2023 年度中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1617 号

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD.

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20 茅台 01”	AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司（以下简称“茅台集团”或“公司”）凭借强劲的产品力与突出的品牌优势稳居行业龙头地位；保持了极强的盈利能力、经营获现能力以及融资渠道畅通，货币资金充足等方面的优势。同时中诚信国际也关注到母公司债务增速同比降低，但总体债务规模有所增加；赤水河生态环境保护仍存在一定压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司收入规模大幅下滑；盈利水平大幅恶化；偿债能力大幅弱化；失去对重要子公司控制权；品牌弱化；发生严重食品安全事故等。

正 面

- 公司凭借强劲的产品力与突出的品牌优势稳居行业龙头地位
- 在系列酒产能加快释放和渠道改革的带动下，产销量快速增长，并保持了极强的盈利和经营获现能力
- 融资渠道畅通，货币资金充足

关 注

- 母公司债务增速同比降低，但总体债务规模有所增加
- 公司生产基地所处茅台镇特有生态环境为生产茅台酒产品的必要条件，公司已通过多种措施促进长效环保机制的建立与实施，但赤水河生态环境保护仍存在一定压力

项目负责人：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn
项目组成员：武心远 xywu01@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

茅台集团（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	2,781.77	3,301.48	3,354.98
所有者权益合计（亿元）	2,129.89	2,352.22	2,370.69
总负债（亿元）	651.89	949.26	984.29
总债务（亿元）	192.62	396.88	540.11
营业总收入（亿元）	1,142.48	1,326.24	1,364.65
净利润（亿元）	551.19	633.84	679.64
EBIT（亿元）	750.03	867.08	930.91
EBITDA（亿元）	771.03	891.64	955.31
经营活动净现金流（亿元）	585.84	645.43	441.03
营业毛利率(%)	88.75	88.78	90.16
总资产收益率(%)	26.96	28.51	27.97
EBIT 利润率（%）	65.65	65.38	68.22
资产负债率(%)	23.43	28.75	29.34
总资本化比率(%)	8.29	14.44	18.56
总债务/EBITDA(X)	0.25	0.45	0.57
EBITDA 利息保障倍数(X)	461.68	118.04	72.94
FFO/总债务	2.95	1.60	1.27
茅台集团（本部口径）	**2020**	**2021**	**2022**
总资产（亿元）	573.11	614.94	757.07
所有者权益合计（亿元）	362.20	222.16	235.82
总负债（亿元）	210.91	392.78	521.25
总债务（亿元）	200.00	384.00	491.56
营业总收入（亿元）	14.62	16.42	18.11
净利润（亿元）	176.61	169.99	369.68
经营活动净现金流（亿元）	-2.37	-9.70	-9.49
营业毛利率(%)	75.80	79.09	78.16
资产负债率(%)	36.80	63.87	68.85
总资本化比率(%)	35.57	63.35	67.58

注：1、中诚信国际根据茅台集团提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	酒类产量	营业总收入（亿元）	EBIT 利润率（%）	资产负债率（%）	总资产（亿元）
老窖集团	8.79 万吨	830.21	22.47	69.51	2,076.81
古井集团	13.34 万吨	176.05	23.68	41.39	356.95
茅台集团	**9.19 万吨，其中茅台酒 5.68 万吨**	**1,364.65**	**68.22**	**29.34**	**3,354.98**

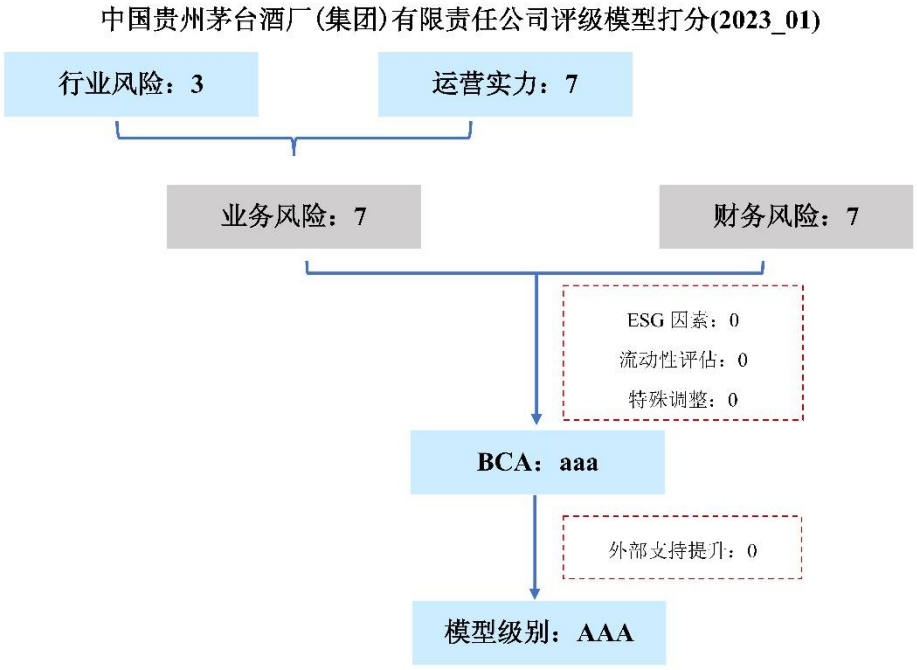
中诚信国际认为，与同行业企业相比，茅台集团品牌优势突出、产品结构和渠道布局完善、对上下游资源控制能力很强、市场竞争优势显著、盈利能力和经营获现能力均很强，财务杠杆水平较低；但公司本部债务规模上升较快。

注：“老窖集团”为“泸州老窖集团有限责任公司”的简称。“古井集团”为“安徽古井集团有限责任公司”的简称。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 茅台 01	AAA	AAA	2022/06/27	130.00	130.00	2020/11/06~2027/11/06(3+3+1)	回售、赎回、票面利率选择权

评级模型



方法论

中诚信国际酒类行业评级方法与模型 C090401_2022_02

■ 业务风险：

茅台集团属于酒类行业，中诚信国际对酒类行业风险评估为中等；茅台集团产品力强劲、品牌优势突出，销售业绩保持增长态势；公司深化渠道改革，并不断完善直销渠道，使得营业收入和利润显著提升，业务风险评估为极低。

■ 财务风险：

茅台集团保持极高的盈利水平，获现能力和资产流动性水平良好，偿债能力极强，财务风险评估为极低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对茅台集团个体基础信用等级无影响，茅台集团具有 aaa 的个体基础信用等级，反映了其极低的业务风险和极低的财务风险。

■ 外部支持：

贵州省国有资产监督管理委员会（以下简称“贵州省国资委”）是公司实际控制人，公司经营实力强，对当地财政贡献程度很高，为贵州省区域经济和产业发展提供有力支持，贵州省国资委对公司的支持意愿很强，可在政策等方面给予公司有利的支持，受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司 2020 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）（以下简称“20 茅台 01”）发行规模为 130.00 亿元，截至本报告出具日，“20 茅台 01”募集资金已全部使用，实际使用情况与发行时披露的使用用途一致。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1

近期关注

中诚信国际认为，在消费升级背景下，白酒市场量缩价升，产品结构持续升级，龙头企业品牌、渠道、产能等竞争优势凸显，盈利和获现能力良好，行业地位或将进一步稳固；但区域中小型酒企经营状况有待关注。

近年来，受经济环境和人口老龄化等因素共同影响，白酒行业增速逐步放缓，白酒消费进入量减质升的发展阶段。在消费升级和品牌溢价能力趋强背景下，多数头部白酒企业受益，但受限于工艺或严格的自然条件限制，大部分高端酒存在产能瓶颈限制高端酒继续放量。近年来部分名优酒企逐步扩产，提前布局未来发展空间，提升基酒生产和存储能力，并通过生产工艺优化和设备智能化提升实现生产资源利用效率的最大化。中小地产酒品牌、渠道和产能优势较弱，市场份额被头部酒企挤占。盈利方面，各白酒板块走势有所分化，其中，高端酒样本企业韧性凸显；次高端酒增速虽受市场需求变化等因素影响有所波动，但仍保持最高水平；区域名酒受所在地消费变化影响较大，整体增速低于次高端酒企；以区域中低端为主的其他酒企收入增速呈下降态势。从毛利率角度来看，白酒产品结构与产品溢价空间呈正比，同时受益于消费升级，毛利率均呈上升态势。

详见《中国酒类行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9806?type=1

中诚信国际认为，贵州茅台凭借强劲的产品力与突出的品牌优势稳居行业龙头地位，系列酒产能释放，产品结构提升，直销渠道不断完善，有效支撑销售业绩保持增长态势。

公司凭借强劲的产品力与突出的品牌优势稳居行业龙头地位，拥有高端白酒的定价及率先提价权，在中国白酒行业有极强的行业号召力和引领作用。

公司主营业务白酒板块的运营主体贵州茅台酒股份有限公司（以下简称“贵州茅台”）凭借强劲的产品力与突出的品牌优势多年来稳居行业龙头地位。产品力方面，贵州茅台所在地赤水河畔是世界酱香酒黄金产区，得天独厚的地理环境和不可复制的微生物菌落群保证了茅台酒绵长醇厚的极佳口感。贵州茅台严格选择优质的酿酒原料，保持“12987”的高标准大曲酱香型酿造工艺[1]，奠定了产品品质的绝对优势。品牌力方面，茅台酒具有卓越的品牌价值，品牌影响力深入人心，在 2022 年度 BrandZ 最具价值中国品牌排行榜中，茅台以 1,084.9 亿美元的品牌价值位列榜单第 3 位，在酒类品牌中蝉联冠军。突出的品牌力优势使得茅台享有高端白酒的定价及率先提价权，在中国白酒行业有极强的行业号召力和引领作用。

跟踪期内系列酒产能加快释放，产量增长速度较快；贵州茅台酒产能和产量保持稳定，产能利用相对饱和，但远期仍有一定的扩产空间。

公司白酒产品主要分为“贵州茅台酒”和“其他系列酒”（以下简称“系列酒”）[2]。跟踪期内，受益于公司持续推进酱香系列酒技改及配套设施项目投资建设，系列酒产能进一步上升，截至 2022 年末，系列酒基酒设计产能增至 38,060 吨。贵州茅台酒基酒设计产能稳定在 42,742.50 吨，由于贵州茅台酒必须在生态承载能力有限的核心产区酿造且工艺复杂，产能受限较大，产能扩张速度受到一定影响，但远期仍有一定的扩产空间。

产量方面，随着系列酒扩产速度加快，2022 年系列酒基酒产量同比增长 24.17%至 35,075.39 吨。贵州茅台酒产量 56,810.44 吨，较上年保持稳定。2022 年“贵州茅台酒”产能利用率保持在 133%

[1] “12987”大曲酱香型酿造工艺：即为端午制曲，重阳下沙，一年一个生产周期，历经两次投料、九次蒸煮、八次发酵、七次取酒，再经分型贮存、精心勾兑后方可包装出厂。
[2] 其他系列酒主要包括茅台王子酒、茅台迎宾酒以及赖茅等品牌。

[3]的水平上，仍处于产能使用饱和状态。截至 2022 年末，贵州茅台半成品酒（含基础酒）库存 27.66 万吨，为未来成品酒生产和勾调提供了良好储备。

表 1：贵州茅台近年来主要产品产能和产量变化情况（万吨）

	2020	2021	2022
贵州茅台酒设计产能	4.26	4.27	4.27
贵州茅台酒产量	5.02	5.65	5.68
其他系列酒设计产能	2.53	3.17	3.81
其他系列酒产量	2.49	2.82	3.51

资料来源：贵州茅台年报，中诚信国际整理

跟踪期内，公司保持对渠道很强的议价能力，产品结构进一步优化，直销渠道不断丰富，带动销售业绩保持增长态势。

销售方面，2022 年贵州茅台酒类产品销量 6.82 万吨，同比增长 2.62%，其中贵州茅台酒销量同比增长 4.41%至 3.79 万吨；系列酒销量同比增长 0.33%至 3.03 万吨。整体来看，销售情况稳中向好，尽管销量增幅有限，但随着当期重点产品“茅台 1935”等的放量以及其他系列酒产品体系得到优化，贵州茅台酒和系列酒吨价均明显提升，支撑当年销售业绩保持增长态势。受酿造工艺特点影响，贵州茅台酒成品率与产销率存在一定的波动性。

表 2：贵州茅台近年来主要产品销量和吨价变化情况

	2020	2021	2022
贵州茅台酒销量（万吨）	3.43	3.63	3.79
其他系列酒销量（万吨）	2.97	3.02	3.03
贵州茅台酒吨价（万元/吨）	247.23	257.75	284.51
其他系列酒吨价（万元/吨）	33.59	41.74	52.65

资料来源：贵州茅台年报，中诚信国际整理

销售渠道方面，贵州茅台渠道销售以批发代理为主，直销渠道为辅。2022 年贵州茅台继续深化渠道改革，大力发展直销渠道，以增强对终端价格的管控能力，提升整体利润率水平。当期直销渠道销售量同比大幅增长 95.03%至 1.12 万吨，销售收入较上年增长 105.49%至 493.79 亿元，直销渠道的快速放量对公司营收和利润增长的贡献度显著提升。2022 年公司还运行了线上营销平台—“i 茅台”，主要销售“茅台 1935”、珍品茅台、生肖酒等系列酒产品。当年即实现销售收入 118.83 亿元，毛利率达 95.26%，优于公司整体销售毛利率水平。截至 2022 年末“i 茅台”注册用户超过 3,000 万人，提供线下取货服务的门店数量达 1,900 家，发展势头良好，已成为公司重要的新型直销渠道。同时，2022 年公司还推出了元宇宙平台—巽风数字世界，并在该平台完成了二十四节气主题文创酒和兔年生肖酒等产品的发布。整体来看，公司渠道布局更加完善。此外，跟踪期内公司积极推动线下直销渠道—第三代茅台专卖店体系建设，截至 2022 年末已有 500 多家第三代专卖店在全国 22 个省市开业。在团购领域，公司的业务投放力度也在不断加大。

贵州茅台直销渠道快速发展的同时，批发代理渠道业绩略有下滑，2022 年销售收入同比下降 9.31%至 743.94 亿元。经销商方面，2022 年末国内经销商数量为 2,084 家，同比减少 5 家；国外经销商数量增加 1 家至 105 家。凭借突出的产品力与品牌优势，贵州茅台对下游经销商保持着很

[3] 茅台酒生产采用顺应自然、纯天然发酵和纯手工作业模式，导致茅台酒的生产受环境影响较大，一般在做产能设计时是以历史经验值为测算依据，近年来公司加强生产质量管控，产质量更加稳定，因此设计产能与实际产量间存在一定差距。

强的话语权。

表 3：贵州茅台近年来分渠道销售情况（亿元）

	2020	2021	2022
直销销售收入	132.40	240.29	493.79
批发代理销售收入	815.82	820.30	743.94

资料来源：贵州茅台年报，中诚信国际整理

销售区域方面，跟踪期内国内销售仍然占据核心份额，2022 年贵州茅台国内市场销售收入同比增长 15.56%至 1,195.33 亿元，占销售总收入的 96.57%。得益于海外需求上升，当期贵州茅台国外市场销售收入同比大幅增长 61.91%至 42.40 亿元，在销售总收入中的占比上升至 3.43%。

贵州茅台与供应商保持长期稳定的合作关系，具有很强的采购议价能力，生产原料供应稳定。

贵州茅台白酒生产成本主要由直接材料以及人工成本构成，2022 年在总成本中所占比重分别为 54.00%和 34.31%，合计占总成本比重的 88.31%。跟踪期内，原材料价格和人工成本均呈上升态势，其中受员工薪酬增加影响，人工成本增长速度较快；制造费用、燃料及动力、运输费用等其他成本占比相对较低。

直接材料方面，贵州茅台白酒生产所需的直接材料可分为粮食原材料和包装材料两类，其中主要粮食原料为高粱和小麦等。跟踪期内贵州茅台通过制定高粱收购保护价、上调高粱收购价格等多种举措，保障原材料供应的稳定，2022 年茅台酒用高粱农户收购保护价调整为 11.2 元/公斤，较 2021 年增长 21.74%。同时，公司完成收购贵州茅台酒厂（红缨子）农业科技发展有限公司 67%股权后，原材料供应稳定性进一步提升。2022 年酿酒原材料采购金额同比有所下降，主要系 2021 年公司加大粮食储备，酿酒原材料存货量较大所致。包装材料方面，贵州茅台与包装材料供应商保持长期稳定的合作关系，具备很强的议价能力，2022 年采购金额保持稳定。

表 4：贵州茅台近年来主要原材料采购金额情况（亿元）

	2020	2021	2022
酿酒原材料	29.53	31.01	24.84
包装材料	23.90	28.28	29.02

资料来源：贵州茅台年报，中诚信国际整理

跟踪期内，公司无偿划转贵州习酒；经过业务整合和品牌重塑，茅台保健酒公司回归白酒主业，与贵州茅台统筹规划有利于茅台保健酒公司后续业务发展。

2022 年 7 月，公司无偿将贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司（以下简称“贵州习酒”）82%的股权划转至贵州省国资委，贵州习酒净资产占比低于 5%，划转对公司的影响有限。目前公司白酒生产销售业务的经营主体除贵州茅台以外，主要为全资子公司贵州茅台酒厂（集团）保健酒业有限公司（以下简称“茅台保健酒公司”）[4]，跟踪期内贵州茅台酒厂集团技术开发公司（以下简称“茅台技开公司”）的白酒生产销售业务及其“茅台醇”品牌被划入保健酒公司，茅台保健酒公司业务定位回归到酱香型白酒生产、销售主业，兼以经营配制酒、保健酒等其他产品，主要运营“茅台醇”和“不老酒”两个产品系列，定位为优质中低端白酒品牌。2022 年茅台保健酒公

[4] 保健酒公司白酒销售收入亦计入主营业务白酒销售板块收入中。

司整体经营业绩良好，实现销售收入 36.50 亿元，销售利润 8.52 亿元。茅台保健酒公司产能主要来自 2021 年收购的贵州省仁怀市仁帅酒业有限公司（以下简称“仁帅酒业”），产能规模仍较小。公司正通过增资、借款等方式加快产能扩张速度，后续仁帅基地一期工程、仁怀同民基地一期工程等项目建成投产后，预计茅台保健酒公司基酒产能水平将接近 3 万吨。**中诚信国际认为**，公司白酒业务在营销策略制定、渠道协同等方面将对贵州茅台和茅台保健酒公司两大主体进行统筹规划，将有利于茅台保健酒公司后续的业务发展。此外，公司还运营葡萄酒及果酒业务，2022 年实现销售收入 4.70 亿元，同比增长 26.34%，销售利润 0.86 亿元，整体业务保持稳健增长态势。

公司其他经营业务体量较小，对总体收入和利润的贡献有限。

公司全资子公司中国贵州茅台酒厂（集团）文化旅游有限责任公司（以下简称“茅台文旅”）是公司文创产品开发与运营、景区管理及工业旅游等业务的经营主体。2022 年茅台文旅业务实现营业收入和净利润 10.26 亿元和 1.7 亿元，同比分别大幅增长 372.76%和 475.64%，业绩表现良好。茅台文旅目前收入来源主要为文创产品的开发与销售，目前已成功推出二十四节气主题、中国传统节日主题、“茅小凌”手办等 10 多款文创产品，同时还可以通过巽风项目等获取一定的投资收益。

公司的金融业务主要围绕存款、贷款、贴现、保函、融资租赁以及食品消费相关产业的股权投资等领域展开，其中融资租赁是公司的核心金融业务，运营主体为茅台（上海）融资租赁有限公司（以下简称“融资租赁公司”）。融资租赁公司业务主要投向大消费、大交通和大制造领域，其中大消费主要面向公司产业链上下游供应商和客户提供融资服务；大交通业务主要为飞机经营租赁和融资租赁等；在大制造领域则主要投向政信类业务。得益于业务拓展力度的加强，2022 年融资租赁公司项目投资金额 96.43 亿元，其中自营项目投资规模同比大幅增长 51.24%至 81.85 亿元；受政策影响，通道项目投资额有所波动；当期融资租赁公司实现营业收入 5.63 亿元，同比增长接近 50%，但受行业竞争激烈影响，利润率有所下滑。公司融资租赁业务风险管控情况良好，当期未出现关注类、不良类资产，未发生逾期的情况。未来公司计划向融资租赁公司增资 30 亿元，融资租赁公司资本实力将进一步增强，业务规模有望进一步扩大。

基金投资方面，茅台（贵州）私募基金管理有限公司（以下简称“茅台基金”）主要从事市场化股权投资业务，主要投资方向以大消费等领域为主。贵州茅台于 2023 年 5 月 18 日发布公告称拟以自有资金出资 100 亿元参与设立两只产业基金（拟各认缴 50 亿元），投资规模较大，需对茅台基金和产业基金后续的运营和收益情况保持关注。此外，2023 年 4 月 11 日，贵州银保监局批准华贵人寿保险股份有限公司（以下简称“华贵保险”）注册资本金从 10 亿元增加至 20 亿元，其中公司认购 4.67 亿元，增资完成后公司将对华贵保险持股 33.33%，成为其第一大股东。

机场运营业务方面，遵义茅台机场为 4C 级支线机场，已累计开通往返北京、天津、上海等国内 42 座城市的航线。受外部环境和行业形势变化等因素影响，2022 年遵义茅台机场完成旅客吞吐量同比下降 52.6%至 669,915 人次，在全国 254 个民用运输机场（不含港澳台地区）中居第 85 位；但货邮吞吐量逆势增长 30.5%至 1,081.9 吨。2022 年公司机场板块业务收入 0.62 亿元，受客流吞吐量减少影响，同比下降 40.18%；当期利润总额亏损 0.88 亿元。

公司房地产业务主要以存量项目开发、销售、资产管理以及物业租赁为主，开发投资项目规模不大，且目前无土地储备。跟踪期内茅台广场一期住宅项目已基本完工，可销售面积 20.17 万平方米，已销售面积 5.60 万平方米，实际销售情况不及预期；目前二期项目正处于规划设计阶段，项目建成后将成为包括五星级酒店、5A 级写字楼、商业、住宅、酒文化展览馆等一体化的城市综合体。物业租赁方面，公司目前主要以位于贵阳市的茅台国际商务中心出租项目为主，茅台国际商务中心可销售面积 59,480.02 平方米，2022 年租金收入 2,055 万元，截至 2022 年末，出租率为 72.86%。受公司房地业务收缩、存量项目销售不及预期等因素影响，2022 年公司房地产与物业租赁业务整体实现销售收入 1.31 亿元，同比下降 43.58%。

在建项目主要集中于白酒产能扩充、研发实力提升及相关酒配套的完善等领域，尚需投资规模较大，非上市主体面临一定的资本支出压力。中诚信国际将持续关注贵州茅台“十四五”期间扩产计划的实施情况及对白酒业务业绩增长的影响。

2022 年底，公司启动茅台酒“十四五”技改建设计划，该项目整体建设周期较长，预计一期工程 2024 年建成后将新增贵州茅台酒基酒产能 1.98 万吨/年，有助于增加老酒储备，缓解当前茅台酒供需偏紧的状况。此外，公司持续推进“十四五”酱香酒习水同民坝一期和酱香系列酒 3 万吨技改工程等建设项目，系列酒产能将加快释放，为产量规模进一步扩张奠定基础。中诚信国际将持续关注贵州茅台“十四五”期间扩产计划的实施情况及对白酒业务业绩增长的影响。公司其他在建项目主要包括茅台广场及贵州茅台包装物流园等，旨在进一步提升白酒技术研发实力和完善酒配套。整体来看，公司在建项目尚需投资规模较大，非上市主体面临着一定的资本支出压力；但贵州茅台资金充裕，资本支出压力可控。

表 5：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

	投资主体	总投资	已投资	2023 年投资计划	计划投运年份
茅台酒“十四五”技改建设项目	贵州茅台	155.16	12.00	8.00	2027
3 万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目	贵州茅台	83.84	49.06	9.60	2024
“十四五”酱香酒习水同民坝一期建设项目	贵州茅台	41.10	5.84	8.00	2025
中华片区茅台酒 30 栋酒库建设项目	贵州茅台	15.87	0.26	4.80	2025
赤水河白酒产业集聚示范区—仁怀同民集聚示范区（一期）	茅台保健酒公司	13.71	2.83	4.00	2024
贵定 15.3 万吨/年玻璃瓶厂建设项目	茅台技开公司	10.80	2.73	4.44	2025
贵州茅台包装物流园（一期）	贵州茅台酒厂（集团）物流有限责任公司	78.33	1.70	6.00	2025
茅台广场	贵州茅台酒厂（集团）置业投资发展有限公司	57.59	13.92	4.66	待定
合计	--	**456.40**	**88.34**	**49.50**	--

注：部分投资款是验收后支付，因此项目进展与已投资金额比例不完全匹配。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司白酒销售保持极高的盈利水平；资产和所有者权益规模保持稳定，资产流动

性水平良好；尽管长期债务大幅增长，但财务杠杆仍保持在较低水平；公司经营活动净流入规模大幅下降，但整体获现能力仍保持良好水平；公司货币资金充足，整体偿债能力极强。

跟踪期内，主要得益于白酒产品价格增长以及盈利较好的直营渠道收入贡献提升，公司白酒销售业绩呈上升态势，盈利能力极强。

白酒业务为公司的核心主营业务。2022 年，尽管茅台酒全年销量增幅有限，但受益于白酒产品结构提升，贵州茅台酒类销售收入保持上升态势；公司合并口径当期受贵州习酒划出影响，酒类销售收入同比小幅增长约 2.3%。其他主营业务中，得益于公司加强业务投放力度，融资租赁和文创板块收入增速较快，但整体规模仍较小，对收入的贡献有限。毛利率方面，2022 年公司营业毛利率同比提升 1.38 个百分点至 90.16%，其中酒类销售业务毛利率较上年提升 1.78 个百分点至 91.02%，主要系高出厂价的系列酒产品价格升高且占比提升所致，业务保持很高的盈利能力。

表 6：近年来公司分板块营业收入和毛利率情况（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务收入	1,110.18	88.52	1,291.57	88.66	1,325.43	90.25
其中：酒类销售	1,100.52	89.35	1,282.77	89.24	1,312.03	91.02
其他主营业务	9.66	-5.87	8.80	3.78	13.40	15.23
其他业务收入	32.30	96.51	34.67	93.04	39.22	87.02
营业总收入/营业毛利率	**1,142.48**	**88.75**	**1,326.24**	**88.78**	**1,364.65**	**90.16**

注：其他主营业务主要系融资租赁、机场、文创、育种、房地产销售和物业租赁等业务；其他业务主要包括茅台大酒店业务、冰淇淋业务、医疗业务等。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2022 年贵州习酒划转出公司后，广告费用、人员薪酬等销售端成本减少，导致销售费用同比明显下降。管理费用和财务费用较上年保持稳定。期间费用和期间费用率均呈下降态势，公司仍具备较强的费用管控能力。

利润方面，公司利润主要来源于经营性业务利润。2022 年，受益于其他系列白酒产品价格增长以及盈利较好的直营渠道收入贡献提升，公司经营性业务利润保持稳健增长态势。同时，公司股权投资企业贵州银行股份有限公司（以下简称“贵州银行”）、贵州贵银金融租赁有限公司（以下简称“贵银金租”）等盈利情况良好，且对贵州习酒等公司的其他权益工具[5]投资取得较好收益，对利润总额形成有益补充。当期公司对外捐赠规模下降，使得营业外支出有所减少。在以上因素的共同影响下，2022 年公司利润总额同比增长 7.20%至 912.37 亿元，EBIT 利润率上升 2.84 个百分点至 68.22%，公司盈利能力极强。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022
销售费用	47.25	53.96	39.83
管理费用	70.65	89.25	88.77
财务费用	-4.15	-4.89	-4.86
期间费用合计	114.62	140.40	125.70
期间费用率	10.03	10.59	9.21
经营性业务利润	742.80	853.25	911.45
投资收益	4.62	7.56	8.50

[5] 贵州习酒划出后，公司对其长期股权投资转为其他权益工具投资，2022 年确认的股利收入为 1.20 亿元。

营业外损益	-5.00	-8.38	-5.41
利润总额	743.08	851.11	912.37
EBITDA	771.03	891.64	955.31
EBIT 利润率	65.65	65.38	68.22
总资产收益率	26.96	28.51	27.97

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内受贵州习酒划出、利润累积等因素综合影响，公司资产和所有者权益规模保持稳定；尽管长期债务大幅增长，但财务杠杆仍保持在较低水平。

跟踪期内公司资产规模保持稳定，资产流动性水平良好，流动资产占总资产的比例保持在 70%以上，主要由货币资金、拆出资金、存货等构成，其中拆出资金主要为贵州茅台集团财务有限公司（以下简称“茅台财务公司”）[6]的存放同业款项，2022 年末大幅减少主要系公司划转贵州习酒股权后，吸收同业存款减少所致。2022 年白酒主营业务销售稳健增长，回款情况良好，同时公司银行借款增加，导致期末货币资金保持大幅增长态势，其中受限资金合计 64.78 亿元，主要为存放中央银行法定存款保证金，占货币资金总额的比例有所下降。非流动资产方面，跟踪期内公司融资租赁业务投放规模快速扩大，导致长期应收款和一年内到期的非流动资产大幅增加。此外，公司持续推动重点项目建设，受酱香系列酒技改工程等当期转固金额较多影响，在建工程和固定资产此消彼长。2022 年末无形资产同比有所增加，主要系公司当期收购贵州茅台酒厂（红缨子）农业科技发展有限公司及在建项目推进过程中土地使用权增加所致。当期末其他非流动资产有所减少，主要由于贵州茅台的大额存单被重分类至一年内到期的非流动资产科目。

公司负债由经营性负债和有息债务构成。有息债务方面，跟踪期内公司大幅增加长期银行借款，导致有息债务快速增长，债务结构较优。经营性负债方面，公司合同负债规模较大，但 2022 年末同比有所下降，主要系当期公司完成贵州习酒股权划转所致。此外，应交税费金额亦呈大幅下降态势。2022 年，贵州习酒划转事项和对股东分红影响未分配利润积累，使得公司所有者权益较上年保持稳定。整体来看，跟踪期内，公司杠杆水平有所上升，但仍处于较低水平。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

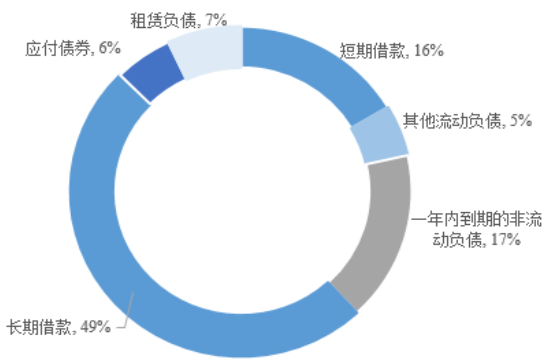
	2020	2021	2022
货币资金	388.53	555.48	711.47
拆出资金	1,182.00	1,350.67	1,161.73
存货	370.35	436.25	449.25
其他权益工具投资	193.81	194.82	190.89
固定资产	228.75	277.11	281.79
在建工程	70.69	64.31	47.81
无形资产	70.25	91.62	104.12
其他非流动资产	104.96	133.02	105.68
资产总额	**2,781.77**	**3,301.48**	**3,354.98**
短期借款	40.25	64.05	73.97
合同负债	190.79	201.77	177.25
应交税费	109.53	151.30	75.49
其他应付款	47.49	61.48	73.40
长期借款	8.71	175.13	307.51
应付债券	130.00	130.00	130.00

[6] 截至 2023 年 3 月末，茅台财务公司的股东包括贵州茅台（持股 51%）、公司（持股 40%）和茅台酒厂（集团）技术开发有限公司（持股 9%）。

负债总额	**651.89**	**949.26**	**984.29**
短期债务	52.69	90.39	101.25
长期债务	139.93	306.49	438.86
总债务	**192.62**	**396.88**	**540.11**
未分配利润	1,229.40	1,326.79	1,312.12
少数股东权益	745.59	868.83	907.28
所有者权益合计	**2,129.89**	**2,352.22**	**2,370.69**
资产负债率	23.43	28.75	29.34
总资本化比率	8.29	14.44	18.56

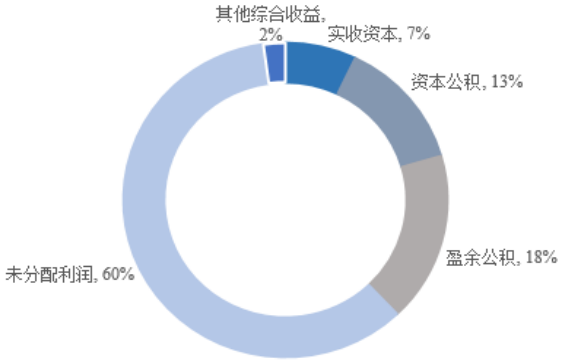
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受贵州习酒股权划转等因素影响，公司经营活动净现金流大幅下降，但整体获现仍保持良好水平；公司货币资金充足，整体偿债能力极强。

2022 年，公司经营活动净现金流入规模大幅下降，主要系公司划转贵州习酒股权后，贵州习酒不再是茅台财务公司的成员单位，导致后者吸收存款额减少以及当期茅台财务公司存入不可提前支取的同业定期存款增多所致，但公司整体经营获现能力仍保持良好水平。公司投资活动主要为项目建设投资，当期投资活动现金流净流出幅度进一步收窄，主要系当期公司股权投资规模大幅下降所致。同时，受贵州茅台和公司对股东现金分红金额较大影响，筹资活动现金流净流出规模大幅上升。

偿债指标方面，2022 年，受债务规模快速上升影响，公司 EBITDA 和经营活动净现金流偿债指标较上年有所弱化；非受限货币资金充足，当期保持快速增长态势，对短期债务的覆盖能力进一步增强。整体来看，公司仍然保持极强的偿债能力。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022
经营活动净现金流	585.84	645.43	441.03
投资活动净现金流	-190.68	-95.22	-52.34
筹资活动净现金流	-128.02	-222.98	-557.12
非受限货币资金/短期债务	6.04	5.40	6.39
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务	11.10	7.06	4.23
总债务/EBITDA	0.25	0.45	0.57
EBITDA 利息保障倍数	461.68	118.04	72.94

FFO/总债务	2.95	1.60	1.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

本部情况

母公司营业收入主要来自品牌使用费与物业租赁收入等，2022 年增速保持稳定。期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2022 年受债务规模大幅增加影响，利息费用上升，对经营性业务利润形成较大侵蚀。但得益于当期从贵州茅台获得分红金额大幅增加，利润总额同比大幅增长 115.62%至 368.88 亿元，母公司盈利水平显著上升。

表 10：近年来母公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022
营业总收入	14.62	16.42	18.11
营业毛利率	75.80	79.09	78.16
期间费用合计	2.10	11.02	15.59
经营性业务利润	9.02	1.74	-1.60
投资收益	169.85	175.89	379.53
利润总额	181.05	171.08	368.88

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年公司本部总资产和总负债规模进一步扩大，当期新增长期借款较多，使得期末货币资金大幅增加。同时，长期股权投资规模有所上升主要系对茅台技开公司和茅台（上海）融资租赁有限公司等增资所致。公司本部负债主要以有息债务为主，随着股权投资需求增加及分红比例提高，2022 年新增债务规模进一步扩大，杠杆水平明显升高，但债务结构有所优化。

表 11：近年来母公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022
货币资金	10.32	25.68	136.17
其他应收款	54.26	60.45	42.88
长期股权投资	164.18	181.83	212.03
其他权益工具投资	184.85	181.42	180.05
其他非流动资产	101.06	101.06	101.06
资产总额	**573.11**	**614.94**	**757.07**
负债总额	**210.91**	**392.78**	**521.25**
短期债务	70.00	96.00	85.00
长期债务	130.00	288.00	406.56
总债务	**200.00**	**384.00**	**491.56**
所有者权益合计	**362.20**	**222.16**	**235.82**
资产负债率	36.80	63.87	68.85
总资本化比率	35.57	63.35	67.58

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流方面，2022 年公司本部经营活动净现金流仍呈净流出态势，规模变化不大。投资活动及筹资活动净现金流分别呈大幅净流入和净流出态势，主要系当期贵州茅台等子公司分红款大幅增加及向股东分红金额较大所致。偿债能力方面，公司本部拥有贵州茅台、贵州银行等优质上市公司股权，其中截至 2023 年 3 月末，所持贵州茅台市值约 1.24 万亿元，且所持股权均未被质押，对公司本部未来债务偿付形成很强的保障。此外，公司本部货币资金较为充裕，能够良好地覆盖当期短期债务。

表 12：近年来母公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022
经营活动净现金流	-2.37	-9.70	-9.49
投资活动净现金流	11.10	153.79	347.86
筹资活动净现金流	-11.98	-128.73	-227.87
货币资金/短期债务	0.15	0.27	1.60

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

资产抵押方面，截至 2022 年末，公司受限资产的账面价值共计 279.09 亿元，占总资产的比例为 8.32%；其中受限货币资金为 64.78 亿元，主要为存放中央银行法定存款准备金，受限拆出资金为 140.00 亿元，主要为不能随时支取的同业存款。

或有事项方面，截至报告出具日，公司无对外担保。跟踪期内公司亦无影响正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020 年~2023 年 5 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测[7]

假设

——2023 年，预计公司将继续在系列酒、酒配套、产业金融等领域加大资源投放力度，预计收入和利润保持稳健增长态势。

——2023 年，预计随着公司白酒产能扩建、技改等项目的推进，资本支出仍维持在一定规模。

——2023 年，预计公司分红金额仍较大，债务规模将进一步上升。

预测

表 13：预测情况表（%，X）

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率	14.44	18.56	19~29
总债务/EBITDA	0.45	0.57	0.6~0.8

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，茅台集团资金储备充足、备用流动性充足，拥有直接融资渠道，债务融资工具发行顺畅，资金平衡状况和流动性良好，未来一年流动性来源对流动性需求形成良好覆盖。

[7] 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

尽管 2022 年经营活动净现金流有所波动，但公司整体经营获现能力始终处于良好水平。截至 2023 年 3 月末公司账面货币资金为 711.47 亿元，茅台财务公司拆出资金超过 1,000 亿元，资金储备充足。得益于稳定的行业龙头地位和优异的品牌声誉，公司同银行等金融机构保持良好的关系，截至 2022 年末，公司共获得各家银行授信额度 1,593 亿元，其中尚未使用额度为 1,059.41 亿元，备用流动性充足。同时，下属子公司贵州茅台作为上市公司拥有直接融资渠道，财务弹性好。

公司资金流出主要用于分红、债务还本付息、股权投资和项目建设支出等，近年来资本支出规模较大，未来公司在白酒产能扩建、技改等项目建设上仍面临一定的投资支出。同时公司或通过增资等手段加大在系列酒、酒配套、产业金融等领域的投放力度，股权投资规模可能进一步上升。此外公司 2020~2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出合计 1,305.30 亿元。整体来看，尽管资本支出和债务规模呈上升态势，但公司资金平衡状况和流动性良好，未来一年流动性来源对流动性需求形成良好覆盖。

公司本部资金流出主要用于分红、股权投资和偿付到期债务等。跟踪期内本部股权投资需求上升，且分红金额大，资本支出规模上升；但本部从贵州茅台等子公司获得的分红金额亦很大，且公司本部货币资金较为充裕，整体流动性状况良好。

表 14：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	1 年内到期	1~2 年到期	2 年以上到期
合并口径			
银行融资	203.82	114.67	85.10
公开债务	130.00	--	--
其他	36.79	0.18	1.32
本部口径			
银行融资	156.87	96.84	72.85
公开债务	130.00	--	--
其他	35.00	--	--

注：合并口径其他债务包括非银行金融机构借款和租赁负债，本部其他债务为非银行金融机构借款。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析[8]

中诚信国际认为，公司持续健全环境管理体系，实施全过程环境管理，但仍面临着一定的生态环保压力；员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性高；法人治理结构较完善；战略上根据“大集团一盘棋、产业链一条心”的思想构建大市场生态。目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司生产基地所处的茅台镇特有的生态环境为生产茅台酒产品的必要条件。跟踪期内公司持续健全环境管理体系，完善环境管理架构，已通过环境管理体系 ISO14001:2015 等认证。公司实施全过程的环境管理，每年对赤水河流域水环境、厂区大气环境和气象环境等开展常态化检测，并开展赤水河生态环境保护、厂区绿化、中华污水处理厂环保生态提升项目等。整体来看，近年来赤水河流域生态环境持续改善，但公司仍面临着一定的生态环保压力，后续需对赤水河流域生态环境变化对公司产品质量的影响保持关注。在生产经营过程中，公司贯彻“清洁化、多循环、低排放”的生产模式，跟踪期内积极推进绿色包材、酒瓶回收再利用等项目，预计 2023 年

[8]中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

实现循环利用乳白玻璃瓶 600 万只；同时，公司在节能减排方面成效显著，2022 年实现削减有机污染物（COD）4,995.24 吨、削减氨氮排放量 102.99 吨，酿造过程中产生的固体废弃物综合利用率达 100%，近年来未发生因排放不达标而收到处罚等事项。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高。跟踪期内，公司积极履行国有企业的社会责任，参与到公益助学、扶持乡村产业以及抗震救灾等活动当中，取得了良好的社会反响。安全生产方面，跟踪期内公司持续推进安全生产领域的机制建设、风险评估及专项治理等工作，2022 年全年安全生产投入达 1.54 亿元，未发生较大以上安全生产事故。

公司治理方面，公司设有党委、董事会、监事会以及纪委监察专员办公室等。董事会由董事长、总经理及其他 5 名董事组成。公司实行董事会授权委托下的总经理负责制，负责公司日常经营管理工作。2023 年 2 月，公司发生高管人事变动，贵州省人民政府委派崔程挂任公司副总经理职位。整体来看，公司法人治理结构较为完善。跟踪期内公司以国企改革三年行动为抓手，构建“1234”董事会管理模式，系统提升董事会决策治理效能；通过出台《茅台集团所属子公司董事会工作规则》等制度规范子公司董事会管理工作；通过优化“授权管理、流程管理、考核管理、信息管理”等，加快向治理型管控转变。资金管理方面，公司根据全面预算管理制度对下属子公司实行统一管理，通过茅台财务公司对除产业金融板块外的其他子公司的资金实行统一归集，资金归集率约 68%。投融资管理方面，公司采取分级授权的管理方式，子公司重大投融资事项需上报集团总经理办公会、董事会、乃至贵州省国资委进行审批。

战略方面，公司将根据“大集团一盘棋、产业链一条心”的战略思想，构建集团一盘棋的大市场生态：聚焦“酒、文旅、金融”三大主业，加强战略统筹，促进产业协同，形成全集团组合竞争力。在战略布局方面，公司提出了“23253”的市场战略，这五个数字分别代表了畅通内外双循环；把握产品、渠道、消费者三个生命周期、打好“茅台家族集团出品”、“茅台酱香股份出品”两张牌；坚持五合营销法以及构建利益、情感、命运等三个生命共同体。

外部支持

公司为贵州省经济、产业发展提供了有力支撑，对地区财政贡献度很高，可以获得第一大股东与实际控制人贵州省国资委在战略、政策等方面的有力支持。

公司第一大股东与实际控制人为贵州省国资委，截至 2023 年 3 月末，贵州省国资委持有公司 90%的股权。2022 年，贵州省完成地区生产总值 2.02 万亿元，一般公共预算收入累计完成 1,886.36 亿元。公司综合实力在贵州省企业中位居前列，营业收入、利润规模与纳税金额均处于地区领先地位，为贵州省经济、产业发展提供了有力支撑，对地区财政贡献度很高。贵州省国资委对公司的支持意愿很强，可在战略、政策等方面给予公司有力的支持。

同行业比较

中诚信国际选取了泸州老窖集团有限责任公司和安徽古井集团有限责任公司作为茅台集团的可比公司，上述公司均为白酒生产企业，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

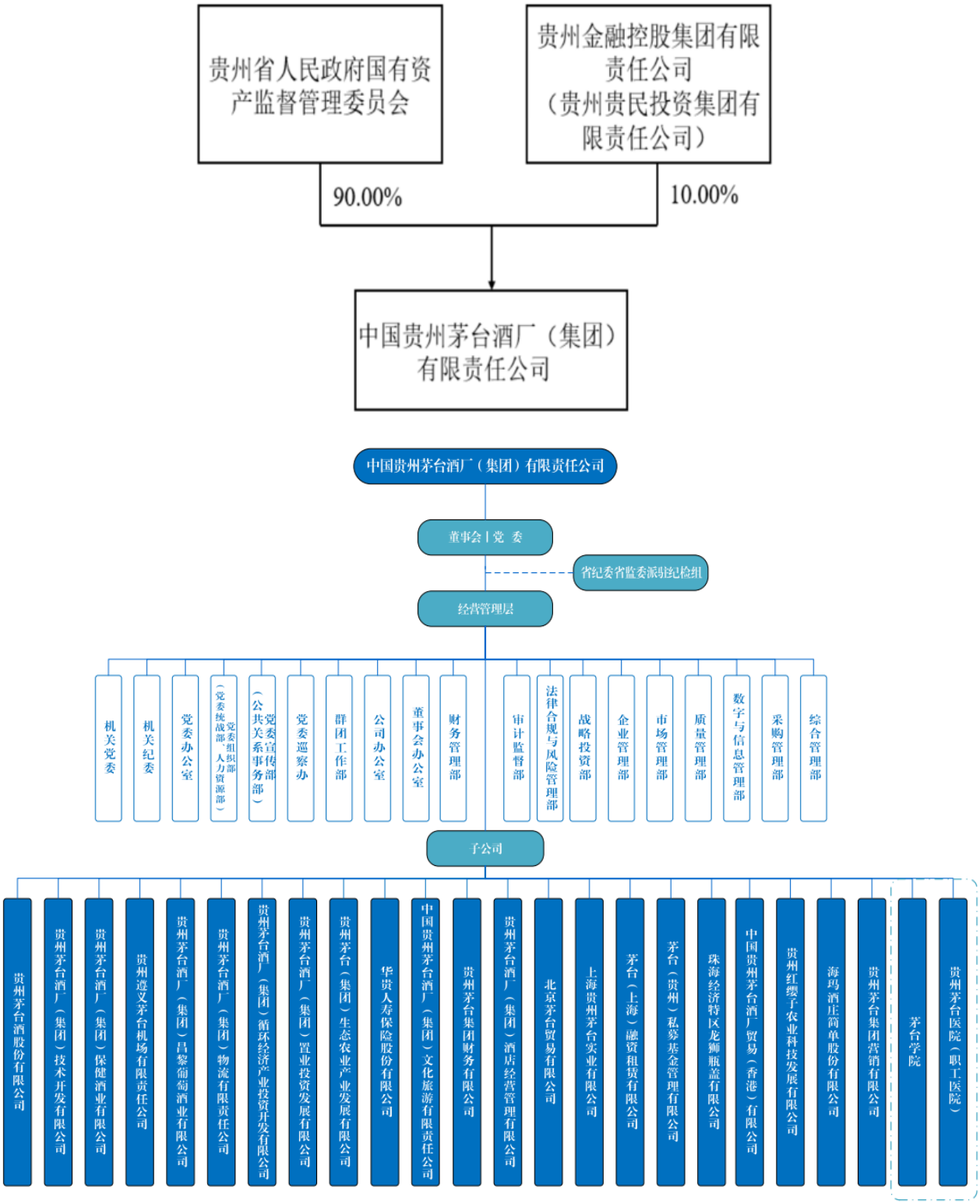
中诚信国际认为，与同行业企业相比，茅台集团品牌优势突出、产品结构健全、对上下游资源控制能力很强、

市场竞争优势显著，公司盈利能力和经营获现能力均很强，财务杠杆水平较低；但公司本部债务规模上升较快。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 茅台 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	3,885,320.98	5,554,758.09	7,114,692.88
应收账款	18,659.19	13,507.88	35,249.07
其他应收款	53,003.64	38,832.57	78,953.27
存货	3,703,539.78	4,362,481.33	4,492,546.97
长期投资	2,680,936.32	2,747,569.27	2,790,397.76
固定资产	2,287,476.35	2,771,138.24	2,817,862.73
在建工程	706,942.61	643,133.09	478,066.11
无形资产	702,518.28	916,160.58	1,041,200.08
资产总计	27,817,735.94	33,014,833.67	33,549,805.93
其他应付款	474,854.52	614,797.03	734,013.37
短期债务	526,887.43	903,896.35	1,012,511.76
长期债务	1,399,315.21	3,064,877.97	4,388,582.10
总债务	1,926,202.64	3,968,774.32	5,401,093.86
净债务	-1,257,439.79	-913,105.27	-1,065,755.91
负债合计	6,518,851.12	9,492,638.29	9,842,916.11
所有者权益合计	21,298,884.82	23,522,195.38	23,706,889.82
利息支出	16,700.35	75,536.86	130,974.28
营业总收入	11,424,767.32	13,262,437.94	13,646,517.29
经营性业务利润	7,428,009.73	8,532,529.08	9,114,538.52
投资收益	46,157.55	75,575.92	85,028.77
净利润	5,511,876.38	6,338,398.62	6,796,364.55
EBIT	7,500,310.57	8,670,790.39	9,309,064.47
EBITDA	7,710,262.71	8,916,357.94	9,553,081.69
经营活动产生现金净流量	5,858,350.06	6,454,345.64	4,410,295.16
投资活动产生现金净流量	-1,906,760.97	-952,208.70	-523,410.52
筹资活动产生现金净流量	-1,280,236.34	-2,229,784.98	-5,571,193.26

财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	88.75	88.78	90.16
期间费用率(%)	10.03	10.59	9.21
EBIT 利润率(%)	65.65	65.38	68.22
总资产收益率(%)	26.96	28.51	27.97
流动比率(X)	3.96	3.77	4.51
速动比率(X)	3.23	3.08	3.67
存货周转率(X)	0.35	0.37	0.30
应收账款周转率(X)	612.29	824.60	559.78
资产负债率(%)	23.43	28.75	29.34
总资本化比率(%)	8.29	14.44	18.56
短期债务/总债务(%)	27.35	22.78	18.75
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	3.04	1.61	0.79
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	11.10	7.06	4.23
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	350.79	85.45	33.67
总债务/EBITDA（X）	0.25	0.45	0.57
EBITDA/短期债务（X）	14.63	9.86	9.44
EBITDA 利息保障倍数（X）	461.68	118.04	72.94
EBIT 利息保障倍数（X）	449.11	114.79	71.08
FFO/总债务（X）	2.95	1.60	1.27

附三：中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	103,172.20	256,783.42	1,361,724.95
应收账款	378.26	1,151.11	4,323.35
其他应收款	542,631.17	604,509.58	428,794.59
存货	514.16	1,085.60	245.31
长期投资	3,490,310.19	3,632,538.19	3,920,759.19
固定资产	126,430.91	252,600.19	258,474.72
在建工程	90,618.13	11,422.68	26,443.80
无形资产	13,610.83	11,955.26	11,467.34
资产总计	5,731,123.74	6,149,432.65	7,570,690.53
其他应付款	21,476.36	26,022.92	252,748.58
短期债务	700,000.00	960,000.00	850,000.00
长期债务	1,300,000.00	2,880,000.00	4,065,600.00
总债务	2,000,000.00	3,840,000.00	4,915,600.00
净债务	1,896,827.80	3,583,216.58	3,553,875.05
负债合计	2,109,074.30	3,927,831.81	5,212,505.40
所有者权益合计	3,622,049.44	2,221,600.84	2,358,185.13
利息支出	20,144.44	87,174.14	142,106.17
营业总收入	146,188.05	164,234.26	181,145.46
经营性业务利润	90,187.19	17,386.36	-15,954.73
投资收益	1,698,480.21	1,758,873.35	3,795,304.28
净利润	1,766,072.02	1,699,894.51	3,696,790.28
EBIT	1,830,662.21	1,863,404.51	3,903,552.75
EBITDA	1,856,138.37	1,885,794.33	3,930,230.79
经营活动产生现金净流量	-23,654.55	-96,997.29	-94,916.71
投资活动产生现金净流量	110,986.67	1,537,942.14	3,478,601.57
筹资活动产生现金净流量	-119,849.77	-1,287,333.63	-2,278,743.33
财务指标	**2020**	**2021**	**2022**
营业毛利率(%)	75.80	79.09	78.16
期间费用率(%)	14.39	67.08	86.07
流动比率(X)	1.00	0.91	1.64
速动比率(X)	1.00	0.90	1.64
资产负债率(%)	36.80	63.87	68.85
总资本化比率(%)	35.57	63.35	67.58
短期债务/总债务(%)	35.00	25.00	17.29
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-1.17	-1.11	-0.67

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益）
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资＋其他权益工具投资＋其他债权投资＋其他非流动金融资产＋长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/（应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额）
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	（应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额）×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估（BCA）等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能保证偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：[1]除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

独立·客观·专业

地址：北京市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：+86（10）6642 8877
传真：+86（10）6642 6100
网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code：100010
Tel: +86（10）6642 8877
Fax: +86（10）6642 6100
Web: www.ccxi.com.cn