



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

国金证券研究所

 分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） liuchengqian@gjzq.com.cn
 分析师：叶韬（执业 S1130524040003） yetao@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君（执业 S1130524070005） chenyujun@gjzq.com.cn

分析师：张子阳（执业 S1130524120008） zhangziyang@gjzq.com.cn

春节调研反馈：白酒持续改善，大众品亮点显著

投资逻辑

当下市场担忧消费情绪&消费力扰动的背景下食品饮料春节实际动销反馈如何？春节期间我们团队开展返乡调研，持续追踪白酒、软饮、调味品、乳制品板块价盘、动销及竞争情况，区域覆盖四川、江西等多地，详细结论如下：

白酒板块：春节动销符合预期，茅五等结构性亮点仍存。我们认为 25 年春节的特征为：整体动销略受环境扰动，局部区域&价位&品牌有结构性优势。具体而言：1) 春节动销反馈与节前市场预期基本一致，环比 24 年中秋有所改善。2) 结构性优势根源为品牌势能（例如山西汾酒在省外多地动销起势不错）、区位优势（如四川、安徽区域反馈占优）、需求场景优势（如大众宴席）。3) 结构性亮点中也有厚积薄发的产品释放不错的动销势能，典型为茅台 1935。

今年春节可圈可点的还有头部流通大单品的批价表现，即飞天茅台与五粮液普五。春节前后飞天茅台批价平稳在 2270 元上下、稳健性表现不错；五粮液自 25 年初以来针对普五渠道梳理管控的营销政策密集出台，普五批价应声回升至 920 元及以上；节后仍建议着重关注飞天茅台&普五价盘情况，或存在市场预期修正。考虑接近 4% 及以上的股息率+中期高概率业绩 CAGR 有增长，我们认为白酒板块中期配置价值仍较高、赔率较为可观，短期存在顺周期情绪回暖催化。推荐布局稳健性的全国性龙头（如高端酒茅五泸）以及具备不错禀赋的区域龙头，关注泛全国化酒企的弹性配置契机。

休闲零食：受春节错期影响，今年 1 月备货时间缩短，但零食量贩、抖音电商等渠道势能依旧持续，且多数企业仍在探索如微信小店的新增长点，我们预计农历可比口径来看，零食企业多数在高基数下仍有双位数增长。展望 25 年，我们认为需关注商超调改背景机遇，以及海外市场、会员商超等多样化渠道贡献的业绩增量。推荐盐津铺子、甘源食品，建议关注劲仔食品。

软饮料：春节期间软饮促销力度加大，行业竞争仍然激烈。陈列方面以堆头、大规格、大单品为主，主流产品均有上架。促销方面，终端针对核心大单品强化促销力度，多以直接降价的形式吸引消费者，预调酒、无糖茶等品类降价更为显著。货龄方面，淡季动销偏慢，尤其低度酒饮货龄较高，其他饮料基本良性（3 个月内），包装水和无糖茶货龄最优。我们预计春节期间仅东鹏特饮、部分送礼属性产品动销表现较好。推荐农夫山泉、东鹏饮料，建议关注百润股份。

调味品：调研结果反馈零添加渗透率持续提升，且龙头动销好于二线品牌。陈列方面，海天、千禾、天味好人家陈列齐全且品类丰富，其中千禾在大部分商超有专门货架与堆头集中陈列，内部调整逐步接近尾声，商超端持续发力。行业价盘大体表现稳定，除部分热门单品如火锅底料有多件促销活动。货龄方面不同品牌和品类表现分化，零添加酱油较短、龙头品牌较短。行业经历此前库存、渠道、产品结构多方面调整，供给端持续优化，龙头企业多依靠抢占市场份额实现挤压式增长，如海天、安琪、天味等企业预计稳健兑现收入增长目标。我们认为后续随着消费政策释放效果，餐饮端需求有望改善，建议关注估值低位&具备内部改善的个股，推荐安琪酵母、中炬高新，建议关注颐海国际。

乳制品：渠道库存持续调整下常温奶新鲜度保持较优，其中常温酸奶新鲜度改善明显，常温酸奶终端销售产品新鲜度多在 1-2 月区间；双龙头终端新鲜度均保持较好，同时在陈列方面占据主要比例。春节期间常温奶多折扣促进销售，但是整体售价相对表现稳健，动销方面有所改善，产品方面持续向 A2 属性、益生菌属性、高钙属性等健康产品方向升级。奶酪棒领域妙可蓝多在底线城市陈列与动销上优于其他品牌，高线城市方面伊利与蒙牛奶酪陈列占比有所增加。奶酪棒方面竞争格局有所改善，其他品牌陈列情况有所减少，奶酪类产品丰富度较此前持续增加。

风险提示

宏观经济恢复不及预期，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、白酒板块：春节动销符合此前预期，茅五等结构性亮点仍存.....	4
二、软饮料：礼盒供给丰富，促销力度加强.....	8
三、调味品：零添加持续发力，龙头动销端占优.....	10
四、乳制品：春节动销表现旺盛，新鲜度维持较好水平.....	12
风险提示.....	14

图表目录

图表 1： 2025 年春运全社会跨区域人员流动量（万人次）及往年同期对比.....	4
图表 2： 2025 年百度迁徙指数及往年同期对比.....	4
图表 3： 2025 年春节前后迁徙中迁入比例 TOP10 区域.....	5
图表 4： 2025 年春节前后迁徙中迁出比例 TOP10 区域.....	5
图表 5： 2024 年至今茅台 1935/君品习酒/青花郎批价走势（元/瓶）.....	5
图表 6： 2022 年至今飞天茅台批价走势（元/瓶）.....	6
图表 7： 次高端价位浓香&清香大单品批价近期整体趋稳（元/瓶）.....	7
图表 8： 经历 2024 年价盘回落后，次高端酱酒单品批价近期亦趋稳（元/瓶）.....	7
图表 9： 超高端价位非标茅台酒批价稳中有升（元/瓶）.....	7
图表 10： 四川江油市烟酒店陈列情况，丰谷占据不少陈列面.....	8
图表 11： 江西赣州市烟酒店陈列情况，陈列以名酒为主.....	8
图表 12： 百润 RIO “3-5-8” 矩阵陈列明显.....	9
图表 13： 无糖茶具备单独堆头陈列.....	9
图表 14： 软饮料重点公司盈利预测.....	10
图表 15： 千禾具备单独陈列货架.....	11
图表 16： 千禾零添加酱油堆头促销.....	11
图表 17： 颐海海底捞品牌陈列较多.....	12
图表 18： 中式复调品类品牌多样，市场竞争激烈.....	12
图表 19： 调味品重点公司盈利预测.....	12
图表 20： 安慕希系列陈列情况.....	13
图表 21： 金典陈列情况.....	13
图表 22： 蒙牛陈列堆头.....	13
图表 23： 多品牌混合堆头.....	13



图表 24: 奶酪棒妙可蓝多陈列较多 14

图表 25: 部分超市奶酪产品陈列相对平均 14



一、白酒板块：春节动销符合此前预期，茅五等结构性亮点仍存

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。4) 24年春节基调为需求释放时间充足，但消费情绪&消费力走弱初显端倪，临近春节大众需求释放致使动销实现超预期平稳增长。

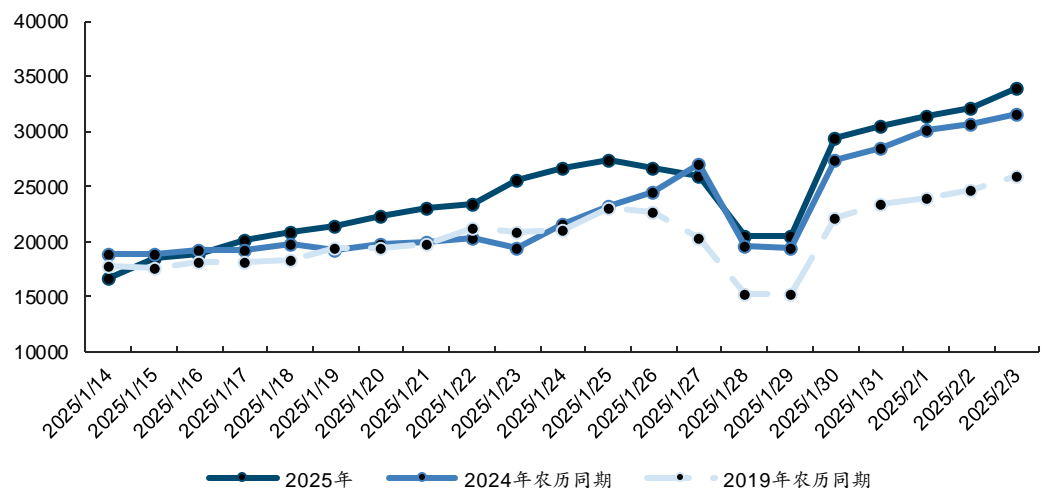
结合渠道及终端反馈，我们认为25年春节的特征为：动销整体略受环境扰动，局部区域&价位&品牌有结构性优势。具体而言：

1) 春节动销符合市场预期，临近春节大众需求密集释放，整体受略受消费力&消费情绪所扰动。

2) 结构性优势根源为品牌势能（例如山西汾酒在省外多地动销起势不错，延续了24年的趋势）、区位优势（如四川、安徽区域整体反馈在各地内相对占优）、需求场景优势（大众需求(含宴席)>高端礼赠需求>商务招待，因此100~200元价位反馈在各价位相对占优，其次是高端酒价位，表现相对疲软的仍是400元的泛商务价位）。

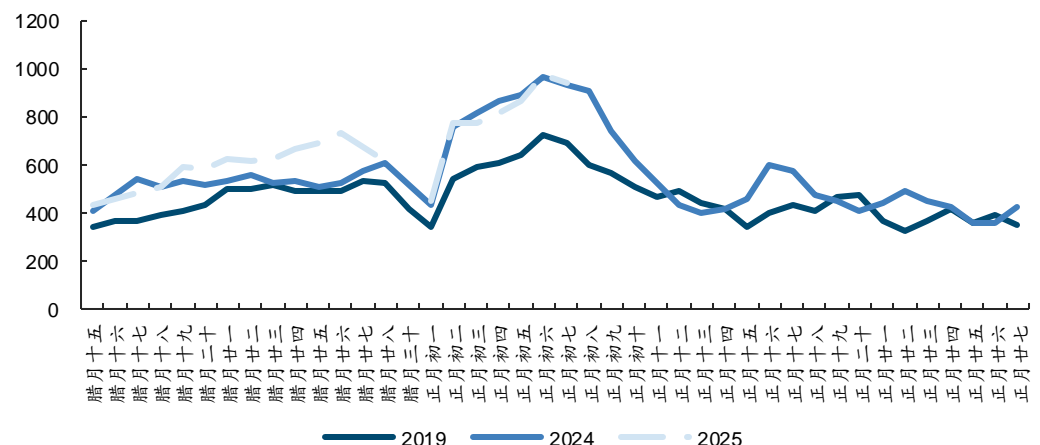
大众需求释放的韧性也基于区域人口流动情况仍相对不错，参考交通运输部披露的春运全社会跨区域人员流动量，自25年1月14日（即腊月十五）至2月3日（即正月初六）累积流动量较24年农历同期+7.7%，较19年农历同期+20.3%；百度迁徙指数呈现相似结论。

图表1：2025年春运全社会跨区域人员流动量（万人次）及往年同期对比



来源：交通运输部，国金证券研究所（注：数据截至25年2月3日）

图表2：2025年百度迁徙指数及往年同期对比



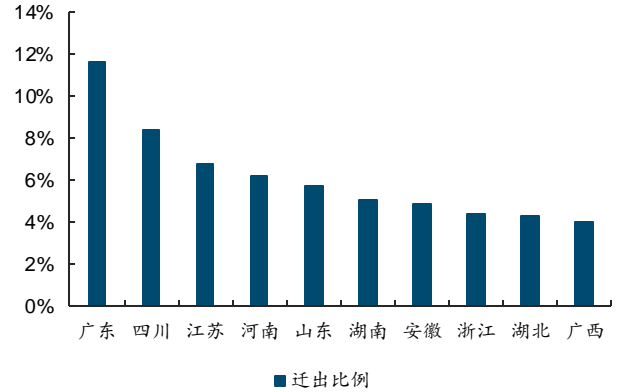
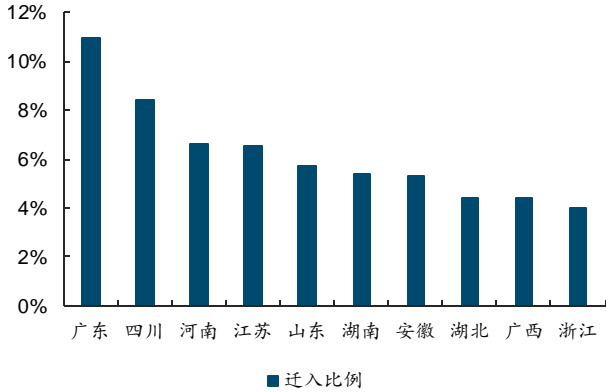
来源：百度迁徙，国金证券研究所（注：数据截至25年2月4日，即25年农历正月初七）



此外，从百度迁徙的区域迁入&迁出集中度也能侧面印证部分区域的区位优势，尤其是四川区域，25年春节前后无论是迁入&迁出占比相较于23年均有明显提升、在全国范围内位列第二（仅次于广东区域，23年迁入/迁出分别为第三/第四），相对活跃的区域经济发展态势也会伴随人口流动的热度提升。

图表3: 2025年春节前后迁徙中迁入比例 TOP10 区域

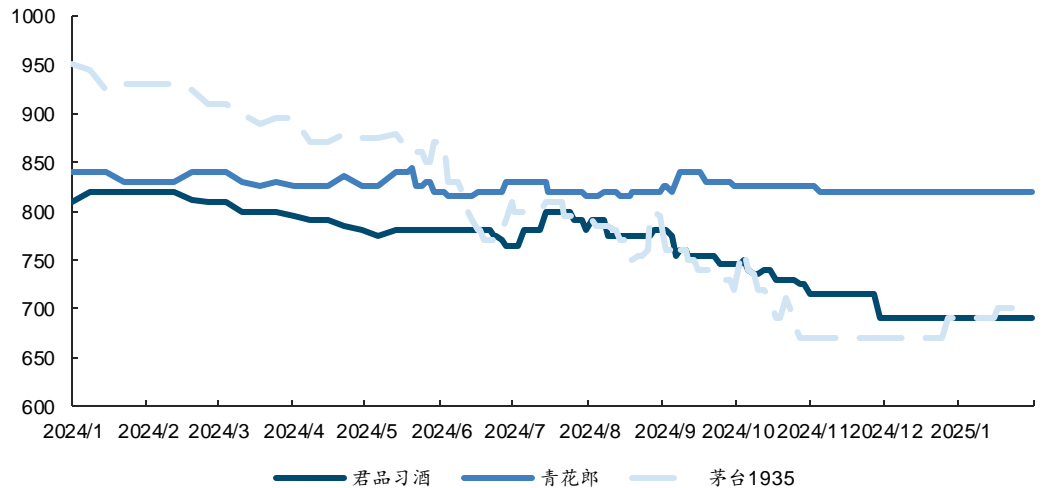
图表4: 2025年春节前后迁徙中迁出比例 TOP10 区域



来源：百度迁徙，国金证券研究所（注：迁入比例计算为25年1月27日至2月2日区间日度迁入比例均值，下同）

3) 结构性亮点中也有厚积薄发的产品释放不错的动销势能，典型为茅台1935，茅台1935批价自临近24年末起逐步从企稳转回升、目前批价约700元，其逐步构建起高度酒的“伪高端”价位、亦或高线次高端价位，但其需求主要仍以承接千元价位传统高端酒的降级需求为主，此前700元价位主要单品以低度产品为主，茅台1935给商务招待&宴席&礼赠等需求提供了新的价位选择、带动春节动销在各品牌内相对占优。相类似的还有洞6/洞9在安徽省内100~200元延续放量，这也与前述大众价位需求相对占优相关。

图表5: 2024年至今茅台1935/君品习酒/青花郎批价走势 (元/瓶)



来源：酒价参考，国金证券研究所（注：数据截至25年2月5日）

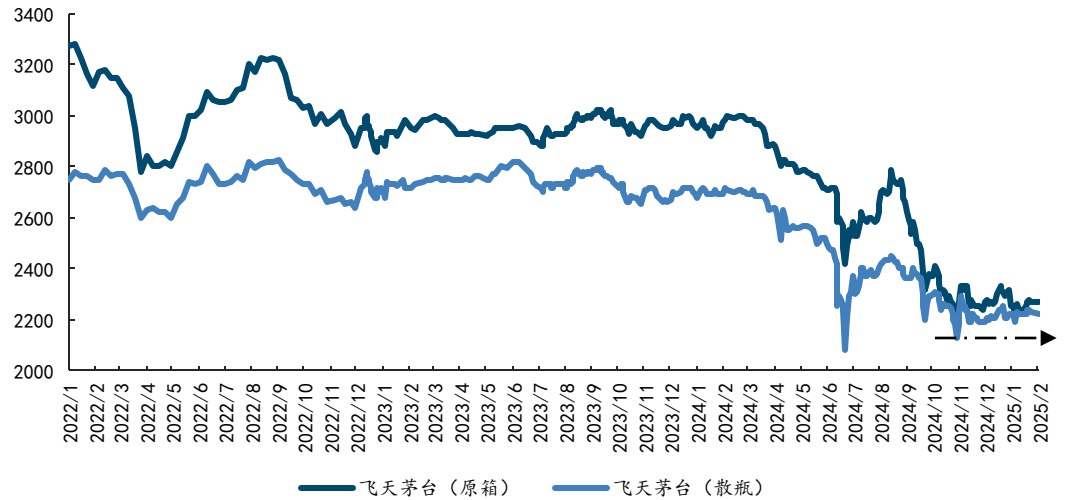
此外，今年春节可圈可点的还有头部流通大单品的批价表现，即飞天茅台与五粮液普五。回顾24年，飞天茅台批价在618前后、国庆前后等多个节点快速回落，就飞天茅台批价在春节期间的表现是自24年末以来市场尤为关注的一点，25年初蛇年生肖茅台面市、批价快速回落又加剧了市场对飞天茅台批价的担忧，甚至悲观预期下担忧飞天茅台批价跌破24年618前后底部。

从实际表现来看，春节前后飞天茅台批价平稳在2270元上下、稳健性表现不错，我们认为一方面与实际需求回落幅度相对有限相关，毕竟当下价盘相较于24年同期2900元以上的水平已有反映，另一方面也与酒厂对渠道加强管控相关。建议节后仍着重关注飞天茅台价盘情况，我们预计由于需求由旺转淡会致使批价小幅回落，相对平稳过渡仍可视为泛春



节期间价盘表现超预期。

图6：2022年至今飞天茅台批价走势（元/瓶）



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至 25 年 2 月 3 日）

就五粮液普五而言，自 25 年初以来针对渠道梳理管控的营销政策密集出台，包括全面停货、运营商及专卖店规划合同减量、规划终端直配模式试点等，最直观的成果便是普五批价迅速由 900 元以内回升至 920 元及以上，叠加临近年末物流停运、部分区域拿货价回升幅度更高。从历史维度来看，头部核心单品在春节旺销期前执行停货并不常见，特别是产业尤为内卷的当下，不乏酒厂采取对渠道&终端持续压货的方式、利用渠道&终端去库存的诉求加大市场份额占有。

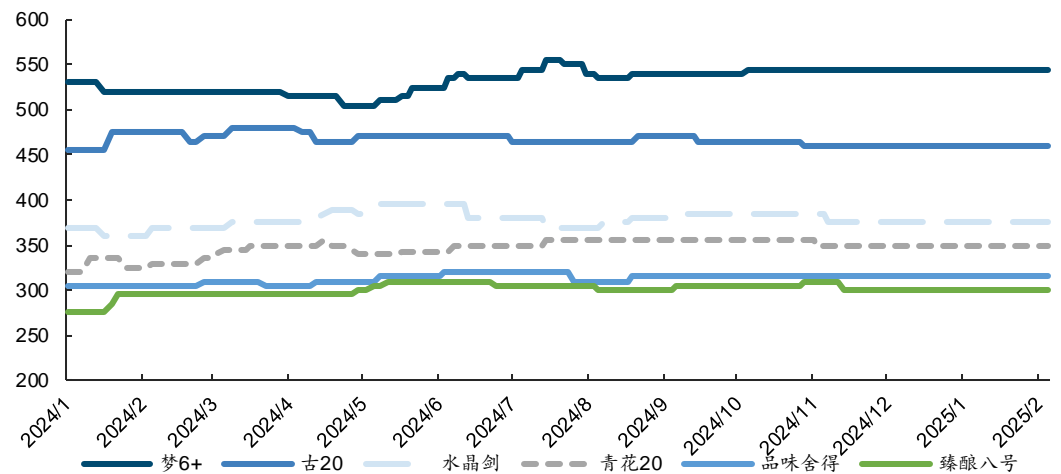
前述提及，茅台 1935 逐渐开辟 700 元价位新赛道、给消费者商务礼赠等需求一个新的选择。相对应地，考虑定位千元价位的需求+寡头垄断的竞争格局，无论是礼赠亦或是商务招待，消费者对普五的价格敏感度相对并不高，造成普五批价此前迅速回落的主因仍在于渠道管控欠缺。

因此，我们认为五粮液酒厂通过渠道梳理等动作恢复普五价盘至当下相对合理水平具备可行性，短期批价再回升至例如 960 元甚至更高、对应成交价至千元以上仍需需求支撑，或酒厂利用侧翼 1618 等产品拱卫分流普五需求等。整体而言，亦建议着重关注春节后五粮液针对普五停货等措施的落地执行情况，核心品价格始终是酒企的营销重心，市场也会对酒企量价管控进行定价。

对于其余品牌单品而言，目前酒厂普遍施行控盘分利的营销政策，叠加近年来更广泛使用的五码技术以及酒厂一路向 C 的费投倾向，近期在酒厂普遍未针对 B 端加大费投的背景下价盘整体趋稳，酒厂通过直接让利消费者、通过扫码红包等方式降低消费者心理对实际购买成本的预期以达成促动销目的。我们预计该趋势在 25 年仍会延续，利用数字化来辅助监管渠道行为、改革传统费投模式。

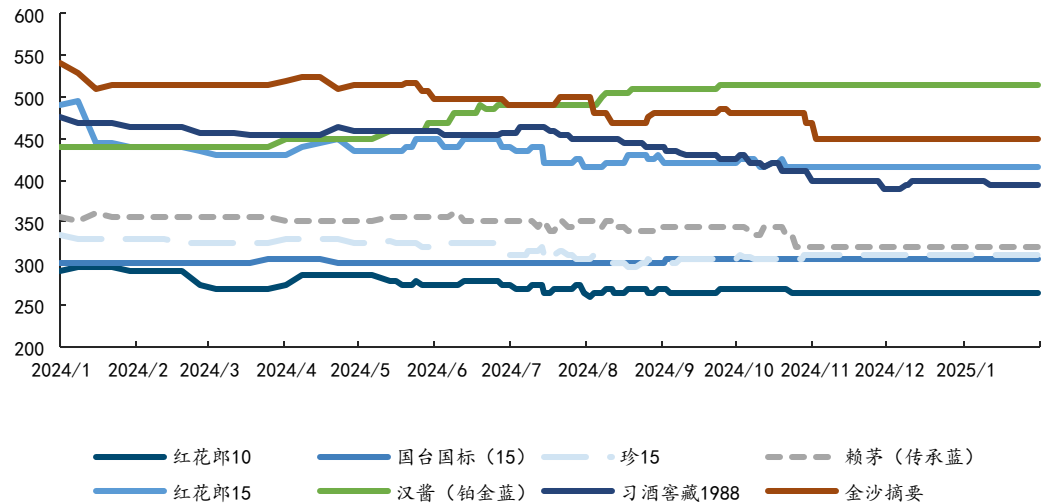


图表7: 次高端价位浓香&清香大单品批价近期整体趋稳 (元/瓶)



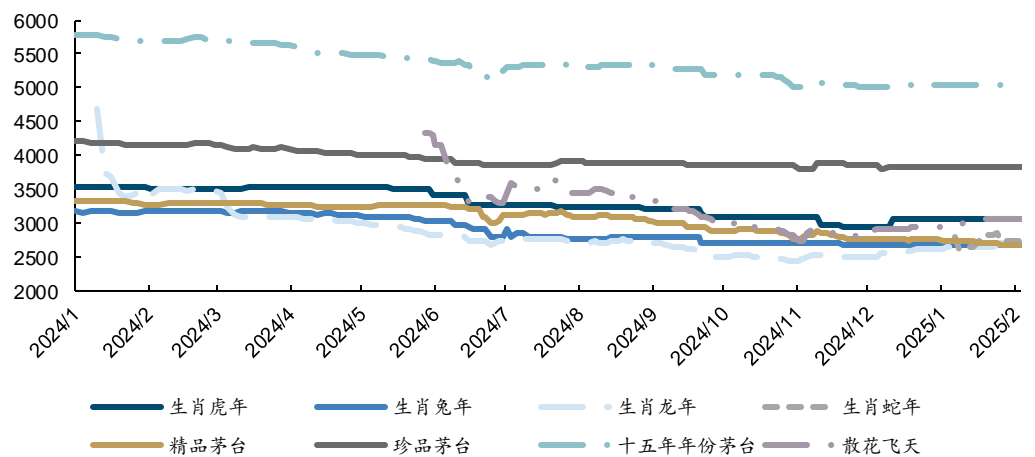
来源: 酒价参考, 国金证券研究所 (注: 数据截至 25 年 2 月 5 日)

图表8: 经历 2024 年价盘回落后, 次高端酱酒单品批价近期亦趋稳 (元/瓶)



来源: 酒价参考, 国金证券研究所 (注: 数据截至 25 年 2 月 5 日)

图表9: 超高端价位非标茅台酒批价稳中有升 (元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 25 年 2 月 3 日)



除却动销的分化外，各区域内全国化名酒与区域酒企在大众价位的竞争态势也较为分化，典型如安徽区域由古井贡酒、迎驾贡酒等区域名酒主导，并逐步向次高端价位拉升品牌力；四川、山东等区域也类似，丰谷、扳倒井等地方酒企在大众价位仍占有一席之地，全国化名酒与其的份额割据预计仍将延续。

图表10：四川江油市烟酒店陈列情况，丰谷占据不少陈列面



来源：国金证券研究所

图表11：江西赣州市烟酒店陈列情况，陈列以名酒为主



来源：国金证券研究所

整体而言，春节动销反馈符合市场预期、白酒行业景气度处于下行趋缓阶段，此间也存在一些结构性亮点。如前所述，节后步入相对真空期、春糖时点在3月下旬，仍建议着重关注飞天茅台&普五价盘情况，或存在部分市场的悲观预期修正。

考虑接近4%甚至以上的股息率+中期高概率业绩CAGR有增长，我们认为白酒板块中期配置价值仍较高、赔率较为可观，短期也存在顺周期情绪回暖催化。参考上一轮景气周期，酒企估值、亦或市场预期见底早于基本面拐点右侧。推荐布局稳健性的全国性龙头（如高端酒茅五泸）以及具备不错禀赋的区域龙头（如徽酒古井贡酒、迎驾贡酒，苏酒洋河股份、今世缘等），关注泛全国化酒企的弹性配置契机。

二、软饮料：礼盒供给丰富，促销力度加强

陈列方面：1) 商超货架陈列以堆头、大规格、大单品为主，例如：可乐、橙汁、植物蛋白饮、无糖茶等产品。货架旁有较为显眼的双件、箱装堆头陈列。2) 顺应过年送礼需求，多数品牌推出礼盒装产品，如：农夫绿水12瓶/包装、东鹏特饮礼盒、海岛椰礼盒、锐澳6连包等。3) 预调酒一般可占据一个单独货架，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。其次水和饮料多陈列在同一个货架，从铺货覆盖广度来看，Rio鸡尾酒、农夫山泉天然水、东方树叶、东鹏特饮在样本商超实现全覆盖，但三得利、



补水啦等产品在样本范围陈列内有小幅缺失。

促销方面：今年春节终端针对核心大单品强化促销力度，多以直接降价的形式吸引消费者，如赣州市、三亚市代表商超预调酒品类强爽原价 13.5 元，促销价 10.5 元。清爽原价 7.8 元，促销降价为 5.9 元。东鹏特饮原价 4.5 元，促销降价为 3.9 元。与之相应的竞品，三得利和乐怡、贝瑞甜心促销力度同样加大，市场竞争仍较为激烈。水品类方面，农夫山泉绿水保持 9.9 元/12 瓶的促销力度，与旺季基本一致。其他瓶装水如怡宝、娃哈哈、百岁山等均有小幅折让，原价 2-3 元基础上下降 0.5 元。无糖茶饮东方树叶表现较好，小包装多以 5 元正价销售，大包装仍具备降价促销支持，900ml 产品建议零售价 7 元，样本商超普遍售价在 6.5 元。

图表12：百润 R10 “3-5-8” 矩阵陈列明显

图表13：无糖茶具备单独堆头陈列



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

货龄方面：淡季动销偏慢，尤其低度酒饮货龄较高，其他饮料基本良性，无糖茶货龄最优。低度酒 R10 旗下产品在样本商超内货龄多高于 3 个月，其中清爽平均货龄最低，我们推测系其高性价比所致。其竞品如三得利和乐怡、贝瑞甜心货龄较 R10 普遍延长 0.5-1 个月，但梅见表现相对突出，货龄多处于 2 个月以内。其他饮料如东鹏特饮、补水啦等品类货龄处于 2-3 个月之间，竞品红牛货龄略高于东鹏 10 天左右。包装水方面，因其刚需属性货龄整体优于其他品类，但各地区分化明显，如怡宝强势区域华中样本地商超货龄约 50 天，而西部区域则延长至 100+天。百岁山在多地样本商超内货龄均偏长，多处于 3 个月左右。农夫综合表现最好，包装水方面红水和绿水均处于 3 个月以内，另外无糖茶东方树叶货龄多处于 2 个月以内，动销显著优于其他品类。

■ 分公司更新

东鹏饮料：已发布业绩预告，单 Q4 预计实现营业收入 31.6-35.4 亿元，同比+21%-35%；实现归母净利润 4.4-7.4 亿元，同比+15%-94%；实现扣非净利润 4.1-7.1 亿元，同比+11%-92%，业绩中枢符合预期。Q4 高基数下收入增长中枢 28%，考虑到控库存&移仓订单影响、预计实际出货有 30%+，主要系公司以动销指导相关的经营活动、精细化渠道管理、加强渠道运营能力及冰冻化建设，提高全品项曝光率。利润端，原料成本下降+规模效应释放，Q4 淡季净利率显著改善。按中枢计算，24 年/24Q4 净利率分别为 20.7%/17.7%，分别同比 +2.6pct/+3.0pct。展望后续，我们认为成本端在低位企稳，第二曲线品类有望持续扩张，25 年持续释放利润空间。

农夫山泉：Q4 为行业淡季且公司加强价盘管控，10-11 月价盘企稳，红水动销逐步改善，库存持续去化。我们预计 H2 收入端有望维持高个位数增长态势，但利润端因绿水占比提升及规模效应等扰动，预计慢于收入。目前公司对于绿水不做宣导，仅以性价比策略做自然动销，绿水占比呈下降趋势。我们预计后续配合各项市场政策，红水动销将于 3 月（同期舆论事件影响下滑较多）开始加速修复，东方树叶网点扩张&单点产出提升均有空间。

百润股份：受消费需求疲软+大单品尝鲜需求褪去等影响，Q4 公司预调酒业务仍承压，预计同比具备双位数下滑，其中强爽高基数拖累仍较为严重。同时公司发布第二曲线威士忌产品，目前在售峡州、百利得两款创世版产品，截止 2024 年 12 月 20 日，峡州单一麦芽威士忌创世版限量 10000 瓶新品已全部售罄，结合单价在 399 元，预计 Q4 威士忌亦有大几百万元贡献。后续常规版威士忌产品将以不同品牌、不同规格、不同价格带铺设多个渠



道、覆盖多样化的消费场景，预计在 25 年为公司收入带来显著增量。

整体来看，Q4+Q1 为软饮消费淡季，动销表现相对平淡，行业景气度略有承压。春节期间仅高势能增长的东鹏饮料、部分送礼属性的（养元饮品、承德露露）动销表现较好。展望后续，我们认为市场更多关注需求端修复和竞争格局改善，持续推荐大单品稳基本盘+第二曲线高成长的个股，推荐农夫、东鹏，建议关注百润。

图表14：软饮料重点公司盈利预测

板块	公司名称	收入 (亿元)			yoy		归母净利润 (亿元)			yoy		PE	
		23A	24E	25E	24E	25E	23A	24E	25E	24E	25E	24E	25E
软饮料	农夫山泉	427	446	527	5%	17%	120.8	118.8	140.3	-2%	18%	33	28
	东鹏饮料	113	157	200	40%	27%	20.4	31.4	40.4	54%	29%	40	31
	百润股份	33	32	36	-3%	15%	8.1	8.0	9.9	-1%	24%	32	26

来源：Ifind，国金证券研究所（注：股价截止至 2 月 2 日）

三、调味品：零添加持续发力，龙头动销端占优

■ 基础调味品

陈列：海天、千禾在走访样本商超中陈列齐全且品类丰富，其他品牌存在部分品类缺失情况。其中，千禾在 KA 终端持续发力，大部分商超均有专门货架与堆头集中陈列，凭借味极鲜、零添加酱油等主力单品收获大量曝光，同时，千禾其他常规大单品也覆盖广泛，各类零添加产品在各样本商超均有陈列，包装上简单明了的“0”标识使得千禾产品在众多调味品中格外突出，但相对而言，以有机醋为代表的高端产品覆盖度则较低。

分品类来看，1) 酱油方面，海天和千禾平分秋色，终端覆盖度高，陈列面积最大，其中海天的品类相对更为丰富。李锦记在中西部地区表现出色，有堆头专门陈列，而厨邦、金龙鱼、太太乐、欣和等品牌在样本范围内均有不同程度缺失。2) 醋方面，地域性品牌更为强势，恒顺虽仍保持相对优势，但相较前期调研，我们发现其陈列产品种类减少，高端产品更是仅覆盖 1 家样本商超。而千禾零添加糯米香醋和海天白米醋覆盖半数样本商超。3) 其余品类中，料酒、耗油海天仍占优势，但千禾葱姜料酒覆盖度也大为提升，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、古道料酒、恒顺镇江香醋、千禾葱姜料酒等普遍以正价销售。部分地区千禾味极鲜和零添加酱油 180 天存在堆头促销。1) 酱油方面，价格梯队明显，零添加酱油价盘普遍比同规格普通产品高 1-2 元，常规生抽、老抽等产品价盘稳定，味极鲜和零添加酱油在局部地区存在促销活动，以价格直降为主。2) 醋和料酒等品类单价本身偏低，价格相对稳定。

动销：从产品角度看，醋和料酒普遍货龄更长，酱油中热门单品和零添加产品货龄更短，较同品牌其他单品货龄新鲜 0.5~1 个月。从品牌角度看，海天和千禾货龄较为新鲜，平均控制在 3 个月内。其余如厨邦、恒顺等动销情况良好，货龄大多集中在 5 个月内。1) 酱油方面，海天、千禾货龄健康，在大部分地区货龄优于李锦记和厨邦。而零添加酱油货龄更具优势，普遍比味极鲜和普通生抽更加新鲜。2) 其他品类方面，各品牌优势品类货龄更加新鲜，典型的有恒顺香醋和海天蚝油，产品动销占优。



图表15: 千禾具备单独陈列货架



来源: 国金证券研究所

图表16: 千禾零添加酱油堆头促销



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的“好人家牛油火锅底料”和颐海的“海底捞番茄火锅底料”在各地样本商超陈列广泛，其中“好人家”在样本商超中基本做到全覆盖，而颐海的“海底捞”则在部分商超出现缺失。非核心单品缺失现象严重，如颐海中式复调品类仅在少数样本商超中陈列。小众品牌则呈现明显的地域分化，表明复调市场竞争格局依然激烈。1) 火锅底料上，天味在样本区域实现全覆盖，而颐海部分品类缺失，德庄在其他品牌中脱颖而出，尤其在西南地区陈列面积较大，且有专门堆头。2) 中式复调方面，陈列面积较小且品牌较为分散，其中天味酸菜鱼和水煮鱼铺货率最高，其他品牌陈列受地域影响，但也占据半数货架空间，市场竞争激烈。

促销: 春节期间复调需求旺盛，商超配合以年货节活动刺激单次购买量，各品牌的火锅底料普遍促销力度更大。分品牌看，样本商超中天味促销力度最大，火锅底料基本具备7-8折活动；颐海价盘也有所下降，部分样本商超的火锅底料开展满减降价活动，如“满13.5立减2.6”，方便速食也在局部地区开展6折促销活动；其他品牌如德庄积极开展堆头促销，在中西部地区价盘偏低。

动销: 总体而言，头部品牌火锅底料类和中式复调类货龄都基本维持在3-4个月的水平。分品牌看，天味和颐海的总体货龄接近，而其他品牌的货龄分化较为明显。中、东部地区的颐海货龄最为新鲜，基本控制在2个月左右，主要系颐海渠道价盘管控较为严格；而四川地区作为天味大本营，天味的动销相对更好。1) 火锅底料方面，西南地区天味货龄比颐海等品牌更加新鲜，而其他地区反之。2) 中式复调方面，不同产品分化明显，天味酸菜鱼和水煮鱼单品货龄最短，且天味货龄较颐海更具优势。



图表17: 颐海海底捞品牌陈列较多



来源: 国金证券研究所

图表18: 中式复调品类品牌多样, 市场竞争激烈



来源: 国金证券研究所

■ 投资建议

行业经历此前库存、渠道、价盘、产品方面的调整, 24 年供给端优化为主旋律(龙头企业多依靠抢占市场份额实现挤压式增长), 需求端则略有承压(餐饮需求表现疲软, 但 C 端仍处于结构升级过程中)。从 Q4 需求来看, 考虑到开门红政策刺激打款, 12 月多数企业出货具备边际改善, 尤其调味品实现韧性增长, 龙头企业表现更优, 如海天、安琪、天味等企业 Q4 预计实现收入双位数增长, 兑现全年收入增长目标。我们认为后续随着消费政策持续加码, 餐饮端有望实现量价同步修复, 居民端健康化升级趋势将延续, 行业整体有望受益于需求改善。展望后续, 我们依旧看好估值和 EPS 双击带来的高弹性, 建议关注估值低位&具备内部改善的个股, 推荐安琪酵母、中炬高新, 建议关注颐海国际。

图表19: 调味品重点公司盈利预测

板块	公司名称	收入 (亿元)			yoy		归母净利润 (亿元)			yoy		PE	
		23A	24E	25E	24E	25E	23A	24E	25E	24E	25E	24E	25E
调味品	海天味业	246	275	306	12%	11%	56.3	62.9	69.3	12%	10%	36	33
	中炬高新	51	56	63	8%	14%	17.0	7.5	9.0	-56%	20%	22	18
	千禾味业	32	33	36	1%	12%	5.3	5.2	5.9	-1%	12%	23	20
	安琪酵母	136	154	174	13%	13%	12.7	13.6	16.5	7%	22%	22	18
	天味食品	31	35	40	10%	10%	4.6	6.3	7.2	37%	15%	23	20
	颐海国际	62	67	74	10%	10%	8.5	8.0	9.1	-7%	14%	16	14

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 股价截至 2 月 2 日, 其中天味食品已公布 24 年业绩预告, 盈利预测采用一致预期)

四、乳制品: 春节动销表现旺盛, 新鲜度维持较好水平

■ 常温奶

春节期间龙头积极布局礼赠产品, 设立堆头抢占货架。春节期间乳制品企业积极抢占陈列位, 其中双龙头依旧占据明显优势, 合计占比超过 80%, 其余品牌陈列位占比, 其中会员超市陈列自营品牌有一定空间。从产品来看, 龙头重点布局高端白奶和常温酸奶等礼赠属性产品, 同时配有新年属性礼袋吸引消费者, 而从产品陈列来看, 双龙头以高端白奶与常温酸为主, 其中蒙牛陈列特仑苏更多。从产品品类来看, 白奶方面龙头持续推广 A2 属性、益生菌属性、高钙属性等健康产品, 常温酸奶方面则是继续采用多口味、益生菌添加等方式持续升级, 同时积极配合春节档进行宣传, 提升礼赠销售表现。

促销: 进入节假日消费旺季, 多数产品处于折扣状态促进销售, 整体促销投入相对理性,



前期渠道库存调整下整体价盘表现较稳。从陈列上看高端产品如金典与特仑苏占据主要展示位置，多数超市在普通金典与特仑苏产品上均有打折，主流销售价格在 49.9 元/箱，少数长货龄超市存在 39.9 元/箱的价格，整体表现优于去年同期。分价格段来看，伊利基础白奶价盘相对坚挺，臻浓在新鲜度较好的情况下价盘稳定；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，高端产品在节假日动销受礼赠需求提振。样本超市统计中常温白奶新鲜度略弱于常温酸奶，但是整体货龄趋势好转，白奶平均货龄不到 2 个月，高端产品货龄略低于普通产品，其中伊利臻浓在样本超市中出现较大货龄产品，伊利其余系列产品维持较高新鲜度；高端产品中金典与特仑苏货龄均有所下降，金典货龄与特仑苏基本持平。常温酸奶平均货龄 1-2 个月左右，安慕希整体货龄优于纯甄，安慕希原味货龄表现最好，维持在 1 个月以内。

竞争格局：从各个超市陈列情况来看，双龙头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，整体价盘相对稳定，鲜有出现大力折扣的现象。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20：安慕希系列陈列情况



来源：国金证券研究所

图表21：金典陈列情况



来源：国金证券研究所

图表22：蒙牛陈列堆头



来源：国金证券研究所

图表23：多品牌混合堆头



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，奶酪制品存在一定程度的折扣，同一陈列区域来看，伊利奶酪棒价格折后略低于妙可蓝多与百吉福。

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，整体维持在 2 个月左右，低温奶酪棒动销表现优于常温产品，整体表现相对健康。

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，其他小品牌在主流超市中可见度下降，整体竞争格局有所改善。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。

图表24：奶酪棒妙可蓝多陈列较多



图表25：部分超市奶酪产品陈列相对平均



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，乳制品在春节礼赠属性支撑下，终端动销呈现好转态势，整体价盘相对稳定，而龙头仍在通过丰富产品品类来提升销量。我们认为乳制品需求虽然整体呈现弱复苏态势，但是在龙头库存持续调整下，终端动销改善有望较快向上传导，在上游产能逐步削减的背景下，预计行业竞争格局有望逐步改善。中长期来看，乳制品需求总量有望持续增加，随着居民收入预期的改善，高端产品的占比有望持续提升，在需求端逐步改善的背景下，建议关注伊利股份、蒙牛乳业、新乳业等。

风险提示

- 宏观经济恢复不及预期：经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏；
- 区域市场竞争风险：区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策；
- 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。
- 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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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