

乳制品渠道反馈向好，调味品逐步改善

基本结论

- 继国庆期间的草根调研后，我们在十一月中旬再次开展了草根调研，持续追踪调味品、乳制品、休闲食品板块终端动销情况。调研区域包括北京市西城区、北京市海淀区、天津市津南区、上海市浦东区、上海市黄浦区、上海市松江区、上海市闵行区、上海市杨浦区及深圳市南山区，每个地区走访 3 个商超，共有 27 个样本点。整体结论如下：1) 首推乳制品板块，伊利蒙牛价盘及库存处于良性，持续看好净利润提升长期逻辑，重点推荐；关注奶酪龙头妙可蓝多。2) 调味品：需求及动销环比改善，当前库存大多处于良性水平，但整体行业景气度仍有较大提升空间，建议跟踪 22Q1 需求恢复进度，关注龙头公司千禾、海天、颐海等。3) 休闲食品：建议持续关注盐津、甘源、桃李在四季度的动销情况，低基数下明年业绩有一定弹性空间。
- 调味品：1) 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，头部企业促销产品仍为自身大单品及基础品类。各头部品牌核心酱油产品周转有所改善，整体货龄在 4-5 个月。2) 复合调味品：天味和颐海在铺货面积上平分秋色，形成两强抢占市场的竞争局面，颐海货龄较天味新鲜 1-2 个月。3) 投资主线：调味品十月以来销售数据环比改善，行业渠道去库存持续推进。随着行业内主要企业提价落地，四季度调味品板块基本面有望进一步改善。我们认为，短期报表端受行业景气度及疫情等因素扰动，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，关注龙头公司千禾、海天、颐海等。
- 乳制品：1) 两强：从调研情况来看两强常温白奶、酸奶整体情况稳定。白奶两强售价基本持平，但有机系列特仑苏略高于金典；酸奶方面安慕希价格整体略高于纯甄。酸奶利乐包系列两强货龄基本都在 2-3 个月，白奶领域伊利周转整体更优，基础纯奶大多在 1.5 月以内，臻浓牛奶在 1-2 个月；金典在 1-3 个月，有机系列为 2-3 个月。总体而言，在奶价催化和两强均有利润诉求的背景下，看好净利润提升长期逻辑，重点推荐。2) 妙可蓝多：从近期两次调研来看，头部品牌价盘稳定，促销力度较弱，价格战明显已经得到控制；和其他品牌相比，妙可的周转情况有显著优势，货龄大多在 2 个月以内；许多品牌货龄在 3 个月及以上。随着常温奶酪棒上市，新的增长点可期，建议持续关注。
- 休闲食品：1) 大部分品牌（洽洽、盐津、甘源）的价盘和周转都比较稳定，促销力度都较弱，洽洽多数地区瓜子系列货龄在 1-2 个月之间，每日坚果货龄在 2-3 个多月，优于竞品沃隆；甘源货龄大多在 1-3 个月，口味型坚果在 3 个月内；盐津货龄基本在 2 个月以内。桃李价盘比较稳定，但周转情况仍待恢复。2) 当下建议关注提价的传导效应以及部分承压企业的边际改善。目前来看甘源的提价已在终端有所体现，预计洽洽的提价将在过年前有所体现。建议持续关注盐津、甘源、桃李在四季度的动销情况，低基数下明年业绩有一定弹性空间。
- 风险提示：提价不能顺利传导/疫情反复/行业竞争加剧/食品安全问题。

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

内容目录

引言	3
调味品：关注提价传导，静待需求改善.....	4
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	4
复合调味品：旺季下，天味、颐海存货周转稳中向好	5
趋势总结及投资主线	6
乳制品：液态领域伊利周转更优，奶酪棒妙可蓝多表现较佳	8
常温领域：安慕希售价高于纯甄，白奶领域伊利周转更优.....	8
低温领域：鲜奶伊利周转、铺货优于蒙牛，但蒙牛控价更好.....	10
奶酪领域：头部品牌价盘整体较稳定，妙可蓝多周转最佳.....	12
趋势总结及投资主线.....	14
休闲食品：洽洽终端表现稳定，甘源提价在终端已有体现.....	15
货架类型：洽洽稳定，甘源提价已有体现，桃李周转仍待恢复.....	15
中岛类型：盐津铺子中岛铺设范围占优，整体促销、周转较为健康.....	15
趋势总结及投资主线.....	16
风险提示	17

图表目录

图表 1：六月鲜系列产品集中陈列.....	4
图表 2：千禾产品集中陈列.....	4
图表 3：传统调味料主要品牌产品促销及周转情况汇总.....	5
图表 4：复合调味料主要品牌产品促销及周转情况汇总.....	6
图表 5：常温领域两强主要产品终端售价和周转情况汇总.....	9
图表 6：常温白奶陈列情况.....	10
图表 7：常温酸奶陈列情况.....	10
图表 8：低温领域主要品牌终端售价和周转情况汇总.....	11
图表 9：低温酸奶冷藏柜陈列情况.....	12
图表 10：低温鲜奶冷藏柜陈列情况.....	12
图表 11：奶酪领域主要品牌终端售价和周转情况汇总.....	13
图表 12：休闲食品货架类型主要品牌终端售价和周转情况汇总.....	15
图表 13：休闲食品店中岛类型主要品牌终端售价和周转情况汇总.....	16

引言

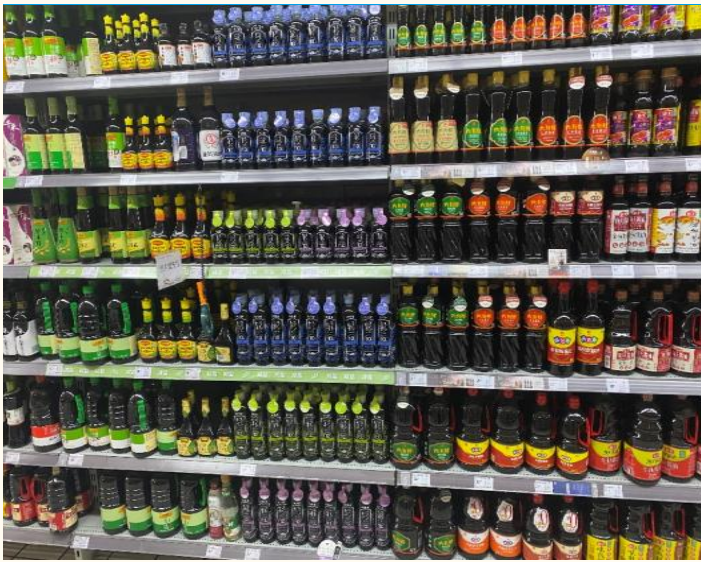
- 继国庆期间的草根调研后，我们在十一月中旬再次开展了草根调研，持续追踪调味品、乳制品、休闲食品板块终端动销情况。调研区域包括北京市西城区、北京市海淀区、天津市津南区、上海市浦东区、上海市黄浦区、上海市松江区、上海市闵行区、上海市杨浦区及深圳市南山区，每个地区走访 3 个商超，共有 27 个样本点。

调味品：关注提价传导，静待需求改善

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 KA 渠道促销力度相较于国庆期间有所减弱，头部企业促销产品依旧是大单品及基础品类（如海天上等蚝油、厨邦酱油、千禾 180 天零添加酱油及恒顺金优香醋），促销方式多为满减或者捆绑销售，从而避免暴露底价，稳固线下渠道价盘。促销活动下，海天上等蚝油作为核心大单品货龄普遍在 3 个月左右，周转显著优于厨邦蚝油（货龄在 5 个月左右）；
- **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，产品矩阵丰富，陈列效果显著；千禾作为区域性较强的品牌，铺货面积及 SKU 丰富度较国庆期间调研有一定提升，但受强势竞品挤占货架仍较明显；六月鲜“轻”系列产品及太太乐原味鲜系列产品在调研区域内也有较大面积铺货，产品的年轻化包装再加上精心设计的陈列布局，给消费者带来舒适的视觉观感；金龙鱼丸庄系列酱油仅见少量铺货。

图表 1：六月鲜系列产品集中陈列



来源：草根调研，国金证券研究所

图表 2：千禾产品集中陈列



来源：草根调研，国金证券研究所

- **产品周转方面：**1) **酱油：**各头部品牌周转均显著优于同品牌其他产品，整体货龄在 3.5 个月左右，海天味业货龄集中在 3 个月出头。千禾零添加酱油周转率较国庆期间略有改善，货龄在 3-4 个月。太太乐原味鲜系类酱油货龄较国庆期间调研无明显变动，货龄集中在 3-5 个月；2) **食醋：**恒顺周转略优于千禾，货龄集中在 3-4 个月。
- **健康概念产品方面：**腰部企业重点发力健康赛道，传统头部企业战略布局健康赛道。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，太太乐原味鲜系列及六月鲜“轻”系列产品在 KA 渠道的铺货面积非常突出，从陈列情况可以看出腰部企业对健康概念产品十分重视，借健康概念迅速抢占中高端消费者心智；金龙鱼丸庄系列酱油在调研区域仅见少量陈列；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，可视作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。随着消费升级的潮流不断推进，调味品健康赛道市场前景广阔，预计未来跨赛道头部企业及酱油腰部企业将会在健康概念赛道形成激烈竞争。

图表 3: 传统调味料主要品牌产品促销及周转情况汇总

品牌	品类	规格	原价(元)	北京市		上海市		深圳市		天津市	
				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	9.7	125.8	8.8	83.8	8.6	149.0	8.5	164.3
	草菇老抽	500ml	10	10.7	108.7	9.7	84.7	16.4	123.7	9.9	102.3
	味极鲜	750ml	15.8	16.1	102.3	14.7	124.1	-	-	14.6	128.7
	零添加金标生抽	500ml	11.9	13.8	95.9	11.3	120.2	-	-	10.8	159.3
	即开即调酱油	460ml	58.8	-	-	37.7	192.8	-	-	-	-
	老字号零添加头道酱油	480ml	29.9	22.3	99.0	22.1	134.9	20.6	191.0	24.7	96.0
	上等蚝油	700g	8.5	9.3	106.2	7.1	65.6	8.8	115.0	7.5	72.0
	黄豆酱	800g	16	17.2	82.0	14.0	142.6	13.2	87.5	15.7	131.3
	招牌拌饭酱	300g	15	17.7	92.0	15.9	96.6	13.8	117.0	11.1	73.7
中炬(厨邦)	厨邦酱油	410ml	9.5	9.6	106.9	9.7	132.2	8.4	167.3	9.5	142.7
	厨邦全品生抽	410ml	10	10.1	127.0	8.9	144.2	-	-	8.5	267.0
	厨邦味极鲜	760ml	13.8	15.5	155.2	14.3	165.9	-	-	14.4	173.3
	零添加纯酿酱油	500ml	19.9	-	-	-	-	-	-	-	-
	淡盐酱油	410ml	30	-	-	10.3	162.3	-	-	8.5	212.0
	厨邦蚝油	730g	13	12.3	156.3	12.0	140.3	-	-	10.9	158.0
	厨邦鸡粉	100g	4.5	5.6	120.7	-	-	-	-	4.3	158.0
恒顺	恒顺镇江香醋	500ml	7.5	10.7	87.5	10.1	135.7	9.3	136.5	8.1	156.7
	恒顺金优香醋	550ml	16	14.7	121.8	13.0	101.4	16.0	78.0	14.2	159.3
	恒顺料酒	500ml	5.9	6.1	109.7	7.1	113.1	14.8	195.0	6.4	128.0
千禾	零添加酱油(180天)	500ml	16	17.5	169.3	16.9	138.3	21.9	201.0	14.2	87.3
	有机酱油	500ml	49.8	49.3	201.5	44.1	114.1	51.4	144.5	47.7	126.5
	零添加醋(3年窖藏)	500ml	12	12.6	96.5	13.4	203.5	-	-	11.4	116.7
金龙鱼	丸庄黑豆原酿酱油	550g	29.9	25.1	177.8	29.8	93.0	29.8	222.0	-	-
太太乐	原味鲜头道生抽	450ml	18.8	18.8	99.7	17.7	173.7	19.2	99.0	18.6	138.7

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: 旺季下, 天味、颐海存货周转稳中向好

- **促销方面:** 当前处于火锅底料消费旺季, 商品动销情况良好, 大部分商超都降低促销力度, 调研区域内颐海、天味火锅底料产品仅有小规模促销, 其中颐海“筷手小厨”系列产品有集中堆头宣传促销, 颐海的中式复调产品“去海底捞化”过程已初见成效。调研商超内, 未见德庄、小肥羊、草原红太阳等火锅底料企业有产品促销情况。
- **铺货面积方面:** 调研区域内, 颐海的核心产品、天味的好人家系列产品均有大面积铺货, 相比德庄、草原红太阳、小肥羊等火锅底料企业, 两强在陈列上占据复合调味品货架主要位置, 有着压倒性的竞争优势。
- **产品周转方面:** 颐海货龄普遍在 2-3 个月, 较天味新鲜 1-2 个月。当前为

火锅底料消费旺季，火锅底料整体动销情况良好，与国庆期间调研结果相比，颐海的火锅底料货龄新鲜 1 个月左右，天味的火锅底料货龄新鲜 1-1.5 个月，两家头部企业周转情况稳中向好。

- **其他玩家：**1) 德庄、草原红太阳、小肥羊等头部火锅底料企业均在发力抢占货架陈列，对天味挤占明显，但对颐海影响相对较小；2) 此次调研中，天味大红袍火锅底料及海天中式复调快捷方式小龙虾调味料有少量铺货，未见海天、厨邦火锅底料产品铺货。

图表 4：复合调味料主要品牌产品促销及周转情况汇总

品牌	品类	规格	原价	北京市		上海市		天津市		深圳市		
			(元)	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	38.6	120.3	30.5	132.2	32.8	161.0	-	-
		好人家番茄火锅底料	200g	16.6	15.5	123.1	15.6	146.5	12.4	117.5	14.5	83.3
		好人家老坛酸菜鱼调料	390g	18.8	18.3	123.4	15.5	138.5	15.6	112.0	14.6	98.0
		好人家水煮鱼调料	210g	13.8	15.8	187.0	-	-	14.5	85.0	12.3	127.7
		好人家青花鱼调料	210g	12.6	13.7	118.0	12.9	184.3	13.8	113.0	12.9	148.0
	大红袍	大红袍手工牛油老火锅底料	400g	28.8	29.5	102.0	-	-	-	-	-	-
		大红袍中国红火锅底料	400g	20.8	20.5	109.0	-	-	19.9	169.0	13.7	157.5
	颐海	火锅底料	海底捞番茄火锅底料	200g	16.9	14.8	60.8	16.1	78.7	18.0	37.5	14.3
海底捞清油火锅底料			220g	21.9	18.9	73.3	16.4	92.9	19.0	67.0	15.5	58.3
海底捞菌汤火锅底料			110g	20	17.2	64.7	16.3	107.1	17.2	76.0	15.6	62.7
海底捞青麻牛油火锅底料			150g	10.2	9.2	66.8	8.8	89.3	13.0	82.0	12.6	59.3
中式复调		海底捞麻辣香锅调味料	220g	21	18.9	84.4	18.1	118.4	17.9	78.0	17.2	73.3
		海底捞上汤酸菜鱼调味料	360	17.9	18.2	79.8	17.3	160.6	-	-	17.0	94.0
		筷手小厨麻辣小龙虾调味料	200g	15	8.3	137.0	14.0	220.8	8.6	221.0	13.3	108.5
海天	火锅底料	火锅@ME云贵酸汤火锅底料	100g	15.9	-	-	-	-	-	-	-	-
	中式复调	快捷方式小龙虾调味料	200g	15.9	-	-	-	-	-	-	17.9	115.0
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

趋势总结及投资主线

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) 多地时有零星病例发生，疫情反复导致餐饮端景气度较低，KA 人流量下滑，终端需求受到阶段性影响。2) 近期行业渠道去库存持续推进，调研反馈库存情况略有改善。3) 头部市场份额竞争持续加剧，原材料成本居高不下，造成前三季度利润承压的局面。近期行业内掀起提价潮，常规情况下提价传导到终端还需 1-2 个月，预计行业整体利润端有

望改善。

- 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。
- 此外，社区团购渠道持续对主流渠道造成影响。根据渠道调研，社区团购的平均折扣率为 30.5%，以海天 750ml 味极鲜为例，社区团购到手价格平均要比线下渠道便宜 20.4%左右。短期内，社区团购以低价吸引了部分线下客流，扰乱了原有的价格体系，从而加剧传统渠道动销乏力的情况。中长期看，随着监管日趋严格，行业逐步规范化，各公司积极采取应对措施，社区团购价盘有望回归理性，对传统渠道的冲击终将减弱。
- 综合考虑行业整体需求环比改善，渠道库存逐步向好，随着行业内主要企业提价落地，四季度调味品板块基本面有望进一步改善。我们认为，短期报表端受行业景气度及疫情等因素扰动，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备确定性。**传统调味品建议关注提价传导性，重点推荐头部公司海天、千禾；复合调味品建议关注旺季需求释放，长期行业渗透率及集中度仍有待提升，重点推荐终端市场占有率显著的龙头企业颐海、天味。**

乳制品：液态领域伊利周转更优，奶酪棒妙可蓝多表现较佳

常温领域：安慕希售价高于纯甄，白奶领域伊利周转更优

- **常温酸奶：**1) **价格方面**，整体来看安慕希价格略高于纯甄。利乐包的纯甄售价大多在 40-50 元/提左右，而安慕希售价则在 60 元/提上下浮动，上海市闵行区价格达到 70 元/提；走访地区安慕希 PET 瓶系列大部分售价在 70 元/提左右，纯甄 PET 系列价格方差略大，区间为 65-80 元/提；安慕希 AMX 大部分地区稳定在 66 元/提左右。2) **动销方面**，利乐包系列货龄基本 2-3 个月，上海地区纯甄周转速度明显优于安慕希，其他地区二者基本持平；PET 瓶系列安慕希货龄方差较大，纯甄货龄集中在 2-3 个月，除北京市海淀区及深圳市南山区外，安慕希货龄优于纯甄；安慕希 AMX 货龄在 2-3 个月。
- **常温白奶：**1) **价格方面**，基础白奶两强售价基本持平，均值在 49 元/提；伊利臻浓牛奶价格大多在 56 元/提；金典和特伦售价基本都在 50 元/提以上，均值为 55 元/提；有机系列金典大多分布在 65-75/提，特仑苏则是 70-80 元/提。2) **动销方面**，基础白奶系列中，伊利货龄大多在 1.5 月以内，蒙牛货龄方差较大，1-3 个多月均有分布；伊利臻浓牛奶货龄在 1-2 个月；金典货龄 1-3 个月左右，特仑苏货龄基本都在 2 个月以上；有机系列两强均为 2-3 个月。

图表 6: 常温白奶陈列情况



来源: 草根调研, 国金证券研究所

图表 7: 常温酸奶陈列情况



来源: 草根调研, 国金证券研究所

低温领域: 鲜奶伊利周转、铺货优于蒙牛, 但蒙牛控价更好

- **低温鲜奶:** 1) 价格方面, 11 月以来, 伊利促销活动基本保持国庆期间水平, 鲜牛奶屋装和金典鲜牛奶瓶装多以原价 8-9 折出售, 其中, 伊利鲜牛奶屋装价格分布在 14-15 元, 金典鲜牛奶瓶装大多分布在 7-10 元; 蒙牛每日鲜语促销范围和力度弱于伊利, 大多以原价售卖; 光明新鲜牧场折扣力度不大, 优倍大多有 8 折左右的折扣。2) 动销方面, 光明最优, 都在 1 周以内; 伊利大部分情况维持在 1 周内, 而蒙牛每日鲜语在部分地区相对来说周转较慢, 货龄超过一周。3) 铺货方面, 从走访地区来看伊利覆盖率最高, 其次是蒙牛和光明。
- **低温酸奶:** 1) 价格方面, 伊利畅轻售价基本维持在 8-9 元/250g 左右, 蒙牛冠益乳大多在 7 元/250g 以上, 君乐宝纯享大多在 7-9 元/330g 左右, 简爱酸奶维持在 8 元/135g 以上。2) 动销方面, 除个别商超样本新鲜度普遍不高外, 低温酸奶的新鲜度基本为 10 天以内。3) 铺货方面, 伊利畅轻与蒙牛冠益乳在走访地区均实现了完全覆盖, 君乐宝覆盖力度相对较弱。

图表 8: 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	16.6	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、中山市	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	-
11月10日-17日	天津市津南区	13.80	8.48	6.32	20.34	6.61	8.07	10.68	11.87	6.95	3.55
	北京市西城区	15.23	-	7.91	24.90	5.67	8.23	12.45	14.90	8.90	-
	北京市海淀区	15.23	8.33	8.60	24.90	7.63	11.00	13.33	-	8.20	-
	深圳市南山区	15.95	10.00	9.50	-	9.20	9.80	-	-	-	-
	上海市浦东区	14.23	6.90	8.90	25.40	8.90	8.80	-	13.85	9.30	3.65
	上海市黄浦区	13.90	7.61	5.70	24.90	6.43	7.35	-	17.07	6.67	3.30
	上海市松江区	13.90	9.90	8.90	-	8.90	-	-	13.30	9.90	3.30
	上海市闵行区	15.60	9.40	8.90	25.27	8.63	7.50	-	13.30	10.89	4.37
上海市杨浦区	13.90	-	8.90	-	7.73	7.95	16.00	14.55	8.90	3.90	
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、中山市	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	-
11月10日-17日	天津市津南区	3.67	5.50	6.00	4.67	10.00	7.33	4.50	5.50	10.00	7.50
	北京市西城区	5.33	-	8.00	3.50	6.00	8.33	3.00	2.00	5.50	-
	北京市海淀区	11.00	8.33	7.67	7.00	6.00	5.50	6.67	-	11.50	-
	深圳市南山区	6.50	6.00	6.00	-	4.33	6.00	-	-	-	-
	上海市浦东区	3.00	7.00	22.00	8.50	17.50	9.00	-	-	13.00	13.00
	上海市黄浦区	3.00	10.00	11.00	3.50	14.33	11.50	-	3.33	8.00	8.00
	上海市松江区	2.00	1.00	7.00	-	10.00	-	-	1.00	7.00	13.00
	上海市闵行区	1.67	2.33	2.67	2.33	2.00	1.50	-	2.00	3.00	4.33
上海市杨浦区	7.00	-	8.00	9.00	7.67	8.33	3.00	2.50	5.50	6.00	

来源: 草根调研, 国金证券研究所

注: 每个地区走访 3 家商超, 价格和新鲜度取 3 家商超均值。

图表 9：低温酸奶冷藏柜陈列情况



来源：草根调研，国金证券研究所

图表 10：低温鲜奶冷藏柜陈列情况



来源：草根调研，国金证券研究所

奶酪领域：头部品牌价盘整体较稳定，妙可蓝多周转最佳

- **奶酪棒：**1) **价格方面**，蒙牛爱氏晨曦儿童奶酪棒售价多在 18-19 元/100g，伊利儿童奶酪棒大多售价在 19 元/95g，妙可蓝多奶酪棒大多售价在 17-20 元/100g，百吉福棒棒奶酪售价在 20 元/120g，吉士汀奶酪棒售价在 10 元左右，妙飞奶酪棒方差较大，部分在 14 元/100g，部分在 19-20 元/100g。2) **动销方面**，妙可蓝多动销最佳，大多在 2 个月以内；其次是百吉福，大部分货龄在 3 个月内；伊利、蒙牛、妙飞、吉士汀货龄基本都在 3 个月及以上。3) **陈列方面**，在走访地区中，伊利、妙可蓝多和百吉福铺货能力较强，覆盖了 80%左右的调研商超。蒙牛覆盖力度较弱，在走访的上海的 13 家商超中仅覆盖 2 家，其他地区商超覆盖率也比较低；而吉士汀和妙飞覆盖率相当，处于中等水平。

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	蒙牛	伊利	妙可蓝多		百吉福	吉士汀	妙飞
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	马苏里拉奶酪	棒棒奶酪	奶酪棒	儿童奶酪棒
规格		320g	100g	95g	100g	450g	120g	100g	100g
标价		80.9	19.9	19.9	19.8	26.8	23.99	10	19.8
		价格			价格				
3月9-16日	北京密云区	-	-	19.40	-	-	-	-	-
	北京海淀、西城区	46.00	-	17.40	-	-	-	-	-
	河南南阳市（三线）	49.00	-	18.57	-	-	-	-	-
4月6-7日	北京密云区	-	-	19.40	-	-	-	-	-
	北京海淀、西城区	62.50	-	11.75	-	-	-	-	-
	河南南阳市（三线）	49.00	-	17.90	-	-	-	-	-
5月12-15日	广东省广州市、中山市	-	-	-	-	-	-	-	-
	河南省南阳市	56.00	-	18.57	-	-	-	-	-
	上海杨浦区	-	-	-	-	-	-	-	-
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	-	-
11月10日-17日	天津市津南区	-	-	15.07	17.93	24.65	15.25	-	18.80
	北京市西城区	-	18.90	19.53	14.90	35.50	20.70	9.90	19.83
	北京市海淀区	-	-	18.70	16.70	-	19.50	-	-
	深圳市南山区	-	18.70	21.99	16.90	41.99	17.00	-	-
	上海市浦东区	-	-	12.68	18.80	72.04	21.15	9.95	14.90
	上海市黄浦区	-	19.80	18.50	17.06	72.04	18.27	9.58	14.25
	上海市松江区	-	-	18.90	19.90	76.78	19.90	-	-
	上海市闵行区	-	-	19.87	19.87	71.45	20.57	-	20.85
上海市杨浦区	-	12.50	19.30	19.37	39.30	20.13	-	-	
		货龄							
3月9-16日	北京密云区	-	-	5-7周	-	-	-	-	-
	北京海淀、西城区	10-12周	-	5-14周	-	-	-	-	-
	河南南阳市（三线）	6周	-	5-9周	-	-	-	-	-
4月6-7日	北京密云区	-	-	1-6周	-	-	-	-	-
	北京海淀、西城区	16周	-	8-11周	-	-	-	-	-
	河南南阳市（三线）	7周	-	1-5周	-	-	-	-	-
5月12-15日	广东省广州市、中山市	-	-	-	-	-	-	-	-
	河南省南阳市	5-8周	-	6-10周	-	-	-	-	-
	上海杨浦区	-	-	-	-	-	-	-	-
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	-	-
11月10日-17日	天津市津南区	-	-	89.00	110.50	61.50	100.50	-	92.00
	北京市西城区	-	137.00	113.67	67.50	49.00	86.00	102.00	109.67
	北京市海淀区	-	-	38.50	58.00	-	43.00	-	-
	深圳市南山区	-	124.00	164.00	93.50	82.00	80.00	-	-
	上海市浦东区	-	-	121.00	53.50	57.00	36.00	124.00	127.00
	上海市黄浦区	-	222.00	146.67	68.00	48.00	114.67	100.50	198.00
	上海市松江区	-	-	171.00	52.00	34.00	110.00	-	-
	上海市闵行区	-	-	82.33	59.00	37.50	69.33	-	62.00
上海市杨浦区	-	139.00	122.50	52.67	61.00	94.67	-	-	

来源：草根调研，国金证券研究所

注：每个地区走访3家商超，价格和新鲜度取3家商超均值。

趋势总结及投资主线

- **两强：**从调研情况来看两强常温白奶、酸奶整体情况稳定，价格和周转情况互有高低，但整体相差不大。伊利对低温鲜奶的培育效果有所改善，铺货、周转情况有所提升，但蒙牛对整体价盘维护更优。总体而言，在奶价催化和两强均有利润诉求的背景下，看好净利润提升长期逻辑，重点推荐板块伊利股份、蒙牛乳业。
- **奶酪棒：**从近期两次调研来看，头部品牌价盘稳定，促销力度较弱，价格战明显已经得到控制；其中妙可蓝多产品周转最佳，其他品牌货龄都较大。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，产品矩阵不断丰富，新的增长点可期，常温奶酪棒有望持续打开增长空间，建议持续关注。

休闲食品：洽洽终端表现稳定，甘源提价在终端已有体现

货架类型：洽洽稳定，甘源提价已有体现，桃李周转仍待恢复

- **洽洽食品：**1) 瓜子方面，SKU 丰富，商超内种类齐全，陈列面积较大，铺货陈列较为显眼。价格相对稳定，部分商超有促销活动，但力度不大，多数地区基本保持原价销售。多数地区瓜子系列货龄在 1-2 个月之间，上海部分商超周转略慢，货龄达到 2-3 个月，山核桃口味的动销和价盘略优于焦糖口味和香瓜子，但总体相差不大。2) 每日坚果方面，30 日装每日坚果促销力度较弱，但价格方差较大，140-200 元均有分布，货龄在 2-3 个多月。竞品沃隆的价格分布在 155-180 元，两者价格均价相差不大，但洽洽周转速度更优，沃隆不少商超货龄超过 4 个月。益生菌每日坚果 15 日装大部分地区价格在 90 元以上，货龄在 2-4 个月。
- **甘源食品：**1) 袋装老三样，铺货明显，铺货范围大，识别度较强，整体促销力度不多，且部分商超价格明显上涨，预计提价在终端有所体现；货龄大多在 1-3 个月。2) 口味型坚果，炭烧腰果终端价格有所上涨，货龄基本在 3 个月以内。3) 综合果仁，几乎没有促销活动，货龄大多在 2 个月及以上。
- **桃李面包：**整体促销力度较弱，价格维持在原价附近，但大部分地区货龄在一周以上。

图表 12：休闲食品货架类型主要品牌终端售价和周转情况汇总

品牌	品类	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	蟹黄味瓜子	蒜香味青豆	综合果仁 A礼盒	综合豆类 A/B礼盒	炭烧腰果	醇熟切片面包	酵母面包	纯蛋糕	芋泥米面包
规格		780g	375g	308g	108g	108g	750g	285g	285g	285g	75g	75g	75g	400g	75g	120g	130g
标价		186	96	13	8.9	8.9	195	15.8	15.8	15.8	16	7.9	15.8	9	4	5.5	4.5
价格																	
10月1日-4日	湖北省恩施市	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
	天津市津南区	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
	浙江省绍兴市越城区	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	-
	山东省烟台市芝罘区	-	-	12.63	6.12	7.28	-	12.90	12.90	17.80	-	-	15.90	-	-	-	-
11月10日-17日	天津市津南区	141.33	-	11.57	6.13	6.63	154.00	11.73	12.08	12.08	17.40	9.00	14.15	8.96	3.95	5.05	4.34
	北京市西城区	168.00	-	12.23	6.53	6.53	168.00	17.53	17.53	17.53	18.50	-	15.80	9.00	4.23	5.40	-
	北京市海淀区	179.00	94.50	13.43	5.53	6.07	178.00	16.93	16.47	16.77	13.90	-	-	8.80	4.50	5.60	4.60
	深圳市南山区	195.00	-	13.10	9.40	9.40	156.50	-	12.09	14.89	-	-	16.88	9.50	-	-	-
	上海市浦东区	210.00	73.36	13.99	8.33	8.80	-	18.00	18.00	22.80	18.50	-	15.80	-	-	-	-
	上海市黄浦区	191.00	118.00	14.65	7.60	7.60	174.07	6.90	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	上海市松江区	-	118.00	14.50	8.00	8.00	169.00	18.90	18.90	22.51	-	-	-	-	-	-	-
	上海市闵行区	188.00	96.00	14.26	8.17	7.73	173.14	17.23	17.23	17.23	17.83	10.50	18.40	9.00	4.25	6.30	-
上海市杨浦区	141.85	60.90	10.10	7.80	6.80	158.50	16.80	16.80	16.80	-	16.80	-	-	-	-	-	
新鲜度																	
10月1日-4日	湖北省恩施市	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
	天津市津南区	62.67	65.00	33.33	40.33	24.33	81.67	59.00	68.67	74.67	-	-	62.33	30.33	14.00	16.67	6.67
	浙江省绍兴市越城区	-	79.00	-	-	-	-	34.00	32.67	42.00	81.00	194.00	-	16.50	15.50	12.00	-
	山东省烟台市芝罘区	-	-	55.00	30.00	31.00	-	47.00	89.00	124.00	-	99.00	31.00	-	-	-	-
11月10日-17日	天津市津南区	95.67	-	49.67	45.67	32.33	128.50	46.67	53.00	80.00	70.00	96.00	60.33	10.67	13.00	12.00	10.50
	北京市西城区	87.00	-	29.33	56.33	47.67	73.00	59.67	34.67	50.33	87.00	-	78.00	1.00	12.00	10.33	-
	北京市海淀区	77.00	134.50	55.67	44.67	56.67	56.00	91.33	70.00	64.33	120.00	-	-	4.67	9.00	12.00	13.33
	深圳市南山区	64.00	-	70.00	57.00	56.67	158.00	-	55.33	66.00	-	-	39.00	9.00	-	-	-
	上海市浦东区	58.00	59.00	31.00	45.67	59.00	-	73.00	53.50	60.50	187.00	-	65.00	-	-	-	-
	上海市黄浦区	32.00	82.00	87.50	62.00	33.00	213.00	122.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	上海市松江区	-	134.00	83.00	64.00	30.00	51.00	152.00	121.00	58.00	-	-	-	-	-	-	-
	上海市闵行区	101.50	116.00	35.33	36.33	44.33	75.00	60.00	67.33	72.00	68.33	-	103.00	1.33	2.00	1.00	-
上海市杨浦区	100.00	132.00	95.00	104.00	126.00	192.50	66.00	21.00	31.00	-	65.00	-	-	-	-	-	

来源：草根调研，国金证券研究所

注：每个地区走访 3 家商超，价格和新鲜度取 3 家商超均值。

中岛类型：盐津铺子中岛铺设范围占优，整体促销、周转较为健康

- **盐津铺子：**走访地区中天津市津南区、深圳市南山区、上海市杨浦区有盐津铺子店中岛陈列。其中，天津市津南区促销力度在 85 折左右，其余地区促销力度较小。货龄基本在 2 个月以内，但上海市杨浦区货龄为 160 天。
- **甘源食品：**走访地区中仅天津市津南区、上海市杨浦区有铺设甘源店中岛。其中，老三样系列在以上 2 个地区均有铺设，但新品水果燕麦片系列在所

有走访地区中均没有店中岛陈列。老三样系列在天津市津南区有 95 折左右促销，上海市杨浦区没有促销活动。两地货龄均在 2 个月以内。

图表 13: 休闲食品店中岛类型主要品牌终端售价和周转情况汇总

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
11月10日-17日	天津市津南区	25.90	27.40	-
	北京市西城区	-	-	-
	北京市海淀区	-	-	-
	深圳市南山区	29.80	-	-
	上海市浦东区	-	-	-
	上海市黄浦区	-	-	-
	上海市松江区	-	-	-
	上海市闵行区	-	-	-
	上海市杨浦区	32.90	29.80	-
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
11月10日-17日	天津市津南区	54.00	56.50	-
	北京市西城区	-	-	-
	北京市海淀区	-	-	-
	深圳市南山区	55.00	-	-
	上海市浦东区	-	-	-
	上海市黄浦区	-	-	-
	上海市松江区	-	-	-
	上海市闵行区	-	-	-
	上海市杨浦区	160.00	58.00	-

来源：草根调研，国金证券研究所

注：每个地区走访 3 家商超，价格和新鲜度取 3 家商超均值。

趋势总结及投资主线

- 从草根调研来看，大部分品牌（洽洽、盐津、甘源）的价盘和周转都比较稳定；桃李的周转恢复仍在持续观察。当下建议关注提价的传导效应以及承压企业的边际好转：目前来看甘源的提价已在终端有所体现，预计洽洽的提价将在过年前有所体现。此外，今年由于消费疲软、商超人流量下滑等影响，部分小零食企业经营压力较大，但是从三季报中已经看到边际改善的趋势，建议持续关注盐津和甘源在四季度的动销情况，在今天的低基数下明年业绩有一定弹性空间。

风险提示

- **提价不能顺利传导的风险。**调味品、休闲食品大部分企业针对原材料价格上涨都出台了提价政策，但提价的传导性仍待观察，若不能顺利转嫁，在成本压力下企业的利润可能受到压缩。
- **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，影响餐饮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，而不应当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