

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

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

 北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
 B座

邮编: 100031

拨开云雾见明月

——茅台酒中秋节观察与预判

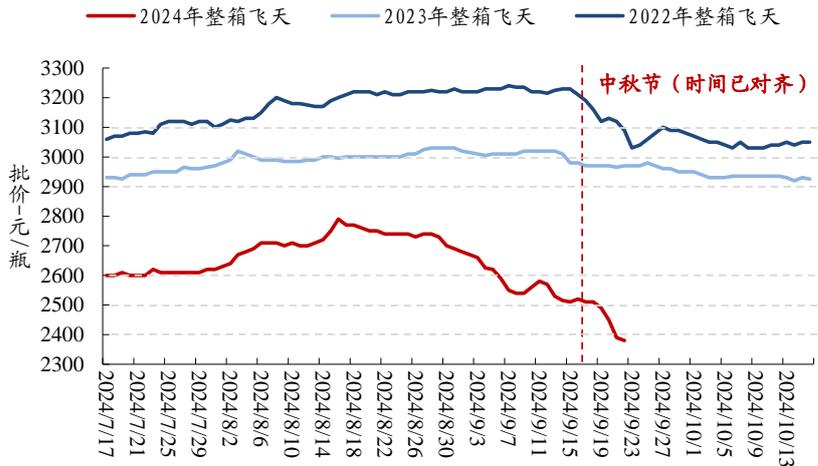
2024年09月22日

本期内容提要

◆**整体感觉：中秋前有惊无险，中秋后持续走低。**在宏观经济周期、行业下行周期和茅台自身周期调整“三期叠加”的复杂市场形势下，二季度茅台酒价格大幅波动，反映出市场信心的不足。从中秋节需求看，酒商出货量下滑较为普遍。基于茅台酒过节送礼、消费的基本属性未变，价格虽有下行，但公司积极采取多项手段调控，市场表现有波动但整体稳健。中秋后茅台批价依旧不稳，市场需求反馈较弱，价格下行压力仍在。

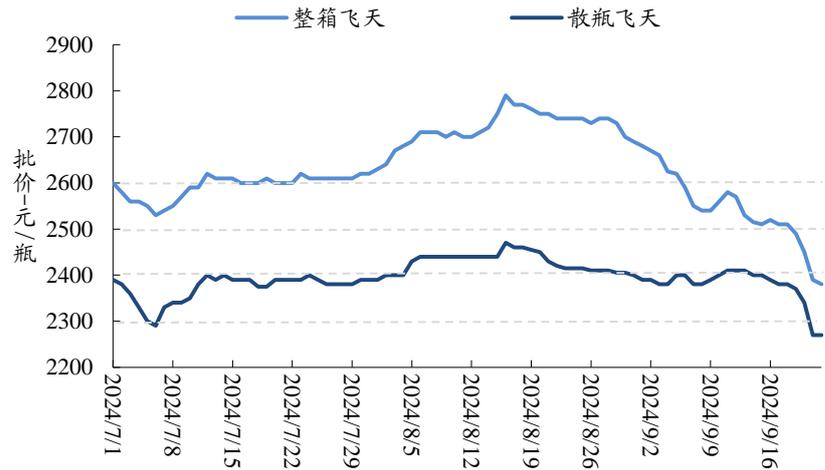
观察一：价格提前下跌，中秋旺季不旺。回顾 22-23 年中秋茅台酒价走势，节前两个月均表现为季节性上涨，至中秋前一周需求高峰表现后开始下跌；而今年茅台酒价提早约半个月进入下行通道，一方面与公司发货节奏有关（8月底、9月初两次集中到货），另一方面与需求疲软有关，两因素叠加导致今年价格波幅明显大于前两年。

图 1：22-24 年中秋前后整箱飞天批价走势对比（截至 2024.9.22）



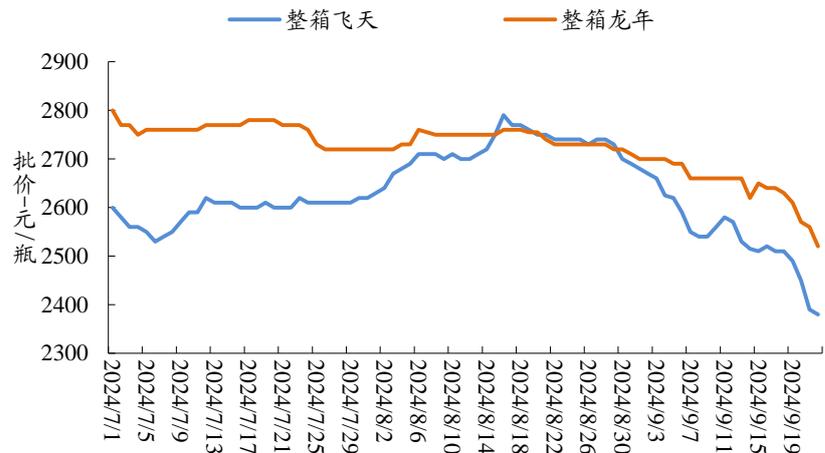
资料来源：易茅时价，茅粉鲁智深，信达证券研发中心

观察二：散瓶与整箱的飞天价格差收窄。基于收藏溢价属性，整箱飞天的价格通常高于散瓶飞天，其价差多表现为 200-300 元。今年中秋节前，整箱飞天的批价跌幅大于散瓶飞天，导致二者价差收窄，一方面公司发货减少了 1×12 大箱（多拆散销售）的供应，另一方面整箱团购、送礼需求表现较散瓶个人消费、送礼需求更弱。

图 2：近期整箱飞天与散瓶飞天的批价差收窄


资料来源：易茅时价，茅粉鲁智深，信达证券研发中心

观察三：飞天茅台刚需，个性化产品表现弱。今年中秋节，飞天茅台在社交需求上仍具有不可替代性，而高溢价个性化产品如精品、生肖的动销表现较弱，年份酒需求下滑明显。叠加公司发货产品的结构调整（个性化产品占比增加），个性化产品的价格也持续走低，精品批价跌破 3000 元/瓶、龙年生肖酒批价逼近整箱飞天。

图 3：龙年生肖酒批价逼近整箱飞天


资料来源：易茅时价，茅粉鲁智深，信达证券研发中心

观察四：公司采取多项手段控价，避免市场恶化。基于经销商、商超、电商、自营店、i 茅台、团购客户等线上线下多样化的渠道生态，为避免酒价像 6 月一样出现短期大幅波动，公司对投放节奏及投放量进行合理调节：1) 8 月发货集中在下半月，使得 8 月上旬茅台批价稳步回暖；大商的 9 月配额分批发货，保持供需紧平衡。2) 个性化产品增量，缓解飞天需求压力，并且减少大箱供应，散瓶飞天价格更平稳。3) 贵州国资平台近期暂缓放货，便于货源管理。

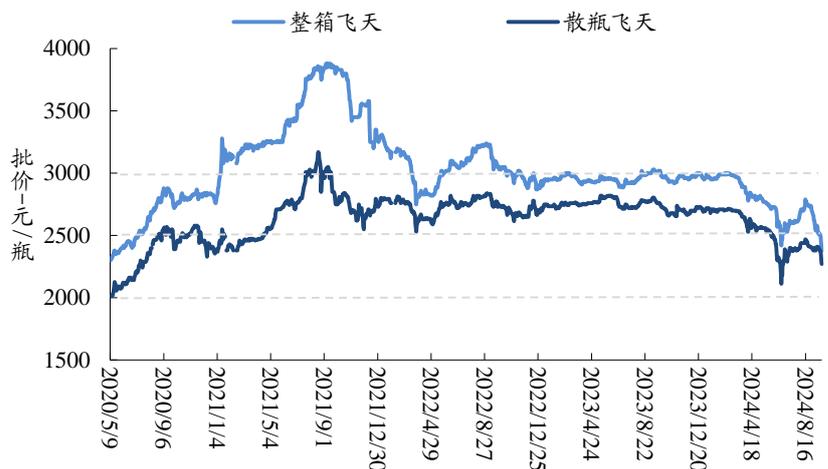
◆需求压力仍在，四大预判：

预判一：价格不稳，硬着陆还是软着陆取决于公司调控。在“三期叠加”的复杂市场形势下，短期供需矛盾仅靠调节投放量和投放节奏只能解决“术”层面的问题，价格依然存在下行压力，解决供需适配痛点问题的转

型势在必行，价格软着陆是公司相对优选。

预判二：整箱和散瓶的价差收窄，价格差可能成为历史。整箱和散瓶的价格差扩大始于2021年初的拆箱政策（公司为抑制市场价格飞涨出台的权宜之计），2021年末全面取消拆箱政策并增加12瓶/箱规格，整箱和散瓶的价格差回落至正常水平。当前行业下行，消费疲软，缩小其价格差有利于市场健康良性发展，毕竟一个空箱产生如此大价差并不符合市场规律。

图4：2020年以来整箱与散瓶飞天的价差变化走势



资料来源：易茅时价，茅粉鲁智深，信达证券研发中心

预判三：中秋国庆后，茅台2025年或主动降速。在上一轮白酒行业调整周期中，茅台管理层曾提出“三个转型”“五个转变”以应对发展危机，年报中也主动提及降速（2013年营收增速目标20%，2014年营收增速目标3%）。今年7月，公司半年市场工作会上明确提出，在“三期叠加”复杂市场形势下，解决供需适配痛点问题的转型势在必行，“道”的层面要主动向“新商务”转型，做好“三个转型”，“术”的层面要围绕“四个聚焦”打。我们认为，茅台调整2025年营收增速目标符合目前的经济形势和行业发展现状，有利于健康可持续发展，可能会做出与上轮周期相似的选择。

预判四：茅台酒提价的必要性&可能性&可行性。
1) 必要性：我们假设茅台2025年营收增速10%左右，如果仅靠量的增长，预计茅台酒投放量将接近5万吨，结合2020年基酒产能，以及近几年按照年增加2000-3000吨的投放节奏，当前消费环境下的价格压力骤增，既不利于市场信心稳定，也不利于健康可持续发展。若要实现2025年营收增速10%左右，量价齐升或是最优选择。吨价提升有两种途径，一是通过产品结构调整，二是直接提价。由于近几年的非标放量，其价格已表现出明显压力，且当前非标需求较飞天更弱，如果一味持续放量，同样也会自上而下挤压飞天价格。因此飞天提价就存在必要性。
2) 可能性：飞天的出厂价（及指导价）与零售价之间还有较大空间，虽然2023年11月已提过出厂价，茅台历史上也没有如此频繁提价，但茅台提价仍然具有可能性，我们认为更有可能提高指导价而非出厂价。
3) 可行性：1499元的指导价对大多数消费者来说形同虚设，顺势提高指导价200-300元/瓶，不仅能给公司直营体系带来营收增长，缓解经营压力，还离实际成交价有一定的安全距离。

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，基于公司对股东回报的重视、商业模式的稳定性，若能在调整转型中保持健康良性的持续性发展，依然是较优的投资标的，推荐贵州茅台。

◆**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

研究团队简介

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。