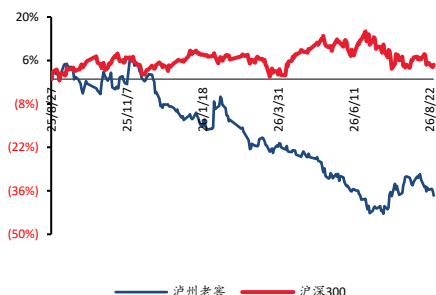


二季度加大出清力度，控量保价降库存

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	14.72/14.71
总市值/流通(亿元)	1,217.56/1,216.86
12 个月内最高/最低价(元)	145.88/73.37

相关研究报告

<<泸州老窖：三季度需求承压，报表压力逐步释放>>--2025-11-13
<<泸州老窖：扎实经营，行稳致远>>--2025-04-30
<<泸州老窖：Q2 调整节奏稳增长，税负拖累盈利表现>>--2024-09-04

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件：公司披露 2026 年中报，26H1 实现营业收入 104.72 亿元，同比-36.35%；归母净利润 43.39 亿元，同比-43.37%；扣非净利润 42.91 亿元，同比-43.90%。其中 26Q2 营业收入 24.47 亿元，同比-65.54%；归母净利润 6.31 亿元，同比-79.45%。

控量保价致中高档酒量缩价升，Q2 出清力度加大。分产品看，26H1 中高档酒类收入 92.00 亿元，同比-38.86%，销量-42.5%、吨价+6.4%至 66.4 万元/吨，毛利率为 90.74%；其他酒类收入 12.11 亿元，同比-10.27%，毛利率为 45.80%。中高档酒量减价增，印证公司控量保价、坚守国窖价格带的策略；据渠道调研，高度国窖 1573 批价约 840 元、低度约 630 元，年初至今相对平稳，高度国窖承压更明显，低度国窖延续全国化并约占国窖的七成。分渠道看，26H1 传统渠道收入为 94.94 亿元、同比-38.61%，新兴渠道为 9.17 亿元、同比-1.64%，新兴渠道韧性更强；分地区看，境内收入为 103.59 亿元、同比-36.65%，境外收入为 1.13 亿元、同比+10.16%；期末境内经销商数量为 1533 家，净减少 162 家，反映去库阶段主动优化渠道。26Q2 收入同比-65.54%，主因公司加大控量以加速渠道库存出清、政商务场景延续缺失，叠加去年同期基数因素。据渠道调研，经销商库存普遍降至 3 个多月，去库取得阶段性成效；国窖 1573 批价保持刚性，为后续需求回暖时的量价修复奠定基础。结构上，低度国窖全国化、特曲 60 版全渠道拓展和二曲光瓶酒导入构成中期看点。

收入下滑致费用与税费规模效应减弱，Q2 净利率下探。26H1 公司毛利率为 85.35%、同比-1.74pct，26Q2 毛利率为 83.80%、同比-4.06pct，主因产品结构变化及固定成本摊薄减弱。26H1 销售/管理/财务费用率分别为 12.70%/3.74%/-2.04%，同比+3.47%/+1.14%/-0.44pct，归母净利率为 41.44%，同比-5.14pct；26Q2 销售/管理/财务费用率进一步升至 26.25%/8.23%/-4.41%，分别同比+15.66%/+4.92%/-2.46pct，归母净利率降至 25.78%。费用率被动抬升源于收入大幅下滑而费用刚性，26H1 销售费用绝对额 13.3 亿元、同比仅-12%，公司在去库阶段仍保持市场投入。现金流方面，26H1 销售收现 107.44 亿元、同比-40.14%，经营性现金流净额为 20.82 亿元、同比-65.68%；期末合同负债为 24.37 亿元，环比-3.56 亿元、同比-10.92 亿元，反映公司主动控制回款节奏、减轻渠道资金压力。分红方面，公司 2025 年度累计分红 85 亿元、分红率 78.48%，并承诺 2024-2026 年现金分红比例逐年不低于 65%/70%/75%且均不低于 85 亿元（含税），按当前市值对应股息率约 6.8%，在行业调整期为股东提供安全边际。

投资建议：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 67.5/66.9/70.9 亿元，同比 -37.7%/-0.9%/+5.92%，EPS 分别为 4.59/4.55/4.81 元；对应 PE 分别为 18/18/17 倍，维持“增持”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；行业竞争加剧；产品结构升级及去库进度不及预期；食品安全风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	25,731	17,442	16,854	17,399
营业收入增长率(%)	-17.52%	-32.21%	-3.37%	3.23%
归母净利（百万元）	10,831	6,751	6,690	7,086
净利润增长率(%)	-19.61%	-37.66%	-0.90%	5.92%
摊薄每股收益（元）	7.36	4.59	4.55	4.81
市盈率（PE）	11.24	18.03	18.20	17.18

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	33,578	27,342	32,257	31,947	34,833
应收和预付款项	135	152	110	105	109
存货	13,393	15,396	9,950	10,016	10,367
其他流动资产	3,750	3,499	3,430	3,186	3,257
流动资产合计	50,856	46,388	45,747	45,253	48,567
长期股权投资	2,801	2,931	2,931	2,931	2,931
投资性房地产	50	48	48	48	48
固定资产	9,132	8,524	8,617	8,696	8,761
在建工程	807	2,065	1,962	1,863	1,770
无形资产开发支出	3,418	3,414	3,326	3,239	3,151
长期待摊费用	2	1	1	1	1
其他非流动资产	52,124	47,813	47,457	46,955	50,265
资产总计	68,335	64,795	64,342	63,733	66,927
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	1,844	1,415	1,201	1,127	1,155
长期借款	6,280	2,627	5,169	3,337	4,867
其他负债	12,702	10,858	6,692	6,534	6,628
负债合计	20,827	14,901	13,063	10,998	12,650
股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
资本公积	5,366	5,439	5,439	5,439	5,439
留存收益	40,812	42,885	44,323	45,762	47,287
归母公司股东权益	47,389	49,780	51,149	52,588	54,113
少数股东权益	120	114	131	147	165
股东权益合计	47,508	49,894	51,279	52,735	54,277
负债和股东权益	68,335	64,795	64,342	63,733	66,927

现金流量表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	19,182	7,123	10,707	6,848	6,985
投资性现金流	-1,383	-1,736	-301	31	36
融资性现金流	-10,329	-11,820	-5,476	-7,189	-4,134
现金增加额	7,475	-6,443	4,916	-311	2,886

利润表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	31,196	25,731	17,442	16,854	17,399
营业成本	3,888	3,442	2,530	2,484	2,546
营业税金及附加	4,754	3,928	2,965	2,718	2,766
销售费用	3,538	3,237	2,268	2,121	2,213
管理费用	1,101	962	654	625	435
财务费用	-489	-512	-176	-216	-217
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	-10	126	49	50	56
公允价值变动	28	8	0	0	0
营业利润	18,207	14,685	9,143	9,065	9,601
其他非经营损益	-2	-31	-22	-21	-23
利润总额	18,205	14,654	9,121	9,043	9,578
所得税	4,708	3,794	2,353	2,336	2,474
净利润	13,498	10,860	6,768	6,707	7,104
少数股东损益	25	29	17	16	18
归母股东净利润	13,473	10,831	6,751	6,690	7,086

预测指标					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	87.54%	86.62%	85.49%	85.26%	85.37%
销售净利率	43.19%	42.09%	38.71%	39.70%	40.73%
销售收入增长率	3.19%	-17.52%	-32.21%	-3.37%	3.23%
EBIT 增长率	2.44%	-20.68%	-36.29%	-1.32%	6.05%
净利润增长率	1.71%	-19.61%	-37.66%	-0.90%	5.92%
ROE	28.43%	21.76%	13.20%	12.72%	13.10%
ROA	20.51%	16.31%	10.48%	10.47%	10.87%
ROIC	22.99%	18.38%	11.45%	11.36%	11.44%
EPS (X)	9.15	7.36	4.59	4.55	4.81
PE (X)	9.04	11.24	18.03	18.20	17.18
PB (X)	2.57	2.45	2.38	2.32	2.25
PS (X)	3.90	4.73	6.98	7.22	7.00
EV/EBITDA (X)	8.67	10.14	10.63	10.59	9.84

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。