

作者：杨涵
邮箱：research@fecr.com.cn

2024年中国白酒行业信用风险研究

摘要

近年来，中国白酒企业整体运营平稳，全行业收入和利润整体呈增长趋势，债务负担偏低，行业风险相对可控。规模以上白酒企业产能持续下降，市场集中度逐渐提高。高端白酒业绩增长强劲，市场份额逐年扩大，品牌影响力逐渐增强，行业聚集效应明显。

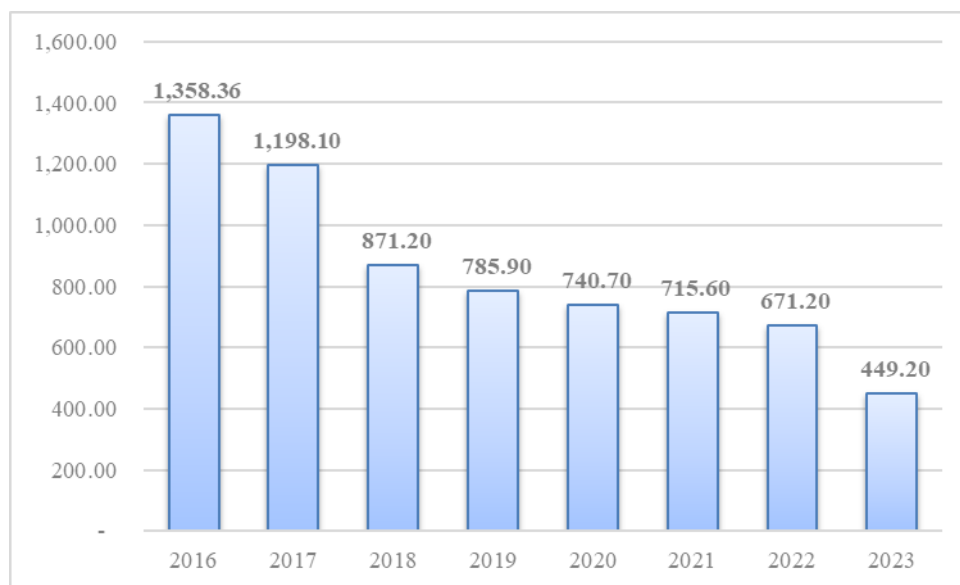
2024年，中国白酒市场竞争依旧激烈，行业产能或将进一步出清。需求端方面，白酒消费将进一步延续上年宴席回补需求，商务招待需求依旧疲软。高端白酒市场格局稳定、行业壁垒强，市场竞争相对温和，次高端、地产酒和大众酒竞争或将加剧，短期内业绩波动性较大。

一、中国白酒行业现状

近年来，中国白酒市场竞争激烈，行业产能逐步缩减，低端产能向高端产能让渡，市场集中度持续提高。贵州茅台、五粮液等高端白酒市场份额逐年扩大，品牌影响力逐渐增强。

2016年以来，中国白酒行业持续推进供给侧结构性改革，全行业总体呈现产出规模稳中有降、产出效益逐步提升的特征，白酒消费向头部企业集中。期间，规模以上白酒企业从2016年的1,578家降至2022年的963家，下降约38.97%；全国白酒产量（折65度，商品量）从2016年的1,358万千升下滑至2023年的449.20万千升，产量下降66.93%。在低端白酒产能出清同时，高端白酒市场份额持续提升，其中贵州茅台产量从2016年的5.99万吨，提升至2022年的9.19万吨。

图1 近年中国规模以上白酒产量情况（单位：万千升）



资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

行业收入方面，近年来，中国白酒行业收入和利润呈逐年增长趋势。2018~2022年，中国规模以上白酒生产企业的销售收入分别为5,190.1亿元、5,579.2亿元、5,836.4亿元、6,033.5亿元和6,626.5亿元。同期，规模以上白酒生产企业的利润分别为1,225.9亿元、1,398.7亿元、1,585.4亿元、1,701.9亿元和2,201.7亿元。全国白酒业销售收入向头部企业聚集效应明显，2022年，贵州茅台、五粮液和泸州老窖等高端白酒企业的营业总收入分别为1,275.5亿元、739.7亿元和251.2亿元，合计占比超过全国规模以上白酒生产企业的销售收入的34%。2022年，上述企业实现净利润分别为653.8亿元、279.7亿元和104.1亿元，合计占比超过全国规模以上白酒生产企业的利润的47%。

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、迎驾贡酒和口子窖等；大众酒代表主要为北京牛栏山（顺鑫农业）。

2023年前三季度，中国白酒行业整体债务水平偏低；全行业收入和利润整体呈增长趋势，高端白酒和地产酒经营业绩增长强劲，其中高端酒收入、净利润和经营现金净流入超过其他品类白酒合计，行业聚集效应明显；次高端白酒业绩有所分化，大众酒业绩下滑明显。

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	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，远东资信整理

2023年前三季度，中国白酒企业整体收入和净利润呈增长趋势。贵州茅台、五粮液和泸州老窖等高端白酒企业收入和利润持续稳健增长，经营获现能力极强，行业头部效应明显。其中贵州茅台实现营业总收入为1,053.16亿元，同比增长17.39%，毛利率为91.71%，较上年同期变化不大，净利润为528.76亿元，同比增长19.09%，经营现金净流入为500.02亿元，同比增长405.97亿元，经营业绩持续领先于其他白酒企业。地产酒企业经营业绩相对稳健，除金种子酒处于亏损状态外，其余地产酒企业收入、利润和经营现金流入均处于良好水平。同期，次高端白酒企业经营业绩分化明显，整体毛利率依然处于较高水平。其中，洋河股份、山西汾酒和舍得酒业收入和净利润呈增长趋势；

酒鬼酒和水井坊营业业绩承压，收入和净利润均有不同程度下滑。大众酒企经营业绩表现较差，营业收入和净利润表现不佳，市场空间收缩。

表 2 2023 年前三季度中国主要白酒制造企业盈利和现金流情况（单位：亿元、%、百分点）

产品分类	公司简称	营业总收入		毛利率		净利润		经营净流入	
		金额	同比	数额	同比	金额	同比	金额	上年同期
高端酒	贵州茅台	1,053.16	17.30	91.71	-0.17	528.76	19.09	500.02	94.05
	五粮液	625.36	12.11	75.86	-0.11	228.33	14.23	223.89	107.85
	泸州老窖	219.43	25.21	88.45	1.67	105.66	28.58	90.53	63.12
次高端	洋河股份	302.83	14.35	75.77	1.23	102.03	12.47	43.43	-9.56
	山西汾酒	267.44	20.78	75.94	-0.58	94.31	32.68	73.04	81.41
	舍得酒业	52.45	13.62	75.28	-3.05	12.95	7.93	5.80	10.57
	酒鬼酒	21.42	-38.54	78.90	-0.93	4.79	-50.75	0.57	5.58
地产酒	水井坊	35.88	-4.84	83.18	-1.46	10.22	-3.08	13.55	11.09
	古井贡酒	159.53	24.98	79.04	2.63	38.13	45.37	57.20	50.63
	迎驾贡酒	48.04	23.42	71.64	3.07	16.55	37.57	10.49	8.34
	口子窖	44.46	18.18	75.22	0.79	13.48	12.22	4.17	0.51
	金种子酒	10.73	31.73	35.77	6.03	-0.35	--	1.15	-4.51
	今世缘	83.65	28.34	76.26	1.74	26.36	26.63	19.81	22.00
	老白干酒	38.46	11.30	66.75	-1.04	4.18	-21.60	8.29	7.45
	金徽酒	20.19	29.32	63.49	0.91	2.73	27.55	2.45	0.37
	伊力特	16.43	25.77	48.50	2.93	2.29	63.88	2.09	-1.42
大众酒	皇台酒业	1.13	8.55	61.04	-3.38	0.04	-4.68	0.01	-0.01
	顺鑫农业	88.07	-3.28	29.39	-1.43	-2.92	--	-20.14	-7.01

资料来源：公开信息，远东资信整理

2023年9月末，中国白酒制造企业整体资产总额呈增长趋势，资产负债率依旧偏低，资产流动性良好，货币资金储备对短期债务覆盖程度很高，债务压力很轻。从资产规模来看，高端白酒市场份额大，盈利能力强，其资产规模在行业内处于领先水平，债务压力极低。次高端酒企和地产酒企的资产规模分化较为严重，流动性储备充足。大众酒企资产规模偏小，资产负债率水平最高，货币资金对短期债务保障水平很高。

表 3 截至 2023 年 9 月末国内主要白酒制造资产和债务压力情况（单位：亿元、%、百分点）

产品分类	公司简称	资产总额		资产负债率		货币资金 /短期债务（倍）	流动比率 （倍）
		金额	同比	数额	同比		
高端酒	贵州茅台	2,620.76	5.78	14.14	0.29	1,132.68	1132.68
	五粮液	1,518.03	12.71	17.89	-0.67	99.73	99.73
	泸州老窖	614.06	41.25	36.78	10.33	260.26	260.26
次高端	洋河股份	644.78	5.24	18.97	-4.07	1,657.56	1657.56
	山西汾酒	421.90	26.13	35.55	-2.83	2.22	2.22
	舍得酒业	107.19	15.89	33.50	-2.02	5.37	5.37
	酒鬼酒	54.55	-4.72	22.83	-5.99	--	--

	水井坊	79.16	20.02	47.62	-2.48	19.04	19.04
地产酒	古井贡酒	349.66	13.49	38.26	-0.71	24.49	24.49
	迎驾贡酒	104.07	16.78	25.58	-1.68	5.52	5.52
	口子窖	119.68	11.75	21.85	1.74	2.06	2.06
	金种子酒	33.87	1.33	25.57	3.69	8.82	8.82
	今世缘	201.59	23.29	36.52	1.61	4.26	4.26
	老白干酒	95.97	6.58	52.65	-1.24	--	--
	金徽酒	41.89	10.01	21.94	2.93	60.64	60.64
	伊力特	46.83	-3.71	18.89	-3.75	421.21	421.21
	皇台酒业	4.97	4.70	71.75	-0.78	25.12	25.12
	大众酒	顺鑫农业	164.23	-10.53	58.69	1.11	1.64

注：截至2023年9月末酒鬼酒和老白干酒不存在流动负债，故未计算部分财务指标

资料来源：公开信息，远东资信整理

二、存续债券情况

2023年，中国白酒企业债券发行量和存量规模依旧较低，发行人数量较少，主要为核心酿酒企业的上级集团公司；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。

存续债券余额方面，截至2023年末，国内共有白酒企业债券发行人9家，存续债券余额389.60亿元。从股权穿透口径看，2023年新增白酒类债券全部来自宿迁产业发展集团有限公司、泸州老窖集团有限责任公司、今世缘集团有限公司和顺鑫控股有限公司。实际从事白酒酿造的企业作为发行人的情况相对较少，仅有泸州老窖、伊力特和顺鑫农业3家上市公司有存续债券，债券余额为22.43亿元。

从债券发行情况看，2023年，中国白酒企业债券发行情况依旧清淡，当期共计发行债券15支，合计金额156.60亿元，其中包括公司债券2支（发行金额合计28.00亿元）和银行间债券13支（发行金额合计128.60亿元）。从发行期限看，白酒企业发行人共计发行一年期及以下债券6支（26.60亿元），长期债券9支（发行金额合计130.00亿元）。

从发行主体信用等级来看，白酒行业发行人主体信用评级较高，除伊力特、北京顺鑫控股集团有限公司和衡水市建设投资集团有限公司信用评级为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，2023年，国内白酒企业信用评级上调1家，为今世缘集团有限公司，未发生债务违约和信用等级下调情况。

表4 截至2023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
宿迁产业发展集团有限公司	AAA	地方国有企业	洋河股份	60.00
江苏洋河集团有限公司	AAA	地方国有企业	洋河股份	82.47
泸州老窖集团有限责任公司	AAA	地方国有企业	泸州老窖	229.70
泸州老窖股份有限公司	AAA	地方国有企业	泸州老窖	15.00
北京顺鑫控股集团有限公司	AA	地方国有企业	北京牛栏山	61.83

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
衡水市建设投资集团有限公司	AA	地方国有企业	老白干酒	11.00
今世缘集团有限公司	AA ⁺	地方国有企业	今世缘	27.20
新疆伊力特实业股份有限公司	AA	地方国有企业	伊力特	2.43
合计	--	--	--	494.63

资料来源：公开信息，远东资信整理

五、白酒行业风险关注及展望

近年来，中国规模以上白酒产量持续下降，高端和次高端白酒企业持续扩大产能。预计2024年，中国白酒市场仍将处于挤压式增长状态，优势产能不断向头部白酒制造企业集中。

2024年，中国白酒市场竞争依旧激烈，行业产能或将进一步出清，需求端方面，白酒将进一步延续上年宴席回补需求，商务招待需求依旧疲软。从需求端来看，受前期宏观因素影响，中国宴席白酒需求长期受到压制。2024年，中国白酒需求将继续体现为宴席回补带来的白酒消费。从消费者信心相关指标看，2023年4月份以来，消费意愿、收入、就业三大指标趋势上走低，消费意愿、收入改善不明显，可以预期国内商务招待相关需求依旧疲软。

整体看，2024年，中国高端白酒市场格局稳定、行业壁垒强，市场竞争相对温和，次高端、地产酒和大众酒竞争或将加剧，短期内销售波动性较大。

【作者简介】

杨涵，英国格拉斯哥大学金融预测与投资硕士，CPA，FRM，远东资信资深分析师。

【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机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



远东资信评估有限公司

网址：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：010-5727 7666

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：021-6510 0651

【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。