

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

不畏浮云遮望眼

——茅台酒价格波动的进一步观察思考

2024年07月01日

本期内容提要

事件：6月份以来，茅台酒渠道价格再次出现较大波动，散飞批价最低触及2100元/瓶，原箱飞天批价最低触及2400元/瓶。

◆**多重因素叠加，短期需求承压。**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——需求承压的不止是茅台，还有高档消费品。①部分高档香烟从去年底也开始出现倒挂，销量也有所下滑；②多家奢侈品公司财报显示，其中国市场业绩在今年一季度出现下滑，如LVMH集团亚洲市场（不包括日本）的销售收入同比下降6%，对集团的贡献由36%降至33%；Gucci主品牌在亚太区的销售同比下滑达28%；Tod's大中华区销售额大跌24%。③根据瑞士钟表工业联合会数据，2024年前五个月的出口总额，中国内地和香港特区市场较2023年同期分别录得下滑18.2%和19.2%。④乘联会数据显示，进口超豪华车过去几年持续增长，但2023年以来出现12%下滑，2024年1-4月加速下滑34%，我们认为超豪华车总体走弱体现超高端消费群体的购买力暂时放缓。

(2) 导火索——电商618百亿补贴，黄牛群体情绪不满。虽然电商平台的618补贴力度较大，但由于部分飞天茅台的销售店铺设置了20天发货期的条件，在茅台批价下行过程中，黄牛群体的利润被进一步压缩，甚至面临亏损风险，引发其不满情绪上升，市场出现部分抛货止损现象。

(3) 渲染——自媒体放大悲观情绪。与今年3-4月情况类似，每逢茅台出现舆情，自媒体便使用吸引眼球的文章标题加大渲染，获取流量，放大市场悲观情绪。

(4) 核心——淡季需求减弱影响。茅台作为具有金融属性的消费品，其需求由现实需求和预期需求两部分构成。①**现实需求**，包含饮用属性和礼品属性。一方面，当前国内对高档消费品的需求普遍减少；另一方面，在当前经济效益减弱的环境下，茅台社交功能的需求也在减少。②**预期需求**，即投资属性。一方面，茅台批价自2021年10月到达高点以来，连续三年走低，次新酒的溢价幅度降低，投资预期减弱；另一方面，渠道中从事茅台生意的酒商群体也在减少，一部分人不敢囤货，一部分人因为资金问题而退出市场。我们认为当茅台的现实需求减弱和预期需求减弱叠加时，更容易出现价格波动的风险。

◆**公司7大调整应对，体现修复能力。**此次价格波动是茅台今年以来遇到的第二次压力测试，与4月份相比，公司应对的措施更加具体。①暂停巽风375ml的合成行权；②暂停1499企业团购；③调节发货节奏；④停止12瓶/箱发货、同步废除拆箱销售指令；⑤15年陈年茅台、精品茅台暂停发货；⑥贵州特产平台暂停预约；⑦i茅台阶段性减少生肖酒投放。可以看到，公司可实施的渠道管控是多元的，落地后带来的预期改善结果也体现

出茅台的自我修复能力。

- ◆ **小考再次通关，五大观察：**上半年的两次价格小考正好位于清明、端午两节之后，可见小旺季后的需求压力仍在，但都能通过调节手段实现阶段性“筑底”，究其原因，我们有以下几点观察。

观察一：茅台的长期价值不变。在坚守品质的基础上，茅台依然是卖的最贵的白酒，且在社交需求上具有不可替代性。短期波动不会改变茅台的价值和市场地位；长期来看，茅台酒非常成熟的商业模式和稳固的护城河，具有较强的品牌影响力和市场认可度，且文化底蕴极其深厚。

观察二：价格波动更多源自黄牛情绪悲观。我们认为，6月份茅台价格的暴跌，更多是黄牛悲观情绪的传导，在需求减弱的背景下，酒圈内的“空转”行为增加，终端真实的消费者成交价并没有如此大波动。

观察三：市面上大多为2024年的新货。当前批发市场上流通的飞天（散/整）大部分都是2024年生产的，并未出现市场担心的社会库存抛售问题。我们认为，批发商或黄牛手中的次新酒成本价大部分高于当前市场价格，其没有主动抛货亏损的意愿，更多是通过空转新酒来折抵持有成本。

观察四：黄牛的货源有成本底线。目前黄牛获得飞天茅台的来源主要包括三个渠道：①**与部分经销商的合作。**经销商出货价随行就市，一般略低于批发价打包销售。②**商超、电商渠道上抢购或抽签1499元飞天。**个人参与抢购、抽签，需要通过其他消费来增加中奖概率或获得抽签资格。这类活动已经形成产业链，如商超活动中奖，仅需要一个提货码，消费者不需要提货，将提货码给到黄牛，加价销售即可。③**贵州国资特产平台，**包括航旅黔购、贵旅优品、贵盐黔品、遵航出山等。这些平台用茅台搭售当地特产，特产消费后产生积分，达到一定积分后可获得1499元价格换购的资格。总体上看，这三类渠道目前的套利空间有限，黄牛出货存在成本考量。

观察五：厂家择时采取相应调控措施。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。茅台凭借品牌力、产品力、渠道生态，具备较强的市场掌控能力，经销商配合程度高，能够实现一呼百应的传导效果，4月、6月两次市场调控都印证了，一旦公司出手调控，效果往往是立竿见影的。

