下载日志已记录，仅供内部参考

国海证券 SEALAND SECURITIES

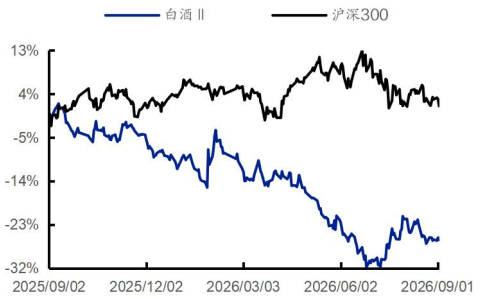
2026 年 09 月 02 日 | 行业研究 | 评级：推荐(维持)

研究所：
证券分析师：刘旭德 S0350526040001
liuxd02@ghzq.com.cn
证券分析师：胡家东 S0350525080001
hujd@ghzq.com.cn

报表加速出清，供需拐点渐现

——白酒行业 2026 年中报总结

最近一年走势



行业相对表现			2026/09/02
表现	1M	3M	12M
白酒Ⅱ	-5.4%	-4.5%	-26.2%
沪深 300	-0.9%	-7.5%	1.3%

相关报告

《白酒周期寻金系列开篇：从共荣到淘汰赛，寻找火炼的真金（推荐）*白酒Ⅱ*刘旭德》——2026-04-23

投资要点：

■ **2026 年上半年加速出清，轻装上阵以待修复。**2026H1 酒企营收/归母净利润分别同比-7.1%/-8.3%，单 Q2 营收/归母净利润分别同比-18.0%/-21.4%。考虑 2026 年上半年需求端仍受政策影响，叠加高基数，酒企普遍主动出清报表，表观业绩降幅较大。回款端，2026H1 上市酒企实现销售回款 2001.0 亿元，同比下降 22.5%，Q2 回款同比-28.0%，但多数酒企库存高点已过，逐步进入去库周期，渠道库存持续释放既有利于行业健康发展，也为后续进入上升周期预备渠道蓄水池。具体分酒企看：

- **高端：业绩分化出清，龙头彰显韧性。**2026Q2 高端酒收入/利润同比-14.2%/-14.8%，龙头贵州茅台市场化改革持续推进，年内多次提价，普飞需求韧性强价盘稳固；五粮液报表大幅出清后，利润低基数下实现高速增长，公司亦开展控货挺价动作保护品牌地位；泸州老窖高度国窖挺价策略下短期销售有所受损，实际动销好于报表。
- **基地型次高端：经营表现分化，区域龙头业绩企稳。**基地型次高端 2026Q2 营收/利润分别同比-23.8%/-42.1%。山西汾酒青花 20/25 表现出较强韧性；洋河股份延续调整节奏；古井贡酒加速出清；口子窖、老白干酒持续调整。今世缘受益于省内持续扩大竞争优势及大众价位带产品势能较强，迎驾贡酒前期出清较为彻底及省内洞 6/洞 9 势能向上，均实现逆势增长。
- **扩张型次高端：逻辑受损突出，继续大幅出清。**2026Q2 扩张型次高端收入同比下降 31.7%，依然是最为承压的子板块。舍得酒业、酒鬼酒、水井坊收入均同比下降，利润亏损。
- **中低档：延续深度调整，金徽酒表现较优。**2026Q2 中低档酒收入同比下降 8.9%.金徽酒表现亮眼，收入同比增长 11.1%，其余中低档酒由于区域或产品竞争优势偏弱，普遍还处于深度调整阶段。

往后展望，大幅出清叠加基数降低，表观业绩最差时刻或将过去，若需求端边际改善，业绩修复弹性或将显著释放。

■ **投资建议：大浪淘沙，底部寻金，首选经营确定性较强的优质龙头，维持行业“推荐”评级。**首推规模优先、经营确定性强、品牌价值靠前的**贵州茅台**，公司品牌底蕴深厚，并积极主动推动市场化改革，卸下历史包袱，普茅千元价格带地位稳固，价格随行就市下动销超预期，提价更提高业绩确定性，在行业困境中展现穿越周期的经营韧性，同时在份额提升的逻辑下，有望打开二次成长空间，估值加速上修；其次是出清前置，经营或已行至右侧的**迎驾贡酒、今世缘、金徽酒**，业绩逆势增长或驱动估值修复；再是预期足够低、基本面稳定的酒企，推荐**泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒**，同时关注组织改革的**洋河股份**，维持行业“推荐”评级。

■ **风险提示：**政策风险、消费复苏不及预期、批价波动引起市场恐慌、宏观流动性收缩、酒企改革不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1、 白酒：报表加速出清，供需拐点渐现 4
2、 投资建议：大浪淘沙，底部寻金 15
3、 风险提示 15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 白酒板块收入及业绩增速 4
图 2: 白酒板块回款及其增速 4
图 3: 白酒板块公司 2026Q2 收入利润增速 6
图 4: 白酒上市公司 2026H1 量价增长情况 7
图 5: 白酒板块公司现金回款及其变动（单位：亿元） 8
图 6: 白酒板块公司应收票据+应收款项融资及其变动（单位：亿元） 9
图 7: 白酒板块公司季度末合同负债和预收账款及其变动（单位：亿元，%） 9
图 8: 白酒板块公司经营现金流净额及其变动（单位：亿元） 10
图 9: 白酒板块公司单季度毛利率及其变动 11
图 10: 白酒板块公司单季度税金及附加率及其变动 12
图 11: 白酒板块公司单季度销售费用率&管理费用率 13
图 12: 白酒板块公司单季度净利率及其变动 14
图 13: 主要酒企股息率统计 15
图 14: 主要酒企 2025 年分红率统计 15

