下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

白酒 2026 年 09 月 01 日

白酒行业 2026 年中报总结

报表承压，底部渐明

推荐（维持）

- **白酒板块：Q2 报表环比加大出清，26H2 低基数下降幅有望收窄。**26Q1 白酒上市酒企整体营收/归母净利润同降 0.7%/1.7%，26Q2 整体营收/归母净利润同降 17.1%/21.4%，降幅环比加大，主要系酒企在淡季需求趋弱背景下，主动务实放缓回款发货要求、加速渠道去库所致，行业供给端加速出清。其中高端茅台相对稳健、回款好于收入，头部酒企以高分红高股息牢筑价值底线，盈利虽承压但降幅可控，板块现金流剔除茅台后整体仍偏弱，行业从被动应对转入主动调整，曙光微现。具体看：
  - **分价格带看：板块利润降幅大于收入，高端酒企整体好于其他价格带。**26H1 上市酒企收入 1978.5 亿元、同比下降 6.7%，归母净利润 731.2 亿元、同比下降 8.3%，利润降幅大于收入，反映结构下移叠加刚性费投影响；单 Q2 营收/利润分别同降 17.0%/21.4%，降幅环比加大，系淡季消费趋弱下酒企主动放缓回款发货、加速渠道去库所致。分价格带看，高端整体好于其他价格带、降幅相对可控，次高端及中低档出清力度更大，报表端深度承压出清。
  - **分量价看：行业普遍量价齐降、销量降幅更大，结构延续下移。**Q2 白酒需求整体偏淡，销量普遍下滑，结构延续近年下降趋势，吨价下滑但降幅小于销量。高端茅台 Q2 主动控制投放量，系列酒适度收缩，五粮液普五动销改善销量同比大幅增加、其他酒加速出清，老窖控量挺价、销量受需求冲击下滑明显。次高端分化，百元大众价位产品表现相对较优。
  - **现金流方面：跟随收入同步收缩表现偏弱，回款降幅大于收入。**行业 Q2 多数酒企未强制渠道回款、集中确认历史回款及减少历史票据，因此 26H1 行业回款 2001 亿元、同降 22.5%，高端中茅台同比增长 3.5%好于收入，五粮液同比下降 63.3%，老窖同比下降 40.1%系主动去库挺价；合同负债在确认收入后环比明显回落，经营现金流净额 808 亿元、同比增长 33.7%，但茅台一家占近九成，剔除后行业真实现金流仍偏弱。
  - **盈利水平方面：产品结构下移叠加刚性费投，净利率总体承压下降。**26H1 行业毛利率 81.8%、同比仅降 0.4pct，体现酒企控量保价有一定效果；税金率 16.1%、同比降 1.3pct 主受五粮液追溯扰动，剔除后多数酒企实际抬升；销售费用率 11.4%、同比提升 1.4pcts，系收入下滑下费投刚性被动放大；净利率同比降 0.6pct，高端酒仅降 0.1pct，盈利水平下降但总体可控。
  - **资本回报方面：头部酒企强化分红，高股息构筑估值安全垫。**白酒头部企业分红率普遍维持高位且多数提升，截止至 8 月 28 日，结合各家酒企分红水平看，股息率老窖 7.36%、五粮液 7.21%、汾酒 5.51%、古井 4.69%、茅台 4.01%，对长线资金具备一定吸引力；叠加回购增持等，五粮液年内资本回报测算 10%以上，高股息构筑估值安全垫。
- **投资建议：底部信号逐步明朗，宜长线播种、短期把握季度右侧改善机会。**Q2 板块筹码加速出清，当前底部信号渐明，机会选择看：第一，建议从 1-2 年维度去“播种”一批基本面实际已走出冬天，但股价仍正经历严寒的优质蓝筹白马股；第二，从季度改善的视角去选择右侧机会。
  - 具体来看，Q2 酒企普遍给渠道纾压、报表压力有望进一步释放，下半年低基数下更多酒企动销及报表有望转正。全年看酒企从被动应对进入主动调整，机会在于茅台批价企稳之后，预期筑底企稳。周期节奏上，26H1 酒企主动调整、曙光微现，26H2 有望拐点渐明、渐次改善。优先推荐穿越周期的龙头**茅台**，其次关注库存见底节奏相对较快的**古井、今世缘**，战略关注经营稳中向好的**五粮液**及**汾酒**、低基数下弹性品种**老窖**。
- **风险提示：**宏观需求持续疲软、行业竞争加剧、成本上涨压制短期盈利等。

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：田晨曦

邮箱：tianchenxi@hcyjs.com
执业编号：S0360522090005

证券分析师：张慧

电话：021-20572556
邮箱：zhanghui1@hcyjs.com
执业编号：S0360525070001

联系人：王培培

邮箱：wangpeipei@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	19	0.00
总市值(亿元)	24,275.30	1.87
流通市值(亿元)	24,274.47	2.43

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.8%	-14.7%	-20.0%
相对表现	-2.6%	-12.6%	-23.3%



相关研究报告

《2026 年春糖反馈报告：叩响酒业新时代》
2026-03-30
《白酒行业周报（20251229-20260104）：大众价格带韧性较强》
2026-01-05
《白酒行业专题报告：茅五亮牌，剑向何方？》
2025-12-15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 白酒板块收入及业绩增速 3
图表 2 白酒板块回款及其增速 3
图表 3 白酒上市公司单季度收入、利润增速表（亿元） 4
图表 4 白酒上市公司 26H1 量价增长情况 5
图表 5 白酒上市公司 26H1 现金回款汇总 6
图表 6 白酒上市公司 26H1 合同负债+预收账款汇总 7
图表 7 白酒上市公司 26H1 应收票据+应收款项融资汇总 8
图表 8 白酒上市公司 26H1 经营性现金流净额汇总 9
图表 9 白酒上市公司 26H1 毛利率汇总 10
图表 10 白酒上市公司 26H1 营业税金率汇总 11
图表 11 白酒上市公司 26H1 销售和管理费用率汇总 12
图表 12 白酒上市公司 26H1 净利率汇总 12
图表 13 酒企分红率汇总 13
图表 14 酒企股息率汇总 13

下载日志已记录，仅供内部参考

一、白酒板块：Q2 板块加大出清，26H2 降幅有望收窄

Q2 白酒企业加强库存去化，报表端降幅边际加大。26H1 白酒板块上市酒企合计实现收入 1978.5 亿元，同降 6.7%，归母净利润 731.2 亿元，同降 8.3%。单 Q2 营收/归母净利润分别为 652.6/210.6 亿元，同降 17.0%/21.4%。二季度降幅环比加大，主要系淡季消费场景趋弱，酒企主动放缓回款发货节奏、加速渠道去库，报表端加速出清，降幅边际加大。

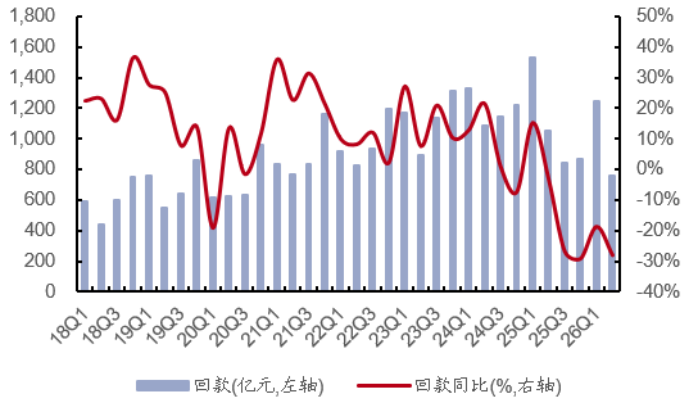
现金流方面配合报表出清去库表现偏弱，回款降幅同比扩大。26H1 白酒板块上市酒企回款 2001.0 亿元，同降 22.5%，单 Q2 回款 756.9 亿元，同降 28.0%。回款降幅进一步扩大，考虑主要系酒企淡季主动梳理渠道，同步放缓发货节奏、放宽回款要求所致。

图表 1 白酒板块收入及业绩增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 白酒板块回款及其增速



资料来源：Wind，华创证券

分价格带看：

- **高端：茅台 Q2 控量微降，老窖主动调整加大出清。**26Q2 高端酒营收/利润同降 14.2%/14.8%，整体表现好于其他价格带。具体分酒企看，茅台上半年收入增长 1.3%相对稳健，Q2 收入/利润同降 5.2%/6.9%，主要受系列酒大幅调整拖累，茅台酒端主动控量微降。五粮液 Q2 营收/利润同比-13.2%/+232.6%，主要系上年同期低基数效应，叠加普五终端动销较优所致。老窖 Q2 收入/利润同降 65.5%/79.5%，公司坚持控量挺价策略，短期业绩务实加速出清。
- **基地型次高端：Q2 龙头加速出清，主要布局大众价位的二线酒企报表转正。**26Q2 基地型次高端龙头酒企聚焦去库出清，报表端营收/利润同比-23.8%/-42.1%。具体分公司看，汾酒 26Q2 收入/利润同比-17.7%/-43.1%，判断青花 20+25 持平微增，青 30 及以上价位下滑较多，玻汾及老白汾中低端加大出清调整。洋河低基数下持续下滑纾压，Q2 收入/利润同降 36.9%/78.0%。古井收入/利润同降 43.3%/58.1%，主动控货加大调整、纾压去库。今世缘 Q2 收入/业绩同增 14.1%/19.2%，低基数下报表转正增速超预期，大众价格带淡雅、单开动销反馈较好。
- **扩张型次高端：报表延续大幅出清，利润端深度承压。**26Q2 扩张型次高端酒企营收同降 31.7%。水井坊 H1 渠道库存同比降幅约 50%，业绩阶段性承压，Q2 收入同降 50.7%、利润亏损同比扩大。舍得 Q2 营收同降 28.4%，降幅环比扩大，核心单品品味舍得承压，但 T68 同比维持正增长，展现出一定韧性，利润端持续承压。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **中低档：延续承压态势，金徽酒收入超预期。**26Q2 中低档收入同降 8.9%，表现仍显疲软，其中金种子酒收入同降 75.6%，省内竞争加剧背景下动销持续低迷；天佑德酒/伊力特/顺鑫农业收入分别同比-30.4%/-56.3%/+4.4%。金徽酒 Q2 营收同增 11.1%表现较好，净利润同降 85.3%系补缴税款一次性影响（剔除后实际增速较快），年份 18/28 及省外市场贡献核心增量。

图表 3 白酒上市公司单季度收入、利润增速表（亿元）

证券简称	营收:亿元			营收:同比			归母净利润:亿元			归母净利润:同比		
	26Q1	26Q2	26H1	26Q1	26Q2	26H1	26Q1	26Q2	26H1	26Q1	26Q2	26H1
贵州茅台	547.0	375.8	922.8	6.3%	-5.2%	1.3%	272.4	172.7	445.2	1.5%	-6.9%	-2.0%
五粮液	228.4	55.8	284.2	33.7%	-13.2%	20.9%	80.6	6.9	87.5	82.6%	232.6%	89.3%
泸州老窖	80.3	24.5	104.7	-14.2%	-65.5%	-36.4%	37.1	6.3	43.4	-19.3%	-79.5%	-43.4%
高端	855.7	456.0	1311.7	9.9%	-14.2%	0.1%	390.1	186.0	576.1	8.8%	-14.8%	-0.1%
舍得酒业	14.8	8.1	22.9	-6.0%	-28.4%	-15.3%	2.3	(0.9)	1.5	-33.1%	-	-67.3%
酒鬼酒	3.2	2.1	5.3	-7.8%	-2.1%	-5.6%	0.3	(0.2)	0.1	4.6%	-	-
水井坊	8.2	2.7	10.8	-14.9%	-50.7%	-27.8%	1.7	(1.8)	(0.1)	-10.1%	-	-105.9%
扩张型次高端	26.1	12.8	39.0	-9.2%	-31.7%	-18.1%	4.4	(2.8)	1.5	-23.3%	-	-72.9%
山西汾酒	149.2	61.2	210.4	-9.7%	-17.7%	-12.2%	53.8	10.6	64.4	-19.0%	-43.1%	-24.3%
洋河股份	81.9	23.5	105.4	-26.0%	-36.9%	-28.8%	24.5	1.6	26.0	-32.7%	-78.0%	-40.1%
今世缘	43.2	21.1	64.4	-15.2%	14.1%	-7.4%	13.8	7.0	20.8	-15.8%	19.2%	-6.6%
古井贡酒	74.5	26.9	101.3	-18.6%	-43.3%	-27.0%	16.1	5.6	21.6	-31.0%	-58.1%	-40.9%
口子窖	13.8	5.8	19.5	-24.0%	-20.0%	-22.9%	3.3	0.4	3.6	-46.2%	-65.4%	-49.0%
迎驾贡酒	22.3	11.9	34.2	8.9%	6.6%	8.1%	8.3	3.3	11.6	0.7%	8.4%	2.8%
老白干酒	12.2	8.8	21.0	4.5%	-32.8%	-15.2%	1.7	1.0	2.6	8.6%	-42.9%	-18.5%
基地型次高端	397.0	159.2	556.2	-15.3%	-23.8%	-17.9%	121.5	29.3	150.8	-23.3%	-42.1%	-27.9%
金种子酒	1.9	0.5	2.4	-35.7%	-75.6%	-51.2%	(0.2)	(0.5)	(0.6)	-	-	-
金徽酒	10.9	7.2	18.2	-1.5%	11.1%	3.2%	2.0	0.1	2.1	-12.5%	-85.3%	-28.2%
天佑德酒	4.1	1.7	5.7	-5.9%	-30.4%	-14.7%	0.5	(0.4)	0.1	-28.2%	-	-79.7%
伊力特	6.1	1.2	7.3	-23.8%	-56.3%	-32.1%	1.0	(0.2)	0.8	-27.3%	-	-49.6%
顺鑫农业	24.1	13.9	38.0	-26.0%	4.4%	-17.2%	1.2	(0.8)	0.4	-59.0%	-	-76.7%
中低档	47.1	24.5	71.6	-20.1%	-8.9%	-16.6%	4.6	(1.8)	2.8	-33.5%	-	-54.0%
合计	1325.9	652.6	1978.5	-0.7%	-17.0%	-6.7%	520.6	210.6	731.2	-1.7%	-21.4%	-8.3%

资料来源：Wind，华创证券

销量&吨价：行业普遍量价齐降，其中销量下滑幅度更大。Q2 白酒需求整体偏淡，销量普遍下滑，结构延续近年下降趋势，吨价下滑但降幅小于销量。具体来看：

- **高端：茅台相对坚挺，五粮液受基数效应影响波动较大，老窖压力释放。**具体分酒企看，茅台酒上半年收入正增长相对坚挺，飞天贡献重要增量，系列酒根据需求实际适度减少投放，判断影响可控。五粮液受基数扰动波动较大，其中五粮液产品吨价微降、量增明显，其他酒在竞争加剧下销量下滑。老窖吨价相对坚挺，销量受需求和竞争冲击下滑明显。
- **基地型次高端：分化明显，今世缘、迎驾 Q2 实现正增长。**上半年基地型次高端表现分化，其中迎驾报表正增长，今世缘 Q2 转正，其余酒企均双位数下滑加速调整，

下载日志已记录，仅供内部参考

汾酒中低端产品加大出清，青花 20 相对稳健；洋河持续去库、销量同降 31.4%，吨价正增长；古井年份原浆系列量价齐降，判断系需求承压下公司持续去化渠道库存所致；口子窖/老白干收入双位数下滑、报表仍有压力。

- **扩张型次高端：延续调整出清，300 元以下产品表现相对较好。**舍得中高档酒收入同降 22%，其中大单品品味舍得因商务场景受损持续承压，T68 同比维持正增长；酒鬼酒内参、酒鬼、湘泉系列销量分别同比-1.5%/+22.3%/-19.9%，内参逐步筑底，酒鬼系列表现较好；水井坊收入下滑相对较多。

图表 4 白酒上市公司 26H1 量价增长情况

板块	证券简称	产品	收入（亿元）					吨价（万元/吨）			销量（万吨）		
			25H1	占比	26H1	占比	同比	25H1	26H1	同比	25H1	26H1	同比
高端	贵州茅台	茅台酒	755.9	84.6%	777.2	85.7%	2.8%	-	-	-	-	-	-
		系列酒	137.6	15.4%	129.3	14.3%	-6.0%	-	-	-	-	-	-
	五粮液	五粮液	136.7	62.7%	236.3	88.0%	72.8%	158.0	145.1	-8.2%	0.9	1.6	88.3%
		其它酒	81.2	37.3%	32.3	12.0%	-60.2%	9.4	10.4	9.9%	8.6	3.1	-63.7%
	泸州老窖	中高档酒类	150.5	91.8%	92.0	88.4%	-38.9%	62.4	66.4	6.4%	2.4	1.4	-42.5%
		其他酒类	13.5	8.2%	12.1	11.6%	-10.3%	5.4	5.4	-0.5%	2.5	2.2	-9.8%
基地型次高端	山西汾酒	汾酒	233.9	98.0%	206.2	98.5%	-11.8%	-	-	-	-	-	-
		其他酒类	4.8	2.0%	3.1	1.5%	-35.1%	-	-	-	-	-	-
	洋河股份	中高档酒&普通酒	145.1	-	103.3		-28.9%	18.6	19.2	3.7%	7.8	5.4	-31.4%
	今世缘	特 A+类	43.1	62.6%	37.4	59.0%	-13.2%	-	-	-	-	-	-
		特 A 类	22.3	32.4%	23.1	36.4%	3.4%	-	-	-	-	-	-
		A 类	2.3	3.4%	1.8	2.9%	-21.8%	-	-	-	-	-	-
		B 类	0.8	1.1%	0.8	1.2%	0.6%	-	-	-	-	-	-
		C 类、D 类	0.3	0.4%	0.3	0.5%	12.1%	-	-	-	-	-	-
		其他	0.0	0.0%	0.0	0.0%	9.4%	-	-	-	-	-	-
	古井贡酒	年份原浆	109.6	80.3%	79.7	79.7%	-27.3%	23.5	20.5	-12.8%	4.7	3.9	-16.7%
		古井贡酒	11.8	8.7%	10.5	10.5%	-11.1%	6.0	5.4	-9.7%	2.0	1.9	-1.6%
		黄鹤楼其他	15.0	11.0%	9.8	9.8%	-34.6%	9.8	8.9	-9.8%	1.5	1.1	-27.5%
	口子窖	高档白酒	23.8	96.0%	18.0	94.5%	-24.4%	-	-	-	-	-	-
		中档白酒	0.3	1.3%	0.3	1.8%	4.4%	-	-	-	-	-	-
		低档白酒	0.7	2.7%	0.7	3.8%	5.3%	-	-	-	-	-	-
	迎驾贡酒	中高档白酒	25.4	84.9%	27.5	85.0%	8.3%	-	-	-	-	-	-
		普通白酒	4.5	15.1%	4.8	15.0%	7.2%	-	-	-	-	-	-
	老白干酒	100 元以上	13.2	53.3%	10.8	51.5%	-18.1%	-	-	-	-	-	-
		100 元以下	11.5	46.7%	10.2	48.5%	-11.9%	-	-	-	-	-	-
扩张型次高端	舍得酒业	中高档酒	19.7	81.6%	15.4	75.5%	-22.0%	-	-	-	-	-	-
		普通酒	4.4	18.4%	5.0	24.5%	12.0%	-	-	-	-	-	-
	酒鬼酒	内参系列	1.1	19.9%	0.8	16.0%	-24.1%	81.6	62.8	-23.0%	0.0	0.0	-1.5%
		酒鬼系列	2.9	51.9%	3.4	64.0%	16.0%	26.0	24.7	-5.1%	0.1	0.1	22.3%
		湘泉系列	0.3	5.6%	0.2	4.6%	-23.7%	5.4	5.1	-4.8%	0.1	0.0	-19.9%
		其他系列	1.3	22.5%	0.8	15.4%	-35.6%	11.7	12.6	7.8%	0.1	0.1	-40.2%

下载日志已记录，仅供内部参考

	水井坊	高档白酒	13.0	93.7%	10.0	95.4%	-23.4%	-	-	-	-	-	-
		中档白酒	0.9	6.3%	0.5	4.6%	-44.4%	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，华创证券

26H1 白酒现金流伴随收入同步收缩，结构有分化。行业 Q2 多数酒企未强制渠道回款、集中确认历史回款及减少历史票据，Q2 回款降幅大于收入，高端三家中茅台经营良好，五粮液降价去库、老窖主动控量去库；次高端及中低档现金流持续偏弱。

- **销售回款：行业回款延续下滑且降幅大于收入，酒企普遍纾压去库。**26H1 行业回款 2001 亿元、同降 22.5%，单 Q2 同降 28.0%，主因未强制渠道回款、集中确认历史回款及减少历史票据，剔除五粮液追溯扰动后实际约降 10%。高端内部分化：茅台增长 3.5%、Q2 增长 7.9%好于收入，五粮液下降 63.3%主要系此前追溯调整报表因素所致，老窖下降 40.1%系主动控量去库挺价。基地型次高端汾酒增长 5.0%，今世缘下降 1.6%好于收入，古井下降 31.5%加速去库。

图表 5 白酒上市公司 26H1 现金回款汇总

证券简称	现金回款（亿元）						现金回款：同比		
	25Q1	25Q2	26Q1	26Q2	25H1	26H1	26Q1同比	26Q2同比	26H1同比
贵州茅台	561.4	389.4	563.9	420.3	950.9	984.2	0.4%	7.9%	3.5%
五粮液	382.3	312.3	133.1	121.7	694.7	254.8	-65.2%	-61.0%	-63.3%
泸州老窖	98.7	80.8	88.8	18.6	179.5	107.4	-10.0%	-77.0%	-40.1%
高端	1042.5	782.6	785.9	560.6	1825.0	1346.5	-24.6%	-28.4%	-26.2%
舍得酒业	16.2	11.5	12.2	11.6	27.8	23.8	-24.8%	0.9%	-14.1%
酒鬼酒	2.3	2.2	3.1	2.3	4.5	5.5	36.1%	4.6%	20.7%
水井坊	7.3	9.9	6.0	2.7	17.2	8.7	-17.9%	-72.9%	-49.5%
扩张型次高端	25.9	23.7	21.4	16.6	49.5	38.0	-17.4%	-29.6%	-23.2%
山西汾酒	137.9	69.4	160.2	57.5	207.3	217.8	16.2%	-17.1%	5.0%
洋河股份	98.0	25.7	62.6	24.8	123.8	87.4	-36.2%	-3.6%	-29.4%
今世缘	46.8	20.2	47.9	18.1	67.0	66.0	2.4%	-10.7%	-1.6%
古井贡酒	82.3	69.8	74.6	29.6	152.1	104.2	-9.3%	-57.6%	-31.5%
口子窖	12.0	10.6	8.6	7.4	22.5	16.0	-27.7%	-30.0%	-28.8%
迎驾贡酒	22.1	12.8	26.4	12.1	34.9	38.4	19.3%	-5.6%	10.2%
老白干酒	16.8	8.3	14.8	6.8	25.1	21.6	-11.9%	-18.1%	-13.9%
基地型次高端	415.9	216.8	395.1	156.3	632.7	551.4	-5.0%	-27.9%	-12.9%
金种子酒	2.5	1.5	1.0	0.8	4.0	1.9	-58.0%	-45.0%	-53.1%
金徽酒	11.8	7.5	12.7	6.5	19.3	19.2	7.8%	-13.1%	-0.3%
天佑德酒	4.9	2.5	4.8	1.7	7.4	6.5	-3.6%	-30.8%	-12.7%
伊力特	5.9	2.3	4.1	1.3	8.2	5.5	-29.4%	-41.4%	-32.7%
顺鑫农业	19.8	14.9	19.0	13.0	34.7	32.0	-3.7%	-12.9%	-7.7%
中低档	44.8	28.7	41.7	23.4	73.5	65.1	-7.0%	-18.4%	-11.5%
合计	1529.1	1051.7	1244.1	756.9	2580.8	2001.0	-18.6%	-28.0%	-22.5%

资料来源：Wind，华创证券

- **合同负债：Q2 环比明显回落，主因 Q1 回款集中、Q2 发货确认收入，叠加多数酒企 Q2 未提前要求渠道打款所致。**26Q2 末行业合同负债+预收账款 324 亿元，环比

下载日志已记录，仅供内部参考

降 22.6%，多数酒企未提前要求渠道打款，且确认 Q1 已回款未发货部分。高端酒 160.6 亿元环比降 19.6%，基地型次高端汾酒 66.6 亿元（环比降 15.8%），绝对额相对较高，古井、洋河、今世缘环比分别降 63.8%、20.5%、46%。扩张型与中低档环比分别降 3.9%、29.6%，绝对额整体偏低。

图表 6 白酒上市公司 26H1 合同负债+预收账款汇总

证券简称	合同负债+预收账款（亿元）				合同负债+预收账款：同比			
	25Q1	25Q2	26Q1	26Q2	26Q1同比	26Q1环比	26Q2同比	26Q2环比
贵州茅台	87.9	55.1	30.3	31.8	-65.6%	-62.2%	-42.3%	5.0%
五粮液	101.7	100.9	141.5	104.5	39.0%	5.0%	3.6%	-26.1%
泸州老窖	30.7	35.3	28.0	24.4	-8.8%	-17.0%	-31.0%	-12.8%
高端	220.3	191.3	199.7	160.6	-9.3%	-19.6%	-16.0%	-19.6%
舍得酒业	2.1	1.6	1.3	1.6	-36.2%	-10.9%	0.1%	22.8%
酒鬼酒	1.8	1.4	1.4	1.2	-21.0%	-19.4%	-9.8%	-13.7%
水井坊	9.4	9.8	6.9	6.4	-26.4%	-14.5%	-34.9%	-7.0%
扩张型次高端	13.2	12.8	9.6	9.3	-27.2%	-14.8%	-27.7%	-3.9%
山西汾酒	58.2	59.8	79.0	66.6	35.8%	12.8%	11.3%	-15.8%
洋河股份	70.2	58.8	54.1	43.0	-22.9%	-28.1%	-26.8%	-20.5%
今世缘	5.4	6.0	15.6	8.4	189.7%	-8.7%	40.5%	-46.0%
古井贡酒	36.7	14.3	23.0	8.3	-37.3%	51.6%	-41.6%	-63.8%
口子窖	2.7	3.0	2.0	1.3	-25.4%	-39.9%	-56.6%	-35.7%
迎驾贡酒	4.6	4.4	5.3	4.2	16.6%	9.9%	-4.5%	-21.0%
老白干酒	18.8	12.7	12.1	9.5	-35.6%	17.8%	-25.2%	-21.1%
基地型次高端	196.6	159.0	191.3	141.4	-2.7%	-2.5%	-11.1%	-26.1%
金种子酒	1.5	1.2	1.3	1.4	-13.2%	-17.5%	12.4%	4.6%
金徽酒	5.8	6.0	8.7	7.4	49.5%	6.2%	23.2%	-15.4%
天佑德酒	0.7	0.6	0.6	0.5	-17.4%	26.4%	-15.2%	-19.0%
伊力特	0.6	0.4	0.3	0.2	-44.0%	-16.9%	-40.1%	-29.3%
顺鑫农业	4.0	4.0	7.1	3.3	80.1%	-50.0%	-17.8%	-54.3%
中低档	12.7	12.2	18.1	12.7	43.0%	-27.4%	4.9%	-29.6%
合计	442.8	375.3	418.7	324.1	-5.4%	-12.9%	-13.6%	-22.6%

资料来源：Wind，华创证券

- **应收账款：Q2 环比大幅压缩，票据使用与渠道信用边际收紧。**26Q2 末行业应收票据+应收款项融资 155 亿元，环比降 53.7%，其中五粮液 75.5 亿元环比降 63.6%，古井 11.3 亿元环比降 62.8%，均系主动消化历史票据；茅台 24.8 亿元、老窖 12.6 亿元保持低位。扩张型与中低档同比分别降 50.9%、45.3%，票据使用整体趋紧，也是行业减少催促回款、积极减少供给去库的体现。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7 白酒上市公司 26H1 应收票据+应收款项融资汇总

证券简称	应收票据+应收款项融资（亿元）				应收票据+应收款项融资：同比			
	25Q1	25Q2	26Q1	26Q2	26Q1同比	26Q1环比	26Q2同比	26Q2环比
贵州茅台	21.3	28.2	35.3	24.8	66.0%	-20.8%	-12.1%	-29.9%
五粮液	193.1	38.9	207.2	75.5	7.3%	120.2%	93.9%	-63.6%
泸州老窖	12.0	14.1	8.4	12.6	-29.9%	-42.7%	-10.8%	49.9%
高端	226.4	81.2	250.9	112.8	10.8%	63.7%	38.9%	-55.0%
舍得酒业	3.4	2.3	3.5	0.8	2.6%	147.6%	-65.5%	-77.1%
酒鬼酒	2.0	1.6	1.2	0.6	-42.5%	-5.0%	-60.8%	-47.8%
水井坊	0.0	0.0	1.2	0.5	-	-	-	-
扩张型次高端	5.5	3.9	5.9	1.9	7.8%	121.8%	-50.9%	-67.6%
山西汾酒	15.7	20.7	26.5	20.4	69.1%	28.7%	-1.4%	-23.2%
洋河股份	5.2	8.3	9.1	2.4	74.8%	400.0%	-71.0%	-73.5%
今世缘	0.2	0.2	1.0	1.0	461.4%	86.3%	334.7%	3.5%
古井贡酒	46.0	7.4	30.4	11.3	-34.1%	239.0%	53.0%	-62.8%
口子窖	7.1	3.5	4.9	2.2	-31.6%	485.6%	-35.2%	-53.8%
迎驾贡酒	0.3	0.2	0.1	0.1	-80.5%	-73.3%	-61.0%	82.6%
老白干酒	1.8	1.1	0.7	0.4	-64.0%	41.5%	-62.0%	-36.0%
基地型次高端	76.3	41.4	72.5	37.8	-4.9%	117.2%	-8.6%	-47.8%
金种子酒	0.4	0.9	0.5	0.2	16.5%	58.2%	-80.1%	-62.0%
金徽酒	0.0	0.0	0.5	0.0	-	21783.4%	-	-100.0%
天佑德酒	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-
伊力特	0.0	0.2	0.0	0.0	36.3%	-95.2%	-85.6%	-30.5%
顺鑫农业	3.5	3.4	4.5	2.3	29.3%	-0.4%	-33.5%	-49.7%
中低档	3.9	4.5	5.5	2.5	40.7%	-3.1%	-45.3%	-55.2%
合计	312.0	131.0	334.8	155.0	7.3%	71.7%	18.4%	-53.7%

资料来源：Wind，华创证券

- **经营性现金流：剔除茅台后行业现金流质量仍偏弱。**26H1 行业经营性现金流净额 808 亿元、同比+33.7%，其中茅台一家达 706.9 亿元、占近九成，同比增 438.8%源于单 Q2 财务公司吸收存款、同业存款减少等资金结构因素。剔除茅台后，五粮液转负、老窖降 65.7%、古井降 62.9%，基地型次高端整体转弱，扩张型与中低档持续为负，行业真实现金流仍偏弱。



下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8 白酒上市公司 26H1 经营性现金流净额汇总

证券简称	经营性现金流净额（亿元）						经营性现金流净额：同比		
	25Q1	25Q2	26Q1	26Q2	25H1	26H1	26Q1同比	26Q2同比	26H1同比
贵州茅台	88.1	43.1	269.1	437.8	131.2	706.9	205%	916%	439%
五粮液	158.5	152.9	-25.4	3.8	311.4	-21.5	转负	-98%	转负
泸州老窖	33.1	27.6	45.4	-24.6	60.6	20.8	37%	转负	-66%
高端	279.7	223.5	289.2	417.0	503.2	706.2	3%	87%	40%
舍得酒业	2.2	-1.6	-1.0	0.8	0.7	-0.3	转负	转正	转负
酒鬼酒	-1.3	-1.1	-0.4	-0.7	-2.3	-1.1	仍负	仍负	仍负
水井坊	-5.8	0.7	0.7	-1.4	-5.1	-0.7	转正	转负	仍负
扩张型次高端	-4.8	-1.9	-0.7	-1.4	-6.7	-2.1	仍负	仍负	仍负
山西汾酒	70.3	-10.5	82.5	-16.0	59.8	66.5	17%	仍负	11%
洋河股份	25.4	-19.2	19.4	-16.0	6.2	3.3	-24%	仍负	-46%
今世缘	14.3	-3.5	21.1	-5.0	10.8	16.2	48%	仍负	50%
古井贡酒	18.5	23.1	19.1	-3.7	41.5	15.4	4%	转负	-63%
口子窖	-2.5	-1.4	-1.4	-1.2	-3.8	-2.6	仍负	仍负	仍负
迎驾贡酒	5.0	-1.8	11.4	-0.6	3.2	10.8	129%	仍负	240%
老白干酒	1.8	-2.2	3.6	-1.7	-0.5	1.9	101%	仍负	转正
基地型次高端	132.6	-15.5	155.8	-44.2	117.1	111.5	17%	仍负	-5%
金种子酒	-0.7	-0.5	-0.8	-0.8	-1.2	-1.6	仍负	仍负	仍负
金徽酒	2.7	0.5	3.0	-0.9	3.2	2.1	13%	转负	-34%
天佑德酒	1.0	-0.5	1.5	-0.3	0.5	1.2	46%	仍负	119%
伊力特	-0.6	-1.5	0.8	-3.7	-2.1	-2.8	转正	仍负	仍负
顺鑫农业	-7.0	-2.5	-3.7	-2.6	-9.5	-6.4	仍负	仍负	仍负
中低档	-4.7	-4.4	0.8	-8.3	-9.1	-7.5	转正	仍负	仍负
合计	402.8	201.7	445.0	363.1	604.5	808.2	10%	80%	34%

资料来源：Wind，华创证券

产品结构下移叠加刚性费投，26H1 白酒盈利水平总体承压向下，但高端酒内部因报表口径与去库节奏差异呈现分化，次高端及中低档下滑压力更大。

- **毛利率：板块毛利率同比微降，体现酒企更倾向控量保价。**26H1 行业毛利率 81.8%、同比仅降 0.4pct，在收入两位数下滑下几乎持平，体现酒企更偏控量保价。分别看，高端与次高端受需求走弱、结构下移拖累：茅台降 1.7pct 系生肖精品降价减量、飞天占比提升的主动市场化改革所致，老窖降 1.7pct 系国窖占比被中档酒稀释；五粮液升 2.4pct 来自五粮液产品表观占比提高，单品毛利率实际降低。中低档因大众价位需求刚性而企稳。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9 白酒上市公司 26H1 毛利率汇总

证券简称	毛利率						毛利率：同比		
	25Q1	25Q2	26Q1	26Q2	25H1	26H1	26Q1同比	26Q2同比	26H1同比
贵州茅台	92%	90%	90%	89%	91%	90%	-2.2pct	-1.2pct	-1.7pct
五粮液	79%	75%	81%	76%	78%	80%	2.4pct	1pct	2.4pct
泸州老窖	87%	88%	86%	84%	87%	85%	-0.7pct	-4.1pct	-1.7pct
高端	88%	88%	87%	87%	88%	87%	-1.3pct	-0.9pct	-1.1pct
舍得酒业	69%	61%	66%	52%	66%	61%	-3pct	-8.8pct	-4.5pct
酒鬼酒	71%	65%	67%	66%	69%	67%	-3.4pct	0.3pct	-2pct
水井坊	82%	74%	80%	65%	79%	76%	-2.1pct	-9.7pct	-3.1pct
扩张型次高端	74%	65%	71%	57%	70%	66%	-3.1pct	-8.3pct	-4.2pct
山西汾酒	79%	72%	75%	76%	77%	75%	-3.8pct	4.4pct	-1.3pct
洋河股份	76%	73%	75%	66%	75%	73%	-0.2pct	-7.1pct	-1.7pct
今世缘	74%	73%	74%	74%	73%	74%	0.8pct	0.8pct	0.7pct
古井贡酒	80%	80%	78%	87%	80%	80%	-1.8pct	7pct	0.5pct
口子窖	76%	65%	68%	67%	73%	67%	-8.6pct	1.5pct	-5.7pct
迎驾贡酒	76%	68%	76%	71%	74%	74%	-0.9pct	2.9pct	0.4pct
老白干酒	69%	67%	64%	63%	68%	63%	-4.5pct	-4.9pct	-4.5pct
基地型次高端	77%	73%	75%	75%	76%	75%	-2.2pct	1.4pct	-1.1pct
金种子酒	42%	45%	51%	41%	43%	49%	9.4pct	-4pct	6.2pct
金徽酒	67%	64%	63%	62%	66%	63%	-3.9pct	-1.6pct	-3.1pct
天佑德酒	61%	55%	62%	56%	59%	60%	1.2pct	0.9pct	1.5pct
伊力特	49%	51%	52%	52%	49%	52%	2.8pct	0.7pct	2.2pct
顺鑫农业	37%	28%	38%	25%	34%	33%	0.7pct	-3.3pct	-1.4pct
中低档	46%	43%	48%	40%	45%	45%	1.8pct	-3.1pct	0.1pct
合计	82%	82%	82%	82%	82%	82%	-0.5pct	-0.3pct	-0.4pct

资料来源：Wind，华创证券

- **营业税金率：行业税金率下行主受五粮液扰动，剔除后多数酒企实际抬升。**26H1 行业税金率 16.1%、同比-1.3pcts，主因五粮液追溯调整后消费税不重复上缴。剔除五粮液扰动后多数酒企实际抬升。茅台+0.6pct 平稳，老窖+3.8pcts，次高端与中低档普遍小幅抬升，判断主要系部分生产销售节奏扰动、以及品鉴酒等需要交税等因素所致。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10 白酒上市公司 26H1 营业税金率汇总

证券简称	税金率						税金率：同比		
	25Q1	25Q2	26Q1	26Q2	25H1	26H1	26Q1同比	26Q2同比	26H1同比
贵州茅台	14.2%	17.5%	15.3%	17.5%	15.6%	16.2%	1.1pct	0.1pct	0.6pct
五粮液	31.6%	38.1%	16.3%	8.6%	33.4%	14.8%	-15.3pct	-29.5pct	-18.6pct
泸州老窖	11.7%	15.4%	14.4%	25.8%	13.3%	17.1%	2.7pct	10.5pct	3.8pct
高端	17.7%	19.7%	15.5%	16.9%	18.5%	16.0%	-2.3pct	-2.8pct	-2.6pct
舍得酒业	11.6%	15.4%	16.4%	19.8%	13.2%	17.6%	4.7pct	4.4pct	4.4pct
酒鬼酒	20.3%	18.9%	18.6%	19.2%	19.7%	18.8%	-1.7pct	0.3pct	-0.9pct
水井坊	17.0%	23.8%	14.8%	22.1%	19.5%	16.6%	-2.2pct	-1.7pct	-2.9pct
扩张型次高端	14.5%	18.2%	16.2%	20.2%	15.9%	17.5%	1.7pct	2pct	1.5pct
山西汾酒	13.7%	22.3%	15.2%	24.0%	16.3%	17.8%	1.5pct	1.7pct	1.4pct
洋河股份	15.7%	18.3%	17.4%	17.8%	16.3%	17.5%	1.7pct	-0.5pct	1.1pct
今世缘	16.4%	10.1%	15.7%	10.4%	14.7%	14.0%	-0.7pct	0.3pct	-0.7pct
古井贡酒	16.0%	15.1%	17.7%	13.8%	15.7%	16.7%	1.8pct	-1.3pct	1pct
口子窖	14.8%	18.0%	15.4%	15.0%	15.7%	15.3%	0.6pct	-3pct	-0.4pct
迎驾贡酒	14.4%	15.8%	14.9%	15.9%	14.9%	15.3%	0.5pct	0.1pct	0.4pct
老白干酒	16.5%	17.2%	17.2%	18.1%	16.9%	17.6%	0.7pct	0.9pct	0.7pct
基地型次高端	15.0%	18.0%	16.2%	18.3%	16.0%	16.8%	1.2pct	0.3pct	0.9pct
金种子酒	18.7%	16.5%	21.4%	33.5%	17.8%	23.8%	2.8pct	17pct	5.9pct
金徽酒	15.3%	14.5%	15.7%	18.1%	15.0%	16.7%	0.4pct	3.5pct	1.6pct
天佑德酒	15.3%	14.8%	16.9%	16.4%	15.1%	16.8%	1.6pct	1.6pct	1.7pct
伊力特	12.2%	19.3%	10.9%	28.5%	14.0%	13.8%	-1.3pct	9.2pct	-0.2pct
顺鑫农业	9.8%	10.5%	12.2%	7.6%	10.0%	10.5%	2.4pct	-2.9pct	0.5pct
中低档	12.0%	13.2%	13.6%	12.8%	12.4%	13.3%	1.6pct	-0.4pct	1pct
合计	16.5%	19.0%	15.6%	17.1%	17.4%	16.1%	-0.8pct	-1.9pct	-1.3pct

资料来源：Wind，华创证券

- **销售费用率：行业销售费用率普遍抬升，系收入下滑费投刚性、以及配合去库增投所致。**26H1 行业销售费用率 11.4%、同比升 1.4pcts，多为收入基数下降导致费用刚性因素所致，部分酒企积极去库也有一定费用支持。分别看，茅台费用管控平稳，五粮液升 7.4pcts 判断系价格回落后增加返利，汾酒销售费用率提升较多与货折确认口径调整有关，古井升 5pcts 系配合去库投入及费投刚性所致，今世缘 Q2 降 5.1pcts 为少数逆势收缩费用酒企。

- **管理费用率：行业管理费用率基本持平，头部酒企延续控费优化。**26H1 行业管理费用率 4.8%、同比仅升 0.1pct，板块整体守住管理费控底线。分别看，五粮液、茅台分别降 2.0pcts、0.1pcts，规模效应与精细化管控仍在发挥；老窖、洋河、古井分别升 1.1/2.7/1.4pcts，体现收入缩水而人员与行政成本刚性难减，头部与区域酒企的效率差距由此拉开。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 11 白酒上市公司 26H1 销售和管理费用率汇总

证券简称	销售费用率						销售费用率:同比			管理费用率						管理费用率:同比		
	25Q1	25Q2	26Q1	26Q2	25H1	26H1	26Q1同比	26Q2同比	26H1同比	25Q1	25Q2	26Q1	26Q2	25H1	26H1	26Q1同比	26Q2同比	26H1同比
贵州茅台	3.0%	4.6%	3.0%	4.4%	3.6%	3.5%	0pct	-0.2pct	-0.1pct	3.8%	4.6%	3.4%	4.8%	4.1%	4.0%	-0.4pct	0.3pct	-0.1pct
五粮液	8.7%	31.2%	16.1%	47.5%	14.9%	22.2%	7.3pct	16.3pct	7.4pct	6.1%	10.4%	4.4%	9.1%	7.3%	5.3%	-1.8pct	-1.3pct	-2pct
泸州老窖	8.2%	10.6%	8.6%	26.2%	9.2%	12.7%	0.4pct	15.7pct	3.5pct	2.1%	3.3%	2.4%	8.2%	2.6%	3.7%	0.3pct	4.9pct	1.1pct
高端	4.9%	8.6%	7.0%	10.9%	6.4%	8.4%	2.2pct	2.3pct	2pct	4.1%	5.1%	3.6%	5.6%	4.5%	4.3%	-0.5pct	0.4pct	-0.2pct
舍得酒业	19.4%	23.7%	21.3%	33.7%	21.2%	25.6%	1.9pct	10pct	4.5pct	7.9%	10.9%	6.9%	10.7%	9.2%	8.3%	-1pct	-0.2pct	-0.9pct
酒鬼酒	27.7%	40.3%	24.1%	35.8%	32.6%	28.8%	-3.7pct	-4.5pct	-3.8pct	10.6%	17.1%	9.9%	19.0%	13.1%	13.6%	-0.7pct	2pct	0.5pct
水井坊	27.5%	52.1%	24.0%	70.5%	36.3%	35.4%	-3.5pct	18.4pct	-0.9pct	9.0%	33.1%	10.8%	47.1%	17.7%	19.7%	1.8pct	14pct	2.1pct
扩张型次高端	23.1%	33.8%	22.5%	41.7%	27.3%	28.8%	-0.6pct	7.9pct	1.5pct	8.6%	18.0%	8.5%	19.6%	12.3%	12.2%	-0.1pct	1.6pct	-0.1pct
山西汾酒	9.2%	11.5%	8.9%	21.2%	9.9%	12.4%	-0.4pct	9.7pct	2.5pct	1.8%	4.3%	2.1%	5.3%	2.6%	3.1%	0.4pct	1pct	0.5pct
洋河股份	12.4%	20.9%	12.5%	27.0%	14.5%	15.7%	0.1pct	6.1pct	1.2pct	4.0%	11.4%	5.4%	19.7%	5.8%	8.6%	1.4pct	8.3pct	2.7pct
今世缘	13.3%	19.0%	14.8%	14.0%	14.8%	14.5%	1.5pct	-5.1pct	-0.3pct	2.1%	5.6%	2.1%	4.4%	3.0%	2.9%	0pct	-1.3pct	-0.2pct
古井贡酒	26.6%	22.8%	26.7%	40.4%	25.3%	30.3%	0.1pct	17.6pct	5pct	4.4%	5.7%	5.2%	9.2%	4.8%	6.2%	0.8pct	3.4pct	1.4pct
口子窖	12.5%	18.2%	14.8%	25.3%	14.1%	17.9%	2.4pct	7.1pct	3.8pct	5.6%	11.8%	6.5%	16.8%	7.4%	9.6%	0.9pct	5pct	2.2pct
迎驾贡酒	7.7%	13.4%	9.2%	15.0%	9.7%	11.2%	1.5pct	1.6pct	1.5pct	3.1%	5.5%	3.0%	5.2%	4.0%	3.8%	-0.1pct	-0.3pct	-0.2pct
老白干酒	27.5%	27.6%	21.6%	20.2%	27.5%	21.0%	-5.9pct	-7.4pct	-6.5pct	8.4%	6.7%	7.4%	8.8%	7.5%	8.0%	-1pct	2.1pct	0.5pct
基地型次高端	14.3%	17.7%	14.2%	24.0%	15.4%	17.0%	-0.1pct	6.2pct	1.6pct	3.2%	6.5%	3.7%	8.6%	4.2%	5.1%	0.5pct	2.1pct	0.9pct
金种子酒	29.2%	34.6%	22.5%	72.5%	31.3%	32.2%	-6.7pct	37.9pct	0.9pct	5.5%	8.7%	12.4%	31.3%	6.7%	16.1%	6.9pct	22.6pct	9.3pct
金徽酒	16.8%	22.6%	15.6%	23.1%	19.0%	18.6%	-1.2pct	0.5pct	-0.4pct	7.0%	13.0%	6.1%	10.7%	9.2%	7.9%	-0.9pct	-2.3pct	-1.3pct
天佑德酒	17.7%	33.9%	20.8%	38.2%	23.5%	25.9%	3.1pct	4.3pct	2.4pct	7.0%	14.9%	6.7%	20.0%	9.8%	10.6%	-0.3pct	5.2pct	0.8pct
伊力特	5.2%	13.1%	6.4%	35.9%	7.2%	11.3%	1.2pct	22.8pct	4.1pct	2.9%	4.3%	3.6%	12.5%	3.2%	5.0%	0.7pct	8.2pct	1.8pct
顺鑫农业	9.0%	10.9%	9.7%	10.6%	9.6%	10.0%	0.7pct	-0.3pct	0.4pct	5.8%	12.9%	6.9%	10.0%	7.8%	8.0%	1.2pct	-2.9pct	0.2pct
中低档	11.6%	17.7%	12.1%	18.6%	13.5%	14.3%	0.5pct	0.9pct	0.8pct	5.7%	11.9%	6.5%	11.4%	7.6%	8.2%	0.8pct	-0.5pct	0.5pct
合计	8.9%	12.0%	9.7%	15.0%	10.1%	11.4%	0.8pct	3pct	1.4pct	3.9%	6.0%	3.8%	6.8%	4.7%	4.8%	-0.1pct	0.8pct	0.1pct

资料来源：Wind，华创证券

净利率：行业归母净利率整体承压，高端相对坚挺、次高端及中低档压力更大。26H1 行业归母净利率同比降 0.6pcts，高端酒仅降 0.1pcts 相对稳健。高端内部分化：茅台 Q2 净利率 46.9%、仅降 0.9pct，仍处绝对高位；五粮液升 11.1pcts 主要靠追溯基数与税费率下降，实际成色待验证；老窖降 5.1pcts 系刚性费投叠加结构降级所致。次高端中汾酒、古井、洋河普遍降 5-12pcts，今世缘 Q2 逆势升 1.4pcts 是板块少有亮点；扩张型舍得 Q2 由盈转亏，中低档小幅下行。

图表 12 白酒上市公司 26H1 净利率汇总

证券简称	净利率						净利率:同比		
	25Q1	25Q2	26Q1	26Q2	25H1	26H1	26Q1同比	26Q2同比	26H1同比
贵州茅台	53.1%	47.8%	50.5%	46.9%	50.8%	49.1%	-2.5pct	-0.9pct	-1.7pct
五粮液	25.8%	3.2%	35.3%	12.4%	19.7%	30.8%	9.5pct	9.1pct	11.1pct
泸州老窖	49.1%	43.2%	46.2%	25.8%	46.6%	41.4%	-2.9pct	-17.5pct	-5.1pct
高端	46.5%	41.7%	46.0%	41.5%	44.6%	44.5%	-0.5pct	-0.2pct	-0.1pct
舍得酒业	22.0%	8.6%	15.6%	-10.7%	16.4%	6.3%	-6.3pct	-19.4pct	-10.1pct
酒鬼酒	9.2%	-10.5%	10.5%	-9.8%	1.6%	2.3%	1.2pct	0.7pct	0.7pct
水井坊	19.8%	-15.8%	21.0%	-66.7%	7.0%	-0.6%	1.1pct	-50.9pct	-7.6pct
扩张型次高端	19.7%	-0.6%	16.7%	-22.2%	11.7%	3.9%	-3.1pct	-21.6pct	-7.8pct
山西汾酒	40.2%	25.0%	36.1%	17.3%	35.5%	30.6%	-4.2pct	-7.7pct	-4.9pct
洋河股份	32.9%	18.9%	29.9%	6.6%	29.4%	24.7%	-3pct	-12.4pct	-4.7pct
今世缘	32.2%	31.6%	32.0%	33.0%	32.1%	32.3%	-0.2pct	1.4pct	0.3pct
古井贡酒	25.5%	28.1%	21.6%	20.8%	26.4%	21.4%	-3.9pct	-7.4pct	-5pct
口子窖	33.7%	14.5%	23.9%	6.3%	28.3%	18.7%	-9.8pct	-8.2pct	-9.6pct
迎驾贡酒	40.5%	27.1%	37.4%	27.6%	35.8%	34.0%	-3pct	0.5pct	-1.8pct
老白干酒	13.1%	12.8%	13.6%	10.9%	12.9%	12.4%	0.5pct	-1.9pct	-0.5pct
基地型次高端	33.8%	24.2%	30.6%	18.4%	30.9%	27.1%	-3.2pct	-5.8pct	-3.7pct
金种子酒	-13.1%	-17.7%	-8.0%	-108.4%	-14.9%	-27.5%	5.1pct	-90.6pct	-12.5pct
金徽酒	21.1%	9.9%	18.7%	1.3%	17.0%	11.8%	-2.4pct	-8.6pct	-5.2pct
天佑德酒	15.6%	-6.6%	11.9%	-22.6%	7.6%	1.8%	-3.7pct	-15.9pct	-5.8pct
伊力特	18.1%	6.7%	17.3%	-19.2%	15.2%	11.3%	-0.8pct	-25.9pct	-3.9pct
顺鑫农业	8.7%	-8.2%	4.8%	-5.4%	3.8%	1.1%	-3.9pct	2.8pct	-2.7pct
中低档	11.7%	-2.8%	9.7%	-7.2%	7.1%	3.9%	-2pct	-4.4pct	-3.2pct
合计	39.9%	34.5%	39.5%	32.7%	37.9%	37.3%	-0.4pct	-1.8pct	-0.6pct

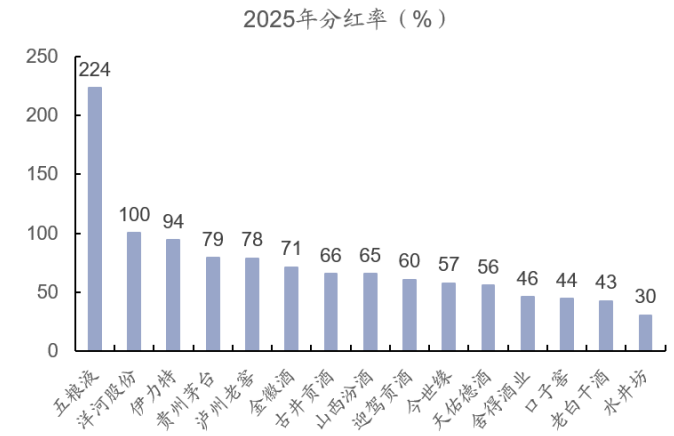
资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分红率：头部酒企分红率维持高位、多数较去年进一步提升，高股息对长线资金的吸引力持续增强。26H1 行业经营现金流净额 808 亿元、高于同期归母净利润 731.2 亿元，为高分红可持续的根基。各家分红率成色有别，2025 年五粮液 223.5%系追溯调整后利润低基数，绝对分红额维持 200 亿；茅台 79%、老窖 78.5%为常规提升；汾酒给出 2025-2027 年分红率不低于 65%的三年指引。行业分红意愿整体抬升。

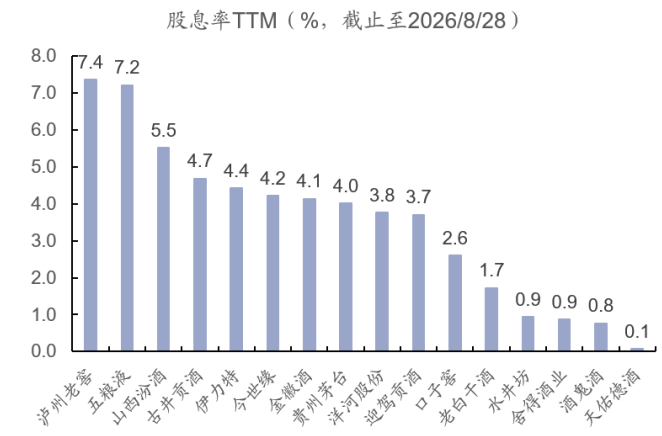
股息率与资本回报：白酒 4-7%的股息率对长线资金具备一定吸引力。截至 8 月 28 日，老窖 7.36%、五粮液 7.21%、汾酒 5.51%、古井 4.69%、茅台 4.01%。此外头部酒企积极回购增持，以“分红+回购”的组合把价值底线逐步坐实。

图表 13 酒企分红率汇总



资料来源：Wind，华创证券

图表 14 酒企股息率汇总



资料来源：Wind，华创证券

二、投资建议：Q2 报表加速出清，底部信号逐步明朗

底部信号逐步明朗，宜长线播种、短期把握季度右侧改善机会。Q2 板块筹码加速出清，当前底部信号渐明，机会选择看：第一，建议从 1-2 年维度去“播种”一批基本面实际已走出冬天，但股价仍正经历严寒的优质蓝筹白马股；第二，从季度改善的视角去选择右侧机会。具体来看，Q2 酒企普遍给渠道纾压、报表压力有望进一步释放，下半年低基数下更多酒企动销及报表有望转正。全年看酒企从被动应对进入主动调整，机会在于茅台批价企稳之后，预期筑底企稳。周期节奏上，26H1 酒企主动调整、曙光微现，26H2 有望拐点渐明、渐次改善。优先推荐穿越周期的龙头**茅台**，其次关注库存见底节奏相对较快的**古井、今世缘**，战略关注经营稳中向好的**五粮液**及**汾酒**、低基数下弹性品种**老窖**。

三、风险提示

宏观需求持续疲软、行业竞争加剧、成本上涨压制短期盈利等。

下载日志已记录，仅供内部参考

食品饮料组团队介绍

研究所所长助理、消费研究中心大组长、食品饮料首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，10 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2024 年连续四届获新财富最佳分析师评选第一名，并多次获新浪金麒麟、水晶球、上证报和 21 世纪金牌分析师等最佳分析师评选第一名，2025 年获新财富最佳分析师评选第二名。

——酒类研究小组（白酒、啤酒、黄酒、红酒、新酒饮、酒类流通行业）

酒类研究小组组长、高级分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所，5 年消费行业研究经验。

助理研究员：王培培

南开大学金融学硕士，2024 年加入华创证券研究所。

助理分析师：张慧

悉尼大学商学学士，蒙纳士大学银行与金融硕士。2019 年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（软饮料、乳肉制品、休闲零食、功能食品、食品配料等）

大众品研究组组长、资深分析师：范子盼

中国人民大学硕士，7 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：张恒玮

澳大利亚国立大学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾任职于开源证券，2026 年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链及消费策略研究小组（调味品、预制食品、餐饮连锁；大消费策略研究）

分析师：廖承帅

同济大学硕士，4 年食品饮料新财富团队成员，曾任职于广发证券，2026 年加入华创证券研究所。

分析师：黄欣培

英国杜伦大学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾任职于西部证券、德邦证券、财通证券，2026 年加入华创证券研究所。

助理研究员：施博阳

波士顿大学硕士，2025 年加入华创证券研究所。海外消费品与 AI 投研技术支持。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台（600519），根据上市公司公告，贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创云信 4.06%的股份。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522