万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

行业研究

行业跟踪报告

证券研究报告

底部已现，反转仍需验证

——白酒行业 2026 年三季度业绩综述

强于大市（维持）

2026 年 11 月 10 日

行业核心观点：

白酒行业 2026 年前三季度营收净利双降，2026Q3 仅环比 Q2 修复、非趋势反转；业绩分化明显，总体来看高端有韧性、次高端最弱，区域龙头收入先修复。渠道去杠杆最剧阶段已过但终端需求未恢复。当前估值、筹码、报表处底部区域，但反转条件尚未成立，仍需验证，属底部配置窗口。建议跟踪批价、春节动销、回款与库存等指标，沿业绩确定性、出清弹性、高股息三条主线选股。

投资要点：

2026Q1-3 白酒板块营收&归母净利润同比双降。2026Q1-3，19 家 A 股白酒上市公司合计营业收入 2655.08 亿元，同比-7.63%；归母净利润 973.68 亿元，同比-9.55%；扣非归母净利润同比-9.74%；毛利率 81.75%（同比-0.23pct），归母净利率 36.67%（同比-0.78pct）。五粮液在报表追溯调整的低基数下归母净利润同比+49.98%，对板块形成托底；剔除五粮液后，板块归母净利润同比约-13.35%，真实压力大于表观增速。

2026Q3 白酒板块业绩单季同比降幅较 2026H1 扩大，但较 2026Q2 收窄。2026Q3 营收 691.89 亿元、归母净利润 242.68 亿元，同比-10.05%、-12.98%；2026H1 营收同比-6.74%、归母净利润同比-8.35%，2026Q3 同比降幅较 2026H1 扩大 3.31pct、4.63pct；但较 2026Q2 的-17.11%、-21.44%明显收窄，环比 2026Q2 分别+7.29%、+15.30%，说明业绩环比有所修复。2026Q3 的“改善”集中在区域龙头和低基数个股，高端酒（五粮液、老窖）与次高端（洋河、汾酒）仍在加深出清。

业绩分化，高端韧性、次高端最弱、区域龙头收入先修复。2026Q1-3 高端（茅五泸）营收/归母净利润同比-2.04%/-2.46%，次高端（汾酒、洋河、舍得、水井坊、酒鬼）-20.53%/-34.54%，区域龙头（古井、今世缘、迎驾、口子窖、老白干、金徽）-11.34%/-23.79%。2026Q3 高端、次高端的营收/归母净利润均同比下降，而区域龙头营收同比+6.72%，但归母净利润仍-13.31%，实现营收同比转正，但收入修复尚未传导至盈利。

价盘企稳，终端需求仍未恢复。2026Q3 末合同负债 296.70 亿元，同比-24.69%（剔除茅台-12.83%），只有三家酒企合同负债同比正增长，多数酒企合同负债仍在收缩，说明经销商打款意愿尚未恢复；2026Q3 销售收现 784.91 亿元，同比-6.48%；2026Q1-3 经营现金流净额 1022.98 亿元，同比+16.65%，但剔除茅台后同比-63.16%，经营现金流仍高度依赖龙头。从白酒产量月度序列看，产量连续收缩，同比持续为负，说明酒企在主动控制供给，但也意味着行业仍处于去库存和稳价格的负反馈

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

食饮重仓比例触底回升，行业延续分化

业绩边际改善，结构分化

食饮业绩有所回暖，行业持续分化

分析师： 陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

中。高端白酒核心产品价格 2026 年之后转入低位震荡，价盘企稳，但主要原因是酒企控货、放缓发货，而不是需求扩张。

基金重仓比例处于历史底部区间，2026Q3 环比有所修复。2026Q3 末，白酒重仓比例呈现止跌回升迹象，重仓比例为 1.31%，环比+0.25pcts，但整体仓位仍处于历史底部区间，远低于 2018 年以来的平均重仓比例 5.22%；结构上，10 家白酒上市公司加仓，4 家减仓。水井坊和几家区域龙头加仓幅度比较大，五粮液、酒鬼酒、舍得酒业、口子窖环比减仓。

低估值+高股息为板块提供了较强的下行保护。截至 2026 年 10 月 31 日，白酒板块整体 PE-TTM（市值加权）为 21.61 倍，PE 五年分位数 15.21%；PB-MRQ（市值加权）为 4.10 倍，PB 五年分位数仅 7.18%，均处于极低分位，我们判断当前估值隐含的是“盈利不再恶化”的假设，而非“盈利复苏”的假设；主要龙头的股息率（12 个月）集中在 3.37%-7.49%区间。

投资建议：当前白酒行业具备估值底、筹码底、报表底的底部特征，但从需求端、价格端、盈利端来看，反转所需的条件尚未成立，判断当前为底部区域配置窗口，而反转仍需验证，可重点跟踪核心产品批价、春节动销和经销商打款，渠道库存去化情况以及合同负债等指标进行验证，一旦基本面持续出现改善的积极信号，白酒行业有望迎来反转。可以从业绩增长确定性、出清后期弹性、高股息防御三条主线选股。

