


公司评级 **增持（维持）**

报告日期 2026 年 04 月 30 日

基础数据

04 月 30 日收盘价（元）	100.10
总市值（亿元）	1,473.41
总股本（亿股）	14.72

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】泸州老窖：降速调整，修炼内功-2025.11.03

【兴证食饮】泸州老窖：理性降速，蓄力长期-2025.09.01

【兴证食饮】泸州老窖：加码低度市场，渠道精耕细作-2025.06.28

分析师：沈昊

 S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

 S0190521080003
jinhan@xyzq.com.cn

分析师：王嘉琦

 S0190525070007
wangjiaqi23@xyzq.com.cn

泸州老窖(000568.SZ)

加速出清，蓄势长期

投资要点：

- **公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报：**25 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 257.31/108.31/107.60 亿元，同比-17.52%/-19.61%/-19.70%。25 年 Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 26.04/0.68/0.18 亿元，同比-62.23%/-96.37%/-99.00%。26 年 Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 80.25/37.08/36.84 亿元，同比-14.19%/-19.25%/-19.84%。同时，2025 年度累计现金分红总额为 85 亿元，25 年分红率为 78.48%。
- **25Q2 起需求转弱，四季度渠道去库为主。**2025 年中高档产品收入 229.68 亿元，同比-16.7%，收入占比 89.3%；其他酒类收入 26.38 亿元，同比-23.9%，收入占比 10.3%。25 年中高档酒量-13.2%，均价同比-4.0%，预计高端酒收入同比下滑约 15%，中档酒收入同比下滑约 20%。利润端，25 年毛利率为 86.62%，同比-0.91pct，其中 Q4 毛利率为 82.28%，同比-2.09pct，主要系产品结构影响。25 年税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.03/+1.24/+0.21/持平/-0.42pct，销售费率提升主要系市场投入相对刚性。综合以上因素，25 年归母净利率为 42.09%，同比-1.10pct，其中 Q4 归母净利率为 2.62%，同比-24.65pct。此外，2025 年末合同负债余额 33.67 亿元，同比减少 6.11 亿元，环比减少 4.71 亿元。2025 年经营活动产生现金流量净额 71.23 亿元，同比-62.86%，主要系销售商品收到的现金减少（2025 年销售收现 277.77 亿元、同比-30.62%）和票据贴现减少共同影响。
- **26Q1 延续出清，税金及附加占比有所波动。**Q1 公司仍以改善渠道质量为主，高度国窖继续执行控货挺价策略，动销表现平淡，低度国窖在强势区域表现稳健。预计 Q1 高端酒、中档酒均延续双位数下滑趋势，其中低度国窖表现相对好些。Q1 毛利率为 85.82%，同比-0.69pct，主要系结构影响。Q1 税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率同比+2.75/+0.37/+0.31/+0.12/+0.03pct，税金附加占比波动主要系季节性波动。综合以上因素，Q1 归母净利率为 46.21%，同比-2.90pct。此外，Q1 末合同负债余额 27.94 亿元，同比减少 2.72 亿元，环比减少 5.74 亿元。Q1 收现 88.85 亿元、同减 9.96%，经营活动产生现金流量净额 45.43 亿元、同增 37.35%。
- **行业调整理性务实，修炼内功行稳致远。**行业调整阶段公司继续修炼内功，着力数字化建设，管理体系从顶层贯穿到基层，进一步提高效率，将发货改为终端配额制，掌握每家终端进销存及消费者开瓶数据，实现精准投放，维护价盘稳定、渠道秩序。短期行业需求承压，公司理性务实，夯实基本盘，预计未来随着经济复苏，有望凭借出色的团队执行力积极抢抓市场。此外，公司规划 2026 年分红率不低于 75%，且不低于 85 亿元，持续提升股东回报，当前股息率 5.8%。
- **盈利预测与投资建议：**根据最新公告调整盈利预测，预计 2026-2028 年营收分别为 231.40/247.96/270.22 亿元，同比 -10.1%/+7.2%/+9.0%，归母净利润分别为 94.23/102.61/113.78 亿元，同比-13.0%/+8.9%/+10.9%，对应 2026 年 4 月 30 日收盘价，PE 为 15.6/14.4/13.0X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行或带来系统性风险；酒类或有政策调整；酒价波动。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	25731	23140	24796	27022
同比增长	-17.5%	-10.1%	7.2%	9.0%
归母净利润（百万元）	10831	9423	10261	11378
同比增长	-19.6%	-13.0%	8.9%	10.9%
毛利率	86.6%	86.9%	87.0%	87.1%
ROE	21.8%	18.2%	19.0%	20.2%
每股收益（元）	7.36	6.40	6.97	7.73
市盈率	13.6	15.6	14.4	13.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	46388	46368	50283	52554
货币资金	27342	28972	32621	35771
交易性金融资产	1585	1967	2305	2642
应收票据及应收账款	6	9	11	11
预付款项	146	121	129	139
存货	15396	13451	13449	12109
其他	1914	1848	1768	1881
非流动资产	18407	18902	19411	19908
长期股权投资	2931	2938	2939	2947
固定资产	8524	8465	8374	8325
在建工程	2065	2207	2342	2392
无形资产	3414	3818	4224	4672
商誉	0	0	0	0
其他	1473	1474	1532	1573
资产总计	64795	65271	69694	72463
流动负债	12004	11486	13469	13556
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1413	857	2690	1666
其他	10591	10628	10780	11890
非流动负债	2897	1887	2091	2294
长期借款	2627	1627	1827	2027
其他	269	260	264	267
负债合计	14901	13373	15560	15850
股本	1472	1472	1472	1472
未分配利润	41413	42020	42689	43431
少数股东权益	114	139	167	198
股东权益合计	49894	51897	54133	56612
负债及权益合计	64795	65271	69694	72463

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	10831	9423	10261	11378
折旧和摊销	794	796	835	878
营运资金的变动	-4601	1515	2056	1303
经营活动产生现金流量	7123	11894	13217	13602
资本支出	-1931	-1283	-1281	-1326
长期投资	120	-436	-382	-371
投资活动产生现金流量	-1736	-1659	-1575	-1609
债权融资	-2812	-988	203	204
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-11820	-8597	-7994	-8842
现金净变动	-6443	1630	3649	3150

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	25731	23140	24796	27022
营业成本	3442	3026	3228	3487
税金及附加	3928	3526	3778	4118
销售费用	3237	3216	3174	3459
管理费用	962	876	938	1023
研发费用	216	194	208	227
财务费用	-512	-324	-261	-536
投资收益	126	67	89	88
公允价值变动收益	8	17	15	15
信用减值损失	40	1	1	1
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	14685	12772	13902	15418
营业外收支	-31	-22	-18	-24
利润总额	14654	12750	13884	15394
所得税	3794	3301	3595	3986
净利润	10860	9449	10289	11408
少数股东损益	29	25	28	31
归属母公司净利润	10831	9423	10261	11378
EPS(元)	7.36	6.40	6.97	7.73

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-17.5%	-10.1%	7.2%	9.0%
营业利润增长率	-19.3%	-13.0%	8.9%	10.9%
归母净利润增长率	-19.6%	-13.0%	8.9%	10.9%
盈利能力				
毛利率	86.6%	86.9%	87.0%	87.1%
归母净利率	42.1%	40.7%	41.4%	42.1%
ROE	21.8%	18.2%	19.0%	20.2%
偿债能力				
资产负债率	23.0%	20.5%	22.3%	21.9%
流动比率	3.86	4.04	3.73	3.88
速动比率	2.53	2.82	2.69	2.94
营运能力				
资产周转率	38.7%	35.6%	36.7%	38.0%
每股资料(元)				
每股收益	7.36	6.40	6.97	7.73
每股经营现金	4.84	8.08	8.98	9.24
估值比率(倍)				
PE	13.6	15.6	14.4	13.0
PB	3.0	2.8	2.7	2.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn