下载日志已记录，仅供内部参考

国海证券 SEALAND SECURITIES

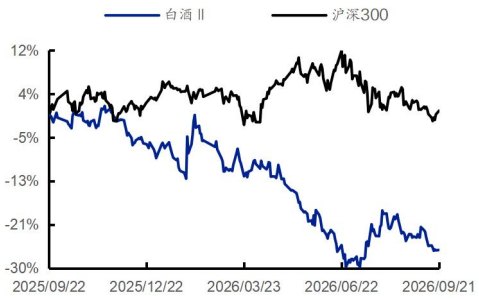
2026 年 09 月 22 日 | 行业研究 | 评级：推荐(维持)

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

底部特征何处寻？

——白酒周期寻金深度系列

最近一年走势



行业相对表现			2026/09/21
表现	1M	3M	12M
白酒Ⅱ	-2.3%	0.5%	-27.1%
沪深 300	-1.7%	-8.1%	0.8%

相关报告

《白酒行业 2026 年中报总结：报表加速出清，供需拐点渐现（推荐）*白酒Ⅱ*刘旭德，胡家东》——2026-09-02

《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：

2026Q2 白酒行业泥沙俱下，酒企报表加速出清。本文作为《白酒寻金系列》报告第四篇，聚焦分析白酒行业底部区间的特征，重点回答以下问题：1、当前白酒行业行至何处？2、白酒行业修复有哪几个前瞻性特征？3、如何展望贵州茅台的经营节奏？

- **白酒行业当前行至何处？**2026Q2A 股酒企营收/归母净利润分别同比-18.0%/-21.4%，主要原因一是 2025 年场景受损仍有延续，二是酒企报表主动出清，聚焦去库纾压，三是加大费投梳理渠道状态。从行业集中度上看，贵州茅台占比被动提升，Q2 收入/归母净利润分别同比提升 7.2pct/12.8pct，龙头份额加速集中，其余前六大酒企均同比大幅下滑（剔除报表调整的五粮液）。白酒行业需求受限于宏观经济环境，企业难以短期扭转态势，更需聚焦观察供需缺口修复，而 2026Q2 酒企报表主动出清，行业供需扭转，底部区间特征明显。
- **底部区间三重特征，预示周期拐点。**白酒行业由筑底到回升，先动销好转修复估值，后报表兑现贡献业绩。我们认为，以下行业底部区间特征值得关注，一是龙头贵州茅台集中度提升至历史高位，其他酒企业绩压力释放更充分；二是 2026Q2 白酒板块公募持仓降至 2013 年较低水平，若后续资金风格切换，白酒有望承接增量资金；三是公司主动缩减生产，现金流质量回升，2026Q2 白酒行业回款同比增速仍处于低位，渠道现金流企稳改善，但尚未进入全面修复区间，同时酒企资本开支、库存及产量同步收缩，对未来供给扩张趋于谨慎，减少新增产能投入，降低库存消化历史包袱。
- **贵州茅台：改革驱动重塑，独立α渐清晰。**2026H1 飞天放量高增，H2 供给或紧俏，若需求短期波动较大，批价具备更强的向上弹性。我们认为，当前茅台酒整体供需适配，即便后续需求端小幅回升，公司亦有充足的供给予以应对，预计批价整体保持理性，同时随着“黄牛”、社会渠道等非理性溢价逐步挤出，价格体系有望进一步反映真实供需关系。投资层面，我们建议以长周期视角审视公司的价值底色，本轮调整期内公司展现出较强的战略定力，随着市场化改革持续深化，公司经营机制与运营效率有望持续改善，投机性库存、回流酒等历史包袱亦逐步卸下，为长期经营奠定良好的基础。
- **业绩加速出清，底部区间渐明，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向好，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，估值有望加速上修，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、 白酒行业当前行至何处？ 4
2、 底部区间三重特征，预示周期拐点 5
2.1、十年轮回，贵州茅台集中度再度提升至高位 6
2.2、十年再沉底，白酒筹码回至 2013 年底部区间 7
2.3、公司主动控产，现金流质量回升 8
3、 贵州茅台：改革驱动重塑，独立α渐清晰 11
4、 投资建议：大浪淘沙，探底寻金 14
5、 风险提示 14

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 2026Q2 白酒报表加速出清 5
图 2: 行业调整节奏推演 5
图 3: 2026Q2 贵州茅台归母净利润占上市酒企比重突破 80% 6
图 4: 2014 年白酒板块指数处于底部区间 7
图 5: 2026 年白酒指数再度落至底部区间 7
图 6: 对比两轮周期，本轮酒企调整更为剧烈 7
图 7: 贵州茅台未进公募前十大持仓 8
图 8: 2026Q2 贵州茅台持仓占比回至底部区间水平 8
图 9: 上轮周期底部区间酒企库存量（万吨）快速消化 9
图 10: 酒企减少资本性开支 9
图 11: 2026H1 酒企普遍减产，库存量减小 9
图 12: 销售回款、应收项目等现金流项目先于收入、归母净利润反应 10
图 13: 白酒需求修复逻辑传导 10
图 14: 根据可供基酒测算，未来 4 年整体可供基酒销量增长有限 11
图 15: 贵州茅台市场化运营十六字方针 12
图 16: 飞天批价传导逻辑 12
图 17: 中秋前飞天批价持续上涨，随后保持平稳 12
图 18: 2026 年飞天批价稳中有升 12
图 19: 2026 年精品茅台批价保持平稳 12
图 20: 2026 年生肖经典批价保持平稳 13
图 21: 2026 年茅台 15 年酒批价保持平稳 13
图 22: 2026Q4 飞天批价或保持平稳 13



下载日志已记录，仅供内部参考

前言：2026Q2 白酒行业泥沙俱下，酒企报表加速出清，单 Q2 行业营收/归母净利润分别同比-18.0%/-21.4%。本文作为《白酒寻金系列》第四篇，站在当前时间节点，聚焦分析白酒底部区间的特征，重点回答以下问题：

1、当前白酒行业行至何处？

2、白酒行业步入底部区间有哪些特征？

3、如何展望贵州茅台的经营节奏？

1、白酒行业当前行至何处？

2026 年上半年仍处于高基数区间，叠加场景受损仍有延续，酒企主动加速出清，表观业绩承压。单 Q2A 股酒企营收/归母净利润分别同比-18.0%/-21.4%，若剔除贵州茅台，分别同比-29.0%/-54.1%，我们考虑一是 2025 年场景受损仍有延续，二是酒企报表主动加速出清，聚焦渠道去库纾压，三是加大费投梳理渠道状态。值得注意的是：

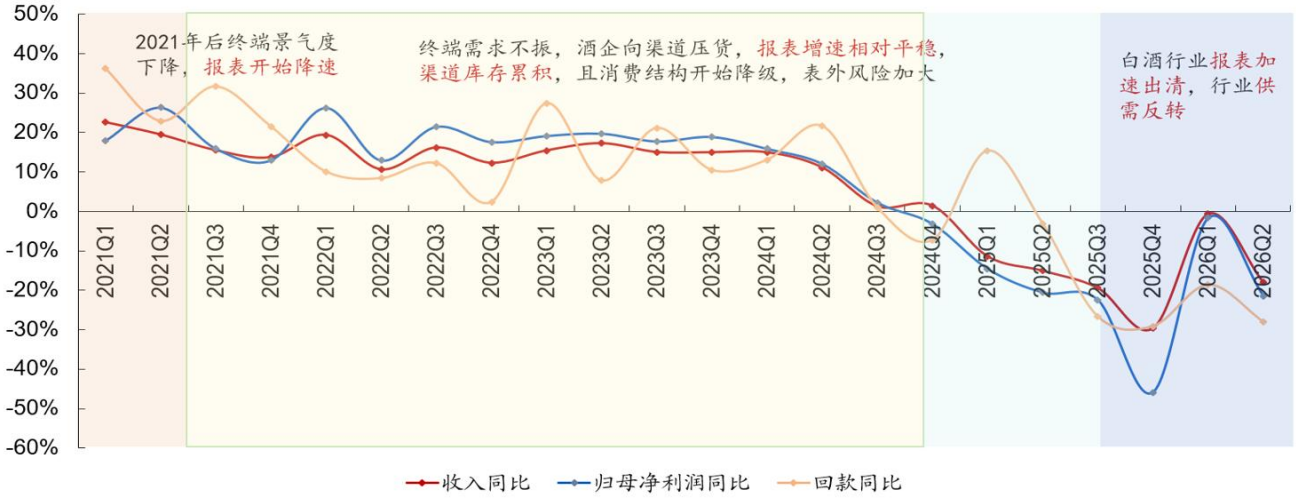
- **CR6 酒企收入/利润同比大幅下滑，贵州茅台占比被动提升。**贵州茅台 2026Q2 收入/归母净利润同比-5.2%/-6.9%，占比分别同比提升 7.2pct/12.8pct 至 57.6%/82.0%，龙头份额加速集中。2026 上半年前六大酒企仅贵州茅台实现收入同比增长 1.3%，归母净利润同比微降 2.0%，其余酒企收入/利润均同比大幅下滑（剔除报表调整的五粮液）。

- **白酒供需拐点已至，贵州茅台或走出独立行情。**白酒行业需求受限于宏观经济环境，企业难以短期扭转态势，当前观察行业的核心应落脚在供需缺口修复层面，2024Q3 起多数上市酒企收入与归母净利润同比增速转负，2025Q3 大幅同比下滑出清，当前 2026Q2 行业供需逐步扭转，底部区间特征明显。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：2026Q2 白酒报表加速出清

	收入：亿元			收入同比增速			归母净利润：亿元			归母净利润同比增速		
	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%
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%
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%
前六大酒企合计	1,161.2	567.6	1,728.8	1.3%	-17.8%	-5.9%	484.5	203.6	688.1	0.0%	-20.8%	-7.3%
上市酒企合计	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%
茅台占前六大酒企占比	47.1%	66.2%	53.4%	2.2pct	8.8pct	3.8pct	56.2%	84.8%	64.7%	0.8pct	12.7pct	3.5pct
茅台占上市酒企占比	41.3%	57.6%	46.6%	2.7pct	7.2pct	3.7pct	52.3%	82.0%	60.9%	1.6pct	12.8pct	4.0pct

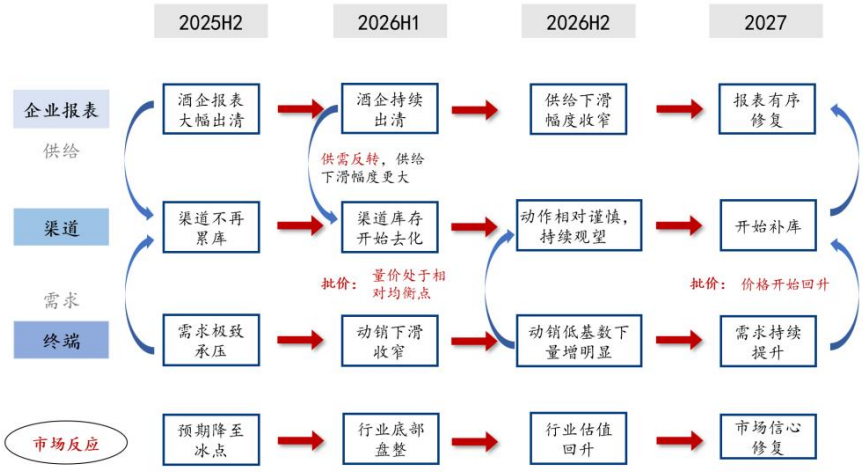


资料来源：Wind，国海证券研究所

2、底部区间三重特征，预示周期拐点

周期回升，动销先行，渠道商感知在前。我们在《从共荣到淘汰赛，寻找火炼的真金——白酒周期寻金系列开篇》中提及，白酒行业由筑底到回升，先动销好转修复估值，后报表兑现贡献业绩。渠道现金流改善、经销商从谨慎观望到补库、主流白酒批价上行，往往预示着酒企基本面有望迎来拐点，探底回升。

