2026 年 11 月 01 日

食品饮料行业专题

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组
分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：叶韬（执业 S1130524040003）
liuchenqian@gjzq.com.cn yetao@gjzq.com.cn

酒类三季报总结：白酒边际修复、重视底部配置，啤酒景气待修复

投资逻辑

白酒板块：行业出清渐近后期，股息托底、修复可期。白酒板块在低预期+筹码结构相对较优背景下具备不错的防御属性，当前市场对行业筑底预期有所强化、尤其是在三季报更多酒企营收端逐步走稳的背景之下。目前行业价盘已基本筑底、去库步入尾声，酒企表观业绩将陆续向动销逐步收敛；此外，预计伴随经营改善、板块 27 年盈利修复时有望呈现不错的利润弹性。我们建议从中长期视角来进行酒企 EPS×PE 定价：首推贵州茅台，稳定生息资产首选；关注 α 区域酒龙头（徽酒、苏酒、金徽酒等），以及赔率优先且具备产品力 α/组织力 α 酒企（山西汾酒、泸州老窖等）。

（1）收入端：26Q3 跌幅收窄，区域酒修复节奏领先行业。26Q3 板块实现营收 692 亿元，同比-10%、环比跌幅收窄；剔除 Top2 酒企后实现营收 245 亿元，同比-20%、好于预期。26Q3 营收同比转正酒企进一步增加，主要仍集中于区域酒企；龙头贵州茅台营收同比转正，进一步夯实行业筑底预期。26Q3 板块销售收现 785 亿元，同比-6%、跌幅低于营收端；26Q3 末板块应收款余额 87 亿元，同比-43%；期内渠道回款质量有所提升，回款结构中票据回款占比降低。26Q3 板块营业收入+△预收款口径同比-16%、跌幅高于营收端，但板块内部销售收现及营业收入+△预收款指标均实现正增的酒企数量环比明显增加，结构性修复迹象愈发明显。

（2）利润端：毛销差仍拖累板块净利率，板块内部盈利分化加剧。26Q3 板块实现归母净利 243 亿元，同比-13%、环比跌幅收窄；剔除 Top2 酒企后实现归母净利 34 亿元，同比-51%。其中，毛销差仍是影响板块盈利能力的核心要素：26Q3 板块整体毛销差为 68.9%，同比-1.3pct（毛利率同比+0.3pct，销售费用率同比+1.6pct）；毛销差同比下滑仍源于营收端尚未企稳，且酒企需额外施以费投去化冗余历史社会库存。从绝对额角度来看，26Q3 过半数酒企销售费用同比仍有增长。此外，26Q3 板块管理费用率为 6.2%，同比+0.2pct；税金及附加占比为 15.9%，同比-0.6pct。

（3）机构持仓：26Q3 基金重仓环比增持但仍为低配，区域 α 酒企增配比例居前。截至 26Q3 末，基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 1.34%，环比+0.28pct，与 16 年时持仓水平相似。其中，26Q3 末主动权益基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 0.82%，环比+0.24pct；持仓总市值＞10 亿元的酒企中环比明显增持的为古井贡酒（+35%），贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖环比增减不大。从配置权重看，26Q3 末主动权益基金对板块配置虽环比有所改善但仍是低配、低配比例约 0.87%，整体配置比例仍处于历史低位。

啤酒板块：旺季景气偏弱，结构升级仍在推进，成本上行拖累盈利。今年旺季由于多雨天气扰动叠加餐饮消费相对疲软，行业整体景气度兑现度相对较低，酒企销量、盈利能力普遍受到一定影响。我们认为中期维度餐饮修复仍可期待，前期基本面预期回落已使得板块估值有明显下修，市场亦对酒企后续成本端/利润端担忧已有定价。考虑到啤酒行业偏稳健的市场竞争格局、相对不错的股息水平，以及潜在提价对冲成本端压力的行业催化，仍建议持续关注。

具体而言：26Q3 板块实现营收 191 亿元，同比-4.0%；实现归母净利 25 亿元，同比-8.6%；实现扣非归母净利 23 亿元，同比-11.8%。拆分量价利来看：**1）销量：**26Q3 百威亚太（中国区域）、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒销量分别同比-16.8%、-9.1%、-9.6%、-2.3%，期内销量同比普遍有所下滑。**2）吨价：**酒企普遍仍在推进结构提升，26Q3 百威亚太（中国区域）、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒吨价分别同比-0.1%、+3.9%、-0.7%、+2.3%，燕京啤酒 26Q3 燕京 U8 增速达 38%、结构提升环比加速。**3）毛销差：**26Q3 板块毛销差为 31.9%，同比-1.1pct；其中毛利率同比-0.6pct 至 46.8%，销售费用率同比+0.5pct 至 15.0%；板块毛利率同比转负预计主要受成本端扰动，26Q3 青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒吨成本分别同比+6.5%、+4.6%、+4.1%，成本压力主要来源铝罐等包材成本、运输成本上行。

风险提示

宏观经济恢复不及预期，禁酒令等政策风险，食品安全风险。

内容目录

白酒板块：行业出清渐近后期，股息托底、修复可期 4
1. 收入端：26Q3 跌幅收窄，区域酒修复节奏领先行业 4
2. 利润端：毛销差仍拖累板块净利率，板块内部盈利分化加剧 8
3. 机构持仓：26Q3 基金重仓环比增持但仍为低配，区域 α 酒企增配比例居前 12
4. 投资建议：攻守兼备，重视板块底部配置价值 14
啤酒板块：旺季景气偏弱，结构升级仍在推进，成本上行拖累盈利 20
风险提示 23

图表目录

图表 1： 2026Q1~Q3 白酒板块重点标的营业收入（亿元）及同比增速 4
图表 2： 2019 年至今分季度白酒板块营业收入同比增速 5
图表 3： 2019 年至今分季度各子板块营业收入同比增速 5
图表 4： 2026Q1~Q3 白酒板块重点标的销售收现规模（亿元）及同比增速 5
图表 5： 2018 年至今白酒板块各子板块季度末应收款项余额（亿元） 6
图表 6： 2019 年至今各季度末白酒板块预收款余额及同比增速（剔除贵州茅台&五粮液） 7
图表 7： 2019 年至今分季度白酒板块营业收入+环比预收款（亿元）及同比增速（剔除贵州茅台&五粮液） 7
图表 8： 2019 年至今分季度白酒板块销售收现及同比增速 7
图表 9： 2019 年至今分季度白酒板块经营性现金净流量及同比增速 7
图表 10： 2026Q3 末白酒板块重点标的预收款规模（亿元）及同比增速 7
图表 11： 2019 年至今分季度白酒板块归母净利同比增速 8
图表 12： 2019 年至今分季度白酒板块各子板块归母净利同比增速 8
图表 13： 2026Q1~Q3 白酒板块重点标的归母净利（亿元）及同比增速 8
图表 14： 2026Q1~Q3 白酒板块重点标的归母净利率及毛销差 9
图表 15： 2017 年至今白酒板块归母净利率及毛利率 10
图表 16： 2017 年至今白酒板块分子板块毛销差 10
图表 17： 2026Q1~Q3 白酒板块重点标的毛利率及销售费用率 10
图表 18： 2026Q1~Q3 白酒板块重点标的管理费用率及税金及附加占比 11
图表 19： 2026Q3 末白酒板块重点标的基金重仓持股情况及环比变化 12
图表 20： 2010 年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况 13
图表 21： 2010 年至今分季度白酒行业主动权益基金超配情况梳理 13
图表 22： 2010 年至今分季度白酒行业非头部消费类赛道主动权益基金重仓持股市值占比 14
图表 23： 2024 年至今季度末白酒板块重点标的沪深港通持股占比 14

图表 24： 2025 年至今白酒指数及其相较于沪深 300 指数收益率情况 15
图表 25： 2026 年至今华泰柏瑞沪深 300ETF 份额梳理 15
图表 26： 2026 年至今华夏上证 50ETF 份额梳理 15
图表 27： 2026Q2 至今“K 型分化”愈发明显 16
图表 28： 2026 年 4 月起限额以上消费品零售额持续负增 16
图表 29： 伴随白酒行业逐步从下行期转至景气企稳，行业去库存渐近尾声 16
图表 30： 飞天茅台价盘淡季震荡上行（元/瓶） 17
图表 31： 五粮液普五价盘双节有所回落（元/瓶） 17
图表 32： M1 同比变动方向性领先飞天茅台批价同比变动 6~18 个月 17
图表 33： PPI 与飞天茅台批价同比呈正相关 18
图表 34： 上一轮白酒下行周期时，行业层面营收同比下滑 6 个季度后企稳 18
图表 35： 白酒板块重点标的归母净利及 PE-TTM 梳理 18
图表 36： 2011~2016 年白酒指数、全 A 综指走势及关键事件梳理 19
图表 37： 白酒板块重点标的盈利预测 19
图表 38： 2019~2026Q1-Q3 啤酒板块营业收入及同比增速 20
图表 39： 2019~2026Q1-Q3 啤酒板块归母净利及同比增速 20
图表 40： 2019~2026Q1-Q3 啤酒板块扣非归母净利及同比增速 20
图表 41： 2019~2026Q1-Q3 啤酒板块扣非归母净利率梳理 20
图表 42： 2024Q1 至今 A 股啤酒酒企分季度经营情况梳理 21
图表 43： 2021 年至今分月度啤酒行业产量（万千升）梳理 21
图表 44： 2019~2026Q1-Q3 啤酒板块毛利率及毛销差 22
图表 45： 2019~2026Q1-Q3 啤酒板块销售/管理费用率 22
图表 46： 2024Q1 至今青岛啤酒分季度吨成本及同比增速 22
图表 47： 2024Q1 至今重庆啤酒分季度吨成本及同比增速 22
图表 48： 2024 年至今玻璃现货价走势梳理 22
图表 49： 2024 年至今瓦楞纸价格走势梳理 22
图表 50： 2024 年至今铝锭价格走势梳理 23
图表 51： 2023 年至今大麦进口均价走势梳理 23

白酒板块：行业出清渐近后期，股息托底、修复可期

1. 收入端：26Q3 跌幅收窄，区域酒修复节奏领先行业

26Q1~Q3 白酒板块合计实现营收 2654 亿元，同比-8%；其中 26Q3 实现营收 692 亿元，同比-10%，较 26Q2 同比-17%环比跌幅收窄；剔除 Top2 酒企（贵州茅台、五粮液）后，26Q3 白酒板块实现营收 245 亿元、同比-20%。

非头部 Top2 酒企口径营收跌幅好于预期，相较于 26Q2 而言、26Q3 营收同比转正酒企进一步增加，但仍然主要集中于区域酒企，包括徽酒的古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖，以及今世缘与老白干酒。之所以区域酒营收端修复节奏相对领先于行业，主要系大众价位需求本身具备相对韧性，且区域酒在此前行业上行期时未留存较多因泛全国化外拓+渠道加杠杆致使的社会库存，经历数季度报表出清后、动销与营收逐步收敛匹配。除此之外，行业龙头贵州茅台营收同比转正、进一步夯实行业筑底预期。

白酒板块整体季度营收同比转负始于 25Q1，非头部 Top2 酒企口径营收转负始于 24Q3、迄今已连续下滑 9 个季度，本轮下行周期出清时间已超过上一轮下行周期。我们预计本轮下行周期出清已临近尾声，26Q4+27Q1 窗口板块营收跌幅环比 26Q3 将进一步收窄，一方面系进一步走低的报表基数，另一方面动销端我们预计春节跌幅亦将环比中秋&国庆进一步收窄。

