许经营。 由于资金有限，可口可乐公司选择将精力主要聚焦于产品研发及广告营销。尽管公司与装瓶商的合作关系帮助可口可乐以更低的成本开拓市场，但对装瓶商的薄弱控制也使得公司难以对整个生产系统进行改革创新。
1980s	重资产p1	1980s：对抗百事可乐崛起，开始加强对渠道的控制，斥资30亿美元整合装瓶系统。 面对百事可乐崛起带来的激烈竞争，可口可乐公司通过特许权回购、控股等方式对装瓶商系统进行重新整合，保证公司对整个生产、经营及销售系统的控制能力。1985年，可口可乐投入30亿美元，收购了上千家装瓶商并进行了现代化改造。
1986	轻资产p2	1986年：开始执行“49%股权战略”，拆分装瓶商上市，形成目前的‘Coca-cola System’雏形。 大规模的收购消耗了可口可乐公司流动资金并带来了大量债务。为优化报表，1986年可口可乐创立了可口可乐装瓶商控股公司并将收购的瓶装商拆分出去。
2006	重资产p2	2006年：成立装瓶投资部BIG，主要负责环印度洋地区经营。 可口可乐公司将其拥有的装瓶业务合并成立了装瓶投资集团(Business Investment Group, 简称BIG)。公司期望BIG可以利用公司的领导和资源来推动关键市场的长期增长，并解决地区供应链和渠道的问题。同年收购嘉里饮料公司。2010年收购北美部分装瓶业务，如CCE美国业务部分。
2015	轻资产p3	2015年：随着前期控股的装瓶商业务改善，提出再造特许经营系统战略，开始将地区经营权利剥离至战略装瓶，BIG拆分提上日常。 如2016年，可口可乐与其在中国的合作伙伴中粮与太古集团进行了业务重组，放开了在华的全面特许经营。同时公司还在持续推进装瓶投资部BIG拆分上市，预期在2023年完成。

可口可乐装瓶投资收入逐年下滑，公司拆分战略进展顺利，回归轻资产运营模式

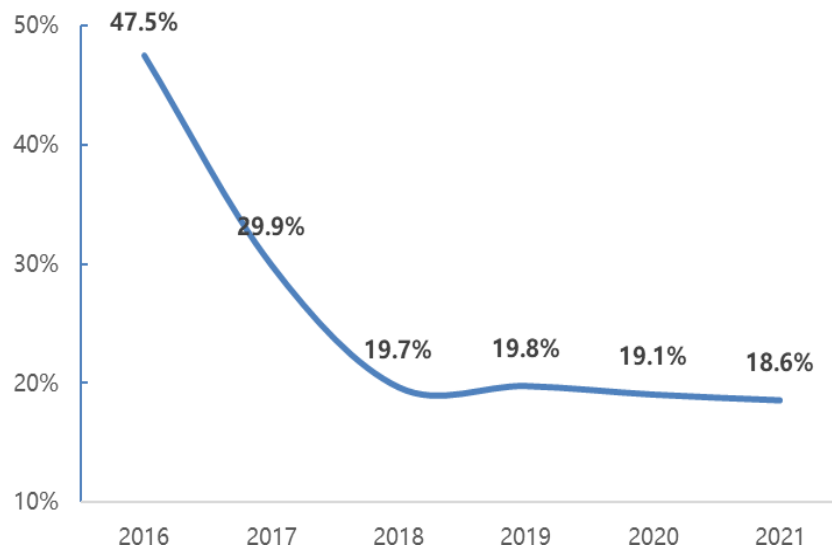
- 自提出再造特许经营系统战略后，装瓶投资收入逐年下滑，公司拆分战略进展顺利，回归轻资产模式。2021年BIG部门收入占比从2016年的47.5%下降至18.6%，公司ROE从2016年的28.2%上升至46%。目前，公司全球绝大部分装瓶业务均由战略装瓶商或大型独立装瓶商负责，质量管控和经营效率得以提升。
- 目前还未剥离的BIG装瓶工厂分布在发展相对滞后的环印度洋地区：东南亚、西南亚以及非洲部分地区。目的是推动该地区对可乐的需求，进行消费者教育，建立可靠的地区供应链和渠道。公司对BIG未来的规划是环印度洋地区业务实现相对稳定和完善之后，将其拆分上市并找到一个合格的装瓶商来承担并继续发展地区业务。可口可乐公司在这一领域有充足的经验。在过去十年，公司分拆了多家控股装瓶商上市并独立经营。

图：可口可乐BIG业务版图

BOTTLING INVESTMENTS GEOGRAPHIC FOOTPRINT



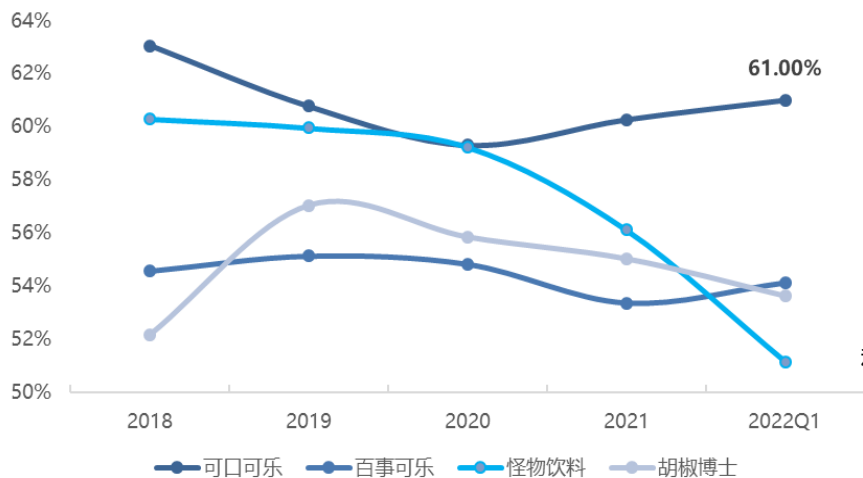
图：可口可乐装瓶投资收入占比，%



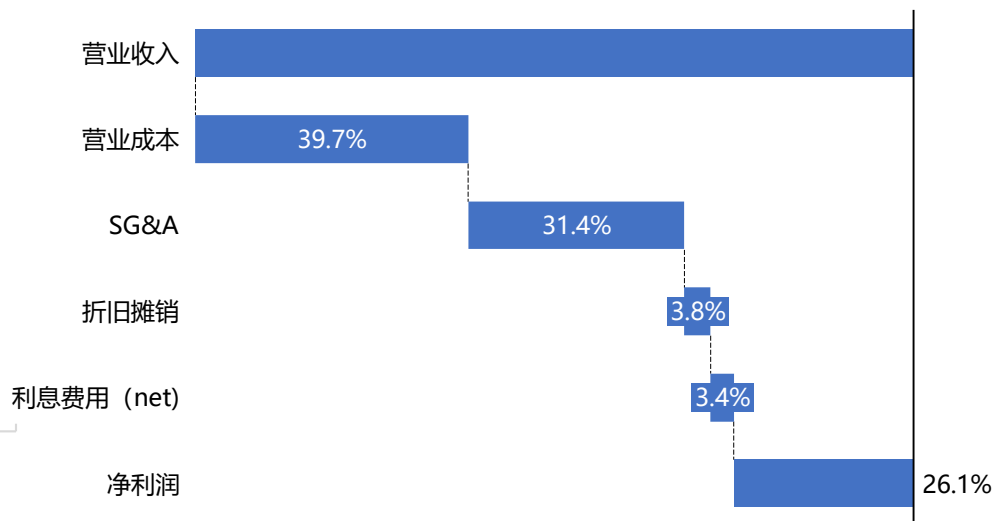
可口可乐毛利率领跑行业，常年保持在60%水平，原因主要包括因地制宜使用原材料、产品结构优化和浓缩液营收占比提高

- 可口可乐毛利率常年保持在60%水平，领跑行业5%以上。我们认为原因主要有以下三点：
 - (1) 因地制宜使用原材料。公司在北美地区使用玉米原料的高果糖浆替代蔗糖，前者价格为后者的80%；在其他地区则使用蔗糖、三氯蔗糖和阿斯巴甜等。
 - (2) 产品结构优化。公司不断推陈出新，推出零糖可乐、低糖可乐等产品，迎合消费健康趋势的同时实现降本增效。低糖饮料占比逐年增长，2021年约28%的销量为低糖饮料，每100毫升糖添加量以每年2%-3%的速度减少。
 - (3) 自有瓶装厂持续剥离，浓缩液营收占比提高。对比百事可乐，公司有超过一半的收入来自高毛利的浓缩液产品。

图：美国主要软饮公司毛利率对比，%



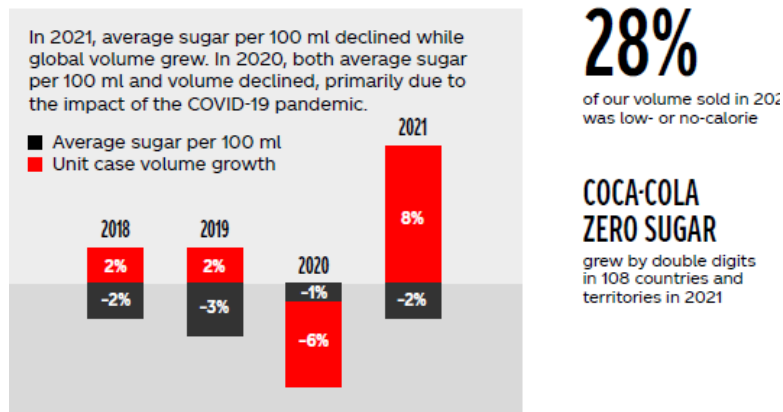
图：可口可乐2021年成本结构，%



秘密配方为可口可乐打造高毛利基础，原材料成本仅占总成本约18%

- 毛利率：秘密配方打造高毛利基础。** 一瓶标准的中国区500ml瓶装可口可乐大约由90-98%的水、0.4-0.5%的小苏打、0.04-0.1%的柠檬酸、少量的阿斯巴甜、糖浆、咖啡因及其他添加剂组成。作为对比，一瓶主打“健康”、“无糖”的480ml元气森林气泡水仅赤藓糖醇就需要3-5%，价格高于阿斯巴甜，导致其单瓶原材料成本达到可口可乐的4-5倍。根据测算，可口可乐原材料成本约占总成本的18%，元气森林气泡水的原材料成本占比约为50%。

图：可口可乐饮料含糖量变化



图：瓶装可口可乐成本拆解，%

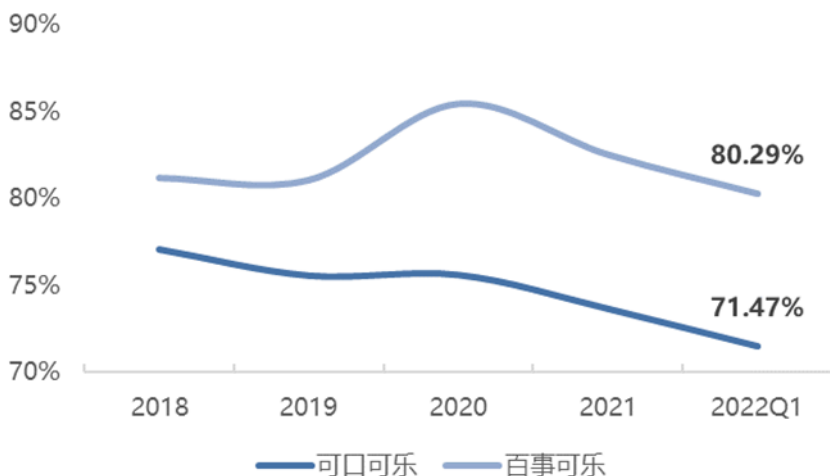


Source: Genki Forest and Coca-Cola annual report, designed by daxue consulting

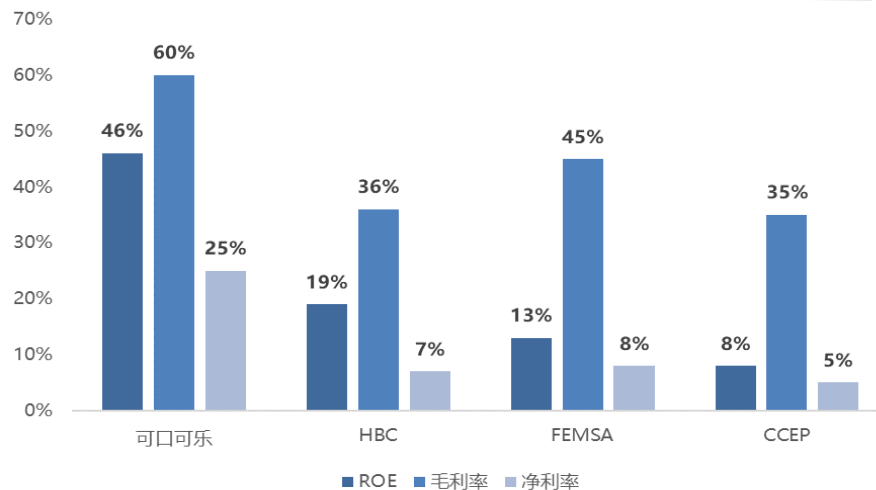
轻资产运营模式为可口可乐带来高毛利和高ROE，2021年公司ROE为46%

- 相比原材料费用，包装材料费用在可口可乐总成本中占比更大，在330ml罐装可口可乐中占比尤为突出。2020年至今，330ml铝制易拉罐的价格由1元/个上涨至超过1.5元/个。在全球，大约80%的可口可乐产品是由可口可乐公司出售浓缩液给地区装瓶商，再由装瓶商加工、包装制成的。通过浓缩液这一商业模式，可口可乐得以将包装材料的成本压力和风险部分转移给下游装瓶商，同时享受出售浓缩液带来的高毛利率。
- ROE：轻资产带来更高的ROE。**2021年可口可乐ROE46%，而可口可乐的几大重资产装瓶商ROE均低于20%。可口可乐HBC（东欧）为19%，可口可乐凡萨瓶装（FEMSA，拉美）为13%，可口可乐欧洲合作（CCEP，西欧）为8%。毛利率分别为60%，36%，45%，35%。净利率分别为25%，7%，8%，5%。在2015年调整运营模式之前，可口可乐的ROE位于25%-30%这一区间。随着公司运营模式转向轻资产，可口可乐的ROE迅速上升至40%以上水平。

图：可口可乐&百事可乐资产负债率对比，%



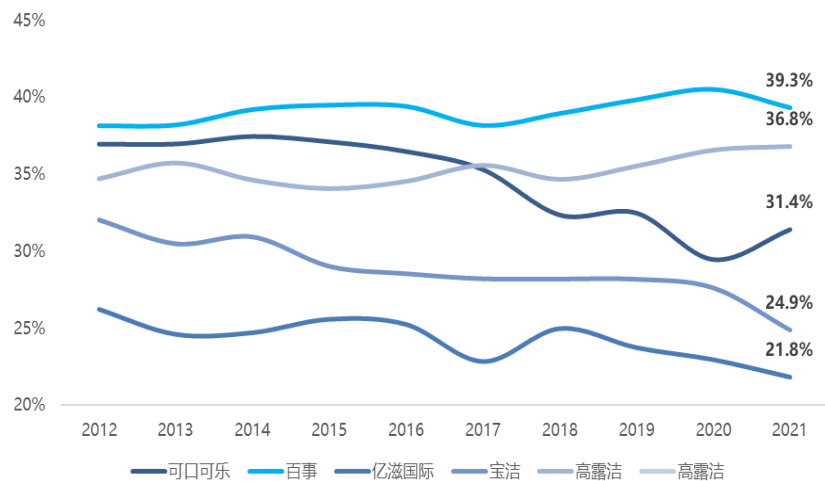
图：2021年可口可乐与其主要装瓶商财务指标对比，%



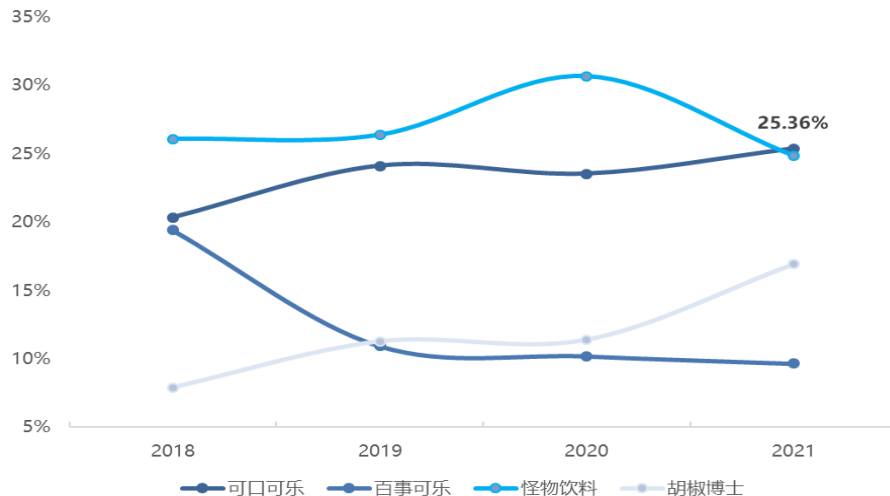
可口可乐净利率常年超过20%，处于行业第一梯队，主要得益于较高的毛利率和较低的费用率

- **可口可乐净利率常年超过20%，处于行业第一梯队。**2021年可口可乐净利率为25.3%，百事可乐为9.6%。公司净利率领先主要得益于较高的毛利率和较低的费用率。2021年公司销售管理费用率为31.4%，百事可乐为39.1%，与较低的费用率和装瓶商系统有关。

图：美国主要快消公司SG&A费用率对比，%



图：美国主要软饮公司净利率对比，%



目录

一、业务介绍：百年可口可乐，全球最大非酒精饮料公司

二、行业分析：软饮料行业存在地区和细分赛道结构化差异

三、业务亮点：构建独特轻资产商业模式，毛利率领先行业

四、未来增长点：重视营销，横向并购实现多元化产品布局

五、近期情况：衰退期具有需求韧性，通胀环境下享有高议价权

六、盈利预测与估值

可口可乐秘密配方具有成瘾性、稀缺性，已经占领消费者心智，形成对应消费习惯

- **口味独特不可替代，咖啡因配方具有成瘾性。**可口可乐起初为模仿秘方酒“马里亚尼酒”而诞生，在美国工业快速发展时期主打为人们提供精神寄托、缓解疲劳等作用。问世之初可口可乐的主要香料成分有两个，分别是可卡因及咖啡因，可卡因提取自古柯叶（Coca leaf），而咖啡因则提取自可乐果（Kola）。1886年亚特兰大禁酒令颁布后，可口可乐作为酒类替代品迅速发展。由于人们健康意识的增强，1929年公司对配方进行了修改，不再从可乐果中提取可卡因，改之以人工香料及咖啡因萃取物，成为完全的食品。
- **占领消费者心智，形成消费习惯。**可口可乐独特口味得益于其保密配方，公司始终强调对该配方的保护，装瓶厂只能得到可口可乐浓缩液半成品用以加工，神秘配方构成可口可乐的稀缺性和护城河。可口可乐被戏称为“肥宅快乐水”，占领消费者心智后，很难改变消费习惯，一定程度上超出饮料本身范畴而作为精神慰藉。

图：可口可乐配方

Here's the list of ingredients in Coca-Cola:

- **Carbonated water** – Approximately 90% of Coca-Cola is water. The carbonated part is purified carbon dioxide, which gives the drink its “bubbles” or “fizz”.
- **Sugar** – Coca-Cola Classic's sweet taste (and also some of its mouthfeel) comes from sugar. Coca-Cola Zero Sugar and Diet Coke are sugar free.
- **Caramel colour** – A very specific caramel is made especially for Coca-Cola, to give the drink its characteristic colour.
- **Phosphoric Acid** – The tartness of Coca-Cola comes from the use of phosphoric acid.
- **Caffeine** – The slight bitterness in the taste of Coca-Cola comes from caffeine
- **Natural flavours** – The essence of the secret formula of Coca-Cola is its blend of natural flavours. This is the most protected and secret part of the formula

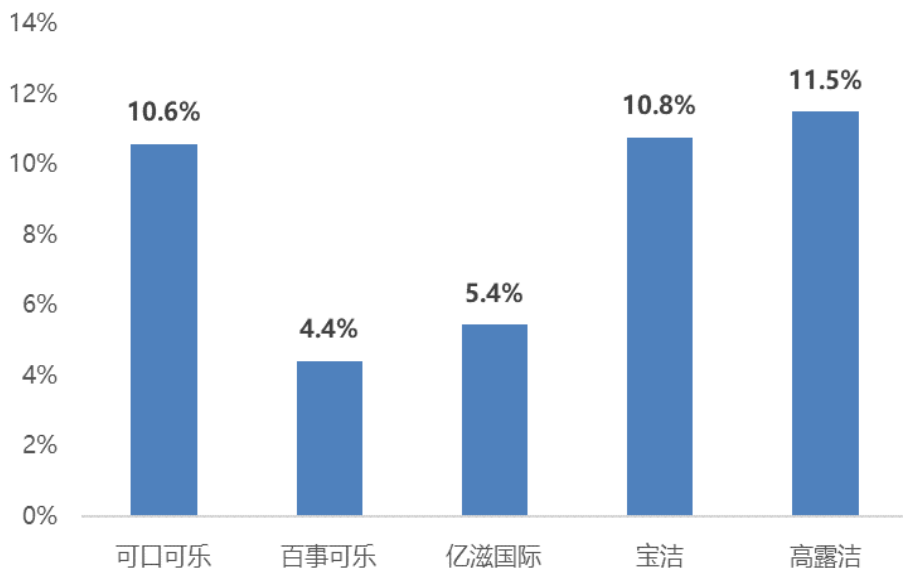
全球最有价格软饮料品牌，可口可乐始终重视营销对销售的推动作用

- 根据Brand Finance对世界软饮料品牌价值排名，可口可乐持续蝉联被评为全球最有价值的软饮料品牌，品牌价值为332 亿美元。百事可乐以 184 亿美元的品牌价值稳居第二位。
- 长期重视广告费用，始终重视营销对销售的推动作用。2021年可口可乐在广告费用上的投入是40.9亿美元，占营收的比例为10.6%。对比美国其他主要的快消品企业，可口可乐的广告费用率位于较高位置。在2021全年业绩发布会上，可口可乐还计划将营销支出恢复到疫情前 2019 年的水平，继续有目的地投资于品牌和市场，以支持收入增长，并将更多的支出用于面向消费者的活动。

图：品牌价值排行



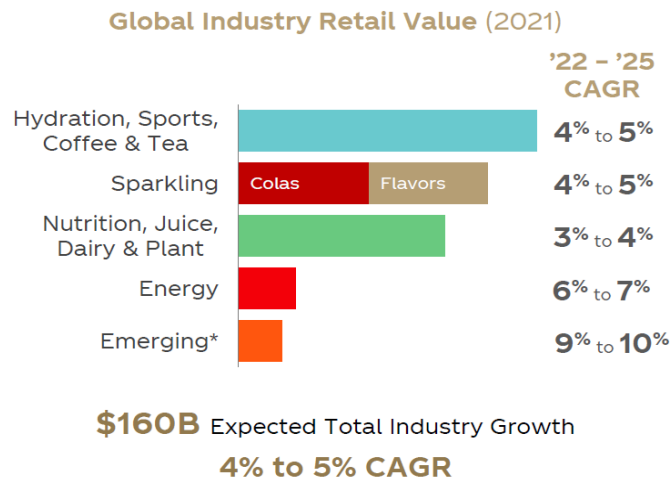
图：2021年美国主要快消公司广告费用率对比，%



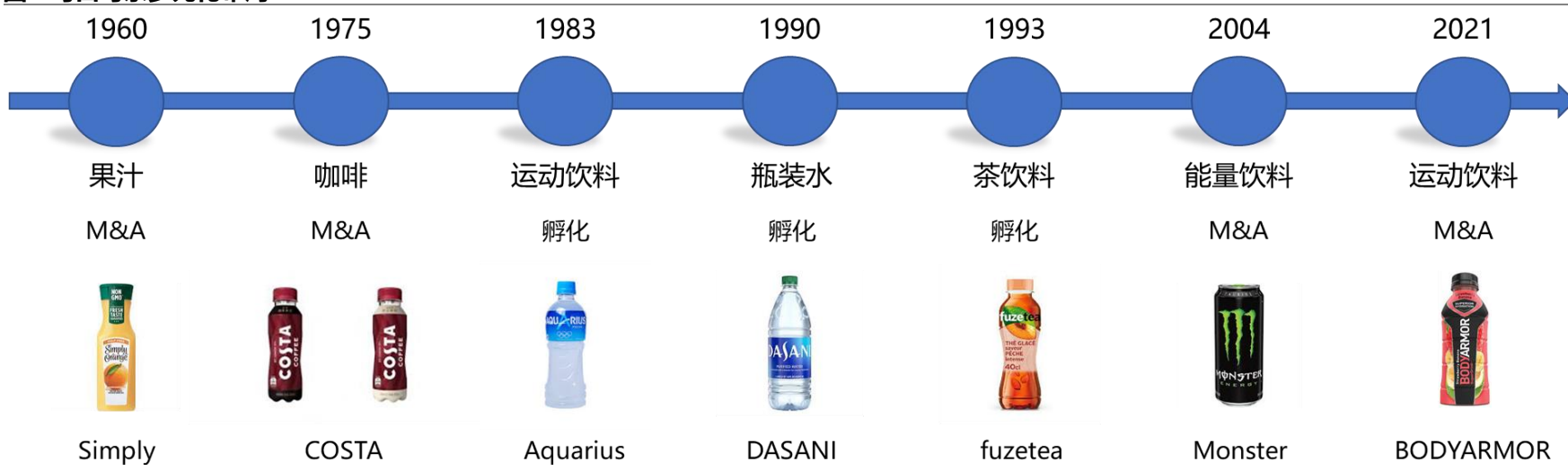
可口可乐持续推进“全品类饮料”战略，积极进行品类多元化布局，外延并购和内部创新并重

- **积极进行品类多元化布局，外延并购寻求更广扩张机会。**从1960年开始进行品牌收购，开启品类多元化发展。此后至90年代，公司相继进入果汁、即饮咖啡、瓶装水、运动饮料等多个领域。90年代以来随着碳酸饮料行业发展趋于成熟，可口可乐意识到新兴饮料品类将迎来更广阔的机会，开始发力高成长品类。主要通过外延并购及内部创新两种方式完成多元化扩张，收购如Monster和BODYARMOR等品牌。
- **“全品类饮料”战略继续推进，调整产品组合以满足“Z时代”消费者对健康生活的需求。**从2022Q1的各品类单箱销量来看，碳酸软饮料同比增长7%。其中，可口可乐零糖汽水增长14%，普通版同比增长6%；营养品、果汁、乳制品和植物性饮料增长12%，运动饮料同比增长22%，主要受BODYARMOR和Powerade两款产品的增长推动。

图：可口可乐公司对未来各品类增速的判断



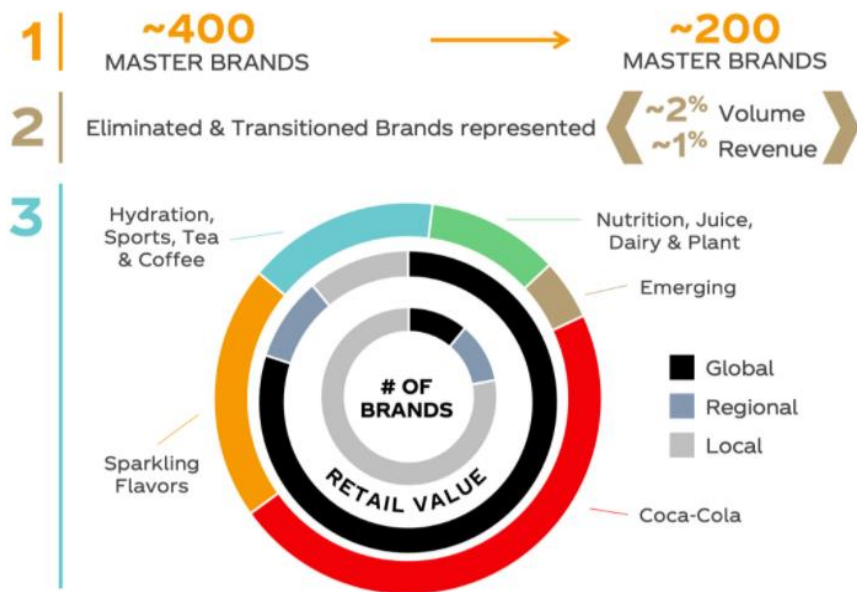
图：可口可乐多元化布局



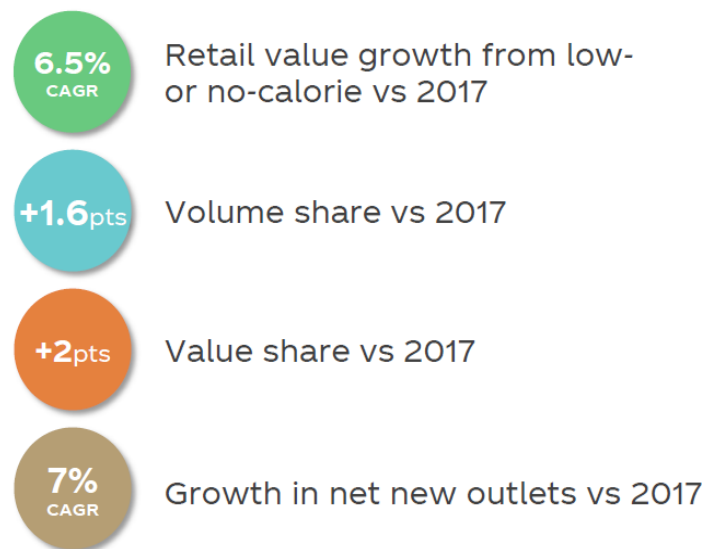
可口可乐多品牌发力，业内龙头地位稳固；同时推进品牌精简，控制成本

- **多品牌发力，可口可乐公司在碳酸饮料行业内的龙头地位更加稳固。** 2021年虽然可口可乐品牌汽水占销量的比例为47%，仍为最主要收入，但包含雪碧、健怡可乐、芬达和零度可乐在内的其他碳酸饮料占比也达到22%，也成功跻身全球Top6，巩固公司碳酸饮料品类竞争力。相对于2017年以收入计的市场份额增加了1.6%。
- **品牌精简，控制成本。** 由于品牌的不断创新与孵化，导致旗下品牌组合过多，增加了管理成本。2020年7月，可口可乐开始剔除“小到没有规模”的“僵尸品牌”，经过品牌精简，至2021年品牌精简为200个，剔除掉将近一半的品牌，仅占总收入的2%，该公司需要更好地培育“更小、更持久的品牌”。

图：可口可乐品牌精简计划



图：品类扩张下，可口可乐继续保持碳酸饮料龙头地位



目录

一、业务介绍：百年可口可乐，全球最大非酒精饮料公司

二、行业分析：软饮料行业存在地区和细分赛道结构化差异

三、业务亮点：构建独特轻资产商业模式，毛利率领先行业

四、未来增长点：重视营销，横向并购实现多元化产品布局

五、近期情况：衰退期具有需求韧性，通胀环境下享有高议价权

六、盈利预测与估值

面对通胀，可口可乐通过多种提价方式进行应对，公司作为龙头享有定价权

- 可口可乐遵循“价格歧视”策略，即对不同细分市场的产品收取不同的价格。例如发展中国家消费者对价格敏感，由于软饮料行业竞争激烈，价格优势将成为吸引消费者的重要因素，为保持市场地位，可口可乐与百事可乐在不同地区采取相近的价格。
- 软饮料行业提价方式主要包括直接提价、减少促销、减少容量、包装升级等，背后主要原因是原材料上涨。可口可乐在中国区近20年来历经多次价格上调，绝大部分情况下原材料成本下降后公司仍维持价格不变。
- 享有定价权，本轮提价进行时，且可能会有更多的价格上涨或者抢先定价。为应对主要原材料上涨带来的成本压力，可口可乐在全球不同地区进行了不同程度的提价。以中国区为例，最经典的500ML瓶装可乐零售价上调为3.5元。尽管成本上升，定价在维持毛利率和推动收入方面发挥积极作用，一季度有机销售增长由销量和价格共同驱动，其中浓缩液销量推动了11%，产品价格及组合推动了7%。且公司表示未来可能有更多的价格上涨，或者赶在衰退前抢先定价。可乐作为具有一定必需属性的低价消费品，消费者对价格的敏感度较低。预期成本回落后公司短期内不会回调价格，最乐观情况可乐在中国区从此结束“3元时代”。

表：可口可乐历次及本轮提价表

时间	产品	出厂价	零售价	容量
2006.03	碳酸饮料	上涨8%左右	-	-
2010.02	全部产品	上涨5%左右	-	-
2018.03	中粮旗下全部产品	上涨2-3元/箱	-	-
2019.01	600ml碳酸饮料	-	-	下降20%（由600ml降至500ml）
2021.11	碳酸饮料	-	上涨20%左右（500ml可口可乐由3元涨至3.5元，330ml可口可乐由2.5元涨至3元）	-

资料来源：公司官网，公司公告，公开资料，富途证券

面对通胀，可口可乐通过多种成本管理方式应对挑战，公司全球供应链布局带来优势

- **除提价之外，公司通过产品创新、更改包装、降低可负担价格等成本管理方式应对挑战。**可口可乐和装瓶商紧密合作，正在依据不同场景、品牌、价格、包装和渠道的划分，分别提供具有吸引力的选择。例如转向小包装，如更便宜、可重复使用的玻璃瓶或PET瓶，以应对价格上涨带来的压力。一季度可口可乐在印度推出可负担的小包装产品以扩大消费者受众，推动印度市场增长20%。
- **全球供应链布局处于有利地位。**因公司拥有分布全球的装瓶商网络，水和糖等关键原料均可以在当地采购，生产商可以选择当地具有价格优势的食糖类型，在欧洲使用甜菜糖，在亚洲使用蔗糖，在美国使用玉米糖浆，具有本地采购优势的装瓶商使得生产分销不依赖于仅从美国出口。

图：可口可乐小包装和玻璃瓶



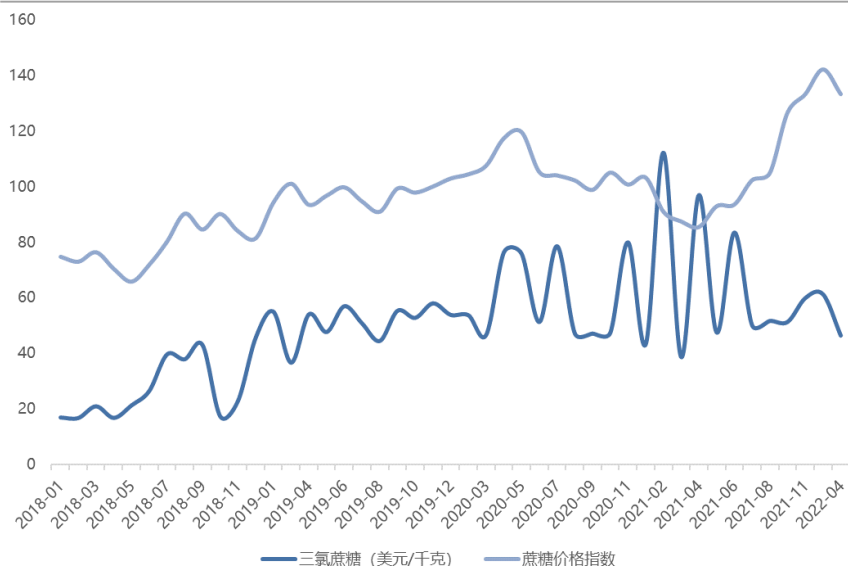
近期通胀增速放缓，大宗价格有所回落，预期未来可口可乐成本压力将得到缓解

- **疫情以来通胀高企，原材料价格上涨带来成本压力。**制造可乐的主要原材料包括水、糖浆（果葡糖浆、蔗糖、三氯蔗糖等）和包装材料。新冠疫情以来，相关大宗原材料价格不断走高。糖浆原材料中，玉米（对应果葡糖浆）价格从2020年一季度的2000元/吨左右最高上升至3000元/吨；进口三氯蔗糖价格从2020年一季度的50美元/千克左右最高上升至超过100美元/千克。包装材料中，LME铝（易拉罐）价格自低点1500美元/吨一路上升至高点接近4000美元/吨，PET瓶片（塑料瓶）价格则从700美元/吨上升至大约1200美元/吨。不断上涨的原材料价格给公司带来了严峻的成本压力。
- **通胀回落可期，部分主要大宗原材料价格近期已经下行。**4月份以来，伴随美联储不断加息和全球经济复苏放缓，部分大宗价格拐头下行。LME铝价格已从高点接近4000美元/吨下滑至3000美元/吨以下；进口三氯蔗糖价格基本回到疫情初期水平。预期未来随着全球需求的进一步下行，大宗价格将会进一步回落，公司的成本压力将得到有效缓解。

图：主要原材料价格



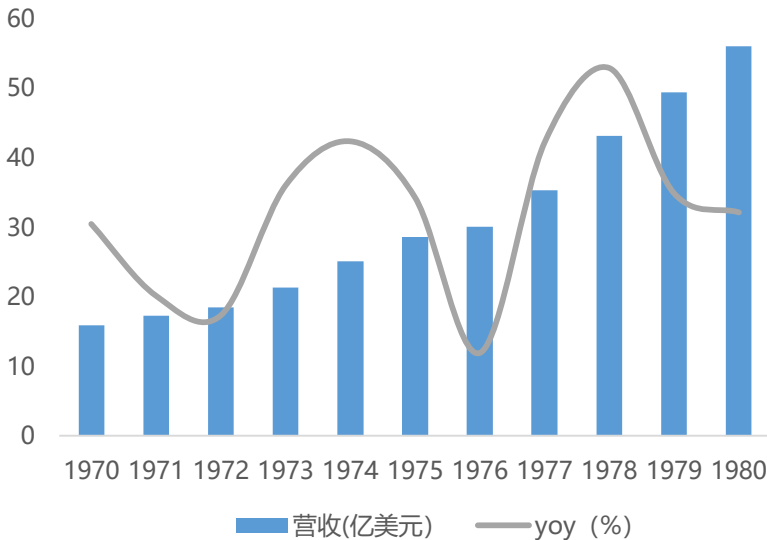
图：三氯蔗糖价格及蔗糖价格指数



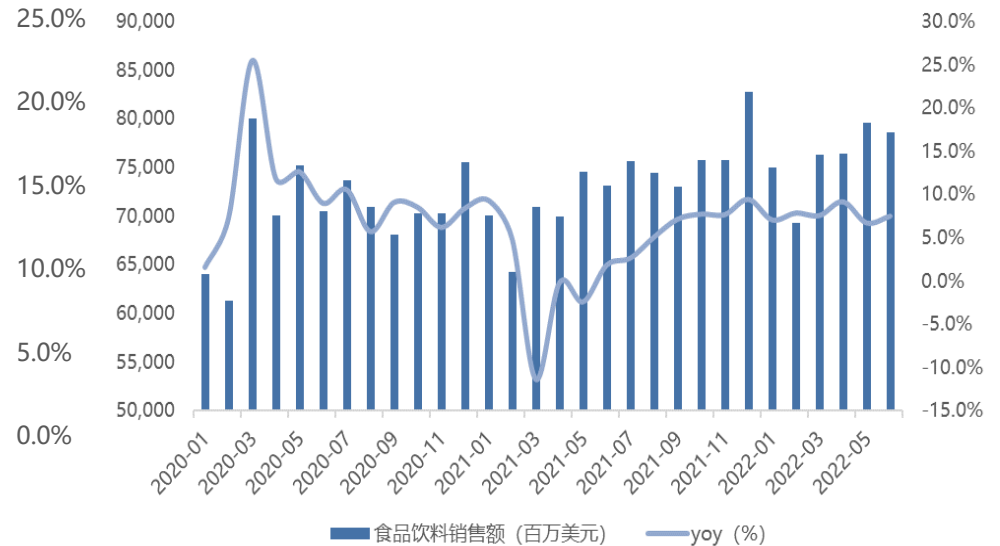
回顾历史，可口可乐在通胀环境下业绩依然保持韧性，消费者对必需消费品需求不断增长

- **通胀环境下，消费者对于必需消费品支持维持相对韧性。**回顾历史，即使在通货膨胀压力明显上升的1970~1980年的环境下，可口可乐销售收入维持稳步增长状态。1974年，公司仍实现销售额25.2亿美元，同比增长17.6%，当时基本由可口可乐这一单一产品贡献，且为建设全球装瓶商体系，反映在通货膨胀情况下，消费者对可口可乐的需求量仍在不断增长。1974年原材料成本大幅上升导致了毛利率同比下跌了7.6%，利润下滑8.8%。1975年随着通胀现象缓解，原材料成本下行，公司1975年净利润同比上升22.1%。

图：1970s可口可乐营收，亿美元



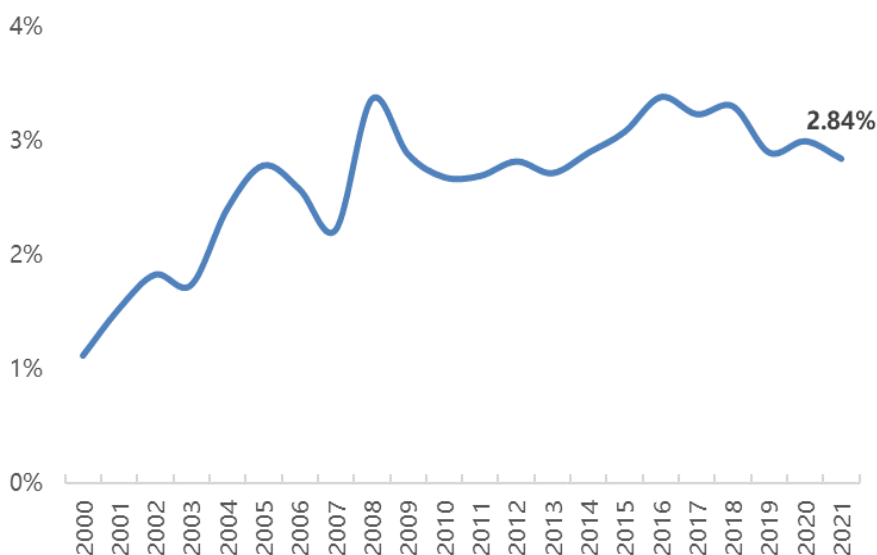
图：近期美国消费者食品饮料支出



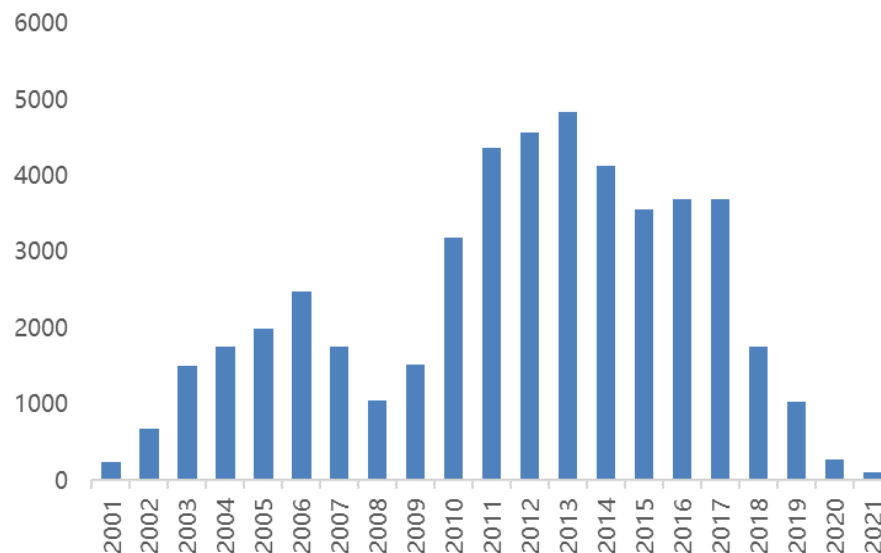
“股息之王”，可口可乐股息率持续增长，疫情影响使公司回购金额有所下降

- 在震荡的市场环境下，可口可乐被称为“股息之王”。尽管可口可乐的股息收益率从2014年的3.8%小幅下降至2022年的3%，但其股息支付在过去八年中一直以5%左右的复合年增长率增长。同样不可否认的是，在股价稳步增长的情况下，可口可乐的10年总回报率高达124.8%，5年总回报率为66.1%。
- 近年来回购金额有所下降，2018年之前每年回购金额超过30亿美元，2022年管理层增加了回购额至5亿美元，不过和前些年相比还是差距较大。
- 公司战略规划清晰，持续投入现有品牌，通过孵化和并购投入新品牌，在投资者回报上持续增加股息和回购。

图：可口可乐股息率，%



图：可口可乐历年回购金额，百万美元



资料来源：公司官网，公开资料，富途证券

目录

一、业务介绍：百年可口可乐，全球最大非酒精饮料公司

二、行业分析：软饮料行业存在地区和细分赛道结构化差异

三、业务亮点：构建独特轻资产商业模式，毛利率领先行业

四、未来增长点：重视营销，横向并购实现多元化产品布局

五、近期情况：衰退期具有需求韧性，通胀环境下享有高议价权

六、盈利预测与估值

盈利预测：关键假设

关键假设

- 营业收入：根据管理层指引，将2022财年有机营收增速上调至14%-15% (Non-GAAP),2022Q1-Q3营收增速分别为16%、12%和10%，随着加息进程不断深入，消费者购买力有所降低，预计Q4营收增速将继续放缓，综合来看预计2022年度营收增速为10%；公司已经采取更换小包装以及打包出售等方式以应对谨慎的消费者行为，我们认为可乐作为必需消费品遭冲击次序靠后，且从前三季度财报来看提价行为未对销量产生负面影响，消费者需求仍保持相对韧性，而若加息放缓消费力将有所恢复，因此谨慎预计2023/2024年营收增速在5.5%和7.0%。
- 毛利率：2022Q1-Q3毛利率分别为61%、57%和59%，相对于去年有所下滑，毛利率下滑主要是由于三项影响：一是通胀环境导致业务成本大幅增加；二是美元持续走强背景下的汇率影响；三是由于并购和并表BODYARMOR业务带来的影响，公司的调价行为对毛利率的压制有所抵消，依旧维持毛利率的相对稳定，预计四季度毛利率依旧受到上述因素的影响，2022年毛利率在58%左右，同比下滑2%，但原材料等成本已呈现下降趋势，预计2023/2024年毛利率将有所恢复，分别为59%和60%
- 销售管理与一般费用率SG&A：2022Q1-Q3销售管理与一般费用率分别为28.3%、28.3%和29.6%左右，相比去年有较大改善，预计2022全年SG&A费用率在29%，预期公司继续实施节约成本、提高效率来缓解部分毛利率压力，2023/2024年在29.5%和30%

根据以上假设，我们预计2022/2023/2024财年，公司总营业收入约425.2亿/448.6亿和479.9亿美元，净利润为104.8亿美元/111.9美元/122.9亿美元，同比增长7.2%/6.8%/9.9%。

盈利预测

利润表

In Millions of USD 12 Months Ending	FY 2019 12/31/2019	FY 2020 12/31/2020	FY 2021 12/31/2021	FY 2022E 12/31/2022	FY 2023E 12/31/2023	FY 2024 E 12/31/2024
Income Statement						
Total Revenue	37,266.0	33,014.0	38,655.0	42,520.5	44,859.1	47,999.3
Total Revenue-YOY	8.6	-11.4	17.1	10.0	5.5	7.0
Cost of Goods Sold	14,619.0	13,433.0	15,357.0	17,858.6	18,392.2	18,959.7
Gross Profit	22,647.0	19,581.0	23,298.0	24,661.9	26,466.9	29,039.6
Gross Profit Margin,%	60.8	59.3	60.3	58.0	59.0	60.5
Selling General and Administrative Expenses	12,103.0	9,731.0	12,144.0	12,330.9	13,233.4	14,399.8
As % of Revenue	32.5	29.5	31.4	29.0	29.5	30.0
Other Operating Expenses	458.0	853.0	846.0	700.0	700.0	700.0
Operating Income	10,086.0	8,997.0	10,308.0	11,630.9	12,533.4	13,939.8
Income Before Income Taxes	10,786.0	9,749.0	12,425.0	13,309.9	14,212.4	15,618.8
Income Tax Expense (Benefit)	1,801.0	1,981.0	2,621.0	2,795.1	2,984.6	3,279.9
Consolidated Net Income	8,985.0	7,768.0	9,804.0	10,514.9	11,227.8	12,338.8
Minority/Non Controlling Interest	65.0	21.0	33.0	35.8	38.2	42.0
Net Income	8,920.0	7,747.0	9,771.0	10,479.1	11,189.7	12,296.9
Net Income-YOY	38.6	-13.2	26.1	7.2	6.8	9.9

估值

- 以收盘价63.5美元计算，可口可乐当前市值为2744亿美元，对应2022至2024年市盈率为25.6/25.1/23.2倍
- 可比公司估值：可比北美软饮料公司2022至2024年市盈率中位值水平约能达到27/26/23倍，市场对高增速的新兴饮料品牌给予一定溢价

表：可比公司估值（截止2022/12/6）

Name	Ticker	Mkt Cap (USD mn)	P/E TTM	EPS: FY 2022E	EPS: FY 2023E	EPS: FY 2024E	P/E:FY 2022E	P/E:FY 2023E	P/E:FY 2024E
Median		8645.46	27.61	1.73	1.89	2.06	26.97	25.77	23.24
COCA-COLA CO	KO US	274476.86	25.52	2.41	2.58	2.83	26.29	24.62	22.40
MONSTER BEVERAGE	MNST US	53306.54	45.22	2.32	3.02	3.53	44.03	33.87	28.91
KEURIG DR PEPPER	KDP US	53760.90	24.16	1.68	1.83	2.01	22.53	20.74	18.92
PEPSICO INC	PEP US	252286.11	27.61	6.79	7.31	7.93	26.97	25.06	23.09

- 在经济形势不佳的时期，投资者倾向于将投资组合转投可口可乐等低波动性和高派息的股票。强定价权使其能在通货膨胀环境下得以提价或调整包装以覆盖成本压力而无需过多担心消费者流失，其无可替代的产品需求不会受到经济低迷的显著影响；横向整合的商业模式意味着该公司可以从广泛的饮料细分市场中获取价值和协同效应，跟据不断变化的消费者需求继续创新产品以获得增长。

风险提示

- 通货膨胀
- 消费者信心不足导致购买力下降
- 竞争加剧，赛道拥挤风险
- 出现大规模产品质量问题损害品牌形象
- 专利纠纷

研究报告免责声明

一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。

未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受递送延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般浏览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士,分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。

本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

可用性

对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futuhk.com>上的风险披露声明。