

2026年05月04日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 加速出清，释放压力

## —泸州老窖（000568.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

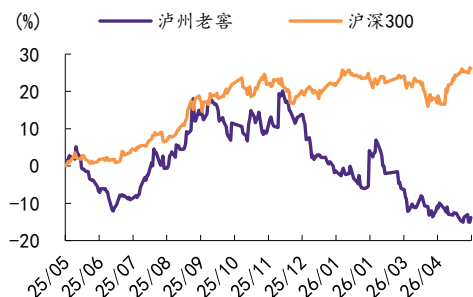
分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

### 基本数据

2026-04-30

当前股价(元)	100.1
总市值(亿元)	1473
总股本(百万股)	1472
流通股本(百万股)	1471
52周价格范围(元)	100.1-143.32
日均成交额(百万元)	1205.73

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《泸州老窖（000568）：控量稳价战略蓄力，渠道精耕强化终端触达》2025-11-04
- 2、《泸州老窖（000568）：业绩主动出清，挖掘渠道空间》2025-08-31
- 3、《泸州老窖（000568）：业绩稳健增长，2025年稳中求进》2025-05-08

2026年04月28日，泸州老窖发布2025年报和2026年一季度报：2025年总营收257.31亿元（同比-18%），归母净利润108.31亿元（同比-20%），扣非净利润107.60亿元（同比-20%）。其中2025Q4总营收26.04亿元（同比-62%），归母净利润0.68亿元（同比-96%），扣非净利润0.18亿元（同比-99%）。2026Q1总营收80.25亿元（同比-14%），归母净利润37.08亿元（同比-19%），扣非净利润36.84亿元（同比-20%）。

### 投资要点

#### ■ 行业调整致承压，费用率保持平稳

行业调整期下公司营收和净利润均有所下滑，在这样的背景下我们分析公司盈利能力：毛利率2025年/2026Q1为86.62%/85.82%，分别同比-0.9pct/-0.7pct，系产品结构调整所致；销售费用率2025年/2026Q1为12.58%/8.57%（分别同比+1.2pct/+0.4pct），管理费用率2025年/2026Q1为3.74%/2.37%（分别同比+0.2pct/+0.3pct），公司管控费用效果明显，费用率保持平稳。综合来看，公司净利率2025年/2026Q1为42.21%/46.48%，分别同比-1.1pct/-2.8pct，盈利能力阶段性承压。合同负债2025年末/2026Q1末为33.67/27.94亿元，分别同比-15%/-9%。

#### ■ 量价齐跌加速出清，国窖继续蓄势

量价拆分来看，2025年中高档酒产品营收229.68亿元（同减16.74%），销量3.73万吨（同减13%），对应吨价为61.57万元/吨（同减4%）；其他酒产品营收26.38亿元（同减24%），销量4.88万吨（同减20%），对应吨价为5.41万元/吨（同减5%），整体量价齐跌承压，加速出清。我们预计国窖2025年营收占比超65%，2026Q1其营收下滑15%左右，高低度国窖2025年营收五五开；中档酒产品预计2025年营收下滑15%+，低档酒下滑更多，整体公司处于加速出清态势。

#### ■ 盈利预测

当前白酒行业整体步入“量减质升”的新一轮调整周期，具体体现在“外部需求收缩、内部调整阵痛、竞争极端化”，

在多重压力叠加下，白酒企业整体增长动能减弱、盈利承压。公司坚定贯彻实施“156”发展战略，深入推进“生态链运营战略”，把握稳中求进的总基调。根据 2025 年报和 2026 年一季报，我们预计 2026-2028 年 EPS 分别为 6.82/7.37/8.15 元，当前股价对应 PE 分别为 15/14/12 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险、业绩调整不及预期风险。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	25,731	23,945	25,495	27,782
增长率（%）	-17.5%	-6.9%	6.5%	9.0%
归母净利润（百万元）	10,831	10,035	10,847	11,996
增长率（%）	-19.6%	-7.3%	8.1%	10.6%
摊薄每股收益（元）	7.36	6.82	7.37	8.15
ROE（%）	21.7%	19.1%	19.4%	19.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	27,342	28,936	34,352	41,077
应收款	23	26	24	23
存货	15,396	15,465	14,205	13,107
其他流动资产	3,627	3,353	3,345	3,305
流动资产合计	46,388	47,780	51,926	57,513
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	1,585	1,485	1,535	1,555
固定资产	8,524	8,844	9,368	9,189
在建工程	2,065	1,856	742	297
无形资产	3,414	3,243	3,073	2,910
长期股权投资	2,931	3,021	3,081	3,111
其他非流动资产	1,473	1,473	1,473	1,473
非流动资产合计	18,407	18,438	17,737	16,981
资产总计	64,795	66,218	69,663	74,493
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	1,413	1,546	1,522	1,529
其他流动负债	7,223	7,223	7,223	7,223
流动负债合计	12,004	11,788	11,679	11,645
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	2,627	1,627	1,677	1,707
其他非流动负债	269	269	269	269
非流动负债合计	2,897	1,897	1,947	1,977
负债合计	14,901	13,684	13,626	13,622
<b>所有者权益</b>				
股本	1,472	1,472	1,472	1,472
股东权益	49,894	52,533	56,037	60,872
负债和所有者权益	64,795	66,218	69,663	74,493

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	10860	10066	10880	12032
少数股东权益	29	30	33	36
折旧摊销	784	739	752	778
公允价值变动	8	7	6	5
营运资金变动	-4558	-113	1211	1125
经营活动现金净流量	7123	10728	12882	13976
投资活动现金净流量	-1736	-102	480	575
筹资活动现金净流量	-3792	-8426	-7326	-7167
现金流量净额	1,595	2,200	6,035	7,383

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	25,731	23,945	25,495	27,782
营业成本	3,442	3,404	3,531	3,765
营业税金及附加	3,928	3,652	3,875	4,209
销售费用	3,237	3,041	3,251	3,556
管理费用	962	896	943	1,022
财务费用	-512	-737	-886	-1,073
研发费用	216	201	214	233
费用合计	3,903	3,401	3,521	3,738
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	8	7	6	5
投资收益	126	56	50	45
营业利润	14,685	13,627	14,688	16,175
加:营业外收入	27	25	20	15
减:营业外支出	57	50	45	40
利润总额	14,654	13,602	14,663	16,150
所得税费用	3,794	3,537	3,783	4,118
净利润	10,860	10,066	10,880	12,032
少数股东损益	29	30	33	36
归母净利润	10,831	10,035	10,847	11,996

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-17.5%	-6.9%	6.5%	9.0%
归母净利润增长率	-19.6%	-7.3%	8.1%	10.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	86.6%	85.8%	86.1%	86.4%
四项费用/营收	15.2%	14.2%	13.8%	13.5%
净利率	42.2%	42.0%	42.7%	43.3%
ROE	21.7%	19.1%	19.4%	19.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	23.0%	20.7%	19.6%	18.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1099.9	912.5	1042.9	1216.7
存货周转率	0.2	0.5	0.5	0.6
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	7.36	6.82	7.37	8.15
P/E	13.6	14.7	13.6	12.3
P/S	5.7	6.2	5.8	5.3
P/B	3.0	2.8	2.6	2.4

## 食品饮料组介绍

孙山山：深圳大学经济学硕士，9年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名，2024年东方财富行业最佳分析师第五名，2025年“美市科技”菁英榜食品饮料组第3名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

## 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。