仅供内部参考，请勿外传

华泰证券 HUATAI SECURITIES

中美日必选消费对比：寻找中国食饮龙头的空间与底气

华泰研究

2026 年 9 月 11 日 | 中国内地　　专题研究

以百年维度审视，美国消费总量向上、结构升级，而食品饮料作为必选消费的核心品类，并未因“市值占比回落”而失去投资价值，恰恰相反，一批穿越多轮经济周期的食品饮料品牌，凭借品牌定价权、品类升级与高 ROE，成为投资回报稳定的长牛品种。美国消费史已反复验证：食品饮料是持续创造股东价值的长期优质赛道。以日本市场作为参考，分红率的提升是可靠的长期回报锚点。中国食品饮料正处于“从白酒独大走向多极均衡”的新篇章起点，高端化/健康化/便利化为三条投资主线。

美国消费：总量向上，结构升级，龙头穿越周期

我们认为，美国百年消费史为我国食品饮料投资提供了三重启示：**1）总量向上：**美国人均消费支出近百年增长近 100 倍，即便经历大萧条/滞胀/金融危机/疫情等多轮冲击，消费总量长期向上；伴随总量扩张，恩格尔效应驱动下食品支出占比回落，但餐饮与住宿支出的占比持续抬升，映射至国内体现为餐饮供应链等业态的系统性受益。**2）结构升级：**收入提升与家庭小型化共同推动美国食品消费沿着高端化/健康化/便利化三条主线演进。**3）龙头穿越周期：**1970-1990 年代折扣零售与会员制渠道的崛起并未终结强势品牌，反而加速了行业分化，具备品牌力/品类创新力的龙头企业在新渠道中的份额持续集中，形成“品牌力→定价权→高 ROE→持续分红”的正循环。

中美必选消费对比：周期规律相似，结构差异显著

中美必选消费均呈现“周期高点可选消费占优、周期低点必选消费防御”的特征；但结构性差异显著，美日必选消费各板块的市值分布相对均衡，而 A 股必选消费市值则高度集中于白酒与食品板块，使股价表现与白酒周期深度绑定。我们判断当前中国人均 GDP 与消费结构类似美国 1980 年代初期，恰是食品饮料品牌穿越周期的历史起点，A 股食品饮料板块的长期投资价值或不逊于美国（中国龙头茅台与美国标杆 Monster 的年化回报率均为 27%）。

中国消费：板块分化，渠道重塑，品牌出海开启

立足当下，中国食品饮料行业正沿着高端化/健康化/便利化三条主线，未来发展路径预计表现为：1）从必选消费企业的市值占比看，随着乳制品/调味品等子行业集中度提升与盈利质量改善，板块有望在更均衡的市值结构中延续增长逻辑；2）当前国内渠道变革正处重塑期，具备强品牌心智与供应链基础的龙头或实现份额集中；3）“高频刚需/品牌定价权/轻资产或规模壁垒/分红与回购复利”四个支柱构成筛选龙头的标尺；4）大国崛起和文化自信构建出海的底层支撑，中国食品饮料企业有望走向全球品牌。

区别于市场的观点

我们认为，市场对当前食品饮料板块的悲观情绪，源于对总量放缓与短期波动的线性外推，但当前的调整并非周期终点，而是结构性换挡，高端化正在向大众品板块与低线市场渗透，健康化/便利化正走向刚需，渠道变革不是品牌的威胁而是加速分化，具备产品创新力与品牌势能的企业有望受益。

投资结论

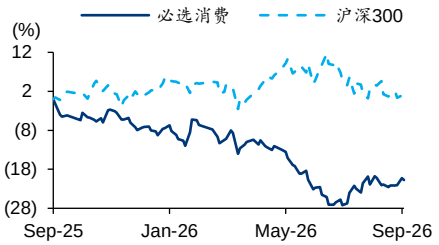
红利底仓层面，优选高股息标的贵州茅台/伊利股份/双汇发展/统一企业中国/康师傅控股；成长弹性层面，优选农夫山泉/西麦食品/五谷磨房/百润股份/H&H 国际控股；结构性增量层面，优选盐津铺子（把握渠道红利的能力强）。

风险提示：宏观经济增长不达预期；行业竞争激烈；食品安全问题；本研报中涉及到未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

必选消费　　增持（维持）

王可欣　　研究员
SAC No. S0570524020001　wangkexin019215@htsc.com
SFC No. BVO215　+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
五谷磨房	1837 HK	2.54	买入
西麦食品	002956 CH	27.00	买入
H&H 国际控股	1112 HK	27.55	买入
盐津铺子	002847 CH	62.80	买入
农夫山泉	9633 HK	53.41	买入
百润股份	002568 CH	24.00	买入
贵州茅台	600519 CH	1,683.50	买入
统一企业中国	220 HK	9.11	买入
伊利股份	600887 CH	33.39	买入
康师傅控股	322 HK	14.71	买入
双汇发展	000895 CH	27.93	买入

资料来源：华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

核心观点 3

美国消费启示录：总量向上，结构升级，龙头穿越周期 5

总量向上：美国消费总量百年间持续向上，构成食品饮料的长期舞台 5

结构升级：美国食品消费沿着高端化/健康化/便利化三条主线持续演进 7

渠道变革：渠道变革与自有品牌崛起加速行业的分化进程 8

长牛基因：龙头已形成“品牌力→定价权→高 ROE→持续分红”的正循环 8

中美日必选消费对比：周期规律相似，结构差异显著 11

美国参考：我国当前的消费阶段类似美国 1980 年代初期 12

增速对比：年化复利不弱于美国，但内部呈现显著的分层特征 13

龙头共性：高频刚需，品牌定价权，轻资产或规模壁垒，分红与回购复利 14

日本参考：穿越周期的企业具备盈利质量/现金创造/股东回报协同的特征 15

差异分析：中美龙头的成长路径不同，但年化复利与价值创造的本质相似 18

中国消费新篇章：板块分化，渠道重塑，品牌出海开启 20

消费趋势展望：“高端化/健康化/便利化”三条主线的中国映射 20

未来发展路径：多极均衡，渠道变革，龙头集中，走出国门 22

投资组合推荐：红利底仓，成长弹性，结构性增量 23

风险提示 27

仅供内部参考，请勿外传

核心观点

美国是全球最大的消费市场，也是消费行业发展的“历史标尺”。以百年维度审视，美国消费总量持续扩张、结构持续升级，而食品饮料作为必选消费的核心，并未因“市值占比回落”而失去投资价值——恰恰相反，一批上市数十年、穿越多轮经济周期的食品饮料品牌，凭借品牌定价权、品类升级与高 ROE，成为资本市场上回报稳定的长牛品种。美国百年消费史已反复验证：食品饮料是持续创造股东价值的长期优质赛道。以日本市场作为参考，分红率的提升是比追逐 ROE 更可靠的长期回报锚点。中国食品饮料正处于“从白酒独大走向多极均衡”的新篇章起点，高端化、健康化、便利化三条主线交汇，共同勾勒出穿越周期的投资图谱。无论短期消费环境如何波动，品牌定价权与品类升级始终是穿越周期的核心锚点，具备产品创新力与品牌势能的企业有望率先受益。

美国消费启示录：美国百年消费史为 A 股食品饮料投资提供了三重启示。

-总量向上：美国人均消费支出近百年增长近 100 倍，即便经历大萧条、滞胀、金融危机与疫情等多轮冲击，消费总量长期向上；伴随总量扩张，恩格尔效应驱动下食品支出占比回落，但餐饮与住宿支出的占比持续抬升，映射至国内体现为餐饮供应链等业态的系统性受益。

-结构升级：收入提升与家庭小型化共同推动美国食品消费沿着高端化、健康化、便利化三条主线演进。

-龙头穿越周期：1970-1990 年代折扣零售与会员制渠道的崛起并未终结强势品牌，反而加速了行业分化，有品牌力、具备品类创新能力的龙头企业在新渠道中的份额进一步集中，形成“品牌力→定价权→高 ROE→持续分红”的正循环。

中美日必选消费对比：宏观周期、市值结构、微观共性的系统性对比。

-从周期层面，中美两国均遵循“周期高点可选消费占优、周期低点必选消费防御”的统一规律，本质是资金在“确定性溢价”与“弹性溢价”间的切换；但中美日三国必选消费市值的结构性层面差异显著，美国和日本必选消费的市值结构相对分散（各子板块均衡分布），而 A 股必选消费的市值高度集中于白酒与食品板块（合计占比逾九成），这一差异根植于三国龙头企业资本化进程的不同，也使得A股必选消费的整体股价表现与白酒周期深度绑定、波动更为集中。

-从阶段定位：结合收入与消费结构/产业渠道格局/需求升级路径/居民资产负债与消费信心，我们判断当前中国人均 GDP 与消费结构类似美国 1980 年代初期，恰是食品饮料品牌穿越周期的历史起点，而年化回报率数据亦证实中国食品饮料龙头的价值创造能力不弱于美国的标杆企业（如贵州茅台与 Monster 股价的年化回报均为 27%）。

-从微观共性：尽管中美日三国必选消费龙头的成长路径各有侧重，美国龙头以高 ROE 叠加全球化扩张驱动，日本龙头以效率提升叠加海外拓展驱动，中国龙头以高端化与品牌溢价驱动，驱动逻辑各异，但年化复利与价值创造的本质高度一致。中美两国长牛企业共享“高频刚需、品牌定价权、轻资产或规模壁垒、分红与回购复利”四个支柱。展望未来，随着乳制品、调味品等子行业集中度提升/盈利质量改善，中国必选消费板块有望在更均衡的结构中延续持续增长的逻辑。无论路径如何分化、市场如何变迁，品牌定价权、品类升级与持续创造现金回报的能力，始终是消费龙头穿越周期的核心锚点。

中国消费新篇章：立足当下，中国食品饮料行业正沿着高端化、健康化、便利化三条主线，从“白酒独大”向“多极均衡”演进，从“量的扩张”向“价的结构”跃迁。

-高端化层面，中国食品饮料消费的品质升级由白酒向调味品、乳制品、休闲零食等大众品类扩散，龙头企业借助品牌资产与供应链优势推动“性价比高端化”向低线市场渗透。

-健康化层面，无糖茶饮、低度酒、功能性食品与保健食品正迎来品类扩容的窗口期，消费者的诉求从“吃饱”、“吃好”向“吃出健康”持续进阶。

-便利化层面，家庭小型化推动预制菜、速冻食品与复合调味品进入快速增长通道，即时零售等新业态缩短“从工厂到餐桌”的距离。

仅供内部参考，请勿外传

区别于市场的观点：我们认为，市场对当前食品饮料板块的悲观情绪，源于对总量放缓与短期波动的线性外推，却忽略了行业正处于“白酒独大→多极均衡”、“量的扩张→价的结构”的结构性换挡期。我们判断中国消费阶段类似美国 1980 年代初，那正是美股食品饮料龙头企业穿越周期的历史起点，中国龙头的年化回报率已不弱于海外标杆。**我们区别于市场的核心判断在于：当前的调整并非周期终点，而是结构性换挡，高端化正在向大众品板块与低线市场渗透，健康化与便利化正从概念走向刚需，渠道变革不是品牌的威胁而是分化加速器。**

仅供内部参考，请勿外传

美国消费启示录：总量向上，结构升级，龙头穿越周期

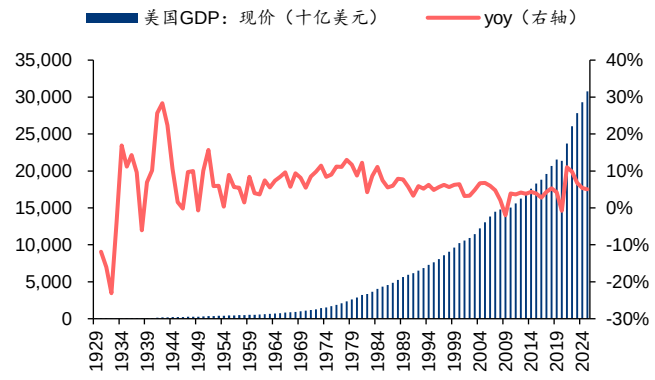
以百年维度审视，美国消费总量持续扩张、结构持续升级，而食品饮料作为必选消费的核心品类，并未因“市值占比回落”而失去投资价值——恰恰相反，一批上市数十年、穿越多轮经济周期的食品饮料品牌，凭借品牌定价权、品类升级与高 ROE，成为资本市场上回报稳定的长牛品种。本文筛选美国消费变迁中与食品饮料直接相关的证据链，为 A 股食品饮料投资提供三点启示：总量向上、结构升级、龙头穿越周期。

总量向上：美国消费总量百年间持续向上，构成食品饮料的长期舞台

长期来看，美国食品饮料消费总量具备穿越周期的刚性增长特征。自 1929 年至今，美国人均个人消费支出呈震荡上行态势，仅在 1930-1933 年大萧条、1938 年“罗斯福衰退”、2009 年次贷危机及 2020 年新冠疫情等较大的宏观冲击年份出现阶段性萎缩，此后在政府调控下均能迅速恢复增长。从更长的周期看，美国 GDP 历经 1946-1973 年高速增长、1974-1982 年滞胀调整、1983-1999 年互联网复苏、2000 年后温和增长四个阶段，即便经历两次石油危机、2008 年全球金融危机等重大冲击，消费总量始终呈现长期向上趋势。据 BEA，美国人均个人消费支出已由 1929 年的 635 美元增长至 2025 年的 6.1 万美元（含通货膨胀的影响），近百年增长近 100 倍；美国人均 GDP 亦由 1978 年的 1 万美元增长至 2025 年的 9 万美元。上述历史经验表明，消费品行业具备典型的“长坡厚雪”特征，食品饮料作为居民最基础的刚性支出，其总盘子将跟随人口规模、GDP 增长与居民收入提升而持续扩容。

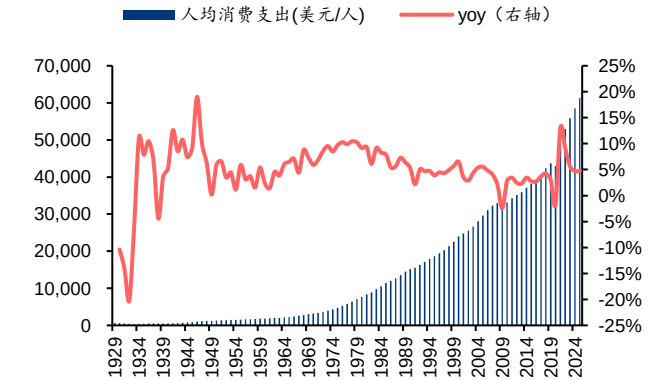
在总量持续扩张的同时，美国居民食品饮料消费支出的占比则呈现趋势性回落，但这一变化并非行业萎缩的信号，而是消费行为结构性迁移的体现。恩格尔效应驱动下，美国家庭食品饮料（含外带/外卖）的支出占比自 1930-50 年代约 18%的高位持续下行，然而这并不意味着食品饮料行业的增长停滞——同期餐饮与住宿支出的占比持续抬升，反映出居民食品消费正由“家庭厨房”向“便捷餐桌”迁移，消费者愿意为时间效率、场景体验与口味多样性支付溢价。映射至中国市场，当前我国的人均收入正迈入持续上行的通道，食品饮料总量的增长基石依旧坚实；与此同时，餐饮供应链（调味品及速冻食品板块）、外卖生态等业态正在系统性地承接这一消费行为变迁带来的结构性红利，相关细分赛道有望在中长期维度持续受益。

