下载日志已记录，仅供内部参考

国联民生证券 GUOLIAN MINSHENG SECURITIES

酒水饮料板块 2026 年半年报业绩综述

需求磨底，报表出清

2026 年 10 月 01 日

- **白酒板块收入与利润：26Q2 收入利润降幅扩大，报表加速出清。**2026H1 白酒板块收入/归母净利润分别同比-6.49%/-8.14%，26Q2 单季度分别同比-17.36%/-21.37%，板块仍在磨底。分价位段看，26Q2 高端酒/次高端酒/区域酒收入分别同比-14.25%/-20.57%/-26.67%，归母净利润分别同比-14.83%/-58.19%/-44.39%，高端酒表现相对较好、次高端酒归母净利润同比降幅最大。
- **白酒板块现金流：现金回款表现弱于收入。**2026H1/26Q2 销售收现分别同比-22.70%/-28.24%，明显弱于同期报表收入；（营业总收入+Δ合同负债）分别同比-5.74%/-22.32%，26Q2 末合同负债余额 320.18 亿元、同比下滑 13.58%，报表余力继续收缩。公司层面，茅台是板块内少数销售收现同比为正的公司（26Q2 同比+7.93%，快于同期收入）；五粮液、泸州老窖 26Q2 销售收现分别同比-61.02%/-77.00%，渠道打款意愿进一步走弱。
- **白酒板块盈利能力：毛利率稳健，销售费用率增加导致净利率承压。**26Q2 板块毛利率 83.30%、同比+0.03pct，结束此前连续下滑趋势；26Q2 归母净利率 33.24%、同比-1.69pct，主要受销售费用率增加影响。26Q2 销售费用率/管理费用率/营业税金及附加比率分别为 14.89%/6.62%/17.14%，分别同比+3.07/+0.79/-1.82pct。分价位段看，26Q2 高端酒/次高端酒/区域酒归母净利率分别为 40.78%/10.43%/16.89%，分别同比-0.28/-9.38/-5.38pct。
- **啤酒：量弱价稳，业绩分化延续，静待现饮复苏。**26H1 啤酒板块上市龙头合计销量同比-0.49%、降幅收窄，26Q2 受天气影响降幅有所扩大。销量角度，产品势能α较强的区域龙头好于全国性龙头，26H1 燕京/珠江销量分别同比+3.2%/+2.2%，青岛/重啤分别同比-4.9%/-2.9%；吨价角度，吨价仍在提升但斜率趋缓，26H1 燕京/珠江吨价分别同比+2.2%/+2.9%。成本端澳麦采购红利仍在，业绩分化主要来自毛销差：26H1 燕京毛销差同比+4.3pct、净利率+3.2pct；珠江、青啤毛销差和净利率基本稳定；重啤毛销差和净利率略承压。
- **饮料：茶饮料结构性高增，平台型公司优势凸显。**26H1 雨水偏多压制即饮场景，无糖茶及含糖大单品表现较好，包装水、果汁、碳酸等表现较弱。多产品平台型公司凭借更强的渠道议价能力表现较优：农夫山泉 26H1 收入 297.18 亿元、同比+15.99%（茶饮料 131.22 亿元、同比+30.06%），东鹏饮料主营收入 124.26 亿元、同比+15.80%（茶饮料同比+208.99%）；细分赛道依赖度较高的公司受赛道竞争加剧的影响，收入业绩承压。
- **投资建议：白酒茅台和区域龙头占优，啤酒、饮料优选α突出标的。**白酒基本面仍在磨底、估值已跌至合理偏低水平，建议关注报表压力释放后表观同比增速回暖与房地产政策带来的估值修复：（1）推荐贵州茅台，品牌力领先、渠道改革成果显著；（2）推荐估值或已较充分反映市场对短期基本面的谨慎预期、基地市场扎实的区域酒龙头古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、金徽酒；（3）建议关注报表加速出清的五粮液、泸州老窖、山西汾酒。啤酒推荐α突出、U8 生命周期向上的燕京啤酒，建议关注华润啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒。饮料下半年利润端或受 PET 成本上行影响，建议关注农夫山泉、东鹏饮料、康师傅控股。
- **风险提示：**（1）宏观经济不达预期的风险；（2）行业竞争加剧的风险；（3）食品安全的风险。

推荐

维持评级



分析师 刘景瑜
执业证书：S0590524030005
邮箱：jyl@glms.com.cn

分析师 王言海
执业证书：S0590525110067
邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师 徐锡联
执业证书：S0590524040004
邮箱：xuxl@glms.com.cn

相对走势



相关研究

1. 食品饮料行业 2026Q2 基金持仓分析：历史低配，筹码出清-2026/08/01
2. 零食行业动态报告：新鲜零食：乘势而上，再创新局-2026/07/17
3. 食品饮料行业 2026 年中期投资策略：好资产好价格或已现-2026/07/03
4. 乳业产业链 2025 年年报及 2026 年一季报综述：经营边际改善，静待周期反转-2026/05/25
5. 餐饮供应链 2025 年年报及 2026 年一季报综述：复苏趋势确立，业绩持续性强-2026/05/13

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 白酒：基本面磨底，报表加速出清 3
1.1 26Q2 收入利润加速下滑 3
1.2 26Q2 现金流弱于报表 5
1.3 26Q2 毛利率基本稳定，费用投放加大导致盈利承压 7
2 啤酒：量弱价稳，业绩分化延续，静待现饮复苏 13
3 饮料：茶饮料结构性高增，平台型公司优势凸显 16
4 投资建议 18
5 风险提示 20
插图目录 21
表格目录 21

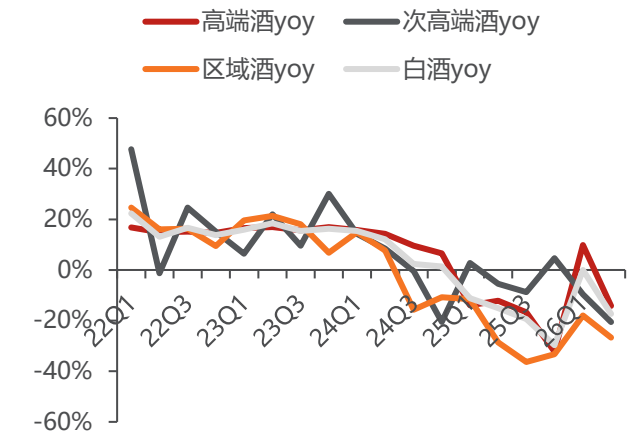
下载日志已记录，仅供内部参考

1 白酒：基本面磨底，报表加速出清

1.1 26Q2 收入利润加速下滑

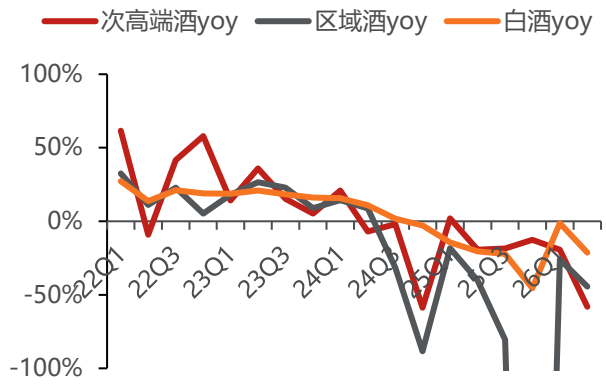
26Q2 收入利润降幅扩大，报表加速出清。整体法计算白酒板块主要上市公司收入利润表现（全文均采用此计算方法），2026H1 板块收入/归母净利润分别同比-6.49%/-8.14%；26Q2 单季收入/归母净利润分别同比-17.36%/-21.37%，受费用投放加大+费用刚性的影响，利润降幅大于收入。分价位段看，26Q2 高端酒/次高端酒/区域酒收入分别同比-14.25%/-20.57%/-26.67%，归母净利润分别同比-14.83%/-58.19%/-44.39%。

图1：26Q2 白酒板块收入增速加速下滑



资料来源：iFinD，国联民生证券研究所

图2：26Q2 白酒板块利润降幅大于收入



资料来源：iFinD，国联民生证券研究所注：区域酒 25Q4 例如同比-674.84%超出纵轴下限

26Q2 板块收入同比下滑 17.36%，环比加速。整体法计算白酒行业重点公司 2026H1/26Q2 收入增速分别为-6.49%/-17.36%。分价位段来看，高端表现好于次高端和区域酒，高端酒/次高端酒/区域酒 2026H1 收入分别同比+0.08%/-13.16%/-20.71%，26Q2 收入分别同比-14.25%/-20.57%/-26.67%。

表1：2026H1/26Q2 白酒板块整体收入同比-6.49%/-17.36%（单位：亿元，%）

公司	2026H1	2026H1 同比	25Q2 同比	25Q3 同比	25Q4 同比	26Q1 同比	26Q2 同比
贵州茅台	922.78	+1.30%	+7.26%	+0.35%	-19.35%	+6.34%	-5.23%
五粮液	284.17	+20.87%	-59.38%	-58.72%	-53.48%	+33.67%	-13.16%
泸州老窖	104.72	-36.35%	-7.97%	-9.80%	-62.23%	-14.19%	-65.54%
高端酒合计	1,311.67	+0.08%	-12.10%	-16.67%	-32.24%	+9.87%	-14.25%
山西汾酒	210.44	-12.18%	+0.45%	+4.05%	+24.51%	-9.68%	-17.74%
舍得酒业	22.87	-15.34%	-3.44%	-15.88%	-20.02%	-6.01%	-28.40%

下载日志已记录，仅供内部参考

公司	2026H1	2026H1 同比	25Q2 同比	25Q3 同比	25Q4 同比	26Q1 同比	26Q2 同比
酒鬼酒	5.30	-5.58%	-56.57%	+0.78%	+49.86%	-7.78%	-2.09%
水井坊	10.82	-27.78%	-31.37%	-58.91%	-51.73%	-14.92%	-50.65%
次高端酒合计	249.43	-13.16%	-5.44%	-8.76%	+4.68%	-9.61%	-20.57%
洋河股份	105.40	-28.76%	-43.67%	-29.01%	-17.57%	-26.03%	-36.86%
今世缘	64.36	-7.41%	-29.69%	-26.78%	-18.94%	-15.23%	+14.11%
古井贡酒	101.31	-27.01%	-14.23%	-51.65%	-46.61%	-18.59%	-43.27%
迎驾贡酒	34.16	+8.08%	-23.81%	-21.55%	-17.89%	+8.91%	+6.55%
口子窖	19.52	-22.89%	-48.48%	-46.23%	-50.58%	-24.02%	-20.03%
金种子酒	2.36	-51.19%	-24.16%	+3.73%	-21.15%	-35.74%	-75.60%
老白干酒	21.04	-15.23%	-1.95%	-47.55%	-37.68%	+4.49%	-32.75%
伊力特	7.26	-32.13%	-44.86%	-29.44%	-22.91%	-23.79%	-56.29%
金徽酒	18.16	+3.19%	-4.02%	-4.89%	-11.57%	-1.46%	+11.12%
区域酒合计	373.57	-20.71%	-28.54%	-36.33%	-33.25%	-18.04%	-26.67%
合计	**1,934.67**	**-6.49%**	**-15.07%**	**-19.43%**	**-29.72%**	**-0.04%**	**-17.36%**

资料来源：iFinD，国联民生证券研究所

26Q2 板块归母净利润同比下滑 21.37%，降幅大于收入，次高端酒降幅最深。整体法计算白酒行业重点公司 2026H1/26Q2 归母净利润同比增速分别为-8.14%/-21.37%，利润降幅大于收入，反映费用刚性与产品结构下移影响。分价位段来看，高端酒/次高端酒/区域酒 2026H1 归母净利润分别同比-0.14%/-27.28%/-30.67%，26Q2 归母净利润分别同比-14.83%/-58.19%/-44.39%。

表2：2026H1/26Q2 白酒板块整体归母净利润同比-8.14%/-21.37%（单位：亿元，%）

公司	2026H1	2026H1 同比	25Q2 同比	25Q3 同比	25Q4 同比	26Q1 同比	26Q2 同比
贵州茅台	445.17	-1.95%	+5.25%	+0.48%	-30.34%	+1.47%	-6.90%
五粮液	87.53	+89.30%	-95.86%	-68.49%	-64.18%	+82.57%	+232.56%
泸州老窖	43.39	-43.37%	-11.10%	-13.07%	-96.37%	-19.25%	-79.45%
高端酒合计	576.09	-0.14%	-16.33%	-15.39%	-40.82%	+8.80%	-14.83%
山西汾酒	64.39	-24.29%	-13.50%	-1.38%	-5.72%	-19.03%	-43.11%
舍得酒业	1.45	-67.26%	+139.48%	-63.18%	-22.94%	-33.10%	-188.93%
酒鬼酒	0.12	+37.57%	-147.77%	-70.93%	-45.12%	+4.63%	-8.33%
水井坊	-0.06	-105.90%	-251.25%	-75.01%	-63.02%	-10.12%	+108.83%
次高端酒合计	65.91	-27.28%	-19.41%	-18.41%	-12.57%	-19.37%	-58.19%

下载日志已记录，仅供内部参考

公司	2026H1	2026H1 同比	25Q2 同比	25Q3 同比	25Q4 同比	26Q1 同比	26Q2 同比
洋河股份	26.02	-40.10%	-62.66%	-158.38%	-7.16%	-32.73%	-78.04%
今世缘	20.82	-6.60%	-37.06%	-48.69%	-83.25%	-15.76%	+19.17%
古井贡酒	21.64	-40.89%	-11.63%	-74.56%	-153.34%	-31.03%	-58.14%
迎驾贡酒	11.62	+2.79%	-35.22%	-39.29%	-18.63%	+0.73%	+8.44%
口子窖	3.65	-48.97%	-70.91%	-92.55%	-119.93%	-46.16%	-65.43%
金种子酒	-0.65	-10.19%	-408.17%	-74.42%	+37.95%	+60.85%	+49.08%
老白干酒	2.62	-18.47%	+0.16%	-68.48%	-87.20%	+8.55%	-42.92%
伊力特	0.82	-49.64%	-52.75%	-158.52%	+76.80%	-27.26%	-225.39%
金徽酒	2.14	-28.24%	-12.78%	-33.02%	-44.45%	-12.51%	-85.26%
区域酒合计	88.67	-30.67%	-40.17%	-80.51%	-674.84%	-25.99%	-44.39%
合计	**730.67**	**-8.14%**	**-20.37%**	**-22.29%**	**-45.48%**	**-1.37%**	**-21.37%**

资料来源：iFinD，国联民生证券研究所

注：部分公司基期或当期归母净利润为负，其同比增速为机械计算。其中水井坊 26Q2、酒鬼酒 26Q2、金种子酒 26Q2 的基期与当期均为亏损，所列同比分别对应亏损扩大 108.83%、亏损收窄 8.33%、亏损扩大 49.08%；舍得酒业、伊力特 26Q2 为由盈转亏；区域酒合计 26Q2 同比-44.39%对应板块层面盈利下降。

1.2 26Q2 现金流弱于报表

26Q2 销售收现降幅大于报表收入，合同负债同比继续下降。整体法计算白酒行业重点公司 2026H1/26Q2 销售收现同比分别为-22.70%/-28.24%，均弱于同期报表收入（-6.49%/-17.36%）；2026H1/26Q2（营业总收入+Δ 合同负债）同比分别为-5.74%/-22.32%。26Q2 末合同负债余额 320.18 亿元、同比下滑 13.58%，报表余力收缩。现金指标弱于报表，说明经销商压力仍存。

整体法计算白酒行业重点公司 2026H1/26Q2 销售收现同比增速分别为-22.70%/-28.24%。分价位段来看，高端酒/次高端酒/区域酒 2026H1 销售收现分别同比-26.22%/-0.41%/-21.15%，26Q2 销售收现分别同比-28.36%/-20.27%/-32.33%。公司层面，贵州茅台是板块内少数销售收现同比为正的公司（2026H1 同比+3.51%、26Q2 同比+7.93%，快于同期收入）；五粮液、泸州老窖 26Q2 销售收现分别同比-61.02%/-77.00%，与其报表收入增速（-13.16%/-65.54%）差距明显。

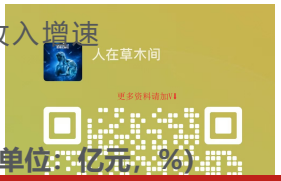


表3：2026H1/26Q2 白酒板块整体销售收现同比-22.70%/-28.24%（单位：亿元，%）

公司	2026H1	2026H1 同比	25Q2 同比	25Q3 同比	25Q4 同比	26Q1 同比	26Q2 同比
贵州茅台	984.22	+3.51%	-4.64%	+2.61%	-14.65%	+0.44%	+7.93%
五粮液	254.84	-63.31%	+12.03%	-74.69%	-38.39%	-65.18%	-61.02%
泸州老窖	107.44	-40.14%	-15.11%	-1.78%	-84.16%	-9.96%	-77.00%
高端酒合计	1,346.50	-26.22%	+0.03%	-25.47%	-30.29%	-24.61%	-28.36%

下载日志已记录，仅供内部参考

公司	2026H1	2026H1 同比	25Q2 同比	25Q3 同比	25Q4 同比	26Q1 同比	26Q2 同比
山西汾酒	217.77	+5.04%	-6.12%	-2.53%	-1.11%	+16.18%	-17.08%
舍得酒业	23.84	-14.08%	-24.21%	-19.42%	-5.28%	-24.75%	+0.94%
酒鬼酒	5.48	+20.68%	-57.10%	-15.93%	+23.76%	+36.11%	+4.62%
水井坊	8.69	-49.52%	+29.50%	-74.77%	-31.39%	-17.91%	-72.88%
次高端酒合计	255.78	-0.41%	-8.74%	-17.98%	-4.98%	+10.88%	-20.27%
洋河股份	87.38	-29.41%	-47.55%	-27.41%	-63.94%	-36.17%	-3.63%
今世缘	65.95	-1.57%	-18.92%	-33.29%	-11.60%	+2.37%	-10.68%
古井贡酒	104.21	-31.49%	+18.71%	-57.45%	-22.15%	-9.35%	-57.62%
迎驾贡酒	38.43	+10.16%	-17.87%	-18.11%	-22.51%	+19.30%	-5.63%
口子窖	16.04	-28.81%	-24.14%	-48.90%	-52.91%	-27.73%	-30.02%
金种子酒	1.85	-53.11%	-33.40%	+14.52%	+244.11%	-57.96%	-45.05%
老白干酒	21.63	-13.92%	-26.69%	-46.36%	-16.02%	-11.86%	-18.10%
伊力特	5.49	-32.73%	-23.96%	-50.56%	-3.83%	-29.36%	-41.38%
金徽酒	19.23	-0.32%	+17.21%	+8.57%	-2.28%	+7.81%	-13.13%
区域酒合计	360.20	-21.15%	-14.35%	-37.29%	-35.08%	-15.20%	-32.33%
合计	**1,962.49**	**-22.70%**	**-3.30%**	**-26.87%**	**-29.11%**	**-18.88%**	**-28.24%**

资料来源：iFinD，国联民生证券研究所

整体法计算白酒行业重点公司 2026H1/26Q2（营业总收入+Δ 合同负债）同比分别为-5.74%/-22.32%。分价位段来看，高端酒/次高端酒/区域酒 2026H1（营业总收入+Δ 合同负债）分别同比-2.02%/-6.02%/-17.49%，26Q2 分别同比-17.05%/-35.16%/-35.85%，显示渠道打款意愿在 26Q2 进一步走弱。

表4：2026H1/26Q2 白酒板块整体（收入+Δ 合同负债）同比-5.74%/-22.32%（单位：亿元，%）

公司	2026H1	2026H1 同比	25Q2 同比	25Q3 同比	25Q4 同比	26Q1 同比	26Q2 同比
贵州茅台	874.49	+0.51%	-2.85%	+6.17%	-18.30%	-1.81%	+3.73%
五粮液	253.99	+15.99%	-66.53%	-60.95%	-45.58%	+51.11%	-70.29%
泸州老窖	95.42	-40.38%	+0.56%	-9.45%	-74.04%	-11.71%	-72.36%
高端酒合计	1,223.90	-2.02%	-21.31%	-12.83%	-32.03%	+8.11%	-17.05%
山西汾酒	206.96	-2.72%	+0.74%	+4.76%	-10.52%	+15.74%	-35.90%
舍得酒业	23.01	-14.57%	-1.50%	-20.42%	-15.37%	-9.42%	-22.32%
酒鬼酒	4.77	+5.53%	-66.85%	+22.74%	+50.31%	+1.80%	+11.52%
水井坊	9.16	-40.19%	-16.89%	-64.50%	-52.10%	-26.11%	-62.91%
次高端酒合计	243.90	-6.02%	-4.35%	-9.68%	-14.67%	+10.64%	-35.16%
洋河股份	73.15	-29.18%	-45.54%	-32.26%	-66.96%	-21.62%	-51.86%

下载日志已记录，仅供内部参考

公司	2026H1	2026H1 同比	25Q2 同比	25Q3 同比	25Q4 同比	26Q1 同比	26Q2 同比
今世缘	55.70	-6.51%	-16.39%	-27.51%	-6.20%	+3.19%	-27.03%
古井贡酒	94.45	-19.91%	-20.27%	-50.59%	-57.57%	-11.54%	-51.19%
迎驾贡酒	33.52	+10.89%	-22.10%	-16.29%	-24.92%	+18.25%	-2.05%
口子窖	17.47	-23.04%	-44.12%	-44.56%	-56.28%	-18.30%	-32.66%
金种子酒	2.13	-49.04%	-19.93%	+9.44%	-60.21%	-38.06%	-66.99%
老白干酒	20.32	-13.86%	-15.18%	-48.12%	-33.51%	-14.84%	-11.60%
伊力特	7.09	-32.79%	-45.77%	-26.28%	-23.80%	-25.22%	-56.67%
金徽酒	17.33	+0.81%	+25.70%	+2.20%	-6.40%	+8.63%	-11.54%
区域酒合计	321.16	-17.49%	-28.89%	-35.62%	-47.28%	-10.60%	-35.85%
合计	**1,788.96**	**-5.74%**	**-20.70%**	**-16.97%**	**-33.35%**	**+4.02%**	**-22.32%**

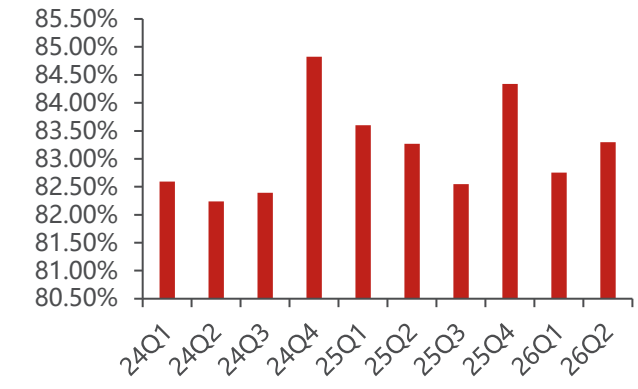
资料来源：iFinD，国联民生证券研究所

注：2026H1（收入+Δ 合同负债）等于 2026H1 营业总收入与合同负债较 2025 年末变动额之和，2026Q2（收入+Δ 合同负债）等于 2026Q2 营业总收入与合同负债较 2026Q1 变动额之和，同比基期口径相同，该指标不同于含税销售收现。

1.3 26Q2 毛利率基本稳定，费用投放加大导致盈利承压

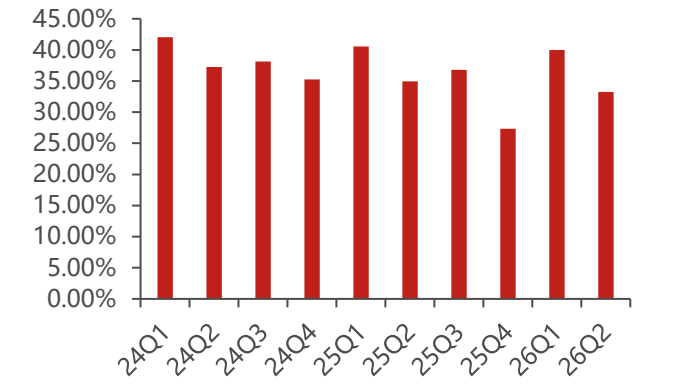
26Q2 毛利率同比基本持平，费用投放加大导致盈利能力承压。整体法计算白酒行业重点公司 26Q2 毛利率 83.30%、同比+0.03pct，结束了此前连续下滑的趋势；同期归母净利率 33.24%、同比-1.69pct。拆分来看，26Q2 销售费用率同比+3.07pct、管理费用率同比+0.79pct、营业税金及附加比率同比-1.82pct，销售费用率上升 3.07pct 是利润率承压的主要原因。

图3：白酒板块单季度毛利率基本稳定



资料来源：iFinD，国联民生证券研究所

图4：白酒板块单季度归母净利率同比有所回落



资料来源：iFinD，国联民生证券研究所

26Q2 板块毛利率 83.30%，同比基本稳定。整体法计算白酒行业重点公司

下载日志已记录，仅供内部参考

2026H1/26Q2 毛利率分别为 82.93%/83.30%，分别同比变动-0.54/+0.03pct。分价位段来看，高端酒/次高端酒/区域酒 26Q2 毛利率分别为 87.48%/72.88%/72.67%，分别同比变动-0.85/+2.37/-0.29pct。三个价位段中，次高端酒 26Q2 毛利率同比上升 2.37pct，高端酒与区域酒同比小幅下滑，板块整体 26Q2 毛利率保持基本稳定。

表5：2026H1/26Q2 白酒板块整体毛利率为 82.93%/83.30%，同比-0.54/+0.03pct（单位：%，pct）

公司	2026H1	2026H1 同比	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q2 同比
贵州茅台	89.73%	-1.73pct	90.63%	91.44%	90.99%	89.91%	89.48%	-1.15pct
五粮液	80.29%	+2.43pct	74.66%	68.66%	83.17%	81.43%	75.63%	+0.97pct
泸州老窖	85.35%	-1.74pct	87.86%	87.17%	82.28%	85.82%	83.80%	-4.06pct
高端酒合计	87.34%	-1.14pct	88.33%	87.88%	89.12%	87.26%	87.48%	-0.85pct
山西汾酒	75.40%	-1.25pct	71.88%	74.63%	67.77%	75.05%	76.26%	+4.38pct
舍得酒业	61.24%	-4.47pct	60.60%	62.09%	48.12%	66.35%	51.84%	-8.76pct
酒鬼酒	66.58%	-2.00pct	65.20%	61.22%	61.06%	67.30%	65.51%	+0.31pct
水井坊	76.13%	-3.12pct	74.42%	81.81%	78.71%	79.84%	64.76%	-9.66pct
次高端酒合计	73.95%	-1.65pct	70.51%	73.80%	66.59%	74.39%	72.88%	+2.37pct
洋河股份	73.35%	-1.67pct	73.32%	53.52%	79.63%	75.42%	66.19%	-7.13pct
今世缘	74.15%	+0.73pct	72.81%	75.04%	77.57%	74.40%	73.62%	+0.81pct
古井贡酒	80.33%	+0.46pct	80.24%	79.83%	75.09%	77.85%	87.22%	+6.98pct
迎驾贡酒	74.06%	+0.45pct	68.33%	70.17%	72.42%	75.60%	71.19%	+2.86pct
口子窖	67.35%	-5.71pct	65.18%	62.66%	61.91%	67.61%	66.73%	+1.55pct
金种子酒	49.08%	+6.20pct	44.75%	44.53%	10.31%	51.09%	40.72%	-4.03pct
老白干酒	63.45%	-4.52pct	67.42%	61.37%	64.82%	64.10%	62.54%	-4.87pct
伊力特	51.53%	+2.23pct	50.84%	47.64%	57.49%	51.53%	51.53%	+0.69pct
金徽酒	62.57%	-3.07pct	63.67%	61.44%	57.60%	62.90%	62.09%	-1.58pct
区域酒合计	73.47%	-0.90pct	72.96%	66.11%	70.81%	73.80%	72.67%	-0.29pct
合计	**82.93%**	**-0.54pct**	**83.27%**	**82.55%**	**84.34%**	**82.76%**	**83.30%**	**+0.03pct**

资料来源：iFinD，国联民生证券研究所

26Q2 板块归母净利率 33.24%，同比下滑 1.69pct，次高端酒降幅最大。整体法计算白酒行业重点公司 2026H1/26Q2 归母净利率分别为 37.77%/33.24%，分别同比变动-0.68/-1.69pct。分价位段来看，高端酒/次高端酒/区域酒 2026H1 归母净利率分别为 43.92%/26.42%/23.74%，分别同比变动-0.10/-5.13/-3.41pct；26Q2 归母净利率分别为 40.78%/10.43%/16.89%，分别同比变动-0.28/-9.38/-5.38pct。高端酒在三个价位段中最为稳定，次高端酒降

下载日志已记录，仅供内部参考

幅最大。公司层面，26Q2 共有舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、金种子酒、伊力特 5 家公司单季归母净利率为负。

表6：2026H1/26Q2 白酒板块整体归母净利率为 37.77%/33.24%，同比-0.68/-1.69pct（单位：%，pct）

公司	2026H1	2026H1 同比	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q2 同比
贵州茅台	48.24%	-1.60pct	46.80%	48.29%	43.00%	49.80%	45.97%	-0.82pct
五粮液	30.80%	+11.13pct	3.23%	25.96%	25.07%	35.30%	12.37%	+9.14pct
泸州老窖	41.44%	-5.14pct	43.23%	46.44%	2.62%	46.21%	25.78%	-17.45pct
高端酒合计	43.92%	-0.10pct	41.06%	45.09%	37.73%	45.59%	40.78%	-0.28pct
山西汾酒	30.60%	-4.89pct	24.96%	32.36%	14.53%	36.07%	17.26%	-7.70pct
舍得酒业	6.35%	-10.06pct	8.64%	2.87%	-34.70%	15.63%	-10.73%	-19.36pct
酒鬼酒	2.32%	+0.73pct	-10.47%	-9.45%	-6.94%	10.46%	-9.81%	+0.67pct
水井坊	-0.58%	-7.61pct	-15.75%	25.95%	11.58%	20.96%	-66.66%	-50.91pct
次高端酒合计	26.42%	-5.13pct	19.81%	28.43%	8.59%	33.18%	10.43%	-9.38pct
洋河股份	24.68%	-4.67pct	18.95%	-11.19%	-157.81%	29.89%	6.59%	-12.36pct
今世缘	32.35%	+0.28pct	31.57%	16.59%	4.20%	32.04%	32.97%	+1.40pct
古井贡酒	21.36%	-5.02pct	28.13%	11.73%	-17.08%	21.58%	20.76%	-7.37pct
迎驾贡酒	34.01%	-1.75pct	27.10%	28.11%	31.57%	37.43%	27.59%	+0.48pct
口子窖	18.69%	-9.56pct	14.51%	4.20%	-8.41%	23.90%	6.27%	-8.24pct
金种子酒	-27.47%	-12.54pct	-17.74%	-19.60%	-104.28%	-8.01%	-108.39%	-90.65pct
老白干酒	12.44%	-0.49pct	12.82%	9.36%	3.73%	13.56%	10.88%	-1.94pct
伊力特	11.27%	-3.92pct	6.68%	-11.06%	18.69%	17.30%	-19.17%	-25.86pct
金徽酒	11.79%	-5.16pct	9.90%	4.67%	4.99%	18.73%	1.31%	-8.59pct
区域酒合计	23.74%	-3.41pct	22.28%	6.15%	-18.51%	26.48%	16.89%	-5.38pct
合计	**37.77%**	**-0.68pct**	**34.94%**	**36.78%**	**27.34%**	**39.99%**	**33.24%**	**-1.69pct**

资料来源：iFinD，国联民生证券研究所

26Q2 板块销售费用率 14.89%，同比增加 3.07pct，是盈利能力下降的最大拖累项。整体法计算白酒行业重点公司 2026H1/26Q2 销售费用率分别为 11.34%/14.89%，分别同比变动+1.40/+3.07pct，体现出需求承压时行业竞争加剧、酒企加大费用投放。分价位段来看，高端酒/次高端酒/区域酒 2026H1 销售费用率分别为 8.28%/15.00%/19.64%，分别同比变动+1.96/+2.19/+1.38pct；26Q2 销售费用率分别为 10.73%/24.73%/25.83%，分别同比变动+2.23/+8.72/+4.56pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

表7：2026H1/26Q2 白酒板块整体销售费用率为 11.34%/14.89%，同比+1.40/+3.07pct（单位：%，pct）

公司	2026H1	2026H1 同比	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q2 同比
贵州茅台	3.47%	-0.10pct	4.45%	3.06%	6.74%	2.94%	4.26%	-0.19pct
五粮液	22.25%	+7.36pct	31.22%	17.31%	29.27%	16.07%	47.54%	+16.32pct
泸州老窖	12.70%	+3.47pct	10.58%	13.50%	31.41%	8.57%	26.25%	+15.66pct
高端酒合计	8.28%	+1.96pct	8.50%	6.25%	12.09%	6.97%	10.73%	+2.23pct
山西汾酒	12.45%	+2.51pct	11.51%	10.17%	13.95%	8.87%	21.17%	+9.65pct
舍得酒业	25.64%	+4.47pct	23.73%	25.32%	43.85%	21.26%	33.71%	+9.98pct
酒鬼酒	28.78%	-3.82pct	40.29%	34.98%	30.83%	24.07%	35.80%	-4.49pct
水井坊	35.45%	-0.90pct	52.10%	22.21%	17.38%	24.02%	70.50%	+18.40pct
次高端酒合计	15.00%	+2.19pct	16.01%	12.92%	17.88%	10.90%	24.73%	+8.72pct
洋河股份	15.74%	+1.22pct	20.88%	37.99%	161.08%	12.51%	26.99%	+6.11pct
今世缘	14.50%	-0.32pct	19.02%	30.04%	57.16%	14.76%	13.96%	-5.07pct
古井贡酒	30.33%	+5.03pct	22.78%	39.14%	39.48%	26.70%	40.38%	+17.61pct
迎驾贡酒	11.24%	+1.52pct	13.41%	12.57%	12.78%	9.23%	15.01%	+1.60pct
口子窖	17.91%	+3.82pct	18.20%	24.61%	39.88%	14.80%	25.31%	+7.11pct
金种子酒	32.23%	+0.93pct	34.59%	35.16%	13.77%	22.55%	72.48%	+37.89pct
老白干酒	21.04%	-6.51pct	27.58%	23.68%	31.35%	21.63%	20.21%	-7.37pct
伊力特	11.30%	+4.05pct	13.12%	14.70%	17.32%	6.42%	35.93%	+22.80pct
金徽酒	18.59%	-0.37pct	22.62%	22.63%	28.25%	15.59%	23.11%	+0.49pct
区域酒合计	19.64%	+1.38pct	21.27%	30.90%	49.89%	17.16%	25.83%	+4.56pct
合计	**11.34%**	**+1.40pct**	**11.83%**	**10.95%**	**17.59%**	**9.59%**	**14.89%**	**+3.07pct**

资料来源：iFinD，国联民生证券研究所

26Q2 板块管理费用率 6.62%，同比上升 0.79pct。整体法计算白酒行业重点公司 2026H1/26Q2 管理费用率分别为 4.69%/6.62%，分别同比变动+0.09/+0.79pct。分价位段来看，高端酒/次高端酒/区域酒 2026H1 管理费用率分别为 4.22%/4.49%/6.49%，分别同比变动-0.24/+0.31/+1.23pct；26Q2 管理费用率分别为 5.46%/7.78%/10.72%，分别同比变动+0.43/+0.68/+2.84pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

表8：2026H1/26Q2 白酒板块整体管理费用率为 4.69%/6.62%，同比+0.09/+0.79pct（单位：%，pct）

公司	2026H1	2026H1 同比	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q2 同比
贵州茅台	3.94%	-0.12pct	4.48%	4.54%	6.84%	3.39%	4.74%	+0.27pct
五粮液	5.29%	-1.99pct	10.40%	8.22%	8.07%	4.35%	9.12%	-1.28pct
泸州老窖	3.74%	+1.14pct	3.31%	3.80%	10.78%	2.37%	8.23%	+4.92pct
高端酒合计	4.22%	-0.24pct	5.04%	4.94%	7.26%	3.55%	5.46%	+0.43pct
山西汾酒	3.07%	+0.51pct	4.35%	3.86%	8.51%	2.15%	5.30%	+0.95pct
舍得酒业	8.25%	-0.90pct	10.92%	13.35%	13.49%	6.92%	10.70%	-0.22pct
酒鬼酒	13.57%	+0.49pct	17.06%	15.86%	14.35%	9.91%	19.02%	+1.96pct
水井坊	19.75%	+2.08pct	33.13%	10.70%	18.12%	10.83%	47.12%	+13.99pct
次高端酒合计	4.49%	+0.31pct	7.10%	5.47%	10.13%	3.10%	7.78%	+0.68pct
洋河股份	8.58%	+2.74pct	11.40%	13.02%	44.23%	5.38%	19.71%	+8.32pct
今世缘	2.87%	-0.17pct	5.65%	5.44%	8.67%	2.13%	4.38%	-1.27pct
古井贡酒	6.23%	+1.39pct	5.75%	11.81%	20.05%	5.17%	9.15%	+3.41pct
迎驾贡酒	3.79%	-0.18pct	5.51%	4.63%	4.63%	3.03%	5.22%	-0.30pct
口子窖	9.57%	+2.21pct	11.81%	15.03%	12.74%	6.53%	16.83%	+5.02pct
金种子酒	16.05%	+9.32pct	8.74%	12.06%	65.90%	12.38%	31.34%	+22.59pct
老白干酒	7.98%	+0.47pct	6.70%	9.31%	12.15%	7.40%	8.79%	+2.09pct
伊力特	5.05%	+1.81pct	4.33%	8.52%	4.27%	3.56%	12.53%	+8.20pct
金徽酒	7.93%	-1.32pct	13.04%	13.63%	12.01%	6.08%	10.72%	-2.32pct
区域酒合计	6.49%	+1.23pct	7.89%	10.27%	16.70%	4.79%	10.72%	+2.84pct
合计	**4.69%**	**+0.09pct**	**5.82%**	**5.82%**	**8.79%**	**3.74%**	**6.62%**	**+0.79pct**

资料来源：iFinD，国联民生证券研究所

营业税金及附加比率：26Q2 板块 17.14%，同比下滑 1.82pct。整体法计算白酒行业重点公司 2026H1/26Q2 营业税金及附加比率分别为 16.12%/17.14%，分别同比变动-1.31/-1.82pct。分价位段来看，高端酒/次高端酒/区域酒 2026H1 营业税金及附加比率分别为 15.76%/17.72%/16.28%，分别同比变动-2.53/+1.44/+0.57pct；26Q2 分别为 16.59%/23.31%/15.21%，分别同比变动-2.81/+1.87/-0.53pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

表9：2026H1/26Q2 白酒板块整体营业税金及附加比率为 16.12%/17.14%，同比-1.31/-1.82pct（单位：%，pct）

公司	2026H1	2026H1 同比	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q2 同比
贵州茅台	15.91%	+0.61pct	17.09%	16.84%	16.30%	15.04%	17.18%	+0.08pct
五粮液	14.80%	-18.59pct	38.08%	17.74%	19.43%	16.33%	8.57%	-29.51pct
泸州老窖	17.07%	+3.81pct	15.39%	9.26%	43.30%	14.40%	25.84%	+10.46pct
高端酒合计	15.76%	-2.53pct	19.40%	16.01%	18.19%	15.32%	16.59%	-2.81pct
山西汾酒	17.76%	+1.42pct	22.25%	16.57%	26.12%	15.22%	23.97%	+1.72pct
舍得酒业	17.57%	+4.38pct	15.39%	18.44%	22.69%	16.37%	19.78%	+4.39pct
酒鬼酒	18.81%	-0.91pct	18.87%	18.86%	23.04%	18.58%	19.15%	+0.28pct
水井坊	16.60%	-2.88pct	23.83%	12.23%	15.97%	14.81%	22.12%	-1.72pct
次高端酒合计	17.72%	+1.44pct	21.43%	16.45%	24.73%	15.36%	23.31%	+1.87pct
洋河股份	17.46%	+1.14pct	18.29%	19.78%	31.27%	17.38%	17.76%	-0.53pct
今世缘	13.99%	-0.72pct	10.09%	20.77%	12.90%	15.73%	10.43%	+0.35pct
古井贡酒	16.71%	+1.04pct	15.10%	17.82%	20.41%	17.75%	13.85%	-1.26pct
迎驾贡酒	15.26%	+0.36pct	15.78%	16.09%	16.11%	14.94%	15.87%	+0.09pct
口子窖	15.27%	-0.42pct	18.04%	19.04%	17.11%	15.38%	15.01%	-3.03pct
金种子酒	23.76%	+5.92pct	16.54%	14.92%	19.63%	21.41%	33.49%	+16.95pct
老白干酒	17.61%	+0.73pct	17.20%	17.94%	19.92%	17.22%	18.14%	+0.95pct
伊力特	13.81%	-0.21pct	19.32%	16.28%	24.86%	10.91%	28.48%	+9.16pct
金徽酒	16.66%	+1.62pct	14.52%	14.67%	14.24%	15.73%	18.06%	+3.53pct
区域酒合计	16.28%	+0.57pct	15.74%	18.53%	19.41%	16.71%	15.21%	-0.53pct
合计	**16.12%**	**-1.31pct**	**18.95%**	**16.46%**	**19.05%**	**15.61%**	**17.14%**	**-1.82pct**

资料来源：iFinD，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2 啤酒：量弱价稳，业绩分化延续，静待现饮复苏

量：餐饮需求仍偏弱，行业弱复苏，26Q2 受天气影响销量降幅有所扩大。根据统计局数据，2025 年中国规模以上企业啤酒产量为 3536 万千升，同比下降 1.1%；销量端，26 年上半年，上市公司龙头（含青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、华润啤酒、珠江啤酒）合计同比-0.49%，延续弱复苏。从节奏来看，26Q1 餐饮行业企稳复苏带动销量复苏，26Q2 受天气影响，啤酒行业销量降幅有所扩大。分公司看，产品势能α较强的区域龙头表现好于全国性龙头。华润表现相对稳健，26H1 销量同比+1.7%，青岛/重啤/百威亚太分别同比-4.9%/-2.9%/-2.2%，百威中国同比-6.0%；燕京/珠江销量同比+3.2%/+2.2%。26Q2 燕京/珠江销量分别同比+2.2%/+3.0%，延续较好表现；青岛/重啤/百威亚太/百威中国分别同比-7.0%/-6.0%/-4.1%/-9.7%。

价：26H1 吨价整体仍有提升，大部分酒企 26Q2 升级延续但斜率趋缓。2026 年上半年均价延续提升，但升级斜率较此前有所放缓，主要由于产品结构较高的餐饮渠道复苏偏弱叠加消费升级趋缓。分公司看，26H1 青岛/重啤/燕京/珠江/华润/百威亚太吨价分别同比+0.6%/-0.1%/+2.2%/+2.9%/+0.4%/+3.4%，百威中国同比-0.4%；其中燕京、珠江升级表现相对更优，青岛、华润维持平稳，重啤基本持平。26Q2 青岛/重啤/燕京/珠江/百威亚太吨价分别同比+0.3%/+0.2%/+2.0%/+1.5%/+4.5%，整体仍有改善但大部分酒企斜率趋缓。

26Q2 啤酒收入总体有所承压，期待餐饮行业量价齐升带来较好表现。营收横向对比看：区域性龙头中珠江、燕京收入端表现更优，26H1 啤酒营收分别同比+5.2%/+5.4%，26Q2 分别同比+4.5%/+4.3%；全国性龙头中华润表现相对稳健，26H1 营收同比+2.2%。青岛、重啤及百威系收入端仍承压，其中青岛 26H1/26Q2 同比-4.3%/-6.7%，重啤同比-2.9%/-6.0%，百威中国同比-6.4%/-8.6%。后续在终端价盘整体平稳、消费恢复偏温和背景下，行业均价有望受益于餐饮渠道复苏量价齐升。

表10：2026H1 主要啤酒公司量价表现

2026H1	销量（万千升）	销量 yoy	吨价（元/千升，美元/千升）	吨价 yoy	啤酒营收（亿元/亿美元）	yoy
青岛啤酒	450	-4.9%	4297	0.6%	193	-4.3%
重庆啤酒	175	-2.9%	4775	-0.1%	84	-2.9%
燕京啤酒	243	3.2%	3430	2.2%	83	5.4%
珠江啤酒	75	2.2%	4347	2.9%	33	5.2%
华润啤酒	660	1.7%	3586	0.4%	237	2.2%
百威亚太	427	-2.2%	743	3.4%	32	+1.1%
百威中国	/	-6.0%	/	-0.4%	/	-6.4%

资料来源：iFinD，各啤酒公司公告，国联民生证券研究所 注：百威亚太相关单位为美元

下载日志已记录，仅供内部参考

表11：2026Q2 主要啤酒公司量价表现

2026Q2	销量（万千升）	销量 yoy	吨价（元/千升，美元/千升）	吨价 yoy	公司总营收（亿元/亿美元）	yoy
青岛啤酒	230	-7.0%	4077	0.3%	94	-6.7%
重庆啤酒	86	-6.0%	4899	0.2%	42	-6.0%
燕京啤酒	139	2.2%	3558	2.0%	49	4.3%
珠江啤酒	45	3.0%	4551	1.5%	21	4.5%
百威亚太	229	-4.1%	732	4.5%	17	+0.2%
百威中国	/	-9.7%	/	1.2%	/	-8.6%

资料来源：iFinD，各啤酒公司公告，国联民生证券研究所 注：百威亚太相关单位为美元

成本端：2026H1 行业成本端走势分化。澳麦双反取消带来的麦芽采购红利仍在，铝材价格上涨开始形成压力。26H1 青啤/重啤/燕京吨成本同比分别-1.5%/-0.3%/-5.7%，珠江/百威亚太+1.2%/+2.5%，26Q2 青啤/燕京吨成本分别为-2.2%/-6.5%，珠江/重啤/百威亚太+6.0%/+1.3%/+2.9%。展望下半年，我们认为铝价上行压力仍存，但酒企降本增效有望对冲，预计全年吨成本整体相对平稳。

费用端：需求偏弱背景下，酒企费用策略分化。26H1 青啤/燕京销售费用率同比分别-0.9pct/-0.1pct，费用管控加强。重啤因市场拓展，26H1 销售费用率同比+1.3pct，26Q2 同比+2.1pct；珠江 26H1 同比-1.2pct，Q2 同比-2.3pct，优化明显。整体看，除重啤外，龙头费用投放整体较为克制，未出现明显的价格竞争加剧，销售费用率变动幅度相对有限。中高端价格带折扣比例或有一定程度增加（主要抵减收入，已在吨价端有所反映）。

