

食品饮料行业深度报告

大众品春节调研反馈：乳制品旺销，基调稳健、复调龙头亮眼

增持（维持）

2024年02月21日

证券分析师 孙瑜

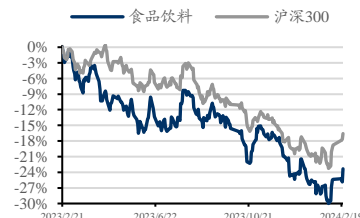
执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

投资要点

- 礼赠需求旺盛，液奶春节旺销，奶酪格局改善
- 1、液奶春节动销旺盛，龙头销售策略分化：1) 堆头陈列：龙头重点布局礼赠品类，积极抢占货架堆头，伊利产品陈列中金典和安慕希占比相当，蒙牛陈列重心则在特仑苏。2) 促销力度：伊利不同产品均有促销，金典促销力度较大，蒙牛价盘同比提升，促销政策收紧，龙头促销力度分化主因销售策略分化，伊利销售人员直接监督经销商费用使用和终端活动开展，终端直接减促力度较大，蒙牛则侧重于修复特仑苏渠道利润和价格体系，在经销商层面给予更多补贴和费用。3) 渠道操作：除传统买赠促销外，春节期间乳企还进行了室外大棚陈列、千箱堆、抽奖等促销活动，减促活动更贴近消费者。
- 2、奶酪竞争格局缓和，新鲜度同比改善：1) 竞争格局：春节期间华东地区妙可蓝多货架陈列占比高于其他品牌，对比23年春节，恩泽宝、妙飞等品牌陈列减少，竞争格局缓和。2) 新鲜度：24年春节妙可、百吉福货龄均在1月左右，产品新鲜度同比改善，行业库存较为健康。3) 促销力度：24年春节伊利、百吉福奶酪棒折扣率同比收缩、价盘回升，妙可蓝多促销力度较大。
- 基础调味品动销稳健，复调龙头动销旺盛。
- 1、基础调味品动销稳健，健康化趋势显著：1) 陈列&促销：春节期间海天、千禾、欣和均加大零添加、有机等健康产品推广力度，健康类产品折扣率高于普通产品；厨邦则重点发力厨邦酱油等主推产品，减促力度大于其他品牌，销售策略积极。2) 新鲜度：春节期间海天产品新鲜度同比改善，货龄多在3个月以内，当前公司库存正常；千禾货龄较23年有所增加，但依然处于正常水平，当前渠道库存1.6个月，渠道动力足。3) 动销：千禾货架较空，部分产品缺货，动销表现较好。
- 2、复合调味品品类丰富度提升，龙头动销亮眼：1) 品类丰富度提升：传统品牌占据货架陈列主要位置，但部分小品牌货架陈列同样醒目，产品主要为冷泡汁、拌料汁、泰式底料等新风味，产品包装也更为时尚。2) 新鲜度：复调产品货龄普遍在3个月以内，行业库存较为健康。3) 动销：华东地区颐海国际不辣汤、天味手工牛油火锅底料等龙头主力产品均有缺货，龙头动销较旺。4) 促销力度：复调折扣率低于基础调味品，价盘坚挺预计主因需求旺盛。
- 投资建议：
- 1) 乳制品：礼盒装超预期下预计24年春节期间乳制品龙头伊利终端动销有望同比增长双位数，当前库存良性，开门红下全年收入有望实现稳健增长，重点推荐业绩稳健、低估值高股息龙头伊利股份。
- 2) 基础调味品：我们预计海天24年1-2月终端动销同比增长个位数，中炬24年1-2月发货端同比增长双位数，千禾23Q4+24Q1收入端合计有望在高基数上同比实现正增长。推荐改革红利持续释放的中炬高新、终端调研中动销势能较强的千禾味业。
- 3) 复调：预计天味24年1月出货有望同比增长双位数；颐海国际第三方同比增长较好、关联方春节表现超预期，24年1月收入有望同比增长双位数。推荐动销改善、24年有望开拓小B端新渠道的天味食品，春节动销表现积极的颐海国际。
- 风险提示：餐饮复苏不及预期、成本端压力上涨风险、竞争格局恶化、消费力恢复不及预期、食品安全问题

行业走势



相关研究

《动销韧性凸显，大众消费活跃——食品饮料2024春节旺季点评》

2024-02-19

《23Q4 食品饮料基金持仓分析：酒类持仓环比下降，大众品持仓略升》

2024-01-29

内容目录

1. 乳制品：礼赠需求旺盛，液奶春节旺销，奶酪格局改善	4
1.1. 液奶：春节动销旺盛，龙头销售策略分化	4
1.2. 奶酪：行业竞争格局缓和，新鲜度同比改善显著	5
2. 调味品：基础调味品动销稳健，复调龙头动销旺盛	6
2.1. 基础调味品：动销稳健，健康化趋势显著	6
2.2. 复合调味品：品类丰富度提升，龙头动销亮眼	8
3. 投资建议：看好乳业龙头价值回归，精选调味品强动销个股	9
4. 风险提示	10

图表目录

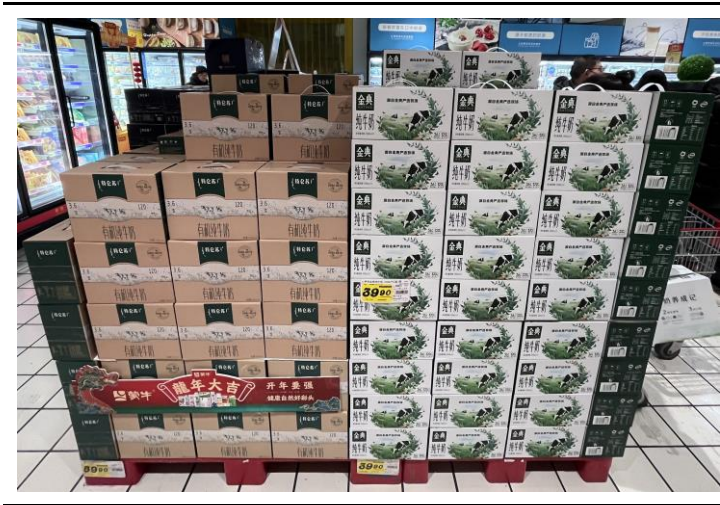
图 1:	24 年春节期间商超高端白奶堆头.....	4
图 2:	24 年春节期间商超常温酸堆头.....	4
图 3:	24 年春节期间伊利亚慕希新品室外堆头.....	5
图 4:	24 年春节期间伊利金典进行抽奖促销.....	5
图 5:	24 年春节期间商超奶酪棒货架陈列.....	5
图 6:	24 年春节期间海天商超陈列位置较好.....	7
图 7:	24 年春节期间欣和六月鲜零添加减盐产品堆头.....	7
图 8:	23/24 年春节酱油主要产品生产日期对比	8
图 9:	24 年春节期间千禾货架较空.....	8
图 10:	24 年春节期间拌汁类新产品货架陈列醒目	8
表 1:	23/24 年春节期间主要乳制品产品价格对比 (元/提)	4
表 2:	23/24 年春节期间奶酪棒产品新鲜度和折扣率对比 (元/包)	6
表 3:	24 年春节期间酱油货龄、价格 (元/瓶) 及折扣率对比	7
表 4:	24 年春节期间复调主要产品价格 (元/包) 及折扣率对比	9

1. 乳制品：礼赠需求旺盛，液奶春节旺销，奶酪格局改善

1.1. 液奶：春节动销旺盛，龙头销售策略分化

春节期间龙头重点布局礼赠品类，积极抢占货架。草根调研反馈，春节期间乳制品龙头积极抢占货架和堆头，伊利、蒙牛在商超陈列中占比相当，合计占比超过 80%，光明、德亚、认养一头牛等品牌陈列占比较小。考虑到春节期间礼赠需求旺盛，龙头重点布局高端白和常温酸等礼赠品类，均赠送礼品袋以吸引消费者。横向对比看，伊利产品陈列中，高端白奶金典和常温酸奶安慕希占比相当，蒙牛陈列重心则在特仑苏。

图1：24年春节期间商超高端白奶堆头



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图2：24年春节期间商超常温酸堆头



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

龙头促销力度不一，销售策略分化。横向对比促销力度，24年春节期间，伊利不同产品均有促销，蒙牛产品促销较少，以高端白为例，特仑苏纯奶价盘高于金典纯奶且无折扣。对比23年春节，24年春节期间伊利基础白奶和金典价盘同比下降，折扣率同比提升，安慕希价盘较为坚挺，而蒙牛价盘同比提升，折扣率同比收窄，促销政策收紧。我们认为伊利蒙牛春节促销力度分化主因销售策略分化，23年以来伊利液奶销售重心在于拉动金典动销，公司销售人员直接监督经销商费用使用和终端活动开展，终端直接减促力度较大，而蒙牛则侧重于修复特仑苏渠道利润和价格体系，在经销商层面给予更多补贴和费用，增厚经销商利润。

表1：23/24年春节期间主要乳制品产品价格对比（元/提）

产品	规格	24年春节		23年春节	
		折后价	折扣率	折后价	折扣率
伊利	安慕希 PET	59.9	91%	58.5	75%
	伊利利乐包纯	59.9	95%	63.8	95%
	金典纯	39.9	94%	47.4	95%
	金典有机	59.9	79%	59.9	100%
蒙牛	特仑苏纯	49.9	100%	49.9	77%

	特仑苏有机纯	250ml*12	59.9	83%	59.99	79%
	纯甄利乐钻	200g*10	39.9	100%	37.9	95%
光明	光明优+纯牛奶	250ml*10	48.75	75%	38.6	95%
	莫斯利安利乐钻	200g*12	44.5	95%	39.9	70%

数据来源：草根调研，东吴证券研究所

龙头重点发展健康化新品，渠道操作更多元化。24 年春节期间龙头继续推广零蔗糖、活性益生菌等健康产品，如伊利重点推广 23 年上市的安慕希益生菌新品（行业内首个常温活性益生菌酸奶），产品健康化趋势延续。从渠道操作上看，除了传统的买赠促销，24 年春节乳企还进行了室外大棚陈列、千箱堆、抽奖等促销活动，形式多样，减促活动更贴近消费者。

图3：24 年春节期间伊利安慕希新品室外堆头



数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

图4：24 年春节期间伊利金典进行抽奖促销



数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

1.2. 奶酪：行业竞争格局缓和，新鲜度同比改善显著

奶酪棒竞争格局改善，龙头积极布局货架。草根调研反馈，24 年春节期间华东地区奶酪货架陈列主要以妙可蓝多、伊利、百吉福、奶酪博士为主，其中妙可蓝多货架陈列占比高于其他品牌，产品除奶酪棒外还有马苏里拉奶酪等，SKU 更为丰富。对比 23 年春节，恩泽宝、妙飞等品牌陈列减少，反映出奶酪棒竞争格局缓和。

图5：24 年春节期间商超奶酪棒货架陈列



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

新鲜度同比改善显著，品牌促销力度减弱。对比 23 年春节，24 年春节期间奶酪棒产品货龄均更为新鲜，妙可、百吉福货龄均在 1 月左右，伊利产品货龄略大。我们认为 24 年春节期间奶酪棒新鲜度同比改善主因消费环境疲软+行业格局改善下，奶酪企业注重维护渠道体系健康，行业库存清理进入尾声。从促销力度上看，24 年春节期间伊利、百吉福奶酪棒折扣率同比收缩、价盘回升，妙可蓝多促销力度较大。

表2: 23/24 年春节期间奶酪棒产品新鲜度和折扣率对比 (元/包)

	24 年春节				23 年春节			
	规格	生产日期	折后价	折扣率	规格	生产日期	折后价	折扣率
妙可蓝多奶酪棒	420g	2024.1.20	43.9	73%	420g	2022.12	49.9	71%
伊利伊家好奶酪棒	350g	2023.10.8	59.9	100%	360g	2022.8	39.9	71%
百吉福棒棒奶酪	400g	2024.1.3	59.9	100%	400g	2022.8	46.9	59%

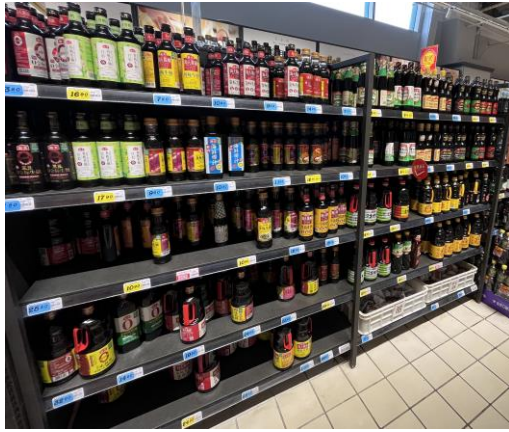
数据来源：草根调研，东吴证券研究所

2. 调味品：基础调味品动销稳健，复调龙头动销旺盛

2.1. 基础调味品：动销稳健，健康化趋势显著

C 端健康化产品堆头陈列增加，促销力度高于普通产品。草根调研反馈，24 年春节期间酱油品牌陈列中海天依然占据显眼位置，李锦记、千禾、厨邦等品牌陈列占比相当。产品方面，酱油陈列依旧以大包装产品为主，海天、千禾、欣和均加大零添加、有机等健康产品推广力度，健康类产品折扣率高于普通产品，其中欣和针对零添加+减盐产品重点推进堆头陈列，终端销售人员积极。厨邦重点发力厨邦酱油等主推产品，减促力度大于其他品牌，我们认为主因公司渠道改革下销售策略更为积极，渠道调研反馈，24 年春节厨邦给予经销商开门红激励，经销商积极性较高。

图6：24年春节期间海天商超陈列位置较好



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图7：24年春节期间欣和六月鲜零添加减盐产品堆头



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

表3：24年春节期间酱油货龄、价格（元/瓶）及折扣率对比

		规格	生产日期	折后价	折扣率
海天	海天金标生抽	500ml	2023.11.29	9.9	100%
	海天特级味极鲜	1.28L	2023.11.27	24.5	100%
	海天生鲜味生抽	480ml	2023.12.2	7.5	100%
	海天0金标生抽	1.9L	2023.11.27	24.9	69%
	海天零添加味极鲜酱油	1.6L	2023.9.23	32.9	100%
	海天零添加草菇老抽	1.9L	2024.1.15	29.9	100%
	海天有机老抽	500ml	2023.11.18	17.9	85%
李锦记	李锦记特级味极鲜	1.75L	2023.11.14	23.8	82%
	李锦记薄盐生抽	1.28L	2023.12.2	24.9	100%
	李锦记精选生抽	1.75L	2023.12.20	21.1	80%
千禾	千禾零添加 180天	1.8L	2023.9.27	36.9	77%
	千禾零添加 280天	1L*2	2023.9.27	39.9	67%
	千禾零添加 380天	1L	2024.1.3	32.9	84%
	千禾鼎鼎鲜 135 生抽酱油	1L	2023.9.6	20.9	84%
中炬	厨邦酱油	1.25L	2023.10.6	23.9	96%
	厨邦金品生抽	1.25L	2024.1.17	16.9	89%
	厨邦味极鲜酱油	1.25L	2024.1.17	16.9	77%
	厨邦鲜味生抽	1.9L	2023.10.16	16.9	89%
	厨邦美味鲜酱油	760ml	2023.11.2	14.9	93%
欣和	欣和六月鲜减盐特鲜酱油	880ml*2	2024.1.11	27.9	100%
	欣和0添加特级鲜生抽	1.8L	2023.10.14	20.9	68%
	欣和零添加特级酱油	1.8L	2023.12.13	29.9	100%

数据来源：草根调研，东吴证券研究所

海天新鲜度改善，千禾动销旺盛。草根调研反馈，24年春节期间海天产品新鲜度较23年改善显著，货龄多在3个月以内，我们认为主因公司23年以来持续进行渠道改革，强化库存管理和终端动销监控，当前公司库存位于正常水平，未来随着终端补货，公司

库存有望进一步改善；千禾货龄较 23 年有所增加，但依然处于正常水平，当前渠道库存 1.6 个月，渠道动力仍足。横向对比动销，千禾货架较空，部分产品缺货，动销表现较好，我们认为主因添加剂事件后消费者对零添加概念认知度提升，千禾乘行业东风推广性价比零添加产品，发展势能强劲。

图8: 23/24 年春节酱油主要产品生产日期对比

品牌	产品	24年春节	23年春节
海天	海天金标生抽	2023.11.29	2022.5.21
	海天特级味极鲜	2023.11.27	2022.9.18
	海天鲜味生抽	2023.12.2	2022.10.7
	海天0金标生抽	2023.11.27	2022.11.9
千禾	千禾零添加180天	2023.9.27	2022.12.2
	千禾零添加280天	2023.9.27	2022.11.1
	千禾零添加380天	2024.1.3	2022.11.29
厨邦	厨邦酱油	2023.10.6	2022.11.21
	厨邦金品生抽	2024.1.17	2022.10.18
	厨邦味极鲜酱油	2024.1.17	2022.11.24
	厨邦美味鲜酱油	2023.11.2	2022.12.06

数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图9: 24 年春节期间千禾货架较空



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

2.2. 复合调味品：品类丰富度提升，龙头动销亮眼

复调格局分散，品类丰富度提升。24 年春节期间复调商超货架陈列品牌众多，其中家乐、太太乐、好人家、吉香居川至美以中式调料为主，海底捞、名扬、德庄以火锅底料为主，反映出复调整体格局分散。家乐、太太乐、海底捞等品牌占据货架陈列主要位置，荟尚（大润发自有品牌）、么麻子等小品牌货架陈列同样醒目，产品主要为冷泡汁、拌料汁、泰式底料等新风味，产品包装也更为时尚，复调产品丰富度进一步提升。

图10: 24 年春节期间拌汁类新产品货架陈列醒目



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

龙头动销较旺，优势品类均有缺货，促销力度弱于基础调味品。草根调研来看 24 年春节期间复调整体新鲜度较高，产品货龄普遍在 3 个月以内，行业库存整体较为健康。动销方面，华东地区颐海国际不辣汤、天味手工牛油火锅底料等龙头拳头产品春节期间均有缺货，龙头动销较旺。从促销力度来看，复调折扣率低于基础调味品，价盘坚挺预计主因需求旺盛。

表4: 24 年春节期间复调主要产品价格（元/包）及折扣率对比

	规格	生产日期	折后价	折扣率	
火锅底料	海底捞番茄火锅底料	200g	缺货		
	海底捞菌汤火锅底料	110g	缺货		
	海底捞清油火锅底料	220g	2024.1.8	13.9	100%
	好人家手工牛油老火锅底料	360g	缺货		
	好人家鲜番茄汤料	200g	2023.12.11	15.8	83%
	名扬手工火锅底料	360g	2023.11.28	39.9	100%
	德庄 52 度火锅底料	360g	2023.11.28	22.9	70%
中式调料	吉香居川至美手工牛油火锅底料	248g	2023.10.2	16.9	89%
	好人家老坛酸菜鱼调料	390g	2023.11.7	14.8	89%
	吉香居川至美靓汤酸菜鱼调料	358g	2023.11.16	12.9	86%
	太太乐酸汤肥牛调料	100g	2024.1.8	10.9	100%
	家乐酸汤肥牛调料	95g	2023.10.27	9.9	90%
	吉香居川至美酸汤肥牛调料	100g	2023.12.25	9.9	100%
	荟尚椰香冬阴功汤底	200g	2023.12.20	9.9	72%
	么麻子红油百搭拌汁	200g	2023.12.22	14.6	100%

数据来源：草根调研，东吴证券研究所

3. 投资建议：看好乳业龙头价值回归，精选调味品强劲个股

乳制品龙头开门红可期，低估值高股息，看好价值回归。24 年春节期间龙头销售策略分化，叠加返乡潮、四五线以下城市客流量增加，乳制品礼盒装销售超预期，我们预计 24 年春节期间乳制品龙头伊利终端动销有望同比增长 10%，其中金典同比增长超过 10%，基础白奶同比增长稳健，安慕希需求回暖，当前库存良性，开门红下全年收入有望实现稳健增长，重点推荐业绩稳健、低估值高股息龙头伊利股份。

基础调味品春节动销稳健，精选改革红利、动销势能强劲个股。1) 渠道调研反馈，受益于返乡潮和餐饮回暖，24 年春节期间龙头海天 C 端稳健增长，B 端需求较节前有所改善，我们预计 24 年 1-2 月海天终端动销有望同比增长个位数。2) 中炬渠道改革红利逐步释放，24 年春节销售策略积极，叠加减盐新品放量，我们预计 24 年 1-2 月公司发货端有望同比增长双位数。3) 根据千禾味业公司交流反馈，24 年春节出货端好于去年，我们预计高基数下，23Q4+24Q1 公司收入端合计有望同比实现正增长。推荐改革红

利持续释放的中炬高新、终端调研中动销势能较强的千禾味业。

复调需求较好，优选动销亮眼的复调龙头。1) 渠道调研反馈，华北地区天味食品出货端同比增长双位数，快于其他小品牌，我们预计天味食品 24 年 1 月出货表现环比 23 年 12 月有所改善，有望同比增长双位数。2) 我们预计 24 年 1 月颐海国际第三方同比增长较好、关联方春节表现超预期，有望推动整体收入同比增长双位数。**推荐动销改善、24 年有望开拓小 B 端新渠道的天味食品，春节动销表现积极的颐海国际。**

4. 风险提示

餐饮复苏不及预期：餐饮行业受宏观经济影响较大，宏观经济疲软下，餐饮渠道恢复可能会不及预期。

成本端压力上涨风险：原材料成本上升将对公司盈利能力产生影响。若原材料价格持续上涨，公司盈利能力可能受到冲击。

竞争格局恶化：市场存在行业竞争格局变化不确定性。

消费力恢复不及预期：宏观经济持续疲软下消费者信心可能受损，消费力恢复速度可能会低于预期。

食品安全问题：食品安全问题一直为食品饮料企业的红线。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>