

白酒动销稳中向上，食品需求持续恢复

基本结论

- 国庆期间，我们对多个城市进行渠道及终端调研，覆盖华北（北京、天津）、华东（上海、浙江、山东）、华中（湖北）、华南（广东）等地区的商超及烟酒店多渠道。整体结论如下：白酒国庆终端需求（宴席、商务）环比中秋提升，同比去年双节呈现稳中向上。食品板块库存逐步进入良性区间，商超渠道流量逐步恢复，销售数据环比 21Q2 改善显著。当前我们依旧首推确定性和行业格局较好的白酒板块，紧盯非酒板块需求改善趋势，关注估值性价比布局机会。
- 白酒：终端动销稳中有进，渠道打款反馈积极。渠道：国庆期间重点白酒产品价格保持稳定，库存处于合理偏低，大部分龙头企业打款已经完成全年任务目标。终端需求：除个别地区外，基本已放开终端商超及餐饮，受宴席旺季影响，烟酒店进货需求同比显著恢复。业绩：10月进入三季报披露期，我们认为龙头酒企业绩确定性较高，建议重点关注布局机会：首推高端（茅台），次高端推荐酒鬼酒、洋河、山西汾酒。
- 啤酒：Q3 销量承压，静待高端化、提价逻辑兑现。铺货：商超渠道广而全，餐饮端呈现集中化、区域分化的特征。价格：由于步入淡季，商超整体促销力度偏弱，餐饮端产品的终端价均落于目标区间。动销：餐饮的周转效率胜于商超，多数龙头货龄处于 4 个月以内。我们认为，受疫情、暴雨天气影响，Q3 销量大概率承压，建议核心关注“直接提价+高端化”。依旧看好高端化加速、净利率改善具备强确定性的龙头。
- 调味品：传统调味品：当前传统调味品在调研区域促销力度整体偏弱，头部企业促销产品多为自身大单品及基础品类。各头部品牌核心酱油产品周转均显著优于同品牌其他产品，整体货龄在 4-6 个月。复合调味品：铺货面积及促销方面总体看天味及颐海平分秋色，颐海货龄较天味新鲜 1-2 个月。投资主线：调味品三季度销售数据环比弱改善，行业渠道去库存持续推进。紧盯需求恢复进度，及库存改善情况，关注龙头公司。
- 乳制品：常温方面：白奶方面价格和货龄相对稳定，伊利和蒙牛相差不大。低温方面：蒙牛每日鲜语表现突出，价格控制、周转情况和铺货率都好于竞品。奶酪方面：头部品牌促销力度整体控制得比较稳定，其中伊利促销力度最大（8 折左右），爱氏晨曦和百吉福力度最小；周转方面，妙可蓝多货龄最佳，基本在 2-3 个月。投资主线：在奶价催化和两强均有利润诉求的背景下，预计两强净利率稳中有升，伊利/蒙牛的估值有安全边际。
- 休闲食品：货架类型：洽洽的瓜子和甘源的老三样铺货明显，面积较大，整体来看价格稳定，略有促销但力度不大。桃李面包整体促销力度较弱，但不少地区货龄在一周以上。中岛类型：盐津和甘源中岛系列大多有 8-8.5 折的促销，货龄大多在 2 个月内。投资主线：休闲食品板块今年有所承压，优先基本面稳健、估值具备性价比的洽洽。
- 风险提示：疫情反复的风险、行业竞争加剧的风险、食品安全问题。

相关报告

1.《蒙牛终端价提升，社区团购低价影响有限-乳制品草根调研报告》，2021.7.24

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

李本媛 联系人
libenyuan@gjzq.com.cn

内容目录

白酒：双节渠道动销良好，终端需求恢复.....	3
渠道反馈：动销稳中有升，库存及价盘良性.....	3
草根调研：政策限制放开，宴席、终端零售已恢复 8-9 成.....	4
投资主线：双节动销稳中有进，看好龙头公司三季度业绩	6
啤酒：Q3 销量承压，静待高端化、提价逻辑兑现.....	7
餐饮：品牌表现区域分化，高端品进店、提价效果显现.....	7
商超：品牌全面铺货，整体促销贡献偏弱	8
量价跟踪：Q3 销量确定性承压，关注长期产品结构优化	10
调味品：产品库存持续改善，静待需求加速改善	11
传统调味品：行业整体促销力度减弱，商品货龄结构显著改善	11
复合调味品：天味、颐海存货周转显著提升.....	12
投资主线：静待“需求改善+库存清理”，关注龙头改善机会.....	13
乳制品：常温白奶两强动销稳定，低温鲜奶蒙牛表现更佳.....	14
常温领域：酸奶仍有承压，白奶价格、动销稳定.....	14
低温领域：蒙牛每日鲜语价盘控制和铺货力度最佳	15
奶酪领域：头部品牌价盘整体比较稳定，妙可蓝多动销最佳.....	15
投资主线：两强基本面稳健，估值具备安全边际.....	16
休闲食品：坚果类老品终端表现稳定，店中岛覆盖率仍有待提升	18
货架类型：洽洽、甘源价盘、动销相对稳定，桃李周转欠佳.....	18
中岛类型：甘源中岛铺设范围更广，促销、周转整体健康	18
投资主线：逆境中优选确定性标的，推荐具备估值性价比的洽洽	19
风险提示.....	19

图表目录

图表 1：各品类白酒批价整理	3
图表 2：双节期间白酒动销情况整理.....	4
图表 3：近期各地宴请政策及常用白酒整理.....	5
图表 4：白酒零售端调研情况整理（商超/烟酒店）	6
图表 5：餐饮渠道重点啤酒产品价格及周转情况整理.....	7
图表 6：商超渠道重点啤酒产品价格及周转情况整理.....	9
图表 7：传统调味料主要品牌产品促销和周转情况整理	11
图表 8：复合调味品主要品牌和产品促销和周转情况整理	12
图表 9：常温领域两强主要产品终端售价和周转情况汇总	14
图表 10：低温领域主要品牌终端售价和周转情况汇总.....	15
图表 11：奶酪领域主要品牌终端售价和周转情况汇总	16
图表 12：休闲食品货架类型主要品牌和产品促销和周转情况整理.....	18
图表 13：休闲食品中岛类型主要品牌和产品促销和周转情况整理.....	19

白酒：双节渠道动销良好，终端需求恢复

渠道反馈：动销稳中有升，库存及价盘良性

■ 批价：国庆期间白酒价盘基本稳固

高端：飞天茅台散瓶批价 2800 左右，环比中秋有所回落，双节放量约 8500 吨，目前批价企稳；五粮液批价 975 元左右，年内价盘平稳，环比春节回落 10 元；国窖 1573 批价 910 元左右，环比春节仍有 35 元上浮，渠道利润稳固。

次高端：洋河梦 6+批价维持在 650；舍得品味批价 335-345 元；井台较春节批价上浮 20 元左右，价格呈上行趋势；汾酒青花批价有所提升。整体而言，次高端价格持续提升上移趋势，增厚渠道利润。

图表 1：各品类白酒批价整理

品牌	品类	批价	较中秋差价	较 6 月末差价
茅台	飞天茅台 2021（散瓶）	2770	-60	30
	赖茅（传承蓝）	380	-5	-10
五粮液	普五	975	-	-15
汾酒	青花 30	830	-20	65
	青花 20	367	-	12
	玻汾	40	-	-2
洋河	梦之蓝 M6+	650	-	-5
	天之蓝	305	-	5
	海之蓝	140	-	-
泸州老窖	国窖 1573	910	-	-20
剑南春	水晶剑	395	-	-10
古井贡	古 20	550	-	-
	古 16	330	-	-20
	古 8	200	-3	-40
	古 5	105	-	-15
舍得	智慧	465	-	-10
	品味	345	-	-5
水井坊	典藏	700	-	130
	井台	420	-5	-5
	臻酿八号	300	-5	-10
酒鬼	内参	900	-	-30
口子窖	20 年	310	-	-
	10 年	215	-	-

来源：今日酒价，国金证券研究所

■ 动销：需求稳中有进，龙头基本完成全年打款

回款：渠道反馈，双节需求表现良好，茅台、五粮液、国窖等基本完成全年打款。次高端回款表现亮眼，汾酒回款同增约 50%，酒鬼 Q3 回款翻倍，验证行业景气度持续向好。

发货节奏：茅台 10 月已发货；五粮液发货节奏有所加快，整体发货进度在 85%左右；国窖 9 月已发货，整体发货进度超 80%；次高端方面酒鬼酒发货 90%左右。