图 2：行业调整节奏推演



资料来源：渠道调研，国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

周期触底并非一蹴而就，往往伴随多重特征逐步显现。我们认为，若下述三重底部区间特征开始出现，或意味着行业拐点渐近。

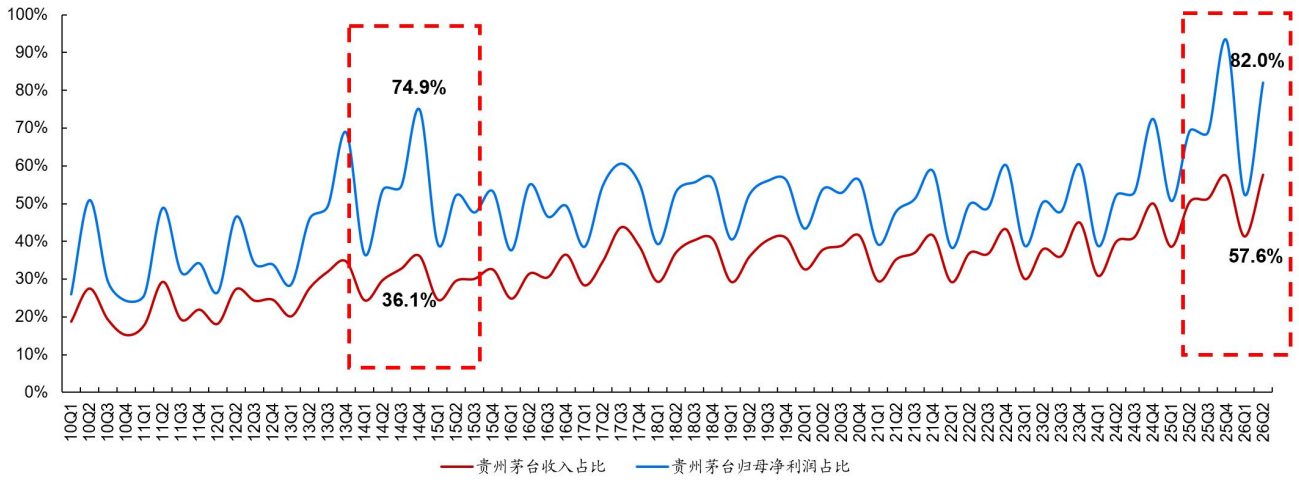
2.1、十年轮回，贵州茅台集中度再度提升至高位

对比两轮周期来看，行业行至周期底部区间，贵州茅台的收入及归母净利润集中度被动抬升至历史高位。复盘两轮周期表现，龙头集中度达到阶段性高位，往往意味着行业内其他酒企出清已较为充分，后续若库存进一步降至合理水平，供需缺口（供大于需）再次拉大，业绩降幅有望收窄，行业估值修复打开空间。

- **上轮周期：贵州茅台 2014Q4 集中度达到高点后，行业逐渐走出底部区间。**2014Q4 白酒指数持续磨底，行业库存加速出清，贵州茅台收入/归母净利润集中度分别提升至 36.1%/75.3%，主要系其他酒企业绩加速出清，而龙头酒企保持相对稳健，推动行业收入及归母净利润持续向头部集中。至 2015 年，伴随行业库存降至底部区间，去库存阶段基本完成，行业供需关系改善，白酒板块迎来估值修复，迎接右侧行情。

- **本轮周期：呈现类似底部区间特征，贵州茅台集中度再破新高。**当前白酒行业再次步入底部区间，多数酒企报表加速出清，并主动减量聚焦去库。在此背景下，2026Q2 贵州茅台收入/归母净利润集中度进一步提升至 57.6%/82.0%，再次突破此前新高。同时，白酒行业指数已下跌至较低水平，相较沪深 300 指数明显走弱。

图 3：2026Q2 贵州茅台归母净利润占上市酒企比重突破 80%



资料来源：Wind，国海证券研究所

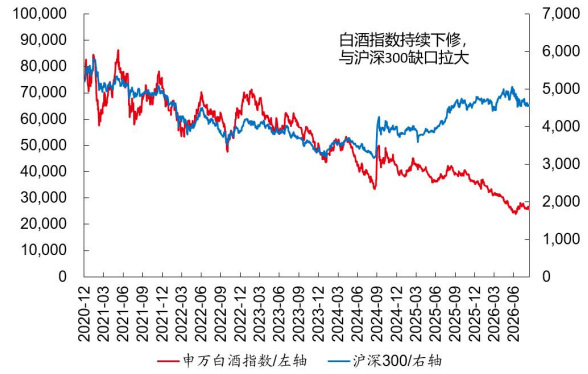
下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：2014 年白酒板块指数处于底部区间



资料来源：Wind，每日经济新闻，八桂酒茶礼公众号，国海证券研究所

图 5：2026 年白酒指数再度落至底部区间



资料来源：Wind，国海证券研究所

相较上轮周期，本轮行业出清更剧烈。龙头集中度抬升幅度更大。2025-2026H1 前六大酒企收入/归母净利润端均出现不同程度的下滑，2025/2026H1 贵州茅台归母净利润亦同比微降 4.5%/2.0%，而上轮 2013-2014 年贵州茅台收入/归母净利润保持相对稳健，其余酒企虽同样承压，但报表下滑幅度整体弱于本轮。叠加 2016 年后供给侧中小酒企持续出清，进一步推动份额向头部集中。

因此，相较上一轮周期，本轮在龙头自身业绩有所下滑的背景下，其他酒企出清更为充分，推动贵州茅台收入、归母净利润集中度演绎至更高水平。

图 6：对比两轮周期，本轮酒企调整更为剧烈

	收入同比增速						归母净利润同比增速					
	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	洋河股份	古井贡酒	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	洋河股份	古井贡酒
2012	43.8%	33.7%	37.1%	44.4%	35.6%	26.9%	51.9%	61.3%	51.1%	70.0%	53.1%	28.1%
2013	16.9%	-9.1%	-9.7%	-6.0%	-13.0%	9.1%	13.7%	-19.7%	-21.7%	-27.6%	-18.7%	-14.3%
2014	2.1%	-15.0%	-48.7%	-35.7%	-2.3%	1.5%	1.4%	-26.8%	-74.4%	-63.0%	-9.9%	-4.0%
2015	3.4%	3.1%	28.9%	5.4%	9.4%	13.0%	1.0%	5.8%	67.4%	46.3%	19.0%	19.9%
2016	19.0%	13.3%	20.3%	6.7%	7.0%	14.5%	7.8%	9.9%	30.9%	16.2%	8.6%	15.9%
2017	49.8%	23.0%	25.2%	37.1%	15.9%	15.8%	62.0%	42.6%	32.7%	56.0%	13.7%	38.5%
2018	26.5%	32.6%	25.6%	55.4%	21.3%	24.7%	30.0%	38.4%	36.3%	55.4%	22.5%	47.6%
2019	16.0%	25.2%	21.2%	26.6%	-4.3%	19.9%	17.1%	30.0%	33.2%	32.2%	-9.0%	23.7%
2020	11.1%	14.4%	5.3%	17.8%	-8.8%	-1.2%	13.3%	14.7%	29.4%	58.8%	1.3%	-11.6%
2021	11.9%	15.5%	24.0%	42.8%	20.1%	28.9%	12.3%	17.2%	32.5%	72.6%	0.3%	23.9%
2022	16.9%	11.7%	21.7%	31.3%	18.8%	25.9%	19.6%	14.2%	30.3%	52.4%	24.9%	36.8%
2023	19.0%	12.6%	20.3%	21.8%	10.0%	21.2%	19.2%	13.2%	27.8%	28.9%	6.8%	46.0%
2024	15.7%	7.1%	3.2%	12.8%	-12.8%	16.4%	15.4%	5.4%	1.7%	17.3%	-33.4%	20.2%
2025	-1.2%	-54.6%	-17.5%	7.5%	-33.5%	-20.1%	-4.5%	-71.9%	-19.6%	0.0%	-66.9%	-35.7%
2026H1	1.5%	20.9%	-36.4%	-12.2%	-28.8%	-27.0%	-2.0%	89.3%	-43.4%	-24.3%	-40.1%	-40.9%

资料来源：Wind，国海证券研究所

2.2、十年再沉底，白酒筹码回至 2013 年底部区间

白酒筹码十年再回落底部区间，降至 2013 年底部较低区间水位，后续有望承接资金再配置。从持仓结构看，白酒板块持仓占比自 2021Q1 高点 17.4%下行至 2026Q2 的 2.1%，高于 2013Q3 水平，处于历史低位区间。2026Q2 贵州茅台亦由公募前十大重仓股跌至第十三位。若后续景气板块持仓过度集中情况缓解，前期拥挤交易逐步消化，白酒有望成为资金再配置的重要承接方向。

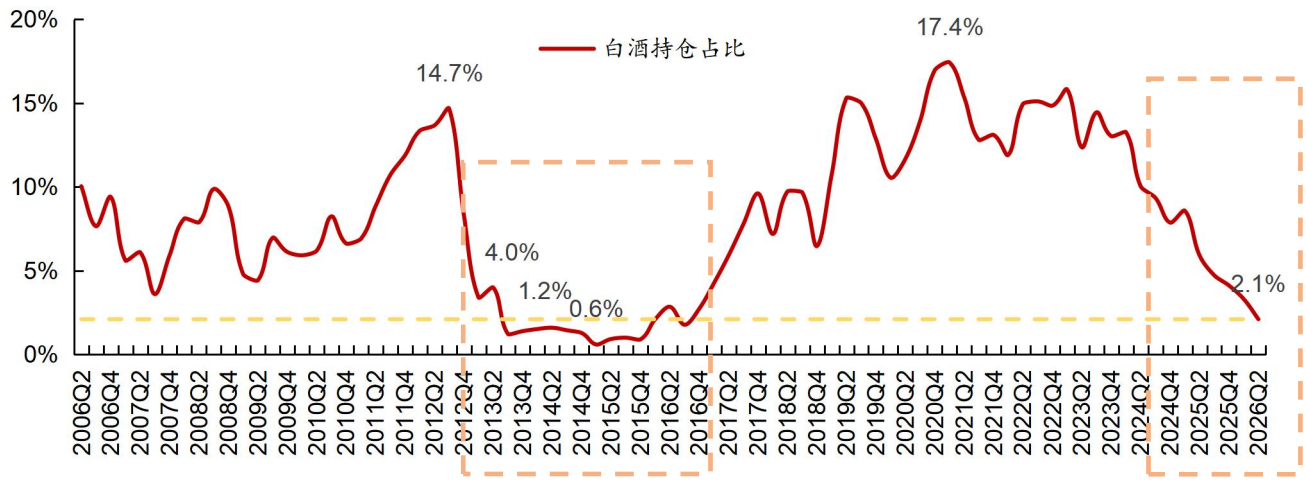
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：贵州茅台未进公募前十大持仓

2026Q1			2026Q2		
序号	名称	持股总市值（亿元）	序号	名称	持股总市值（亿元）
1	宁德时代	1605.7	1	中际旭创	2605.3
2	中际旭创	1307.8	2	新易盛	2055.4
3	新易盛	1137.1	3	寒武纪	1317.2
4	贵州茅台	944.3	4	宁德时代	1153.6
5	紫金矿业	698.7	5	中微公司	916.7
6	腾讯控股	642.3	6	北方华创	836.1
7	中国平安	507.1	7	兆易创新	786.5
8	寒武纪	473	8	海光信息	781.1
9	阿里巴巴-W	466.7	9	东山精密	759
10	海光信息	420	10	源杰科技	652.4
11	药明康德	387.8	11	中芯国际	557.1
12	中微公司	383.1	12	澜起科技	542.5
13	招商银行	353.3	13	贵州茅台	467.8

