行业研究

证券研究报告

行业专题报告

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

对近期茅台一批价格波动的思考

——白酒专题报告

分析师:

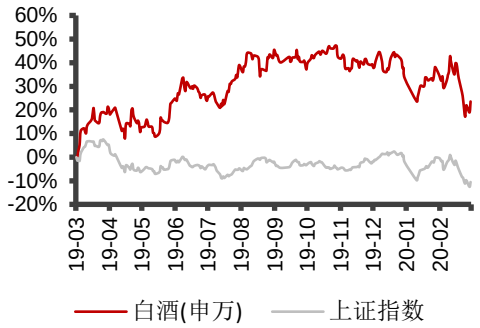
黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

食品饮料与上证综指涨跌幅走势图



行业评级

强于大市

相关报告

1、贵州茅台（600519）：换帅不改发展趋势，改革持续、交易解冻 20200304
2、疫情短期利好必选食品，中长期投资逻辑不变 20200210
3、白酒税收政策不变，关注酒企春节动销 20191209
4、三季报验证白酒弱周期特点，高端确定性最强 20191104

2020 年 3 月 25 日

近期，飞天茅台酒的一批价格出现较大波动，一度跌破2000元/瓶，后快速回升，由此引发市场对于高端白酒需求的担忧，上周申万白酒指数振幅达15.28%，超出同期申万食品饮料指数及沪深300的振幅。在国内疫情形势逐渐明朗之际，我们对茅台一批价格与白酒股价的走势、近期高端白酒价格及供需情况进行了一些梳理和思考。

茅台酒价格是股价变动的先行指标之一。白酒的一批价格因市场供需变化实时波动，因此能较为灵敏且真实地反映市场的景气度。而作为高端白酒的代表，茅台酒的一批价格则更加受到市场关注，被视为行业的晴雨表。

近期高端白酒价格波动情况。自2015年白酒行业进入行业恢复性增长以来，后续四年中高端白酒一批价格在春节过后会出现小幅调整并重新上涨。然而今年高端白酒的一批价格受到新冠肺炎疫情影响，淡季未出现价格上涨。

对价格波动的思考。1、为什么茅台酒一批价格波动最为明显？我们认为主要是由于社会库存上升+渠道预期、库存、资金面变化+交易解冻导致。2、为什么高端白酒的股价波动小于2018年三季度？第一， 2000元/瓶仍为茅台酒一批价格的较强支撑，目前价格处于合理波动区间；第二，目前市场给予了高端白酒稳定性及确定性更高的溢价。

投资建议。我们认为茅台、五粮液及泸州老窖三家公司业绩仍然处于稳增长通道中，疫情带来的主要是短期扰动，而危机下行业的马太效应将更加显现，因此我们继续看好高端白酒的长期发展，短期的业绩及股价波动打开了中长期的布局窗口。

风险提示：食品安全问题；疫情超预期变化风险；公司经营业绩低于预期；公司改革效果不及预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；国内外宏观经济数据不及预期；美联储货币政策变化；国内外资本市场波动风险。

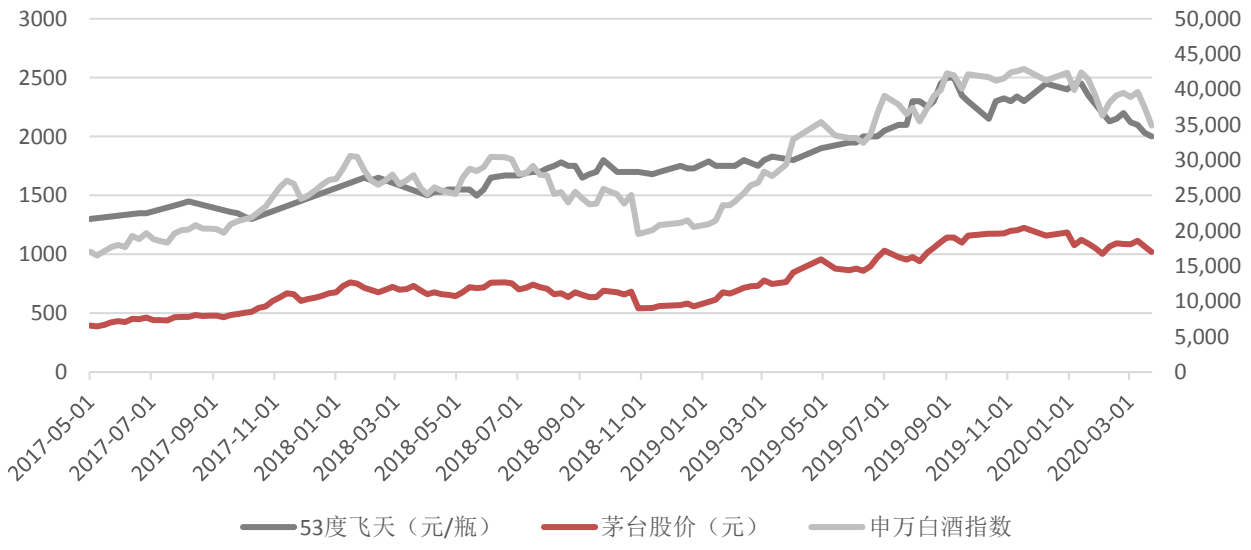
近期，飞天茅台酒的一批价格出现较大波动，上周（2020年3月16日-3月20日）先下降100元至1950元/瓶，跌破2000元/瓶，后快速回升近200元，呈现V型走势。高端一批价格的波动引发市场对于高端白酒需求的担忧，上周，茅台、五粮液、泸州老窖的周中振幅分别达13.3%、19.39%、18.38%，申万白酒指数振幅达15.28%，均超出同期申万食品饮料指数及沪深300的振幅（分别为11.9%，10.18%）。在国内疫情形势逐渐明朗之际，我们对茅台一批价格与白酒股价的走势、近期高端白酒价格及供需情况进行了一些梳理和思考。

1、茅台酒价格是股价变动的先行指标之一

白酒的一批价格因市场供需变化实时波动，因此能较为灵敏且真实地反映市场的景气度。而作为高端白酒的代表，茅台酒的一批价格则更加受到市场关注，被视为行业的晴雨表。

我们考察了近三年来茅台酒的一批价格变化、茅台股价及白酒指数的走势。可以看到，在2017年劳动节、中秋节、2018年春节及中秋节，茅台酒的一批价格均出现了当期高点的回落，幅度较大且延续时间较长，茅台股价及白酒指数则在1个月左右出现向下调整。2019年中秋至今茅台酒批价再次下调，股价虽未出现大幅下跌，但走势进入了调整区间。

图 1：飞天茅台酒一批价格及茅台股价、申万白酒指数走势



资料来源：WIND，酒业家、酒说、微酒，国开证券研究部

2、近期高端白酒价格波动情况

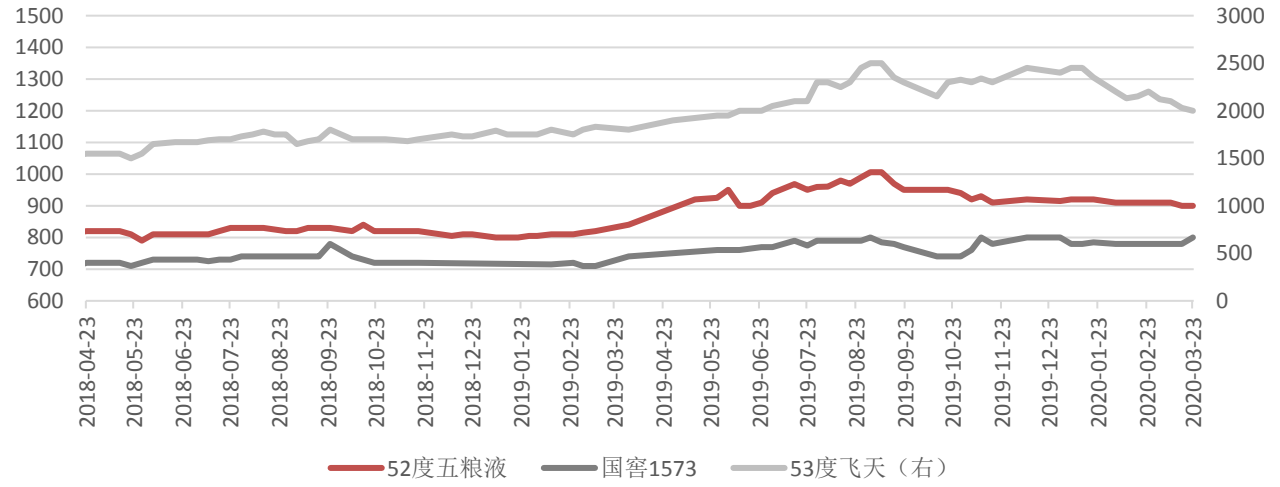
自2015年白酒行业进入行业恢复性增长以来，后续四年中高端白酒一批价格在春节过后会出现小幅调整并重新上涨。然而今年高端白酒的一批价格受到新冠肺炎疫情影响，淡季未出现价格上涨。

具体来看，上周周初茅台酒一批价格处于2050元/瓶，周中短暂跌至1950元/瓶，后快速反弹，目前上涨至2070元/瓶。虽然一批价格一度跌破2000元，但迅速回升，由此大致判断出供需尚未出现趋势上的变化，无需过度担忧。

五粮液方面，第八代五粮液一批价格在900元/瓶左右，成交价为950-980元/瓶，与上周基本持平，较去年同比上涨8%左右。进入2020年，公司工作重心在于挺批价，因此春节打款比例低于往年，目前经销商压力普遍不大。近期公司出货生产日期集中在2019年9月-12月，与2020年2月初相近，库存同比有所上升。

泸州老窖方面，国窖1573一批价格在800元左右，继续与五粮液保持100元的价差，终端成交价850-950元左右。2020年3月泸州老窖再次取消国窖配额，4月配额是否取消将视4月中旬市场价格而定。目前来看，公司2、3两月销售额占全年比重较低，对全年影响仍可控，但部分经销商的回款及库存有较大压力，因此公司在部分地区将开启回购。

图 2：高端酒一批价格（元/瓶）



资料来源：酒业家、酒说、微酒，国开证券研究部

3、对价格波动的思考

为什么茅台酒一批价格波动最为明显？

从上述现状来看，目前茅台的一批价格在高端白酒中波动最为明显，我们认为原因有三：1、2020年1月中下旬新冠肺炎疫情在国内全面爆发，虽然高端白酒的消费普遍在春节之前便已完成（送礼+商务宴请等），但疫情下社交活动基本中断，部分产品未被实际消费，造成了社会库存的上升，需求同比出现下降；2、前期终端及黄牛对价格上涨的预期较为强烈，春节前茅台酒的一批价格一度达到2500元/瓶，因此渠道出现囤货现象，而疫情的出现一方面导致经销商对未来价格预期发生变化，另一方面，茅台酒单价较高，部分终端及黄牛资金压力快速提升，出现恐慌抛售现象；3、茅台4-5月配额到货，一批价格波动加大实际上印证了市场交易的解冻，淡季的短期价格下降实属正常现象。

我们认为，短期来看，茅台酒的一批价格因渠道资金压力及供需变化有所承压，但长期来看，疫情愈加明朗、复工复产稳步推进、政府货币、财政政策更加宽松，我们认为后续茅台的价格仍大概率在2000-2500元/瓶的区间波动，并大概率引领行业保持稳步发展态势。

为什么高端白酒的股价波动小于2018年三季度？

第一，虽然茅台酒一批价格跌破2000元/瓶，但并未长期延续，而是快速回升。目前的一批价格仍较1499元/瓶的零售指导价高出38.1%，安全垫较厚，叠加市场对疫情带来的影响有所预期，普遍认为茅台酒价格处于合理区间波动。

第二，大部分核心白酒公司将2020年的目标定位为“稳增长”，茅台、五粮液的销售量增长目标均小于10%，而一季度任务完成度较好，业绩的确定性仍然较强。目前湖北已开始逐步复工复产，全国若能在二季度实现社交活动的部分恢复，则核心酒企完成全年任务可期。此外，头部高端白酒产品既有消费属性又兼商品属性，销量确定性更优于其他白酒，因此市场给予高端白酒稳定性及确定性更高的溢价。

5、投资建议

从内在价值来看，高端白酒品牌优势不断提升，且随着居民可支配收入的提升，个人消费者稳步增加，产品更显稀缺、销量更加稳定。此外，茅台、五粮液、泸州老窖的内部管理优秀，此前三家公司的体制机制改革已经开始释放红利，在此次疫情中，各公司积极应对，均迅速实现复工复产及出货。短期销售策略方面，快速落实终端调研后，针对各自情况，茅台提前投放4-5月份配额，五粮液实行配额优化调整，泸州老窖控货保价，策略均清晰明确。

外在因素方面，一是目前中国的新冠肺炎疫情基本得到控制，3月22日，武汉市新冠肺炎疫情防控指挥部发布通知，明确武汉市内跨区卡点一律取消。二是近期国内股市受到外资持续流出的影响，但后续情况将得到缓解。三是白酒行业与投资活跃度相关度较大，国内新基建工程将不断利好行业发展。

综上，我们认为茅台、五粮液及泸州老窖三家公司业绩仍然处于稳增长通道中，疫情带来的主要是短期扰动，而危机下行业的马太效应将更加显现，因此我们继续看好高端白酒的长期发展，短期的业绩及股价波动打开了中长期的布局窗口。

表 1：重点公司估值情况

公司简称	收盘价（元）	EPS 一致预期（元/股）		PE（倍）	
	2020/3/24	2019E	2020E	2019E	2020E
贵州茅台	1056.00	32.34	37.28	32.65	28.33
五粮液	109.05	4.5	5.51	24.23	19.79
泸州老窖	70.17	3.21	4.00	21.87	17.53

注： 2019-2020年EPS、PE系作者预测值。

资料来源：Wind，国开证券研究部

风险提示：食品安全问题；疫情超预期变化风险；公司经营业绩低于预期；公司改革效果不及预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；国内外宏观经济数据不及预期；美联储货币政策变化；国内外资本市场波动风险。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

- **行业投资评级**

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%～10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

- **短期股票投资评级**

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%～20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

- **长期股票投资评级**

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层