

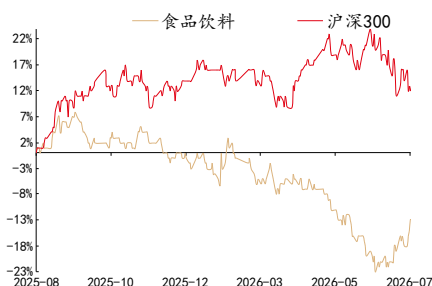
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	14532.99
52 周最高	17980.62
52 周最低	12941.66

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 张子健
SAC 登记编号: S1340524050001
Email: zhangzijian@cnpsec.com

近期研究报告

《白酒库存继续去化，大众品龙头基本面企稳向好》 - 2026.07.06

从科网泡沫，看当下消费股投资机会

● 投资要点

科网泡沫破裂后，纳斯达克和必需消费板块呈现镜像走势。1998年初至2000年3月10日纳斯达克指数累计涨幅219.22%，PE（TTM）估值由35-40倍上涨至190-200倍；市场资金疯狂追逐互联网个股，形成强烈虹吸效应，传统必需消费龙头遭集体抛售，同期标普500必需消费指数累计下跌31.25%，估值从28-32倍压缩至16-19倍，两者行情与估值走势完全背离。2000年3月10日纳斯达克触及泡沫顶点，必需消费指数同步见底，市场风格反转。2000年3月至2002年10月纳指开启深度回调，区间累计跌幅77.42%，估值回落至80-100倍；而2000年3月10日至2002年5月3日标普必需消费指数逆势上涨62.18%，估值修复至22-25倍。本轮风格切换核心驱动在于科网泡沫破裂后市场避险需求抬升，存量资金集中涌入现金流强劲、分红稳定的消费龙头，前期被压制的必需消费板块迎来价值的纠偏与重估。

美股低估值必需消费龙头公司逆势走出上涨行情。落实到个股层面，1998年1月2日至2000年3月10日，奥驰亚（菲利普莫里斯）、百事、宝洁、好时、味好美、斯马克六家必需消费龙头区间跌幅分别为53.87%、11.71%、31.65%、32.64%、0.80%、29.83%。受资金虹吸影响，2000年初各标的估值显著承压，PE（TTM）分别下探至5.5-6倍、24-26倍、23-25倍、14-16倍、15-17倍、12-14倍，股息率分别为8.5%、1.6%、2.1%、3.3%、3.0%、3.9%。2000年3月泡沫破裂后，低估消费龙头开启逆势行情，截至2003年末区间累计涨幅分别达260.80%、59.36%、100.30%、107.22%、153.49%、163.96%；从基本面的角度来看，2000-2003年其EPS复合增速分别为10.83%、11.49%、14.32%、11.12%、14.34%、16.89%。资金避险+低估值+内生增长，必需消费龙头公司迎来价值重估。

未来三年，A/H股低估值消费龙头有望迎来价值重估。进入26年5月份以来，申万食品饮料指数下跌明显加速，板块和行业之间呈现明显的资金虹吸效应。截至2026年6月30日，申万食品饮料指数、创业板指、科创50的PE（TTM）估值分别为18.6、54.6、259.0倍，当前的申万食品饮料指数估值水平与2000年初的标普500必需消费指数相当。参考2000年的美股演绎，我们认为一旦资金的虹吸效应结束，申万食品饮料指数有望复刻标普500必需消费指数的走势，成为资金避险的重要选择，而其中的低估值+高股息+稳增长的消费龙头有望在未来三年实现相对指数的超额收益。

我们看好包括经营趋势向好、业绩存在超预期的鸣鸣很忙、万辰集团；前期因高预期导致股价调整、估值合理回落、中长期具备竞争优势的安琪酵母、安井食品、有友食品；银发经济、人口结构趋势、药食同源大健康赛道高景气带来的成长型个股西麦食品；乳制品上游

的优然牧业和品牌乳企伊利、新乳业、妙可蓝多等；持仓水平低、估值低于业绩增速的盐津铺子、劲仔食品；高股息率稳健增长的茅台、今世缘、迎驾贡酒、中炬高新、承德露露等。

● **风险提示：**

需求进一步恶化的风险；市场行情继续极致演绎的风险；食品安全的风险。

目录

1 从科网泡沫，看当下消费股投资机会.....	5
1.1 科网泡沫破裂后，纳斯达克和必需消费板块呈现镜像走势.....	5
1.2 美股低估值必需消费龙头公司逆势走出上涨行情.....	6
1.3 未来三年，A/H股低估值消费龙头有望迎来价值重估.....	8
2 风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 科网泡沫破裂后, 纳斯达克和标普 500 必需消费指数呈现镜像走势.....	6
图表 2: 2000 年 3 月 10 日后, 美股低估值必需消费龙头公司逆势走出上涨行情.....	7
图表 3: 2000 年美股必需消费龙头公司的估值和股息率.....	7
图表 4: 申万食品饮料指数与创业板指、科创 50 呈现镜像走势.....	8

1 从科网泡沫，看当下消费股投资机会

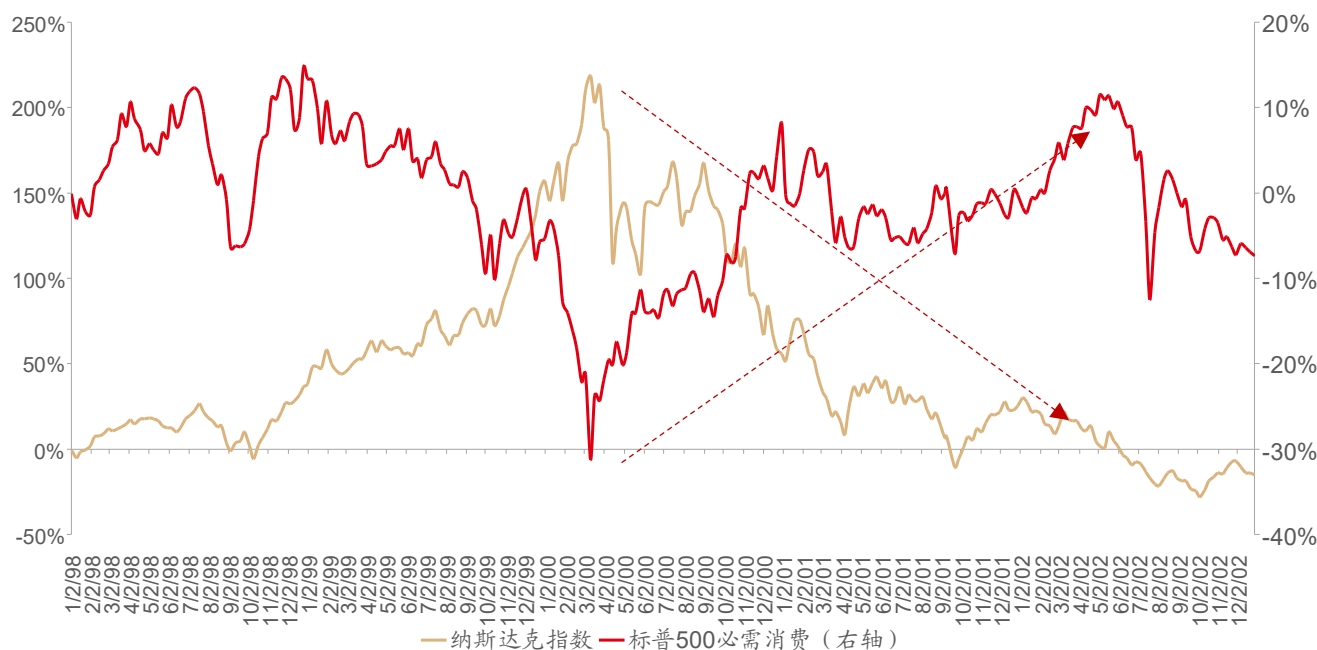
1.1 科网泡沫破裂后，纳斯达克和必需消费板块呈现镜像走势

科网泡沫破裂后，纳斯达克和必需消费板块呈现镜像走势。

1998 年-2000 年 3 月：回顾历史，科网泡沫从 1998 年秋季开始走向高潮，并于 2000 年 3 月 10 日见顶。1998 年 1 月 2 日-2000 年 3 月 10 日，纳斯达克指数累计涨幅 219.22%，PE（TTM）估值从 35-40 倍上涨至 190-200 倍。在此期间，传统的绩优消费股在风险偏好极化的环境下表现显著滞后，标普 500 必需消费指数不断下跌。2000 年 3 月 10 日纳斯达克指数见顶，同时标普 500 必需消费指数见底。1998 年 1 月 2 日-2000 年 3 月 10 日，标普 500 必需消费指数累计跌幅 31.25%，PE（TTM）估值从 28-32 倍下跌至 16-19 倍，与纳斯达克指数形成鲜明对比。究其原因，我们认为主要是全市场的资金为追逐互联网股票，开始无差别抛售这些具备实质性盈利能力与稳健现金流的传统行业龙头，导致传统价值股遭遇严重的流动性失血，在全市场范围内形成了显著的资金虹吸效应。

2000 年 3 月-2002 年：纳斯达克指数在 2000 年 3 月 10 日见顶后，随即陷入长达两年半的系统性出清与剧烈修正。2000 年 3 月 10 日-2002 年 10 月 4 日，纳斯达克指数累计跌幅 77.42%，PE（TTM）估值从 190-200 倍下跌至 80-100 倍。与此同时，传统的绩优消费股在 2000 年 3 月 10 日触底后，开启了长达两年以上的逆周期独立上涨行情。2000 年 3 月 10 日-2002 年 5 月 3 日，标普 500 必需消费指数累计涨幅 62.18%，PE（TTM）估值从 16-19 倍上涨至 22-25 倍。引发这一市场风格剧烈逆转的根本驱动力在于，科网泡沫破裂促使全市场存量资金开始集体涌入这些拥有强劲现金流、高分红确定性的龙头企业中避险。此类传统价值蓝筹在泡沫膨胀期估值已被压制至绝对低位，泡沫破裂后迎来价值的纠偏与重估。

图表1：科网泡沫破裂后，纳斯达克和标普 500 必需消费指数呈现镜像走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

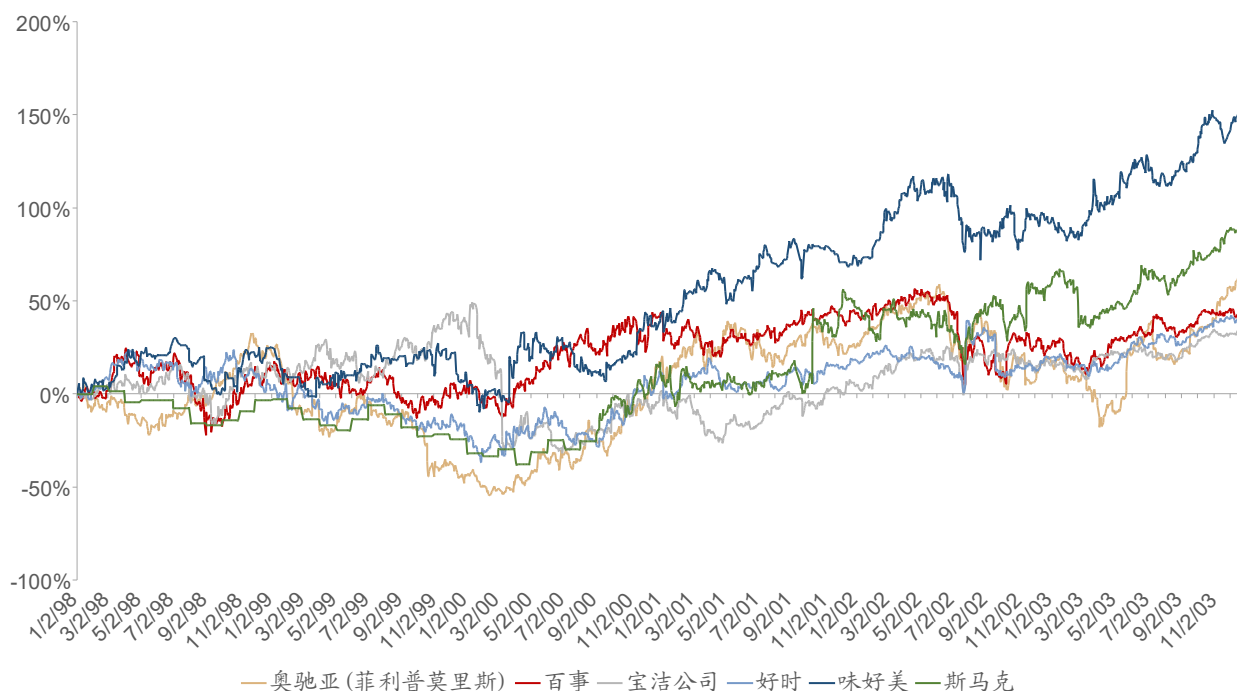
1.2 美股低估值必需消费龙头公司逆势走出上涨行情

必需消费板块中，低估值必需消费龙头公司逆势走出上涨行情。

1998 年-2000 年 3 月：具体到公司层面来看，1998 年 1 月 2 日-2000 年 3 月 10 日，奥驰亚（菲利普莫里斯）、百事、宝洁、好时、味好美、斯马克累计跌幅分别为 53.87%、11.71%、31.65%、32.64%、0.80%、29.83%。由于资金的虹吸效应，2000 年初奥驰亚（菲利普莫里斯）、百事、宝洁、好时、味好美、斯马克的 PE（TTM）估值水平分别被压制至 5.5-6 倍、24-26 倍、23-25 倍、14-16 倍、15-17 倍、12-14 倍，股息率分别达到 8.5%、1.6%、2.1%、3.3%、3.0%、3.9%。

2000 年 3 月-2003 年：科网泡沫破裂后，低估值必需消费龙头公司逆势走出上涨行情。2000 年 3 月 10 日-2003 年 12 月 31 日，奥驰亚（菲利普莫里斯）、百事、宝洁、好时、味好美、斯马克累计涨幅分别为 260.80%、59.36%、100.30%、107.22%、153.49%、163.96%。从基本面的角度来看，2000-2003 年奥驰亚（菲利普莫里斯）、百事、宝洁、好时、味好美、斯马克的 EPS 复合增速分别为 10.83%、11.49%、14.32%、11.12%、14.34%、16.89%。资金避险+低估值+内生增长，必需消费龙头公司迎来价值重估。

图表2：2000年3月10日后，美股低估值必需消费龙头公司逆势走出上涨行情



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表3：2000年美股必需消费龙头公司的估值和股息率

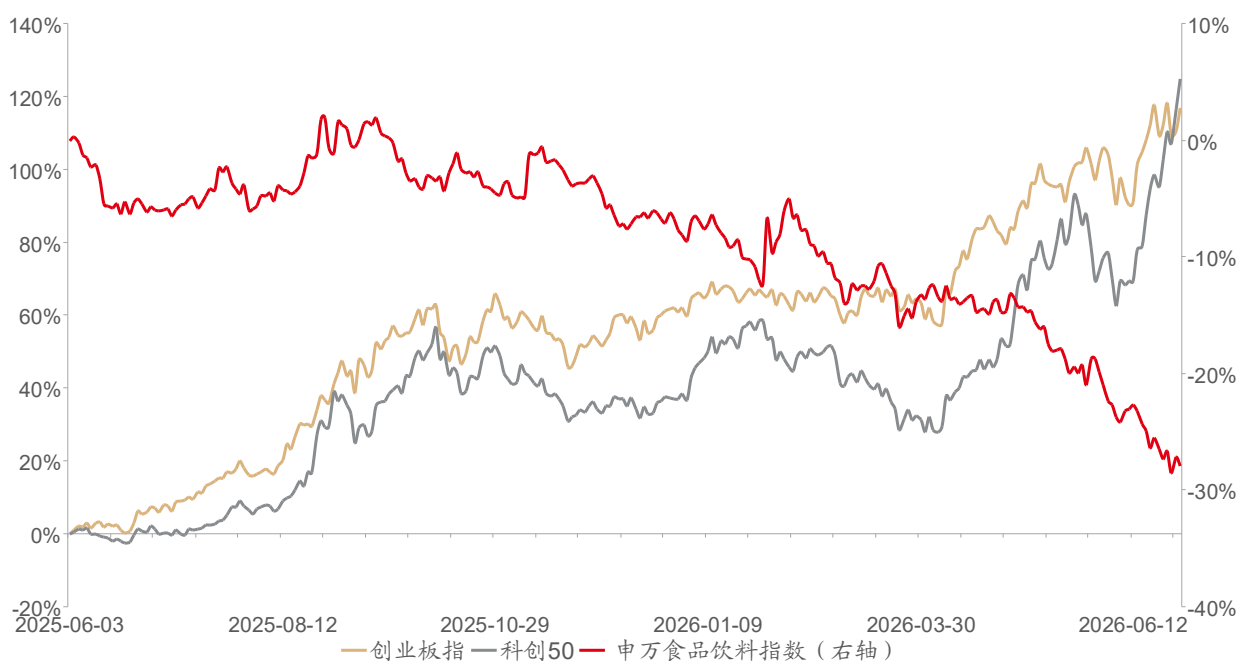
	2000年初 PE (TTM)	2000年初 股息率	2000-2003年 EPS 复合增速	2000年3月10日- 2003年股价涨幅	2000年公司背景
奥驰亚 (菲利普莫里斯)	5.5-6	8.5%	10.83%	260.80%	烟草与民生消费品龙头
百事	24-26	1.6%	11.49%	59.36%	多元化饮料与休闲食品巨头
宝洁公司	23-25	2.1%	14.32%	100.30%	跨国日用消费品龙头
好时	14-16	3.3%	11.12%	107.22%	巧克力与糖果制造巨头
味好美	15-17	3.0%	14.34%	153.49%	调味品、香精香料及核心配料 龙头
斯马克	12-14	3.9%	16.89%	163.96%	果酱、果冻及传统烘焙食品龙 头

资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.3 未来三年，A/H 股低估值消费龙头有望迎来价值重估

未来三年，A/H 股低估值消费龙头有望迎来价值重估。自 2025 年 6 月 3 日以来，申万食品饮料指数累计跌幅 27.93%，同期创业板指、科创 50 累计涨幅 116.84%、124.90%。进入 2026 年 5 月份以来，申万食品饮料指数累计跌幅 16.72%，创业板指、科创 50 累计涨幅 18.10%、40.53%，申万食品饮料指数下跌明显加速，板块和行业之间呈现明显的资金虹吸效应。截至 2026 年 6 月 30 日，申万食品饮料指数、创业板指、科创 50 的 PE (TTM) 估值分别为 18.6、54.6、259.0 倍，当前的申万食品饮料指数处于绝对估值的低位，与 2000 年初的标普 500 必需消费指数相当。参考 2000 年的美股演绎，我们认为一旦资金的虹吸效应结束，申万食品饮料指数有望复刻标普 500 必需消费指数的走势，成为资金避险的重要选择，而其中的低估值+高股息+稳增长的消费龙头有望在未来三年实现相对指数的超额收益。

图表4：申万食品饮料指数与创业板指、科创 50 呈现镜像走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

我们看好包括经营趋势向好、业绩存在超预期的鸣鸣很忙、万辰集团；前期因高预期导致股价调整、估值合理回落、中长期具备竞争优势的安琪酵母、安井食品、有友食品；银发经济、人口结构趋势、药食同源大健康赛道高景气带来的成长型个股西麦食品；乳制品上游的优然牧业和品牌乳企伊利、新乳业、妙可蓝多等；持仓水平低、估值低于业绩增速的盐津铺子、劲仔食品；高股息率稳健增长的茅台、今世缘、迎驾贡酒、中炬高新、承德露露等。

2 风险提示

需求进一步恶化的风险：国内经济形势整体向好，但需求仍处于弱复苏阶段，若需求短期进一步恶化则可能影响相关行业及公司营收增长。

市场行情继续极致演绎的风险：若市场行情持续，消费板块资金可能继续被其他板块虹吸。

食品安全的风险：食品安全事件将影响消费者信心，对相关行业和公司造成影响。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048