

# 泸州老窖 (000568.SZ)

## 2025Q4 释放经营压力, 股息率具备优势

优于大市

### 核心观点

**2025Q4 释放压力, 26Q1 延续调整。**2025 年公司实现营业总收入 257.3 亿元/同比-17.5%, 归母净利润 108.3 亿元/同比-19.6%; 25Q4 收入 26.04 亿元/同比-62.2%, 归母净利润 0.68 亿元/同比-96.4%, 第四季度下滑幅度较大, 公司主动控货去化渠道库存; 25 年现金分红总额预计 85 亿元, 分红率 78.5%。2026Q1 实现收入 80.25 亿元/同比-14.2%, 归母净利润 37.08 亿元/同比-19.3%。

**2025 年公司逐季出清, 全年产品结构稳定。**Q2 以来受场景和需求收缩影响, 各价位产品销售均有压力, 收入降幅逐步扩大。分产品看, 2025 年中高档酒收入 229.7 亿元/同比-16.7% (量/价同比-13.2%/-4.1%), 我们预计国窖略好于特曲等中腰部产品, 其中 38 度国窖好于 52 度国窖 (坚持挺价策略); 2025 年其他酒收入 26.4 亿元/同比-23.9% (量/价同比-19.7%/-5.2%), 预计头曲等产品在 25Q4 集中控货去库存。利润端看, 2025 年毛利率 86.6%/同比-0.91pcts, 中高档酒/普通酒毛利率分别同比-0.91/-3.89pcts, 低档产品下滑较多判断系增加促销、推动渠道下沉所致; 2025 年税金/销售/管理费用率分别为 15.3%/12.6%/3.7%, 同比+0.02/+1.24/+0.21pcts, 需求下行周期中, 公司适当增加渠道维护、消费者扫码投入等, 得益于数字化工具、收入下滑背景下税费率整体控制优秀。单 25Q4 销售收现 18.64 亿元/同比-84.2%, 需求压力下公司降低回款要求、进行控货, 同时给渠道兑付费用, 叠加刚性支出, 经营现金流量净额同比-140%至-27 亿元。

**2026Q1 预计各价位产品延续承压, 公司更加重视实际开瓶和渠道良性。**收入端看, 我们预计各价位产品在较高基数上仍延续下滑, 其中 38 度国窖、60 版下滑幅度小于整体, 52 度国窖坚持挺价策略、开瓶承压较大。利润端看, 2026Q1 毛利率微降 0.69pcts 至 85.8%, 销售费用率微增 0.37pcts 至 8.6%, 虽然产品结构略有下降, 但毛销差整体表现稳定、同比-1.06pcts; 税金率/管理费用率分别同比+2.75/+0.31pcts。现金流看, 2026Q1 销售收现 88.85 亿元/同比-10%, 截至第一季度末合同负债 27.94 亿元/环比-5.74 亿元, 公司以消费者实际开瓶拉动, 不强压回款、纾压渠道。

**投资建议:** 展望 2026 年, 预计公司将聚焦 38 度国窖及其他低度产品的全国化布局, 高度在稳定开瓶率下仍以价格稳定优先、销量或延续承压; 伴随动销进入低基数, 渠道库存率先去化、表现修复节奏或偏慢; 同时考虑到产品结构仍有下降压力, 费用端维持积极的 C 端培育投入水平, 下调此前收入及净利润预测并引入 2028 年预测, 预计 2026-2028 年公司收入 226.0/235.3/251.9 亿元, 同比-12.2%/+4.1%/+7.1% (前值 26/27 年 280.7/311.1 亿元); 预计归母净利润 90.7/95.5/104.4 亿元, 同比-16.2%/+5.2%/+9.3% (前值 26/27 年 118.3/132.8 亿元), 当前股价对应 26/27 年 15.8/15.0 倍 P/E。中长期看, 38 度国窖品价比突出、配称公司渠道能力或具备非线性增长能力。公司 2026 年现金分红规划不低於 85 亿元, 按照 5 月 8 日市值计算股息率 5.92%, 重视底部布局价值, 维持“优于大市”评级。

**风险提示:** 白酒需求复苏不及预期; 食品安全问题; 库存影响批价上挺等。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	31,196	25,731	22,595	23,527	25,187
(+/-%)	3.2%	-17.5%	-12.2%	4.1%	7.1%
净利润(百万元)	13473	10831	9073	9547	10439
(+/-%)	1.7%	-19.6%	-16.2%	5.2%	9.3%
每股收益(元)	9.15	7.36	6.16	6.49	7.09
EBIT Margin	56.6%	54.2%	51.7%	52.1%	52.9%
净资产收益率 (ROE)	28.4%	21.8%	17.7%	18.0%	18.9%
市盈率 (PE)	10.7	13.3	15.8	15.0	13.8
EV/EBITDA	8.9	10.8	12.0	11.4	10.5
市净率 (PB)	3.03	2.88	2.81	2.71	2.60

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·白酒 II

证券分析师: 张向伟

证券分析师: 张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn

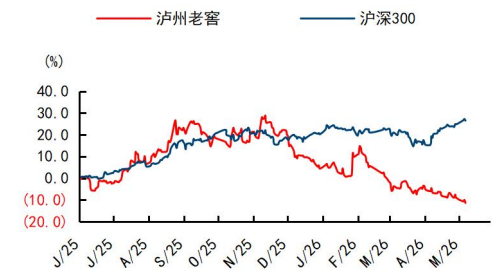
S0980523090001

S0980525070005

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	97.53 元
总市值/流通市值	143559/143492 百万元
52 周最高价/最低价	145.88/95.50 元
近 3 个月日均成交额	896.36 百万元

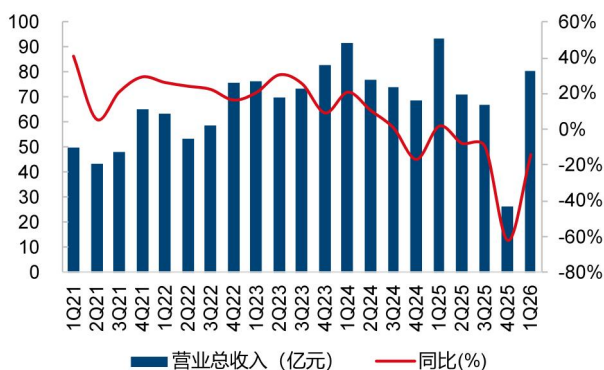
#### 市场走势



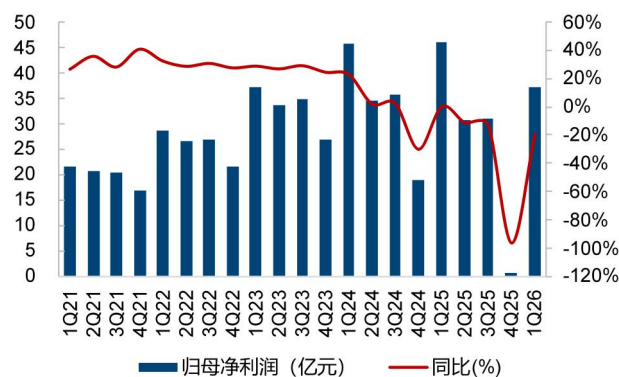
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

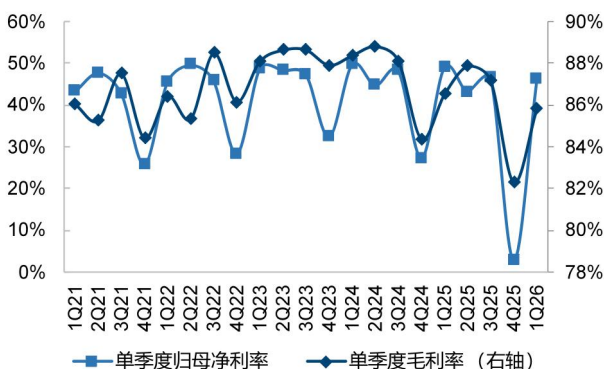
- 《泸州老窖 (000568.SZ) -2025Q3 收入及净利润延续下滑, 预计中档酒产品表现较好》——2025-10-31
- 《泸州老窖 (000568.SZ) -2025 年核心经销客户会议召开, 传递发展信心》——2025-09-12
- 《泸州老窖 (000568.SZ) -2025Q2 降速释放需求压力, 税金率影响净利率表现》——2025-08-31
- 《泸州老窖 (000568.SZ) -以消费者为中心, 数字化赋能供应链, 提升竞争壁垒》——2025-07-09
- 《泸州老窖 (000568.SZ) -2025Q1 录得正增, 公司指引 3 年分红率稳步提升》——2025-04-28

**图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速**


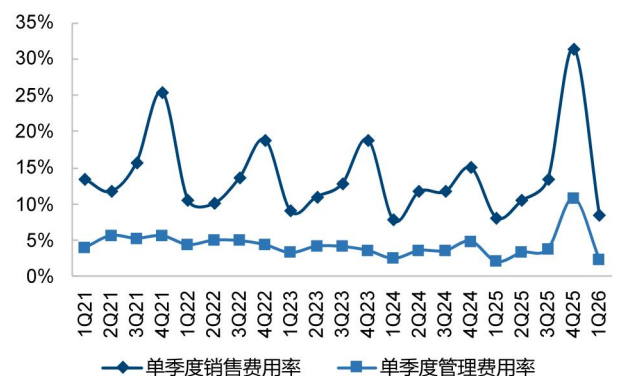
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率**


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

**表1: 泸州老窖盈利预测调整表**

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2025A	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	25,731	28,071	31,105	22,595	23,527	25,187	-19.5%
收入同比增速%	-17.5%	9.1%	10.8%	-12.2%	4.1%	7.1%	-21.28pcts
毛利率%	86.6%	86.1%	86.5%	85.2%	84.9%	85.1%	-0.93pcts
销售费用率%	12.6%	11.9%	11.7%	13.2%	12.7%	12.2%	1.3pcts
管理费用率%	3.3%	3.4%	3.4%	3.8%	3.6%	3.5%	0.4pcts
归母净利润 (百万元)	10,831	11,831	13,278	9,073	9,547	10,439	-23.3%
归母净利润同比增速%	-19.6%	9.2%	12.2%	-16.2%	5.2%	9.3%	-25.46pcts
净利率%	42.1%	42.1%	42.7%	40.2%	40.6%	41.4%	-1.99pcts
EPS (元)	7.36	8.04	9.02	6.16	6.49	7.09	-23.3%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表2: 可比公司估值表**

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2026/05/08	2026/05/08	2025A	2026E	2025A	2026E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,373	17,194	823.2	867.06	20.9	19.8		
000858.SZ	五粮液	优于大市	92	3,576	89.5	209.31	39.9	17.1		
<b>000568.SZ</b>	<b>泸州老窖</b>	<b>优于大市</b>	<b>98</b>	<b>1,436</b>	<b>108.3</b>	<b>90.7</b>	<b>13.3</b>	<b>15.8</b>		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	142	1,727	122.5	118.93	14.1	14.5		
002304.SZ	洋河股份	中性	48	728	22.1	25.44	33.0	28.6		

000799.SZ	酒鬼酒	中性	44	142	-0.3	0.64	-417.2	221.3
600702.SH	舍得酒业	优于大市	44	147	2.2	3.53	66.1	41.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	106	562	35.5	37.05	15.8	15.2
603369.SH	今世缘	优于大市	23	140	6.7	6.09	20.8	23.0
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	38	303	19.9	20.71	15.2	14.6
603589.SH	口子窖	中性	28	351	26.0	26.45	13.5	13.3
603919.SH	金徽酒	优于大市	18	93	3.5	3.65	26.4	25.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除泸州老窖以外其他公司采用 Wind 一致预期

## 风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	33578	27342	23589	28136	30474	营业收入	31196	25731	22595	23527	25187
应收款项	24	23	21	21	23	营业成本	3888	3442	3351	3554	3742
存货净额	13393	15396	14965	13297	13391	营业税金及附加	4754	3928	3502	3647	3904
其他流动资产	2167	2043	2695	2103	2418	销售费用	3538	3237	2983	2988	3073
<b>流动资产合计</b>	<b>50856</b>	<b>46388</b>	<b>42853</b>	<b>45141</b>	<b>47891</b>	管理费用	1101	962	995	984	1018
固定资产	9939	10589	10763	10694	10545	研发费用	261	216	226	235	252
无形资产及其他	3418	3414	3278	3141	3004	财务费用	(489)	(512)	(278)	(378)	(447)
投资性房地产	1320	1473	1473	1473	1473	投资收益	(10)	126	250	122	166
长期股权投资	2801	2931	2931	2931	2931	资产减值及公允价值变动	28	8	8	8	8
<b>资产总计</b>	<b>68335</b>	<b>64795</b>	<b>61297</b>	<b>63380</b>	<b>65844</b>	其他收入	(215)	(123)	(89)	(99)	(115)
短期借款及交易性金融负债	3277	4074	0	0	0	营业利润	18207	14685	12211	12764	13955
应付款项	1844	1413	1249	1294	1371	营业外净收支	(2)	(31)	0	0	0
其他流动负债	9156	6517	5893	6017	6311	<b>利润总额</b>	<b>18205</b>	<b>14654</b>	<b>12211</b>	<b>12764</b>	<b>13955</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>14277</b>	<b>12004</b>	<b>7142</b>	<b>7310</b>	<b>7683</b>	所得税费用	4708	3794	3114	3191	3489
长期借款及应付债券	6280	2627	2627	2627	2627	少数股东损益	25	29	24	25	28
其他长期负债	270	269	269	269	269	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>13473</b>	<b>10831</b>	<b>9073</b>	<b>9547</b>	<b>10439</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>6549</b>	<b>2897</b>	<b>2897</b>	<b>2897</b>	<b>2897</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>20827</b>	<b>14901</b>	<b>10038</b>	<b>10207</b>	<b>10579</b>	净利润	13473	10831	9073	9547	10439
少数股东权益	120	114	118	122	127	资产减值准备	(1)	(39)	(9)	(1)	0
股东权益	47389	49780	51141	53051	55138	折旧摊销	773	784	1079	1215	1292
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>68335</b>	<b>64795</b>	<b>61297</b>	<b>63380</b>	<b>65844</b>	公允价值变动损失	(28)	(8)	(8)	(8)	(8)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(489)	(512)	(278)	(378)	(447)
每股收益	9.15	7.36	6.16	6.49	7.09	营运资本变动	3658	(5141)	(1015)	2427	(38)
每股红利	5.63	6.11	5.24	5.19	5.67	其它	10	44	13	5	4
每股净资产	32.19	33.82	34.74	36.04	37.46	<b>经营活动现金流</b>	<b>17886</b>	<b>6471</b>	<b>9133</b>	<b>13185</b>	<b>11690</b>
ROIC	26.63%	20.63%	19%	24%	27%	资本开支	0	(1298)	(1100)	(1000)	(1000)
ROE	28.43%	21.76%	18%	18%	19%	其它投资现金流	(267)	110	0	0	0
毛利率	88%	87%	85%	85%	85%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(360)</b>	<b>(1318)</b>	<b>(1100)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1000)</b>
EBIT Margin	57%	54%	52%	52%	53%	权益性融资	4	0	0	0	0
EBITDA Margin	59%	57%	56%	57%	58%	负债净变化	(3720)	(3653)	0	0	0
收入增长	3%	-18%	-12.2%	4.1%	7.1%	支付股利、利息	(8283)	(8998)	(7712)	(7638)	(8351)
净利润增长率	2%	-20%	-16.2%	5.2%	9.3%	其它融资现金流	14104	13912	(4074)	0	0
资产负债率	31%	23%	17%	16%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(9900)</b>	<b>(11390)</b>	<b>(11786)</b>	<b>(7638)</b>	<b>(8351)</b>
股息率	5.8%	6.3%	5.4%	5.3%	5.8%	<b>现金净变动</b>	<b>7626</b>	<b>(6237)</b>	<b>(3753)</b>	<b>4547</b>	<b>2339</b>
P/E	10.7	13.3	15.8	15.0	13.8	货币资金的期初余额	25952	33578	27342	23589	28136
P/B	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	货币资金的期末余额	33578	27342	23589	28136	30474
EV/EBITDA	8.9	10.8	12.0	11.4	10.5	企业自由现金流	0	4681	7662	11833	10255
						权益自由现金流	0	14939	3795	12117	10590

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032