

拥抱确定性，把握底部修复机会

——食品饮料行业2026年投资策略

报告日期：2025-12-01

研究部

姓名：李芳芳

SFC：BJO038

电话：0755-82846267

Email: liff@gyzq.com.hk

证券研究报告

请务必阅读免责声明

1、行情回顾

2、新消费景气持续，关注质价比及功能性方向

3、消费弱复苏态势，布局边际改善标的

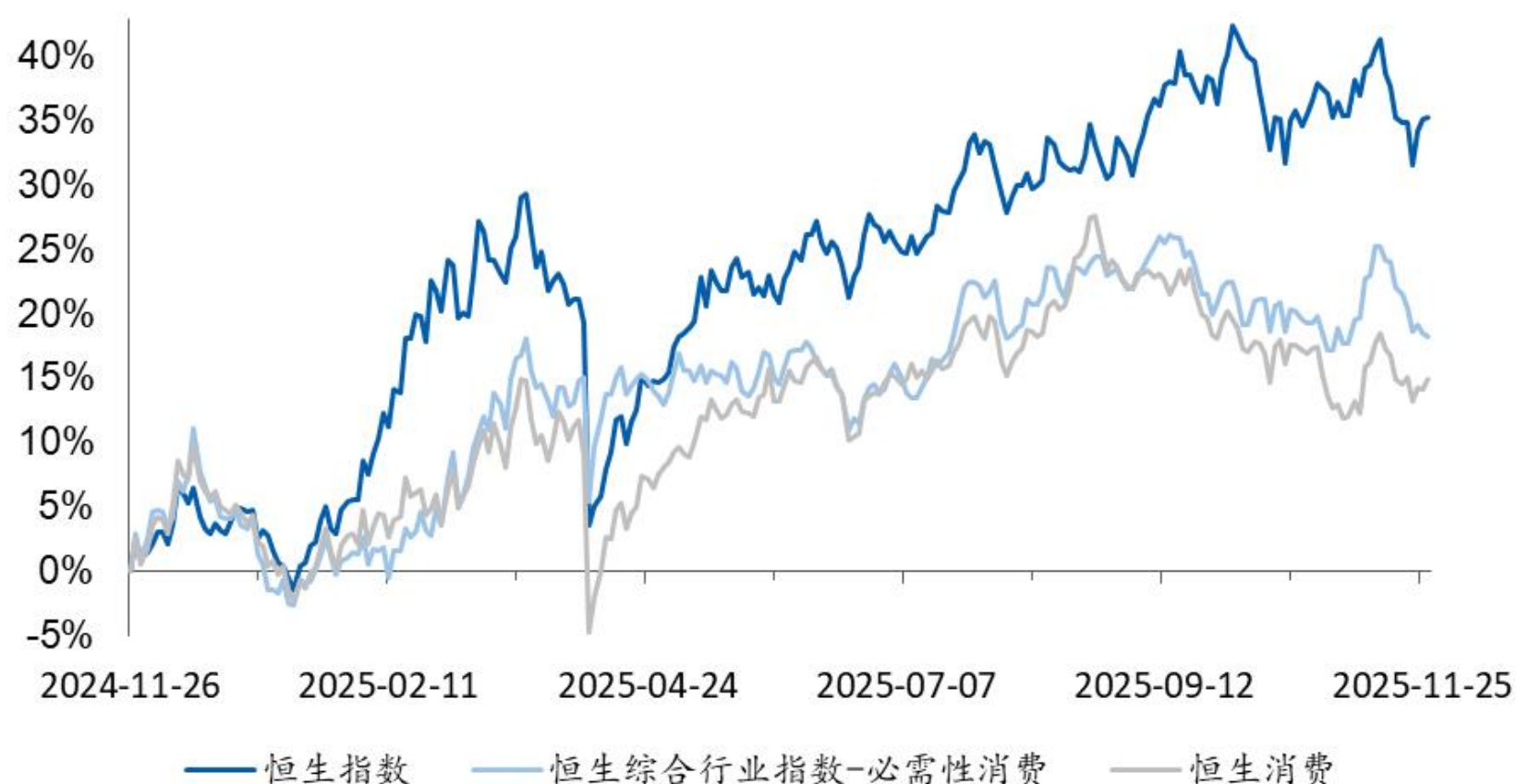
4、投资建议及推荐标的

5、风险提示

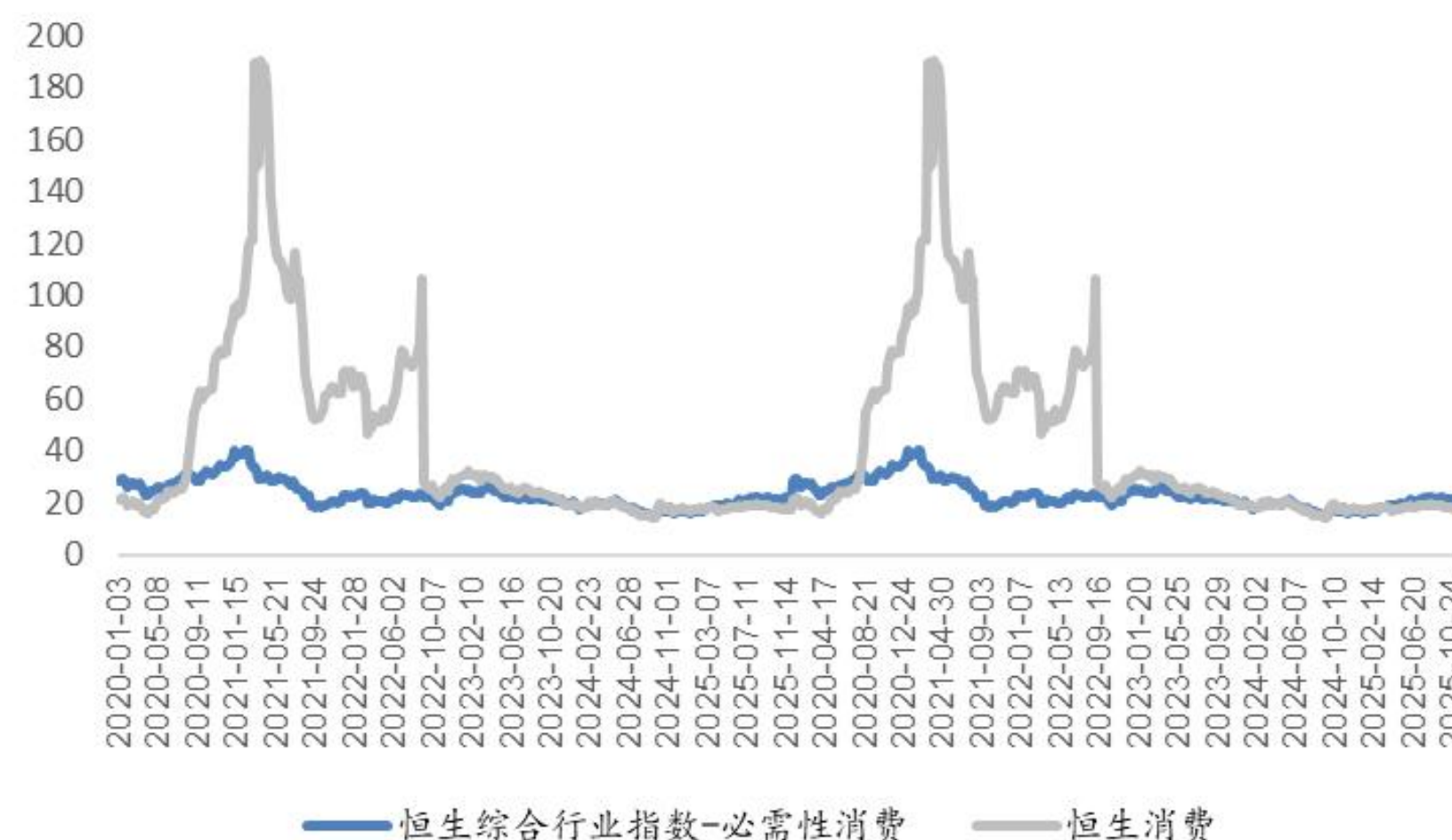
1.1 板块整体跑输大盘，估值处于近五年较低水平

➤ 年初至今，港股消费行业整体涨幅落后恒指，截至2025年11月26日，恒生消费和恒生必选消费指数涨幅分别为14.97%和18.25%，落后于恒指的35.33%涨幅。估值上，截至2025年11月26日，恒生消费和恒生必选消费的市盈率（TTM）分别为17.56和20.84倍，分别处于近五年历史分位点的12.3%和42.59%。

年初至今，港股消费行业整体涨幅落后恒生指数



恒指消费和恒指必选消费市盈率偏低



1.2 细分板块和个股表现分化

- 行业上，以质价比，功能性及情绪消费为特征的零食、饮品赛道景气度较高。个股上，部分公司通过品牌或产品的创新与调整、渠道的深化和拓展，以及内部管理提质增效等措施，逆势实现业绩正增长。
- 展望2026年，我们认为行业弱复苏强分化趋势延续，建议关注质价比、功能性等新消费方向和“传统消费”基本面边际改善方向。

个股行情及估值表现

板块	公司名称	代码	收盘价 2025/11/27	市值 (百万港元)	PE (2026E)	2025年初至今 涨跌幅(%)
啤酒	百威亚太	1876.HK	8.1	106,874	19.9	13.6
	华润啤酒	0291.HK	27.5	89,150	13.6	12.6
	青岛啤酒股份	0168.HK	53.4	85,009	13.6	-1.9
软饮	农夫山泉	9633.HK	50.5	567,384	30.5	51.8
	康师傅控股	0322.HK	12.0	67,469	13.1	25.2
	华润饮料	2460.HK	10.4	24,941	14.2	-6.6
	IFBH	6603.HK	17.3	4,603	10.8	-56.3
	统一企业中国	0220.HK	8.3	35,764	13.1	10.9
	维他奶国际	0345.HK	6.5	6,783	NA	-35.4
乳制品	中国飞鹤	6186.HK	4.2	37,629	11.0	-19.5
	澳优	1717.HK	2.2	3,947	10.2	22.5
	H&H国际控股	1112.HK	14.5	9,335	12.2	66.4
	现代牧业	1117.HK	1.3	10,290	12.7	43.0
	中国圣牧	1432.HK	0.3	2,892	4.4	104.1
	优然牧业	9858.HK	4.1	15,921	9.6	147.9
	蒙牛乳业	2319.HK	15.0	58,320	10.2	-11.9
食品零售	卫龙美味	9985.HK	11.4	27,666	14.8	64.0
	周黑鸭	1458.HK	1.7	3,650	14.6	-1.6
	中国旺旺	0151.HK	4.7	55,238	12.2	5.6
	锅圈	2517.HK	3.8	10,330	18.2	103.6
	安井食品	2648.HK	70.8	28,543	13.9	27.5
	燕之屋	1497.HK	7.0	3,259	15.3	-9.2
	日清食品	1475.HK	6.8	7,066	22.1	15.5
餐饮	海底捞	6862.HK	13.7	76,420	14.6	-8.7
	九毛九	9922.HK	1.8	2,502	10.2	-47.0
	呷哺呷哺	0520.HK	0.8	847	NA	-22.0
	达势股份	1405.HK	79.6	10,451	39.1	2.1
	百胜中国	9987.HK	375.0	134,970	17.3	1.8
	茶百道	2555.HK	6.8	10,107	9.1	-34.2
	特海国际	9658.HK	14.2	9,247	20.7	-35.4
	古茗	1364.HK	25.0	59,550	20.6	169.2
	小菜园	0999.HK	9.7	11,459	11.3	13.1
	海伦司	9869.HK	1.0	1,291	9.9	-52.8
	奈雪的茶	2150.HK	1.1	1,861	111.4	-19.9
	蜜雪集团	2097.HK	413.0	156,783	21.3	42.4
	大家乐集团	0341.HK	5.7	3,283	13.9	-25.0

