下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

大众白酒韧性强，啤酒结构升级持续

——26Q2酒水板块业绩综述

行业评级：看好

2026年9月20日

分析师：
姓名 张潇倩
邮箱 zhangxiaoqian01@stocke.com.cn
执业证书编号 S1230526010001

分析师：
姓名 何宇航
邮箱 heyuhang@stocke.com.cn
执业证书编号 S1230526050002

下载日志已记录，仅供内部参考

摘要

白酒：大众价位动销居前，市占率提升为主线

财务分析：26Q2白酒板块收入降幅环比略扩大/同比仍承压，主因：26Q2淡季白酒动销偏弱、酒企去库存力度较大（大多酒企动销优于报表），预计26Q2为板块业绩底，26Q3低基数下或迎拐点边际向上。具体看：

①收入/利润端：26Q2白酒板块营业收入/归母净利润分别约644.8亿元 / 210. 6亿元（-17.1% / -21.4%），收入与利润降幅均较Q1明显扩大，今世缘/迎驾贡酒表现居前（顺应100-300元价位带扩容趋势）。

②费用率端：26Q2板块费用率被动提升（特别是次高端），其中今世缘/酒鬼费用率表现相对优秀。

③毛利率/净利率：26Q2板块毛利率/净利率均同比平稳，主因收入占比较高的高端酒表现稳健，区域酒中，今世缘/迎驾盈利端优秀。

④预收款看：26Q2行业合同负债同比/环比下降，但率先走出调整期的部分公司预收亦表现积极（今世缘/金徽酒/五粮液/山西汾酒等预收同比为正）。

行业趋势：26Q2终端动销仍弱，百元价位带扩容&结构升级（细分β），核心单品多仍表现优秀（市占率提升逻辑）

①大众价位表现相对居前：100-300元价位带扩容&内部结构升级驱动大众价位核心单品表现优秀；次高端仍承压；高端整体量仍承压&核心单品市占率提高（飞天/八代等量增）。

②市占率提升仍为核心增长驱动力：虽酒企当前以去库存为主（动销普遍好于报表），但对于大众价位带酒企，仍保持一定库存水平挤占终端市场份额，从而推动市占率提升；对于高端酒，则依靠“批价高性价比”&“产品高质价比”实现市场份额抢占（飞天/八代Q2底批价分别1620/750元左右），因此即使26Q2行业动销低基数下没有明显同比增长，但仍有较多公司实现业绩稳健增长。

啤酒：高端化趋势延续&成本红利小幅体现，板块利润率处上行通道

①收入/利润端：26Q2SW啤酒板块营收/归母净利润为210.2/41.5亿元（-2.6%/+3.5%）。26Q2啤酒受天气不利影响&竞争加剧影响，收入同比下滑，同时由于高端化趋势延续&成本红利小幅体现，利润实现小幅增长。具体看，珠江啤酒/燕京啤酒/惠泉啤酒26Q2收入/利润均正增。

②费用率：26Q2SW啤酒板块期间费用率/销售费用率为14.11%/10.10%，同比-0.16/-0.26pct。26Q2期间费用率/销售费用率略有下降。具体看，26Q2重庆啤酒/惠泉啤酒销售费用率同比增长1pct以上。

③**利润率：**26Q2SW啤酒板块毛利率和净利率为49.54%/22.18%，同比+1.42/+1.04pct。受益于高端化趋势延续&成本红利小幅体现，26Q2利润率有所增加。具体来看，26Q2惠泉啤酒/燕京啤酒/青岛啤酒毛利率同比增长超过1pct，燕京啤酒/惠泉啤酒净利率同比增长超过1pct。

④量价拆分：量：由于不利天气扰动&竞争加剧，部分啤酒企业销量承压，中高端产品为销量增长主力，燕京啤酒U8仍表现亮眼(Q2预计30%+增幅)。价：由于中高端产品销量增加，大部分企业吨价均有增长，高端化进程持续推进。

⑤渠道：26H1由于不利天气因素，传统渠道（餐饮等）承压，非现饮渠道（新兴渠道等）快速发展，即时零售等渠道取得高增。

投资建议：

白酒：资金切换/动销-批价走势（eps）为板块核心驱动力，在“均衡配置”方向下，我们认为：① 区域酒（大众价位）动销具边际变化优势，继续看好其弹性表现（双节催化）；② 贵州茅台强α势能持续释放，Q2基本面压力最大时间点已过，均衡配置条线首推。

啤酒：短期看，由于雨水天气扰动+竞争加剧，预计H2表现与H1相当。中长期看，随着后续促消费政策落地以及政策边际变化，进而带动啤酒销量、升级速度修复。后续关注餐饮及啤酒修复。推荐燕京啤酒，建议关注青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒。

风险提示：产业政策风险、终端需求恢复不及预期、消费升级不及预期、市场需求变化风险、行业竞争加剧、食品安全风险等。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

CONTENTS

01 板块综述

02 大众价位动销居前，市占率提升为主线

03 高端化趋势延续&成本红利小幅体现，板块利润率有所提升

04 投资建议

05 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

01 板块综述

下载日志已记录，仅供内部参考

1 白酒/啤酒所处位置：白酒仍处调整期，啤酒盈利端表现较优

26Q2食饮板块收入/利润增速分别-4.8%/-18.7%，毛利率/净利率分别同比变动-0.04/-1.9pct至46.3%/15.6%，销售费用率同比+1.3pct至13.2%，占比较高的白酒因业绩仍处调整期拖累明显；啤酒板块则因结构升级+成本红利延续，盈利端表现积极。

一、同比看（SW三级分类-A股）：白酒业绩仍同比下降，啤酒盈利端小幅增长。

①26Q2收入增速排序：软饮料（+12.1%） > 调味品（+8.8%）> 预加工食品（+6.0%）> 熟食（+5.6%）> 其他酒类（+3.6%）> 烘焙食品（+1.9%）>乳品（+1.9%） >零食（基本持平），其他子赛道收入增速均下滑；

②26Q2利润增速排序：保健品（+27.5%）> 其他酒类（+20.5%）> 软饮料（+9.9%）> 调味品（+8.0%）> 啤酒（+3.5%），其他子赛道利润增速均下滑。

③26Q2销售费用率看：白酒+3.0pct拉高板块，乳品/啤酒/调味品/预加工/烘焙/熟食均同比下降，费用管控得当。

二、环比看：26Q2白酒增速降幅环比扩大；啤酒板块利润增速放缓，收入增速转负。

图：2026Q2SW食品饮料板块财务情况

以下数据均为wind申万三级板块数据	26H1收入（亿元）	26Q2收入（亿元）	26H1收入yoy（%）	26Q2收入yoy（%）	26H1归母净利润（亿元）	26Q2归母净利润（亿元）	26H1利润yoy（%）	26Q2利润yoy（%）	26H1毛利率（%）	26Q2毛利率（%）	26H1毛利率同比变动（pct）	26Q2毛利率同比变动幅度（pct）	26H1净利率（%）	26Q2净利率（%）	26H1净利率同比变动（pct）	26Q2净利率同比变动幅度（pct）	26H1销售费用率	同比变动	26Q2销售费用率	同比变动
SW软饮料	225.43	100.61	17.44	12.07	42.88	16.96	21.18	9.91	43.48	42.96	1.75	1.30	19.12	17.00	0.59	-0.34	15.63	-0.05	17.06	0.30
SW调味发酵品Ⅲ	394.69	183.21	11.62	8.78	72.02	29.85	13.65	8.02	36.93	35.73	0.94	0.23	18.43	16.50	0.30	-0.09	8.48	-0.31	9.01	-0.40
SW预加工食品	221.54	108.67	11.86	6.02	15.76	6.44	7.37	-13.27	22.29	21.19	-0.25	-0.92	6.84	5.56	-0.61	-1.74	7.88	-0.14	7.37	-0.17
SW熟食	54.03	29.20	2.41	5.57	2.88	0.88	-19.30	-50.50	24.92	23.95	-3.23	-3.68	5.36	3.08	-1.27	-3.21	8.08	-0.96	8.05	-0.91
SW其他酒类	56.56	24.90	5.68	3.59	7.93	2.55	12.97	20.45	56.13	56.80	0.47	1.13	14.07	10.24	0.88	1.40	23.40	1.69	28.58	3.09
SW烘焙食品	113.33	56.25	2.78	1.90	4.02	1.74	-32.36	-36.94	29.87	29.10	-0.24	-0.99	3.76	3.26	-1.73	-1.79	16.18	0.37	15.88	-0.11
SW乳品	996.90	472.43	3.41	1.88	71.21	11.44	-14.48	-61.51	31.79	30.36	0.08	-0.09	6.91	1.91	-1.77	-4.44	16.14	-0.52	16.79	-0.86
SW零食	221.98	84.38	8.84	-0.12	19.30	-1.23	161.40	-323.18	27.12	26.34	8.57	8.68	8.66	-1.50	4.90	-4.19	15.20	5.32	15.87	6.55
SW啤酒	413.66	210.18	-0.88	-2.62	68.34	41.53	4.52	3.51	47.39	49.54	1.55	1.42	19.12	22.18	0.76	1.04	11.55	-0.24	10.10	-0.26
SW保健品	110.42	55.53	-1.78	-4.37	12.57	7.27	-4.42	27.52	45.81	47.23	1.62	4.28	12.15	14.72	0.85	5.49	21.94	2.35	23.93	3.23
SW肉制品	507.88	247.35	-3.51	-5.59	18.69	7.49	-22.75	-35.34	13.80	13.97	0.66	1.47	3.74	3.24	-0.79	-0.74	3.65	0.52	3.64	0.56
SW白酒Ⅲ	1963.19	644.91	-6.74	-17.11	731.00	210.48	-8.35	-21.44	81.76	81.76	-0.42	-0.28	38.19	33.57	-0.61	-1.74	11.36	1.38	14.87	2.98
SW食品饮料	5279.61	2217.63	-0.18	-4.81	1066.61	335.40	-4.85	-18.74	50.59	46.31	0.62	-0.04	20.75	15.59	-0.31	-1.94	11.94	0.86	13.18	1.27

