

2024-7-29



茅台批价深度复盘和供需之辩

分析师：郭梦婕
证书编号：S1190523080002

太平洋证券股份有限公司证券研究报告
行业策略报告

- ▶ **茅台历史批价复盘：历年价格调整的底层逻辑是经济周期影响下的供需关系失衡和对于前期涨幅过高的价格修正。** 2021年伴随地产行业进入下行期以及宏观经济周期影响，白酒行业步入调整期，批价普遍走弱，茅台批价自2021年起经历一波缓慢下跌。我们复盘茅台历史几轮批价下跌：1) 1989年在宏观政策和消费环境的打击下批价从218元跌到95元，回撤幅度56%；2) 1998年受亚洲金融风暴影响茅台从批价312元降至228元，回撤幅度27%；3) 2011-2012年行业泡沫化阶段茅台批价最高达1875元，后续三公消费行业进入深度调整茅台批价腰斩至820元，跌幅达56%；4) 因地产承压、信用收缩、居民财富效应受损，茅台批价2021年见顶，从3170元跌至2024年最低2110元，跌幅33%，调整已达3年。和历史几轮调整对比，此轮茅台批价调整幅度和持续时间已达中等级别以上调整。白酒历史几次调整核心原因除了政策之外主要是经济周期影响的供需关系失衡和前期价格涨幅过高的修正，此轮更是经历了16-21年批价涨幅2.9倍的背景下，经济增长和地产繁荣下衍生财富效应，茅台被赋予金融属性，投资和收藏属性放大需求。当经济景气度偏弱以及需求下降，原先累积的社会库存和金融属性反噬导致近期价格急剧下跌。公司历史上在应对价格波动时出台一系列稳价政策，通过极高的渠道利润安全垫和厂商一盘棋策略均能化解价格波动危机，此次茅台酒厂出台多项政策护盘，散飞批价从底部反弹300元左右，目前回升至2300-2400元区间。
- ▶ **茅台价格下跌幅度有限，预计此轮价格底部区间在1814-2350元。** 从需求端来看，过去高收入人群数量扩容是高端白酒增长的主因。与茅台酒销量对比，高净值人群数量增速绝大多数年份高于茅台酒销量增速，2008-2022年高净值人群数量的CAGR达18.3%，高于同期茅台酒销量CAGR10.3%。茅台以社交消费为主，消费场景主要为商务接待以及礼品馈赠，预估茅台的商务接待/礼品/宴会/自饮分别占比50%/30%/10%/10%。2015年基本上为茅台真实消费开瓶需求，按照15-23年人均可支配收入增速、基建增速、一线城市二手房价增速、M2增速、以及高净值人群数量增速分别去模拟真实销量增长，预测当下茅台社会库存相对可控。宏观经济承压之下高端消费普遍走弱，结构上内部出现分化，顶级奢侈品以及顶级购买力仍具备消费韧性，顶奢爱马仕2024Q1在亚太地区（除日本）保持13.9%营收增长，同期其它奢侈品牌呈现不同程度下跌；从供给侧来看，茅台酒具备稀缺性供给偏紧，18-22年茅台酒产量保持小个位数增长，2023年投放量明显增加，销量增长11%。2024-2027年商品酒的可供销量分别为4.27/4.80/4.83/4.86吨，同比1%/12%/1%/1%，CAGR为4.43%，2025年商品酒可售量增速较快预计有较大放量压力，但拉长周期至2027年来看，商品酒可售量复合增速低于预期GDP增速，预计市场消化压力较小。从供需定性判断以及通过四种方式测算茅台底部价格区间，我们认为本轮恐慌情绪释放后茅台价格将企稳，预测茅台散飞批价底部区间在1814-2350元。
- ▶ **海外市场高端烈酒在经济下行期短期扩容节奏有扰动，不改长期高端化趋势。** 2003-2023年美国高端烈酒销量复合增速达6.2%，高于同期美国实际GDP复合增速2.1%以及人均可支配收入复合增速3.5%。美国烈酒市场在经济波动和下行周期仍维持整体上行趋势，如经济危机和疫情期间高端烈酒的价格坚挺持续增长。90年代日本泡沫经济破裂后，整体烈酒消费量增速也明显好于GDP增速及可支配收入增速。美日长期高端化升级明显，美国高端及以上烈酒占比20年提升21pct，美国各烈酒品类中单价较高的品类威士忌、白兰地和干邑价格提升明显，2003-2023年价CAGR分别为2.76%/2.42%，跑赢同期GDP增速以及通胀水平。日本清酒销量见顶下滑，但内部结构升级从未停止，高端的纯米吟酿酒1998-2022年销量占比提升23pct至32%，日本威士忌指数2013年至2022年高点上涨766%。
- ▶ **盈利预测：** 我们预计贵州茅台2024-2026年收入增速17%/16%/15%，归母净利润增速17%/16%/15%，EPS分别为69.75/81.02/92.94元，PE分别为20/18/15X。

目录 CONTENTS

01

白酒历史批价复盘

02

茅台供需之辨

03

茅台底部价格区间测算

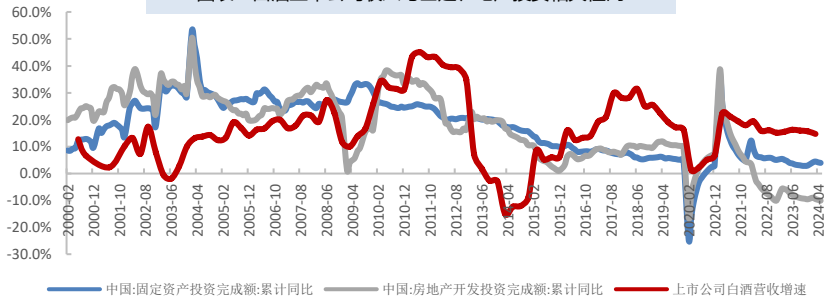
04

对标海外：高端酒长期持续扩容

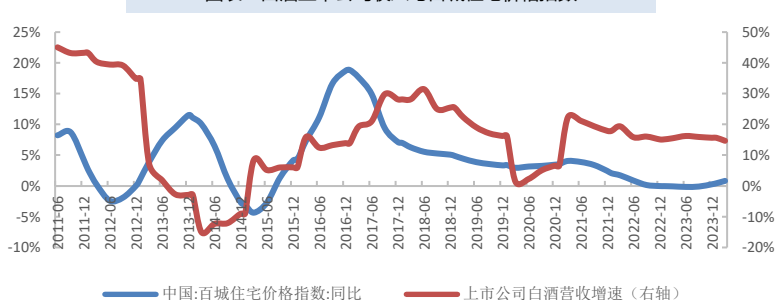
1.1、宏观经济强相关，白酒行业处于调整期

宏观经济强相关，白酒行业处于调整期。白酒行业表现与宏观经济强相关，下游需求地产基建行业占比约2-3成，白酒一般表现滞后宏观经济0.5-1年。2021年开始房地产行业进入大幅调整阶段，2023年全国房地产新开工面积9.5亿方，是近十年来的最低值，相较2019年跌幅6成，2021Q4至今二手房挂牌价下滑17%。基建、地产投资持续边际走弱，2021-2023年固定资产投资完成额/房地产开发投资完成额累计同比4.9%、5.1%、2.0%/4.4%、-10.0%、-9.6%。居民部门消费持续承压，2023年社零同比增长7.4%，2021-2023年复合增速3.4%，中国消费总需求已从10%增速时代进入5%时代。2022年消费者信心持续下滑，至2024年4月消费意愿指数仅为93，未能回升至120-130区间。疫情后周期经济弱复苏，白酒商务需求持续面临压力，需求边际未见显著改善。白酒行业销量持续下滑，自2016年的1358万吨下滑至2023年的629万吨。存量市场下白酒企业进行挤压式增长，近两年酒厂普遍设定高增长目标，但终端需求较为疲软因此渠道端累积较多库存，供需失衡导致批价下滑，渠道和终端利润变薄出现价格倒挂现象。

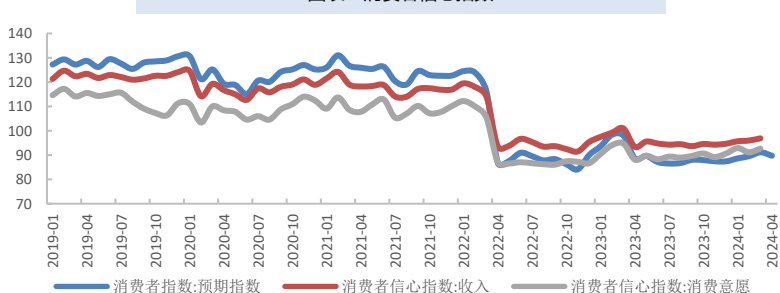
图表：白酒上市公司收入与基建、地产投资相关性高



图表：白酒上市公司收入与百城住宅价格指数



图表：消费者信心指数



图表：白酒行业产量情况



资料来源：wind，太平洋研究院整理

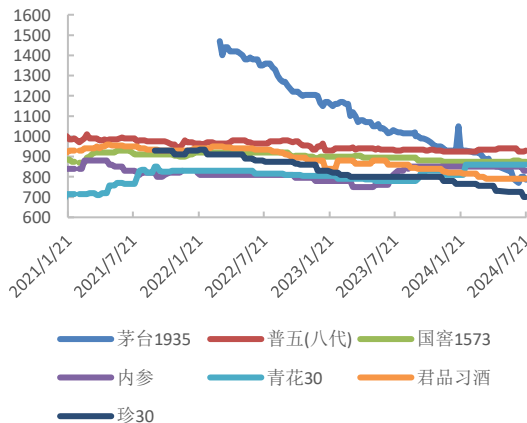
1.2、白酒批价走弱，内部结构分化，大众价格带稳定

- **2021年以来需求表现疲软，白酒批价普遍走弱，但内部出现分化。**从批价跌幅来看，截至2024年7月21日，2000元以上茅台> 500-800元二线酱酒和次高端产品>300-500元次高端>千元价格带>100-300元大众价格带，价格本质上反应供需关系。
- 白酒需求主要分为商务、送礼、宴席和自饮，当下需求影响最大的为商务宴请场景，因此2000元以上和500-800元价格带的茅台和高档次高端批价下跌幅度最大，分别跌幅达30%/10%+。宴席经历2023年回补后今年回归正常，宴席需求略降，大众聚饮和亲朋送礼出现降级现象。100-300元主流单品契合日常大众消费需求以及承接降级需求，需求较好价格波动小。以及中高端人群的送礼刚性产品五粮液和老窖批价今年年初至今保持相对稳定略有提升。

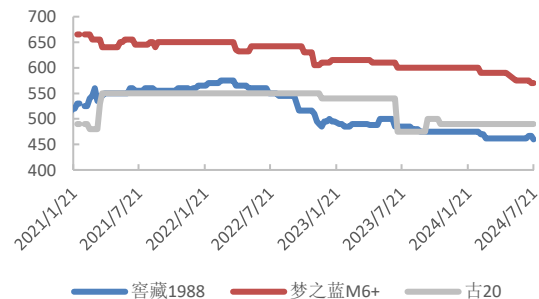
图表：分价格带主要单品下跌情况概览

价格带	代表单品	较2021年高点下跌(元)	跌幅 (%)
2000元以上	飞天茅台(整箱)	-1280	33%
	飞天茅台(散瓶)	-780	25%
	精品茅台	-1640	34%
千元价格带	八代五粮液	-80	8%
	国窖1573	-55	6%
	内参	-50	6%
500-800主流次高端产品	青花30复兴版	+10	上升1%
	M6+	-95	14%
	古20	-60	11%
二线酱酒	习酒窖藏1988	-100	18%
	君品习酒	-170	18%
	珍30	-230	25%
	特曲60	-30	7%
	梦之蓝M3	-63	14%
300-500	水晶剑	0	0%
	青花20	-2	1%
	品味舍得	-6	2%
	臻酿八号	+10	上升3%
	100-300	海之蓝、天之蓝、古5、古8、国缘单开等	

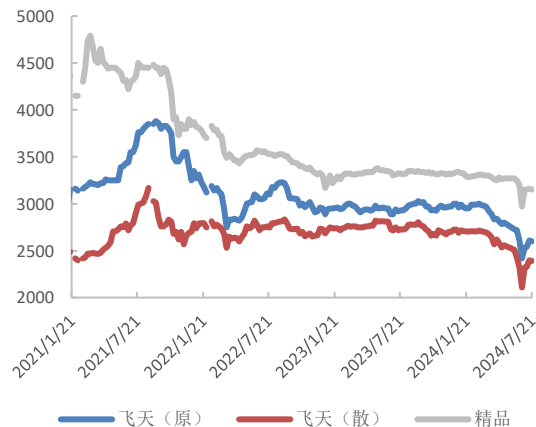
图表：800-1000元价格带主流白酒批价



图表：500-800元价格带主流白酒批价



图表：2000元以上价格带主流白酒批价

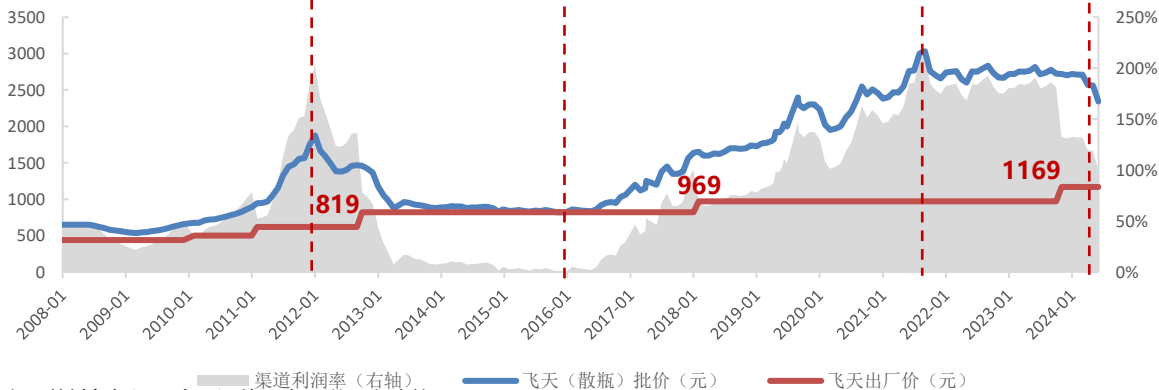


资料来源：渠道调研，今日酒价，酒价参考，截至2024年7月21日，太平洋研究院整理

1.3、茅台批价复盘

- **茅台历史批价历程：**1) 1989年在宏观政策和消费环境的双重打击下，飞天批价从218元跌到95元，回撤幅度56%；2) 1998年受亚洲金融风暴影响茅台从批价312元降至228元，回撤幅度27%；3) 2001年因从量税出台倒逼行业价位升级，随后在中国加入WTO、政商消费大幅扩容的背景下，2003-2012年白酒历经黄金发展十年，2008年4万亿投资刺激经济地产繁荣增长，2008-2012年茅五泸批价涨幅137%/63%/98%；4) 2011-2012年行业泡沫化阶段茅台批价最高接近2000元，后续三公消费行业进入深度调整茅台批价腰斩至820元，跌幅达56%；5) 2015年货币化棚改带来了流动性宽松和房价、居民收入的提升，2016年开始白酒行业进入新一轮长达5年的牛市，茅台批价从820元一路上涨到2021年的3170元，涨幅286%；6) 2021年后因地产承压、信用收缩、居民财富效应受损，茅台批价2021年见顶，从3170元跌至2024年6月底点2110元，跌幅33%。
- **复盘飞天茅台2008年以来有两段明显的批价承压期，共同的大背景都是需求承压和前期价格泡沫大引发的价格下跌，酒厂通常会采取一定措施调节价格。**
- **1) 2012-2016年批价因政务需求崩塌深度调整：**2012年初开始飞天茅台批价开始回落，从11年12月份的1875元回落至12年5月份的1380元左右，主因11年飞天价格上涨过快（终端成交价2200元左右），公司希望经销商降低零售价并于1月大量放货（全年计划量的1/4），后因经济减速带来的需求压制、渠道库存高、茅台在积极筹建直营店渠道，批价一直下行至2012年5月份的1380元。随后在端午以及茅台提价预期下批价小幅上行至1460元左右平台。茅台于2012年9月提价至819元，彼时批价为1460元，渠道利润率达78.3%，在提价作用下10-11月批价稳定在1400元左右但已呈现下跌迹象，随着11月酒鬼酒塑化剂事件爆发以及次月中共中央政治局会议审议通过了禁止三公消费的规定，彼时政务需求占比茅台需求达40%，需求端的崩塌使得批价迅速下跌，2013年3月批价已至880元，渠道利润率仅为7%，直到2016年1月，茅台批价一直在横盘在800+元平台。此轮调整幅度达56%，调整时间长达4年。

图表：2008-2024年6月茅台批价情况



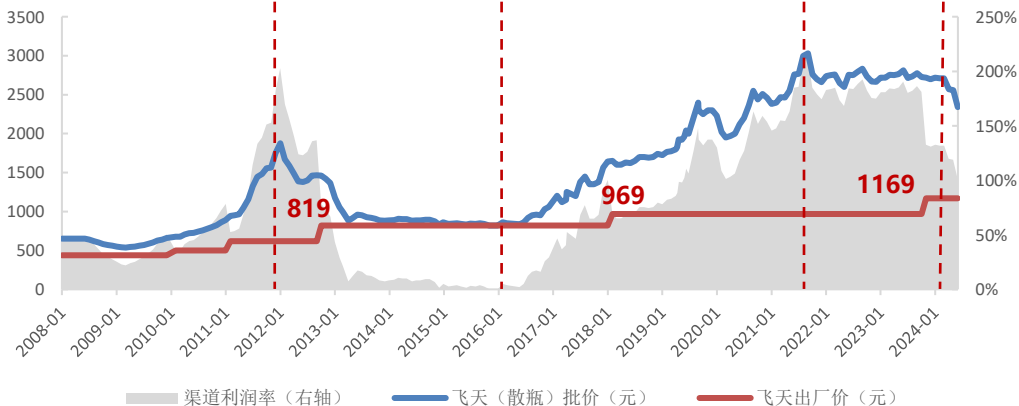
资料来源：wind，酒业内参，茅粉鲁智深，今日酒价，太平洋研究院整理

1.3、茅台批价复盘

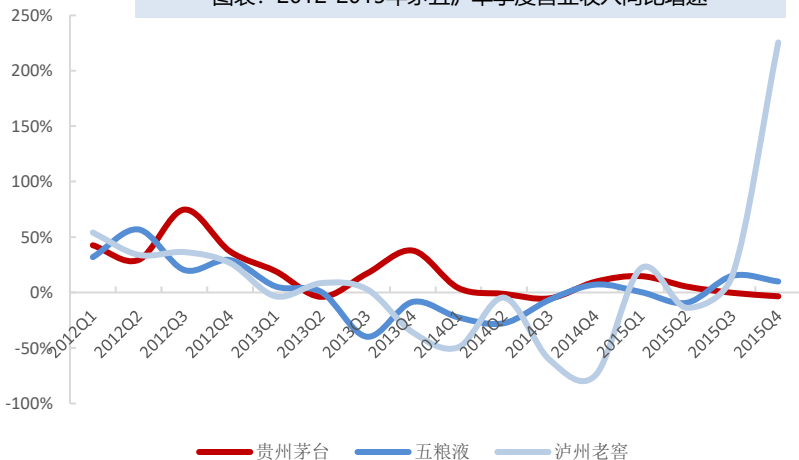
2012-2016年调整期茅台酒厂应对措施

- ✓ **控量保价：**2014年贵州茅台明确提出“控量保价”的政策，即不增加销量、不增加新经销商、不降低出厂价。2015年批价贴近出厂价，茅台酒厂领导表态不会降价，明年茅台酒市场供应量肯定会比今年少，把提高渠道利润作为工作重点，批价较为平缓，最终于2016年下半年需求转好批价开始迅速上升。此阶段因五粮液价格倒挂经销商难盈利不少五粮液大商倒戈至茅台。
- ✓ **放开经销权：**2013年7月公司宣布按照30吨999元的价格打款即可换来年819元价格的经销权，这是茅台在十年间首次放开经销商权，由此带来了接近3000吨的增量；2014年6月茅台再次下调代理门槛至800-1000万元，持续壮大经销商队伍，2014年新增343家经销商和专卖店，为此带来1500多吨的销售增量（13、14年茅台酒销量约18000吨左右、系列酒约6000吨）。
- ✓ **成效：**从酒厂业绩来看，行业深度调整期茅台业绩保持稳健，2012-2015年营业收入保持正增长，只有个别季度出现小幅个位数下滑，对比五粮液和泸州老窖（普五批价从2011年底最高944元跌至2015年的530元，跌幅达44%，同期国窖1583从848元跌至521元，跌幅达39%），茅台业绩韧性强，即使批价大幅调整业绩端仍具备强抗风险能力。

图表：2008-2024年6月茅台批价情况



图表：2012-2015年茅五泸单季度营业收入同比增速

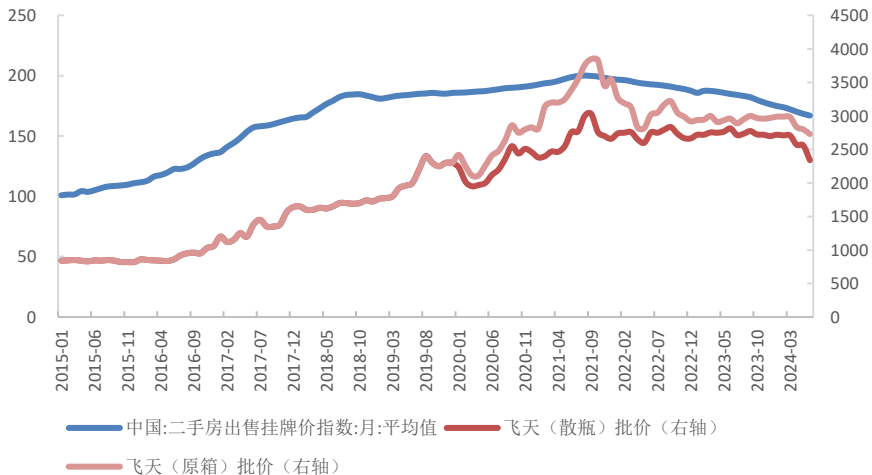


资料来源：wind, 茅粉鲁智深, 今日酒价, 太平洋研究院整理

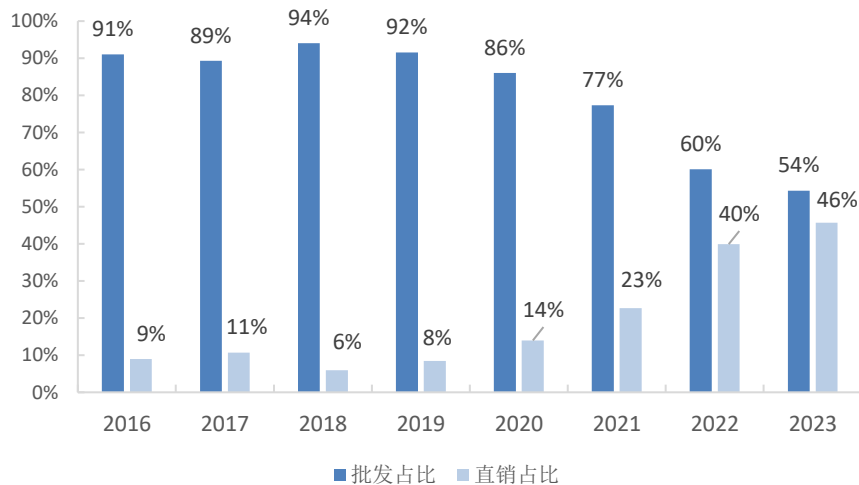
1.3、茅台批价复盘

- 复盘飞天茅台2008年以来的批价情况，有两段明显的批价承压期，共同的大背景都是需求承压引发供需平衡点左下角移动导致价格下跌，酒厂通常会采取一定措施调节价格。
- **2) 2021-2022年批价因财富效应受损调整：**2021年房地产行业进入深度调整期，财富效应削弱、信用收缩、收入预期低迷导致国内需求走弱，飞天批价也在2021年阶段性见顶，飞天（原箱）/飞天（散瓶）在2021年最高批价达3880/3170元，2022年分别下跌至3020/2720元左右，跌幅分别为22%/15%，2023年飞天批价较为平稳，原箱和散瓶分别维持在3000/2700元平台。酒厂政策方面，公司自2021年底开始逐步取消拆箱政策，以更好地平衡市场供需关系，同时公司加快渠道体系的改革，2022年随着i茅台APP的推出，直销占比快速提升，2023年公司直销占比已达46%，直营渠道加码可能会放大飞天价格体系的波动。

图表：2015-2024年茅台批价与二手房价对比



图表：2016-2023年茅台直销占比情况



资料来源: wind, 茅粉鲁智深, 今日酒价, 公司公告, 太平洋研究院整理

1.4、今年茅台批价回顾

- **春节需求端符合预期，批价较为稳定。**在年初市场普遍“需求弱复苏”预期下，今年春节（2月10日-2月18日）返乡出行人数高增带动送礼、聚饮、宴席三大场景需求均实现正增长，其中送礼和宴席需求略超市场预期，茅台动销良好经营节奏较为稳定；供给端茅台春节回款30%/发货30%，同比去年快5%，供需两侧实现平衡，飞天批价稳定，飞天（原箱）/飞天（散瓶）批价约2950/2710元。
- **3月巽风酒放量投放引发边际扰动，今年第一轮批价急跌但修复迅速。**今年3月中旬飞天批价开始出现下滑，清明节后出现急跌，4月3日至4月10日，飞天散瓶从2645元跌到2530元，7日下跌115元，跌幅达4%，受批价扰动影响，茅台股价下跌5%，此轮批价下跌主要原因如下：**1) 供给端：**主要边际变量为第一批375ml巽风酒（属茅台酒品类）放量20万瓶引发市场担忧，但实际此增量约71吨飞天茅台酒，占比全年约1.5%增量，且375ml巽风酒主要用于连接年轻用户，满足个人品鉴与自饮需求居多，与500ml飞天茅台在消费场景及消费人群上有所区隔，飞天批价下跌核心原因仍在需求侧；**2) 需求端：**经济复苏速度慢于预期，商务消费需求依旧承压，且春节后行业进入传统淡季，高端酒类消费需求减少；**3) 渠道端：**茅台渠道调整影响黄牛党的利益，偏悲观的大环境以及急速下跌的价格导致囤货商恐慌抛售。酒厂通过暂停企业1499团购政策以及巽风375ml茅台酒的合成行权，市场逐渐恢复理性，批价3天反弹到2630元，此后4-5月维持在2500元平台。股价上，随着4月12日“国九条”发布、飞天批价逐渐修复企稳以及白酒企业一季报相继稳健落地，茅台股价走出一波估值修复行情，从4月12日到5月7日反弹8%。

图表：今年（截至7月15日）茅台批价与茅台股价走势



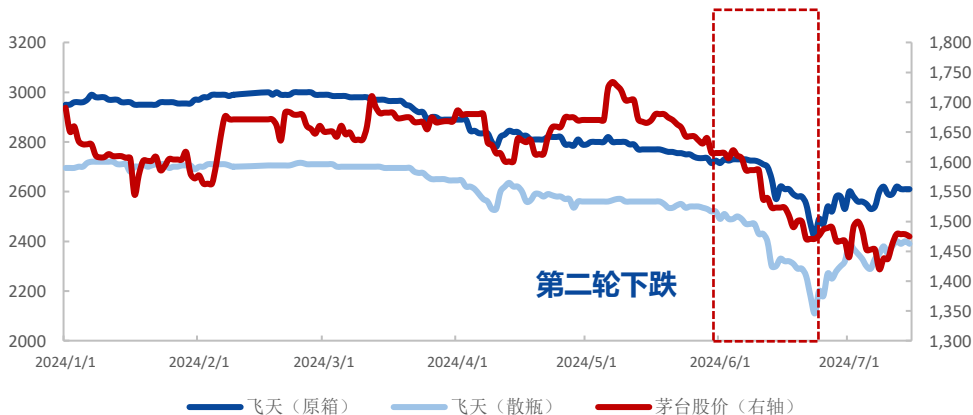
注：巽风数字世界是由茅台集团旗下的茅台文旅与网易集团旗下的网易好物共同出资成立的巽风科技（贵州）有限公司进行建设的数字平台，于2023年1月1日上线，巽风数字世界的主要功能包括让用户通过完成任务赚取积分，根据积分排名，排名靠前的用户可获得相应的“贵州茅台二十四节气酒”数字藏品。获得数字藏品后，用户将享有原价购买节气酒（实体）的资格。

资料来源：wind，茅粉鲁智深，太平洋研究院整理

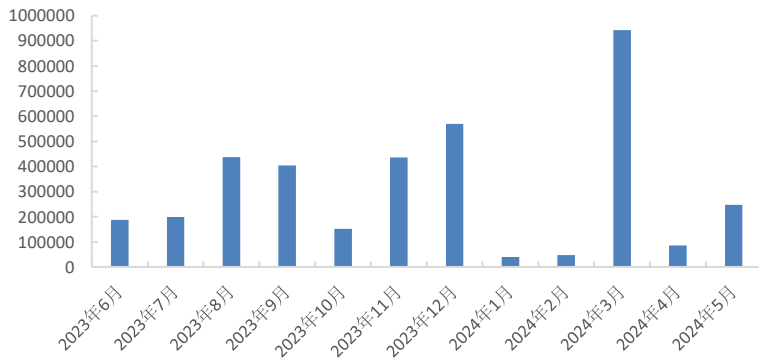
1.4、今年茅台批价回顾

- 淡季需求偏弱，电商618活动和黄牛抛货致6月批价快速下跌。茅台6月初批价开始新一轮下跌，散瓶飞天从6月1日2500元急速下跌至6月23日的2110元，下跌近400元，跌幅达16%，较2021年8月份的高点3170元最高回撤达33%，回撤幅度居历史第三，仅次于2012-2016年因三公消费调整56%以及1989年宏观政策及消费承压调整56%。此轮批价大幅下跌主要原因如下：**1) 供给端**：贵州当地国企主导的葫芦娃平台在5月份放量明显；**2) 需求端**：端午白酒消费氛围较为平淡，商务需求依旧承压，叠加宏观数据羸弱边际消费倾向普遍降低；**3) 渠道端**：618购物节电商加大补贴力度平台低价货频现，黄牛和批发商因价格快速下跌恐慌抛售导致价格负反馈，批价加速下跌。
- 酒厂采取一定举措控制价格下跌，近期茅台批价连续回升。茅台出台一系列政策挺价控量：1) 调节茅台酒发货节奏，将6月打款比例压缩到6%左右（低于同期3%）；2) 葫芦娃平台暂停预约；3) 暂停1499元企业团购；4) 停止12瓶装/箱发货，同步废除拆箱销售；5) 茅台年份酒系列中的15年和精品茅台暂停供货。6) 暂停巽风375ml的合成行权。散飞批价于6月24日上升90元至2200元，茅台股价也自5月7日持续下跌态势后于6月24日开始止跌，茅台散飞批价企稳回升，截至7月15日已连续一周稳定在2350-2400元区间窄幅波动。

图表：今年（截至7月15日）茅台批价与茅台股价走势



图表：近1年葫芦娃平台投放量 (瓶)



注：贵州茅台的葫芦娃平台指的是7个由贵州当地国企主导的特产品销售平台，这些平台通过销售贵州的农产品特产，让消费者获得积分，积分达到一定数量时，可以用积分参与抽签或换购原价1499的飞天茅台酒。

资料来源：wind，茅粉鲁智深，太平洋研究院整理

目录 CONTENTS

01

白酒历史批价复盘

02

茅台供需之辨

03

茅台底部价格区间测算

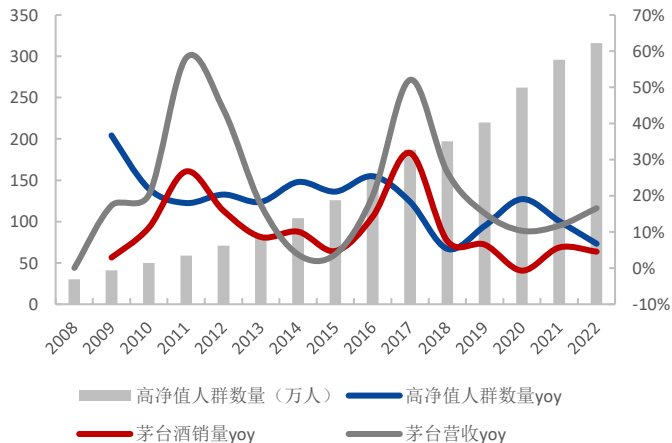
04

对标海外：高端酒长期持续扩容

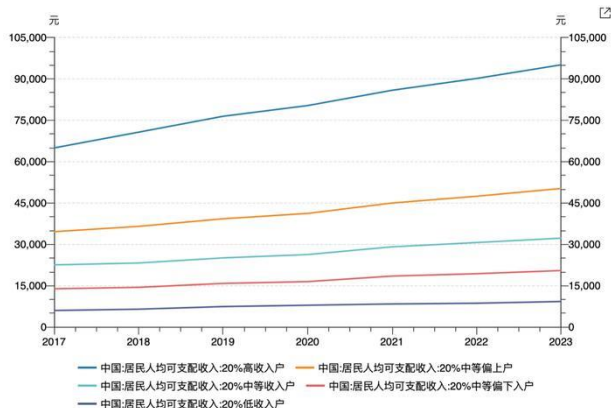
2.1、需求侧：过去富裕人群扩容，是茅台酒消费主因

- 过去高收入人群数量扩容是高端白酒增长的主因。根据招商银行《中国私人财富报告》，2022年中国高净值人群（个人可投资资产1千万人民币以上）数量达316万，与疫情年2020年相比增加约54万，年均复合增速由2018-2020年的15%降至2020-2022年的10%。与茅台酒销量对比，高净值人群数量增速绝大多数年份高于茅台酒销量增速，2008-2022年高净值人群数量的CAGR达18.3%，高于同期茅台酒销量CAGR10.3%。从收入增速来看，收入占总人口前20%的高收入人群收入增长斜率明显快于其他收入层级人群。
- 茅台酒具备消费韧性，目前仅占白酒销量0.7%。自2016年白酒产量见顶，茅台酒具备消费刚性，报表层面来看始终供不应求，销量占比逐年攀升但绝对值仍然较小，2023年白酒产量671万吨，茅台酒销量4.2万吨仅占比0.7%。

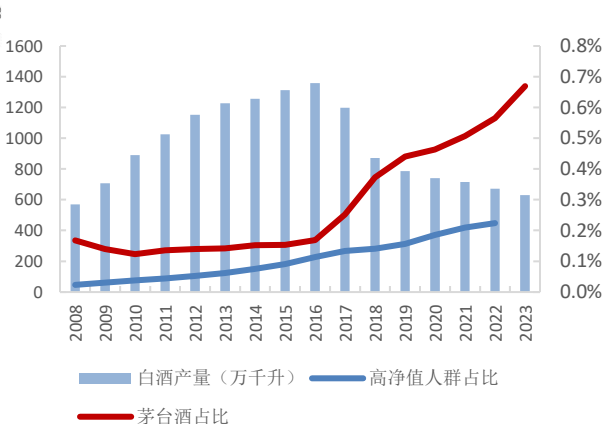
图表：中国富裕人群数量与茅台收入、销量对比



图表：中国高等收入户人数增长斜率最大



图表：2008-2023年茅台酒销量占比情况



2.1、需求侧：茅台以社交需求为主，社会库存预估0.3-1.4年销量

- ▶ **茅台以社交消费为主，消费场景主要为商务接待以及礼品馈赠。** 2012年禁止三公消费之前，茅台消费中政务/商务/个人消费分别占比45%/35%/20%，2012年之后商务消费以及礼品需求占据消费大头，根据市场调研反馈，茅台的商务接待/礼品/宴会/自饮分别占比 50%/30%/10%/10%。
- ▶ **茅台社会库存测算：** 2013-2014年是茅台酒价格崩塌寻底过程，而2015-2016年价格在低位企稳，受益于大众消费需求回暖，2016年下半年开始启动价格上行周期。假设2015年销量为真实消费需求，我们用人均可支配收入增速、基建增速、一线城市二手房价增速、M2增速、以及高净值人群数量增速来模拟每年茅台酒真实需求增速，测算出当下茅台社会库存约1.43-6.07万吨，对应约0.3-1.4年销量（以2023年销量为基准）。

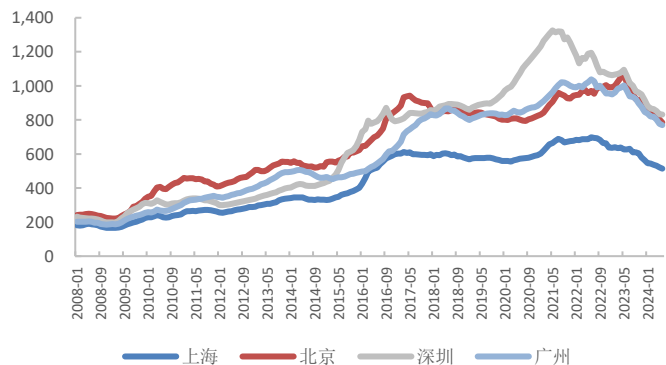
图表：茅台社会库存测算

年份	茅台销量 (吨)	人均可支配收入模拟当年真实消费	基建增速模拟当年真实消费	一线城市二手房价模拟当年茅台真实消费	M2模拟当年茅台真实消费	高净值家庭模拟当年真实消费
2016年	22918	21628	21690	25824	22108	22221
2017年	30206	23420	23252	26469	23941	30844
2018年	32464	25290	24624	26628	25730	33331
2019年	34562	27352	25954	27081	27799	32834
2020年	34313	28589	26706	29410	30345	33497
2021年	36261	30981	28015	30968	32843	34149
2022年	37901	32455	29444	31154	36312	34994
2023年	42110	34387	30327	30064	39522	34542
累计	270736	224102	210011	227598	238599	256411
社会库存测算(万吨)		4.66	6.07	4.31	3.21	1.43
社会库存 (万瓶)		9905	12898	9162	6826	3043

