

强于大市

公司名称	股票代码	股价	评级
今世缘	603369.SH	人民币 24.12	买入
泸州老窖	000568.SZ	人民币 76.87	买入

资料来源: Wind, 中银证券

以2026年6月24日当地货币收市价为标准

食品饮料行业系列报告-- 白酒专题

行业筑底分化, 关注基本面企稳且兼具红利属性的龙头酒企

食品饮料板块基金持仓占比已回落至2015年附近水平, 板块配置底部特征凸显。低基数下, 白酒板块业绩有望逐季修复, 但是白酒企业出清节奏不一。从分红角度来看, 龙头酒企现金流稳健, 股息率具备一定吸引力, 具备红利资产属性, 当前板块具备中长期配置价值, 建议关注经营确定性较强的龙头酒企。

支撑评级的要点

- 食品饮料板块基金持仓占比已回落至2015年附近水平, 资金虹吸效应下, 板块配置底部价值凸显。**1Q15食品饮料板块全仓仓位约为2.3%, 其中白酒板块约为0.6%, 为近十年来历史低点。1Q26食品饮料板块全仓仓位约为3.7%, 其中白酒约为2.9%, 大众品约为0.9%, 食品饮料板块基金持仓已回落至2015年水平附近。从历史分位数来看, 食品饮料全仓仓位处于12.6%的分位数水平, 白酒历史分位数为21.4%, 处于历史较低分位数。1Q26板块整体重仓家数明显减少, 仅贵州茅台位列机构前二十重仓股。当前市场结构呈现极致分化, 截至2026年6月4日, 科技板块中电子的PE分位数在90%以上, 而消费板块中食品饮料的PE分位数仅为12%, 资金虹吸效应显著。随着需求端逐渐恢复及市场风格转换, 我们认为白酒板块有望迎来估值+业绩的双修复, 建议关注左侧布局时点。
- 低基数下, 白酒板块业绩有望逐季修复。白酒企业出清节奏不一, 关注经营确定性较强的龙头酒企。**2025年食品饮料板块整体业绩承压, 营收、归母净利润同比增速分别为-7.4%、-18.3%, 1Q26板块业绩实现转正, 营收、归母净利润同比增速分别为+3.6%、+3.6%。从不同子板块业绩表现来看: 1Q26大众品业绩出现明显改善, 其中速冻、调味品、非乳饮料业绩均实现两位数增长; 白酒板块持续出清, 4Q25加速探底, 降幅扩大, 但1Q26降幅有所收窄。1Q26白酒板块营收、归母净利润同比增速分别为-0.7%、-1.8%, 剔除茅台后, 白酒板块营收、归母净利润同比增速分别为-5.1%、-5.1%。本轮调整期, 白酒行业呈现出缩量竞争、挤压增长、极致分化的特征。从供需两端来看, 在酒企持续出清的背景下, 行业渠道动能有所恢复。但需求端受宏观经济及政策环境压制, 呈现出消费集中、大节较旺但淡季更淡的特点。从企业自身经营来看, 酒企之间出清节奏不一, 龙头企业恢复节奏快于行业。我们判断, 下半年报表压力在低基数的基础上有望实现转正, 但是实现业绩弹性增长, 仍受需求端制约。建议关注出清节奏较快, 经营确定性强的龙头酒企。
- 分红筑底、红利属性凸显, 白酒板块具备中长期配置价值。**从分红角度来看, 龙头酒企现金流稳健, 股息率具备一定吸引力, 具备红利资产属性。近两年, 头部酒企纷纷发布三年分红规划与回购注销公告, 提振股东信心。头部酒企股息率普遍在3%以上, 部分个股达到5%+。2025年贵州茅台累计派发现金红利650.3亿元, 分红总额创历史新高。近日, 公司发布公告, 截至2026年5月27日完成30亿元股份回购, 用于注销并减少注册资本, 同时公告上调每股分红至28.02元/股(调整前27.99元/股), 以实际行动回馈股东回报。我们认为, 白酒龙头账面货币资金充裕, 在现金流支撑+分红承诺+业绩下探空间有限等因素共振下, 共同构成龙头白酒的红利资产属性。

投资建议

- 从行业当前所处的估值水位及报表出清节奏来看, 我们认为白酒板块特别是龙头酒企存在估值修复和业绩反转的机会。在配置需求推动及企业自身盈利能力修复下, 建议关注行业左侧布局窗口, 及周期底部反转的优质公司: 贵州茅台、泸州老窖、今世缘、迎驾贡酒、古井贡酒、金徽酒。

评级面临的主要风险

- 宏观经济波动。渠道库存超预期, 原料价格波动, 食品安全事件。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒 II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

目录

行业概况：行业筑底分化，整体盈利能力承压	5
1.1 白酒板块持续出清，当前仍处于景气偏弱磨底阶段	5
1.2 酒企以价换量特征显著，结构下移及费用率上升致净利率承压	7
企业概况：酒企强化内功，积极改革，静待底部重新启航	11
2.1 高端酒：茅台业绩率先触底恢复，开启全面市场化改革	11
2.2 全国化扩张的次高端酒：酒企之间出清节奏略有不同，整体业绩承压	12
2.3 地产酒：酒企竞争加剧，区域市场份额挤压明显	13
基金持仓：持仓历史低位，板块底部配置价值凸显	15
3.1 1Q26 板块仓位整体处于历史较低分位数	15
3.2 1Q26 板块整体重仓家数明显减少	15
投资建议：关注基本面企稳且兼具红利属性的龙头酒企	17
风险提示	20
今世缘	21
泸州老窖	25

图表目录

图表 1.食品饮料及子板块营收及净利同比增速.....	5
图表 2. 1Q25-1Q26 不同子板块分季度营收同比增速	5
图表 3. 1Q25-1Q26 不同子板块分季度归母净利同比增速	5
图表 4. 1Q24-1Q26 白酒板块分季度营收及同比增速	6
图表 5. 1Q24-1Q26 白酒板块分季度归母净利及同比增速	6
图表 6.不同品牌白酒批价表现.....	6
图表 7. 烟酒类商品零售额及当月同比增速.....	6
图表 8. 白酒上市公司合同负债同比及环比情况.....	7
图表 9. 白酒上市公司经销商数量同比增速.....	7
图表 10. 2025 年上市酒企销量及同比增速.....	8
图表 11. 2025 年上市酒企吨价及同比增速	8
图表 12. 2025 年白酒上市酒企销量、吨价情况概览.....	8
图表 13. 白酒上市公司 2025 及 1Q26 毛利率、销售费用率概览.....	9
图表 14. 2016 至 1Q26 白酒板块销售毛利率.....	9
图表 15. 2016 至 1Q26 白酒板块销售费用率.....	9
图表 16. 白酒上市公司 2025、1Q26 毛销差变化.....	10
图表 17. 白酒板块分季度管理费用率.....	10
图表 18. 白酒板块分季度税金及附加比率.....	10
图表 19. 白酒上市公司分季度归母净利率.....	10
图表 20. 2025 及 1Q26 不同类型白酒上市公司业绩概览.....	11
图表 21. 茅台市场化改革举措推进节点.....	12
图表 22. 徽酒销售净利率.....	14
图表 23. 徽酒销售毛利率.....	14
图表 24. 苏酒销售净利率.....	14
图表 25. 苏酒销售毛利率.....	14
图表 26.食品饮料板块、白酒及大众品板块估算全仓仓位.....	15
图表 27. 1Q26 食品饮料板块基金重仓参与家数前 15.....	16
图表 28. 1Q26 食品饮料板块基金重仓市值前 15.....	16
图表 29. 居民存贷款差额持续增加	18
图表 30. 消费者信心指数.....	18
图表 31. CPI 及 PPI 同比增速.....	18
图表 32. 消费、储蓄和投资意愿.....	18
图表 33. 不同类零售总额当月同比.....	18
图表 34. 城乡居民恩格尔系数表现.....	18
图表 35. 上市酒企股息率 (TTM)	19
图表 36.公司分产品盈利预测.....	22

图表 37. 可比公司相对估值表.....	23
图表 38. 泸州老窖收入预测表.....	26
图表 39. 可比公司相对估值表.....	27

行业概况：行业筑底分化，整体盈利能力承压

1.1 白酒板块持续出清，当前仍处于景气偏弱磨底阶段

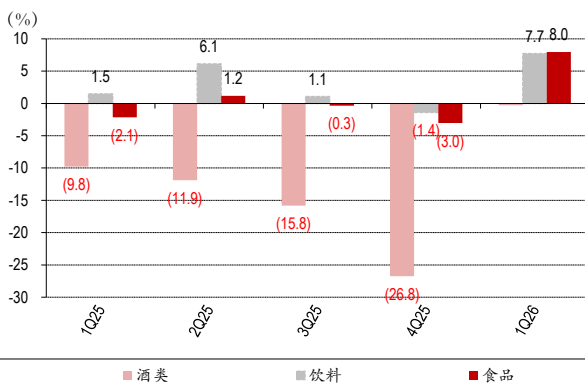
白酒板块持续出清，大众品企稳回暖。2025年食品饮料板块整体业绩承压，营收、归母净利润同比增速分别为-7.4%、-18.3%，1Q26板块业绩实现转正，营收、归母净利润同比增速分别为+3.6%、+3.6%。从不同子板块业绩表现来看：（1）大众品表现较优，行业企稳回暖信号明显。受益2026年春节较晚及经销商备货影响，叠加企业自身积极变革，1Q26大众品业绩出现明显改善。其中速冻、调味品、非乳饮料业绩均实现两位数增长，1Q26营收同比增速分别20.4%、12.8%、22.3%，归母净利润同比增速分别为38.9%、18.0%、29.9%。（2）白酒板块持续出清，4Q25加速探底，降幅扩大，但1Q26降幅有所收窄。2025年白酒板块营收、归母净利润同比增速分别为-18.3%、-24.2%，剔除茅台，白酒板块营收、归母净利润同比增速分别为-29.2%、-45.2%。1Q26白酒板块营收、归母净利润同比增速分别为-0.7%、-1.8%，剔除茅台后，板块营收、归母净利润同比增速分别为-5.1%、-5.1%。茅台在全面推行营销体系市场化转型后，业绩率先于行业企稳。

图表 1.食品饮料及子板块营收及净利同比增速

食品饮料子板块	营收同比增速 (%)			归母净利润同比增速 (%)		
	4Q25	2025	1Q26	4Q25	2025	1Q26
白酒	(29.7)	(18.3)	(0.7)	(46.1)	(24.2)	(1.8)
啤酒	2.1	2.0	1.0	18.5	16.7	6.1
其他酒	(5.3)	(4.8)	6.7	(97.7)	(29.4)	7.6
非乳饮料	2.8	11.1	22.3	(25.1)	6.5	29.9
乳制品	(2.3)	(0.0)	4.8	100.8	25.7	10.4
肉制品	(6.5)	(2.3)	1.0	(55.2)	(24.6)	21.7
调味品	2.2	2.5	12.8	(0.5)	3.6	18.0
其他食品	4.7	1.6	8.9	(604.9)	(20.9)	(20.6)
休闲食品	(8.6)	(3.9)	9.2	33.8	(26.5)	111.4
速冻食品	6.3	0.7	20.4	(9.9)	(8.5)	38.9
食品饮料	(13.3)	(7.4)	3.6	(40.8)	(18.3)	3.6

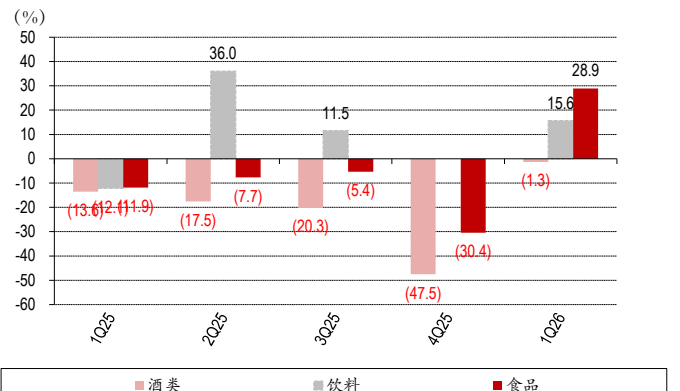
资料来源：同花顺，中银证券

图表 2. 1Q25-1Q26 不同子板块分季度营收同比增速



资料来源：同花顺，中银证券

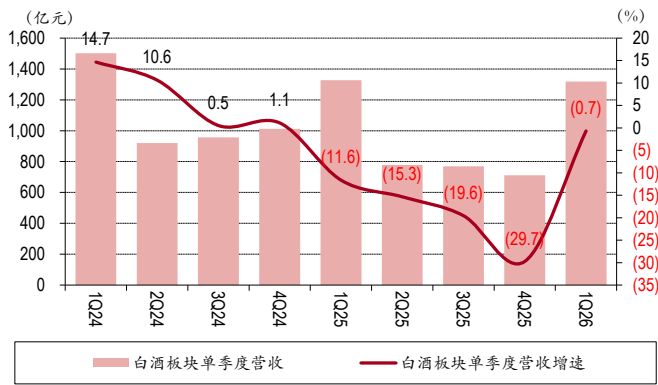
图表 3. 1Q25-1Q26 不同子板块分季度归母净利润同比增速



资料来源：同花顺，中银证券

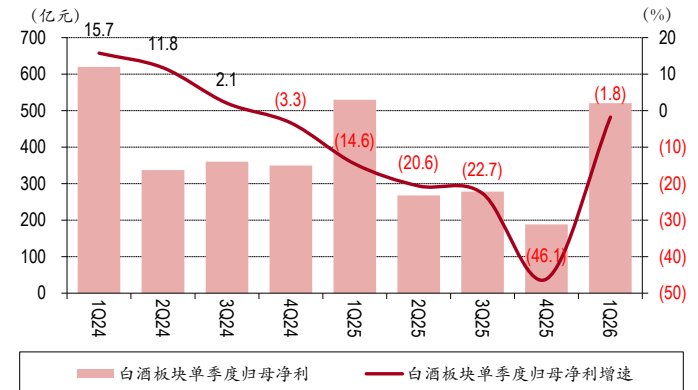
当前白酒行业仍处于景气偏弱磨底阶段，消费场景及消费频次主要集中在大节，一线名酒动销表现好于其他类白酒。2025年龙头企业业绩主动下滑，酒企通过调节供给及优化渠道政策来平衡经销商利益，维稳渠道生态。从季度间业绩来看，板块业绩于3Q24明显放缓，随后逐季降速并进入负值区间，上市酒企业绩下滑幅度逐季扩大，且从二三线酒企传导至一线名酒。2025年茅台营收、归母净利润同比增速分别为-1.2%、-4.5%，公司3Q25业绩降速调整，4Q25业绩同比大幅下滑。2025年为茅台上市以来首次年度业绩增速为负。面对传统消费场景受限、消费人群迭代、经济结构换挡等复杂的外部环境，2025年烟酒类社零增速仅为2.7%，为历史低位。在春节送礼及聚饮的刚需场景带动下，叠加白酒批价下行带来的性价比效应，1Q26烟酒类社零增速恢复至16.0%。但从当月增速来看，2026年3月烟酒类社零同比增速降速至7.7%，显示出当前白酒消费大节效应特征明显，消费场景及消费频次相对集中。

图表 4. 1Q24-1Q26 白酒板块分季度营收及同比增速



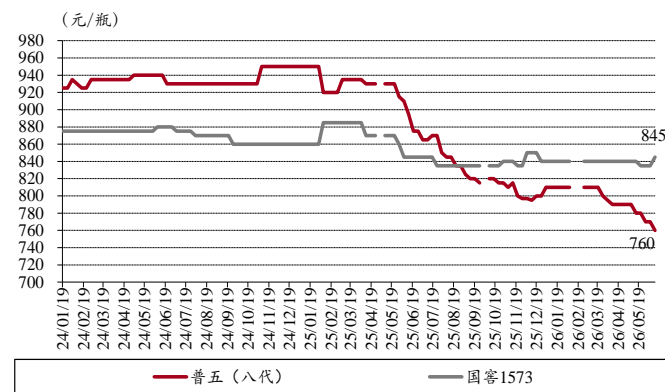
资料来源：同花顺，中银证券

图表 5. 1Q24-1Q26 白酒板块分季度归母净利润及同比增速



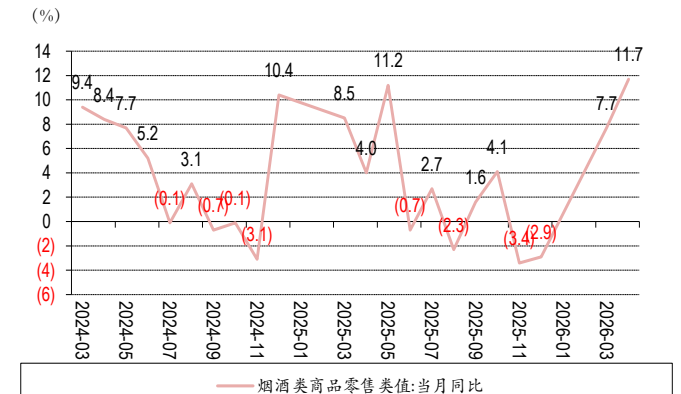
资料来源：同花顺，中银证券

图表 6. 不同品牌白酒批价表现



资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 烟酒类商品零售额及当月同比增速



资料来源：同花顺，中银证券

酒企主动调整经营节奏，渠道打款意愿减弱，1Q26 合同负债整体环比下降。禁酒令自 2Q25 执行以来对行业产生较大影响，对本就处于去库周期的白酒行业造成较大冲击。为缓解渠道现金流压力，上市公司主动降速，对渠道回款执行宽松政策。1Q26 白酒上市公司合同负债环比 4Q25 末下降 12.9%，同比下降 5.4%。分不同企业来看，高端酒中泸州老窖自 2H25 对国窖回款不做强制要求，使得 1 季度末合同负债环比为双位数下滑。贵州茅台 1Q26 末合同负债为 30.3 亿元，较上年末降幅 49.8 亿元，主要与渠道回款节奏有关。2025、1Q26 茅台直销渠道占比分别为 50.1%、54.8%，其中 2026 年 1 季度，i 茅台占直营渠道的比重为 73.1%，渠道结构在公司全面营销转型下发生较大变化。全国化扩张的次高端名酒中，山西汾酒 1Q26 合同负债同比+35.8%、环比+12.8%，表现较优。区域酒企中，迎驾贡酒及金徽酒 1Q26 合同负债同比、环比均实现增长，整体表现稳健。

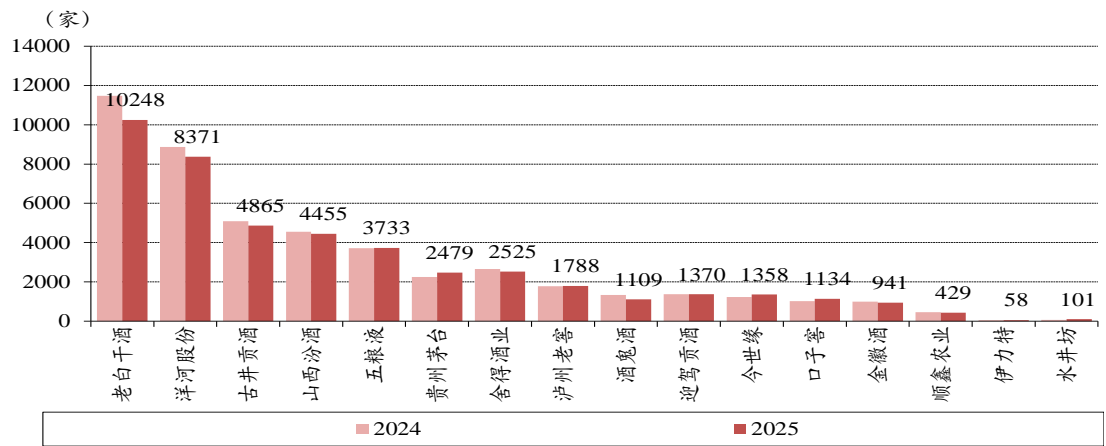
图表 8. 白酒上市公司合同负债同比及环比情况

	4Q25 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)	1Q26 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)
贵州茅台	80.1	(16.5)	3.3	30.3	(65.6)	(62.2)
五粮液	134.6	15.1	45.2	141.4	39.1	5.0
泸州老窖	33.7	(15.4)	(12.3)	27.9	(8.9)	(17.0)
山西汾酒	70.1	(19.2)	21.2	79.0	35.8	12.8
洋河股份	75.3	(27.2)	17.2	54.1	(22.9)	(28.1)
水井坊	8.1	(15.1)	(6.5)	6.9	(26.4)	(14.5)
舍得酒业	1.5	(11.0)	30.1	1.3	(36.7)	(11.1)
酒鬼酒	1.8	(28.5)	49.8	1.4	(21.2)	(19.3)
古井贡酒	15.2	(56.8)	13.1	23.0	(37.3)	51.6
口子窖	3.3	(40.3)	(1.3)	2.0	(25.4)	(39.9)
迎驾贡酒	4.8	(16.2)	0.5	5.3	16.6	9.9
今世缘	17.1	7.2	228.5	15.6	189.7	(8.7)
伊力特	0.4	(25.4)	7.5	0.3	(44.0)	(16.9)
金徽酒	8.2	28.4	29.7	8.7	49.5	6.2
老白干酒	10.3	(26.6)	(15.0)	12.1	(35.6)	17.8
天佑德酒	0.5	(25.9)	(26.0)	0.6	(17.4)	26.5
金种子酒	1.6	(14.7)	(7.4)	1.3	(13.6)	(18.6)

资料来源：同花顺，中银证券

经销商数量同比去年普遍减少，头部品牌系列酒产品的经销商同比增加。2025 年高端酒经销商数量同比增加，但主要为系列酒经销商数量增加。2025 年茅台、五粮液、泸州老窖经销商绝对数同比分别增加 232 家、22 家、2 家，其中茅台增加的均为酱香系列酒经销商，五粮液经销商数量中浓香经销商数量同比增加 112 家。区域酒企经销商家数普遍减少，但今世缘及口子窖经销商数量同比分别增加 130 家、115 家。行业弱景气下，渠道推力减弱。

图表 9. 白酒上市公司经销商数量同比增速

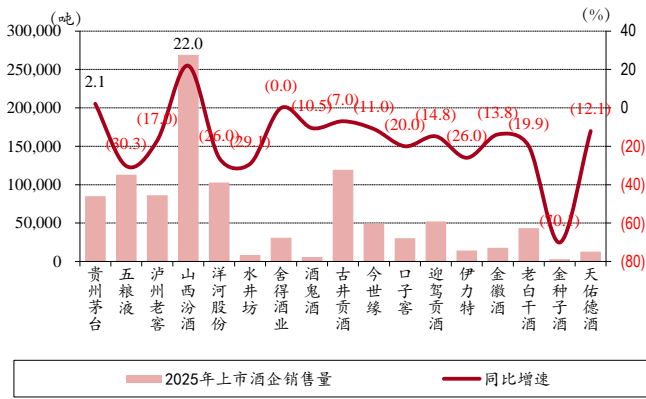


资料来源：同花顺，中银证券

1.2 酒企以价换量特征显著，结构下移及费用率上升致净利率承压

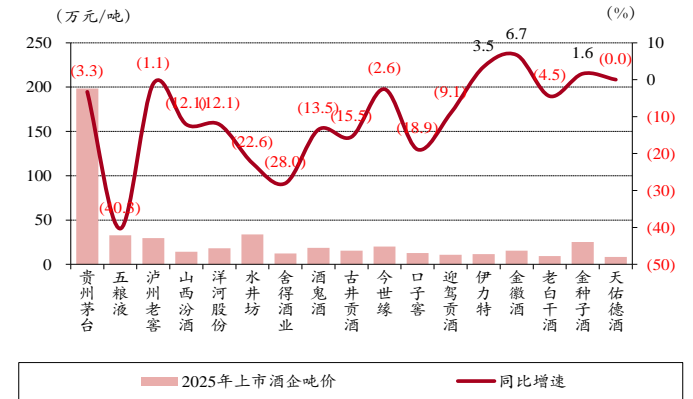
拆分量价来看，2025 年酒企量价齐降。2025 年上市酒企销量普遍大幅下滑，分不同类型企业来看：（1）高端酒（茅台+五粮液+泸州老窖），2025 年销量、吨价增速分别为-18.6%、-2.4%，其中茅台销量同比+2.1%，吨价-3.3%，吨价下滑主要受系列酒影响，茅台酒表现相对坚挺（2025 年茅台酒、系列酒吨价增速分别为-0.3%、-13.1%）。泸州老窖延续挺价策略，销量双位数下滑，但吨价降幅仅为-1.1%，降幅小于茅台、五粮液。五粮液受收入确认方式调整影响 2025 年，销量、吨价下滑幅度较大。（2）全国化次高端名酒（汾酒+洋河+水井坊+舍得+酒鬼酒）2025 年销量、吨价增速分别为+2.0%、-16.9%，销量实现正增长主要得益于汾酒提振。2025 年汾酒销量、吨价增速分别为+22.0%、-12.1%，公司增加低价位酒投放，产品结构下移。舍得酒业报表早于其他酒企出清，2025 年销量止跌并实现持平，但吨价仍有较大幅度下滑。（3）2025 年地产酒销量、吨价同比分别-14.7%、-7.2%，2025 年仅伊力特、金徽酒、金种子酒吨价实现增长，同比增速分别为+3.5%、+6.7%、+1.6%。

图表 10. 2025 年上市酒企销量及同比增速



资料来源：同花顺，中银证券

图表 11. 2025 年上市酒企吨价及同比增速



资料来源：同花顺，中银证券

图表 12. 2025 年白酒上市酒企销量、吨价情况概览

酒企类型	企业名称	2025 年 营收 (亿元)	2025 年 营收增速 (%)	2025 年 销量 (吨)	2025 年 销量增速 (%)	2025 年 吨价 (万元/吨)	2025 年 吨价增速 (%)	
高端酒	贵州茅台	1688	(1.2)	85,104	2.1	198	(3.3)	
	五粮液	371	(58.4)	112,960	(30.3)	33	(40.3)	
	泸州老窖	256	(17.9)	86,089	(17.0)	30	(1.1)	
	合计	2,315	(20.5)	284,153	(18.6)	81	(2.4)	
全国化扩张的次高端白酒	山西汾酒	386	7.2	269,104	22.0	14	(12.1)	
	洋河股份	188	(35.0)	102,931	(26.0)	18	(12.1)	
	水井坊	29	(45.2)	8,450	(29.1)	34	(22.6)	
	舍得酒业	39	(28.1)	31,020	(0.0)	12	(28.0)	
	酒鬼酒	11	(22.6)	5,925	(10.5)	19	(13.5)	
	合计	652	(15.2)	417,431	2.0	16	(16.9)	
	地产酒	古井贡酒	185	(21.4)	119,371	(7.0)	16	(15.5)
		今世缘	100	(13.3)	49,679	(11.0)	20	(2.6)
口子窖		39	(35.1)	30,232	(20.0)	13	(18.9)	
迎驾贡酒		57	(22.6)	52,318	(14.8)	11	(9.1)	
伊力特		17	(23.4)	14,433	(26.0)	12	3.5	
金徽酒		28	(8.1)	17,953	(13.8)	15	6.7	
老白干酒		41	(23.5)	43,356	(19.9)	9	(4.5)	
合计		485	(20.8)	343,112	(14.7)	14	(7.2)	

资料来源：同花顺，中银证券

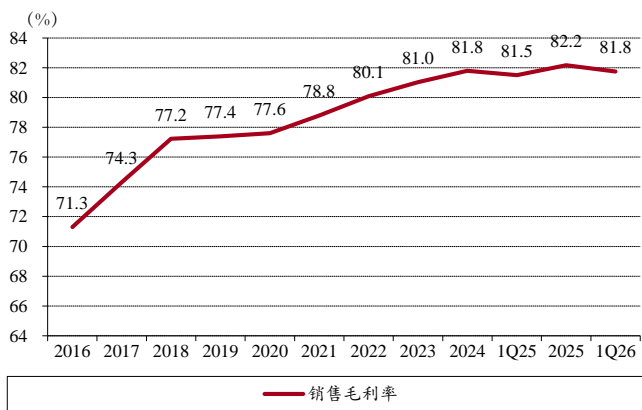
受产品结构回落影响，2025、1Q26 上市酒企毛销差普遍承压。 (1) 毛利率方面，2025、1Q26 白酒板块销售毛利率分别为 82.2%、81.8%，同比分别增 0.4pct、0.3pct，主要为龙头收入占比提升拉动。2025 年、1Q26 茅台营收占板块整体比重同比分别提升 8.1pct、2.8pct。不同酒企毛利率表现来看，1Q26 今世缘 (+0.8pct)、伊力特 (+2.8pct)、天佑德酒 (+1.2pct) 等酒企毛利率同比提升，其他酒企毛利率普遍同比下滑。(2) 销售费用率方面，2025、1Q26 白酒板块销售费用率分别为 11.7%、9.6%，同比分别 +1.3pct、+1.3pct，收入减少，竞争加剧，企业加大费用投放导致销售费用率同比提升。不同酒企表现来看，2025 年地产酒销售费用率同比提升 3.1pct，提升幅度显著高于高端酒及全国化扩张的次高端名酒。1Q26 高端酒、全国化扩张的次高端名酒、地产酒销售费用率同比分别 +2.2pct、-0.3pct、+0.0pct，其中五粮液受收入确认方式变化影响，1Q26 销售费用率同比 +9.6pct，高端酒中茅台、五粮液 1Q26 销售费用率同比基本持平。(3) 毛销差角度来看，1Q26 白酒板块毛销差同比 -0.5pct，其中高端酒、全国化次高端名酒、地产酒毛销差同比分别为 -1.1pct、-2.2pct、-1.6pct。受产品结构回落影响，2025 年及 1Q26 上市酒企毛销差普遍承压。

图表 13. 白酒上市公司 2025 及 1Q26 毛利率、销售费用率概览

企业类型	企业名称	2025 毛利率 (%)	YOY(pct)	2025 销售费用率 (%)	YOY (pct)	1Q26 毛利率 (%)	YOY (pct)	1Q26 销售费用率 (%)	YOY (pct)
高端酒	贵州茅台	91.2	(0.8)	4.3	1.0	89.8	(2.2)	3.0	0.0
	五粮液	77.5	0.5	18.8	6.8	81.4	3.7	16.1	9.6
	泸州老窖	86.6	(0.9)	12.6	1.2	85.8	(0.7)	8.6	0.4
	合计	88.3	1.4	7.7	0.9	87.1	1.1	7.0	2.2
全国化扩张的次高端名酒	山西汾酒	74.9	(1.4)	10.6	0.2	75.0	(3.8)	8.9	(0.4)
	洋河股份	71.6	(1.6)	27.1	8.0	75.4	(0.2)	12.5	0.1
	水井坊	79.8	(2.9)	28.1	3.0	79.8	(2.1)	24.0	(3.5)
	舍得酒业	62.0	(3.5)	25.8	2.0	66.3	(3.0)	21.3	1.9
	酒鬼酒	64.9	(6.5)	32.5	(10.5)	67.3	(3.4)	24.1	(3.7)
合计	73.1	(1.5)	17.5	1.4	74.7	(2.4)	11.4	(0.3)	
地产酒	古井贡酒	79.3	(0.6)	29.0	2.8	77.8	(1.8)	26.7	0.1
	今世缘	74.2	(0.5)	23.1	4.6	74.4	0.8	14.8	1.5
	迎驾贡酒	72.5	(1.4)	11.1	2.1	75.6	(0.9)	9.2	1.5
	口子窖	69.1	(5.5)	21.1	5.8	67.6	(8.6)	14.8	2.4
	老白干酒	66.0	0.1	27.5	3.8	64.1	(4.5)	21.6	(5.9)
	金徽酒	63.2	2.2	21.6	1.9	62.9	(3.9)	15.6	(1.2)
	伊力特	51.1	(1.2)	10.7	(1.2)	51.5	2.8	6.4	1.2
	金种子酒	39.0	4.0	29.8	(2.1)	51.1	9.4	22.5	(6.7)
天佑德酒	58.2	(1.7)	27.6	1.7	61.8	1.2	20.8	3.1	
合计	72.5	(0.9)	23.8	3.1	72.8	(1.6)	19.2	0.0	

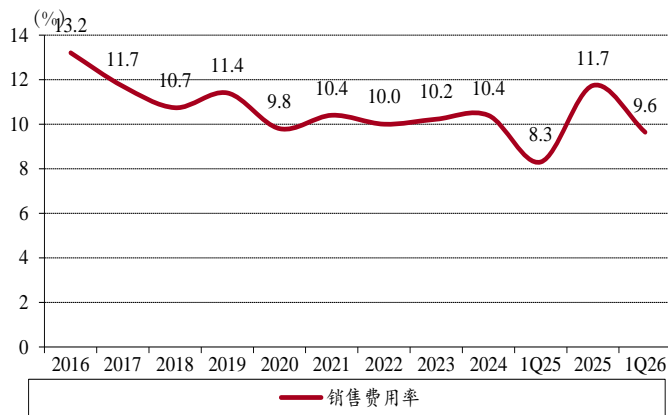
资料来源：同花顺，中银证券

图表 14. 2016 至 1Q26 白酒板块销售毛利率



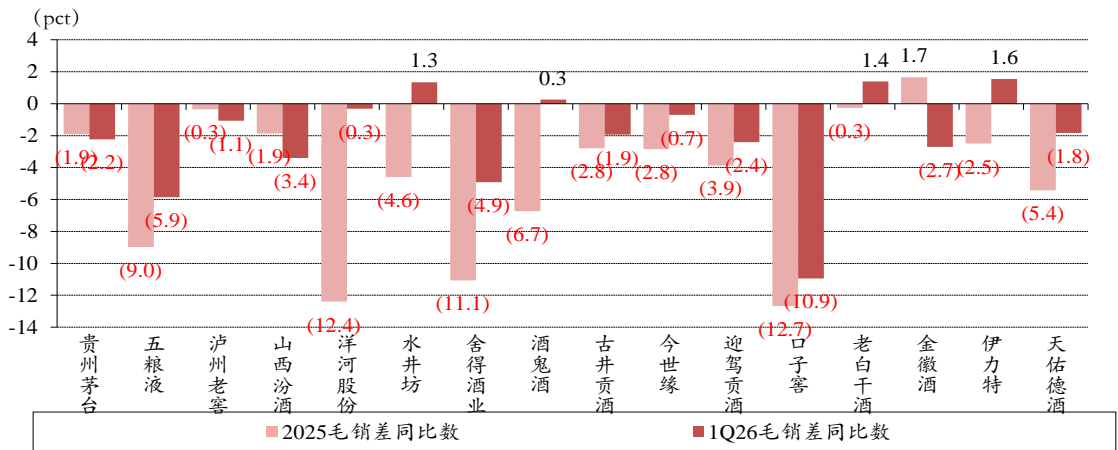
资料来源：同花顺，中银证券

图表 15. 2016 至 1Q26 白酒板块销售费用率



资料来源：同花顺，中银证券

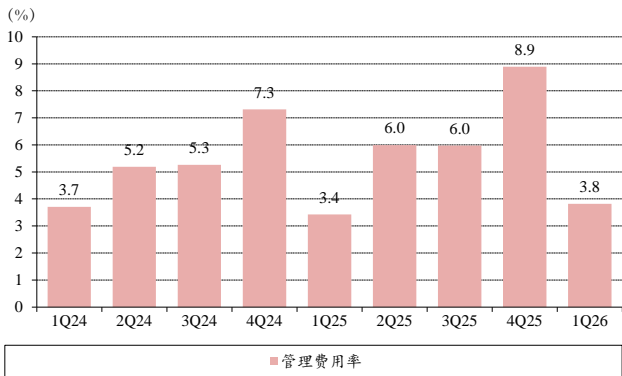
图表 16. 白酒上市公司 2025、1Q26 毛销差变化



资料来源：同花顺，中银证券

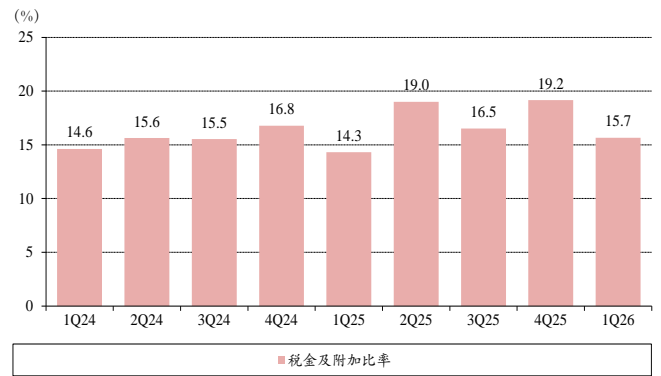
收入减少，结构下移及税金扰动致行业净利率阶段性承压。2025年、1Q26白酒上市公司管理费用率分别为5.8%、3.8%，同比分别+0.6pct、-0.1pct。2025年、1Q26白酒上市公司税金及附加比率分别为17.6%、15.7%，同比分别+2.0pct、+1.3pct。税金及附加比率变化主要与生产、销售节奏变化有关。2025年白酒上市公司归母净利率为35.2%，同比-2.7pct。分季度来看，4Q25、1Q26归母净利率同比分别-15.9pct、-0.4pct，净利率承压。

图表 17. 白酒板块分季度管理费用率



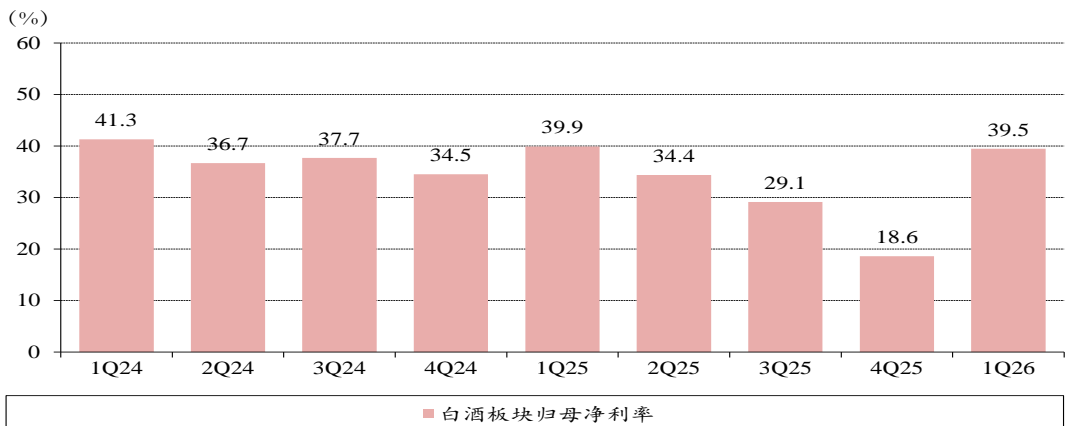
资料来源：同花顺，中银证券

图表 18. 白酒板块分季度税金及附加比率



资料来源：同花顺，中银证券

图表 19. 白酒上市公司分季度归母净利率



资料来源：同花顺，中银证券

企业概况：酒企强化内功，积极改革，静待底部重新启航

2025 年，白酒企业进入调整深水区，业绩下滑幅度逐季加大，行业整体受周期影响业绩波动较大。1Q26 酒企延续 2025 年的经营节奏，持续出清，但受益春节提振，业绩降幅显著收窄。1Q26 上市酒企营收、归母净利同比增速分别为-0.7%、-1.8%，其中茅台、迎驾、老白干率先转正。从上市酒企业绩表现来看，龙头酒企率先改善，逐渐传递至二线名酒。在行业逆周期，酒企优先清理渠道库存，恢复渠道动能，同时不断优化自身的管理水平，静待需求端转暖。当前，行业筑底迹象明显，但酒企之间的出清节奏略有不同。

图表 20. 2025 及 1Q26 不同类型白酒上市公司业绩概览

酒企类型	企业名称	2025 年营收 (亿元)	2025 营收增速 (%)	2025 归母净利 (亿元)	2025 归母净利 增速 (%)	1Q26 营收 (亿元)	1Q26 营收增速 (%)	1Q26 归母净利 (亿元)	1Q26 归母净利 增速 (%)
高端酒	贵州茅台	1,688.4	(1.2)	823.2	(4.5)	539.1	6.5	272.4	1.5
	五粮液	405.3	(54.6)	89.5	(71.9)	228.4	(38.2)	80.6	(45.7)
	泸州老窖	257.3	(17.5)	108.3	(19.6)	80.3	(14.2)	37.1	(19.3)
	合计	2351.0	(19.3)	1,021	(22.4)	847.7	(12.5)	390.1	(15.7)
全国化扩张 的次高端白 酒	山西汾酒	387.2	7.5	122.5	0.0	149.2	(9.7)	53.8	(19.0)
	洋河股份	192.1	(33.5)	22.1	(66.9)	81.9	(26.0)	24.5	(32.7)
	水井坊	30.4	(41.8)	4.1	(69.7)	8.2	(14.9)	1.7	(10.1)
	舍得酒业	44.2	(17.5)	2.2	(35.5)	14.8	(6.0)	2.3	(33.1)
	酒鬼酒	11.1	(22.2)	(0.3)	(371.8)	3.2	(7.8)	0.3	4.6
	合计	664.9	(13.5)	150.5	(27.0)	257.2	(15.6)	82.6	(23.8)
	古井贡酒	188.3	(20.1)	35.5	(35.7)	74.5	(18.6)	16.1	(31.0)
地产酒	口子窖	39.9	(33.7)	6.7	(59.3)	13.8	(24.0)	3.3	(46.2)
	迎驾贡酒	60.2	(18.0)	19.9	(23.3)	22.3	8.9	8.3	0.7
	今世缘	101.8	(11.8)	26.0	(23.7)	43.2	(15.2)	13.8	(15.8)
	伊力特	17.2	(21.8)	2.2	(24.3)	6.1	(23.8)	1.0	(27.3)
	金徽酒	29.2	(3.4)	3.5	(8.7)	10.9	(1.5)	2.0	(12.5)
	老白干酒	41.2	(23.1)	4.3	(45.4)	12.2	4.5	1.7	8.5
	天佑德酒	11.0	(12.2)	0.0	(89.8)	4.1	(5.9)	0.5	(28.2)
	金种子酒	7.2	(22.0)	(2.0)	(22.9)	1.9	(35.7)	(0.2)	(60.9)
合计	496.1	(19.0)	96.2	(33.3)	188.9	(13.8)	46.6	(21.9)	

