下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 10 月 07 日

需求表现分化，行业底部确认

——2026 中秋国庆渠道反馈

看好

相关研究

《白酒旺季延续调整 品牌表现分化——食品饮料行业周报 20260921-20260925》 2026/09/27

《价格筑底，分化加剧，头部反转——2026 白酒春节渠道反馈》 2026/02/23

《行业筑底，保持耐心——2025 中秋国庆白酒渠道反馈》 2025/10/08

证券分析师

周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **投资分析意见：**结合 2026 年白酒中秋国庆双节渠道反馈，我们得出以下几点结论：1、行业整体动销同比下滑 10%左右，主因外部需求环境仍然承压，各个区域表现存在分化，根据我们交流的 6 个区域反馈，安徽、天津、山东、河北、河南整体动销基本持平，江苏、四川动销仍双位数下降。**行业整体动销表现基本符合预期，尽管短期需求仍然承压，但下滑幅度收窄，处于筑底的过程当中，行业需求进一步向下的空间已经非常有限，2027 年有望改善，但需求改善的幅度和速度仍然取决于宏观经济。**2、 分价格带看，300 元以下大众消费及 700 元以上高端消费价格带表现相对较好，动销有所增长，300-700 元价格带仍然承压，动销呈现双位数下滑。分消费场景看，宴席与大众消费表现较好，礼赠及商务需求承压。3、从价格表现来看，头部品牌价格稳定，茅台批价 1700-1750 元，五粮液批价 750-800 元，高度国窖 1573 批价 830-850 元，青花 20 批价 350-360 元，**我们认为行业价格底部确认。**4、从库存表现来看，2026 年终端库存大幅去化，经销商库存也明显下降，茅台、五粮液、迎驾贡酒库存良性，汾酒、国窖库存逐步向良性水平回归，古井、洋河、今世缘库存仍然有一定压力但也在下降过程中，**预计行业库存在 2026 年末将回归良性水平。综上，我们认为，从行业自身所处的周期位置来看，低位信号已经较为明确，2027 年行业有望重回上行周期，但是上行的幅度和速度仍然取决于宏观经济环境。**
- 我们认为板块的底部特征已经验证，1、板块调整的时间和幅度已较充分；2、股价已基本反应了市场的悲观预期；3、优质个股估值吸引力明显提升，股息率已达到较高水平；行业未来的趋势是缩量集中，从大鱼吃小鱼到大鱼吃大鱼，上市公司的强分化不可避免。尽管总量萎缩，但长期留下的头部企业仍有成长空间。**白酒重点推荐：贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘、金徽酒。**
- **分品牌情况：**茅台：线下动销同比增长 5%-10%，经销商回款符合进度，经销商 1~9 月配额全部完成，部分经销商提前执行 10 月配额，发货进度与回款进度持平。飞天批价 1740 元左右，经销商端基本无库存。五粮液：预计部分经销商回款比例约 50%~60%，动销基本持平，普五批价维持 780 元左右，经销商库存约 10%~15%，同比下降。国窖 1573：高度国窖动销仍然承压，预计同比下降 20%左右，批价 830 元，低度国窖动销同比基本持平，批价 630 元，库存 1.5-2 个月，同比下降。汾酒：动销相对稳定，青花 20 批价 350 元，库存 2 个月以内，同比下降。 徽酒：合肥区域反馈，古井：动销同比增长，批价同比稳定，古 16 与古 5 动销表现相对较好，库存占全年任务 40%，有所下降。迎驾：动销端洞 6 同比增长，库存 1-3 个月，价格稳定。 苏酒：洋河：预计回款不足 70%，动销端同比下滑 15%~20%，库存环比持续下降，批价整体稳定。今世缘：预计回款比例 70%，同比持平，动销基本持平，库存同比略有增加。（以上反馈情况只代表经销商个人所了解的区域和品牌，不代表企业整体情况，样本有限，仅供参考。）
- **风险提示：**经济下行影响中高端白酒需求；食品安全问题引发消费者担忧，影响白酒行业整体需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 行业观点 4

2. 分区域白酒渠道反馈 5

3. 主要白酒价格 13

4. 盈利预测估值表 15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：飞天茅台价格走势 13
图 2：茅台 1935 走势 13
图 3：茅台生肖和精品茅台价格走势 13
图 4：五粮液出厂价和一批价走势 13
图 5：国窖 1573 出厂价和一批价走势 14
图 6：窖藏 1988 价格走势 14
图 7：剑南春价格走势 14
图 8：汾酒青花 20 走势 14

表 1：河北白酒经销商情况反馈 5
表 2：四川白酒经销商情况反馈 5
表 3：河南白酒经销商情况反馈 6
表 4：江苏白酒经销商情况反馈（一） 7
表 5：安徽白酒经销商情况反馈（一） 8
表 6：山东白酒经销商情况反馈 9
表 7：安徽白酒经销商情况反馈（二） 10
表 8：天津白酒经销商情况反馈 10
表 9：江苏白酒经销商情况反馈（二） 11
表 10：白酒重点公司盈利预测与估值表 15

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 行业观点

投资分析意见：结合 2026 年白酒中秋国庆双节渠道反馈，我们得出以下几点结论：1、行业整体动销同比下滑 10%左右，主因外部需求环境仍然承压，各个区域表现存在分化，根据我们交流的 6 个区域反馈，安徽、天津、山东、河北、河南整体动销基本持平，江苏、四川动销仍双位数下降。**行业整体动销表现基本符合预期，尽管短期需求仍然承压，但下滑幅度收窄，处于筑底的过程当中，行业需求进一步向下的空间已经非常有限，2027 年有望改善，但需求改善的幅度和速度仍然取决于宏观经济。**2、 分价格带看，300 元以下大众消费及 700 元以上高端消费价格带表现相对较好，动销有所增长，300-700 元价格带仍然承压，动销呈现双位数下滑。分消费场景看，宴席与大众消费表现较好，礼赠及商务需求承压。3、从价格表现来看，头部品牌价格稳定，茅台批价 1700-1750 元，五粮液批价 750-800 元，高度国窖 1573 批价 830-850 元，青花 20 批价 350-360 元，**我们认为行业价格底部确认。**4、从库存表现来看，2026 年终端库存大幅去化，经销商库存也明显下降，茅台、五粮液、迎驾贡酒库存良性，汾酒、国窖库存逐步向良性水平回归，古井、洋河、今世缘库存仍然有一定压力但也在下降过程中，预计行业库存在 2026 年末将回归良性水平。**综上，我们认为，从行业自身所处的周期位置来看，低位信号已经较为明确，2027 年行业有望重回上行周期，但是上行的幅度和速度仍然取决于宏观经济环境。**

我们认为板块的底部特征已经验证，1、板块调整的时间和幅度已较充分；2、股价已基本反应了市场的悲观预期；3、优质个股估值吸引力明显提升，股息率已达到较高水平；行业未来的趋势是缩量集中，从大鱼吃小鱼到大鱼吃大鱼，上市公司的强分化不可避免。尽管总量萎缩，但长期留下的头部企业仍有成长空间。**白酒重点推荐：贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘、金徽酒。**

分品牌情况：茅台：线下动销同比增长 5%-10%，经销商回款符合进度，经销商 1~9 月配额全部完成，部分经销商提前执行 10 月配额，发货进度与回款进度持平。飞天批价 1740 元左右，经销商端基本无库存。五粮液：预计部分经销商回款比例约 50%~60%，动销基本持平，普五批价维持 780 元左右，经销商库存约 10%~15%，同比下降。国窖 1573：高度国窖动销仍然承压，预计同比下降 20%左右，批价 830 元，低度国窖动销同比基本持平，批价 630 元，库存 1.5-2 个月，同比下降。汾酒：动销相对稳定，青花 20 批价 350 元，库存 2 个月以内，同比下降。 徽酒：合肥区域反馈，古井：动销同比增长，批价同比稳定，古 16 与古 5 动销表现相对较好，库存占全年任务 40%，有所下降。迎驾：动销端洞 6 同比增长，库存 1-3 个月，价格稳定。 苏酒：洋河：预计回款不足 70%，动销端同比下滑 15%~20%，库存环比持续下降，批价整体稳定。今世缘：预计回款比例 70%，同比持平，动销基本持平，库存同比略有增加。**（以上反馈情况只代表经销商个人所了解的区域和品牌，不代表企业整体情况，样本有限，仅供参考。）**

风险提示：经济下行影响中高端白酒需求；食品安全问题引发消费者担忧，影响白酒行业整体需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 分区域白酒渠道反馈

（以下反馈情况只代表经销商个人所了解的区域和品牌，不代表企业整体情况，样本有限，仅供参考。）

表 1：河北白酒经销商情况反馈

时间	2026 中秋国庆
总体情况	2026 年双节较 2024 年仍有差距，但较 2025 年整体需求基本持平，品牌和单品分化明显。礼赠和小型宴席基本与去年相近，大众团购也接近去年的偏弱水平。2025 年大众团购已较弱。各厂家正在向消费者端转型，经销商渠道投入趋于收缩或控制，消费者端投入增加。
贵州茅台	飞天动销同比增长约 10%，表现相对较好；精品、生肖等也较良性，其他部分非标产品仍明显下滑。 库存：约 8–10 天。 批价：约 1720–1740 元/瓶。
五粮液	52 度普五动销基本持平，礼赠、团购未见明显下滑；39 度五粮液动销增长约 20%–30%。 库存：约 20 天。 批价：约 780–790 元，厂家要求约 800 元；费用调整及控价使价格较上半年恢复。
泸州老窖	河北高度体量较小、动销承压；低度动销下降约 20%。 库存：约 1-2 个月。 批价：高度约 830–840 元，低度 635–640 元。
汾酒	青花系列动销较去年基本持平。 库存：约 20 天。 批价：低度约 320–330 元，高度约 340–350 元，与去年大致相近。

资料来源：申万宏源研究

表 2：四川白酒经销商情况反馈

时间	2026 中秋国庆	2025 中秋国庆
总体情况	行业整体动销同比下降约 20%。商务、礼赠、宴席需求均下滑，宴席相对较好，但价格竞争较强。	9 月至中秋国庆节前，经销商出货量同比下降 30%~35%，节前 10 天集中放量，销售周期缩短。原有分销体系受冲击，价格混乱加剧；团购、商务、宴席等场景均减弱，但批价下降带来一定份额提升。预计春节延续下滑趋势，降幅约 15%~20%。
贵州茅台	销量同比下降个位数。i 茅台和直营渠道投放增加、商务需求走弱及送礼销售窗口缩短，对传统渠道有影响。	

下载日志已记录，仅供内部参考

	批价：节前曾短暂到 1780–1800 元附近，随后回落约 30–40 元。	
五粮液	动销：同比下降约 10%–20%。传统分销弱化，经营重心更多转向团购。 批价：近期市场价格约 770–775 元，此前部分市场高点约 790–795 元，仍低于厂家希望达到的 800 元。 回款：当前任务完成 50%-60%，靠正常销售完成全年任务仍有难度。 库存：传统民营经销商、分销商及烟酒店整体控制库存，五粮液库存更多集中在电商、较大的国资经销商及平台渠道。	动销：1618 在宴席场景销量整体稳定。 批价：9 月厂家要求出货价不低于 830 元，但执行及处罚力度不足；渠道库存较低，若政策调整，或推动价格上涨。 回款&政策：打款不再作硬性要求，外采可冲抵任务量；但获得费用补贴仍需在原上游打款拿货，外采收货不能替代，补贴传导不畅。 产品&渠道：1618、低度专班逐步独立运营，1618 对 C 端及小 B 端补贴较大、力度高于国窖，低度未来或跟进，两款产品有望增长；平台公司自 6 月起承接传统经销商空缺渠道并开展渠道操作。 库存：渠道库存目前较低。
泸州老窖	动销同比下降约 20%–30%。当其价格高于五粮液约 40–50 元时，团购和宴席选品中五粮液仍更具竞争力。	

资料来源：申万宏源研究

表 3：河南白酒经销商情况反馈

时间	2026 中秋国庆	2025 中秋国庆
总体情况	双节总体销售同比基本持平。400 元以下产品在国庆期间回补，双节合计接近持平；400—800 元次高端下滑，茅台等高端微增。大众消费需求相对稳定，支撑中低端产品销售；政务、与政务联系较强的商务场景及高端礼赠受到较大影响。	中秋节前 1 个月，经销商出货口径销售量同比下降 15%、销售额下降 22%；终端出货降幅预计较经销商口径再扩大 2~3 个百分点。受打款目标及进度下降影响，除茅台外经销商库存整体下降，约 2 个月；终端库存约 1 个月，节前基本为零。高端酒降价带来一定消费人群变化，但整体不显著。
贵州茅台	动销：总体表现相对较好，任务执行、价格及渠道调整相对顺畅。系列酒在次高端普遍承压时仍有增长；汉酱、王子、迎宾等系列酒销售及任务进度也较好。 批价：前期最低约 1710 元，10 月 6 日批价约 1735 元。 库存：今年大致保持约两周；2025 年三季度受影响较大时曾达约四周。	动销：茅台销售量、额分别同比下降 6%、5%；茅台 1935 分别增长 16%、13%。普飞受送礼场景受损影响下滑，公斤装、精品销量有所增加；批价下降带来部分新增开瓶，尚未明显挤压其他品牌份额。 批价：飞天约 1800 元，节前区间 1760~1830 元，10 月 7 日约 1790 元；终端成交价约 1850 元。 回款&发货：9 月打款已完成，货尚未发完。 库存：约 6 周，去年同期 2~3 周，前期政策影响导致积压。

下载日志已记录，仅供内部参考

五粮液	动销：销量同比略降，8 月份提价后阶段性动销有所提升。 批价：前期高点约 790 元，最低约 770 元，当前约 775 元。若继续合理控货，存在向 800 元提升的可能。 库存：约一个月。	动销：五粮液销售量、额分别同比下降 8%、18%；五粮春分别增长 18%、15%。普五降价对国窖产品形成一定影响。 批价：普五 810~820 元，终端成交价约 850 元。 回款&发货：9 月回款已完成，进度 70%，去年同期 80%；9 月发货。
泸州老窖	库存：约一个月。	动销：国窖 1573 销售量、额分别同比下降 34%、36%。 回款&发货：回款进度 50%，二季度后打款放缓，已全部发货。 库存：国窖 1573 约 2 个月以上。
珍酒	动销：大珍和第五代珍十五表现相对较好，大珍较去年进一步提升。	动销：销售量、额分别同比下降 15%、22%。 回款&发货：回款进度 60%，去年同期 80%；二季度后打款放缓，已全部发货。 库存：约 3 个月以上。
汾酒	销量总体稳定，未延续过去的快速增长，经销商及终端利润较前两年下降，部分产品盈利困难。	

资料来源：申万宏源研究

表 4：江苏白酒经销商情况反馈（一）

时间	2026 中秋国庆	2025 中秋国庆
总体情况	动销：多数品牌实际动销下降。价格带：高端及 200 元以下相对较好，次高端压力大。 展望：下一春节降幅或与双节相近、略收窄。 消费场景：商务下降最大；国缘 V 系列、四开、洋河梦系列礼赠下降相对有限；宴席场次小幅降，单场桌数、用酒量下降更明显。	预计中秋整体同比下降 30%，100~300 元价格带相对较好，次高端及以上下降 30%~40%，高端商务送礼下降约 20%；消费高峰集中于节前 3~5 天。宴席相对较好，但存在退订及年轻人线上购酒，传统渠道受到冲击。厂商整体处于调整期；若春节前去库改善，2026 年开门红或更好，预计名酒春节经销商出货好于中秋国庆。
贵州茅台	动销：茅台终端线下下降，整箱出货下降，以两瓶、四瓶小单支撑。 渠道：i 茅台分流、大企业团购减少可能影响线下。	动销：表现相对稳定。
山西汾酒		动销：有所下滑，但品牌势能仍具相对优势。 库存：有所累积。
洋河	动销：动销下降 20%以上；梦 3、梦 6+降幅较小，海之蓝和双沟等更弱。 价格：蓝色经典自 2025 年 9—10 月后稳定，部分海之蓝、梦 6+价格略升。	批价：以去库为主，批价有所回升；梦 6+约 670 元，梦 3 约 355 元。 回款&任务：回款完成率低于今世缘；经销商维持基础销售目标任务。

下载日志已记录，仅供内部参考

	库存：同比明显降，与 2025 年底库存水平相当。	库存：海之蓝、天之蓝经销商库存约 2~3 个月，整体稳定；终端库存显著下降，较今世缘少 1~1.5 个月。 渠道利润：库存、价格及终端毛利率具有一定优势，渠道利润高于今世缘。
今世缘	动销：四开及以上同比下滑；200 元以下产品表现好于次高端及以上产品。 价格：四开 385 元、部分 380 元，对开 230 元；淡雅市场价持平、出厂价涨 4 元。 库存：经销商和核心终端同比有所增加。 利润：淡雅出厂提价未传至市场，渠道价差有所承压。	动销：消费势能仍优于洋河，但省内竞争势能变化趋缓。 批价：有所下降，四开目前约 395 元；此前苏南打款底价 416 元、批价 405~410 元，山东暗流价 360~365 元，厂家曾及时将价盘调整至约 405 元。 回款&发货：回款要求较高，完成率高于洋河。 库存：有所提升，四开、对开约 2~3 个月；经销商库存与洋河接近，终端库存高于洋河。 渠道利润：低于洋河。

资料来源：申万宏源研究

表 5：安徽白酒经销商情况反馈（一）

时间	2026 中秋国庆	2025 中秋国庆
总体情况	动销：估计安徽白酒整体同比下降，古井、迎驾国庆阶段承压，古井表现或略弱于迎驾。	中秋整体表现较弱，回款进度 70%，预计全年任务完成难度较大。经销商库存占全年任务 20%，同比增加相当于全年任务 10%的库存量，终端库存亦有所增加。政商务接待恢复至原来约五至六成，商务同比下降；宴席占比较少、变化不大。对春节持谨慎态度，预计整体持平已属较好表现。
山西汾酒	动销：同比下降，主要系青花 20 有所承压。 回款与发货：双节打款与去年相近；因自身经营压力年度任务完成情况较去年同期有所下滑。 库存：同比有所提升。 费用政策：费用投入由去年约 35%降至今年约 25~30%。	动销：青花系列下滑，主要受次高端整体承压影响；玻汾微增。 批价：青花 20 为 355~365 元，同比下降 5~10 元，成交价 400~410 元，同比下降 20 元；青花 30 为 730~740 元，同比下降约 20 元。玻汾打款价 38 元、批价 40~42 元。 回款&发货：整体回款进度 70%。 库存：青花 30 相对较高，玻汾基本无库存；整体库存占全年任务 20%。 费用政策：预计费用投放下调 5~10 个百分点，整套包装回收政策或逐步停止，费用核销审核趋严；前期为防窜货、保护本地渠道，安徽政策力度略高于上海、浙江。

