下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

白酒行业 2026 年中报总结

需求平淡，务实去库

行业评级

买入

前次评级 买入

26Q2 概述：受整体消费环境及政商务消费场景依旧疲软的影响，二季度白酒行业需求相对平淡。渠道库存出清较早的地产酒龙头酒企（如今世缘、迎驾）收入端增速率先转正，高端龙头酒企（如茅台）业绩韧性较强，其他多数酒企表观业绩务实降速，纾解渠道压力。我们认为，在去年低基数下，随着大众聚饮及政商务消费场景的逐步恢复，26Q3 中秋国庆双节回款期待有所改善，渠道库存出清较为彻底的酒企表观表现预计相对更优。

收入端：需求平淡，主动调整，渠道纾压。（1）高端酒：强品牌力下，表端彰显韧性。26H1/26Q2 整体营收分别同比+0.1%/-14.2%，在各价格带中表现领先。（2）地产酒：业绩分化，今世缘&迎驾表现较优。26H1/26Q2 整体营收分别同比-21.7%/-27.4%，其中 26Q2 今世缘/迎驾贡酒营收分别同比+14.1%/+6.6%。（3）次高端酒：场景尚未恢复，普遍承压。26H1/26Q2 整体营收同比-13.2%/-20.6%。受到次高端价格带及商务消费场景承压影响，次高端各家酒企正在稳步去库。

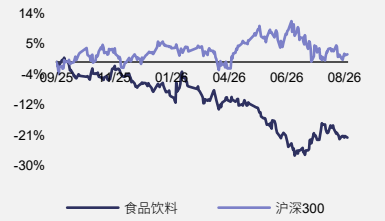
利润端：营收规模效应减弱，盈利水平普遍回落。（1）毛利率：毛利率表现分化，低基数下，26Q2 部分酒企有所改善，徽酒龙头表现较好。（2）费用率：26H1 板块整体营业税金比率同比-1.2pct 至 16.0%。销售费用率上，二季度需求平淡，由于部分营销支出较为刚性，各家酒企依然保持销售费用投入，多数酒企销售费用率有所提升。管理费用作为较为刚性的支出，营收承压下 26Q2 多数白酒公司管理费用率有所增加。茅台等龙头酒企受益于营收端的强韧性，调整期费用控制表现相对较好。综合来看，26Q2 需求依然承压下，多数白酒企业净利率同比回落。

现金流和预收款：回款普遍承压，部分龙头表现较好。（1）现金回款：需求承压叠加主动去库，多数白酒企业现金回款环比走弱，26Q1/Q2 主要白酒企业现金回款分别同比-18.6%/-28.0%。分价格带看，茅台回款能力仍显著优于其他酒企；（2）预收款（合同负债）：经销商打款热情弱于 26Q1，多数企业预收款环比下降，茅台、舍得酒业、金种子酒等企业表现相对较好。需求缓慢恢复的背景下，多数酒企主动控制发货节奏、纾解渠道库存压力，保持渠道健康良性。

投资建议：白酒核心推荐：今世缘、山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒、迎驾贡酒。

风险提示。宏观环境不及预期风险，消费力恢复不及预期，食品安全问题。

相对市场表现



符蓉
SAC 执证号：S0260523120002
SFC CE No. BWC944
furong@gf.com.cn

郝宇新
SAC 执证号：S0260523120010
SFC CE No. BVZ687
haoyuxin@gf.com.cn

谌保罗
SAC 执证号：S0260525120001
chenbaoluo@gf.com.cn

请注意，谌保罗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

食品饮料行业 2026 年中报总结:中报概述：需求环比走弱，白酒持续出清	2026-08-31
餐饮供应链行业 2026 年中报总结:淡季需求转弱，龙头彰显韧性	2026-08-31
啤酒饮料行业 2026 年中报总结:需求整体承压，经营仍具韧性	2026-08-30

下载日志已记录，仅供内部参考

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
今世缘	**603369.SH**	CNY	28.32	2026/08/17	买入	38.00	2.11	2.24	13.42	12.64	9.27	8.74	14.50	14.10
山西汾酒	**600809.SH**	CNY	116.76	2026/08/31	买入	163.19	8.16	8.91	14.31	13.10	10.33	9.51	23.20	23.50
泸州老窖	**000568.SZ**	CNY	77.00	2026/08/27	买入	105.00	5.27	5.84	14.61	13.18	10.44	9.43	15.00	16.00
贵州茅台	**600519.SH**	CNY	1299.52	2026/08/16	买入	1529.00	66.48	70.74	19.55	18.37	13.87	13.07	32.20	32.00
古井贡酒	**000596.SZ**	CNY	91.71	2026/04/29	买入	131.60	6.58	7.07	13.94	12.97	10.21	9.46	13.00	13.20
迎驾贡酒	**603198.SH**	CNY	40.27	2026/08/27	买入	44.00	2.62	2.85	15.37	14.13	11.10	10.22	18.20	18.40

