

作者：郑冉  
邮箱：zhengran@fecr.com.cn

## 2026年中国白酒行业信用观察

### 摘要

- 2016 - 2025 年间，中国白酒行业整体运营平稳，规模以上企业销售收入和利润持续增长，债务负担较轻，信用风险整体可控。自 2022 年以来，行业进入以去库存、去泡沫和结构重塑为特征的“深水调整期”，产能与企业数量持续出清，消费与收入进一步向头部品牌集中，“少喝酒、喝好酒”成为消费主流趋势。
- 2024 年至 2025 年，白酒行业面临库存高企、价格倒挂与渠道杠杆收紧等多重压力，市场竞争加剧。高端白酒凭借强势品牌与渠道控制力，业绩增长稳健，资产质量优良，债务压力极低，行业资产负债率多在 20 - 40%，流动比率大多 > 2 倍；次高端及地产酒企业绩分化明显，部分企业收入与利润承压；大众酒市场空间收缩，经营表现疲软。
- 债券市场方面，白酒行业存续债券规模整体收缩，发行人集中于地方国有集团企业，债券类型以中长期为主，信用评级普遍较高，截至目前未发生违约事件。
- 展望 2026 年，白酒行业预计进入结构性复苏阶段，复苏将以中高端白酒为引领，行业集中度进一步提升，头部企业优势凸显。然而，行业仍面临供需失衡、价格体系波动、中小酒企信用风险、政策与宏观经济不确定性以及消费趋势变迁等多重挑战，需持续关注相关风险演变。

### 相关研究报告：

1. 《分化与重塑：2026 年地方金控信用观察》，2026.3.2
2. 《科技创新债券信用评级案例研究》，2025.7.3

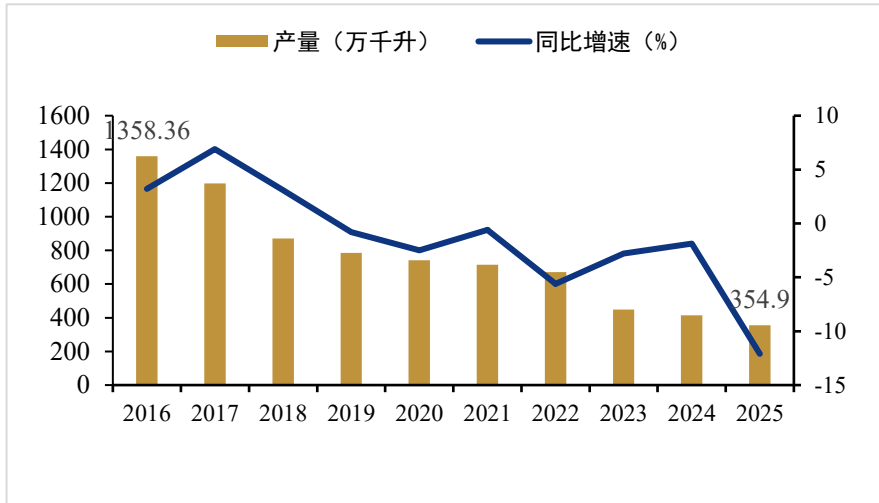
## 一、中国白酒行业现状

2025年，中国白酒市场整体处于业绩承压与深度调整期。行业产能持续缩减，业绩增速明显放缓，多家上市酒企营收与净利润承受压力，传统旺季动销乏力，“旺季不旺”成为行业常态。渠道库存高企、部分产品价格倒挂等问题突出，行业标杆飞天茅台（500ml）原箱批发价持续下行，从2024年初约2950元/瓶，降至6月2700元、7月2500-2600元，2025年11月已跌破2400元，直观反映高端白酒消费动能减弱、市场动销面临严峻挑战。

当前行业正完成周期范式转换：从2016-2021年的高景气增长周期，转入2022年以来以去库存、去泡沫、结构重塑为核心的深水调整期。本轮调整表面是渠道与价格的市场出清，本质是供给侧结构性重塑。在此过程中，抗风险能力较弱的中小酒企及渠道商信用风险抬升，而头部名优酒企依托品牌、渠道与资本优势，通过控量稳价、降速去库等策略强化周期穿越能力，行业马太效应持续凸显。

结构调整呈现总量收缩、效益提升的鲜明特征。总量端，全国白酒产量（折65度）从2016年1358万千升大幅降至2025年354.9万千升，累计降幅73.9%，2023-2025年稳步下行，“以量取胜”时代正式终结；规模以上白酒企业数量从1578家锐减至2025年6月的887家，降幅约43.8%，近四成企业退出，中小企业与低端产能加速出清。效益端，在产量收缩的同时，消费升级持续驱动行业价值提升，规模以上企业营收与利润保持稳步增长，实现“减量增质、减量增效”。

图1：近十年中国规模以上白酒（折65度）产量及增速情况



资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

行业资源与盈利快速向头部集中，格局趋于固化。“少喝酒、喝好酒”成为消费主流，市场份额、营收利润持续向高端与头部品牌倾斜，头部企业定价权与渠道控制力进一步增强。

综上，中国白酒行业已步入头部品牌与高端价值主导的新阶段。短期价格波动与动销压力，并未改变行业长期品牌化、高端化、集中化的根本趋势。未来行业竞争将转向存量市场，核心围绕品牌价值构建与核心价格带占位展开终极较量。

## 二、主要白酒制造企业运行情况

按照市场定位划分，中国白酒分为高端酒、次高端酒、地产酒和大众酒。其中，高端酒市场定位最高，主要代表企业为贵州茅台、五粮液和泸州老窖；次高端酒主要代表为洋河和山西汾酒；地产酒主要代表为古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘和口子窖等；大众酒代表主要为北京牛栏山（顺鑫农业）。

表 1：国内主要白酒制造企业介绍

产品分类	公司名称	公司简称	公司属性
高端酒	贵州茅台酒股份有限公司	贵州茅台	地方国有企业
	宜宾五粮液股份有限公司	五粮液	地方国有企业
	泸州老窖股份有限公司	泸州老窖	地方国有企业
次高端酒	江苏洋河酒厂股份有限公司	洋河股份	地方国有企业
	山西杏花村汾酒厂股份有限公司	山西汾酒	地方国有企业
	舍得酒业股份有限公司	舍得酒业	民营企业
	酒鬼酒股份有限公司	酒鬼酒	中央国有企业
	四川水井坊股份有限公司	水井坊	外资企业
地产酒	安徽古井贡酒股份有限公司	古井贡酒	地方国有企业
	安徽迎驾贡酒股份有限公司	迎驾贡酒	民营企业
	安徽口子酒业股份有限公司	口子窖	民营企业
	安徽金种子酒业股份有限公司	金种子酒	地方国有企业
	江苏今世缘酒业股份有限公司	今世缘	地方国有企业
	河北衡水老白干酒业股份有限公司	老白干酒	地方国有企业
	金徽酒股份有限公司	金徽酒	民营企业
	新疆伊力特实业股份有限公司	伊力特	地方国有企业
大众酒	甘肃皇台酒业股份有限公司	皇台酒业	民营企业
	北京顺鑫农业股份有限公司	顺鑫农业	地方国有企业

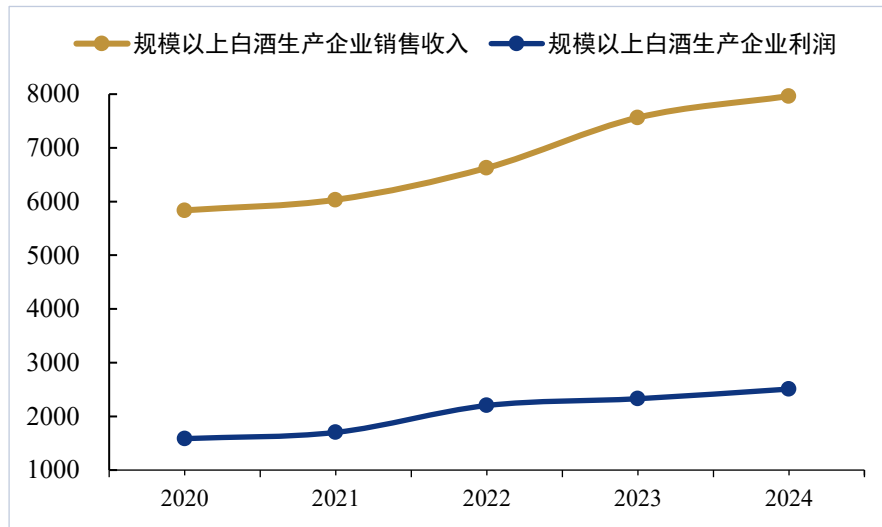
资料来源：公开信息资料，远东资信整理

### （一）盈利能力：整体承压，结构分化加剧

2020—2024年，白酒行业规模以上企业呈现减量增利特征，销售收入由5836.4亿元增至7963.84亿元，利润总额由1585.4亿元增至2508.65亿元，效益持续提升。

行业盈利与市场份额快速向头部集中，格局趋于固化。2024年，贵州茅台、五粮液、泸州老窖三家头部企业营业收入分别为1741.44亿元、891.75亿元、311.96亿元，合计占规模以上企业营收比重超36.98%；净利润分别为893.35亿元、331.93亿元、134.98亿元，合计利润占比高达54.22%，充分印证“少喝酒、喝好酒”的消费趋势。在行业总产量2016—2025年累计下滑73.9%的背景下，茅台产量由5.99万吨提升至10.44万吨，成为“总量收缩、结构优化、头部走强”的典型例证。

图 2：近五年中国规模以上白酒生产企业销售收入及利润情况（单位：亿元）



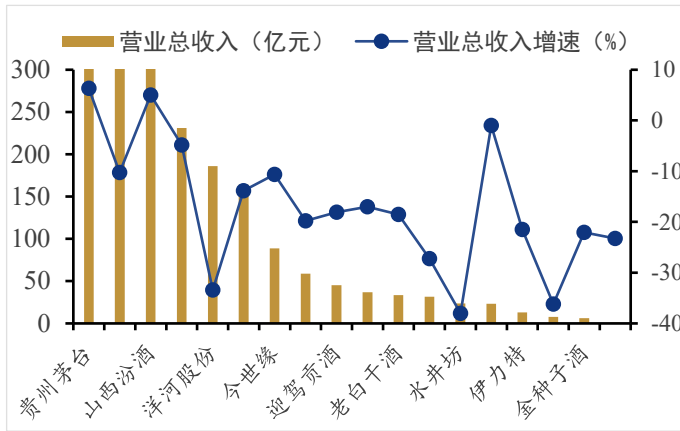
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2025 年，行业延续高端稳健、次高端承压、大众疲软的格局，整体盈利增速显著放缓。2025 年前三季度，全行业收入与利润同比下滑，集中度进一步提升，高端白酒垄断优势强化，大众酒业绩下滑尤为明显。

营业总收入及增速方面，白酒行业呈现明显的梯队分化，头部企业与中小酒企经营表现差异持续扩大。高端酒企中，贵州茅台以 1309.04 亿元营收实现 6.32% 的正增长，规模与增长韧性均领跑行业；五粮液、泸州老窖分别实现营收 609.45 亿元、231.27 亿元，虽同比分别下降 10.26%、4.84%，但整体规模仍保持相对稳健。次高端酒企内部分化显著，山西汾酒实现 329.24 亿元营收，同比增长 5%，表现突出；而洋河股份、舍得酒业、水井坊、酒鬼酒等均出现明显下滑，其中洋河股份下滑 33.43%、水井坊下滑 38.01%、酒鬼酒下滑 36.21%，降幅居前。地产酒企与大众酒企整体承压明显，古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、顺鑫农业等企业营收普遍出现两位数下滑，金种子酒、皇台酒业等小型酒企营收规模已降至 10 亿元以下，市场空间持续收缩。

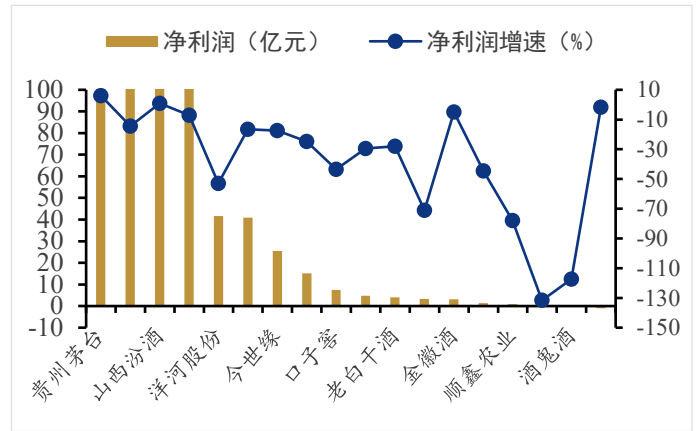
净利润方面，进一步印证行业盈利分化加剧的格局。高端酒企盈利韧性突出，贵州茅台实现净利润 668.99 亿元，同比增长 6.14%，盈利规模与稳定性遥遥领先；五粮液、泸州老窖净利润分别为 222.12 亿元、107.95 亿元，同比分别下降 14.38%、7%，仍维持较强盈利水平。次高端酒企内部分化进一步拉大，山西汾酒净利润 114.5 亿元，小幅增长 0.78%，保持盈利韧性；洋河股份净利润 41.58 亿元，大幅下滑 52.93%，盈利收缩显著。地产酒企及大众酒企盈利压力尤为突出，多数企业净利润呈现两位数甚至三位数下滑，顺鑫农业、水井坊净利润同比分别下降 77.99%、71.02%；酒鬼酒、金种子酒、皇台酒业更是由盈转亏，净利润分别为 -0.1 亿元、-1 亿元、-0.07 亿元，行业尾部企业经营压力凸显。

图3：中国主要白酒制造企业盈利总收入及增速



资料来源：公开信息，远东资信整理

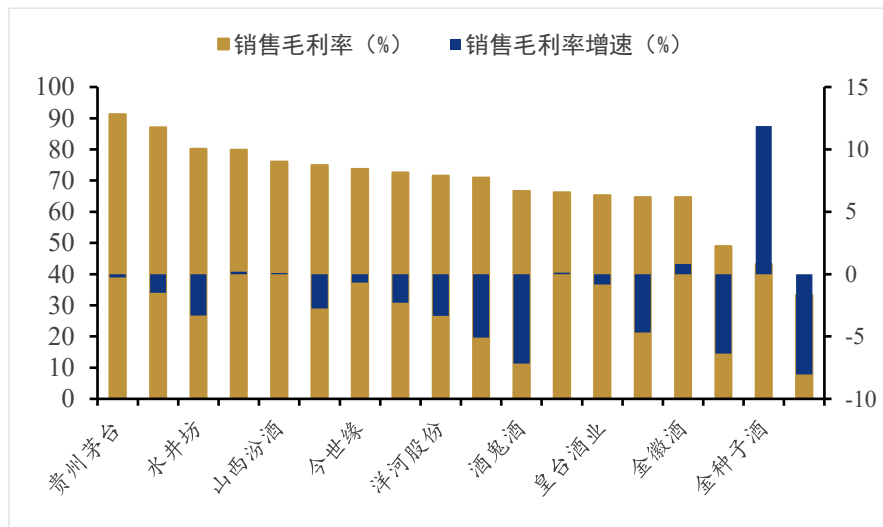
图4：中国主要白酒制造企业净利润及增速



资料来源：公开信息，远东资信整理

毛利率方面，高端化程度与溢价能力直接正相关。高端白酒企业毛利率略有回落但仍维持高位；次高端酒企受需求走弱、竞争加剧影响，毛利率下行；地产酒企在产品升级与市场竞争双重作用下，毛利率相对平稳、波动较小。

图5：中国主要白酒制造企业净利润及增速



资料来源：公开信息，远东资信整理

## （二）杠杆水平：整体较低但分层明显

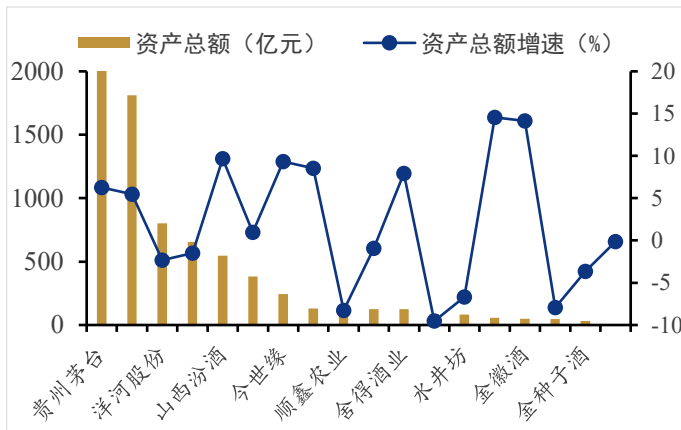
从资产总额与资产负债率两项核心指标看，白酒行业整体杠杆水平偏低、财务基本面稳健，但梯队分化显著、尾部风险抬升，呈现清晰的“头部极低、中部安全、局部偏高”格局。

资产总额方面，规模梯队分明，头部优势固化。行业资产规模呈现高端酒企遥遥领先、次高端酒企居中、地产酒企与大众酒企业量偏小的层级特征。高端酒企资产体量庞大，底盘扎实。贵州茅台 3047.38 亿元（同比+6.27%）、五粮液 1810.73 亿元（同比+5.46%）、泸州老窖 654.96 亿元，资产规模与增长韧性显著领先。次高端酒企资产规模

中等，内部差异较大。洋河股份 802.91 亿元、山西汾酒 545.51 亿元相对靠前，舍得、水井坊、酒鬼酒资产规模偏小。地产酒企和大众酒企资产总额普遍偏低，抗风险底盘较弱。皇台酒业仅 4.86 亿元，多数企业资产规模在百亿元以内。

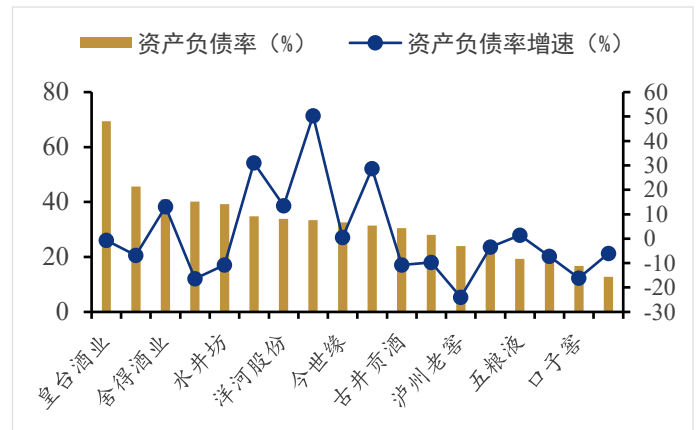
资产负债率方面，杠杆水平分层，尾部风险突出。行业资产负债率整体处于低位，但不同梯队、不同企业分化极为显著，信用风险边界清晰。高端酒企杠杆水平极低且持续优化，财务结构极致稳健。贵州茅台 12.81%（同比-6.02%）、五粮液 19.26%、泸州老窖 23.93%（同比-23.94%），长期偿债压力几乎可忽略。次高端酒企整体处于安全区间，内部分化明显。山西汾酒 28.00%、酒鬼酒 19.03% 杠杆偏低；舍得酒业 40.99%、水井坊 39.26% 相对偏高；洋河股份 33.93% 同比有所抬升。地产酒企分化最剧烈，高杠杆风险集中暴露。皇台酒业 69.39% 居行业首位，偿债压力突出；金种子酒 34.76%、伊力特 33.44%、金徽酒 31.46% 同比大幅上行，杠杆风险快速累积；古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖等仍维持较低水平。大众酒企中，顺鑫农业资产负债率 45.62%，高于高端与部分次高端，杠杆压力相对偏高。

图 6：中国主要白酒制造企业资产总额及增速



资料来源：公开信息，远东资信整理

图 7：中国主要白酒制造企业资产负债率及增速



资料来源：公开信息，远东资信整理

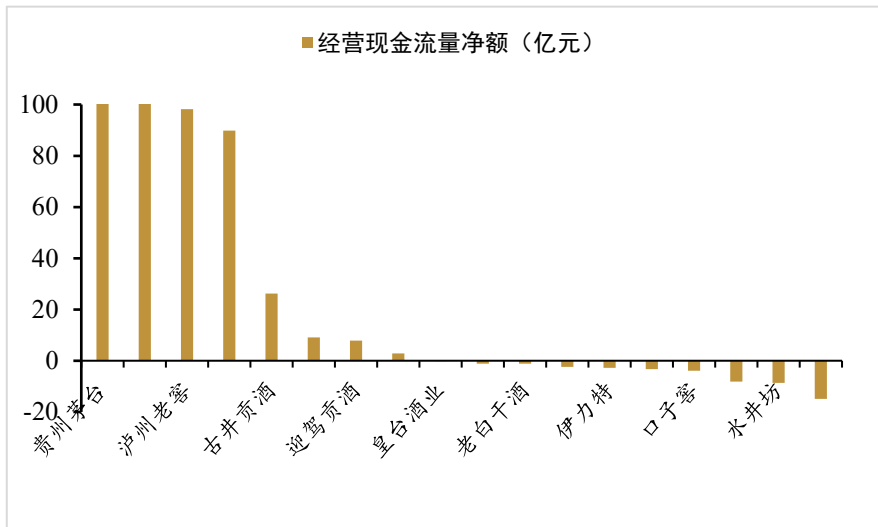
综上，白酒行业杠杆水平整体可控、结构分层。高端酒企凭借强现金流与低负债构筑绝对安全垫；次高端酒企整体稳健但个体差异加大；部分地产酒企与小众酒企杠杆高、抬升快，信用风险需重点警惕。

### （三）获现能力：分化加剧，成为信用关键变量

白酒行业获现能力与短期流动性梯队分化显著，经营现金流量净额、经营现金流量短期债务比、流动比率三项指标全面拉开差距。

经营现金流量净额方面，头部稳健，中下游普遍承压。高端酒企现金流规模领先、回款能力强劲。贵州茅台、五粮液及泸州老窖经营现金流量净额分别为 381.97 亿元、282.47 亿元和 98.23 亿元，均保持大额净流入，渠道掌控力与现金创造能力突出。次高端酒企内部分化明显。仅山西汾酒净流入 89.82 亿元；洋河股份、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊均为净流出，现金流持续承压。地产酒企及大众酒企整体获现能力偏弱。古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、金徽酒虽保持净流入，但同比明显回落；口子窖、金种子酒、老白干酒、伊力特、皇台酒业、顺鑫农业等现金流转负，流动性压力显著上升。

图 8：截至 2025 年第三季度中国主要白酒制造企业经营现金流量净额

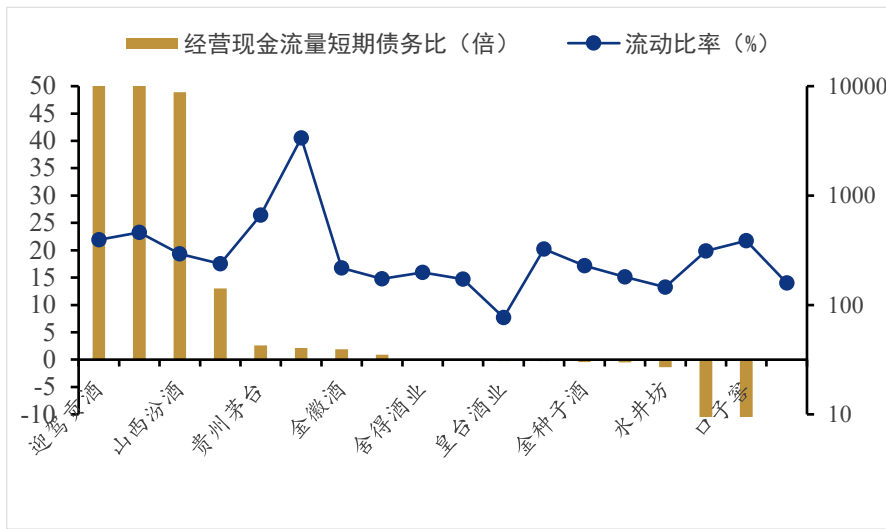


资料来源：公开信息，远东资信整理

经营现金流量短期债务比方面，覆盖能力悬殊，尾部风险突出，行业内部分化极为剧烈。高端酒企覆盖能力极强，五粮液（76.56 倍）的指标尤为突出，经营现金流远超短期债务；贵州茅台（2.63 倍）和泸州老窖（2.15 倍）也处于安全水平，显示出强劲的现金流造血能力，短期偿债保障充足。次高端酒企两极分化。山西汾酒（48.89 倍）保障能力突出；洋河股份、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊均为负值，经营性现金流无法覆盖短期债务，其中酒鬼酒-778.37 倍，风险尤为突出。地产酒企分化显著。迎驾贡酒 5771.51 倍，现金流异常充沛；口子窖-3409.85 倍，短期偿债风险极高；今世缘仅 0.91 倍，覆盖能力偏弱；大众酒企中，顺鑫农业-0.23 倍，现金流保障不足。

流动比率方面，整体充裕，尾部企业流动性偏弱。行业整体流动比率远高于 2 倍安全线，但梯队差异明显。高端酒企流动性绝对安全。泸州老窖、贵州茅台及五粮液流动比率分别为 3360.71、661.93 和 458.86，流动资产对流动负债覆盖能力极强。次高端酒企整体充裕。洋河股份（323.88）、酒鬼酒（311.24）、山西汾酒（293.24）等均远高于安全线，短期偿债缓冲充足。地产酒企整体偏弱，尾部风险显现。迎驾贡酒 394.67、口子窖 387.54 相对稳健；皇台酒业仅 76.78，行业垫底，短期流动性风险较高；老白干酒、伊力特、今世缘等处于中等水平。大众酒企中，顺鑫农业 172.52，处于行业中游区间。

图9：截至2025年第三季度中国主要白酒制造企业经营现金流量短期债务比及流动比率（次要纵轴采用对数刻度）



资料来源：公开信息，远东资信整理

### 三、存续债券情况

截至2025年末，中国白酒企业债券发行量和存量规模较2024年有所下降，且发行人数量仍旧较少。共有7家企业存续白酒行业债券，其中5家为酒类集团型企业。白酒企业发行人全部为地方国有企业，整体运行情况良好，未发生违约情况。白酒行业发行人主体信用评级较高，除四川省酒业集团有限责任公司、新疆伊力特实业股份有限公司和仁怀酱酒(集团)有限责任公司信用评级为AA外，其余发行主体信用等级均为AA+和AAA。信用评级调整方面，2025年，国内白酒企业信用评级无调整，未发生债务违约和信用等级下调情况。

债券发行方面，2025年，中国白酒企业存续债券共计65支。样本企业存续债券规模合计467.54亿元，其中2025年当期共计发行债券17支，合计金额128亿元。2025年，集团型样本企业发债15只，发债金额118亿元，债券品种以中期票据和超短融为主。

存续债券余额方面，截至2025年末，国内共有白酒企业债券发行人7家，存续债券余额477.54亿元。存续规模高度集中于泸州老窖集团(271.50亿元)、江苏洋河集团(108亿元)等头部主体，合计占比超60%；2025年新增白酒类债券全部来自四川省酒业集团有限责任公司、泸州老窖集团有限责任公司、江苏洋河集团有限公司、今世缘集团有限公司和仁怀酱酒(集团)有限责任公司。实际从事白酒酿造的企业作为发行人的情况相对较少，仅有北京顺鑫农业股份有限公司和新疆伊力特实业股份有限公司2家上市公司有存续债券，债券余额为10.00亿元。

表2：截至2025年末国内白酒企业存续债券情况（单位：亿元）

发行人	主体评级	公司属性	核心酒企	存续债券金额
泸州老窖集团有限责任公司	AAA	地方国有企业	泸州老窖	271.50
江苏洋河集团有限公司	AAA	地方国有企业	洋河股份	108.00
四川省酒业集团有限责任公司	AA	地方国有企业	叙府酒业	33.65
今世缘集团有限公司	AA+	地方国有企业	今世缘	28.99
北京顺鑫农业股份有限公司	AA+	地方国有企业	北京牛栏山	5.00
新疆伊力特实业股份有限公司	AA	地方国有企业	伊力特	5.00
仁怀酱酒(集团)有限责任公司	AA	地方国有企业	怀仁酱香酒	15.40

资料来源：公开信息，远东资信整理

## 四、白酒行业展望及风险关注

2024-2026年，中国白酒行业面临高库存、价格倒挂与渠道杠杆收紧的三重风险压制。然而，随着渠道杠杆逐步去化、产能出清加速，头部企业的“马太效应”将显著强化。预计2026年行业将迎来结构性分化中的复苏启动。

在渠道库存有效去化、价格体系企稳和宏观环境不明显恶化的前提下，2026年有望成为行业在深水调整之后的结构性复苏启动阶段，复苏将以中高端白酒为引领。结合头部企业与行业整体收入增速差异推算，CR5市占率有望突破50%，CR10有望超过68%，头部“马太效应”进一步加强。随着价格企稳逐步恢复供应端利润空间，品牌控货和价格管理能力成为关键。同时，随着消费场景多元化与数字化营销发力，聚焦年轻化、健康化、场景化和用户深耕，需求结构优化将带动经典价格段及大众消费加快恢复。2026年是白酒行业价值重构与品牌座次重排关键一年。500-800元价格带中部分品牌若难以塑造不可替代的核心价值锚点，将陷入“无所代表”的困境。相较之下，茅台、汾酒因具备清晰的“有所代表”特质而表现稳健。品类创新、年轻化转型和国际化拓展成为差异化竞争的突破口。

中国白酒行业仍面临如下风险：

1. 供需失衡持续及库存积压风险：白酒行业供给过剩、渠道库存高企若得不到及时消化，将拖累价格及利润。
2. 价格倒挂频发与渠道失衡风险：价格倒挂破坏价格体系稳定，经销商信心受挫，渠道去杠杆速度不及预期将加剧流动性风险。
3. 中小酒企信用危机与出清压力：信用风险及资金链断裂可能催化行业加速分化，需重点关注资金链弱势企业动态。
4. 政策与宏观经济波动风险：禁酒令及其他限制政策反复，宏观经济不确定性均可能对需求复苏产生抑制。
5. 消费变迁带来的品牌风险：未能有效应对年轻化及价值观变化的企业将逐步边缘化，品牌重塑失败将失去竞争力。

### 【作者简介】

郑冉，吉林大学技术经济及管理硕士，远东资信研究院研究与发展部实习研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



### 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

#### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层

电话：010-57277666

#### 上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层

电话：021-6142800

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。