

食品饮料  
行业深度报告



2026 年 08 月 06 日

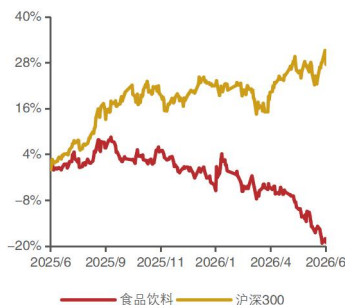
投资评级：看好（维持）

#### 证券分析师

张东雪  
SAC: S1350525060001  
zhangdongxue@huayuanstock.com  
林若尧  
SAC: S1350525070002  
linruoyao@huayuanstock.com  
周翔  
SAC: S1350525070003  
zhouxiang@huayuanstock.com

#### 联系人

#### 板块表现：



## 谁在重塑品牌溢价？

——信任中介变革：解决厂商与消费者的信息不对称

#### 投资要点：

消费行业处于变化的激流中，新兴渠道崛起、品牌与渠道关系重构、消费降级等现象持续涌现，究其本质，最深层的变化是“什么是好”的定义权不断迁移。这是一个贯穿消费史的核心命题：在消费者与厂商之间的信息不对称鸿沟上，究竟谁来为品质背书？**谁能替消费者降低决策成本、提供品质确定性，谁就能获得溢价，故我们引入了“信任中介”的概念，信任中介曾经是国营背景、品牌，现如今可以是新渠道、主播、测评机构等等，逐步多元化。**通过剖析信任中介的发展史，我们提出了品牌溢价的来源公式：

**品牌溢价 = (功能价值 + 情感价值 + 效率价值) - (信任成本 + 运营成本)**

信息不对称不会消失，因此信任中介也不会消失，但信任成本会不断下降。每一代新信任中介，都是用更低成本或更高效率的方式，替代上一代信任体系：国营品牌依赖国企信用，市场化品牌依赖广告认知，而新型信任中介则通过选品、低价、人格与效率，持续压缩部分传统品牌溢价中的“水分”。

**传统品牌溢价的发展趋势：新兴渠道成为新的信任中介后，在产业链中的议价权提升，但并不意味着传统品牌的盈利一定会变差。**过去品牌的高毛利很大一部分是由较高的广告、营销费用换取的，渠道结构的变化将迫使品牌从“高毛利低周转”向“合理毛利高周转”转换。用资产回报率（ROA）拆解品牌盈利提升的路径更加清晰： $ROA = \text{净利率} \times \text{总资产周转率}$ ；品牌提升 ROA 的路径可以拆解为“三板斧”，分别为削减无效费用；提高运营效率→深化产品价值；提升盈利水平→数字化驱动的资产周转率持续提升，最终带来盈利的提升。

**新兴渠道的未来机会：渠道从货架管理、供应链效率提升，转向选品、消费者趋势分析，而这恰恰是品牌一直在做的事情，渠道将自己作为品牌去运营或是大势所趋。**以量贩零食渠道为例，其 ROE、ROA 远高于零售行业以及上游供应链平均水平，主要系轻资产运营及更高的运营效率。从 ROI 来看，新鲜零食、量贩零食业态 ROI 明显更高，未来有望持续转化其他渠道客流，从而获得更高的市场份额。

在终局视角下，我们认为部分细分赛道龙头有望发展成品类中的超级品牌，并成为目标客群的“价值共识”，零售连锁化或许培育出超级零售商，但由于我国零售市场高度分散，多数商品长期由成熟品牌定义，故预计超级零售商会比超级品牌更晚出现。

**投资建议：基于本文的逻辑观点，我们重点推荐运营效率不断提升的头部品牌公司，及更高 ROI、ROA 的新兴渠道公司。推荐贵州茅台（茅台改革成效显著，经营拐点信号或已现），伊利股份（高分红高股息安全边际充沛），燕京啤酒（改革红利有望持续释放），安井食品（公司增长逻辑切换带动行业格局改善，未来东南亚出海与清真食品有望贡献增量），海天味业（业绩韧性强，高分红强化价值逻辑），鸣鸣很忙（量贩龙头强者恒强，未来零售折扣化改造空间大），万辰集团（零售折扣化改革的受益标的）。**

➢ **风险提示：需求复苏不及预期风险、市场竞争加剧风险、食品安全风险**

## 内容目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 引言 .....                                 | 5  |
| 1. “信任竞争”下的品牌溢价 .....                    | 6  |
| 1.1. 从“由谁定义什么是好？”看信任中介的三次迁移 .....        | 6  |
| 1.1.1. 国营时代：物资匮乏的国营信用垄断 .....            | 6  |
| 1.1.2. 市场化时代：“品牌”成为最高效的信任中介 .....        | 6  |
| 1.1.3. 信息多元化时代——多元背书重构信任 .....           | 7  |
| 1.2. 信任中介多元化的本质：信任成本更低的公司或更具优势 .....     | 9  |
| 2. 品牌溢价：从“高毛利低周转”向“合理毛利高周转”的转换 .....     | 10 |
| 2.1. 传统品牌溢价的底层逻辑重构 .....                 | 10 |
| 2.2. 产业链地位：从“行业龙头”到“价值共享者”的转换 .....      | 10 |
| 2.2.1. 全球视角下中国乳业高额溢价的来源 .....            | 11 |
| 2.2.2. 高溢价壁垒的松动：新渠道正在替代品牌的“选品”功能 .....   | 13 |
| 2.3. 拆分 ROA，看效率驱动增长的实现路径 .....           | 14 |
| 2.3.1. 第一板斧：优化经营效益“挤水分” .....            | 14 |
| 2.3.2. 第二板斧：深化价值，提升盈利 .....              | 15 |
| 2.3.3. 第三板斧：数字化驱动，效率提升 .....             | 17 |
| 3. 渠道即品牌的时代或将到来 .....                    | 19 |
| 3.1. 复盘新零售渠道的成功：极致的品牌特征 .....            | 19 |
| 3.2. 传统品牌与新兴渠道的竞合关系该走向何方？ .....          | 21 |
| 3.2.1. 新零售渠道发展自有品牌，对腰部传统品牌造成威胁 .....     | 21 |
| 3.2.2. 传统品牌为新兴渠道提供定制产品，或是当下破局的有效方式 ..... | 24 |
| 3.2.3. 品牌聚焦功能、情感与效率价值，进一步提升议价权 .....     | 25 |
| 4. 展望：未来超级零售商与超级品牌共同主导消费市场 .....         | 27 |
| 5. 投资建议 .....                            | 29 |
| 6. 风险提示 .....                            | 29 |

## 图表目录

|                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------|----|
| 图表 1： 我国广告行业经营额快速攀升 .....                                    | 7  |
| 图表 2： 1995-2013 年期间，食品饮料是成为标王最多的行业 .....                     | 7  |
| 图表 3： 品牌时代，广告是建立认知的核心环节 .....                                | 7  |
| 图表 4： 伊利、海天净利率均高于行业平均水平 .....                                | 7  |
| 图表 5： 山姆门店数快速增长 .....                                        | 8  |
| 图表 6： 万辰与鸣鸣很忙门店数量均快速扩张 .....                                 | 8  |
| 图表 7： 量贩零食饮料渠道市场快速扩张 .....                                   | 9  |
| 图表 8： 我国即时零售市场规模快速扩张 .....                                   | 9  |
| 图表 9： 历史信任中介的变迁 .....                                        | 10 |
| 图表 10： 中美、中英原料奶价格比和液态奶价格比，我国显著较高 .....                       | 11 |
| 图表 11： 2000 头及以上的美国规模牧场仅占牧场总数的 3%，却供应了 39% 的原奶(2021 年) ..... | 11 |
| 图表 12： 我国上游集中度较分散 .....                                      | 12 |
| 图表 13： 2023 年数据来看，我国乳制品行业中游集中度高，下游同样分散 .....                 | 12 |
| 图表 14： 乳企需要承担起统筹上游牧场和下游渠道的作用，辅助渠道销售，为产业链核心环节，占据强势地位 .....    | 12 |
| 图表 15： 伊利过去花费大量时间和成本构建了供应链中的主导地位 .....                       | 13 |
| 图表 16： 不同渠道模式下品牌方的利润率结构对比 .....                              | 14 |
| 图表 17： 伊利渠道扁平化历程 .....                                       | 15 |
| 图表 18： 伊利销售人员数量呈现增加趋势 .....                                  | 15 |
| 图表 19： 伊利经销商数量呈现先增加后减少趋势 .....                               | 15 |
| 图表 20： 伊利净利率提升主要来自销售费用率的改善 .....                             | 15 |
| 图表 21： 2025 年数据横向对比来看，雀巢和达能高附加值业务占比较高，综合盈利水平更佳 .....         | 16 |
| 图表 22： 营业利润率对比，伊利呈现上升趋势 .....                                | 16 |
| 图表 23： 达能产品结构分布及营业利润率水平 .....                                | 16 |
| 图表 24： 雀巢产品结构分布及营业利润率水平 .....                                | 16 |
| 图表 25： 数字化可为企业带来多方面的效益提升 .....                               | 17 |
| 图表 26： 数字化转型后，东鹏运营效率显著提升 .....                               | 17 |

|                                                                                        |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 图表 27： 截至 2025 年各企业 ROA 及拆分对比：ROA 的拉动，零售企业靠周转率；饮料企业靠周转率和净利率，重资产家电企业靠周转率和净利率的综合推动 ..... | 18 |
| 图表 28： 新零售的核心包括全渠道触达、数字化运营、供应链前置、业态融合 .....                                            | 20 |
| 图表 29： 国内近年即时零售市场规模高速增长 .....                                                          | 20 |
| 图表 30： 国内量贩行业零食门店快速扩张（单位：家） .....                                                      | 20 |
| 图表 31： 从 ROE 视角看，量贩渠道周转效率更快 .....                                                      | 21 |
| 图表 32： 欧洲各国商超零售自有品牌占比情况 .....                                                          | 22 |
| 图表 33： 我国商超渠道自有品牌渗透率明显低于美国和欧洲 .....                                                    | 22 |
| 图表 34： 国内外零售龙头积极推进自有品牌/商品战略 .....                                                      | 22 |
| 图表 35： 盒马自有品牌供应链体系发展历程复盘 .....                                                         | 23 |
| 图表 36： 借鉴餐饮龙头百胜选品体系，新零售渠道产品开发，或逐步占据产品价值链的主导权 .....                                     | 23 |
| 图表 37： 2024-2025 年魔芋零食对盐津总收入增量贡献 .....                                                 | 24 |
| 图表 38： 有友食品供山姆的大单品月销情况 .....                                                           | 24 |
| 图表 39： 泡泡玛特 LABUBU 产品矩阵 .....                                                          | 26 |
| 图表 40： 星野集团提供独特住宿体验 .....                                                              | 26 |
| 图表 41： 星野集团旗下核心品牌与独特的入住体验 .....                                                        | 26 |
| 图表 42： 安井从高效率的供应链公司向平台型企业进化 .....                                                      | 27 |
| 图表 43： 美国市场零售商集中度高，沃尔玛一家独大 .....                                                       | 28 |
| 图表 44： 欧洲主要国家零售商集中度高 .....                                                             | 28 |
| 图表 45： 以休闲食品为例，对比各终端渠道投资回报率 .....                                                      | 28 |

## 引言

消费者购买一瓶牛奶时，究竟在购买什么？

这是一个贯穿消费史的核心命题：在消费者与厂商之间的信息不对称鸿沟上，究竟谁来为品质背书？消费行业本质上或并非商品竞争，而是信任竞争。公司若能替消费者降低决策成本、提供品质确定性，往往能获得溢价。

过去几十年，中国消费行业最深层的变化，并非渠道或流量的变化，而是如何定义“什么是好”。不同时代信息不对称的具体形态不同，因而信任中介的形态也截然不同，从国营、品牌，到渠道、主播、算法与用户社区，消费史本质上是一部“信任中介”的迁移史。当前时代下，“信任中介”不再只是品牌，也可以是渠道或个人等，因此也带来了品牌、渠道、代工厂三方博弈关系的变化。

传统品牌溢价是否会被削弱？

新兴渠道靠什么获取需求？

品牌、渠道与代工厂最终会形成怎样的稳态关系？

这些正是本文试图探讨的问题。

## 1. “信任竞争”下的品牌溢价

### 1.1. 从“由谁定义什么是好？”看信任中介的三次迁移

#### 1.1.1. 国营时代：物资匮乏的国营信用垄断

改革开放前，中国消费市场长期处于“供应短缺”阶段，彼时商品供应有限，因此不是“消费者不知道哪个好”，而是“消费者根本没得选”。1960年，商品流通渠道基本上只有国营这一条，粮、棉、油等重要商品开始凭票定量供应，1978年以前，全国实行主要工农业产品的统购包销制度，当渠道被独占、选择被票证限制时，消费者面临的首要信息不对称不是“品质高低”，而是“到底有没有货”。

在这种背景下，国家成为唯一且天然的信任中介：国营企业的产品不需要通过广告建立信任，“国营”两个字本身就是品质保障——国家的信用即产品的信用。

- “三转一响”是这个时代信任逻辑最纯粹的体现，“三转一响”具体包含自行车、缝纫机、手表和收音机，在几乎没有任何广告、没有任何营销的情况下，“凤凰”自行车、“飞人牌”缝纫机、“上海牌”手表及“红灯牌”收音机，成为几乎所有人结婚必备的“三转一响”。在消费者认知中，国家生产本身就是质量保证，因此消费者不需要理解钢材、轴承或者制造工艺，完全信服产品质量。1978年，我国城镇居民人均可支配收入为343.4元/年，农村居民则为133.57元/年，而凤凰牌自行车售价达180元/辆，1958年首批上海牌手表价格就已达到60元每只，并且均需凭票购买，供给的短缺创造了高定价。

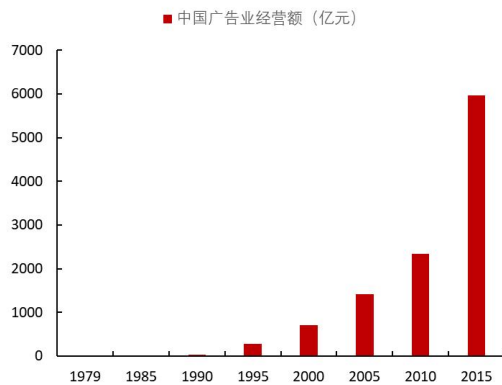
在这一阶段，溢价来自供给的稀缺，因此在市场化后，这种溢价模式的脆弱性暴露：一旦供给充裕、消费者有了选择，这种“溢价”便几乎瓦解。

#### 1.1.2. 市场化时代：“品牌”成为最高效的信任中介

当供给不再稀缺后，消费者开始追求“品质”，而此时品牌成为新的信任中介。90年代后，随着市场化改革推进，轻工业产能快速释放，中国消费行业逐渐从“短缺经济”进入“供给扩张”阶段，消费者第一次开始面对更多品牌、更多品类、更多渠道，中国消费品市场已经从“买到即可”进入“如何选择”的阶段，信息不对称开始迅速放大，这个时代信息不对称的核心从“有没有”变成了“哪个好”，解决“哪个好”这个问题，正是广告驱动的品牌崛起的根本逻辑——通过大规模、高频次的曝光，在消费者心中建立“认知锚点”。市场化品牌时代的信任建设，核心路径是：重金广告 → 品牌认知 → 消费者放心 → 品牌溢价，从而实现品牌名=品质保障。

1981–2000年，中国广告市场规模从1.18亿增长至713亿，增长约603倍，而后进一步增长至2015年的5973亿，再度增长约7倍，而长期以来，食品饮料始终是广告投放前三的行业——央视标王从1995–1997年的白酒（孔府宴酒、秦池），到2001–2002年的娃哈哈，再到04年的蒙牛、08年的伊利、10年的蒙牛、12年的茅台和13年的剑南春，很大程度上映射了食品饮料行业品牌时代的崛起路径。

图表 1：我国广告行业经营额快速攀升



资料来源：央视网，华源证券研究所

图表 2：1995-2013 年期间，食品饮料是成为标王最多的行业

| 年份   | 央视广告招标标王 | 中标金额 (亿元) |
|------|----------|-----------|
| 1995 | 孔府宴酒     | 0.31      |
| 1996 | 秦池酒      | 0.67      |
| 1997 | 秦池酒      | 3.20      |
| 1998 | 爱多VCD    | 2.10      |
| 1999 | 步步高      | 1.59      |
| 2000 | 步步高      | 1.26      |
| 2001 | 娃哈哈      | 0.22      |
| 2002 | 娃哈哈      | 0.20      |
| 2003 | 熊猫手机     | 1.09      |
| 2004 | 蒙牛       | 3.10      |
| 2005 | 宝洁       | 3.80      |
| 2006 | 宝洁       | 3.94      |
| 2007 | 宝洁       | 4.20      |
| 2008 | 伊利       | 3.78      |
| 2009 | 纳爱斯      | 3.05      |
| 2010 | 蒙牛       | 2.04      |
| 2011 | 美的电器     | 6.00      |
| 2012 | 茅台       | 4.43      |
| 2013 | 剑南春      | 6.09      |

资料来源：新华财经，华源证券研究所

广告的本质并不是传播产品，而是创造认知差异、建立消费者的信任。这个时代品牌作为“信任中介”获得的信任溢价，可以拆解为两个部分：广告溢价（让消费者愿意多付钱买知名度较高的品牌）+ 渠道溢价（多级经销商的加价空间被转嫁给消费者）。传统渠道体系进一步放大了品牌优势，商超货架有限，央视广告资源有限，消费者获取信息的渠道同样有限；这两种溢价，持续存在了数十年，认知度=溢价。

- 以伊利为例，其投放 CCTV 黄金时段广告，赞助 2008 年北京奥运会成为官方乳制品，最终实现了国民级曝光建立“伊利=高品质牛奶”的心智认知。在建立品牌认知的同时，伊利构建了几乎覆盖全国的销售网络，产品触达县城和乡镇。品牌认知度+渠道覆盖度，共同支撑了其品牌溢价率。

在这个时代，消费者信任的来源较为单一，品牌名往往是品质保障，央视广告或为企业提供信任背书。但是由于品牌所建立的“信任”更多是基于曝光，而非体验，因此在信息多元化和个体影响力逐步放大的时代趋势面前，这种重金打造的溢价或逐步减弱。

图表 3：品牌时代，广告是建立认知的核心环节

## 品牌时代的经典结构：从认知到购买的漏斗模型



资料来源：华源证券研究所整理

图表 4：伊利、海天净利率均高于行业平均水平

|       | 2015-2025 平均净利率 |
|-------|-----------------|
| 伊利股份  | 8.21%           |
| 乳制品行业 | 5.82%           |
| 海天味业  | 24.72%          |
| 调味品行业 | 5.82%           |

资料来源：ifind，华源证券研究所

## 1.1.3. 信息多元化时代——多元背书重构信任

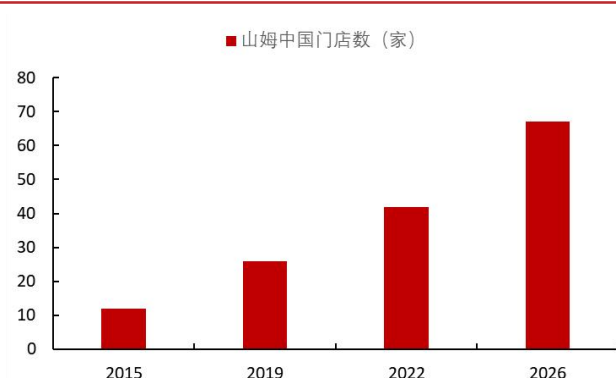
**移动互联网与供应链数字化的普及，开始瓦解传统品牌对“信任”的垄断。**过去，消费者主要依赖广告、商超货架和经销商体系获取商品信息，而移动互联网的出现，让消费者拥有了即时比价、查看评价、内容种草和跨渠道搜索的能力，新渠道的兴起也打破了传统经销体系的地理壁垒，大幅降低了消费者信息获取与购买商品的成本。随着信息成本趋近于零，传统广告的公信力快速下降，消费者意识到“广告本质上是品牌自己的表达”，于是开始主动寻找更可信的外部声音。于是，评测博主、种草社区、直播主播、选品渠道、即时零售等新的“信任中介”不断涌现，共同参与定义“什么是好的”。“信任中介”没有因信息可得性增强而消失，而是从过去品牌单一主导的结构，演变为一个更加细分、多元的信任网络。

**1) 内容型信任中介——人格信用：**主播与 KOL。互联网评测内容兴起后，人格信用开始部分替代品牌信用。主播与 KOL 通过“真人试用+即时反馈”建立真实感与信任，相比传统广告更具说服力。我们认为，由于直播间信任成本更低，品牌即使经过折扣促销，整体效率也往往优于传统渠道。

**2) 渠道型信任中介——选品信用、价格信用、效率信用。**传统商超的衰退，本质上是旧信任中介（品牌广告+商超货架）的信任效率被新中介（选品渠道/低价渠道/即时渠道）超越的结果。新渠道用更低的信任成本或更高的效率价值，替代了品牌原本的溢价来源。

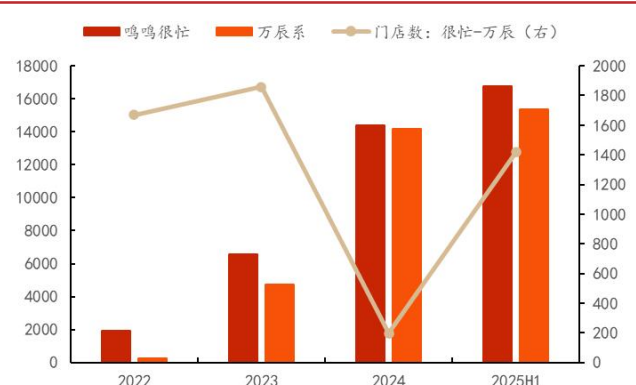
- **会员制商超：选品信用。**以 Sam's Club 为例，其通过精简 SKU，用渠道信誉替消费者完成预筛选。消费者购买的不只是商品，更是“山姆选过”的信任背书。会员费本质上也是一种“替我选，我为此付费”的信任定价。如今其自有品牌 Member's Mark 销售额占比提升，山姆正从“选品渠道”进化为“信任品牌”。
- **零食量贩：价格信用。**零食量贩通过直连工厂、压缩中间加价，用“同等品质、更低价格”建立消费者信任，价格透明、更高性价比本身也是一种背书。
- **即时零售：效率信用。**以歪马送酒为代表的即时零售，通过“即时配送+品类保真”建立效率信任，在保证品质的同时，大幅降低消费者的时间成本。

图表 5：山姆门店数快速增长



资料来源：FBIF 食品饮料创新，中华网等，华源证券研究所；  
注：2026 年数据截至 5 月 15 日

图表 6：万辰与鸣鸣很忙门店数量均快速扩张



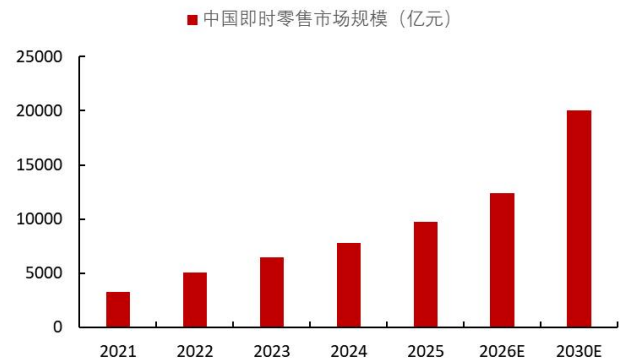
资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 7：量贩零食饮料渠道市场快速扩张



资料来源：万辰集团招股说明书，灼识咨询，国家统计局等，华源证券研究所

图表 8：我国即时零售市场规模快速扩张



资料来源：商务部研究院，中商情报网，华源证券研究所

## 1.2. 信任中介多元化的本质：信任成本更低的公司或更具优势

**信任中介的竞争，本质上是“降低消费者信任成本”的竞争。**信息不对称不会消失，因此信任中介也不会消失，但信任成本会不断下降。每一代新信任中介，都是用更低成本或更高效率的方式，替代上一代信任体系：国营品牌依赖国企信用，市场化品牌依赖广告认知，而新型信任中介则通过选品、低价、人格与效率，持续压缩传统品牌溢价中的“水分”。

**因此，新型信任中介的崛起，是重构了信任的生产方式。**传统品牌依靠高额广告费和渠道费建立信任，新渠道则用更低成本生产出“更可信”的信任，这或是部分品牌溢价被侵蚀的根源。最终，往往有两种参与者能持续享受溢价：一类是将信任成本降到最低的价值共识型品牌，另一类是以更低信任成本提供更高效率的高效渠道；而中间模糊地带，正在被持续挤压。这也引出了我们对品牌溢价的理解公式：

$$\text{品牌溢价} = (\text{功能价值} + \text{情感价值} + \text{效率价值}) - (\text{信任成本} + \text{运营成本})$$

其中，功能价值来自产品本身（如大疆在无人机领域拥有较为领先的功能性），情感价值来自文化认同与情感共鸣（如可口可乐和百事可乐在消费者认知当中几乎已代表该品类），而效率价值则来自于最基础的质量或效率保障（量贩零食代表价格确定性、山姆代表选品品质确定性、即时零售代表时效确定性），以上三者共同构成消费者支付意愿，因此消费品企业利润简单可用“消费者支付意愿-企业获取信任与完成交付的成本”来衡量。

传统品牌时代，由于信息不对称严重，消费者愿意为“大品牌更可靠”支付溢价，但品牌建立信任的成本同样很高，需要依赖高额的广告营销投放，因此行业长期呈现“高毛利、高费用率”特征；而在新渠道时代，山姆靠选品、直播靠人格信用、即时零售靠效率，随着新的信任中介不断出现，过去依赖巨额广告和层层经销体系建立品牌认知的方式，正在变得低效，因此品牌溢价正在被挤压，毛利率或会有所回落，不过我们认为，若企业同步提升运营效率，未必会带来净利率的恶化。

图表 9：历史信任中介的变迁

| 时代     | 消费者诉求        | 信任中介              | 信任来源                               | 信任中介享受的盈利来源         | 信任中介的竞争         |
|--------|--------------|-------------------|------------------------------------|---------------------|-----------------|
| 物质匮乏期  | "能买到就行"      | 国家/国营品牌           | 国家信用，消费者无选择                        | 制度性溢价（统一定价权）        | 无竞争             |
| 市场化品牌期 | "怕买错，要放心"    | 市场品牌（伊利、海天等）      | 品牌信用，重金广告塑造认知，使品牌名=品质保障，占据有限货架放大优势 | 品牌溢价（相比行业平均更高的利润水平） | 品牌 vs 品牌        |
| 信任多元化期 | "要更好的，也要更值的" | 多元（品牌、渠道、主播、即时零售） | 不同信任中介各自降低信任成本的新方式                 | 用效率换取品牌溢价中"信任成本"的部分 | 品牌 vs 渠道 vs 新中介 |

资料来源：华源证券研究所整理

## 2. 品牌溢价：从“高毛利低周转”向“合理毛利高周转”的转换

### 2.1. 传统品牌溢价的底层逻辑重构

传统食品饮料行业的品牌溢价过去主要建立在信息不对称、渠道稀缺与传播垄断之上。消费者缺乏判断标准、货架资源有限、中心化媒体掌握流量入口，因此品牌能够通过广告建立信任，再依靠全国分销体系完成扩张。过去三十年快消品的黄金发展期中，以伊利、蒙牛为代表的乳业龙头，本质上都是“信息溢价”与“渠道红利”的胜出者。

但近年信任中介开始多元化：溯源、测评、直播削弱了信息不对称，线上货架、即时零售与会员店打破了渠道稀缺的局面，短视频与社群则瓦解了传统媒体垄断。以 Sam's Club、盒马为代表的新渠道，已不只是销售终端，而成为新的“信任中介”。渠道因此开始分走原本属于品牌的“信任溢价”。与此同时，新渠道议价权较高，往往或会要求更低的供货价，品牌拥抱新零售渠道的同时也将面临利润率的承压，但不合作则将失去部分增长驱动。

但是，利润率下行并不意味着竞争力崩塌，更像是一种战略性的“挤水分”。我们认为，过去大量广告与渠道费用，本质上是维系信息不对称的“信任租金”；过去需要依靠广告等高费用投入换取高毛利率，但现在品牌的认知已经建立，更多的广告投入和品牌露出或无法换取更高毛利率，企业需要注重的是更高效率的运转。因此，行业便会从“高毛利、低周转、高费用”的旧模式，转向“合理毛利、高周转、低费用”的效率模式。拥抱新零售虽然会压低毛利率，但我们认为，如果能够提升供应链效率与资产周转率，品牌的 ROE 未必下降，反而可能进入新的上升周期。

### 2.2. 产业链地位：从“行业龙头”到“价值共享者”的转换

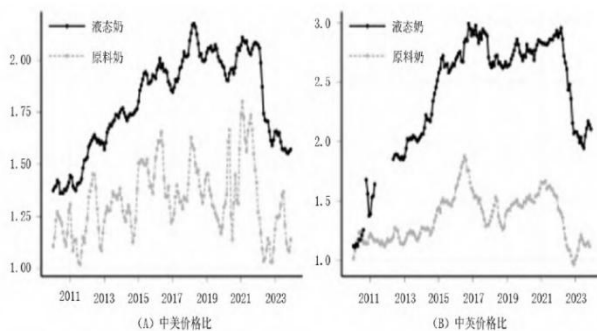
以乳制品行业为例，我国乳业正处于产业链竞争格局与价值分配机制不断优化的阶段。长期以来，中游乳企凭借品牌建设、渠道运营和供应链管理优势，在产业链中发挥了重要的资源整合作用。随着上游规模化牧场综合实力的提升，以及下游新型零售渠道影响力的增强，产业链各环节的话语权正在趋于均衡，行业竞争也逐步从单一环节优势转向全产业链协同能力的竞争。

## 2.2.1. 全球视角下中国乳业高额溢价的来源

我国液态奶零售价与原料奶价格的比值大幅高于海外乳业发达国家，中游加工环节溢价率更高。2021 年我国液态奶与原料奶价格之比均值高达 2.92，与欧美奶业发达国家及日本等国家相比明显偏高，意味着中国消费者支付的零售价中，只有约 1/3 直接流向上游奶源，2023 年我国 UHT 奶（常温奶）与原料奶比价进一步增长至 3.8，高于国际上 2.0 左右的平均水平，究其原因，并非单纯的生产成本差异，而是由于我国乳制品中游企业集中度较高，常温奶品类 CR2 超过 85%（2024 年），分别为伊利和蒙牛，双寡头市场特征显著，**背后的成因主要在于上下游较为分散。**

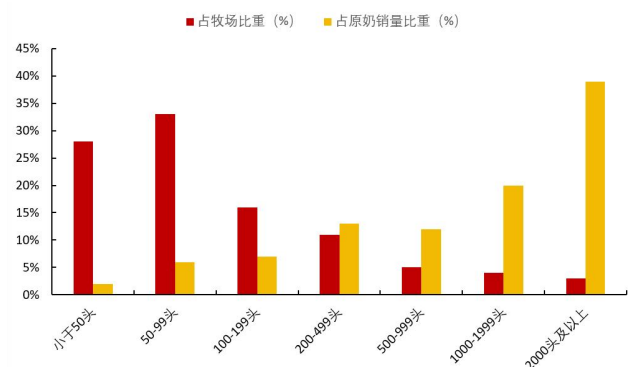
- 从上游来看，我国上游牧场此前整体较分散，前 30 家牧场合计仅供应 51% 的原奶产量，而反观海外：1）美国的 Dairy Farmers of America(DFA)作为最大的乳制品合作社，2012 年就已控制约 30% 的原奶供应，该合作社模式通过使大量小型牧场主联合起来，增强议价权优势。2021 年，美国 2000 头及以上牧场仅占奶牛场总数的 3%，但是合计却贡献了 39% 的原奶销量；2）日本：合作社模式下指定生产团体控制了全国原奶供应量的 90%，使得上游议价权强。
- 下游来看，我国渠道分布分散，我国超市和大型商超分别占比 30.3% 和 10.2%（2024 年），占比最高的超市 CR3 也仅 2.4%（2023 年），而反观海外：1）美国：下游渠道结构相比较之下，超市和大型商超分别占比 39.2% 和 34%（2024 年），其中超市渠道 CR3 达 32.7%（2023 年）；2）日本：下游渠道结构集中，超市和大型商超分别占比 44.4% 和 19.7%（2024 年），其中商超渠道 CR3 达 16.9%（2023 年）

图表 10：中美、中英原料奶价格比和液态奶价格比，我国显著较高



资料来源：《中国奶业发展的现实困境、重大问题与对策思考》刘长全，华源证券研究所

图表 11：2000 头及以上的美国规模牧场仅占牧场总数的 3%，却供应了 39% 的原奶（2021 年）



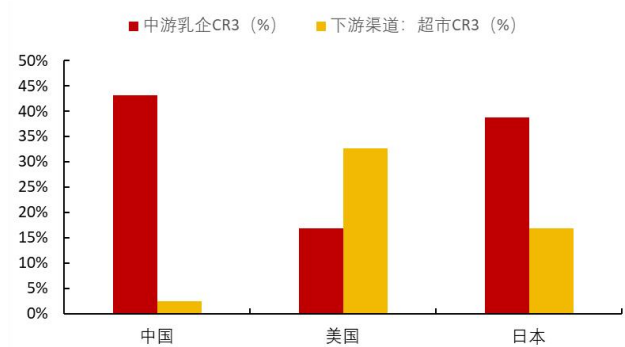
资料来源：USDA, 华源证券研究所

图表 12：我国上游集中度较分散

| 国家 | 上游集中度                                                                |
|----|----------------------------------------------------------------------|
| 中国 | 上游牧场非常分散，前 30 家牧业公司供应约 51% 的原奶产量。                                    |
| 美国 | Dairy Farmers of America (DFA) 是美国最大的乳制品合作社，2012 年就已贡献约 30% 的美国原奶供应。 |
| 日本 | 指定生产团体（日本有 10 个指定生产团体）由农协成立，统一向奶农收奶并统一销售给乳企，销售原奶占供应量的 90%。           |

资料来源：食业头条，fleetowner，日本食品出口展，华源证券研究所

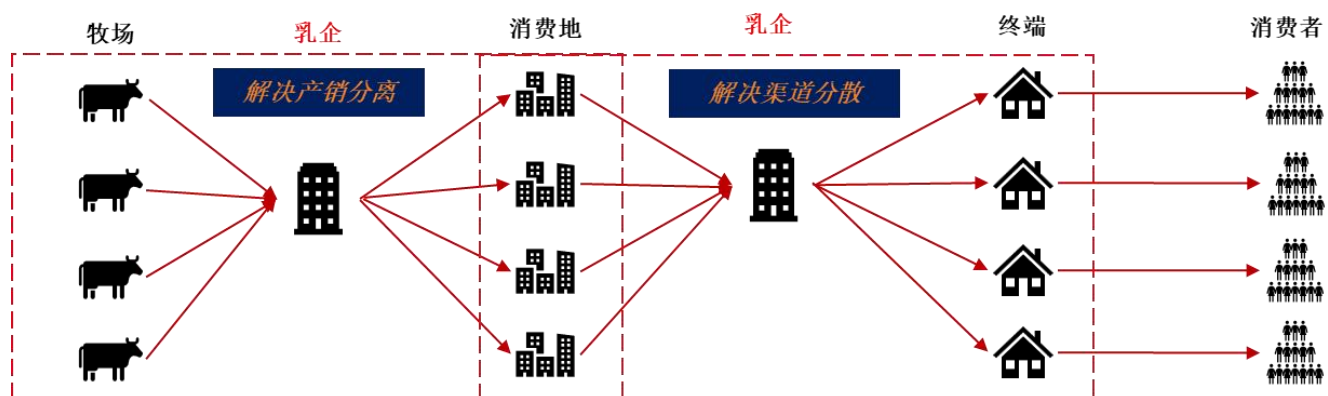
图表 13：2023 年数据来看，我国乳制品行业中游集中度高，下游同样分散



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

因此，乳企在产业链中承担了“解决产销分离”和“分销重构”的角色，花费大量时间和资本建立“上游供给—消费者需求”的链接，高付出对应高回报，从而享受了极高的品牌溢价。

图表 14：乳企需要承担起统筹上游牧场和下游渠道的作用，辅助渠道销售，为产业链核心环节，占据强势地位



资料来源：华源证券研究所整理

以伊利为例，其过去发展历程中，构建了以下三重壁垒：

1) 上游原奶掌控：伊利通过参股牧场、订立长期采购协议、为合作牧场提供技术支持等方式，构建了稳固的原奶供应体系。

2) 下游渠道深耕：我国幅员辽阔，消费市场从一线城市到五六线乡镇，层级多、纵深大，为持续强化渠道覆盖，伊利在全国拥有超 2 万人的销售团队，2023 年合作经销商超 2 万家，推动市场持续下沉，乡镇市场网点数量在 2020 年就突破了 100 万个，渠道积累深厚。

3) 品牌信任建设：在上游供给和下游渠道之间，伊利通过央视标王、奥运会赞助、明星代言、以及综艺冠名等途径搭建了品牌信任的桥梁。

正因为以上三重壁垒的构建成本较高、周期较长，并且过去渠道网点、媒体资源均有限，在伊利已积累较大体量和资本优势后，其他竞争对手更加难以与其竞争，也因此伊利才能享受远超行业平均的利润率——25 年伊利净利率是行业中位数的 6.5 倍。

**图表 15：伊利过去花费大量时间和成本构建了供应链中的主导地位**

| 壁垒     | 建设成本                              | 带来的溢价形式         |
|--------|-----------------------------------|-----------------|
| 上游原奶掌控 | 参股牧场、订立长期采购框架协议、为牧场提供技术支持长期合同     | 供应链稳定性强，上游议价权提升 |
| 下游渠道深耕 | 2 万+经销商、100 万+乡镇终端、2 万人以上的销售团队    | 终端可见度较高，消费者触达性广 |
| 品牌信任建设 | 通过央视标王、奥运会赞助、明星代言、以及综艺冠名等途径搭建品牌信任 | “伊利”成为国民品牌      |

资料来源：Wind，公司公告，新浪财经，华源证券研究所；经销商数据为 2023 年、乡镇终端数据为 2020 年，销售团队数据为 2025 年年报

## 2.2.2. 高溢价壁垒的松动：新渠道正在替代品牌的“选品”功能

然而，上述三大壁垒中的“渠道深耕”和“品牌”正在被新的信任中介重构。随着线上、即时零售兴起，终端网点已不再是消费者唯一的购买入口；当山姆替消费者完成选品，当主播替消费者完成推荐，品牌名作为“信任标签”的功能也被部分替代，过去传统的高额投入换不来同等的信任，也就支撑不了原有的溢价，反而会成为效益的拖累。

因此，传统龙头也不得不主动拥抱新的消费趋势。以伊利为例，公司积极布局会员连锁、零食折扣、即时零售等新渠道，目前已在多个渠道取得行业领先，根据公司 2025 年 10 月 31 日提供的数据，液奶在新渠道的销售占比也已接近整体液奶业务的 30%。依托新零售渠道，其低温活性乳酸菌饮料 2025 年实现 40%+增长；为山姆会员商店提供的“生牛乳绿豆雪糕”，上市 5 个月即成为山姆冰品销售冠军、位列冻品榜首；第二款限定产品 Fruithie 上市十余天便进入山姆冰淇淋热度榜前二。

过去是品牌告诉消费者“什么是好的”，现在则越来越多由渠道定义“什么值得买”，品牌从信任的定义者，变成了信任体系的参与者。这种变化带来的不仅是渠道迁移，更是利润结构的重塑。同一款商品，在传统多级经销和商超体系下，终端加价率较高，品牌方虽然拥有更高毛利率，但也需要承担大量入场费、经销返点和广告投放费用，最终净利率并不突出，而在新渠道模式下，虽然较低加价率会压缩毛利率，但渠道本身承担了部分消费者信任职能，品牌方反而能够减少渠道和营销投入。与此同时，DTC 与新渠道缩短流通链条、降低渠道费用率，数据驱动提升库存周转效率，数字化营销也进一步改善营销费用率。因此，**毛利率下降≠净利率下降**，关键在于企业能否用更高效率替代过去溢价体系中的“水分”。

图表 16：不同渠道模式下品牌方的利润率结构对比

| 渠道模式          | 终端加价率                              | 品牌商需支付的费用                           |
|---------------|------------------------------------|-------------------------------------|
| 传统经销商<br>(多级) | 终端加价率较高                            | 渠道多层级返点、支付进场费+堆头费+广告费+条码费+节庆促销费+海报费 |
| 山姆/Costco 等   | 山姆渠道毛利率仅 10-15%；Costco 加价率上限约 14%  | 品牌只需提供商品或定制服务，渠道费用较少，坚持进销价差体系       |
| 美团闪电仓等        | 即时零售更多是平台佣金/配送/运营工具费用，渠道费通常低于传统 KA | 渠道费低                                |
| 直播电商/达播       | 存在部分品牌承诺全网最低价的现象，毛利较大程度压缩          | 平台扣点、达人佣金、坑位费、投流费构成，品牌净利率较低甚至为负     |
| 零食折扣          | 加价率仅 18-36%                        | 品牌只需提供商品或定制服务，渠道费用较少                |
| 品牌 DTC 直营     | 最高，但需要品牌本身具备成熟运营经验                 | 本身具备成熟的供应链体系和市场运营团队                 |

资料来源：Costco 年报、沃尔玛年报、第一财经等，华源证券研究所

## 2.3. 拆分 ROA，看效率驱动增长的实现路径

用资产回报率（ROA）拆解品牌盈利提升的路径更加清晰： $ROA = \text{净利率} \times \text{总资产周转率}$ ；贴合本篇主题，我们认为在品牌溢价下行趋势中，提升 ROA 的路径可以拆解为“三板斧”，分别为削减无效费用；提高运营效率→深化产品价值；提升盈利水平→数字化驱动的资产周转率持续提升。

### 2.3.1. 第一板斧：优化经营效益“挤水分”

随着新渠道分流“信任成本”，液奶等基础产品已难以长期维持高溢价，毛利率存在回调压力；但与此同时，企业也能够通过削减低效经销层级、压缩无效广告投放和过高渠道费用，降低销售与管理费用率，从而以**效率提升对冲毛利率下滑**，推动净利率稳定甚至改善。

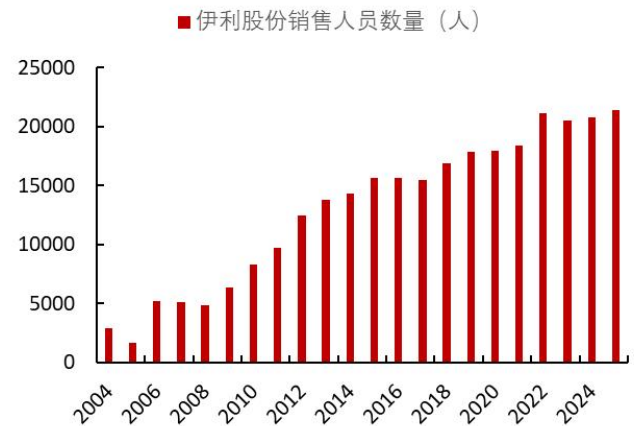
- 以伊利为例，作为乳制品龙头，公司较早便意识到多层级渠道带来的效率损耗。自 2006 年起，伊利持续推进渠道下沉与结构扁平化，通过“织网计划”强化乡镇市场深度分销，并实行嵌入式渠道管理：经销商专注配送，伊利销售人员直接“嵌入”终端，负责进出货、渠道建设与市场管理，从而减少渠道层级、提升渠道掌控力，并进一步贴近终端市场。与此同时，公司持续压缩低效广告与渠道费用，毛销差从 2018 年的 12.97% 提升至 2025 年的 15.99%，累计提升约 3.02 个百分点，这或是“挤水分”直接的体现。

图表 17：伊利渠道扁平化历程

| 阶段      | 时间     | 渠道层级          | 核心特征                                                                |
|---------|--------|---------------|---------------------------------------------------------------------|
| 传统模式    | -      | 多层            | 传统乳品/快消渠道通常层级较多，中间环节带来加价和库存占用                                       |
| 伊利深度分销  | 2006年起 | 公司-区域经销商-终端门店 | 启动“织网计划”，推进渠道下沉，减少分销商、增加销售人员提升市场把控；2007 年借助商务部“万村千乡”活动深入“农家店”等乡镇终端。 |
| 伊利“一盘货” | 2024年起 | 工厂/区域中心-终端门店  | 数智化订单中台，从工厂直发门店                                                     |

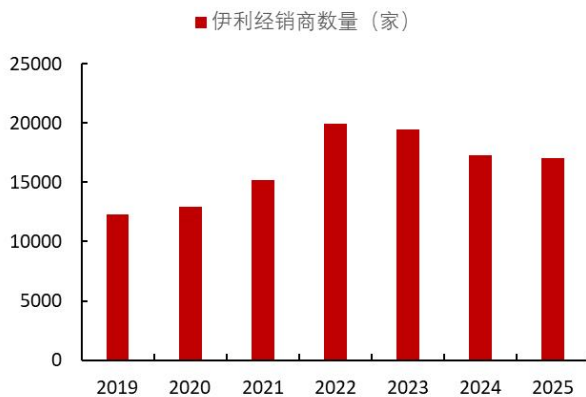
资料来源：凤凰网财经，食业头条，新经销等，华源证券研究所

图表 18：伊利销售人员数量呈现增加趋势



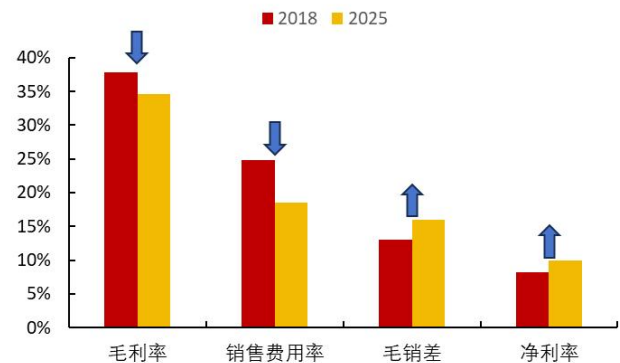
资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究所

图表 19：伊利经销商数量呈现先增加后减少趋势



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 20：伊利净利率提升主要来自销售费用率的改善



资料来源：Wind，华源证券研究所；注：以上数据年限区间选取为 2018 年至 2025 年

### 2.3.2. 第二板斧：深化价值，提升盈利

当“水分”被挤出后，品牌若想进一步提升净利率，必须回到品牌溢价公式的左半边——即提升功能价值与情感价值。功能价值意味着“企业独有的技术与功能”，情感价值则意味着品牌所代表的精神认同与消费符号。这两类价值，才是新渠道难以替代、也是品牌能够长期维持溢价的核心来源。

- 功能价值突破：君乐宝悦鲜活凭借 INF 0.09 秒超瞬时杀菌技术，将保质期从传统巴氏奶的 8 天以内延长至 19 天，同时保留更多活性营养。产品自 2019 年上市以来快速成长，2025 年在高端鲜奶市场市占率超过 40%，在高端瓶装鲜奶市场市占率接近 50%。其售价较普通巴氏奶溢价 50% 以上，是典型的功能价值驱动案例。不过，食品饮料行业的技术创新壁垒相对有限，功能优势需要持续迭代，而非一劳永逸。

- 情感价值提升：伊利正从“卖牛奶”向“健康专家”转型，从液态奶扩展至奶粉、奶酪、冷饮及健康食品等全品类，品牌内核也从“营养”升级为“健康”。当消费者将伊利与“健康生活方式”建立连接时，品牌便形成了渠道难以替代的情感价值——这不是山姆、量贩和即时零售等渠道能替代的，因为功能价值解决的是“什么是好的/便宜的/快的”，而情感价值解决的是“我认同什么”。

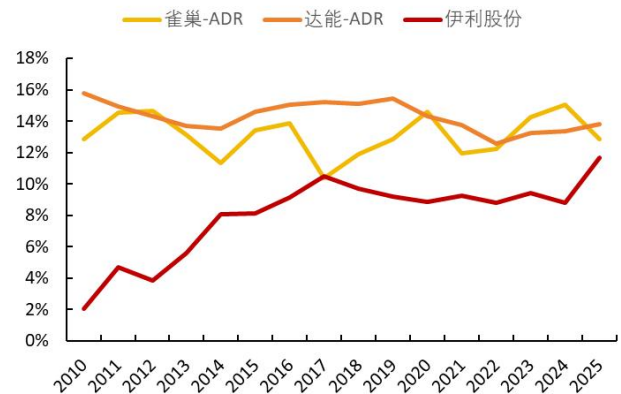
与雀巢和达能相比，伊利的盈利能力仍具备提升空间，核心差异在于雀巢和达能拥有更高比例的高附加值品类：雀巢依靠营养品、咖啡伴侣等高功能产品提升乳制品盈利能力，达能专业营养业务的盈利能力约为乳品业务的两倍，占收入比重超过三分之一。相比之下，2025年伊利功能性产品（含乳制品深加工）占比仍约30%，功能价值与情感价值均具备较大提升空间，这也是未来净利率有望提升的核心来源。

图表 21：2025 年数据横向对比来看，雀巢和达能高附加值业务占比较高，综合盈利水平更佳

|           | 伊利                         | 雀巢                                  | 达能          |
|-----------|----------------------------|-------------------------------------|-------------|
| 毛利率 (%)   | 34.2%                      | 45.6%                               | 50.6%       |
| 营业利润率 (%) | 11.7%                      | 14.2%                               | 13.4%       |
| 高盈利产品结构   | 乳制品业务本身<br>奶粉及奶制品占比 28.27% | 通过奶粉和咖啡伴侣等产品具备较高盈利，同时乳制品以外业务多元化程度较高 | 专业营养品占比 34% |

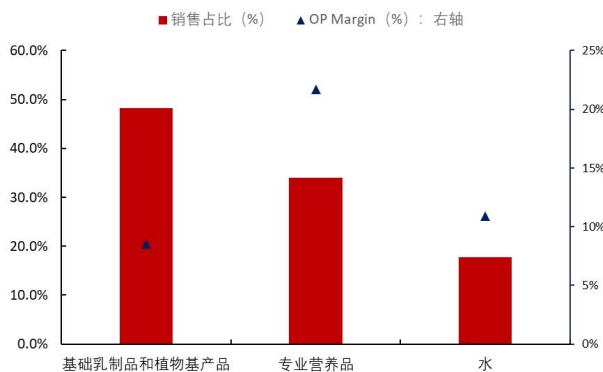
资料来源：Wind，各公司公告/年报，华源证券研究所；注：雀巢和达能的营业利润率系公司经调整过后的非 IFRS 口径数据

图表 22：营业利润率对比，伊利呈现上升趋势



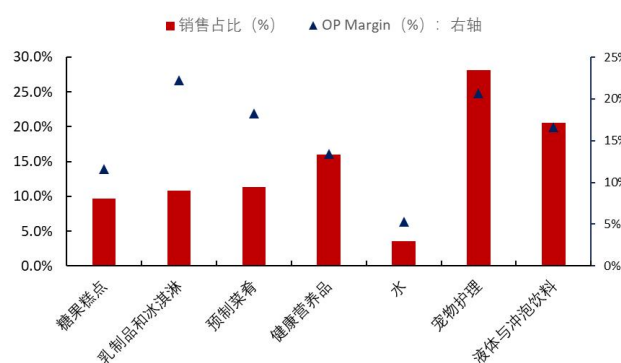
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 23：达能产品结构分布及营业利润率水平



资料来源：达能公司年报，华源证券研究所；注：以上为 2025 年数据

图表 24：雀巢产品结构分布及营业利润率水平



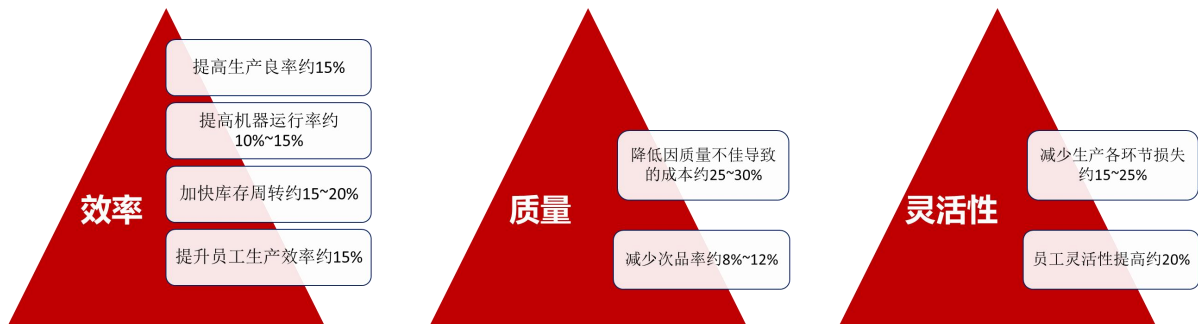
资料来源：雀巢公司年报，华源证券研究所；注：以上为 2025 年数据

功能价值（企业独有的技术/功能）+ 情感价值（伊利品牌绑定健康专家标签），使品牌在信任中介多元化的背景下，依然具备不可替代的溢价来源。预计在深化价值后，毛利率将回升，费用率维持或微增，净利率或开始有质量地提升。

### 2.3.3. 第三板斧：数字化驱动，效率提升

数字化驱动的效率提升，是 ROA 提升的第三级引擎。当净利率提升到一定水平后，ROA 进一步提升的关键在于资产周转率——用更少的资产创造更多的收入。食品饮料企业在供应链上可以通过数字化转型带来多重效益，包括但不限于生产良率、员工生产效率、库存周转率等等。

图表 25：数字化可为企业带来多方面的效益提升



资料来源：Bain&Company，华源证券研究所

在行业中，东鹏饮料的数字化实践具有代表性。公司构建了“F2B2b2C”的数字化管理闭环，实现从生产到终端销售的全链路数据追踪。在数据沉淀基础上，企业能够精准指导生产、库存与营销决策，提升市场运营效率，减少窜货、库存积压和价盘混乱等快消品行业常见问题，同时赋能经销商优化经营决策。数字化的本质并非简单的信息化投入，而是通过数据驱动实现全链条效率提升，最终推动资产周转率持续优化，成为 ROA 增长的重要驱动力。

图表 26：数字化转型后，东鹏运营效率显著提升

|                | 数字化转型前指标 | 数字化转型后指标 |
|----------------|----------|----------|
| 普通门店的日平均拜访数（家） | 15~20    | 30~40    |
| 特通门店的日平均拜访数（家） | 5~10     | 15~20    |
| 门店评级周期         | 一周       | 一天       |
| 费用审核周期         | 一周       | 一天       |
| 费用实投率          | --       | 提升 45%   |
| 费用投放区域的销售目标达成率 | --       | 增长 25%   |
| 终端门店的订单发货周期    | 五天       | 一天       |
| 经销商的日均出货量提升    | --       | 提升 30%   |

资料来源：玄讯，华源证券研究所

从 ROA 拆解来看，不同商业模式对应着完全不同的价值创造路径。零售渠道企业如万辰集团、鸣鸣很忙，依靠高频消费和快速周转实现 ROA 提升，其本质是以更低的信任成本和更高的运营效率获取消费者；饮料企业如东鹏饮料，则兼具较高的品牌溢价和较强的渠道效率，因此同时具备较高净利率和相对伊利较高周转率；而家电等重资产制造企业，则更多依赖规模效应和运营改善实现盈利。

**图表 27：截至 2025 年各企业 ROA 及拆分对比：ROA 的拉动，零售企业靠周转率；饮料企业靠周转率和净利率，重资产家电企业靠周转率和净利率的综合推动**

|      | 总资产周转率<br>(次) | 净利率<br>(%) | 总资产收益率<br>(%) |
|------|---------------|------------|---------------|
| 海尔智家 | 1.03          | 6.67%      | 6.88%         |
| 格力电器 | 0.45          | 16.93%     | 7.63%         |
| 美的集团 | 0.76          | 9.75%      | 7.37%         |
| 万辰集团 | 5.95          | 4.71%      | 28.02%        |
| 鸣鸣很忙 | 5.81          | 3.52%      | 20.46%        |
| 东鹏饮料 | 0.85          | 21.14%     | 17.87%        |
| 伊利股份 | 0.76          | 9.96%      | 7.55%         |

资料来源：Wind，华源证券研究所

目前，伊利仍在通过聚焦 AI 技术在乳业生产、质量管控、供应链管理方面应用研发,推动技术创新与突破,持续提升运营效率，未来的关键在于能否在营收恢复增长后，同步提升资产周转效率。若总资产周转率能够逐步恢复至 2020 年前约 1.5 次的水平，在净利率保持稳定的情况下，ROA 有望从当前约 7.5%提升至 14.9%。

品牌溢价中的“水分”会被持续挤出，但真正的价值不会贬值。我们认为，无需对消费龙头的盈利能力过度悲观。能够完成“挤水分→建价值→提效率”三步走的品牌龙头，反而有望迎来净利率与 ROA 的双重提升。再次回到本文的核心公式：

$$\text{品牌溢价} = (\text{功能价值} + \text{情感价值} + \text{效率价值}) - (\text{信任成本} + \text{运营成本})$$

溢价的下降，本质上是降低了“信任成本”里的“水分”；企业盈利能否持续提升，最终取决于能否用更高的效率（低成本）提供更确定、更难以替代的价值（高功能/深情感）。

### 3. 渠道即品牌的时代或将到来

#### 3.1. 复盘新零售渠道的成功：极致的品牌特征

零售终端近些年的变化远比品牌大，不论是供应链升级，还是现在开始具备品牌特征，从货架管理转向品质背书。1995 年以来，我国零售业历经多轮由渠道主导的效率革命：1) 1995–2009 年，超市等实体零售高速扩张，核心逻辑是“点位为王”，而商品研发（品控）、包装、定价等几乎全由供应商主导，零售业更像是“货架租赁”生意；2) 2010–2015 年，电商渠道崛起，并通过信息、交易、物流、库存、运营等多维度的效率提升，大幅降低了社会交易成本，但商品品质定义仍由品牌厂商主导，信任中介并未显著转移；3) 2016–至今，全渠道深度融合的新零售欣欣向荣，其中包括即时零售、直播电商、量贩等新业态。**渠道从货架管理、供应链效率提升，转向选品、消费者趋势分析，而这恰恰是品牌一直在做的事情。**我们以过去成功的新兴渠道为例，分析其品牌语言：

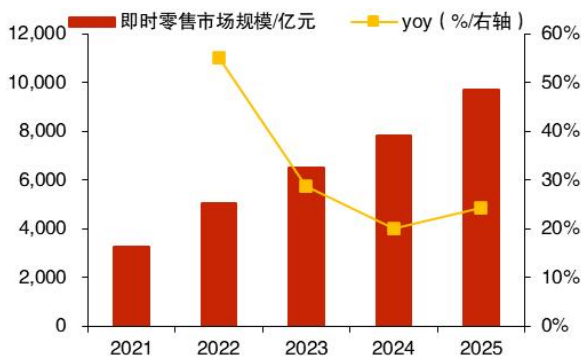
- **山姆：会员制的本质是信任经济，消费者对山姆会员店的信任核心是“选品”。**山姆的选品逻辑是高度的“少而精”，中国单店 SKU 约 4000 个，仅为沃尔玛大卖场的五分之一，且约 30% 的产品是自有品牌 Member's Mark 独家商品；而采购团队每年考察的潜在商品超过 10 万个，最终精选上架的约 3000 个，且每个上架商品均经过一套远高于行业平均，涵盖原料、工艺、口感、包装、安全等数十个指标的评价体系，从而确保商品高品质与差异化。从消费表现看，山姆会员的年均消费额从 2020 年的 1.2 万元增长至 2025 年的 1.9 万元，客单价是普通超市的 4–5 倍，展现出消费者对山姆选品能力和品控体系的信任。
- **美团等即时零售：消费者对即时零售的信任来源于即时履约能力，即效率价值。**相较于传统电商、线下实体，即时零售平台具备“时效性+便利性+全场景”等多重优势；伴随即时配送网络的完善（平均配送时长从 2016 年的 90 分钟压缩至 30 分钟内，配送成本从每单 15 元降至 5–7 元），即时零售便凭借高响应效率获取消费者信任。截至 2025 年末，我国即时零售市场规模达 9714 亿元，2021–2025 市场 CAGR 约 31.5%；且伴随市场下沉、品类拓展，即时零售有望保持快速增长，并逐步成为主流渠道。
- **量贩零食：通过凸显产品性价比，成为消费者信任中介。**相较休闲餐饮其他零售渠道，量贩渠道具备“好快多省”的模式优势，具体通过“垂直品类+万店”模式强化效率与价格之矛，最终在消费降级、新零售变革时代迅速壮大。国内量贩行业总门店数也从 2022 年 1.3 万家快速扩张至 2025 年接近 5.7 万家；伴随量贩持续转化其他渠道客流，我们预计远期行业国内门店数有望达到 8.6 万家。

图表 28：新零售的核心包括全渠道触达、数字化运营、供应链前置、业态融合



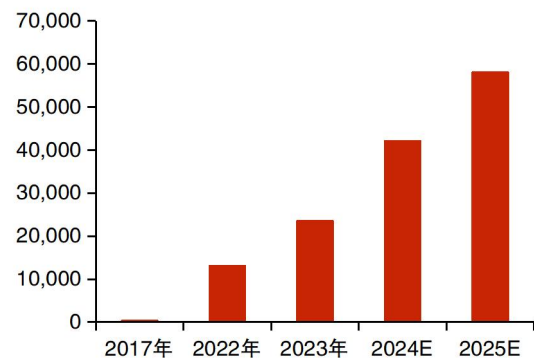
资料来源：新商品公众号，华源证券研究所

图表 29：国内近年即时零售市场规模高速增长



资料来源：中商情报网，华源证券研究所

图表 30：国内量贩行业零食门店快速扩张（单位：家）



资料来源：鸣鸣很忙招股书、万辰公告等，华源证券研究所

**新零售渠道优先发展自有品牌或是大势所趋。**在需求降级、上游供给产能相对过剩的背景下，新零售渠道凭借效率或品质优势，以更高的信任成本持续转化传统零售渠道份额，尤其是以山姆、奥乐齐为代表的自有品牌的推出，进一步抢占上游品牌商的份额。以量贩模式为例，量贩品牌通过压缩经销商等渠道层级降低商品整体加价率，保证产品同品质更低价，从而降低了获取消费者信任的成本。从前文“品牌/产品溢价=功能价值+情感价值+效率价值-信任成本-运营成本”的公式分析，高效率价值与低信任成本使得量贩渠道拥有更高的产品让利空间，从而持续转化其他渠道的客户流量与市场份额。

从 ROE/ROA 回报率表现看，尽管量贩模式降低商品整体加价率，但新渠道轻资产运营、重视供应链周转速度，所以效率优势凸显，量贩龙头资本回报率实现较高水平；其中量贩龙头万辰集团 2024-2025 年资产周转率接近 6，远高于零售行业以及零食供应链平均水平，同时 25 年万辰资本回报率（ROA）反超上游零食供应链龙头盐津铺子。另外，在零食板块以资产周转率见长的盐津铺子，25 年出现资产周转率同比下降，一定程度反映供应链品牌份额在被下游新渠道分流。

对比休闲食品各门店终端的单店模型，新鲜零食、量贩零食业态 ROI 表现较好，而其高回报率来源于更高的产业效率以及更快的销售周转速度，未来有望持续转化其他渠道客流，从而获得更高的市场份额。其中，新鲜零食渠道中，大多数商品均为自有品牌产品，预计对传统品牌产生冲击。

图表 31：从 ROE 视角看，量贩渠道周转效率更快

| ROE 拆分     | 2024  |       |        |        | 2025    |        |        |        |
|------------|-------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
|            | 万辰集团  | 鸣鸣很忙  | 盐津铺子   | 卫龙美味   | 万辰集团    | 鸣鸣很忙   | 盐津铺子   | 卫龙美味   |
| 归母 ROE (%) | 33.7% | 16.2% | 40.22% | 18.26% | 104.18% | 33.73% | 38.70% | 21.44% |
| 权益乘数       | 6.41  | 1.64  | 2.04   | 1.30   | 6.70    | 1.65   | 1.99   | 1.47   |
| ROA        | 10.8% | 9.9%  | 19.8%  | 14.0%  | 28.0%   | 20.5%  | 19.3%  | 14.6%  |
| 总资产周转率/次   | 5.78  | 4.67  | 1.6    | 0.8    | 5.95    | 5.81   | 1.5    | 0.7    |
| 销售净利率/%    | 1.9%  | 2.1%  | 12.1%  | 17.1%  | 4.7%    | 3.5%   | 12.9%  | 19.8%  |
| 毛销差/%      | 6.3%  | 3.9%  | 18.2%  | 31.8%  | 9.4%    | 6.2%   | 20.3%  | 31.8%  |

资料来源：ifind，华源证券研究所

## 3.2. 传统品牌与新兴渠道的竞合关系该走向何方？

面对持续崛起的新零售渠道，上游品牌出于对自身利用率的考量，初期态度是谨慎合作，当下逐步转向积极拥抱；我们认为，品牌拥抱新渠道并非被动式接受价格竞争、以价换量，而是积极融入需求变化——消费理性后商品定价逐步回归商品的使用价值，参与新零售渠道的价值共创，具体包括开发定制化、差异化的新品，而非被动式入驻、最终“卷”存量的老品。另外，品牌方可通过在功能价值、情感价值以及效率价值中的某一或多方面做到市场前列，从而持续提升产业议价权。

### 3.2.1. 新零售渠道发展自有品牌，对腰部传统品牌造成威胁

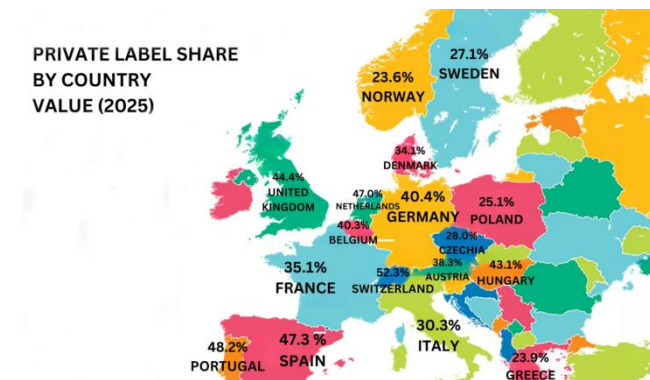
新零售渠道长期发展核心不局限于效率提升、模式升级，更在于将自己打造成“差异化”的自有品牌，扩大自有品牌产品占比是大趋势。参考海外零售“常青树”，7-11、奥乐齐、山姆会员店等基业长青与其成功开发自有品牌/商品密切相关；具体而言，零售巨头自有品牌/商品的发展壮大（海外自有品牌正从以价格优势为核心的“性价比选择”，逐步向兼顾品质感、健康价值与消费体验的方向演进），不仅创造稳定的销售与复购，而且贡献更高的盈利业绩。

- 7-11、奥乐齐、山姆会员店等海外零售龙头成功开发自有品牌，从而实现基业长青。具体而言，7-11 将商品开发作为核心战略部门，其日本总部设有 200 多人的商品开发团队，每个人只深耕一个细分品类，直接对接全日本最顶尖的工厂，每年开发超过 3000 个 SKU 的新品，并要求上架的自有品牌商品品质必须对标乃至超越全国性品牌，同时价格保持合理（一般低于头部品牌 15%-20%），因此仅三成新品能成功上市；最终，货架上近 30% 的自有品牌商品，不仅利润比普通商品高 20%-30%，更是消费者复购的重要支撑。相似地，山姆 MM 产品 SKU 数量达 1000 个，占整体 sku 数量约 30%，但收

入占比约 40%，且毛利率约 15–20%，预计比整体毛利率高，而奥乐齐（中国）自有品牌比例高达 70%，整体毛利率 20% 左右，而自有商品毛利率 25%–30%。

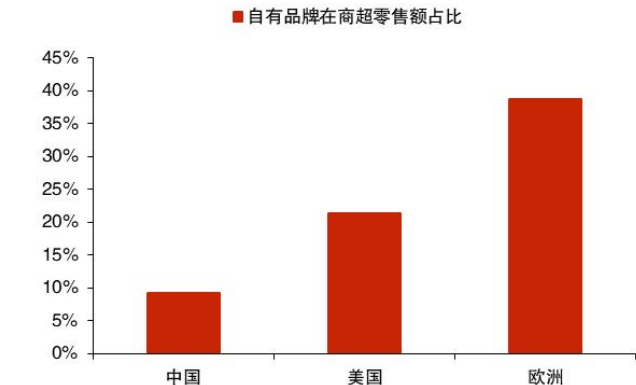
- **国内零售发展自有品牌仍处初期阶段。**截至 25 年 10 月，我国商超自有品牌销售额已突破 3800 亿元，占商超整体零售额的 9.2%，但显著低于美国/欧洲（分别为 21.3%/38.8%）。其中，盒马是最早进行系统化自有品牌建设的零售商之一，同时历经三次迭代（截至 2025 年底），初期以“盒马工坊”等加工食品为主，中期进入“盒马 MAX”等标品领域，后期则向产地直采模式持续深化；截至 2025 年底，盒马已搭建起 7 大核心自有品牌矩阵，标准门店中自有品牌 SKU 超过 1200 个，SKU 占比在 20%–22%，而销售占比达到 35%，具体涵盖生鲜、烘焙、熟食、标品等多个品类；而且核心自有品牌“盒马 MAX”销售额突破 150 亿元，占比达 20% 以上，毛利率更是超过 40%，远超行业平均水平。

图表 32：欧洲各国商超零售自有品牌占比情况



资料来源：FBIF 食品饮料创新公众号，华源证券研究所

图表 33：我国商超渠道自有品牌渗透率明显低于美国和欧洲



资料来源：FBIF 食品饮料创新公众号，华源证券研究所  
注：时间为截至 2025 年 10 月

图表 34：国内外零售龙头积极推进自有品牌/商品战略

| 企业         | sku 数量   | 毛利率        | 自有商品毛利率                             | 归母净利润率 |
|------------|----------|------------|-------------------------------------|--------|
| DONKI 唐吉诃德 | 门店 4–10w | 31.60%     | 高于整体                                | 4.23%  |
| 山姆（中国）     | 4k+      | 14%–15%    | 15%–20%                             | /      |
| 奥乐齐（中国）    | 2K+      | 约 20%      | 预计 25%–30%                          | 3%左右   |
| 胖东来        | 1–1.5w   | 预计 15%–20% | 自有商品/自制商品<br>加价率<br>15%~25%/20%~30% | 4.8%   |

资料来源：联商网公众号，唐吉诃德公司公告，极致零售研究院、food daily 每日食品、红餐网公众号等，华源证券研究所

**零售商通过发展自有品牌或商品，同时带动供应链进一步系统化、集中化，制造商成为系统协作的一部分。**相较于传统商超零售区域型供应链体系（每个省份、每个大区都有自己

的供应商体系，同一款商品在全国有数十个采购价），盒马等新零售业态已构建多级直采体系，包括全球原产地直采、全国统采、区域化采购等，预计逐步影响白牌厂商“以费用换货架”的空间。尤其是新零售渠道通过聚焦核心供应商发展自有品牌，同样以盒马为例，近年公司自有品牌供应链完成了从“多而散”到“少而精”的关键转型，五大核心产业带的供应商占比从 2021 年的 38%大幅提升至 2025 年的 65%，为打造自有品牌大单品奠定基础；截至 2025 年末，公司年销售额突破 1 亿元的自有品牌单品已超 10 个。

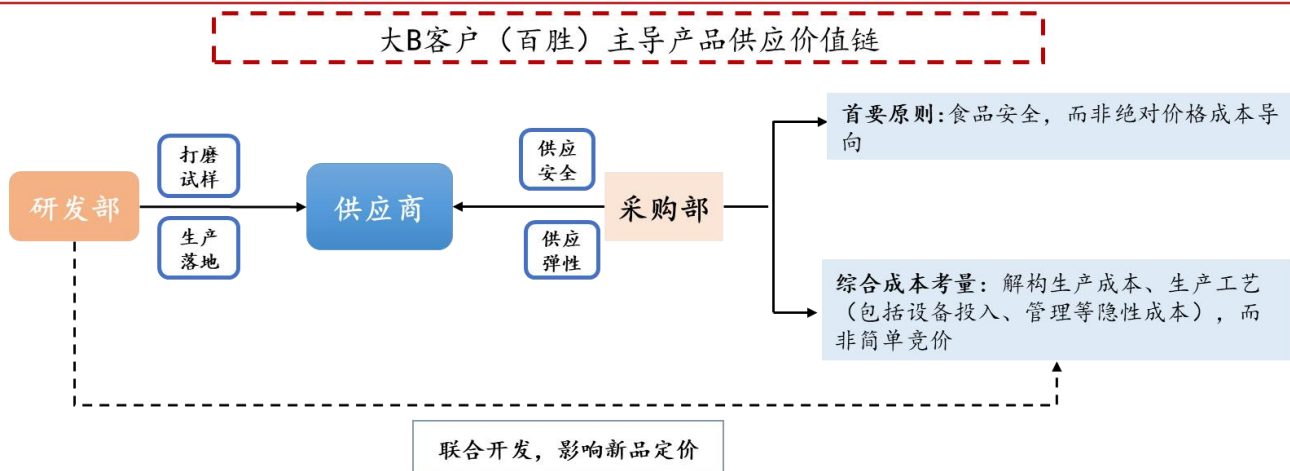
对于腰部品牌、白牌代工厂而言，新零售渠道的崛起一定程度上挤压传统渠道的生存空间，即传统零售经营效率更低，或将需求压力传导至对供应商压价；另一方面，新零售发展自有品牌、聚焦核心供应商进一步拔高了竞争壁垒，若上游二三线品牌不能共创开发出大单品并完成渠道转型，未来对渠道依赖度或不断提升，渠道议价权持续减弱，最终或导致品牌份额与盈利均存在较大的下行风险。

图表 35：盒马自有品牌供应链体系发展历程复盘

| 发展阶段 | 时间区间        | 供应商总量       | 核心战略特征            |
|------|-------------|-------------|-------------------|
| 起步期  | 2016-2018 年 | 不足 200 家    | 聚焦长三角区域，服务初代核心单品  |
| 扩张期  | 2019-2021 年 | 突破 1000 家   | 全品类扩容，匹配 sku 快速增长 |
| 聚焦期  | 2022-2025 年 | 1200-1300 家 | 精简优化，提升核心供应商订单占比  |
| 深耕期  | 2025 年末     | 1300 余家     | 总量持平，深化共创式深度合作    |

资料来源：数说零售案例库公众号，华源证券研究所

图表 36：借鉴餐饮龙头百胜选品体系，新零售渠道产品开发，或逐步占据产品价值链的主导权



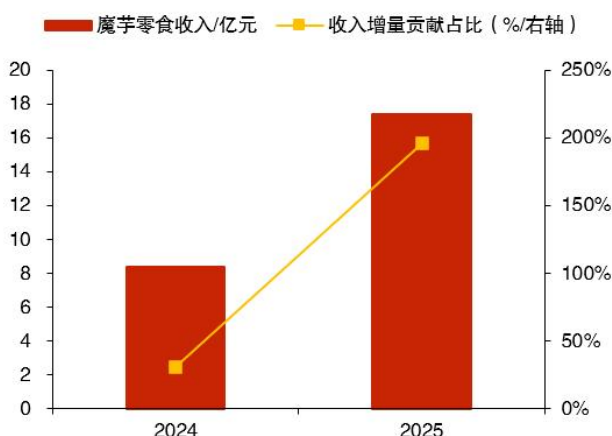
资料来源：《一块炸鸡的中国之旅-肯德基的商业哲学》，华源证券研究所自制

### 3.2.2. 传统品牌为新兴渠道提供定制产品，或是当下破局的有效方式

传统品牌仍可通过定制合作（差异化大单品）维持议价权，甚至借助新零售渠道势能打开新增长空间。我们认为，对品牌方而言，新零售渠道亦存在机遇，尤其与渠道共同开发出新的的大单品。首先，新零售发展自有品牌或自有商品的核心供应链，本身利好一线品类品牌提升市场份额；尽管给特定渠道定制专供产品，商品加价率一般低于其他经销渠道但高于被动入驻，尤其在供给相对过剩的大背景下，品牌方可提升产能利用率，优化费效，盈利能力或仍有保障。另外，对于零食这类市场容量大，但供需相对分散，整体呈现“品类丰富、品牌不足”特点的行业，新零售渠道有望给品类品牌打开成长空间：

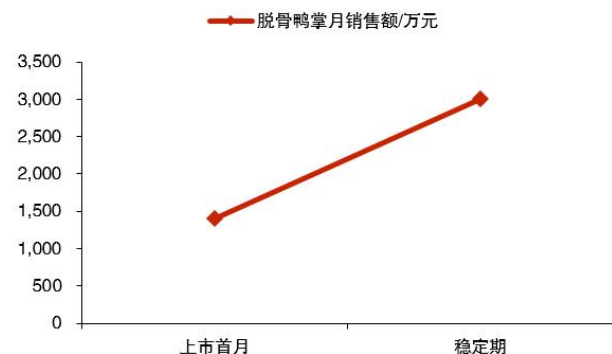
- 以零食头部企业盐津铺子为例，公司在量贩零食渠道推出的**麻酱口味魔芋素毛肚**，**迅速在市场上放量**；同时，盐津敏锐地把握住魔芋零食的市场机遇，同时在全渠道推广魔芋素毛肚，最终上市仅 16 个月，就创下行业最快破亿纪录。伴随魔芋零食收入规模跻身 10-20 亿级别大单品（截至 2025 年末），盐津成功构建“多品类+全渠道+品类品牌化”的发展模式，22-25 年公司营收规模稳步快增，收入 CAGR 近 26%，毛利率从 34.7% 降至 30.8%，但净利率从 10.43% 提升至 12.89%。
- 以有友食品为例，公司推进“1+N”的产品策略，在巩固泡椒凤爪基本盘的同时，25 年供应山姆的**脱骨鸭掌**等产品成为现象级大单品（根据勤策公众号，脱骨鸭掌月销稳定在 3000 万元），从而打开新增长曲线。同时，公司借助山姆渠道爆品势能，夯实“产品创新+全渠道发展”驱动增长策略；其中，产品端拓展至鸡翅类、皮晶类、鸡脚筋、筋骨棒等新品类，而公司全渠道发力包括拓展 Costco、盒马 X 会员店，深耕万辰等零食量贩店等，尤其量贩渠道增长潜力大，或成为公司收入增长新抓手。

图表 37：2024-2025 年魔芋零食对盐津总收入增量贡献



资料来源：ifind 等，华源证券研究所

图表 38：有友食品供山姆的大单品月销情况



资料来源：勤策微信公众号等，华源证券研究所

品类品牌通过定制开发新大单品来拥抱新零售渠道，自身市场份额与盈利能力或并非下滑，反而促进头部品牌在供需调整期找到新增长路径。以速冻食品行业龙头安井为例，冻品行业近年从缩量竞争（龙头收入增长停滞、盈利下行）调整至渠道触底、竞争趋缓，公司发展模式从渠道增长驱动模式调整为产品研发驱动，同时挖掘新零售渠道增量机会，从而实现市场份额持续提升，经营拐点信号凸显。

### 3.2.3. 品牌聚焦功能、情感与效率价值，进一步提升议价权

前文提到，品牌方可积极拥抱新信任中介（新零售等），从而维持一定议价权；或者在相对成熟且集中的市场中，行业龙头拥有较强的品牌心智，保持较高的议价权。但对于大多数品牌，更重要的是尽可能在功能价值、情感价值以及效率价值中的某一或多方面做到市场前列，方可提升产业链议价权。

**品牌/产品溢价=功能价值+情感价值+效率价值-信任成本-运营成本。**

就功能价值而言，我国必选消费品整体生产、技术壁垒不高，但依旧可凭借独特资源禀赋提升议价权。例如，伴随消费者对健康需求崛起，少糖、减盐、低卡、少添加以及有机化等功能属性成为产品升级创新方向；若品牌在上述需求趋势下掌握产业链的稀缺资源，比如有机牧场等，则渠道、工厂等或会主动寻求品牌方合作。另外，在减盐、清洁标签领域，安琪酵母凭借 YE 产品技术与规模生产优势，成功切入雀巢、联合利华等国际知名品牌以及欧美等高端市场，并成为全球 YE 抽提物行业第一。相似地，百龙创园凭借阿洛酮糖的结晶技术、工艺优势，卡位代糖的品类迭代机遇。

另一方面，在物质生活充裕的时代，情绪消费、体验经济迎来快速发展，且镜鉴日本等发达国家，情绪消费市场空间广阔；我们认为，**具备独特的情感价值表达的商品或品牌，更容易掌握更大的议价权。**例如，迪士尼以内容创作为核心引擎，横向扩展 IP 矩阵同时纵向深挖 IP 表现形式，并通过娱乐、体育和体验等商业板块，构建全球娱乐王国；近年风靡海内外的泡泡玛特 IP 文化，Labubu 形象艺术等，不仅满足个体情绪价值，而且成为成年人的社交载体。相似地，在酒旅体验层面，日本星野集团成功通过将传统日本文化与现代设施相结合，提供独特住宿体验，成功吸引了大量国内外高端游客；例如，如虹夕诺雅·京都酒店，改造自百年历史的贵族隐居之所，提供远离尘嚣的奢华体验；入住过程包括乘船而入，沿袭明治时代传统，营造一种缓缓前行的仪式感和代入感。

图表 39：泡泡玛特 LABUBU 产品矩阵



资料来源：潮玩知多少公众号，华源证券研究所

图表 40：星野集团提供独特住宿体验



资料来源：星野集团官网，华源证券研究所

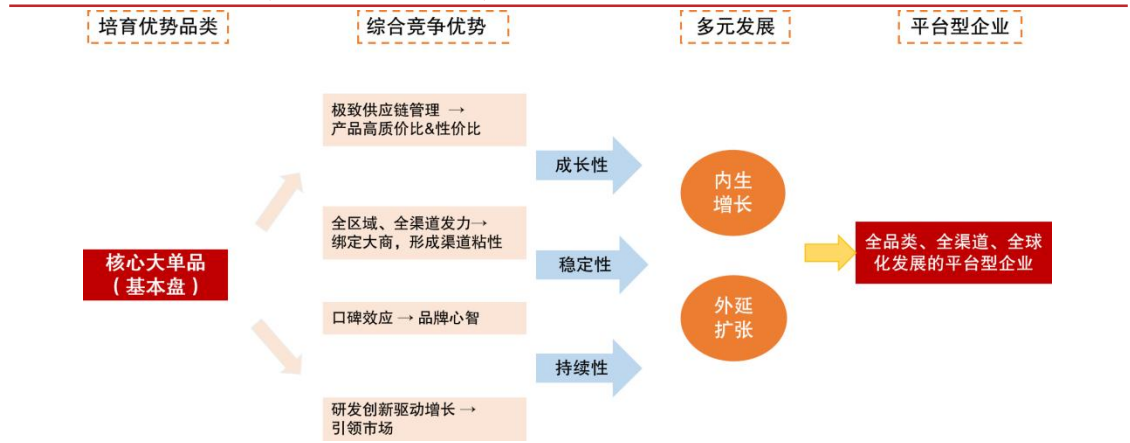
图表 41：星野集团旗下核心品牌与独特的入住体验

| 品牌名称     | 品牌定位     | 特色体验                              | 匹配客群      |
|----------|----------|-----------------------------------|-----------|
| 虹夕诺雅     | 顶级奢华度假村  | “非日常感”的设计和体验；如富士山露台、轻井泽水波房        | 追求极致体验的旅客 |
| 界        | 精品温泉旅馆   | 深度融合当地文化；“温泉+美食”的极致体验；如界别府的无边际足汤  | 温泉与文化爱好者  |
| RISONARE | 家庭度假村    | 适合亲子游；如 TOMAMU 度假村的微笑海滩和云海露台      | 家庭游客      |
| OMO      | 都市观光酒店   | 位于城市中心，方便观光；如 OMO7 大阪免费接驳巴士直达环球影城 | 城市观光客     |
| BEB      | 年轻自由风格酒店 | 针对年轻旅客；如 BEB5 轻井泽面向 35 岁及以下旅客     | 年轻旅客      |

资料来源：游伴伴出行公众号，华源证券研究所

供应链优化、快速响应、稳定供给以及贴身服务等效率比拼一直是国内制造业龙头的特点，而极致效率往往意味着企业可通过总成本领先战略不断提升市场份额。以冻品龙头安井食品为例，面对行业降本增效需求，公司在规模领先基础上通过全产业链布局、“销地产”策略与集中生产（产能利用率行业领先）等持续强化成本优势；具体而言，公司收购上游供应链可降低原料采购成本，同时“销地产”策略有效提升冷链物流效率（公司 2022-2023 年物流费率显著低于行业平均水平）；最终，公司凭借高效供应链，在行业调整期展现强经营韧性，未来市场份额有望进一步提升。

图表 42：安井从高效率的供应链公司向平台型企业进化



资料来源：华源证券研究所自制

总之，新信任中介崛起，对品牌而言既是挑战，又蕴含发展机遇。品牌方积极拥抱新零售渠道，如通过定制开发新大单品实现共同发展，亦可维持产业议价权；另外，将功能价值、情感价值以及效率价值中的某一或多方面做到市场前列，或能提升品牌方整体议价权。

## 4. 展望：未来超级零售商与超级品牌共同主导消费市场

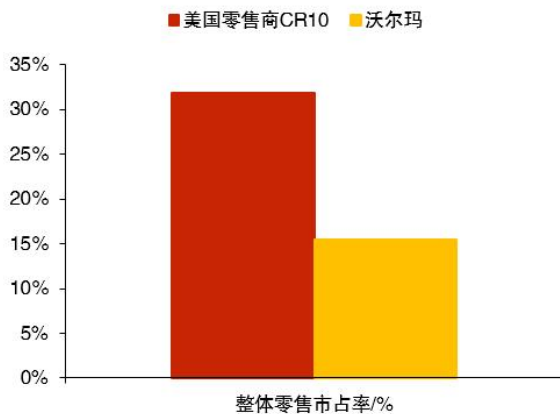
未来消费市场的信任中介发展或进一步细分化、多元化、专业化，过去信任中介更多存在于中游加工制造环节的品牌，未来或将延展至上下游，其中包括原料/生产更可溯源、更透明，评测机构更独立、更科学，渠道自有品牌通过搭建供应链系统重新定义品类等，但共性是尽可能降低消费者的决策成本。在终局视角下，我们认为部分细分赛道龙头有望发展成品类中的超级品牌，并成为目标客群的“价值共识”，例如茅台之于白酒，大疆之于无人机等；同时，零售连锁化或许培育出超级零售商，但由于我国零售市场高度分散，多数商品长期由成熟品牌定义，故预计超级零售商会比超级品牌更晚出现。

借鉴欧美国家品牌与零售业百年发展历史，我们认为未来国内超级品牌与超级零售商或形成“整体协作、各有主导”的市场关系；具体而言，由于国内市场容量大、流通层级多、区域差异化等特征，零售商整体组织度或难以达到欧洲市场水平，同时成熟品类品牌占据先发优势、强者恒强，故预计超级零售商或通过发展自有品牌主导部分低粘性、迭代快与拼效率的品类，业内多数制造商或成为超级零售商自有品牌供应链系统的一部分；而超级品牌或持续主导成熟品类，同时通过参与零售商系统协作拓展新增量。

- 以美国市场为例，前 10 大零售商（沃尔玛、克罗格、Costco 等）2024 年合计销售额占美国零售市场约 32%，其中沃尔玛一家独大，销售规模显著领先，2024 年在整体零售市场占比超 15%；同时，品牌端则由宝洁、可口可乐、百事、联合利华等巨头垄断；最终，零售与品牌形成了稳定的“寡头协作结构”。

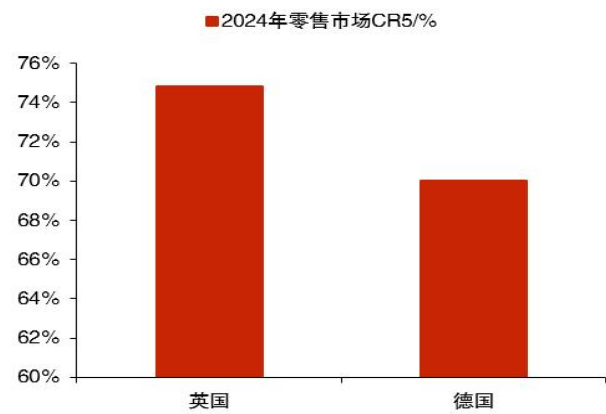
- 在欧洲主要国家中，前 5~10 家零售集团就能覆盖全国 60%~80% 的市场；以德国市场为例，2024 年前五大零售商合计市场份额超过 70%。同时行业集中度高也带来了自有品牌占比的提升，根据新经销公众号，欧洲零售商的自有品牌( PB )渗透率高达 30%~50%，与品牌形成“共生竞争”关系，即便是超级品牌像联合利华、雀巢在欧洲都实行 NB+PB 双轨制（既做品牌，也为零售供货）；故欧洲市场整体呈现“零售主导、品牌协同”结构。

图表 43：美国市场零售商集中度高，沃尔玛一家独大



资料来源：中国连锁经营协会公众号，华源证券研究所  
 图中数据采取 2024 年

图表 44：欧洲主要国家零售商集中度高



资料来源：经济资信等公众号，华源证券研究所  
 注：英国数据截至 2024 年 4 月

图表 45：以休闲食品为例，对比各终端渠道投资回报率

| 对比维度  | 美国市场                  | 欧洲市场                               | 中国市场（当前）                 | 中国市场预测（远期未来）                       |
|-------|-----------------------|------------------------------------|--------------------------|------------------------------------|
| 市场结构  | 高度集中，典型的寡头市场          | 区域集中，多极集团化                         | 高度分散，正加速集中               | 集中度较高                              |
| 主导力量  | “零售寡头+品牌巨头”共同主导       | 零售集团主导+自有品牌体系                      | 品牌众多、渠道多层新零售持续崛起（发力自有品牌） | 超级品牌与零售巨头形成“整体协作、各有主导”关系           |
| 零售集中度 | 2024 年整体零售 CR10 约 32% | 主要国家中，前 5~10 家零售集团覆盖全国 60%~80% 的市场 | 前 100 大零售商仅覆盖约 15% 的市场   | 预计持续提升                             |
| 品牌生态  | 品牌巨头主导品类但受制于零售体系      | NB+PB 共生竞争，体系协同成熟                  | 头部+新锐+地方品牌并存，腰部萎缩        | 零售巨头主导部分品类，品牌巨头主导优势品类同时协助零售巨头供应链系统 |

资料来源：新经销公众号，华源证券研究所

## 5. 投资建议

当前食品饮料行业正处于“去溢价”时代，需重视能够通过提高功能价值、情感价值等维持或提高品牌溢价的标的，用更高效率替代过去溢价体系中的“水分”的企业，或将具备进一步提升 ROA 的潜力。

### 重点推荐：

贵州茅台：i 茅台改革成效显著，经营拐点或已出现。伊利股份：高分红率维护安全边际，数字化改革提效率、产品端创新铺垫净利率有望提升。燕京啤酒：改革增效，效率红利有望持续释放，U8 大单品势能有望延续。

安井食品：公司增长逻辑切换（从渠道转向产品创新驱动）带动行业格局改善，未来东南亚出海与清真食品有望贡献新增量。海天味业：业绩韧性强，高分红强化价值逻辑。鸣鸣很忙：量贩龙头强者恒强，未来零售折扣化改造空间大，价值或不止于此。万辰集团：零售折扣化改革的受益标的，预计 26 年开店提速。

## 6. 风险提示

需求复苏不及预期风险：餐饮、食品饮料消费与经济商务活动关联度高，如经济乏力、商务活动减少将影响总量需求，进而影响公司业绩修复预期。

食品安全风险：食品饮料公司若因管理不当出现食品安全风险，将大幅损害公司品牌及行业形象，并导致业绩下滑。

市场竞争加剧风险：在需求乏力背景下，若行业竞争持续加剧，将导致行业盈利承压、上市公司业绩不及预期。



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。