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、2026Q2 总结：需求平淡，务实去库.....5

二、财报梳理：行业主动调整，龙头韧性较强.....6

（一）量价表现：调整之年，产量收缩，价格趋稳.....6
（二）收入端：高端酒龙头稳健，地产酒表现分化，次高端普遍承压.....7
（三）利润端：酒企规模效应有所减弱，盈利水平普遍回落.....9
（四）现金流&预收款：销售收现表现承压，茅台回款能力较优.....13

三、投资建议.....14

四、风险提示.....15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：高端酒单季度营收及增速(%) 5
图 2：次高端酒单季度营收及增速(%) 5
图 3：地产酒单季度营收及增速(%) 5
图 4：其他白酒单季度营收及增速(%) 5
图 5：飞天茅台批价追踪（截至 2026/8/28） 6
图 6：核心白酒单品批价追踪（截至 2026/8/28） 6
图 7：白酒上市公司合计收入及增速 6
图 8：白酒上市公司合计净利润及增速 6

表 1：2026Q2 白酒上市公司收入及同比（单位：亿元） 8
表 2：2026Q2 白酒上市公司归母净利润及同比（单位：亿元） 8
表 3：2026Q2 白酒上市公司毛利率及变化 9
表 4：2026Q2 白酒上市公司营业税金率及变化 10
表 5：2026Q2 白酒上市公司销售费用率及变化 11
表 6：2026Q2 白酒上市公司管理费用率及变化 11
表 7：2026Q2 白酒上市公司净利率及变化 12
表 8：2026Q2 白酒上市公司现金回款及经营现金流净额变化（单位：亿元） 13
表 9：2026Q2 白酒上市公司预收款变化（单位：亿元） 14

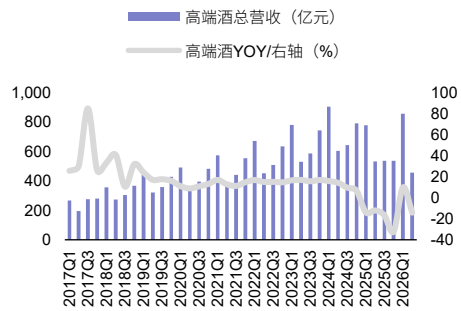
下载日志已记录，仅供内部参考

一、2026Q2 总结：需求平淡，务实去库

26Q2 需求平淡，务实去库。受整体消费环境及政商务消费场景依旧疲软的影响，二季度白酒行业需求相对平淡。渠道库存出清较早的地产酒龙头酒企（如今世缘、迎驾）收入端增速率先转正，高端龙头酒企（如茅台）业绩韧性较强，其他多数酒企表观业绩务实降速，纾解渠道压力。我们认为，在去年低基数下，随着大众聚饮及政商务消费场景的逐步恢复，26Q3 中秋国庆双节回款期待有所改善，渠道库存出清较为彻底的酒企表观表现预计相对更优。

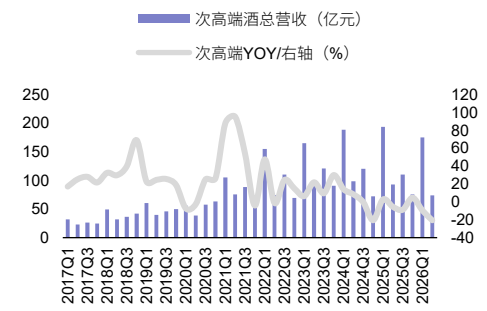
分价格带来看：高端白酒表端业绩韧性相对较强，26H1/26Q2 整体营收分别同比+0.1 %/-14.2%，其中茅台表现稳健，五粮液低基数下高增，泸州老窖主动去库存短期承压。次高端仍受政商务宴请场景缺失的影响，多选择务实降速，纾解渠道压力，26H1/26Q2 整体营收分别同比-13.2%/-20.6%。地产酒及其他酒企表现分化，地产酒 26H1/26Q2 整体营收分别同比-21.7%/-27.4%，其他酒企 26H1/26Q2 整体营收分别同比-14.7%/-13.8%，今世缘、迎驾、金徽酒 Q2 收入端增速已转正。

图 1：高端酒单季度营收及增速(%)



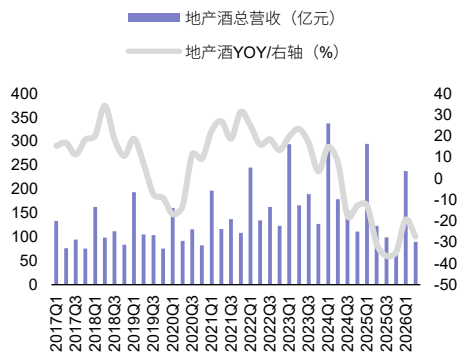
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：次高端酒单季度营收及增速(%)



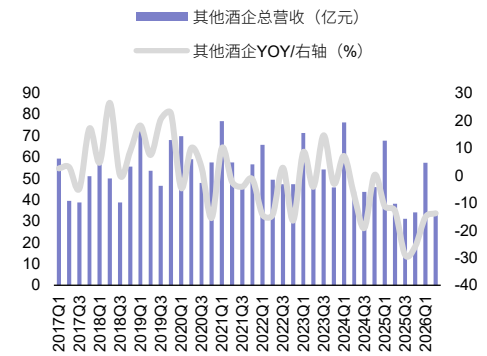
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：地产酒单季度营收及增速(%)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4：其他白酒单季度营收及增速(%)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

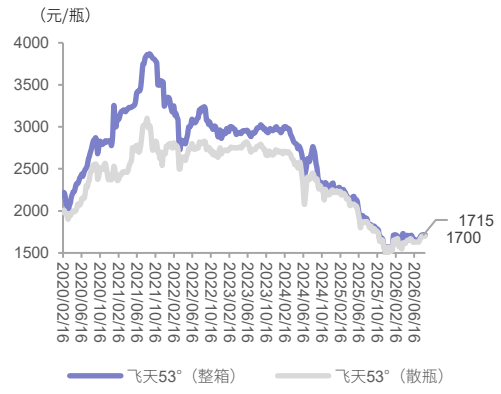
二、财报梳理：行业主动调整，龙头韧性较强

（一）量价表现：调整之年，产量收缩，价格趋稳

产量层面：规模以上白酒企业产量持续收缩，中小企业出清。根据国家统计局披露，2026 年 1-7 月全国规模以上白酒企业产量达 189.0 万千升，同比-4.4%。需求承压下，盈利能力较差的中小型酒企正持续出清，2025 年底，白酒规上企业数量 892 家，同比减少约 100 家。

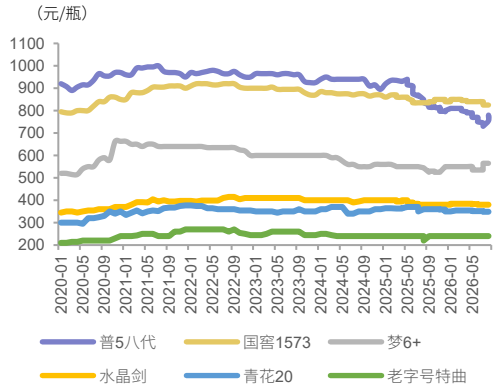
价格层面：高端酒批价逐步稳定，茅台多次提价。二季度系白酒行业传统淡季，终端需求较弱，但高端白酒批价相对较稳，茅台推进市场化改革，基于其动态价格调整机制，对飞天进行两次提价，使得淡季价盘依然保持稳定。根据今日酒价数据显示，散瓶飞天批价从春节后的 1580 元/瓶提至 1700 元/瓶，普五/国窖批价分别从春节后的 810/850 元/瓶略微下探至 790/825 元/瓶，普五近期批价呈现上涨趋势。次高端中汾酒青花 20 批价为 3488 元/瓶左右。地产酒主流产品在核心市场运作相对成熟，价盘整体保持稳健。

图 5：飞天茅台批价追踪（截至 2026/8/28）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

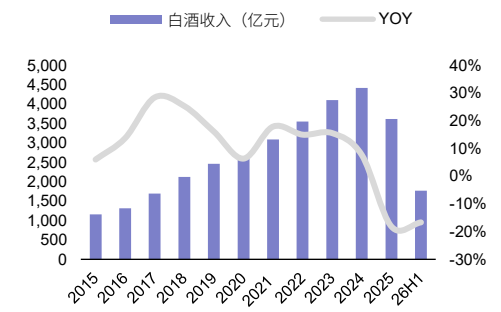
图 6：核心白酒单品批价追踪（截至 2026/8/28）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

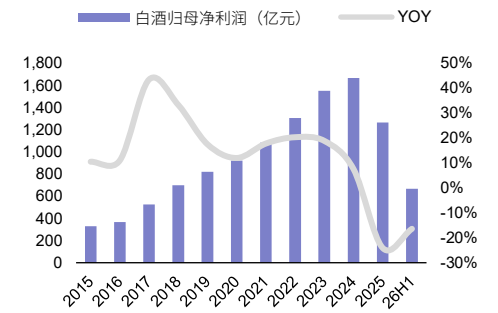
销量层面：中长期看挤压式增长趋势不变。26H1 需求疲软下，部分白酒企业价格带向下延展拓展产品矩阵，发力大众价格带以寻求增量。中长期看，制约白酒销量的因素是人口结构与经济发展，行业销量稳中有降趋势难以改变，但消费者对质价比的追求依然不减，我们预计品质突出、品牌力领跑行业的名酒销量将保持稳中有升的态势。

图 7：白酒上市公司合计收入及增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 8：白酒上市公司合计净利润及增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）收入端：高端酒龙头稳健，地产酒表现分化，次高端普遍承压

1. 高端酒：需求承压下，茅台表现稳健

2026H1 高端酒三家公司合计实现营收 1311.7 亿元，同比+0.1%；2026Q2 单季度营收合计达 456.0 亿元，同比-14.2%，上半年表现在所有细分价格带中位居第一，龙头酒企业绩韧性较强。分具体公司来看：（1）贵州茅台：26Q2 公司实现营业总收入/归母净利润分别为 375.8/172.7 亿元，分别同比-5.2%/-6.9%，Q2 收入略低于市场预期。从产品、渠道结构来看，直销渠道占比大幅提升，26Q2 茅台酒表现平稳，系列酒营收下降明显，飞天市场价格稳中有升；（2）五粮液：26Q2 公司实现营收/归母净利润分别为 55.8/6.9 亿元，分别同比-13.2%/+232.6%；（3）泸州老窖：26Q2 公司实现营收和归母净利润分别为 24.5/6.3 亿元，分别同比-65.5%/-79.5%，公司基于销售需求及库存情况，主动控制生产节奏，渠道回款节奏放缓。

2. 次高端：普遍承压，继续调整

2026H1 次高端白酒四家公司合计实现营收 249.4 亿元，同比-13.2%；2026Q2 单季度营收合计达 74.1 亿元，同比-20.6%。分具体公司来看：（1）山西汾酒：26Q2 公司实现营业总收入/归母净利润 61.2/10.6 亿元，分别同比-17.7%/-43.1%，26Q2 渠道稳步去库；（2）水井坊：26Q2 公司实现营业总收入/归母净利润 2.7/-1.8 亿元，分别同比-50.7%/-108.8%。次高端价格带及商务消费场景仍然承压，公司重视渠道健康，根据终端动销和社会库存合理安排发货；（3）酒鬼酒：公司持续清理积压库存、精简 SKU，26Q2 单季度营同比下滑 2.1%，（4）舍得酒业：次高端需求疲软整体承压，26Q2 公司实现营业总收入/归母净利润 8.1/-0.9 亿元，分别同比-28.4%/转亏。

3. 地产酒：业绩分化，今世缘&迎驾表现较优

2026H1 地产酒龙头五家公司合计实现营收 327.1 亿元，同比-21.7%；2026Q2 单季度营收合计达 89.6 亿元，同比-27.4%。26Q2 洋河股份/今世缘/迎驾贡酒/古井贡酒/口子窖营收分别同比-36.9%/+14.1%/+6.6%/-43.3%/-20.0%。今世缘及迎驾表现相对较好，今世缘今年针对宴席渠道推行差异化区域政策，多地成效显著，百元价位带淡雅放量明显，为公司业绩形成良好支撑，迎驾自 24Q4 起率先降速出清表端业绩，较早推动渠道库存的有效去化，26Q2 实现增长；其余酒企仍处去库调整阶段。

4. 其他白酒：金徽酒表现相对较好

其余白酒公司中，26Q2 金徽酒业绩表现相对较好，26Q2 公司实现营业总收入/归母净利润 7.2/0.1 亿元，分别同比+11.1%/-85.3%，收入端增速率先转正，利润端承压主要系补缴税款拖累，加回后 26Q2 净利润同比+30%左右。公司发力陕西、内蒙等市场，省外拓展势头强劲。顺鑫农业收入转正主要系猪肉业务恢复。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：2026Q2 白酒上市公司收入及同比（单位：亿元）

类型	公司	2026Q2	YoY	2026H1	YoY
高端酒	贵州茅台	375.8	-5.2%	922.8	1.3%
	五粮液	55.8	-13.2%	284.2	20.9%
	泸州老窖	24.5	-65.5%	104.7	-36.4%
次高端酒	山西汾酒	61.2	-17.7%	210.4	-12.2%
	水井坊	2.7	-50.7%	10.8	-27.8%
	舍得酒业	8.1	-28.4%	22.9	-15.3%
	酒鬼酒	2.1	-2.1%	5.3	-5.6%
地产酒	洋河股份	23.5	-36.9%	105.4	-28.8%
	古井贡酒	26.9	-43.3%	101.3	-27.0%
	口子窖	5.8	-20.0%	19.5	-22.9%
	今世缘	21.1	14.1%	64.4	-7.4%
	迎驾贡酒	11.9	6.6%	34.2	8.1%
	金种子酒	0.5	-75.6%	2.4	-51.2%
其他白酒	老白干酒	8.8	-32.8%	21.0	-15.2%
	顺鑫农业	13.9	4.4%	38.0	-17.2%
	伊力特	1.2	-56.3%	7.3	-32.1%
	金徽酒	7.2	11.1%	18.2	3.2%
	天佑德酒	1.7	-30.4%	5.7	-14.7%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 2：2026Q2 白酒上市公司归母净利润及同比（单位：亿元）