资料来源：申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：山东白酒经销商情况反馈

时间	2026 中秋国庆	2025 中秋国庆
总体情况	动销：双节整体销售估计同比下降 10%—15%，品牌及价格带分化；200 元以下量价相对稳定，次高端竞争激烈。 消费场景：大客户及商务用酒减少，低价产品以日常接待、自饮、小聚为主。 库存：终端按销补货，较少主动备货。 利润：渠道利润偏薄，价格透明及账款风险使经销商减少赊销和团购拓展。 费用政策：厂家市场及人员投入更谨慎，投放趋于精准。	济南及山东中秋白酒销售较弱，品牌分化明显：茅台相对较好，汾酒、剑南春相对稳定，泸州老窖受影响较大，舍得、水井坊弱于去年，酱酒品牌受影响最大。济南竞争较强，春节前景不乐观；其他较稳定市场春节表现可能更好。
贵州茅台	动销：茅系产品相对稳定，是本次反馈中表现相对较好的品牌；飞天仍有较强需求基础。	动销：相较其他品牌表现相对较好。
山西汾酒	动销：青花 20 实际动销相对稳定；42 度青花 20 在 400 元以内价格带较受欢迎，玻汾需求较好。 价格：青花 20 暗流价下行。 玻汾多数渠道顺价、有利润，仅少数倒挂。 渠道：外地低价货源流入影响本地销售，分销网络收缩；济南较大的分销商由此前近 200 家减少至近 40 家。	动销：相对稳定。
剑南春	动销：在次高端品牌中表现相对较好，既有消费群体形成支撑；销量仍有所下降，降幅相对有限。	动销：相对稳定。
泸州老窖	动销：济南国窖表现好于春节及此前预期，高度调价后销量提升；高度占比由春节不足 20%升至本次超过 30%，低度仍较稳定；山东部分其他区域仍有下降。 价格：高度国窖暗流价 840—850 元，成交价 860—870 元。 回款与发货：调价后客户逐步补齐任务，本次渠道出货约 2700 万元。 库存：消费者消化不足出货量的 2/3，1/3 以上仍在分销环节；预计两个月内降至合理水平。 利润：调价后综合利润改善，有助于客户完成任务。	动销：中秋平淡，较好销售仅集中于 2~3 天；高度国窖预计下滑较大，低度相对较好，济南市场承压。 批价：多数区域高度国窖 850~860 元，低度 620~630 元。 回款&发货：低度回款进度约 70%，济南等部分区域较差，整体按目标推进，但预计约 30%的经销商未完成目标；高度进度 50%以上，动销较好区域回款亦较好。 库存：综合约 3~4 个月；经销商高度库存 2 个月以上，另有在途库存，多数区域同比持平，存在一定窜货。
舍得	动销：次高端竞争较激烈，既有消费群体形成支撑；销量有所下降，降幅相对有限。	动销：表现不及去年。
水井坊	动销：次高端竞争较激烈，既有消费群体形成支撑；销量有所下降，降幅相对有限。	动销：表现不及去年。

下载日志已记录，仅供内部参考

其他酱酒	动销：习酒仍有既有消费群体支撑，但次高端竞争激烈，销量有所下降。	动销：受影响程度最大。

资料来源：申万宏源研究

表 7：安徽白酒经销商情况反馈（二）

时间	2026 中秋国庆	2025 中秋国庆
总体情况	动销：双节较去年改善，婚宴增加。 消费场景：古 16 承接商务降档和宴席升级，古 5、洞 6 主要用于聚餐自饮。 展望：尚不确认已企稳，但认为大幅下降空间较小。"	预计整体动销同比下降 20%以上，国庆期间较差；商务、送礼、宴席及自饮均偏弱，宴席表现不及预期。省内品牌分化，古井相对较好，迎驾及口子窖下滑更明显，渠道库存和利润承压。
古井贡酒	动销：年份原浆合计增长 10%—15%；古 20 下降 10%，古 16 增长近 20%，古 8 下降 5%，古 5 增长 10%。 价格：价盘稳定，同比可能低几元。 库存：经销商库存约 4000 万元，去年 5000 多万元；今年任务 9000 万元，库存约占 44%。核心终端库存也有所下降。	动销：中秋国庆整体预计下降 10%；单品表现古 16 优于古 5、古 8 及古 20，古 16 个位数增长，古 20 下降 20%。 批价：古 16 低度 290 元、高度 300~310 元；古 20 低度 490 元、高度 510 元，较春节下降。 回款&发货：回款目标完成 85%，同比略降，发货基本完成。 库存：占全年任务 60%~70%，同比增加相当于全年任务 20%~30%的库存量；终端库存预计增加 10%以上。 渠道利润：经销商毛估约 4 个百分点。
迎驾贡酒	动销：总体改善，洞 6 增长 15%，洞 9、洞 16 个位数增长、体量较小。 价格：价盘稳定，同比可能低几元。 库存：两个多月、不足三个月。 消费场景：洞 6 位于 100 多元价格带，以聚餐、自饮为主。	动销：预计下降约 20%。 批价：较古井同档次产品低约 10 元。 库存：约 2 个月。 渠道利润：空间缩减。
口子窖		动销：下降 30%以上；口子 6 年支撑部分销量，兼 8 表现不及预期。 批价&利润：口子 6 年批价不变、拿货价下降，渠道利润有所增厚；兼 8 批价较混乱。

资料来源：申万宏源研究

表 8：天津白酒经销商情况反馈

时间	2026 中秋国庆	2025 中秋国庆
总体情况	动销：经营品牌略好于此前预期；部分较好终端需求降约 1/3，较差的降 1/2 甚至 2/3。 价格带：300—400 元传统宴席产品压力较大。	中秋国庆整体同比下降约 25%~30%，节前一个月的前三周终端销量较差，临近中秋 10 天集中放量。9 月上旬后商务短暂回暖，但预计恢复不足

