下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

# 分化加剧，头部恒强

## ——白酒与软饮料板块 2026 年中报总结

食品饮料

证券研究报告/行业专题报告

2026 年 09 月 11 日

**评级： 增持（维持）**


**分析师：何长天**

**执业证书编号：S0740522030001**

Email：hect@zts.com.cn

**分析师：田海川**

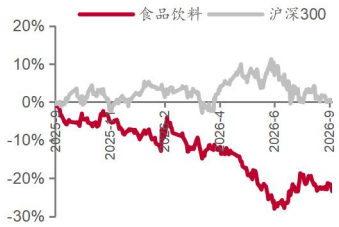
**执业证书编号：S0740524120002**

Email：tianhc@zts.com.cn


## 基本状况

| | |
|---|---|
| 上市公司数 | 126 |
| 行业总市值(亿元) | 37,126.70 |
| 行业流通市值(亿元) | 36,695.31 |

## 行业-市场走势对比




## 相关报告

1、《功能乳品专题：从营养补充到功能精准化，乳业结构性增长新引擎》2026-08-13

2、《宏观视角下的休闲零食量增逻辑》2026-08-13

3、《马上赢 26Q2 调研反馈：健康化与家庭场景品类逆势增长》2026-07-25

## 重点公司基本状况

| 简称 | 股价（元） | EPS | | | | | PE | | | | | 评级 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | |
| 贵州茅台 | 1,285.13 | 68.64 | 65.66 | 70.97 | 74.64 | 76.61 | 18.72 | 19.57 | 18.11 | 17.22 | 16.78 | 买入 |
| 山西汾酒 | 116.06 | 10.04 | 10.04 | 8.69 | 9.48 | 10.07 | 11.57 | 11.56 | 13.35 | 12.24 | 11.53 | 买入 |
| 迎驾贡酒 | 38.34 | 3.24 | 2.48 | 2.60 | 2.85 | 3.02 | 11.83 | 15.46 | 14.73 | 13.47 | 12.68 | 增持 |
| 今世缘 | 29.54 | 2.74 | 2.09 | 2.11 | 2.24 | 2.42 | 10.79 | 14.15 | 14.02 | 13.21 | 12.18 | 增持 |
| 农夫山泉 | 39.58 | 1.08 | 1.41 | 1.58 | 1.81 | 2.04 | 30.00 | 26.87 | 25.08 | 21.93 | 19.43 | 增持 |
| 东鹏饮料 | 113.43 | 6.40 | 8.49 | 6.98 | 8.14 | 9.37 | 17.73 | 13.36 | 16.24 | 13.94 | 12.11 | 买入 |
| 泉阳泉 | 8.12 | 0.01 | 0.02 | 0.05 | 0.07 | 0.08 | 812.00 | 406.00 | 161.43 | 123.59 | 100.12 | 买入 |

备注：股价截至日期 2026 年 9 月 10 日，货币单位为标的原始币种

## 报告摘要


- 2026 年上半年，白酒板块延续深度调整、报表压力集中于二季度释放，软饮料板块则呈现"头部高增长、品类分化"的结构性行情。总量承压之下，两条主线贯穿始终：一是份额与利润加速向头部集中，二是费用投放效率的分化取代单纯的规模扩张，成为决定企业盈利质量的关键变量。
- **白酒：报表加速出清，头部虹吸加剧。**2026H1A 股 19 家白酒上市公司实现营业总收入 1978.94 亿元、同比-12.06%，其中 26Q2 营收 652.73 亿元、同比-22.92%，降幅较 Q1 显著走扩。主因 Q2 进入传统淡季后，酒企由"强制回款、压货冲量"转向"控量挺价、去化库存"，叠加政商务场景收缩。行业层面，规上白酒产量 1—6 月 167.9 万千升、同比-4.7%，降幅较 2025 全年的-12.1%明显收敛，供给侧出清接近尾声；中国酒业协会调研显示 86.7%的企业营业利润同比下滑。集中度方面，TOP5H1 营收 1627.52 亿元、占比升至 82.24%，归母净利润 666.50 亿元、占比升至 91.18%；贵州茅台营收占板块 46.63%（Q2 升至 57.57%）、归母净利占比 60.90%（Q2 升至 82.07%），马太效应在下行期被进一步固化。
- **价格带分化显著，区域龙头韧性凸显。**H1 高端/次高端/地产酒营收分别同比+0.08%/-13.16%/-20.71%，Q2 分别为-14.25%/-20.57%/-26.67%；归母净利 H1 分别-0.14%/-27.28%/-30.67%，Q2 分别为-14.83%/-58.19%/-44.39%。其中高端酒 26Q2 营收同比-14.25%，主要系泸州老窖二季度控量挺价、产品销量减少所致。地产酒中今世缘、迎驾贡酒、金徽酒 Q2 单季营收逆势正增长，彰显区域龙头韧性。
- **盈利平稳略降，Q2 费用率被动抬升。**H1 板块毛利率 81.76%、同比-0.43pcts，Q2 同比-0.29pcts，整体平稳略降。结构性亮点在于：次高端 Q2 毛利率同比+2.37pcts（山西汾酒+4.38pcts，产品矩阵优化），地产酒 Q2 古井贡酒+6.98pcts、迎驾贡酒+2.86pcts、今世缘+0.81pcts。费用端，Q2 销售费用率抬升至 15.05%、管理费用率抬升至 6.81%，主因收入降幅走扩而费用绝对额调整滞后。贵州茅台费用管控最稳健（Q2 销售费率 4.35%），五粮液 Q2 销售费率升至 47.54%系主动加大市场投入、消化历史包袱，次高端尾部企业费率全线高企（水井坊 Q2 销售费率 70.50%、管理费率 47.12%）。整体来看，Q2 费率抬升多为收入下滑导致的被动放大，头部企业凭借渠道掌控力与规模效应仍保持费率稳健，尾部企业则承受明显的费用刚性压力。
- **软饮料：头部高增长延续，成本红利 Q2 边际递减。**东鹏饮料 H1 营收 124.43 亿元、同比+15.89%，归母净利 28.67 亿元、同比+20.72%，领跑板块；泉阳泉 H1 营收同比+13.54%、归母净利同比+65.03%；百润股份 H1 营收同比+11.34%、归母净利同比+23.08%，净利率升至 28.89%（Q230.59%）领跑。植物蛋白品类中养元饮品 H1 营收同比+41.97%、Q2 同比+55.71%，但 Q2 归母净利同比-54.52%，呈现"营收高速放量、利润反向承压"的剪刀差。盈利端，H1 东鹏毛利率同比+3.22pcts 至 48.36%（Q2+3.99pcts 至 49.69%），规模效应与成本锁价共振；泉阳泉毛利率同比-0.88pcts 至 36.16%，但净利率同比+1.69pcts 至 7.96%，费用优化有效对冲。
- **投资建议：**1）白酒板块：目前行业仍处于主动去库存的磨底期，我们看好行业底部反

下载日志已记录，仅供内部参考



弹趋势，重点推荐贵州茅台、山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘等。2）软饮料板块：关注细分赛道高成长性标的，重点推荐泉阳泉、东鹏饮料、农夫山泉等。

- **风险提示：**终端需求恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险、研报使用信息更新不及时风险

下载日志已记录，仅供内部参考



## 内容目录

**白酒：二季度报表加速出清，头部虹吸进一步固化 ..... 4**
总量：上半年降幅走扩，集中度加速提升 ..... 4
分价格带：高端显韧性，区域龙头逆势正增长 ..... 4
毛利率平稳略降，区域龙头 Q2 逆势改善 ..... 5
Q2 费率被动抬升，控费能力分化加剧 ..... 6
**软饮料：头部高增长延续，成本红利边际递减 ..... 7**
头部延续高增长，拐点与分化并存 ..... 7
锁价效应边际递减，结构分化加剧 ..... 8
头部加码终端投入，尾部精准控费 ..... 8
**风险提示 ..... 9**

## 图表目录

*图表 1：* 2026H1 白酒板块各上市公司营业总收入及同比增速（单位：亿元/%） .. 4
*图表 2：* 白酒板块 2026H1 及 2026Q2 营收与归母净利润及增速（单位：亿元，%） ..... 5
*图表 3：* 26H1&26Q2 白酒板块毛利率情况 ..... 6
*图表 4：* 2026H1&2026Q2 白酒板块费用表现 ..... 7
*图表 5：* 软饮料板块个股 2026H1 及 2026Q2 营业总收入与归母净利润情况（单位：亿元） ..... 8
*图表 6：* 2026H1&2026Q2 软饮料板块个股销售毛利率及销售净利率表现 ..... 8
*图表 7：* 2026H1&2026Q2 软饮料板块销售费用率/管理费用率表现 ..... 9

下载日志已记录，仅供内部参考

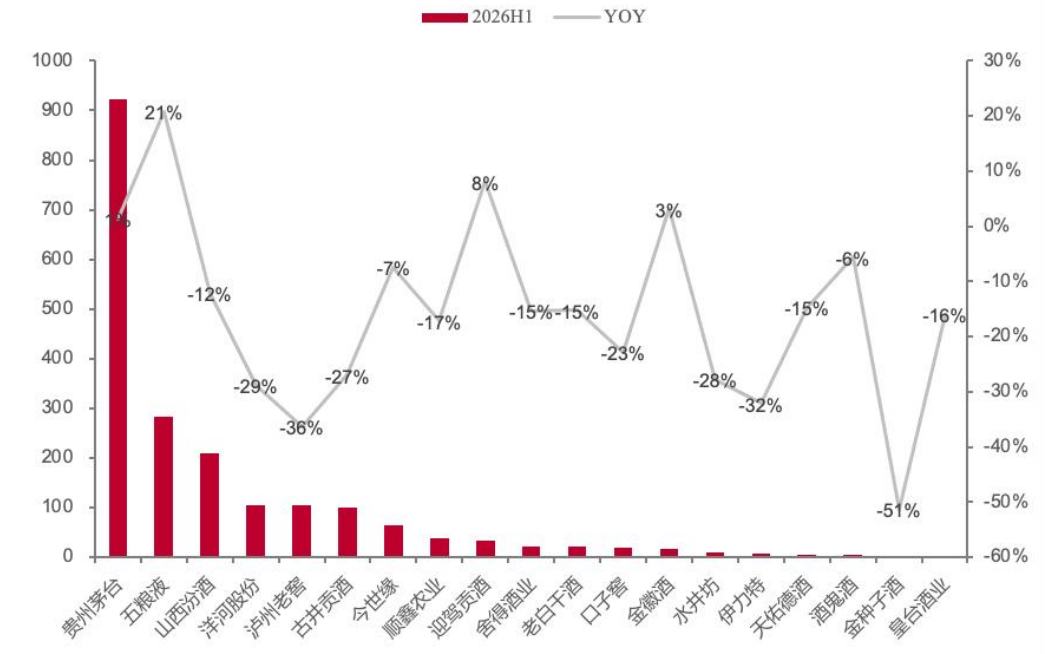


## 白酒：二季度报表加速出清，头部虹吸进一步固化

**总量：上半年降幅走扩，集中度加速提升**

- 2026 年上半年白酒板块延续深度调整，A 股 19 家上市公司实现营业总收入 1978.94 亿元，同比-12.06%，单 2026Q2 实现营业总收入 652.73 亿元，同比-22.92%。整体来看上半年报表压力集中在二季度释放，2026Q2 报表端降幅环比 2026Q1 加剧。
- 从行业角度来看，一季度受超长春节错位、元春动销旺季等因素支撑，头部品牌核心单品出货顺利，进入二季度白酒行业传统淡季，部分酒企放弃往年“强制回款、压货冲量”，从而转向于“控量挺价、去化库存”，叠加政商务消费场景收缩，报表端加速出清。根据中国酒业协会《2026 年中国白酒市场中期研究报告》，上半年 74.8%的企业营业额同比萎缩，86.7%的企业营业利润同比下滑。
- 从产量与行业整体口径看，收缩同样在延续但斜率趋缓。国家统计局数据显示，2026 年 1—6 月全国规模以上白酒企业累计产量 167.9 万千升（折 65 度，商品量），同比下降 4.7%；同期酒、饮料和精制茶制造业实现营业收入 6954.9 亿元、同比下降 7.0%，实现利润总额 1113.3 亿元、同比下降 17.7%。对比 2025 年全年规模以上白酒产量 354.9 万千升、同比-12.1%，产量端的降幅已由两位数收敛至个位数，说明供给侧的被动出清正在接近尾声。
- 2026 年上半年在总量收缩的同时，份额及利润加速向头部品牌集中。2026 年上半年，营收规模排名前五的贵州茅台、五粮液、山西汾酒、洋河股份、泸州老窖合计实现营业总收入 1627.52 亿元，占 19 家酒企总营收的比重提升至 82.24%；五家合计归母净利润 666.50 亿元，占板块比重提升至 91.18%。其中贵州茅台 2026 年上半年实现营业总收入 922.78 亿元，占 A 股白酒上市公司整体的 46.63%，其中 2026Q2 占比增至 57.57%；利润方面，贵州茅台 2026H1 归母净利润占白酒板块的 60.90%，其中 2026Q2 占比增至 82.07%，行业集中度进一步提升。

*图表 1：2026H1 白酒板块各上市公司营业总收入及同比增速（单位：亿元/%）*




来源：WIND，中泰证券研究所

**分价格带：高端显韧性，区域龙头逆势正增长**

- 高端酒：整体来看高端酒板块上半年实现营业总收入 1311.67 亿元，同比+0.08%，其中 2026Q2 高端酒板块实现营业总收入 456.01 亿元，同比-

下载日志已记录，仅供内部参考



14.25%，我们认为主要系泸州老窖在二季度控量挺价，导致产品销售量减少所致。2026H1 高端酒板块实现归母净利润 576.09 亿元，同比-0.14%，其中 26Q2 实现归母净利润 185.95 亿元，同比-14.83%，其中五粮液受业务确认模式影响，2026Q2 归母净利润同比+232.56%。

- 次高端酒：2026H1 次高端酒板块实现营业总收入 249.43 亿元，同比-13.16%，其中 2026Q2 次高端酒板块实现营业总收入 74.05 亿元，同比-20.57%。其中二季度山西汾酒主动推进渠道调整、控制发货节奏，单季度营业总收入同比-17.74%。2026H1 次高端酒板块实现归母净利润 65.91 亿元，同比-27.28%，其中 2026Q2 次高端酒板块实现归母净利润 7.72 亿元，同比-58.19%。
- 地产酒：2026H1 地产酒板块实现营业总收入 373.57 亿元，同比-20.71%，其中 2026Q2 实现营业总收入 106.88 亿元，同比-26.67%。我们认为主要系一线名酒渠道持续下沉冲击地产酒核心价格带所致。其中今世缘、迎驾贡酒、金徽酒 2026Q2 单季度营收实现正增长，彰显韧性。2026H1 地产酒板块实现归母净利润 88.67 亿元，同比-30.67%，其中 2026Q2 实现归母净利润 18.06 亿元，同比-44.39%。

