

联合 研究报告

2019.12.30

白酒制造行业研究



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

白酒制造行业研究报告

报告概要

分析师：刘祎焯

时间：2019 年 12 月 30 日

010-85679696

lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

www.lhratings.com

白酒作为社会交往、餐饮聚会的重要饮品，其需求与宏观经济发展、人均收入水平及产业政策等因素密切相关。在严控“三公”消费、中央军委“禁酒令”等政策出台及宏观经济增速放缓的综合作用下，白酒制造行业逐步进入深度调整期，下游需求结构重塑，政军务消费逐渐被大众及商务消费承接。2016 年以来，在居民购买力不断提升、餐饮业触底回暖、白酒渠道库存消化较为充分等因素带动下，白酒制造行业景气度复苏，高端白酒回暖明显，行业集中度逐步提高，行业分化日趋明显，头部效应逐步显现，品牌影响力、销售渠道、资金及规模等方面更具竞争优势的白酒制造企业呈现出更强的抗风险能力。

白酒制造企业具备很强的盈利及经营获现能力，现金类资产较为充沛、债务负担较轻，整体偿债能力很强。集团控股型发债企业需重点关注母公司偿债能力、下属公司分红规模及可持续性、关联方往来款规模与回收风险等。

未来，随着产业政策放宽以及本次白酒行业整合调整期的结束，行业品牌优势及头部效应将逐步显现，行业内兼并重组将有效提高行业集中度，降低产能过剩风险，行业将进入良性发展期。

一、行业概况

1. 行业概述

在《国民经济行业分类与代码》(GB/T 4754-2017)中,白酒制造行业是“酒、饮料和精制茶制造业”大类、“酒的制造”中类下属的细分行业。白酒又名烧酒,是中国特有的一种蒸馏酒,是世界六大蒸馏酒之一。白酒以粮谷或含淀粉质和糖质为原料,以大曲、小曲或麸曲及酒母等为糖化发酵剂,采用固态、半固态或液态发酵方式,经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿和勾调等环节制成原酒,原酒再经长时间存储(一般在1年以上,年份酒存储时间更长),经勾兑后成为出厂的成品酒。

按香型分类,中国白酒产品大体可分为浓香型、酱香型、清香型、米香型、兼香型及其他香型,国内市场消费主要集中在浓香型、酱香型、清香型三种类型。目前浓香型是白酒消费的主要香型,市场占有率约为49%,以五粮液、泸州老窖等为代表;酱香型白酒占比约为19%,以贵州茅台、郎酒等为代表;清香型白酒市场占有率约为12%,以汾酒、牛栏山等为代表;其他香型如凤香型、米香型、兼香型等占比有限。随着白酒回归大众消费,市场消费结构逐步发生变化,部分地区消费者口味有向“轻柔、绵甜”及“酱香”型转化的趋势,口味的变化将有利于清香型、酱香型等白酒市场份额的提升。

表1 中国白酒香型主要分类

香型	特点	发酵工艺	代表企业
浓香型	酒香浓郁,口味丰满,入口绵甜,纯正	中温大曲(55~60℃)采用万年糟发酵工艺	五粮液、泸州老窖、剑南春、古井贡酒
酱香型	以酱香为主,香味细腻、复杂	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
清香型	入口绵甜,香气清正	低温大曲(不得超过50℃)并用清蒸工艺,地缸发酵	汾酒、红星二锅头、牛栏山、衡水老白干

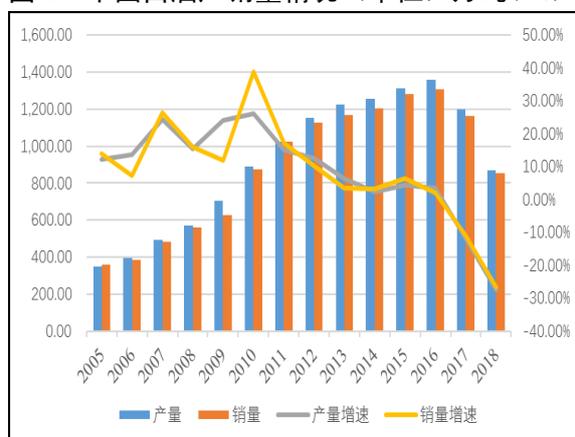
资料来源:公开资料整理

2. 行业运行概况

白酒是中国特有的酒种,具有悠久的历史 and 独特的民族文化内涵,其需求与宏观经济发展、人均收入水平及产业政策等因素密切相关,且产品自身保值增值的特点使其具备一定投资属性。

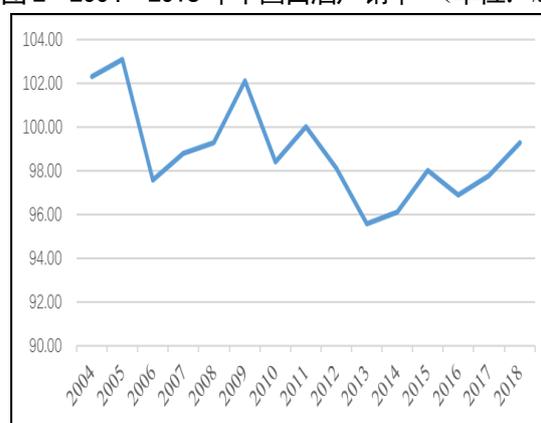
白酒制造行业经过“黄金十年”高速发展期，2013年起受到国家一系列限制“三公”消费的政策的影响，行业进入深度调整期，高档白酒产品的销量快速下降，价格体系受到较大冲击。2017年以来，白酒行业整体呈现量价逆向变动的局面，中高端白酒复苏回暖较为显著，产品价格不断提升，行业逐步向头部集中。同时，受环保限制、产业整合等多方面影响，中国白酒产量近两年来持续走低，中小型酒企经营陷入困局，规模以上酒企仍保持高速增长，高端白酒市场份额迅速提高。未来，大众市场消费观念的改变和消费档次的提升是白酒行业发展的主要推动力量。

图1 中国白酒产销量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind 资讯

图2 2004—2018年中国白酒产销率（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

从产销率来看，中国白酒供给和需求长期处于波动平衡状态，2004—2018年产销率均值为99.61%，主要由于白酒制造企业通常结合市场供需、经销商反馈、库存水平等提前安排生产及销售计划，使得产销率保持一定平衡。2012—2014年，在限制“三公”消费政策影响下，产品滞销、渠道库存积压导致白酒产品产销率持续下滑并在低位徘徊。2016年以来，在行业基本面改善带动下，产销率波动复苏，并于2019年6月底回升至101.10%。

从经营效益来看，白酒制造企业经营效益变化趋势与行业趋势基本相符。2016年以来，行业内企业经营情况明显改善，其中营业收入增速同比止跌回升，利润总额增速实现由负转正。2018年，纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业1445家，同比减少148家，近十年来企业数量首次减少，亏损企业增加55家至183家，亏损面为12.66%。同期，规模以上白酒企业累计完成销售收入5363.83亿元，同比增长12.86%；累计实现利润总额1250.50亿元，同比增长29.98%。

3. 行业生产特点

白酒生产周期较长，且具有季节性特点，生产计划一般基于企业对市场预判、经销商反馈及库存水平提前制定。白酒的生产需先经过制曲、酿造（发酵、蒸馏）、陈化老熟等步骤生产出基酒，再按照一定比例勾兑、包装生产出最终产品-成品酒。基酒生产耗时较长，其中酿造环节时间因香型不同存在差异，陈化老熟环节是将酿造的基酒灌坛封装并贮藏以勾兑成品酒，贮藏时间越长，品质越高。夏季酒醅入池温度较高，酒醅易受有害菌感染和破坏，每年9月至次年6月由于气温较低，利于酵母等微生物的培养繁殖，是生产基酒的最佳时期。每年6月份起，所有酒醅入池后，大部分白酒制造企业不再生产基酒，进入“压窖”阶段，直到当年9月份重新开始加料生产基酒。但成品酒生产在夏季并不停止。

白酒制造企业生产成本构成以原材料（主要包括粮食、包装）、直接人工、制造费用等为主，其中原材料（约占50%~60%）及直接人工（约占20%~30%）占比较大。从原材料来看，白酒制造行业上游主要为粮食种植业以及包装行业，其中粮食成本所占比重较小且主要粮食价格因国家相关收储政策基本保持稳定或呈小幅增长态势，对白酒生产成本影响不大。白酒生产所需包装物主要包括酒瓶、瓶盖、外包装等，近年来箱板纸和玻璃价格有所波动，但由于白酒产品包装的升级，整体包装物成本仍呈上升态势。包装印刷产业市场参与主体众多，行业发展成熟且竞争充分，白酒制造企业普遍采取竞标、市场比较等方式采购，集中度不高，对供应商依赖性不强。此外，白酒产品品牌溢价高，通常价格上涨驱动因素来源于供需缺口变化而非原材料价格变动，且价格上涨幅度远高于成本增幅，白酒制造企业成本压力不大。

中国白酒制造行业整体处于产能过剩。在行业黄金发展期刺激下，白酒制造企业纷纷采取较为激进的产能规划扩建生产线。根据《中国酿酒产业“十三五”发展规划》，到2020年，全行业将实现酿酒总产量8960万千升，其中白酒制造行业预计产量将达到1580万千升，销售收入达到7800亿元。但随着2016年下半年以来白酒行业回暖，产业集中、品牌集中、效益集中的市场变革加剧，白酒行业产量快速下降，2018年国内白酒产量87.12亿升较2016年下降35.87%。从2018年部分白酒制造企业产能利用率来看，大部分企业产能利用率处于70%以下，产能利用率较低。在行业头部酒企逆

市扩产的情况下，下游稳定增长的需求无法消化高峰期扩建产能的释放，行业产能过剩问题将持续存在。当前行业正从增量市场过渡到存量市场。

表 2 2018 年部分白酒制造企业产能利用率（单位：万吨/年、%）

企业	成品酒产能	产能利用率
泸州老窖集团有限责任公司	19.80	79.19
江苏洋河集团有限公司	29.00	72.97
山西杏花村汾酒厂股份有限公司	16.00	48.10
安徽古井集团有限责任公司	14.00	59.50
舍得酒业股份有限公司	4.30	26.28
今世缘集团有限公司	5.50	51.27

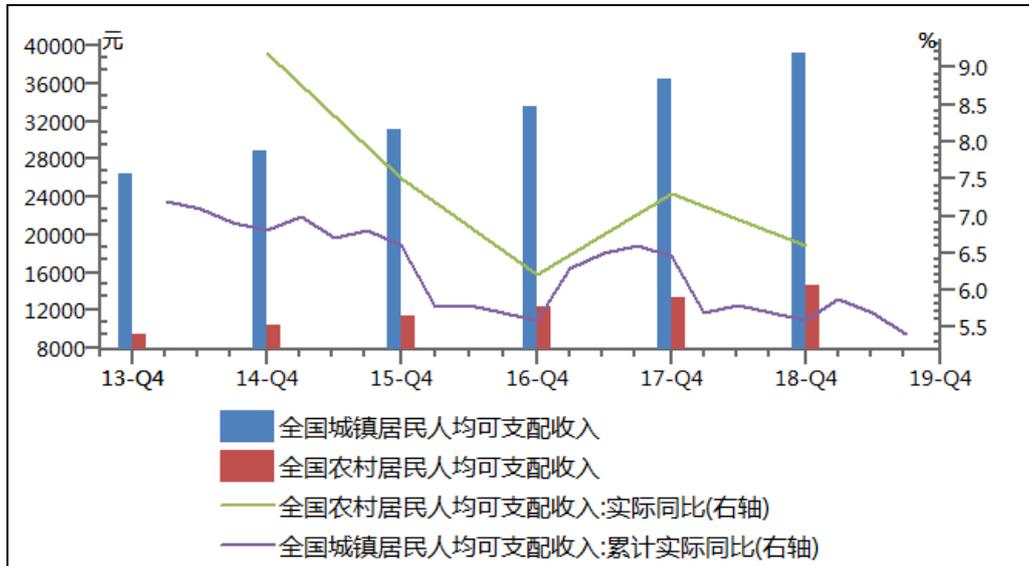
资料来源：公开资料整理

4. 行业销售特点

（1）需求结构

从下游消费结构来看，白酒制造行业需求构成可划分为政务、商务及个人三部分。根据中国产业信息网数据显示，2012 年严控“三公”消费等政策出台前，政务、商务及个人消费占比分别约为 40%、42% 和 18%；2016 年以来的白酒行业板块性复苏，主要驱动因素发生较大改变：消费主体由政务及商务消费为主转变为个人消费与商务消费为主，消费者结构发生了较大改变。经过本轮调整后，政务消费占比大幅下降至 5% 左右，个人及商务需求承接能力持续增强，在消费结构占比分别提升至 50% 和 45% 左右。行业主要驱动因素也由投资驱动转变为由居民生活水平提升及收入提升而驱动业绩增长。从消费阶层来看，2012 年贫穷阶层、大众中产、上层中产和富裕阶层白酒消费占比分别为 15%、54%、20% 和 11%，随着国内中产阶级人口占比的提升，人民生活水平的提高，预计 2022 年贫穷阶层和大众中产将分别下降至 5% 和 14%，上层中产和富裕阶层将分别大幅上升至 56% 和 25%。

图3 2013~2018年中国居民收入情况



资料来源: Wind 资讯

(2) 销售模式

从销售模式来看,白酒制造企业销售模式主要包括经销,商超/酒店和直销模式,目前较为主流的是经销模式。经销模式即以地、县级城市和产品系列为单位,选择具备一定实力的代理商,代理该地区的白酒产品经销业务。商超/酒店模式下,白酒制造企业直接通过商超、酒店等渠道将白酒产品销售给终端客户。直销模式下,白酒制造企业以批发或零售的方式直接将白酒产品销售给终端客户,主要包括团购、专卖店、网络商城等。经销模式的价格操作包括裸价操作模式、半控价模式和控价模式,裸价模式即白酒制造企业将所有市场资源折算让价给经销商使用,市场运作主动权在经销商手里。半控价模式下,厂家和经销商共同投入进行市场开发、维护;控价模式下,白酒制造企业负责全部的市场开发及维护费用,经销商负责物流工作,市场控制权掌握在酒厂处。

近年来,随着白酒制造行业进入深度调整期以及消费市场及群体逐步多元化,粗放式销售管理模式渐渐无法满足企业发展需求,白酒制造企业销售模式不断发生演变。具体来看,互联网、专卖店等直销模式被各大白酒制造企业所重视,并纷纷加强电商渠道和连锁店布局建设力度,带动直销比重有所提升。此外,部分白酒制造企业成立初期由于尚未形成核心品牌主流产品,通过创新的营销方式,以高性价比定位为

基础，配合可体验、便捷服务等优势，快速赢得了众多消费者青睐，市场扩张迅速，代表品牌“江小白”。上述销售模式演变的本质是粗放型流通向精细化零售的转变，白酒制造企业通过拉近与消费者的距离，进一步提升其在产业链中的话语权。

二、行业政策环境

国家对白酒制造行业总体的发展思路为：控制总量、优化结构、减少污染、保障安全；完善白酒生产许可证管理办法，提高准入门槛；鼓励优势企业、名优白酒发展，提高市场集中度，淘汰消耗高、污染大、质量差的小酒厂。在行业发展历程中，政府通过一系列产业政策、税收政策、行业准入等对行业供需关系、盈利水平及发展趋势造成直接与间接影响。

表 3 近年来中国白酒制造行业主要政策梳理

名称	时间	部门	政策内容
严控“三公”消费	2012.3.26	国务院	国务院召开第五次廉政工作会议要求严格控制“三公”消费，禁止公款购买香烟、高档酒和礼品
《中央军委加强自身作风建设十项规定》	2012.12.21	中央军委	中央军委要求不安排宴请、不喝酒、不上高档菜肴等
《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（2013 年第 21 号令）	2013.2.16	国家发改委	继续将“白酒生产线”、“酒精生产线”等列入“限制类”，遵循优胜劣汰原则，实行分类指导，允许企业在一定期限内采取措施改造升级。
《国家税务总局关于白酒消费税最低计税价格核定有关事项的通知》	2015.7.15	国家税务总局	白酒制造企业申报的销售给销售单位的消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70% 以下、年销售额 1000 万以上的各种白酒，消费税最低计税价格调整为由各省、自治区、直辖市和计划单列市国家税务局核定。
《中国酒业“十三五”发展指导意见》	2016.4.13	中国酒业协会	坚持创新发展，实现质量效益共赢。坚持协调发展，推动产业结构平衡。坚持绿色发展，改善自然生态文明。坚持开放发展，参与国际酒业竞争。坚持共享发展，促进酒与社会和谐。预计到 2020 年酿酒产业销售收入达到 12938 亿元，比 2015 年 9229.17 亿元增长 40.19%，年均复合增长 6.99%。
《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	2019.11.6	国家发改委	“白酒生产线”、“酒精生产线”不再列入国家限制类产业，此次产业政策调整可以成为政策性疏导的产业创新发展指导措施，进而得到有效落地实施，使全国以酿酒产业为重点经济支撑的产区优势得以发挥，对白酒主产地供给侧结构性改革产生有利影响。
《中华人民共和国消费税法（征求意见稿）》	2019.12.3	财政部、国家税务总局	白酒税率未做调整，也没有纳入后移征收改革试点。白酒制造仍延续之前在生产（进口）环节征税的政策，税率为 20% 加 0.5 元/500 克（或者 500 毫升）。

资料来源：公开资料整理

1. 产业政策

2016年4月，中国酒业协会发布《中国酒业“十三五”发展指导意见》，提出了“坚持创新发展，实现质量效益共赢。坚持协调发展，推动产业结构平衡。坚持绿色发展，改善自然生态文明。坚持开放发展，参与国际酒业竞争。坚持共享发展，促进酒与社会和谐”的发展理念。预计到2020年酿酒产业销售收入达到12938亿元，比2015年9229.17亿元增长40.19%，年均复合增长6.99%。其中，白酒制造行业的经济目标定为年均增长7.01%，并提出要注重智能智慧酿造，通过先进的工业智能化设备提升白酒行业酿造水平，推动白酒酿造基础的转型升级；改进白酒生产工艺，降低开放式生产方式带来的食品安全质量隐患，采用食品级不锈钢材质改造落后设备，降低塑化剂、重金属等迁移隐患，降低有害微生物污染，促进酿造高品质产品。

2. 供给端政策

自1999年起，国家对白酒制造行业实施生产许可证制度；《白酒生产许可证审查细则（2006版）》明确规定白酒制造企业必须满足生产场所、工艺设备、产品标准、检验设备、质量安全等多方面条件，规模以上（年销售额500万元以上）白酒制造企业才能取得生产许可证并从事生产经营；2013年2月，国家发改委公布实施的《产业结构调整指导目录（2011年本）》（2013年第21号令），继续将“白酒生产线”、“酒精生产线”等列入“限制类”；2019年11月6日，国家发改委公布了《产业结构调整指导目录（2019年本）》，自2020年1月1日起施行，“白酒生产线”、“酒精生产线”等不再列入国家限制类产业。

自90年代始，由于当时白酒产业集中度低、生产装备及技术落后，以及全国粮食相对匮乏，国家有关部门在《产业结构调整指导目录》中一直将白酒生产线列为限制发展类行业。截至目前，当时的情况均已不复存在，但受限于发展政策限制，白酒产品生产准入标准难以提高，白酒重要产区的优势难以发挥，产业迟迟不能建立退出机制，落后产能无法及时淘汰，优势产能和优质资源又不允许进入，从而导致白酒产业无法贯彻市场公平竞争和自然淘汰机制，这些成为白酒产业健康持续发展的最大瓶颈。此次产业政策调整，行业优势资源将发挥积极作用，在扩大规模，异地发展方面，

有利于优势资源、资本进入白酒行业，有利于建立起良性的竞争机制，扶优限劣，使无证小作坊受到限制，有利于使白酒市场进入良性竞争，对白酒市场秩序形成正面影响。

3. 税收政策

2015 年，国家税务总局发布关于白酒消费税最低计税价格核定有关事项的新通知：白酒制造企业申报的销售给销售单位的消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70% 以下、年销售额 1000 万以上的各种白酒，消费税最低计税价格调整为由各省、自治区、直辖市和计划单列市国家税务局核定，并要求省国税局每季度都要进行审核和上报。根据 2019 年 12 月 3 日财政部与国家税务总局联合下发的《中华人民共和国消费税法（征求意见稿）》，酒类消费税率未发生改变。

消费税政策的实施对不同定位的白酒制造企业影响有差异，其中高端白酒制造企业凭借其品牌溢价具备很强的定价权，税负转移空间相较低端白酒制造企业大，普遍通过终端产品价格的上涨将税负转移至流通端及消费端，对生产端盈利水平影响有限，而低端白酒制造企业由于消费者价格敏感度高、品牌溢价低以及竞争激烈等因素，多通过降低出厂价承担更多消费税，以减轻流通端及消费端承担税负的比例，进而导致低端白酒制造企业盈利水平出现弱化。

三、行业竞争分析

白酒制造属于完全竞争性行业，市场化程度高，行业内参与主体众多，整体竞争激烈。根据中国酒业协会不完全统计，截至 2018 年底中国约有白酒制造企业 2 万余家，其中规模以上白酒企业 1445 家，同比减少 148 家，行业集中度逐步提高。从销售额来看，2018 年规模以上白酒企业实现收入 5363.83 亿元，同比增长 12.88%。

从行业集中度来看，2018 年 AB 股 19 家白酒上市公司合计实现营业收入 2079.83 亿元，同比增长 25.04%，占全国规模以上企业销售规模比重 38.78%，较 2016 年增加 17.59 个百分点。细分来看，2018 年白酒行业规模最大的四家企业贵州茅台、五粮液、

洋河股份、泸州老窖收入合计 1508.84 亿元，占国内白酒上市公司营业收入总额的 72.55%。整体看，行业尾部企业业绩增速放缓，行业内企业业绩分化显著，白酒行业向头部集中，逐步进入寡头时代。

图 4 国内上市白酒企业收入及增长率情况



资料来源：Wind 资讯

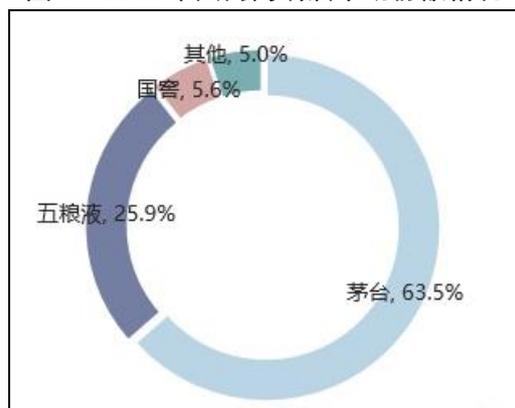
由于各档次白酒竞争环境差异较大，且竞争核心要素不同，需从不同档次的细分格局单独分析。白酒产品价格带分布较宽，终端售价从几十元到上千元不等。通常来说，600 元/瓶以上的白酒划分为高端酒，300-600 元/瓶划分为次高端酒，100-300 元/瓶划分为中端酒，100 元/瓶以下划分为低端酒。

高端白酒目前处于寡头垄断格局，市场份额基本由茅台（飞天茅台、茅台生肖酒、茅台年份酒）、五粮液（普通五粮液、水晶五粮液、1618）、泸州老窖（国窖 1573）三家白酒制造企业所占据，其中茅台及五粮液集中度约在 85% 以上，行业地位显著。价格方面，受益于商务活动增加、大众消费升级带动行业景气度回升，2016 年以来高端酒品类，如飞天茅台（53 度），五粮液（52 度）等纷纷上调销售价格。以京东网售价来看，2015 年底上述两种高端产品终端售价下滑趋势迎来拐点，并呈现持续回升态势，2017 年初售价分别达到 1259 元/瓶和 829 元/瓶，较 2016 年初分别上涨 371 元/瓶和 130 元/瓶；2018 年底，飞天茅台（53 度），五粮液（52 度）价格继续上调至 1499 元/瓶和

1029 元/瓶。

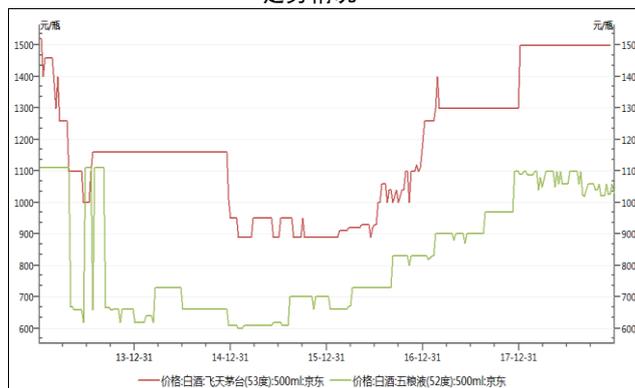
高端白酒以商务宴请、送礼、政务消费等为主，价格因素在竞争中并不敏感，品牌力最为重要，而品牌力的形成需要历史、文化沉淀和品牌形象打造，短期内高端白酒寡头垄断的局面难以改变，存在很高的进入壁垒。总体看，高端白酒市场集中度高，竞争格局稳固。

图 5 2018 年国内高端酒市场份额情况



资料来源：糖酒快讯

图 6 近年来飞天茅台（53 度）、五粮液（52 度）价格走势情况



资料来源：Wind 资讯

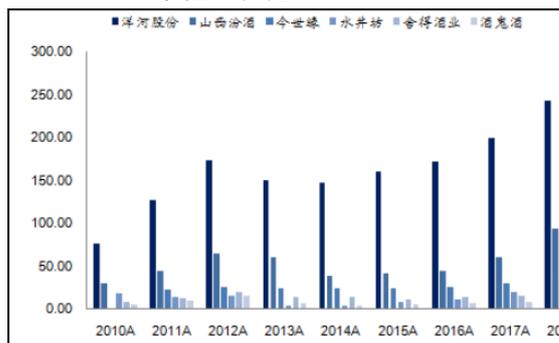
次高端产品方面，主要由高端酒的系列酒、主品牌下的副品牌（如洋河旗下天之蓝、梦之蓝）和单一品牌（如剑南春、郎酒）等组成。2016 年以来，随着行业深度调整期间需求结构转变、消费升级以及高端白酒寡头垄断格局的形成并日渐稳固和价格的不断上涨，带动次高端酒企产品价格不断提升，毛利率水平快速增长，吸引许多资本进入使得次高端白酒市场竞争较高端白酒市场相对激烈。

次高端白酒主要消费定位商务宴请等，核心竞争要素是品牌力以及渠道布局，代表品牌包括洋河、郎酒、剑南春、青花汾酒、舍得酒业等酒企。次高端白酒本身具备较强的品牌力，经历过上轮周期调整后，次高端白酒市场集中度上升较为明显，整体竞争格局较为清晰，截至 2018 年底，剑南春水晶剑、洋河天梦系列和郎酒红花郎系列分别占次高端酒品市场份额的 25%、22%和 10%，集中度稳步提升，头部效应逐步显现。

产品价格方面，以较为主流的洋河梦之蓝（M3）（52 度）、剑南春（52 度）、青花汾酒（53 度）、习酒窖藏 1988（52 度）来看，2017 年以来，次高端产品终端售价

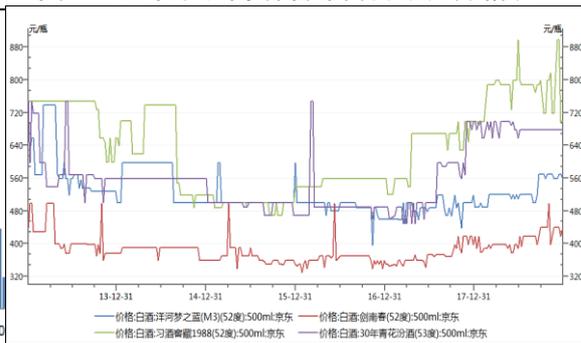
涨幅扩大，截至 2018 年底，上述次高端产品价格较 2016 年底已有 100~300 元/瓶左右的涨幅。整体看，次高端白酒市场相对集中，市场中的主要白酒品牌历史均较为悠久，品牌化趋势逐渐显现，次高端门槛逐步抬升。

图 7 近年来次高端主要酒企营业收入情况
(单位: 亿元)



资料来源: 公开资料整理

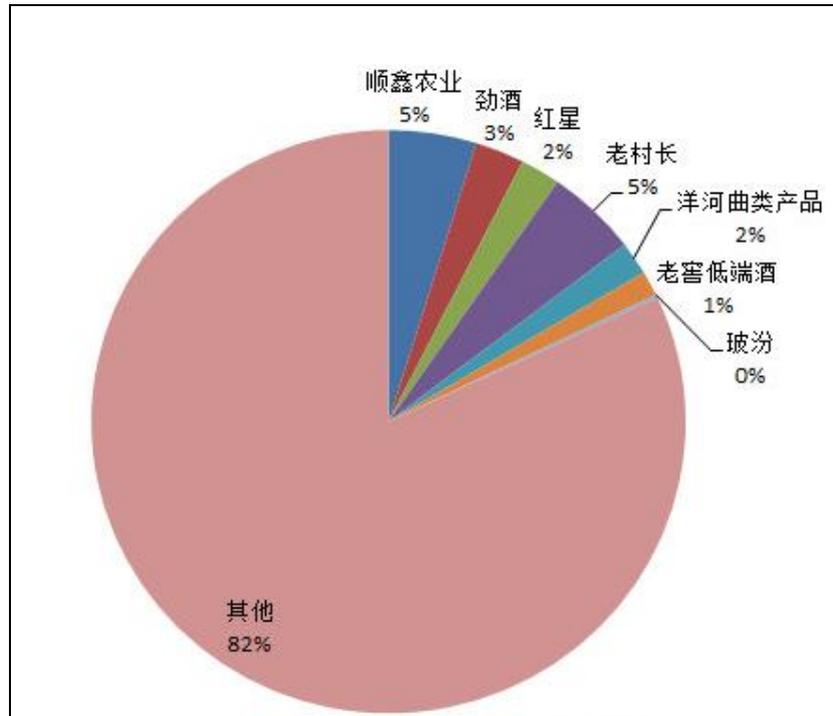
图 8 近年来次高端酒零售价格走势情况



资料来源: Wind 资讯

中低端白酒则属于完全竞争市场，2018 年，国内中低端酒品销量占国内白酒行业整体销量的 76.5%，行业龙头顺鑫农业二锅头系列仅占中低端酒市场份额的 5% 左右。目前，中低端白酒市场主要参与者包括一线名优酒企的系列酒和全国化大众品牌，市场以区域竞争为主，产品同质性较强，定价权较弱，代表品牌包括牛栏山二锅头、老村长酒、郎酒集团小郎酒及山西汾酒红盖玻汾。同时考虑到低端白酒消费场景主要为自饮，消费者诉求以高性价比为主，大多数省级白酒制造企业主力布局于中低端酒产品，依托本土化优势加之深耕多年所形成的口碑和区域品牌认可度，对当地经销商、终端资源等渠道控制力强，在区域市场具备较强竞争力，代表品牌包括江苏今世缘、衡水老白干、甘肃金徽酒、青海青青稞酒、新疆伊力特等。对于低端产品（光瓶酒）来说，目前市场参与者以地方小酒企为主，虽然低端酒市场份额在行业内占比较高，但产能过剩、需求增长乏力等问题尤为突出，竞争环境较其他细分格局恶劣。

图9 2018年中低端酒品市场份额占比



资料来源：公开资料整理

表4 中国白酒市场区域格局

区域	地区酒品牌	竞争格局
四川	五粮液、泸州老窖、郎酒、剑南春等	川酒强势，名酒众多，外来酒机会很少，但本地酒竞争也较为激烈。
贵州	茅台、习酒	地产酒较多，除茅台、习酒外规模不大，川酒在各价位都占有一定市场份额。
江苏	洋河、今世缘、汤沟	洋河、今世缘品牌优势尚可，但面临皖酒与川酒的激烈竞争，外地酒如口子窖等进驻多年，在部分地区有优势。
安徽	古井贡、迎驾、口子窖、金种子、高炉家、皖酒、文王贡、宣酒	地产酒较为强势，中端与中低端优势较为明显；但地产酒品牌多，品牌间激烈竞争。
湖南	酒鬼酒、湘窖、浏阳河	受“塑化剂”事件影响，酒鬼酒下滑较大，但市场根基仍在；外地酒在高中低端全面渗透，竞争威胁较大。
山西	汾酒	汾酒一家独大，汾酒及其买断品牌占据大多数市场份额，外地酒在中端与中低端无优势。
河北	老白干酒、山庄老酒、乾隆醉等	地产酒聚集在中低端，且区域格局较明显，品牌力大多不强；外来品牌纷纷介入，老窖等在河北兴建产能。
青海	青青稞酒	青青稞酒份额较大，中低端酒类消费以青稞酒为主，外地其他香型白酒进入较少。

新疆	伊力特	伊力特在疆酒中很强势，挤压小品牌份额，外来酒难以渗透，仅泸州老窖小特曲带来一定竞争。
北京	牛栏山、红星	品牌众多，各种外地品牌激烈竞争，无单一胜者，但在低端市场牛栏山的市场根基非常稳固。

资料来源：公开资料整理

值得注意的是，近年来在政策环境及经济增速放缓对高端产品需求冲击影响下，全国性一线品牌酒企为缓解需求结构变化对业绩带来的压力，不断延伸、丰富产品价格带、下沉品牌，逐渐参与到次高端及中端市场竞争中。凭借其已积累形成的极强品牌认可度，一线品牌酒企在市场中仍处于有利竞争地位，侵蚀两个细分格局中原有参与者份额，例如贵州茅台近年来力推次高端酒品习酒窖藏 1988 系列。导致部分地方酒企逐步落后，最终面临被淘汰整合的风险。例如黄鹤楼、孔府家酒、诗仙太白等区域型白酒制造企业近年来业绩下滑明显，2014 年五粮液完成对河南五谷春酒业 51% 股权的收购，2016 年古井贡酒完成黄鹤楼酒业 51% 股权收购，2018 年 10 月今世缘拟收购山东景芝酒业 34%~49% 的股权。

整体来看，行业经过深度调整期后，在大众购买力不断提升、餐饮业触底回暖、白酒渠道库存消化较为充分等因素综合带动下，白酒制造行业景气度企稳复苏，行业分化趋势显现。高端白酒市场已形成较稳固的竞争格局，市场集中度高，进入壁垒高；次高端白酒市场集中度处于快速提升阶段，市场份额主要由数家全国化的品牌酒企占据，行业集中度逐步提高；中低端白酒市场参与者众多，竞争尤为激烈，在品质、渠道、成本等方面缺乏竞争力的酒企或陆续退出市场。

四、行业财务状况分析

联合资信选取截至 2019 年 9 月底公开市场存续期债券中白酒制造行业 14 家发行主体为样本，分别针对行业评级模型中主要财务指标进行分析。白酒业务良好的盈利获现能力使其形成良性自循环，白酒制造经营主体整体债务负担极轻，财务弹性、偿债能力、资产质量及现金流状况良好。由于白酒主业造血能力突出，集团型企业普遍

存在关联方往来占款及对外担保，在分析中应重点关注该类型发债企业其他应收款（集中度、形成原因、账龄、回收风险等）、或有负债风险、母公司债务负担及偿债能力、母公司盈利对下属上市公司分红依赖度、上市公司分红规模及可持续性等。

表 5 白酒发债主体 2018 年财务指标（单位：亿元、%）

主体信用等级	企业名称	资产总额	其他应收款	所有者权益	预收款项	利润总额	非经营性损益
AAA	宜宾市国有资产经营有限公司	2416.93	147.14	1295.82	104.97	208.89	其他收益 7.92 亿元+投资净收益 1.74 亿元+营业外收入 2.34 亿元
	宿迁产业发展集团有限公司	718.33	34.80	418.41	45.21	110.52	其他收益 0.50 亿元+投资净收益 9.58 亿元+营业外收入 0.63 亿元
	江苏洋河集团有限公司	582.24	40.08	343.71	44.70	108.41	其他收益 0.81 亿元+投资净收益 9.32 亿元+营业外收入 0.38 亿元
	泸州老窖集团有限责任公司	1029.04	29.09	400.62	18.25	66.85	其他收益 0.62 亿元+投资收益 21.88 亿元+营业外收入 1.90 亿元
	泸州老窖股份有限公司	226.05	1.37	171.24	16.04	46.59	其他收益 0.24 亿元+投资收益 0.98 亿元+营业外收入 0.31 亿元
AA+	安徽古井集团有限责任公司	223.27	1.70	87.68	42.10	21.92	其他收益 0.37 亿元+投资净收益 2.09 亿元+营业外收入 0.4 亿元
	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	196.93	1.69	120.62	17.44	21.68	其他收益 0.02 亿元+投资净收益 1.46 亿元+营业外收入 0.06 亿元
	北京顺鑫农业股份有限公司	198.51	0.26	77.29	56.54	10.59	投资收益 0.01 亿元
AA	湖北稻花香酒业股份有限公司	133.19	17.76	61.72	10.24	5.61	投资收益 0.04 亿元+投资收益 0.03 亿元+营业外收入 0.11 亿元
	今世缘集团有限公司	127.17	36.55	67.04	11.68	14.50	其他收益 0.11 亿元+投资收益 1.86 亿元+营业外收入 0.14 亿元
	四川沱牌舍得集团有限公司	88.06	4.99	51.64	2.51	5.07	其他收益 0.09 亿元+投资收益 0.49 亿元+营业外收入 0.06 亿元
	江苏安东控股集团有限公司	264.71	55.78	114.83	12.57	14.13	其他收益 0.31 亿元+投资收益 2.12 亿元+营业外收入 0.16 亿元
	新疆伊力特实业股份有限公司	33.29	0.16	25.49	1.17	5.76	其他收益 0.07 亿元+投资收益 0.34 亿元+营业外收入 0.02 亿元
主体信用等级	企业名称	经营活动净现金流	营业利润率	资产负债率	全部债务资本化比率	EBITDA 利息倍数	全部债务
AAA	宜宾市国有资产经营有限公司	39.55	30.86	46.39	25.80	11.11	450.56
	宿迁产业发展集团有限公司	73.41	72.18	41.75	19.84	27.56	103.58
	江苏洋河集团有限公司	59.52	57.66	40.97	17.74	42.38	74.15
	泸州老窖集团有限责任公司	8.66	56.70	61.07	45.02	8.26	328.03
	泸州老窖股份有限公司	42.98	77.53	24.25	--	75.54	--
AA+	安徽古井集团有限责任公司	22.22	73.30	60.73	37.28	12.81	52.12
	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	5.38	35.46	38.75	7.14	56.03	9.28
	北京顺鑫农业股份有限公司	31.75	26.70	61.07	40.98	4.49	53.66

AA	湖北稻花香酒业股份有限公司	8.00	55.37	53.66	45.93	3.45	52.42
	今世缘集团有限公司	11.15	72.47	47.28	33.68	6430.45	34.05
	四川沱牌舍得集团有限公司	0.88	59.26	41.35	14.10	6.14	20.09
	江苏安东控股集团有限公司	4.78	71.75	56.62	40.60	46.84	78.49
	新疆伊力特实业股份有限公司	2.89	35.28	23.43	--	912.02	--

资料来源：公开资料整理

表 6 白酒发债主体 2017 年主要财务指标（单位：亿元、%）

主体信用等级	企业名称	资产总额	所有者权益	经营活动净现金流	利润总额	营业利润率	资产负债率	EBITDA 利息倍数	全部债务
AAA	宜宾市国有资产经营有限公司	2023.22	1080.19	134.84	143.02	34.60	46.61	4.75	426.99
	宿迁产业发展集团有限公司	675.02	395.12	83.16	93.63	64.72	41.47	24.10	86.55
	江苏洋河集团有限公司	522.79	302.16	87.31	91.70	60.09	42.20	31.72	53.68
	泸州老窖集团有限责任公司	902.06	307.72	41.35	54.31	67.31	65.89	10.35	243.82
	泸州老窖股份有限公司	197.56	153.13	37.04	46.59	71.93	22.49	105.87	--
AA+	安徽古井集团有限责任公司	188.42	77.92	8.12	14.49	70.85	58.65	12.29	52.81
	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	132.25	70.63	9.84	11.39	20.36	46.87	22.90	18.29
	北京顺鑫农业股份有限公司	184.12	71.27	24.71	6.37	22.90	61.29	3.38	68.11
AA	湖北稻花香酒业股份有限公司	134.49	57.53	8.13	6.14	54.24	57.22	3.22	56.18
	今世缘集团有限公司	116.34	59.40	10.11	11.82	71.50	48.95	834.67	35.50
	四川沱牌舍得集团有限公司	84.70	48.88	2.45	2.63	61.34	42.38	4.24	21.45
	江苏安东控股集团有限公司	264.58	116.91	9.67	14.65	70.76	55.81	77.79	66.08
	新疆伊力特实业股份有限公司	30.69	22.36	3.42	4.95	33.05	27.13	1150.25	--

1. 资产质量

白酒行业样本企业资产以流动资产为主，现金类资产（货币资金、应收票据、理财等）、存货及其他应收款在流动资产中占比较高；固定资产及在建工程则为非流动资产主要构成。白酒制造企业普遍采用先款后货的现金结算模式，大量经销商预收款积累形成较为充沛的现金类资产。此外，由于白酒具有酿造时间较长的生产特点，半

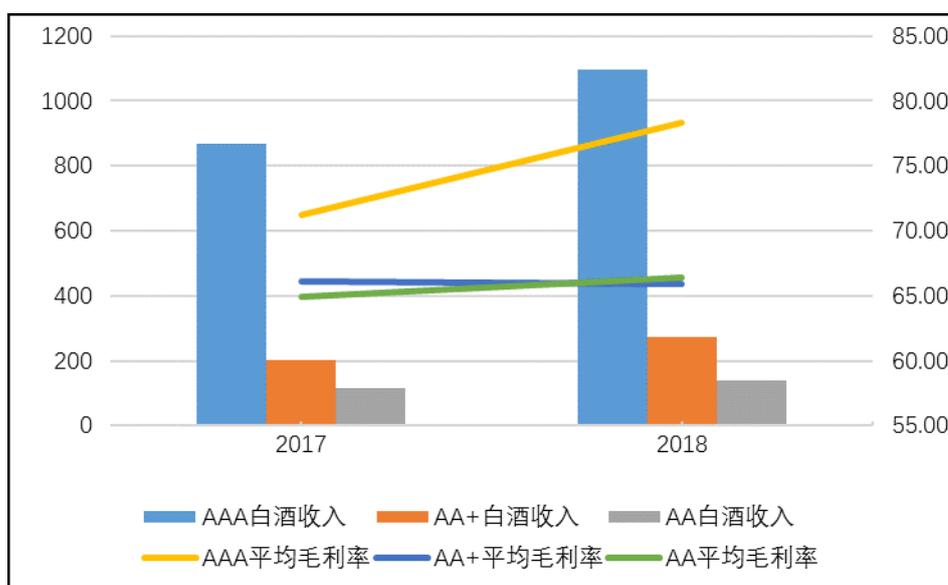
成品（基酒）存货规模普遍较大，叠加每年一季度春节为白酒传统消费旺季，白酒制造发行人多于年底备货满足市场需求，综合导致存货占比较高。其他应收款则主要来自关联方往来占款，如股东及关联方占款、政府融资平台往来占款及基础设施建设投资垫款等，账龄较长，坏账计提比例较低，对资产质量造成负面影响。

2. 盈利能力

2016年以来，白酒制造行业进入深度调整期，行业分化日趋明显，白酒制造行业发行人经营规模及盈利能力均呈现增长态势，AAA等级高端白酒制造样本企业盈利能力高于次高端及中低端样本酒企。2018年，样本企业实现白酒业务收入合计1600.46亿元，同比增长27.21%，其中AAA级别样本白酒业务收入贡献突出，占比达到68.41%。分级别来看，AAA、AA+和AA级别企业2018年收入同比增速分别为26.31%、35.33%和19.74%，AA+级别样本企业增速明显高于样本合计增速水平。

同期，白酒行业样本企业综合毛利率达到70.91%，AAA级别样本毛利率为78.35%，同比增长7.14个百分点。2018年，居民消费升级及高端白酒产品价格进一步提升，AAA等级样本企业收入及毛利率水平均有明显提升，AA+及AA级别样本在次高端及中低端酒品竞争进一步加剧的影响下，收入及毛利率水平增幅较小。从利润构成来看，样本企业利润核心来源主业，非经营性损益为利润的有益补充，但贡献度不高。行业内企业利润可持续性较强，但盈利水平稳定性易受行业景气度波动影响。

图 10 2017-2018 年样本企业白酒业务收入和毛利率变动情况（单位：亿元，%）



资料来源：公开资料整理

白酒制造企业也通过丰富产品结构及产品线、加大营销力度、拓展或深耕区域布局等方式在外部需求短期内无大幅提升背景下实现业绩增长，但随之而来的是销售费用率的增长。2018年，泸州老窖和伊力特等公司销售费用同比增长均超过40%，分别为40.67%和46.01%，主要系为促进销售，持续加大广告宣传和市场营销（产品陈列、市场开发等）力度所致。

表7 白酒制造行业发行企业2017—2018年白酒板块经营情况（单位：亿元、%）

企业名称	主体信用等级	白酒业务收入 2017/2018	白酒业务毛 利率 2017/2018	销售费用率 2017/2018
宜宾市国有资产经营有限公司	AAA	280.92/377.52	76.71/77.59	6.52/5.86
宿迁产业发展集团有限公司	AAA	191.83/229.13	67.93/79.46	11.58/10.46
江苏洋河集团有限公司	AAA	191.83/229.13	67.93/79.46	11.88/10.41
泸州老窖集团有限责任公司	AAA	101.15/128.60	71.72/77.61	16.30/15.97
泸州老窖股份有限公司	AAA	101.15/130.55	71.72/77.61	23.20/25.99
安徽古井集团有限责任公司	AA+	68.22/85.20	76.75/78.03	28.40/28.62
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	AA+	70.29/96.76	66.80/70.17	8.06/13.29
北京顺鑫农业股份有限公司	AA+	64.51/92.78	54.86/49.63	9.80/10.14
江苏安东控股集团有限公司	AA	29.19/36.97	71.50/72.47	13.66/15.44
湖北稻花香酒业股份有限公司	AA	23.74/25.16	54.24/55.37	19.25/20.87
四川沱牌舍得集团有限公司	AA	14.95/18.49	76.83/79.98	29.29/29.06
新疆伊力特实业股份有限公司	AA	18.19/20.42	50.81/51.99	3.70/4.90
今世缘集团有限公司	AA	29.19/36.97	71.50/72.47	14.51/15.66

资料来源：公开资料整理

注：新疆伊力特集团有限公司非公开发行可交换债券经营相关数据未披露

3. 偿债能力与现金流

债务负担方面，白酒制造发行人负债以流动负债为主，其中短期借款及预收款项（无需实际偿付）普遍占比较高，导致资产负债率对于企业杠杆水平的反映存在一定程度失真。2018年底，白酒制造发行人全部债务资本化比率均值为29.83%，整体债务负担较轻。

偿债能力方面，白酒制造发行人较轻的债务负担、良好的盈利及经营获现能力均使其具备很强的偿债能力。白酒制造行业中控股型集团类发行人数量较多，该类企业

存在现金类资产规模较小、承担平台融资职能、债务规模较大等特点。从短期偿债能力来看，白酒制造发债企业较为充沛的现金类资产对短期债务具备较强的保障能力；从长期偿债能力来看，2018年白酒制造发债企业资产负债率均值为45.95%，维持在较低水平；EBITDA利息倍数均值为587.47倍，长期偿债能力强。

现金流方面，整体看白酒制造行业发行人受益于先款后货的结算模式，经营获现能力强。2016年以来，随着需求结构调整，社会库存及渠道库存逐渐消化，白酒制造企业预收款项止跌回升，2018年发行企业预收款项均值为29.49亿元，较2016年增长3.68亿元；2018年，发行企业经营活动现金流净额均值为23.94亿元，较2016年减少3.23亿元。

五、发债企业信用分析

截至2019年9月底，中国境内公开发行债券的白酒制造发行共14家，以全国型龙头及地方区域名优酒企为主，行业集中度较高。从信用等级分布看，受益于白酒生产业务盈利及经营获现能力很强的经营特点，行业内发行企业信用等级主要集中在AAA和AA，合计占存续主体总数71.42%，行业内企业信用质量较高。2017年以来，白酒制造行业新增发行企业4家，分别为江苏安东控股集团有限公司、泸州老窖股份有限公司（以下简称“泸州老窖”）、新疆伊力特实业股份有限公司（以下简称“伊力特”）和新疆伊力特集团有限公司。

表8 截至2019年9月底白酒制造行业存续债券对应发行企业主体信用等级分布（单位：家、%）

信用等级	家数	占比
AAA	5	35.71
AA ⁺	3	21.43
AA	5	35.71
无级别	1	7.14
合计	14	100.00

资料来源：公开资料整理

注：新疆伊力特集团有限公司发行可交换债券，公开市场未披露信用等级。

1. 发债企业性质

截至2019年9月底白酒制造行业14家发行企业中，控股集团型企业共11家，

是债券市场主要参与者；发行企业性质以国有企业为主，其中国有企业 12 家，民营企业 2 家。非集团型白酒制造发行人一般为白酒业务的直接运营主体(上市公司较多)，主营业务结构单一，同时受益于白酒主业盈利能力很强、经营获现能力良好等特点，对外融资需求不强，采用直接融资渠道的企业较少，目前有存续债券的企业有北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“顺鑫农业”）、伊力特和泸州老窖。相反，集团控股型发行人由于承担部分政府融资职能或经营格局多元化，白酒以外的业务发展及与政府关联往来占款带来较强的对外融资需求，多采用直接融资渠道筹措低成本资金。

表 9 截至 2019 年 9 月底白酒制造行业发行企业基本情况

企业名称	最新主体信用等级	企业性质	是否上市	主要销售区域
宜宾市国有资产经营有限公司	AAA	国有集团型	否	全国性
宿迁产业发展集团有限公司	AAA	国有集团型	否	全国性（江苏省 51.02%）
江苏洋河集团有限公司	AAA	国有集团型	否	全国性（江苏省 51.02%）
泸州老窖集团有限责任公司	AAA	国有集团型	否	全国性
泸州老窖股份有限公司	AAA	国有控股	是	全国性
安徽古井集团有限责任公司	AA+	国有集团型	否	区域性（华中 78.67%）
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	AA+	国有集团型	否	区域性（山西省 56.80%）
北京顺鑫农业股份有限公司	AA+	国有控股	是	全国性（北京 28%）
四川沱牌舍得集团有限公司	AA	民营集团型	否	全国性（华北、川渝约占 70%）
江苏安东控股集团有限公司	AA	国有集团型	否	区域性（江苏省 94.63%）
新疆伊力特实业股份有限公司	AA	国有控股	是	区域性（新疆地区 70.30%）
今世缘集团有限公司	AA	国有集团型	否	区域性（江苏省 94.63%）
湖北稻花香酒业股份有限公司	AA	民营	否	区域性（湖北省 65.76%）
新疆伊力特集团有限公司	--	国有集团型	否	区域性（新疆地区 70.30%）

资料来源：公开资料整理

注：新疆伊力特集团有限公司公开市场存续债券为可交换债券“18伊力EB”，未披露主体信用等级

2. 各信用等级发债企业概况

截至 2019 年 9 月底，AAA 等级 5 家发行人均为全国销售型一线品牌白酒制造企业，代表品牌分别为“五粮液”、“洋河”和“泸州老窖”¹，品牌美誉度极高，产品定位以高端及次高端为主，产品结构及价格带较为丰富、在行业地位、经营规模、全国销售网络布局、盈利能力等方面均具备极强的竞争优势，在行业深度调整期呈现出较 AA+ 及以下等级发行人更强的抗风险能力。从 2012 年以来部分一线品牌白酒制造企业利

¹ 宿迁产发与泸州老窖集团分别为江苏洋河集团和泸州老窖的控股股东，经营主体为两家上市公司

润总额变化趋势可以看出，在行业外部发展环境发生较大转变情况下，贵州茅台酒股份有限公司（以下简称“贵州茅台”）利润总额规模仍能保持相对稳定增长，部分企业在行业景气度下行期出现利润同比下滑较大的情况，随着高端白酒市场回暖，一线品牌白酒制造企业自 2017 年起利润总额规模快速增长。一线品牌白酒制造企业在产业链中极强的话语权以及消费者品牌认可度，使得价格下跌的影响均在经销商层面得到消化，经营稳定性极强。

表 10 2012 年以来一线品牌白酒制造企业利润总额情况（单位：亿元）

企业名称	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~9 月
贵州茅台酒股份有限公司	187.00	214.32	218.82	220.02	239.58	387.40	508.28	432.06
宜宾五粮液股份有限公司	137.39	112.47	80.16	82.87	93.37	133.92	186.07	173.54
江苏洋河酒厂股份有限公司	82.15	66.86	60.31	71.65	77.61	88.48	108.39	95.00
泸州老窖股份有限公司	61.52	46.80	12.18	19.67	25.30	34.34	46.59	50.33