下载日志已记录，仅供内部参考

	展望：认为接近相对低位，快速复苏仍需时间。"	去年同期一半。节后茅台、五粮液价盘仍有下行可能；预计春节销量较中秋国庆提升，但同比仍下降 15%以上。
贵州茅台		动销：销量下滑较小，整体表现尚可；降价提高自饮性价比，15 年、精品等非标产品节前短暂放量。 批价：飞天约 1800 元波动。 回款&发货：回款符合进度。
五粮液	动销：八代普五同比下降约 20%；39 度持平或略增。 批价：普五节前 800 元，当前 770 元。 价格：39 度约 650 元。 回款与发货：年度任务 5 亿元，去年 5.5 亿元；任务完成约 85%，预计 11 月底结账时可完成。 库存：约占全年销售额 15%。"	动销：销量下降 20%。 批价：曾低于 800 元，厂家政策推动回升至约 820 元。 库存：厂家减量，库存不多。
泸州老窖	动销：总体持平，低度较好、部分缺货，高度受普五价差竞争影响。 价格：低度 630 元、高度 830 元。 回款与发货：年度任务与去年持平；既定打款任务完成 100%，已有部分计划外打款，10 月底结账。 库存：库存比例约 10%。 利润：利润、分红尚可。 渠道：由大平台改小平台。"	动销：低度国窖控量保价，当前动销相对尚可。 回款&发货：国窖打款任务基本完成；平台公司持续控货。 库存&利润：在途库存较多，预计平台公司利润受到影响。
山西汾酒	动销：销量无明显下降。 价格：青花 20 约 360 元。 回款与发货：年度任务与去年相近，完成 90%。 库存：库存比例约 15%—20%。 利润：经销商利润减少。 费用政策：部分产品返利由 30 元减至 10 元。"	动销：中秋整体放量。 批价：价盘下滑，青花 20 由 370~380 元降至 330~340 元。 回款&任务：目标调低，预计年底前可完成任务。 库存：占全年任务约 30%。
剑南春	消费场景：剑南春对应宴席数量降约 20%。	动销：相对平稳，宴席表现较稳定。 回款&发货：回款符合进度。
水井坊	动销：水井坊节前出货同比降约 30%，政策后阶段性放量，但部分货物未消费。	动销：相对平稳，宴席表现较稳定。 回款&发货：回款符合进度。

资料来源：申万宏源研究

表 9：江苏白酒经销商情况反馈（二）

时间	2026 中秋国庆	2025 中秋国庆

下载日志已记录，仅供内部参考

总体情况	动销：终端实际动销同比下降 15%以上，双节未达到此前改善预期，二季度以来需求偏弱。 价格带：100 元以下、1000 元以上相对稳定，次高端竞争激烈。 展望：需求修复周期可能延长，或需观察至 2027 年。	预计中秋实际动销同比下降约 20%，整体价格略升、库存略降，节前节后变化不大。商务场景受影响最大，环比修复至去年同期约 70%；宴席同比下降 5%~10%，预订数量略降。预计 2025 年四季度价格相对稳定，但库存仍需两个月以上消化；多数厂商或理性调整增速，2026 年春节基数不低，表现仍承压。
贵州茅台	动销：同比基本持平。 价格：节前节后变化不大。 回款与发货：回款进度约 75%，按月打款、按月发货。 库存：约 7—15 天。 渠道：i 茅台及直营占比提高，厂家控制增强。	批价：约 1800 元波动。 库存：15 天至 1 个月，去年同期 7~15 天。
五粮液	动销：普五终端销售勉强持平，节前约一周批量采购可能包含库存转移。 价格：市场流通价约 750 元，线上补贴成交 740—750 元，此前官方指导约 800 元。 库存：经销商 15—30 天。 展望：节后可能再控货，快速涨价较难。	动销：基本持平；9 月 16 日前江苏及华东动销较差，节前 7~10 天终端备货增加，带动库存下降、价格上涨。 批价：由前期 800~810 元升至 9 月 830~840 元。 库存：经销商约 1 个月。
泸州老窖	动销：双节同比下降 10%以上，压力主要在苏中、苏北高度国窖，苏南低度相对稳定。 批价：高度国窖前期 800—830 元，近期约 800 元。 利润：补贴缓解倒挂，渠道毛利仍有限。	动销：8~9 月表现稳定，中秋国庆整体同比下降 20%~25%。 库存：有所增加，在途库存约 10 个百分点。
洋河	动销：天之蓝、梦 3、梦 6 小幅下降；苏中、苏北部分第七代海之蓝及百元以下产品增长。 回款与发货：回款进度不足 70%。 库存：海天梦有所改善，源于减少压货、逐步消化。	批价：梦 6+为 500~510 元，成交价 530~540 元。 回款&发货：回款进度约 85%。 库存：经销商 3.5~4 个月，库存消化不及采购速度。
今世缘	动销：四开勉强持平，淡雅、柔雅增长，V 系列持续下降。 回款与发货：回款 70%多，同比大致持平。 库存：四开、对开稳定；V 系列 4 个月以上。	批价：四开由 430~440 元降至约 410 元。 回款&发货：回款进度约 85%。 库存：经销商 3.5~4 个月，同比增加 0.5~1 个月，库存消化不及采购速度。
山西汾酒	动销：整体稳定，主要由玻汾支撑，青花 20、青花 30 承压。 价格：青花 20、青花 30 价格松动。 库存：玻汾正常，青花前期库存消化较慢。	动销：玻汾微增，青花系列下滑。 批价：整体稳定，价格表现相对较优。 库存：青花系列同比增加约 1 个月。
古井贡酒	动销：古 16、古 20 在苏州、南京等市场同比下降 15%以上；古 5、古 8 相对有竞争力。 价格：主力产品价格体系下行。	动销：同比下降 25%以上。 批价：古 20、古 16 下滑。 库存：同比增加 1 个月以上。

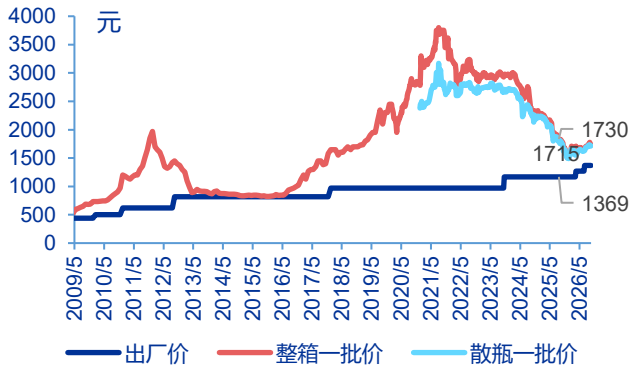
下载日志已记录，仅供内部参考

	库存：约 5 个月。	
剑南春		动销：实际动销弱于回款。 批价：下降 20%~30%。 回款&发货：回款进度 80%以上，同比基本持平。 库存：增加 1.5 个月。
水井坊		回款&发货：回款进度 70%。

资料来源：申万宏源研究

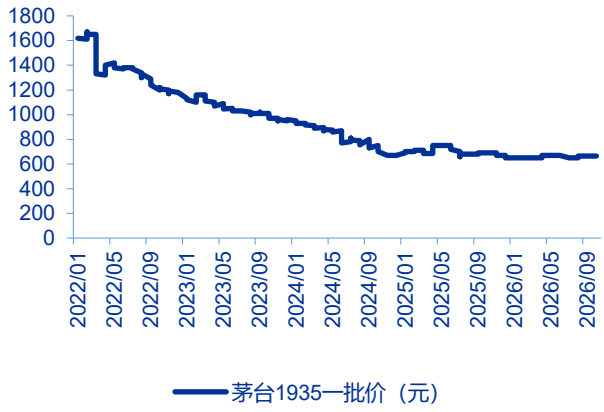
3. 主要白酒价格

图 1：飞天茅台价格走势



资料来源：今日酒价,申万宏源研究（截至 26 年 10 月）

图 2：茅台 1935 走势

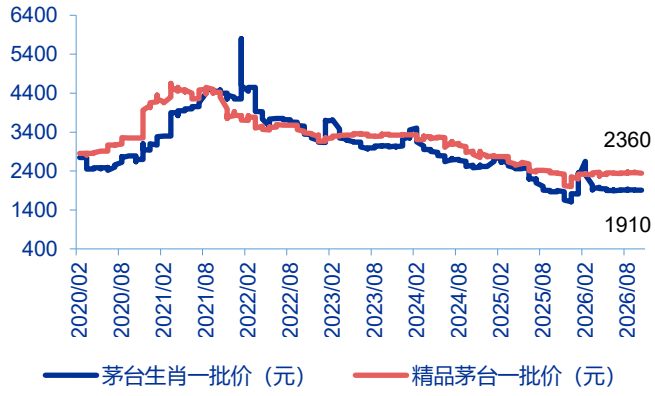


资料来源：今日酒价,申万宏源研究（截至26年10月）

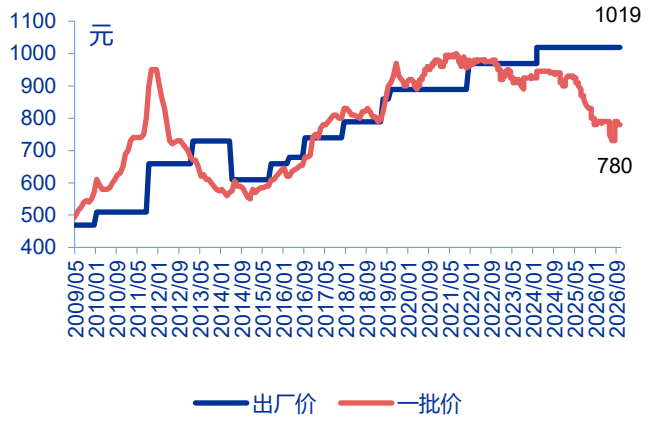
图 3：茅台生肖和精品茅台价格走势

图 4：五粮液出厂价和一批价走势

下载日志已记录，仅供内部参考

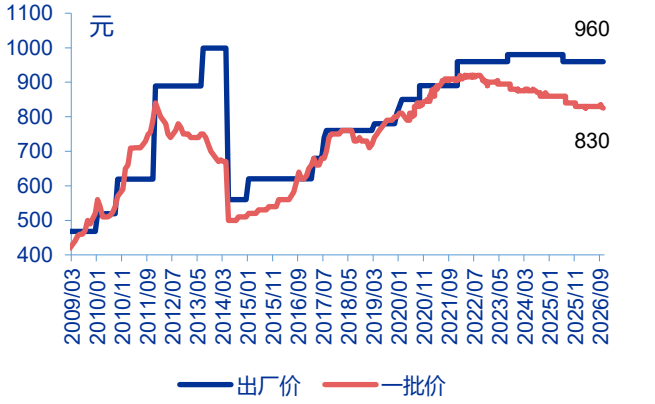


资料来源：今日酒价,申万宏源研究（截至 26 年 10 月）



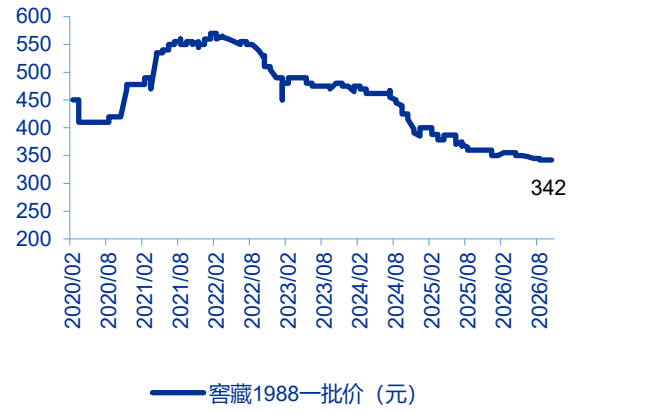
资料来源：今日酒价,申万宏源研究（截至 26 年 10 月）

图 5：国窖 1573 出厂价和一批价走势



资料来源：今日酒价,申万宏源研究（截至 26 年 10 月）

图 6：窖藏 1988 价格走势



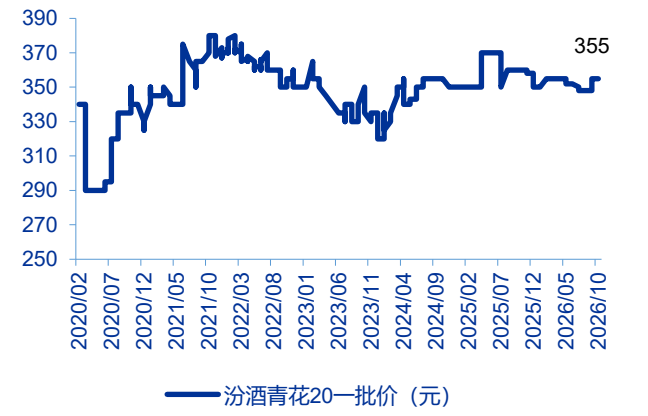
资料来源：今日酒价,申万宏源研究（截至 26 年 10 月）

图 7：剑南春价格走势



资料来源：今日酒价,申万宏源研究（截至 26 年 10 月）

图 8：汾酒青花 20 走势



资料来源：今日酒价,申万宏源研究（截至 26 年 10 月）

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测估值表

表 10：白酒重点公司盈利预测与估值表

股票代码	公司简称	股价（元）	归母净利润（亿）			增速			PE			评级	总市值（亿）
		1006	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E		
600519.SH	贵州茅台	1258.6	854.6	938.4	1039.4	4%	10%	11%	18	17	15	买入	15734
000858.SZ	五粮液	70.1	130.0	142.7	158.0	45%	10%	11%	21	19	17	买入	2719
000568.SZ	泸州老窖	72.3	75.6	90.8	106.2	-30%	20%	17%	14	12	10	买入	1064
600809.SH	山西汾酒	115.6	123.0	135.3	149.6	0%	10%	11%	11	10	9	买入	1410
002304.SZ	洋河股份*	37.3	21.4	24.2	28.3	-3%	13%	17%	26	23	20	增持	561
000596.SZ	古井贡酒	93.6	30.0	34.8	40.3	-15%	16%	16%	15	13	11	买入	439
603369.SH	今世缘	28.1	27.2	30.6	36.0	4%	12%	18%	13	11	10	买入	350
603198.SH	迎驾贡酒	38.7	20.5	22.7	25.4	3%	11%	12%	15	14	12	买入	310
603589.SH	口子窖*	17.8	5.3	5.8	6.4	-22%	10%	10%	20	18	17	增持	106
600779.SH	水井坊*	26.2	3.4	4.1	5.0	-15%	19%	21%	37	31	26	增持	128
000799.SZ	酒鬼酒*	36.7	0.4	0.7	1.1	0%	78%	59%	301	169	106	增持	119
6979.HK	珍酒李渡	8.3	8.0	9.1	10.1	48%	13%	11%	30	27	24	增持	280
600197.SH	伊力特*	17.4	3.6	3.8	4.2	0%	6%	12%	25	23	21	增持	88
600559.SH	老白干酒	11.0	5.3	6.5	8.1	22%	23%	26%	19	16	12	增持	100
603919.SH	金徽酒	9.3	1.7	2.0	2.4	-23%	22%	19%	26	22	18	增持	44
000860.SZ	顺鑫农业*	10.4	0.1	0.6	1.2	0%	499%	102%	788	132	65	增持	77

资料来源：Wind、申万宏源研究；注：珍酒李渡股价及市值单位为港元，”*”标的采用万得最新一致预测。汇率采用当日汇率。

风险提示：1、经济下行影响白酒整体需求。当前白酒消费以商务和大众消费为主，消费能力和意愿受居民收入水平和经济周期影响，若经济下行明显，整体中高端白酒的需求会受到一定影响；**2、食品安全问题。**历史上白酒出现过假酒案、甜蜜素、塑化剂等食品安全事件，对行业产生了较为明显的负面影响，虽然当前主流白酒上市公司均有着完备的生产工艺及严格的质量控制措施，但若出现未知的食品安全问题，仍会对行业需求产生一定影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。