

证券研究报告

行业研究

行业周报

食品饮料

投资评级 看好

上次评级 看好

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

轻舟已过万重山

——近期茅台酒价格波动复盘&预判

2024年04月16日

本期内容提要

事件: 3月下旬以来,茅台酒渠道价格出现较大波动,引发现货市场恐慌,散飞批价跌破2600元/瓶,后随公司主动调控,目前飞天茅台批价已回暖企稳。

◆**多重因素叠加,短期供需错配。**我们在复盘此次价格波动中,认为存在几个可能的原因:

(1) **外因——黄金投资热。**由于茅台酒具有明显的金融属性,在黄金价格攀高过程中,投资茅台的资金存在外溢倾向,造成情绪波动。

(2) **导火索——375ml 巽风酒投放。**茅台3月19日推出375ml巽风酒,零售价1498元,首批投放20万瓶,与500ml飞天之间存在性价比替代关系,引发市场担忧。一方面,其投放时间没有在旺季,淡季对渠道需求信心影响较大;另一方面,其全年投放量尚不明晰,市场担忧后续投放量加大,易对飞天价格产生冲击。

(3) **渲染——自媒体放大悲观情绪。**作为白酒价格“天花板”且全球唯一千亿级酒类大单品,茅台酒一直以来是全民关注的焦点。在行业调整阶段,出于悲观预期,利好不一定能刺激市场,但任何一个利空都容易被放大。

(4) **核心——短期供需不平衡。**需求端,因茅台酒礼品属性较强,春节后需求下降较快,动销放缓。供给端,3月传统经销商渠道的投放量增加,贵州国资平台也明显放量。叠加前述外因与375ml巽风酒投放,短期供需平衡关系被打破,价格出现较大波动。

◆**公司应对及时,通过压力测试。**我们认为,此次突发的价格波动事件对茅台而言是一次压力测试,相较于白酒行业普遍倒挂的情况而言,茅台的品牌力、渠道生态、市场掌控能力再次验证了其逆周期下的自我价值修复能力。

手段一:舆论引导。公司回应,巽风酒计划量占茅台酒全年投放量比重小,不会对茅台酒价格体系产生影响,目前茅台酒动销情况良好,并引导媒体着重巽风酒的正面宣传。

手段二:调节供给。茅台有较强的市场管控能力,尤其已形成包括社会经销商、商超、电商、自营店、i茅台、团购客户6大渠道在内的多样化、协调平衡的渠道生态。首先,部分贵州国资平台暂停投放;其次,渠道经销商已与厂家形成命运共同体,并有充足现金流配合厂家政策,维护价格稳定。

从结果看,此次应对措施能够产生立竿见影的效果,也印证了茅台的控盘能力突出。**我们认为公司具备跨越周期发展的能力,推荐贵州茅台。**

◆**小考通关，五大预判：**即便茅台此次小考通关，但我们认为，面对行业调整 and 需求的压力，接下来还有中秋、春节两场大考需要公司重视。

预判一：茅台批价中枢可能回落。我们预计此次价格回升位置或低于前值，在现有环境下，价格回落有利于真实需求释放，这或许是茅台管理层试探市场的策略。我们认为茅台长期增长是要量价双轮驱动的，未来产能要释放，什么价格能被市场承接住是茅台管理层需要思考的问题。

预判二：类似的场景今年应该不会再发生。我们认为，中秋、春节的茅台价格还将面临考验，预计会有波动，从茅台的控盘能力看，如此大的波动幅度可能不会再出现。

预判三：茅台会继续挖掘更多的消费需求。正如 100ml 小茅、375ml 巽风酒，消费者可以用更具性价比的价格在不同消费场景品鉴茅台酒，释放差异化需求。我们认为，茅台正在通过培育消费者、打造消费场景、培养消费习惯和生活方式，通过不同规格产品、不同场景扩大茅台消费群体。

预判四：公司不会让茅台价格大幅波动。由于茅台酒具有金融属性，社会上投资收藏的老酒较多，如果新货价格出现大幅波动，容易影响茅台老酒的价格，进而引起恐慌抛售现象，会形成负向反馈。因此公司需要控制好茅台酒的市场价格表现，稳定市场预期。

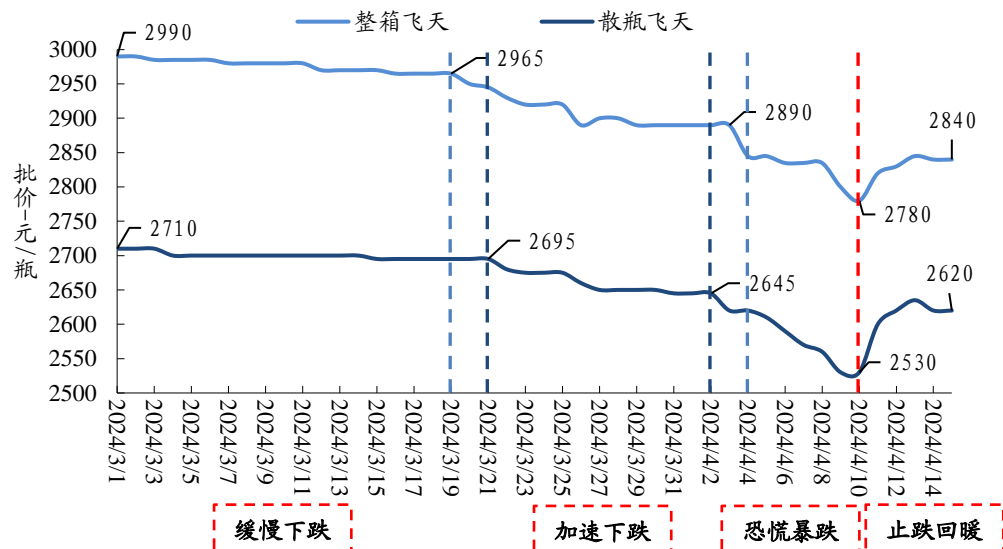
预判五：茅台酒价格仍有向下的压力。我们认为，价格表现也取决于经济形势，在总需求减少、总投放量增加、投资属性弱化、集团一盘棋持续推进的情况下，茅台酒实现目标控价的压力仍在，需要公司通过更加灵活的产品投放，统筹兼顾渠道结构、产品属性和市场容量，合理调节投放量和投放节奏，并从“人”“空间”“时间”三个维度，解决“谁来喝”“在哪里喝”“什么时候喝”的问题，不断扩大需求。

◆**风险因素：**宏观经济不确定风险；行业竞争加剧风险；消费力下降风险

附：近期茅台酒价格波动时间轴

3月以来，飞天茅台酒价格波动经历：缓慢下跌、加速下跌、恐慌暴跌、止跌回暖四个阶段。

图 1：2024 年 3 月以来的飞天茅台酒价格走势



资料来源：茅粉鲁智深，信达证券研发中心

① 3月1日-3月19日：飞天价格缓慢下跌

3月进入传统白酒消费淡季，按照以往经验，茅台酒批价走弱属正常现象。从3月1日至3月19日，飞天（整/散）批价均表现出缓慢下行趋势，期间分别下跌25、15元/瓶。

② 3月19日-4月2日：飞天批价加速下跌

3月19日，巽风数字世界“天人共酿”活动正式开启，巽友可以通过完成任务等方式获得特定的材料，合成对应材料后可行权提酒。375ml的巽风酒售价1498元，折算约2000元/斤，首批投放20万瓶。其酒质与500ml飞天相同，瓶子大小相近，在商务宴请等场合可以相互替代。市场担忧巽风酒的大量投放会影响500ml飞天的需求，抛货情绪初现。从3月19日-4月2日，飞天（整/散）批价接连加快下跌趋势，期间分别下跌75、50元/瓶。

③ 4月2日-4月10日：飞天批价恐慌暴跌

3月28日，巽风数字世界APP发布消息称，即日起APP中持有相关材料用户可按照相应步骤，合成对应材料并完成行权。4月7日，巽风375正式宣布开启门店提货。清明节前后，在自媒体舆论发酵下，市场再次出现恐慌，抛货情绪加重，散飞渠道价格加速跌破2600元/瓶。从4月2日-4月10日，飞天（整/散）批价出现暴跌趋势，期间分别下跌90、115元/瓶。

④ 4月10日至今：飞天批价止跌回暖

4月8日，公司回应媒体时明确表示，巽风酒计划量占茅台酒全年投放量比重小，不会对茅台酒价格体系产生影响，目前茅台酒动销情况良好。随后公司开始调控市场投放节奏，4月11日以来，飞天（整/散）批价止跌回暖，至4月14日分别上涨60、90元/瓶。

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深入研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。