毛销差&扣非归母净利率：2026H1 及 Q2 行业毛销差走势分化。燕京啤酒受益于大单品放量与成本大幅优化，毛销差显著提升，H1/Q2 同比+4.3pct/+4.6pct，带动 H1/Q2 净利率+3.2pct/4.1pct；青岛啤酒毛销差小幅改善，H1/Q2 同比+2.1pct/2.3pct，H1/Q2 净利率+0.9pct/+0.7pct，保持平稳；重庆啤酒因费用投放加大导致毛销差下滑，H1/Q2 同比-1.2pct/-2.6pct，H1/Q2 净利率同比-0.5pct/-0.4pct；珠江啤酒 Q2 毛销差微增，同比+0.4pct，净利率整体平稳，H1/Q2 同比+0.7pct/+0.7pct。总体看，成本红利边际减弱、结构升级放缓，毛销差扩张动能和净利率走势分化明显。

竞争：2026H1，啤酒行业竞争边际加剧，龙头普遍强化份额诉求，战略路径分化，但各价格带未现恶性价格战。各企业业绩分化加剧，反映出大单品驱动与精细化运营的企业在竞争中更具韧性。展望下半年，啤酒复苏持续性待察，现饮景气度仍是决定竞争烈度与利润弹性的核心变量。

下载日志已记录，仅供内部参考

表12：2026H1 主要啤酒企业成本、费用及利润表现

2026H1	啤酒吨成本 yoy	啤酒毛利率 pct	销售费用率 pct	毛销差 pct	利润（亿元/亿美元）	利润 yoy	利润率	利润率 pct
青岛啤酒	-1.5%	1.2	-0.9	2.1	37	1.0%	18.7%	0.9
重庆啤酒	-0.3%	0.1	1.3	-1.2	8	-8.3%	9.1%	-0.5
燕京啤酒	-5.7%	4.2	-0.1	4.3	14	33.2%	15.3%	3.2
珠江啤酒	1.2%	0.9	-1.2	2.0	6	9.0%	19.0%	0.7
华润啤酒	/	/	/	/	72	-0.1%	30.6%	-0.7
百威亚太	2.5%	0.4	/	/	9	-5.8%	29.2%	-2.1
百威中国	/	/	/	/	/	-13.4%	/	/

资料来源：iFinD，各啤酒公司公告，国联民生证券研究所 注：百威亚太相关单位为美元；A 股上市公司利润采用扣非后归母净利润，华润啤酒利润采取啤酒业务未计利息及税项前盈利，百威亚太和百威中国采用正常化 EBITDA

表13：2026Q2 主要啤酒企业成本、费用及利润表现

2026Q2	啤酒吨成本 yoy	啤酒毛利率 pct	销售费用率 pct	毛销差 pct	利润（亿元/亿美元）	利润 yoy	利润率	利润率 pct
青岛啤酒	-2.2%	1.4	-0.9	2.3	20	-3.3%	20.9%	0.7
重庆啤酒	1.3%	-0.5	2.1	-2.6	3	-9.7%	8.3%	-0.4
燕京啤酒	-6.5%	4.4	-0.2	4.6	11	26.9%	22.7%	4.1
珠江啤酒	6.0%	-1.9	-2.3	0.4	5	7.9%	23.1%	0.7
百威亚太	2.9%	0.7	/	/	5	-7.0%	27.6%	-2.1
百威中国	/	/	/	/	/	-15.9%	/	/

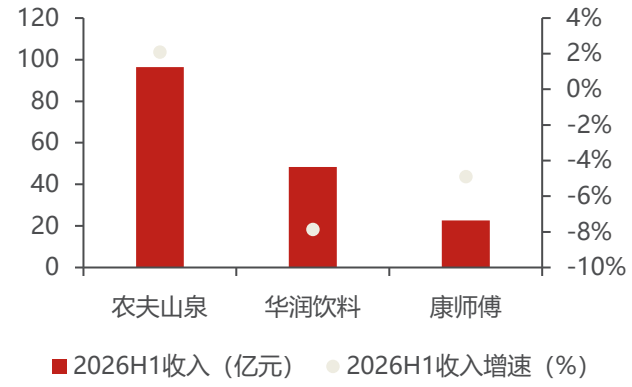
资料来源：iFinD，各啤酒公司公告，国联民生证券研究所 注：百威亚太相关单位为美元；A 股上市公司利润采用扣非后归母净利润，华润啤酒采取啤酒业务未计利息及税项前盈利，百威亚太和百威中国采用正常化 EBITDA

下载日志已记录，仅供内部参考

3 饮料：茶饮料结构性高增，平台型公司优势凸显

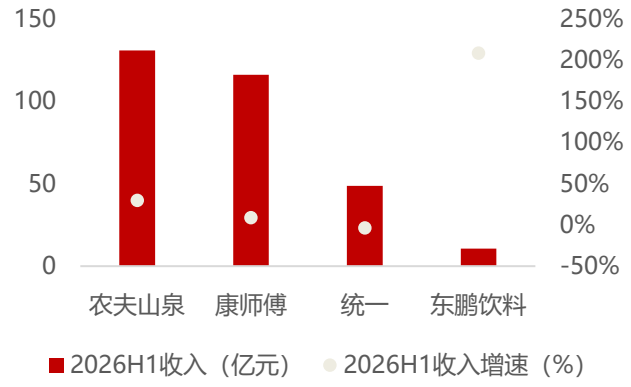
26H1 饮料行业受天气多雨影响竞争边际加剧，其中茶饮料表现好于包装水。上半年饮料行业受雨水偏多对即饮场景形成压制的影响，呈现"茶饮结构性高增、传统品类承压"的情况，无糖茶及含糖大单品（东方树叶、冰红茶、果之茶）表现较好，而水、果汁、碳酸等传统品类表现较弱。

图5：饮料公司包装水业务收入及增速



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图6：饮料公司茶饮业务收入及增速



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

具体到公司来看，多产品平台型公司表现好于细分赛道依赖度较高的公司。多产品、多矩阵对于经销商资金的占用和货架的占领有利于提升饮料公司对于渠道的议价能力。随着行业竞争加剧，多产品的平台型公司竞争优势逐步凸显，在对抗周期中表现更好，同时渠道的精细化管理能力也在竞争中作用凸显。农夫山泉 26H1 实现收入 297.18 亿元、同比+15.99%；华润饮料 26H1 营收实现 54.55 亿元，同比-12.09%，主要由于包装水行业竞争加剧；康师傅 26H1 饮品业务营收 265.41 亿元、同比+0.70%，饮品内部分化明显，茶类收入 116.40 亿元、同比+9.10%，包装水、果汁、碳酸饮料等业务分别同比-4.90%/-13.00%/-2.80%，均出现下滑。统一企业中国 26H1 饮品业务营收实现 107.51 亿元，同比-0.30%，其中茶饮料/果汁/奶茶/其他饮品同比-3.50%/-5.50%/+7.30%/-1.10%；东鹏饮料 26H1 实现主营业务收入 124.26 亿元、同比+15.80%，能量饮料/电解质饮料/茶饮料/其他饮料收入分别同比+6.89%/+11.98%/+208.99%/+41.94%；百润股份 2026H1 酒类业务（预调酒+烈酒）实现收入 14.30 亿元，同比+10.23%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表14：2026H1 饮料公司分产品收入及增速表现（亿元）