风险因素：需求恢复不及预期、批价下行风险、渠道库存反复、费用投放超预期、政策风险。

万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

正文目录

1 2026Q1-3 与 2026Q3 业绩情况总览 4
1.1 总量：白酒板块 2026Q3 业绩延续下降态势，但降幅较 2026Q2 收窄 4
1.2 价格带分化：高端韧性、次高端最弱、区域龙头收入先修复 5
1.3 个股：多数酒企业绩仍处于下降通道 6
2 基金持股与估值分析 6
2.1 基金持股：重仓持股环比修复，但处于历史底部区间 6
2.2 估值：PB 和 PE 均处于五年低分位 8
3 去库存：价盘企稳，但终端需求仍未恢复 9
3.1 报表端：经销商打款意愿尚未恢复 9
3.2 价格端：价盘企稳但弹性不足 11
3.3 供给情况：产量继续收缩，酒企主动控制供给 11
4 投资建议与风险提示 12
4.1 投资建议：底部区域已现，反转仍需验证 12
4.2 风险提示 12

图表 1： 2026Q1-3 与 2026Q3 白酒板块业绩总体情况 4
图表 2： 2026Q1—2026Q3 白酒板块单季业绩拆解 4
图表 3： 2026Q3 营收增速相对 2026H1 的变化（百分点） 5
图表 4： 2026Q1-3 与 2026Q3 各价格带业绩及同比（单位：亿元） 5
图表 5： 2026Q1-3 与 2026Q3 白酒公司业绩及同比（单位：亿元） 6
图表 6： 2026Q3 白酒行业基金重仓比例 7
图表 7： 白酒公司基金重仓持股环比（2026Q3vs2026Q2） 7
图表 8： 白酒公司 PE-TTM 与 PB-MRQ 五年分位 8
图表 9： 19 家白酒公司估值水平（2026 年 10 月 31 日） 9
图表 10： 白酒板块合同负债、现金流 10
图表 11： 19 家白酒公司合同负债、现金流（单位：亿元） 10
图表 12： 高端白酒批价（元/瓶） 11
图表 13： 白酒月度产量及同比（2025 年 3 月—2026 年 9 月） 12

万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

1 2026Q1-3 与 2026Q3 业绩情况总览

1.1 总量：白酒板块 2026Q3 业绩延续下降态势，但降幅较 2026Q2 收窄

2026Q1-3白酒板块营收&归母净利润同比双降，2026Q3延续下降态势。2026Q1-3，19家A股白酒上市公司合计营业收入2655.08亿元，同比-7.63%；归母净利润973.68亿元，同比-9.55%；扣非归母净利润同比-9.74%。单季度看，2026Q3营业收入691.89亿元，同比-10.05%；归母净利润242.68亿元，同比-12.98%；扣非归母净利润同比-12.65%。

板块毛利率稳定，归母净利率有所下降。板块毛利率保持稳定，2026Q1-3为81.75%，同比仅-0.23pct，说明龙头没有通过直接降价换量。最终归母净利率36.67%，同比-0.78pct。

图表1：2026Q1-3与2026Q3白酒板块业绩总体情况

指标	2026Q1-3	同比	2026Q3	同比
营业收入（亿元）	2655.08	-7.63%	691.89	-10.05%
归母净利润（亿元）	973.68	-9.55%	242.68	-12.98%
扣非归母净利润（亿元）	967.86	-9.74%	242.88	-12.65%
毛利率	81.75%	-0.23pct	81.73%	+0.31pct
归母净利率	36.67%	-0.78pct	35.07%	-1.20pct

资料来源：同花顺iFinD、上市公司公告、万联证券研究所

2026Q3同比降幅较2026H1扩大，但较2026Q2收窄。2026Q1营收1318.27亿元、同比-0.66%，归母净利润520.53亿元、同比-1.73%；2026Q2营收644.91亿元、同比-17.11%，归母净利润210.48亿元、同比-21.44%，是本轮调整的单季低点；2026Q3营收691.89亿元、同比-10.05%，归母净利润242.68亿元、同比-12.98%，降幅较2026Q2有所收窄。

图表2：2026Q1—2026Q3 白酒板块单季业绩拆解

指标	2026Q1	同比	2026Q2	同比	2026H1	同比	2026Q3	同比	2026Q3 增速较 2026H1
营业收入（亿元）	1318.27	-0.66%	644.91	-17.11%	1963.19	-6.74%	691.89	-10.05%	-3.31pct
归母净利润（亿元）	520.53	-1.73%	210.48	-21.44%	731.00	-8.35%	242.68	-12.98%	-4.63pct

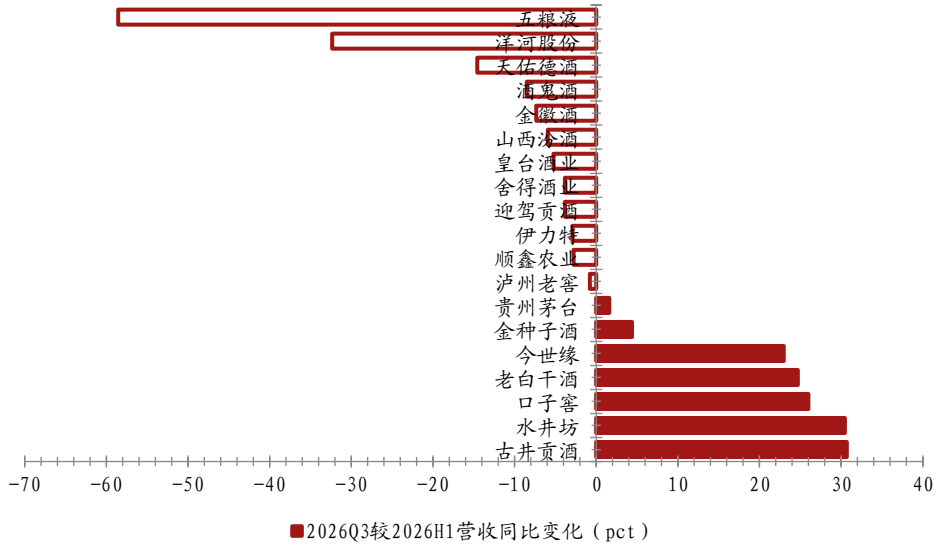
资料来源：同花顺iFinD、上市公司公告、万联证券研究所

注：2026Q3较2026H1为同比增速之差（百分点），负值表示2026Q3同比降幅扩大。

2026Q3业绩增速改善集中在区域龙头和低基数个股。2026Q3营收同比增速较2026H1改善的公司有7家：古井贡酒（+30.70pct）、水井坊（+30.46pct）、口子窖（+25.98pct）、老白干酒（+24.68pct）、今世缘（+22.95pct）、金种子酒（+4.37pct）、贵州茅台（+1.61pct）；走弱的公司有12家：五粮液（-58.55pct）、洋河股份（-32.34pct）、天佑德酒（-14.57pct）、酒鬼酒（-8.51pct）、金徽酒（-7.35pct）、山西汾酒（-5.93pct）、舍得酒业（-3.84pct）、迎驾贡酒（-3.83pct）、伊力特（-2.91pct）、顺鑫农业（-2.77pct）、泸州老窖（-0.78pct）、皇台酒业（-5.23pct），这说明2026Q3的“改善”集中在区域龙头和低基数个股，高端酒（五粮液、老窖）与次高端（洋河、汾酒）仍在加深出清。

万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

图表3：2026Q3 营收增速相对 2026H1 的变化（百分点）



资料来源：同花顺iFinD、上市公司公告、万联证券研究所

1.2 价格带分化：高端韧性、次高端最弱、区域龙头收入先修复

高端韧性、次高端最弱、区域龙头收入先修复。高端酒2026Q1-3营收同比-2.04%、归母净利润-2.46%，主要靠茅台正增长与五粮液报表调整后的低基数高增支撑；但2026Q3单季高端营收同比-7.49%、归母净利润同比-8.00%，五粮液、老窖深度去库抵消了茅台的正增长。次高端是压力最大的价格带，2026Q1-3营收同比-20.53%、归母净利润同比-34.54%，2026Q3营收同比-26.80%，归母净利润同比-49.64%，汾酒、洋河、舍得、水井坊、酒鬼酒均处于深度调整。区域龙头2026Q3营收同比+6.72%，今世缘、迎驾、老白干、口子窖、古井均实现收入正增长，但利润同比-13.31%，古井单季归母净利润-68.04%是主要拖累。

图表4：2026Q1-3 与 2026Q3 各价格带业绩及同比（单位：亿元）

价格带	公司数（家）	2026Q1-3 营收	同比	2026Q1-3 归母	同比	2026Q3 营收	同比	2026Q3 归母	同比
高端（茅五泸）	3	1784.97	-2.04%	798.49	-2.46%	489.05	-7.49%	222.40	-8.00%
次高端	5	459.55	-20.53%	105.83	-34.54%	104.71	-26.80%	13.91	-49.64%
区域龙头	6	342.51	-11.34%	72.29	-23.79%	83.97	+6.72%	9.81	-13.31%
其他	5	68.06	-22.34%	-2.93	亏损扩大	14.16	-24.88%	-3.44	亏损扩大
19 家合计	19	2655.08	-7.63%	973.68	-9.55%	691.89	-10.05%	242.68	-12.98%

资料来源：同花顺iFinD、上市公司公告、万联证券研究所

注：高端=贵州茅台、五粮液、泸州老窖；次高端=山西汾酒、洋河股份、舍得酒业、水井坊、酒鬼酒；区域龙头=古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、口子窖、老白干酒、金徽酒；其他=伊力特、金种子酒、皇台酒业、顺鑫农业、天佑德酒。

万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

1.3 个股：多数酒企业绩仍处于下降通道

只有少数酒企业绩正增长，多数酒企业绩仍处于下降通道。2026Q1-3营业收入正增长的公司只有4家：五粮液（+7.25%）、迎驾贡酒（+6.93%）、贵州茅台（+1.96%）、金徽酒（+1.45%）。归母净利润正增长的公司为五粮液（+49.98%）、酒鬼酒（+154.05%，低基数亏损收窄）、迎驾贡酒（+4.25%）、金种子酒（+1.94%，亏损收窄）。其中五粮液的业绩增长主要来自报表追溯调整的影响。利润贡献分解更能说明问题：2026Q1-3板块归母净利润同比减少102.78亿元，其中泸州老窖-50.91亿元、山西汾酒-30.67亿元、洋河股份-21.44亿元、古井贡酒-17.00亿元；五粮液+32.36亿元形成对冲。剔除五粮液后，板块归母净利润同比约-13.35%。2026Q3单季，五粮液、泸州老窖、洋河股份合计拖累归母净利润约30.63亿元，占板块降幅的84.65%。

图表5：2026Q1-3 与 2026Q3 白酒公司业绩及同比（单位：亿元）

公司	价格带	2026Q1-3 营收	同比	2026Q1-3 归母	同比	2026Q3 营收	同比	2026Q3 归母	同比
五粮液	高端	328.58	+7.25%	97.11	+49.98%	44.42	-37.68%	9.58	-48.25%
贵州茅台	高端	1309.71	+1.96%	644.67	-0.25%	402.67	+3.08%	199.51	+3.78%
泸州老窖	高端	146.68	-36.58%	56.71	-47.31%	41.95	-37.14%	13.32	-57.03%
酒鬼酒	次高端	7.00	-7.80%	0.05	+154.05%	1.70	-14.09%	-0.07	+62.59%
山西汾酒	次高端	283.82	-13.80%	83.38	-26.89%	73.38	-18.11%	18.99	-34.52%
舍得酒业	次高端	30.96	-16.38%	1.95	-58.76%	8.09	-19.18%	0.50	+72.44%
水井坊	次高端	19.55	-16.75%	2.14	-34.30%	8.73	+2.69%	2.20	-0.09%
洋河股份	次高端	118.22	-34.65%	18.31	-53.94%	12.81	-61.10%	-7.71	-109.12%
迎驾贡酒	区域龙头	48.29	+6.93%	15.75	+4.25%	14.13	+4.25%	4.14	+8.58%
金徽酒	区域龙头	23.39	+1.45%	1.78	-44.90%	5.23	-4.16%	-0.36	-239.78%
今世缘	区域龙头	86.66	-2.42%	25.03	-1.80%	22.30	+15.54%	4.22	+31.59%
老白干酒	区域龙头	30.32	-8.94%	3.28	-17.95%	9.29	+9.45%	0.67	-15.88%
口子窖	区域龙头	26.14	-17.62%	3.84	-48.23%	6.63	+3.09%	0.19	-28.41%
古井贡酒	区域龙头	127.70	-22.25%	22.60	-42.94%	26.39	+3.69%	0.95	-68.04%
皇台酒业	其他	0.72	-17.76%	-0.18	-150.82%	0.23	-21.22%	-0.01	+58.22%
顺鑫农业	其他	48.26	-17.78%	-1.95	-352.78%	10.22	-19.95%	-2.35	-144.98%
天佑德酒	其他	7.21	-18.10%	-0.39	-277.60%	1.46	-29.26%	-0.49	-65.89%
伊力特	其他	8.75	-32.64%	0.56	-58.86%	1.49	-35.04%	-0.25	-0.40%
金种子酒	其他	3.13	-50.19%	-0.99	+1.94%	0.77	-46.82%	-0.34	-19.13%

资料来源：同花顺iFinD、上市公司公告、万联证券研究所

注：公司按价格带分组，组内按2026Q1-3营业收入同比降序排列

2 基金持股与估值分析

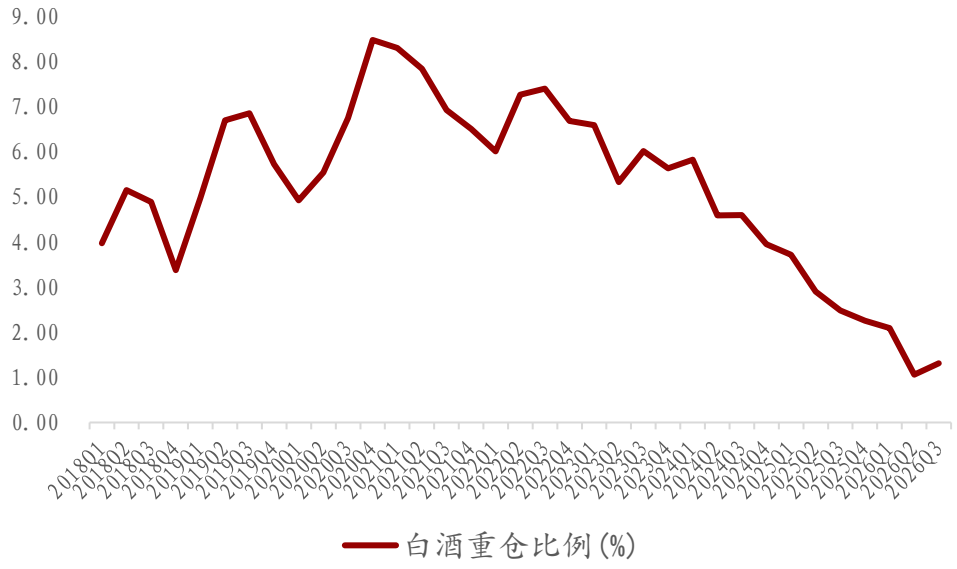
2.1 基金持股：重仓持股环比修复，但处于历史底部区间

2026Q3基金对白酒板块的重仓持股数量环比有所提升。2026Q3末，白酒重仓比例呈现止跌回升迹象，重仓比例为1.31%，环比+0.25pcts，但整体仓位仍处于历史底部区间，远低于2018年以来的平均重仓比例5.22%。公募基金重仓持有14家白酒公司市值合计

万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

1032.49亿元，环比+5.06%；持股数量合计8.10亿股，环比+10.26%。

图表6：2026Q3白酒行业基金重仓比例



资料来源：Wind、万联证券研究所

水井坊和几家区域龙头加仓幅度比较大。结构上，10家白酒上市公司加仓，4家减仓。其中加仓（持股数量）集中在贵州茅台（+9.77%）、泸州老窖（+4.80%）、山西汾酒（+8.13%）、洋河股份（+5.26%）、水井坊（+40726.65%）、今世缘（+18.02%）、古井贡酒（+10.31%）、迎驾贡酒（+16.93%）等个股，水井坊的加仓幅度最大，几家区域龙头加仓幅度也比较大，但持仓绝对额仍集中在茅台（占板块基金持仓的52.80%）。减仓集中在五粮液（-12.56%）、酒鬼酒（-2.36%）、舍得酒业（-83.10%）、口子窖（-17.21%）。从持仓占流通股比例看，古井贡酒（11.08%）、泸州老窖（10.76%）、山西汾酒（9.37%）、今世缘（9.18%）、洋河股份（7.34%）、迎驾贡酒（5.70%）是基金最“重”的六家；贵州茅台虽然绝对持仓市值最大，但占流通股比仅3.47%，说明基金对龙头的配置并不拥挤。

图表7：白酒公司基金重仓持股环比（2026Q3vs2026Q2）

公司	价格带	2026Q3持股市值（亿元）	环比	2026Q3持股数量（万股）	环比	2026Q3持股占流通股比例	占比变化（pct）
贵州茅台	高端	545.20	16.54%	4,331.71	9.77%	3.47%	0.31
泸州老窖	高端	114.39	-2.28%	15,826.52	4.80%	10.76%	0.49
五粮液	高端	94.35	-17.21%	13,467.41	-12.56%	3.47%	-0.50
山西汾酒	次高端	132.11	14.29%	11,428.24	8.13%	9.37%	0.70
洋河股份	次高端	41.16	2.77%	11,050.48	5.26%	7.34%	0.37
酒鬼酒	次高端	5.90	-18.07%	1,608.86	-2.36%	4.95%	-0.12
水井坊	次高端	5.57	37614.95%	2,127.07	40726.65%	4.36%	4.35
舍得酒业	次高端	1.08	-84.45%	329.22	-83.10%	0.99%	-4.88
古井贡酒	区域龙头	42.36	29.31%	4,527.84	10.31%	11.08%	1.04
今世缘	区域龙头	32.15	39.82%	11,446.89	18.02%	9.18%	1.40
迎驾贡酒	区域龙头	17.65	52.96%	4,557.57	16.93%	5.70%	0.83

万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

口子窖	区域龙头	0.30	-21.20%	168.26	-17.21%	0.28%	-0.06
金徽酒	区域龙头	0.26	115.67%	148.47	86.54%	0.29%	0.14
老白干酒	区域龙头	0.01	-	8.40		0.01%	0.01
合计		**1032.49**	**5.06%**	**81,026.92**	**10.26%**	—	—

资料来源：Wind、万联证券研究所

2.2 估值：PB 和 PE 均处于五年低分位

PE五年分位数15.21%，PB五年分位数仅7.18%。截至2026年10月31日，白酒板块整体PE-TTM（市值加权）为21.61倍，PE五年分位数15.21%；PB-MRQ（市值加权）为4.10倍，PB五年分位数仅7.18%，均处于低分位。

图表8：白酒公司 PE-TTM 与 PB-MRQ 五年分位

SW指数	区间最大值	区间最小值	当前值	历史均值百分位
PE-TTM	51.51	16.24	21.61	15.21%
PB-MRQ	12.83	3.42	4.10	7.18%

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

注：PE/PB为2026-10-31收盘口径，历史分位区间为2021-11-03至2026-10-31

从个股来看：

贵州茅台：PE21.18倍、五年分位9.43%，PB6.42倍、分位8.24%，股息率3.74%。估值在龙头中不算极低，但盈利确定性最高，2026Q3是唯一营收、利润均正增长的高端酒。

五粮液：PE23.79倍、分位30.86%，PB2.45倍、分位2.78%，股息率6.90%。PE分位偏高是因为2025年利润基数被大幅下修，PB分位更能反映真实估值；2026Q3深度去库后，2027年低基数弹性值得关注。

山西汾酒：PE16.78倍、分位7.81%，PB3.85倍、分位3.84%，股息率5.20%。PE和PB分位均处低位，但2026Q3毛利率同比下降幅度较大，结构下移与货折压力仍需观察。

泸州老窖：PE19.77倍、分位22.77%，PB2.41倍、分位2.27%，股息率7.49%。PB分位极低、股息率最高，但2026Q3营收-37.14%、归母净利润-57.03%，报表仍在深度出清。

洋河股份：PE因利润接近零而失真，PB1.20倍、分位0.43%，股息率3.97%。PB是板块极低，但2026Q3亏损7.71亿元，基本面尚未企稳，低估值不等于低风险。

古井贡酒：PE27.36倍、分位数29.83%，PB2.02倍、分位6.02%，股息率4.60%。2026Q3收入+3.69%，但归母净利润-68.04%，费用投放吞噬利润，属于收入修复、利润待验证的类型。

估值结论：估值和股息率已经提供了较强的下行保护。主要龙头的股息率（12个月）集中在3.37%-7.49%区间，当前估值隐含的是“盈利不再恶化”的假设，而不是“盈利复苏”的假设。但若2027年春节回款和批价不及预期，PB的低分位仍可能被进一步的净资产回报率下修打破。

万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

图表9：19家白酒公司估值水平（2026年10月31日）

公司	PE-TTM	PE五年分位	PB-MRQ	PB五年分位	股息率(12个月，%)
水井坊	42.36	68.90%	2.39	0.29%	0.99
洋河股份	NM	-	1.20	0.43%	3.97
酒鬼酒	NM	-	3.08	0.51%	0.87
舍得酒业	NM	-	1.56	0.69%	0.93
伊力特	31.66	19.86%	1.15	0.71%	4.74
口子窖	34.35	84.55%	1.03	0.94%	2.75
老白干酒	28.70	14.19%	1.86	1.63%	1.78
泸州老窖	19.77	22.77%	2.41	2.27%	7.49
天佑德酒	NM	-	1.12	2.43%	0.08
五粮液	23.79	30.86%	2.45	2.78%	6.90
山西汾酒	16.78	7.81%	3.85	3.84%	5.20
古井贡酒	27.36	29.83%	2.02	6.02%	4.60
金种子酒	NM	-	2.48	6.43%	-
金徽酒	39.63	46.87%	2.53	7.66%	4.26
贵州茅台	21.18	9.43%	6.42	8.24%	3.74
顺鑫农业	NM	-	1.32	9.48%	-
今世缘	16.38	15.99%	2.38	10.29%	3.57
迎驾贡酒	17.36	17.36%	3.23	11.37%	3.37
皇台酒业	748.90	29.46%	16.40	18.80%	-

资料来源：同花顺iFinD、上市公司公告、万联证券研究所

注：按照PB五年分位排序；PE/PB为2026-10-31收盘口径，历史分位区间为2021-10-31至2026-10-31；洋河PE因TTM归母净利润接近零，已标注NM；亏损公司PE为负，分位不具意义，已标注NM。

3 去库存：价盘企稳，但终端需求仍未恢复

3.1 报表端：经销商打款意愿尚未恢复

多数酒企合同负债仍在收缩。合同负债是渠道信心的领先指标，2026Q3末板块合同负债296.70亿元，同比-24.69%；剔除茅台后-12.83%。个股分化极大：茅台-73.10%（从77.49亿元降至20.84亿元）、泸州老窖-39.64%、口子窖-53.42%、古井贡酒-28.72%、洋河股份-23.77%；只有三家酒企合同负债同比正增长，包括今世缘+59.28%、金徽酒+30.26%、舍得酒业+6.17%。茅台合同负债大幅下降，与其直营化、i茅台放量和渠道政策调整有关，而非需求下降；但除茅台外，多数酒企合同负债仍在收缩，说明经销商打款意愿尚未恢复。

剔除茅台后，板块现金流同比还在下降。上市酒企2026Q1-3经营现金流净额1022.98亿元，同比+16.65%，看似强劲；但茅台一家贡献840.59亿元，剔除茅台后仅182.39亿元，同比-63.16%。说明板块现金流的改善是“茅台现象”，不是行业普遍现象。2026Q3单季经营现金流215.20亿元，同比-21.09%，也印证了这一观点。

万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

图表10：白酒板块合同负债、现金流

指标	金额（亿元）	同比	说明
合同负债 2026Q3 末	296.70	-24.69%	剔除茅台-12.83%
销售收现 2026Q1-3	2786.38	-18.54%	回款仍弱于收入
销售收现 2026Q3	784.91	-6.48%	2026Q3 收现比 113.44%
经营现金流 2026Q1-3	1022.98	16.65%	剔除茅台-63.16%
经营现金流 2026Q3	215.20	-21.09%	行业整体仍承压

