

公司研究

报表压力继续释放，品牌战略坚定

——泸州老窖（000568.SZ）2025 年年报与 2026 年一季报点评

要点

事件：泸州老窖发布 2025 年年报与 2026 年一季报，25 年总营收 257.31 亿元，同比下滑 17.52%，归母净利润 108.31 亿元，同比下滑 19.61%，其中 25Q4 总营收 26.04 亿元，同比下滑 62.23%，归母净利润 0.68 亿元，同比下滑 96.37%。公司拟每 10 股派发现金红利 44.17 元（含税），合计派发现金红利 65.0 亿元（含税），25 年度分红总额 85 亿元（含税），对应分红比例 78.5%。26Q1 公司总营收 80.25 亿元，同比下滑 14.19%，归母净利润 37.08 亿元，同比下滑 19.25%。

25 年/26Q1 收入端调整。25 年公司以释放渠道压力为主，收入端有所下滑，26Q1 延续调整节奏。1) 分产品看，25 年中高档酒类/其他酒类收入分别为 229.68/26.38 亿元，同比-16.74%/-23.93%。拆分量价看，25 年中高档酒类/其他酒类销量分别同比-13.23%/-19.72%，推算均价分别同比-4.05%/-5.24%。公司全面推进营销攻坚，坚定“双品牌、三品系、大单品”战略，国窖 1573 品牌价值稳固，泸州老窖系列覆盖次高端、腰部、塔基价格带，另外养生酒、创新酒、新零售及海外市场也在培育。市场方面全国布局纵深突破，百城计划、华东战略、“双百工程”等战略专项深入实施，持续聚焦核心区域突破与销售网络下沉。2) 26Q1 收入端同比下滑 14%，春节旺季开瓶有一定承压，其中高度国窖挺价为主，低度国窖韧性较强、消费氛围逐步扩展，老字号特曲、窖龄等开瓶同比也有一定增长。

毛利率与净利率有所承压。1) 25 年/26Q1 毛利率 86.62%/85.82%，同比-0.92/-0.69pct。25 年中高档酒类/其他酒类毛利率分别为 90.94%/50.07%，同比-0.91/-3.89pct，其他酒类毛利率承压相对明显，估计与老头曲等产品费用投放较多有关。25 年/26Q1 税金率 15.26%/14.40%，同比+0.02/+2.75pct，销售费用率 12.58%/8.57%，同比+1.24/+0.37pct，管理费用率 3.74%/2.37%，同比+0.21/+0.31pct。综合看 25 年/26Q1 净利率 42.21%/46.48%，同比-1.06/-2.83pct。2) 25 年/26Q1 销售收现 277.77/88.85 亿元，同比-30.62%/-9.95%，截至 26Q1 末合同负债 27.94 亿元，同比/环比有所减少。

盈利预测、估值与评级：考虑需求仍待恢复、公司报表端调整，下调 2026-27 年归母净利润预测为 98.5/102.3 亿元（较前次预测下调 16.7%/18.6%），新增 28 年归母净利润预测 108.5 亿元，折合 2026-28 年 EPS 为 6.69/6.95/7.37 元，当前股价对应 P/E 为 15/15/14 倍。公司较早开启调整，待需求回暖后长期势能仍足，此外发布《关于提请股东会授权董事会制定中期分红方案公告》，保障投资者利益，维持“买入”评级。

风险提示：需求恢复不及预期，费用投放效果不及预期，高端白酒竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	31,196	25,731	23,657	24,388	25,628
营业收入增长率	3.19%	-17.52%	-8.06%	3.09%	5.08%
归母净利润（百万元）	13,473	10,831	9,846	10,230	10,851
归母净利润增长率	1.71%	-19.61%	-9.09%	3.90%	6.07%
EPS（元）	9.15	7.36	6.69	6.95	7.37
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.43%	21.76%	19.26%	18.96%	19.00%
P/E	11	14	15	15	14
P/B	3.2	3.0	2.9	2.8	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-29

买入（维持）

当前价：101.73 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	14.72
总市值(亿元):	1497.40
一年最低/最高(元):	99.72/144.28
近 3 月换手率:	39.54%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.48	-18.39	-41.12
绝对	-3.39	-17.21	-13.70

资料来源：Wind

相关研报

报表端继续调整，中档及大众产品相对较优——泸州老窖（000568.SZ）2025 年三季报点评（2025-11-02）

降速调整，利润率短期承压——泸州老窖（000568.SZ）2025 年中报点评（2025-08-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	31,196	25,731	23,657	24,388	25,628
营业成本	3,888	3,442	3,132	3,191	3,289
折旧和摊销	773	784	796	848	895
税金及附加	4,754	3,928	3,549	3,658	3,844
销售费用	3,538	3,237	2,957	3,024	3,152
管理费用	1,101	962	885	902	923
研发费用	261	216	189	195	205
财务费用	-489	-512	-305	-350	-388
投资收益	-10	126	50	50	50
营业利润	18,207	14,685	13,350	13,869	14,706
利润总额	18,205	14,654	13,325	13,844	14,681
所得税	4,708	3,794	3,450	3,584	3,801
净利润	13,498	10,860	9,875	10,259	10,880
少数股东损益	25	29	29	29	29
归属母公司净利润	13,473	10,831	9,846	10,230	10,851
EPS(元)	9.15	7.36	6.69	6.95	7.37

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	19,182	7,123	13,748	10,572	11,096
净利润	13,473	10,831	9,846	10,230	10,851
折旧摊销	773	784	796	848	895
净营运资金增加	-2,441	-517	-5,564	853	1,468
其他	7,377	-3,975	8,670	-1,359	-2,118
投资活动产生现金流	-1,383	-1,736	-971	-1,095	-1,070
净资本支出	-1,177	-1,931	-1,100	-1,100	-1,100
长期投资变化	2,801	2,931	0	0	0
其他资产变化	-3,007	-2,736	129	5	30
融资活动现金流	-10,329	-11,820	-9,270	-7,057	-7,306
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2,021	-2,855	-1,074	0	0
无息负债变化	1,085	-3,071	606	100	177
净现金流	7,475	-6,443	3,508	2,420	2,720

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	87.5%	86.6%	86.8%	86.9%	87.2%
EBITDA 率	59.2%	57.5%	58.2%	58.6%	59.1%
EBIT 率	56.7%	54.4%	54.9%	55.2%	55.6%
税前净利润率	58.4%	57.0%	56.3%	56.8%	57.3%
归母净利润率	43.2%	42.1%	41.6%	41.9%	42.3%
ROA	19.8%	16.8%	15.0%	14.9%	15.1%
ROE (摊薄)	28.4%	21.8%	19.3%	19.0%	19.0%
经营性 ROIC	26.4%	20.8%	21.5%	21.7%	22.2%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	30%	23%	22%	21%	20%
流动比率	3.56	3.86	4.07	4.26	4.46
速动比率	2.62	2.58	2.98	3.16	3.35
归母权益/有息债务	4.96	7.43	9.09	9.59	10.15
有形资产/有息债务	6.75	9.12	11.01	11.53	12.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	68,335	64,795	65,702	68,654	72,017
货币资金	33,578	27,342	30,850	33,270	35,990
交易性金融资产	1,694	1,585	1,500	1,510	1,520
应收账款	11	6	11	11	12
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	13	17	0	0	0
存货	13,393	15,396	12,530	12,763	13,156
其他流动资产	2,043	1,897	1,897	1,897	1,897
流动资产合计	50,856	46,388	46,925	49,577	52,712
其他权益工具	407	475	475	475	475
长期股权投资	2,801	2,931	2,931	2,931	2,931
固定资产	9,132	8,524	8,927	8,978	9,083
在建工程	807	2,065	1,903	1,893	1,884
无形资产	3,418	3,414	3,427	3,441	3,453
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	407	665	665	665	665
非流动资产合计	17,478	18,407	18,777	19,078	19,305
总负债	20,827	14,901	14,433	14,533	14,709
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,844	1,413	1,253	1,276	1,316
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	2	0	0	0
其他流动负债	517	437	437	437	437
流动负债合计	14,277	12,004	11,533	11,633	11,810
长期借款	6,280	2,627	2,627	2,627	2,627
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	87	83	83	83	83
非流动负债合计	6,549	2,897	2,900	2,900	2,900
股东权益	47,508	49,894	51,269	54,122	57,308
股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
公积金	6,838	6,911	6,911	6,911	6,911
未分配利润	39,340	41,413	42,759	45,582	48,739
归属母公司权益	47,389	49,780	51,126	53,950	57,106
少数股东权益	120	114	143	172	201

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	11.34%	12.58%	12.50%	12.40%	12.30%
管理费用率	3.53%	3.74%	3.74%	3.70%	3.60%
财务费用率	-1.57%	-1.99%	-1.29%	-1.43%	-1.51%
研发费用率	0.84%	0.84%	0.80%	0.80%	0.80%
所得税率	26%	26%	26%	26%	26%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	5.95	5.78	5.03	5.23	5.54
每股经营现金流	13.03	4.84	9.34	7.18	7.54
每股净资产	32.19	33.82	34.73	36.65	38.80
每股销售收入	21.19	17.48	16.07	16.57	17.41

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	11	14	15	15	14
PB	3.2	3.0	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	8.3	10.2	10.5	10.0	9.3
股息率	5.8%	5.7%	4.9%	5.1%	5.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