



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）

liuchengqian@gjzq.com.cn

yetao@gjzq.com.cn

白酒符合预期延续出清，啤酒量价稳健、成本红利持续释放

投资逻辑

白酒板块：行业延续出清，关注α酒企底部配置价值。白酒板块 25Q4&26Q1 延续出清态势、符合市场预期；我们认为当前行业价盘已呈筑底态势、行业去库渐近尾声，低基数下酒企业绩或向动销逐步收敛。建议关注板块底仓配置价值，行业已经度过出清斜率最为陡峭的阶段，市场动销预期、EPS 预期均处于相对谨慎状态，具备差异化竞争优势的禀赋型酒企具备穿越周期的能力，且头部酒企已具备不错股息率、胜率可观。

收入端：出清符合预期，预计行业去库已至后期。2025 年板块实现营收 3584 亿元，同比-18%；合并 25Q4+26Q1 实现营收 2029 亿元，同比-13%，出清斜率环比有所收窄。剔除头部 Top2 酒企后板块 25Q4+26Q1 实现营收 758 亿元，同比-20%。25Q4+26Q1 板块销售收现 2109 亿元，同比-23%、跌幅略高于营收端；26Q1 末白酒板块预收款余额合计 419 亿元，同比-5%。预计行业去库已经步入相对后期，26Q2 行业出清斜率环比或进一步收窄、26H2 低基数下有望筑底。

利润端：利润率仍较承压，营收端缺口及结构弱化是主因。2025 年板块实现归母净利 1266 亿元，同比-24%；合并 25Q4+26Q1 实现归母净利 710 亿元，同比-19%、跌幅略高于营收端。剔除头部 Top2 酒企后板块 25Q4 实现归母净利-12 亿元、在此轮周期中首次录得单季度亏损；26Q1 实现归母净利 168 亿元，同比-23%。拆分来看，毛利率同比承压主要系酒企销量下滑但固定成本仍需摊销以及产品结构普遍有所弱化，销售费用率同比提升系营收端承压所致。

机构持仓：指数持股环减，主动权益缓减但节奏趋缓，北上持股环增贵州茅台。截至 26Q1 末，基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 2.09%，环比-0.17pct，介于 16Q4~17Q1 间水平。其中，26Q1 末主动权益基金对白酒板块超配比例持续回落、降至 0.47%，环比-0.09pct，超配比例降至 16Q4 前水平。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+0.3pct）与五粮液（环比-0.2pct 至 2.1%）。

啤酒板块：量价表现稳健，成本红利超预期释放。目前行业景气度持续底部企稳，行业竞争格局稳定，酒企业绩置信度与股息水平相对可观。短期行业将步入旺季，本身具备季节性催化；中期餐饮修复赋予行业量价潜在弹性。

2025 年板块实现营收 1064 亿元，同比+0.5%；实现归母净利 118 亿元，同比-2.4%。其中，A 股重点标的实现扣非归母净利 77 亿元，同比+10.0%；扣非归母净利率为 11.2%，同比+0.8pct。拆分量价来看，2025 年酒企均录得销量正增、表现优于行业整体；吨价虽有所分化，但产品结构提升逻辑仍在兑现。细拆利润弹性来看，2025 年板块利润弹性主要得益于毛销差提升，期内板块毛销差为 27.7%，同比+2.0pct；其中，毛利率同比+1.5pct 至 44.1%，销售费用率同比-0.5pct 至 16.4%，毛利率明显提升主要得益于期内成本红利。

26Q1 A 股重点标的实现营收 200 亿元，同比+0.9%；实现归母净利 26.8 亿元，同比+7.0%；实现扣非归母净利 25.6 亿元，同比+8.2%。利润端表现好于预期，主要系期内酒企成本端仍有明显红利，预计铝罐外玻瓶/包材等成本下降对冲铝罐涨价影响、销量提升带动固定成本摊销平复且精细化生产成效持续显现。

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：行业延续出清，关注 α 酒企底部配置价值.....	4
1. 收入端：出清符合预期，预计行业去库已至后期.....	4
2. 利润端：利润率仍较承压，营收端缺口及结构弱化是主因.....	8
3. 机构持仓：指数持股环减，主动权益缓减但节奏趋缓，北上持股环增贵州茅台.....	13
4. 投资建议：看好板块底部配置价值，推荐布局 α 酒企.....	16
啤酒板块：量价表现稳健，成本红利超预期释放.....	23
风险提示.....	27

图表目录

图表 1： 2025 年及 2026Q1 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： 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）.....	5
图表 5： 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）..	5
图表 6： 2025 年末及 2026Q1 末白酒板块重点标的预收款规模（亿元）及同比增速.....	6
图表 7： 2025 年及 2026Q1 白酒板块重点标的销售收现规模（亿元）及同比增速.....	7
图表 8： 2018 年至今白酒板块各子板块季度末应收款项余额（亿元）.....	7
图表 9： 2025 年及 2026Q1 白酒板块重点标的归母净利（亿元）及同比增速.....	8
图表 10： 2019 年至今分季度白酒板块归母净利同比增速.....	9
图表 11： 2019 年至今分季度白酒板块各子板块归母净利同比增速.....	9
图表 12： 2017 年至今白酒板块归母净利率及毛利率.....	9
图表 13： 2017 年至今白酒板块分子板块毛销差.....	9
图表 14： 2025 年及 2026Q1 白酒板块重点标的归母净利率及毛销差.....	10
图表 15： 2023~2025 年白酒板块重点标的销量及吨价同比情况.....	11
图表 16： 2025 年及 2026Q1 白酒板块重点标的毛利率及销售费用率.....	11
图表 17： 2025 年及 2026Q1 白酒板块重点标的管理费用率及税金及附加占比.....	12
图表 18： 2026Q1 末白酒板块重点标的基金重仓持股情况及环比变化.....	13
图表 19： 2010 年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况.....	14
图表 20： 2010 年至今分季度白酒行业主动权益基金超配情况梳理.....	14
图表 21： 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.....	15
图表 22： 2024 年至今季度末白酒板块重点标的沪深港通持股占比.....	15
图表 23： 2025 年初至今白酒指数及其相较于沪深 300 指数收益率情况.....	16



图表 24:	PPI 同比在 2026 年 3 月回正	16
图表 25:	2026 年 3 月房地产开发投资同比跌幅环比收窄	16
图表 26:	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	17
图表 27:	飞天茅台批价自 2026 年初以来企稳回升	17
图表 28:	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	17
图表 29:	主要非标茅台酒批价亦自 2026 年初以来企稳回升	18
图表 30:	M1 同比变动方向性领先飞天茅台批价同比变动 6~18 个月	18
图表 31:	白酒板块重点标的当前 PE-TTM 及股息率梳理	19
图表 32:	贵州茅台 forward PE 位于 2016 年至今 11%分位	20
图表 33:	五粮液 forward PE 位于 2016 年至今 4%分位	20
图表 34:	山西汾酒 forward PE 位于 2016 年至今 1%分位	20
图表 35:	泸州老窖 forward PE 位于 2016 年至今 8%分位	20
图表 36:	白酒板块重点标的 2026Q1 末货币资金及类货币资金金额梳理	20
图表 37:	2019 年至今白酒板块分季度销售收现 (亿元) 及同比增速	21
图表 38:	2019 年至今白酒板块分季度经营性现金净流量 (亿元) 及同比增速	21
图表 39:	2011~2016 年白酒指数、全 A 综指走势及关键事件梳理	22
图表 40:	部分酒企 2026 年一致预期营业收入与归母净利润录得正增长	22
图表 41:	2019~2025 年啤酒板块营业收入及同比增速	23
图表 42:	2019~2025 年啤酒板块归母净利润及同比增速	23
图表 43:	2019~2025 年 A 股啤酒酒企扣非归母净利润及同比增速	23
图表 44:	2019~2025 年 A 股啤酒酒企扣非归母净利率梳理	23
图表 45:	2025 年啤酒板块重点标的啤酒业务营业收入及量价情况梳理	24
图表 46:	2019~2025 年啤酒板块毛利率及毛销差	25
图表 47:	2019~2025 年啤酒板块销售/管理费用率	25
图表 48:	2021Q1 至今 A 股啤酒酒企分季度营业收入 (亿元)	25
图表 49:	2021Q1 至今 A 股啤酒酒企分季度扣非归母净利润 (亿元)	25
图表 50:	2024Q1 至今青岛啤酒分季度吨成本及同比增速	25
图表 51:	2024Q1 至今重庆啤酒分季度吨成本及同比增速	25
图表 52:	2024 年至今玻璃现货价走势梳理	26
图表 53:	2024 年至今瓦楞纸价格走势梳理	26
图表 54:	2024 年至今铝锭价格走势梳理	26
图表 55:	2023 年至今大麦进口均价走势梳理	26
图表 56:	2024Q1 至今 A 股啤酒酒企分季度经营情况梳理	26
图表 57:	2021 年至今分月度啤酒行业产量 (万千升) 梳理	27



白酒板块：行业延续出清，关注α酒企底部配置价值

1. 收入端：出清符合预期，预计行业去库已至后期

2025 年白酒板块合计实现营收 3584 亿元，同比-18%；其中 25Q4 实现营收 711 亿元，同比-30%。26Q1 白酒板块实现营收 1318 亿元，同比-1%；合并 25Q4+26Q1 来看，白酒板块实现营收 2029 亿元，同比-13%（25Q3 白酒板块营收同比-20%），我们此前预期 25Q4+26Q1 会延续 25Q3 相似的出清斜率，实际出清斜率已环比有所收窄。

考虑到 25Q2 白酒板块营收同比-15%，叠加我们判断当前行业去库已经步入相对后期，我们预计 26Q2 行业层面营收跌幅环比会较 25Q4+26Q1 进一步收窄、26H2 低基数下或将筑底恢复。

从板块内部来看，仅出清节奏相对较早、出清深度亦相对彻底的酒鬼酒合并 25Q4+26Q1 来看录得营收正增长（同比+15%），除此以外其余酒企表现营收仍有不同幅度下滑，其中同比下滑幅度在 10% 以内的包括山西汾酒（同比-2%）、迎驾贡酒（同比-4%）、金徽酒（同比-5%）及贵州茅台（同比-6%）。

如果剔除头部 Top2 酒企（贵州茅台与五粮液）、白酒板块 25Q4+26Q1 实现营收 758 亿元，同比-20%（25Q3 同口径营收同比-22%，环比跌幅小幅收窄）。白酒板块整体单季度营收转负始于 25Q1，剔除头部 Top2 酒企口径下营收转负始于 24Q3，这意味着非头部酒企出清节奏较头部酒企而言领先约 2 个季度（对应 1 个旺季，即 2024 年中秋&国庆）。

图表1：2025 年及 2026Q1 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	25Q4	YOY	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4+26Q1	YOY
高端	贵州茅台	404	-19%	1688	-1%	539	7%	943	-6%
	五粮液	99	-53%	405	-55%	228	34%	327	-15%
	泸州老窖	26	-62%	257	-18%	80	-14%	106	-35%
	合计	529	-32%	2351	-19%	848	10%	1377	-11%
次高端	山西汾酒		25%	387	8%	149	-10%	207	-2%
	舍得酒业	7	-20%	44	-18%	15	-6%	22	-11%
	水井坊	7	-52%	30	-42%	8	-15%	15	-37%
	酒鬼酒	3	50%	11	-22%	3	-8%	7	15%
	合计	75	5%	473	-2%	175	-10%	251	-6%
区域酒及其他	洋河股份	11	-18%	192	-33%	82	-26%	93	-25%
	今世缘	13	-19%	102	-12%	43	-15%	56	-16%
	古井贡酒	24	-47%	188	-20%	74	-19%	99	-28%
	迎驾贡酒	15	-18%	60	-18%	22	9%	37	-4%
	口子窖	8	-51%	40	-34%	14	-24%	22	-37%
	金种子酒	1	-21%	7	-22%	2	-36%	3	-32%
	老白干酒	8	-38%	41	-23%	12	4%	20	-17%
	金徽酒	6	-12%	29	-3%	11	-1%	17	-5%
	伊力特	4	-23%	17	-22%	6	-24%	10	-23%
	天佑德酒	2	-18%	11	-12%	4	-6%	6	-10%
	顺鑫农业	14	-25%	72	-21%	24	-26%	38	-26%
	合计	106	-32%	760	-23%	295	-19%	401	-23%
	白酒板块合计	711	-30%	3584	-18%	1318	-1%	2029	-13%

来源：I find，国金证券研究所

我们认为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趋势。2025 年春节及节后行业动销表现与 2024 年相似，即春节动销录得低预期下略超预期的表现、而节后动销反馈同样转淡。

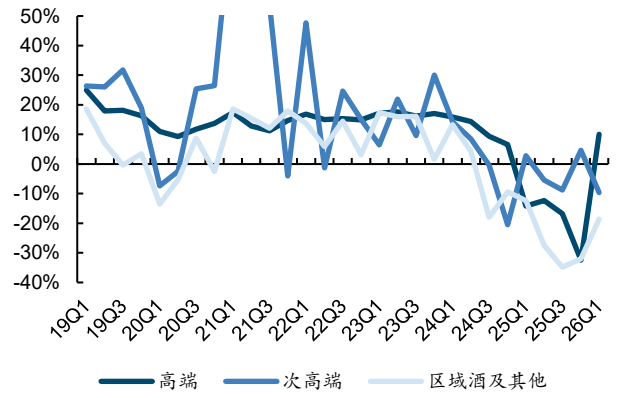
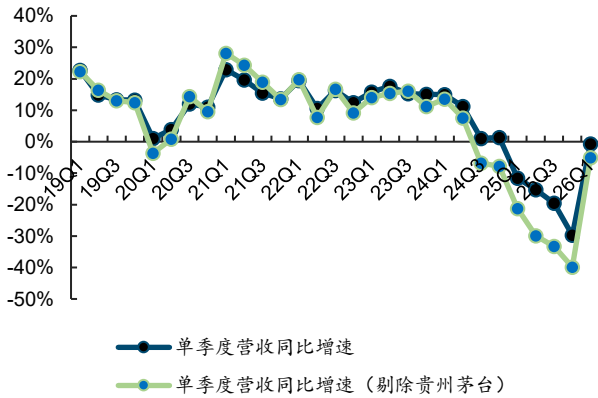


居民端与企业端本身相对谨慎&疲软的消费情绪，叠加 2025 年 5 月 18 日中共中央、国务院印发修订后《党政机关厉行节约反对浪费条例》、消费场景约束超预期地对行业需求产生影响。至 2025 年中秋&国庆旺季时，行业层面动销反馈已印证“禁酒令”等外部风险事件对白酒消费场景的约束有环比改善迹象，该趋势在 2026 年春节旺季得到进一步证实。

将动销反馈同表观情况对照来看：2025 年中秋&国庆动销预计录得约 20%幅度下滑，这与白酒板块 25Q3 营收跌幅相似（剔除 Top2 25Q3 板块营收同比-22%）；2026 年春节动销预计录得 10~15%幅度下滑，该幅度与白酒板块 25Q4+26Q1 营收跌幅亦相似（剔除 Top2 酒企 25Q4+26Q1 营收同比-20%），再次印证行业已处于显性“去库存”阶段。

图表2：2019 年至今分季度白酒板块营业收入同比增速

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

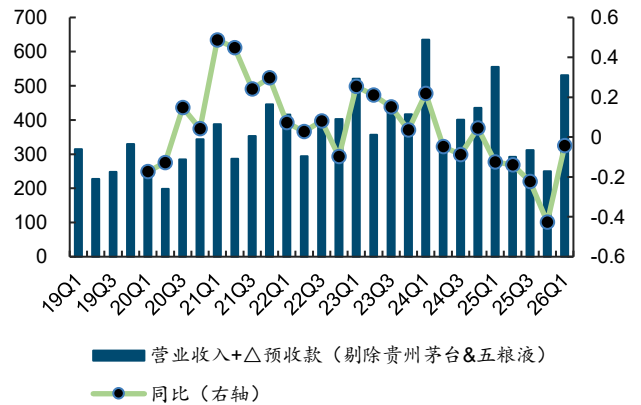
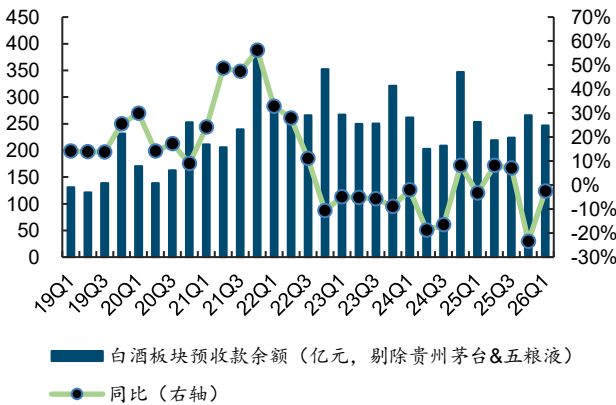
来源：Ifind, 国金证券研究所

从预收款层面来看：2025 年末白酒板块预收款余额合计 481 亿元，同比-14%。但预收款指标内部质量仍在降低，参考 2025 年末白酒酒企其他流动负债中待转销项税整体同比下滑 30%以上，以及部分酒企待转销税额/预收货款比值较 2024 年末有所降低，这意味着预收款内部结构中未来可结转确认收入的真实货款占比降低、各类返利等广义市场支持费用占比提升。

在此基础上，26Q1 末白酒板块预收款余额合计 419 亿元，同比-5%；26Q1 营业收入+△预收款口径同比+4%。其中：1) 在 18 家样本酒企中，有 6 家酒企 26Q1 营业收入+△预收款口径同比录得正增，包括五粮液（同比+51%）、迎驾贡酒（+18%）、山西汾酒（+16%）、金徽酒（+9%）等。2) 剔除 Top2 酒企 25Q4/26Q1 营业收入+△预收款口径同比分别-43%/-4%，这意味着酒企普遍将报表压力留于 2025 年，春节回款集中于 26Q1。

图表4：2019 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）

图表5：2019 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

来源：Ifind, 国金证券研究所



图表6: 2025年末及2026Q1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	2025年末预收款规模	YOY	26Q1末预收款规模	YOY	26Q1 营收+环比Δ预收款	YOY	是否快于营收增速
高端	贵州茅台	80	-17%	30	-66%	489	-2%	否
	五粮液	135	15%	141	39%	235	51%	是
	泸州老窖	34	-15%	28	-9%	75	-12%	是
	合计	248	-2%	200	-9%	799	8%	否
次高端	山西汾酒	70	-19%	79	36%	158	16%	是
	舍得酒业	1	-12%	1	-36%	15	-9%	否
	水井坊	8	-15%	7	-26%	7	-26%	否
	酒鬼酒	2	-28%	1	-21%	3	2%	是
	合计	81	-19%	89	24%	183	11%	是
区域酒及其他	洋河股份	75	-27%	54	-23%	61	-22%	是
	今世缘	17	7%	16	190%	42	3%	是
	古井贡酒	15	-57%	23	-37%	82	-12%	是
	迎驾贡酒	5	-16%	5	17%	23	18%	是
	口子窖	3	-40%	2	-25%	12	-18%	是
	金种子酒	2	-15%	1	-13%	2	-37%	否
	老白干酒	10	-27%	12	-36%	14	-15%	否
	金徽酒	8	28%	9	49%	11	9%	是
	伊力特	0	-25%	0	-44%	6	-25%	否
	天佑德酒	0	-26%	1	-17%	4	-5%	是
	顺鑫农业	14	-20%	7	80%	17	-10%	是
合计	151	-27%	130	-14%	274	-10%	是	
白酒板块合计	481	-14%	419	-5%	1256	+4%	是	

来源: Ifind, 国金证券研究所

从现金流层面来看: 2025年白酒板块合计销售收现4285亿元, 同比-10%; 26Q1销售收现1244亿元, 同比-19%; 25Q4+26Q1合计销售收现2109亿元, 同比-23%, 同比跌幅略高于营收端(25Q4+26Q1白酒板块营收同比-13%)。其中, 18家样本酒企中有3家酒企25Q4+26Q1口径销售收现录得正增长, 包括酒鬼酒(同比+28%)、山西汾酒(+11%)及金徽酒(+3%), 以上3家酒企前述26Q1营业收入+Δ预收款口径同比亦录得正增。

相对应地, 26Q1末白酒板块应收款项余额349亿元, 同比+7%, 这意味着前述26Q1板块销售收现跌幅略高于营收端部分源于当期票据回款额同比提升、期内未形成现金流入所致。

其中, 26Q1应收款项余额居前的酒企包括五粮液(209亿, 同比+7%)、贵州茅台(36亿, +66%)、古井贡酒(31亿, -34%)、山西汾酒(27亿, +69%)。我们认为: 一方面, 头部酒企对于票据回款政策执行仍处于相对宽泛状态; 另一方面, 渠道的回款情绪逐步从即使给票据回款政策仍不愿意回款, 向综合考虑后仍愿回款、有票据政策能用则用转变, 一定程度上渠道回款情绪的转变也与行业持续去库存、价盘趋稳相关。

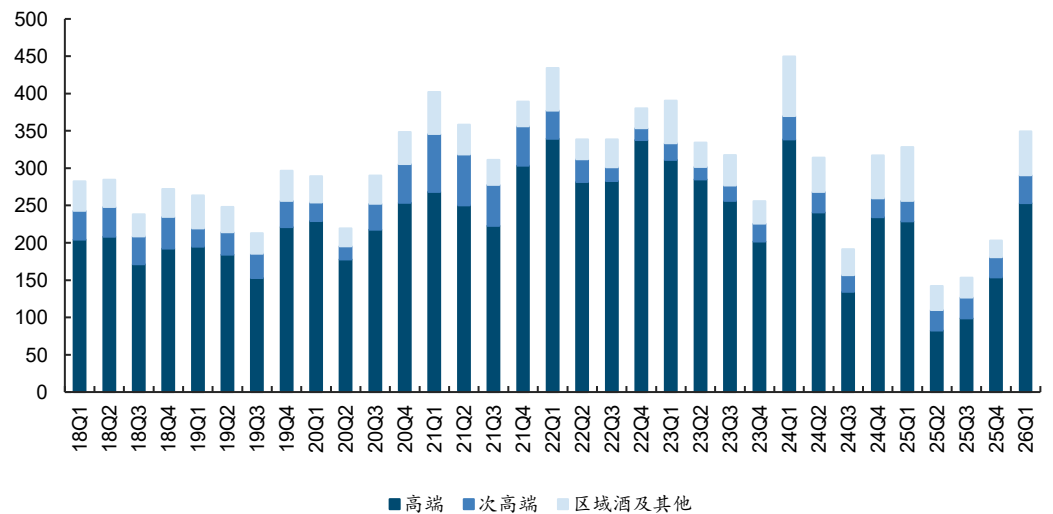


图表7: 2025年及2026Q1白酒板块重点标的销售收现规模(亿元)及同比增速

板块	公司名称	2025 销售收现	YOY	是否超过 营收增速	26Q1 销售收现	YOY	是否超过 营收增速	25Q4+26Q1 销售收现	YOY	是否超过 营收增速
高端	贵州茅台	1840	1%	是	564	0%	否	1016	-7%	否
	五粮液	914	-10%	是	133	-65%	否	281	-55%	否
	泸州老窖	278	-31%	否	89	-10%	是	107	-50%	否
	合计	3032	-7%	是	786	-25%	否	1404	-27%	否
次高端	山西汾酒	355	-3%	否	160	16%	是	224	11%	是
	舍得酒业	48	-16%	是	12	-25%	否	23	-17%	否
	水井坊	32	-40%	是	6	-18%	否	15	-27%	是
	酒鬼酒	11	-23%	否	3	36%	是	8	28%	是
	合计	446	-9%	否	182	11%	是	271	5%	是
区域酒及其他	洋河股份	194	-37%	否	63	-36%	否	86	-47%	否
	今世缘	114	-7%	是	48	2%	是	74	-3%	是
	古井贡酒	203	-13%	是	75	-9%	是	102	-13%	是
	迎驾贡酒	66	-15%	是	26	19%	是	43	-1%	是
	口子窖	40	-38%	否	9	-28%	否	19	-44%	否
	金种子酒	7	-15%	是	1	-58%	否	3	-9%	是
	老白干酒	43	-26%	否	15	-12%	否	24	-14%	是
	金徽酒	35	2%	是	13	8%	是	22	3%	是
	伊力特	17	-23%	否	4	-29%	否	11	-15%	是
	天佑德酒	12	-13%	否	5	-4%	是	7	-11%	否
	顺鑫农业	75	-22%	否	19	-4%	是	43	-20%	是
	合计	807	-22%	是	277	-14%	是	434	-23%	否
	白酒板块合计	4285	-10%	是	1244	-19%	否	2109	-23%	否

来源: Ifind, 国金证券研究所

图表8: 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



2. 利润端：利润率仍较承压，营收端缺口及结构弱化是主因

2025 年白酒板块合计实现归母净利 1266 亿元，同比-24%；其中 25Q4 实现归母净利 190 亿元，同比-46%。26Q1 白酒板块实现归母净利 521 亿元，同比-2%；合并 25Q4+26Q1 来看，白酒板块实现归母净利 710 亿元，同比-19%，同比跌幅略高于营收。

如果剔除头部 Top2 酒企，白酒板块 25Q4 实现归母净利-12 亿元、在此轮周期中首次录得单季度亏损；26Q1 实现归母净利 168 亿元，同比-23%，同比跌幅高于营收端（-15%），意味着非头部酒企的盈利压力在缺乏营收支撑的背景下仍较强。相对应地，26Q1 贵州茅台&五粮液归母净利占板块比重为 68%，同比+9pct。