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

1、行情回顾

2、新消费景气持续，关注质价比及功能性方向

3、消费弱复苏态势，布局边际改善标的

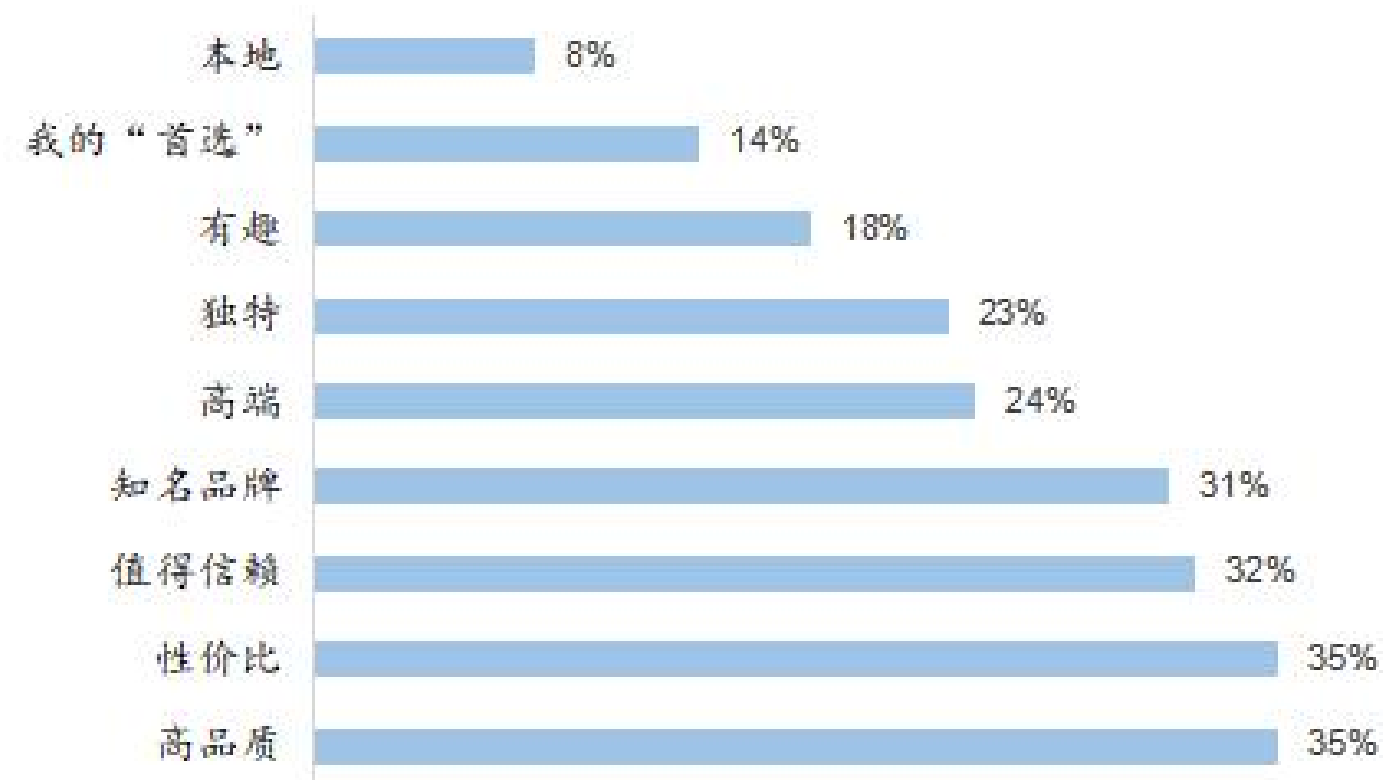
4、投资建议及推荐标的

5、风险提示

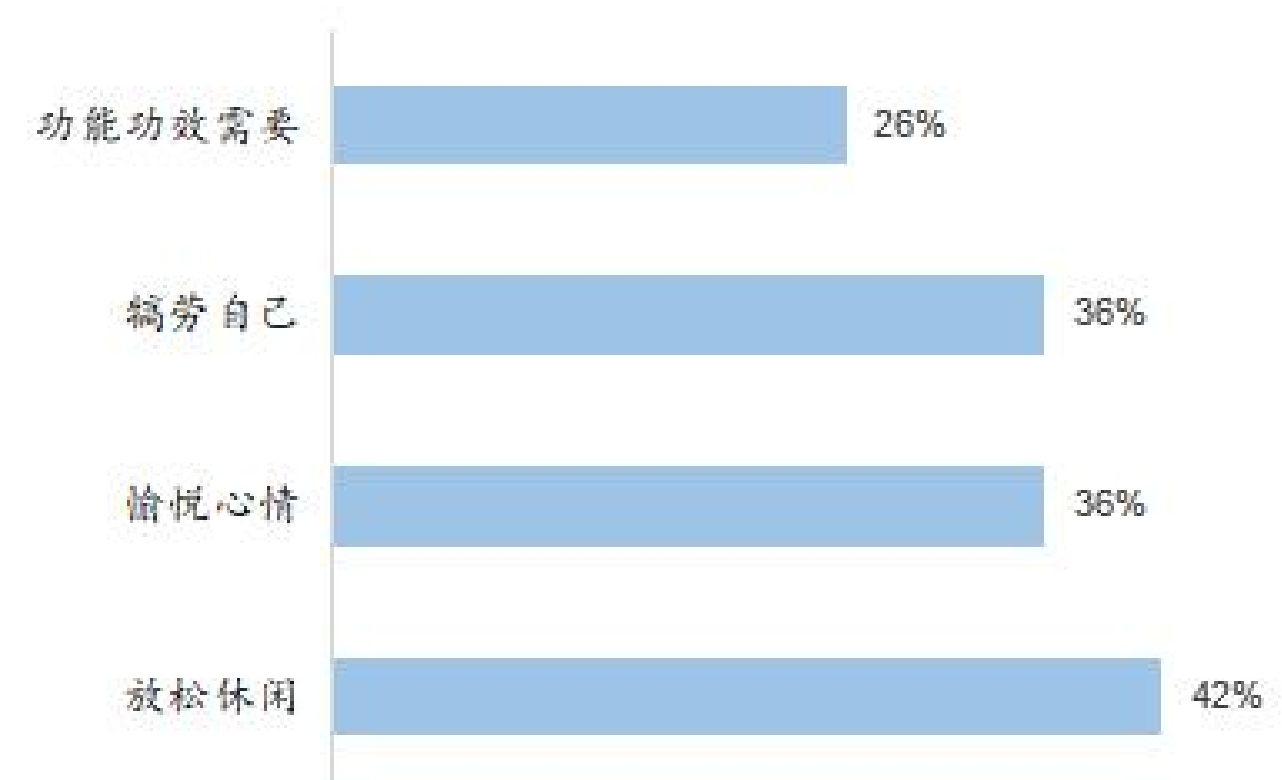
2.1 新消费仍是主旋律，质价比和功能性是消费重要因素

- **餐饮行业分化，新消费仍是主旋律：**2025年，食品饮料行业呈现分化态势，传统品类增长趋缓，新消费领域增长强劲。随着国民健康素养水平不断提升，健康消费需求将持续增长，主打功能、健康概念产品受追捧。在追求极致质价比的新消费趋势下，渠道结构发生变化，“会员制”“折扣化”等新零售业态的崛起，成为食品饮料行业未来的核心增量来源。
- **质价比和功能性是消费重要因素：**根据尼尔森IQ数据，中国消费者积极寻求收入来源，控制支出，冷静消费已回到正轨，追求高品质和性价比是消费场景中最重要因素。尼尔森&小红书发布的《2025大餐饮行业消费者心智及决策链路研究白皮书》数据显示消费者最近一次购买餐饮的动机中，情绪价值和功能性是主要因素。

消费场景重要因素：质价比和性价比并驾齐驱



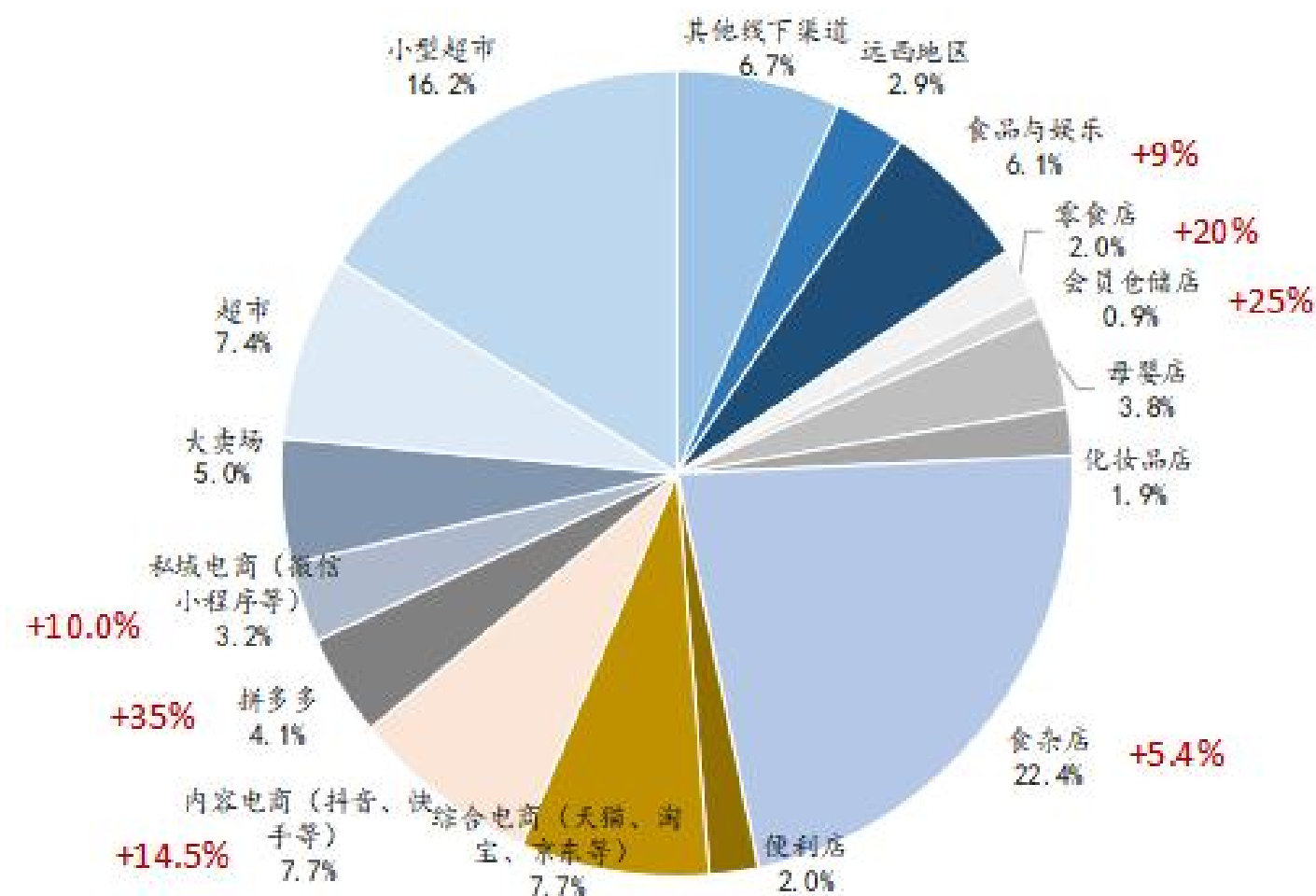
最近一次购买餐饮动机调查（2025年）



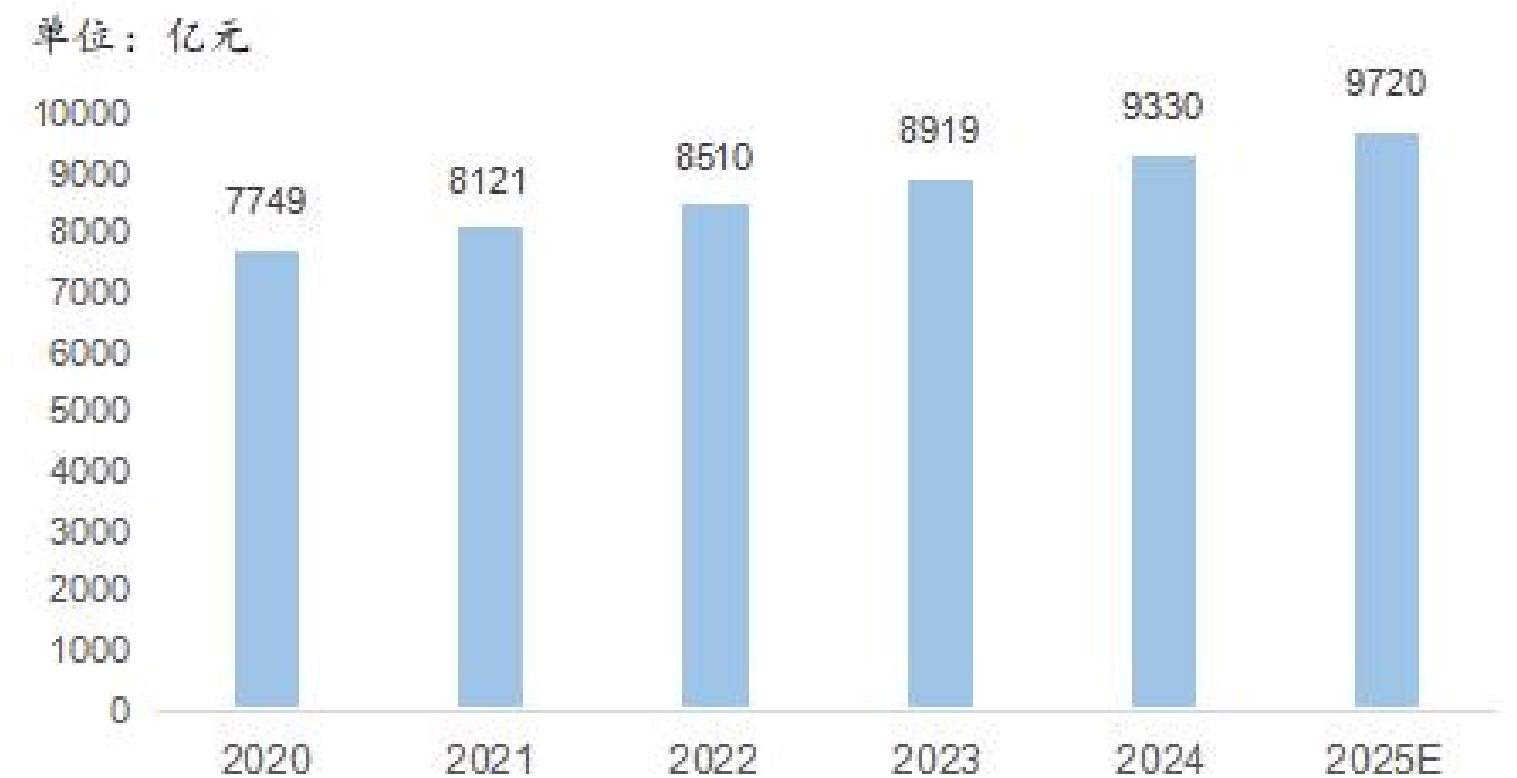
2.2 休闲食品：渠道变革和产品创新驱动成长

- **零食量贩、会员超市、调改超市等新渠道兴起**：零食渠道变革带来新的成长机会，根据尼尔森IQ数据，快消品线下渠道以零食店、会员仓储店为首实现快速增长，带动休闲零食行业市场规模稳步增长。
- **渠道端话语权也进一步增强**：一方面，品牌商应对低价模式为主的连锁折扣业态，更普遍采取高质低价的策略，聚焦高频购买、低客单价的引流型产品；另一方面，会员超市模式更注重产品品质，力求为消费者提供高品质体验，对产品质量严格把关，因此对品牌商的产品力要求更高。

快消品全渠道销售重要性及增长率 MAT2501 vs. MAT2401



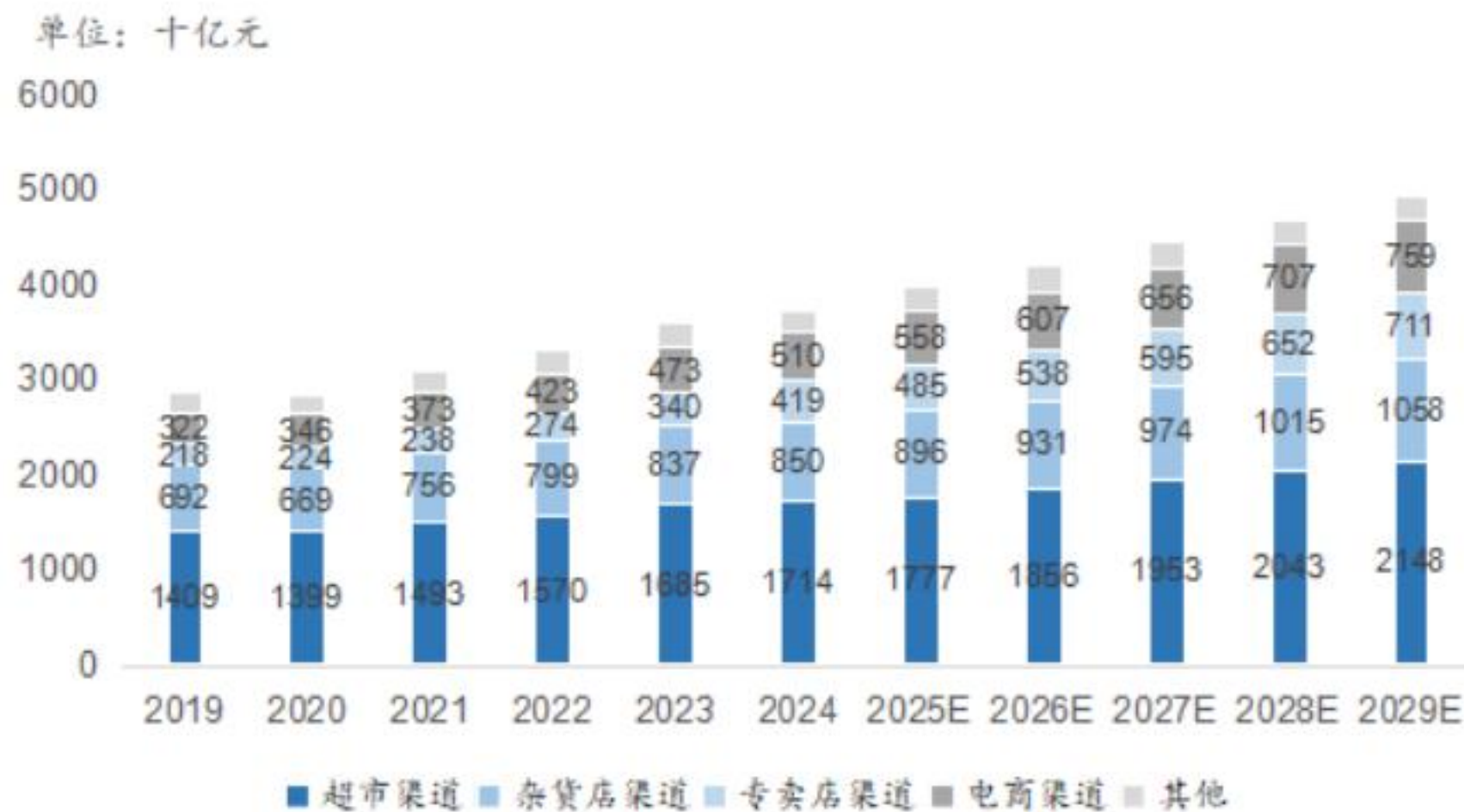
中国休闲食品市场规模稳步增长



2.2 休闲食品：渠道变革和产品创新驱动成长

- **零食品牌商积极拥抱新兴渠道：**根据鸣鸣很忙招股书披露，休闲食品饮料零售行业总市场规模中，专卖店渠道增长最快，GMV从2019年的2,184亿元增长到2024年的4,190亿元，增长CAGR达13.9%，预计2024-2029年CAGR达11.1%。以量贩为首的专卖店模式成为零食品牌商的重要渠道。以卫龙为例，公司已与各主流零食系统达成合作，覆盖门店数2万家以上，涵盖各主要产品品类。同时，公司与会员仓储店建立合作，推出定制化产品。

休闲餐饮专卖店渠道规模增长快速



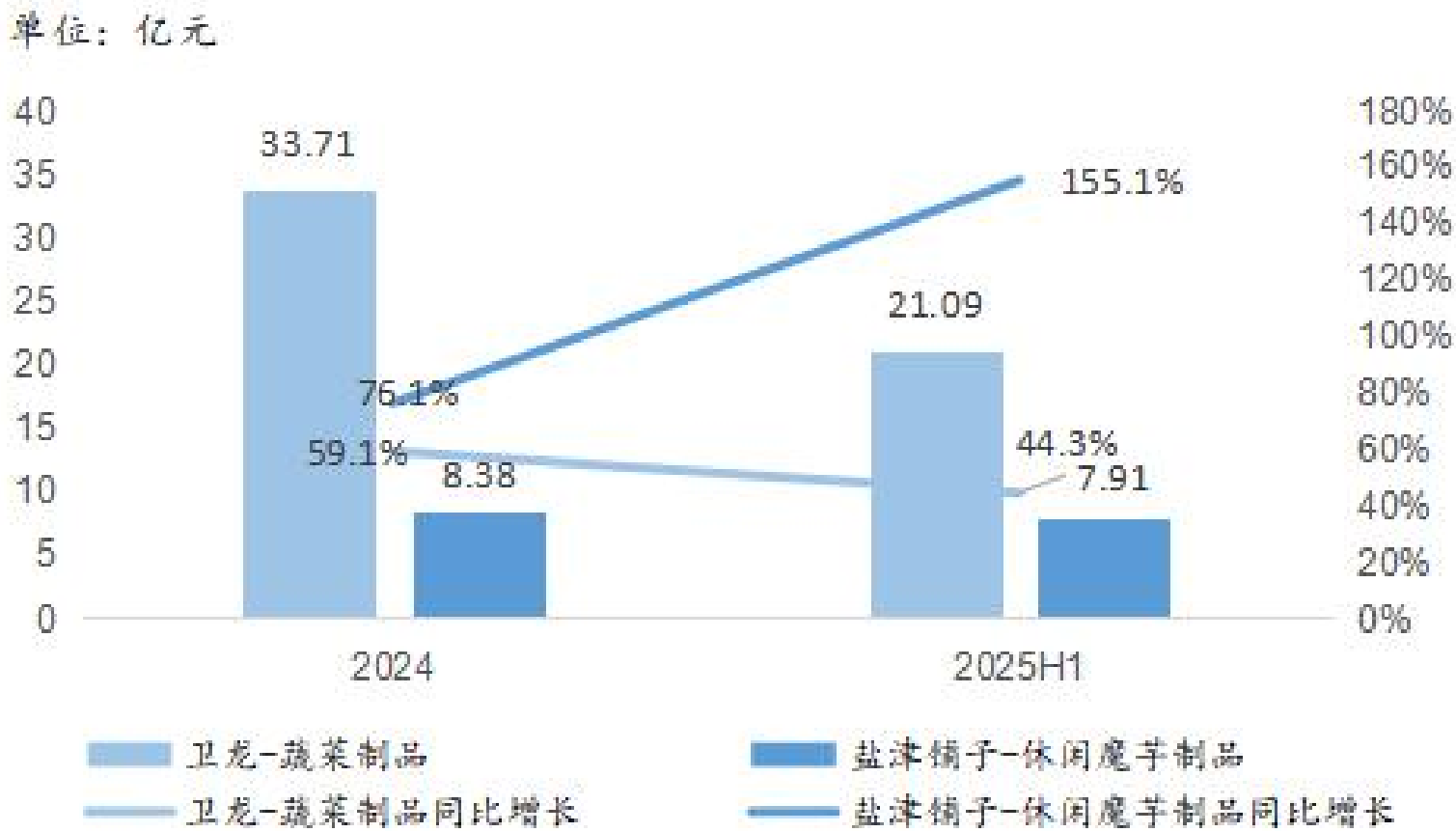
卫龙在量贩零食店产品陈列



2.2 休闲食品：渠道变革和产品创新驱动成长

➤ **具备健康属性的细分品类贡献亮点：**以魔芋为代表的健康食材成为行业性大单品，除了具有健康属性以外，魔芋吸附调味料能力强，口味延展性丰富，且具有高性价比。我国魔芋食品从餐桌走向休闲零食，当前仍处于初级发展阶段，中国人均魔芋食品消费金额仅约为日本2024年的1/2和1991年历史峰值的1/3，未来魔芋食品增长空间仍大。以卫龙美味为例，25H1魔芋相关产品实现销售额超20亿元，假设渠道加价率约为100%，卫龙魔芋市占率超过50%，对应2025年中国魔芋休闲零食市场规模为160亿以上。

魔芋品类仍在红利期



以魔芋为代表的健康食材具备口感佳、健康属性、高性价比特点

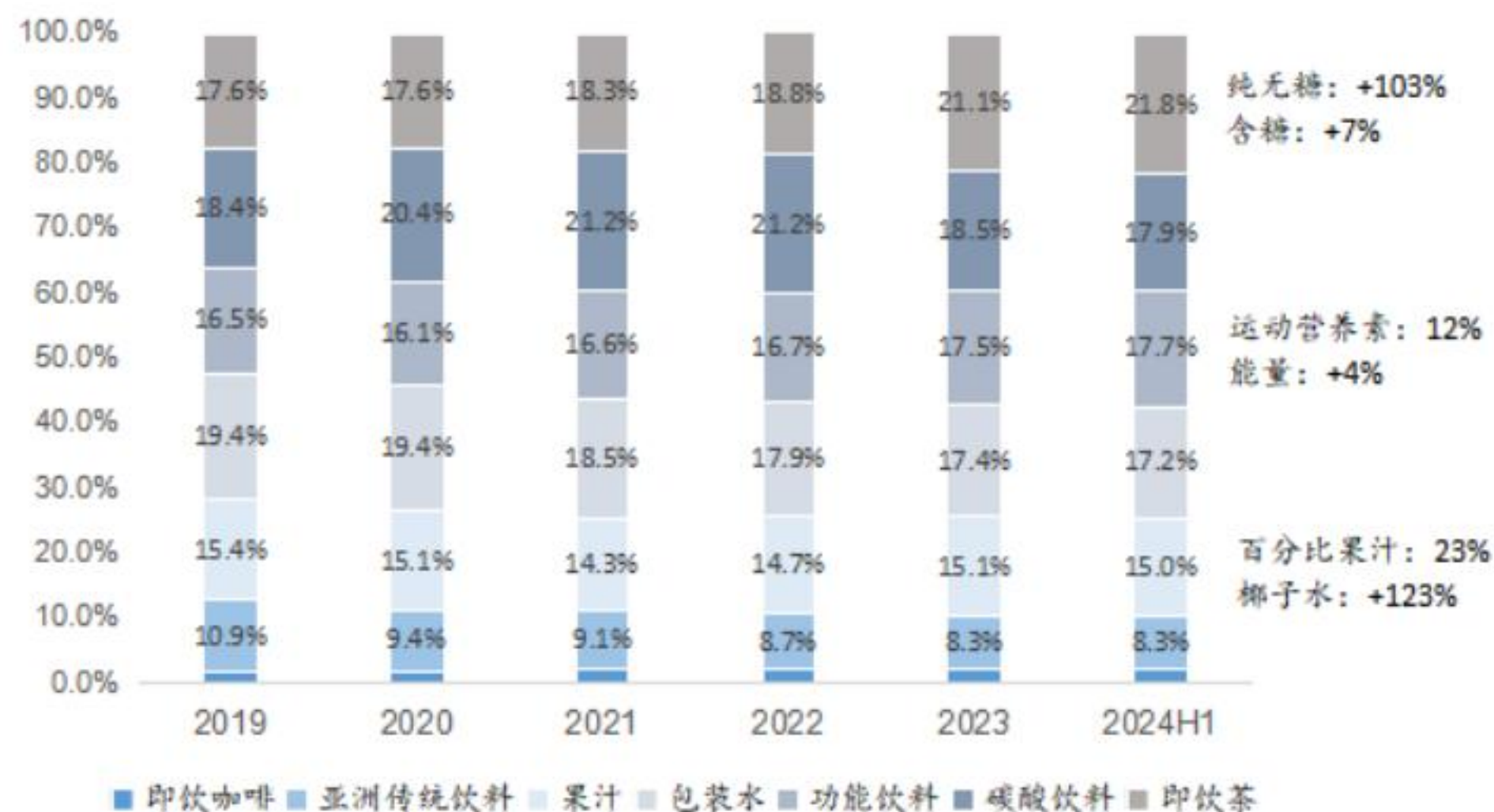
美味上瘾	魔芋制品口感的Q弹、爽脆，叠加辣味调料，口感受到消费者喜爱，食用可让人产生内啡肽，具备一定成瘾性。
健康属性	魔芋含有丰富的葡甘聚糖，是一种可溶性膳食纤维，不含任何热量，能减少和延缓葡萄糖的吸收，是糖尿病的良好辅助药物，也可预防肥胖和缓慢减肥。
高性价比	魔芋零食价格带普遍较低。

数据来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

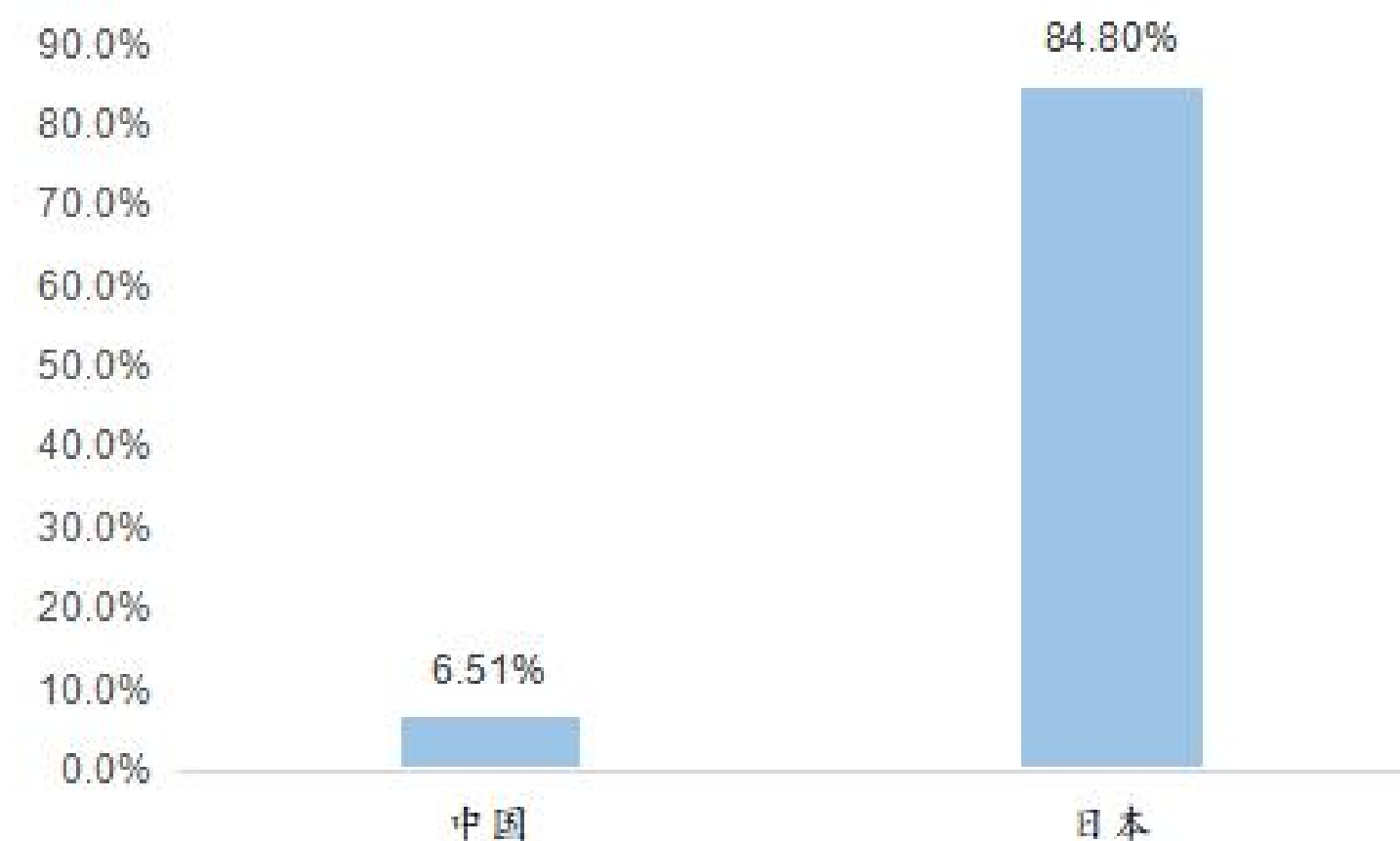
2.3 软饮料：减糖、功能性需求带来结构性成长空间

- **健康诉求提升，减糖概念兴起：**随着经济发展，人均蛋白质摄取等达到新的阶段，加之人口老龄化、肥胖影响健康等问题加剧，中国居民愈发意识到控糖、健康重要性，减糖概念兴起。2017-2022年中国无糖茶销售规模CAGR达到18.8%，2022年达到73.8亿元，在即饮茶整体规模萎缩的背景下实现了逆势增长，销售占比从2017年的1.51%持续提升至2022年的6.51%，但对比日本84.8%的占比，有很大的提升空间。根据亿欧智库预测，到2027年我国无糖茶销售规模有望达到124亿元，未来5年CAGR为10.94%。

功能性、无糖饮品为增长较快品类



日本无糖茶在即饮茶中占比达84.8%



2.3 软饮料：减糖、功能性需求带来结构性成长空间

- **能量补给、营养元素补充等功能饮料的消费场景逐步拓宽：**功能饮料的消费场景已经从运动健身逐步扩展至体力劳动、学习工作、熬夜提神、电竞等日常场景，带动功能饮料市场规模持续增长。根据东鹏饮料招股书，按零售额计，中国功能饮料市场规模由2019年的1,119亿元增长至2024年的1,665亿元，CAGR约为8.3%，预计2024-2029年CAGR为10.9%。相比美国、德国和日本等发达国家，中国人均功能饮料年消费量仍较低。2024年，中国人均功能饮料年消费量为9.9升，低于同期美国（54.9升）、德国（20.1升）、日本（21.9升）的人均功能饮料消费量，以泰国、越南为代表的东南亚国家受天气炎热、消费习惯及口味偏好等因素影响，对功能饮料的需求同样较高，2024年泰国和越南的人均功能饮料年消费量分别是16.5升和13.8升。

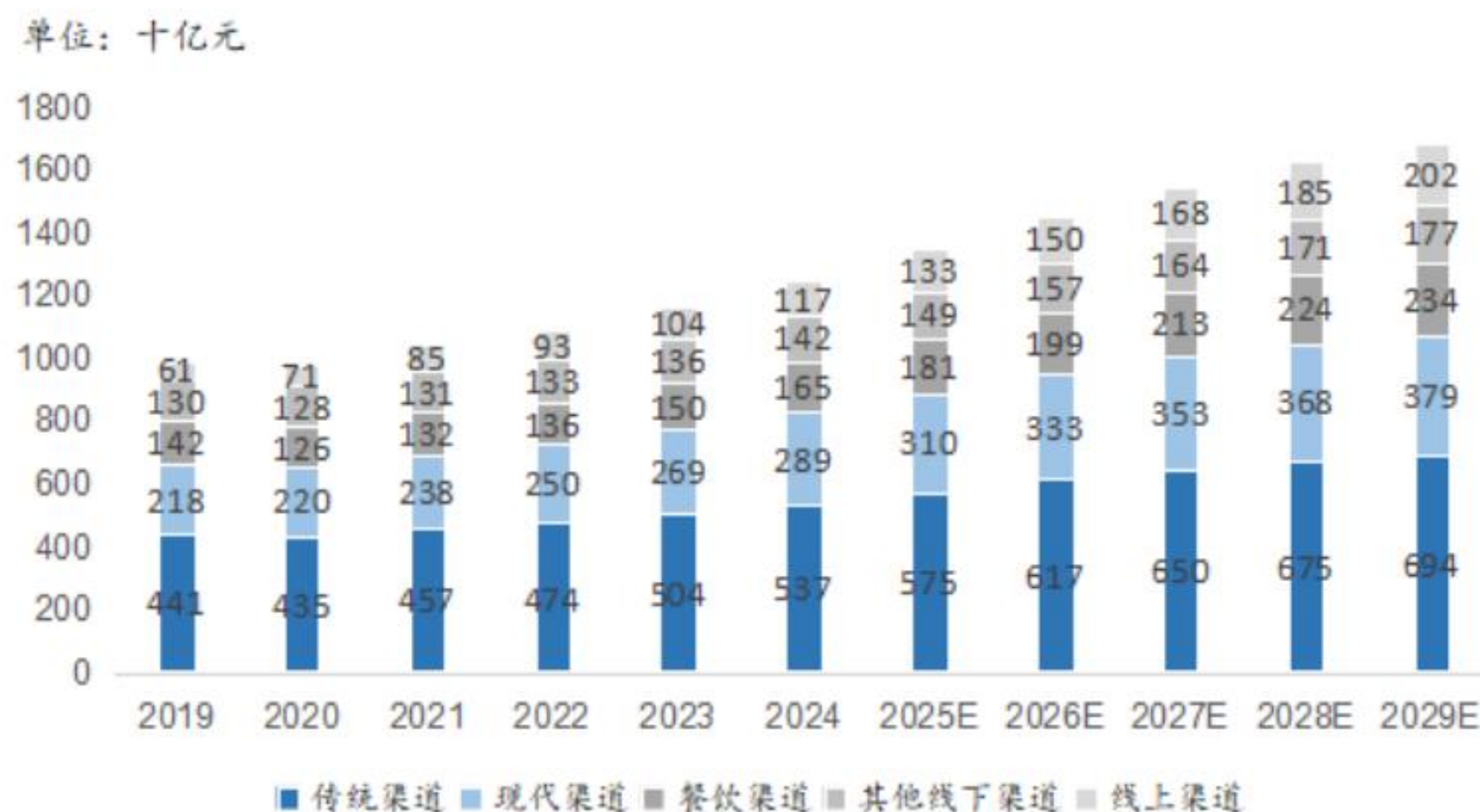
功能性饮料市场规模持续增长



2.3 软饮料：减糖、功能性需求带来结构性成长空间

- **产品推新能力和渠道力相结合，释放单品成长潜力：**产品推新能力和渠道掌控力是软饮料行业的稳固竞争壁垒，在找到高增长单品的同时，渠道的铺货能力决定了产品的销售上限，渠道网点布局与精耕并非一朝一夕，需要考验公司的渠道策略、团队融合、经销商开发与管理等因素。当前软饮行业市场规模按渠道划分看，线下占比超9成，即时性消费场景仍是重要渠道。

