

食品饮料行业深度报告

白酒 2025 年报及 2026 一季报总结：出清加速，底部更明朗

增持（维持）

2026 年 05 月 12 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

投资要点

■ **25 年加速出清，下半年尤其明显，26Q1 营收跌幅收窄。**2025 年白酒板块营收同比下滑 18.1%，归母净利润同比下滑 23.9%，扣非归母净利润同比下滑 24.2%；26Q1 白酒板块营收同比下滑 0.1%，归母净利润同比下滑 1.4%，扣非归母净利润同比下滑 1.5%。25 年下半年板块加速出清，尤其 25Q4 营收降幅更超出前三季度，一方面消费场景缺失需求仍旧走弱，二是终端烟酒店动销困难，去库偏慢，经销商出货周转压力放大，反向传导，酒企集中转向释放报表压力。市场对能够维护渠道秩序和价盘相对稳定、库存和报表率先筑底企稳的公司更加认可。26Q1 受春节旺季带动用酒需求环比恢复，但同比仍存差距，个人餐饮及宴席场景逐步修复，但商务场景仍在低位。

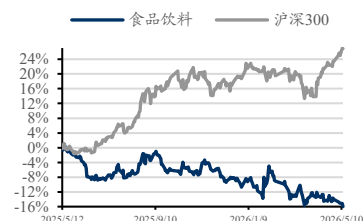
■ **收入端：普遍加速探底，26Q1 茅台、迎驾率先企稳。**2025 年白酒板块营收同比-18.1%，归母净利润同比-23.9%，其中 25H1、25H2 营收分别同比-12.7%、-24.7%，归母净利润分别同比-16.5%、-33.8%，下半年降速明显。分季度看，次高端收入增速自 24Q2 以来加速下探，25Q3 以来伴随基数走低，收入同比降幅相对好于白酒其他细分；高端、区域龙头则陆续于 25Q2~25Q3 加速转向，收入同比降幅持续扩大，及时释放报表压力。25Q4+26Q1 多数酒企收现增速<表观回款增速<收入增速，且合同负债余额同比下降，显示渠道现金打款压力持续显现。销售端，多数公司表观回款增速与收入增速基本匹配，预收账款余额回落至周期性低位，高端酒回款边际承压、次高端酒企分化加剧、区域酒回款边际走弱。收现端，伴随渠道收款难度加大、库存占款增加，龙头酒企收现同比开始落后于表观回款同比，高端酒报表收现环比回落，次高端酒收现比分化加剧，区域酒龙头收现比普遍环比恶化。

■ **利润端：规模与结构双承压，净利率延续下滑。**毛利率方面，2025 年白酒板块毛利率为 83.37%，同比提升 0.44pct；26Q1 板块毛利率为 82.69%，同比下滑 0.83pct。各家酒企毛利率阶段性承压，一方面在批价下行背景下，酒企适当加大货折、返利支持力度，并且产品结构有所回落；另一方面酒企收入下滑也造成负规模效应。费率方面，25FY/26Q1 白酒企业销售费率分别同比提升 1.34pct/0.78pct 至 11.73%/9.63%，管理费率分别同比+0.61pct/-0.12pct 至 5.71%/3.75%，收入下滑使得销售费率被动抬升，管理费用普遍加强管控下更为稳健。利润增速方面，25FY 次高端（-7.9%）> 高端（-22.39%）> 地产酒（-43.9%），26Q1 高端（8.8%）> 次高端（-19.4%）> 地产酒（-26.1%）。产品结构回落、动销转化不畅，酒企毛销差经历下行考验，同时规模负效应也存在一定影响。

■ **投资建议：**白酒行业于 2025Q2 整体开始进入调整深水区，我们预计 2026H1 仍然延续出清筑底态势，当前出清关键期，2026Q3 新的库存周期（价格企稳，补库意愿改善）有望出现，我们判断 2026 年白酒行业报表营收同比增速呈现前低后高，板块良性预期有望年中形成，推荐方面化繁为简，优先布局“出清可信度较高+管理运营能力居前+未来有成长空间逻辑”的相对白马标的企业。**首推动销最先企稳，全面 ToC 打开成长空间的贵州茅台，其次推荐山西汾酒、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、金徽酒、珍酒李渡等。**

■ **风险提示：**消费修复不及预期风险、行业竞争加剧风险。

行业走势



相关研究

《啤酒 2025 年报及 2026 一季报总结：需求韧性仍在，期待旺季恢复向好》

2026-05-08

《保健品行业 2025 年年报及 2026 年一季报总结：逻辑明朗，结构性高成长》

2026-05-08

内容目录

1. 白酒年报、一季报总结：出清加速，底部更明确	4
1.1. 25 年主动加速出清，26Q1 调整边际收窄	4
1.2. 供需偏弱压制批价，茅台量价更具调节空间	4
2. 收入端：加速探底，Q1 茅台、迎驾率先企稳	5
2.1. 高端白酒：加大转向力度，Q1 茅台率先确立企稳	9
2.2. 次高端白酒：报表边际弱企稳，品牌势能强分化	10
2.3. 区域白酒：主动降速去库，Q1 迎驾率先恢复增长	11
3. 利润端：结构及费用均有拖累，净利率延续下滑	13
3.1. 毛利率：多数酒企同比回落，结构、货折均有影响	13
3.2. 费用率：销售费率被动抬升，管理费率更为稳健	15
3.3. 税金及附加比率：25FY 阶段性提升，26Q1 有所回落	15
3.4. 利润增速：产品结构及费效均有拖累，盈利明显承压	16
4. 投资建议	17
5. 风险提示	17

图表目录

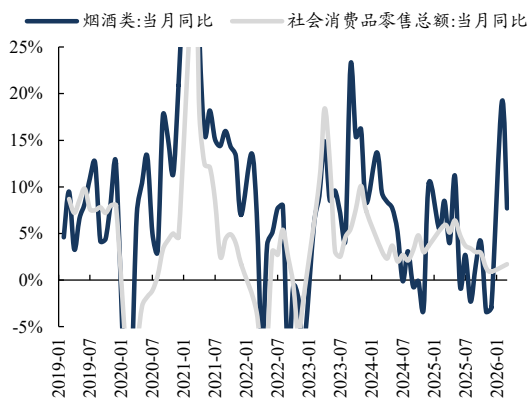
图 1:	社零总额及烟酒类当月同比增速.....	4
图 2:	2024 年以来餐饮消费增速走弱.....	4
图 3:	高端酒批价走势 (元/瓶)	5
图 4:	次高端酒批价走势 (元/瓶)	5
图 5:	白酒板块累计收入规模及增速 (%)	5
图 6:	白酒板块累计净利润规模及增速 (%)	5
图 7:	白酒子板块单季收入同比增速(%).....	6
图 8:	白酒子板块季度累计收入同比增速(%).....	6
图 9:	酒企 25Q4+26Q1 收入、收现、订单 (收入+ Δ 预收) 同比增速对比.....	7
图 10:	白酒子板块单季订单额 (收入+ Δ 预收) 同比.....	8
图 11:	白酒子板块合同负债余额 (亿元) 对比.....	8
图 12:	25FY 白酒个股毛销差同比变动 (pct)	13
图 13:	26Q1 白酒个股毛销差同比变动 (pct)	13
图 14:	白酒子板块累计毛利率 (%)	14
图 15:	白酒子板块年度销售吨价及吨成本涨幅.....	14
图 16:	白酒子板块季度累计营业税率(%).....	15
图 17:	白酒子板块单季营业税率同比变化 (pct)	15
表 1:	白酒板块公司 2021~2025 年收入及归母净利润增速情况	5
表 2:	白酒子板块单季收入同比增速情况 (%)	8
表 3:	白酒子板块销售收现同比增速及收现比情况 (%)	9
表 4:	白酒子板块单季收入增速情况 (%)	13
表 5:	白酒子板块单季毛利率同比变动情况 (pct)	14
表 6:	白酒子板块单季毛销差同比变动情况 (pct)	14
表 7:	酒企单季销售费率同比变动 (pct)	15
表 8:	酒企单季管理费率同比变动 (pct)	15
表 9:	白酒子板块单季归母净利润同比增速情况 (%)	16
表 10:	白酒子板块单季扣非归母净利润同比增速情况 (%)	16
表 11:	白酒子板块单季扣非净利润同比增速-收入同比增速 (%)	16
表 12:	白酒上市公司 2026Q1 及 2025Q4 业绩概览.....	16

1. 白酒年报、一季报总结：出清加速，底部更明确

1.1. 25 年主动加速出清，26Q1 调整边际收窄

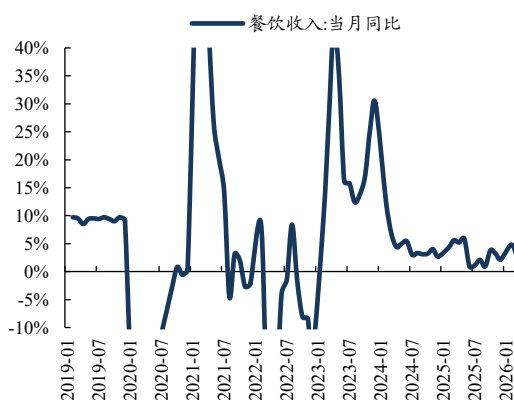
25FY 白酒板块营业收入同比下滑 18.1%，归母净利润同比下滑 23.9%，扣非归母净利润同比下滑 24.2%；26Q1 白酒板块营收同比下滑 0.1%，归母净利润同比下滑 1.4%，扣非归母净利润同比下滑 1.5%。25 年下半年板块加速出清，一是消费场景边际走弱，酒企转向集中释放报表压力，二是终端烟酒店陆续退出，经销商变现周转压力边际放大，市场对酒企报表加速探底持支持态度，更倾向于对能够维护渠道秩序稳定、率先边际企稳的标的给予估值支撑。26Q1 个人餐饮及宴席场景逐步修复，但商务场景仍在低位，受春节旺季带动用酒需求环比恢复，但同比仍存差距。

图1：社零总额及烟酒类当月同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2024 年以来餐饮消费增速走弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

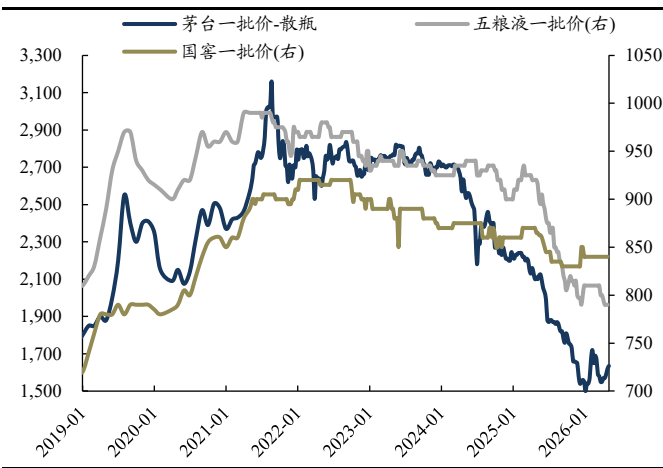
1.2. 供需偏弱压制批价，茅台量价更具调节空间

2026 年春节头部酒企茅五泸汾均对出货供给加强调控，核心单品批价走势波动相对可控，对高端、次高端价位产品基本都达成价在量先的操作共识。

1) 高端价格带：茅台 2025 年底推出系统性营销改革，全面 ToC 是核心主线，i 茅台实测效果突出，价格企稳能放量，2026 年业绩预期增长。2026Q1 普飞放量明显，其中 i 茅台是最核心放量销售主体，虽非标产品 Q1 经销渠道减量，但普飞放量对冲明显，Q1 实现营收稳健增长。随着非标代售模式 4 月份落地，后续季度总体表现也会平稳。五粮液 2025 围绕渠道、产品、机制多维发力，全面落实高质量市场动销，2026 年产品和渠道战略具有连续性。短期以价换量占据主动性，大力去库有利于夯实长期发展基础，中长期利润中枢有望企稳修复。泸州老窖保持战略定力，高度国窖控价，低度全国化加快。公司发挥数字化动销优势，消费者动作精准实施，高端低度和腰部产品市场销售韧性较好。公司以动销换配额，高度国窖渠道减压，当前公司产品渠道库存保持良性。

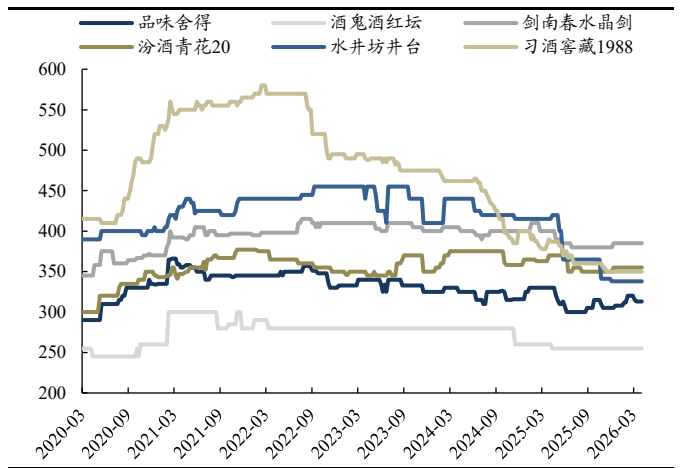
2) 次高端价格带：汾酒全国化、多价位的销售组合令个别产品、区域调控更有余裕，公司及时纾解渠道压力，后续期待汾酒渠道质量再上台阶。

图3: 高端酒批价走势 (元/瓶)



数据来源: 茅粉鲁智深, 东吴证券研究所

图4: 次高端酒批价走势 (元/瓶)

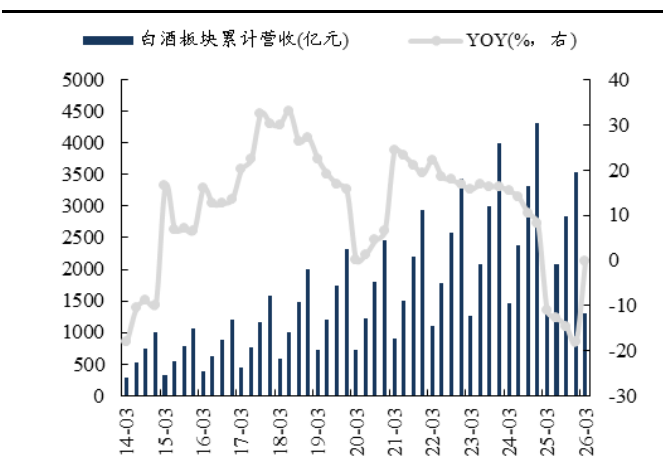


数据来源: 百荣酒价, 东吴证券研究所

2. 收入端: 加速探底, Q1 茅台、迎驾率先企稳

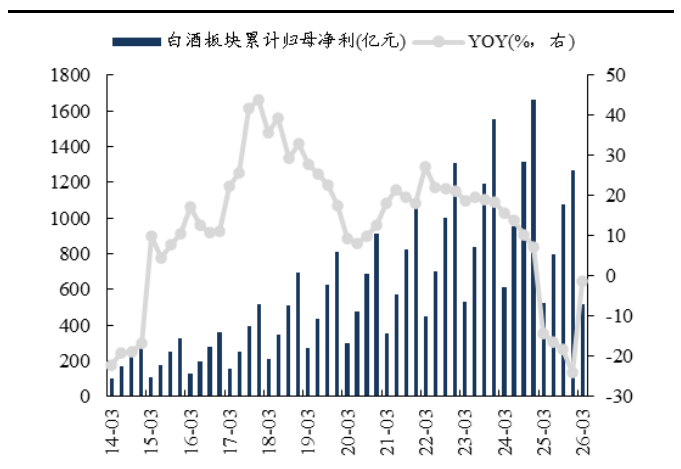
酒企纷纷降速, 短期优先释放报表压力。2025 年白酒板块营收同比-18.1%, 归母净利润同比-23.9%, 其中 25H1、25H2 营收分别同比-12.7%、-24.7%, 归母净利润分别同比-16.5%、-33.8%, 下半年降速明显。

图5: 白酒板块累计收入规模及增速 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 白酒板块累计净利润规模及增速 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 白酒板块公司 2021~2025 年收入及归母净利润增速情况

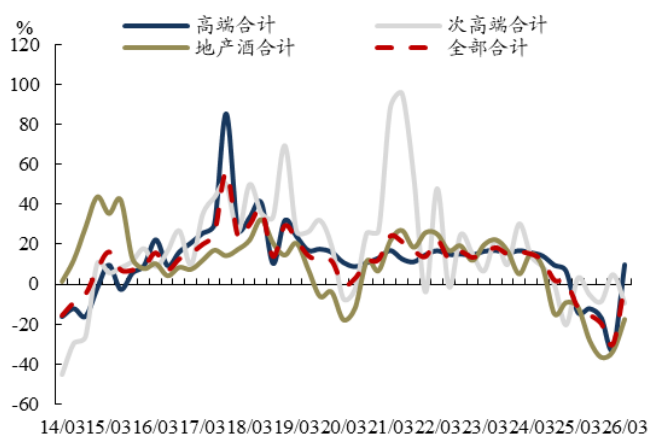
证券简称	收入增速					归母净利润增速				
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
高端	14.2%	15.4%	16.5%	11.5%	-19.1%	15.3%	19.1%	18.5%	11.3%	-22.4%
贵州茅台	11.7%	16.5%	18.0%	15.7%	-1.2%	12.3%	19.6%	19.2%	15.4%	-4.5%
五粮液	15.5%	11.7%	12.6%	7.1%	-54.6%	17.2%	14.2%	13.2%	5.4%	-71.9%
泸州老窖	24.0%	21.7%	20.3%	3.2%	-17.5%	32.5%	30.3%	27.8%	1.7%	-19.6%
次高端	53.2%	24.3%	14.1%	2.6%	-1.51%	77.2%	39.2%	16.4%	-0.6%	-7.9%
山西汾酒	42.8%	31.3%	21.8%	12.8%	7.5%	72.6%	52.4%	28.9%	17.3%	0.0%

水井坊	54.1%	0.9%	6.0%	5.3%	-41.8%	64.0%	1.4%	4.4%	5.7%	-69.7%
舍得酒业	83.8%	21.9%	16.9%	-24.4%	-17.5%	114.3%	35.3%	5.1%	-80.5%	-35.5%
酒鬼酒	87.0%	18.6%	-30.1%	-49.7%	-22.2%	81.7%	17.4%	-47.8%	-97.7%	-371.8%
区域酒	22.6%	19.1%	16.6%	2.1%	-23.9%	13.7%	23.0%	18.1%	-7.6%	-43.9%
洋河股份	20.1%	18.8%	10.0%	-12.8%	-33.5%	0.3%	24.9%	6.8%	-33.4%	-66.9%
古井贡酒	28.9%	25.9%	21.2%	16.4%	-20.1%	23.9%	36.8%	46.0%	20.2%	-35.7%
今世缘	25.1%	23.1%	28.0%	14.3%	-11.8%	29.5%	23.3%	25.3%	8.8%	-23.7%
迎驾贡酒	32.6%	19.6%	22.1%	8.5%	-18.0%	45.0%	23.0%	34.2%	13.4%	-23.3%
口子窖	25.4%	2.1%	16.1%	0.9%	-33.7%	35.4%	-10.2%	11.0%	-3.8%	-59.3%
老白干酒	11.9%	15.5%	13.0%	1.9%	-23.1%	24.5%	81.8%	-5.9%	18.2%	-45.4%
金徽酒	3.3%	12.5%	26.6%	18.6%	-3.4%	-2.0%	-13.7%	17.3%	18.0%	-8.7%
其他酒企	16.6%	-9.9%	29.6%	-10.7%	-19.1%	-29.3%	-74.4%	660.3%	-82.7%	-68.6%
金种子酒	16.7%	-2.1%	23.9%	-37.0%	-22.0%	-339.8%	-12.4%	88.2%	-1067.2%	22.9%
伊力特	7.5%	-16.2%	37.5%	-1.3%	-21.8%	-8.5%	-47.1%	105.5%	-15.9%	-24.3%
天佑德酒	38.0%	-7.0%	23.5%	3.7%	-12.2%	154.9%	19.0%	18.4%	-53.0%	-89.8%
合计	19.3%	16.8%	16.4%	8.2%	-18.1%	18.2%	21.1%	18.5%	7.2%	-23.9%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

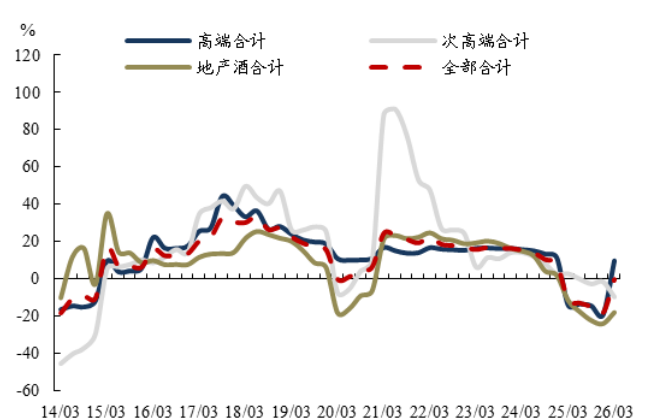
分季度看，次高端收入增速自 24Q2 以来加速下探，25Q3 以来伴随基数走低，收入同比降幅相对好于白酒其他细分；高端、区域龙头则陆续于 25Q2~25Q3 加速转向，收入同比降幅持续扩大，及时释放报表及渠道压力。24Q2~26Q1 白酒板块单季度收入同比增速分别为+12.0%、+2.3%、+1.4%、-11.2%、-15.0%、-19.4%、-29.7%、-0.1%。高端茅台 25Q3 以来报表边际转向，五粮液因调整部分业务收入确认核算使得 25 年以来营收均大幅下滑，老窖亦 25 以来逐季调整；次高端酒企汾酒基本面保持稳健，其他二线次高端酒企更早主动控货去库及产品结构调整，逐渐实现边际弱企稳；区域酒企在“小区域，高占有”模式下，渠道库存相对偏高，伴随终端闭店、渠道回款压力加剧，25Q2 以来及时放缓回款要求，旨在以优化渠道库存及价盘秩序为先，报表压力释放更为充分。

图7：白酒子板块单季收入同比增速(%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：白酒子板块季度累计收入同比增速(%)



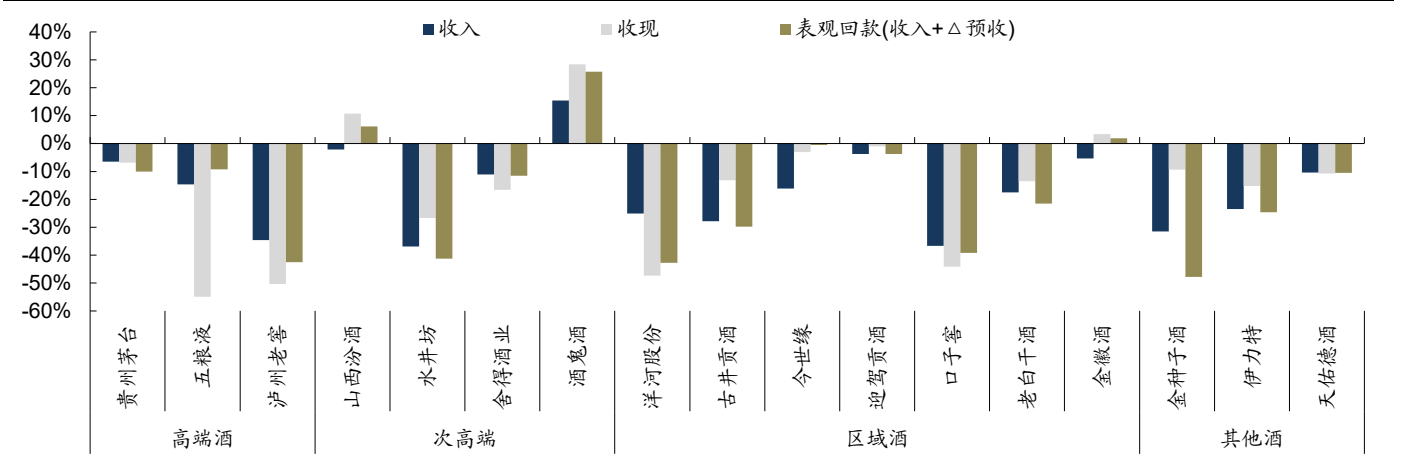
数据来源：Wind，东吴证券研究所

25Q4+26Q1 多数酒企收现增速<表观回款增速<收入增速，且合同负债余额同比下降，显示渠道现金打款压力持续显现。25Q1~26Q1 白酒板块收现（TTM）同比增速分别为 7.3%、2.1%、-4.6%、-10.1%、-19.8%，表观回款（收入+Δ预收，TTM）同比增速分别为-0.1%、1.2%、3.9%、-2.3%、-16.3%。伴随经销商现金周转持续承压，多数酒企相对放开票据打款额度，销售收现比环比回落。

销售端，多数公司表观回款增速与收入增速基本匹配，预收账款余额回落至周期性低位：1) 高端酒回款边际承压，25Q4+26Q1 茅五泸表观回款分别同比-10.1%、-9.3%、-42.5%。2) 次高端酒企分化加剧。25Q4+26Q1 山西汾酒、酒鬼酒表观回款同比略增，水井坊、舍得同比有所下滑。3) 区域酒回款边际走弱。25Q4+26Q1 古井、洋河有所承压，今世缘、迎驾贡酒相对平稳。

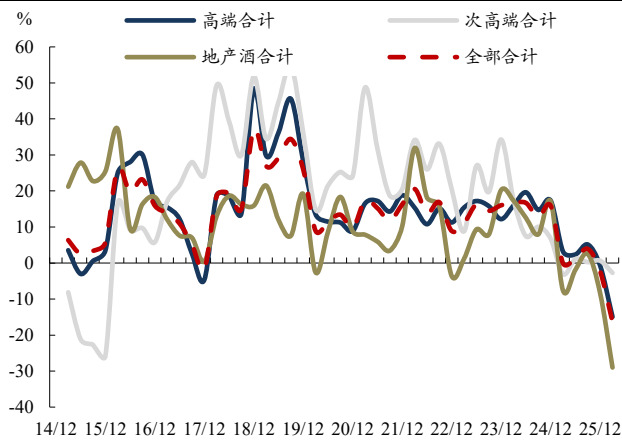
收现端，伴随渠道收款难度加大、库存占款增加，龙头酒企收现同比开始落后于表观回款同比：1) 高端酒报表收现比环比回落，茅台系列酒及非标酒的票据支持政策有所放开，导致销售收现同比承压。2) 次高端酒收现比分化加剧，25Q4+26Q1 汾酒收现比表现相对稳健，水井坊、舍得收现比环比显著恶化。3) 区域酒龙头收现比普遍环比恶化，25Q4+26Q1 酒企显著放缓回款要求，同时亦适当加大渠道打款的授信支持。

图9：酒企 25Q4+26Q1 收入、收现、订单（收入+Δ预收）同比增速对比



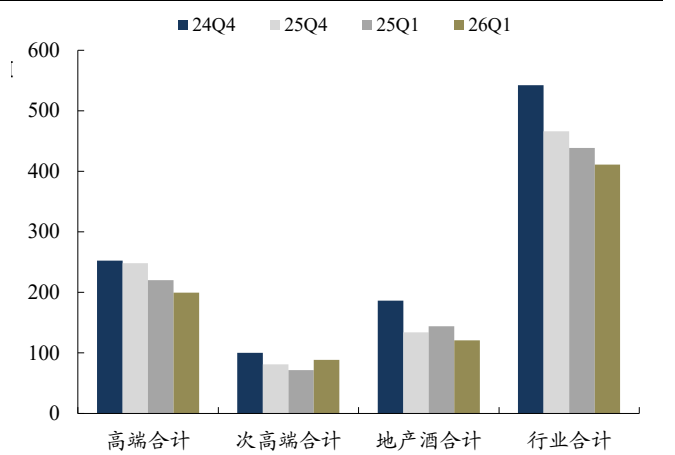
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 白酒子板块单季订单额 (收入+Δ预收) 同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 白酒子板块合同负债余额 (亿元) 对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表2: 白酒子板块单季收入同比增速情况 (%)

简称	总营收增速-TTM						表观回款 (收入+Δ预收) 增速-TTM					
	23Q3	24Q1	24Q3	25Q1	25Q3	26Q1	23Q3	24Q1	24Q3	25Q1	25Q3	26Q1
全行业	16.6%	16.2%	12.9%	-0.7%	3.1%	-14.9%	14.5%	16.6%	12.7%	-0.1%	3.9%	-16.3%
高端	15.6%	16.3%	15.0%	2.0%	5.2%	-12.7%	15.8%	16.0%	14.8%	3.2%	5.1%	-14.9%
贵州茅台	15.9%	17.9%	18.5%	13.6%	11.8%	-2.1%	12.8%	18.8%	17.8%	12.3%	11.4%	-4.9%
五粮液	12.8%	12.1%	9.2%	-17.9%	-5.4%	-35.2%	17.2%	8.8%	11.9%	-11.5%	-6.2%	-34.4%
泸州老窖	22.6%	20.4%	13.8%	-1.4%	0.6%	-22.2%	27.5%	23.6%	8.3%	-2.2%	5.6%	-24.3%
次高端	19.6%	17.0%	11.1%	-1.2%	0.4%	-6.4%	19.7%	17.6%	10.0%	-3.1%	0.2%	-2.7%
山西汾酒	25.4%	21.9%	20.9%	7.6%	10.8%	-0.2%	22.3%	25.6%	20.1%	4.0%	10.7%	4.8%
水井坊	6.2%	22.4%	-1.5%	4.2%	-19.4%	-44.8%	6.9%	21.5%	-5.6%	-3.1%	-22.3%	-47.3%
舍得酒业	15.6%	15.7%	6.0%	-32.6%	-21.1%	-10.4%	26.6%	0.1%	4.2%	-27.3%	-20.2%	-11.5%
酒鬼酒	7.7%	-29.1%	-34.5%	-46.0%	-41.3%	-15.1%	10.7%	-26.2%	-34.0%	-45.3%	-43.9%	-14.4%
地产酒	18.4%	15.0%	7.9%	-7.9%	-2.0%	-26.9%	7.9%	17.3%	8.0%	-7.6%	2.5%	-29.0%
洋河股份	16.6%	6.9%	-5.1%	-31.0%	-6.2%	-31.1%	0.3%	13.1%	1.8%	-25.0%	0.6%	-40.9%
古井贡酒	26.2%	21.8%	18.6%	11.3%	-0.1%	-29.9%	15.0%	20.8%	13.7%	7.6%	4.0%	-32.9%
今世缘	23.8%	26.0%	22.9%	9.2%	4.8%	-21.5%	14.3%	24.0%	14.7%	6.9%	12.9%	-9.6%
迎驾贡酒	19.8%	21.9%	17.0%	-0.9%	2.7%	-12.2%	20.8%	21.5%	13.5%	-1.9%	5.5%	-10.4%
口子窖	1.9%	13.3%	8.1%	-1.3%	-2.9%	-41.3%	2.3%	10.7%	7.6%	-1.9%	-2.7%	-41.4%
老白干酒	11.5%	13.4%	8.8%	0.2%	-12.8%	-22.6%	6.6%	13.6%	2.2%	-11.4%	-18.9%	-28.6%
金徽酒	23.8%	24.1%	20.9%	11.9%	14.0%	-5.0%	25.2%	31.8%	14.7%	2.5%	17.9%	6.1%
其他	9.9%	29.1%	9.0%	-19.3%	-7.0%	-21.9%	10.8%	26.3%	8.4%	-18.7%	-5.9%	-23.5%
金种子酒	9.9%	14.4%	2.0%	-44.9%	-28.6%	-23.1%	12.5%	1.8%	2.0%	-39.9%	-23.5%	-29.1%
伊力特	11.6%	33.6%	13.9%	-6.7%	-1.2%	-29.3%	8.8%	38.4%	16.3%	-8.6%	-1.8%	-29.5%
天佑德酒	7.1%	40.5%	8.7%	-13.4%	6.6%	-7.3%	12.5%	40.1%	2.7%	-14.2%	6.8%	-8.6%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表3: 白酒子板块销售收现同比增速及收现比情况(%)