**图表 2：白酒板块 2026H1 及 2026Q2 营收与归母净利润及增速（单位：亿元，%）**

| | | 营业总收入 | | | | 归母净利润 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 26H1 | YOY | 26Q2 | YOY | 26H1 | YOY | 26Q2 | YOY |
| 高端酒 | 贵州茅台 | 922.78 | 1.30% | 375.75 | -5.23% | 445.17 | -1.95% | 172.74 | -6.90% |
| | 五粮液 | 284.17 | 20.87% | 55.79 | -13.16% | 87.53 | 89.30% | 6.90 | 232.56% |
| | 泸州老窖 | 104.72 | -36.35% | 24.47 | -65.54% | 43.39 | -43.37% | 6.31 | -79.45% |
| | 总计 | 1311.67 | 0.08% | 456.01 | -14.25% | 576.09 | -0.14% | 185.95 | -14.83% |
| 次高端酒 | 山西汾酒 | 210.44 | -12.18% | 61.21 | -17.74% | 64.39 | -24.29% | 10.57 | -43.11% |
| | 舍得酒业 | 22.87 | -15.34% | 8.06 | -28.40% | 1.45 | -67.26% | -0.86 | -188.93% |
| | 水井坊 | 10.82 | -27.78% | 2.66 | -50.65% | -0.06 | -105.90% | -1.77 | -108.83% |
| | 酒鬼酒 | 5.30 | -5.58% | 2.13 | -2.09% | 0.12 | 37.57% | -0.21 | -8.33% |
| | 总计 | 249.43 | -13.16% | 74.05 | -20.57% | 65.91 | -27.28% | 7.72 | -58.19% |
| 地产酒 | 洋河股份 | 105.40 | -28.76% | 23.55 | -36.86% | 26.02 | -40.10% | 1.55 | -78.04% |
| | 今世缘 | 64.36 | -7.41% | 21.13 | 14.11% | 20.82 | -6.60% | 6.97 | 19.17% |
| | 古井贡酒 | 101.31 | -27.01% | 26.86 | -43.27% | 21.64 | -40.89% | 5.58 | -58.14% |
| | 迎驾贡酒 | 34.16 | 8.08% | 11.86 | 6.55% | 11.62 | 2.79% | 3.27 | 8.44% |
| | 金种子酒 | 2.36 | -51.19% | 0.46 | -75.60% | -0.65 | -10.19% | -0.50 | 49.08% |
| | 口子窖 | 19.52 | -22.89% | 5.76 | -20.03% | 3.65 | -48.97% | 0.36 | -65.43% |
| | 老白干酒 | 21.04 | -15.23% | 8.83 | -32.75% | 2.62 | -18.47% | 0.96 | -42.92% |
| | 金徽酒 | 18.16 | 3.19% | 7.24 | 11.12% | 2.14 | -28.24% | 0.10 | -85.26% |
| | 伊力特 | 7.26 | -32.13% | 1.20 | -56.29% | 0.82 | -49.64% | -0.23 | -225.39% |
| | 总计 | 373.57 | -20.71% | 106.88 | -26.67% | 88.67 | -30.67% | 18.06 | -44.39% |
| 其他酒类 | 顺鑫农业 | 38.04 | -17.17% | 13.93 | 4.38% | 0.40 | -76.66% | -0.75 | 31.14% |
| | 天佑德酒 | 5.75 | -14.68% | 1.69 | -30.39% | 0.10 | -79.71% | -0.38 | -137.11% |
| | 皇台酒业 | 0.49 | -15.99% | 0.17 | -13.14% | -0.17 | 224.96% | -0.12 | -41.25% |
| | 总计 | 44.27 | -75.60% | 15.78 | -79.27% | 0.34 | -99.57% | -1.26 | -104.11% |
| 白酒板块总计 | | 1978.94 | -12.06% | 652.73 | -22.92% | 731.00 | -16.33% | 210.48 | -29.80% |

来源：WIND，中泰证券研究所

**毛利率平稳略降，区域龙头 Q2 逆势改善**

- 整体来看 2026H1 白酒板块毛利率 81.76%，同比-0.43pcts，其中 26Q2 白酒板块毛利率 81.76%，同比-0.29pcts。整体呈现出平稳略降态势。
- 分价格带来看，高端酒板块 26H1 毛利率 87.18%，同比-1.14pcts，我们预计主要系茅台非标占比下降以及飞天占比提升影响产品结构所致，五粮液上半年毛利率同比+2.43pcts，其中 26Q2 毛利率同比+0.97pcts。
- 次高端酒板块 26H1 毛利率为 73.95%，同比-1.65pcts，其中 26Q2 毛利率 72.88%，同比+2.37pcts，其中山西汾酒 26Q2 毛利率同比+4.38pcts，我们预计主要系公司产品矩阵优化所致。
- 地产酒板块 26H1 毛利率 73.47%，同比-0.90pcts，其中 26Q2 毛利率 72.67%，同比-0.29pcts。地产酒板块中部分区域龙头二季度毛利率表现较为亮眼，其中 26Q2 古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘毛利率分别同比+6.98、2.86、0.81pcts，区域龙头韧性依旧。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 3：26H1&26Q2 白酒板块毛利率情况

| | | 毛利率(%) | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 26H1 | YOY | 26Q2 | YOY |
| 高端酒 | 贵州茅台 | 89.56% | -1.74% | 89.26% | -1.16% |
| | 五粮液 | 80.29% | 2.43% | 75.63% | 0.97% |
| | 泸州老窖 | 85.35% | -1.74% | 83.80% | -4.06% |
| | 总计 | 87.18% | -1.14% | 87.26% | -0.87% |
| 次高端酒 | 山西汾酒 | 75.40% | -1.25% | 76.26% | 4.38% |
| | 舍得酒业 | 61.24% | -4.47% | 51.84% | -8.76% |
| | 水井坊 | 76.13% | -3.12% | 64.76% | -9.66% |
| | 酒鬼酒 | 66.58% | -2.00% | 65.51% | 0.31% |
| | 总计 | 73.95% | -1.65% | 72.88% | 2.37% |
| 地产酒 | 洋河股份 | 73.35% | -1.67% | 66.19% | -7.13% |
| | 今世缘 | 74.14% | 0.74% | 73.62% | 0.81% |
| | 古井贡酒 | 80.33% | 0.46% | 87.22% | 6.98% |
| | 迎驾贡酒 | 74.06% | 0.45% | 71.19% | 2.86% |
| | 金种子酒 | 49.08% | 6.20% | 40.72% | -4.03% |
| | 口子窖 | 67.35% | -5.71% | 66.73% | 1.55% |
| | 老白干酒 | 63.45% | -4.52% | 62.54% | -4.87% |
| | 金徽酒 | 62.57% | -3.07% | 62.09% | -1.58% |
| | 伊力特 | 51.53% | 2.23% | 51.53% | 0.69% |
| | 总计 | 73.47% | -0.90% | 72.67% | -0.29% |
| 其他酒类 | 顺鑫农业 | 32.97% | -1.38% | 25.05% | -3.33% |
| | 天佑德酒 | 60.14% | 1.48% | 56.24% | 0.89% |
| | 皇台酒业 | 64.04% | -0.66% | 61.89% | 1.90% |
| | 总计 | 36.84% | -0.92% | 28.77% | -4.08% |
| 白酒板块总计 | | 81.76% | -0.43% | 81.76% | -0.29% |

来源：WIND，中泰证券研究所

**Q2 费率被动抬升，控费能力分化加剧**

- 整体来看，2026H1 白酒板块销售费用率 11.45%，管理费用率 4.82%，税金及附加占比 16.14%；其中 26Q2 销售费用率抬升至 15.05%，管理费用率抬升至 6.81%，税金及附加占比 17.14%。三大费用率全面呈现"Q2 单季被动抬升"态势，我们认为主要系二季度收入降幅走扩至两位数、而销售与管理费用绝对额调整滞后，刚性支出被动放大所致。
- 分价格带来看，高端酒板块 26H1 销售费用率 8.38%、管理费用率 4.27%、税金及附加占比 15.96%，其中 26Q2 销售费用率 10.92%、管理费用率 5.56%、税金占比 16.88%。其中贵州茅台上半年销售费用率仅 3.53%、管理费用率 4.01%、税金及附加占比 16.19%，单二季度分别为 4.35%/4.84%/17.54%，是板块中费用管控最稳健的标的；五粮液上半年销售费用率 22.25%（Q2 飙升至 47.54%）、管理费用率 5.29%（Q29.12%）、税金占比 14.80%（Q28.57%），单二季度销售费用率近乎翻倍，主要系公司根据市场变化主动加大市场投入；泸州老窖上半年销售费用率 12.70%、管理费用率 3.74%、税金占比 17.07%，单二季度分别为 26.25%/8.23%/25.84%，费用率显著走高反映控货挺价下收入快速下滑导致的费率被动放大。
- 次高端酒板块 26H1 销售费用率 15.00%、管理费用率 4.49%、税金及附加占比 17.72%，26Q2 销售费用率抬升至 24.73%、管理费用率 7.78%、税金占比 23.31%，是各价格带中 Q2 抬升幅度最显著的。其中山西汾酒上半年销售费用率 12.45%、管理费用率 3.07%、税金占比 17.76%，单二季度分别为 21.17%/5.30%/23.97%，费率环比均明显抬升；舍得酒业、水井坊、酒鬼酒三大次高端尾部企业费用率全线高企：舍得销售费率 Q2 升至 33.71%、水井坊 70.50%、酒鬼酒 35.80%，其中水井坊管理费用率 Q2 飙升至 47.12%，我们认为主要系收入大幅下滑叠加费用绝对额调整滞后所致。
- 地产酒板块 26H1 销售费用率 19.64%、管理费用率 6.49%、税金及附加占比 16.28%，26Q2 销售费用率 25.83%、管理费用率 10.72%、税金占比 15.21%，整体仍呈费率被动抬升态势。其中古井贡酒上半年销售费用率 30.33%、管理费用率 6.23%、税金占比 16.71%，单二季度销售费用率进一步抬升至 40.38%，反映区域龙头在收入加速下滑期承受的费用刚性压力；今世缘上半年销售费用率 14.50%、管理费用率 2.87%、税金占比 13.99%，单二季度销售费用率反而降至 13.96%、管理费用率 4.38%、税金占比 10.43%；迎驾贡酒上半年销售费用率 11.24%、管理费用率 3.79%、税金占比 15.26%，单二季度分别小幅上行至 15.01%/5.22%/15.87%，整体保持平稳。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 4：2026H1&2026Q2 白酒板块费用表现

| | | 销售费用率 | | | | 管理费用率 | | | | 税金及附加占比 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 26H1 | YOY | 26Q2 | YOY | 26H1 | YOY | 26Q2 | YOY | 26H1 | YOY | 26Q2 | YOY |
| 高端酒 | 贵州茅台 | 3.53% | -0.11% | 4.35% | -0.20% | 4.01% | -0.13% | 4.84% | 0.27% | 16.19% | 0.59% | 17.54% | 0.07% |
| | 五粮液 | 22.25% | 7.36% | 47.54% | 16.32% | 5.29% | -1.99% | 9.12% | -1.28% | 14.80% | -18.59% | 8.57% | -29.51% |
| | 泸州老窖 | 12.70% | 3.47% | 26.25% | 15.66% | 3.74% | 1.14% | 8.23% | 4.92% | 17.07% | 3.81% | 25.84% | 10.46% |
| | 总计 | 8.38% | 1.98% | 10.92% | 2.28% | 4.27% | -0.24% | 5.56% | 0.44% | 15.96% | -2.58% | 16.88% | -2.84% |
| 次高端酒 | 山西汾酒 | 12.45% | 2.51% | 21.17% | 9.65% | 3.07% | 0.51% | 5.30% | 0.95% | 17.76% | 1.42% | 23.97% | 1.72% |
| | 舍得酒业 | 25.64% | 4.47% | 33.71% | 9.98% | 8.25% | -0.90% | 10.70% | -0.22% | 17.57% | 4.38% | 19.78% | 4.39% |
| | 水井坊 | 35.45% | -0.90% | 70.50% | 18.40% | 19.75% | 2.08% | 47.12% | 13.99% | 16.60% | -2.88% | 22.12% | -1.72% |
| | 酒鬼酒 | 28.78% | -3.82% | 35.80% | -4.49% | 13.57% | 0.49% | 19.02% | 1.96% | 18.81% | -0.91% | 19.15% | 0.28% |
| | 总计 | 15.00% | 2.19% | 24.73% | 8.72% | 4.49% | 0.31% | 7.78% | 0.68% | 17.72% | 1.44% | 23.31% | 1.87% |
| 地产酒 | 洋河股份 | 15.74% | 1.22% | 26.99% | 6.11% | 8.58% | 2.74% | 19.71% | 8.32% | 17.46% | 1.14% | 17.76% | -0.53% |
| | 今世缘 | 14.50% | -0.32% | 13.96% | -5.07% | 2.87% | -0.17% | 4.38% | -1.27% | 13.99% | -0.72% | 10.43% | 0.35% |
| | 古井贡酒 | 30.33% | 5.03% | 40.38% | 17.61% | 6.23% | 1.39% | 9.15% | 3.41% | 16.71% | 1.04% | 13.85% | -1.26% |
| | 迎驾贡酒 | 11.24% | 1.52% | 15.01% | 1.60% | 3.79% | -0.18% | 5.22% | -0.30% | 15.26% | 0.36% | 15.87% | 0.09% |
| | 金种子酒 | 32.23% | 0.93% | 72.48% | 37.89% | 16.05% | 9.32% | 31.34% | 22.59% | 23.76% | 5.92% | 33.49% | 16.95% |
| | 口子窖 | 17.91% | 3.82% | 25.31% | 7.11% | 9.57% | 2.21% | 16.83% | 5.02% | 15.27% | -0.42% | 15.01% | -3.03% |
| | 老白干酒 | 21.04% | -6.51% | 20.21% | -7.37% | 7.98% | 0.47% | 8.79% | 2.09% | 17.61% | 0.73% | 18.14% | 0.95% |
| | 金徽酒 | 18.59% | -0.37% | 23.11% | 0.49% | 7.93% | -1.32% | 10.72% | -2.32% | 16.66% | 1.62% | 18.06% | 3.53% |
| | 伊力特 | 11.30% | 4.05% | 35.93% | 22.80% | 5.05% | 1.81% | 12.53% | 8.20% | 13.81% | -0.21% | 28.48% | 9.16% |
| | 总计 | 19.64% | 1.38% | 25.83% | 4.56% | 6.49% | 1.23% | 10.72% | 2.84% | 16.28% | 0.57% | 15.21% | -0.53% |
| 其他酒类 | 顺鑫农业 | 10.01% | 0.44% | 10.59% | -0.30% | 8.05% | 0.21% | 9.97% | -2.89% | 10.49% | 0.48% | 7.58% | -2.90% |
| | 天佑德酒 | 25.87% | 2.37% | 38.16% | 4.31% | 10.58% | 0.79% | 20.03% | 5.16% | 16.77% | 1.66% | 16.37% | 1.62% |
| | 皇台酒业 | 41.13% | 15.54% | 53.12% | 14.29% | 28.99% | 5.40% | 39.04% | 7.90% | 19.35% | 1.02% | 21.92% | -1.24% |
| | 总计 | 12.41% | 0.91% | 13.98% | -0.73% | 8.60% | 0.35% | 11.35% | -2.03% | 11.40% | 0.66% | 8.67% | -2.61% |
| 白酒板块总计 | | 11.45% | 1.40% | 15.05% | 3.04% | 4.82% | 0.09% | 6.81% | 0.77% | 16.14% | -1.26% | 17.14% | -1.87% |

来源：WIND，中泰证券研究所

## 软饮料：头部高增长延续，成本红利边际递减

### 头部延续高增长，拐点与分化并存

- 整体来看，2026H1 软饮料板块表现仍较为分化，头部企业延续高增长态势，传统植物蛋白饮料品类在低基数下通过渠道优化、产品推新迎来业绩拐点，椰汁、含乳饮料等部分赛道仍处于行业竞争与经销商调整压力之中。
- 高增长&韧性：头部企业延续高增长态势。东鹏饮料上半年实现营业总收入 124.43 亿元、同比+15.89%，归母净利润 28.67 亿元、同比+20.72%；单二季度营业总收入 65.55 亿元、同比+11.31%，归母净利润 16.09 亿元、同比+15.39%，领跑软饮料板块。泉阳泉上半年营业总收入 7.77 亿元、同比+13.54%，归母净利润 0.39 亿元、同比+65.03%；单二季度营业总收入 4.39 亿元、同比+16.42%，归母净利润 0.29 亿元、同比+56.26%，销量高增长持续兑现至收入与利润端。百润股份上半年营业总收入 16.58 亿元、同比+11.34%，归母净利润 4.79 亿元、同比+23.08%；单二季度营业总收入 8.58 亿元、同比+14.08%，归母净利润 2.62 亿元、同比+26.35%，预调酒赛道景气延续。
- 环比改善：传统植物蛋白饮料品类承压，龙头企业通过渠道优化、产品推新在低基数下迎来业绩拐点。养元饮品上半年营业总收入 35.00 亿元、同比+41.97%，单二季度营业总收入 9.43 亿元、同比+55.71%，延续春节错期低基数下的快速增长；但单二季度归母净利润仅 0.46 亿元、同比-54.52%，呈现"营收高速放量、利润反向承压"的剪刀差。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 5：软饮料板块个股 2026H1 及 2026Q2 营业总收入与归母净利润情况（单位：亿元）

| | 营业总收入 | | | | 归母净利润 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 26H1 | YOY | 26Q2 | YOY | 26H1 | YOY | 26Q2 | YOY |
| 东鹏饮料 | 124.43 | 15.89% | 65.55 | 11.31% | 28.67 | 20.72% | 16.09 | 15.39% |
| 泉阳泉 | 7.77 | 13.54% | 4.39 | 16.42% | 0.39 | 65.03% | 0.29 | 56.26% |
| 欢乐家 | 7.35 | -1.74% | 3.03 | 1.27% | 0.23 | 25.22% | -0.14 | -11.28% |
| 百润股份 | 16.58 | 11.34% | 8.58 | 14.08% | 4.79 | 23.08% | 2.62 | 26.35% |
| 李子园 | 6.05 | -2.69% | 3.05 | 1.23% | 0.65 | -32.34% | 0.12 | -61.53% |
| 香飘飘 | 12.77 | 23.31% | 3.98 | -12.49% | 0.11 | -111.15% | -0.83 | 4.98% |
| 养元饮品 | 35.00 | 41.97% | 9.43 | 55.71% | 8.54 | 14.80% | 0.46 | -54.52% |
| 承德露露 | 15.40 | 11.29% | 4.01 | 4.92% | 2.98 | 15.28% | 0.49 | 15.15% |
| 维维股份 | 16.66 | 9.54% | 7.17 | 7.28% | 1.31 | 8.91% | 0.47 | -5.10% |

来源：WIND，中泰证券研究所

**锁价效应边际递减，结构分化加剧**

- 2026 年 Q1 在地缘冲突影响下，石油价格上涨带动 PET 价格同比大幅上行，但大部分企业在 2025 年底对于 2026 年全年 PET 用量进行提前锁价，整体来看 26H1 软饮料公司毛利率表现相对稳定；进入 26Q2，锁价效应边际递减，叠加部分企业为抢占份额加大渠道让利，板块毛利率从"普遍受益成本红利"转向"结构分化加剧"。
- 26H1 东鹏饮料销售毛利率同比+3.22pcts 至 48.36%，其中 26Q2 同比+3.99pcts 至 49.69%，我们认为主要系公司通过集中采购、长期协议等多重工具平抑 PET、白砂糖等大宗原材料价格波动。同期销售净利率 26H1 同比+0.93pcts 至 23.04%、26Q2 同比+0.88pcts 至 24.57%。
- 26H1 泉阳泉销售毛利率同比-0.88pcts 至 36.16%，其中 26Q2 同比-4.37pcts 至 35.42%，我们认为主要系全年锁价效应在 Q2 边际递减，叠加产品结构与区域结构变化导致毛利率承压；但公司同期销售净利率反而提升（26H1 同比+1.69pcts 至 7.96%、26Q2 同比+1.14pcts 至 9.97%），我们预计主要系矿泉水销量同比增长明显带动收入规模扩张所致。
- 26H1 百润股份销售毛利率 70.66%、同比+0.32pcts，26Q2 为 70.98%、同比-0.01pcts，高位基本持平，我们认为主要系成本端波动对其影响相对有限；叠加规模效应与费用优化，26H1 销售净利率同比+2.75pcts 至 28.89%、26Q2 同比+2.96pcts 至 30.59%，盈利能力领跑板块。

图表 6：2026H1&2026Q2 软饮料板块个股销售毛利率及销售净利率表现

| | 销售毛利率 | | | | 销售净利率 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 26H1 | YOY | 26Q2 | YOY | 26H1 | YOY | 26Q2 | YOY |
| 东鹏饮料 | 48.36% | 3.22% | 49.69% | 3.99% | 23.04% | 0.93% | 24.57% | 0.88% |
| 泉阳泉 | 36.16% | -0.88% | 35.42% | -4.37% | 7.96% | 1.69% | 9.97% | 1.14% |
| 欢乐家 | 29.93% | 0.40% | 26.16% | -0.57% | 3.16% | 0.68% | -4.60% | 0.65% |
| 百润股份 | 70.66% | 0.32% | 70.98% | -0.01% | 28.89% | 2.75% | 30.59% | 2.96% |
| 李子园 | 34.75% | -5.11% | 31.81% | -4.90% | 10.61% | -4.86% | 3.60% | -6.34% |
| 香飘飘 | 35.11% | 5.75% | 22.45% | -4.57% | 0.83% | 10.26% | -20.75% | -3.43% |
| 养元饮品 | 41.38% | -4.27% | 32.19% | -11.73% | 24.40% | -5.77% | 4.91% | -11.90% |
| 承德露露 | 47.86% | 1.87% | 43.70% | 3.22% | 19.34% | 0.67% | 12.32% | 1.10% |
| 维维股份 | 26.32% | 1.64% | 23.04% | -1.58% | 7.82% | 0.00% | 6.50% | -0.80% |

来源：WIND，中泰证券研究所

**头部加码终端投入，尾部精准控费**

- 行业持续竞争下企业加大费投抢占终端市场，同时提升费用效率。从结构上看，2026H1 软饮料板块在终端竞争加剧背景下，头部品牌加大宣传及渠道

下载日志已记录，仅供内部参考



投入，其中 26H1 东鹏饮料广告宣传费支出同比+44.31%，渠道推广费支出同比+39.77%，主要系增大冰柜投入所致。

- 销售费用率方面，26H1 东鹏饮料销售费用率同比+1.60pcts 至 17.26%，其中 26Q2 同比+2.36pcts 至 17.18%；26H1 泉阳泉销售费用率同比+0.55pcts 至 12.02%，其中 26Q2 同比+0.26pcts 至 9.24%，整体来看较为稳定。26H1 百润股份销售费用率同比+1.24pcts 至 21.45%，其中 26Q2 同比+2.34pcts 至 21.51%。
- 管理费用率方面，26H1 东鹏饮料管理费用率同比+0.53pcts 至 2.94%，其中 26Q2 同比+0.70pcts 至 3.05%，整体保持低位稳定；26H1 泉阳泉管理费用率同比-1.29pcts 至 6.41%，其中 26Q2 同比-1.48pcts 至 5.49%，公司持续推进管理效率提升；26H1 百润股份管理费用率同比-0.96pcts 至 6.75%，其中 26Q2 同比-1.64pcts 至 6.41%，公司管理效率持续优化。

*图表 7：2026H1&2026Q2 软饮料板块销售费用率/管理费用率表现*

| | 销售费用率 | | | | 管理费用率 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 26H1 | YOY | 26Q2 | YOY | 26H1 | YOY | 26Q2 | YOY |
| 东鹏饮料 | 17.26% | 1.60% | 17.18% | 2.36% | 2.94% | 0.53% | 3.05% | 0.70% |
| 泉阳泉 | 12.02% | 0.55% | 9.24% | 0.26% | 6.41% | -1.29% | 5.49% | -1.48% |
| 欢乐家 | 13.16% | -1.85% | 15.26% | -2.63% | 9.05% | 0.77% | 10.67% | 0.21% |
| 百润股份 | 21.45% | 1.24% | 21.51% | 2.34% | 6.75% | -0.96% | 6.41% | -1.64% |
| 李子园 | 13.27% | -1.69% | 14.73% | -4.81% | 7.83% | 0.83% | 8.43% | 1.02% |
| 香飘飘 | 24.04% | -7.93% | 34.04% | -4.47% | 8.94% | -0.75% | 15.01% | 4.98% |
| 养元饮品 | 8.83% | -4.54% | 15.07% | -11.92% | 1.89% | 0.14% | 4.54% | 0.95% |
| 承德露露 | 21.53% | 1.23% | 29.69% | 3.72% | 1.90% | 0.09% | 3.75% | 0.32% |
| 维维股份 | 9.38% | 2.63% | 8.65% | 1.44% | 6.26% | -0.65% | 7.99% | 0.19% |

来源：WIND，中泰证券研究所

## 风险提示

- **终端需求恢复不及预期：**若消费信心相对低迷，消费力恢复疲软，食品饮料行业各品类消费量将受影响。
- **行业竞争加剧：**食品饮料行业进入壁垒相对较低，若市场竞争趋于白热化，企业获客成本不断攀升，利润空间受到明显挤压。
- **食品安全风险：**食品饮料行业直接关系消费者健康，任何质量管控疏漏或供应链环节污染都可能引发食品安全事件，不仅会导致产品召回、监管处罚等直接损失，更会严重损害品牌声誉和消费者信任，对长期经营造成难以挽回的负面影响。
- **研报使用信息更新不及时风险。**

下载日志已记录，仅供内部参考



## 投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

## 重要声明

**中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。**

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。