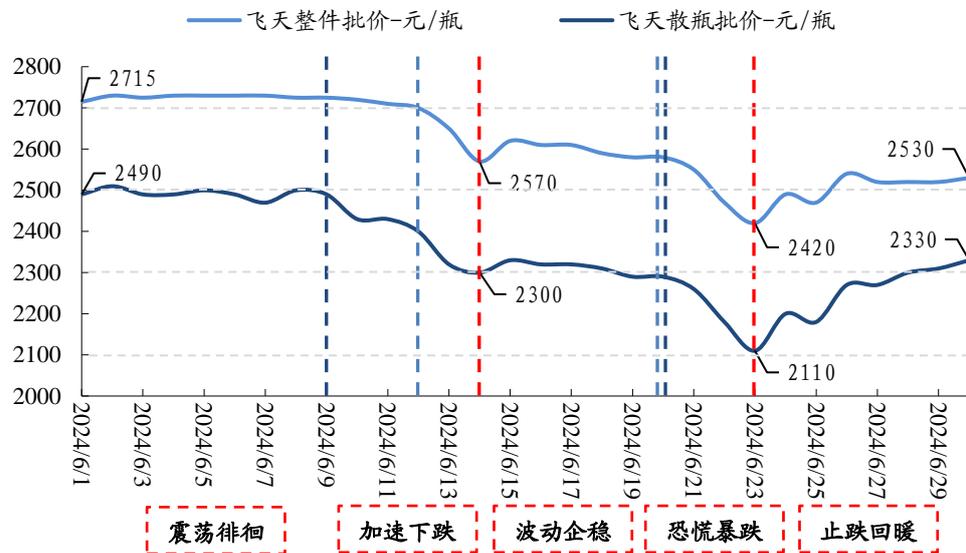
结合以上观察点，我们认为，当前宏观经济周期、行业发展周期和茅台自身周期调整“三期叠加”下的市场环境更加复杂，但茅台当下也拥有更强的核心竞争力、更优的市场渠道生态和更足的风险防范韧性，能够实现价格的阶段性“筑底”，推荐贵州茅台。近期公司管理层在市场调研中也提出，要持续强化茅台一流品牌、品质、文化的战略定力，强力推动茅台酒市场工作围绕客群、场景、服务方面“三个转型”，充分凝聚渠道协同的强大合力，努力实现高质量、可持续发展。

- ◆ **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：6 月份茅台酒价格波动时间轴

6 月以来，茅台价格经历：震荡徘徊、加速下跌、波动企稳、恐慌暴跌、止跌回暖五个阶段。

图 1：2024 年 6 月份飞天茅台价格走势



资料来源：易茅时价，茅粉鲁智深，信达证券研发中心

① 6 月 1 日-6 月 9 日：散飞批价在 2500 元/瓶震荡徘徊

6 月进入端午备货小旺季，按照经验，高端酒送礼需求体现在节前，茅台酒批价通常会出现小幅上涨行情。今年端午节为 6 月 10 日，节前，整飞稍有 15 元/瓶的批价上涨幅度，而散飞则在 2500 元/瓶的价格震荡徘徊。

② 6 月 10 日-6 月 14 日：散飞批价加速下跌

端午节后，茅台的送礼需求减弱，而后便是 618 电商节，电商平台用百亿补贴大促实现引流，茅台的黄牛群体因为电商规则影响，利润空间被压缩，甚至有亏损风险，市场出现部分甩货止损现象。叠加自媒体博取流量的行为放大市场情绪，5 天时间内，散飞批价下跌 200 元/瓶，整箱批价则 2 天下跌 130 元/瓶。

③ 6 月 15 日-6 月 20 日：飞天批价波动企稳

据国酒时空报道，期间部分省区召开经销商联谊会，就稳定茅台酒市场价格做了沟通，听取了经销商意见，也暂停了 1499 企业团购和巽风 375ml，同时要求经销商们团结一心，不允许低价跟风销售，共同维护茅台酒价格。在公司指导下，飞天批价波动企稳，散飞在 2300 元/瓶震荡，整飞在 2600 元/瓶震荡。

④ 6 月 21 日-6 月 23 日：飞天批价恐慌暴跌

618 过后，市场情绪再度悲观，3 天内散飞批价下跌 180 元/瓶，整飞批价下跌 160 元/瓶，跌幅较 618 前更加急剧，散飞批价逼近 2100 元/瓶，单月累计跌幅近 400 元/瓶。我们认为 618 后的暴跌行情可能与市场流动性减弱有关，电商节期间，虽然补贴带来了低价影响，但市场流动性因此刺激而提升，电商节后，消费弱需求的表现更加突出，造成市场恐慌抛货。此外，6 月 22 日茅台公司回应了假酒鉴定风波，承认其在鉴定流程管理存在薄弱环节，将加强鉴定管理体系建设。

⑤ 6 月 24 日-6 月 30 日：飞天批价止跌回暖

6月23日后，公司就稳价采取了一系列动作，包括停止12瓶/箱发货、同步废除拆箱销售指令，部分商家还收到了15年陈年茅台、精品茅台暂停发货的通知。此外，各省区的商家在茅台的出货方式和态度上也有了更多坚持，飞天（散/整）分别低于2500元/瓶和2700元/瓶不愿意出货，不愿意向电商、商超、烟酒行等渠道供货。在厂家提振信心与商家同心护盘的措施下，一周内，散飞批价回涨220元/瓶，整飞批价回涨110元/瓶，飞天（散/整）分别重回2300元/瓶和2500元/瓶，短期的价格波动暂告一段落。

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。