

饮料制造行业 2019 年度信用展望

工商企业评级部 朱侃 曹翀

2018 年前三季度饮料制造行业景气度延续上年回升态势,但行业营收和盈利增速总体放缓;行业增长方式继续由数量规模型向质量效益型过渡,行业集中度进一步提高。从结构看,各子行业龙头企业受宏观经济增速下滑影响相对较小,竞争优势突出;中小企业经营分化加剧,部分企业通过良好的销售策略抢占大众消费市场,市场竞争力有所提高;低端产能企业的市场份额受到挤压,经营压力较大。

从债券发行情况看,饮料制造行业内已发债企业主要为行业中龙头企业,发行人整体信用等级主要集中在 AA~AAA 级区间。级别调整方面,2018 年前三季度,洛娃科技发生实质性违约,评级机构下调其级别;此外,评级机构上调 1 家发行人主体级别、下调 1 家发行人评级展望。发行利差方面,2018 年前三季度,行业内发行债券企业数量较少,主要发行 1 支短期融资券、4 支中期票据和 3 支公司债券。市场较偏好长期限、主体信用等级高的公司债券;对于主体信用等级较低的短期融资券、中期票据和公司债券,市场投资态度较为谨慎。

展望 2019 年度,预计国内经济将呈现稳中放缓的发展趋势,消费仍将是驱动经济发展的重要因素,消费结构转型和消费质量的提高,将促进行业信用质量的持续改善。行业内部消费分级趋势显现,龙头企业对行业收入利润贡献度将进一步增强,行业地位将更加稳固;中小企业面临的市场竞争环境将更为激烈,转型升级压力加大,行业内部信用质量将持续分化。

行业基本面

2017 年,受益居民人均可支配收入快速增长和消费持续升级,饮料行业景气度快速回升;2018 年以来行业景气度继续回升,但在宏观经济增长放缓的背景下,增速放缓。

酒、饮料和精制茶制造业按酒精含量为标准可划分为酒饮料和非酒精饮料。非酒精饮料一般指酒精含量低于 0.5%天然或人工配制饮料,主要包含碳酸饮料、茶饮料、包装水、功能饮料、果汁、植物蛋白饮料等。酒精饮料主要包括白酒、葡萄酒、黄酒、啤酒等。

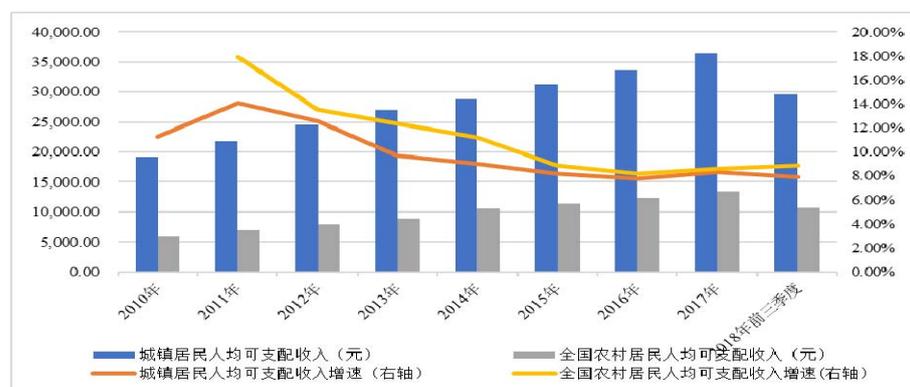
中国经济发展进入新常态以来,我国坚定不移推进供给侧结构性改革,同时适度扩大总需求,深入发掘内需潜力,特别是消费需求的潜力,使整个经济增长从过去过度依赖投资和出口向消费投资出口协调拉动的局面转变。从 2014 年到 2017 年,消费已连续四年成为我国经济增长的第一拉动力。2017 年我国 GDP 突破 80 万亿,达到 82.71 亿元,同比增长 6.9%,为七年来首次提速;在人均可支配收入快速增长和消费升级的带动下,2017 年白酒行业景气度快速回升。2018 年以来,我国宏观经济总体平稳运行,但增速

有所放缓，前三季度实现 GDP65.09 万亿元，按可比价格同比增长 6.7%，增速同比下降 0.2 个百分点；从季度数据看，经济增速呈现回落趋势，第一、二、三季度 GDP 增速分别为 6.8%、6.7% 和 6.5%。

2018 年前三季度，全国居民人均可支配收入 21,035 元，同比名义增长 8.8%，增速同比下降 0.2 个百分点；扣除价格因素实际增长 6.6%，同比下降 0.9 个百分点。同期，全国居民人均消费支出 14,281 元，同比名义增长 8.5%，增速同比下降 0.6 个百分点；扣除价格因素实现增长 6.3%，同比下降 1.2 个百分点。居民收入增幅加快的同时，城乡收入差距继续缩小。根据统计数据，2018 年前三季度城镇居民人均可支配收入 29,599 元，扣除价格因素实际增长 5.7%，增速同比下降 0.9 个百分点；农村居民人均可支配收入 10,645 元，扣除价格因素实际增长 7.5%，增速同比下降 0.7 个百分点。城乡居民人均收入倍差 2.78，较上年同期缩小 0.03。

消费作为推动经济发展的主要驱动力，对经济增长的贡献率持续提高。2018 年前三季度，我国最终消费支出对经济增长的贡献率为 78.0%，较上年同期提高 13.5 个百分点，其中粮油食品饮料烟酒类零售额同比增长 9.8%，饮料类和烟酒类零售额同比分别增长 9.2% 和 8.6%，表明消费驱动经济增长模式更加巩固。

图表 1. 国内居民人均可支配收入及其增速变化



资料来源：国家统计局

从 CPI 变化情况来看，2017 年酒类 CPI 指数持续呈现较明显的上涨趋势；2018 年以来酒类消费价格指数有所下滑，但较 CPI 总指数和食品行业 CPI 指数下降幅度小，2018 年 9 月末酒类 CPI 同比下降 0.20 个百分点。

图表 2. 2016 年以来酒类 CPI 变化情况



数据来源：Wind

我国人口基数庞大，2017 年末总人口达 13.90 亿人。饮料作为日常消费品，具有广泛消费基础。随着我国经济结构的调整优化，以及居民消费能力的提升，2015~2016 年饮料行业企稳并呈恢复增长态势，2017 年和 2018 年前三季度景气度持续提升，且得益于饮料行业结构调整和转型等，行业效益有所提升。从统计数据看，2017 年度规模以上

企业实现营业收入总额 17,637.00 亿元，同比增长 7.70%；实现利润总额 2,017.50 亿元，同比增长 17.50%；销售利润率为 11.44%。2018 年前三季度规模以上企业实现营业收入总额 11,807.20 亿元，同比增长 8.50%；实现利润总额 1,547.20 亿元，同比增长 17.10%；销售利润率为 13.10%。

2018 年前三季度，饮料行业延续了 2017 年以来的增长态势，但受宏观经济增速放缓的影响，行业整体增速下滑；但行业企业盈利能力和资产质量同比提升。

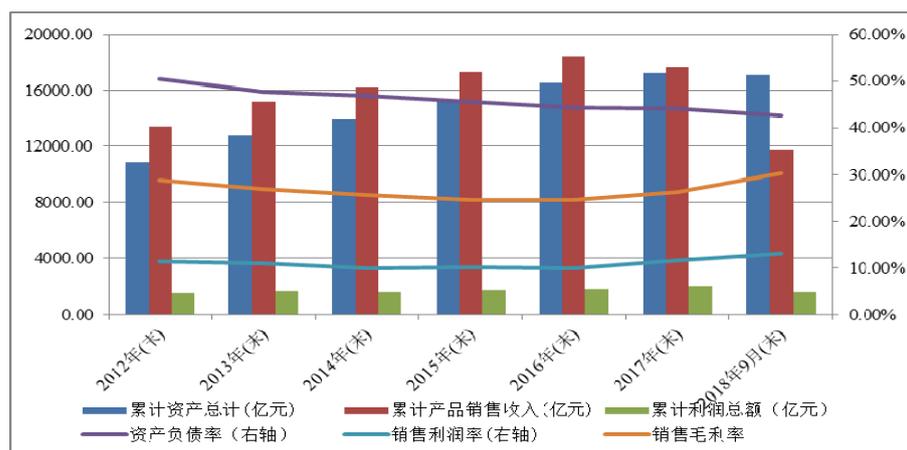
(1) 收入规模和盈利增速下滑。2018 年前三季度规模以上企业实现营业收入总额 11,807.20 亿元，同比增长 8.50%，增速下降 1.30 个百分点；实现利润总额 1,547.20 亿元，同比增长 17.10%，增速下降 2.30 个百分点。

(2) 盈利能力增强。2018 年前三季度行业实现销售毛利率和销售净利率分别为 30.34% 和 13.10%，同比分别提升 5.61% 和 2.32%。

(3) 亏损规模增加。2018 年前三季度行业规模以上企业 6,756 家，其中亏损企业 914 家，同比增加 286 家；累计亏损额 58.90 亿元，同比增长 12.62%。

(4) 负债经营水平持续下降，资产周转效率提升。2018 年 9 月末规模以上企业资产总额 17,068.70 亿元，较上年末下降 1.04%；资产负债率为 42.07%，较上年末下降 0.47 个百分点。存货和应收账款净额分别为 2,533.40 亿元和 1,130.40 亿元，较上年末分别下降 3.27% 和增长 12.11%，在经营业绩保持增长的同时，周转效率得到提升。

图表 3. 酒、饮料和精制茶制造业经营财务指标



资料来源：Wind

饮料行业的复苏进程呈现显著的结构化特征，其中白酒行业的复苏态势相对强劲，软饮料、啤酒等其他子行业的复苏进程相对迟缓。从行业内部看，2018 年在宏观经济增速放缓的大环境下，龙头企业和高端产品仍保持较好的经营效益；中小企业和中低端产品聚焦大众消费者，通过推出定制化、系列化产品实现大众消费的“升级”，整体经营业绩转好。

城镇化率提升，中产阶级崛起，以及资产价格上升等因素驱动近几年消费升级，居民购买能力增强，消费向优质、高端产品转变，带动了本轮饮料行业的复苏。2017 年以来，消费升级推动行业复苏进程加快，同时行业发展的结构化特征更加显著。2017 年白酒行业累计产量 1,198.10 万吨，按统计局口径同比增长 6.90%。从各档位酒企的经营效益来看，茅台、五粮液及不少地方名酒纷纷提高白酒批价或售价，受提价和销量增长推动，中高端酒企的经营效益大幅提升。从财务数据看，2017 年贵州茅台实现营业收入 582.18 亿元，同比增长 49.81%；实现利润总额 387.40 亿元，同比增长 61.70%。五粮液实现营业收入 301.87 亿元，同比增长 22.99%；实现利润总额 133.92 亿元，同比增长 43.43%。中低端酒企营收规模增长乏力，其中相对表现较好的老白干酒和迎驾贡酒营业

收入增速分别为 3.96% 和 3.29%，利润总额增速分别为 29.38% 和 -1.91%；经营较差的青青稞酒和金种子酒营业收入增速分别为 -8.27% 和 -10.14%，利润总额增速分别为 -118.45% 和 -6.00%。

2018 年以来，行业景气度持续提升，复苏传导至中低端酒企。2018 年前三季度，白酒行业累计产量 683.00 万吨，按统计局口径同比增长 4.00%。中高端酒企量价齐升，营收规模保持平稳增长态势，其中除了贵州茅台增速放缓外，五粮液、泸州老窖、洋河股份等仍保持较好的增速。从财务数据看，2018 年前三季度，贵州茅台营业收入增速为 23.07%，同比下降 36.33 个百分点；利润总额增速为 24.86%，同比下降 33.10 个百分点，主要是一方面上年基数高，另一方面茅台发货节奏放缓所致。五粮液和洋河股份营业收入增速分别为 33.09% 和 24.22%，同比分别增长 8.92% 和 9.14%；利润总额增速分别为 36.06% 和 26.16%，同比分别增长 -1.92% 和 10.44%。中低端酒企经营普遍转好，其中老白干酒和迎驾贡酒营业收入增速分别为 40.58% 和 11.57%，同比分别提升 36.14% 和 9.46%；利润总额增速分别为 81.57% 和 16.89%，同比分别提升 40.61% 和 26.92%。

与白酒行业相比，饮料其他子行业目前仍处于弱复苏阶段，各子行业呈现出一定的分化。其中啤酒行业行情近年来一直较为低迷，2017 年呈现复苏迹象，2018 年以来啤酒行业整体有所增长。我国啤酒行业产能过剩较为严重，产能利用率不足，导致长期以来啤酒厂商经营情况低迷、营收增长乏力、盈利能力不足。2017 年啤酒行业产量为 4,401.50 万吨，行业综合产能利用率仅为 55%~60%。2018 年以来，啤酒行业经营业绩整体增长，一方面受原材料价格、包装物、人工成本等成本上涨，各啤酒企业上调售价，另一方面，啤酒企业逐步调整产品结构，例如华润啤酒、青岛啤酒、哈尔滨啤酒等通过推新品、话题营销、换包装等方式发力中高端，通过开发高端产品获得新的利润增长点。从行业龙头的华润啤酒看，2017 年和 2018 年上半年度¹主营业务收入增长率分别为 3.62% 和 11.35%，利润总额增长率分别为 4.43% 和 28.29%。青岛啤酒 2017 年和 2018 年前三季度营业收入增长率分别为 0.66% 和 1.09%；利润总额增长率分别为 -0.85% 和 11.95%。目前中国啤酒行业已经步入成熟期，据统计，2017 年中国人均啤酒消费量为 35.77 升，已超过世界平均水平，需求量在未来 3 年将基本保持稳定，未来需求上升空间有限。从消费结构看，中高端产品的需求占比将会上升，低端产品需求占比下滑。从 2018 年啤酒企业的经营策略来看，啤酒企业对推新品、提结构的重视度明显加强，预计未来短期内啤酒企业会继续推出高档位新品，以较高的销价获取利润。行业去产能和产品结构调整优化将成为行业发展方向。

软饮料行业自 2014 年以来行业增速显著放缓，2015~2017 年行业产量分别为 1.77 亿吨、1.83 亿吨和 1.81 亿吨，增长率分别为 6.2%、3.9% 和 4.6%，与 2012 年之前的 20% 以上的行业增速相比大幅下滑。2018 年前三季度，软饮料市场行情出现复苏迹象，前三季度行业产量 1.27 亿吨，同比增长 6.30%。软饮料具有大众消费属性，消费需求受消费偏好的影响较大。随着大众对健康重视度的提高，饮料品种从注重口感和解渴向注重营养和功能方向发展，碳酸饮料在软饮料市场中收入占比逐年下降，茶饮料、含乳及植物蛋白饮料销售占比逐年上升。饮料行业门槛较低，厂家众多，随着市场规模扩大，行业已由单品竞争转入资本、营销、体制和渠道的综合实力竞争，竞争优势向少数领导品牌集中，市场份额逐步提高。从软饮料上市公司²看，受需求变化影响，2017 年销售收入和净利润出现负增长，分别下降 2.38% 和 15.44%；2018 年前三季度销售收入和净利润增长率分别为 15.70% 和 18.43%。上市公司中，承德露露主要生产杏仁露，受需求下滑影响，2014 年以来经营业绩增速大幅放缓，2017 年营业收入和净利润持续下滑，2018

¹ 未披露三季报数据。

² 沪深 A 股软饮料上市公司主要包括承德露露、维维股份、养元饮品、吉林森工、香飘飘和深深宝 A。

年前三季度销售收入和净利润同比分别增长 7.30% 和 8.45%。上市公司养元饮品的主要产品为核桃乳（主要为“六个核桃”）和其他植物蛋白类饮料，由于饮料板块整体需求下滑及市场竞争激烈，2017 年营业收入和净利润同比分别下降 13.02% 和 15.72%；2018 年以来养元饮品升级主销产品、推出经典型六个核桃和新品养元红枸杞饮料，签约年轻明星、实施场景营销、冠名央视及知名网剧，打造六个核桃“年轻化、时尚化”的品牌形象，通过渠道扩张推动营收增长，前三季度养元饮品营业收入和净利润同比分别增长 5.42% 和 11.03%。维维股份 2017 年植物蛋白类饮料营收规模亦同比下降，豆奶粉类产品销售收入同比微幅增长；但 2017 年推出了即饮豆奶饮料，为两片罐铝制包装，目前已经在徐州及周边市场上线，有望进一步向华东区域推广，或将带动公司营收规模增长。总体看，软饮料行业已步入稳步发展阶段，在品牌影响力方面，龙头企业凭借有力的市场地位，通过创新的营销手段，加速对市场的整合。

从行业内部看，不同档位产品消费分化趋势明显。无论在 2017 年消费升级的背景下，还是在 2018 年宏观经济增速放缓的环境下，龙头企业和高端产品销量和售价均保持增长态势，经营业绩持续提升，行业地位进一步稳固。中低端企业面临的经营压力大，尤其 2017 年经营业绩普遍出现下滑态势；2018 年以来部分企业聚焦大众消费者，通过推出定制化、系列化产品实现中低端产品的消费“升级”，抢占市场份额，经营效益明显好转，其他中低端企业则面临市场份额被蚕食的风险，经营业绩增长仍乏力。

饮料行业开放程度高，竞争充分。行业整体政策环境较为宽松，政府管制强度相对较低。近年来政策措施主要针对食品安全、淘汰落后产能、限制三公消费及环保要求等方面，对行业规范发展产生积极影响。

饮料行业发展长期受到我国政府的高度重视和支持。“调结构、促消费”的政策导向对经济起到持续提升作用。尤其在近年宏观经济较为低迷时期，通过拉动内需，刺激消费在一定程度上抵御经济下滑的不利局面。另外，我国近年来温和的通货膨胀，提高了行业运行成本，但行业通过转嫁消化，保持了适度活力。

饮料行业开放程度高，竞争很充分。行业整体的政策环境较为宽松，政府管制强度相对较低。同时，近年来在食品安全等方面陆续有监管政策出台，淘汰落后产能的政策措施仍在持续，对行业规范发展产生积极影响。此外，对于三公消费，政府出台了相关政策，对高档白酒、烟草的消费带来抑制作用；对于税收等政策的变化也将对消费格局产生影响，仍需加以关注。另外，国家对行业企业生产制造过程中的环保监管要求趋严，2018 年 1 月，环境保护部发布《饮料酒制造业污染防治技术政策》，旨在加强饮料酒制造企业的生产过程的环保污染防治及资源循环利用等；2018 年 4 月，国家启动制定《酒类制造业水污染物排放标准》，该标准涉及白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒、酒精等酒种，预计将于 2020 年完成。

图表 4. 主要行业政策

| 法律法规 | 发布部门 | 主要内容 |
|--------------------------|---------|---|
| 《中华人民共和国食品安全法》 | 全国人大常委会 | 建立最严监管制度，设置罚则确保“重典治乱”，规定食品安全社会共治，强化互联网食品交易监管，强化企业主体责任，强化地方政府属地管理责任。 |
| 《食品经营许可证管理办法（2017 年修订版）》 | 国家食药监局 | 规范食品经营许可活动，加强食品经营监督管理，保障食品安全。 |
| 《食品生产许可管理办法（2017 年修订版）》 | 国家食药监局 | 规范食品、食品添加剂生产许可活动，加强食品生产监督管理，保障食品安全。 |
| 《酒类行业流通服务规范》 | 商务部 | 规定了酒类流通的术语和定义，界定了酒类流通的范围和流程，提出了销售全过程的质量控制重点，对宣传推介以及服务规范提出了要求，对规范酒类行业的流通服务具有积极意义。 |
| 《关于进一步加强白酒质量安全监督管理工作的通知》 | 国家食药监局 | 要求严格白酒生产企业主体责任，严格依照法律法规、食品安全标准和生产许可条件组织生产；切实控制白酒中塑化剂污染；不得使用非食品原料生产白酒；严禁超范围超限量使用食品添加剂；加强白酒出厂检验和规范白酒标签；建立质量安全授权人制度。另外，《通知》还要求强化监督监管，严厉打击违法违规行为。 |

| 法律法规 | 发布部门 | 主要内容 |
|-----------------------|--------|--|
| 《关于进一步加强白酒消费税征收管理的通知》 | 国家税务总局 | 自 2017 年 5 月 1 日起，白酒消费税最低计税价格核定比例由 50% 至 70% 统一调整为 60%，白酒企业消费税中从价部分合理征收比例为销售收入的 12%。 |
| 《饮料酒制造业污染防治技术政策》 | 环境保护部 | 饮料酒制造业污染防治应遵循减量化、资源化、无害化的原则，采用源头控制、生产过程减排、废物资源化利用和末端治理的全过程综合污染防治技术路线，强化工艺清洁、资源循环利用。 |

资料来源：公开资料整理

2018 年前三季度，白酒行业总体延续上年回暖趋势，保持增长态势但增速有所放缓，其中上半年度白酒行业景气度继续提升，复苏进程进一步推进，并从高端酒传导至中低档酒；第三季度受终端消费需求增速放缓影响，白酒板块业绩整体有所回落。

白酒是我国传统文化的重要组成部分，是社会生活不可缺少的饮品。白酒按香型分类，可以分为酱香型（以“茅台”为代表）、浓香型（以“五粮液”为代表）、清香型（以“汾酒”为代表）、兼香型（浓酱结合）和风香型等，基本都以高粱为主要原料，麦曲为糖化发酵剂，长时间发酵而成，最后蒸馏成原酒，原酒经过长时间贮存老熟，勾兑调味成为出厂的产品。目前，浓香型白酒约占全部白酒市场份额的 70%。

自 2013 年起，白酒的消费环境发生巨大变化。随着限制“三公消费”、酒驾入刑等政策的出台，白酒告别了黄金十年，进入了行业低谷期。白酒公司的产量、收入、利润和产品价格方面都有大幅下降。2015 年开始，商务消费和个人消费开始占据主导，转向理性消费，行业开始复苏。从消费结构变化情况看，在限制“三公消费”、“八项规定”等政策出台前，国内高端白酒消费中政务消费占比 46%，大众消费占比仅 19%，经过此轮政策调整，到 2016 年政务消费在白酒消费中占比大幅下降至 5% 左右，同时在消费升级带动下，大众在白酒消费占比提高至 45% 左右，大众消费完成对政务消费的有效替代，国内白酒行业消费结构得到显著改善。

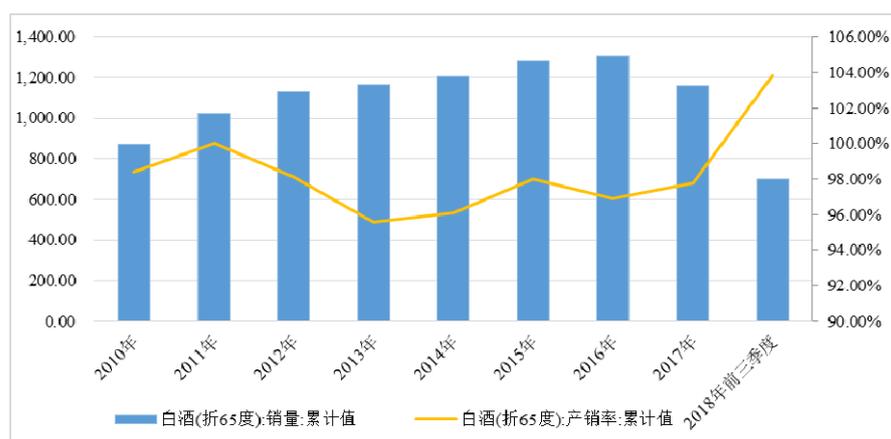
从行业产销情况看，自 2015 年白酒行业回暖以来，2016~2017 年及 2018 年前三季度行业产销规模保持增长态势，特别是 2017 年行业产销增速同比实现较大提升，根据国家统计局数据显示，2017 年国内规模以上白酒企业完成酿酒总产量 1,198.10 万吨，同比增长 6.90%，增速同比提升 3.67%；规模以上企业实现白酒（折 65 度）销量为 1,161.68 万吨；产销率为 97.80%，同比提升 0.90%。2018 年前三季度白酒产销延续上年增长态势，但增速有所下滑。2018 年前三季度，国内规模以上白酒企业完成酿酒总产量 683 万吨，同比增长 4%，增速同比下降 2.12%；规模以上企业实现白酒（折 65 度）销量为 700.82 万吨，产销率为 103.80%，同比提升 4.70%。

图表 5. 白酒行业产量及增速变化



资料来源：国家统计局

图表 6. 白酒行业销量及产销率变化



资料来源：国家统计局

从价格情况看，本轮白酒提价自 2015 年下半年开始，经历了从高端品牌到次高端品牌、从一线白酒企业到二线白酒企业自上而下的过程，尤其 2017 年在白酒行业“强复苏”的背景下，白酒企业顺应消费升级，提升产品品质的同时纷纷提高白酒售价。2017 年上半年古井贡酒、口子窖等地方名酒陆续提高了部分产品的出厂价和终端价；茅台也通过非标产品带动吨价上移；2017 年末，五粮液、洋河、酒鬼酒和沱牌舍得等企业均对其核心产品进行提价。2017 年，在酒价持续高企的情况下，19 家样本企业合计实现营业收入 1,690.08 亿元，同比增长 25.87%；实现利润总额 733.95 亿元，同比增长 42.83%。

2018 年 1 月，针对白酒行业普遍涨价的情况，国家发改委价监局在北京召开了白酒行业价格法规政策提醒告诫会，旨在引导和推动白酒生产流通企业守法经营，维护市场价格秩序，营造公平竞争环境，促进白酒行业的健康发展，茅台、五粮液被点名作重点发言。告诫会召开后的短期内白酒涨价情况减少，但 5 月起泸州老窖针对总经销客户发布调价通知，指出因包装材料成本上升，泸州老窖总经销产品结算价提高 15%。趁此涨价热潮，同时在原材料成本上涨的压力下，不少中小品牌也对旗下产品价格进行了一定程度的上调，例如剑南春、伊力特、酒鬼酒均有所提价。从行业效益看，2018 年前三季度，19 家样本企业合计实现营业收入 1,545.46 亿元，同比增长 24.68%；实现利润总额 720.44 亿元，同比增长 30.09%；增速同比分别下降 3.89% 和 11.68%，主要是销量下降所致。

从未来白酒行业涨价趋势来看，主流名优白酒的价格仍有一定的上涨空间，主要因为品牌稀缺性是白酒行业的重要属性，目前高端品牌白酒特有的社交属性已经成为现代消费不可或缺的元素，在这种供需结构影响下，主流名优高端白酒的价格上涨目前对其销量波动的影响较小；而中低档白酒品牌张力较小、竞争激烈，且大众消费者对其价格相对更为敏感，其产品提价对销量影响相对较大，因此中低端产品价格上涨压力较大。

图表 7. 2017 年以来白酒提价表

| 提价时间 | 白酒品牌 | 主要内容 |
|--------|------|---|
| 2017.1 | 郎酒 | 红花郎 15 年和 10 年出厂价分别提至 440 元、300 元/瓶，郎牌郎酒出厂价上调 15 元/瓶 |
| | 沱牌舍得 | 52 度舍得到岸价提至 418 元/瓶，分销商、团购价为 468 元/瓶。全渠道统一提升 20 元/瓶 |
| 2017.2 | 洋河股份 | 海之蓝上调 2 元/瓶，天之蓝上调 3 元/瓶，梦之蓝 M3/M6/M9 分别上调 10 元/20 元/30 元 |
| | 沱牌舍得 | 同意提价 20 元/瓶 |
| | 泸州老窖 | 川渝片区国窖 1573 停货通知提价，计划内打款价提至 700，计划外维持 740 元 |
| | 五粮液 | 上调 1618 出厂价至 769 元/瓶，一批价不低于 819 元，普五商场供货价 809 元，零售价 899 元 |
| 2017.3 | 泸州老窖 | 国窖 1573 计划外价格提至 680 元/瓶，窖龄 30 年和老字号特曲出厂价上调至 218 元 |
| 2017.4 | 古井贡酒 | 年份原浆献礼版出厂价上调 2.5 元，五元零售价上调 10 元 |
| 2017.5 | 五粮液 | 普五一批价要求不低于 809 元 |
| | 泸州老窖 | 窖龄 30 年出厂价上调 10 元，执行全品奖项计划配额售卖制度 |

| 提价时间 | 白酒品牌 | 主要内容 |
|---------|------|--|
| | 山西汾酒 | 汾酒青花 20 年出厂价每瓶上涨 20 元，并对青花 30 年进行产品升级与原产品价格区隔离 |
| 2017.6 | 五粮液 | 普五计划外价格上调至 809 元，新招经销商按照该价格供货 |
| | 洋河股份 | 海之蓝和天之蓝终端供货价分别上调 10 元和 20 元 |
| 2017.7 | 泸州老窖 | 窖龄 30 年和 60 年出厂价上调 10 元 |
| | 水井坊 | 典藏、井台和臻酿 8 号出厂价每瓶分别上涨 15、10、10 元 |
| | 泸州老窖 | 国窖 1573 出厂价上调至 740 元，计划外价格提至 810 元 |
| 2017.9 | 剑南春 | 10.10 起，52 度水晶剑统一零售价不得低于 398 元/瓶，9.10 起，各经销商对终端供货不得低于 345 元/瓶 |
| | 泸州老窖 | 泸州老窖头曲、二曲、特曲从国庆起停止接受经典装订单 |
| 2017.10 | 泸州老窖 | 特曲 60 年执行新价格体系，52 度特曲团购价提至 438 元，零售价 480 元；52 度国窖 1573 经典装新零售价 969 元/瓶；老窖 1573 年份酒，5 年价格从 980 元调整到 1180 元；16 年从 5800 元调整到 6990 元 |
| | 洋河股份 | 针对经销商供货价调整，海之蓝上涨 6 元/瓶，天之蓝 9 元/瓶，梦之蓝 20 元/瓶；梦之蓝零售指导价上调 100 元，涨至 1788 元 |
| | 今世缘 | 2017.11.1 起，四开国缘上调 20 元/瓶，对开国缘上调 15 元/瓶，单开国缘上调 10 元/瓶，柔雅上调 10 元，淡雅上调 5 元 |
| | 五粮液 | 10 月 25 日起，五粮液系列酒涨价幅度 10%-20% |
| 2017.11 | 泸州老窖 | 11 月 1 日起，泸州老窖调整总经销产品价格，涨幅为 10%-15%；52 度泸州老窖百年计划内结算价 298 元，计划外 308 元，零售价 398 元，最低成交价 298 元。38 度泸州老窖百年计划内 248 元，计划外 258 元，零售 368 元，最低 248 元 |
| | 郎酒 | 红花郎 10、15 两款产品价格提升 6% |
| | 老白干 | 老白干核心产品提价，其中十八酒坊十年、八年在 17 年中秋基础上每件涨价 20 元 |
| | 酒鬼酒 | 红坛酒鬼酒提价 70 元，零售价由 498 元提至 568 元，12.15 实施。 |
| | 洋河股份 | 春节促销期间，梦之蓝预计终端价涨幅达 200-400 元每箱（四瓶装）。 |
| 2017.12 | 沱牌舍得 | 沱牌舍得核心大单品品味舍得涨价，涉及 52、38、42 度系列，52 度上涨 20 元，终端价达 568 元 |
| | 贵州茅台 | 2017 年 12 月 28 日，茅台宣布飞天茅台提价 18%，出厂价从 819 元上涨到 969 元，建议零售价从 1,299 元涨到 1,499 元。 |
| | 水井坊 | 12 月 4 日起，水井坊典藏系列上调 40 元，井台系列上调 30 元，臻酿 8 号及鸿运装上调 20 元，其它部分产品也相应调整。 |
| 2018.01 | 贵州茅台 | 2018 年起上调产品价格，要求各级子公司按照 1499 元/瓶的标价销售飞天 53 度 500ml 茅台酒。 |
| 2018.06 | 泸州老窖 | 6 月 1 日起，38 度国窖 1573 经典装供货建议价上调至 650 元/瓶，零售价上调至 739 元/瓶。 |
| | 泸州老窖 | 国窖 1573 瓶贮产品实施年份定价策略，2014~2017 年生产的瓶贮产品建议零售价分别为 1,499 元/瓶、1,399 元/瓶、1,299 元/瓶和 1,199 元/瓶。 |
| 2018.07 | 泸州老窖 | 7 月 1 日起，华中区域(豫、鄂、湘、赣)52 度国窖 1573 经典装酒行渠道供货价建议按照 810 元/瓶(500ml) 执行。 |
| | 洋河股份 | 7 月 1 日起，海之蓝出厂价上涨 4 元/瓶，天之蓝出厂价上涨 6 元/瓶，梦之蓝 M3、M6、M9 出厂价分别上涨 5 元/瓶、5 元/瓶和 10 元/瓶；海之蓝终端供货价上涨 60 元/箱，天之蓝终端供货价上涨 100 元/箱，梦之蓝 M3、M6 终端供货价分别上涨 110 元/箱、140 元/箱，M9 终端供货价大幅提高 600 元/箱。 |
| | 迎驾贡酒 | 生态洞藏系列单品上调 10~20 元/瓶不等，迎驾金星上调 30 元/箱，迎驾银星上调 20 元/箱，具体包括：1*4 迎驾洞藏 6 零售价不低于 135 元/瓶、520 元/箱；1*9 迎驾洞藏 9 零售价不低于 230 元/瓶、880 元/箱；1*4 迎驾洞藏 16 零售价不低于 335 元/瓶、1280 元/箱；1*4 迎驾金星零售价不低于 90 元/瓶、350 元/箱；1*4 迎驾银星零售价不低于 70 元/瓶、260 元/箱。 |
| | 剑南春 | 7 月 2 日起，水晶剑南春统一零售价格上涨至 418 元；珍藏级剑南春统一零售价格上涨至 558 元；金剑南 K6 统一零售价格上涨至 188 元。 |
| | 伊力特 | 根据酒体等级差异进行提价，特级甲等每 500ml 提价 10 元；特级酒每 500ml 提价 4 元；优级甲等每 500ml 提价 3 元；优级酒每 500ml 提价 2 元。 |
| | 酒鬼酒 | 52 度高度柔和红坛和紫坛酒鬼酒，出厂价分别提高 22 元和 20 元，终端价不变。 |
| 2018.11 | 泸州老窖 | 泸州老窖发布调价通知，从 2019 年 1 月 18 日起，对河南全省老字号特曲经销结算价上调 20 元/500ml，各渠道价格体系相应调整。 |

资料来源：行业资料，新世纪评级整理

从行业成本构成看，2017 年以来原辅料成本支出变化相对较小。广告等营销支出有所增加，受消费税率调整影响，白酒行业税金支出压力继续加重，税费支出呈上升趋势。总体看，高端品牌白酒企业成本消化能力强于中低端品牌白酒企业。

白酒行业成本构成主要由粮食、能源、包装等原辅料成本，广告等销售费用，以及税金等构成。

从原辅料成本看，白酒行业主要原材料由高粱、小麦、大米、糯米、玉米、大麦等谷物构成，能源成本主要是煤炭，包装物主要为包装用瓶和包装用纸，其价格波动幅度及长期趋势往往对企业的经营产生相当程度的影响。我国政府为保护农民种植利益，促进农产品价格稳定运行，2004 年起开始对小麦、稻谷实施粮食最低收购价制度，并每年保持一定增长幅度，此外我国还对大豆、玉米、油菜籽等农产品实施临时收储政策。2017 年以来，玉米产量受国家对玉米种植面积调减等政策影响有所下降，而下游养殖企业需

求有所上升，玉米价格呈增长态势；水稻产量有所减少，从而推动其价格继续保持在高位；小麦价格呈先增后降态势，主要是新季小麦上市所致。2017 年玉米、小麦和高粱均价较 2016 年全年均价分别下降 10.42%、增长 6.81% 和下降 0.10%。2018 年前三季度，玉米价格呈先升后降态势，但整体波动较小；小麦均价有所下滑，主要是国家下调小麦最低收购价所致。2018 年前三季度，玉米、小麦和高粱均价同比分别增长 10.09%、下降 1.82% 和增长 10.51%。2017 年煤炭价格和包装物价格较上年同期均有不同程度上涨；2018 年前三季度受需求旺盛、环保限产、安全检查等因素影响，煤炭仍维持较高价位；包装物价格同比下滑。整体看，对白酒行业的成本上升影响较一般。

图表 8. 原料价格变化情况（元/吨）



数据来源：Wind

从广告等销售费用看，中国白酒行业经过近三年的调整，告别爆发式增长，进入理性发展和消费时代。调整后的白酒行业更加注重互联网思维，在媒介投放上也有策略上的调整。虽然白酒行业的重头依然放在央视和五大卫视的硬广方面，但是越来越多的品牌将软性植入也纳入自己的投放版块，并且不断增加这方面的投入。从整体支出看，2017 年酒类产品电视投放广告额为 478.60 亿元，同比增长 27.60%；央视广告投放额为 62.30 亿元，同比增长 79.10%。2018 年以来，酒类产品广告投入较上年增速下滑，酒类产品电视投放广告额同比下降 8.4%，央视广告投放额同比增长 14%。由于 2017 年酒类产品广告投入基数较大，且 2018 年以来随着行业复苏强度减弱，白酒企业营收增速放缓，白酒企业的广告费用支出同比有所下降，但总体投入规模仍较大。受益于行业整体上行的大环境，特别在品牌打造重新成为名酒企业重头戏之后，在消费者为核心驱动力的新趋势下，持续的品牌渗透是企业能够获得长久生命力的关键。除了电视广告投放之外，酒企也很重视通过微信、新闻客户端网络平台进行宣传，尤其对于年轻的消费群体，“互联网+”的创新营销模式未来将成为重要的营销方式。

从税金变化看，2017 年，国家税务总局发布《国家税务总局关于进一步加强白酒消费税征收管理工作的通知》（税总函〔2017〕144 号），自 2017 年 5 月 1 日起，白酒消费税最低计税价格核定比例由 50% 至 70% 统一调整为 60%，白酒企业消费税中从价部分合理征收比例为销售收入的 12%。由于过去消费税在生产环节征收，以及各地区在实际征收时操作的差异，导致白酒企业的消费税上缴比例不一。总体来看，消费税调整对白酒行业税金支出负担进一步加大。但高端酒品牌力较强，产品提价空间较大且产品利润率较高，因此消费税提升对净利润增速的影响相对较小，且容易通过提价消除部分影响；而对中低端白酒企业的盈利能力造成较大影响。消费税改革或将加速行业分化，从而影响企业的信用质量。

从行业竞争格局看，白酒市场消费分级趋势显现，不同档位白酒市场分化更加清晰。高端白酒受益行业复苏显著，茅台、五粮液等基本垄断高端酒市场，市场份额保持较快

增长，行业地位更加稳固。中低端白酒市场竞争激烈，消费分级的趋势下部分企业通过良好的营销策略抢占中低端市场份额，实现经营业绩的大幅提升，竞争实力增强；其他中低端企业市场地位更加削弱，份额面临被逐步挤压蚕食的风险。整体行业品牌分化加剧，消费层级划分更加清晰。行业重组情况增多，行业集中度进一步提高。

国内高端白酒主要是价格在 600 元以上档次酒，主要以茅台、五粮液、以及国窖 1573 为代表。300-500 元档次的为次高端酒，以水井坊、舍得为代表。100-300 元价格为中高端酒，以洋河、古井为代表。30-100 元为中低端酒，以牛栏山和红星为代表。

高端白酒作为高端社交场合的润滑剂，有其特有的刚性需求。尽管政务消费需求的萎缩对高端白酒的打击很大，但高端商务和个人需求依旧存在，同时对品质和品牌提出更高的要求，推进高端白酒回归消费本质。随着白酒行业复苏进程推进，高端白酒市场快速增长，茅台、五粮液、国窖 1573 凭借强大的品牌力和过硬的品质进一步巩固高端白酒市场地位，且优势愈发明显，量价齐升。二线品牌高端白酒较多依赖当地的政务消费，由于缺乏相应的品牌力和品质的支撑，高价难以维持，纷纷降价进入 300-500 元的次高端市场，试图通过差异化和满足消费者多元化情感需求来竞争。2012 年除茅五外，其它品牌合计在高端白酒市场份额占比为 29%，到 2015 年降至 5% 以内，目前绝大多数二线白酒品牌都退出高端市场的竞争。从一线白酒经营情况看，上市公司贵州茅台 2017 年和 2018 年前三季度分别实现营业总收入 610.63 亿元和 549.69 亿元，同比分别增长 52.07% 和 23.56%；分别实现利润总额 387.40 亿元和 355.77 亿元，同比分别增长 61.70% 和 24.86%。2018 年 9 月末货币资金余额 1,007.51 亿元，预收款项余额为 111.68 亿元，剔除预收账款后资产负债率 21.93%，2018 年前三季度经营活动现金净流量为 282.21 亿元。上市公司五粮液 2017 年和 2018 年前三季度分别实现营业总收入 301.87 亿元和 292.50 亿元，同比分别增长 22.99% 和 33.09%；分别实现利润总额 133.92 亿元和 131.90 亿元，同比分别增长 43.43% 和 36.05%。2018 年 9 月末货币资金余额 406.48 亿元，预收账款余额为 24.40 亿元，剔除预收账款后资产负债率 17.15%，2018 年前三季度经营活动现金净流量 38.77 亿元。2017 年和 2018 年前三季度贵州茅台和五粮液营业总收入合计分别占 19 家白酒上市公司的 53.99% 和 53.55%，利润总额合计分别占 19 家白酒上市公司的 71.03% 和 67.69%，占据了上市和发债白酒企业的半壁江山，寡头垄断优势明显，行业地位较为稳固。

中低端白酒市场复苏相对迟缓，2017 年部分全国性酒企通过多品牌布局，渠道下沉不断挤压和蚕食中低端酒企的市场份额，使中低端酒企竞争加剧，由于缺乏有效的竞争手段，部分企业经营持续下滑甚至亏损。但 2018 年以来，行业复苏逐步传导至中低端酒企，同时在宏观经济增速下滑的背景下，中低端酒企普遍实现经营好转，部分企业在消费分级的趋势下通过良好的营销策略抢占中低端市场份额，实现经营业绩的大幅提升。中低端酒企中经营表现最为突出的是顺鑫农业，其主要白酒产品为牛栏山二锅头，与高端白酒主打商务消费不同的是，性价比高的牛栏山定位为“民酒”，目标客户是大众消费者。在行业消费分级的趋势下，牛栏山通过推出定制化、系列化酒实现大众消费的“升级”，抢占中低端市场，同时加快全国市场布局。2018 年上半年³，顺鑫农业白酒板块营业收入同比增长 62.29%。此外，其他中低端酒企如迎驾贡酒、老白干酒 2018 年前三季度营业收入分别增长 11.57% 和 40.58%，利润总额分别增长 16.89% 和 81.57%，经营业绩均实现好转。但金徽酒、青青稞酒等酒企营收仍增长乏力，经营压力加大。

总体来看，白酒行业品牌分化趋势愈加显著，消费弹性较小的高端品牌酒的竞争优势明显，行业地位稳固；在宏观经济增速下行过程中，高性价比的中低端酒在中低档白

³ 顺鑫农业 2018 年三季报未披露各板块业务收入分类，因此白酒板块业务收入采用半年报数据。

酒市场具有一定竞争力；其他中低端白酒市场面临挤压，经营压力大。长期来看，白酒行业景气度仍将处于上升通道，行业增长趋势将进一步延续，行业集中度将进一步提升；同时行业增长进入挤压式增长阶段，分化更加明显。

在行业回暖背景下，白酒行业并购重组事件增多。2017 年 11 月，老白干酒发布公告称，作价 13.99 亿元收购丰联酒业 100% 股权。2018 年 2 月，华创瑞鑫以 51.60 亿元收购汾酒集团 11.45% 股份。2018 年 5 月，酒鬼酒发布公告称，中粮酒业投资有限公司将持股 31%，成为公司的间接控股股东。与此同时，2015 年以来国家号召国企改革以来，白酒作为竞争性行业，同时又是国企分布较多的行业，成为改革阻力最小的方向，已完成老白干、五粮液、沱牌舍得等企业的改制。行业兼并重组和国企的混合所有制改革将有助于白酒企业拓展市场渠道，优化产品结构，稳定管理团队和吸收优秀的经销商，增强企业活力。

综上，2018 年前三季度饮料行业景气度延续上年回升态势，但受 2018 年宏观经济增速放缓的影响，行业增速总体放缓，且分化加剧。饮料子行业中，白酒行业受原材料成本上涨等的影响，进一步提升产品价格，但由于销量下滑，行业营收规模和盈利增速下滑。龙头企业受宏观经济增速下滑影响相对较小，市场规模继续提升，垄断优势突出；中小企业经营分化加剧，部分企业通过良好的销售策略抢占大众消费市场，提升竞争力。市场竞争程度提高，消费税征收政策调整增加成本负担，行业并购重组增多，拥有低端产能相关企业的经营压力逐步加大，行业分化有所加大。

行业样本数据分析

主要选取发债和上市较集中的白酒行业进行样本数据分析，共选取 19 家白酒公司，其中有 8 家发债企业为上市白酒企业的母公司或控股公司，白酒业务都在上市公司层面，集团主要经营和投资白酒以外的业务，为避免重复，统一采取上市公司作为样本。

2018 年以来行业景气度持续提升，白酒行业营业收入继续保持增长。受到宏观经济增速下滑影响，行业营收规模增速放缓；产品提价及产品结构调整使得行业盈利能力有所提升。行业销售回款情况良好，经营活动现金流保持大额净流入，现金资产规模大，企业借款意愿仍较弱，债务规模较小，资本结构佳，偿债能力强。

从营收状况看，受益行业景气度回升，白酒行业营业收入自 2015 年起持续增长，2016~2017 年和 2018 年前三季度，样本企业营业总收入分别为 1,342.71 亿元、1,690.08 亿元和 1,545.46 亿元（17Q4-18Q3：1,913.96 亿元），同比分别增长 13.55%、25.87% 和 24.68%（17Q4-18Q3：32.81%）。2018 年以来营业收入保持较快增长，白酒企业经营业绩仍明显好于饮料行业其它子行业，主要是白酒行业的社交属性和消费属性所致。白酒行业景气度受宏观环境影响，2018 年宏观经济虽增速放缓但增长趋势不变，消费仍是国内经济增长的主要驱动因素。从结构看，全国及区域龙头企业收入仍保持较快增速，同时中低端白酒企业增速明显提升，呈现复苏迹象。茅台作为高端白酒龙头，2018 年前三季度营业收入增速为 23.07%，稍高于行业平均增速，主要售价提升所致；营业收入增速同比下降 36.33 个百分点，一方面主要由于上年同期基数较大，另一方面发货节奏放缓所致。高端白酒中，五粮液和泸州老窖营业收入增速分别为 33.09% 和 27.24%，同比上升 8.92% 和 3.45%。次高端品牌中，水井坊受益提价效应收入延续上年高速增长，2018 年前三季度营业收入增速为 45.36%，大幅超越行业平均增幅。

中低端品牌白酒普遍增速提升，但由于产品同质化竞争，企业缺乏有效竞争优势，分化仍较大。其中舍得酒业、老白干酒、酒鬼酒等公司 2018 年前三季度营业收入增速提升明显，增速分别为 27.82%、40.58% 和 37.83%，同比分别增长 14.71%、36.14% 和 10.83%；顺鑫农业营业收入增速仅为 4.01%，但其白酒业务（主要产品为牛栏山二锅头）收入增速迅猛，根据半年报数据，顺鑫农业白酒板块收入同比增长 62.29%，主要是在牛栏山二锅头以高性价比的优势快速占领全国低端市场，销量增长带动白酒销售收入增加。金种子酒收入长期处于下滑状态，2018 年前三季度收入增速为-76.61%。

从盈利情况看，在行业收入增长的同时，受益行业高端酒和次高端酒提价及销量增长，白酒行业盈利水平实现持续提升；2018 年以来行业盈利规模延续上年的大幅增长态势，盈利能力进一步提高。2017 年，样本企业实现营业利润、利润总额、净利润合计分别为 735.80 亿元、733.95 亿元、547.69 亿元；2018 年前三季度，分别为 722.77 亿元、720.44 亿元和 538.82 亿元（17Q4-18Q3：904.20 亿元、900.60 亿元和 654.43 亿元）；2018 年前三季度营业利润、利润总额、净利润合计实现增长 30.38%、30.09% 和 30.24%（17Q4-18Q3：34.45%、34.15% 和 50.76%），增速分别下降 11.38%、11.68% 和 12.47%（17Q4-18Q3：增速分别为-0.87%、-0.88% 和 32.06%）。从盈利规模分布看，年净利润 100 亿元以上为贵州茅台和五粮液二家，其中 2017 年和 2018 年前三季度贵州茅台净利润分别为 290.06 亿元和 265.71 亿元，五粮液分别为 100.86 亿元和 99.63 亿元；年净利润在 50 亿元以上到 100 亿元为洋河股份，2017 年和 2018 年前三季度净利润分别为 66.19 亿元和 70.40 亿元；年净利润在 10 亿元以上到 50 亿元为泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒和口子窖；剩余 12 家企业净利润规模均不足 10 亿元，其中皇台酒业为持续亏损资不抵债企业，目前处于重大资产

重组中。2017 年和 2018 年前三季度净利润前 4 大企业（贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖）净利润加总在白酒样本企业净利润中的占比达到 88.21% 和 86.10%。

从期间费用开支情况，受消费税等税收政策调整影响，样本企业税金支出增长较快，在营业收入中占比呈逐年上升趋势。期间费用中，销售费用增加较快，与收入增长保持同步，影响不大；管理费用支出较低且年度变动幅度很小；受行业低债务率运营支持，财务费用体现为利息收入。总体看，白酒行业对成本费用消化能力很强。

图表 9. 白酒样本量汇总营收及盈利情况

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2017Q4-2018Q3 |
|------------|---------|---------|----------|---------------|
| 营业收入 | 1159.78 | 1319.80 | 1,690.08 | 1,913.96 |
| 营业利润 | 455.46 | 509.25 | 735.80 | 904.20 |
| 利润总额 | 455.58 | 508.17 | 733.95 | 900.60 |
| 净利润 | 342.13 | 379.92 | 547.69 | 654.43 |
| 销售毛利率（%） | 69.68 | 71.26 | 74.66 | 76.11 |
| 销售净利率（%） | 29.50 | 28.79 | 32.41 | 34.19 |
| 净资产收益率（年化） | 19.66 | 19.41 | 24.18 | 25.32 |
| 总资产报酬率（年化） | 19.65 | 18.40 | 22.52 | 24.42 |

资料来源：新世纪评级整理

图表 10. 白酒样本量费用支出情况

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2017Q4-2018Q3 |
|---------------|--------|--------|--------|---------------|
| 销售费用/营业收入（%） | 12.98 | 13.28 | 11.88 | 12.40 |
| 管理费用/营业收入（%） | 9.49 | 8.97 | 7.64 | 7.13 |
| 财务费用/营业收入（%） | -0.79 | -0.55 | -0.63 | -0.67 |
| 税金及附加/营业收入（%） | 9.66 | 11.78 | 12.73 | 15.34 |

资料来源：新世纪评级整理

从运营效率看，2017 年和 2018 年前三季度受益于行业景气回升和经销商去库存完成，白酒市场终端销售情况增长较快，传导经销商备货意愿持续增强，白酒企业对经销商议价能力增强，销售收入大幅增加，行业应收账款周转天数、存货周转天数逐年下降；白酒行业原材料采购量大，市场地位整体较高，随着企业业务规模的增长，应付账款周转天数逐年增长。2017 年以来样本企业营业周期缩短，行业运营效率进一步提升。

图表 11. 白酒样本量运营效率情况（单位：天）

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2017Q4-2018Q3 |
|----------|--------|--------|--------|---------------|
| 存货周转天数 | 621.48 | 631.35 | 597.53 | 589.69 |
| 应收账款周转天数 | 1.91 | 1.86 | 1.41 | 1.36 |
| 应付账款周转天数 | 60.84 | 69.85 | 75.66 | 90.24 |
| 净营业周期 | 562.55 | 563.36 | 523.28 | 500.81 |
| 固定资产周转率 | 3.19 | 3.23 | 3.81 | 4.78 |
| 总资产周转率 | 0.50 | 0.48 | 0.52 | 0.53 |

资料来源：新世纪评级整理

从债务状况看，2018 年 9 月末样本企业总负债规模基本与 2017 年末持平，样本企业总负债中占比较大为预收账款、应交税费、其他应付款三个科目，银行借款和应付债券等刚性债务占比很小。受益于销售和回款情况良好，企业债务融资需求小，白酒企业刚性债务普遍很少，表中刚性债务主要为贵州茅台的“吸收存款及同业存放⁴”。预收账款主要为预收经销商的货款，为了提高销售竞争力、提升中高端市场份额及争取部分次高端市场份

⁴ 贵州茅台控股子公司贵州茅台集团财务公司与中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司及其下属子公司开展的存款、贷款、贴现及保函业务。

额，贵州茅台调整预收账款收取规定，由原来的提前汇款调整为款到账即发货，五粮液随后也调整相关规定，导致 2018 年 9 月末贵州茅台和五粮液的预收款项余额均大幅下降；在一线酒企打款要求放宽的形势下，二三线酒企后续或将随之进行销售策略的调整，这进一步加大了二三线酒企的经营压力。此外，其他应付款主要为经销商保证金和风险金，应交税费主要为各种税费，都受到销售情况的影响。样本企业货币资金充裕，对刚性债务的覆盖能力很强。总体看，行业低杠杆运行，偿债能力很强。

图表 12. 白酒样本量偿债能力和资本结构

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2017Q4-2018Q3 |
|--------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 短期带息债务（亿元） | 145.79 | 185.82 | 173.59 | 255.29 |
| 长期带息债务（亿元） | 37.84 | 32.56 | 28.26 | 34.03 |
| 速动比率 | 1.88 | 1.76 | 200.17 | 219.44 |
| 现金比率 | 1.68 | 1.53 | 1.55 | 1.67 |
| 经营活动产生的现金流量净额/带息债务 | 1.92 | 3.07 | 2.54 | 2.10 |
| 已获利息倍数（EBIT/利息费用） | 158.93 | 178.14 | 314.99 | — |
| 剔除预收账款后的资产负债率 | 21.41 | 22.36 | 20.32 | 21.24 |
| 资本固定化比率（%） | 36.60 | 34.82 | 33.26 | 31.69 |

资料来源：新世纪评级整理

从现金流看，由于白酒行业销售模式主要采取以经销商为主的销售模式，白酒企业对渠道和经销商掌控能力一般很强，经销商预付货款的情况比较普遍，因此白酒行业的现金流情况一贯比较好。从 2017 年和 17Q4-18Q3 相关数据看，由于终端销售放量增长，白酒样本企业保持了良好的经营活动现金流水平，销售商品提供劳务收到现金增加较快，营业收入现金率保持好高水平。经营活动现金支出中，支付的各项税费增加较快，主要受到消费税率提高的影响。经营活动现金净流量保持较大的净流入规模，对债务偿付的保障能力很强。投资性现金流呈小幅净流出状态，主要是投资支付现金支出影响，主要用于购买理财、行业并购等的支出。筹资活动现金主要以偿还债务，分配股利和偿付利息为主，呈净流出状态。总体看，样本企业白酒主业获现能力强，现金流量充沛。

图表 13. 白酒样本企业现金流量情况

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2017Q4-2018Q3 |
|-------------------|--------|---------|--------|---------------|
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 352.12 | 669.90 | 513.55 | 606.62 |
| 投资活动产生的现金流量净额（亿元） | -95.58 | -120.29 | -89.37 | -117.70 |
| 营业收入现金率（%） | 114.31 | 132.76 | 112.64 | 113.88 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率 | 0.55 | 0.74 | 0.51 | 0.60 |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率 | 0.51 | 0.70 | 0.49 | 0.57 |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率 | 0.40 | 0.61 | 0.42 | 0.49 |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率 | 0.37 | 0.58 | 0.40 | 0.46 |

资料来源：新世纪评级整理

本企业信用等级分布及级别迁移分析⁵

主体信用等级分布

从行业内已发债企业来看，发债企业主要为行业龙头企业，发行人整体信用质量主要集中在 AAA 级。2018 年 1~11 月，饮料制造行业公开发行债券主体共计 5 家⁶，其中 AAA 级主体 3 家，AA+ 级主体 1 家，AA 级 1 家；截至 2018 年 11 月末，饮料制造行业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体共计 13 家⁷，其中 AAA 级主体 3 家，AA+ 级主体 3 家，AA 级主体 6 家，还有 1 家主体为 C 级。

图表 14. 饮料制造行业主体信用等级分布（截至 2018 年 11 月末）

| 发行主体信用等级 | 2018 年 1~11 月 ⁸ | | 截至 2018 年 11 月末 ⁹ | |
|----------|----------------------------|--------|------------------------------|--------|
| | 发行主体数量 (家) | 占比 (%) | 存续主体数量 (家) | 占比 (%) |
| AAA | 3 | 60.00 | 3 | 23.08 |
| AA+ | 1 | 20.00 | 3 | 23.08 |
| AA | 1 | 20.00 | 6 | 46.15 |
| C | — | — | 1 | 7.69 |
| 合计 | 5 | 100.00 | 13 | 100.00 |

数据来源：Wind，新世纪评级整理

主体信用等级迁移

2018 年 1~11 月，饮料制造行业发生级别迁移的公司共 3 家，分别为北京顺鑫农业股份有限公司、皇氏集团股份有限公司和洛娃科技实业集团有限公司。联合评级和联合资信分别于 2018 年 5 月 29 日和 2018 年 6 月 22 日将顺鑫农业的主体信用等级由 AA/稳定调升至 AA+/稳定，主要考虑到 2017 年以来，该公司剥离了盈利能力及竞争优势相对较弱的建筑工程业务，产业结构进一步优化，主业进一步聚焦；且受益于白酒行业回暖及全国化市场布局的扎实推进，该公司收入规模和利润水平均保持增长，债务规模有所下降，偿债能力有所增强，经营活动现金流状况较佳。2018 年 10 月 25 日东方金诚将皇氏集团的评级展望由稳定调整为负面，主体信用级别维持 AA 不变，主要是由于该公司第二大业务板块影视传媒的经营风险加大。

2018 年以来，洛娃科技的主体评级发生多次变动，中诚信国际于 2018 年 12 月 7 日将其主体信用等级由 AA/稳定下调至 C；联合资信于 2018 年 12 月 6 日将其主体信用等级由 AA/稳定下调至 B/负面，并于 2018 年 12 月 7 日进一步下调至 C；联合信用于 2018 年 12 月 7 日将其主体信用等级 AA/稳定下调至 B/负面，2018 年 12 月 10 日继续下调至 C。洛娃科技主体信用等级下调至 C 的主要原因是约定偿付日为 12 月 6 日的“17 洛娃科技 CP001”发生了实质性违约。具体主体信用等级迁移情况详见附录三。

⁵ 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，统计主体等级分布时剔除了重复主体，即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

⁶ 剔除江苏安东控股集团有限公司，其为地方政府平台企业，旗下白酒收入主要来源于下属上市公司今世缘的白酒销售收入。

⁷ 从申万饮料制造业信用债中剔除了安丘市华安国有资产经营有限公司、江苏安东控股集团有限公司和宿迁产业发展集团有限公司发行的债券，上述三家公司均为地方政府平台公司，其中安丘市华安国有资产经营有限公司涉及白酒品牌主要为“景芝”；江苏安东控股集团有限公司涉及白酒品牌为“今世缘”，宿迁产业发展集团有限公司涉及白酒品牌主要为“洋河”。

⁸ 2018 年 1~11 月，饮料制造行业在公开发行债券市场新发行债券的发行主体中，2 家主体存在多评级情况，但无评级差异（表中仅计入 1 次）。

⁹ 截至 2018 年 11 月末，饮料行业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体中，4 家主体存在多评级情况，但均无评级差异（表中仅计入 1 次）。

图表 15. 饮料制造行业主体信用等级迁移情况

| 2018 年 11 月末 2017 年末 | AAA | AA+ | AA | C |
|-------------------------|-----|-----|----|---|
| AAA | 3 | — | — | — |
| AA+ | — | 2 | — | — |
| AA | — | 1 | 6 | 1 |

数据来源：Wind，新世纪评级整理

样本企业主要债券品种利差分析¹⁰

饮料制造企业目前发债主体数量相对较少，2018 年 1~11 月，饮料制造企业合计发行 9 支超短期融资券、1 支短期融资券、4 支中期票据和 3 支公司债，具体发行利差情况详见附录四。

1. 短期融资券¹¹

2018 年 1~11 月，饮料制造行业内仅安徽古井集团有限责任公司主体发行 1 支短期融资券，发行利差为 171.72BP。

图表 16. 饮料制造行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

| 期限 | 发行时主体信用等级 | 样本数 | 发行利差 |
|-----|-----------|-----|--------|
| 1 年 | AA+ | 1 | 171.72 |

数据来源：Wind，新世纪评级整理

2. 中期票据

2018 年 1~11 月，饮料制造行业合计发行中期票据 4 支，其中 3 年期和 5 年期各 2 支。从发行人发行时主体信用等级与其发行利差来看，发行人主体信用等级越高，其发行利差越小，符合市场预期。

图表 17. 饮料制造行业中期票据发行利差情况（单位：BP）

| 期限 | 发行时主体信用等级 | 样本数 | 发行利差 | |
|-----|-----------|-----|---------------|--------|
| | | | 区间 | 均值 |
| 3 年 | AA+ | 2 | 144.41~195.07 | 169.74 |
| 5 年 | AAA | 1 | 95.14 | 95.14 |
| | AA | 1 | 346.84 | 346.84 |

数据来源：Wind，新世纪评级整理

3. 公司债券

2018 年 1~11 月，饮料制造行业内合计发行公司债券 3 支，期限均为 5 年，发行人均为 AAA 级企业，但是发行利差存在较大差距。

图表 18. 饮料制造行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

| 期限 | 发行时主体信用等级 | 样本数 | 发行利差 | |
|-----|-----------|-----|--------------|--------|
| | | | 区间 | 均值 |
| 5 年 | AAA | 3 | 85.74~156.56 | 120.01 |

数据来源：Wind，新世纪评级整理

¹⁰ 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

¹¹ 仅统计 1 年期短期融资券，不含超短期融资券。

2019 年饮料行业信用展望

从外部环境看，2018 年前三季度，我国宏观经济增速放缓，居民人均可支配收入增速下降，白酒产销量下滑，但由于白酒价格提升，白酒企业收入持续增长，盈利能力进一步提升，现金回笼能力增强，资产周转效率提升，财务杠杆保持较低水平，信用质量稳中趋强。预计 2019 年我国经济仍将呈现稳中趋缓的发展态势，消费仍将是经济增长的主要驱动因素，随着消费结构的转型和消费质量的提升，白酒行业整体信用质量有望保持稳中有升，增速趋缓的态势。

从行业结构看，受消费转型升级影响，白酒行业“挤压式”增长趋势或将日益明显，内部信用质量存在分化。拥有强大品牌影响力和优良产品品质的行业龙头和区域龙头企业，具备产品定价权和经销渠道优势，在行业竞争中处于强势地位，并运用资金优势进行收购兼并，拓展产品种类和市场，其信用质量将明显增强。但对于定位低端品牌白酒企业而言，市场份额将逐步被中高端白酒企业蚕食，面临较大的转型升级压力，企业信用质量呈下降态势。

从税收政策看，国家酝酿烟酒类产品消费税改革对行业影响较大。若酒类行业的消费税上调，对于拥有良好的客户粘性和丰富销售渠道的高端白酒企业来说，其税负可向经销商和消费者转移。但对于低端白酒企业，酒类消费税改革后或将加重其负担，白酒行业内信用质量或将进一步分化。

从销售渠道看，在互联网发展的时代背景下，酒类通过电商平台线上销售的规模不断提高，2014~2017 年酒类电商行业交易规模分别为 110 亿元、180 亿元、305 亿元和 600 亿元左右。目前白酒企业的销售渠道正往线上电商方向拓展，进一步提升白酒企业销售渠道的多元化和分散度。在白酒行业集中度未来将提升的背景下，丰富多元化的销售渠道将保证企业的市场渗透能力，“互联网+”的创新营销模式未来将成为重要的营销方式。

总体来看，2018 年前三季度饮料行业景气度延续上年回升态势，但受 2018 年宏观经济增速放缓的影响，行业增速总体放缓，整体信用质量稳定。高端白酒受宏观经济增速下滑影响相对较小，营收和盈利规模继续增长，龙头企业对行业收入利润贡献度进一步增强，垄断优势突出。在政策引导、需求变化以及渠道发展的影响下，行业内部信用质量持续分化。具有较强客户粘性、稀缺品牌资源及优质销售渠道的白酒企业，其信用质量将会明显强于行业其他竞争企业。

附录一

白酒行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标

(2017/Q4-2018/Q3, 合并口径, 亿元, %)

| 发行人名称 | 最新主体评级 | 评级机构 | 期末总资产 | 期末所有者权益 | 期末资产负债率 | 期末现金类资产 | 期末刚性债务 | 期末流动比率 | 年度营业收入 | 年度净利润 | 年度 EBITDA | 年度经营性现金流量净额 |
|-----------------|--------|-----------|----------|----------|---------|----------|--------|--------|--------|--------|-----------|-------------|
| 贵州茅台酒股份有限公司 | — | — | 1,471.48 | 1,061.57 | 27.86 | 1,007.51 | 187.26 | 3.05 | 674.25 | 338.83 | 399.99 | 329.53 |
| 宜宾五粮液股份有限公司 | — | — | 761.24 | 610.44 | 19.81 | 406.48 | 4.94 | 4.60 | 359.87 | 123.60 | 128.92 | 71.98 |
| 泸州老窖股份有限公司 | — | — | 451.78 | 325.89 | 27.87 | 12.62 | 0.00 | 2.42 | 229.30 | 77.24 | 88.53 | 76.66 |
| 江苏洋河酒厂股份有限公司 | — | — | 197.59 | 164.10 | 16.95 | 83.84 | 0.00 | 4.22 | 116.99 | 31.28 | 33.30 | 27.56 |
| 安徽古井贡酒股份有限公司 | — | — | 124.99 | 75.78 | 39.37 | 22.91 | 1.88 | 1.82 | 80.81 | 15.29 | 16.39 | 11.75 |
| 山西杏花村汾酒厂股份有限公司 | — | — | 75.88 | 57.76 | 23.88 | 7.11 | 5.10 | 2.97 | 40.16 | 13.21 | 16.07 | 12.87 |
| 四川水井坊股份有限公司 | — | — | 102.65 | 61.37 | 40.21 | 9.42 | 1.75 | 1.81 | 76.58 | 13.72 | 15.10 | 7.11 |
| 四川沱牌舍得酒业股份有限公司 | — | — | 77.40 | 59.89 | 22.62 | 13.04 | 7.18 | 3.11 | 35.08 | 11.03 | 11.92 | 9.22 |
| 安徽口子酒业股份有限公司 | — | — | 54.92 | 40.65 | 25.98 | 4.09 | 3.43 | 2.70 | 33.07 | 7.20 | 9.89 | 7.27 |
| 江苏今世缘酒业股份有限公司 | — | — | 178.05 | 75.30 | 57.71 | 50.23 | 1.30 | 1.90 | 124.18 | 6.71 | 9.85 | 33.24 |
| 安徽迎驾贡酒股份有限公司 | — | — | 29.91 | 24.24 | 18.97 | 12.96 | 1.03 | 4.14 | 20.88 | 4.14 | 5.06 | 3.91 |
| 河北衡水老白干酒业股份有限公司 | — | — | 29.64 | 17.40 | 41.28 | 7.94 | 4.67 | 1.87 | 25.44 | 4.88 | 4.76 | 4.92 |
| 北京顺鑫农业股份有限公司 | AA+/稳定 | 联合信用/联合资信 | 27.47 | 19.00 | 30.83 | 4.38 | 63.49 | 2.06 | 14.07 | 2.69 | 3.80 | 2.37 |
| 新疆伊力特实业股份有限公司 | — | — | 44.96 | 26.36 | 41.36 | 6.35 | 0.00 | 1.83 | 17.78 | 2.60 | 2.70 | 5.25 |
| 酒鬼酒股份有限公司 | — | — | 57.49 | 26.49 | 53.93 | 10.74 | 0.00 | 1.08 | 28.87 | 2.62 | 2.68 | 1.99 |
| 金徽酒股份有限公司 | — | — | 25.78 | 21.18 | 17.85 | 9.58 | 4.25 | 4.23 | 10.31 | 2.08 | 2.34 | 3.03 |
| 青海互助青稞酒股份有限公司 | — | — | 27.20 | 23.57 | 13.32 | 2.99 | 1.06 | 3.82 | 13.48 | -1.17 | 1.64 | 0.70 |
| 安徽金种子酒业股份有限公司 | — | — | 30.01 | 22.48 | 25.12 | 7.69 | 0.39 | 2.99 | 12.66 | 0.10 | 0.06 | -2.64 |
| 甘肃皇台酒业股份有限公司 | — | — | 2.35 | -1.85 | 178.51 | 0.00 | 1.58 | 0.24 | 0.18 | -1.63 | -0.57 | -0.09 |

注：年度 EBITDA 为 2017 年度数据。

附录二

饮料制造行业样本企业信用质量及趋势

(略)

附录三

2018 年 1~11 月饮料制造行业发债主体级别调整情况

| 发行人 | 评级机构 | 最新主体等级及展望 | 最新评级日期 | 2017 年末主体等级及展望 |
|--------------|-----------------|-----------|------------|----------------|
| 北京顺鑫农业股份有限公司 | 联合信用/联合资信 | AA+/稳定 | 2018.06.22 | AA/稳定 |
| 皇氏集团股份有限公司 | 东方金诚 | AA/负面 | 2018.10.25 | AA/稳定 |
| 洛娃科技实业集团有限公司 | 中诚信国际/联合信用/联合资信 | C | 2018.12.10 | AA/稳定 |

附录四

2018 年 1~11 月饮料制造行业发行债券利差情况

| 发行债券种类 | 发行期限(年) | 发行时主体信用等级 | 发行主体 | 发行利差 (BP) |
|--------|---------|-----------|--------------|-----------|
| 短期融资券 | 1 年 | AA+/稳定 | 安徽古井集团有限责任公司 | 171.72 |
| 中期票据 | 3 年 | AAA/稳定 | 江苏洋河集团有限公司 | 95.14 |
| | | AA/稳定 | 皇氏集团股份有限公司 | 346.84 |
| | 5 年 | AA+/稳定 | 安徽古井集团有限责任公司 | 144.41 |
| | | AA+/稳定 | 安徽古井集团有限责任公司 | 195.07 |
| 公司债 | 5 年 | AAA/稳定 | 江苏洋河集团有限公司 | 85.74 |
| | | AAA/稳定 | 江苏洋河集团有限公司 | 117.74 |
| | | AAA/稳定 | 泸州老窖股份有限公司 | 156.56 |