

2018-8-6

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

食品、饮料与烟草行业

食品饮料龙头成长系列： 再解茅台成长史

报告要点

■ 再解茅台成长史

茅台无论在资本市场（股价、市值）还是白酒市场（价格、高端酒销量）均一枝独秀，堪称中国白酒领军品牌。我们认为茅台之所以能发展到令同类酒企无法企及的高度，是其产品、产能、价格、品牌、营销等多方面综合作用的结果：

产品篇：变的是数量，不变的是认知度。产品体系上，以1982年为界，之前仅有53度茅台一个单品，之后陆续推出低度酒、陈年酒、系列酒（如王子、迎宾）、生肖酒等；产品运作上，聚焦大单品，在不同消费档次均有有竞争力的单品，其中茅台酒独享千元以上价位，在高端市场的销量份额已超50%；系列酒从搭赠品成长为新的收入增长极，规模接近60亿元，超过大多数上市酒企的酒类总营收。

产能篇：天然稀缺，供给偏紧是常态。茅台基酒产量从1950年代的70多吨→1980年代的1000吨左右→1990年代的2000吨左右→2000年代的5000吨→2010年代的2.6万吨→2020年代的5.6万吨（目标），基酒量70年增加746倍。不可复制的资源禀赋及生产工艺复杂性赋予茅台天然稀缺属性，虽然当前茅台基酒量已增至4万吨以上，但需求增长得更快，预计茅台未来3年每年产能缺口超过3000吨。

价格篇：跃升至行业首位，仍存上行预期。茅台有明显的提价周期，且这一周期大部分与白酒的景气周期重叠。提价幅度上，大多数提价幅度在15%-30%左右。提价动机上，以2008年为界，之前茅台提价更多是跟随五粮液提价，是顺应竞争对手和行业景气度的应对措施；之后渠道价差过大成为茅台提升出厂价的关键触发点。我们认为当前茅台价格尚未泡沫化，未来在供需矛盾持续存在的背景下，茅台价格仍具备稳步向上的基础。

品牌篇：不可复制的国酒文化。“与红军结缘+国宴专供+外交庆功”赋予了茅台独一无二的国酒内涵。此外，茅台主动参与大事件，并加大品牌宣传投入，主动夯实其国酒的高端形象。

营销篇：从营销弱势到以消费者为导向，渠道实现扁平化。以2000年为界，之前茅台不重视营销，终端维护能力较弱；之后开启主动营销，以消费者为导向，推进并深化小商制下的渠道扁平化建设。现阶段茅台的销售网点基本遍布全国，形成了兼具广度和深度的经销网络，其中专卖店数量最多，占比超过40%。

■ 本周重点关注

白酒：行业仍处景气之中，2018年确定性重于弹性。重点关注贵州茅台、洋河股份；其他关注五粮液、泸州老窖、山西汾酒、口子窖、古井贡酒。

大众品：从空间到格局，推荐定价权强的龙头。重点关注伊利股份、白云山、中炬高新、安井食品；其他关注双汇发展、青岛啤酒、恒顺醋业、洽洽食品。

风险提示：

1. 业绩增长不达预期；
2. 政策调整等不确定性事件。

分析师 刘颜

☎ (8621) 61118732

✉ liuyan8@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516050001

分析师 董思远

☎ (8621) 61118732

✉ dongsy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070016

分析师 张伟欣

☎ (8621) 61118732

✉ zhangwx2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518060003

联系人 赵海燕

☎ (8621) 61118732

✉ zhaohy4@cjsc.com.cn

联系人 徐爽

☎ (8621) 61118732

✉ xushuang@cjsc.com.cn

相关研究

《食品饮料龙头成长系列：再解伊利成长史》
2018-7-30

《二季度基金重仓分析：白酒持仓明显回升，北上资金持续增持》2018-7-22

《白酒周期影响因子解析》2018-7-9

目录

再解茅台成长史.....	4
产品篇：变的是数量，不变的是认知度.....	5
产品体系从一到多，再到聚焦.....	5
茅台酒稳居高端白酒龙头，系列酒持续发力培育大众酱香市场.....	6
产能篇：天然稀缺，供给偏紧是常态.....	9
扩张五部曲：起步期→调整期→转折发展期→快速发展期→高速发展期.....	9
不可复制的资源禀赋及生产工艺复杂性赋予茅台天然稀缺属性.....	10
年产基酒已达 4 万吨，茅台是否真的稀缺？.....	12
价格篇：跃升至行业首位，仍存上行预期.....	13
渠道价差过大成为茅台提升出厂价的关键触发点.....	13
茅台价格为何能成为行业标杆？.....	15
当前茅台价格是否有泡沫？.....	18
品牌篇：不可复制的国酒文化.....	20
营销篇：从营销弱势到以消费者为导向，渠道实现扁平化.....	22
营销三部曲：不重视→主攻党政军→脱“公”入“民”.....	22
经销体系遍布全国，专卖店占比超过 40%.....	25
多维度竞争优势构建茅台综合实力，成为当之无愧的国酒典范.....	26
【要闻动态跟踪】.....	28
【大事提醒】.....	30

图表目录

图 1：从小镇烧坊到中国白酒行业龙头的蜕变.....	4
图 2：贵州茅台产品体系演变历程.....	5
图 3：茅台酒营收及其同比增速.....	7
图 4：高端白酒市场结构（2017 年）.....	7
图 5：2014 年以来，贵州茅台开始重视酱香系列酒的市场运作.....	7
图 6：系列酒营收及其同比增速.....	8
图 7：系列酒收入占酒类营收的比重.....	8
图 8：茅台的产品开发注重保持较高的辨识度.....	8
图 9：茅台酒的产能发展历程.....	10
图 10：2001 年以来，茅台酒主要产能扩张计划一览图.....	10
图 11：茅台酒工艺流程简图.....	11
图 12：茅台基酒产量与当年产能的变化图.....	12

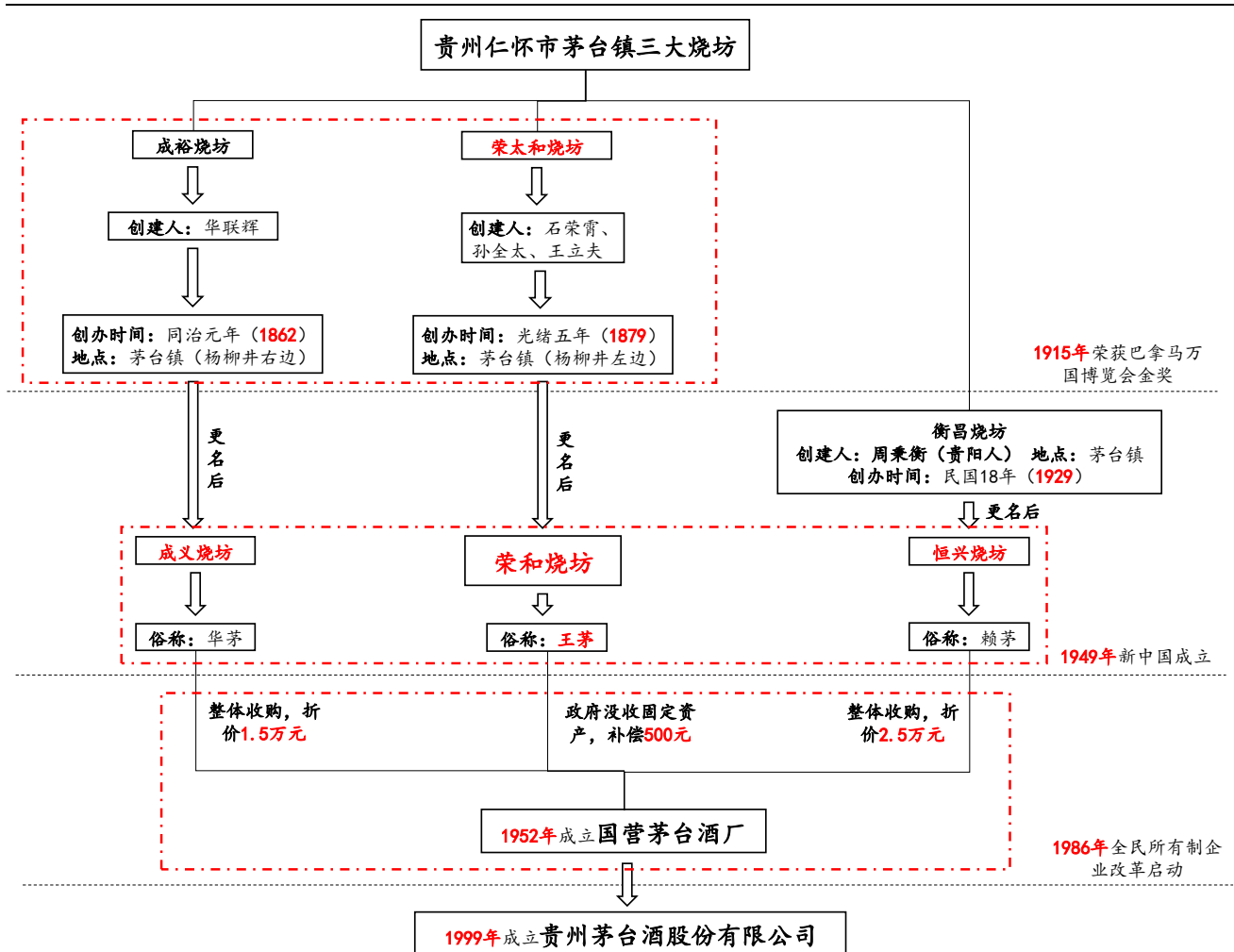
图 13: 按 85%折算比例, 茅台销售量与实际产能缺口变化	13
图 14: 飞天茅台出厂价走势图 (单位: 元/瓶)	14
图 15: 飞天茅台渠道利差走势图 (单位: 元/瓶)	14
图 16: 飞天茅台与普五的出厂价之差 (单位: 元/瓶)	15
图 17: 飞天茅台与普五的终端价之差 (单位: 元/瓶)	15
图 18: 2003-2024 年期间, 茅台的供需缺口与出厂价走势图	16
图 19: 2003-2024 年期间, 茅台的供需缺口与终端价走势图	16
图 20: 行业调整期间, 茅台坚决挺价措施.....	17
图 21: 城镇单位月工资与茅台终端价的比值接近历史平均值.....	19
图 22: 茅台重视惩罚扰乱市场价格体系的经销商.....	19
图 23: 茅台具备不可复制的国酒文化底蕴.....	20
图 24: 事件酒凸显茅台酒的国酒内涵	21
图 25: 茅台的广告宣传及市场拓展费用持续提升.....	21
图 26: 茅台营销模式转变路径.....	23
图 27: 1998-2017 年期间, 茅台市占率走势图	24
图 28: 1998-2017 年期间, 茅台销售人员数量走势图	25
图 29: 茅台的全国经销商分类统计结果 (以 2018 年 8 月为统计日期)	25
图 30: 茅台在国内的营销网络图	26
图 31: 产品、品质、品牌、渠道、文化等各方面的竞争优势构建茅台的综合竞争力	26
图 32: 茅台各地批价及京东零售价 (单位: 元)	27
图 33: 五粮液批价及京东零售价 (单位: 元)	27
图 34: 泸州老窖 1573 出厂价及京东零售价 (单位: 元)	27
表 1: 贵州茅台的主要产品一览表	5
表 2: 不同香型白酒生产工艺对比	11
表 3: 茅台主要提价时点及背景分析.....	14
表 4: 2001 年以来, 茅台和五粮液的提价频率对比	16
表 5: 茅台的收藏价值和投资属性凸显 (单位: 元/500ml)	18
表 6: 茅台连续五届位居全国名酒之列	21
表 7: 茅台以 115.48 亿美元的价值名列全球第一	22
表 8: 现阶段重点覆盖公司最新盈利预测 (8 月 3 日收盘价)	27
表 9: 上周重点公告和行业新闻摘要.....	28
表 10: 未来两周大事提醒	30

再解茅台成长史

20 世纪 50 年代初，茅台镇的成义烧坊（华茅）、荣和烧坊（王茅）、恒兴烧坊（赖茅）相继被收归国有，合并组建出国营茅台酒厂，当时生产能力不到 70 吨（远低于同期汾老大约 200 吨的产能），并于 1999 年改制重组形成贵州茅台股份有限公司。时至今日，贵州茅台无论是在资本市场（股价、市值）还是白酒市场（价格、高端酒销量）均一枝独秀，是当之无愧的中国白酒领军品牌。

我们认为，茅台之所以能发展到现在令同类酒企无法企及的高度，是其产品、产能、价格、品牌、营销等多方面策略综合作用的结果。

图 1：从小镇烧坊到中国白酒行业龙头的蜕变



资料来源：茅台日志，公司招股说明书，长江证券研究所

产品篇：变的是数量，不变的是认知度

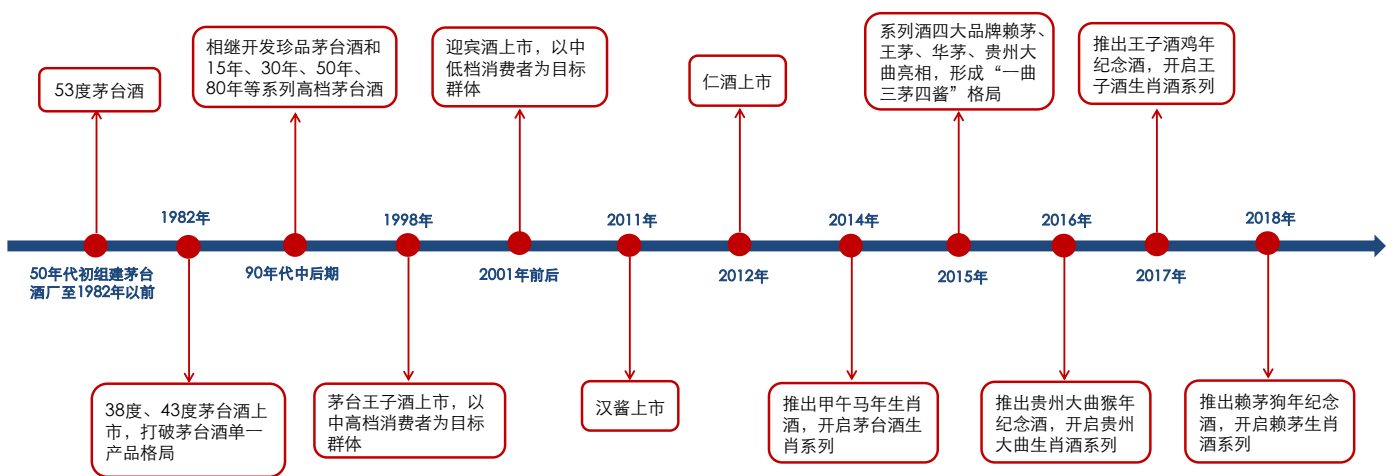
产品体系从一到多，再到聚焦

以 1982 年为分界点，之前茅台酒厂仅有 53 度茅台酒一个单品，之后陆续在度数、系列、品类等方面有所创新，如推出 38 度/43 度低度酒，以适应低度白酒消费需求；推出陈年酒、王子酒、迎宾酒，以覆盖超高档、中高档、中低档酱香消费群体；推出生肖纪念酒，开发白酒的投资属性。

截至 2015 年，茅台的高端酒系列已经相对稳定，分为陈年酒（定位于 3000 元以上超高端价格带）、飞天茅台酒（定位于 1000 元以上高端价格带）、低度茅台酒（800-1000 元价格带）、生肖纪念酒（兼具商品和投资属性）；

系列酒则从 2000 年前后的“王子+迎宾”拓展至 2015 年的“一曲三茅四酱”8 个品系，随后又聚焦为“王子、迎宾、赖茅、汉酱、仁酒、贵州大曲”6 个品系，尤其重点聚焦已经存在品牌效应和市场规模的品系（如王子、迎宾等），其中迎宾、王子、赖茅分别定位为 100-150 元、150-300 元、300-500 元的全国性单品；贵州大曲聚焦贵州市场 150-300 元价格带，汉酱、仁酒则定位为 200-500 元的区域性单品。

图 2：贵州茅台产品体系演变历程



资料来源：公司公告，糖酒快讯、佳酿网等新闻网，长江证券研究所

表 1：贵州茅台的主要产品一览表

品牌	产品 (500ml)	价格 (元/瓶)	价格定位	战略定位	
陈年酒	50年	18999	超高端价格带		
	30年	11999			
	15年	4999			
茅台酒	飞天茅台酒	普飞	1499	1000元以上高端价格带	世界级品牌茅台
低度茅台酒	43度500ml	999	低度酒消费群体		
	38度500ml	899			
生肖酒	马年	14658	超高端价格带		

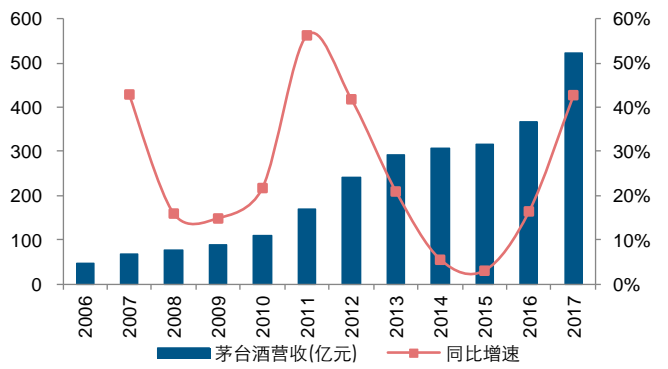
	羊年	22280		
	猴年	6399		
	鸡年	4570		
	狗年	4488		
	普王	158		
	黑金王	208		
王子酒	酱香经典	269	150-300元价格带	全国性战略品牌
	鸡年生肖酒	588		
	狗年生肖酒	588		
	普通	128		
迎宾酒	中国红	139	100-150元价格带	全国性战略品牌
	传承	458		
赖茅	重沙	398	300-500价格带	全国性战略品牌
	端曲	238		
	狗年生肖酒	--		
系列酒	70年代	256		
	80年代金酱	168		
	80年代银酱	168	150-300价格带	区域性重点品牌（以贵州市场为主）
	猴年生肖酒2.5L	5388		
	鸡年生肖酒2.5L	1840		
	狗年生肖酒2.5L	1750		
汉酱	51度500ml	299	200-500价格带	区域性重点品牌
仁酒	53度500ml	368		区域性重点品牌
华茅	百年印象	339		
王茅	百年印象	339		

资料来源：茅台商城、京东商城等新闻网，长江证券研究所（注：除明确标注以外，上表中的价格均指对应产品53度500ml的单瓶价格）

茅台酒稳居高端白酒龙头，系列酒持续发力培育大众酱香市场

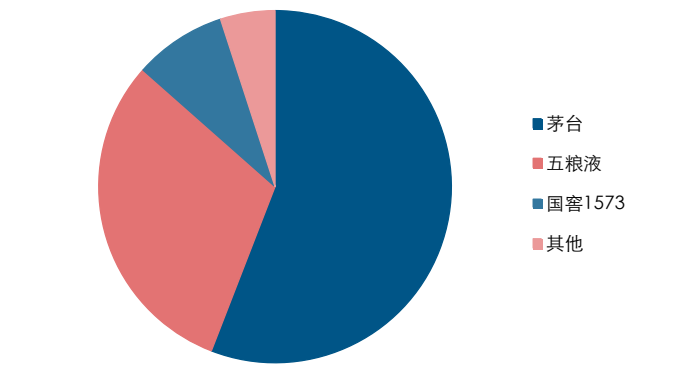
茅台酒独享千元以上价格带。茅台高端酒的高速增长分为两个阶段：1) 2006-2012 年期间，年复合增速达到 31%，主要系在以政商务消费为主的需求背景下，公司紧抓政商务团购渠道实现量价齐升；2) 2016 年至今，2017 年茅台酒收入规模超过 500 亿元，增速超过 40%，主要得益于大众消费升级。截至 2017 年底，茅台在高端市场的销量份额已超过 50%，其中高端白酒市场 1000 元以上价格带为茅台一家独占。

图 3：茅台酒营收及其同比增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所

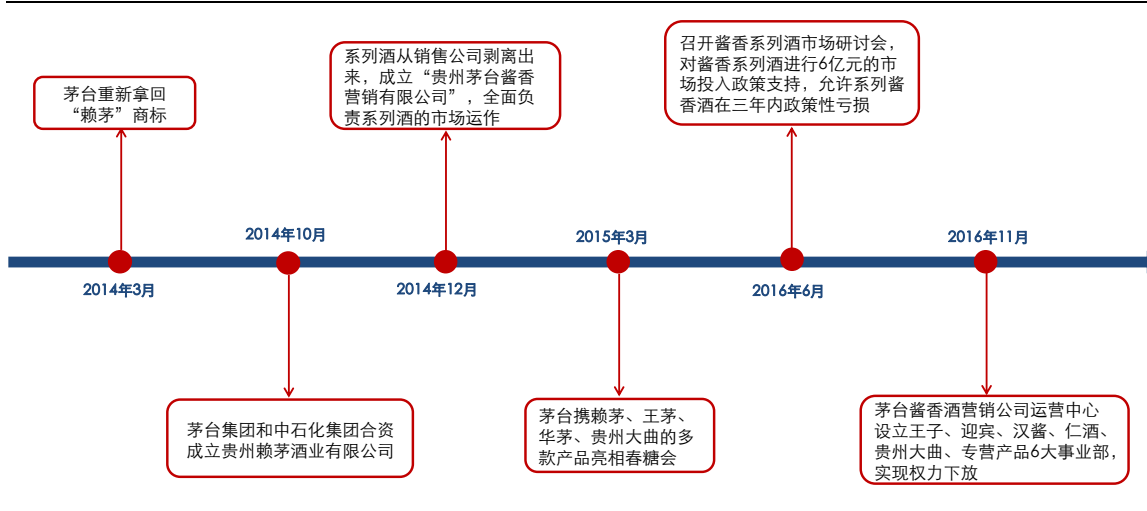
图 4：高端白酒市场结构（2017年）



资料来源：公司公告, 长江证券研究所

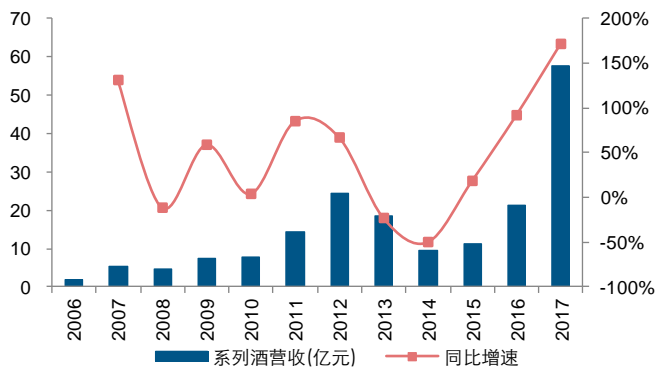
系列酒从搭赠品成长为新的收入增长极。起初，茅台系列酒更多地是依托飞天茅台的商业资源以搭赠品的形式实现销售，缺乏营销的独立性，且当时的消费结构以政商务消费为主，公司缺乏运作系列酒的动力。自 2012 年高端白酒需求骤减后，定位更加亲民的酱香系列酒逐渐引起公司的重视。2014 年系列酒从销售公司剥离出来，成立“贵州茅台酱香营销有限公司”，系列酒正式独立运作。自 2014 年以来系列酒收入增速亮眼，2015/2016/2017 年分别为 18%/92%/172%，规模接近 60 亿元，超过大多数上市酒企的总营收，对公司的收入贡献度逐渐提升。

