

贵州茅台

600519

报告日期

2026-05-15

前收盘价(元)

¥1342.17

前收盘市值(亿元)

¥16810

所属行业

食品饮料

我们认为贵州茅台是一家具备价值型投资逻辑的公司，当前处于需要观察等待的阶段。其核心护城河在于91.2%的超高毛利率与不可复制的品牌壁垒，但2025年营收同比下降1.2%、系列酒毛利率从79.9%降至76.1%以及销售费用率攀升至4.2%，均显示短期盈利承压。当前市值16810亿元处于DCF估值区间中偏低位置，相对基准低估约19.5%，但需等待直营改革成效与系列酒盈利拐点信号。仅供参考，不构成投资建议。

公司估值报告

经营概况

贵州茅台经营分析

茅台依靠茅台酒及系列酒的生产销售实现营收与利润。业绩增长中，行业红利贡献65.4%，自身独特优势贡献23.1%。自身独特优势指公司毛利率超出行业平均的幅度，此处为23.1个百分点。整体看，自身造血能力强于行业依赖。

产品竞争力：公司毛利率91.2%远超行业平均68.1%，特有优势23.1个百分点，源于极强的品牌溢价与成本控制。主要竞争对手五粮液、泸州老窖在高端价位带紧随其后，但茅台凭借“国酒”认知、不可复制的产地环境及社交属性，构建了品牌护城河，定价权极强。同行业对比中，茅台市场份额稳居第一，茅台酒毛利率93.5%远高于五粮液（约80%）。产业链传导风险较低，估值时不需要额外补偿。护城河为混合型（品牌+转换成本），证据包括营收排名行业第1、低销售费用率高毛利率。

商业模式：混合型护城河，盈利来自茅台酒的高毛利（93.5%）与系列酒的规模放量。利润流向均衡（↔），定价权主要依靠品牌壁垒，反脆弱性中等。与全球奢侈品龙头（如爱马仕）类似，具有强品牌依赖、高客户忠诚度特征。轻资产、高现金流的SaaS特性明显：高毛利率（91%）+低销售费用率，ROE长期维持高位。

持续盈利的关键因素：①品牌稀缺性与不可复制性——茅台酒基酒产能受限于赤水河地理环境，长期供不应求；②提价能力——历史看，茅台出厂价持续上调，且渠道利润丰厚，仍有提价空间；③渠道管控——直营比例提升增强利润留存。经营现金流/净利润健康（>0.6），现金流质量优秀。回归底线安全空间充裕（自身阿尔法远超回归底线）。份额在扩张（超额增长19.3%），方向偏乐观，无预警信号。

年份周期	业务类别	收入规模 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
2025-12-31	茅台酒	1465.0	87%	93.5%
2025-12-31	其他系列酒	222.7	13%	76.1%
2024-12-31	茅台酒	1459.3	85%	94.1%
2024-12-31	其他系列酒	246.8	14%	79.9%

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分毛利率为计算值。

2025年茅台酒收入微增0.4%，毛利率略降0.6个百分点；系列酒收入下降9.8%，毛利率下滑3.8个百分点，拖累整体毛利率从92.0%降至91.2%。整体超额增长19.3%指向份额仍在扩张，但系列酒盈

利承压需关注。自身独特优势（毛利率超出行业平均的幅度）虽仍显著，但呈小幅收窄趋势。

小结：竞争优势极强（9/9），自身独特优势（毛利率高出行业平均）显著，份额扩张趋势乐观，现金流健康，安全空间充裕；关键风险为系列酒毛利率下滑及行业增速放缓。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

■ 估值分析

``html

1. 影响估值的核心因素梳理

贵州茅台的估值建立在两个核心驱动力之上：一是高端白酒赛道的长期结构性红利，消费升级与社交属性共同支撑需求韧性；二是公司自身不可复制的品牌护城河，体现在91.2%的超高毛利率与19.3%的超额行业增长上。主要风险在于：①系列酒毛利率持续下滑（从79.9%降至76.1%）对整体盈利能力的拖累；②行业整体需求走弱背景下，营收同比微降1.2%的信号需警惕；③回购执行进度偏慢（仅完成计划上限的25.4%）削弱了短期信心信号。这些因素将直接决定乐观与悲观两种情景下的自由现金流路径。

2. 公司本质与核心竞争优势深度剖析

核心产品：贵州茅台酒（飞天茅台）是公司绝对主力，贡献87%收入、毛利率93.5%，具备极强的金融属性与社交货币属性。供需格局上，基酒产能受限于赤水河地理环境，长期供不应求；定价机制呈现“出厂价—批发价—零售价”三层结构，渠道利润丰厚（批发价与出厂价价差显著），赋予公司持续提价空间。库存周期方面，老酒价值随时间递增，存货周转天数长达1399天，但这是高端白酒的行业特性，账面价值可能被低估。

核心价值：满足消费者“面子消费”与“投资收藏”双重需求。茅台不仅是饮品，更是身份象征和资产配置工具。其品牌认知“国酒”地位历经数十年沉淀，不可复制。

商业模式：典型的轻资产、高现金流、强品牌溢价模式。毛利率91.2%、销售费用率仅4.2%，呈现出类似SaaS公司的优秀财务特征：高毛利、低营销依赖、高客户忠诚度。经营现金流/净利润为0.721，利润含金量健康。产业链议价能力极强——“先款后货”锁定下游，同时适度占用供应商资金（应付账款周转天数约91天）。

竞争优势本质：混合型护城河（品牌+转换成本）。证据包括：营收排名行业第1、毛利率远超行业平均23.1个百分点、低销售费用率与高毛利率并存。与全球奢侈品龙头（如爱马仕）类似，其护城河来自文化认同、稀缺性与社交刚需的三重叠加，竞争对手难以复制。五粮液、泸州老窖在高端价位带虽有跟随，但茅台在品牌力和定价权上仍保持显著领先。

3. 核心业务线识别与市场空间、份额、利润质量分析

3.1 核心业务线：公司有两条核心业务线——茅台酒（成熟期）与系列酒（成长期）。茅台酒是绝对

主力与利润核心，系列酒承担增量拓展与价位带填充角色，但近期盈利能力承压。

3.2 三维度分析：

市场空间：当前高端白酒市场规模约2200-2500亿元。据行业共识及券商预测（如中金、华创等），在消费升级与集中度提升驱动下，2030年高端白酒市场有望扩容至3000-3500亿元（CAGR约5-7%）。增长驱动力包括：中高收入群体扩大、商务宴请场景复苏、投资收藏需求增长。制约因素包括人口老龄化与健康意识提升，但高端价位带受冲击相对较小。

份额假设：当前茅台酒在高端市场份额约65-70%，呈稳定或微增态势（超额增长19.3%）。乐观情景下，受益于品牌护城河加深与渠道改革，份额维持70%以上；悲观情景下，经济下行与竞争加剧可能导致份额降至55-60%。核心壁垒在于品牌认知的不可复制性，主要竞争对手（五粮液、泸州老窖）短期内难以撼动。

利润质量：当前营业利润率65.6%，净利率约48-52%。乐观情景下，直营比例提升（从当前约40%向50%+迈进）与适度提价可维持净利率在50%以上；悲观情景下，系列酒占比提升拉低整体毛利率，叠加费用率上升，净利率可能降至42-45%。销售费用率从3.1%升至4.2%的趋势需重点关注，若费用投入未能有效拉动收入增长，将侵蚀利润。

4. 构建两种完整的商业情景（乐观/悲观）

乐观情景：品牌力持续兑现，量价稳中有升

宏观与行业：消费升级韧性超预期，高端白酒市场保持6-8%年均增速。政策层面鼓励内需消费，商务活动持续活跃。引用券商预测，2030年高端白酒市场规模可达3500亿元。

公司战略：直营比例稳步提升至50%+，茅台酒出厂价每2-3年上调一次（历史提价路径清晰，渠道利润空间充裕）。系列酒通过品牌聚焦（如茅台1935）实现量价齐升，毛利率企稳回升至80%+。

竞争地位：品牌护城河进一步加深，市场份额维持70%以上。五粮液、泸州老窖在高端价位带仍难以撼动茅台的“国酒”地位，消费者忠诚度极高。

财务表现：前5年收入CAGR 9%，后5年CAGR 7%。毛利率维持92%以上，净利率保持在50%高位运行，基准年FCFF 761.4亿元，自由现金流增速与收入增速匹配。永续增长率2.0%，反映品牌力领先通胀与GDP增速。

悲观情景：经济承压，行业竞争加剧

宏观与行业：经济增速放缓，商务活动减少，高端白酒行业增速降至1-3%。部分券商警示行业库存周期与需求疲软风险，高端价格带可能出现松动。

公司战略：提价节奏被迫放缓，直营比例提升遇阻（渠道利益博弈）。系列酒面临次高端竞品（如五粮液系列、国窖1573系列）的激烈竞争，毛利率持续下滑至70-72%。

竞争地位：品牌力虽仍强大，但份额受经济下行与竞品侵蚀，降至55-60%。部分消费者可能转向性价比更高的次高端产品。

财务表现：前5年收入CAGR 3%，后5年CAGR 2%。毛利率降至88-89%，净利率降至

42-45%。销售费用率进一步攀升至5%+。基准年FCFF 761.4亿元，但后续增速显著放缓。永续增长率1.5%，与名义GDP长期增速下限对齐。

5. 自由现金流预测与折现率确定

基准年自由现金流：采用财务分析节点输出值，761.4亿元。该值高于净利润，体现了大量折旧摊销及营运资本改善，与经营现金流/净利润0.721的健康水平一致。

分阶段增长率：基于两种情景逻辑设定（详见情景描述）。

折现率确定（WACC）：基准折现率设为8%。依据行业普遍水平及可比公司（五粮液、泸州老窖WACC区间7-9%，国际消费品巨头5-7%）。调整明细如下：

竞争优势等级：极强（9/9）→ 下调0.8%（毛利率91.2%远超行业平均68.1%，特有优势23.1个百分点）

护城河类型：品牌壁垒（混合型）→ 下调0.4%（营收行业第1，低销售费用率高毛利率）

产业链反脆弱性：中等 → 维持（利润流向均衡，定价权依赖品牌壁垒）

趋势分类：稳定（均值回归，回归底线7%安全空间充裕）→ 维持

乐观情景：在上调整基础上再下调0.5%（确定性增强）→ 最终6.3%

悲观情景：在上调整基础上再上调0.5%（风险上升）→ 最终7.3%

调整后WACC区间6.3%-7.3%，与国内白酒龙头相比处于合理偏低水平，反映茅台的品牌护城河优势。

6. 估值结果与区间

非经营性资产计算：金融资产703.6亿元 + 长期股权投资0亿元 - 带息负债1.1亿元 = 702.5亿元。

基于DCF模型（两阶段：前5年显性期+后5年过渡期+永续期），三种情景估值结果如下：

情景	显性期增速（前5年/后5年）	永续增长率	折现率	经营资产（亿元）	非经营资产（亿元）	总价值（亿元）	与当前市值比较
悲观	3% / 2%	1.5%	7.3%	14478.7	702.5	15181.2	+10.7%
基准	6% / 4%	1.8%	6.8%	20187.7	702.5	20890.2	-19.5%
乐观	9% / 7%	2.0%	6.3%	25511.3	702.5	26213.8	-35.9%

进度条示意：

下限估值 15181.2亿元 

当前市值 16810亿元 

上限估值 26213.8亿元 

当前市值16810亿元，落在悲观情景估值（15181.2亿元）与基准情景估值（20890.2亿元）之间，更靠近悲观端，相对基准低估约19.5%，相对乐观情景低估35.9%。

7. 进一步思考

本次估值分析存在以下潜在偏差与盲点：①**永续增长率假设**：2.0%的乐观情景假设虽参考了国际奢侈品龙头历史增速（帝亚吉欧、爱马仕等长期CAGR 3-5%已扣除通胀因素），但茅台体量已超万亿，长期能否维持超越GDP的增速存在不确定性。若实际永续增长率仅1.5%，乐观情景估值将下修约18%。②**折现率调整**：竞争优势下调0.8%的幅度依赖历史数据，若行业格局恶化，护城河可能收窄，折现率需上调。③**市场空间预测**：2030年高端白酒3500亿元的市场规模是行业乐观预期，若经济长期低迷，实际可能仅2800-3000亿元。④**竞争风险**：五粮液、泸州老窖在高端价位带的持续投入可能削弱茅台份额，悲观情景中55-60%的份额假设可能仍偏乐观。⑤**数据盲点**：财务数据可靠性为“中”，渠道库存与系列酒动销无法从报表直接验证，可能隐藏基本面恶化信号。

最关键的跟踪变量：①茅台酒批价走势（反映真实供需与渠道库存）；②直营比例变化及系列酒毛利率趋势（验证盈利质量）；③回购与分红执行力度（反映管理层对股东回报的态度）。

8. 基本结论

贵州茅台当前市值16810亿元，处于DCF估值区间15181-26214亿元的中偏低位置，相对基准价值低估约19.5%。对于长期价值投资者，当前价位具备安全边际，建议重点关注直营改革与系列酒盈利拐点信号。

...

■ 财务预警

贵州茅台-600519.SH		
监控指标	监控结果	指标说明
毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。（简单讲就是比同行的公司波动大）
非经常性损益 依赖度	正常	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。（因营业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本）
应收账款营收 占比	正常	应收账款余额/营业收入>25%
经营活动现金 净额/净利润	正常	经营性净现金流/净利润<100%
短期偿债缺 口率	-	(货币资金+交易性金融资产) /短期借款< 50%

速动比率	正常	
债务期限错配度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50%
存货周转天数	1315.31	
存货周转天数偏离度	存货周转天数异常	公司存货周转天数与行业平均值的差，超过行业1.5个标准差
固定资产周转率	正常	固定资产周转率连续3年下降。
筹资依赖度	正常	筹资活动现金净流量大于0，并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0
在建工程沉淀率	正常	在建工程/总资产>20%
其他应收款占比	正常	
销售费用率异常下降	正常	销售费用率下降，同时营业收入上升
应付账款周转天数	应付账款周转天数连续三年上升	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	0.16	
所属行业	食品饮料	

■ 财务分析

指标	数值
毛利率	91.2%
营业利润率	65.6%
资本周转率	2.17 次
ROIC	142.5%

指标	数值
经营现金流/净利润	健康

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分指标为计算值。

从资产负债表看，总资产3038.3亿元，负债仅498.8亿元，资产负债率16.4%，无任何短期借款，货币资金高达516.9亿元，财务结构极其稳健。存货周转天数高达1399天，但对于高端白酒是正常现象——其中主要为存放时间增长的老酒基酒，账面价值可能低于市场价值，实际价值随时间积累而上升。应收账款几乎为零（260万元），应付账款周转天数约91天，体现了对上下游的双重议价能力：先款后货模式锁定下游，同时适度占用供应商资金。

盈利能力方面，毛利率91.2%远超行业中位数68.1%，公司特有优势（超出行业平均的幅度）为23.1个百分点，定价权极强。营业利润率65.6%，与毛利率的差距主要来自销售费用率（4.2%）和管理费用。值得注意的是销售费用率从2023年的3.1%升至2025年的4.2%，增量投向（系列酒推广/渠道建设）需要跟踪——收入端2025年同比微降1.2%（1688.4亿 vs 1709.0亿），但超额增长（营收增速减行业增速）仍达19.3%，说明行业整体下滑更剧烈，公司份额仍在扩张。ROIC高达142.5%（可能因计算口径含高额自由现金导致分母偏低），但即使是常规口径也远高于资本成本，主要驱动来自高净利率和较快的资本周转率（2.17次）。固定资产周转率7.76次，近三年稳定在7.6-8.3次，资产利用效率高。

现金流与利润质量：经营现金流/净利润为0.721，属健康区间，利润含金量不错。净利润853.1亿元，经营现金流约615亿元（按0.721比例估算），企业自由现金流761.4亿元，高于净利润，体现大量折旧摊销等非现金支出及营运资本改善。筹资现金流净流出734.3亿元，对应大额分红及可能的回购；投资净流出316.4亿元，主要用于在建工程（24.7亿元）及技改扩产。份额扩张（超额增长19.3%）与现金流健康同时出现，说明增长有质量。

风险与盲点：数据可靠性为“中”，盲点在于无法从报表直接验证渠道库存、经销商库存及系列酒的实际动销情况。2025年营收同比下降1.2%，营业利润同比-4.1%，净利润同比-4.5%，边际恶化值得警惕。销售费用率快速攀升至4.2%，若费用增量未有效拉动收入，可能侵蚀未来利润。毛利率虽高，但系列酒毛利率通常低于飞天茅台，如果系列酒占比提升会拉低整体毛利率，目前数据未拆分。此外，行业整体需求走弱背景下，高端白酒价格带是否承压也是隐形风险。

小结：盈利能力强，现金流健康，份额逆势扩张，但营收利润双降叠加费用率上升，需要观察渠道动销及系列酒拖累是否持续。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

■ 近期事件

1. 股份回购实施进展 (2026-05-08)

核心数据摘要：截至2026年4月底，公司累计回购108.33万股（占总股本0.0865%），合计支付约15.21亿元。回购价格区间为1,322.60元/股至1,499.74元/股，资金来源为自有资金，用途为注销减资。

投资影响分析：本次回购推进缓慢，累计金额15.21亿元较此前披露的回购计划上限（约60亿元）仍有较大缺口。按当前股价估算，回购金额每增加10亿元可增厚每股收益（EPS）约0.039元（对应0.06%），但截至4月末仅完成计划上限的25.4%，低于部分投资者对月均2-3亿元规模的预期。该回购仅用于注销，在减少股本的同时释放了管理层对公司长期价值的信心，但短期的执行节奏偏慢削弱了信号的力度。

后续关注点：需密切跟踪未来月份是否提高回购频率以达成全年计划总额，以及回购均价相较于前期均价是否出现显著变化。

2. 2025年度财务报告审计及关联交易 (2026-04-17)

核心数据摘要：2025年度营业收入达1,688.38亿元（主营占比99.96%），天健会计师事务所出具标准无保留意见；预计2026年与控股股东等关联方交易总额不超净资产5%，其中向关联方销售贵州茅台酒不超过59.17亿元。

投资影响分析：营业收入突破1,688亿元，结合历史净利率（约48%-52%），推算2025年归母净利润在810-880亿元区间，同比增长预计约12%-15%，基本符合市场预期。关联交易中“向关联方销售茅台酒”限额59.17亿元，仅占营收3.5%，透明度与公允性未引发明显担忧，且审计无保留意见消除了内控与财务信息质量层面的负面预期。

后续关注点：关注正式年报中毛利率、直销渠道占比及经营现金流等详细数据，以验证盈利质量。

3. 内部控制和关联资金往来审计 (2026-04-17)

核心数据摘要：天健会计师事务所对2025年度内控出具无保留意见，同时认定非经营性资金占用及其他关联资金往来并未发生重大违规。

投资影响分析：两项审计结论相互印证，显示公司财务内控体系运行有效且未涉及潜在的资金占用风险。这降低了投资者对国企中关联交易及资金管理不透明等负面担忧，支持公司估值体系中的治理溢价。

后续关注点：年报中附注部分是否披露关联方资金往来余额的具体明细，以评估年末是否存在超额度情形。

4. 高级管理人员调整 (2026-04-15)

核心数据摘要：董事会聘任余思明为财务总监，并指定其代行董事会秘书职责，董事长陈华不再兼任。调整后公司财务与信披职能由专人负责。

投资影响分析：高管职务的分离有助于提升公司治理的专业性与决策效率。财务总监与董秘由同一人兼任虽偶见于中型企业，但短期内信号中性——公司明确理财责任归属，避免了前董事长身兼两职可能引发的精力分散。对估值无直接冲击。

后续关注点：新财务总监的从业背景及过往管理风格，是否会改变分红政策或资本运作节奏。

5. 事项关联性分析与综合影响

逻辑链条：回购进度慢于预期（事件1）vs 财务报告质量无瑕疵（事件2、3）暗示：公司在充裕现金流与稳健报表基础下，未急于执行大额回购，可能更倾向通过常规分红或其它资本配置方式回馈股东。同时，关联交易额度控制严格，降低了利益输送隐患。

综合估值判断：以上事项整体对估值影响偏向中性。回购慢、但财报扎实、治理无明显风险。短期股价受市场情绪支配，长期价值仍由稳健的盈利增长和股东回报政策驱动。若公司未来加速回购或提升分红比例，仍可带来1-2%的每股收益增厚空间。

■ 机构调研

最新调研

近一个月暂无

■ 最新卖方研究综述

核心数据摘要

指标	当前值	同比变化	数据来源
规模以上白酒产量（2024年）	414.5万千升	-1.8%	国家统计局（引自行业背景）
飞天茅台批价（2026年3月末）	约1550元（散瓶）	较2025年同期下跌约30% 后企稳	华创证券电话会议纪要 20260331
安井食品经销商打款增速（2026年Q1）	约30%+	自2025年Q4起加速	2026年4月10日经销商调研
茅台i茅台春节登录用户	1400万人次	较往年大幅增长	i茅台官微2026年3月6日

指标	当前值	同比变化	数据来源
餐饮供应链行业规模（2024年）	约2212亿元	2019-2024年CAGR约12%	长江证券2026年4月1日

行业投资逻辑

高端白酒品牌壁垒带来定价权与盈利确定性，行业出现“量减价升”的结构性升级，但宏观数据不理想，机会集中于个别优质公司。茅台通过市场化改革（i茅台放量、淡季提价）正在实现“断代式领先”，估值处于历史低位，股息率提供安全垫。

餐饮供应链板块正形成“需求修复+供给趋稳+价格改善”的三重共振，2026年行业拐点明确。具备规模、渠道与新品能力的龙头企业（如安井食品）受益于下游餐饮需求好转、竞争格局改善及自身渠道管理优势，经销商打款加速。

大众品消费呈现K型复苏，健康化、新渠道（零食量贩、即时零售）和新品类（功能性饮料、速冻肠、奶酪等）驱动结构性机会。乳制品虽然整体平淡，但奶酪消费增长强劲；冻干食品渗透率极低，内需市场潜力巨大。

关键事实与数据

2025年9月-2026年4月数据（按时间顺序）

2025年Q2：速冻食品类目销售额同比增长超1%，为唯一增长类目；火锅丸料、速冻肠领涨（马上赢20251016）。

2025年12月15日：华创证券《食饮月月谈》指出茅台批价跌破1499元后公司立即停止计划外发货，批价止跌回升。白酒行业调整期可能持续至2026年Q2-Q3。

2026年1月6日：方正证券/矿产证券年度策略认为白酒去库存将持续至2026年Q1，Q2-Q3有望磨底向上；大众品关注新品、新渠道、健康消费。

2026年1月9日：瑞银年度展望判断消费处于多年复苏周期早期，K型复苏；茅台2026年计划削减非标产品供应。

2026年1月12日：招商证券指出i茅台上线普飞后9天内新增用户超270万，成交用户超40万。

2026年1月14日：国泰海通证券解读茅台市场化方案，强调产品回归金字塔型结构，自营体系零售价动态调整。

2026年2月11日：券商渠道跟踪显示春节前白酒动销双位数下滑（10%-15%），但库存已出清至低位，企业不再强制“开门红”。

2026年2月23日：瑞银春节渠道调研显示白酒次高端（300-600元）增长最强，汾酒青花20、水井坊臻酿8号出货增长>30%；液态奶伊利、蒙牛实现中高个位数增长。

2026年3月2日：摩根大通春节销售数据显示茅台飞天实际销售同比+21.5%，远好于节前预期+5%；安井食品、东鹏饮料等大众品表现强劲。

2026年3月6日：i茅台官微发布春节运营数据，1400万登录用户，超200万成功购酒，

30-50岁中青年成绝对主力（占比72.3%）。

2026年3月31日：华创证券电话会议解读茅台提价（出厂价1169→1269元，建议零售价1499→1539元），认为可能开启“小幅高频”市场化提价窗口，对行业价格体系有稳定作用。

2026年4月1日：长江证券餐饮供应链深度研报指出行业正形成“需求修复+供给趋稳+价格改善”三重共振，重点推荐安井食品、宝立食品、立高食品。

2026年4月10日：安井食品两家经销商调研显示，2025合同年增长10%-30%，2026年Q1打款增长30%+，判断Q2延续约20%增长；团餐渠道为重点拓展方向，火山石烤肠有望成为数十亿大单品。

分析与观察

独立性审视：多份报告来自不同券商（华创、招商、瑞银、摩根大通、长江、国泰海通等），未发现明显利益冲突（如承销关系）。但需注意电话会议纪要可能存在信息过滤，建议通过公司公告交叉验证。例如茅台提价后对业绩贡献的测算（华创预计增量利润约17亿元）需结合公司官方指引。

观点一致性检查：白酒方面存在分歧：2026年2月11日渠道跟踪报告认为春节前动销双位数下滑，而摩根大通（3月2日）和瑞银（2月23日）数据显示实际销售优于预期。分歧根源在于：1）时间窗口差异（节前动销vs.整个春节假期）；2）渠道调研样本偏差（节前中小经销商悲观，节后大品牌数据亮眼）。此外，瑞银认为茅台削减非标产品可能影响约18%收入，但华创认为提价足以弥补且开启新成长通道。两份报告的产出假设不同（瑞银更关注量，华创更关注价），投资者需结合自身判断。

公司匹配度验证：以安井食品为例，行业逻辑（餐饮供应链修复、竞争格局改善）与公司实际表现高度吻合。安井经销商渠道忠诚度高（因公司提供经营能力支持而非仅卖货），火山石烤肠等新品契合空气炸锅带动的速冻肠高景气（马上赢数据2025年Q2速冻肠销售额同比+30%），团餐渠道拓展验证B端需求回暖。公司护城河在于规模效应、数字化管理系统和强粘性经销商网络，这些在行业温和改善期形成明显差距。

交叉验证建议：茅台提价后批价走势是行业关键变量。信息主要来自华创电话会议，建议跟踪茅台官方月度经营数据、渠道实地调研及i茅台每日投放量。安井食品经销商调研样本仅两家（山东、江西），虽具代表性，但需关注全国其他区域差异及2026年4月新合同年任务完成情况。

风险独立挖掘：1）产能过剩风险：冻干食品、速冻食品行业产能扩张迅速（冻干产量2023年较2020年增长60%），若需求修复不及预期，可能导致价格战侵蚀利润。2）政策扰动：茅台提价后可能引发舆论关注或监管介入，尤其在经济弱复苏背景下；白酒禁酒令等政策存在不确定性。3）库存周期：白酒经销商库存虽已下降，但终端动销依赖商务需求恢复，若宏观持续疲软，去库存可能反复。4）原材料成本：速冻食品原料（鱼糜、肉类）价格波动对毛利率影响较大，当前油脂、白鲢鱼已上涨。

■ 高管增持

近期高管增减持					
公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
近一年暂无数据					

■ 机构持股

机构持仓一览					
机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
基金	1352	6512.97	944.38	5.2	5.2
QFII	-	0	-	-	-
社保	-	0	-	-	-
保险	-	0	-	-	-
券商	6	0.27	0.04	0	0
信托	-	0	-	-	-
其他	7	84337.1	12228.88	67.35	67.35
机构汇总	1365	90850.34	13173.3	72.55	72.55

注：数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。基金在一、三季报不披露全部持仓，因此中报/年报统计更为准确。

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。