分公司	分产品	2026H1（东鹏饮料含2026Q2）	2026H1 收入 yoy（东鹏饮料含2026Q2）
农夫山泉	包装饮用水产品	96.41	2.10%
	茶饮料产品	131.22	30.06%
	功能饮料产品	33.48	15.53%
	果汁产品	29.22	13.96%
	其他产品	6.84	8.74%
	合计	297.18	15.99%
华润饮料	小规格瓶装水（小于等于 1L）	28.78	-9.90%
	中大规格瓶装水（1L-15L）	17.30	-5.40%
	桶装水（18.9L）	2.30	0.97%
	包装饮用水产品	48.38	-7.86%
	饮料产品	6.17	-35.35%
	合计	54.55	-12.09%
康师傅	包装饮用水产品	22.59	-4.90%
	即饮茶产品	116.40	9.10%
	果汁产品	25.72	-13.00%
	碳酸饮料及其他	100.70	-2.80%
	饮品合计	265.41	0.70%
统一	茶饮料产品	48.89	-3.50%
	果汁产品	17.21	-5.50%
	奶茶产品	36.45	7.30%
	其他饮品（咖啡+包装水）	4.96	-1.10%
	合计	107.51	-0.30%
东鹏饮料	能量饮料	89.37/45.25	6.89%/1.45%
	电解质饮料	16.72/10.26	11.98%/11.22%
	茶饮料	10.58	208.99%
	其他饮料	7.59	41.94%
	茶饮料+其他	18.17/9.91	107.16%/97.31%
	合计	124.26/65.43	15.80%/11.17%
百润股份	酒类产品（预调酒+烈酒）	14.30	10.23%

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所注：东鹏饮料 26H1 与 Q1 收入构成披露口径不同，26H1 单独列出茶饮料，26Q1 将茶饮料和其他饮料合并披露

下载日志已记录，仅供内部参考

4 投资建议

白酒：当前白酒板块基本面仍在磨底阶段，25Q4 报表开始加速出清，至 26Q2 板块收入利润已经连续下滑 3 个季度，股价经过较长时间的调整，估值或已跌至合理偏低水平。建议关注报表压力释放后表观同比增速回暖和房地产政策带来的板块估值修复。（1）推荐贵州茅台：品牌力领先行业，渠道改革成果显著，业绩稳健；（2）推荐估值或已较充分反映市场对短期基本面的谨慎预期、拥有扎实的基地市场和消费者基础的区域酒龙头，古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、金徽酒。（3）建议关注报表加速出清、估值逐步调整至合理水平的五粮液、泸州老窖、山西汾酒。

啤酒：当前餐饮环境弱复苏，啤酒竞争略有加剧，推荐基本面α突出、U8 产品生命周期向上、估值有优势的燕京啤酒，建议关注华润啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒。

饮料：2026 年受天气和竞争环境影响，饮料行业竞争加剧，主要龙头公司增长降速。利润端 2026 年下半年有可能受到 PET 成本上行的影响有所承压。建议关注农夫山泉、东鹏饮料、康师傅控股。

表15：盈利预测表

代码	简称	股价（元）	EPS（元）			PE（X）			评级
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
600519.SH	贵州茅台	1,235.58	64.94	67.23	69.14	19	18	18	推荐
000858.SZ	五粮液	68.77	3.90	4.40	4.80	18	16	14	推荐
000568.SZ	泸州老窖	69.38	4.50	4.84	5.08	15	14	14	推荐
600809.SH	山西汾酒	111.50	7.55	8.14	8.62	15	14	13	推荐
600702.SH	舍得酒业	31.76	0.55	0.64	0.72	58	50	44	推荐
000596.SZ	古井贡酒	89.03	5.64	6.13	6.44	16	15	14	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	37.45	2.59	2.74	2.88	14	14	13	推荐
603589.SH	口子窖	17.30	0.85	0.88	0.91	20	20	19	推荐
603919.SH	金徽酒	15.82	0.57	0.75	0.80	28	21	20	推荐
002304.SZ	洋河股份	36.90	1.19	1.31	1.37	31	28	27	推荐
603369.SH	今世缘	27.13	2.10	2.21	2.28	13	12	12	推荐
600559.SH	老白干酒	10.81	0.43	0.45	0.47	25	24	23	推荐
6979.HK	珍酒李渡	6.72	0.18	0.21	0.25	38	31	27	推荐
600600.SH	青岛啤酒	49.52	3.44	3.56	3.66	14	14	14	推荐
0291.HK	华润啤酒	16.21	1.67	1.77	1.85	10	9	9	推荐
600132.SH	重庆啤酒	37.26	2.37	2.40	2.46	16	16	15	推荐
000729.SZ	燕京啤酒	10.81	0.73	0.83	0.92	15	13	12	推荐
002461.SZ	珠江啤酒	8.31	0.45	0.50	0.53	18	17	16	推荐
605499.SH	东鹏饮料	110.19	7.02	7.51	8.34	16	15	13	推荐
002568.SZ	百润股份	18.91	0.73	0.81	0.84	26	23	22	推荐
2460.HK	华润饮料	6.32	0.35	0.43	0.47	18	15	13	推荐
0322.HK	康师傅控股	9.91	0.81	0.83	0.89	12	12	11	推荐

下载日志已记录，仅供内部参考

9633.HK	农夫山泉	33.99	1.62	1.82	1.99	21	19	17	推荐

资料来源：iFinD，国联民生证券研究所预测

;注：珍酒李渡、华润啤酒、康师傅控股、华润饮料、农夫山泉为港股，股价已按汇率折算为人民币，EPS 为人民币口径；股价截至时间为 2026 年 9 月 29 日，换算汇率为 1 港币=0.86 元人民币

下载日志已记录，仅供内部参考

5 风险提示

（1）宏观经济不达预期的风险。若宏观经济不达预期，可能导致消费偏弱、企业业绩表现不达预期。

（2）行业竞争加剧的风险。若行业竞争加剧，可能导致企业费用投放增加、影响实际业绩。

（3）食品安全的风险。若行业出现食品安全问题，可能导致消费者信心减弱、减少消费，进而导致企业业绩不达预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

插图目录

图 1： 26Q2 白酒板块收入增速加速下滑 3
图 2： 26Q2 白酒板块利润降幅大于收入 3
图 3： 白酒板块单季度毛利率基本稳定 7
图 4： 白酒板块单季度归母净利率同比有所回落 7
图 5： 饮料公司包装水业务收入及增速 16
图 6： 饮料公司茶饮业务收入及增速 16

表格目录

表 1： 2026H1/26Q2 白酒板块整体收入同比-6.49%/-17.36%（单位：亿元，%） 3
表 2： 2026H1/26Q2 白酒板块整体归母净利润同比-8.14%/-21.37%（单位：亿元，%） 4
表 3： 2026H1/26Q2 白酒板块整体销售收现同比-22.70%/-28.24%（单位：亿元，%） 5
表 4： 2026H1/26Q2 白酒板块整体（收入+Δ 合同负债）同比-5.74%/-22.32%（单位：亿元，%） 6
表 5： 2026H1/26Q2 白酒板块整体毛利率为 82.93%/83.30%，同比-0.54/+0.03pct（单位：%，pct） 8
表 6： 2026H1/26Q2 白酒板块整体归母净利率为 37.77%/33.24%，同比-0.68/-1.69pct（单位：%，pct） 9
表 7： 2026H1/26Q2 白酒板块整体销售费用率为 11.34%/14.89%，同比+1.40/+3.07pct（单位：%，pct） 10
表 8： 2026H1/26Q2 白酒板块整体管理费用率为 4.69%/6.62%，同比+0.09/+0.79pct（单位：%，pct） 11
表 9： 2026H1/26Q2 白酒板块整体营业税金及附加比率为 16.12%/17.14%，同比-1.31/-1.82pct（单位：%，pct） 12
表 10： 2026H1 主要啤酒公司量价表现 13
表 11： 2026Q2 主要啤酒公司量价表现 14
表 12： 2026H1 主要啤酒企业成本、费用及利润表现 15
表 13： 2026Q2 主要啤酒企业成本、费用及利润表现 15
表 14： 2026H1 饮料公司分产品收入及增速表现（亿元） 17
表 15： 盈利预测表 18

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生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。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融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发行与分销。

，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门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。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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室