图表1：2026Q1~Q3 白酒板块重点标的营业收入（亿元）及同比增速

板块	公司名称	26Q2	YOY	26Q3	YOY	26Q1-Q3	YOY
高端	贵州茅台	368	-5%	403	3%	1310	2%
	五粮液	56	-13%	44	-38%	329	7%
	泸州老窖	24	-66%	42	-37%	147	-37%
	合计	**448**	**-14%**	**489**	**-7%**	**1785**	**-2%**
次高端	山西汾酒	61	-18%	73	-18%	284	-14%
	舍得酒业	8	-28%	8	-19%	31	-16%
	水井坊	3	-51%	9	3%	20	-17%
	酒鬼酒	2	-2%	2	-14%	7	-8%
	合计	**74**	**-21%**	**92**	**-17%**	**341**	**-14%**
区域酒及其他	洋河股份	24	-37%	13	-61%	118	-35%
	今世缘	21	14%	22	16%	87	-2%
	古井贡酒	27	-43%	26	4%	128	-22%
	迎驾贡酒	12	7%	14	4%	48	7%
	口子窖	6	-20%	7	3%	26	-18%
	金种子酒	0	-76%	1	-47%	3	-50%
	老白干酒	9	-33%	9	9%	30	-9%
	金徽酒	7	11%	5	-4%	23	1%
	伊力特	1	-56%	1	-35%	9	-33%
	天佑德酒	2	-30%	1	-29%	7	-18%
	顺鑫农业	14	4%	10	-20%	48	-18%
	合计	**122**	**-24%**	**111**	**-15%**	**528**	**-19%**
白酒板块合计		**645**	**-17%**	**692**	**-10%**	**2654**	**-8%**

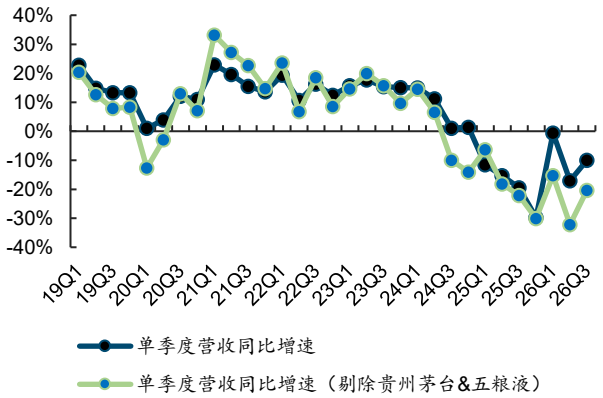
来源：Ifind，国金证券研究所

从行业动销来看：此轮白酒行业下行周期始于 2024 年春节后，彼时春节居民端聚饮等需求仍呈现结构性超预期、而节后企业端商务等需求未能承接该趋势。2025 与 2026 年春节及节后行业动销变化趋势与 2024 年相似，即春节动销录得低预期下略超预期的表现、而节后动销反馈仍然转淡。

此前我们预计中秋&国庆行业整体动销偏平稳，主要考虑聚饮、礼赠等相关需求在旺季会相对刚性，其中部分区域因去年同期消费场景恢复节奏相对较慢、今年中秋&国庆或因低基数效应仍有望延续恢复性增长。但实际今年双节动销兑现低于此前预期，主要系消费场景层面并未有明显的恢复表现，在此基础上企业端&居民端消费情绪均相对较弱、削减部分非必要招待&社交等用酒需求，最终双节动销同比仍有近双位数下滑。

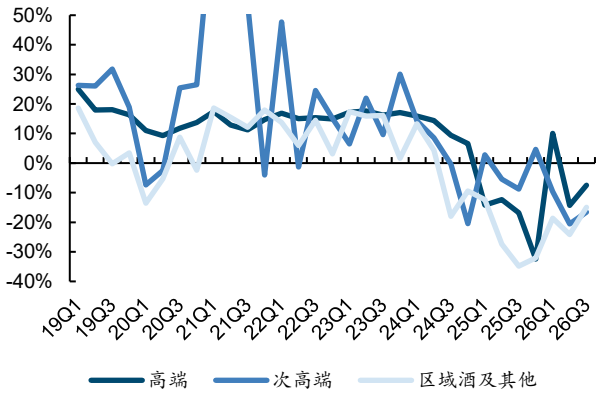
目前市场对 27 年春节动销预期相对中性，我们预计动销同比仍会有微弱下滑，主要考虑前述企业端&居民端消费情绪尚未有明显改善；但同比跌幅预计会明显收窄，主要考虑春节部分用酒需求相较于双节将更偏刚性，对应近年来“旺季仍旺、淡季更淡”的动销趋势。整体而言，我们维持目前白酒行业处于出清后期、逐步向筑底阶段过渡的判断。

图表2：2019 年至今分季度白酒板块营业收入同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所

图表3：2019 年至今分季度各子板块营业收入同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所

从现金流层面来看：26Q1~Q3 白酒板块合计销售收现 2786 亿元，同比-19%，同比跌幅明显高于营收端（26Q1~Q3 营收同比-8%）。其中，26Q3 板块销售收现 785 亿元，同比-6%，同比跌幅略好于营收端（26Q3 营收同比-10%），相较于 26Q2 同比-28%、26Q3 销售现金回款环比明显改善。

26Q3 末白酒板块应收款项余额 87 亿元，同比-43%；其中，高端/次高端/区域酒及其他分别同比-64%/+12%/-23%。从内部结构来看，26Q3 末应收款项余额＞10 亿且当期余额同比正增的仅山西汾酒（余额 23 亿，同比+21%）、泸州老窖（余额 13 亿，同比+10%），当期余额同比明显下滑的如贵州茅台（余额 10 亿，同比-80%）、五粮液（余额 12 亿，同比-66%）。

结合前述销售收现表现，期内渠道回款质量有所提升，回款结构中票据回款占比回落，春节窗口期时票据回款在当期形成现金流入、使得当期销售收现同比跌幅好于营收端。

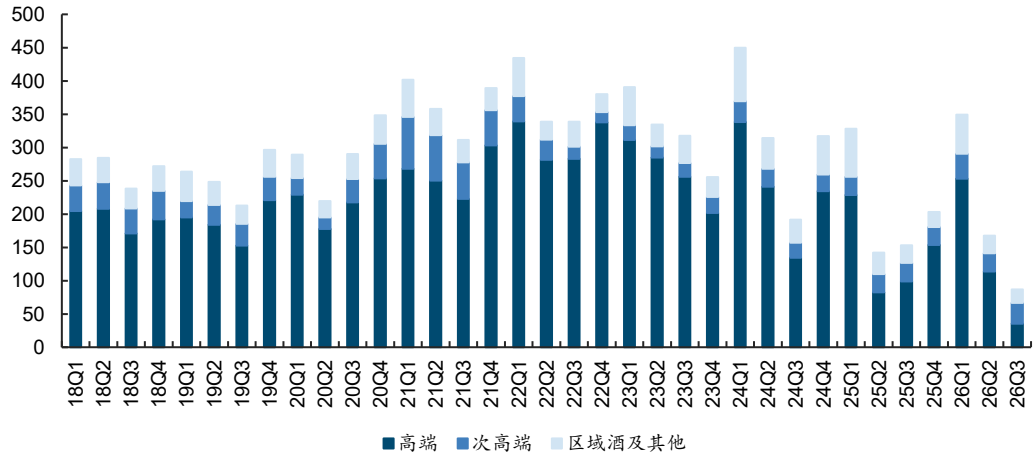
图表4：2026Q1~Q3 白酒板块重点标的销售收现规模（亿元）及同比增速

板块	公司名称	26Q3 销售收现	YOY	是否超过营收增速	26Q1-Q3 销售收现	YOY	是否超过营收增速
高端	贵州茅台	451	3%	是	1435	3%	是
	五粮液	72	1%	是	327	-57%	否
	泸州老窖	44	-45%	否	152	-41%	否
	合计	**567**	**-4%**	**是**	**1914**	**-21%**	**否**
次高端	山西汾酒	62	-26%	否	279	-4%	是
	舍得酒业	10	13%	是	34	-7%	是
	水井坊	10	76%	是	19	-18%	否
	酒鬼酒	1	-40%	否	7	2%	是

板块	公司名称	26Q3 销售收现	YOY	是否超过营收增速	26Q1-Q3 销售收现	YOY	是否超过营收增速
	合计	**84**	**-17%**	**否**	**339**	**-5%**	**是**
区域酒及其他	洋河股份	20	-58%	是	107	-37%	否
	今世缘	22	9%	否	88	1%	是
	古井贡酒	33	41%	是	137	-22%	是
	迎驾贡酒	16	2%	否	54	8%	是
	口子窖	7	-4%	否	23	-23%	否
	金种子酒	1	-46%	是	3	-51%	否
	老白干酒	11	22%	是	32	-5%	是
	金徽酒	7	12%	是	27	3%	是
	伊力特	2	-16%	是	7	-29%	是
	天佑德酒	2	-30%	否	8	-17%	是
	顺鑫农业	14	-12%	是	46	-9%	是
	合计	**134**	**-11%**	**是**	**533**	**-18%**	**是**
白酒板块合计		**785**	**-6%**	**是**	**2786**	**-19%**	**否**

来源：Ifind，国金证券研究所

图表5：2018 年至今白酒板块各子板块季度末应收款项余额（亿元）



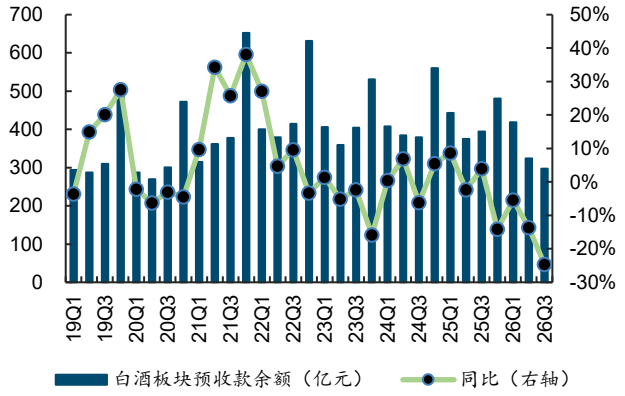
来源：Ifind，国金证券研究所

从预收款层面来看：26Q3 末白酒板块预收款余额合计 297 亿元，同比-25%；26Q3 营业收入+△预收款口径同比-16%，同比跌幅高于营收端（26Q3 营收同比-10%）。其中：

1）板块内部 26Q3 销售收现、26Q3 营业收入+△预收款两个指标均实现正增的酒企数量环比 26Q2 明显增加，具体包括古井贡酒（上述指标分别+41%/+12%）、今世缘（+9%/+20%）、迎驾贡酒（+2%/+4%）、水井坊（+76%/+49%）、老白干酒（+22%/+20%）、金徽酒（+12%/+5%），作为参考 26Q2 上述指标均实现正增的仅贵州茅台与酒鬼酒。

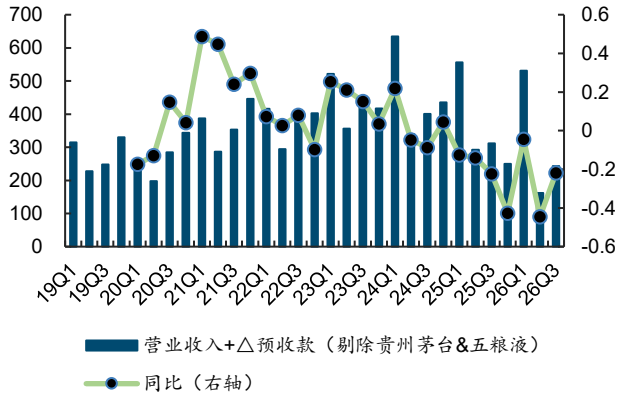
2）剔除 Top2 酒企板块 26Q3 营业收入+△预收款口径同比-22%（26Q2 该指标为-45%），与营收端跌幅相似（剔除 Top2 酒企 26Q3 板块营收同比-20%）、环比明显改善。整体而言，行业层面渠道端回款情绪仍相对谨慎，结构性修复迹象愈发明显。

图表6：2019年至今各季度末白酒板块预收款余额及同比增速（剔除贵州茅台&五粮液）



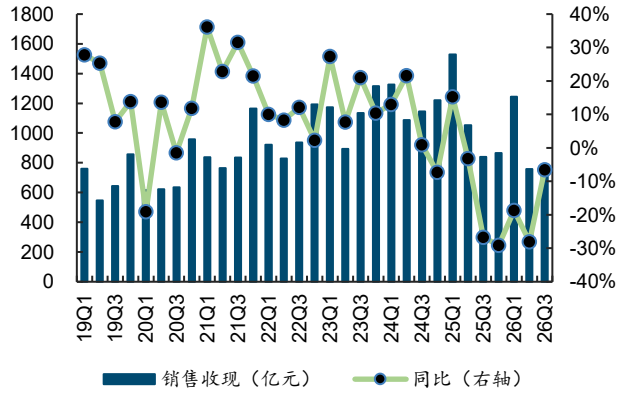
来源：Ifind，国金证券研究所

图表7：2019年至今分季度白酒板块营业收入+环比预收款（亿元）及同比增速（剔除贵州茅台&五粮液）



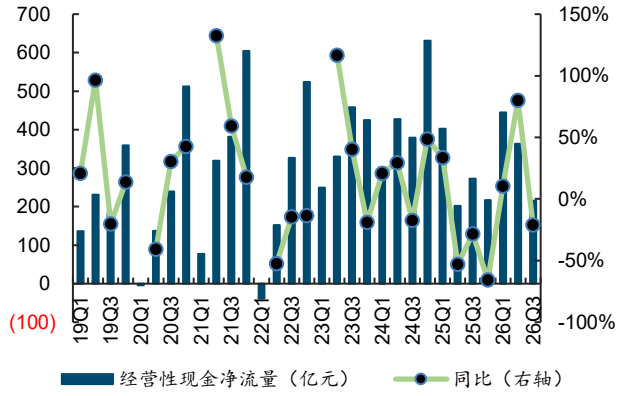
来源：Ifind，国金证券研究所

图表8：2019年至今分季度白酒板块销售收现及同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所

图表9：2019年至今分季度白酒板块经营性现金净流量及同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所

图表10：2026Q3末白酒板块重点标的预收款规模（亿元）及同比增速

板块	公司名称	26H1末预收款规模	YOY	26Q3末预收款规模	YOY	26Q3营收+环比△预收款	YOY	是否快于营收增速
高端	贵州茅台	32	-42%	21	-73%	392	-5%	否
	五粮液	104	4%	89	-4%	29	-54%	否
	泸州老窖	24	-31%	23	-40%	41	-42%	否
	合计	**161**	**-16%**	**133**	**-36%**	**462**	**-15%**	**否**
次高端	山西汾酒	67	11%	56	-3%	63	-28%	否
	舍得酒业	2	0%	1	5%	8	-19%	否
	水井坊	6	-35%	9	-1%	11	49%	是
	酒鬼酒	1	-10%	1	-5%	2	-11%	是
	合计	**76**	**4%**	**67**	**-3%**	**83**	**-22%**	**否**
区域酒及其他	洋河股份	43	-27%	49	-24%	19	-51%	是
	今世缘	8	40%	8	59%	22	20%	是
	古井贡酒	8	-42%	10	-29%	28	12%	是

板块	公司名称	26H1 末预收款规模	YOY	26Q3 末预收款规模	YOY	26Q3 营收+环比△预收款	YOY	是否快于营收增速
	迎驾贡酒	4	-4%	5	-6%	14	4%	否
	口子窖	1	-57%	2	-53%	7	1%	否
	金种子酒	1	12%	2	-10%	1	-51%	否
	老白干酒	10	-25%	10	-20%	9	20%	是
	金徽酒	7	23%	8	30%	6	5%	是
	伊力特	0	-40%	0	-21%	2	-32%	是
	天佑德酒	0	-15%	1	-20%	1	-30%	否
	顺鑫农业	3	-18%	3	-27%	10	-23%	否
	合计	**88**	**-21%**	**97**	**-17%**	**120**	**-12%**	**是**
白酒板块合计		**324**	**-14%**	**297**	**-25%**	**664**	**-16%**	**否**

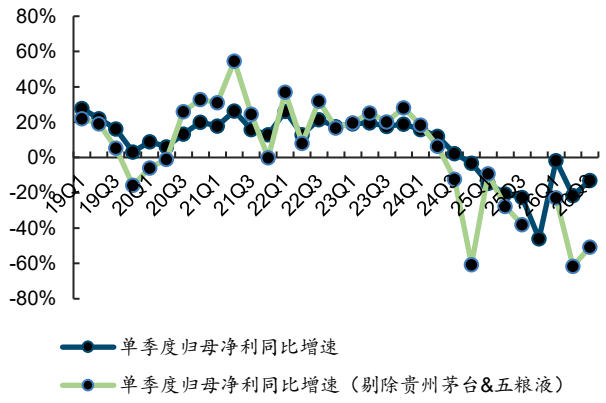
来源：Ifind，国金证券研究所

2. 利润端：毛销差仍拖累板块净利率，板块内部盈利分化加剧

26Q1~Q3 白酒板块合计实现归母净利 974 亿元，同比-10%；其中 26Q3 实现归母净利 243 亿元，同比-13%；26Q3 利润端跌幅环比亦有所收窄，但同比跌幅仍小幅高于营收端、行业盈利能力仍有所走弱。

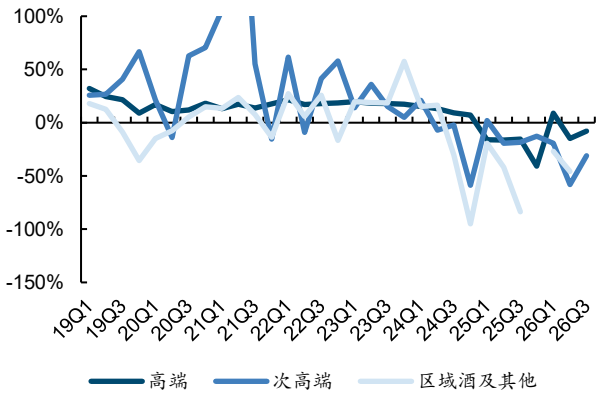
若剔除头部 Top2 酒企，26Q3 板块实现归母净利 34 亿元，同比-51%，跌幅明显高于同口径营收端（同比-20%），行业内部经营分化仍较严重。具体而言：1）26Q3 贵州茅台归母净利占板块整体比重达到 82%，同比+13pct。2）板块内部 18 家样本酒企中 26Q3 录得亏损的为 7 家、单季度亏损酒企数量与 26Q2 持平，考虑到 26Q3 行业端营收环比正增、实际上本季度二三线酒企的盈利压力环比更加严峻。

图表11：2019 年至今分季度白酒板块归母净利同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所

图表12：2019 年至今分季度白酒板块各子板块归母净利同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所（注：21Q1~21Q2 次高端同比增速分别为 106%、285%，低基数下高增未在图表中显示；25Q4、26Q3 区域酒及其他录得亏损，亦未显示）

图表13：2026Q1~Q3 白酒板块重点标的归母净利（亿元）及同比增速

板块	公司名称	26Q2	YOY	26Q3	YOY	26Q1-Q3	YOY
高端	贵州茅台	173	-7%	200	4%	645	0%
	五粮液	7	233%	10	-48%	97	50%
	泸州老窖	6	-79%	13	-57%	57	-47%
	合计	**186**	**-15%**	**222**	**-8%**	**798**	**-2%**

板块	公司名称	26Q2	YOY	26Q3	YOY	26Q1-Q3	YOY
次高端	山西汾酒	11	-43%	19	-35%	83	-27%
	舍得酒业	-1	亏损	0	72%	2	-59%
	水井坊	-2	亏损	2	0%	2	-34%
	酒鬼酒	0	亏损	0	亏损	0	-154%
	合计	**8**	**-58%**	**22**	**-31%**	**88**	**-28%**
区域酒及其他	洋河股份	2	-78%	-8	亏损	18	-54%
	今世缘	7	19%	4	32%	25	-2%
	古井贡酒	6	-58%	1	-68%	23	-43%
	迎驾贡酒	3	8%	4	9%	16	4%
	口子窖	0	-65%	0	-28%	4	-48%
	金种子酒	0	亏损	0	亏损	-1	亏损
	老白干酒	1	-43%	1	-16%	3	-18%
	金徽酒	0	-85%	0	亏损	2	-45%
	伊力特	0	亏损	0	亏损	1	-59%
	天佑德酒	0	亏损	0	亏损	0	亏损
	顺鑫农业	-1	亏损	-2	亏损	-2	亏损
	合计		**-46%**	**-1**	**亏损**	**88**	**-35%**
白酒板块合计		**211**	**-21%**	**243**	**-13%**	**974**	**-10%**

来源：Ifind，国金证券研究所

26Q1~Q3 白酒板块整体归母净利率为 36.4%，同比-0.8pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他归母净利率分别为 44.2%/25.6%/16.6%，同比分别-0.2pct/-5.0pct/-4.2pct。

26Q3 白酒板块整体归母净利率为 34.7%，同比-1.2pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他归母净利率分别为 44.8%/23.5%/-1.2%，同比分别-0.3pct/-4.9pct/-5.7pct。

从归母净利率的影响因素来看：

1）毛销差维度。毛销差仍是影响当期白酒板块盈利能力的核心要素：

26Q1~Q3 白酒板块整体毛销差为 69.9%，同比-1.7pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他毛销差分别为 79.1%/58.0%/46.7%，同比分别-2.6pct/-4.3pct/-2.3pct。

26Q3 白酒板块整体毛销差为 68.9%，同比-1.3pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他毛销差分别为 79.9%/55.4%/31.5%，同比分别-1.4pct/-5.5pct/-1.3pct。26Q3 延续此前趋势，头部酒企毛销差期内同比均录得下滑，部分出清节奏居前的二线酒企毛销差同比录得正增，例如酒鬼酒、水井坊、今世缘、迎驾贡酒。

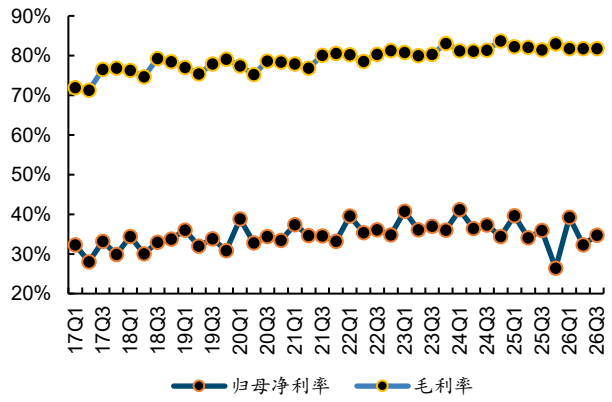
图表14：2026Q1~Q3 白酒板块重点标的归母净利率及毛销差

板块	公司名称	归母净利率				毛销差			
		26Q1-Q3	YOY（pct）	26Q3	YOY（pct）	26Q1-Q3	YOY（pct）	26Q3	YOY（pct）
高端	贵州茅台	48.4%	-1.0	48.7%	+0.4	85.9%	-1.9	85.6%	-2.6
	五粮液	29.6%	+8.4	21.6%	-4.4	56.2%	-4.1	44.1%	-7.3
	泸州老窖	38.7%	-7.9	31.7%	-14.7	70.0%	-6.7	63.4%	-10.3
	均值	**44.2%**	**-0.2**	**44.8%**	**-0.3**	**79.1%**	**-2.6**	**79.9%**	**-1.4**
次高端	山西汾酒	29.4%	-5.3	25.9%	-6.5	61.3%	-4.8	56.4%	-8.1
	舍得酒业	6.3%	-6.5	6.1%	+3.3	35.7%	-6.7	36.1%	-0.6
	水井坊	11.0%	-2.9	25.2%	-0.7	53.0%	+4.1	68.4%	+8.8
	酒鬼酒	0.8%	+2.0	-4.1%	+5.3	37.3%	+3.9	35.7%	+9.5

