下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

食品饮料行业

双节动销反馈 1：五省白酒经销商访谈

行业评级

买入

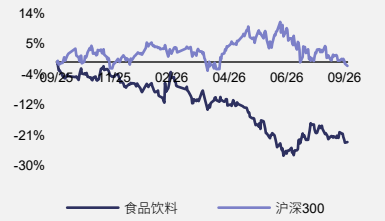
前次评级 买入

五省白酒经销商动销反馈。（1）整体来看：根据多地经销商的反馈，步入 7-8 月江苏、河南、湖南白酒行业动销环比改善，各地白酒行业库存处于低位。**（2）分公司来看：**根据多地经销商的反馈，动销端，茅五动销相对较好，7 月以来四川地区国窖动销虽仍然承压但环比改善，近期今世缘省内动销略有改善，汾酒在浙江地区动销稳健，库存端，头部品牌渠道库存均有下降。**（3）分场景来看：**整体消费场景呈缓慢恢复趋势。各地均反馈今年以来政商务场景尚未明显恢复，部分地区反馈今年以来宴席场景升学宴、婚宴场次有所增长，但各地宴席单场桌数规模均有下降，预计宴席场景对白酒需求拉动有限，礼赠方面多地反馈有待观察。**（4）展望后续双节动销表现：**多地经销商反馈今年中秋旺季启动较慢，中秋国庆动销情况有待观察，普遍对中秋国庆需求端改善持谨慎态度，预计茅台及五粮液表现或相对较好。我们认为，当前整体消费场景弱复苏，头部品牌需求韧性较强，若临近双节礼赠需求改善明显，中秋动销或好于预期，同时重点关注双节期间批价走势，批价的稳定对节后渠道信心至关重要。

投资建议。（1）白酒：核心推荐：今世缘、山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒、迎驾贡酒。（2）大众品：核心推荐：燕京啤酒、天味食品、颐海国际、鸣鸣很忙、东鹏饮料、安井食品、伊利股份、妙可蓝多、新乳业、百龙创园、盐津铺子、万辰集团。

风险提示。宏观环境不及预期风险、消费力恢复不及预期、食品安全问题。

相对市场表现



符蓉

SAC 执证号：S0260523120002
SFC CE No. BWC944
furong@gf.com.cn

郝宇新

SAC 执证号：S0260523120010
SFC CE No. BVZ687
haoyuxin@gf.com.cn

谌保罗

SAC 执证号：S0260525120001
chenbaoluo@gf.com.cn

请注意，谌保罗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

食品综合行业 2026 年中报总结:行业表现分化，头部总体较优	2026-09-01
白酒行业 2026 年中报总结:需求平淡，务实去库	2026-09-01
食品饮料行业 2026 年中报总结:中报概述：需求环比走弱，白酒持续出清	2026-08-31

下载日志已记录，仅供内部参考

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
今世缘	603369.SH	CNY	28.99	2026/08/17	买入	38.00	2.11	2.24	13.74	12.94	9.49	8.95	14.50	14.10
山西汾酒	600809.SH	CNY	112.68	2026/08/31	买入	163.19	8.16	8.91	13.81	12.65	9.96	9.18	23.20	23.50
泸州老窖	000568.SZ	CNY	73.48	2026/08/27	买入	105.00	5.27	5.84	13.94	12.58	9.96	9.00	15.00	16.00
贵州茅台	600519.SH	CNY	1277.96	2026/08/16	买入	1529.00	66.48	70.74	19.22	18.07	13.64	12.85	32.20	32.00
古井贡酒	000596.SZ	CNY	92.10	2026/04/29	买入	131.60	6.58	7.07	14.00	13.03	10.25	9.50	13.00	13.20
迎驾贡酒	603198.SH	CNY	38.05	2026/08/27	买入	44.00	2.62	2.85	14.52	13.35	10.49	9.65	18.20	18.40
燕京啤酒	000729.SZ	CNY	11.13	2026/08/21	买入	15.34	0.77	0.91	14.45	12.23	8.95	7.78	13.10	14.70
天味食品	603317.SH	CNY	12.75	2026/08/25	买入	18.34	0.73	0.81	17.47	15.74	13.62	12.14	17.00	18.60
颐海国际	01579.HK	HKD	13.92	2026/08/27	买入	18.37	0.94	1.07	12.78	11.23	7.67	6.83	20.10	22.80
鸣鸣很忙	01768.HK	HKD	389.60	2026/08/25	买入	502.55	21.75	29.74	15.46	11.31	10.20	6.90	36.90	33.60
东鹏饮料	605499.SH	CNY	112.63	2026/08/02	买入	177.61	7.10	7.77	15.86	14.50	12.21	11.23	24.40	24.40
安井食品	603345.SH	CNY	74.36	2026/08/25	买入	102.23	5.11	5.99	14.55	12.41	8.11	7.23	10.60	12.00
伊利股份	600887.SH	CNY	26.85	2026/01/20	买入	35.20	1.76	1.99	15.26	13.49	9.19	8.47	19.40	20.90
妙可蓝多	600882.SH	CNY	19.25	2026/08/24	增持	21.00	0.69	0.91	27.90	21.15	12.73	10.45	7.40	9.30
新乳业	002946.SZ	CNY	14.70	2026/05/31	买入	20.54	1.03	1.20	14.27	12.25	7.94	7.43	20.60	21.20
百龙创园	605016.SH	CNY	21.38	2026/04/08	买入	30.49	1.17	1.57	18.27	13.62	12.20	8.94	21.40	23.80
盐津铺子	002847.SZ	CNY	43.75	2026/08/20	买入	57.03	3.17	3.71	13.80	11.79	9.48	8.24	33.40	32.80
万辰集团	300972.SZ	CNY	178.80	2026/08/31	买入	265.18	13.26	18.31	13.48	9.77	6.16	4.53	78.90	61.80