简称	收现增速-TTM						收现比-TTM					
	23Q3	24Q1	24Q3	25Q1	25Q3	26Q1	23Q3	24Q1	24Q3	25Q1	25Q3	26Q1
全行业	14.6%	14.3%	11.7%	7.3%	-4.6%	-19.8%	1.20	1.09	1.19	1.18	1.10	1.11
高端	19.5%	14.5%	14.6%	14.1%	-0.2%	-20.7%	1.23	1.11	1.23	1.24	1.16	1.13
贵州茅台	14.7%	20.2%	16.8%	10.5%	5.3%	-4.3%	1.19	1.10	1.17	1.07	1.10	1.05
五粮液	27.6%	1.9%	16.9%	20.2%	-13.6%	-43.8%	1.30	1.13	1.39	1.66	1.27	1.44
泸州老窖	20.0%	29.2%	-2.9%	14.8%	17.0%	-31.8%	1.25	1.07	1.06	1.25	1.24	1.10
次高端	-0.7%	12.0%	11.3%	-2.3%	-9.4%	-3.7%	1.06	1.00	1.06	0.99	0.96	1.02
山西汾酒	6.3%	16.4%	18.2%	4.9%	-1.4%	4.1%	1.12	1.00	1.10	0.97	0.98	1.02
水井坊	-8.4%	20.2%	10.1%	-9.5%	-35.1%	-39.9%	1.01	1.13	1.13	0.98	0.91	1.07
舍得酒业	1.0%	9.5%	-2.1%	-22.3%	-24.6%	-19.3%	1.07	0.98	0.99	1.13	0.94	1.02
酒鬼酒	-40.5%	-35.6%	-34.4%	-33.7%	-37.4%	-11.8%	0.68	0.88	0.68	1.08	0.73	1.12
地产酒	9.4%	14.8%	4.0%	-8.1%	-17.0%	-24.8%	1.19	1.07	1.14	1.06	0.97	1.09
洋河股份	-1.9%	12.8%	-3.8%	-26.0%	-29.6%	-42.8%	1.13	1.09	1.14	1.17	0.86	0.97
古井贡酒	17.5%	13.0%	11.8%	7.8%	-9.1%	-15.5%	1.18	0.98	1.11	0.94	1.01	1.14
今世缘	13.6%	17.5%	11.1%	6.9%	-6.0%	-13.1%	1.33	1.13	1.21	1.10	1.08	1.22
迎驾贡酒	26.8%	17.4%	9.0%	-3.4%	-13.2%	-8.5%	1.29	1.12	1.21	1.09	1.02	1.14
口子窖	26.4%	12.9%	-1.2%	4.4%	-12.4%	-40.7%	1.16	0.97	1.06	1.03	0.95	1.04
老白干酒	5.4%	20.4%	6.8%	-9.1%	-23.5%	-25.8%	1.14	1.13	1.12	1.03	0.98	0.99
金徽酒	31.9%	28.4%	7.1%	3.6%	9.5%	6.9%	1.38	1.19	1.23	1.10	1.18	1.24
其他	0.2%	16.4%	-10.3%	-21.9%	-18.3%	-17.2%	1.18	1.01	0.97	0.98	0.86	1.04
金种子酒	0.2%	-16.6%	-51.2%	-47.9%	-25.7%	-11.8%	1.33	0.88	0.64	0.84	0.66	0.96
伊力特	-9.8%	30.9%	14.3%	-12.8%	-21.6%	-24.1%	1.05	1.02	1.06	0.95	0.84	1.02
天佑德酒	20.5%	39.0%	5.9%	-14.1%	-8.3%	-8.8%	1.23	1.13	1.20	1.12	1.03	1.10

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.1. 高端白酒: 加大转向力度, Q1 茅台率先确立企稳

2025 年高端上市酒企整体营收、归母净利润增速分别为-19.1%、-22.4%，其中茅台、五粮液、老窖营收分别同比-1.2%、-54.6%、-17.5%，归母净利润分别同比-4.5%、-71.9%、-19.6%，高端酒企加大转向力度，报表阶段性承压。2026Q1 高端上市酒企整体营收、归母净利润增速分别为+9.9%、+8.8%，其中茅台、五粮液、老窖营收分别同比+6.3%、+33.7%、-14.2%，归母净利润分别同比+1.5%、+82.6%、-19.3%，茅台强势开局率先恢复正增长。

贵州茅台: 锐意改革全面 2C, 强势开局确立企稳。26Q1 实现总营收 547.03 亿元, 同比增长 6.34%; 实现归母净利润 272.43 亿元, 同比增长 1.47%; 经营活动产生现金流量净额 269.10 亿元, 同比增长 205.48%。Q1 营收增长好于市场预期, 净利润增幅虽落后于营收, 但正增亦符合我们预期。2026 元旦 i 茅台上线普飞, 较好的把握住春节前的社会大众需求机会, 1 月份公司出台了《2026 年贵州茅台酒市场化运营方案》, 茅台营销改革的轮廓已基本清晰, 在价格底盘夯实情况下, 3 月底公司调升了飞天的出厂价和自营零售价。26Q1 公司总营收在上年高基数上同比增长 6.34% 实属不易, 我们认为公司以务实姿态主动变革应对行业下行, 已率先确立企稳。Q1 公司直销 295 亿元, 同比增长 27.06%, 而同期批发营收同比下滑 10.88%; 其中通过 i 茅台销售实现收入 215.53 亿

元，同比激增 267.16%，i 茅台销售收入占直销收入的 73.05%；26Q1 直销占比 54.75%，较上年同期提升 8.8pct.。除普飞重点放量外，26Q2 开始部分非标产品的代售也通过 i 茅台实现下单结算。普飞是 26 年营收增长贡献的产品主力，i 茅台是主力增长渠道。

五粮液：审慎务实减包袱，分红回购重回报。 2025 年营收 405.29 亿元，同比下降 54.55%（追溯调整口径，下同）；实现归母净利润 89.54 亿元，同比下降 71.89%；扣非归母净利润 88.16 亿元，同比下降 72.23%；26Q1 实现营收 228.38 亿元，同比增长 33.67%，实现归母净利润 80.63 亿元，同比增长 82.57%，扣非归母净利润 80.36 亿元，同比增长 81.92%。公司 2025 年度营收下滑幅度较大，除行业需求变化外，主因公司主动对 2025 年业务模式进行梳理，基于谨慎性原则，调整了 2025 年部分业务收入确认的核算，对利润表和资产负债表影响较大，其中前三季度营收调减了 306.38 亿元，致使各季度营收同比下滑幅度均在 50%以上；对收入确认条件从紧，体现为收入减少而负债增加，2025 年末其他流动负债中的“监管商品款项”余额从上年的 0 大幅增加至 263.15 亿元，新准则下，商品需完成实际销售方能确认收入。我们认为虽然收入核算变化带来当期表观营收和利润的大幅下滑，但未来公司报表同实际动销表现的匹配度更高。五粮液作为浓香白酒头部品牌，牢固占据高端白酒重要地位，在高端头部品牌实际成交价格转向亲民的背景下，旺季实际消费端动销继续占据主动位置。公司一方面将 2025 年定位为“营销执行提升年”，另一方面更加明确“一核两擎两驱一新”的核心产品架构，经过各项精细化营销策略的落地实施，2026Q1 五粮液进货终端家数同比增长 60%，消费者开箱率达到 70%，累计动销同比 2024 年、2025 年平均水平增长 17%。未来公司将持续立足长期主义，聚焦核心品牌，在保持供需平衡的基础上，集中优势资源投入，突出做大核心单品，巩固在主流市场的占有率。

2.2. 次高端白酒：报表边际弱企稳，品牌势能强分化

2025 年次高端上市酒企合计总营收、归母净利增速分别为-1.5%、-7.9%，其中汾酒、水井坊、舍得、酒鬼酒营收分别同比+7.5%、-41.8%、-17.5%、-22.2%，归母净利同比分别为+0.03%、-69.7%、-35.5%、-371.8%。2026Q1 次高端上市酒企合计总营收、归母净利同比分别为-9.6%、-19.4%，其中汾酒、水井坊、舍得、酒鬼酒营收分别同比-9.7%、-14.9%、-6.0%、-7.8%，归母净利分别同比-19.0%、-10.1%、-33.1%、+4.6%。

山西汾酒：Q1 主动调整，经营韧性强。 26Q1 营收 149.23 亿元，同比-9.68%，归母净利润 53.83 亿元，同比-19.03%，扣非后归母净利润 53.79 亿元，同比-19.18%。分产品来看，26Q1 汾酒系列、其他酒类收入分别为 147.1、1.7 亿元，分别同比-9%、-37%，一季度总体同比下降，我们预计青花 30 有所恢复，腰部产品相对稳健，玻汾表现靠前；分地区来看，26Q1 省内、省外收入分别为 60.9、87.9 亿元，分别同比+0.06%、-15%，山西省内大本营春节期间更为稳健，省外环山西及长江以南核心市场加大去库稳价。一季度末经销商 4408 家，较 25 年末下降 47 家。公司中长期成长性仍然突出，玻汾、青 20 全国化趋势能见度高，同时亦期待腰部产品经过下沉培育、逐步兑现场景修复增量。

2.3. 区域白酒：主动降速去库，Q1 迎驾率先恢复增长

2025 年区域白酒上市酒企合计总营收、归母净利润增速分别为-23.9%、-43.9%，其中古井、迎驾、洋河、今世缘、金徽酒营收分别同比-20.1%、-18.0%、-33.5%、-11.8%、-3.4%，归母净利润同比分别为-35.7%、-23.3%、-66.9%、-23.7%、-8.7%。2026Q1 区域白酒上市酒企合计总营收、归母净利润同比分别为-17.7%、-26.1%，其中古井、迎驾、洋河、今世缘、金徽酒营收分别同比-18.6%、+8.9%、-26.0%、-15.2%、-1.5%，归母净利润同比-31.0%、+0.7%、-32.7%、-15.8%、-12.5%。

古井贡酒：25 年承压前行，26 年逐步恢复。2025 年营收 188.32 亿元，同比-20.13%，归母净利润 35.49 亿元，同比-35.67%；其中 25Q4 营收 24.07 亿元，同比-46.61%，25Q4 归母净利润-4.11 亿元，对比 24Q4 归母净利润 7.71 亿元。26Q1 营收 74.46 亿元，同比-18.59%，归母净利润 16.07 亿元，同比-31.03%。25 年白酒行业呈现“量缩价跌、库存高压、消费分化”三重特征，古井公司承压前行、稳住基本盘。25 年年份原浆系列、古井贡系列、黄鹤楼及其他收入分别同比-19%、-14%、-20%，我们预计古 16 韧性稳健、古 8/古 7 及古 5 低个位数下滑、古 20 及以上受限场景压制明显承压，此外老明光保持韧性、黄鹤楼进度偏慢。26Q1 营收同比-19%明显边际收窄(25Q3、25Q4 营收分别同比-52%、-47%)，2026 年分季度有望边际向好。我们预计 26Q1 古 16/古 8/古 7 更具韧性、华中安徽/江苏/浙江/上海等省区更为稳健，26 全年是古井“奋进穿越年”，中期古井在泛区域性名酒中综合竞争力相对领先、攻（周边和机会市场的渗透）守（省内强控制力）兼备。

迎驾贡酒：Q1 率先恢复增长，洞藏韧性、省内强势。2025 年营收 60.19 亿元，同比-18.04%，归母净利润 19.86 亿元，同比-23.31%；其中 25Q4 营收 15.03 亿元，同比-17.89%，归母净利润 4.74 亿元，同比-18.63%。26Q1 营收 22.30 亿元，同比+8.91%，归母净利润 8.35 亿元，同比+0.73%。25 年面对白酒行业调整带来的多重挑战，公司主动调整经营策略，务实降速确保渠道良性、立足长远发展。25 年中高档收入同比-18%、普通档同比-22%，洞藏系列保持韧性，金银星及低档酒下滑明显。在经历自 24Q4 以来 5 个季度下滑后，26Q1 营收同比+8.9%率先恢复增长，同时积极调整销售高管、有望更好抢抓行业恢复期机遇。

洋河股份：延续深度调整，期待筑底企稳。2025 年营收 192.11 亿元，同比-33.47%，归母净利润 22.06 亿元，同比-66.94%；其中 25Q4 营收 11.21 亿元，同比-17.57%，25Q4 归母净利润-17.69 亿元，对比 24Q4 归母净利润-19.05 亿元，同比亏损收窄。26Q1 营收 81.86 亿元，同比-26.03%，归母净利润 24.47 亿元，同比-32.73%。25 年白酒行业处于深度调整期，集中和分化趋势加速，公司积极调整经营思路和策略，以“解决问题、出清风险”为主要任务，将长期积累的问题转化为稳健发展的动力。25 年中高档酒、普通酒收入分别为 165.42、22.34 亿元，分别同比-32%、-43%，当前营销工作以稳价盘、促动销、提势能为主导，围绕开瓶调整配套政策，调控发货节奏，对梦之蓝 M6+、海之蓝等主导产品进行控量稳价，并焕新推出第七代海之蓝，上线洋河高线光瓶酒。26Q1 公司仍延

续调整节奏，但积极稳定价盘、促进动销，期待筑牢底部再启航。

今世缘：稳住百亿规模，份额逆势提升。2025 年总营收 101.82 亿元，同比-11.81%，归母净利润 26.04 亿元，同比-23.69%；其中 25Q4 总营收 13.00 亿元，同比-18.94%，归母净利润 0.55 亿元，同比-83.25%。26Q1 总营收 43.23 亿元，同比-15.23%，归母净利润 13.85 亿元，同比-15.76%。25 年白酒行业受到库存高企、动销放缓、总量收缩三重压力，今世缘公司聚力市场攻坚、稳住百亿基本盘。25 年特 A+类、特 A 类、A 类、B 类、C/D 类收入分别同比-17%、-2%、-20%、-12%、-26%，我们预计淡雅、单开韧性增长，V 系、四开、对开有所下滑。今世缘自 25Q2 以来主动调整，26Q1 虽营收仍同比下滑 15%、但降幅持续边际收窄（25Q2、25Q3、25Q4 营收分别同比-30%、-27%、-19%），2026 年分季度有望边际向好。26Q1 特 A+类、特 A 类收入分别同比-23%、-2%，省内、省外收入分别同比-18%、+0.8%，我们预计淡雅、单开仍延续韧性增长，省外亦逆势提升份额。短期来看，今世缘市场份额逆势提升，一是灵活把握当前动销表现好的 100-300 元价格带，二是省内精耕攀顶、省外攻城拔寨稳步推进。中长期来看，今世缘坚持品牌向上总方向，实施“多品牌、单聚焦、全国化”发展战略，其中省内“高精尖”，持续做强基本盘；省外“三聚焦”，为全国化打基础。此外 2025 年分红率提升至 57%，对应动态股息率 4.4%，进一步强化安全边际。

金徽酒：业绩彰显韧性，期待逐季修复。2025 年营收 29.18 亿元，同比-3.40%，归母净利润 3.54 亿元，同比-8.70%，扣非后归母净利润 3.48 亿元，同比-10.36%；其中 25Q4 营收 6.13 亿元，同比-11.57%，归母净利润 0.31 亿元，同比-44.45%，扣非后归母净利润 0.30 亿元，同比-41.84%。2025 年 300 元以上、100-300 元、100 元以下产品营收分别同比+25.21%、+3.09%、-36.88%，300 元以上产品占比提升 6.01pct 至 25.53%，100-300 元产品占比提升 3.95pct 至 55.17%，我们预计年份系列、能量系列双位数增长，柔和系列稳健增长，星级系列有所下滑；综合 25Q4+26Q1 来看，300 元以上、100-300 元、100 元以下分别同比+17.0%、-3.2%、-26.2%，次高端以上延续较好增势，预计年份系列、能量系列双位数增长，柔和系列相对稳健，星级系列有所承压。当前白酒产业仍处于惯性调整阶段，预计 26 年下半年有望边际改善，同时公司推出第二期员工持股计划，有望进一步激发活力、凝聚共识；中长期来看，金徽经营风格稳健同时不失进取，坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”战略路径，稳步推进甘青新市场一体化和陕宁市场一体化建设，进一步夯实大西北根据地市场，着力培育华东市场、北方市场为增长新引擎。

表4: 白酒子板块单季收入增速情况 (%)

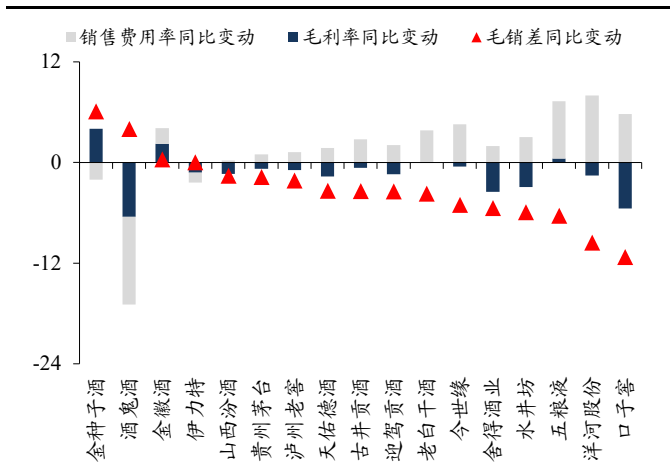
	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
高端合计	-13.95	-12.10	-16.67	-32.24	9.87
次高端合计	2.81	-5.44	-8.76	4.68	-9.61
地产酒合计	-11.45	-28.18	-36.77	-33.80	-17.72
其他合计	-14.28	-28.02	-16.12	-21.16	-21.03
全部合计	-11.19	-15.02	-19.41	-29.69	-0.06

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 利润端: 结构及费用均有拖累, 净利率延续下滑

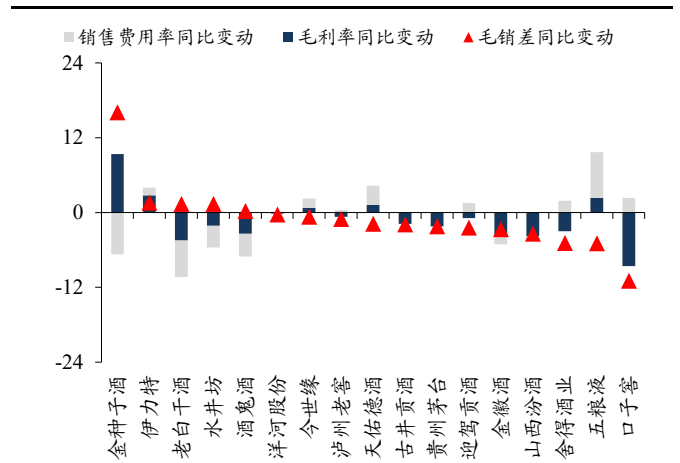
25FY 及 26Q1 上市酒企毛销差普遍承压。我们统计 17 家白酒上市公司中, 25FY 及 26Q1 毛利率增幅改善的酒企分别仅有 4、5 家。

图12: 25FY 白酒个股毛销差同比变动 (pct)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 26Q1 白酒个股毛销差同比变动 (pct)

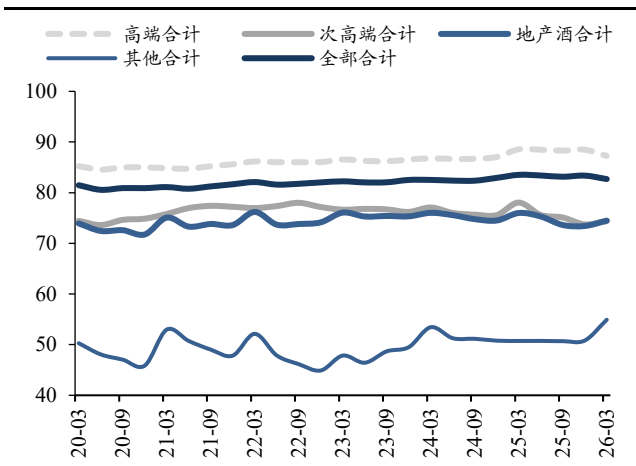


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.1. 毛利率: 多数酒企同比回落, 结构、货折均有影响

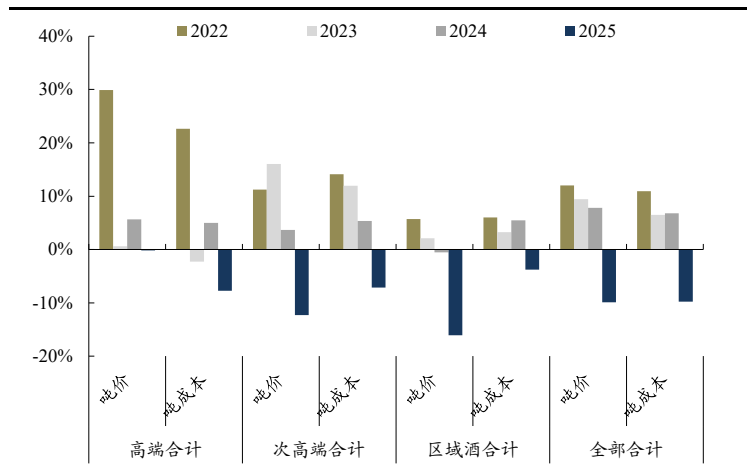
2025 年白酒板块毛利率为 83.37%, 同比提升 0.44pct; 26Q1 板块毛利率为 82.69%, 同比下滑 0.83pct。各家酒企毛利率阶段性承压, 一方面在批价下行背景下, 酒企适当加大货折、返利支持力度, 并且产品结构有所回落; 另一方面酒企收入下滑也造成负规模效应。

图14: 白酒子板块累计毛利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 白酒子板块年度销售吨价及吨成本涨幅



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

毛销差角度来看, 26Q1 白酒板块单季度毛销差同比下降 1.62pct。1) 26Q1 高端毛销差同比-3.46pct, 同期毛利率同比-1.31pct, 产品结构压力延续, 同时收入下滑使得费率被动抬升。2) 26Q1 次高端毛销差同比-3.26pct, 同期毛利率同比-3.65pct。3) 26Q1 地产酒毛销差同比-1.79pct, 同期毛利率同比-1.50pct。

表5: 白酒子板块单季毛利率同比变动情况 (pct)

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
高端合计	1.79	1.86	1.05	1.15	-1.31
次高端合计	0.97	-3.45	-1.04	-8.53	-3.65
地产酒合计	-0.03	-0.98	-5.54	-0.90	-1.50
其他合计	-2.72	3.44	-0.17	1.86	4.19
全部合计	1.00	1.02	0.15	-0.51	-0.83

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表6: 白酒子板块单季毛销差同比变动情况 (pct)

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
高端合计	1.93	1.83	2.43	-4.19	-3.46
次高端合计	0.20	-3.23	-1.47	-1.04	-3.26
地产酒合计	-2.70	-2.56	-14.65	-18.68	-1.79
其他合计	-4.73	0.77	0.43	8.09	3.79
全部合计	0.20	1.02	0.22	-6.34	-1.62

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 费用率：销售费率被动抬升，管理费率更为稳健

销售费率方面，25FY/26Q1 白酒企业销售费率分别同比提升 1.34pct/0.78pct 至 11.73%/9.63%。管理费率方面，25FY/26Q1 白酒企业管理费率分别同比+0.61pct/-0.12pct 至 5.71%/3.75%。收入下滑使得销售费率被动抬升，管理费用普遍加强管控下更为稳健。

表7：酒企单季销售费率同比变动（pct）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
高端合计	-0.13	0.03	-1.38	5.34	2.15
次高端合计	0.77	-0.22	0.43	-7.49	-0.39
地产酒合计	2.67	1.58	9.12	17.78	0.29
其他合计	2.01	2.67	-0.60	-6.23	0.40
全部合计	0.81	0.00	-0.07	5.83	0.78

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表8：酒企单季管理费率同比变动（pct）

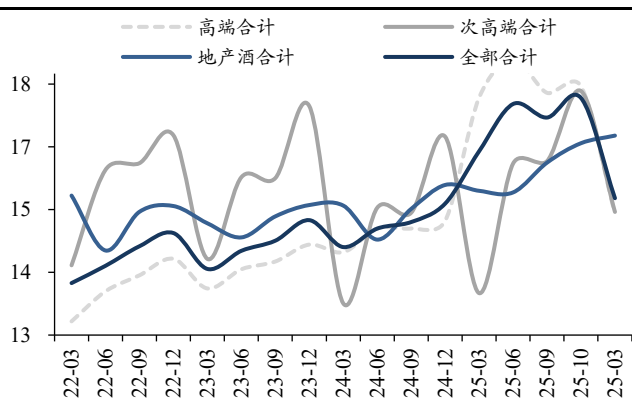
	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
高端合计	0.35	0.53	0.45	0.94	-0.50
次高端合计	-0.41	0.48	0.23	0.39	0.33
地产酒合计	0.46	1.91	3.32	5.48	0.67
其他合计	-0.56	0.56	-0.83	5.24	1.48
全部合计	0.24	0.75	0.75	1.56	-0.12

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 税金及附加比率：25FY 阶段性提升，26Q1 有所回落

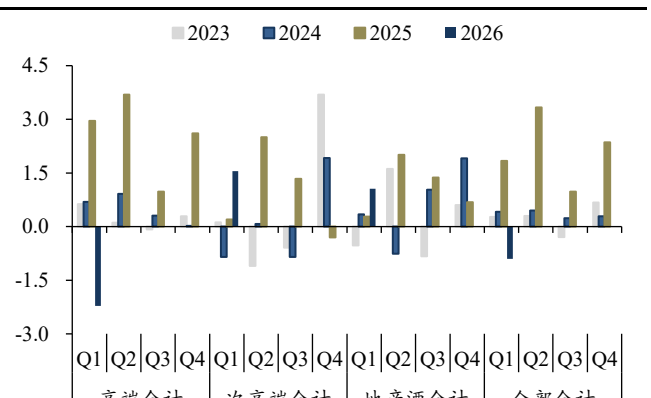
税率方面，2025 年白酒上市公司税金及附加比率同比提升 2.02pct 至 17.53%，2026Q1 税金及附加比率同比-0.90pct 至 15.62%，与生产/销售节奏变化有关。

图16：白酒子板块季度累计营业税率(%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：白酒子板块单季营业税率同比变化（pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.4. 利润增速：产品结构及费效均有拖累，盈利明显承压

利润增速方面，25FY 次高端 (-7.9%) > 高端 (-22.39%) > 地产酒 (-43.9%)，26Q1 高端 (8.8%) > 次高端 (-19.4%) > 地产酒 (-26.1%)。产品结构回落、动销转化不畅，酒企毛销差经历下行考验，同时规模负效应也存在一定影响。

表9：白酒子板块单季归母净利润同比增速情况 (%)

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
高端合计	-16.00	-16.33	-15.39	-40.82	8.80
次高端合计	2.03	-19.41	-18.41	-12.57	-19.37
地产酒合计	-18.04	-39.53	-79.42	-509.44	-26.12
其他合计	-39.37	-961.50	7.06	71.63	-20.06
全部合计	-14.42	-20.35	-22.33	-45.50	-1.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表10：白酒子板块单季扣非归母净利润同比增速情况 (%)

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
高端合计	-15.90	-16.07	-15.20	-41.57	8.64
次高端合计	2.71	-22.18	-18.73	-13.65	-19.61
地产酒合计	-18.29	-42.07	-81.92	-329.83	-26.18
其他合计	-39.63	-561.49	23.44	51.97	-20.40
全部合计	-14.32	-20.73	-22.06	-46.46	-1.5

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表11：白酒子板块单季扣非净利润同比增速-收入同比增速 (%)

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
高端合计	-1.95	-3.96	1.47	-9.32	-1.23
次高端合计	-0.10	-16.74	-9.97	-18.33	-10.00
地产酒合计	-6.85	-13.89	-45.15	-296.02	-8.45
其他合计	-25.35	-533.48	39.56	73.13	0.63
全部合计	-3.13	-5.71	-2.65	-16.77	-1.47

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表12：白酒上市公司 2026Q1 及 2025Q4 业绩概览

证券简称	26Q1				25Q4			
	营业收入 (亿元)	YOY(%)	归母净利 (亿元)	YOY(%)	营业收入 (亿元)	YOY(%)	归母净利 (亿元)	YOY(%)
贵州茅台	547.03	6.34	272.43	1.47	411.50	-19.35	176.93	-30.34
五粮液	228.38	33.67	80.63	82.57	98.91	-53.48	24.80	-64.18
泸州老窖	80.25	-14.19	37.08	-19.25	26.04	-62.23	0.68	-96.37
山西汾酒	149.23	-9.68	53.83	-19.03	57.94	24.51	8.42	-5.72
水井坊	8.16	-14.92	1.71	-10.12	6.90	-51.73	0.80	-63.02
舍得酒业	14.81	-6.01	2.32	-33.10	7.18	-20.02	-2.49	22.94
酒鬼酒	3.17	-7.78	0.33	4.63	3.48	49.86	-0.24	45.12
洋河股份	81.86	-26.03	24.47	-32.73	11.21	-17.57	-17.69	7.16
古井贡酒	74.46	-18.59	16.07	-31.03	24.07	-46.61	-4.11	-153.34

老白干酒	12.20	4.49	1.65	8.55	7.91	-37.68	0.30	-87.20
今世缘	43.23	-15.23	13.85	-15.76	13.00	-18.94	0.55	-83.25
迎驾贡酒	22.30	8.91	8.35	0.73	15.03	-17.89	4.74	-18.63
口子窖	13.75	-24.02	3.29	-46.16	8.17	-50.58	-0.69	-119.93
金徽酒	10.92	-1.46	2.05	-12.51	6.13	-11.57	0.31	-44.45
金种子酒	1.90	-35.74	-0.15	60.85	0.94	-21.15	-0.98	37.95
伊力特	6.06	-23.79	1.05	-27.26	4.23	-22.91	0.79	76.80
天佑德酒	4.06	-5.87	0.48	-28.18	2.21	-17.58	-0.18	-14.39

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 投资建议

我们判断 2026 年白酒行业报表营收同比增速呈现前低后高，首推动销最先企稳，全面 ToC 打开成长空间的贵州茅台，其次推荐山西汾酒、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、金徽酒、珍酒李渡等。节奏方面，Q1 业绩处于报表出清阶段，后续逐季修复，有望引起更为广泛关注和帮助年中形成新的良性预期。

5. 风险提示

消费修复不及预期风险：经济下行导致消费修复受阻，次高端及以上产品价格带上升以及扩容可能不及预期。

行业竞争加剧风险：一方面行业内竞争持续加剧推动酒企持续出清，另一方面由于竞争加剧导致酒企盈利能力下滑。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>