



泸州老窖 (000568.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

25Q4 超预期出清，稳中求进做渗透

业绩简评

2026年4月28日，公司披露2025年年报及2026年一季报，具体而言：1) 25年实现营收257.3亿元，同比-17.5%；归母净利108.3亿元，同比-19.6%。2) 26Q1实现营收80.3亿元，同比-14.2%；归母净利37.1亿元，同比-19.3%。3) 25Q4+26Q1合计营收106.3亿元，同比-34.6%；归母净利37.8亿元，同比-41.7%。25Q4出清幅度超预期，26Q1业绩符合预期。

经营分析

分产品拆分来看：25年中高档酒/其他酒类分别实现营收229.7/26.4亿元，同比-16.7%/-23.9%，其中销量分别同比-13.2%/-19.7%，吨价分别-4.0%/-5.2%至61.6/5.4万元/吨，毛利率分别-0.9pct/-3.9pct至90.9%/50.1%。预计25年中高档酒内部产品结构有所回落，26Q1预计趋势延续，致使公司整体毛利率有所回落。

报表质量层面：1) 25年归母净利率同比-1.1pct至42.1%，其中毛利率同比-0.9pct、销售费用率+1.2pct(25年广告宣传费-18%/促销费+15%)；26Q1归母净利率同比-2.9pct至46.2%，其中毛利率同比-0.7pct，主要系税金及附加占比+2.7pct拖累。2) 26Q1销售收现88.9亿元，同比-10%；26Q1末合同负债余额27.9亿元，26Q1营业收入+△合同负债同比-12%；回款端与营收端表现相对匹配。

公司明确“十五五”战略为“156”战略，包括坚定1个发展目标(重回行业前三)、坚持5大发展理念、构建6大卓越体系。26年公司营销层面定调“稳中求进”，在稳定市场价盘、渠道利润的前提下，全力推进消费开瓶、渠道拓点、市场扩面。经销商大会时公司亦明确26年全面推进低度化战略、启动低度产品全国扩张计划，差异化禀赋彰显。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司26-28年收入分别为254.9/272.9/302.9亿元，同比分别-0.9%/+7.0%/+11.0%；归母净利为106.4/115.4/130.6亿元；EPS为7.23/7.84/8.87元，公司股票现价对应PE估值分别为13.9/12.8/11.3倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险，行业政策风险，全国化外拓不及预期，食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：100.20 元

相关报告：

- 《泸州老窖公司点评：表观持续降速，产品矩阵轮动发力》，2025.10.31
- 《泸州老窖公司点评：产品轮动支撑经营韧性，灵活创新布局细分赛道》，2025.8.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	31,196	25,731	25,494	27,285	30,285
营业收入增长率	3.2%	-17.5%	-0.9%	7.0%	11.0%
归母净利润(百万元)	13,473	10,831	10,640	11,544	13,063
归母净利润增长率	1.7%	-19.6%	-1.8%	8.5%	13.2%
摊薄每股收益(元)	9.15	7.36	7.23	7.84	8.87
每股经营性现金流净额	13.03	4.84	7.72	7.68	8.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.4%	21.8%	20.5%	21.1%	22.5%
P/E	13.7	15.8	13.9	12.8	11.3
P/B	3.9	3.4	2.8	2.7	2.5

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	30,233	31,196	25,731	25,494	27,285	30,285
增长率		3.2%	-17.5%	-0.9%	7.0%	11.0%
主营业务成本	-3,537	-3,888	-3,442	-3,782	-3,896	-4,133
%销售收入	11.7%	12.5%	13.4%	14.8%	14.3%	13.6%
毛利	26,696	27,308	22,289	21,712	23,389	26,152
%销售收入	88.3%	87.5%	86.6%	85.2%	85.7%	86.4%
营业税金及附加	-4,133	-4,754	-3,928	-3,892	-4,165	-4,608
%销售收入	13.7%	15.2%	15.3%	15.3%	15.3%	15.2%
销售费用	-3,974	-3,538	-3,237	-3,000	-3,150	-3,350
%销售收入	13.1%	11.3%	12.6%	11.8%	11.5%	11.1%
管理费用	-1,139	-1,101	-962	-882	-912	-992
%销售收入	3.8%	3.5%	3.7%	3.5%	3.3%	3.3%
研发费用	-226	-261	-216	-214	-229	-254
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	17,223	17,654	13,946	13,724	14,932	16,947
%销售收入	57.0%	56.6%	54.2%	53.8%	54.7%	56.0%
财务费用	371	489	512	603	593	599
%销售收入	-1.2%	-1.6%	-2.0%	-2.4%	-2.2%	-2.0%
资产减值损失	1	2	40	0	0	0
公允价值变动收益	63	28	8	0	0	0
投资收益	85	-10	126	0	0	0
%税前利润	0.5%	n.a	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	17,842	18,207	14,685	14,369	15,567	17,589
营业利润率	59.0%	58.4%	57.1%	56.4%	57.1%	58.1%
营业外收支	-36	-2	-31	0	0	0
税前利润	17,806	18,205	14,654	14,369	15,567	17,589
利润率	58.9%	58.4%	57.0%	56.4%	57.1%	58.1%
所得税	-4,517	-4,708	-3,794	-3,699	-3,992	-4,492
所得税率	25.4%	25.9%	25.9%	25.7%	25.6%	25.5%
净利润	13,289	13,498	10,860	10,671	11,576	13,097
少数股东损益	42	25	29	31	32	34
归属于母公司的净利润	13,246	13,473	10,831	10,640	11,544	13,063
净利率	43.8%	43.2%	42.1%	41.7%	42.3%	43.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	13,289	13,498	10,860	10,671	11,576	13,097
少数股东损益	42	25	29	31	32	34
非现金支出	677	782	753	741	805	873
非经营收益	528	404	111	70	56	46
营运资金变动	-3,844	4,498	-4,601	-118	-1,129	-1,603
经营活动现金净流	10,648	19,182	7,123	11,363	11,308	12,413
资本开支	-1,432	-1,177	-1,931	-1,183	-1,178	-1,229
投资	107	-281	120	0	0	0
其他	57	75	75	0	0	0
投资活动现金净流	-1,268	-1,383	-1,736	-1,183	-1,178	-1,229
股权募资	10	0	0	0	0	0
债权募资	5,325	-2,025	-2,812	-2,066	-2,983	0
其他	-6,554	-8,304	-9,008	-8,574	-8,717	-9,847
筹资活动现金净流	-1,218	-10,329	-11,820	-10,641	-11,701	-9,847
现金净流量	8,164	7,475	-6,443	-460	-1,570	1,337

