

行业展望

2025年1月

中国酒类行业展望，2025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	12

白酒行业需求承压，行业整体呈现供大于求的局面，去库存将是行业长期主基调；啤酒行业市场格局基本稳定，产品高端化和创新将是行业主线。整体来看，经济弱复苏及居民消费信心不足对酒类消费产生明显冲击，但酿酒企业业绩韧性仍存，酒类企业盈利能力和偿债指标较优，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

联络人

作者

企业评级二部

肖瀚 027-87339288
hxiao@ccxi.com.cn

邱学友 027-87339288
xyqiu@ccxi.com.cn

其他联络人

龚天璇 027-87339288
txgong@ccxi.com.cn

- 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，受宏观经济增速放缓和房地产行业投资低迷等因素影响，酒行业消费承压，酒行业CPI增速持续下滑。此外，随着居民健康意识的提高和理性消费观念的深入，传统酒类产品的需求受到一定冲击。未来酿酒行业收入和利润将面临一定的下行压力。
- 2024年白酒行业受库存高企、市场动销缓慢影响，行业景气度进一步探底，存量竞争特征明显，2024年白酒行业头部酒企依托品牌和经销商渠道优势保持增长势头，但降价去库存已向高端白酒品牌蔓延，经销商资金和库存压力将逐渐传导至酒厂，预计2025年白酒行业上述趋势将进一步凸显。
- 啤酒行业集中度进一步提高，但行业增速明显放缓，行业整体产能利用率水平较为稳定，产品结构高端化发展仍是行业成长核心驱动力。近年来餐饮门店和娱乐场所等消费场景的减少对啤酒消费形成较大冲击，预计2025年啤酒行业竞争将进一步加剧。
- 2024年以来，样本酒企总体仍保持良好的盈利和获现能力，其中白酒企业受市场需求下降和品牌竞争力差异的综合影响持续分化，高端白酒仍有较高增速，次高端酒总体增速明显下降；啤酒企业业绩表现较好。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。2025年，酒类企业总体经营业绩仍有支撑，但白酒企业财务表现将加剧分化，啤酒企业整体将经营较稳稳定。

一、分析思路

酒类行业的信用基本面分析，主要是梳理2023年以来影响酒类消费的主要指标变动情况，包括城乡居民人均可支配收入、消费者信心指数、酒类CPI同比增速等，分析酒行业2023年以来整体趋势。同时，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。最后通过构建样本企业，对行业内样本企业的收入规模、盈利水平、偿债能力、融资成本等指标的变化情况分析，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，受宏观经济增速放缓和房地产行业投资低迷等因素影响，酒行业消费承压，酒行业CPI增速持续下滑。此外，随着居民健康意识的提高和理性消费观念的深入，传统酒类产品的需求受到一定冲击。未来酿酒行业收入和利润将面临一定的下行压力。

2024年前三季度，我国GDP和居民人均可支配收入（扣除价格因素）增速仅为4.8%和4.9%，在经济弱复苏及消费信心不足的背景下，2024年1~9月，酒、饮料和精制茶制造业规模以上企业收入同比增长3.2%，利润总额同比-5.4%，此外，近年来居民健康意识的提高和理性消费观念的深入，对传统酒类产品的需求也产生一定冲击，酒类CPI自2023年四季度开始持续为负。为应对经济疲软，2024年9月以来，中央出台一揽子增量政策，相关有利政策的出台将有利于中国经济修复斜率回升，9月当月工业增加值、社会消费品零售总额等指标出现积极变化，政策效应或将助推酒类消费。整体来看，酒类行业景气度受宏观经济弱复苏和消费信心不足影响有所承压，但国家一揽子增量政策出台将为经济增长和酒类消费提供支撑，未来酿酒行业收入和利润将面临一定的下行压力。

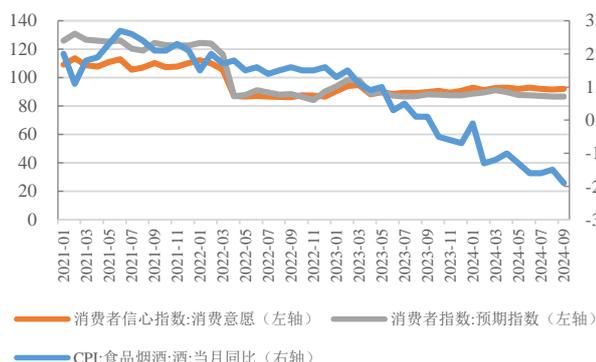
酒类细分品种分为白酒、啤酒、黄酒、葡萄酒和其他酒类，其中白酒和啤酒规模以上企业累计完成产品销售收入、利润和总产量占酿酒行业的比重分别约为90%、98%和72%，是酒类行业的代表品种。

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

2024年白酒行业受库存高企、市场动销缓慢影响，行业景气度进一步探底，存量竞争特征明显，2024年白酒行业头部酒企依托品牌和经销商渠道优势保持增长势头，但降价去库存已向高端白酒品牌蔓延，经销商资金和库存压力将逐渐传导至酒厂，预计2025年白酒行业上述趋势将进一步凸显。

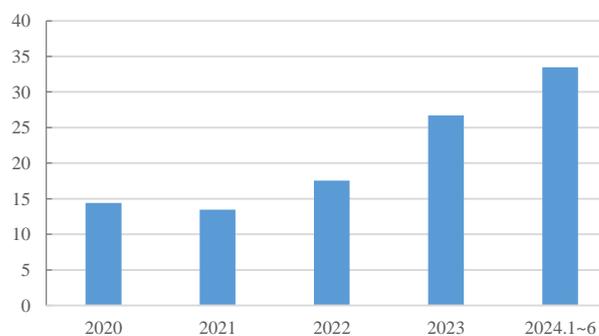
受宏观经济环境和消费需求变化等因素共同影响，2019~2023年，中国白酒产量持续萎缩，2023年白酒产量仅为2018年的51.56%。在低基数背景下，2024年1~9月，规模以上白酒企业产量恢复增长2.30%。从消费趋势来看，健康意识的提升推动了低度白酒和健康白酒的发展，随着白酒主力消费群体的年轻化，白酒产业也正通过产品研发、技术创新、多矩阵传播等方式拉近与青年消费群体的距离，白酒低度化、健康化、年轻化成为趋势。新建产能方面，近年来各大名酒企业利用资金优势，进行产能和储能规模的扩建，以提升优质产能的比重，优质产能逐步向六大产区集中，预计白酒产能在2025年左右将迎来集中爆发期，这意味着中小规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，白酒行业整体将是供大于求的局面，竞争将进一步加剧。针对存量竞争市场加剧状况，各家酒企加强品牌营销战略，未来行业竞争烈度或将进一步增强，从亏损数据来看，规模以上白酒企业亏损面呈扩大态势，行业出清仍在延续，未来集中度将进一步提升。

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：公开资料，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	《宿迁市千亿级产业攻坚三年行动计划（2023—2025 年）》	35 万千升
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

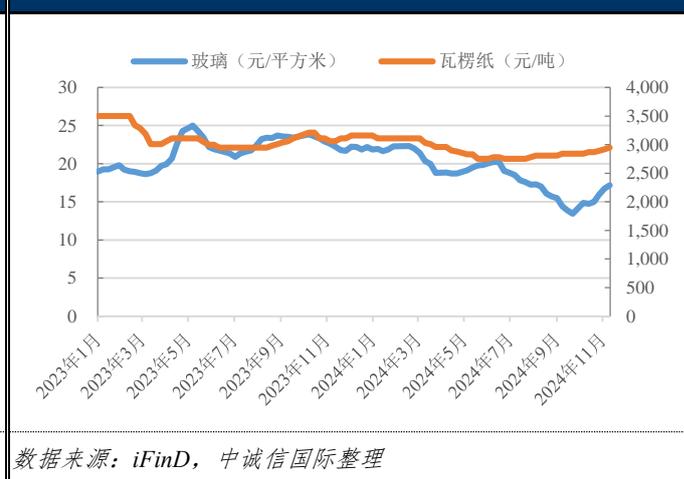
白酒的成本包括直接原料成本和人工成本，其中直接原料成本占营业成本的比例约为50%~90%。直接原料包括酿酒原材料和包装材料等，其中酿酒原材料主要为谷物，高粱占主导地位，其次为大米、小麦、糯米、玉米、大麦、青稞等，占直接原料采购成本的比例约为20%~50%，上述原材料价格受国家宏观经济、国际贸易往来、市场供需、自然气候、地理环境、产量等因素综合影响；包装材料主要为玻璃瓶和纸，我国包装印刷类厂商众多，白酒生产企业拥有较大的选择空间，具有一定的议价能力。2023年以来高粱为主的原材料价格总体呈下降态势，瓦楞纸和玻璃用于白酒包装的原材料价格整体震荡走弱，有利于白酒生产企业，但白酒企业生产成本占营业收入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

图 6: 2023 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: 2023 年以来我国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聚会宴席和商务应酬，可直观理解为居民部门消费和政府/企业部门消费，居民部分白酒消费与居民可支配收入、消费者信心指数高度相关，政府/企业部门消费与固定资产投资增速等密切相关。通常低端白酒消费受人口总量、人均收入和消费习惯影响较大，近年来随着大众对健康重视程度的提升，自饮和家庭聚餐对低端白酒需求有所减少；区域名酒和次高端白酒在宴席市场需求较大，据统计，2024年上半年全国结婚登记对数仅为343万对，与去年同期减少了49.8万对，结婚人数的减少导致的宴席市场下行对区域名酒和次高端白酒的需求产生一定冲击；高端、次高端白酒在商务宴请、送礼等场景下需求较多，其受社会经济活跃度影响较大，2024年1~9月，全国固定资产投资增长3.4%，但同期全国房地产开发投资同比下降10.1%，房地产开发企业房屋施工面积同比下降12.2%，投资活动尤其是房地产开发投资的低迷，压制了大量商务宴请需求，商务活动带动的用酒需求表现一般。从目前我国经济发展面临的复杂内外部环境来看，2025年经济复苏程度有限，预计2025年全国白酒消费需求仍面临较大压力。

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，白酒消费进入到了“产品理性+价格理性”的双理性时代。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，但除“酱香拿铁”外，其他跨界联名营销均没有形成大规模的声量和热潮。2024年8月，国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》（国发〔2024〕18号），其中提出挖掘基础型消费潜力，提升餐饮服务品质，支持地方开展特色餐饮促消费活动。2024年11月，国务院办公厅发布《关于2025年部分节假日安排的通知》，春节和劳动节各增加1天假期，假期增加或有助于白酒消费，未来刺激消费政策将持续推行落地，但我们认为，除非消费上行拐点出现，否则白酒消费仍将承压下行。白酒海外需求方面，2024年是中国白酒“出海”的重要年份，贵州茅台、宜宾五粮液、洋河股份、山西汾酒、泸州老窖、古井贡酒、劲牌劲酒、北京红星、青海天佑德酒等10家中国头部酒企选择顺势而为、抱团出海。但白酒因其文化属性，我国白酒出口规模很小，“出海”之路必将是一个长周期的工作，2023年白酒出口量约1.5万千升，出口额8亿美元，预计短时间内对白酒需求拉动有限。