线下渠道是当前软饮行业的重要渠道



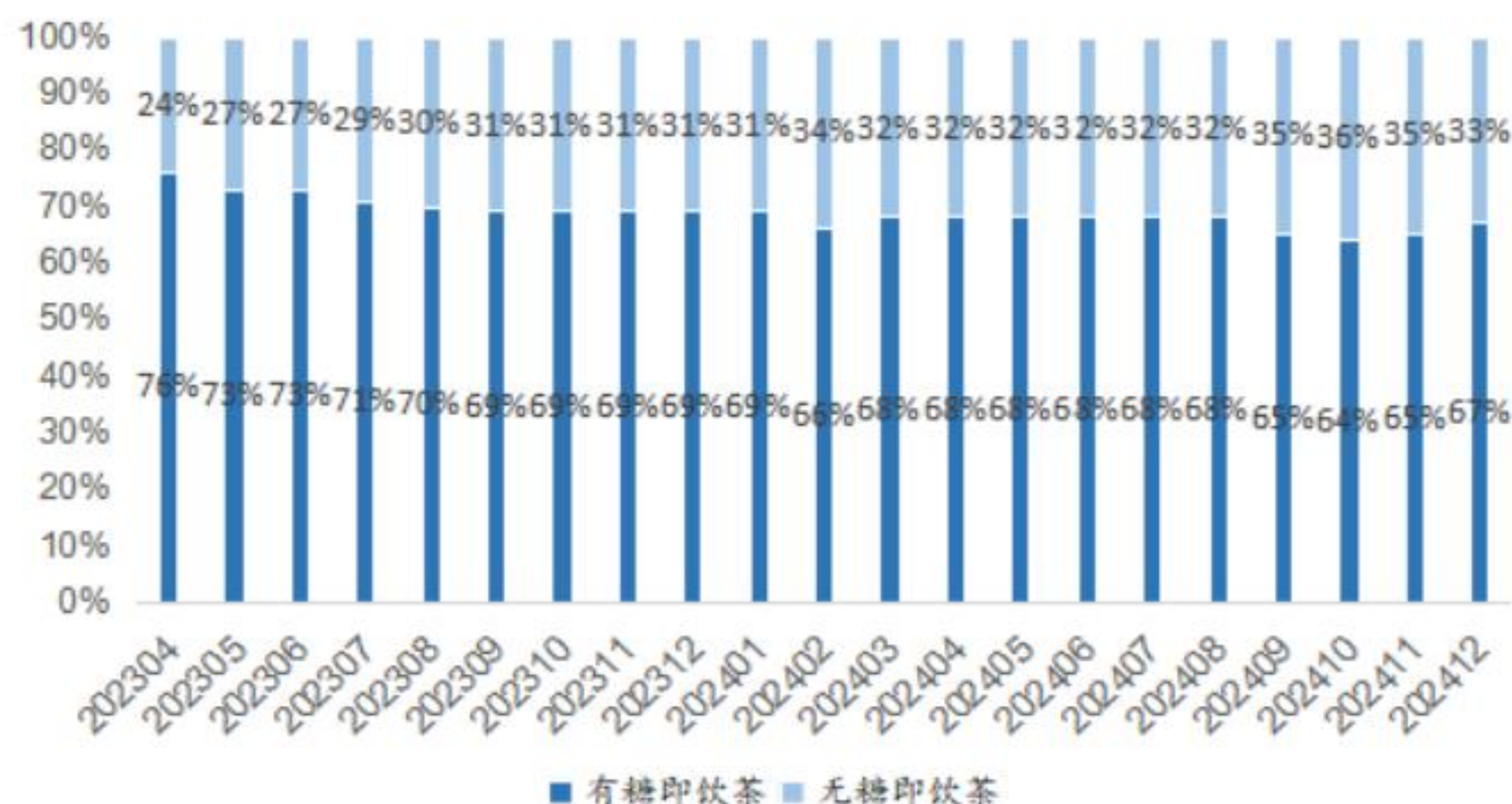
2.3 软饮料：减糖、功能性需求带来结构性成长空间

➤ 兼顾强品牌和强渠道能力，才有望跑出大单品：以康师傅为例，凭借强大的渠道建设和持续渗透，尽管所处饮料赛道同质化竞争激烈，在消费者健康需求提升背景下，有糖茶市场被无糖茶所挤占，但公司饮料业务仍然逆势增长，康师傅冰红茶实现超过百亿的销售体量。

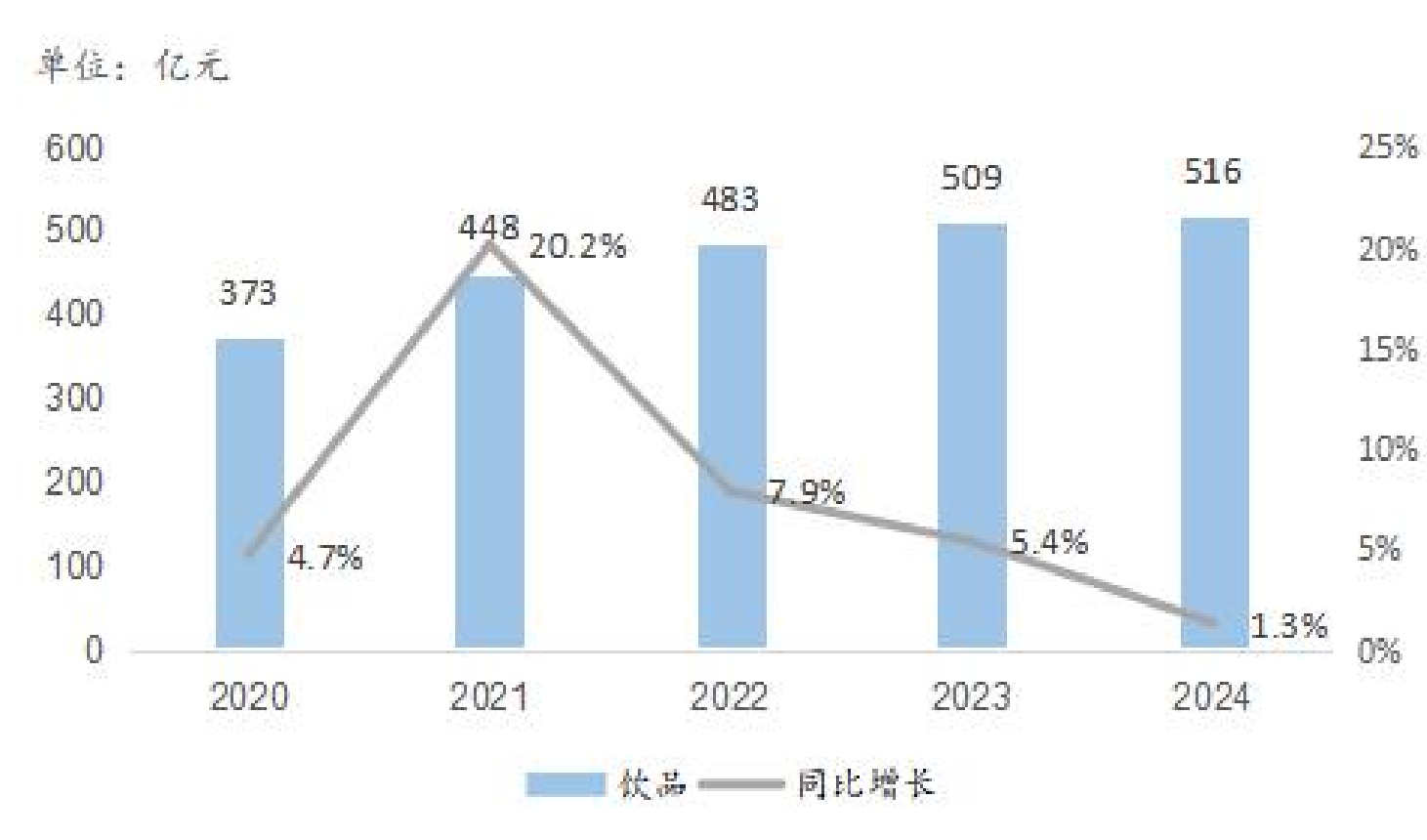
渠道广度推动产品销售持续增长

	经销商数量（家）	终端网点数量（万家）
康师傅	63000+	600+
统一	NA	200+
农夫山泉	5000+	300+
娃哈哈	7000+	160+
东鹏饮料	3200+	420+

无糖即饮茶占比持续提升



康师傅即饮业务逆势中增长稳健



- 1、行情回顾
- 2、新消费景气持续，关注质价比及功能性方向
- 3、消费弱复苏态势，布局边际改善标的**
- 4、投资建议及推荐标的
- 5、风险提示

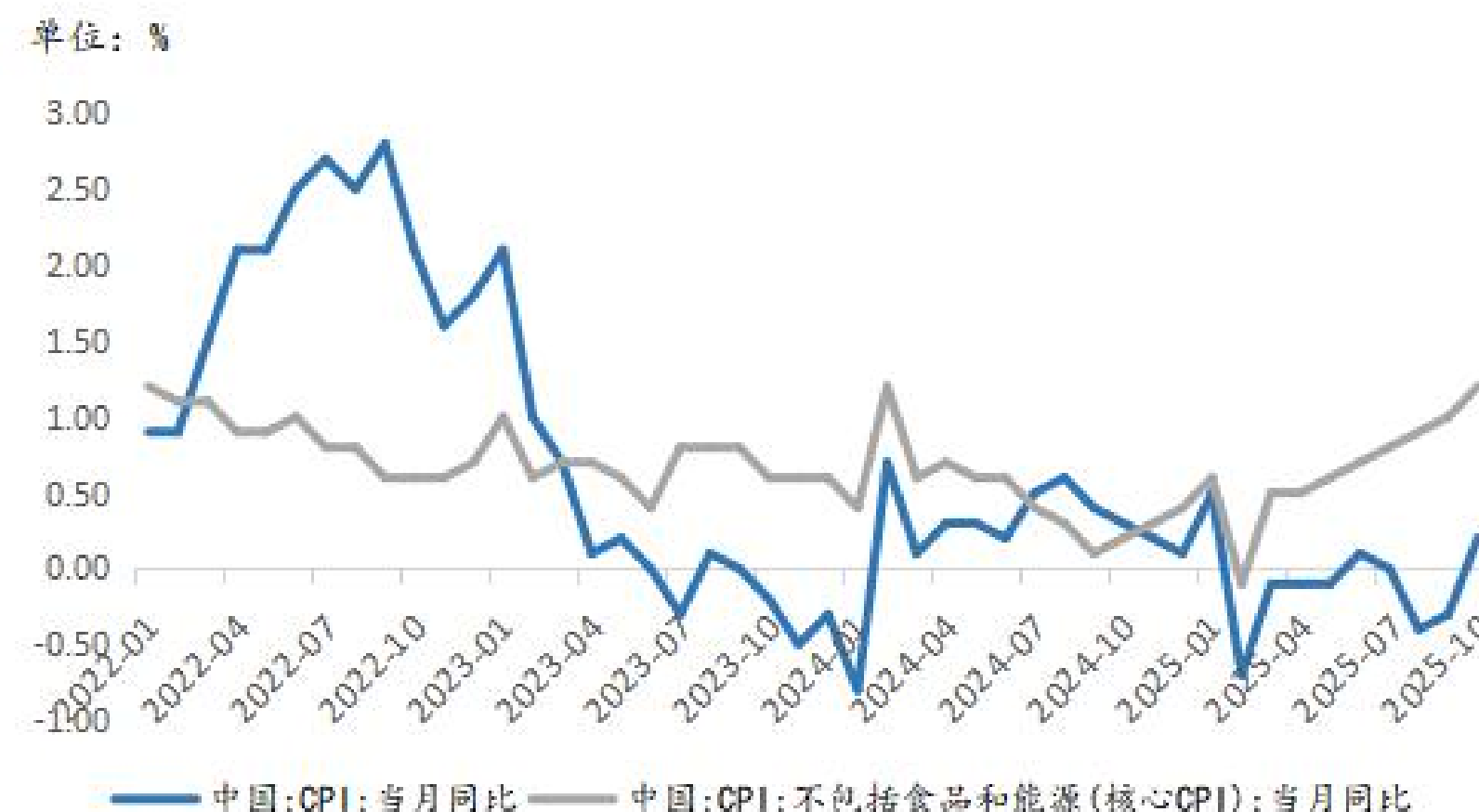
3.1 10月CPI释放积极信号，内需的预期边际向好

- **10月CPI释放积极信号：**10月份，CPI同比由上月下降0.3%转为上涨0.2%，环比上涨0.2%，涨幅比上月扩大0.1个百分点且略高于季节性水平，同比增幅为2025年2月以来最高。
- **10月餐饮收入环比提速：**10月社会消费品零售总额4.6291万亿元，同比增长2.9%，其中商品零售额同比+2.8%、餐饮收入同比+3.8%，餐饮收入环比提速，服务消费明显强于商品。
- **内需的预期边际向好，头部企业有望率先修复：**头部企业注重提升经营质量，有望在基本面筑底后实现收入端温和复苏与效率提升带来的利润释放。

