

泸州老窖 (000568.SZ)

强烈推荐 (维持)

经营延续调整，股息率处于较高水平

消费品/食品饮料

目标估值:

当前股价: 100.2 元

2025 年公司实现营收/净利润分别为 257.3/108.3 亿元，同比-17.5%/-19.6%。26Q1 公司实现营收/归母净利润分别为 80.3/37.1 亿元，同比-14.2%/-19.3%，降幅较全年有所收窄，Q4+Q1 承压下滑，报表仍在出清。其他酒类承压下滑，国窖双位数下滑，低度相对强势。毛销差有所下降，盈利能力保持较好水平。

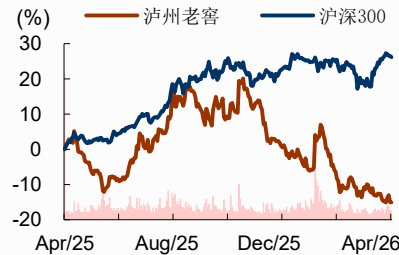
基础数据

总股本 (百万股)	1472
已上市流通股 (百万股)	1471
总市值 (十亿元)	147.5
流通市值 (十亿元)	147.4
每股净资产 (MRQ)	33.8
ROE (TTM)	25.4
资产负债率	23.9%
主要股东	泸州老窖集团司
主要股东持股比例	25.89

□ **Q4+Q1 承压下滑，报表仍在出清。** 2025 年公司实现营收/净利润分别为 257.3/108.3 亿元，同比-17.5%/-19.6%。单 Q4 实现营收/净利润分别为 26.0/0.7 亿元，同比-62.2%/-96.4%，Q4 如期出清、税金及费用率大幅提升，利润基本清零。公司重视股东回报、全年合计派现 85 亿元、对应当下 5.8% 股息率，分红率 78.5%，同比提升 12.8pct。25 年销售收现/经营活动现金流净额分别为 277.8/71.2 亿元，同比-30.6%/-62.9%，现金流表现承压。26Q1 公司实现营收/归母净利润分别为 80.3/37.1 亿元，同比-14.2%/-19.3%，降幅较全年有所收窄，公司 Q1 动销端表现承压，预计仍在调整阶段。Q4+Q1 合并营收/归母净利润分别为 106.3/37.8 亿元，同比-34.6%/-41.7%。26Q1 末合同负债 27.9 亿元，较去年同期下降 2.8 亿元，预收款相对稳定。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-22	-16
相对表现	-7	-23	-42



资料来源: 公司数据、招商证券

□ **其他酒类承压下滑，国窖双位数下滑，低度相对强势。** 分产品看，2025 年中高档酒类/其他酒类收入分别为 229.7/26.4 亿元，同比-16.7%/-23.9%，国窖预计降幅双位数以上但小于整体(预计一季度降幅接近，高度降幅大于低度)、其他酒类跌幅更深、中低端价格带竞争压力突出，毛利率分别为 90.9%/50.1%，同比-0.9/-3.9pct。期末境内经销商 1695 家，较年初净减 6 家，渠道基本稳定。

相关报告

- 《泸州老窖 (000568) 一经营仍有压力，调整幅度可控》2025-10-31
- 《泸州老窖 (000568) 一经营韧性体现，结构有所下移》2025-08-30
- 《泸州老窖 (000568) 一清醒务实，积极拥抱消费新趋势》2025-06-29

□ **毛销差有所下降，盈利能力保持较好水平。** 2025 年毛利率/归母净利率 86.6%/42.1%，同比-0.9pct/-1.1pct；税金/销售/管理费用率分别为 15.3%/12.6%/3.7%，同比+0.0/+1.2/+0.2pct，收入下降致使费用率抬升、毛销差有所下降、盈利能力保持较好水平；26Q1 毛利率/净利率 85.8%/46.5%，同比-0.7pct/-2.8pct；税金/销售/管理费用率分别为 14.4%/8.6%/2.4%，同比+2.7/+0.4/+0.3pct，税金及附加率上行是主要拖累、销售及管理费用率基本稳定。

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

□ **投资建议：报表仍在调整，股息率具有吸引力。** 公司“十五五”战略锚定“重回行业前三”，2026 年坚持“稳中求进”节奏，聚焦“双品牌、三品系、大单品”，推进渠道下沉与数智营销精细运营，同步推进国际化布局。公司 Q4 大幅出清，Q1 下滑幅度符合预期，考虑到公司挺价后部分动销受损，当前仍在调整通道。公司分红水平高，25 年全年派息 85 亿，对应当下 5.8% 股息率，底部形成支撑。我们下调 26-28 年 EPS 至 6.32 元、6.32 元、6.38 元，对应 26 年 16 倍 PE，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：行业需求下行、高端竞品压制、中低档酒竞争激烈等。**

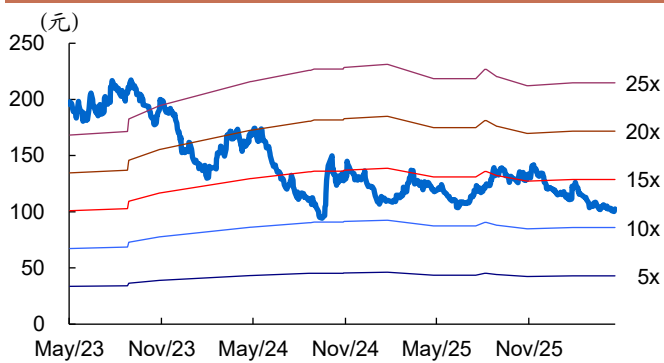
财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	31196	25731	22909	22909	23137
同比增长	3%	-18%	-11%	0%	1%
营业利润(百万元)	18207	14685	12613	12619	12731
同比增长	2%	-19%	-14%	0%	1%

归母净利润(百万元)	13473	10831	9305	9308	9391
同比增长	2%	-20%	-14%	0%	1%
每股收益(元)	9.15	7.36	6.32	6.32	6.38
PE	10.9	13.6	15.9	15.8	15.7
PB	3.1	3.0	2.9	2.9	2.8

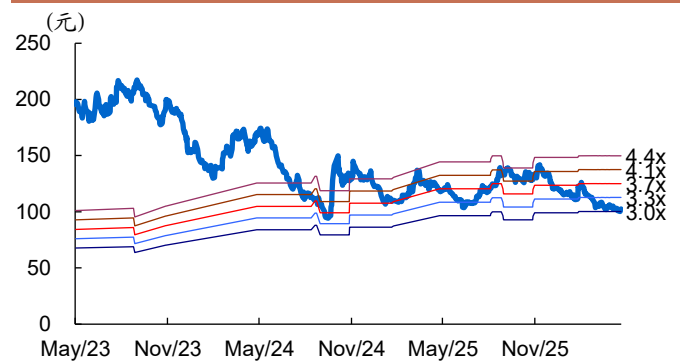
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 泸州老窖历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 泸州老窖历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《泸州老窖（000568）—经营仍有压力，调整幅度可控》2025-10-31
- 2、《泸州老窖（000568）—经营韧性体现，结构有所下移》2025-08-30
- 3、《泸州老窖（000568）—清醒务实，积极拥抱消费新趋势》2025-06-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	50856	46388	42942	44507	46280
现金	33578	27342	27416	29269	30731
交易性投资	1694	1585	1585	1585	1585
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	11	6	5	5	5
其它应收款	13	17	15	15	16
存货	13393	15396	12117	11831	12123
其他	2167	2043	1803	1801	1820
非流动资产	17478	18407	17502	16674	15916
长期股权投资	2801	2931	2931	2931	2931
固定资产	9132	8524	7961	7440	6959
无形资产商誉	3418	3414	3073	2765	2489
其他	2127	3538	3538	3538	3537
资产总计	68335	64795	60444	61181	62196
流动负债	14277	12004	6825	6728	6826
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1844	1413	1112	1086	1113
预收账款	3978	3369	2652	2589	2653
其他	8454	7221	3060	3053	3060
长期负债	6549	2897	2897	2897	2897
长期借款	6280	2627	2627	2627	2627
其他	270	269	269	269	269
负债合计	20827	14901	9721	9625	9723
股本	1472	1472	1472	1472	1472
资本公积金	5020	5280	5280	5280	5280
留存收益	40896	43029	43833	44641	45532
少数股东权益	120	114	139	164	189
归属于母公司所有者权益	47389	49780	50584	51392	52283
负债及权益合计	68335	64795	60444	61181	62196

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	19182	7123	12080	9725	9300
净利润	13498	10860	9330	9334	9417
折旧摊销	774	785	976	900	831
财务费用	302	162	(454)	(514)	(547)
投资收益	(148)	(199)	(187)	(187)	(187)
营运资金变动	4491	(4641)	2415	192	(213)
其它	266	156	0	0	0
投资活动现金流	(1383)	(1736)	115	115	115
资本支出	(1188)	(1933)	(72)	(72)	(72)
其他投资	(194)	197	187	187	187
筹资活动现金流	(10329)	(11820)	(12120)	(7986)	(7953)
借款变动	117	(1822)	(4074)	0	0
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	451	260	0	0	0
股利分配	(9948)	(10757)	(8500)	(8500)	(8500)
其他	(949)	499	454	514	547
现金净增加额	7470	(6433)	74	1854	1462

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	31196	25731	22909	22909	23137
营业成本	3888	3442	2709	2645	2710
营业税金及附加	4754	3928	3657	3657	3694
营业费用	3538	3237	3323	3425	3459
管理费用	1101	962	1055	1072	1083
研发费用	261	216	192	192	194
财务费用	(489)	(512)	(454)	(514)	(547)
资产减值损失	3	40	0	0	0
公允价值变动收益	28	8	8	8	8
其他收益	44	53	53	53	53
投资收益	(10)	126	126	126	126
营业利润	18207	14685	12613	12619	12731
营业外收入	24	27	27	27	27
营业外支出	26	57	57	57	57
利润总额	18205	14654	12583	12588	12701
所得税	4708	3794	3253	3255	3284
少数股东损益	25	29	25	25	25
归属于母公司净利润	13473	10831	9305	9308	9391

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	3%	-18%	-11%	0%	1%
营业利润	2%	-19%	-14%	0%	1%
归母净利润	2%	-20%	-14%	0%	1%
获利能力					
毛利率	87.5%	86.6%	88.2%	88.5%	88.3%
净利率	43.2%	42.1%	40.6%	40.6%	40.6%
ROE	30.4%	22.3%	18.5%	18.3%	18.1%
ROIC	24.2%	18.4%	16.3%	16.6%	16.5%
偿债能力					
资产负债率	30.5%	23.0%	16.1%	15.7%	15.6%
净负债比率	14.0%	10.3%	4.3%	4.3%	4.2%
流动比率	3.6	3.9	6.3	6.6	6.8
速动比率	2.6	2.6	4.5	4.9	5.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	2190.0	3010.0	3989.0	4235.0	4256.0
应付账款周转率	1.9	2.1	2.1	2.4	2.5
每股资料(元)					
EPS	9.15	7.36	6.32	6.32	6.38
每股经营净现金	13.03	4.84	8.21	6.61	6.32
每股净资产	32.19	33.82	34.37	34.91	35.52
每股股利	5.95	5.77	5.77	5.77	1.91
估值比率					
PE	10.9	13.6	15.9	15.8	15.7
PB	3.1	3.0	2.9	2.9	2.8
EV/EBITDA	7.3	9.1	10.3	10.4	10.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。