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：文中白酒板块指贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、古井贡酒、今世缘、口子窖、迎驾贡酒、顺鑫农业、金徽酒、老白干酒、伊力特、金种子酒、天佑德酒18家酒企业，其中高端酒为贵州茅台、五粮液、泸州老窖，次高端酒为山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊，区域龙头为洋河股份、古井贡酒、今世缘、口子窖、迎驾贡酒，三四线酒为顺鑫农业、金徽酒、老白干酒、伊力特、金种子酒、天佑德酒。

下载日志已记录，仅供内部参考

02 白酒

大众价位动销居前，市占率提升为主线

下载日志已记录，仅供内部参考

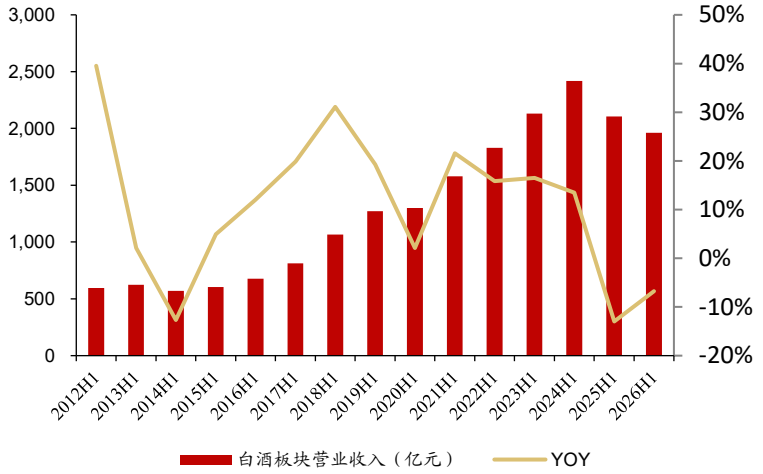
2.1 营业收入：26Q2业绩降幅环比扩大，高端酒表现居前

降幅环比扩大，高端酒表现居前，区域酒分化。2026H1白酒行业营业收入同比-6.74%至1962.70亿元；2026Q2白酒行业营业收入同比-17.12%至644.75亿元，主因监管趋严+动销同比仍相对弱（大众价位带稳定），酒企普遍加大出清库存力度，动销普遍优于回款/业绩。其中2026Q2高端酒同比-14.33%，主要系五粮液和泸州老窖拖累，区域酒内部分化明显（今世缘/迎驾增速居前；洋河/古井仍有压力）。不同价位带增速分化明显。分档次看：

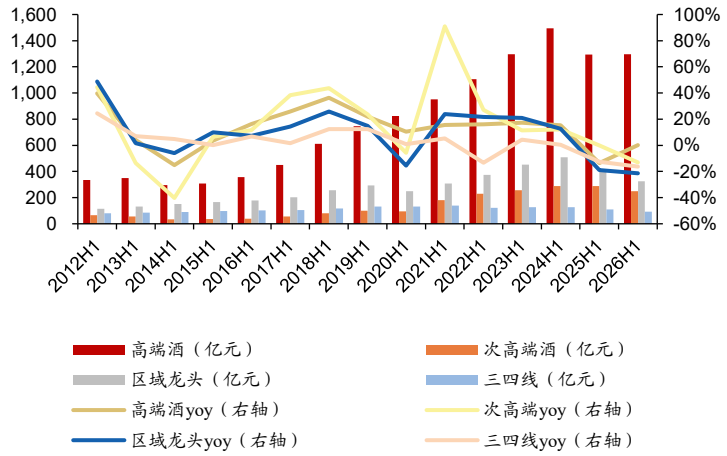
1）2026H1收入同比变动幅度：高端酒（+0.18%）> 次高端酒（-13.16%）> 三四线（-16.28%）> 区域龙头（-21.40%）；

2）2026Q2收入同比变动幅度：高端酒（-14.33%）> 三四线（-16.72%）> 次高端（-20.57%）> 区域龙头（-26.61%）。

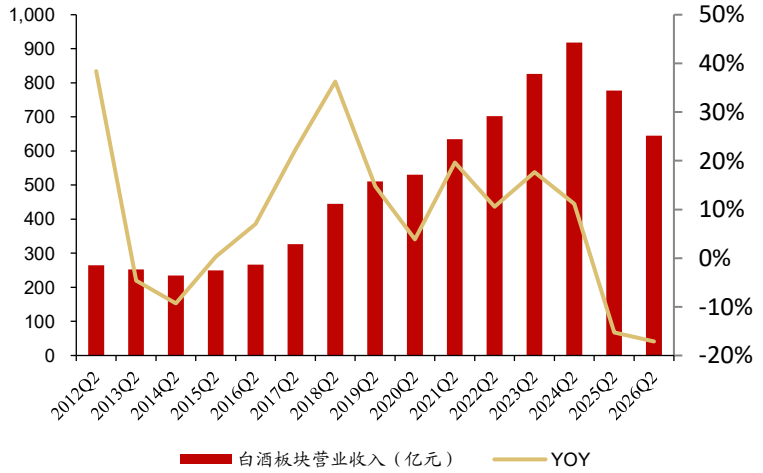
图表：2026H1白酒行业营业收入同比增速为-6.74%



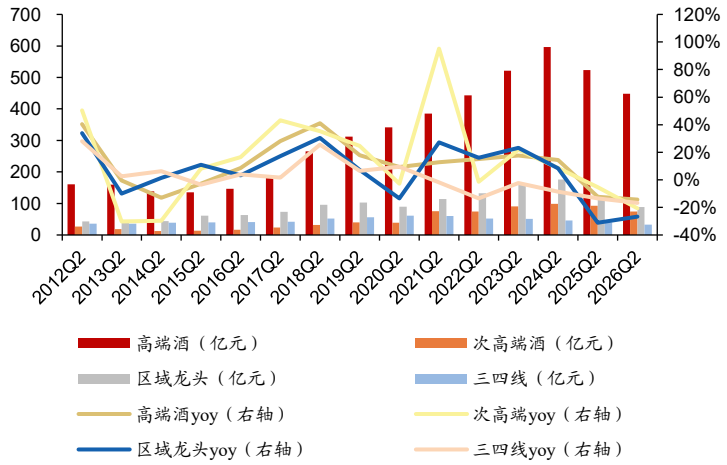
图表：2026H1高端营业收入增速最快，为+0.18%



图表：2026Q2白酒行业营业收入同比增速为-17.12%



图表：2026Q2高端酒同比降幅最低，为-14.33%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 盈利端：行业整体盈利端表现略承压，高端表现居前

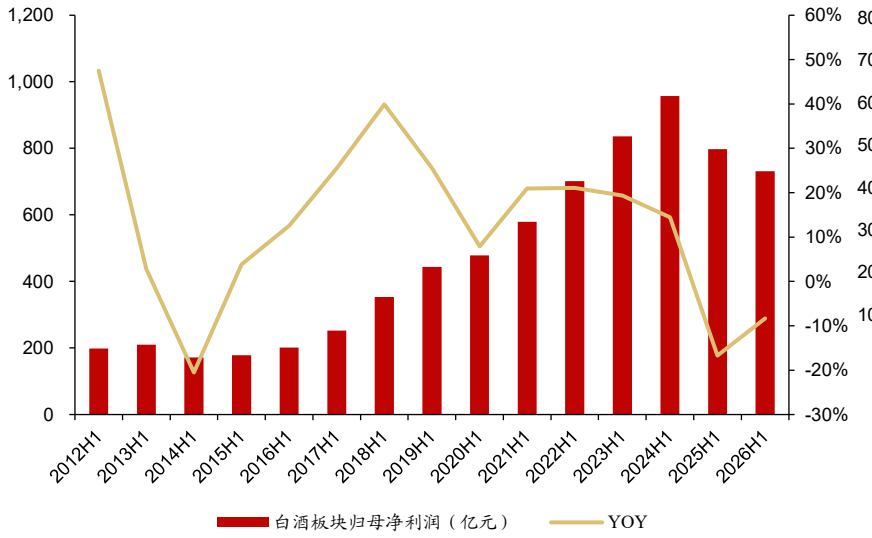
行业盈利略承压，高端表现居前。2026H1白酒行业归母净利润同比-8.33%至731.17亿元；2026Q2白酒行业归母净利润为210.60亿元，同比-21.42%。具体档次看：

1）2026H1归母净利润同比变动幅度：高端酒（-0.14%）>次高端（-27.28%）> 区域龙头（-30.67%）> 三四线（-41.80%）；

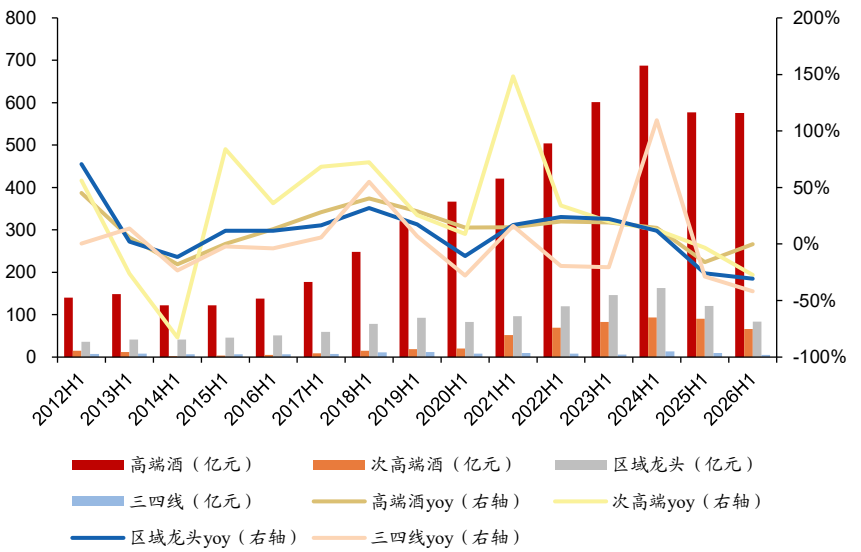
2）2026Q2归母净利润同比变动幅度：高端酒（-14.83%）> 区域龙头（-41.48%）> 次高端（-58.19%）> 三四线（-186.93%）。

26Q2高端酒整体仍相对居前（茅台/五粮液收入端小幅下滑，老窖收入/利润均下滑幅度大），区域酒分化明显（收入占比较大的洋河/古井拖累，今世缘/金徽酒/迎驾优秀），次高端承压（汾酒下滑明显，其他酒企利润普遍转负）。

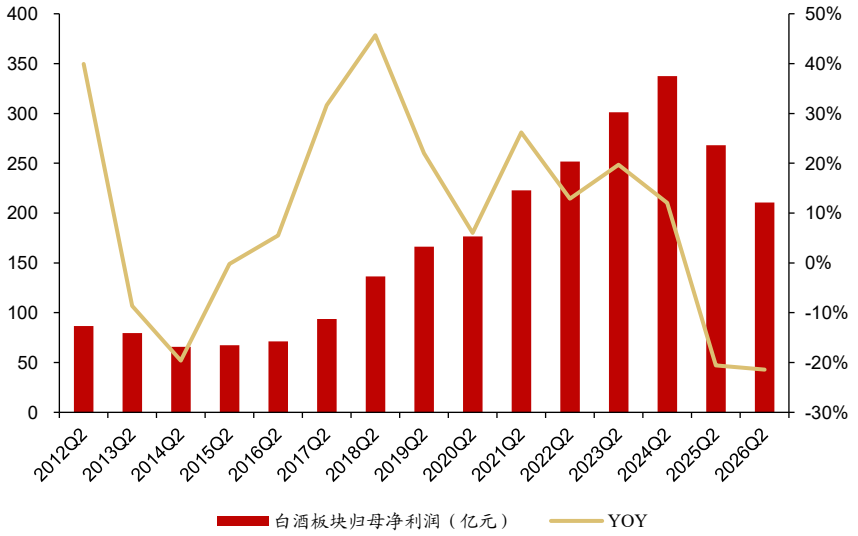
图表：2026H1白酒行业归母净利润同比增速为-8.33%



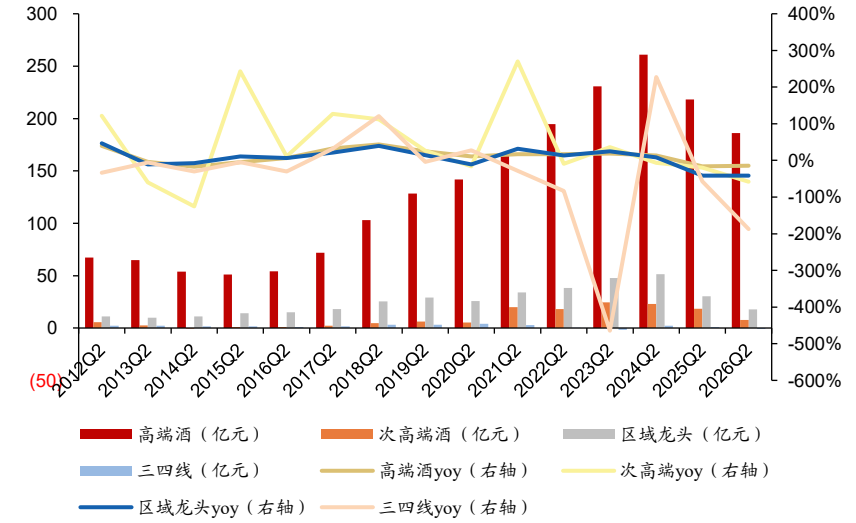
图表：2026H1高端酒归母净利润同比增速降幅最低为-0.14%



图表：2026Q2白酒行业归母净利润同比增速为-21.42%



图表：2026Q2高端酒归母净利润同比增速降幅最低，为-14.83%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 利润率：26Q2板块毛利率相对稳健，归母净利率回落

2026H1白酒板块销售毛利率/归母净利率分别为81.77%/36.96%（同比-0.43/-0.64pct）；2026Q2销售毛利率/归母净利率分别为81.77%/32.27%（同比-0.29/-1.80pct）。26Q2板块毛利率相对稳健，归母净利率回落（主因收入规模下降，被动推高费用率）。

2026H1：销售毛利率同比变动幅度：区域龙头（-0.75pct)>三四线（-0.92pct)>高端酒（-1.14pct)>次高端（-1.65pct)）；归母净利率同比变动幅度：高端酒（-0.10pct)>三四线（-2.57pct)>区域龙头（-3.45pct)>次高端（-5.13pct)。

2026Q2：销售毛利率同比变动幅度：次高端（+2.37pct)>区域龙头（-0.01pct)>高端酒（-0.87pct)>三四线（-5.10pct)）；归母净利率同比变动幅度：高端酒（-0.28pct)>三四线（-4.72pct)>区域龙头（-5.05pct)>次高端（-9.38pct)。

图表：2026H1/2026Q2主要酒企毛利率/净利率一览

	2026H1		2026Q2		2026H1		2026Q2	
酒企	毛利率（%）	yoy	毛利率（%）	yoy	归母净利率（%）	yoy	归母净利率（%）	yoy
贵州茅台	89.56	-1.74	89.26	-1.16	48.24	-1.60	45.97	-0.82
五粮液	80.29	2.43	75.63	0.97	30.80	11.13	12.37	9.14
泸州老窖	85.35	-1.74	83.80	-4.06	41.44	-5.14	25.78	-17.45
山西汾酒	75.40	-1.25	76.26	4.38	30.60	-4.89	17.26	-7.70
舍得酒业	61.24	-4.47	51.84	-8.76	6.35	-10.06	-10.73	-19.36
酒鬼酒	66.58	-2.00	65.51	0.31	2.32	0.73	-9.81	0.67
水井坊	76.13	-3.12	64.76	-9.66	-0.58	-7.61	-66.66	-50.91
洋河股份	73.35	-1.67	66.19	-7.13	24.68	-4.67	6.59	-12.36
古井贡酒	80.33	0.46	87.22	6.98	21.36	-5.02	20.76	-7.37
今世缘	74.14	0.74	73.62	0.81	32.35	0.28	32.97	1.40
口子窖	67.35	-5.71	66.73	1.55	18.69	-9.56	6.27	-8.24
迎驾贡酒	74.06	0.45	71.19	2.86	34.01	-1.75	27.59	0.48
顺鑫农业	32.98	-1.38	25.05	-3.33	1.06	-2.70	-5.41	2.79
金徽酒	62.57	-3.07	62.09	-1.58	11.79	-5.16	1.31	-8.59
老白干酒	63.45	-4.52	62.54	-4.87	12.44	-0.49	10.88	-1.94
伊力特	51.53	2.23	51.53	0.69	11.27	-3.92	-19.17	-25.86
金种子酒	49.08	6.20	40.72	-4.03	-27.47	-12.54	-108.39	-90.65
天佑德酒	60.14	1.48	56.24	0.89	1.82	-5.82	-22.57	-15.94
高端酒	87.18	-1.14	87.26	-0.87	43.92	-0.10	40.78	-0.28
次高端	73.95	-1.65	72.88	2.37	26.42	-5.13	10.43	-9.38
区域龙头	75.40	-0.75	74.98	-0.01	25.79	-3.45	19.88	-5.05
三四线	49.25	-0.92	45.77	-5.10	5.87	-2.57	-2.41	-4.72
白酒板块	81.76	-0.43	81.77	-0.29	36.96	-0.64	32.27	-1.80

资料来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 产品结构：价位分化，中低价位产品表现优秀

图表：主要酒企产品结构变化情况一览

公司	分产品	26H1收入（亿元）	yoy	26H1占比	比重变动（pct）	26Q2收入（亿元）	yoy	26Q2占比	比重变动（pct）
贵州茅台	茅台酒	777.24	2.82%	85.73%	1.14	317.20	-0.98%	86.26%	3.64
	其他系列酒	129.34	-6.02%	14.27%	-1.14	50.53	-25.04%	13.74%	-3.64
五粮液	五粮液产品	236.32	-42.36%	87.96%	4.49				
	其他酒产品	32.35	-60.17%	12.04%	-4.49				
泸州老窖	中高档酒类	92.00	-38.86%	88.37%	-3.40				
	其他酒类	12.11	-10.30%	11.63%	3.40				
山西汾酒	中高价酒类	206.20	-11.84%	98.50%	0.53				
	其他酒类	3.145	-35.08%	1.50%	-0.53				
水井坊	高档产品	9.99	-23.45%	95.42%	1.67	2.45	-46.04%	93.51%	1.24
	中档产品	0.48	-44.83%	4.58%	-1.67	0.17	-55.26%	6.49%	-1.24
酒鬼酒	内参系列	0.84	-24.32%	16.00%	-3.86				
	酒鬼系列	3.36	15.86%	64.00%	12.12				
	湘泉系列	0.24	-25.00%	4.57%	-1.15				
	其他系列	0.81	-35.71%	15.43%	-7.11				
舍得酒业	中高档酒	15.39	-22.00%	75.55%	-6.04	4.85	-34.37%	70.49%	-5.22
	普通酒	4.98	11.91%	24.45%	6.04	2.03	-14.35%	29.51%	5.22
古井贡酒	年份原浆	79.65	-27.32%	79.68%	-0.66				
	古井贡酒	10.52	-11.15%	10.52%	1.84				
	黄鹤楼及其他	9.79	-34.60%	9.79%	-1.18				
迎驾贡酒	中高档酒	27.48	8.32%	85.00%	0.12	8.76	7.22%	79.93%	0.37
	普通白酒	4.85	7.30%	15.00%	-0.12	2.2	4.76%	20.07%	-0.37
口子窖	高档白酒	18.02	-24.44%	94.44%	-1.53	5.13	-21.92%	92.60%	-1.66
	中档白酒	0.34	6.25%	1.78%	0.49	0.15	36.36%	2.71%	1.13
	低档白酒	0.72	5.88%	3.77%	1.04	0.26	-10.34%	4.69%	0.53
今世缘	特 A+类	37.43	-13.18%	59.02%	-3.62	12.98	13.66%	62.60%	-0.80
	特 A 类	23.07	3.36%	36.38%	3.94	6.83	17.35%	32.94%	0.63
	A 类	1.82	-21.55%	2.87%	-0.50	0.57	18.75%	2.75%	0.08
	B 类	0.77	0.00%	1.21%	0.10	0.24	20.00%	1.16%	0.05
	C、D 类	0.30	11.11%	0.47%	0.08	0.10	25.00%	0.48%	0.04
洋河股份	中高档酒	90.78	-28.36%	87.92%	0.61				
	普通酒	12.47	-32.27%	12.08%	-0.61				
老白干酒	300 元以上	10.78	-18.10%	51.50%	-1.81	4.82	-26.41%	54.92%	4.75
	100-300 元	10.16	-11.93%	48.50%	1.81	3.96	-39.18%	45.08%	-4.75
金徽酒	300 元以上	4.14	8.95%	23.47%	1.31	1.89	40.00%	27.47%	5.66
	100-300 元	9.23	-4.75%	52.32%	-4.18	3.41	0.59%	49.56%	-5.20
	100 元以下	4.27	16.67%	24.21%	2.87	1.58	8.97%	22.97%	-0.46

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.5 费用率：板块费投力度总体加大，次高端销售费用率提升相对突出

动销偏弱背景下，板块费用率提升明显。2026H1白酒板块期间费用率/销售费用率分别同比+1.83/+3.90pct；2026Q2分别同比+1.38/+2.98pct，销售费用率同比提升，其中次高端酒因收入规模下降明显被动推高费用率；

2026Q2期间费用率同比变动幅度：次高端酒（+2.19pct）＞高端酒（+1.96pct）＞区域龙头（+1.90pct）＞三四线（-0.82pct）；

2026Q2销售费用率同比变动幅度：次高端酒（+8.72pct）＞区域龙头（+5.74pct）＞高端酒（+2.23pct）＞三四线（-1.92pct）。

图表：2026Q2主要酒企费用率情况

		2026H1		2026Q2		2026H1		2026Q2	
	酒企	期间费用率（%）	yoy（pct）	期间费用率（%）	yoy（pct）	销售费用率（%）	yoy（pct）	销售费用率（%）	yoy（pct）
高端酒	贵州茅台	7.15	0.05	3.47	-0.10	8.66	0.25	4.26	-0.19
高端酒	五粮液	23.90	7.10	22.25	7.36	47.69	15.46	47.54	16.32
高端酒	泸州老窖	14.41	4.18	12.70	3.47	30.06	18.12	26.25	15.66
次高端	山西汾酒	15.45	2.98	12.45	2.51	26.31	10.47	21.17	9.65
次高端	舍得酒业	34.98	4.60	25.64	4.47	45.90	11.18	33.71	9.98
次高端	酒鬼酒	41.98	-2.38	28.78	-3.82	54.31	-2.37	35.80	-4.49
次高端	水井坊	56.34	2.95	35.45	-0.90	119.06	34.36	70.50	18.40
区域龙头	洋河股份	23.76	4.39	15.74	1.22	45.15	15.20	26.99	6.11
区域龙头	古井贡酒	34.26	6.39	30.33	5.03	45.20	19.52	40.38	17.61
区域龙头	今世缘	17.15	0.03	14.50	-0.32	18.08	-5.26	13.96	-5.07
区域龙头	口子窖	27.32	7.06	17.91	3.82	41.87	11.92	25.31	7.11
区域龙头	迎驾贡酒	14.81	2.30	11.24	1.52	19.63	1.09	15.01	1.60
三四线	顺鑫农业	18.75	1.62	10.01	0.44	20.65	-3.11	10.59	-0.30
三四线	金徽酒	26.40	-1.36	18.59	-0.37	33.81	-1.34	23.11	0.49
三四线	老白干酒	28.78	-5.93	21.04	-6.51	28.65	-5.36	20.21	-7.37
三四线	伊力特	18.43	7.14	11.30	4.05	53.97	35.06	35.93	22.80
三四线	金种子酒	49.83	11.35	32.23	0.93	105.31	61.26	72.48	37.89
三四线	天佑德酒	37.74	4.44	25.87	2.37	60.40	11.52	38.16	4.31
高端酒		11.36	2.12	8.28	1.96	14.58	2.82	10.73	2.23
次高端		19.58	2.66	15.00	2.19	32.58	9.53	24.73	8.72
区域龙头		25.00	3.62	19.70	1.90	35.14	8.91	26.23	5.74
三四线		24.47	0.35	15.85	-0.82	30.00	-1.11	19.01	-1.92
白酒板块		15.25	1.83	11.36	1.38	20.22	3.90	14.86	2.98

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.6 合同负债：多数酒企预收同比下降，部分优秀酒企蓄水池依然充足

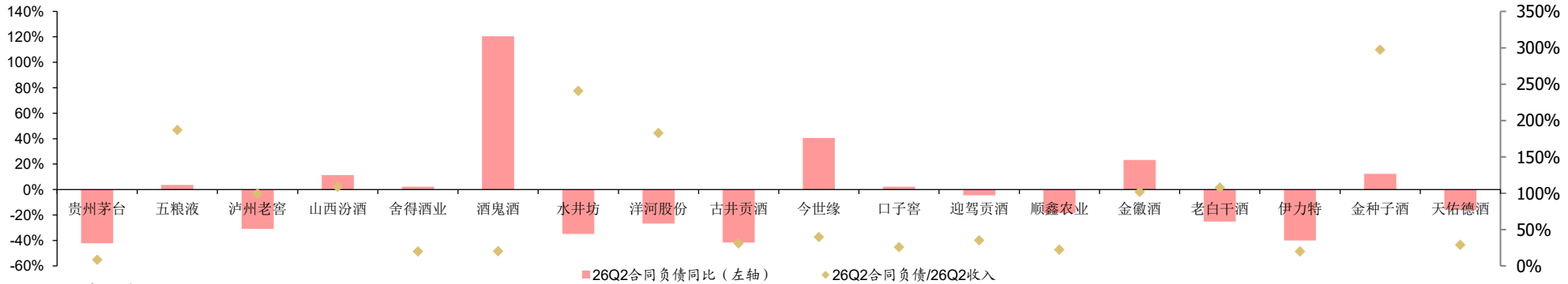
2026Q2白酒板块整体合同负债同比、环比均下降，个股表现分化。2026Q2末白酒行业合同负债同比/环比变动-13.63%/-22.60%。18家上市酒企中10家酒企2026Q2合同负债同比下降，预计主要系行业调整期，酒企普遍降低渠道回款压力。

同比变动幅度看：次高端（+4.40%）>三四线（-10.62%）>高端酒（-15.99%）>区域龙头（-24.46%）。

五粮液、泸州老窖、山西汾酒、水井坊、洋河股份、金徽酒、老白干酒、金种子酒2026Q2合同负债/2026Q2营收指标在60%以上，蓄水池相对较为充足。

图表：2026Q2白酒行业合同负债同比-13.63%，环比-22.60%

酒企	26Q2营收（亿元）	26Q2合同负债（亿元）	26Q2营收YoY(%)	26Q2合同负债YoY（%）	26Q2合同负债/26Q2营收
贵州茅台	367.94	31.78	-5.14%	-42.30%	8.64%
五粮液	55.79	104.41	-13.16%	3.61%	187.17%
泸州老窖	24.47	24.37	-65.54%	-30.94%	99.60%
山西汾酒	61.21	66.58	-17.74%	11.29%	108.77%
舍得酒业	8.06	1.61	-28.40%	2.31%	19.98%
酒鬼酒	2.13	1.22	-2.09%	-9.94%	57.35%
水井坊	2.66	6.41	-50.65%	-34.87%	240.88%
洋河股份	23.55	43.04	-36.86%	-26.78%	182.78%
古井贡酒	26.86	8.34	-43.27%	-41.62%	31.04%
今世缘	21.13	8.42	14.11%	40.50%	39.87%
口子窖	5.76	1.29	-20.03%	-56.65%	22.43%
迎驾贡酒	11.86	4.20	6.55%	-4.47%	35.45%
顺鑫农业	13.93	3.15	4.38%	-18.38%	22.58%
金徽酒	7.24	7.37	11.12%	23.24%	101.85%
老白干酒	8.83	9.54	-32.75%	-25.17%	107.98%
伊力特	1.20	0.24	-56.29%	-40.06%	20.12%
金种子酒	0.46	1.36	-75.60%	12.42%	297.27%
天佑德酒	1.69	0.49	-30.39%	-15.96%	29.15%
高端酒	448.20	160.56	-14.33%	-15.99%	35.82%
次高端	74.05	75.82	-20.57%	4.44%	102.38%
区域龙头	89.15	65.29	-26.61%	-24.46%	73.24%
三四线	33.34	22.15	-16.72%	-10.62%	66.42%
全行业	644.75	323.82	-17.12%	-13.63%	50.22%



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.7 营收质量：2026Q2板块销现比同比小幅下降，11家酒企销现比＞1

2026Q2板块销现比同比小幅下降，11家酒企销现比＞1。2026H1板块销现比1.02，保持＞1的良好水平，18家酒企中有11家销售收现比均＞1。2026Q2有11家上市酒企销现比＞1，9家上市酒企销现比同比提升，剩余9家酒企销现比有所回落。

图表：2026Q2白酒行业销现比1.17，保持良

酒企	2026H1销现比（%）	2026Q2营收（亿元）	2026Q2收现（亿元）	2026Q2销现比（%）	2026Q2销现比yoy（pct）
贵州茅台	1.06	375.75	420.29	1.14	0.14
五粮液	2.95	55.79	121.73	2.18	-2.68
泸州老窖	1.09	24.47	18.59	0.76	-0.38
山西汾酒	0.87	61.21	57.55	0.94	0.01
舍得酒业	1.03	8.06	11.63	1.44	0.42
酒鬼酒	0.71	4.61	4.82	1.05	0.38
水井坊	1.15	2.66	2.69	1.01	-0.83
洋河股份	0.84	23.55	24.80	1.05	0.36
古井贡酒	1.10	26.86	29.58	1.10	-0.37
今世缘	0.96	21.13	18.07	0.86	-0.24
口子窖	1.08	26.08	24.36	0.93	-0.09
迎驾贡酒	1.10	11.86	12.06	1.02	-0.13
顺鑫农业	0.76	13.93	13.00	0.93	-0.19
金徽酒	1.10	7.24	6.50	0.90	-0.25
老白干酒	1.01	8.83	6.79	0.77	0.14
伊力特	0.76	1.20	1.34	1.12	0.28
金种子酒	0.82	0.46	0.82	1.78	0.99
天佑德酒	1.10	1.69	1.72	1.02	2.80
高端酒	1.04	456.01	560.62	1.25	-0.25
次高端	1.03	76.53	76.68	1.00	0.00
区域龙头	0.96	109.48	108.88	1.03	-0.11
三四线	0.94	33.34	30.17	0.90	-0.02
白酒板块	1.02	675.36	776.35	1.17	-0.18

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.8 经营性现金流：强α酒企现金流充裕，26Q2贵州茅台表现优秀

2026H1/2026Q2多数酒企经营性净现金流同比有所回落。2026H1&2026Q2白酒板块经营性现金流分别同比+33.69%/+80.04%，主要系贵州茅台增长明显。具体看：

2026H1同比：高端酒（40.34%）＞次高端（21.43%）＞区域龙头（-25.39%）＞三四线（流出缩窄）。

2026Q2同比：高端酒（+86.55%）＞三四线（流出扩大）＞次高端（流出扩大）＞区域龙头（流出扩大）。

2026Q2除高端酒外，其余各个价位带经营性净现金流均为流出。

图表：2026Q2酒企经营性现金流净额情况一览

排序		2026H1		排序		2026Q2	
		2026H1经营活动产生的现金流量净额(亿元)	yoy(%)			2026Q2经营活动产生的现金流量净额(亿元)	yoy(%)
1	贵州茅台	706.91	438.84	1	贵州茅台	437.81	915.83
2	迎驾贡酒	10.75	239.52	2	伊力特	-3.66	139.18
3	天佑德酒	1.18	119.36	3	金种子酒	-0.81	71.08
4	今世缘	16.16	50.31	4	山西汾酒	-16.02	53.10
5	金种子酒	-1.60	34.19	5	今世缘	-4.98	41.33
6	伊力特	-2.83	33.26	6	顺鑫农业	-2.64	6.62
7	山西汾酒	66.52	11.23	7	口子窖	-1.21	-11.51
8	口子窖	-2.57	-33.00	8	洋河股份	-16.04	-16.45
9	顺鑫农业	-6.35	-33.18	9	老白干酒	-1.67	-25.45
10	金徽酒	2.12	-34.01	10	酒鬼酒	-0.67	-37.32
11	洋河股份	3.35	-45.65	11	天佑德酒	-0.27	-40.63
12	酒鬼酒	-1.06	-54.63	12	迎驾贡酒	-0.60	-66.29
13	古井贡酒	15.43	-62.87	13	五粮液	3.82	-97.50
14	泸州老窖	20.82	-65.68	14	古井贡酒	-3.69	-115.97
15	水井坊	-0.73	-85.51	15	舍得酒业	0.75	-148.09
16	五粮液	-21.54	-106.92	16	泸州老窖	-24.61	-189.29
17	舍得酒业	-0.27	-139.46	17	金徽酒	-0.93	-278.53
18	老白干酒	1.91	-516.98	18	水井坊	-1.43	-304.15
高端酒		706.19	40.34	高端酒		417.01	86.55
次高端		64.45	21.43	次高端		-17.37	流出扩大
区域龙头		43.12	-25.39	区域龙头		-26.52	流出扩大
三四线		-5.56	流出缩窄	三四线		-9.97	流出扩大
全行业		808.20	33.69	全行业		363.15	80.04

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.9 渠道质量：“优商”为主旋律，茅台营销改革进行时

无论是采取扎根基地市场战略，还是采取全国化的酒企，强α公司渠道经营质量均持续向上。我们将酒企按省内/省外收入占比是否超过50%分为全国化酒企/区域性酒企，认为：按渠道看：①全国化布局较为成熟的高端酒五粮液收入增长主因低基数；贵州茅台直营收入占比提升，经销商因非标经销模式取消，收入同比小幅下滑（正常情况），仍实现高质量发展；②次高端酒仍多处于全国化扩张期，山西汾酒、水井坊营收增长主要由经销商数量增长驱动，酒鬼酒营收增长以经销商平均规模提升为主；③区域龙头渠道布局相对成熟，今世缘/口子窖由经销商数量增长驱动，迎驾贡酒以经销商平均规模提升为主。**按市场看：**山西汾酒/舍得酒业/迎驾贡酒等酒企省内占比提升 。26Q2洋河股份/今世缘/口子窖等酒企省外占比提升。

图表：主要酒企渠道质量情况一览

	经销渠道收入规模（亿元）		经销商数量(家)		商均规模（万元/家）		25H1省内收入占比（%）	26H1省内收入占比（%）	省内占比变化
	2026H1	YoY（%）	2026H1	YoY（家）	2026H1	YoY（%）			
贵州茅台	386.97	-21.58%	2426	31	1595.08	-22.58	预计<50%	预计<50%	-
五粮液	184.76	36.33%	3477	-110	531.37	40.64	预计<50%	预计<50%	-
泸州老窖	94.94	-38.61%	1639	-152	579.28	-32.91	预计<50%	预计<50%	-
山西汾酒	195.49	-13.19%	4374	380	446.94	-20.73	36.58	37.92	上升
舍得酒业	16.39	-21.26%	2453	-132	66.84	-17.02	32.39	37.32	上升
酒鬼酒	5.25	-5.82%	662	-143	79.34	14.52	预计<50%	预计<50%	-
水井坊	8.67	-6.17%	62	9	1398.13	-19.79	预计<50%	预计<50%	-
洋河股份	101.18	-29.21%	7833	-776	129.17	-22.19	49.07	42.53	下降
今世缘	61.47	-8.80%	1465	166	419.57	-19.14	90.97	89.54	下降
古井贡酒	94.73	-28.81%	4740	-322	199.86	-23.97	预计>50%	预计>50%	-
迎驾贡酒	29.01	6.09%	1365	-18	212.50	7.49	79.09	79.35	上升
口子窖	17.47	-25.75%	1159	77	150.71	-30.68	84.54	83.41	下降
顺鑫农业	35.88	-0.13%	383	-54	936.85	13.96	预计<50%	预计<50%	-
金徽酒	16.27	0.40%	959	-1	169.68	0.51	77.71	73.93	下降
老白干酒	19.27	-15.62%	9893	-1783	19.48	-0.41	59.99	59.40	下降
伊力特	3.27	-52.75%	49	-6	667.00	-46.97	84.56	80.27	下降
金种子酒	1.93	-47.12%	620	-22	31.13	-45.25	80.94	85.05	上升
天佑德酒	4.67	-8.71%	599	0	77.98	-8.71	68.49	75.83	上升

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

03 啤酒

高端化趋势延续&成本红利小幅体现，
板块利润率有所提升

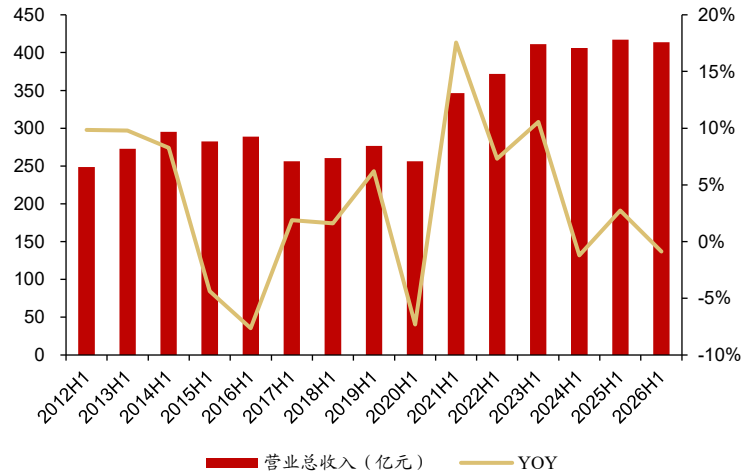
下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 啤酒板块：26Q2收入略承压，高端化推动利润良性增长

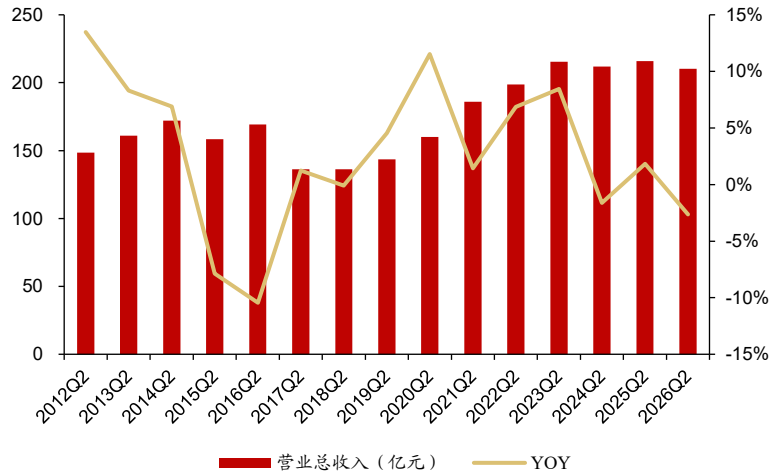
收入端:2026H1啤酒板块收入413.66亿元，同比-0.88%；2026Q2板块收入210.18亿元，同比-2.62%。26Q2啤酒板块高端化趋势延续&成本红利小幅体现，即时零售仍为重要渠道增量，天气偏弱带来的销量压力明显，其中燕京啤酒U8仍表现亮眼。26Q2珠江啤酒（+4.53%）/燕京啤酒（+4.29%）/惠泉啤酒（+4.11%）收入增速靠前，青岛啤酒（-6.73%）/重庆啤酒（-5.75%）收入下滑。

利润端:2026H1啤酒板块归母净利润68.34亿元，同比+4.52%；2026Q2板块归母净利润为41.53亿元，同比+3.51%，业绩向上。利润端：26Q2燕京啤酒和惠泉啤酒贡献最大弹性，主因高端化持续推进。

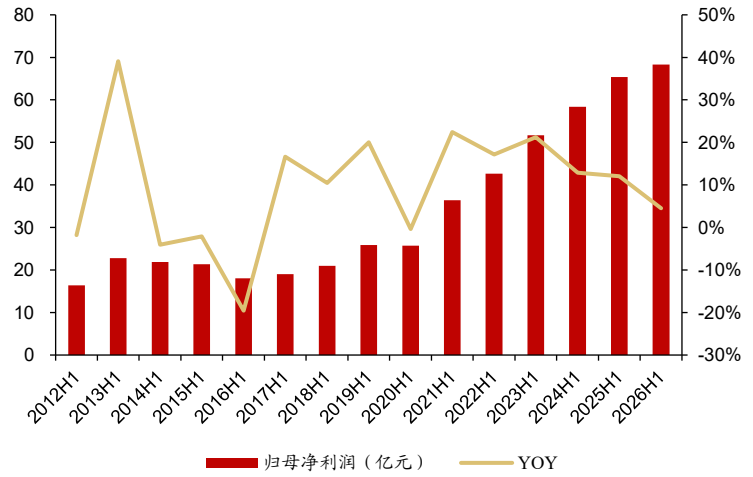
图表：26H1啤酒板块营业总收入与增速情况



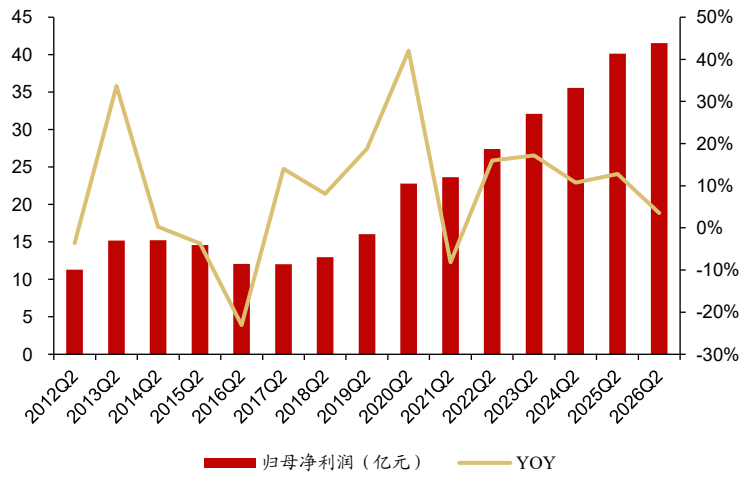
图表：26Q2啤酒板块营业总收入与增速情况



图表：26H1啤酒板块归母净利润与增速情况



图表：26Q2啤酒板块归母净利润与增速情况



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 啤酒板块：利润率稳步提升，费用率基本稳健

26H1成本&费用情况一览：26H1期间费用率/销售费用率同比+0.05/-0.24pct，26Q2期间费用率/销售费用率同比-0.16/-0.26pct。26H1毛利率/净利率同比+1.55/+0.76pct，26Q2毛利率/净利率同比+1.42/+1.04pct。受益于高端化趋势延续&成本红利小幅体现，26Q2啤酒板块利润率有所提升，费用率基本稳健。其中燕京啤酒26Q2毛利率/净利率同比+4.38/+3.15pct，青岛啤酒分别同比+1.35/+0.73pct。

图表：26Q2啤酒企业利润率和费用率情况一览

26H1期间费用率/销售费用率							
排序	企业	期间费用率(%)	同比(pct)	排序	企业	销售费用率(%)	同比(pct)
1	兰州黄河	37.72	5.02	1	兰州黄河	27.15	6.64
2	惠泉啤酒	12.16	3.90	2	惠泉啤酒	9.35	2.07
3	重庆啤酒	19.75	1.44	3	重庆啤酒	16.36	1.28
4	珠江啤酒	18.06	-0.21	4	燕京啤酒	10.26	-0.07
5	青岛啤酒	12.55	-0.44	5	青岛啤酒	9.73	-0.94
6	燕京啤酒	18.70	-0.79	6	珠江啤酒	13.14	-1.15
7	*ST西发	13.09	-6.61	7	*ST西发	5.17	-1.46
8	华润啤酒	15.68	0.01	8	华润啤酒	15.72	0.11
9	百威亚太	25.48	1.69	9	百威亚太	25.76	1.88
全行业		**15.94**	**0.05**	**全行业**		**11.55**	**-0.24**

26Q2期间费用率/销售费用率							
排序	企业	期间费用率(%)	同比(pct)	排序	企业	销售费用率(%)	同比(pct)
1	惠泉啤酒	11.78	5.85	1	兰州黄河	28.79	3.44
2	重庆啤酒	22.81	2.38	2	惠泉啤酒	10.20	2.66
3	*ST西发	9.67	0.43	3	重庆啤酒	19.46	2.10
4	青岛啤酒	10.63	-0.58	4	燕京啤酒	5.82	-0.20
5	燕京啤酒	12.56	-1.43	5	青岛啤酒	7.79	-0.95
6	兰州黄河	33.47	-1.80	6	*ST西发	3.41	-1.02
7	珠江啤酒	15.20	-1.86	7	珠江啤酒	11.02	-2.34
8	华润啤酒	/	/	8	华润啤酒	/	/
9	百威亚太	/	/	9	百威亚太	/	/
全行业		**14.11**	**-0.16**	**全行业**		**10.10**	**-0.26**

26H1毛利率/净利率							
排序	企业	销售毛利率(%)	同比(pct)	排序	企业	销售净利率(%)	同比(pct)
1	惠泉啤酒	40.20	5.16	1	燕京啤酒	17.79	2.96
2	燕京啤酒	49.46	3.96	2	惠泉啤酒	13.16	1.94
3	青岛啤酒	44.86	1.17	3	青岛啤酒	20.28	0.89
4	珠江啤酒	52.42	0.58	4	珠江啤酒	20.27	0.83
5	重庆啤酒	50.16	0.33	5	重庆啤酒	18.50	-1.05
6	兰州黄河	14.10	0.16	6	*ST西发	24.30	-1.31
7	*ST西发	40.88	-1.35	7	兰州黄河	-28.37	-3.61
8	华润啤酒	47.65	-1.23	8	华润啤酒	20.93	-3.12
9	百威亚太	51.88	0.44	9	百威亚太	15.48	1.87
全行业		**47.39**	**1.55**	**全行业**		**19.12**	**0.76**

26Q2毛利率/净利率							
排序	企业	销售毛利率(%)	同比(pct)	排序	企业	销售净利率(%)	同比(pct)
1	惠泉啤酒	45.25	8.19	1	兰州黄河	-16.57	36.94
2	兰州黄河	20.69	8.02	2	燕京啤酒	25.18	3.15
3	燕京啤酒	52.07	4.38	3	惠泉啤酒	18.56	2.69
4	青岛啤酒	47.19	1.35	4	珠江啤酒	24.22	0.87
5	重庆啤酒	50.68	-0.52	5	青岛啤酒	22.99	0.73
6	*ST西发	40.26	-1.30	6	重庆啤酒	16.89	-0.65
7	珠江啤酒	54.18	-1.93	7	*ST西发	28.58	-4.87
8	华润啤酒	/	/	8	华润啤酒	/	/
9	百威亚太	/	/	9	百威亚太	/	/
全行业		**49.54**	**1.42**	**全行业**		**22.18**	**1.04**

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

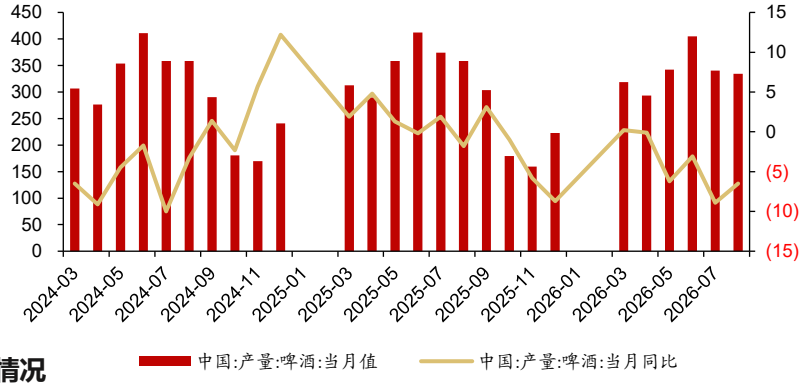
下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 啤酒板块：部分酒企销量承压，高端化推动吨价上升

26H1量价数据一览：量：由于不利天气扰动&竞争加剧，部分啤酒企业销量承压，其中青岛啤酒/重庆啤酒/惠泉啤酒/百威亚太26H1销量同比小个位数下滑，燕京啤酒/珠江啤酒/华润啤酒销量同比小个位数增长。中高端产品为销量增长主力。**价：**由于中高端产品销量增加，大部分企业吨价有增长，高端化进程持续推进。

26H1渠道改革情况：26H1由于不利天气因素，传统渠道（餐饮等）承压，非现饮渠道（新兴渠道等）快速发展，即时零售等渠道取得高增。

图表：啤酒规模以上企业产量



图表：2026H1各啤酒企业量价、毛利率情况

	产品	营收（亿元）	yoy	销量（万吨）	yoy	吨价（元/吨）	yoy	渠道	营收（亿元）	yoy
青岛啤酒	啤酒合计	196.55	-4.08%	450.00	-4.90%	4367.74	0.86%	加速布局即时零售、高端餐饮等高潜力渠道，新兴渠道增速领跑行业。线上、即时零售及现代零售销量创历史新高，即时零售连续6年高增。		
	青岛品牌			270.80	-0.18%					
	中高端以上			204.40	2.60%					
燕京啤酒	啤酒合计	83.24	5.42%	242.69	3.20%	3429.93	2.16%	传统渠道	78.68	5.05%
	中档产品	58.98	6.54%	燕京U8销量61.41万千升，同比+25%；3月底新上市燕京A10。				KA渠道	2.85	5.28%
	普通产品	24.26	2.80%					电商渠道	1.71	26.11%
重庆啤酒	啤酒合计	83.53	-2.94%	174.92	-2.87%	4775.46	-0.08%	批发渠道	83.25	-3.13%
	高档	51.85	-1.53%					非现饮渠道：即时零售O2O、电商、食品专营店及现代渠道中小业态保持良好增长；传统流通渠道和现代商超渠道深化分销。罐化率持续稳步提升，1L装产品较快增长。 现饮渠道：聚焦优质重点客户，探索餐饮消费场景创新；拓展非酒精饮品及精酿啤酒业务。		
	主流	29.66	-5.69%							
	经济	2.02	3.17%							
珠江啤酒	啤酒合计	32.60	5.19%	75.01	2.18%	4346.66	2.94%	普通	28.60	-1.48%
	高档	25.52	7.99%					商超	1.73	37.68%
	中档	4.87	-8.93%					夜场	0.33	-13.10%
	大众化	2.21	9.77%					电商	1.94	494.81%
惠泉啤酒	啤酒合计	3.61	4.91%	11.93	-1.57%	3029.90	6.58%	批发代理	3.61	4.94%
	中高档	2.28	6.89%	中高档战略产品销量同比增长190%				大泉州销量同增1.27%。闽赣一体化、连片化市场布局推进。		
	普通	1.34	1.70%							
华润啤酒	啤酒合计	236.70	2.20%	660.00	1.74%	3586.36	0.45%			
	次高及以上				超过10%					
	普高档及以上				约15%					
百威亚太	啤酒合计	31.71	1.12%	426.24	-2.30%	743.95	3.50%	渠道扩张取得进展，聚焦非即饮渠道带动高端化，扩大线上到线下（O2O）渗透率。26H1在O2O双位数增长。		
	中国		-6.40%		-6.00%		-0.40%			

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

04 投资建议

下载日志已记录，仅供内部参考

4 投资策略：白酒关注区域酒+茅台，啤酒看好燕京啤酒持续兑现

投资建议：

白酒：资金切换/动销-批价走势（eps）为板块核心驱动力，在“均衡配置”方向下，我们认为：① 区域酒（大众价位）动销具边际变化优势，继续看好其弹性表现（双节催化）；② 贵州茅台强α势能仍释放（若提价后双节动销积极-批价稳定/向上则进一步得到验证-催化），Q2基本面压力最大时间点已过，均衡配置条线首推。

啤酒：短期看，由于雨水天气扰动+竞争加剧，预计H2表现与H1相当。中长期看，随着后续促消费政策落地以及政策边际变化，进而带动啤酒销量、升级速度修复。后续关注餐饮及啤酒修复。推荐燕京啤酒，建议关注青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒。

图表：盈利预测一览表（WIND一致预期）

日期	2026/9/18	收盘价	总市值	市盈率	收入增速			利润增速			PE		
证券代码	证券简称	（元）	（亿元）	（TTM）	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600519.SH	贵州茅台	1257.12	15715.03	19.30	1.44%	3.97%	4.99%	0.81%	4.33%	5.18%	18.94	18.15	17.26
000858.SZ	五粮液	70.00	2717.13	20.77	14.80%	8.97%	9.13%	67.31%	11.90%	12.00%	18.14	16.21	14.47
000568.SZ	泸州老窖	71.92	1058.59	14.10	-27.32%	5.94%	8.19%	-32.61%	8.08%	9.88%	14.50	13.42	12.21
600809.SH	山西汾酒	112.70	1374.90	13.51	-13.37%	5.97%	7.43%	-20.52%	9.29%	10.62%	14.13	12.92	11.68
000799.SZ	酒鬼酒	37.26	121.07	-395.81	3.42%	9.01%	12.06%	231.80%	64.92%	49.96%	270.56	164.06	109.40
600779.SH	水井坊	25.92	126.33	42.93	-12.47%	8.14%	13.49%	-25.15%	21.19%	24.17%	41.58	34.31	27.63
600702.SH	舍得酒业	32.85	109.09	-145.17	-5.13%	5.96%	7.57%	-7.26%	30.46%	30.29%	52.75	40.43	31.03
000596.SZ	古井贡酒	93.78	440.71	24.16	-17.90%	7.49%	8.45%	-20.68%	13.05%	13.57%	15.65	13.85	12.19
002304.SZ	洋河股份	38.06	573.35	123.54	-21.19%	5.96%	7.53%	-8.67%	14.68%	18.07%	28.46	24.81	21.02
603369.SH	今世缘	27.75	345.99	14.08	-0.78%	5.42%	6.66%	-1.59%	6.53%	7.72%	13.50	12.68	11.77
603589.SH	口子窖	17.55	104.97	32.48	-14.33%	5.29%	6.64%	-23.78%	9.74%	11.15%	20.45	18.64	16.77
603198.SH	迎驾贡酒	37.77	302.16	14.98	7.66%	7.99%	8.86%	5.14%	9.57%	11.16%	14.47	13.21	11.88
603919.SH	金徽酒	16.22	82.28	30.45	4.47%	7.28%	9.04%	-15.46%	32.72%	15.65%	27.46	20.69	17.89
600559.SH	老白干酒	11.03	100.90	27.23	-9.28%	4.76%	7.51%	-10.43%	12.94%	11.56%	26.21	23.21	20.80
600197.SH	伊力特	9.31	44.05	32.47	-17.68%	7.42%	9.91%	-35.64%	27.29%	21.30%	31.64	24.85	20.49
600600.SH	青岛啤酒	50.06	575.53	14.83	-2.71%	1.93%	2.28%	0.97%	4.44%	4.89%	12.42	11.89	11.34
600132.SH	重庆啤酒	37.77	182.80	15.73	-2.21%	1.58%	1.81%	-5.90%	3.71%	4.15%	15.78	15.22	14.61
000729.SZ	燕京啤酒	10.76	303.27	15.35	5.47%	4.59%	4.21%	23.18%	14.65%	11.84%	14.66	12.79	11.43
002461.SZ	珠江啤酒	8.36	185.03	19.17	3.33%	3.24%	3.00%	10.07%	8.73%	7.15%	18.60	17.11	15.97

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

05 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

5 风险提示

1、产业政策风险

白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润产生影响。

2、终端需求恢复不及预期

收入增长直接影响居民消费能力和消费意愿，若中短期内居民收入增速恢复不及预期，可能终端消费力和消费意愿增长不及预期，从而影响酒企终端动销。

3、消费升级不及预期

随着近几年消费不断升级，低端消费群体在缩小，中档、中高档酒逐渐成为市场主流，品牌集中度、产品集中度越来越高。若消费升级不及预期，则酒企高端化升级趋势将受阻，从而影响企业品牌力提升。

4、市场需求变化风险

当前居民的消费观念和消费行为发生了较大变化，健康理念升级、品牌消费凸显、线上消费升温、品质需求升维等逐渐成为消费新风尚，对白酒消费需求与消费量可能产生一定影响。

5、行业竞争加剧

白酒行业开始进入品牌影响力、产品质量、营销水平、创新能力的全面竞争时代，当前白酒行业马太效应愈发明显，市场份额持续向名酒企业、头部酒企集中，白酒行业逐步进入加速竞争阶段。若行业内整合进一步加速，竞争持续加剧，则酒企将会继续加大品牌宣传及促销力度以提升市场份额，从而影响酒企利润；同时亦会对品牌或资金实力欠佳酒企不利。

6、消费税或生产风险

白酒企业面临的消费税税收负担较重，消费税政策对于行业景气和酒企利润均有较大影响。若消费税征收政策发生调整变化将会导致行业调整，影响行业景气度以及酒企盈利能力。

7、食品安全风险

白酒产品主要供消费者直接饮用，产品的质量安全、卫生状况关系到消费者的生命健康。如果国家相关法律、法规以及行业规定的要求发生变化，酒企在原材料采购、酿造、勾兑及包装等环节的质量控制措施须相应地进行改变，否则将对企业生产经营带来影响，进而影响酒企未来发展。

8、批价上行幅度不及预期

白酒批价指标对行业趋势变化和景气度均有较强指导意义。此次茅台上调出厂价亦会对批价造成一定程度上的影响，若终端需求减弱造成批价特别是高端酒批价上行不及预期，或将影响整个行业批价，从而影响行业情绪，同时给渠道库存带来压力。

9、经营决策失误或组织不力风险

酒企的营销效果很大程度上取决于决策的科学性和组织落实情况，如果企业出现经营决策失误、组织落实不力或未能对行业中的变化及时反应，将对酒企的经营目标实现产生不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

行业评级与免责声明

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、看好 ：行业指数相对于沪深300指数表现＋10%以上；

2、中性 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%～＋10%以上；

3、看淡 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

下载日志已记录，仅供内部参考

行业评级与免责声明

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

联系方式

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn