下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 09 月 02 日

白酒 2026 年中报总结

——26Q2 基本面全面承压，经营压力加速释放

看好

相关研究

《轻舟已过万重山——白酒板块 2025 年报&26Q1 季报总结》 2026/05/05

证券分析师
王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
联系人
王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **投资意见分析：**26Q2 白酒报表端加速下行，基本面全面承压，主因外部需求环境承压，以及过去几年积累的库存在 26 年释放。从股价表现看，上市公司报表对股价冲击已经有限，股价的底部特征进一步验证，1、板块调整的时间和幅度已较充分；2、股价已基本反应了市场的悲观预期；3、优质个股估值吸引力明显提升，股息率已达到较高水平；4、临近旺季，高端酒价格逐步上行，头部企业动销将迎来改善。我们认为茅台价格一季度已筑底，迎本轮周期拐点，行业未来的趋势是缩量集中，从大鱼吃小鱼到大鱼吃大鱼，上市公司的强分化不可避免。尽管总量萎缩，但长期留下的头部企业仍有成长空间，优质白酒公司已处于战略配置期。经过 26 年一年的充分调整，27 年若外部需求环境有所改善，优质头部企业有望迎来估值与业绩戴维斯双击。**白酒重点推荐：贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒，关注迎驾贡酒、今世缘、金徽酒。**

重要信息回顾：

- **基本面分析：26Q2 报表端加速下行，基本面全面承压。**

  1、白酒行业 2026H1 实现营业收入 1916.55 亿元，同比下降 6.38%，净利润 731.31 亿元，同比下降 8.14%。从收入绝对值变化看，为全国化名酒 > 次高端 > 中端，从利润绝对值变化看，为全国化名酒 > 中端 > 次高端。26Q2 白酒行业实现营业收入 628.68 亿元，同比下降 17.31%，净利润 212.23 亿元，同比下降 21.28%。收入及净利润增速均是全国化名酒 > 中端 > 次高端。

  2、26H1 白酒行业净利率 39.13%，同比下滑 0.73 个百分点，26H1 净利率下滑主因毛利率下滑及销售费用率提升，26Q2 白酒行业净利率 34.7%，同比下滑 1.7 个百分点，净利率变化幅度次高端 > 中端 > 全国化名酒。

  3、26Q2 末白酒行业预收账款 596.73 亿元，环比 26Q1 末下降 112.97 亿元，去年同期环比增长 4.96 亿元。

  4、26Q2 白酒行业经营性现金流净额 112.9 亿元，同比下降 63.0%，销售商品、提供劳务收到的现金 741.4 亿元，同比下降 28.2%，下滑幅度大于收入下滑幅度。26H1 白酒行业经营性现金流净额 502.0 亿元，同比下降 43.6%，销售商品、提供劳务收到的现金 1960.6 亿，同比下降 22.6%，下滑幅度大于收入下滑幅度。

  估值分析：估值处于历史中枢下方，有安全边际。26Q2 由于需求环境承压，白酒行业加速出清，报表端压力逐步开始释放，估值仍处于历史低位。26 年由于外部需求环境仍然明显承压，且企业在过去几年积累了一定库存，报表端呈现加速下滑，渠道端加速去库存，基本面仍然处于显著承压但加速出清的过程中。我们预计经过 26 年一年的调整，部分头部品牌有望充分释放报表端和渠道端的压力，27 年若外部需求环境有所改善，业绩与估值有望迎来戴维斯双击。从股息率角度，头部品牌的股息率普遍在4%以上，估值下行空间已经非常有限，未来若基本面反转，有望迎来估值与业绩双击。

- **风险提示：经济下行影响白酒整体需求；食品安全问题。**

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

结论和投资分析意见

26Q2 白酒报表端加速下行，基本面全面承压，主因外部需求环境承压，以及过去几年积累的库存在 26 年释放。从股价表现看，上市公司报表对股价冲击已经有限，股价的底部特征进一步验证，1、板块调整的时间和幅度已较充分；2、股价已基本反应了市场的悲观预期；3、优质个股估值吸引力明显提升，股息率已达到较高水平；4、临近旺季，高端酒价格逐步上行，头部企业动销将迎来改善。我们认为茅台价格一季度已筑底，迎本轮周期拐点，行业未来的趋势是缩量集中，从大鱼吃小鱼到大鱼吃大鱼，上市公司的强分化不可避免。尽管总量萎缩，但长期留下的头部企业仍有成长空间，优质白酒公司已处于战略配置期。经过 26 年一年的充分调整，27 年若外部需求环境有所改善，优质头部企业有望迎来估值与业绩戴维斯双击。白酒重点推荐：贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒，关注迎驾贡酒、今世缘、金徽酒。

原因与逻辑

1、白酒行业 2026H1 实现营业收入 1916.55 亿元，同比下降 6.38%，净利润 731.31 亿元，同比下降 8.14%。从收入绝对值变化看，为全国化名酒 > 次高端 > 中端，从利润绝对值变化看，为全国化名酒 > 中端 > 次高端。26Q2 白酒行业实现营业收入 628.68 亿元，同比下降 17.31%，净利润 212.23 亿元，同比下降 21.28%。收入及净利润增速均是全国化名酒 > 中端 > 次高端。

2、26H1 白酒行业净利率 39.13%，同比下滑 0.73 个百分点，26H1 净利率下滑主因毛利率下滑及销售费用率提升，26Q2 白酒行业净利率 34.7%，同比下滑 1.7 个百分点，净利率变化幅度次高端 > 中端 > 全国化名酒。

3、26Q2 末白酒行业预收账款 596.73 亿元，环比 26Q1 末下降 112.97 亿元，去年同期环比增长 4.96 亿元。

4、26Q2 白酒行业经营性现金流净额 112.9 亿元，同比下降 63.0%，销售商品、提供劳务收到的现金 741.4 亿元，同比下降 28.2%，下滑幅度大于收入下滑幅度。26H1 白酒行业经营性现金流净额 502.0 亿元，同比下降 43.6%，销售商品、提供劳务收到的现金 1960.6 亿，同比下降 22.6%，下滑幅度大于收入下滑幅度。

有别于大众的认识

26Q2 由于需求环境承压，白酒行业加速出清，报表端压力逐步开始释放，估值仍处于历史低位。26 年由于外部需求环境仍然明显承压，且企业在过去几年积累了一定库存，报表端呈现加速下滑，渠道端加速去库存，基本面仍然处于显著承压但加速出清的过程中。我们预计经过 26 年一年的调整，部分头部品牌有望充分释放报表端和渠道端的压力，27 年若外部需求环境有所改善，业绩与估值有望迎来戴维斯双击。从股息率角度，头部品牌的股息率普遍在 4%以上，估值下行空间已经非常有限，未来若基本面反转，有望迎来估值与业绩双击。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1．基本面分析：26Q2 报表端加速下行，基本面全面承压 5
1.1 26Q2 收入与利润加速下滑，经营压力持续释放 5
1.2 26Q2 净利率普遍下降，盈利能力承压 6
1.3 26Q2 预收款释放，现金流普遍承压 8
2．估值分析：估值处于历史中枢下方，有安全边际 10
3．盈利预测估值表 12

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：白酒板块绝对估值（PE-TTM 估值）水平 11
图 2：白酒板块相对估值水平（PE-TTM 相对上证综指）..... 11

表 1：2026H1 白酒板块分价位段营收及盈利情况 5
表 2：26Q2 白酒板块分价位段营收及盈利情况 6
表 3：2026 年上半年白酒板块分价位段毛利率、净利率及各项费用率 7
表 4：26Q2 白酒板块分价位段毛利率、净利率及各项费用率..... 8
表 5：2026 年上半年白酒上市公司预收账款情况（单位：亿元） 9
表 6：26Q2 及 26H1 白酒上市公司现金流情况（单位：亿元）..... 10
表 7：食品饮料行业与白酒子板块静态估值（PE-TTM 估值）水平..... 11
表 8：食品饮料行业与白酒子板块相对估值（PE-TTM 相对上证综指）水平..... 11
表 9：白酒公司现金分红比例及股息率 12
表 10：白酒重点公司盈利预测与估值表 12

下载日志已记录，仅供内部参考

1．基本面分析：26Q2 报表端加速下行，基本面全面承压

1.1 26Q2 收入与利润加速下滑，经营压力持续释放

白酒行业 2026H1 实现营业收入 1916.55 亿元，同比下降 6.38%，净利润 731.31 亿元，同比下降 8.14%。**分价位段看，全国化名酒**实现营业收入 1506.37 亿元，同比下降 1.75%，净利润 640.48 亿元，同比下降 3.24%；**次高端**白酒实现营业收入 38.99 亿元，同比下降 18.10%，净利润 1.51 亿元，同比下降 72.88%；**中端酒**实现营业收入 371.20 亿元，同比下降 20.39%，净利润 89.32 亿元，同比下降 30.55%。

2026H1 白酒板块收入与净利润同比下降，利润下滑幅度大于收入，主要由于外部环境承压背景下企业经营压力释放。从收入绝对值变化看，全国化名酒 > 次高端 > 中端，从利润绝对值变化看，为全国化名酒 > 中端 > 次高端。全国化名酒表现分化，茅台收入利润表现基本稳定，泸州老窖与汾酒均大幅下滑释放经营压力。商务需求持续承压，次高端加速下滑，仅酒鬼酒凭借渠道差异化打法实现正增长。中端酒中，迎驾贡酒收入与利润均实现增长，金徽酒实现收入增长。

表 1：2026H1 白酒板块分价位段营收及盈利情况

2026H1	营业收入（亿元）	同比 25H1	归母净利润（亿元）	同比 25H1
白酒总计	**1916.55**	**-6.38%**	**731.31**	**-8.14%**
全国化名酒	**1506.37**	**-1.75%**	**640.48**	**-3.24%**
贵州茅台	907.03	1.47%	445.17	-1.95%
五粮液	284.17	20.87%	87.53	89.30%
泸州老窖	104.72	-36.35%	43.39	-43.37%
山西汾酒	210.44	-12.18%	64.39	-24.29%
次高端	**38.99**	**-18.10%**	**1.51**	**-72.88%**
水井坊	10.82	-27.78%	-0.06	-
酒鬼酒	5.30	-5.58%	0.12	37.57%
舍得酒业	22.87	-15.34%	1.45	-67.26%
中端酒	**371.20**	**-20.39%**	**89.32**	**-30.55%**
洋河股份	105.40	-28.76%	26.02	-40.10%
今世缘	64.35	-7.41%	20.82	-6.60%
口子窖	19.52	-22.89%	3.65	-48.97%
古井贡酒	101.31	-27.01%	21.64	-40.89%
老白干酒	21.04	-15.23%	2.62	-18.47%
金徽酒	18.16	3.19%	2.14	-28.24%
迎驾贡酒	34.16	8.08%	11.62	2.79%
伊力特	7.26	-32.13%	0.82	-49.64%

资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

26Q2 白酒行业实现营业收入 628.68 亿元，同比下降 17.31%，净利润 212.23 亿元，同比下降 21.28%。分价位段看，全国化名酒实现营业收入 509.41 亿元，同比下降 14.75%，净利润 196.52 亿元，同比下降 17.05%；次高端实现营业收入 12.84 亿元，同比下降 31.74%，净利润-2.85 亿元；中端酒实现营业收入 106.43 亿元，同比下降 26.03%，净利润 18.55 亿元，同比下降 43.44%。

26Q2 白酒板块收入净利润加速下滑，报表端压力加速释放，主因二季度为白酒销售淡季，且多数酒企主动去库存，经营压力加速释放。从营收、利润增速看，全国化名酒>中端>次高端。统计酒企中仅今世缘、金徽酒、迎驾贡酒实现收入正增长，仅五粮液、今世缘、迎驾贡酒实现利润正增长。

表 2：26Q2 白酒板块分价位段营收及盈利情况

	2026Q2			
	营业收入（亿元）	同比 25Q2	归母净利润（亿元）	同比 25Q2
白酒总计	**628.68**	**-17.31%**	**212.23**	**-21.28%**
全国化名酒	**509.41**	**-14.75%**	**196.52**	**-17.05%**
贵州茅台	367.94	-5.14%	172.74	-6.90%
五粮液	55.79	-13.16%	6.90	232.56%
泸州老窖	24.47	-65.54%	6.31	-79.45%
山西汾酒	61.21	-17.74%	10.57	-43.11%
次高端	**12.84**	**-31.74%**	**-2.85**	**-**
水井坊	2.66	-50.65%	-1.77	-
酒鬼酒	2.13	-2.09%	-0.21	-
舍得酒业	8.06	-28.40%	-0.86	-
中端酒	**106.43**	**-26.03%**	**18.55**	**-43.44%**
洋河股份	23.55	-36.86%	1.55	-78.04%
今世缘	21.13	14.11%	6.97	19.17%
口子窖	5.76	-20.03%	0.36	-65.43%
古井贡酒	26.86	-43.27%	5.58	-58.14%
老白干酒	8.83	-32.75%	0.96	-42.92%
金徽酒	7.24	11.12%	0.10	-85.26%
迎驾贡酒	11.86	6.55%	3.27	8.44%
伊力特	1.20	-56.29%	-0.23	-

资料来源：Wind、申万宏源研究

1.2 26Q2 净利率普遍下降，盈利能力承压

26H1 白酒行业净利率 39.13%，同比下滑 0.73 个百分点。其中，毛利率 82.84%，同比下滑 0.60 个百分点，销售费用率 11.41%，同比提升 1.44 个百分点，管理费用率 4.71%，同比提升 0.08 个百分点，税率 16.24%，同比下滑 1.33 个百分点。**26H1 净利率下滑主因毛利率下滑及销售费用率提升。**

分价位段看，26H1 全国化名酒净利率 43.73%，同比下滑 0.67 个百分点，毛利率 85.54%，同比下滑 0.96 个百分点，销售费用率 8.95%，同比提升 1.99 个百分点，管理费

下载日志已记录，仅供内部参考

用率 4.10%，同比下滑 0.11 个百分点，税金及附加占比 16.21%，同比下滑 1.99 个百分点。**次高端白酒**净利率 3.80%，同比下滑 7.88 个百分点，毛利率 66.10%，同比下滑 4.21 个百分点，销售费用率 28.79%，同比提升 1.49 个百分点，管理费用率 12.17%，同比下滑 0.13 个百分点，税金及附加占比 17.47%，同比提升 1.53 个百分点。**中端酒**净利率 24.16%，同比下滑 3.64 个百分点，毛利率 73.63%，同比下滑 1.07 个百分点，销售费用率 19.56%，同比提升 1.44 个百分点，管理费用率 6.42%，同比提升 1.19 个百分点，税金及附加占比 16.24 %，同比提升 0.55 个百分点。

26H1 白酒行业盈利能力略有下降，次高端净利率下滑显著，全国化名酒与中端酒企净利率分化。在外部环境承压影响下，行业盈利能力整体下滑，仅五粮液、酒鬼酒、今世缘净利率略有提升。

表 3：2026 年上半年白酒板块分价位段毛利率、净利率及各项费用率

	净利率	△	毛利率	△	销售费用率	△	管理费用率	△	税率	△
白酒总计	39.13%	-0.73%	82.84%	-0.60%	11.41%	1.44%	4.71%	0.08%	16.24%	-1.33%
全国名酒	**43.73%**	**-0.67%**	**85.54%**	**-0.96%**	**8.95%**	**1.99%**	**4.10%**	**-0.11%**	**16.21%**	**-1.99%**
贵州茅台	50.75%	-1.81%	89.56%	-1.74%	3.53%	-0.11%	4.01%	-0.13%	16.19%	0.59%
五粮液	31.66%	10.90%	80.29%	2.43%	22.25%	7.36%	5.29%	-1.99%	14.80%	-18.59%
泸州老窖	41.80%	-4.90%	85.35%	-1.74%	12.70%	3.47%	3.74%	1.14%	17.07%	3.81%
山西汾酒	30.74%	-4.82%	75.40%	-1.25%	12.45%	2.51%	3.07%	0.51%	17.76%	1.42%
次高端	**3.80%**	**-7.88%**	**66.10%**	**-4.21%**	**28.79%**	**1.49%**	**12.17%**	**-0.13%**	**17.47%**	**1.53%**
水井坊	-0.58%	-7.61%	76.13%	-3.12%	35.45%	-0.90%	19.75%	2.08%	16.60%	-2.88%
酒鬼酒	2.32%	0.73%	66.58%	-2.00%	28.78%	-3.82%	13.57%	0.49%	18.81%	-0.91%
舍得酒业	6.21%	-10.14%	61.24%	-4.47%	25.64%	4.47%	8.25%	-0.90%	17.57%	4.38%
中端酒	**24.16%**	**-3.64%**	**73.63%**	**-1.07%**	**19.56%**	**1.44%**	**6.42%**	**1.19%**	**16.24%**	**0.55%**
洋河股份	24.62%	-4.68%	73.35%	-1.67%	15.74%	1.22%	8.58%	2.74%	17.46%	1.14%
今世缘	32.35%	0.28%	74.14%	0.74%	14.50%	-0.32%	2.87%	-0.17%	13.99%	-0.72%
口子窖	18.69%	-9.56%	67.35%	-5.71%	17.91%	3.82%	9.57%	2.21%	15.27%	-0.42%
古井贡酒	21.82%	-5.40%	80.33%	0.46%	30.33%	5.03%	6.23%	1.39%	16.71%	1.04%
老白干酒	12.44%	-0.49%	63.45%	-4.52%	21.04%	-6.51%	7.98%	0.47%	17.61%	0.73%
金徽酒	11.37%	-5.14%	62.57%	-3.07%	18.59%	-0.37%	7.93%	-1.32%	16.66%	1.62%
迎驾贡酒	34.09%	-1.78%	74.06%	0.45%	11.24%	1.52%	3.79%	-0.18%	15.26%	0.36%
伊力特	11.64%	-3.51%	51.53%	2.23%	11.30%	4.05%	5.05%	1.81%	13.81%	-0.21%

资料来源：申万宏源研究

26Q2 白酒行业净利率 34.7%，同比下滑 1.7 个百分点，毛利率 83.1%，同比下滑 0.05 个百分点，销售费用率 15.0%，同比提升 3.1 个百分点，管理费用率 6.7%，同比提升 0.8 个百分点，税金及附加占比 17.3%，同比下滑 1.8 个百分点。净利率下滑主因毛利率下滑及费用率提升。

分价位段看，26Q2 **全国化名酒**净利率 39.8%，同比下滑 1.0 个百分点，毛利率 85.9%，同比下滑 0.2 个百分点，销售费用率 12.2%，同比提升 3.2 个百分点，管理费用率 5.5%，同比提升 0.5 个百分点，税金及附加占比 17.7%，同比下滑 2.3 个百分点。**次高端白酒**净利率-22.4%，同比下滑 21.8 个百分点，毛利率 56.8%，同比下滑 8.3 个百分点，销售费用

下载日志已记录，仅供内部参考

率 41.7%，同比提升 7.9 个百分点，管理费用率 19.6%，同比提升 1.6 个百分点，税金及附加占比 20.2%，同比提升 2.0 个百分点。**中端酒**净利率 17.4%，同比下滑 5.8 个百分点，毛利率 72.8%，同比下滑 0.5 个百分点，销售费用率 25.6%，同比提升 4.5 个百分点，管理费用率 10.6%，同比提升 2.8 个百分点，税金及附加占比 15.1%，同比下滑 0.6 个百分点。

26Q2 白酒行业净利率整体下滑，主因费用率提升。26Q2 由于处于销售淡季同时外部需求环境持续承压，多数企业收入规模大幅下降，但费用支出相对刚性，因此净利率显著下降。

表 4：26Q2 白酒板块分价位段毛利率、净利率及各项费用率

	净利率	△	毛利率	△	销售费用率	△	管理费用率	△	税率	△
白酒总计	34.7%	-1.7%	83.1%	-0.05%	15.0%	3.1%	6.7%	0.8%	17.3%	-1.8%
全国名酒	**39.8%**	**-1.0%**	**85.9%**	**-0.2%**	**12.2%**	**3.2%**	**5.5%**	**0.5%**	**17.7%**	**-2.3%**
贵州茅台	48.6%	-0.9%	89.3%	-1.2%	4.4%	-0.2%	4.8%	0.3%	17.5%	0.1%
五粮液	12.1%	8.4%	75.6%	1.0%	47.5%	16.3%	9.1%	-1.3%	8.6%	-29.5%
泸州老窖	26.4%	-16.8%	83.8%	-4.1%	26.2%	15.7%	8.2%	4.9%	25.8%	10.5%
山西汾酒	17.4%	-7.7%	76.3%	4.4%	21.2%	9.7%	5.3%	1.0%	24.0%	1.7%
次高端	**-22.4%**	**-21.8%**	**56.8%**	**-8.3%**	**41.7%**	**7.9%**	**19.6%**	**1.6%**	**20.2%**	**2.0%**
水井坊	-66.7%	-50.9%	64.8%	-9.7%	70.5%	18.4%	47.1%	14.0%	22.1%	-1.7%
酒鬼酒	-9.8%	0.7%	65.5%	0.3%	35.8%	-4.5%	19.0%	2.0%	19.2%	0.3%
舍得酒业	-11.1%	-19.6%	51.8%	-8.8%	33.7%	10.0%	10.7%	-0.2%	19.8%	4.4%
中端酒	**17.4%**	**-5.8%**	**72.8%**	**-0.5%**	**25.6%**	**4.5%**	**10.6%**	**2.8%**	**15.1%**	**-0.6%**
洋河股份	6.4%	-12.4%	66.2%	-7.1%	27.0%	6.1%	19.7%	8.3%	17.8%	-0.5%
今世缘	33.0%	1.4%	73.6%	0.8%	14.0%	-5.1%	4.4%	-1.3%	10.4%	0.3%
口子窖	6.3%	-8.2%	66.7%	1.5%	25.3%	7.1%	16.8%	5.0%	15.0%	-3.0%
古井贡酒	20.6%	-8.7%	87.2%	7.0%	40.4%	17.6%	9.2%	3.4%	13.8%	-1.3%
老白干酒	10.9%	-1.9%	62.5%	-4.9%	20.2%	-7.4%	8.8%	2.1%	18.1%	0.9%
金徽酒	1.0%	-8.2%	62.1%	-1.6%	23.1%	0.5%	10.7%	-2.3%	18.1%	3.5%
迎驾贡酒	27.6%	0.4%	71.2%	2.9%	15.0%	1.6%	5.2%	-0.3%	15.9%	0.1%
伊力特	-18.0%	-24.8%	51.5%	0.7%	35.9%	22.8%	12.5%	8.2%	28.5%	9.2%

资料来源：申万宏源研究

1.3 26Q2 预收款释放，现金流普遍承压

26Q2 末白酒行业预收账款 596.73 亿元，环比 26Q1 末下降 112.97 亿元，去年同期环比增长 4.96 亿元。**分价位段看，全国化名酒**预收款 480.85 亿元，环比 26Q1 末下降 71.24 亿元，去年同期环比增长 55.69 亿元；**次高端**预收款 9.73 亿元，环比 26Q1 末下降 0.57 亿元，去年同期环比下降 0.34 亿元；**中端酒**预收款 106.15 亿元，环比 26Q1 末下降 41.17 亿元，去年同期环比下降 50.38 亿元。分价位段看，全国化名酒中茅台预收款环比增加，且预收款环比变动之差为正，五粮液、泸州老窖、山西汾酒 26Q2 预收款环比均下降，预收款环比变动之差为负。次高端中舍得酒业预收款环比小幅增加。从预收款环比变动之差来看，水井坊预收款环比变动之差为负，其余为正。中端酒预收款环比均下降，除洋河股份、古井贡酒、老白干酒外预收款环比变动之差均为负。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：2026 年上半年白酒上市公司预收账款情况（单位：亿元）

		26Q2		25Q2		26Q2-25Q2
		预收账款	环比变动	预收账款	环比变动	预收账款环比变动之差
全国化名酒	贵州茅台	35.62	1.58	62.13	-36.65	38.23
	五粮液	347.90	-56.33	378.26	85.66	-141.99
	泸州老窖	27.53	-4.03	39.88	5.24	-9.27
	山西汾酒	69.79	-12.46	61.82	1.44	-13.90
	总计	**480.85**	**-71.24**	**542.08**	**55.69**	**-126.92**
次高端	水井坊	6.44	-0.49	9.92	0.48	-0.97
	酒鬼酒	1.38	-0.24	1.53	-0.50	0.25
	舍得酒业	1.91	0.17	2.61	-0.32	0.49
	总计	**9.73**	**-0.57**	**14.06**	**-0.34**	**-0.23**
中端	洋河股份	48.17	-7.52	61.01	-14.48	6.96
	今世缘	9.52	-8.36	6.78	0.69	-9.05
	口子窖	1.48	-0.64	3.13	0.26	-0.91
	古井贡酒	18.10	-18.89	29.18	-29.91	11.02
	老白干酒	10.78	-2.88	14.40	-6.81	3.93
	金徽酒	8.32	-1.51	6.75	0.18	-1.69
	迎驾贡酒	4.47	-1.31	4.64	-0.27	-1.04
	伊力特	5.31	-0.07	0.59	-0.04	-0.03
	总计	**106.15**	**-41.17**	**126.48**	**-50.38**	**9.21**
总计		**596.73**	**-112.97**	**682.63**	**4.96**	**-117.93**

资料来源：Wind，申万宏源研究

26Q2 白酒行业经营性现金流净额 112.9 亿元，同比下降 63.0%，销售商品、提供劳务收到的现金 741.4 亿元，同比下降 28.2%，下滑幅度大于收入下滑幅度。**分价位段看，全国化名酒**经营性现金流净额 143.4 亿元，同比下降 53%，销售商品、提供劳务收到的现金 618.2 亿元，同比下降 27.4%，下滑幅度大于收入下滑幅度；**次高端**白酒经营性现金流净额-1.4 亿元，25Q2 为-1.9 亿元，销售商品、提供劳务收到的现金 16.6 亿元，同比下降 29.6%，下滑幅度略好于收入下滑幅度；**中端酒**经营性现金流净额-29.1 亿元，25Q2 为 1.2 亿元，销售商品、提供劳务收到的现金 106.6 亿元，同比下降 32.2%，下滑幅度大于收入下滑幅度。从销售商品提供劳务实现的现金流来看，各价格带酒企皆同比下降，仅茅台、酒鬼酒，舍得酒业同比增加。从现金流增速与收入增速表现来看，全国化名酒中茅台、酒鬼、舍得经营性现金流增速好于收入增速。

26H1 白酒行业经营性现金流净额 502.0 亿元，同比下降 43.6%，销售商品、提供劳务收到的现金 1960.6 亿，同比下降 22.6%，下滑幅度大于收入下滑幅度。**全国化名酒**经营性现金流净额 454.5 亿元，同比下降 44.9%，销售商品、提供劳务收到的现金 1564.3 亿元，同比下降 23.0%；**次高端**白酒经营性现金流净额-2.1 亿元，销售商品、提供劳务收到的现金 38.0 亿元，同比下降 23.2%，下滑幅度大于收入下滑幅度；**中端酒**经营性现金流净额 49.6 亿元，同比下降 29.8%，销售商品、提供劳务收到的现金 358.3 亿元，同比下降 20.9%，下滑幅度略大于收入下滑幅度。从经营性现金流净额来看，茅台、老窖、汾酒为正，五粮液为负；次高端酒企均为负；中端酒中仅今世缘、老白干、迎驾贡同比增长。从

下载日志已记录，仅供内部参考

销售商品、提供劳务收到的现金流来看，全国化名酒中茅台与汾酒现金流增速为正且快于收入增速。次高端中酒鬼酒现金流增速为正且快于收入增速。中端酒销售商品提供劳务收到的现金仅迎驾贡酒实现同比正增长且现金流增速快于收入增速。

表 6：26Q2 及 26H1 白酒上市公司现金流情况（单位：亿元）

		2026Q2					2026H1				
		经营性现金流净额	yoy	销售商品、提供劳务收到的现金	yoy	营业收入 yoy	经营性现金流净额	yoy	销售商品、提供劳务收到的现金	yoy	营业收入 yoy
全国化名酒	贵州茅台	180.2	33.0%	420.3	7.9%	-5.1%	388.7	-1.2%	984.2	3.5%	1.5%
	五粮液	3.8	-97.5%	121.7	-61.0%	-13.2%	-21.5	转负	254.8	-63.3%	20.9%
	泸州老窖	-24.6	转负	18.6	-77.0%	-65.5%	20.8	-65.7%	107.4	-40.1%	-36.4%
	山西汾酒	-16.0	增负	57.5	-17.1%	-17.7%	66.5	11.2%	217.8	5.0%	-12.2%
	总计	**143.4**	**-53%**	**618.2**	**-27.4%**	**-14.8%**	**454.5**	**-44.9%**	**1564.3**	**-23.0%**	**-1.7%**
次高端	水井坊	-1.4	转负	2.7	-72.9%	-50.7%	-0.7	减负	8.7	-49.5%	-27.8%
	酒鬼酒	-0.7	减负	2.3	4.6%	-2.1%	-1.1	减负	5.5	20.7%	-5.6%
	舍得酒业	0.8	转正	11.6	0.9%	-28.4%	-0.3	转负	23.8	-14.1%	-15.3%
	总计	**-1.4**	减负	**16.6**	**-29.6%**	**-31.7%**	**-2.1**	减负	**38.0**	**-23.2%**	**-18.1%**
中端	洋河股份	-16.0	减负	24.8	-3.6%	-36.9%	3.3	-45.7%	87.4	-29.4%	-28.8%
	今世缘	-5.0	增负	18.1	-10.7%	14.1%	16.2	50.3%	66.0	-1.6%	-7.4%
	口子窖	-1.2	减负	7.4	-30.0%	-20.0%	-2.6	减负	16.0	-28.8%	-22.9%
	古井贡酒	-0.1	转负	29.6	-57.6%	-43.3%	20.7	-61.5%	104.2	-31.5%	-27.0%
	老白干酒	-1.7	减负	6.8	-18.1%	-32.8%	1.9	转正	21.6	-13.9%	-15.2%
	金徽酒	-0.9	转负	6.5	-13.1%	11.1%	2.1	-34.0%	19.2	-0.3%	3.2%
	迎驾贡酒	-0.6	减负	12.1	-5.6%	6.6%	10.8	239.5%	38.4	10.2%	8.1%
	伊力特	-3.7	转负	1.3	-41.4%	-56.3%	-2.8	增负	5.5	-32.7%	-32.1%
	总计	**-29.1**	转负	**106.6**	**-32.2%**	**-26.0%**	**49.6**	**-29.8%**	**358.3**	**-20.9%**	**-20.4%**
总计		**112.9**	**-63%**	**741.4**	**-28.2%**	**-17.3%**	**502.0**	**-43.6%**	**1960.6**	**-22.6%**	**-6.4%**

资料来源：Wind，申万宏源研究（茅台及古井贡酒经营性现金流净额计算时剔除了金融性业务的影响）

2．估值分析：估值处于历史中枢下方，有安全边际

截至 2026 年 8 月 31 日，白酒板块绝对 PE 水平为 19.4x，明显低于 2011 年至今的均值水平 27.15x。2011-2025 年，白酒板块绝对 PE 均值区间为（11.4x，49.8x），最高 71.3x，最低 8.5x，2026 年初至今，白酒板块绝对 PE 均值水平 19.0x，最高 21.7x，最低 17.5x，当前白酒板块绝对估值水平处于历史中枢下方。

截至 2026 年 8 月 31 日，白酒板块相对 PE 倍数（相对上证综指）为 1.20x，低于 2011 年至今的均值水平 1.96x。2011-2025 年，白酒板块相对 PE 倍数均值区间为（1.1x，

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2x），最高 4.0x，最低 0.85x，26 年初至今，白酒板块相对 PE 均值水平 1.1x，最高 1.3x，最低 1.0x，当前板块相对估值水平处于历史中枢下方。

表 7：食品饮料行业与白酒子板块静态估值（PE-TTM 估值）水平

绝对估值	指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 至今
SW 食品饮料	最小值	23.4	23.7	28.1	21.2	22.2	28.1	37.9	27.1	23.9	16.5	19.1	18.5
	最大值	40.7	30.9	39.1	40.3	34.0	58.0	66.8	44.2	37.5	25.5	22.7	22.2
	均值	29.3	27.9	32.3	30.4	30.5	42.4	48.7	35.4	30.7	21.6	21.1	20.4
SW 白酒	最小值	16.5	18.2	25.3	19.3	20.3	27.0	34.2	27.0	24.1	16.1	17.7	17.5
	最大值	25.5	26.6	39.5	41.1	35.5	58.7	71.3	47.5	38.1	26.0	21.2	21.7
	均值	20.6	22.8	31.1	29.5	30.2	40.4	49.8	36.9	30.9	21.7	19.1	19.0

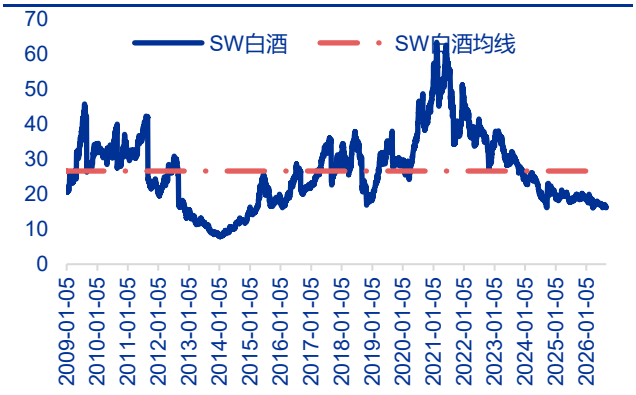
资料来源：Wind，申万宏源研究（数据截至 2026/08/31）

表 8：食品饮料行业与白酒子板块相对估值（PE-TTM 相对上证综指）水平

相对估值	指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 至今
SW 食品饮料	最小值	1.6	1.8	1.8	1.9	2.0	2.4	2.6	2.4	2.0	1.4	1.2	1.1
	最大值	1.9	2.1	2.4	2.5	2.7	3.3	3.7	3.2	2.9	2.0	1.5	1.3
	均值	1.8	1.9	2.0	2.3	2.4	2.8	3.1	2.8	2.4	1.6	1.4	1.2
SW 白酒	最小值	1.1	1.3	1.6	1.7	1.9	2.3	2.4	2.4	2.0	1.3	1.1	1.0
	最大值	1.4	1.8	2.4	2.5	2.8	3.4	4.0	3.4	2.9	2.0	1.5	1.3
	均值	1.2	1.5	1.9	2.2	2.3	2.7	3.2	2.9	2.4	1.6	1.3	1.1

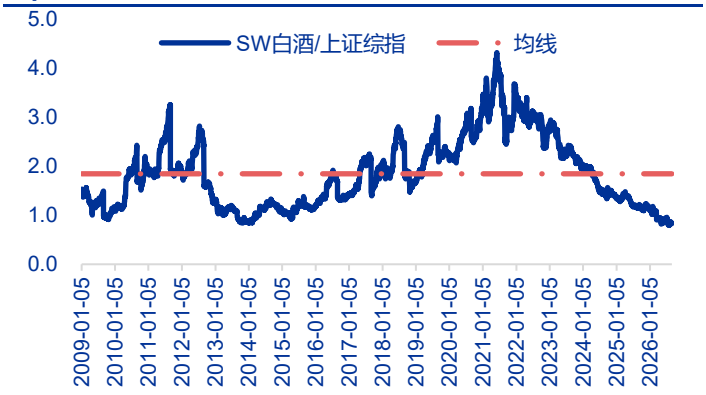
资料来源：Wind，申万宏源研究（数据截至 2026/08/31）

图 1：白酒板块绝对估值（PE-TTM 估值）水平



资料来源：Wind，申万宏源研究（数据截止到 2026/08/31）

图 2：白酒板块相对估值水平（PE-TTM 相对上证综指）



资料来源 Wind，申万宏源研究（数据截止到 2026/08/31）

自 2021 年以来，白酒板块估值持续下降，当前估值处于周期底部位置，反映的是市场对于行业及企业中长期下滑的悲观预期。26 年由于外部需求环境仍然明显承压，且企业在过去几年积累了一定库存，报表端呈现加速下滑，渠道端加速去库存，基本面仍然处于显著承压但加速出清的过程中。我们预计经过 26 年一年的调整，部分头部品牌有望充分释放报表端和渠道端的压力，27 年若外部需求环境有所改善，业绩与估值有望迎来戴维斯

下载日志已记录，仅供内部参考

双击。从股息率角度，头部品牌的股息率普遍在 4%以上，估值下行空间已经非常有限，未来若基本面反转，有望迎来估值与业绩双击。

表 9：白酒公司现金分红比例及股息率

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025 股息率
贵州茅台	52%	52%	52%	52%	96%	84%	75%	79%	3.8%
五粮液	49%	49%	50%	50%	55%	60%	70%	224%	5.3%
泸州老窖	65%	50%	50%	60%	60%	60%	65%	78%	**5.8%**
山西汾酒	45%	40%	6%	41%	50%	51%	60%	65%	4.6%
洋河股份	59%	61%	60%	60%	60%	70%	105%	100%	3.0%
古井贡酒	45%	36%	41%	51%	50%	52%	57%	66%	4.1%
今世缘	36%	35%	36%	36%	36%	40%	44%	57%	4.4%
迎驾贡酒	72%	60%	59%	52%	52%	45%	46%	60%	3.9%
口子窖	59%	52%	56%	52%	58%	52%	47%	44%	2.1%
老白干酒	39%	33%	43%	35%	39%	62%	64%	43%	1.5%
舍得酒业	10%	0%	26%	21%	30%	40%	41%	46%	0.7%
水井坊	96%	86%	80%	30%	30%	35%	35%	30%	0.8%
酒鬼酒	22%	22%	46%	47%	40%	59%		-287%	0.7%
金徽酒	34%	35%	37%	34%	54%	60%	64%	71%	2.8%

资料来源：Wind，申万宏源研究（数据截至 2026/08/31）

3．盈利预测估值表

表 10：白酒重点公司盈利预测与估值表

股票代码	公司简称	股价（元）	归母净利润（亿）			增速			PE			评级	总市值（亿）
		0831	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E		
600519.SH	贵州茅台	1299.5	854.6	938.4	1039.4	4%	10%	11%	19	17	16	买入	16245
000858.SZ	五粮液	71.3	130.0	142.7	158.0	45%	10%	11%	21	19	18	买入	2766
000568.SZ	泸州老窖	77.0	75.6	90.8	106.2	-30%	20%	17%	15	12	11	买入	1133
600809.SH	山西汾酒	116.8	90.5	96.6	105.9	-26%	7%	10%	16	15	13	买入	1424
002304.SZ	洋河股份*	38.6	22.9	25.7	29.9	4%	12%	16%	25	23	19	增持	582
000596.SZ	古井贡酒	91.7	30.0	34.8	40.3	-15%	16%	16%	14	12	11	买入	432
603369.SH	今世缘	28.3	27.2	30.6	36.0	4%	12%	18%	13	12	10	买入	353
603198.SH	迎驾贡酒	40.3	20.5	22.7	25.4	3%	11%	12%	16	14	13	买入	322
603589.SH	口子窖*	18.9	5.3	5.8	6.4	-21%	9%	10%	21	19	18	增持	113
600779.SH	水井坊*	26.9	3.9	4.6	5.2	-4%	17%	14%	34	29	25	增持	131
000799.SZ	酒鬼酒*	38.9	0.4	0.7	1.1	0%	77%	59%	316	179	112	增持	126
6979.HK	珍酒李渡	7.8	8.0	9.1	10.1	49%	13%	11%	29	25	23	增持	265
600197.SH	伊力特*	9.5	1.9	2.3	2.6	-10%	16%	15%	23	20	17	增持	45
600559.SH	老白干酒	11.3	5.3	6.5	8.1	22%	23%	26%	20	16	13	增持	104
603919.SH	金徽酒	17.2	3.6	3.8	4.2	0%	6%	12%	24	23	21	增持	87
000860.SZ	顺鑫农业*	10.5	0.2	0.6	1.4	0%	167%	118%	332	124	57	增持	78

资料来源：Wind、申万宏源研究；注：珍酒李渡股价及市值单位为港元，”*”标的采用万得最新一致预测。汇率采用当日汇率。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示：1、经济下行影响白酒整体需求。当前白酒消费以商务和大众消费为主，消费能力和意愿受居民收入水平和经济周期影响，若经济下行明显，整体中高端白酒的需求会受到一定影响；**2、食品安全问题。**历史上白酒出现过假酒案、甜蜜素、塑化剂等食品安全事件，对行业产生了较为明显的负面影响，虽然当前主流白酒上市公司均有着完备的生产工艺及严格的质量控制措施，但若出现未知的食品安全问题，仍会对行业需求产生一定影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。