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，2024年前三季度白酒生产企业库存规模同比增长，预收款规模同比下降¹，一定程度上说明渠道消纳能力在弱化，以上市公司华致酒行连锁管理股份有限公司为例，作为酒类流通第一股，其2024年前三季度营业收入和净利润均同比下滑，经营活动净现金流大幅净流出。因为库存积压，经销商为了完成酒厂任务和资金回笼，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年年初，终端2024年飞天茅台（500ml）原箱每瓶价格在2,950元左右，6月终端价格下行至2,700元每瓶，7月进一步下行到2,500~2,600元每瓶的价格，到11月终端每瓶价格已低于2,400元。行业标杆的飞天茅台终端价格下行反映出2024年白酒消费尤其是高端白酒消费滑落压力，市场动销形式面临很大挑战。从部分机构走访调研了解情况来看，白酒经销商2024年任务基本难以完成，在此背景下，预计2025年主要酒厂大概率会下调任务。2025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，白酒企业的盈利能力或将承压。头部酒厂依托较好品牌优势和市场地位，通过将去化压力转嫁至经销商，仍能够保持一定的业绩增速，但终端白酒消费持续低迷，导致经销商资金回笼缓慢，未来白酒消费如持续低迷，经销商资金压力增加将导致其消纳白酒厂商库存能力减弱，最终将导致白酒企业业绩下滑。其中，中小白酒企业合作经销商实力相对较弱，在当前激烈竞争局面中，抗风险能力相对较弱，导致中小白酒企业业绩先于中高端酒企业业绩下滑。

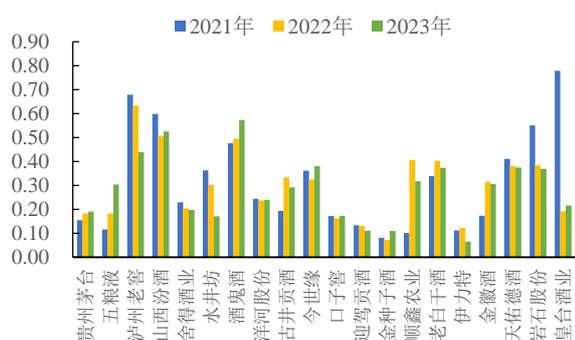
品牌是白酒企业竞争力的核心因素，品牌优势也是白酒企业尤其是高端白酒企业保持很高毛利率的主要原因。高端白酒目前处于寡头垄断格局，贵州茅台、五粮液和泸州老窖兼具品牌、质量、历史文化底蕴，品牌壁垒强，占据了高端酒²95%左右的市场份额且市场竞争较为固化，2023年以来，千元名酒出现一定疲软，贵州茅台于2023年11月提价20%，2024年年初，五粮液将核心单品“普五”的出厂价上调至1,019元，但与酒企预期的核心品类涨价带动市场高端白酒普涨局面并未出现，除飞天茅台终端价格下行外，部分线上销售平台“普五”甚至出现价格倒挂，即使是白酒龙头亦面临一定稳价压力。次高端市场内部分化加剧，近年来次高端酒企和区域名酒企业着重打造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，2024年各行业严格控制预算背景下，商

¹ 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，2024年9月末20家上市企业存货合计达到1,533.28亿元，同比增长12.45%，合同负债同比下降6.51个百分点至380.19亿元。

² 具体酒企分类请见附录一。

务活动场次及规模下滑，次高端消费结构整体有所下移，2024年前三季度，舍得酒旗下舍得、沱牌天曲为代表的中高档酒收入34.98亿元，同比减少15.7%；酒鬼酒2024年核心产品“内参酒”电商平台售价与建议零售价相比近乎“砍半”；仅山西汾酒因核心中高端产品青花汾、老白汾单价适中，依赖山西市场优势地位，承接高端、次高端白酒消费需求下移，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，行业竞争白热化。

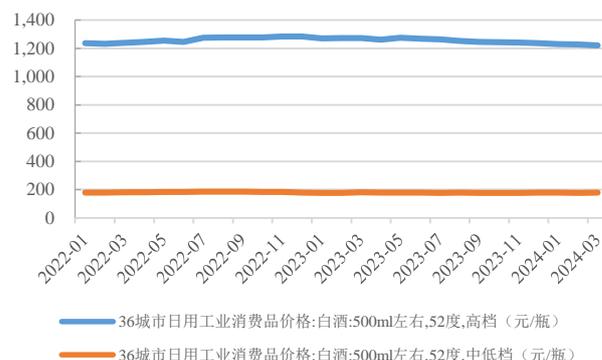
图 8：近年来部分白酒企业库销比变化情况 (X)



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，2024年白酒行业需求端支撑不足影响下渠道库存高企，价格出现倒挂，行业竞争愈发激烈，行业“内卷”加剧，行业降价趋势已蔓延至头部品牌，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。2025年白酒行业整体将是供大于求的局面，去库压力仍然很大。

啤酒

啤酒行业集中度进一步提高，行业整体产能利用率水平较为稳定，产品结构高端化发展仍是行业成长核心驱动力，但行业涨价空间似有收窄。近年来餐饮门店和娱乐场所等消费场景的减少对啤酒消费形成较大冲击，预计2025年啤酒行业竞争将进一步加剧。

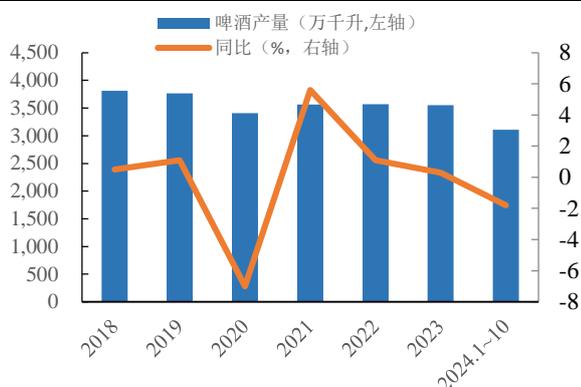
近年来我国啤酒产量规模变化不大，基本保持稳定，行业整体处于存量竞争市场。根据国家统计局数据，2024年1~10月我国规模以上啤酒企业产量呈同比下降1.8%，自2024年7月以来已连续4个月同比下降。经过前期兼并重组的完成和落后产能的淘汰，我国啤酒行业已形成稳定的五强格局，分别是百威亚太、华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒和燕京啤酒（以下简称“啤酒T5”），2023年啤酒T5企业的产量合计为3,459万千升³，占全国规模以上啤酒企业全年总产量的97.30%，占比提升1.1个百分点，集中度进一步提高。

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不高。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，随着竞争格局相对平衡，啤酒行业产能利用率变化较小，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

³ 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。

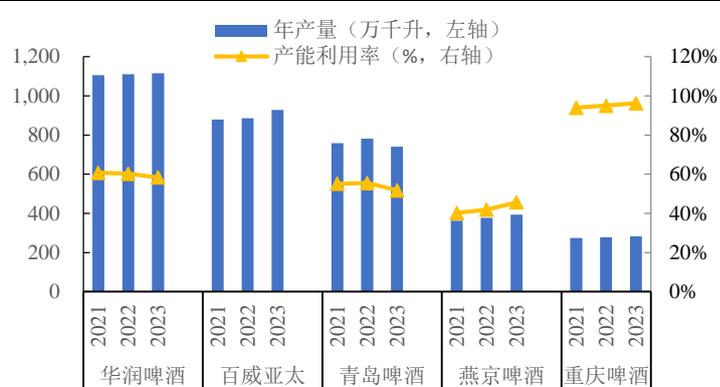
来燕京啤酒持续推动降本增效，产能利用率有所提升，但仍有较大的改善空间。近年来线上化消费的持续发展，导致线下餐饮和娱乐场所减少较多，对啤酒消费产生一定不利影响。

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

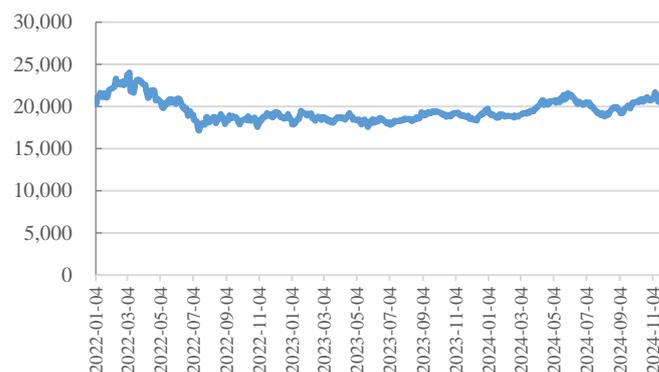
啤酒的成本主要包括直接材料成本和人工成本，直接材料包括原材料和包装材料等，其中原材料主要为大麦麦芽、啤酒花、酵母和水，占成本的比例超过两成；包装材料主要为纸箱、铝、玻璃等，占成本的比例接近一半。原材料方面，全球经济疲软导致下游需求整体走弱，玉米、大麦等大宗商品价格下行，2024年大麦价格持续回落。包材方面，在全国太阳能新增装机大幅增长且相关经济财政刺激政策下对铝的需求起到支撑作用，叠加供应端部分产能减产影响，铝价底部支撑相对较强，2024年前三季度铝价走势呈现“W”走势，波动有所加大。

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）



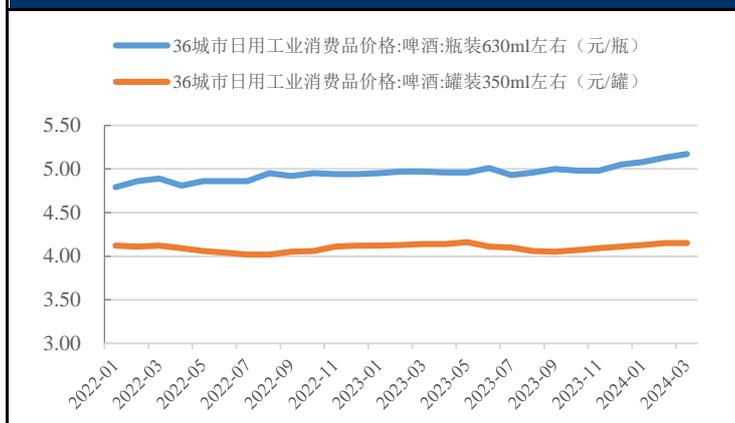
数据来源：Choice，中诚信国际整理

从销售端来看，2024年我国多数地区高温持续天数创新高，且2024年欧洲杯、巴黎奥运会等大型体育赛事频繁进行，按正常年份属于啤酒消费旺季，但根据样本企业披露的财报，百威亚太和青岛啤酒2024年前三季度啤酒销量分别同比下降8.1%和6.98%。重庆啤酒和燕京啤酒勉强维持微弱增长，啤酒销量分别同比增长0.20%和0.48%。整体来看，2024年啤酒行业面临一定的下行压力。面对存量市场竞争，各家啤酒厂商通过高端化转型和品牌升级积极应对。产品创新会为消费者带来对啤酒的新认知，进而激发啤酒消费需求，产品创新方面，百威亚太推出了百威无醇啤酒和科罗娜无醇啤酒，并在2024年发布了其首款无糖啤酒——哈尔滨冰极纯生0糖啤酒；青岛啤酒发

布奥古特A系列新品，继续向高端啤酒产品下注；华润啤酒2024年新推出红爵AMSTEL EXTRA轻卡啤酒，以“轻卡”为核心卖点，满足消费者对健康饮品的需求；燕京啤酒核心大单品燕京U8，2023年销量增长36%，保持较高增速，近年来陆续推出燕京V10白啤、高端拉格S12皮尔森、狮王精酿高端品牌系列产品；重庆啤酒通过绑定火锅消费场景，强化“吃重庆火锅，喝重庆啤酒”的消费认知；“乌苏啤酒”则绑定烧烤消费场景，与周大福、LEE等品牌联名，在全国各地举办烧烤主题活动。根据五大啤酒企业的2023年年度报告，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。从五大啤酒企业的平均售价来看，2023年以来各企业的啤酒售价持续上升。2024年，华润啤酒在中期业绩报告披露整体啤酒平均销售价格同比上升2%，重庆啤酒2024年前三季度销售收入与销量均在0.2%左右，说明销售均价基本持平，青岛啤酒2024年前三季度销量和销售收入均出现下滑，百威亚太2024年前三季度收入和销量均小幅下滑。可以看到2024年啤酒行业销售压力已开始凸显，行业提价空间收窄。

销售渠道方面，百威亚太加快数字化转型，为扩大非堂饮渠道，百威亚太通过发展更多的一级和二级经销商，以拓展至更多网点，并利用自有数字化B2B平台先锋购有效执行；华润啤酒优化经销商体系，搭建高端大客户平台“三华会”；青岛啤酒坚持多链路进行业务拓展，全渠道布局，线上、线下、出海三线并进，且不断拓展垂直电商、平台电商和社交电商等“互联网+”渠道体系；相比传统餐饮买店的啤酒推广，重庆啤酒着力提升现饮渠道布局；2024年以来，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 14：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 15：近年来啤酒 T5 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，啤酒行业处于存量竞争时代，面对下游需求不旺大背景，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，五大啤酒企业占比进一步提升。2024年以来，上游原材料价格有所回落，尤其是大麦价格下行明显，啤酒企业成本持续缓解。为应对消费群体和健康消费意识的提升，啤酒厂商在产品创新方面发力较多，主要啤酒厂商都推出了无糖、低卡啤酒，未来啤酒产品创新或将更加丰富。预计2025年，行业需求受消费信息不足和线下消费场景减少等因素综合影响有所下行，行业竞争加剧。

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，主要集中在中国江浙沪地区，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。中国酒业协会发布的行业数据显示，2023年全国黄酒生产企业完成销售收入210亿元，同比增长2.1%；实现利润总额19.5亿元，同比增长8.5%，黄酒收入规模在酒类市场占比不到2%，黄酒行业营收规模较小且规上企业数量和规模均有所下降。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，围绕市场需求和年轻化目标，加强产品包装升级和酒体设计，开发适合现代消费者需求的新产品，相继发布迎合微醺经济和低度酒趋势的低聚糖黄酒、新派米酒、果露酒、全球首款糯米威士忌等。短期来看，黄酒产品消费难以突破地域限制。

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2023年的90.9亿元，加之宏观经济复苏不及预期，居民消费情绪偏谨慎，国内葡萄酒消费承受较大压力。2024年前三季度，除威龙股份外，张裕葡萄酒、ST通葡、中信尼雅、墓高股份等葡萄酒上市企业业绩均有不同程度下滑。国家统计局数据显示，2024年1~9月，全国葡萄酒产量累计约为8.5万千升，同比下降8.6%。消费者对于国产葡萄酒的认知相对较低，行业竞争激烈，仍处于深度调整期。

三、行业财务表现

2024年以来，样本酒企总体仍保持良好的盈利和获现能力，其中白酒企业受市场需求下降和品牌竞争力差异的综合影响持续分化，高端白酒仍有较高增速，次高端酒业分化且总体增速明显下降；啤酒企业业绩表现较好。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。2025年，酒类企业总体经营业绩仍有支撑，但白酒企业财务表现将加剧分化，啤酒企业整体将经营较稳定。

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家和其他白酒7家、啤酒10家）；集团型企业7家。

盈利方面，2024年以来，白酒样本企业在行业增速整体下滑的大背景下分化加剧，高端白酒样本企业收入增速仍保持两位数；次高端白酒中除山西汾酒保持了15%以上的增速外，其他次高端白酒企业增速进一步下滑，舍得酒业及酒鬼酒甚至出现了双位数的下降，并带动次高端整体增速回落至两位数以下；区域名酒收入表现分化加剧，前三季度区域名酒样本企业收入涨跌各半，其中洋河股份面临江苏本省名酒今世缘、邻省名酒古井贡酒等品牌白酒激烈竞争，下降较多，今世缘、古井贡酒等抢占政商接待、婚宴等消费场景，保持两位数增长，金种子酒和口子窖收入同比出现下滑；其他酒企除金徽酒保持双位数增速外，其余样本增速很低或负增长。

从毛利率来看，2024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，毛利率仍有小幅增长，次高端白酒在需求承压，高端产品竞争激烈背景下，毛利率有下行趋势，区域名酒在产品结构升级和市场竞争激烈综合影响下，毛利率变化较小，其他白酒在产品结构升级作用下毛利率有所增长。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低位；次高端白酒销售费用率延续下降趋势，但板块分化较为明显，山西汾酒压降明显，酒鬼酒经销商数量快速扩张背景下，2024年前三季度销售费用率近45%；区域名酒具有地缘优势，渠道运作更加精细化且销售队伍稳定性较好，洋河股份维护庞大经销商团队但收入规模减少较多导致销售费用率有所增长，金种子酒为应对挑战，在安徽省内及周边销售渠道上投入较多导致销售费用率增加明显，

其他的区域名酒企业销售费用率整体较为稳定；其他白酒样本企业因为顺鑫农业和老白干酒销售费用控制较好整体销售费用率有所压降。毛销差方面，高端白酒毛销差触及天花板后续难以再提升，次高端白酒受销售费用率下降影响，毛销差呈现上行趋势，区域白酒毛销差与次高端白酒仍有5个百分点左右的差距，其他白酒受益于品牌升级和产品结构优化，毛利率提升叠加销售费用率下降，毛销差水平明显提升。

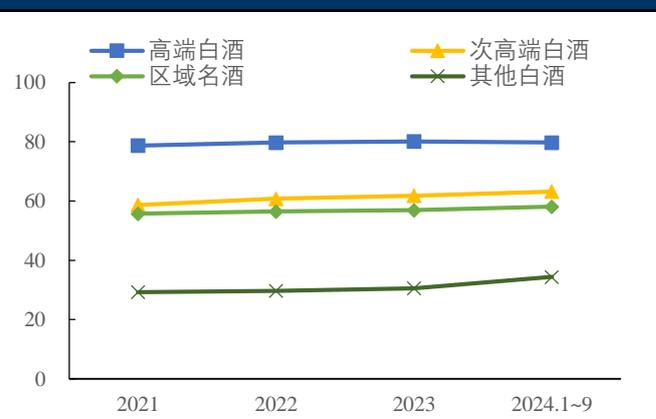
2024年前三季度“茅五泸”三家高端白酒净利润占20家样本白酒企业净利润的74.45%，行业盈利集中度维持很高水平。总体来看，高端白酒业绩确定性强，在规模效应带动下表现出很强的经营稳定性，次高端白酒受宴席及商务消费场景减少影响下业绩承压且分化明显，区域名酒和其他白酒在消费升级带动下产品结构升级带动盈利能力持续提升。

图 16：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 17：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，2024年以来，在产品提价和高端产品占比提升等因素影响下，毛销差较上年略有上升，净利润在毛销差提升带动下有所增加。2024年前三季度，啤酒市场消费低迷导致青岛啤酒等头部啤酒企业收入下滑，啤酒行业营业收入同比出现下降态势，受大麦等原材料价格走低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，营业毛利率继续维持增势，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，盈利水平整体表现较好。

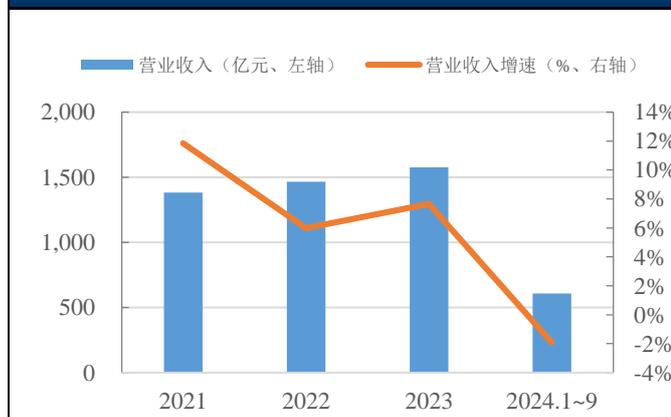
图 18：近年来啤酒样本企业营业收入⁴和增速

图 19：近年来啤酒样本企业毛销差 (%)



⁴ 因百威亚太、华润啤酒和生力啤酒未披露季报完整数据，2024年前三季度营业收入、毛销差数据不包含上述企业。

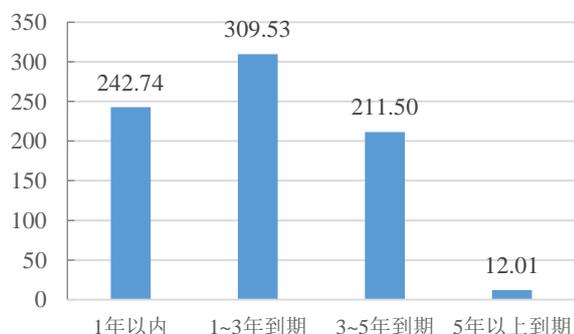
数据来源：公司年报，中诚信国际整理

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，但分化情况加剧明显，尤其是舍得酒业和酒鬼酒因收入规模下滑，导致经营活动净现金流呈现净流出态势。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，2023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，酒类上市公司为增加投资者回报，体现资本市场政策导向，2023年继续保持高分红，20家样本白酒企业中，2023年分红规模超千亿元⁵，占当期净利润的平均比率为68%，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。

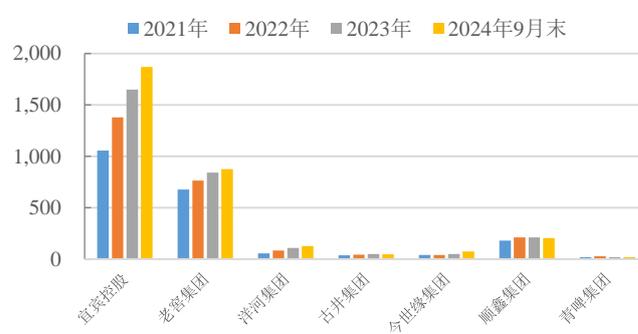
截至2024年11月末，白酒及啤酒上市公司仅泸州老窖存续1只债券，酒类集团型企业存续债券主体共7家，样本企业存续债券规模合计775.78亿元。2024年，集团型样本企业发债13只，发债金额140.50亿元，债券品种以中期票据和超短融为主，融资成本均在3%以下。集团型样本企业盈利对上市酒企依赖度很高，非酒类业务普遍盈利但获现水平不佳，同时部分企业承担政府融资职能，资金拆借规模大，回收情况较差。近年来，集团型企业对外融资规模持续增大但其货币资金主要分布于下属上市酒企，导致本部财务杠杆水平明显高于合并口径，偿债指标亦明显弱于合并口径，宜宾控股和老窖集团债务规模较大且近年来增长明显。但是，集团型企业持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 20：2024 年 11 月末样本企业存续债券到期分布（亿元）



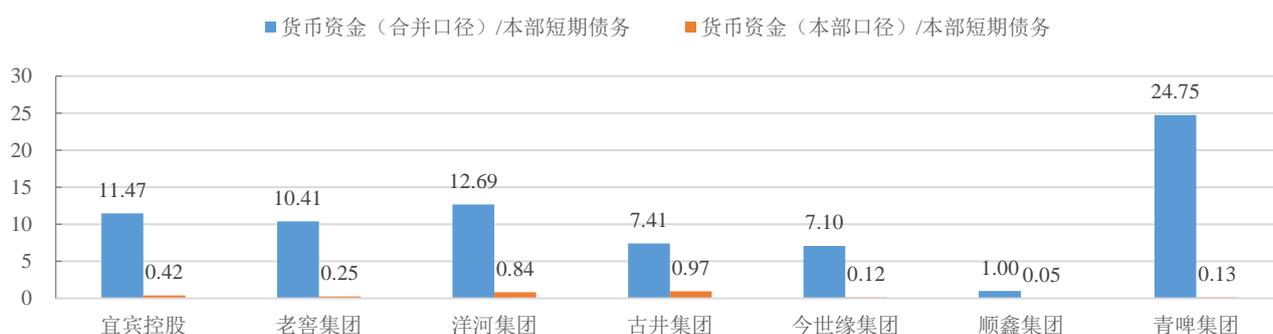
数据来源：公司年报，中诚信国际整理

图 21：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 22：集团型企业 2024 年 9 月末合并口径与本部口径货币资金/短期债务（X）

⁵ 含贵州茅台特别分红 240.1 亿元。

数据来源：公司年报，中诚信国际整理

四、结论

2024年以来，宏观经济环境对消费者信心产生一定扰动，酿酒行业需求承压，行业整体呈现供过于求的供需格局，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，但餐饮及线下娱乐场景的减少对啤酒消费产生较大冲击；各家酒类企业积极改革，一方面持续推动产品结构升级，一方面整顿销售体系，积极拓展市场寻求突围。在此背景下，头部酒企保持良好的盈利能力和获现能力，次高端白酒和区域名酒分化明显，部分白酒品牌面临掉队风险。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2025年白酒行业整体仍将延续供过于求的局面，行业竞争加剧，啤酒行业稳定格局仍将延续，考虑到酒企的业绩韧性及再融资空间充足等有利因素支撑，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	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	洋河股份
	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	天佑德酒
	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
	福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司	惠泉啤酒
	宜宾发展控股集团有限公司	宜宾控股
集团型企业	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）			
	2021	2022	2023	2024.1~9	2021	2022	2023	2024.1~9
贵州茅台	1,094.64	1,275.54	1,505.60	1,231.23	557.21	653.75	775.21	630.31
五粮液	662.09	739.69	832.72	679.16	245.07	279.71	315.21	259.41
泸州老窖	206.42	251.24	302.33	243.04	79.37	104.11	132.89	116.07
山西汾酒	199.71	262.14	319.28	313.58	53.90	81.57	104.59	113.61
舍得酒业	49.69	60.56	70.81	44.60	12.71	17.01	17.72	6.67
水井坊	46.32	46.73	49.53	37.88	11.99	12.16	12.69	11.25
酒鬼酒	34.14	40.50	28.30	11.91	8.93	10.49	5.48	0.56
洋河股份	253.50	301.05	331.26	275.16	75.13	93.89	100.21	85.76
古井贡酒	132.70	167.13	202.54	190.69	23.74	32.52	47.26	48.97
今世缘	64.08	78.88	101.00	99.42	20.29	25.03	31.36	30.86
口子酒	50.29	51.35	59.62	43.62	17.27	15.50	17.21	13.11
迎驾贡酒	45.77	55.05	67.20	55.13	13.87	17.08	22.93	20.11
金种子	12.11	11.86	14.69	8.06	-1.65	-1.86	-0.20	-0.99
顺鑫农业	148.69	116.78	105.93	73.17	1.05	-6.89	-2.99	3.89
老白干	40.27	46.53	52.57	40.88	3.89	7.08	6.66	5.56
伊力特	19.38	16.23	22.31	16.54	3.21	1.70	3.46	2.44
金徽酒	17.88	20.12	25.48	23.28	3.25	2.79	3.23	3.29
青稞酒	10.54	9.80	12.10	9.87	0.59	0.73	0.93	0.58
上海贵酒	6.03	10.91	16.29	2.31	0.71	0.49	0.85	-0.71
皇台酒业	0.91	1.36	1.54	1.13	-0.14	0.07	-0.15	0.22
百威亚太	432.78	451.17	485.59	357.66	62.55	66.09	62.33	53.47
华润啤酒	333.87	352.63	389.32	--	45.90	43.50	52.14	--
青岛啤酒	301.67	321.72	339.37	289.59	32.56	38.05	43.48	51.30
重庆啤酒	131.19	140.39	148.15	130.63	23.99	25.87	27.12	26.67
燕京啤酒	119.61	132.02	142.13	128.46	2.93	5.49	8.55	15.14
珠江啤酒	45.38	49.28	53.78	48.87	6.27	6.06	6.43	8.24
惠泉啤酒	5.82	6.13	6.14	5.91	0.31	0.40	0.49	0.80
生力啤酒	4.87	6.08	6.72	--	0.18	0.30	0.81	--
西发	3.93	2.77	3.37	2.99	0.09	-0.76	0.17	0.59
兰州黄河	3.09	2.66	2.41	1.78	0.24	-0.43	-0.56	-0.59
宜宾控股	1,435.81	1,550.56	1,792.92	1,302.36	248.68	286.34	319.30	254.69
老窖集团	658.39	775.83	889.47	697.20	106.64	121.24	142.96	123.76
洋河集团	256.97	305.43	336.76	279.25	75.50	95.19	102.69	88.34
古井集团	141.24	176.05	215.68	200.55	22.08	28.99	50.99	50.02
今世缘集团	64.10	79.17	102.56	101.17	19.35	24.77	30.70	30.82
顺鑫集团	320.19	273.23	265.03	215.53	0.46	-9.75	-9.89	-0.30
青啤集团	324.48	355.59	386.07	337.46	33.64	38.93	44.89	52.64

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)			
	2021	2022	2023	2024.9	2021	2022	2023	2024.1~9
贵州茅台	0.20	0.22	0.14	0.13	613.77	335.60	1,167.18	926.86
五粮液	1.54	1.09	0.65	0.95	21.73	19.33	55.88	38.02
泸州老窖	12.77	15.48	21.83	21.63	89.31	100.91	134.91	4.50
山西汾酒	6.38	3.03	5.02	3.68	7.31	15.32	7.53	12.31
舍得酒业	6.09	6.69	5.63	12.78	8.13	2.44	1.77	-0.16
水井坊	1.66	0.42	1.23	0.92	50.51	150.61	31.87	17.19
酒鬼酒	0.14	1.23	0.08	0.05	925.13	8.35	26.11	-994.95
洋河股份	0.12	0.06	0.14	0.12	398.85	154.01	244.42	146.99
古井贡酒	2.10	4.38	6.70	3.32	30.85	3.78	3.14	7.81
今世缘	1.45	7.29	8.43	11.15	22.15	3.19	2.29	1.17
口子酒	6.12	4.32	4.78	4.39	1.46	2.06	1.86	0.77
迎驾贡酒	2.62	3.56	3.21	4.13	9.43	7.16	8.53	3.29
金种子	4.88	1.14	4.16	8.72	-3.24	-15.73	0.81	-1.10
顺鑫农业	46.95	48.73	41.69	40.84	-0.08	0.37	-0.21	-0.26
老白干	5.94	1.14	0.00	0.00	4.79	12.43	∞	∞
伊力特	4.77	4.84	4.69	4.62	∞	-409.79	682.39	50.80
金徽酒	0.84	1.02	0.88	0.89	16.05	15.10	22.93	14.88
青稞酒	6.15	4.71	4.46	4.32	0.46	-0.03	0.98	0.34
上海贵酒	0.45	8.48	28.27	27.98	89.71	1.60	1.22	-0.24
皇台酒业	29.57	27.65	29.27	27.55	-0.04	14.90	8.13	-0.02
百威啤酒	1.80	2.03	2.96	--	12.69	10.73	7.64	--
华润啤酒	0.53	4.28	13.39	--	70.35	12.12	4.09	--
青岛啤酒	2.14	2.03	2.39	1.03	13.02	10.32	14.34	20.35
重庆啤酒	1.24	2.74	4.29	3.27	159.76	156.32	73.07	85.83
燕京啤酒	0.30	2.23	3.55	10.45	76.64	5.35	2.60	1.79
珠江啤酒	14.11	14.25	13.85	17.77	0.59	0.37	0.47	0.51
惠泉啤酒	0.00	0.00	1.57	4.82	∞	∞	3.75	3.23
生力啤酒	7.46	1.16	0.96	--	0.87	9.28	22.41	∞
西发	1.15	1.45	0.78	0.70	∞	∞	∞	∞
兰州黄河	4.84	2.02	0.31	2.85	-4.08	1.35	-11.50	-0.84
宜宾控股	35.08	39.18	40.21	41.45	0.70	0.45	0.70	0.45
老窖集团	54.79	54.74	53.14	52.02	0.48	0.29	0.33	0.62
洋河集团	11.34	14.71	16.19	18.34	8.59	0.42	0.40	-0.42
古井集团	17.04	17.47	17.05	14.14	2.71	0.80	1.31	1.49
今世缘集团	29.06	25.28	25.15	30.97	1.51	0.79	1.00	0.57
顺鑫集团	67.79	74.09	76.65	76.03	0.02	0.14	-0.04	-0.05
青啤集团	7.08	9.53	6.12	5.85	7.45	2.46	3.48	3.41

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	资深分析师
邱学友	企业评级部	高级分析师



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>

CHINACHENGXININTERNATIONALCREDITRATINGCO.,LTD

ADD:Building5, GalaxySOHO, No.2NanzhuganLane,

ChaoyangmenneiAvenue,DongchengDistrict,BeijingPRC,100010Beijing,PRC.100010

TEL: (86010) 66428877

FAX: (86010) 66426100

SITE:<http://www.ccxi.com.cn>