太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2026 年 11 月 10 日

公司点评

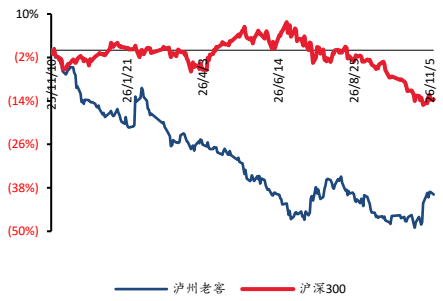
增持/维持

泸州老窖(000568)

昨收盘:80.18

Q3 报表延续出清，坚守价盘主动去库

■ 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)	1,180.17/1,179.58
12 个月内最高/最低价(元)	145.88/67.79

相关研究报告

<<二季度加大出清力度，控量保价降库存>>--2026-08-28

<<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

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 年三季报：26Q1-Q3 实现营业总收入 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 26Q3 实现营业总收入 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%。业绩符合市场预期。

Q3 报表延续出清，收入降幅较 Q2 明显收窄。公司 26Q3 单季收入同比-37.14%，利润同比-57.03%，仍处深度去库存阶段，但收入降幅较 26Q2 的-65.54%显著收窄，显示主动控货节奏边际放缓、部分得益于旺季渠道费用投入拉动销售。前三季度销售收现为 151.6 亿元，同比-41.5%；Q3 销售收现为 44.17 亿元，同比-44.53%，与收入降幅基本匹配。Q3 经营性现金流净额为 23.64 亿元，同比-37.10%。Q3 末合同负债为 23.16 亿元，环比 Q2 末减少 1.21 亿元，同比减少 15.22 亿元（-39.64%），蓄水池仍在收缩，反映经销商打款意愿承压。分产品，国窖主动去库降幅延续，特曲 60 版逆势双位数增长。结合渠道调研反馈，26Q3 国窖系列表观收入持续下滑，主动控量去库下高度国窖降幅大于低度国窖，低度国窖在成都、重庆等传统高度主销区开瓶取得突破。中档酒 26Q3 同比实现增长，其中特曲 60 版表现最优、前三季度累计双位数以上增长，承接部分国窖降级需求，消费者扫码开瓶好于报表端；老字号特曲降幅较大。低档酒（头曲、二曲及大成浓香）基本持平。产品结构上，国窖占比进一步下行、中低档占比被动提升，叠加旺季渠道费用投入，对毛利率形成拖累。分区域，主销区集中度提高，高度区域尝试低度突破。西南、华北、华东三大主销区收入占比进一步提升，部分收入超 2 亿的城市市场收入及开瓶增速达 10%+。四川大本营因高度国窖承压下滑幅度较大，华北下滑相对较小。传统高度国窖主销区域尝试低度产品导入并取得有效突破，低度全国化战略持续推进。

产品结构下移叠加费用刚性，盈利水平显著承压。26Q3 毛利率为 79.37%，同比下降 7.80pct，环比下降 4.42pct，降幅较 Q2 扩大，主要系国窖占比加速下行叠加双节动销奖励及渠道费用投入加大。26Q3 税金及附加占收入比重为 17.27%，同比大幅上升 8.01pct，主要系消费税在生产端确认前置，缴税节奏导致季度间波动；销售费用率为 15.99%，同比上升 2.49pct，虽销售费用额同比-25.53%但收入降幅更大致费率被动抬升；管理费用率 5.07%，同比上升 1.27pct，同样受收入规模收缩下费用相对刚性影响。综合看，26Q3 归母净利率 31.74%，同比下降 14.58pct，利润降幅（-57.03%）远大于收入降幅（-37.14%）。前三季度综合毛利率 83.64%，同比-3.47pct；归母净利率为 38.67%，同比-7.88pct。

去库有序推进，高股息构筑安全边际，静待报表修复。公司坚持守价格、稳品牌、去库存的经营策略。高度国窖批价维持在 820-840 元区间，价盘整体稳定。开瓶及经销商动销好于报表端，渠道库存持续去化。26Q4 仍将消化部分库存，但 25Q4 极低基数（收入-62.23%）下报表端有望环

比企稳。公司承诺 2026 年分红不低于 85 亿元，对应当前股息率约 8.2%，构筑扎实安全边际。低度国窖全国化布局及特曲 60 版等中档产品增长潜力，叠加数字化控盘分利能力，为中长期修复提供支撑。

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%/+5.91%，EPS 分别为 4.59/4.55/4.82 元；对应 PE 分别为 17/18/17 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	6,695	7,091
净利润增长率(%)	-19.61%	-37.66%	-0.84%	5.91%
摊薄每股收益（元）	7.36	4.59	4.55	4.82
市盈率（PE）	10.90	17.48	17.63	16.64

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	32,863	32,554	35,441
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	46,353	45,860	49,175
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	48,118	47,617	50,928
资产总计	68,335	64,795	65,003	64,396	67,591
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	7,377	7,220	7,313
负债合计	20,827	14,901	13,748	11,684	13,335
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	44,317	45,758	47,283
归母公司股东权益	47,389	49,780	51,125	52,565	54,091
少数股东权益	120	114	131	147	165
股东权益合计	47,508	49,894	51,255	52,712	54,255
负债和股东权益	68,335	64,795	65,003	64,396	67,591

现金流量表（百万）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	19,182	7,123	10,656	6,852	6,989
投资性现金流	-1,383	-1,736	-322	31	36
融资性现金流	-10,329	-11,820	-4,791	-7,193	-4,138
现金增加额	7,475	-6,443	5,522	-310	2,887

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	-222	-223
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	9,071	9,607
其他非经营损益	-2	-31	-22	-21	-23
利润总额	18,205	14,654	9,121	9,049	9,584
所得税	4,708	3,794	2,353	2,338	2,476
净利润	13,498	10,860	6,768	6,711	7,109
少数股东损益	25	29	17	16	18
归母股东净利润	13,473	10,831	6,751	6,695	7,091

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%	39.72%	40.76%
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%	-0.84%	5.91%
ROE	28.43%	21.76%	13.21%	12.74%	13.11%
ROA	20.51%	16.31%	10.43%	10.37%	10.77%
ROIC	22.99%	18.38%	11.31%	11.23%	11.31%
EPS(X)	9.15	7.36	4.59	4.55	4.82
PE(X)	8.76	10.90	17.48	17.63	16.64
PB(X)	2.49	2.37	2.31	2.25	2.18
PS(X)	3.78	4.59	6.77	7.00	6.78
EV/EBITDA(X)	8.67	10.14	10.23	10.18	9.46

资料来源：携宁，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

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

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

面许可任何机构和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。