资料来源：同花顺iFinD、上市公司公告、万联证券研究所

图表11：19 家白酒公司合同负债、现金流（单位：亿元）

公司	合同负债 2026Q3 末	同比	销售收现 2026Q1-3	同比	销售收现 2026Q3	同比	经营现金流净额 2026Q1-3	同比	经营现金流净额 2026Q3	同比
今世缘	8.28	59.28%	88.19	0.86%	22.24	8.81%	21.26	134.44%	5.10	402.97%
金徽酒	8.23	30.26%	26.66	2.91%	7.44	12.34%	2.17	-23.26%	0.05	114.39%
舍得酒业	1.20	6.17%	34.32	-7.22%	10.48	13.37%	1.49	160.93%	1.76	156.29%
水井坊	8.55	-0.85%	18.95	-17.79%	10.25	76.11%	5.88	167.88%	6.62	283.16%
山西汾酒	56.13	-2.91%	279.38	-3.91%	61.62	-26.15%	79.34	-11.67%	12.83	-57.27%
五粮液	89.27	-3.68%	326.90	-57.33%	72.06	0.91%	0.47	-99.83%	22.00	176.15%
酒鬼酒	1.11	-4.88%	6.72	1.91%	1.24	-39.57%	-1.81	44.53%	-0.75	18.77%
迎驾贡酒	4.54	-5.74%	54.01	7.68%	15.58	2.01%	15.91	101.76%	5.16	9.33%
金种子酒	1.55	-9.92%	2.81	-50.84%	0.95	-45.75%	-1.97	-67.05%	-0.37	-3427.87%
皇台酒业	0.03	-15.70%	0.73	-19.21%	0.26	-28.60%	-0.38	-167.53%	0.03	-71.53%
老白干酒	9.64	-20.17%	32.24	-4.72%	10.61	21.82%	4.21	446.41%	2.30	403.71%
天佑德酒	0.52	-20.58%	8.13	-16.90%	1.65	-30.13%	0.94	76.39%	-0.25	-2955.04%
伊力特	0.30	-21.28%	7.33	-29.27%	1.85	-16.50%	-3.88	-41.33%	-1.05	-68.87%
洋河股份	48.96	-23.77%	107.07	-37.16%	19.69	-57.74%	1.16	-88.04%	-2.19	-162.59%
顺鑫农业	3.22	-27.12%	45.97	-8.99%	13.93	-11.93%	-6.00	26.75%	0.35	-73.26%
古井贡酒	9.58	-28.72%	137.05	-21.84%	32.84	41.37%	21.21	-19.27%	5.78	137.87%
泸州老窖	23.16	-39.64%	151.61	-41.49%	44.17	-44.53%	44.45	-54.74%	23.64	-37.10%
口子窖	1.58	-53.42%	23.06	-22.67%	7.02	-3.68%	-2.06	47.17%	0.50	773.40%
贵州茅台	20.84	-73.10%	1,435.23	3.41%	451.01	3.19%	840.59	120.07%	133.68	-46.69%

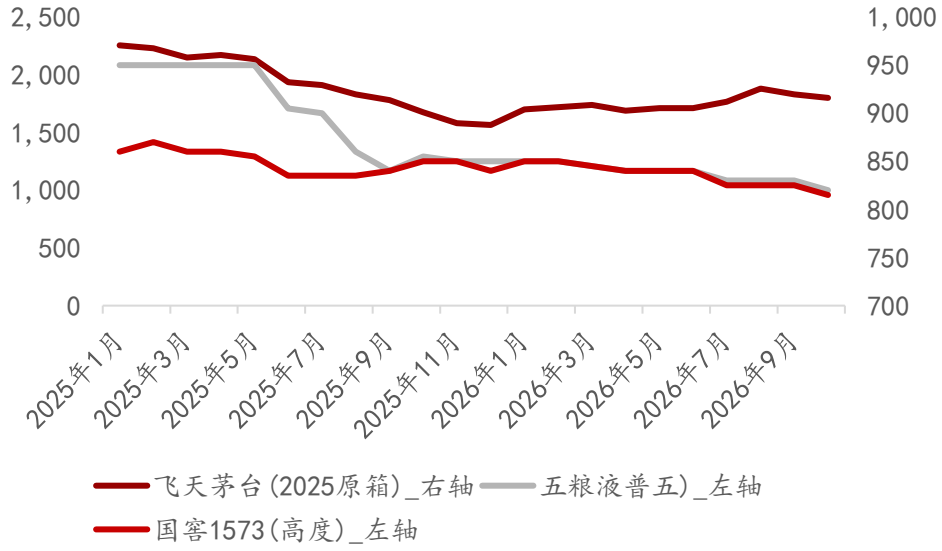
资料来源：同花顺iFinD、上市公司公告、万联证券研究所

万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

3.2 价格端：价盘企稳但弹性不足

按2025年1月末至2026年10月末的同口径计算，飞天茅台（2025原箱）由2255元回落至1800元，累计-20.2%；普五由950元回落至820元，累计-13.7%；国窖1573由860元回落至815元，累计-5.2%，下跌幅度最小，但其跌势收敛最晚，2026年的下跌集中在7月之后。从月度序列看，三者的跌幅高度集中在2025年5-12月这一段，2026年之后转入低位震荡，价格的单边下行已经结束。中秋国庆双节后，批价小幅回落，但飞天茅台仍高于6月末水平，而普五、国窖1573较6月略有下降。我们判断批价企稳的主要原因是酒企控货、放缓发货，而不是需求扩张。

图表12：高端白酒批价（元/瓶）



资料来源：今日酒价、万联证券研究所

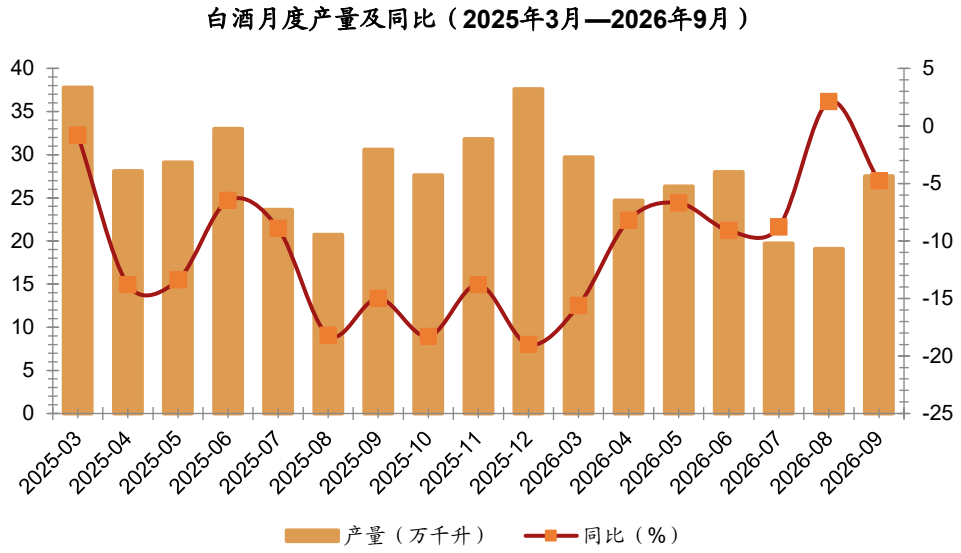
注：飞天为500ml/53度原箱（2025年1月25日前以2024年原箱衔接），普五为第八代52度500ml，国窖1573为52度500ml。

3.3 供给情况：产量继续收缩，酒企主动控制供给

2026年1-9月，规模以上白酒产量235.4万千升，同比-3.9%；9月单月27.5万千升，同比-4.8%。从月度序列看，产量连续收缩，同比持续为负（只有8月转正），说明酒企在主动控制供给，但也意味着行业仍处于去库存和稳价格的负反馈中。

万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

图表13：白酒月度产量及同比（2025年3月—2026年9月）



资料来源：国家统计局、同花顺iFinD、万联证券研究所

4 投资建议与风险提示

4.1 投资建议：底部区域已现，反转仍需验证

当前白酒行业具备三个底部特征：①估值底，10月末PE、PB五年分位数分别为15.21%、7.18%，龙头股息率普遍3.37%-7.49%；②筹码底，2026Q3基金重仓比例为1.31%，远低于2018年以来的平均重仓比例5.22%，处于底部低配状态；③报表底，2026Q3业绩同比增速较2026Q2环比改善，渠道去杠杆最剧烈的阶段已过。

但反转所需的三个条件尚未成立：①需求端，2026Q3板块营收同比仍下降，终端动销没有恢复；②价格端，飞天、普五批价仍在低位，酒企靠控货维持价盘；③盈利端，2026Q3归母净利润-12.98%，且同比降幅较2026H1扩大4.63pct，费用刚性仍在。因此，我们认为当前是底部区域的配置窗口，反转仍需验证。

可重点跟踪龙头核心产品的批价是否能持续企稳并回升，即将到来的2027年春节备货动销情况和经销商打款意愿是否能达到酒企目标，渠道库存是否能降至比较健康的水平，以及合同负债同比能否转正等指标。一旦基本面持续出现改善的积极信号，白酒行业有望迎来反转。可以从三条主线进行选股：①业绩增长确定性主线，建议重点关注2026Q3业绩表现较好的酒企；②出清后期弹性主线，建议可关注报表层面仍处于深度出清，但估值较低，已反映较多悲观预期的酒企，一旦需求企稳，在低基数效应下弹性较大；③高股息防御主线，在市场风险偏好下降的背景下，具备高分红高股息率的白酒企业具备吸引力。

4.2 风险提示

1.需求恢复不及预期：白酒消费与商务宴请、婚宴、礼赠场景高度相关，若宏观经济或政策环境继续压制需求，2027年春节动销可能低于预期。

2.批价下行风险：飞天、普五批价若跌破关键点位，将引发渠道抛售、经销商亏损，进而影响回款与报表。

3. 渠道库存反复：部分区域酒库存仍偏高，若2026Q4去化不及预期，2027年春节后可能再次压货。

4. 费用投放超预期：为争夺份额，酒企可能加大消费者培育、扫码返利、宴席投入，导致利润率继续下行。

5. 政策风险：禁酒令、公务消费限制等政策若进一步收紧，将压制高端酒需求。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

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

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场