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	25,952	33,578	27,342	26,880	25,309	26,645
应收款项	5,978	1,826	1,490	1,553	1,662	1,845
存货	11,622	13,393	15,396	17,097	18,681	21,063
其他流动资产	1,806	2,059	2,161	2,163	2,168	2,177
流动资产	45,358	50,856	46,388	47,694	47,820	51,730
%总资产	71.7%	74.4%	71.6%	71.7%	71.3%	72.5%
长期投资	3,149	3,259	3,454	3,454	3,454	3,454
固定资产	10,332	9,939	10,589	10,902	11,201	11,483
%总资产	16.3%	14.5%	16.3%	16.4%	16.7%	16.1%
无形资产	3,399	3,420	3,415	3,512	3,558	3,604
非流动资产	17,936	17,478	18,407	18,862	19,246	19,613
%总资产	28.3%	25.6%	28.4%	28.3%	28.7%	27.5%
资产总计	63,294	68,335	64,795	66,556	67,066	71,343
短期借款	79	3,277	4,074	2,983	0	0
应付款项	3,508	2,718	2,029	2,603	2,690	2,859
其他流动负债	6,484	8,282	5,901	6,976	7,457	8,259
流动负债	10,071	14,277	12,004	12,562	10,148	11,119
长期贷款	10,000	6,280	2,627	1,652	1,652	1,652
其他长期负债	1,692	270	269	277	283	290
负债	21,763	20,827	14,901	14,491	12,083	13,061
普通股股东权益	41,391	47,389	49,780	51,920	54,806	58,072
其中：股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
未分配利润	33,816	39,340	41,413	43,553	46,439	49,705
少数股东权益	140	120	114	144	177	210
负债股东权益合计	63,294	68,335	64,795	66,556	67,066	71,343
比率分析	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	8.999	9.153	7.358	7.229	7.842	8.875
每股净资产	28.119	32.194	33.819	35.273	37.234	39.453
每股经营现金净流	7.234	13.032	4.839	7.720	7.683	8.433
每股股利	5.400	7.308	5.780	5.775	5.882	6.656
回报率						
净资产收益率	32.00%	28.43%	21.76%	20.49%	21.06%	22.49%
总资产收益率	20.93%	19.72%	16.72%	15.99%	17.21%	18.31%
投入资本收益率	24.14%	22.87%	18.21%	17.92%	19.54%	20.99%
增长率						
主营业务收入增长率	20.34%	3.19%	-17.52%	-0.92%	7.03%	10.99%
EBIT 增长率	28.41%	2.50%	-21.00%	-1.59%	8.81%	13.49%
净利润增长率	27.79%	1.71%	-19.61%	-1.76%	8.49%	13.16%
总资产增长率	23.18%	7.96%	-5.18%	2.72%	0.77%	6.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	1,107.4	1,174.1	1,526.5	1,650.0	1,750.0	1,860.0
应付账款周转天数	240.9	197.2	172.8	160.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	104.0	106.8	120.9	123.7	116.9	106.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.05%	-54.13%	-44.54%	-45.77%	-45.91%	-45.60%
EBIT 利息保障倍数	-46.4	-36.1	-27.2	-22.7	-25.2	-28.3
资产负债率	34.38%	30.48%	23.00%	21.77%	18.02%	18.31%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	12	16	29	86
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0		0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.06	1.03	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在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