

# 白酒板块4月投资策略及26Q1前瞻

## 26Q1业绩预计延续调整，板块底部信号增多

行业研究 · 行业专题

食品饮料 · 白酒

投资评级：优于大市

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980525070005

■需求仍在磨底阶段，茅台价格底部支撑力较强。3月白酒指数跑赢市场，外部不确定性对行业及酒企影响有限。当前核心矛盾仍在需求端，居民消费信心仍在磨底阶段；我们认为伴随酒企纾压渠道、释放报表压力，同时行业动销进入低基数期，供需矛盾有望改善，建议关注Q1报表出清力度和内需修复节奏。4月行业进入淡季，高端主要大单品批价略有回落，截至4/12飞天茅台批价1650元/同比-24%；26Q1改革下验证公司“ToC”策略具有培育长尾需求的能力，批价底部支撑力较强；考虑到后续供给仍有较强约束，全年批价同比跌幅有望逐步收窄。

■预计26Q1白酒板块整体报表端延续下滑和压力释放：25Q1上市公司报表基数较高，结合26Q1及春节动销情况看，除茅台、五粮液的核心单品以外，其余公司动销下滑幅度预计在-10%~-20%，考虑到酒企积极去库的影响，26Q1报表收入及净利润下滑压力仍然较大。26Q1茅台预计收入、净利润增长，关注其他酒企出清速度：26Q1贵州茅台经营改革，飞天茅台投放量多增，收入及净利润增长确定性较强；其他酒企纾压渠道，供给逐步贴近市场真实动销需求；若Q2及后续渠道包袱加速去化，库存及价格端出现积极信号，26H2有望迎来基本面拐点。

■投资建议：报表预期释压，动销降幅企稳收窄，板块底部信号增多，年内酒企经营拐点或有分化。26Q1白酒板块表现预计延续下滑趋势，但下滑幅度环比25Q3-4预计收窄；建议关注25Q4+26Q1报表出清幅度，库存去化较好、价盘表现企稳、调整较早且充分的酒企有望率先迎来拐点。继续首推贵州茅台，改革打开重估空间，1)短期经营拐点逐步显现（春节动销超预期增长、扩大消费群体），3月底出厂价&零售价提价落地，年内业绩确定性提升；2)ToC改革打开中长期空间，4月以来非标酒代售模式开始实施，激励渠道提升服务质量培育潜在消费者。建议关注泸州老窖，估值有望超跌修复，短期充分纾压渠道，38度国窖具有全国化势能，数字化精益管理下的利润率提升。也建议关注包袱去化节奏较快的五粮液、迎驾贡酒等。

■风险提示：宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；消费税等行业政策；安全事故导致消费品企业品牌形象受损；市场系统性风险导致公司估值大幅下降。地缘政治冲突等因素导致原材料成本大幅上涨；食品安全问题等。

01

白酒板块：淡季需求走弱，26Q1酒企报表预计仍以下滑为主

02

主要酒企跟踪：26Q1贵州茅台预计增长，酒企淡季重视渠道秩序改善

# 外部不确定性对白酒板块影响有限，淡季行业需求仍在磨底

| 2025 | 1月  | 2月  | 3月  | 4月  | 5月  | 6月   | 7月  | 8月  | 9月  | 10月  | 11月  | 12月   |
|------|---|---|---|---|---|--|---|---|---|--|--|---|
| 涨跌幅  | -6.7%   | +4.2%   | -1.7%   | -4.6%   | -2.4%   | -0.7%  | +2.0%   | +7.2%   | -4.0%   | -0.7%  | +0.4%  | -6.0%   |
| 原因   | <p>●2024年12月居民消费信心和消费意愿仍然较弱</p> <p>●市场预期春节白酒动销平淡，销量同比下滑，价格延续压力</p>                      | <p>●春节白酒动销整体符合节前预期，大众价位&gt;高端&gt;次高端</p> <p>●消费政策预期升温</p> <p>●酒企重视价盘维护，多家酒企针对大单品停货</p>  | <p>●两会召开，2025年《政府工作报告》将全方位扩大国内需求置于首位，市场信心有所修复</p> <p>●节后酒企渠道表现稳定，库存存在可控范围内，价盘保持平稳</p> | <p>●白酒行业受关税成本冲击较弱，同时振内需预期提升，板块展现韧性；3月CPI同比下降0.1%，降幅明显收窄</p> <p>●白酒行业步入需求淡季，茅台批价有所波动</p>     | <p>●中美关税谈判突破性进展利好短期波动</p> <p>●《党政机关厉行节约反对浪费条例》，市场担忧政务场景进一步受损，股价波动</p> <p>●五一动销符合市场预期，高端白酒价格压力开始显现</p> | <p>●5月制造业PMI为49.5%，较上月+0.5%</p> <p>●即时零售强势入局618，白酒618线上销售数据延续较快增长，端午动销仍面临需求压制</p> <p>●政策趋紧影响政务场景需求，飞天茅台批价跌至2000元</p> | <p>●7月制造业PMI为49.3%，较上月-0.4%</p> <p>●7月政治局会议决定召开二十届四中全会，宏观政策要持续发力、适时加力，货币政策继续强调要保持流动性充裕</p> <p>●茅五批价下跌白酒淡季需求较弱</p> | <p>●7月CPI同比0%，PPI同比-3.6%，跌幅较上月收窄</p> <p>●淡季需求仍有较大压力，7、8月终端动销和消费者开瓶环比有所改善，自饮、宴席场景开始恢复</p> <p>●茅台、五粮液珍酒李渡推出新品</p> | <p>●8月制造业PMI为49.4%，较上月+0.2%</p> <p>●i茅台上新销售精品茅台，并全新推出“即时配送”服务</p> | <p>●中秋国庆双节虹吸效应明显，白酒消费各场景及价位带动销同比均下滑，聚饮、家宴等大众场景略超预期</p> <p>●高端茅五价格下跌后性价比提升，开瓶表现好于预期</p> | <p>●10月制造业PMI为49.0%，较上月-0.8%</p> <p>●各企业出清库存，三季度报表不及市场预期</p> <p>●双十一购物节后茅台批价回落</p> | <p>●各酒企经销商大会陆续召开，明确26年经营战略，提振信心</p> <p>●五粮液下调实际打款价，古井宣布重启三通</p> |
| 2026 | 1月  | 2月  | 3月  | 4月  | 5月  | 6月   | 7月  | 8月  | 9月  | 10月  | 11月  | 12月   |
| 涨跌幅  | -3.6%   | +5.4%   | -2.7%   | -0.2%   |   |  |   |   |   |  |  |   |
| 原因   | <p>●2025年12月制造业PMI环比上行0.9%至50.1，呈现反季节性回升现象，但食品景气回落至景气荣枯线下方</p> <p>●市场预期春节除茅台外酒企动销平淡</p> | <p>●春节动销整体符合预期，其中高端增长、大众价位仍具需求韧性，此高端延续承压趋势</p> <p>●节前茅台市场化改革带动批价上涨至超过1700元，带动板块情绪升温</p> | <p>●2月制造业PMI为49.0%，叠加长假影响，较上月-0.3%基本符合预期</p> <p>●节后茅台批价受淡季需求影响回落，普五国窖价盘持稳</p>         | <p>●3月PPI同比回正系国际大宗商品价格上行，关注后续内需修复和PPI对CPI的传导</p> <p>●3.31茅台飞天上调销售合同价和自营体系零售价分别8.6%/2.7%</p> |   |  |   |   |   |  |  |   |

