

## 行业展望

2023 年 3 月



## 中国酒类行业，2023 年 3 月

## 目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	10
结论	13

在消费升级背景下，白酒和啤酒市场量缩价升，产品结构持续升级，龙头企业品牌、渠道、产能等竞争优势凸显，盈利和获现能力良好，行业地位或将进一步稳固。整体来看，酒类企业偿债压力尚可，行业信用基本面保持稳定。

中国酒类行业的展望为稳定，中诚信国际认为，未来 12~18 个月该行业总体信用质量不会发生重大变化。

## 联络人

作者	
企业评级部	
孙 扃	010-66428877 shsun@ccxi.com.cn
夏金印	010-66428877 jyxia@ccxi.com.cn
刘彦迪	010-66428877 ydliu@ccxi.com.cn

## 其他联络人

王雅方	010-66428877 yfwang@ccxi.com.cn
龚天璇	010-66428877 txgong@ccxi.com.cn
杨傲镝	010-66428877 adyang@ccxi.com.cn

## 摘要：

- 2021 年，经济复苏为酒类消费提供了较好的环境，酒类企业业绩明显恢复，虽然 2022 年以来受到疫情和经济下行压力的扰动，酒类行业景气度仍持续向好。
- 近年来白酒行业量缩价升，产品结构持续升级，市场份额向优势产能和品牌集中，头部酒企品牌、产品、产能、渠道等优势持续凸显，行业地位或将进一步稳固，但区域中小型酒企经营情况值得关注。
- 啤酒行业集中度很高，近年来，在消费升级及消费观念转变的背景下，产品高端化为行业成长核心驱动力，产品结构或将进一步优化，但高端市场竞争日趋白热化；此外，啤酒企业拓展非啤业务的投资回报和成本管控情况有待关注。
- 2021 年以来，中高端白酒和啤酒企业保持良好的盈利能力，但需求结构上行对中低端白酒企业的业绩影响有待观察；酒类企业整体债务规模较低，偿债压力不大；集团型企业本部持有的优质上市公司股权可为偿债提供一定支持。

## 一、分析思路

酒类行业的信用基本面分析，以占行业收入和利润比例较高的白酒和啤酒为主要代表品类，通过品牌、渠道和产能等因素分析产品结构变化和行业竞争趋势，同时结合样本企业的收入规模、盈利水平、偿债能力等指标总结当前酒类行业的信用基本面情况，并得出对行业整体信用状况的判断。

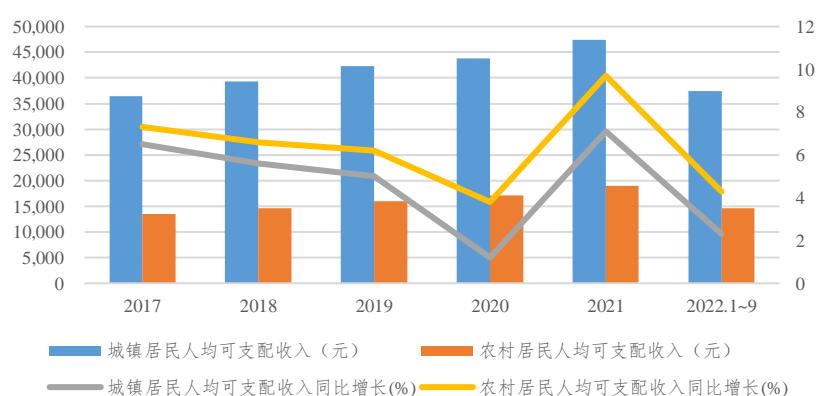
## 二、行业基本面

2021年，经济复苏为酒类消费提供了较好的环境，酒类企业业绩明显恢复，虽然2022年以来受到疫情和经济下行压力的扰动，酒类行业景气度仍持续向好

酒类的需求与人均收入水平等因素密切相关。2020年之前我国居民人均收入水平整体增速有所放缓，根据国家统计局数据，2021年我国居民人均可支配收入（扣除价格因素）在低基数基础上同比增长8.1%，收入增长恢复为酒类消费提供了较好的环境。2021年，我国酒、饮料和精制茶制造业工业生产者出厂价格指数增速持续保持同比增长态势，且全年酿酒行业规模以上企业收入及利润规模分别增长14.35%和30.86%。2022年以来，在经济增速放缓及疫情防控抑制消费需求的背景下，酒、饮料及精制茶制造业工业生产者出厂价格指数增速呈波动态势，但规模以上工业企业营业收入和利润总额增速保持稳定，整体来看，虽受上述因素扰动，酒类行业景气度仍持续向好。

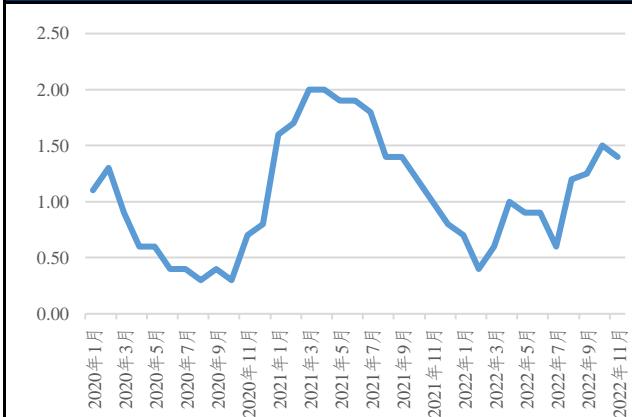
酒类细分品种分为白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒和其他酒类，其中，白酒和啤酒规模以上企业累计完成产品销售收入、利润和总产量占酿酒行业的比重分别约为90%、95%和80%，是酒类行业的代表品种。

图1：近年来我国城乡居民人均可支配收入情况



数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

图2: 酒、饮料和精制茶制造业工业生产者出厂价格指数  
同比增长率(%)



数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

图3: 近年来全国酿酒行业规模以上工业企业营业收入及利润总额  
情况



数据来源：中国酒业协会，中诚信国际整理

## 白酒

近年来，白酒行业量缩价升，产品结构持续升级，市场份额向优势产能和品牌集中，头部酒企品牌、产品、产能、渠道等优势持续凸显，行业地位稳固，但区域中小型酒企经营情况有待关注。

白酒是我国特有的酒种，可以分为酱香型、浓香型、清香型的三大香型，还有兼香型、凤香型等，近年来香型多元化趋势明显。从市场结构来看，我国白酒市场以浓香型为主，而在茅台等酱酒受到市场追捧影响下，自2019年起，酱香酒占有率快速提升。