图表1：美国 GDP 总量变化



资料来源：BEA，华泰研究

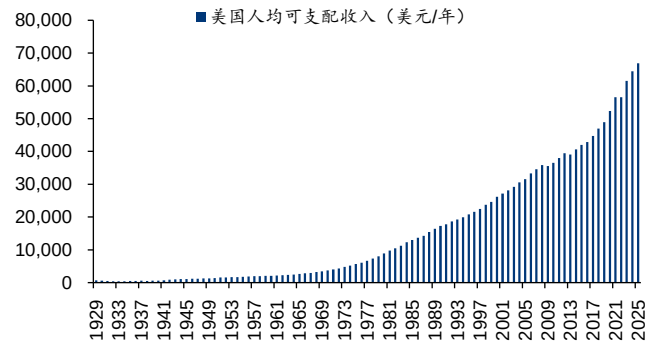
图表2：美国人均消费支出变化



资料来源：BEA，华泰研究

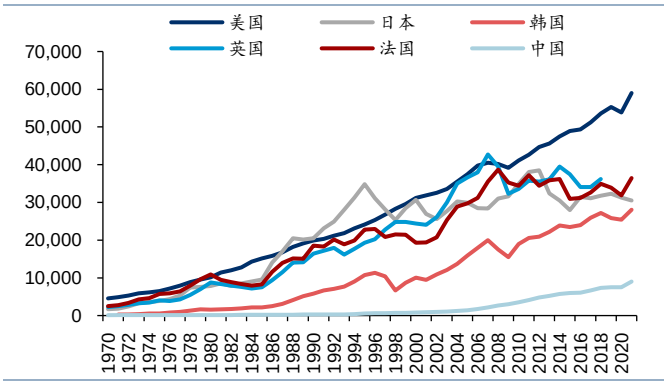
仅供内部参考，请勿外传

图表3：美国人均可支配收入变化：1982 年突破 1 万美元/1995 年突破 2 万美元



资料来源：Wind，华泰研究

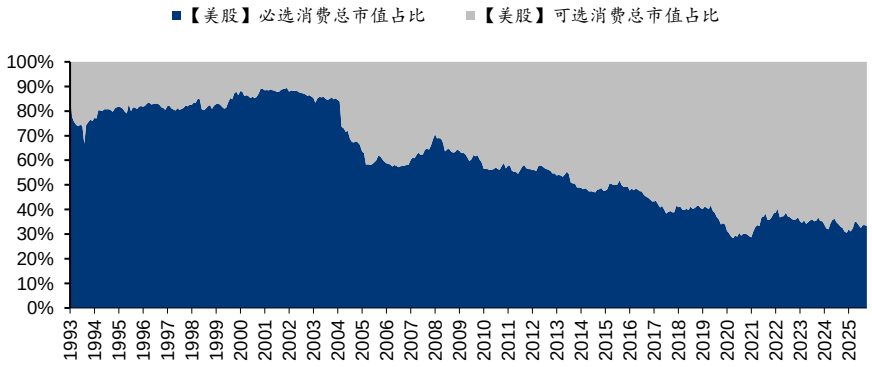
图表4：美国国民净人均收入水平远高于其他国家（美元/年）



资料来源：世界银行，华泰研究

总周期轮动视角看，必选消费与可选消费的相对市值权重呈现清晰的顺周期切换，整体呈现周期高点可选消费占优、周期低点必选消费占优的特征。据 Wind，美股必选消费总市值占比由 1993 年的 77.6%提升至 2002 年的 89.4%，此后持续回落至 2007 年的 57.3%。伴随次贷危机爆发后又持续回升至 2009 年的 67.0%，之后震荡下跌至 2021 年初的 28.3%。新冠疫情后由于美国的通胀与加息，美股必选消费总市值占比回升至 2022 年底的 40.3%，之后震荡回落至今。

图表5：美股必选消费与可选消费总市值占比情况



注：采取美股 Wind 行业划分标准（2024），数据截止 2026/8/31；
资料来源：Wind，华泰研究

复盘来看，美股必选消费总市值的占比回升集中兑现于三轮，每轮回升的本质是盈利与估值的“戴维斯双击”，只是触发条件随宏观环境有所变化，并非单纯的避险需求。

第一轮（1993-2001 年）：盈利持续增长驱动。必选消费龙头企业在低通胀环境下凭借全球化扩张与品牌定价权实现盈利端的持续高增，是这一轮总市值占比趋势性上行的核心原因。盈利能力的高增率先抬升估值，使得美股必选消费总市值占比由 1993 年的 77.6%稳步提升至 2002 年的 89.4%；2000 年互联网泡沫破灭前的防御性轮动进一步放大该趋势。2002 年后，随互联网与科技复苏带来的可选消费扩容，美股必选消费的总市值占比持续回落。

第二轮（2006-2008 年）：危机下的防御再定价。此阶段次贷危机引发的经济不确定性快速提升，必选消费企业因需求相对刚性、盈利可预测性较强、分红相对稳定，其避险价值被市场重新认识并定价，资金由此前周期敏感的可选消费转向必选消费，是这一轮美股必选消费总市值回升的核心原因。必选消费的总市值占比于 2007 年 5 月触及 57.3%的阶段低点后，后持续回升至 2009 年 2 月的 67.0%。地产泡沫破裂与金融动荡之下，必选消费企业股价跌幅小于可选消费企业的相对优势在危机中集中显现。2009 年可选消费企业的股价随刺激政策反弹后，必选消费的总市值占比再度回落。

仅供内部参考，请勿外传

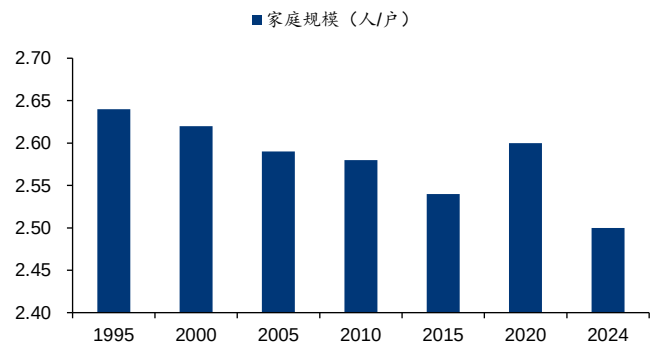
第三轮（2021-2022 年）：通胀与加息下的相对占优。高通胀抬升了必选消费企业的提价预期与盈利可见度，激进的加息又压缩了长久期成长股的估值，因而利好低估值、高分红的必选消费企业，构成本轮必选消费企业总市值占比回升的核心原因。2020 年美国大规模的货币与财政刺激推动权益风格偏向成长与线上经济，可选消费中的电商（如亚马逊等）股价显著上涨，而必选消费作为防御性较强/估值水平较低的板块、在流动性驱动的行情中相对跑输，市值占比被动压低（达到 30.3%的历史低点）。疫情后期必选消费的总市值占比开始回升，21-22 年在通胀高企与美联储加息的环境中延续并强化这一趋势，美股必选消费总市值占比持续回升至 2022 年的 40.3%。2023 年后，随着美国经济软着陆、消费韧性显现、服务业（如酒店、餐饮、旅游等）相继复苏，可选消费的总市值占比逐步回升，必选消费的总市值占比相应回落。

总结来看，三轮回升的共同底色是：必选消费在不确定性上升时（如衰退、危机、通胀等背景下），凭借需求刚性、龙头企业定价权与分红回购等实现“市值占比回升”。

结构升级：美国食品消费沿着高端化/健康化/便利化三条主线持续演进

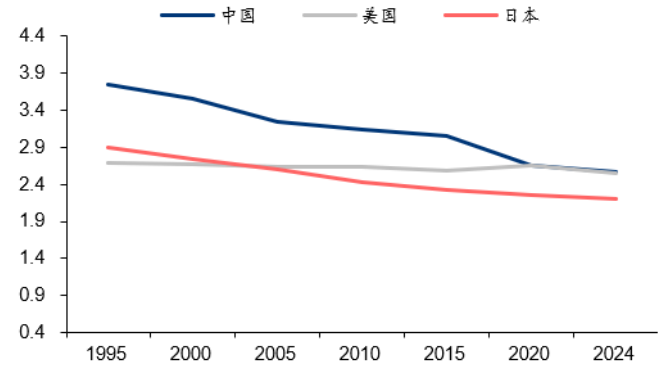
美国居民食品消费升级的底层驱动力，可归结为收入水平提升与家庭结构变迁两大因素的共同作用。1）从收入端来看，居民可支配收入的持续增长为“吃得更贵、吃得更健康”提供了购买力支撑，消费者在基础饱腹需求得到满足后，开始愿意为更高品质的食材、更健康的配方以及更便捷的服务支付溢价。**2）从家庭结构来看，**美国家庭平均规模已由 1960 年的 3.7 人/户降至 2024 年的 2.5 人/户，家庭小型化趋势明确且仍在延续。这一结构性变化深刻重塑了食品消费的单位形态——更少的家庭成员意味着单次烹饪量减少、剩余食材处理成本上升，从而系统性地利好小包装、单人份、预制化与即食即热类产品，为食品工业的产品形态创新提供了肥沃的土壤。

图表6：美国平均每户家庭规模相对稳定



资料来源：美国经济分析局，世界银行，华泰研究

图表7：24 年美国平均家庭户规模与中国较为接近（人/户）



资料来源：美国经济分析局，世界银行，华泰研究

收入提升与家庭小型化共同作用之下，美国食品消费沿着高端化、健康化、便利化三条主线持续演进，为理解中国食品饮料消费的升级方向提供了清晰的参照坐标。1）高端化层面，居民收入迈上新台阶后，食品开支占比虽持续下降，但单价水平持续提升，消费者愿意为更优的原料、更精的工艺和更强的品牌支付溢价，白酒、高端调味品、低温鲜奶及精品零食等品类有望持续受益于这一趋势。**2）健康化层面，**功能饮料、减糖配方、天然有机等诉求日益成为消费决策的核心权重，映射至国内市场，无糖茶饮、低度酒、功能性食品及保健食品正迎来品类扩容的窗口期，消费者从“吃饱”、“吃好”向“吃出健康”持续进阶。**3）便利化层面，**外带外卖、预制化产品与家庭小型化趋势深度耦合，推动餐饮供应链中的速冻食品及复合调味品等业态进入快速增长通道，居民饮食消费正从“厨房制作”向“便捷获取”加速迁移。

仅供内部参考，请勿外传

综合来看，美国经验对中国食品饮料消费的核心启示在于：行业的主线机会已不再寄望于人口总量驱动的“量的扩张”，而是深植于消费升级驱动的“价的结构”变迁——高端化、健康化、便利化三者交汇，共同构成穿越恩格尔定律的长期升级路径，相关细分品类有望在中长期维度上持续获取结构性增长红利。虽然，短期维度上中国消费环境正在经历阶段性调整，复苏节奏存在波动，但这并不改变消费升级作为更长周期主线的方向。从国际经验看，人均收入迈过一定门槛后，食品饮料消费的“价增”具有惯性且不可逆，短期宏观扰动只会延后、并不会消弭这一趋势。随着居民收入预期企稳、消费信心修复，行业终将回归由品质升级与结构优化驱动的价增通道，具备产品创新力与品牌势能的企业有望在下一轮周期中率先受益。从吃饱到吃好、从家庭厨房到便捷餐桌、从高糖到健康——这既是美国消费升级在食品饮料领域留下的三个注脚，也是中国食品饮料投资应当聚焦的三条主线。

渠道变革：渠道变革与自有品牌崛起加速行业的分化进程

美国 1970 年代至 1990 年代是折扣零售与会员制渠道变革的密集窗口期，沃尔玛（1970 年上市）、Costco（1985 年上市）、TJX 等零售商在这一阶段快速崛起，深刻改变了消费品触达消费者的方式。 然而，渠道权力的迁移并未削弱强势品牌的竞争地位，可口可乐、百事、好时等食品饮料龙头穿越了整个折扣零售扩张周期并持续录得股价长牛。美国的历史经验表明，渠道变革与自有品牌崛起的真实影响，并非对整个行业形成同等冲击，而是加速了行业的分化进程：对于缺乏品牌力、产品同质化严重、依赖信息不对称生存的厂商，新渠道压低了溢价空间并放大了价格竞争压力；而对于拥有强品牌认知、持续品类创新能力与高效供应链管理的龙头企业，新渠道反而通过更广泛的终端触达和更透明的消费者比较，加速了市场份额向头部集中的趋势，竞争壁垒在分化中进一步抬升。

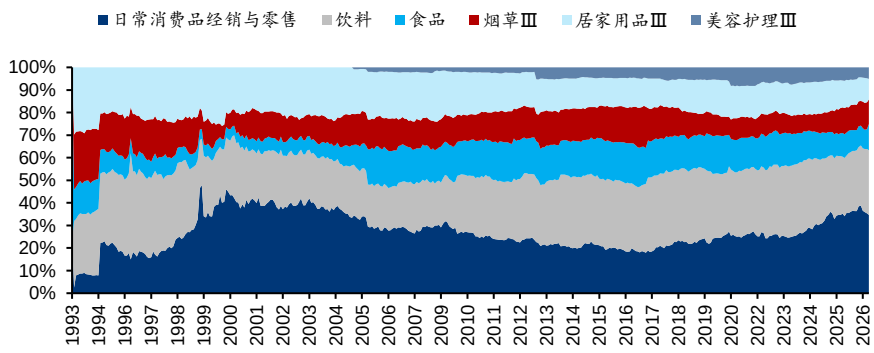
美国渠道变迁与品牌共生的经验借鉴对中国食品饮料行业的启示在于，渠道新业态不应被简单地视为品牌的威胁，而应被理解为份额集中与品牌升级的催化剂。渠道变革不是品牌末日，而是行业分化的加速器；在分化中胜出的，必是有品牌力、有品类创新、高 ROE 的食品饮料龙头。当前国内会员制商店、折扣零售、即时零售以及自有品牌等新业态正同步推进，渠道生态进入重塑期。在这一进程中，缺乏差异化能力的中小品牌将面临更大的生存压力，而具备强品牌心智、持续产品创新能力和扎实供应链基础的食品饮料龙头，则有望借助渠道变革实现更高效的消费者触达与更牢固的市场卡位。借鉴美国经验，决定企业命运的并非渠道形态的变迁本身，而是企业是否拥有穿越渠道周期的品牌力与产品力——这恰恰是中国食品饮料龙头在下一阶段竞争中最值得关注的核心壁垒。

长牛基因：龙头已形成“品牌力→定价权→高 ROE→持续分红”的正循环

美国日常消费品板块的市值结构变迁与长牛个股的持续涌现，共同揭示了食品饮料行业在成熟市场中穿越周期的长期价值。从板块市值的结构演变来看，1993 年至今，日常消费品经销与零售的市值占比由 2.5%跃升至 35.4%（市值增长幅度逾 300 倍），饮料占比基本稳定在 28%以上，而食品、烟草与居家用品的占比则出现不同程度的收缩。然而，市值占比的此消彼长，并不能简单等同于板块增长质量的优劣。从市值涨幅倍数看，美容护理以约 27.6 倍的涨幅领跑，食品/饮料约 19.7/14.1 倍涨幅次之，显著跑赢烟草/居家用品（9.7/7.6 倍涨幅）。市值占比的变迁背后体现了流通环节的连锁化与集中化（沃尔玛、Costco 等推动零售层市值快速增长）、轻资产模式与强定价权带来的持续市值累积（可口可乐等饮料巨头在浓缩液与品牌授权模式下资本开支低、现金转化率高、提价传导顺畅），以及通胀环境下定价权的分化（具备提价能力的饮料与糖果龙头能够转嫁成本压力，而传统包装食品与家庭护理的估值扩张则受制于原料成本与渠道自有品牌挤压）。**综合来看，价值正持续向渠道/零售层与轻资产的饮料巨头集中，而非传统包装食品整体表现不佳。**

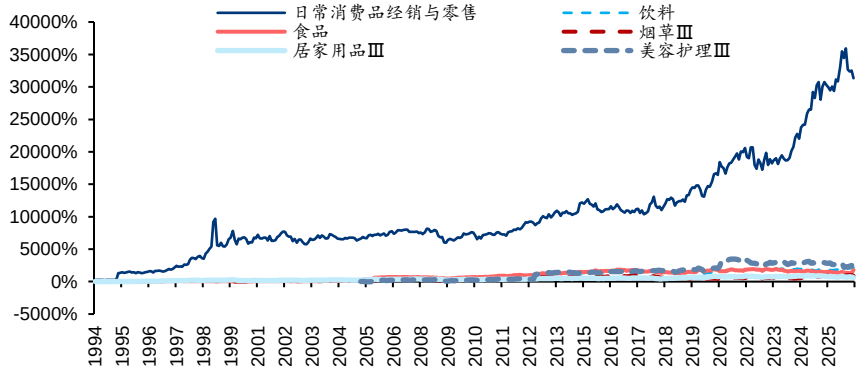
仅供内部参考，请勿外传

图表8：美国必选消费细分行业总市值占比变化情况



注：采取美股 Wind 行业划分标准（2024），数据截止 2026/8/31；
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：1993 年至今，美国必选消费细分行业的市值增长情况



注：采取美股 Wind 行业划分标准（2024），数据截止 2026/8/31
资料来源：Wind，华泰研究

图表10：必选消费各细分品类的区间市值涨幅对比：食品饮料是必选消费内部资本回报最好的赛道之一

必选消费细分品类	区间市值涨幅	代表性长牛公司
美容护理	~27.6 倍	高露洁、宝洁、联合利华等
食品	~19.7 倍	好时、荷美尔、味好美、Seaboard 等
饮料	~14.1 倍	可口可乐、百事、怪物饮料等
烟草	~9.7 倍	奥驰亚等
居家用品	~7.6 倍	高乐氏、WD-40 等

注：各板块的股价涨幅为基期以来的市值倍数（除饮料的基期为 2005 年，其余板块的基期为 1993 年）；
资料来源：Wind，华泰研究

将视角从板块下沉至个股，美股必选消费长牛榜单进一步验证了食品饮料龙头穿越周期的核心地位。据 Wind，上市以来股价涨幅居前的必选消费 Top10 企业集中于两大类：一是饮料与食品龙头（如能量饮料龙头 Monster、碳酸饮料龙头可口可乐、巧克力糖果龙头宝贝卷糖业），二是日常消费零售企业（如大卖场、会员制仓储、食品分销企业等）。上述企业穿越大萧条、两次石油危机、滞胀、2008 年金融危机与新冠疫情等多轮极端周期，股价与市值持续创新高。这些长牛企业之所以能够穿越宏观波动、实现持续的价值累积，根本原因在于其商业模式具备三个层面的共性特征：**1）需求层面，**产品高频消费且价格敏感度较低，使企业拥有天然的提价能力，能够持续跑赢通胀；**2）经营层面，**资本开支较低、现金转化率较高，沉淀出稳定充沛的自由现金流，为持续的股东回报提供支撑；**3）治理层面，**长期稳定的分红与回购将现金流有效转化为股东价值，形成“品牌力→定价权→高 ROE→持续分红”的正循环。综合来看，食品饮料是成熟市场中少数能够持续穿越周期的品类之一，龙头通过提价、品类创新与并购整合，在总量增速放缓的环境中依然实现了市值与股东回报的长期累积，为国内的食品饮料龙头提供了清晰的估值锚与路径参照。

仅供内部参考，请勿外传

图表11：美国必选消费行业个股股价涨幅 TOP10（自上市以来）

彭博代码	名称	二级行业	三级行业	上市日期	上市至今涨跌幅	25财年ROE	上市至今保持长牛的原因分析
MNST US Equity	怪物饮料	食品饮料	饮料	1990年	391750.7%	26.8%	**能量饮料赛道品类爆发**叠加**轻资产品牌授权模式**：仅掌握配方与品牌、生产灌装外包，资本开支较低；2015 年起绑定可口可乐全球分销网络，渠道与品类双扩张；能量饮料高毛利、强复购、价格不敏感，具备持续提价能力。长牛由“品类红利×轻资产×渠道杠杆”驱动。
WMT US Equity	沃尔玛	日常消费零售	日常消费品经销与零售	1970年	333780.0%	23.0%	必选零售的**规模壁垒**与**低价定位**穿越周期：“天天低价”锁定价格敏感型必选需求，高频刚需、抗通胀；规模带来的采购议价与供应链效率构成宽护城河，份额持续集中；电商与会员体系延展；分红与回购稳定兑现。长牛来自“必选零售规模集中度×高频刚需×股东回报”。
CASY US Equity	CASEY'S	日常消费零售	日常消费品经销与零售	1983年	86999.0%	19.2%	**下沉市场**区域便利店龙头的份额集中：美国中部小镇“燃料+便利店食品”组合形成社区高频刚需与区域密度壁垒；轻资产扩张；持续回购。长牛来自“区域必选零售份额集中×高频刚需”。
MO US Equity	奥驰亚	食品饮料	烟草III	1954年	75097.9%	31.0%	**成瘾性刚需**叠加极致**定价权**与**高分红**：烟草需求价格刚性、用户黏性极高，具备穿越通胀的提价能力，毛利率与净利率长期高于多数食饮；高股息与回购是股东回报核心。长牛来自“成瘾性刚需×极致定价权×高分红”。
SYY US Equity	Sysco	日常消费零售	日常消费品经销与零售	1970年	66297.5%	78.2%	餐饮供应链 **B2B 分销**的稳定性与**规模壁垒**：作为美国最大食品分销商，下游为餐厅等外出就餐渠道，食材采购高频、订单流稳定；规模优势带来采购与物流成本壁垒，客户切换成本高，叠加稳定分红。长牛来自“必选 B2B 分销规模集中度×客户粘性”。
COST US Equity	Costco	日常消费零售	日常消费品经销与零售	1985年	56811.9%	30.7%	会员制仓储的**高用户粘性**与**高周转率**：以会员费锁定高频刚需、极致性价比形成强用户粘性；库存周转较高、现金流充沛；会员续费收入稳定；持续回购。长牛来自“会员制必选零售高粘性×高周转×现金流”。
HSY US Equity	好时	食品饮料	食品	1929年	54157.9%	18.9%	巧克力糖果的品牌**定价权**与**轻资产**：品牌心智牢固、强复购，成本上行可提价传导；连续 50 年以上提高股息；轻资产运营。长牛来自“品牌定价权×高分红×轻资产”。
TR US Equity	宝贝卷糖业	食品饮料	食品	1922年	45478.5%	11.1%	**经典**糖果品牌的**低负债**与稳定**高分红**：作为全美连续上市最久的糖果企业之一，业务仅覆盖 Tootsie Roll、Tootsie Pop、Andes 等经典低价品牌，品类廉价、需求价格不敏感、衰退期韧性突出；零有息负债叠加可覆盖约七年分红的现金储备，自 1943 年首次派息以来从未中断，且连续 59 年提高股息；成长性弱，长牛更多来自“时间复利×持续分红”。
TGT US Equity	塔吉特	日常消费零售	日常消费品经销与零售	1969年	42704.2%	24.0%	以**差异化定位**避开纯低价内卷的大型综合零售商：不与沃尔玛打价格战，而是用“平价时尚”的门店体验与商品设计锁定中产家庭客群；收入以家居、服装、美容等可选品类为主，通过与设计师及品牌联名、做厚自有品牌来构建区差异化竞争壁垒；同时持续翻新门店，补齐线上线下全渠道履约，在激烈的零售竞争中靠品牌调性与精准客群维持了长期稳定增长。长牛来自“差异化定位×联名/自有品牌商品力×全渠道履约”。
KO US Equity	可口可乐	食品饮料	饮料	1919年	42262.6%	46.0%	**轻资产浓缩液**模式、全球品牌**定价权**与连续 63 年**提息**：仅掌握浓缩液与糖浆、品牌授权，灌装分销外包，资本开支低、现金转化率高；全球品牌强复购、提价传导顺畅；63 年连续提息加大额回购。长牛来自“轻资产×品牌定价权×分红回购复利”。

注 1：采取美股 Wind 行业划分标准（2024），数据截止 2026/8/31；
注 2：奥驰亚的 ROE 数据采用 ROIC；
资料来源：Wind，华泰研究

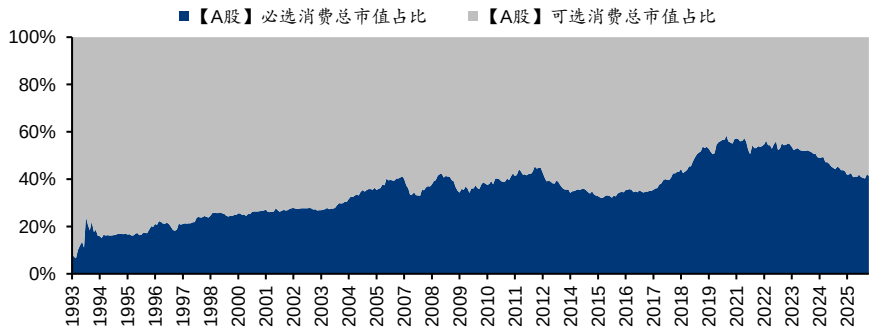
仅供内部参考，请勿外传

中美日必选消费对比：周期规律相似，结构差异显著

从中美必选与可选消费市值结构的演变来看，两国均呈现出“周期高点可选消费弹性更强、周期低点必选消费防御属性凸显”的周期规律，本质上是资金在“确定性溢价”与“弹性溢价”之间的反复切换。2008 年次贷危机后，美股必选消费总市值占比呈现阶段性反弹，2020 年后的高通胀与激进加息进一步强化其相对表现；中国市场同样遵循这一规律，2008 年金融危机后、A 股必选消费总市值占比由 32%反弹至 40%，2020 年疫情期间 A 股必选消费总市值占比攀升至 56%的历史峰值，而在经济复苏预期主导的阶段（如 2009 年“四万亿”政策后的反弹、2023 年初疫情防控放开），可选消费则凭借高弹性吸纳更多资金，A 股必选消费的总市值占比相应回落。这表明，虽然中美两国的市场制度环境不同，但两国的必选&可选消费市值结构在周期层面遵循同一套逻辑。

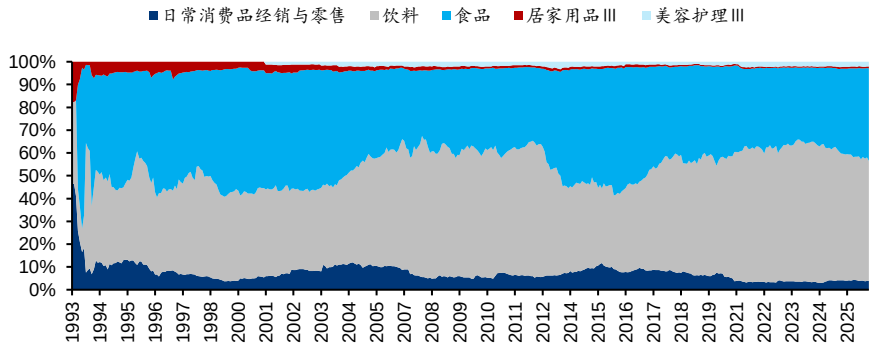
中美日三国必选消费的市值结构呈现显著的差异化特征，日本与美国的分布形态较为相似（各子板块均有相当权重），中国必选消费的市值结构则较为集中（白酒板块市值独大，板块表现与白酒周期深度绑定），其背后映射出各国资本市场发展路径与产业格局的根本不同。截至 2026 年 8 月 31 日，美国必选消费市值结构相对分散，日常消费品经销与零售板块占比约 35%、饮料板块占比约 29%，其余板块均有相当权重，六大子行业均有代表性上市标的；日本必选消费市值结构内部同样呈现高度分散的特征——自上市以来涨幅超 10 倍的 34 家日本必选企业横跨食品、饮料、零售、居家用品、美容护理等全部子行业，收益来源在子行业之间形成轮动对冲；A 股必选消费的市值则高度集中于饮料板块（含白酒，截至 2026 年 8 月 31 日，市值占比约 53%）与食品板块（市值占比约 41%），两者合计占比逾九成，日常消费品经销与零售板块的市值占比不足 4%（其中美容护理市值占比约 2%、居家用品市值占比不足 1%），且无 A 股烟草上市企业。

图表12：A 股必选消费与可选消费总市值占比情况



注：采取 A 股 Wind 行业划分标准（2024），数据截止 2026/8/31；
资料来源：Wind，华泰研究

图表13：中国必选消费细分行业总市值占比



注：采取 Wind 行业划分标准（2024），数据截止 2026/8/31；
资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

原因剖析：1）中美市值结构差异的本质在于两国可选消费巨头资本化进程的不同。美国可选消费巨头早年即完成资本化并形成全球市值主导地位，必选消费的市值占比长期被压缩；而中国在资本市场早期缺乏足够体量的可选消费标的，必选消费龙头（尤其是白酒）长期承担“确定性溢价”的集中表达，推高了 A 股必选消费的整体市值占比，也使其股价表现与白酒周期深度绑定。**2）日本必选消费的市值分散则与美国原因不同、与中国形成鲜明对照。**日本资本市场发展较早，食品、饮料、零售、居家用品、美容护理等各子行业的龙头企业在发展早期即完成了上市与市值积累，各赛道均有代表性长牛标的涌现，使得必选消费内部收益来源在子行业之间形成轮动对冲，而非集中于单一品类。**从盈利能力看，**美国必选消费龙头的 ROE 长期维持在 15%-30%，中国白酒龙头的 ROE 已具备国际竞争力，乳制品、调味品等食品龙头的 ROE 仍有提升空间；日本食饮龙头的 ROE 则长期处于 5%-15%的区间，其穿越周期的核心更多依赖定价权与品类深耕，而非高 ROE 驱动。展望未来，随着中国经济向消费驱动转型，A 股必选消费与可选消费的市值结构预计呈现周期性与结构性交织的特征。

美国参考：我国当前的消费阶段类似美国 1980 年代初期

结合收入与消费结构、产业渠道格局、需求升级路径、居民资产负债与消费信心状况，我们判断中国当前的消费阶段大体对应美国 1980 年代初期。从关键数据看，2025 年中国人均 GDP 约 13,953 美元，恰好对应美国 1981 年的水平（人均 GDP 约 13,976 美元）；2024 年中国的城镇化率（67.0%）已逼近美国 1980 年的 73.7%；中国家庭户均规模 2.6 人，与美国同期约 2.7 人相近；消费结构层面，中国城镇的恩格尔系数已降至 28.8%，服务性消费占比升至 46.1%，正处于“食品支出占比下行、服务消费占比上行”的升级窗口，美国恰在 1980 年代前后完成了这一结构性切换——多维指标共振指向两国在人均收入量级、家庭结构与消费转型节奏上的高度可比性。而美国 1980 年代之后，恰恰是食品饮料品牌继续长牛的时期，可口可乐、百事等龙头的股价在此后屡创新高，可口可乐 1980 年代后的股价长牛靠的是“全球化深耕+品牌提价”，而百事的长牛靠的是“多元化对冲+聚焦协同”，前者是单一品类的极致扩张，后者是多品类组合的稳健增长。**这意味着，中国食品饮料龙头正处于与当年美国必选消费龙头相似的历史起点，行业格局仍有较大的市值提升空间。美国百年消费史证明：食品饮料是依靠品牌定价权、品类升级与高 ROE 持续创造股东价值的长期优质赛道。**

图表14：结合收入与消费结构、产业渠道格局、需求升级路径、居民资产负债与消费信心状况，当前的中国消费类似于 1978-1982 年的美国

对比维度	中国 vs 美国
收入与消费结构	2025 年中国人均 GDP 约 1.4 万美元，恰好对应美国 1981 年的水平，彼时美国正步入服务消费加速上行的周期起点。当前中国服务消费占居民总消费的比重约 46%，而美国 1978 年服务消费占比为 53%、1983 年突破 57%后正式成为消费的主导力量——中国当前“实物消费仍占主流、服务消费方兴未艾”的结构特征，与美国 1970 年代末期的格局类似。
产业渠道格局	美国 1970-1990 年代是连锁商超与折扣零售崛起的黄金时期，沃尔玛、Costco 在此期间快速扩张，日用品零售赛道的市值持续攀升。当下中国会员制商店、折扣连锁与线上新零售渠道同步爆发，线下商超的集中度仍明显偏低，线上&线下双线分流并行，正在复刻美国 1970 年代渠道集中化初期的典型特征。与此同时，美国居家耐用消费品赛道在 1980 年代逐步趋于饱和、市值持续收缩；国内家居家电虽受地产链拖累，但存量更新需求与智能化升级仍提供增量空间，发展路径与美国相似但节奏存在差异。
需求升级路径	当前中国刚完成家电与新能源车的普及性消费阶段，体验式服务的渗透率仍处低位，文娱、餐饮、酒店连锁化等领域的下沉空间较大，整体消费结构与美国 1980 年代初服务消费起飞前夕较为接近。
居民资产负债与消费信心状况	美国 1978-1982 年经历高通胀与经济增速放缓，居民开始主动压缩大额耐用品支出，消费行为转向高性价比刚需品和平价服务，储蓄意愿阶段性抬升。对照当下的中国，通胀温和波动、居民收入预期走弱、家庭中长期负债集中于住房资产，大众消费同样呈现“压缩大额可选开支、增加平价刚需与小额悦己消费”的特征，居民消费心态与支出决策逻辑与美国该阶段类似。