10月社零总额4.6万亿元，同比+2.9%



10月CPI由跌转涨，同比+0.2%



数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

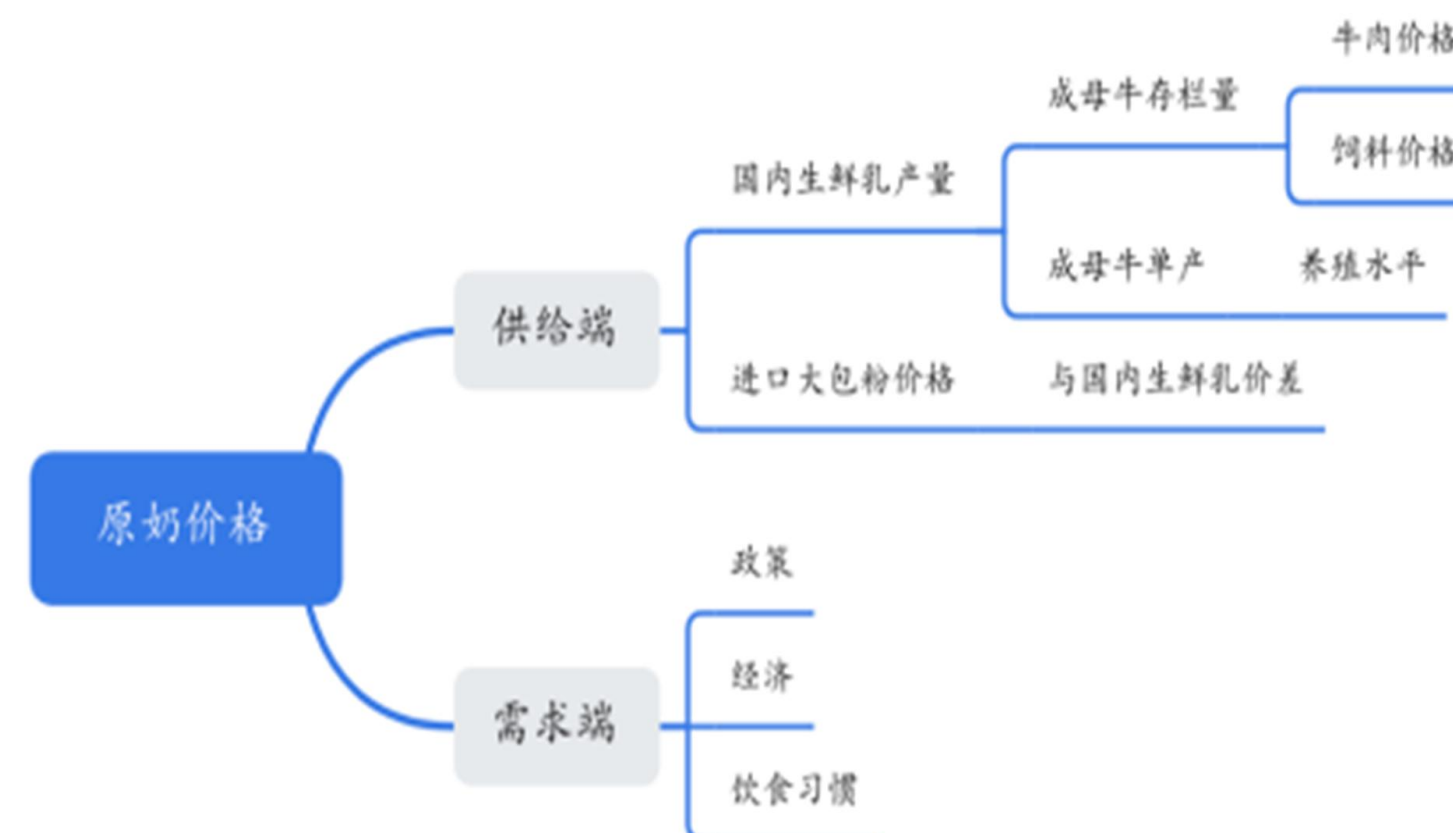
3.2 牧业：原奶需求逐步复苏有望加快周期反转

- **原奶价格逐步企稳：**2020年我国原奶价格大幅上涨，引发市场对于奶价的乐观预期，导致养殖企业主动扩产，2023年底我国奶牛存栏量达到660万头。由于原奶供给大幅增加，但需求相对低迷，我国生鲜乳价格自2021年9月以来呈下滑趋势，主产区生鲜乳均价由2021年8月4.4元/kg降至当前的3.03元/kg。
- **政策端发力有望提振原奶需求：**2024年，我国液态奶消费量为1570万吨，同比-5%，预计2025年消费量仍会小幅下滑。政策端，2025年7月生育补贴政策正式落地，将对三周岁以下婴幼儿发放3600元/年现金补贴，2025年8月，推行免费学前教育，政策发力下将有效降低生育成本，有望逐步提振乳制品消费需求。

25H1以来原奶价格逐步企稳



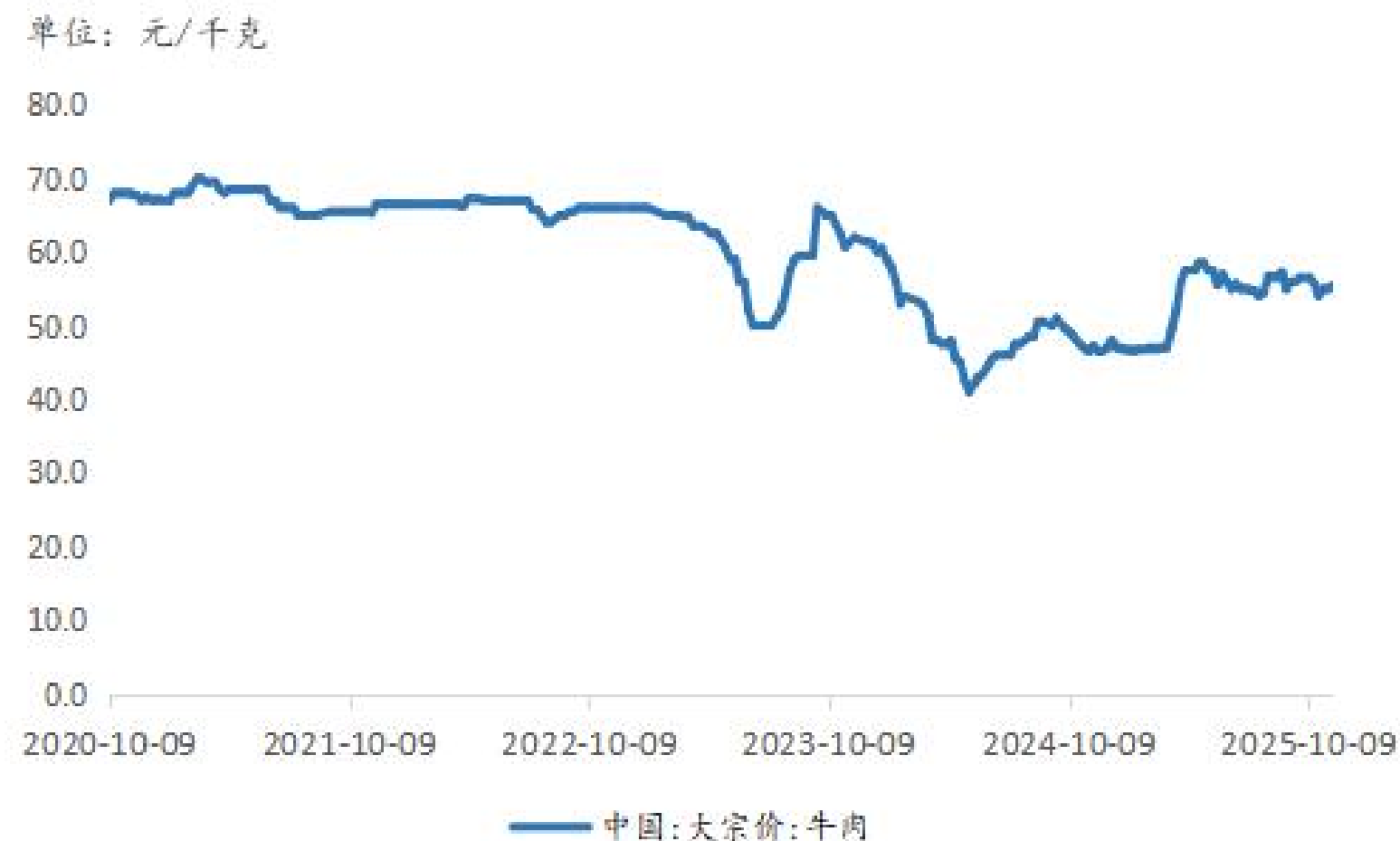
原奶价格主要受需求、进口大包粉价格、母牛存栏量等因素影响



3.2 牧业：原奶需求逐步复苏有望加快周期反转

- **存栏去化正当时，26年有望迎来拐点：**2024年以来，我国奶牛养殖行业进入存栏去化阶段，其中现金周转能力较弱、养殖成本较高的散养农户、小型牧场出清速度较快。参考慧通数据研究部，2025年10月，我国奶牛存栏量约582.4万头，同比/环比为-2.24%/-0.45%，存栏量持续去化。当前原奶价格在低位企稳，进口大包粉价格不具性价比，牛肉价格持续上涨，带动淘牛价格，也会利好存栏去化。

2025年以来牛肉价格持续上涨



海外奶价持续上涨，进口大包粉相较国内已不具性价比



3.2 牧业：原奶需求逐步复苏有望加快周期反转

➤ 肉奶景气共振，业绩修复弹性大：牧业公司的业绩主要会受到原奶价格波动对毛利率的影响，以及公司生物资产公允价值变动的影响。以优然牧业为例，我们经过测算：1) 若原奶价格上涨 10%，且原料奶销售成本不变，对应原奶业务毛利率提升 5.9 个百分点。2) 预计 2025 年公司淘汰成母牛约 10 万头，中性假设牛肉价格同比+10%，对应出售及死亡成母牛生物资产较 2024 年增加 0.86 亿元。3) 2025H1，公司成母牛单头公平值为 25098 元，对比上一轮周期公司成母牛单头公平值峰值为 32565 元，有很大的提升空间，本次周期反转将直接增厚利润。

原奶价格变化对优然毛利率影响测算

优然牧业生物资产公允价值变化

奶价变动 (+)	主产区生鲜乳价格 (元/kg)	公司原奶毛利率变动 (+ppt)
5%	3.19	3.1
10%	3.34	5.9
15%	3.50	8.5
20%	3.65	10.9

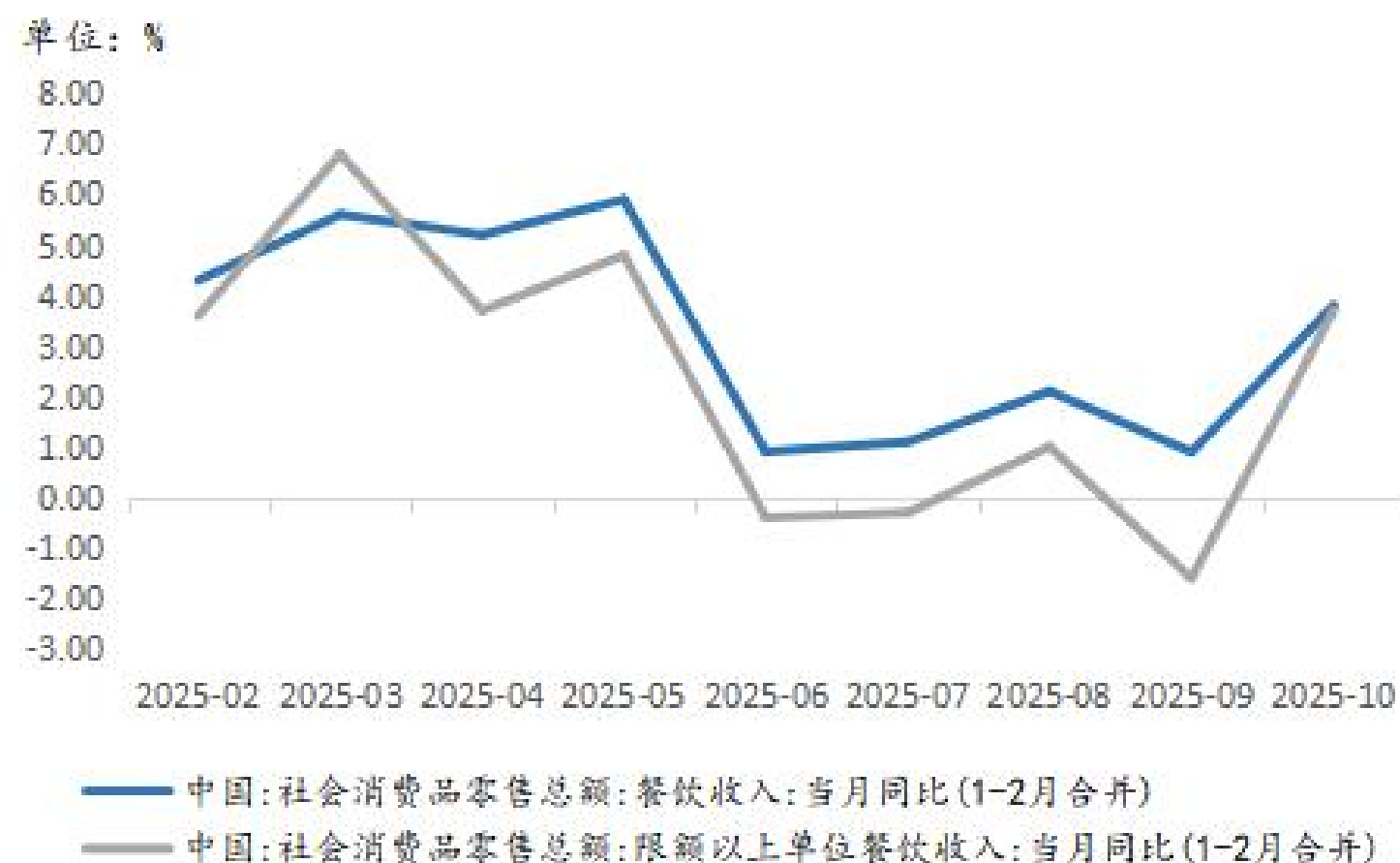
	2021	2022	2023	2024	2025H1
成母牛存栏数（万头）	20.45	23.17	28.42	32.49	33.37
公平值（亿元）	66.61	72.04	83.85	86.58	83.75
单头公平值（元）	32565	31092	29504	26646	25098
犊牛及育成牛存栏数（万头）	21.17	26.77	29.85	29.67	28.97
公平值（亿元）	36.76	59.32	60.51	62.94	61.42
单头公平值（元）	17367	22154	20271	21217	21202

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

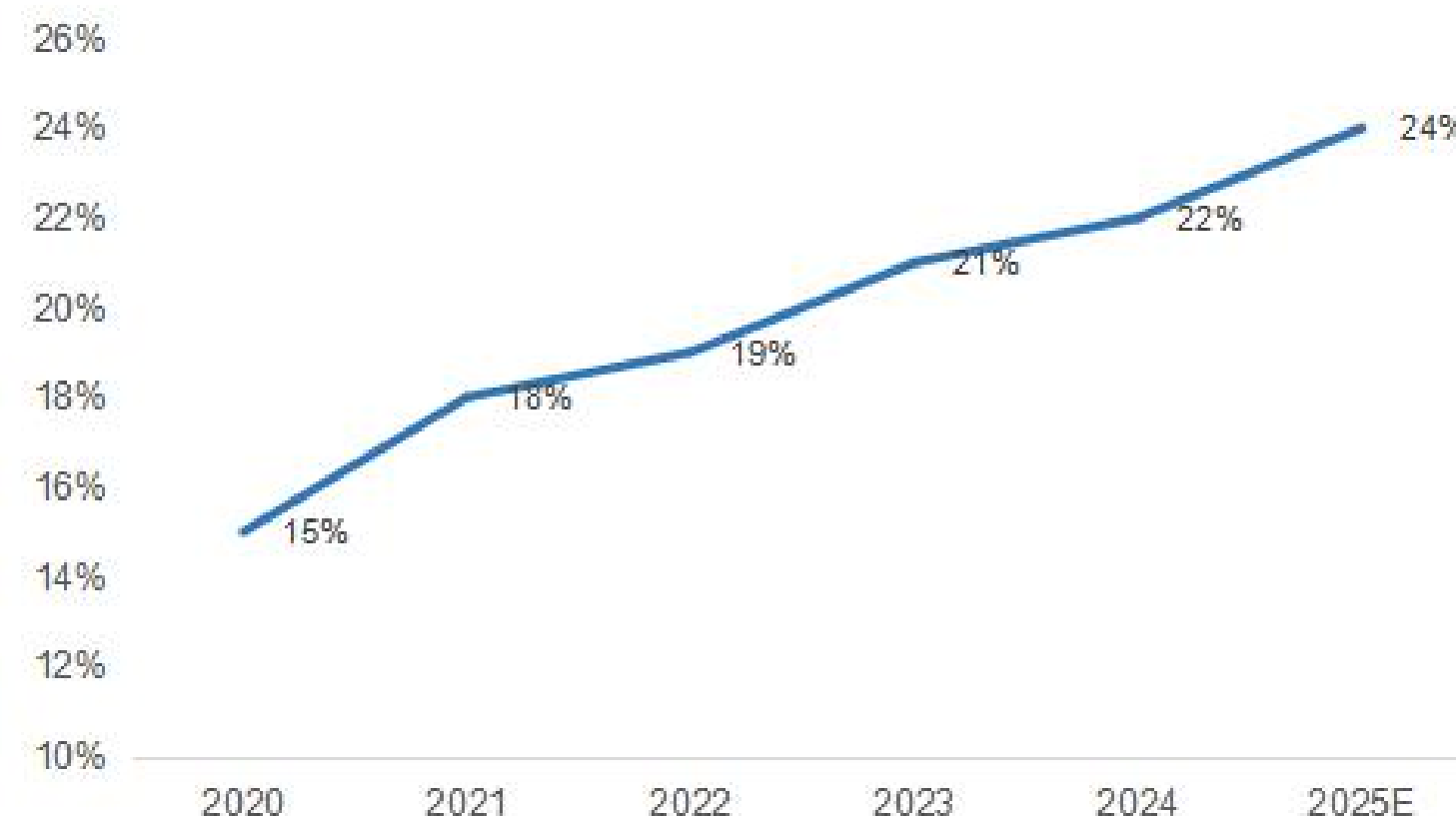
3.3 餐饮：品牌分化，关注穿越周期和边际改善标的

- **餐饮行业仍处调整阶段，限额以上表现弱于整体：**2025年，中国餐饮市场整体增速放缓，行业从高速扩张步入存量竞争阶段。加之外卖平台竞争激烈，面对复杂局势，头部企业加速推进连锁化、数字化与标准化，加强供应链的协同创新，提升抗风险能力与运营效率。
- **餐饮连锁化率趋势不变：**2020-2025年，中国餐饮服务的连锁化率从15%稳步上升至24%，但是连锁化率明显落后于日本、美国等成熟市场，也显著低于全球35%的平均水平，预计连锁化率长期持续提升，主要受益于连锁品牌正通过供应链整合和加盟体系加速拓展市场，尤其是下沉市场，驱动行业集中度和运营效率的双重提升。

2025年餐饮行业仍处调整阶段



中国餐饮连锁化率持续提升



3.3 餐饮：品牌分化，关注穿越周期和边际改善标的

- **正餐基本面筑底，快餐品类率先修复：**头部西式快餐品牌肯德基/必胜客于25Q2开始实现同店同比回正，我们预计正餐品牌海底捞25H2翻台率将同比改善，太二酸菜鱼25H2同店同比跌幅收窄。（25H1 各品牌同店收入同比：必胜客+ 1%/肯德基 +0.5%/达势-1%/海底捞-9.9%/太二-19%）。
- **逐步重回开店周期，修复预期下具有弹性：**2025年整体餐饮赛道同比呈现净关店，但月度环比视角已开始缓慢净开店，我们预计餐饮赛道正逐步重回净开店周期。当前餐饮板块市盈率普遍位于10-20倍，主要受行业基本面普遍承压影响，市场对餐饮修复存有不确定性，当前估值对于头部基本面稳健且股息率高的公司已具备一定吸引力。展望2026年，消费若逐步复苏，板块估值具有较大弹性。

部分品牌已实现同店、净开店正增长

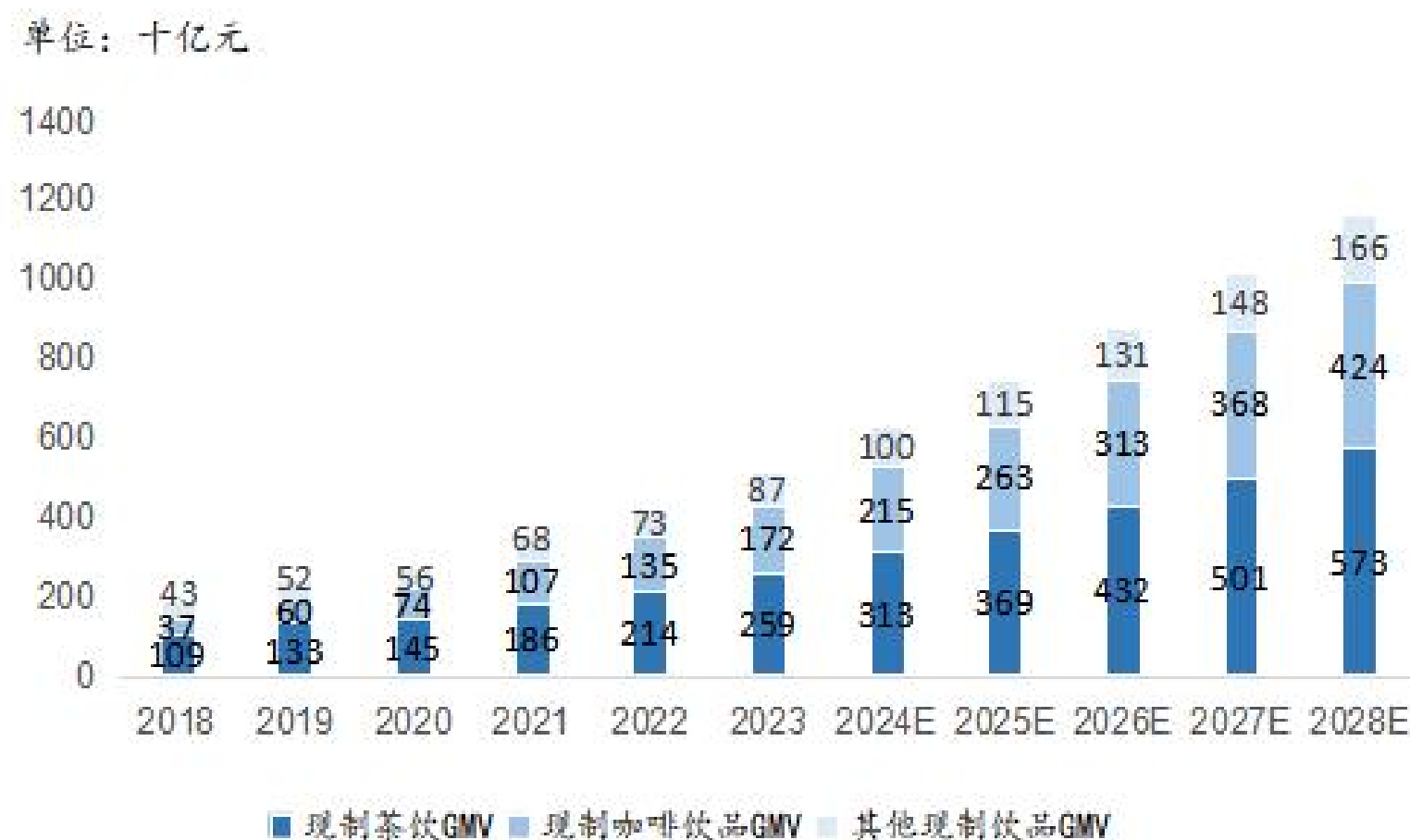
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
肯德基	-2%	-3%	-2%	-1%	0%	1%
必胜客	-5%	-8%	-6%	-2%	0%	1%
达美乐	4%		2%		-1%	
海底捞	27%		-12%		-10%	
太二	-15%	-14%	-14%	-26%	-21%	-14%
呷哺呷哺	-23.3%				-15.6%	