类型	公司	2026Q2	YoY	2026H1	YoY
高端酒	贵州茅台	172.7	-6.9%	445.2	-2.0%
	五粮液	6.9	232.6%	87.5	89.3%
	泸州老窖	6.3	-79.5%	43.4	-43.4%
次高端酒	山西汾酒	10.6	-43.1%	64.4	-24.3%
	水井坊	-1.8	-108.8%	-0.1	-105.9%
	舍得酒业	-0.9	-188.9%	1.5	-67.3%
	酒鬼酒	-0.2	-8.3%	0.1	37.6%
地产酒	洋河股份	1.6	-78.0%	26.0	-40.1%
	古井贡酒	5.6	-58.1%	21.6	-40.9%
	口子窖	0.4	-65.4%	3.6	-49.0%
	今世缘	7.0	19.2%	20.8	-6.6%
	迎驾贡酒	3.3	8.4%	11.6	2.8%
	金种子酒	-0.5	49.1%	-0.6	-10.2%

下载日志已记录，仅供内部参考

其他白酒	老白干酒	1.0	-42.9%	2.6	-18.5%
	顺鑫农业	-0.8	-31.1%	0.4	-76.7%
	伊力特	-0.2	-225.4%	0.8	-49.6%
	金徽酒	0.1	-85.3%	2.1	-28.2%
	天佑德酒	-0.4	137.1%	0.1	-79.7%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（三）利润端：酒企规模效应有所减弱，盈利水平普遍回落

1. 毛利率：毛利率表现分化，地产酒多数改善

受“518”政策影响，25Q2 酒企毛利率普遍回落，低基数下，2026H1/Q2 部分白酒企业毛利率有所改善。高端酒方面，茅台/五粮液/泸州老窖 26Q2 毛利率分别同比-1.2/+1.0/-4.1pct，泸州老窖主要受去库影响；次高端方面，山西汾酒/水井坊/舍得酒业/酒鬼酒 26Q2 毛利率分别同比+4.4/-9.7/-8.8/+0.3pct，收入端规模效应以及自身产品结构变化显著影响毛利率；地产酒方面，徽酒龙头普遍改善，古井贡酒/口子窖/迎驾贡酒 26Q2 毛利率分别同比+7.0/+1.5/+2.9pct，苏酒龙头表现分化，洋河股份/今世缘 26Q2 毛利率分别同比-7.1/+0.8pct。

表 3：2026Q2 白酒上市公司毛利率及变化

类型	公司	2025Q2	同增（pcts）	2026Q2	同增（pcts）	2026H1	同增（pcts）
高端酒	贵州茅台	90.4%	-0.3	89.3%	-1.2	89.6%	-1.7
	五粮液	74.7%	-0.4	75.6%	1.0	80.3%	2.4
	泸州老窖	87.9%	-1.0	83.8%	-4.1	85.3%	-1.7
次高端酒	山西汾酒	71.9%	-3.2	76.3%	4.4	75.4%	-1.3
	水井坊	74.4%	-7.1	64.8%	-9.7	76.1%	-3.1
	舍得酒业	60.6%	-0.3	51.8%	-8.8	61.2%	-4.5
	酒鬼酒	65.2%	-10.4	65.5%	0.3	66.6%	-2.0
地产酒	洋河股份	73.3%	-0.4	66.2%	-7.1	73.4%	-1.7
	古井贡酒	80.2%	-0.3	87.2%	7.0	80.3%	0.5
	口子窖	65.2%	-9.9	66.7%	1.5	67.4%	-5.7
	今世缘	72.8%	-0.2	73.6%	0.8	74.1%	0.7
	迎驾贡酒	68.3%	-2.8	71.2%	2.9	74.1%	0.4
	金种子酒	44.8%	3.1	40.7%	-4.0	49.1%	6.2
其他白酒	老白干酒	67.4%	-1.1	62.5%	-4.9	63.4%	-4.5
	顺鑫农业	28.4%	-5.7	25.1%	-3.3	33.0%	-1.4
	伊力特	50.8%	2.6	51.5%	0.7	51.5%	2.2
	金徽酒	63.7%	-1.0	62.1%	-1.6	62.6%	-3.1
	天佑德酒	55.3%	4.0	56.2%	0.9	60.1%	1.5

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 营业税金率：部分酒企变化幅度较大

2026H1 板块整体营业税金比率 16.0%，同比-1.2pct。部分酒企营业税金率上升明显，其中泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、金种子酒营业税金率分别同比增长 3.8/4.4/5.9pct，五粮液和水井坊营业税金率分别下降 18.6/2.9pct。其余酒企营业税金率变动幅度相对有限，均在 2pct 内。

表 4：2026Q2 白酒上市公司营业税金率及变化

类型	公司	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	2026H1	26H1同比（pct）
高端酒	贵州茅台	13.9%	15.3%	15.8%	15.9%	15.0%	15.9%	0.6
	五粮液	31.6%	33.4%	29.8%	27.2%	16.3%	14.8%	-18.6
	泸州老窖	11.7%	13.3%	12.1%	15.3%	14.4%	17.1%	3.8
次高端酒	山西汾酒	13.7%	16.3%	16.4%	17.9%	15.2%	17.8%	1.4
	水井坊	17.0%	19.5%	16.9%	16.7%	14.8%	16.6%	-2.9
	舍得酒业	11.6%	13.2%	14.6%	15.9%	16.4%	17.6%	4.4
	酒鬼酒	20.3%	19.7%	19.5%	20.6%	18.6%	18.8%	-0.9
地产酒	洋河股份	15.7%	16.3%	17.0%	17.8%	17.4%	17.5%	1.1
	古井贡酒	16.0%	15.7%	16.0%	16.6%	17.7%	16.7%	1.0
	口子窖	14.8%	15.7%	16.4%	16.5%	15.4%	15.3%	-0.4
	今世缘	16.4%	14.7%	16.0%	15.6%	15.7%	14.0%	-0.7
	迎驾贡酒	14.4%	14.9%	15.3%	15.5%	14.9%	15.3%	0.4
	金种子酒	18.7%	17.8%	17.2%	17.5%	21.4%	23.8%	5.9
其他白酒	老白干酒	16.5%	16.9%	17.2%	17.7%	17.2%	17.6%	0.7
	顺鑫农业	9.8%	10.0%	10.0%	10.8%	12.2%	10.5%	0.5
	伊力特	12.2%	14.0%	14.4%	17.0%	10.9%	13.8%	-0.2
	金徽酒	15.3%	15.0%	15.0%	14.8%	15.7%	16.7%	1.6
	天佑德酒	15.3%	15.1%	15.4%	15.6%	16.9%	16.8%	1.7

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

3. 费用率：多数酒企费用率同比增加，茅台稳定性较强

销售费用率：Q2 多数酒企销售费用率有所提升，主要系二季度需求仍然承压，各家酒企保持销售费用投入。由于部分支出较为刚性，营收回落后规模效应有所减弱。高端白酒中，贵州茅台 26Q2 销售费用率同比-0.2pct 至 4.3%，表现相对稳健；五粮液/泸州老窖分别同比+16.3/+15.7pct，我们判断主要系营收承压，费用投放的规模效应减弱；次高端白酒及地产酒中，销售费用率普遍提升，山西汾酒/水井坊/舍得酒业 26Q2 销售费用率同比+9.7/+18.4/+10.0pct；地产酒中，洋河股份/古井贡酒/口子窖/迎驾贡酒/金种子酒 26Q2 销售费用率分别同比+6.1/+17.6/+7.1/+1.6/+37.9pct，今世缘 26Q2 销售费用率有所收缩，同比-5.1pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：2026Q2 白酒上市公司销售费用率及变化

类型	公司	2026Q2	同增（pcts)	2026H1	同增（pcts)
高端酒	贵州茅台	4.3%	-0.2	3.5%	-0.1
	五粮液	47.5%	16.3	22.2%	7.4
	泸州老窖	26.2%	15.7	12.7%	3.5
次高端酒	山西汾酒	21.2%	9.7	12.4%	2.5
	水井坊	70.5%	18.4	35.4%	-0.9
	舍得酒业	33.7%	10.0	25.6%	4.5
	酒鬼酒	35.8%	-4.5	28.8%	-3.8
地产酒	洋河股份	27.0%	6.1	15.7%	1.2
	古井贡酒	40.4%	17.6	30.3%	5.0
	口子窖	25.3%	7.1	17.9%	3.8
	今世缘	14.0%	-5.1	14.5%	-0.3
	迎驾贡酒	15.0%	1.6	11.2%	1.5
	金种子酒	72.5%	37.9	32.2%	0.9
其他白酒	老白干酒	20.2%	-7.4	21.0%	-6.5
	顺鑫农业	10.6%	-0.3	10.0%	0.4
	伊力特	35.9%	22.8	11.3%	4.1
	金徽酒	23.1%	0.5	18.6%	-0.4
	天佑德酒	38.2%	4.3	25.9%	2.4

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

管理费用率：管理费用作为较为刚性的支出，营收承压下 26Q2 多数白酒公司管理费用率有所增加，其中贵州茅台/五粮液/山西汾酒/舍得酒业/今世缘/迎驾贡酒管理费用率分别同比+0.3/-1.3/+1.0/-0.2/-1.3/-0.3pct，受益于强业绩韧性的龙头酒企，调整期费用控制表现相对较好。

