华安证券 HUAAN SECURITIES

华安证券研究所·拓展投资价值

• 证券研究报告•深度报告/专题

2027年度大消费板块投资前瞻

三大主线——深耕·破界·重构

2026.11.26

分析师：邓欣 S0010524010001
dengxin@hazq.com

核心结论

- ✓ **中国消费市场是一个庞大、多元、有趣的市场，它既有着足够的空间和潜力，也有复杂的结构和趋势。**
- ✓ 步入**低收益率预期时代，**百年未有之变局下的消费板块仍存**结构性机会，**当前的**“三低”状态**——低估值、低持仓、低预期，潜藏了**下一阶段双击机会**，我们总结“**深耕•破界•重构**”三维主线：

- ✓ **❶深耕·红利重估。**26H2风格切换由成长转防御导致风险偏好回落，红利方向托底价值凸显，大消费股息率名列前茅（家电/纺服/食品/酒饮），精选有触底向上逻辑的红利龙头，不仅有避险属性（业绩强韧）、更有行业出清后的周期反转变革提效α，红利托底叠加反转重估，**优选伊利股份、贵州茅台、美的集团、TCL电子、迎驾贡酒。**

- ✓ **❷破界·出海弹性。**出海是领先消费企业做大做强的“必选”战略，中国的柔性供应链和完备工业基础具备全球比较优势（共性是抢占份额盈利高地），出海模式从“产品或贸易出海”升级“品牌+平台+文化出海”，带来长期空间：**品牌出海**以制造为基扩容，**优选春风动力、隆鑫通用、涛涛车业、九号公司**；**平台出海**以流量运营与供应链效率为基，**优选绿联科技、安克创新、致欧科技、赛维时代**；**文化出海**以IP、内容、茶饮产业先行切入，优选**名创优品、布鲁可、东鹏饮料、蜜雪集团**等；短期痛点：出海作为“增量引擎”与“风险敞口”（政策/汇兑/成本/运费）同源，精选**顺价α**，27年**可期成本汇兑好转和风偏转折**，更可预期**新兴市场增量**（拉美、中东非、东南亚增量、优选**乐舒适、SHEIN**）。

- ✓ **❸重构·科创消费。**科技牛下半场本质逻辑转向“商业变现”叙事，**物理AI**以机器人产业链为核心载体，垂类整合与专业分工并行，**端侧AI**为产业化集中突破口，AI赋能家庭大脑/3D打印/AI眼镜/智能影像等应用崛起，垂类**优选绿联科技、安克创新、康耐特光学、创想三维、影石创新、欢创科技、奥比中光等。**

风险提示：消费恢复不及预期/贸易政策变化风险/商业化落地不及预期/原材料成本上涨/竞争格局恶化

目录

1. 重视大消费“三低”价值洼地
2. 机会一：深耕·红利重估
3. 机会二：破界·出海消费
4. 机会三：重构·科创消费

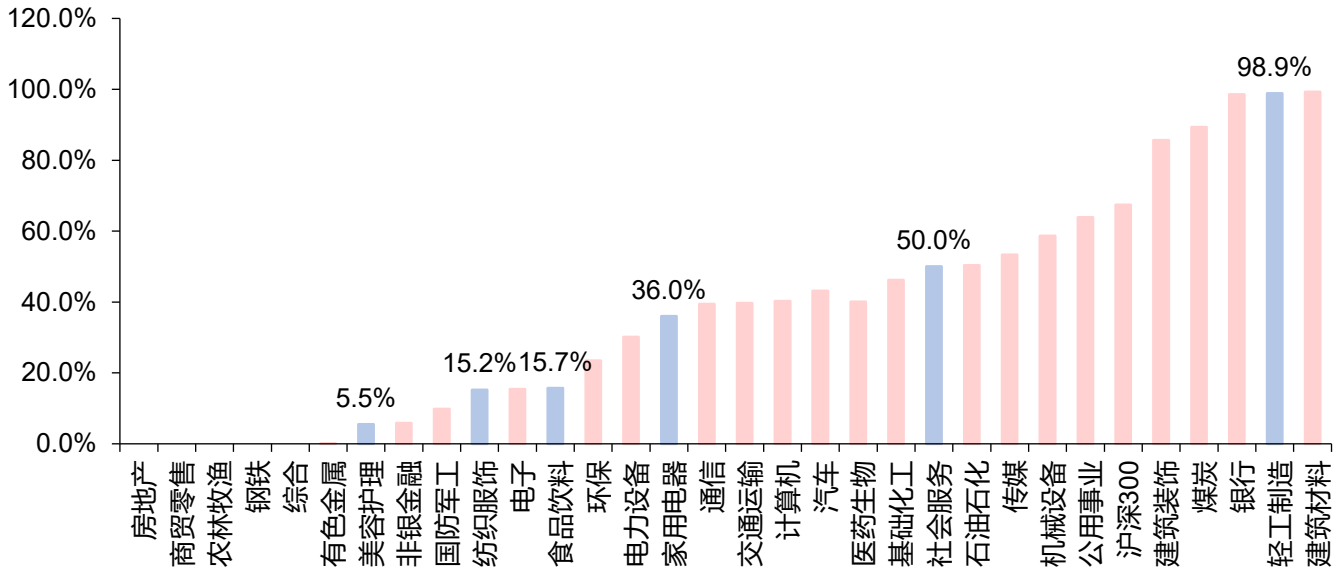
PART 1

重视大消费“三低”价值洼地

大消费三低价值洼地：低估值

- ✓ **回调之长、回调之深：**宏观疲软影响需求，21.1-26.10**（6年）**申万一级行业中大消费类美护/食饮/零售/社服/轻工/纺服/家电板块累计跌幅58.4%/50.2%/49.2%/47%/29.9%/21.7%/17.8%**（普遍介于40-60%），食饮板块下跌最久（时长6年）、美护板块下跌最深（跌幅第1）。**
- ✓ **全面下跌后的估值洼地：**26.10申万一级行业估值分位数，美护/纺服/食饮/家电/社服板块历史十年估值分位对应5.5%/15.2%/15.7%/36%/50%**（多数普遍介于1/3以下）。**
- ✓ ——横向比较：大消费类跌幅长度、深度、估值洼地已经凸显。

2026.10SW一级PETTM10年估值分位



数据来源：iFind，华安证券研究所

2021-2026.10SW一级年涨跌幅

	2021	2022	2023	2024	2025	2026.10	2021-2026.10
美容护理	0.1%	-6.7%	-32.0%	-10.3%	0.4%	-28.3%	-58.4%
房地产	-11.9%	-11.2%	-26.4%	-2.1%	1.8%	-22.5%	-55.4%
食品饮料	-6.0%	-15.1%	-14.9%	-8.0%	-9.7%	-9.6%	-50.2%
商贸零售	-4.6%	-7.1%	-31.3%	13.7%	8.2%	-30.1%	-49.2%
社会服务	-10.3%	-2.2%	-22.0%	-5.1%	9.7%	-22.4%	-47.0%
医药生物	-5.7%	-20.3%	-7.0%	-14.3%	11.9%	-8.3%	-39.4%
建筑材料	4.5%	-26.1%	-22.6%	-5.9%	22.1%	-10.0%	-39.2%
农林牧渔	-4.9%	-11.4%	-13.1%	-11.6%	17.8%	-13.6%	-38.8%
轻工制造	11.6%	-20.0%	-7.3%	-6.0%	20.1%	-22.1%	-29.9%
非银金融	-17.5%	-21.3%	-2.7%	30.2%	10.1%	-20.8%	-29.8%
计算机	1.4%	-25.5%	9.0%	4.4%	18.2%	-24.1%	-27.0%
沪深300	-5.2%	-21.6%	-11.4%	14.7%	17.7%	-13.3%	-23.5%
纺织服饰	3.4%	-14.7%	0.3%	-5.3%	13.2%	-13.3%	-21.7%
国防军工	11.2%	-25.3%	-6.8%	7.1%	34.3%	-25.0%	-19.3%
电力设备	47.9%	-25.4%	-26.2%	3.1%	41.8%	-28.9%	-18.1%
家用电器	-19.5%	-20.9%	3.8%	25.4%	9.1%	-6.0%	-17.8%
环保	20.6%	-22.8%	-7.0%	1.9%	16.9%	-16.2%	-14.8%
传媒	-0.5%	-26.1%	16.8%	2.2%	27.2%	-14.1%	-14.7%
交通运输	2.6%	-3.4%	-15.6%	13.0%	1.1%	-10.2%	-13.9%
钢铁	34.1%	-23.8%	-8.2%	0.2%	26.5%	-26.7%	-13.0%
建筑装饰	16.4%	-11.0%	-5.4%	5.6%	6.7%	-17.7%	-10.1%
基础化工	37.2%	-19.1%	-14.7%	-5.1%	33.3%	-16.9%	-0.9%
汽车	17.2%	-20.1%	3.3%	16.3%	24.2%	-26.0%	0.5%
机械设备	14.8%	-20.7%	3.3%	5.0%	41.7%	-16.1%	15.0%
公用事业	31.4%	-16.4%	-1.2%	10.2%	1.0%	-0.2%	19.1%
银行	-4.6%	-10.5%	-7.9%	34.4%	7.0%	5.8%	19.2%
电子	16.0%	-36.5%	7.3%	18.5%	47.9%	-1.8%	29.1%
石油石化	20.3%	-13.9%	4.3%	6.2%	11.7%	0.2%	37.0%
综合	13.8%	10.6%	-12.2%	3.2%	43.6%	-13.1%	42.0%
有色金属	40.5%	-20.3%	-8.7%	3.2%	94.7%	-24.4%	56.7%
煤炭	39.6%	10.9%	4.1%	4.4%	-5.3%	17.3%	95.5%
通信	3.0%	-15.6%	25.8%	28.8%	84.8%	-16.7%	124.7%

数据来源：iFind，华安证券研究所

大消费三低价值洼地：低仓位

26Q2-3消费板块基金仓位整体处于历史底部（5-6%），但26Q3已有环比边际变化（+1.5pct）。

- ✓ 变化1： 26Q3剔除医药、汽车的消费板块基金持仓占比6.91%，**消费仓位整体处于历史极低水平**；
- ✓ 变化2：基金26Q3起环比增持消费板块+1.5pct，**以食饮、家电增持最多（环比+0.8/+0.47pct），**环比逻辑为防御主导，未来加仓空间较大。

2026Q1-3基金消费板块持仓变化

行业	持仓变化(pct)	2026Q3持仓(%)	2026Q2持仓(%)	2026Q1持仓(%)	公募持仓水平
消费板块	**1.48**	**6.91**	**5.43**	**10.68**	**底部**
美容护理	0.00	0.07	0.07	0.13	新低
纺织服饰	0.04	0.20	0.15	0.26	底部
轻工制造	0.02	0.28	0.26	0.39	底部
社会服务	-0.03	0.44	0.47	0.92	底部
家用电器	0.47	1.67	1.19	1.94	底部
商贸零售	0.16	0.74	0.58	1.50	底部
食品饮料	0.80	3.51	2.71	5.55	底部

数据来源：Wind，华安证券研究所

大消费三低价值洼地：低预期

内需偏弱修复、分化显著——防御价值

- ✓ **总量：**26年10月社零同比+0.4%，剔除汽车后社零同比+2.5%，26年5月为社零低点，内需整体弱修复；
- ✓ **结构：**26Q1-3内需分化显著，粮油食品、饮料烟酒、化妆品、日用品相对稳健(必需)，金银珠宝、家电家具汽车相对承压(可选及补贴退坡)。
- ✓ **——内需红利提供防御价值，新老消费估值重置之后具备“低预期下”的红利托底及稳健增长空间。**

2025.01-2026.10社零消费当月同比

	社零总额同比	餐饮社零	粮油食品类	饮料类	烟酒类	化妆品类	金银珠宝类	日用品类	家电类	家具类	除汽车外社零
2025年1-2月	4.0%	4.3%	11.5%	-2.6%	5.5%	4.4%	5.4%	5.7%	10.9%	11.7%	4.8%
2025-03	5.9%	5.6%	13.8%	4.4%	8.5%	1.1%	10.6%	8.8%	35.1%	29.5%	6.0%
2025-04	5.1%	5.2%	14.0%	2.9%	4.0%	7.2%	25.3%	7.6%	38.8%	26.9%	5.6%
2025-05	6.4%	5.9%	14.6%	0.1%	11.2%	4.4%	21.8%	8.0%	53.0%	25.6%	7.0%
2025-06	4.8%	0.9%	8.7%	-4.4%	-0.7%	-2.3%	6.1%	7.8%	32.4%	28.7%	4.8%
2025-07	3.7%	1.1%	8.6%	2.7%	2.7%	4.5%	8.2%	8.2%	28.7%	20.6%	4.3%
2025-08	3.4%	2.1%	5.8%	2.8%	-2.3%	5.1%	16.8%	7.7%	14.3%	18.6%	3.7%
2025-09	3.1%	0.9%	6.3%	-0.8%	1.6%	8.6%	9.7%	6.8%	3.3%	16.2%	3.2%
2025-10	2.9%	3.8%	9.1%	7.1%	4.1%	9.6%	37.6%	7.4%	-14.6%	9.6%	4.0%
2025-11	1.3%	3.2%	6.1%	2.9%	-3.4%	6.1%	8.5%	-0.8%	-19.4%	-3.8%	2.5%
2025-12	0.9%	2.2%	3.9%	1.7%	-2.9%	8.8%	5.9%	3.7%	-18.7%	-2.2%	1.7%
2026年1-2月	2.8%	4.8%	10.2%	6.0%	19.1%	4.5%	13.0%	6.6%	3.3%	8.8%	3.7%
2026-03	1.7%	2.9%	9.5%	8.2%	7.7%	8.3%	11.7%	4.6%	-5.0%	-8.7%	3.2%
2026-04	0.2%	2.2%	4.1%	3.6%	11.7%	4.7%	-21.3%	3.5%	-15.1%	-10.4%	1.8%
2026-05	-0.6%	0.6%	1.9%	6.1%	4.8%	2.5%	-8.9%	1.6%	-15.6%	-8.7%	1.1%
2026-06	1.0%	1.2%	7.9%	5.8%	12.1%	12.6%	-3.4%	3.9%	-8.7%	-6.6%	3.0%
2026-07	0.6%	1.4%	5.3%	3.5%	6.0%	6.8%	-10.1%	1.8%	-1.9%	-8.8%	2.5%
2026-08	0.4%	1.1%	4.0%	4.9%	12.5%	4.9%	-17.5%	1.8%	2.3%	-7.9%	2.5%
2026-09	1.1%	2.1%	6.7%	5.0%	13.8%	5.4%	-9.6%	4.1%	1.9%	-3.0%	3.9%
2026-10	0.4%	0.7%	0.5%	0.3%	2.5%	2.8%	-28.7%	-0.4%	2.5%	-2.6%	2.5%

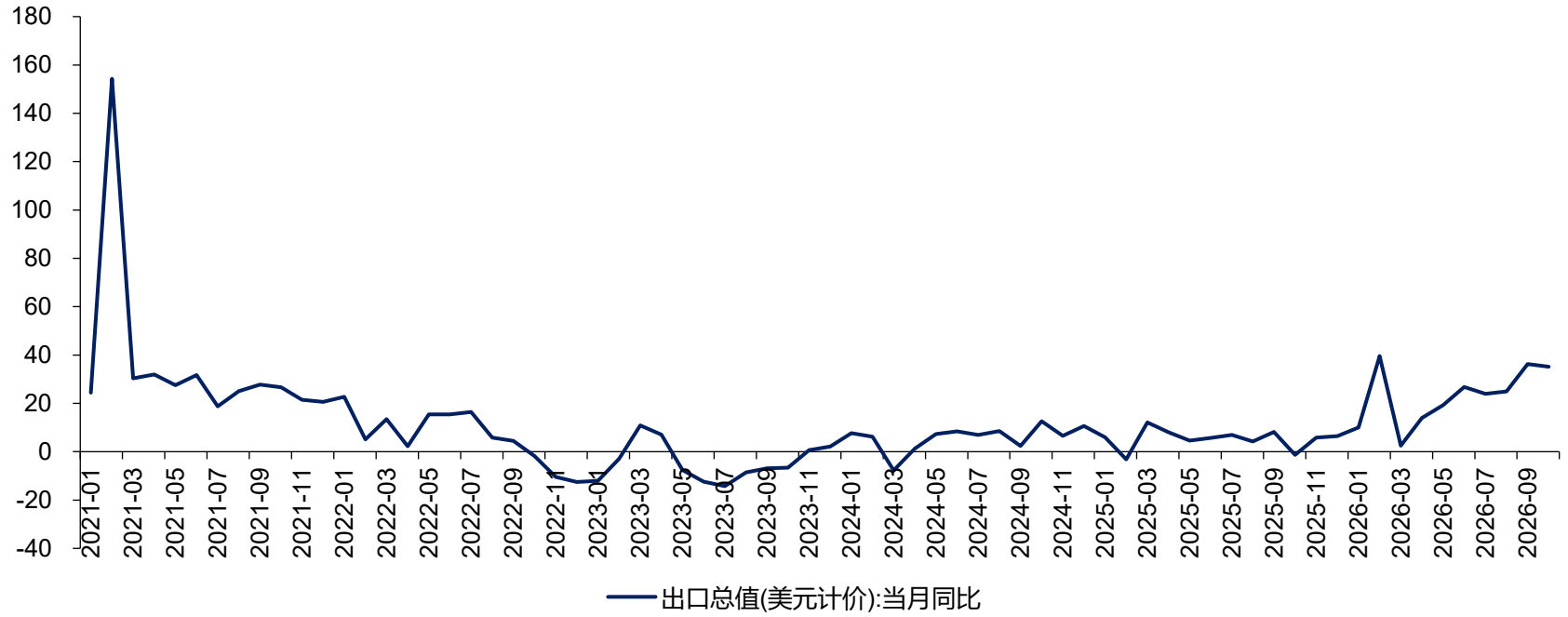
数据来源：国家统计局， iFind，华安证券研究所

大消费三低价值洼地：低预期

外需景气强韧——托底+弹性价值

- ✓ **总量：**26年1-10月出口总额累计同比+22.7%，26年10月出口总额同比+35.2%，持续不断展现强劲增长。
- ✓ **——外需提供增长弹性，但受关税汇兑成本运费等宏观变量扰动盈利模型，出口链股价亦有阶段性承压，优质龙头具备“低预期下”的盈利拐点弹性。**

2021.01-2026.10出口总额同比



数据来源：海关总署，iFind，华安证券研究所

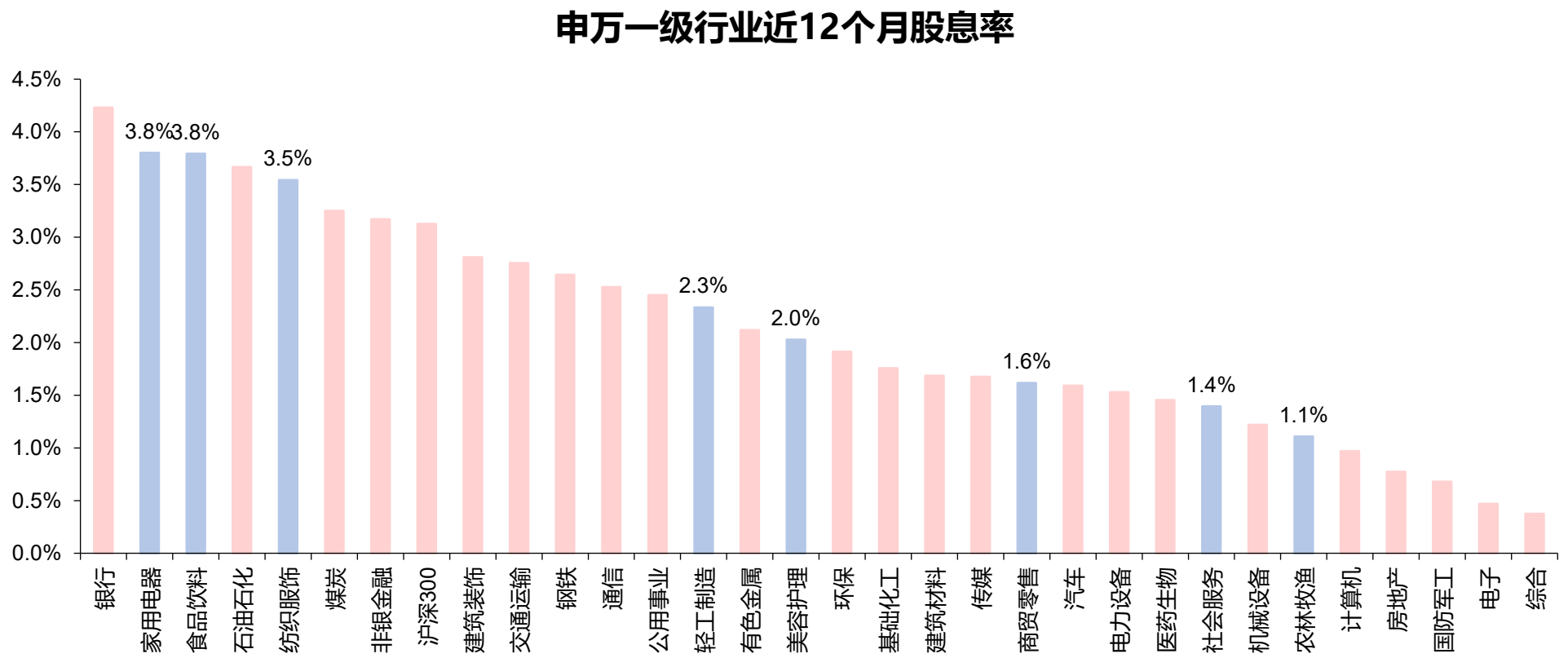
PART 2

机会主线一：深耕·红利重估

低收益率市场，消费红利优势凸显（股息前列）

低收益率市场背景，红利资产相对收益表现开启，重视大消费高股息白马

- ✓ 26Q3以来市场风格由成长切换为防御，风险偏好回落后红利价值凸显；
- ✓ 横向对比，近一年大消费类板块中**家电、食饮**、纺服行业**股息率排名第2、3、5，平均对应3.8%、3.8%、3.5%。**



数据来源：iFind，华安证券研究所；数据截止到2026年11月16日

低收益率市场，消费红利优势凸显（业绩韧性）

红利不仅避险，更可叠加业绩韧性

- ✓ 梳理食饮、家电、纺服板块一线红利标的26Q1-3业绩普遍好于板块整体；
- ✓ 近12个月股息率看，伊利股份/贵州茅台/迎驾贡酒/美的集团/海信视像/苏泊尔分别为4.2%/3.6%/3.5%/3.9%/3.3%/5.5%，优选业绩稳健的红利标的。

食饮/家电/纺服板块高股息标的增速情况

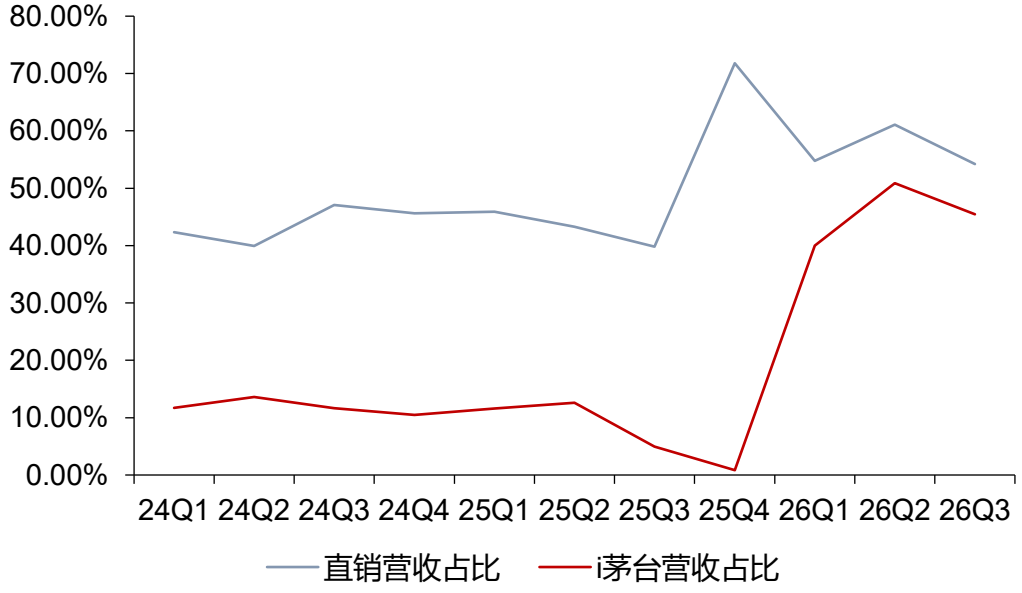
	年初至今涨跌幅	市值(亿元)	股息率(近12个月)	收入增速			归母净利润增速		
沪深300	-14%			**24A**	**25A**	**26Q1-3**	**24A**	**25A**	**26Q1-3**
食品饮料	-8%			**3.9%**	**-5.5%**	**-1.3%**	**5.6%**	**-17.8%**	**-6.8%**
贵州茅台	8%	18,254	3.6%	15.7%	-1.2%	1.8%	15.4%	-4.5%	-0.2%
伊利股份	19%	2,082	4.2%	-3.2%	0.1%	3.6%	-18.9%	36.8%	-15.6%
养元饮品	11%	381	5.0%	-1.7%	-11.9%	27.9%	17.3%	-26.8%	1.0%
迎驾贡酒	13%	345	3.5%	8.5%	-18.0%	6.9%	13.4%	-23.3%	4.2%
承德露露	4%	84	6.1%	11.3%	-3.5%	3.8%	4.4%	-5.9%	-2.5%
海天味业	1%	2,093	3.0%	9.5%	7.3%	4.3%	12.8%	11.0%	1.2%
天味食品	25%	159	3.7%	10.4%	-0.8%	36.0%	36.8%	-3.8%	49.4%
安井食品	20%	293	3.5%	7.7%	7.0%	18.4%	0.5%	-3.5%	20.3%
洽洽食品	2%	106	4.7%	4.8%	-7.8%	19.1%	5.8%	-62.5%	131.0%
燕京啤酒	7%	329	3.4%	3.2%	4.5%	4.3%	63.7%	59.1%	20.6%
三全食品	13%	106	4.7%	-6.0%	-1.4%	8.7%	-27.6%	0.5%	4.5%
家用电器	-4%			**4.7%**	**3.5%**	**-0.7%**	**6.8%**	**-6.7%**	**-8.4%**
美的集团	28%	7,203	3.9%	9.5%	12.1%	1.2%	14.3%	14.0%	9.3%
格力电器	10%	2,295	7.3%	-7.3%	-10.0%	-8.1%	10.9%	-9.9%	-19.5%
海信视像	22%	373	3.3%	9.2%	-1.5%	3.7%	7.2%	9.2%	13.2%
海信家电	11%	317	4.8%	8.3%	-5.2%	-6.3%	18.0%	-4.8%	-34.2%
苏泊尔	16%	383	5.5%	5.3%	1.5%	0.6%	3.0%	-6.6%	-6.8%
纺织服饰	-18%			**-1.4%**	**0.9%**	**-7.8%**	**-37.3%**	**20.6%**	**-2.6%**
雅戈尔	23%	404	6.4%	3.2%	-18.4%	5.6%	-19.4%	-11.6%	31.2%
海澜之家	16%	299	10.9%	-2.7%	3.2%	7.2%	-26.9%	0.3%	-7.2%
航民股份	0%	68	3.8%	18.6%	-6.5%	-29.0%	5.0%	2.1%	-4.3%
百隆东方	48%	119	5.4%	14.9%	-1.0%	9.9%	-13.6%	60.0%	44.8%
新澳股份	11%	62	4.1%	9.1%	4.4%	19.7%	6.0%	12.1%	24.7%
伟星股份	30%	158	3.0%	19.7%	2.7%	16.4%	25.5%	-8.0%	13.7%
罗莱生活	38%	111	5.3%	-14.2%	6.1%	5.4%	-24.4%	20.1%	27.9%
森马服饰	21%	167	4.8%	7.1%	3.2%	6.0%	1.4%	-21.5%	28.8%
周大生	5%	129	6.8%	-14.7%	-36.5%	-17.5%	-28.2%	9.2%	-26.1%

数据来源：iFind，华安证券研究所；数据截止到2026年11月19日

红利+反转/重估α：不仅仅是红利，还有拐点变革

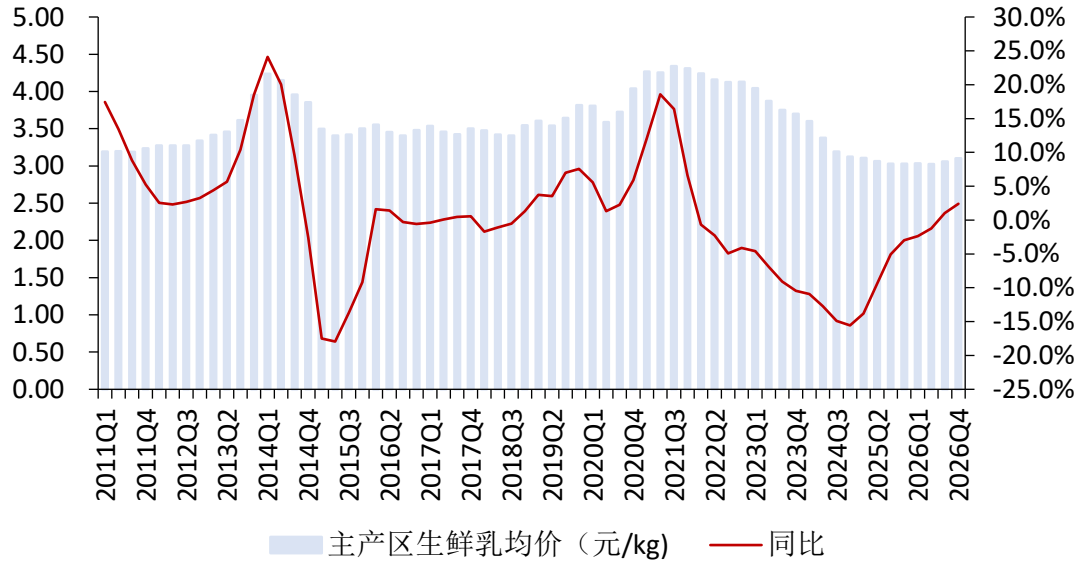
- ✓ **伊利股份：红利托底plus周期拐点。**26Q1-2生鲜乳均价3.03/3.02元/kg同比-2.4%/-1.3%，26年7-9月生鲜乳均价同比+0.4%/+1.3%/+1.4%，企稳回升，板块周期向上一线龙头直接受益。
- ✓ **贵州茅台：红利托底plusC端转型。**26Q2 i茅台收入占比超过50%，标志了组织重心由配额分配转向用户运营，改革实质是价格端由过往批价被动接受转为售价主动设定，26Q3收入/归母同比+3%/+3.8%，C端推动业绩转正，渠道改革获报表验证。
- ✓ **美的集团：红利托底plus出海&2B深化。**白电龙头美的海外收入占比已从23年40.4%逐年提到43.3%，内需补贴退坡普遍承压之下，全球化发力海外OBM和2B转型拉动整体增长，展现极强业绩韧性和抗周期性。
- ✓ **TCL电子：红利托底plus高地抢占。**26H1黑电龙头TCL海外收入占比60%，行业大屏化、提集中、提结构长逻辑下，公司注入空调白黑协同、合资Sony进阶拓展价值高地，带来27年业绩增量强确定性。
- ✓ **红利plus周期反转/变革重估：优选【伊利股份】【贵州茅台】【美的集团】【TCL电子】【迎驾贡酒】。**

2024Q1-2026Q3茅台直销/i茅台收入占比



数据来源：公司公告，华安证券研究所

2011Q1-2026Q3生鲜乳均价及同比



数据来源：农业农村部，iFind，华安证券研究所

PART 3

机会主线二：破界·出海消费

长期空间：品牌、平台、文化输出全新体系

消费出海——长期共性逻辑为抢占全球份额、盈利价值，但“品类、区域、模式”已有深度裂变，这给出海久期提供支撑

- ✓ **共性：**中国的柔性供应链和完备的工业基础具备比较优势，**效率红利、价差红利抢占全球份额、盈利；**
- ✓ **变化：**过去阶段“产品出海、贸易出海”，全新阶段“品牌+平台+文化出海”，**品类、区域、模式扩容拉高长期天花板价值。**

新消费出海业态的能力矩阵

维度	出海模式/出海壁垒	代表企业
品牌出海	品牌出海品类、区域、模式扩容	美的集团、海尔智家、海信家电、TCL电子 春风动力、涛涛车业、九号公司
平台出海	流量分发、渠道运营、供应链效率	安克创新、致欧科技 SHEIN、TEMU、Tiktok
文化出海	IP、茶饮文化、内容/短剧游戏	泡泡玛特、名创优品 东鹏饮料、蜜雪冰城

数据来源：华安证券研究所

①品牌出海：从卖货到品牌的价值跃升

品牌出海：以优势制造为基石扩容，各个品类不断演进（白黑电-两轮车-四轮车-扫地机-割草机等）

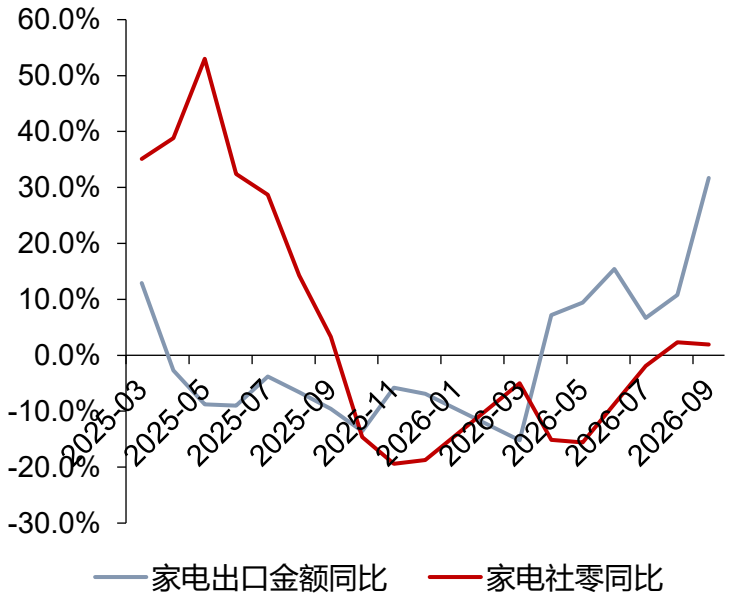
- ✓ **白黑电：**内销疲软，白黑电加快海外扩张，外销占比持续提至50%，TCL电子以全球产能布局＋显示技术代际切换的双重壁垒，在全球电视以价换量的大环境下率先实现份额结构提升。
- ✓ **摩托车：**春风以全地形车+燃油摩托+极核电动三级矩阵引领中国厂商全球份额替代；隆鑫则以代工体系反向孵化自主品牌，从代工出海到品牌出海全面跃迁；涛涛中-泰-越-美四地产能，打破传统中国供应链模式全面抢占格局红利。
- ✓ **优选【春风动力】【隆鑫通用】【涛涛车业】、关注【九号公司】。**

2023-2026H1重点消费公司出海占比

细分领域	重点标的	2023A	2024A	2025A	2026H1
白电	美的集团	40.4%	41.3%	42.7%	43.3%
	海信家电	32.6%	38.4%	43.1%	45.7%
	海尔智家	51.9%	50.0%	51.1%	51.8%
清洁电器	科沃斯	42.1%	43.0%	46.5%	49.4%
	石头科技	48.9%	53.5%	55.9%	60.2%
黑电	海信视像	46.2%	47.8%	50.7%	
	TCL电子	59.2%	58.2%	58.6%	60.6%
科技	安克创新	96.4%	欧洲+北美 71.07%	欧洲+北美 73.02%	欧洲+北美 72.24%
	绿联科技	50.4%	57.4%	61.3%	66.8%
两轮车	春风动力	75.9%	71.9%	69.8%	
	隆鑫通用	64.9%	64.5%	66.9%	62.0%
	涛涛车业	98.9%	99.0%	100.0%	100.0%

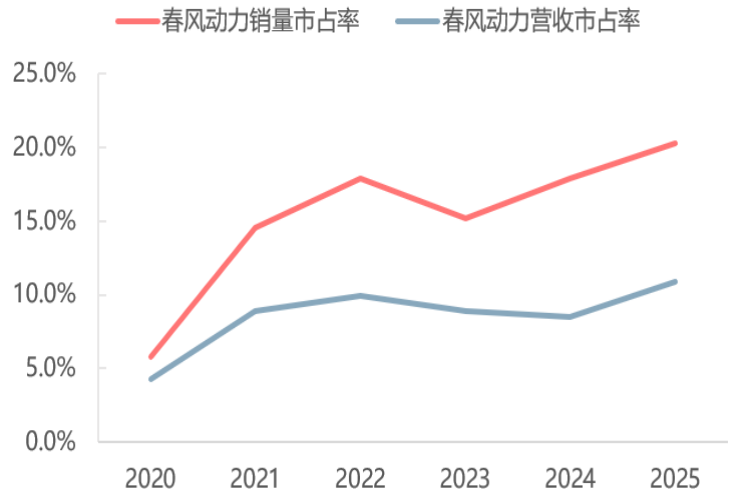
数据来源：iFind，公司公告，华安证券研究所

2025-2026.9家电出口/内销同比差异



数据来源：iFind，国家统计局，海关总署，华安证券研究所

举例:春风动力全球份额持续提升



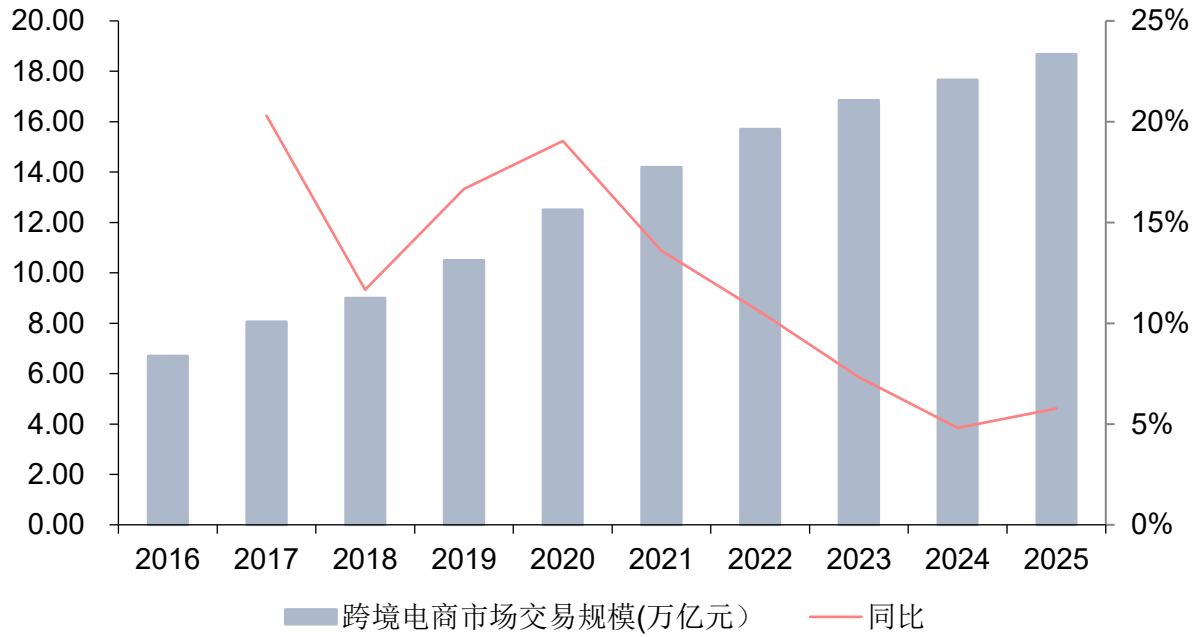
数据来源：Polaris年报，EMR，Statista，KBV，公司公告，华安证券研究所测算

②平台出海：品类区域多元抢占全球份额

平台出海：发挥流量运营与供应链效率，品类市场持续演进（跨境电商-互联网-消费电子全球份额提升）

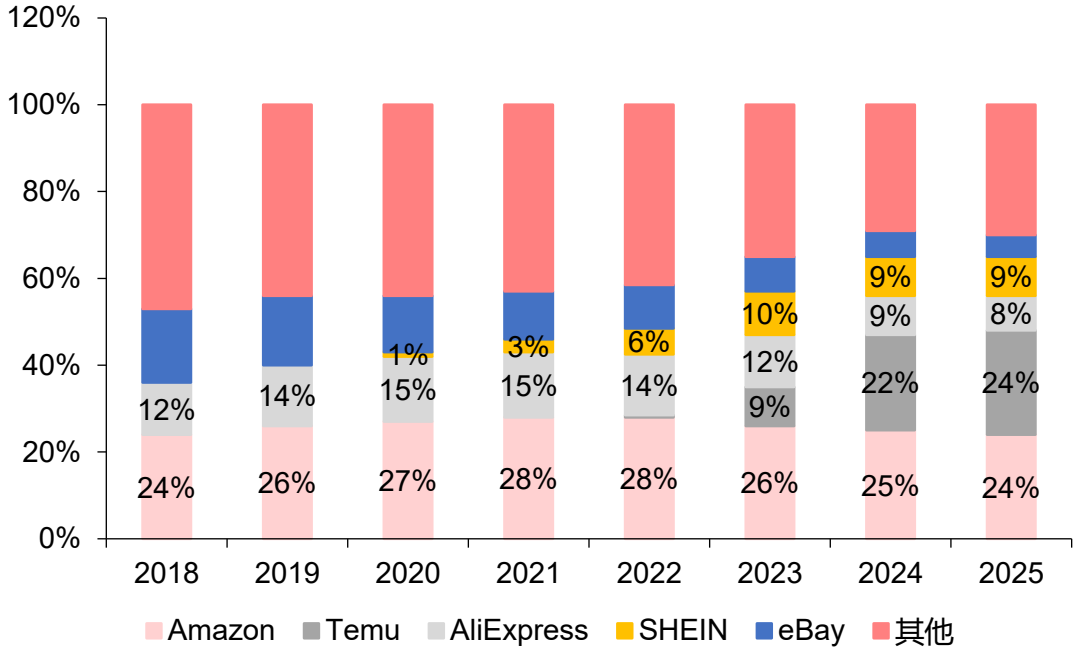
- ✓ 凭借流量效率+精细运营+供应链机制响应，跨境电商与互联网平台加速全球化，2025年Temu/AliExpress/SHEIN全球渗透率分别为24%/8%/9%，头部平台2020-2025年全球渗透率提升，未来随品牌化+全球化+平台化转型下继续抢占全球份额。
- ✓ **优选【安克创新】【绿联科技】【致欧科技】【赛维时代】、关注【希音-W】。**

2016-2025年跨境电商市场规模及同比



数据来源：iFind，网经社，华安证券研究所

2018-2025年跨境电商平台渗透率对比



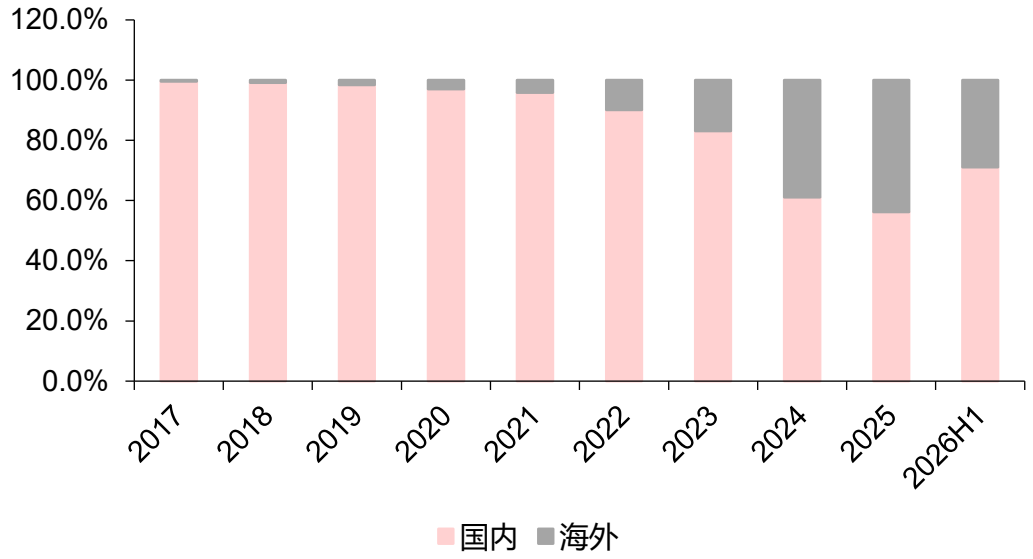
数据来源：IPC跨境电子商务消费者调查，华安证券研究所

③文化出海：潮玩，IP创造与内容全球输出

文化出海：以IP、茶饮、内容产业为切入点，出海成潮玩IP品类的一致性战略选择，本质是内容全球化。

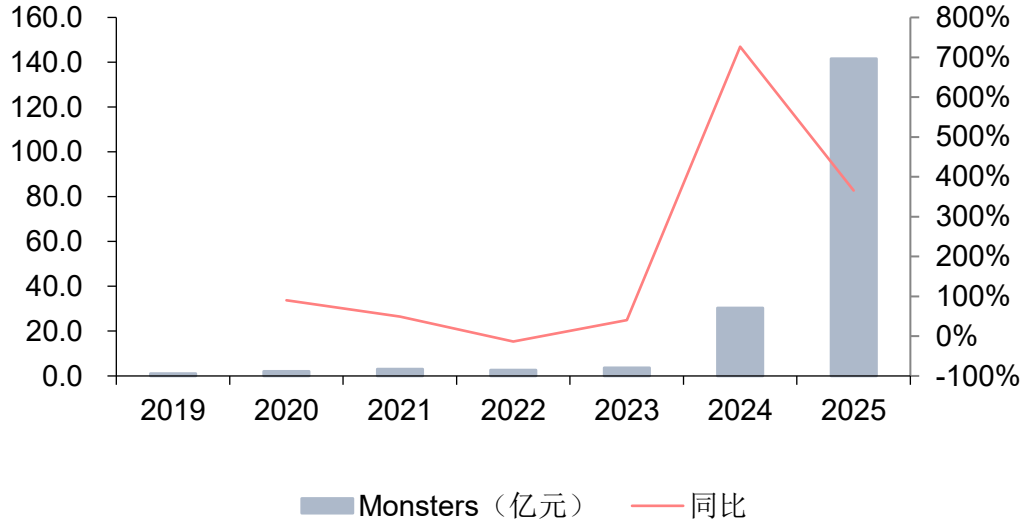
- ✓ **泡泡玛特**：自有IP路线，核心爆品Labubu25年全球放量带来业绩高弹性，海外收入占比43.8%，核心IP The Monsters(Labubu)同比+366%，当前进入调整转型阶段；
- ✓ **名创优品**：授权IP集合店，以差异化路径切入潮玩赛道，全球门店网络与供应链快速扩张；
- ✓ **布鲁可**：授权IP&产品工程路线，以变形金刚、奥特曼等全球认知IP降低消费者教育成本，26H1海外收入同比+228.5%，海外表现好于内销。
- ✓ **优选【名创优品】【布鲁可】、关注【泡泡玛特】。**

2017-2026H1泡泡玛特海内外收入占比



数据来源：iFind，华安证券研究所

2019-2025年泡泡玛特IP The Monsters收入及同比



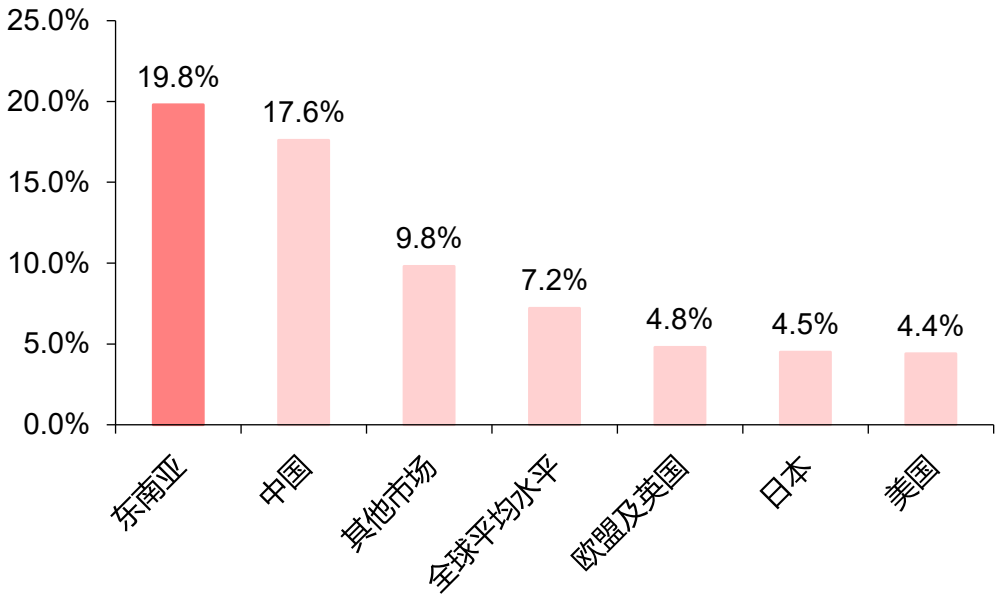
数据来源：公司公告，华安证券研究所

③文化出海：茶饮，供应链与东方文化全球输出

文化出海：以IP、茶饮、内容产业为切入点，出海是当前茶咖/能饮产业的集体选择，背后是供应链+茶文化输出。

- ✓ **茶饮/能饮消费出海空前赛道。**茶饮品牌（蜜雪/古茗/茶百道/沪上阿姨/霸王茶姬/喜茶/奈雪）可视为中国首次类似星巴克/麦当劳的消费赛道，增长空间在于出海+下沉，本质是：
- ✓ **供应链输出**：菲律宾/印尼本土品牌原料进口来自中国，东南亚全年旺季打造第二增长空间。
- ✓ **东方文化输出**：类比牛奶+咖啡的拿铁带动咖啡，奶+茶带动中国茶文化输出可期。
- ✓ **关注【东鹏饮料】【蜜雪冰城】、文化出海引申包括短剧、游戏。**

全球各地区现制茶饮市场规模2023-2028年CAGR



资料来源：蜜雪冰城招股书，华安证券研究所

蜜雪冰城发力海外加盟



资料来源：蜜雪合作中心公众号，华安证券研究所

短期挑战：出海引擎与风险敞口同源共生

消费出海——短期挑战扰动集中于宏观变量对盈利模型的破坏，美欧关税政策、汇兑、成本、国际运费等波动带来短期风险放大。

- ✓ **机会风险：**26H1出口链收入及利润同比表现普遍好于内需链，出海既是增长引擎（份额/盈利拉动）、也是风险敞口（政策/汇兑/成本/运费压制）；
- ✓ **表现：**①26H1消费出口链内部业绩走势分化，消费创新、黑电等细分赛道利润增速快于收入，而部分消费出海链呈现收入增长、盈利承压的特征；②风险释放过后，风格纠错；
- ✓ **——精选顺价α，**27年**可期成本汇兑好转弹性和风偏转折弹性、新兴市场增量**（来自拉美/中东非/东南亚拓展，典型如**乐舒适、SHEIN，关注【乐舒适】、【希音-W】。**

2026H1消费板块出口链&内需链业绩同比

2026H1消费出口链核心标的业绩同比					2026H1内需核心标的业绩同比				
公司名称	收入同比	归母同比	毛利率同比	期间费用率同比	公司名称	收入同比	归母同比	毛利率同比	期间费用率同比
美的集团	3.5%	1.7%	-0.4%	2.6%	伊利股份	4.1%	-20.0%	0.4%	-0.6%
海尔智家	-2.8%	-14.3%	0.4%	1.5%	新乳业	5.2%	17.2%	-0.3%	-1.7%
海信家电	-5.2%	-20.2%	-1.0%	-0.6%	妙可蓝多	28.7%	13.7%	-0.7%	0.0%
TCL智家	4.8%	-19.9%	-0.1%	2.7%	贵州茅台	1.3%	-2.0%	-1.7%	0.1%
长虹美菱	-10.7%	-86.1%	-2.3%	0.1%	五粮液	20.9%	89.3%	2.4%	6.9%
海信视像	3.7%	13.2%	1.0%	-0.4%	山西汾酒	-12.2%	-24.3%	-1.3%	3.0%
京东方A	1.8%	61.6%	0.6%	1.7%	泸州老窖	-36.4%	-43.4%	-1.7%	4.4%
惠科股份	8.0%	-14.1%	-2.0%	0.2%	洋河股份	-28.8%	-40.1%	-1.7%	4.6%
四川长虹	2.8%	228.6%	-1.6%	-0.2%	古井贡酒	-27.0%	-40.9%	0.5%	6.4%
TCL科技	3.5%	102.2%	-0.5%	-0.2%	今世缘	-7.4%	-6.6%	0.7%	0.1%
石头科技	27.6%	45.6%	-1.3%	-3.6%	迎驾贡酒	8.1%	2.8%	0.4%	2.4%
科沃斯	19.2%	27.4%	-1.2%	1.3%	酒鬼酒	-5.6%	37.6%	-2.0%	-1.6%
安克创新	29.1%	45.9%	5.1%	1.5%	舍得酒业	-15.3%	-67.3%	-4.5%	4.3%
绿联科技	50.9%	56.9%	2.2%	1.8%	口子窖	-22.9%	-49.0%	-5.7%	7.2%
华宝新能	34.7%	-91.5%	-1.2%	4.5%	青岛啤酒	-4.1%	0.4%	1.2%	-0.4%
赛维时代	16.0%	-2.1%	-1.8%	-2.0%	燕京啤酒	5.5%	26.9%	4.0%	-0.8%
致欧科技	19.3%	29.2%	0.7%	2.2%	重庆啤酒	-3.0%	-8.0%	0.3%	1.5%
吉宏股份	15.5%	33.5%	0.4%	-1.7%	东鹏饮料	15.9%	20.7%	3.2%	3.6%
春风动力	35.8%	6.3%	-1.1%	1.3%	承德露露	11.3%	15.3%	1.9%	0.7%
隆鑫通用	0.2%	-7.7%	0.5%	0.3%	盐津铺子	4.4%	14.1%	2.6%	0.9%
涛涛车业	60.6%	57.9%	2.4%	1.3%	洽洽食品	27.4%	177.4%	5.6%	-0.3%
钱江摩托	-11.3%	-62.4%	-5.4%	4.6%	三只松鼠	-3.6%	79.9%	1.6%	-2.2%
九号公司	22.3%	-18.8%	-1.8%	5.0%	劲仔食品	23.1%	-5.0%	-4.2%	-3.4%
影石创新	50.3%	-94.1%	-9.8%	6.5%	万辰集团	54.3%	156.6%	1.4%	-0.2%
萤石网络	6.4%	35.4%	6.7%	4.5%	海天味业	6.0%	7.1%	0.9%	1.7%
稳健医疗	3.6%	4.4%	0.7%	1.2%	安井食品	21.9%	21.6%	0.7%	-0.6%
奥克斯电气	-12.9%	-40.8%	-1.4%	1.0%	中炬高新	19.2%	61.2%	3.7%	-0.6%
TCL电子	10.5%	33.1%	1.8%	0.1%	天味食品	45.8%	100.4%	3.6%	-4.3%
创维集团	4.9%	399.2%	1.0%	0.4%	蒙牛乳业	7.8%	15.9%	-1.0%	-0.9%
泉峰控股	7.0%	5.9%	6.0%	7.3%	华润啤酒	1.2%	-10.7%	-1.2%	6.8%
希音-W	-4.2%	100.8%	5.0%	2.3%	农夫山泉	16.0%	16.6%	0.6%	-0.3%
泡泡玛特	23.8%	10.1%	-0.7%	0.1%	康师傅控股	1.1%	7.1%	1.3%	0.2%
名创优品	22.4%	6.1%	0.0%	3.5%	统一企业中国	1.4%	9.0%	0.7%	0.6%
布鲁可	32.7%	30.5%	-4.1%	-3.4%	蜜雪集团	2.3%	-14.7%	-1.2%	2.3%
康耐特光学	7.6%	10.4%	1.9%	-0.4%	古茗	31.9%	-3.4%	1.8%	-0.7%
卧安机器人	31.8%	-227.3%	-3.8%	9.2%	沪上阿姨	42.4%	58.3%	0.2%	-0.5%
创想三维	12.9%	-155.0%	-3.6%	5.7%	卫龙美味	6.7%	4.6%	0.6%	2.8%
乐动机器人	35.2%	-205.5%	3.4%	7.4%	呜呜很忙	60.0%	155.4%	2.2%	-0.3%
乐舒适	24.0%	38.5%	1.6%	0.6%	颐海国际	14.3%	21.4%	4.0%	-0.1%
					百胜中国	5.4%	3.5%	-0.2%	0.1%
					海底捞	7.9%	0.5%	-1.8%	-3.8%
					锅圈	21.8%	15.2%	-0.6%	0.0%

数据来源：iFind，华安证券研究所

PART 4

机会主线三：重构·科创消费

科技牛下半场：从AI资本支出，到AI商业变现

我们认为科技牛下半场本质是逻辑切换：上一阶段的“AI资本支出”叙事转向下一阶段的“AI商业化变现”叙事——AI真正变成产品、变成收入、变成利润，形成正反馈的下游场景。

重视三大消费场景：

- ✓ **物理AI**——AI从“会想”走向“会动手”，是AI走出屏幕进入物理世界的标志性跨越，**对应：机器人核心产业；**
- ✓ **端侧AI**——AI从云端走向手机/眼镜/耳机/汽车，每个人手里的每台设备，**对应：3D打印、AI手机眼镜、Nas云、智能影像；**
- ✓ **AI应用**——AI真正落地成消费者认可的产品和场景，从“演示”走向“付费”，**对应：漫剧、零售、互联网。**

AI硬件三阶段演进



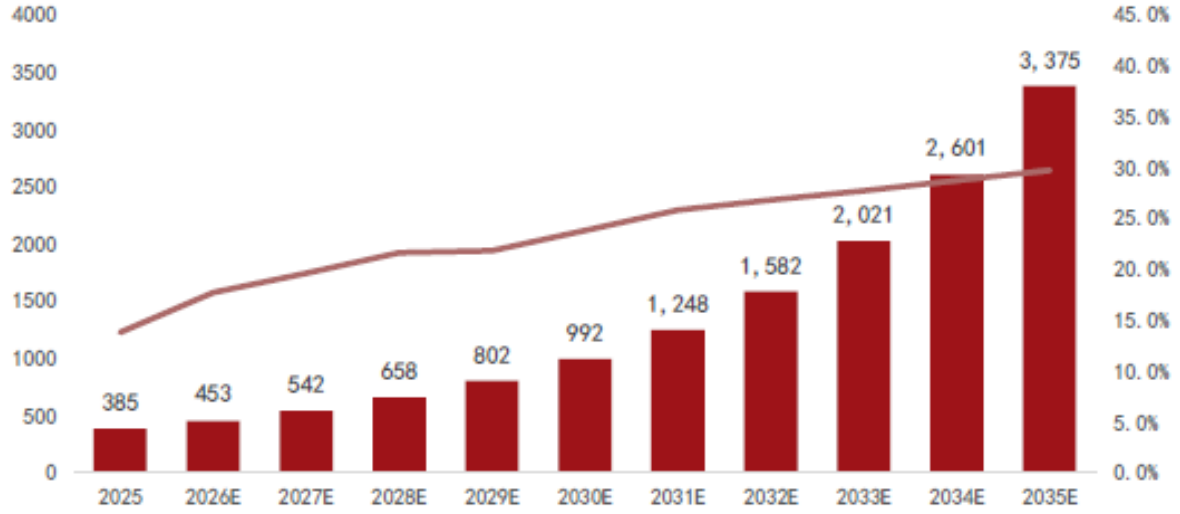
数据来源：中国端侧AI全景图谱报告，物联网智库，华安证券研究所

物理AI：商业化新阶段

物理AI：迈入工程化落地商业化验证阶段，垂直整合与专业分工并行。

- ✓ **物理AI**将多模态感知、智能决策与执行控制深度融合，通过数据反馈持续优化、实现自主任务完成的工程化智能系统。
- ✓ **产业链：上游算力与传感器、中游系统能力平台、下游多元化应用场景**，核心特征是垂直整合与专业分工并行。
- ✓ **市场规模：**2025年中国物理AI市场规模385亿美元，2035年市场规模预计3375亿美元，对应25-35年CAGR=24%。

2025-2035年中国物理AI市场规模预测（亿美元）



数据来源：头豹研究院，华安证券研究所

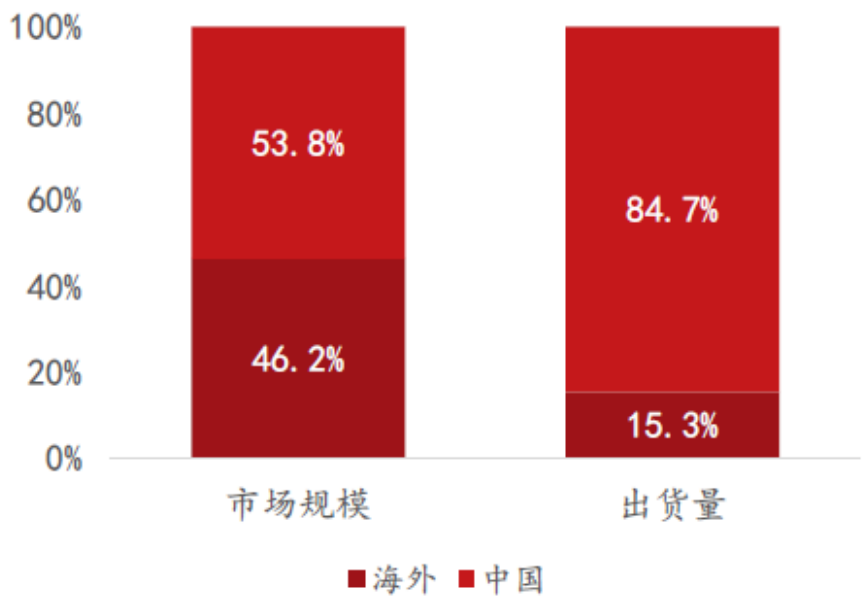
物理AI产业链



物理AI：机器人产业链为核心载体

- ✓ **机器人为物理AI核心执行载体**，以机器人硬件本体、关节模组、运动控制、灵巧操作和具身交互能力为核心，当前机器人包括人形、四足、移动、工业、协作机器人等，其中**人形机器人**正成为物理AI落地最具增长前景的品类，2025年全球人形机器人年度出货量1.7万台，对应市场规模28.8亿元；其中中国市场出货量1.44万台，全球占比84.7%，中国已成为物理AI在人形机器人场景实现产业化落地的重要市场。
- ✓ **产业链**上游感知/执行/传动层为兑现最快、价值最确定的卖水环节；中游大脑层决定产业上限、壁垒最高、估值弹性可观；下游本体层为数据入口、场景层家用级专用机器人已规模化量产多年。

2025年全球人形机器人市场规模和出货量占比



数据来源：头豹研究院，华安证券研究所

宇树科技机器人产业全布局



数据来源：头豹研究院，华安证券研究所

物理AI：机器人产业链为核心载体

✓ **零部件：优选【欢创科技】【奥比中光】【乐动机器人】**

- 欢创科技：消费级激光雷达，先发优势突出，中国扫地机器人空间感知供应商份额第一、服务机器人空间感知核心供应商。
- 奥比中光：3D视觉感知，结构光/dToF/iToF三条技术路线，22年国内服务机器人3D视觉份额70+%，人形双目视觉核心供应商。
- 乐动机器人：上游感知与终端属性兼具，上游具备视觉感知+激光雷达+算法模组，下游割草机商业化需求节点明确。

✓ **大脑层：端侧算力、生态平台**

- 瑞芯微、中科创达：端侧AISoC、AIOS明确受益机器人、机器视觉、汽车电子AIoT增长驱动。
- 科大讯飞、地平线机器人-W：讯飞机器人超脑平台服务90%机器人厂商；地平线通过重要战略合作伙伴地瓜机器人赋能100+种下游机器人品类、客户超400家，覆盖中国半数以上具身智能企业。

✓ **本体层/场景层：优选【宇树科技】【卧安机器人】【石头科技】【科沃斯】**

✓ **家庭本体（量产）**

- 石头、科沃斯：消费级 SLAM+避障算法工程化的全球领先者，扫地机头部玩家，拥有从算法到整机到品牌全栈能力，正向广义家庭机器人进行品类扩张的最佳现金牛。
- 卧安、乐动机器人：卧安为模型-本体-数据-场景闭环最完整的家庭具身标的，乐动则为上游感知与终端属性兼具的具身标的。

✓ **人形本体（入口）**

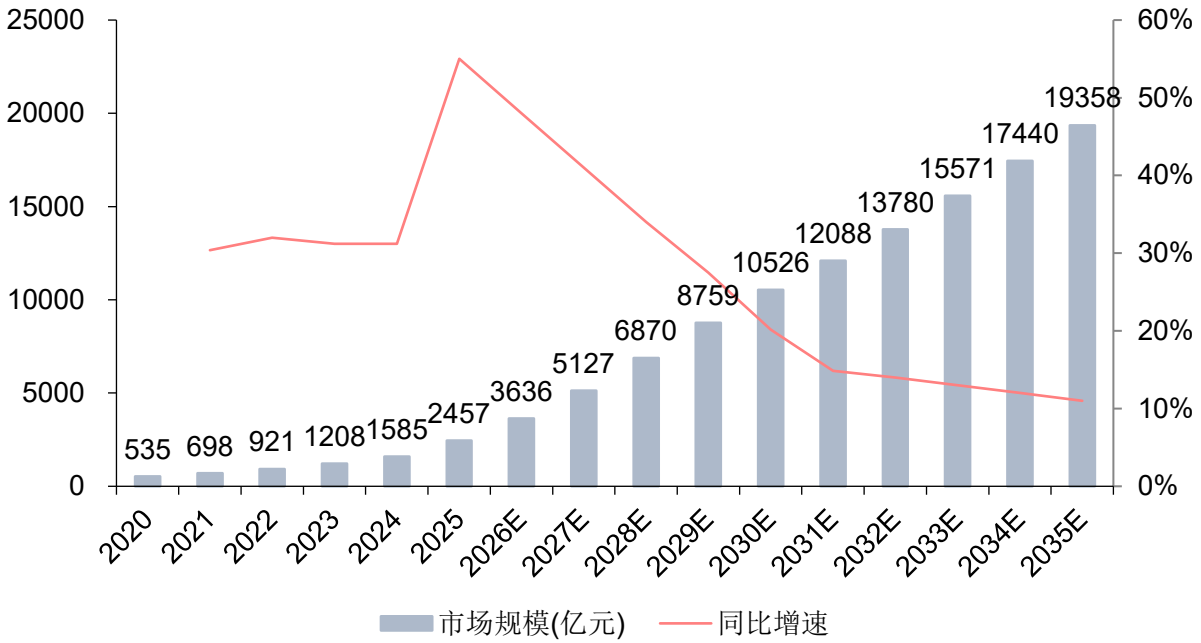
- 宇树科技：全球足式机器人出货量龙头，实现从运动控制到制造交付的整机闭环，具备稀缺盈利的头部标的。
- 优必选：真实工业场景具人形交付收入，全尺寸人形则为具身智能终极形态代表。

端侧AI：产业化新突破

端侧AI：已成AI产业化集中式突破口，预计高速扩容、百花齐放

- ✓ **端侧AI：**智能设备产业变革核心，终端AI模型算法实现本地化数据处理，具高隐私、低延迟、低成本优势，AI从云端向终端迁移。
- ✓ **产业链：上游以AI芯片、存储芯片、传感器为算力底座与底层支撑硬件基础；中游以算法模型、系统集成、端侧操作系统厂商为主承担硬件适配模型优化；下游广泛覆盖消费电子/家居/汽车。**
- ✓ **市场规模：**25年中国端侧智能市场规模2456.8亿元，同比+55%，35年市场规模预计19358.4亿元，对应25-35年CAGR=23%。

2020-2035年中国端侧智能市场规模预测



数据来源：艾媒咨询，华安证券研究所

端侧智能产业链



数据来源：艾媒咨询，华安证券研究所

端侧AI：消费场景集中高频式创新

- ✓ **3D打印：**25-26年AI大模型工具密集发布，AI建模破除3D打印破圈核心门槛，最大化了MakerWorld/创想云等平台价值，进入优质模型→更多用户→更多内容的正向循环，潜在用户和市场天花板大幅抬高。
- ✓ **AI眼镜：**新一代人机交互入口，26年META/谷歌/字节/阿里/XREAL等巨头入局，硬件产品力不断优化，AI大模型优化+开发者生态，适配应用快速增长，27年有望迎来成长奇点；
- ✓ **家庭大脑：**26年IFA 安克MindBase、绿联HomeAgent 等集体落地，NPU成本下降叠加模型端侧化，27年有望从定义期迈入放量期。
- ✓ **智能影像：**AI赋能智能影像从操作工具重构为创作主体，影石26年8月发布的2C旗舰X6全景相机内置“AI导演”，即拍即剪自动成片，重新定义消费影像的产品形态，打开新的成长空间。

端侧AI消费场景



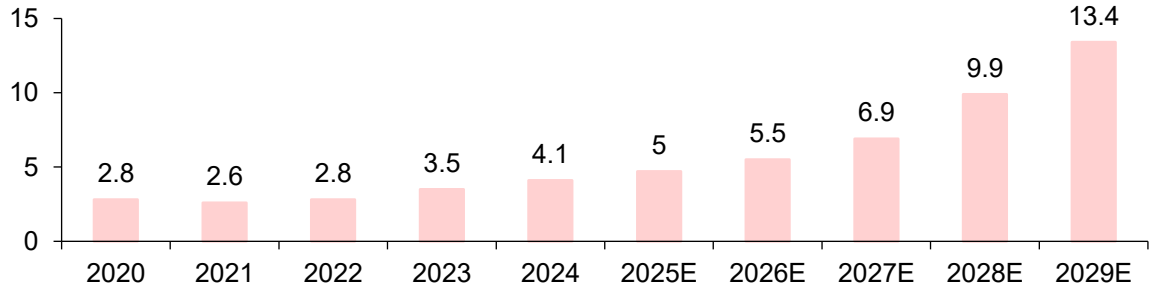






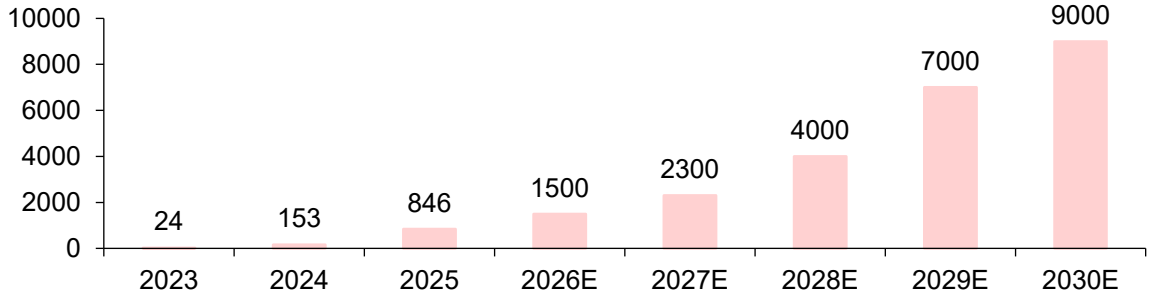
数据来源：影石创新/创想三维官网，康耐特光学公众号，中国日报中文网，华安证券研究所

全球消费级3D打印机出货量（百万台）



数据来源：灼识咨询，华安证券研究所

全球AI智能眼镜销量（万台）

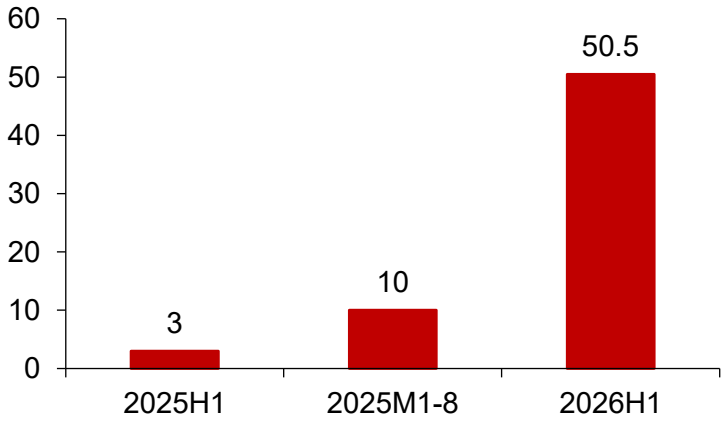


数据来源：Wellsenn，华安证券研究所

端侧AI：消费场景集中高频式创新

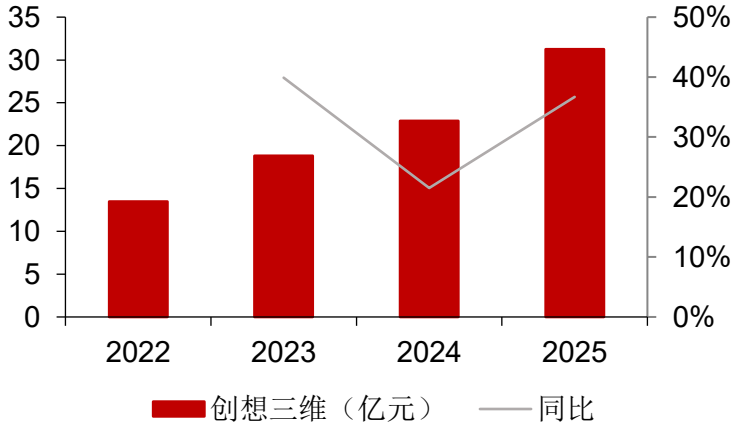
- ✓ **安克创新(存算一体)**：26年以联研推出Thus™存算一体AI芯片为起点，构建从芯片-端侧AI-产品创新的垂直一体化组合，从耳机首发切入端侧AI，持续全面向安防-机器人-IoT-Homeagent等全产品线延伸。
- ✓ **绿联科技(Nas)**：26年9月发布AINAS私有云iDX6011 Pro与本地AI中枢一体机HomeAgent，战略进军AIOT，将端侧AI导入家庭本地算力＋本地存储节点。
- ✓ **康耐特光学(AI眼镜)**：全球第二大树脂镜片龙头，阿里夸克/Rokid核心供应商，未来有望成为国际巨头供应链的核心潜在合作伙伴，26H1公司XR/AI眼镜镜片收入5050万元（+1475%），充分受益AI眼镜放量。
- ✓ **创想三维(3D打印)**：全球消费级3D打印设备头部玩家，3D打印机/扫描仪/激光雕刻机位列第2/1/4位，产品矩阵扩张、直营/线下渠道拓展、最新AI建模工具与内容生态运营叠加，超额分享行业红利。
- ✓ **影石创新(智能影像)**：26年8月发布2C旗舰X6全景相机内置“AI导演”，自研PanoMind全景多模态模型，本地分析素材自动生成Vlog推送App，同步推进AI影像Soc，稀缺的软硬一体布局标的。
- ✓ **优选【安克创新】【绿联科技】【康耐特光学】【创想三维】【影石创新】。**

康耐特XR/AI眼镜收入（百万元）



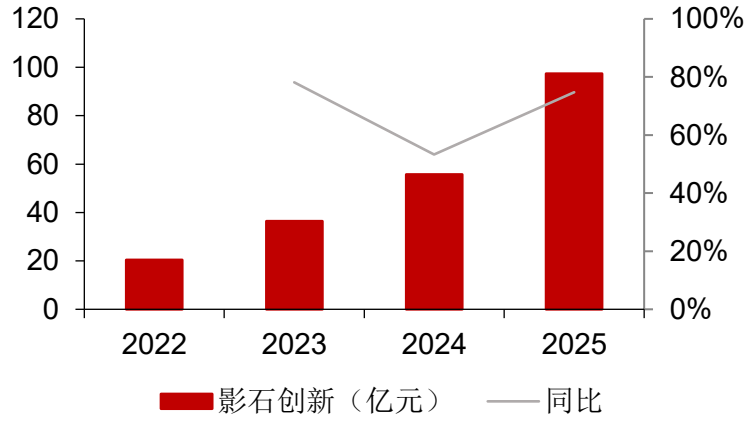
数据来源：公司公告，华安证券研究所

创想三维收入及同比



数据来源：iFind，华安证券研究所

影石创新收入及同比



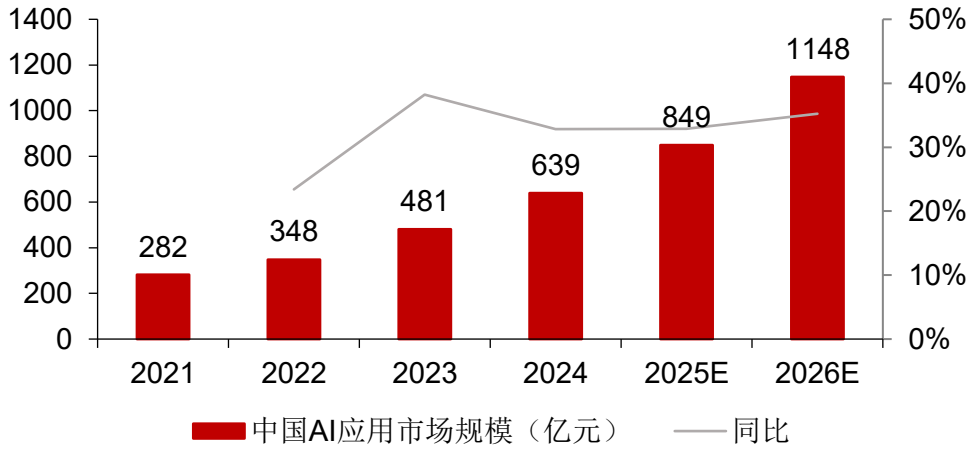
数据来源：iFind，华安证券研究所

AI应用：商业化加速兑现

AI应用：从"模型可用"迈向"场景变现"，商业化进入加速兑现期

- ✓ **AI应用**：大模型落地转化的核心环节，将通用模型能力封装为面向具体场景的产品与服务，具备直接创造收入、快速迭代反馈的双重优势，AI价值从技术侧向商业侧迁移。
- ✓ **产业链**：上游算力/模型同质化、格局趋稳，超额收益收窄；中游应用平台与行业方案商承接场景工程化，是价值沉淀环节；下游垂直行业（办公、营销、医疗、教育、金融）直接触达用户，兑现弹性较大。
- ✓ **市场规模**：预计26年中国AI应用市场规模1148亿元，同比+35%，21-26年CAGR=32.4%，成长性突出。

中国AI应用市场规模及同比



数据来源：中商产业研究院，华安证券研究所

AI内容创作应用生态图谱

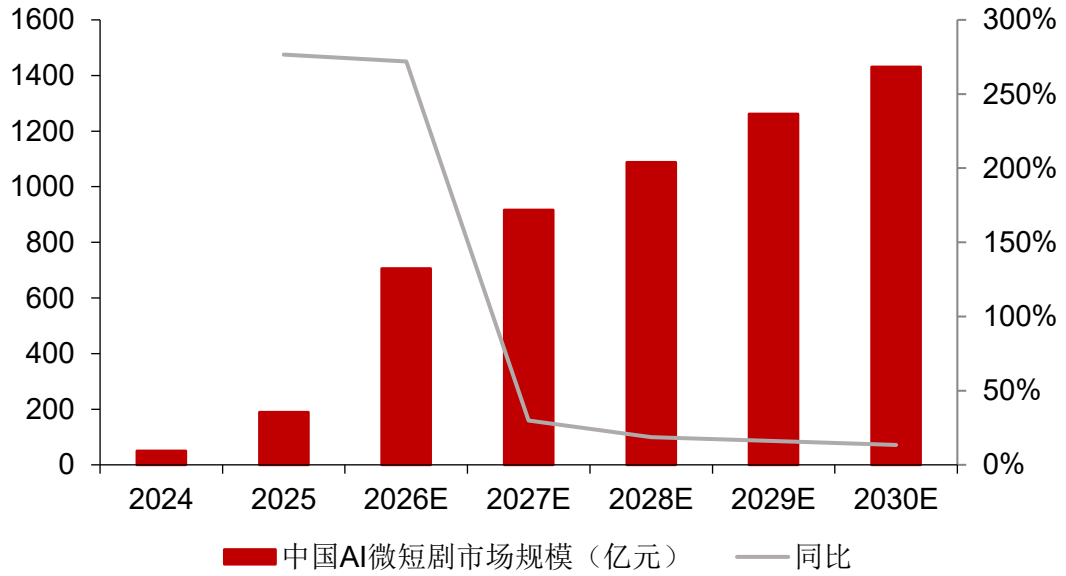


数据来源：易观分析，华安证券研究所

AI应用：寻找稀缺增量赛道

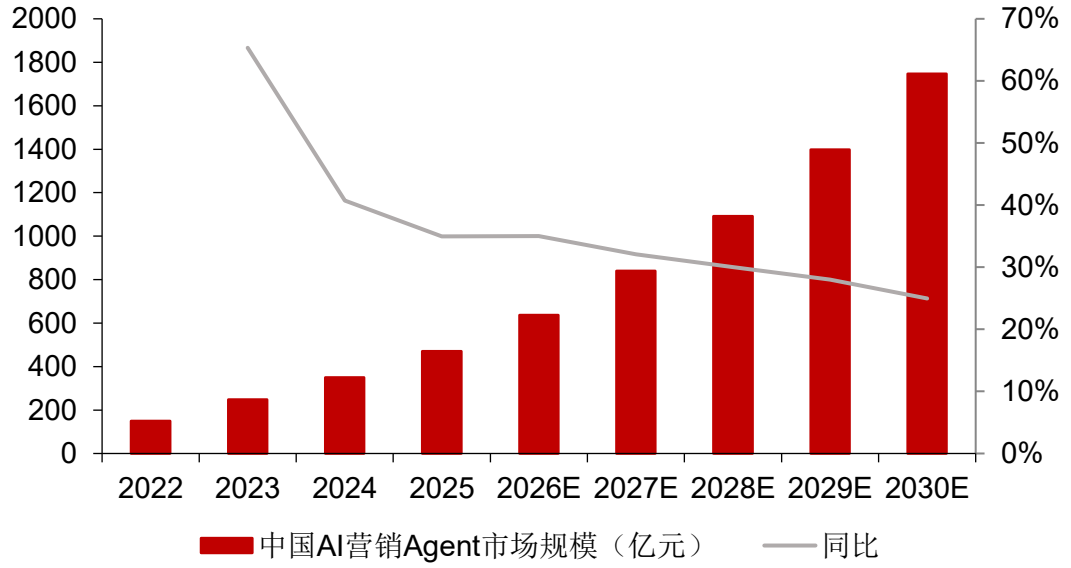
- ✓ **AI短剧**：下一流量稀缺入口，供给端AI助力视频生成丰富度大幅提升，需求端消费者注意力较为青睐，26年行业快速增长，艾媒咨询预计26年中国AI微短剧市场规模706亿元（同比+272%），预计2026-2030年CAGR=19%。
- ✓ **AI营销**：全链路渗透营销环节，当前AI营销投资已进入规模化应用和投资扩张阶段，企业渗透从头部向中小辐射，预计2026年中国AI营销Agent市场规模636亿元，同比+35%，预计2030年市场规模有望达到1747亿元，2026-2030年CAGR=28.7%。
- ✓ **优选【迈富时】【易点天下】【汇量科技】。**

中国AI微短剧市场规模及同比



数据来源：艾媒咨询，华安证券研究所

中国AI营销市场规模及同比



数据来源：易观分析，华安证券研究所

PART 5

全文结论

投资标的：盈利估值

逻辑	公司	股票代码	市值	盈利预测（亿元）									
				收入		归母净利润		收入增速		归母增速		PE	
				2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
红利重估	伊利股份	600887.SH	2,078	1,208	1,267	102	131	4%	5%	-12%	28%	20	16
	贵州茅台	600519.SH	17,989	1,756	1,844	836	885	2%	5%	2%	6%	22	20
	美的集团	000333.SZ	7,143	4,747	5,016	473	494	3%	6%	8%	5%	15	14
	TCL电子	1070.HK	377	1,160	1,487	28	37	11%	28%	27%	31%	13	10
	迎驾贡酒	603198.SH	335	64	69	21	23	6%	7%	5%	9%	16	15
出海弹性	春风动力	603129.SH	498	263	325	25	31	25%	23%	48%	23%	20	16
	隆鑫通用	603766.SH	332	210	242	20	24	9%	16%	23%	21%	16	14
	涛涛车业	301345.SZ	117	56	76	11	16	30%	37%	37%	45%	10	7
	致欧科技	301376.SZ	89	109	132	5	6	20%	21%	46%	29%	18	14
	赛维时代	301381.SZ	100	140	163	4	6	15%	17%	49%	50%	24	16
	乐舒适	2698.HK	145	47	56	10	12	16%	19%	19%	20%	14	12
	名创优品	9896.HK	205	250	281	23	28	14%	12%	90%	21%	9	7
	布鲁可	0325.HK	119	38	49	8	11	24%	27%	32%	29%	14	11
科创消费-物理AI	奥比中光	688322.SH	421	13	22	2	4	28%	67%	89%	80%	174	97
	乐动机器人	1236.HK	73	11	16	-1	0	29%	51%	-25%	116%	-93	582
	卧安机器人	6600.HK	69	14	20	0	0	34%	49%	46%	320%	-516	235
	石头科技	688169.SH	361	238	287	21	26	21%	21%	51%	24%	18	14
	科沃斯	603486.SH	286	222	256	19	23	14%	15%	8%	21%	15	12
	宇树科技	688836.SH	2,864	28	44	6	10	39%	58%	130%	60%	447	279
科创消费-端侧AI	安克创新	300866.SZ	661	385	471	33	41	21%	22%	31%	23%	20	16
	绿联科技	301606.SZ	270	130	169	10	13	27%	30%	40%	33%	27	21
	康耐特光学	2276.HK	146	25	30	7	9	13%	20%	24%	28%	21	16
	创想三维	3388.HK	29	41	55	1	2	24%	35%	148%	169%	33	12
	影石创新	688775.SH	461	147	211	4	11	34%	43%	-59%	174%	120	44

资料来源：iFind，华安证券研究所；注：数据均采用iFind一致预期，数据截止2026年11月24日

风险提示

- ✓ **消费恢复不及预期：**若居民消费意愿修复偏慢，将影响相关企业收入增长。
- ✓ **贸易政策变化风险：**若关税调整或贸易摩擦加剧，可能削弱相关企业海外竞争力，并对出海产业链景气度形成扰动。
- ✓ **商业化落地不及预期：**若新技术/新产品的场景渗透、客户验证或订单转化进度慢于预期，将拖累业绩释放。
- ✓ **原材料成本上涨：**若上游原材料价格超预期上行，将挤压相关企业毛利率并影响盈利稳定性。
- ✓ **竞争格局恶化：**若行业参与者加速涌入、低价竞争或产能集中释放，可能导致行业竞争加剧，压缩行业整体盈利水平。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上;

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上;

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。

感谢您的信任与支持!

邓　欣 S0010524010001