	25H1净开店数	vs24H1
肯德基	590	3%
必胜客	140	10%
达美乐	190	31%
海底捞	-33	-2%
太二	-68	-8%
怂	-4	4%
呷哺呷哺	3	-8%
凑凑	-23	-29%

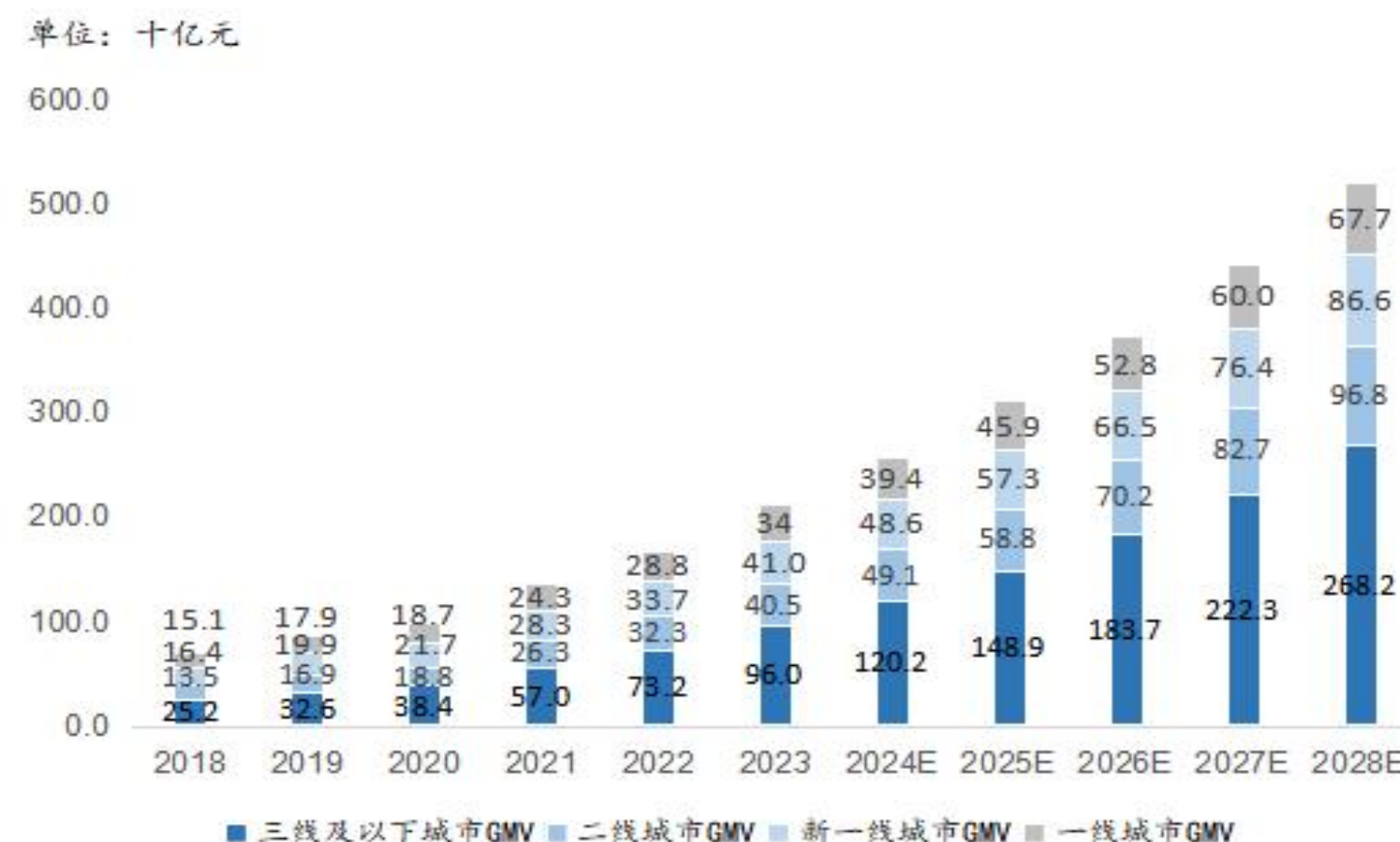
3.3 餐饮：品牌分化，关注穿越周期和边际改善标的

- **中国现制饮品市场空间广阔，人均消费量低：**据灼识咨询，现制饮品市场规模从2018年的1878亿元增长至2023年的5175亿元，年复合增长率为22.5%，其中现制茶饮市场规模年复合增长率为19.0%，现制咖啡店年复合增长率为36.3%。根据灼识咨询，2023年美国、英国及日本的人均年现制饮品消费量分别为323、225及172杯，而中国人均年现制饮品年消费量为22杯，预计到2028年增长至约51杯，带动中国现制饮品市场规模快速增长。
- **现制饮品平价化，下沉市场空间大：**下沉市场占比持续提升，三线及以下城市在大众现制茶饮市场的GMV占比从2018年的35%提升至2023年的42%。根据灼识咨询，2023年，中国一线城市的人均现制饮品年消耗量为70杯，而三线及以下城市仅为13杯，低线市场潜力巨大。

现制饮品市场空间广阔



预计下沉市场现制饮品未来增长更快



3.3 餐饮：品牌分化，关注穿越周期和边际改善标的

➤ 茶饮短期受益外卖补贴拉动，26年关注高基数及外卖补贴退坡扰动：现制饮品多数品牌 25 年同店受益于外卖补贴和上年低基数而实现高增（25H1 各品牌同店收入同比：古茗20.6%/蜜雪13.2%/瑞幸10.8%/茶百道 8%/奈雪 4.1%/霸王茶姬-21.1%），26 年需关注行业高基数及外卖平台补贴退坡扰动，我们预计中小品牌在外卖补贴退坡后或面临更大同店下滑压力。同时，25年头部品牌开店速度进一步拉动业绩增长，26年关注开店速度的持续性。长期维度下，我们认为头部品牌凭借供应链能力、精细化运营能力、产品创新力及品牌影响力，有望在竞争中胜出。

25H1主要现制茶饮品牌业绩情况

	蜜雪	瑞幸	古茗	霸王别姬	茶百道	沪上阿姨	奈雪
收入（亿元）	149	212	56	33	25	18	22
收入同比（%）	39%	45%	41%	10%	4%	10%	-14%
净利润（亿元）	27	17.8	11	6	3	2	-1
净利润同比（%）	44%	125%	42%	0%	-14%	14%	73%
净利润率	18%	8%	20%	19%	14%	13%	-5%
25H1 门店净增数	6535	3866	1265	357	49	260	-160
门店总数	53014	26206	11179	7038	8444	9436	1638
门店数同比（%）	23%	30%	17%	41%	1%	12%	-9%

- 1、行情回顾
- 2、新消费景气持续，关注质价比及功能性方向
- 3、消费弱复苏态势，布局边际改善标的
- 4、投资建议及推荐标的
- 5、风险提示

4.1 推荐标的

围绕上文所述两条投资主线，我们建议关注以下标的：

一、新消费景气度持续，关注质价比、功能性方向。

- 卫龙美味（9985.HK）（未覆盖）：公司享受魔芋品类红利，渠道力和品牌力双赋能新品快速增长，叠加内部降本增效成效显著，抵消魔芋精粉成本上升影响，业绩有望维持高增。
- H&H国际控股（1112.HK）（未覆盖）：公司婴幼儿营养业务重拾增长；成人营养业务凭借Swisse品牌力，在中国市场持续增长；宠物营养业务具备渗透率持续提升的成长潜力。公司持续优化债务结构，盈利能力逐步释放。
- 康师傅控股（322.HK）（未覆盖）：方便面、软饮料双行业领先优势显著，具备提价主动权彰显龙头地位，盈利能力有望稳中有升，且长期保持高水平的股东回报，股息率6%以上。26年若外卖补贴逐步退出，公司饮料业务影响有望减退。

二、受益消费温和复苏，基本面边际改善方向。

- 优然牧业（9858.HK）（已覆盖）：当前行业存栏持续去化，25年以来奶价低位止跌企稳，牛肉价格持续上涨，预计中小牧场会加速出清，行业供需将持续改善，2026年奶价有望迎来温和上涨的拐点，周期反转下业绩修复弹性大。
- 海底捞（6862.HK）（已覆盖）：主品牌持续调整经营策略与尝试个性化服务，且24H2基数较低，预计25H2经营将逐步改善；副品牌业态多元，孵化能见度提升。公司维持高派息比例，股息率5%以上。
- 百胜中国（9987.HK）（未覆盖）：在餐饮环境整体较疲弱背景下，公司同店销售恢复正增长，利润率稳步提升，反映公司强大的品牌运营能力，且计划在2025-2026年间向股东回馈30亿美元。

4.2 行业估值

行业	代码	简称	货币	股价 2025/11/28	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
零食	9985.HK	卫龙美味	HKD	11.37	276	24.0	17.9	14.8	12.6	3.6	3.7	3.2	2.8
	1458.HK	周黑鸭	HKD	1.69	36	34.4	17.7	14.6	11.6	1.0	0.9	0.9	0.8
	1475.HK	日清食品	HKD	6.71	70	34.8	25.2	21.9	20.0	1.9	1.9	1.7	1.7
	0151.HK	中国旺旺	HKD	4.66	550	12.5	0.0	12.2	11.3	2.8	0.0	2.5	2.2
	平均					26.4	15.2	15.9	13.9	2.3	1.6	2.1	1.9
乳制品	1112.HK	H&H国际控股	HKD	14.59	94	-162.4	15.9	12.3	10.4	1.4	1.4	1.3	1.2
	6186.HK	中国飞鹤	HKD	4.14	375	9.7	13.3	10.9	9.8	1.3	1.3	1.2	1.1
	1717.HK	澳优	HKD	2.23	40	15.6	11.8	10.3	9.0	0.6	0.6	0.6	0.6
	2319.HK	蒙牛乳业	HKD	15.01	584	517.8	12.6	10.3	9.2	1.3	1.2	1.1	1.0
	平均					95.2	13.4	10.9	9.6	1.2	1.1	1.0	1.0
软饮料	0322.HK	康师傅控股	HKD	11.93	672	16.7	14.2	13.0	12.2	4.8	3.9	3.7	3.4
	0220.HK	统一企业中国	HKD	8.28	358	17.9	14.5	13.1	11.9	2.5	2.4	2.4	2.3
	9633.HK	农夫山泉	HKD	48.82	5,491	41.9	33.9	29.5	26.2	16.0	12.5	10.3	8.5
	6603.HK	IFBH	HKD	17.26	46	17.8	14.5	10.8	8.5	3.6	5.7	4.0	2.8
	平均					23.6	19.3	16.6	14.7	6.7	6.1	5.1	4.3
牧业	9858.HK	优然牧业	HKD	4.36	170	-22.7	51.7	10.3	7.0	1.4	1.3	1.1	1.0
	1117.HK	现代牧业	HKD	1.34	106	-6.9	-11.4	13.1	6.3	1.1	1.1	1.0	0.8
	1432.HK	中国圣牧	HKD	0.35	29	-40.9	36.1	4.4	3.1	0.7	0.7	0.6	0.5
	平均					-23.5	25.4	9.2	5.5	1.1	1.0	0.9	0.7
餐饮	6862.HK	海底捞	HKD	13.75	766	15.1	16.3	14.7	13.3	7.3	6.0	5.3	4.5
	9987.HK	百胜中国	HKD	375.40	1,350	19.1	18.8	17.3	16.0	3.0	3.0	2.9	2.5
	0520.HK	呷哺呷哺	HKD	0.79	9	-2.0	-4.0	-18.0	119.8	0.9	1.4	1.4	1.4
	1405.HK	达势股份	HKD	76.50	101	168.6	61.7	37.6	26.0	3.9	3.7	3.4	3.0
	9922.HK	九毛九	HKD	1.78	25	41.3	16.5	10.2	8.1	0.7	0.7	0.7	0.6
	平均					48.4	21.8	12.3	36.7	3.2	2.9	2.7	2.4

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

1、行情回顾

2、新消费景气持续，关注质价比及功能性方向

3、消费弱复苏态势，布局边际改善标的

4、投资建议及推荐标的

5、风险提示

5、风险提示

- 宏观经济波动风险；
- 消费复苏进度低于预期风险；
- 原材料价格波动风险；
- 行业政策变化导致竞争加剧等。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

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

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司

香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼

电 话：(852) 3769 6888

传 真：(852) 3769 6999

服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>