

## 食品饮料行业跟踪周报

## 26Q1 业绩前瞻：白酒延续筑底，大众品开局有亮点

增持（维持）

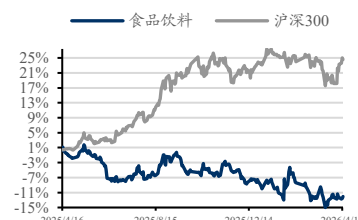
2026 年 04 月 16 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

## 行业走势



## 相关研究

《从“历史经典产业”到“传统优势民生产业”，新五年酿酒产业提质发展》

2026-02-22

《AI 营销：新风口剑指千亿，服务商乘势而进》

2026-02-11

■ **白酒延续出清筑底态势。**白酒行业 2025 年 Q2 整体开始进入调整深水区，我们预计 2026Q1 乃至 Q2 仍然延续出清筑底态势，当前出清关键期，Q1 报表我们预计整体承压，2026 年 Q3 我们预计新的库存周期（价格企稳，补库意愿改善）有望出现。本轮调整期，公司战略和营销动作调整幅度大的公司包括贵州茅台，五粮液，珍酒李渡等，泸州老窖保持了战略定力，山西汾酒和古井贡酒在产品战略上也有积极作为。贵州茅台全面 ToC 战略实施见效，业绩率先探底企稳，估值有望先行修复；我们预计 2026 年行业报表营收增长呈现前低后高，板块良性预期有望年中形成，推荐方面化繁为简，优先布局“出清可信度较高+管理运营能力居前+未来有成长空间逻辑”的相对白马标的企业。

■ **啤酒 Q1 业绩差异较大，布局迎旺季。**从 2025 年节奏来看，啤酒龙头均实现销量增长、吨价边际承压；对 2026 年节奏预判，分季度持续边际修复，量价亦震荡筑底。短期维度，从报表基数节奏来看，我们预计 Q1 受高基数、消费  $\beta$  仍处于弱修复等影响，表现销量延续偏弱表现，其中燕京啤酒业绩弹性大。啤酒板块 Q2、Q3 逐步进入低基数阶段，叠加参考餐饮恢复的  $\beta$  改善和旺季催化等，整体报表有望先抑后扬，大单品势能企业仍是重点；**饮料：春节错位下，旺季/礼品属性鲜明的品种 Q1 有所超预期。**养元饮品和承德露露是春节旺季属性突出企业，26 春节假期长且天气相对晴好，销售有所超预期。饮料行业创新迭代快，当下中国软饮料市场瓶装水、无糖茶、能量饮料、电解质水、椰子水等赛道相对高景气，行业龙头通过“大单品迭代+细分场景渗透”构建护城河，持续保持渠道和规模领先，并通过品类创新维持成长。

■ **量贩零食扩张强劲，Q1 同店乐观，餐供基本面显著修复。**（1）**休闲零食：**春节旺销和节后渠道补库与量贩门店扩张持续推进，量贩零食头部两强 25 年业绩均实现高增，Q1 同店乐观情况下，我们预计业绩继续高增。品牌零食龙头企业在供应链优化、渠道结构调整与新品迭代上的竞争力持续兑现。（2）**速冻食品**行业复苏趋势基本确立，餐供头部企业的动销数据连续 2-3 个季度好转，且 BC 端均有表现，26Q1 呈现加速改善的态势，我们维持此前餐饮链的复苏拐点判断。（3）2025 年深度调整后调味品行业库存出清迎来 26Q1 较好开局，其中海天最为稳健，其他公司基数效应更加明显；餐饮复苏背景下调味品的餐供逻辑凸显，头部企业仍最为受益。

■ **保健品行业景气，重点推荐 H&H 等。**行业由大类传统保健向精准营养、细分复配升级，新品类、新原料亦进一步激活行业动能，我们预计 2026-2028 年我国营养保健品行业增速有望维持在 6% 以上。一方面药店生意模式转型升级为药店 VDS 闯出“新生路”；另一方面药店之外传统电商、兴趣电商、跨境、商超、国际市场等领域增量依旧可观。行业新格局带来产业链效率提升，重点企业均有受益。

■ **板块核心观点推荐：**白酒：2026 年我们预计行业报表营收增长前低后高，首推动销最先企稳，全面 ToC 打开成长空间的贵州茅台，其次推荐山西汾酒、五粮液、泸州老窖、古井贡酒/迎驾贡酒、金徽酒等。大众品：啤酒推荐燕京啤酒、青岛啤酒(H+A)等，关注旺季珠江啤酒、重庆啤酒、惠泉啤酒等量价表现。零食重点推荐万辰集团和鸣鸣很忙，稳健性标的推荐盐津铺子、西麦食品。饮料重视东鹏饮料，百润股份，承德露露，养元饮品。保健品板块建议关注适配渠道转型、发力新品类的品牌商 H&H 国际控股、民生健康、汤臣倍健、若羽臣；积极转型和财务改善较大的仙乐健康，百合股份；以及产能及技术领先的优质的原料商技源集团、金达威。

■ **风险提示：**原材料成本波动预期、行业竞争加剧风险、食品安全问题。

## 内容目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1. 白酒：出清关键期，有序布局“真”见底 .....       | 4  |
| 2. 大众品：开局有亮点，梯次复苏迎曙光 .....        | 5  |
| 2.1. 啤酒：场景逐步修复，期待旺季表现 .....       | 6  |
| 2.2. 食品添加剂及保健品：创新高地，更上新台阶 .....   | 7  |
| 2.3. 软饮料：品类价值待重估，持续重视平台化龙头 .....  | 9  |
| 2.4. 休闲及速冻食品：量贩景气度延续，餐供拐点已至 ..... | 9  |
| 3. 投资建议 .....                     | 11 |
| 4. 风险提示 .....                     | 11 |



更多调研关注公众号：调研纪要更新

## 图表目录

|                            |   |
|----------------------------|---|
| 表 1: 白酒公司 26Q1 业绩前瞻 .....  | 4 |
| 表 2: 大众品公司 26Q1 业绩前瞻 ..... | 6 |

## 1. 白酒：出清关键期，有序布局“真”见底

白酒行业 2025 年 Q2 整体开始进入调整深水区，我们预计 2026Q1 乃至 Q2 仍然延续出清筑底态势，当前出清关键期，Q1 报表我们预计整体承压，2026 年 Q3 我们预计新的库存周期（价格企稳，补库意愿改善）有望出现。本轮调整期，公司战略和营销动作调整幅度大的公司包括贵州茅台，五粮液，珍酒李渡等，泸州老窖保持了战略定力，山西汾酒和古井贡酒在产品战略上也有积极作为。贵州茅台全面 ToC 战略实施见效，业绩率先探底企稳，估值有望先行修复；我们预计 2026 年行业报表营收增长呈现前低后高，板块良性预期有望年中形成，推荐方面化繁为简，优先布局“出清可信用度较高+管理能力居前+未来有成长空间逻辑”的相对白马标的企业。

表1：白酒公司 26Q1 业绩前瞻

| 代码        | 公司   | 26Q1 预测（单位：亿元） |         |       |            |
|-----------|------|----------------|---------|-------|------------|
|           |      | 收入             | YOY: 收入 | 归母净利润 | YOY: 归母净利润 |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 540.2          | 5%左右    | 281.9 | 5%左右       |
| 000858.SZ | 五粮液  | 277.1          | -25%左右  | 108.5 | -27%左右     |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 74.8           | -20%左右  | 34.4  | -25%左右     |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 148.7          | -10%左右  | 56.5  | -15%左右     |
| 600702.SH | 舍得酒业 | 14.8           | -6%     | 2.3   | -33%       |
| 000799.SZ | 酒鬼酒  | 3.1            | -10%左右  | 0.3   | -10%左右     |
| 600779.SH | 水井坊  | 6.7            | -30%左右  | 1.3   | -30%左右     |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 73.2           | -20%左右  | 18.6  | -20%左右     |
| 603198.SH | 迎驾贡酒 | 20.5           | 持平左右    | 7.9   | -5%左右      |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 99.6           | -10%左右  | 30.9  | -15%左右     |
| 603369.SH | 今世缘  | 43.3           | -15%左右  | 14.0  | -15%左右     |
| 603919.SH | 金徽酒  | 10.5           | -5%左右   | 2.1   | -10%左右     |

数据来源：wind、东吴证券研究所

注：26Q1 收入、利润同比预测数据基于 2026 全年盈利预测，舍得酒业参考外发 2026 年一季报

**贵州茅台：**公司 2025 年底推出系统性营销改革，全面 ToC 是核心主线，i 茅台实测效果突出，价格企稳能放量，2026 年业绩预期增长。2026Q1 普飞放量明显，其中 i 茅台是最核心放量销售主体，虽非标产品 Q1 经销渠道减量，但普飞放量对冲明显，我们预计 Q1 实现个位数营收增长。随着非标代售模式 4 月份落地，后续季度总体表现也会平稳。

**五粮液：**公司 2025 围绕渠道、产品、机制多维发力，全面落实高质量市场动销，26 年产品和渠道战略具有连续性。短期以价换量占据主动性，大力去库有利于夯实长期发展基础，中长期利润中枢有望企稳修复。2026 开局动销较好，高端市场份额有提升，去库效果明显，但报表仍有一定压力。

**泸州老窖：**公司保持战略定力，高度国窖控价，低度全国化加快。公司发挥数字化动销优势，消费者动作精准实施，高端低度和腰部产品市场销售韧性较好。公司以动销换配额，高度国窖渠道减压，当前公司产品渠道库存保持良性，我们预计 2025Q4 和 2026Q1 报表压力较大但仍相对可控，后续经营连贯性较好。

**山西汾酒：**汾酒作为清香型白酒龙头，仍在全国化中程，未来持续受益香型差异化、全国化及全价格带优势产品矩阵的增量贡献，成长空间最为突出。我们预计 2025 年韧性增长，2026Q1 主动给渠道降负释压。

**舍得酒业：**出清力度较大，轻装上阵，产品策略灵活，筑底预期较为明朗。2024-25 年公司报表出清较充分，两年 Q4 都出现亏损。公司当前仍在持续去库和渠道理顺阶段，主力产品品味舍得坚持稳价，宴席市场推出宴席版舍得分担压力，出货控制下营收压力较大，增量主要来自四川和华北，产品方面舍之道和 T68 光瓶酒主要增长点，藏品和低度自在在圈层营销和场景营销方面也有建树。

**古井贡酒：**从行业节奏来看，2026 年动销抓手仍是大众消费场景，同时从古井自身节奏来看，深度调整期管理团队稳定有助于穿越周期；中期而言，古井省内优势稳固，坚定“全国化、次高端”战略，省外规模化市场有望培育成型和复制。我们预计 2026Q1 惯性承压，后续逐季修复。

**迎驾贡酒：**2025 年迎驾中低档酒集中出清，后续有望轻装上阵；2026 年增长主线仍以洞藏系列领衔，静待安徽省内 100-300 元中高档价位消费重启增势。

**洋河股份：**公司报表快速出清、在白酒产业中属轻装上阵，同时推出第七代海之蓝/高线光瓶酒、主动进行经营变革，基本面向下空间有限，恢复性增长值得期待。

**今世缘：**国缘淡雅、开系表现仍具韧性，今世缘省内竞争势能仍然向上，同时灵活把握当前动销表现好的百元价格带。中长期今世缘坚持品牌向上总方向，其中省内“高精尖”，持续做强基本盘；省外“三聚焦”，为全国化打基础。

## 2. 大众品：开局有亮点，梯次复苏迎曙光

大众品开局有亮点。一部分行业的代表企业从 2025H2 呈现企稳改善，例如餐供速冻，甚至 2026Q1 已经有连续 2-3 个季度的基本面转好，而量贩零食则持续保持高景气，拓店快，营收增长强劲，同店持续修复改善；一部分行业代表企业受益春节错位，Q1 开局良好，典型如植物蛋白饮料、品牌零食。

26 年 1-2 月社会消费品零售总额累计同比增长 2.8%，其中餐饮收入累计同比增长 4.8%，是 2025 年 6 月以来最快的增速，带动餐供的基本面修复。春节假期更长，人口流动创纪录，需求修复明显，北方天气晴好，整体带动大众品 Q1 在上年低基数上环比提速。

表2：大众品公司 26Q1 业绩前瞻

| 代码        | 公司   | 26Q1 预测 (单位: 亿元) |         |       |            |
|-----------|------|------------------|---------|-------|------------|
|           |      | 收入               | YOY: 收入 | 归母净利润 | YOY: 归母净利润 |
| 600298.SH | 安琪酵母 | 43.63            | 15%     | 4.44  | 20%        |
| 301507.SZ | 民生健康 | 3.26             | 20%     | 0.69  | 10%        |
| 300146.SZ | 汤臣倍健 | 18.10            | 1%      | 2.73  | 下滑         |
| 002626.SZ | 金达威  | 9.27             | 12%     | 0.73  | 下滑         |
| 600186.SH | 莲花控股 | 9.93             | 25%     | 1.45  | 44%        |
| 300791.SZ | 仙乐健康 | 10.02            | 5%      | 0.72  | 5%         |
| 002557.SZ | 洽洽食品 | 17.30            | 10%     | 1.38  | 79%        |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 16.10            | 5%      | 2.13  | 20%        |
| 002991.SZ | 甘源食品 | 5.80             | 15%     | 0.75  | 43%        |
| 003000.SZ | 劲仔食品 | 6.80             | 15%     | 0.75  | 12%        |
| 300972.SZ | 万辰集团 | 140.70           | 30%     | 5.22  | 143%       |
| 603697.SH | 有友食品 | 4.80             | 25%     | 0.69  | 38%        |
| 002956.SZ | 西麦食品 | 8.20             | 25%     | 0.82  | 50%        |
| 603345.SH | 安井食品 | 42.50            | 18%     | 5.10  | 29%        |
| 001215.SZ | 千味央厨 | 4.90             | 5%      | 0.25  | 15%        |
| 300973.SZ | 立高食品 | 11.50            | 10%     | 1.01  | 15%        |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 103.4            | -1%     | 17.8  | 4%         |
| 000729.SZ | 燕京啤酒 | 40.2             | 5%      | 2.6   | 60%左右      |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 43.6             | 0%      | 4.8   | 2%         |
| 605499.SH | 东鹏饮料 | 61.1             | 26%     | 12.5  | 28%        |
| 000848.SZ | 承德露露 | 11.4             | 12%     | 2.5   | 14%        |
| 002568.SZ | 百润股份 | 8.0              | 8%      | 2.0   | 10%        |
| 603156.SH | 养元饮品 | 22.3             | 20%     | 7.4   | 15%        |

数据来源：wind、东吴证券研究所

注：26Q1 收入、利润同比预测数据基于 2026 全年盈利预测

## 2.1. 啤酒：场景逐步修复，期待旺季表现

**啤酒：**从 2025 年节奏来看，啤酒龙头均实现销量增长、吨价边际承压；对 2026 年节奏预判，分季度持续边际修复，量价亦震荡筑底。短期维度，从报表基数节奏来看，我们预计 Q1 受高基数、消费  $\beta$  仍处于弱修复等影响，表观销量延续偏弱表现，Q2、Q3 逐步进入低基数阶段，叠加消费  $\beta$  修复向好、旺季催化等，整体报表有望先抑后扬。中期维度，一些消费先验指标迎来边际修复，如 CPI 自 25Q4 以来同比转正、餐饮需求 25Q4 以来逐步向好，对中期的量价均有正向支撑。

**青岛啤酒：**我们预计 26Q1 销量有所承压，但后续低基数及场景修复下 26 全年销量增速有望前低后高，吨价表现亦有望逐步企稳，同时成本整体仍可控，26 全年利润仍将稳健增长，同时高分红率提供安全边际。

**燕京啤酒：**我们预计 26 全年量价仍将明显跑赢行业均值，净利率稳步提升。U8 大

单品维持较好增势，同时新推全麦特酿燕京 A10，品牌力再上台阶。

**华润啤酒：**我们预计 26 全年量价同比有所修复，持续聚焦次高档及以上产品矩阵，喜力、老雪、红爵延续较好增势，短期业绩受金沙白酒减值拖累。

**重庆啤酒：**短期关注重啤自身经营节奏，重点聚焦乌苏、乐堡等核心单品；中长期将继续推进“扬帆 27”和“嘉速扬帆”战略重点项目，进一步强化高端化动能。

## 2.2. 食品添加剂及保健品：创新高地，更上新台阶

我国保健食品行业仍属景气，行业整体发展具备“脉冲式增强”特征，人口老龄化基本面支撑，而年轻人保健品消费也呈现上升态势。2010 年-2024 年我国 VDS 市场规模由 701.35 亿元增至 2323.39 亿元，CAGR=8.93%。新渠道、新客群贡献增量，同时行业由大类传统保健向精准营养、细分复配升级，新品类、新原料亦进一步激活行业动能，我们预计 2026-2028 年我国营养保健品行业增速有望维持在 6% 以上。人均 VDS 零售额而言，2024 年美国/韩国/日本/澳大利亚/中国分别为 823/738/516/458/165 元/人/年，我国保健品渗透空间较大。

**2025 年我们提出“站在保健品行业新周期的起点，重新审视行业投资机会”，2026 年我们继续强调“夯实渠道基础，创新打开空间，行业更上新台阶”，**一方面药店生意新模式的转型升级为汤臣倍健为首的药店 VDS 闯出“新生路”；另一方面，药店之外传统电商、兴趣电商、跨境、商超、国际市场等领域增量依旧可观。

行业新格局带来产业链效率提升，重点企业均有受益：建议关注适配渠道转型、发力新品类的品牌商；国际布局、研发前瞻的代工厂；以及产能及技术领先的优质的原料商。

**百合股份：**砥砺二十载，公司现已打造保健品代工为主、自有品牌销售为辅的业务矩阵。公司研发端高举高打，特设专家团队进行批文维护：截至 2025 年，百合股份保健品批文数量国内第一。公司拥有稀缺的柔性供应链，能够实现多剂型、多规格产品的快速切换，下游客户类型多元且分散，有望赋能以电商品牌、线下连锁药店、会员商超等为代表的新客户开拓。保健品行业监管日益完善，公司作为优质产线有望受益。

**金达威：**厦门金达威是国内少有的全产业链覆盖的保健品龙头公司：①上游原料业务包括辅酶 Q10、维生素 A 及维生素 D 等产品；②C 端业务包括 Doctor's Best (DRB)、Zipfizz 等品牌，DRB 已成长为北美为数不多的销售额超亿美元的保健品牌，亦通过跨境电商渠道销往国内，已实现全品类覆盖。

2025 年由于 Zipfizz 未走出经营惯性，我们预计或带来一定的商誉减值压力。展望 2026-2028 年，公司于保健品生产、代工环节的能力显著强化，藻油等新业务稳步推进，且公司对国内 C 端的态度更为积极，DRB 有望提速发展，Zipfizz 在新产品的带动下拐

点亦有望加速到来，公司有望进入新一轮向上周期。

**民生健康：**2025 年 6 月的深度报告中我们提出“基于持续的科研投入，公司在益生菌、治疗型用药、医美领域迎来众多产品面世的新发展阶段”，2025 年诸多新品如期上市，同时公司成立自营药品事业部，各项业务蓄势待发。大单品 21 金维他依旧增长稳健，新品伐尼克兰亦于 2025 年 11 月底上线预售，京东首发，后续覆盖天猫、拼多多及其他医药垂类平台，我们预计线下铺货平稳落地，脚踏实地，亦可仰望星空。

**莲花控股：**国内味精行业“第一股”，双主业布局已成型。“521”品牌复兴战略以来，公司积极有为：(1) 产品创新，推出高毛利新品如松茸鲜、酱油、蚝油等，其中，莲花松茸鲜线上渠道售卖较佳、势能充足，带动鸡精品类高增；(2) 设立专门的商超及新零售团队、招募经销商，积极与连锁大商超及餐饮企业洽谈进场，同时积极拓展高校、政府等团餐领域。同时线上团队(抖音为主)打磨较为顺利，酱油等新品表现亮眼。第二曲线算力业务在手订单质量较优，有望贡献增量。管理层积极谋变，运营提升逐步显效。

**技源集团：**公司主营保健品原料及制剂，营养原料产品主要有 HMB、氨基葡萄糖和硫酸软骨素，2024 年收入占比分别 29%/18%/9%；公司制剂客户包括澳佳宝、Pharmacare、Herbs of Gold 等。展望未来，现阶段 HMB 原料与雅培的合作多集中于医疗营养类目，运动营养及老年人肌肉修复方向仍有较大拓客空间；精准营养亦为未来保健重要方向，公司相关业务 2026 年有望于海外率先落地，打开远期空间。

**汤臣倍健：**2025 为公司新品大年，多维双层片等新品销售占比提升较快，自主研发的第一个非处方药（OTC）产品健力多硫酸氨糖上市，自主研发的第一个特殊医学用途全营养配方粉“每益乐”亦成功上市。管理层积极进取，新品/新渠道探索积极，新市场东南亚亦有望顺利开拓，我们预计 2026 年公司收入重回增长，公司年报中亦清晰阐述目标“全渠道全面跑赢主要行业/品类增速”。

**H&H 国际控股：**3 月 3 日 H&H 国际控股发布 2025 年盈利预告，收入好于市场预期，利润大幅扭亏。如我们在 3 月 4 日外发的点评报告《β 与 α 共振，管理层积极进取，维持重点推荐》中所述，我们预计 2025 年澳新地区表现疲软主要系公司主动缩减代购业务所致，与 Q1-3 逻辑一致，我们预计该部分影响于 2026H1 逐步消除。管理层谋求增长诉求清晰，叠加新品周期共振，我们认为 Swisse 增速或进入新一轮上行周期。且合生元奶粉业务兼具去库完成、格局改善及高质量增长（下沉市场母婴店、线上渠道表现可观）逻辑，且仍具弹性。考虑到 2025 年公司超市场预期还债，为 2026 年利息支出优化奠定良好基础，我们预计 2026 年财务费用优化仍有可观空间。

**仙乐健康：**仙乐健康为保健品 CDMO 龙头企业，主营保健食品及功能性食品的研发制造，经营稳健，领跑行业。公司具备多地研发中心，研发创新及洞察能力领先，同时全球资源的整合能力有望成为公司的核心竞争力，不断突破大客户份额。2026 年轻装上阵，基本盘稳固，新方向如个性化营养兼具亮点。

**安琪酵母：**安琪为国内酵母行业龙头企业，兼具收入及利润提升逻辑：（1）收入端，海外市场已成为公司增长新引擎，随着海外产能扩建加速、解决供需矛盾，海外市场有望维持双位数增速，且公司储备的新品类看点强（酵母蛋白受国家政策支持、且公司率先实现产业化）亦有望贡献增量；（2）利润端，糖蜜是酵母生产中最主要的原材料，占生产成本的比重约 30-40%，因此糖蜜价格与公司毛利率呈负相关，当前糖蜜价格仍处下行区间，有望带来公司利润弹性。

### 2.3. 软饮料：品类价值待重估，持续重视平台化龙头

春节错位下，旺季/礼品属性鲜明的品种 Q1 有所超预期。养元饮品和承德露露是春节旺季属性突出企业，26 春节假期长且天气相对晴好，销售有所超预期。饮料行业创新迭代快，当下中国软饮料市场瓶装水、无糖茶、能量饮料、电解质水、椰子水等赛道相对高景气，行业龙头通过“大单品迭代+细分场景渗透”构建护城河，持续保持渠道和规模领先，并通过品类创新维持成长。

饮料的长青品类上市已有 30 年以上历史，例如承德露露，而核桃露品类龙头养元饮品依然保有 50 亿以上体量，具有明确而稳定的消费群体和场景，基于强生命力高品类市占率逻辑下，品类价值或可重估。

**养元饮品：**稀缺的直接持股长江存储的上市公司；红牛业务恢复并增长；持续高分红；春节旺季受益直接预判 Q1 开门红。

**承德露露：**基本面更新：1）产品连续两年较大力度创新（25 年养生水，26 年瓶装五红五黑饮料，餐饮适配更高），糖酒会关注度高，意向经销商数量可观；2）渠道思路变化付诸实践（拥抱全渠道，探索定制化，年内有望落地）；3）品牌营销年轻化，线上电商显著增长。

**东鹏饮料：**26 年以来动销延续强劲表现，当前在特饮大单品稳增、补水啦第二曲线崛起的同时，外加依托果之茶/焙好茶战略入局茶饮料赛道，此外公司已在年初低位锁定 PET 价格、叠加白砂糖价格处于低位，我们预计将兑现成本弹性。

**百润股份：**预调酒呈现恢复性增长，同时威士忌新品逐步贡献增量，中期关注威士忌第二曲线营销节奏及动销拐点。

### 2.4. 休闲及速冻食品：量贩景气度延续，餐供拐点已至

休闲零食总量需求相对平稳，但结构性成长很突出，是渠道和产品/品类创新共驱的结果，春节旺销和节后渠道补库与量贩门店扩张持续推进。量贩零食双子（鸣鸣很忙和万辰集团）25 年报业绩均实现高增，Q1 同店乐观情况下，我们预计业绩继续高增。品牌零食龙头企业在供应链优化、渠道结构调整与新品迭代上的竞争力持续兑现，业绩韧

性有望逐步验证。投资端聚焦两类标的：一是渠道壁垒深厚、成本管控优异的细分龙头，业绩确定性强，比如西麦食品、盐津铺子；二是零食量贩、会员店渠道占比提升的弹性标的，受益于渠道红利释放，后续增长动能充足，继续重点推荐万辰集团，以及鸣鸣很忙。

速冻食品行业复苏趋势基本确立，典型的餐供头部企业的动销数据连续 2-3 个季度好转，且 BC 端均有表现，2026Q1 呈现加速改善的态势，我们维持此前餐饮链的复苏拐点判断，继续看好安井食品，关注三全食品。安井食品在新品带动下我们预计 26Q1 营收可重回 15%以上的同比增长，得益于促销政策收缩和产品结构调整，进入利润率提升通道。三全食品战略转型，“拥抱全渠道，发力定制化”，具备较高业绩弹性；（3）2025 年深度调整后调味品行业库存出清迎来 26Q1 较好开局，其中龙头海天最为稳健，其他公司基数效应更加明显；餐饮复苏背景下调味品的餐供逻辑凸显，头部企业仍最为受益。

**洽洽食品：**我们预计 26 年葵花籽成本回落双位数，具备确定性成本下降红利。公司坚果具备礼赠属性，节庆占比较大，26 年受益于春节错期预计 26Q1 同比增速较快，我们预计 26 年全年收入表现可好于 25 年，规模效应叠加成本回落预计利润端弹性较大。

**盐津铺子：**当前三大重点品类矩阵梯队清晰（魔芋放大红利+鹌鹑蛋突破瓶颈+培育豆干）。公司具备持续打造爆款的能力。23 年的大魔王、24 年的蛋皇均实现两年时间做到大单品体量。打造爆品逐步内化为公司内在能力，背后是全渠道覆盖、产品洞察、供应链布局、高效组织架构。26Q1 由于电商仍在调整期我们预计收入略慢，进入 26Q2 电商渠道具备低基数效应，全年来看我们预计收入可实现 15-20%的增长，利润率处于提升通道。

**甘源食品：**25 年年货节基数低、基本面有一定弹性。26Q1 受益于春节错期我们预计业绩端弹性较大，后续持续关注新品铺货进展。

**劲仔食品：**2025 年基本完成触底，流通渠道组织架构调整亦在 25H2 落地，目前看 26 年公司轻装上阵。公司持续精进在鱼干上的供应链优势，同时积极尝试新品拓展，持续关注豆干、魔芋的产品的增量。

**万辰集团：**基本面持续修复（单店改善、开店提速），25 年业绩超预期，具备较好的估值修复空间。看中长期，想象空间大：一是净利率可能继续往上突破；二是省钱超市以及多元化业态的尝试，仍有变数和看点，在零售大变革的情景下，两家公司已经拿到丰厚的起手牌，门店业态的迭代尚不言终局。

**有友食品：**考虑到山姆上新和传统渠道改善，我们预计 26 年仍能保持较快增长，凤爪行业舆论问题从中长期来看利好龙头企业进一步提升份额。此外随着规模增长，公司目前在供应链及费用端有较好的优化提升空间，25 年已经有所体现，我们认为未来 2-



3 年公司自身的效率都处于提升阶段。

**西麦食品：**我们预计 26 年燕麦原料继续享受成本下降红利。公司在保持主业燕麦稳健增长的同时，新品粉粉类冲调产品动销积极，山姆上新产品亦有沉淀。公司所在的燕麦赛道属于健康食品，符合当下消费趋势，凭借渠道、品牌优势进一步延展产品矩阵。26Q1 我们预计至少可实现 20%以上增长。

**安井食品：**25Q4 以来公司基本面持续边际改善，我们认为得益于餐饮弱复苏和公司新品发力。公司作为龙头在过去行业承压阶段也充分体现出韧性，在行业弱复苏阶段公司率先走出向上趋势。我们预计 26Q1 公司收入端可实现双位数以上增长，利润表现更加亮眼，得益于促销政策收回和产品结构改善，公司边际向上的趋势在 26 年仍会延续。

**千味央厨：**公司基本面稳健修复，大 B 业务凭借优秀的研发能力、相应客户需求稳定，持续保持稳定增长，小 B 业务随着餐饮行业修复，我们预计 26 年表现好于 25 年。

**立高食品：**稀奶油持续上新完善产品矩阵，随着新产线落地，我们认为 26 年稀奶油仍会持续贡献增量，稀奶油国产替代的趋势不变，而且随着新国标落地我们预计优质稀奶油企业会获得更多市场增量。25Q4 上新的山姆新品动销积极，公司已经充分证明自己在大客户端有持续推新的能力。

### 3. 投资建议

**白酒：**2026 年行业报表营收增长我们预计前低后高，首推主动改革全面 ToC 助力营销企稳确认和打开成长空间的贵州茅台，其次推荐山西汾酒、五粮液、泸州老窖、古井贡酒/迎驾贡酒、金徽酒等。节奏方面，Q1 业绩处于报表出清阶段，后续逐季修复，有望引起更为广泛关注和帮助年中形成新的良性预期。

**大众品：**啤酒推荐燕京啤酒、青岛啤酒(H+A)等，关注旺季珠江啤酒、重庆啤酒、惠泉啤酒等量价表现。零食重点推荐万辰集团和鸣鸣很忙，稳健性标的推荐盐津铺子、西麦食品。饮料重视东鹏饮料，百润股份，承德露露，养元饮品。保健品板块建议关注适配渠道转型、发力新品类的品牌商 H&H 国际控股、民生健康、汤臣倍健、若羽臣；积极转型和财务改善较大的仙乐健康，百合股份；以及产能及技术领先的优质的原料商技源集团、金达威。

### 4. 风险提示

**市场竞争加剧的风险：**食品饮料企业面对海内外的竞争，如若不能尽快提升自身产品力及品牌知名度，保持及加强竞争优势，或面临市占率下降的风险。

原料成本上涨的风险：若原材料价格大幅上涨，食品饮料公司利润将受到影响。

品牌老化客户流失的风险：如若产品推新滞后，或面临着品牌老化、客户流失的问题，对食品饮料公司经营产生影响。

## 免责及评级说明部分



### 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

### 东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>