图 5：2014 年以来，贵州茅台开始重视酱香系列酒的市场运作



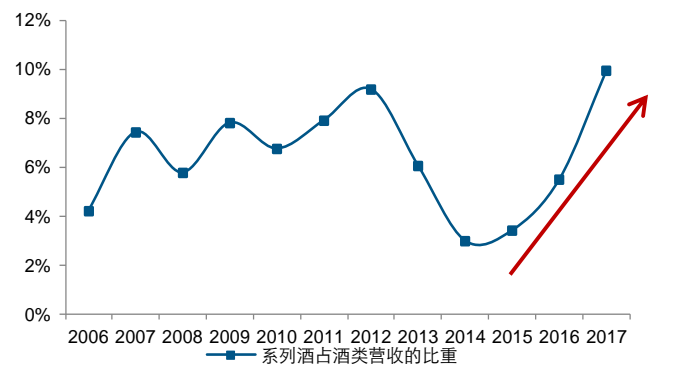
资料来源：糖酒快讯, 长江证券研究所

图 6：系列酒营收及其同比增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 7：系列酒收入占酒类营收的比重



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 8：茅台的产品开发注重保持较高的辨识度



资料来源：京东商城, 长江证券研究所

产能篇：天然稀缺，供给偏紧是常态

扩张五部曲：起步期→调整期→转折发展期→快速发展期→高速发展期

从 20 世纪 50 年代初成立至今，茅台酒厂的产能扩张历程可分为五个阶段：

1) 1952-1960 年的起步期：国家支持推动茅台初步扩产，过于追求量导致质下降

20 世纪 50 年代中央专门拨款用于恢复茅台酒的生产，茅台酒产能从 1952 年的 75 吨左右逐渐增长至 1958 年的 500 吨以上；之后茅台酒厂的产量激增，到 1960 年达到历史小高峰 912 吨，但因急于追求数量跃升而破坏了酿酒工艺节奏配合季节时令的规矩，此时期的质量大幅下降，在全国名酒评选中的名次从 1952 年的第一降低至 1963 年的第五。这一期间茅台的产量增加了 10 倍以上。

2) 1961-1977 年的调整期：产量连续多年无明显增长

60 年代初期自然灾害严重，粮食短缺导致酿酒原料不足，茅台产量出现明显下滑，1964 年仅有 220 吨，为此，国家采取一系列调整，如派遣新的书记和厂长、专门的工作队和科研队伍。调整后，茅台产量增速依然较低，到 1973 年才达到 300 多吨；再次调整班子后，茅台产量终于在 1978 年突破 1000 吨。这一期间，茅台的产量基本维持上一轮水平。

3) 1978-1991 年的转折发展期：赶上改革春风，产量扩张步入工业化，从 1000 吨到 2000 吨

以 1978 年改革开放为起点，经济建设环境相对宽松且有序，茅台酒厂也随之进入较好的发展时期，产量增长明显，其中 1983 年增长到了 1200 吨，并有序开启 800 吨产能扩建工程，到 1991 年总产能达到了 2000 吨。此轮产能扩建中，茅台实现了酒窖工艺的统一，新的制酒车间完全按照机械化生产工艺流程设计，逐步趋向工业化。这一期间茅台产量翻倍，年均增量接近 70 吨。

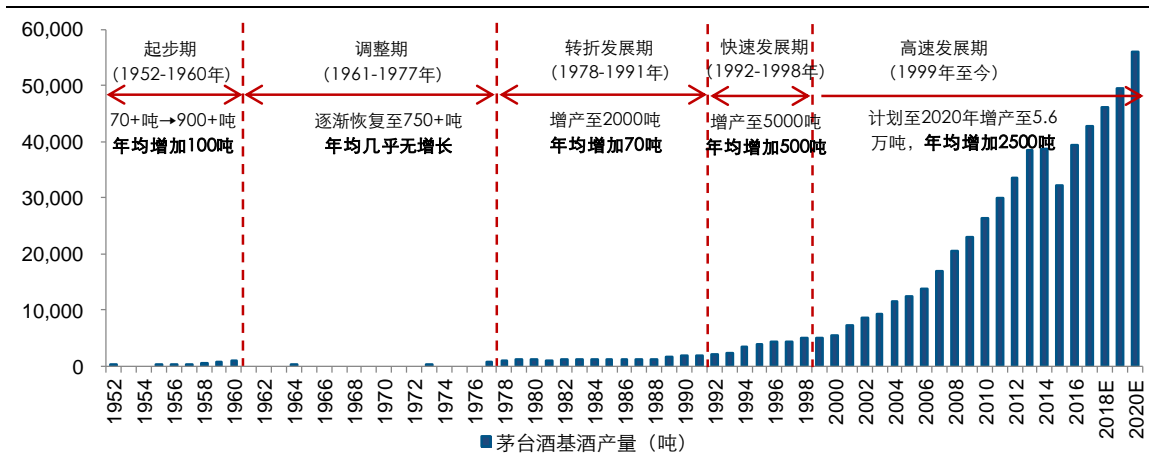
4) 1992-1998 年的快速发展期：仅用 6 年时间，产量从 2000 吨到 5000 吨

从 50 年代初到 1991 年，茅台形成 2000 吨的产量历时 40 年左右，在国家和省政府的支持下，历经工艺改进，茅台实现再增 2000 吨产能仅用了 3 年，到 1995 年茅台产量已接近 4000 吨，销售收入、盈利能力都有明显提升。虽然随后受到 97 年亚洲金融危机的影响，但到 1998 年，茅台产能依然有所增长，达到 5000 吨，年均增量约 500 吨。

5) 1999 至今的高速发展期：借助资本增强扩张实力，产量从 5 千吨计划增至 5.6 万吨

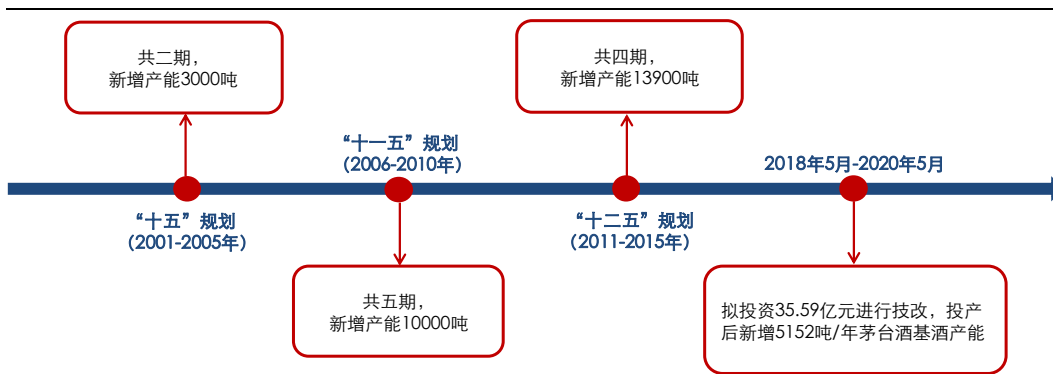
1999 年茅台酒厂改制为贵州茅台股份有限公司，并于 2001 年上市，在技术水平大幅提升、资本实力增强的作用下，茅台在保证质量的前提下逐渐拉开产能高速增长的帷幕，“十五”规划新增产能 3000 吨、“十一五”规划新增产能 1 万吨、“十二五”规划新增产能 1.39 万吨，2016 年茅台酒实际产能接近 4 万吨（代表了 4 年的后的实际产量），2017 年增至 4.28 万吨，计划至“十三五”规划结束的 2020 年产能达到 5.6 万吨。过去 20 年，茅台基酒产量增长 10 倍左右，年均增量接近 2500 吨。

图 9：茅台酒的产能发展历程



资料来源：公司公告，糖酒快讯，长江证券研究所

图 10：2001 年以来，茅台酒主要产能扩张计划一览图



资料来源：公司年报，公司公告，长江证券研究所

不可复制的资源禀赋及生产工艺复杂性赋予茅台天然稀缺属性

酱香酒的生产难度大。酱香酒的生产工艺可概述为“12987”酿造工艺：一年一个生产周期、两次投料、九次蒸煮、八次发酵、七次取酒，具备“四高两长、一大一多”的特征¹。对比浓香和清香生产工艺，酱香酒对气候、温度、时点、原料等因素的要求最高，流程最为复杂，从原材料到成品酒的时间最长，出酒率最低。

¹ “四高”是指高温制曲、高温堆积、高温发酵、高温流酒；“两长”是指生产周期长，历经一年，贮藏时间长，一般需要贮藏3年以上；“一大”是指用曲量大；“一多”是指多轮次发酵，即八轮次发酵。

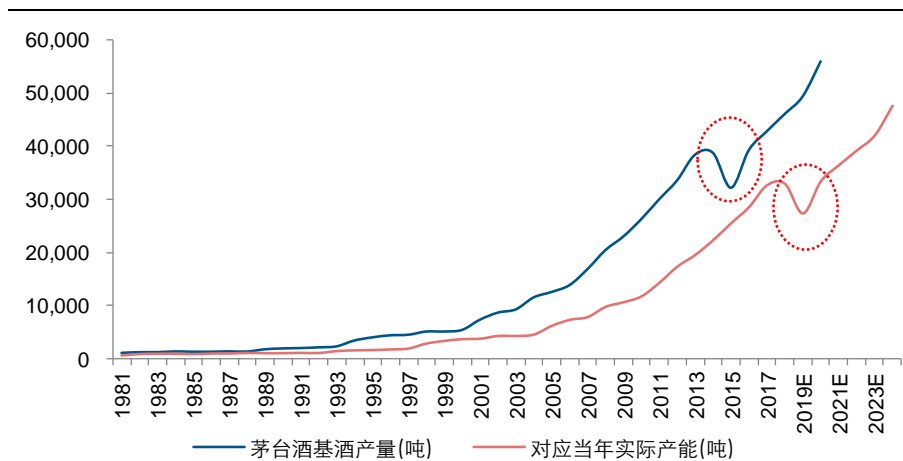
年产基酒已达 4 万吨，茅台是否真的稀缺？

供给增加的同时，需求增长得更快，茅台未来 3 年每年产能缺口超过 3000 吨。需求端，按照收入+△预收账款算，我们预计 2017 年茅台消费销售量在 2.87 万吨左右（报表量 3.02 万吨），参考 2012-2017 年期间茅台大众需求量的增速，假设未来茅台需求量约以每年 3000 吨的速度增加，则 2018-2020 年终端真实需求在 3.17 万吨、3.47 万吨、3.77 万吨。

供给端，根据 4 年前基酒产量，按照 85% 的折算比例²，我们预计 2018-2020 年实际产量仅 3.29 万吨、2.74 万吨、3.34 万吨，则 2018-2020 年供需缺口依次为+1261 吨、-7319 吨、-4256 吨，未来 3 年平均年缺口超过 3000 吨。

因此我们认为茅台的供需缺口不是 1-2 年的短期缺口，而是在未来相当长的时间内都将面临较为严峻的供需缺口问题，供需紧平衡状态仍将延续。

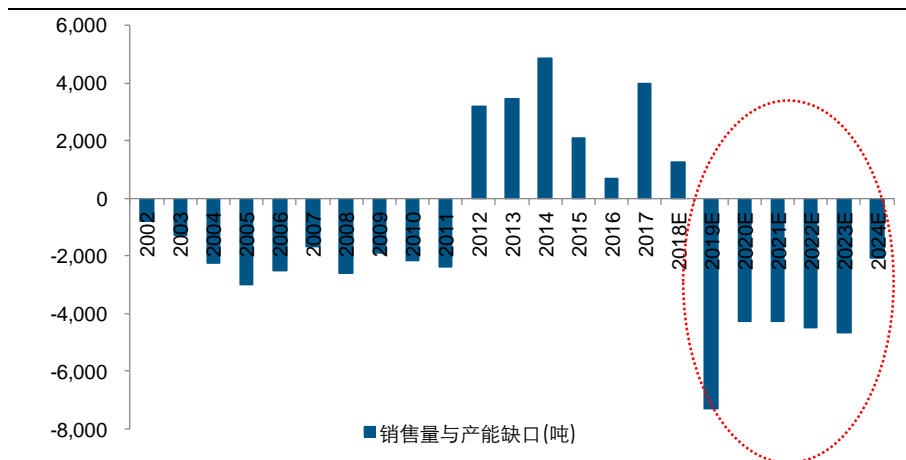
图 12：茅台基酒产量与当年产能的变化图



资料来源：Wind，长江证券研究所测算

² 据茅台前董事长季克良发表在报纸上的《告诉您一个真实的“陈年茅台酒”》的文章判断，基酒约有 25% 作为老酒留存及损耗；据 2001 年招股说明书披露的老酒比例判断，当时勾兑平均需要老酒比例约为 14.5%，考虑老酒存储过程的年损耗为 0.5%，合计需要老酒比例为成品总量的 15%。由此推算，基酒历经 4-5 年后形成的可供出售的成品产量约为 $75\%/85\%=88\%$ ，考虑到勾兑中的损耗率、不合格率等因素，我们粗略预计基酒到成品酒的折算比例为 85%。

图 13：按 85%折算比例，茅台销售量与实际产能缺口变化



资料来源：Wind，长江证券研究所测算

价格篇：跃升至行业首位，仍存上行预期 渠道价差过大成为茅台提升出厂价的关键触发点

2001 年以来，茅台出厂价共历经 9 次调整，提价时点和幅度依次是：

2001 年 8 月提价 18%至 218 元/瓶，渠道利差约为 40 元；

2003 年 10 月提价 23%至 268 元/瓶，渠道利差约为 20 元；

2006 年 2 月提价 15%至 308 元/瓶，渠道利差约为 90 元；

2007 年 4 月提价 16%至 358 元/瓶，渠道利差约为 140 元；

2008 年 1 月提价 23%至 439 元/瓶，渠道利差约为 210 元；

2010 年 1 月提价 14%至 499 元/瓶，渠道利差约为 370 元；

2011 年 1 月提价 24%至 619 元/瓶，渠道利差约为 830 元；

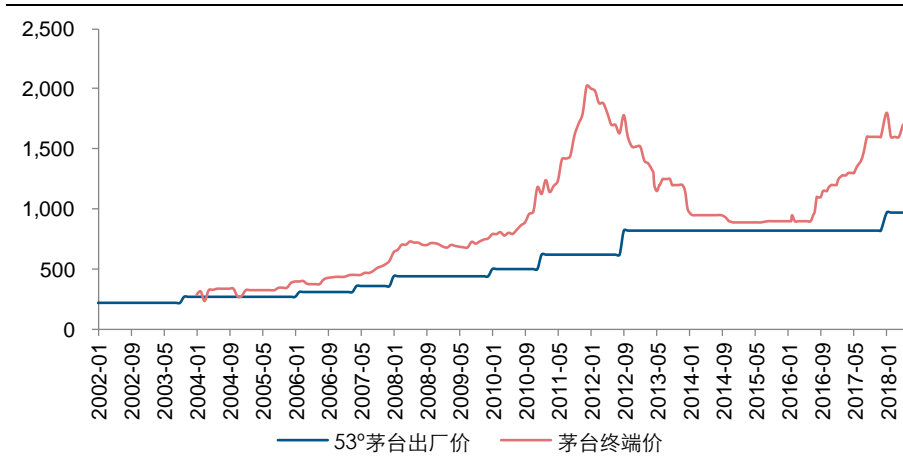
2012 年 9 月提价 32%至 819 元/瓶，渠道利差约为 1200 元；

2018 年 1 月提价 18%至 969 元/瓶，渠道利差约为 830 元。

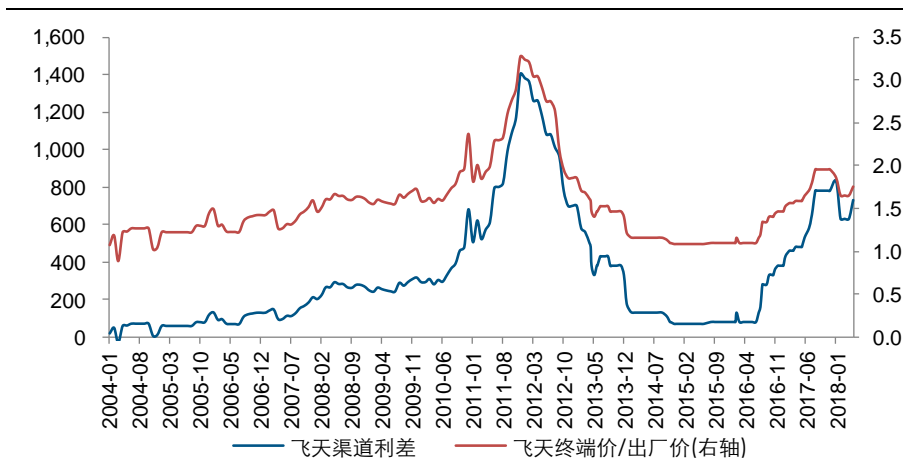
从历史上看，茅台酒有明显的提价周期，且这一周期大部分与白酒的景气周期重叠，如 2001-2003 年期间，茅台酒 2 年提一次价；2006-2008 年期间茅台酒每年提一次价；2008 年后金融危机下提价暂停；2009-2012 年期间每年提一次价。提价幅度上，大多数提价幅度在 15%-30%左右。

提价动机上，2008 年以前，茅台提价更多是跟随五粮液提价，是顺应竞争对手和行业景气度的应对措施；而在 2008-2012 年期间，茅台提价主要是因渠道利差过大倒逼出厂价提升，当时单瓶飞天的终端出厂价差在 200 元以上，渠道利润率一度超过 100%。目前飞天出厂价提升至 969 元，终端价约为 1500 元以上，二者价差在 500 元以上，处于历史高位水平，未来茅台具备充足的提价空间。

图 14：飞天茅台出厂价走势图（单位：元/瓶）



资料来源：Wind，长江证券研究所

 图 15：飞天茅台渠道利差³走势图（单位：元/瓶）


资料来源：Wind，京东商城等，长江证券研究所

表 3：茅台主要提价时点及背景分析

提价时点	出厂价 (元/瓶)	提价幅度	渠道利润率	宏观环境	提价分析
2001 年 8 月	218	18%	19%	按照 1 元/公斤征收从量消费税	跟随提价，以确缓解酒对茅台的价格压力、确保终端价位优势
2003 年 10 月	268	23%	7%	经济增速加快	白酒消费需求明显复苏，二线名优酒企纷纷布局 200 元左右价格带
2006 年 2 月	308	15%	30%	经济持续高增长，取消差别税率，消费税统一为 20%	白酒行业景气度持续走高，茅台顺势实现量价齐升
2007 年 4 月	358	16%	40%	经济加速增长	梦之蓝、红花郎等二线名酒在 300 元以上价格带强势崛起；茅台出厂价与零售价差扩大

³ 渠道利差的计算公式为：渠道利差=终端价-出厂价（计划内）

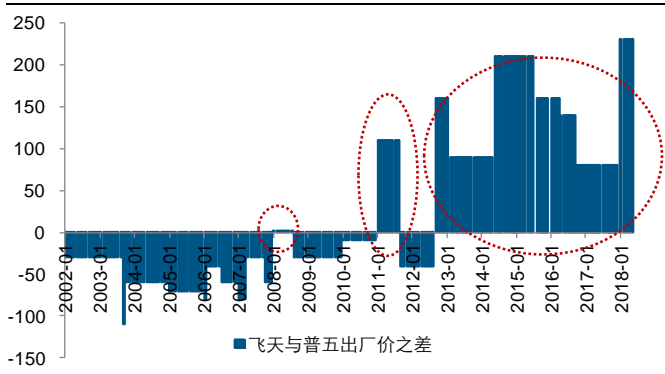
2008年1月	439	23%	48%	经济增速下降,但白酒行业增速仍维持在30%左右	茅台主动率先提价,出厂价以1元之差首超五粮液
2010年1月	499	14%	75%	经济复苏,消费税从严,白酒行业增速约为30%	茅台需求旺盛,开始展现拍卖收藏属性,终端价在中秋节前后突破1000元
2011年1月	619	24%	134%	白酒行业处于高景气期	产品持续供不应求,终端价持续走高,倒逼出厂价提升
2012年9月	819	32%	144%		
2018年1月	969	18%	86%	经济增速放缓,进入新常态;白酒行业历经调整,景气度有所回升;消费税最低计税价格统一为60%	供给紧张+投资属性凸显推动终端价直逼2000元历史高点,渠道价差过大为出厂价提升提供空间

资料来源:佳酿网,公司招股说明书,长江证券研究所

茅台价格为何能成为行业标杆?

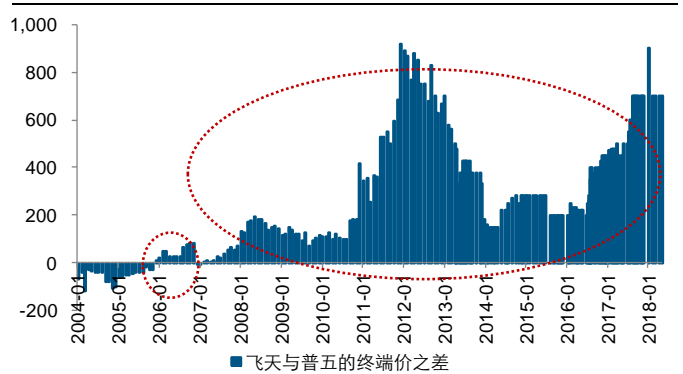
2000年初,茅台的出厂价和终端价都明显低于当时的行业龙头五粮液,随后茅台终端价自2006年开始超越五粮液,出厂价在2012年彻底反超五粮液,自此,茅台价格稳居白酒行业最高水平。我们认为茅台价格之所以能成为行业标杆,主要原因可以归结在“供需矛盾、提价策略、应对行业调整的措施、产品属性延伸”这四个方面。

图 16: 飞天茅台与普五的出厂价之差 (单位: 元/瓶)



资料来源:公司公告,茅台官网,长江证券研究所测算

图 17: 飞天茅台与普五的终端价之差 (单位: 元/瓶)



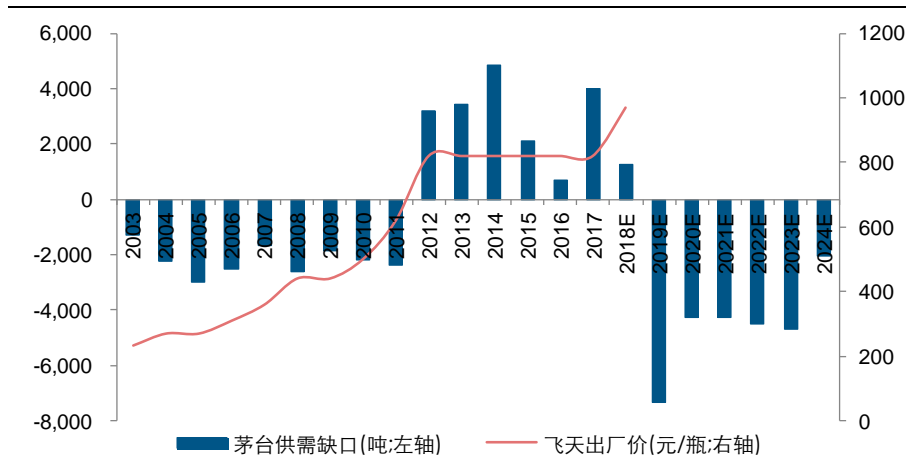
资料来源:公司公告,茅台官网,长江证券研究所测算

1) 供需偏紧是推动茅台价格持续走高的根本原因

在2006-2012年黄金周期中,茅台供不应求带动茅台酒出厂价从268元上涨至819元,上涨6次,上涨幅度约为206%,茅台终端价一度超过2000元。而2012-2015年茅台总体供给明显大于需求,带来出厂价的调整和稳定、终端价的持续下降,在此期间茅台出厂价稳定在819元,终端价几乎腰斩,降至850-900元。

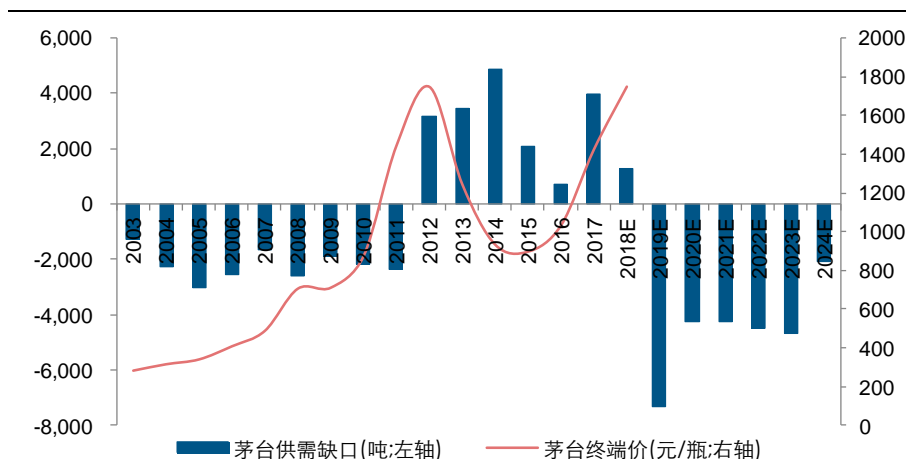
正因为茅台价格与自身供需严格相关,所以随着2018年茅台供需矛盾问题有所加剧,茅台的出厂价提升18%至969元,终端价亦有所提升。我们预计未来3年茅台供需平均年缺口超过3000吨,供需矛盾持续存在,我们认为茅台价格仍具备稳步向上的基础。

图 18: 2003-2024 年期间, 茅台的供需缺口与出厂价走势图



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所测算

图 19: 2003-2024 年期间, 茅台的供需缺口与终端价走势图



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所测算

2) 茅台提价策略相对稳定, 价格预期较为统一

2001 年以来, 茅台的出厂价调整 9 次, 而五粮液调整 18 次 (不含各种政策补贴变化), 五粮液价格调整频率远高于茅台, 且价格调整方向有升有降。价格策略从厂家传导到市场终端的效果会受到渠道库存和价格预期的影响, 尤其是在库存较高且价格预期混乱时, 价格传导效果会变差。而调价频率和方向正是影响价格预期的关键因素, 频次过高、方向不一致会导致市场对价格难以形成准确预期, 所以茅台出厂价的提升更能带动终端价的上涨。

表 4: 2001 年以来, 茅台和五粮液的提价频率对比

序号	飞天茅台计划内出厂价调整		普五计划内出厂价调整	
	提价时点	出厂价(元/瓶)	提价时点	出厂价(元/瓶)
1	2001-08	218	2001-12	249
2	2003-10	268	2003-09	330
3	2006-02	308	2005-01	343
4	2007-04	358	2006-01	348

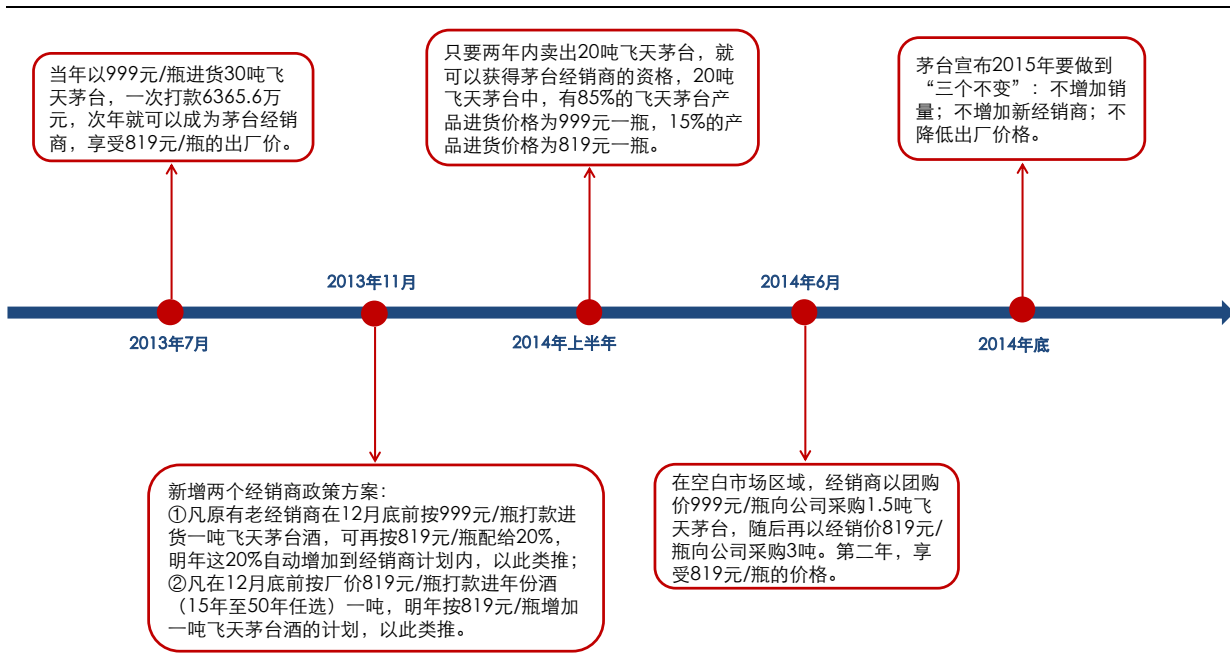
5	2008-01	439	2006-07	368
6	2010-01	499	2007-02	388
7	2011-01	619	2007-10	418
8	2012-09	819	2008-01	438
9	2018-01	969	2010-01	509
10			2011-09	659
11			2013-02	729
12			2014-05	609
13			2014-11	605
14			2014-11	729
15			2014-12	609
16			2015-08	659
17			2016-03	679
18			2016-09	739

资料来源：Wind，长江证券研究所

3) 面对行业调整，茅台坚定挺价，注重价格与高端形象的匹配

行业调整期间，茅台坚定挺价，维持大单品飞天茅台出厂价 819 元不变，同时自降门槛放开经销权，如 2013 年只要以 999 元的价格打 30 吨飞天茅台的款，次年即可成为茅台经销商，享受 819 元的出厂价等，这些举措一方面稳住了茅台的价格，另一方面提升了经销体系的忠诚度。

图 20：行业调整期间，茅台坚决挺价措施



资料来源：徽酒等新闻网，长江证券研究所

4) 茅台投资属性凸显，放大价格上限

在稀缺性概念和品牌效应的作用下，茅台不仅仅是作为商品存在于市场中，其收藏价值和投资属性已得到市场的充分认可，打破了商品属性的价格上限，如 70 年代初仅售 4.07 元/瓶的飞天茅台当前拍卖价值高达 10 万元以上，且十年前的茅台酒拍卖价相对于当年零售价也有近 5 倍的溢价；限量版生肖酒的涨价幅度更大，如马年生肖酒的终端价已经从 2014 年的不足 1000 元/瓶涨至 1.4 万/瓶以上，短短 4 年时间产生超过 14 倍的溢价。

表 5：茅台的收藏价值和投资属性凸显（单位：元/500ml）

飞天茅台				生肖酒		
产品名称	年份	当年零售价(元)	拍卖价值(元)	产品名称	出厂价	现价
葵花牌贵州茅台酒	1971	4.07	103500	马年	849	14000+
葵花牌贵州茅台酒（棉纸包装）	1973	4.07	106400	羊年	849	16000+
五星牌贵州茅台酒（三大革命）	1974	8	86250	猴年	899	5000+
飞天牌贵州茅台酒（大飞天）	1975	8	28750	鸡年	929	3300+
五星牌贵州茅台酒（三大葵花）	1977	8	48875	狗年	1299	
葵花牌贵州茅台酒（三大葵花）	1978	8	95200			
五星牌贵州茅台酒（三大革命）	1981	11.56	46670			
五星牌贵州茅台酒（特供黄酱）	1982	11.56	105417			
五星牌贵州茅台酒（地方国营）	1983	18.5	4106			
飞天牌贵州茅台酒（铁盖茅台）	1986	18.5	28000			
五星牌贵州茅台酒（大背标）	1987	18.5	26833			
五星牌贵州茅台酒（铁盖茅台）	1989	86	21083			
贵州茅台酒（铁盖茅台）	90 年代初	203	12458			
贵州茅台酒（铁盖茅台）	1995	240	9583			
贵州茅台酒（铁盖茅台）	1996	280	7667			
贵州茅台酒	1997	320	7283			
贵州茅台酒	1998	300	6078			
贵州茅台酒	1999	260	6708			
贵州茅台酒	2000	185~200	6100			
贵州茅台酒	2001	260	5367			
贵州茅台酒	2002	280	5367			
贵州茅台酒	2003	320	3450			
贵州茅台酒	2004	350	4589			
贵州茅台酒	2005	500	2300			
贵州茅台酒	2006	500	2300			

资料来源：大国之酿、京东商城、微酒等新闻网，长江证券研究所

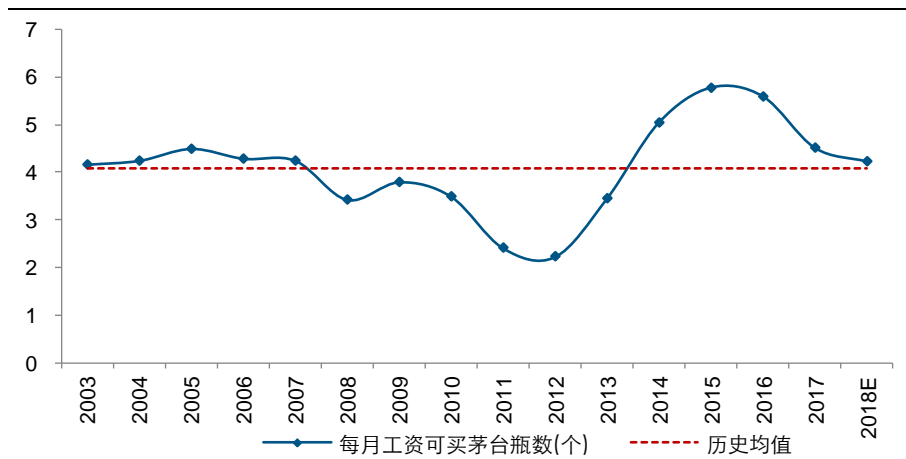
当前茅台价格是否有泡沫？

茅台价格涨幅与城镇居民的工资涨幅相当，并未超过大众消费可承受范围。2003 年城镇单位月工资约为 1164 元，茅台终端价约为 280 元，2018 年预计城镇单位月工资在 7400 元左右，茅台终端价稳定在 1750 元附近，则 2003-2018 年城镇单位月工资的涨

幅与茅台终端价的涨幅都在 5.3 倍左右。从比值看，城镇单位月工资与茅台终端价的比值平均在 4.1 左右（2012 年白酒泡沫阶段极低值为 2.2，2015 年行业去泡沫完成后为 5.8），当前该比值为 4.2，与历史均值基本相当。虽然茅台价格从底部上涨幅度将近翻倍，但我们认为其仍是对行业调整期被深度压制的消费能力的一次性修复。

参考 2012-2017 年期间城镇人均工资的年复合增速，假设未来城镇人均工资继续以每年 10% 的速度增长，则从消费能力看，可以支撑茅台价格每年 10% 左右的上涨。

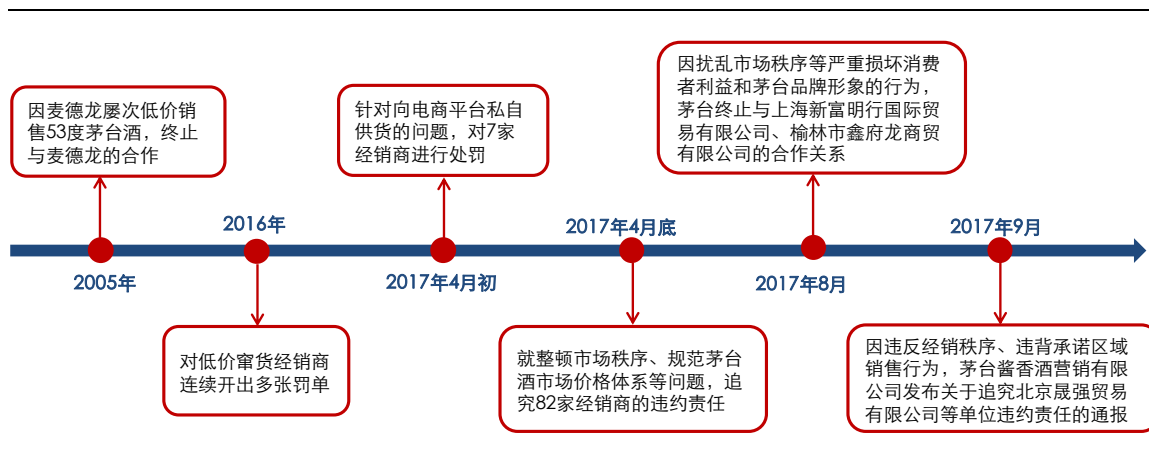
图 21：城镇单位月工资与茅台终端价的比值接近历史平均值



资料来源：Wind，长江证券研究所测算

茅台强有力的价格管控措施不会使得价格失控，未来茅台价格依然不会超出大众消费可承受范围。茅台素来重视市场价格体系的建设，严惩扰乱价格秩序的行为，如 2005 年因麦德龙屡次违约低价，茅台终止与麦德龙的合作；2016 年行业回暖以来，茅台加大价格管控力度，如定期监测经销商的销售数据、要求经销商 40% 的配额放到茅台云商上出售、严厉处罚违规销售行为等，以防止终端价飙升至不合理的水平。

图 22：茅台重视惩罚扰乱市场价格体系的经销商



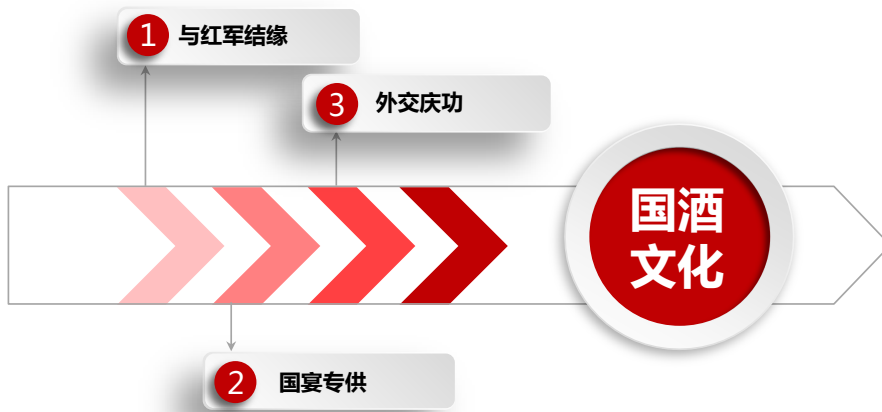
资料来源：糖酒快讯等新闻网，长江证券研究所

品牌篇：不可复制的国酒文化

历史选择赋予茅台独一无二的文化底蕴。白酒文化对品牌生命力是至关重要的，拥有强大文化内涵的品牌即便遭遇突发事件也有望重新崛起，比如受塑化剂事件牵连的山西汾酒和因使用川酒进行不合理勾兑的秦池特曲，前者依然是白酒市场的清香龙头，而后者却早已辉煌不再。

而茅台的“国酒文化”正是源于其不可复制的历史背景：①与红军结缘：见证红军长征，红军战士在茅台镇用酒消毒疗伤、止痛解乏；②国宴专供：开国第一宴用酒，此后成为国宴必用酒；③外交庆功：日内瓦和谈、中美建交、中日建交等一系列重要外交时刻均用茅台酒庆功。

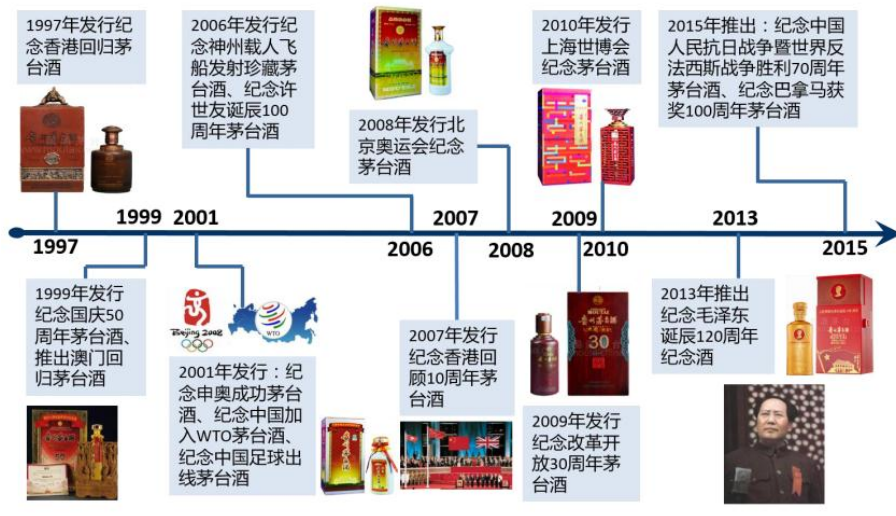
图 23：茅台具备不可复制的国酒文化底蕴



资料来源：茅台官网，长江证券研究所

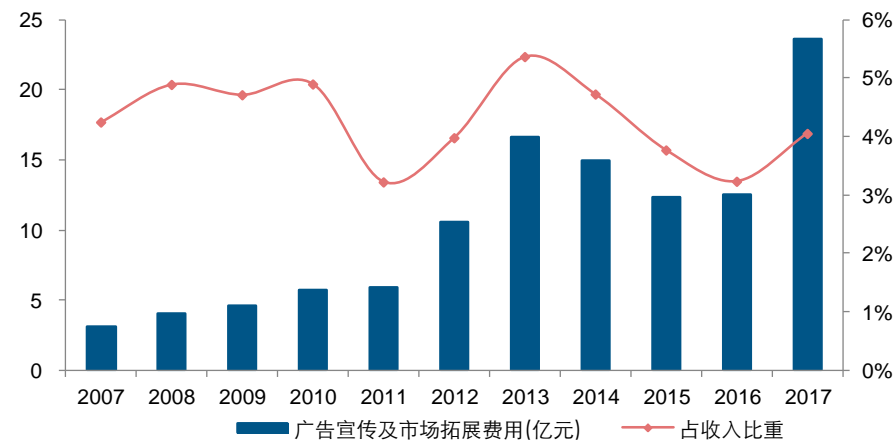
参与大事件+加大宣传投入，茅台主动夯实其国酒的高端形象。在品牌塑造上，茅台主动参与大事件，丰富“国酒”内涵，跳出香型历史，成为从政治领袖到社会精英的成功标配。同时，茅台不断加大广告宣传费用的投入，过去十年广告宣传及市场拓展费用的年复合增速在 20% 以上。但得益于强大的品牌力，茅台的宣传费用率仍低于竞品五粮液，2017 年茅台的广告宣传及市场拓展费用率约为 4.1%，比五粮液低 1.4pct。

图 24：事件酒凸显茅台酒的国酒内涵



资料来源：茅台官网，微酒等新闻网，长江证券研究所

图 25：茅台的广告宣传及市场拓展费用持续提升



资料来源：公司年报，长江证券研究所

茅台名酒血统纯正，品牌价值跃升至全球烈酒品牌首位。在历届名酒评选中，茅台酒均在榜上，除了第二届之外，其他四届均位居各名酒之首，具备名酒基因。此外，在英国品牌评估机构 Brand Finance 发布“2017 全球烈酒品牌价值 50 强”排行榜中，茅台以 115.48 亿美元的价值名列全球第一，品牌价值再创新高。

表 6：茅台连续五届位居全国名酒之列

排名	历届名酒评选榜单				
	第一届 (1952 年)	第二届 (1963 年)	第三届 (1979 年)	第四届 (1984 年)	第五届 (1989 年)
1	茅台酒	五粮液	茅台酒	茅台酒	茅台酒
2	汾酒	古井贡酒	汾酒	汾酒	汾酒
3	泸州大曲酒	泸州老窖特曲	五粮液	五粮液	五粮液

4	西凤酒	全兴大曲	剑南春	洋河大曲	洋河大曲
5		茅台酒	古井贡酒	剑南春	剑南春
6		西凤酒	洋河大曲	古井贡酒	古井贡酒
7		汾酒	董酒	董酒	董酒
8		董酒	泸州老窖特曲	西凤酒	西凤酒
9				泸州老窖特曲	泸州老窖特曲
10				全兴大曲酒	全兴大曲酒
11				双沟大曲	双沟大曲
12				特制黄鹤楼酒	特制黄鹤楼酒
13				郎酒	郎酒
14					武陵酒
15					宝丰酒
16					宋河粮液
17					沱牌曲酒

资料来源：糖酒快讯，长江证券研究所

表 7：茅台以 115.48 亿美元的价值名列全球第一

2017全球烈酒品牌价值前10强				
排名	品牌名称	原产地	类别	品牌价值(亿美元)
1	茅台 (Moutai)	中国	白酒	115.48
2	尊尼获加 (Johnnie Walker)	美国	威士忌	45.48
3	洋河 (Yanghe)	中国	白酒	42.81
4	杰克丹尼 (Jack Daniel's)	美国	威士忌	30.55
5	轩尼诗 (Hennessy)	法国	干邑白兰地	27.11
6	泸州老窖 (Luzhou Laojiao)	中国	白酒	25.09
7	百加得 (Bacardi)	美国	朗姆酒	21.85
8	斯米诺伏特加 (Smirnoff)	美国	伏特加	20.33
9	五粮液 (Wuliangye)	中国	白酒	19.75
10	绝对伏特加 (Absolut)	瑞典	伏特加	17.59

资料来源：Brand Finance，长江证券研究所

营销篇：从营销弱势到以消费者为导向，渠道实现扁平化

营销三部曲：不重视→主攻党政军→脱“公”入“民”

回顾历史，茅台的营销可划分为三个阶段：

1) 发展初期（2000 年以前）：不重视营销，终端维护能力较弱

2000 年以前，茅台的经销商中有 70% 以上是糖酒公司，基本不做终端；同时茅台自身的主动营销意识不足，具体表现为：①营销团队力量薄弱，2001 年前后销售人员仅有

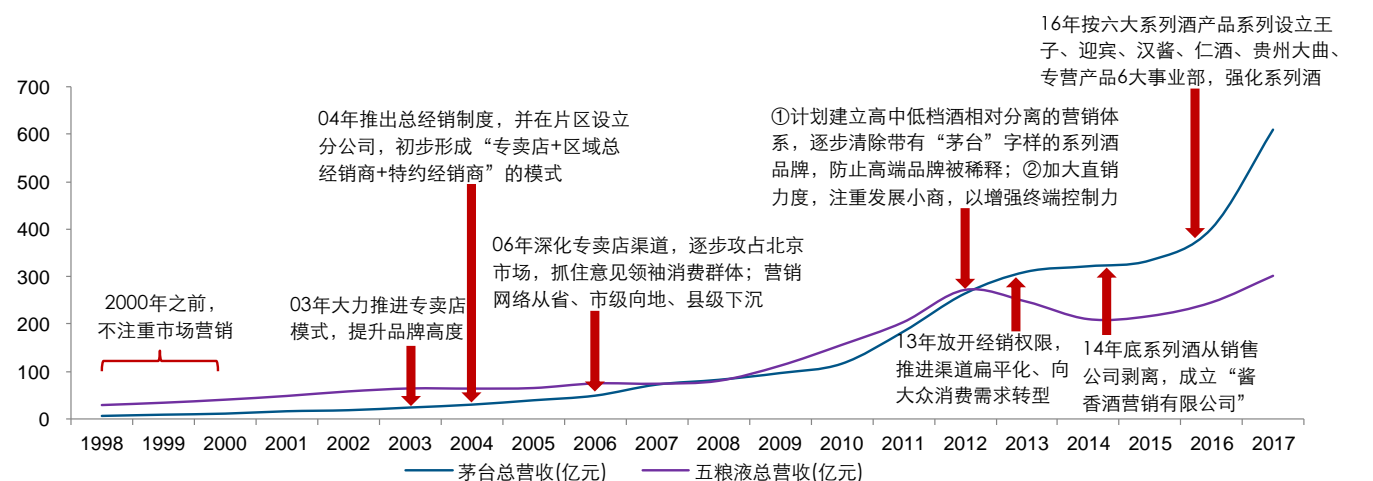
130 多个；②营销管理松散，处于无任务、无奖惩、无竞争的“三无”状态。在此期间，茅台的发展受到了五粮液等其他名酒的压制，收入在 10 亿元以下，市占率⁴在 10%以下。

2) 改革转型期 (2000-2011 年): 开启主动营销, 紧抓党政军核心消费群体, 全力推进以专卖店为主的小经销商模式

以 2000 年为起点, 茅台开启主动营销模式, 主要体现为: ①加大广告投入以强化国酒形象; ②明确核心消费群体, 以政军务消费为突破口, 推行意见领袖营销; ③大力推进并深化以专卖店为主的渠道体系, 有助于高端品牌形象的塑造; ④注重发展小商, 单个经销商的规模通常在 3-10 吨, 保持酒厂对终端的控制力; ⑤注重渠道扁平化建设, 营销网络逐步从省、市向地、县级下沉, 销售网点数量从上市之初的 300 多家增至 2011 年的 1400 家以上。

在此期间, 茅台的收入规模从 11 亿元增至 184 亿元, 约增长 16 倍, 市占率提升至 20% 以上, 超越五粮液成为行业龙头。

图 26: 茅台营销模式转变路径



资料来源: Wind, 公司公告, 糖酒快讯等新闻网, 长江证券研究所

3) 二次改革期 (2012 年至今): 调整渠道结构以释放大众消费潜力, 实行茅台酒和系列酒独立运作模式, 继续推进小经销商模式下的渠道扁平化建设

2012 年底政务消费受限导致高端白酒需求出现断崖式下降, 商务、民间的高端白酒消费潜力有待释放, 所以茅台自 2013 年开始进行一系列“脱公入民”的渠道调整, 努力为消费者提供更便捷、更放心的购买途径:

①拜访每个省的前二十家民营企业, 以 999 元的团购价获得了众多的团购单; 主动让利给消费者, 如要求经销商 40% 的配额放到茅台云商、2018 年春节/8 月推出 1399 特惠价等, 以此来挖掘引导民间消费;

⁴ 市占率=营业总收入/上市酒企营业总收入之和*100

②成立专门的系列酒营销公司，实现系列酒的“产-供-销”独立化，这主要是因为高端茅台酒更多地是品牌驱动营销，适合专卖店、团购等渠道模式，而系列酒的销售则更依赖渠道推力，需要更深层次的分销，所以将系列酒和茅台酒的拆分运作，有助于增强系列酒的产品力和渠道力，提升其对酱香品类大众消费的培育能力；

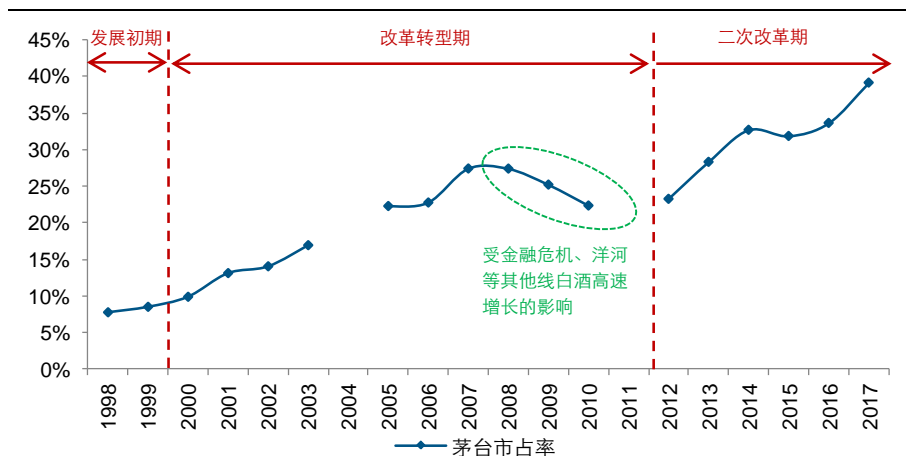
③主动开放经销权，引进新经销商，扩大营销网络广度与深度，销售网点数量从 2011 年的 1400 多家→2015 年初的 2000 多家→2017 年的 3000 多家；

④注重发展商超渠道、电商渠道和直营渠道，如提升商超经销商等级，开放供给给天猫、京东商城等电商网，建立茅台云商，增加直营店数量（2017 年底约有 39 家直营店，其收入占比提升至 10%以上），以充分布局大众的主要消费渠道、增强终端控制力；

⑤销售人员数量自 2012 年以来快速增加，截至 2017 年已经达到 684 人，终端运作能力明显提升。

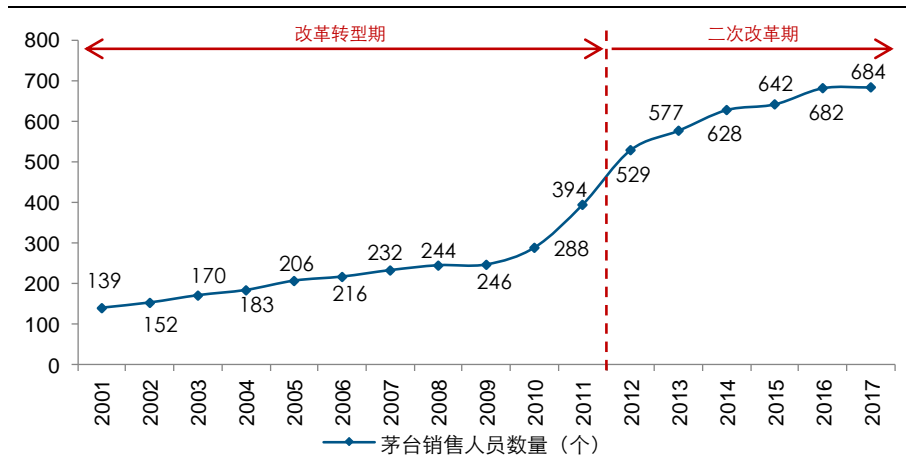
在此期间，得益于自身的性价比优势和及时调整、行业消费升级和品牌化红利，茅台穿越行业周期，即使在调整期收入利润也维持正增长，市场份额逐渐向其集中，在整个白酒行业的收入占比提升至 30%以上，在高端市场的收入占比超过 60%。

图 27：1998-2017 年期间，茅台市占率走势图



资料来源：Wind，长江证券研究所（上市酒企数量变动导致市占率基数增加，降低数据可比性，故剔除 2004 年（增加洋河）、2011 年（增加口子、今世缘、金徽酒、迎驾）的市占率数据）

图 28：1998-2017 年期间，茅台销售人员数量走势图



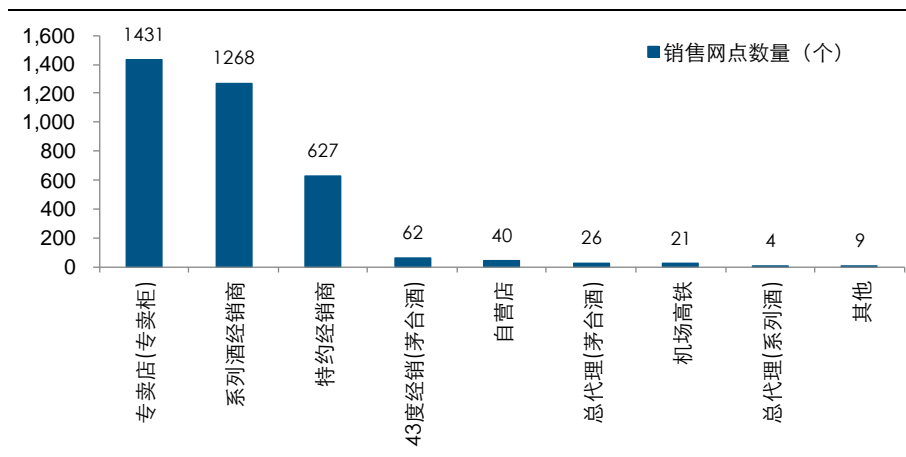
资料来源：公司年报，长江证券研究所

经销体系遍布全国，专卖店占比超过 40%

除了港澳台之外，茅台的经销体系基本覆盖全国各地。截至 2018 年 8 月，茅台的经销网点数量已经接近 3500 个，相比于上市之初增长 10 倍以上。从类型看，专卖店形式的销售网点数量最多，当前约有 1431 个，占总网点数量的比重超过 40%，其次是系列酒经销商，约有 1268 家，占比约为 36%。从布局看，销售网点主要集中在贵州、河南、广东、山东、四川，这五省的网点数量合计占比约为 44%。

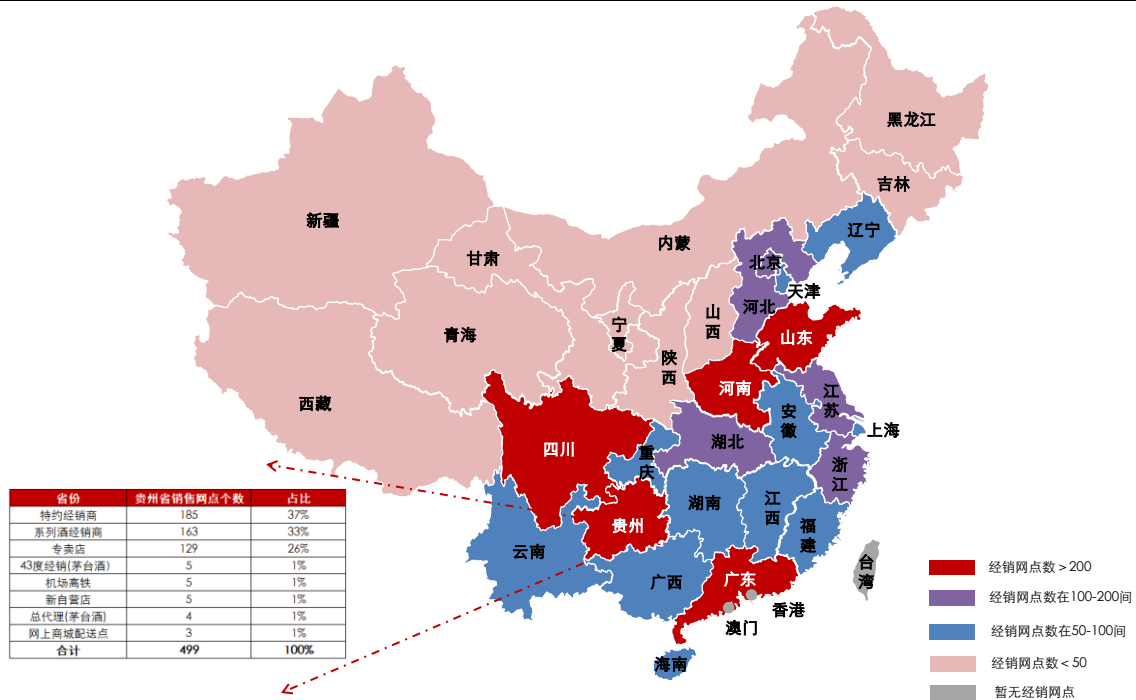
从层次看，销售网点已经从省、市级市场延伸至地、县级，以贵州为例，除设置 4 个省级总代理外，其在贵阳市、遵义市、兴义市、普定县、黔西县、咸宁县等不同层级的市场均拥有销售网点。

