

泸州老窖 (000568)

2026 年中报点评：以定力应对行业深调，以出清夯实发展底座

买入（维持）

2026 年 08 月 31 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

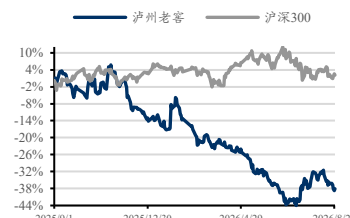
such@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	31,196	25,731	20,491	23,164	25,958
同比（%）	3.19	(17.52)	(20.36)	13.04	12.06
归母净利润（百万元）	13,473	10,831	7,765	8,978	9,956
同比（%）	1.71	(19.61)	(28.31)	15.62	10.90
EPS-最新摊薄（元/股）	9.15	7.36	5.28	6.10	6.76
P/E（现价&最新摊薄）	8.57	10.66	14.87	12.86	11.60

投资要点

- **事件：**公司披露 2026 年半年报。公司 26H1 实现营业收入 104.72 亿元，同比下滑 36.35%；实现归属于上市公司股东净利润 43.39 亿元，同比下降 43.37%；其中 Q2 营收 24.47 亿元，同比下滑 65.54%，Q2 归母净利润 6.31 亿元，同比下降 79.45%。Q2 单季度下滑幅度较大，但符合公司自身出清思路。
- **需求偏弱+竞品价格走低，公司中高档酒显著下滑。**公司 26H1 收入下滑 30%+主因中高档白酒销量下滑幅度较大，达到 42.53%，从节奏上看，Q2 淡季下滑幅度高于 Q1。同期其他低档白酒销量下滑仅 9.79%，导致销售结构变化，酒类毛利率下降 1.67pct.至 85.81%。公司中高端白酒销量下滑，主因行业需求承压，同时主要竞品价格走低带来竞争压力。我们亦判断公司核心产品国窖 1573 销量下滑幅度和整体下滑幅度匹配，其中高度国窖 1573 下滑幅度因挺价因素高于低度国窖，低度国窖承担了市场拓展和年轻消费者培育的角色，且相较竞品有价格优势，销售表现相对更好。
- **Q2 为头部公司出清关键期，公司重动销轻压货，报表出清力度较大。**从报表维度看 2025 年白酒行业集中进入深度去化阶段，2025 年白酒板块整体营收下滑 29.16%（剔除贵州茅台），2026H1 延续。对于 2025H2 启动出清公司而言，26H1 是出清关键期，尤其 Q2 白酒消费淡季体现更明显。公司近两年坚持以动销换配额的良性市场方针，在坚定高度国窖稳价策略下，公司重视开瓶动销轻压货，Q2 报表的较大幅度下滑体现公司出清力度。
- **短期销售费用率走高，主因保持市场投入尤其消费者端。**26H1 公司销售费用率为 12.70%，同比提升 3.47pct，主因年度费用预算按计划执行且注重消费者端不和出货挂钩，而去库存导致收入降幅明显，费用率被动提升，我们预计全年提升幅度会收窄。上半年税金率 17.07%同比亦显著提升 3.8pct，主因消费税生产端缴纳而生产和销售具有错期，全年差异我们判断亦会收敛。
- **进入 Q3 高端白酒价格呈现积极信号，公司下半年发力基础更可期待。**53° 茅台酒价格从年初以来稳中有升，当前站稳 1700 元；随着五粮液释放稳价信号和举措，8 月普五价格回升明显，我们认为随着茅五价格先后企稳，经历压力测试的国窖销售压力将得以改善，更多市场举措或更为密集推出，效果值得期待。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司 2026 上半年报表出清力度，以及行业茅五价格积极信号，我们调整 26-27 年归母净利润预测为 77.65/89.78 亿元（前值 113.23/125.19 亿元），新增 28 年预测为 99.56 亿元，对应 26-28 年 PE 为 14.9/12.9/11.6x。基于 2026 年业绩探底判断、低估值以及高

股价走势



市场数据

收盘价(元)	78.44
一年最低/最高价	73.37/145.88
市净率(倍)	2.52
流通 A 股市值(百万元)	115,389.96
总市值(百万元)	115,455.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	31.07
资产负债率(% ,LF)	28.67
总股本(百万股)	1,471.90
流通 A 股(百万股)	1,471.06

相关研究

《泸州老窖(000568)：2025 年三季度报点评：经营稳健，有序出清》

2025-10-31

《泸州老窖(000568)：2025 年中报点评：强基固本，蓄势攻坚》

2025-08-31

分红持续，我们维持“买入”评级。

■ **风险提示：** 高端酒消费持续难以恢复和提振；高端酒如茅五大单品价格波动甚至回落；生产成本上涨风险等。

图1：普飞茅台酒价格站稳 1700 元

8月30日茅台行情价（点击下方蓝色链接进入购买页面）			
品名	29日	30日	涨跌
☞ 26年飞天原箱	1720	1730	+10
☞ 26年飞天散瓶	1700	1710	+10
☞ 25年飞天原箱	1870	1870	0
☞ 25年飞天散瓶	1770	1770	0
24年飞天原箱	1970	1970	0
24年飞天散瓶	1870	1870	0

数据来源：茅粉鲁智深价格大数据，东吴证券研究所

图2：五粮液价格上涨（单位：元）

2026年8月8日			
475黄飘带	2350	2350	0
巽风375ml	1230	1230	0
五粮液普五	730	770	+40
五粮液1618	750	750	0

2026年8月28日			
五粮液普五	780	790	+10
五粮液1618	750	775	+25

数据来源：茅粉鲁智深价格大数据，东吴证券研究所

泸州老窖三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	46,388	41,568	42,069	43,152	营业总收入	25,731	20,491	23,164	25,958
货币资金及交易性金融资产	28,926	26,177	20,332	23,996	营业成本(含金融类)	3,442	3,221	3,653	4,125
经营性应收款项	1,618	1,143	1,106	1,071	税金及附加	3,928	3,484	3,668	4,162
存货	15,396	13,705	19,952	17,302	销售费用	3,237	2,974	3,259	3,520
合同资产	0	0	0	0	管理费用	962	771	829	893
其他流动资产	448	544	679	782	研发费用	216	204	210	231
非流动资产	18,407	20,029	21,943	23,653	财务费用	(512)	(552)	(473)	(315)
长期股权投资	2,931	2,661	2,727	2,775	加:其他收益	53	41	38	44
固定资产及使用权资产	8,544	10,024	11,568	12,933	投资净收益	126	61	66	70
在建工程	2,065	2,032	2,266	2,383	公允价值变动	8	0	0	0
无形资产	3,414	3,482	3,435	3,405	减值损失	40	17	20	23
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	4	12	6
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	14,685	10,513	12,154	13,485
其他非流动资产	1,452	1,828	1,946	2,155	营业外净收支	(31)	(13)	(15)	(19)
资产总计	64,795	61,596	64,013	66,805	利润总额	14,654	10,500	12,139	13,466
流动负债	12,004	9,523	9,928	10,279	减:所得税	3,794	2,714	3,140	3,483
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,074	2,477	2,177	2,077	净利润	10,860	7,786	8,999	9,982
经营性应付款项	1,415	1,331	1,532	1,443	减:少数股东损益	29	21	22	26
合同负债	3,367	2,255	2,557	2,888	归属母公司净利润	10,831	7,765	8,978	9,956
其他流动负债	3,147	3,460	3,663	3,872	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.36	5.28	6.10	6.76
非流动负债	2,897	2,897	2,897	2,897	EBIT	14,039	9,863	11,564	13,047
长期借款	2,627	2,627	2,627	2,627	EBITDA	14,833	10,781	12,615	14,162
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	86.62	84.28	84.23	84.11
租赁负债	16	16	16	16	归母净利率(%)	42.09	37.89	38.76	38.36
其他非流动负债	254	254	254	254	收入增长率(%)	(17.52)	(20.36)	13.04	12.06
负债合计	14,901	12,419	12,825	13,176	归母净利润增长率(%)	(19.61)	(28.31)	15.62	10.90
归属母公司股东权益	49,780	49,042	51,032	53,447					
少数股东权益	114	135	156	182					
所有者权益合计	49,894	49,177	51,188	53,629					
负债和股东权益	64,795	61,596	64,013	66,805					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7,123	9,655	4,525	14,190	每股净资产(元)	33.82	33.32	34.67	36.31
投资活动现金流	(1,736)	(2,694)	(3,472)	(3,401)	最新发行在外股份(百万股)	1,472	1,472	1,472	1,472
筹资活动现金流	(11,820)	(10,232)	(7,420)	(7,773)	ROIC(%)	18.30	13.19	15.54	16.92
现金净增加额	(6,443)	(3,271)	(6,367)	3,017	ROE-摊薄(%)	21.76	15.83	17.59	18.63
折旧和摊销	794	919	1,051	1,114	资产负债率(%)	23.00	20.16	20.03	19.72
资本开支	(1,931)	(2,444)	(2,784)	(2,581)	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.66	14.87	12.86	11.60
营运资本变动	(4,601)	1,079	(5,648)	3,028	P/B (现价)	2.32	2.35	2.26	2.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>