



# 食品饮料行业研究

**买入（维持评级）**
**行业专题研究报告**

证券研究报告

**食品饮料组**

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：李本媛（执业 S1130523090002） 联系人：叶韬  
 liuchengqian@gjzq.com.cn libenyuan@gjzq.com.cn yetao@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君  
 chenyujun@gjzq.com.cn

## 春节调研反馈：动销回暖，分化延续

### 投资逻辑：

受春节错期影响，今年春节备货持续时间较长，节前渠道普遍反馈春节备货进度符合预期，库存处于合理范围。为持续跟踪终端动销，春节期间我们进行了返乡调研活动，持续追踪子板块价盘、动销、竞争等情况。调研区域覆盖广东、河南、山西、重庆等地 18 家商超及烟酒店，详细结论及投资建议如下。

**白酒板块：**今年春节白酒动销仍实现平稳正增长，略好于节前相对谨慎的市场情绪，其中高端酒&具备区域/香型禀赋的品牌动销占优，中低端普遍反馈较优。今年特征主要系节前需求释放时间较为充裕，年会、团拜等需求得到释放。从节前 1 周起，居民端需求释放逐渐抬头，伴随批价底部拐点回升，春节动销预期也有所回暖，节后渠道反馈再次印证了居民消费的强韧性，整体春节旺销兑现度不错。在整体实现平稳正增的背景下，区域内畅销品的表现会明显优于区域 beta，即品牌端动销的分化。此外，消费端呈现对性价比的青睐，更理性的消费情绪体现的是消费端对品牌“调性”的判断，不少名酒品牌在价格有所回落后动销能有较快起势。综合考虑品牌势能&产品势能，当下首选高端龙头&强势禀赋标的，关注赔率主线的弹性标的。

**高端酒：**兼顾竞争格局较优、动销韧性较佳，春节渠道普遍反馈仍有正增长，这与偏刚需的礼品需求&较高端的团拜、宴请等需求释放相关。节后普五、国窖批价延续了节前回暖的态势，后续对核心品批价仍需着重关注，茅台 1935 的放量策略对千元价位竞争格局也会有扰动，且节前普五、国窖对发货节奏均有调控。

**次高端酒：**节前团拜、年会、企事业单位招待等需求有所释放，春节动销较平稳。酒企在挤压下内卷，分化愈演愈烈，强势的全国化名酒&香型差异化品牌&区域优势品牌的动销明显优于泛区域性的全国化次高端、区域弱势品牌。汾酒势能仍然不俗，消费者自点持续提升。舍得、酒鬼等泛次高端酒企，节后补回款情况仍需观察，春节以库存去化为主。

**区域酒：**1) 分场景看，23 年春节缺失的企业团购、年会需求得以回补，大众需求崛起，家宴餐饮的频次和规模提升，婚宴高基数下相对疲弱。2) 分品牌看，分化在加剧，古井、今世缘采用更积极灵活的回款、促销政策，回款进度均快于往年（古井到 50%、今世缘到 40%，回款同比增速均在 20%多），动销匹配度高，库存保持在 2-3 个月，节后重点大单品价盘稳定性较好，市场份额进一步集中。

**啤酒：**从草根调研看，各家中高档大单品对比往年也针对消费者采取了更积极、多样的开瓶促销政策，如主题扫码促销活动、扫码抽取周末福定制金龙条等。1 月在春节错期+去年包袱不重的背景下，各家出货增长普遍都不错；2 月春节多地旅游、餐饮旺盛，或利好啤酒现饮场景恢复，目前终端收假后正在积极补库存。春节后包材、大麦采购落地将更明确成本改善的幅度（预计吨成本或进入下行区间），24Q3 低基数+奥运会刺激动销，啤酒业绩仍具备较强确定性。

**调味品：**行业经历去库存和内部调整后，具备低基数和补库存红利，从调研反馈来看春节期间价盘更稳定。原材料成本压力持续减轻，我们预计板块整体处于底部向上阶段，优先推荐内部治理改善、三年规划积极的龙二。复合调味品受益于餐饮客户定制需求增加及全国性口味的大菜品渗透率提升，看好 B 端大客户粘性较强的龙头企业。

**乳制品：**由于今年春节与去年错期以及放开后送礼需求的增加，我们认为 Q1 整体乳制品销售情况会表现较好，而原奶价格的下行或贡献一定的业绩弹性。中长期来看，乳制品需求总量持续增加，随着居民收入预期的改善，高端产品的占比有望持续提升，在需求端逐季改善的情况下，建议关注高股息龙头企业。

### 风险提示

经济恢复不及预期风险、区域市场竞争风险、食品安全问题风险、调研样本偏差风险



## 内容目录

一、白酒：春节旺销兑现高，名酒动销更进一步.....	4
二、啤酒：现饮场景恢复，中高档扫码促销手段更积极多样.....	9
三、调味品：促销力度收窄，货龄逐步改善.....	11
四、乳制品：促销力度维持，动销情况较好.....	13
五、风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1：白酒板块重点标的盈利预测.....	4
图表 2：24 年及可比 23/19 年全社会跨区域人员流动量.....	5
图表 3：春节前 15 天起百度迁徙数据情况.....	5
图表 4：哈尔滨烟酒店陈列情况.....	5
图表 5：山西长治烟酒店陈列情况.....	5
图表 6：2022 年至今飞天茅台批价走势（元/瓶）.....	6
图表 7：2022 年至今普五、国窖批价走势（元/瓶）.....	6
图表 8：2022 年至今非标茅台酒批价走势（元/瓶）.....	6
图表 9：2022 年至今千元价位酱酒单品批价走势（元/瓶）.....	6
图表 10：高端酒春节反馈梳理.....	7
图表 11：2020 年至今次高端酱酒批价走势（元/瓶）.....	7
图表 12：2020 年至今次高端清香&浓香单品批价走势（元/瓶）.....	7
图表 13：次高端酒春节反馈梳理.....	8
图表 14：区域酒春节反馈梳理.....	8
图表 15：广东商超陈列大量国际品牌/勇闯和哈啤小麦王有 1 元换购活动 /哈尔滨商超哈啤和喜力占据核心货架.....	10
图表 16：百润 RIO“3-5-8”矩阵陈列明显.....	10
图表 17：百润 RIO 陈列面积最大.....	10
图表 18：啤酒重点公司盈利预测.....	11
图表 19：海天陈列范围最大，SKU 最多.....	12
图表 20：海天具备单独陈列展架.....	12
图表 21：颐海海底捞品牌具备单独货架铭牌.....	12
图表 22：中式复调品牌较多，竞争格局激烈.....	12
图表 23：23-25 年调味品重点公司盈利预测.....	13
图表 24：特仑苏系列陈列情况.....	13



图表 25: 伊利产品陈列情况 .....	13
图表 26: 鲜奶各大品牌陈列基本相同 .....	14
图表 27: 酸奶陈列竞争激烈 .....	14
图表 28: 奶酪棒妙可蓝多优势较大 .....	14
图表 29: 其他奶酪产品 .....	14
图表 30: 乳制品重点公司盈利预测 .....	15



## 一、白酒：春节旺销兑现高，名酒动销更进一步

整体而言，我们认为今年春节白酒动销仍实现平稳正增长，略好于节前相对谨慎的市场情绪。复盘往年春节的特征：1) 21 年春节基调为就地过年，限制人员流动因此宴席、团拜等需求受限；2) 22 年春节基调为返乡过年，需求整体释放较好；3) 23 年春节基调为返乡回补，节前需求释放斜率高但时间短。

今年特征主要系节前需求释放时间较为充裕，年会、团拜等需求得到释放，但企业效益不一导致该需求回补斜率并不突出，因此节前平稳的动销释放让市场担忧该部分回补尚不及消费情绪、消费力承压致使的缺口。但从节前 1 周起，居民端需求释放逐渐抬头，伴随批价底部拐点回升，对春节期间动销预期也有所回暖，而节后的渠道反馈也再次印证了居民端消费的强韧性，整体兑现了不错的春节旺销。

在整体实现平稳正增的背景下，今年春节呈现的特征其中之一是需求的品牌化，即区域内畅销品的表现会明显优于区域 beta，即品牌端动销的分化。因此春节动销对 24 年后续经营研判的启发在于对泛区域内竞争格局态势的观察，强势品牌的量价策略对其余品牌的挤压性影响或更需关注，背后是消费者的强品牌认知、或是终端的强品牌推力，所谓品牌在区域内/行业内的“势能”会较关键，渠道、终端更青睐于“顺势而为”而非等待“枯木逢春”。

此外，消费端呈现对性价比的青睐也是今年春节呈现的特征，自上而下的次高端及以上消费降级与自下而上的区县市场消费升级并存。更理性的消费情绪下对白酒产品性价比的把握其实体现的是消费端对品牌“调性”的判断，因此强势品牌在其他相对较低价位的产品动销也不错；诸多渠道也反馈不少名酒品牌在价格有所回落后动销能有较快起势，即以价换量，相对比而言低线品牌产品即使折价，流动性仍较弱。

综合考虑品牌势能&产品势能，当下首选高端龙头（茅五泸）&强势禀赋标的（如次高端汾酒、徽酒&苏酒势能也不错），关注赔率主线的弹性标的。

图表1：白酒板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入（亿元）			YOY			归母净利润（亿元）			YOY			PE		
		23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
高端酒	贵州茅台	1495	1741	2005	17%	16%	15%	735	869	1011	17%	18%	16%	29	25	21
	五粮液	829	927	1035	12%	12%	12%	304	342	384	14%	12%	12%	17	15	14
	泸州老窖	312	375	450	24%	20%	20%	132	163	199	28%	23%	22%	17	14	11
次高端	山西汾酒	317	382	469	21%	21%	22%	106	132	165	31%	25%	24%	26	21	17
	酒鬼酒	25	31	39	-37%	22%	25%	5	7	9	-48%	28%	30%	34	26	20
	舍得酒业	70	83	99	16%	19%	18%	18	22	26	6%	21%	21%	14	12	10
	水井坊	50	58	68	6%	18%	17%	13	16	19	4%	23%	19%	18	15	12
地产酒	洋河股份	341	380	420	13%	11%	11%	106	117	131	13%	11%	12%	14	13	11
	古井贡酒	206	250	300	23%	21%	20%	45	58	73	44%	29%	25%	22	17	14
	今世缘	100	124	150	27%	23%	21%	32	38	46	26%	21%	21%	20	17	14
	迎驾贡酒	68	83	100	23%	22%	20%	23	28	35	33%	25%	23%	20	16	13
	伊力特	22	28	35	37%	28%	23%	3	5	6	96%	44%	30%	29	20	15

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 24 年 2 月 16 日）

具体而言：

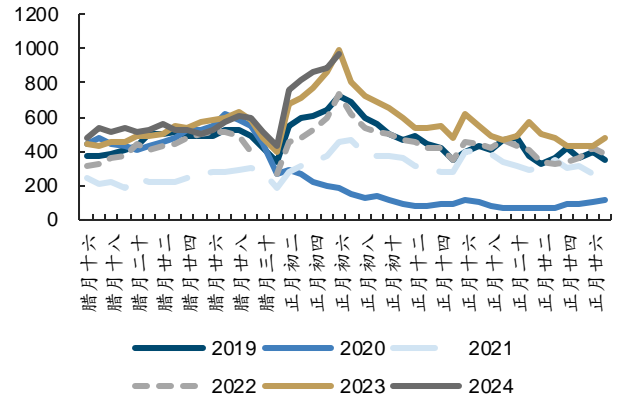
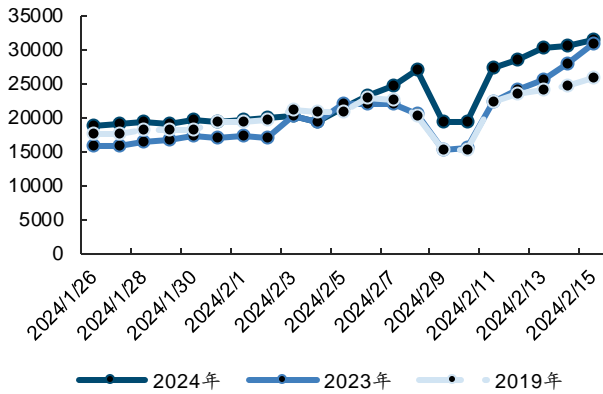
(1) 从人员流动情况来看：返乡基本已恢复常态化，这也与渠道反馈 300 元及以下的大众价位产品动销不错相匹配，对应的是走亲访友、亲朋聚饮需求的释放，这对于在区域内动销培育较优的地产酒会更有利，如江苏区域淡雅、海之蓝的动销反馈、安徽区域古 5、古 8、洞 6、洞 9 等反馈均不错。

但除个别区域外，该价位普遍产品竞争格局会相对分散，消费者的品牌黏性也并不牢固，因此酒企也普遍加大了春节期间对于终端、消费者的促销政策力度，意图通过强性价比、强终端推力来促动销，如郎牌特曲、五粮春等全国化品牌的低价位产品动销反馈也不错，终端铺市率持续提升。



图表2: 24年及可比23/19年全社会跨区域人员流动量

图表3: 春节前15天起百度迁徙数据情况



来源: 交通运输部, 国金证券研究所 (注: 单位为万人次, 数据截至 24 年 2 月 15 日)

来源: 百度迁徙, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年正月初六)

(2) 从走访的烟酒店反馈来看, 我们认为呈现如下特征: 1) 高档烟需求扰动对烟酒店现金流有一定影响; 2) 名酒价格透明下虽然毛利不高, 但周转高、库存有优势, 仍受烟酒店青睐, 且烟酒店特别是低线城市仍能观察到很多三四线白酒品牌; 3) 对 24 年仍持观望态度, 当下调货很便利, 销售仍普遍反馈会有压力。

图表4: 哈尔滨烟酒店陈列情况



来源: 国金证券研究所

图表5: 山西长治烟酒店陈列情况



来源: 国金证券研究所



此外，烟酒店包括渠道经销商也会有反馈日益庞大的线上白酒销售对线下传统渠道产生冲击。无论是线上的购物平台或是视频平台的直播带货，逐渐在分流线下白酒消费，特别是对于低线次高端及以下的产品，该部分需求的消费者价格敏感度会更高。

目前消费端开瓶扫码、BC 联动返利等信息化手段在行业内已逐渐普及，酒企利用各类工具更精准匹配区域供需、监管区域窜货等以维护价盘的能力仍待提升，线上销售的货源多源于渠道&终端店倒货，也有部分伪劣产品流通。

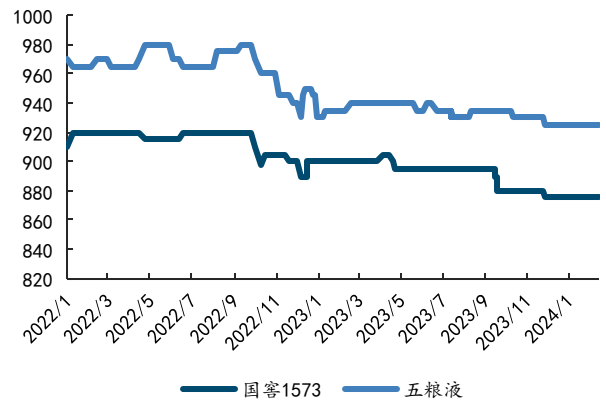
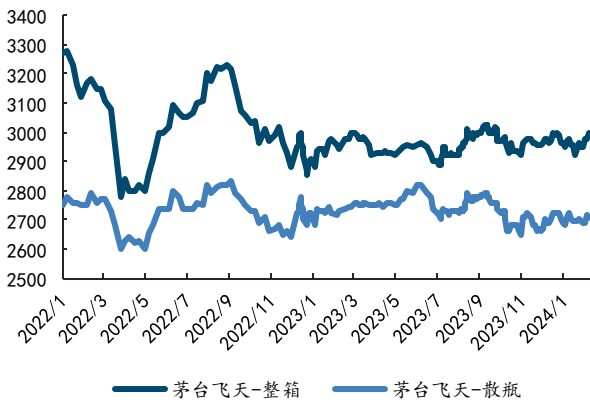
(3) 分子板块而言：

高端酒是兼顾竞争格局较优、动销韧性较佳的价位，春节渠道普遍反馈仍有正增长，这与偏刚需的礼品需求&较高端的团拜、宴请等需求释放相关。

从价格表现来看，节前1月中旬伴随渠道集中到货，普五、国窖批价均有所回落，但1月下旬起持续回升，节后亦仍较坚挺，目前普五批价 930-950 元，高度国窖批价 870-890 元。而飞天的批价节前&节后围绕 2700/3000 元上下波动有限，也表明了超高端需求的稳健，参考渠道反馈部分区域飞天在 1-2 月节奏有所前置（传统渠道全年配额不变），且龙茅普遍反馈春节档有增量投放，目前龙茅批价约 3500 元（23 年节后免茅批价 3600-3700 元，免茅回归 3200 元左右批价在 3 月后，龙茅批价回落节奏靠前预计也与增量投放相关）。

图表6：2022 年至今飞天茅台批价走势（元/瓶）

图表7：2022 年至今普五、国窖批价走势（元/瓶）

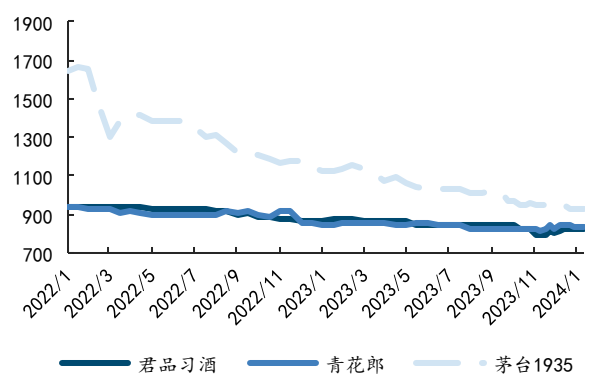
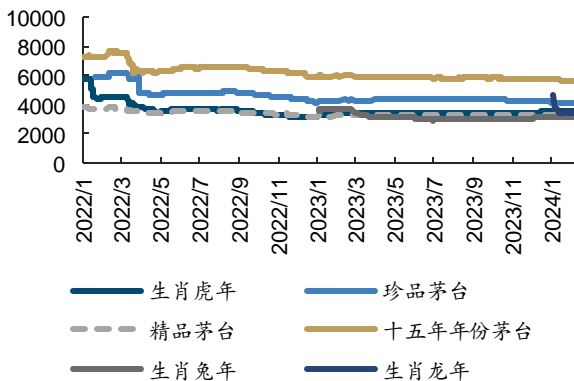


来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至 24 年 2 月 16 日）

来源：百荣酒价，国金证券研究所（注：数据截至 24 年 2 月 16 日）

图表8：2022 年至今非标茅台酒批价走势（元/瓶）

图表9：2022 年至今千元价位酱酒单品批价走势（元/瓶）



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至 24 年 2 月 16 日）

来源：酒价参考，国金证券研究所（注：数据截至 24 年 2 月 16 日）

我们认为，节后对于核心品批价仍需着重关注。节前渠道反馈五粮液已通知 2 月 5 日起对普五提价 50 元，因此在节前渠道普遍完成 60-80%回款，但发货进度预计在 40%左右，分渠道发货差异较高，目前库存普遍在 1 个多月。节后若普五供给有所调控，伴随提价逐步向下传导，预计批价仍能有所回升；相反，若酒厂密集投放尚未发货部分，本身淡季需求承接有限，对批价或有扰动。同时，我们预计二批等环节也仍有部分普五库存，节后礼赠等名酒回流至流通市场对批价的扰动也需关注。



除普五外，茅台 1935 的量价策略也会对千元价位的竞争格局产生扰动。目前茅台 1935 批价 920 元左右，对于按 1088 元打款的经销商而言倒挂明显，部分茅台经销商反馈计划外 1088 元配额 24 年仍有提升，但飞天充沛的渠道利差能维持渠道对茅台 1935 的代理情绪。根据反馈，茅台 1935 23 年销售端已达 110 亿，体量预计在 5000 吨+，短暂 2 年已成为千元价位 Top3 单品，且渠道反馈 24 年仍规划有一定增长，茅台 1935 的持续增量供给会对千元价位格局产生持续影响，特别是同香型酱酒青花郎、君品习酒。

此外，国窖在主销区反馈仍不错，特别是低度国窖在华北地区相对低基数下增速可观，库存去化情况略超预期。前期高度国窖通过返利前置刺激渠道回款成效不错，回款节前达成 35-40%，发货有所调控，对 23 年末库存也有所去化。在普五提价后，国窖的价格策略也值得关注，包括五码政策下渠道&终端实际的利润情况。

图表10：高端酒春节反馈梳理

板块	公司	批价	打款	发货政策	库存
高端酒	贵州茅台	飞天 2700/3000 元	1-2 月 25-30%	基本匹配，部分渠道 反馈 2 月仍有少量未 发货	较低
		龙茅 3500 元			
		精品 3300 元			
	五粮液	茅台 1935 920 元	60-80%	慢于回款，预计 40% 左右	>1 个月
		普五 930-950 元			
		低度 690 元			
泸州老窖	高度国窖 870-890 元	35-40%	慢于回款，预计 20%+	>2 个月	
	低度国窖 630 元				
	特曲 60 410-415 元				

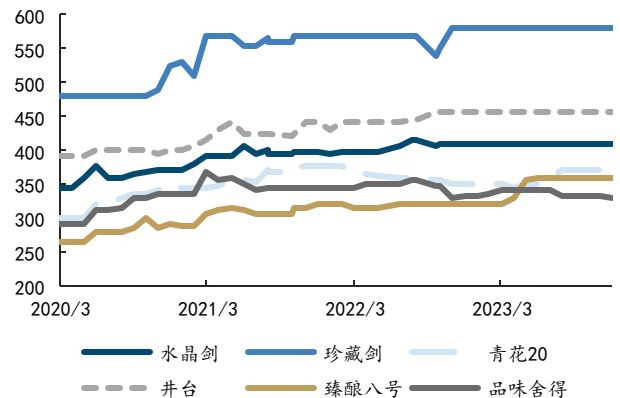
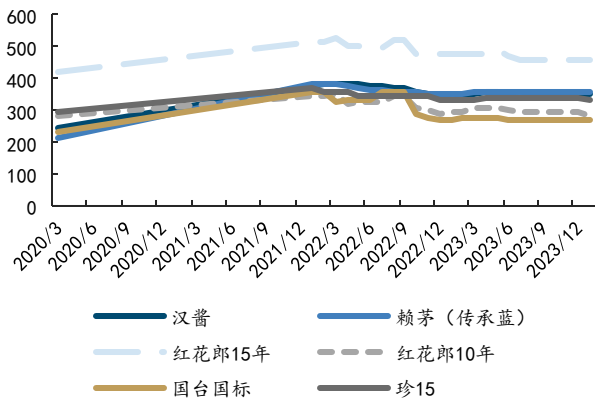
来源：国金证券研究所

对于次高端而言，酒企在挤压下内卷，分化愈演愈烈，包括全国化名酒与区域酒企的竞争，以及浓香与清香、酱香品牌的竞争。整体而言，春节强势的全国化名酒&香型差异化品牌&区域优势品牌的动销明显优于泛区域性的全国化次高端、区域弱势品牌，例如剑南春、红花郎、五粮春等全国化名酒动销反馈普遍不错，汾酒、珍酒等具备香型禀赋的品牌动销也可圈可点。汾酒的势能在次高端价位仍然不俗，消费者自点率持续提升，汾享礼遇模式下部分区域也反馈终端具有不错推力。节前汾酒回款完成 30-35%，预计 Q1 按节奏推进 40% 左右进度。

次高端产品的价格表现在节前与行业趋势基本一致，渠道旺季出货为主下批价会所回落，在节前陆续有所回升，例如青花 20 批价目前回升至 360 元及以上。此外，国台等酱酒产品在前期持续库存去化下批价也有所回暖，一定程度上目前次高端单品的价格性价比已经凸显，例如红花郎 10、国台国标批价不足 300 元。对于浓香型产品而言，水晶剑、品味舍得、臻酿八号等单品批价基本企稳。

图表11：2020 年至今次高端酱酒批价走势（元/瓶）

图表12：2020 年至今次高端清香&浓香单品批价走势（元/瓶）



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至 24 年 1 月）

来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至 24 年 1 月）



对于舍得、酒鬼等泛次高端酒企，节后补回款情况仍需观察，春节主要仍以库存去化为主。其中舍得部分春节回款前置至12月，因此1月初至今回款仅5-10%，持续观察3月补回款情况；酒鬼酒财年相对靠前，内参11月、酒鬼系列12月开启开门红回款，在首批回款基础上1月初至今也有部分回款，预计整体进度在20-30%；而水井坊财年进度仍稳步推进，24财年回款已达80%左右。此外，在一些根基不错的市场，泛次高端酒企的动销反馈也不错，例如舍得在川内、东北市场，酒鬼在湖南省内市场。

节前团拜、年会、企事业招待等需求有所释放，因此春节次高端动销在去年基数本身不高的前提下仍较平稳。次高端的需求场景主要为宴席、商务招待，24年宴席缺乏回补效应下增速会趋缓，因此需求弹性仍待观察商务氛围回暖情况。次高端价位的营销内卷格外突出，营销同质化、终端激励差异有限，份额的争夺更取决于销售团队的斗力。

图表13: 次高端酒春节反馈梳理

板块	公司	批价	打款	发货政策	库存
次高端	山西汾酒	青花30 780-800元	30-35%	略慢于回款	1-2个月
		青花20 360元+			
	舍得酒业	品味舍得 320元+	5-10%	基本匹配	>2个月
	水井坊	臻酿八号 310-315元	80% (FY24)	基本匹配	>2个月
		井台 425-430元			
	酒鬼酒	内参 770元	20-30%	基本匹配	3个月
红坛 290-300元					
珍酒李渡	珍 15 330-340元	20-30%	基本匹配	-	

来源：国金证券研究所

区域酒：1) 分场景看，23年春节缺失的企业团购、年会需求得以回补，大众需求崛起，家宴餐饮的频次和规模提升，婚宴高基数下相对疲弱。2) 分品牌看，分化在加剧，古井、今世缘采用更积极灵活的回款、促销政策，回款进度均快于往年（古井到50%、今世缘到40%，回款增速均在20%多），库存保持在2-3个月，重点大单品价盘稳定性较好，市场份额进一步集中。

古井：销售回款比例到50%（同比+25%左右，进度快于往年），其中省内进度55-60%、省外接近40%（江苏、河北相对快，Q1省外要求回到45%），经销商库存在2.5-3个月。分产品看，由于企业年会、采购等场景回补，且加大扫码红包随机翻倍政策，预计古8、古20增速接近整体，古16延续30-40%增速，古8及以下价格稳定，古20成交价对比节前有上升。

迎驾：回款到40-50%，合肥渠道回款增速30%以上，返乡潮下洞6、洞9出货速度较快，库存有增加5%，批价和成交价略有回落（批价一箱洞6 440、洞9 760），终端投入跟随古井在加大。

今世缘：回款进度到接近40%（达成2月20号回到35%的既定目标，苏中、苏南回款进度均较快），库存2-3个月，预计春节动销增长20%多。4K节前批价小幅上升到410-420，动销出货继续保持领先；V3在南京、淮安逐步起势。

洋河：当前回款到40%左右，针对年会有采取买3赠1的政策，南京渠道反馈梦6+动销基本持平、水晶梦+30%多、天+10%，水晶梦批价节前已从360-370上升至380-390。经销商库存在2-3个月，终端库存1个月。

图表14: 区域酒春节反馈梳理

板块	公司	批价	打款	发货政策	库存
苏酒	洋河股份	梦6+ 540-550	40%	慢于回款	2-3个月
		水晶梦 380-390			
		天之蓝 270			
		海之蓝 120			
	今世缘	V3 570	40%	基本匹配	2-3个月
		四开 410-420			
		对开 250-260			





板块	公司	批价	打款	发货政策	库存
徽酒	古井贡酒	古 20 540	50%	基本匹配	2.5-3个月
		古 16 320			
		古 8 200-220			
		古 5 115			
	迎驾贡酒	洞 20 540	40-50%	基本匹配	2-3个月
		洞 16 295			
		洞 9 190			
		洞 6 110			
	口子窖	口子 20 330	30%	基本匹配	2个多月
		口子 10 220			

来源：国金证券研究所

## 二、啤酒：现饮场景恢复，中高档扫码促销手段更积极多样

**陈列：**1) 由于还在啤酒消费淡季，样本商超货架陈列的主要还是主流大单品，例如：勇闯天涯、百威红罐、青岛经典等，货架上有很多连包、箱装规格方便囤货购买。2) 顺应过年送礼需求，各家有陈列礼盒装产品，如：青啤的鸿运当头礼盒、乐堡吉时行乐新年装。3) 各家主流的中高档单品出镜率均较高，广东样本商超中喜力、青岛经典、科罗娜、嘉士伯等连包规格占据货架，整箱的百威黑金和乌苏贴身摆放；旅游大热的哈尔滨的样本商超中喜力、哈尔滨小麦王、雪花纯生占据核心货架。

**促销：**除商场整体的满减活动外，今年春节能明显感受到啤酒厂商针对单品自身做的促销力度加大、形式更多样，方式包括开盖扫码红包、1元换购、抽奖手机金条等。例如：

1) 河南 24 年针对 superX、勇闯、清爽的 500ml、330ml 产品有 1 元换购 1 罐同品种的活动，综合中奖率在 23-48% 不等（综合中奖率大部分和 23 年一致，但勇闯 500ml 促销听装中奖率从 40% 降至 23%、清爽 330ml 罐装中奖率从 36% 降低至 23%）。费投向喜力倾斜，喜力听新增拉环扫码红包，扫码中奖率 95%，首听必中，整箱连扫综合可得 19 元现金红包。

2) 青岛山东 24 年起针对青岛纯生、白啤、经典 1903 提盒装开展主题促销活动，开盖扫码综合中奖率 99%，总奖金额约 1446 万元（对比 23 年的 1300 万元+11%）。

3) 重庆纯生、乐堡新年装均有扫码红包；乌苏 24 年新增新龙罐，扫码后可抽取周大福定制金龙条。

4) 哈啤小麦王有 1 元换购，百威红罐有扫码得 2 元红包（中奖率 40%，连扫 12 次必得 8 元红包）。

**价盘：**喜力除了哈尔滨的样本商超在做促销以外（单听 6.8 元），其他价格多在 8-10 元（与国庆的调研结果基本持平），在广东、重庆、河南样本商超的价格喜力都要高于百威经典 1-3 元，但在哈尔滨、山西的样本商超到手价喜力跟百威较接近。2) 样本商超中勇闯在 4.5-6.5 元、superX 在 4.8-7 元、雪花纯生 8-9 元、老雪 9 元；青岛经典在 5-7 元，青岛纯生 7-9 元、白啤 8-10 元（价格略有上升）；百威经典 7-9 元、乌苏在 7-9 元、U8 在 5.5-7.5 元，基本维持稳定。

### ■ 预调酒：行业动销偏弱，RIO 地位稳固

**陈列：**预调酒一般可占据一个单独货架，但面积远不如啤酒等其他饮料。Rio 作为龙头品牌陈列醒目且集中，多位于货架中心视觉焦点位置，三得利和乐怡、贝瑞甜心陈列面积次之。从铺货覆盖广度来看，Rio 在样本商超实现全覆盖，但三得利、贝瑞甜心等品牌在样本范围陈列内有小幅缺失。

**促销：**Rio 全系列价盘稳定，较前期“3-5-8”度矩阵陈列清晰，价格带间隔明显，样本商超范围内微醺、清爽、强爽保持正价销售，分别处于 6~7 元、7~8 元、12~13 元价位带。三得利和乐怡、贝瑞甜心促销力度加大，样本商超内分别以正价的 6 折/8 折销售。分价格段，Rio 微醺、清爽均价约 6-8 元，而相似规格大小的三得利和乐怡和贝瑞甜心的均价从之前的 10 元以上向 8~9 元靠拢。

**动销：**行业整体货龄偏长，动销情况一般。其中 RIO 具备小幅优势，其他品牌货龄更长。与前期调研相比，Rio 微醺、清爽货龄维持良性水平，大部分区域货龄甚至优于强爽。强爽、玻璃瓶、轻享罐货龄较长，样本商超范围内货龄均值在 4 个月以上。三得利和乐怡、



贝瑞甜心货龄普遍延长 1-2 个月。

图表15: 广东商超陈列大量国际品牌/勇闯和哈啤小麦王有 1 元换购活动/哈尔滨商超哈啤和喜力占据核心货架



来源: 国金证券研究所

图表16: 百润 R10 “3-5-8” 矩阵陈列明显



来源: 国金证券研究所

图表17: 百润 R10 陈列面积最大



来源: 国金证券研究所

■ 分公司看

青岛啤酒: 我们预计 Q4 减亏 (产品结构升级+ASP 低基数带动吨价表现较好, 叠加关厂裁员一次性费用较少、成本也全年最优), 判断 1 月销量微增, Q1 高基数下销量或承压, 但结构仍向好 (24 年目标青岛品牌小双位数增长、白啤 30%增长, 总量低个位数增长), 继续推进普低档产品优化。

华润啤酒: 我们预计 Q4 销量+2%, 23 年吨价预计增长不到 4%, 销量+0.5%, 啤酒收入增速约 4%多, 白酒收入不足 20e; 啤酒毛利率提升 1.5pct 以上, 销售费率变动不大, 预计啤



酒业务核心利润+14-15%到 52e；白酒归属于上市公司净利润在 1-2kw。24 年目标总量低单位数增长、次高增速 15%+，喜力增速 20-30%，纯生和 SX 双位数增长。渠道调研反馈，1 月低基数下总量、次高增长良好，后续将积极推动 SuperX 的焕新上市。

重庆啤酒：已发布业绩预告，Q4 营收同比-3.8%、归母净利-749 万元（由盈转亏），23 年收入+5.5%、归母利润+5.8%至 13.37e。Q4 量+4.7%（对比 21Q4 下滑 7%）、吨收入-8%（对比 21Q4 持平），系货折投入、结构等扰动。24 年量+4.9%、吨收入+0.6%，我们预计 23 年乌苏+2%至 80 万吨左右（疆内双位数增长、疆外下滑接近 10%），乐堡+8%、重庆+4%、1664 下滑中个位数、嘉士伯双位数增长，吨成本同比+3%多使毛利率下滑 1pct 多。我们判断，24 年 1 月销量或接近双位数增长（低基数+春节错期），其中 1664 低基数下高增，疆外乌苏承压、疆内乌苏仍表现较好，预计 24 年量价齐升，关注成本、渠道端的改善。

燕京啤酒：Q4 销量或下滑，已发布业绩预告，23 年归母利 5.75-6.85e，我们预计 Q4 有望减亏。U8 23 年 54 万吨，24 年目标增速低于 30%做到 60 多万吨，渠道反馈预估 1 月总量中大个位数增长，U8 进度与全年目标基本吻合。

1 月在春节错期+去年包袱不重的背景下，各家出货增长普遍都不错；2 月春节多地旅游、餐饮表现旺盛，或利好啤酒现饮场景恢复，目前终端收假后正在积极补库存。各家对比往年也针对消费者采取了更积极主动、更多样的开瓶促销政策（如：扫码红包、抽奖手机金条、1 元换购等），主要重点倾斜向喜力、青岛中高端、百威红罐、乌苏等核心单品。春节后包材、大麦采购落地将更明确成本改善的幅度（预计吨成本或进入下行区间），24Q3 低基数+奥运会刺激动销，啤酒业绩仍具备较强确定性。推荐青啤（24 年 A 股 21X、港股 13X）、华润（24 年 16X），关注燕京（24 年 28X）、重啤（24 年 19X）。

图表 18：啤酒重点公司盈利预测

总市值	公司简称	收入 (亿元)				收入增速				归母净利润 (亿元)				利润增速			PE		
		22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	
1066	青岛啤酒	322	340	358	375	6%	5%	5%	37	44	51	59	18%	17%	15%	24	21	18	
678	青岛啤酒股份	322	340	358	375	6%	5%	5%	37	44	51	59	18%	17%	15%	16	13	12	
933	华润啤酒	353	393	420	447	11%	7%	6%	43	50	59	69	16%	17%	17%	19	16	14	
280	重庆啤酒	140	148	156	165	6%	5%	5%	13	13	15	16	6%	9%	8%	21	19	18	
250	燕京啤酒	132	146	159	170	11%	9%	7%	4	6	9	12	79%	43%	33%	40	28	21	

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截止至 2 月 17 日）

### 三、调味品：促销力度收窄，货龄逐步改善

#### ■ 基础调味品

陈列：海天、恒顺在走访样本商超中陈列齐全，而厨邦在西、北部存在鸡精鸡粉等品类缺失。相较前期调研，我们发现千禾终端覆盖度得到明显提升，其中味极鲜、零添加 180 天主力单品在样本范围内均有陈列，而醋、料酒覆盖度仍较低。分品类来看，1) 酱油方面，海天陈列面积最大，且品类丰富度最高、陈列集中。李锦记、千禾细分赛道龙头陈列较广，而厨邦、太太乐、欣和等样本范围内均有不同程度缺失。2) 醋方面，地域性品牌和全国性品牌正面交锋，其中恒顺具备明显优势，旗下中高端产品陈列齐全。千禾零添加糯米香醋仅覆盖半数样本商超。3) 其余品类中，料酒、蚝油以海天表现突出为主，鸡精、鸡粉以太太乐等品牌为主，厨邦覆盖度较低。

促销：此次春节调研期间基础调味品整体促销活动较少，各地热门单品&小品类终端价盘稳定，常规大单品如海天金标生抽、千禾零添加 180、恒顺镇江香醋等普遍以正价销售。1) 酱油方面，零添加酱油价盘恢复，与同规格普通产品相比高约 1-2 元，海天/千禾分别以 500ml/1L 不同规格、价位带为主推产品。常规生抽、老抽、味极鲜等产品价盘稳定，价格梯队明显。2) 醋、料酒局部地区存在促销活动，并以非核心品类为主，如恒顺白醋、千禾零添加料酒在样本商超中均存在不同程度的折扣（6-8 折不等）。

动销：从产品角度看，核心单品及零添加产品货龄更短，普遍较同品牌非热门单品货龄新鲜 0.5~1 个月。从品牌角度看，千禾货龄最为新鲜，平均控制在 2 个月内。其余如海天、厨邦、恒顺等动销情况良好，货龄大多集中在 3 个月内。1) 酱油方面，海天货龄较前期调研更为健康，甚至大部分区域货龄优于厨邦和李锦记。其中零添加酱油货龄明显优于味极鲜、普通生抽等。2) 其他品类方面，各家主打优势品类货龄新鲜，如恒顺香醋、海天蚝油、厨邦鸡精鸡粉等产品动销远好于竞品。



图表19: 海天陈列范围最大, SKU最多



图表20: 海天具备单独陈列展架



来源: 国金证券研究所

来源: 国金证券研究所

■ 复合调味品

陈列: 龙头品牌的核心单品如天味(好人家牛油底料)、颐海(海底捞清汤底料)在各地样本商超均有陈列,而非核心单品有缺失现象,如天味不辣汤、颐海中式复调等品类。小众品牌具备明显地域分化,且货龄差异较大,表明复调品牌全国化仍在进行中,竞争格局仍激烈。在火锅底料方面,颐海在样本区域实现全覆盖,天味部分品类缺失,桥头、名扬、德庄仅在重庆地区陈列面积较大。中式复调方面,总体陈列面积较小,多交叉在火锅底料货架,其中天味酸菜鱼、颐海麻辣香锅铺货率最高,其他小品牌或者白牌亦占据半数货架空间,竞争格局更为激烈。

促销: 步入消费旺季,复调整体促销力度较基调更高。从品类来看,各家热门单品促销力度较大,如天味中式复调、颐海火锅底料。分品牌来看,颐海促销力度最大,或与前期降价执行滞后有关,火锅底料/中式复调品类具备8-9折/7-8折活动。天味促销力度持续收缩,底料类产品价盘稳定,仅酸菜鱼、麻辣香锅等中式复调品类局部地区具备小幅促销活动。其他区域性品牌以火锅底料为主,近年来处于收缩态势,价盘相对稳定。

动销: 各品牌、单品之间货龄分化较为明显,总体来看火锅底料类产品货龄优于中式复调类约1个月,主要系火锅底料步入销售旺季。品牌之间以颐海货龄最为新鲜,基本控制在2个月内,主要系颐海渠道价盘管控较为严格。1) 火锅底料方面,以西南大本营来看,天味货龄高于颐海、桥头、名扬等品牌。其他区域来看,天味货龄仅高于颐海,低于地域性品牌。2) 中式复调方面,不同产品分化明显,如酸菜鱼、麻辣香锅单品货龄最短,天味货龄较颐海仍具备小幅优势。

图表21: 颐海海底捞品牌具备单独货架铭牌



图表22: 中式复调品牌较多, 竞争格局激烈



来源: 国金证券研究所

来源: 国金证券研究所



投资建议

行业经历去库存和内部调整后，具备低基数和补库存红利，从调研反馈来看春节期间价盘更稳定，且龙头企业去库存进展顺利。伴随着原材料成本压力持续减轻，我们预计板块整体处于底部向上阶段，优先推荐内部治理改善、三年规划积极的中炬。复合调味品受益于餐饮客户定制需求增加及全国性口味的大菜品渗透率提升，看好B端大客户粘性较强的龙头企业。

图表23: 23-25年调味品重点公司盈利预测

公司名称	收入 (亿元)			YOY			归母净利润 (亿元)			YOY			PE	
	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	24E	25E
海天味业	256	283	312	0%	11%	10%	59	66	73	-5%	12%	12%	32	28
中炬高新	53	61	70	-2%	15%	15%	16.53	7.3	9.0	扭亏	/	23%	26	21
千禾味业	32.4	39.1	46.1	33%	20%	18%	5.5	6.8	8.2	61%	23%	20%	23	19
颐海国际	61.3	70.3	80.3	0%	15%	14%	8.2	9.3	10.9	10%	14%	17%	12	10
天味食品	31.4	36.9	43.2	17%	18%	17%	4.5	5.5	6.5	32%	21%	19%	24	21

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 股价截至 2024 年 2 月 8 日, 中炬 23 年考虑诉讼预提负债冲回)

四、乳制品：促销力度维持，动销情况较好

■ 常温奶

促销：常温奶整体价盘相对稳定，进入节假日消费旺季，多数产品处于打折状态；从陈列上看高端产品占据主要展示位置，高端有机产品促销活动相对更少。分价格段来看，伊利基础白奶价盘稳定，金典纯牛奶与有机产品稳中有升；蒙牛特仑苏有机系列价盘稳中有升，其余产品价盘稳定。

动销：动销方面整体出现改善，伊利延续动销优势，高端产品在节假日动销更好。常温白奶动销情况优于酸奶，白奶平均货龄不到 2 个月，高端产品货龄略低于普通产品，其中金典与特仑苏货龄均有所下降，金典货龄明显优于特仑苏。酸奶平均货龄 3 个月左右，安慕希整体货龄优于纯真，安慕希 MAX 货龄表现最好。

竞争格局：从各个超市陈列情况来看，伊利覆盖率较其他品牌存在优势，而在产品终端售价上来看，虽然多数产品均处于折扣状态，蒙牛产品折后价格较伊利略低。从产品角度来看，金典与特仑苏系列铺货面积较大，酸奶产品安慕希占据较大陈列面积，常温奶领域两大龙头基本占据主要陈列位置。

图表24: 特仑苏系列陈列情况



来源: 国金证券研究所

图表25: 伊利产品陈列情况



来源: 国金证券研究所

■ 低温奶

促销：从价格角度看，低温鲜奶促销力度基本维持，分公司来看伊利鲜牛奶屋顶装促销力度较上次调研缩小，蒙牛与光明促销力度略有增加，但是整体来看终端报价基本保持稳定，折扣较常规时间差别不大，高端产品折扣较少。酸奶方面，整体价盘稳定，伊利、蒙牛较君乐宝促销活动较少，卡士等其他品牌酸奶折扣较多。



**动销：**低温产品动销持续表现优秀，主要产品货龄均维持在一周以内，鲜奶方面伊利整体表现更优，多个超市可以看到3天左右新鲜度的产品；酸奶方面货龄均较为新鲜，不同品牌之间差异较小。

**竞争格局：**低温奶从铺货层面来看竞争更加激烈，鲜奶方面伊利、蒙牛、光明等品牌在大型超市中覆盖率相差不大，而在中型超市中鲜奶品牌种类更多；酸奶产品竞争较鲜奶更加激烈，龙头在大型商超中存在一定的铺货优势，但是在中型超市中各个品牌陈列面积相差不大。

图表26：鲜奶各大品牌陈列基本相同



图表27：酸奶陈列竞争激烈



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

■ 奶酪

**促销：**从价格方面来看，常温奶酪棒与低温奶酪棒促销力度与前期变化不大，整体价盘基本保持稳定，多数奶酪制品基本保持原价，伊利与妙可蓝多产品价格缩小但仍有差距。

**动销：**动销方面奶酪棒产品妙可蓝多表现最优，伊利产品货龄与妙可蓝多产品货龄相差不大，低温奶酪棒动销表现优于常温产品，整体呈现下降趋势。

**竞争格局：**奶酪棒产品妙可蓝多铺货面积最大，基本占据主要陈列位置，目前中型超市中奶酪制品品类丰富度有所增加，随餐&原料&零食类奶酪铺货面积较之前有所增加，品牌竞争略有增加。

图表28：奶酪棒妙可蓝多优势较大



图表29：其他奶酪产品



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

■ 投资建议

从调研反馈来看，乳制品价盘整体表现稳中有升，终端动销呈现好转态势，高端产品表现较优。我们认为乳制品需求正在逐步改善，由于今年春节与去年错期以及放开后送礼需求的增加，我们认为一季度整体乳制品销售情况会表现较好，而原奶价格的下行或贡献一定的业绩弹性。中长期来看，乳制品需求总量持续增加，随着居民收入预期的改善，高端产品的占比有望持续提升，在需求端逐季改善的情况下，建议关注龙头企业。


**图表30：乳制品重点公司盈利预测**

公司名称	收入（亿元）		收入增速（YOY）		归母净利（亿元）		利润增速（YOY）		PE	
	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
伊利股份	1281.43	1373.32	4%	7%	105.74	117.54	12%	11%	16	15
妙可蓝多	41.35	49.87	-14%	21%	0.60	1.75	-56%	191%	113	38

来源：Wind，国金证券研究所（PE采用2月8日收盘价）

## 五、风险提示

- 1、经济恢复不及预期风险：经济恢复不及预期将显著影响整体消费情绪释放节奏。
- 2、区域市场竞争风险：若区域市场竞争加剧，将影响厂商费用投放节奏。
- 3、食品安全问题风险：食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。
- 4、调研样本偏差风险：此次调研范围存局限性，样本情况与整体情况或有差异。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。





**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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究