仅供内部参考，请勿外传！

食品饮料行业专题研究

2026 半年报业绩总结：否已极，泰将来

2026 年 09 月 08 日

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

强于大市（维持）

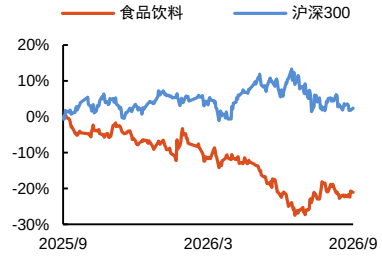
东方财富证券研究所

证券分析师：赵国防

证书编号：S1160524120001

联系人：凌晓晓

相对指数表现



相关研究

《26Q2 基金持仓分析：板块持仓回落，白酒超配收窄》

2026.07.30

《把握顺次改善的投资机会》

2026.05.29

《食品饮料 2025 年&2026Q1 业绩综述：分化：基于调整时间和深度顺次改善》

2026.05.12

《2026 年，茅台批价企稳后行业有望顺次筑底》

2026.04.22

《需求侧温和复苏，供给侧持续优化》

2026.03.19

【投资要点】

◆ **行业基本触底，部分企业先后走出拐点。**26Q2 板块收入/归母净利润分别同比-17.4%/-21.4%，板块调整幅度环比加大，因产品结构下行、收入萎缩、费用投入延续等利润降幅大于收入；25Q3-26Q2 板块连续四个季度整体收入较 2024 年合计下滑 21.2%、剔除茅台后合计下滑 35.2%。行业供给端加速出清，酒企普遍放松回款任务、聚焦去库存，缓解渠道资金压力，需求端在场景修复后有望逐步改善，26H2 进入低基数区间报表端表观增速或逐步改善，行业基本触底。

拐点顺序上，企业因报表基数、调整节奏、产品结构等因素走出拐点时间不一：整体来看，次高端调整早于地产酒早于高端；地产名酒大众价位带产品布局扎实、部分企业较早走出拐点，26Q2 **今世缘、迎驾、金徽酒**收入 yoy+14.1%/+6.6%/+11.1%；**茅台**凭借品牌及渠道势能仍能通过以价换量实现份额提升，26H1 茅台收入 yoy+1.3%；老窖、古井、汾酒、洋河等 26Q2 继续调整、释放压力。

结构承压叠加费用投入延续，板块整体归母净利率下行。行业整体 26Q2 毛销差同比-3.0pct、归母净利率同比-1.7pct，剔除茅台后分别同比-11.6pct、-7.4pct；1）产品结构大多下行，多数酒企毛利率同比下行，部分地产酒因费用投放结构变化表观毛利率同比提升；2）Q2 酒企维持费用投入、务实去库存，因收入规模减少销售费用率多呈上升趋势。

回款及销售收现调整幅度大于收入，企业放松回款任务、渠道囤货意愿低。行业整体合同负债 24Q3 出现同比下滑，25Q4-26Q2 连续三个季度同比下滑，板块整体营收自 25Q1 才开始调整；剔除茅台及五粮液后，板块单季度销售收现于 24Q2 开始下滑、24Q4 因部分酒企票据到期贴现较多同比有所增长，节奏上早于营收调整。剔除茅台后，25Q3-26Q2 单季度销售收现 yoy 分别为-44.9%、-40.8%、-30.4%、-50.1%，调整幅度高于营收降幅。

◆ **展望：否极尚未泰来，把握结构性机会。需求，**大众消费如宴席需求韧性较强、政商务继续环比恶化的风险不大，场景的极端压制阶段已经过去。**价格，**飞天、普五淡季挺价措施频出，7、8 月价格均有企稳回升；部分城市二手房价跌幅收窄，逐步开始企稳，预计白酒价格向下空间不大。**库存，**行业经历连续 4-6 个季度的调整，企业务实出清，库存绝对值较高点已经有所改善，但因动销修复较慢、产品流速偏低，渠道链条尚未修复。复盘 15-16 年行业复苏，棚改货币化实现了定向流动性宽松，居民收入提升、房价上涨，流动性通过财富效应再次驱动白酒消费。当前整体经济活跃度偏低、地产链景气度修复仍需扩散，白酒板块以产业供给端去库存出清为主，向上的拉力偏弱，此时企业综合竞争力仍是穿越周期的关键。

仅供内部参考，请勿外传！

【投资建议】

- **行业基本触底，配置可更加积极。**板块处于底部区间，居民消费需求韧性强，具有强根据地市场及强品牌势能的酒企有望受益，部分酒企出清较早已经走出拐点，同时部分酒企因调整较晚仍在集中出清、释放压力，建议关注大本营市场竞争力强、仍有望逆势升级的地产名酒，建议关注已经走出拐点的今世缘、金徽酒、迎驾贡酒，以及集中出清释放压力后轻装上阵的古井贡酒；同时建议关注品牌力强、渠道势能突出的高端酒及部分次高端名酒，如贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、五粮液等；以及积极通过模式创新、主动与渠道分享利润以及出清后有望反转或存在渠道扩张等差异化成长机会的企业，建议关注珍酒李渡、酒鬼酒、舍得酒业等。

【风险提示】

- 刺激政策落地不达预期。若刺激政策落地不及预期，可能导致消费复苏慢于预期，进而影响行业需求及公司经营情况。
- 产业政策风险。白酒行业受产业政策、税收政策等影响较大，若行业相关政策变化，可能会对行业需求、企业经营情况造成影响。
- 行业竞争格局恶化。若行业竞争加剧可能会影响市场环境，进而影响公司经营活动和盈利能力。
- 批价修复不及预期。白酒批价受消费需求、企业供给、线上渠道等多因素影响，若批价修复不及预期，可能会影响渠道情绪及经营情况，同时影响企业经营状况。

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

1. 行业基本触底，部分企业先后走出拐点 4
1.1. 行业连续六个季度负增长，出清阶段盈利能力受损 4
1.2. 企业拐点有先后，多数企业 Q2 仍在出清 5
1.3. 盈利能力承压，回款及现金流调整明显 6
2. 展望：否极尚未泰来，把握结构性机会 10
2.1. 产业现状：需求触底、价格磨底 10
2.2. 复盘 15-16 年行业复苏，需求向上需要宏观经济的拉动 12
2.3. 关注行业结构性机会，综合竞争力是企业胜负手 14
3. 投资策略：配置可领先，继续聚焦拐点 15
4. 风险提示 15

图表目录

图表 1： 白酒行业单季度收入 yoy（%） 4
图表 2： 剔除茅台后白酒行业单季度收入 yoy（%） 4
图表 3： 白酒行业单季度归母净利润 yoy（%） 4
图表 4： 剔除茅台后行业单季度归母净利润 yoy（%） 4
图表 5： 白酒企业及子板块单季度收入 yoy（%） 5
图表 6： 白酒企业及子板块单季度归母净利润 yoy（%） 6
图表 7： 白酒企业及子板块毛利率、销售费用率、毛销差、归母净利率同比变化 7
图表 8： 26Q2 板块整体及子板块合同负债同比变动（亿元） 8
图表 9： 26Q2 白酒企业合同负债同比变动（亿元） 8
图表 10： 26Q2 及 26H1 板块整体及子板块销售收现同比变动（%） 8
图表 11： 26Q2 及 26H1 白酒企业销售收现同比变动（%） 8
图表 12： 24Q1-26Q2 板块合同负债 yoy（%） 9
图表 13： 24Q1-26Q2 子板块合同负债 yoy（%） 9
图表 14： 24Q1-26Q2 板块销售收现 yoy（%） 9
图表 15： 24Q1-26Q2 子板块销售收现 yoy（%） 9
图表 16： 2016-2025 年白酒产量走势 10
图表 17： 飞天批价走势（元） 11
图表 18： 普五批价走势（元） 11
图表 19： 酒类 cpi 与二手房价同比走势 11
图表 20： 飞天批价与二手房价同比走势 11
图表 21： 2026 年 1-6 月白酒企业部分经营指标同比变化情况 11
图表 22： M1、M2、社会融资规模存量同比（%） 12
图表 23： 白酒板块累计收入及归母净利润 yoy（%） 12
图表 24： 白酒板块单季度与累计归母净利率（%） 12
图表 25： 白酒板块预收账款 yoy（%） 13
图表 26： 白酒板块销售收现及经营性现金流净额 yoy 13
图表 27： 制造业 PMI 走势（%） 13
图表 28： 北京、上海、深圳二手房价格环比（%） 13
图表 29： 全国商品房销售面积、销售额、销售均价同比（%） 14

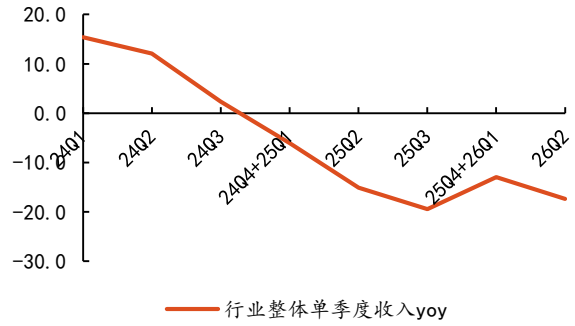
仅供内部参考，请勿外传！

1.行业基本触底，部分企业先后走出拐点

1.1.行业连续六个季度负增长，出清阶段盈利能力受损

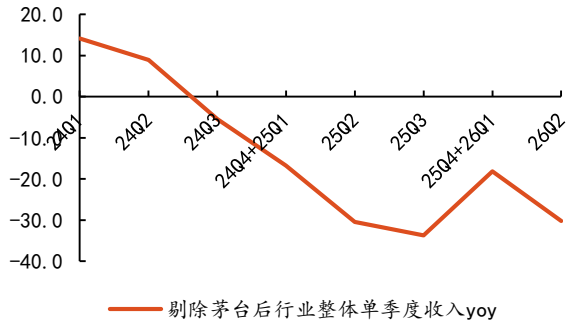
行业连续 6 个季度出清，板块基本触底。行业自 25 年开始负增长，25Q1、25Q2、25Q3、25Q4+26Q1、26Q2 板块整体收入 yoy 分别为-11.2%、-15.1%、-19.4%、-12.9%、-17.4%，若将茅台剔除，收入 yoy 分别为-21.4%、-30.4%、-33.7%、-18.2%、-30.2%。25Q3-26Q2 板块连续四个季度整体收入较 2024 年合计下滑 21.2%、剔除茅台后合计下滑 35.2%，考虑到酒企普遍务实出清，需求端在场景修复后有望逐步改善，26H2 进入低基数区间报表端表观增速或逐步改善，预计板块经历连续 6 个季度出清后基本触底、行业去库存进入尾声。

图表 1：白酒行业单季度收入 yoy（%）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：不含顺鑫农业，考虑春节错期影响将 Q4 及 Q1 合并统计

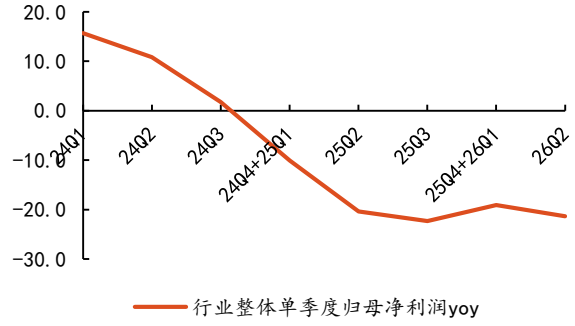
图表 2：剔除茅台后白酒行业单季度收入 yoy（%）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：不包含顺鑫农业，考虑春节错期影响将 Q4 及 Q1 合并统计

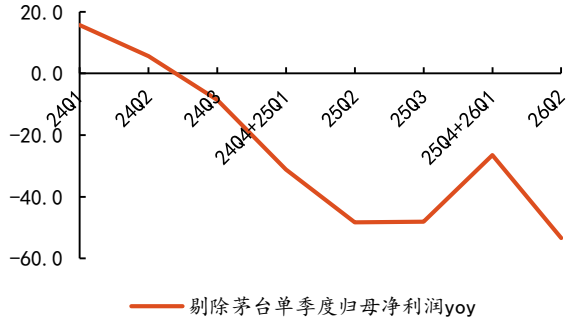
行业下行期归母净利润降幅大于收入降幅。25Q1、25Q2、25Q3、25Q4+26Q1、26Q2 板块整体归母净利润 yoy 分别为-14.4%、-20.4%、-22.3%、-19.1%、-21.4%，25Q3 及 26Q2 出清幅度靠前；将茅台剔除后板块归母净利润调整幅度更为明显，25Q1、25Q2、25Q3、25Q4+26Q1、26Q2 归母净利润 yoy 分别为-31.2%、-48.3%、-48.0%、-26.5%、-53.4%。25Q3-26Q2 板块整体归母净利润较 2024 年合计下滑 27.8%、剔除茅台后合计下滑 51.6%；因产品结构下行、去库存刚性费用支出延续，收入萎缩费用摊薄减弱，板块归母净利润降幅大于收入。

图表 3：白酒行业单季度归母净利润 yoy（%）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 4：剔除茅台后行业单季度归母净利润 yoy（%）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

注：不含顺鑫农业，考虑春节错期影响将 Q4 及 Q1 合并统计

注：不含顺鑫农业，考虑春节错期影响将 Q4 及 Q1 合并统计

1.2.企业拐点有先后，多数企业 Q2 仍在出清

企业因报表基数、调整节奏、产品结构等因素走出拐点时间不一：1）整体来看，调整顺序上，次高端（除汾酒外普遍调整较早）早于区域名酒，高端酒最晚开始调整，企业报表释放节奏不一，26Q2 高端/次高端/区域名酒收入 yoy 分别-14.2%/-20.6%/-27.0%；2）产品结构分化，大众需求韧性较强，地产酒多在该价位带有扎实的产品布局，部分地产酒较早修复；3）企业品牌力有差异、所处竞争地位不同，头部品牌能仍以价换量实现份额扩张，具体各子板块：

① **高端：**茅台仍能通过以价换量以及渠道延伸实现份额的提升，26H1 茅台收入 yoy+1.3%；五粮液同期低基数下 26Q2 收入 yoy-13.2%；老窖延续高度国窖控量挺价政策、Q2 集中释放压力，26Q2 收入 yoy-65.5%；

② **次高端：**汾酒调整较晚，26Q2 出清幅度加大，收入 yoy-17.7%；其余次高端调整较早，水井 Q2 继续去化库存，26Q2 收入 yoy -50.7%；舍得 26Q2 收入 yoy-28.4%，其中品味舍得仍承压、T68 同比增长但收入占比较低；酒鬼酒调整较早，中端大众酒鬼系列支撑公司基本盘，低基数下收入降幅收窄至-2.1%；

③ **地产名酒：**大众需求韧性较强，地产酒多在该价位带有扎实的产品布局，如今世缘、迎驾、金徽等较早走出拐点，26Q2 收入 yoy 分别为+14.1%/+6.6%/+11.1%；古井 26Q2 收入 yoy-43.3%，主要系公司 Q2 继续控货去库存；

图表 5：白酒企业及子板块单季度收入 yoy（%）

酒企	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
贵州茅台	18.0	17.0	15.6	12.8	10.7	7.3	0.3	-19.3	6.3	-5.2
五粮液	11.9	10.1	1.4	2.5	-50.9	-59.4	-58.7	-53.5	33.7	-13.2
泸州老窖	20.7	10.5	0.7	-16.9	1.8	-8.0	-9.8	-62.2	-14.2	-65.5
高端合计	15.8	14.2	9.6	6.6	-13.9	-12.1	-16.7	-32.2	9.9	-14.2
山西汾酒	20.9	17.1	11.4	-10.2	7.7	0.4	4.1	24.5	-9.7	-17.7
水井坊	9.4	16.6	0.4	4.7	2.7	-31.4	-58.9	-51.7	-14.9	-50.7
舍得酒业	4.1	-22.6	-30.9	-51.2	-25.1	-3.4	-15.9	-20.0	-6.0	-28.4
酒鬼酒	-48.8	-13.3	-67.2	-66.2	-30.3	-56.6	0.8	49.9	-7.8	-2.1
次高端合计	14.2	8.5	-0.4	-20.5	2.8	-5.4	-8.8	4.7	-9.6	-20.6
洋河股份	8.0	-3.0	-44.8	-52.2	-31.9	-43.7	-29.0	-17.6	-26.0	-36.9
古井贡酒	25.9	16.8	13.4	4.8	10.4	-14.2	-51.6	-46.6	-18.6	-43.3
今世缘	22.8	21.5	10.1	-7.6	9.2	-29.7	-26.8	-18.9	-15.2	14.1
迎驾贡酒	21.3	19.0	1.6	-5.0	-12.3	-24.1	-20.8	-17.9	8.9	6.6
区域名酒合计	15.3	8.6	-16.8	-13.5	-13.2	-29.6	-36.0	-31.9	-18.9	-27.0
口子窖	11.1	5.9	-22.0	9.0	2.4	-48.5	-46.2	-50.6	-24.0	-20.0
老白干酒	12.7	9.0	0.3	-10.0	3.4	-1.9	-47.5	-37.7	4.5	-32.8
金徽酒	20.4	7.7	15.8	31.1	3.0	-4.0	-4.9	-11.6	-1.5	11.1
金种子酒	-3.0	-26.2	-54.4	-69.9	-29.4	-24.2	3.7	-21.2	-35.7	-75.6
伊力特	12.4	3.6	-23.3	-6.6	-4.3	-44.9	-29.4	-22.9	-23.8	-56.3

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

利润调整幅度更深，头部企业韧性较强。从单季度归母净利润表现来看，高端酒凭借较强的品牌势能、整体韧性相对较强，高端、区域名酒、次高端 26Q2 归母净利润 yoy 分别为-14.8%/-40.6%/-58.2%。①行业调整期企业归母净利润普遍承压，主要系产品结构下行、费用投入延续以及收入规模萎缩，仅少数企业 26Q2 归母净利润实现正增长；②金徽酒产品结构有升级但受补税等因素扰动，26Q2 归母净利润 yoy-85.3%；③多数次高端及非地产名酒因基地市场基础相对薄弱，行业缩量竞争下受到挤压更大，利润调整幅度更大，如水井、舍得、酒鬼酒、金种子、伊力特 26Q2 归母净利润处于亏损状态。

图表 6：白酒企业及子板块单季度归母净利润 yoy（%）

酒企	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
贵州茅台	15.7	16.1	13.2	16.2	11.6	5.2	0.5	-30.3	1.5	-6.9
五粮液	12.0	11.5	1.3	-6.2	-68.6	-95.9	-68.5	-64.2	82.6	232.6
泸州老窖	23.2	2.2	2.6	-29.9	0.4	-11.1	-13.1	-96.4	-19.3	-79.5
高端合计	15.2	13.2	9.2	7.2	-16.0	-16.3	-15.4	-40.8	8.8	-14.8
山西汾酒	30.0	10.2	10.4	-11.3	6.2	-13.5	-1.4	-5.7	-19.0	-43.1
水井坊	16.8	29.6	7.7	-12.3	2.1	亏损	-75.0	-63.0	-10.1	亏损
舍得酒业	-3.4	-88.4	-79.2	亏损	-37.1	139.5	-63.2	减亏	-33.1	亏损
酒鬼酒	-75.6	-60.9	亏损	亏损	-56.8	亏损	亏损	亏损	4.6	亏损
次高端合计	20.9	-7.0	-2.0	-58.8	2.0	-19.4	-18.4	-12.6	-19.4	-58.2
洋河股份	5.0	-9.7	-73.0	亏损	-39.9	-62.7	亏损	亏损	-32.7	-78.0
古井贡酒	31.6	24.6	13.6	-0.7	12.8	-11.6	-74.6	亏损	-31.0	-58.1
今世缘	22.1	16.9	6.6	-34.8	7.3	-37.1	-48.7	-83.2	-15.8	19.2
迎驾贡酒	30.4	28.0	3.7	-4.9	-9.5	-35.2	-39.0	-18.6	0.7	8.4
区域名酒合计	13.7	7.4	-33.0	-113.2	-20.1	-39.0	-79.3	-632.6	-25.7	-40.6
口子窖	10.0	15.1	-27.7	-7.5	3.6	-70.9	-92.5	-119.9	-46.2	-65.4
老白干酒	33.0	46.7	25.2	-6.8	11.9	0.2	-68.5	-87.2	8.6	-42.9
金徽酒	21.6	1.9	108.8	-2.1	5.8	-12.8	-33.0	-44.5	-12.5	-85.3
金种子酒	142.9	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损
伊力特	7.1	38.9	-17.8	-59.6	-9.3	-52.7	亏损	76.8	-27.3	亏损

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

1.3.盈利能力承压，回款及现金流调整明显

结构下行、费用投入延续，盈利能力承压。调整期酒企盈利能力多有承压，行业整体 26Q2 毛销差同比-3.0pct、归母净利率同比-1.7pct，剔除茅台后分别同比-11.6、-7.4pct。行业产品结构下行对毛利率有所拖累，其中次高端价位带因政商务需求受损最为明显，毛利率同比整体下滑较多；大众价位带需求受损幅度较小；因收入萎缩、费用刚性支出、以及聚焦去库存，销售费用率多呈上行趋势。但因收入基数差异较大等因素扰动，部分酒企单季度盈利能力表现有所失真。具体来看：

① **毛利率：产品结构大多下行，费用投入结构影响表观毛利率。**今世缘等地产品牌 26Q2 毛利率同比有所提升主要因费用投放结构变化；其余酒企因产品结构承压毛利率多有下滑，其中 26Q2 茅台毛利率 yoy-

仅供内部参考，请勿外传！

1.1pct，主要因非标产品价格调整以及投放量减少；金徽酒产品结构改善但毛利率同比-1.6pct 主要因品鉴、赠酒等市场投入加大。

② **销售费用率：去库存阶段销售费用率多有提升。**Q2 酒企维持费用投入、务实去库存，因收入规模减少销售费用率多呈上升趋势；茅台 26Q2 销售费用率同比-0.2pct、整体基本稳定，今世缘 26Q2 销售费用率同比-5.1pct 主要因销售收入有所修复以及费用精细化。

③ **毛销差及归母净利率：**结构承压、费用投入延续下毛销差整体下行，盈利能力整体承压，表观归母净利率因基数差异等影响或导致边际变化表现有所失真。

图表 7：白酒企业及子板块毛利率、销售费用率、毛销差、归母净利率同比变化

酒企	毛利率yoy		销售费用率yoy		毛销差yoy		归母净利率yoy	
	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1	26Q2	26H1
贵州茅台	-1.1	-1.7	-0.2	-0.1	-1.0	-1.6	-0.8	-1.6
五粮液	1.0	2.4	16.3	7.4	-15.4	-4.9	9.1	11.1
泸州老窖	-4.1	-1.7	15.7	3.5	-19.7	-5.2	-17.5	-5.1
高端合计	-0.8	-1.1	2.2	2.0	-3.1	-3.1	-0.3	-0.1
山西汾酒	4.4	-1.3	9.7	2.5	-5.3	-3.8	-7.7	-4.9
水井坊	-9.7	-3.1	18.4	-0.9	-28.1	-2.2	-50.9	-7.6
舍得酒业	-8.8	-4.5	10.0	4.5	-18.7	-8.9	-19.4	-10.1
酒鬼酒	0.3	-2.0	-4.5	-3.8	4.8	1.8	0.7	0.7
次高端合计	2.4	-1.7	8.7	2.2	-6.3	-3.8	-9.4	-5.1
洋河股份	-7.1	-1.7	6.1	1.2	-13.2	-2.9	-12.4	-4.7
古井贡酒	7.0	0.5	17.6	5.0	-10.6	-4.6	-7.4	-5.0
今世缘	0.8	0.7	-5.1	-0.3	5.9	1.1	1.4	0.3
迎驾贡酒	2.9	0.4	1.6	1.5	1.3	-1.1	0.5	-1.8
区域名酒合计	-0.1	-0.4	5.7	1.8	-5.7	-2.2	-4.8	-3.1
口子窖	1.5	-5.7	7.1	3.8	-5.6	-9.5	-8.2	-9.6
老白干酒	-4.9	-4.5	-7.4	-6.5	2.5	2.0	-1.9	-0.5
金徽酒	-1.6	-3.1	0.5	-0.4	-2.1	-2.7	-8.6	-5.2
金种子酒	-4.0	6.2	37.9	0.9	-41.9	5.3	-90.6	-12.5
伊力特	0.7	2.2	22.8	4.1	-22.1	-1.8	-25.9	-3.9
全部合计	0.0	-0.5	3.1	1.4	-3.0	-1.9	-1.7	-0.7
剔除茅台	-1.1	-0.5	10.6	3.6	-11.6	-4.0	-7.4	-1.3

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

合同负债合计同比-13.6%，酒企务实出清、渠道囤货意愿较低。26Q2 行业整体/剔除茅台后合同负债余额为 320.2/288.4 亿元，分别同比-50.3/-27.0 亿元，合同负债余额明显收缩，其中：

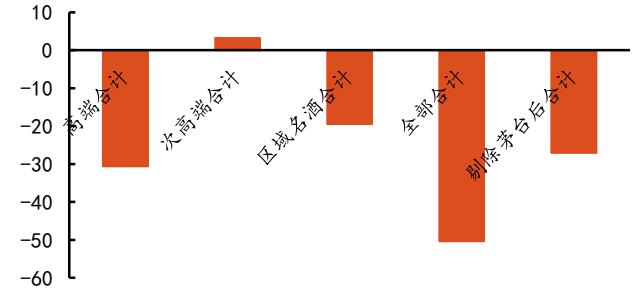
① 高端酒：茅台合同负债余额同比-23.3 亿元，主要因非标产品代售政策落地，合同负债同比下滑较多；老窖 26Q2 务实去库存、为渠道纾压，26Q2 合同负债同比下滑 10.9 亿元。

② 次高端：汾酒品牌及渠道力强，合同负债同比仍有提升；其余次高端产品持续去库存、渠道囤货意愿较低，合同负债前期已下滑至较低水位、同比变化不大。

③ 地产酒：今世缘及迎驾大单品周转表现较好、渠道配合意愿高，合同负债表现相对平稳；洋河及古井 Q2 继续去库存，合同负债分别同比-15.7/-5.9 亿元。

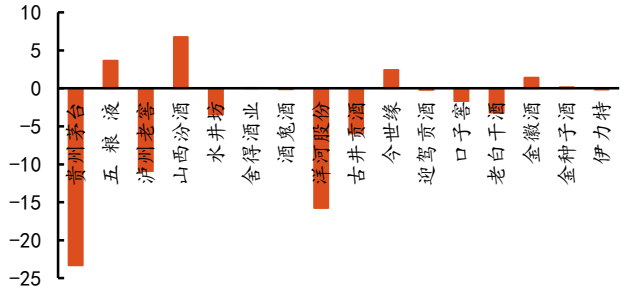
仅供内部参考，请勿外传！

图表 8：26Q2 板块整体及子板块合同负债同比变动（亿元）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：行业合计数据不包含顺鑫农业

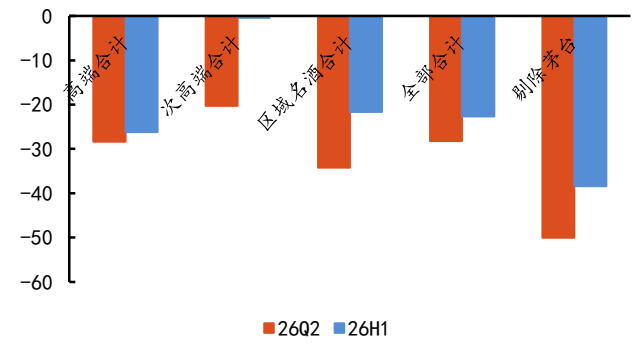
图表 9：26Q2 白酒企业合同负债同比变动（亿元）



资料来源：Choice 股票浏览器，东方财富证券研究所

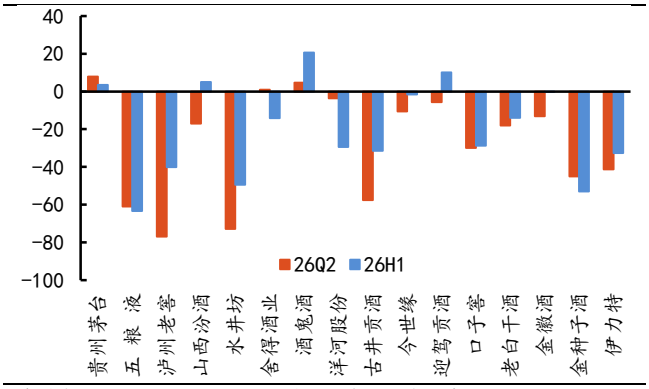
销售收现受回款节奏等影响有所承压。26Q2/26H1 板块销售收现分别同比-28.2%/-22.7%、下滑幅度高于营收降幅（26Q2/26H1 营收降幅分别为-17.4%/-6.5%），剔除茅台后 26Q2/26H1 销售收现分别同比-50.1%/-38.4%，多数企业销售收现表现承压。其中茅台因产品周转较好、渠道回款配合度高以及直销占比提升，26Q2/26H1 销售收现分别同比+7.9%/+3.5%。

图表 10：26Q2 及 26H1 板块整体及子板块销售收现同比变动（%）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：行业合计数据不包含顺鑫农业

图表 11：26Q2 及 26H1 白酒企业销售收现同比变动（%）

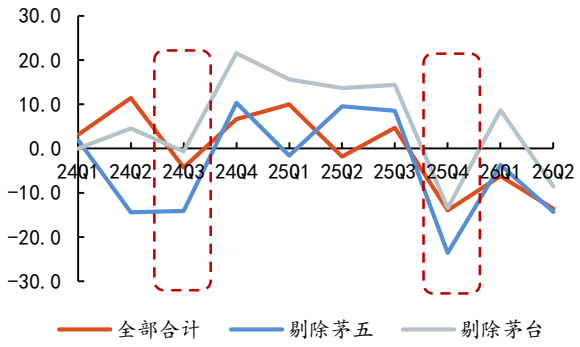


资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

回款及现金流调整节奏早、幅度深，报表底部或基本出现。行业整体合同负债 24Q3 出现同比下滑，25Q4-26Q2 连续三个季度同比下滑，板块整体营收自 25Q1 才开始调整；剔除茅台及五粮液后，板块单季度销售收现于 24Q2 开始下滑、24Q4 因部分酒企票据到期贴现较多同比有所增长，节奏上早于营收调整。剔除茅台后，25Q3-26Q2 单季度销售收现 yoy 分别为-44.9%、-40.8%、-30.4%、-50.1%，调整幅度高于营收降幅。**考虑到行业调整已经相对充分，且 26Q2 单季度降幅较 26Q1 再次扩大，酒企普遍放松回款任务、聚焦去库存，缓解渠道资金压力，26Q3 营收、利润及回款等报表指标多进入低基数区间，报表底部或基本出现。**

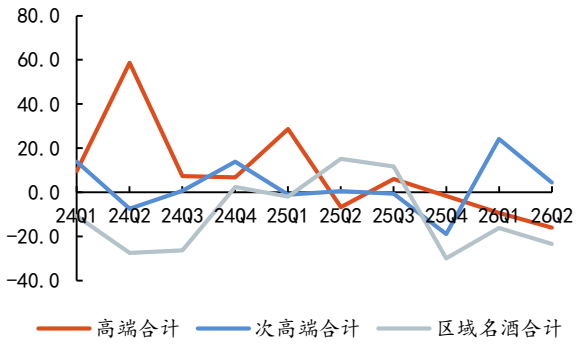
仅供内部参考，请勿外传！

图表 12：24Q1-26Q2 板块合同负债 yoy（%）



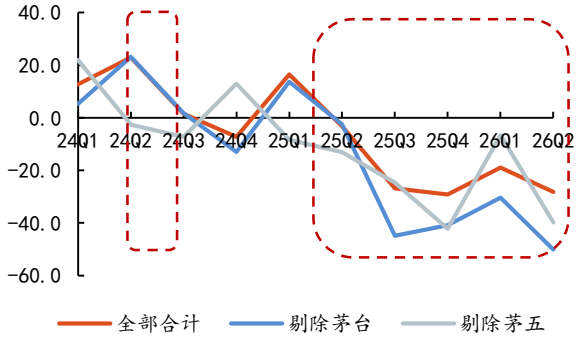
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：行业合计数据不包含顺鑫农业

图表 13：24Q1-26Q2 子板块合同负债 yoy（%）



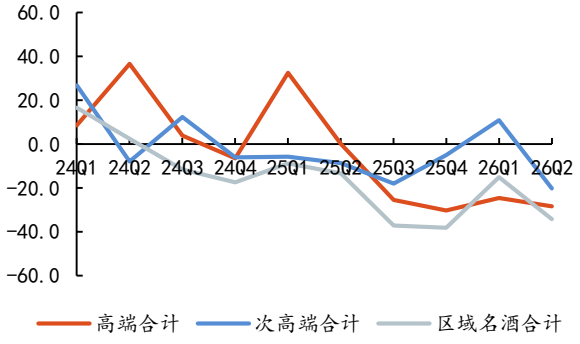
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 14：24Q1-26Q2 板块销售收现 yoy（%）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：行业合计数据不包含顺鑫农业

图表 15：24Q1-26Q2 子板块销售收现 yoy（%）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

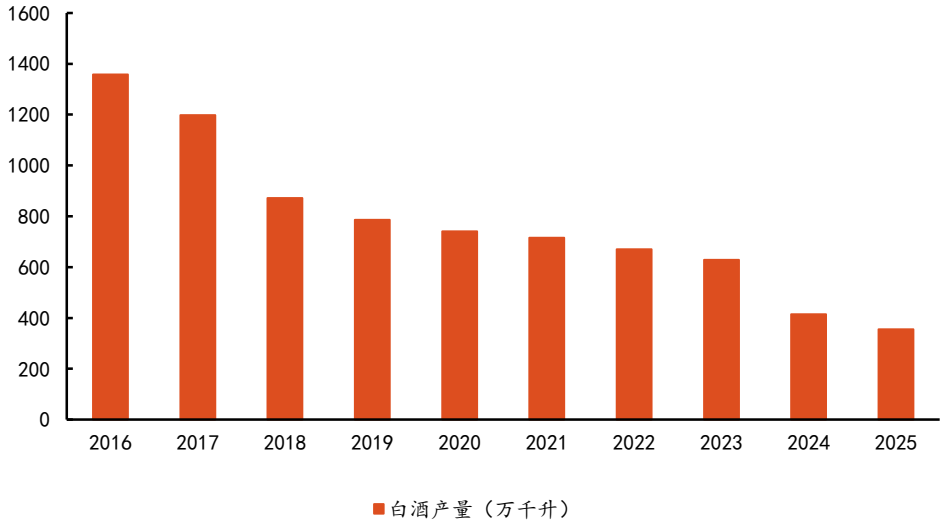
仅供内部参考，请勿外传！

2.展望：否极尚未泰来，把握结构性机会

2.1.产业现状：需求触底、价格磨底

需求底部基本确立，场景继续恶化的风险不大。2025 年全国白酒产量降至 354.9 万千升，较 2016 年高点的 1358.4 万千升累计下降约 74%。从细分场景来看，大众消费韧性较强、如宴席场景在没有极端的消费场景限制后开始修复；商务场景占比自 2018 年的 42%下降至 2025 年的 28%，政务场景当前占比已下降至不足 5%，场景的极端压制阶段或已经过去，政商务场景继续恶化的风险不大。

图表 16：2016-2025 年白酒产量走势

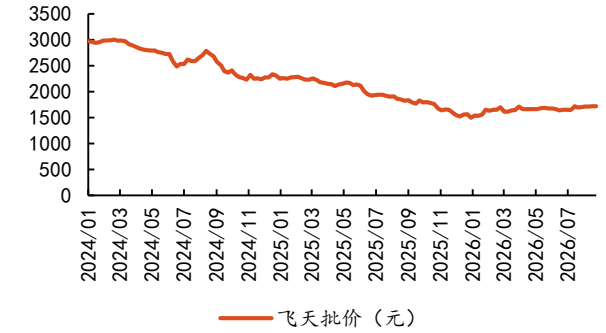


资料来源：长江酒道公众号，国家统计局，东方财富证券研究所

头部单品淡季挺价，行业价格下行空间收窄。飞天淡季多次小幅提价、淡季整体价格表现平稳；五粮液淡季收紧部分渠道投入政策、加强对低价出货和窜货的管理， 据百荣酒价公众号，8 月 30 日百荣市场普五批价为 790 元/瓶、较月初的 730 元/瓶上涨 60 元；高度国窖继续坚守品牌定位，延续控货挺价战略。行业调整阶段龙头淡季挺价、价格企稳回升，有利于重塑渠道经营预期、修复信心，同时也为行业托底、缓解价格下行压力。从地产数据表现来看，流动性带来的财富效应与白酒批价关联度较高，如 2015-2017 年酒类 CPI、飞天批价均与二手房价共同上涨，当前部分城市二手房价同比跌幅收窄，逐步开始企稳，预计白酒价格向下空间不大。

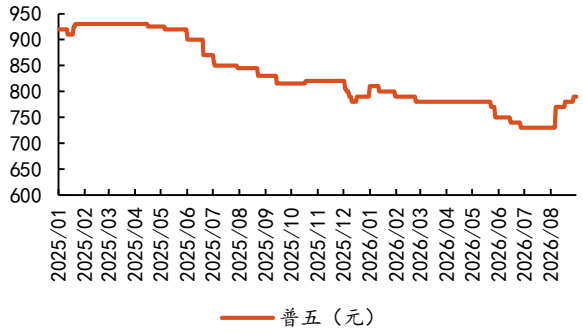
仅供内部参考，请勿外传！

图表 17：飞天批价走势（元）



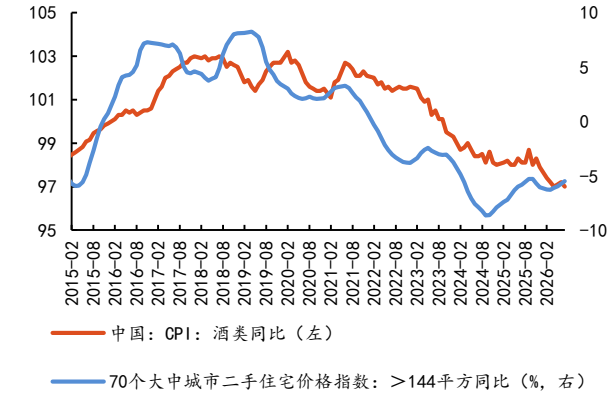
资料来源：今日酒价公众号，东方财富证券研究所

图表 18：普五批价走势（元）



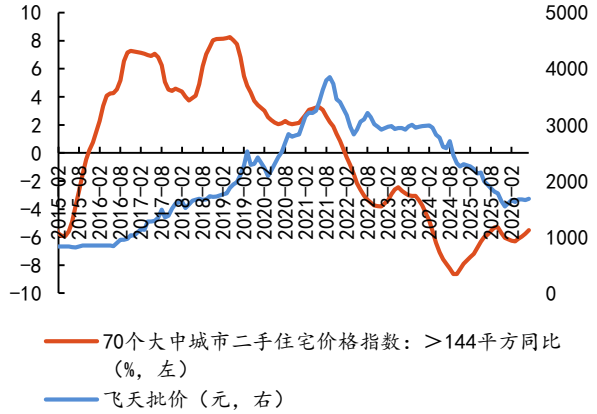
资料来源：百荣酒价公众号，东方财富证券研究所

图表 19：酒类 cpi 与二手房价同比走势



资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

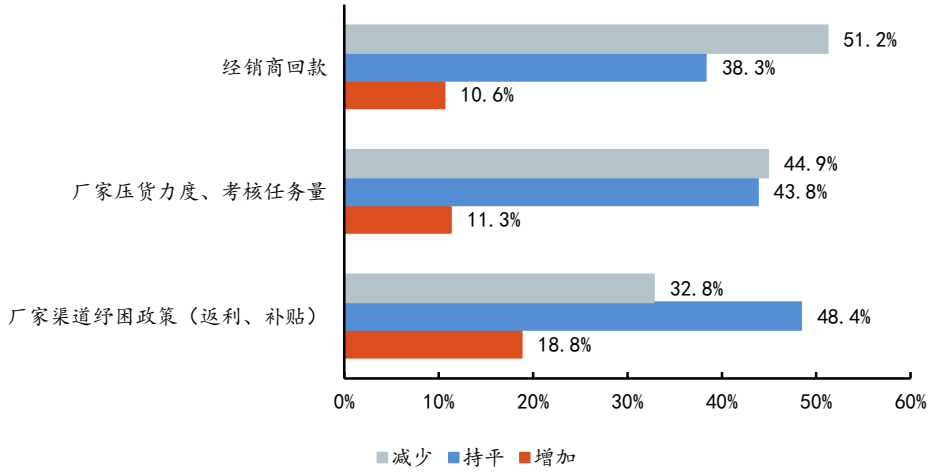
图表 20：飞天批价与二手房价同比走势



资料来源：今日酒价公众号，Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

渠道库存绝对水位有去化，动销仍是当下重点观察指标。供给端理性出清，渠道端打款囤货意愿下降，据《2026 白酒市场中期研究报告》，26 年上半年回款下降的经销商占比达 51.2%，多数酒厂放松回款要求。行业经历连续 4-6 个季度的出清、库存绝对值较高点已经有所改善，但因动销修复较慢、产品流速偏低，渠道链条尚未修复，动销的改善仍是当下核心观察指标。

图表 21：2026 年 1-6 月白酒企业部分经营指标同比变化情况



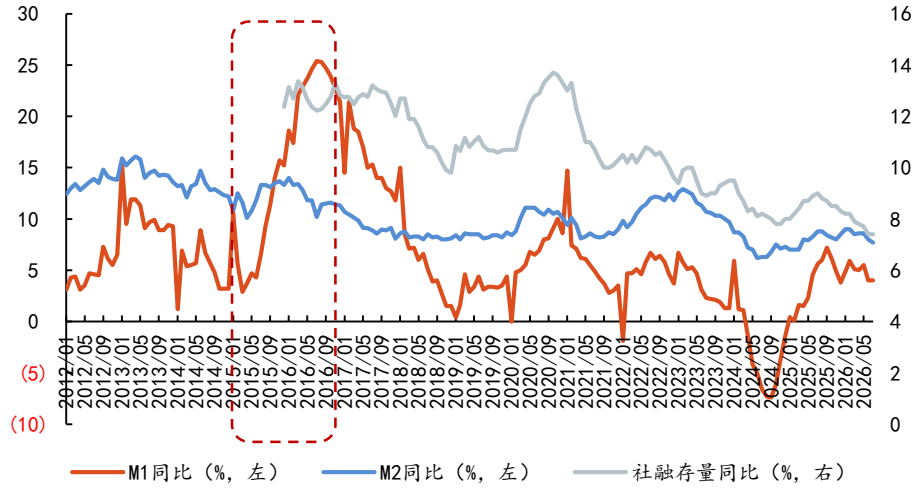
资料来源：数局公众号，中国酒业协会，《2026 白酒市场中期研究报告》，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.2.复盘 15-16 年行业复苏，需求向上需要宏观经济的拉动

棚改货币化带动流动性宽松，驱动白酒消费。2015-2016 年，为推进地产去库存，棚户区改造货币化加速。较之实物安置，货币化安置下政府给予改造区住户货币形式补偿（以购房券、政府代为购买及直接现金补偿为主），且补偿价格普遍高于当地市场房价（补偿比例约 1:1.3）。棚改货币化实现了定向流动性宽松，居民收入提升、房价上涨，流动性通过财富效应驱动白酒消费。

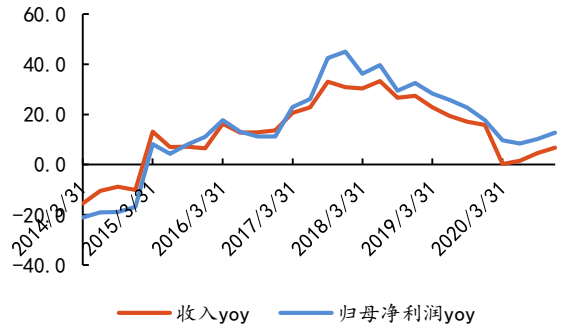
图表 22：M1、M2、社会融资规模存量同比（%）



资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

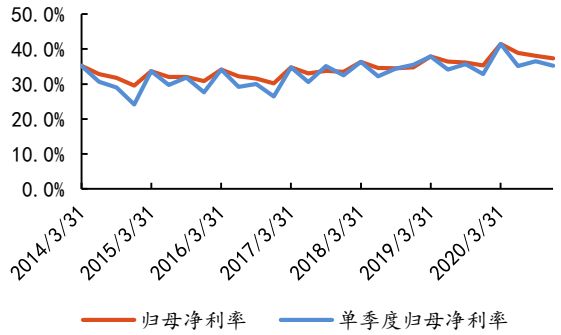
2015-2017 年，流动性驱动下，白酒板块加速上行。期内白酒板块收入趋势性上行，2015-2017 年 yoy 分别+6.5%/+13.6%/+30.8%；伴随需求回暖，白酒板块盈利能力也持续改善，单季度归母净利率由 2014Q4 的 24.1%提升至 2017Q3 的 35.2%；白酒板块期内预收款、现金流均有大幅提振，2016Q2 板块单季度经营净现金流 yoy+182.9%。

图表 23：白酒板块累计收入及归母净利润 yoy（%）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：数据为各期累计增速，不含顺鑫农业

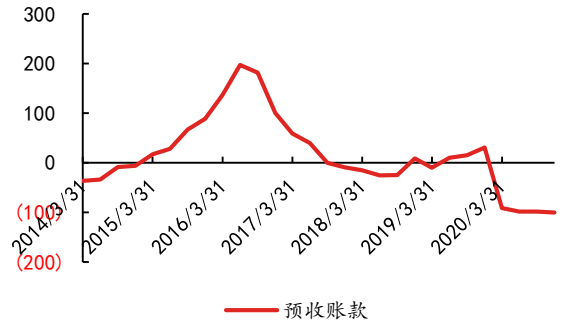
图表 24：白酒板块单季度与累计归母净利率（%）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：数据为各期累计增速，不含顺鑫农业

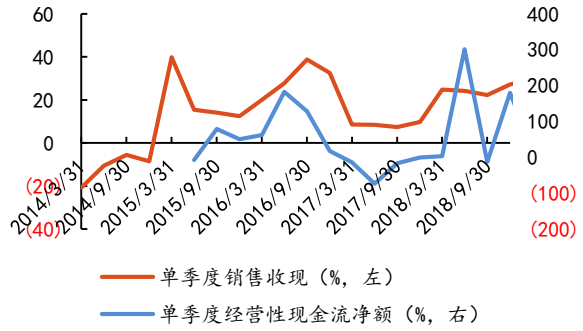
仅供内部参考，请勿外传！

图表 25：白酒板块预收账款 yoy（%）



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：不含顺鑫农业

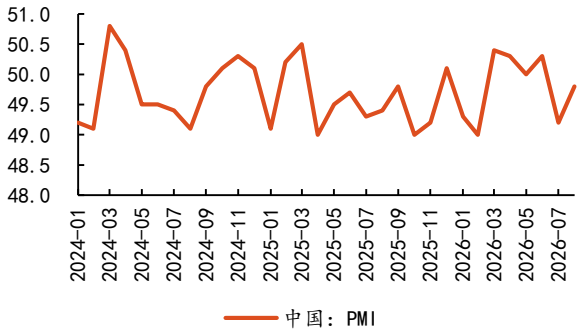
图表 26：白酒板块销售收现及经营性现金流净额 yoy



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所
注：不含顺鑫农业

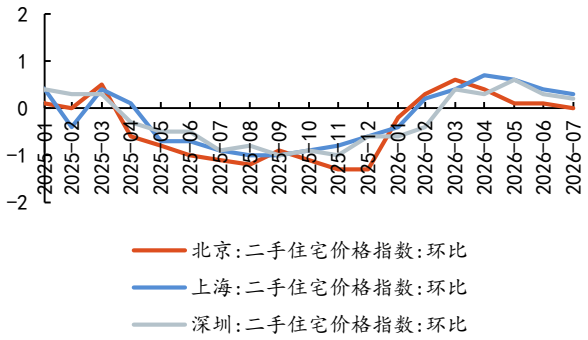
经济活跃度仍待改善，板块向上的拉力偏弱。7 月、8 月制造业 PMI 分别为 49.2%、49.8%，企业经营活动扩张偏弱、经济活跃度偏低导致商务需求修复较慢。地产市场仅核心城市出现局部改善，2026 年上半年北京、上海二手房网签量分别同比+5.6%/+13.3%，北京、上海二手房价格自 2 月以来环比回升；1-7 月全国商品房销售面积/销售额累计同比分别-11.8%/-13.1%。当前整体经济活跃度偏低、地产链景气度修复仍需扩散，白酒板块以产业供给端去库存出清为主，向上的拉力偏弱。

图表 27：制造业 PMI 走势（%）



资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

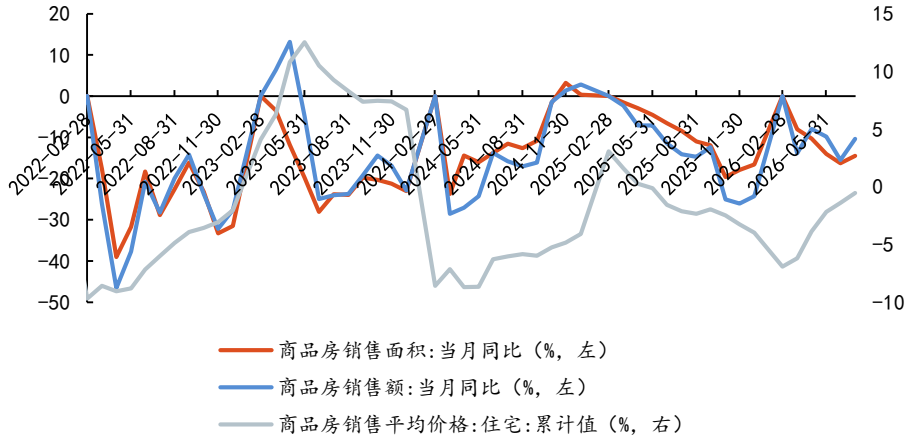
图表 28：北京、上海、深圳二手房价格环比（%）



资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 29：全国商品房销售面积、销售额、销售均价同比（%）



资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

2.3.关注行业结构性机会，综合竞争力是企业胜负手

上一轮部分酒企在调整期依托扎实的基本盘、优秀的品牌力、积极的渠道及量价策略调整等先后实现修复。本轮调整期酒企通过数字化赋能、更全面的产品线、积极创新渠道模式等方式来提高下行周期的抗风险能力；同时部分酒企品牌势能持续向上、厂商关系维护得当，在调整期积极提升经营质量。

综合竞争力是酒企本轮竞争胜负手。行业缩量竞争下，重点关注供给端的变化，如茅台、汾酒经营能力仍在持续提升、强品牌拉力下依托以价换量或产品矩阵的调节仍能实现份额扩张；老窖中档价位带产品较全，较早的数字化建设也为公司持续改善渠道健康度持续赋能；地产酒品牌产品及市场基础扎实，今世缘及迎驾较早走出拐点，金徽逆势高端化，古井集中出清以释放压力，地产酒高效的组织团队依旧是带领公司穿越周期的重要力量；酒鬼酒、珍酒等积极探索新兴渠道及创新模式，在行业下行期积极挖掘潜在的成长机会。

仅供内部参考，请勿外传！

3.投资策略：配置可领先，继续聚焦拐点

行业调整接近尾声。需求端：分场景看，以宴席、节日聚饮等为主的大众需求相对刚性、在消费场景复苏后该部分需求已逐步恢复；商务活动的复苏预计需要更长时间，整体来看需求端虽整体偏弱但极致压缩阶段已经渡过。**供给端：**多数酒企 2025Q2 以来主动调整、释放压力，进入淡季酒企也普遍以维护市场秩序、挺价为主，供给端整体更加理性。**价格端：**飞天价格企稳向上，动销的改善及酒企淡季提价对于飞天批价底形成强支撑，在茅台价格稳定后、其他产品也开始寻找价格与动销的平衡。**我们认为价格及动销依旧是当下判断拐点的核心指标，**部分酒企报表端或因同期低基数及消费场景改善，自 26Q2 开始迎来修复、26H2 低基数下预计更多企业会陆续进入报表端的拐点；当下即将进入中秋国庆双节旺季，而动销改善后主要产品价格才会开始逐步稳定。

行业基本触底，配置可更加积极。板块处于底部区间，居民消费需求韧性强，具有强根据地市场及强品牌势能的酒企有望受益，部分酒企出清较早已经走出拐点，同时部分酒企因调整较晚仍在集中出清、释放压力，**建议关注大本营市场竞争力强、仍有望逆势升级的地产名酒**，建议关注已经走出拐点的今世缘、金徽酒、迎驾贡酒，以及集中出清释放压力后轻装上阵的古井贡酒；同时建议关注品牌力强、渠道势能突出的高端酒及部分次高端名酒，如贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、五粮液等；以及积极通过模式创新、主动与渠道分享利润以及出清后有望反转或存在渠道扩张等差异化成长机会的企业，建议关注珍酒李渡、酒鬼酒、舍得酒业等。

4.风险提示

刺激政策落地不达预期。若刺激政策落地不及预期，可能导致消费复苏慢于预期，进而影响行业需求及公司经营情况。

产业政策风险。白酒行业受产业政策、税收政策等影响较大，若行业相关政策变化，可能对会对行业需求、企业经营情况造成影响。

行业竞争格局恶化。若行业竞争加剧可能会影响市场环境，进而影响公司经营活动和盈利能力。

批价修复不及预期。白酒批价受消费需求、企业供给、线上渠道等多因素影响，若批价修复不及预期，可能会影响渠道情绪及经营情况，同时影响企业经营状况。



仅供内部参考，请勿外传！

分析师申明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，报告清晰准确地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。

投资评级说明

报告中所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为以报告发布日后的 3-12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅介于 15%～5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上。

免责声明

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。
本报告由本公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告信息均来源于公开资料或本公司认为可靠的资料，但本公司对该等信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映报告出具日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。
本报告所载的盈利预测、评级、估值等观点，均基于特定的假设和前提条件，不构成所述证券买卖的出价或征价，亦不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户需充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
在法律允许的情况下，本公司或其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争取提供投资银行、财务顾问等服务。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。