下载日志已记录，仅供内部参考

调整步入中后期，确定性提升下可适度乐观

白酒 2026 年中报总结暨板块最新观点

26Q2 行业营收/利润/现金流分别同比-17%/-21%/-28%，深度调整已持续四个季度，产业调整进入中后段，Q3 起基数压力明显缓解。渠道去杠杆继续深化，合同负债和回款同步走弱，渠道健康度持续提升。酒企控货促动销，毛销差和净利率普遍承压，阶段性盈利能力失真。不确定性逐步消散，底部适度乐观，聚焦走出调整的个股。

- **26Q2 行业营收/利润/现金流分别同比-17%/-21%/-28%，深度调整已持续四个季度，产业调整进入中后段，Q3 起基数压力明显缓解。**26H1 白酒板块营业收入/归母净利润/现金回款分别为 1979.1/730.7/2001.6 亿元，同比-6.8%/-8.3%/-22.5%；单 26Q2 分别为 652.7/210.5/757.1 亿元，同比-17.0%/-21.3%/-28.0%，收入、利润降幅较 Q1 重新扩大，回款降幅接近本轮较差阶段。剔除贵州茅台后，26H1 板块收入 1056.3 亿元，同比-12.8%；单 26Q2 收入 277.0 亿元，同比-29.0%，非茅台企业压力更大。山西汾酒和泸州老窖在 Q2 主动加大调整力度，标志着调整已扩散至主要酒企。展望 26Q3-Q4，行业业绩同比仍可能下滑，但随着控货、去库存和经销商资金压力释放，降幅有望逐步收窄；产业进入中后段并不等同于确认报表底部，仍需观察回款、合同负债和库存去化是否同步改善。
- 分公司经营表现：高端酒仅贵州茅台相对稳健，但单 Q2 收入利润亦转为下滑；五粮液表观高增主要受会计差错更正后低基数影响，单 Q2 净利率仅 12.4%；泸州老窖收入、利润和回款降幅均显著扩大。次高端全线承压，山西汾酒主动加大玻汾和省内市场调整，单 Q2 收入/利润同比-17.7%/-43.1%；区域酒率先分化，迎驾贡酒和今世缘单 Q2 实现收入利润正增长，古井贡酒、洋河股份、口子窖和老白干酒等多数公司仍在深度调整。当前仅茅台及个别区域酒率先企稳，大部分酒企仍处探底过程中。
- **渠道去杠杆继续深化，合同负债和回款同步走弱，渠道健康度持续提升。**26Q2 末板块合同负债 320.2 亿元，同比-13.6%、环比-22.1%，经销商主动打款意愿下降，酒企亦主动放松打款和任务要求，为渠道释放资金压力。应收票据及应收款项融资 152.8 亿元，同比+19.7%、环比-53.8%，同比上升主要由五粮液贡献；贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒等多数公司同比下降，更准确的判断是行业逐步减少对渠道的金融杠杆支持。2026 年多数酒企没有制定明确量化增长目标，经营重心由完成规模任务转向渠道健康、动销改善和去库存，应定义为行业深度调整和渠道出清之年。
- **酒企控货促动销，毛销差和净利率普遍承压，阶段性盈利能力失真。**26H1 多数酒企毛销差承压，单 26Q2 毛利率反而同比改善。毛销差方面，主动去库存企业需要增加终端促销、渠道维护和动销投入。主动去库存企业需要增加终端促销和渠道维护投入，相关费用当期确认却未必同步转化为收入。26Q2 除今世缘、迎驾贡酒相对平稳外，行业盈利能力普遍承压。五粮液净利率同比改善主要来自会计追溯调整后的低基数，单 Q2 净利率仅 12.4%，绝对水平仍低
- **投资建议：不确定性逐步消散，底部适度乐观，聚焦走出调整的个股。**展望 26H2 至 2027 年，随着库存消化、渠道压力减轻，价格有望触底回升，叠加

推荐（维持）

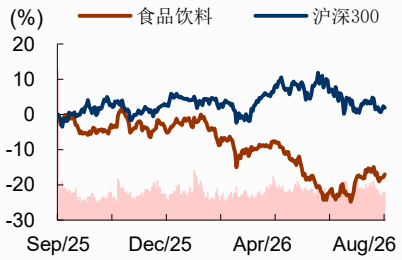
消费品/食品饮料

行业规模

		占比%
股票家数（只）	141	2.7
总市值（十亿元）	3986.8	3.5
流通市值（十亿元）	3802.7	3.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	8.7	-13.2	-16.1
相对表现	7.9	-11.1	-19.4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《食品饮料行业周报（8.16）—茅台中报务实，关注酵母蛋白放量潜力》2026-08-17

2、《食品饮料行业周报（8.9）—茅五批价共振回升，关注酵母蛋白替代投资机会》2026-08-10

3、《食品饮料行业 26Q2 持仓分析—持仓达到历史冰点》2026-07-25

陈书慧 S1090523010003
chenshuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
liucheng5@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

报表基数下降，收入利润降幅收窄乃至恢复增长的概率逐步提高。但当前真实动销尚未全面恢复，基本面仍处左侧，板块尚不具备全面修复条件，投资机会更多取决于个股调整节奏。选股回归企业走出调整的经营周期，重点观察终端动销、渠道库存、报表基数三项指标的共振——动销决定改善质量，库存决定复苏斜率，基数决定业绩转正时点；仅靠低基数转正而动销、库存未同步改善，只是数字层面的阶段性修复。**标的上，**强烈推荐穿越周期的**贵州茅台**、率先走出调整的**迎驾贡酒**；关注低基数和库存出清带来的阶段性机会，**古井贡酒、老白干酒**有望率先改善，**山西汾酒** 2027 年有望重返增长，**金徽酒**具备长期成长弹性。

- **风险提示：经济环境扰动、需求不及预期、竞争加剧、渠道出清不及预期。**

重点公司主要财务指标

公司简称	公司代码	市值	25EPS	26EPS	26PE	PB	投资评级
贵州茅台	600519.SH	1621.9	65.85	66.05	19.6	6.5	强烈推荐
山西汾酒	600809.SH	145.2	10.04	7.17	16.6	3.2	强烈推荐
古井贡酒	000596.SZ	49.6	6.71	5.22	18.0	1.9	强烈推荐
迎驾贡酒	603198.SH	32.4	2.48	2.72	14.9	3.1	强烈推荐
老白干酒	600559.SH	10.6	0.47	0.58	20.1	1.9	强烈推荐
金徽酒	603919.SH	8.5	0.70	0.61	27.5	2.5	强烈推荐

资料来源：公司数据、招商证券（备注：市值单位为十亿元）

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 深度调整已四个季度，产业去库存进入中后段.....4
二、 控货叠加费用投入增加促动销，盈利能力整体承压.....12
三、 投资建议：不确定性逐步消散，底部适度乐观.....15

图表目录

图 1：白酒板块收入利润及增速情况（亿元，%）.....4
图 2：白酒板块回款及增速情况（亿元，%）.....5
图 3：重点酒企 2025Q1-2026Q4E 营收和利润增速（%）.....15
图 4：食品饮料行业历史 PEBand.....16
图 5：食品饮料行业历史 PBBand.....16

表 1：白酒板块公司收入、现金回款及归母净利润情况（亿元，%）.....5
表 2：白酒板块公司单季度收入及归母净利润增速情况（%）.....8
表 3：白酒板块公司合同负债变化情况（百万元，%）.....9
表 4：白酒板块公司应收票据（含银行承兑）变动情况（百万元，%）.....9
表 5：白酒板块公司现金回款分季度变化（百万元，%）.....10
表 6：主要酒企年度目标及达成情况.....10
表 7：白酒板块公司毛利率变化情况（%）.....12
表 8：白酒板块公司费用率变化（%）.....13
表 9：白酒板块公司归母净利率变化情况（%）.....14
表 10：重点酒企渠道库存情况.....16

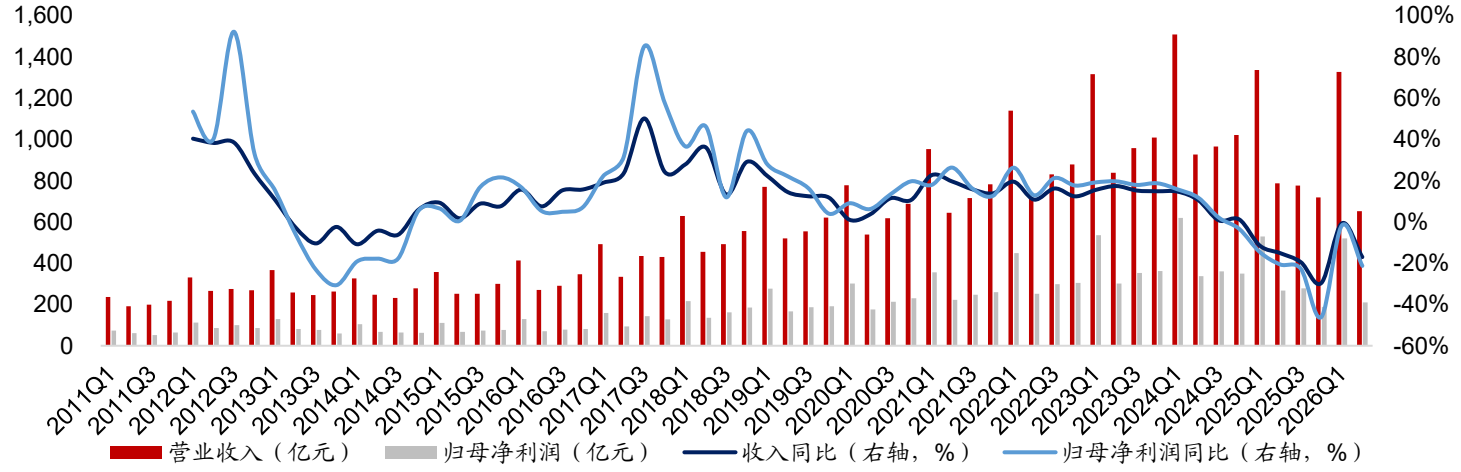
下载日志已记录，仅供内部参考

一、深度调整已四个季度，产业去库存进入中后段

行业深度调整已持续四个季度，所有上市酒企均涵盖在内，产业调整进入中后段，Q3 起基数压力明显缓解。行业自 25Q2 开始转入调整，25Q3 起收入利润出现较大幅度下滑，至 26Q2 已连续深度调整四个季度、历时约一年；26Q2 山西汾酒和泸州老窖亦主动加大调整力度，标志着调整已扩散至此前仍努力保障报表的酒企。26H1 板块营业收入/归母净利润/现金回款分别为 1979.1/730.7/2001.6 亿元，同比-6.8%/-8.3%/-22.5%；单 26Q2 分别为 652.7/210.5/757.1 亿元，同比-17.0%/-21.3%/-28.0%，淡季收入利润降幅较 Q1 重新扩大，报表追溯事件催化下，各家企业主动自查渠道风险，行业风险集中释放，回款降幅接近本轮最差季度（25Q4）。剔除贵州茅台后，26H1 板块收入 1056.3 亿元，同比-12.8%；单 26Q2 收入 277.0 亿元，同比-29.0%，非茅台企业压力更大。展望 26Q3-Q4，行业业绩同比仍可能延续下滑，但考虑到 25Q3 开始行业已经进入大幅下滑阶段，基数压力大幅减小，且随着控货、去库存和渠道资金压力释放，渠道包袱减少，报表降幅有望逐步收窄，若需求端有改善信号，2027 年白酒行业报表端有望进入正增长区间。

茅台与强势区域酒率先企稳，次高端及弱势区域酒仍处探底过程。26H1 高端/次高端/区域名酒收入同比分别+0.1%/-13.2%/-20.7%，归母净利润同比分别-0.1%/-27.3%/-30.7%；单 26Q2 收入同比分别-14.2%/-20.6%/-26.7%，利润同比分别-14.8%/-58.2%/-44.4%。高端酒仅贵州茅台相对稳健，Q2 收入利润虽下滑但幅度可控，且动销表现良性；五粮液表观高增主要受会计差错更正后低基数影响，泸州老窖收入利润和回款降幅均显著扩大。次高端全线承压，山西汾酒主动调整后利润大幅下滑，水井坊、舍得酒业和酒鬼酒单 Q2 均处亏损。区域酒内部率先分化，迎驾贡酒和今世缘单 Q2 实现收入利润正增长，金徽酒收入增长但表观利润受补税扰动，古井贡酒、洋河股份、口子窖和老白干酒等多数公司仍在深度调整。

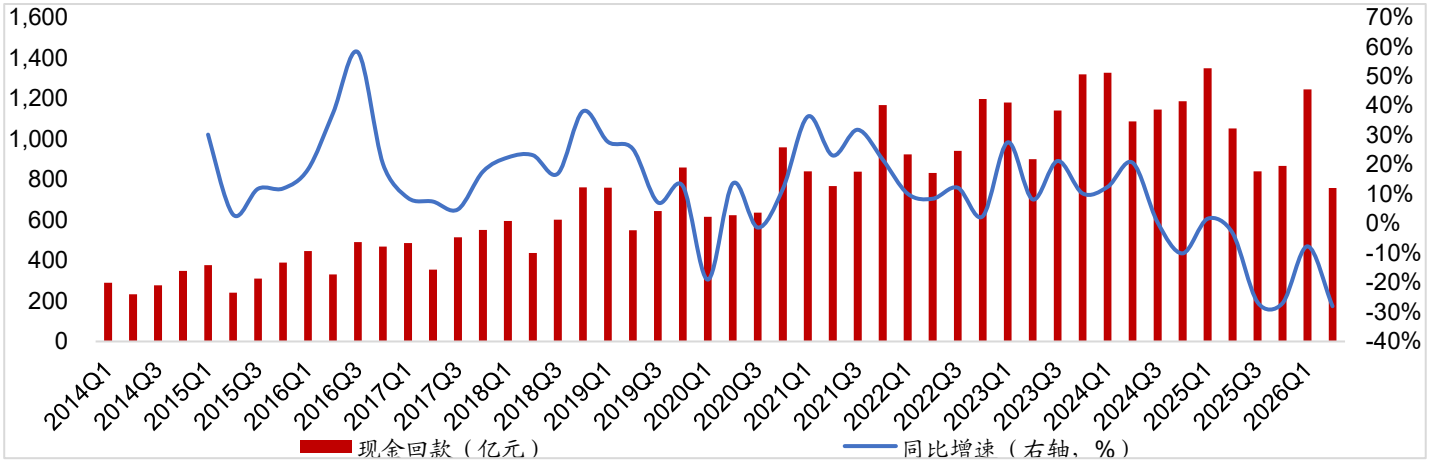
图 1：白酒板块收入利润及增速情况（亿元，%）



资料来源：iFinD、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：白酒板块回款及增速情况（亿元，%）



资料来源：iFinD、招商证券

26H1 价格带分化延续：高端酒收入基本持平、利润小幅下降，次高端和区域名酒收入利润均明显承压；26Q2 各价格带降幅普遍扩大。

1）26H1 高端/次高端/区域名酒同比分别+0.1%/-13.2%/-20.7%；26Q2 分别-14.2%/-20.6%/-26.7%。高端酒相对稳健，区域酒收入压力最重。

2）26H1 高端/次高端/区域名酒同比分别-0.1%/-27.3%/-30.7%；26Q2 分别-14.8%/-58.2%/-44.4%。收入下滑叠加费用刚性，次高端与区域酒利润降幅明显大于收入。

表 1：白酒板块公司收入、现金回款及归母净利润情况（亿元，%）

	营业收入			现金回款			归母净利润		
	25H1	26H1	同比增速	25H1	26H1	同比增速	25H1	26H1	同比增速
贵州茅台	910.9	922.8	1.3%	950.9	984.2	3.5%	454.0	445.2	-2.0%
五粮液	235.1	284.2	20.9%	694.7	254.8	-63.3%	46.2	87.5	89.3%
泸州老窖	164.5	104.7	-36.4%	179.5	107.4	-40.1%	76.6	43.4	-43.4%
高端合计	**1310.6**	**1311.7**	**0.1%**	**1825.0**	**1346.5**	**-26.2%**	**576.9**	**576.1**	**-0.1%**
山西汾酒	239.6	210.4	-12.2%	207.3	217.8	5.0%	85.1	64.4	-24.3%
水井坊	15.0	10.8	-27.8%	17.2	8.7	-49.5%	1.1	-0.1	-105.9%
舍得酒业	27.0	22.9	-15.3%	27.8	23.8	-14.1%	4.4	1.5	-67.3%
酒鬼酒	5.6	5.3	-5.6%	4.5	5.5	20.7%	0.1	0.1	37.6%
次高端合计	**287.2**	**249.4**	**-13.2%**	**256.8**	**255.8**	**-0.4%**	**90.6**	**65.9**	**-27.3%**
洋河股份	148.0	105.4	-28.8%	123.8	87.4	-29.4%	43.4	26.0	-40.1%
古井贡酒	138.8	101.3	-27.0%	152.1	104.2	-31.5%	36.6	21.6	-40.9%
今世缘	69.5	64.4	-7.4%	67.0	66.0	-1.6%	22.3	20.8	-6.6%
口子窖	25.3	19.5	-22.9%	22.5	16.0	-28.8%	7.2	3.6	-49.0%
迎驾贡酒	31.6	34.2	8.1%	34.9	38.4	10.2%	11.3	11.6	2.8%
金种子酒	4.8	2.4	-51.2%	4.0	1.9	-53.1%	-0.7	-0.6	-10.2%
老白干酒	24.8	21.0	-15.2%	25.1	21.6	-13.9%	3.2	2.6	-18.5%
金徽酒	17.6	18.2	3.2%	19.3	19.2	-0.3%	3.0	2.1	-28.2%
伊力特	10.7	7.3	-32.1%	8.2	5.5	-32.7%	1.6	0.8	-49.6%
区域酒合计	**471.1**	**373.6**	**-20.7%**	**456.8**	**360.2**	**-21.2%**	**127.9**	**88.7**	**-30.7%**

资料来源：iFinD、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

高端酒 Q2 经营压力全面放大，茅台现金流与渠道改革仍具韧性，五粮液和老窖则进入更深的库存消化阶段。贵州茅台单 Q2 收入利润小幅下滑，系列酒和批发渠道承压，但 i 茅台保持高增、现金回款好于收入；五粮液加大费用和货折力度促进动销，核心产品量增价减，经营利润和现金流仍弱；泸州老窖开启大幅报表出清，中高档酒销量收缩、毛利率下降与费用率上升共同拖累盈利。高端酒比较优势仍在，但除茅台外尚未出现收入、回款和渠道蓄水同步改善。

- **贵州茅台 Q2 业绩小幅下滑，系列酒调整、i 茅台明显放量，现金回款保持韧性。**26Q2 收入/归母净利润 375.8/172.7 亿元，同比-5.2%/-6.9%，现金回款 420.3 亿元、同比+7.9%。分产品看，茅台酒/系列酒 Q2 分别 317.2/50.5 亿元，同比-1.0%/-25.0%，系列酒拖累更大。市场化改革中取消分销、叠加普飞批发发货回归常态，推动渠道进一步向 i 茅台集中，i 茅台 H1/单 Q2 收入同比+274.2%/+282.6%，茅台酒销量增长但吨价下降。

- **五粮液 Q2 加大费用投放消化库存，仍待风险充分释放。**单 26Q2 收入/归母净利润 55.8/6.9 亿元，同比-13.2%/+232.6%，利润增速建立在会计差错更正后的低基数上，剔除财务收益和政府补助后经营利润接近盈亏平衡。分产品看，五粮液产品/其他酒收入 236.3/32.3 亿元，同比+72.8%/-60.2%；五粮液产品销量同比+88.3%、吨价同比-8.0%，其他酒销量同比-63.8%，体现核心产品量增价减、低价产品收缩。26H1 现金回款 254.8 亿元、同比-63.3%，经营现金流转负。

- **泸州老窖 Q2 开启大幅报表出清，控货挺价去库存，中高档酒降幅较大。**26Q2 收入/归母净利润 24.5/6.3 亿元，同比-65.5%/-79.5%，降幅较 Q1 显著扩大。26H1 现金回款 107.4 亿元、同比-40.1%，单 Q2 回款 18.6 亿元、同比-77.0%；、公司主动解决渠道库存包袱，出清信号积极，但短期仍需等待动销、回款和盈利能力企稳。

次高端 Q2 全线承压，竞争加剧背景下盈利能力走弱。山西汾酒如期开启主动调整，玻汾、老白汾和省内市场加速出清，短期利润承压但中期成长性仍确定；水井坊主动调整发货、渠道库存同比下降约 50%，阶段性计提叠加收入收缩使 H1 转亏；舍得中高档酒和传统经销渠道压力更大，电商渠道保持增长但不足以对冲；酒鬼酒降幅收窄，酒鬼系列和华中市场实现增长，绝对收入和利润水平仍低。次高端后续应重点观察社会库存、销售费用效率和回款质量，而非单纯比较收入增速。

- **山西汾酒 Q2 如期开启主动调整，玻汾和省内出清加深，短期利润承压但调整路径清晰。**26H1 收入/归母净利润 210.4/64.4 亿元，同比-12.2%/-24.3%；单 26Q2 收入/归母净利润 61.2/10.6 亿元，同比-17.7%/-43.1%，公司不再强制执行销售目标，更注重渠道健康。分产品看，26H1 汾酒/其他酒类收入 206.2/3.1 亿元，同比-11.8%/-35.1%，玻汾、老白汾调整去库存；分区域看，单 Q2 省内/省外收入 18.5/42.0 亿元，同比-30.1%/-11.5%，省内加速释放渠道压力。26H1 现金回款 217.8 亿元、同比+5.0%；预计后续两个季度延续调整，充分出清后 2027 年有望恢复增长。

- **水井坊主动优化渠道库存，库存结构改善，但收入收缩和阶段性计提使 H1 转亏。**26H1 收入 10.8 亿元，同比-27.8%，归母净利润-0.1 亿元；单 26Q2 收入 2.7 亿元，同比-50.7%，归母净利润-1.8 亿元。26Q2 现金回款 2.7 亿元，同比-72.9%。公司主动调整发货，期末渠道库存同比下降约 50%，但库存优化、审慎计提及补助减少等因素压低当期利润，报表修复仍需等待动

下载日志已记录，仅供内部参考

销和收入恢复。

- **舍得酒业 Q2 中高档产品和传统渠道继续承压，结构下移叠加促销投入使利润转亏。**26H1 收入/归母净利润 22.9/1.5 亿元，同比-15.3%/-67.3%；单 26Q2 收入 8.1 亿元、同比-28.4%，归母净利润-0.9 亿元。Q2 中高档酒收入同比-34.4%，批发代理渠道同比-37.9%，电商同比+25.0%，传统渠道仍待修复。
- **酒鬼酒收入降幅继续收窄，酒鬼系列和华中市场形成支撑，但规模偏低仍制约盈利。**26H1 收入/归母净利润 5.3/0.1 亿元，同比-5.6%/+37.6%；单 26Q2 收入 2.1 亿元、同比-2.1%，归母净利润-0.2 亿元。现金回款 2.3 亿元，同比+4.6%。公司推进 SKU 精简和库存去化，上半年酒鬼系列/华中市场收入同比+16.0%/+9.5%，构成主要支撑。

区域名酒分化进一步扩大，迎驾和今世缘率先改善，金徽酒经营好于表观利润，其余公司仍在深度调整。迎驾洞藏系列和省外市场延续增长，收入、利润及 H1 回款均为正；今世缘受淡雅、苏中和盐城市场拉动，单 Q2 低基数下恢复增长；金徽酒 300 元以上产品和省外市场增长较快，表观利润主要受一次性补税拖累。古井、洋河和口子窖收入利润降幅仍大，老白干通过控量和优化经销商体系调整渠道，伊力特则受终端动销下降及部分市场高库存拖累。区域酒比较重点已由收入规模转向核心市场动销、费用效率和现金回款质量。

- **迎驾贡酒延续增长韧性，洞藏升级和省外市场支撑 Q2 超预期。**26H1 收入/归母净利润 34.2/11.6 亿元，同比+8.1%/+2.8%；单 26Q2 收入/归母净利润 11.9/3.3 亿元，同比+6.6%/+8.3%。26Q2 现金回款 12.1 亿元，同比-5.6%。Q2 省外收入同比+16.0%，洞 9、洞 16 表现较好，洞 6 基本盘稳固，经营韧性继续领先。
- **老白干酒 Q2 经营承压调整去库，控量、费用优化。**26H1 收入/归母净利润 21.0/2.6 亿元，同比-15.2%/-18.5%；单 26Q2 收入/归母净利润 8.8/1.0 亿元，同比-32.8%/-42.9%；26Q2 现金回款 6.8 亿元，同比-18.1%。公司为稳定价格和终端盈利，主动优化经销商结构、对部分产品控量，并拓展线上渠道。
- **古井贡酒 Q2 加速渠道出清，年份原浆量价齐降，盈利降幅进一步扩大。**26H1 收入/归母净利润 101.3/21.6 亿元，同比-27.0%/-40.9%；单 26Q2 收入/归母净利润 26.9/5.6 亿元，同比-43.3%/-58.1%。26Q2 现金回款 29.6 亿元，同比-57.6%。上半年年份原浆销量/吨价同比-16.7%/-12.8%，华北市场压力更大，公司继续以去库存、稳价格为主。
- **今世缘 Q2 低基数下恢复增长，淡雅及苏中、盐城市场拉动报表改善。**26H1 收入/归母净利润 64.4/20.8 亿元，同比-7.4%/-6.6%；单 26Q2 收入/归母净利润 21.1/7.0 亿元，同比+14.1%/+19.2%；26Q2 现金回款 18.1 亿元，同比-10.7%。淡雅表现较优，对开、四开降幅收窄，苏中、盐城及省外增速领先，但改善持续性仍需旺季验证。
- **洋河股份 Q2 仍处深度调整，销量收缩和省内市场承压使利润接近盈亏平衡。**26H1 收入/归母净利润 105.4/26.0 亿元，同比-28.8%/-40.1%；单 26Q2 收入/归母净利润 23.5/1.6 亿元，同比-36.9%/-78.0%。H1 白酒销量同比-31.4%，省内收入同比-38.3%，销量收缩和省内渠道调整构成主要拖累。
- **口子窖收入和利润尚未企稳，费用刚性使利润降幅持续高于收入。**26H1 收入/归母净利润 19.5/3.6 亿元，同比-22.9%/-49.0%；单 26Q2 收入/归母净

下载日志已记录，仅供内部参考

利润 5.8/0.4 亿元，同比-20.0%/-65.4%。26Q2 现金回款 7.4 亿元，同比-30.0%。公司继续推进省内县乡下沉、长三角重点市场建设及电商布局，但相关举措尚未转化为报表改善。

- **金徽酒 Q2 收入超预期，表观利润大幅下降主要受一次性补税影响。**26H1 收入/归母净利润 18.2/2.1 亿元，同比+3.2%/-28.2%；单 26Q2 收入 7.2 亿元、同比+11.1%，归母净利润 0.1 亿元；26Q2 现金回款 6.5 亿元，同比-13.1%。加回补税后，测算 Q2 归母净利润约 0.85 亿元、同比约+32%，300 元以上产品和省外市场增长较快。
- **伊力特受终端动销下降和部分市场高库存拖累，Q2 收入大幅下滑并转亏。**26H1 收入/归母净利润 7.3/0.8 亿元，同比-32.1%/-49.6%；单 26Q2 收入 1.2 亿元、同比-56.3%，归母净利润-0.2 亿元；26Q2 现金回款 1.3 亿元，同比-41.4%。小老窖和南疆市场仍受库存、价盘及渠道利润压力影响，短期需等待终端需求和库存修复。

表 2：白酒板块公司单季度收入及归母净利润增速情况（%）

	收入增速（%）					利润增速（%）				
	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
贵州茅台	7.3%	0.3%	-19.3%	6.3%	-5.2%	5.2%	0.5%	-30.3%	1.5%	-6.9%
五粮液	-59.4%	-58.7%	-53.5%	33.7%	-13.2%	-95.8%	-68.5%	-64.2%	82.6%	231.8%
泸州老窖	-8.0%	-9.8%	-62.2%	-14.2%	-65.5%	-11.1%	-13.1%	-96.4%	-19.3%	-79.5%
山西汾酒	0.4%	4.1%	24.5%	-9.7%	-17.7%	-13.5%	-1.4%	-5.7%	-19.0%	-43.1%
水井坊	-31.4%	-58.9%	-51.7%	-14.9%	-50.7%	-251.2%	-75.0%	-63.0%	-10.1%	-108.8%
舍得酒业	-3.4%	-15.9%	-20.0%	-6.0%	-28.4%	139.5%	-63.2%	-22.9%	-33.1%	-188.9%
酒鬼酒	-56.6%	0.8%	49.9%	-7.8%	-2.1%	-147.8%	-70.9%	-45.1%	4.6%	-8.3%
洋河股份	-43.7%	-29.0%	-17.6%	-26.0%	-36.9%	-62.7%	-158.4%	-7.2%	-32.7%	-78.0%
古井贡酒	-14.2%	-51.6%	-46.6%	-18.6%	-43.3%	-11.6%	-74.6%	-153.3%	-31.0%	-58.1%
今世缘	-29.7%	-26.8%	-18.9%	-15.2%	14.1%	-37.1%	-48.7%	-83.2%	-15.8%	19.2%
口子窖	-48.5%	-46.2%	-50.6%	-24.0%	-20.0%	-70.9%	-92.5%	-119.9%	-46.2%	-65.4%
迎驾贡酒	-23.8%	-21.6%	-17.9%	8.9%	6.6%	-35.2%	-39.3%	-18.6%	0.7%	8.4%
金种子酒	-24.2%	3.7%	-21.2%	-35.7%	-75.6%	408.2%	-74.4%	-37.9%	-60.8%	49.1%
老白干酒	-1.9%	-47.5%	-37.7%	4.5%	-32.8%	0.2%	-68.5%	-87.2%	8.6%	-42.9%
金徽酒	-4.0%	-4.9%	-11.6%	-1.5%	11.1%	-12.8%	-33.0%	-44.5%	-12.5%	-85.3%
伊力特	-44.9%	-29.4%	-22.9%	-23.8%	-56.3%	-52.7%	-158.5%	76.8%	-27.3%	-225.4%

资料来源：iFinD、招商证券

渠道资金杠杆有了明显的去化，26Q2 合同负债同比和环比均明显下降、现金回款降幅接近本轮较差阶段。一方面，经销商主动打款和补库存意愿下降；另一方面，酒企也主动降低打款和任务要求，通过减少发货、放松预收款要求为经销商释放资金压力。26Q2 应收票据及应收款项融资同比上升主要受五粮液承兑兑现节奏影响，环比已明显下降，且贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒等多数公司同比下降。合同负债、应收项目和现金回款共同指向了渠道去杠杆，渠道健康度在 Q2 有了较为明显的提升趋势。

1）合同负债方面：26Q2 末白酒板块合同负债合计 320.2 亿元，同比-13.6%、环比-22.1%，较 26Q1 末 410.8 亿元继续回落。五粮液/山西汾酒/今世缘/金徽酒分别为 104.4/66.6/8.4/7.4 亿元，同比+3.6%/+11.3%/+40.5%/+23.2%，仍保有一定渠道蓄水；贵州茅台 31.8 亿元，同比-42.3%、环比+5.0%，同比下降需结合 i 茅台代售模式理解。泸州老窖/古井贡酒/洋河股份/口子窖分别为

下载日志已记录，仅供内部参考

24.4/8.3/43.0/1.3 亿元，同比-30.9%/-41.6%/-26.8%/-56.6%。整体预收款下行既是渠道信心偏弱的表现，也是酒企减少强制打款、为经销商释放资金压力的结果。

2）应收票据（含银行承兑）方面：26Q2 末应收票据及应收款项融资合计 152.8 亿元，同比+19.7%、环比-53.8%。主要受到五粮液应收项目 75.5 亿元、同比+93.9%影响。贵州茅台/泸州老窖/山西汾酒分别 24.8/12.6/20.4 亿元，同比-12.1%/-10.8%/-1.4%，主要酒企均降低了渠道资金杠杆的使用，回归真实市场出货，渠道健康度提升。

3）销售回款方面：26H1 板块现金回款 2001.6 亿元，同比-22.5%，降幅显著大于收入的-6.8%；单 26Q2 现金回款 757.1 亿元，同比-28.0%，同样弱于收入的-17.0%，已接近本轮较差阶段。公司层面，贵州茅台/山西汾酒/酒鬼酒/迎驾贡酒 26H1 回款同比+3.5%/+5.0%/+20.7%/+10.2%，表现相对领先；单 Q2 仅贵州茅台、舍得酒业和酒鬼酒实现正增长，五粮液/泸州老窖/古井贡酒同比-61.0%/-77.0%/-57.6%。酒企不再以强制打款维持报表增长，而是主动给渠道释放资金压力；后续回款降幅能否收窄，是判断报表修复质量的关键。

表 3：白酒板块公司合同负债变化情况（百万元，%）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	同比增速（%）	环比增速（%）
贵州茅台	8788	5507	7749	8007	3027	3178	-42.3%	5.0%
五粮液	10166	10077	9268	13460	14138	10441	3.6%	-26.1%
泸州老窖	3066	3529	3838	3367	2794	2437	-30.9%	-12.8%
山西汾酒	5818	5983	5781	7007	7904	6658	11.3%	-15.8%
水井坊	936	983	862	806	689	641	-34.9%	-7.0%
舍得酒业	206	157	113	147	130	161	2.3%	23.4%
酒鬼酒	179	135	117	175	141	122	-9.9%	-13.8%
洋河股份	7024	5878	6424	7529	5415	4304	-26.8%	-20.5%
古井贡酒	3674	1428	1344	1520	2305	834	-41.6%	-63.8%
今世缘	538	600	520	1708	1560	842	40.5%	-46.0%
口子窖	270	298	339	334	201	129	-56.6%	-35.7%
迎驾贡酒	457	440	482	484	532	420	-4.5%	-21.0%
金种子酒	150	121	172	159	129	136	12.4%	5.1%
老白干酒	1877	1275	1207	1026	1209	954	-25.2%	-21.1%
金徽酒	583	598	632	820	871	737	23.2%	-15.4%
伊力特	61	40	38	41	34	24	-40.1%	-29.3%
合计	**43793**	**37050**	**38885**	**46590**	**41080**	**32018**	**-13.6%**	**-22.1%**

资料来源：iFinD、招商证券

表 4：白酒板块公司应收票据（含银行承兑）变动情况（百万元，%）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	同比增速（%）	环比增速（%）
贵州茅台	2127	2816	5210	4457	3532	2476	-12.1%	-29.9%
五粮液	19312	3892	3345	9406	20717	7546	93.9%	-63.6%
泸州老窖	1199	1412	1204	1466	840	1260	-10.8%	49.9%
山西汾酒	1569	2067	1867	2060	2652	2038	-1.4%	-23.2%
水井坊	0	0	80	0	121	49	/	-59.0%
舍得酒业	341	232	187	141	350	80	-65.5%	-77.1%
酒鬼酒	205	157	105	124	118	61	-60.8%	-47.8%
洋河股份	519	828	350	182	908	240	-71.0%	-73.5%
古井贡酒	4604	737	774	896	3036	1128	53.0%	-62.8%
今世缘	17	23	7	52	97	101	334.7%	3.5%
口子窖	709	346	261	83	485	224	-35.2%	-53.8%

下载日志已记录，仅供内部参考

迎驾贡酒	26	24	24	19	5	9	-61.0%	82.6%
金种子酒	41	92	69	31	48	18	-80.1%	-62.0%
老白干酒	181	109	95	46	65	42	-62.0%	-36.0%
金徽酒	0	0	0	0	50	0	/	-100.0%
伊力特	6	22	20	87	28	3	-86.5%	-89.2%
合计	**30,858**	**12,758**	**13,596**	**19,051**	**33,052**	**15,275**	19.7%	-53.8%

资料来源：iFinD、招商证券

表 5：白酒板块公司现金回款分季度变化（百万元，%）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	同比增长（%）	环比增长（%）
贵州茅台	56,144	38,943	43,705	45,199	56,393	42,029	7.9%	-25.5%
五粮液	38,234	31,233	7,141	14,792	13,311	12,173	-61.0%	-8.5%
泸州老窖	9,867	8,083	7,963	1,864	8,885	1,859	-77.0%	-79.1%
高端合计	**104,246**	**78,258**	**58,809**	**61,855**	**78,589**	**56,062**	-28.4%	-28.7%
山西汾酒	13,790	6,941	8,343	6,382	16,022	5,755	-17.1%	-64.1%
水井坊	732	991	582	923	601	269	-72.9%	-55.3%
舍得酒业	1,623	1,152	924	1,120	1,221	1,163	1.0%	-4.7%
酒鬼酒	231	222	205	469	315	233	4.8%	-26.1%
次高端合计	**16,377**	**9,306**	**10,055**	**8,894**	**18,159**	**7,420**	-20.3%	-59.1%
洋河股份	9,805	2,573	4,660	2,373	6,258	2,480	-3.6%	-60.4%
古井贡酒	8,233	6,979	2,323	2,729	7,463	2,958	-57.6%	-60.4%
今世缘	4,677	2,023	2,044	2,639	4,788	1,807	-10.7%	-62.3%
口子窖	1,195	1,058	729	1,047	864	740	-30.0%	-14.3%
迎驾贡酒	2,210	1,278	1,528	1,622	2,636	1,206	-5.6%	-54.2%
金种子酒	247	148	176	163	104	82	-44.9%	-21.6%
老白干酒	1,683	830	871	940	1,483	679	-18.1%	-54.2%
金徽酒	1,180	749	662	911	1,272	650	-13.2%	-48.9%
伊力特	587	229	221	702	415	134	-41.5%	-67.7%
区域名酒合计	**29,816**	**15,867**	**13,214**	**13,126**	**25,283**	**10,737**	-32.3%	-57.5%

资料来源：iFinD、招商证券

26 务实审慎普遍不再制定数字目标，更注重市场良性。26H1 收入端，贵州茅台/五粮液/迎驾贡酒/金徽酒同比分别+1.3%/+20.9%/+8.1%/+3.2%，其中五粮液受历史会计差错更正后低基数影响、可比性较弱；今世缘 H1 仍同比下降，但单 Q2 已转为+14.1%。泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份等重点公司 H1 收入仍有较大降幅。结合多数公司收入和利润继续下滑，2026 年应定义为行业深度调整和渠道出清之年，不宜再按照过去的刚性增长目标评价酒企经营。

表 6：主要酒企年度目标及达成情况

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
贵州茅台	目标	4%	15%	15%	14%	10%	11%	15%	15%	15%	9%	全面市场化转型
	实现	19%	50%	27%	15%	10%	12%	16%	19%	16%	-1%	**（H1 +1.3%）**
五粮液	目标	10%	≥10%	26%	25%	双位数	双位数	双位数	双位数	双位数	宏观经济指标保持一致	动销与份额提升
	实现	13%	23%	33%	25%	14%	16%	12%	13%	7%	-55%	**（H1 +20.9%）**
泸州老窖	目标	16%	22%	25%	15%-25%	良好势头	≥15%	≥15%	≥15%	≥15%	稳中求进	稳中求进
	实现	20%	25%	26%	21%	5%	24%	22%	20%	3%	-14%	**（H1 -36.4%）**
山西汾	目标	10%	≥30%	40%	22%	20%	30%	25%	20%	20%	稳健增长	稳健压倒一

下载日志已记录，仅供内部参考

酒												切
	实现	7%	37%	48%	26%	18%	43%	26%	22%	13%	8%	（H1 -12.2%）
古井贡酒	目标	实现增长	实现增长	20%	18%	11%	17%	15%	20%	21%	稳健增长	高质量运营
	实现	15%	16%	26%	24%	-1%	29%	23%	21%	16%	-20%	（H1 -27.0%）
洋河股份	目标	10%	10%	≥20%	12%	保平	10%	15%	15%	5%-10%	健康可持续发展	稳扎稳打
	实现	7%	16%	21%	-4%	-9%	20%	21%	10%	-13%	-34%	（H1 -28.8%）
今世缘	目标	11%	15%	19%	30%	10%	15%	17%	27%	21%	5-12%	份额增长
	实现	5%	16%	27%	30%	5%	25%	23%	28%	14%	-12%	（H1 -7.4%）
水井坊	目标	11%	35%	40%	20%	20%	43%	15%	保持增长	保持增长	保持增长	高质量发展
	实现	38%	74%	38%	26%	-15%	54%	7%	6%	5%	-42%	（H1 -27.8%）
老白干酒	目标	13%	8%	40%	20%	2%	10%	12%	11%	10%	10%	/
	实现	4%	4%	41%	12%	-11%	12%	16%	13%	2%	-23%	（H1 -15.2%）

资料来源：iFinD、公司公告、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

二、控货叠加费用投入增加促动销，盈利能力整体承压

26H1 多数酒企毛利率承压，但五粮液、山西汾酒、古井贡酒等公司在大幅控货过程中，低价格产品发货下降更多，产品结构被动提升，单 26Q2 毛利率反而同比改善。毛销差方面，主动去库存企业需要增加终端促销、渠道维护和动销投入，相关费用在当期确认，却未必同步转化为收入，因此毛销差往往阶段性下降更多。

1）高端酒：毛利率表现分化，茅台和老窖承压，五粮液因低价产品收缩而被动改善。贵州茅台/五粮液/泸州老窖 26H1 毛利率 89.7%/80.3%/85.3%，同比-1.7/+2.4/-1.7pcts；单 26Q2 分别 89.5%/75.6%/83.8%，同比-1.1/+1.0/-4.1pcts。茅台受系列酒和渠道结构变化、成本抬升影响，毛利率小幅下降；五粮液其他酒收入和销量降幅更大，结构被动上移，毛利率改善不代表经营压力解除；老窖中高档酒销量收缩，毛利率与收入同步承压。

2）次高端：毛利率普遍承压，汾酒 Q2 结构改善难抵费用投入，水井坊和舍得下降最深。山西汾酒/水井坊/舍得酒业/酒鬼酒 26H1 毛利率 75.4%/76.1%/61.2%/66.6%，同比-1.3/-3.1/-4.5/-2.0pcts；单 26Q2 分别 76.3%/64.8%/51.8%/65.5%，同比+4.4/-9.7/-8.8/+0.3pcts。汾酒控货使低毛利产品发货下降更多，毛利率被动提升；水井坊主动去库存造成收入和毛利收缩，舍得产品结构下移，毛利率均大幅下降；酒鬼酒毛利率低位企稳。

3）区域酒：毛利率分化，古井、今世缘和迎驾受结构或成本支撑改善，其余多数公司仍然下降。古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒 26H1 毛利率 80.3%/74.1%/74.1%，同比+0.5/+0.7/+0.4pcts；古井收入大幅下滑过程中低价产品收缩更多，属于结构被动改善；今世缘成本下降、迎驾洞藏升级带动毛利率提升。洋河股份/口子窖/老白干酒/金徽酒 26H1 毛利率 73.4%/67.4%/63.4%/62.6%，同比-1.7/-5.7/-4.5/-3.1pcts，收入和产品结构压力仍在。

表 7：白酒板块公司毛利率变化情况（%）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	同比变动（pct）
贵州茅台	92.1%	90.6%	91.4%	91.0%	89.9%	89.5%	-1.1
五粮液	77.7%	74.7%	62.6%	69.7%	81.4%	75.6%	1.0
泸州老窖	86.5%	87.9%	87.2%	82.3%	85.8%	83.8%	-4.1
山西汾酒	78.8%	71.9%	74.6%	67.8%	75.0%	76.3%	4.4
水井坊	82.0%	74.4%	81.8%	78.7%	79.8%	64.8%	-9.7
舍得酒业	69.4%	60.6%	62.1%	48.1%	66.3%	51.8%	-8.8
酒鬼酒	70.7%	65.2%	61.2%	61.1%	67.3%	65.5%	0.3
洋河股份	75.6%	73.3%	53.5%	79.6%	75.4%	66.2%	-7.1
古井贡酒	79.7%	80.2%	79.8%	75.1%	77.8%	87.2%	7.0
今世缘	73.6%	72.8%	75.0%	77.6%	74.4%	73.6%	0.8
口子窖	76.2%	65.2%	62.7%	61.9%	67.6%	66.7%	1.5
迎驾贡酒	76.5%	68.3%	70.2%	72.4%	75.6%	71.2%	2.9
金种子酒	41.7%	44.8%	44.5%	10.3%	51.1%	40.7%	-4.0
老白干酒	68.6%	67.4%	61.4%	64.8%	64.1%	62.5%	-4.9
金徽酒	66.8%	63.7%	61.4%	57.6%	62.9%	62.1%	-1.6
伊力特	48.8%	50.8%	47.6%	57.5%	51.5%	51.5%	0.7

资料来源：iFinD、招商证券（注：茅台毛利率计算以（营业收入-营业成本）/营业收入计算所得）

1）高端酒：毛销差除茅台外显著下行，五粮液和老窖的结构改善不足以抵消费

下载日志已记录，仅供内部参考

用率上升。单 26Q2 贵州茅台/五粮液/泸州老窖毛销差分别为 85.2%/28.1%/57.6%，同比-1.0/-15.4/-19.7pcts。贵州茅台费用管控稳定，毛销差仅小幅下降；五粮液加大费用和货折促进动销，销售费用率升至 47.5%；泸州老窖大幅出清后销售费用率升至 26.2%，二者毛利率相对稳定或改善，但真实经营盈利能力仍明显承压。

2）次高端：毛销差整体收窄，主动去库存企业阶段性承受更高费用压力。单 26Q2 山西汾酒/水井坊/舍得酒业/酒鬼酒毛销差分别为 55.1%/-5.7%/18.1%/29.7%，同比-5.3/-28.1/-18.7/+4.8pcts。山西汾酒毛利率提升，但为推动渠道动销加大费用投放，销售费用率升至 21.2%；水井坊和舍得收入收缩、费用摊薄不足，毛销差大幅下降并出现亏损；酒鬼酒费用绝对额下降，毛销差有所改善，但低收入规模仍约束利润。

3）区域酒：毛销差继续分化，今世缘和迎驾率先改善，古井、洋河及伊力特仍明显承压。单 26Q2 洋河股份/古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒毛销差分别 39.2%/46.8%/59.7%/56.2%，同比-13.2/-10.6/+5.9/+1.3pcts；口子窖/老白干酒/金徽酒/伊力特分别 41.4%/42.3%/39.0%/15.6%，同比-5.6/+2.5/-2.1/-22.1pcts。古井毛利率大幅提升但销售费用率同步升至 40.4%，洋河和伊力特亦受收入下降、费用刚性拖累；今世缘费用收紧、迎驾结构升级，毛销差表现相对较好。

表 8：白酒板块公司费用率变化（%）

	26Q1 销售费用率（%）	同比变动（pct）	26Q2 销售费用率（%）	同比变动（pct）	26Q1 管理费用率（含研发）（%）	同比变动（pct）	26Q2 管理费用率（含研发）（%）	同比变动（pct）
贵州茅台	2.9%	0.0	4.3%	-0.2	3.5%	-0.3	4.9%	0.3
五粮液	16.1%	9.6	47.5%	16.3	4.9%	1.8	10.6%	-1.5
泸州老窖	8.6%	0.4	26.2%	15.7	2.8%	0.4	9.8%	5.7
山西汾酒	8.9%	-0.4	21.2%	9.7	2.4%	0.4	6.0%	1.1
水井坊	24.0%	-3.5	70.5%	18.4	11.4%	1.6	48.9%	13.4
舍得酒业	21.3%	1.9	33.7%	10.0	7.9%	-1.3	12.6%	-0.3
酒鬼酒	24.1%	-3.7	35.8%	-4.5	10.8%	-0.6	23.3%	3.8
洋河股份	12.5%	0.1	27.0%	6.1	5.9%	1.4	21.1%	9.5
古井贡酒	26.7%	0.1	40.4%	17.6	5.4%	0.8	9.8%	3.6
今世缘	14.8%	1.5	14.0%	-5.1	2.4%	0.1	5.1%	-1.2
口子窖	14.8%	2.4	25.3%	7.1	7.3%	1.2	17.4%	4.7
迎驾贡酒	9.2%	1.5	15.0%	1.6	3.6%	-0.1	6.8%	-0.1
金种子酒	22.5%	-6.7	72.5%	37.9	13.5%	6.2	35.3%	24.0
老白干酒	21.6%	-5.9	20.2%	-7.4	7.6%	-1.3	8.9%	2.0
金徽酒	15.6%	-1.2	23.1%	0.5	6.5%	-1.8	11.2%	-4.2
伊力特	6.4%	1.2	35.9%	22.8	4.1%	0.7	14.3%	7.9

资料来源：iFinD、招商证券

26H1 多数酒企归母净利率同比下降，单 26Q2 除今世缘、迎驾贡酒相对平稳外，行业盈利能力普遍承压。五粮液净利率同比改善主要来自会计追溯调整后的低基数，单 Q2 净利率仅 12.4%，绝对水平仍低；亏损公司的同比利润增速亦容易失真，应同时观察净利润绝对额、毛销差和净利率。

1）高端酒：净利率仅茅台保持相对稳定，五粮液受低基数扰动、老窖受出清和费用率上升拖累。贵州茅台/五粮液/泸州老窖 26H1 净利率 48.2%/30.8%/41.4%，同比-1.6/+11.1/-5.1pcts；单 26Q2 分别 46.0%/12.4%/25.8%，同比-0.8/+9.1/-17.5pcts。五粮液表观同比改善来自追溯调整后的低基数，单季绝对

下载日志已记录，仅供内部参考

净利率仍低；泸州老窖收入规模大幅收缩、毛利率下降和费用率上升共同压缩利润。

2）次高端：盈利能力普遍弱化，汾酒利润率明显下降，水井坊、舍得和酒鬼酒单 Q2 均亏损。山西汾酒 26H1 净利率 30.6%，同比-4.9pcts，单 26Q2 降至 17.3%、同比-7.7pcts，毛利率提升未能抵消销售费用率抬升；水井坊/舍得酒业/酒鬼酒 26H1 净利率-0.9%/6.5%/1.6%，单 26Q2 分别-66.7%/-10.7%/-9.8%。收入规模下降、费用刚性和渠道调整共同压缩利润，盈利修复需以动销、收入和回款同步恢复为前提。

3）区域酒：仅今世缘和迎驾率先稳住净利率，其余多数公司仍处利润探底阶段。今世缘/迎驾贡酒 26H1 净利率 32.3%/33.9%，同比+0.3/-1.8pct，单 26Q2 分别 33.0%/27.6%，同比+1.4/+0.5pcts；洋河股份/古井贡酒/口子窖 26H1 净利率 24.7%/21.4%/18.5%，同比-4.7/-5.0/-9.5pcts，单 26Q2 分别 6.6%/20.8%/6.3%。老白干酒/金徽酒/伊力特单 26Q2 净利率 10.9%/1.3%/-19.2%，其中金徽酒表观利润率主要受一次性补税扰动，老白干和伊力特则仍受收入收缩及费用摊薄影响。

表 9：白酒板块公司归母净利率变化情况（%）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	同比变动（pct）
贵州茅台	52.2%	46.8%	48.3%	43.0%	49.8%	46.0%	-0.8
五粮液	40.2%	29.3%	24.7%	61.5%	35.3%	12.4%	9.1
泸州老窖	49.1%	43.2%	46.4%	2.6%	46.2%	25.8%	-17.5
山西汾酒	40.2%	25.0%	32.4%	14.5%	36.1%	17.3%	-7.7
水井坊	19.8%	-15.8%	25.9%	11.6%	21.0%	-66.7%	-50.9
舍得酒业	22.0%	8.6%	2.9%	-34.7%	15.6%	-10.7%	-19.4
酒鬼酒	9.2%	-10.5%	-9.5%	-6.9%	10.5%	-9.8%	0.7
洋河股份	32.9%	18.9%	-11.2%	-157.8%	29.9%	6.6%	-12.4
古井贡酒	25.5%	28.1%	11.7%	-17.1%	21.6%	20.8%	-7.4
今世缘	32.2%	31.6%	16.6%	4.2%	32.0%	33.0%	1.4
口子窖	33.7%	14.5%	4.2%	-8.4%	23.9%	6.3%	-8.2
迎驾贡酒	40.5%	27.1%	28.1%	31.6%	37.4%	27.6%	0.5
金种子酒	-13.1%	-17.7%	-19.6%	-104.3%	-8.0%	-108.4%	-90.6
老白干酒	13.1%	12.8%	9.4%	3.7%	13.6%	10.9%	-1.9
金徽酒	21.1%	9.9%	4.7%	5.0%	18.7%	1.3%	-8.6
伊力特	18.1%	6.7%	-11.1%	18.7%	17.3%	-19.2%	-25.9

资料来源：iFinD、招商证券

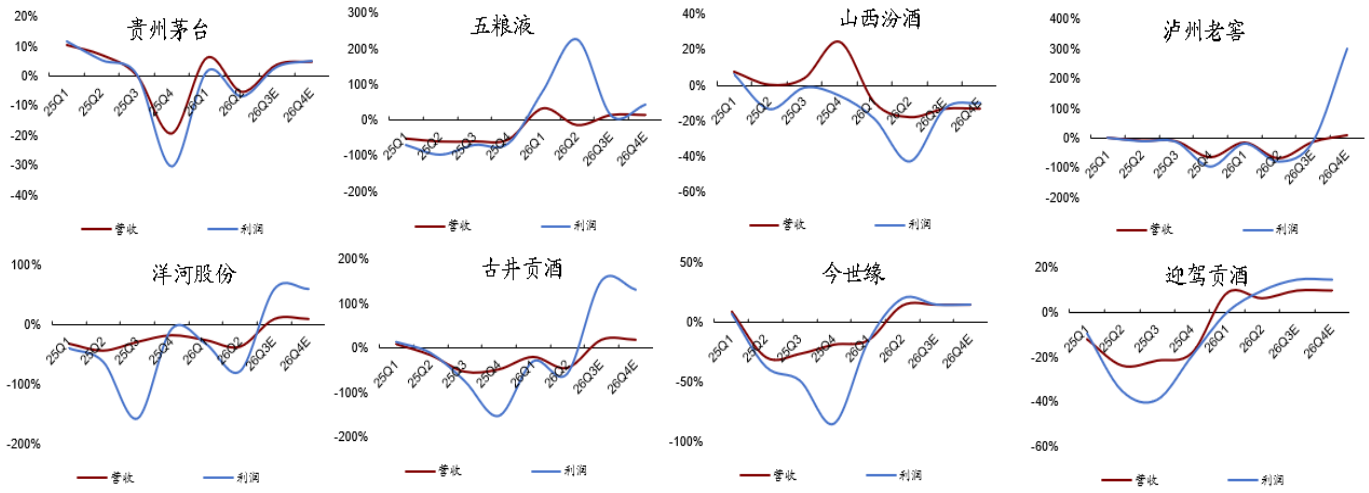
下载日志已记录，仅供内部参考

三、投资建议：不确定性逐步消散，底部适度乐观

行业调整进入中后期，板块投资价值将随不确定性消散而逐步显现。展望 26H2 至 2027 年，行业仍将以库存去化和需求磨底为主，企业经营重点也将由追求报表增长逐步转向维护渠道健康、稳定价格体系和促进终端动销。随着前期库存持续消化，渠道资金和库存压力有望逐步减轻，价格在供需关系改善后逐渐触底回升；叠加报表基数下降，低基数下收入、利润降幅收窄乃至恢复增长的概率逐步提高。从投资角度看，随着调整进程推进，行业不确定性逐步消散、经营确定性逐步提升，板块投资价值将随时间推移愈发明显。但当前真实动销尚未全面恢复，价格和渠道信心仍需进一步验证，基本面仍处左侧，板块尚不具备全面修复的条件，投资机会将更多取决于各公司的调整节奏和个股选择。

选股回归企业走出调整的经营周期，重点观察动销、库存和报表基数三项指标。一看终端动销是否率先改善，动销决定产品能否真正从渠道进入消费端，也决定回款、库存和价盘改善的质量；二看渠道库存是否充分出清，库存压力越小，企业后续恢复发货、稳定渠道利润和改善价格体系的基础越好，决定经营复苏的斜率；三看报表基数是否明显下降，前期调整越早、收入利润基数下降越充分，后续越容易在低基数下实现表观增速改善，决定业绩转正的时点。三项指标需要结合判断：只有动销改善、库存出清和报表基数下降形成共振，收入利润改善才更具持续性；如果仅依靠低基数实现同比转正，而动销和库存尚未同步改善，则更多体现为数字层面的阶段性修复，尚不能确认企业已经真正走出调整。

图 3：重点酒企 2025Q1-2026Q4E 营收和利润增速（%）



资料来源：Wind、招商证券

报表基数与库存出清节奏共同决定下半年至明年的改善顺序。迎驾贡酒、今世缘、古井贡酒、洋河股份和五粮液在低基数下有望于 26H2 出现不同程度改善；渠道库存自 24Q3 高点持续下降，但公司间仍有分化，茅台已进入良性区间，五粮液渠道库存较低，老窖和汾酒仍需继续去化

下载日志已记录，仅供内部参考

表 10：重点酒企渠道库存情况

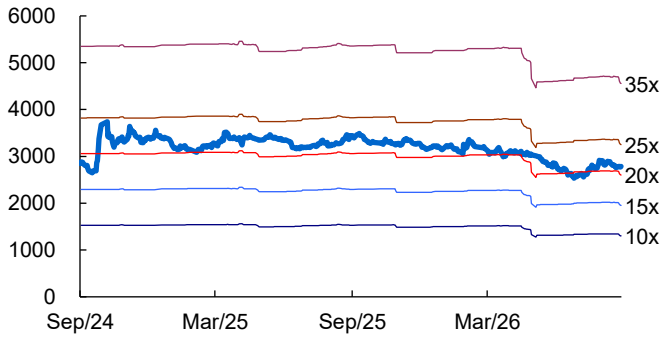
		最差时间（13 年底-14 年清明）	2015 年春节后	2015 年清明	2018 年春节后	2018 年 11 月	2019 年 6 月	2020 年春节后	2021 春节后	2021 中秋节后	2022 年春节后	2023 年春节前	2023 年双节后	2024 年春节后	2024 年双节后	2025 端午后	2025 年中秋国庆	当前
高端	茅台	★★★	★★	★	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	★☆	★	★☆	☆
	五粮液	★★★★★★	★★★	★★★	★★	★☆	★	☆	☆	★	☆	★☆	★	★★	★★☆	★☆	★☆	★
	国窖 1573	★★★★★★★★	★★★★	★★★★	★★	★★	★☆	★☆	★	★	★☆	★★	★★★	★★★	★★★☆	★★★	★★★☆	★★★☆
次高端	汾酒	★★★★★★	★★★★★	★★★★	★★	★★★	★★★	★★	★	★	☆	★☆	★★	★★	★★☆	★★	★★★	★★★
	古井	★★★★	★★	★★★	★★	★★★	★★☆	★★	★	★★	★	★★★	★★★	★★★	★★★★	★★★★	★★★☆	★★★☆
	洋河	★★★★★	★★★	★★	★	★☆	★★	★★	★	★	☆	★★☆	★★☆	★★★☆	★★★	★★☆	★★★	★★☆
	水井坊	★★★★★★	★★★	★★	★★★	★★☆	★★☆	★★	★	★	★	★★☆	★★☆	★★☆	★★☆	★★★	★★☆	★★

资料来源：渠道调研、招商证券整理（注：★代表 1 个月库存、☆代表 0.5 个月库存）

标的上，强烈推荐穿越周期的**贵州茅台**，市场化改革持续推进，品牌壁垒和现金流韧性突出）、率先走出调整的**迎驾贡酒**，26Q2 增长超预期，洞藏升级和省外市场延续增长。关注低基数和库存出清带来的阶段性机会：**古井贡酒**和**老白干酒**有望在低基数下率先改善，**山西汾酒**完成后续调整后有望于 2027 年重返增长，**金徽酒**具备长期成长弹性。

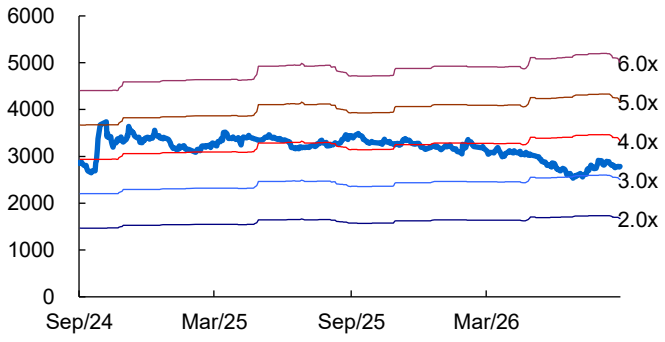
风险提示：经济环境扰动、需求不及预期、竞争加剧、渠道出清不及预期。

图 4：食品饮料行业历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 5：食品饮料行业历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；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。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。