表 6：2026Q2 白酒上市公司管理费用率及变化

类型	公司	2026Q2	同增（pcts)	2026H1	同增（pcts)
高端酒	贵州茅台	4.7%	0.3	3.9%	-0.1
	五粮液	9.1%	-1.3	5.3%	-2.0
	泸州老窖	8.2%	4.9	3.7%	1.1
次高端酒	山西汾酒	5.3%	1.0	3.1%	0.5
	水井坊	47.1%	14.0	19.7%	2.1
	舍得酒业	10.7%	-0.2	8.3%	-0.9
	酒鬼酒	19.0%	2.0	13.6%	0.5
地产酒	洋河股份	19.7%	8.3	8.6%	2.7
	古井贡酒	9.2%	3.4	6.2%	1.4

下载日志已记录，仅供内部参考

	口子窖	16.8%	5.0	9.6%	2.2
	今世缘	4.4%	-1.3	2.9%	-0.2
	迎驾贡酒	5.2%	-0.3	3.8%	-0.2
	金种子酒	31.3%	22.6	16.1%	9.3
其他白酒	老白干酒	8.8%	2.1	8.0%	0.5
	顺鑫农业	10.0%	-2.9	8.0%	0.2
	伊力特	12.5%	8.2	5.0%	1.8
	金徽酒	10.7%	-2.3	7.9%	-1.3
	天佑德酒	20.0%	5.2	10.6%	0.8

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

4. 净利率：刚性支出下规模效应减弱，盈利水平普遍承压

26Q2 白酒行业整体需求疲软下，多数酒企净利率依然承压，主要系刚性支出下规模效应减弱，费用率提升。其中高端酒，贵州茅台/五粮液/泸州老窖 26Q2 净利率分别同比-0.9/+9.1/-17.5pct；次高端酒中，山西汾酒/水井坊/舍得酒业/酒鬼酒 26Q2 净利率同比-7.7/-50.9/-19.4/+0.7pct；地产酒中，洋河股份/古井贡酒/口子窖/金种子酒 26Q2 净利率分别同比-12.4/-7.4/-8.2/-90.6pct。今世缘和迎驾贡酒表现相对较优，得益于收入端率先企稳，26Q2 净利率分别同比+1.4/+0.5pct。

表 7：2026Q2 白酒上市公司净利率及变化

类型	公司	2026Q2	同增（pcts）	2026H1	同增（pcts）
高端酒	贵州茅台	46.9%	-0.9	48.2%	-1.6
	五粮液	12.4%	9.1	30.8%	11.1
	泸州老窖	25.8%	-17.5	41.4%	-5.1
次高端酒	山西汾酒	17.3%	-7.7	30.6%	-4.9
	水井坊	-66.7%	-50.9	-0.6%	-7.6
	舍得酒业	-10.7%	-19.4	6.3%	-10.1
	酒鬼酒	-9.8%	0.7	2.3%	0.7
地产酒	洋河股份	6.6%	-12.4	24.7%	-4.7
	古井贡酒	20.8%	-7.4	21.4%	-5.0
	口子窖	6.3%	-8.2	18.7%	-9.6
	今世缘	33.0%	1.4	32.3%	0.3
	迎驾贡酒	27.6%	0.5	34.0%	-1.8
	金种子酒	-108.4%	-90.6	-27.5%	-12.5
其他白酒	老白干酒	10.9%	-1.9	12.4%	-0.5
	顺鑫农业	-5.4%	2.8	1.1%	-2.7
	伊力特	-19.2%	-25.9	11.3%	-3.9
	金徽酒	1.3%	-8.6	11.8%	-5.2
	天佑德酒	-22.6%	-15.9	1.8%	-5.8

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

（四）现金流&预收款：销售收现表现承压，茅台回款能力较优

1. 现金回款：26Q2 普遍主动去库，现金回款承压

26Q1/Q2 主要白酒企业合计现金回款分别为 1244.1/756.9 亿元，分别同比-18.6%/-28.0%，需求平淡且酒企主动去库存下，白酒企业 26Q2 现金回款环比走弱。分价格带看，高端酒方面，26Q2 三家酒企销售收现出现分化，其中贵州茅台+7.9%，表现亮眼，五粮液/泸州老窖分别-61.0%/-77.0%。次高端方面，需求下行主动去库下，山西汾酒/水井坊 26Q2 销售收现分别同比-17.1%/-72.9%，舍得酒业及酒鬼酒在板块中表现领先；地产酒龙头方面，26Q2 洋河股份、古井贡酒、口子窖、今世缘、金种子酒现金回款均承压，迎驾贡酒表现相对亮眼，主要系公司较早推动渠道库存去化。

表 8：2026Q2 白酒上市公司现金回款及经营现金流净额变化（单位：亿元）

类型	公司	回款（销售收现）		YoY		回款/收入	
		2026H1	2026Q2	2026H1	2026Q2	2026H1	2026Q2
高端酒	贵州茅台	984.2	420.3	3.5%	7.9%	106.7%	111.9%
	五粮液	254.8	121.7	-63.3%	-61.0%	89.7%	218.2%
	泸州老窖	107.4	18.6	-40.1%	-77.0%	102.6%	76.0%
次高端酒	山西汾酒	217.8	57.5	5.0%	-17.1%	103.5%	94.0%
	水井坊	8.7	2.7	-49.5%	-72.9%	80.4%	101.1%
	舍得酒业	23.8	11.6	-14.1%	0.9%	104.3%	144.4%
	酒鬼酒	5.5	2.3	20.7%	4.6%	103.3%	109.4%
地产酒	洋河股份	87.4	24.8	-29.4%	-3.6%	82.9%	105.3%
	古井贡酒	104.2	29.6	-31.5%	-57.6%	102.9%	110.1%
	口子窖	16.0	7.4	-28.8%	-30.0%	82.2%	128.4%
	今世缘	66.0	18.1	-1.6%	-10.7%	102.5%	85.5%
	迎驾贡酒	38.4	12.1	10.2%	-5.6%	112.5%	101.7%
	金种子酒	1.9	0.8	-53.1%	-45.0%	78.5%	178.2%
其他白酒	老白干酒	21.6	6.8	-13.9%	-18.1%	102.8%	76.9%
	顺鑫农业	32.0	13.0	-7.7%	-12.9%	84.2%	93.3%
	伊力特	5.5	1.3	-32.7%	-41.4%	75.6%	111.6%
	金徽酒	19.2	6.5	-0.3%	-13.1%	105.9%	89.9%
	天佑德酒	6.5	1.7	-12.7%	-30.8%	112.7%	101.9%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2. 预收款（合同负债）：多数企业环比下降，茅台表现较好

26Q2 由于白酒企业淡季主动去库存，上市公司合同负债普遍环比回落，其中贵州茅台表现亮眼，26Q2 预收款环比+5.0%。次高端及地产酒中，舍得酒业/金种子酒 26Q2 预收款环比+23.4%/+5.1%。从预收款项看，多数企业环比下降，我们判断多数预收款环比下降的酒企系主动控制发货节奏、纾解渠道压力，利好行业长期发展。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 9：2026Q2 白酒上市公司预收款变化（单位：亿元）

类型	公司	预收款		QoQ	
		2026Q1	2026Q2	2026Q1	2026Q2
高端酒	贵州茅台	30.3	31.8	-62.2%	5.0%
	五粮液	141.4	104.4	5.0%	-26.1%
	泸州老窖	27.9	24.4	-17.0%	-12.8%
次高端酒	山西汾酒	79.0	66.6	12.8%	-15.8%
	水井坊	6.9	6.4	-14.5%	-7.0%
	舍得酒业	1.3	1.6	-11.1%	23.4%
	酒鬼酒	1.4	1.2	-19.3%	-13.8%
地产酒	洋河股份	54.1	43.0	-28.1%	-20.5%
	古井贡酒	23.0	8.3	51.6%	-63.8%
	口子窖	2.0	1.3	-39.9%	-35.7%
	今世缘	15.6	8.4	-8.7%	-46.0%
	迎驾贡酒	5.3	4.2	9.9%	-21.0%
	金种子酒	1.3	1.4	-18.6%	5.1%
其他白酒	老白干酒	12.1	9.5	17.8%	-21.1%
	顺鑫农业	7.0	3.1	-50.5%	-55.0%
	伊力特	0.3	0.2	-16.9%	-29.3%
	金徽酒	8.7	7.4	6.2%	-15.4%
	天佑德酒	0.6	0.5	26.4%	-19.8%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、投资建议

投资建议：白酒核心推荐：今世缘、山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒、迎驾贡酒。

下载日志已记录，仅供内部参考

四、风险提示

（一）宏观环境不及预期风险

如果宏观经济复苏不及预期，消费者消费能力将短期承压。另外，高端商务宴请等消费场景也将受到压制，从而影响对高端白酒需求。

（二）消费力恢复不及预期

由于行业中部分产品具备可选消费的属性，居民消费能力对需求有显著影响，若居民消费能力恢复不及预期，或将减少对可选消费品的购买。

（三）食品安全问题

如果食品行业出现食品安全问题，将影响终端消费者需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发食品饮料研究小组

符　蓉　：首席分析师，金融学硕士，11 年证券与基金投研经验。

郝宇新　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴思颖　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

胡　慧　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

殷卓龙　：资深分析师，管理学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

谌保罗　：高级分析师，金融学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



符蓉

SAC 执证号：S0260523120002
SFC CE No. BWC944
furong@gf.com.cn



郝宇新

SAC 执证号：S0260523120010
SFC CE No. BVZ687
haoyuxin@gf.com.cn



谌保罗

SAC 执证号：S0260525120001
chenbaoluo@gf.com.cn

请注意，谌保罗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

下载日志已记录，仅供内部参考

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。