从板块内部来看，与营收端相似、仅酒鬼酒低基数下合并 25Q4+26Q1 归母净利录得扭亏，除此以外其余酒企均录得归母净利下滑或亏损，其中亏损酒企包括舍得酒业、金种子酒及顺鑫农业，同比下滑幅度在 10% 以内的包括五粮液（-7%）、迎驾贡酒（-7%）及伊力特（-3%）。

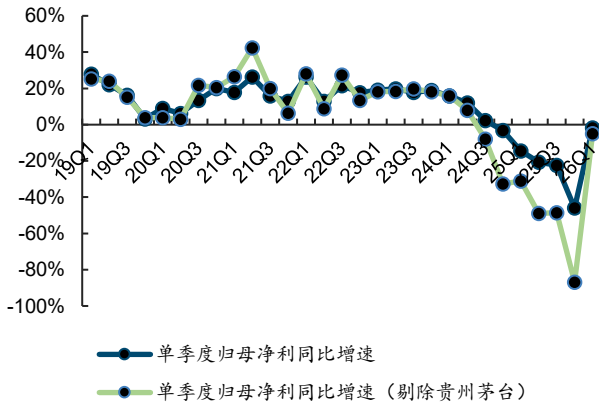
图表9：2025 年及 2026Q1 白酒板块重点标的归母净利（亿元）及同比增速

板块	公司名称	25Q4	YOY	2025	YOY	26Q1	YOY	25Q4+26Q1	YOY
高端	贵州茅台	177	-30%	823	-5%	272	1%	449	-14%
	五粮液	25	-64%	90	-72%	81	83%	105	-7%
	泸州老窖	1	-96%	108	-20%	37	-19%	38	-42%
	合计	202	-41%	1021	-22%	390	9%	593	-15%
次高端	山西汾酒	8	-6%	122	0%	54	-19%	62	-17%
	舍得酒业	-2	亏损	2	-36%	2	-33%	0	亏损
	水井坊	1	-63%	4	-70%	2	-10%	3	-38%
	酒鬼酒	0	亏损	0	亏损	0	5%	0	扭亏
	合计	6	-13%	128	-8%	58	-19%	65	-19%
区域酒及其他	洋河股份	-18	亏损	22	-67%	24	-33%	7	-61%
	今世缘	1	-83%	26	-24%	14	-16%	14	-27%
	古井贡酒	-4	亏损	35	-36%	16	-31%	12	-61%
	迎驾贡酒	5	-19%	20	-23%	8	1%	13	-7%
	口子窖	-1	亏损	7	-59%	3	-46%	3	-73%
	金种子酒	-1	亏损	-2	亏损	0	亏损	-1	亏损
	老白干酒	0	-87%	4	-45%	2	9%	2	-49%
	金徽酒	0	-44%	4	-9%	2	-13%	2	-19%
	伊力特	1	77%	2	-24%	1	-27%	2	-3%
	天佑德酒	0	亏损	0	-90%	0	-28%	0	-41%
	顺鑫农业	-2	亏损	-2	亏损	1	-59%	-1	亏损
	合计	-19	亏损	117	-45%	72	-27%	53	-47%
白酒板块合计		190	-46%	1266	-24%	521	-2%	710	-19%

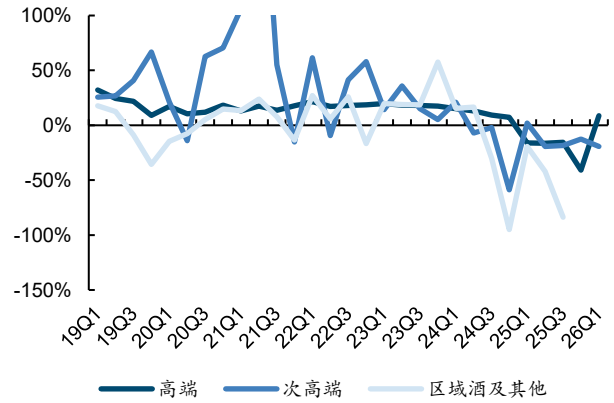
来源：I find, 国金证券研究所



图表10: 2019年至今分季度白酒板块归母净利润同比增速



图表11: 2019年至今分季度白酒板块各子板块归母净利润同比增速



来源: Ifind, 国金证券研究所

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 区域酒及其他录得亏损, 亦未显示)

2025 年白酒板块整体归母净利率为 35.0%，同比-2.7pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他归母净利率分别为 42.8%/27.2%/15.3%，同比分别-1.8pct/-1.9pct/-6.1pct；酒企层面，2025 年所有酒企均录得归母净利率同比下降或归母净利率为负。

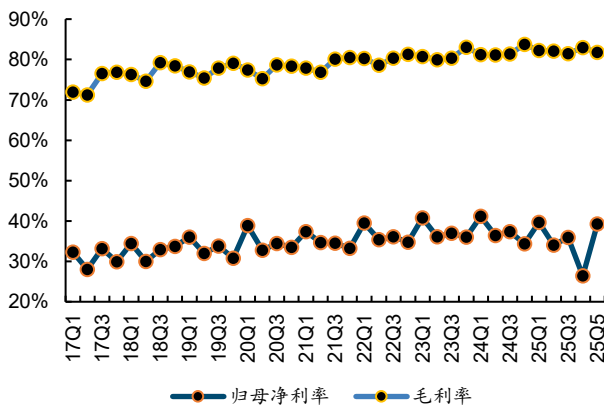
26Q1 白酒板块整体归母净利率为 39.3%，同比-0.4pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他归母净利率分别为 45.6%/33.2%/24.5%，同比分别-0.4pct/-4.0pct/-2.8pct；酒企层面，五粮液、水井坊、酒鬼酒等少数酒企低基数下录得归母净利率同比提升。

从归母净利率的影响因素来看：

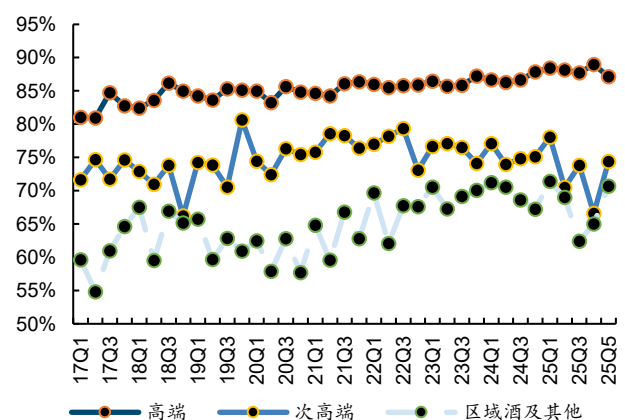
1) 毛销差维度。2025 年白酒板块整体毛销差为 70.4%，同比-1.0pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他毛销差分别为 80.6%/60.1%/45.0%，同比分别+0.5pct/-1.1pct/-5.7pct；高档酒整体毛销差同比提升主要系高毛销差的贵州茅台占比相对提升，实质上高端酒各酒企毛销差期内同比均录得下降。

26Q1 白酒板块整体毛销差为 72.1%，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 80.1%/63.5%/54.1%，同比分别-3.5pct/-3.3pct/-1.1pct；头部酒企毛销差期内同比均录得下滑，仅部分出清节奏居前的二线酒企毛销差同比已有所提升。

图表12: 2017年至今白酒板块归母净利率及毛利率



图表13: 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

来源: Ifind, 国金证券研究所



图表14: 2025年及2026Q1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			
		2025	YOY (pct)	26Q1	YOY (pct)	2025	YOY (pct)	26Q1	YOY (pct)
高端	贵州茅台	47.8%	-1.7	49.8%	-2.4	86.9%	-1.7	86.8%	-2.2
	五粮液	22.1%	-13.6	35.3%	+9.5	58.7%	-6.3	65.4%	-5.0
	泸州老窖	42.1%	-1.1	46.2%	-2.9	74.0%	-2.2	77.2%	-1.1
	均值	42.8%	-1.8	45.6%	-0.4	80.6%	+0.5	80.1%	-3.5
次高端	山西汾酒	31.6%	-2.4	36.1%	-4.2	64.3%	-1.6	66.2%	-3.4
	舍得酒业	5.0%	-1.4	15.6%	-6.3	36.2%	-5.5	45.1%	-4.9
	水井坊	13.4%	-12.3	21.0%	+1.1	51.8%	-5.9	55.8%	+1.3
	酒鬼酒	-3.1%	-3.9	10.5%	+1.2	32.4%	+4.0	43.2%	+0.3
	均值	27.2%	-1.9	33.2%	-4.0	60.1%	-1.1	63.5%	-3.3
区域酒及其他	洋河股份	11.5%	-11.6	29.9%	-3.0	44.5%	-9.5	62.9%	-0.3
	今世缘	25.6%	-4.0	32.0%	-0.2	51.1%	-5.1	59.6%	-0.7
	古井贡酒	18.8%	-4.6	21.6%	-3.9	50.3%	-3.4	51.1%	-1.9
	迎驾贡酒	33.0%	-2.3	37.4%	-3.0	61.4%	-3.5	66.4%	-2.4
	口子窖	16.9%	-10.6	23.9%	-9.8	48.0%	-11.3	52.8%	-10.9
	金种子酒	-27.5%	+0.3	-8.0%	+5.1	9.2%	+6.1	28.5%	+16.1
	老白干酒	10.4%	-4.3	13.6%	+0.5	38.5%	-3.7	42.5%	+1.4
	金徽酒	12.1%	-0.7	18.7%	-2.4	41.6%	+0.4	47.3%	-2.7
	伊力特	12.6%	-0.4	17.3%	-0.8	40.4%	持平	45.1%	+1.6
	天佑德酒	0.4%	-3.0	11.9%	-3.7	30.6%	-3.4	41.0%	-1.8
	顺鑫农业	-2.1%	-4.6	4.8%	-3.9	20.6%	-5.8	27.9%	+0.1
	均值	15.3%	-6.1	24.5%	-2.8	45.0%	-5.7	54.1%	-1.1
白酒板块合计	35.0%	-2.7	39.3%	-0.4	70.4%	-1.0	72.1%	-1.3	

来源: Ifind, 国金证券研究所

拆分毛销差来看: 2025年白酒板块毛销差同比-1.0pct, 其中毛利率同比+0.4pct、销售费用率同比+1.4pct。毛利率同比提升主要系相对高毛利率的贵州茅台占比提升所致, 但就贵州茅台而言, 期内毛利率仍同比-0.8pct至91.2%。销售费用率方面, 18家样本酒企中仅3家酒企销售费用率同比下降、均为出清节奏居前的二线酒企。

具体而言, 期内毛利率同比承压主要系酒企销量下滑但固定成本仍需摊销(期内18家样本酒企中仅贵州茅台、山西汾酒销量同比正增), 以及酒企所售产品结构普遍均有弱化(期内18家样本酒企中仅4家酒企吨价同比提升, 且均为二线酒企)。



图表15: 2023~2025年白酒板块重点标的销量及吨价同比情况

板块	公司名称	销售量 (吨/千升)			销量同比			吨价同比		
		2023	2024	2025	23vs22	24vs23	25vs24	23vs22	24vs23	25vs24
高端	贵州茅台	7.3	8.3	8.5	7%	14%	2%	11%	2%	-3%
	五粮液	15.9	16.2	11.3	25%	2%	-30%	-10%	7%	-36%
	泸州老窖	9.6	10.4	8.6	12%	8%	-17%	9%	-4%	-1%
次高端	山西汾酒	20.6	22.1	26.9	16%	7%	22%	5%	5%	-12%
	舍得酒业	4.4	3.1	3.1	5%	-29%	0%	10%	2%	-20%
	水井坊	1.1	1.2	0.8	4%	6%	-29%	1%	-3%	-20%
	酒鬼酒	1.0	0.7	0.6	-34%	-33%	-11%	5%	-25%	-13%
	洋河股份	16.6	13.9	10.3	-15%	-16%	-26%	29%	4%	-10%
	今世缘	4.7	5.6	5.0	20%	20%	-11%	7%	-4%	-2%
区域酒及其他	古井贡酒	11.8	12.8	11.9	3%	8%	-7%	18%	7%	-13%
	迎驾贡酒	6.1	6.1	5.2	16%	0%	-15%	6%	9%	-5%
	口子窖	3.7	3.8	3.0	7%	3%	-20%	8%	-2%	-17%
	金种子酒	1.8	1.6	1.1	80%	-11%	-32%	-20%	-15%	15%
	老白干酒	5.4	5.4	4.3	8%	1%	-20%	7%	5%	-4%
	金徽酒	1.8	2.1	1.8	28%	16%	-14%	-1%	0%	11%
	伊力特	2.3	1.9	1.4	24%	-14%	-26%	10%	15%	5%
	天佑德酒	1.5	1.5	1.3	19%	-4%	-12%	7%	4%	-1%
	顺鑫农业	36.7	36.9	27.0	-26%	1%	-27%	14%	2%	1%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

此外, 期内销售费用率普遍有所提升, 个别酒企系行业下行期仍积极施以费投、强化产品市场份额与品牌市场地位 (例如贵州茅台 2025 年广告宣传费、市场推广及服务费用同比分别+37%、+25%), 而多数酒企系营收端承压所致、即使相关费投额有所降低但费率仍有提升 (例如五粮液 2025 年形象宣传费、促销费同比分别-17%、-36%, 销售费用总体同比-29%但销售费用率同比+6.8pct)。

图表16: 2025年及2026Q1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			
		2025	YOY (pct)	26Q1	YOY (pct)	2025	YOY (pct)	26Q1	YOY (pct)
高端	贵州茅台	91.2%	-0.8	89.8%	-2.2	4.3%	+1.0	3.0%	持平
	五粮液	77.5%	+0.5	81.4%	+2.4	18.8%	+6.8	16.1%	+7.3
	泸州老窖	86.6%	-0.9	85.8%	-0.7	12.6%	+1.2	8.6%	+0.4
	均值	88.3%	+1.4	87.1%	-1.3	7.7%	+0.9	7.0%	+2.2
次高端	山西汾酒	74.9%	-1.4	75.0%	-3.8	10.6%	+0.2	8.9%	-0.4
	舍得酒业	62.0%	-3.5	66.3%	-3.0	25.8%	+2.0	21.3%	+1.9
	水井坊	79.8%	-2.9	79.8%	-2.1	28.1%	+3.0	24.0%	-3.5
	酒鬼酒	64.9%	-6.5	67.3%	-3.4	32.5%	-10.5	24.1%	-3.7
	均值	73.7%	-1.8	74.4%	-3.7	13.7%	-0.8	10.9%	-0.4
区域酒及其他	洋河股份	71.6%	-1.6	75.4%	-0.2	27.1%	+8.0	12.5%	+0.1
	今世缘	74.2%	-0.5	74.4%	+0.8	23.1%	+4.6	14.8%	+1.5
	古井贡酒	79.3%	-0.6	77.8%	-1.8	29.0%	+2.8	26.7%	+0.1



板块	公司名称	毛利率				销售费用率			
		2025	YOY (pct)	26Q1	YOY (pct)	2025	YOY (pct)	26Q1	YOY (pct)
	迎驾贡酒	72.5%	-1.4	75.6%	-0.9	11.1%	+2.1	9.2%	+1.5
	口子窖	69.1%	-5.5	67.6%	-8.6	21.1%	+5.8	14.8%	+2.4
	金种子酒	39.0%	+4.0	51.1%	+9.4	29.8%	-2.1	22.5%	-6.7
	老白干酒	66.0%	+0.1	64.1%	-4.5	27.5%	+3.8	21.6%	-5.9
	金徽酒	63.2%	+2.2	62.9%	-3.9	21.6%	+1.9	15.6%	-1.2
	伊力特	51.1%	-1.2	51.5%	+2.8	10.7%	-1.2	6.4%	+1.2
	天佑德酒	58.2%	-1.7	61.8%	+1.2	27.6%	+1.7	20.8%	+3.1
	顺鑫农业	32.3%	-3.7	37.6%	+0.7	11.7%	+2.1	9.7%	+0.7
	均值	68.5%	-1.5	70.7%	-0.7	23.5%	+4.3	16.6%	+0.4
	白酒板块合计	82.2%	+0.4	81.8%	-0.5	11.8%	+1.4	9.7%	+0.8

来源: Ifind, 国金证券研究所

2) 管理费用率维度。2025年白酒板块整体管理费用率为5.8%，同比+0.6pct，管理费用率同比提升主要系营收端承压所致，期内白酒板块整体管理费额同比-8%。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他管理费用率分别为5.3%/5.4%/7.9%，同比分别+0.5pct/持平/+1.6pct。

26Q1白酒板块整体管理费用率为3.8%，同比-0.1pct；期内白酒板块整体管理费额同比-4%，幅度略高于营收端。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他管理费用率分别为3.6%/3.1%/5.0%，同比分别-0.5pct/+0.3pct/+0.7pct。

3) 税金及附加维度。2025年白酒板块整体税金及附加占比为17.6%，同比+2.0pct。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18.0%/17.7%/16.1%，同比分别+2.6pct/+0.9pct/+0.7pct。

26Q1白酒板块整体税金及附加占比为15.6%，同比-0.8pct。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15.5%/15.4%/16.3%，同比分别-2.3pct/+1.6pct/+1.2pct；高端酒税金及附加占比同比明显降低主要系五粮液26Q1税金及附加占比同比-15.3pct至16.3%，期内白酒板块多数酒企税金及附加占比同比仍有所提升。营业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，产品结构对营业税金及附加占比变动的的影响相对较低。

图表17: 2025年及2026Q1白酒板块重点标的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			
		2025	YOY (pct)	26Q1	YOY (pct)	2025	YOY (pct)	26Q1	YOY (pct)
高端	贵州茅台	4.9%	-0.5	3.4%	-0.4	16.2%	+0.4	15.3%	+1.1
	五粮液	7.6%	+3.7	4.4%	-1.8	27.2%	+12.6	16.3%	-15.3
	泸州老窖	3.7%	+0.2	2.4%	+0.3	15.3%	持平	14.4%	+2.7
	均值	5.3%	+0.5	3.6%	-0.5	18.0%	+2.6	15.5%	-2.3
次高端	山西汾酒	3.8%	-0.3	2.1%	+0.4	17.9%	+1.4	15.2%	+1.5
	舍得酒业	10.8%	+0.6	6.9%	-1.0	15.9%	-3.5	16.4%	+4.7
	水井坊	15.8%	+7.6	10.8%	+1.8	16.7%	+1.4	14.8%	-2.2
	酒鬼酒	14.0%	+2.3	9.9%	-0.7	20.6%	+0.1	18.6%	-1.7
	均值	5.4%	持平	3.1%	+0.3	17.7%	+0.9	15.4%	+1.6
区域酒及其他	洋河股份	9.3%	+2.7	5.4%	+1.4	17.8%	+1.1	17.4%	+1.7
	今世缘	4.2%	+0.2	2.1%	持平	15.6%	+1.0	15.7%	-0.7
	古井贡酒	7.7%	+1.6	5.2%	+0.8	16.6%	+0.7	17.7%	+1.8
	迎驾贡酒	4.3%	+1.1	3.0%	-0.1	15.5%	+0.4	14.9%	+0.5



板块	公司名称	管理费用率				税金及附加占比			
		2025	YOY (pct)	26Q1	YOY (pct)	2025	YOY (pct)	26Q1	YOY (pct)
	口子窖	9.7%	+2.9	6.5%	+0.9	16.5%	+1.3	15.4%	+0.6
	金种子酒	15.5%	+5.6	12.4%	+6.9	17.5%	-1.8	21.4%	+2.8
	老白干酒	8.8%	+1.5	7.4%	-1.0	17.7%	+1.1	17.2%	+0.7
	金徽酒	10.6%	+0.6	6.1%	-0.9	14.8%	持平	15.7%	+0.4
	伊力特	4.2%	+0.1	3.6%	+0.7	17.0%	+0.5	10.9%	-1.3
	天佑德酒	11.5%	-2.0	6.7%	-0.3	15.6%	+0.5	16.9%	+1.6
	顺鑫农业	9.5%	+1.2	6.9%		10.8%	-0.2	12.2%	+2.4
	均值	7.9%	+1.6	5.0%	+0.7	16.1%	+0.7	16.3%	+1.2
白酒板块平均值		5.8%	+0.6	3.8%	-0.1	17.6%	+2.0	15.6%	-0.8

来源: Ifind, 国金证券研究所

3. 机构持仓: 指数持股环减, 主动权益缓减但节奏趋缓, 北上持股环增贵州茅台

从基金重仓持股来看, 截至 26Q1 末, 基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 2.09%, 环比-0.17pct, 介于 16Q4~17Q1 间水平。从持仓结构来看:

1) 26Q1 末指数类基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 2.92%, 环比-0.14pct。其中, 指数类基金对贵州茅台持仓环比-36%, 主要系上证 50、沪深 300 等 ETF 指数基金份额减少所致; 五粮液、泸州老窖、山西汾酒持仓环比分别+5%、+3%、+4%, 主要系酒类指数基金等期内份额提升。

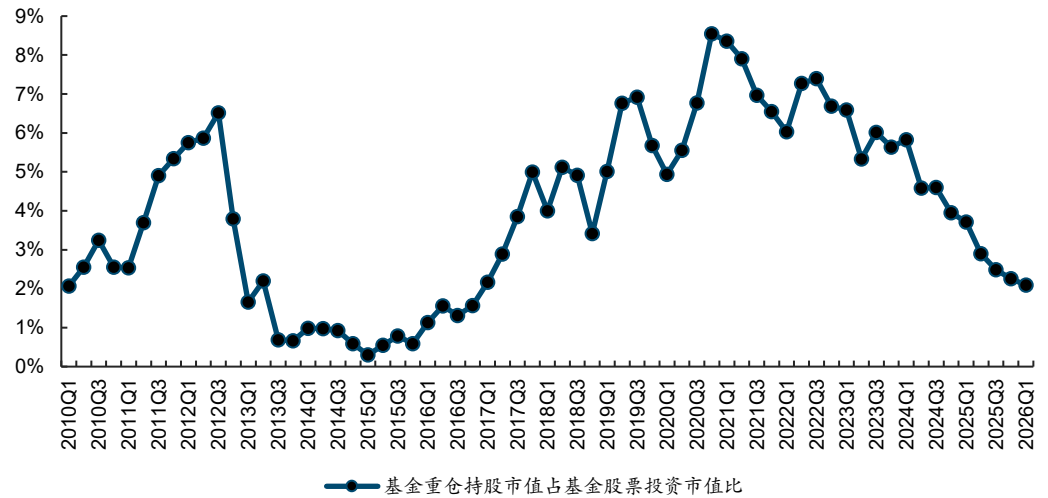
图表 18: 2026Q1 末白酒板块重点标的基金重仓持股情况及环比变化

名称	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(%)	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	6513	-24%	5.2	3.3	1.9	944	1.17	1.62	0.78
五粮液	23003	10%	5.9	3.8	2.1	238	0.29	0.41	0.19
山西汾酒	12771	-4%	10.5	5.8	4.6	183	0.23	0.27	0.19
泸州老窖	16933	-4%	11.5	7.0	4.5	177	0.22	0.29	0.16
洋河股份	10110	0%	6.7	5.8	0.9	51	0.06	0.12	0.02
古井贡酒	3452	-19%	8.4	5.9	2.5	36	0.04	0.07	0.02
今世缘	9673	-8%	7.8	7.4	0.4	26	0.03	0.07	0.00
迎驾贡酒	3924	1%	4.9	3.5	1.4	13	0.02	0.02	0.01
舍得酒业	2237	-27%	6.7	4.9	1.8	10	0.01	0.02	0.01

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 仅列示 26Q1 末持股总市值>10 亿元的酒企)



图表19：2010年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况



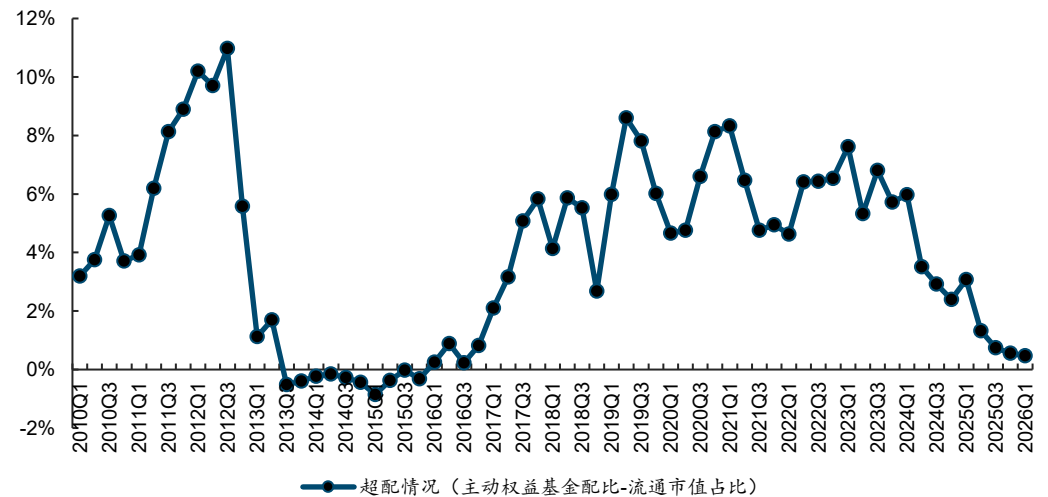
来源：I find, 国金证券研究所

2) 26Q1 末主动权益基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 1.63%，环比-0.02pct。其中，持仓总市值>5 亿元的酒企持股变动显著分化：环增的包括贵州茅台 (+10%)、五粮液 (+21%)、洋河股份 (+47%)，环减的包括山西汾酒 (-13%)、泸州老窖 (-14%)、古井贡酒 (-53%)；持仓总市值 1~5 亿元的酒企仅剩舍得酒业 (+13%) 与今世缘 (-33%)。

