泸州老窖（000568.SZ）

控货去库延续，收入降幅较2026Q2收窄

优于大市

核心观点

2026Q1-Q3实现营业收入146.68亿元，同比下降36.58%；归母净利润56.71亿元，同比下降47.31%；扣非归母净利润56.21亿元，同比下降47.67%。其中，2026Q3实现营业收入41.95亿元，同比下降37.14%；归母净利润13.32亿元，同比下降57.03%；扣非归母净利润13.29亿元，同比下降57.01%。

收入降幅较2026Q2收窄，渠道去库仍影响发货。2026Q3收入同比下降37.14%，降幅较2026Q2收窄28.41pcts，报表仍处于调整阶段。渠道配额与开瓶动销挂钩，发货节奏随终端销售、库存和价格变化调整。我们认为，这一安排为经销商消化存量库存留出空间，也减少了新增货源对价盘的冲击。短期收入承压，既受到需求环境影响，也包含主动控货的因素。

毛利率下降和税金率上升，是利润承压的主要原因。2026Q3毛利率79.37%，同比下降7.80pcts。销售费用率同比提升2.49pcts至15.99%。管理及研发费用率合计5.99%，同比提升1.54pcts。税金及附加7.24亿元，同比增长17.23%，占收入比例同比提升8.01pcts至17.27%，进一步压低盈利。有效所得税率同比下降0.70pcts至24.82%，形成部分对冲，归母净利率同比下降14.70pcts至31.74%。回款方面，2026Q3销售收现44.17亿元，同比下降44.53%；经营活动现金流量净额23.64亿元，同比下降37.10%。2026Q3末合同负债23.16亿元，较2026Q2末减少1.21亿元。

渠道去库与价格维护或将优先于发货扩张。去库速度需要兼顾经销商资金周转和价盘稳定，短期报表恢复可能慢于终端消费修复。高低度国窖承担不同任务：高度产品维护高端品牌定位，低度产品拓展消费人群和区域市场。低度国窖以基地市场和一线城市为支点，培育推广商并向周边延伸，是中长期扩张的重要方向。特曲等腰部产品则可承接宴席、礼赠及聚饮需求，增加高端产品之外的销售支撑。我们认为，当前调整的意义在于减少渠道积压、保留经销商经营空间，同时推进低度产品全国化，为需求回暖后的市场拓展保留基础。

投资建议：公司持续主动调整，因此我们下调此前收入及净利润预测，预计2026-2028年公司实现营业总收入165.0/171.3/183.8亿元（前预测值为179.9/188.2/201.9亿元），同比-35.9%/3.8%/7.3%；2026-2028年公司实现归母净利润60.5/65.2/72.5亿元（前预测值为67.2/72.3/79.2亿元），同比-44.2%/7.9%/11.1%；实现EPS4.11/4.43/4.92元；当前股价对应PE分别为18.8/17.4/15.7倍。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	16,503	17,132	18,381
(+/-%)	3.2%	-17.5%	-35.9%	3.8%	7.3%
净利润(百万元)	13473	10831	6046	6524	7245
(+/-%)	1.7%	-19.6%	-44.2%	7.9%	11.1%
每股收益（元）	9.15	7.36	4.11	4.43	4.92
EBIT Margin	56.6%	54.2%	46.6%	47.6%	49.3%
净资产收益率（ROE）	28.4%	21.8%	11.9%	12.5%	13.6%
市盈率（PE）	8.4	10.5	18.8	17.4	15.7
EV/EBITDA	7.3	8.7	13.9	13.0	11.8
市净率（PB）	2.39	2.28	2.24	2.18	2.12

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
zhangxiangwei@guosen.com.cn
S0980523090001

证券分析师：王新雨
021-60875135
wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980526070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	77.07元
总市值/流通市值	113439/113382百万元
52周最高价/最低价	145.88/67.79元
近3个月日均成交额	867.29百万元

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）-2026Q2主动调整加深，中高档酒仍在出清》——2026-08-29
《泸州老窖（000568.SZ）-2025Q4释放经营压力，股息率具备优势》——2026-05-10
《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

图1：公司单季度营业总收入及同比增速



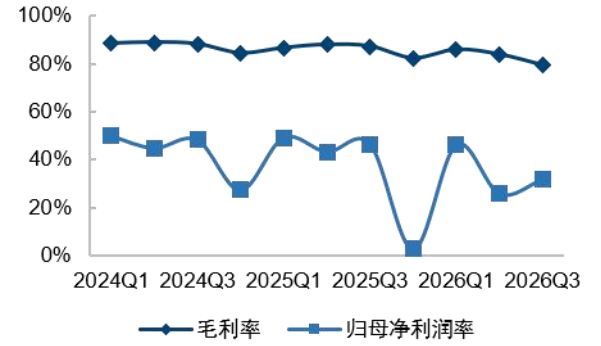
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母净利润及同比增速



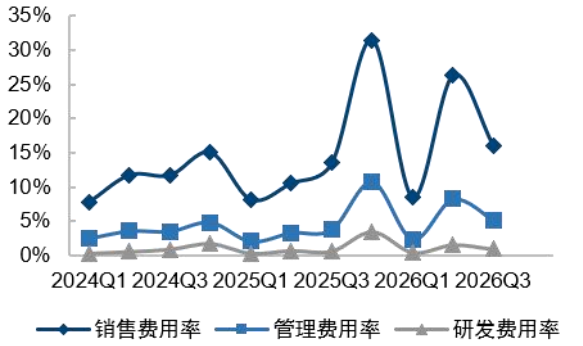
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：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：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：盈利预测调整表

	调整前			调整后			调整幅度		
项目	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	17,987	18,818	20,188	16,503	17,132	18,381	-8.2%	-9.0%	-9.0%
收入同比增速%	-30.1%	4.6%	7.3%	-35.9%	3.8%	7.3%	-5.77pcts	-0.81pcts	0pcts
毛利率%	82.8%	82.4%	82.6%	83.4%	83.1%	83.3%	0.68pcts	0.68pcts	0.69pcts
销售费用率%	14.0%	12.7%	12.2%	15.6%	14.5%	13.0%	1.6pcts	1.8pcts	0.8pcts
管理费用率%	4.0%	3.6%	3.5%	4.2%	4.0%	4.0%	0.2pcts	0.4pcts	0.5pcts
归母净利润（百万元）	6,723	7,230	7,920	6,046	6,524	7,245	-10.1%	-9.8%	-8.5%
归母净利润同比增速%	-37.9%	7.5%	9.5%	-44.2%	7.9%	11.1%	-6.25pcts	0.36pcts	1.51pcts
净利率%	37.4%	38.4%	39.2%	36.6%	38.1%	39.4%	-0.74pcts	-0.34pcts	0.19pcts
EPS（元）	4.57	4.91	5.38	4.11	4.43	4.92	-10.1%	-9.8%	-8.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、预测

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）2026/10/30	总市值（亿元）2026/10/30	归母净利润（亿元）		PE	
					2026E	2027E	2026E	2027E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,354.0	16,926.1	840.1	891.9	20.7	19.5
000858.SZ	五粮液	优于大市	72.3	2,805.6	137.3	153.1	21.1	18.9
000568.SZ	**泸州老窖**	**优于大市**	**70.1**	**1,031.2**	**60.5**	**65.2**	**18.8**	**17.4**
600809.SH	山西汾酒	优于大市	117.2	1,429.6	96.7	105.4	15.9	14.6
002304.SZ	洋河股份	中性	36.6	551.4	19.3	22.6	28.9	24.7
000799.SZ	酒鬼酒	中性	33.6	109.0	0.4	0.7	295.6	157.0
600702.SH	舍得酒业	优于大市	31.0	102.9	2.0	2.7	53.3	40.3
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	87.0	411.5	28.3	32.2	15.9	13.9
603369.SH	今世缘	优于大市	31.4	391.9	26.0	27.7	16.1	15.1
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	40.4	323.4	20.8	22.7	17.1	15.7
603589.SH	口子窖	中性	17.2	102.9	5.2	5.7	20.9	19.1
603919.SH	金徽酒	优于大市	15.3	77.8	2.5	3.5	33.1	23.7

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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	33578	27342	26058	29363	30964
应收款项	24	23	15	16	17
存货净额	13393	15396	11218	9913	10029
其他流动资产	2167	2043	1968	1531	1765
流动资产合计	**50856**	**46388**	**40844**	**42407**	**44359**
固定资产	9939	10589	10763	10694	10545
无形资产及其他	3418	3414	3278	3141	3004
投资性房地产	1320	1473	1473	1473	1473
长期股权投资	2801	2931	2931	2931	2931
资产总计	**68335**	**64795**	**59289**	**60646**	**62313**
短期借款及交易性金融负债	3277	4074	0	0	0
应付款项	1844	1413	936	964	1027
其他流动负债	9156	6517	4652	4673	4825
流动负债合计	**14277**	**12004**	**5588**	**5638**	**5852**
长期借款及应付债券	6280	2627	2627	2627	2627
其他长期负债	270	269	269	269	269
长期负债合计	**6549**	**2897**	**2897**	**2897**	**2897**
负债合计	**20827**	**14901**	**8485**	**8534**	**8749**
少数股东权益	120	114	117	119	123
股东权益	47389	49780	50687	51992	53441
负债和股东权益总计	**68335**	**64795**	**59289**	**60646**	**62313**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	9.15	7.36	4.11	4.43	4.92
每股红利	5.63	6.11	3.49	3.55	3.94
每股净资产	32.19	33.82	34.44	35.32	36.31
ROIC	26.63%	20.63%	14%	20%	22%
ROE	28.43%	21.76%	12%	13%	14%
毛利率	88%	87%	83%	83%	83%
EBIT Margin	57%	54%	47%	48%	49%
EBITDA Margin	59%	57%	53%	55%	56%
收入增长	3%	-18%	-35.9%	3.8%	7.3%
净利润增长率	2%	-20%	-44.2%	7.9%	11.1%
资产负债率	31%	23%	15%	14%	14%
股息率	7.3%	7.9%	4.5%	4.6%	5.1%
P/E	8.4	10.5	18.8	17.4	15.7
P/B	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	7.3	8.7	13.9	13.0	11.8

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**31196**	**25731**	**16503**	**17132**	**18381**
营业成本	3888	3442	2733	2901	3076
营业税金及附加	4754	3928	2640	2741	2941
销售费用	3538	3237	2574	2484	2389
管理费用	1101	962	830	822	872
研发费用	261	216	165	171	184
财务费用	(489)	(512)	(303)	(415)	(464)
投资收益	(10)	126	200	150	159
资产减值及公允价值变动	28	8	8	8	8
其他收入	(215)	(123)	(28)	(35)	(47)
营业利润	18207	14685	8208	8722	9686
营业外净收支	(2)	(31)	(15)	0	0
利润总额	**18205**	**14654**	**8193**	**8722**	**9686**
所得税费用	4708	3794	2130	2180	2422
少数股东损益	25	29	16	17	19
归属于母公司净利润	**13473**	**10831**	**6046**	**6524**	**7245**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	13473	10831	6046	6524	7245
资产减值准备	(1)	(39)	(9)	(1)	0
折旧摊销	773	784	1079	1215	1292
公允价值变动损失	(28)	(8)	(8)	(8)	(8)
财务费用	(489)	(512)	(303)	(415)	(464)
营运资本变动	3658	(5141)	1910	1790	(135)
其它	10	44	12	4	3
经营活动现金流	**17886**	**6471**	**9030**	**9524**	**8398**
资本开支	0	(1298)	(1100)	(1000)	(1000)
其它投资现金流	(267)	110	0	0	0
投资活动现金流	**(360)**	**(1318)**	**(1100)**	**(1000)**	**(1000)**
权益性融资	4	0	0	0	0
负债净变化	(3720)	(3653)	0	0	0
支付股利、利息	(8283)	(8998)	(5139)	(5219)	(5796)
其它融资现金流	14104	13912	(4074)	0	0
融资活动现金流	**(9900)**	**(11390)**	**(9214)**	**(5219)**	**(5796)**
现金净变动	**7626**	**(6237)**	**(1283)**	**3305**	**1601**
货币资金的期初余额	25952	33578	27342	26058	29363
货币资金的期末余额	33578	27342	26058	29363	30964
企业自由现金流	0	4681	7585	8116	6949
权益自由现金流	0	14939	3735	8428	7297

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±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±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中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