下载日志已记录，仅供内部参考

国泰海通证券
GUOTAI HAITONG SECURITIES

证券研究报告

滞涨期的大众品表现

以美国、日本为例

2026/ 06 / 30　　行业评级：增持

姓名：訾猛（分析师）
邮箱：zimeng@gtht.com
电话：021-38676442
登记编号：S0880513120002

姓名：颜慧菁（分析师）
邮箱：yanhuijing@gtht.com
电话：021-23183952
登记编号：S0880525040022

姓名：胡慧铭（分析师）
邮箱：huhuiming@gtht.com
电话：021-38085637
登记编号：S0880526010003

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点（行业评级：增持）

01

投资建议：输入型通胀下关注具备需求刚性、真实提价权、渠道掌控力的龙头

（1）调味品、餐饮供应链具备量价回升弹性，推荐海天味业、安井食品、千禾味业、安琪酵母、宝立食品、巴比食品；（2）啤酒期待旺季场景修复，推荐百润股份、青岛啤酒、珠江啤酒，华润啤酒（港股）；（3）饮料成长推荐东鹏饮料、农夫山泉（港股），高股息推荐中国食品（港股）、康师傅控股（港股）、统一企业中国（港股）；4）推荐产业上行周期健康食品及部分零食：百龙创园、西麦食品、盐津铺子、洽洽食品、卫龙美味（港股）、劲仔食品；（5）乳制品推荐蒙牛乳业、伊利股份、新乳业、三元股份、优然牧业（港股）、现代牧业（港股）；（6）白酒基本面及估值探底，推荐率先出清标的：迎驾贡酒、今世缘、金徽酒、古井贡酒、珍酒李渡、舍得酒业及价格弹性标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒。

02

复盘海外：能源价格跳升，成本链条向价格体系传导，70年代两次滞胀形成

受能源依赖度、政策应对和产业结构差异影响，美国、日本、韩国、英国的通胀峰值明显分化，在1973-1975年、1979-1982年形成两轮典型滞胀。滞胀阶段价格因素与刚性需求共同支撑名义消费扩张，1971-1985年美国居民名义消费支出仍持续上行，消费者信心在1974年触底后逐步修复。

03

必选消费具备较强收入韧性，龙头公司通过提价、推新、效率改善穿越成本冲击

美国1975年必选消费前十大龙头收入增速约24%，高于可选消费约6%的增速。日本市场亦呈现类似特征，滞胀阶段必需消费价格指数跑赢日经。以可口可乐和花王为例，必选消费龙头凭借高频刚需、品牌溢价、渠道掌控和产品矩阵扩张，收入端维持增长，利润端实现修复。1970-1982年收入由16.06亿美元增至62.49亿美元，CAGR约12%；毛利率从1974年的约39.7%修复至1982年的约44.7%，龙头企业经历先承压、后顺价、再修复路径。

04

消费启示：重点把握“温和通胀、成本扰动、估值+持仓低位”下的结构性机会

借鉴海外滞胀经验，输入型成本扰动为部分大众品提供顺价窗口，当前应关注具备顺价能力、渠道掌控力、产品升级能力和现金流稳定性的细分龙头。目前板块处于“低估值、盈利分化、低持仓”阶段，经历2021年以来深度调整，估值、持仓、情绪均已回落至历史偏低区域；在当前温和通胀、成本传导、经济修复的宏观假设下基本面磨底，板块具备一轮估值修复行情基础。

05

风险提示：

CPI回升及消费需求恢复不及预期；原材料及包材成本超预期上涨；市场竞争进一步加剧。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录 / CONTENTS

01 复盘上世纪70年代石油危机下的海外宏观环境

02 海外必选消费龙头滞胀环境下具备需求韧性、提价能力

03 借鉴海外，当下食饮板块消费投资启示

04 投资建议及盈利预测

05 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

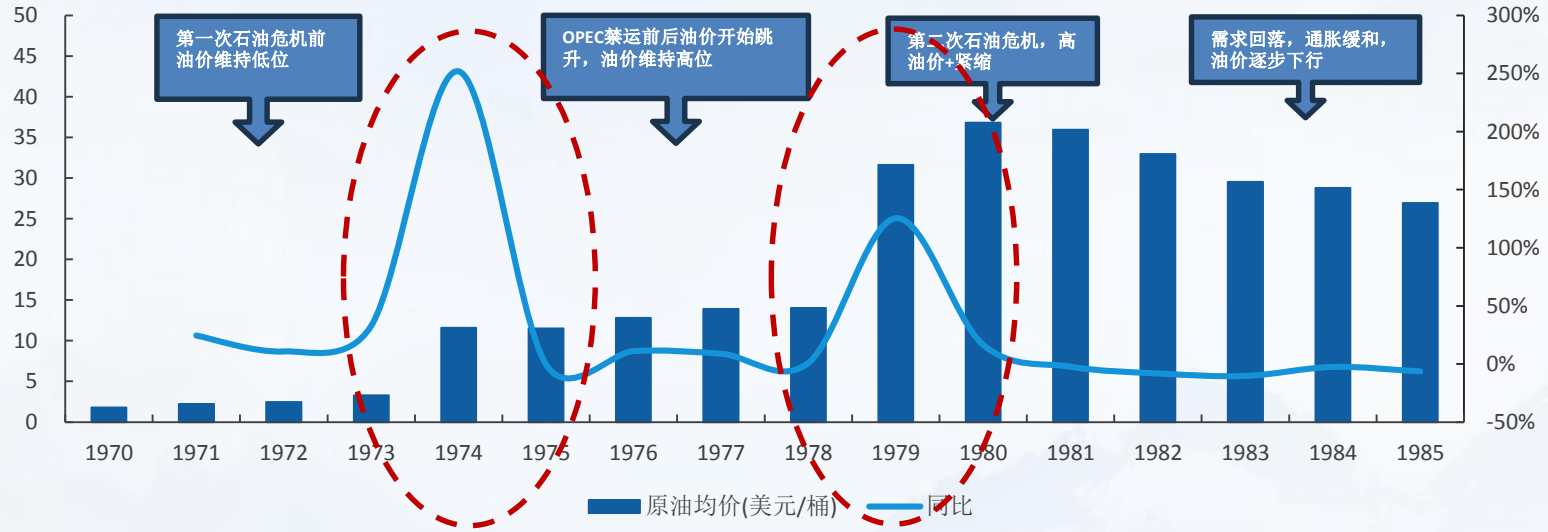
01 复盘上世纪70年代石油危机下的海外宏观环境

下载日志已记录，仅供内部参考

01 石油危机带来输入型通胀，高增长失效催生滞胀

- **上世纪70年代原油价格两次跳升，PPI加速传导下CPI上行。**1973年10月第四次中东战争后，OAPEC对部分西方国家实施石油禁运，原油价格飙升，1973年至1974年布伦特油价由2.5美元/桶涨至11.6美元/桶，上涨至4.6倍。1978年11月伊朗爆发石油大罢工，1980年9月两伊战争爆发，原油供给受限、致使油价大幅上行，1978年至1980年，布油由14.0美元/桶最高涨至36.8美元/桶，上涨至2.6倍。油价冲击沿生产链条扩散：企业成本上升、终端价格上升、居民实际购买力下降、利率上升又压制投资和耐用品消费。

图：两次石油危机造成原油价格跳升



数据来源：World Bank Group，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

01 石油危机带来输入型通胀，高增长失效催生滞胀

- **海外各国政策应对、经济结构、能源依赖度不同，通胀水平表现分化。**石油危机后原油价格抬升首先迅速传导至PPI，再传导至CPI。美国、日本、英国、韩国在第一次石油危机中PPI同比峰值分别为15.3%、27.7%、22.9%、47.3%；第二次石油危机分别为同比13.5%、14.8%、15.9%、43.1%。面临能源外部依赖高、产业升级压力大、内需与出口再平衡的国家PPI端压力相对较大。

表：1970年代石油危机下PPI加速上行

年份	美国PPI	美国YoY	日本PPI	日本YoY	英国PPI	英国YoY	韩国PPI	韩国YoY
1971	20.96	3.1%	59.91	-0.9%	10.65	9.0%	10.51	5.6%
1972	21.62	3.1%	60.77	1.4%	11.22	5.3%	11.60	10.4%
1973	23.59	**9.1%**	70.27	**15.6%**	12.04	**7.3%**	12.59	**8.5%**
1974	27.20	**15.3%**	89.74	**27.7%**	14.70	**22.1%**	18.55	**47.3%**
1975	30.13	**10.8%**	91.63	**2.1%**	18.07	**22.9%**	22.71	**22.4%**
1976	31.45	4.4%	96.43	5.2%	21.05	16.5%	24.75	9.0%
1977	33.50	6.5%	99.12	2.8%	25.04	18.9%	26.02	5.2%
1978	36.13	7.9%	98.34	-0.8%	27.29	9.0%	27.24	4.7%
1979	40.14	**11.1%**	103.42	**5.2%**	30.51	**11.8%**	32.65	**19.9%**
1980	45.54	**13.5%**	118.77	**14.8%**	35.37	**15.9%**	46.71	**43.1%**
1981	49.76	9.3%	120.04	1.1%	39.16	10.7%	55.37	18.5%
1982	51.74	4.0%	120.63	0.5%	42.49	8.5%	58.29	5.3%

