

保持战略定力，继续业绩出清

泸州老窖 (000568.SZ)

核心观点

25Q2 以来，老窖坚定产品量价策略，高度国窖控量挺价，低度国窖全国化与下沉，老窖系列逐步增加资源投入，阶段性降低业绩诉求，顺应市场业绩出清，25A、26Q1 收入增速分别为-17.52%、-14.19%。短期看，白酒产业周期持续磨底，行业动销较弱，公司战略思路清晰、定力强，预计 2026 年继续业绩出清，梳理市场、提升渠道健康度。此外，公司延续不低于 85 亿元年度分红额，对应当前股息率达到 5.8%。

事件

公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。

2025 年公司实现营收 257.31 亿元(-17.52%)；归母净利润 108.31 亿元(-19.61%)；扣非归母净利润 107.6 亿元(-19.7%)。其中，单 Q4 实现营收 26.04 亿元(-62.23%)；归母净利润 0.68 亿元(-96.37%)，扣非归母净利润 0.18 亿元(-99%)。

2026Q1，公司实现营收 80.25 亿元(-14.19%)；归母净利润 37.08 亿元(-19.25%)；扣非归母净利润 36.84 亿元(-19.84%)。

简评

坚定价盘稳定策略，继续业绩出清

2025 年全年公司酒类主业实现营收 256.06 亿元(-17.54%)。分档次看，以国窖 1573、特曲、窖龄为主的中高档酒贡献营收 229.68 亿元(-16.74%)，以头曲、二曲为主的其他酒类贡献营收 26.38 亿元(-23.93%)。2025 年“禁酒令”背景下白酒需求全面减少，行业进入调整期，老窖顺应趋势调整策略、业绩出清。产品方面，高度国窖挺价坚守品牌高度，低度国窖推进全国化与优势市场下沉实现增长，逐步将更多资源向老窖品牌倾斜，顺势完成 100 元以下产品梳理并推出光瓶酒。市场方面，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，渠道控制力与市场渗透力显著增强。

量价拆分来看，25 年中高档酒类销量-13.23%至 3.73 万吨，其他酒类销量-19.72%至 4.88 万吨；中高档酒类均吨价-4.05%至 61.56 万元/吨，其他酒类均吨价-5.24%至 5.41 万元/吨。分渠道看，25 年传统渠道贡献营收 242.20 亿元(-18.10%)，线上渠道等新兴渠道贡献营收 13.86 亿元(-6.34%)。

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2026 年 04 月 29 日

当前股价：100.20 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-3.45/-7.66	-10.82/-9.34	-20.07/-43.85
12 月最高/最低价 (元)			143.32/100.20
总股本 (万股)			147,194.20
流通 A 股 (万股)			147,125.64
总市值 (亿元)			1,474.89
流通市值 (亿元)			1,474.20
近 3 月日均成交量 (万)			1005.23
主要股东			
泸州老窖集团有限责任公司			26.05%

股价表现



2026Q1 公司收入、归母净利润分别-14.19%、-19.25%，延续业绩出清态势，预计因高度国窖挺价策略而规模收缩较大，低度国窖市场拓展相对平稳。

产品周期底部，结构调整毛利率下滑，市场费用有所增加

25 年公司毛利率-0.91pcts 至 86.62%，销售费用率+1.24pcts 至 12.58%，管理费用率+0.21pcts 至 3.74%，归母净利润率-1.1pcts 至 42.09%。毛利率下降预计主要系国窖高端动销下滑而占比减小，下沿价位产品占比提升。2025 年，公司面临市场动销疲软，高端酒价盘承压，积极增加市场促销力度，全年促销费增加 15% 至 12.8 亿元。

26Q1 来看，公司毛利率-0.69pcts 至 85.82%，销售费用率+0.37pcts 至 8.57%，管理费用率+0.31pcts 至 2.37%，归母净利润率-2.9pcts 至 46.21%。26Q1 整体延续了 2025 年二季度以来的产品量价策略、市场营销策略。

维持不低于 85 亿分红额承诺。 2025 年度累计分红 85 亿元，对应当前股息率 5.8%。

盈利预测与投资建议： 预计 2026~2028 年收入分别为 238.03、252.88、268.92 亿元，预计归母净利润 97.53、104.89、112.35 亿元，对应 2026~2028 年 PE 为 15.12、14.06、13.13X，维持“买入”评级。

风险提示：

居民消费需求复苏不及预期，近 2 年受宏观环境等因素影响经济增长有所降速，国民收入增长亦受到影响，未来中短期居民收入增速恢复节奏和消费力的提升节奏可能不及预期；经济复苏不及预期，若商务交流活动减少，公司产品在商务用酒消费场景的需求复苏节奏可能不及预期；食品安全风险，近年来食品安全问题始终是消费者的关注热点，产业链企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	31,196.25	25,731.01	23,803.48	25,288.06	26,891.98
YoY(%)	3.19	-17.52	-7.49	6.24	6.34
净利润(百万元)	13,472.99	10,830.71	9,753.24	10,489.45	11,235.35
YoY(%)	1.71	-19.61	-9.95	7.55	7.11
毛利率(%)	87.54	86.62	86.06	86.24	86.23
销售净利率(%)	43.19	42.09	40.97	41.48	41.78
ROE(%)	28.43	21.76	17.43	16.76	16.12
EPS(摊薄/元)	9.15	7.36	6.63	7.13	7.63
P/E(倍)	10.95	13.62	15.12	14.06	13.13
P/B(倍)	3.11	2.96	2.64	2.36	2.12

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk