下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 09 月 01 日

食品饮料行业专题

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组
分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：叶韬（执业 S1130524040003）
liuchenqian@gjzq.com.cn yetao@gjzq.com.cn

酒类中报总结：白酒出清加速，多雨&需求影响啤酒兑现

投资逻辑

白酒板块：行业加速出清，首推贵州茅台，关注α区域酒配置价值。我们认为行业“量价利”已处于筑底阶段、尤其是头部单品价盘在淡季时有超预期表现。动销维度，受益于低基数、6 月至今行业动销有恢复性改善；预计中秋&国庆行业动销偏平稳，部分区域延续当前恢复性改善的态势。目前估值锚贵州茅台 PE-TTM 约 20X，行业估值与基本面相对匹配，关注动销环比持续改善&内需风偏改善带动板块估值进一步修复，以及酒企 EPS 逐步企稳回正。我们看好白酒的配置价值，行业具备优异的商业模式、已经度过出清斜率最陡峭阶段；首推贵州茅台，稳定生息资产首选；关注α区域酒龙头，赔率优先且具备产品力α酒企、组织力α酒企。

1）收入端：26Q2 加速出清，区域酒初显经营韧性。26H1 白酒实现营收 1963 亿元，同比-7%；26Q2 实现营收 645 亿元，同比-17%。若剔除贵州茅台与五粮液，26Q2 实现营收 221 亿元、同比-32%。白酒季度营收同比转负始于 25Q1，非 Top2 酒企营收转负始于 24Q3、迄今已连续下滑 8 个季度；目前部分区域α酒企营收已逐步企稳，主要系大众需求具备相对韧性，且区域酒未留存较多需去化的社会库存。

现金流与预收款方面：26Q2 白酒销售收现 757 亿元，同比-28%，同比跌幅明显高于营收端；相对应地，26Q2 末板块应收款项余额 168 亿元，同比+18%，但主要系五粮液&古井贡酒高增带动，其余多数酒企应收款项余额同比下滑，侧面印证渠道回款情绪仍相对谨慎。26H1 末板块待结转销项税额余额合计 19.5 亿元，同比-20%；其中山西汾酒及金徽酒、今世缘等区域酒该指标已录得正增，再次印证α酒企在当前发展阶段具备相对不错的基本面韧性。

2）利润端：毛销差拖累净利率表现，缺乏营收支撑的二线酒企盈利压力更高。26H1 白酒实现归母净利 731 亿元，同比-8%；26Q2 实现归母净利 211 亿元，同比-21%，同比跌幅均小幅高于营收端。若剔除贵州茅台与五粮液，26Q2 实现归母净利 31 亿元，同比-61%，跌幅明显高于同口径营收跌幅，意味着二线酒企正经历更严峻的盈利压力。毛销差是影响当期板块盈利能力的核心要素，26H1 板块毛销差同比-1.8pct，26Q2 同比-3.3pct；26Q2 头部酒企毛销差均录得下滑，部分出清节奏居前的二线酒企录得正增。其中，毛利率对毛销差影响相对有限，销售费用率提升的影响较大。

3）机构持仓：26Q2 基金重仓大幅减持白酒，主动权益配置位于史新低低配。26H1 末基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 1.06%，环比-1.03pct，已低于 16Q1 末时水平。其中，主动权益基金对白酒由超配转为低配，低配比例达 1.30%、位于 2010 年至今新低。

啤酒板块：需求疲软&多雨影响业绩兑现，关注稳健生息价值。目前行业景气度持续底部企稳，行业竞争格局稳定；中期餐饮修复仍可期待，前期基本面预期回落已使得板块估值有明显下修一致预期、目前啤酒酒企 26E PE 普遍在 15~17X 区间，考虑相对不错的股息水平，建议持续关注。

26H1 板块重点标的合计营收 649 亿元，同比-0.3%；实现归母净利 120 亿元，同比-2.6%。1）销量：26H1 百威亚太（西区）、青岛啤酒、重庆啤酒销量录得下滑，华润啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒销量录得正增。2）吨价：26H1 仅重庆啤酒 ASP 录得微下滑，其余酒企 ASP 均录得正增，产品结构提升逻辑仍在兑现。3）26H1 板块毛销差为 34.5%，同比+0.7pct；毛利率明显提升主要得益于整体性结构提升，酒企吨成本表现明显分化。

26Q2 A 股重点标的实现营收 205.9 亿元，同比-3.0%；实现归母净利 41.1 亿元，同比+3.2%。业绩兑现略低于此前预期，主要系期内旺季多地多雨天气影响现饮需求，且餐饮需求未有显性改善迹象；此外期内铝罐等包材、相关运输成本明显提升，对冲结构升级下毛利率红利。行业层面，4 月起产量同比转负、7 月同比跌幅扩大至-8.9%。

风险提示

宏观经济恢复不及预期，禁酒令等政策风险，食品安全风险。

内容目录

白酒板块：行业加速出清，首推贵州茅台，关注α区域酒配置价值 5
1. 收入端：26Q2 加速出清，区域酒初显经营韧性 5
2. 利润端：毛销差拖累净利率表现，缺乏营收支撑的二线酒企盈利压力更高 9
3. 机构持仓：26Q2 基金重仓大幅减持白酒，主动权益配置位于史新低低配 13
4. 投资建议：首推贵州茅台，关注α区域酒不错的配置容错率 16
啤酒板块：需求疲软&多雨影响 26Q2 业绩兑现，关注稳健生息价值 23
风险提示 27

图表目录

图表 1： 2026H1 白酒板块重点标的营业收入（亿元）及同比增速 5
图表 2： 2019 年至今分季度白酒板块营业收入同比增速 6
图表 3： 2019 年至今分季度各子板块营业收入同比增速 6
图表 4： 2026H1 白酒板块重点标的销售收现规模（亿元）及同比增速 6
图表 5： 2018 年至今白酒板块各子板块季度末应收款项余额（亿元） 7
图表 6： 2019 年至今各季度末白酒板块预收款余额及同比增速（剔除贵州茅台&五粮液） 8
图表 7： 2019 年至今分季度白酒板块营业收入+环比预收款（亿元）及同比增速（剔除贵州茅台&五粮液） 8
图表 8： 2019 年至今分季度白酒板块销售收现及同比增速 8
图表 9： 2019 年至今分季度白酒板块经营性现金净流量及同比增速 8
图表 10： 2026H1 末白酒板块重点标的预收款规模（亿元）及同比增速 8
图表 11： 2019 年至今分季度白酒板块归母净利同比增速 9
图表 12： 2019 年至今分季度白酒板块各子板块归母净利同比增速 9
图表 13： 2026H1 白酒板块重点标的归母净利（亿元）及同比增速 9
图表 14： 2026H1 白酒板块重点标的归母净利率及毛销差 10
图表 15： 2017 年至今白酒板块归母净利率及毛利率 11
图表 16： 2017 年至今白酒板块分子板块毛销差 11
图表 17： 2026H1 白酒板块重点标的毛利率及销售费用率 11
图表 18： 2026H1 白酒板块重点标的管理费用率及税金及附加占比 12
图表 19： 2026H1 末白酒板块重点标的基金重仓持股情况及环比变化 13
图表 20： 2010 年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况 14
图表 21： 2010 年至今分季度白酒行业主动权益基金超配情况梳理 14
图表 22： 2010 年至今分季度白酒行业非头部消费类赛道主动权益基金重仓持股市值占比 15
图表 23： 2024 年至今季度末白酒板块重点标的沪深港通持股占比 15

图表 24： 2025 年至今白酒指数及其相较于沪深 300 指数收益率情况 16
图表 25： 2026 年至今华泰柏瑞沪深 300ETF 份额梳理 16
图表 26： 2026 年至今华夏上证 50ETF 份额梳理 16
图表 27： 2026Q2 至今“K 型分化”愈发明显 17
图表 28： 2026 年 4 月起限额以上消费品零售额持续负增 17
图表 29： 中报后市场对 26 年酒企一致预期变动幅度有限 17
图表 30： 2026Q2 至今房地产开发投资增速再回落 18
图表 31： 限额以上餐饮收入同比表现平稳 18
图表 32： 2023 年至今当月新增住户贷款情况 18
图表 33： 2023 年至今当月新增企业贷款情况 18
图表 34： 飞天茅台价盘淡季震荡上行（元/瓶） 18
图表 35： 五粮液普五价盘 8 月起迅速回弹（元/瓶） 18
图表 36： 伴随白酒行业逐步从下行期转至景气企稳，行业去库存渐近尾声 19
图表 37： M1 同比变动方向性领先飞天茅台批价同比变动 6~18 个月 19
图表 38： PPI 与飞天茅台批价同比呈正相关 20
图表 39： 上一轮白酒下行周期时，行业层面营收同比下滑 6 个季度后企稳 20
图表 40： 白酒板块重点标的归母净利及 PE-TTM 梳理 20
图表 41： 贵州茅台 forward PE 位于 2016 年至今 9%分位 21
图表 42： 五粮液 forward PE 位于 2016 年至今 26%分位 21
图表 43： 山西汾酒 forward PE 位于 2016 年至今 2%分位 21
图表 44： 泸州老窖 forward PE 位于 2016 年至今 12%分位 21
图表 45： 2011~2016 年白酒指数、全 A 综指走势及关键事件梳理 22
图表 46： 白酒板块重点标的盈利预测 22
图表 47： 2019~2026H1 啤酒板块营业收入及同比增速 23
图表 48： 2019~2026H1 啤酒板块归母净利及同比增速 23
图表 49： 2019~2026H1 A 股啤酒酒企扣非归母净利及同比增速 23
图表 50： 2019~2026H1 A 股啤酒酒企扣非归母净利率梳理 23
图表 51： 2026H1 啤酒板块重点标的啤酒业务营业收入及量价情况梳理 23
图表 52： 2019~2026H1 啤酒板块毛利率及毛销差 25
图表 53： 2019~2026H1 啤酒板块销售/管理费用率 25
图表 54： 2024Q1 至今青岛啤酒分季度吨成本及同比增速 25
图表 55： 2024Q1 至今重庆啤酒分季度吨成本及同比增速 25
图表 56： 2021Q1 至今 A 股啤酒酒企分季度营业收入（亿元） 25
图表 57： 2021Q1 至今 A 股啤酒酒企分季度扣非归母净利润（亿元） 25
图表 58： 2024 年至今玻璃现货价走势梳理 26

图表 59： 2024 年至今瓦楞纸价格走势梳理 26
图表 60： 2024 年至今铝锭价格走势梳理 26
图表 61： 2023 年至今大麦进口均价走势梳理 26
图表 62： 2024Q1 至今 A 股啤酒酒企分季度经营情况梳理 26
图表 63： 2021 年至今分月度啤酒行业产量（万千升）梳理 27

白酒板块：行业加速出清，首推贵州茅台，关注α区域酒配置价值

1. 收入端：26Q2 加速出清，区域酒初显经营韧性

26H1 白酒板块合计实现营收 1963 亿元，同比-7%；其中 26Q2 实现营收 645 亿元，同比-17%（25Q2 板块营收同比-15%，同期并不算高基数）。作为参考，25Q4+26Q1 板块营收同比-13%，26Q2 板块报表出清斜率明显提升、超此前预期，尤其是非高端化龙头酒企：

剔除贵州茅台与五粮液后，26Q2 板块实现营收 221 亿元、同比-32%；作为参考，25Q2/25Q3/25Q4+26Q1 该口径营收同比分别-18%/-22%/-20%，26Q2 非头部 Top2 酒企营收加速出清。白酒板块整体季度营收同比转负始于 25Q1，非头部 Top2 酒企口径下营收转负始于 24Q3、迄今已连续下滑 8 个季度，本轮下行周期出清时间已与上一轮相仿。

非头部酒企出清节奏较行业整体领先约 2 个季度（对应 1 个旺季，即 2024 年中秋&国庆），目前部分区域α酒企营收端已逐步企稳，例如今世缘、迎驾贡酒、金徽酒 26Q2 营收实现正增。我们认为主要系大众价位需求本身具备相对韧性，且区域酒在此前行业上行期时未留存较多因泛全国化外拓+渠道加杠杆致使的社会库存，经历数季度报表出清后、动销与营收逐步收敛匹配。

此前我们预计 26Q2 行业层面营收跌幅环比会较 25Q4+26Q1 有所收窄，实际跌幅环比却有所扩大，主要系泛全国化酒企报表出清斜率超此前预期，这也意味着相对更快的去库速率。考虑到进一步走低的营收基数，我们仍预计 26H2 板块营收跌幅会环比有所收窄。

图表 1：2026H1 白酒板块重点标的营业收入（亿元）及同比增速

板块	公司名称	25Q4+26Q1	YOY	26Q2	YOY	26H1	YOY
高端	贵州茅台	943	-6%	368	-5%	907	1%
	五粮液	327	-15%	56	-13%	284	21%
	泸州老窖	106	-35%	24	-66%	105	-36%
	合计	**1377**	**-11%**	**448**	**-14%**	**1296**	**0%**
次高端	山西汾酒	207	-2%	61	-18%	210	-12%
	舍得酒业	22	-11%	8	-28%	23	-15%
	水井坊	15	-37%	3	-51%	11	-28%
	酒鬼酒	7	15%	2	-2%	5	-6%
	合计	**251**	**-6%**	**74**	**-21%**	**249**	**-13%**
区域酒及其他	洋河股份	93	-25%	24	-37%	105	-29%
	今世缘	56	-16%	21	14%	64	-7%
	古井贡酒	99	-28%	27	-43%	101	-27%
	迎驾贡酒	37	-4%	12	7%	34	8%
	口子窖	22	-37%	6	-20%	20	-23%
	金种子酒	3	-32%	0	-76%	2	-51%
	老白干酒	20	-17%	9	-33%	21	-15%
	金徽酒	17	-5%	7	11%	18	3%
	伊力特	10	-23%	1	-56%	7	-32%
	天佑德酒	6	-10%	2	-30%	6	-15%
	顺鑫农业	38	-26%	14	4%	38	-17%
	合计	**401**	**-23%**	**122**	**-24%**	**417**	**-20%**
白酒板块合计		**2029**	**-13%**	**645**	**-17%**	**1963**	**-7%**