资料来源：同花顺，中银证券

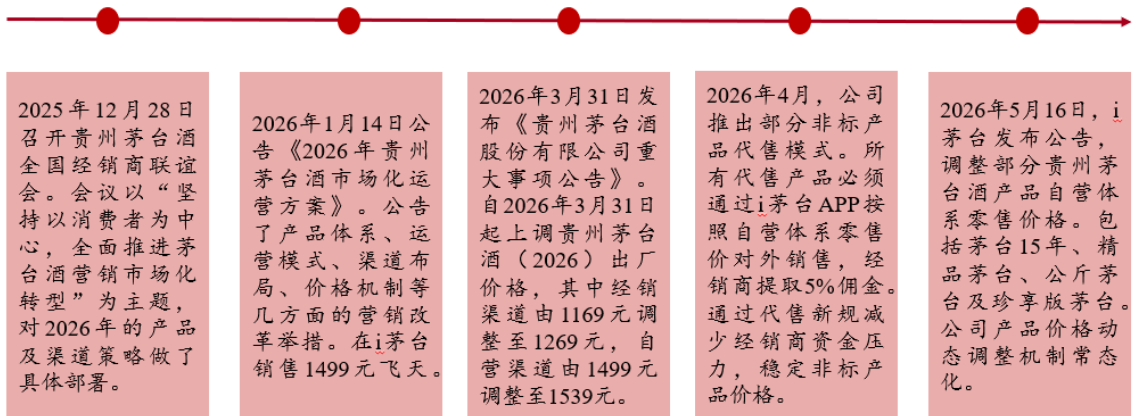
2.1 高端酒：茅台业绩率先触底恢复，开启全面市场化改革

高端酒（贵州茅台+五粮液+泸州老窖）：茅台率先触底恢复，五粮液、老窖报表业绩下滑幅度较大，持续调整。2025 年，高端酒收入、归母净利同比分别增-19.3%、-22.4%。1Q26 高端酒营收、归母净利同比增速分别为-12.5%、-15.7%，其中茅台业绩率先转正，五粮液及泸州老窖业绩仍大幅出清。高端酒的礼赠需求刚性，相比其他类型白酒渠道吸纳能力较强。分不同企业来看：

- **贵州茅台：全面推进市场化营销改革，渠道结构发生较大变化，飞天销量提升贡献报表业绩。** 2025 年公司营收及归母净利同比增速分别为-1.2%、-4.5%，此为上市以来首次年度业绩增速为负。从年内公司季度业绩表现来看，3Q25 公司报表业绩降速调整，4Q25 公司业绩增速同比大幅下滑，营收及归母净利同比增速分别为-19.4%、-30.3%。公司卸下包袱主动调整，厘清渠道矛盾，全面推行营销体系市场化转型。公司公告《2026 年贵州茅台酒市场化运营方案》，在产品、运营、渠道、价格等方面进行多维度改革。（1）产品方面，强调回归“金字塔”型产品结构，飞天定位“塔基”产品，强化大众消费的社会属性。2026 年公司削减非标产品配额，部分产品下调出厂价，以市场承载能力为依据，维护渠道韧性及市场稳定性。此外，公司公告自 2026 年 3 月 31 日起上调公司 53%vol 贵州茅台酒（2026）出厂价格，其中传统经销渠道合同价由 1169 元/瓶调整至 1269 元/瓶，涨幅 100 元/瓶，涨价幅度 8.6%；自营渠道零售价由 1499 元/瓶调整至 1539 元，涨幅 40 元/瓶，涨价幅度约 2.7%。根据我们测算，此次提价有望增厚 2026 年报表净利润，对应 2%左右的增量。（2）渠道方面，公司全面推行渠道改革，2026 年 1 月 1 日，公司在 i 茅台上架 1499 元飞天，同时取消非标产品分销，推行“代售”模式。1Q26 公司渠道结构呈现较大变化，其中直营渠道营收占比 54.8%，同比提升 8.8pct，直销渠道中，i 茅台

1 季度实现销售 215.5 亿元，同比+267.2%，占直销渠道比重为 73.1%，去年同期占比 25.3%。i 茅台作为官方平台，通过平价飞天有效拉动了大众需求，同时承接了因产业转型、场景受损丢失的部分销量，对公司报表业绩形成了较强支撑。2026 年 4 月，公司通过“代售”新政向市场投放非标产品，经销商收取 5% 的固定佣金，酒企对于新模式的执行动态调整。综上，1Q26 公司实现营收 539.1 亿元，同比+6.5%，归母净利 272.4 亿元，同比+1.5%，实现良好开局。此外，公司公告 24 至 26 年分红比例不低于当年归母净利的 75%，2025 年公司累计派发现金红利 650.3 亿元，分红总额创历史新高，股息率具备一定吸引力。

图表 21. 茅台市场化改革举措推进节点



资料来源：ifind，公司公告，酒业家，中银证券

- **五粮液：收入确认方式发生变化，出清幅度较大。若将分红和回购合计计算，公司当前股息率具备吸引力。**五粮液发布关于前期会计差错更正的公告，对 2025 年及前三季度会计报表按照新收入准则追溯调整。调整后，2025 年公司实现营收、归母净利分别为 405.3 亿元、89.5 亿元，同比增速分别为 -54.6%、-71.9%。其中前三季度，调整前及调整后的营收规模分别为 609.5 亿元、306.4 亿元，调整金额合计 303.1 亿元。1Q26 公司实现营收 228.4 亿元，同比+33.7%；归母净利 80.6 亿元，同比+82.6%。根据 2025 年公司合计现金分红 200.1 亿元，同时公告以集中竞价的方式回购 80-100 亿元股份，根据我们测算，若算上回购金额，按照 6 月 18 日市值计算，公司当前股息率在 9%+（截至 6 月 18 日）。
- **泸州老窖：高度国窖延续挺价策略，低度推进全国化扩张战略。**2025 年泸州老窖实现营收 257.3 亿元，同比-17.5%，归母净利 108.3 亿元，同比-19.6%，其中 4Q25 营收、归母净利同比增速分别为 -62.2%、-96.4%，2025 年行业整体面临较大的终端压力，2H25 公司未强制要求渠道回款，导致业绩下滑幅度较大。1Q26 公司营收、归母净利同比分别为 80.3 亿元、37.1 亿元，同比增速分别为 -14.2%、-19.3%，降幅收窄。从国窖 1573 批价表现来看，公司以量换价，2026 年春节国窖批价为 840-850 元，我们预计 1Q26 高度国窖销量下滑幅度较大，受产品结构下移影响，公司 2025、1Q26 毛利率同比分别下滑 0.9pct、0.7pct。2025 年公司分红总额合计 85 亿元，按照 6 月 18 日市值计算，公司当前股息率约 7.1%。

2.2 全国化扩张的次高端酒：酒企之间出清节奏略有不同，整体业绩承压

全国扩张的次高端酒（山西汾酒+洋河股份+水井坊+舍得酒业+酒鬼酒）：全国化次高端名酒先于其他类型酒企出清，经营压力持续释放。2025 年，全国化次高端名酒收入、归母净利同比分别增 -13.5%、-27.0%，1Q26 收入、归母净利同比分别增 -15.6%、-23.8%。2025 年全国次高端白酒所处价格带受经济环境影响较大，消费场景受损导致板块整体承压。从业绩表现来看，全国化次高端酒企之间出清节奏不同，洋河、舍得、酒鬼等酒企较早进入调整期，从收入端来看，1Q26 舍得、酒鬼收入同比降幅较小，洋河、水井坊仍为双位数大幅度出清，企业仍在深度调整中。利润端来看，受行业竞争加剧，费投加大影响，全国化次高端名酒整体利润降幅大于收入。山西汾酒出清节奏慢于其他酒企，2025 年汾酒营收及归母净利均实现同比正增长，表现好于行业平均，1Q26 公司开始释放经营压力，营收及归母净利同比增速分别为 -9.7%、-19.0%。

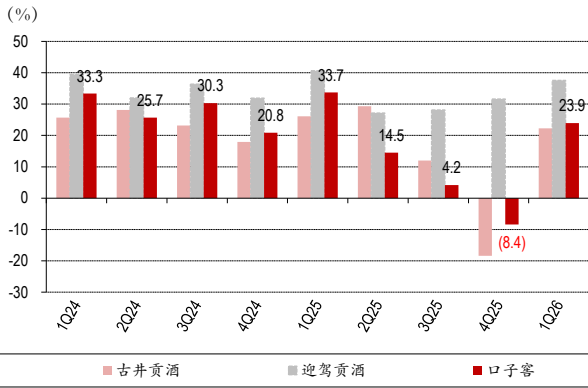
- **山西汾酒：2025 至 1Q26 经营压力逐季释放，卸下包袱回归良性发展。**2025 年汾酒营收、归母净利润同比增速分别为+7.5%、+0.0%，业绩表现好于行业其他酒企。我们判断青 25 及以上产品受外部需求环境影响较大，青 20 及玻汾等产品贡献较多收入。受产品结构下移影响，2025 年公司毛利率同比-1.4pct 至 74.9%。1Q26 公司释放经营压力，营收、归母净利润同比增速分别为-9.7%、-19.0%。截至 1 季度末，公司合同负债 79.0 亿元，环比+12.8%。2025 年，公司全年现金分红 80.0 亿元，分红率 65.3%，按照 2026 年 6 月 18 日市值计算，对应股息率约 5.8%。短期来看，公司业绩受行业环境影响承压，渠道库存出清速度慢于其他酒企，经营压力需逐季释放。中长期来看，2025 至 2030 年，为汾酒复兴纲领的第二个阶段，是汾酒复兴的成果巩固期和要素调整期。公司品牌势能向上，青 20、玻汾等产品在所属价格带份额优势明显。公司对省内基本盘把控能力较强，在华北市场，区域品牌力强，周边省份缺乏强势竞争对手，增长空间大。省外市场京津冀、长三角、珠三角等地区布局持续优化，全国化仍有空间。
- **洋河股份：**洋河股份业绩自 2Q24 开始下滑且下滑幅度逐季扩大，出清力度较大。2025 年洋河营收 192.1 亿元，同比-33.5%，归母净利润 22.1 亿元，同比-66.9%。1Q26 公司报表持续出清，营收及归母净利润同比增速分别为-26.0%、-32.7%。受业绩下滑影响，公司调整分红方案，取消此前 70 亿元/年（含税）保底承诺，2025 年公司归母净利润 22.1 亿元，按照新规，2025 年度现金分红金额占本年度合并报表归属于上市公司股东净利润的 100.38%。2024 年初至今，公司报表端大幅度出清，持续清理渠道库存及 SKU，从调整时间及终端产品批价表现来看，我们判断渠道江苏省内市场渠道动能在逐渐恢复。产品方面，第七代海之蓝在全国导入，省内市场动销实现稳健增长，省外市场陆续完成铺货陈列。在良性库存的基础上，2026 年公司将强化动销、稳定价盘，夯实省内市场份额，随着需求改善，业绩端有望转正，逐步走出底部调整期。

2.3 地产酒：酒企竞争加剧，区域市场份额挤压明显

地产酒（古井贡酒+口子窖+迎驾贡酒+今世缘+伊力特+金徽酒+老白干酒+天佑德酒+金种子酒）：区域名酒竞争加剧，1Q26 收入降幅收窄，利润端仍承压。1Q26 迎驾贡酒、老白干酒业绩表现优于其他区域酒企。2025 年，地产酒收入、归母净利润同比增速分别为-19.0%、-33.0%，1Q26 收入、归母净利润同比增速分别为-13.8%、-21.9%。存量竞争下，地产龙头及区域酒企之间份额抢夺激烈。

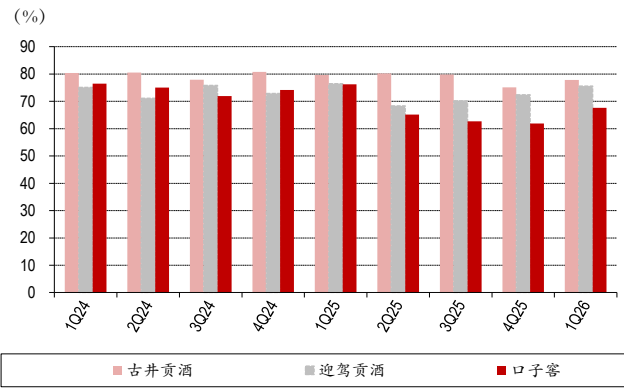
- **（1）徽酒：**古井贡酒、迎驾贡酒表现出一定经营韧性，口子窖及金种子酒收入规模缩水较大。口子窖 2025 年营收规模为 39.9 亿元，跌回了 2017 年的体量。迎驾贡酒受益出清时间较早，1Q26 业绩筑底回升，营收及归母净利润同比增速分别为+8.9%、+0.7%，经营持续改善。古井贡酒自 2Q25 开始调整，业绩下滑幅度逐季加大，1Q26 在去年同期高基数下延续下滑但降幅收窄。从毛利率表现来看，1Q26 古井、迎驾、口子窖毛利率同比分别-1.8pct、-0.9pct、-8.6pct，主要与产品结构下移及促销增加有关。我们判断，行业调整期区域市场份额挤压明显，头部酒企的核心单品如古 5、古 8、洞 6、洞 9 等在费用持续投入下，市场份额提升，而地方性小酒企持续出清。
- **（2）苏酒：**2025 年洋河深度出清，盈利端显著承压，1Q26 公司业绩持续承压。根据公司投资者交流，2026 年海之蓝仍是公司第一大单品，产品端加强第七代海之蓝推广，实际经营情况逐渐改善。1Q26 今世缘营收、归母净利润同比增速分别为-15.2%、-15.8%，降幅环比收窄。1Q26 末公司合同负债 15.6 亿元，环比减少 1.5 亿元，同比增加 10.2 亿元，渠道回款较好。2026 年公司目标争取提升市场份额，利润增幅高于行业平均水平，业绩有望逐季向好。从省内品牌势能来看，今世缘品牌势能持续向上。
- **（3）其他区域名酒：**1Q26 老白干业绩转正，河北省内营收增速为+3.9%。金徽酒经营稳健，业绩下降幅度小于其他酒企。截至 4 季度末，金徽酒合同负债 8.2 亿元，环比前三季度增加 1.9 亿元，去年同期增加 1.6 亿元，渠道回款良性。在行业环境承压的背景下，金徽酒、老白干等区域龙头酒企持续推进营销改革，整体经营彰显韧性。

图表 22. 徽酒销售净利率



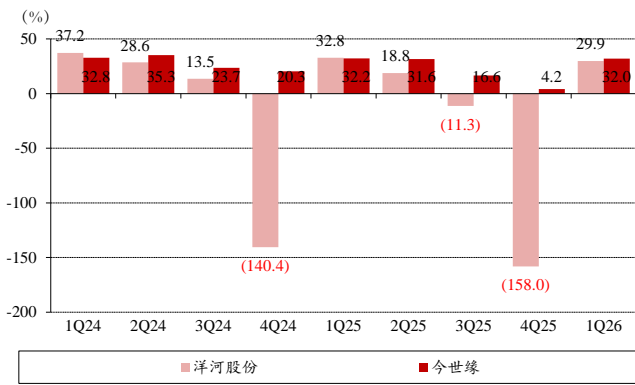
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 23. 徽酒销售毛利率



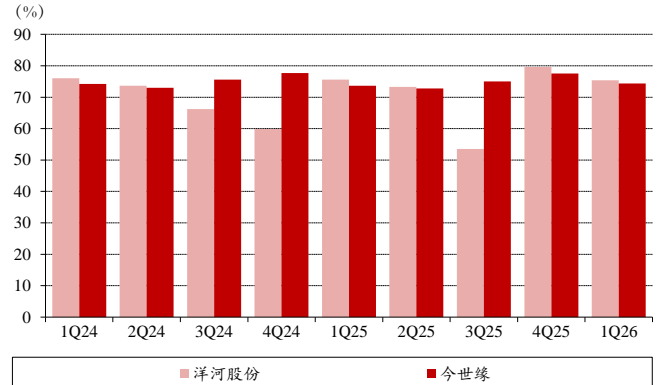
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 24. 苏酒销售净利率



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 25. 苏酒销售毛利率



资料来源: 同花顺, 中银证券

基金持仓：持仓历史低位，板块底部配置价值凸显

3.1 1Q26 板块仓位整体处于历史较低分位数

1Q26 基金重仓食品饮料比例环比回落，从基金重仓标的看，仅贵州茅台位列机构前二十重仓股。

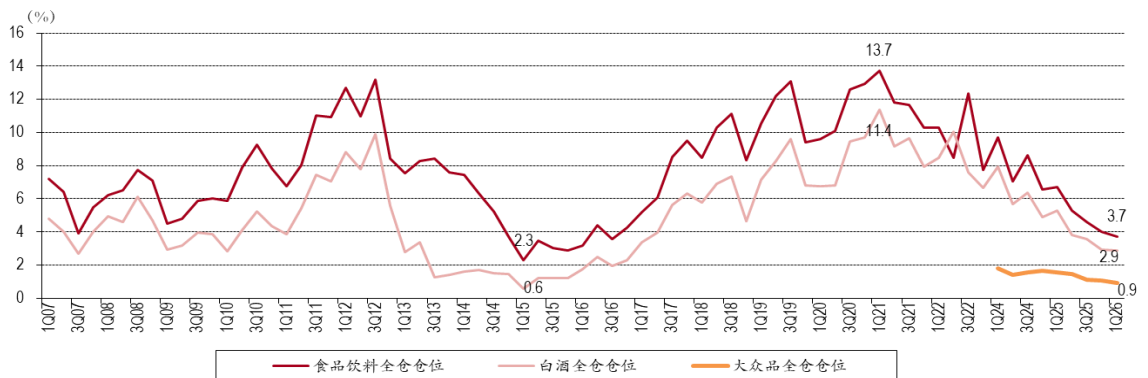
(1) 根据我们测算，1Q26 基金重仓食品饮料股票市值占基金投资股票总市值的 2.67%，环比-1.36pct，同比-2.15pct。其中基金重仓白酒股票市值占比 2.23%，环比-0.71%，同比-1.86%；基金重仓白酒以外其他板块股票市值占比 0.44%，环比-0.63%，同比-0.28%。(2) 若以全部重仓股为分母，1Q26 食品饮料重仓股的市值占比为 5.78%，环比-3.40pct，同比-5.30pct。其中，白酒重仓股的市值占比为 4.83%，环比-1.88pct，同比-4.58pct；白酒以外其他板块市值占比为 0.95%，环比-1.48pct，同比-0.70pct。

(3) 从基金重仓标的来看，仅贵州茅台位列机构前二十重仓股，位列第 4 名。

从重仓家数来看，1Q26 板块整体重仓家数明显减少。(1) 从基金重仓家数来看，1Q26 所有白酒品牌的持仓家数均环比减少，全行业合计减少 4143 家，高端一线白酒中，茅台、五粮液、汾酒、老窖、洋河、古井持仓家数环比分别减少 292、623、614、807、318、446 家。中小市值白酒持仓家数基本减少至个位数。非白酒板块方面，各公司持仓家数同样基本呈现环比减少态势，板块合计减少 10448 家。(2) 从重仓市值排名来看，头部白酒持仓保持稳定，大众品中的安井食品 1Q26 进入重仓市值前十大股 (13-8)，东鹏饮料 1Q26 退出重仓市值前十大股 (6-14)。

从全仓仓位来看，所有基金中食品饮料的仓位已降至 2015 年水平附近，整体处于历史较低分位数。根据我们的测算，历史低点出现在 2015 年第一季度，当时食品饮料板块全仓仓位约为 2.3%，其中白酒板块约为 0.6%。2026 年第一季度，食品饮料板块全仓仓位约为 3.7%，其中白酒约为 2.9%，大众品约为 0.9%。从历史分位数来看，食品饮料全仓仓位处于 12.6% 的分位数水平，白酒历史分位数为 21.4%。

图表 26. 食品饮料板块、白酒及大众品板块估算全仓仓位



资料来源：ifind，中银证券

注：1Q26 全仓仓位为中银团队估算值

3.2 1Q26 板块整体重仓家数明显减少

(1) 基金重仓参与家数前 10 名股票：

贵州茅台、伊利股份、五粮液、安井食品、山西汾酒、泸州老窖、海天味业、双汇发展、安琪酵母、燕京啤酒。

(2) 基金重仓市值前 10 名股票：

贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、伊利股份、洋河股份、古井贡酒、安井食品、海天味业、双汇发展。

(3) 环比 4Q25，基金重仓市值新进入前 10 名股票：

安井食品 (第 13→第 8)、双汇发展 (第 12→第 10)

(4) 环比 4Q25，基金重仓市值退出前 10 名股票：

东鹏饮料 (第 6→第 14)、今世缘 (第 9→第 11)

图表 27. 1Q26 食品饮料板块基金重仓参与家数前 15

股票简称	1Q26 重仓参与家数	本期排名	4Q25 重仓参与家数	上期排名	家数变动(家)
贵州茅台	1355	1	1647	1	(292)
伊利股份	227	2	1216	2	(988)
五粮液	222	3	847	4	(623)
安井食品	173	4	604	8	(431)
山西汾酒	124	5	738	6	(614)
泸州老窖	120	6	929	3	(807)
海天味业	108	7	498	10	(390)
双汇发展	98	8	687	7	(589)
安琪酵母	90	9	575	9	(485)
燕京啤酒	81	10	445	12	(364)
东鹏饮料	64	11	779	5	(715)
新乳业	45	12	321	16	(276)
洋河股份	39	13	358	13	(318)
西麦食品	38	14	225	22	(187)
重庆啤酒	36	15	299	19	(263)

资料来源: ifind, 中银证券

图表 28. 1Q26 食品饮料板块基金重仓市值前 15

股票简称	1Q26 重仓市值(亿)	本期排名	4Q25 重仓市值(亿)	上期排名	比例变动(%)
贵州茅台	954	1	1235	1	(22.8)
五粮液	247	2	390	2	(36.7)
山西汾酒	192	3	317	3	(39.4)
泸州老窖	187	4	296	4	(36.8)
伊利股份	76	5	274	5	(72.3)
洋河股份	56	6	94	8	(40.4)
古井贡酒	40	7	99	7	(59.6)
安井食品	33	8	48	13	(31.3)
海天味业	29	9	67	10	(56.7)
双汇发展	27	10	48	12	(43.8)
今世缘	26	11	67	9	(61.2)
燕京啤酒	25	12	36	15	(30.6)
安琪酵母	22	13	51	11	(56.9)
东鹏饮料	20	14	104	6	(80.8)
青岛啤酒	18	15	41	14	(56.1)

资料来源: ifind, 中银证券

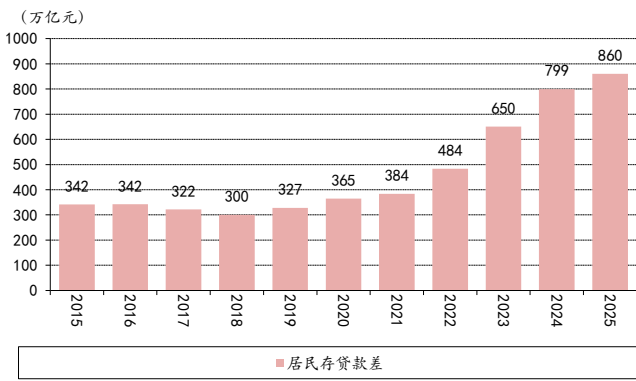
投资建议：关注基本面企稳且兼具红利属性的龙头酒企

近两年，我国总体呈现出“高储蓄、弱消费”特征，主要体现在居民存贷款差额提升显著，在外部不确定环境下，居民防御性储蓄意愿增强，消费意愿及消费能力受到制约。从恩格尔系数来看，生活必需品占居民总消费支出的比重提升，而非必须消费受到压缩，说明消费存在降级，零售商业业态及传统消费行业受需求结构变化影响，持续迭代、调整。从投资角度来看，消费板块估值特别是白酒行业受市场情绪及企业盈利短期下滑等因素影响下跌至历史低位。我们认为 2026 年白酒行业筑底信号显现，当前节点建议关注龙头酒企业绩修复机会。

- (1). 宏观经济处于底部企稳阶段，中长期来看，宏观经济修复可支撑消费企业实现盈利修复。但是短期来看，消费内部结构分化，传统消费数据表现依然疲软，消费动能仍有待恢复。消费与宏观环境关联性强，其底层逻辑主要体现在经济回暖提振就业及居民收入，从而带动消费增加。(1) 2026 年一季度实际 GDP 同比增长 5.0%，较去年四季度增加 0.5pct，在去年同期高基数下实现良好开局。(2) 从社零数据来看，1-5 月社零总额同比增长 1.4%，其中 5 月社零同比下降 0.6%，较前值下降 0.8pct，为 2023 年以来首次单月同比负增长。5 月社零受补贴政策退坡以及汽车消费拖累，内需消费整体依然偏弱。(3) 从已披露的通胀数据来看，5 月 CPI、核心 CPI 同比分别为 1.2%、1.1%，其中核心 CPI 较 4 月下降 0.1pct。分项同比来看，生活服务类消费表现好于食品烟酒、居住。5 月 PPI 同比为 3.9%。得益于输入型通胀，5 月 CPI 及 PPI 剪刀差扩大至 2.7%，PPI 广谱性提升，对宏观经济影响积极。从就业指数及消费数据来看，仍处于疫情以来底部位置。
- (2). 2H25 低基数下报表端压力有所释放，当前行业基本实现清库存状态，但企业之间出清节奏不一。行业底层需求发生变化，建议优先关注基本面触底反弹的龙头酒企。(1) 从行业层面来看，本轮调整期呈现出缩量竞争、挤压增长、极致分化的特征。2022 年行业进入调整期，但 2022、2023 年依然维持较高的业绩增长目标。2024 年报表端业绩放缓，但板块仍维持个位数增长。2025 年在经济环境及政策环境压力下，政商务需求骤减，酒企开始被动去库存，报表端业绩于 2H25 大幅出清。1Q26 受益春节提振，板块业绩降幅收窄。从供需两端来看，在酒企大幅出清背景下，当前行业基本实现轻库存状态，渠道动能有所恢复。但需求端受宏观经济及政策环境压制，呈现出消费集中、大节较旺但淡季更淡的特点。在禁酒令常态化的背景下，白酒消费占比较大的政商务宴请场景受损，使得行业消费环境及底层需求发生变化。我们判断，下半年报表压力在低基数的基础上有望实现转正，但是实现业绩弹性增长，仍需时间修复。(2) 从企业自身经营来看，酒企之间出清节奏不一，龙头企业盈利先回暖。2025 年茅台开启全面市场化改革，凭借不可复制的品牌壁垒，从“以价为先”到“以量为先”，有效激活了蚂蚁雄兵式的大众需求，承接了因产业转型、消费场景受损丢失的部分销量，对报表业绩形成了较强支撑。从 1Q26 业绩表现来看，公司经历 2025 年业绩下滑后，基本面触底反转。五粮液调整收入确认方式，对 2025 年及前三季度会计报表按照新收入准则追溯调整。前三季度调整前及调整后营收差额为 303.1 亿元，报表出清幅度较大。在行业需求承压背景下，建议关注盈利能力率先企稳的龙头酒企。
- (3). 白酒龙头账面货币资金充裕，现金流支撑+分红承诺+业绩下探空间有限等因素共振，共同构成龙头白酒红利资产属性。2025 年至 26 年一季度，白酒上市公司业绩普遍下修，行业步入调整深水区，静态市盈率被动抬升。板块短期盈利能力承压，但是考虑到去年低基数及渠道动能恢复，我们认为 2026 年下半年报表业绩有望转正，虽然向上弹性仍需等待宏观经济修复，但行业基本面持续恶化的可能性较小，白酒持仓低位，截至 2026 年 1 季度末，白酒板块历史分位数降至 21.4%，因此行业下行空间有限。从分红角度来看，龙头酒企现金流稳健，股息率具备一定吸引力，具备红利资产属性。1Q26 茅台核心现金流实现修复增长，此外，公司公告 24 至 26 年分红比例不低于当年归母净利的 75%，2025 年公司累计派发现金红利 650.3 亿元，分红总额创历史新高。五粮液 2025 年合计现金分红 100.1 亿元，同时公告以集中竞价的方式回购 80-100 亿元股份，根据我们测算，若算上回购金额，按照 6 月 18 日市值极端，公司当前股息率约 6.1%-6.8%。

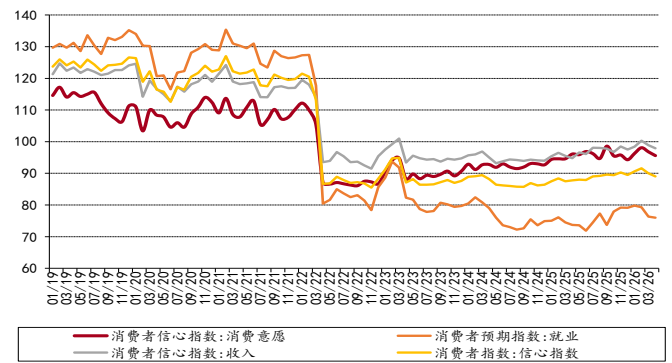
综上，我们认为 2026 年下半年白酒板块特别是龙头酒企存在估值修复和业绩修复的机会。复盘 2025 年，食品饮料行业涨跌幅垫底，也是唯二下跌的行业之一。在配置需求推动及企业自身盈利能力修复下，关注行业左侧布局窗口及周期底部实现反转的优质公司。建议关注贵州茅台、泸州老窖、今世缘、迎驾贡酒、金徽酒。

图表 29. 居民存贷款差额持续增加



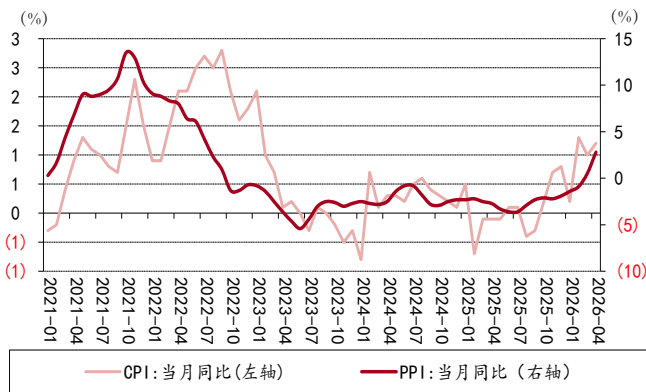
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 30. 消费者信心指数



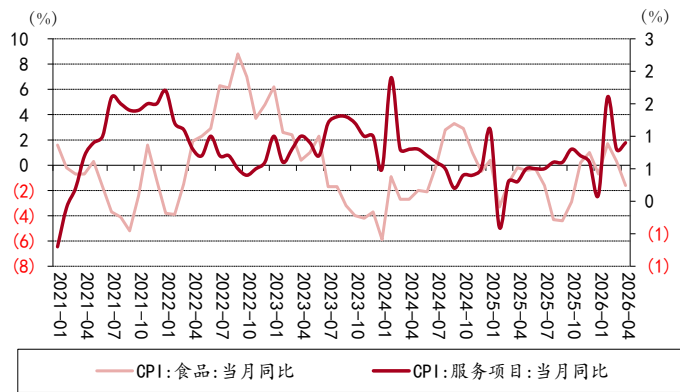
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 31. CPI 及 PPI 同比增速



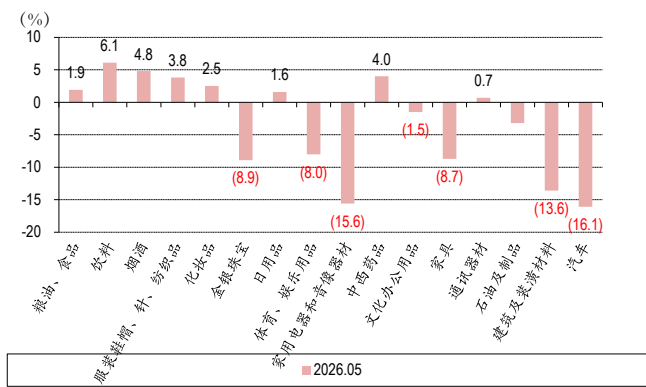
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 32. 消费、储蓄和投资意愿



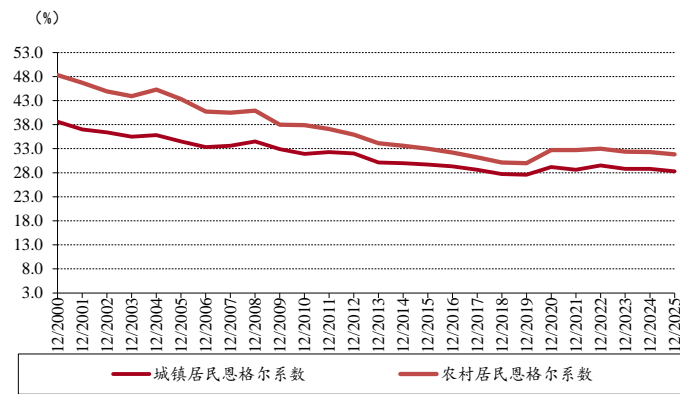
资料来源: 中国人民银行《2025 年第三季度城镇储户问卷调查报告》, 中银证券

图表 33. 不同类零售总额当月同比



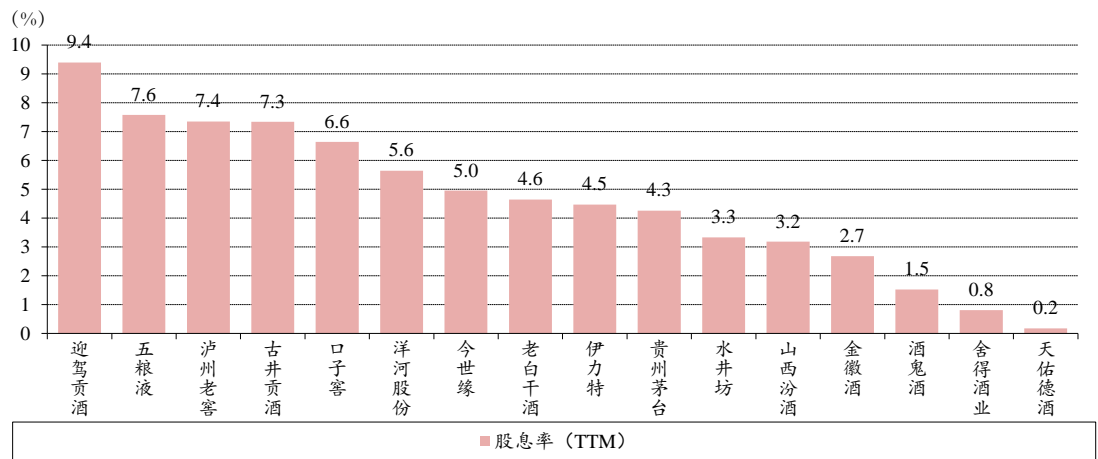
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 34. 城乡居民恩格尔系数表现



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 35. 上市酒企股息率 (TTM)



资料来源: ifind, 中银证券

注: 数据更新日期为 2026 年 6 月 18 日

风险提示

- 1) **宏观经济波动**: 国内宏观经济疲软, 整体消费需求低于预期, 食品饮料企业业绩增速承压。
- 2) **渠道库存偏高**: 行业处于去库存周期内, 渠道库存去化速度快慢可能对企业营收、利润造成影响。
- 3) **原料价格波动**: 包材、农产品价格如果大幅上涨, 若无法顺利通过提价等方式传导至下游, 食品饮料企业的盈利空间可能会被挤压。
- 4) **食品安全事件**: 公司产品质量出现问题, 导致舆论风波, 对公司品牌形象产生影响, 降低消费者信任度。

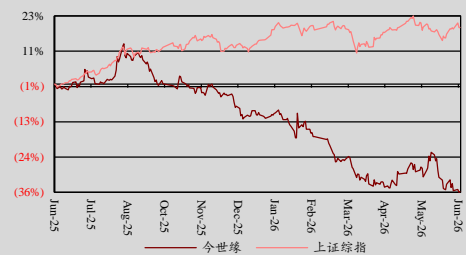
603369.SH

买入

市场价格:人民币 24.12

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(31.2)	(11.0)	(12.1)	(38.1)
相对上证综指	(33.4)	(10.9)	(18.0)	(58.3)

发行股数 (百万)	1,246.80
流通股 (百万)	1,246.80
总市值 (人民币 百万)	30,072.82
3个月日均交易额 (人民币 百万)	349.51
主要股东	
今世缘集团有限公司	46%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2026年6月24日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒 II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

今世缘

底部蓄力调整, 2026年业绩有望企稳

公司为江苏省内龙头酒企之一, “十四五”期间在省内全面起势, 产品生命周期红利释放, 叠加扎实的渠道基础, 省内市场份额持续提升。本轮调整期, 公司报表业绩自2Q25以来持续出清至今, 在行业呈现总量收缩、结构下行的背景下, 公司稳住百亿基本盘, 彰显出一定的经营韧性。我们判断2026年公司业绩有望企稳, 首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **公司规划2026年实现市场份额进一步提升, 1Q26营收降幅收窄, 2H26低基数下业绩有望企稳。**2025年公司实现营收101.8亿元, 同比-11.8%, 归母净利润26.0亿元, 同比-23.7%。1Q26公司营收、归母净利润同比增速分别为-15.2%、-15.8%, 报表端持续出清, 但1季度收入降幅明显收窄(2Q25至1Q26营收同比增速分别为-29.7%、-26.8%、-18.9%、-15.2%)。根据公司年报, 公司规划2026年争取实现市场份额进一步增长, 利润增幅高于行业平均。我们认为, 考虑到白酒周期底部及企业费用投放效率, 竞品或将加大举措稳固省内市场份额, 省内“两强”竞争格局持续。但是从两家酒企的业绩表现及出清节奏来看, 我们认为公司经营韧性较强, 下半年业绩有望逐季恢复, 稳住百亿基本盘。截至1季度末, 公司合同负债15.6亿元, 环比减少1.5亿元, 同比增加10.2亿元。
- **受外部环境影响, 公司产品结构下移, 100-300元产品收入占比提升。**分具体产品来看, 100-300元特A类产品营收占比持续提升, 300元以上特A+类产品受高端商务及礼赠需求减少影响, 表现疲软。2025年300元以上、100-300元、100元以下产品营收分别为62.3亿元(同比-16.9%)、32.7亿元(同比-2.3%)、4.8亿元(同比-24.6%), 营收占比分别为61.1%(同比-3.7pct)、32.1%(同比+3.1pct)、4.7%(同比-0.8pct)。1Q26公司300元以上、100-300元、100元以下产品营收增速分别为-22.8%、-1.6%、-23.9%, 营收占比同比分别-5.6pct、+5.2pct、-0.5pct。从具体产品来看, 我们判断淡雅、单开实现增长, 四开及V系列表现承压。从不同渠道表现来看, 1Q26省内、省外营收增速分别为-17.6%、+0.8%, 其中省内营收占比88.5%, 同比降2.5pct。省内市场短期承压, 省外市场表现相对较优。
- **1Q26归母净利润率逐渐企稳, 盈利能力表现稳健。**2025年公司毛利率为74.2%, 同比-0.5pct, 其中特A+类、特A类产品毛利率同比分别+0.4pct、0.6pct, 公司减少搭赠及促销投入, 毛利率保持平稳。2025年公司税金比率、销售费用率、管理费用率同比分别+1.0pct、4.6pct、0.2pct, 销售费用率提升幅度较大与公司调整销售费用确认口径及加大市场投入有关。综上, 2025年公司归母净利润率为25.6%, 同比-4.0pct。1Q26公司毛利率、归母净利润率分别为74.4%、32.0%, 同比分别+0.8pct、-0.2pct, 销售费用率同比+1.5pct至14.8%, 其他费用率同比基本持平, 整体盈利能力表现稳健。

估值

- 公司注重股东回报, 2025年公司提升分红率至57.5%(2024年为43.9%)。随着报表业绩持续调整出清, 我们判断下半年公司报表业绩有望在去年同期低基数下逐渐企稳。公司省内势能不减, 省外部分核心市场逐一实现突破。考虑到需求环境恢复仍需时间, 我们预计2026至2028年公司营收分别为102.7亿元、107.3亿元、114.7亿元, 同比增速分别为+0.9%、+4.5%、+6.9%, 归母净利润分别为27.0亿元、28.4亿元、30.6亿元, 同比增速分别为+3.8%、+5.3%、+7.4%。当前市值对应PE分别为11.1X、10.6X、9.8X, 首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济下行风险, 需求端复苏较慢。省内受竞品挤压, 行业竞争加剧。省外开拓不及预期。渠道库存超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	11,544	10,181	10,269	10,729	11,473
增长率(%)	14.3	(11.8)	0.9	4.5	6.9
EBITDA(人民币 百万)	4,487	3,380	3,787	4,018	4,349
归母净利润(人民币 百万)	3,412	2,604	2,701	2,844	3,056
增长率(%)	8.8	(23.7)	3.8	5.3	7.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.74	2.09	2.17	2.28	2.45
市盈率(倍)	8.8	11.6	11.1	10.6	9.8
市净率(倍)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(倍)	10.6	10.7	5.6	4.9	4.0
每股股息(人民币)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
股息率(%)	2.7	3.5	5.2	5.4	5.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

盈利预测与投资评级

今世缘作为江苏省内的地产酒，“十四五”期间在省内全面起势，产品生命周期红利释放，叠加扎实的渠道基础，省内市场份额持续提升。江苏省经济发达，人均消费水平高，消费升级走在全国前列。在上轮白酒周期，次高端扩容，江苏省内主流消费价格带升级至 300 元以上，今世缘充分享受产品结构提升带来的业绩弹性。公司顺利完成五年战略规划纲要，2021 至 2025 年营收规模从 51 亿元增长至 102 亿元。近两年，受行业环境影响，公司报表业绩自 2Q25 以来开始大幅出清，但 1Q26 降幅收窄。面对消费价格带下移及省内竞品挤压，公司灵活调整策略，重点布局大众消费价格带产品。从产品规划来看，国缘品牌主要有四开、对开、淡雅、V 系四类，我们判断，受政商务及礼赠需求疲软影响，次高端以上价格带的四开、V 系列产品表现承压，而百元档价格带的对开、淡雅占比提升。淡雅依托国缘品牌在省内的消费基础及渠道覆盖广度，且所处价格带符合当前消费趋势，因此近两年呈现出较好的成长性。综上，我们预计 300 元以上的特 A+类产品 2026 至 2028 年营收分别为 62.9 亿元、64.8 亿元、68.7 亿元，同比增速分别为+1.0%、+3.0%、+6.1%。100-300 元特 A 类产品 26 至 28 年营收分别为 34.3 亿元、36.8 亿元、39.8 亿元，同比增速分别为+5.1%、+7.1%、+8.2%。百元以内产品，B 类产品 26 至 28 年营收增速分别为-2.0%、+4.0%、+5.1%；C、D 类产品营收增速同比基本持平。

考虑到公司的调整节奏，以及行业环境将逐步改善，我们判断公司毛利率小幅增长，预计 26 至 28 年公司毛利率分别为 74.4%、74.6%、74.9%，同比分别+0.2pct、+0.2pct、+0.3pct。从不同类产品毛利率表现来看，我们判断公司减少了产品搭赠的费用投放，费用投放结构有所调整，因此毛利率整体表现平稳。2025 年公司特 A+类产品及特 A 类产品毛利率分别为 83.1%、66.0%，同比分别+0.4pct、0.6pct，表现相对稳健。2025 年受公司调整销售费用确认口径及加大市场投入影响，公司销售费用率同比提升幅度较大，但其他类费用率表现平稳。1Q26 公司合同负债及经营性现金流边际向好，根据公司规划，2026 年公司将实现市场份额进一步提升。我们判断 2026 年公司有望稳住百亿基本盘，维持较强的经营韧性。考虑到需求环境恢复仍需时间，我们预计 2026 至 2028 年公司营收分别为 102.7 亿元、107.3 亿元、114.7 亿元，同比增速分别为+0.9%、+4.5%、+6.9%，归母净利分别为 27.0 亿元、28.4 亿元、30.6 亿元，同比增速分别为+3.8%、+5.3%、+7.4%。当前市值对应 PE 分别为 11.1X、10.6X、9.8X，首次覆盖，给予**买入**评级。

图表 36.公司分产品盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
特 A+类					
营业收入	7,491	6,225	6,287	6,477	6,871
YOY(%)	15.2	(16.9)	1.0	3.0	6.1
占比(%)	64.9	61.1	61.2	60.4	59.9
特 A 类					
营业收入	3,347	3,269	3,434	3,678	3,978
YOY(%)	16.6	(2.3)	5.1	7.1	8.2
占比(%)	29.0	32.1	33.4	34.3	34.7
A 类					
营业收入	419	334	324	340	378
YOY(%)	2.0	(20.3)	(3.1)	5.1	11.2
占比(%)	3.6	3.3	3.2	3.2	3.3
B 类					
营业收入	142	145	142	148	156
YOY(%)	(11.1)	2.4	(2.0)	4.0	5.1
占比(%)	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
C、D 类					
营业收入	74	55	77	81	86
YOY(%)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
占比(%)	0.6	0.5	0.8	0.8	0.8
其他					
营业收入	5	4	4	4	4
YOY(%)	(29.9)	(7.7)	(5.0)	0.0	0.0
占比(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：同花顺，中银证券

我们选取部分白酒上市公司做对比，包括行业龙头公司、区域型龙头酒企、全国化次高端白酒企业等，根据我们测算，当前市值对应 26 至 28 年的 PE 分别为 11.1X、10.6X、9.8X，显著低于可比公司 26 年至 28 年的平均估值。相比其他白酒企业，今世缘估值优势显著。

图表 37. 可比公司相对估值表

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
贵州茅台	15,097	85,301	90,849	98,056	17.7	16.6	15.4
古井贡酒	375	3,662	3,939	4,358	10.2	9.5	8.6
泸州老窖	1,131	9,272	9,286	9,835	12.2	12.2	11.5
山西汾酒	1,290	11,822	12,602	13,773	10.9	10.2	9.4
迎驾贡酒	245	2,075	2,281	2,531	11.8	10.7	9.7
洋河股份	602	2,414	2,713	3,064	25.0	22.2	19.7
金徽酒	90	359	387	427	25.1	23.3	21.1
舍得酒业	123	347	431	510	35.4	28.5	24.1
今世缘	301	2,701	2,844	3,056	11.1	10.6	9.8
可比公司平均值					18.5	16.7	14.9

资料来源：同花顺，中银证券

注：数据截至 2026 年 6 月 24 日，古井贡酒、迎驾贡酒、舍得酒业、洋河股份盈利预测来自同花顺一致预测。山西汾酒 26-28 年盈利预测来自同花顺一致预期。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	11,546	10,182	10,271	10,730	11,475
营业收入	11,544	10,181	10,269	10,729	11,473
营业成本	2,916	2,622	2,631	2,727	2,881
营业税金及附加	1,685	1,591	1,605	1,642	1,721
销售费用	2,140	2,353	2,157	2,307	2,524
管理费用	464	429	421	451	493
研发费用	49	50	43	45	48
财务费用	(133)	(83)	(73)	(101)	(132)
其他收益	35	15	15	20	20
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	22	1	(1)	(2)	(1)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	53	170	0	0	0
投资收益	19	56	100	100	100
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,553	3,463	3,601	3,778	4,059
营业外收入	18	7	4	4	4
营业外支出	24	10	15	15	15
利润总额	4,547	3,460	3,590	3,767	4,048
所得税	1,135	856	888	923	992
净利润	3,412	2,604	2,701	2,844	3,056
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	3,412	2,604	2,701	2,844	3,056
EBITDA	4,487	3,380	3,787	4,018	4,349
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.74	2.09	2.17	2.28	2.45

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	13,928	13,781	13,878	15,843	16,528
货币资金	6,158	5,365	6,675	8,798	10,900
应收账款	35	65	32	66	33
应收票据	0	26	0	27	2
存货	5,569	6,983	5,881	5,633	4,289
预付账款	20	30	19	23	17
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,147	1,312	1,270	1,296	1,287
非流动资产	10,294	12,118	12,451	12,368	12,262
长期投资	2,379	2,583	2,583	2,583	2,583
固定资产	3,217	6,409	7,237	7,512	7,501
无形资产	452	437	482	530	578
其他长期资产	4,245	2,689	2,150	1,742	1,600
资产合计	24,222	25,899	26,329	28,210	28,789
流动负债	8,374	8,422	8,271	8,872	8,186
短期借款	1,040	950	1,627	1,833	1,670
应付账款	1,058	1,101	916	751	818
其他流动负债	6,276	6,371	5,728	6,288	5,698
非流动负债	394	914	347	417	382
长期借款	190	427	0	0	0
其他长期负债	204	487	347	417	382
负债合计	8,768	9,336	8,618	9,289	8,568
股本	1,255	1,247	1,247	1,247	1,247
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	15,454	16,563	17,712	18,922	20,221
负债和股东权益合计	24,222	25,899	26,329	28,210	28,789

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,412	2,604	2,701	2,844	3,056
折旧摊销	175	243	376	462	544
营运资金变动	(425)	(1,434)	385	553	895
其他	(296)	95	(267)	(154)	(256)
经营活动现金流	2,867	1,508	3,195	3,705	4,239
资本支出	(1,817)	(1,832)	(755)	(355)	(450)
投资变动	(587)	881	0	0	0
其他	145	84	100	100	100
投资活动现金流	(2,259)	(866)	(655)	(255)	(350)
银行借款	330	147	250	207	(163)
股权融资	(1,390)	(1,597)	(1,552)	(1,634)	(1,756)
其他	133	86	73	101	132
筹资活动现金流	(926)	(1,364)	(1,230)	(1,327)	(1,787)
净现金流	(318)	(723)	1,310	2,123	2,102

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	14.3	(11.8)	0.9	4.5	6.9
营业利润增长率(%)	9.0	(23.9)	4.0	4.9	7.4
归属于母公司净利润增长率(%)	8.8	(23.7)	3.8	5.3	7.4
息税前利润增长率(%)	12.1	(27.2)	8.7	4.3	7.0
息税折旧前利润增长率(%)	12.3	(24.7)	12.0	6.1	8.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	8.8	(23.7)	3.8	5.3	7.4
获利能力					
息税前利润率(%)	37.3	30.8	33.2	33.1	33.2
营业利润率(%)	39.4	34.0	35.1	35.2	35.4
毛利率(%)	74.7	74.2	74.4	74.6	74.9
归母净利润率(%)	29.6	25.6	26.3	26.5	26.6
ROE(%)	22.1	15.7	15.3	15.0	15.1
ROIC(%)	20.3	12.2	13.9	14.7	17.2
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
流动比率	1.7	1.6	1.7	1.8	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	276.9	204.3	211.8	218.2	232.3
应付账款周转率	12.1	9.4	10.2	12.9	14.6
费用率					
销售费用率(%)	18.5	23.1	21.0	21.5	22.0
管理费用率(%)	4.0	4.2	4.1	4.2	4.3
研发费用率(%)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
财务费用率(%)	(1.2)	(0.8)	(0.7)	(0.9)	(1.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.7	2.1	2.2	2.3	2.5
每股经营现金流(最新摊薄)	2.3	1.2	2.6	3.0	3.4
每股净资产(最新摊薄)	12.4	13.3	14.2	15.2	16.2
每股股息	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	8.8	11.6	11.1	10.6	9.8
P/B(最新摊薄)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.6	10.7	5.6	4.9	4.0
价格/现金流(倍)	10.5	19.9	9.4	8.1	7.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

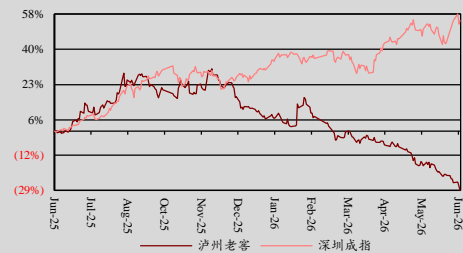
000568.SZ

买入

市场价格:人民币 76.87

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(34.9)	(14.6)	(25.7)	(32.7)
相对深圳成指	(50.9)	(17.5)	(44.2)	(89.8)

发行股数 (百万)	1,471.90
流通股 (百万)	1,471.06
总市值 (人民币 百万)	113,145.07
3个月日均交易额 (人民币 百万)	941.70
主要股东	
泸州老窖集团有限责任公司	26.05%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2026年6月24日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒 II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

泸州老窖

国窖控量稳价, 短期业绩承压, 静待回暖

高端白酒具备一定的品牌壁垒, 本轮调整期公司改变此前的价格追随策略, 转向高度国窖控量挺价, 低度国窖实施全国化策略。公司自 3Q24 以来报表业绩主动降速调整, 渠道库存压力持续释放。受行业环境影响及企业自身战略调整, 公司短期业绩承压。但中长期来看, 随着需求环境改善, 低基数下产品动销及报表业绩有望逐季向好。公司注重股东回报, 2025 年分红率达 78.5%, 对应股息率约为 7.1%, 估值具备性价比, 首次覆盖, 我们给予买入评级。

支撑评级的要点

- **4Q25 公司报表业绩大幅出清释放渠道压力, 受控量挺价政策及行业环境影响, 公司产品结构下移, 短期业绩承压。**2025 年公司营收 257.3 亿元, 同比-17.5%, 其中 4Q25 公司营收增速同比-62.2%。考虑到春节错期, 若将 4Q25+1Q26 结合起来看, 公司销售收现同比-50.3%。我们判断在公司持续的挺价策略及渠道主动控货下, 高度国窖销量下滑幅度较大, 低度国窖维持增长。中档酒中, 特曲 60 所处的价格带受政务消费需求萎缩影响较大, 表现不及老字号特曲。拆分量价来看, 2025 年公司中高档产品销量、吨价增速分别为-13.2%、-4.0%, 销量下滑幅度大于吨价, 整体产品结构下移。2025 年公司毛利率为 86.6%, 同比降 0.9pct。受收入下降影响, 2025 年公司销售费用率及管理费用率同比分别+1.2pct、+0.2pct。2025 年公司归母净利率同比降 1.1pct 至 42.1%。
- **1Q26 公司经营现金流表现较好, 低基数下, 叠加渠道动能逐渐恢复, 2H26 公司报表端业绩有望改善。**1Q26 公司营收 80.3 亿元, 同比-14.2%。归母净利 37.1 亿元, 同比-19.3%, 业绩降幅有所收窄。截至 26 年 1 季度末, 公司合同负债 27.9 亿元, 环比减少 5.7 亿元, 1Q26 公司经营现金流净额同比+37.3%。1Q26 公司毛利率、归母净利率分别为 85.8%、46.2%, 同比分别-0.7pct、-2.9pct。2026 年公司定调“稳中求进”, 全力推进消费开瓶、渠道拓店、市场扩面。2 季度为白酒行业淡季, 年内随着需求环境改善、渠道动能逐渐恢复, 低基数下公司业绩有望逐季好转。
- **公司高股息特征显著, “十五五”规划锚定重回行业前三战略目标不动摇, 看好公司中长期发展。**在行业缩量竞争、挤压式增长的背景下, 公司战略坚定, 依托数智营销, 灵活调整产品策略。虽然短期面临业绩阵痛, 但是我们认为高端白酒品牌壁垒较高, 公司渠道基础扎实, 随着行业调整渐进尾声, 在需求及渠道动能恢复拉动下, 公司业绩有望实现稳健增长。公司“十五五”规划重回行业前三的战略目标不动摇, 全面跻身中国白酒行业“第一梯队”。2025 年公司累计现金分红总额为 85.0 亿元 (含税), 分红比例约为 78.5%, 截至 6 月 18 日市值对应股息率约为 7.1%, 高股息特征显著。

估值

我们认为白酒行业当前进入调整尾声, 短期业绩仍受需求不足影响。行业调整期, 公司不断精进自身组织管理能力及运营能力, 我们看好公司中长期发展。我们预计 26 至 28 年公司营收为 224.9 亿元、230.5 亿元、244.4 亿元, 同比增速分别为 -12.6%、+2.5%、+6.0%, 归母净利分别为 92.7 元、92.9 亿元、98.4 亿元, 同比增速分别为 -14.4%、+0.2%、+5.9%, 当前市值对应 PE 分别为 12.2X、12.2X、11.5X, 当前估值具备一定吸引力, 首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 外部需求恢复不及预期, 行业竞争加剧, 渠道库存超预期等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	31,196	25,731	22,490	23,052	24,440
增长率(%)	3.2	(17.5)	(12.6)	2.5	6.0
EBITDA(人民币 百万)	18,439	14,780	12,420	12,944	13,793
归母净利润(人民币 百万)	13,473	10,831	9,272	9,286	9,835
增长率(%)	1.7	(19.6)	(14.4)	0.2	5.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	9.15	7.36	6.30	6.31	6.68
市盈率(倍)	8.4	10.4	12.2	12.2	11.5
市净率(倍)	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2
EV/EBITDA(倍)	8.9	10.3	7.5	6.9	6.3
每股股息 (人民币)	4.6	5.8	5.8	5.8	6.1
股息率(%)	3.7	5.0	7.5	7.5	8.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

盈利预测与投资评级

泸州老窖前身为泸州曲酒厂，是由 36 家明清酿酒作坊公私合营而成。1957 年，泸州老窖作为第一家试点单位，由国内白酒专家对其酿造工艺进行查定总结工作，随后出版了中国第一本白酒酿造专业教科书—《泸州老窖大曲酒》，奠定了泸州老窖浓香鼻祖的行业地位。1994 年，公司在深交所挂牌上市，公司自上市至今曾盛极一时，也曾跌宕谷底，凭借优秀的组织管理能力穿越白酒行业周期。公司隶属泸州市国资委，第一大股东为泸州老窖集团。2015 年 6 月 30 日，公司任命刘淼担任董事长、林锋担任总经理。本届管理层年富力强，均属于内部提拔，都曾分管销售，熟悉公司的产品结构、渠道体系、经销商管理，稳定性强。2024 年至今，面对外部需求环境变化，公司步入调整期，公司管理层战略坚定，面对竞品价格及渠道补贴采取不跟随策略，坚持以消费者建设为主，费用投放倾向消费者培育和激活。从业绩层面来看，公司业绩自 3Q24 开始调整至今，其中 4Q25 大幅出清，营收、归母净利增速分别为-62.2%、-96.4%。1Q26 公司业绩降幅收窄，我们预计，2026 年公司业绩处于恢复中，2027 年有望完成调整实现转正。

分不同产品来看，考虑到公司对高端国窖量价策略的坚持，短期销量受损影响整体业绩表现。低度国窖虽然为高基数，但是全国化策略有望带动销量实现增长。特曲 60 所处价格带受禁酒令冲击影响较大，我们判断短期仍有压力。2027 年随着渠道库存的持续清理，中高档白酒营收端有望转正。2028 年在终端需求及营商环境恢复下，有望重拾增长。综上，我们认为公司中高档白酒 2026 至 2028 年营收增速分别为-12.7%、+2.5%、+5.5%。低档白酒受用酒需求萎缩，以及同价格带产品竞争，2026 年营收仍处于下滑区间。2027 至 2028 年随着行业环境变化逐渐从营收转正向增长过度。因此我们判断低档酒 2026 至 2028 年营收增速分别为-12.0%、+3.0%、+10.3%。综上，公司 2026 至 2028 年营收分别为 224.9 亿元、230.5 亿元、244.4 亿元，同比增速分别为-12.6%、+2.5%、+6.0%。

利润端来看，考虑到公司产品结构下移，我们预计 2026 年中高档毛利率同比下降。随着行业去库周期以及外部环境，2027 至 2028 年毛利率会随着行业环境有所恢复。综上中高档白酒 2026 至 2028 年毛利率分别为 89.7%、89.9%、90.3%，同比分别-1.2pct、+0.2pct、+0.4pct。低档白酒毛利率整体维持稳健。费用率方面，考虑到存量环境下酒企竞争加剧，叠加收入下滑，公司 2026 年费用率同比略有增长，27 至 28 年随着行业环境改善，费用率同比下降。公司持续深化数智营销体系建设，加强在品牌塑造和消费者建设投入，提高公司营销费用投放的精准性和费效比，将费用率保持在合理的水平。因此，我们判断 2026 至 2028 年公司销售费用率分别为 13.8%、13.2%、13.0%，其他费用率同比变化不大。综上，我们预计 2026 至 2028 年公司归母净利分别为 92.7 元、92.9 亿元、98.4 亿元，同比增速分别为-14.4%、+0.2、+5.9%，当前市值对应 PE 分别为 12.2X、12.2X、11.5X，当前估值具备一定吸引力，首次覆盖，给予 **买入** 评级

图表 38. 泸州老窖收入预测表

(百万元)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
中高档白酒						
营业收入	26,841	27,585	22,968	20,050	20,542	21,679
同比增速(%)	21.3	2.8	(16.7)	(12.7)	2.5	5.5
毛利率(%)	92.1	91.9	90.9	89.7	89.9	90.3
低档白酒						
营业收入	3,236	3,467	2,638	2,321	2,391	2,636
同比增速(%)	22.9	7.2	(23.9)	(12.0)	3.0	10.3
毛利率(%)	56.5	54.0	50.1	50.1	50.5	50.8
合计						
营业收入	30,233.3	31,196.2	25,731.0	22,489.9	23,052.0	24,439.6
同比增速(%)	20.3	3.2	(17.5)	(12.6)	2.5	6.0
毛利率(%)	88.3	87.5	86.6	85.5	85.7	85.9

资料来源：万得，中银证券

我们选取部分白酒上市公司做对比，包括行业龙头公司、区域型龙头酒企、全国化次高端白酒企业等，按照 6 月 18 日估值测算，公司市值对应 26 至 28 年 PE 分别为 12.2X、12.2X、11.5X，显著低于可比公司 26 年至 28 年的平均估值。相比其他白酒企业，泸州老窖估值优势显著。

图表 39. 可比公司相对估值表

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
贵州茅台	15,097	85,301	90,849	98,056	17.7	16.6	15.4
古井贡酒	375	3,662	3,939	4,358	10.2	9.5	8.6
山西汾酒	1,290	11,822	12,602	13,773	10.9	10.2	9.4
迎驾贡酒	245	2,075	2,281	2,531	11.8	10.7	9.7
洋河股份	602	2,414	2,713	3,064	25.0	22.2	19.7
金徽酒	90	359	387	427	25.1	23.3	21.1
舍得酒业	123	347	431	510	35.4	28.5	24.1
今世缘	301	2,701	2,844	3,056	11.1	10.6	9.8
泸州老窖	1,131	9,272	9,286	9,835	12.2	12.2	11.5
可比公司平均值					18.4	16.5	14.7

资料来源：同花顺，中银证券

注：数据截至2026年6月24日，古井贡酒、迎驾贡酒、舍得酒业、洋河股份盈利预测来自同花顺一致预测。山西汾酒26-28年盈利预测来自同花顺一致预测。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	31,196	25,731	22,490	23,052	24,440
营业收入	31,196	25,731	22,490	23,052	24,440
营业成本	3,888	3,442	3,266	3,297	3,449
营业税金及附加	4,754	3,928	3,432	3,504	3,666
销售费用	3,538	3,237	3,104	3,043	3,177
管理费用	1,101	962	855	853	929
研发费用	261	216	191	196	208
财务费用	(489)	(512)	(783)	(252)	(140)
其他收益	44	53	50	30	30
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	2	40	(10)	(8)	(5)
资产处置收益	1	(1)	(11)	0	0
公允价值变动收益	28	8	10	8	5
投资收益	(10)	126	100	120	130
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	18,207	14,685	12,565	12,561	13,311
营业外收入	24	27	30	38	38
营业外支出	26	57	50	50	50
利润总额	18,205	14,654	12,545	12,549	13,299
所得税	4,708	3,794	3,248	3,238	3,438
净利润	13,498	10,860	9,297	9,311	9,861
少数股东损益	25	29	25	25	27
归母净利润	13,473	10,831	9,272	9,286	9,835
EBITDA	18,439	14,780	12,420	12,944	13,793
EPS(最新股本摊薄, 元)	9.15	7.36	6.30	6.31	6.68

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	50,856	46,388	53,311	54,005	54,518
货币资金	33,578	27,342	38,003	40,141	39,799
应收账款	11	6	9	6	10
应收票据	0	0	0	0	0
存货	13,393	15,396	11,919	5,484	11,187
预付账款	124	146	110	194	124
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,750	3,499	3,270	8,180	3,398
非流动资产	17,478	18,407	18,456	18,172	17,859
长期投资	3,208	3,406	3,406	3,406	3,406
固定资产	9,132	8,524	7,844	7,164	6,485
无形资产	3,418	3,414	3,310	3,205	3,101
其他长期资产	1,720	3,062	3,896	4,397	4,867
资产合计	68,335	64,795	71,768	72,178	72,376
流动负债	14,277	12,004	12,807	13,419	13,772
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,844	1,413	1,678	2,536	1,776
其他流动负债	12,433	10,591	11,129	10,883	11,996
非流动负债	6,549	2,897	8,269	7,269	6,269
长期借款	6,280	2,627	8,000	7,000	6,000
其他长期负债	270	269	269	269	269
负债合计	20,827	14,901	21,077	20,688	20,042
股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
少数股东权益	120	114	139	164	190
归属母公司股东权益	47,389	49,780	50,552	51,325	52,144
负债和股东权益合计	68,335	64,795	71,768	72,178	72,376

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	13,498	10,860	9,297	9,311	9,861
折旧摊销	783	794	787	793	787
营运资金变动	3,404	(4,949)	4,890	1,807	(452)
其他	1,496	418	(839)	(402)	(264)
经营活动现金流	19,182	7,123	14,136	11,509	9,932
资本支出	(1,188)	(1,933)	(885)	(485)	(485)
投资变动	(350)	(78)	60	58	55
其他	155	275	89	120	130
投资活动现金流	(1,383)	(1,736)	(736)	(307)	(300)
银行借款	(3,720)	(3,653)	5,373	(1,000)	(1,000)
股权融资	(8,798)	(9,467)	(8,500)	(8,513)	(9,016)
其他	2,190	1,299	390	449	42
筹资活动现金流	(10,329)	(11,820)	(2,738)	(9,064)	(9,974)
净现金流	7,470	(6,433)	10,662	2,138	(343)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	3.2	(17.5)	(12.6)	2.5	6.0
营业利润增长率(%)	2.0	(19.3)	(14.4)	0.0	6.0
归属于母公司净利润增长率(%)	1.7	(19.6)	(14.4)	0.2	5.9
息税前利润增长率(%)	2.5	(20.8)	(16.8)	4.5	7.0
息税折旧前利润增长率(%)	3.0	(19.8)	(16.0)	4.2	6.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	1.7	(19.6)	(14.4)	0.2	5.9
获利能力					
息税前利润率(%)	56.6	54.4	51.7	52.7	53.2
营业利润率(%)	58.4	57.1	55.9	54.5	54.5
毛利率(%)	87.5	86.6	85.5	85.7	85.9
归母净利润率(%)	43.2	42.1	41.2	40.3	40.2
ROE(%)	28.4	21.8	18.3	18.1	18.9
ROIC(%)	47.1	34.1	17.4	18.9	20.7
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.6)
流动比率	3.6	3.9	4.2	4.0	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2,190.5	3,009.8	3,009.8	3,009.8	3,000.0
应付账款周转率	14.8	15.8	14.6	10.9	11.3
费用率					
销售费用率(%)	11.3	12.6	13.8	13.2	13.0
管理费用率(%)	3.5	3.7	3.8	3.7	3.8
研发费用率(%)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
财务费用率(%)	(1.6)	(2.0)	(3.5)	(1.1)	(0.6)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	9.2	7.4	6.3	6.3	6.7
每股经营现金流(最新摊薄)	13.0	4.8	9.6	7.8	6.7
每股净资产(最新摊薄)	32.2	33.8	34.3	34.9	35.4
每股股息	4.6	5.8	5.8	5.8	6.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	8.4	10.4	12.2	12.2	11.5
P/B(最新摊薄)	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2
EV/EBITDA	8.9	10.3	7.5	6.9	6.3
价格/现金流(倍)	5.9	15.9	8.0	9.8	11.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371