截至 26Q1 末，主动权益基金持股占流通股比>3%的酒企仅剩山西汾酒 (4.63%)、泸州老窖 (4.40%)，五粮液环增后持股占流通股比提升至 2.06%，而古井贡酒大幅缓减后持股占流通股比回落至 1.93%。

此外，从配置权重看，26Q1 主动权益基金对白酒板块超配比例持续回落、降至 0.47%，环比-0.09pct，超配比例降至 16Q4 前水平。

图表20：2010年至今分季度白酒行业主动权益基金超配情况梳理



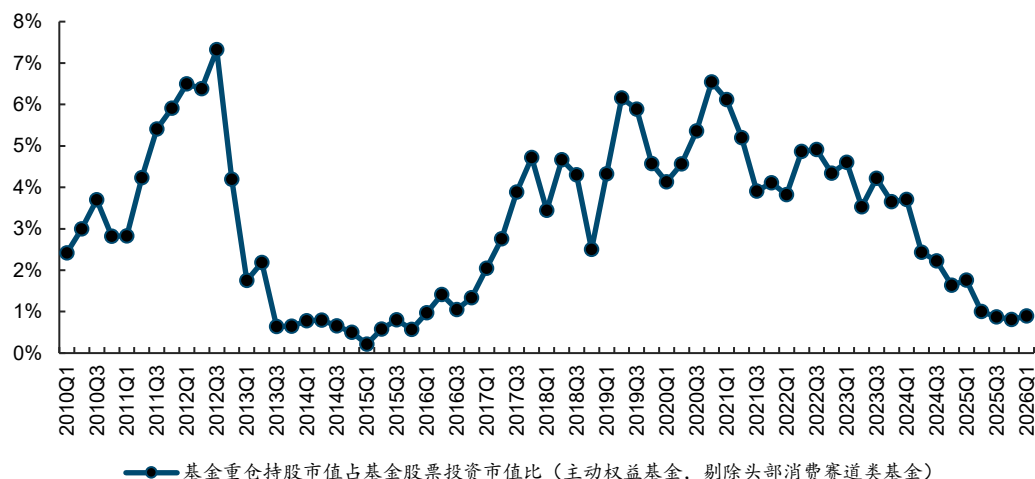
来源：I find, 国金证券研究所

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 26Q1 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、五粮液、泸州老窖、古井贡酒，环比持仓分别-14%、-3%、+6%、-6%、-59%。

剔除该部分后，26Q1 末主动权益基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 0.89%，环比+0.08pct，环增或有季节性因素 (25Q1 末/24Q1 末时环比分别+0.12pct/+0.05pct)，持股集中于贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖。



图表21: 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在30亿以上、消费类主动权益基金, 共计16只)

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+0.3pct至4.7%)与五粮液(环比-0.2pct至2.1%); 泸州老窖、山西汾酒持股市值约20~30亿, 且环比均-0.5pct。

图表22: 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	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%	0.3%
	五粮液	5.3%	4.8%	4.5%	4.0%	3.9%	3.1%	2.8%	2.3%	2.1%	-0.2%
	泸州老窖	3.3%	2.9%	3.3%	2.4%	2.5%	2.2%	2.5%	2.3%	1.8%	-0.5%
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%	-0.5%
	舍得酒业	1.5%	1.2%	1.5%	0.5%	0.7%	0.4%	1.1%	0.5%	0.4%	0.0%
	水井坊	3.8%	2.9%	2.3%	2.0%	2.2%	2.2%	1.9%	0.6%	0.5%	-0.2%
	酒鬼酒	1.4%	0.5%	1.1%	0.5%	0.6%	0.5%	0.8%	0.6%	0.5%	-0.1%
	洋河股份	3.1%	2.6%	2.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	0.1%
	今世缘	4.2%	4.2%	4.1%	3.9%	2.9%	2.8%	1.2%	1.2%	1.4%	0.2%
区域酒及其他	古井贡酒	1.9%	2.0%	1.7%	1.6%	1.7%	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%	0.0%
	迎驾贡酒	1.4%	1.5%	1.3%	1.0%	1.3%	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%	0.0%
	口子窖	3.6%	2.2%	2.6%	1.6%	1.3%	1.5%	0.5%	0.6%	1.0%	0.4%
	金种子酒	1.4%	1.4%	2.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.1%
	老白干酒	1.8%	2.2%	1.1%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.0%
	伊力特	0.5%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
	金徽酒	0.9%	0.8%	0.6%	0.4%	0.7%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	0.0%
顺鑫农业	1.1%	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.0%	

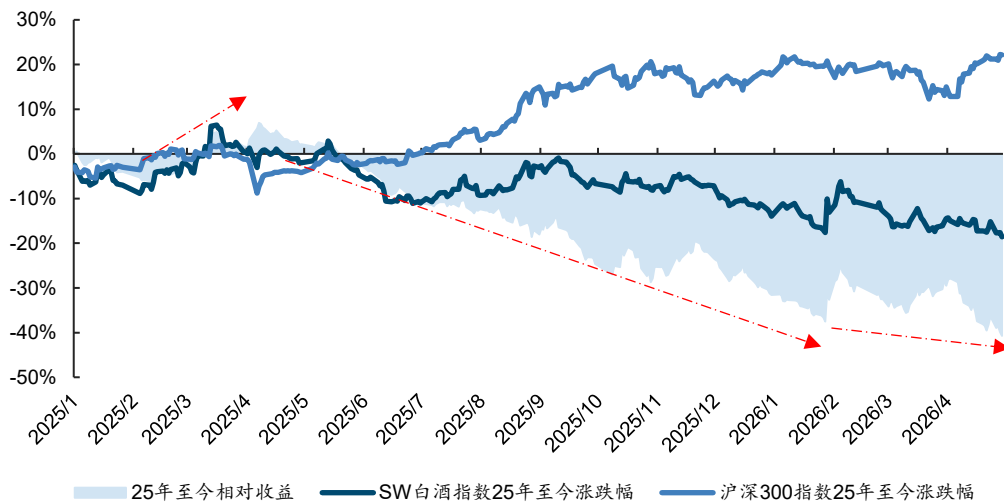
来源: Ifind, 国金证券研究所



4. 投资建议：看好板块底部配置价值，推荐布局α酒企

从市场定价的角度来看，2026年初至今市场对白酒行业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。市场对白酒行业基本面预期逐步企稳的背景是：2026年春节动销符合预期（同比虽有下滑但跌幅收窄）、2026年初至今主要白酒单品批价企稳、25Q4&26Q1报表延续出清印证去库逻辑。

图表23：2025年初至今白酒指数及其相较于沪深300指数收益率情况

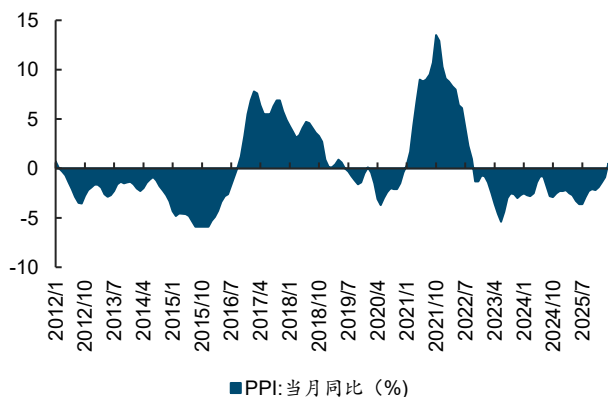


来源：Iifind，国金证券研究所（注：数据截至2026年4月30日）

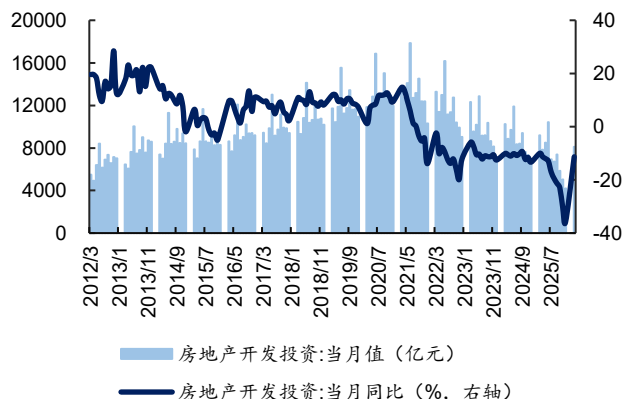
从动销角度来看，我们预计2026年节后淡季动销跌幅环比将进一步收窄，低基数下后一旺季（中秋&国庆）将是基本面能否筑底的重要检验窗口，主要考虑：

- 1) 2026年春节反馈已经印证外部风险事件对白酒消费场景的约束环比持续改善，虽恢复的阈值未达到100%，但2026年节后相较于2025年同期而言仍能低基数下有所修复。
- 2) 居民端和企业端消费力、消费情绪的变化是慢变量，在当前的经济环境下我们仍预计不会有显性、大幅的变动，但市场对于通胀温和修复、地产链逐步量价平稳的预期环比有所改善，我们仍看好中期维度居民端和企业端消费力、消费情绪改善的确定性。

图表24：PPI同比在2026年3月回正



图表25：2026年3月房地产开发投资同比跌幅环比收窄



来源：Iifind，国金证券研究所

来源：Iifind，国金证券研究所

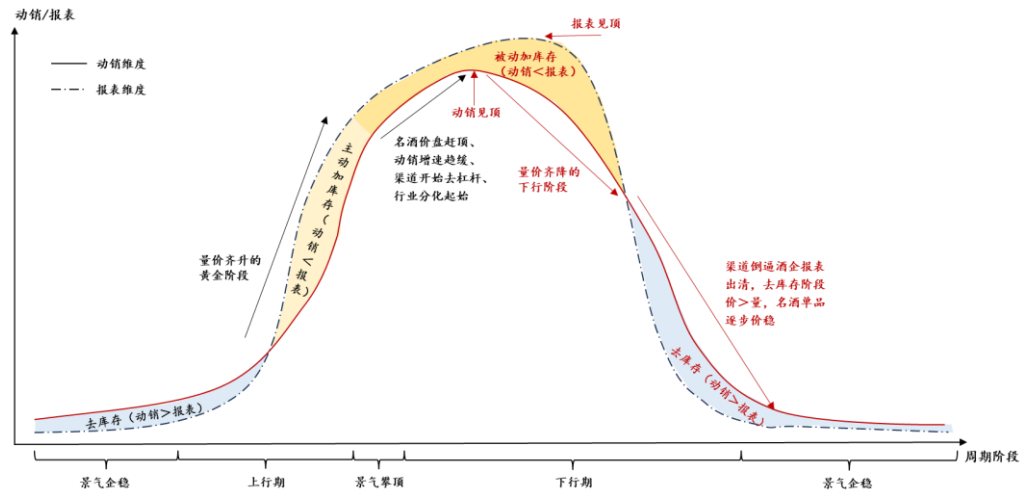
从报表角度来看，我们预计26Q2起报表兑现或向动销收敛、26H2低基数下报表兑现有有望筑底回升，核心考量是白酒产业“去库存”已经步入相对后期。实际上，此轮行业“去库存”周期始于25Q2“禁酒令”事件后，至今经历了2个旺季去化窗口（2025年中秋&国庆及2026年春节）。

从渠道库存绝对值、亦或是考虑动销流速后趋缓周期的角度来看，当前渠道库存仍有一定压力、主要名酒品牌去化周期普遍在2~3个月。但当前制约渠道库存进一步去化的主要矛



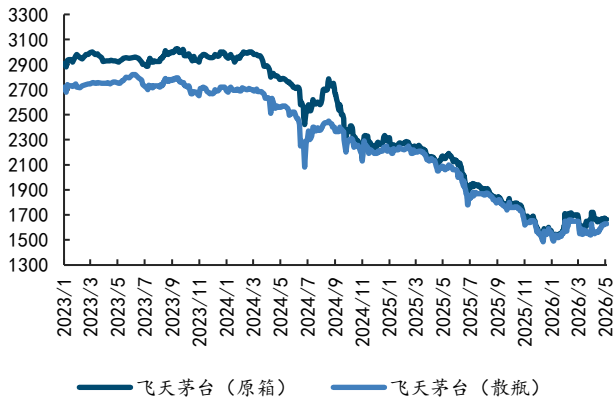
盾已转至亟需动销改善、而非酒企仍在非理性压货，本身渠道去库情绪与行业价盘稳定性息息相关，而后者自 25H2 起已基本平稳，即使 2026 年年初时渠道预期相对谨慎的茅台酒至今也已录得超预期批价回暖。

图表26: 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27: 飞天茅台批价自 2026 年初以来企稳回升



来源: 茅粉鲁智深, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2026 年 5 月 4 日, 单位为元/瓶)

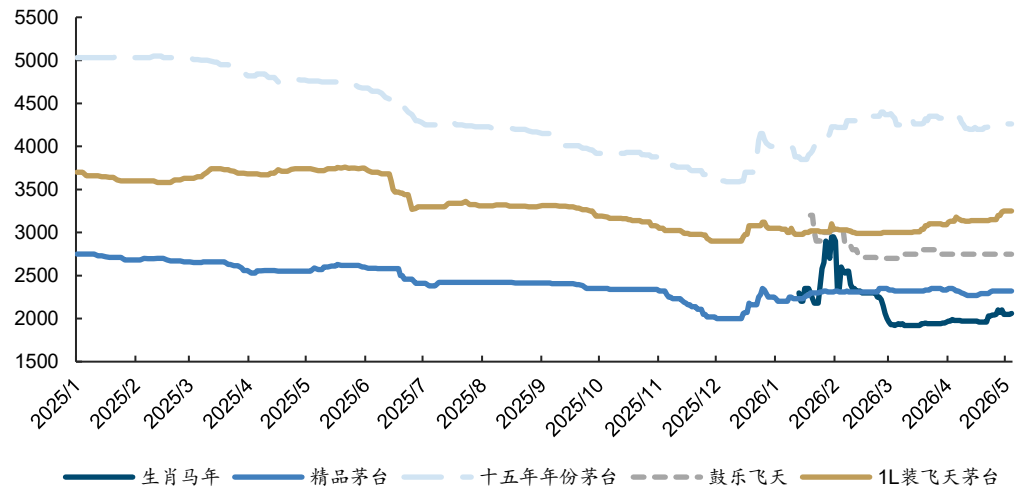
图表28: 上一轮白酒下行周期时, 行业层面营收同比下滑 6 个季度后企稳

年份	营业收入 YOY				归母净利润 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



图表29：主要非标茅台酒批价亦自2026年初以来企稳回升



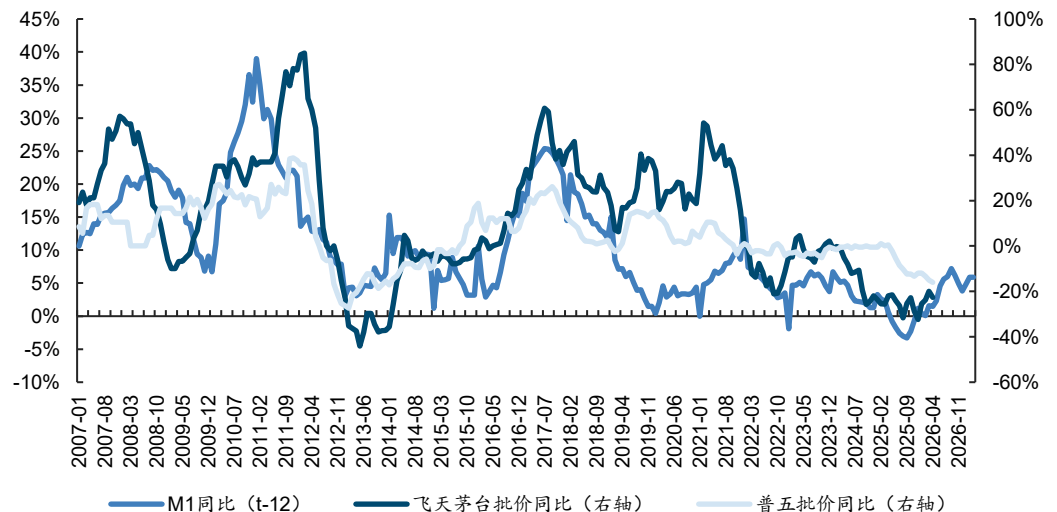
来源：茅粉鲁智深，国金证券研究所（注：数据截至2026年5月4日，单位为元/瓶）

因此，我们对行业去库节奏的判断亦建立在价盘预期的基础上，我们预计2026年春节已印证行业价盘筑底，主要考虑：1) 酒企经营思路普遍从“以价换量抢份额”转至“控价稳量抓好基本盘”，名酒酒企已几无催回款压货粉饰报表的动作；2) 渠道去库压力最深的时点已过，预计再规模抛售致使价盘降档的概率较低。整体而言，我们认为当前价格体系下行业供需已至相对动态平衡状态。

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，前述已提及2026年3月PPI 同比回正。
- 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30：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，百荣酒价，国金证券研究所（注：M1 截至2026年3月，批价截至2026年4月）

综上，我们认为当前白酒行业价盘已基本筑底，行业去库步入尾声，当前淡季动销跌幅环比持续收窄，酒企表观业绩将向动销逐步收敛。这意味着，过去4个季度（25Q2~26Q1）酒企表观归母净利润已具备底线参考价值，即使26Q2表观仍有下滑压力、但基数效应下对测算EPS×PE的影响已较低。



参考过去 4 个季度归母净利，目前行业估值锚贵州茅台 PE-TTM 约 21X，除部分业绩短期大幅出清、估值参考性相对较低的酒企外（如五粮液、洋河股份等），多数酒企 PT-TTM 约 15~20X，这也符合下行期时估值锚具备估值溢价的定价框架，估值锚贵州茅台的 PE-TTM 本身也处于完整产业周期视角下中枢偏低的水平。

基于此，我们认为白酒板块的底仓配置价值已显现，即表观业绩底陆续呈现，且业绩底时估值亦处于中枢偏低水平，中期视角下即使行业景气度处于持续筑底等待拐点的状态，报表向动销收敛的过程中酒企 EPS 仍能较底部有所修复。

此外，部分酒企股息率亦具备不错的吸引力：按照 2025 年实际现金分红规划测算，其对应当前市值下股息率 >5% 的酒企包括泸州老窖（5.8%）与五粮液（5.3%），>4% 的酒企包括山西汾酒（4.6%）、今世缘（4.4%）、古井贡酒（4.1%），以及接近 4% 的迎驾贡酒（3.9%）与贵州茅台（3.8%）。

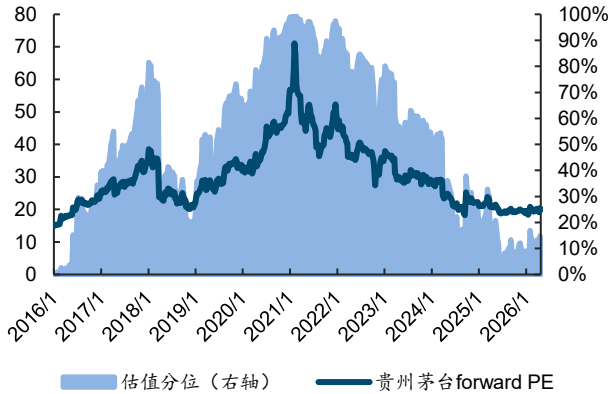
图表31：白酒板块重点标的当前 PE-TTM 及股息率梳理

	总市值	归母净利 (TTM)	PE TTM	归母净利 (TTM, 前高)	PE (归母净利 前高)	归母净利 (TTM) 较前高	2025 年现金 分红额	对应股息率
贵州茅台	17341	827.2	21.0	900.3	19.3	-8%	650.3	3.8%
五粮液	3768	126.0	29.9	323.1	11.7	-61%	200.1	5.3%
山西汾酒	1749	109.8	15.9	126.3	13.8	-13%	80.0	4.6%
泸州老窖	1473	99.5	14.8	142.7	10.3	-30%	85.0	5.8%
古井贡酒	567	28.3	20.1	57.8	9.8	-51%	23.3	4.1%
今世缘	342	23.4	14.6	35.9	9.5	-35%	15.0	4.4%
迎驾贡酒	304	19.9	15.3	26.4	11.5	-25%	12.0	3.9%
洋河股份	742	10.2	73.0	105.1	7.1	-90%	22.1	3.0%
老白干酒	124	4.4	28.0	8.0	15.4	-45%	1.8	1.5%
口子窖	143	3.9	36.4	18.2	7.8	-79%	3.0	2.1%
水井坊	158	3.9	41.0	13.7	11.6	-72%	1.2	0.8%
金徽酒	90	3.3	27.7	4.2	21.7	-22%	2.5	2.8%
伊力特	58	1.8	32.8	4.7	12.5	-62%	2.0	3.5%
舍得酒业	147	1.1	135.8	17.8	8.3	-94%	1.0	0.7%
天佑德酒	39	-0.1		2.2	17.9		0.0	0.1%
酒鬼酒	139	-0.3		11.5	12.1		1.0	0.7%
金种子酒	52	-1.7		1.0	50.5			

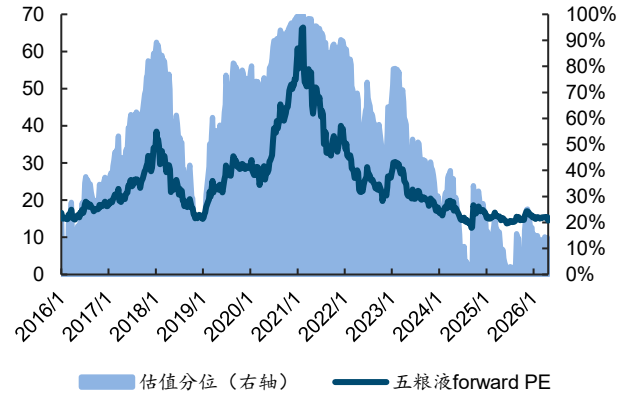
来源：I find，国金证券研究所（注：总市值、归母净利、现金分红额单位均为亿元，以归母净利（TTM）倒序排列）



图表32: 贵州茅台 forward PE 位于 2016 年至今 11%分位



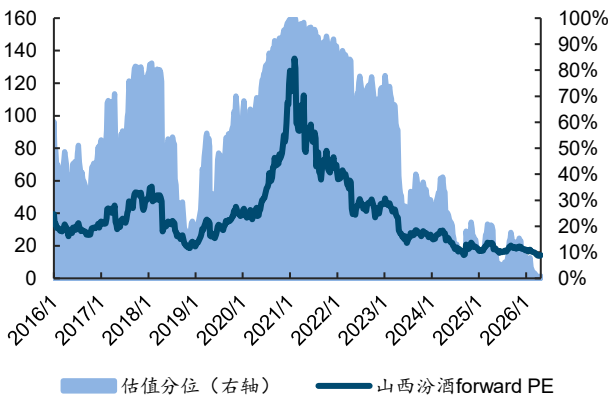
图表33: 五粮液 forward PE 位于 2016 年至今 4%分位



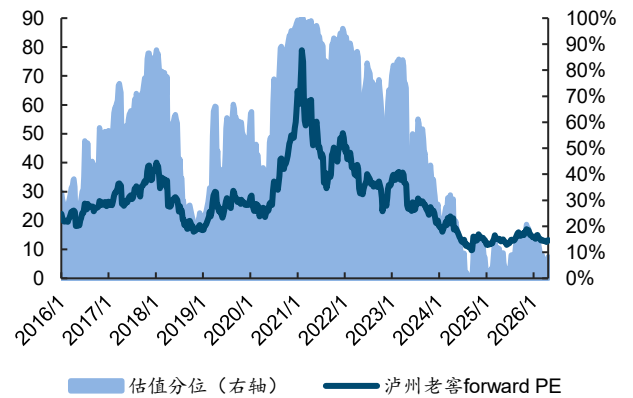
来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2026 年 4 月 30 日)

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2026 年 4 月 30 日)

图表34: 山西汾酒 forward PE 位于 2016 年至今 1%分位



图表35: 泸州老窖 forward PE 位于 2016 年至今 8%分位



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2026 年 4 月 30 日)

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2026 年 4 月 30 日)

上市酒企中, 五粮液与泸州老窖此前披露分红规划已明确了最低现金分红额 (分别为 200 亿元与 85 亿元)、>5%的股息率置信度较强。此外, 贵州茅台与山西汾酒明确最低现金分红比例 (分别为 75%与 65%), 今世缘与迎驾贡酒虽 2025 年业绩有所下滑、但保持了相对平稳的现金分红额。

实际上, 即使面临行业景气下行冲击, 白酒仍是商业模式相对优异的产业, 其现金收现能力仍较强, 过往行业景气周期也积累了可观的货币资金储备, 五粮液、洋河股份与古井贡酒 26Q1 末货币资金及类货币资金科目余额占总市值比重达 30%以上。综上, 我们认为头部名酒具备相对充足的分红能力。

图表36: 白酒板块重点标的 2026Q1 末货币资金及类货币资金金额梳理

单位: 亿元	货币资金	其他类货币资金科目			合计	÷25A 分红额	÷总市值
		交易性金融资产	拆出资金	应收款项融资			
贵州茅台	487.9		1560.0	35.3	2083.1	3.2	12%
五粮液	1242.6			207.1	1449.6	2	38%
泸州老窖	298.9	15.1		8.4	322.3	3.8	22%
洋河股份	129.5	93.6		6.5	229.6	10.4	31%
古井贡酒	145.2	2.0		30.4	177.5	7.6	31%
山西汾酒	125.1			26.5	151.7	1.9	9%