■ 库存：相对健康，高端优于次高端

高端：茅台出货节奏加快，河南库存仅 1-2 周，全国库存半个月左右，9 月库存基本消化；五粮液库存相对较低，以实际库存发货，计划外占比有所提升，9 月库存基本消化，10 月配额近期陆续到货；国窖控货良好，整体库存维持在 1-1.5 个月。

次高端：汾酒青花库存相对低位，省外对复兴版实施配额制，省内青 20 库存 1 个月内；古 8 及以上库存保持良性；洋河双节积极培育 M3 水晶瓶，梦之蓝库存维持在 1.5 个月左右，较节前 2.5 个月有所下降；酒鬼酒内参配额制下库存约 1.5 个月；水井坊库存存在 1 个月左右。

图表 2：双节期间白酒动销情况整理

酒企	价格	打款/发货节奏	库存
贵州茅台	飞天批价整箱批价 3820，散瓶 2800	动销略有提升，散瓶动销相对更优，已完成全年打款，9 月库存基本消化，10 月已发货，中秋发货量 8500 吨（同比+1000 吨），仍要求严格执行 100%拆箱、100%开票，非标发货节奏加快	河南地区库存 1-2 周，全国整体库存较低
五粮液	普五批价 975 左右，经典批价 2000-2200，略有回升，预计后续仍稳中回升	双节动销明显提升，同比双位数提升，打款、发货进度同比提速，基本完成全年打款	按实际库存平稳发货，库存处于相对低位，9 月库存基本消化
泸州老窖	国窖 1573 批价 910 左右，保持稳定	动销稳中向好，集团 9 月 28 号发文停止打款，全年回款基本完成，9 月基本发货	库存 1-1.5 个月左右，终端库存相对较低
洋河股份	梦 6+批价 650，水晶梦批价 430，天之蓝批价 315 左右，保持稳定	动销整体平稳，全年打款基本完成	整体库存 1.5 个月左右，老版天之蓝库存 1-2 月，梦之蓝库存 1 个月多
山西汾酒	青 30 批价 830，青 20 批价 365-370，复兴版 53 度批价 1020 元左右，保持稳定	青花动销高增，全国全年回款基本完成，打款发货比例高位；省内 Q3 回款同增 50%	省外青花、复兴版进行配额制，按配额逐月发货，整体库存较低，青 20 库存 1 个月内，
酒鬼酒	内参省内批价 870，省外批价 900 左右，保持稳定	动销有所提升，Q3 回款延续高增，已有大商全年打款基本完成，整体回款翻倍增长	内参省内配额制，整体库存在 1.5 月左右，酒鬼 2 个月左右
今世缘	对开批价 250-260 左右，四开 420-430，保持稳定	动销整体平稳，回款进度 80%以上，部分地区基本完成全年打款	库存保持 1-2 月左右
古井贡酒	古 5 批价 100-110，古 8 批价 200 左右，古 16 批价 330 左右，古 20 批价 550 左右，保持稳定	动销有所提升，省内动销国庆优于中秋，全年打款基本完成	古 8 及以上库存较低，古 5 库存稍高，整体约 1.5-2 月左右
口子窖	10 年批价 215-240，20 年批价 310-330，30 年批价 720 左右，保持稳定	动销同比提升，恢复情况较好，回款在 70%以上	库存保持约 1 个月，较良性
水井坊	典藏批价 700 左右，井台 420-425，臻酿八号 300-305，有所提价	动销三季度明显改善，发货稍慢	整体库存水平较低，约 1 个月

来源：渠道调研，国金证券研究所

草根调研：政策限制放开，宴席、终端零售已恢复 8-9 成

- **需求：**宴席国庆期间热度高涨，整体超 20 年水平，但不及 19 年同期，目前已恢复至疫情前的 8-9 成。商超、餐饮流量远超 20 年，但不及 19 年，部分餐饮疫情之下停业、转业。烟酒店进货意愿改善，同比 20 年有所提升。
- **商超/餐饮政策：**目前除福建莆田、厦门，黑龙江哈尔滨等中高风险地区外，包括江苏南京、四川成都、天津在内的一、二线城市均已开放餐饮，商超、餐饮恢复情况相对可观。
- **宴请政策：**各地对中等规模（20-30 桌）基本无限制，部分地区大规模宴请受限并非政策强制约束，而是在倡导下酒店将大规模厅（50 桌+）拆分成中等规模。此外，多地对公务体系摆放宴席有所约束，基本控制在 20 桌及以下。

图表 3：近期各地宴请政策及常用白酒整理

	商超/餐饮/宴请政策	宴请用酒
河北保定	流量基本恢复，单价未有大幅下滑，堂食基本恢复	婚宴摆酒包括海之蓝、泸州老窖头曲、老白干高端系列
河北沧州	餐饮基本放开	婚宴摆酒包括海之蓝、泸州老窖
河南新乡	餐饮基本恢复，无限制；国庆期间宴席正常，摆桌 25-30 桌（单桌 8 人）左右	大部分摆酒用毛遂、古井贡、洋河，少部分用茅台、五粮液、剑南春
黑龙江哈尔滨	此轮疫情前无限制，目前疫情原因限制	婚宴摆酒包括五粮液、杜康、浏阳河
江苏南京	宴席环比有所回暖，但去年同期基数较大，所以同比有所缩小，疫情防控下限制大规模宴请，会将 50 桌左右的厅拆成 2 个厅	宴请较多以洋河梦之蓝 M3，高端一些用 M6、五粮液、国窖 1573，也会用今世缘
山东菏泽	商超、餐饮均无限制，基本恢复；开放婚丧嫁娶，一般 20-30 桌，基本不设置更大规模的厅	婚宴摆酒主要海之蓝、双沟，敬酒会用茅台、五粮液
山东淄博	倡导节约，不提倡大规模宴请	婚宴摆酒以地方性白酒为主，价位 300-500 之间，品类包括黄河龙、扳倒井
山西临汾	仍有所限制，一般不超过 10 桌，但并不严格。宴请数量仍不及 19 年同期，但今年恢复情况较好	居家宴请以汾酒为主（200 元左右），大规模宴请也以汾酒为主，会考虑使用葡萄酒
四川成都	餐饮基本恢复正常，宴请基本无限制，50 桌近期可办	婚宴摆酒主要五粮液、剑南春、水井坊
天津	餐饮基本恢复，无限制；婚宴摆酒无限制，但整体规模缩小，公务员体系有所限制	塘沽、开发区宴请剑南春较多，高档白酒包括五粮液，除了白酒也会使用红酒
浙江绍兴	宴请基本无限制，公务员体系只允许 20 桌内，整体婚宴规模中秋国庆不及上半年（端午等）	居家宴请包括天之蓝、剑南春水晶剑、梦之蓝。宴席高端会用五粮液，很少有上茅台；主要以喝黄酒居多，白酒较少

来源：草根调研，国金证券研究所

- **终端烟酒店库存：**高端库存 1-3 月，相对良性；次高端酒库存略高，天之蓝、古 5、井台等库存存在 3-5 个月。小型烟酒店不设置较多库存，如有宴请等大批需求可直接向上游经销商拿货，也可保证时效性。
- **终端促销：**正值国庆旺季，商超促销活动较多，促销产品围绕 300 元左右价位白酒，如赖茅、海之蓝，及牛栏山等低价位白酒。烟酒店促销相对较少，千元高端酒有一定折扣。

整体而言，当前，宴席、终端零售动销已恢复至疫情前的 8-9 成。除个别地区外，全国各地基本放开终端商超及餐饮，中等规模宴请已无政策限制。烟酒店进货需求同比显著恢复，鲜有大规模促销，库存及价盘保持良性。

图表4：白酒零售端调研情况整理（商超/烟酒店）

品牌 品类	茅台	五粮液		汾酒		洋河				泸州老窖		古井贡			水井坊		酒鬼	口子窖		
	飞天茅台（散瓶）	普五	青花30	青花20	玻汾	梦之蓝M6+	梦之蓝M3	天之蓝	海之蓝	国窖1573	古20	古8	古5	典藏	井台	臻酿八号	内参	20年	10年	
批价（元）	2850	975	830	367	40	650	460	305	140	910	550	200	105	700	420	300	800	310	215	
零售价（元）																				
浙江绍兴	商超1	-	1099	-	598	49	-	628	398	178	1099	-	-	-	-	-	-	-	-	
	商超2	-	1299	979	488	58	816	540	417	178	1282	-	-	-	-	458	-	-	-	
	商超3	-	-	-	-	59.8	-	-	428	178	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
山东烟台	商超	-	1399	1999	499	-	940	738	428	228	1299	-	-	218	-	688	498	-	-	
天津	烟酒店1	3000	-	899	449	59	710	480	319	-	999	699	279	120	759	499	359	810	300	240
	烟酒店2	3200	-	-	420	55	680	499	319	-	989	-	250	139	899	466	350	-	329	229
	烟酒店3	2980	-	-	390	59	669	499	319	160	1010	-	280	119	759	499	359	830	330	218
湖北恩施	烟酒店1	3350	1399	900	-	-	1088	580	480	198	1299	820	560	140	1380	650	-	-	-	-
	烟酒店2	-	1359	1080	-	-	988	560	510	200	1100	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	烟酒店3	2800	1600	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
深圳南山	烟酒店	3550	-	-	425	65	950	650	499	289	1099	-	-	178	-	545	398	-	-	-
库存情况（月）																				
湖北恩施	烟酒店1	2个月	1个月	3个月	-	-	2个月	2个月	3个月	6个月	3个月	3个月	4个月	5个月	3个月	4个月	-	-	-	-
	烟酒店2	2个月	2个月	2个月	-	-	4个月	4个月	2个月	2个月	4个月	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	烟酒店3	4个月	4个月	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
促销情况（频率，促销力度）																				
浙江绍兴	商超	-	多，200左右	少	少，100左右	少	少	无	少，100左右	少，50左右	多，300左右	-	-	-	-	-	无	-	-	-
湖北恩施	烟酒店1	多，100左右	少	少	-	-	少	少	少	少	少	少	少	少，50左右	少	-	-	-	-	-
	烟酒店2	多，200左右	少	多，100左右	-	-	少	少	少	少	少	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	烟酒店3	多，9折	多，9折	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
深圳南山	烟酒店	-	-	-	7折	-	-	-	-	-	79折	-	-	69折	-	83折	8折	-	-	-

来源：草根调研，今日酒价，国金证券研究所

投资主线：双节动销稳中有进，看好龙头公司三季度业绩

- **基本面：中秋国庆双节动销稳中有进，产品价盘稳定、库存良性。**目前各地商超、餐饮、宴席基本放开，消费热度不减，动销已恢复至疫情前的 8-9 成。龙头企业基本面强劲，双节渠道打款积极，已基本完成全年回款目标。
- **业绩：具备强确定性，静待三季报落地。**10 月进入三季报披露期，我们判断，Q3 高端稳健向好，次高端高增可期。经济承压背景下，白酒业绩的强确定性彰显了行业的韧劲，看好板块长期增长的持续性。**重点推荐龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖，次高端推荐酒鬼酒、洋河股份、山西汾酒。**

啤酒：Q3 销量承压，静待高端化、提价逻辑兑现

餐饮：品牌表现区域分化，高端品进店、提价效果显现

■ 铺货：呈现显著的区域特征，高端单品布局深化

分区域看，不同于商超铺货的广而全，餐饮的啤酒品牌、品类相对集中，故呈现出较明显的区域特征。从草根调研来看，①广东深圳百威表现强势，餐饮更偏好百威经典、雪花勇闯、青岛经典和乌苏，高端多为福佳白、1664。②浙江绍兴的餐饮店中雪花、百威的品类比青啤更齐全，新兴的乌苏也展现出优异的自点率。③湖北恩施餐饮的重点是百威经典、雪花勇闯、青岛经典，燕京 U8 和珠江纯生受益于工厂运输距离短而略有布局（燕京湖北仙桃、襄阳工厂，珠江湖南工厂）。④山东烟台是青啤的本土市场，餐饮端产品多聚焦在青岛经典、1903、崂山和烟台啤酒，雪花的中低档（清爽、麦香）出镜率也较高。⑤天津餐饮中雪花、青啤相对领先，百威也占据一定份额。

分品类看，草根调研反馈，当前，龙头的高端产品铺货范围均有所扩大。①华润：勇闯天涯的全国性大单品地位难以撼动，喜力在广东深圳、浙江绍兴的餐饮场景中已相对普遍，SuperX、纯生在部分区域或呈现出组合上市的特征。②重啤：通过差异化定位，乌苏在传统龙头的强势、半强势区域实现餐饮渠道的突破（如：百威的广东深圳、华润的浙江绍兴和天津、青啤的山东烟台），乐堡、1664 则仍聚集在局部区域。③青啤：大单品经典全国布局，1903、纯生、全麦白啤在山东均已广泛进店。

■ 价格：终端价多位于目标区间，部分大单品提价已落地

啤酒餐饮的加价率普遍高于商超，且龙头多数产品的真实价格与规划的目标零售价格带基本吻合。分产品看，①华润：勇闯除天津部分区域外，草根调研涉及的多地餐饮端价格已站上 7 元，我们判断，9 月初的提价进展相对顺利，渠道、终端接受度较高；SuperX、纯生均维持在 8-10 元、10-12 元附近；喜力多位于 15-20 元价格带，高于 12-15 元。②重啤：乌苏价格普遍为 15-18 元，渠道推力充足；1664 价格在 20 元以上，剑指超高端。③青啤：经典多地维持在 8-10 元，纯生在山东烟台餐饮店为 12 元，草根调研的广东深圳、湖北恩施、天津的价格达 13-15 元，预计 8 月以来的提价政策陆续落地拉动。④百威：百威经典（500ml）多为 12-15 元，科罗娜 20 元以上，福佳白 12-15 元。

■ 动销：注重周转效率，全国性单品新鲜度更佳

不同于商超，餐饮端啤酒的周转速度更快，草根调研的大部分品种的货龄小于 4 个月。全国性单品、区域爆款产品往往呈现出优异的新鲜度（货龄 2 个月以内），如湖北恩施的勇闯、青岛经典、百威经典，浙江绍兴的乌苏，天津的雪花纯生。

图表 5：餐饮渠道重点啤酒产品价格及周转情况整理

品牌	产品	规格	目标价格区间（元）	深圳市南山区	绍兴市越城区	恩施市		烟台市芝罘区	天津市津南区	
				售价（元）	售价（元）	售价（元）	货龄	售价（元）	售价（元）	货龄
华润啤酒	勇闯天涯	500ml（瓶）	6-8 元	9.5	7	8	1-2 个月	7	6	3-4 个月
	超级勇闯（SuperX）	500ml（瓶）	8-10 元		9	9	2-3 个月		8	2-3 个月
	雪花纯生	500ml（瓶）	10-12 元		10	10	3-4 个月		13	1-2 个月
	喜力/喜力星银	500ml（听）	12-15 元	15-18（330ml）	15-20					
青岛啤酒	青岛经典	500ml（瓶）	6-8 元	9	7	9	0-1 个月	8	9	3-4 个月
	经典 1903	500ml（瓶）	8-10 元					10		
	青岛纯生	500ml（瓶）	10-12 元	12-15（听）		13	3-4 个月	12	13	2-3 个月

	全麦白啤	500ml (听)	10-12 元			13	1-2 个月	10 (瓶)	14	4-5 个月
重庆啤酒	红乌苏	620ml (瓶)	12-15 元	15	15-16			15	16	3-4 个月
	1664	250ml (瓶)	18 元以上	21	20					
	乐堡纯生	495ml (瓶)	8-10 元			11	2-3 个月			
百威啤酒	百威经典	500ml (听)	10 元以上	9 (330ml)	15	12	1-2 个月	8 (330ml)	16	3-4 个月
	科罗娜	330ml (瓶)	18 元以上	21	20-30			15	20	2-3 个月
	福佳白	330ml (瓶)	12-15 元	14.5	12					
其他啤酒	燕京 U8	500ml (听)	10-12 元			10	4-5 个月			
	珠江纯生	500ml (听)	10-12 元			12	2-5 个月			

来源：草根调研，国金证券研究所，注：每个区域选取代表性餐饮店。

商超：品牌全面铺货，整体促销贡献偏弱

■ 铺货：百花齐放，各有千秋

啤酒龙头在商超铺货全面，其中不乏高端、超高端新品。主推产品多以六连包、堆头形式陈列；非重点、新品常以消费者培育为目的，通过单瓶形式曝光，占据少数、偏上的货架。

- ① **华润**：样本超市中，勇闯、喜力、SuperX、纯生、马尔斯绿均有铺货，红爵、黑狮白啤、脸谱则鲜有布局。浙江绍兴商超中喜力、勇闯、纯生的六连包占据主要货架（数量超百威、青岛），勇闯、雪花天粹的堆头林立，SuperX、马尔斯绿、匠心营造、喜力星银均以单瓶形式陈列。深圳商超中，华润的纯生、勇闯、SuperX 以六连包形式广泛布局，国际品牌虎牌、苏尔、喜力星银以瓶装陈列。湖北恩施商超中，勇闯、SuperX 的六连包占据少量货架，纯生听装进驻冰柜，兼有马尔斯绿听装、瓶装。
- ② **重啤**：红乌苏在调研的样本商超中均有陈列，且出现位置醒目，整箱占据部分底层货架。1664 在除湖北恩施外的抽样商超中均有布局，瓶装的夏日纷也铺货在深圳商超货架。
- ③ **青啤**：样本超市中，经典、纯生、白啤的布局广泛，1903、皮尔森、奥古特具备区域性特征。山东烟台商超中，青岛经典拥有独立堆头，纯生、经典、奥古多以六连包形式铺货，1903、黑啤的听装和白啤、皮尔森的瓶装均有陈列。湖北恩施商超的冰柜中，听装青岛经典比雪花纯生排面大。深圳商超中也有瓶装的青岛纯生、经典。
- ④ **其他**：燕京 U8 在多地商超均有铺货，浙江抽样商超中燕京 U8 有单独小型货架陈列。珠江纯生、0 度在深圳的商超中也略有布局。

■ 价格：国庆步入旺季尾声，整体促销力度偏弱

样本中，除浙江绍兴外，啤酒多参与超市整体的满减活动，而鲜有单独的降价、买赠、促销活动（尤其是北方区域）。我们认为，天气转凉，国庆已是淡季伊始、旺季尾声，叠加疫情反复风险下，消费氛围整体平淡。深圳的抽样商超中，雪花纯生、红乌苏单瓶折扣幅度约 1-1.5 元；浙江的样本商超中华润的勇闯、纯生、马尔斯绿存在普遍促销，青岛纯生、乌苏、1664 略有降价，雪花脸谱、燕京 U8 附带买一赠一活动。

由于商超的加价率普遍弱于餐饮，且部分产品以六连包、整箱形式出售，导致单瓶均价偏低（与目标价格带的差距常为 1-2 元）。分品类看，全国性的大单品中，勇闯多为 5-6 元，青岛经典为 5-7 元，百威经典集中在 8-10 元；龙头的重点高端单品中，①**华润**：SuperX 多为 6-8 元，雪花纯生为 6-9 元，喜力（星银）为 9-11 元，马尔斯绿为 9-10 元，匠心营造、

脸谱为 12 元以上。②青啤：经典 1903 为 7-8 元，青岛纯生 7-9 元，白啤 7-8 元，皮尔森、奥古特 10 元以上，鸿运当头 13 元以上。③重啤：乌苏聚集在 8-9 元（餐饮端的高加价率保障渠道推力），1664 是 12 元以上。

■ 动销：多数货龄保持健康，周转速度区域各异

商超产品的新鲜度常逊于餐饮，且区域间存在一定差异。从重点单品的周转效率来看，样本的排序为：深圳华润>百威>青啤>重啤，勇闯、超级勇闯、百威经典的货龄在 3 个月以内；浙江绍兴华润>青啤，勇闯、马尔斯绿、红乌苏货龄在 1 个月左右；湖北恩施青啤>华润，青岛经典、SuperX 的货龄在 3 个多月；山东烟台青啤的新鲜度相对华润具备压倒性优势，青啤的经典、纯生、全麦白啤货龄在 2 个月多；天津青啤、华润周转速度相当。

图表 6：商超渠道重点啤酒产品价格及周转情况整理

品牌	产品	规格	目标价格区间 (元)	深圳市南山区		绍兴市越城区		恩施市		烟台市芝罘区		天津市津南区	
				售价 (元)	货龄	售价 (元)	货龄	售价 (元)	货龄	售价 (元)	货龄	售价 (元)	货龄
华润啤酒	勇闯天涯	500ml (听)	6-8 元	5.25	2-3 个月	4.7	1-3 个月	5.45	6-8 个月	5.2	3-5 个月	6	2-3 个月
	超级勇闯 SuperX	500ml (听)	8-10 元	6.9	2 个月	6.2	2-3 个月	6	3-4 个月	7.43	2-3 个月		
	雪花纯生	500ml (听)	10-12 元	6.25	3-4 个月	6.8	3-6 个月	9	5-7 个月	6.95		9	1-2 个月
	喜力/喜力星银	500ml (听)	12-15 元	9 (星银)	3 个月	10	3-4 个月	9.85	4-7 个月	11.3	8-9 个月	11	1-2 个月
	马尔斯绿	500ml (听)	12-15 元			8.5	1 个月	10	5-9 个月	9.25	5-6 个月	10	2-3 个月
	匠心营造	500ml (瓶)	15-18 元	12 (听)	3 个月	12	2-3 个月	12.4	5-7 个月	12	5-6 个月		
	脸谱	500ml (听)	18 元以上			15	4-5 个月			15	5-6 个月	18-20	1-4 个月
青岛啤酒	青岛经典	500ml (听)	6-8 元	5.95	3 个月	5.36	2-4 个月	6.45	2-3 个月	6.25	2-3 个月	7	2-3 个月
	经典 1903	500ml (听)	8-10 元	7.75	7 个月	7.93	2-5 个月	8	3-4 个月	7.07	3-4 个月	8	1-2 个月
	青岛纯生	500ml (听)	10-12 元			7.25	2-4 个月	6.5	4-8 个月	8.33	2 个月	9	2-3 个月
	全麦白啤	500ml (听)	10-12 元			8	1-4 个月	8	2-4 个月	7.5	2 个月	8.5	2-3 个月
	皮尔森	500ml (听)	12-15 元			9.9	3-4 个月			9.9	9-10 个月		
	奥古特	500ml (听)	12-15 元	9.99		7	3-4 个月	12	6-9 个月	10.4	3 个月		
重庆啤酒	红乌苏	620ml (瓶)	12-15 元	8.35	4 个月	8.15	1-2 个月	8.4	3-8 个月	8.62	2-6 个月	9	2-5 个月
	1664	250ml (瓶)	18 元以上	12.8 (330ml)	4-5 个月	11.9	4 个月			15.83	3-6 个月	16	1-2 个月
	乐堡纯生	495ml (瓶)	8-10 元							6.47			
百威啤酒	百威经典	500ml (听)	10-12 元	7.95	2-3 个月	8.5	4 个月	8	2-5 个月	9.6	2-3 个月	10	2-3 个月
	科罗娜	330ml (瓶)	18 元以上	10.95	4 个月	9.35	2-4 个月	11.25	3-6 个月	11.15	4 个月	20	1-2 个月
	福佳白	330ml (瓶)	12-15 元			9.9	4-5 个月	9.9	4-8 个月	9.73	4-7 个月	11	2-3 个月
	哈尔滨小麦王	500ml (听)	6-8 元	4.62	5 个月	4.37	1-2 个月	4.35	5-6 个月	3.67			
其他啤酒	燕京 U8	500ml (听)	10-12 元	7.9	4-5 个月	5.9		6.65	4-5 个月	5.87	2-3 个月		
	珠江纯生	500ml (听)	10-12 元	6	2 个月								

来源：草根调研，国金证券研究所

注：每家区域走访 3 家商超，售价取三家商超平均值，下同。

量价跟踪：Q3 销量确定性承压，关注长期产品结构优化

- **青岛啤酒：1) 量：**渠道反馈，7/8 月销量同比-9.4%/-4%，对比 19 年增速为-8%/-8%；9 月销量同比-11%，对比 19 年微增。我们预计，Q3 销量同比-8%，对比 19 年下滑中个位数，主要系暴雨天气、疫情反复影响需求恢复。9 月山东、陕西等强势区域销量下滑偏多，或系放弃部分低端市场所致。**2) 价：**产品结构升级持续（超高端、经典、1903、白啤仍有靓丽表现），纯生等重点品种提价落地有望助推 ASP 上行。我们判断，ASP 存在环比加速的可能，Q3 吨价增速或为中大大个位数。
- **华润啤酒：1) 量：**调研反馈，7 月销量下滑中个位数，8 月环比并未发生明显好转；9 月步入淡季，除福建（疫情）、华东（台风）外，其他地区普遍好转。**2) 价：**国际品牌受影响略重，高端化规划不变，9 月 1 日起勇闯换包装提价落地，有望完全覆盖原材料价格的上涨。
- **重庆啤酒：1) 量：**调研反馈，H2 增速环比放缓，但表现仍优于行业平均，7-8 月销量增速为个位数。**2) 价：**成本压力或延续到明年上半年，9 月疆内乌苏全系列产品调价落地，疆外乌苏、乐堡等产品可能局部提价。
- **珠江啤酒：1) 量：**7/8/9 月销量同比-2.3%/-3%/+5%，9 月环比明显改善，Q3 销量或基本持平。**2) 价：**ASP 预计个位数增长。
- **投资主线：**受疫情、暴雨天气影响，Q3 销量确定性承压。建议弱化阶段性销量因素，核心关注“直接提价+高端化”带来的 ASP 改善。中长期看，啤酒“高端化+经营效率提升”的逻辑不变，利润仍是行业集体诉求，大规模费用战、价格战的发生的可能性较低，净利率向上具备强确定性。依旧看好高端化加速的华润、国产中高端领头羊青啤，关注量价齐升的重啤。

调味品：产品库存持续改善，静待需求加速改善

传统调味品：行业整体促销力度减弱，商品货龄结构显著改善

- 促销方面：当前传统调味品在调研区域促销力度整体偏弱，头部企业促销产品多为自身大单品及基础品类（如海天金标生抽、厨邦酱油、千禾零添加酱油 180 天及恒顺金优香醋），海天上等蚝油作为核心大单品货龄普遍在 3 个月内，周转显著优于厨邦蚝油（货龄在半年以上）。
- 铺货面积方面：海天及厨邦作为全国性品牌，在本次调研地区均有大面积铺货，SKU 品类丰富；恒顺及千禾作为地方性较强的品牌，铺货面积及 SKU 丰富度均有一定提升，但受强势竞品挤占货架仍较明显。
- 产品周转方面：1) 酱油：各头部品牌大单品叠加促销因素，周转均显著优于同品牌其他产品，整体货龄在 4-6 个月，千禾零添加酱油周转率有显著提升，货龄在 3-4 个月；2) 食醋：千禾及恒顺周转相当，货龄集中在 3-4 个月。
- 健康概念产品方面：传统头部企业普遍布局健康赛道。此前进入零添加市场的多为传统酱油头部平台型企业，以“零添加”为代表的健康概念仅为这些企业加码中高端市场的辅助品类，渠道调研结果显示，海天及中炬（厨邦）的健康概念产品无论铺货面积还是推广力度均不大，因此可视为传统头部企业顺应行业发展趋势拓展产品矩阵的战略性布局。

图表 7：传统调味料主要品牌产品促销和周转情况整理

品牌	品类	规格	原价 (元)	北京市西城区		山东省烟台区		天津市津南区		浙江省绍兴市	
				售价 (元)	货龄	售价 (元)	货龄	售价 (元)	货龄	售价 (元)	货龄
海天	金标生抽	500ml	8.5	8.33	159.33	9.23	107.00	9.40	218.00	9.30	101.00
	草菇老抽	500ml	10	9.9	69.00	9.94	55.50	12.35	229.50	11.45	161.00
	味极鲜	750ml	15.8	14.5	117.67	13.30	39.50	14.55	141.33	14.85	129.00
	零添加金标生抽	500ml	11.9	9.9	123.50	11.80	108.50	10.40	188.00	12.85	138.50
	即简裸酱油	460ml	58.8	-	-	36.90	239.00	-	-	-	-
	老字号零添加头道酱油	480ml	29.9	22.8	98.00	24.22	-	-	-	-	-
	上等蚝油	700g	8.5	8.38	80.50	8.51	60.00	9.41	189.00	7.80	41.00
	黄豆酱	800g	16	13.00	135.67	14.69	152.50	15.00	112.00	14.23	185.00
中炬（厨邦）	招牌拌饭酱	300g	15	10.8	70.00	12.15	58.00	13.93	121.67	16.00	37.00
	厨邦酱油	410ml	9.5	9.65	150.00	8.90	131.00	9.38	224.33	9.70	226.50
	厨邦金品生抽	410ml	10	8.90	273.00	8.50	455.00	9.13	118.67	8.70	131.00
	厨邦味极鲜	760ml	13.8	8.45	143.50	17.43	221.00	15.75	117.33	16.23	59.67
	零添加纯酿酱油	500ml	19.9	-	-	14.90	188.00	-	-	-	-
	淡盐酱油	410ml	30	-	-	-	-	11.90	218.00	9.20	297.00
	厨邦蚝油	730g	13	-	-	9.26	282.00	12.07	150.33	12.50	84.00
恒顺	厨邦鸡粉	100g	4.5	-	-	-	-	4.17	158.00	-	-
	恒顺镇江香醋	500ml	7.5	9.0	64.00	14.03	202.50	6.01	107.00	9.97	167.00
	恒顺金优香醋	550ml	16	13.13	118.33	14.90	218.00	11.72	120.00	12.73	265.00
千禾	恒顺料酒	500ml	5.9	-	-	9.50	-	4.29	116.33	6.90	12.00
	零添加酱油 (180 天)	500ml	16	15.07	78.50	13.80	83.00	11.38	139.00	16.23	110.33
	有机酱油	500ml	49.8	49.50	109.00	49.80	234.50	44.80	149.00	43.53	151.00
金龙鱼	零添加醋 (3 年窖藏)	500ml	12	17.10	102.50	11.80	204.00	12.35	163.50	8.90	143.67
	丸庄黑豆原酿酱油	550g	29.9	-	-	16.80	286.50	-	-	-	-

太太乐	原味鲜头道生抽	450ml	18.8	18.27	134.00	20.07	332.50	22.43	114.50	18.80	56.00
-----	---------	-------	------	-------	--------	-------	--------	-------	--------	-------	-------

来源：草根调研，国金证券研究所

注：货龄单位为天；标红产品为健康概念产品。

复合调味品：天味、颐海存货周转显著提升

- 陈列情况：调研区域内，颐海在货架陈列上明显好于天味或者与天味持平。当前即将迎来复调消费旺季，在不同地区，多数商超分别存在买赠或者减价促销的活动，在 C 端发力，促进终端动销。颐海现阶段将中式复调产品包装替换为“筷手小厨”子品牌包装的“去海底捞化”过程已见成效，与上季度堆头集中促销或过道货架相比，促销力度减弱。
- 周转情况：天味牛油火锅底料终端动销较差，货龄较高；相较而言，颐海火锅底料整体货龄较天味新鲜 1-2 个月。与 6 月调研结果相比，火锅底料货龄显著好转，颐海货龄整体下降 1-2 个月，天味货龄整体下降 2-3 个月，可能系目前已经完全消化春节过剩的备货，库存情况更加健康；但中式复调整体货龄（1-3 个月）与 6 月调研情况相当。
- 其他玩家：1）德庄、草原红太阳等头部火锅底料企业均在发力抢占货架陈列，对天味旗下品牌货架挤占明显，但对颐海影响相对较小；2）家乐（传统调味品企业）等跨赛道企业及地方性企业也开始进入中式复调和火锅底料赛道，且在陈列上占据醒目位置；3）此次调研商超中大红袍火锅底料虽铺货面积小但位置较好；但均未见海天火锅@ME 产品、厨邦火锅底料产铺货。

图表 8：复合调味品主要品牌和产品促销和周转情况整理

品牌	品类		规格	原价 (元)	北京市西城区		山东省烟台市		天津市津南区		浙江省绍兴市	
					售价 (元)	货龄	售价 (元)	货龄	售价 (元)	货龄	售价 (元)	货龄
天味	好人家	好人家麻辣牛油手工老火锅底料	500g	39.8	28.8	165	32.9	245	29.9	53	25.9	207
		好人家番茄火锅底料	200g	16.6	11.6	97	19.8		15.2	73	18.9	54
		好人家老坛酸菜鱼调料	390g	18.8	15.0	94	17.9	84	14.3	93	18.5	73
		好人家水煮鱼调料	210g	13.8	10.0	68	13.8	108	7.2	104	-	-
		好人家青花鱼调料	210g	12.6	-	-	-	-	9.9	92	12.8	221
	大红袍	大红袍手工牛油老火锅底料	400g	28.8	-	-	-	-	-	-	7.2	119
		大红袍中国红火锅底料	400g	20.8	-	-	-	-	18.5	97	15.3	264
颐海	火锅底料	海底捞番茄火锅底料	200g	16.9	13.6	46	16.0	39	14.3	38	15.3	134
		海底捞清油火锅底料	220g	21.9	14.2	75	15.4	44	15.6	63	16.1	126
		海底捞菌汤火锅底料	110g	20	13.8	34	17.7	46	13.3	38	15.1	122
		海底捞青椒牛油火锅底料	150g	10.2	12.9	58	15.9	63	8.7	53	8.9	25
	中式复调	海底捞麻辣香锅调味料	220g	21	17.9	79	16.5	36	13.7	67	16.4	84
		海底捞上汤酸菜鱼调味料	360	17.9	18.1	118	-	-	17.2	71	13.9	68
		筷手小厨麻辣小龙虾调味料	200g	15	-	-	13.9	105	12.7	109	13.5	143
海天	火锅底料	火锅@ME 云贵酸	100g	15.9	-	-	-	-	-	-	-	-

		汤火锅底料										
	中式复调	快捷方式小龙虾调味料	200g	15.9	-	-	-	-	-	-	-	-
厨邦		番茄靓汤火锅底料	200g	28	-	-	-	-	-	-	-	-

来源：草根调研，国金证券研究所

注：货龄单位为天；标红产品为健康概念产品。

投资主线：静待“需求改善+库存清理”，关注龙头改善机会

- 今年以来调味品龙头业绩承压，核心原因是：
- 传统调味品方面：1) 餐饮端景气度较低，KA 人流量下滑，需求端受到阶段性影响。2) 近期行业渠道去库存持续推进。3) 市场及渠道仍将继续费用投入，头部市场份额竞争持续加剧，成本端周期性波动，叠加去年同期高基数，预计短期行业整体利润端继续承压。
- 复合调味品方面：疫情后顺应赛道扩容趋势，大量竞争者入局分流市场份额；同时，由于行业产品同质化程度较高，在竞争过程出现大量影响市场秩序的不利因素；此外，复调市场成长空间仍然存在，但增长在放缓（今年增速预计 15-20%），主要系过去几年增长过快导致当前终端货架过饱和，拉长库存消化周期，叠加消费者趋于理性。
- 我们认为，短期报表端受行业景气度及公司自身调整等因素扰动，但护城河深厚的头部企业稳步拓展市场份额的长线逻辑具确定性；复合调味品建议关注近期旺季需求释放，长期行业渗透率及集中度仍有待提升。我们建议弱化短期业绩要求，关注调整中的头部公司，海天、千禾、颐海、天味、中炬等。

乳制品：常温白奶两强动销稳定，低温鲜奶蒙牛表现更佳

常温领域：酸奶仍有承压，白奶价格、动销稳定

■ **常温酸奶：1) 价格方面**，10 月份纯甄价格低于安慕希，利乐包的安慕希售价在 50 多元/提左右，部分地区价格超过 60 元/提，而纯甄售价主要在 40 元/提左右；PET 瓶系列价格整体有所下降，安慕希 PET 瓶系列和纯甄 PET 系列在走访地区均有不少在 70 元/提以下；安慕希 AMX 的价格也出现松动。**2) 动销方面**，利乐包系列货龄有不少在 3 个月以上，周转速度相比 7 月份有所下降。PET 瓶系列 1-3 个月，安慕希货龄明显优于纯甄；安慕希 AMX 货龄在 2-2.5 个月。

■ **常温白奶：1) 价格方面**，伊利和蒙牛小白奶售价均约 50 元/提，价格相差不大；伊利臻浓牛奶价格大多在 50-56 元/提；金典和特仑苏大多售价在 49-55 元/提，两者的有机系列分布在 60-80 元/提，特仑苏有机略高于金典有机。**2) 动销方面**，基础白奶系列中，两强货龄大多 2 个月以内；伊利臻浓牛奶货龄在 1-2.5 个月；金典货龄 2 个月以内，特仑苏货龄分布 1-3 个月；有机系列中金典货龄分布在 1-2.5 个月，特仑苏分布在 1-4 个月。

图表 9：常温领域两强主要产品终端售价和周转情况汇总

品牌		伊利							蒙牛				
品类		安慕希原味	安慕希PET瓶原味	安慕希AMX	伊利纯牛奶	臻浓牛奶	金典纯牛奶	金典有机奶	纯甄原味	纯甄PET瓶原味	蒙牛纯牛奶	特仑苏纯牛奶	特仑苏有机梦幻盖
规格		205g*12	230g*10	205g*12	250ml*24	250ml*16	250ml*12	250ml*12	200g*12	230g*10	250ml*24	250ml*12	250ml*12
标价		66	80	82	51.2	65.5	65	75	66	80	48	65	80
价格													
3月9-16日	北京密云区	61.30	77.30	66.00	38.35	42.15	62.90	64.17	55.90	80.00	40.75	55.60	75.45
	北京海淀、西城区	57.00	68.67	66.00	42.60	51.07	49.98	56.99	50.80	80.00	45.33	55.00	76.00
	河南南阳市（三线）	50.00	71.00	64.00	39.20	49.27	59.33	70.00	55.00	74.67	39.83	58.33	-
4月6-7日	北京密云区	54.30	77.33	66.67	36.27	47.60	56.80	66.33	-	55.00	39.27	53.30	70.33
	北京海淀、西城区	54.50	74.67	66.00	44.73	47.41	54.77	68.69	55.00	67.78	41.40	59.33	70.67
	河南南阳市（三线）	53.33	71.50	66.67	42.00	51.63	54.83	70.83	56.83	78.67	42.50	60.00	-
5月12-15日	广东省广州市、中山	58.68	67.32	60.45	49.23	53.25	55.98	65.58	66.00	79.23	46.32	51.13	70.88
	河南省南阳市	54.17	71.50	50.00	54.00	55.50	59.93	57.50	49.50	49.25	41.25	57.83	64.00
	上海杨浦区	46.40	71.43	66.67	44.80	56.00	49.50	72.93	54.83	75.00	46.93	49.90	74.10
7月1-6日	上海徐汇区	52.00	67.77	66.00	44.80	56.00	49.50	66.60	54.67	80.00	49.60	60.30	75.33
	上海杨浦区	48.00	65.43	62.67	40.27	59.20	54.67	77.33	52.97	80.00	46.93	54.10	74.67
	广东中山市（二线）	51.26	78.66	66.33	46.80	51.96	54.53	76.30	58.30	79.80	49.66	55.93	59.90
10月1日-4日	湖北省恩施市	37.80	56.57	62.80	72.27	60.23	49.50	66.00	39.47	50.23	-	51.60	67.23
	天津市津南区	55.37	62.73	65.03	46.37	49.90	49.47	60.72	55.60	74.00	44.30	61.67	81.97
	浙江省绍兴市越城区	55.23	48.13	49.50	49.60	-	49.25	62.33	45.97	58.50	49.93	50.90	78.00
	广东省深圳市南山区	62.85	78.50	-	47.99	52.95	53.35	72.95	42.80	-	44.30	47.90	78.40
	山东省烟台市芝罘区	51.13	69.20	56.00	51.77	56.00	60.48	76.40	34.32	80.83	54.40	54.55	69.90
货龄													
3月9-16日	北京密云区	4-9周	4周	5-6周	3周	2-4周	2-4周	1-3周	2-7周	1周	1周	3-4周	2-3周
	北京海淀、西城区	1-5周	6-9周	3-6周	3周	3周	4-8周	1-6周	8-11周	9-12周	5-6周	4-8周	15周
	河南南阳市（三线）	4-17周	4-9周	8-12周	2周	4-12周	5-9周	4-10周	3周	4-15周	3-5周	3-4周	-
4月6-7日	北京密云区	4-5周	2-4周	3-5周	4-6周	1-5周	5-9周	5-6周	-	2-3周	1-4周	4-6周	2-7周
	北京海淀、西城区	3-4周	5-7周	2-3周	5-6周	5-6周	4-5周	3-5周	7-9周	6-8周	1-3周	11周	15-17周
	河南南阳市（三线）	10-16周	6-10周	5-12周	1-2周	5-6周	5-6周	5-9周	2-6周	4-9周	1-3周	3-6周	-
5月12-15日	广东省广州市、中山	4-5周	4-11周	7-13周	4-9周	6-10周	3-8周	4-13周	4-8周	4-8周	2-10周	4-15周	5-18周
	河南省南阳市	6-12周	7-10周	6-13周	12周	6-12周	3-6周	2-8周	5-11周	8周	2-4周	4-7周	3-9周
	上海杨浦区	9-20周	10-18周	4-16周	3-14周	8周	4-11周	6-18周	7-14周	13-18周	4-10周	4-10周	7周
7月1-6日	上海徐汇区	67.33	39.67	72.00	32.00	57.00	73.00	29.33	59.33	61.67	71	53	47.67
	上海杨浦区	80.33	25.33	63.00	19.00	27.00	52.00	48.67	74	52.67	69.33	30.67	34.33
	广东中山市（二线）	60.67	85.00	69.33	65.00	49.67	54.67	34.00	104.33	100.50	66.67	39.33	35
10月1日-4日	湖北省恩施市	103.67	77.67	78.33	43.00	37.00	23.00	38.00	119.67	112.00	55.67	85.00	90.00
	天津市津南区	40.33	36.33	52.00	28.33	32.00	27.33	44.33	50.00	58.67	28.33	29.00	38.67
	浙江省绍兴市越城区	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	广东省深圳市南山区	125.00	24.00	-	-	28.00	50.00	35.00	101.00	-	-	34.00	113.00
	山东省烟台市芝罘区	71.00	73.00	71.00	52.50	76.00	54.00	74.00	100.00	102.50	38.00	96.00	20.00

来源：草根调研，国金证券研究所

注：标价和售价的单位为元，7月以来新鲜度的单位为天。

低温领域：蒙牛每日鲜语价盘控制和铺货力度最佳

- **低温鲜奶：**1) 价格方面，伊利鲜牛奶屋装价格分布在 14-18 元，金典鲜牛奶瓶装分布在 7-10 元；蒙牛每日鲜语促销范围和力度弱于伊利，大部分地区以原价售卖；光明优倍在部分区域促销力度较大，基本半价销售，但部分地区价格基本保持原价。2) 动销方面，光明优倍新鲜度最佳，货龄基本维持在 2 天内，蒙牛每日鲜语屋装大多在 5 天以上，伊利的鲜牛奶屋装在 5 天以内，金典鲜牛奶瓶装在 5 天以上。3) 铺货方面，从走访地区来看蒙牛覆盖率最高，其次是伊利和光明。
- **低温酸奶：**1) 价格方面，低温酸奶依然采取较多促销活动，包括买赠、多瓶购买优惠等。伊利畅轻售价基本维持在 7 元/250g 以上，蒙牛冠益乳大多在 8 元/250g 以上，君乐宝纯享大多在 9 元/330g 左右，简爱酸奶价盘依然相对稳定，维持在 8 元/135g 以上。2) 动销方面，伊利冠益乳最佳，维持在 1 周内，其他低温酸奶均有货龄超过 1 周的产品。3) 铺货方面，伊利畅轻、蒙牛冠益乳铺货力度较广，君乐宝整体铺货力度最弱。

图表 10：低温领域主要品牌终端售价和周转情况汇总

品牌		伊利			蒙牛		简爱	光明		君乐宝	
品类		伊利鲜牛奶屋装	金典鲜牛奶瓶装	畅轻	每日鲜语屋装	冠益乳	简爱原味	新鲜牧场	优倍	纯享	酸牛奶(芝士)
规格		950ml	235ml	250g	950ml	250g	135g	950ml	500ml	330g	180g
标价		17.9	10	8.9	24.9	8.5	10	11.9	23.9	9.9	5.5
价格											
3月9-16日	北京密云区	-	8.25	6.13	-	8.13	-	11.90	11.40	8.45	2.93
	北京海淀、西城区	14.95	8.30	6.98	19.18	5.87	10.00	18.57	17.33	6.60	3.71
	河南南阳市(三线)	11.90	-	7.70	23.90	5.90	9.90	9.90	-	-	3.50
4月6-7日	北京密云区	11.93	6.60	5.18	-	6.07	-	10.95	11.40	6.60	3.70
	北京海淀、西城区	17.90	8.30	6.72	24.90	5.67	10.00	10.04	20.73	7.37	2.93
	河南南阳市(三线)	14.90	-	7.10	23.90	5.90	9.90	-	-	-	3.75
5月12-15日	广东省广州市、中山	13.80	6.60	6.68	22.45	7.27	8.50	11.93	-	-	-
	河南省南阳市	14.90	-	6.43	-	6.63	-	10.18	19.90	7.45	3.50
	上海杨浦区	13.60	9.90	7.16	16.60	6.72	8.33	-	8.48	8.23	3.49
7月1-6日	上海徐汇区	10.95	3.95	6.84	24.90	7.56	6.87	-	13.30	6.63	3.44
	上海杨浦区	13.93	7.04	5.50	22.08	7.00	7.83	-	13.30	7.50	3.38
	广东中山市(二线)	13.80	-	6.75	24.90	8.13	-	-	-	-	-
10月1日-4日	湖北省恩施市	18.20	9.90	7.80	24.57	8.50	8.50	13.23	23.10	9.57	5.30
	天津市津南区	14.40	8.10	7.49	24.90	5.10	9.23	10.27	23.10	8.93	3.77
	浙江省绍兴市越城区	13.90	7.40	-	17.75	8.50	8.20	15.90	14.43	-	3.30
	广东省深圳市南山区	17.99	-	8.45	-	8.99	-	8.90	-	-	-
	山东省烟台市芝罘区	13.90	10.85	7.78	21.40	7.90	9.23	11.25	15.80	5.45	-
货龄											
3月9-16日	北京密云区	-	4-5天	5-10天	-	6-13天	-	6天	2-3天	10-12天	12-14天
	北京海淀、西城区	6-9天	4-6天	8-12天	3-5天	6-16天	11-13天	6-11天	1-2天	4-18天	1-16天
	河南南阳市(三线)	6天	-	4-12天	4天	18天	20天	3-4天	-	-	11天
4月6-7日	北京密云区	3天	12-16天	9天	-	5-21天	-	5天	2-4天	5-15天	15-24天
	北京海淀、西城区	2-11天	11天	11-18天	17天	8-17天	6-13天	5-10天	1-8天	11-16天	18-25天
	河南南阳市(三线)	2-6天	-	1-8天	2天	6-8天	2天	-	-	-	5-6天
5月12-15日	广东省广州市、中山	6天	6天	6-10天	6天	6-8天	4天	1-3天	-	-	-
	河南省南阳市	3天	-	4-13天	-	5-16天	-	6-8天	4天	6天	7天
	上海杨浦区	1-3天	3天	13-19天	0-3天	5-14天	11-14天	-	1天	8-15天	10-14天
7月1-6日	上海徐汇区	2.33	10.00	11.33	2.33	13.33	4.67	-	1.33	15.33	12.67
	上海杨浦区	4.33	4.00	13.21	1.33	8.33	9	-	0.67	17.5	15
	广东中山市(二线)	5.00	-	9.00	3	5.67	-	-	-	-	-
10月1日-4日	湖北省恩施市	2.33	5.33	6.67	5.00	9.67	9.33	2.00	2.00	6.33	5.67
	天津市津南区	5.00	6.67	7.00	7.00	13.50	7.67	6.67	4.67	7.00	10.00
	浙江省绍兴市越城区	2.00	2.00	-	2.50	11.50	10.00	4.33	2.00	-	9.00
	广东省深圳市南山区	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	山东省烟台市芝罘区	5.00	10.00	6.00	6.00	11.50	7.00	7.50	1.00	14.00	-

来源：草根调研，国金证券研究所

注：标价和售价的单位为元，7月以来新鲜度的单位为天。

奶酪领域：头部品牌价盘整体比较稳定，妙可蓝多动销最佳

- **奶酪棒：**1) 价格方面，蒙牛爱氏晨曦儿童奶酪棒售价大多在 18-19 元/100g，伊利儿童奶酪棒售价大多在 16 元/95g 以上，妙可蓝多奶酪棒售价在 17-20 元/100g，百吉福棒棒奶酪棒售价大多在 18-20 元/120g，伊利促销力度最大，百吉福和爱氏晨曦的价盘最稳定。2) 动销方面，妙可蓝多货龄

最佳，基本在 2-3 个月；相比之下，伊利货龄在 2-6 个月，百吉福棒棒奶酪的货龄基本在 1-4 个月，蒙牛爱氏晨曦儿童奶酪棒货龄在 3 个月以上。

图表 11：奶酪领域主要品牌终端售价和周转情况汇总

品牌		蒙牛		伊利	妙可蓝多			百吉福	
品类		爱氏晨曦儿童 奶酪棒	爱氏晨曦儿童 奶酪棒	儿童奶酪 棒	奶酪棒	奶酪棒	马苏里拉奶酪	棒棒奶酪	棒棒奶酪
规格		320g	100g	95g	500g	100g	450g	500g	120g
标价		80.9	19.9	19.9	69.9	19.8	26.8	66.5	23.99
价格									
3月9-16日	北京密云区	-	-	19.40	-	-	-	61.93	-
	北京海淀、西城区	46.00	-	17.40	70.45	-	-	59.30	-
	河南南阳市（三线）	49.00	-	18.57	64.85	-	-	60.00	-
4月6-7日	北京密云区	-	-	19.40	-	-	-	54.45	-
	北京海淀、西城区	62.50	-	11.75	63.47	-	-	56.88	-
	河南南阳市（三线）	49.00	-	17.90	59.80	-	-	60.00	-
5月12-15日	广东省广州市、中山	-	-	-	-	-	-	-	-
	河南省南阳市	56.00	-	18.57	-	-	-	65.10	-
	上海杨浦区	-	-	-	-	-	-	66.87	-
7月1-6日	上海徐汇区	-	-	16.60	-	17.47	-	-	-
	上海杨浦区	-	19.80	19.85	-	15.40	29.80	-	14.77
	广东中山市（二线）	-	-	-	-	18.20	-	-	16.86
10月1日-4日	湖北省恩施市	-	19.47	16.57	-	18.70	37.47	-	17.60
	天津市津南区	-	18.10	14.28	-	16.22	34.97	-	18.90
	浙江省绍兴市越城区	-	19.80	20.80	-	17.50	36.20	-	18.50
	广东省深圳市南山区	-	-	21.99	-	19.75	-	-	21.59
	山东省烟台市芝罘区	-	16.35	16.85	-	17.25	-	-	19.63
货龄									
3月9-16日	北京密云区	-		5-7周	-	-	-	4-6周	-
	北京海淀、西城区	10-12周		5-14周	12周	-	-	6-8周	-
	河南南阳市（三线）	6周		5-9周	7周	-	-	5-7周	-
4月6-7日	北京密云区	-		1-6周	-	-	-	5周	-
	北京海淀、西城区	16周		8-11周	15周	-	-	10周	-
	河南南阳市（三线）	7周		1-5周	9周	-	-	1周	-
5月12-15日	广东省广州市、中山	-		-	-	-	-	-	-
	河南省南阳市	5-8周		6-10周	-	-	-	6-10周	-
	上海杨浦区	-		-	-	-	-	6-11周	-
7月1-6日	上海徐汇区	-	-	88.33	-	77.67	-	-	-
	上海杨浦区	-	165	127.5	-	49.67	96	-	58.33
	广东中山市（二线）	-	-	-	-	67.33	-	-	74
10月1日-4日	湖北省恩施市	-	51.33	186.00	-	99.33	35.33	-	123.67
	天津市津南区	-	139.00	67.00	-	69.33	64.33	-	35.67
	浙江省绍兴市越城区	-	105.00	82.00	-	99.67	23.50	-	76.00
	广东省深圳市南山区	-	-	-	-	-	-	-	-
	山东省烟台市芝罘区	-	143.50	150.50	-	82.5	-	-	124.00

来源：草根调研，国金证券研究所

注：标价和售价的单位为元，7月以来新鲜度的单位为天。

投资主线：两强基本面稳健，估值具备安全边际

- **两强：**从调研情况来看两强常温白奶整体情况稳定，价格和周转情况都相差不大，常温酸奶仍有承压。伊利对低温鲜奶的培育效果明显弱于蒙牛，目前两强的战略重心已经有所错位（除了常温奶，伊利更重视奶粉，蒙牛更重视低温鲜奶）。在奶价催化和两强均有利润诉求的背景下，预计全年两强净利率稳中有升，目前伊利/蒙牛 22 年的 PE 分别为 22/29X，已经具备较强的估值安全边际。

- **奶酪棒：**头部品牌促销力度整体控制得比较稳定，妙可蓝多动销情况好于竞品。随着妙可蓝多产能的逐步释放，公司全方位领先的优势更加明确，公司常温奶酪棒已经逐步开始全国铺货，建议关注新品的增量空间。

休闲食品：坚果类老品终端表现稳定，店中岛覆盖率仍有待提升

货架类型：洽洽、甘源价盘、动销相对稳定，桃李周转欠佳

- **洽洽食品：**1) 瓜子的铺货陈列较为显眼，陈列面积较大、SKU 丰富。货龄大多在 1-2 个月，价格也相对稳定，略有促销但力度不大，蓝袋瓜子中山核桃口味的动销和价盘都优于焦糖瓜子。2) 每日坚果方面，30 日每日坚果存在促销力度较大，大部分商超售价低于 150 元，货龄在 2 个月及以上；但价格和周转速度都好于竞品沃隆。益生菌每日坚果 15 日装价格稳定，周转情况较佳，基本在 2-3 个月。
- **甘源食品：**1) 袋装老三样铺货明显，识别度较强袋装老三样大部分地区有促销活动，货龄大多在 1-3 个月。2) 口味型坚果中，炭烧腰果也有一定促销，但力度相对较弱，都在 8 折以上，货龄在 2 个月以内。3) 综合果仁促销力度也较弱，但货龄大多在 2 个月及以上。
- **桃李面包：**整体促销力度较弱，但不少地区货龄在一周以上。

图表 12：休闲食品货架类型主要品牌和产品促销和周转情况整理

洽洽食品					沃隆	甘源食品						桃李面包			
每日坚果 30日装	益生菌每日坚果 15日装	香瓜子	焦糖瓜子	山核桃瓜子	每日坚果 成人A款 30日装	蟹黄味瓜子 仁	蟹黄味蚕豆	蒜香味青豆	综合果仁A礼 盒	综合豆果A/B 礼盒	炭烧腰果	醇熟切片 面包	酵母面 包	纯蛋糕	紫糯米面 包
780g	375g	308g	108g	108g	750g	285g	285g	285g	75g	75g	75g	400g	75g	120g	130g
186	96	13	7.5	7.5	195	15.8	15.8	15.8	16	7.9	15.8	9	4	5.5	4.5
价格															
142.77	99.27	12.43	6.77	7.13	137.83	8.23 (138g)	8.23 (138g)	8.23 (138g)	14.90	7.90	13.13	8.90	-	5.57	3.53
133.56	90.00	11.36	7.83	6.36	148.67	16.98	18.68	18.68	-	-	13.51	9.67	3.49	5.37	4.29
164.00	45.4(7日装)	-	-	-	143.50	11.40	12.44	12.51	16.80	9.00	-	8.95	3.95	6.00	-
-	-	12.63	6.12	7.28	-	12.90	12.90	17.80	-	-	15.90	-	-	-	-
货龄															
130.33	60.33	49.33	61.33	40.67	230.67	62.00	57.33	57.67	59.33	93.33	58.00	3.00	-	4.67	10.33
62.67	65.00	33.33	40.33	24.33	81.67	59.00	68.67	74.67	-	-	62.33	-	14.00	16.67	6.67
-	79.00	-	-	-	-	34.00	32.67	42.00	81.00	194.00	-	16.50	15.50	12.00	-
-	-	55.00	30.00	31.00	-	47.00	89.00	124.00	-	99.00	31.00	-	-	-	-

来源：草根调研，国金证券研究所

注：标价和售价的单位为元，7月以来新鲜度的单位为天。

中岛类型：甘源中岛铺设范围更广，促销、周转整体健康

- **盐津铺子：**走访地区中仅浙江省绍兴市有盐津店中岛陈列，促销力度在 85 折左右，货龄在 2 个月以内。
- **甘源食品：**走访地区中天津市南开区、浙江省绍兴市、山东省烟台市均有铺设甘源店中岛，老三样系列在以上 3 个地区均有铺设，新品水果燕麦片系列仅在山东省烟台市有铺设。老三样系列部分地区有 8 折左右促销，货龄在 2 个月以内；水果燕麦片系列在走访商超中有 8 折左右促销，但货龄在半年以上。

图表 13：休闲食品中岛类型主要品牌和产品促销和周转情况整理

品牌		盐津铺子店中岛	甘源食品店中岛	
品类		散装称重系列	散装称重系列	散装水果燕麦片系列
规格		500g	500g	500g
标价		29.8	28	59.9
价格				
10月1日-4日	湖北省恩施市	-	-	-
	天津市津南区	-	29.80	-
	浙江省绍兴市越城区	25.90	24.90	-
	山东省烟台市芝罘区	-	25.90	49.90
货龄				
10月1日-4日	湖北省恩施市	-	-	-
	天津市津南区	-	-	-
	浙江省绍兴市越城区	54.00	54.00	-
	山东省烟台市芝罘区	-	44.00	208.00

来源：国金证券研究所

注：标价和售价的单位为元，7月以来新鲜度的单位为天。

投资主线：逆境中优选确定性标的，推荐具备估值性价比的洽洽

- 由于商超人流下滑、疫情影响居民消费力等因素，预计休闲食品板块今年有所承压，逆境中优选确定性标的，目前在休闲食品中洽洽质地优秀、增长稳健，随着事业部改革、终端可视化的推进，经营效率存在提升改善的空间。目前公司 22 年 PE 为 22 倍，具备较强估值性价比。

风险提示

- **疫情反复的风险。**若疫情持续出现反复，对线下人流有较大影响，进而影响下游餐饮恢复、商超人流恢复，或将影响食品饮料行业部分企业的下游需求。
- **行业竞争加剧的风险。**若未来行业竞争进一步加剧，费用投放超预期，将会影响公司业绩表现。
- **食品安全风险。**食品行业安全是首要标准，若出现食品安全问题，将会严重影响公司口碑与销售。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402