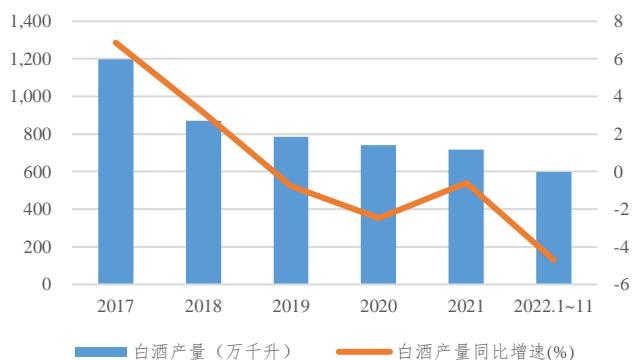
表1: 我国白酒香型主要分类

类型	风味特征	发酵工艺	代表品牌
酱香型	窖香浓郁，绵甜醇厚，香味协调，尾净爽口	高温大曲（60℃以上）原料清蒸，采用八次发酵八次蒸酒	贵州茅台、郎酒
浓香型	清香纯正，醇甜柔和，自然协调，余味净爽	中温大曲（55~60℃）采用万年糟发酵工艺	五粮液、泸州老窖、古井贡酒、迎驾贡酒、剑南春、今世缘、水井坊、伊力特、舍得酒、金徽酒
清香型	蜜香清雅，入口绵甜，落口爽净，回味怡畅	低温大曲（不得超过50℃）并用清蒸工艺，地缸发酵	山西汾酒、红星二锅头

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

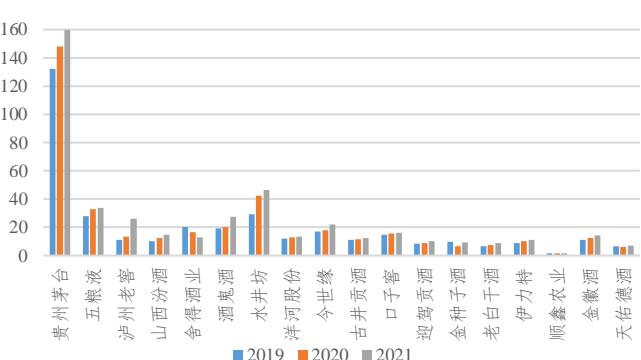
近年来，受经济环境和人口老龄化等因素共同影响，白酒行业增速逐步放缓。根据国家统计局数据，2021年我国规模以上白酒企业总产量为715.6万千升，同比下降3.4%，2022年1~11月，规模以上白酒企业产量降幅扩大至4.7%。2021年，我国规模以上白酒企业累计完成销售收入6,033.48亿元，同比增长18.60%；累计实现利润1,701.94亿元，同比增长32.95%，整体来看，白酒消费进入量减质升的发展阶段。

图4：近年来我国规模以上白酒（折65度）产量情况



数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

图5：近年来我国主要白酒企业吨价情况（元/吨）



数据来源：公司年报，中诚信国际整理

品牌是白酒企业竞争力的核心要素，而消费习惯逐渐成为影响白酒市场需求和价格变动的重要驱动因素。随着国家严控“三公”消费，政务商务白酒消费量大幅下降，个人消费需求占比持续提升，且白酒消费场景社交属性强，市场对好酒和名酒的偏好较高；贵州茅台、五粮液和泸州老窖兼具品牌、质量、历史文化底蕴，品牌壁垒强，占据了高端酒<sup>1</sup>95%左右的市场份额且市场竞争较为固化，近年来，飞天茅台、五粮液普五、泸州老窖1573出厂价格逐步提升，推动高端酒价格带上移。次高端市场扩容，近年来，次高端酒企和区域名酒企业着重打造300~800元产品，中高档产品占比扩大，但竞争较为激烈。中低端酒进入门槛较低，业内企业数量庞大，近年来各头部酒企陆续推出高线光瓶酒，并实施调价、推新和迭代升级等推动中低端酒价格上升至50~100元主流价格带。整体来看，尽管疫情对消费需求有所扰动，白酒市场稳健发展趋势不变，市场逐步由中低档向高档进行转换，主要头部酒企吨价上扬，且未来仍具提价空间。

目前我国白酒销售主要依靠经销模式，在疫情等外部因素推动下，部分酒企优化营销网络布局，增强供给需求平衡和价格管理能力，2021年经销商变动较大，其中泸州老窖、水井坊、洋河股份、金种子酒和老白干酒的经销商数量出现净减。同时，头部酒企还加大直销渠道的拓展力度，增强对终端的掌控，如贵州茅台于2022年3月重启了“i茅台”线上直销平台；五粮液于2022年将专卖店调整为直销模式，并大力推动企业团购。

在消费升级和品牌溢价能力趋强背景下，多数头部白酒企业受益，但受限于工艺或严格的自然条件限制，大部分高端酒存在产能瓶颈限制高端酒继续放量。近年来部分名优酒企逐步扩产，提前布局未来发展空间，提升基酒生产和存储能力，并通过生产工艺优化和设备智能化提升实现生产资源利用效率的最大化。

表2：2021年以来我国上市白酒企业产能扩充计划

时间	公司	扩充产能	投资规模
2021.07	古井贡酒	年产 6.66 万吨原酒	定增 50.00 亿元扩张项目
2021.09	酒鬼酒	年产 1.08 万吨馥郁香型基酒	投入 23.00 亿元扩产项目

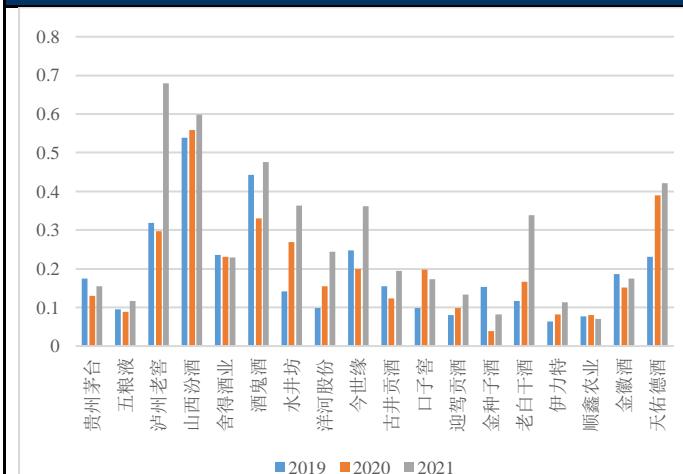
<sup>1</sup> 具体酒企分类请见附录一

2021.12	泸州老窖	年产 8.00 万吨基酒	总投资 47.83 亿元
2022.01	贵州茅台	年产 1.20 万吨系列酒制酒	投资 41.10 亿元扩产新项目
2022.02	五粮液	年产 10.00 万吨	拟投资 27.50 亿元对制曲车间进行扩能改造
2022.02	今世缘	年产 1.80 万吨浓香酒、2.00 万吨酱香酒	拟投资 90.76 亿元实施厂区智能化酿酒陈贮中心项目
2022.03	山西汾酒	年产 5.10 万吨原酒	拟投资 91.02 亿元建设实施汾酒 2030 技改原酒产能扩能项目
2022.04	舍得酒业	年产 6.00 万吨原酒	预计总投资 70.54 亿元建设增产扩能项目
2022.05	水井坊	年产 1.72 万吨基酒	投资总额预计 40.48 亿元建设“水井坊邛崃全产业链基地项目第二期”
2022.12	贵州茅台	年产 1.98 万吨茅台酒	投资 155.16 亿元扩产新项目

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

2019年~2020年，主要白酒企业成品酒库存水平整体控制良好；2021年，高端酒、次高端酒和区域龙头酒的合计销量约为93.92万千升<sup>2</sup>，成品酒库存约为28.20万千升，库存销量比约为0.30，同比2020年大幅上升。随着白酒消费量的下滑，叠加白酒企业大举扩产等因素影响，部分酒企成品酒库存高企<sup>3</sup>，白酒企业的库存去化情况有待关注。

图 6：近年来部分白酒企业库销比变化情况



注：库销比=成品酒库存/销量

数据来源：公司公告，中诚信国际整理

图 7：近年来规模以上白酒企业亏损情况



数据来源：国家统计局

中小地产酒品牌、渠道和产能优势较弱，市场份额被头部酒企挤占。2022年上半年，全国规模以上白酒企业数量下降至961家，较2021年末减少4家，市场出清仍在继续，此外，行业亏损面和亏损额持续扩大，亏损以中小地产酒为主，其中，分别受安徽省和甘肃省内中低端酒销售受到冲击影响，金种子酒和皇台酒2021年经营产生亏损。

2021年，市场监管总局发布《白酒工业术语》、《饮料酒术语和分类》两项国家标准（以下简称“新国标”），重新对白酒的定义进行了规范，一是明确白酒不得使用食品添加剂，将调香白酒从白酒分类中剔除，明确其属于配制酒；二是明确液态法白酒和固液法白酒不得使用非谷物食用酒精。2022年6月1日，白酒“新国标”正式实施，传统低档勾兑酒不再属于白酒，拉高行业门槛，淘汰低质产能，使得行业能够更好承接名优酒企释放的新产能，白酒龙头企业行业地位或将更加稳固。同时，依托原有的白酒主产地优势，贵州、四川、安徽等省

<sup>2</sup> 按照 1,000 升=0.9 吨换算

<sup>3</sup> 2021 年，泸州老窖成品酒库存大幅上升主要系黄舣酿酒生态园新产能释放后，中高端白酒生产计划调整影响

份着力打造产业集群，出台生态环境保护、白酒品质优化等监管措施，在市场总容量收缩的背景下，四川省和贵州省规模以上白酒企业产量分别同比增长3.7%和30.5%，白酒产区化趋势凸显，产区品牌和供应链红利或将增强区域内中小企业竞争优势。

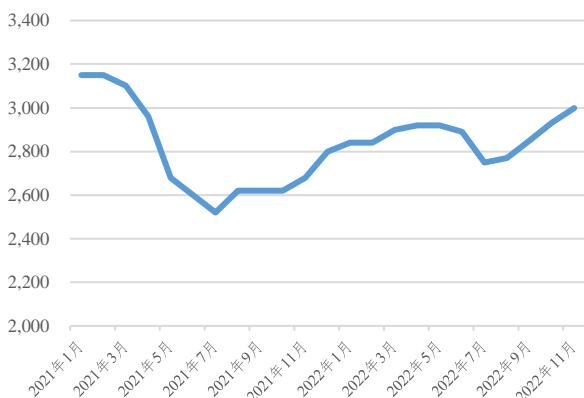
表3：2022年以来白酒行业相关政策

日期	部门与地区	名称	政策
2022.01	国务院	《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》	稳妥推进白酒企业营销体制改革；发挥赤水河流域酱香型白酒原产地和主产区优势，建设全国重要的白酒生产基地；科学推进赤水河流域等一体化保护修复；多次提及贵州白酒的发展，如稳妥推进白酒企业营销体制改革；发挥赤水河流域酱香型白酒原产地和主产区优势，建设全国重要的白酒生产基地。
2022.01	工业和信息化部	《关于加快现代轻工产业体系建设的指导意见(征求意见稿)》	要针对年轻消费群体、国外消费群体发展多样化、时尚化、个性化、低度化白酒产品。
2022.03	安徽省经济和信息化厅、省商务厅、省市场监管局	《关于促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》	重塑安徽白酒品牌，构建“品牌强、品质优、品种多、集群化”的安徽白酒产业发展体系，提升安徽白酒在全国的品牌影响力。
2022.04	工业和信息化部	《白酒质量安全追溯体系规范》	于2022年10月1日施行，进一步规范白酒流通环节质量标准门槛。
2022.06	全国白酒标准化技术委员会	《白酒工业术语》和《饮料酒术语和分类》两项国家标准	6月1日，白酒“新国标”正式实施，“新国标”对白酒、调香白酒等作出准确定义，对品类特点进行清晰化表达。市场上一些白酒在“新国标”实施后将不再能标注为“白酒”。
2022.10	国家市场监管总局、国家药监局、国家知识产权局	《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的实施方案》	支持贵州开展酱香型白酒质量提升行动，在贵州布局建设国家白酒产业计量测试中心，培育一批特色鲜明、优势突出的酱香型白酒生产企业品牌，助力贵州以赤水河流域酱香型白酒产业带为核心，建设全国重要白酒生产基地和世界级白酒产业集群。
2022.11	中国酒业协会、四川省经信厅	白酒成都产区高质量发展峰会	四川中国白酒金三角协会将充分发挥行业组织的引导推动、统筹协调作用，助力白酒成都产区高质量发展，支持水井坊等产区内的酒企不断做优、做强、做大，携手政府、行业、企业在成都打造“世界中国酒文化IP”，助力成都建设“世界酒文化中心”，助推中国酒业与四川优质白酒产业转型升级高质量发展。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

白酒的成本包括直接原料和直接人工，其中直接原料成本占营业成本的比例约为50%~80%。直接原料包括酿酒原材料和包装材料等，其中酿酒原材料主要为谷物，高粱占主导地位，其次为大米、小麦、糯米、玉米、大麦、青稞等，占直接原料采购成本的比例约为20%~50%；包装材料主要为玻璃瓶和纸。中诚信国际认为，2021年以来原材料价格有所波动，但白酒生产成本占头部白酒企业营业收入的比重相对较小，原材料价格波动对其影响有限，但对区域中小型酒企的成本管控能力提出更高要求。

图 8: 2021 年以来我国高粱价格走势 (元/吨)



数据来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

图 9: 2021 年以来我国箱板纸、瓦楞纸和玻璃价格走势



数据来源: iFinD, 纸业网, 中诚信国际整理

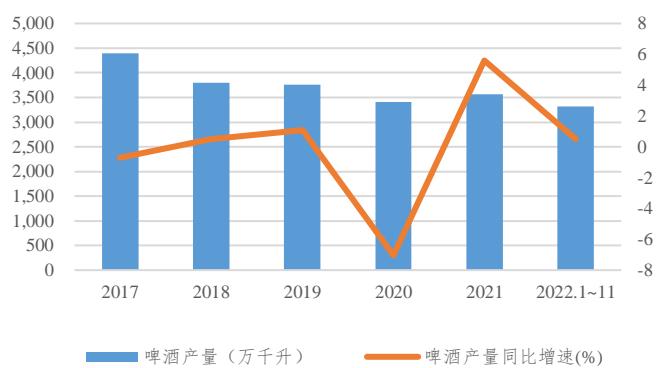
整体来看, 近年来白酒行业市场容量缩减, 在消费升级的背景下, 产品结构持续升级, 市场份额逐步向优势产能和品牌集中, 未来白酒行业发展或将继续呈量缩价升态势。在高端市场格局稳定、次高端市场扩容但竞争者众多、中低端市场竞争激烈的行业背景下, 头部酒企品牌、产品、产能、渠道等优势持续凸显, 行业地位进一步稳固, 区域中小型酒企经营情况有待关注。

## 啤酒

啤酒行业集中度很高, 近年来, 在消费升级及消费观念转变的背景下, 产品结构高端化为行业成长核心驱动力, 产品结构或将进一步优化, 但高端市场竞争日趋白热化; 此外, 啤酒企业拓展非啤酒业务的投资回报和成本管控情况有待关注。

2014年以来, 我国啤酒市场由高速扩张进入成熟期, 近年来全国啤酒规模以上企业产量整体呈波动下降态势, 其中, 2020年, 我国啤酒产量大幅下滑, 主要系新冠疫情等使得消费需求下降所致。2021年随着新冠疫情的冲击减弱等因素影响, 啤酒消费场景逐渐恢复, 根据国家统计局数据, 我国规模以上啤酒企业全年实现总产量为3,562.4万千升, 同比增长5.6%, 但仍未恢复至2019年水平。2022年1~11月, 受区域性疫情反复等因素影响, 现饮消费下行, 但在夏季高温天气影响下需求良好, 当期全国规模以上啤酒企业总产量为3,312.3万千升, 同比小幅回升0.5%。

图 10：近年来全国啤酒规模以上企业产量情况



数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

由于啤酒产销呈现明显季节性，每年夏季及节假日为啤酒销售旺季，加之啤酒运输半径受限影响，行业整体产能利用率较低。我国啤酒企业早期通过兼并重组实现全国化布局，存在产能落后和产能利用率低等问题，2016年起龙头企业先后关停低效产能以解决产能过剩问题，至2021年其产能利用率已有所上升，如华润啤酒产能利用率<sup>4</sup>从2019年的55.81%上升至60%，青岛啤酒产能利用率从2017年的51.01%上升至55%，但其运营效率与百威英博等国际巨头啤酒企业仍存在较大差距，我国啤酒行业未来仍具技改空间。

表 4：中国主要啤酒企业产能情况（万千升）

公司名称	2020 实际产能	2021 实际产能	2021 年关停工厂	在建产能
百威亚太	811*	879*	--	福建省莆田市精酿啤酒厂，预期成为亚洲最大的酿酒厂，总产能提升至 200 万千升。
华润啤酒	1,110*	1,106*	关闭辽宁、江苏、安徽、四川等区域 5 家工厂	安徽蚌埠工厂产能 80 万千升搬迁新建项目、四川凉山工厂产能 40 万千升搬迁新建项目、杭州喜力工厂产能 20 万千升产能升级改造项目、贵州黔南工厂产能 20 万千升罐装线项目、山东济南一期产能 70 万千升新建项目、湖南工厂每小时 6 万罐罐装生产线项目、福建省厦门工厂产能 40 万千升新建项目等。
青岛啤酒	934	949	关闭 2 家工厂	青岛啤酒智慧产业园 120 万千升扩建项目总投资 5.85 亿元，建成后新增产能 20 万千升/年。
重庆啤酒	211	234	--	佛山新建产能项目固定资产投资约为 10.30 亿元，新增年产 50 万千升啤酒的产能。
燕京啤酒	620	620	关停部分子公司生产能力	河北燕京啤酒有限公司年产啤酒 20 万千升提质增效技改项目等。
珠江啤酒	120*	128*	--	东莞珠啤新增年产 30 万千升酿造及 10 万千升灌装啤酒项目（现名为东莞珠啤扩建工程项目）、湛江珠啤新增年产 20 万千升啤酒项目等。
惠泉啤酒	55	55	--	无。

注：带“\*”指标无实际产能数据，为销量数据。

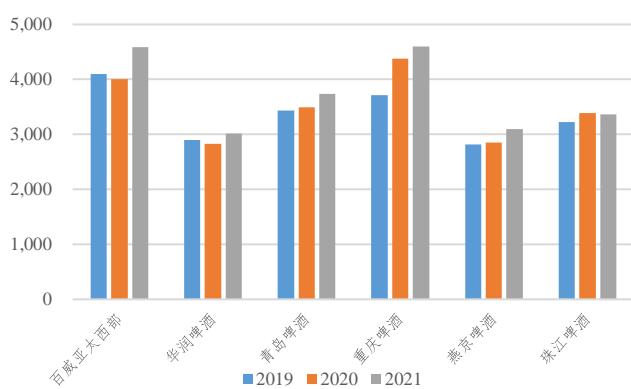
资料来源：公司年报，中诚信国际整理

产品方面，2021年以来，随着城市中产和年轻一代消费水平上升，我国啤酒销售继续呈现产品结构高端化趋势，主要啤酒企业吨价均有所提升。国内啤酒产品消费加速升级，头部啤酒品牌在精酿、无醇等细分赛道不断推出高端化新产品，培育大单品，进而塑造议价能力。销售渠道方面，我国啤酒销售主要依赖于经销商渠道，2021年以来啤酒企业调整渠道结构，培育大经销商，并通过数字化等方式为经销商赋能。此外，随着电商和自媒体的普及，啤酒企业除传统官方商城外，进一步推进O2O、团购等业务，2022年世界杯期间，电商渠道销售规模快速提升。终端渠道方面，现饮渠道和非现饮渠道占比基本相当，高端啤酒主要依赖于现

<sup>4</sup> 产能利用率=年产量/年设计产能。

饮渠道进行推广和销售，高端餐饮和夜店等现饮消费场景溢价率较高，2021年以来受疫情影响，现饮消费场景受限，疫情管控政策调整后现饮渠道恢复情况及其对高端啤酒销售的拉动效果值得关注。

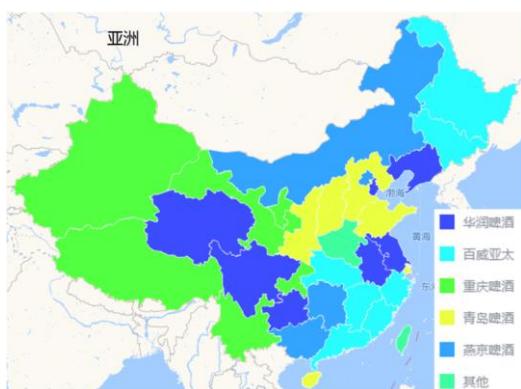
图 11：中国主要啤酒企业吨价情况（元/吨）



注：百威亚太西部包括中国、印度、越南和亚太地区其他地区

数据来源：公司年报，中诚信国际整理

图 12：我国啤酒企业优势区域分布情况



数据来源：公开资料，中诚信国际整理

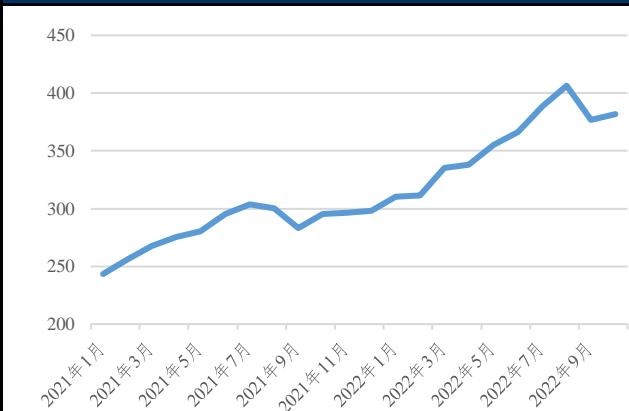
从我国啤酒市场格局情况来看，经过前期兼并重组的完成和落后产能的淘汰，我国啤酒行业集中度已实现大幅提升，目前中国前六大啤酒企业（包括百威亚太、华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒和珠江啤酒）已占市场超85%的份额，全国主要消费区域的市场竞争格局基本稳定，均由1~2个品牌主导，行业集中度很高。具体来看，华润啤酒凭借其较强的分销能力在低端市场占有优势，以辽宁、安徽、江苏、青海等为主要基地市场；百威亚太在中高端市场的市占率超过35%，在福建、广东、江西等区域优势明显；青岛啤酒凭借其良好的品牌声誉，在中高端和低端市场的市占率均位于前列，且在山东等沿黄河流域的市场地位较高。整体来看，啤酒市场进入存量竞争阶段，产品结构高端化已成为行业成长核心驱动力，未来高端市场竞争将日趋白热化。

在啤酒竞争格局基本稳定的背景下，增量空间有限，各啤酒企业拓展非啤酒业务。2021年以来，华润啤酒收购山东景芝白酒40%股权和贵州金沙酒业55.19%股权；百威中国推出“浮起”起泡茶酒，获得奥地利红牛在中国大陆地区的独家经销权，收购低度果酒“贝瑞甜心”；重庆啤酒引入夏日纷果酒。非啤酒业务的拓展有利于丰富产品矩阵，实现产品渠道共享，并扩大公司利润来源，但其跨领域管理和投资回报情况有待关注。

啤酒的成本主要包括直接材料和直接人工，直接材料包括原材料和包装材料等，其中原材料主要为大麦麦芽、啤酒花、酵母和水，占成本的比例约为20%；包装材料主要为纸箱、铝、玻璃等，占成本的比例约为45%，近年来铝罐包装产品因方便运输占比持续增加，2021年铝罐采购成本占总采购金额占比约25%。2021年，受大宗商品上涨、海运成本提升等因素影响，进口大麦价格震荡上行；纸箱、铝和玻璃价格均呈上涨态势；人工成本亦同比增长。2022年以来，俄乌冲突爆发，全球大麦供应紧缩，进口大麦价格高位震荡，对啤酒生产企业的原材料成本控制能力提出较高要求。中诚信国际认为，大麦价格持续上涨且依赖进口，包装材料价

格亦持续波动，对啤酒企业成本和汇率波动的管控能力提出更高要求。

图 13: 2021 年以来我国大麦进口价格走势 (美元/吨)



数据来源: iFinD, 中诚信国际整理

图 14: 2021 年以来我国铝价格走势 (元/吨)



数据来源: Choice, 中诚信国际整理

整体来看，在消费升级及消费观念转变等因素影响下，啤酒产品结构高端化为行业成长核心驱动力，高端市场竞争日趋白热化，未来产品结构或将进一步提升。在啤酒行业集中度很高，竞争格局稳定的背景下，部分啤酒企业拓展非啤酒业务，但其跨领域管理和投资回报情况有待关注。此外，2021年以来，大麦价格快速上扬，包装材料价格持续波动，对啤酒企业的成本管控能力提出更高要求。

## 其他酒类

黄酒历史悠久，受传统饮用习惯影响，生产和销售地域特征明显，主要集中在江浙沪地区，近年来逐步拓展至山东、陕西等区域，但全国化布局缓慢，区域市场竞争较为激烈。黄酒行业进入成熟阶段，总产量较为稳定，经过前期的收购兼并，产业集中度显著提高，其中古越龙山、会稽山和金枫酒业具有较强的品牌和原酒储备优势。黄酒产品品规众多，价格区间较窄，在消费升级背景下，部分龙头酒企开拓中高端酒市场，但受市场总量有限影响，整体结构升级速度明显弱于白酒和啤酒行业。

我国葡萄酒消费习惯尚未完全形成，近年来葡萄酒受其他酒品类挤压、疫情期间餐饮消费场景缺失等因素影响，整体消费需求疲软，进口和国产葡萄酒产量均有所收缩，根据国家统计局和中国海关总署数据，2022年，中国葡萄酒产量为21.4万千升，同比下降21.9%，但降幅较2021年有所放缓；葡萄酒进口量为3.37亿升，同比下降21.1%。近年来行业竞争激烈，国内葡萄酒品牌建设尚需时间，上市企业营收增长缓慢，部分企业经营亏损，葡萄酒企整体经营承压。新疆、宁夏等主产区政府采用产业发展基金、产区环境保护等方式支持产区化发展，同时，酒企探索“文旅+”、调整产品策略等发展路径，葡萄酒企经营改善情况有待关注。

## 三、 行业财务表现

2021 年以来，中高端白酒和啤酒龙头企业保持良好的盈利和获现能力，但需求结构上行对中低端

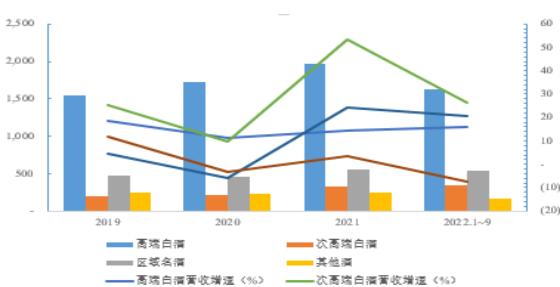
白酒企业的业绩影响有待观察；酒类企业整体债务规模较低，偿债压力不大；集团型企业本部持有的优质上市公司股权可为其偿债提供一定支持

本报告所研究的样本企业覆盖国内绝大多数的白酒和啤酒行业上市公司和存续期内发债企业，共选取38家样本企业，其中以酒生产和销售为主营业务的公司30家（包括高端白酒3家、次高端白酒4家、区域名酒6家和其他（中低端酒）白酒7家、啤酒10家）及集团型企业8家。

**盈利方面**，白酒企业方面，2019~2021年，行业集中度上升、产品结构升级及区域扩张等因素影响下，样本企业合计收入保持上升态势；2022年以来，受疫情等因素影响，白酒需求受到抑制，样本企业收入增速均呈下降态势。各白酒板块走势有所分化，其中，高端酒样本企业韧性凸显；次高端酒增速虽受疫情等因素影响有所波动，但仍保持最高水平；区域名酒受所在地消费变化影响较大，整体增速低于次高端酒企；以区域中低端为主的其他酒企收入增速呈下降态势。从毛利率角度来看，白酒产品结构与产品溢价空间呈正比，同时受益于消费升级，毛利率均呈上升态势。销售费用率方面，近年来，中高端酒企的销售费用控制情况良好，费用率呈下降态势，而其他酒企因行业竞争加剧影响，持续增加推广和营销费用，近年来销售费用率持续上升。整体来看，中高端酒企普遍保持良好的盈利能力，而低端酒企面临一定压力。

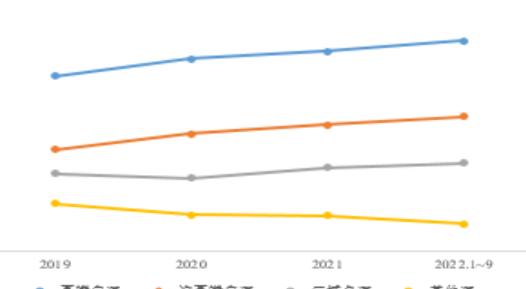
啤酒方面，2021年，伴随着疫情影响减退及消费升级因素影响，头部啤酒企业如青岛啤酒、华润啤酒等纷纷通过实行高端化战略，提升中高端啤酒的销售占比，并主动提价，带动啤酒板块在上年低基数基础上营收实现快速增长；2022年前三季度，在夏季高温影响下，增速保持较高水平。毛利率和费用方面，受益于产品结构升级，2021年主营业务盈利能力有所提升，但为抢占市场，各啤酒企业加大产品宣传和促销力度，宣传费用和职工薪酬快速增加，销售费用对利润产生一定侵蚀；2022年前三季度，啤酒样本企业成本压力加大，主营业务盈利能力有所减弱。啤酒样本企业净利润在产品结构优化带动下，增速明显优于收入增速。

图 15：近年来白酒样本企业营收规模及增速（亿元）

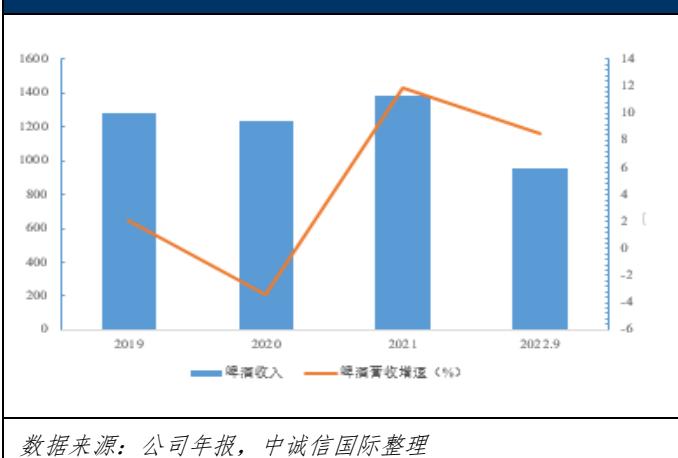


数据来源：公司年报，中诚信国际整理

图 16：近年来白酒样本企业毛销差（%）



数据来源：公司年报，中诚信国际整理

图 17: 近年来啤酒样本企业营业收入<sup>5</sup>和增速(亿元、%)

数据来源：公司年报，中诚信国际整理

图 18: 近年来啤酒样本企业毛销差(%)



数据来源：公司年报，中诚信国际整理

**获现能力及杠杆水平方面**，中高端白酒及龙头啤酒样本企业对渠道掌控力很强，获现能力良好，预收账款<sup>6</sup>规模较大。因良好的获现和盈利能力，样本企业融资需求小，总资本化水平很低。**资本开支方面**，2021年以来白酒和啤酒板块资本开支均同比增长，其投资需求或有所加大，但考虑到酒企充沛的现金流及货币资金，且样本企业拥有直接融资渠道，资本支出压力相对可控。此外，白酒和啤酒板块分红政策较为激进，2021年分红规模占当期净利润的平均比率为40%，税收规模亦较大，其分红和税收对当地经济和政府财政收入形成一定贡献。

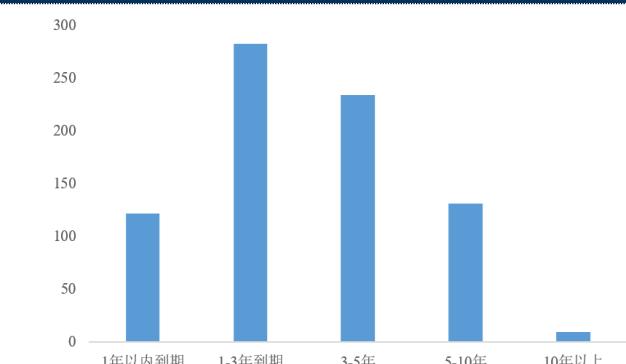
截至2022年末，酒类及相关集团型企业存续债券主体共10家，存续债券规模合计778.01亿元。从发行主体业务类型来看，发行主体中仅2家为白酒上市公司，其余8家均为集团型企业。除酒类业务外，集团型样本企业盈利对上市酒企依赖度很高，非酒类业务普遍盈利及获现水平不佳，同时部分企业承担政府融资职能，资金拆借规模大，回收情况较差。近年来，集团型企业对外融资规模持续增大但其货币资金主要分布于下属上市酒企，导致本部财务杠杆水平明显高于合并口径，偿债指标明显弱于合并口径。但集团型企业持有优质上市公司股权，且持有的上市公司股权大部分未被质押，对集团型样本企业本部未来融资能力形成较好的支持。

从发行主体信用等级来看，级别为AAA的发行主体共5家，合计规模为674.07亿元，占存续债券规模的86.64%。从企业类型来看，发行主体均为地方国有企业。债券到期时间方面，目前在一年以内到期存续债券规模占比较小，大部分债券到期时间在1~5年。总体来说，多数发债主体信用等级较高、资质较好，整体短期偿债压力较小。

<sup>5</sup>因华润啤酒和生力啤酒营业收入、毛利率和销售费用率数据缺失，2022年前三季度营业收入、毛销差数据不包含上述企业。

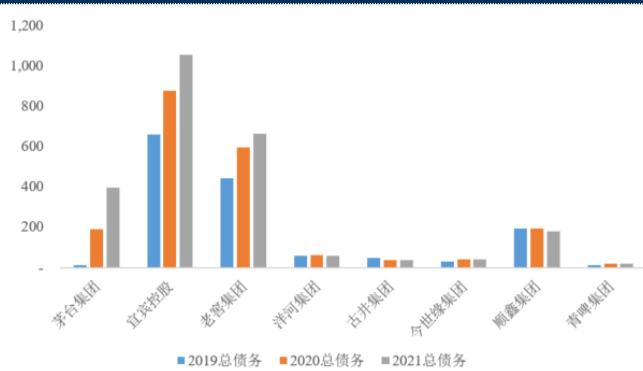
<sup>6</sup>中诚信国际统计的预收账款为财务报表预收账款科目与合同负债科目之和。

图 19：截至 2022 年末样本企业存续债券到期时间分布（亿元）



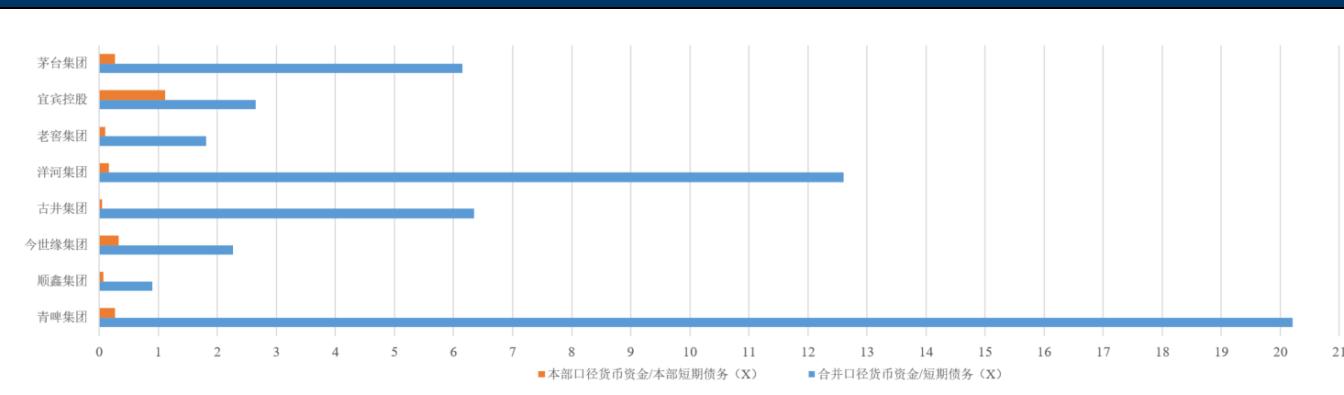
数据来源：公司年报，中诚信国际整理

图 20：集团型企业近年来债务变化情况（亿元）



数据来源：公司年报，中诚信国际整理

图 21：集团型企业 2021 年合并口径与本部口径货币资金/短期债务（X）



数据来源：公司年报，中诚信国际整理

整体来看，中高端白酒及龙头啤酒样本企业在消费升级背景下，产品结构优化带动收入水平和盈利能力提升，获现能力保持较好水平，但疫情反复和成本压力对啤酒企业以及需求结构上行对中低端白酒企业的业绩影响有待观察。白酒及啤酒企业整体债务规模小，集团型企业本部债务压力明显较大，但持有的优质上市公司股权可为偿债提供一定支持。

#### 四、结 论

近年来酒类行业呈量缩价升态势，产品结构高端化为行业成长核心驱动力，头部酒企品牌、产品、产能、渠道等优势持续凸显，行业地位进一步稳固。2021年，经济复苏为酒类消费提供了较好的环境，酒类企业业绩明显恢复，虽然2022年以来受到疫情和经济下行压力的扰动，酒类行业景气度仍持续向好，未来酒类行业整体消费量或将保持稳中有降态势，产品结构继续升级。在此背景下，近年来中高端白酒和啤酒龙头企业保持良好的盈利能力，但需求结构上行对中低端白酒企业的业绩影响有待观察。酒类企业整体债务规模较低，偿债压力不大，而集团型企业本部债务压力明显大于合并口径，但持有的优质上市公司股权可为偿债提供一定支持。

## 附表一：样本企业概况

板块	企业名称	简称
高端白酒	贵州茅台酒股份有限公司	茅台
	宜宾五粮液股份有限公司	五粮液
	泸州老窖股份有限公司	泸州老窖
次高端白酒	山西杏花村汾酒厂股份有限公司	山西汾酒
	舍得酒业股份有限公司	舍得酒业
	四川水井坊股份有限公司	水井坊
	酒鬼酒股份有限公司	酒鬼酒
区域名酒	江苏洋河酒厂股份有限公司	洋河酒
	安徽古井贡酒股份有限公司	古井贡酒
	江苏今世缘酒业股份有限公司	今世缘
	安徽口子酒业股份有限公司	口子酒
	安徽迎驾贡酒股份有限公司	迎驾贡酒
	安徽金种子酒业股份有限公司	金种子
其他	北京顺鑫农业股份有限公司	顺鑫农业
	河北衡水老白干酒业股份有限公司	老白干
	新疆伊力特实业股份有限公司	伊力特
	金徽酒股份有限公司	金徽酒
	青海互助天佑德青稞酒股份有限公司	青稞酒
	上海贵酒股份有限公司	贵酒
	甘肃肃业股份有限公司	皇台酒业
啤酒	百威啤酒亚太控股有限公司	百威啤酒
	华润啤酒(控股)有限公司	华润啤酒
	青岛啤酒股份有限公司	青岛啤酒
	重庆啤酒股份有限公司	重庆啤酒
	北京燕京啤酒股份有限公司	燕京啤酒
	广州珠江啤酒股份有限公司	珠江啤酒
	福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司	惠泉啤酒
	香港生力啤酒厂有限公司	生力啤酒
	西藏发展股份有限公司	西发
	兰州黄河企业股份有限公司	兰州黄河
集团型企业	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	茅台集团
	宜宾发展控股集团有限公司	宜宾控股
	泸州老窖集团有限责任公司	老窖集团
	江苏洋河集团有限公司	洋河集团
	安徽古井集团有限责任公司	古井集团
	今世缘集团有限公司	今世缘集团
	北京顺鑫控股集团有限公司	顺鑫集团
	青岛啤酒集团有限公司	青啤集团

## 附表二：样本企业部分财务数据

公司简称	营业收入(亿元)				净利润(亿元)			
	2019	2020	2021	2022.1~9	2019	2020	2021	2022.1~9
茅台	888.54	979.93	1,094.64	897.86	439.70	495.23	557.21	463.14
五粮液	501.18	573.21	662.09	557.80	182.28	209.13	245.07	209.60
泸州老窖	158.17	166.53	206.42	175.25	46.42	59.59	79.37	82.69
山西汾酒	118.80	139.90	199.71	221.44	20.54	31.16	53.90	71.53
舍得酒业	26.50	27.04	49.69	46.17	5.38	6.07	12.71	12.13
水井坊	35.39	30.06	46.32	37.71	8.26	7.31	11.99	10.55
酒鬼酒	15.12	18.26	34.14	34.86	2.99	4.92	8.93	9.72
洋河酒	231.26	211.01	253.50	264.83	73.86	74.85	75.13	90.78
古井贡酒	104.17	102.92	132.70	127.65	21.58	18.48	23.74	27.09
今世缘	48.74	51.22	64.08	65.18	14.58	15.67	20.29	20.81
口子酒	46.72	40.11	50.29	37.62	17.20	12.76	17.27	12.02
迎驾贡酒	37.77	34.52	45.77	38.92	9.32	9.57	13.87	12.09
金种子	9.14	10.38	12.11	8.15	-2.04	0.71	-1.65	-1.34
顺鑫农业	149.00	155.11	148.69	91.06	8.18	4.26	1.05	0.11
老白干	40.30	35.98	40.27	34.55	4.04	3.13	3.89	5.33
伊力特	23.02	18.02	19.38	13.07	4.58	3.41	3.21	1.48
金徽酒	16.34	17.31	17.88	15.61	2.71	3.31	3.25	2.14
青稞酒	12.54	7.64	10.54	7.90	0.22	-1.25	0.59	0.98
贵酒	1.09	0.80	6.03	7.87	0.12	0.08	0.71	0.63
皇台酒业	0.99	1.02	0.91	1.04	0.68	0.33	-0.14	0.04
百威亚太	456.66	364.61	432.78	377.21	63.34	35.04	62.55	67.52
华润啤酒	331.90	314.48	333.87	--	13.10	20.94	45.90	--
青岛啤酒	279.84	277.60	301.67	291.10	19.29	23.27	32.56	43.66
重庆啤酒	35.82	109.42	131.19	121.83	7.29	17.52	23.99	24.01
燕京啤酒	114.68	109.28	119.61	113.22	2.63	2.85	2.93	8.16
珠江啤酒	42.44	42.49	45.38	41.11	5.12	5.86	6.27	5.80
惠泉啤酒	5.63	6.14	5.82	5.49	0.20	0.29	0.31	0.49
生力啤酒	5.20	4.68	4.87	--	0.07	0.12	0.18	--
西发	3.18	4.05	3.93	2.15	-3.05	0.45	0.09	-0.40
兰州黄河	4.55	3.07	3.09	2.18	0.03	-0.52	0.24	-0.18
茅台集团	1,003.10	1,142.48	1,326.24	--	471.86	551.19	633.84	--
宜宾控股	1,169.20	1,371.07	1,435.81	1,039.63	192.67	213.98	248.68	209.76
老窖集团	452.82	546.88	720.22	576.34	54.13	84.09	106.64	93.89
洋河集团	232.87	213.48	256.97	267.37	74.41	76.01	75.50	92.04
古井集团	113.84	110.91	141.24	134.48	15.38	18.02	22.08	26.41
今世缘集团	48.86	51.35	64.13	65.27	13.76	14.42	19.35	20.76
顺鑫集团	313.95	330.06	320.19	210.79	5.13	2.74	0.46	-3.31
青啤集团	286.65	291.01	324.48	309.18	19.94	23.95	33.64	42.76

## 附表二（续）：样本企业部分财务数据

公司简称	总资本化比率(%)				经营性净现金流/短期债务(X)			
	2019	2020	2021	2022.1~9	2019	2020	2021	2022.1~9
茅台	0.00	0.00	0.05	0.05	∞	∞	613.77	82.72
五粮液	0.55	0.86	1.20	1.12	55.10	19.25	21.73	8.70
泸州老窖	11.30	15.28	12.66	11.21	∞	25.41	89.31	103.27
山西汾酒	9.00	7.84	6.29	3.69	4.08	2.35	7.31	10.31
舍得酒业	24.62	14.83	5.20	7.45	0.63	1.51	8.13	2.20
水井坊	6.75	6.53	1.21	1.61	5.67	5.67	50.51	20.60
酒鬼酒	0.02	0.00	0.05	0.27	795.31	∞	925.13	51.38
洋河酒	0.00	0.00	0.09	0.08	∞	∞	398.85	-25.12
古井贡酒	6.94	2.53	1.95	1.03	0.27	17.16	30.85	45.00
今世缘	1.09	5.66	1.45	5.27	16.53	2.26	22.15	3.72
口子酒	6.05	6.00	6.11	5.06	2.87	1.08	1.46	0.11
迎驾贡酒	3.57	3.49	2.62	4.64	5.25	3.91	9.43	2.64
金种子	1.25	1.98	4.88	1.14	-4.87	-2.74	-3.24	-15.04
顺鑫农业	47.79	48.10	46.87	47.79	0.26	0.34	-0.08	-0.20
老白干	13.18	11.07	5.94	0.48	0.76	1.27	4.79	37.25
伊力特	19.52	6.68	4.77	4.87	∞	∞	∞	-71.19
金徽酒	1.74	0.79	0.58	2.39	8.22	15.32	16.05	0.49
青稞酒	4.07	5.66	5.53	3.99	-1.08	-0.59	0.46	0.03
贵酒	0.36	0.00	0.45	5.76	-26.58	∞	89.71	0.09
皇台酒业	46.10	27.23	29.13	28.67	-0.12	∞	-0.04	-0.02
百威亚太	3.07	2.14	1.80	--	4.84	6.57	12.69	--
华润啤酒	3.54	0.93	0.53	--	6.82	53.98	70.35	--
青岛啤酒	2.52	4.02	1.91	2.15	7.82	5.54	13.02	10.16
重庆啤酒	0.20	36.27	0.71	0.47	235.75	6.99	159.76	197.48
燕京啤酒	0.36	0.00	0.15	7.07	31.49	∞	76.64	2.41
珠江啤酒	7.55	13.62	14.10	14.83	1.08	0.75	0.59	0.81
惠泉啤酒	0.00	0.00	0.00	0.00	∞	∞	∞	∞
生力啤酒	16.66	14.61	7.46	--	0.72	0.83	0.87	--
西发	1.35	1.18	1.15	1.29	∞	∞	∞	∞
兰州黄河	7.88	8.77	4.84	2.33	-0.15	-0.26	-4.08	1.61
茅台集团	0.73	8.22	14.39	--	75.80	11.21	7.14	--
宜宾控股	29.78	33.62	35.06	36.38	0.92	0.56	0.70	0.22
老窖集团	50.77	54.82	54.20	52.99	0.32	-0.01	0.51	0.14
洋河集团	13.35	13.75	11.32	14.06	6.64	2.51	8.59	-0.70
古井集团	31.69	24.55	16.67	13.41	0.23	1.82	2.71	3.63
今世缘集团	27.12	31.23	29.06	33.57	2.44	0.86	1.51	1.31
顺鑫集团	71.84	69.00	67.76	72.06	0.03	0.10	0.02	-0.07
青啤集团	5.92	7.55	6.68	9.37	7.57	3.85	7.45	3.30

注：财务数据均由中诚信国际根据公开披露数据整理；由于部分企业无短期债务，其相关指标以“∞”标识；部分企业三季度财务数据未披露，其相关指标以“--”标识。

### 附表三：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来12~18个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来12~18个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来12~18个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来12~18个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来12~18个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来12~18个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来12~18个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人做出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
孙抒	企业评级部	助理总监
夏金印	企业评级部	分析师
刘彦迪	企业评级部	分析师

中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址：北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号  
银河 SOHO5 号楼  
邮编：100010  
电话：（86010）66428877  
传真：（86010）66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD  
ADD: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane,  
Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing  
PRC, 100010 Beijing, PRC. 100010  
TEL: (86010) 66428877  
FAX: (86010) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>