

食品饮料行业：茅台批价还会跌吗？

2024年4月12日

看好/维持

食品饮料

行业报告

分析师	孟斯硕 电话：010-66554041 邮箱：mengssh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070004
分析师	王洁婷 电话：021-25102900 邮箱：wangjt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070003

投资摘要：

- **什么决定茅台价格：**经济学上，价格由供需曲线的交叉点决定，即无论是宏观还是微观的各种因素作用在供需双方上，形成市场价格。通过分析我们发现，一方面是茅台的金融属性在内生上对需求影响较大，另一方面，国内内需市场价格的波动与茅台价格趋势几乎一致。

经过对国内宏观数据拟合，发现在茅台价格变化中，茅台内生性金融投资属性突出，价格与国内主流资产价格走势基本一致。而在经济波动中，与反映国内工业品价格变化的BCI中间品价格指数走势一致。由此我们得出结论，一方面影响茅台的与国内核心资产价格变动趋势一致，另一方面是茅台价格与国内工业品价格变动趋势一致。

- **茅台批价还会跌吗：**茅台价格一方面与国内资产价格走势一致，另一方面与国内内需商品价格波动趋势预期一致。从长期来看，当前国内GDP平减在收缩，国内商品和资产的价格都是收缩预期，未来资产价格变化预期影响着茅台长期价格预期。短期来看，国内商品价格的触底，或带来茅台批价的触底。

PPI指数从2023年6月见底逐渐反弹，已经连续8个月降幅收窄，虽然还未达到正增长水平，但是我们判断年内大概率能够转正。在这一预期下，我们认为茅台酒价格是有宏观名义价格增长预期的托底的，即随着物价的回暖，市场价格预期回暖（BCI指数向上），茅台酒价格也会回升。

投资策略：

我们将茅台收盘价（前复权）的同比与BCI中间品价格指数去做拟合，发现茅台股价的走势也与BCI中间品价格走势高相关，说明茅台资产定价中，批价对资产定价影响较大。而后期国内内需市场价格的回暖，对茅台资产定价也将带来积极影响。延续此前盈利评级，我们继续给与茅台“强烈推荐”评级。

风险提示：

宏观经济复苏不及预期，市场需求不及预期，市场价格复苏不及预期，企业管理不及预期等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
贵州茅台	49.93	59.49	69.78	81.02	33.29	27.94	23.82	20.52	9.60	强烈推荐
五粮液	6.88	7.77	8.77	9.83	21.30	18.85	16.70	14.90	4.87	无评级
洋河股份	6.23	7.03	8.15	9.60	15.71	13.91	12.00	10.19	3.03	无评级
山西汾酒	6.65	8.59	10.70	13.00	36.93	28.59	22.95	18.89	14.01	无评级
泸州老窖	7.06	8.97	10.99	13.34	25.24	19.87	16.22	13.36	7.56	无评级

资料来源：公司财报、东兴证券研究所，未评级公司盈利预测为市场一致预期

目 录

1. 什么在决定茅台的价格.....	3
2. 茅台批价还会跌吗？	5
3. 风险提示	6
相关报告汇总.....	7

插图目录

图 1： 春节前后茅台批价变动.....	错误!未定义书签。
图 2： 茅台批价与国内房屋平均销售价格（右轴）	错误!未定义书签。
图 3： 茅台批价（右轴）同比与 BCI 中间品价格前瞻指数.....	4
图 4： 茅台（右轴）批价同比与 BDI 指数.....	4
图 5： PPI 同比.....	错误!未定义书签。
图 6： 茅台股价同比与 BCI 中间品价格前瞻指数（右轴）	6
图 7： 茅台股价同比与 BDI 指数（右轴）	6

1. 什么在决定茅台的价格

清明假期结束后，飞天茅台价格出现波动，散飞批价从春节期间 2700 元左右跌至 2600 元左右，部分区域批价跌破 2600 元。我们从历史年份来看，春节后的茅台批价变动呈现涨跌不一的态势，有的年份春节后淡季消费中出现批价继续上涨趋势。那么在茅台在不同年份的价格波动，是由什么决定的呢。

图1：春节前后整箱茅台批价变动（元）

	春节价格	春节后涨跌
2019	1780	上涨 20 元
2020	2120	下跌 35 元
2021	3180	上涨 40 元
2022	3230	下降 250 元
2023	3000	下降 30 元
2024	2980	下降 180 元