图 29：茅台的全国经销商分类统计结果（以 2018 年 8 月为统计日期）



资料来源：茅台官网，长江证券研究所

图 30: 茅台在国内的营销网络图



资料来源: 茅台官网, 长江证券研究所

多维度竞争优势构建茅台综合实力，成为当之无愧的国酒典范

我们认为，茅台的核心竞争力不是仅仅品牌的竞争力，而是产品、品质、品牌、渠道、文化等各方面的竞争优势构建的综合竞争力，成为当之无愧的国酒典范。

图 31: 产品、品质、品牌、渠道、文化等各方面的竞争优势构建茅台的综合竞争力



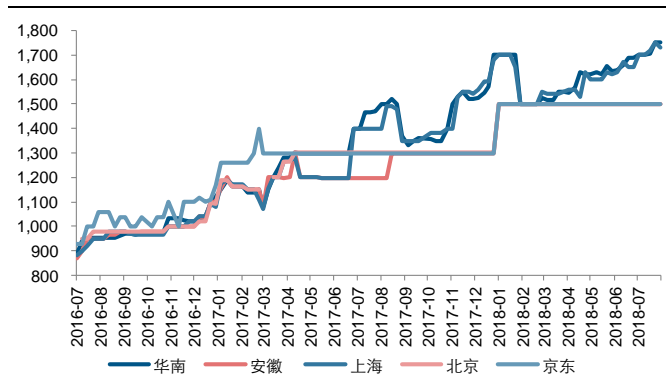
资料来源: 长江证券研究所

表 8：现阶段重点覆盖公司最新盈利预测（8月3日收盘价）

细分行业	证券简称	股价	EPS				PE		
		(元/股)	2016A	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
白酒	贵州茅台	678.99	13.31	21.56	28.94	37.64	31	23	18
	五粮液	65.67	1.79	2.55	3.54	4.55	26	19	14
	山西汾酒	52.68	0.70	1.09	1.79	2.60	48	29	20
	口子窖	51.43	1.31	1.86	2.53	3.25	28	20	16
肉制品	双汇发展	24.13	1.33	1.31	1.51	1.71	18	16	14
乳制品	伊利股份	24.93	0.93	0.99	1.19	1.43	25	21	17
休闲食品	洽洽食品	15.85	0.70	0.63	0.79	0.99	25	20	16
	绝味食品	37.29	1.06	1.26	1.52	1.81	30	25	21
啤酒	青岛啤酒	39.21	0.77	0.94	1.20	1.47	42	33	27
凉茶	白云山	35.48	1.08	1.27	1.78	2.41	28	20	15

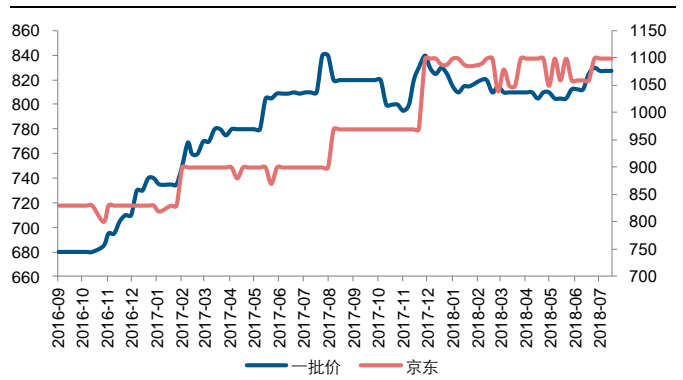
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 32：茅台各地批价及京东零售价（单位：元/瓶）



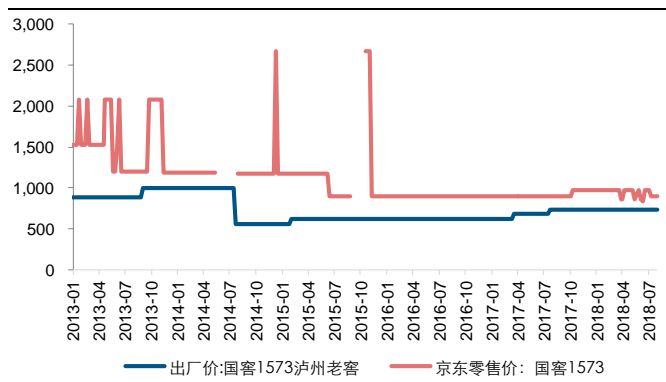
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 33：五粮液批价及京东零售价（单位：元/瓶）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：泸州老窖 1573 出厂价及京东零售价（单位：元/瓶）



资料来源：Wind，长江证券研究所

【要闻动态跟踪】

表 9: 上周重点公告和行业新闻摘要

发布日期	公司代码	公司简称	公告内容
7.30	300146.SZ	汤臣倍健	1.公司发布2018年半年度报告, 2018年半年度实现营业收入21.70亿元, 同比增加45.95%, 实现归属于上市公司股东的净利润7.05亿元, 同比增长21.01%。2.公司董事会决定对离职人员喻鹏志先生的21万股限制性股票进行回购注销。本次回购注销完成后, 公司总股本将变更为14.68亿股。
7.31	600559.SH	老白干酒	公司发布2018半年度报告, 2018上半年度实现营业收入14.59亿元, 同比增加31.78%, 实现归属于上市公司股东的净利润1.24亿元, 同比增加194.16%。
	600600.SH	青岛啤酒	股东大会审议通过2017年度权益分派方案。以公司现有总股本13.51亿股为基数, 向全体股东每股派发现金红利人民币0.42元(含税), 共计派发现金红利人民币5.67亿元(含税)。
8.1	300146.SZ	汤臣倍健	汤臣倍健: 公司第四届董事会第十六次会议通过关于《汤臣倍健股份有限公司重大资产购买报告书(草案修订稿)》, 《汤臣倍健股份有限公司发行股份购买资产预案(修订稿)》及其摘要的议案, 以及《关于召开2018年第四次临时股东大会的议案》。
	600519.SH	贵州茅台	公司发布2018半年报告, 2018上半年度实现营业收入333.97亿元, 同比增长38.06%, 归属上市公司股东的净利润157.64亿元, 同比增长40.12%。
8.2	603345.SH	安井食品	公司获准向社会公开发行500万张可转换公司债券, 发行价格为每张按面值100元, 募集资金总额为人民币5亿元, 扣除各项发行费用人民币1265万元后的募集资金净额为人民币4.87亿元。
	600779.SH	水井坊	权益分派后, 2018年8月2日起, 要约收购价格由62元/股调整为61.38元/股。
	002582.SZ	好想你	公司拟对全资子公司郑州好想你实业有限公司进行存续分立, 完成后, 实业公司注册资本将由10,800万元减至8,800万元, 新注册成立的酒店管理公司注册资本为2,000万元。
8.3	603517.SH	绝味食品	“西安阿顺食品有限公司年产12,000吨酱卤食品加工建设项目”拟终止实施, 涉及募集资金698万元。
	002582.SZ	好想你	1、控股股东石聚彬解除质押2250万股, 质押3250万股。质押后, 累计质押公司股份数为1.08亿股, 占石聚彬先生个人持有股份总数的比例为68.61%, 占公司总股本的比例为20.99%。2、全资子公司参与投资1亿元产业基金——南通勋铭基金合伙企业(有限合伙)。
行业	日期	新闻内容	
乳制品	7.31	伊利股份拟收购巴基斯坦FFBL不超过51%的股份: 公司向巴基斯坦FFBL公司递交了投资意向函, 公司有意就向FFBL公司和其他股东收购FFBL公司的子公司Fauji Foods Limited不超过51%的有表决权股份或控制权进行谈判和讨论。(荷斯坦)	
	8.1	贝因美终止出售旗下奶牛场。*ST因美发布公告称, 终止向控股股东贝因美集团有限公司等关联方出售贝因美(安达)奶业有限公司100%股权及相关资产。除此之外, 贝因美方面还对盈利保壳做出表示, 首先将盈亏平衡点设置在15-20亿的营收。(荷斯坦)	
酒类	7.30	8月1日起, 多地包材再度涨价。日前, “中国酒类包装之都”郟城多家玻璃生产厂家发布调价通知, 对生产不同质量的玻璃瓶型每个涨价0.05-0.1元, 并从8月1日开始执行。部分企业表示调价的原因为原料上涨、环保运营成本增高等。由于酒瓶、成品纸、消费税等上调, 或将推动白酒企业对酒类的包装策略发生改变。(微酒)	
	7.30	坚定控价红线, 茅台拟9月前完成云商整改。近日茅台集团在成都召开四川省区经销商代表座谈会。会上, 茅台集团党委委员、副总经理、总会计师杨建军对四川经销商努力的成果做出肯定, 并指出经销商应进行适当转型, 同时坚守价格红线, 依法纳税。茅台云商必须在9月份之前做好整改。(酒说)	
	7.30	舍得发布两款中高端新品定价600+。近日舍得酒业在苏州举行新品陶醉酒发布会, 发布了300-500元中高端价格带的两款新品: 陶醉606和906, 主打“醇厚陈香”风格, 核心客户群体瞄准城市中产阶层和年轻消费群体。(酒业家)	

7.31	五粮液“百亿华东”目标完成近70%，提“万吨五粮液俱乐部”建设目标。华东五粮液经销商联谊会2018年半年工作会议召开。肯定了上半年百亿华东目标已经实现了近70%的完成率；品牌结构调整规划在良性推进；销售及消费氛围营造工作持续落实。同时，华东地区对未来两年提出规划，成为率先实现销售上万吨的区域营销中心。（微酒）
8.1	茅台系列酒半年40亿，同比增长60%，“双轮驱动”格局已成。今年上半年，茅台酱香系列酒实现营收39.93亿元，同比增长60%。值得注意的是，今年一季度，茅台酱香系列酒实现营收16.9亿元，也就是说，单二季度实现营收接近23亿，接近一季度的1.5倍，有行业人士判断，茅台酱香系列酒有望在今年冲刺百亿目标。（酒业家）
8.3	华润啤酒拟向喜力出售40%股份。华润啤酒发布公告，华润集团（啤酒）拟向喜力出售40%股份，对价243.5亿港元。华润创业拟以4.636亿欧元购买0.9%的喜力股份。（微酒）
8.3	2018年1-6月，全国酒类制造实现营收8202.59亿元，同比增长12.18%。其中，酒精制造、白酒制造、啤酒制造以及葡萄酒制造营收增速分别为7.47%、15.82%、7.5%、4.71%。（酒说）

资料来源：Wind，荷斯坦，酒业家，微酒，酒说，佳酿网，长江证券研究所

【大事提醒】

表 10: 未来两周大事提醒

(08/05)周日	(08/06)周一	(08/07)周二	(08/08)周三	(08/09)周四	(08/10)周五	(08/11)周六
	股东大会: 天润乳业	中报披露: 金徽酒	股东大会: 莫高股份		股东大会: 西部牧业	中报披露: 安记食品
	复牌: 麦趣尔	分红登记: 三元股份	中报披露: 洽洽食品		中报披露: 酒鬼酒	
			伊力特		盐津铺子	
			通葡股份			
			派息除权: 三元股份			
(08/12)周日	(08/13)周一	(08/14)周二	(08/15)周三	(08/16)周四	(08/17)周五	(08/18)周六
	股东大会: 黑芝麻		股东大会: 兰州黄河	中报披露: 口子窖	股东大会: 汤臣倍健	中报披露: 舍得酒业
			中报披露: 梅花生物	中报披露: 养元饮品	中报披露: 香飘飘	
			海天味业	双塔食品	安琪酵母	
			双汇发展	三全食品	*ST椰岛	

资料来源: Wind, 长江证券研究

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江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：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。