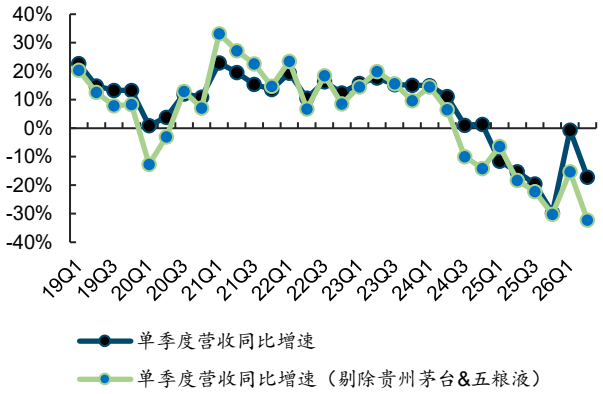
来源：Ifind，国金证券研究所

从行业动销来看：此轮白酒行业下行周期始于 2024 年春节后，彼时春节居民端聚饮等需求仍呈现结构性超预期、而节后企业端商务等需求未能承接该趋势。2025 与 2026 年春节及节后行业动销变化趋势与 2024 年相似，即春节动销录得低预期下略超预期的表现、而节后动销反馈仍然转淡。

今年节后淡季动销反馈可拆分来看：1）考虑去年自 6 月起因超预期消费场景约束导致动销低基数，今年 6 月至目前动销反馈有恢复性增长；2）若剔除因消费场景约束致使的低基数效应，节后淡季至今消费情绪仍相对疲软，主要系居民端与企业端分别削减社交与商务招待相关开支。

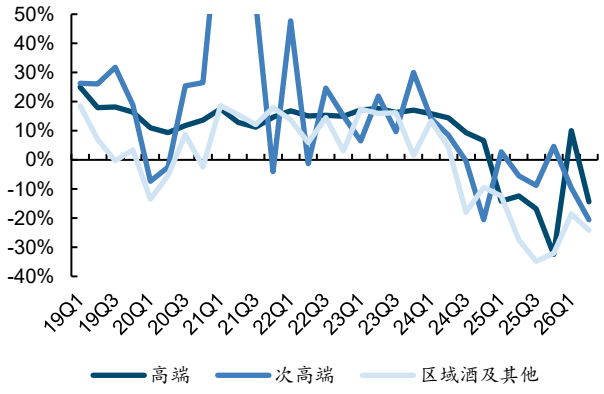
我们预计中秋&国庆行业整体动销偏平稳，主要考虑聚饮、礼赠等相关需求在旺季会相对刚性，对应近年来“旺季仍旺、淡季更淡”的动销趋势。其中，部分区域因去年同期消费场景恢复节奏相对较慢，今年中秋&国庆或因低基数效应仍有望延续恢复性增长。整体而言，我们认为目前白酒行业处于出清后期、逐步向筑底阶段过渡窗口。

图表2：2019 年至今分季度白酒板块营业收入同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所

图表3：2019 年至今分季度各子板块营业收入同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所

从现金流层面来看：26H1 白酒板块合计销售收现 2001 亿元，同比-22%，同比跌幅明显高于营收端（26H1 营收同比-7%）；其中，26Q2 板块销售收现 757 亿元，同比-28%，同比跌幅亦明显高于营收端（26Q2 营收同比-17%）；作为参考，25Q4+26Q1 板块销售收现同比-23%，26Q2 环比跌幅小幅扩大、与营收端趋势相符。

相对应地，26Q2 末白酒板块应收款项余额 168 亿元，同比+18%、连续第二个季度恢复正增。其中，高端/次高端/区域酒及其他分别同比+38%/-1%/-17%。从内部结构来看，26Q2 末应收款项余额＞10 亿且当期余额同比有明显增长的仅五粮液（余额 76 亿，同比+92%）、古井贡酒（余额 12 亿，同比+44%）；其余多数酒企应收款项余额同比仍有下滑，侧面印证行业层面渠道回款情绪仍相对谨慎。

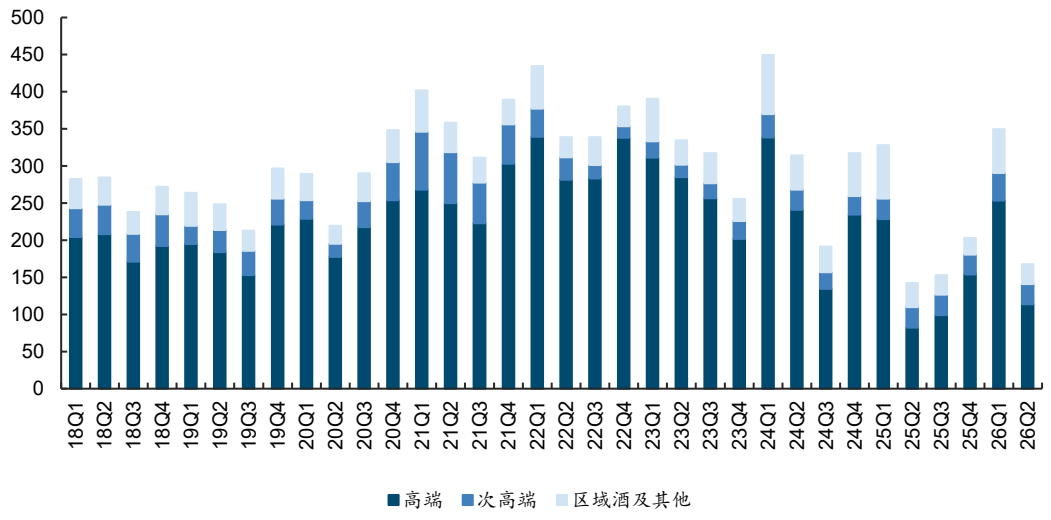
图表4：2026H1 白酒板块重点标的销售收现规模（亿元）及同比增速

板块	公司名称	25Q4+26Q1 销售收现	YOY	是否超过营收增速	26Q2 销售收现	YOY	是否超过营收增速	26H1 销售收现	YOY	是否超过营收增速
高端	贵州茅台	1016	-7%	否	420	8%	是	984	4%	是
	五粮液	281	-55%	否	122	-61%	否	255	-63%	否
	泸州老窖	107	-50%	否	19	-77%	否	107	-40%	否
	合计	**1404**	**-27%**	**否**	**561**	**-28%**	**否**	**1347**	**-26%**	**否**
次高端	山西汾酒	224	11%	是	58	-17%	是	218	5%	是
	舍得酒业	23	-17%	否	12	1%	是	24	-14%	是
	水井坊	15	-27%	是	3	-73%	否	9	-50%	否
	酒鬼酒	8	28%	是	2	5%	是	5	21%	是
	合计	**271**	**5%**	**是**	**74**	**-20%**	**是**	**256**	**0%**	**是**

板块	公司名称	25Q4+26Q1 销售收现	YOY	是否超过营收增速	26Q2 销售收现	YOY	是否超过营收增速	26H1 销售收现	YOY	是否超过营收增速
区域酒及其他	洋河股份	86	-47%	否	25	-4%	是	87	-29%	否
	今世缘	74	-3%	是	18	-11%	否	66	-2%	是
	古井贡酒	102	-13%	是	30	-58%	否	104	-31%	否
	迎驾贡酒	43	-1%	是	12	-6%	否	38	10%	是
	口子窖	19	-44%	否	7	-30%	否	16	-29%	否
	金种子酒	3	-9%	是	1	-45%	是	2	-53%	否
	老白干酒	24	-14%	是	7	-18%	是	22	-14%	是
	金徽酒	22	3%	是	7	-13%	否	19	0%	否
	伊力特	11	-15%	是	1	-41%	是	5	-33%	否
	天佑德酒	7	-11%	否	2	-31%	否	6	-13%	是
	顺鑫农业	43	-20%	是	13	-13%	否	32	-8%	是
	合计	**434**	**-23%**	**否**	**122**	**-31%**	**否**	**399**	**-20%**	**是**
白酒板块合计		**2109**	**-23%**	**否**	**757**	**-28%**	**否**	**2001**	**-22%**	**否**

来源：Ifind，国金证券研究所

图表5：2018 年至今白酒板块各子板块季度末应收款项余额（亿元）



来源：Ifind，国金证券研究所

从预收款层面来看：26H1 末白酒板块预收款余额合计 324 亿元，同比-14%；26Q2 营业收入+△预收款口径同比-23%。其中：

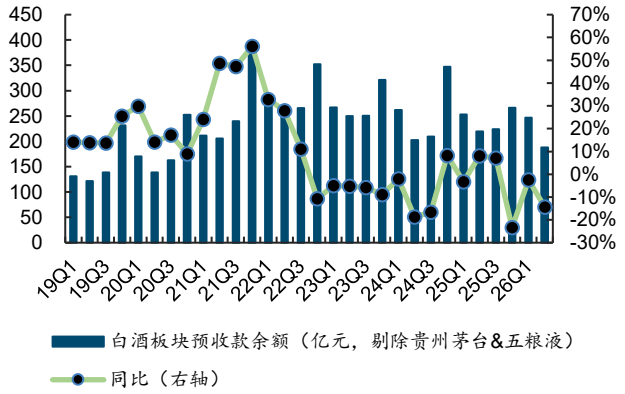
1）板块内部 26Q2 销售收现、26Q2 营业收入+△预收款两个指标均实现正增的仅贵州茅台（上述指标分别+8%/+4%）、酒鬼酒（+5%/+11%）。

2）剔除 Top2 酒企板块 26Q2 营业收入+△预收款口径同比-45%（25Q4/26Q1 该指标分别为-43%/-4%），同比跌幅明显高于营收端（剔除 Top2 酒企 26Q2 板块营收同比-32%）。

考虑到板块内部各酒企合同负债内部结构参差且时序波动较大，我们选取其他流动负债（待结转销项税额）作为预收款的代理指标。26H1 末白酒板块待结转销项税额余额合计 19.5 亿元，同比-20%；剔除 Top2 酒企后同比-10%。

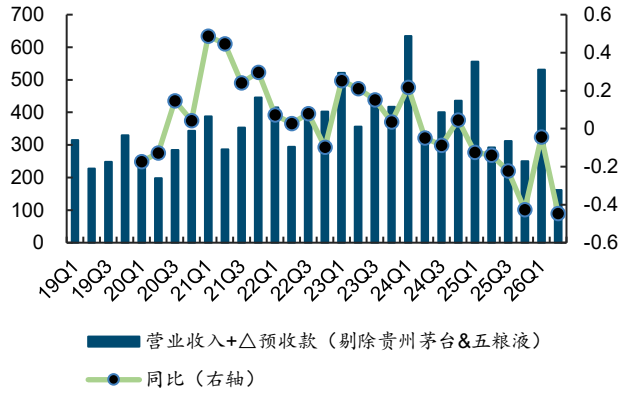
其中，山西汾酒（+62%）、口子窖（+25%）、金徽酒（+24%）、今世缘（+17%）、金种子酒（+16%）、迎驾贡酒（+11%）等酒企该指标同比录得正增。上述酒企以区域酒为主，再次印证 α 区域酒在当前行业发展阶段具备相对不错的基本面韧性。

图表6：2019年至今各季度末白酒板块预收款余额及同比增速（剔除贵州茅台&五粮液）



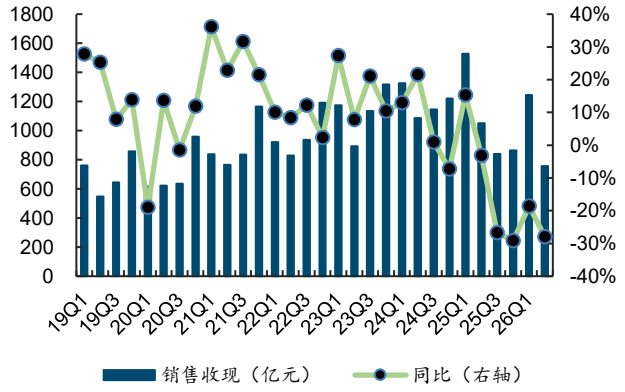
来源：Ifind，国金证券研究所

图表7：2019年至今分季度白酒板块营业收入+环比预收款（亿元）及同比增速（剔除贵州茅台&五粮液）



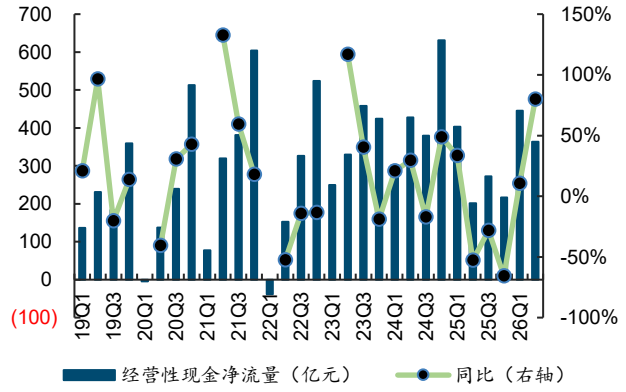
来源：Ifind，国金证券研究所

图表8：2019年至今分季度白酒板块销售收现及同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所

图表9：2019年至今分季度白酒板块经营性现金净流量及同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所

图表10：2026H1末白酒板块重点标的预收款规模（亿元）及同比增速

板块	公司名称	26Q1末预收款规模	YOY	26H1末预收款规模	YOY	26Q2营收+环比△预收款	YOY	是否快于营收增速
高端	贵州茅台	30	-66%	32	-42%	369	4%	是
	五粮液	141	39%	104	4%	19	-70%	否
	泸州老窖	28	-9%	24	-31%	21	-72%	否
	合计	**200**	**-9%**	**161**	**-16%**	**409**	**-17%**	**否**
次高端	山西汾酒	79	36%	67	11%	49	-36%	否
	舍得酒业	1	-36%	2	0%	8	-23%	是
	水井坊	7	-26%	6	-35%	2	-63%	否
	酒鬼酒	1	-21%	1	-10%	2	11%	是
	合计	**89**	**24%**	**76**	**4%**	**61**	**-35%**	**否**
区域酒及其他	洋河股份	54	-23%	43	-27%	12	-52%	否
	今世缘	16	190%	8	40%	14	-27%	否
	古井贡酒	23	-37%	8	-42%	12	-51%	否

板块	公司名称	26Q1 末预收款规模	YOY	26H1 末预收款规模	YOY	26Q2 营收+环比△预收款	YOY	是否快于营收增速
	迎驾贡酒	5	17%	4	-4%	11	-2%	否
	口子窖	2	-25%	1	-57%	5	-33%	否
	金种子酒	1	-13%	1	12%	1	-67%	是
	老白干酒	12	-36%	10	-25%	6	-12%	是
	金徽酒	9	49%	7	23%	6	-12%	否
	伊力特	0	-44%	0	-40%	1	-57%	否
	天佑德酒	1	-17%	0	-15%	2	-31%	否
	顺鑫农业	7	80%	3	-18%	10	-25%	否
	合计	**130**	**-14%**	**88**	**-21%**	**80**	**-35%**	**否**
白酒板块合计		**419**	**-5%**	**324**	**-14%**	**550**	**-23%**	**否**

来源：Ifind，国金证券研究所

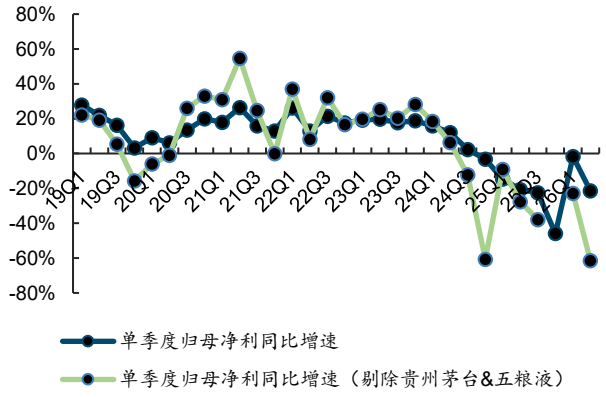
2. 利润端：毛销差拖累净利率表现，缺乏营收支撑的二线酒企盈利压力更高

26H1 白酒板块合计实现归母净利 731 亿元，同比-8%；其中 26Q2 实现归母净利 211 亿元，同比-21%；同比跌幅均小幅高于营收端，参考 25Q4+26Q1 板块归母净利同比-19%、26Q2 整体跌幅环比亦小幅提升。

若剔除头部 Top2 酒企，26Q2 板块实现归母净利 31 亿元，同比-61%，跌幅明显高于同口径营收端（同比-32%），这意味着二线酒企正经历更严峻的盈利压力。相对应地，26Q2 贵州茅台+五粮液归母净利占板块整体比重达到 85%，同比+15pct。

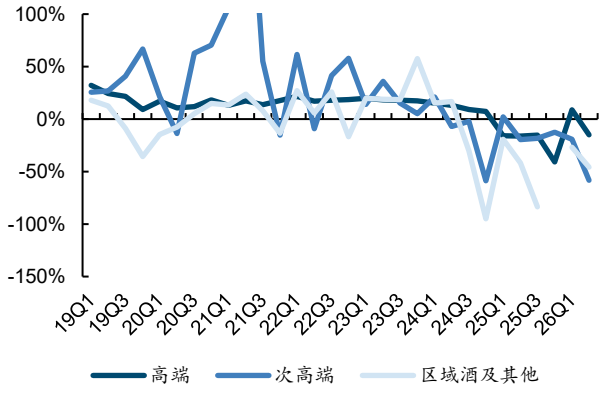
实际上，仅贵州茅台归母净利占板块比重已高达 82%，盈利口径行业龙头集中度已达到极高水平。与之对应的是，板块内部 18 家样本酒企中 26Q2 录得亏损的达到 7 家（作为参考，25Q4+26Q1 时期亏损酒企为 3 家），主要系缺乏营收支撑加剧其盈利压力。

图表11：2019 年至今分季度白酒板块归母净利同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所

图表12：2019 年至今分季度白酒板块各子板块归母净利同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所（注：21Q1~21Q2 次高端同比增速分别为 106%、285%，低基数下高增未在图表中显示；25Q4 区域酒及其他录得亏损，亦未显示）

图表13：2026H1 白酒板块重点标的归母净利（亿元）及同比增速

板块	公司名称	25Q4+26Q1	YOY	26Q2	YOY	26H1	YOY
高端	贵州茅台	449	-14%	173	-7%	445	-2%
	五粮液	105	-7%	7	233%	88	89%
	泸州老窖	38	-42%	6	-79%	43	-43%
	合计	**593**	**-15%**	**186**	**-15%**	**576**	**0%**

板块	公司名称	25Q4+26Q1	YOY	26Q2	YOY	26H1	YOY
次高端	山西汾酒	62	-17%	11	-43%	64	-24%
	舍得酒业	0	亏损	-1	亏损	1	-67%
	水井坊	3	-38%	-2	亏损	0	亏损
	酒鬼酒	0	-174%	0	亏损	0	38%
	合计	**65**	**-19%**	**8**	**-58%**	**66**	**-27%**
区域酒及其他	洋河股份	7	-61%	2	-78%	26	-40%
	今世缘	14	-27%	7	19%	21	-7%
	古井贡酒	12	-61%	6	-58%	22	-41%
	迎驾贡酒	13	-7%	3	8%	12	3%
	口子窖	3	-73%	0	-65%	4	-49%
	金种子酒	-1	亏损	0	亏损	-1	亏损
	老白干酒	2	-49%	1	-43%	3	-18%
	金徽酒	2	-19%	0	-85%	2	-28%
	伊力特	2	-3%	0	亏损	1	-50%
	天佑德酒	0	-41%	0	亏损	0	-80%
	顺鑫农业	-1	亏损	-1	亏损	0	-77%
	合计	**53**	**-47%**	**17**	**-46%**	**89**	**-31%**
白酒板块合计		**710**	**-19%**	**211**	**-21%**	**731**	**-8%**

来源：Ifind，国金证券研究所

26H1 白酒板块整体归母净利率为 37.0%，同比-0.6pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他归母净利率分别为 43.9%/26.4%/21.4%，同比分别-0.1pct/-5.1pct/-3.5pct。

26Q1 白酒板块整体归母净利率为 32.3%，同比-1.8pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他归母净利率分别为 40.8%/10.4%/13.8%，同比分别-0.3pct/-9.4pct/-5.5pct。

从归母净利率的影响因素来看：

1）毛销差维度。毛销差是影响当期白酒板块盈利能力的核心要素：

26H1 白酒板块整体毛销差为 70.3%，同比-1.8pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他毛销差分别为 78.8%/58.9%/50.8%，同比分别-3.1pct/-3.8pct/-2.4pct。

26Q2 白酒板块整体毛销差为 72.1%，同比-3.3pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他毛销差分别为 80.1%/63.5%/54.1%，同比分别-3.2pct/-6.3pct/-5.7pct。26Q2 延续此前趋势，头部酒企毛销差期内同比均录得下滑，部分出清节奏居前的二线酒企毛销差同比录得正增，例如今世缘、酒鬼酒、老白干酒、迎驾贡酒等。

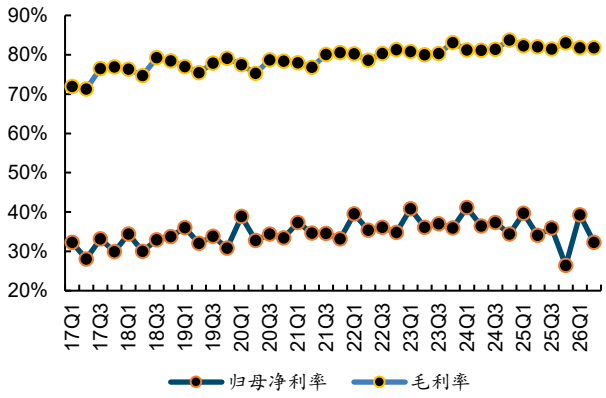
图表14：2026H1 白酒板块重点标的归母净利率及毛销差

板块	公司名称	归母净利率				毛销差			
		26H1	YOY（pct）	26Q2	YOY（pct）	26H1	YOY（pct）	26Q2	YOY（pct）
高端	贵州茅台	48.2%	-1.6	46.0%	-0.8	86.0%	-1.6	84.9%	-1.0
	五粮液	30.8%	+11.1	12.4%	+9.1	58.0%	-4.9	65.4%	-15.4
	泸州老窖	41.4%	-5.1	25.8%	-17.5	72.6%	-5.2	77.2%	-19.7
	均值	**43.9%**	**-0.1**	**40.8%**	**-0.3**	**78.8%**	**-3.1**	**80.1%**	**-3.2**
次高端	山西汾酒	30.6%	-4.9	17.3%	-7.7	63.0%	-3.8	66.2%	-5.3
	舍得酒业	6.3%	-10.1	-10.7%	-19.4	35.6%	-8.9	45.1%	-18.7
	水井坊	-0.6%	-7.6	-66.7%	-50.9	40.7%	-2.2	55.8%	-28.1
	酒鬼酒	2.3%	+0.7	-9.8%	+0.7	37.8%	+1.8	43.2%	+4.8
	均值	**26.4%**	**-5.1**	**10.4%**	**-9.4**	**58.9%**	**-3.8**	**63.5%**	**-6.3**

板块	公司名称	归母净利率				毛销差			
		26H1	YOY（pct）	26Q2	YOY（pct）	26H1	YOY（pct）	26Q2	YOY（pct）
区域酒及其他	洋河股份	24.7%	-4.7	6.6%	-12.4	57.6%	-2.9	62.9%	-13.2
	今世缘	32.3%	+0.3	33.0%	+1.4	59.6%	+1.1	59.6%	+5.9
	古井贡酒	21.4%	-5.0	20.8%	-7.4	50.0%	-4.6	51.1%	-10.6
	迎驾贡酒	34.0%	-1.8	27.6%	+0.5	62.8%	-1.1	66.4%	+1.3
	口子窖	18.7%	-9.6	6.3%	-8.2	49.4%	-9.5	52.8%	-5.6
	金种子酒	-27.5%	-12.5	-108.4%	-90.6	16.9%	+5.3	28.5%	-41.9
	老白干酒	12.4%	-0.5	10.9%	-1.9	42.4%	+2	42.5%	+2.5
	金徽酒	11.8%	-5.2	1.3%	-8.6	44.0%	-2.7	47.3%	-2.1
	伊力特	11.3%	-3.9	-19.2%	-25.9	40.2%	-1.8	45.1%	-22.1
	天佑德酒	1.8%	-5.8	-22.6%	-15.9	34.3%	-0.9	41.0%	-3.4
	顺鑫农业	1.1%	-2.7	-5.4%	+2.8	23.0%	-1.8	27.9%	-3.0
	均值	**21.4%**	**-3.5**	**13.8%**	**-5.5**	**50.8%**	**-2.4**	**54.1%**	**-5.7**
白酒板块合计		**37.0%**	**-0.6**	**32.3%**	**-1.8**	**70.3%**	**-1.8**	**72.1%**	**-3.3**

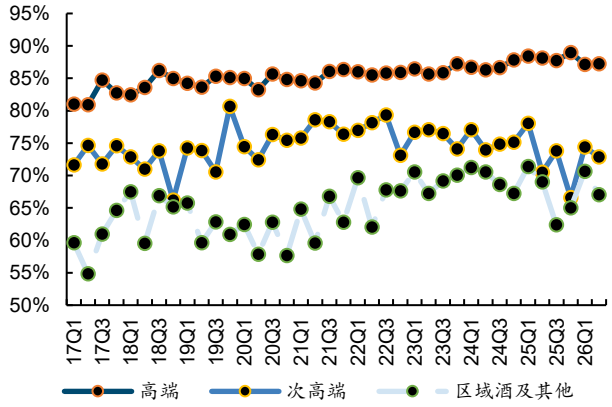
来源：Ifind，国金证券研究所

图表15：2017年至今白酒板块归母净利率及毛利率



来源：Ifind，国金证券研究所

图表16：2017年至今白酒板块分子板块毛销差



来源：Ifind，国金证券研究所

拆分毛销差来看：26Q2 白酒板块整体毛销差同比-3.3pct，其中毛利率同比-0.3pct、销售费用率同比+3.0pct。我们认为这符合行业下行阶段特征：一方面，多数酒企营收端尚未企稳，相对而言缺乏规模效应以分摊固定成本；另一方面，行业下行期时注重质价比的消费趋势使得酒企难以完全对冲产品结构下移影响，同时部分酒企需额外施以费投去化冗余历史社会库存。

从 26Q2 酒企报表来看，毛利率对毛销差的影响相对有限，甚至在 18 家样本酒企中有 9 家酒企 26Q2 毛利率同比正增；相对应地，销售费用率对毛销差影响较大，18 家样本酒企中仅 5 家酒企 26Q2 销售费用率同比降低，有 9 家酒企 26Q2 销售费用绝对额同比正增。

图表17：2026H1 白酒板块重点标的毛利率及销售费用率

板块	公司名称	毛利率				销售费用率			
		26H1	YOY（pct）	26Q2	YOY（pct）	26H1	YOY（pct）	26Q2	YOY（pct）
高端	贵州茅台	89.6%	-1.7	89.3%	-1.2	3.5%	-0.1	4.4%	-0.2
	五粮液	80.3%	+2.4	75.6%	+1.0	22.2%	+7.4	47.5%	+16.3
	泸州老窖	85.3%	-1.7	83.8%	-4.1	12.7%	+3.5	26.2%	+15.7
	均值	**87.2%**	**-1.1**	**87.3%**	**-0.9**	**8.4%**	**+2.0**	**10.9%**	**+2.3**

板块	公司名称	毛利率				销售费用率			
		26H1	YOY（pct）	26Q2	YOY（pct）	26H1	YOY（pct）	26Q2	YOY（pct）
次高端	山西汾酒	75.4%	-1.3	76.3%	+4.4	12.4%	+2.5	21.2%	+9.7
	舍得酒业	61.2%	-4.5	51.8%	-8.8	25.6%	+4.5	33.7%	+10.0
	水井坊	76.1%	-3.1	64.8%	-9.7	35.4%	-0.9	70.5%	+18.4
	酒鬼酒	66.6%	-2.0	65.5%	+0.3	28.8%	-3.8	35.8%	-4.5
	均值	**73.9%**	**-1.7**	**72.9%**	**+2.4**	**15.0%**	**+2.2**	**24.7%**	**+8.7**
区域酒及其他	洋河股份	73.4%	-1.7	66.2%	-7.1	15.7%	+1.2	27.0%	+6.1
	今世缘	74.1%	+0.7	73.6%	+0.8	14.5%	-0.3	14.0%	-5.1
	古井贡酒	80.3%	+0.5	87.2%	+7.0	30.3%	+5.0	40.4%	+17.6
	迎驾贡酒	74.1%	+0.4	71.2%	+2.9	11.2%	+1.5	15.0%	+1.6
	口子窖	67.4%	-5.7	66.7%	+1.5	17.9%	+3.8	25.3%	+7.1
	金种子酒	49.1%	+6.2	40.7%	-4.0	32.2%	+0.9	72.5%	+37.9
	老白干酒	63.4%	-4.5	62.5%	-4.9	21.0%	-6.5	20.2%	-7.4
	金徽酒	62.6%	-3.1	62.1%	-1.6	18.6%	-0.4	23.1%	+0.5
	伊力特	51.5%	+2.2	51.5%	+0.7	11.3%	+4.1	35.9%	+22.8
	天佑德酒	60.1%	+1.5	56.2%	+0.9	25.9%	+2.4	38.2%	+4.3
	顺鑫农业	33.0%	-1.4	25.1%	-3.3	10.0%	+0.4	10.6%	-0.3
	均值	**69.6%**	**-1.1**	**67.0%**	**-2.0**	**18.8%**	**+1.3**	**24.3%**	**+3.7**
白酒板块合计		**81.8%**	**-0.4**	**81.8%**	**-0.3**	**11.4%**	**+1.4**	**15.0%**	**+3.0**

来源：Ifind，国金证券研究所

2）管理费用率维度。26H1 白酒板块整体管理费用率为 4.8%，同比+0.1pct；其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他管理费用率分别为 4.3%/4.5%/6.7%，同比分别-0.2pct/+0.3pct/+1.1pct。26Q2 白酒板块整体管理费用率为 6.8%，同比+0.8pct；其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他管理费用率分别为 5.6%/7.8%/10.8%，同比分别+0.4pct/+0.7pct /+2.4pct。从绝对额角度看，26Q2 白酒板块整体管理费用同比-6.6%、降幅有限。

3）税金及附加维度。26H1 白酒板块整体税金及附加占比为 16.1%，同比-1.3pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他税金及附加占比分别为 16.0%/17.7%/15.8%，同比分别-2.6pct/+1.4pct/+0.6pct。26Q2 白酒板块整体税金及附加占比为 17.1%，同比-1.9pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他营业税金及附加占比分别为 16.9%/23.3%/14.4%，同比分别-2.8pct/+1.9pct/-0.9pct。

26Q2 高端酒税金及附加占比同比明显降低，主要系五粮液 26Q2 税金及附加占比同比-29.5pct 至 8.6%，除此以外多数酒企税金及附加占比同比仍有所提升。税金及附加的主要细项为消费税，生产与销售节奏的错位会阶段性影响税负占比，此外税基核定也会影响部分酒企的消费税负，而产品结构对税金及附加占比变动的影响相对较低。

图表18：2026H1 白酒板块重点标的管理费用率及税金及附加占比

板块	公司名称	管理费用率				税金及附加占比			
		26H1	YOY（pct）	26Q2	YOY（pct）	26H1	YOY（pct）	26Q2	YOY（pct）
高端	贵州茅台	4.0%	-0.1	4.8%	+0.3	16.2%	+0.6	17.5%	+0.1
	五粮液	5.3%	-2	9.1%	-1.3	14.8%	-18.6	8.6%	-29.5
	泸州老窖	3.7%	+1.1	8.2%	+4.9	17.1%	+3.8	25.8%	+10.5
	均值	**4.3%**	**-0.2**	**5.6%**	**+0.4**	**16.0%**	**-2.6**	**16.9%**	**-2.8**
次高端	山西汾酒	3.1%	+0.5	5.3%	+1	17.8%	+1.4	24.0%	+1.7
	舍得酒业	8.3%	-0.9	10.7%	-0.2	17.6%	+4.4	19.8%	+4.4

板块	公司名称	管理费用率				税金及附加占比			
		26H1	YOY（pct）	26Q2	YOY（pct）	26H1	YOY（pct）	26Q2	YOY（pct）
	水井坊	19.7%	+2.1	47.1%	+14	16.6%	-2.9	22.1%	-1.7
	酒鬼酒	13.6%	+0.5	19.0%	+2	18.8%	-0.9	19.2%	+0.3
	均值	**4.5%**	**+0.3**	**7.8%**	**+0.7**	**17.7%**	**+1.4**	**23.3%**	**+1.9**
区域酒及其他	洋河股份	8.6%	+2.7	19.7%	+8.3	17.5%	+1.1	17.8%	-0.5
	今世缘	2.9%	-0.2	4.4%	-1.3	14.0%	-0.7	10.4%	+0.3
	古井贡酒	6.2%	+1.4	9.2%	+3.4	16.7%	+1	13.8%	-1.3
	迎驾贡酒	3.8%	-0.2	5.2%	-0.3	15.3%	+0.4	15.9%	+0.1
	口子窖	9.6%	+2.2	16.8%	+5	15.3%	-0.4	15.0%	-3
	金种子酒	16.1%	+9.3	31.3%	+22.6	23.8%	+5.9	33.5%	+17
	老白干酒	8.0%	+0.5	8.8%	+2.1	17.6%	+0.7	18.1%	+0.9
	金徽酒	7.9%	-1.3	10.7%	-2.3	16.7%	+1.6	18.1%	+3.5
	伊力特	5.0%	+1.8	12.5%	+8.2	13.8%	-0.2	28.5%	+9.2
	天佑德酒	10.6%	+0.8	20.0%	+5.2	16.8%	+1.7	16.4%	+1.6
	顺鑫农业	8.0%	+0.2	10.0%	-2.9	10.5%	+0.5	7.6%	-2.9
	均值	**6.7%**	**+1.1**	**10.8%**	**+2.4**	**15.8%**	**+0.6**	**14.4%**	**-0.9**
白酒板块平均值		**4.8%**	**+0.1**	**6.8%**	**+0.8**	**16.1%**	**-1.3**	**17.1%**	**-1.9**

来源：Ifind，国金证券研究所

3.机构持仓：26Q2 基金重仓大幅减持白酒，主动权益配置位于史新低低配

从基金重仓持股来看，截至 26H1 末基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 1.06%，环比-1.03pct，已低于 16Q1 末时水平。从持仓结构来看：

1）26H1 末指数类基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 1.95%，环比-0.97pct。其中，指数类基金对贵州茅台持仓环比-40%，主要系上证 50、沪深 300 等 ETF 指数基金份额减少所致。

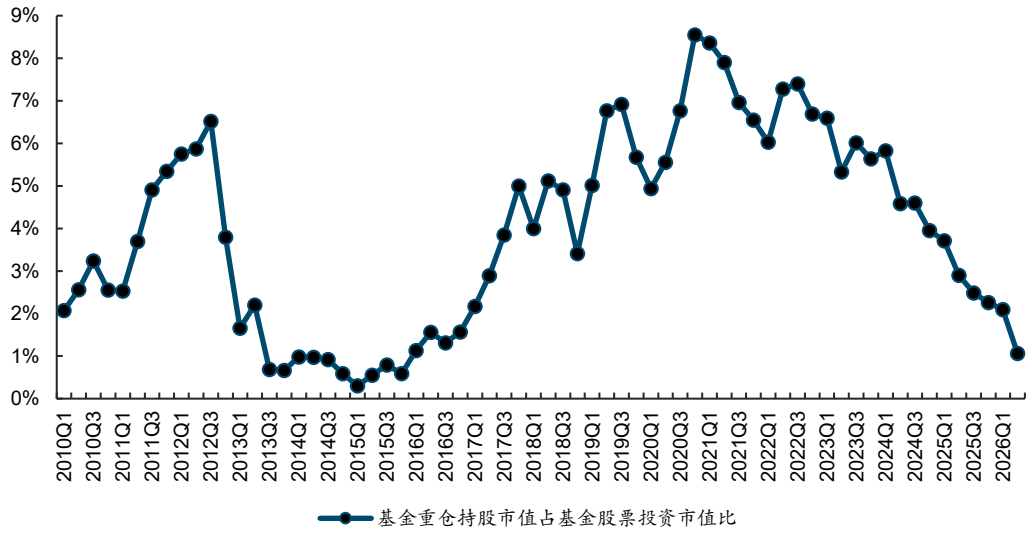
图表19：2026H1 末白酒板块重点标的基金重仓持股情况及环比变化

	持股总量（万股）	季报持仓变动(万股)	季报持仓变动幅度	持股占流通股比(%)	其中：指数类基金(%)	其中：非指数类基金(%)	非指数类基金环比	持股总市值(亿元)	持股市值占基金股票投资市值比(%)	其中：指数类基金	其中：非指数类基
贵州茅台	3946	-2566	-39%	3.2	2.0	1.2	-0.7	468	0.53	0.87	0.32
泸州老窖	15102	-1831	-11%	10.3	7.4	2.9	-1.6	117	0.13	0.25	0.06
山西汾酒	10569	-2202	-17%	8.7	6.2	2.5	-2.2	116	0.13	0.24	0.06
五粮液	15402	-7601	-33%	4.0	3.6	0.4	-1.7	114	0.13	0.30	0.02
洋河股份	10499	388	4%	7.0	6.2	0.8	-0.1	40	0.05	0.10	0.01
古井贡酒	4105	653	19%	10.0	6.2	3.8	1.3	33	0.04	0.06	0.02
今世缘	9699	26	0%	7.8	7.3	0.5	0.1	23	0.03	0.06	0.00
迎驾贡酒	3898	-27	-1%	4.9	3.6	1.3	-0.1	12	0.01	0.03	0.01

来源：Ifind，国金证券研究所（注：仅列示 26H1 末持股总市值＞10 亿元的酒企）

下载日志已记录，仅供内部参考

图表20：2010年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况



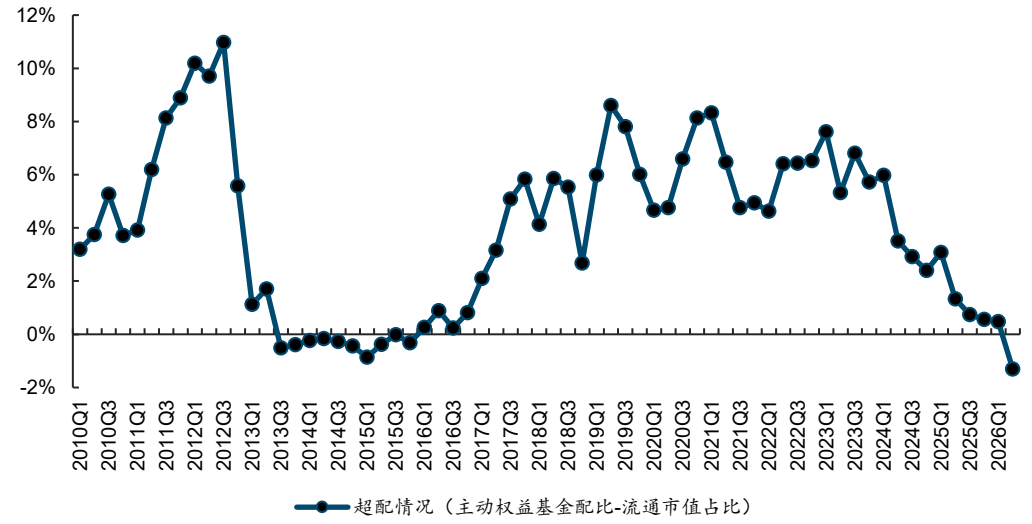
来源：Ifind，国金证券研究所

2）26H1末主动权益基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为0.58%，环比-1.05pct。其中，持仓总市值＞10亿元的酒企中：环增的仅古井贡酒（+72%），主要系头部消费基金其新进前十大致使口径不完全匹配，剔除口径因素后环比微增；环减的包括贵州茅台（-36%）、山西汾酒（-48%）、泸州老窖（-38%）、五粮液（-82%）。持仓总市值1~5亿元的酒企包括洋河股份（+2%）、迎驾贡酒（+471%）、今世缘（-2%）、舍得酒业（-49%）。

截至26H1末，主动权益基金持股占流通股比＞3%的酒企仅剩古井贡酒（3.32%），持股占比1~3%的包括泸州老窖（2.75%）、山西汾酒（2.42%）、贵州茅台（2.2%）。

从配置权重看，26H1末主动权益基金对白酒板块由超配转为低配，低配比例达1.30%、位于2010年至今新低。

图表21：2010年至今分季度白酒行业主动权益基金超配情况梳理



来源：Ifind，国金证券研究所

进一步地，我们梳理了头部消费类赛道基金的白酒持股情况：截至26H1末头部消费类赛道基金白酒重仓标的包括贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、泸州老窖、五粮液，环比持仓分别-26%、-49%、+96%、-48%、-83%。

剔除头部消费类赛道基金后，26H1末主动权益基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为0.33%，环比-0.56pct，持股集中于贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒。

图表22：2010年至今分季度白酒行业非头部消费类赛道主动权益基金重仓持股市值占比



来源：Ifind，国金证券研究所（注：头部消费赛道基金指规模前16只消费类主动权益基金）

从沪深港通持股占比来看，持股市值在50亿以上的仅贵州茅台（环比-0.4pct至4.3%）与五粮液（环比-0.4pct至1.7%）；泸州老窖、山西汾酒持股市值约20~30亿，环比分别+0.4pct/+0.3pct。

图表23：2024年至今季度末白酒板块重点标的沪深港通持股占比

板块	公司名称	24Q1末	24Q2末	24Q3末	24Q4末	25Q1末	25Q2末	25Q3末	25Q4末	26Q1末	26Q2末	环比
高端	贵州茅台	7.2%	6.7%	6.9%	6.2%	6.4%	5.8%	4.9%	4.4%	4.7%	4.3%	-0.4%
	五粮液	5.3%	4.8%	4.5%	4.0%	3.9%	3.1%	2.8%	2.3%	2.1%	1.7%	-0.4%
	泸州老窖	3.3%	2.9%	3.3%	2.4%	2.5%	2.2%	2.5%	2.3%	1.8%	2.2%	0.4%
次高端	山西汾酒	2.7%	3.3%	3.0%	2.8%	3.9%	4.0%	2.2%	2.0%	1.5%	1.8%	0.3%
	舍得酒业	1.5%	1.2%	1.5%	0.5%	0.7%	0.4%	1.1%	0.5%	0.4%	0.5%	0.1%
	水井坊	3.8%	2.9%	2.3%	2.0%	2.2%	2.2%	1.9%	0.6%	0.5%	0.5%	0.0%
	酒鬼酒	1.4%	0.5%	1.1%	0.5%	0.6%	0.5%	0.8%	0.6%	0.5%	0.8%	0.3%
区域酒及其他	洋河股份	3.1%	2.6%	2.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.1%	-0.2%
	今世缘	4.2%	4.2%	4.1%	3.9%	2.9%	2.8%	1.2%	1.2%	1.4%	0.6%	-0.8%
	古井贡酒	1.9%	2.0%	1.7%	1.6%	1.7%	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%	1.5%	0.3%
	迎驾贡酒	1.4%	1.5%	1.3%	1.0%	1.3%	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	0.1%
	口子窖	3.6%	2.2%	2.6%	1.6%	1.3%	1.5%	0.5%	0.6%	1.0%	0.9%	-0.1%
	金种子酒	1.4%	1.4%	2.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.1%
	老白干酒	1.8%	2.2%	1.1%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.0%
	伊力特	0.5%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.3%
	金徽酒	0.9%	0.8%	0.6%	0.4%	0.7%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	1.0%	0.5%
	顺鑫农业	1.1%	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.1%

来源：Ifind，国金证券研究所

4. 投资建议：首推贵州茅台，关注α区域酒不错的配置容错率

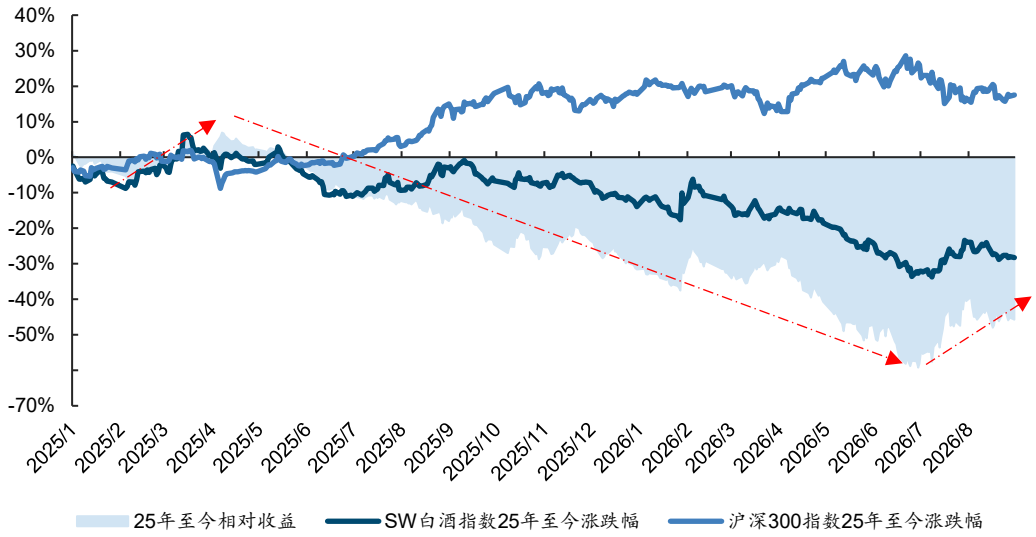
从市场定价的角度来看，我们认为2026年初至今白酒板块行情可分为以下三个阶段：

1）26Q1白酒板块相对沪深300收益窄幅波动。期内市场对白酒基本面预期基本平稳，未似2025年节后那般在“禁酒令”催化下对基本面预期单边下修。彼时市场对白酒行业基本面预期逐步企稳的背景是：春节动销符合预期（同比虽有下滑但跌幅收窄）、26Q1主要白酒单品批价企稳、25Q4&26Q1报表延续出清印证去库逻辑。

2）26Q2白酒板块相对沪深300收益单边下行。期内基本面反馈由旺转淡、与近几年节后趋势基本一致。一方面，市场对白酒在内泛内需基本面预期持续下修；另一方面，期内市场风格相对极致，如前所述主动权益基金26Q2对白酒持仓大幅减持，叠加宽基类指数基金如沪深300ETF等期内份额大幅缩减，持续性抛压致使白酒板块表现疲软。

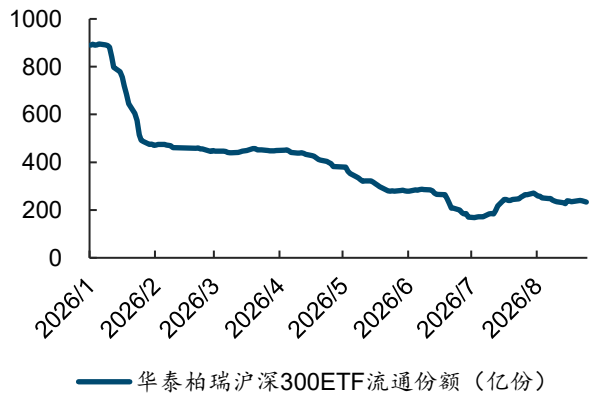
3）26Q3~至今白酒板块相对沪深300收益震荡上行。目前市场对白酒基本面预期仍相对谨慎，我们更倾向于7月至今白酒板块反弹属于低位估值修复；26Q2板块出清幅度超此前预期，多数酒企EPS预期仍有不同幅度下修。

图表24：2025年至今白酒指数及其相较于沪深300指数收益率情况



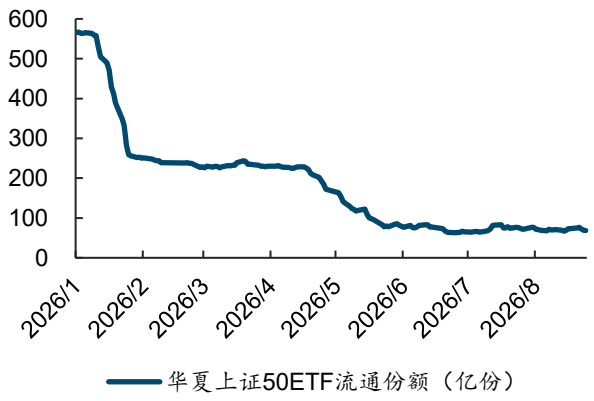
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至2026年8月）

图表25：2026年至今华泰柏瑞沪深300ETF份额梳理



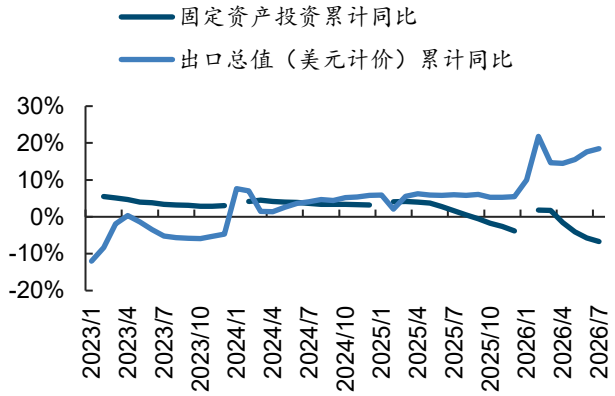
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至2026年8月31日）

图表26：2026年至今华夏上证50ETF份额梳理



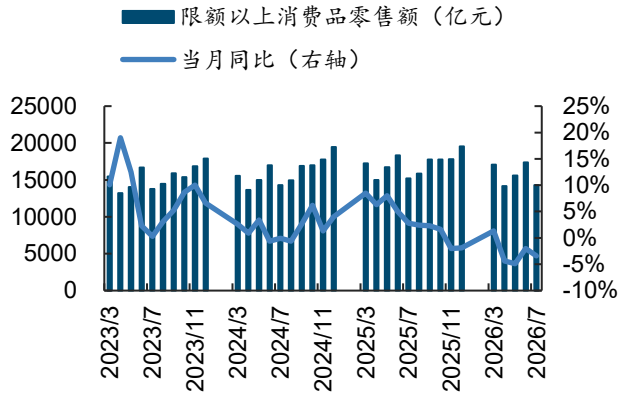
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至2026年8月31日）

图表27：2026Q2 至今“K 型分化”愈发明显



来源：Ifind，国金证券研究所

图表28：2026 年 4 月起限额以上消费品零售额持续负增



来源：Ifind，国金证券研究所

图表29：中报后市场对 26 年酒企一致预期变动幅度有限

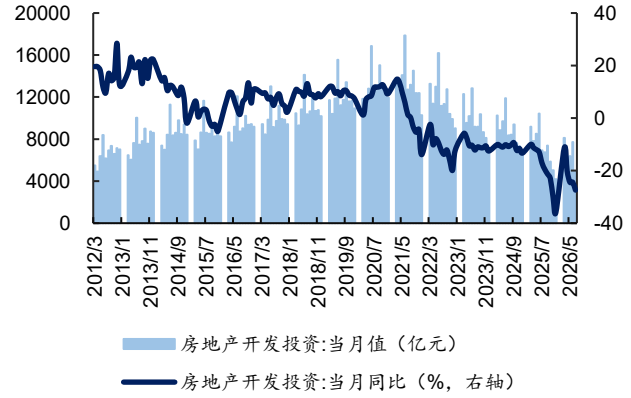
板块	公司名称	26E 营业收入一致预期（亿元）			同比增速	当前 VS 26H1 末	26E 归母净利一致预期（亿元）			同比增速	当前 VS 26H1 末
		25 年末	26H1 末	当前			25 年末	26H1 末	当前		
高端	贵州茅台	1953	1793	1773	3%	-1%	969	863	851	3%	-1%
	五粮液	800	519	486	20%	-6%	274	172	158	77%	-8%
	泸州老窖	296	240	205	-20%	-15%	126	99	82	-24%	-17%
次高端	山西汾酒	390	380	371	-4%	-2%	129	118	114	-7%	-3%
	舍得酒业	51	46	43	-2%	-5%	7	3	2	12%	-26%
	珍酒李渡	61	41	42	15%	2%	14	7	8	50%	9%
	水井坊	41	31	30	-3%	-5%	8	5	4	3%	-10%
	酒鬼酒	12	12	12	5%	-1%	1	1	0	-227%	-25%
区域酒及其他	洋河股份	212	174	162	-16%	-7%	44	25	23	4%	-7%
	今世缘	108	102	102	0%	0%	30	26	26	0%	0%
	古井贡酒	217	182	173	-8%	-5%	51	36	33	-6%	-7%
	迎驾贡酒	65	64	64	7%	0%	22	21	21	5%	0%
	口子窖	47	38	37	-8%	-4%	12	6	6	-14%	-8%
	金种子酒	8	7	7	-5%	0%	-1	-1	-1	-39%	0%
	金徽酒	32	30	30	4%	1%	4	4	3	-16%	-18%
	老白干酒	49	43	41	0%	-4%	7	5	5	5%	-5%
	伊力特	19	17	16	-7%	-7%	2	2	2	-10%	-11%

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月 1 日，尚未完全体现一致预期情况）

从基本面来看，我们认为行业“量价利”已处于逐步筑底阶段、尤其是行业头部单品价盘在淡季时有超预期表现。

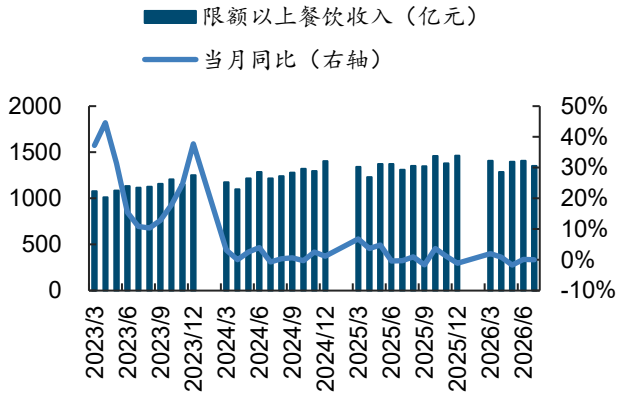
1）从动销量角度而言，受益于低基数、6 月至今行业动销有恢复性改善。去年 8 月下旬起舆论纠偏，低基数效应逐步褪去。综合基数效应及当前消费情绪，我们预计中秋&国庆行业层面动销量偏平稳、低基数效应对冲消费情绪疲软的影响，部分区域低基数效应相对占优、预计仍能延续当前恢复性改善的态势。整体行业走量表现已未有显性回落，中秋&国庆将检验行业是否步入筑底期。

图表30：2026Q2 至今房地产开发投资增速再回落



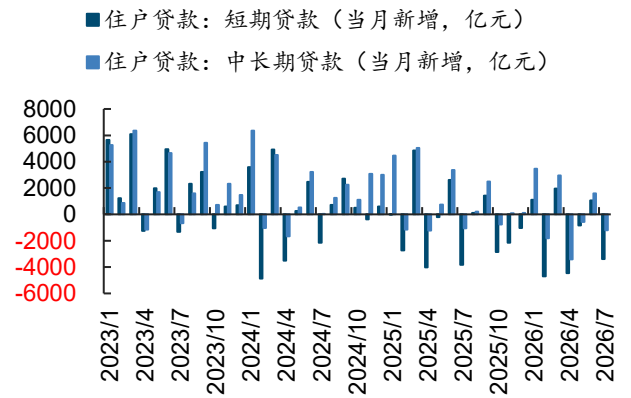
来源：Ifind，国金证券研究所

图表31：限额以上餐饮收入同比表现平稳



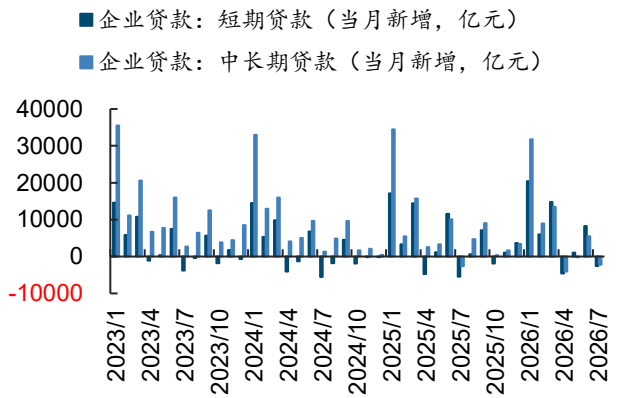
来源：Ifind，国金证券研究所

图表32：2023 年至今当月新增住户贷款情况



来源：Ifind，国金证券研究所

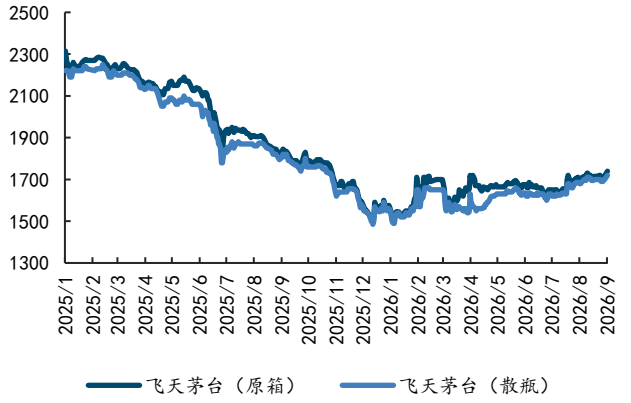
图表33：2023 年至今当月新增企业贷款情况



来源：Ifind，国金证券研究所

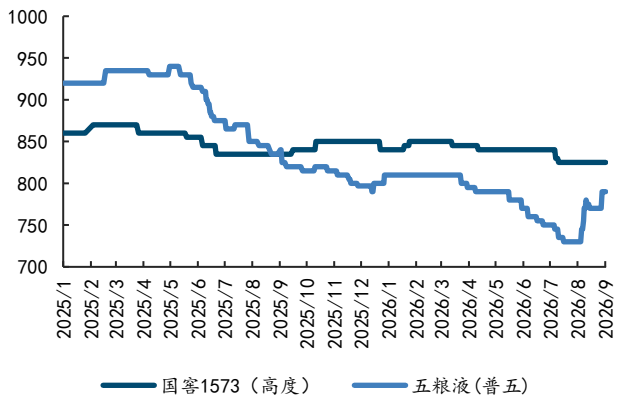
2）从行业价盘来看：年初至今行业价盘整体走稳，部分高端品价盘时有超预期回升，例如飞天茅台淡季至今价盘震荡上行，公司市场化改革背景下持续落地随行就市的提价动作；普五 7 月下旬落地控货&价格治理措施，价盘自 8 月以来明显提升；茅台 1935 也紧随其后，有相似的价格表现。

图表34：飞天茅台价盘淡季震荡上行（元/瓶）



来源：茅粉鲁智深，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月 1 日）

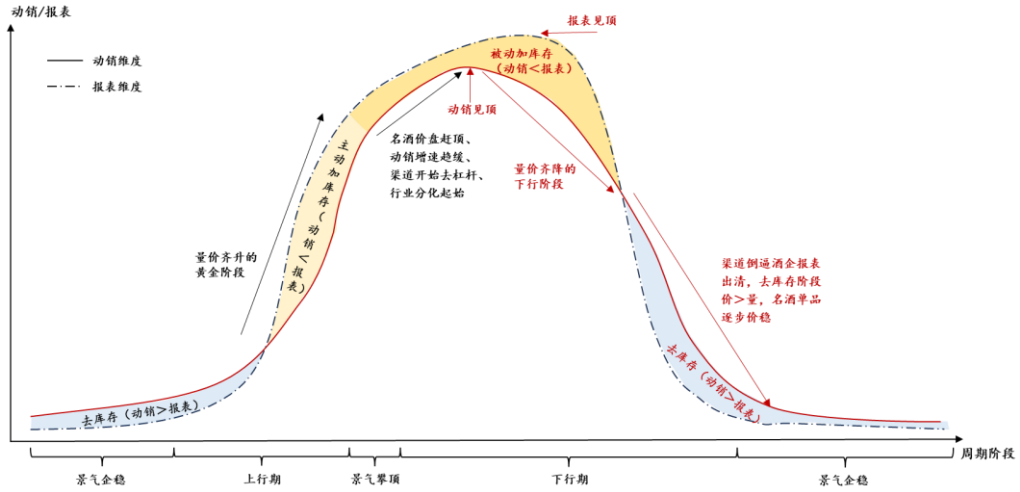
图表35：五粮液普五价盘 8 月起迅速回弹（元/瓶）



来源：茅粉鲁智深，百荣酒价，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月 1 日）

价稳也意味着行业去库已有阶段性成效、渠道盈利预期亦走稳。一般而言，酒企落地控量稳价措施对批价回升会有催化、但近年来持续性及回升斜率均一般，主要系流通市场在批价反弹时常有大货抛压，因此普五与茅台 1935 的价盘表现也能侧面印证前述观点。

图表36：伴随白酒行业逐步从下行期转至景气企稳，行业去库存渐近尾声



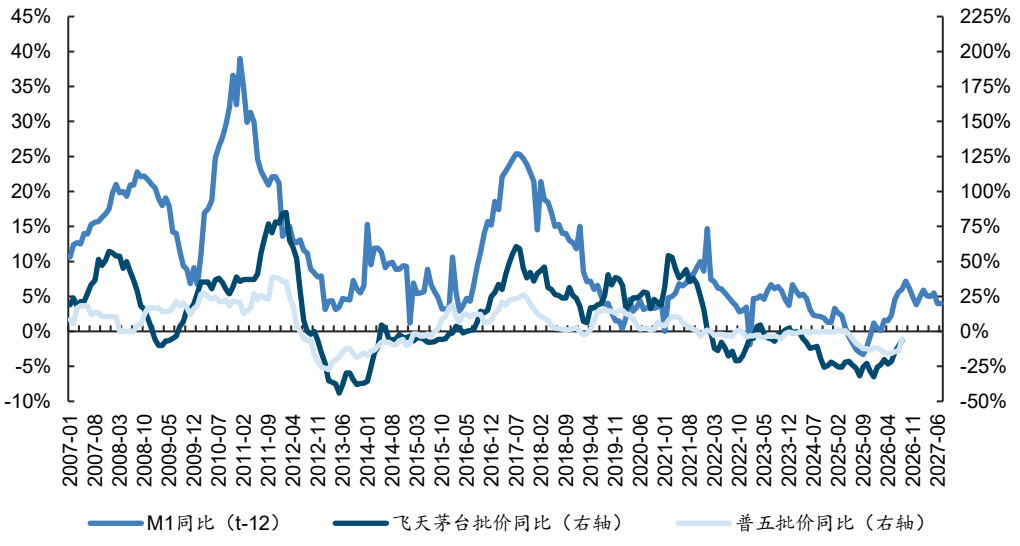
来源：国金证券研究所

同时，自上而下的前瞻指标亦支撑价盘筑底的判断：

1）PPI 与飞天茅台批价同比变动相对同步，在 PPI 同比为正时期飞天茅台批价同比亦基本为正，主要系 PPI 与工业企业利润情况、房地产景气周期密切相关，通过商务需求影响飞天茅台价盘，而自 3 月起 PPI 同比持续回正。

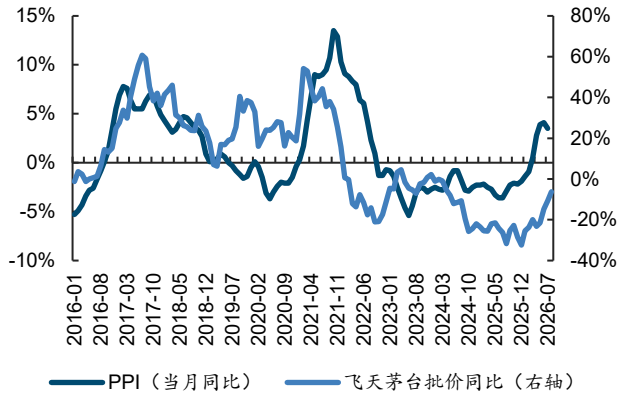
2）M1 同比增速领先飞天茅台批价变动约 6~18 个月，流动性宽松一方面通过提升经济活跃度、带动企业和居民端消费；另一方面，通过资产升值财富效应间接推动白酒消费。

图表37：M1 同比变动方向性领先飞天茅台批价同比变动 6~18 个月



来源：Ifind，茅粉鲁智深，百荣酒价，国金证券研究所（注：M1 截至 2026 年 7 月，批价截至 2026 年 8 月）

图表38：PPI 与飞天茅台批价同比呈正相关



来源：Ifind，国金证券研究所

图表39：上一轮白酒下行周期时，行业层面营收同比下滑 6 个季度后企稳

年份	营业收入 YOY				归母净利 YOY			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
2012	42%	40%	43%	25%	54%	44%	93%	33%
2013	8%	-6%	-13%	-6%	12%	-8%	-24%	-32%
2014	-18%	-11%	-11%	2%	-22%	-19%	-22%	0%
2015	9%	1%	6%	8%	6%	1%	17%	23%
2016	16%	8%	13%	16%	17%	5%	5%	11%

来源：Ifind，国金证券研究所

综上，我们延续此前观点：当前白酒行业价盘已基本筑底，行业去库步入尾声，中秋&国庆将检验动销筑底情况，酒企表观业绩将陆续向动销逐步收敛。这意味着，过去 4 个季度（25Q3~26Q2）酒企表观归母净利润已具备底线参考价值，即使 26H2 表观仍有下滑压力、但基数效应下对测算 EPS×PE 的影响已较低。

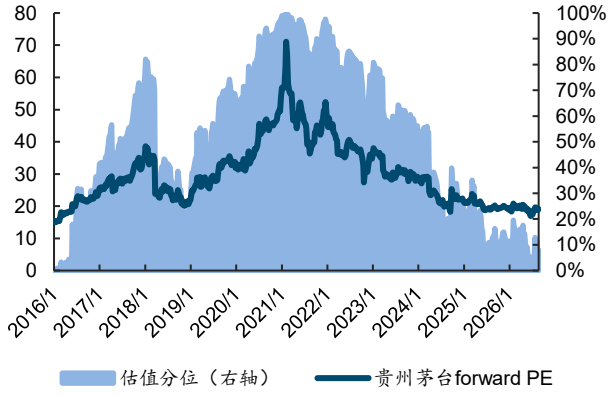
参考过去 4 个季度归母净利，目前行业估值锚贵州茅台 PE-TTM 约 20X；除部分业绩短期大幅出清、估值参考性相对较低的酒企外，其余全国化头部酒企与区域头部酒企 PT-TTM 普遍在 15X 以下，我们认为当前估值与行业基本面相对匹配，后续收益来源行业环比持续改善&市场对内需风偏改善带动估值进一步修复，以及酒企报表 EPS 逐步企稳回正。

图表40：白酒板块重点标的归母净利及 PE-TTM 梳理

	归母净利-TTM	PE-TTM	归母净利-TTM 前高	归母净利-TTM 前高对应 PE	归母净利-TTM 折让幅度	25A 分红额	25A 分红额/当前市值	归母净利率-TTM 前高	归母净利率-TTM	归母净利率折让幅度
贵州茅台	814.3	19.9	900.3	18.0	-10%	650.3	4.0%	49.8%	47.0%	-2.7%
五粮液	130.8	21.2	323.1	8.6	-60%	200.1	7.2%	36.6%	28.8%	-7.8%
山西汾酒	91.2	15.9	126.3	11.5	-28%	80.0	5.5%	34.4%	30.7%	-3.6%
泸州老窖	75.1	15.4	142.7	8.1	-47%	85.0	7.4%	44.3%	38.0%	-6.3%
洋河股份	4.6	127.0	105.1	5.6	-96%	22.1	3.8%	35.5%	3.1%	-32.4%
古井贡酒	20.5	24.2	57.8	8.6	-65%	23.3	4.7%	23.7%	13.6%	-10.1%
今世缘	24.6	14.4	35.9	9.9	-31%	15.0	4.2%	32.1%	25.4%	-6.7%
迎驾贡酒	20.2	16.1	26.4	12.3	-24%	12.0	3.7%	35.5%	32.2%	-3.4%
水井坊	2.9	45.1	13.7	9.7	-79%	1.2	0.9%	27.4%	11.2%	-16.2%
酒鬼酒	-0.3	亏损	11.5	11.1	NA	1.0	0.8%	29.0%	-2.8%	-31.9%
舍得酒业	-0.8	亏损	17.8	6.6	NA	1.0	0.9%	28.3%	-1.9%	-30.2%
口子窖	3.2	35.5	18.2	6.3	-82%	3.0	2.6%	35.0%	9.5%	-25.5%
老白干酒	3.7	28.7	8.0	13.2	-54%	1.8	1.7%	15.2%	9.9%	-5.3%
金徽酒	2.7	31.6	4.2	20.5	-35%	2.5	2.9%	20.5%	9.1%	-11.4%
伊力特	1.4	33.9	4.7	9.9	-71%	2.0	4.4%	21.2%	9.8%	-11.4%
金种子酒	-1.9	亏损	0.7	68.6	NA	0.0	0.0%	6.7%	-40.3%	-47.0%
天佑德酒	-0.4	亏损	1.2	27.4	NA	0.0	0.1%	9.2%	-3.7%	-12.9%

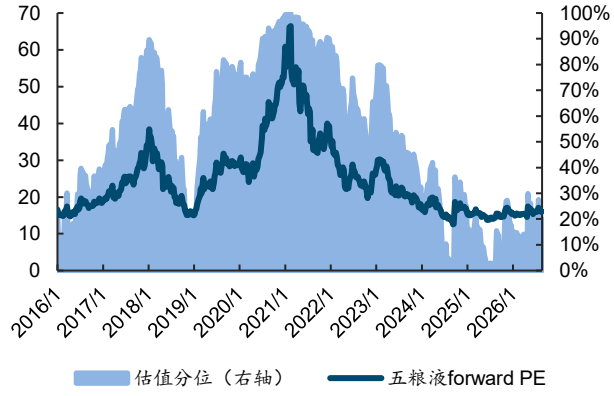
来源：Ifind，国金证券研究所（注：单位均为亿元，以总市值倒序排列，数据截至 2026 年 8 月 31 日）

图表41：贵州茅台 forward PE 位于 2016 年至今 9%分位



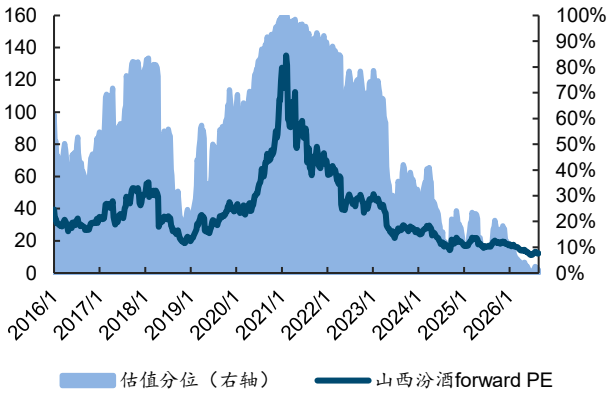
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 8 月 31 日）

图表42：五粮液 forward PE 位于 2016 年至今 26%分位



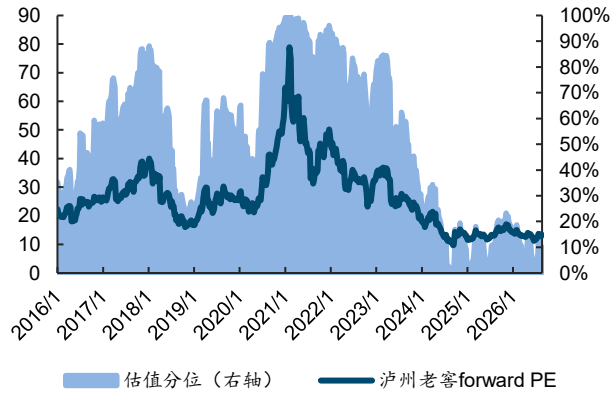
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 8 月 31 日）

图表43：山西汾酒 forward PE 位于 2016 年至今 2%分位



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 8 月 31 日）

图表44：泸州老窖 forward PE 位于 2016 年至今 12%分位



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 8 月 31 日）

整体而言，目前我们仍看好白酒板块的配置价值。白酒行业具备优异的商业模式，呈现高毛利率、高 ROE、头部酒企强议价能力等特征，即使短期面临周期性景气承压，我们仍看好白酒作为国内传统文化实物载体的中长期价值。固然未来白酒行业会向着更良性、更大众化的方向发展，居民端消费升级、对优质白酒产品的追求仍会存在，白酒具备打破社交距离、情绪释放及信任构建的独特功能。

从周期角度来看，目前白酒行业已经度过出清斜率最为陡峭的阶段，基本面已有筑底迹象。在此背景下，市场对白酒行业的动销预期、EPS 预期仍处于较为谨慎的程度，且持仓处于史低低配水平，这意味着白酒板块具备不错安全边际、下行空间有限，在市场风偏波动窗口，我们看好板块的配置容错率。

复盘 12~16 年上一轮行业下行周期时白酒板块行情，预期先行的特征较为明显：当市场达成对景气复苏的一致预期时白酒板块配置性便进入右侧，即使短期行业基本面及酒企报表兑现尚未与复苏预期共振。

图表45：2011~2016年白酒指数、全A综指走势及关键事件梳理



来源：Ifind，国金证券研究所

个股层面，我们建议从中长期视角来进行酒企EPS×PE定价。

1）首推贵州茅台，公司年初至今持续推进营销体系市场化改革，核心品价盘稳中有升、市场化改革优化匹配供需+超高端价位结构景气驱动年初至今动销表现可圈可点，稳定生息资产首选。

2）关注α区域酒龙头（徽酒、苏酒、金徽酒等），区域酒报表韧性在中报可见一斑，其具备相对优势的大众价位预计中秋&国庆亦会有相对不错反馈，是行业景气度转折期交易容错率较高的细分方向。

3）关注赔率优先且具备产品力α酒企、组织力α酒企，以及潜在渠道高杠杆的次高端酒。

图表46：白酒板块重点标的盈利预测

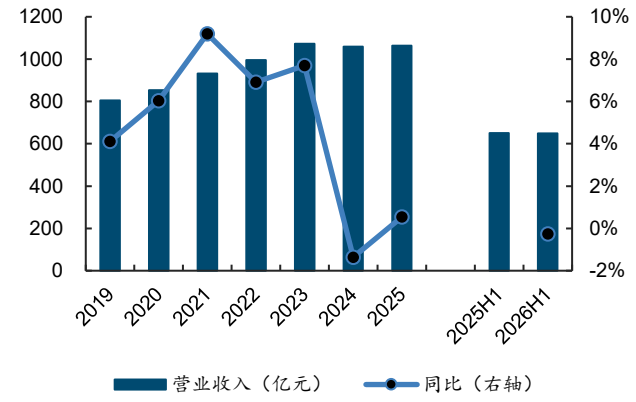
板块	公司名称	归母净利			YOY			PE		
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
高端酒	贵州茅台	828	882	935	1%	7%	6%	20	18	17
	泸州老窖	64	71	85	-41%	11%	19%	18	16	14
次高端	山西汾酒	84	91	103	-31%	8%	13%	17	16	14
	舍得酒业	0	1	3	-95%	947%	134%	1050	100	43
	水井坊	4	4	5	-1%	8%	15%	33	31	26
	酒鬼酒	1	1	1	扭亏	37%	59%	224	164	103
	珍酒李渡	8	10	12	53%	23%	20%	28	23	19
地产酒	洋河股份	14	17	23	-35%	16%	37%	41	36	26
	今世缘	26	27	29	0%	4%	7%	14	13	12
	古井贡酒	26	30	36	-25%	12%	21%	19	17	14
	迎驾贡酒	21	23	27	6%	11%	15%	15	14	12
	金徽酒	3	4	5	-14%	32%	26%	28	21	17
	伊力特	1	1	2	-51%	21%	22%	43	36	29

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至2026年8月31日）

啤酒板块：需求疲软&多雨影响 26Q2 业绩兑现，关注稳健生息价值

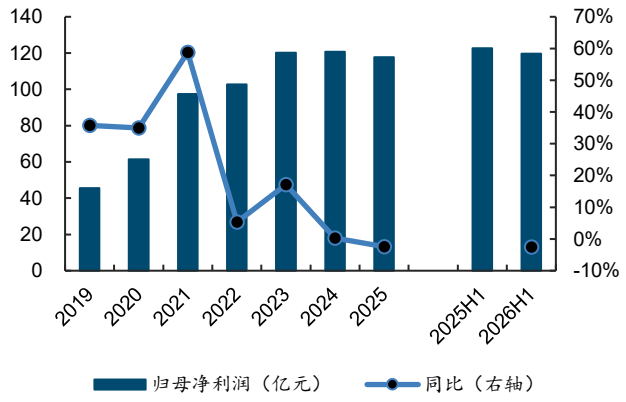
26H1 啤酒板块重点标的合计实现营收 649 亿元，同比-0.3%（包含 A 股青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒及 H 股华润啤酒）；实现归母净利 120 亿元，同比-2.6%。其中，A 股啤酒板块重点标的实现扣非归母净利 65 亿元，同比+5.9%；扣非归母净利率为 15.9%，同比+1.1pct。

图表47：2019~2026H1 啤酒板块营业收入及同比增速



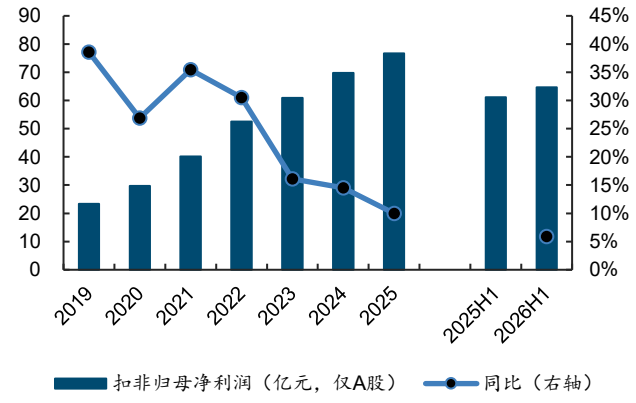
来源：Ifind，国金证券研究所（注：若无特别提及，啤酒板块统计口径包括 A 股青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒及 H 股华润啤酒）

图表48：2019~2026H1 啤酒板块归母净利及同比增速



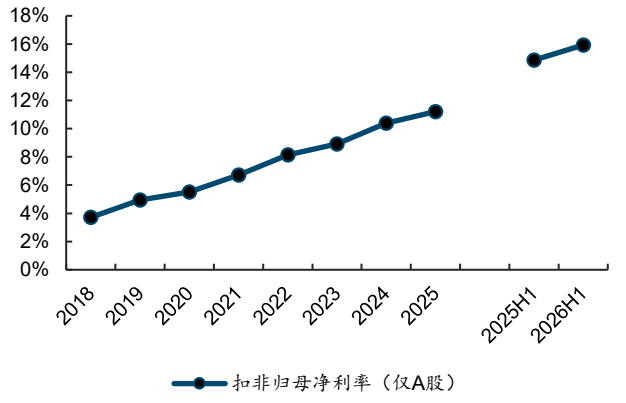
来源：Ifind，国金证券研究所

图表49：2019~2026H1 A 股啤酒酒企扣非归母净利及同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所

图表50：2019~2026H1 A 股啤酒酒企扣非归母净利率梳理



来源：Ifind，国金证券研究所

拆分量价来看，酒企分化明显：

1）销量维度：26H1 百威亚太（西区）、青岛啤酒、重庆啤酒销量录得下滑，华润啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒销量录得正增。

2）吨价维度：26H1 仅重庆啤酒 ASP 录得微下滑（-0.1%），其余酒企 ASP 均录得正增，产品结构提升逻辑仍在兑现（例如 26H1 燕京 U8 增速维持 25%+，华润啤酒 26H1 次高档及以上销量增长 10%+、其中喜力增长 20%+）。

图表51：2026H1 啤酒板块重点标的啤酒业务营业收入及量价情况梳理

		2023	同比增速	2024	同比增速	2025	同比增速	2026H1	同比增速
百威亚太（西部）	营收（亿美元）	56.1	13.4%	48.9	-11.4%	44.5	-8.2%	25.5	-2.1%
	销量（万千升）	812	5.3%	729	-10.6%	678	-6.7%	369	-2.6%
	ASP（美元/千升）	691	7.7%	672	-0.9%	656	-1.5%	691	0.4%

		2023	同比增速	2024	同比增速	2025	同比增速	2026H1	同比增速
华润啤酒	营收（亿元）	368.7	4.5%	364.9	-1.0%	364.9	0.0%	236.7	2.2%
	销量（万千升）	1115	0.5%	1087	-2.5%	1103	1.4%	660	1.7%
	ASP（元/千升）	3306	4.0%	3355	1.5%	3308	-1.4%	3587	0.5%
	吨成本（元/千升）	1979	1.2%	1976	-0.2%	1903	-3.7%	1890	2.3%
	毛利率	40.2%	1.7pp	41.1%	1.0pp	42.5%	1.4pp	47.3%	1.0pp
青岛啤酒	营收（亿元）	334.1	5.4%	315.8	-5.5%	318.3	0.8%	193.4	-4.3%
	销量（万千升）	801	-0.8%	754	-5.9%	765	1.5%	450	-4.9%
	ASP（元/千升）	4172	6.2%	4189	0.4%	4162	-0.7%	4297	0.6%
	吨成本（元/千升）	2565	3.3%	2509	-2.2%	2426	-3.3%	2371	-1.5%
	毛利率	38.5%	1.7pp	40.1%	1.6pp	41.7%	1.6pp	44.8%	1.2pp
燕京啤酒	营收（亿元）	131.0	7.5%	132.3	1.0%	135.7	2.6%	83.2	5.4%
	销量（万千升）	394	4.6%	400	1.6%	405	1.2%	243	4.2%
	ASP（元/千升）	3322	2.8%	3304	-0.6%	3348	1.3%	3430	2.2%
	吨成本（元/千升）	2030	2.1%	1896	-6.6%	1803	-4.9%	1719	-5.7%
	毛利率	38.9%	0.4pp	42.6%	3.7pp	46.1%	3.5pp	49.9%	4.2pp
重庆啤酒	营收（亿元）	144.4	5.4%	141.7	-1.9%	143.0	0.9%	83.5	-2.9%
	销量（万千升）	300	4.9%	297	-0.8%	300	0.7%	175	-2.9%
	ASP（元/千升）	4818	0.5%	4763	-1.1%	4774	0.2%	4775	-0.1%
	吨成本（元/千升）	2421	3.2%	2396	-1.1%	2290	-4.4%	2320	-0.3%
	毛利率	49.7%	-1.3pp	49.7%	-	52.0%	2.3pp	51.4%	0.1pp
珠江啤酒	营收（亿元）	51.5	8.7%	55.1	7.0%	56.9	3.2%	32.6	5.2%
	销量（万吨）	140	4.8%	144	2.6%	146	1.6%	75	2.2%
	ASP（元/吨）	3670	3.8%	3828	4.3%	3889	1.6%	4347	2.9%
	吨成本（元/千升）	2155	3.7%	2103	-2.4%	2040	-3.0%	2090	1.2%
	毛利率	41.3%	-	45.1%	3.8pp	47.5%	2.5pp	51.9%	0.9pp

来源：Ifind，各公司公告，国金证券研究所

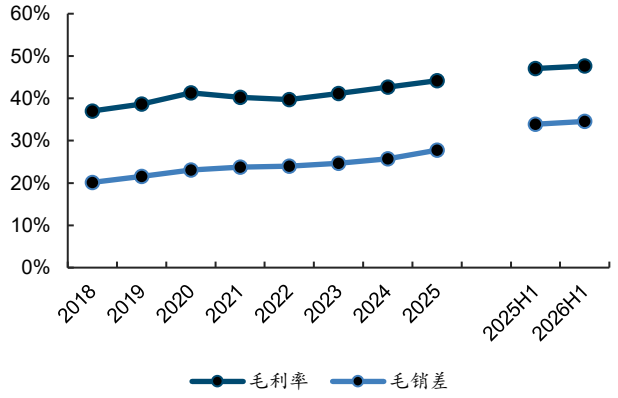
细拆利润弹性来看：

1）26H1 啤酒板块毛销差为 34.5%，同比+0.7pct；其中，毛利率同比+0.6pct 至 47.6%，销售费用率同比-0.1pct 至 13.1%。

毛利率明显提升主要得益于整体性结构提升，期内酒企吨成本表现明显分化（华润啤酒、珠江啤酒 26H1 吨成本正增，青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒 26H1 吨成本仍有下降；行业层面成本端压力主要来源铝罐等包材成本、运输成本上行）。

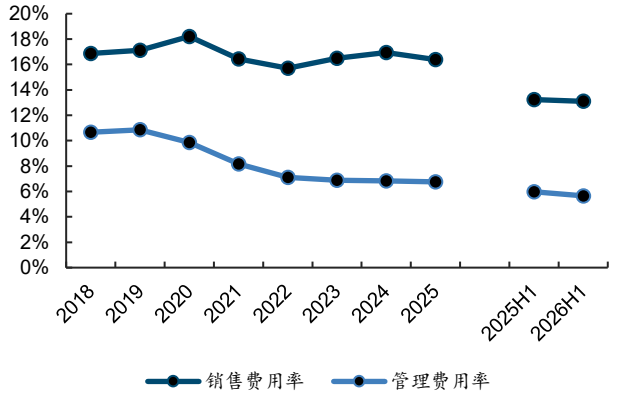
2）26H1 啤酒板块整体管理费用率为 5.7%，同比-0.3pct。

图表52：2019~2026H1 啤酒板块毛利率及毛销差



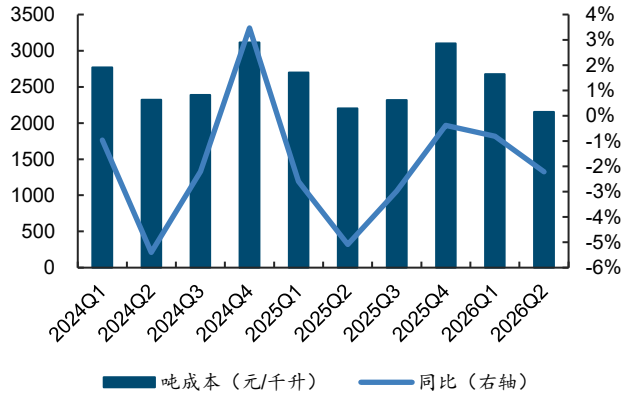
来源：Ifind，国金证券研究所

图表53：2019~2026H1 啤酒板块销售/管理费用率



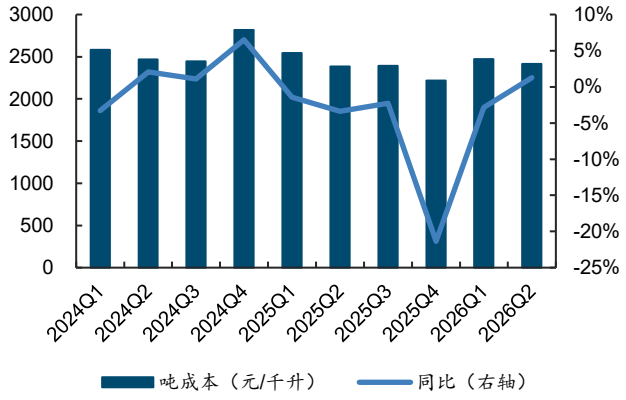
来源：Ifind，国金证券研究所

图表54：2024Q1 至今青岛啤酒分季度吨成本及同比增速



来源：青岛啤酒公司公告，国金证券研究所

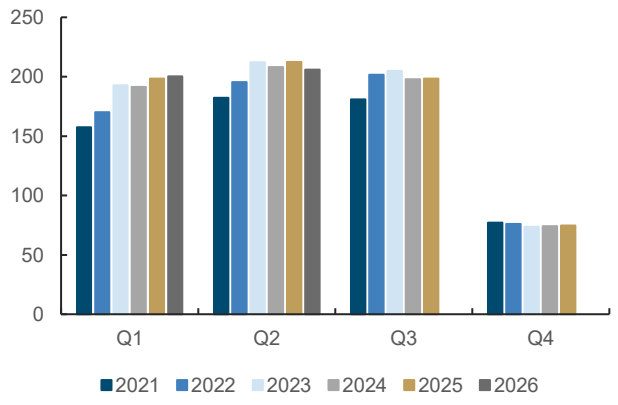
图表55：2024Q1 至今重庆啤酒分季度吨成本及同比增速



来源：重庆啤酒公司公告，国金证券研究所

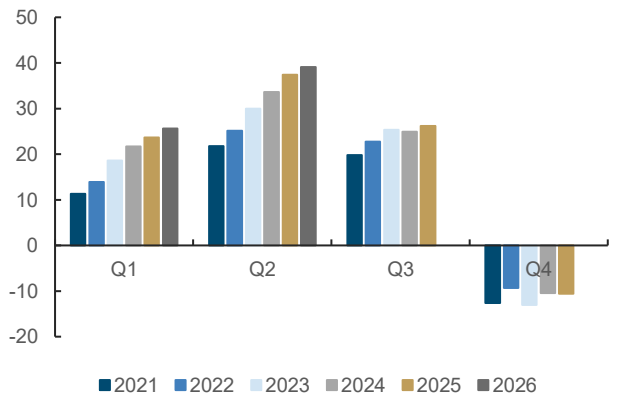
26Q2 A 股啤酒板块重点标的实现营收 205.9 亿元，同比-3.0%；实现归母净利 41.1 亿元，同比+3.2%；实现扣非归母净利 39.1 亿元，同比+4.5%。

图表56：2021Q1 至今 A 股啤酒酒企分季度营业收入（亿元）



来源：Ifind，国金证券研究所

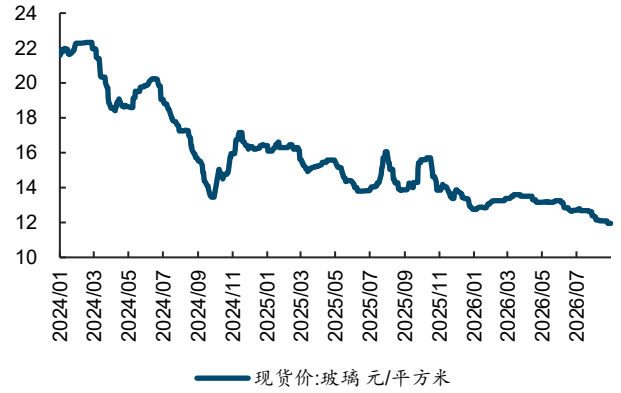
图表57：2021Q1 至今 A 股啤酒酒企分季度扣非归母净利润（亿元）



来源：Ifind，国金证券研究所

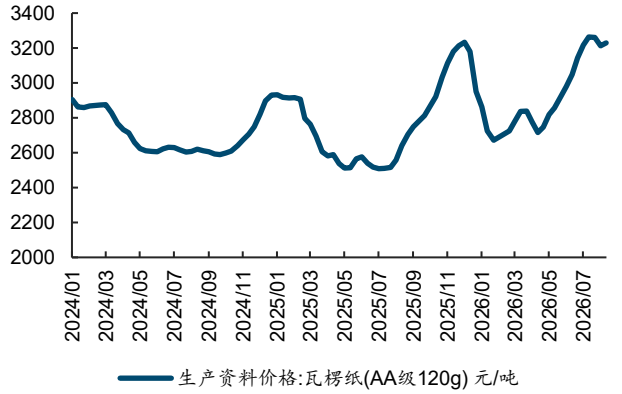
26Q2 啤酒板块业绩兑现度略低于此前市场预期，主要系：1）期内旺季窗口多地多雨天气对现饮场景构成扰动，叠加前述所述餐饮消费需求相对未有显性改善迹象；2）期内铝罐等包材，以及与油价正相关的相关运输费用成本明显提升，对冲部分结构升级带来的毛利率红利。

图表58：2024 年至今玻璃现货价走势梳理



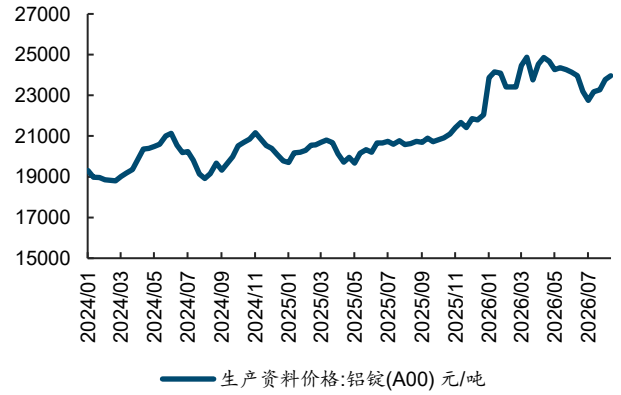
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 8 月 31 日）

图表59：2024 年至今瓦楞纸价格走势梳理



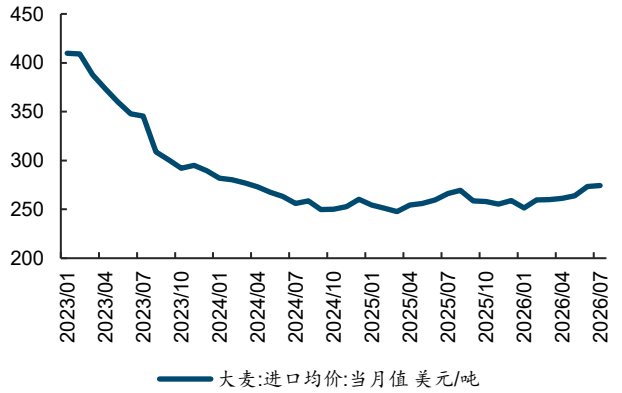
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 8 月 20 日）

图表60：2024 年至今铝锭价格走势梳理



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 8 月 20 日）

图表61：2023 年至今大麦进口均价走势梳理



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 7 月）

拆分 26Q2 酒企量价来看：期内青岛啤酒量减价增，重庆啤酒量减价稳，燕京啤酒、珠江啤酒量价齐升。行业层面，4 月起啤酒产量同比转负、7 月同比跌幅扩大至-8.9%，上市酒企表现仍相对优于行业水平。

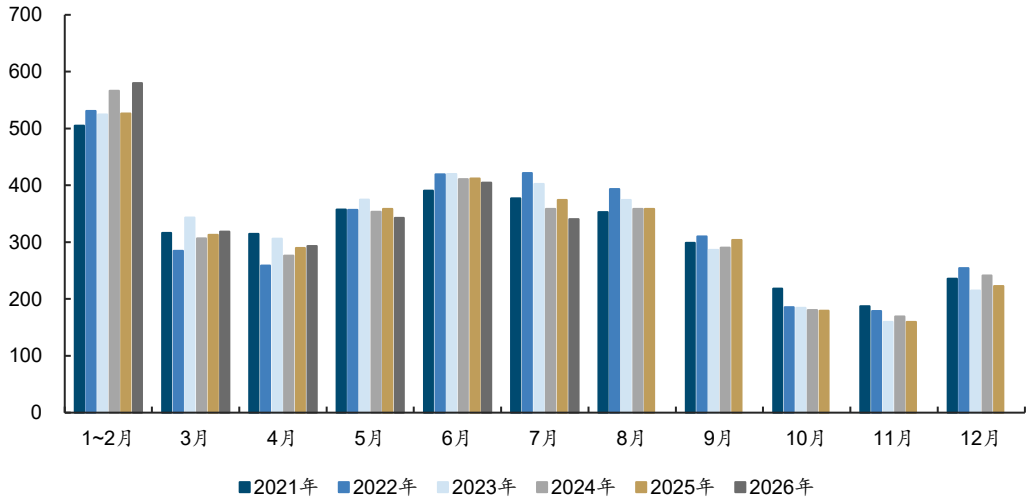
图表62：2024Q1 至今 A 股啤酒酒企分季度经营情况梳理

		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
青岛啤酒	销量 YOY	-7.6%	-8.0%	-5.1%	5.6%	3.5%	1.0%	0.3%	0.1%	-2.6%	-7.0%
	吨价 YOY	2.6%	-0.9%	-0.2%	1.7%	-0.6%	0.3%	-0.5%	-2.4%	1.1%	0.3%
	吨成本 YOY	-1.0%	-5.4%	-2.2%	3.5%	-2.6%	-5.1%	-3.0%	-0.4%	-0.8%	-2.2%
燕京啤酒	销量 YOY							0.1%	0.1%	4.5%	2.2%
	吨价 YOY							1.4%	4.2%	2.4%	2.0%
	吨成本 YOY							-2.8%	-5.1%	-3.9%	-6.5%
重庆啤酒	销量 YOY	5.2%	1.5%	-5.6%	-8.1%	1.9%	0.0%	-0.7%	2.9%	0.3%	-6.0%
	吨价 YOY	1.3%	-0.7%	-2.4%	-5.4%	-0.3%	-1.9%	1.3%	5.2%	-0.1%	0.0%

		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
珠江啤酒	吨成本 YOY	-3.3%	2.1%	1.1%	6.5%	-1.4%	-3.4%	-2.3%	-21.4%	-2.9%	1.3%
	销量 YOY	0.8%	1.8%	4.7%	2.1%	11.7%	1.1%	-2.9%	0.5%	1.0%	3.0%
	吨价 YOY	6.2%	6.2%	2.0%	0.1%	-0.9%	3.8%	1.6%	-5.1%	4.8%	1.5%
	吨成本 YOY	3.8%	-3.8%	-5.5%	-1.5%	-5.8%	-2.8%	-0.7%	-4.4%	-4.0%	6.0%

来源：各公司公告，Ifind，国金证券研究所

图表63：2021年至今分月度啤酒行业产量（万千升）梳理



来源：Ifind，国金证券研究所

整体而言，建议关注啤酒板块配置窗口。目前行业景气度持续底部企稳，行业竞争格局稳定，果啤等内部细分赛道伴随消费端多元化趋势呈现结构景气态势。

当前已处于行业旺季，但由于餐饮弱复苏的现状&多地多雨天气影响，旺季景气度兑现度相对较低。我们认为中期维度餐饮修复仍可期待，前期基本面预期回落已使得板块估值有明显下修，参考一致预期、目前啤酒酒企26E PE普遍在15~17X区间；考虑到行业偏稳健的市场竞争格局、相对不错的股息水平，仍建议持续关注。

风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情况，酒类消费亦无法避免；
- 禁酒令等政策风险——若政策层面持续限制，会从消费场景上影响酒类消费；
- 食品安全风险——若行业发生食品安全事故，将严重损害酒类消费。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究