资料来源：Wind，华泰研究

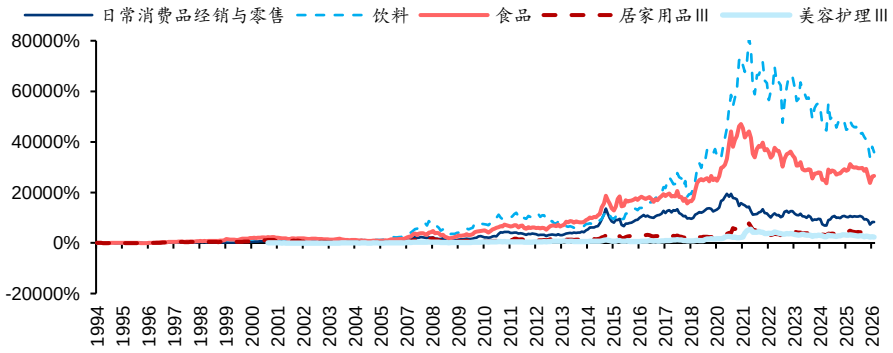
仅供内部参考，请勿外传

增速对比：年化复利不弱于美国，但内部呈现显著的分层特征

从年化回报率看，中国食品饮料龙头的长期复利能力并不逊色于美国标杆企业。美国市场中，可口可乐自 1919 年上市以来，含股息再投资的年化复合回报率约 15%；怪物饮料自 1998 年的股价低点至今，年化投资回报率超过 30%；好时公司 37 年间年化收益率约 16%。中国食品饮料龙头企业的股价表现同样亮眼，贵州茅台自 2001 年上市以来，股价的年化回报约 27%；五粮液上市以来复利年化收益率约 20%；伊利股份上市至今年化投资收益率约 22%。从更宏观的视角看，1957-2003 年间，美国年化收益率最高的前 20 只大牛股中，有 9 只来自食品饮料行业，年化收益率均超 13%；而中国在 A 股上市超过 15 年、投资回报率最高的 20 只股票中，6 只为消费股，其中 5 只食品饮料股（贵州茅台、五粮液、泸州老窖、伊利股份、双汇发展）的年化收益率均超过 20%。从年化口径来看，中国龙头食品饮料企业的价值创造能力并不弱于海外对标的龙头企业。

从各子板块的长周期增速来看，A 股必选消费内部呈现显著的分层特征，饮料与食品板块构成市值扩张的双引擎。1993 年至今，饮料板块（以白酒为主）累计市值涨幅约 2,415 倍，对应期间 CAGR 约 26.7%，增速在必选消费各子板块中高居榜首；食品板块累计市值涨幅约 701 倍，对应期间 CAGR 约 22.2%，仅次于饮料板块，饮料与食品板块的市值扩张速度远高于日常消费品经销与零售板块（累计市值涨幅约 147 倍、对应期间 CAGR 约 16.4%）、美容护理板块（自 2001 年起累计市值涨幅约 29 倍、对应期间 CAGR 约 14.5%）以及居家用品板块（累计市值涨幅约 73 倍、对应期间 CAGR 约 13.9%）。

图表15：1993 年以来，中国必选消费细分行业的市值增长情况



注：采取 Wind 行业划分标准（2024），数据截止 2026/8/31；
资料来源：Wind，华泰研究

饮料与食品板块之所以能够实现远超其他板块的长期回报，根本原因在于中国必选消费的市值扩张由两条核心主线共同驱动。1）白酒板块凭借强品牌定价权与社交刚需属性，在消费升级的长周期中持续实现了价格上移与份额集中，成为整个必选消费中 ROE 最高的资产类别；2）食品板块受益于乳制品、调味品等细分赛道的龙头集中化进程，头部企业通过渠道下沉/品类扩张/规模效应不断抬升市场份额，推动板块整体市值的持续累积。两者的叠加效应，使得饮料与食品板块在长周期中显著跑赢必选消费其他子板块，构成了 A 股必选消费市值增长的主引擎。

横向对比来看，我们认为中美两国的必选消费在市值驱动结构与板块对冲机制上存在根本性差异。美国必选消费的增长动力来源更为多元，市占率持续提升的零售龙头（如沃尔玛/Costco 等）、具备强定价权的饮料企业（如可口可乐/百事等）以及依托成瘾性品类的烟草公司共同构成美股必选消费市值扩张的支柱，各子板块之间形成轮动效应：当某一板块增速放缓时，其他板块往往能够接续增长动能，从而在整体层面平滑波动、维持行业市值的长期稳定上行。中国必选消费的股价表现则有所不同，由于市值结构高度集中于饮料（含白酒）板块，其整体表现与白酒周期深度绑定，在白酒行业的景气上行期，必选消费板块整体可获得超额收益；而一旦白酒进入行业调整期，由于缺乏其余子板块进行缓冲，A 股必选消费的整体波动便呈现出更为剧烈的周期振幅。这种驱动结构的单一化，既是 A 股必选消费在景气周期中弹性突出的原因，也是其在行业下行阶段波动放大的根源所在。

仅供内部参考，请勿外传

龙头共性：高频刚需，品牌定价权，轻资产或规模壁垒，分红与回购复利

中美两国的必选消费板块均涌现出大量穿越周期的企业，其底层驱动逻辑高度一致，可归纳为“高频刚需、品牌定价权、轻资产或规模壁垒、分红与回购复利”四个共同支柱。这四个支柱并非孤立存在，而是彼此嵌套、相互强化、层层递进的关系，共同构成了消费龙头“收入稳定➡利润增厚➡资本回报高效➡股东价值持续累积”的正循环链条，中美消费龙头的长期市值增长均可在这一框架下得到系统性解释。

图表16：中美必选消费的龙头共性：高频刚需，品牌定价权，轻资产或规模壁垒，分红与回购复利

对比维度	美国必选消费龙头代表	中国必选消费龙头代表
高频刚需	沃尔玛、Costco 等依托食品和日用品的高频复购属性，构建起全球最大的零售网络；Sysco 则通过餐饮供应链的每日配送需求，形成了高粘性的 B 端服务闭环。	双汇发展凭借肉制品的日常消费属性，在屠宰及肉类加工领域建立了覆盖全国的分销体系；伊利股份则以乳制品每日饮用的高频场景为依托，在常温奶、低温奶等品类中持续扩大市场份额。
品牌定价权	可口可乐凭借百年品牌积淀与全球最广泛的饮料分销网络，在过去数十年中持续实现价格上移，其提价幅度长期跑赢 CPI；好时在巧克力糖果细分品类中占据主导地位，消费者对品牌的情感依恋使其对小幅提价几乎不敏感；Monster 则通过精准卡位功能饮料这一高增长赛道，以产品差异化支撑了持续的价格升级。	贵州茅台、泸州老窖等高端白酒凭借社交属性与文化溢价，在过去二十年中实现了远超通胀的提价幅度，且需求刚性较强，价格传导的阻力较小。
轻资产或规模壁垒	以可口可乐为代表的饮料企业采用浓缩液生产与品牌授权模式、实现了较高的资产周转率与 ROE 水平，使其能够用较低的资本开支撬动全球性的收入与利润增长。以 Sysco 为代表的食品分销商则走规模壁垒路线，通过覆盖全美的高密度配送网络，将固定成本分摊至海量 SKU 与客户，新进入者几乎无法复制同等密度的物流基础设施，形成天然的规模护城河。	牧原股份通过自繁自养的重资产模式与成本管控，在生猪养殖这一强周期行业中构筑了远超同行的单位成本优势，即便行业整体亏损时仍能维持盈利，资产效率在重资产模式中做到极致；双汇发展则以全产业链布局实现各环节间的成本协同与风险对冲，总资产周转率虽不及轻资产企业，但凭借规模效应在产业链内部实现了优于同业的资本回报水平。
分红与回购复利	好时公司连续数十年保持稳定且持续增长的分红记录，即使在金融危机期间也未削减股息；奥驰亚凭借烟草业务较强的现金流生成能力，长期维持较高的派息比例，其股息率在必选消费板块中处于领先水平；沃尔玛、Costco 等零售龙头同样以稳定的季度分红与周期性回购回馈股东。	双汇发展的长期股息率在 A 股消费品公司中名列前茅；贵州茅台近年来在稳定分红的基础上逐步加大回购力度，以多种方式提升股东回报；伊利股份、五粮液等龙头亦保持较高的派息水平，且分红总额随利润增长持续扩大。

资料来源：各公司公告，华泰研究

1）高频刚需与强复购构成最底层的需求底座，为消费龙头的业绩稳定性提供了天然保障。食品饮料与日常消费品是人类生存最基本的支出项，需求频次高、消费周期短、受经济波动的影响相对有限，这种品类属性决定了龙头企业的收入端具备天然的抗周期特征。美国的沃尔玛、Costco 等依托食品和日用品的高频复购属性，构建起全球最大的零售网络；Sysco 则通过餐饮供应链的每日配送需求，形成了高粘性的 B 端服务闭环。在中国市场，双汇发展凭借肉制品的日常消费属性，在屠宰及肉类加工领域建立了覆盖全国的分销体系；伊利股份则以乳制品每日饮用的高频场景为依托，在常温奶、低温奶等品类中持续扩大市场份额。高频刚需使得这些企业即使在宏观经济下行期，仍能维持相对稳定的经营性现金流，为后续的品牌投入、产能扩张与股东回报提供了最为基础的财务支撑。

2）品牌定价权与提价能力是利润弹性的核心来源，决定了企业能否在成本上行或通胀环境中守住盈利能力。并非所有的高频消费品类都具备提价能力，定价权的本质在于品牌在消费者心智中的不可替代性，以及产品本身较低的价格敏感度。在美国市场上，可口可乐凭借百年品牌积淀与全球最广泛的饮料分销网络，在过去数十年中持续实现价格上移，其提价幅度长期跑赢 CPI；好时在巧克力糖果细分品类中占据主导地位，消费者对品牌的情感依恋使其对小幅提价几乎不敏感；Monster 则通过精准卡位功能饮料这一高增长赛道，以产品差异化支撑了持续的价格升级。中国白酒板块是品牌定价权的最佳注脚，过去二十年，贵州茅台、泸州老窖等高端白酒依托社交属性与文化溢价，实现了显著高于同期通胀水平的品牌价值累积与价格上移，且需求韧性突出，价格传导相对顺畅。但品牌定价权并不等同于持续单边提价，2023 年以来，受渠道库存去化与消费场景调整影响，高端白酒批价承压、提价节奏放缓，定价权更多体现为强品牌壁垒下的份额集中、价位带防御与穿越周期的稳定性，而非价格端的线性上行。定价权的本质，是将品牌势能转化为财务结果的能力，这一能力直接决定了企业能否在成本上涨周期中维持甚至扩大利润率，是四个支柱中最为核心的价值驱动环节。

仅供内部参考，请勿外传

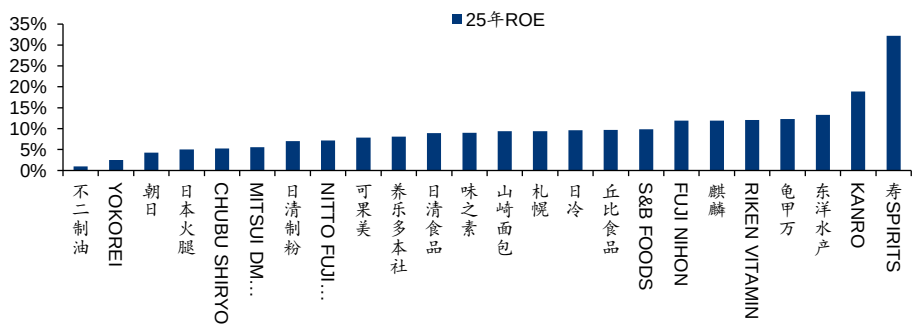
3）轻资产运营模式或重资产的规模壁垒，从不同路径保障了资本回报率的可持续性，使企业能够以更少的增量资本获取更多的增量利润。不同品类的龙头根据自身行业特征选择了不同的资产效率路径，以可口可乐为代表的饮料企业采用浓缩液生产与品牌授权模式、实现了较高的资产周转率与 ROE 水平，使其能够用较低的资本开支撬动全球性的收入与利润增长。以 Sysco 为代表的食品分销商则走规模壁垒路线，通过覆盖全美的高密度配送网络，将固定成本分摊至海量 SKU 与客户，新进入者几乎无法复制同等密度的物流基础设施，形成天然的规模护城河。中国必选消费市场同样存在两条路径的并行演绎：牧原股份通过自繁自养的重资产模式与成本管控，在生猪养殖这一强周期行业中构筑了远超同行的单位成本优势，即便行业整体亏损时仍能维持盈利，资产效率在重资产模式中做到极致；双汇发展则以全产业链布局（屠宰、肉制品加工、冷链物流、渠道分销）实现各环节间的成本协同与风险对冲，总资产周转率虽不及轻资产企业，但凭借规模效应在产业链内部实现了优于同业的资本回报水平。轻资产路径的核心在于“用小钱赚大钱”，规模壁垒路径的核心在于“大者恒大、强者恒强”，两者都助力了企业在长周期中以高于行业平均的效率实现资本增值。

4）持续稳定的分红与回购，为长期投资者提供了复利兑现机制，使账面利润真正转化为股东的可支配回报。食品饮料与零售企业因经营现金流稳定、资本开支相对可控，天然具备高比例分红的能力。美国市场上，好时公司连续数十年保持稳定且持续增长的分红记录，即使在金融危机期间也未削减股息；奥驰亚凭借烟草业务较强的现金流生成能力，长期维持较高的派息比例，其股息率在必选消费板块中处于领先水平；沃尔玛、Costco 等零售龙头同样以稳定的季度分红与周期性回购回馈股东。中国市场上，双汇发展的长期股息率在 A 股消费品公司中名列前茅；贵州茅台近年来在稳定分红的基础上逐步加大回购力度，以多种方式提升股东回报；伊利股份、五粮液等龙头亦保持较高的派息水平，且分红总额随利润增长持续扩大。分红与回购之所以构成四大支柱中的“兑现器”，是因为它们将企业创造的净利润转化为股东能够实际支配的现金回报，使长线投资者可以通过股息再投资实现复利累积，尤其在利率下行、确定性溢价提升的市场环境中，稳定分红的消费龙头往往能够获得更高估值溢价，进一步强化市值增长的复利效应。

日本参考：穿越周期的企业具备盈利质量/现金创造/股东回报协同的特征

与中国必选消费市场的市值分布高度集中于饮料及食品品类的结构不同，日本必选消费内部呈现高度分散的特征。日本必选消费行业中，共有 34 家企业自上市以来的股价涨幅超过 10 倍，几乎横跨全部的必选消费子行业，食品、饮料、零售、居家用品、美容护理等均有代表性长牛标的，意味着日本必选消费行业的市值与美国相似，不依赖于单一品类的集中驱动，收益来源在子行业之间形成轮动对冲；这与中国必选消费板块“白酒市值独大”的集中结构形成了鲜明的结构性对照。从盈利特征看，日本食饮龙头的 ROE 长期处于 5%-15% 的区间，远低于中美必选消费龙头的高 ROE 水平。我们认为，日本龙头企业穿越周期的核心并非高 ROE，而是定价权。在周期低点，日本调味品龙头龟甲万通过“高附加值”战略以产品结构升级规避价格战，日本番茄酱、番茄汁及果蔬汁饮料领域的龙头可果美则以“健康饮品”定位深耕品类价值，凭借扎实的定价权、实现了持续的市值累积。

图表17：日本食饮龙头 25 年 ROE 水平对比



资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

从日本案例来看，穿越周期的企业呈现出盈利质量、现金创造与股东回报三者协同的共性，但存在三种不同的侧重路径：1）成长价值型（如寿 SPIRITS、神户物产、朝日等）：以高周转或品牌溢价驱动盈利效率，股息率约 1%-2%，更倾向于将利润再投资于品牌与渠道扩张，通过盈利的高弹性兑现成长价值，朝日同样属于这一类别——尽管 25 年 ROE 仅 4.3%，但其上市以来凭借海外并购与高端化战略实现了收入端的持续增长与市值的大幅扩张；**2）稳健高 ROE 型（如龟甲万、花王、东洋水产等）：**依托全球化与品牌定价权实现盈利的持续积累，股息率约 1.5%-2.5%且分红稳定增长，在盈利扩张与股东回报之间形成均衡；**3）高股息防御型（如 G-7 HOLDINGS、RIKEN VITAMIN 等）：**以稳定现金流为基础，将大部分利润通过分红回馈股东，股息率约 3%-5%，呈现出“类债券”的配置价值。综合来看，日本经验表明：穿越周期的核心不在于 ROE 或股息率的绝对值高低，而在于企业是否具备持续创造现金回报的能力，无论是通过品牌定价权、全球化扩张、运营效率提升，还是通过稳定的分红回馈，这一判断框架对中国食品饮料龙头的长期价值评估同样具有参考意义。