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2026/4/12

— 白酒指数 — 沪深300

# 高端批价：淡季高端酒批价小幅回落，飞天茅台提价落地

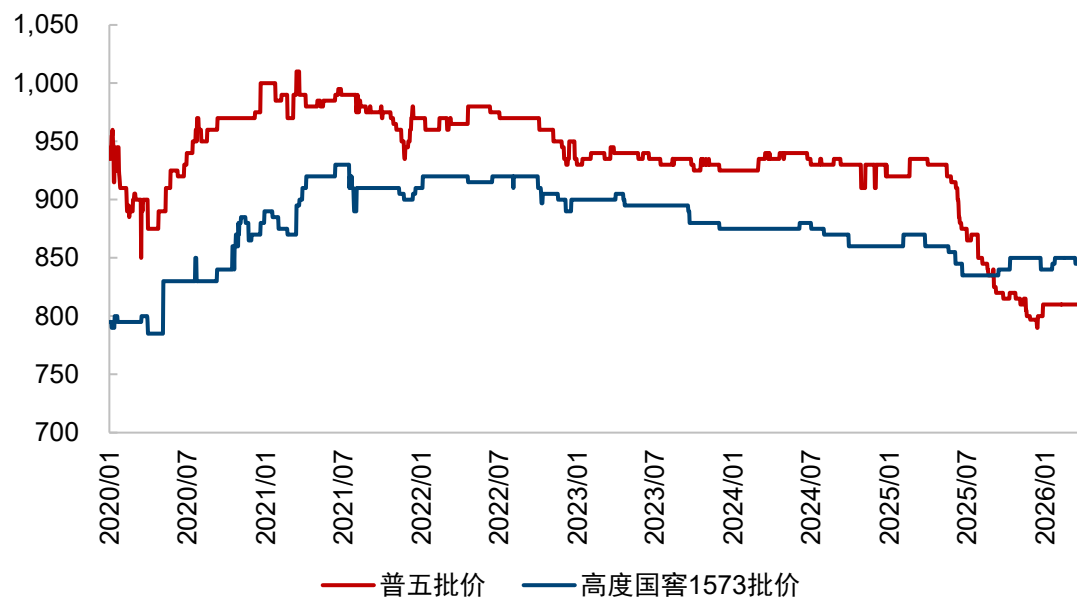
- 3月飞天茅台批价稳定在1600+元，月底上调销售合同价至1269元/瓶和自营体系零售价至1539元/瓶。截至4/12，原箱/散装飞天茅台价格分别为1650/1560元，较3月初下跌10/90元；短期回落主因淡季需求较弱，i茅台散瓶保持一定投放量影响散装飞天批价表现，原箱飞天价格整体保持平稳，结合低库存和渠道信心改善，价格底部支撑力较强。
- 淡季普五/国窖批价环比-20/-10元。截至4/12，八代五粮液批价790元，高度国窖批价840元，较3月初分别下降20元和10元，主因淡季需求减弱影响。春节期间五粮液动销表现较好，预计淡季公司更加注重精准投放和价盘控制。

图：茅台批价走势（元）



资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2026/4/12

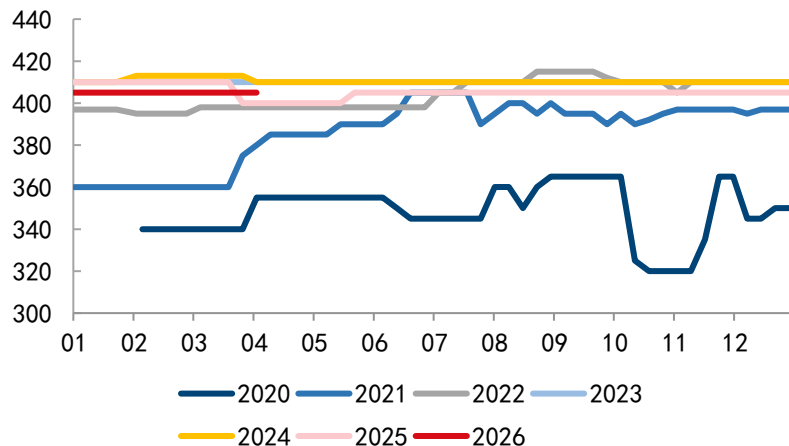
图：普五和高度国窖批价走势（元）



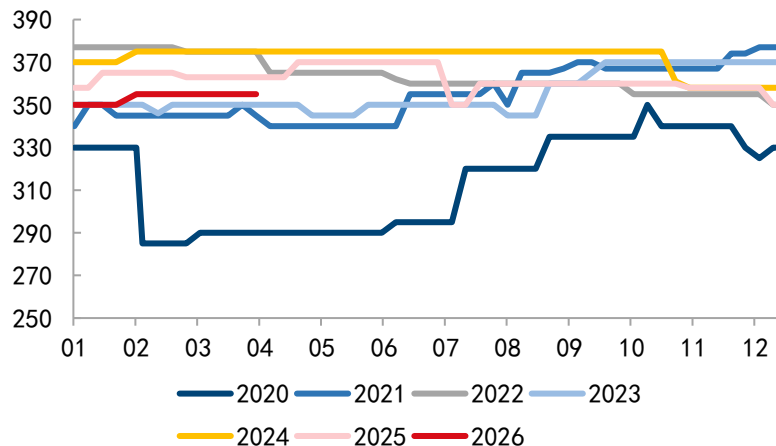
资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2026/4/12

# 次高端批价：淡季动销量较少，酒企纾压渠道，主品价盘整体较稳

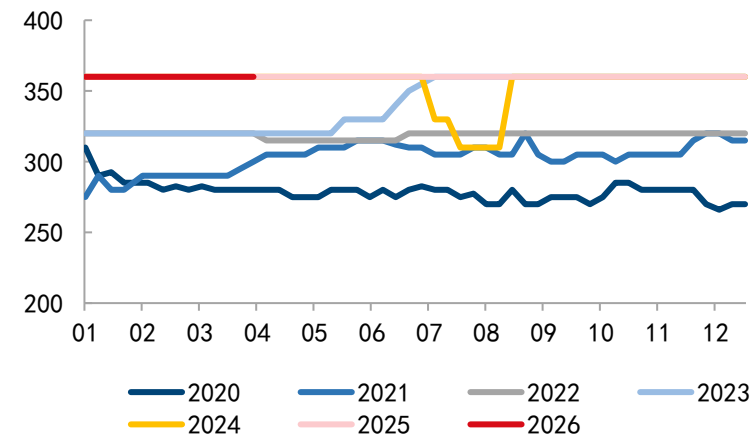
水晶剑批价405元——4月持平



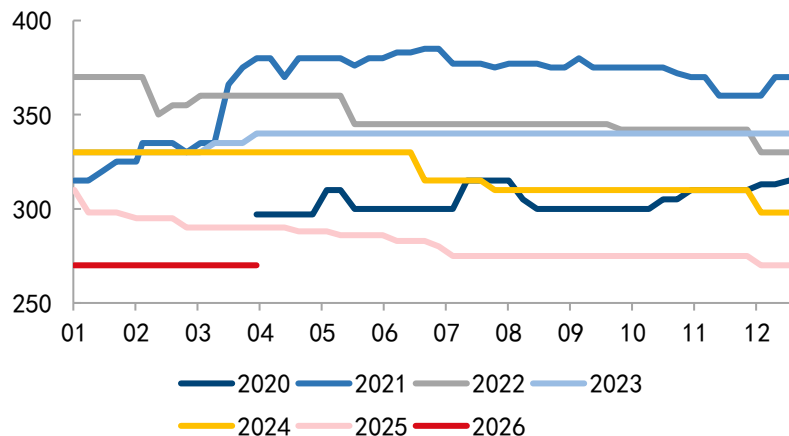
青花20批价355元——4月持平



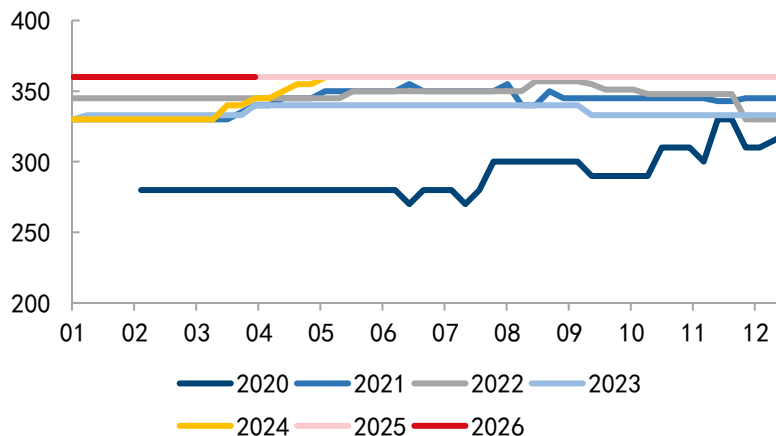
臻酿8号批价360元——4月持平



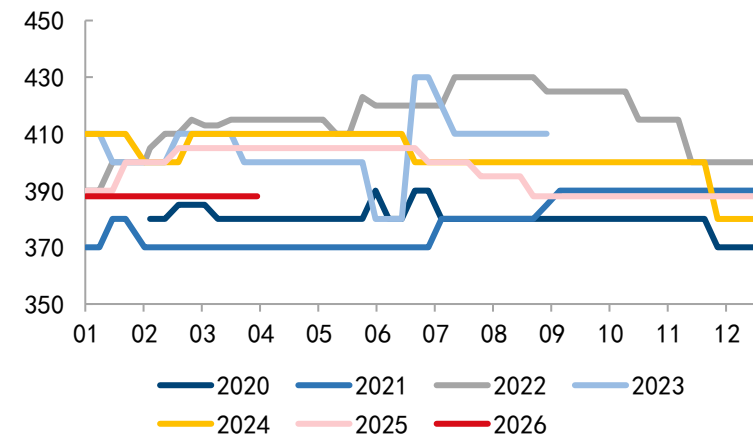
珍15批价270元——4月持平



品味舍得批价360元——4月持平



国缘四开批价388元——4月持平

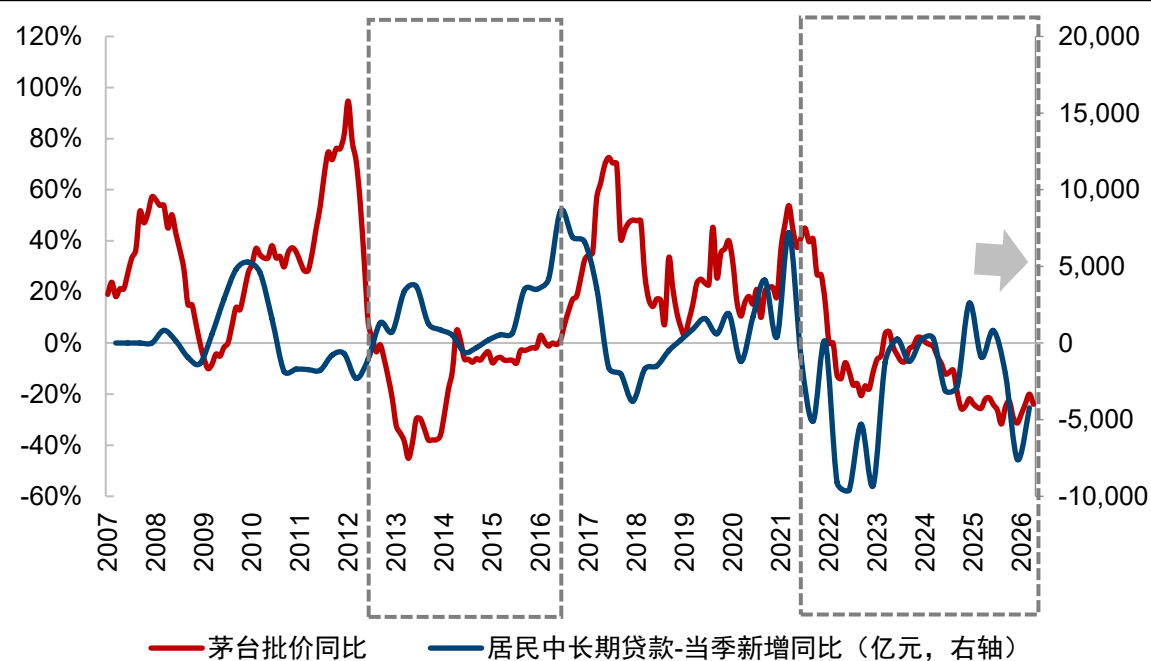


资料来源：今日酒价，百荣酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2026/4/12

# 景气度指标：内需仍处于缓慢修复阶段，飞天批价底部支撑力较强

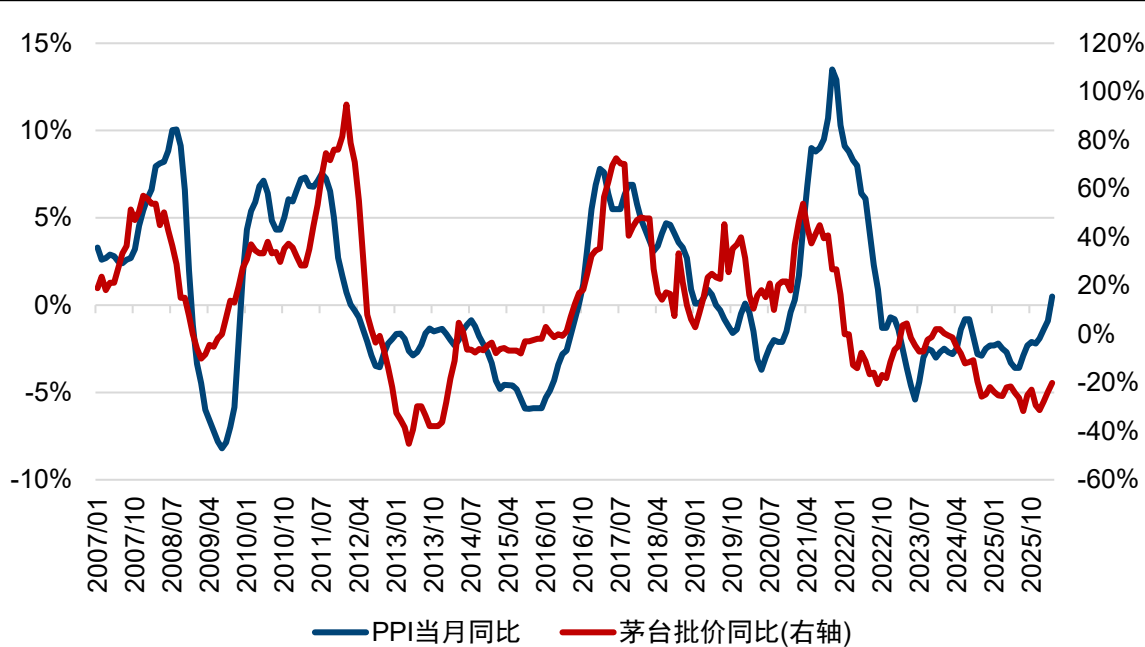
- 短期内需仍处于缓慢修复阶段，飞天批价同比表现较为稳定。3月PPI同比+0.5%/环比+1.0%，主要受国际大宗商品价格快速上行等因素影响；短期服务和商品消费仍然偏弱，需进一步关注后续内需修复情况。2026Q1居民中长期贷款同比少增4225亿元，消费信心仍处于磨底阶段；但我们认为贵州茅台通过“ToC”改革已逐步验证飞天茅台价格具备底部支撑力度。**当前箱装飞天价格较25年同期-24%，同比降幅稳定在可控区间**；展望下半年批价有望稳中有升，同比降幅预计收窄：1) 供给端约束下，飞天新增投放量整体有限；2) Q1改革下，飞天茅台具有捕捉长尾需求和扩大消费群体的能力，若需求温和修复，价格也有望上涨。

图：箱装飞天茅台批价同比增速与居民中长期贷款拟合



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2026/3/31

图：箱装飞天茅台批价同比增速与PPI当月同比拟合



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2026/3/31

# 主要公司2026Q1业绩前瞻



- 预计26Q1白酒板块整体报表端延续下滑和压力释放。25Q1上市公司报表基数较高，结合26Q1及春节动销情况看，除茅台、五粮液的核心单品以外，其余公司动销下滑幅度预计在-10%~-20%，考虑到酒企积极去库的影响，26Q1报表收入及净利润下滑压力仍然较大。
- 26Q1茅台预计收入、净利润同比增长，关注其他酒企出清速度。26Q1贵州茅台经营改革，飞天茅台投放量多增，收入及净利润增长确定性较强。其他酒企纾压渠道，供给逐步贴近市场真实动销需求；若Q2及后续渠道包袱加速去化，库存及价格端出现积极信号，26H2有望迎来基本面拐点。

| 公司简称 | 总市值<br>(亿元) | 营业总收入<br>(亿元) |        | 收入YOY  |        | 归母净利润<br>(亿元) |       | 利润YOY  |        | 26Q1E<br>收入 | yoy    | 26Q1E<br>净利润 | yoy    | 预测PE    |         | PB (LF) | 分红率   |       | 股息率   |       |
|------|-------------|---------------|--------|--------|--------|---------------|-------|--------|--------|-------------|--------|--------------|--------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
|      |             | 2025E         | 2026E  | 2025E  | 2026E  | 2025E         | 2026E | 2025E  | 2026E  |             |        |              |        | PE (25) | PE (26) |         | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| 贵州茅台 | 18,074      | 1,811.6       | 1817.8 | 4.0%   | 0.3%   | 895.4         | 895.1 | 3.8%   | 0.0%   | 545.3       | 6.0%   | 279.2        | 4.0%   | 20.4    | 20.5    | 6.8     | 75%   | 75%   | 3.67% | 3.66% |
| 五粮液  | 3,976       | 731.8         | 644.1  | -17.9% | -12.0% | 247.2         | 205.5 | -22.4% | -16.8% | 277.1       | -25.0% | 104.0        | -30.0% | 16.1    | 19.3    | 2.8     | 81%   | 97%   | 5.03% | 5.03% |
| 泸州老窖 | 1,508       | 258.9         | 241.2  | -17.0% | -6.9%  | 107.8         | 96.6  | -20.0% | -10.4% | 77.6        | -17.0% | 35.4         | -23.0% | 14.0    | 15.6    | 3.1     | 79%   | 88%   | 5.64% | 5.64% |
| 山西汾酒 | 1,656       | 370.2         | 358.9  | 2.8%   | -3.0%  | 120.2         | 110.6 | -1.8%  | -8.0%  | 150.4       | -9.0%  | 55.2         | -17.0% | 13.8    | 15.0    | 5.0     | 60%   | 65%   | 4.38% | 4.34% |
| 洋河股份 | 755         | 192.7         | 189.6  | -33.3% | -1.6%  | 22.5          | 33.5  | -66.3% | 49.2%  | 80.8        | -27.0% | 20.0         | -45.0% | 33.6    | 22.5    | 1.6     | 100%  | 100%  | 2.98% | 4.44% |
| 古井贡酒 | 546         | 200.9         | 191.3  | -14.8% | -4.8%  | 35.5          | 37.6  | -35.6% | 5.9%   | 75.0        | -18.0% | 18.6         | -20.0% | 15.4    | 14.5    | 2.3     | 60%   | 60%   | 3.90% | 4.13% |
| 今世缘  | 325         | 101.6         | 97.5   | -12.0% | -4.1%  | 28.0          | 26.7  | -18.1% | -4.4%  | 45.9        | -10.0% | 14.0         | -15.0% | 11.6    | 12.2    | 2.2     | 44%   | 45%   | 3.77% | 3.69% |
| 迎驾贡酒 | 286         | 60.1          | 58.9   | -18.1% | -2.1%  | 19.5          | 18.7  | -24.5% | -4.1%  | 20.1        | -2.0%  | 7.9          | -5.0%  | 14.6    | 15.3    | 2.8     | 50%   | 50%   | 3.41% | 3.27% |
| 口子窖  | 148         | 43.7          | 38.9   | -27.3% | -11.0% | 7.5           | 6.7   | -54.9% | -10.8% | 15.4        | -15.0% | 4.8          | -22.0% | 19.9    | 22.3    | 1.5     | 50%   | 50%   | 2.52% | 2.25% |
| 金徽酒  | 90          | 29.2          | 30.1   | -3.4%  | 3.0%   | 3.5           | 3.6   | -8.7%  | 0.7%   | 10.5        | -5.0%  | 2.2          | -6.0%  | 25.3    | 25.1    | 2.9     | 70%   | 70%   | 2.77% | 2.79% |
| 舍得酒业 | 149         | 44.2          | 40.5   | -17.5% | -8.4%  | 2.2           | 3.4   | -35.5% | 52.5%  | 15.0        | -5.0%  | 2.9          | -17.5% | 66.8    | 43.8    | 2.3     | 46%   | 46%   | 0.68% | 1.04% |
| 酒鬼酒  | 141         | 11.0          | 11.5   | -22.4% | 4.1%   | -0.38         | 0.6   | -407%  | -390%  | 3.3         | -5.0%  | 0.3          | -7.0%  | -367.2  | 234.5   | 4.0     | /     | /     | /     | /     |