下载日志已记录，仅供内部参考

1、白酒：报表加速出清，供需拐点渐现

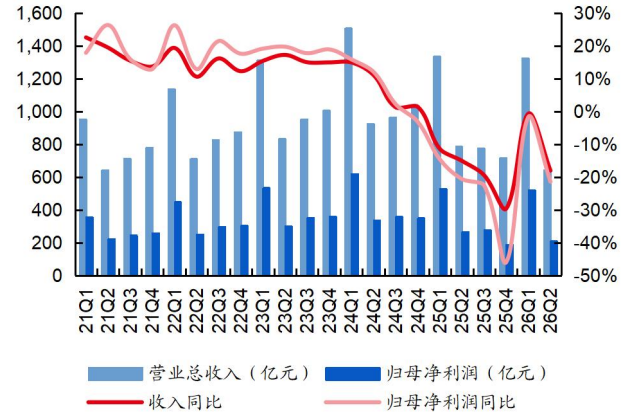
行业整体：2026 年上半年仍处于高基数区间，叠加政策负面影响仍有延续，酒企主动加速出清，表观业绩承压，预计后续轻装上阵基数下降增长回暖可期。

2026 年上半年加速出清，轻装上阵以待修复。2026H1 酒企营收/归母净利润分别为 1970.6/731.2 亿元，分别同比-7.1%/-8.3%，若剔除贵州茅台，收入/利润分别同比-12.8%/-16.8%。单 Q2 营收/归母净利润分别为 644.8/210.6 亿元，分别同比-18.0%/-21.4%。若考虑五粮液报表调整带来基数效应，实际业绩降幅更大。

2026 年上半年高基数下大幅出清，下半年有望释放业绩弹性。2025 年上半年尤其是春节阶段基数仍处于较高阶段，2026 年上半年需求端仍受政策影响，消费场景及消费习惯受到一定负面影响，高基数叠加酒企普遍主动出清业绩，表观业绩有较大幅度下滑。往后展望，大幅出清叠加基数降低，表观业绩最差时刻或将过去，若需求端边际改善，业绩修复弹性或将显著释放。

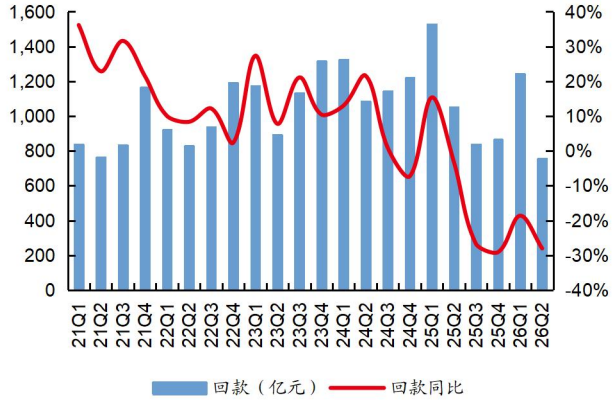
酒企持续降低回款要求，渠道健康度继续提升。2026H1 上市酒企收到回款 2001.0 亿元，同比下降 22.5%；2026Q1/Q2 回款同比-18.6/-28.0%，回款端下降幅度持续加大，酒企仍在继续缓解渠道压力。结合渠道调研，多数酒企库存高点已过，逐步进入去库周期，渠道库存持续释放既有利于行业健康发展，也为后续进入上升周期预备渠道蓄水池。

图 1：白酒板块收入及业绩增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：白酒板块回款及其增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

具体分子板块看：

- **高端：业绩分化出清，龙头彰显韧性。**2026Q2 高端酒收入同比-14.2%，利润同比-14.8%。具体来看，龙头贵州茅台市场化改革持续推进，年内多次提价，普飞需求韧性强价盘稳固，Q2 收入/利润同比-5.2%/-6.9%。五粮液报表大幅出清后，利润端低基数下实现高速增长，公司亦开展控货挺价动作保护品牌地位，Q2 收入/利润同比-13.2%/+232.6%。泸州老窖 Q2 收入/利润同比-65.5%/-79.5%，高度国窖挺价策略下短期销售有所受损，公司主动释放报表压力，实际动销好于报表。

- **基地型次高端：表现分化，区域优势龙头业绩企稳。**基地型次高端 2026Q2 营收同比-23.8%，利润同比-42.1%。具体来看，Q2 山西汾酒收入/利润同比下降 17.7%/43.1%，我们判断青花 20/25 表现出较强韧性；洋河股份收入/利润同比下降 36.9%/78.0%，延续调整节奏；古井贡酒收入/利润同比下降 43.3%/58.1%，加速出清节奏；口子窖收入/利润同比下降 20.0%/65.4%；老白干酒收入/利润同比下降 32.8%/42.9%，继续维持弱势调整。今世缘逆势增长，收入/利润同比增长 14.1%/19.2%，受益于省内持续扩大竞争优势及大众价位带产品势能较强；迎驾贡酒收入/利润同比增长 6.6%/8.4%，主要受益于出清较为彻底及省内洞 6/洞 9 势能向上。

- **扩张型次高端：逻辑受损突出，继续大幅出清。**2026Q2 扩张型次高端收入同比下降 31.7%，利润整体亏损 2.8 亿元，依然是最为承压的子板块。其中舍得收入同比下降 28.4%、利润亏损 0.9 亿元，酒鬼酒收入同比下降 2.1%、利润亏损 0.2 亿元，水井坊收入同比下降 50.7%、利润亏损 1.8 亿元，三家公司均为亏损。

- **中低档：延续深度调整，金徽酒表现较优。**2026Q2 中低档酒收入同比下降 8.9%、利润整体亏损 1.8 亿元，其中金徽酒表现亮眼，收入同比增长 11.1%、利润同比下降 85.3%（短期补税扰动）。其余中低档酒普遍还处于深度调整阶段：顺鑫农业收入同比增长 4.4%、利润亏损 0.8 亿元，金种子酒收入同比下降 75.6%、亏损 0.5 亿元，天佑德酒收入同比下降 30.4%、亏损 0.4 亿元，伊力特收入同比下降 56.3%、亏损 0.2 亿元。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：白酒板块公司 2026Q2 收入利润增速

证券简称	收入：亿元			收入增速			归母净利润：亿元			归母净利润增速		
	2026Q1	2026Q2	2026H1	2026Q1	2026Q2	2026H1	2026Q1	2026Q2	2026H1	2026Q1	2026Q2	2026H1
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**	**1,311.7**	**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%	-	37.6%
水井坊	8.2	2.7	10.8	-14.9%	-50.7%	-27.8%	1.7	-1.8	-0.1	-10.1%	-	-
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	**1,325.9**	**652.6**	**1,978.5**	**-0.7%**	**-17.0%**	**-6.7%**	**520.6**	**210.6**	**731.2**	**-1.7%**	**-21.4%**	**-8.3%**