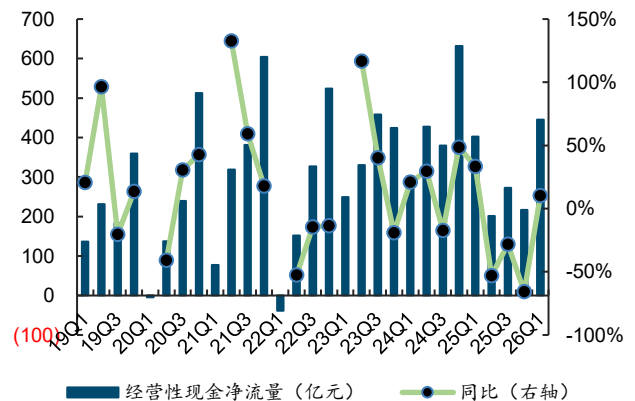
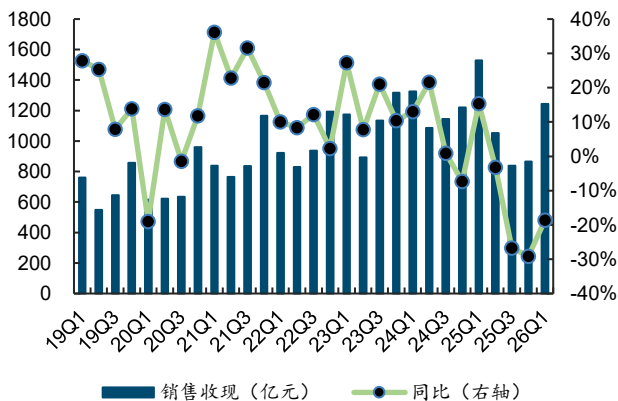


单位: 亿元	货币资金	其他类货币资金科目			合计	÷25A 分红额	÷总市值
		交易性金融资产	拆出资金	应收款项融资			
今世缘	73.4	11.2		0.5	85.2	5.7	25%
迎驾贡酒	8.9	42.2		0.1	51.2	4.3	17%
舍得酒业	14.7	1.0		2.7	18.4	18.1	13%
老白干酒	8.7	4.8			13.5	7.4	11%
伊力特	10.9			0.2	11.1	5.5	19%
金徽酒	10.8				10.8	4.4	12%
口子窖	4.7	2.8			7.6	2.5	5%
酒鬼酒	5.8			1.0	6.9	7.0	5%
水井坊	4.5			1.2	5.7	4.6	4%

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 以货币资金及类货币资金科目合计值倒序排列)

图表37: 2019年至今白酒板块分季度销售收现(亿元)及同比增速

图表38: 2019年至今白酒板块分季度经营性现金净流量(亿元)及同比增速



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 2019年至今仅2020Q1、2022Q1白酒板块经营性现金流为负, 因此2020Q1~2024Q1同比数据未在图中呈现)

整体而言, 我们坚定看好白酒板块的底部配置价值。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, 基本面已有筑底迹象。在此背景下, 市场对白酒行业的动销预期、EPS预期均处于较为谨慎的程度, 预期筑底意味着白酒板块具备不错安全边际、下行空间有限, 叠加头部酒企不错的股息率, 我们看好板块的配置胜率。

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39：2011~2016年白酒指数、全A综指走势及关键事件梳理



来源：I find, 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。白酒行业景气度呈现周期性波动，我们相信具备差异化竞争优势的禀赋型酒企在历轮周期演绎中能突破桎梏、规模再上台阶。持续推荐品牌力α酒企、产品力α酒企、组织力α酒企，关注精耕优势市场的区域酒、以及潜在渠道高杠杆的次高端酒；核心推荐贵州茅台，公司市场化改革持续推进，淡季基本面可圈可点。

图表40：部分酒企 2026 年一致预期营业收入与归母净利润录得正增长

板块	公司名称	26E 营业收入一致预期 (亿元)				当前 VS 25 年末	26E 归母净利润一致预期 (亿元)				当前 VS 25 年末
		25H1 末	25 年末	当前	同比增速		25H1 末	25 年末	当前	同比增速	
高端	贵州茅台	2064	1953	1807	7%	-7%	1026	968	871	6%	-10%
	五粮液	1002	801	742	83%	-7%	361	275	250	179%	-9%
	泸州老窖	341	295	250	-3%	-15%	148	126	104	-4%	-17%
次高端	山西汾酒	435	389	382	-1%	-2%	149	129	119	-3%	-7%
	酒鬼酒	14	12	12	7%	-4%	1	1	1	扭亏	-24%
	舍得酒业	59	51	46	5%	-10%	8	7	4	58%	-47%
	水井坊	58	41	32	5%	-21%	15	8	5	16%	-38%
	洋河股份	256	211	177	-8%	-16%	59	44	26	16%	-41%
区域酒及其他	古井贡酒	285	217	186	-1%	-15%	69	51	38	6%	-26%
	今世缘	139	107	103	1%	-4%	40	30	27	3%	-10%
	口子窖	64	47	37	-8%	-22%	18	12	6	-13%	-50%
	迎驾贡酒	80	65	64	7%	-1%	29	22	21	4%	-6%
	金徽酒	36	32	30	4%	-6%	5	4	4	3%	-11%
	伊力特	24	19	17	0%	-9%	4	2	2	-1%	-5%
	顺鑫农业	87	81	69	-4%	-15%	3	2	1	扭亏	-68%
	老白干酒	59	49	43	5%	-13%	10	7	5	11%	-34%

来源：I find, 国金证券研究所 (注：数据截至 2026 年 5 月 4 日，尚未完全体现一致预期情况)

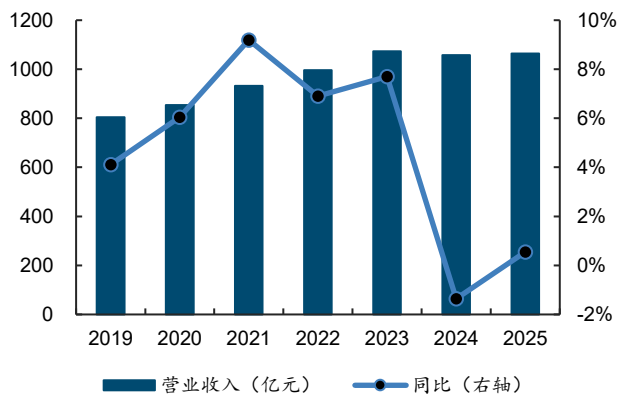


啤酒板块：量价表现稳健，成本红利超预期释放

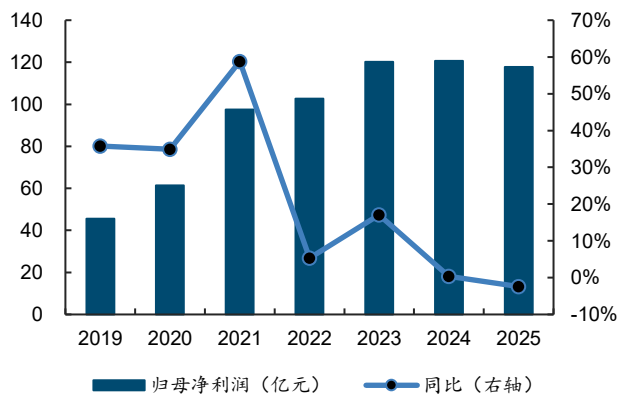
2025 年啤酒板块重点标的合计实现营收 1064 亿元，同比+0.5%（包含 A 股青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒及 H 股华润啤酒）；实现归母净利 118 亿元，同比-2.4%。其中，A 股啤酒板块重点标的实现扣非归母净利 77 亿元，同比+10.0%；扣非归母净利率为 11.2%，同比+0.8pct。

拆分量价来看，2025 年上述酒企均录得销量正增、表现优于行业整体（2025 年啤酒行业产量 3536 万千升，同比-1.1%）；吨价表现有所分化，其中燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒期内 ASP 录得正增，华润啤酒、青岛啤酒 ASP 录得下滑，但产品结构提升逻辑仍在兑现（例如华润啤酒期内次高档及以上产品销量增长中至高单位数，喜力销量增长接近 20%；青岛啤酒中高端以上产品销量增长 5.2%）。此外，百威亚太（西区）期内销量与吨价均有所回落。

图表41：2019~2025 年啤酒板块营业收入及同比增速



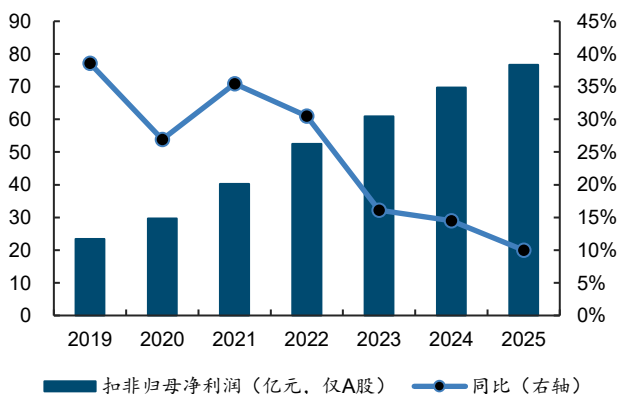
图表42：2019~2025 年啤酒板块归母净利润及同比增速



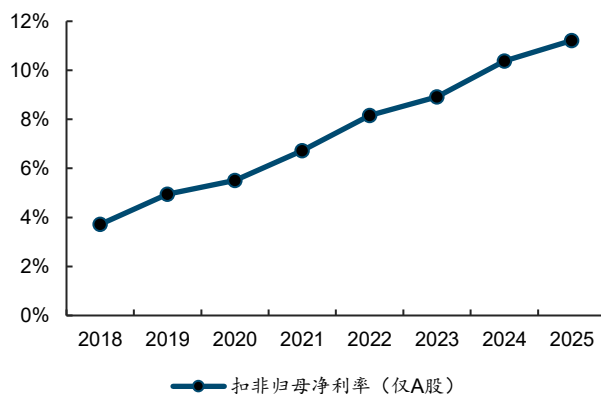
来源：I find，国金证券研究所（注：若无特别提及，啤酒板块统计口径包括 A 股青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒及 H 股华润啤酒）

来源：I find，国金证券研究所

图表43：2019~2025 年 A 股啤酒酒企扣非归母净利及同比增速



图表44：2019~2025 年 A 股啤酒酒企扣非归母净利率梳理



来源：I find，国金证券研究所

来源：I find，国金证券研究所



图表45：2025年啤酒板块重点标的啤酒业务营业收入及量价情况梳理

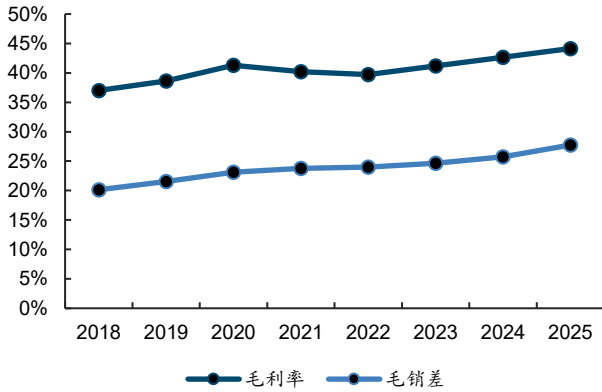
啤酒业务	2023	同比增速	2024	同比增速	2025	同比增速	
百威亚太（西部）	营收（亿美元）	56.1	13.4%	48.9	-11.4%	44.5	-8.2%
	销量（万千升）	812	5.3%	729	-10.6%	678	-6.7%
	ASP（美元/千升）	691	7.7%	672	-0.9%	656	-1.5%
华润啤酒	营收（亿元）	368.7	4.5%	364.9	-1.0%	364.9	-
	销量（万千升）	1115	0.5%	1087	-2.5%	1103	1.4%
	ASP（元/千升）	3306	4.0%	3355	1.5%	3308	-1.4%
	吨成本（元/千升）	1979	1.2%	1976	-0.2%	1903	-3.7%
	毛利率	40.2%	1.7pp	41.1%	1.0pp	42.5%	1.4pp
青岛啤酒	营收（亿元）	334.1	5.4%	315.8	-5.5%	318.3	0.8%
	销量（万千升）	801	-0.8%	754	-5.9%	765	1.5%
	ASP（元/千升）	4172	6.2%	4189	0.4%	4162	-0.7%
	吨成本（元/千升）	2565	3.3%	2509	-2.2%	2426	-3.3%
	毛利率	38.5%	1.7pp	40.1%	1.6pp	41.7%	1.6pp
燕京啤酒	营收（亿元）	131.0	7.5%	132.3	1.0%	135.7	2.6%
	销量（万千升）	394	4.6%	400	1.6%	405	1.2%
	ASP（元/千升）	3322	2.8%	3304	-0.6%	3348	1.3%
	吨成本（元/千升）	2030	2.1%	1896	-6.6%	%	%
	毛利率	38.9%	0.4pp	42.6%	3.7pp	46.1%	3.5pp
重庆啤酒	营收（亿元）	144.4	5.4%	141.7	-1.9%	143.0	0.9%
	销量（万千升）	300	4.9%	297	-0.8%	300	0.7%
	ASP（元/千升）	4818	0.5%	4763	-1.1%	4774	0.2%
	吨成本（元/千升）	2421	3.2%	2396	-1.1%	2290	-4.4%
	毛利率	49.7%	-1.3pp	49.7%	-	52.0%	2.3pp
珠江啤酒	营收（亿元）	51.5	8.7%	55.1	7.0%	56.9	3.2%
	销量（万吨）	140	4.8%	144	2.6%	146	1.6%
	ASP（元/吨）	3670	3.8%	3828	4.3%	3889	1.6%
	吨成本（元/千升）	2155	3.7%	2103	-2.4%	2040	-3.0%
	毛利率	41.3%	-	45.1%	3.8pp	47.5%	2.5pp

来源：各公司公告，国金证券研究所

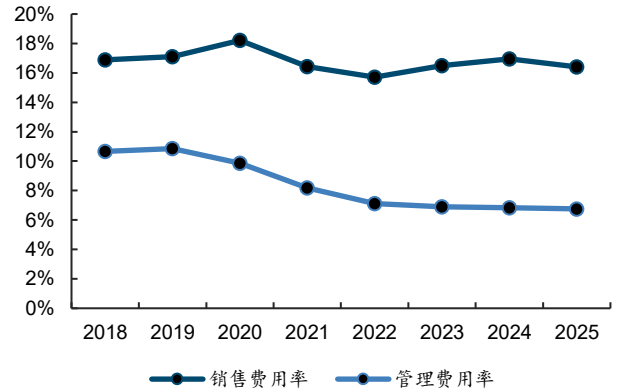
细拆利润弹性来看：1) 2025年啤酒板块毛销差为27.7%，同比+2.0pct；其中，毛利率同比+1.5pct至44.1%，销售费用率同比-0.5pct至16.4%。毛利率明显提升主要得益于期内成本红利，期内啤酒酒企吨成本均明显降低。2) 期内板块整体管理费用率为6.8%，同比持平。



图表46: 2019~2025年啤酒板块毛利率及毛销差



图表47: 2019~2025年啤酒板块销售/管理费用率

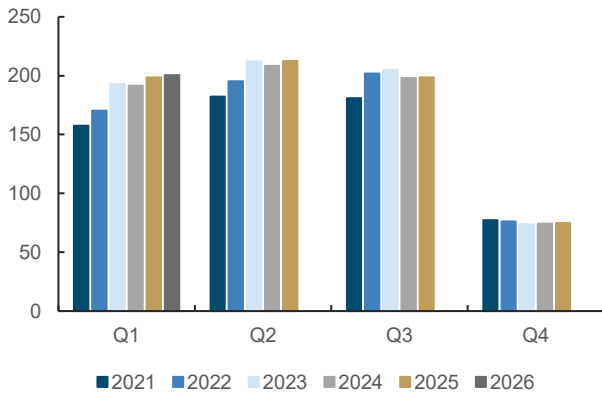


来源: Ifind, 国金证券研究所

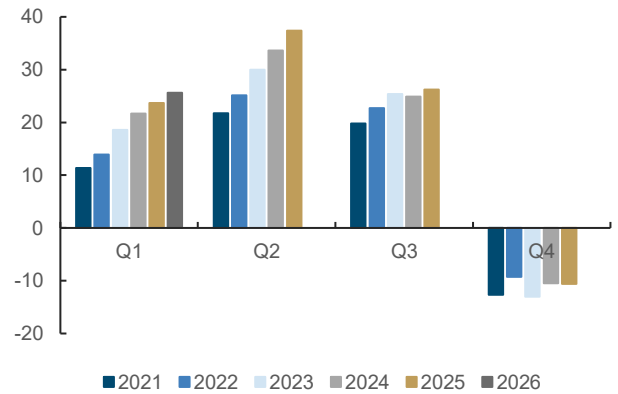
来源: Ifind, 国金证券研究所

26Q1 A股啤酒板块重点标的实现营收200亿元, 同比+0.9%; 实现归母净利润26.8亿元, 同比+7.0%; 实现扣非归母净利润25.6亿元, 同比+8.2%。

图表48: 2021Q1至今A股啤酒酒企分季度营业收入(亿元)



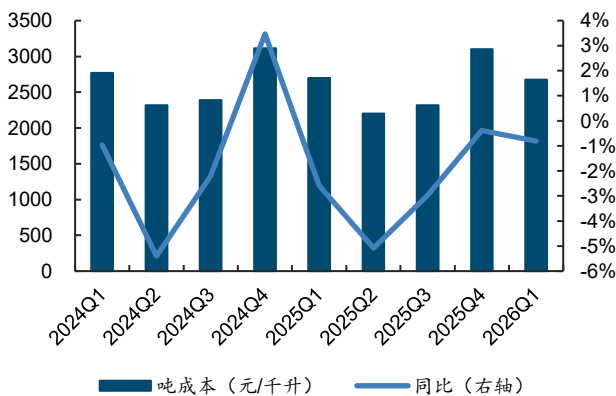
图表49: 2021Q1至今A股啤酒酒企分季度扣非归母净利润(亿元)



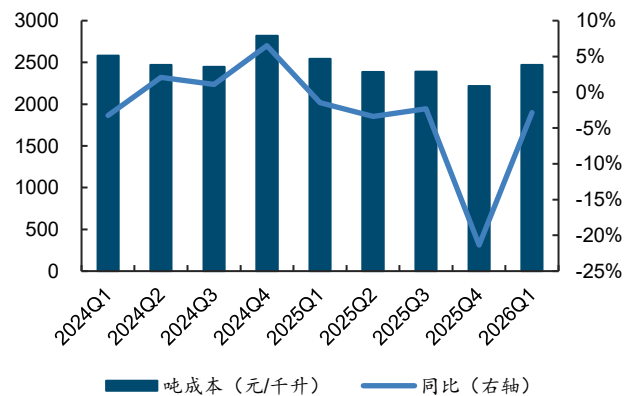
来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

图表50: 2024Q1至今青岛啤酒分季度吨成本及同比增速



图表51: 2024Q1至今重庆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

来源: 重庆啤酒公司公告, 国金证券研究所

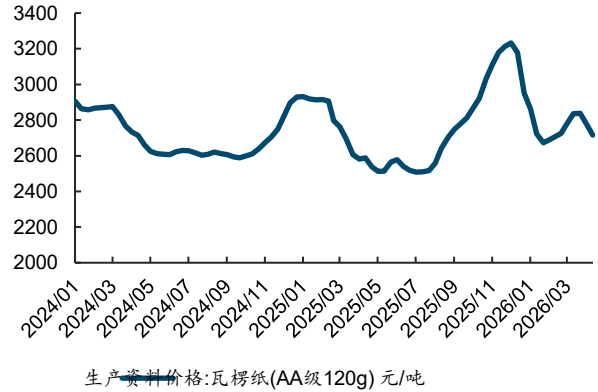


26Q1 啤酒板块利润端表现好于预期，主要系期内酒企成本端仍有明显红利（例如燕京啤酒 26Q1 吨成本同比-3.9%，重庆啤酒-2.9%），预计铝罐外玻璃/包材等成本下降对冲铝罐涨价影响、销量提升带动固定成本摊销平复且精细化生产成效持续显现。

图表52：2024 年至今玻璃现货价走势梳理



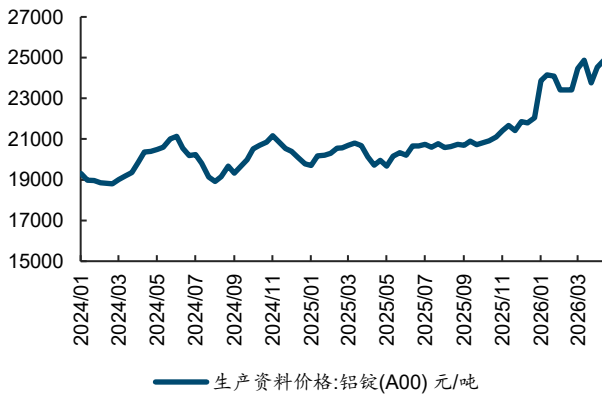
图表53：2024 年至今瓦楞纸价格走势梳理



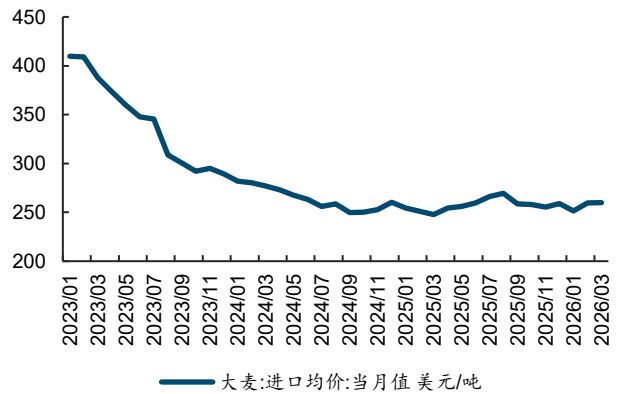
来源：I find，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 4 月 30 日）

来源：I find，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 4 月 20 日）

图表54：2024 年至今铝锭价格走势梳理



图表55：2023 年至今大麦进口均价走势梳理



来源：I find，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 4 月 20 日）

来源：I find，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 3 月）

拆分量价来看，26Q1 板块内部仍呈现明显分化：期内燕京啤酒、珠江啤酒量价齐升，青岛啤酒量减价增，重庆啤酒量增价减。行业层面，26Q1 啤酒行业产量 905 万千升，低基数下同比+4.2%。

图表56：2024Q1 至今 A 股啤酒酒企分季度经营情况梳理

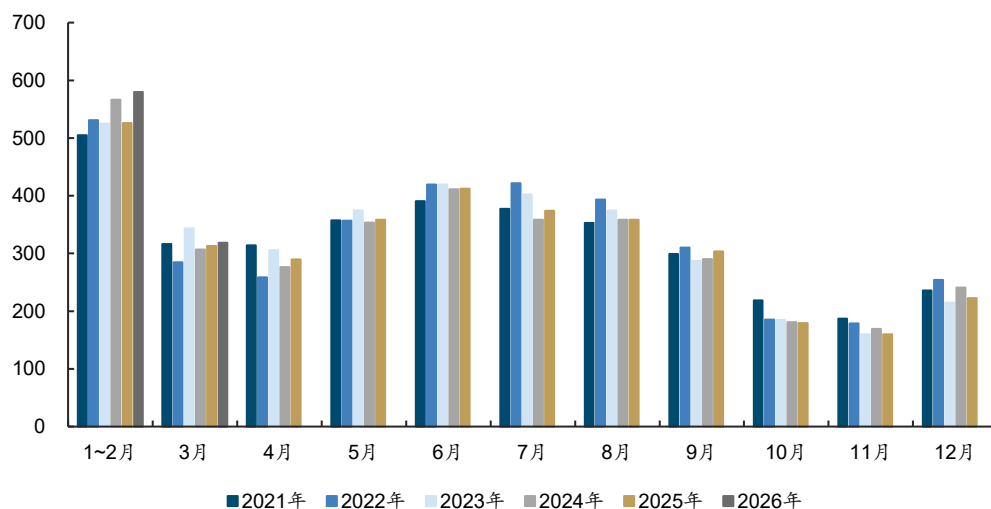
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	
青岛啤酒	销量 YOY	-7.6%	-8.0%	-5.1%	5.6%	3.5%	1.0%	0.3%	0.1%	-2.6%
	吨价 YOY	2.6%	-0.9%	-0.2%	1.7%	-0.6%	0.3%	-0.5%	-2.4%	1.1%
	吨成本 YOY	-1.0%	-5.4%	-2.2%	3.5%	-2.6%	-5.1%	-3.0%	-0.4%	-0.8%
燕京啤酒	销量 YOY						0.1%	0.1%	4.5%	
	吨价 YOY						1.4%	4.2%	2.4%	
	吨成本 YOY						-2.8%	-5.1%	-3.9%	
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%
	吨价 YOY	1.3%	-0.7%	-2.4%	-5.4%	-0.3%	-1.9%	1.3%	5.2%	-0.1%
	吨成本 YOY	-3.3%	2.1%	1.1%	6.5%	-1.4%	-3.4%	-2.3%	-21.4%	-2.9%



	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
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%
吨价 YOY	6.2%	6.2%	2.0%	0.1%	-0.9%	3.8%	1.6%	-5.1%	4.8%
吨成本 YOY	3.8%	-3.8%	-5.5%	-1.5%	-5.8%	-2.8%	-0.7%	-4.4%	-4.0%

来源：各公司公告，I find，国金证券研究所

图表57：2021年至今分月度啤酒行业产量（万千升）梳理



来源：I find，国金证券研究所

整体而言，建议关注啤酒板块配置窗口。目前行业景气度持续底部企稳，行业竞争格局稳定，啤酒酒企业绩置信度与股息水平相对可观，果啤等内部细分赛道伴随消费端多元化趋势呈现结构景气态势。短期维度，啤酒行业将步入旺季，本身具备季节性催化，且2025年同期旺季受餐饮链景气度及天气影响基数相对较低。中期维度，餐饮修复赋予行业量价潜在弹性、赔率潜力可观。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	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