图表18： 日本必选消费行业个股股价涨幅 TOP10（自上市以来）

彭博代码	证券简称	二级行业	上市至今涨跌幅(%)	25年ROE	上市至今保持长牛的原因分析
2875 JP Equity	东洋水产	食品	4706.3	13.3%	杯面、海鲜罐头与冷冻食品龙头；长期受益方便食品全球化及冷冻调理食品需求，盈利稳健、分红稳定。
4527 JP Equity	乐敦制药	美容护理Ⅲ	4424.7	12.2%	眼药水与护肤品牌全球扩张；亚洲等海外市场渗透及品类延伸(护眼/护肤)，盈利能力稳健。
8113 JP Equity	尤妮佳	居家用品Ⅲ	4265.5	8.3%	主营纸尿裤、女性护理与宠物用品；受益亚洲新兴市场人口结构红利与产品高端化。
4452 JP Equity	花王	居家用品Ⅲ	3821.9	11.3%	主营多品类日化(Merries纸尿裤、Biore、护理用品)；研发驱动与高端化、全球品牌组合支撑长期增长。
2222 JP Equity	寿SPIRITS	食品	3813.3	32.2%	糖果糕点控股平台(LeTAO、寿制菓等)；以 premium gift sweets 与旅游特产模式运营高毛利品牌矩阵。
7508 JP Equity	G-7 HOLDINGS	日常消费品经销与零售	3729.9	15.8%	汽车用品(Autobacs加盟)与业务超市(Gyomu Super)、肉类业务组合；多元折扣零售业态贡献稳健现金流。
2801 JP Equity	龟甲万	食品	3718.3	12.3%	酱油全球龙头；高端化与北美/全球扩张(并购Del Monte等)，海外营收占比高。
3038 JP Equity	神户物产	日常消费品经销与零售	3609.2	21.7%	业务超市(低价食品零售)与餐饮；性价比模式受益通胀下的消费理性化与B端餐饮需求。
2502 JP Equity	朝日	饮料	3447.3	4.3%	主营啤酒与饮料；高端化、海外并购(Peroni等)及无醇/健康饮料拓展。
4526 JP Equity	RIKEN VITAMIN	食品	2737.8	12.1%	主营食品添加剂/乳化剂/天然色素等；作为食品工业“卖水人”，受益于加工食品产业化与清洁标签趋势。

注：采取日股 Wind 行业划分标准（2024），数据截止 2026/8/31；
资料来源：Wind，华泰研究

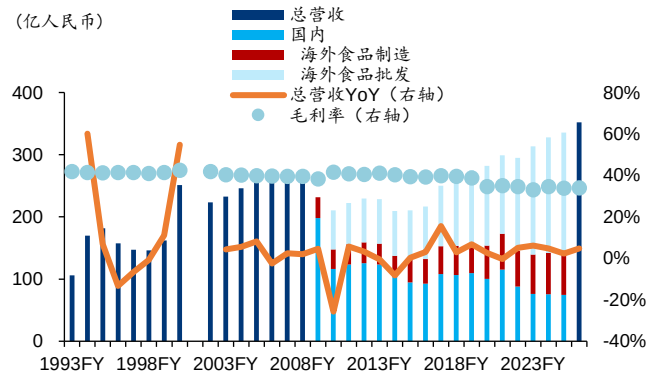
日本经验对中国必选消费行业的核心启示在于：分红比例的提升是比追逐 ROE 更可靠的长期回报锚点。日本食饮上市公司分红比例在 1990 年代稳步提升，股东回报以分红为主、回购为辅，与美国式“高 ROE+大额回购并重”的模式形成对照，反映出在低增长环境下，稳定的现金回馈比高盈利弹性更具可持续性。映射至中国市场，对于食饮行业龙头的评估应超越“白酒独大”的单一高 ROE 叙事，转而关注定价权扎实、分红率具备上行空间的广义必选消费标的；同时，中国必选消费板块的市值内部结构高度集中于白酒的现实，缺乏日本&美国式的子行业轮动对冲，单一赛道的周期风险更为集中，这也意味着在中国市场的必选消费投资决策中，需更加注重子行业之间的风险分散与周期错配。

龟甲万、味之素与三得利是日本食品饮料行业穿越周期的三家标杆性企业，均诞生于日本经济的高速增长期，但在国内需求见顶后分别走出了全球化深耕、技术跨界创新与战略并购扩张三条截然不同的成长路径，为我们理解消费龙头在存量环境中的价值创造提供了三种经典范式。

龟甲万：从本土酱油龙头到全球调味品平台。龟甲万具有 300 余年的发展历史，是全球酱油行业的龙头企业，2023 年在日本国内的出货市占率为 33.6%，在美国的销量市占率为 57.6%。1970 年后日本调味品需求见顶下滑，公司破局之道是坚定的全球化战略。1950 年代公司就开始向美国出口酱油，1973 年成为首个在美国建厂的日本食品企业，此后陆续在荷兰（1997 年）、新加坡（2001 年）、中国（2003 年）等地建厂。26 财年（截至 2026 年 3 月）龟甲万的海外收入占比达 78.2%，海外业务的营业利润率高于日本国内，海外业务已成为公司营收和利润的核心贡献。龟甲万在日本国内同步推进高附加值化与多元化业务发展，豆乳的市占率已超过 50%。股东回报方面，龟甲万的派息率从 2007 财年的 27.5%提升至 2026 财年的 39.3%，体现了其在全球化扩张与股东回报之间的平衡。

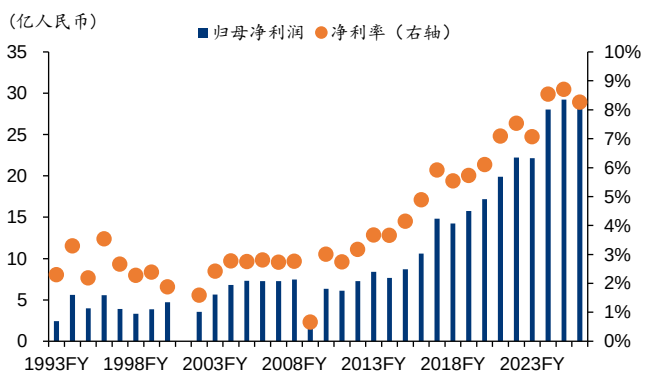
仅供内部参考，请勿外传

图表19：龟甲万营收及拆分情况



资料来源：Bloomberg，华泰研究

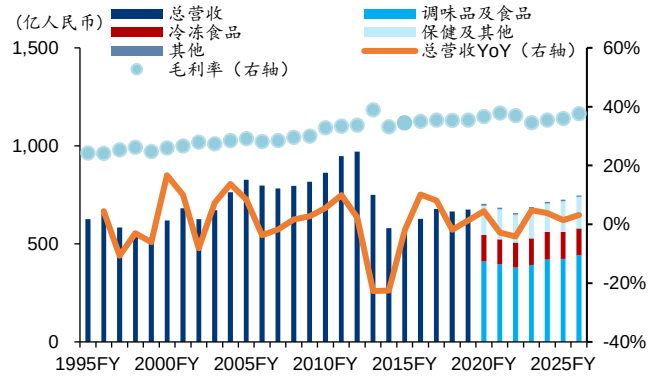
图表20：龟甲万归母净利和归母净利率情况



资料来源：Bloomberg，华泰研究

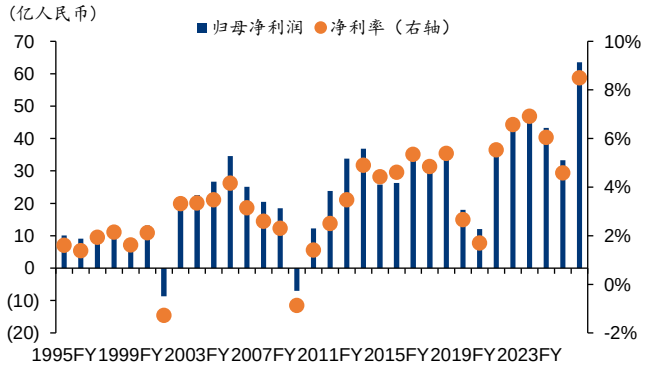
味之素：从味精龙头到跨界材料巨头。味之素成立于 1909 年，创始人从海带汤中提取出谷氨酸钠，奠定了现代调味品的工业基础。1990 年代日本泡沫破裂后，味之素的收入增长停滞，经营利润率自 1988 年起连续五年下滑，产能利用率跌破 50%。面对内外交困，公司在 1994-2004 年间实施三大战略：1）将低附加值的味精、鸡精生产转移至海外（1995 年起在中国设厂），本土工厂整合并转向生产高附加值创新产品；2）重金投入基础研发，从氨基酸核心技术中衍生新业务；3）重点布局欧美与东南亚市场。味之素最具传奇色彩的跨界来自味精副产品氯化石蜡，公司以此积累了材料研发经验，1996 年应英特尔委托开发出 ABF 薄膜，此后 ABF 逐步成为全球高端 CPU、GPU 封装的产业标准，味之素的市占率高达 95%。25 财年（截至 2025 年 3 月），味之素 ABF 膜收入约 1,007 亿日元，利润率高达 54.2%。股东回报方面，味之素的派息率从 2007 财年的 17.2%提升至 2026 财年的 35.4%。

图表21：味之素营收及拆分情况



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表22：味之素归母净利和归母净利率情况

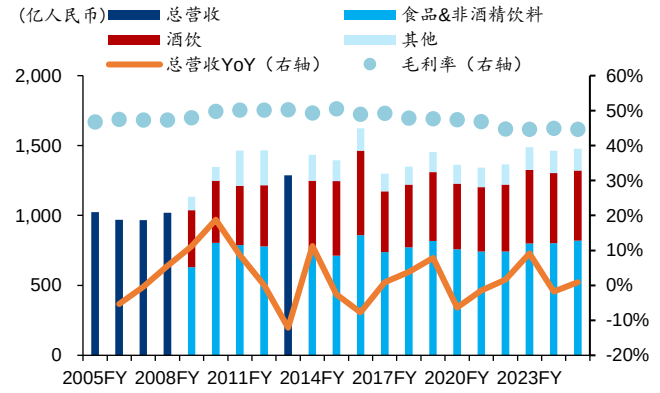


资料来源：Bloomberg，华泰研究

三得利：酒饮起家，全球化并购驱动的综合食品巨头。三得利成立于 1899 年，以洋酒和啤酒酿造起家，后逐步拓展至软饮料、茶饮、咖啡、健康食品等多元领域。三得利的全球化始于 1980 年代，核心动因是日本本土市场的增长瓶颈。与龟甲万依靠自身品牌逐步渗透不同，三得利更多依赖前瞻性收并购，2013 年三得利以 17 亿美元收购葛兰素史克旗下的利宾纳（Ribena）和葡萄适（Lucozade）品牌，同年收购百事越南公司 51%的股份；此后在泰国、越南、新西兰等地持续投资建厂与并购，2024 年向东南亚饮料工厂投资超 150 亿日元。三得利在欧洲市场通过并购切入果汁、果味碳酸饮料和功能饮料赛道；在美洲市场与百事共同经营软饮料业务。18-25 年三得利的营收从 1.29 万亿日元持续增长至 1.72 万亿日元，对应期间 CAGR 约 4.1%，26H1 海外业务在三得利集团整体营收中占比 51%。股东回报方面，24 财年起，三得利的目标派息率从 30%提升至 40%以上，在日本食饮龙头中处于中等偏上水平。

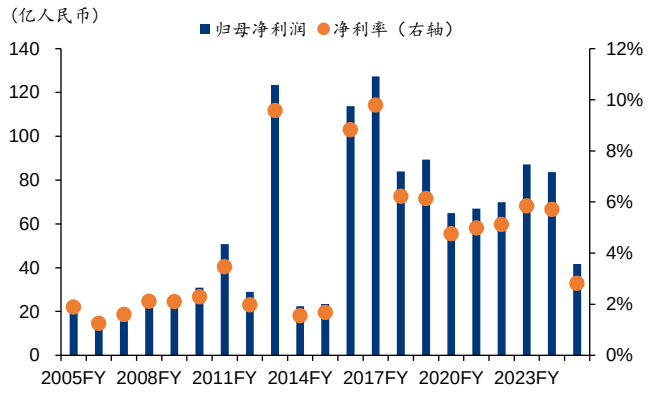
仅供内部参考，请勿外传

图表23：三得利营收及拆分情况



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表24：三得利归母净利和归母净利率情况



资料来源：Bloomberg，华泰研究

差异分析：中美龙头的成长路径不同，但年化复利与价值创造的本质相似

中美日三国必选消费龙头的成长路径与驱动逻辑各具特色，但年化复利与价值创造的本质殊途同归，均验证了食品饮料行业穿越周期的长期投资价值。

美国：高 ROE+全球化，龙头以极致效率与品类扩张驱动长期回报。美股必选消费长牛企业集中于日用品零售、饮料与食品三大领域，沃尔玛、Costco 通过渠道集中与规模效应筑高壁垒，可口可乐、百事依托全球化扩张与品牌定价权实现持续提价，怪物饮料、好时则通过细分品类创新开辟增量空间。美国模式的核心在于稳定的高 ROE 与慷慨的股东回报，即便收入增速放缓，商业模式的质量（ROE 稳定性）与资本配置策略（分红+回购）仍能支撑可观的长期回报。

日本：低增长≠低回报，效率提升与海外扩张驱动超额收益。日本食饮龙头在收入低增长甚至下滑的环境中，通过利润效率提升与全球化布局实现超额收益。以龟甲万为代表，其通过全球化扩张与产品结构升级实现了显著的超额收益；朝日、味之素、日清等龙头同样在收入增长缓慢甚至下滑的环境中，凭借效率提升与海外拓展取得了可观的长期回报。在资本配置上，日本食饮上市公司分红比例在 1990 年代稳步提升，股东回报以分红为主、回购为辅，提供了稳定的回报锚点。

中国：高端化+品牌溢价，白酒引领的高复利赛道。中国必选消费龙头的价值创造更依赖高端化与品牌升级——白酒板块凭借社交货币属性与持续提价能力，构筑了独特的溢价增长曲线。贵州茅台自 2001 年上市以来、24 年间年化回报率约 27%，与怪物饮料 35 年间约 27%的年化回报高度接近。与美国高 ROE+全球化驱动、日本效率提升+海外扩张驱动不同，中国模式的核心在于高端化带来的品牌溢价，白酒龙头的 ROE 已具备国际竞争力，但需要指出的是，与美国、日本龙头通过全球化布局打开增量空间相比，中国食品饮料企业的出海整体仍处于起步阶段，海外收入贡献主要集中于个别品类或区域性市场，尚未形成系统性的全球化品牌矩阵与渠道网络。这也意味着，在完成本土市场的高端化积累后，全球化扩张有望成为部分优质龙头开启第二成长曲线的长期选项。

三国对比清晰地表明：美国龙头靠高 ROE+全球化，日本龙头靠效率提升+海外扩张，中国龙头靠高端化+品牌溢价——驱动逻辑各异，但年化复利与价值创造的本质高度一致。无论路径如何分化，品牌定价权、品类升级与持续创造现金回报的能力，始终是消费龙头穿越周期的核心锚点。

仅供内部参考，请勿外传

图表25：中国必选消费行业个股股价涨幅 TOP10（自上市以来）

股票代码	名称	二级行业	三级行业	上市日期	上市至今涨跌幅	25年ROE	上市至今保持长牛的原因分析
600519 CH	贵州茅台	食品饮料	饮料	2001/8/27	31508.4%	33.7%	**顶级品牌定价权+财务底座**：茅台酒具备不可复制的文化属性和稀缺性，是高端社交与礼品消费“硬通货”；现金余额充沛，资产负债率长期低于20%，分红比例高企。
000568 CH	泸州老窖	食品饮料	饮料	1994/5/9	31331.1%	21.8%	**高端品牌护城河+战略定力**：依托国窖1573构筑高端壁垒，在行业调整期坚持“控量稳价”而非“以价换量”，维护品牌价值；中高档酒吨价逆势上涨约6.4%，毛利率维持85%左右高位；“双品牌、三品系、大单品”战略覆盖全价格带，抗周期能力强。
600887 CH	伊利股份	食品饮料	食品	1996/3/12	29633.4%	21.2%	**规模领先+品类扩张**：营收从上市之初的2亿元跃升至千亿规模；液态奶市占率持续位居行业第一，奶粉业务跃居行业第一，非液态乳业务开拓卓有成效；高分红传统深厚，25年分红比例75.5%。
600809 CH	山西汾酒	食品饮料	饮料	1994/1/6	11735.6%	30.9%	**全国化扩张+清香型龙头**：长江以南市场增长显著，全国化2.0战略深入推进；青花20、玻汾两大百亿单品夯实基础，产品结构持续升级；在行业调整期仍实现营收净利双增，经营现金流充沛。
200596 CH	古井贡B	食品饮料	饮料	1996/6/12	5994.2%	14.2%	**区域名酒深耕+品牌升级**：作为徽酒龙头，在安徽省内拥有较强的渠道壁垒和消费者基础；年份原浆系列持续推动产品结构升级，品牌价值稳步提升；B股流动性受限，但长期业绩增长仍驱动股价走高。
000895 CH	双汇发展	食品饮料	食品	1998/12/10	5969.5%	23.9%	**全产业链布局+高分红**：构建从饲料、养殖到屠宰、肉制品加工的完整产业链，规模效应与协同优势显著；长期保持较高的分红比例，25年分红比例98.4%。
000858 CH	五粮液	食品饮料	饮料	1998/4/27	2716.2%	7.5%（存在会计调整）	**浓香龙头+稳健经营**：第八代五粮液在千元价位段份额稳定；25年经营性现金流297亿元，财务安全性突出；除25年存在会计调整以外，公司ROE稳定在23%-25%区间，盈利能力处行业领先水平。
000048 CH	京基智农	食品饮料	食品	1994/11/1	2539.8%	3.7%	**周期/资产重估驱动+区域渠道壁垒**：京基集团2018年入主、解决长期治理僵局，叠加深圳城市更新（山海上园等）地产价值释放；2019年切入生猪养殖、恰逢20-23年猪价超级周期，利润集中爆发；供港供深近40年、“圳品”认证与粤港澳大湾区“猪肉工厂”模式形成区域渠道壁垒。
002714 CH	牧原股份	食品饮料	食品	2014/1/28	2350.4%	19.9%	**极致成本优势+逆周期扩张**：全球最大的生猪养殖集团，25年养殖完全成本降至12元/kg，部分优秀场线成本控制已达11元/kg以下，在猪价低迷期仍实现头均利润约234元；PSY达29、成活率87%等核心指标处于行业领先水平；逆周期加速产能扩张，屠宰业务已实现盈利。
600132 CH	重庆啤酒	食品饮料	饮料	1997/10/30	2066.3%	89.4%	**嘉士伯赋能+高端化**：嘉士伯在华唯一运营平台，拥有嘉士伯、1664、乐堡等国际高端品牌矩阵；25年高档产品占比超60%，毛利率超50%，ROE处于行业领先水平；分红比例高企。

注：采取 Wind 行业划分标准（2024），数据截止 2026/8/31；
资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

中国消费新篇章：板块分化，渠道重塑，品牌出海开启

从中美两国必选与可选消费市值结构的演变来看，两国在周期规律上趋同，周期高点可选消费弹性更强、周期低点必选消费防御属性凸显，资金始终在“确定性溢价”与“成长弹性”之间再平衡；而在市值结构与增长路径上，两国则呈现明显的分化。对中国而言，这一分化的另一面，正是空间所在，从“白酒独大”走向“多极均衡”，从“量的扩张”走向“价的结构”，中国食品饮料行业正翻开新的篇章。立足当下，我们沿着高端化、健康化、便利化三条主线，展望中国食品饮料消费的发展趋势与投资路径。

消费趋势展望：“高端化/健康化/便利化”三条主线的中国映射

美国经验表明，食品饮料行业的主线机会已从人口总量驱动的“量的扩张”，切换为消费升级驱动的“价的结构”变迁。这一逻辑正在中国市场同步上演，且呈现出清晰的层次递进。

高端化：品质升级由白酒向大众品扩散，同时大众品板块中的“性价比高端化”产品正在向低线市场持续渗透。复盘来看，白酒板块已演绎出完整的“社交货币+持续提价”路径，高端与次高端龙头在过去二十年中实现了远超通胀的价格上移，成为品牌定价权最极致的注脚。展望未来，高端化的含义将超越白酒本身，向调味品、乳制品、休闲零食、保健品等大众品类扩散，消费者在满足基础需求后，愿意为更优的原料、更精的工艺与更强的品牌支付溢价。这一趋势对应高端调味品、低温奶、精品零食/新鲜零食、功效性保健品等结构性升级方向，也对应龙头企业通过产品结构升级实现“吨价提升+利润率改善”的盈利路径。值得注意的是，高端化并非仅由高线城市驱动，低线市场的消费升级同样在加速推进，低线城市居民收入持续增长、信息鸿沟被电商与短视频平台快速抹平，消费者对品牌化、品质化产品的认知与追求正迅速向高线城市靠拢。这意味着，在三至五线城市及县域市场中，具备品牌认知基础与渠道下沉能力的龙头企业，有望通过承接消费升级的外溢需求，在竞争烈度较低的市场环境中获取增量空间。下沉市场的品质升级并非高线市场的简单复制，而呈现出“性价比高端化”的特征——下沉市场的消费者开始追求品牌与品质，但对价格的敏感度仍高于一线城市，这要求企业在产品结构设计、定价策略与渠道形态上做出适配性调整。龙头企业的核心优势在于：既有品牌资产可以降低低线市场的信任建立成本，又有规模化的供应链可以支撑更具竞争力的终端定价，从而在高端化向下沉市场渗透的进程中，同时实现区域扩张与产品结构上移的“双重跃迁”。

图表26： 高线 vs 低线城市的调味品消费特征对比

维度	高线城市	低线城市
渗透率	瓶装酱油/醋渗透率高，趋近饱和	酱油/味精的渗透率较高，但散装/杂牌占比仍高
复合调味料渗透率	提升较快（效率驱动：一人食/快手菜等）	2020 年全国渗透率仅 26%，提升空间更大
价格带	有机酱油指导价达 49.8 元/500ml；高端醋、进口调味品溢价显著	高鲜酱油补位 10-15 元/500ml 价格带，消费者的价格敏感度较高
健康化认知	8 成以上消费者愿选择零添加产品	健康化认知仍处于早期导入阶段
渠道结构	以 KA、O2O 即时零售、社区团购渠道为主，新品与促销资源集中	以农贸市场、夫妻老婆店为主，渠道精耕能力是核心壁垒

资料来源：智研咨询，弗若斯特沙利文，国家卫生健康委，各公司公告，华泰研究

图表27： 高线 vs 低线城市的休闲零食消费特征对比

维度	高线城市	低线城市
渗透率	基础品类（薄脆、坚果、糖果等）渗透率处于较高水平，增长转向健康化、细分化	量贩渠道兴起前渗透率相对偏低，2022 年以来在量贩渠道的带动下快速提升
核心 SKU 形态	功能性（高蛋白/0 糖/益生菌）、小众尝鲜、独立小包装、高溢价	大规格/家庭装/组合装、经典爆品复刻、质价比优先，“多、大、值”
健康化进程	减糖、清洁标签已是新品标配，是购买决策的基础门槛	可作为差异化抓手逐步导入，尚未成为购买决策的必要条件
核心渠道组合	便利店 + 即时零售 + 内容电商（种草即下单）	零食量贩店 + 传统商超 + 社区电商（覆盖即增长）
门店扩张代表	以便利店、精品商超、CVS 型业态为主	零食很忙、赵一鸣、好想来、老婆大人等量贩零食系统快速铺开
核心人群	一线女性白领，决策依赖内容种草与会员复购运营	小镇中青年、家庭及银发人群，价格敏感但渠道信任度高

资料来源：弗若斯特沙利文，各公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

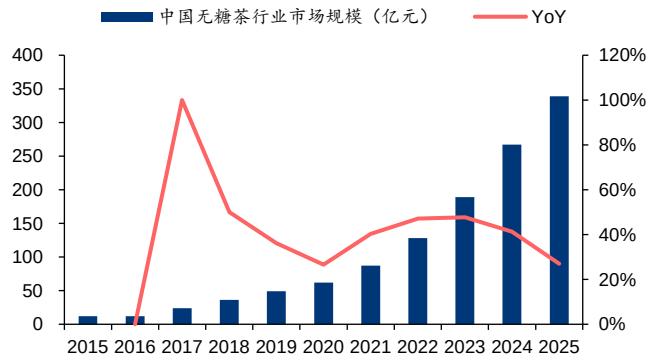
图表28：高线 vs 低线城市的保健品消费特征对比

维度	高线城市	低线城市
产品形态	片剂、胶囊、粉剂等专业剂型为主，进口/跨境品牌渗透率高，注重成分党、功效党叙事	软糖、口服液、复合滋补品等大众化剂型更受欢迎，礼品装/滋补礼盒占比较高
信任货币	成分透明度、临床背书、KOL/医生种草、社交媒体长期种草	品牌知名度、广告曝光、熟人/导购推荐、线下专柜陈列信任感
核心渠道	跨境电商（如天猫国际/考拉海购等）、药店、垂类电商、直播电商	线下药店、商超礼品专柜、直销体系、社区团购
代表品牌打法	汤臣倍健聚焦线下经销商网络优化与线上转型，Swisse 发力跨境电商与抖音内容电商	安利纽崔莱等直销体系持续下沉，19-24 年线上渗透率由 15%提升至 40%
核心人群	都市精致养生人群（年轻白领、孕产妇、健身人群等），决策理性、注重成分	银发人群、家庭礼赠场景、小镇中青年，价格敏感但渠道信任度依赖品牌历史
增长动能	细分功能性需求（如睡眠、肠道、情绪控制等）驱动客单价提升	25 年小镇青年消费增速 80%、中年群体 50%，渠道下沉与代际扩散驱动放量

资料来源：艾媒咨询，欧睿，各公司公告，华泰研究

健康化：健康化正在成为中国食品饮料消费决策的核心权重，消费者的诉求从“吃饱”、“吃好”到“吃出健康”。在“健康中国 2030”战略的顶层引领下，居民健康管理的重心正从“疾病治疗”向“主动预防”前移，以“治未病”为核心的食养理念日益获得政策与公众的双重认同。休闲食品板块中，伴随国民健康意识的觉醒和消费能力的提升，兼具天然属性与科学内涵的药食同源产品，凭借其“寓养于食”的独特价值，正成为满足日常健康管理需求的优选品类，市场呈现供需两旺的发展态势。软饮板块整体呈现“含糖饮料降速、无糖饮料崛起”的结构性变化趋势，即饮茶赛道中，无糖茶逐步接力、引领行业的二次扩容，东方树叶正是这一趋势的受益者。映射至更广的谱系，无糖茶饮、低度酒、功能性食品与保健食品正迎来品类扩容的窗口期，消费者诉求从“吃饱”、“吃好”向“吃出健康”持续进阶。我们认为，健康化并非短期的风潮，而是人均收入迈过门槛后消费升级的惯性方向，具备产品创新能力的龙头有望持续受益。

图表29：15-25 年中国无糖茶行业市场规模



资料来源：欧睿，华泰研究

图表30：25 年对比 21 年：年轻人的健康优先级明显提升

同一年龄段的选择优先级变化								
年龄段	健康	家庭	事业	财富	爱好	爱情	个人成长	友情
18-24岁	16%	-6%	4%	18%	0%	-11%	-12%	-9%
25-29岁	14%	1%	5%	15%	-1%	-12%	-16%	-7%
30-34岁	9%	7%	-3%	8%	0%	-12%	-6%	-3%
35-39岁	12%	6%	-6%	9%	-3%	-10%	-5%	-3%
40-44岁	11%	2%	-11%	13%	1%	-8%	-6%	-1%
45-49岁	8%	-1%	-8%	11%	1%	-8%	-3%	0%
50-54岁	9%	-1%	-17%	13%	6%	-5%	-3%	-1%
55-59岁	2%	-10%	-15%	12%	10%	0%	0%	1%
60-65岁	-2%	-15%	-8%	9%	14%	1%	2%	0%

资料来源：埃森哲，华泰研究

图表31：中国减糖控糖政策持续推进

年份	发布单位	发布内容
2011 年	卫生部	发布食品安全国家标准《预包装食品营养标签通则》，最早定义无糖/低糖官方判定阈值：液体≤0.5g/100ml 可标注无糖；≤5g/100ml 标注低糖。
2016 年	中国营养学会	发布《中国居民膳食指南》2016，划定每日摄入糖≤50g，最好控制在 25g 以内
2017 年	国务院办公厅	发布国民营养计划（2017-2030 年），要求研究加工食品中糖与健康的相关性，适时出台加工食品中糖的控制措施，广泛开展三减三健（包含减糖）专项行动
2019 年	卫健委	发布《健康中国行动（2019-2030 年）》，要求政府研究标准约束高糖食品产销，推动低糖、无糖食品产业发展
2024 年	卫健委	发布《健康中国行动——糖尿病防治行动实施方案（2024-2030 年）》，要求限制中小学校园内销售含糖饮料并避免售卖高糖、高脂食品
2025 年	卫健委	发布新版《预包装食品营养标签通则》，将糖正式列为营养成分表中强制性标示内容，要求预包装食品应标示“儿童青少年应避免摄入过量盐油糖”提示语
2025 年	农业农村部、卫健委、工信部	发布《中国食物与营养发展纲要（2025-2030 年）》，要求到 2030 年国民添加糖日均摄入量不超过 25g
2026 年	国务院	发布《国民健康“十五五”规划》，要求推动全社会参与减盐、减油、减糖

资料来源：中国政府网，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

GLP-1 类减重药物的普及正在全球范围内对食品饮料消费形成结构性冲击，从消费行为看，GLP-1 使用者通过中枢食欲调控和胃排空延迟机制，显著降低了高热量、超加工食品的摄入意愿。毕马威估算，服用 GLP-1 的家庭平均热量摄入较此前减少约 20%-21%，食品杂货支出最多下降 31%。GlobalData 的研究指出，GLP-1 使用者最多可减少 30%的卡路里摄入。零食行业受影响尤为突出，EY-Parthenon 分析师预计未来十年将有高达 120 亿美元的零食销售因 GLP-1 而流失。

面对这一趋势，全球食品巨头已开始主动调整产品策略。雀巢推出专为 GLP-1 使用者设计的冷冻食品和“餐前液体蛋白饮”；达能推出针对 GLP-1 使用者的 Oikos 饮用型酸奶；康尼格拉在部分高蛋白、高纤维冷冻食品上标注“GLP-1 友好”标签；通用磨坊推出高蛋白 Cheerios，并构建 AI 数字 personas 来模拟 GLP-1 使用者的消费行为；百事旗下的乐事和佳得乐正在去除人工色素并测试小份餐食选项；全球最大的烘焙企业宾堡集团正在开发更高蛋白的烘焙产品和更小份的零食。对中国市场而言，GLP-1 的渗透率目前仍远低于美国，短期冲击预计相对有限，但后续发展空间广阔，无糖茶饮、健康零食等品类有望从中受益。

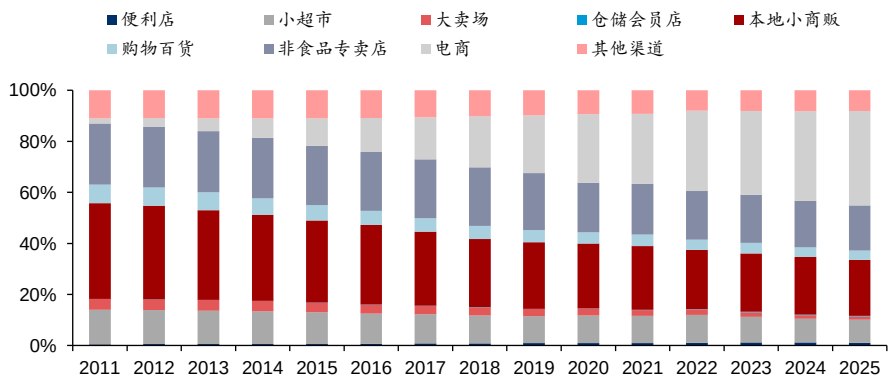
便利化：从“厨房制作”到“便捷获取”。家庭小型化（24 年我国户均规模与美国当前的水平已较接近）与生活节奏加快，使“便捷获取”成为食品消费的重要形态。预制菜、速冻食品与复合调味品等业态进入快速增长通道，即时零售与新渠道进一步缩短了“从工厂到餐桌”的距离。便利化主线的本质是餐饮场景的工业化率提升与家庭烹饪的社会化，对应 toB 供应链企业与 toC 预制化品牌的双重机会。

未来发展路径：多极均衡，渠道变革，龙头集中，走出国门

从必选消费企业的市值占比来看，有望从“白酒独大”走向“多极均衡”。当前 A 股必选消费企业的市值高度集中于白酒板块，这既是此前行业景气期弹性的来源，也是行业调整期波动放大的根源。借鉴美国必选消费“多支柱+板块轮动”的机制，未来中国必选消费板块的股价有望在更均衡的结构中演进：白酒凭借品牌定价权与高 ROE 继续充当“确定性底仓”，乳制品、调味品、零食等食品制造板块在集中度提升与盈利改善驱动下提供“成长弹性”，二者共同构成更稳健的市值扩张结构，降低对单一赛道的依赖。

当前正处于渠道生态重塑的窗口期，具备强品牌心智、产品创新力与供应链基础的龙头企业有望实现份额的集中。我们判断中国当前的消费阶段大体对应美国 1980 年代初期，而美国 1980s-1990s 正是折扣零售与会员制渠道变革的窗口期。当前国内会员制商店、折扣零售、即时零售与自有品牌等新业态正同步推进。美国的经验表明，渠道变革不是品牌的末日，而是行业分化的加速器，缺乏差异化能力的中小品牌经营承压，具备强品牌心智、产品创新力与供应链基础的龙头则有望借助新渠道实现更高效的触达与更牢固的卡位。

图表32：中国各渠道的销售额占比



注：小超市的经营面积一般在 300-2,500 平方米，大卖场的经营面积一般在 2,500-10,000 平方米；
资料来源：欧睿，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表33：新兴零售企业的销售体量和对应市占率测算

		GMV或营收（亿元）			测算市占率	
	口径	2019年	2025年	20-25年CAGR	2019	2025
沃尔玛（含中国沃尔玛大卖场及山姆会员店）	GMV	823	1724	13.1%	0.5%	1.0%
盒马鲜生+盒马NB	GMV	400	1000	16.5%	0.2%	0.6%
永辉超市	营收	849	535	-7.4%	0.5%	0.3%
家家悦	营收	153	180	2.7%	0.1%	0.1%
万辰集团	GMV	-	733		-	0.4%
鸣鸣很忙	GMV	-	936		-	0.5%
叮咚买菜	营收	39	244	35.7%	0.0%	0.1%
朴朴超市	GMV	40	330	42.1%	0.0%	0.2%
小象超市（美团）	GMV	-	400		-	0.2%
合计		**2303**	**6081**	**17.6%**	**1.4%**	**3.5%**

注：我们测算的各渠道市占率以欧睿口径的线下零售额为分母；

资料来源：欧睿，各公司公告，第三只眼看零售，老张聊即时零售，职业零售网，网经社，华泰研究测算

“高频刚需、品牌定价权、轻资产或规模壁垒、分红与回购复利”四个支柱，构成了筛选中国食品饮料龙头的统一标尺，龙头企业有望通过复利兑现、实现进一步的份额集中。在利率下行、确定性溢价抬升的环境中，现金流稳定、资本开支可控、持续分红回购的消费龙头有望获得更高的估值溢价，并通过股息再投资实现复利累积。这一逻辑在白酒、乳制品、肉制品等高股息龙头企业中已有充分体现。

大国崛起和文化自信构建出海的底层支撑，中国食品饮料企业有望从本土冠军走向全球品牌。美国食品饮料龙头的长牛史，本质上是一部全球化扩张史，如可口可乐、百事凭借品牌与渠道网络将产品销往全球，打开了自身的市值天花板。中国消费市场正处于存量破局和品牌溢价发展阶段，中国食品饮料龙头在完成本土市场的份额集中后，全球化扩张有望打开增量空间，部分品类（如零食、软饮等）已具备出海的品牌与供应链基础，全球化将是少数龙头企业打开第二成长曲线的长期选项。

中国食品饮料龙头的出海路径可归纳为制造出海、味道出海、文化出海三个维度，不同品类须根据自身禀赋选择差异化路径，整体而言目前仍处初级阶段。1）制造出海（酵母、天然食品添加物等全球通用品）出海的阻力最小、进程最快，几乎不受饮食习惯与文化差异影响，直接受益于中国制造的规模与技术优势，如安琪酵母在全球酵母行业中位列市占率第二，三元生物为全球赤藓糖醇龙头；出海路径上优先选择东南亚、中东、非洲等新兴市场再向欧美渗透。2）味道出海（软饮料、调味品、特色食品、方便食品等）关键在于以独特且具记忆度的口味切入市场，核心挑战在于克服地区饮食文化差异，元气森林、东鹏饮料、洽洽食品、卫龙美味等已开启海外探索之路；调味品方面，海天味业正从华人圈出口转向本土化布局——重点开拓东南亚和美国市场，印尼基地已投产、越南正在试产，开发本地化复合调味品，但仍需一段时间的培育期；我们认为，“味道出海”的路径上应优先选择与中国饮食习惯接近、华人基数较大的东南亚市场作为桥头堡，再逐步向欧美渗透。3）文化出海（白酒等）出海的难度最大、周期最长，需依托国家综合国力与国际话语权的提升，目前的白酒消费仍以内需为主，面临口味适应（中国白酒推崇纯饮，而国际烈酒多调配饮用）与价值认同（高端定位需讲好品牌故事）两大挑战，目前仍处消费者培育期。当前阶段看，制造出海领域已诞生多家全球性龙头，味道出海领域则刚刚起步，文化出海领域仍处早期阶段。参考国际巨头的经验，中国企业的出海需因地制宜、循序渐进，我们短期看好制造出海，中期看好味道出海，长期文化出海大有可为。

投资组合推荐：红利底仓，成长弹性，结构性增量

基于前文“品牌定价权与品类升级是穿越周期的核心锚点”的结论，结合高端化/健康化/便利化三条升级主线，我们从“红利底仓、成长弹性、结构性增量”三个层次构建候选标的池。在配置思路上，我们以高股息标的作为底仓、获取品牌溢价与股息回报，以健康化方向的无糖茶/功能饮料/健康食品/保健品标的获取成长弹性，以便利化方向的餐饮供应链龙头布局中长期的结构性增量，并通过渠道变革受益标的捕捉新业态下的份额集中机会。

仅供内部参考，请勿外传

1）红利底仓层面，以高端白酒龙头贵州茅台为核心，其社交货币属性与持续提价能力构成了品牌定价权较为极致的注脚，叠加高 ROE 与高分红特征，具备类烟草的长牛属性；伊利股份凭借乳制品龙头的高频刚需属性与规模壁垒，在高端白奶与低温奶的结构升级中持续受益，分红稳定性亦提供底仓配置价值；肉制品龙头双汇发展的股息率持续处于高位，依托全产业链规模壁垒兑现分红复利；软饮料及方便面龙头统一企业中国&康师傅控股无大额资本开支计划，高股息属性明确。**2）成长弹性层面，**农夫山泉以包装水为基本盘，无糖茶（东方树叶）接力即饮茶行业、实现二次扩容；西麦食品与五谷磨房主营健康食品燕麦与养生粉品类，均为健康化主线的核心成长标的；百润股份布局低度酒与预调酒，契合消费年轻化与健康化、低度化的长期趋势；H&H 国际控股布局婴童营养、成人营养、宠物营养三大业务条线，覆盖全家庭的营养保健需求。**3）结构性增量层面，**我们认可“渠道变迁中具备稀缺供给能力”的范式，盐津铺子等把握渠道红利的能力相对较强。

图表34：必选消费候选标的池

配置层次	主线	代表性公司	核心逻辑
红利底仓	高端化+高股息	贵州茅台	白酒社交货币+持续提价，品牌定价权相对极致，高 ROE+高分红
红利底仓	高股息	伊利股份	乳制品龙头，高频刚需+规模壁垒，分红比例稳定
红利底仓	高股息	双汇发展	肉制品龙头，高频刚需+全产业链规模壁垒，分红复利兑现
红利底仓	高股息	统一企业中国/康师傅控股	软饮料及方便面龙头，无大额资本开支计划，高股息属性明确
成长弹性	健康化	农夫山泉	包装水基本盘+健康化成长曲线，无糖茶（东方树叶）接力即饮茶行业二次扩容
成长弹性	健康化	西麦食品/五谷磨房	主营健康食品燕麦与养生粉品类，健康化主线的核心成长标的
成长弹性	健康化	百润股份	主营低度酒/预调酒，迎合消费年轻化+健康化/低度化趋势
成长弹性	健康化	H&H 国际控股	布局婴童营养、成人营养、宠物营养三大业务条线
结构性增量	渠道变革	盐津铺子	把握渠道红利的能力相对较强

资料来源：Wind，华泰研究

图表35：部分大市值食饮龙头公司分红率及股息率

公司简称	所属板块	总市值（亿元，LC）	26E股息率	累计现金支付率				26E归母净利（亿人民币）
				23A	24A	25A	26E	
农夫山泉	软饮料	4,451	2.9%	70%	70%	70%	70%	182
康师傅控股	软饮料	680	6.6%	98%	100%	100%	100%	45
统一企业中国	软饮料	310	6.8%	110%	100%	101%	100%	21
东鹏饮料	软饮料	817	5.1%	49%	69%	61%	80%	52
伊利股份	乳制品	1,679	4.5%	73%	91%	75%	75%	100
蒙牛乳业	乳制品	701	3.4%	40%	-	130%	50%	47
中国飞鹤	乳制品	229	6.0%	69%	76%	104%	78%	18
华润啤酒	啤酒	606	4.7%	59%	52%	98%	52%	55
青岛啤酒	啤酒	587	5.6%	64%	69%	70%	70%	47
青岛啤酒股份	啤酒	679	4.8%	64%	69%	70%	70%	47
海天味业	调味发酵品	1,953	2.9%	65%	75%	113%	75%	77
安琪酵母	调味发酵品	356	1.6%	34%	36%	31%	31%	19
贵州茅台	白酒	16,065	4.1%	84%	75%	79%	79%	842
五粮液	白酒	2,736	3.9%	60%	70%	224%	70%	151
山西汾酒	白酒	1,416	4.4%	51%	60%	65%	65%	96
泸州老窖	白酒	1,101	4.7%	60%	65%	78%	70%	74
双汇发展	肉制品	824	6.1%	99%	98%	98%	98%	51
万洲国际	肉制品	877	6.4%	78%	51%	116%	51%	16

注：26 年累计现金支付率数据与归母净利均为华泰研究预测数据；仅五粮液的 26E 归母净利采用 Wind 一致预期；市值数据截至 26 年 9 月 10 日；

资料来源：Wind，华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传

图表36：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元) 2025	EPS (元) 2026E	EPS (元) 2027E	EPS (元) 2028E	PE (倍) 2025	PE (倍) 2026E	PE (倍) 2027E	PE (倍) 2028E
五谷磨房	1837 HK	买入	1.42	2.54	3,108	0.12	0.17	0.21	0.24	10.11	7.34	5.95	5.07
西麦食品	002956 CH	买入	15.86	27.00	4,957	0.55	0.90	1.09	1.26	28.87	17.60	14.60	12.60
H&H 国际控股	1112 HK	买入	17.11	27.55	11,046	0.30	1.41	1.58	1.74	48.66	10.50	9.39	8.50
盐津铺子	002847 CH	买入	45.15	62.80	12,199	2.77	3.14	3.69	4.23	16.30	14.40	12.23	10.66
农夫山泉	9633 HK	买入	39.58	53.41	445,135	1.41	1.62	1.82	1.99	24.24	21.17	18.83	17.15
百润股份	002568 CH	买入	17.79	24.00	18,530	0.61	0.75	0.86	0.94	29.07	23.61	20.72	19.02
贵州茅台	600519 CH	买入	1,285.13	1,683.50	1,606,517	65.85	67.34	69.69	72.35	19.52	19.08	18.44	17.76
统一企业中国	220 HK	买入	7.18	9.11	31,013	0.47	0.49	0.53	0.57	13.07	12.62	11.74	10.81
伊利股份	600887 CH	买入	26.54	33.39	167,875	1.83	1.59	2.07	2.15	14.52	16.72	12.83	12.36
康师傅控股	322 HK	买入	12.06	14.71	67,987	0.80	0.80	0.86	0.89	13.05	13.05	12.18	11.73
双汇发展	000895 CH	买入	23.78	27.93	82,390	1.47	1.47	1.51	1.59	16.14	16.19	15.71	14.92

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表37：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
五谷磨房 (1837 HK)	26H1 实现收入/归母净利润 14.5/1.6 亿元，同比+27.8%/+46.0%，符合前次业绩预告（前次预告 H1 归母净利润 1.5-1.6 亿元，同比+40-50%）。26H1 收入端延续快速增长态势，商超专柜呈现稳健增长、线下货架及电商渠道同比实现高增，公司在食养谷物粉品类的市占率持续提升；利润端增长提速主要得益于收入规模扩大带来的经营杠杆效应及人效持续提升，26H1 销售费用率及管理费用率同比明显下行。展望未来，养生全民化趋势下中式食养赛道景气度延续，药食同源市场规模持续扩容，龙头有望充分享受行业增长红利，公司持续升级三大产品矩阵，以大单品核桃芝麻黑豆粉为核心，积极培育冲调品类第二增长曲线，增长动能充沛，维持“买入”评级。 我们看好公司作为中式食养赛道领先者，在专柜渠道壁垒深厚、核心单品持续放量、会员店等新渠道贡献增量等多重驱动下，成长势能有望持续向上。考虑到公司线下渠道增长势头强劲，功能改善型产品在高端价格带的差异化竞争优势持续凸显，我们上调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 0.17/0.21/0.24 元（较前次上调 10%/13%/16%），参考可比公司 26 年 PE 均值 13x，给予公司 26 年目标 PE 13x，目标价 2.54 港币（前次 2.10 港币，对应 26 年 12x PE），维持“买入”。 风险提示：消费复苏不及预期、行业竞争加剧、新品推广不及预期 报告发布日期：2026 年 08 月 28 日 **点击下载全文：五谷磨房(1837 HK,买入)：养生全民化趋势下 26H1 业绩亮眼**
西麦食品 (002956 CH)	26H1 实现收入 14.0 亿元，同比+22.0%；归母净利润 1.5 亿元，同比+81.9%；对应 26Q2 实现收入 5.8 亿元，同比+17.2%；归母净利润 0.5 亿元，同比+73.8%；符合业绩预告（此前预告 26Q2 归母净利润 0.4-0.5 亿元）。26H1 公司业绩增长主因：1）依托产业链优势推进产品与渠道创新，驱动收入稳步增长；2）受益于原粮丰收及精益管理，采购成本下降，盈利空间拓宽，26H1 公司毛利率同比+0.4pct；3）严控期间费用，提升运营效率，26H1 公司销售/管理费用率同比-3.5/-0.2pct。展望未来，公众健康意识提升、叠加年轻消费群体的需求特征正在重塑燕麦行业的产品开发逻辑，公司持续开拓产品品类，布局新兴渠道，后续有望维持较快增长，维持“买入”。 我们看好公司作为燕麦行业的革新标杆/成长势能向上，粉粉类新品有望持续贡献收入增量，我们维持 26-28 年盈利预测，预计 26-28 年 EPS 为 0.90/1.09/1.26 元，参考可比公司 26 年 PE 均值为 15x（Wind 一致预期），考虑公司所处的燕麦赛道长坡厚雪，公司在产品推新和渠道拓展层面积极进取，预计 26-28 年公司净利润 CAGR（32%）高于可比公司均值（24%），给予公司 26 年 30xPE，维持目标价 27.00 元，维持“买入”评级。 风险提示：行业需求不达预期、食品安全问题、宏观经济表现低于预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 19 日 **点击下载全文：西麦食品(002956 CH,买入)：成本下行&费效优化带动利润释放**
H&H 国际控股 (1112 HK)	26H1 公司收入为 87.0 亿元（同比+23.9%），经调整 EBITDA 为 18.9 亿元（同比+71.9%），经调整可比纯利 9.1 亿元（同比+153.2%），呈报归母净利 6.1 亿元（同比+760.0%），经调整 EBITDA 略超此前业绩预告（此前预期 26H1 同比增长 60%-70%），其余指标符合此前业绩预告。收入端，26H1 公司 ANC 业务收入同比+15.5%，Swisse 在中国内地及澳新国内市场维持强势表现；26H1 公司 BNC 业务收入同比+45.2%，其中婴配粉收入同比+56.9%；26H1 公司 PNC 业务收入同比+1.0%，高利润率的宠物营养品品类加快增长。利润端，受益于 26H1 公司收入双位数增长带来的经营杠杆效应、公司费用投放相对克制及债务成本下降等，26H1 公司盈利能力显著改善（26H1 经调整可比 EBITDA 利润率同比+6.1pct 至 21.8%）。展望未来，公司费用投放节奏后置，我们预计 26H2 公司或将加大品牌建设与推广力度以加快新品推出及市场扩张。伴随公司费效比持续提升、经营杠杆改善、公司债务结构优化等，我们预计公司全年盈利有望延续改善趋势，“买入”。 我们看好公司三大业务板块经营持续向上，维持盈利预测，预计 26-28 年 EPS 1.41/1.58/1.74 元，参考可比公司 26 年平均 PE 均值 17x，给予其 26 年 17x PE，目标价 27.55 港元（前值 21.07 港元，对应 26 年 13xPE），目标价上调主因可比公司 26 年 PE 均值上行，维持“买入”。 风险提示：行业需求不达预期、食品安全问题、宏观经济表现低于预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 25 日 **点击下载全文：H&H 国际控股(1112 HK,买入)：H1 收入增速及盈利能力均表现亮眼**
盐津铺子 (002847 CH)	公司发布 26H1 业绩：26H1 收入/归母净利/扣非净利分别为 30.7/4.3/3.9 亿，同比+4.4%/+14.1%/+16.8%；26Q2 收入/归母净利/扣非净利 14.9/1.9/1.9 亿，同比+6.0%/基本持平/+4.7%。公司 H1 利润增速显著高于收入增速，主因品类结构优化（高毛利魔芋/海味/蛋制品占比提升）与魔芋精粉成本下行，叠加低盈利电商渠道收缩；Q2 归母净利率同比下滑主因线下渠道费用投放增加/政府补助减少。公司 Q2 收入增速仍受电商主动调整影响，以及流通渠道消费力走弱影响，量贩渠道与会员制超市延续较好表现。展望下半年，随着电商调整接近尾声且基数走低、定量流通渠道网点扩张与山姆合作深化推动，公司收入增长有望环比改善；利润端受益于品类结构优化与魔芋成本红利亦有望持续修复，维持“买入”。 报告发布日期：2026 年 08 月 20 日 **点击下载全文：盐津铺子(002847 CH,买入)：品类与渠道结构质量显著提升**

仅供内部参考，请勿外传

股票名称	最新观点
农夫山泉 (9633 HK)	我们持续看好农夫山泉是软饮料板块内相对稀缺的平台型企业，维持“买入”，给予其 26 年 30x PE，目标价 53.41 港元。我们认为，包装水/即饮茶/健康饮品等多条业务线重新形成更清晰的增长分工：1）包装水行业由总量扩容转向结构分化，中大规格产品放量提升了消费者对水源地/产品品质/履约稳定性的重视；24-25 年价格战强化了天然水和纯净水的消费者认知。2）日本经验验证无糖饮品具备长期属性，中国无糖茶品类在低线市场的渗透率仍较低，东方树叶有望承接品类扩容红利。3）公司的长期价值来自“提前布局-耐心等待-趋势兑现”的品类培育机制，NFC 果汁或为潜在大单品。 我们维持盈利预测，预计 26-28 年 EPS 为 1.62/1.82/1.99 元，参考可比公司 26 年 PE 均值 24x（Wind 一致预期），公司 26-28 年净利 CAGR（12%）高于可比公司均值（4%），叠加考虑农夫山泉凭借其重资产布局全国优质水源地所构建的供应链护城河，公司的增长质量和盈利韧性在板块内具备稀缺性，我们给予其 26 年 30xPE，目标价 53.41 港元，“买入”。 风险提示：净水器冲击、食品安全问题、行业竞争加剧、原料成本波动。 报告发布日期：2026 年 08 月 27 日 **点击下载全文：农夫山泉(9633 HK,买入)：水稳茶进，健康饮品平台价值渐显**
百润股份 (002568 CH)	26H1 收入/归母净利润/扣非归母净利润 16.6 亿/4.8 亿/4.5 亿，同比+11.3%/+23.1%/+27.3%；对应 26Q2 收入/归母净利润/扣非归母净利润 8.6 亿/2.6 亿/2.5 亿，同比+14.1%/+26.4%/+37.1%，符合前次业绩预告（前次预告 H1 归母净利/扣非归母净利同比增长 19.51%-25.94%/ 22.99%-29.17%）。25 年公司完成去库后轻装上阵，Q1 稳健修复，Q2 迎来向上拐点，双主业稳健向上、费效比提升/税收返还带动业绩增长加速。展望来看，公司预调酒依托新品与换购活动实现动能提升；威士忌调整组织架构后，双品牌定位更加清晰；此外高管增持彰显信心与公司价值，维持“买入”评级。 公司定增拟募集资金总额不超过 13.05 亿元，用于建设麦芽威士忌桶陈扩能项目与研发检测中心项目，为威士忌业务发展夯实价值基础。考虑税率优惠与酒类业务表现超预期，我们上调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 0.75/0.86/0.94 元（较前次上调 3%/2%/0%），参考可比公司 26 年 PE 均值 32x，给予公司 26 年目标 PE 32x，目标价 24.00 元（前次 20.44 元，对应 26 年 28x PE），维持“买入”。 风险提示：竞争加剧，消费复苏不及预期，成本波动 报告发布日期：2026 年 08 月 05 日 **点击下载全文：百润股份(002568 CH,买入)：税率优惠带动 Q2 净利率表现亮眼**
贵州茅台 (600519 CH)	公司公告 2026 年半年报，26H1 总营收/归母净利 922.8/445.2 亿，同比+1.3%/-2.0%；26Q2 总营收/归母净利 375.8/172.7 亿，同比-5.2%/-6.9%。产品端，26H1 茅台酒/系列酒收入同比+2.82%/-6.02%；渠道端，直销/批发收入同比+29.9%/-21.6%，直销占比同比+12.5pct 至 57.3%，i 茅台继续承接长尾消费需求。2026 年以来公司全面推进市场化营销改革，通过产品结构调整、渠道重构及动态定价主动适配真实需求，飞天茅台批价和渠道库存总体保持健康。展望下半年，7 月飞天茅台年内第二次提价有望增厚业绩并稳定市场预期，我们看好公司领先的品牌力、日趋精细化的量价策略和治理能力，维持“买入”评级。 公司作为行业龙头，治理更趋市场化和精细化，前期批价和股价波动或已充分释放市场风险，未来高质量发展可期。考虑外部需求恢复缓慢，仍将对公司产生一定压力，我们下调盈利预测，由于提价等对冲产品结构下行影响，维持 26-28 年营业收入为 1807.4/1864.5/1924.2 亿元不变；但下调 EPS 为 67.34/69.69/72.35 元（较前次-2.1%/-1.8%/-1.8%），参考可比公司 26 年平均 PE 16 倍（Wind 一致预期），作为强品牌力龙头，给予公司 26 年 25xPE，目标价 1683.50 元（前值 1650.48 元，对应 26 年 24xPE，可比公司估值对应 26 年 15xPE），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题，提价传导不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 16 日 **点击下载全文：贵州茅台(600519 CH,买入)：市场化改革下 26H1 经营稳健**
统一企业中国 (220 HK)	公司发布半年报，26H1 实现营收/归母净利润 173.2/14.0 亿元，同比+1.4%/+9.0%，收入端符合预期（此前预期同比微增），利润端略超预期（此前预期同比增长低个位数），主因原材料成本的不利影响小于预期、公司整体费用投放保持理性等。26H1 公司收入维持韧性，其中饮料业务收入 107.5 亿元，同比-0.3%；食品业务收入 56.3 亿元，同比+4.7%；其他业务（联盟代工）收入 9.4 亿元，同比+2.2%。利润端，26H1 公司毛利率同比+0.7pct，主要受原材料价格、行业竞争演化及产品结构变化影响；26H1 销售/管理费用率同比+0.7/-0.1pct，最终归母净利率同比+0.6pct 至 8.1%。展望下半年，公司收入端有望维持韧性，公司持续加速产品推新，有望贡献收入增量；利润端，7 月已观察到部分大宗原料价格较 5-6 月显著回落，公司判断全年原材料成本的不利影响预计可控，且有望通过经营效率的提升、实现利润率的平滑。我们预计公司未来 2-3 年的分红比例将保持在 100%的水平，“买入”。 考虑 26Q2 天气及行业竞争等因素对于软饮料行业的不利影响，我们小幅下调 26 年全年收入预期。展望 26H2，我们预计食品业务的收入增长具备韧性，原材料价格波动及费用投入仍是核心变量，我们小幅调整盈利预测，预计 26-28 年 EPS 为 0.49/0.53/0.57 元（较前次-2%/-1%/+4%），参考可比公司 26 年 PE 均值 16x（Wind 一致预期），给予公司 26 年 16x PE，目标价 9.11 港元（前值 9.89 港元，对应 26 年 18xPE），维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动；市场竞争加剧；新品推广低于预期；食品安全风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 05 日 **点击下载全文：统一企业中国(220 HK,买入)：软饮行业承压的背景下 26Q2 经营韧性凸显**
伊利股份 (600887 CH)	26H1 收入/归母净利/扣非净利分别为 643.3/57.6/56.0 亿，同比+4.1%/-20.0%/-20.3%；其中 26Q2 收入/归母净利/扣非净利为 295.9/3.6/2.7 亿，同比+2.6%/-84.4%/-88.8%。收入端，26H1 公司液奶业务收入恢复至同比正增通道，伴随散奶价格提升，小乳企发动价格战的能力减弱，公司主要单品的价盘同比提升；26H1 奶粉业务中，金领冠品牌的收入增长保持稳健，公司在婴配粉行业的竞争力持续显现；26H1 冷饮业务收入实现双位数增长。利润端，26H1 毛销差同比+1.0pct，但受澳优相关资产减值、税款缴纳等影响，最终 26H1 归母净利率同比-2.7pct，Q2 同比-6.8pct。另外，公司拟以集中竞价的方式回购股份，回购金额 10-20 亿元，回购价格不超过 39.53 元/股，回购数量占总股本 0.4%-0.8%。展望来看，后续澳优商誉减值的压力预计不大，期待公司非经营性因素环比减少；此前公司承诺 26 年分红金额不低于 24 年分红金额（77 亿元），高股息价值仍存，“买入”。考虑后续的税收影响及 26 年澳优相关的资产减值损失等影响，我们下调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 1.59/2.07/2.15 元（较前次-20%/-2%/-4%），参考可比公司 26 年平均 PE 21x（Wind 一致预期），给予 26 年 21xPE，目标价 33.39 元（前值 45.54 元，对应 26 年 PE 23x），维持“买入”。 风险提示：原材料价格波动，行业需求不及预期，食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 08 月 26 日 **点击下载全文：伊利股份(600887 CH,买入)：资产减值及补税等拖累 Q2 利润表现**

仅供内部参考，请勿外传

股票名称	最新观点
康师傅控股 (322 HK)	26H1 收入 405.4 亿元，同比+1.1%；归母净利 24.3 亿元，同比+7.1%；经调整归母净利 24.3 亿元，同比+15.2%；收入端符合预期，利润端略超预期（此前预期归母净利同比增长中低单位数，经调整归母净利同比增长双位数）。26H1 公司收入维持韧性，其中饮料业务收入同比+0.7%，方便食品业务收入同比+2.0%，主要受益于核心品类稳健增长及产品结构持续优化；利润端，26H1 公司毛利率同比+1.3pct，原材料价格同比下滑、产品结构改善及产能利用率提升提供正向贡献，叠加精准的费用投放策略，共同驱动 26H1 净利率表现亮眼，考虑 25H1 存在一次性收益，26H1 核心利润率表现更优。展望来看，公司饮料及食品业务均有望延续需求韧性，核心单品稳健增长与新品放量共同贡献收入增量；26 年综合成本压力预计整体可控，公司有望通过产品结构优化与经营效率提升，保持利润率平稳。我们预计公司未来 2-3 年的分红比例有望保持 100%，股息率具备吸引力，“买入”。 展望 26H2，食品业务需求有望保持韧性，饮料业务中核心单品与新品放量有望贡献增量；综合考虑成本波动与经营效率的提升，我们预计公司利润率整体有望保持稳定。我们上调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 为 0.80/0.86/0.89 元（较前次+5%/+4%/+4%），参考可比公司 26 年 PE 16x（Wind 一致预期），给予其 26 年 16x PE，对应目标价 14.71 港元（前值 15.03 港元，对应 26 年 18x，目标价下调主因可比公司 26 年 PE 均值较前次下降），维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧、新品表现不及预期、食品安全风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 11 日 **点击下载全文：康师傅控股(322 HK,买入): 26H1 收入与核心利润均保持韧性**
双汇发展 (000895 CH)	26H1 营收/归母净利/扣非净利 280.9/23.1/22.9 亿元，同比-1.2%/-0.8%/+3.2%，经营现金流净额 16.2 亿元（同比-44.5%）；其中 26Q2 营收/归母净利/扣非净利 135.4/10.1/10.1 亿元，同比-4.3%/-14.5%/-12.5%，Q2 经营承压主因：屠宰量增加但猪价跌幅较大（生鲜 ASP 下行）、肉制品 Q2 吨利显著回落（费用投入加大）、养殖亏损同比扩大（26H1 猪周期处于低位）、低猪价囤的冻品计提减值 3.1 亿。另外，公司本次暂停发放中期红利主因低猪价囤冻品导致短期现金流减少，但据公司 26H1 业绩会，公司预计全年分红总额仍能保持较高水平。展望全年，公司预计生猪价格维持低位但下半年环比或略有提升，“稳利保量”的目标仍有望达成。维持“买入”。 考虑到公司费用投放扰动短期利润，且渠道改革成效仍需逐季验证，我们下调公司 26-28 年盈利预测，预计 26-28 年收入分别为 596.8/627.1/660.9 亿元（较前次-2%/-3%/-3%），EPS 分别为 1.47/1.51/1.59 元（较前次-5%/-7%/-8%）。参考可比公司 26 年平均 19xPE（Wind 一致预期），给予公司 26 年 19xPE，下调目标价至 27.93 元（前值 32.55 元，对应 26 年 21x），维持“买入”评级。 风险提示：生猪疫病，食品安全，猪价波动，行业竞争等。 报告发布日期：2026 年 08 月 29 日 **点击下载全文：双汇发展(000895 CH,买入): 费用投放加大致 Q2 肉制品吨利下滑**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

1）宏观经济增长不达预期。如果宏观经济复苏的情况无法持续，将影响消费者的消费意愿和消费能力，对食品饮料行业需求产生负面影响。

2）行业竞争激烈程度高于预期的风险。在行业需求偏弱的背景下，企业间为了争夺市场份额可能加大费用投放和产品促销的力度，这对公司的盈利能力会产生负面影响。

3）食品安全问题。以非洲猪瘟为代表的事件会引起消费者对食品安全问题的担忧，这也将对行业的需求增长产生负面影响。

4）本研报中涉及到未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

本人，王可欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

仅供内部参考，请勿外传

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 西麦食品（002956 CH）、伊利股份（600887 CH）、贵州茅台（600519 CH）、双汇发展（000895 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 农夫山泉（9633 HK）、统一企业中国（220 HK）、康师傅控股（322 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 西麦食品（002956 CH）、伊利股份（600887 CH）、贵州茅台（600519 CH）、双汇发展（000895 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 农夫山泉（9633 HK）、统一企业中国（220 HK）、康师傅控股（322 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

仅供内部参考，请勿外传

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019
电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司