资料来源：公开信息及调研统计，东兴证券研究所整理

经济学上，价格由供需曲线的交叉点决定，即无论是宏观还是微观的各种因素作用在供需双方上，形成市场价格。通过分析我们发现，一方面是茅台的金融属性在内生上对需求影响较大，另一方面，国内内需市场价格的波动与茅台价格几乎保持一致趋势。

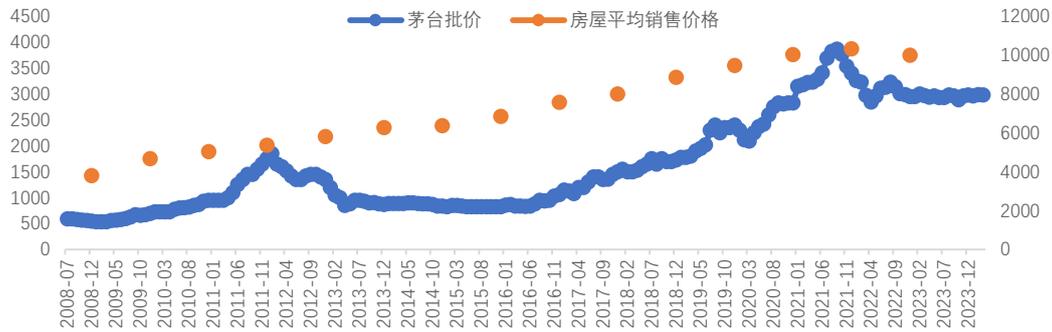
经过对国内宏观数据拟合，发现在茅台价格变化中，茅台内生性金融投资属性突出，价格与国内主流资产价格走势基本一致。而在经济波动中，茅台价格与反映国内工业品价格变化的 BCI 中间品价格指数走势一致。由此我们得出结论，一方面影响茅台的与国内核心资产价格变动趋势一致，另一方面是茅台价格与国内工业品价格变动趋势一致。

➤ 茅台金融属性

茅台酒具有较强收藏属性，按照年份茅台的市场价格来粗略计算，2021 年前茅台酒每年的收藏回报大致在 10-12%。所以由此带来的投资属性，使得茅台酒与其他高端酒价格相比，有明显的溢价，所以我们说投资属性对茅台价格的影响大于消费属性。

我们观察历史上茅台价格与房地产销售价格走势（茅台价格 2013 年受到三公消费冲击，有短暂波动）----国内投资途径比较依赖于房地产等资产投资，过去 10 年在高投资收益预期下，大量资金涌入茅台收藏市场，推动茅台价格快速上涨。从数据上来看，茅台价格与房地产价格在 2013 年之后都经历了快速上涨期，2021 年国内房地产价格见顶，茅台价格也基本是在 21 年见顶。

图2：茅台批价与国内房屋平均销售价格（右轴）（元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

➤ 内需市场价格波动：

我们在比对茅台价格变化与宏观经济数据的波动一致性时，发现茅台价格同比变化与 BCI 中间品价格指数走势有较强的一致性，即茅台价格与内需市场价格走势和宏观经济的名义增长强相关。

中国企业经营状况指数（BCI）作为景气扩散指标，与 PMI 类似，调查中小民营企业对经营状况的体感，具体计算方式是销售前瞻、利润前瞻、融资环境、库存四个方向指数的算术平均，因而更多反映经济在实际增长层面的情况。其中 BCI 中间品价格指数主要反映内需市场价格走势和宏观经济名义增长。

从数据上看，茅台批价同比变化与 BCI 中间品价格前瞻指数变动趋势高度吻合，反应出国内名义宏观增长预期对市场对茅台价格信心的影响较大。2021 年以来，BCI 中间品价格前瞻指数回调反应了企业家对于内需市场价格的预期在不断地走低。

图3：茅台批价（右轴）同比与 BCI 中间品价格前瞻指数

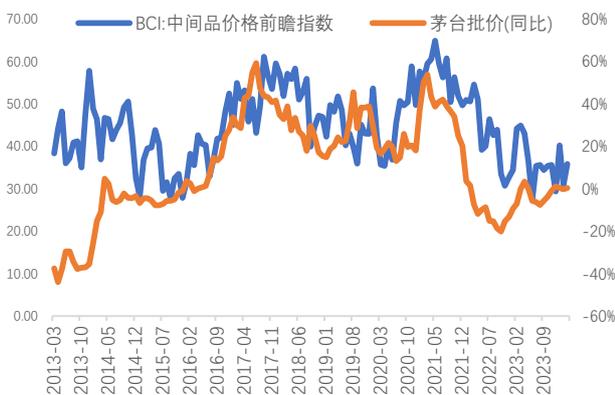
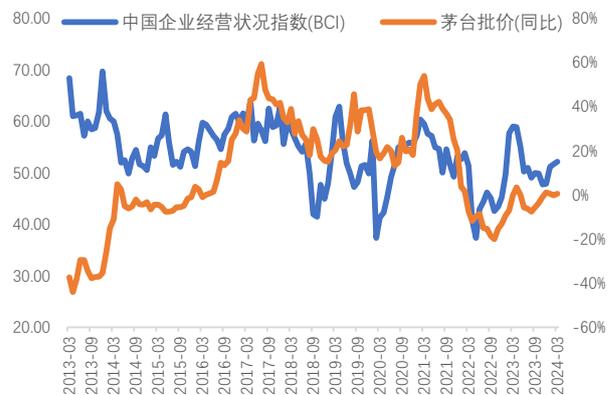


图4：茅台（右轴）批价同比与 BDI 指数



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2. 茅台批价还会跌吗？

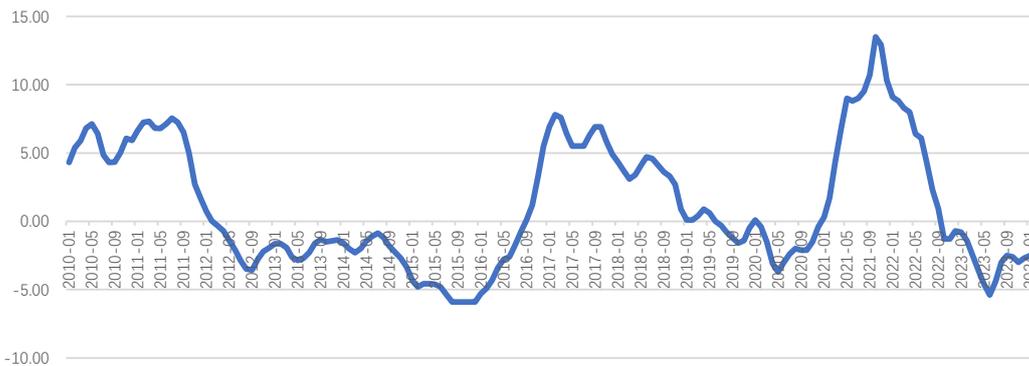
从上文我们得出两个结论，茅台价格一方面与国内资产价格走势一致，另一方面与国内内需商品价格波动趋势预期一致。当前国内 GDP 平减在收缩，国内商品和资产的价格都是收缩预期，所以未来资产价格变化预期影响着茅台长期价格预期。短期来看，国内商品价格的触底，或将带来茅台批价的触底。

BCI 中间品价格指数偏重于内需市场价格变化，PPI 则不仅有内需市场价格变化，还包含部分外需市场的价格变化，但是总体来说，BCI 中间品价格指数趋势与 PPI 一致，会领先 PPI 走势 6 个月左右。从这个意义上来说，观察 PPI 的触底时机，或成为茅台批价触底的印证。

PPI 指数从 2023 年 6 月见底逐渐反弹，已经连续 8 个月降幅收窄，虽然还未达到正增长水平，但是我们判断年内大概率能够转正。1 月 24 日，央行行长潘功胜在国新办新闻发布会上表示，当前物价水平与价格预期目标相比仍有距离，前期国内银行已适度下调存款利率，人民银行又调降支农支小再贷款、再贴现利率以及存款准备金率，有助于推动信贷定价基准的 LPR 下行。央行这一系列政策下，我们预期物价有望重回到温和通胀的环境。

在这一预期下，我们认为茅台酒价格是有宏观名义价格增长预期的托底的，即随着物价的回暖，市场价格预期回暖（BCI 指数向上），茅台酒价格也会回升。

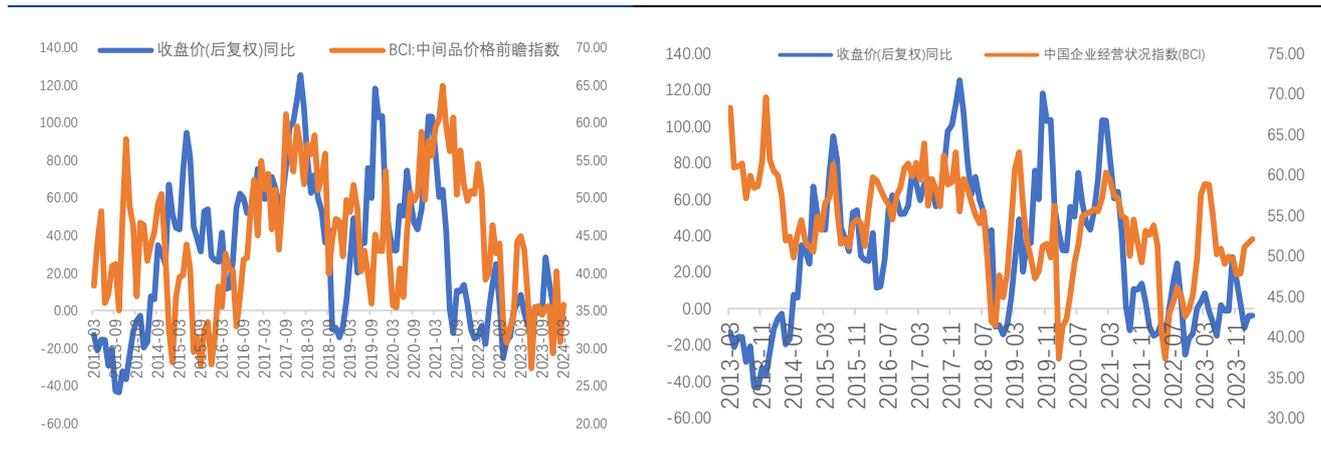
图5：PPI 同比 (%)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

此外，我们将茅台收盘价（前复权）的同比与 BCI 中间品价格指数去做拟合，发现茅台股价的走势也与 BCI 中间品价格走势高相关，说明茅台资产定价中，批价对资产定价影响较大。而后期国内内需市场价格的回暖，对茅台资产定价也将带来积极影响。延续此前盈利评级，我们继续给予茅台“强烈推荐”评级。

图6：茅台股价同比（%）与 BCI 中间品价格前瞻指数（右图7：茅台股价同比（%）与 BDI 指数（右轴）轴）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3. 风险提示

宏观经济复苏不及预期，市场需求不及预期，市场价格复苏不及预期，企业管理不及预期等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业：糖酒会酒企反馈积极，悲观预期修复	2024-03-25
行业普通报告	食品饮料行业：食品饮料视角看政府工作报告	2024-03-13
行业深度报告	食品饮料行业：两宏观因素推动企业现金流好转—2020年复盘和2024年展望	2024-02-23
行业普通报告	食品饮料行业：物价温和回升预期增强，食品饮料企业盈利有望进一步增强	2024-01-31
行业普通报告	食品饮料行业：建议关注长期基本面扎实个股	2024-01-23
行业普通报告	食品饮料行业：食品饮料行业高分红个股梳理	2024-01-08
行业普通报告	食品饮料行业：11月社零数据进一步回暖，餐饮业加速复苏	2023-12-29
行业普通报告	食品饮料行业：“转型”、“分化”为白酒关键词，复苏仍待经济回暖	2023-12-28
行业普通报告	食品饮料行业：国际奶价震荡为主，国内奶价中短期依然存在下行压力	2023-12-27
行业普通报告	食品饮料行业：好想你及盐津控股投资零食很忙，有望获得协同效应	2023-12-22
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：业绩表现优异，24年势能不减	2024-04-10
公司普通报告	千味央厨（001215）：定增方案获批，助力公司稳健增长	2023-11-30
公司深度报告	食品饮料行业2024年投资展望：顺周期优先	2023-11-29
公司普通报告	千味央厨（001215）：直营增速亮眼，产品结构持续优化	2023-09-01
公司普通报告	安井食品（603345）：增长稳健，盈利能力持续提升	2023-08-04

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526