板块	公司名称	归母净利率				毛销差			
		26Q1-Q3	YOY（pct）	26Q3	YOY（pct）	26Q1-Q3	YOY（pct）	26Q3	YOY（pct）
	均值	**25.6%**	**-5.0**	**23.5%**	**-4.9**	**58.0%**	**-4.3**	**55.4%**	**-5.5**
区域酒及其他	洋河股份	15.5%	-6.5	-60.2%	-49.0	51.2%	-1.1	-1.8%	-17.3
	今世缘	28.9%	+0.2	18.9%	+2.3	57.1%	+1.5	49.7%	+4.7
	古井贡酒	17.7%	-6.4	3.6%	-8.1	45.9%	-6.5	30.3%	-10.4
	迎驾贡酒	32.6%	-0.8	29.3%	+1.2	61.7%	-0.3	58.9%	+1.3
	口子窖	14.7%	-8.7	2.9%	-1.3	46.3%	-8.5	36.9%	-1.2
	金种子酒	-31.5%	-15.5	-43.9%	-24.3	13.4%	+2.4	3.0%	-6.4
	老白干酒	10.8%	-1.2	7.2%	-2.2	40.3%	+0.6	35.5%	-2.2
	金徽酒	7.6%	-6.4	-6.8%	-11.5	39.7%	-5.1	25.0%	-13.8
	伊力特	6.5%	-4.1	-17.1%	-6.0	34.4%	-6.1	5.8%	-27.1
	天佑德酒	-5.4%	-7.9	-33.6%	-19.3	29.6%	-2.3	11.0%	-9.9
	顺鑫农业	-4.0%	-5.3	-23.0%	-15.5	18.8%	-3.3	3.2%	-9.2
	均值	**16.6%**	**-4.2**	**-1.2%**	**-5.7**	**46.7%**	**-2.3**	**31.5%**	**-1.3**
白酒板块合计		**36.4%**	**-0.8**	**34.7%**	**-1.2**	**69.9%**	**-1.7**	**68.9%**	**-1.3**

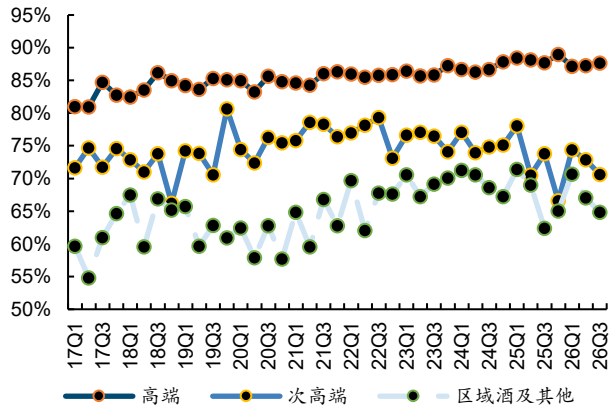
来源：Ifind，国金证券研究所

图表15：2017年至今白酒板块归母净利率及毛利率



来源：Ifind，国金证券研究所

图表16：2017年至今白酒板块分子板块毛销差



来源：Ifind，国金证券研究所

拆分毛销差来看：26Q3 白酒板块整体毛销差同比-1.3pct，其中毛利率同比+0.3pct、销售费用率同比+1.6pct。考虑到税费相关监管持续较严，酒企对渠道费投如扫码红包、品鉴酒、渠道货折等报表确认会有差异与调整，因此 26Q3 板块层面毛利率同比回正我们认为并非意味着产品结构层面同比改善，从基本面来看行业趋势仍是趋向性价比消费，且板块内部 26Q3 毛利率同比下滑的酒企仍居多。

毛销差层面行业同比下滑，我们认为仍源于营收端尚未企稳，且酒企需额外施以费投去化冗余历史社会库存；从绝对额角度来看，26Q3 过半数酒企销售费用同比仍有增长。

图表17：2026Q1~Q3 白酒板块重点标的毛利率及销售费用率

板块	公司名称	毛利率				销售费用率			
		26Q1-Q3	YOY（pct）	26Q3	YOY（pct）	26Q1-Q3	YOY（pct）	26Q3	YOY（pct）
高端	贵州茅台	89.6%	-1.7	89.6%	-1.6	3.7%	+0.2	4.0%	+0.9
	五粮液	79.9%	+4.2	77.3%	+8.7	23.7%	+8.3	33.2%	+15.9
	泸州老窖	83.6%	-3.5	79.4%	-7.8	13.6%	+3.2	16.0%	+2.5

	均值	**87.3%**	**-0.8**	**87.6%**	**-0.1**	**8.2%**	**+1.8**	**7.7%**	**+1.4**
次高端	山西汾酒	74.0%	-2.1	70.0%	-4.6	12.8%	+2.8	13.6%	+3.5
	舍得酒业	62.7%	-2.0	66.8%	+4.7	27.0%	+4.7	30.7%	+5.4
	水井坊	78.1%	-2.1	80.5%	-1.3	25.0%	-6.2	12.1%	-10.1
	酒鬼酒	66.0%	-0.7	64.2%	+3.0	28.7%	-4.5	28.5%	-6.5
	均值	**73.1%**	**-2.0**	**70.6%**	**-3.2**	**15.1%**	**+2.2**	**15.3%**	**+2.3**
区域酒及其他	洋河股份	71.4%	+0.3	55.5%	+2.0	20.2%	+1.5	57.3%	+19.3
	今世缘	74.8%	+1.1	76.9%	+1.8	17.7%	-0.4	27.1%	-2.9
	古井贡酒	79.8%	-0.1	77.8%	-2.0	33.9%	+6.4	47.5%	+8.4
	迎驾贡酒	73.5%	+0.9	72.1%	+1.9	11.8%	+1.2	13.1%	+0.6
	口子窖	66.1%	-4.9	62.3%	-0.4	19.8%	+3.6	25.4%	+0.8
	金种子酒	45.9%	+2.7	36.2%	-8.3	32.5%	+0.3	33.2%	-2.0
	老白干酒	63.5%	-2.8	63.5%	+2.2	23.2%	-3.4	28.0%	+4.3
	金徽酒	61.7%	-2.9	58.7%	-2.7	22.0%	+2.1	33.7%	+11.1
	伊力特	48.0%	-1.0	30.8%	-16.8	13.6%	+5.1	25.0%	+10.3
	天佑德酒	59.5%	+1.0	56.8%	-1.1	29.9%	+3.3	45.9%	+8.9
	顺鑫农业	30.4%	-2.9	21.0%	-8.8	11.7%	+0.4	17.8%	+0.4
	均值	**68.6%**	**-0.4**	**64.8%**	**+2.4**	**21.9%**	**+1.9**		**+3.7**
白酒板块合计		**81.8%**	**-0.2**	**81.7%**	**+0.3**	**11.8%**	**+1.4**	**12.8%**	**+1.6**

来源：Ifind，国金证券研究所

2）管理费用率维度。26Q1~Q3 白酒板块整体管理费用率为 5.2%，同比+0.1pct；其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他管理费用率分别为 4.4%/4.9%/7.7%，同比分别-0.2pct/+0.4pct/+1.2pct。26Q3 白酒板块整体管理费用率为 6.2%，同比+0.2pct；其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他管理费用率分别为 4.9%/6.1%/11.7%，同比分别-0.1pct/+0.7pct/+1.2pct。从绝对额角度来看，26Q3 白酒板块整体管理费用同比-8%，多数酒企管理费用同比有所降低。

3）税金及附加维度。26Q1~Q3 白酒板块整体税金及附加占比为 16.1%，同比-1.1pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他税金及附加占比分别为 15.8%/17.2%/16.4%，同比分别-2.1pct/+0.8pct/+0.7pct。26Q3 白酒板块整体税金及附加占比为 15.9%，同比-0.6pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他营业税金及附加占比分别为 15.3%/15.7%/18.9%，同比分别-1.0pct/-0.7pct/+1.3pct。税金及附加的主要细项为消费税，生产与销售节奏的错位会阶段性影响税负占比，此外税基核定也会影响部分酒企的消费税负，而产品结构对税金及附加占比变动的影响相对较低。

图表18：2026Q1~Q3 白酒板块重点标的管理费用率及税金及附加占比

板块	公司名称	管理费用率				税金及附加占比			
		26Q1-Q3	YOY（pct）	26Q3	YOY（pct）	26Q1-Q3	YOY（pct）	26Q3	YOY（pct）
高端	贵州茅台	4.1%	-0.2	4.2%	-0.4	15.9%	-0.2	15.1%	-2
	五粮液	6.1%	-1.4	11.2%	+3	14.8%	-15	14.7%	-3.1
	泸州老窖	4.1%	+1.2	5.1%	+1.3	17.1%	+5	17.3%	+8
	均值	**4.4%**	**-0.2**	**4.9%**	**-0.1**	**15.8%**	**-2.1**	**15.3%**	**-1**
次高端	山西汾酒	3.4%	+0.5	4.3%	+0.4	17.3%	+0.9	15.9%	-0.7
	舍得酒业	9.1%	-1.2	11.5%	-1.9	16.6%	+2	14.0%	-4.5
	水井坊	17.3%	+2.1	14.2%	+3.5	16.0%	-0.9	15.2%	+2.9
	酒鬼酒	14.8%	+1	18.7%	+2.8	19.0%	-0.5	19.5%	+0.7

板块	公司名称	管理费用率				税金及附加占比			
		26Q1-Q3	YOY（pct）	26Q3	YOY（pct）	26Q1-Q3	YOY（pct）	26Q3	YOY（pct）
	均值	**4.9%**	**+0.4**	**6.1%**	**+0.7**	**17.2%**	**+0.8**	**15.7%**	**-0.7**
区域酒及其他	洋河股份	11.3%	+4.2	34.0%	+20.9	18.9%	+2	31.0%	+11.2
	今世缘	3.4%	-0.2	5.0%	-0.5	15.4%	-0.6	19.5%	-1.3
	古井贡酒	6.7%	+0.8	8.6%	-3.2	17.1%	+1.1	18.6%	+0.8
	迎驾贡酒	3.9%	-0.2	4.2%	-0.4	15.4%	+0.2	15.8%	-0.3
	口子窖	10.8%	+1.9	14.5%	-0.6	15.6%	-0.7	16.8%	-2.3
	金种子酒	16.4%	+8.4	17.3%	+5.3	25.0%	+7.9	28.9%	+14
	老白干酒	8.5%	+0.5	9.7%	+0.4	17.6%	+0.4	17.6%	-0.4
	金徽酒	9.6%	-0.7	15.2%	+1.6	16.9%	+2	17.9%	+3.3
	伊力特	4.9%	+0.7	4.1%	-4.4	13.5%	-0.9	12.1%	-4.1
	天佑德酒	13.1%	+1.2	22.8%	+4.4	17.2%	+1.8	18.9%	+2.7
	顺鑫农业	9.4%	+0.8	14.5%	+2.9	10.6%	+0.6	11.1%	+1.1
	均值	**7.7%**	**+1.2**	**11.7%**	**+1.2**	**16.4%**	**+0.7**	**18.9%**	**+1.3**
白酒板块平均值		**5.2%**	**+0.1**	**6.2%**	**+0.2**	**16.1%**	**-1.1**	**15.9%**	**-0.6**

来源：Ifind，国金证券研究所

3.机构持仓：26Q3 基金重仓环比增持但仍为低配，区域α酒企增配比例居前

从基金重仓持股来看，截至 26Q3 末基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 1.34%，环比+0.28pct，与 16 年时持仓水平相似。从持仓结构来看：

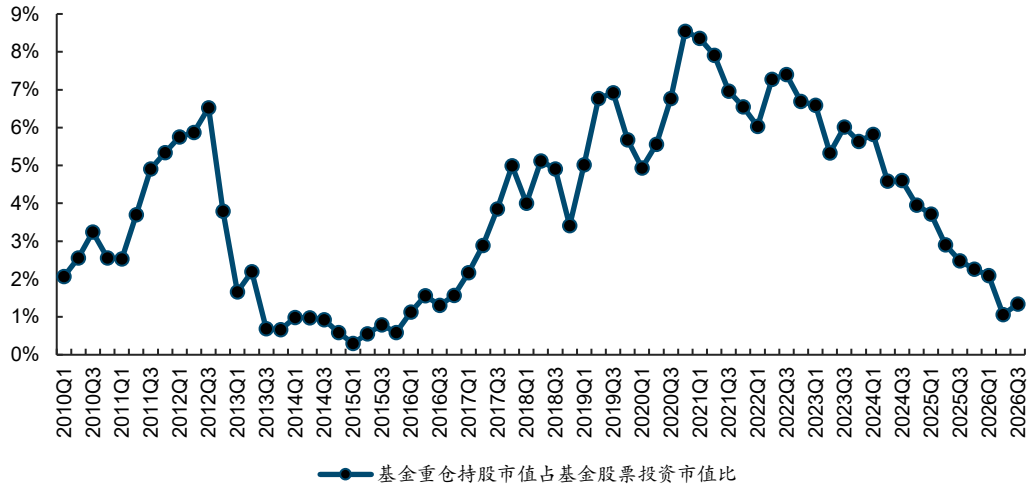
1）26Q3 末指数类基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 2.18%，环比+0.23pct。其中，五粮液持仓环比-12%，贵州茅台/山西汾酒/泸州老窖/洋河股份等环比增长，主要系酒类指数内部调仓；贵州茅台持仓环比+13%，额外叠加宽基份额环比增长。

图表19：2026Q3末白酒板块重点标的基金重仓持股情况及环比变化

	持股总量（万股）	季报持仓变动幅度	持股占流通股比(%)	其中：指数类基金(%)	其中：非指数类基金(%)	非指数类基金环比变动幅度	持股总市值(亿元)	持股市值占基金股票投资市值比(%)	其中：指数类基金(%)	其中：非指数类基金(%)
贵州茅台	4283	9%	3.4	2.3	1.2	0.0	539	0.71	1.06	0.43
山西汾酒	11425	8%	9.4	6.8	2.5	0.1	132	0.17	0.29	0.08
泸州老窖	15819	5%	10.8	8.1	2.7	-0.2	114	0.15	0.26	0.07
五粮液	13467	-13%	3.5	3.2	0.3	-0.1	94	0.12	0.26	0.02
古井贡酒	4528	10%	11.1	6.4	4.6	0.8	42	0.06	0.07	0.04
洋河股份	11050	5%	7.3	6.5	0.8	0.1	41	0.05	0.11	0.01
今世缘	11262	16%	9.0	7.2	1.8	1.3	32	0.04	0.08	0.01
迎驾贡酒	4558	17%	5.7	3.7	2.0	0.7	18	0.02	0.03	0.01
酒鬼酒	1609	-2%	5.0	4.9	0.0	-0.1	6	0.01	0.02	0.00
水井坊	2127	-	4.4	4.4	0.0	-0.0	6	0.01	0.02	0.00

来源：Ifind，国金证券研究所（注：仅列示 26Q3 末持股总市值>5 亿元的酒企）

图表20：2010年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况



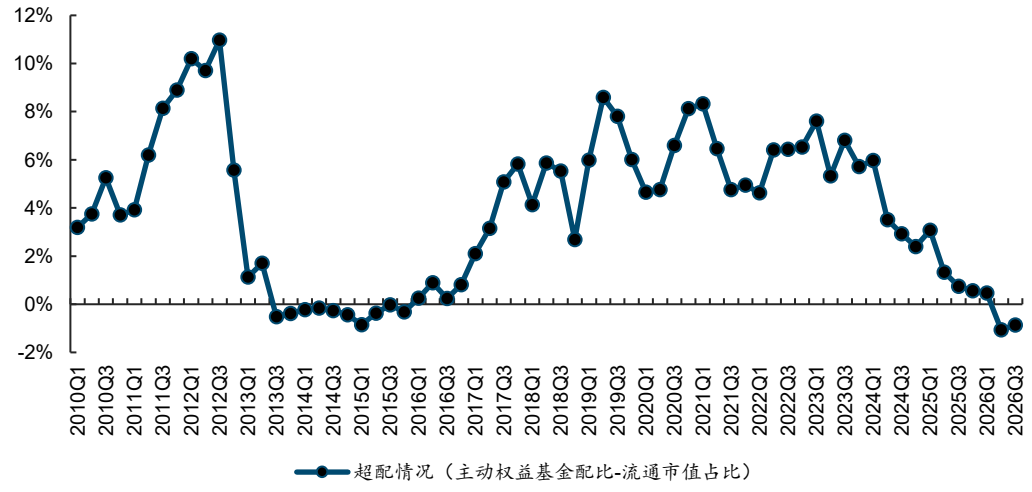
来源：Ifind，国金证券研究所

2）26Q3末主动权益基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为0.82%，环比+0.24pct。其中，持仓总市值＞10亿元的酒企中：环比明显增持的为古井贡酒（+35%），贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖环比增减不大。持仓总市值5~10亿元的酒企包括五粮液（-17%）与今世缘（+394%），持仓总市值1~5亿元的酒企包括迎驾贡酒（+115%）、洋河股份（+2%）、舍得酒业（+9%）。

截至26Q3末，主动权益基金持股占流通股比＞3%的酒企仅剩古井贡酒（4.47%），持股占比1~3%的包括泸州老窖（2.65%）、山西汾酒（2.44%）、今世缘（1.80%）、迎驾贡酒（1.47%）、贵州茅台（1.09%）。

从配置权重看，26Q3末主动权益基金对白酒板块配置虽有所改善但仍是低配，低配比例约0.87%，整体配置比例仍处于历史低位。

图表21：2010年至今分季度白酒行业主动权益基金超配情况梳理

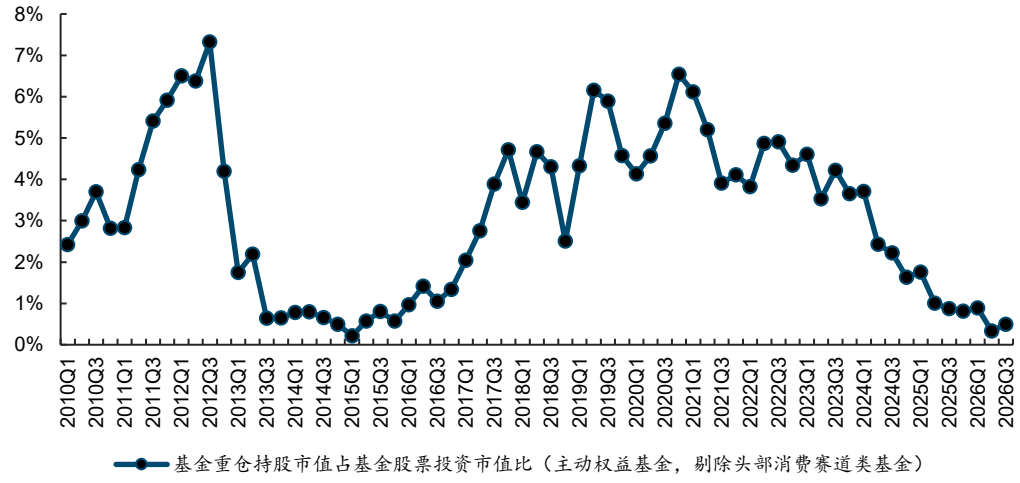


来源：Ifind，国金证券研究所

进一步地，我们梳理了头部消费类赛道基金的白酒持股情况：截至26Q3末头部消费类赛道基金白酒重仓标的包括贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、古井贡酒等，环比持仓分别-4%、-10%、-1%、+17%。

剔除头部消费类赛道基金后，26Q3末主动权益基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为0.49%，环比+0.16pct，持股集中于贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖，环比增配较明显的仍是区域α酒企，包括今世缘、迎驾贡酒、古井贡酒等。

图表22：2010年至今分季度白酒行业非头部消费类赛道主动权益基金重仓持股市值占比



来源：Ifind，国金证券研究所（注：头部消费赛道基金指规模前16只消费类主动权益基金）

从沪深港通持股占比来看，持股市值在50亿以上的仅贵州茅台（环比+0.1pct至4.4%），五粮液、山西汾酒、泸州老窖持股市值约10~50亿，环比分别-0.3pct/-0.3pct/-0.7pct。

图表23：2024年至今季度末白酒板块重点标的沪深港通持股占比

板块	公司名称	24Q1末	24Q2末	24Q3末	24Q4末	25Q1末	25Q2末	25Q3末	25Q4末	26Q1末	26Q2末	26Q3末	环比
高端	贵州茅台	7.2%	6.7%	6.9%	6.2%	6.4%	5.8%	4.9%	4.4%	4.7%	4.3%	4.4%	0.1%
	五粮液	5.3%	4.8%	4.5%	4.0%	3.9%	3.1%	2.8%	2.3%	2.1%	1.7%	1.5%	-0.3%
	泸州老窖	3.3%	2.9%	3.3%	2.4%	2.5%	2.2%	2.5%	2.3%	1.8%	2.2%	1.5%	-0.7%
次高端	山西汾酒	2.7%	3.3%	3.0%	2.8%	3.9%	4.0%	2.2%	2.0%	1.5%	1.8%	1.5%	-0.3%
	舍得酒业	1.5%	1.2%	1.5%	0.5%	0.7%	0.4%	1.1%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.0%
	水井坊	3.8%	2.9%	2.3%	2.0%	2.2%	2.2%	1.9%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.0%
	酒鬼酒	1.4%	0.5%	1.1%	0.5%	0.6%	0.5%	0.8%	0.6%	0.5%	0.8%	0.5%	-0.3%
区域酒及其他	洋河股份	3.1%	2.6%	2.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.1%	1.1%	0.0%
	今世缘	4.2%	4.2%	4.1%	3.9%	2.9%	2.8%	1.2%	1.2%	1.4%	0.6%	0.7%	0.1%
	古井贡酒	1.9%	2.0%	1.7%	1.6%	1.7%	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%	1.5%	1.2%	-0.3%
	迎驾贡酒	1.4%	1.5%	1.3%	1.0%	1.3%	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	0.6%	-0.3%
	口子窖	3.6%	2.2%	2.6%	1.6%	1.3%	1.5%	0.5%	0.6%	1.0%	0.9%	1.0%	0.1%
	金种子酒	1.4%	1.4%	2.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.9%	0.2%
	老白干酒	1.8%	2.2%	1.1%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.2%
	伊力特	0.5%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.2%	-0.2%
	金徽酒	0.9%	0.8%	0.6%	0.4%	0.7%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	1.0%	1.3%	0.2%
	顺鑫农业	1.1%	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	1.1%	0.4%

来源：Ifind，国金证券研究所

4. 投资建议：攻守兼备，重视板块底部配置价值

从市场定价的角度来看，我们认为2026年初至今白酒板块行情可分为以下三个阶段：

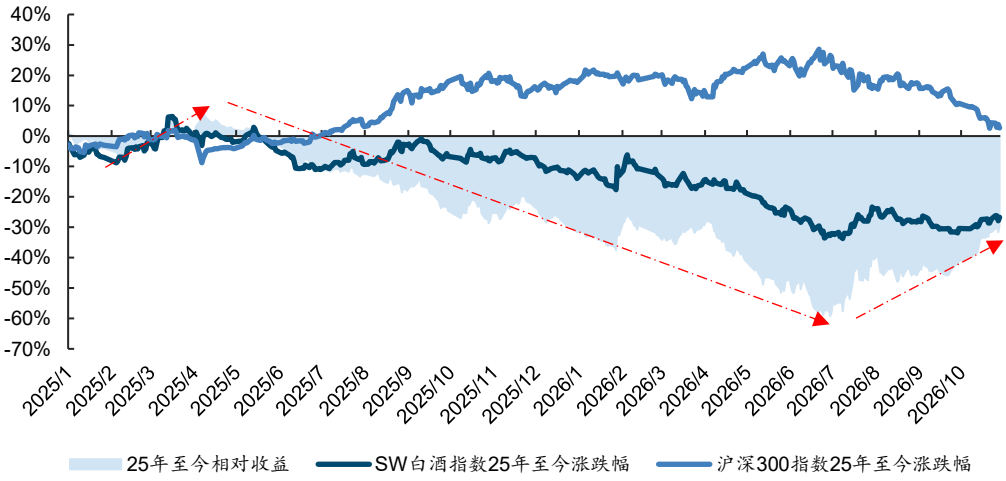
1）26Q1 白酒板块相对沪深 300 收益窄幅波动。期内市场对白酒基本面预期基本平稳，未似 2025 年节后那般在“禁酒令”催化下对基本面预期单边下修。彼时市场对白酒行业基本面预期逐步企稳的背景是：春节动销符合预期（同比虽有下滑但跌幅收窄）、26Q1 主要白酒单品批价企稳、25Q4&26Q1 报表延续出清印证去库逻辑。

2）26Q2 白酒板块相对沪深 300 收益单边下行。期内基本面反馈由旺转淡、与近几年节后趋势基本一致。一方面，市场对白酒在内泛内需基本面预期持续下修；另一方面，期内市场风格相对极致，如前所述主动权益基金 26Q2 对白酒持仓大幅减持，叠加宽基类指数基金如沪深 300ETF 等期内份额大幅缩减，持续性抛压致使白酒板块表现疲软。

3）26Q3~至今白酒板块相对沪深 300 收益震荡上行。其中，7 月白酒板块反弹更倾向于低位估值修复，8~9 月白酒板块并未有明显相对收益，10 月至今白酒板块再度明显反弹。

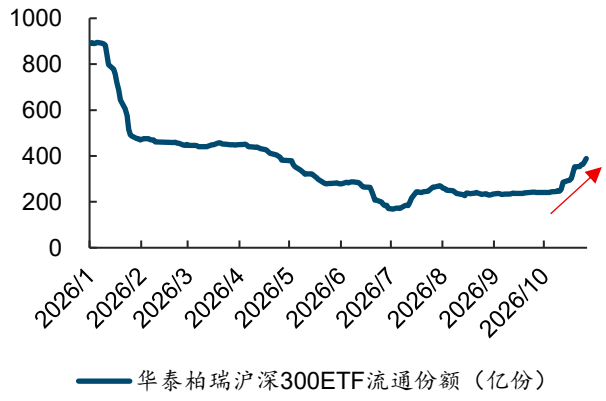
我们认为当前与 7 月反弹的共性在于白酒板块具备低预期+筹码结构相对较优背景下不错的防御属性，差异在于当前市场对白酒行业筑底预期有所强化、尤其是在三季报更多酒企营收端逐步走稳的背景之下。

图表24：2025 年至今白酒指数及其相较于沪深 300 指数收益率情况



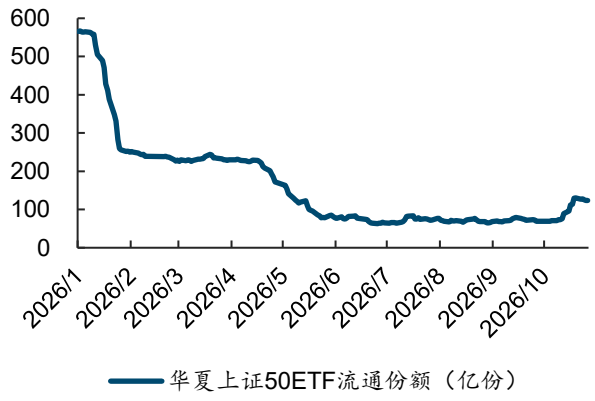
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 31 日）

图表25：2026 年至今华泰柏瑞沪深 300ETF 份额梳理



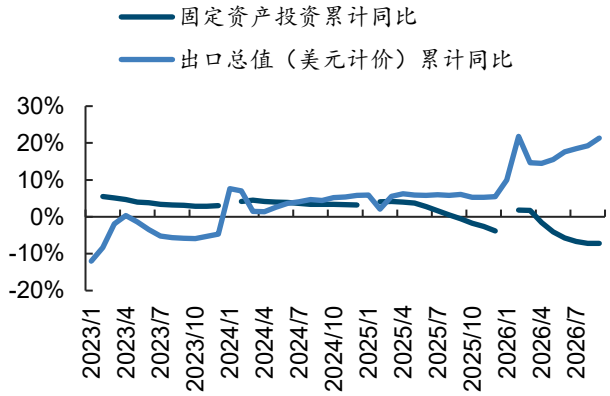
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 31 日）

图表26：2026 年至今华夏上证 50ETF 份额梳理



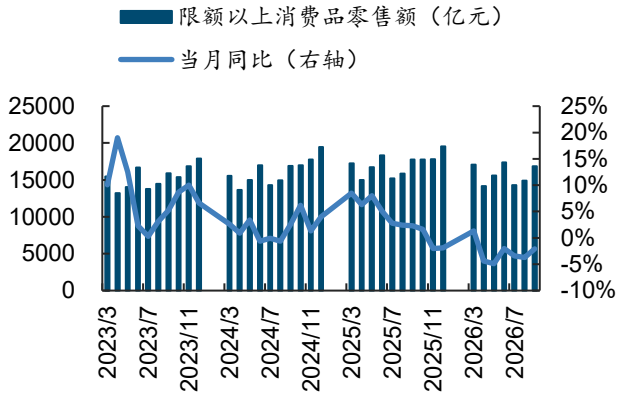
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 31 日）

图表27：2026Q2 至今“K 型分化”愈发明显



来源：Ifind，国金证券研究所

图表28：2026 年 4 月起限额以上消费品零售额持续负增



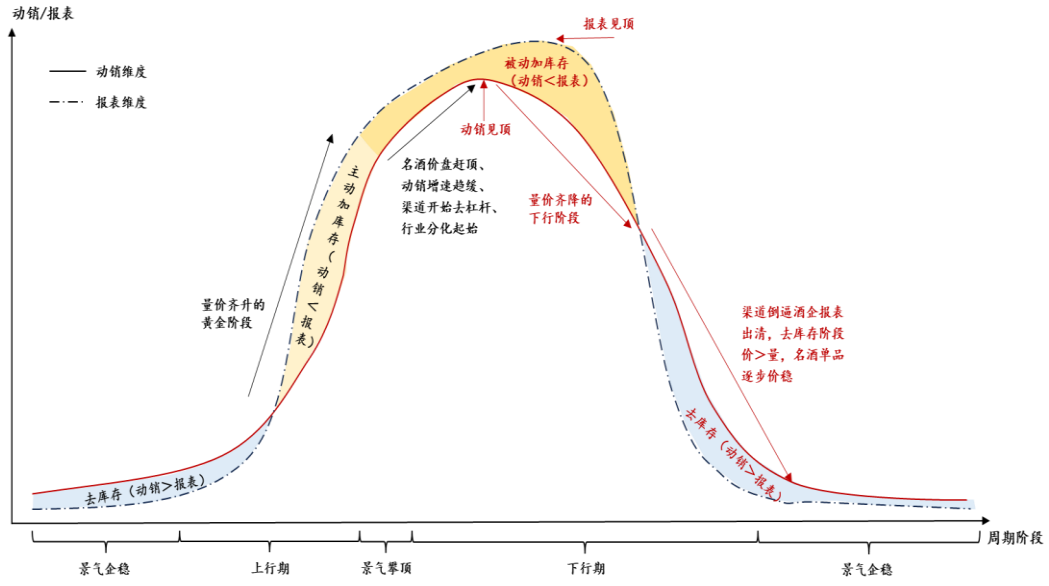
来源：Ifind，国金证券研究所

从基本面来看，我们认为行业“量价利”已处于逐步筑底阶段、尤其是行业头部单品价盘在淡季时有超预期表现。

1）从动销量角度而言，受益于低基数、6~8 月行业动销有恢复性改善。双节动销仍有近双位数下滑，主要系企业端&居民端消费情绪仍相对较弱。如前所述，考虑到春节部分用酒需求相较于双节将更偏刚性，结合近年来“旺季仍旺、淡季更淡”的行业动销趋势，我们预计 27 年春节动销同比跌幅将进一步收窄，行业将逐步向筑底阶段过渡。

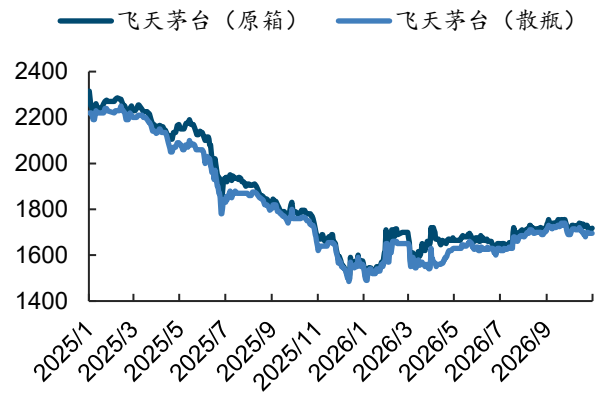
2）从行业价盘来看：年初至今行业价盘整体走稳，部分高端品价盘时有超预期回升，例如飞天茅台淡季价盘震荡上行，贵州茅台在推进市场化改革背景下持续落地随行就市的提价动作。价稳也意味着行业去库已有阶段性成效、渠道盈利预期亦走稳。

图表29：伴随白酒行业逐步从下行期转至景气企稳，行业去库存渐近尾声



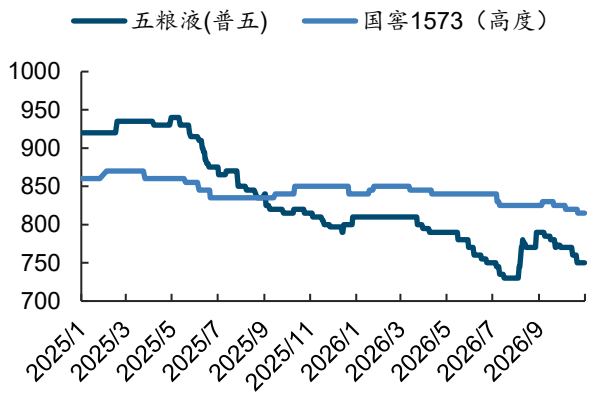
来源：国金证券研究所

图表30：飞天茅台价盘淡季震荡上行（元/瓶）



来源：茅粉鲁智深，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 31 日）

图表31：五粮液普五价盘双节有所回落（元/瓶）



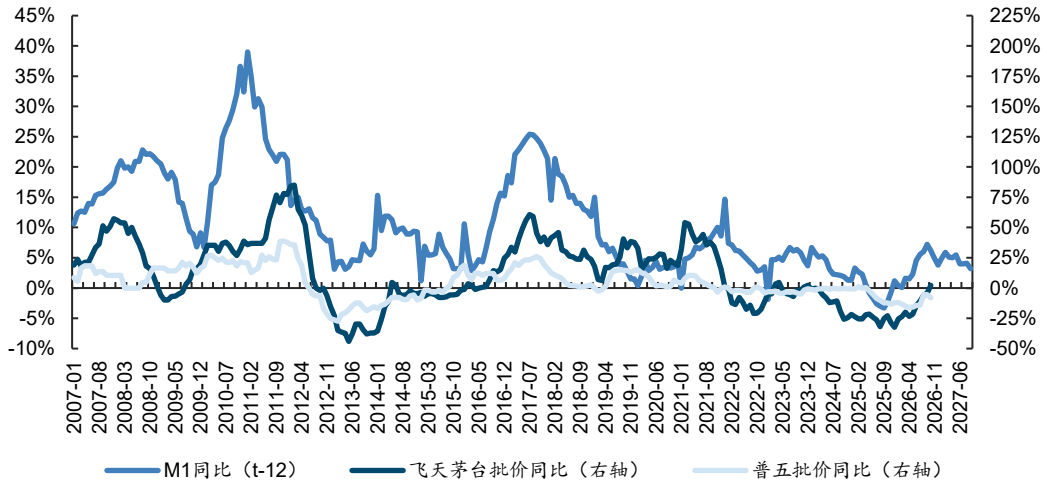
来源：茅粉鲁智深，百荣酒价，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 31 日）

同时，自上而下的前瞻指标亦支撑价盘筑底的判断：

1）PPI 与飞天茅台批价同比变动相对同步，在 PPI 同比为正时期飞天茅台批价同比亦基本为正，主要系 PPI 与工业企业利润情况、房地产景气周期密切相关，通过商务需求影响飞天茅台价盘，而自 3 月起 PPI 同比持续回正。

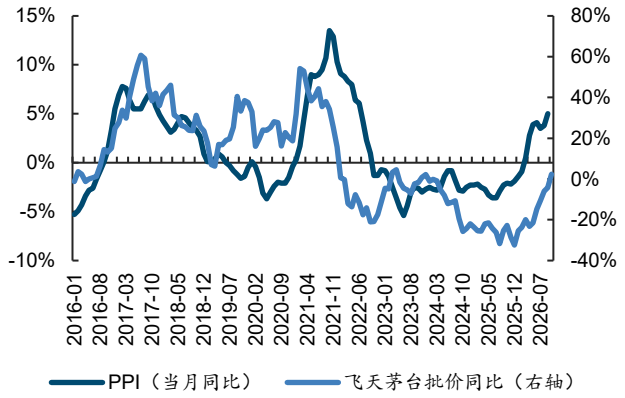
2）M1 同比增速领先飞天茅台批价变动约 6~18 个月，流动性宽松一方面通过提升经济活跃度、带动企业和居民端消费；另一方面，通过资产升值财富效应间接推动白酒消费。

图表32：M1 同比变动方向性领先飞天茅台批价同比变动 6~18 个月



来源：Ifind，茅粉鲁智深，国金证券研究所（注：M1 截至 2026 年 9 月，批价截至 2026 年 10 月 31 日）

图表33：PPI 与飞天茅台批价同比呈正相关



来源：Ifind，茅粉鲁智深，国金证券研究所

图表34：上一轮白酒下行周期时，行业层面营收同比下滑 6 个季度后企稳

年份	营业收入 YOY				归母净利 YOY			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
2012	42%	40%	43%	25%	54%	44%	93%	33%
2013	8%	-6%	-13%	-6%	12%	-8%	-24%	-32%
2014	-18%	-11%	-11%	2%	-22%	-19%	-22%	0%
2015	9%	1%	6%	8%	6%	1%	17%	23%
2016	16%	8%	13%	16%	17%	5%	5%	11%

来源：Ifind，国金证券研究所

综上，我们延续此前观点：当前白酒行业价盘已基本筑底，行业去库步入尾声，酒企表观业绩将陆续向动销逐步收敛，其中营收端修复节奏领先于盈利端。

我们看好白酒板块目前攻守兼备的配置价值：一方面，龙头酒企现金流表现优异、资本开支可控，股息率普遍在 4%左右水平、具备不错安全边际。另一方面，如前所述经过近两年行业去库，行业已经处于结构性筑底、出清临近后期，27 年动销有望走稳、红利属性将进一步明确。

此外，行业去库背景下叠加税费监管强化等影响，板块盈利性修复节奏慢于营收端，酒企净利率普遍较上行周期有所折让，预计伴随经营改善、板块 27 年盈利修复时有望呈现 EPS 额外弹性。

图表35：白酒板块重点标的归母净利及 PE-TTM 梳理

酒企	利润-TTM	PE-TTM	利润-TTM 前高	利润-TTM 前高对应 PE	利润-TTM 折让幅度	25A 分红额	当前市值对应股息率	归母净利率-TTM 前高	归母净利率-TTM	归母净利率折让幅度
贵州茅台	821.6	21.2	900.3	19.3	-9%	650.3	3.7%	49.8%	47.1%	-2.7%
五粮液	121.9	23.8	323.1	9.0	-62%	200.1	6.9%	36.6%	28.5%	-8.1%
山西汾酒	91.8	16.8	126.3	12.2	-27%	80.0	5.2%	34.4%	26.9%	-7.5%
泸州老窖	57.4	19.8	142.7	7.9	-60%	85.0	7.5%	44.3%	33.2%	-11.1%
洋河股份	0.6	902.0	105.1	5.3	-99%	22.1	4.0%	35.5%	0.5%	-35.0%
古井贡酒	18.5	27.4	57.8	8.8	-68%	23.3	4.6%	23.7%	12.2%	-11.5%
今世缘	25.6	16.4	35.9	11.7	-29%	15.0	3.6%	32.1%	25.7%	-6.4%
迎驾贡酒	20.5	17.4	26.4	13.5	-22%	12.0	3.4%	35.5%	32.4%	-3.1%
水井坊	2.9	42.4	13.7	9.1	-79%	1.2	1.0%	27.4%	11.1%	-16.3%
酒鬼酒	-0.2	亏损	11.5	9.8	NA	1.0	0.9%	29.0%	-1.8%	-30.8%
舍得酒业	-0.5	亏损	17.8	6.1	NA	1.0	0.9%	28.3%	-1.4%	-29.7%
口子窖	3.2	34.4	18.2	5.9	-83%	3.0	2.8%	35.0%	9.2%	-25.8%
老白干酒	3.6	28.7	8.0	12.8	-55%	1.8	1.8%	15.2%	9.4%	-5.8%
金徽酒	2.1	39.6	4.2	19.9	-50%	2.5	3.0%	20.5%	7.1%	-13.4%
伊力特	1.4	31.7	4.7	9.2	-71%	2.0	4.7%	21.2%	10.4%	-10.8%

来源：Ifind，国金证券研究所（注：单位均为亿元，以总市值倒序排列，数据截至 2026 年 10 月）

白酒行业具备优异的商业模式，呈现高毛利率、高 ROE、头部酒企强议价能力等特征，即

使短期面临周期性景气承压，我们仍看好白酒作为国内传统文化实物载体的中长期价值。固然未来白酒行业会向着更良性、更大众化的方向发展，居民端消费升级、对优质白酒产品的追求仍会存在，白酒具备打破社交距离、情绪释放及信任构建的独特功能。

从周期角度来看，目前白酒行业已经度过出清斜率最为陡峭的阶段。复盘 12~16 年上一轮行业下行周期时白酒板块行情，预期先行的特征较为明显：当市场达成对景气复苏的一致预期时白酒板块配置性便进入右侧，即使短期行业基本面及酒企报表兑现尚未与复苏预期共振。

图表36：2011~2016 年白酒指数、全 A 综指走势及关键事件梳理



来源：Ifind，国金证券研究所

个股层面，我们建议从中长期视角来进行酒企 EPS×PE 定价。

1）首推贵州茅台，公司年初至今持续推进营销体系市场化改革，核心品价盘稳中有升、市场化改革优化匹配供需+超高端价位结构景气驱动年初至今动销表现可圈可点，稳定生息资产首选。

2）关注α区域酒龙头（徽酒、苏酒、金徽酒等），区域酒报表韧性在中报可见一斑，是行业景气度转折期交易容错率较高的细分方向。

3）关注赔率优先且具备产品力α酒企、组织力α酒企（山西汾酒、泸州老窖等），以及潜在渠道高杠杆的次高端酒。

图表37：白酒板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	归母净利			YOY			PE		
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
高端酒	贵州茅台	830	877	915	1%	6%	4%	21	20	19
	泸州老窖	60	70	83	-45%	16%	19%	19	16	14
次高端	山西汾酒	91	100	114	-26%	10%	14%	17	15	14
	舍得酒业	0	1	2	-82%	225%	65%	270	83	50
	水井坊	3	4	5	-21%	24%	17%	39	31	27
	酒鬼酒	0	1	1	扭亏	2216%	74%	4139	179	103
	珍酒李渡	8	10	12	53%	23%	20%	28	23	19
地产酒	洋河股份	6	11	16	-73%	81%	46%	93	52	35
	今世缘	27	28	31	2%	6%	10%	16	15	13
	古井贡酒	23	29	36	-36%	27%	24%	22	17	14
	迎驾贡酒	21	22	25	5%	8%	12%	17	16	14

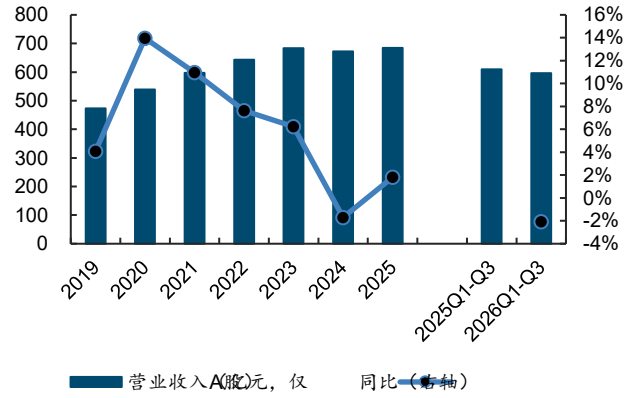
板块	公司名称	归母净利			YOY			PE		
		26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
	金徽酒	2	3	3	-41%	22%	30%	40	33	25
	伊力特	1	1	2	-50%	17%	24%	40	34	28

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 31 日）

啤酒板块：旺季景气偏弱，结构升级仍在推进，成本上行拖累盈利

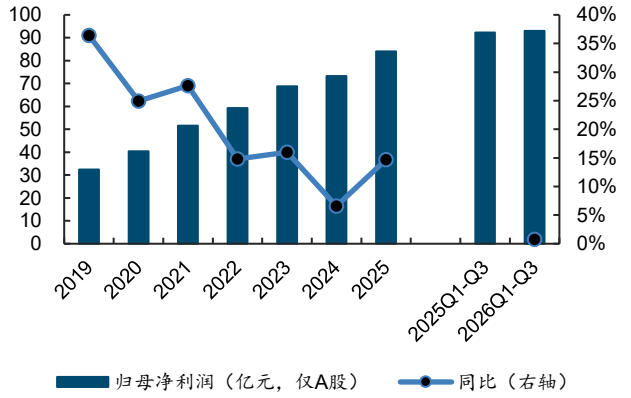
26Q1~Q3 啤酒板块重点标的合计实现营收 597 亿元，同比-2.1%；实现归母净利 93 亿元，同比+0.7%；实现扣非归母净利 88 亿元，同比+0.6%。其中，26Q3 板块实现营收 191 亿元，同比-4.0%；实现归母净利 25 亿元，同比-8.6%；实现扣非归母净利 23 亿元，同比-11.8%。

图表38：2019~2026Q1-Q3 啤酒板块营业收入及同比增速



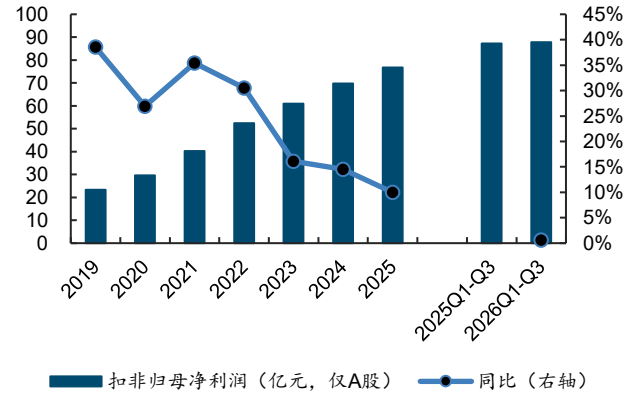
来源：Ifind，国金证券研究所

图表39：2019~2026Q1-Q3 啤酒板块归母净利及同比增速



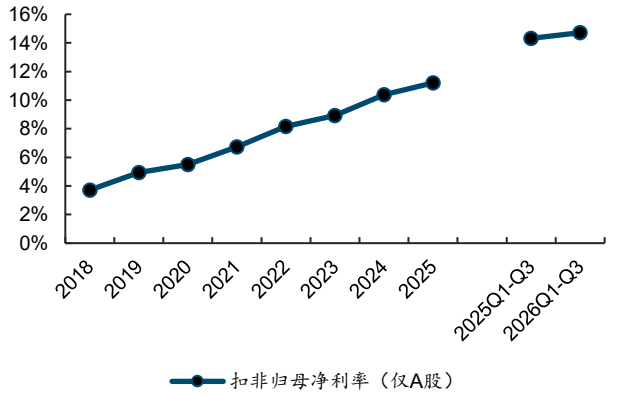
来源：Ifind，国金证券研究所

图表40：2019~2026Q1-Q3 啤酒板块扣非归母净利及同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所

图表41：2019~2026Q1-Q3 啤酒板块扣非归母净利率梳理



来源：Ifind，国金证券研究所

拆分量价来看：

1）销量维度：7~9 月行业层面啤酒产量同比分别-8.9%、-6.5%、-7.8%，主要受天气因素叠加现饮需求本身疲软。从酒企层面而言，26Q3 百威亚太（中国区域）、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒销量分别同比-16.8%、-9.1%、-9.6%、-2.3%，期内销量同比普遍有所下滑。

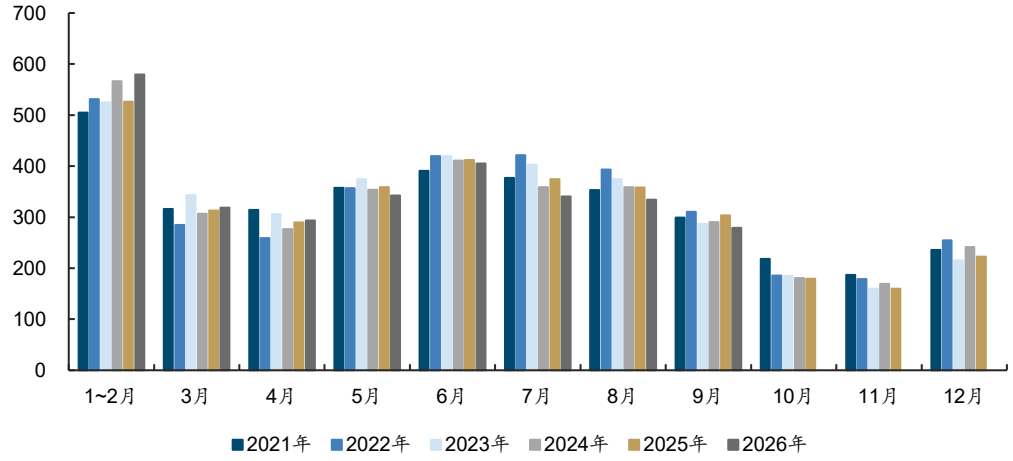
2）吨价维度：酒企普遍仍在推进结构提升，26Q3 百威亚太（中国区域）、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒吨价分别同比-0.1%、+3.9%、-0.7%、+2.3%，燕京啤酒 26Q3 燕京 U8 增速达 38%、结构提升环比加速。

图表42：2024Q1至今A股啤酒酒企分季度经营情况梳理

		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
青岛啤酒	销量 YOY	-7.6%	-8.0%	-5.1%	5.6%	3.5%	1.0%	0.3%	0.1%	-2.6%	-7.0%	-9.1%
	吨价 YOY	2.6%	-0.9%	-0.2%	1.7%	-0.6%	0.3%	-0.5%	-2.4%	1.1%	0.3%	3.9%
	吨成本 YOY	-1.0%	-5.4%	-2.2%	3.5%	-2.6%	-5.1%	-3.0%	-0.4%	-0.8%	-2.2%	6.5%
重庆啤酒	销量 YOY	5.2%	1.5%	-5.6%	-8.1%	1.9%	0.0%	-0.7%	2.9%	0.3%	-6.0%	-9.6%
	吨价 YOY	1.3%	-0.7%	-2.4%	-5.4%	-0.3%	-1.9%	1.3%	5.2%	-0.1%	0.0%	-0.7%
	吨成本 YOY	-3.3%	2.1%	1.1%	6.5%	-1.4%	-3.4%	-2.3%	-21.4%	-2.9%	1.3%	4.6%
珠江啤酒	销量 YOY	0.8%	1.8%	4.7%	2.1%	11.7%	1.1%	-2.9%	0.5%	1.0%	3.0%	-2.3%
	吨价 YOY	6.2%	6.2%	2.0%	0.1%	-0.9%	3.8%	1.6%	-5.1%	4.8%	1.5%	2.3%
	吨成本 YOY	3.8%	-3.8%	-5.5%	-1.5%	-5.8%	-2.8%	-0.7%	-4.4%	-4.0%	6.0%	4.1%

来源：各公司公告，Ifind，国金证券研究所

图表43：2021年至今分月度啤酒行业产量（万千升）梳理



来源：Ifind，国金证券研究所

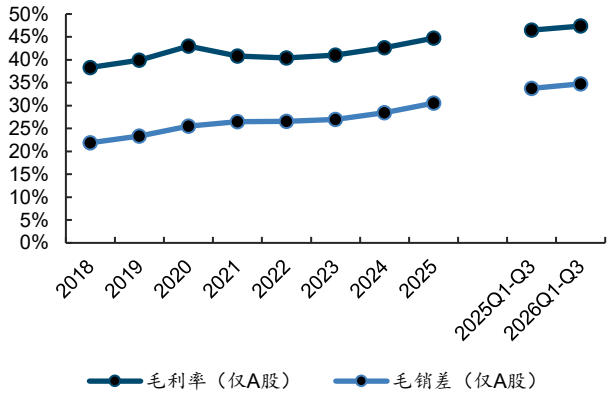
细拆利润弹性来看：

1）26Q1~Q3啤酒板块毛销差为34.7%，同比+1.0pct；其中，毛利率同比+0.9pct至47.4%，销售费用率同比-0.1pct至12.6%。26Q3板块毛销差为31.9%，同比-1.1pct；其中，毛利率同比-0.6pct至46.8%，销售费用率同比+0.5pct至15.0%。

26Q3板块毛利率同比转负预计主要受成本端扰动，26Q3青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒吨成本分别同比+6.5%、+4.6%、+4.1%，成本压力主要来源铝罐等包材成本、运输成本上行。

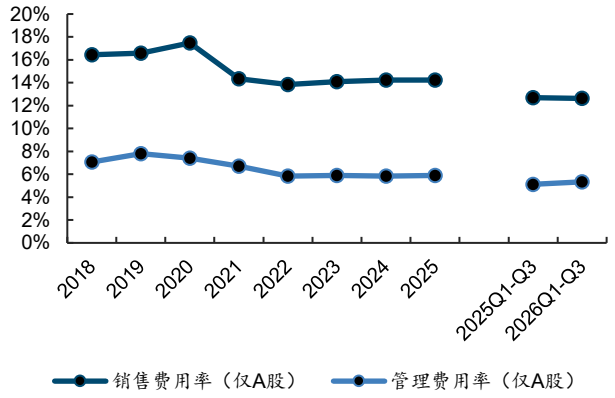
2）26Q1~Q3啤酒板块整体管理费用率为5.3%，同比+0.2pct。26Q3板块管理费用率为5.8%，同比+0.5pct。

图表44：2019~2026Q1-Q3 啤酒板块毛利率及毛销差



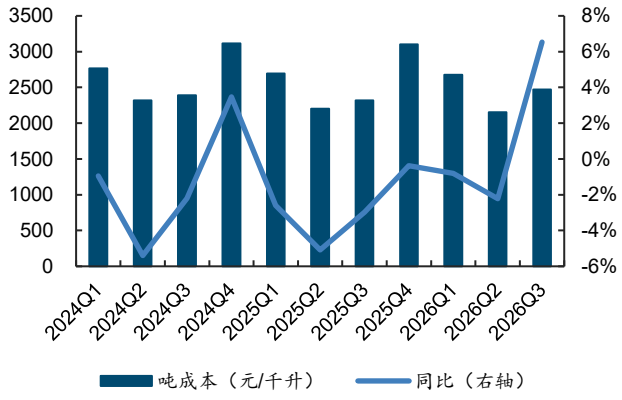
来源：Ifind，国金证券研究所

图表45：2019~2026Q1-Q3 啤酒板块销售/管理费用率



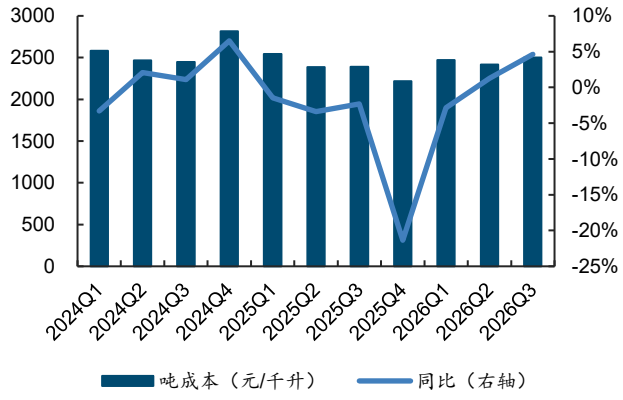
来源：Ifind，国金证券研究所

图表46：2024Q1 至今青岛啤酒分季度吨成本及同比增速



来源：青岛啤酒公司公告，国金证券研究所

图表47：2024Q1 至今重庆啤酒分季度吨成本及同比增速



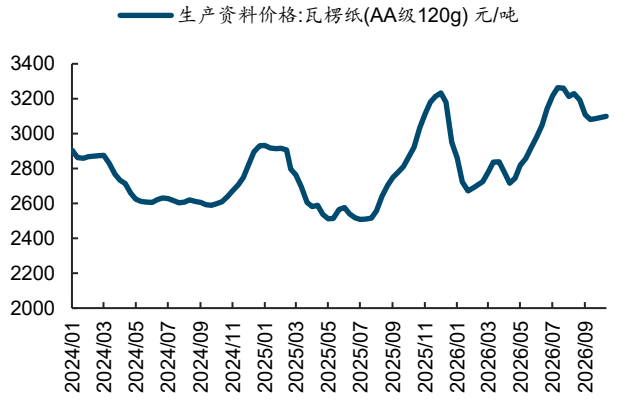
来源：重庆啤酒公司公告，国金证券研究所

图表48：2024 年至今玻璃现货价走势梳理



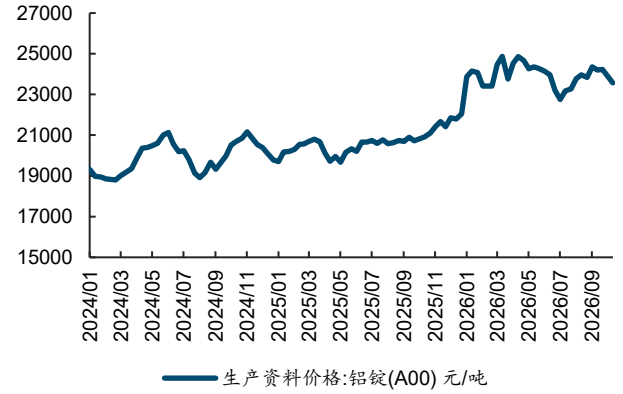
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 30 日）

图表49：2024 年至今瓦楞纸价格走势梳理



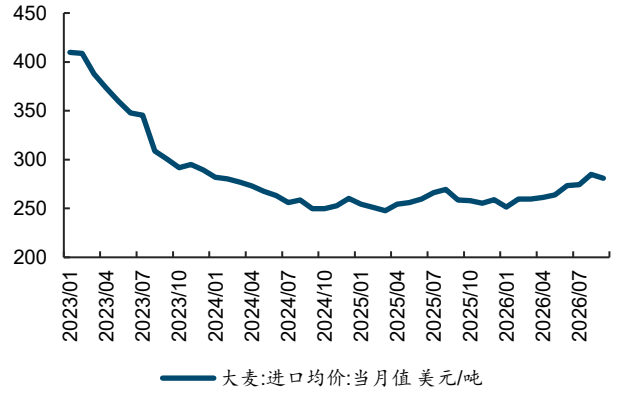
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 20 日）

图表50：2024 年至今铝锭价格走势梳理



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 20 日）

图表51：2023 年至今大麦进口均价走势梳理



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 9 月）

整体而言，今年旺季由于多雨天气扰动叠加餐饮消费相对疲软，整体景气度兑现度相对较低，从 26Q3 板块业绩中可见一斑，酒企销量、盈利能力普遍受到一定影响。我们认为中期维度餐饮修复仍可期待，前期基本面预期回落已使得板块估值有明显下修，市场亦对酒企后续成本端/利润端担忧已有定价。考虑到啤酒行业偏稳健的市场竞争格局、相对不错的股息水平，以及潜在提价对冲成本端压力的行业催化，仍建议持续关注。

风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情况，酒类消费亦无法避免；
- 禁酒令等政策风险——若政策层面持续限制，会从消费场景上影响酒类消费；
- 食品安全风险——若行业发生食品安全事故，将严重损害酒类消费。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究