资料来源：公开资料整理

AA+等级发行人样本容量较少，以区域名优酒企为主，在区域渠道网络具备很强的竞争优势。截至 2019 年 9 月底，AA+等级 3 家发行企业分别为安徽古井集团有限责任公司（以下简称“古井集团”）、山西杏花村汾酒集团有限责任公司（以下简称“汾酒集团”）和顺鑫农业，其中古井集团品牌价值位列安徽省酒企第一名，产品定位中端，坚持“聚焦策略”深耕安徽大本营。古井集团通过在每个地级市均设立一个大区，大力落实“店店通、路路通、人人通”，安徽区域主推产品网点覆盖率已达到 97% 以上。汾酒集团为山西省白酒生产龙头企业，产品定位以中低端为主，销售区域主要集中在山西省内，经营效益与区域经济密切相关，近年来随着煤炭行业景气度低位运行，区域内政务、商务及个人消费需求均受到一定程度冲击，进而对汾酒集团经营业绩产生影响。顺鑫农业作为北京地区规模最大的白酒制造企业，代表产品为牛栏山二锅头，是国内低端白酒的龙头企业，顺鑫农业白酒全国化布局已初见成效，外埠市场收入占比已提升至 72%。

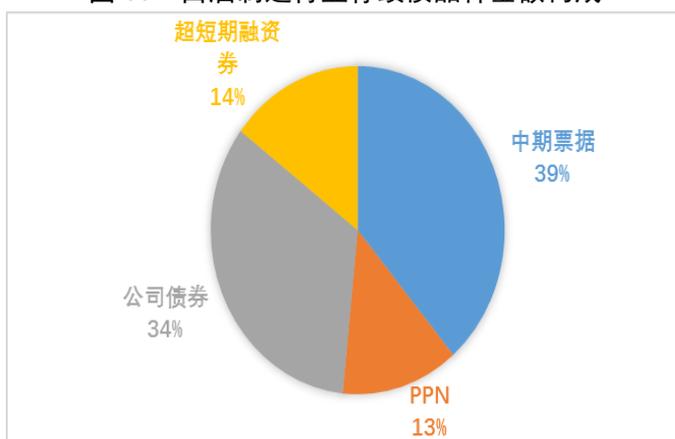
AA 等级发行人以区域白酒制造企业为主，除四川沱牌舍得集团有限公司（以下简称“沱牌舍得集团”）近年来不断加大力度拓展外埠市场较为突出外，其余 AA 等级发行企业区域集中度均较高，区域内竞争优势较明显且市场占有率较高。由于 AA 等

级发行企业主打产品多集中于中低端酒品行业，中低端酒行业竞争激烈且以区域竞争为主，导致该级别发行人近年来收入增速明显慢于 AA+及 AAA 等级发行企业收入增速。白酒制造行业民营企业发行主体集中在 AA 等级，AA 等级发行企业在股东背景、资产质量、盈利能力、偿债能力等方面较 AA+及 AAA 等级发行企业存在明显差距，

3. 行业债券发行概况

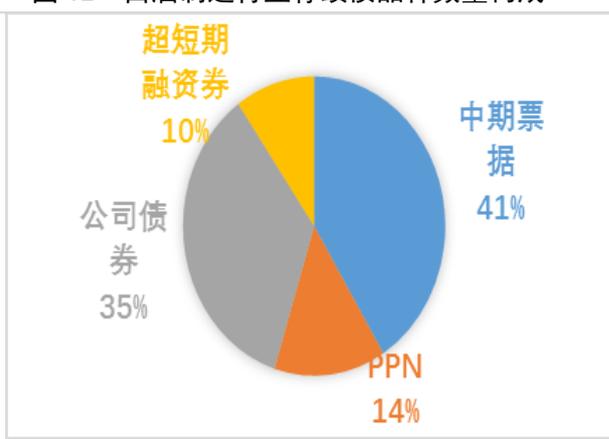
截至 2019 年 9 月底，白酒制造行业公开市场 14 家发行主体合计存续 51 支信用债券，债券余额合计 399.92 亿元。从存续债品种看，白酒制造行业存续债券由中期票据、PPN、超短期融资券与公司债券构成，由于白酒制造行业发行主体普遍具有主业盈利能力强，现金类资产充裕等特点，行业存续债券中期限较长的中期票据、PPN 与公司债券占比较高，合计占存续债券的 90.20%，合计金额占存续债总额的 86.00%。

图 11 白酒制造行业存续债品种金额构成



资料来源：公开资料整理

图 12 白酒制造行业存续债品种数量构成



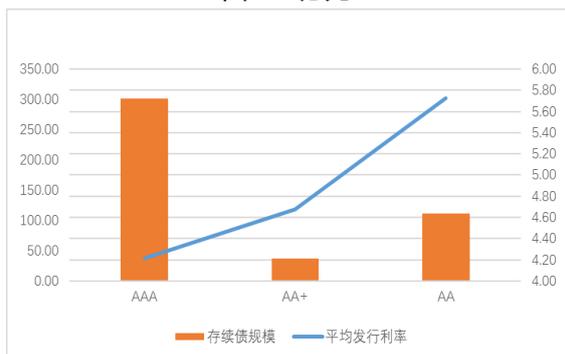
资料来源：公开资料整理

从信用等级分布构成来看，截至 2019 年 9 月底，白酒制造行业 15 家发债企业 AAA、AA+和 AA 存续债券数量占比分别为 46.55%、13.79%和 39.66%，发债主体主要集中在 AAA 级别与 AA 级别；存续债规模方面主要以 AAA 级别为主，合计存续金额 301.30 亿元，占行业存续债总额的 66.97%。从发行成本来看，高级别发债主体成本优势明显，AAA、AA+和 AA 存续债发行平均成本分别为 4.22%、4.68%和 5.73%。

2019 年 1—9 月，白酒制造行业新发债券 28 只，合计金额 247 亿元，较 2018 年全年发行债券总金额大幅增长，2018 年全年行业发行债券 16 只，合计金额 123 亿元。

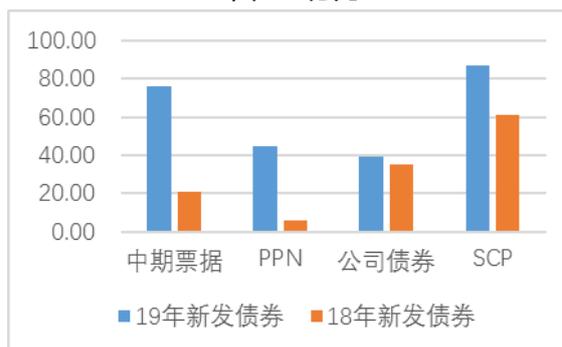
从债券类型来看，2019年新发债券主要以中期票据和超短期融资券为主，分别占发行总金额的30.77%和35.22%；中期票据和PPN发行规模较2018年大幅增长，分别增长55亿元和39亿元。

图 13 白酒制造行业存续债规模构成
(单位：亿元、%)



资料来源：公开资料整理

图 14 2018年及2019年1-9月新发债券情况
(单位：亿元)



资料来源：公开资料整理

五、行业发展

白酒制造行业经过“黄金十年”高速发展期和近年来的行业深度调整，2016年下半年起，白酒制造行业景气度逐步回升，高端白酒需求显著回暖，产业集中度逐步提高，行业分化日趋明显，高端酒行业寡头垄断格局日渐稳固，具有资金、规模、品牌优势的白酒制造企业将挤压小酒企的生存空间。名优酒企将逐步通过自身品牌优势逐步增加产品结构，发力次高端市场，部分市场份额在向次高端领域转移；中低端白酒市场参与者众多，竞争激烈，未来发展或更考验白酒制造企业的渠道扩张及执行能力，部分固步于低端产品的企业由于规模、资金、技术、品牌等诸多劣势将会退出行业。未来，随着产业政策放宽以及本次白酒行业整合调整期的结束，行业品牌优势及头部效应将逐步显现，行业内兼并重组将有效提高行业集中度，降低产能过剩风险，行业将进入良性发展期。