资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：2026Q2 贵州茅台持仓占比回至底部区间水平



资料来源：Wind，国海证券研究所

2.3、公司主动控产，现金流质量回升

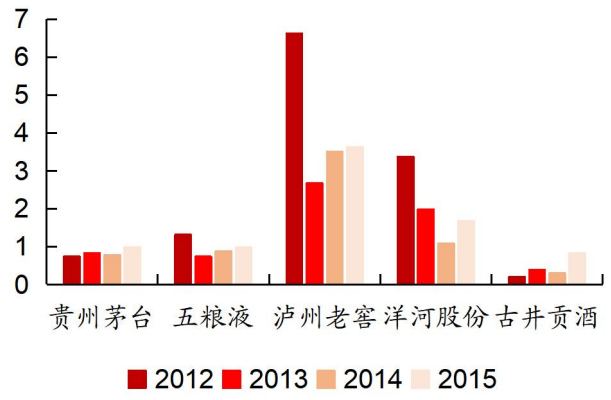
行业从扩张走向出清，酒企资本开支、库存及产量同步收缩。我们认为，行业上行周期中，酒企通过扩产提前布局增长；而随着行业进入深度调整，需求承压与库存去化推动酒企经营收缩。

- **一是资本开支减少，酒企对未来供给扩张趋于谨慎。**行业进入深度调整期，酒企对行业未来的发展态度更为审慎，主动放缓资本开支，减少对新增产能的投入，通过降低库存消化历史包袱。

下载日志已记录，仅供内部参考

➢ **二是酒企报表库存减少，生产基酒减少。**行业调整期渠道库存高企，酒企减少基酒生产，降低当期产量来匹配需求，报表库存亦随之消化，供给出清正由渠道端向酒企生产端进一步传导。

图 9：上轮周期底部区间酒企库存量（万吨）快速消化



资料来源：各公司公告，国海证券研究所

图 10：酒企减少资本性开支

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	洋河股份	古井贡酒
2012	22.2%	20.2%	45.6%	25.8%	9.4%	51.6%
2013	14.9%	-24.5%	-31.4%	-18.0%	-10.8%	2.4%
2014	0.5%	-18.7%	-19.3%	-26.7%	-4.4%	-1.5%
2015	11.1%	28.9%	-19.2%	-3.7%	17.1%	19.2%
2016	64.5%	26.7%	25.2%	10.6%	17.3%	11.3%
2017	5.6%	8.2%	57.3%	33.8%	3.7%	0.1%
2018	30.8%	28.7%	19.4%	45.7%	18.5%	30.1%
2019	12.7%	37.1%	24.6%	54.8%	0.2%	17.3%
2020	12.7%	-0.7%	-7.0%	1.0%	-23.5%	0.6%
2021	11.5%	29.2%	31.2%	84.2%	71.0%	43.7%
2022	17.9%	1.0%	14.9%	14.6%	-16.1%	11.7%
2023	16.4%	28.8%	21.9%	4.9%	12.8%	19.9%
2024	11.6%	-3.3%	26.7%	21.5%	-11.6%	11.6%
2025	0.7%	-10.3%	-30.6%	-3.1%	-37.0%	-12.7%
2026H1	3.5%	-63.3%	-40.1%	5.0%	-29.4%	-31.5%

资料来源：Wind，国海证券研究所。注：图表中数据为酒企资本开支同比增速。

值得注意的是，酒企限制于生产经营要求，通常不会大幅减产，而就 2026 年上半年来看，头部酒企，五粮液、泸州老窖中高档酒均减产超过 30%以上，预示当前市场库存水平或高于此比例。

图 11：2026H1 酒企普遍减产，库存量减小

公司简称	产品	26H1收入(亿元)	收入同比	产量(吨)	产量同比	期初库存量(吨)	期末库存量(吨)	库存量同比	库存量环比期初
贵州茅台	茅台酒	777.2	2.8%	-	-	-	-	-	-
	系列酒	129.3	-6.0%	-	-	-	-	-	-
五粮液	五粮液	236.3	72.8%	17,781.0	-30.4%	25,118.0	26,607.0	15.3%	5.9%
	其他酒	32.4	-60.2%	31,367.0	-59.1%	22,498.0	22,684.0	31.3%	0.8%
泸州老窖	中高档酒类	92	-38.9%	4,801.2	-77.4%	41,774.5	32,713.4	8.6%	-21.7%
	其他酒类	12.1	-10.3%	20,396.4	-14.7%	14,488.7	12,514.1	32.1%	-13.6%
山西汾酒	汾酒	206.2	-11.8%	-	-	-	-	-	-
	其他酒类	3.1	-35.1%	-	-	-	-	-	-
洋河股份	白酒	103.3	-	32,598.5	-33.3%	31,122.6	10,050.5	-38.3%	-67.7%
古井贡酒	年份原浆	79.7	-27.3%	33,732.3	8.6%	15,350.2	10,255.9	10.7%	-33.2%
	古井贡酒	10.5	-11.1%	18,246.8	9.9%	2,742.9	1,649.4	-22.8%	-39.9%
	黄鹤楼及其他	9.8	-34.6%	9,524.5	-29.3%	4,362.0	2,863.1	10.7%	-34.4%

资料来源：Wind，各公司公告，国海证券研究所

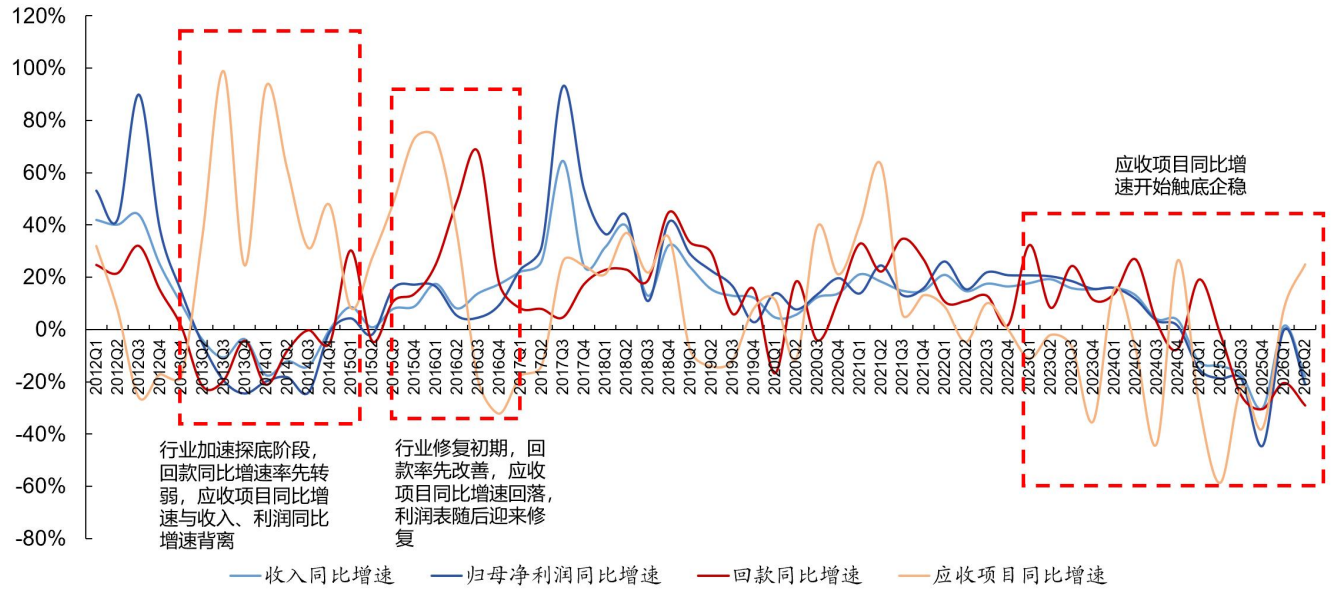
现金流为先行指标，变化通常早于收入和归母净利润。复盘来看，行业下行初期回款同比增速通常率先转弱，且应收项目与收入、归母净利润同比增速逐步背离，而伴随行业步入调整中后期及修复期，回款同比增速率先改善、应收项目同比增速回落，随后才逐步传导至收入及利润端。

下载日志已记录，仅供内部参考

因此，回款与应收项目同比增速的边际变化，是观察白酒行业底部区间修复的重要领先指标。原因在于：下行周期中酒企通过渠道政策、费投等方式维持收入，导致回款质量先于利润表恶化，而随着行业进一步出清，酒企不强压销售指标，渠道库存逐步消化，动销改善后资金压力缓解，渠道政策不再投放，回款与应收项目开始修复，最终需求才传导至收入和归母净利润。

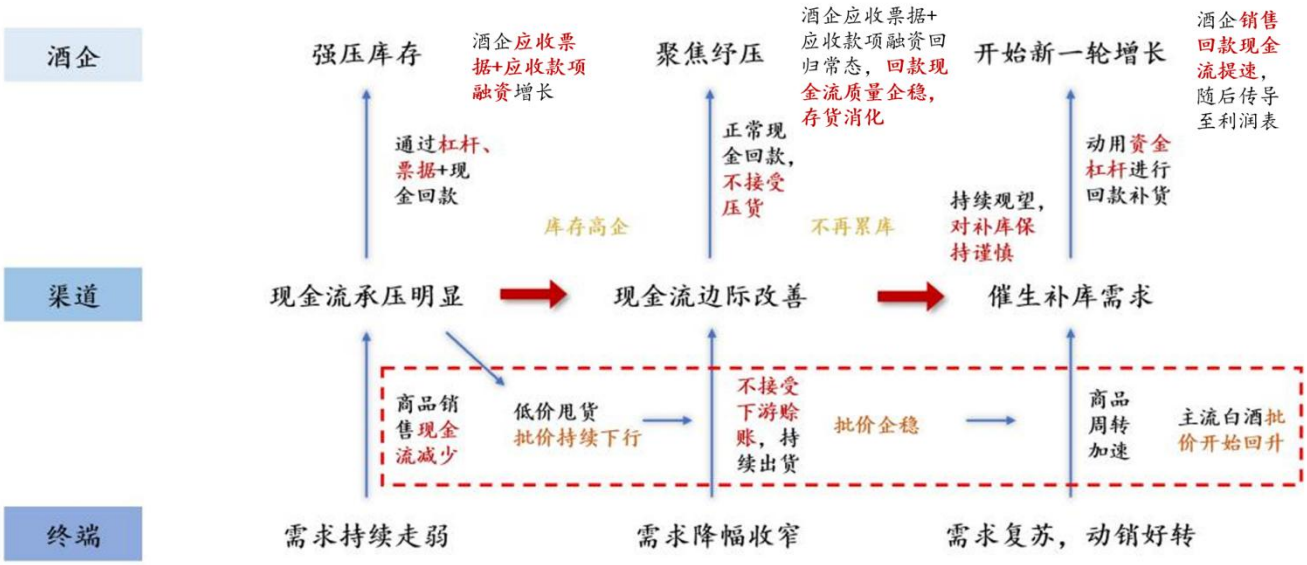
本轮周期应收项目先行筑底，改善信号开始显现。从三表变化看，本轮应收项目同比增速已在 2026Q1 附近触及低位、Q2 出现边际改善，但回款同比增速仍处于低位，更多体现为渠道现金流企稳改善，但尚未进入全面修复区间。

图 12：销售回款、应收项目等现金流项目先于收入、归母净利润反应



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 13：白酒需求修复逻辑传导



资料来源：国海证券研究所

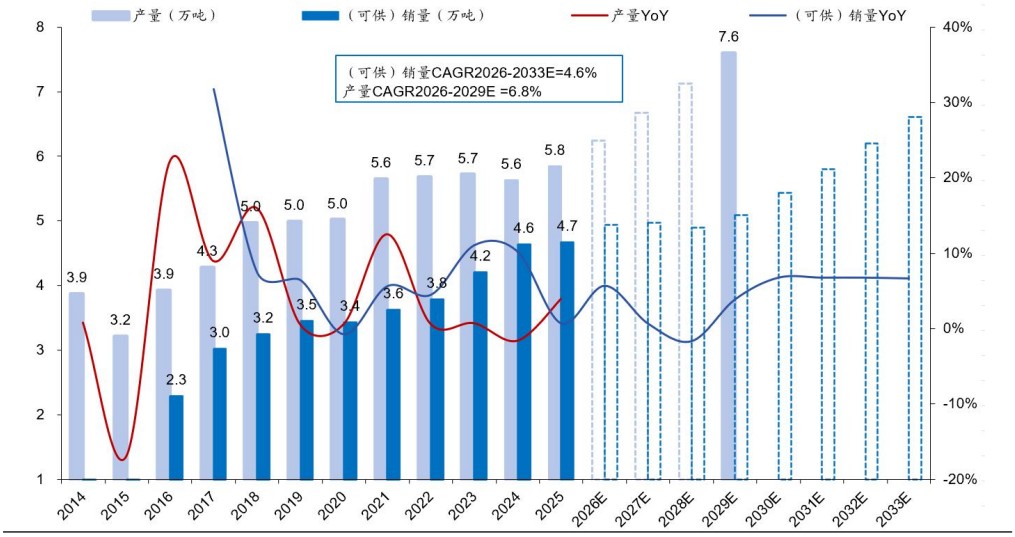
下载日志已记录，仅供内部参考

当前白酒行业行至底部区间，主流酒企聚焦去库出清，但我们认为龙头贵州茅台更具独特 alpha。一是公司经营韧性较强，行业调整期内坚定落实市场化改革，二是公司业绩虽有下滑，但整体波动相对更为平缓，三是贵州茅台历经改革，卸下历史包袱，有望于调整期内率先修复。

3、贵州茅台：改革驱动重塑，独立α渐清晰

2026H1 飞天放量高增，H2 茅台酒供给或相对紧俏。供给端看，茅台酒基酒产能仍为有限，而可供销量持续保持稀缺。2026H1 茅台酒预计实现销量 2.8 万吨，若基于历年产量测算，我们预计 2026 年整体销量 5 万吨左右（考虑 2026 年可供基酒叠加 2025 年库存量），H2 预计茅台酒销量约 2.2 万吨，整体供给偏紧。

图 14：根据可供基酒测算，未来 4 年整体可供基酒销量增长有限



资料来源：贵州茅台公司公告，今日酒价公众号，国海证券研究所。注：假设 2029 年 7.6 万吨基酒全部投产，假设茅台酒的可供销量为当年贵州茅台生产基酒的 87%。

如何看待当前批价？2026H2 供给端整体或紧俏，若需求短期回升，批价具备更强的向上弹性。此次中秋节前，茅台酒需求上行，成箱批价从 1710 元抬升至高点约 1755 元，短期实现较大涨幅，而此后价格走势趋于平稳，我们判断系公司遵循“随行就市、相对平稳、供需适配、量价平衡”的十六字方针，适度增加茅台酒供给，使批价趋稳，酒价波动随之收窄。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：贵州茅台市场化运营十六字方针

贵州茅台酒股份有限公司

重大事项公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担法律责任。

根据《2026 年贵州茅台酒市场化运营方案》，按照“随行就市、相对平稳、供需适配、量价平衡”的原则，为有效维护市场秩序，经研究决定，本公司自 2026 年 7 月 18 日零时起，将飞天 53%vol 500ml 贵州茅台酒（2026）i 茅台平台零售价由 1539 元/瓶调整为 1639 元/瓶、销售合同价由 1269 元/瓶调整为 1369 元/瓶。

此次价格调整将会对本公司经营业绩产生一定影响，敬请投资者理性投资，注意风险。

特此公告。

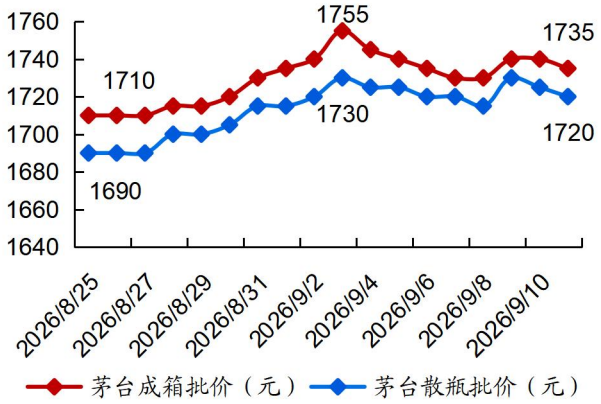
资料来源：贵州茅台公司公告，国海证券研究所

图 16：飞天批价传导逻辑



资料来源：国海证券研究所

图 17：中秋前飞天批价持续上涨，随后保持平稳



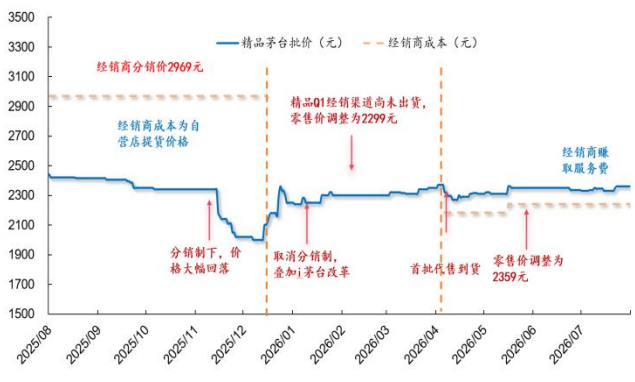
资料来源：今日酒价公众号，国海证券研究所

图 18：2026 年飞天批价稳中有升



资料来源：贵州茅台公司公告，渠道调研，澎湃新闻，今日酒价公众号，国海证券研究所

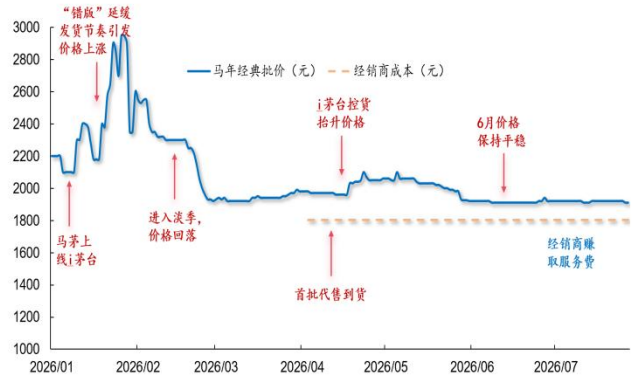
图 19：2026 年精品茅台批价保持平稳



资料来源：渠道调研，每日经济新闻，新华网，澎湃新闻，今日酒价公众号，国海证券研究所

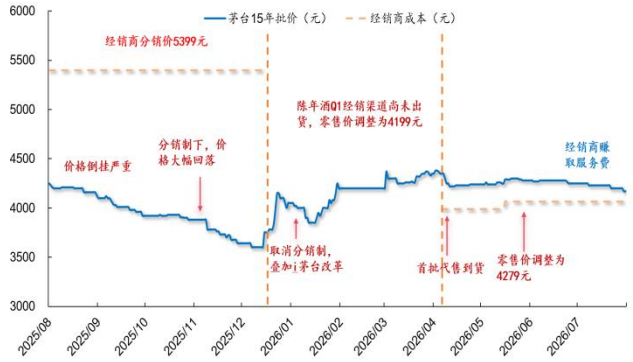
下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：2026 年生肖经典批价保持平稳



资料来源：渠道调研，每日经济新闻，封面新闻，今日酒价公众号，国海证券研究所

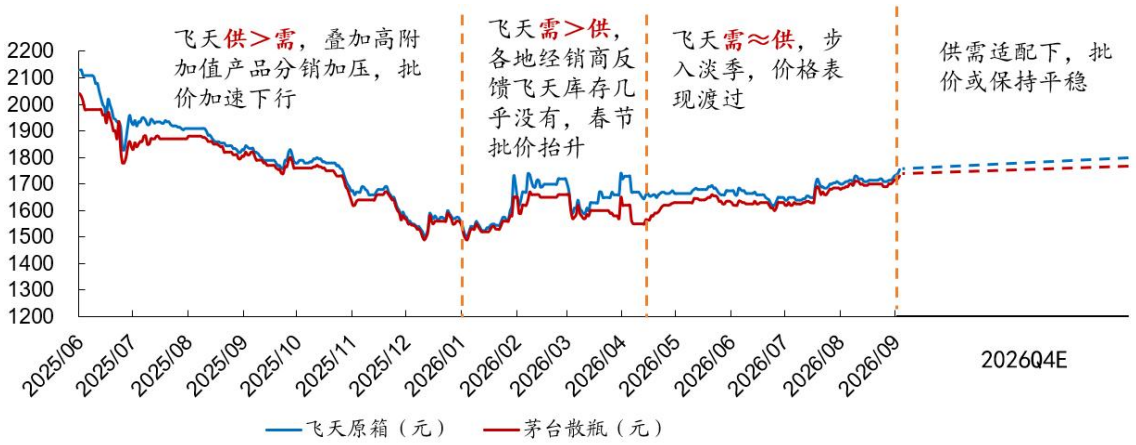
图 21：2026 年茅台 15 年酒批价保持平稳



资料来源：渠道调研，每日经济新闻，新华网，澎湃新闻，今日酒价公众号，国海证券研究所

展望来看，2026Q4 预计供需保持适配，批价有望保持平稳。我们判断当前茅台酒整体供需适配，即便后续需求端小幅回升，公司亦有充足的供给予以应对，预计批价整体保持理性，温和修复上涨或保持相对平稳。同时，随着“黄牛”、社会渠道等非理性溢价逐步消退，价格体系有望进一步反映真实供需关系。

图 22：2026Q4 飞天批价或保持平稳



资料来源：渠道调研，上证路演中心，今日酒价公众号，国海证券研究所

贵州茅台经过 7 个多月的有序改革，以解决消费者“公平、保真、便捷”痛点问题为导向的市场化改革“四梁八柱”搭建完毕，产品市场销售体系结构化调整已经完成，市场总体销售量稳中有升、价格体系稳定、渠道体系良性，吨酒单价回归适配市场理性水平，茅台酒全系产品均按照年初计划和节奏有序执行。同时，所有子公司、惠群公司销售的茅台酒将有序收回销售公司体内，“中间层”炒作空间、投机性库存已被压缩到较低水平，2026 年上半年社会渠道茅台酒流通库存每月存销比（月末库存/当月销量）均小于 1.0，供给和真实消费间的多个“隔热层”已逐步消解，不足以形成堰塞湖冲击市场稳定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

淡化短期业绩波动，聚焦长期价值。本轮改革重在市场端，又需考量保证坚持传统工艺的供给侧平衡，会应对诸多挑战，存在一定的不确定性。行业发展存在周期，企业业绩指标出现阶段性波动调整亦属正常，贵州茅台长期的发展实践也充分证明了这一点。我们认为，不应以短期业绩波动看待当前的贵州茅台，改革势必带来阶段性阵痛，更需聚焦公司在改革期间的基本面改善情况。我们建议以长周期视角审视公司的价值底色，本轮调整期内公司展现出较强的战略定力，随着市场化改革持续深化，公司经营机制与运营效率有望持续改善，投机性库存、回流酒等历史包袱亦逐步卸下，为长期经营质量奠定良好的基础。

4、投资建议：大浪淘沙，探底寻金

业绩加速出清，底部区间渐明，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向好，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，估值有望加速上修，维持行业“推荐”评级。

5、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，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。