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、周度聚焦：五省白酒经销商动销反馈 4
（一）白酒：近期白酒动销环比改善，经销商双节预期较为谨慎 4
（二）分区域看：苏豫湘动销改善、各地库存普遍较低 4
二、投资建议 5
三、风险提示 6

下载日志已记录，仅供内部参考

一、周度聚焦：五省白酒经销商动销反馈

（一）白酒：近期白酒动销环比改善，经销商双节预期较为谨慎

风险提示：调研覆盖面较窄，未必反映市场全貌。

总结：本周我们与江苏、浙江、四川、河南、湖南等地白酒经销商做了沟通交流，整体来看，7-8 月以来江苏、河南、湖南白酒行业动销环比改善，白酒行业库存处于低位，多地经销商反馈茅五等头部品牌动销相对较好，但政商务需求恢复缓慢，宴席场次或略有增加但规模同比缩小，当前经销商仅小批量备货，对中秋国庆的积极性一般，多数经销商持谨慎态度。

分公司：茅五动销相对较好，头部品牌渠道库存均有下降。（1）贵州茅台：动销端，河南经销商反馈茅台动销强劲，需求恢复较好，江苏、湖南、浙江及四川经销商反馈近期动销稳健，价格稳定，库存端，各地均反馈库存处于低位且同比下降；（2）五粮液：动销端，四川经销商反馈今年以来五粮液动销同比增长，其余多地反馈五粮液动销平稳，近期批价上行主要系控货所致，库存端，多地库存持续去化，四川、河南库存降幅明显；（3）泸州老窖：动销端，多地反馈因公司执行控货挺价，今年以来国窖动销承压，四川经销商反馈 7 月以来动销环比改善，库存端，多地反馈库存同比下降；（4）今世缘：江苏反馈近期动销略有改善，库存同比下降，浙江反馈今年以来动销同比稳健，库存略高；（5）汾酒：浙江反馈今年以来汾酒动销同比微增，优于其他省区，库存同比持平。

分场景：政商务仍待恢复，各地宴席及礼赠需求略有分化。（1）政商务：各地均反馈今年以来政商务场景尚未明显恢复，其中河南地区呈逐步恢复趋势，浙江地区预计仍然承压；（2）宴席：部分地区反馈今年以来宴席场景升学宴、婚宴场次有所增长，但各地宴席单场桌数规模均有下降，预计宴席场景对白酒需求拉动有限，且各大品牌竞争激烈；（3）礼赠：多地反馈当前中秋礼赠需求有待观察，浙江反馈受政策影响预计送礼场景有所承压。

展望后续双节动销表现：多地经销商反馈今年中秋旺季启动较慢，中秋国庆动销情况有待观察，茅台及五粮液或表现相对较好，多数经销商对中秋国庆需求端改善持谨慎态度。

（二）分区域看：苏豫湘动销改善、各地库存普遍较低

风险提示：调研覆盖面较窄，未必反映市场全貌。

江苏白酒经销商：7 月以来动销逐月改善，库存处于低位。（1）动销表现：经销商反馈江苏地区近期茅台动销略有改善，价格较为稳定，五粮液近期批价有所提升，高度国窖动销偏弱、低度相对稳定，地产酒中，洋河高端承压，百元及以下价位带销量有所增长，今世缘动销同比略有改善。（2）库存情况：经销商反馈江苏地区茅台库存较低，五粮液、老窖库存持续去化中，地产酒中，今世缘库存同比下降，洋河库存略有下降主要系控货所致。（3）需求&双节展望：经销商反馈 7 月以来江苏市场白酒动销环比改善，其中宴席、聚饮及自饮等细分场景有所增长，商务场景尚未明显恢复。经销商反馈今年中秋旺季启动较慢，中秋国庆动销情况有待观察，经销商对中秋国庆需求端改善持谨慎态度。

下载日志已记录，仅供内部参考

浙江白酒经销商：预计中秋国庆动销较弱，当前终端白酒库存较低。（1）动销表现：经销商反馈今年以来浙江市场整体动销相对偏弱，其中汾酒动销同比实现微增长，茅台、今世缘、五粮液动销同比小幅下滑至持平，高度国窖动销偏弱。当前渠道小批量备货，临近节日预计流速加快。（2）库存情况：经销商反馈浙江地区当前流通产品渠道库存基本均处于较低水平，主要系今年多数品牌的经销商合同量与 25 年实际完成持平或下降。具体品牌来看，茅台库存同比下降，其中非标下降较多，国窖库存同比有所下降，汾酒终端库存同比持平，今世缘库存略高。（3）需求&双节展望：经销商预计浙江地区中秋国庆白酒动销仍将偏弱。受政策影响，政商务场景相对承压，送礼场景预计亦有一定影响，婚宴场次略有增加，但单场桌数规模与开瓶预计仍有减少。

四川白酒经销商：茅五动销较好，库存持续去化。（1）动销表现：经销商反馈今年以来成都地区各价位带品牌动销表现分化。高端酒中，茅台动销相对稳健，五粮液低价策略下，动销同比增长，经销商认为近期五粮液提价较好稳定了市场信心，国窖坚定挺价策略下动销承压，7 月以来动销环比有所改善；次高端酒中，特曲 60 动销增长，剑南春动销平稳，舍得及水井坊动销均有承压。（2）库存情况：经销商反馈成都地区 7 月以来主流产品库存均在降低，茅台库存同比略降，五粮液库存大幅下降，国窖及剑南春库存同比略有下降。（3）未来展望：经销商认为高端酒行业价格底部已过，行业处于筑底阶段，同时渠道表现分化，线下烟酒店数量减少，即时零售、电商、私域等线上渠道成为增长极。

河南白酒经销商：酱酒头部品牌动销较好，茅五库存下降。（1）动销表现：经销商反馈，7-8 月高端酒中茅台提价后动销依然强劲，社会需求恢复较好，次高端产品动销优于去年同期。经销商反馈今年以来其余主要酱酒中，茅台系列酒降价后，动销复苏明显，珍酒中大珍及珍 15 成为销量增长点，郎酒动销平稳，习酒弱于郎酒，其余品牌在本轮白酒行业调整中发展较为落后。（2）库存情况：茅台飞天及系列酒库存均大幅下降，五粮液库存亦有明显下降。（3）需求&双节展望：经销商反馈河南地区政商务场景逐步恢复，自饮消费表现平稳，预计中秋国庆河南地区白酒动销持平微增，大部分品牌持平，发展态势较好的品牌将有所增长。

湖南白酒经销商：8 月以来动销环比改善，全渠道库存较低。（1）动销情况：经销商反馈 8 月以来湖南地区白酒整体动销环比有所改善，主要系去年同期低基数原因。当前头部白酒品牌批价平稳，部分有所上行，主要系供给端（厂家控量、渠道库存较低）原因，并非需求端回暖，若双节后批价稳定甚至上行，将提振渠道信心。（2）库存情况：经销商反馈当前采取小单快补的进货模式，湖南地区行业全渠道库存预计处于较低水平，其中茅台库存同比下降。（3）双节展望：当前中秋动销刚启动，最终动销情况有待观察，预计中秋国庆整体动销同比下滑，仅少数头部酒企核心大单品（茅台普飞、五粮液普五）增长可能性较大。消费场景方面，经销商反馈湖南地区今年以来政商务消费弱复苏，升学宴场次未减少但规模明显缩小，当前国庆婚宴订单同比减少，礼赠场景预计有一定增长。

二、投资建议

投资建议：（1）白酒：核心推荐：今世缘、山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒、迎驾贡酒。（2）大众品：核心推荐：燕京啤酒、天味食品、颐海国际、鸣鸣很忙、东鹏饮料、安井食品、伊利股份、妙可蓝多、新乳业、百龙创园、盐津铺子、万辰集团。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、风险提示

（一）宏观环境不及预期风险

如果宏观经济复苏不及预期，消费者消费能力将短期承压。另外，高端商务宴请等消费场景也将受到压制，从而影响对高端白酒需求。

（二）消费力恢复不及预期

由于行业中部分产品具备可选消费的属性，居民消费能力对需求有显著影响，若居民消费能力恢复不及预期，或将减少对可选消费品的购买。

（三）食品安全问题

如果食品行业出现食品安全问题，将影响终端消费者需求。



下载日志已记录，仅供内部参考

广发食品饮料研究小组

符　蓉　：首席分析师，金融学硕士，11 年证券与基金投研经验。

郝宇新　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴思颖　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

胡　慧　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

殷卓龙　：资深分析师，管理学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

谌保罗　：高级分析师，金融学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



符蓉

SAC 执证号：S0260523120002
SFC CE No. BWC944
furong@gf.com.cn



郝宇新

SAC 执证号：S0260523120010
SFC CE No. BVZ687
haoyuxin@gf.com.cn



谌保罗

SAC 执证号：S0260525120001
chenbaoluo@gf.com.cn

请注意，谌保罗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

下载日志已记录，仅供内部参考

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与安井食品(02648)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。