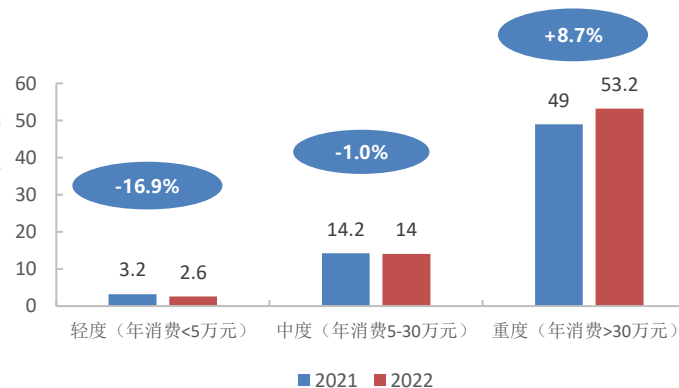
2.1、需求侧：高端消费内部结构出现分化，顶奢品具备消费韧性

- **宏观经济承压之下高端消费普遍走弱，结构上内部出现分化，顶级奢侈品以及顶级购买力仍具备消费韧性，凸显其穿越经济周期的强稳定性。**
- **目前国内中产阶级对应的高端消费普遍承压。**根据中原地产数据，一线城市上海/北京/深圳/广州二手房价自高点至今分别下跌26%/26%/37%/26%，根据市场调研，二手手表、二手豪车价格今年普遍下跌，根据保时捷2Q24财报，今年上半年保时捷中国区销量同比下滑33%。部分高档香烟从去年开始出现量价齐跌状态，高档烟草消费略显乏力。
- **顶级购买力消费力并未降低。**中国个人奢侈品市场增速强劲，2017-2019年个人奢侈品市场规模CAGR达28%，而在疫情期间2020-2022年仍保持10%复合增速，预计2023年达到690亿美元，同比增长13%。其中轻度消费者在购买数量和单价上均明显下滑，中度消费者数量和单价均小幅波动但基本稳定，是奢侈品市场的中坚力量，而重度消费者则保持强劲增长，消费单价显著提升。
- **顶级奢侈品具备穿越经济周期的能力，次奢2024Q1略有下滑。**而看与茅台消费群体购买力相似的海外顶奢爱马仕，近几年在亚太地区（除日本）业绩稳健增长，2024Q1保持13.9%营收增长，同期LVMH/历峰集团亚太地区（除日本）分别同比-6%/-12%，开云集团旗下品牌Gucci同比下滑20.5%，YSL同比下滑8.2%，Bottega Veneta同比下滑1.8%，顶级奢侈品客群受到经济变化的影响相对较小，而其产品的稀缺性又带来了更高的社会地位展示价值。2024年奢侈品牌维持涨价策略，爱马仕平均涨幅8%-9%，LV平均涨幅4%-6%，香奈儿经典款平均涨幅4%-8%，核心单品纷纷提价保持价格生命线，BCG预测重奢市场将以10%+年均增速继续快速增长，主要受到高净值人群数量增加和购买力持续提升的推动。

图表：一线城市中原领先指数（二手住宅价格指数）



图表：中国奢侈品人均消费（万元）



图表：爱马仕亚太地区分季度收入情况



2.2、供给侧：茅台酒具备稀缺性供给偏紧，预计2025年可售量较大

- **茅台酒生产工艺复杂产量稀缺，整体供给偏紧。**茅台酒因其独特的生产过程和地理条件，面临产量上的天然限制，这使得其供应相对紧张且具有独特性。具体来说，茅台酒的生产受制于两个主要因素：1、茅台酒的制造工艺极为繁复，加之只有茅台镇这一特定的地理区域才能酿造出真正的茅台酒，这些条件共同限制了茅台酒的生产规模，导致每年的产出量受限从而具备稀缺性；2、根据茅台酒的生产流程，从基酒到最终产品的销售至少需要四年的时间，故通过四年前的基酒生产量可以预估当前年份的茅台酒产量，预计产量大约是四年前的85%。
- **预计2025年有较大放量压力，拉长周期看供给端增量可控。**假设四年后商品酒销量是当期基酒产量的0.85倍，以2020-2023年的基酒产量推算，2024-2027商品酒的可供销量分别为4.27/4.80/4.83/4.86吨，同比1%/12%/1%/1%，CAGR为4.43%，2025年商品酒可售量增速较快预计有一定放量压力，但拉长周期至2027年来看，商品酒销量复合增速低于预期GDP增速，预计市场消化压力较小。

图表：茅台基酒产量与商品酒销量情况

基酒生产年份	基酒产量 (吨)	商品酒销售年份	商品酒销量 (吨)	yoy	销量/产量
2012	33,600	2016	22,918	-	68%
2013	38,452	2017	30,206	32%	79%
2014	38,745	2018	32,464	7%	84%
2015	32,179	2019	34,562	6%	107%
2016	39,313	2020	34,313	-1%	87%
2017	42,829	2021	36,261	6%	85%
2018	49,700	2022	37,901	5%	76%
2019	49,923	2023	42,110	11%	84%
2020	50,235	2024	42,700	1%	85%
2021	56,472	2025	48,001	12%	85%
2022	56,810	2026	48,289	1%	85%
2023	57,204	2027	48,623	1%	85%

目录 CONTENTS

01

白酒历史批价复盘

02

茅台供需之辨

03

茅台底部价格区间测算

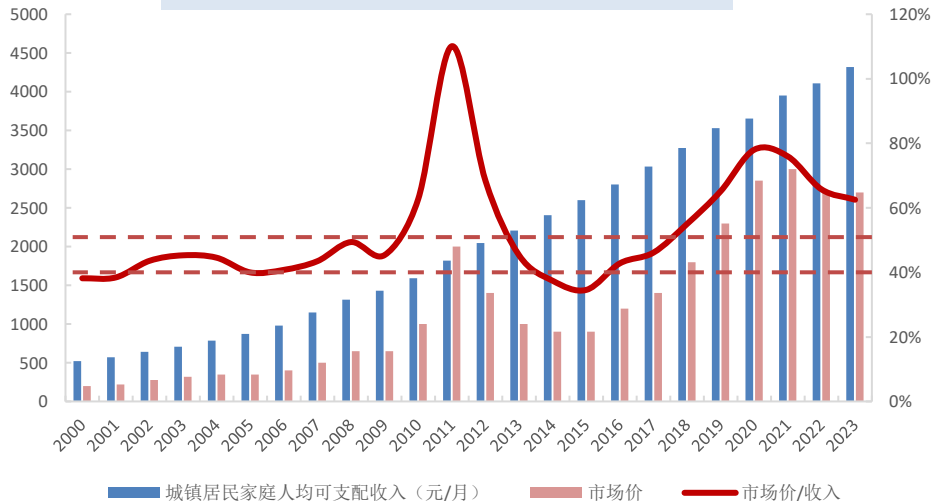
04

对标海外：高端酒长期持续扩容

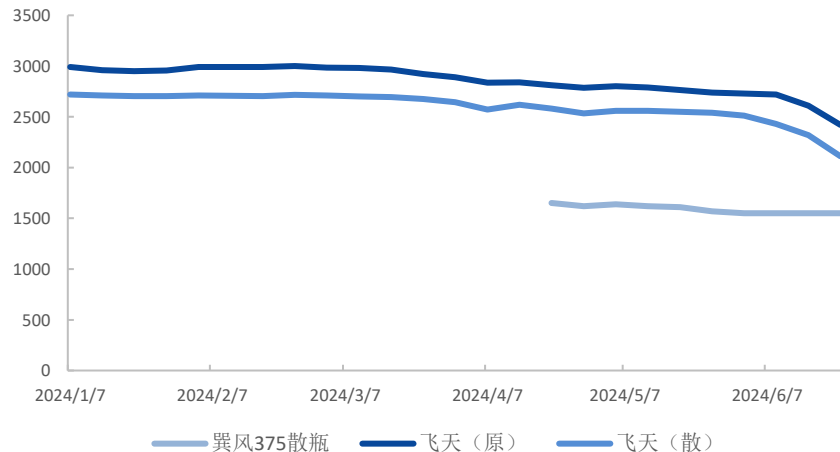
3、茅台底部价格区间探讨：测算批价底部区间在1814-2350元

- 茅台价格合理区间探讨：按照4种方式测算预计茅台批价底部区间落在1814元-2350元。
- ✓ 1) 与城镇居民家庭人均可支配收入对比：复盘历史数据，茅台终端价格与城镇居民人均可支配收入比例约在40%-50%，在上一轮白酒调整周期2012-2016年茅台价格/城镇居民家庭人均可支配收入也基本在此区间范围内波动，按照2023年城镇居民可支配收入4318元/月计算，假设2024年人均可支配收入按照GDP增速5%提升至4534元，茅台价格底部区间范围为1814-2267元。
- ✓ 2) 按照茅台酒其它规格产品价格体系：茅台巽风酒的规格为53%vol 375ml飞天茅台酒，是贵州茅台在2023年底发布的一款非标酒，仅通过巽风数字世界这一唯一销售渠道面市。今年普飞价格调整对巽风价格影响较小，按照巽风酒的价格体系换算成500ml，按照6月23号巽风酒的批价1550元计算，散飞价格应分别为2067元，而事实上500ml普飞具备更强的社交属性及流通性溢价，价格应高于此区间，假设给予5%-10%的溢价，散飞底部价格区间应为2170-2274元。

图表：茅台价格与人均可支配收入



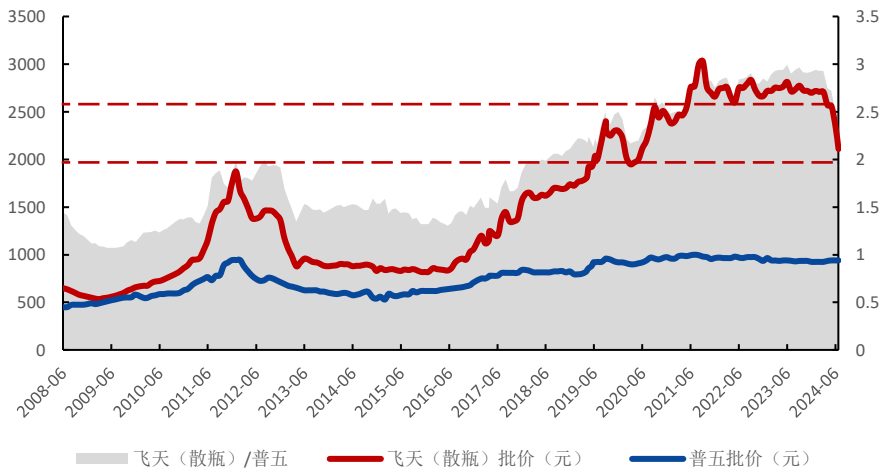
图表：今年不同规格茅台酒批价情况



3、茅台底部价格区间探讨：测算批价底部区间在1814-2350元

- **茅台价格合理区间探讨：按照4种方式测算预计茅台批价底部区间落在1814元-2350元。**
- ✓ **3) 与五粮液批价对比：**在上轮周期中由于消费结构中三公消费为代表的政务消费占主导，茅台和五粮液作为一线白酒均充分受益，同时具备较强的投资需求；而在2016年开始的新一轮周期中，茅台的增长除了受消费需求拉动外还受投资需求的追捧，而普五因其大单品属性、稀缺性较飞天低、保值增值功能较弱，因此金融属性缺席，其销量主要是消费需求。飞天从2016年开始与普五价格拉开差距，自2018年以来散飞/普五批价始终在2倍以上，假设给予散飞/普五2-2.5倍的金融属性溢价，按照普五目前940元批价计算，则茅台散飞底部价格区间在1880-2350元。
- ✓ **4) 按照历史批价回撤幅度计算：**此轮飞天批价下跌主因2021年房地产房价见顶，叠加疫后居民部门收入受损严重、地方政府债务高企基建项目大幅下降，财富效应削弱、信用收缩、收入预期低迷导致国内需求走弱。复盘过去几轮散飞批价回撤幅度，截至6月23日，散飞此轮阶段性回撤幅度33%排历史第三，因2012-2016年属于届时占比45%的政务需求崩塌，此轮预计回撤幅度不会超过2012-2016年。和历史几轮调整对比，此轮批价调整幅度和持续时间已达中等级别以上。

图表：茅台价格与五粮液价格对比



图表：茅台批价历史调整情况

历史批价大跌时间	批价调整情况	回撤幅度
1989年宏观政策及消费承压	218元跌至95元	56%
1998年亚洲金融风暴	312元跌至228元	27%
2012-2016年三公消费	1875元跌至820元	56%
2021-2024年国内宏观经济承压	3170元跌至2110元	33%

资料来源：wind, 茅粉鲁智深, 今日酒价, 太平洋研究院整理

目录 CONTENTS

01

白酒历史批价复盘

02

茅台供需之辨

03

茅台底部价格区间测算

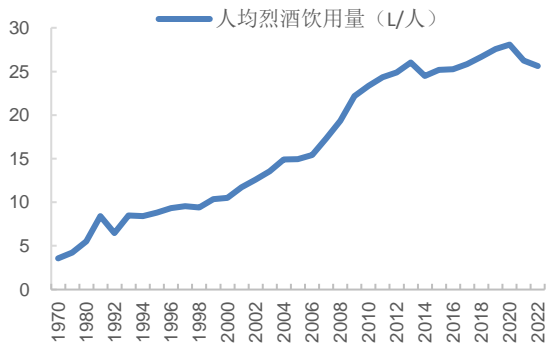
04

对标海外：高端酒长期持续扩容

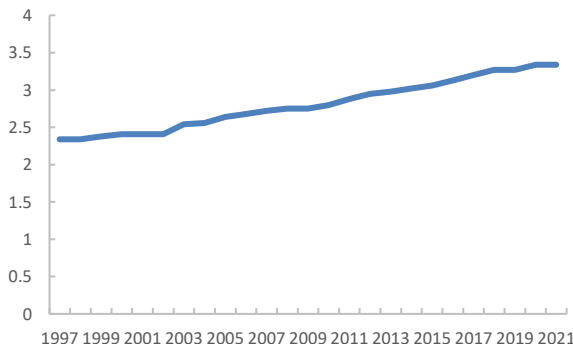
4.1 对标海外来看，短期扩容节奏有扰动，不改长期高端化趋势

- **对标海外结论：**结合美国日本经历的几轮经济下行周期表现来看，短期经济扰动会影响消费者的价位选择，但长期来看高端及以上酒类消费扩容仍领先其他价格带，长期高端化趋势不变。
- **美国、日本人均烈酒饮用量保持上升趋势：**美国人均烈酒饮用量在过去二十年间呈稳定上升趋势。相较之下，日本在90年代经济衰退期间曾遭遇人均烈酒饮用量短暂下降，但随后迅速回升并且保持快速增长。
- **长期高端烈酒规模增速跑赢GDP增速，高端比例持续提升。**2003年美国烈酒超高端/高端/优质/经济占比分别为10.32%/28.24%/36.12%/25.32%，2023年美国烈酒超高端/高端/优质/经济占比分别达26.06%/33.51%/26.33%/14.10%，超高端和高端烈酒10年份额占比分别提升15.74pct/5.27pct。2003-2023年美国高端烈酒销量复合增速达6.2%，高于同期美国实际GDP复合增速2.1%以及人均可支配收入复合增速3.5%。同时高端烈酒在穿越周期能力较强，在人均可支配收入或GDP增速下行阶段高端烈酒多数实现逆势增长，且在经历2009年金融危机后高端烈酒的消费恢复弹性高于人均可支配收入及GDP增长。

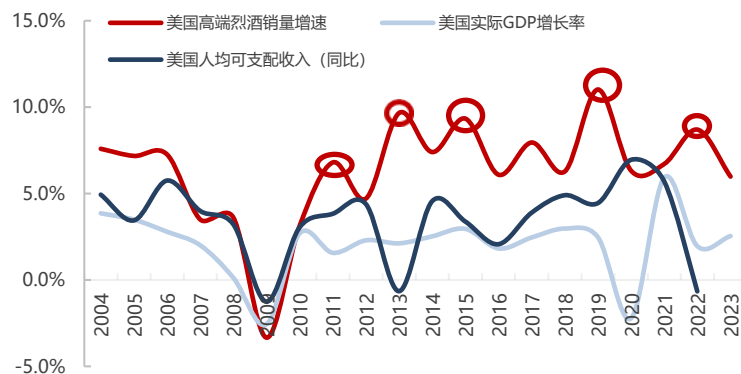
图表：日本人均饮用烈酒量



图表：美国人均饮用烈酒量 (L/人)



图表：美国高端烈酒增速及GDP变化

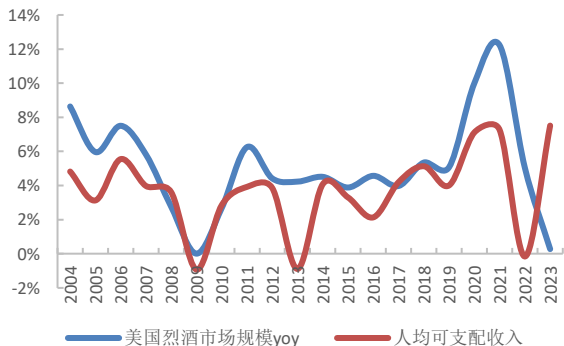


资料来源：欧睿，ISCUS，日本国税厅，CEIC，wind，太平洋研究院整理（日本烈酒采用烧酒、威士忌、利口酒、白兰地的合计数据）

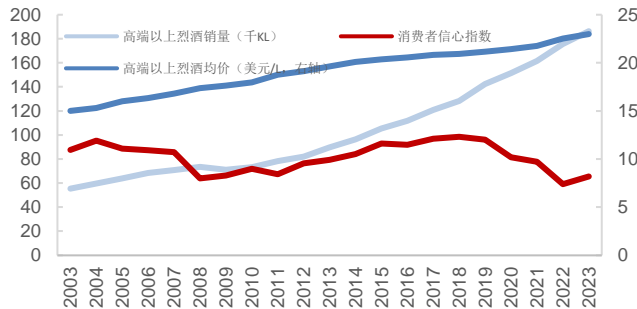
4.1 对标海外来看，短期扩容节奏有扰动，不改长期高端化趋势

- ▶ **烈酒消费受经济波动影响相对较小，具备跨越周期增长能力。**美国烈酒消费规模受经济波动影响较小，除了2009年金融危机事件以外，其余阶段烈酒市场规模增速基本超过人均可支配收入增长，同时在人均可支配收入放缓的2013年、2016年、2022年等年份，烈酒消费规模仍然实现逆势增长。同时，美国消费者信心指数下降较多的阶段，美国烈酒均价仍能保持稳定增长，2003年-2023年期间美国高端以上烈酒均价逐年上升，复合增速达到2.2%。即便在2007年次贷危机和2020年的疫情期间，经济出现大幅波动，消费者信心指数断崖式滑落，高端烈酒的价格仍然坚挺，延续增长态势，其表现甚至强于白酒。同样日本的烈酒消费跑赢GDP以及人均可支配收入增长，2000-2022年日本烈酒销量CAGR为4.1%，而同阶段的人均可支配收入/GDP年均增长0.9%/0.7%，且在经济指标下滑较严重的1990年、2000年、2009年、2019年，烈酒消费仍然实现逆势增长。
- ▶ **短期经济疲软会对价格带选择造成扰动，高端酒销量略有下降。**根据美国蒸馏酒协会数据，我们选取美国几轮经济较疲软时间段，包括1970年代、1980年代、2009年经济危机，发现短期经济下行会导致消费者选择更经济的品类，如1970年代，1974-1975年优质以上酒类销量下降2.3%，经济型酒类销量上升4.8%；2009年高端及以上酒类销量下降5.1%，优质型上升0.7%。

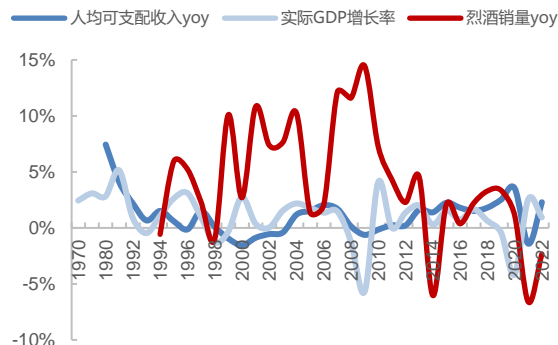
图表：美国烈酒消费及人均可支配收入增长情况



图表：美国高端以上烈酒销量、均价和与消费者信心指数比较



图表：日本烈酒消费跑赢实际GDP及人均可支配收入增长

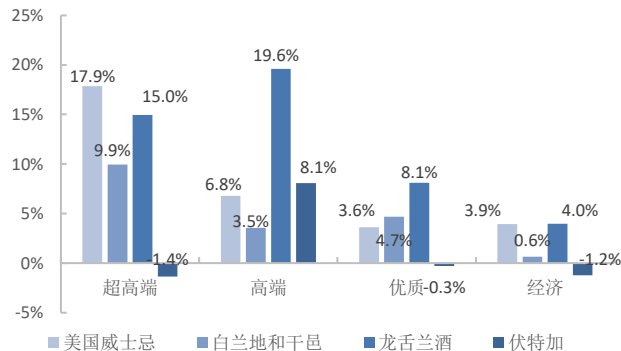


资料来源：欧睿，DISCUS，日本国税厅，wind，美国蒸馏酒协会，太平洋研究院整理

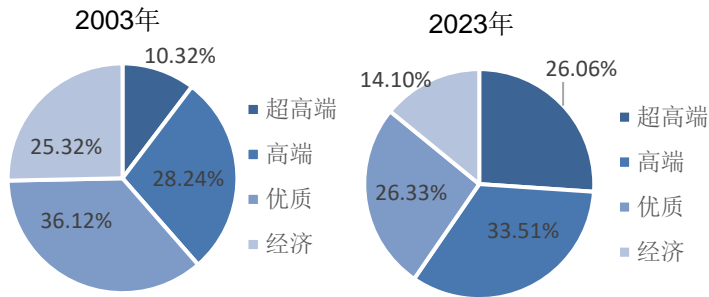
4.2 对标美国：长期高端化升级明显，价格增速跑赢GDP增速

- 美国高端及以上烈酒占比20年提升21pct，增速领先于其他层级烈酒。** 从美国烈酒价格段结构变化来看，03-23年美国优质及经济酒占比下降，高端及以上占比提升21pct至60%，其中超高端占比提升16pct。2013-2023年美国各品类烈酒大多以超高端价格带增速最快，超高端的威士忌、白兰地和干邑销量CAGR为17.9%、9.9%。
- 高端化升级过程中，价格因子能跑赢GDP增速以及通胀。** 美国各烈酒品类中单价较高的品类威士忌、白兰地等价格贡献明显，2003-2023年价CAGR分别为2.76%/2.42%，均高于同期GDP增速2.06%以及核心CPI增速2.41%，2003-2022年威士忌价格由11美元/L提升至19美元/L，价格提升73%。整体来看美国高端烈酒价格增速跑赢GDP增速以及通胀水平。

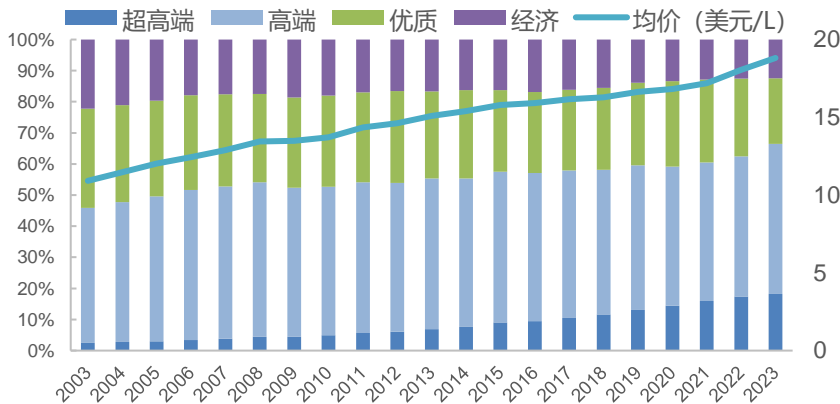
图表：2013-2023美国不同等级酒类销量复合增长率



图表：2003-2023年美国烈酒产品分结构占比



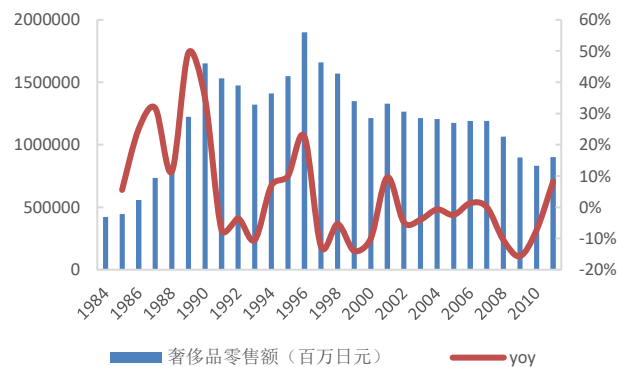
图表：美国市场的苏格兰威士忌销量结构及单价变化



4.3 对标日本：21世纪后高端消费回归理性，高端消费整体降速

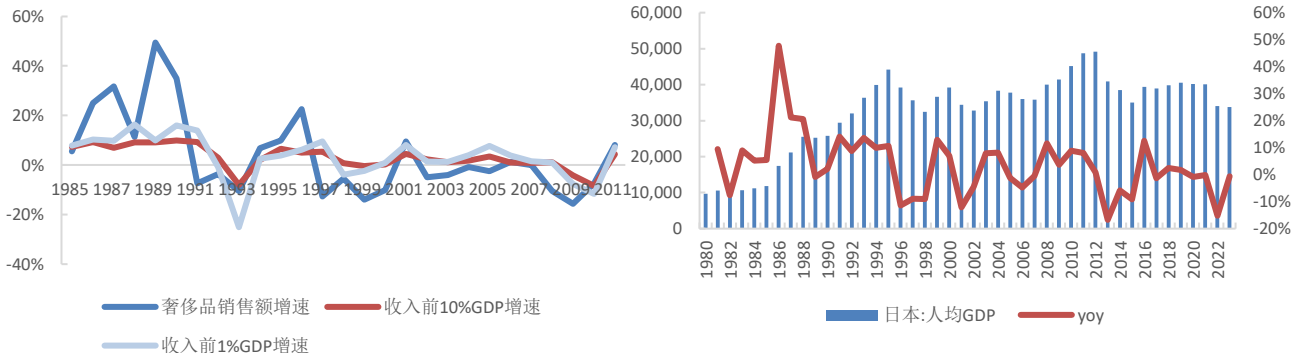
- ▶ **我们再以日本作为对标，选取与高端酒消费类似的奢侈品为例。**我们发现日本经济低迷的90年代，高收入人群GDP增速降速，伴随整体的高端消费（奢侈品）销售额放缓，消费回归理性，但内部结构分化，整体奢侈品降速，但高奢品牌集中度上升。烈酒消费类似，日本清酒长期高端化趋势明显，高端威士忌受欢迎，高端系列10年价格翻了5倍。
- ▶ **复盘日本奢侈品消费：**1) 高速增长期，受到高收入人群追捧。奢侈品受到整体追捧80年代日本人均GDP以及高收入人群GDP均快速增长，奢侈品消费84-90年复合增速达到25%，95年日本奢侈品消费占比全球的68%。2) 经济换挡期，奢侈品消费与高收入人群增速保持一致。90-96年人均GDP、高收入人群GDP降速换挡，奢侈品销售额增速放缓；3) 低欲望的第四消费时代，人均GDP仍略有增长，高收入人群GDP达到饱和，奢侈品销售额下滑，恢复至90年代前水平。

图表：1984-2011年日本奢侈品市场规模（百万日元）



图表：日本奢侈品消费跟高收入人群GDP呈现更高相关性

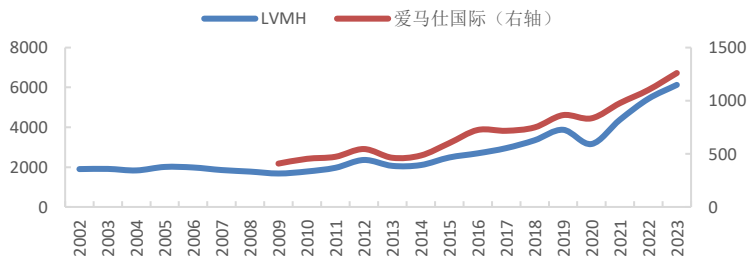
	84-90年 CAGR	90-96年 CAGR	96-11年 CAGR
人均GDP（万美元）	14.9%	7.2%	1.5%
收入前10%人群GDP	9.0%	2.2%	0.4%
收入前1%人群GDP	12.7%	-1.4%	0.4%
奢侈品销售额	25%	2.4%	-4.9%



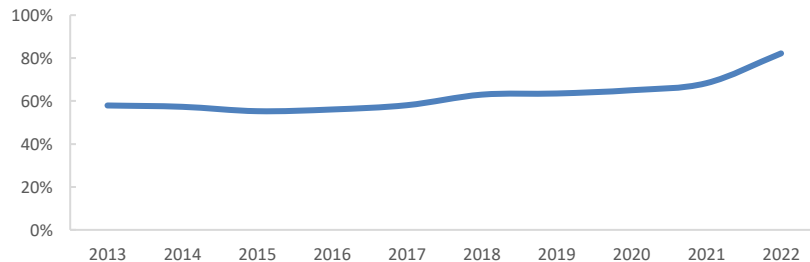
4.3 对标日本：整体高端消费降速，但高奢品牌集中度上升明显

- 从品牌角度看，强品牌力公司LVMH/爱马仕在日本地区销售收入保持稳定增长，2009-2023年二者复合增速分别达9.7%/8.4%。
- 在奢侈品领域的内部结构中高端奢侈品品牌集中度呈现上升趋势。从奢侈品领域内部表现来看，高奢品牌具备更强的消费韧性以及消费需求。在奢华制品皮革领域，日本2013-2022年高奢占比从58%提升至82%，在奢华酒店领域，日本2013-2022年高奢酒店占比从69%提升至87%，在精品葡萄酒/香槟及烈酒领域，日本2013-2022年高奢品牌占比从4%提升至6%，高奢品牌集中度上升明显，从奢侈品教育相对成熟且经历过完整经济周期的日本经济体来看，品牌力具备显著的竞争优势，顶级品牌更具备斩获市场份额的能力。

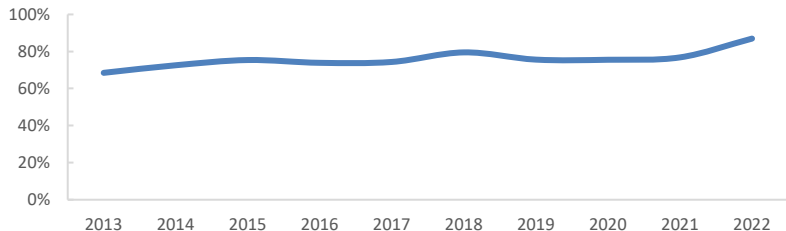
图表：LVMH/爱马仕日本地区销售规模（百万欧元）



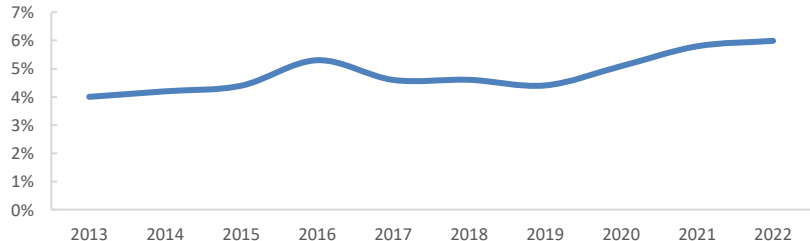
图表：日本奢华皮革制品高奢集中度



图表：日本奢华酒店高奢集中度



图表：日本精品葡萄酒/香槟及烈酒高奢集中度

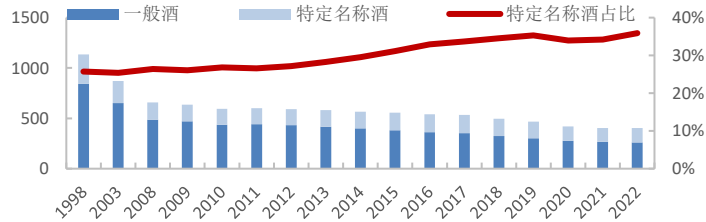


4.3 对标日本：烈酒高端化升级明显，威士忌指数13-22年上涨近8倍

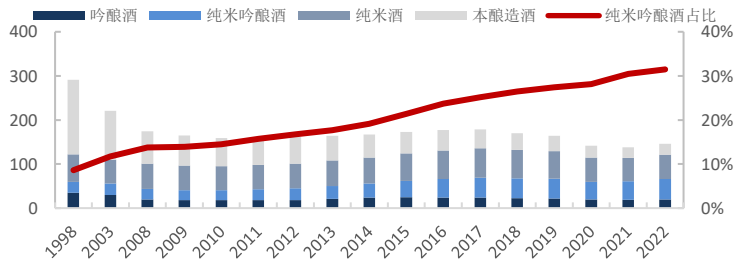
▶ 日本以低度酒消费为主，包括啤酒、利口酒、RTD等，以大众消费为主，清酒烧耐、威士忌为度数偏高的酒类，90年代后销量见顶，但高端清酒及威士忌受到欢迎，价格持续提升。

▶ 案例一：日本烈酒内部结构升级延续。1998年-2022年日本清酒销量从1133百万升下滑64%至404百万升，萎缩的量主要是品质较低的酒类，特定名称酒1998-2022年销量占比从26%提升10pct至36%。而特定名称酒中更高端的纯米吟酿酒（只采用米和米曲制作，精米步合比例低）由占特定名称清酒比例的9%提升23pct至32%。

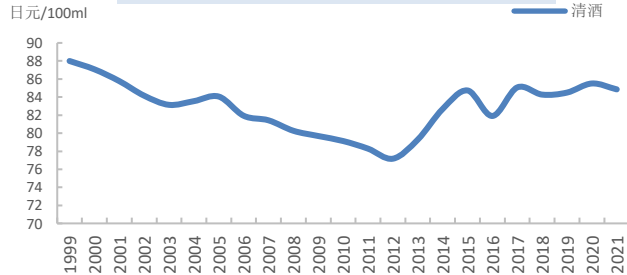
图表：日本清酒销量及占比



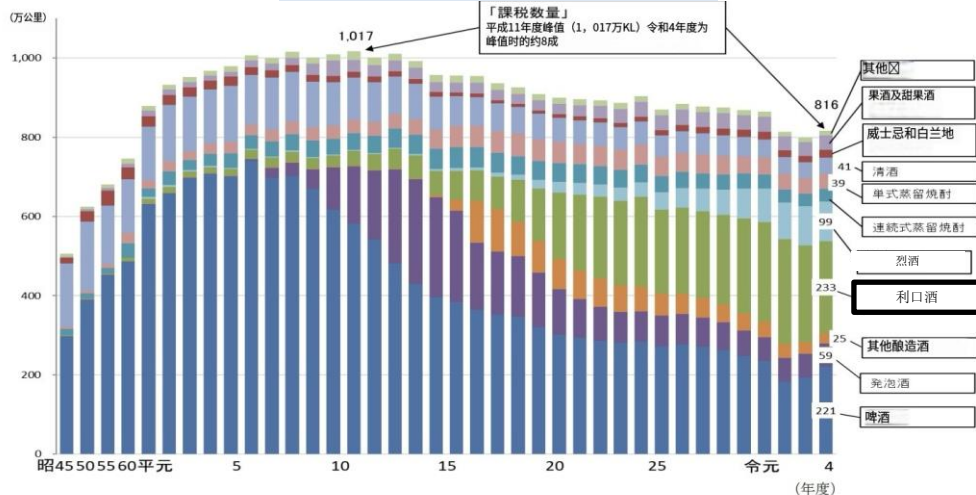
图表：特定名称酒内部结构



图表：日本清酒出厂价变化



图表：日本酒水消费结构



4.3 对标日本：烈酒高端化升级明显，威士忌指数13-22年上涨近8倍

- ▶ **案例二：高端威士忌10年价格涨幅达10倍。** 作为日本烈酒的代表，威士忌高端化升级趋势明显，据whiskystats数据，日本威士忌指数刻画历史上每月交易量最大的100种日本威士忌的价值变化，2022年4月该指数达到高点866，较2013年1月指数涨幅达+766%。三得利旗下知名品牌“山崎”、“白州”、“响”，一甲旗下“余市”、“竹鹤”等经典高端产品价格持续上涨，例如“山崎18”2012年平均价格115美元，2022年上涨至1545美元，“余市12”、“竹鹤21”平均从2013年的100美元、150美元涨至2022年的1250美元、1125美元，高端威士忌价格均翻了10倍。

图表：日本威士忌指数2013至2022年高点涨幅近8倍



图表：日本知名威士忌价格变化（美元/瓶）

产品	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2020	2022
三得利	山崎 18	\$100-\$130	\$200-\$230		\$210-\$400		\$600-\$900	\$870-\$1220	\$1090-\$2000
	白州 25		\$850-\$1150	\$1050-\$1350					\$10000-\$18600
	白州 18				\$240-\$325	\$250-\$350	\$430-\$800		\$600-\$1500
	白州 12		\$55-\$80		\$70-\$95	\$90-\$110			\$175-\$350
	响 21				\$335-\$385	\$400-\$750		\$480-\$800	\$1200-\$2500
	响 12				\$50-\$65	\$100-\$160	\$100-\$220	\$350-\$650	\$750-\$1170
一甲	余市 12		\$90-\$110	\$110-\$180	\$250-\$360		\$250-\$360		\$1000-\$1500
	宫城峡 12		\$92-\$112		\$200-\$360	\$250-\$360			\$500-\$1400
	竹鹤 21		\$130-\$170		\$130-\$210	\$325-\$500	\$340-\$500		\$700-\$1550
苏格兰	麦卡伦18年雪莉桶		\$155-\$165		\$175-\$225		\$200-\$240		\$400-\$700
	高原骑士30年			\$550-\$800			\$750-\$1500	\$1150-\$1500	\$1200-\$2000

盈利预测

- 我们预计贵州茅台2024-2026年收入增速17%/16%/15%，归母净利润增速分别为17%/16%/15%，EPS分别为69.75/81.02/92.94元，PE分别为20/18/15X。

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	150,560	175,563	203,421	232,922
(+/-%)	18.04%	16.61%	15.87%	14.50%
归母净利(百万元)	74,734	87,623	101,773	116,750
(+/-%)	19.16%	17.25%	16.15%	14.72%
摊薄每股收益(元)	59.49	69.75	81.02	92.94
市盈率(PE)	29.01	20.39	17.55	15.30

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

- 食品安全风险
- 宏观经济承压风险
- 结构升级不及预期风险
- 行业竞争加剧风险

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。