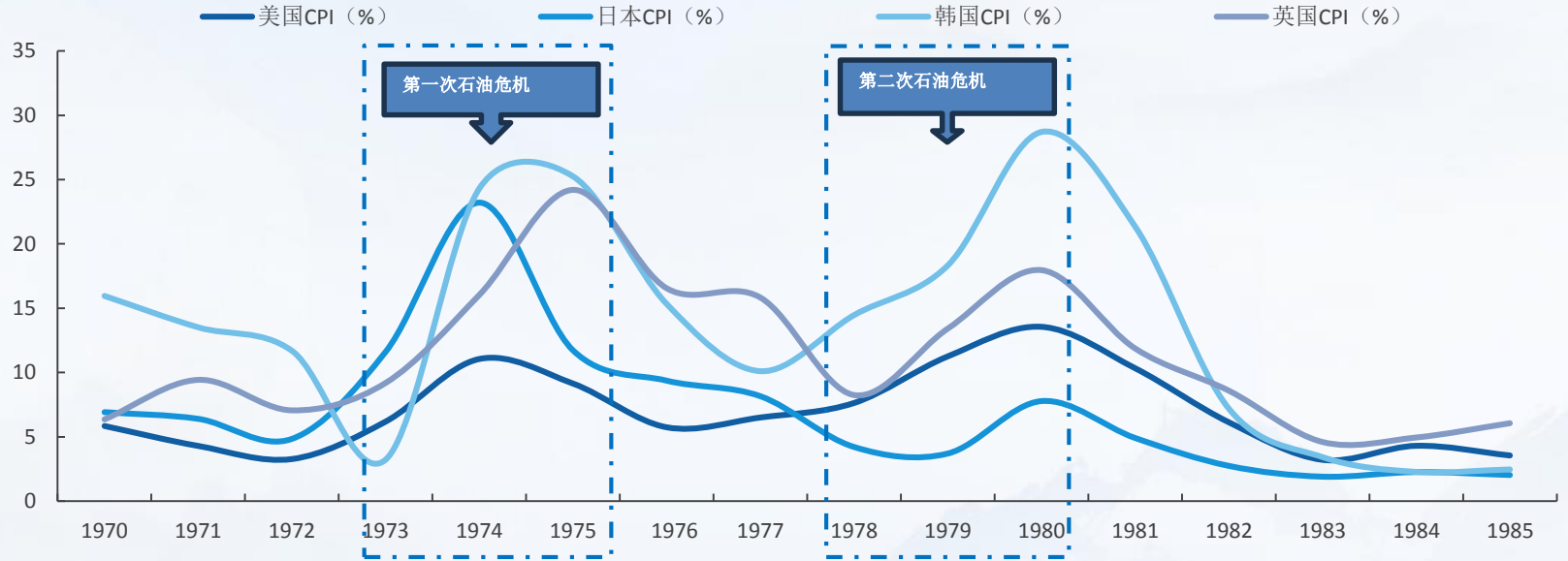
数据来源：Fred，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

01 石油危机带来输入型通胀，高增长失效催生滞胀

- **海外各国政策应对、经济结构、能源依赖度不同，通胀水平表现分化。**第一次石油危机美国、日本、韩国、英国年度CPI分别升至11.1%、23.2%、25.3%、24.2%；到第二次危机时，四国CPI高点分别约为13.6%、7.8%、28.7%、18.0%。英国、韩国CPI峰值更高，应对输入型通胀以及政策响应能力相对弱于美国、日本。

图：1970年代滞胀阶段海外各国CPI走势对比



数据来源：美国劳工部、日本总务省统计局、国际货币基金组织，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

01 石油危机带来输入型通胀，高增长失效催生滞胀

- **滞胀阶段能源与黄金直接受益，权益资产内部高度分化，消费具备结构性机会。**
- 第一次石油危机后，全球股市普遍下跌，美国标普500在1973-1974年区间跌幅约41.92%，日经225跌幅约26.33%；第二次石油危机期间，股市韧性明显增强，1979-1980年标普500与日经225分别实现41.25%、17.68%涨幅。消费板块在滞胀阶段具备防御属性，本质上是龙头公司具备现金流稳定性、提价能力以及渠道掌控力，美股1973-1980年中旬期间，烈酒、烟草、食品生产商取得正收益，而软饮料、汽车、玩具等行业跑输。

表：美日宏观指标显示同为滞胀，结构表现差异化

	美国	日本
通胀表现	1974与1979-1980两轮高通胀	1974年CPI尖峰更陡，随后回落较快
增长表现	1974-1975、1980、1982多次衰退，失业率抬升	1974年实际GDP负增长，随后恢复中速增长
政策约束	货币政策反复，直到沃尔克时期强力紧缩	对能源依赖高，政策与产业转型压力更强
企业应对	品牌消费品企业通过提价、规模和渠道维护利润	企业推动节能和效率改善，出口制造升级
消费传导	耐用品和地产链承压，食品、日化、饮料需求更稳	食品饮料名义收入受提价支撑

数据来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

01 复盘美国：能源价格上行改变成本曲线，消费支出具备韧性

- **美国在70年代初存在财政扩张、工资物价管制后遗症、布雷顿森林体系瓦解和货币信用扩张等问题，石油价格冲击引发滞胀。**第一轮滞胀期间，1974年美国CPI同比达到11%以上，1975年失业率快速上行至8.5%；1974年S&P500涨跌幅跌至-26.5%。第二轮滞胀CPI同比上升至13.5%。实际GDP于1982年增速回落至-1.8%，失业率达到9.7%。为遏制通胀，联邦基金利率在1981年年度均值达到约16.4%，S&P500跌幅相较第一轮收窄至-4.9%。

表：美国上世纪两次滞胀阶段核心宏观数据

年份	实际GDP同比(%)	CPI同比(%)	失业率(%)	联邦基金利率(%)	S&P500涨跌幅(%)
1972	5.3	3.3	5.6	4.4	19.0
1973	5.6	6.2	4.9	8.7	-14.7
1974	**-0.5**	**11.0**	**5.6**	**10.5**	**-26.5**
1975	**-0.2**	**9.1**	**8.5**	**5.8**	**37.2**
1979	3.2	11.3	5.8	11.2	18.4
1980	**-0.3**	**13.5**	**7.1**	**13.4**	**32.4**
1981	**2.5**	**10.3**	**7.6**	**16.4**	**-4.9**
1982	**-1.8**	**6.1**	**9.7**	**12.2**	**21.6**
1983	4.6	3.2	9.6	9.1	22.6

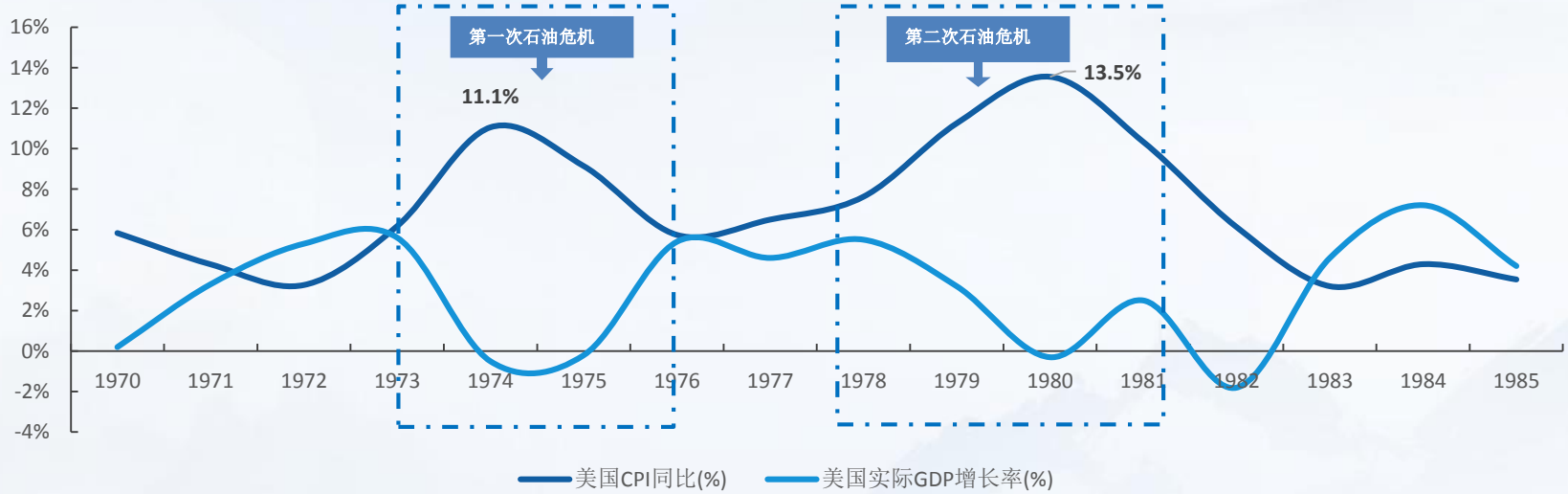
数据来源：BEA、BLS、Federal Reserve/FRED；
S&P500总回报参考SBBI/CRSP历史收益口径，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

01 复盘美国：能源价格上行改变成本曲线，消费支出具备韧性

- **1973-1975年美国第一轮典型滞胀阶段：**原油均价由1972年的2.48美元/桶升至1974年的11.58美元/桶，油价绝对水平在两年内约翻四倍；CPI由1972年的3.3%升至1974年的11.0%，实际GDP在1974、1975年分别为-0.5%和-0.2%，失业率从1973年的4.9%升至1975年的8.5%，第一次石油危机价格上行同时通过能源、运输、包装、农产品和企业利润率共同冲击实体经济。
- **1979-1982年第二轮石油冲击与沃尔克紧缩交叠期：**原油均价从1978年的14.02美元/桶上升至1980年的36.83美元/桶，CPI在1980年达到13.5%；1982年美国实际GDP同比-1.8%，失业率9.7%。

图：1970年代滞胀阶段美国CPI及GDP走势对化



数据来源：FRED，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

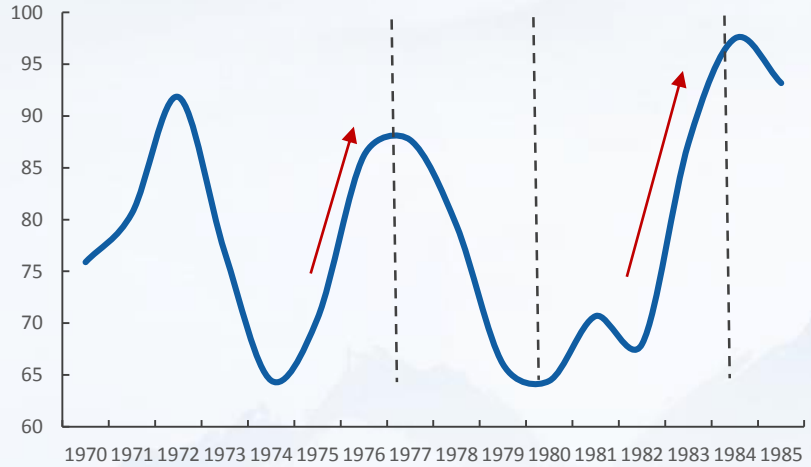
01 复盘美国：能源价格上行改变成本曲线，消费支出具备韧性

- **滞胀的本质是供给冲击、政策约束与需求韧性之间的再定价，消费支出具备韧性。**能源价格上行改变成本曲线，工资和价格机制放大二阶通胀，货币政策在保增长和控通胀之间反复摇摆。滞胀初期对消费意愿具备冲击，居民消费支出增速放缓，美国消费者情绪指数由1972年91.8下降至74年64.5。中后期伴随需求修复，对美国居民实际购买力的拖累相对较小，1971-1985年维持7-11%的稳健增长，消费者情绪指数在滞涨的中后期阶段加速回升。

图：两次滞胀阶段美国居民消费支出保持增长



图：美国消费者情绪指数在滞胀中后期加速回升



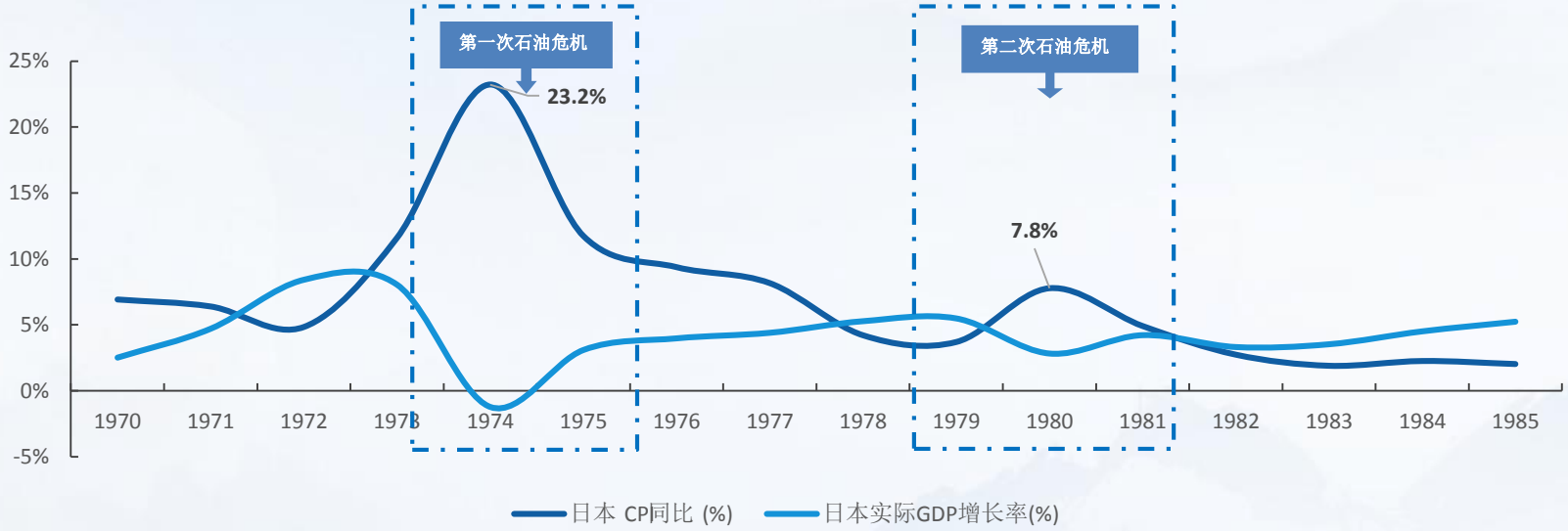
数据来源：IMF Primary Commodity Prices via FRED；University of Michigan Surveys of Consumers；国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

01 复盘日本：输入型通胀冲击、效率改善下的消费修复

- **日本滞胀阶段PPI先冲顶，CPI迅速攀升，GDP增速同步塌陷。**日本第一次滞胀为典型的成本推动型滞胀，1973-1974年PPI同比增速飙升至接近35%，1974年CPI同比涨幅超23%，实际GDP增速降至-1.4%，出现战后首次显著负增长。第二次石油危机对日本仍有冲击，能源效率、成本控制和产业结构明显改善，政策层面对通胀预期管理反应较快，1980年日本CPI回升至7.8%，幅度明显低于第一次。

图：1970年代滞胀阶段日本CPI及GDP走势对比



数据来源：World Bank WDI，FRED，国泰海通证券研究

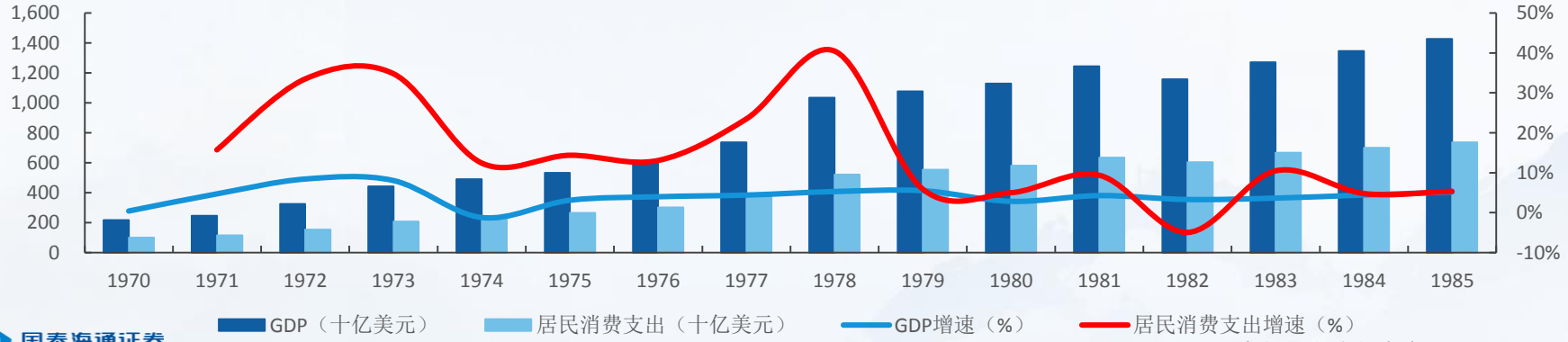
下载日志已记录，仅供内部参考

01 复盘日本：输入型通胀冲击、效率改善下的消费修复

表：日本上世纪两次滞胀阶段核心宏观数据

年份	实际GDP同比(%)	CPI同比(%)	失业率(%)	政策/贴现利率(%)	实际私人消费同比(%)
1972	8.4	4.8	1.4	4.2	6.3
1973	8.0	11.6	1.3	7.0	5.4
1974	-1.2	23.2	1.4	9.0	-0.8
1975	3.1	11.8	1.9	6.5	4.2
1976	4.0	9.4	2.0	5.0	3.5
1979	5.5	3.6	2.1	6.2	4.1
1980	2.8	7.8	2.0	9.0	1.0
1981	4.2	4.9	2.2	5.5	2.5
1982	3.3	2.7	2.4	5.5	3.5

图：滞胀阶段日本居民消费支出增速快于GDP增速



数据来源：World Bank，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

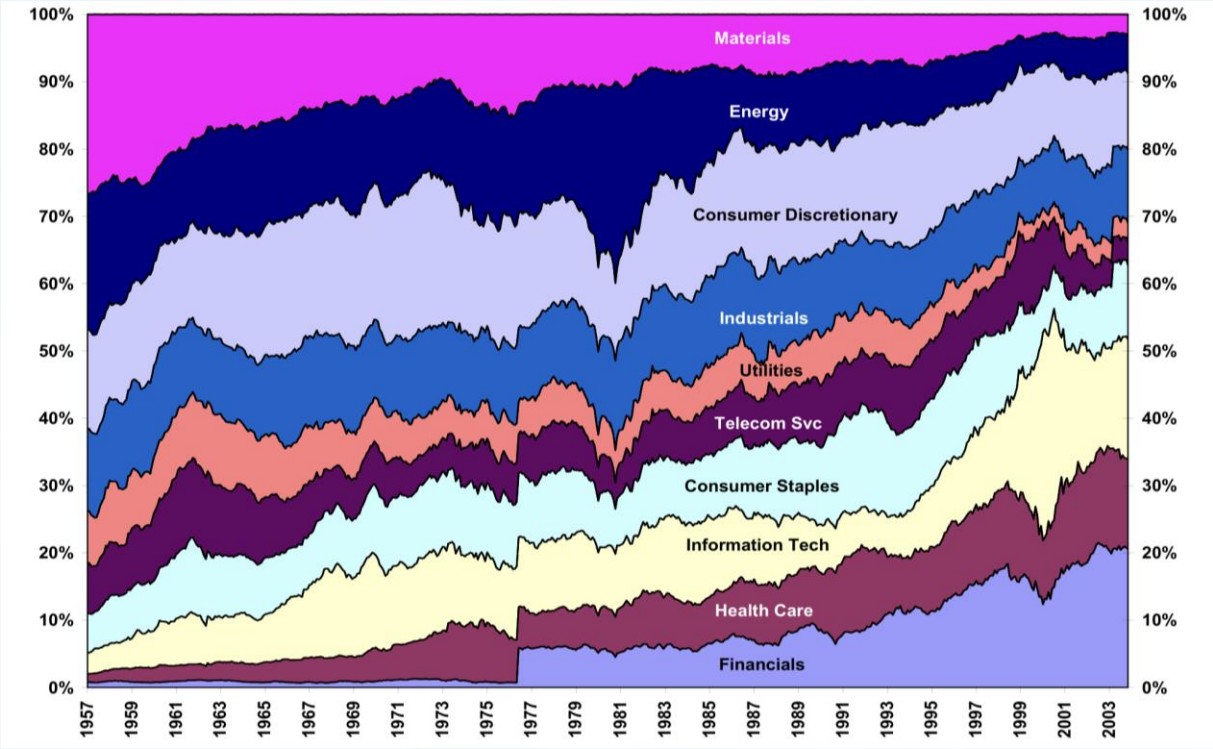
02 海外必选消费龙头滞胀环境下具备需求韧性、提价能力

下载日志已记录，仅供内部参考

02 美国：滞胀阶段必选消费表现更优，食品板块相对稳健

- **滞胀阶段下资产表现分为三个阶段：**
- **第一阶段：**通胀预期上修，商品、黄金和资源占优；
- **第二阶段：**通胀处于高位，经济增长下行，现金流稳定的必选消费、医药和高股息资产相对占优；
- **第三阶段：**紧缩见顶和成本回落，优质消费股的利润率修复与估值修复可能共振。
- **食品饮料中必选消费在传导中后期第二和第三阶段具备韧性。**

图：滞胀阶段初期标普500指数能源行业的市值占比较高



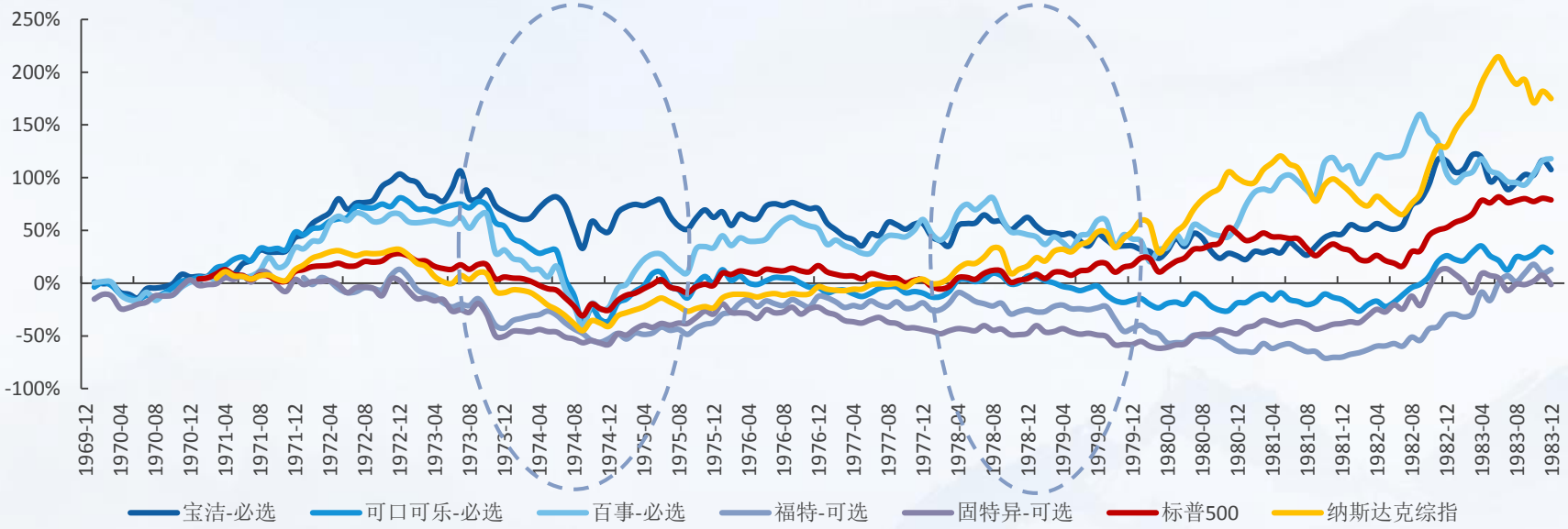
数据来源：《Long-Term Returns on the Original S&P 500 Companies》，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

02 美国：滞胀阶段必选消费表现更优，食品板块相对稳健

- **70年代“漂亮50”行情中，必选消费具备抗跌性与长期超额收益，可选消费与经济周期高度绑定、波动较大。**滞胀环境下必选消费现金流稳定+提价能力强，从股价累计涨跌幅看，必选消费龙头具备穿越周期的能力，防御价值在1973-74年滞胀熊市中体现。 1974年末标普500-25.6%、纳斯达克-41.0%，宝洁累计涨跌幅+48.8%，可口可乐(-35.6%)、百事(-22.6%)回撤小于大盘，可选消费龙头弹性表现滞后于大盘。

图：滞胀阶段美国必选消费龙头收入股价增跌幅表现相对优于大盘



数据来源：Bloomberg，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

02 美国：滞胀阶段必选消费表现更优，食品板块相对稳健

- 我们选取美国消费龙头样本，以1970年Fortune 500收入排名为基础，覆盖宝洁、Kraft、General Foods、可口可乐、R.J. Reynolds等必选消费龙头，以及通用汽车、福特、克莱斯勒、百货等可选消费龙头。
- **可选消费中的汽车、百货、家具等品类直接受到利率、油价和就业预期冲击，销量弹性下降；必选消费产品复购频率高、客单价低、渠道铺货稳定，企业面对包装、运输、原料成本和工资成本上升时，更容易通过多轮小幅提价维护收入增长。**

表：美国消费龙头收入增速对比，需求刚性和提价权带来必选消费收入韧性

阶段	必选消费龙头样本平均收入增速	可选消费龙头样本平均收入增速	必选-可选差值
1973-1975第一次石油危机	18.4%	11.3%	7.0%
1979-1982第二次石油危机/沃尔克紧缩	12.9%	5.3%	7.6%
1973-1982全滞胀窗口	14.3%	8.6%	5.7%

表：美国必选消费龙头滞胀阶段收入CAGR

公司	1973–1975第一次滞胀阶段收入CAGR	1979–1982第二次滞胀阶段收入CAGR	1970–1982整体收入CAGR
PepsiCo	21.9%	17.8%	18.2%
Beatrice	21.9%	11.6%	17.2%
Nabisco Group Holdings	24.8%	25.4%	16.4%
Colgate-Palmolive	20.3%	6.9%	13.6%
Coca-Cola	15.9%	12.2%	13.3%
Procter & Gamble	18.2%	12.1%	12.7%
Kraft	18.3%	21.7%	12.1%
Ralston Purina	29.5%	8.8%	11.7%
General Foods	11.0%	7.1%	11.0%
Borden Chemical	22.0%	5.1%	8.1%

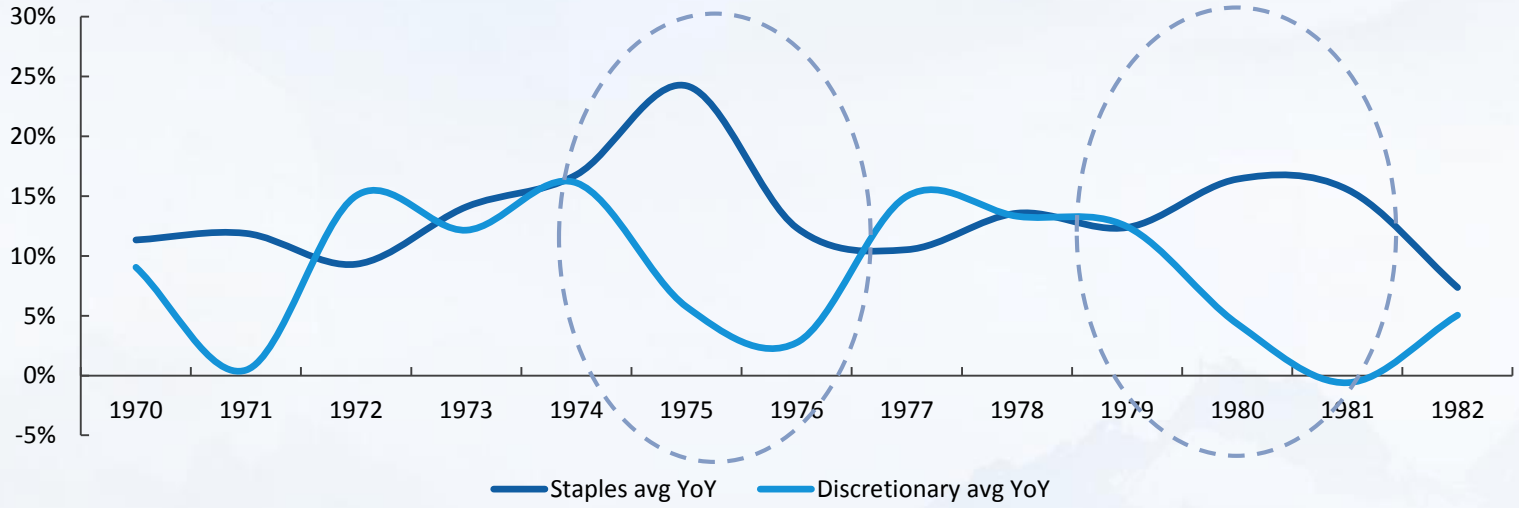
数据来源：Fortune 500，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

02 美国：滞胀阶段必选消费表现更优，食品板块相对稳健

- **美国必选消费龙头收入在两次冲击中表现出明显韧性。1975年必选消费龙头样本平均收入增速为24.2%，超过可选消费龙头5.7%。**在高通胀和经济下行交叠阶段，必选消费的名义收入更容易延续，但公司之间差异巨大：百事、贝亚特丽斯、纳贝斯克、可口可乐、高露洁-棕榄等品牌力较强的样本公司长期收入CAGR明显高于传统食品加工和多元化企业。

图：滞胀阶段美国必选消费龙头收入增速优于可选消费龙头



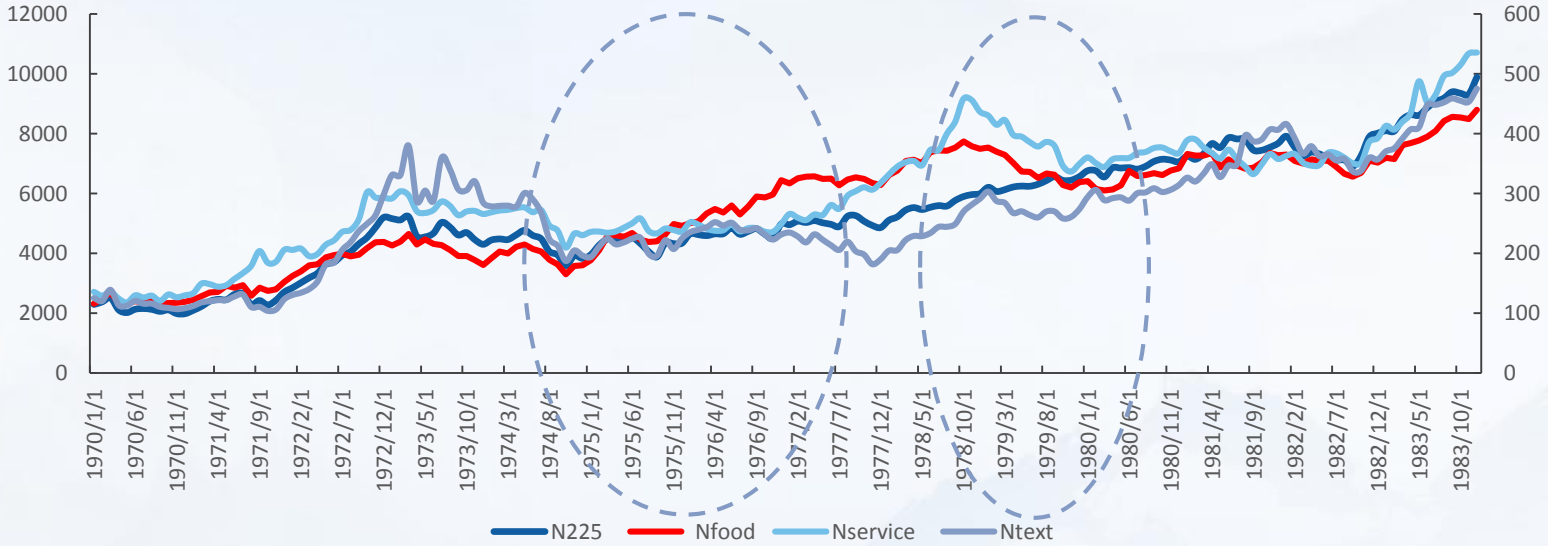
数据来源：Fortune 500，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

02 日本：两次滞胀表现分化，消费板块具备韧性

- 1973-1974年第一次石油危机冲击期日本股市显著下跌，日经225从约5208点跌到3627点，跌幅30.4%，这一阶段所有行业总体均为负收益，**滞胀初期化工与基础资源在PPI拉动下表现靠前，通信受政策扶持也较抗跌，医疗保健、食品饮料等防御板块处于前二分之一。**
- 第二次石油危机，日本CPI峰值为8.7%，显著低于英美。**通胀黏性下降后，消费板块尤其是食品饮料、日用品龙头估值加速修复。**

图：滞胀阶段日股食品板块相较日经及部分行业指数更具韧性



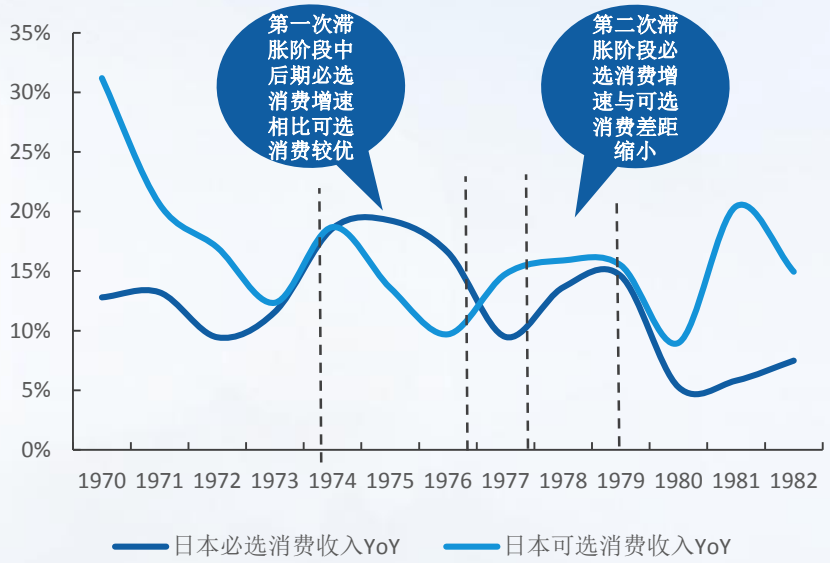
数据来源：Bloomberg，国泰海通证券研究

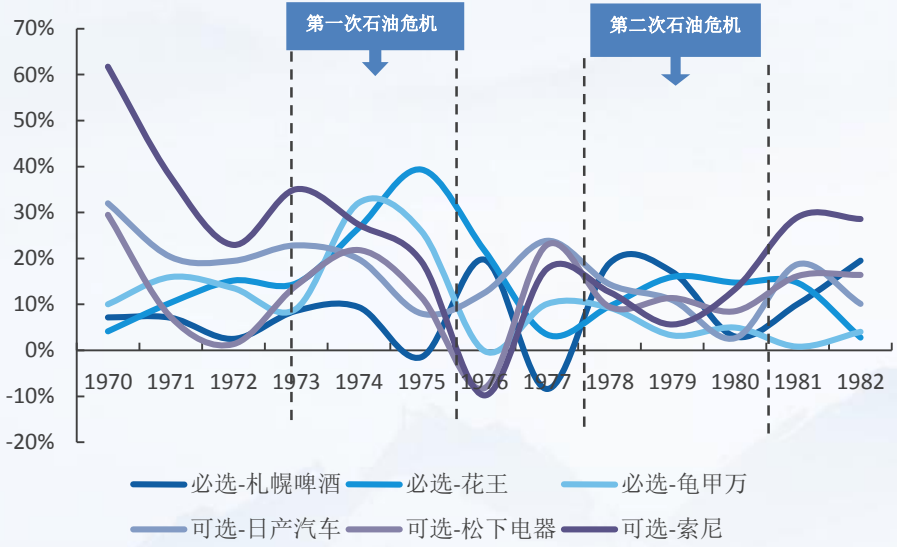
下载日志已记录，仅供内部参考

02 日本：两次滞胀表现分化，消费板块具备韧性

- **日本必选消费收入受价格因素支撑，公司间差异显著。**1974年CPI高达23.2%，对居民实际收入和消费心理明显冲击。日本消费企业收入增长具备韧性，通过渠道和效率改善，1975-1976年后逐渐恢复。从必选和可选消费表现来看，滞胀阶段必选收入增速相对可选会跑赢通胀。

图：滞胀阶段日本消费龙头收入增速分化，第一次滞胀必选优于可选





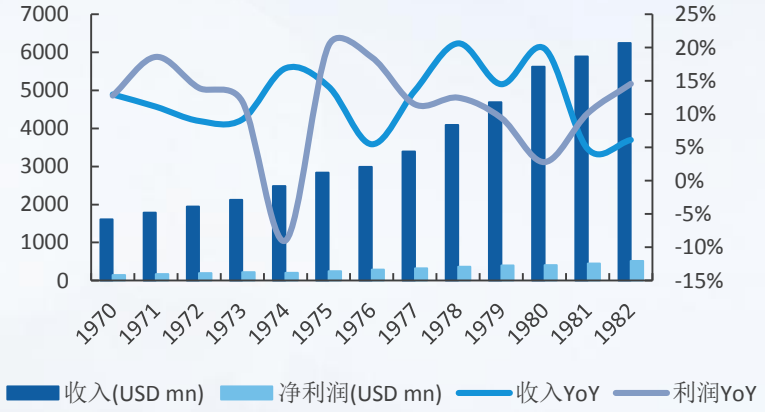
数据来源：Bloomberg，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

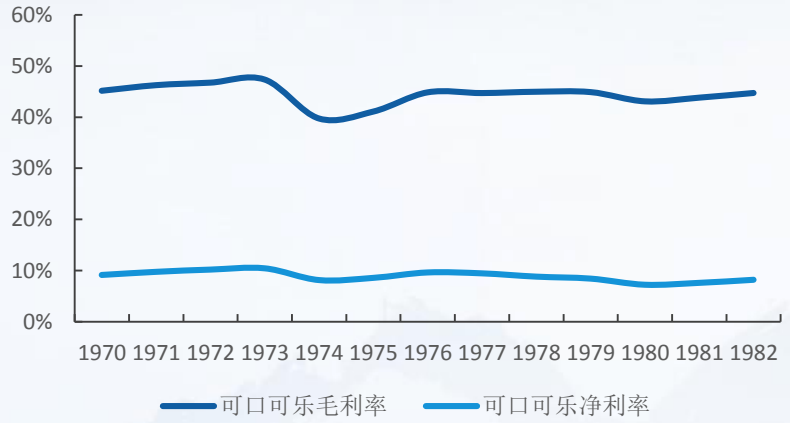
02 以可口可乐、花王为例：穿越周期，从成本挤压到结构优化

- **两次油价冲击和高通胀背景下，必选消费龙头凭借高频刚需、品牌溢价、渠道掌控和产品矩阵扩张，收入端维持增长，利润端实现阶段性修复。**
- **以美国可口可乐代表“强品牌+渠道商网络+顺价能力”的饮料龙头为例，收入韧性来自高频刚需以及价格传导。**可口可乐1970-1982年收入由16.06亿美元提升至62.49亿美元，名义收入CAGR约12.0%。1974年第一次油价冲击和糖价压力下，公司毛利率下探，但1976年后恢复到约45%附近；第二次油价冲击后，1980–1982年毛利率也从约43.1%恢复到约44.7%。

图：两次滞胀阶段可口可乐收入维持增长



图：公司毛利率、净利率水平在滞胀阶段波动



数据来源：CocaCola Annual Reports1970-1982，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

02 以可口可乐、花王为例：穿越周期，从成本挤压到结构优化

- **可口可乐具备品牌资产+浓缩液/糖浆成本优化+瓶装商网络优势。在滞胀阶段，收入增速并未完全来自销量，价格、产品结构、海外市场与并购口径均有贡献；利润率成本冲击下阶段性波动。**产品与渠道端：滞胀中可口可乐守住毛利和份额的市场动作。
- **（1）顺价机制：**强调在控制价格上涨的同时维持和改善毛利率；美国销售给瓶装商的Coca-Cola糖浆价格按糖价季度调整，削弱糖价波动对毛利的影响。
- **（2）成本替代：**授权瓶装商在Coca-Cola中使用50高果糖玉米糖浆替代部分蔗糖/甜菜糖，保障产品质量、稳定性和口味一致。通过配方技术+供应链替代抗成本压力。
- **（3）渠道控制：**1980年报披露公司在全球由超过1,500家加盟瓶装商营销Coca-Cola，美国16个Coca-Cola USA分支向瓶装商和喷泉批发商提供糖浆/浓缩液。浓缩液端掌握品牌与配方，瓶装商端承担终端触达与服务，形成高杠杆渠道网络。
- **（4）推新与营销：**将销售费用上升与新产品、促销、市场份额和通胀因素联系起来，其中包括Diet Coke引入和推广。

表：可口可乐品牌、顺价机制与瓶装商体系应对情况

年份/阶段	公司产品渠道应对动作	政策效果
1970	FTC拟攻击瓶装商合同中的地域条款，积极维护瓶装商合同完整性	瓶装商网络是渠道控制核心，保护独家、地域体系利于价格、服务与终端覆盖
1980	授权瓶装商在Coca-Cola中使用50% HFCS-55，品质、稳定性和口味与蔗糖/甜菜糖版本一致	通过甜味剂替代降低糖价波动冲击，提高顺价外的成本韧性
1980	全球超过1500家加盟瓶装商，16个美国分支向瓶装商/喷泉批发商供给糖浆浓缩液	浓缩液+加盟瓶装商模式实现轻资产高ROE，同时掌控核心配方/品牌与终端服务
1980–1982	公司披露毛利率1980/1981/1982分别为43%/44%/45%；Coca-Cola糖浆对美国瓶装商售价按糖价季度调整	价格公式+效率管控使毛利率在第二次油价冲击后恢复
1982	1982公司广告开支费用417百万美元；费用增加与新产品引入、促销、市场份额和通胀有关，含Diet Coke推广	滞胀期不只守价格，通过新品与营销扩大需求端护城河

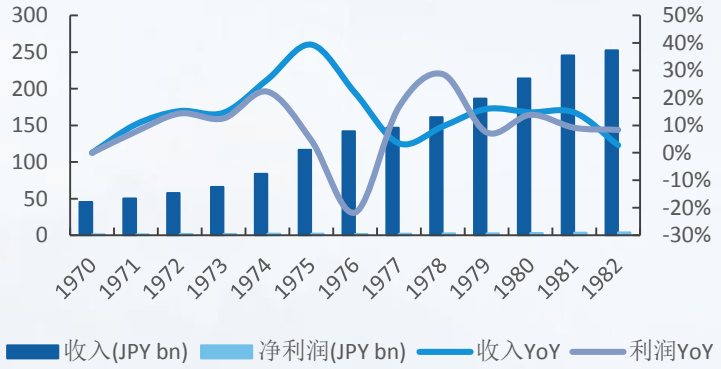
数据来源：CocaCola Annual Reports1970-1982，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

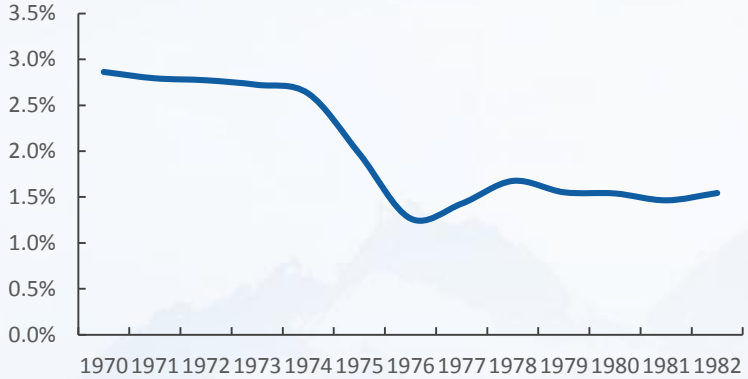
02 以可口可乐、花王为例：穿越周期，从成本挤压到结构优化

- **日本花王日化高频需求+功能材料新品+C端反馈体系的家庭护理龙头，收入韧性来自高频刚需以及价格传导。**花王1970年代从传统皂基/洗剂企业向家庭清洁、女性护理、洁面护肤等高频消费和功能材料驱动品类扩张。1970/3-1982/3收入由454亿日元提升至2,524亿日元，CAGR约15.4%；净利润在1976年3月出现阶段性回落后恢复增长，1970/3-1982/3净利润从13亿日元提升至39亿日元，CAGR约9.6%，1976/3净利润出现阶段性下滑，但随后随着产品组合和规模效应恢复增长。
- **产品与渠道应对打法：以功能性新品穿越滞胀压力。**
- （1）家庭清洁扩品类：滞胀后期通过材料创新从传统肥皂/洗剂向更细分家庭清洁场景延伸切入高频刚需消费清洁剂、卫生用品。
- （2）高附加值美护：1980年Bioré洁面泡沫上市，1981年在香港推出并随后亚洲扩张；1982年Sofina基础护肤系列上市，从清洁、个护向美妆护肤升级，提高单位价值与组合抗压能力。

图：花王在滞胀阶段增长弹性较大



图：花王净利率水平在滞胀阶段波动下行



数据来源：The-shashi，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

03 借鉴海外，当下食饮板块消费投资启示

下载日志已记录，仅供内部参考

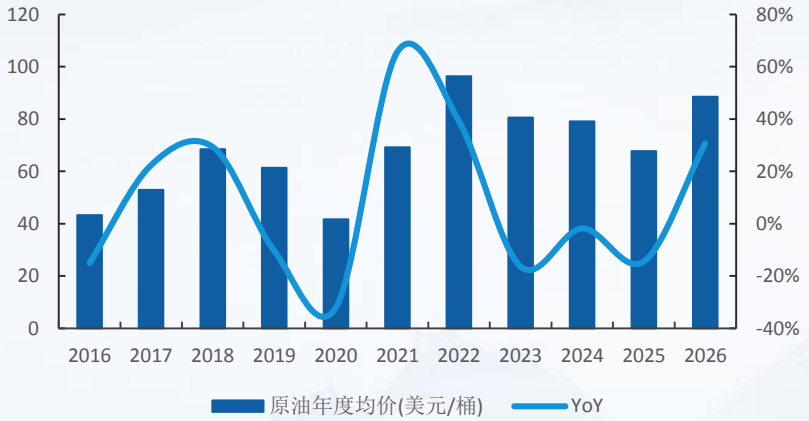
03 关注强品牌、提价能力和渠道渗透

- **供给端：**外部能源价格仍是宏观扰动源，26年以来中东局势反复，原油均价站上105美元/桶，霍尔木兹海峡风险扰动供应端，油价高位通过运输、包装、化工、农资和进口食品链条传导输入型成本压力。

图：APSP原油均价表现(美元/桶)



图：近十年原油年度均价震荡(美元/桶)



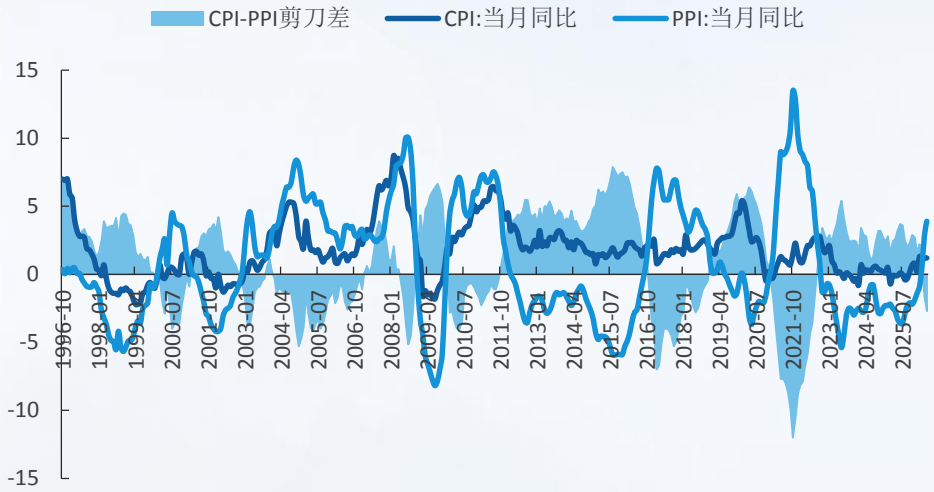
数据来源：IMF Primary Commodity Prices via FRED，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

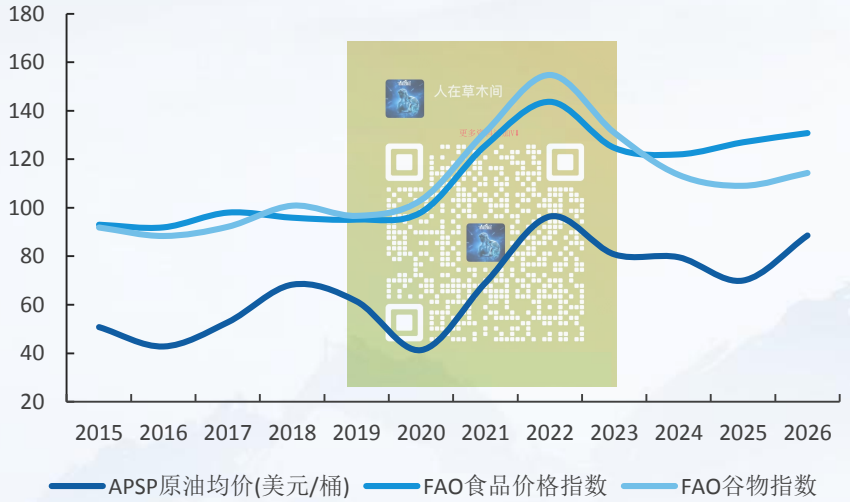
03 关注强品牌、提价能力和渠道渗透

- **需求端：**居民真实购买力和消费信心受压。70年代美日居民面对的是高通胀侵蚀实际收入；当下中国面对的是地产财富效应回落、就业预期不稳和消费分层。两者都会导致消费者提高性价比要求，减少非必要支出。
- **当下处于温和通胀阶段，输入型成本扰动提供后续顺价窗口。**当前全球总体通胀显著低于1978年第二次石油危机前水平。

图：PPI持续上行，CPI温和回升



图：目前全球食品与能源价格中枢上行



数据来源：IMF Primary Commodity Prices via FRED、FAO Food Price Index （2026年为截至5月平均值数据）；Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

03 关注强品牌、提价能力和渠道渗透

- **从海外经验看，食品饮料在滞胀中的优势主要出现在第二和第三阶段。**
- 第一阶段：通胀预期上修，商品、黄金和上游资源占优；
- 第二阶段：增长下行确认，现金流稳定的必选消费、高股息资产相对占优；
- 第三阶段：紧缩见顶和成本回落，优质消费股的利润率修复与估值修复可能共振。

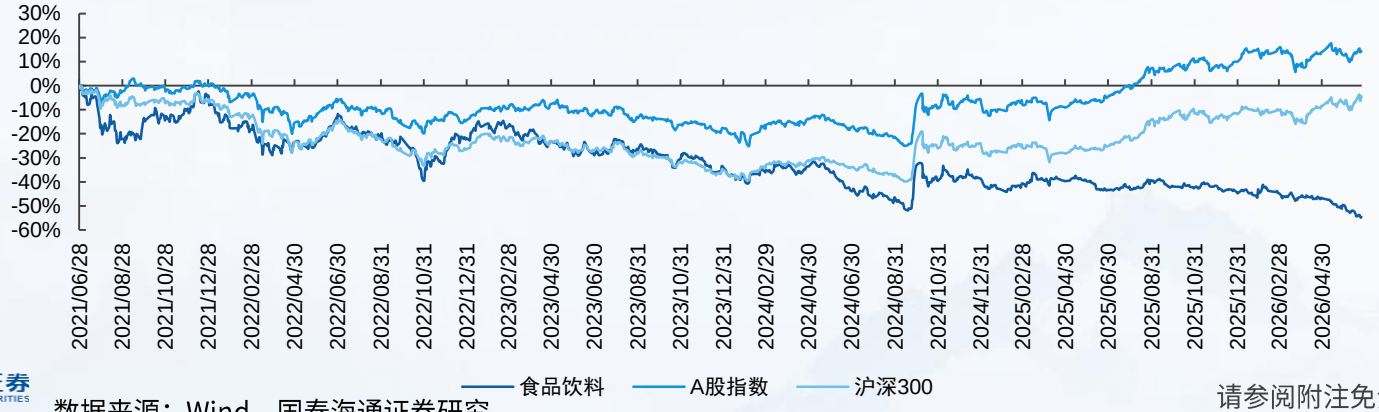
- **关注后续更有望受益的把成本扰动转化为价格体系重建和产品结构优化的细分龙头：**
- （1）调味品、餐供和速冻食品，在餐饮场景弱复苏和渠道库存出清后，具备量价修复弹性；
- （2）饮料和啤酒低客单、高频复购、渠道周转快，具备小幅顺价和新品迭代能力；
- （3）乳制品和上游牧业若原奶周期逐步修复，费用投入节奏和产品结构改善会放大利润弹性；
- （4）港股低估值高股息消费品，在温和通胀和流动性改善时，具备股息收益和估值修复的双重价值。

下载日志已记录，仅供内部参考

03 食饮板块当前调整充分，估值和持仓均处低位

- **食品饮料板块（尤其是白酒）本轮调整始于2021年初。**从指数点位看，申万白酒指数在2021年2月10日触及96,157点的历史最高位，对应PE(TTM)高达63.3倍；此后开启长达四年多的下行通道，至2026年6月25日收于34,526点，对应PE仅18.5倍。累计跌幅达64.1%，估值从63.3倍压缩至18.5倍，估值中枢下移了约71%。
- **啤酒与食品板块同样经历了深度调整。**申万啤酒指数自2021年6月29日高点8,158点（PE 64.5倍）累计下跌53.8%至3,772点（PE 16.8倍）；中证食品指数自2021年1月7日高点11,925点（PE 54.0倍）累计下跌57.9%至5,015点（PE 25.9倍）。三大指数的高点估值都在54-65倍的泡沫化区间，而当前估值则全部回落到了16-26倍的低位，估值收缩幅度均在50%以上。
- **相对收益层面看，食品饮料板块收益率较大盘的剪刀差加速扩大。**2021-2023年，沪深300同样处于下行通道（分别-5.2%、-21.6%、-11.4%），食品饮料与大盘走势整体保持同步。2024、2025年沪深300已分别回升+14.7%、+17.7%，2026年以来再涨8.4%，而食品饮料同期却继续下跌-13.1%、-13.9%、-20.1%，自2024年以来，板块与大盘走势相对分化，连续跑出了深度负超额收益。

图：食品饮料板块21年来经历深度调整



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

03 食饮板块当前调整充分，估值和持仓均处低位

- **板块估值压缩循序渐进，进入"磨底"形态。**市场逐步消化了对白酒行业需求疲软、渠道库存高企、政策约束（如"禁酒令"）等系统性风险的悲观预期。2024年末至今，白酒PE在18-20倍区间窄幅波动，下行斜率放缓，市场对负面预期定价已趋于充分，继续向下压缩的边际空间有限。
- **细分子板块表现加速分化。**2021年至今，申万食品饮料板块涨幅为-32.9%，在31个申万一级行业中排名最后，细分子板块表现分化明显，2021年至今仅软饮料板块维持27.9%正收益。“9·24”行情后，白酒、啤酒等酒类板块收益率仍然为负，表现较好的主要是软饮料、调味发酵品、食品加工等。

图：食品饮料板块市盈率（TTM）处于过去十年的1.5%历史低位



表：白酒、啤酒、食品板块年度涨跌幅在不同年份背景下表现分化

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026*
申万白酒指数	28%	93%	-23%	102%	96%	-3%	-15%	-12%	-13%	-14%	-20%
申万啤酒指数	-12%	1%	-11%	38%	85%	9%	0%	-32%	11%	-15%	-14%
中证食品指数	-11%	2%	-16%	29%	67%	-17%	-20%	-22%	-3%	1%	-11%
上证指数	-12%	7%	-25%	22%	14%	5%	-15%	-4%	13%	18%	4%

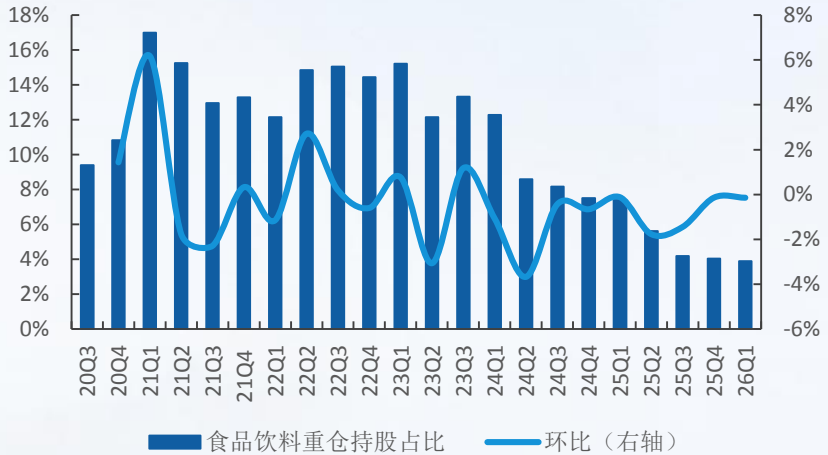
数据来源：Wind，国泰海通证券研究（2026年更新至6月25日）

下载日志已记录，仅供内部参考

03 食品饮料板块基金重仓持股占比处于近五年历史低位

- **持仓：食饮板块重仓持股占比仍处于历史低位。**26Q1主动偏股类公募基金食品饮料重仓配置比例延续环比下行。从主动偏股类公募基金重仓配置比例来看，2026Q1食品饮料重仓股配置比例环比-0.14pct至3.90%，位列各行业第八。
- **分子板块看，食品加工、调味发酵品板块重仓比例回升，白酒、饮料乳品、休闲食品、非白酒板块减配。**

图：板块基金重仓持股占比处于近五年历史低位



表：26Q1子板块中食品加工及调味发酵品增配，其余板块均减配

(%)	2026Q1	环比变动(pct)	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4
食品饮料	**3.90**	**-0.14**	**4.04**	**4.18**	**5.62**	**7.39**	**7.51**
其中：白酒	2.90	-0.02	2.92	3.21	3.98	5.95	5.73
饮料乳品	0.34	-0.11	0.44	0.39	0.63	0.50	0.60
食品加工	0.22	0.09	0.13	0.08	0.14	0.16	0.15
调味发酵品	0.19	0.05	0.14	0.10	0.08	0.07	0.12
休闲食品	0.13	-0.13	0.26	0.18	0.33	0.21	0.31
非白酒	0.12	-0.03	0.15	0.22	0.45	0.50	0.60

数据来源：Wind，国泰海通证券研究
注：统计口径为Wind主动偏股类公募基金前十大重仓股

下载日志已记录，仅供内部参考

04 投资建议及盈利预测

下载日志已记录，仅供内部参考

04 投资建议

- **复盘海外美日70年代消费行业及龙头公司经验，输入型通胀下关注具备需求刚性、真实提价权、渠道掌控力的龙头。**国内CPI目前处于偏低区间，居民消费预期、就业收入预期和地产财富效应仍是终端需求的核心约束。海外地缘冲突、能源价格、粮食和糖等食品原材料价格波动，构成输入型成本压力。温和通胀修复下重视具备顺价、推新、渠道掌控和成本吸收能力的龙头。
- 当前消费板块处于“低估值、盈利分化、低持仓”阶段，经历2021年以来深度调整，估值、持仓、情绪均已回落至历史偏低区域；在当前温和通胀、成本传导、经济修复的宏观假设下基本面磨底，板块具备一轮估值修复行情基础。

- **关注后续更有望受益的把成本扰动转化为价格体系重建和产品结构优化的细分龙头：**
- （1）调味品、餐饮供应链具备量价回升弹性，推荐海天味业、安井食品、千禾味业、安琪酵母、宝立食品、巴比食品；（2）啤酒期待旺季场景修复，推荐百润股份、青岛啤酒、珠江啤酒，华润啤酒（港股）；（3）饮料成长推荐东鹏饮料、农夫山泉（港股），高股息推荐中国食品（港股）、康师傅控股（港股）、统一企业中国（港股）；4）推荐产业上行周期健康食品及部分零食：百龙创园、西麦食品、盐津铺子、洽洽食品、卫龙美味（港股）、劲仔食品；（5）乳制品推荐蒙牛乳业、伊利股份、新乳业、三元股份、优然牧业（港股）、现代牧业（港股）；（6）白酒基本面及估值探底，推荐率先出清标的：迎驾贡酒、今世缘、 金徽酒、古井贡酒、珍酒李渡、舍得酒业及价格弹性标的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等。

下载日志已记录，仅供内部参考

04 重点公司盈利预测与估值

表：重点公司盈利预测与估值（更新至2026年6月26日）

白酒：		总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			CAGR	PE			PEG	PS			股息率	评级
			25A	26E	27E	2025-27	25A	26E	27E		25A	26E	27E		
600519.SH	贵州茅台	14,609	823.2	836.4	879.5	3%	18	17	17	5.2	8.5	8.0	7.7	4.5%	增持
000858.SZ	五粮液	2,840	89.5	164.2	177.9	41%	32	17	16	0.4	7.0	6.0	5.5	7.0%	增持
000568.SZ	泸州老窖	1,107	108.3	97.9	105.5	-1%	10	11	10	-	4.3	4.6	4.3	7.7%	增持
600809.SH	山西汾酒	1,319	122.5	122.7	126.9	2%	11	11	10	6.0	3.4	3.3	3.2	6.1%	增持
600702.SH	舍得酒业	117	2.2	3.7	4.9	49%	52	32	24	0.6	2.6	2.5	2.4	0.9%	谨慎增持
600779.SH	水井坊	138	4.1	4.8	5.2	13%	34	29	27	2.2	4.5	4.4	4.2	0.9%	增持
000799.SZ	酒鬼酒	135	-0.3	0.3	0.6	-	-	410	215	-	12.2	11.8	10.8	0.7%	增持
002304.SZ	洋河股份	591	22.1	38.5	45.9	44%	27	15	13	0.3	3.1	2.8	2.7	3.7%	增持
603369.SH	今世缘	299	26.0	25.9	28.1	4%	11	12	11	3.0	2.9	2.9	2.7	5.0%	增持
000596.SZ	古井贡酒	417	35.5	37.1	39.9	6%	12	11	10	1.9	2.2	2.2	2.2	5.6%	增持
603198.SH	迎驾贡酒	236	19.9	19.9	20.8	2%	12	12	11	5.3	3.9	3.7	3.6	5.1%	增持
603589.SH	口子窖	110	6.7	12.1	12.6	37%	16	9	9	0.2	2.8	2.4	2.3	2.7%	增持
600559.SH	老白干酒	104	4.3	4.9	5.5	14%	24	21	19	1.6	2.5	2.5	2.4	1.8%	增持
000860.SZ	顺鑫农业	72	-1.5	2.6	3.5	-	-	28	21	-	1.0	0.8	0.8	0.0%	增持
603919.SH	金徽酒	82	3.5	3.6	3.8	4%	23	23	22	6.4	2.8	2.7	2.6	3.0%	增持
600197.SH	伊力特	45	2.2	2.9	3.3	23%	21	16	14	0.7	2.6	2.3	2.0	4.5%	增持
6979.HK	珍酒李渡	222	5.2	8.1	9.6	36%	42	27	23	0.8	6.1	5.2	4.6	0.9%	增持

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：26E-27E为国泰海通预测；单位均为人民币元，1港元=0.8715人民币

下载日志已记录，仅供内部参考

大众品：		总市值	归母净利润（亿元）			CAGR	PE			PEG	PS			股息率	评级
		（亿元）	25A	26E	27E	2025-27	25A	26E	27E		25A	26E	27E		
600600.SH	青岛啤酒	704	45.9	48.3	51.2	6%	15	15	14	2.6	2.2	2.1	2.1	4.6%	增持
0291.HK	华润啤酒	604	33.7	61.4	66.2	40%	18	10	9	0.2	1.6	1.5	1.5	5.4%	增持
600132.SH	重庆啤酒	200	12.3	12.8	13.5	5%	16	16	15	3.3	1.4	1.3	1.3	6.0%	增持
002461.SZ	珠江啤酒	170	9.0	9.4	10.4	7%	19	18	16	2.4	2.9	2.8	2.7	2.5%	增持
002568.SZ	百润股份	164	6.4	7.3	8.2	13%	26	23	20	1.7	5.6	5.1	4.6	1.9%	增持
605499.SH	东鹏饮料	814	44.2	55.3	67.3	23%	18	15	12	0.6	3.9	3.2	2.7	3.4%	增持
000848.SZ	承德露露	75	6.3	7.0	7.4	8%	12	11	10	1.3	2.3	2.1	2.1	6.8%	增持
605337.SH	李子园	32	2.0	1.9	2.1	3%	17	17	16	6.3	2.5	2.3	2.2	5.5%	增持
603711.SH	香飘飘	47	1.0	2.6	2.2	53%	49	18	21	0.3	1.6	1.4	1.3	0.6%	增持
605198.SH	安德利	214	3.3	3.5	4.1	12%	65	61	52	5.1	12.8	12.1	10.5	0.5%	增持
9633.HK	农夫山泉	4,160	158.7	182.6	211.5	15%	26	23	20	1.5	7.9	6.8	5.9	2.7%	增持
0322.HK	康师傅控股	474	45.0	47.3	51.6	7%	11	10	9	1.4	0.6	0.6	0.6	9.5%	增持
0220.HK	统一企业中国	253	20.5	21.5	22.9	6%	12	12	11	2.0	0.8	0.8	0.7	8.2%	增持
2460.HK	华润饮料	150	9.9	11.0	12.8	14%	15	14	12	1.0	1.4	1.2	1.1	5.8%	增持
300783.SZ	三只松鼠	63	1.6	3.4	4.0	61%	40	18	16	0.3	0.6	0.6	0.5	0.7%	增持
002847.SZ	盐津铺子	121	7.5	9.0	11.1	22%	16	14	11	0.6	2.1	1.8	1.6	3.1%	增持
003000.SZ	劲仔食品	44	2.4	3.0	3.5	21%	18	15	12	0.7	1.8	1.5	1.3	4.0%	增持
9985.HK	卫龙美味	149	14.3	16.6	19.6	17%	10	9	8	0.5	2.1	1.8	1.6	5.6%	增持
603697.SH	有友食品	43	1.9	2.4	2.9	25%	23	18	15	0.7	2.7	2.1	1.9	4.2%	增持
002557.SZ	洽洽食品	91	3.2	6.7	7.7	56%	29	14	12	0.2	1.4	1.2	1.1	5.5%	增持
603719.SH	良品铺子	35	-1.5	0.6	1.2	-	-	55	30	-	0.6	0.5	0.5	2.9%	增持
002956.SZ	西麦食品	65	1.7	2.9	3.7	46%	38	22	13	0.5	2.9	2.4	2.1	1.9%	增持

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：26E-27E为国泰海通预测；单位均为人民币元，1港元=0.8715人民币

大众品：		总市值	归母净利润（亿元）			CAGR	PE			PEG	PS			股息率	评级
		（亿元）	25A	26E	27E	2025-27	25A	26E	27E		25A	26E	27E		
600887.SH	伊利股份	1,535	115.7	121.3	129.8	6%	13	13	12	2.1	1.3	1.3	1.2	5.7%	增持
2319.HK	蒙牛乳业	561	15.5	50.1	54.6	88%	36	11	10	0.1	0.7	0.7	0.6	3.6%	增持
002946.SZ	新乳业	119	7.3	8.8	10.6	21%	16	14	11	0.7	1.1	1.0	0.9	3.3%	增持
600882.SH	妙可蓝多	83	1.2	3.2	4.4	92%	70	26	19	0.3	1.5	1.2	1.0	0.0%	增持
600429.SH	三元股份	61	-2.3	2.4	2.9	-	-	25	21	-	1.0	0.8	0.7	0.0%	增持
600419.SH	天润乳业	24	0.4	1.2	1.7	101%	57	19	14	0.2	0.9	0.8	0.7	0.3%	增持
9858.HK	优然牧业	105	-4.3	10.3	28.2	-	-	10	4	-	0.5	0.5	0.4	0.0%	增持
1117.HK	现代牧业	69	-11.3	5.6	15.6	-	-	12	4	-	0.5	0.5	0.5	0.0%	增持
603288.SH	海天味业	1,930	70.4	79.2	88.5	12%	27	24	22	2.0	6.7	6.1	5.5	4.1%	增持
603027.SH	千禾味业	95	3.5	5.3	6.0	31%	27	18	16	0.6	3.7	3.1	2.8	3.6%	增持
603317.SH	天味食品	140	5.7	7.3	8.4	21%	25	19	17	0.9	4.1	3.4	3.1	4.1%	增持
600872.SH	中炬高新	132	5.4	7.2	7.8	20%	25	18	17	0.9	3.1	2.7	2.5	2.6%	增持
002507.SZ	涪陵榨菜	125	7.7	9.7	10.6	17%	16	13	12	0.7	5.1	4.6	4.3	3.9%	增持
600298.SH	安琪酵母	305	15.4	18.5	20.5	15%	20	16	15	1.1	1.8	1.7	1.5	1.6%	增持
603170.SH	宝立食品	45	2.6	3.0	3.6	17%	17	15	13	0.9	1.5	1.3	1.2	3.9%	增持
603345.SH	安井食品	266	13.6	18.1	20.3	22%	20	15	13	0.7	1.6	1.4	1.3	3.6%	增持
001215.SZ	千味央厨	38	0.6	1.0	1.1	29%	60	39	36	1.4	2.0	1.7	1.5	0.0%	增持
605089.SH	味知香	31	0.7	1.0	1.2	33%	45	30	25	0.9	4.4	4.1	3.6	1.6%	增持
605338.SH	巴比食品	40	2.7	3.1	3.4	12%	15	13	12	1.1	2.2	2.0	1.8	7.1%	增持
002216.SZ	三全食品	101	5.4	5.9	6.3	8%	19	17	16	2.2	1.6	1.4	1.3	5.0%	增持
300973.SZ	立高食品	42	3.0	3.1	3.7	10%	14	14	11	1.3	1.0	0.9	0.8	2.8%	增持
9676.HK	十月稻田	34	5.8	7.3	8.8	23%	6	5	4	0.2	0.5	0.4	0.4	10.0%	增持
000895.SZ	双汇发展	790	51.0	54.6	57.8	6%	15	15	14	2.3	1.3	1.3	1.2	6.4%	增持
600073.SH	光明肉业	43	-1.3	4.5	4.8	-	-	10	9	-	0.2	0.2	0.2	0.0%	增持
603517.SH	绝味食品	59	-1.9	5.0	6.8	-	-	12	9	-	1.1	1.0	0.9	0.0%	增持
603057.SH	紫燕食品	95	2.4	2.6	3.0	13%	40	37	31	2.9	2.9	2.8	2.5	0.8%	增持
605016.SH	百龙创园	104	3.7	5.0	6.6	34%	28	21	16	0.6	7.5	6.0	4.7	1.1%	增持
002286.SZ	保龄宝	33	1.5	2.2	2.7	33%	22	15	12	0.4	1.2	1.2	1.1	1.4%	增持
300755.SZ	华致酒行	49	-3.7	0.2	0.7	-	-	325	69	-	0.8	0.9	0.8	0.0%	增持
0151.HK	中国旺旺	390	40.3	45.1	48.8	10%	10	9	8	0.9	1.6	1.6	1.5	4.2%	增持
0506.HK	中国食品	75	8.6	9.0	9.4	5%	9	8	8	1.8	0.3	0.3	0.3	5.7%	增持

食饮行业海外复盘专题报告

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：26E-27E为国泰海通预测；单位均为人民币元，1港元=0.8715人民币

下载日志已记录，仅供内部参考

05 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

05 风险提示

1. CPI回升及消费需求恢复不及预期。

·CPI低迷，通胀不及预期，反映整体消费意愿和购买力恢复缓慢，压制食品饮料企业收入增长与价格空间。

2. 原材料及包材成本超预期上涨。

·原材料粮食、油脂、包材（纸箱、铝罐）成本超预期上涨，直接推高生产成本，对于产品附加值低、议价能力弱的公司造成冲击，库存管理难度加大。

3. 市场竞争进一步加剧。

·竞争白热化的细分赛道可能出现直接的价格战，进一步恶化行业盈利水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深300指数涨幅10%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%～10%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰海通证券研究所

地址：上海市黄浦区中山南路888号
邮编：200011
电话：（021）38676666
E-mail：research@gtht.com

下载日志已记录，仅供内部参考

THANKS FOR LISTENING

国泰海通证券研究所食品饮料团队