资料来源：Wind, iFinD, 国信证券经济研究所预测；注：数据截至2026/4/13

- 1) 2025/26年收入及盈利预测为我们最新预测值，或与此前外发报告不一致，调整原因及幅度见后文个股基本面分析；舍得、金徽为25年实际值
- 2) 2025、26年分红率除茅台、五粮液、老窖、洋河有指引，舍得、金徽为25年实际值，其他公司保持上年相同假设

01

白酒板块：淡季需求走弱，26Q1酒企报表预计仍以下滑为主

02

主要酒企跟踪：26Q1贵州茅台预计增长，酒企淡季重视渠道秩序改善

## 2.1、贵州茅台：26Q1增长确定性较强，飞天茅台提价、非标代售模式落地

表：公司财务信息及基本面表现更新

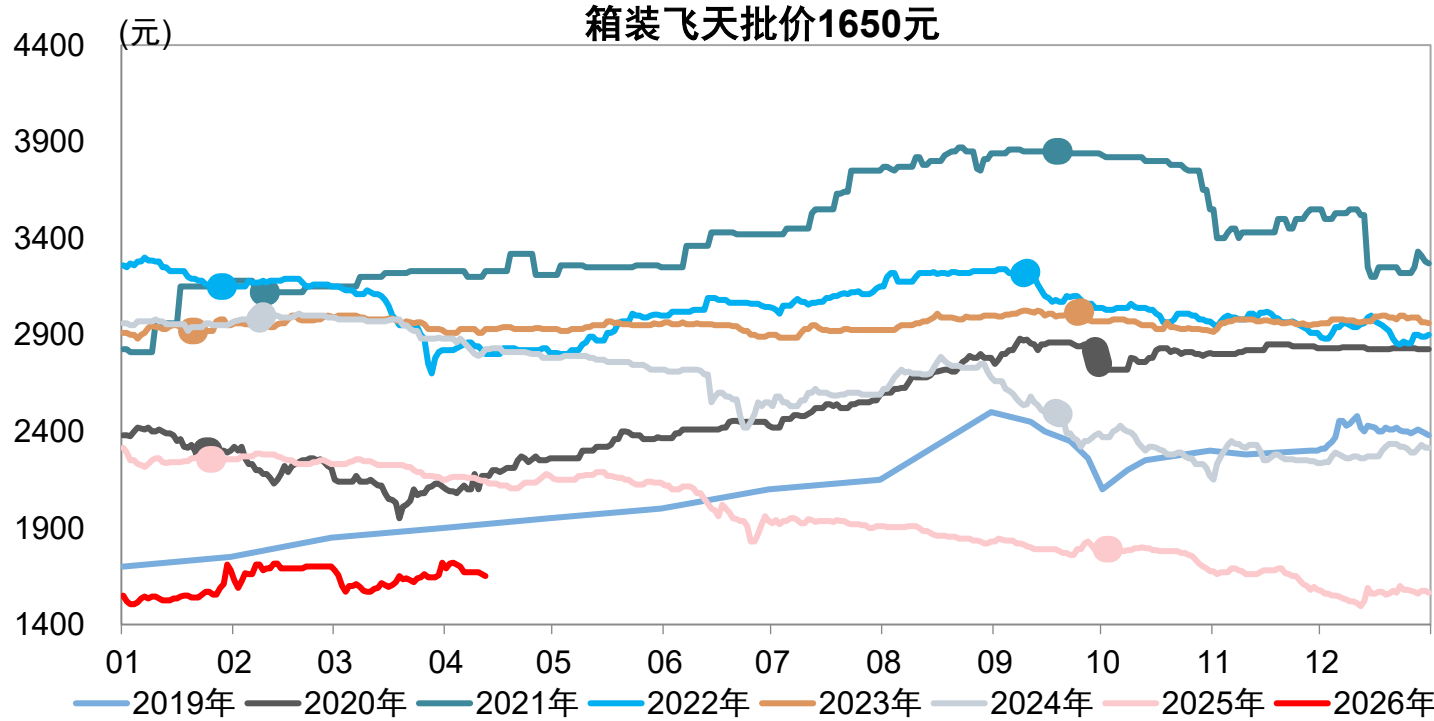
| 财务信息 | 2026年增速预期                                 | 盈利预测及估值                   |                           |                           |                           |                          |                           |
|------|---|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------|
|      |   | 2025E                     |                           | 2026E                     |                           | 26Q1E                    |                           |
|      | 考虑公司改革以消费者需求为中心，保持此前盈利预测，预计2026年收入、利润同比持平 | 收入<br>(+4.0%)<br>1811.6亿元 | 净利润<br>(+3.8%)<br>895.4亿元 | 收入<br>(+0.3%)<br>1817.8亿元 | 净利润<br>(+0.0%)<br>895.1亿元 | 收入<br>(+6.0%)<br>545.3亿元 | 净利润<br>(+4.0%)<br>279.2亿元 |

| 基本面 | 公司近期变化及关键变量   |
|-----|---|
|     | <p>● 26Q1收入预计同比+6%，净利润同比+4%。飞天茅台预计贡献主要增量，传统渠道发货节奏加快、i茅台平台春节期间投放量超预期；非标酒渠道、价格体系市场化，预计下滑。</p> <p>● 飞天提价：自2026年3月31日起，飞天53% vol 500ml贵州茅台酒（2026）销售合同价由1169元/瓶调整为1269元/瓶，提升8.6%；自营体系零售价由1499元/瓶调整为1539元/瓶提升2.7%。本次提价具有价格市场化的信号意义，我们预计提价对公司26年收入和利润贡献2%左右。</p> <p>● 代售模式落地：1) 经销商单月可申购数量有限，销售后5%佣金月结，不转移物权；2) 专卖店配置专属i茅台码；3) 明确“资源随产品走”。</p> |

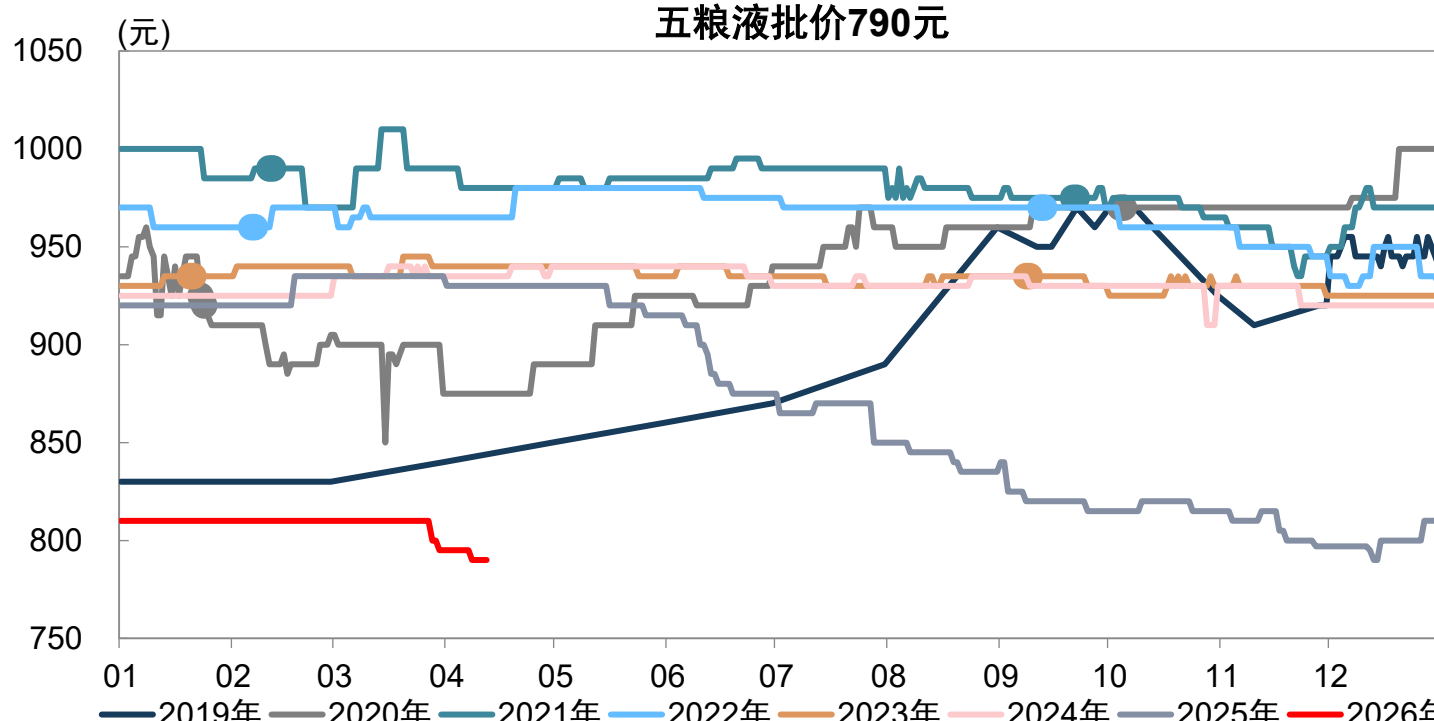
箱装飞天批价1650元



— 2019年 — 2020年 — 2021年 — 2022年 — 2023年 — 2024年 — 2025年 — 2026年

## 2.2、五粮液：26Q1报表预计延续调整趋势，当前渠道经营状态良性

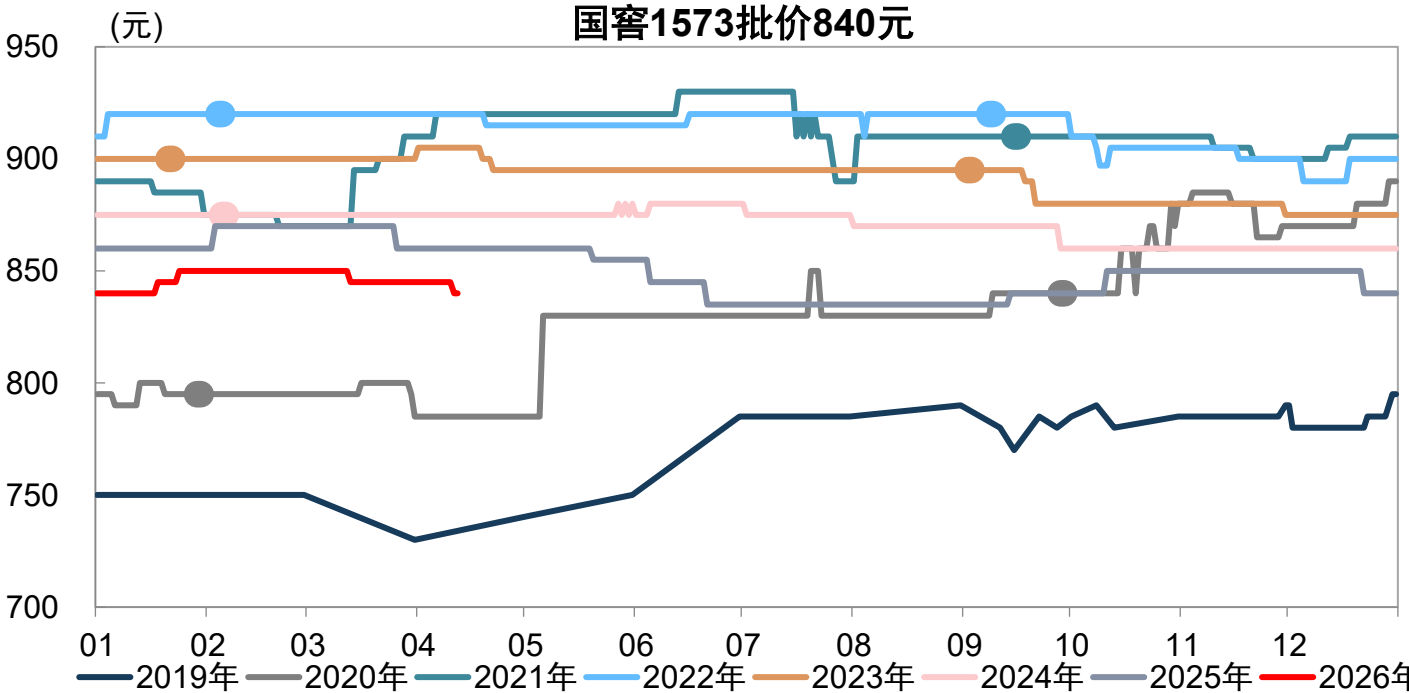
表：公司财务信息及基本面表现更新

| 财务信息 | 2026年增速预期   | 盈利预测及估值  |                 |                |                 |                |                 |
|------|---|--|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
|      |   | 2025E  |                 | 2026E          |                 | 26Q1E          |                 |
|      |   | 收入<br>(-17.9%)   | 净利润<br>(-22.4%) | 收入<br>(-12.0%) | 净利润<br>(-16.8%) | 收入<br>(-25.0%) | 净利润<br>(-30.0%) |
|      | 考虑到今年消费需求仍有压力和公司经营调整结构，预计2026年收入、净利润下滑双位数+  | 731.8亿元  | 247.2亿元         | 644.1亿元        | 205.5亿元         | 277.1亿元        | 104.0亿元         |
| 基本面  | 公司近期变化及关键变量   |  |                 |                |                 |                |                 |
|      | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 26Q1报表预计延续调整趋势，收入/利润预计同比下滑25%/30%。春节期间八代五粮液等核心产品尊重市场化规律，降价、考核动销质量给予市场费用，动销实现增长。考虑到25Q1基数较高，公司自25Q3持续去化渠道包袱，26Q1报表端仍是下滑压力。</li> <li>● 我们预计五粮液淡季将控货挺价为重点工作适度减量，数字化系统识别市场真实容量和货物动销，精准投放以稳定价格。</li> <li>● 注重新场景、新产品培育，通过世界杯等体育营销带动原有产品销售；考虑推出2两小装2-3k收藏产品、1000元礼盒等新品。</li> <li>● 渠道拓展：1) 在上海、成都等城市试点“专卖店x即时零售合作”以增加流量；2) 持续推进“名酒进名企”活动。</li> </ul> |  |                 |                |                 |                |                 |
|      |   |  <p>五粮液批价790元</p> <p>该图展示了五粮液批价从2019年1月到2026年4月的变化趋势。Y轴为价格（元），范围从750到1050。X轴为时间，按季度划分。图中包含多条代表不同年份的折线：2019年（深蓝色）、2020年（灰色）、2021年（浅蓝色）、2022年（亮蓝色）、2023年（橙色）、2024年（粉色）、2025年（浅灰色）、2026年（红色）。2026年的数据在4月截止，显示批价已降至790元。整体来看，批价在2020-2022年间波动较大，2023年后趋于稳定，但2026年出现显著下滑。</p> |                 |                |                 |                |                 |

资料来源：百荣酒价，公司公众号，线下调研，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/4/12

## 2.3、泸州老窖：26Q1预计高度国窖控价下滑，报表释放压力

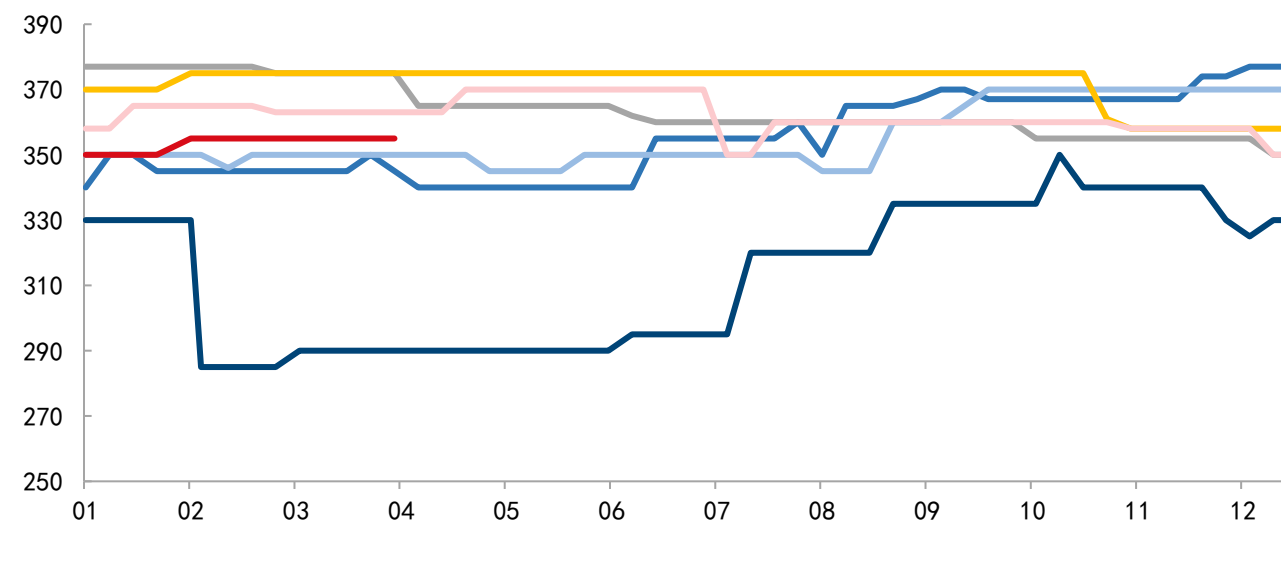
表：公司财务信息及基本面表现更新

| 财务信息        | 2026年增速预期  | 盈利预测及估值  |                 |               |                 |                |                 |
|-------------|--|--|-----------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------|
|             |  | 2025E  |                 | 2026E         |                 | 26Q1E          |                 |
|             |  | 收入<br>(-17.0%)   | 净利润<br>(-20.0%) | 收入<br>(-6.9%) | 净利润<br>(-10.4%) | 收入<br>(-17.0%) | 净利润<br>(-23.0%) |
|             | 考虑到25Q4公司逐步释放压力，25全年收入/净利润预计-17%/-20%；26年高度挺价为先、销量下滑，全年收入/净利润预计延续下滑、幅度收窄   | 258.9亿元  | 107.8亿元         | 241.2亿元       | 96.6亿元          | 77.6亿元         | 35.4亿元          |
| 公司近期变化及关键变量 |  |  |                 |               |                 |                |                 |
| 基本面         | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 26Q1预计收入/利润同比下滑20%+。主要考虑到高度国窖坚持挺价策略，第一季度开瓶及动销量有下滑，同时25Q1高度国窖销售基数较高。38度国窖及中档酒产品开瓶表现较好。当前公司聚焦核心市场，强化38度品质优势。</li> <li>● 2026年春节期间预计分产品表现差异化：1) 高度国窖预计双位数下滑；2) 38度国窖持平微增，受益于产品势能和全国化推进；3) 60版同比持平，老字号个位数增长。</li> <li>● 坚持低度化、新品类年轻化、她经济。低度化有强大品质背书；今年将针对年轻化和女性消费群体开展百调酒吧、“国兴”品牌生活馆等布局。3月公司推出中端进攻型产品窖3窖5，涵盖100-400元价格带，满足差异化场景饮用与礼赠需求。</li> </ul> |  <p>国窖1573批价840元</p> |                 |               |                 |                |                 |
|             |  |  |                 |               |                 |                |                 |

资料来源：今日酒价，线下调研，酒业家，糖酒快讯，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/4/12

## 2.4、山西汾酒：26Q1预计小幅释压，产品势能仍然较好

表：公司财务信息及基本面表现更新

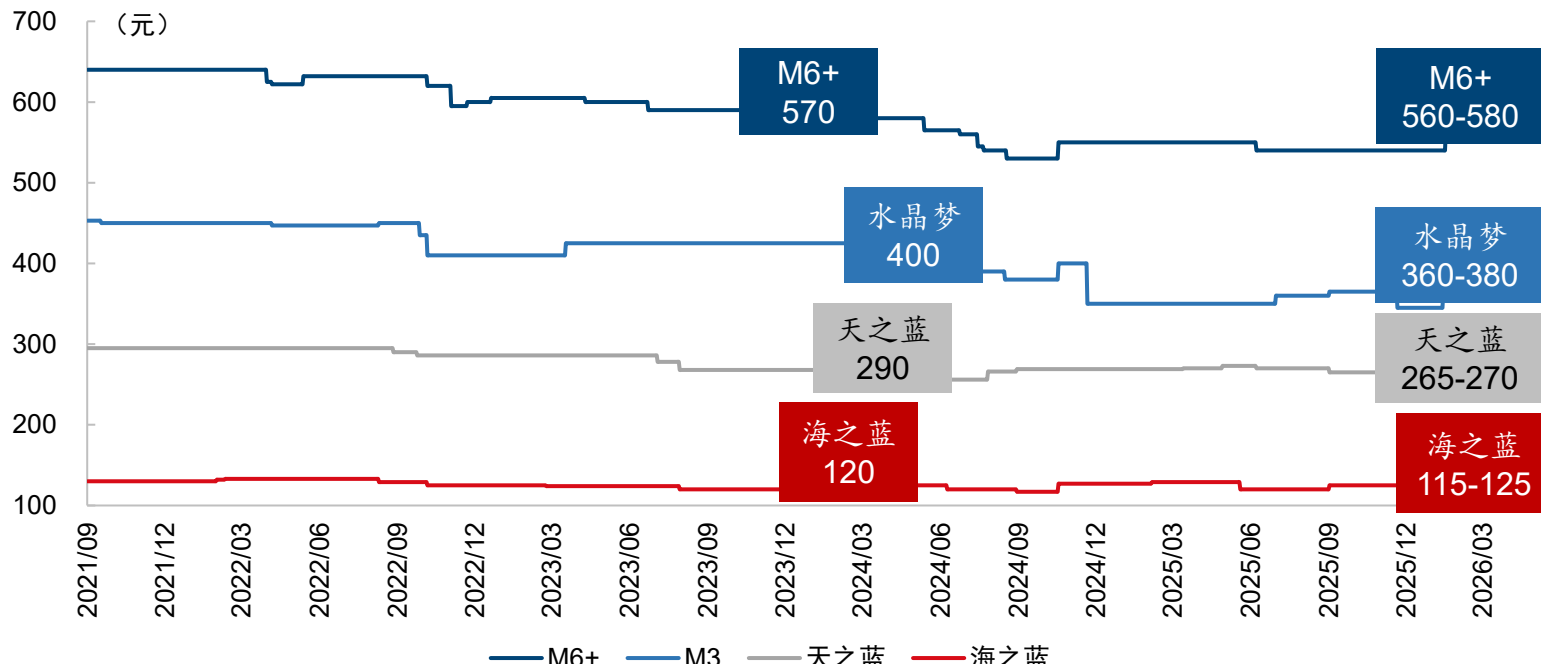
| 财务信息 | 2026年增速预期   | 盈利预测及估值   |                |               |                |               |                 |
|------|---|---|----------------|---------------|----------------|---------------|-----------------|
|      |   | 2025E   |                | 2026E         |                | 26Q1E         |                 |
|      |   | 收入<br>(+2.8%)   | 净利润<br>(-1.8%) | 收入<br>(-3.0%) | 净利润<br>(-8.0%) | 收入<br>(-9.0%) | 净利润<br>(-17.0%) |
|      | 公司产品及区域仍有势能，整体25/26年降幅好于板块整体。但考虑到26年公司逐步纾压渠道，26年收入及净利润预计同比下滑  | 370.2亿元   | 120.2亿元        | 358.9亿元       | 110.6亿元        | 150.4亿元       | 55.2亿元          |
| 基本面  | 公司近期变化及关键变量   |   |                |               |                |               |                 |
|      | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 26Q1预计报表端释放压力，净利率预计同比承压整体第一季度动销同比下滑，公司小幅释压。其中青花26及以上承压较大，青花20&amp;老白汾等受去年高基数影响，玻汾势能延续。产品结构或有沉降，同时增加费投促回款&amp;动销，预计净利润下滑幅度更大。</li> <li>● 我们预计分产品表现差异化：山西基本盘稳定，青花20和巴拿马20动销平稳，30及以上有压力。省外主品动销同比有所下滑，但预计下滑幅度小于同价位带整体情况。</li> <li>● 未来产品发展“两头抓”。1) 青花20及以上高端产品：青花30省内42度推广铺货，省外聚焦高端消费者培育；2) 加强低端产品竹叶青和杏花村，推新品做增量。春糖期间陆续发布42度青花汾酒龙尊、陈皮汾酒（竹叶青系列酒）等新品。</li> </ul> |   |                |               |                |               |                 |
|      |   | <p>青花20批价355元</p>  <p>Legend: 2020 (Dark Blue), 2021 (Blue), 2022 (Grey), 2023 (Light Blue), 2024 (Yellow), 2025 (Pink), 2026 (Red)</p> |                |               |                |               |                 |

资料来源：今日酒价，公司公众号，线下调研，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/4/12

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 2.5、洋河股份：26Q1预计渠道包袱进一步减轻，营销管理体系变革

表：公司财务信息及基本面表现更新

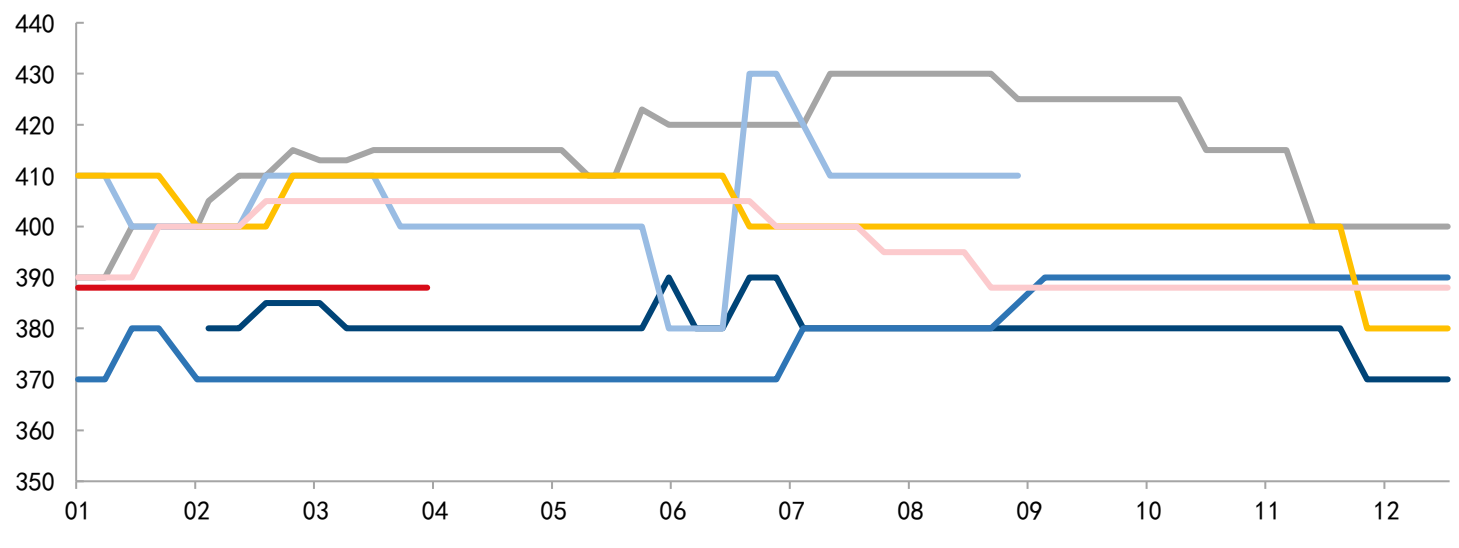
| 财务信息 | 2026年增速预期  | 盈利预测及估值   |                 |               |                 |                |                 |
|------|--|---|-----------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------|
|      |  | 2025E   |                 | 2026E         |                 | 26Q1E          |                 |
|      |  | 收入<br>(-33.3%)  | 净利润<br>(-66.3%) | 收入<br>(-1.6%) | 净利润<br>(+49.2%) | 收入<br>(-27.0%) | 净利润<br>(-45.0%) |
|      | 公司发布25年业绩预告，我们预计25年收入承压仍然较大；26年低基数下预计净利润转正增长   | 192.7亿元   | 22.5亿元          | 189.6亿元       | 33.5亿元          | 80.8亿元         | 20.0亿元          |
| 基本面  | 公司近期变化及关键变量  | 批价表现  |                 |               |                 |                |                 |
|      | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 26Q1预计延续调整，渠道包袱进一步减轻。第一季度七代海之蓝、天之蓝等产品销售环比改善、渠道信心修复；但考虑到次高端以上产品需求仍有压力，公司以去库存促动销为核心，报表端预计进一步出清，经营状态有较大改善。</li> <li>● 春节期间海之蓝消费者自点率提升，动销同比增长；目前第七代海之蓝产品省外铺货布局工作正在有序推进，公司将借势进一步夯实海之蓝市场销售份额。</li> <li>● 25H2以来公司进行组织变革，撤销原有多层级营销中心，全国统一设立14个大战区决策链路缩短；设立7大事业部专项攻坚；精简层级，重塑考核，开展效率革命。</li> </ul> |  |                 |               |                 |                |                 |

资料来源：今日酒价，糖酒快讯，名酒观察，线下调研，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/4/12

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 2.6、今世缘：26Q1产品结构预计下降，淡季稳价去库存

表：公司财务信息及基本面表现更新

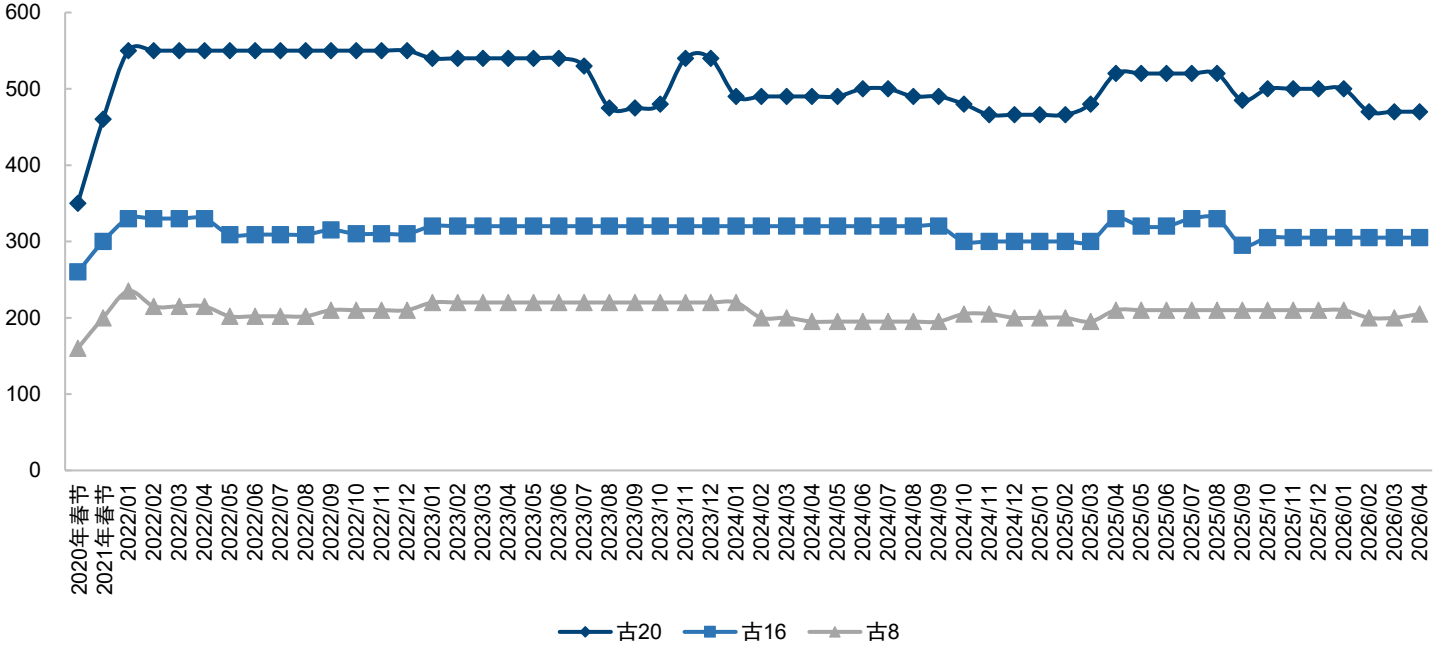
| 财务信息 | 2026年增速预期  | 盈利预测及估值   |                 |               |                |                |                 |
|------|--|---|-----------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|
|      |  | 2025E   |                 | 2026E         |                | 26Q1E          |                 |
|      |  | 收入<br>(-12.0%)  | 净利润<br>(-18.1%) | 收入<br>(-4.1%) | 净利润<br>(-4.4%) | 收入<br>(-10.0%) | 净利润<br>(-15.0%) |
|      | 2026年收入、净利润预计在25年低基数下逐步企稳，但考虑到需求恢复较慢，26年收入及净利润预计小幅下滑   | 101.6亿元   | 28.0亿元          | 97.5亿元        | 26.7亿元         | 45.9亿元         | 14.0亿元          |
| 基本面  | 公司近期变化及关键变量  | 批价表现  |                 |               |                |                |                 |
|      | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 26Q1预计下滑幅度环比收窄，产品结构或有下移。Q1淡雅预计仍然贡献主要增量，主因提价前收款进度较快、春节动销需求较好。淡季公司以去库挺价为主，进一步释放表内压力</li> <li>● 淡季各产品以稳价格、去库存为主，核心单品国缘淡雅表现较好，近年来保持连年增长态势四开对开同比下滑、环比改善，预计进入Q2低基数期有望逐步改善。</li> <li>● 春糖期间公司反馈经营重心高度聚焦于江苏省内及周边核心市场，对上海、浙江等周边市场的增长潜力持乐观态度，整体结构稳中向好。</li> <li>● 3月24日公司新成立数字化营销中心，推进数字化宴席、终端赋能、会员体系建设及线上线下一体化营销闭环。</li> </ul> | <p>国缘四开批价388元</p>  <p>Legend: 2020 (dark blue), 2021 (blue), 2022 (grey), 2023 (light blue), 2024 (yellow), 2025 (pink), 2026 (red)</p> |                 |               |                |                |                 |

资料来源：今日酒价，名酒观察，糖酒快讯，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/4/12

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 2.7、古井贡酒：26Q1预计延续调整趋势，省内份额优势依然领先

表：公司财务信息及基本面表现更新

| 财务信息 | 2026年增速预期  | 盈利预测及估值   |                |                 |               |                |                |
|------|--|---|----------------|-----------------|---------------|----------------|----------------|
|      |  | 2025E   |                | 2026E           |               | 26Q1E          |                |
|      |  | 25/26年收入受需求影响预计下滑；2025年受子公司减值影响，预计净利润下滑幅度较大；2026年低基数下预计回正                           | 收入<br>(-14.8%) | 净利润<br>(-35.6%) | 收入<br>(-4.8%) | 净利润<br>(+5.9%) | 收入<br>(-18.0%) |
|      |  | 200.9亿元   | 35.5亿元         | 191.3亿元         | 37.6亿元        | 75.0亿元         | 18.6亿元         |
| 基本面  | 公司近期变化及关键变量  | 批价表现  |                |                 |               |                |                |
|      | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 26Q1预计报表延续调整趋势，淡季以去库存、促动销为主。产品端古20预计承压较大，古5/8相对较好也受到25Q1高基数压力，公司通过增加贡系列等新品补充收入当前渠道压力仍然较大，淡季不给经销商库存压力。预计进入Q2，低基数下经营状态有望逐步改善。</li> <li>● 今年公司聚焦白酒主业，以健康酒赛道为突破口构建差异化优势。产品上轻养社、神力酒是开辟第二增长曲线的关键；渠道上依托“三通工程”与数字化赋能，围绕轻养社打造场景化体系。</li> </ul> |  |                |                 |               |                |                |

资料来源：今日酒价，第一财经，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/4/12

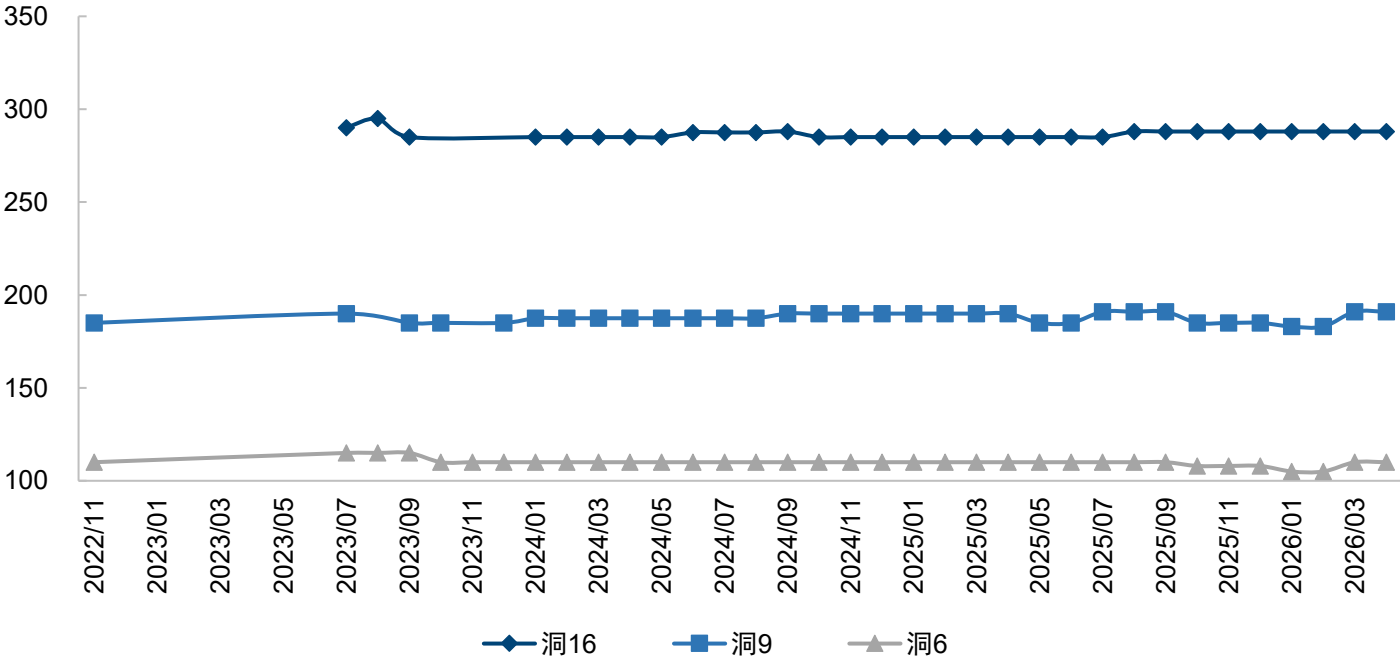
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 2.8、迎驾贡酒：26Q1预计报表逐步改善，关注库存去化节奏

表：公司财务信息及基本面表现更新

| 财务信息 | 2026年增速预期   | 盈利预测及估值     |              |            |             |            |             |
|------|---|-------------|--------------|------------|-------------|------------|-------------|
|      |   | 2025E       |              | 2026E      |             | 26Q1E      |             |
|      | 考虑到外部需求修复仍具有不确定性，26年仍有一定增长压力；公司调整较早、幅度较大，下滑幅度预计小于板块整体 | 收入 (-18.1%) | 净利润 (-24.5%) | 收入 (-2.1%) | 净利润 (-4.1%) | 收入 (-2.0%) | 净利润 (-5.0%) |
|      | 60.1亿元  | 19.5亿元      | 58.9亿元       | 18.7亿元     | 20.1亿元      | 7.9亿元      |             |

| 基本面 | 公司近期变化及关键变量   | 批价表现  |
|-----|---|---|
|     | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 26Q1预计报表逐步开始改善。考虑到春节前(25Q4)回款加快，春节期间洞6、洞9动销势能较好，26Q1低基数下报表压力小于板块整体。当前渠道经营状态边际改善，建议关注库存去化节奏，预计先于板块迎来基本面拐点。</li> <li>● 近期公司高管履新，杨照兵出任公司总经理，顾正祝出任销售公司总经理、与杨照兵共同打理相关事务，两位领导均为一线销售出身，市场经验较为丰富。</li> </ul> |  <p>批价表现图显示了洞16、洞9和洞6的价格趋势。洞16的价格在2023/07左右达到约300元，随后在280-300元区间波动。洞9的价格在180-200元区间波动。洞6的价格在100-120元区间波动。所有价格均呈现长期上升趋势。</p> |

资料来源：今日酒价，酒业家，价投小白鸽，线下调研，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/4/12

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 投资建议：底部信号加强，推荐贵州茅台+泸州老窖等



■ **投资建议：**报表预期释压，动销降幅企稳收窄，板块底部信号加强，年内酒企经营拐点或有分化。26Q1白酒板块表现预计延续下滑趋势，但下滑幅度环比25Q3-4预计收窄；建议关注25Q4+26Q1报表出清幅度，库存去化较好、价盘表现企稳、调整较早且充分的酒企有望率先迎来拐点。**继续首推贵州茅台，改革打开重估空间**，1) 短期经营拐点逐步显现（春节动销超预期增长、扩大消费群体），3月底出厂价&零售价提价落地，年内业绩确定性提升；2) ToC改革打开中长期空间，4月以来非标酒代售模式开始实施，激励渠道提升服务质量培育潜在消费者。**建议关注泸州老窖，估值有望超跌修复**，短期充分纾压渠道，38度国窖具有全国化势能，数字化精益管理下的利润率提升。也建议关注包袱去化节奏较快的**五粮液、迎驾贡酒**等。

### ■ 主要风险提示

- 1、宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；
- 2、消费税税率提升、消费税征收环节后移等行业政策；
- 3、地缘政治冲突等因素导致原材料成本大幅上涨；
- 4、食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损；
- 5、市场系统性风险导致公司估值大幅下降。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准  | 类别     | 级别                   | 说明                    |
|---|--------|----------------------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市                 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|   |        | 中性                   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|   |        | 弱于大市                 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|   | 行业投资评级 | 无评级                  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|   |        | 优于大市                 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上  |
|   |        | 中性                   | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
|   | 弱于大市   | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |                       |

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032