资料来源：Wind，国海证券研究所

销量&吨价：高端酒表现稳健，次高端分化明显。高端酒结构仍具备韧性，如飞天茅台及高度国窖，次高端表现分化，迎驾贡酒等区域强势品牌逐步企稳，具体来看：

- **贵州茅台：茅台酒表现坚挺，系列酒顺势调整。**2026H1 茅台酒收入同比增长 2.8%，占比升至 85.7%，系列酒收入同比下降 6.0%，占比 14.3%。单 Q2，茅台酒收入同比下降 1.0%，主要系公司主动调整高附加值产品价格、主动梳理乱价渠道、主动控速保障价格体系稳定所致，Q2 系列酒收入同比下降 25.0%，主要系茅台 1935 务实调价叠加竞品价格下探压制需求所致。

- **五粮液、泸州老窖：五粮液价格顺势下滑，高度国窖坚持挺价。**2026H1 五粮液产品收入同比增长 72.8%，其中销量增长 88.3%，吨价下滑 8.2%。泸州老窖中高档酒收入同比下降 38.9%，销量下滑 42.5%，吨价同比增长 6.4%。吨价的差异表现体现不同的价格策略：普五价格在千元价格带需求承压背景下顺势下移，而高度国窖坚持控货挺价，导致吨价表现坚挺。随着普五三季度淡季也开始停货挺价，吨价也有望逐步企稳。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **基地型次高端：整体仍然承压，迎驾逐步企稳。**2026H1 古井贡酒年份原浆收入同比下降 27.3%，销量下降 16.7%；今世缘特 A+类/特 A 类/A 类收入分别同比-13.2%/+3.4%/-21.8%；迎驾贡酒中高档/普通收入分别同比增长 8.3%/7.2%，整体相对企稳。

- **扩张型次高端：需求仍偏弱，价格表现承压。**2026H1 酒鬼酒内参收入同比下降 24.1%，销量同比下降 1.5%，酒鬼系列收入同比增长 16.0%，销量同比增长 22.3%。

图 4：白酒上市公司 2026H1 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）		
			2025H1	占比	2026H1	占比	同比	2025H1	2026H1	同比	2025H1	2026H1	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	-0.6%	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	144.9	100.0%	103.1	100.0%	-28.9%	18.5	19.2	3.6%	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%	-	-	-	-	-	-
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%
	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，国海证券研究所

销售回款：主流酒企仅贵州茅台回款增长，渠道延续减负。2026Q2 行业整体回款增速-28.0%，各酒企加速出清业绩，缓解渠道回款压力。具体看 2026Q2 回款，茅台同比增长 7.9%，五粮液同比下降 61.0%，泸州老窖同比下降 77.0%，山西汾酒同比下降 17.1%，洋河股份同比下降 3.6%，今世缘同比下降 10.7%，古井贡酒同比下降 57.6%，口子窖同比下降 30.0%，迎驾贡酒同比下降 5.6%。除茅台稳健回款外，其余酒企回款普遍下滑，持续为渠道减负。而次高端以下酒企普遍较早开启出清，因此回款下滑相对可控，我们认为渠道减负接近尾声。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：白酒板块公司现金回款及其变动（单位：亿元）

证券简称	2025Q1	2025Q2	2025H1	2026Q1	2026Q2	2026H1	2026Q1 同比	2026Q2 同比	2026H1 同比
贵州茅台	561.4	389.4	950.9	563.9	420.3	984.2	0.4%	7.9%	3.5%
五粮液	382.3	312.3	694.7	133.1	121.7	254.8	-65.2%	-61.0%	-63.3%
泸州老窖	98.7	80.8	179.5	88.8	18.6	107.4	-10.0%	-77.0%	-40.1%
高端	1,042.5	782.6	1,825.0	785.9	560.6	1,346.5	-24.6%	-28.4%	-26.2%
舍得酒业	16.2	11.5	27.8	12.2	11.6	23.8	-24.8%	0.9%	-14.1%
酒鬼酒	2.3	2.2	4.5	3.1	2.3	5.5	36.1%	4.6%	20.7%
水井坊	7.3	9.9	17.2	6.0	2.7	8.7	-17.9%	-72.9%	-49.5%
扩张型次高端	25.9	23.7	49.5	21.4	16.6	38.0	-17.4%	-29.6%	-23.2%
山西汾酒	137.9	69.4	207.3	160.2	57.5	217.8	16.2%	-17.1%	5.0%
洋河股份	98.0	25.7	123.8	62.6	24.8	87.4	-36.2%	-3.6%	-29.4%
今世缘	46.8	20.2	67.0	47.9	18.1	66.0	2.4%	-10.7%	-1.6%
古井贡酒	82.3	69.8	152.1	74.6	29.6	104.2	-9.3%	-57.6%	-31.5%
口子窖	12.0	10.6	22.5	8.6	7.4	16.0	-27.7%	-30.0%	-28.8%
迎驾贡酒	22.1	12.8	34.9	26.4	12.1	38.4	19.3%	-5.6%	10.2%
老白干酒	16.8	8.3	25.1	14.8	6.8	21.6	-11.9%	-18.1%	-13.9%
基地型次高端	415.9	216.8	632.7	395.1	156.3	551.4	-5.0%	-27.9%	-12.9%
金种子酒	2.5	1.5	4.0	1.0	0.8	1.9	-58.0%	-45.0%	-53.1%
金徽酒	11.8	7.5	19.3	12.7	6.5	19.2	7.8%	-13.1%	-0.3%
天佑德酒	4.9	2.5	7.4	4.8	1.7	6.5	-3.6%	-30.8%	-12.7%
伊力特	5.9	2.3	8.2	4.1	1.3	5.5	-29.4%	-41.4%	-32.7%
顺鑫农业	19.8	14.9	34.7	19.0	13.0	32.0	-3.7%	-12.9%	-7.7%
中低档	44.8	28.7	73.5	41.7	23.4	65.1	-7.0%	-18.4%	-11.5%
合计	1,529.1	1,051.7	2,580.8	1,244.1	756.9	2,001.0	-18.6%	-28.0%	-22.5%

资料来源：Wind，国海证券研究所

应收票据&应收款项融资：回款要求降低，渠道现金流压力减轻。2026Q2 行业应收项目同比增长 18.3%（主要受五粮液影响），环比 Q1 下降 53.7%，高端/扩张型次高端/基地型次高端/中低档分别同比+38.9%/-50.9%/-8.6%/-45.5%，贵州茅台应收项目同比下降 12.1%，泸州老窖同比下降 10.8%，山西汾酒同比下降 1.4%，五粮液、古井贡酒、今世缘分别同比增长 93.9%/53.0%/334.7%，五粮液主要受基数调整影响，古井贡酒和今世缘主因绝对值较低。其余酒企普遍放缓回款节奏，应收款项对应下滑。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：白酒板块公司应收票据+应收款项融资及其变动（单位：亿元）

证券简称	2025Q1	2025Q2	2026Q1	2026Q2	2026Q1 同比	2026Q1 环比	2026Q2 同比	2026Q2 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	-	-	-	-59.0%
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	-	-	-	-
天佑德酒	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-
伊力特	0.1	0.2	0.3	0.0	358.1%	-68.3%	-86.5%	-89.2%
顺鑫农业	3.5	3.4	4.5	2.3	29.3%	-0.4%	-33.5%	-49.7%
中低档	4.0	4.6	5.8	2.5	45.6%	1.0%	-45.5%	-57.0%
合计	312.1	131.0	335.0	155.0	7.4%	71.8%	18.3%	-53.7%

资料来源：Wind，国海证券研究所

合同负债：持续出清减负，同比、环比均下降。2026Q2 末行业整体合同负债及预收账款环比 2026Q1 末下降 22.7%，同比下降 13.7%，我们判断系酒企主动减轻渠道负担，收缩回款所致。其中五粮液 2026H1 预收账款+合同负债同比+21.4%，主要系前期出清调整较为充分所致，多数酒企同比双位数下滑。

图 7：白酒板块公司季度末合同负债和预收账款及其变动（单位：亿元，%）

证券简称	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	同比（%）	环比（%）	26Q1+26Q2	同比
贵州茅台	87.9	55.1	77.5	80.1	30.3	31.8	-42.3%	5.0%	62.0	-56.6%
五粮液	101.7	100.9	92.8	134.7	141.5	104.4	3.5%	-26.2%	245.9	21.4%
泸州老窖	30.7	35.3	38.4	33.7	28.0	24.4	-31.0%	-12.8%	52.3	-20.7%
高端	220.3	191.3	208.7	248.5	199.7	160.6	-16.1%	-19.6%	360.3	-12.5%
舍得酒业	2.1	1.6	1.2	1.5	1.3	1.6	-1.7%	20.5%	2.9	-21.0%
酒鬼酒	1.8	1.4	1.2	1.8	1.4	1.2	-10.1%	-14.0%	2.6	-16.3%
水井坊	9.4	9.8	8.6	8.1	6.9	6.4	-34.9%	-7.0%	13.3	-30.7%
扩张型次高端	13.2	12.8	11.0	11.3		9.2	-28.0%	-4.2%	18.9	-27.6%
山西汾酒	58.2	59.8	57.8	70.1	79.0	66.6	11.3%	-15.8%	145.6	23.4%
洋河股份	70.2	58.8	64.2	75.3	54.1	43.0	-26.8%	-20.5%	97.2	-24.7%

下载日志已记录，仅供内部参考

今世缘	5.4	6.0	5.2	17.1	15.6	8.4	40.5%	-46.0%	24.0	111.1%
古井贡酒	36.7	14.3	13.4	15.2	23.0	8.3	-41.6%	-63.8%	31.4	-38.5%
口子窖	2.7	3.0	3.4	3.3	2.0	1.3	-56.6%	-35.7%	3.3	-41.8%
迎驾贡酒	4.6	4.4	4.8	4.8	5.3	4.2	-4.5%	-21.0%	9.5	6.2%
老白干酒	18.8	12.7	12.1	10.3	12.1	9.5	-25.2%	-21.1%	21.6	-31.4%
基地型次高端	**196.6**	**159.0**	**161.0**	**196.1**	**191.3**	**141.4**	**-11.1%**	**-26.1%**	**332.7**	**-6.4%**
金种子酒	1.5	1.2	1.7	1.6	1.3	1.4	10.0%	2.4%	2.7	-2.8%
金徽酒	5.8	6.0	6.3	8.2	8.7	7.4	23.2%	-15.4%	16.1	36.2%
天佑德酒	0.7	0.6	0.7	0.5	0.6	0.5	-16.0%	-19.8%	1.1	-16.7%
伊力特	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	-40.1%	-29.3%	0.6	-42.4%
顺鑫农业	4.0	4.0	4.5	14.2	7.1	3.1	-20.4%	-55.8%	10.3	29.8%
中低档	**12.7**	**12.2**	**13.6**	**24.9**	**18.1**	**12.6**	**3.7%**	**-30.4%**	**30.7**	**23.8%**
合计	**442.8**	**375.3**	**394.2**	**480.8**	**418.7**	**323.8**	**-13.7%**	**-22.7%**	**742.5**	**-9.2%**

资料来源：Wind，国海证券研究所

经营性现金流净额：不强求渠道回款，2026Q2 现金流同比大幅下降。由于回款要求大幅放松，酒企经营性现金流净额普遍大幅下滑，剔除特殊指标贵州茅台、五粮液后，2026Q2 由正转负为-78.5 亿元，除舍得酒业出清较为彻底现金流为正，其余主流酒企现金流全面转负。

图 8：白酒板块公司经营现金流净额及其变动（单位：亿元）

证券简称	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q1 同比	26Q2 同比	26H1	同比
贵州茅台	88.1	43.1	250.8	233.3	269.1	437.8	205.5%	915.8%	706.9	438.8%
五粮液	158.5	152.9	-28.9	14.6	-25.4	3.8	-116.0%	-97.5%	-21.5	-
泸州老窖	33.1	27.6	37.6	-27.0	45.4	-24.6	37.3%	-	20.8	-65.7%
高端	**279.7**	**223.5**	**259.5**	**220.8**	**289.2**	**417.0**	**3.4%**	**86.5%**	**706.2**	**40.3%**
舍得酒业	2.2	-1.6	-3.1	-2.8	-1.0	0.8	-145.5%	-	-0.3	-
酒鬼酒	-1.3	-1.1	-0.9	1.5	-0.4	-0.7	-	-	-1.1	-
水井坊	-5.8	0.7	-3.6	2.4	0.7	-1.4	-	-	-0.7	-
扩张型次高端	**-4.8**	**-1.9**	**-7.6**	**1.2**	**-0.7**	**-1.4**	**-**	**-**	**-2.1**	**-**
山西汾酒	70.3	-10.5	30.0	0.3	82.5	-16.0	17.5%	-	66.5	11.2%
洋河股份	25.4	-19.2	3.5	-17.3	19.4	-16.0	-23.5%	-	3.3	-45.7%
今世缘	14.3	-3.5	-1.7	6.0	21.1	-5.0	48.1%	-	16.2	50.3%
古井贡酒	18.5	23.1	-15.3	-6.8	19.1	-3.7	3.6%	-	15.4	-62.9%
口子窖	-2.5	-1.4	-0.1	1.7	-1.4	-1.2	-	-	-2.6	-
迎驾贡酒	5.0	-1.8	4.7	4.5	11.4	-0.6	129.0%	-	10.8	239.5%
老白干酒	1.8	-2.2	-0.8	-1.7	3.6	-1.7	101.1%	-	1.9	-517.0%
基地型次高端	**132.6**	**-15.5**	**20.5**	**-13.3**	**155.8**	**-44.2**	**17.4%**	**-**	**111.5**	**-4.8%**
金种子酒	-0.7	-0.5	0.0	-1.0	-0.8	-0.8	-	-	-1.6	-
金徽酒	2.7	0.5	-0.4	2.0	3.0	-0.9	13.2%	-	2.1	-34.0%
天佑德酒	1.0	-0.5	0.0	-0.4	1.5	-0.3	45.8%	-	1.2	119.4%
伊力特	-0.6	-1.5	-0.6	1.9	0.8	-3.7	-240.5%	-	-2.8	-
顺鑫农业	-7.0	-2.5	1.3	5.5	-3.7	-2.6	-	-	-6.4	-

下载日志已记录，仅供内部参考

中低档	-4.7	-4.4	0.3	7.9	0.8	-8.3	-117.8%	-	-7.5	-
合计	402.8	201.7	272.6	216.7	445.0	363.1	10.5%	80.0%	808.2	33.7%
剔除茅五合计	156.3	5.7	50.7	-31.2	201.3	-78.5	28.8%	-	122.8	-24.2%

资料来源：Wind，国海证券研究所

毛利率：结构下移毛利率承压，货折会计处理亦有扰动。2026Q2 板块毛利率同比下滑 0.3pct。结合 2026H1 来看，高端/扩张型次高端/基地型次高端/中低档分别同比-1.1/-4.2/-1.1/+0.1pct，除中低档提升外，其余板块均有所下滑。高端酒加大中低线产品布局，结构有所承压。扩张型次高端下滑幅度最大，主因相应价格带受损相对严重，结构下移显著所致。中低档主因价格带较低，经过近几年价格下跌后消费者价格敏感度下降所致。此外如古井贡酒、山西汾酒毛利率 2026Q2 同比提升幅度较大，主要系大量货折由成本转为销售费用所致。

图 9：白酒板块公司单季度毛利率及其变动

证券简称	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q1 同比	26Q2 同比	26H1	同比
贵州茅台	92.0%	90.4%	91.3%	90.8%	89.8%	89.3%	-2.2pct	-1.2pct	89.6%	-1.7pct
五粮液	79.1%	74.7%	68.7%	83.2%	81.4%	75.6%	2.4pct	1pct	80.3%	2.4pct
泸州老窖	86.5%	87.9%	87.2%	82.3%	85.8%	83.8%	-0.7pct	-4.1pct	85.3%	-1.7pct
高端	88.4%	88.1%	87.7%	89.0%	87.1%	87.3%	-1.3pct	-0.9pct	87.2%	-1.1pct
舍得酒业	69.4%	60.6%	62.1%	48.1%	66.3%	51.8%	-3pct	-8.8pct	61.2%	-4.5pct
酒鬼酒	70.7%	65.2%	61.2%	61.1%	67.3%	65.5%	-3.4pct	0.3pct	66.6%	-2pct
水井坊	82.0%	74.4%	81.8%	78.7%	79.8%	64.8%	-2.1pct	-9.7pct	76.1%	-3.1pct
扩张型次高端	73.7%	65.1%	70.2%	62.7%	70.7%	56.8%	-3.1pct	-8.3pct	66.1%	-4.2pct
山西汾酒	78.8%	71.9%	74.6%	67.8%	75.0%	76.3%	-3.8pct	4.4pct	75.4%	-1.3pct
洋河股份	75.6%	73.3%	53.5%	79.6%	75.4%	66.2%	-0.2pct	-7.1pct	73.4%	-1.7pct
今世缘	73.6%	72.8%	75.0%	77.6%	74.4%	73.6%	0.8pct	0.8pct	74.1%	0.7pct
古井贡酒	79.7%	80.2%	79.8%	75.1%	77.8%	87.2%	-1.8pct	7pct	80.3%	0.5pct
口子窖	76.2%	65.2%	62.7%	61.9%	67.6%	66.7%	-8.6pct	1.5pct	67.4%	-5.7pct
迎驾贡酒	76.5%	68.3%	70.2%	72.4%	75.6%	71.2%	-0.9pct	2.9pct	74.1%	0.4pct
老白干酒	68.6%	67.4%	61.4%	64.8%	64.1%	62.5%	-4.5pct	-4.9pct	63.4%	-4.5pct
基地型次高端	77.2%	73.4%	70.5%	70.9%	75.0%	74.8%	-2.2pct	1.4pct	74.9%	-1.1pct
金种子酒	41.7%	44.8%	44.5%	10.3%	51.1%	40.7%	9.4pct	-4pct	49.1%	6.2pct
金徽酒	66.8%	63.7%	61.4%	57.6%	62.9%	62.1%	-3.9pct	-1.6pct	62.6%	-3.1pct
天佑德酒	60.5%	55.3%	57.9%	56.9%	61.8%	56.2%	1.2pct	0.9pct	60.1%	1.5pct
伊力特	48.8%	50.8%	47.6%	57.5%	51.5%	51.5%	2.8pct	0.7pct	51.5%	2.2pct
顺鑫农业	36.8%	28.4%	29.7%	27.7%	37.6%	25.1%	0.7pct	-3.3pct	33.0%	-1.4pct
中低档	46.1%	42.8%	42.0%	40.9%	47.9%	39.7%	1.8pct	-3.1pct	45.1%	0.1pct
合计	82.3%	82.1%	81.4%	83.0%	81.8%	81.8%	-0.5pct	-0.3pct	81.8%	-0.4pct

资料来源：Wind，国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

营业税金率：2026Q2 高端酒有所下滑，剔除五粮液同比有所提升。2026Q2 行业税金率同比-1.9pct。具体来看，高端酒同比下滑 2.8pct，主因五粮液报表调整所致；扩张型次高端 2026Q2 税金率分别+2.0pct。基地型次高端与中低档税金率变化相对较小。

图 10：白酒板块公司单季度税金及附加率及其变动

证券简称	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q1 同比	26Q2 同比	26H1	同比
贵州茅台	14.2%	17.5%	17.2%	16.6%	15.3%	17.5%	1.1pct	0.1pct	16.2%	0.6%
五粮液	31.6%	38.1%	17.7%	19.4%	16.3%	8.6%	-15.3pct	-29.5pct	14.8%	-18.6%
泸州老窖	11.7%	15.4%	9.3%	43.3%	14.4%	25.8%	2.7pct	10.5pct	17.1%	3.8%
高端	**17.7%**	**19.7%**	**16.2%**	**18.5%**	**15.5%**	**16.9%**	**-2.3pct**	**-2.8pct**	**16.0%**	**-2.6%**
舍得酒业	11.6%	15.4%	18.4%	22.7%	16.4%	19.8%	4.7pct	4.4pct	17.6%	4.4%
酒鬼酒	20.3%	18.9%	18.9%	23.0%	18.6%	19.2%	-1.7pct	0.3pct	18.8%	-0.9%
水井坊	17.0%	23.8%	12.2%	16.0%	14.8%	22.1%	-2.2pct	-1.7pct	16.6%	-2.9%
扩张型次高端	**14.5%**	**18.2%**	**15.9%**	**20.1%**	**16.2%**	**20.2%**	**1.7pct**	**2pct**	**17.5%**	**1.5%**
山西汾酒	13.7%	22.3%	16.6%	26.1%	15.2%	24.0%	1.5pct	1.7pct	17.8%	1.4%
洋河股份	15.7%	18.3%	19.8%	31.3%	17.4%	17.8%	1.7pct	-0.5pct	17.5%	1.1%
今世缘	16.4%	10.1%	20.8%	12.9%	15.7%	10.4%	-0.7pct	0.3pct	14.0%	-0.7%
古井贡酒	16.0%	15.1%	17.8%	20.4%	17.7%	13.8%	1.8pct	-1.3pct	16.7%	1.0%
口子窖	14.8%	18.0%	19.0%	17.1%	15.4%	15.0%	0.6pct	-3pct	15.3%	-0.4%
迎驾贡酒	14.4%	15.8%	16.1%	16.1%	14.9%	15.9%	0.5pct	0.1pct	15.3%	0.4%
老白干酒	16.5%	17.2%	17.9%	19.9%	17.2%	18.1%	0.7pct	0.9pct	17.6%	0.7%
基地型次高端	**15.0%**	**18.0%**	**17.8%**	**22.3%**	**16.2%**	**18.3%**	**1.2pct**	**0.3pct**	**16.8%**	**0.9%**
金种子酒	18.7%	16.5%	14.9%	19.6%	21.4%	33.5%	2.8pct	17pct	23.8%	5.9%
金徽酒	15.3%	14.5%	14.7%	14.2%	15.7%	18.1%	0.4pct	3.5pct	16.7%	1.6%
天佑德酒	15.3%	14.8%	16.2%	16.4%	16.9%	16.4%	1.6pct	1.6pct	16.8%	1.7%
伊力特	12.2%	19.3%	16.3%	24.9%	10.9%	28.5%	-1.3pct	9.2pct	13.8%	-0.2%
顺鑫农业	9.8%	10.5%	10.0%	14.3%	12.2%	7.6%	2.4pct	-2.9pct	10.5%	0.5%
中低档	**12.0%**	**13.2%**	**12.5%**	**16.3%**	**13.6%**	**12.8%**	**1.6pct**	**-0.4pct**	**13.3%**	**1.0%**
合计	**16.5%**	**19.0%**	**16.5%**	**19.2%**	**15.6%**	**17.1%**	**-0.8pct**	**-1.9pct**	**16.1%**	**-1.3%**

资料来源：Wind，国海证券研究所

销售费用率：2026Q2 销售费率同比大幅提升，聚焦去库纾压。2026Q2 销售费用率同比提升 3.0pct。具体来看高端 2026Q2 销售费用率同比+2.3pct，基地型次高端 2026Q2 销售费用率同比+6.2pct。2026Q2 费用率提升较大主因收入端出清幅度较大而费用相对刚性。

管理费用率：收入下滑费用刚性，费用率整体抬升。2026Q2 管理费用率同比+0.8pct，由于 Q2 处于业绩出清阶段，收入同比下滑幅度大，但费用相对刚性，导致费用率抬升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：白酒板块公司单季度销售费用率&管理费用率

证券简称	销售费用率				管理费用率			
	26Q1	26Q2	26Q1 同比	26Q2 同比	26Q1	26Q2	26Q1 同比	26Q2 同比
贵州茅台	3.0%	4.4%	0pct	-0.2pct	3.4%	4.8%	-0.4pct	0.3pct
五粮液	16.1%	47.5%	7.3pct	16.3pct	4.4%	9.1%	-1.8pct	-1.3pct
泸州老窖	8.6%	26.2%	0.4pct	15.7pct	2.4%	8.2%	0.3pct	4.9pct
高端	7.0%	10.9%	2.2pct	2.3pct	3.6%	5.6%	-0.5pct	0.4pct
舍得酒业	21.3%	33.7%	1.9pct	10pct	6.9%	10.7%	-1pct	-0.2pct
酒鬼酒	24.1%	35.8%	-3.7pct	-4.5pct	9.9%	19.0%	-0.7pct	2pct
水井坊	24.0%	70.5%	-3.5pct	18.4pct	10.8%	47.1%	1.8pct	14pct
扩张型次高端	22.5%	41.7%	-0.6pct	7.9pct	8.5%	19.6%	-0.1pct	1.6pct
山西汾酒	8.9%	21.2%	-0.4pct	9.7pct	2.1%	5.3%	0.4pct	1pct
洋河股份	12.5%	27.0%	0.1pct	6.1pct	5.4%	19.7%	1.4pct	8.3pct
今世缘	14.8%	14.0%	1.5pct	-5.1pct	2.1%	4.4%	0pct	-1.3pct
古井贡酒	26.7%	40.4%	0.1pct	17.6pct	5.2%	9.2%	0.8pct	3.4pct
口子窖	14.8%	25.3%	2.4pct	7.1pct	6.5%	16.8%	0.9pct	5pct
迎驾贡酒	9.2%	15.0%	1.5pct	1.6pct	3.0%	5.2%	-0.1pct	-0.3pct
老白干酒	21.6%	20.2%	-5.9pct	-7.4pct	7.4%	8.8%	-1pct	2.1pct
基地型次高端	14.2%	24.0%	-0.1pct	6.2pct	3.7%	8.6%	0.5pct	2.1pct
金种子酒	22.5%	72.5%	-6.7pct	37.9pct	12.4%	31.3%	6.9pct	22.6pct
金徽酒	15.6%	23.1%	-1.2pct	0.5pct	6.1%	10.7%	-0.9pct	-2.3pct
天佑德酒	20.8%	38.2%	3.1pct	4.3pct	6.7%	20.0%	-0.3pct	5.2pct
伊力特	6.4%	35.9%	1.2pct	22.8pct	3.6%	12.5%	0.7pct	8.2pct
顺鑫农业	9.7%	10.6%	0.7pct	-0.3pct	6.9%	10.0%	1.2pct	-2.9pct
中低档	12.1%	18.6%	0.5pct	0.9pct	6.5%	11.4%	0.8pct	-0.5pct
合计	9.7%	15.0%	0.8pct	3pct	3.8%	6.8%	-0.1pct	0.8pct

资料来源：Wind，国海证券研究所

净利率：结构下行叠加费用刚性，净利率延续下滑。2026Q2 净利率同比-1.8pct，分子板块来看：高端酒 2026Q2 净利率同比-0.2pct；基地型次高端 2026Q2 净利率同比-5.8pct，下滑幅度较大；扩张型次高端 2026Q2 净利率同比-21.6pct；中低档酒 2026Q2 净利率同比-4.4pct。除结构下行外，收入大幅同比下滑而费用相对刚性，导致净利率下滑幅度加大。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：白酒板块公司单季度净利率及其变动

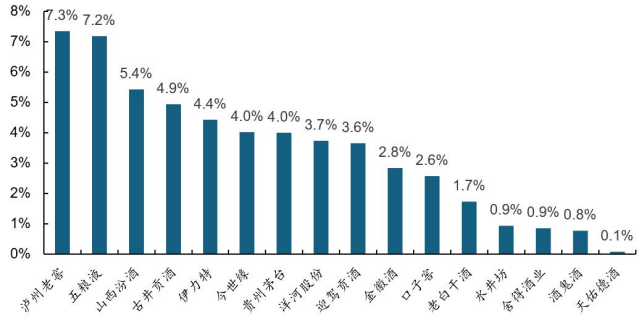
证券简称	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q1 同比	26Q2 同比	26H1	同比
贵州茅台	53.1%	47.8%	49.2%	43.8%	50.5%	46.9%	-2.5pct	-0.9pct	49.1%	-1.7pct
五粮液	25.8%	3.2%	26.0%	25.1%	35.3%	12.4%	9.5pct	9.1pct	30.8%	11.1pct
泸州老窖	49.1%	43.2%	46.4%	2.6%	46.2%	25.8%	-2.9pct	-17.5pct	41.4%	-5.1pct
高端	46.5%	41.7%	45.7%	38.3%	46.0%	41.5%	-0.5pct	-0.2pct	44.5%	-0.1pct
舍得酒业	22.0%	8.6%	2.9%	-34.7%	15.6%	-10.7%	-6.3pct	-19.4pct	6.3%	-10.1pct
酒鬼酒	9.2%	-10.5%	-9.5%	-6.9%	10.5%	-9.8%	1.2pct	0.7pct	2.3%	0.7pct
水井坊	19.8%	-15.8%	25.9%	11.6%	21.0%	-66.7%	1.1pct	-50.9pct	-0.6%	-7.6pct
扩张型次高端	19.7%	-0.6%	11.3%	-11.0%	16.7%	-22.2%	-3.1pct	-21.6pct	3.9%	-7.8pct
山西汾酒	40.2%	25.0%	32.4%	14.5%	36.1%	17.3%	-4.2pct	-7.7pct	30.6%	-4.9pct
洋河股份	32.9%	18.9%	-11.2%	-157.8%	29.9%	6.6%	-3pct	-12.4pct	24.7%	-4.7pct
今世缘	32.2%	31.6%	16.6%	4.2%	32.0%	33.0%	-0.2pct	1.4pct	32.3%	0.3pct
古井贡酒	25.5%	28.1%	11.7%	-17.1%	21.6%	20.8%	-3.9pct	-7.4pct	21.4%	-5pct
口子窖	33.7%	14.5%	4.2%	-8.4%	23.9%	6.3%	-9.8pct	-8.2pct	18.7%	-9.6pct
迎驾贡酒	40.5%	27.1%	28.1%	31.6%	37.4%	27.6%	-3pct	0.5pct	34.0%	-1.8pct
老白干酒	13.1%	12.8%	9.4%	3.7%	13.6%	10.9%	0.5pct	-1.9pct	12.4%	-0.5pct
基地型次高端	33.8%	24.2%	18.6%	-6.2%	30.6%	18.4%	-3.2pct	-5.8pct	27.1%	-3.7pct
金种子酒	-13.1%	-17.7%	-19.6%	-104.3%	-8.0%	-108.4%	5.1pct	-90.6pct	-27.5%	-12.5pct
金徽酒	21.1%	9.9%	4.7%	5.0%	18.7%	1.3%	-2.4pct	-8.6pct	11.8%	-5.2pct
天佑德酒	15.6%	-6.6%	-14.3%	-7.9%	11.9%	-22.6%	-3.7pct	-15.9pct	1.8%	-5.8pct
伊力特	18.1%	6.7%	-11.1%	18.7%	17.3%	-19.2%	-0.8pct	-25.9pct	11.3%	-3.9pct
顺鑫农业	8.7%	-8.2%	-7.5%	-16.9%	4.8%	-5.4%	-3.9pct	2.8pct	1.1%	-2.7pct
中低档	11.7%	-2.8%	-6.4%	-8.7%	9.7%	-7.2%	-2pct	-4.4pct	3.9%	-3.2pct
合计	39.9%	34.5%	36.3%	26.7%	39.5%	32.7%	-0.4pct	-1.8pct	37.3%	-0.6pct

资料来源：Wind，国海证券研究所

分红率：加强股东回报，强化资本信心。去年以来，在行业整体承压背景下，上市酒企积极通过加大分红比例、增强回购等方式提升股东回报，贵州茅台/泸州老窖/古井贡酒/山西汾酒分红率提至 79%/78%/66%/65%，五粮液报表追溯下 200 亿元现金分红+集团增持持续筑底。当前包括泸州老窖、五粮液、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、贵州茅台、伊力特在内酒企股息率已突破 4%，另外多家酒企连续提升现金分红比例，以强化资本市场信心。

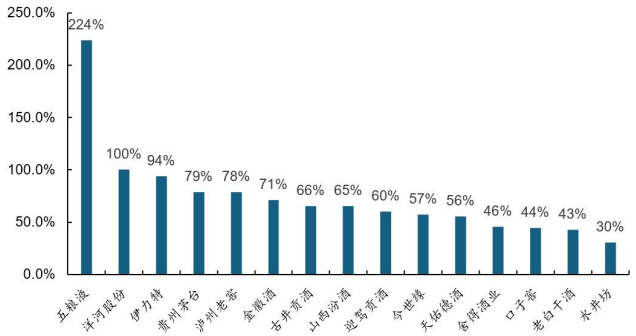
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：主要酒企股息率统计



资料来源：Wind，国海证券研究所。注：股息率统计截至2026/9/1，对应 2025 年分红金额。

图 14：主要酒企 2025 年分红率统计



资料来源：Wind，国海证券研究所。

2、投资建议：大浪淘沙，底部寻金

白酒：业绩出清，底部渐明，首选经营确定性较强的优质龙头，维持行业“推荐”评级。首推规模优先、经营确定性强、品牌价值靠前的贵州茅台，公司品牌底蕴深厚，并积极主动推动市场化改革，卸下历史包袱，普茅千元价格带地位稳固，价格随行就市下动销超预期，提价更提高业绩确定性，在行业困境中展现穿越周期的经营韧性，同时在份额提升的逻辑下，有望打开二次成长空间，估值加速上修；其次是出清前置，经营或已行至右侧的迎驾贡酒、今世缘、金徽酒，业绩逆势增长或驱动估值修复；再是预期足够低、基本面稳定的酒企，推荐泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒，同时关注组织改革的洋河，维持行业“推荐”评级。

3、风险提示

政策风险。受地方、中央规范政策影响，叠加消费税改革、价格监管，白酒需求受到打压。

消费复苏不及预期。消费复苏弱于预期，终端动销放缓，商务、礼赠场景恢复力度不足，白酒需求进一步走弱。

批价波动引起市场恐慌。批价反映经销商的盈利预期，若批价持续走弱，影响渠道利润，直接动摇渠道稳定性，引发市场参与者恐慌。

宏观流动性收缩。宏观流动性持续收缩，抑制投资需求，进而对白酒估值水平形成压制。

酒企改革不及预期。部分酒企在战略推进、管理层调整、营销变革等方面推进缓慢，改革成效未达预期，影响企业经营动能。

下载日志已记录，仅供内部参考

【食品饮料小组介绍】

刘旭德，首席分析师，全面覆盖食品饮料板块。北京大学硕士，五年食品饮料新财富团队工作经验，曾就职于华创证券，2021-2024 年连续四届新财富、新浪金麒麟最佳分析师第一名团队核心成员，2025 年新财富最佳分析师评选第二名团队核心成员。具备大型企业咨询服务经验，深入产业一线，对食品饮料行业周期复盘、企业管理运营，具备较强认知，擅于从产业视角判断行业演绎规律，提出前瞻性判断。2026 年加入国海证券，任食品饮料组首席分析师。

胡家东，分析师，覆盖白酒、黄酒、红酒、低度酒板块。复旦大学金融学硕士，五年食品饮料研究经验，2023 年新财富最佳分析师评选入围团队核心成员、新浪财经金麒麟菁英分析师。具备特色产业研究视角，与酒类上市公司联系紧密、产业资源丰富。2025 年加入国海证券食品饮料组。

陈熠，分析师，覆盖啤酒、低度酒、乳制品、保健品板块。复旦大学金融学硕士，五年食品饮料研究经验，曾就职于国盛证券、德邦证券等。2023 年新财富最佳分析师食品饮料行业第 4 名团队成员。对产业链和上市公司跟踪紧密，擅长把握边际变化，自下而上挖掘投资机会。2026 年加入国海证券食品饮料组。

肖悦，分析师，覆盖零食、连锁卤味板块。香港中文大学硕士，一年食品饮料研究经验，2025 年加入国海证券食品饮料组。

【分析师承诺】

刘旭德，胡家东，本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、

下载日志已记录，仅供内部参考

意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。