

# 食品饮料

## 茅台批价波动复盘与思考启示

### 投资要点:

#### 关于批价:

核心大单品的批价是酒企与渠道博弈、以及市场供求等多方面角力下的反应结果，是公司综合能力的体现。对于高端酒来说，酒企核心产品的批价确立了公司的行业地位和话语权，同时也是观测企业经营和股价走势的重要风向标。但批价作为表现供需关系的同步指标，不具备前瞻性，且批价也并不影响茅台报表、公司核心竞争力、以及终端消费者对产品价值的判断。对行业来说，因茅台酒价格与其他白酒的价差比较大，其降价对白酒整体的影响很小，实际上更多会影响市场对未来的预期管理和判断。

#### 关于本次批价波动:

近期飞天批价出现急跌，我们认为，本次茅台批价波动的直接原因系618线上促销引发渠道之间利益纷争，但根本原因仍在于需求景气度不足。电商“百亿补贴”等活动虽并非新手段，但本次对飞天批价造成影响，系需求持续承压，叠加电商竞争生态恶化、加大价格竞争，受损的渠道对中长期茅台渠道协同和公司后续改革思路不够明晰，紧张情绪放大加剧批价波动。

根据我们的复盘和分析，预计受需求压力，叠加渠道利益冲突等因素影响，飞天中短期批价仍有一定压力，但不会出现持续性的断崖下滑。信息时代，周期的压缩一方面激化了市场参与的各方的情绪状态，导致短期内表现容易更加激烈，风吹草动更容易被过分解读并引起波澜，但同时信息对称也有助于公司协同各个渠道，实现软着陆。

#### 飞天批价波动复盘启示:

复盘飞天历史批价走势，我们认为影响批价的因素可分为三类：1) 宏观政策、消费大环境和需求变化；2) 茅台公司可控的动作（如发货、提价、产品结构调整、渠道结构调整等）；3) 茅台公司难以直接控制的渠道动作（包括各级经销商、黄牛、电商平台等）。行业调整期内，上游“放水”的酒厂理性克制，“接水”的下游需求边际变化不大，中间渠道“蓄水池”角色强化，叠加茅台渠道链条长、参与者众多，负面担忧容易产生更多大涟漪。

**从22年3月批价波动的经验看：**彼时上海、广东等地正逢疫情爆发，需求景气度、消费者信心也在承压期。从结果上看，“i茅台”宣布不直接销售普飞之后，茅台酒批价在22年3月28日立刻出现回升，说明当时批价波动很大程度是因为市场对短期后续供给端的经营思路不清楚，而不是出于长期担忧。我们认为，本次批价波动与前次在这一点上会有相似，即公司干预维护价盘、未来线上线下渠道间如何协同进一步明确后，批价大概率还是会出现一定反弹修复。

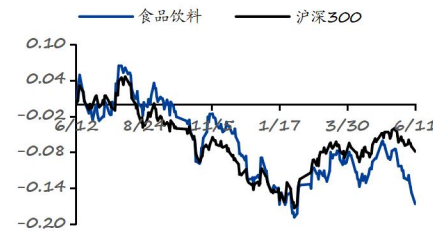
**从21年8月的经验看：**彼时飞天批价与股价出现负相关，批价高位波动，而股价下探。我们认为，无论价格走高还是走低，市场本质希望飞天批价在符合时代背景的旋律和基本面走势的前提下，在健康区间内波动。因此，无论是涨还是跌，批价数字上的边际变化并不影响公司的长期价值，当下对此轮波动每天批价的涨跌也不应该是关注的重点，核心仍将回归到基本面。此外，21年8月波动也正逢茅台换帅，此期间内由于市场对新领导战略不清楚，公司的举动易被放大解读，随着公司策略的逐步清晰，批价也慢慢回稳到理性区间。

#### 风险提示

禁酒令等文件出台、经济修复不及预期风险等

## 强于大市（维持评级）

### 一年内行业相对大盘走势



### 团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

分析师：张东雪(S0210523060001)

zdx30145@hfzq.com.cn

联系人：李妍冰(S0210123060028)

lyb30131@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、古茗招股书梳理：拓店提速稳固市场规模基本盘，深耕下沉市场发展动能强劲——2024.06.10
- 2、周观点 | 暑季酒类赛事催化，餐饮关注边际改善——2024.06.09
- 3、低估值、高报表端增长韧性，把握白酒修复机会——2024.06.02



## 正文目录

1 今年春节以来飞天批价、茅台基本面与股价变化回顾 .....	3
1.1 春节旺季价盘平稳，开门红动销较好 .....	3
1.2 今年清明节批价出现短期波动，但提振迅速 .....	3
1.3 本轮波动：618 线上促销引发渠道利益纷争，根本原因仍在于需求景气度 .....	4
2 飞天历史批价波动复盘与对比思考 .....	6
2.1 22 年 3 月：需求压力叠加渠道改革导致波动，公司思路明晰后批价迅速反弹 .....	6
2.2 21 年 8 月：换届正逢波荡，市场不确定性较多，批价与股价走势负相关 .....	7
3 回到上一轮深度调整期，追本溯源 .....	9
4 站在当下，周期被压缩导致短期承压，长期底层逻辑不变 .....	11
5 风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1: 白酒消费高景气时期飞天“逢节必涨” .....	3
图表 2: 2024 年 2 月至今飞天批价与茅台收盘价 .....	4
图表 3: 23 年 618 京东酒水品牌销售高增 .....	6
图表 4: 淘宝 618 百亿补贴飞天茅台 .....	6
图表 5: 2022 年 1 月至今飞天批价与茅台收盘价 .....	7
图表 6: 22 年茅台批价与股价走势呈负相关 .....	8
图表 7: 行业深度调整期内，茅台价格定力更强 .....	9
图表 8: 2012-2014 年主要龙头中仅茅台营收及利润保持增长 .....	10
图表 9: 12 年后茅台批价与宏观经济脱钩 .....	10
图表 10: 茅台价格增长逻辑 .....	10
图表 11: 2000 年至今 M2 增速超同期 GDP 增速 .....	11
图表 12: 深圳商品房成交均价同比 (%) .....	11
图表 13: 2016 年开始，茅台批价持续走高 .....	11
图表 14: 茅台批价波动因素 .....	12
图表 15: 白酒三大香型龙头迭代 .....	13



**导读：**核心大单品的批价是酒企与渠道博弈、以及市场供求等多方面角力下的反应结果，是公司综合能力的体现。对于高端酒来说，酒企核心产品的批价确立了公司的行业地位和话语权，同时也是观测企业经营和股价走势的重要风向标。近期飞天批价出现急速下滑，本文第一部分对 24 年春节以来飞天批价、茅台基本面与股价变化进行了回顾，解析了本次批价出现急降的原因；第二部分对前两年飞天历史批价波动进行了复盘和对比思考；第三部分追本溯源，探讨了茅台多重属性的根源，并对批价波动的本质进行了归纳；最后，我们进行了总结梳理和展望。

## 1 今年春节以来飞天批价、茅台基本面与股价变化回顾

### 1.1 春节旺季价盘平稳，开门红动销较好

由于 24 年春节较晚，在需求弱修复的背景下，渠道表现谨慎，节前氛围起势较晚。节前茅台经营节奏保持稳健，维持了此前一贯的旺季前规划在商超、电商以及专卖店等终端渠道加大茅台酒投放，维护价盘稳定的举措（例如 21 年中秋国庆前，公司投放茅台酒总量超 8000 吨、部分商超还额外增加了“空瓶复购”环节，试图维稳价盘，防止价格过高）。由于投放布局合理，叠加需求端商务消费仍在修复，24 年春节飞天未出现此前“逢节必涨”的情况，符合公司诉求。春节期间动销较好，价格坚挺，开门红顺利收官。

图表 1：白酒消费高景气时期飞天“逢节必涨”



来源：今日酒价（采取周度数据，普飞原箱价），华福证券研究所

### 1.2 今年清明节批价出现短期波动，但提振迅速

今年 3 月下旬，飞天茅台批价出现下行。4 月清明节后出现急降，4 月 5 日-10 日散瓶批价下滑 5%，逼近 2500 元。受批价影响，贵州茅台 4 月 12 日（周五）较清



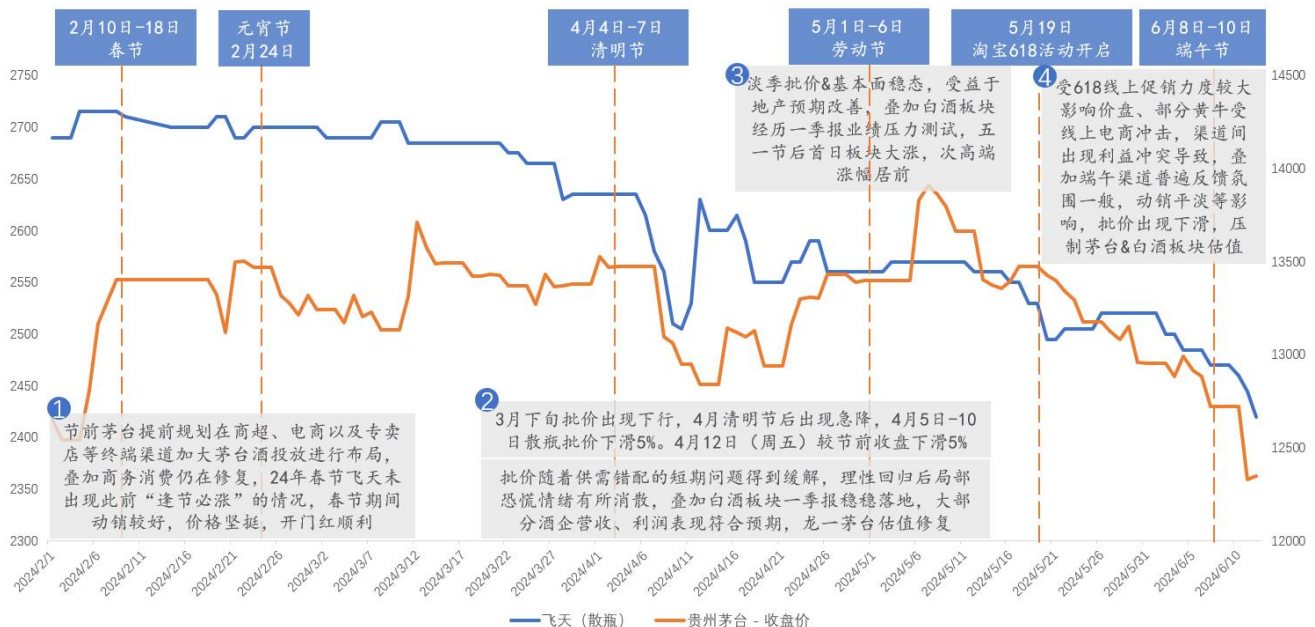
明节前收盘下滑 5%。

我们认为，这一轮的批价波动原因包括：**1) 需求端来看**，受疫后经济恢复不及预期影响，商务需求仍承压，边际无明显变化，叠加春节后行业步入淡季，礼赠等高端酒消费场景结束。**2) 供给端**，直接导火索是第一批 350 毫升巽风茅台 20 万瓶投入市场，供给加大引发市场对供需失衡的担忧。此外，公司投放进度有所加快，当期供给提升，再叠加在各个酒企在行业压力下纷纷发展团购客户寻找增量的背景下，市场担忧茅台降低企业团购客户门槛或将导致 1499 元茅台获得的难度降低，对价盘形成扰动。**3) 渠道端**，在行业调整期内，经销商盈利能力下降，导致悲观情绪；此外，在茅台此前的持续渠道调整下，茅台黄牛利益受损，囤货意愿有所降低。

从基本面来看，3 月下旬茅台整体动销和发货节奏均在正常范围，直观上造成批价出现急降的巽风酒投放计划量占茅台酒全年投放量比重较小，且在消费场景、消费人群等方面与标品普飞有区隔，本质上不会对茅台酒现有价格体系产生影响。三月末开始，茅台集团主要领导相继赴浙江、湖北、山西、海南、陕西、河南等地市场调研，叠加市场理性回归后，局部恐慌情绪有所消散，公司批价得到迅速提振。

从股价上看，四月初的批价波动回稳后，随后白酒板块一季报稳稳落地，大部分酒企营收、利润表现符合预期，淡季批价及基本面维持稳态，且受益于地产预期改善，白酒龙一茅台进入估值修复。

图表 2：2024 年 2 月至今飞天批价与茅台收盘价



来源：Wind，华福证券研究所

### 1.3 本轮波动：618 线上促销引发渠道利益纷争，根本原因仍在于需求景气度

进入五月下旬，飞天批价再度出现波动。根据今日酒价的数据，6 月 1 日至 6 月 12 日，散瓶普飞批价下滑 4% 左右，目前价格逼近 2400 元，其中端午假期结束后 6



月 11 日开始价格出现急降。

我们认为，本次茅台批价波动的直接原因系 618 线上促销引发渠道利益纷争，但根本原因仍在于需求景气度不足。具体来说，1) 端午白酒消费氛围一般，动销相对平淡；虽符合预期，但情绪面仍造成一定压力。2) 对于端午期间的飞天批价有所下滑，市场担忧在清明节后飞天批价震荡，供给端各渠道放量已有所收紧、本月初多个省份暂停了新企业客户申请平价购酒的服务的背景下，飞天批价尚未能迎来提升拐点，引发市场对茅台的金融属性产生担忧，担心社会库存大规模释放触发风险。3) 今年 5 月 19 日淘宝 618 活动开启、5 月 31 日京东 618 活动开启，平台投入力度较大，线上平台补贴导致线上商家成本价较低，导致部分地区黄牛受线上电商冲击，抱团反击进行价格博弈，渠道间出现利益冲突。

电商“百亿补贴”等活动虽并非新手段，但本次对飞天批价造成影响，我们分析主要系需求不足的环境下，叠加电商竞争生态恶化加大价格竞争所致。首先，包括高端白酒、手机等在内的高单价、高认知度的品牌商品一直是电商补贴的重点对象。平台通常以这些产品来引流，再设置活动门槛，禁止高价产品加入活动、通过流量分发机制引导商家降价等让品牌力较低、价格较低、更多依靠销量的商品参与到活动中。

此外，在电商平台存量竞争阶段，随着直播电商抖音、快手、小红书等平台加入，叠加疫后消费环境承压，本次电商价格竞争尤为激烈。传统电商纷纷加码，京东去年开始开发 POP 招商、下调运费门槛，提出“多快好省”；淘宝天猫已将“低价”提升为核心战略；快手提出“低价好物”；抖音将“价格力”设定为 2024 年优先级最高的任务。在今年 618 期间，电商活动力度加大，例如今年天猫在满 300 减 50 基础上，额外投入 150 亿红包，同时 88VIP 升级“无限次退货包运费”权益，为天猫投入力度最大的一届 618。从拼多多发布的首周战报来看，白酒品类销售额同比增长超 100%；天猫 618 相比去年开卖首日，酒水直播销售额增长超 1300%，白酒行业增长 147%。



图表 3: 23 年 618 京东酒水品牌销售高增



来源: 糖酒快讯, 华福证券研究所

图表 4: 淘宝 618 百亿补贴飞天茅台



来源: 淘宝 (2024 年 6 月 14 日价格), 华福证券研究所

另外, 由于电商平台的发货时间长达 20 天, 在飞天批价受淡季发货影响出现轻微下滑的情况下, 商家可在挂牌销售、拿货、出货之间利用时间差, 获取平台补贴+批价波动 (本质与金融做空交易一样) 带来的两层收益, 导致飞天批价波动被放大加剧。

## 2 飞天历史批价波动复盘与对比思考

我们复盘了 2022 年 3 月和 2021 年 8 月出现的两次批价较大幅度波动, 发现公司批价的波动只是短期浅层表现, 实际反映的都是对基本面变化的担忧, 叠加紧张情绪下, 剧烈波动期任何风吹草动被市场误读和放大。从历史经验看, 随着公司价格策略、渠道管理思路等进一步明确后, 批价均出现较快反弹修复, 本次大概率也会有同样走势。

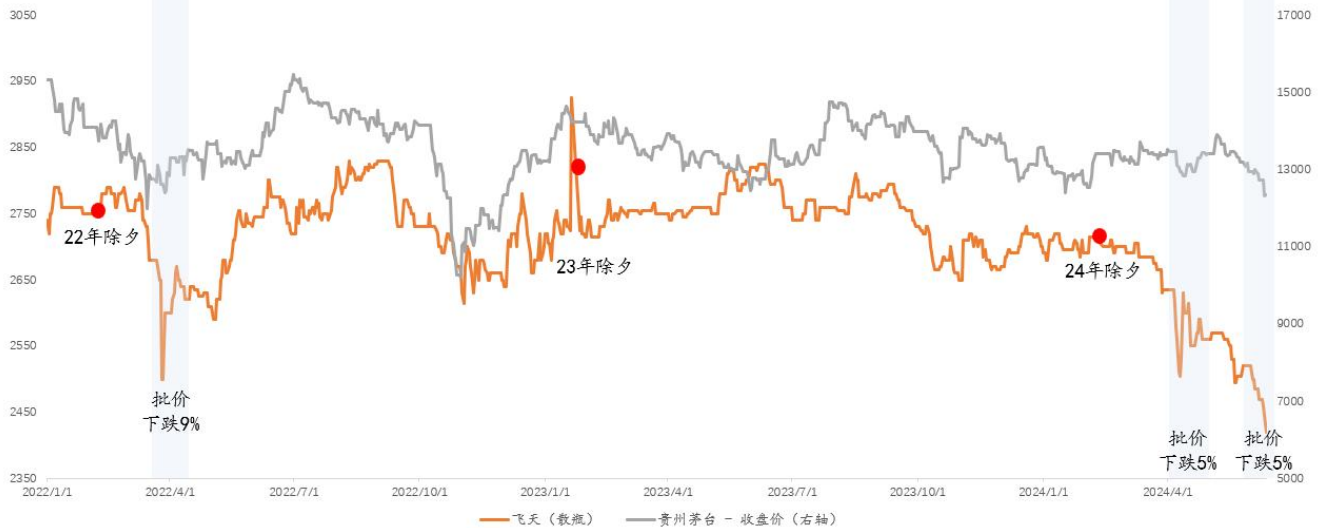
### 2.1 22 年 3 月: 需求压力叠加渠道改革导致波动, 公司思路明晰后批价迅速反弹

复盘散飞价盘走势, 飞天批价迅速下滑的时间为 22 年 3 月, 彼时月末散瓶飞天批价落到 2500 元左右, 较月初批价下跌约 9%, 主因 1) 春节结束, 白酒步入淡季;



2) 广东华东等消费量较大的区域疫情严重,需求短期疲软;3)3月茅台酒和非标投放节奏较往年同期有所加快;4)公司推进营销变革,22年3月31日“i茅台”试运营,市场担忧“i茅台”未来投放平价普飞对传统渠道造成影响,且加大直营一定程度遏制了囤酒炒作;5)疫情扰动、茅台渠道改革、叠加需求不足,导致经销商信心受损,部分地区抛货导致恐慌放大。

图表 5: 2022 年 1 月至今飞天批价与茅台收盘价



来源: Wind, 华福证券研究所

对比今年和上次批价波动,22年3月上海、广东等多地正逢疫情局部爆发时期,需求景气度、消费者信心也在承压期。从结果上看,“i茅台”宣布不直接销售普飞之后,茅台酒批价在22年3月28日立刻出现回升,说明当时批价波动很大程度是因为市场对短期后续供给端的经营思路不清楚,而不是出于长期担忧。我们认为,本次批价波动与前次在这一点上会有相似,即公司干预维护价盘、未来线上线下渠道间如何协同进一步明确后,批价大概率还是会出现一定反弹修复。但确实不同的是,本次造成批价波动的主要参与者包括电商平台、黄牛等并非与公司利益诉求相对一致、且公司能够通过控量拖手段直接控制的参与者,对公司的渠道协同、价盘维稳能力提出了更高的挑战。

## 2.2 21年8月:换届正逢波荡,市场不确定性较多,批价与股价走势负相关

丁雄军于2021年8月接任高卫东成为茅台集团和上市公司贵州茅台的董事长,在履新之前,茅台批价正经历急速增长,根据今日酒价的数据,21年8月1日至20日飞天散瓶批价增长5%,逼近3200元,批价较6月末增长16%。

从历史数据来看,飞天批价与茅台股价整体走势有一定相关性,但22年6-8月飞天批价与股价之间负相关。在供给相对稳步释放的前提下,茅台批价反映了供需关系的变化。以周度为单位来看,2010年至今飞天批价与茅台股价相关性系数为

95.7%，2016 年至今两者相关性为 96.2%，其中 2016-2021 年相关性为 95.5%，相关性虽有所减缓，但两者之间仍表现出较高度相关性。但 22 年全年来看，单日数据维度上两者相关性为 58%，其中 22 年 6-8 月飞天批价与股价之间负相关，系数为-30%。

我们认为，彼时批价仍高位持续增长，而股价下探，两者关系出现负相关，主要系彼时维持高位的惯性和推助因子与引发担忧的因子共同存在，叠加 8 月末茅台换帅期间未来公司策略存在不确定性，易引发过度解读，引起批价和股价较大波动，进而导致两者相关性出现不一致。具体包括：**1) 政策面**，8 月 20 日市场监督管理总局价监竞争局发布《关于召开白酒市场秩序监管座谈会的通知》，随后市场出现茅台发出“降价令”传闻，政策面变动引发批价波动、股价大跌；**2) 行业端**，酱酒热整体仍在高景气位置，但开始出现降温，未来走势未能形成一致预期；**3) 公司层面**，一方面彼时正逢中秋国庆“双节”来临，飞天价格本身居于历史高位，且有“逢节必涨”惯性，另一方面，公司出台多条举措平抑酒价，维护正常市场价格体系，包含严格执行“三个 100%”、加大零售比例等，对价格增长试图形成阻力；**4) 报表端**，茅台业绩增速放缓，21H1 公司实现营业收入 490.87 亿元，同比增长 11.68%；实现归母净利润 246.54 亿元，同比增长 9.08%，创下了 2016 年以来最低增速；**5) 情绪层面**，此前几年茅台股价涨幅较大，且增速较快，在酱酒热的推助下，市场对其存在泡沫产生担忧。紧张情绪下，虽然座谈会只是酱酒热背景下行业现象问询，“降价令”也是不实传闻，随后马上被公司澄清，但出现剧烈波动本质上还是在于市场对监管和政策联动传导信号非常敏感、情绪极度紧张，事件易导致过度解读。

图表 6: 22 年茅台批价与股价走势呈负相关



来源: Wind, 华福证券研究所

这次波动的启示: 1) 无论是价格走高还是走低, 市场本质希望的是飞天批价在





符合时代背景的旋律和基本面走势的前提下，在健康区间内波动。因此，无论是涨还是跌，批价数字上的边际变化并不影响公司的长期价值，当下对此轮波动每天批价的涨跌也不应该是关注的重点，核心仍将回归到基本面层面，包括政策面的导向、需求景气度的边际变化、公司渠道和价格改革未来如何推进、渠道之间未来如何协同共赢等。2) 换帅期间公司长期策略和短期举措市场未能明晰，此阶段公司的一举一动都易被放大解读，随着公司策略的逐步清晰，批价也慢慢回稳到理性区间。

### 3 回到上一轮深度调整期，追本溯源

分化始终是调整期的定律，beta 下降、企业间差距的拉大，茅台龙一地位确立，逐步获得了随着消费升级、景气上行，被时代赋予更多意义的机会。2011 年，白酒行业景气上行，行业产量突破 1000 万千升，行业销售收入突破 3000 亿元，再创历史新高。茅台 1 月提价到 619 元，涨幅 24%，批价和股价稳健上涨，随后五粮液在 7 月控货，在 9 月提高出厂价到 659 元，涨幅 29.47%，带动批价和股价上升。同年 12 月，国窖 1573 顺价提价到 889 元，涨幅高达 44%，提价后价格表现稳定。但随后 2012 年，中央出台“八项规定”，高端需求严重承压，急转直下。在调整期内，由于五粮液、老窖均采取了激进的价格策略，导致自身受到重挫，而茅台在调整期内对经销商“恩威并施”，无反复调价行为，价格定力更强，最终顺利过关，成为深度调整期内唯一营收和利润保持增长的主要龙头，其代表行业地位的批价也开始拉开与竞品的差距。（更多茅台具体举措可阅读我们 23 年 12 月的《茅五泸提价复盘与启示思考》专题报告）

图表 7: 行业深度调整期内，茅台价格定力更强

	茅台		五粮液		国窖	
	出厂价	提价幅度	出厂价	提价幅度	出厂价	提价幅度
2012/9/1	819.00	32%				
2013/2/1			729.00	11%		
2013/8/31					999.00	12%
2014/5/19			609.00	-16%		
2014/7/25					560.00	-44%
2014/11/5			605.00	-1%		
2014/11/17			729.00	20%		
2014/12/19			609.00	-16%		
2015/1/31					620.00	11%

来源：Wind, 华福证券研究所

**图表 8: 2012-2014 年主要龙头中仅茅台营收及利润保持增长**

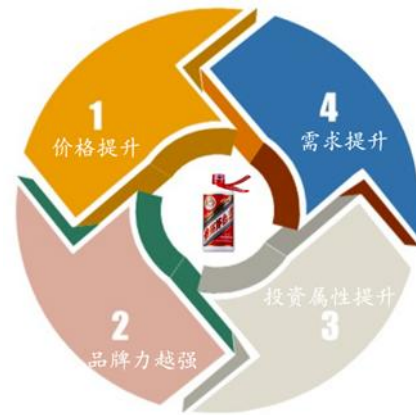
	营收 CAGR	利润 CAGR
贵州茅台	10%	7%
五粮液	-12%	-23%
泸州老窖	-32%	-55%
山西汾酒	-22%	-48%

来源: Wind, 华福证券研究所

12 年之后, 茅台批价与人均收入增速开始脱钩。12 年之前, 茅台批价增长与人均收入增长基本保持同频。但随着我国经济的发展, 2011 年后我国人均收入增速进入下行通道, 而茅台批价却持续提升, 批价与宏观经济脱钩, 产品由于开始具备多重属性, 价格变化逐渐进入滚动正循环: 价格越高→品牌力越强→投资属性提升→需求提升→价格提升。

**图表 9: 12 年后茅台批价与宏观经济脱钩**

来源: 茅酒快讯, 同花顺, 华福证券研究所

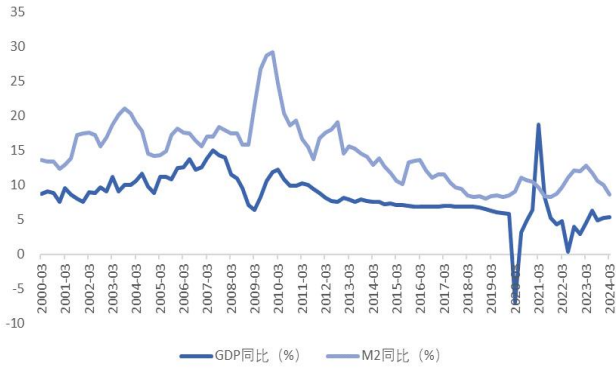
**图表 10: 茅台价格增长逻辑**

来源: 华福证券研究所

2016 年开始, 受白酒行业的景气度和宏观经济影响, 茅台投资金融属性被放大。受益于公司前期产品、渠道、品牌、价格策略、管理层定力的长期奠基, 经过深度调整期后, 茅台批价与竞品逐渐拉开差距, 但 16 之前, 13H2-16H1, 行业深度调整期内, 茅台出厂价与原批价的平均价差不到 70 元, 和竞品五粮液、国窖之间的价差也还没有拉大。2016 年, 经过连续多年的经济快速增长, 货币超发、信贷政策宽松多年后部分地区房价增速触顶 (2015 年 5 次降息, 2016 年继续采取较为宽松的信贷政策, 一年期贷款基准利率下调至 4.35% 的低点; 随后 16H2, 政府倡导“房子是用来住的, 不是用来炒的”, 2016 年深圳房价同比增长触顶), 叠加高端白酒消费结构转型, 政务消费占比下降, 商务消费在消费升级推助下占比提升, 茅台整体需求更加稳定, 在此背景下, 茅台批价开始持续走高, 2016 年 6 月到 2019 年中期国庆增长了超过 3 倍, 金融投资属性被放大, 其中, 16 年 6 月-19 年 6 月批价 CAGR 约为 35%。20Q2 开始飞天批价与股价齐升, 20Q2-21Q3 批价 CAGR 高达约 47%。

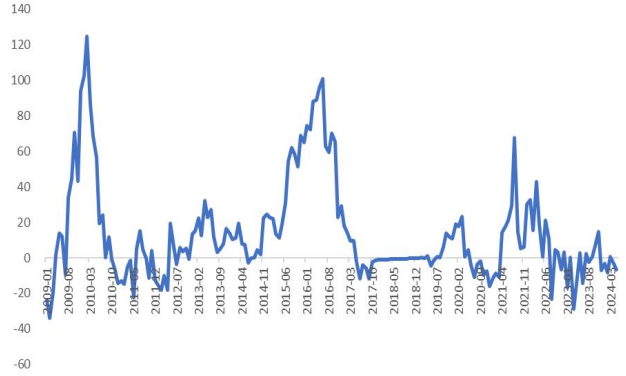


图表 11: 2000 年至今 M2 增速超同期 GDP 增速



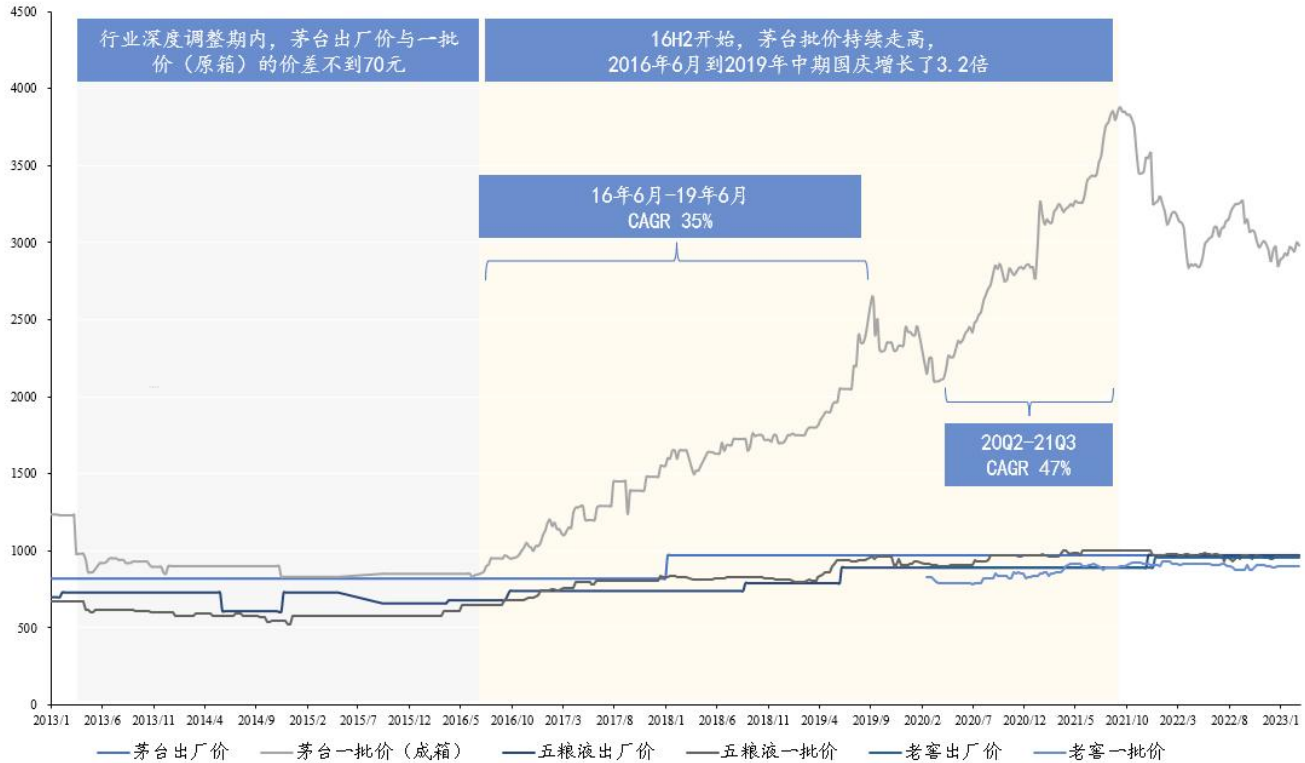
来源: Wind, 华福证券研究所

图表 12: 深圳商品房成交均价同比 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 13: 2016 年开始, 茅台批价持续走高



来源: 今日酒价, Wind, 华福证券研究所

#### 4 站在当下, 周期被压缩导致短期承压, 长期底层逻辑不变

复盘飞天历史批价走势, 我们认为影响批价的因素可分解为三类: 1) 宏观政策、消费大环境和需求变化; 2) 茅台公司可控的动作 (如发货、提价、产品结构调整、渠道结构调整等); 3) 茅台公司难以直接控制的渠道动作 (包括各级经销商、黄牛、电商平台等)。



图 14: 茅台批价波动因素

	具体内容	现阶段情况
大环境	包括宏观政策、消费环境、需求变化等	边际变化不大
公司直接可控	包括发货量、发货节奏、出厂价和指导价、产品结构、渠道结构等	酒厂现阶段更加理性、克制，更加长期主义
公司可以影响、干预，但无法直接控制	包括经销商、黄牛、电商平台政策等	当期调整期内，“蓄水池”变化对全盘的影响

来源：华福证券研究所

行业调整期内，上游“放水”的酒厂理性克制，“接水”的下游需求边际变化不大，中间渠道“蓄水池”角色强化，叠加茅台渠道链条长、参与者众多，负面担忧容易产生更多大涟漪。茅台经销体系中以小经销商为主，一方面避免了大商模式下经销商窜货等扰乱市场的行为，通过将销售任务化大为小，保持了对市场需求的感知力，得以实现渠道精细化，为茅台获得今日的行业地位铸就了基础，但同时渠道链条较长，叠加茅台批价走高为渠道囤货和投资带来动机，导致茅台酒当前终端价格与指导价之间产品溢价较高，厂家难以影响终端价格。我们认为，不光是茅台，任何链条长、参与者繁多的金融属性或非金融属性产品，都容易呈现出在景气上行时风和日丽，玩家共赢，而在某一环节出现压力时，负面影响层层传导，容易出现影响扩大的风险（极端个例如美国次贷危机中的 MBS）。故我们认为，公司更高层面的干预、维护价盘的举措更能有效稳定市场预期。

自 24 年本次茅台换帅以来，根据新董事长张德芹的履历、工作风格，以及 5 月末 2024 贵州白酒企业发展圆桌会议的表态，和董事长履新后的首次股东大会上提出的“在行稳致远的基础上，保持健康和可持续发展”的目标，我们认为茅台在当期行业调整期内整体打法会偏向理性克制、更加长期主义。短期内公司维护价盘的手段和力度预计会偏理性，中期内换届的改革举措也大概率偏温和、务实。

飞天批价作为表现供需关系的同步指标，并不具备前瞻性，且批价也并不影响茅台报表、公司核心竞争力、以及终端消费者对产品价值的判断。对行业来说，因茅台酒价格与其他白酒的价差比较大，其降价对白酒整体的影响很小，实际上更多会影响市场对未来的预期管理和判断。我们认为，在当期信息时代，通讯便捷导致各方之间信息较此前更加对称。举例来说，从白酒香型的轮换来看，从 90 年代末到 08 年茅台追齐五粮液，浓香为主的白酒时代长达十余年，而酱酒热的周期则相对被缩短。周期的压缩一方面激化了市场参与的各方的情绪状态，导致短期内表现容易更加激烈，市场上的风吹草动更容易被过分解读并引起波澜，但同时信息对称也有助于公司协同各个渠道，实现软着陆。



图表 15: 白酒三大香型龙头迭代



来源: Wind, 华福证券研究所

总结来说, 我们预计, 受需求压力, 叠加渠道间利益冲突等因素影响, 飞天中短期批价仍有一定压力, 但不会出现持续性的断崖下滑。随着经济回暖、终端活跃程度提升, 市场对公司新领导班子价格引导举措、渠道改革思路逐步明晰, 飞天批价在符合时代背景的节奏和基本面走势的前提下, 最终会回到健康区间内波动。

## 5 风险提示

**禁酒令等文件出台:** 若政策性文件出台影响高端酒产品需求, 则板块营收下降风险较大。

**经济修复不及预期风险:** 高端及次高端白酒消费与经济活动景气度相关性较高, 若经济修复不及预期, 则企业与个人的消费力下降, 影响白酒上市公司营收。



## 分析师声明

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn