

## 行业展望

2024年1月

## 中国酒类行业展望，2024年1月

## 目录

要点	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	9
结论	11

白酒行业受需求不足影响，景气度持续承压，短期内库存去化压力仍存，行业将在竞争中分化前行；啤酒行业市场格局基本稳定，在成本下行利好下，持续稳健发展。整体来看，宏观经济波动对酒类消费产生明显扰动，但酿酒企业业绩韧性仍存，酒类企业偿债指标较优，行业信用基本面保持稳定。

*中国酒类行业展望维持稳定，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。*

## 要点

- 酒行业的需求与宏观经济情况及人均收入水平等因素密切相关，近年来，受经济复苏偏缓和消费者信心不足等因素影响，酒行业CPI增速持续下滑，但酿酒企业收入和利润仍总体保持增长，业绩韧性仍存。
- 2023年白酒行业在需求支撑不足的影响下，景气度持续探底，库存去化纵贯全年，渠道销售持续承压，白酒企业主动通过多种手段拓展客群，市场竞争愈发激烈，马太效应更为突出，资源持续向名优企业和区域龙头集中。2024年白酒行业仍然面临较大的库存压力，行业竞争强度将延续，分化格局或更为凸显。
- 啤酒行业集中度进一步提高并处于量稳价升的存量竞争时代，产品结构高端化发展仍是行业成长核心驱动力，2023年原材料成本下行利好行业发展，预计2024年啤酒行业仍将稳定向好发展。
- 2023年以来，样本酒企总体保持良好的盈利和获现能力，其中白酒企业受市场需求变化的影响持续分化，高端白酒表现依旧稳健，次高端酒内部明显分化且总体增速放缓，区域名酒业绩增速高；啤酒企业在量价齐升及成本下行综合影响下，业绩表现较好。酒类企业整体债务较低，偿债指标较优；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。2024年，酒类企业总体经营业绩预计仍将延续韧性，白酒企业财务表现将进一步分化，啤酒企业将保持稳定。

## 联络人

## 作者

## 企业评级二部

肖瀚 027-87339288  
hxiao@ccxi.com.cn

杜志英 027-87339288  
zhydu@ccxi.com.cn

## 其他联络人

龚天璇 027-87339288  
txgong@ccxi.com.cn

## 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，通过生产、原材料供应、品牌、渠道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。

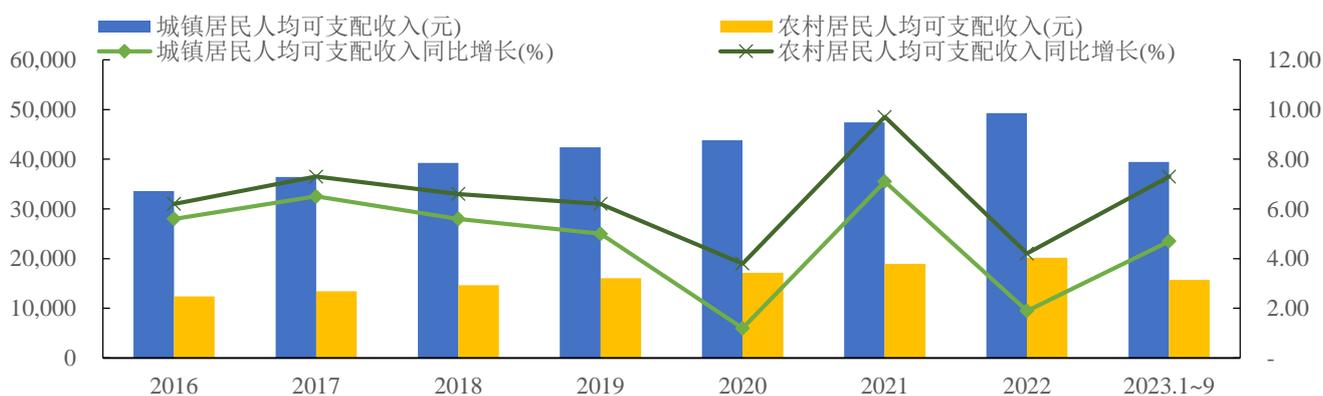
## 二、行业基本面

酒行业的需求与宏观经济情况及人均收入水平等因素密切相关，近年来，受经济复苏偏缓和消费者信心不足等因素影响，酒行业CPI增速持续下滑，但酿酒企业收入和利润仍总体保持增长，业绩韧性仍存。

根据国家统计局数据，2022年我国GDP和居民人均可支配收入（扣除价格因素）增速仅为3.0%和2.9%，宏观经济修复受阻以及收入增速放缓使得消费者信心明显下滑，对酒类CPI指数增速产生扰动，当年酿酒行业规模以上企业收入及利润规模保持增长但增速有所回落。2023年以来，在经济弱复苏及消费信心不足的背景下，酒类CPI同比增速持续下滑，2023年1~11月酒、饮料和精制茶制造业规模以上企业收入同比增长6.6%，利润总额同比增长6.1%。整体来看，酒类行业景气度受宏观经济影响有所承压但酿酒行业企业报表端表现仍能保持增长。

酒类细分品种分为白酒、啤酒、黄酒、葡萄酒和其他酒类，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



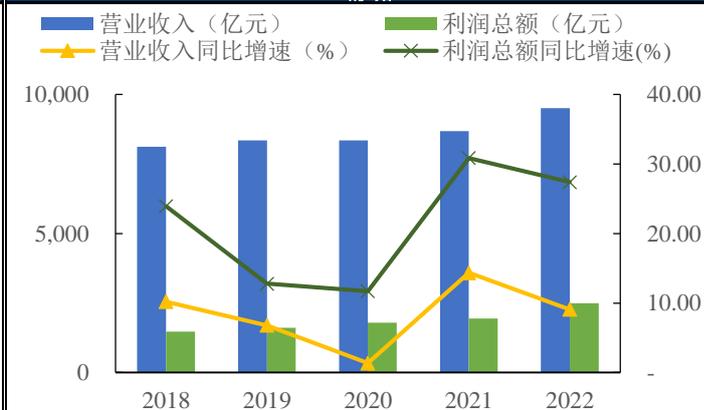
数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

图 2：近年来我国消费者信心指数及酒类 CPI 同比增速



数据来源：iFinD，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

2023 年白酒行业在需求支撑不足的影响下，景气度持续探底，库存去化纵贯全年，渠道销售持续承压，白酒企业主动通过多种手段拓展客群，市场竞争愈发激烈，马太效应更为突出，资源持续向名优企业和区域龙头集中。2024 年白酒仍然面临较大的库存压力，行业竞争强度将延续，分化格局或更为凸显。

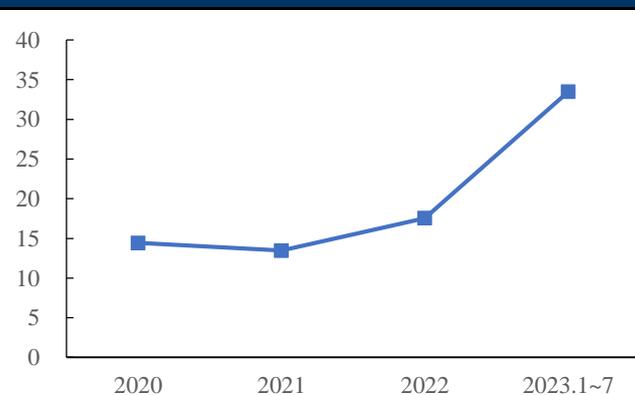
近年来，受宏观经济环境和消费需求变化等因素共同影响，白酒产量持续萎缩。根据国家统计局数据，2023 年 1~10 月，规模以上白酒企业产量降幅扩大至 7.7%。白酒产业产能过剩与优质白酒供给不足的结构矛盾长期存在，近年来优质产能逐步向六大产区集中，一是各大名酒企业进行产能和储能规模的扩建，以提升优质产能的比重，为产业高质量发展奠定基础；二是名酒企业一般是地方纳税大户，产区政府具有扶持地方产业的意愿，主导成立产业基金或大型国资背景企业投入大量资本进入白酒行业。预计白酒产能在 2025 年左右将迎来集中爆发期，这意味着中小规模或者实力不强的酒企即将面临更为激烈的产能出清挤压。

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：近年来规模以上白酒企业亏损面 (%)



数据来源：iFinD，中诚信国际整理

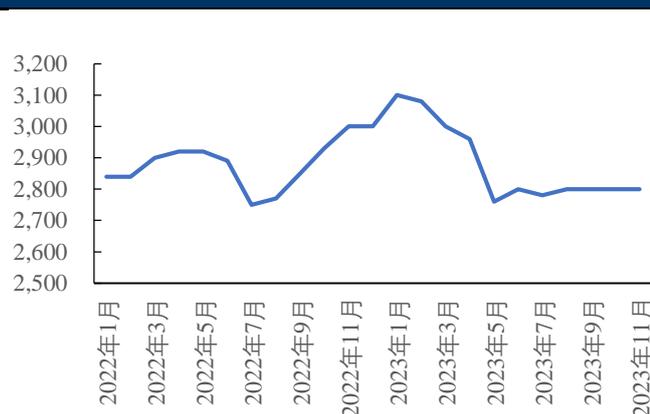
表 1: 主要产区 2025 年产能/产量目标

产区	文件	2025 年产能/产量目标
贵州遵义	《遵义市白酒产业发展“十四五”规划》	60 万千升
四川宜宾	《宜宾市白酒产业规划(2021-2025)》	100 万千升
四川泸州	《泸州市“十四五”白酒产业高质量发展规划》	200 万千升
山西吕梁	《吕梁市酿酒产业“十四五”发展总体规划》	50 万千升
江苏宿迁	《关于洋河新区白酒产业高质量发展的实施意见(2021-2023)》	年增长率不低于 20%
安徽亳州	《亳州市“十四五”工业和信息化发展规划》	20 万千升

资料来源：公开信息，中诚信国际整理

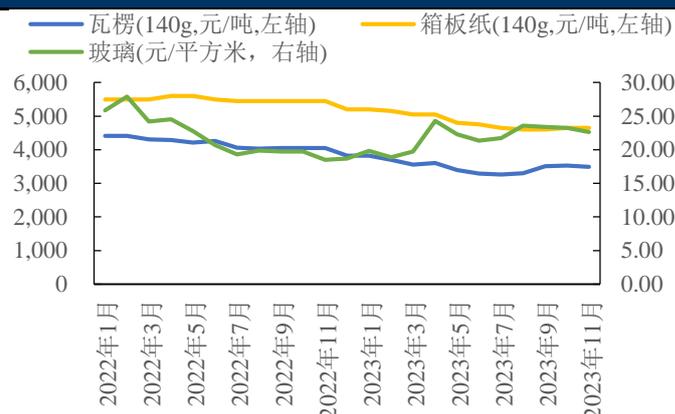
白酒的成本包括直接原料成本和人工成本，其中直接原料成本占营业成本的比例约为50%~90%。直接原料包括酿酒原材料和包装材料等，其中酿酒原材料主要为谷物，高粱占主导地位，其次为大米、小麦、糯米、玉米、大麦、青稞等，占直接原料采购成本的比例约为20%~50%，上述原材料价格受国家宏观经济、国际贸易往来、市场供需、自然气候、地理环境、产量等因素综合影响；包装材料主要为玻璃瓶和纸，我国包装印刷类厂商众多，白酒生产企业拥有较大的选择空间，具有一定的议价能力。2023年以来高粱为主的原材料价格总体呈下降态势，有利于白酒生产企业，但白酒企业生产成本占营业收入的比重相对较小，原材料价格变化对其影响有限。

图 6: 2022 年以来我国高粱价格走势 (元/吨)



数据来源：iFinD，中诚信国际整理

图 7: 2022 年以来我国箱板纸、瓦楞纸和玻璃价格走势



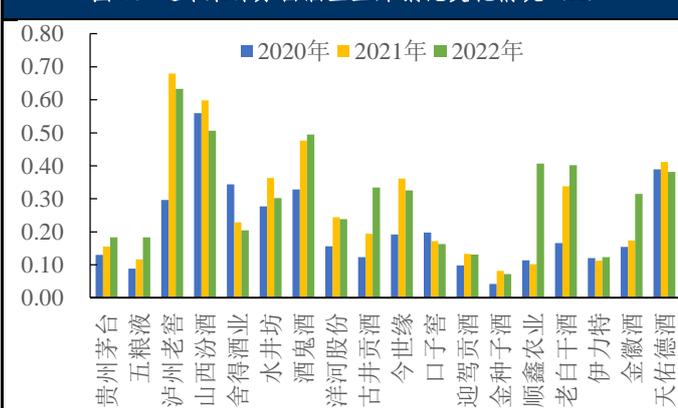
数据来源：iFinD，中诚信国际整理

从需求来看，白酒的消费场景主要包括商务应酬和聚会宴席，2023年初，在线下场景恢复的影响下，白酒需求旺盛，春节带动的宴席用酒需求强劲复苏，商务应酬用酒缓慢恢复，二季度以来，经济活动复苏动能偏弱，商务活动带动的用酒需求变现一般，但节假日带动的宴席用酒回补部分需求缺口。消费需求的拓展方面，在人口老龄化的大趋势下，80、90后逐步成为白酒消费主力，他们对健康的重视程度以及对酒类饮品的喜好度也在逐步改变对白酒的定义。为了迎合年轻消费者市场并拓展新的消费场景，白酒企业纷纷跨界。2023年5月，茅台冰淇淋在贵阳首发上市，成为首款以“茅台”命名的非酒类食品产品。同年9月，茅台与德芙联合推出茅小凌酒心巧克力并和瑞幸联合推出酱香拿铁，成为市场热点。同月，古井贡酒与八喜联名推出冰淇淋，水井坊宣布与哈根达斯共同推出联名款中秋冰淇淋礼盒。当年末，泸州老窖宣布跨界美妆行业，以“中国酒粕衍生物”为核心成分，推出面膜、沐浴露、洗发水产品。随着年轻消费者对白酒品牌认知度的提升，白酒的需求人群或有增长空间。总体来看，2023年白酒需求呈先扬后抑态势，宴席用酒需求要强于商务应酬用酒需求，酒企通过跨界联名等形式拓展更年轻的客户群体以应对需求下滑带来的压力。

从销售方式来看，经销仍然是白酒行业的主要销售渠道。白酒生产企业凭借其强势市场地位，通常压货给经销商，实际销售压力主要集中在渠道。根据A股20家上市白酒企业数据，2023年白酒生产企业库存规模同比增长，预收款规模同比下降<sup>1</sup>，一定程度上说明渠道消纳能力在弱化。实际上，白酒行业确实存在库存高企、动销缓慢的问题，2023年11月，中国酒类流通协会发布《关于2023年杭州国际酒业博览会的延期通知》，因受整体经济环境影响，经销商及代理商积压库存过多，无法进行正常采购，超半数参展企业要求酒业博览会延期召开。因为库存积压，经销商不得不选择薄利多销，部分经销商选择低价抛货，部分名酒和二三线品牌市场成交价低于经销价，出现价格倒挂现象。2024年，需持续关注白酒行业库存去化情况，若库存压力超过了经销商承受极限，价格压力或直接传导至生产端，部分企业或将面临亏损。此外，部分酒企不断丰富消费者触及方式，增强对终端的掌控，如贵州茅台对线上直购平台“i茅台”进行优化升级，推动系统功能迭代，提升数据运营能力以更好服务消费者，郎酒持续推进庄园体验服务，泸州老窖从2023年上半年开始，不断推广“五码关联”国窖产品，用以替换旧款产品，扫码红包带动终端开瓶率快速提升、同时批价价差也有所缩小。运用“五码关联”等技术，能够在有效掌控终端用户画像的同时实现对窜货的实时跟踪，最终达成产品价格盘的稳定与渠道链条的价值再分配。同时，越来越多酒企开始布局线上互动平台，通过元宇宙、直播、小程序等数字化渠道，探索和打造与年轻消费群体的互动平台，搭建品牌与消费者之间的互动桥梁。

品牌是白酒企业竞争力的核心因素，高端白酒目前处于寡头垄断格局，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>2</sup>95%左右的市场份额且市场竞争较为固化，2023年以来，千元名酒出现一定疲软，贵州茅台于11月提价20%，再次打开了白酒价格天花板。次高端市场内部出现明显分化，近年来次高端酒企和区域名酒企业着重打造300~800元产品，但在宏观经济影响下消费升级受阻，渠道压力上升，2023年商务活动表现偏弱，次高端消费结构整体有所下移，但受益于宴席火爆，山西汾酒和区域名酒表现较好。中低端酒属于完全竞争市场，进入门槛较低且业内企业数量庞大，2023年以来，300元价格带以下竞争加速白热化，一是各本地头部酒企纷纷触及百元以下价格带，陆续推出光瓶酒大单品，二是外来名酒企业通过红包、返利、搭赠、中奖、旅游等“数字化费用”形式实现对本地中小品牌的挤占。

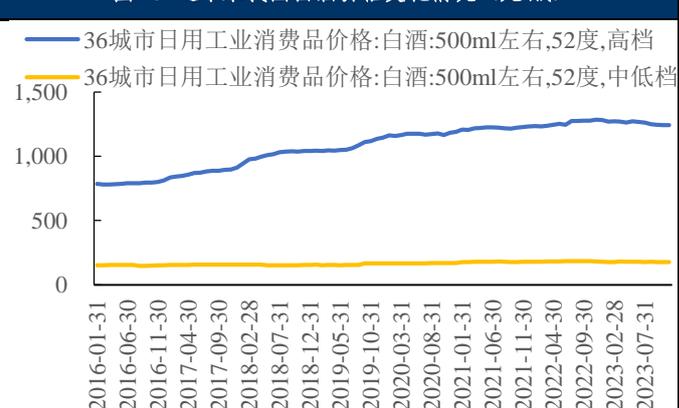
图 8：近年来部分白酒企业库销比变化情况 (X)



注：库销比=成品酒库存/销量

数据来源：公司年报，中诚信国际整理

图 9：近年来我国白酒价格变化情况 (元/瓶)



数据来源：国家统计局，中国酒业协会，中诚信国际整理

整体来看，2023年白酒行业供给端持续缩量但仍在储备优势产能，需求端支撑不足影响下渠道库存高企，价

<sup>1</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，2023年9月末20家上市企业存货合计达到1,363.54亿元，同比增长12.64%，合同负债同比下降1.91个百分点至406.67亿元。

<sup>2</sup> 具体酒企分类请见附录一。

格出现倒挂，行业竞争愈发激烈，马太效应更为突出，资源向名优企业和区域龙头集中，白酒企业为应对需求下滑局面，主动拓展客群，探索新的营销方式和逐步完善直达终端渠道，为需求增量探索路径，2024年白酒行业去库压力仍然很大，行业将继续在竞争中分化前行。

## 啤酒

**啤酒行业集中度进一步提高并处于量稳价升的存量竞争时代，产品结构高端化发展仍是行业成长核心驱动力，2023年原材料成本下行利好行业发展，预计2024年啤酒行业仍将稳定向好发展。**

我国啤酒市场在2013年产量见顶（5,061.54万千升）后进入存量竞争时代，产量在随后几年整体呈下滑趋势，近年来基本保持稳定。根据国家统计局数据，2023年1~10月规模以上啤酒企业产量呈同比微增状态。经过前期兼并重组的完成和落后产能的淘汰，我国啤酒行业已形成稳定的五强格局，分别是百威亚太、华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒和燕京啤酒（以下简称“五大啤酒企业”），2022年五大啤酒企业的产量合计为3,432.40万千升<sup>3</sup>，占全国规模以上啤酒企业全年总产量的96.18%，集中度进一步提高。

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。近年来，啤酒行业产能利用率稳中有升，其中，华润啤酒和青岛啤酒产能利用率总体维持在60%左右；重庆啤酒产能利用率明显高于同行，原因在于嘉士伯收购重庆啤酒后关闭多家辐射能力弱、可替代性强、生产效率低的工厂，并立足于资产重组后的产品结构、品牌多元化，产能利用率持续提升。燕京啤酒产能利用率明显低于同行，主要系转型动作缓慢所致，近年来燕京啤酒持续推动降本增效，产能利用率有所提升，但仍有较大的改善空间。预计2024年啤酒行业供给格局总体保持稳定。

图 10：近年来全国啤酒产量情况



数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

图 11：部分啤酒企业产能利用率情况



注：产能利用率=当年产量/设计产能；百威亚太未公布产能数据故未计算产能利用率；百威亚太和华润啤酒未公布产量数据用销量替代  
数据来源：公司年度报告，中诚信国际整理

啤酒的成本主要包括直接材料成本和人工成本，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，占成本的比例超过两成；包装材料主要为纸箱、铝、玻璃等，占成本的比例接近一半。原材料方面，2023年大麦价格持续回落，2023年8月5日，商务部终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税

<sup>3</sup> 百威亚太和华润啤酒未公布年度产量情况，用销量数据替代。

和反补贴税（以下简称“澳麦双反政策”），进口大麦价格于10月末进一步下跌至292.86美元/吨，由于澳大利亚大麦相较于欧洲和南美国家大麦价格和运输成本更低，终止澳麦双反政策，有望缓解啤酒企业的原料成本压力。包材方面，受铝矿供给受阻影响，铝价在2022年一季度末达到峰值后开始回落，2022年7月末以来，铝价格整体处于相对高位震荡状态。2023年玻璃供给端明显收缩，支撑价格有所回调但仍处于相对低位，且随着啤酒罐化率的提升，玻璃的运用场景将逐步减少。2023年以来，瓦楞纸价格总体呈下降态势。预计2024年，啤酒企业将受益于终止澳麦双反政策，成本端有下行利好趋势。

图 12：近年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 13：近年来我国铝价格走势（元/吨）



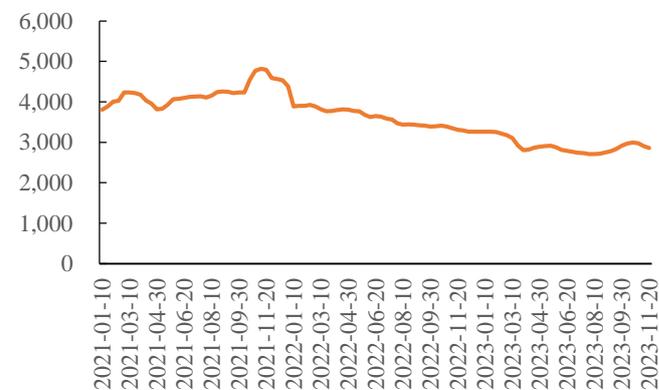
数据来源：Choice，中诚信国际整理

图 14：近年来平板玻璃市场价（元/吨）



数据来源：Choice，中诚信国际整理

图 15：近年来瓦楞纸价格走势（元/吨）



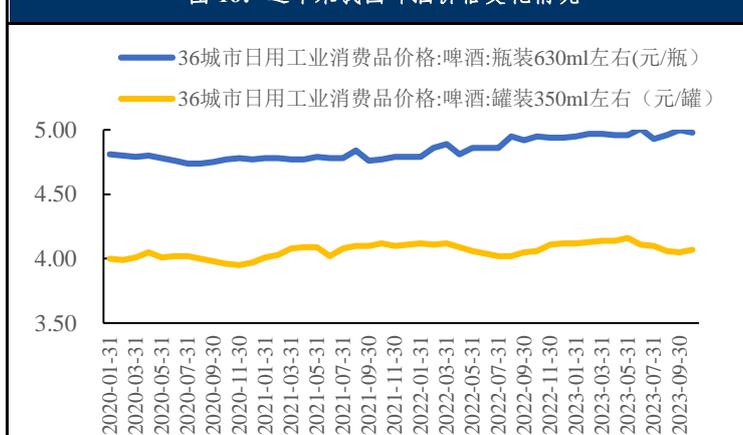
数据来源：Choice，中诚信国际整理

从销售端来看，2023年以来啤酒行业销售收入保持增长态势，前三季度A股啤酒上市公司营业收入同比增长6.43%，主要系高端化转型持续推进以及2022年以来啤酒企业主动提价所致。高端化转型方面，继2022年百威亚太推出“大师传奇”虎年限量啤酒，售价1,588元/798ml；青岛啤酒发布“一世传奇”，定价1,399元/1.5L之后，2023年华润啤酒在醴的基础上升级更高酒精度和原麦汁浓度，推出超高端烈性啤酒醴，单瓶999ml的礼盒装价格为1,119元，超千元的价格打开啤酒价格天花板，也标志着啤酒品牌产品加速从低端向中高端升级。根据五大啤酒企业的年度报告，中高端产品收入占比均同比有所增加，高端化不仅是行业的共识，且已经成为行业竞争的主线。主动提价方面，为应对成本上涨带来的影响，2022年啤酒企业对部分产品进行了提价，其中，华润啤酒的“清爽、超爽、精致、冰酷”等产品每箱提价2元，部分中档产品每箱提价6元；青岛啤酒的“新装纯生”每箱提价4元，“崂

山”零售价从3~4元提升至5~6元；重庆啤酒的“乌苏、乐堡、重庆”提价3~8%。从五大啤酒企业的平均售价来看，2022年以来各企业的啤酒售价持续上升，本土品牌啤酒相较于百威亚太等外资品牌而言，价格仍有较大的提升空间。

销售渠道方面，百威亚太加快数字化转型，完善电商线上渠道布局；华润啤酒优化经销商体系，搭建高端大客户平台三华会；青岛啤酒坚持“大客户+微观运营”模式，实行扁平化改革，同时不断拓展垂直电商、平台电商和社交电商等“互联网+”渠道体系；重庆啤酒拓展现代化渠道分销，加速渠道下沉，通过全店型、全品项、全分销保持现代渠道的高速增长；燕京啤酒发力线上线下全媒介全渠道，布局电商、新零售和体验式消费新场景。2023年以来，在产品提价及结构升级的共同作用下，啤酒价格逐渐上行，本土品牌相较于外资品牌仍具有较大的价格提升空间，各啤酒企业不断拓展多元化销售渠道，市场竞争日趋激烈。

图 16：近年来我国啤酒价格变化情况



数据来源：iFind，中诚信国际整理

图 17：近年来主要啤酒企业平均售价（元/升）



数据来源：公司年报，中诚信国际整理

总体来看，啤酒头部企业凭借长期积累下的品牌、规模、渠道和技术等优势，逐步挤压中小酒企的生存空间，啤酒行业供应端已形成五大企业寡头垄断格局，预计未来啤酒产量将总体保持稳定，但本土啤酒企业的运营效率与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。2023年以来，上游原材料价格有所回落，终止澳麦双反政策有望进一步缓解啤酒企业成本压力，主要包材价格变化趋势各异，啤酒企业向上议价能力较弱，盈利情况对主要材料的价格波动较为敏感，此外，大麦主要来源于进口，啤酒企业的成本管控及汇率管控能力值得关注。

## 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。经过前期的收购兼并，产业集中度显著提高，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。2022年我国黄酒企业营收101.6亿元，同比下降20.1%，占比仅为1.1%，远低于白酒的69.7%和啤酒的18.4%，整体来看，黄酒行业营收规模较小且近年来呈下滑趋势。古越龙山和会稽山都在积极改革寻求突围，包括产品创新、营销模式和激励机制，2023年古越龙山加大产品推广力度，积极参加各种行业展会，组织多个大型营销活动，推进产品高端化和年轻化，推出国酿1959等高端产品，同时与国内舞蹈诗剧《只此青绿》联手，推出“只此青绿只此青玉”联名款。随着龙头企业持续投入资源

培养消费者，未来黄酒口感偏好可能会发生改变。

受白酒和进口酒挤压，国内葡萄酒行业收入规模出现断崖式下滑，从2016年的484.5亿元滑落至2022年的91.9亿元，进口葡萄酒消费量占比从2016年29.8%提升至53.7%。近年来行业竞争激烈，国内葡萄酒企业对消费者的培育不够扎实，上市企业营收增长缓慢，部分企业经营亏损，原料及包装成本上涨进一步拖累企业盈利能力，葡萄酒企整体经营承压。龙头张裕面对行业困境仍积极改革，2023年4月公告限制性股票激励计划（草案），此次在公司层面推出股权激励表明其在机制改革上迈出一大步，近两年张裕在内部组织架构、产品结构及渠道布局上积极改革。此外，葡萄酒作为新疆、宁夏等地区的特色产品，对乡村振兴和社会发展具有重要作用，深受当地政府部门重视，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“葡萄酒+文化旅游”融合发展、优化产品结构等发展路径，葡萄酒企未来经营改善情况有待关注。

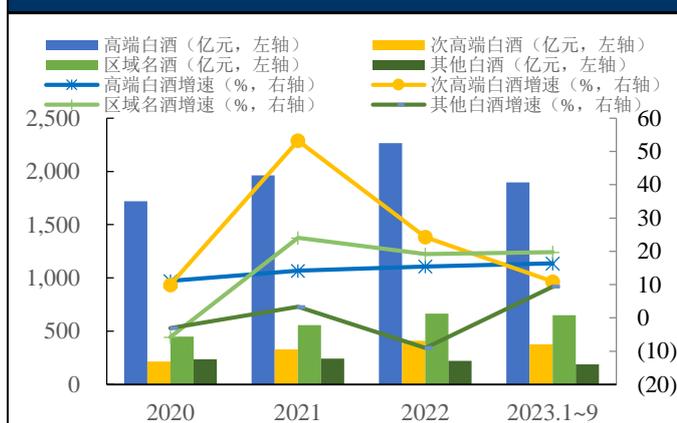
### 三、行业财务表现

**2023年以来，样本酒企总体保持良好的盈利和获现能力，其中白酒企业受市场需求变化的影响持续分化，高端白酒表现依旧稳健，次高端酒内部明显分化且总体增速放缓，区域名酒业绩增速高；啤酒企业在量价齐升及成本下行综合影响下，业绩表现较好。酒类企业整体债务较低，偿债指标较优；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。2024年，酒类企业总体经营业绩预计仍将延续韧性，白酒企业财务表现将进一步分化，啤酒企业将保持稳定。**

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信用评级在有效期的发债企业，共选取37家样本企业，其中以酒生产和销售为主营业务的公司29家（包括高端白酒3家、次高端白酒4家、区域名酒6家和其他白酒7家、啤酒9家）；集团型企业8家。

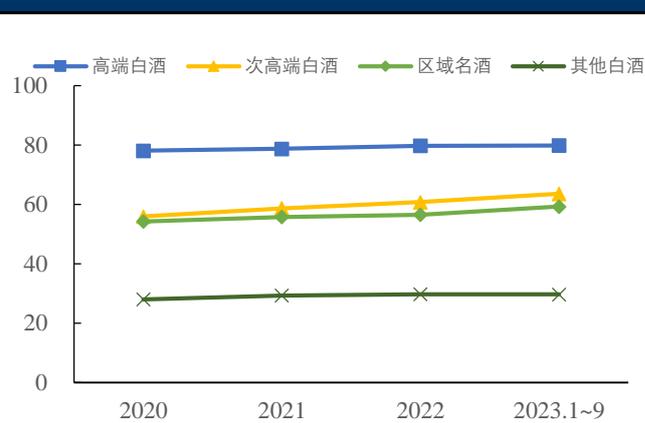
**盈利方面**，白酒企业方面，2023年以来，白酒行业延续分化，高端酒样本企业收入增速稳步提升；由于商务需求承压，次高端白酒中除山西汾酒保持了20%以上的增速外，其他次高端白酒企业增速明显下滑，水井坊及酒鬼酒甚至出现了负增长，并带动次高端整体增速势能继续回落，区域名酒收入表现在各价格带中排名第一，主要系江苏安徽地区节假日人流回补带动宴席需求高增所致，其他酒企在低基数上实现较快反弹。从毛利率来看，2023年以来，白酒产品结构高端度与产品溢价空间呈正比，高端白酒经营稳定性强，毛利率保持微增，次高端白酒在需求承压，价格天花板难以打开影响下，毛利率有所滑坡，区域名酒在江苏和安徽省内消费升级支持下，产品结构升级带动毛利率持续提升，其他白酒积极优化产品体系毛利率亦有所增长。销售费用率方面，受益于规模效应，高端白酒销售费用率保持稳健；次高端白酒销售费用率快速下滑但分化较为明显，其中山西汾酒收入端规模效应叠加精益化管理下费用投放更加高效，销售费用率迅速下滑，而舍得酒业、水井坊及酒鬼酒通过对销售费用的再投入以提升产品在终端的动销速度，销售费用率均有上行趋势；区域名酒具有地缘优势，渠道运作更加精细化，在收入增长带动下销售费用率有所下滑；其他白酒由于竞争激烈，持续增加推广和营销费用，销售费用率进一步提升。毛销差方面，高端白酒表现稳健，次高端白酒内部有所分化但总体仍保持增长，区域名酒亦不断提升且有进一步增长的潜力，其他白酒小幅增长。总体来看，高端白酒业绩确定性强，在规模效应带动下表现出很强的经营稳定性，次高端白酒受宴席及商务消费场景影响下业绩承压且分化明显，区域名酒在省内消费升级带动下产品结构升级带动盈利能力持续提升。

图 18：近年来白酒样本企业营收规模及增速



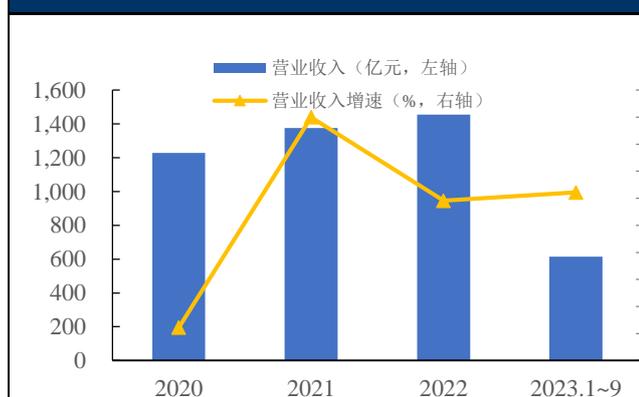
数据来源：公司年报，中诚信国际整理

图 19：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

啤酒方面，2023年以来，综合影响下，毛销差较上年略有下降，净利润在营业收入带动下小幅上升。2023年前三季度，在量价齐升推动下，啤酒行业营业收入保持同比增长态势，受大麦等原材料价格从高位回落以及瓦楞纸等包材价格持续走低影响，啤酒企业的成本压力明显有所改善，营业毛利率有所回升，啤酒企业持续强化精细化运营，销售费用率总体保持平稳，综合影响下，毛销差及净利润亦保持增长，盈利水平稳步提升。

图 20：近年来啤酒样本企业营业收入<sup>4</sup>和增速

数据来源：公司年报，中诚信国际整理

图 21：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。因良好的获现和盈利能力，样本企业融资需求小，近年来总资本化水平很低。资本开支方面，2022年以来白酒和啤酒板块资本开支均同比增长，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，2022年受中高端白酒分红丰厚影响，样本企业分红规模占当期净利润的平均比率为60%，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。

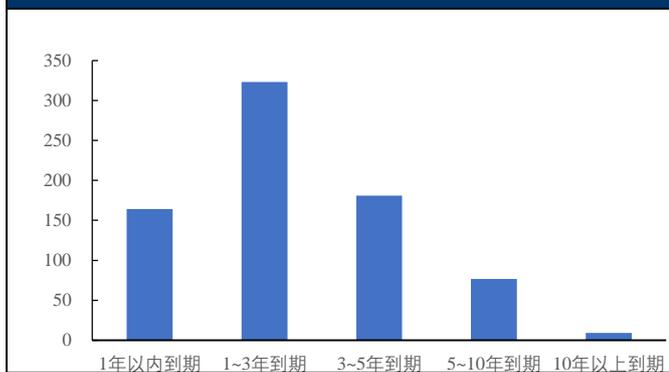
截至2023年末，酒类及相关集团型企业存续债券主体共10家<sup>5</sup>，存续债券规模合计753.86亿元。从发行主体业务类型来看，发行主体中3家为白酒上市公司，其余7家均为集团型企业。集团型样本企业盈利对上市酒企依赖度

<sup>4</sup> 因百威亚太、华润啤酒和生力啤酒未披露季报完整数据，2023年前三季度营业收入、毛销差数据不包含上述企业。

<sup>5</sup> 截至2023年末，茅台集团已无存续债券。

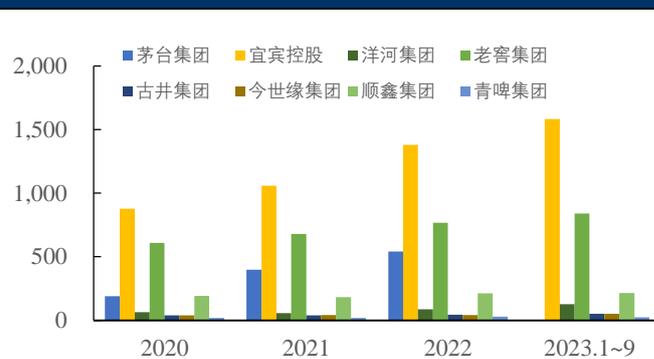
很高，非酒类业务普遍盈利但获现水平不佳，同时部分企业承担政府融资职能，资金拆借规模大，回收情况较差。近年来，集团型企业对外融资规模持续增大但其货币资金主要分布于下属上市酒企，导致本部财务杠杆水平明显高于合并口径，偿债指标亦明显弱于合并口径。但是，集团型企业持有优质上市公司股权且持有的股权大部分未被质押，对集团型样本企业本部未来融资能力形成较好的支持。

图 22：2023 年末样本企业存续债券到期分布（亿元）



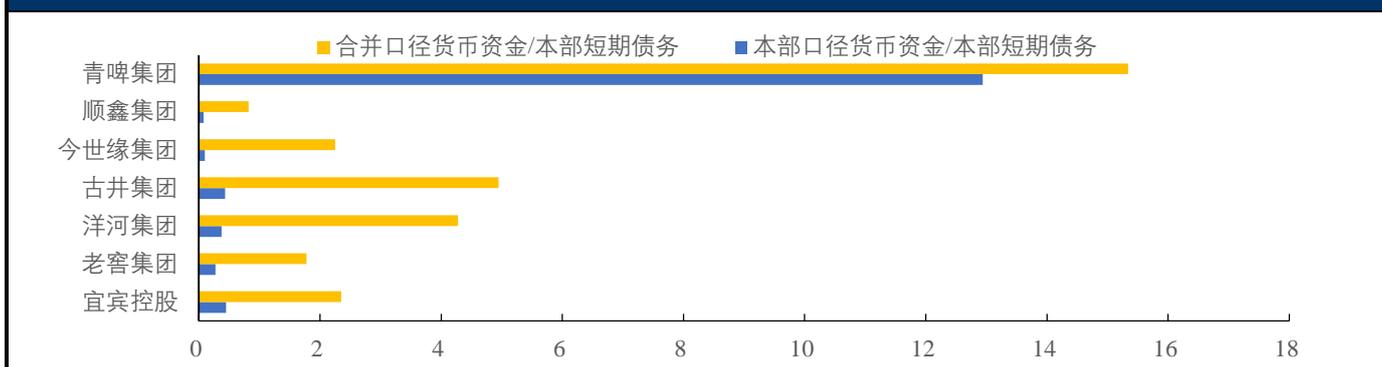
数据来源：公司年报，中诚信国际整理

图 23：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 24：集团型企业 2023 年 9 月末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

## 四、结论

2023 年以来，宏观经济波动对消费者信心产生一定扰动，但酒类市场韧性仍存，白酒行业库存去化纵贯全年，渠道销售持续承压，酒企主动通过多种手段拓展客群，市场竞争愈发激烈，马太效应更为突出，资源持续向名优企业和区域龙头集中；啤酒行业集中度高，行业整体表现稳健；其他酒类龙头企业积极改革，寻求突围。在此背景下，头部酒企保持良好的盈利能力和获现能力，但白酒行业仍面临较大库存压力，本土啤酒企业运营效率与国际巨头仍存在较大差距需要持续关注。偿债能力方面，酒类企业整体债务规模较低，偿债指标及变现能力较优，而集团型企业本部持有的优质上市公司股权流动性较强，可为偿债提供一定支持。预计 2024 年白酒行业仍然面临较大的挑战，啤酒行业稳定格局仍将延续，酒企的业绩韧性在酒产品具有一定刚性需求特征以及以经销为主的业务模式的支撑下，短时间内或难以发生根本性的改变，行业总体信用质量将保持稳定。

综上所述，中诚信国际维持中国酒类行业展望为稳定，该展望反映了中诚信国际对该行业未来 12~18 个月基本信用状况的预测。

附表一：样本企业部分财务数据

板块	企业名称	简称
高端白酒	贵州茅台酒股份有限公司	贵州茅台
	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
其他白酒	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	上海贵酒
	甘肃皇台酒业股份有限公司	皇台酒业
啤酒	百威啤酒亚太控股有限公司	百威亚太
	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
	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
	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	茅台集团
集团型企业	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	营业总收入（亿元）				净利润（亿元）			
	2020	2021	2022	2023.1~9	2020	2021	2022	2023.1~9
贵州茅台	979.93	1,094.64	1,275.54	1,053.16	495.23	557.21	653.75	548.27
五粮液	573.21	662.09	739.69	625.36	209.13	245.07	279.71	238.34
泸州老窖	166.53	206.42	251.24	219.43	59.59	79.37	104.11	106.01
山西汾酒	139.90	199.71	262.14	267.44	31.16	53.90	81.57	94.52
舍得酒业	27.04	49.69	60.56	52.45	6.07	12.71	17.01	12.98
水井坊	30.06	46.32	46.73	35.88	7.31	11.99	12.16	10.22
酒鬼酒	18.26	34.14	40.50	21.42	4.92	8.93	10.49	4.79
洋河酒	211.01	253.50	301.05	302.83	74.85	75.13	93.89	102.21
古井贡酒	102.92	132.70	167.13	159.53	18.48	23.74	32.52	39.11
今世缘	51.22	64.08	78.88	83.65	15.67	20.29	25.03	26.36
口子酒	40.11	50.29	51.35	44.46	12.76	17.27	15.50	13.48
迎驾贡酒	34.52	45.77	55.05	48.04	9.57	13.87	17.08	16.60
金种子	10.38	12.11	11.86	10.73	0.71	-1.65	-1.86	-0.33
顺鑫农业	155.11	148.69	116.78	88.07	4.26	1.05	-6.89	-2.95
老白干	35.98	40.27	46.53	38.46	3.13	3.89	7.08	4.18
伊力特	18.02	19.38	16.23	16.43	3.41	3.21	1.70	2.35
金徽酒	17.31	17.88	20.12	20.19	3.31	3.25	2.79	2.69
青稞酒	7.64	10.54	9.80	9.41	-1.25	0.59	0.73	1.03
上海贵酒	0.80	6.03	10.91	13.54	0.08	0.71	0.49	1.28
皇台酒业	1.02	0.91	1.36	1.13	0.33	-0.14	0.07	0.04
百威亚太	363.48	432.28	448.37	405.61	34.93	62.47	65.68	65.47
华润啤酒	314.48	333.87	352.63	--	20.94	45.90	43.50	--
青岛啤酒	277.60	301.67	321.72	309.78	23.27	32.56	38.05	49.99
重庆啤酒	109.42	131.19	140.39	130.29	17.52	23.99	25.87	27.09
燕京啤酒	109.28	119.61	132.02	124.16	2.85	2.93	5.49	11.56
珠江啤酒	42.49	45.38	49.28	45.51	5.86	6.27	6.06	6.61
生力啤酒	4.66	4.86	6.04	--	0.12	0.18	0.29	--
西发	4.05	3.93	2.77	2.46	0.45	0.09	-0.76	-0.56
兰州黄河	3.07	3.09	2.66	1.99	-0.52	0.24	-0.43	0.20
宜宾控股	1,371.07	1,435.81	1,550.56	1,207.71	213.98	248.68	286.34	242.57
老窖集团	546.88	720.22	830.21	657.18	84.09	106.64	121.24	114.95
洋河集团	213.48	256.97	305.43	306.68	76.01	75.50	95.19	104.27
古井集团	110.91	141.24	176.05	167.74	18.02	22.08	28.99	39.28
今世缘集团	51.35	64.13	79.21	84.53	14.42	19.35	24.77	26.39
顺鑫集团	330.06	320.19	273.23	197.71	2.74	0.46	-9.75	-7.85
青啤集团	291.01	324.48	355.59	348.86	23.95	33.64	38.93	51.19
茅台集团	1,142.48	1,326.24	1,364.65	--	551.19	633.84	679.64	--

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)			
	2020	2021	2022	2023.1~9	2020	2021	2022	2023.1~9
贵州茅台	0.00	0.20	0.22	0.17	∞	613.77	335.60	801.75
五粮液	0.86	1.54	1.09	0.79	19.25	21.73	19.33	22.75
泸州老窖	15.28	12.77	15.48	25.28	25.41	89.31	100.91	88.02
山西汾酒	7.84	6.38	3.03	7.90	2.35	7.31	15.32	5.01
舍得酒业	14.83	6.09	6.69	7.28	1.51	8.13	2.44	1.36
水井坊	6.53	1.66	0.42	2.68	5.67	50.51	150.61	12.06
酒鬼酒	0.00	0.14	1.23	0.08	∞	925.13	8.35	∞
洋河酒	0.00	0.12	0.06	0.04	∞	398.85	154.01	298.41
古井贡酒	2.53	2.10	4.38	3.86	17.16	30.85	3.78	8.40
今世缘	5.66	1.45	7.29	10.40	2.26	22.15	3.19	1.33
口子酒	6.00	6.12	4.32	5.40	1.08	1.46	2.06	0.78
迎驾贡酒	3.49	2.58	3.56	4.15	3.91	9.43	7.16	3.34
金种子	1.98	4.88	1.14	2.32	-2.74	-3.24	-15.73	1.92
顺鑫农业	48.10	46.95	48.73	50.10	0.34	-0.08	0.37	-0.50
老白干	11.07	5.94	1.14	0.00	1.27	4.79	12.43	∞
伊力特	6.68	4.77	4.84	4.82	∞	∞	-409.79	166.24
金徽酒	0.79	0.84	1.02	0.89	15.32	16.05	15.10	16.84
青稞酒	5.66	6.15	4.71	4.56	-0.59	0.46	-0.03	1.54
上海贵酒	0.00	0.45	8.48	25.49	∞	89.71	1.60	1.36
皇台酒业	27.23	29.57	27.65	26.78	∞	-0.04	14.90	0.88
百威啤酒	2.14	1.80	2.04	--	6.58	12.67	10.66	--
华润啤酒	0.93	0.53	4.28	--	53.98	70.35	12.12	--
青岛啤酒	4.52	2.37	2.13	1.58	5.54	13.02	10.32	13.10
重庆啤酒	36.27	1.24	2.74	1.86	6.99	159.76	156.32	158.09
燕京啤酒	0.00	0.30	2.23	11.34	∞	76.64	5.35	1.48
珠江啤酒	13.62	14.11	14.25	19.16	0.75	0.59	0.37	0.44
生力啤酒	14.61	7.46	1.19	--	0.83	0.87	10.23	--
西发	1.18	1.15	1.45	1.50	∞	∞	∞	∞
兰州黄河	8.77	4.84	2.02	0.29	-0.26	-4.08	1.35	-1.00
宜宾控股	33.62	35.08	39.18	40.43	0.56	0.70	0.45	0.49
老窖集团	55.43	54.79	54.74	53.60	-0.01	0.48	0.29	0.10
洋河集团	13.75	11.34	14.71	18.69	2.51	8.59	0.42	0.28
古井集团	24.55	17.04	17.47	17.62	1.82	2.71	0.80	1.52
今世缘集团	31.23	29.06	25.28	26.56	0.86	1.51	0.79	0.69
顺鑫集团	69.00	67.79	74.09	76.36	0.10	0.02	0.14	-0.18
青啤集团	8.01	7.08	9.53	7.17	3.85	7.45	2.46	5.51
茅台集团	8.22	14.44	18.56	--	11.21	7.14	4.36	--

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
肖瀚	企业评级部	高级分析师
杜志英	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.ccx.com.cn>

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